



有效约束国企资产负债

□ 娄飞鹏

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》（简称《指导意见》），提出“加强国有企业资产负债约束，降低国有企业杠杆率，推动国有资本做强做优做大，增强经济发展韧性，提高经济发展质量……推动国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右，之后国有企业资产负债率基本保持在同行业同规模企业的平均水平”。从当前的情况看，防范化解金融风险是打好防范化解重大风险攻坚战的重点，结构性去杠杆是防范化解金融风险的重点，而在这其中国有企业所面临的去杠杆压力更大。从这个角度看，加强国有企业资产负债约束、降低国有企业杠杆率，也是打好防范化解重大风险攻坚战的重要举措。

总体来看，我国国有企业的资产负债率较高。以工业企业为例，根据国家统计局的数据，今年7月末，我国工业企业资产负债率为56.6%，国有控股企业资产负债率为59.4%，低于集体企业的65.4%，高于股份制企业的57.6%、外商及港澳台商投资企业的54%、私营企业的55.6%。

从国有企业内部的情况看，资产负债率的结构特点突出。结合国资委的统计分析，国有企业内部资产负债率呈现如下特点。一是西部地区国有企业资产负债率最高，中部地区居中，东部地区最低。2015年底，东中西部地区国有企业资产负债率依次为60.2%、64%、64.8%。二是大中型国有企业资产负债率显著高于小微型国有企业。2015年底，大型、中型、小型、微型国有企业的资产负债率依次为62.8%、66.2%、59.9%、54.9%。三是中央国有企业资产负债率低而地方国有企业资产负债率高。2014年底，中央国有企业的资产负债率为66%，地方国有企业的资产负债率为67.1%。四是盈利的国有企业资产负债率较低，而亏损的国有企业资产负债率较高。2015年底，盈利国有企业的资产负债率为59.4%，亏损国有企业的资产负债率为70.1%。五是国有独资企业

资产负债率较低，国有控股企业资产负债率较高。2014年底，国有独资企业的资产负债率为55%，国有控股企业的资产负债率为64.6%。六是不同行业国有企业资产负债率不同。2015年底，基础性行业、一般生产加工行业、商贸服务及其他行业国有企业的资产负债率依次为56.6%、59.3%、66.9%。

为了有效约束国有企业资产负债，需要重点做好以下工作。一是既要普遍约束国有企业资产负债又要突出重点。国有企业总体资产负债率较高，需要降低资产负债率，但不宜采取一刀切的处理方式，而是需要突出重点，尤其是做好资产负债率高、风险较大国有企业的管理。就实际情况而言，在资产负债约束管理的过程中，从宏观层面看，需要结合国有企业所属的行业、所处的发展阶段、所在的地域、所具备的盈利能力、所代表的发展方向等综合考虑，分类对待、分步实施，确定合理的资产负债约束指标，并采取针对性的措施。产能过剩行业国有企业的资产负债率要严格控制，而有利于推动高质量发展、经济转型升级的战略性新兴产业、创新企业等领域的国有企业资产负债率需要考虑灵活掌握。从微观层面看，国有企业自身需要做好资本结构规划与管理，考虑市场前景、资金成本、盈利能力、资产流动性等因素，合理设定企业资产负债率和资产负债结构。

二是既要深化国有企业改革又要充分发挥国有企业作用。国有企业资产负债约束的目标不只是简单地降低资产负债率，更重要的是推动国有资本做强做优做大，让国有企业在国民经济中的中坚力量得以充分发挥，并以此增强经济发展韧性，提高经济发展质量。这就要求在加强国有企业资产负债约束的过程中，要牢固树立新发展理念，以提高发展质量和效益为中心，继续深化国有企业改革，建立现代企业制度，优化企业治理结构，着力提升国有企业经营管理水平，通过创新驱动提高生产率，增强国有企业的盈利能力，以扩大分母的方式来降低资产负债率。同时，也要做好国有企业债务与地方政府债务的切分，既要防止国有企业作为融资主体为地方政府融资，又要防止国有企业融资过程中依靠地方政府提供相关的担保等。

