

【经济理论与实践】

混改背景下国有企业投融资机制创新问题研究^{*}

李文兴 汤一用

摘要:随着混合所有制改革的不断深化,国有企业在投融资机制改革上取得了一些进展,投融资渠道不断拓展,投融资管理不断深化,投融资工具不断创新,但这些阶段性的成果只是在具体操作层面的创新,在市场化的投融资体系、配套协同机制、运行联动机制,以及投融资主体间的合作激励机制方面仍有所欠缺。因此,应当依据当前我国国有企业深化改革的具体要求,结合不同类型国有企业所面临的实际问题,以及资本市场的基本规律,从落实投融资战略规划,完善配套协同机制,处理好融资与投资关系,以及深化不同投融资主体合作四个方面入手,推动国有企业投融资机制不断创新。

关键词:混合所有制改革;国有企业;投融资机制创新

中图分类号:F271

文献标识码:A

文章编号:1003-0751(2021)03-0029-07

国有企业改革一直是我国全面深化国有经济改革的重心,其中混合所有制改革是本轮全面深化国有经济改革的焦点问题,其内容涉及国有企业兼并重组、国有企业投资运营公司、资产证券化、员工持股等重大问题。^①国有企业进行混合所有制改革的目的,一方面是通过多种所有制资本的融入,拓宽国有企业融资渠道,解决国有企业资产负债率过高的问题,另一方面则是完善国有资本运营管理体制,通过国有经济与非国有经济劣势消减和优势互补来提升国有企业的运行效率。^②由此可见,国有企业混合所有制改革为投融资机制创新提供了有利的契机,“混”是解决国有企业的融资困难问题,而“改”则是解决国有企业的资本管理问题。根据《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》的精神,“投融资体制改革要与供给侧结构性改革以及财税、金融、国有企业等领域改革有机衔接、整体推进,建立上下联动、横向协同工作机制,形成改革合力”。我国国有企业长期处于政企不分的管理体制中,市场化的企业制度改革还没有得到实质性的突

破,这在一定程度上制约了国有企业市场化投融资机制的建立。因此,国有企业投融资机制创新要以国有资本管理运营体制改革为依托,借助国有企业改革的各项利好政策,通过发展混合所有制经济,推动建立市场化的国有企业投融资管理运营机制。本文以混改背景下的国有企业投融资机制为研究对象,在归纳分析当前我国国有企业投融资现状的基础上,系统总结我国国有企业在实施投融资机制改革中存在的问题,并提出针对性的政策建议,以期为企业投融资机制创新提供有益参考。

一、我国国有企业投融资基本现状

近几年随着国有企业深化改革的不断推进,我国国有企业的投融资模式朝着市场化方向发展。但由于国有企业自身的性质较为特殊,并肩负着一些政府性投融资的任务,给国有企业投融资工作的市场化运行带来了一些挑战。

1. 国有企业投融资面临的挑战

第一,当前我国国有企业资产负债率过高。

收稿日期:2020-09-01

^{*} 基金项目:国家铁路局项目“高铁运输经济研究”(B19DJ00030)。

作者简介:李文兴,男,北京交通大学经济管理学院教授、中国交通运输价格研究中心主任、博士生导师(北京 100044)。

汤一用,男,北京交通大学经济管理学院博士生(北京 100044)。

2020 年发布的《国务院关于国有资产管理情况的综合报告》显示,2019 年全国国有企业资产总额为 233.9 万亿元、负债总额为 149.8 万亿元、国有资本权益为 64.9 万亿元,国有企业整体资产负债率为 64.0%,其中中央企业的资产负债率为 67.2%,地方性国有企业为 62.2%。^③从企业正常生产运营角度来看,当前国有企业资产负债率尚属正常范围,但若以 2019 年我国规模以上工业企业平均资产负债率水平(56.5%)作为参考,当前我国国有企业的资产负债率处于较高的水平,特别是以中央企业为代表的大型国有集团企业,高出全国平均水平 10 个百分点以上。这主要是因为中央企业大多是关系国计民生的重要产业,例如国家安全领域(如军工、造币及航空航天等)、自然垄断领域(如电信、电力、铁路等)及公共资源领域(如能源和矿业等)。这些行业市场化程度较低,政府规制较多,赢利性较差,加之又承担了大量公共建设非营利性项目与前沿科技创新项目,这些项目具有投入大、回收慢、风险高的特点,对社会资本的吸引力不足,因此难以形成多元化的融资渠道,导致国有企业过于依赖以银行信贷为主导的债务性融资方式。

