

“金”声长振活水来

——我国资本市场发展历程扫描



2019年7月22日上午9点30分许,伴随开市锣声的响起,首批25只科创板股票在上海证券交易所上市交易,科创板正式开市。方喆 摄

■ 许晟 潘清 孙飞

从创设沪深交易所到实施股权分置改革,再到创业板、科创板等一系列改革措施落地;从募资50万元资本金的飞乐音响,到总市值约56亿元的A股……新中国资本市场“生于毫末”,长成“合抱之木”,实现了历史性飞跃。

从微到大成就大国资本市场

1984年11月18日,上海飞乐音响公司开业,50万元资本金来自股票发行。“我们拿出10%的股份向社会个人发行,一天就卖光了。”多年后,飞乐音响首任董事长秦其斌回忆说。

4年后,上海铁合金厂仓库保管员杨怀定揣着2万元积蓄,成为百姓中的职业证券投资先行者。后来,因为每天进出市场的资金达到上百万元,“杨百万”成了股市风云人物。飞乐音响和杨怀定,都是中国资本市场的“探路者”。

1986年国务院颁布《关于深化企业改革增强企业活力的若干规定》,国有企业股份制试点大幕开启。同一年,上海率先开设股票柜台买卖业务。

1990年12月,黄浦江畔的浦江饭店里,一面从旧货市场淘来的铜锣敲响,宣告新中国第一家证券交易所正式开业。彼时的中国股市,仅有8家上市公司,12.34亿元市值,25名会员,3万名投资者。

时隔近30年,上海证券交易所和1991年落户改革开放热土的深圳证券交易所一道,组成全球第二大股票现货市场,拥有3700家上市公司,56万亿元总市值。见证这一历史的浦江饭店,也已成为中国证券博物馆。

30年间,中国资本市场闪现众多“高光时刻”——

2005年4月,股权分置改革试点启动,困扰市场的“一股独大”顽疾开始“破题”;

2014年11月17日,沪港通开闸,内地与香港股票市场互联互通机制启动,为跨境双向投资的进一步开放提供范本;

2019年7月22日,为科技创新企业“量身定制”的科创板开市,“创新驱动”的中国战略获得来自资本市场的有力支持……

规模不断壮大的同时,持续开放的中国资本市场迈入国际舞台。伴随明晟(MSCI)、富时罗素、道琼斯等主流指数公司相继宣布“纳

A”,中国股市已然成为国际投资者资产组合中的“标配”。

初心不改服务实体经济

深圳葵涌,比亚迪高级研发经理吴海平屏着呼吸,紧盯着眼前正在运作的光胶涂布设备的每一个动作。借力资本市场,比亚迪不断加大研发投入,已成长为新能源汽车领域领军企业。

比亚迪是这3700家A股上市公司中的一个典型。

中国资本市场始终围绕服务实体经济做文章,在优化资源配置,推动上市公司提升质量等多个方面,作出巨大贡献。

资本市场的设立本身,就与服务实体经济密不可分。改革开放之初,随着经济体制改革的推进,企业对资金的需求日益多样化,这成为催生中国资本市场的先行条件。

后续一系列持续深化的改革,仍是围绕怎样更好服务实体经济展开的。2005年出台的《关于提高上市公司质量的意见》,聚焦提高上市公司质量,促进上市公司规范运作。

党的十九大报告进一步提出,深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展。这为资本市场服务好实体经济指明了方向。

时至今日,资本市场上市公司的整体发展水平不断攀升。从上海“老八股”开始,上市公司不仅数量增多,盈利能力也得到提升。

今年半年报数据显示,沪市主板公司共实现营收17.51万亿元,约相当于上半年GDP的近四成;深市公司合计实现营收5.95亿元,同比增长9.36%。

资本市场的融资能力也实现了巨大飞跃。据Wind资讯数据,今年以来中国A股市场已实现首发募资、再融资等合计9067亿元。与当初起步时,飞乐音响的50万元首发募资相比,已是天壤之别。

多层次服务实体经济的市场格局也已初步形成。我国业已形成从服务大企业的沪深主板,到服务创业型、中小型、科技型企业的创业板、中小板、科创板,再到聚焦于中小微企业的“新三板”、区域股权交易场所的多层次市场格局。