三是既要强化国有企业资产负债约束又要深化金融体制改革。一方面，需要国有企业自身强化资产负债约束、强化预算约束，形成资产负债约束的长效机制，提高资金使用效率。完善国有企业资本补充渠道，尤其是提高内源性资本的积累能力。另一方面，也要从外部尤其是融资方面对国有企业进行约束，这就要求深化金融体制改革。从银行间接融资的角度看，国内银行业在融资过程中不同程度地存在所有制偏好，具体就是更偏好对国有企业融资。需要银行摒弃所有制偏好，客观审慎评估国有企业的债务融资需求，科学合理地支持国有企业。同时，在国有企业市场化债转股过程中发挥积极作用。从多层次资本市场发展的角度看，需要提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，为国有企业融资提供有效的金融服务，丰富国有企业在资本市场上的融资工具。



政策解读

（上接1版头条）在改革开放的发展中，我国的国有经济充分发挥集中力量办大事的优越性，在追赶国际科技和产业发展前沿、加速增强我国国力、掌握国家经济命脉、维护国家经济安全稳定、提升国家核心竞争力和战略能力等方面，都发挥了不可替代的重大作用，是我国社会生产力的中坚力量。非公有制经济在充分发挥我国人口红利的禀赋优势、有效动员社会资本、激活各种社会要素积极性、推动市场竞争、加速我国工业化和城市化进程、促进就业和服务生活方面，也充分展示了其极具内在活力的优越性，也是我国社会生产力发展不可替代、不可或缺的。公有制经济和非公有制经济共同发展，不断强化

着中国特色社会主义的经济基础和群众基础。坚持“两个毫不动摇”，就是要坚持巩固和发展这一基础，而不是削弱、改变这一基础。

坚持和完善社会主义基本经济制度是坚持以人民为中心发展思想的具体体现

坚持以人民为中心的发展思想，是社会主义制度优越性的根本体现，是我们党为人民服务根本宗旨的重要体现。在社会主义经济建设中，广大人民群众积极性、创造性的充分调动，参与

感、获得感的不断增强，是经济发展的根本动力之所在，也是经济发展的根本出发点和落脚点。坚持和完善社会主义基本经济制度，就是坚持以人民为中心发展思想的具体体现。

社会主义基本经济制度就是为人民群众的生存发展做出的制度安排。广大人民群众最关心、最根本的问题，就是生存和发展问题：就业渠道、收入来源、衣食住行的满足、对美好生活的需要等等。这些需要必须由人民群众自己的努力去实现。一个国家、一个社会，必须为满足人民的谋生需要提供稳定可靠的制度安排、制度保障，为人民群众的努力提供行之有效的体制平台、社会通道。基本经济制度是

与广大人民群众生存发展最为直接紧密关联的制度安排。改革开放的实践证明，人民群众的参与度、获得感证明，我国社会主义基本经济制度是最符合中国国情和人民需要的制度安排，是坚持以人民为中心的发展思想的最基本的制度安排。

我国社会主义基本经济制度为广大人民群众积极投身国家现代化建设、分享改革发展的成果提供了行之有效的制度路径。多种所有制经济的共同发展，大大拓宽了广大人民群众参与现代化建设的空间、渠道以及自由度和自主性。这样一个多元包容、混合一体的所有制结构，不仅继续彰显公有制经济适应和促进社会化大生产的优越性、保

障国家经济命脉和战略安全，也充分发挥了多种多样、自由灵活的非公有制经济的优越性，如有利于促进社会成员自谋职业、自主创业，有利于适应社会生产力发展不平衡和市场需求多样性，有助于推进社会分工体系和产业链条的互补性延伸性等。所有制的多样性既促进了人民群众参与经济建设渠道和方式的多样性，也提供了人民群众自主追求和实现利益诉求的渠道和方式的多样性。这样的制度路径越多、越畅通，人民群众的参与度 and 获得感就越强，社会财富的源泉就越会充分涌流，中国特色社会主义制度的优越性也就越得到彰显。

〔作者系中央党校（国家行政学院）经济学教研部教授〕

股权投资如何助力供给侧结构性改革

核心阅读

■ 从融资角度看，股权投资对于“三去一降一补”有着独特的自身优势，已经成为供给侧结构性改革的重要手段。

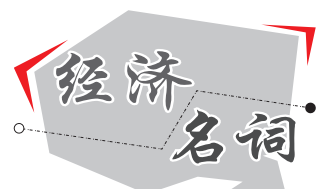
■ 通过金融综合服务的方式推动融资主体搭建符合市场化融资要求的各种环境，最终的融资是一个水到渠成的结果。“短板”领域可以成为股权投资的“蓝海”。

