本版编辑：杨志梁
E-mail：m4@studytimes.cn
Tel：010—62806049

经济学家

两问“融资成本”

□ 王东京

目前国内融资成本究竟高不高？学界的观点几乎一边倒，认为融资成本不仅高，而且已危及实体经济。最近在南方与企业家座谈，企业家的看法也如是。甚至有地方官员说，融资成本若不降下来，会有不少企业要歇业。事态的严重性我不怀疑，但我认为有两个问题要探讨：怎样判断融资成本高低？怎样降低融资成本？

分两刀斩：让我先说第一点。据我所知，时下人们认为融资成本高，主要是银行贷款利率高于企业投资利润率；而信托融资利率又高于银行利率。事实确也如此。我看到的数据：去年工业企业利润率平均为5%，银行贷款利率为6%；信托融资的利率更高，平均达13%~20%。所以有企业家抱怨，现在企业纯粹是在为银行打工。

从数据看，国内融资成本确实不低。不过我有个疑问，融资成本高能否这样判断？或者说银行利率高于投资利润率，企业是否一定会亏损？细想应该不是。举例说，某企业投资一个亿，其中自有资金7000万，贷款3000万。若投资利润率5%，则利润为500万；若贷款利率6%，贷款利息为180万。两相比较，利润比利息多得多。

想深一层，作以上比较其实并无实际意义。懂财务的朋友知道，贷款利息属财务费用，企业是计入成本的。企业利润是销售收入减成本后的余额，而利息已包含在成本之中，当然无需再从利润中扣除。由此看，贷款利息虽会增加企业成本，降低投资利润率，但只要投资利润率大于零，无论贷款利率多高或支付多少利息，企业也绝不会亏损。

上面讲这些并不是反对降融资成本，我的意思是，判断融资成本高低不能用贷款利率与投资利润率比，风马牛不及，不存在可比性。前些天在宁波调研，在一次企业家座谈会上我问银行利率高不高。你猜怎么着？众口一词，皆说目前银行利率不算高。我知道那天参会的代表都来自效益好的企业，要是效益不好，他们不会这么说。

由此我想到另一问题：银行利率到底该不该降？若是降，企业融资成本会下降。但可以肯定，一旦利率下降信贷资源会更短缺。大家想想，目前13%~20%的信托利率都有人接受，说明信贷僧多粥少。若银行利率再调低，无异于火上加油。再者，利率作为市场信号，要引导信贷优化配置，若无视供求调利率，利率的作用何以发挥？

转谈第二点，怎样降低融资成本。说过了，我不反对降低企业融资成本，也不反对降利率。不过与众多企业家的观点不同，我不赞成央行直接降利率，而是主张通过改变信贷供求，让市场调利率。虽然结果一样，但政策操作重点却大不同。

学界一直流行一种说法，央行有三大政策工具：一是利率（贴现率）；二是准备金率；三是公开市场业务。后两个当然是工具，但利率无论如何不能作工具用。当年做研究生时，我就对这问题有困惑：一方面，教科书说利息是资金的价格；而同时又说利率是政策工具。这不是自相矛盾吗？既然利息是“价格”，利率怎可当工具使用？

最近又有学者说，目前物价水平低位运行，基础利率存在下调空间。并断言，只要央行调低基础利率，商业银行贷款利率便会下降。我认为这看法纯属异想天开。怎么可能呢？今天6%的利率企业贷款争先恐后，商业银行怎会以低于6%的利率放贷？若政府出面强制，托关系、找门路等寻租行为将层出不穷。羊毛出在羊身上，算总账，企业融资成本未必能降低。

我的观点，利率只能由市场定。经济学发展数百年，对利息的定义说法不一，而我则赞同费雪。费雪说：利息是“不耐”的代价，人们越是急于花钱，“不耐程度”越高，需付的代价就越高。我认为费雪的定义是对的。比如目前信托利率高出银行利率不止一倍，可为何还有企业从信托机构融资？合理的解释，是这些企业的不耐程度比别的企业更高。

从市场角度看，人们的“不耐程度”最终要体现在货币供求上。不耐程度越高，供求缺口会越大。这是说，所谓“不耐程度”决定利率，其实也可理解为“货币供求”决定利率。货币供过于求利率下降；反之利率上升。由此引申到政策层面，含义是央行若希望下调利率，首先得增加货币供应。若货币不增，单降利率除了引发恶性竞争，怕是徒劳无益。

是的，就降低企业融资成本而言，选择降息不如选择降准。下调存准率，商业银行信贷供应可增加。当然，央行也可通过公开市场操作增加货币供应。近几年推行积极财政政策，每年国债皆在万亿以上，央行若能在二级市场回购部分国债，货币供应也会增加。可以想见，只要增加货币供应，整个社会“不耐”会缓解，利率会下降。殊途同归，企业融资成本也会降低。

