



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018 年第 03 期 总第 577 期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813
服务邮箱：xtresearch@xtkg.com
公司网站：http://www.xtkg.com/
联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2018 年 01 月 09 日 星期二

更多精彩 敬请关注
兴泰季微博、微信公众号



国内财经	2
国家发改委部署中央预算内投资日常监管	2
穆迪：2018 年中国国企平均杠杆率有望进一步下降.....	2
发改委要求进一步做好政府出资产业基金信用信息登记 .	3
2018 年稽查执法指向性明确 将对三类现象实施精准打击	3
国际财经	5
欧盟 ESI 报告：欧元区经济继续向好 英国通胀有望回落	5
美国 2017 年 11 月贸易逆差创近 6 年来最高	5
行业聚焦	6
银监会：委托贷款不得投资资管产品	6
各地集中清理 PPP 项目库	7
区域新闻	8
广州针对三类金融主体现场检查细则征求意见	8
合肥开启境外美元债“直发模式”	10
深度分析	11
“明股实债”与国有资本管理	11



国内财经

国家发改委部署中央预算内投资日常监管

据发改委网站消息为加强中央预算内投资计划实施的综合监管,落实日常监管责任,压实主体责任,规范监管程序,建立问责机制,根据有关法律法规和规章制度,国家发改委特制定《中央预算内投资项目日常监管实施办法(试行)》。办法明确了日常监管直接责任单位和监管责任人以及需要处罚问责的情形。

办法明确,日常监管直接责任单位原则上为项目直接管理单位〔对项目单位(法人)的财务或人事行使管理职责的上一级单位〕。没有项目直接管理单位的,由项目单位(法人)上级行业主管部门履行日常监管职责。办法明确,日常监管直接责任单位及监管责任人一经确定,原则上不予调整。确需调整的,应报经汇总申报投资计划的部门同意,划清责任界线后履行调整手续,同时通过国家重大建设项目库更新相关信息。

国家发改委 2017 年 11 月印发了《中央预算内投资计划实施综合监管暂行办法》(以下简称《办法》)。国家发改委表示,此办法将强化对中央预算内投资计划实施的监管,提高中央预算内投资使用效益。各部门之间监管职责分工将更加明确,将推进建立纵横联动的投资计划监管体系,形成协同监管机制。

穆迪: 2018 年中国国企平均杠杆率有望进一步下降

穆迪投资者服务公司 1 月 8 日发布的关于受评中国国企信用质量报告指出,国企平均杠杆率在 2018 年有望进一步下降。具体而言,2018 年 53 家受评中国国有企业(国企)中大部分国企的杠杆水平将较 2016 年有所下降,也就是经穆迪调整的债务/EBITDA(税息折旧及摊销前利润)比率将下降。穆迪高级副总裁胡凯表示:“杠杆水平的改善源自国企 EBITDA 增长以及债务增速的放缓。”

据其测算,2018 年 53 家受评国企的合并平均债务/EBITDA 比率将从 2015 年的 5.7 倍和 2016 年的 5.5 倍降至 5.4 倍。与 2016 年相比,约三分之二的国企其 2018 年经穆迪调整的债务/EBITDA 比率将有所下降。但三分之一受评国企的杠杆率将攀升。

穆迪报告指出,中国政府(A1/稳定)的改革措施为杠杆水平的持续回落奠定了基础。具体而言,相关政府改革举措包括旨在提高经营效率并增强企业盈利能力的国企改革,以及旨在削减中国企业杠杆水平和成本,并去除某些行业的过剩产能的供给侧



改革。上述改革计划有望令 EBITDA 实现增长，同时抑制债务增长。

发改委要求进一步做好政府出资产业基金信用信息登记

1 月 8 日据发改委网站消息为贯彻落实党的十九大精神和全国金融工作会议提出的关于防范系统性金融风险有关精神，构建以信用为核心的政府出资产业投资基金行业新型市场监管机制，国家发改委近日下发通知，要求进一步做好基金登记有关工作。

