

齐鲁股权每日金融

2016年11月23日

◆ 导航

- 【政策导向】
- ◆ 国资委：做好中央科技型企业股权和分红激励工作
 - ◆ 樊纲：债转股应由市场决定资源配置
 - ◆ 证监会副主席姜洋出席武汉金融博览会与创业投资大会并作重要发言
 - ◆ 地方债风险管控趋紧 PPP 模式将成为香饽饽

- 【业务参考】
- ◆ 新一轮债转股取得积极进展 市场化原则彰显
 - ◆ 新三板挂牌后申报 IPO 的十大关注要点
 - ◆ 合规平台应如何在后监管时代保持稳步增长？
 - ◆ 新三板每日风云榜：新三板将以改善流动性为中心，探索新型交易制度

- 【场外交易市场】
- ◆ 潍坊直接融资规模快速增长
 - ◆ 烟台：金融改革创新成效显著 多层次资本市场健康发展
 - ◆ 沂水县三举措积极稳妥降低企业杠杆

◆ 【政策导向】

◆ 【国资委：做好中央科技型企业股权和分红激励工作】

为进一步贯彻落实《中华人民共和国促进科技成果转化法》、《关于深化国有企业改革的指导意见》、《关于深化人才发展体制机制改革的意见》和国家以增加知识价值为导向分配等政策精神，加快实施国家创新驱动发展战略，健全完善有利于中央企业自主创新和科技成果转化的中长期激励机制，根据《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》（财资〔2016〕4号，以下简称《暂行办法》），现就做好中央企业及所属国有科技型企业（以下简称中央科技型企业）股权和分红激励工作的有关事项通知如下：

一、充分认识实施股权和分红激励的重要性

中央企业是国家科技创新的主力军，是国家创新体系建设的重要力量。近年来，国资委相继开展了国有控股上市公司股权激励和中关村注册企业分红激励试点等工作，积极探索符合中央企业科技创新和改革发展需要的中长期激励方式，取得了一定成效。但总体看，中央企业创新激励机制建设尚不完善，激励力度和效果还不能与加快实施创新驱动发展战略，建设一流创新型企业的要求相匹配。

《暂行办法》将中关村股权和分红激励试点政策在更大范围推广，是贯彻落实国家创新驱动发展战略，深化企业内部收入分配制度改革，建立激发人才活力中长期激励机制的重要举措，有利于完善技术、管理等要素按贡献参与分配的办法，有利于加快动力机制转换，有利于推动供给侧结构性改革和提质增效。中央企业要充分认识实施股权和分红激励的重要性，把握政策机遇，推进工作落实。

二、科学制定股权和分红激励实施方案

中央企业要准确把握股权和分红激励政策内涵，坚持“依法依规、公正透明，因企制宜、多措并举，利益共享、风险共担，落实责任、强化监督”的原则，科学制定激励方案。

（一）明确激励政策导向。

中央企业要以推动形成自主创新和科技成果转化的激励机制为主要目标，根据所属企业科技人才资本和技术要素贡献占比及投入产出效率等情况，合理确定实施企业范围和激励对象，建立导向清晰、层次分明、重点突出的中长期激励体系。优先支持符合《“十三五”国家科技创新规划》战略布局和中央企业“十三五”科技创新重点研发方向，创新能力较强、成果技术水平较高、市场前景较好的企业或项目实施股权和分红激励。企业应当综合考虑职工岗位价值、实际贡献、承担风险和服务年限等因素，重点激励在自主创新和科技成果转化中发挥主要作用的关键核心技术、管理人员。

（二）科学选择激励方式。

中央企业应当按照深化收入分配制度改革的总体要求，从所属企业规模、功能定位、所处行业及发展阶段等实际出发，结合配套制度完善情况，合理选择激励方式，优化薪酬资源配置。鼓励符合条件的企业优先开展岗位分红激励。科技成果转化和项目收支明确的企业可选择项目分红激励。稳妥实施股权激励，企业应当在积累试点经验的基础上逐步推进。在股权和分红激励起步阶段，同一企业

