

系统性再论财政与金融的关系

■ 中国人民银行研究局局长 徐忠

二是合理界定财政政策、货币政策的各自边界,加强财政政策与货币政策的协调,形成政策合力。货币政策侧重于短期总需求调节,以保持价格稳定和经济总量平衡,为供给侧结构性改革提供适宜的货币金融环境。财政政策应更侧重于经济结构调整,发挥对定向调控的支持作用,服务于中长期经济发展战略。进一步理顺财政部和央行之间的关系,政府债券发行应充分考虑到金融市场的影响,和作用。加强财政预算管理,提高财政预算的准确性和精细化,减少财政存款波动及国库现金管理对银行体系流动性管理的扰动。加快完善适应中央银行履职需要和业务发展的独立财务预算制度和会计标准,建立健全中央银行准备金提取、损失核销和资本补充等机制,落实人民银行财务亏损由中央财政弥补的法律规定。

三是厘清财政的股东职责与金融监管的边界。财政作为国有出资人,应立足于股东身份,通过完善金融机构公司治理实现国有资产保值增值,不能定位为金融机构的管理部门,既当裁判、又当运动员。

(四)去杠杆与完善公司治理的关系

我国宏观杠杆率过高,表现为非金融企业部门债务率较高,尤其是地方政府融资平台和国有企业,实为政府隐性负债。其中国有企业高杠杆与国有企业公司治理不完善密切相关。多数企业虽然已经初步搭建了“三会一层”的治理架构,公司治理在内容和质量还存在明显的不足,“形似而神不至”。一是国有出资人实际缺位。在链条复杂的授权体系下,虽然国家或政府(财政)作为大股东客观存在,但全民对政府(财政)、政府(财政)对企业管理层的双重委托代理机制难以起到监督和制衡作用,国有股股东权利事实上缺乏有效保护。同时,中小股东权利被侵蚀,中小股东缺乏话语权,公司治理的积极性不高,“同股同权”语境下,小股东权益无法得到贯彻落实,使得股东大会、董事会的作用下降,经营管理和决策也并非完全的市场行为。二是缺乏有效的制衡机制。一些企业“三会一层”之间的边界不清晰,董事长“一长独大”现象突出,变成了所谓的一、二、三把手排序,“三会”失去了相互制衡的作用。综合了英美法系与大陆法系公司治理结构特点的董事会、监事会设置,却因为没有将审计等职责赋予监事会,而客观上限制了后者的监督职能。三是信息披露不充分。有效公司治理框架应确保公司所有重大信息的及时准确披露,披露的范围不仅包括公司财务和经营业绩,还应涵盖非财务信息、关联交易等。而我国公司治理实践中,部分企业涉及经营的重大事项,如薪酬、风险管理状况、公司治理、年度重大事项等信息,都没有得到及时、充分、有效披露,外部约束力量过于薄弱。

落后的国有资本管理模式是我国有效公司治理和现代企业制度无法建立的根本原因。我国现阶段政府干预和监管机构对于公司治理制度框架的认识,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。国资部门、金融监管部门等从各自利益出发,制定各自的原则,实际上还是在搞部门所有制,“封建式”监管,缺乏顶层设计和系统考量,封的依然是行业主管部门全面管企业的老路,由此产生的政资政企不分、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。一个典型的现象就是混淆了资本和资产的差别。国有企业的管理者和相关管理部门将国有资本误解为国有企业的资产,忽视了国有资本的真正含义是,资产减去负债后的“净资产”所有权。“做大有企业”被等同于“做大有企业资产规模”,忽视了资本金补充,最终导致国有企业的高杠杆。

近年来,我国推行市场化债转股工作,本意是探索通过金融市场改善企业公司治理。“债转股”是指“当商业银行的贷款对象出现一定问题时,商业银行所采取的一种资产保全方式”(周小川,1999),是在常规的贷款回收手段难以奏效,而直接破产清盘又可能损失偏大时采取的一种“比破产清盘可能合算一点”的选择,是债权回收的“倒数第二招”,而破产清算算是最后一招。表面上看,“债转股”可以降低企业财务成本,避免企业直接破产、商业银行保全资产。但从根本上讲,“债转股”