通知要求，政府出资产业投资基金应在募集完毕后 20 个工作日内在全国政府出资产业投资基金信用信息登记系统或区域子系统予以登记；逾期未登记的，将其作为“规避登记政府出资产业投资基金”“规避登记受托管理机构”，并以适当方式予以公告。如约谈后 10 个工作日仍未登记的，将统一列入涉金融失信重点关注名单，并发送给省级地方政府在涉金融领域失信问题专项治理工作中一并督促整改。列入涉金融失信重点关注名单后 1 个月内仍未登记的，将列入涉金融失信黑名单，并在“信用中国”网站上予以公示。

通知明确，要在规定时间内对已提交登记申请的政府出资产业投资基金的材料完备性和产业政策符合性进行审核。对于材料不完备或不符合国家产业政策的基金，应一次性及时通过登记系统履行告知义务。政府出资产业投资基金首次申请登记完成后 5 个工作日内，基金管理人向发展改革部门提交书面材料，提交书面材料不作为通过材料齐备性审核的前提条件。我委将通过登记系统对各省级发展改革部门工作进度进行监测。

按照要求，基金管理人应如实提交政府出资产业投资基金登记所需的相关材料，保证提供的所有材料真实、准确、完整，并承担相应的法律责任。对于告知后限期内无正当理由仍不提供完备材料申请信息登记的基金，请你委将其视同未登记基金，采取发送信用告知函、约谈、提请列入相关失信名单等信用措施。

2018 年稽查执法指向性明确 将对三类现象实施精准打击

中国证监会主席刘士余日前表示，要以查办大案要案为重点，全面落实整治金融乱象的工作要求，精准打击肆意妄为、逃避监管、影响恶劣的个人和机构。要运用大数据、云计算和人工智能为代表的现代信息科技，提升稽查执法的能力与效率。要着



【国内财经】

No.577

力强化稽查执法规范化水平, 强化规则制订, 完善执法程序, 严格执法责任, 切实做到严格文明公正执法。

对此, 东北证券研究总监付立春表示, 今年稽查执法工作与往年不同的是, 要围绕十九大提出“促进多层次资本市场健康发展”和中央经济工作会议提出的“坚决打击违法违规金融活动”展开。下一步监管部门或将扩大稽查范围, 对于游离在监管体制之外有风险的金融活动给予更多的关注。

付立春表示, 目前在监管范围内的金融活动, 由于受到严格监管而表现较好, 但是游离在监管体制之外金融活动风险性更大, 给予这些监管体制以外的金融活动更多监管关注, 有利于全面监控金融风险, 对各种金融乱象起到了强有力的遏制作用。

据证监会公布的数据, 2017 年全年作出行政处罚决定 224 件, 罚没款金额 74.79 亿元, 同比增长 74.74%, 市场禁入 44 人, 同比增长 18.91%, 行政处罚决定数量、罚没款金额、市场禁入人数再创历史新高, 有力维护了市场“三公”原则, 有效保护了投资者合法权益, 为资本市场的健康稳定运行提供了强有力保障。

付立春认为, 今年的稽查执法工作指向性更强, 即将以查办大案要案为重点, 精准打击肆意妄为、逃避监管、影响恶劣的个人和机构, 提高稽查执法的专业性和技术性, 为资本市场的健康稳定运行提供强有力保障。同时, 精准打击也可以更好地避免打击面过大, 妨碍产业或行业的正常发展。

[返回首页](#)



国际财经

欧盟 ESI 报告：欧元区经济继续向好 英国通胀有望回落

1 月 8 日公布的数据显示，欧元区经济在 12 月份持续强劲增长，企业和消费者乐观度都打破了经济学家的预期，达到 2000 年 10 月以来的最高水平。

根据欧盟委员会的数据，德国和法国的年度经济增长将分别达到 5% 和 4%。欧盟委员会的经济情绪指数(ESI)打破了预期的 114.8，升至 116.0，长期均值为 100.0。

欧盟的经济预期看涨，但继续维持在低位的通货膨胀则暗示欧洲央行暂时不会改变现有的货币政策。凯投宏观的 Stephen Brown 认为，尽管今日的数据表明欧元区经济表现可能好于预期，但他很怀疑这会促成欧洲央行转变其鸽派立场。他补充说：“我们认为欧洲央行将在 2018 年 12 月份结束购债计划，然后等到 2019 年 9 月份再升息。”

欧元区的制造业比重较高，产量占总值的 40%。在英国这一比例仅为 15%。此前公布的其它经济数据也表现良好。比如 IHS Markit 的采购经理人指数(PMI)，欧元区 PMI 从 11 月份的 53.8 涨至 54.2。

