



国研会微信

国有经济研究

State-owned Economy Research

(内部刊物 仅供交流)

要目

本期关注:

浙江萧山老年医院正式启用
——目标打造杭州最期待的老年康复医院

去杠杆和稳增长

政府类平台融资模式及案例解析

私募基金政策法规解读与操作要点

顺应国家发展战略，推进企业转型升级
——开元物业品牌发展路径探寻

浅析供应链金融业务在当代企业发展中的应用

国企全面预算管理下的定额预算管理体系思考

主管单位：萧山区财政局	编辑委员会：裴国平 韩国华 莫勤恒
主办单位：萧山区国有经济研究会	祝关翔 倪晓锦 孙利军
刊头题字：谭勤奋	夏柏林 施素梅 许广文
发起单位：杭州市萧山区国有资产经营总公司	何刚 宋玉晶 王国娟
杭州萧山环境集团有限公司	陈文亮 夏匠锋 吴向眉
杭州萧山城市建设投资集团有限公司	执行编辑：何刚
杭州萧山交通投资集团有限公司	责任编辑：李颖 谢志刚
杭州萧山城区建设有限公司	供稿：办公室 经济研究部
杭州萧山地铁投资开发有限公司	财务分析部 金融产业部
	教育培训部

企业形象推广，投稿请联系：
萧山区国有经济研究会 办公室
电话：0571-83735032
电子信箱：xsqgyh@126.com
通讯地址：萧山区城厢街道回澜路68号

设计制作·杭州妙弋广告设计有限公司
0571-82892522

萧山区国有经济研究会

浙江萧山老年医院正式启用

——目标打造杭州最期待的老年康复医院

文/办公室

1月11日，经过近一年的筹备和建设，作为萧山区2018年为民办实事十件大事之一的浙江萧山老年医院（萧山区第一人民医院湘湖分院）正式启用。区委常委、常务副区长顾春晓，区人大常委会副主任高卫国，副区长陈琴箫，区政协副主席黄晓燕出席启用仪式。区级有关部门及镇街相关负责人，区卫生计生局领导班子成员、各职能科室负责人，区第一人民医院班子成员，各镇街社区服务中心负责人，区国资总公司领导班子成员、各职能部门和下属单位负责人，以及来自北大信息与工程科学部和省康复医学会的领导和嘉宾参加仪式。

仪式上，萧山老年医院执行院长王海华介绍了医院基本情况。区国资总公司党委书记、董事长裘国平作为萧山老年医院的建设和运营主体代表作了表态发言。区卫计局局长高锦耀代表卫计部门，对萧山老年医院的正式启用表示祝贺。

区委常委、常务副区长顾春晓表示，萧山老年医院作为一家利用国有资产举办的非营利性医院，在萧山还是首例。通过社会力量投资兴办公益事业，既能有效缓解公办医院的编制和财政投入不足的矛盾，也吻合国家鼓励社会力量参与举办公益事业发展方向，是大势所趋，政策所指，民心所向。

顾春晓强调，萧山老年医院需担起服务使命、发展使命、创新使命，在提供专业、安全、

全面的医疗康复服务上走出一条崭新道路。医院作为一家大专科小综合特色医院，要充分发挥专业优势，弥补萧南山区特色医疗资源相对不足的实际，努力在配齐硬件设备、配强人才队伍、配优服务能力上下功夫，不断扩大优质公共服务资源覆盖面，为健康萧山注入新动力。要立足服务老年患者的定位，突出自身优势，将特色专科作为主打品牌，做强大专科、做优小综合，切实走好特色发展之路，成为萧山老年患者的福音。各合作单位要凝聚合力、各展所长，实现资源共享、优势互补，将萧山老年医院打造为杭州地区医疗、学术、科研战略的新高地，带动区域医疗卫生事业蓬勃发展。

当天，萧山老年医院还同时举行了集中揭牌仪式。区委常委、常务副区长顾春晓，区人大常委会副主任高卫国为萧山老年医院揭牌；副区长陈琴箫，北大信息与工程科学部副主任任秋实教授为北京大学分子影像应用示范基地揭牌；区政协副主席黄晓燕，中国康复医学会常务理事、浙江省康复中心主任叶祥明教授为浙江省康复专科联盟成员单位揭牌。

据悉，萧山老年医院是由杭州市萧山区国有资产经营总公司和杭州市萧山区第一人民医院合作组建的非营利性医院，位于萧山蜀山街道祝家桥紫荆园，医院总投资5亿元，总建筑面积4万余平方米，共设置9个病区420张床位。同时还设有

老年护理中心与健康体检中心，其中老年护理中心设置210张床位。萧山老年医院以大专科小综合为发展方向，门诊服务齐全，除开设有常规科室外，还特别设有康复病区，以神经康复、骨关节康复、心肺功能康复、重症康复为发展方向，同时将引进目前国际上最新最高端的128排CT以及3.0T磁共振等设备，并与其它多家医院建立合作关系，以“专业、信心、爱心、细心”为医院服务理念，“真情真爱，一切为老年病人全面康复”为医院宗旨，致力于有效缓解我区老龄群体看病难问题，全力打造杭州最期待的老年康复医院。

近年来，作为我区经济和社会事业发展的重要推动力量，区国资总公司积极围绕区委、区政

府医改改革目标，整合现有医药健康养老资源，以“医、康、养、健、药”五大发展方向，打造大健康产业平台。公司积极布局健康养老产业，从以7.7亿元总价拿下紫荆园项目并筹建萧山老年医院，到接管萧山区老年颐乐园完成转企改制工作，再到与进化镇签订全方位战略合作协议打造旅游健康小镇等重点项目，公司在健康养老产业和领域稳扎稳打，不断尝试和探索，并以其品牌、实力以及资源的优势，迅速成为健康养老市场上一支新的“生力军”。萧山老年医院的启用，对于萧山完善养老服务体系建设、加快养老服务产业发展具有重要意义，真正是一项应群众之所急、解政府之所忧、扬市场之所利的民生实事工程。

去杠杆与稳增长

文/经济研究部

编者按：12月13日，在区国研会、区金融学会联合举办的主题为新经济、新金融、新发展的研讨会上，中国人民银行杭州中心支行金融研究处处长、浙江省金融学会秘书长王去非先生，带来题为《去杠杆和稳增长》的精彩演讲，对我们把握宏观金融形势具有很强的指导意义，本文根据现场演讲实录整理。

今天这个主题，从大的环境来讲，应该是非主流的，我们最近各级政府、金融管理部门，积极出台了各类措施为民营企业解困，比如，央行行长易纲表示，央行将采取“三支箭”的政策组合，即增加民营企业的信贷、支持民营企业发债和研究设立民营企业股权融资支持工具，让流动

性通过货币政策的传导机制传导到企业。另外，银保监会提出“五指成拳”，对民企贷款要实现“一二五”目标等。大家可能在更多层面感受到民营企业融资难、融资贵，但事实上呢，国有企业同样存在这个问题，这也是一个摆在国有企业面前的现实问题，而下一步怎么走，我们今天一

起来探讨一下。第一，我们总是讲去杠杆，那我们为什么要去杠杆？第二，截至到目前我们去杠杆进展如何，带来哪些问题？第三，下一步的政策展望。

一、我国杠杆率的基本情况

从总杠杆率看，中国杠杆率并不高，中国总债务与GDP的比值在250%左右，与美国、欧元区差距不大，事实上日本最高，将近400%。但为什么我国要提出去杠杆？这主要在于结构上的问题。中国的杠杆主要是体现在企业层面，特别是非金融企业部门的杠杆率，截至2017年末，非金融企业部门杠杆率为163.6%，占宏观杠杆率的65.7%。横向比较来看，中国非金融企业部门的杠杆率在主要经济体中位列第一，远高于欧元区的101.6%、日本的103.4%和美国的73.5%，更高于俄罗斯、印度和巴西等新兴市场经济体，在发展中国家是最高的。当然，这里面有一部分是属于政府的负债，也就是国有企业、政府融资平台的负债，他们在统计上作为企业贷款计入企业杠杆率，但是实际上背后是由政府信用支撑的，如果这样看的话，其实企业的杠杆率没这么高，但是这个不影响总量，仅仅是结构的变化。相应的，中国的政府杠杆率和居民杠杆率是低于国际平均水平的。但是，政府杠杆率怎么看？一方面是统计口径的问题，有些实质上是政府信用在支持的杠杆，并没统计进去；另一方面，中国政府可能欠账比较多，现在各方面的养老、社会保障的缺口比较大，如果这块也算进去，可能杠杆率并没有很高了。也就是我们和国际上比，说其他国家的杠杆率高，但是他们承担的社会保障要比我们健全多了，所以这一块，是一个怎么看待的问题。从15年底提出到16年正式三去一降一补以

来，经过这一轮的去杠杆，政府部门、非金融企业的杠杆率都在持续下降，唯一上升的是居民的杠杆率，当然居民的杠杆率的上升和房地产息息相关的。这是结构上的问题。

为什么要去杠杆？我认为更重要的还是投资收益率的问题，就是我们借了债务以后，债务对应的资产能不能带来回报？如果有效益、能够覆盖债务的成本，那有问题吗？没有问题，如果我们承担债务所产生的效益是远远大于债务所支付的利息，那再高也没问题。正像我们配资炒股一样，当股市在上涨行情中，你借的越多赚的越多。但是反过来讲，这里最大的问题是在于资产的收益。在座各位的可能心里面都清楚，我们投资项目形成的资产，收益率如何？那我想收益率如果好的话，那银行肯定是会支持的，而且是抢着来支持的，当然我们今天的讨论的主题是国有企业，国有企业和普通中小企业又不一样，因为国有企业承载的目的和任务本身不一样，比如基础设施、五水共治等项目，这些并不能产生一个直接的、直观的经济效益，可能更多的是一种社会效应。当然社会效应对银行来说，可能也注重，比如现在推出的绿色金融、普惠金融，但是更直观的，借贷讲究的是有借有还，就像刘鹤副总理分管金融以后，曾经提到“做生意是要有本钱的，借钱是要还的，投资是要承担风险的，做坏事是要付出代价的”这四句话，大道至简，道理也是这样，借钱，总是考虑偿还的问题，而你的偿还能力怎么来，这就是与项目效益好不好密切相关，你的项目效益好，那也就没问题了。

历史上每次遇到经济下行便注入资金，不管投资是有效的还是无效的，对当前来说，总能增加GDP，这样经济便始终稳定在合理区间，但是

这无非是把矛盾和困难后移，因为投资没有回报，经济企稳一段时间后又承受下行的压力，再继续注入流动性。回顾2008年，全国的贷款余额是30万亿，但目前2018年是130多万亿，也就是短短的10年时间，我们增长了100万亿，而我们建国到08年，60年也就30万亿。因此我们去杠杆提出来以后，后来又提出了结构性去杠杆，认为国有企业的融资、杠杆、负债太多，国有企业资本不够，或者效益不够好，所以资源要配置到好的方面去，僵尸企业要去杠杆等等，当然，我们总是跟着宏观形势的变化而变化，后面会有新的提法，从结构性去杠杆，到稳杠杆。

在宏观杠杆率不断攀升，债务规模越来越大的同时，同等规模的债务形成的资产越来越少，投资收益率快速下降。2009年至2016年，单位GDP所需的资本投入量由3.5上升到6.7，即以资本产出比衡量的投资回报率8年下降近1倍，年均下降11.25%。因此，维持等量GDP的增长所需资金投入量要成倍的增长，所以，从这点来讲，就像人民日报“权威人士”定调，“要彻底抛弃试图通过量化宽松加码来加快经济增长、做大分母降杠杆的幻想”，“不能也没必要用加杠杆的办法硬推经济增长”，所以在十九大明确提出防范化解重大风险等“三大攻坚战”。

二、去杠杆政策及效果

（一）去杠杆的政策演进

我国的去杠杆带有一定“强制性”，主要不是由市场约束机制自发形成，而是由政府所发起，有别于成熟市场经济体去杠杆。去杠杆经历了从一般性去杠杆到结构性去杠杆的政策演进，十八届五中全会首次提出降低杠杆率的要求；2015年中央经济工作会议，将去杠杆作为供给侧