当下的难题，是政府的“稳健货币政策”能否微调？央行已明确，今年货币（M2）供应增长为12%，依据大概是弗里德曼的“单一规则”（货币增长等于经济增长加劳动力增长）。按年初的预想，经济增长7%，劳动力增长5%，货币增长正好12%。而我的想法，货币供应似可稍宽松些，比如让M2增到13%~14%。目前CPI不到2%，而控制上限是3.5%，这样倒是用不着担心通胀。

热点透析

国企改革指导意见的特点和待解问题

——《关于深化国有企业改革的指导意见》解读

□ 陈德胜　李洪侠

2015年8月24日，《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（下称《意见》）印发，分八个方面30条提出了深化国有企业改革的指导意见。意见呈现诸多鲜明特点，同时也有一些关键问题尚待进一步完善和细化。

特点一：这是一个全面系统的改革意见。《意见》涉及国有企业的改革方向、考核侧重点、各级管理人员的进出和薪酬分配、资本和资产管理等微观领域，同时也包括国有资产管理体制改革，发展混合所有制经济，强化外部监管防止国有资产流失，加强和改进党对国有企业的领导，完善国企改革的环境条件等宏观领域，涉及国有企业改革的方方面面，是新一轮国企改革的纲领性文件。

特点二：改革意见坚持问题导向。《意见》鲜明提出当前国有企业存在的国企效率低、国资流失、党领导作用弱化等亟待解决的矛盾和问题，整个改革意见就是针对这些突出问题，从多个方面提出的系统解决办法，如针对国有企业效率低，意见提出建立现代企业制度、完善法人治理结构、改革企业管理人员选任制度和薪资分配制度、建立优胜劣汰市场化退出机制等办法。又如在要求健全公司法人治理结构时，明确提出要解决一些企业董事会形同虚设、“一把手”说了算的问题。

特点三：改革意见始终坚持辩证思维。最明显的表现就是《意见》多次提到市场、政府和党的领导的统一，各种所有制取长补短。如，《意见》指出国企改革原则既要坚持社会主义市场经济改革方向，又要加强党的领导。国有企业用人要坚持党管干部原则与董事会依法产生、董事会依法选择经营管理者、经营管理者依法行使用人权相结合。薪酬分配要形成既有激励又有约束、既讲效率又讲公平、既符合一般企业规律又体现国有企业特点的分配机制。混改要实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。辩证表述的背后是追求市场和政府、国有和非国有等主体的和谐统一、优势互补。

特点四：意见注意突出市场机制作用。不仅在总体要求中强调要坚持社会主义市场经济改革方向，改革目标也要形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，经营不善的企业也要按照市场化机制退出。不但竞争行业要加强市场机制作用，在关系国家安全、自然垄断甚至公益性行业国企改革的过程中，也要求在公共资源和公共服务配置的部分环节引入市场机制。不仅在企业内部要求引入各种所有制资本优势互补，企业决策实行“一人一票”，企业的选人用人和薪酬分配也要相应引入市场化原则。

特点五：改革意见始终强调于法有据。不仅国企改革的指导思想、基本原则和主要目标中都明确提到“依法”、“合法”、“法律法规”和“法定”等。而且，在各项具体改革举措中，强调国有企业要依法自主经营，优胜劣汰，董事会依法行使重大决策、选人用人和薪酬分配等权力，支持企业依法合规通过证券交易、产权交易等以市场公允价格处置企业资产；也要求国有资产监管机构要准确把握依法履行出资人职责的定位，科学界定国有资产出资人监管的边界，建立监管的责任清单和权力清单，企业内外部监督也要依法依规，要明确国有企业党组织在公司法人治理结构中的法定地位；还专门要求加强相关法律法规的立改废释工作，为国企改革创造环境条件。

《意见》的特点固然鲜明，同时也有一些问题尚需进一步细化。国有企业改革关键是解决好四个问题：提高国有企业经营效率，确保国有资产保值增值，加强党的领导使国企更好服务党和国家事业发展，保证国企与非国企公平竞争。应该说，改革意见基本涵盖了前三个问题，但部分表述有待细化，可操作性有待增强，而且国企和非国有企业公平竞争涉及有限。具体问题如下。