相对的，英国 12 月份的 ESI 值为 112.4，低于欧元区，但显示企业信心适度增长。而其通货膨胀在 11 月份曾高达 3.2%。Pantheon Macroeconomics 的 Samuel Tombs 解读欧盟委员会的调查报告，认为其已达峰值，制造商和零售商报告将继续涨价的净平衡值有所回落，这意味着通胀可能随之下降。Tombs 说道：“CPI 将在未来数月内开始逐步下跌。”

美国 2017 年 11 月贸易逆差创近 6 年来最高

美国商务部 5 日公布的数据显示，2017 年 11 月美国商品和服务贸易逆差升至 505 亿美元，为 2012 年 1 月以来最高月度逆差额。展望未来，有专家指出，美国税改推动部分企业将海外利润汇回国内和美联储加息的叠加效应，可能导致美元汇率阶段性走强，使美国进口增加、出口减少、贸易逆差进一步上升。

[返回首页](#)



行业聚焦

银监会：委托贷款不得投资资管产品

银监会日前发布《商业银行委托贷款管理办法》，明确委托贷款的业务定位和各方当事人职责，对委托贷款的资金来源和资金用途设立“负面清单”，并要求银行将委托贷款业务与自营业务严格区分以加强风险管理。

委托贷款，是指委托人提供资金，由商业银行根据委托人确定的借款人、用途、金额、币种、期限、利率等代为发放、协助监督使用、协助收回的贷款，不包括现金管理项下委托贷款和住房公积金项下委托贷款。委托人包括提供委托贷款资金的法人、非法人组织、个体工商户和具有完全民事行为能力的自然人。

近年来，商业银行委托贷款业务发展较快，对服务实体经济发展发挥了积极作用，但由于缺乏统一的制度规范，也存在一定风险隐患。此前没有专门制度对委托贷款业务进行全面、系统地规范。《办法》的出台填补了委托贷款监管制度空白，为商业银行办理委托贷款业务提供了制度依据。值得注意的是，《办法》指出，在资金来源方面，**要求银行不得接受委托人下述资金发放委托贷款：受托管的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金、无法证明来源的资金等。**

业内人士普遍认为，上述资金来源中，禁止银行接受“受托管的他人资金、其他债务性资金”发放委托贷款，实际上就封堵了银行理财、券商和基金子公司资管计划等通过委托贷款的形式投资非标，这一通道的路子被堵上，未来非标业务将被继续大幅压缩。在资金用途方面，《办法》要求银行委托发放的贷款不得用于生产、经营或投资国家禁止的领域和用途，不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资，不得作为注册资本金、注册验资，不得用于股本权益性投资或增资扩股等。

为加强银行对委托贷款业务的风险管理，《办法》明确应严格隔离委托贷款业务与自营业务的风险，并禁止银行代委托人确定借款人、参与委托人的贷款决策、为委托贷款提供各种形式的担保、代借款人垫付资金归还委托贷款，或者用信贷、理财资金直接或间接承接委托贷款等行为。

此外，为防范委托贷款中借款人的信用风险，《办法》特别强调，委托贷款的借款人是银行存量授信客户的，银行应综合考虑借款人取得委托贷款后，信用风险敞口扩大对本行授信业务带来的风险影响，并采取相应风险管控措施。



各地集中清理 PPP 项目库

对总投资超 17 万亿元的政府和社会资本合作(PPP)项目库进行清理,成为 2018 年财政重点工作之一。

集中清理正进行中

中央将防风险作为 2018 年攻坚战之一。而 PPP 领域一路高歌猛进 4 年多,项目数量和投资额呈现爆发式增长,潜在风险显现,因此防范 PPP 领域潜在风险也成为官方关注焦点。近期财政部在定调 2018 年重点工作时明确规范推进 PPP,严禁以 PPP 名义变相举债,加强资本金管理,组织开展 PPP 项目库清理。

各地均将 PPP 项目库清理作为 2018 年 PPP 工作重点。

山东省财政厅在近日公布 2018 年 PPP 工作计划时表示,深入开展 PPP 项目“规范发展年”活动,严格项目入库标准和管理要求,建立健全专人负责、持续跟踪、动态调整的常态化管理机制,及时将条件不符合、操作不规范、信息不完善的项目清理出库,着力规范项目运作,提升项目质量。山东省目前 PPP 实际开发项目、落地项目、开工项目数量均居全国第一。