第二,在国有企业的诸多融资方式中,以银行信贷为主导的债务性融资占比较高,长期来看,投融资的缺口较大。在融资端,根据中国人民银行统计数据,2019 年全国社会融资规模存量为 251.31 万亿元,国有企业 2019 年年底负债总额为 149.8 万亿元^④,除去非付息债务约占负债总额的 20%—30%(取中位数 25%),据此估算全国国有企业有息负债达到 112.35 万亿元,占全国社会融资余额的 44.7%。因此,国有企业继续依靠以银行信贷为主导的融资模式,一方面扩大融资的潜力有限,另一方面也会挤压民营企业的融资空间。在投资端,国有企业的投资额呈现出逐年递增的趋势,根据 2019 年国资委公布的数据,国有控股企业新增固定资产投资(资产形成)约为 7.7 万亿元,同比增长 7.6%。^⑤同时,我国国有企业固定资产在总资产中占比相对较高(约为 50%—60%),再加上每年必需的固定资产折旧和价值补偿,每年应投入的固定资产投资稳健估计将超过 15 万亿元,如果按照 6%的年平均增速估算,那么 5 年内国有企业的投资总额将超过 90 万亿元,除去内源性融资等其他融资方式,以当前国有企业平均负债率 65%作为乘数,那么 5 年内国有企业融

资将超过 60 万亿元,假设其中的 68%为银行贷款(按照 2019 年末社会融资的构成比例),预计国有企业未来 5 年固定资产投资中的银行贷款所占份额将超过 40 万亿元,平均每年约 8 万亿元,国有企业继续以银行信贷为主导的投融资模式缺口较大。

2. 国有企业投融资改革现状

针对当前国有企业资产负债率高,投融资渠道单一、缺口较大的问题,中共中央和国务院出台了多份指导性文件,力图从体制改革与机制创新上对国有企业投融资问题进行疏导。根据《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》的精神,当前国有企业改革的重点是进行混合所有制改革,通过建立国有资本授权经营体制,实现国有资产管理从管企业向管资本转变。这赋予了国有企业在投融资上更大的权限,国有企业可以根据自身实际,灵活制订投融资政策。

在投融资方式上,通过深化国有企业股份制改革,鼓励国有企业通过多层次的资本市场进行股权融资。根据国有企业投融资业务类别的差异,可以分为存量增资与增量融资两种改革思路。存量增资,改革对象是国有企业当前的存量业务,目的是盘活国有企业存量资本,弥补生产运营的资本短缺,主要方式是通过老股转让与增资扩股等方式引入战略性投资,或通过员工持股计划进行股权激励。截至 2019 年年底,我国产权市场共有 1823 家国有企业通过产权交易的方式,引入各类社会资本 3883.2 亿元,并有 10 家中央企业和 171 家省属一级企业开展了员工持股试点。增量融资,改革对象是国有企业未来的增量业务,目的是放大国有资本功能,扩大国有资本支配范围,主要方式是通过与其他所有制资本进行合资合作,进行联合投资、改组及新建二、三级的合资子公司,或者采取 PPP、BOT 等公私合营性质的新建项目投融资方式,成立特别目的公司 SPV(Special Purpose Vehicle)作为投融资项目的具体实施者和运营者。当前我国央企的二级子公司有超过 50%已经完成混合所有制改革,其中不乏与民营企业合资新建成立的联合控股子公司。例如,国铁集团与顺丰组建成立的中铁顺丰国际快运有限公司,国家电网集团与恒大高科技集团合资成立的智慧能源服务有限公司等。

在投融资管理上,在国有企业集团层面成立国有资本投资公司与国有资本运营公司,通过建立完

善国有资本授权经营体制,实现国资管理由“管资产”向“管资本”的功能转变,形成依法合规、权责明确的投融资操作规则,有效引导国有企业投融资机制的市场化进程。国有资本运营公司,以实现国有资本保值增值的财务性投资为主,对战略性新兴产业或者特定产业领域进行投资,发挥国有资本的引导和调整作用,实现国有资本的合理流动和保值增值。国有资本投资公司,以国有企业核心业务的战略性投资为主,对国有企业存量资产进行整合及盘活,提升国有资本的整体运营效率。当前,国资委已分3批在21家企业开展了国有资本投资、运营公司的试点,30个省级国资监管部门也已改组组建了76家国有资本投资、运营公司。其中,国有资本运营公司试点企业,中国诚通集团牵头组建的中国国有企业结构调整基金,募集各类资本总规模3500亿元,是中国最大的私募股权基金,通过投融资推动了央企产业布局结构的调整;国有资本投资公司试点企业,国投集团发起设立的先进制造产业投资基金、新兴产业创投引导基金等40余只基金,引导5000亿元左右社会资本进入前瞻性战略性产业,为国有企业实现战略发展与布局提供了必要的资金支持。