待解问题一：国有企业党组织的政治核心作用如何界定。《意见》多次提及这个问题，也是这轮国企改革的一大特点。但是，《意见》并没有明确界定什么是政治核心，在企业经营管理中如何具体实现政治核心作用。比如，要求企业成为真正独立经营的市场主体，同时要求党组织书记和董事长由一人兼任；选人用人既要求企业依法选择，也要求上级党组织和国有资产管理机构加强国有企业领导人员管理。那么，什么样的问题由企业自行决定，什么问题须党组织批准？如果董事会和党组织的意见不一致如何处理？党组织是纵向一体化管理，市场经营情况瞬息万变，报批程序的时滞怎么处理才能不影响或少影响企业经营？党组织的政治核心更多从社会大局出发，管大方向，与企业经营更多注重经济利益不同，经营过程中国资保值增值的责任谁来承担？类似这些问题都需要进一步细化明确。



待解问题二：国企参股企业的考核标准待明确。《意见》要求，主业是充分竞争行业的国有企业，要实行公司制股份制改革，国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股。对这类企业，重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。国有企业绝对控股和相对控股的情况，政府和出资人易于对其进行考核，可是国资参股的企业本质上已经非常市场化，按照“一人一票”制企业自己决定生产经营决策，市场根据其经营绩效决定其竞争能力和市场地位。政府考核既不合理，也难以设计出客观的考核标准，即使有标准，也远不及市场标准来得及时准确。

待解问题三：公益性国有独资公司考核如何设定标准。《意见》要求，采取国有独资形式的公益类国有企业，重点考核成本控制、产品服务质量、营运效率和保障能力。问题在于，这种公益性国有独资企业，往往是垄断经营的，缺少竞争压力和对比标准，产品服务质量如何确定客观评价标准，企业运营效率和保障能力如何界定，都还不够清晰。类似问题在自然垄断行业国企身上同样存在，如果缺乏科学评价标准，很可能考核会流于形式，延续国有企业固有的效率不高、约束不硬等问题。

待解问题四：国企如何保证与非国有企业公平竞争。《意见》重申两个“毫不动摇”，要推动各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展。这就要求国有资本（企业）与非国有资本（企业）能够公平竞争。这个问题还需进一步明确。首先是企业内部国有资本和非国有资本如何公平竞争。国企改革要求发展双向混合所有制经济，问题在于国有资本和非国有资本如何在经营中处理不同意见，企业经营出现失误甚至亏损时，为实现国有资产保值增值，是否要损害非国有资本利益。其次是企业外部国企和非国企如何公平竞争。产业链条上，部分环节国有企业垄断，部分环节向市场放开，不利于国企和非国企的公平竞争。典型的例子就是火电行业，煤炭价格和市场准入基本放开，而电力电网环节准入和价格放开有限，在煤炭行业非国企大量亏损停业的情况下，电力行业利润仍然较高。

经济时评

借鉴PtP模式 深化国有企业改革



□ 潘　娜

近日，中共中央国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》提出了分类推进国有企业改革的现实路径，公益类国企成为国企改革发展的重要类型之一。《指导意见》同时指出，“提高国有资本收益上缴公共财政比例，更多用于保障和改善民生”。可以说，《指导意见》充分体现了党和国家对国有企业“为民所有、为民所用”的组织定位。

基于国企深化改革的价值取向，国有资本支出将进一步突破国企系统内循环的怪圈，更多投入到社会部门与公共领域。那么，如何提高国有资本社会供给的效能与稳定性，便成为当前制度创新应解决的现实问题。美国著名学者萨拉蒙教授新近提出的PtP模式，不失为一个可资借鉴的思路。

何为PtP模式

PtP模式（Philanthropication thru Privatization）是美国约翰斯·霍普金斯大学著名非营利部门研究学者莱斯特·M·萨拉蒙新近提出的理论模式。这一模式的核心要义是将国有企业混合所有制过程中的国有资产交易收益定向投入于社会部门，设立永久性基金或基金会，专门用于公共服务与慈善领域，其资金流向具有战略性、定向性和独立性。

PtP模式具有三方面主要特征：其一，原始资产为国有资产；其二，将资产的所有权或控制权剥离给一个或多个非营利机构；其三，由一个独立自主的非营利机构以固定捐赠基金等形式拥有或控制全部或部分交易收益。在此过程中，一方面，国有资产交易所得能够投入到非营利部门用以直接资助社会福利、民生保障、生态环境、高新技术以及文化艺术等广泛领域，化解社会矛盾、促进社会发展；另一方面，通过合理设计交易机制，使人民群众，特别是实际利益直接受到影响的人民群众能够在这一交易过程中受益，从而减少阻力，推动国企混合所有制改革，优化国有资产布局结构，提高经济效率。