实际开发项目居全国第二的河南省在 2018 年 PPP 工作计划中,也将按期完成 PPP 项目库核查清理工作作为首项工作,整改实施不规范的项目,清退不符合条件的项目。

PPP 项目大省湖南省财政厅也一样。湖南省去年 12 月起组织力量对全省 PPP 项目开展全面清理。对于严重不规范的假 PPP 项目,将清理出库并禁止该项目继续采用 PPP 模式。云南省财政厅甚至表示,对逾期未完成项目管理库核查清理工作的地区及部门,暂停新项目入库。

其实在 PPP 模式严监管下,2017 年以来已经有一批不合规的 PPP 项目被清退。

根据财政部 PPP 中心数据,截至 2017 年 9 月底,全国 PPP 综合信息平台项目库退库项目总计 973 个,其中仅第三季度退库项目就达到 635 个。

[返回首页](#)



区域新闻

广州针对三类金融主体现场检查细则征求意见

广州市金融工作局日前对各融资担保公司、小额贷款公司、网络借贷信息中介公司下发了《融资性担保公司现场检查细则》(征求意见稿)、《小额贷款公司现场检查细则》(征求意见稿)、《广州网络借贷中介机构现场检查细则》(征求意见稿)的函,用以规范广州市地方金融监管部门对上述三大金融主体检查内容的标准。

该局表示,此举是为了规范现场检查工作,加强对广州市内的融资性担保公司、小额贷款公司以及网络借贷信息中介机构的监督管理,保护投资者合法权益,维护金融市场健康、稳定发展。

融资性担保机构严控 10 倍杠杆

广州市《融资性担保公司现场检查细则》(征求意见稿)中进一步明确杠杆率以及担保责任余额与其净资产的比例。上述细则要求,针对机构本身,重点检查融资担保公司是否未经批准擅自分立、合并、减少注册资本、在外省设立分支机构等,变更名称、变更董事长、总经理或实际履行相应职责的人员、变更持有 5% 以上股权的股东、省内融资担保公司在省内设立分支机构等事项是否按规定备案。

针对业务共设定了 14 项重点检查行为,具体为:1、是否存在吸收存款或者变相吸收存款,组织或参与任何名义、形式的集资活动。特别是融资担保公司的股东、高级管理人员和员工是否假借融资担保公司名义或由融资担保公司提供担保,进行集资活动;2、是否存在自营贷款或者受托贷款;3、是否存在受托投资;4、融资担保公司的担保责任余额是否超过其净资产的 10 倍(对主要为小微企业和农业、农村、农民服务的融资担保公司,该条规定的倍数上限可以提高至 15 倍);5、担保责任余额与其净资产的比例是否合规;6、融资担保公司是否为其控股股东、实际控制人提供融资担保,为其他关联方提供融资担保的条件是否优于为非关联方提供同类担保的条件。关联方融资担保业务是否向监管部门报告并在会计报表附注中披露;7、各项准备金提取是否合规;8、被担保人或者第三人以抵押、质押方式提供的反担保,是否依法办理登记;9、自有资金的运用,是否符合国家有关融资担保公司资产安全性、流动性的规定;10、融资担保公司是否按照要求向监督管理部门报送经营报告、财务报告、年度审计报告等文件、资料或者业务开展情况及重大风险事件;11、非现场监管系统填报是否真实



【区域新闻】

No.577

准确, 是否提交虚假的经营报告、财务报告、年度审计报告等文件、资料; 12、融资担保公司向股东、董事、监事和高级管理人员以及其关联方提供担保是否合规; 13、是否有抽逃资本金问题; 14、经营其他未经批准或违法违规的业务。