结构性改革的主要内容之一；2016年《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》提出企业去杠杆，目标更加具体化，并强调了市场化、法治化、有序开展、统筹协调的原则；2017年全国金融工作会议，推动经济去杠杆，要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。从企业到国企再到僵尸企业，去杠杆方向更加精准。严控地方政府债务增量，终身问责倒查责任；2018年4月中央财经委，首次提出要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，正式提出“结构性去杠杆”。2018年5月，中央全面深化改革委员会第二次会议，要加强国有企业资产负债约束，推动国有企业降杠杆。2018年《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》、《2018年降低企业杠杆率工作要点》。

（二）去杠杆的主要方式：管住货币、强化监管、遏制房价、优化供给侧

1.管住货币。习总书记在2017年7月全国金融工作会议指出，高杠杆是金融风险的源头，去杠杆千招万招，管不住货币都是无用之招，所以第一个就是货币政策回归稳健中性，只有稳健中性的货币政策才是不松不紧，不偏不倚的，货币供应量以前都是两位数的增长，现在我们回归到8.2%。

2.强化监管，整治金融乱象去杠杆。各家银行都已经感受到了，以前的处罚可能至多几百万，现在动辄几千万几个亿。监管层各方面都在约束，整治乱做同业、乱搞表外、乱加杠杆，完善宏观审慎管理，出台资产管理新规及细则等。资管新规是由总书记亲自签署的，为什么要出台资管新规？大家都很清楚，将表内业务转移到表

外，就可以避免资本占用，规避存款准备金及存款保险，这是为了消除监管套利的举措，再一个就是约束地方政府债务的问题。所以在座的各位会感受到融资难融资贵，这是自然而然的事情，这也是政策的必然结果。

3.高压态势遏止房地产价格上涨势头。为了大力遏制房地产，各地出台了限购、限贷、限价、限售、限商的“五限”政策。房地产和金融息息相关，这不仅仅是房地产上下游对经济的影响，就是对金融资产的安全也影响很大，因为40%抵质押物直接和房地产相关，在房地产约束之后，诸如土地流拍等各方面也导致政府资金紧张，企业、银行等各方面都产生了变化。

4.供给侧结构性改革。主要是去产能和强环保督察等。2016年下半年以来与以往一个较长时期相比的变化，在于政策实施重点的调整，即从通过扩张债务促进增长逐渐转向控制债务增长，同时加大去产能、环保执法力度，导致工业品价格迅速回升和企业利润改善，带动名义GDP大幅上升和杠杆率下降，因此供给侧结构性改革是关键。

（三）去杠杆的效果

1.货币供应量增速持续回落。货币供应量从两位数的增长率下降到8%左右。

2.信贷及社融情况。信贷从统计的角度来讲，增长迅猛。全国人民币贷款新增13.1万亿元，余额同比增长13.2%，但为什么企业还是感觉资金紧张呢，这就要看下社会融资规模，社会融资规模是中国特有的，指的是所有的实体经济从金融系统所贷的资金，包括信托贷款、委托贷款加上表外的资金等。截止三季度，全国社会融资规模增加15.37万亿元，同比减少2.3万亿元，全国

社会融资规模增速下降，融资渠道收缩。浙江的情况有所不同，截止三季度末，浙江贷款新增12153亿元，同比多增5595亿元，增量是上年同期的1.85倍，贷款投放增速明显高于全国，浙江社会融资规模增加1.54万亿元，同比多增3367亿元。9月末，浙江社会融资规模余额14.3万亿元，继续居全国第3位；余额同比增长14.7%，增幅为近5年来新高，这说明浙江的经济活力相对全国来说还是不错的。

3.杠杆差异。实体经济杠杆率微升，2018年2季度末，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2017年末的242.1%增加到242.7%，金融杠杆率持续回落，资产方衡量的金融部门杠杆率由2017年末的69.7%下降为64.3%，负债方则由62.9%降为61.6%；地方的隐性杠杆水平开始下降了，以融资平台和PPP为代表的政府隐性债务余额增速出现显著下滑。截至2季度末，城投债余额7.2万亿，相比2017年末增长了1800亿，增速与2016和2017年相比大幅降低。各地落实PPP项目集中清理工作成果显著。地方政府隐性债务资金主要来源的影子银行规模出现大幅下降。基金子公司专户业务规模、证券公司资管规模、信托总资产余额等均大幅下降。在强监管之前，影子银行是地方政府隐性债务资金的主要来源，影子银行规模的萎缩也反映出地方政府隐性杠杆率的下降。融资平台借新还旧模式难以持续，部分平台资金链趋紧，融资成本增加。企业违约的事情也就多了，特别是债券市场，今年就有35家，比过去4年违约主体的总和还要多，其中八成来自民营企业，所以融资难融资贵的呼声就不绝于耳。

从非金融企业杠杆率看，杠杆率持续5个季

度下降，且国企与民企出现“分化”。一是国有企业杠杆率显著高于非金融企业的平均水平。2017年国有企业资产负债率为65.7%，而规模以上工业企业资产负债率为55.5%，二是总负债与营业收入的比值，国企的状况尚未好转，这一比值从2017年末的191.0%上升至200.6%，上升了9.6个百分点；相比而言工业企业只有56.8%，仅从偿付能力来看，国企的债务风险依然较重。

4. 宏观经济下行压力进一步加大。外有中美贸易的摩擦，内有去杠杆带来的效应，宏观经济下行压力加大，固定资产投资大幅下滑，主要原因是以政府资金为支撑的基建增速大幅下滑。由于政府资金来源不足，6月末基建同比增速降至7.3%。

三、政策展望

总的来讲，经济周期决定了政策周期，政策周期决定了债务周期，从经济周期来看，4月23日政治局会议对我国经济形式定调为稳中向好，7月31日政治局会议对当前经济运行第一次表达为稳中有变，而10月31日政治局会议则认为稳中趋缓，也就是经济下行压力有所加大。相应的提出了六个稳，稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，从逻辑上考虑，去杠杆是大原则大方向，但是在小的周期里面，更多的是考虑稳杠杆。

（一）财政政策将更加积极

2018年7月国常会议，保障融资平台公司合理融资需求。提出积极财政政策要更加积极，聚焦减税降费，加快地方政府专项债券发行和使用进度，推动基础设施项目建设。对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。对地方政府债务和政府融资平台监管边际放松。2018年10月，国

务院办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），提出要“加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台公司正常融资需求”。这与50号文、87号文以及23号文基调有所不同。财政政策将更加积极，开前门力度更大。扩大新增专项债规模+发行特别国债为基建发力留下空间，明年财政预算赤字应会扩大。在“堵后门”的同时，适当开大“前门”，即在降低地方政府隐性债务的同时，适当增加显性债务，提高地方政府一般债务限额与专项债务限额（即用显性债务来替换隐性债务），同时，适度提高中央政府杠杆率。主要基于两点考虑：一是我国政府部门拥有大量资产，适度提高中央政府杠杆率是风险可控的。二是在结构性去杠杆的大背景下，持续推进企业部门去杠杆，就需要其它部门杠杆率有所支撑。鉴于居民杠杆率的攀升已经到了一个限度，“独木难支”，政府杠杆率的适度提高是有必要的。

（二）货币政策稳健偏松

货币政策的动向从管住货币供给总闸门，保持流动性基本稳定转变为把好货币供给总闸门保持流动性合理充裕。从去杠杆到稳杠杆到结构性去杠杆。多部门加大民营企业金融支持力度：央行（三支箭）通过信贷、债券、股权齐发力，让流动性通过货币政策的传导机制传导到企业；银保监会（五指成拳）提出“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%；地方政府：据不完全统计纾困基金已超过3000亿元规模。司法部：出台

20条意见，为民营企业发展“撑腰”（《关于充分发挥职能作用为民营企业发展营造良好法治环境的意见》）

（三）金融监管政策

7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，将对百万亿规模资产产生影响，设置合理过渡期至2020年末。9月26日，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》，理财子公司要独立开展业务，暂不具备条件的，商业银行总行应当设立理财业务专营部门，对理财业务实行集中统一经营管理。

总的来讲，我们是在一个大的十字路口遇到一个小的十字路口，我们的杠杆确实还存在许多不合理的地方，特别是一些没有回报的杠杆的效益问题，但是在这个小的十字路口，我觉得是应该有些调整，所以我们看到了货币政策、财政政策、金融监管政策都已经适度放松了。我们以前的举措--基建投资托底的功能又要显现出来，到了明年，宏观经济下行压力越大，各方面都要松动，包括房地产调控政策。

目前的宏观调控体系仍未彻底摆脱多年来形成的“一收就死，一放就乱”的痼疾。即便是政策的边际放松，在执行过程中也有可能变形走样，历史上“放水”的经历，每一次只要经济一减速，就重回举债投资刺激增长的老路，从而使杠杆上一个台阶，如何把握好政策转向的力度，不搞“大水漫灌”，防止再次演变为过度宽松，从而避免去杠杆的努力付诸东流，是首先需要注意的问题，防止流动性漂移带来变相加杠杆。

在未来的阶段，其实更多是要从改革入手，地方政府融资平台能否被当做一般的企业来对待

呢，显然不行，但是为什么地方政府要干这么多事呢，那是因为中央的事权和地方的事权不清晰，财权和事权不对应，所以需要根子上的改革，财权和事权要对应，然后也不能唯GDP考核，这些都需要理顺，既然地方政府融资平台承担了这么多事情，那肯定要配资，不配资也做不了那么多事情，这个结需要解开。

最后，我说三点作为总结，一切金融风险都是经济总量失速或结构失衡的反应，一切经济风险都将反应为金融风险，经济可持续发展的必要条件是金融改革，谢谢大家。

政府类平台融资模式及案例解析

文/经济研究部

编者按：12月13日，在区国研会、区金融学会联合举办的主题为新经济、新金融、新发展的研讨会上，交通银行浙江省分行投资银行总经理宋俊杰先生带来题为《政府类平台融资模式解析》的精彩演讲，本文根据现场演讲实录整理。

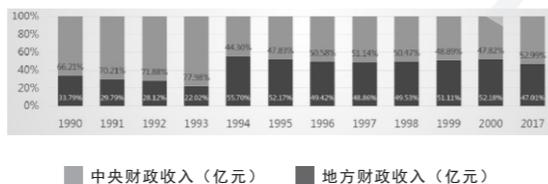
如大家所知，国有平台融资经历了至少两轮从易到难，从难到易，再入难的情况，整体来说很难有一套融资万能模式能够提供给在座各个平台公司，因此思来想去之后，还是想通过介绍融资演变的历史来找一下接下去的融资方向。今天的演讲内容分为政府融资平台产生的根源、政府融资平台发展路径、相关政策分析、融资模式演变、案例分享、政府融资平台转型方向六个部分。

一、政府融资平台产生的根源

融资平台公司的产生与发展主要源于1994年朱镕基总理提出的分税制改革，引发了中国财政和融资体制下“供不应求”矛盾。如图一公开数据所示，大家可以看一下94年分税制改革前后对比，分税制改革之前，中央税率较低，财力布局是“地方多、中央寡”，全部财政收入中，中央占3成，地方占7成；1994年之后，中央财政收入占财政总收入的比重上升到约50%，地方政府财力大为减弱，而地方政府承担着大量的基础设施建设支出压力，由此产生了不断增长的地方政府投资需求与不足的财政收入供给之间的矛盾。各级地方政府开始寻求“表外融资”，脱离财政拨款模式，由此诞生了融资平台

公司。

图一 1990年至2000年及2017年间中央与地方财政收入的比重



以重庆、上海为代表的部分大城市开始设立融资平台，作为地方政府融资功能的延伸，该类平台公司的成立在一定程度上解决了政府大型项目的融资难题，发挥了良好作用。

二、政府融资平台的发展路径

(一) 起步阶段

1994年，在分税制改革的大背景下，政府融资平台兴起，主要用于城市基础设施建设。第一家地方政府融资平台公司“久事公司”于上海成立。久事公司通过多渠道筹集资金，建设了多批重大项目，有效缓解了地方政府的资金压力。