初心不改,中国资本市场始终围绕服务实体经济,持续深化供给侧结构性改革,已成

为支持企业、支持实体经济发展不可或缺的力量,未来仍有巨大的提升空间。

改革不停再出发

9月初,科创板开市一月有余,29家企业上市并录得较大幅度上涨,上交所累计受理企业152家,越来越多的中国科创“春笋”,开始享受资本市场雨露。

改革不停、开放不止,“冲锋号”再度响起,中国资本市场迈向新征程。

这里正搭建起服务实体经济、优胜劣汰的“平台高地”——

试点注册制的科创板,正让更多有潜力的科创企业纳入支持范围。数据显示,首批科创板上市企业2018年研发投入占营收比平均为11.3%,与可比A股上市公司相比研发属性更强。

“汰劣”才能更好地“培优”。沪深交易所去年未发布上市公司重大违法强制退市实施办法,不断完善退市制度,让资本市场真正“流动”起来,资源配置能力不断优化。

这里吹响了中国资本市场全链条深化改革的豪迈号角——

几经修订的证券法正在进行新一轮修订;今年6月“两高”发布司法解释,剑指“老鼠仓”等违法行为……不断完善的基础制度、不断扎紧的制度笼子正在护航中国资本市场的未来。

这里展现了中国资本市场拥抱世界、双向开放的坚定决心——

2014年开通的沪港通、2016年开通的深港通至今平稳运行;今年8月,富时罗素将A股的纳入因子从5%提升到15%;今年6月,联通中英资本市场的沪伦通业务正式开通……中国资本市场双向开放的广度、深度持续升级。

改革在持续。9月10日,中国证监会宣布当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个重点任务,涉及科创板改革、提高上市公司质量、推动中长期资金入市等多个方面,备受市场关注。

通过一次次深化改革,经历一次次扩大开放,中国资本市场的“地基”不断夯实,服务实体经济的能力不断增强,国际竞争力和影响力不断提升,一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场正在迈向新征程。

票据流转中填写错误不影响持票人行使票据权利

■ 四川省社会科学院 李君临

一、基本案情

汇能公司从鑫达公司取得汇票后,将票据背书转让给金宇公司,金宇公司转让给汇业公司,汇业公司转让给华润公司。华润公司拿到票据后,在第三、第四、第五被背书人栏处填写时,第三被背书人处本该填写汇能公司,因疏忽大意误写为鑫达公司。如下图所示:

	第一	第二	第三	第四	第五	第六
背书人	吉嘉	福奥	鑫达	汇能	金宇	汇业
被背书人			鑫达	金宇	汇业	华润

注:第三、四、五被背书人栏由华润公司填写,华润为最后持票人

就此情形产生两种观点:一种观点认为因第三被背书人处填写错误,导致背书不连续,自鑫达公司以下的被背书人均不能享有票据权利;华润公司虽然是最后的持票人,仍不享有票据权利。另一种观点认为,华润公司填写错误不影响其享有和行使汇票权利;汇能公司作为华润公司前手,其因被辗转追索而持有票据,其票据权利也不应受任何影响。

二、法律分析

本文同意第二种观点,具体理由如下:

(一)汇能公司持有票据时背书连续,原判以背书不连续为由剥夺汇能公司票据权利属认定事实和适用法律错误

原审法院认定汇能公司持有的票据缺乏连续性,故不享有票据权利。但事实上,汇能公司持有票据时背书非常连续,如下图所示:

出票人	收款人	第一	第二	第三	第四
北良	吉嘉	背书人 吉嘉	福奥	鑫达	汇能
		被背书人			

注:被背书人栏未填写

在原审审理过程中,汇能公司将票据背书转让给金宇玻璃,金宇玻璃转让给汇业玻璃,汇业玻璃转让给华润燃气。华润燃气拿到票据后,在第三、第四、第五被背书人栏处填写时,第三被背书人处本该填写汇能公司,因疏忽大意误写为鑫达公司。