小贷公司禁止控股或参股 P2P

广州下发的《小额贷款公司现场检查细则》(征求意见稿)中, 针对小额贷款公司业务情况的重点检查内容均一一有所规范, 具体包含 11 项: 1、是否存在吸收或变相吸收存款, 组织或参与任何名义、形式的集资活动。特别是小额贷款公司的股东、高级管理人员和员工是否假借小额贷款企业名义或由小额贷款公司提供担保, 进行集资活动; 2、是否有开展对外投资业务; 3、是否有控股或参股 P2P 公司, 或是否有与 P2P 平台合作并提供担保; 4、是否向银行业金融机构业务提供担保; 5、是否向股东、董事、监事和高级管理人员以及其关联方提供贷款; 6、是否存在贷款期限过于集中或大额贷款占总贷款比例过大的问题; 7、是否违反贷款利率政策。8、是否未按规定擅自扩大融资渠道或使用合规资金来源以外的其他资金发放贷款; 9、是否有抽逃资本金问题, 是否存在贷款不真实问题; 10、在核准的地域范围外经营业务; 11、经营其他未经批准和违法违规的业务。

其中, 控股、参股 P2P 公司, 与 P2P 平台合作并提供担保以及向银行业金融机构提供担保业务等内容, 纷纷扩大了原本小额贷款公司应有的业务边缘。一位业内人士指出, 当前小贷公司异化一方面是小贷牌照在面对互联网时功能有所弱化; 另一方面, 这一概念被某类群体滥用, 造成概念混淆, 舆论先于业务决定了小贷机构当前的地位。

禁止 P2P 一切外延业务

在《广州网络借贷中介机构现场检查细则》(征求意见稿)中, 明确划定了 P2P 网络借贷的业务范围。此前, P2P 网贷像一个巨大的池子, 容纳了所有看似不可能的业务, 信托、基金、ABS、债权、股权, 几乎将所有金融机构开展的业务, 或公开或隐藏、或明面或暗地地均摊在了 P2P 平台上。打包、资产证券化、拆分这样的做法被 P2P 平台拥有者运用得炉火纯青。这不仅让资金形成了外溢, 也带来了风险的互相串通, 从彼市场进入此市场, 不排除又形成了新型的交叉风险。

上述细则中关于 P2P 平台的禁止活动共列了 13 项, 具体为: 1、为自身或变相为自身融资; 2、直接或间接接受、归集出借人资金; 3、直接或变相向出借人提供担保或者承诺保本保息; 4、自行或委托、授权第三方在互联网、固定电话、移动电话等电



子渠道以外的物理场所进行宣传或推介融资项目；5、发放贷款，但法律法规另有规定的除外；6、将融资项目的期限进行拆分；7、自行发售理财等金融产品募集资金，代销银行理财、券商资管、基金、保险或信托产品等金融产品；8、开展类资产证券化业务或实现以打包资产、证券化资产、信托资产、基金份额等形式的债权转让行为；9、除法律法规和网络借贷有关监管规定允许外，与其他机构投资、代理销售、经纪等业务进行任何形式的混合、捆绑、代理；10、虚构、夸大融资项目的真实性、收益前景，隐瞒融资项目的瑕疵及风险，以歧义性语言或其他欺骗性手段等进行虚假片面宣传或促销等，捏造、散布虚假信息或不完整信息损害他人商业信誉，误导出借人或借款人；11、向借款用途为投资股票、场外配资、期货合约、结构化产品及其他衍生品等高风险的融资提供信息中介服务；12、从事股权众筹等业务；13、法律法规、网络借贷有关监管规定禁止的其他活动。同时，文件也明确指出了检查内容和检查手段，通过查阅检查对象的内部管理制度及相关文件、业务档案、借款人及其实际控制人信息、业务台账、资金流水、财务报表、合同文本、官网内容、产品介绍、历史页面信息、信息系统及系统设置等，检查相关平台是否从事或接受委托从事禁止活动。

合肥开启境外美元债“直发模式”

近日，合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称兴泰控股）在香港成功发行 1 亿美元外币债券，票面利率 3.5%，大大低于市场同期非银行机构发行人 4.66% 的平均发行利率，发行成果和创新模式得到多家专业金融机构的肯定，开创了合肥市属国有企业以直接发行模式登陆境外债券市场之先河。

兴泰控股正式取得国家发改委的备案登记证明，仅用 21 个工作日推进落实发行工作，于 2017 年 12 月 29 日全面完成债券交割。本次境外美元债以低票息成功发行，为兴泰控股拓宽融资渠道、优化融资结构、降低融资成本打下了良好基础，有助于提升合肥市在资本市场的品牌形象。

