

周小川：大型金融机构应有更高的资本要求



“宏观审慎性框架要求金融机构有更加充实的资本，特别是大型的、有

系统性作用的金融机构，应该有更高的资本要求，在其他方面，也应该做得更加稳健。”央行行长周小川近日指出，这些新的更高标准的推出，在中国是有可能较早实现的。中国储蓄率比较高，在资本市场上增加金融机构资本金的可行性也就比较高一些。周小川指出，新时期的宏观管理需要引入宏观审慎性政策框架。他强调，宏观审慎性政策主要是 2009 年起把一些主要的概念汇总起来放入了宏观审慎性政策的框架。主要内容是以金融稳定为中心，即以增强金融稳定、特别是防止系统性的金融风险为中心，以逆周期的宏观调节为特征的政策体系。比较典型的一个内容就是巴塞尔Ⅲ，它也是 G20 所支持的政策调整。

“我们需要来采纳和运用宏观

审慎性政策，在我国也写入了‘十二五’规划。”周小川指出，中国经济在金融危机之后率先复苏，因此中国的周期和发达国家所处的周期有可能不一样。新兴市场的主要国家目前所处的周期和发达国家所处的周期已经有所不同。对于周期变化的判断，说明需要有一种与发达经济体有所不同的逆周期调节措施。周小川强调，中国是高储蓄率的经济，高储蓄率就有可能支持较高的投资，从过去的历史经验来看，较高的投资可能会造成某些方面的过热和产能的过剩，也容易刺激某些泡沫的产生。高储蓄率有好的方面，同时也有要警惕的方面，就是需要注意高储蓄率带来的过热周期问题。

“同时，中国又是一个转轨经济，处于从高度集中的计划经济体制

向市场经济转轨的过程。”周小川强调，尽管已经完成了相当一部分路程，但还没有完全走完，仍旧有一些财务软约束的现象。这种财务软约束可能会造成潜在的、过热的冲动。面对这些情况，中国需要尽早运用宏观审慎管理框架。

宏观审慎性管理框架会给另外一些经济复苏比较弱的国家带来负面效应，进一步拖慢了经济复苏的速度。周小川对此强调，从全球来说，对于宏观审慎性政策框架运用的程度和时机的把握，意见也是有所不同的，这和各自所处的周期以及经济潜在的特质有关。

他强调说，“中国有需要采用宏观审慎性框架，同时，我们也有可能较早运用宏观审慎性框架。”

(闫立良)

卞子平：投资早期项目关键在项目和团队

随着行业竞争的加剧及创业板公司估值回归，早期投资的优势正逐步获得 PE/VC 的重新重视，而在早期投资方面颇具经验与战绩的 VC 也将获得“如鱼得水”般的发展环境。启明创投便是其中代表之一。该创投的创始合伙人卞子平，分享了其对于早期投资的心得体会。

作为一家管理资金总额超过 5 亿美元，致力于投资高增长的优秀中国企业的投资公司，启明创投先后参与了携程、开心网、凡客诚品、甘李药业等多家知名公司的早期投资。

在卞子平看来，做早期投资，行业和创业团队很重要，行业的想象空间在早期投资中为其考虑的重要因素，“投资早期项目的关键在企业的发展潜力和达到预期目标的可能性有多大。这个把控就要看投资者对行业的了解，对技术趋势的把握和对创业团队的判断。”我们不会派人参与管理，但会花很多精力帮助企业，从策略到人才到客户资源，我们都会提供帮助。”

他称，由于早期投资的失败率高，因此希望所投项目一旦成功，回报率能很高，这样才有可能去做这类项目，因此对早期项目的回报期望值会相对比较高。“从行业来说，由于早期项目的不确定性，希望投资一些对资本需求不是特别大的行业。前期就能对企业未来的走势能有一个较好的判断。如果需要 1 亿的前期投入才能见分晓，这样的早期项目就很难做。”