在投融资工具上,通过债转股、可转换债券、资产证券化等股债结合、投贷联动的方式开展投融资工作,既可以有效降低国有企业的资产负债率,同时也是推动国有企业混合所有制改革,引入社会资本的重要手段。债转股,是以政府出资发行金融债券购买银行不良贷款的方式,将国有企业的不良资产转化为经营性资本。目前我国已经放开了社会资本与民营机构参与国有企业的债转股的限制,根据银保监会统计,2019年全国市场化债转股签约规模达1.4万亿元,落地规模超过1万亿元,共募集社会资金2500亿元参与债转股项目。可转换债券,也是一种灵活的债股转化工具,债券持有人可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股票,能够有效地实现债务重组,促进国有企业的改革。2020年,东方航空公司在浦发银行的牵头下,发行首单国企混改中期可转换债券,债券整体注册规模130亿元,通过直投专项债券实现了非国有资本的参股增资。资产证券化,是将企业优质资产未来所产生的现金流作为偿付支持,发行的资产支持证券,能将国有企业缺乏流动性的存量资产进行风险重组,实现国有企业融资的目的。截至2019年年底,我国各级

国有控股的上市公司超过1000家,占A股市场的26%左右,市值约占32%左右,但国有企业整体资产证券化率仅为21.3%,中央企业的资产证券化率也仅为33.5%,资产证券化仍有较大的提升空间。

二、国有企业投融资机制改革存在的问题

投融资机制是投融资活动组织形式、投融资方法和管理方式的总称,包括投融资的战略规划、决策制度、资金筹措方式及运作、收益分配结构及监督调控体系等方面的内容。当前国有企业进行了一系列的投融资机制改革的尝试,但只是停留在投融资方式、投融资管理、投融资工具等具体操作层面,在市场化的投融资体系、配套协同机制、运行联动机制,以及投融资主体间的合作激励机制方面仍然有所缺失,这严重制约了国有企业投融资机制改革的进程。

1. 未能建立起市场化的投融资体系

国有企业改革的核心是进行全面的市场化机制改革,投融资机制创新作为国有企业混合所有制改革的重要内容和必要手段,其目的是提升国有资本的市场化配置效率。^⑥但当前不少国有企业的市场参与能力仍然较弱,尚未建立起市场化的投融资体系。

一方面,是由于国有企业改革自身的艰巨性与长期性。根据中央《深化国有企业改革的指导意见》的精神,国有企业改革要按照国有资本的战略定位和发展目标,结合国有企业在经济社会发展中的作用、现状和发展需要,实行分类改革、试点推进的策略。但一些大型垄断性国有企业,如铁路、通信、电网、能源等,自身兼具竞争性业务与政策性、公益性业务,处于国有企业分类改革的交叉地带,而投融资机制改革又涉及国有企业的股权配置结构、运营管理模式等方面内容,难以平衡市场运作与政府监管的关系,进行全面的市场化投融资机制改革难度较大。

另一方面,是由于国有企业市场主体地位的缺失。当前不少国有企业虽然已经完成了公司制改革,但主营业务层面或集团公司层面仍然是国有独资,依旧是国资委控制下的行政化政府管理工具,存在着国资委和国有资本投资、运营公司以及国有企业权责关系不清晰的问题。国有企业没有转变为完全独立的市场经营主体,导致市场化的价格运行机制与资本运作机制缺失,使得国有企业的融资渠道与

融资手段较为单一,长期依赖政府的财政融资与银行的信贷融资,内源性融资与社会性融资所占比例相对不足,导致国有企业资产负债率过高,缺乏资本市场的深度参与能力,对自身的市场融资能力评估不足,难以对国有企业的融资规模、融资渠道、投资结构、投资能力的整体目标与结构进行统筹规划,并制订出切实可行的、符合自身发展需要的投融资战略。