据了解，为落实合肥市开放发展理念，加大金融支持外向型经济发展力度，兴泰控股于 2013 年布局海外投融资平台，设立兴泰香港公司。作为合肥市属国有企业践行“引进来”和“走出去”的战略支点，兴泰控股切实引入境外优质资源，服务合肥市经济快速发展。

[返回首页](#)



深度分析

“明股实债”与国有资本管理

文/徐忠 (中国金融四十人论坛成员、央行研究局局长)

文章来源: 中国金融四十人论坛 2017 年 01 月 08 日

十九大报告明确提出,“要完善各类国有资产管理体制,改革国有资本授权经营体制,加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组,促进国有资产保值增值,推动国有资本做强做优做大,有效防止国有资产流失”。要实现这一战略目标,“必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点”,以完善公司治理为核心,准确区分“资本”和“资产”的概念,从历史沿革、现实要求、路径设计等多角度加以系统分析。

从国有资产管理体制角度而言的国有资本,是经济学中的“资本”概念,而非会计上的“资产”概念,国有企业只有减去负债后的“净资产”所有权才属国家所有,才是真正的“财富”。“资本”与“资产”概念的混淆,再加上债务软约束问题大量存在,使得股债不分、明股实债现象非常突出,很多名义上的国有资本是虚幻的。而且,由于医疗、养老、教育等领域的欠账较大,实际上的国有资本远低于账面水平。在我国国有资本“分层所有”的情况下,加上“治理半径”的存在,要求在管理架构上明晰产权、厘清责任,建立激励相容的“委托—代理”架构,通过“公司治理”建立现代企业制度。与此同时,可以通过“双层安排”加强党的领导并强化股东权益保护。

一、从国有资产管理体制角度而言的国有资本,是经济学中的“资本”概念,而非会计上的“资产”概念。

从企业资产负债表的结构看,资产=负债+所有者权益,国有资本即资产负债表中的“所有者权益”,并非资产负债表左方的“资产”概念。即使是国有独资企业,只要企业对外具有负债,其法人财产就并非全部属于国家所有,也不能将其全部作为国家的财富,只有减去负债后的“净资产”所有权才属国家所有,才是真正的“财富”概念。过去很长一段时期,我们对这两个概念的区分是模糊的,而十九大报告提出“促进国有资产保值增值,推动国有资本做强做优做大”,不仅在概念上做了明确区分,而且为下一步完善各类国有资产管理体制指明了大方向。

从国有资本历史形成看,一方面是庞大的国有资产,另一方面是政府对医疗、养老、教育等领域的欠账较大,使得实际上的国有资本远低于账面水平。在 2002~2003



【深度分析】

No.577

年之前,由于扭曲的会计制度,国有企业的成本和职工的工资等均受到严格限制,畸高的账面利润很多是人为制造出来的,是对国有企业职工发放低工资以及在医疗、养老、住房等领域的欠账所形成的。这些账面利润又被用于投资,所以账面国有股本并不真实。经过股份制改制进入市场的国有企业,其投资的子公司、孙公司通过借债扩张形成了大量资产,但其收益首先要用于偿还借债本息,也不能简单将其全部划为国有资产。因此,实际上的国有股本应远低于统计数字,是打着赤字的国有股本。

由于过去“资本”与“资产”概念的混淆,再加上债务软约束问题大量存在,使得股债不分、明股实债现象非常突出,很多名义上的国有资本是虚幻的。也就是说,虽然表面上存在庞大的国有企业资产,但背后隐藏的却是债务高涨、投资回报下降,再加上养老、社保等有待弥补的窟窿,实际资本是远远低于账面水平的。严格意义上的资本,其作用主要体现在:一是计算和确定杠杆率的基础;二是承担风险的主体和能力;三是吸收损失的能力以及清算处置顺序的依据;四是反映公司业绩的资本收益的衡量标准。当前,很多国有企业的股本是通过借债形成的,具体的表现形式包括地方政府或财政部门借钱注资、共管账户、税收返还、重复使用资本、资本不吸收损失等,政府专项债、置换债、特别债等也堂而皇之地充当了资本。