(二) 发展阶段

1998年东南亚金融危机，中央政府制定了宽松的宏观政策刺激经济，大量建设基础设施是刺激经济的主要内容。由于《预算法》要求地方政

府不能够发行债券并且需要保持财政平衡，为了缓解资金压力，地方政府成立大量交通公司、城投公司、开发投资公司等地方融资平台，借助地方政府的直接或者间接担保，向银行贷款建设基础设施。

(三) 繁荣阶段

2008年，次贷危机爆发，中央政府推出了“4万亿”投资计划，而地方政府需要配套1.25万亿元，面对较大的资金需求，政府融资平台顺势成为地方政府筹集配套建设资金的重要手段。与此同时，各地融资平台出现了井喷式发展。

从平台公司来看，这是一个质变的过程，2008年上半年融资平台约为3000家，贷款余额约为1.7万亿。到了2010年末，融资平台数量约为1万家，同比增长233%以上；融资平台的贷款余额约为10万亿左右，同比增长约500%，这是一个令人称奇的数据。对于当前政府性负债一直没有官方数据公布，保守说法为40万亿，若加上隐性负债，政府性负债将达到60~70万亿，数据非常庞大。

(四) 逐步规范期

2010年以后，融资平台存在的问题开始引起人们的关注，并且中央开始摸底平台的债务规模。中央出台国发〔2010〕19号文拉开了全面规范政府融资平台的帷幕。

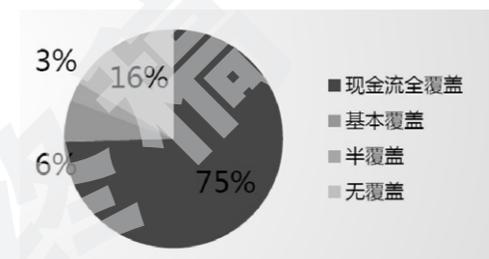
(五) 调整期

2014年，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》[43号文]后，各地方政府也纷纷出台促进融资平台转型调整、创新发展的指导意见，促使平台公司向市场化方向规范运行。

通过以上演变过程大家可以看到，每一次出现经济危机或者金融风暴，对我们融资平台来说

就意味着即将出现一个大发展时期，融资机会增多，同时激发配套政策出台，对于融资平台实质是一个发展机会。

图二 名单内平台风险定性构成



自1998年第一家融资平台公司成立之后，截至2018年9月末，全国共有政府融资平台11736家，其中浙江省1339家。全国有2667家平台已经被调出名单，其中浙江省调出537家，不再承担政府融资功能。从名单内的9069家平台的风险定性看，现金流全覆盖的有6766家，基本覆盖的有556家，半覆盖的有256家，无覆盖的有1491家。

三、相关政策分析

政策	要求
《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》 (国发〔2010〕19号)	<ul style="list-style-type: none"> ▶要求地方政府对融资平台公司债务进行一次全面清理，并根据公益性与管理性、经营性，按照分类管理、区别对待的原则，妥善处理债务偿还和在建项目后续融资问题。 ▶地方政府仅在出资范围内对融资平台公司承担有限责任
《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》 (财预〔2012〕463号)	<ul style="list-style-type: none"> ▶地方政府不得以公益性资产、储备土地作为资本注入平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源。 ▶地方政府不得以国有资产为平台公司担保或承诺承担偿债责任。

新《预算法》	<ul style="list-style-type: none"> ▶以法定的形式赋予地方政府发行债券的权力 ▶部分省市启动地方政府债券自发自还试点。
《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》 (国发〔2014〕43号)	<ul style="list-style-type: none"> ▶实现了由控制债权方(即银行等金融机构)的借贷行为向控制债务方(即地方政府与平台公司)的融资行为转变,体现了从根源上防范地方债务风险、促进平台公司向市场化转型的新思路。
《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》 (国办发〔2015〕42号)	<ul style="list-style-type: none"> ▶大力推动融资平台公司与政府脱钩,进行市场化改制,鼓励作为社会资本参与PPP项目,通过与政府签订合同方式,明确责权利关系。
《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》 (财预〔2017〕50号)	<ul style="list-style-type: none"> ▶推动融资平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业、依法合规开展市场化融资。
《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》 (财预〔2017〕87号)	<ul style="list-style-type: none"> ▶按照《中华人民共和国政府采购法》确定的服务范围实施政府购买服务,确定“负面清单”。 ▶规范政府购买服务预算管理。要坚持先有预算、后购买服务。
《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》 财金〔2018〕23号	<ul style="list-style-type: none"> ▶全面禁止PPP资本金以明股实债出资、以股东借款等债务方式出资。 ▶市场化转型的平台公司应合规融资:①融资的用途不得直接或间接用于政府;②以自有经营性现金流还本付息;③财政对平台公司的支持(可行性缺口补助、政府付费、财政补贴等),不应与公司融资挂钩。

四、融资模式的演变

在政策的持续规范下,政府融资平台的主流融资模式先后经历了以下几个阶段:10年以前,各个融资平台主要依赖银行贷款为主;10年以后,城投债开始发行;同时,信托、租赁、理财

等表外融资模式相继出现,且规模不断上升。15年以后,鉴于43号文的影响,各级地方政府纷纷寻求表外融资,这时期,产业基金由于可以达到出表的效果,受到融资平台公司的青睐。17年国家鼓励去杠杆,融资渠道受限,同时项目收益专项债发行。以上为目前可操作模式,但都有一定的限制。

融资平台发展有其内生逻辑。最早的逻辑为政府出资,有多少财力办多少事。分税制改革后,地方财力减弱,就出现了我们常说的土地财政,推动了近年来区域经济发展。其资金循环逻辑。各平台公司为政府融资用于基础设施建设,虽然实际没有产生现金流,但可依靠区域性土地增值,由政府未来的土地出让收入来平衡项目建设资金。例如大家熟悉的钱江世纪城即以土地出让为还款来源。

从市场化来说,平台公司需与与政府建立合约关系,模式主要有BT、委托代建等,把政府土地财政的财力与各平台公司建立商业关系,但在2014年43号文发布以后,之前的模式不再合规,逐渐向管控债务、去杠杆演变,要求政府承担支付义务的必须有预算安排。如PPP,政府购买服务等。

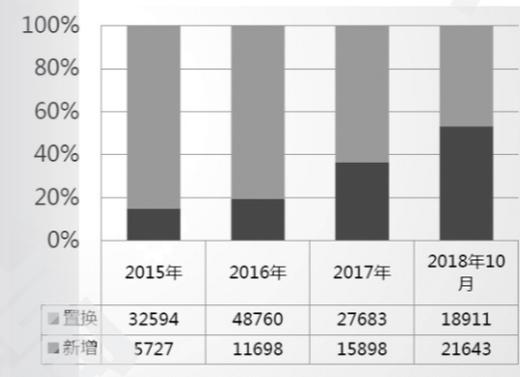
未来,不同的政府融资平台面临的融资模式截然不同,大致可以分为三种融资模式。公益型的政府性融资平台,主要依靠政府债,做项目收益债为主要资金来源;经营型的政府性融资平台,个人认为当前还是要充分利用直接融资,直接融资经过监管部门审批,主要包括企业债、公司债、金融债等,依照对应项目用途在公开市场发行,另一种为PPP融资,但财政部规定10%预算内不构成政府隐性债务,主要为银行贷款、理

财、保险资金等。



43号文与新预算法的出台为地方政府债券的发行做了充分铺垫,使得2015年成为地方政府发行债券的元年。近年来政府债对整个地方平台负债影响较大,2015年,地方债发行规模3.8万亿元;2016年,地方债发行规模6万亿元;2017年,地方债发行规模4.4万亿元;2018年1-10月,发行规模4.1万亿元。

图三 近三年地方政府债券发行情况



五、案例分享

(一) 转型参与PPP项目,推动业务多元化
浙江省某市级城投公司(以下简称“A公司”)是市政府授权从事城建资产经营、资本运作和城市资源开发,是该市最大的城市基础设施投资、建设及运营主体,处于行业主导地位。业务涵盖城市公交、供气、热电、供水、垃圾污水处理、市政基础设施建设及房地产开发等业务。A公司近年来积极响应国家对于平台转型发展的

政策,发挥其在城市基础设施领域的优势,发展经营性业务,推动业务多元化。A公司及其旗下子公司积极拓展PPP项目,努力扩大有效投资,在浙江省内以及外省地区积极拓展项目,在拓展模式上采用联合施工企业、金融机构的抱团创新模式,努力寻求突破。在业务合规的前提下,通过PPP方式拓宽融资来源,缓解资金压力,又获得较稳定的现金流,推动公司转型。

(二) 创新金融服务,助力PPP业务发展

A公司及下属子公司B成立有限合伙参与投标,承接了L城的农居改造与X城的旧城改造PPP项目。A公司下属子公司B作为PPP项目的实际建设运营方,在资本金到位的情况下,由于项目贷款审批流程较长,而项目前期拆迁款等支出需求较为急迫,有较高的融资需求。

融资方案:针对客户的需求,某行为其提供了股权收益权融资模式,以子公司B为融资主体,以B公司持有的两个PPP项目公司的股权为底层资产,某行理财资金通过资产管理计划投放至B公司,资金用于PPP项目公司的建设运营,融资期限两年。

六、政府融资平台转型方向

十九大和中央经济工作会议将今年三大攻坚战之首定为防风险,其中就包括防范地方政府债务风险。展望未来,随着地方政府债务管理的不断规范,政府融资平台转型的需求将会在中长期内持续存在。政府融资平台既可以转型为社会资本参与PPP项目,同时也可以转型为开展市场化融资的国有企业。

(一) 建立市场化的经营机制

对于具有专业资质、市场竞争力较强、规模较大、管理规范的平台公司,可以在妥善处

置存量债务的基础上，转型为一般国有企业，成为产业经营主体，通过经营模式、运营机制等方面的创新，运用各种资本运作手段，发展经营性业务获取经营性收益，进而摆脱城建资金对财政资金的单一依赖。

(二) 发挥自身优势参与PPP业务

地方融资平台可以充分发挥自身在国有资产经营和城市投融资方面的优势，在政府大力推动

PPP的模式下，可以作为社会资本参与其中，成为公私合作的重要载体。

(三) 拓展融资来源 优化融资结构

通过开展资产证券化、PPP项目融资等方式，盘活存量资产，引进社会资本；也可以与大型企业进行合作，共同出资组建投资公司，参与项目投融资和建设。

私募基金政策法规解读与操作要点

编者按：随着国资国企改革的持续深入，总规模已达数万亿规模的国资国企基金将成为各地国有资本投资运营的重要抓手，将进一步创新发挥国有经济的引导、放大功能。目前私募基金有哪些政策法规？操作时应注意什么？2018年11月15日，上海国有资本运营研究院主办的“首期国资国企基金运作专题研修班”上，国浩律师事务所合伙人刘乃进以《私募基金政策法规解读与操作要点》为题，详细解读了私募基金政策法规与操作要点。本期内参整理此次讲课内容，以飨读者。

一、私募基金监管的历史演变与现行监管体系

(一) 发展脉络



中国私募基金的发展有两个重要时点。第一个时点是2006年3月1号，原来的《创业投资企业管理暂行办法》正式实施。第二个时点是2013年的《证券投资基金法》的修订。这两个大的时点构成了中国私募行业发展的两个分水岭。中基协

的教材以2006年3月1号作为时间节点，把之前界定为是探索和起步阶段。2006年的3月1号到2013年的6月1号这段时间界定为是中国私募基金的快速发展阶段。2013年之后，这个阶段的特点是发展得更快，但叫更快发展阶段不太好听，后来大家就琢磨，这个阶段的特点有两个，第一是规范，第二是统一监管，所以2013年之后就叫统一监管下的规范发展阶段。

2006-2013年。2006年时，法律层面的立法格局是有商业银行法，有证券投资基金法，简称基金法。基金法当时调整的是公募基金，商业银行法那个时候体系已经有了。如果从法律关系上来