除此之外，卞子平认为，一个企业是否具备发展潜力，与其创业团队也不无关系。他称，挖掘早期项目，创始人很关键，创业者必须有激情，对要从事的事业有非常深刻、独到的理解，并且能说服投资人，使其相信他们有很好的执行力。

而对于目前十分常见的对赌协议，卞子平表示并不提倡。“不到万不得已不希望通过对赌来跟创业者合作。特别是早期项目，很多东西还不清晰，对赌对双方都没好处。我们更希望跟创业者谈一个合理的价格，大家同心协力把企业的事情办好。对赌协议在成熟项目中的意义略大，但也不是万灵的。”

面对目前市场上越来越多资本进入 PE/VC 领域，卞子平坦言确实存在“虚火”。他称，“现在有很多早期项目用成熟项目的方式融资，确实有些虚火。但好的方面是现在创始人的素质比 6 年前大有提高。中国这几年的发展造就了一批很成功的企业，也锻炼了一批很优秀的人才，很多这些人才现在都在创业，这是非常可喜的现象。”

(国 融)

海外上市重在积累经验智慧



中国企业赴美上市，有喜悦有苦涩。最近一两年来，美国市场的中国概念股从两个方向吸引着人们的眼球：其一是中国概念的追捧炒作，其二是对一些中国企业的诚信出现质疑。面对海外市场波涛汹涌的考验，中国企业首先应着重于积累经验智慧。

中国概念股在美国资本市场同时受到两方面的关注：风投资金和投资银行包装做多中国概念，市场做多者买盘踊跃；而空头基金则瞄准中国概念股的软肋伺机行动。于是，美国资本市场上演着一些中国概念公司从神话到破灭的故事。

绿诺科技，通过借壳登陆美国店頭市场，随后成功转板到纳斯达克主板市场，一度被视为是中国企业海外借壳上市的成功典型。然而，绿诺去年遭遇空头狙击，被纳斯达克打回最低等的粉单市场。绿诺浮沉并非个案，今年 5 月被打回粉单市场的高速频道、正待美国证交会调查的东南融通等等，大都经历类似浮沉。

做空中国概念似乎正在成为比做多中国概念更加有利可图的投资。固然，做空者的危言耸听夸大了中国概念股的负面形象，但不可否认的是，令做空者有机可乘的，正是中国概念股普遍的财务管理不严谨。

造成这一结果的原因，或许是多方急功近利心态所致。最近一些中国企业扎堆赴美上市，都想搭上这趟资本顺风车。从企业主，到投资企业的风投、私募基金，到投资银行，它们的共同利益就在于趁着市场火热，赶紧上市脱手。

在此过程中，企业财务数据过度包装、相关信息刻意隐瞒等手法的确在一定范围内存在。而在上市之后，某些企业更是放松会计要求，所以才导致过去一年中有多达 24 家中国公司审计师辞职或出现会计问题。

从整体来看，中国概念股多数仍是优秀企业。这些中国概念股能在激烈的同业竞争中脱颖而出获得风投青睐，并经过投行路演考验，有其竞争优势和市场吸引力。这些企业赴美上市所遭遇的问题，大都并非因为空头势力所宣称的刻意欺诈，更多是因为它们对海外资本市场规则的不熟悉、上市匆忙、准备不足，以及上市之后的松懈。

美国资本市场低门槛、高效率，未来还将吸引众多中国企业上市，但中国企业需要谨记的是，登陆海外资本市场仅仅是万里长征的第一步，要想获得持久发展，需经得起成熟市场复杂环境的考验，中国企业需要改善和学习的东西还有很多。在成熟市场经历考验，学习建立规范的财务管理和信息披露制度，无疑将有利于这些企业的长远发展，无论对资本市场，还是对实体经济来说，这都是好事。

(金孜孜 许多 牛海荣)