2. 缺乏协同性的配套机制

依据国有企业深化改革的目标,国有企业投融资机制改革不仅涉及宏观层面的国有资本的管理模式,也包括微观层面的国有企业股权架构、运营管理、财务运作等公司治理方面的内容。当前,中央出台了《中央企业混合所有制改革操作指引》等一系列文件,对国有企业投融资的细则问题作出了明确的说明,但在实际执行中还是存在着一些问题。不少国有企业在管理、运营、财务等方面存在旧制度的路径依赖,未能建立起与投融资机制创新相关的各项配套机制。具体表现为:

第一,资产定价机制缺失。合理的资产定价是企业投融资工作的前提。当前不少国有企业对于自身资产缺乏市场化的价值评估标准,没有采用科学的资产评估定价方法。由专业的第三方资产评估机构来确定国有资产的价值,存在企业主观定价等不合理现象,定价后毁约现象也屡见不鲜。

第二,财务管理制度陈旧。不少国有企业仍然沿用“统收、统支、统分”的成本与收入清算管理体系,实行集中式的财务管理制度,财务核算方法陈旧,财务信息不公开透明,既不能满足透明化、市场化的投融资需求,也无法实现市场化条件下的国有企业的绩效考核与财务监管。

第三,法人治理制度不健全。国有资本在投融资项目中保有绝对话语权,在企业内部无法形成相互制衡并符合现代公司治理制度的法人治理结构。存在着“内部人控制”“隧道挖掘”等公司治理问题,未能充分实现企业内部“三会一层”之间的有效监督,为投融资项目的后续管理与运营埋下隐患。

第四,资本流转与退出机制不完善。国有资本无法实现良性循环,导致国有企业投融资风险逐步累积,为了实现国有资本保值,规避流动性风险,国有企业在投融资项目招标过程中对非国有资本的流转与存续也设置了一定的限制性条款,在一定程度

上加剧了投融资项目资本流转的不畅,妨碍了非国有资本参与的积极性。

3. 未能处理好融资机制与投资机制的关系

投融资机制建设是一项整体性的工作,根据《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》的要求,投融资体制改革要齐头并进,只有创新融资机制,才能畅通投资项目融资渠道;只有改善投资管理机制,才能充分激发社会投资的动力和活力。但当前国有企业的投融资机制创新存在着厚此薄彼、此消彼长的不合理现象,投资机制改革明显落后于融资机制改革的进度。

究其原因,一方面是因为,国家对于国有企业的资产负债率提出了明确的要求,到 2020 年年末国有企业资产负债率要比 2017 年年末降低 2 个百分点左右,在这样的硬性指标要求下,国有企业具有扩大权益性融资,降低企业资产负债率,改善财务报表的动机。另一方面是因为,国有企业投资机制涉及国有资本运营与管理改革等诸多方面的内容,国有企业的市场主体地位尚待确立,大部分的投资决策仍然需要得到上级国资委的层层授权与严格审批,这是当前国有企业改革的短板之一。并且投资机制改革在一定程度上也会削弱国有企业的控制力,导致国有企业在投资机制建设上的推进力不足。其结果是造成了国有企业重融资、轻投资的现状,重视融资机制建设的多元化和市场化,希望通过积极拓展融资渠道,来最大限度地挖掘资本市场的融资潜力,优化国有企业的股权结构,却忽视了投资机制建设的规范性与市场性。

投资机制规范性与市场性缺失的表现:一方面,缺乏规范化的投资决策体系,仍然存在着行政指令式的投融资决策安排,没有形成相互制衡的投资决策流程,不能保证非国有资本在企业投资决策中的作用,导致国有资本与非国有资本的投资目标不一致,无法做到投融资项目与资本市场的深度对接;另一方面,缺乏市场化的投资评价体系,无法保证投资决策的科学性与合理性,不能够准确地反映投融资项目的收益与风险,存在着过度投资、政府干预的非理性投资等问题,极易出现结构不合理的投融资项目,给国有企业埋下债务危机和财务风险的隐患。

4. 不同投融资主体之间的合作关系有待深化

混合所有制改革放开了国有企业投融资业务的范围,扩大与非国有资本的合作,使得各投融资主体

之间形成多元化的合作关系。但改革不可避免地要协调、处理各投融资主体之间的利益诉求,这就要求从投融资机制创新的角度优化不同投融资主体之间的合作。但当前,大部分国有企业还未能建立起一套成熟的投融资主体合作机制。