根据以上事实,汇能公司持有票据时背书连续,而且汇能公司与其前手鑫达公司也具有基础交易关系。根据《中华人民共和国票据法》(下称《票据法》)第31条,汇能公司享有票据权利。

《票据法》第4条第3款规定:“票据债务人在票据上签章的,按照票据所记载的事项承担票据责任。”此为票据行为之文义性;第14条第2款规定:“票据上有伪造、变造的签章的,不影响票据上其他真实签章的效力。”此为票据行为之独立性。原审法院仅凭华润公司错填第三被背书人名称便认定本案汇票背书不连续,从而剥夺华润公司第三前手汇能公司的票据权利,既违反票据行为独立性

原则,也不符合文义性原则。

(二)华润公司之笔误可以补正

《票据法》第9条规定:“票据金额、日期、收款人名称不得更改,更改的票据无效。对票据上的其他记载事项,原记载人可以更改,更改时应当由原记载人签章证明”。据此,第三被背书人处华润公司误写的“鑫达公司”可由华润公司更改为“汇能公司”并签章证明即可。票据实务中持票人往往依照此规定进行更正并获付款银行认可。

故,原审法院以可补正之笔误为由认定案涉汇票背书不连续,适用法律明显错误。

(三)原审法院认定持票人取得背书不连续的汇票具有重大过失适用法律严重错误 《最高人民法院关于审理票据纠纷案件若干问题的规定》第49条规定:依照票据法第27条和第30条的规定,背书人未记载被背书人名称即将票据交付他人的,持票人在票据被背书人栏内记载自己的名称与背书人记载具有同等法律效力。

原审法院错误理解上述规定,认定华润公司是鑫达公司的代理人,鑫达公司应对华润公司错将第三被背书人处的汇能公司误填为鑫达公司的行为承担民事责任;华润公司错填第三被背书人名称导致背书不连续,即视为鑫达公司在转让汇票给汇能公司时背书不连续;汇能公司及其诸后手取得不连续的汇票具有重大过失,所以不能享有票据权利。

但是,根据该条司法解释,背书人未记载被背书人名称即将票据交付他人时只能视为授权持票人在被背书人栏处填写自己的名称,故原审法院说法不能成立。

自相矛盾的是,原审法院在一审判决书第7页第1-5行中认定:鑫达公司将未记载被背书人名称的汇票交付汇能公司,仅应视为授权汇能公司补记。若此,本案鑫达公司的空白交付行为不能视为授权华润公司补记,当然也就不能让鑫达公司为华润公司的错误填写行为承担责任。

据此,持票人取得票据并无过失,遑论重大过失,依法应享票据权利。

(四)根据票据无因性原理,福奥公司与吉嘉公司是否具有真实交易关系不影响汇能公司及其后手合法取得票据权利

《票据法》第13条规定,票据债务人可以对不履行约定义务的与自己有直接债权债务关系的持票人进行抗辩,但不得以自己与出票人或者与持票人的前手之间的抗辩事由对抗持票人;《最高人民法院关于审理票据纠纷案件若干问题的规定》第14条规定,票据债务人以票据法第10条规定为由,对业经背书转让票据的持票人行抗辩的,人民法院不予支持。此为票据无因性之法律依据。据此,只要汇能公司及其后手各自与其直接前手具备真实交易关系,无论吉嘉公司与福奥公司是否具有真实交易关系,均不影响汇能公司及其后手的票据权利。

综上,汇能公司的合法票据权利应予保护。而且,无论如何吉嘉公司都不享有票据权利。原审判决逻辑混乱,与事实相悖,与公平相离。望再审法官们依法改判,保护票据流转的安全和秩序。(本文系汇能公司案再审代理词改写而成,现再审判决已出,再审法院全面支持了汇能公司再审请求。)

地方国有产业投资公司业务转型发展探析

■ 成都先进制造产业投资有限公司 姚敦洋

一、企业发展环境

地方国有产业投资公司作为国有资本投资运作平台,以产业投资为核心,以提升产业竞争力、服务城市发展为目标,开展投融资、产业培育和资本运作等业务。其运营模式是利用政府或银行资金,通过“股权投资—股权投资—股权投资”,获得投资分红和股权转让收益,在有序进退中实现国有资产保值增值。国有资本的投资引导和产业结构调整功能,对推动城市产业结构调整体现政府宏观调控意图等方面发挥了重大作用。