□ 李化常

股权投资是供给侧结构性改革的重要手段

融资结构从大的方面来讲，主要包括权益类资金和债务类资金。我国经济在融资结构方面的突出问题在于债务类资金的比重过高。长期以来，我国企业融资渠道以银行体系为主，大约占到90%左右，而发达经济体这一比例大都在50%至65%之间。尽管国情不同，但权益类资金比例低在一定程度上成为制约金融服务实体经济发展的短板。针对融资结构的问题，股权投资最直接的作用就是“去杠杆”。与信贷融资相比，股权融资的市场定价有效性、资源配置效率更高。在政府、企业、居民等部门债务率走高的情况下，股权融资不仅可以控制债务率，而且有利于降低融资成本。提高直接融资比重，特别是发展股权投资大有可为。

中国经济杠杆率高的原因，一方面源于货币供应过多地依赖银行信贷资金，另一方面在于“影子银行”提供了大量的资金。虽然统计数据显



近日，中共中央政治局委员、国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受记者采访时提出：“过去3年来，我们在‘三去一降一补’方面取得了阶段性成果，国际社会普遍认为，通过‘毁灭性创新’，中国经济中一些过剩领域的价格水平回归均衡，供求关系明显改善，从而拉动了经济增长，促进了全球经济复苏。”

毁灭性创新源于熊彼特的创造性破坏理论，他认为在市场模式下，创新作为一种创造性地破坏市场均衡的力量，不断地从内部革新经济结构，动态失衡成为经济发展的“常态”。

全社会固定资产投资的资金只有10%左右来自银行体系，但其他来源有很大比例来自“影子银行”体系，包括地方政府通过购买服务而形成的“隐性负债”、银行理财资金的期限错配以及多种“金融创新”产品的多层嵌套等。“影子银行”体系的资金虽然更多以权益类资金形式存在，但这背离了股权投资直接性、风险共担性的本质要求。因此，应使投资人最大程度地以真实“身份”投资，与被投的企业、行业共同成长、共担风险，而也只有真正意义的股权投资才能有效发挥“去杠杆”的作用。

而在“去产能”方面，由于地方政府、国有企业等投资主体信贷融资供给相对充分，而对价格的敏感性也相对较弱，在股权约束等方面缺乏必要的机制，一定程度上导致“去产能”内在动力不足，甚至增加新的过剩产能。若采取真正股权投资的模式，对产能过剩的行业、企业进行兼并重组，既能解决已有的过剩问题，也将确保未来的投资更加理性，避免出现新增过剩。

以股权投资为推手，整合资金着力“补短板”

融资提供的不仅是对单个企业的资金支持，其更重要的职能是在经济发展与转型过程中整合社会资源。在环境治理与保护、脱贫攻坚、战略新兴产业以及教育医疗、健康养老等民生领域，“补短板”的任务十分繁重。而这些领域的融资，由于信贷资金要求的还款来源、信用结构、风险控制难以满足，融资模式很难构建。因此，除了必要的财政投入，也必须大力拓展股权融资。一是通过政策性开发性基金投入。如集成电路行业，国家集成电路产业投资基金自2014年成立以来，已累计投资超过千亿元。虽然需要的投入还很多，要走的路还很长，但投融资瓶颈已基本打通，地方和社会资金的投入积极性也不断提高。二是吸引社会资金投向“短板”。表面看，有的“短板”领域市场化程度不高，盈利模式不成熟，盈利水平不高，社会资金进入意愿不强。但只要做好政策引导和市场培育，一定能吸引社会

股本投资。即通过金融综合服务的方式推动融资主体搭建符合市场化融资要求的各种环境，最终的融资是一个水到渠成的结果。即使像扶贫领域，如果能将本地自然资源转化为经济资源，甚至异地搬迁腾退后的土地指标交易等，都可产生商业价值。“短板”领域可以成为股权投资投资的“蓝海”。

注重各种融资手段的协同，打好金融服务的“组合拳”

不同融资方式都有各自的优势与劣势，同样，股权投资也不能包打天下。在服务供给侧结构性改革的进程中，需要各种融资手段的协同配合，以最大程度地发挥融资对经济发展和结构调整的促进作用。

股权投资与其他融资手段之间的协同，包括信贷、债券、融资租赁以及相关资产证券化产品。多种融资产品之间的合理搭配，充分发挥各自优势，而这种互为补充的模式也较好地提升了各种资金的抗风险能力。例如充足的股权资金有助于企业获取银行信贷支持，资产证券化产品的应用也有利于股权投资机构资产的变现。