只有实现企业公司治理和经营状况的改善,才能实现真正优于直接破产清算的结果,才能达到债权人与债务人的双赢。

但实践中,我国市场化债转股偏离了“债转股”的本质,改善企业公司治理的作用没有充分发挥。一是定位于降低财务成本而非改善公司治理。“债转股”企业中一部分其实是优质企业,只是因为杠杆率较高,缺乏补充资金的途径,因为“债转股”率较高,降低财务成本。另一部分企业确实经营困难、偿债能力不足,迫切需要改善公司治理和经营绩效,但这些企业一旦“债转股”,就如同进入了政策托底、不会破产的保险箱。由于没有破产清算的压力,无论是企业还是银行,通过“债转股”改善企业治理和经营的动力不足,存在明显的道德风险。二是“明股实债”。一些企业“债转股”之后,股东与银行约定持股一定期限后对股权进行回购,并附加较高的收益率。名义上是股权,但实际上仍然是固定收益的债权,属于会计报表的就地调整,银行持有的企业资产属性并没有本质的改变。因此,银行仍然在企业公司治理中“置身事外”,既不派出董事,也不参与日常经营,只是静候股权清盘退出。这与“债转股”通过银行持股,改善公司治理,增强企业盈利能力的初衷南辕北辙。

彻底改善国有企业公司治理,必须充分发挥金融治理的作用。应当充分结合我国探索,从加强金融机构持股、鼓励职工持股、探索控股公司模式、通过“双层结构”加强党的领导以及实施市场化的激励约束机制等方面入手。

一是鉴于我国间接融资主导的实际,短期内的可行选择是加强金融机构持股。金融机构持股,包括“债转股”之后的银行持股、社保基金等在划拨国有资产之后持股等,是现阶段既有效补充国有企业资本金,又加强企业内部制衡,完善公司治理的唯一选择。一是从补充资本金的需求看,金融机构的作用难有替代。私募股权等理论上更合适的“债转股”投资主体既无法提供如此大体量的资本金,同时自身存在发展不规范不健全的问题,企业去杠杆、补充资本仍需依靠银行、保险的资金支持。二是从改善公司治理看,金融机构能发挥积极的制衡作用。国有企业公司治理不完善的一个重要原因是行政干预较多,而制衡力量不足。金融机构作为独立经营主体,具有改善经营、回收资产的主观动力,又有相对较强的谈判筹码和博弈能力,能在一定程度上制衡行政干预,在“三会一层”的决策中充分反映利益相关方的声音。当然,金融机构与企业经营,各自侧重点不同。彼之蜜糖,我之毒药。要实现改善公司治理目标,银行、保险等金融机构必须借鉴产业投资基金做法,通过市场化的激励约束机制,遴选出合格适任的专业人才,而非简单直接参与。

金融机构持股的背后是金融模式选择的问题。从国际实践看,按照金融机构与企业关系的亲疏远近,大致有三种金融模式:以美国为代表的、保持距离(Arm’s length)的“盎格鲁—萨克逊”模式,以日韩为代表的、控制导向(Control Oriented)的日韩模式,以及以德国为代表的、介于日韩模式和“盎格鲁—萨克逊”模式之间的莱茵河模式。金融对金融机构持股银行存在明显的差异,美国对金融机构持股企业施加严格限制;日本虽然也有对银行直接持股企业的比例限制,但大银行可通过其控股的小银行间接持有企业股权,从而突破直接持股企业的监管限制,此外还通过财团中的核心地位对财团旗下的实体企业享有较强的控制力;德国银行以资本金的一定比例为限持股企业,在企业监事会中扮演重要角色,从而施加对企业的影响。

一国的金融模式与该股权融资发达程度、市场竞争程度、法律体系、金融业综合经营程度等相关因素相匹配、相适应。比如,美国资本市场高度发达,外部股东对企业经营构成有效监督,是防范并承担风险的第一道防线,因此银行作为偿还优先级较高的债权人,在企业正常经营状态下可依靠企业内部治理,只在企业经营不善时介入,银行控制和影响企业的主观意愿相对较低。同时,高度竞争的金融市场中,无论银行还是企业都可自由选择合作伙伴、“用脚投票”,金融机构想掌握企业控制权亦不具备客观条件。而在日本,由于金融市场的外部约束较弱,外部股东作