首先,缺乏与市场接轨的投融资主体筛选机制。国有企业的投融资项目大多采取招投标的方式,优点在于可以避免国有资产的低估与流失,但缺点在于没有对不同类型的投融资主体进行合理的划分,并按照不同投融资主体的利益诉求来设计投融资方案。因此推出的投融资项目,一方面不能适应市场化多元投融资主体的需求,另一方面引入的非国有资本仅仅是充当了财务投资者的角色,没有将非国有资本的其他优势资源引入国有企业。

其次,各投融资主体之间缺乏平衡与融合机制。以民营企业为主导的非国有资本作为国有企业的战略合作者,与国有企业之间存在着经营理念、管理方式、企业文化等方面的差异,国有企业作为强势的一方,往往将自身利益置于整体利益之上,在合作的过程中过于强调审计评估和管控考核,忽视了不同投融资主体之间利益的平衡与文化的融合,导致非国有资本在投融资合作的过程中水土不服,不能发挥其应有的优势。

最后,员工持股计划的激励效应不明显。在制定员工持股计划时“一刀切”,缺乏针对不同类型国有企业的细分设计。根据产业周期理论,大部分国有企业处于产业发展的成熟阶段,其股权价值在资本市场的成长有限,因此员工从股价上涨中获得的激励效应有限,同时也缺乏分红机制与跟投机制等激励补充手段,导致员工持股计划的投资收益与风险不对等、股权激励效应不明显、反馈不乐观。

三、国有企业投融资机制创新的政策建议

国有企业的投融资行为直接关系到自身市场竞争力的提升,要推动国有企业投融资机制创新的顺利实施,需要落实好投融资战略规划,完善配套协同机制,处理好融资与投资的关系,以及深化不同投融资主体合作。

1. 落实好投融资机制的战略规划

投融资机制的战略规划是对国有企业投融资工作的整体性规划,具有宏观指导功能。需要在国企改革“1+N”顶层设计政策体系框架下,结合企业自

身实际经营现状、所处市场经营环境进行设计与规划,逐渐形成完善的国有企业投融资战略规划。

做好投融资机制改革的细分产业规划。要根据国有企业分类改革的政策精神,促使各细分产业领域国有企业投融资改革政策进一步明细化和具体化。对于以商业性业务为主导的国有企业要建立市场化的价格运行与资本运作机制,放松对其价格的管控力度,扩大企业的权益留存比率。同时积极开发、利用资本市场的各种投融资渠道与工具,增加国有企业内源性融资和社会性融资的比例,通过企业自身的发展来实现投融资的良性运转。对于以公益性、政策性业务为主导的国有企业要建立财政融资与市场融资联动协调机制,以财政融资为政策导向,对市场融资的方向、规模发挥引导作用,尝试和建立多种财政投资与市场融资联合项目运营模式。例如给予民营资本特许经营权的 BOT 模式,以及将项目整体外包的 DBO 模式,都是值得探索与创新的领域。

落实投融资机制改革的层级协调联动。推进国有资本管理向“国资委+国有资本运营/投资公司+国有企业”的三级管理结构转变,明确划分国有资本各层级投融资主体的职责与权限。国资委作为最终出资人,要明确界定对各细分产业领域国有企业的监管职责范围,细化对国有资本监管与考核职能,建立各级投融资主体的监督机构及信息反馈平台。大型国有控股集团型企业要成立国有资本投资、运营公司或产业发展基金,打造产融结合的一体化投融资运营平台,对企业的投融资规模、结构、渠道、能力进行统筹规划,有效整合各类分散资源,实现对国有资本的战略管理。中小型国有控股企业,以及国有企业集团下属于/孙级公司,要在股份制改革的前提下,以定向增发、增资扩股等形式逐步吸收社会融资,并向规范化的法人治理结构转变,逐步实现投融资的市场化运作。

2. 建立完善的投融资配套协同机制

投融资机制创新是一项综合性的系统工程,其根本目的是提高企业经营效益,提升企业综合竞争力。因此,投融资机制创新要从企业整体效益角度入手,克服原有制度的路径依赖,建立起一套完善的投融资配套协同机制。