在产融结合中发挥信托的作用

□ 刘永红

中国经济的高速发展催生了大量的资本需求，因此对于大型企业来说，产融结合是大势所趋。在世界 500 强企业中，80% 以上都采取了产融结合的战略，但在我国产融结合还处于起步阶段，近十年来，一些大型企业尤其是央企纷纷试水产融结合，成立财务公司，参控股银行和证券等金融机构，毫无疑问，大型企业的产融结合时代已经到来。但如何将大型企业的“金融行为”规范起来，避免其成为游离于有效监管之外的“影子银行”业务？应该说，通过规范和发展信托公司，充分利用信托公司的全业务牌照和制度优势来推动我国的产融结合的深入进行，是一条可行之路。

信托公司在推进产融结合方面有以下三方面的优势：一是全牌照业务优势。二是制度优势。三是人才和经验优势。

通过有效地产融结合，信托公司可以在以下几方面发挥作用：

一、通过运用灵活的信托工具，多渠道为产业集团融通资金。信托公司是目前我国金融体制下唯一——一个可以直接连接产业资本和金融资本的金融机构，这就构成了信托公司为实体经济提供金融服务的天然优势，信托公

司可以运用灵活的金融工具，为产业公司融入长期投资，改善其资本结构，也可以组合不同的融资工具，引入阶段性资金，如信托贷款和项目融资等，从而实现小资本驱动大资本，不仅有利于解决集团资金短缺的问题，而且也有助于促进集团资本规模的发展。

二、通过资产重组和企业并购，整合产业公司内优势资源。信托公司强有力的融资功能为产业公司并购、重组等投资业务提供了强有力的支持。信托公司可以充分利用目前居民的高额储蓄，有效吸收民间资金，通过并购、入股等多种形式直接参与企业重组，改组企业组织管理机构，建立新的经营机制，以此来推动企业的发展。

三、提供财务顾问服务。该业务主要表现为信托公司在企业集团的股份制改造，上市，二级市场筹资以及兼并收购，重大交易活动等提供财务顾问服务。与其他金融机构相比，信托公司财务服务的优势在于更加“综合”。在提供财务服务中，信托公司可以充当连接一级和二级市场、沟通经营者、社会投资者以及发行者的纽带和桥梁。可以帮助优化客户的财务管理，提高其资金的运用效率，降低其管理成本，为构建其内外融通、投

资一体化的合理框架出谋划策。

四、提供各种职工信托服务，促进职工企业归属感，在更高层次上激励职工的劳动积极性。信托公司通过设计房屋贷款信托、职工福利信托、教育养老信托、职工持股计划等信托业务品种，可以有效实现职工利益与企业利益的有效结合，帮助企业建立科学的激励机制，使企业投入的每一分钱都获得回报，不仅改变企业福利只有支出，没有回报的痼疾，在更好提高职工福利水平的基础上增强企业的凝聚力。

五、提供企业年金信托服务。根据保监会的预测，今后我国企业年金每年新增数额将达到 1000 亿元以上，如此巨大的资金应该有专门的机构进行管理。信托制度赋予信托产品的投资优势和双向破产隔离制度，决定了信托公司在受托企业年金中大有作为，在此制度下，受益人的获利目标至高无上，且通过信托制度可使操作年金基金的机构恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、勤勉的义务，资产的所有权、管理权、经营权、监管权等都相对独立，建立相互制衡的机制，从而使市场的发展比较完善和均衡，各种专业化金融机构的内控与风控措施与结构不断得到优化，最大限度地保证企业年金的安全。

温家宝总理在今年的政府工作报告中指出，要提高直接融资比重，发挥好股票、债券、产业基金等融资工具的作用，更好地满足多样化投融资需求。很显然，大力发展债券市场，健全多层次资本市场体系，不仅成为“十二五”期间我国资本市场的重要发展方向，同样也是满足中小企业多样化投融资需求，化解我国中小企业融资难问题的重要路径。