原则上应当以一种方式为主。同一激励对象就同一职务科技成果或产业化项目，只能采取一种激励方式、给予一次激励。

(三) 合理确定激励水平。

中央企业应当从经营发展战略以及自身经济效益状况出发，分类分步推进股权和分红激励工作。要坚持效益导向和增量激励原则，根据企业人工成本承受能力和经营业绩状况，合理确定总体激励水平。要坚持生产要素按贡献参与分配原则，从企业人才激励现状和用工市场化程度出发，建立健全以成果贡献为评价标准的科技创新人才薪酬制度，在科学评价科研团队、个人业绩的基础上，适度拉开激励对象收入分配差距。

岗位分红激励总额的确定应当统筹好与当期工资总额管理的关系，避免因实施分红激励出现工资效益不匹配。项目分红激励原则上应当采取与重要技术人员约定的方式进行，明确激励水平、兑现方式和违约责任等，激励总额根据项目规模、市场化程度合理确定。股权激励总额的确定应当从企业规模、发展阶段等实际出发，个人激励水平应当合理适度，确保激励的可持续性和公平性。

(四) 严格规范制度执行。

中央企业开展股权和分红激励应当严格执行《暂行办法》有关规定，不得随意降低资格条件。实施股权激励的，应当建立相应的考核兑现办法，加强对授予、行权等事项的管理。实施岗位分红激励的，应当明确年度业绩考核指标，除企业处于初创阶段等特殊情况下，原则上各年度净利润增长率应当高于企业实施岗位分红激励近3年平均增长水平。实施项目分红激励的，应当建立健全项目成本核算、科技成果评估及收益分红等财务管理体系，并严格按照与激励对象约定情况，实施激励。

三、全面加强股权和分红激励的组织管理

(一) 建立分级管理工作机制。

国资委作为监督管理部门，负责推动中央企业做好股权和分红激励政策贯彻落实工作，除承担中央企业集团公司激励方案审批外，主要侧重政策指导以及对执行情况的监督检查。

中央企业是实施股权和分红激励政策的责任主体，负责本企业股权和分红激励制度建设、组织实施及规范管理等工作，审批所属科技型企业激励方案，并且对其合规性负责。

(二)规范决策程序和工作流程。

中央企业应当按照国家有关规定和本通知要求，拟订本企业实施股权和分红激励的总体工作方案和推进计划，并且在实施前向国资委报告。

中央企业集团公司以及所属科技型企业股权和分红激励方案的拟订均应当严格履行内部决策程序，并通过职工大会、职代会或者其他形式充分听取职工意见和建议。企业拟订的激励方案应当按照出资关系，分别报送国资委或中央企业集团公司批准。未经批准，企业不得擅自实施激励方案。

建立中央科技型企业股权和分红激励实施情况定期报告制度，中央企业应当将年度股权和分红激励实施情况总结报告于次年2月底前报送国资委。

(三)强化监督检查。

中央企业应当将股权和分红激励计划纳入预算管理，在年度财务决算后兑现，其中分红激励总额纳入工资总额预算单列管理。国资委将中央科技型企业股权和分红激励工作纳入收入分配监督检查事项范围，采取抽查和专项检查等方式，对企业实施情况进行监督评估。对违反法律法规及政策规定、损害国有资产权益的企业，国资委将责令其调整或终止方案，并且追究相关企业和人员责任。

◆【樊纲：债转股应由市场决定资源配置】

（人民日报）要让企业在市场上进行自由谈判，充分发挥市场在债转股资源配置中的决定作用

债转股是去杠杆的重要途径之一。将企业的债务放到银行的平衡表上，一方面能盘活企业的一些资产；另一方面因为债务变成了资产，可以降低杠杆率，可以作为一种过渡性办法在解决金融风险和经济停滞的问题上，起到一定的作用。

现在的问题是怎么债转股。如果债转股的资金和职工安置经费是按照级别和区域层层分配，就变成了政府配置资源。

党的十八届三中全会明确指出，要使市场在资源配置中起决定作用。也就是说债转股中的资源配置不应由政府决定，而是由当事人即债务人和债权人决定，由产能过剩的企业和产能不过剩的企业，在市场上进行讨价还价，达成交易。比

如有些产能属于被淘汰的，就得由当事企业决定去掉；有些产能还有用，就得由当事企业自行重组。

可以借鉴美国历史上去产能的经验。当年，企业巨头卡内基和金融巨头摩根联手起来兼并、收购各种企业。已经完全破产的企业，按照法律清偿债务；还有希望的企业，将其债务先转到金融机构，金融机构先持有股权，以后再卖出，形成一个巨大的股份公司。这样不仅消化了过剩产能，而且实现产业重组，形成一批巨头股份公司，一举超越欧洲很多巨头企业。