我国的“明股实债”与国外的“杠杆收购”存在本质差异。后者尽管也是仅有少量自有资金,依靠大量借贷资金收购企业,但是基于公开的财务和契约安排,事前明确了收购人、债权人、被收购方的责权利,既不存在资金来源的隐瞒使用,也不存在私下的“抽屉协议”,即使利用自身信誉融资收购,一旦出现问题,杠杆收购人是要真正承担损失的。相反,基于“明股实债”的名义上的国有股本实际上是虚幻的,比如地方政府融资平台,其融资似乎是地方政府支持的,实际是要依靠项目的收益偿还的;一旦项目失败,财政部门 and 地方政府并不承担损失,而往往是由提供融资的金融机构承担的。这些通过“明股实债”成立的公司的性质就与正常的公司有本质的区别,其资本不具备吸收损失和承担风险的能力。

从金融业的角度看,现有国有金融企业的国有资本在很大程度上是不真实的,有的是自己为自己注资,有的注资早已消耗殆尽。以上个世纪末集中处置四大银行不良贷款为例,1998年11月财政部发行2700亿元特别国债,同时人民银行将法定存款准备金率由13%下调至8%,由此增加的银行资金用于购买财政部发行的特别国债,财政部以特别国债收入用于对国有商业银行的注资,国有商业银行以其获得的资金偿还中



央银行再贷款。然而,2003年建设银行、中国银行就分别核销损失类资产1569亿、2205亿,已经远远超过2700亿特别国债补充的资本金,事实上是核销了通过特别国债补充的资本金。而2007年以“定向+公开”方式发行1.55万亿用于组建中投公司,也是用银行的分红来支付利息,在性质上都属于财政发债银行买、自己为自己注资,不仅没有真正增强银行吸收损失的能力,还使得海外误认为中国银行体系问题巨大,又将陷入破产的境地,增加海外唱空中国的口实。又如1999年成立四家金融资产管理公司,专门接收、处置从国有商业银行剥离出来的约1.4万亿元不良贷款,其资金来源中约5800亿元为人民银行再贷款,其余8200亿元是由金融资产管理公司对相应的银行定向发行的财政隐性担保的债券,财政部的股本同样也是债务资金。一些金融机构股份制改革过程中设立的共管账户,也属于类似的性质。

区分“资本”与“资产”,还需强调国有资本“分层所有”的概念。在我国中央和地方财政分灶吃饭的情况下,中央管理的国有资本与地方管理的国有资本应是分级所有,按“谁出资谁所有”原则,由各级政府分别行使国有资本所有权,履行出资人职责。即使是全民所有制,例如国有资本划转充实社保基金、集体土地转化为国有土地,其最终的实际受益人,也不会是全民整体,依然是一个分层的概念。因此,针对国有资本产权分层的现实,要求在管理架构上明晰产权、厘清责任,建立激励相容的“委托—代理”架构。

二、完善以管资本为主的国有资产管理体制,关键在于“治理”而非“管理”。

“资本”与“资产”概念不清的另一个直接影响,就是国资管理部门的工作仍然是以管企业为主,全面管理企业的人、事和资产,而主要不是在管理国家所拥有的资本。例如,国资委进行绩效考核时是以企业为单位,考核对象主要是企业的收入和利润,而不是从整体上对国有资本的投资回报率进行考核;在推进产业布局调整时主要直接交由企业来执行而不是通过资本运作的手段,等等。

党的十四届三中全会指出“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度是国有企业改革的方向。十五届四中全会则首次明确提出了“公司治理”这一概念。但在当前,部分政府部门和监管机构对于建立现代企业制度的意义缺乏理解,很大程度上还停留在部门管辖、行业管理的较低层次,政策着力点更多地放在了如何管企业、如何用政府的力量推动企业做大做强。各管理部门从各自部门的利益出发,制定各自的原则,实际上还是在搞部门所有制,缺乏顶层设计和系统考量,走的依然是“行