目前,随着国家战略调整,特别是日益趋严的金融去杠杆政策调控,地方国有投资公司所面临的内外部环境正在发生深刻的变化,资金来源受到极大影响,尤其是随着国资国企改革不断深入和经济发展持续下行及产业转型升级的影响,原有业务形态受到了严峻挑战,现有的业务经验和实践并不能解决目前面临的诸多问题。2014年以来,国家开展国有资本投资、运营公司改革试点,各地也大力推进国资国企改革,在业务经营和治理结构方面进行了积极的探索,取得了较大进展,但争论和困惑并存,改革进程与当前面临的国际局势与经济发展所需还有较大空间。随着改革逐渐深入到深水区,如何培育企业核心竞争力,从战略发展的角度创新和完善经营模式,已成为企业可持续发展的关键。

二、问题与现状

(一)“二元化”体制的混业经营。国有资本投资公司作为政府的投融资主体,为城市产业发展提供了大量的资金支持,但企业面临的社会效益和企业效益双重考核要求,让企业发展无所适从。一方面,作为政府投资主体,地方国

有产业投资公司承担着大量的政策性投资任务,不仅负有社会资本导向的责任,也承担着国有资产保值增值的任务。另一方面,作为企业和市场竞争主体,在投资项目的经营管理上必须按照市场规则进行运作,讲究效率和效益。因此,在完成政策性投资任务同时,还要接受经营性盈利考核,直接造成了公司在项目投资的社会性与盈利性之间的矛盾不可调和。在业务层面,政策性投资任务与市场化业务混业经营,因两块业务差异较大,激励约束机制不尽相同,制约着企业的创新业务发展,目前尚未得到有效缓解。

(二)企业核心竞争力弱。由于地方国有产业投资公司在市场竞争中的先天不足,面临资产沉淀、参股企业盈利能力弱、资金回笼困难、业务发展不可持续等现实问题。按照新结构经济学提出的企业自生能力概念:在一个开放竞争的市场经济中,一个正常管理的企业在没有外部扶持的条件下,能够获得不低于社会可接受利润的能力。从现实情况看,多数地方国有产业投资公司还不具备自生能力,对外投资的资本金来源局限于政府经营性资金和银行借贷,缺乏常规性的融资机制和融资渠道。随着政府职能转变和金融去杠杆影响,以往主要依靠政府资金和金融结构借款的资金来源问题已经开始显现出来,如不能加以有效解决,该类公司恐将陷入无资可投的困境。

(三)资产质量不高且流动性较差。由于地方国有产业投资公司存在着承担政策性“以资招商”的职能任务,困于地方政府的招商压力,政策性投资占比过大,该类投资规模大、期限长、效益低,且股权也较为分散,项目关联度不高,缺乏整体和规模优势,缺少能够支撑产业投资长期发展、既有规模又有效益的优质项目。参股项目中多数为外来企业在当地投资新

建的区域公司,由于参股不控股的软约束关系,受母公司管控,合资公司发展独立性不足,该类企业做大做强可能性较低,所持股权收益不及预期。这类资产占用着公司巨额资金,却长期没有投资回报,严重影响企业效益,导致国有资产长期低效运行,使企业净资产收益率长期偏低,造成地方国有产业投资公司外强中干,长期“虚胖”。

三、问题产生的原因

产生上述问题的外部原因主要在于历史原因和政府职能定位的要求,内部主要原因在于企业定位模糊不清。其根本原因还是受地方经济发展水平、市场培育程度、企业发展成熟度等多方面影响。

一方面,企业功能定位模糊造成业务左右摇摆。由于公司在政策性及市场化两块业务的模糊定位,混业经营,两块业务一块抓,在繁重投资任务的重压下,势必造成对市场新业务投入时间和精力以及资源的不足。在新市场环境,传统投融资业务形成的能力正逐渐弱化,创新业务又发展不足,制约了公司业务转型发展,政策性项目越投越多,负担越来越重。近年来,地方国有产业投资公司承担了较为繁重的政策性重大项目投资任务,在该领域倾注了大量时间和精力,在流程再造、规范化管理方面积累了宝贵经验,但也弱化了员工对产业、市场、投资标的运营研究等价值投资研判能力,员工市场化专业能力严重不足。