看，我个人的观点是基金法调整的是公募基金领域的资产管理关系，商业银行法调整的是借贷关系。所以那个时候如果做证券，需要按照证券法的要求和公募基金法的要求，必须是公募基金管理人才管这样的基金。而公募基金管理人是要拿牌照的，是特许的。而商业银行法这个领域是管债权的，所以那个时候做债性质的业务，通常要看一看商业银行法是不是允许做。当时如果要做一个股权基金，有一笔资金要借出去，作为风控负责人，心里边是如履薄冰的，因为那个时候要讨论，作为企业性质的基金单纯地把资金借给标的企业使用，是不是会违反商业银行法规定的“企业之间不能够直接借贷”？按照金融监管的要求会不会是违规行为？所以那时我们是非常谨慎的，甚至涉及债转股、债转股这种操作模式时，往往要在债权投入的过程中把直接借贷嵌套一层委托贷款，债权要通过委贷的方式去贷。所以那时大家对基金做债的业务和基金做证券的业务都是相当谨慎的。可是那时的立法结构中，股权这个领域没有人管，并没有一部法律说不能够搞基金去投股权、投未上市企业股权。实际上在私募这个领域没有特许限制的就是股权，所以发改委当时在2006年的创投办法中强调，创业投资企业的投资范围就是对未上市企业的股权投资，而且还明确一点，把上市公司非公开发行股份叫定向增发，也界定为是股权基金的投资范围。所以当时的私募基金投资范围非常清晰。一是上市企业股权投资，二是上市公司定向增发。这种情形一直延续到2013年。

2013年《证券投资基金法》修订。《证券投资基金法》修订其实是在2010年就开始筹划，

2012年开始，全国人大常委会组织修改基金法，修改时有两个热点。第一个热点是要不要把《证券投资基金法》中的“证券”两个字去掉？只叫基金法。什么意思？现在的证券投资基金法特别强调调整的是发一个基金去投证券，它的投资范围是证券，非证券的不管。把证券去掉，把证券基金和股权基金都加进来，这是当时比较理想化的一个状态，把股权基金也纳入到基金法当中去，整个大资管行业从证券到股权就统一了。所以当时第一个问题讨论的比较激烈，要不要把股权加进去？第二个热点是要不要把私募加进去？原来的基金法，2013年之前调整的就是公募基金。公募和私募的差别在于公募要向社会大众募资，买公募基金，买股票软件就可以申购，只要开户，只要有授权就可以买，买多少钱都可以。所以在公募基金的监管上，第一要对管理人比较高的准入门槛，因为涉及到社会大众的利益；第二投资端要保证标的资产流动性和安全性比较高，因为大众承受不起高风险。所以就两个指标，流动性和安全性。投资的标的限于二级市场，所以二级市场的股票特点是想卖就能够卖掉。而私募的监管思路跟公募是不一样的。私募是向合格投资者募集资金，投资人的风险承受能力，风险识别能力比较强，所以在监管上就可以放得比较宽松一些，更多的是交给投资人和管理人，通过自治的方式相互制衡来控制风险。所以投资方向上也相对灵活。

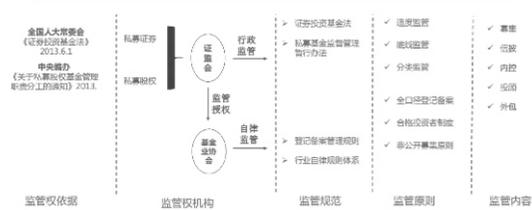
基金法格局：公募+私募。那么当时要不要把股权基金加进去，把私募加进去？最后的结果是，第一个问题没有达成，股权基金没有加进去。原因是大家觉得股权基金的投资逻辑和证券基金的逻辑差别还是蛮大的。我认为当时没有加

进来也是对的。基金的组织形式比较推荐的是有限合伙制。可是公募基金——证券基金主要的组织形式是契约型。契约型在产业基金领域里运作起来蛮麻烦，有很多地方是不适应的。

所以最后基金法修改时，股权没有加进去，私募加了进来，单独列了一章，把私募基金管理人发行私募产品加到基金法里，形成了现在的格局。《证券投资基金法》变成了公募证券投资基金和私募证券投资基金。

(二) 体系

1、格局



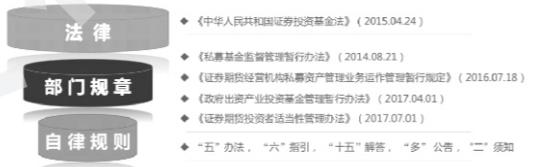
私募证券在2013年6月1日之后正式放开。之前私募基金管理人直接发行证券基金是违法的，最多通过券商、信托，私募管理人通过投顾的方式来做，不能自己发产品。2013年6月1日之后才可以做。但这时私募基金从法律层面来论证，能够做的就两类，一类是股权，一类是证券。大家现在很关心的非标债权基金，2013年时在法律上做还是不能做的。什么时候可以做？个人观察是2014年。

2013年6月1日，基金法把私募证券加进来，同时授权证监会对私募基金进行管理。可是授权只限于私募证券，所以2013年6月27日中央编办就发了一个文，说私募股权基金的监管权也给证监会。所以证监会获得私募基金的监管权，授权来自于两个途径，一是对证券基金的监管，来自于基金法的授权，一是股权基金的监管，来自于中

央编办的职能权限划分的文件。

按照基金法，证监会指导下中基协进行行业自律。所以那个时点对证监会和中基协，最好的管理方式是国务院能够出台私募条例，可以把原来发改委、证监会的一些想法统一掉。那时国家也在筹划要出私募条例，但等到2014年条例也没有出来。所以2014年8月21日，证监会就先出了《私募投资基金监督管理暂行办法》，叫暂行办法，是过渡性质的，当时预期私募条例很快能出来，所以这个办法规定非常之“原则”，很多问题在办法中并没有明确规定。这不代表不应该明确规定，因为它是过渡性质的，所以没有来得及规定。比如私募基金管理人应不应该有准入门槛？基金应不应该有最低规模的限制？原来发改委管理时其管理人是有人准入门槛要求的，譬如注册资本最低要1000万，实缴资本最低要200万。基金的规模最低一个亿，实缴最低2000万等。但证监会管理之后，暂行办法对这些问题都没有作出规定，这不代表不应该有规定，只是因为它是一个暂行办法。未来这些规定可能会被加进来，因为不规定非常态，是不正常的。

2、法律、部门规章与自律规则



暂行办法出来之后，第二条规定私募基金的资产可以投资证券、股权和基金合同规定的其他投资方向。在投资范围上，加了一个兜底条款，合同规定的其他投资范围。我个人理解，从法律逻辑上讲，下位法不能违反上位法。所以暂行办法这一规定的前提应该是，不违反法律法规的

前提下合同约定的其它投资方向。只要符合法律法规的规定，合同约定的其他投资方向都可以投。由于有了一个“其他”，所以中基协的产品登记备案系统中，就需要对标“其他”开一个口子，这个口子中就开出来一个债权基金。债权基金在解释中还是比较谨慎的，担心会不会民间借贷太多，所以解释是通过委贷方式从事债权业务的投资，这种基金叫债权基金。

所以通过这两个点，一个是证监会的暂行办法，一个是中基协的原来的登记备案说明（现在已经没了），说明一出来，行业内的一个解读就是私募可以做债了，原因是有这么一个窗口，界定了什么是债券基金。

更为重要的是，2014年之后曾经有一段时间是公奔私的热潮，就是公募基金经理、信托公司、证券公司的从业人员，都从原来机构出来做私募。原因很简单，私募可能更能够实现自我价值，就是私募赚钱会多一些。金融机构的人员过来就带着金融机构的人才资源资金都进到私募里。而这些人员资源资金都有着很强烈的原来的债的属性，所以开始大规模在私募领域做债。现实大量存在这种业务。

2014年8月21日之后，预期能够出台的私募条例没有出来，2015年列入立法计划也没有出来，后来马上就要出来了，又赶上了股灾。然后2017年时国务院私募条例征求意见稿向全社会发布征求意见，做私募的都挺高兴，都觉得2017年如果出不来2018年可能出来。结果2018年赶上国务院机构改革，原来是法制办管这个事情，现在法制办划到司法部，所以中间可能还要有一个过渡时间，到目前为止，私募条例还没有出来。

在等私募条例出台的过程中，实务当中出现

了一些问题，需要从法律层面予以明确。比如整个大私募资管行业，不仅仅是私募管理人，还包括券商，他们的私募资管产品，期货私募资管产品做结构化设计时到底应该怎么做？要符合哪些要求？需要监管层给出明确的意见。所以证监会后来出台了证券期货经营机构资产管理计划的管理办法，我们把它叫做新八条底线，对应原来的老八条底线。当然2018年10月22日新出的文件可能有取代的意思，但文件中没有特别明确说。再往后，私募领域的一个重要制度就是《证券期货投资者适当性管理办法》。

到目前为止，私募基金层面的法律法规和部门规章的结构就是：一个证券投资基金法，一个国务院私募条例（征求意见稿），没有生效。一法一行政法规，还有三个部门规章，就是2014年的暂行办法和2016年的八条底线，和2017年的示范性管理和适当性管理办法。

3、规则



由于立法层面的规定不多，所以中基协在进行管理人登记和产品备案过程中就在摸索应该怎么管。规则越少管起来越难。2013年中基协刚刚接手时到协会去登记备案都是要在台上颁发红色证书的。证书上会写着恭喜已经登记成为可以管理证券基金、股权基金、创投基金和其他基金的金融机构。证书的落脚点是金融机构私募管理人，界定为是金融机构。后来那个证就不发了，

再后来证无效了。最开始大家都不去。经过2014年的培养，大家开始去登记，到2015年时登记的数量加速度往上走，一个月两三千家，非常可怕。2015年10月，国务院向全国发了一个通知，大概意思是现阶段非法集资现象比较严重，要注意防控风险，要落实到部门，落实到责任人，当时是非公开发行的，公开发行的应该到了2015年年底，这个文件公开之后，2016年年初，北京市工商局就暂停了私募基金的注册。

2016年2月中基协发布了影响整个行业的“二五公告”（编者注：《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》），第一标志了强监管的开始，第二引入了律师审查制度。“二五公告”之后，紧接着是私募基金的募集管理办法，然后信息披露管理办法、内控指引等，这些自律规则开始逐渐出来。

4、“7+2”核心自律规则体系



这个过程中，中基协初步规划了监管层面要建立7+2的自律规则体系。整个大的自律规则是七个办法，两个指引。七个办法现在出台了四个，两个指引都已出来，还有三个办法没有出来。

在7+2之外，协会不断通过问答的方式就一些问题指导行业的发展。监管问答现在已经出到15个了。最后有两个须知，就是关于登记的须知，关于备案的须知。

（三）非标债权基金的产生

从以上发展脉络，我们能够看出来非标债权业务的产生过程，我们要深刻理解现实当中存在的非标债权业务的产生的原因，这个原因并不是法律上放开，而是实务中产生，我把它叫做美丽的错误。

（四）股权基金的组织形式（合伙or契约）反思

到底什么样的组织形式更适合股权基金？现在由于合伙型和公司型注册比较困难，所以很多管理人会考虑能不能做成契约型，契约型不需要到工商局注册，相对灵活简便。行业内有人在努力，希望契约型基金能够获得像合伙和公司一样的民商事主体地位。比如IPO时三类股东问题，要积极推进解决，就要把契约型基金当成一个民商事主体。但这比较困难。契约型基金更适合证券类产品的操作模式，而股权基金由于要投到未上市企业股权里，在相当一段时间里，可能合伙和公司型企业组织形式更适合。

两种组织形式在管理上差别很大。契约型证券投资基金有封闭期和开放期的概念，有申购和赎回的概念。开放期发出赎回指令，第二天卖股票，就能够退出。而股权基金是以合伙和公司这种组织形式存在的，所谓的申购赎回是什么？赎回就是退出合伙人，公司的股东从公司中退出。要怎么赎回怎么退？要看合伙企业法，看公司法。退出怎么退？无非两种方式，第一是减资，股东退出；第二是转让。无论是减资还是转让，合伙企业法和公司法里都可以找到相应的规定，都是可以解决的。在企业组织这个领域里都是可以顺顺当当解决掉的，但如果要用或者要换成申购赎回的概念，怎么操作？投资人说要赎回，下发一个

赎回指令，管理人就给他卖资产给他钱吗？能给吗？企业组织法这个领域会告诉我们，没有办法这么简单操作。所以我们现在面临的好多问题，是证券契约型基金的原有操作思路和习惯，与原有的企业性质企业载体存在的股权基金，不同的操作习惯交叉在一块出现的比较困难的问题。