第一,建立市场化的国有资产定价机制。在价格形成过程中,要对国有企业资产的经济价值和社

会价值进行全面科学的评估,避免国有资产社会价值的流失,通过市场发现和确定国有资产价格,并支持第三方专业机构参与国有企业的资产定价工作。在价格管理过程中,要打造公开透明的国有资产转让平台,确保信息披露的真实性和完整性,严格规范国有资产登记、转让、清算、退出等程序和交易行为,防止投融资过程中出现内部人控制、利益输送等问题,造成国有资产的流失。

第二,建立效率化的财务管理制度。在集团层面,要依据当前国有资本管理体制改革的的要求,建立起以全面预算为核心的上下联动预算体系,以资金管理与管理为主要内容的财务运行机制,以实现企业价值最大化为目标的财务管理制度。在公司层面,要对公司内部的资本结构、成本收益、现金流量等财务模块实施分类集中管理,设置科学合理的短期、长期融资计划,优化现有的资本配置结构,保持稳定的现金流量,并定期公开财务报表,实现财务管理工作的公开透明。

第三,建立现代化的公司法人治理结构。要以国有企业法人治理制度改革为重点,将过去行政化的企业管理模式转变为市场化的公司治理模式,逐步建立和完善“三会一层”的公司治理制度。落实董事会行使重大战略决策的权力,通过市场化选聘职业经理人负责公司经营管理,并通过监事会强化激励约束职能,来激发经理层活力,最终形成一套权责对等、运转协调、有效制衡的国有企业投融资决策执行与监督机制。

第四,建立良性的资本退出与流转机制。依据当前国有企业分类改革的规划,对不同领域、不同功能的国有企业资本布局结构进行优化,推动国有资本向优势领域集中,完善国有企业兼并重组、股份转让,以及公司清理等各项退出机制的制度安排。有条件地放松投融资项目中非国有资本流转与存续的条款限制,以非国有资本的价值流动激发国有资本的活力,倒逼国有资本产权流动、资本流转机制的创新。

3. 正确处理融资机制与投资机制的关系

明确国有企业投融资机制创新的内部关系,要做到整体推进,补足短板,多元化的融资只是手段,而效率化的投资才是目的。

第一,建立投融资协调联动机制。制定完备的融资方案,既要根据国有企业混改的具体实际与国

有企业分类改革的具体要求,来制定融资结构、融资工具、融资方式等前期规划,也要根据国有资本管理的目标和要求,明确融资目的、融资用途、融资补偿等后续规划,为开展投资工作打下基础,实现国有企业投融资的良性运转。

第二,完善投融资绩效考核与评估机制。优化当前国有企业绩效考核的评价指标体系,在原有资产负债率、利润率等整体考核指标的基础上,增加投资利润率、融资利用率等投融资类绩效考核指标。采用科学的企业投融资评估方法,对国有企业债务责任、投融资规模、投融资期限等相关要素进行综合评估,建立企业投融资风险的跟踪机制和预警体系,进行全程跟踪、识别、评价、预测和监控,减少投融资的不确定性风险。

第三,建立投融资主体负责机制。要明确国有企业在资本市场中的主体地位,减少政府对国有企业投融资决策的行政干预。在《公司法》《证券法》等政策法规的指引下,建立以财务约束为主线的国有资本委托代理制度,由企业的董事会来履行投融资决策的职责,确立企业投融资战略方向和定位,实现投资意图、激励、约束等,确保企业投融资决策能够规范化产生与执行。

第四,建立规范的投资决策机制。国资管理部门要根据国有企业分类改革的具体实际,对于国有企业的投融资项目进行全面的审核,建立国有企业投资负面清单制度,对国有企业的投资范围和规模进行系统的规划与指导。国有企业在进行投资决策时,要做到同股同权,充分考虑非国有资本的利益诉求,在保障非国有资本基本权益的基础上,建立规范化的企业投资决策与管理内控机制,为投资项目决策提供重要支撑。

4. 深化不同投融资主体间的合作

投融资合作不是单向的资金支持,需要各方共商共建,形成共同付出、共担风险、共享收益的利益共同体,最大限度地调动各种生产资源,确保投融资工作的可持续性。

第一,建立投融资主体的筛选机制。根据国有企业的融资需求以及投资主体的要素禀赋,将投融资主体分为财务投资者与战略投资者两大类。对于财务投资者,仍可沿用项目招投标的模式,但也要根据资本市场行情合理定价,满足投资者合理的利益诉求,避免挫伤其投资积极性;对于战略投资者,要