中小企业直接融资需求旺盛 完善健全资本市场体系迫在眉睫

□ 齐闻潮

事实上，为了拓宽中小企业融资渠道，服务中小企业可持续发展，近年来，中国银行间市场交易商协会在人民银行的正确指导下，积极调动市场各方力量，不断优化中小企业融资环境，推动建立多层次的中小企业融资体系，加大银行间债券市场对中小企业融资的支持力度，从多个方面开展了卓有成效的工作。

优化融资环境 建立多层次融资体系

首先，大力推动直接债务融资产品创新。结合中小企业自身特点和现有市场环境，先后推出中小企业短期融资券、中小企业集合票据等创新产品；针对中小企业不同的融资需求，利用“一般性担保”、“偿债风险准备金”、“票据分层”以及“再担保”等多种增信手段，并结合中小企业实际情况对增信手段进行有效搭配和专业设计。截至目前，已经陆续推出十几种各具特点的信用增进结构，丰富了中小企业直接融资产品体系，提高了集合票据产品结构和中小企业需求的契合度。

其次，建立健全市场风险防范机制。成立中债信用增进投资股份有限公司，为中小企业融资提供信用增进服务，防范中小企业债务融资产品风险，提高投资者认可程度；推出信用风险缓释工具，更好地防范企业信用评级下移的市场风险，引导中小企业直接融资健康发展；加强后续督导管理，对发行债务融资工具的中小企业进行实时监测跟踪，并及时开展现场调查和风险排查。

第三，优化债务融资市场环境。对中小企业注册发行债务融资工具提供绿色通道，免除入会费用；优化信息披露机制，研究差异化的信息披露标准体系，增强中小企业进行公开融资的意愿；鼓励主承销商结合中小企业实际情况，探索更具针对性的专业服务方式；成立中债资信评估有限责任公司，探索适合中小企业评级标准体系和评级收费模式。

推进金融创新 完善市场化融资机制

近年来中小企业直接融资取得的成绩表明，大力发展银行间

债券市场，尊重自律组织有效引导下的市场自律，鼓励以市场主体为主导的金融创新，实现政府与市场的良性互动，是促进中小企业可持续发展的重要途径。

首先是积极推进市场创新，完善市场化融资机制。业界人士认为，一要加大创新力度，丰富中小企业融资市场主体结构和产品结构。包括进一步促进中小企业融资主体的多元化，加大对民营以及战略性新兴产业中小企业的支持力度；完善中小企业直接债务融资产品结构体系，研究高收益债券、可转换债券、资产支持票据等适合中小企业的新型债务融资工具；在充分调研市场投融资需求的基础上，探索研究非公开定向发行机制等等。二要加强债券市场制度建设，完善市场基础设施。包括设立层次清晰、易于操作的信息披露体系，增强中小企业信息披露的意愿和可操作性；完善市场风险分担机制，为中小企业债务融资提供更加优良的制度环境；以新型信用评级公司为载体，完善中小企业信用评级机制等等。三要培育具有更高风险判断和承受能力的投资者，适时引入境外机构投资者，发展多样化的投资者群体，提高中小企业债务融资产品的流动性和市场的风险承受能力。

其次是健全风险防范体系，保障中小企业债务市场稳健发展。一是强化债券存续期间的有效督导，尤其要加强对发行体后续督导，探索建立持续监测报告体系、风险预警指标体系及督查纠正体系；加强二级市场监测和分析，实施有限透明度下的流动性管理；在现有风险缓释工具的基础上，推出更加多元的市场风险对冲工具。二是构建市场违约时的危机救助机制，促使相关部门、地方政府和自律组织的优势互补，形成风险共担、应急联动的工作机制，为应对市场风险增加“安全阀”。

第三是充分发挥中介机构作用，优化市场服务环境。一是加强自律管理，提高服务意识和水平。要加强对主承销商、信用增进机构、律师事务所及审计机构等中介机构的自律管理；同时要加强对中介机构的业务交流和培训，提高其专业服务水平，帮助中小企业在符合市场规则条件下良性发展。二是加强中介服务机制建设，探索设立财务会计、法律事务等市场专业委员会，完善中小企业融资相关专业服务机制。