二、《私募投资基金监督管理暂行办法》解读

（一）私募基金的界定

只要做基金的人，暂行办法第二条关于基金的界定大家可能都看了好多遍了，但很可能很少有人把这项规定与实务中遇到的问题结合在一起。私募基金怎么来界定？

举几个例子。

例1：央企下属四个兄弟公司共同出资设立有限合伙企业，其中一个做GP，另三个做LP，设立5亿基金有限合伙企业。经营范围是自有资金对外投资。做的事是有限合伙作为平台，投到标的企业，可能控股也可能参股。之所以成立有限合伙企业是因为有标的企业存在，大家商量下来都愿意投，单独一个企业投管太麻烦，所以几个企业合伙投资，按照合伙企业法其中必然有GP，有LP。问题在于，标的企业未来IPO时，监管机构审核时会发现其中一个股东是有限合伙企业，如果是基金，就要备案，就要有基金管理人，基金管理人就要登记，要有6-8个专职人员，签劳动合同缴纳社保。如果不是基金IPO可以继续往下走。这样一个投资类企业算基金吗？

例2：我要做一个小项目，给基金管理公提供法律服务，找了15个人，做创业公司。做大了大家一起分钱，亏了别找我。我会跟大家说，分钱可以，但公司怎么运营大家不能管。大家同意

了。那我会想，如果这15个人都做股东，将来股东会开起来太麻烦，所以就做成有限合伙。15人每人出资20万元，我出1元做GP，做执行事务合伙人。有限合伙作为一个平台，出资到标的企业。这样的一个结构，算基金吗？

如果凭直觉，可能感觉第一个例子应有些问题，第二个例子有点类似股权众筹，不太像基金。是这样吗？依据在哪？目前真实的情形是依据不太明确。

对于私募基金，《暂行办法》第二条的定义是“指在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金”。《私募投资基金管理暂行办法（征求意见稿）》第二条倒是给出了几个要件，说私募基金是“在中华人民共和国境内，以非公开方式向合格投资者募集资金设立，由基金管理人管理，为投资者的利益进行投资活动的私募证券投资基金和私募股权投资基金”。强调了由管理人管理，为投资者的利益进行投资。

归纳一下，基金应当是一个资金的集合体，为了一定的目的，以一定的形式组织在一起，如果目的是投资赚钱，就叫投资基金。我们平时所讲的基金都指的是投资基金，区别于公益基金。从募集方式上看，有的是向社会大众募集，有的是向合格投资者非公开方式去募集，所以就划分为公开募集基金和私募基金。所以我们讲的私募基金准确讲叫私募投资基金。从投资范围上又可以分成投股权还是投证券，所以就变成了私募股权基金和私募证券基金。PE是私募股权基金。

基金应该有四个特征。第一，对外募集。第二，管理人要管钱，所以要受托管理。第三，基金要赚钱，所以对外投资。第四，非公开募集。

对照四个特征看前面的案例。例1对外募集基本上是两派观点，一派认为兄弟公司之间哪有什么对外募集，都是大家自己的钱。一派说兄弟公司都是独立法人，对于普通合伙人来说，其他的人都是外人，所以其他人的钱都是募来的。对外投资肯定有，非公开也肯定是了。有没有受托管理？有人说有，因为按照合伙企业法，执行事务合伙人就是法定的受托管理。例2基本上能够分清楚了，资金是不是募集行为？是不是募过来要去管？不是这个思路，我作为执行事务合伙人，不是要去管大家的钱，因为这可以用另外一种操作方式，就是根本不要合伙企业，大家都出资到公司层面做股东，不存在管理受托资金问题。所以例2可以认定为非基金，不用去登记。IPO时也有这样的案例，是通过的。

从四个特征分析，第一个问题如果还分析不了，可从第二个维度看，对于管理人来说，管基金应该有营业的属性、盈利的目的。如果四个兄弟公司谁也不收管理费，也没有什么业绩报酬，就为了设立一个SPV载体投到标的企业，就不是基金。如果GP本身就是基金管理人，向央企内部兄弟公司募资管理，收取管理费之后还收业绩报酬，就是基金。如果还分不清，就从第三个维度衡量。基金本身属于资产管理产品，就是管理人去管别人的钱。如果这个关系能够简单地建立起来，那个载体就是基金。我去管别人的钱，别人先给我管，但它有一个承受的载体就是合伙，如果是这个模式能够建立起来，就是基金。从三个维度来思考，百分之七八十以上的问题都能够解决，如果还分不清楚，回归到基本的判断，看所有的投资人和GP之间真实的想法是什么？探究真实意思表示。

（二）中基协的法律地位

到现在为止，我遇到的地方政府的基金，还有一些国有的产业基金，是在研究要不要到中基协去做登记备案，有些是发改委完成登记备案的，现在考虑要不要到中基协去登记备案。这个问题发展到今天已经不需要再讨论了。一定要去登记备案。从法律规定上看，中基协的权利来自于基金法的授权。基金法第111条的基金业协会的职责界定中特别明确了中基协的职权，列了很多，第三项是“制定和实施行业自律规则，监督、检查会员及其从业人员的执业行为，对违反自律规则和协会章程的，按照规定给予纪律处分”。这一项是基金法规定的中基协的法定职责，是它的义务也是权利。换句话说，中基协制定7+2自律规则体系，实施自律规则，对于违反自律规则的行为进行纪律处分，是有法律授权的。意味着中基协的自律规则本身是有强制执行效力的。实际上中基协已经制定了纪律处分的管理办法，只是现阶段还没有展开实施。前一段时间证监会组织各地证监局进行执法检查，结果已经公布出来了。从2018年的结果来看，34%左右的机构存在违法违规行为，40%左右的机构存在不规范运作行为，这个不规范主要指的是不符合中基协的自律规则。按照法律规定和中基协的自律规则规定，对于不规范行为实际上都是可以开罚单的。只是现在还没有开。已经开罚单的绝大多数都是涉及到严重刑事犯罪的案件。下一步如果再继续收紧，大量的机构是有可能受到纪律处分，这个纪律处分是有法律依据的。

（三）登记备案

登记。目前要求管理人最晚应当在发基金之前完成登记。地方政府的产业基金习惯基金和管

理人同时推进，基金筹建差不多了，管理人也开始登记，甚至有些管理人今天登记基金明天设立。这样的操作模式跟中基协的要求有点不太符。差别在协会的募集办法中提到，只有完成登记的管理人才能募集基金。这个时间点要规划好，工作可以同时往前推进，但最后签正式协议、缴款这个时间差要留出来的。当然现在在协会登记的时间有点长，管理人从递交材料到最后估计得几个月。这个时间要留足。

备案。备案现在要求是基金设立完成之日起，20个工作日到协会备案。25个工作日去备案行不行？据我了解，超几天问题不大。超一两年现在有可能还能备上，往后会越来越困难。

没有完成备案，项目急需钱，能不能投资？按照协会合同指引的要求，基金投资人和管理人要在基金合同中约定，基金没有完成备案不能投资。实操中如果投、被投和备案同步推进，问题可能也不大。原因是备案时可能不太看投资情况，因为是两条线。但投了很久再去备案，估计问题就大了。

（四）合格投资者

合格投资者制度是私募基金行业的核心制度。公募可能会管工业管理人的准入会管投资策略管得非常的详细。私募的核心就是管合格投资者。核心意味着是底线，不能突破。

合格投资者有三个要素，第一要有风险承受能力和风险识别能力。第二要拥有一定的资产规模。第三投资金额不低于一定的底线要求。核心条件是第一个，看的是有没有风险识别能力、风险承受能力。目前合格投资者的标准是，机构投资者1000万加100万，自然人投资者300万加100万，两个标准要同时满足。1000万是净资产

1000万，投资额不低于100万。自然人是金融资产不低于300万。金融资产不包括房车。包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。涉及向自然人投资者募资尽量谨慎一些，最好把门槛提高到500万，虽然法律规定100万就够了。原因有二，第一按照适当性匹配与适当性管理，投资500万可以划归到专业投资者，省去很多麻烦程序。第二能够投500万的人和投100万的人相比，风险承受能力会强很多。一旦涉及的人超过200人以上，都是100万左右的投资人，兑付不了出现兑付危机说不清楚。发改委要求政府产业基金募资时只能向机构投资者去融资，不允许向个人投资者去募资。现阶段到了目前这个状况，不要试图以任何方式去突破合格投资者。比如200人每人投50万，然后搞一个股份有限公司，股份有限公司作为LP投合伙型基金，可不可以？不可以。200人一人50万，是1亿元，作为合伙型基金的LP，按照暂行办法的规定，法律上可行。因为法人不需要穿透。法人作为投资人，看净资产是不是超过1000万，最低投资额是不是超过100万，超过都符合。但它本质上是要向最终的老百姓，就是50万的投资者去募资，穿透了看不可以。

（五）非公开募集

这一点是私募领域的第二个底线。底线就是怎样都不能突破。非公开是一个法律上的界定，比如向不特定对象宣传叫公开募集。发微信朋友圈、微信群、微信公众号、网站、手机短信、邮件群发、报告会、讲座等，通通都可能被列为公开宣传。通过这种途径，最后实际投资人只有一两个也叫公开募集。通过非公开方式募集但最终

投资人超过200人，就是公开募集。公开与否的界定标准是看《证券法》。《证券法》规定的公开方式有三种，（1）向不特定的对象发行证券的；（2）向特定对象发行证券累计超过二百人的；（3）法律、行政法规规定的其他发行行为。第三种叫其他兜底条款。IPO就是首次公开发行向超过200人以上去募资。按照国家的监管要求，一旦公开就需要特许。所以200人是界定操作思路 and 监管思路的界限。

（六）自融的合规问题和主要法律风险

协会现在比较关注管理人的自融。自融是自己给自己融资。无论是在公开讲话，还是产品备案审核，还是各地证监局组织的执法检查，都把自融列为特别重要的问题。

自融违法吗？我是管理人，发行一只基金，投给我自己，或体系内我能够控制的的其他企业。违法吗？从法律层面，从私募监管层面，没有一项规定明确说自融违法，最终的问题在于，第一涉及到关联交易，关联交易容易导致利益输送；第二可能会形成利益输送侵害投资者的利益；这是从投资者保护和内部管理的角度看的。第三蕴藏着巨大的刑事责任风险。一个管理人发行三个私募基金，每只基金投资人是一百人，每个投资人投1000万，一个基金就是十个亿，单个基金都是私募产品，投资人都是合格投资者，所以每只基金到协会备案都是合法的。但三个基金都作为项目基金投到实际控制体系内的某一主体上，就变成了投向同一标的企业。要穿透了合并计算投资者人数。注意问题来了，穿透核查合并计算投资者人数，三个基金每个基金一百人，一穿透合并是300人。超过200人，法律上变成了公募产品。公募就不能做管理人。更为关键的是，

如果是自融资性质的，通常是一种债权融资。债权融资通常是要给投资者保本保收益的，因为本质特征就是要还本付息。所以自融案例中大概率事件是有保本保息的。一旦保本保息，再加上公开募集，风险就出来了，两项同时满足叫非法集资。两个要件同时具备构成非法吸收公众存款的概率就高达90%以上。

（七）禁止保底保息

暂行办法第15条规定“管理人、销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”。有人说这一条讲的是禁止保底保息的是管理人和销售机构，那第三方机构行不行？基金管理人发行一只合伙型基金，基金管理人做GP，社会投资人做LP，第三方告诉LP亏了给你补，要么提供担保，要么用信用保证方式做差额补足，做流动性支持等等。站得住脚吗？私募行业是底线原则，底线是不能突破，要做扩大解释的。

资管新规要求严格区分资产管理和借贷关系。2018年4月27日，资管新规《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布，主要讲五个大问题，其中第一个问题是最核心的，就是要严格区分资产管理和借贷关系。资产管理是金融机构接受投资者的委托，给投资者提供投资和管理的金融服务。在资产管理关系中，投资人把钱给到管理人，管理人提供投资和管理服务，赚了钱给投资人，亏了钱投资人承担。这是一种资产管理关系。对应的是借贷关系。判断是否借贷的要素是能不能还上。借贷关系中的基本逻辑是出借人把钱给借入方，关心的是借入方的偿债能力，至于说借入方用该笔资金去干什么，赚或亏了多少钱，跟出借方没有关系。借贷关系中的风险由资金借入方来承担的，资金借出方不承担风险，