另一方面,企业业务定位不清造成投资预期不明。对于产业投资公司,要清醒地认识到,当行业处于总需求扩张的时候,只要企业及时进入,就都有盈利空间,当行业总需求下降或者是增长缓慢时,只有竞争力强的企业才有可能发展,竞争力弱的企业很快会被淘汰掉,这是企业发展的基本规律。地方国有资本投资公

司在投资过程中,由于自身或上级部门未能及时明确界定竞争性、政策性和公益性投资范围,致使很多项目投产之后效益达不到预期目标,长期处于低效或无效消耗的运行状态,虽然公司资产规模在持续增长,但资产质量却未明显增长,或甚至下降,资本金回收极其困难,投入—退出一再投入的资本有效循环也无从建立。

四、对策与建议

按照国家顶层设计部署,围绕国资国企改革要求,秉承“与政府脱而不离、与市场争而有矩、与投资行而有谋、与资金为而自承”理念,以服务区经济社会发展为导向,明晰企业定位,以管理体制和运行机制创新为基本保障,以提升市场化和专业化运营能力为根本动力,以建立专业化公司的手段,优化业务创新和流程再造。

(一)明晰企业定位,促进公司转型发展

国有投资公司有政策型国有投资公司、政策兼顾盈利型国有投资公司和盈利型的国有投资公司。从地方国有产业投资公司业务模式来看,大多数公司定位在政策兼顾盈利型国有投资公司一类,现有的职能定位决定了大多数投资行为代表了政府投资行为,吸引战略投资者较难,直接建立市场化自主决策的投资环境受限较多,因此,按照深化改革发展,建立专业化公司的要求,将产业投资公司打造为资源配置平台,设立产业投资集团公司,分设下属企业,将承担的政策性投资和市场化投资业务进行分离,部分下属企业定位在履行政府职责、承担政策性职能任务为主,作为政府职能的延伸,继续争取通过政府赋能对重大项目支持。其他企业或新设公司负责市场化业务,专门从事市场化和专业性较强的业务。可运用股权投资基金这个高度市场化的金融工具,通过项目基金

化运作,实现投资的高效决策、专业管理和规范运作,投资高技术含量、高增长潜力、高附加值的高新技术产业和优势行业,做好核心层、培育层、关注层的资本布局,形成面向市场开展全方位、多角度投资经营活动的国有投资公司。

(二)坚持市场化导向,打造专业化公司

一是促进企业成为具有竞争优势的市场竞争主体。通过新设专业化公司,建立与市场化相适应的公司治理结构。对国有投资公司来说,其运行与治理是否得当的基础在于公司制度与市场的适配性,国有企业投资公司提高市场主体竞争力,建立现代企业管理制度,操作上最为成功的方法就是产权多元化,这样能够弱化政府对企业经营的干预程度。产业投资业务处于市场充分竞争领域,国家在国有企业深化改革方面,对产业类国有投资公司倡导混合所有制改革。所以,新设专业化公司要担负重任,向具备充分市场竞争能力的公司努力。必须加大市场人才培养力度,建立起市场化选人用人和激励约束机制,逐步向产权多元化发展,与社会各类优秀资本进行混改,建立起完善的企业治理结构,提升其治理水平,进而提高企业的经营效率,真正担当起投资者的受托责任。

二是立足于实际情况盘活资源与资产,融通增量发展资金。加强对现有存量资产的盘活处理,积极拓展外部资产按照战略持有类、培育增值类和加快处置类进行分类处置,最大化资产处置效益,推进资产证券化工作,以整合后的存量资产为依托,通过多种方式融通增量发展资金,逐步实现从“输血”功能到“造血”功能的过渡,促进业务良性运作,打造吸引战略投资者的亮点,专业化公司将获取的增值投资收益“反哺”至集团公司,形成资金的良性循环,使集团公司规模不断发展壮大,实现国有资产的保值增值,推进产业投资业务可持续发展。