业主管部门全面管企业”的老路，由此产生的国资企不分、发展和监管职能不分、企业经营行为和资源配置违背市场化原则等弊端也就不足为奇了。

尤为重要的是，政府部委由于公共管理职能与出资人职能交叉重叠、国有企业的多重目标冲突，在管理国有资本方面存在着一些难以调和的矛盾和冲突。由于政府部委同时履行公共管理职能和出资人职能，集“裁判员和运动员”于一身，在现有的行政体制下难以构筑有效的防火墙，使得国有资本的“委托—代理”关系更多地体现为一种行政性的上下级关系。多重身份导致对国有企业的多重目标追求，妨碍了国有资产保值增值目标的实现。即在行使公共财政职能时，主要侧重于社会目标、宏观调控目标和公益目标，将国有企业当作政府实施宏观调控和公共管理的工具，要求其对社会和经济稳定负有一定的职责；在行使出资人职能时，又把国有企业当作国有资本的具体经营者，更强调国有资产的保值增值，实现资本回报的最大化。由于在履行的所有者职能和行使的公共管理职能之间缺乏有效的防火墙，政府部委设定的多重目标造成国有企业经常要在利润目标和社会目标两者间进行摇摆和平衡。

三、“治理半径”的存在要求建立分层的国有资本管理模式，控股公司模式是可行的选择。

从公司治理的角度看，任何一个管理者或管理机构都会受到“治理半径”的制约，多了就管不过来。从现实情况看，国资委管理的国有企业数量众多，分布在几十个行业，在数百计的产品细分市场中经营，如果继续坚持大一统的、带有较强计划经济特征的管理模式，采取“国资委—国有企业”两层管理结构，对企业发展和业务经营一一发表指导具体意见，其结果可能是管得越多、效果越差，国有企业的发展会出现背离市场化的趋势，也很可能导致国有资本的实际流失。

从这个意义上讲，打破传统的“国资委—国有企业”的两层管理结构，而代之以“国资委—控股公司(国有资本投资运营公司)—国有企业”三层架构，不仅符合以国有资本改革带动国企改革、政府仅以出资人身份管理国有资产的思路要求，而且，这将进一步明确国有资本的权属及以国资委为代表的相关政府机构的职能定位，有效消除由政府意志和利益干预甚至直接决定国有企业行为而造成的工作积极性降低、流程化管理低效等问题，有利于国有企业建立现代企业制度。这实际上是利用控股公司(国有资本投资运营公司)等金融或类金融的中介机构，在国资委和国有企业之间建立一道“防火墙”，确保“政企分开”。



在国有金融资本管理领域,2003年成立中央汇金公司,就是实践了“国务院—金融控股公司(汇金公司)—国有金融机构”三层次结构。其核心思想是组建一家金融控股公司,按照市场化、法制化和专业化的原则来管理国有金融资产。这种模式的最大优点在于能够比较彻底地切断国有金融资本和政府职能机构的行政性联系,在隶属关系上与其脱钩,阻断来自政府的行政干预。国有金融资产控股公司行使出资人职能,能保证“人格化”的所有者代表,这对于解决出资人自身的激励约束,增强对代理人的监督和考核,都具有积极的作用。但自2007年9月中投公司成立后,汇金公司成为中投公司的全资子公司。原本有关剥离政府职能机构出资人职能的改革尝试基本停滞,管理模式再次回到政府职能机构干预金融资产日常经营活动的老路上,中投公司也因无法完全与汇金公司代表国家行使国有金融机构股东职能之间完全隔离,多为国际市场所诟病,自身开展投资业务的盈亏情况也经常被过分解读。

四、通过“双层安排”加强党的领导并强化股东权益保护。

第一层,把国有资本出资人身份与董事会职权结合起来。党可代表多数股权支配董事会决议,既实现党管国企所有权,切实保护国资出资人利益、实现出资人控制力,同时把管干部、国家战略目标和利益、收益权及分配、奖惩、纪律、对外协调等整合在一起,类似于过去讲的“人、财、物”综合管理,避免事无巨细、“一竿子插到底”。与此同时,切实落实“同股同权”原则,解决好支持非公有制成分、鼓励民营、外商投资的关系,提高企业重大经营决策过程中的透明度,保护中小股东参与公司决策和利益分配的权利。第二层,成立公司经营层面和面向基层干部、员工的党委。发挥党组织的政治核心作用,包括思想信念教育、组织保障、纪律检查、人员资格审查以及职工利益保障等方面的控制力。通过双层安排,既符合现代企业公司治理结构,又使董事会和经营层面的党组织作用划出层次。人民银行曾在所属的印钞造币公司、金融电子化公司和金币公司进行了此项试点,取得了积极成效。

[返回首页](#)

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。