到期要还本付息。可实务中很多把两种关系混在一起了。比如优先和劣后的结构化基金，多数都是优先级不承担基金的运营风险，到期要还本，没有到期时要按季付息。不管基金是赚是亏，不管现金流情况，这是借贷对不对？明基实贷。这次大资管行业的地震式的变革，是一定要把借贷资金从资本行业中拿出来。要借贷找银行，整个金融体系中是提供债权资金的。要做资产管理就资产管理，两个不要混在一块。这是最核心的一点。

大资管思路下强调的是什麼？是管理人要和投资人之间建立一种资产管理关系，而不是借贷关系。资产管理不能向投资者保本保息。保本保息的主体其实不限于管理人和销售机构，第三方兜底也违反这个精神。我如果做一只基金，基金投到标的企业，我跟标的企业的实际控制人做对赌，让标的企业的实际控制人，或者实际控制人指定的第三方给基金做个兜底安排。股权基金会存在着大量的对赌安排。对赌好像也有兜底的属性。这样行还是不行？违不违反15条？这实际是两个层面的事，5条讲的是募资端，管理人在向投资者募资时，和投资人建立的关系中不要让投资人把资产管理关系变成借贷关系。如果做基金投到标的企业，让标的企业或者第三方兜底，这属于基金能不能做债权业务。是基金层面的事，其实跟投资人没有关系。管理人为了保护基金财产的安全，要求第三方做个增信措施，实际上跟投资人没有关系。没有关系的情况下，判断合规与否要看基金能不能做明股实债的项目，能不能做债权业务。建立关系的情况下，告诉投资人，基金投到标的企业，有第三方给基金做兜底，所以投资人来投资资金是安全的。这样的关系，是把

投资端的兜底和募资端的募集挂钩，就有合规风险了。

（八）风险揭示和适当性匹配

这个是程序性的。要告诉投资者有哪些风险，而且投资者要签字确认。如果是自然人投资者，要做到每份文件上的签字都要签到位，这是最容易出现投资人向管理人求偿的一个点。如果适当性管理做不到位，最后基金亏了，投资人可能会起诉管理人。这个已经有判例，法院也支持投资者。

（九）投资者的资金来源

两个要点，第一是反洗钱，第二是不得非法汇集他人资金投资私募基金。资管新规规定借来的钱不能用于投资，从银行贷款来的钱用于投资是不可以的。这里有一个尺度的拿捏，不能用借来的钱直接去做投资，但大型生产型企业一定是有银行贷款的，这笔资金用于别的，能够形成正常的现金流，然后有一部分钱去投资，是可以的。刑法里有个规定，叫高利转贷罪。基本的逻辑是从金融机构贷来的钱，再以更高的利率转出去赚中间的差价，就叫高利转贷罪，是刑事犯罪。

（十）托管与专业化运营

除基金合同另有约定外，私募基金应当由基金托管人托管。如果想不托管，必须要在合同中明确约定不托管。这指的是一般的基金，政府产业基金按照财政部的规定，是应当托管，而且应当委托商业银行去托管，证券公司还不可以。

专业化运营现在整个业内比较头疼。最早的专业化运营，是指每个基金要有一个专属管理团队去管，然后每个基金要么投证券，要么投股权，定位不能是多元化的。后来发展到一个管理人只能有一个类型，要么是证券的，要么是股

权的，要么是其他类的。现在又提出了更高的要求，同一个实际控制体系内所控制的基金管理人之间不能够有同质化竞争。现在产业基金大多数面临的是，当地政府希望管理人在当地注册，可能一个母管理公司要在各个政府注册若干个基金管理人。最近半年这是一个大问题。导致很多双GP的项目登记很难。要充分解释合理性和必要性。

(十一) 投资运作的负面清单

[投资运作负面清单]

《私募投资基金监督管理暂行办法》

第二十三条私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构和其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为：
 (一) 将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动；
 (二) 不公平地对待其管理的不同基金财产；
 (三) 利用基金财产或者职务之便，为本人或者投资者以外的第三人牟取利益，进行利益输送；
 (四) 侵占、挪用基金财产；
 (五) 泄露因职务便利获取的未公开信息，利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动；
 (六) 从事损害基金财产和投资者利益的投资活动；
 (七) 玩忽职守，不按照约定履行职务；
 (八) 从事内幕交易、操纵交易价格及其他不正当交易活动；
 (九) 法律、行政法规和中国证监会规定禁止的其他行为。

负面清单有9项。比如同一个管理人发一个新基金接老基金投出去的项目，行不行？要看这里边的规定，看有没有侵害投资者利益，有没有利益输送。

(十一) 信息披露和信息报送

信息披露和信息报送按期去做就好了。现在协会网站公示的有4000多家异常机构，很多还是大机构，被列为异常的原因就是没有定期的信息报送。这个太不应该了。只要安排个行政人员盯着点就不会出这个问题。不按期信息报送是违反中基协自律规则的，未来中基协是可以给纪律处分的。

(十二) 档案管理

私募基金管理人、托管人及销售机构应当妥善保存私募基金投资决策、交易和投资者适当性管理等方面的记录及其他相关资料，保存期限自

基金清算终止之日起不得少于10年，档案管理是十年，投资者适当性管理是15年。档案丢失档案保管义务人要承担责任。如果公司已经不存在了，股东要承担责任。

(十三) 创投基金

暂行办法对创业投资基金单独列了一章做了规定，实务中比较关注的是创投基金的投资方式。办法34条特别强调，创投基金是指主要投资于未上市创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金。

这就解决了一个实务当中大家困惑的问题，股权基金能不能投可转债，投优先股？按照证监会暂行办法的规定，是允许的。依据也在这。而且在发改委2006年的创投办法中也是这样规定，是一以贯之的。之所以实务中产生困惑，是因为有一段时间协会直接要求不能做债了，那优先股和可转债本身到底是股还是债？我们不知道。搞的大家有点疑惑。

(十四) 法律责任及其对风险管理的影响

现阶段基金管理人违法违规，证监会开的罚单，一般罚款金额不超过3万或者10万，个人不超过3万块钱，机构好像是不超10万，上限在那儿了。但国务院私募条例（征求意见稿）把法律责任改了，虽然没有生效，但征求意见稿中，违法违规的法律后果是，第一责令整改，第二没收违法所得，这个是没有上限的。第三处违法所得1到5倍的罚款。所以如果按照条例的规定，罚款金额将来可以很高。什么叫违法所得？比如发一个20亿的产业基金，每年收两个点的管理费，这个基金没有去备案，不符合监管要求，每年2%的管理费属不属于违法所得？如果收益率还不错，业绩报

(接下一页)

顺应国家发展战略，推进企业转型升级

——开元物业品牌发展路径探寻

文/浙江开元物业管理股份有限公司

市场经济学家多把“品牌”定义为具有经济价值的无形资产，以消费者群体的信赖为基奠，在周而复始的运营和传播中构建企业影响力。浙江开元物业管理股份有限公司（以下简称“开元物业”）曾把“品牌”比作企业行军的粮草，依靠品牌的力量振臂一挥，可以广获资本、吸纳人才。自2001年脱胎于开元旅业集团时，开元物业便具备了良好的品牌基因，发展十余年，从“二五战略”到“三五战略”，从“物业管理”转向“物业经营”，在助推企业转型升级的过程中，与其说开元物业在“品牌塑造”的道路上孜孜以求，不如将其归结为长期专注于品质与服务后的水到渠成。

一、发展历程与塑造企业品牌之路

2016年，开元物业助力杭州G20峰会，品牌建设迈入新阶段，同年荣膺中国物业服务市场化运营领先品牌企业。2017年，开元物业品牌价值达11.68亿元，再次荣膺“2017中国物业服务市场化运营领先品牌企业”。2018年，开元物业综合

(接上一页)

酬算不算是违法所得？如果算违法所得被没收，还要处所得1到5倍的罚款。持牌金融机构超过1亿元的监管部门罚款已经是屡见不鲜了，但私募领域现在还没有出来，我觉得未来会有的。

实力位列中国物业服务百强企业第27位。这家独立运营18年、具备国家一级资质的专业物业服务企业，蓄力已久的品质力量已涌出多时，例如2015年挂牌上市新三板，开元物业在资本快车道上依靠实力顺势助推企业品牌，迈出了转型升级的又一步。伴随“中国（酒店式）特色物业服务领先企业”“中国物业服务百强满意度领先企业”“中国物业服务市场化运营领先品牌企业”等荣誉的加持，开元物业更是踏上了“品质促品牌，品牌带品质”的良性发展道路。

近年来，开元物业确立起了“持续追求价值领先的城市运营服务商”的产业战略，管理和签约项目逾300个，项目面积逾4000万平方米，涵盖酒店、场馆、住宅、医院、商业、办公楼、小镇、轨道交通等多元业态领域，提供就业岗位5000余个。量化式的企业发展成果背后，蕴藏着开元物业构建已久的企业价值体系。“营造中国品质，创造快乐生活”的企业使命，以及“日进一点，长存百年”的稳定式发展格局，昭示了开元物业围绕用户中心所部署的“长远之计”；而当公司将其经营职能、管理职能和服务职能不断平衡融合，将跨界融合、抱团合作、口碑经营等新型意识付诸实践，开元物业的品牌塑造之路有了更坚固的后盾。形势乐观的是，在“国家品牌战略”得以推行的大环境中，一众企业品牌纷纷崛起，激荡着市场生命力。百花齐放之下，开元

物业提出“引领社会文明风尚”的企业价值构想，在赋予企业品牌“融洽”“和谐”“健康”“绿色”的同时，也将“为行业形象代言，与客户共鸣”设定为企业更为久远的品牌愿景。

开元物业近年来在战略定位上打出的一套组合拳，以服务对象为轴心，贴合“美好生活”的时代主题。它将“开元酒店式服务”的高规格、细致化服务模式广泛延伸到住宅、写字楼、医院、银行等领域。它将自己定位于“城市运营服务商”的企业角色，实现了由物业管理向物业经营的转变，打造了一条中高端路线，将产品规格定位在80分值以上并高规格地引领人们实现对美好生活的向往。

开元物业的品牌塑造之路，大致呈现为一场以产品和服务为运作土壤、以中高端为行进标杆、以“开元酒店式服务”为核心竞争力，并借势资本东风和规模化优势的企业长跑。

二、开拓创新与加快转型升级之路

开元物业在企业内部建立起了有密度的交互链条，这无疑对于其整体的沟通协调与资源整合大有裨益，同时也意味着在品牌塑造的道路上具备集中发力的基础。与之契合的是，开元物业具备“多密度”的服务优势，即能够围绕重点项目，对企业内外各类资源进行高效、优先的整合。2016年9月，开元物业在承接杭州G20峰会高端会议服务期间，将这种“多密度”服务运用到了极致。本着“服务质量滴水不漏，安全保卫万无一失”服务理念，以“适用”为原则整合内外资源，面向全国范围发出岗位邀请，甚至请来远在开元拉萨饭店的员工，高效组建了一支1500人的临时团队，并在事后做到了各岗位的高效回归。项目整体在员工招聘、宿舍筹备、语言培

训、风俗习惯普及等方面均实现了统筹兼顾，集中发力。

2016年，开元物业结合现状和未来发展趋势，确立了“城市运营服务商”定位，提出了“持续追求价值领先的城市运营服务商”的品牌战略。2018年，开元物业为保持企业可持续竞争优势，加快品牌创新和信息化步伐，在推行企业主品牌的基础上，逐步将企业品牌细分为“开元棠棣”、“开元州忆”、“开元雅望”、“开元医养家”等专业子品牌，同时推出“开元酒店式服务”“定制化服务”“有温度的文化传递”等多项举措，总体以中高端目标为定位，以确保开元品牌的一致性。