实际上，PtP模式在各国实践中有诸多成功案例。经过萨拉蒙教授研究团队的初步调查，发现全球范围内超过500家PtP性质的基金会，分布在21个国家，持有超过1350亿美元的资产。世界上一些规模较大的、负有盛名的基金会就来源或拓展于PtP模式。例如，德国大众汽车基金会、意大利银行起源基金会、新西兰“社区信托”网络、比利时博杜安国王基金会和美国近200家医疗机构转换基金会等。可以说，PtP模式非常重要但长期未受到学界与业界的关注，特别是在各国PtP交易模式中观察到共同点与启示性。萨拉蒙教授首次对这一模式进行了理论建构，他认为，PtP模式能够成为一个实现政府、社会、市场各部门“共赢”的解决途径。这一模式一旦成为关注的焦点，将成为一个巨大的创造社会财富、解决社会问题的引擎。

我国借鉴PtP模式的可行性

扩大国有资本经营预算支出的社会性支出比例，符合国企改革思路。《指导意见》明确要求要“提高国有资本收益上缴公共财政比例，更多用于保障和改善民生”。长期以来，国有资本经营预算可以说“取之于国企，用之于国企”，绝大部分收益用于对国企的资本性支出，而社会性支出比重过低，广大公民尚未真正享有国企改革与发展的成果。PtP模式作为一个前沿理念，将国有产权（股权）转让收益定向投入社会部门设立永久性基金会的合法性在于国有资产归全民所有的本质属性，公共资源为公共部门直接利用；它的创新性在于通过调整、优化政府、市场、社会各部门之间的资源结构，一方面，厘清政企关系、政社关系，提高经济效率，另一方面，增强慈善资源的稳定性，有利于提高社会部门协同政府解决社会矛盾、支持社会创新的能力。当前，全球不断出现新的社会、经济与环境问题，各国政府应对新挑战的能力皆存在局限性，在探索新的治理途径的情况下，PtP模式不失为一个“共赢”的选择方案。

国企混合所有制改革过程中产生的国有产权（股权）转让收益，为推行PtP模式提供了现实条件。新一轮国企改革的重点之一是股权多元化改革。《指导意见》指出，“稳妥推动国有企业发展混合所有制经济。杜绝国有资产流失”。将国有产权（股权）转让收益定向投入社会部门，一方面，可以有效提高国有资产社会供给效能，另一方面，可以避免这部分收益成为腐败目标，被侵吞为个人私利。未来改革进程中，发展混合所有制经济产生的国有产权（股权）转让收益，在纳入国有资本经营预算之后，除了当前用于补充社保基金之外，还可以定向用于成立PtP基金会，创新、优化国有资产再分配机制。通过PtP基金会完善的法人治理结构，实现国有资本投资决策专业化、社会化、法治化。

我国借鉴PtP模式的实现路径

推行PtP模式，扩大国有资本经营预算支出范围，逐渐由PtP模式替代政府直接立项资助。建议在国有资本经营预算支出框架下设立专项资金，转移支出至PtP基金会。这样做的好处主要体现在以下三个方面：其一，从国有资本经营预算中支出，避免了国有资产再分配的碎片化，失于宏观调控；其二，以PtP模式逐渐取代国家财政直接投资，政府由“直接决策”转变为交由PtP基金会“间接决策”，有利于厘清政府职能，遏制行政泛化；其三，PtP基金会实质上是第三方决策机构，具有独立性、专业化、社会化等优势，易于监管和追责。

完善PtP基金会法人治理结构，组建强有力的理事会，赋予其决策自主权。PtP基金会的初创资金来源于国有资产，但与政府行政机关之间不存在隶属关系，PtP基金会是独立自主的非营利组织：其一，资产所有权。政府将国有资产转移到PtP基金会之后，这部分资产完全归属于基金会所有，政府机关对这部分资产不享有任何权益。其二，决策自主权。理事会作为PtP基金会的最高决策机构，拥有决策权，理事会成员多元化、专业化，注重利益相关者集体协商，并实行“集体决策、一人负责”的决策机制。

建立决策制衡机制，确保PtP基金会不偏离服务社会的核心使命。应从三方面着手：其一，完善的法人治理结构。理事会、监事会、执行机构权责清晰。建议监事会建立“同步影像”决策监督机制，实现决策过程可追溯。其二，理事会、监事会成员由政府任命，定期换届。PtP基金会是永久的，但理事会成员要具有流动性，进入与退出制度完善。同时，确立法定代表人任职期间经济责任终身负责制。其三，建立统一的PtP基金会信息公开平台。公信力与透明度是生命根基，基本信息、财务信息、项目信息、捐赠信息等与公众利益密切相关的信息数据必须依法及时披露，接受公众监督与问责。