对其所拥有的资源禀赋进行识别与分类,依据国有资本优化布局安排与国有企业未来发展战略,选择能够产生产业协同效应的战略合作者。

第二,建立不同投融资主体间的平衡机制。规范企业股权治理的契约机制,投融资项目的股权结构设计要充分考虑不同投融资主体间的平衡,恪守公司治理结构框架下各出资人的职责权限边界,防止国有企业凭借一股独大的股权结构,以及政策优势侵占民营企业的利益。完善出资人监督机制,充分发挥不同主体的监督职能,以财务监督为核心对企业代理人进行监督,同时要明确监督的负面清单,不能随意扩大国有资本的监督职权。

第三,建立不同投融资主体间的融入机制。国有企业要放下身段,做好与社会资本的对接工作,在主动引入社会资本的同时,也可以控股参股民营企业,尊重双方在经营理念、管理方式、企业文化等方面的差异,并积极吸取民营资本在企业治理结构、股权结构、激励结构等方面的制度优势,实现各类优质资本之间取长补短、相互促进、共同发展,合力形成企业的持久竞争力。

第四,探索员工持股计划激励机制。在制定员工持股计划时,要以激励性的增量持股为核心,将企业规模、行业特征、市场竞争、发展潜力等因素纳入员工持股计划的考虑范围,并建立分红机制、薪酬机制、跟投机制等联动激励机制。在管理员工持股计划时,要建立专业的员工持股管理机构,通过成立员

工持股基金会,或信托机构综合管理和控制员工股份,代表员工行使决策权,保障员工的持股权益。

注释

- ①袁惊柱:《国有企业混合所有制改革的现状、问题及对策建议》,《北京行政学院学报》2019年第1期。②黄群慧:《新时期全面深化国有经济改革研究》,中国社会科学出版社,2015年,第137页。③《国务院关于2019年国有资产管理情况的综合报告》,中国人大网, <http://www.npc.gov.cn/npc/c30834/202010/8459210b544e4b9dba931e5b4682e9fa.shtml>,2020年10月15日。④《2019年社会融资规模存量统计数据报告》,中国人民银行网站, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3960229/index.html>,2020年1月16日。⑤《国务院关于2019年度国资系统监管企业国有资产管理情况的专项报告》,中国人大网, <http://www.npc.gov.cn/npc/c30834/202010/92861cc1660044d0b4c1511083bab902.shtml>,2020年10月17日。⑥黄速建、肖红军、王欣:《论国有企业高质量发展》,《中国工业经济》2018年第10期。

参考文献

- [1]杨红英,童露.论混合所有制改革下的国有企业公司治理[J].宏观经济研究,2015,(1).
[2]黄群慧.地方国资国企改革进展、问题与方向[J].中州学刊,2015,(5).
[3]张冰石,马忠,夏子航.基于国有资本优化配置的混合所有制改革实施模式[J].经济体制改革,2019,(2).
[4]盛毅.新一轮国有企业混合所有制改革的内涵与特定任务[J].改革,2020,(2).
[5]黄群慧,余菁,王欣等.新时期中国员工持股制度研究[J].中国工业经济,2014,(7).

责任编辑:刘 一

Research on the Innovation of Investment and Financing Mechanism of State-owned Enterprises Under the Background of Mixed Reform

Li Wengxing

Tang Yiyong

Abstract: With the deepening of mixed ownership reform, state-owned enterprises have made some progress in the reform of investment and financing mechanism, such as the expansion of investment and financing channels, the deepening of investment and financing management, and the innovation of investment and financing tools. However, these phased achievements are only innovations at the specific operation level, and there are still some deficiencies in the market-oriented investment and financing system, supporting coordination mechanism, operation linkage mechanism, and cooperation incentive mechanism between investment and financing subjects. Therefore, according to the specific requirements of deepening the reform of China's state-owned enterprises, combined with the actual problems faced by different types of state-owned enterprises and the basic laws of the capital market, we should promote the investment and financing of state-owned enterprises from four aspects: implementing the strategic planning of investment and financing, improving the supporting coordination mechanism, dealing with the relationship between financing and investment, and deepening the cooperation of different investment and financing subjects Mechanism innovation.

Key Words: mixed ownership reform; state-owned enterprises; innovations in investment and financing mechanisms