用有限,同时财团的控制力和影响力较强,因此银行既有意愿,也有能力与企业建立紧密的股权联系,施加较强的影响和控制。

我国目前金融模式较为模糊,既不像“盎格鲁—萨克逊”模式,也不像日韩模式和莱茵河模式。上世纪90年代我国曾一度倾向于日韩模式,但由于日本泡沫经济破灭,又觉得日韩模式走不通,还是得走“盎格鲁—萨克逊”模式,实际操作中三心二意,作为“盎格鲁—萨克逊”模式前提的发展市场始终没有发展起来。金融体系的发展最终需要选择一种模式。“盎格鲁—萨克逊”模式可能是更好的选择,如果选择了就要坚持,不能一遇到挫折就叫停IPO。而给定我国目前的情况,“盎格鲁—萨克逊”模式也不可能一蹴而就。现阶段要降低杠杆率、为企业补充资本金可能仍需参考日韩模式和莱茵河模式,允许银行适当持股并积极发挥股东作用。对银行持股企业的限制可基于审慎监管的考虑,银行持股比例与资本金挂钩,比如德国要求银行持有单一企业股份不能超过银行资本的15%;银行持有企业股份总计不能超过银行资本的60%。

二是探索职工持股计划。职工是企业重要的利益相关方,也是企业治理的重要参与者。《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》明确要求“强化企业内部监督……健全以职工代表大会为基本形式的企业民主管理制度,加强企业职工民主监督。”职工持股是进一步维护职工在企业中的权益、强化职工参与企业管理的重要形式,有利于提供激励、吸引并留住人才、提升企业的核心竞争力。要充分汲取过去职工持股尝试的教训,要让职工以真金白银的方式购买并持有企业股权,而不是采取直接分配。可以探索股票期权的激励方式,并完善相关会计制度。通过锁定期和交易限制防止内幕交易和价格操纵。

三是探索通过控股公司模式完善国有企业公司治理。建立“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,取代“国资委—国有企业”两层管理结构,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,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迫分解读。

要正确认识“坚持公有制为主体”与控股公司模式的关系。目前的国有资本管理以“国家所有”代表“全民所有”,是沿袭了计划经济时代公有制的实现形式,并不是公有制的唯一实现形式。党的十五大就已突破了传统理论认为社会主义公有制只有国有和集体两种形式的论断,提出“公有制实现形式可以而且应当多样化”。控股公司模式就是探索“社会所有”或“基金(社保基金)所有”代表“全民所有”的公有制新模式。黄范章(2005)指出,公众(或“全民”)对于国有企业(或全民所有制企业)至少有三条渠道(或机制)来贯彻他们的意志和利益。一是作为劳动者通过政府的政策与计划以及企业负责人的经营决策来贯彻的,即劳动者主权;二是作为消费者通过自己在市场上的购买来贯彻的,即“消费者主权”;三是作为投资者直接地通过有价证券或间接地通过“基金”来贯彻,即“投资者主权”。一旦政府的政策或计划抑或企业决策有违公众的意志和利益,劳动者主权受到削弱,则公众不仅可运用“消费者主权”而且更可运用“投资者主权”进行“反馈”,给予制约。控股公司模式强化了公众的“投资者主权”,比国家所有能更完满地贯彻与实现全民所有制。

四是可通过“双层安排”实现加强党的领导和完善公司治理的统一。第一层,把国有资本出资人身份与董事会职权结合起来。党可代表多数股权与董监事会决议,既实现党管国企所有权,切实保护国有资产利益,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,包括理想信念教育、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。

(五)金融风险防范与治理机制完善的关系

我国金融风险整体可控,但在一些重点领域金融风险隐患较为突出,背后是金融治理机制的建设问题。

(下转 A4 版)

▶▶▶ [上接 A1 版]

中国经济“滞涨”了么?

实际上,原材料价格上涨,并不必然引起终端物价水平上涨,或者说并不想大家想象的那么直接。从原材料上涨到物价上涨需要经过三个环节的“过滤”:产业链的分摊、劳动生产率提升的对冲、下游过度竞争下的利润稀释。首先,上游原材料涨价会在全产业链的每一个环节进行分摊,原材料在每个环节所占比例不同,其对终端消费品的成本压力也不一样。产业链越长,往往最初上游原材料的占比被稀释次数越多,对于终端产品的影响往往越小。其次,在生产环节,技术进步和生产效率的提升,以及原材料的可替代程度,也会改变最初原材料的使用比例、使用量和使用效率,进而对冲成本上涨压力。第三,下游过度竞争的环境下,会通过挤压下游企业自身的利润,对于终端消费品价格的涨幅形成抑制。可见,三个环节每一层都会分摊掉上游原材料上涨的影响权重,最后对于终端物价的观察剔除食品和石油两方面的因素,核心CPI同比的变化,可以发现,物价水平已经连续三个月维持在1.9%水平,说明反映工业周期的物价水平依旧处于稳定,通胀压力是可控的。

如果观察剔除食品和石油两方面的因素,核心CPI同比的变化,可以发现,物价水平已经连续三个月维持在1.9%水平,说明反映工业周期的物价水平依旧处于稳定,通胀压力是可控的。