不同股权投资模式之间的协同。从资金来源上看，股权投资分为自有资金、直接投资和募集资金的基金投资；从投资产品上看，股权投资可分为长期战略性投资、过桥性的夹层投资、针对上市公司的Pre-IPO和定向增发投资、针对创业类企业的天使投资和风险投资、投资于私募基金的投资等。结合投资人的专业能力、风险偏好以及被投企业的行业、发展阶段等特性，不同的投资模式可以将收益与风险进行合理的匹配。而对于同一个被投企业，不同的股权投资模式也为其提供了综合的融资支持，例如长期看好这个行业的战略投资者就可以通过长期投资方式成为企业的控股股东或者重要参股股东，为企业长期发展提供各种支持，而专注于上市公司投资的私募基金就可以成为其上市的战投，帮助企业价值提升。

注重不同投资主体之间的协同，主要包括纯市场化投资主体与具有国家、政府背景的投资主体（包括国家级投资平台和政府引导基金等）。其中，前者的经营机制比较灵活，而后

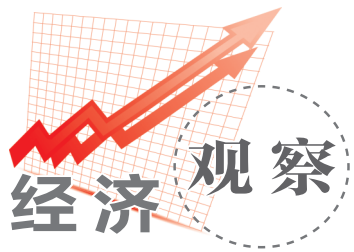
者则更倾向于直接服务国家战略。因此，例如在降成本、补短板领域，如果能够充分发挥后者的引导职能和前者的运作优势，将起到事半功倍的效果。

科学设计各类政策，有效引导各类股权投资行为

发挥财政资金的引导与支持作用。对于一些短期内很难再见到商业收益的“补短板”类项目，可以通过财政出资建立政府引导基金的方式来引导社会资金开展批量投资，并对部分投资项目进行财政补贴，或者通过基金交易结构的设计来实现对社会资本的补贴。同时，我国目前私募股权基金的集中度不高，截至2018年8月，全国基金管理人平均管理规模为6.01亿元，管理规模超过50亿元的比例不到1.5%，“散、小”的特点不利于大体量“补短板”项目的投资，这也需要财政资金进行有效引导。

为股权投资创造良好的退出渠道。多数股权投资都带有财务投资属性，要求在一定期限内实现本金退出，成熟的退出模式包括上市退出、股权转让和协议回购等。例如，近期国务院印发了《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》，就在上市方面为投资“双创”企业的机构建立了灵活的退出通道。同时，还应探索包括资产证券化等其他退出模式。

建立有效的容错纠错与风险补偿机制。股权投资的风险高于其他融资方式，特别是对一些还处在研究阶段以及关乎国家经济安全的基础领域，投入规模大、投资回收期长、损失风险高等特点非常突出。为了鼓励和引导社会资本投入到这些“短板”领域，要求尽快研究设立相应的风险对冲机制，要充分发挥国家融资担保基金作用，构建中央和地方财政支持的风险补偿机制。



的净贡献者。

毁灭性创新带来的是产业升级的过程，在新旧交替中完成技术进步与经济增长。因此，新的时代是对旧的时代“毁灭性创新”过程。对于企业管理者来说，应正视创新的“毁灭性”，不被阶段性的技术领先所蒙蔽，慎重对待每一次新技术的产生，避免因自身的发展意识局限、对技术创新不确定性的犹豫或庞大的官僚行政机构低效率导致创新潜力和潜在技术的埋没，从而丧失把握行业领先优势的机遇甚至是引爆企业的“毁灭”。对于政策制定者而言，需明确创新源于知识的前提，在政策制定过程中加大对基础理论知识研究的投入，强化创新型人才的培养模式，营造有利于知识商业化的公平的市场竞争环境，从而推动产业的革新与经济的持续增长。

（毛 强）

（上接1版二条）必须看到建设生态文明，不是要放弃工业文明，回到原始的生产生活方式，而是要以资源环境承载力为基础，以自然规律为准则，以可持续发展、人与自然和谐为目标，建设生产发展、生活富裕、生态良好的文明社会。我们建设的生态文明，以一系列生命共同体为基础，构成一系列共生关系。人与自然是生命共同体，人类必须尊重自然、顺应自然、保护自然。山水林田湖也是一个生命共同体，人的命脉在田，田的命脉在水，水的命脉在山，山的命脉在土，土的命脉在树。地球是人类唯一赖以生存的家园，珍爱和呵护地球是人类的唯一选择。贯彻落实习近平生态文明思想，必然会极大地促进人与自然和谐共生、人与人和谐共生，最终走向人类文明的和谐共生。

（作者系浙江省委党校哲学部教授）