在寻求转型突破过程中，开元物业注重企业内部的生态构建，确立以“开元酒店式服务”为核心竞争力，在企业获益于资本红利的同时，深知物业管理终究要回归于“服务”的本质。面对行业的同质化竞争现状，开元物业深谙打造差异化服务的必要性，并始终将服务定位于“中高端”。由此，“开元酒店式服务”模式在公司发展过程中得以一脉相承，并开创了高星级酒店式物业服务的先河。开元物业主张专业化与人性化并举，带给业主细致入微的关怀，并将开元酒店的“金枕头”“礼宾师”“高级宴会服务师”等高标准服务融入到项目业态和业主生活中。近年来，随着公司“把开元酒店式服务延伸到各业态”战略的施行，开元物业坚持的“品质为王”市场理念，将深层次助推企业的可持续发展。

开元物业推行“定制式”的服务，与公司“中高端”定位相匹配，在服务品牌的设计环节便以客户需求为导向，一对将方案流程、人员构架及硬件设备进行配套设计，为用户提供“定制

化服务”。2017年，公司推出“祺服务”品牌，旨在对行业用户深入研究的基础上，利用物联网技术，整合智能硬件和周边商圈资源，满足业主的智慧生活需求。与之对应的日常生活管家被称之为“祺管家”，颠覆了传统的“坐商”模式，为客户主动提供各生活细节领域的物业服务及私人管家定制服务，实现了基础物业服务之上的服务增值，使“用户至上”的服务理念再次得到回归。

开元物业坚守通向信息化管理的前沿，当创新与转型成为时代主题，开元物业也将目光投向产业链上游，大力提升产品的科技含量，加速完善信息化管理模式。近年来，公司提升以泛微OA办公系统及ERP人力资源管理系统为例的管理信息化，加强以设施设备远程控制报警EBA系统及能耗远程控制抄表系统为例的设备管理专业化，落实以可视对讲系统和摄像监控系统提升为例的安防系统化等。“提速降成本”的科技化发展元素，无疑是开元物业品质塑造过程中具有“高性价比”的粘合剂。

开元物业营造有温度的企业文化，企业文化对于品牌塑造具有刚柔相济的作用。内外交织的文化建设，使得“开元物业”这一品牌本身更具广度和深度。对内，由璞石计划、璞玉计划和完璞计划构成的三级培养体系以及“校企合作”等形式，在社会与企业之间建构起了人才转换库，加之融入广大员工群体的“营造中国品质、创造开元生活”的企业理念，引导并培育员工集体使命感。对外，在项目中融入活动，在活动中传递文化，借助对外合作交流、招商引资会、庆典晚会等多种契机，促进员工与员工之间、员工与客户之间的联动，释放“人性品质、真挚关爱”

企业价值观。

据中国指数研究院杭州分院调查评测，自2016年以来，开元物业业主的满意度测评分值均保持在90%的分值以上，获得了业主的高满意度和忠诚度。基于“开元品牌”在用户群体中口碑影响力，与之对应的信赖式消费也在其品牌传播过程中得以良性循环。

三、资本借力和打通产业链条之路

自2013年“全国中小企业股份转让系统”（新三板）正式成立以来，不少欲突破传统服务模式的企业，纷纷预备借助资本市场的融资功能和价值重估。一时间，资本与市场、颠覆与跨界，将一众预备搭载资本航母的企业推向“风口”。百舸争流之际，开元物业不仅迎上风口，还为企业预备了可供减速和落地的“降落伞”，或者说准备了可供放眼长远的“望远镜”。

2015年3月5日，开元物业在北京启动上市新三板挂牌仪式，一支代码“831971”的“开元物业”股票应运而生，公司由此踏上资本快车道。在当天的开市宝钟敲响前，开元物业的上市方案架构用时近8个月，依托企业积淀已久的规模化优势，以及国有企业的标准化基因加持，实现了对上市门槛的跨越。

开元物业总经理谢建军对此传递了三条“上市经”：一是以产品为核，上市的前提，是产出有别于其它企业的并赢得客户认可的产品；二是规范与规模，有了规模才更容易规范，更容易盘活资本；三是正确领会上市内涵，上市是资本运作的一种手段而非目的。

基于对“风口论”的深刻领悟，开元物业所践行的“控速稳增长”的高质量发展策略，成为其坐稳风口浪尖的抓手。即一面牢牢把握资本杠

杆，锻造上市口碑和信用，在资本助力下优化企业抱团合作模式，加快产品创新研发；一面进行“有质量”的规模拓展，满足人们对美好生活的向往，规避单纯做大公司体量的短期之举，持续呈现“日进一点，长存百年”的企业格局。

对时代发展趋势的认识，对品质与速度之间平衡点的把握，促成了开元物业当下的纵横格局。从横向上看，开元物业不仅在全国范围实现了对住宅、写字楼及医院等传统业态领域体量的优质拓展，同时也对新时代下的业态类型进行挖掘，例如在“社区O2O”运营趋势下，首家“开元i生活馆”实体店于2015年开业。从纵向上看，开元物业的着力点已经渗透到了物业开发、销售、

交付和使用的整个流程，打通了产业链条。

从开元物业确立起“营造中国品质”的企业使命时，已将品牌意识根植于企业的发展历程中。透过开元物业在“内功”和“外力”上的进阶策略可知，“品牌即无形资产”的理论并非空中楼阁。短期内开元物业还处在开元集团2016—2020年的“三五战略”期内，在布局“由物业管理转向物业经营”、“由劳动密集型的人力产业转向科技智慧型产业”的过程中，“品牌”所承载的产品和服务获得广大业主的认可，这既是对开元物业品质的佐证，也将促进企业产业链水平的提升，拓展城市公共服务的广阔空间。

浅析供应链金融业务在当代企业发展中的应用

文/教育培训部

供应链金融是当代企业发展过程中为解决企业自身或上下游客户需求所衍生出来的一种新的金融服务，也是顺应当前新经济、新形势下企业发展态势的必然选择，其核心是通过将企业与核心供应商（采购商）联系在一起，以应收账款或应付账款作为资产基础包，以该部分资产未来的现金流作为偿付支持，通过银行、保理公司、证券公司等机构化方式进行信用增级，并以此使上下游客户资金快速回笼，实现了“资产+资本”的有效联动。

一、供应链金融基本情况

（一）供应链金融概念

供应链金融是通过发挥银行、券商等金融机构的资金融通特点，结合某一条供应链上的企业形成的金融概念，通常表现为借助金融机构的资金融通特点，以供应链中的某一企业作为特定组织者，通过分析整合其上下游产业链上的资金需求（应收/应付账款），以此作为资产基础包获取金融机构的高效融资，为产业链中某个企业或者上下游企业提供资金融通服务，共筑企业、产品

供应链和金融机构合作共赢、循环促进的新型经济发展模式。

（二）供应链金融特点

1.打破传统信用评价模式，以关联企业及基础资产包为评价对象。

传统的企业融资模式，仅限于企业与金融机构二者之间，由金融机构根据单个企业的资产状况、信用评级等作出风险评判，导致很多中小企业因为生产规模、资金实力不强难以获取大额融资；供应链金融模式下，将供应链结构上的业务关联企业作为一个信用评价主体，且金融机构的评价对象不再仅限于企业本身，更注重企业之间相互交易情况的真实性，因此，更有利于企业获得高额融资。

2.企业资金回笼速度提升，提高资金使用效率

供应链金融模式下，基于应收/应付账款作为企业融资的资产基础包，无论是供应商还是下游客户，通常会在较短时间内且提前实现资金回笼或融资的目的，而企业自身在短期内无需承担相应的付款义务，延长了付款期限，为企业发展提供了充裕的现金流。

3.资金使用更加灵活，审批条件较为宽松

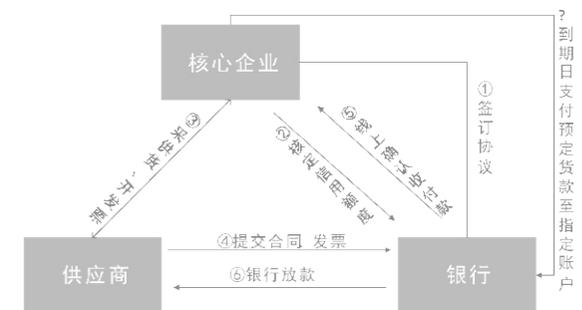
传统的融资或授信模式下，金融机构给予企业的资金如项目贷款等，必须有指定的项目主体或者使用路径，且对新项目的建设资质要求较为苛刻；供应链金融模式下，金融机构重在审查企业间交易情况的真实性、应收/应付账款的合理性，且企业获取的资金可以根据上下游的资金需求节奏，在一次审批额度内，多次、分期滚动使用。

二、供应链金融的两种实践模式

供应链金融概念的提出至今已有相当长一段时间，早在2005年，杨绍辉在其《从商业银行的业务模式看供应链融资服务》中，便从商业银行的业务模式角度，介绍了供应链金融的服务内容，将银行资金流高效、便捷地应用到以企业为核心的供应链体系中，同时为处于供应链体系中的上下游企业提供融资服务。以此为基础，根据融通资金的来源，衍生出了我国目前主要的两种供应链金融业务发展模式：以银行为资金来源的供应链金融模式和以市场化投资人为资金来源的供应链金融资产证券化模式。

（一）以银行等金融机构为资金来源的供应链金融模式

在该种供应链模式中，由银行作为融通资金的提供方，首先由业务核心企业与银行签订供应链金融支持协议，并向银行提供符合准入条件的供应商名单，银行对供应商资质进行审查筛选、收取基础材料，并批准一定信用额度。当业务发生时，由供应商向银行提供基于真实交易背景的交易材料，如交易合同和交易发票等，业务核心企业在线上进行确认收货付款，银行向企业发放融资款项，待交易到期时，由核心企业按照约定，划款至银行指定账户。具体交易架构如下图所示：



(二) 以市场投资人为资金来源的供应链金融资产证券化模式

1. 供应链金融资产证券化简介

供应链金融资产证券化是在以供应商为核心的应收/应付账款资产证券化基础上展开的供应链融资创新模式，在上游供应商回笼应收账款的前提下，实现核心企业在应付账款和现金流上的有效管理。

供应链金融资产证券化通常采用“1+N”模式，“1”是作为重要债务人的核心企业，“N”为处于供应链中的上游供应商或下游客户。在一个相对闭环的供应链关系中，基于各方良好稳定的上下游合作关系，分散的、信用状况不一的各供应商可以通过资产证券化获得应收账款的提前回收，同时核心企业又可以在不适用贸易结算工具且不影响自身财务报表的情况下，以较强的偿债能力和较高的信用为中上游合作供应商提供供应链融资提供支持。

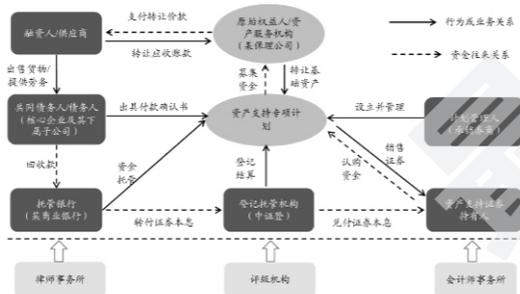
2. 交易结构介绍

供应链金融资产证券化相较于银行作为资金来源的融资模式，在审核程序及参与主体上均有较大不同。

融资人为核心企业及其下属子公司销售货物/提供劳务而对核心企业及其下属子公司享有应收账款债权，保理公司根据融资人的委托，就融资人对核心企业及下属子公司享有的应收账款债权提供保理服务，并受让该等未到期的应收账款债权，保理公司将该等债权转让予“承销券商”设立的“资产支持专项计划”，市场化投资者认购资产支持证券，并将认购资金划付至专项计划账户，“承销证券”即完成资金募集，并将募集资金划付至供应商账户，当合同（交易）期限届满

时，由核心企业及其下属子公司组成的共同债务人偿还相应借款。由于融资款项来自于市场化投资人，因此，在程序履行及管控力度上比银行融资更为严苛，在业务存续期间，律师、审计师及评级机构等需按照规定发表相应专业意见。

具体交易结构如下：



三、供应链金融业务的优势

上述两种供应链金融业务在开展模式和资金来源虽有不同，但均围绕金融机构和供应链关系，为上下游企业实现快速、便捷融资的同时，给企业的发展、供应链的协同带来了非常大的效果，实践中的优势非常明显：