供给成本上升对于投资的滞后影响不容忽视

虽然“滞涨”的说法并不能准确反映中国经济的运行情况,在逻辑上也缺乏依据,但是供给成本上升对于经济负面影响却是值得高度重视的。2018年上半年,受到去产能扩大化造成的原材料价格上涨的影响,上游传统行业的利润增速较高。如石油和天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工等上游行业利润出现了成倍上涨,但中下游高端制造行业增速大大低于上游能源原材料行业,甚至部分行业还出现了负增长。计算机、通信和其他电子设备制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的利润增速分别出现了-2.3%和-1.6%。

当期的利润是下一期扩大投资的重要基础,而当期利润明显下降可能对下期投资带来负面影响。从固定资产投资增速来看,高端制造业的投资增速大大高于传统制造业投资增速。高利润的上游行业固定资产投资增速很低;而投资增速较高的高端制造业利润增速远远低于上游产业,这就可能导致高端制造业的投资增速面临进一步下行风险。从细分行业投资增速来看,利润供给结构的扭曲对于投资的负面影响已经开始显现。以信息传输、软件和信息技术服务业为代表的部分新兴行业,固定资产投资完成额累计增速,从趋势来看已经连续5个月处于下降通道,未来还可能再下台阶。

面对供给成本上涨对于下游行业利润的挤压和可能带来的物价上行压力,应从两个方面着手:一方面,从市场供需关系着手,防止过度行政干预对于市场供给的扭曲,使上游能源原材料产品价格回归到供需平衡状态,从根本上降低供给成本,缓解下游行业的成本压力和终端物价的上行压力。另一方面,尽快实施结构性减税措施,对冲原材料上升冲击。原材料价格对于中下游民营企业已经造成的利润负面影响难以逆转,需要尽快对中下游高新技术产业实施结构性减税政策,通过税收的调节作用,对冲原材料成本上升的负面影响,改变利润结构扭曲的趋势,平衡利润结构,稳定下期投资。(完)

▶▶▶ [上接 A2 版]

40年改革开放,民营经济贡献了超过70%的就业机会。近十年来,虽然民营经济的规模还在增加,但从产业结构、市场准入、融资环境、对关键领域的控制来看,国有实力的影响力和影响力在迅速增加。从某种意义上说,支持民间资本投资实体经济光有政策远远不够。

过去,民间投资大量集中在制造业领域,但近十年来,民间资本已不断从制造业领域流出。这一变化的背后,既有市场原因(如制造业产能过剩,劳动力成本上升),也有政策原因(融资难、融资贵、垄断,知识产权保护、政府服务等)。政府必须切实从制度和服务上

改变制造业发展环境,通过改善公共服务、改善税收环境、规范法律法规及完善投资者利益保护等方面去努力,让民营资本在中国市场发挥更大的力量。

此外,更有专家还建议鼓励民间资本转变为财团法人,大力发展“财团经济”。如果能够得到大力支持,发展财团经济有可能调动数十万亿元的民间资本。鼓励民间投资,是摆脱中国经济困局的重要思路;而激发民间投资,最关键还要看政府改革和服务。

总而言之,金融政策部门要求加大资金投入,疏通货币信贷政策传导机制,是应对当前经济下行压力加大的必然之举。不过,需要

强调的是,资金投向必须聚焦城市治理整治、商业与街道繁荣、森林与绿化、生态与环保、养老与健康、医疗与医药、乡村振兴、教育与科技等领域,这将起到一系列的正外部性,比如着眼于长远效益,改善营商环境、做强市场配套、缓解社会发展问题。

这样一来,就可以吸引更多的企业做市场投资,实现政府与市场在资源配置上都能发挥自己的比较优势,也能促进经济的健康发展。

此外,还应当加快推进多元化的融资结构改革。按照风险与收益的正相关关系,多元化的融资结构可以更好地实现社会资源的优

化配置,可以降低小微企业的融资难问题,特别是为一些高风险的初创企业提供更多的融资渠道。欧美国家正式通过多元化的社会融资市场,特别是以直接融资为主的模式激发市场活力,推动经济可持续发展。

国务院办公厅日前发布的《全国深化“放管服”改革转变政府职能电视电话会议重点任务分工方案》称,全国统一市场准入负面清单制度于2019年实施。也就是说,在市场准入负面清单制度下,无论是国企还是民企,无论是内资还是外资,无论规模大小,均“权利平等、机会平等、规则平等”,享有同等市场准入条件。(完)