(一) 通过银行或供应链金融资产证券化从银行、资本市场募集资金代替核心企业向上游供应商进行支付，在一定程度上延后了核心企业的支付义务，延长了企业的付款期限，进而将核心企业原计划用于付款的资金释放出来作为自有资金使用，有利于提升资金使用效率，此外，在传统赊销基础上，可进一步扩大赊销比例，吸引客户。

(二) 基于供应链金融业务的提前付款功能，上游供应商也能提前收到货款，因此，在价格谈判时，有助于企业获取一定的价格折扣。

(三) 供应链金融资产证券化产品可一次注

册、储架发行，核心企业可将其作为一种日常流动性管理工具，通过滚动发行拉长应付账款的账期，实现长期融资，与以银行为资金来源的供应链金融模式一起为上下游企业获得更为便捷、低成本的融资渠道，解决了一些企业尤其是中小企业的融资难问题。

(四) 通过上述两种方式获得授信或融资额度，不会体现在企业的征信系统上，不占用核心企业发债额度以及其在银行的授信额度，也不会增加公司的资产负债率，为优化企业财务报表、开展后续融资业务奠定了良好基础。

(五) 基于围绕核心企业建立了供应链金融业务，供应商的款项支付得到了强有力保障，有利于企业培育更加牢固、扎实的客户关系，增加供应商/客户的粘性，形成长期深入的合作机制。

(六) 若核心企业对上游供应商的控制力较强，可将供应链金融资产证券化产品融资成本转嫁至上游供应商，实现低成本融资，甚至获取一定的差额收益。

四、供应链金融业务的展望

供应链金融业务作为一种解决企业融资问题的有效方式，在我国，无论是国有企业还是民营企业均有一定应用，如深圳市科陆电子科技股份有限公司开展的以银行作为资金来源的供应链金融业务模式、云南城投置业股份有限公司开展的以市场化投资人为资金来源的供应链金融业务模式。

然而，供应链金融整体在企业端的推动并非易事，这需要国家的政策驱动，也需要核心企业对供应链金融的理解。2017年10月份，国务院办公厅印发了一个文件《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》(国办发〔2017〕84号)，从国

家层面强调了推进供应链创新与应用的重要意义，明确了供应链创新与应用的主要原则，发展目标重点领域，并提出了一系列支持政策与措施。该意见的出台具有里程碑式的意义，表明推进供应链发展正逐步上升为一项国家策略。该意见提了很多支持性的政策，具有价值的一条政策就是强制性要求核心企业对卖方应收账款进行确权，这是从国家层面认识到基于核心企业应付账款的真实性确认是供应链金融生态圈可以形成和发展的根本。截至2017年全国应收账款总额达26万亿元，其中涉及上市公司系应收账款至少3.6万亿，其中还不包括非上市的优质国企央企系应收账款，供应链金融能很大程度上缓解中小微企业融资难，同时又能让金融机构做到风险可控，多方共赢。目前主流的供应链金融就是核心企业1+N模式，实质是优质企业的信用转移，因为信用本身就是有价值的，优质核心企业及链属企业再加上一个有公信力的平台和金融机构就能形成一个完整成熟的生态链。

国企全面预算管理下的定额预算管理体系思考

文/财务分析部

全面预算已被公认为现代化企业发展不可或缺的管理工具，在企业运营实践中得以普遍推广应用。随着经济进入新常态，供给侧结构性改革持续深化，以及信息化、数字化的时代特色愈发鲜明，企业全面预算管理逐渐出现数据更新不及时、模式创新不足等缺陷，无法充分贯彻全面预算管理理念的具体要求，使企业发展面临诸多新压力和挑战。为了贯彻全面预算管理的思想，企业应该主动作为，弥补企业组织结构设计、业务流程及信息化管理缺陷，有效降低组织成本，提高运营效率，实现价值增值等优势先进理论引入全面预算管理领域，探索构建基于价值链的企业定额预算管理体系，妥善解决现阶段全面预算存在的问题，使预算管理切实达到预期效果。

一、全面预算管理与定额预算管理的重要作用

全面预算管理的价值和作用主要体现在几个方面，一是帮助管理人员了解企业总体及各部门的经营状况，明确预算指标落实情况，实现资源的合理分配，也可以及时发现企业在运行环节存在的问题，了解预算差异和形成原因，采取切实有效的措施和方法对问题进行处理，为企业的稳健发展奠定良好基础；二是实现对有限资源的优化配置，确保资源能够向着最能给企业带来利润和价值的项目和环节倾斜；三是可以通过预算目标制定、预算目标分解、预算编制、预算分析以及资源配置等环节，实现企业与环境的有效沟通，在加强交流的过程中，对思想认识进行统一，从而促进企业经营决策的科学化。事实上，

全面预算管理并非财务工具，而是企业实现自身战略目标的一种组织手段，想要促进全面预算管理的深化，核心在于提升预算科学性。

二、企业构建基于价值链的预算定额管理体系的对策思考

(一)坚持以战略目标为导向，明确企业价值活动构成

企业要坚持在战略目标的指导下有序构建基于价值链的定额预算管理体系，而坚持战略目标导向的前提是明确企业战略目标。在外部环境不断变化及内部发展进入不同阶段的情况下，企业内部管理随之发生改变，传统的管理制度及战略目标有可能已经与新形势脱节，无法满足企业发展需求，因此企业在构建创新型预算管理体系之前，应该及时考察企业内部发展现状，准确把握企业发展实际，对内部控制及相关管理机制进行优化完善，保证企业基础管理与发展要求同步或一致。在此基础上整合明确新阶段的企业战略目标，为构建基于价值链的等额预算管理体系提供正确有效的指引，实现预算管理的预期目标。与此同时，企业应该梳理优化业务流程，明确企业价值活动的构成，从而判断主要增值活动以及增值活动与所有价值活动之间的关联性，为企业资源分配提供依据，有效补充预算数据的空缺，从而降低预算管理难度，保证预算管理体系有效发挥作用。

(二)完善预算编制的定额体系，促进预算与核算一体化

企业要通过预算编制进行定额管理妥善解

决传统预算编制中某些环节或项目难以量化的难题。企业应该客观审核现有的定额体制，发现并梳理现有定额体制与价值链预算管理向冲突的环节，结合企业实际及价值链管理要求对定额体制进行调整和完善，保证定额体制与价值链预算管理协调一致，从而降低构建基于价值链的定额预算管理体系的难度。价值链旨在优化企业核心业务流程，弥补企业组织结构设计、业务流程和信息化管理方面的缺陷，从整体上降低组织成本，提高业务管理水平和经营效率，实现企业价值增值。因此基于价值链的企业定额预算管理体系构建对于企业组织结构、业务流程之间的联系性及信息化水平有较高的要求，所以企业应该加快搭建和优化共享平台，鼓励预算部门主动参与业务活动，及时掌握企业经营活动中的财务信息，在基础数据充分的基础上，扩大核算范围，促进预算与核算一体化，打破传统预算、核算难以统一的局面，为优化内部管理奠定基础。

(三)精细化设计预算指标，建立基于价值链的多维预算管理体系

企业要精细化设计具备多维性的基于价值链的定额预算指标，可以将企业价值链分解成多个维度，通过纵向价值链分析，确定企业市场盈利点及有效经营方式；通过横向价值链分析，识别企业内部控制中可预见的风险点以及潜在性的风险点；通过多维度分析，认清企业的优劣势，并加以整改。要通过对企业战略目标的层层解析，按照指标对战略实现的依存度和时效性设计涵盖敏感度、数量、金额、结构、定额等项目的财务性指标及其他非财务指标；同时针对客户层面设计客户满意度、服务质量等具体指标；也要根据企业所属行业性质及内部运营实际情况，合理设

计关于业务流程及人力资源管理方面的具体预算指标。总之，基于价值链的定额预算管理体系的预算指标设计要充分考虑企业价值链上的每个环节，并且不能因为有些环节不创造价值而忽略了指标设计，细节决定成败是精细化管理的重要原则，所以在预算指标初步设计完成后，要对企业价值链所有环节逐一排查，及时查缺补漏，切实建立基于价值链的多维预算管理体系。

(四)使用计算机技术

当前企业面临着很多的数据和资料，编制施工企业定额应当采用现代化技术来决定。如今部分的软件企业正在研发对企业定额的编制以及定位、养护、运用和怎样完成动态良性循环的总体解决方案。企业能够和其连接使用功能计算机技术，让定额的编制变得更加合理化、科学化、程序化。

(五)企业定额编制中的抽样统计方式

通过从之前相似的工程完结结算资料以及电信设计图纸资料和成本费用核算资料中取得多个项目资料，进行仔细的分析和测量。使用这样的方式，应当构建一系列数学模型，然后对之前不一样的类型的样本工程项目成本费用减少的现象进行合理的分析和统计。接着获取相同类型的工程成本费用的平均值。因为典型的工程经验数据的权重持续增长，让其统计的资料变得更加完整。

三、国企的预算定额指标体系构建策略

经济新常态环境下，国有企业体制改革基本完成，面对越发激烈的市场竞争，国有企业应该高度重视预算管理工作，在推动全面预算管理的同时，构建预算定额标准体系，使得全面预算管理能够逐步实现精细化和规范化。在实施定额预

算管理的过程中，应该关注几个关键性问题：

(一)做好指标制定

在对定额指标进行制定的过程中，应该坚持几个基本原则，一是适用性，国企必须根据自身的管理模式及业务流程，构建适合自身管理需求的预算定额标准体系；二是可比性，需要对预算定额标准的内涵、政策和依据等进行合理界定，确保在同类型行业和相同企业之间，同样的定额标准必须具备可比性；三是扩充性，在制定预算定额指标时，需要坚持动态性和时效性，要求指标体系能够随着基础管理水平的上升而持续优化完善，例如，如果企业的营销手段、营销模式等出现变化，定额指标同样需要及时作出调整。

(二)强调全员参与

预算定额标准体系的建设要求国企全体员工的共同参与，也只有全员参与，彼此配合，才能保证预算定额标准体系的质量和普适性，各部门也才会主动配合，自觉执行。反之，如果企业领导无视下属意见，随意设置定额指标，不仅会导致指标合理性和可行性欠缺，还容易触发员工的抵触心理，影响指标体系的顺利实施。因此，在制定预算定额标准体系的过程中，有关领导应该广开言路，引导全体员工共同参与，确保体系能够得到绝大多数员工的认同，提升其适用性。

(三)注重细化分类

对于国有企业而言，在开展定额预算管理的过程中，应该确保预算定额标准具备良好的可比

性，能够在行业内，与其他企业进行纵向和横向对比，这样才能确保其作用的充分发挥。基于此，在制定预算定额标准体系时，国有企业应该严格遵循相应的政策和规章制度，确保口径统一，标准可靠，对预算定额标准进行分析，从企业自身的管理特点出发及制约因素出发，实现对于预算定额标准体系的“量身定制”，在满足统一要求的同时，保证体系的个性化。

(四)做到“三个坚持”

国有企业想要制定完善有效的预算定额标准体系，一是必须坚持全面预算、会计核算和财务决算，将三者紧密结合在一起，做好业务衔接工作，促进财务管理信息化水平的提高；二是必须坚持预算定额标准细化，依照相关规范进行命名，推动预算管理的精细化、规范化和科学化；三是必须坚持对于预算定额标准的严格执行，做好历年预算项目数据的收集和整理工作，通过不断分析对比，提升标准化程度。

三、结语

总而言之，新常态环境下，国有企业面临着越发激烈的市场竞争，做好全面预算管理，能够促进企业竞争力的提高，而构建预算定额标准体系，推动定额预算管理，可以更进一步对全面预算管理的基础进行稳固，充分发挥全面预算管理的“抓手”作用，促进企业财务管理目标的顺利实现。

说明：

本期内容《去杠杆与稳增长》、《政府类平台融资模式及案例解析》根据2018年12月13日王去非、宋俊杰现场讲课内容整理，有删改，部分小标题为编者所加，未经本人审阅；

本期内容《私募基金政策法规解读与操作要点》根据2018年11月刘乃进在“首期国资国企基金运作专题研修班”上的讲课内容整理，经上海国有资本运营研究院授权发布，原文有删改，未经本人审阅。