中国的债转股也可以由经营较好、规模较大的企业牵头，根据未来的盈利预期选择兼并哪些产能和哪些企业，被兼并的企业可成为新公司的股东之一。而且，要有选择地将企业的部分债务纳入债转股的范畴，不能行政分配，更不能将所有的债务都纳入债转股。债转股后，金融机构在一定时间内持有这些股份，以后伺机出售，进一步实现产权多样化。历史上，我国成立了四大资产管理公司，处理过债转股，有一定的经验。

国企在一些行业是龙头企业，同时，我们现在也有许多民营企业是产业龙头，它们都可以在去杠杆过程中与银行合作，起到牵头的的作用。当然，政府在许多场合也是当事人，也可以起一定的作用，但不能由政府进行资源分配，也不能再搞“拉郎配”，而要让企业当事人在市场上进行选择与谈判，充分发挥市场在债转股资源配置中的决定作用。

◆【证监会副主席姜洋出席武汉金融博览会与创业投资大会并作重要发言】

（证监会网站）证监会副主席姜洋在金融博览会与创业投资大会上表示，下一步，证监会将强化依法从严全面监管理念，进一步完善适应创新创业企业多元化需求的投融资机制，加强对IPO、再融资、并购重组等的监管，从源头上把好市场准入关；进一步规范发展新三板，完善挂牌融资、交易和退出机制；规范发展区域性股权市场；推动私募市场发展壮大，推动出台《私募投资基金管理暂行条例》；进一步完善上市公司股权激励、员工持股计划和股东分红等制度规则。

全文如下：

各位来宾，女士们、先生们：

上午好！

很高兴参加这次金融博览会与创业投资大会，我代表中国证监会对大会的成功召开表示热烈祝贺。这次大会的主题是关于科技与金融关系的内容。下面，我就资本市场贯彻落实国家创新驱动发展战略、服务大众创业万众创新谈点认识。

科学技术是第一生产力。回顾过去 200 多年的全球经济发展历史，人类创造的财富总和超过以往时代的总和，其中最重要的原因就是通过创新实现技术突破以及创新成果的产业化经营，推进社会财富呈几何级数增加。在此过程中，我们不难发现，无论是蒸汽机的发明和铁路的推广运用，还是电气技术的崛起和原子能、航天技术、生物工程、互联网等的快速发展，每一项科技成果的大规模运用，都离不开金融资本的先导和催化。目前，我国正在经历新旧动能转换促进经济转型升级的阶段。在这个过程中，资本市场在支持创新驱动发展战略，促进创新发展中肩负重任。

作为现代经济体系中最核心、最活跃的因素，资本市场与科技创新紧密关联，对创新创业经济活动发挥着至关重要的作用。首先，资本市场与创业投资相互联动的市场化机制，能够促进各类社会资本快速形成、集聚以及加速循环，疏通创新创业活动的“血脉”。其次，健全的资本市场是分散风险、共享利益的主渠道，适应了科技创新周期长、投入大、不确定性高等特点，激励更多富有创新精神的人才，敢于冒险、善于创新、勇于创业。第三，企业通过资本市场实施股权激励、完善治理结构，便利了人力资本市场价值的有效转化，有利于吸引和稳定优秀管理和技术人才，促进资本所有者和劳动者形成利益共同体，为缩短技术与产业、创新与财富之间的距离创造有利条件。实践表明，以科技产业、风险投资和资本市场共同形成的一套发现和筛选机制，不断推动新技术发明、新产业成长和新商业模式诞生，对于提高国家自主创新能力、培育经济增长新动力有着重要作用。

以习近平同志为核心的党中央始终高度重视科技创新对经济结构调整、产业转型升级和提升国家竞争力的关键引领作用，始终高度重视发挥资本市场服务创新创业的作用，出台了一系列政策举措。近年来，证监会认真贯彻落实各项部署要求，大力推进多层次资本市场体系建设，积极完善投融资体制机制，不断拓展资本市场的服务覆盖面，全面做好资本市场与创新创业的对接。

一是不断发展壮大主板、中小板市场，为新兴产业拓宽融资渠道。以上交所主板为例，2015年以来，共有150多家公司完成IPO，募资1800多亿元，其中属于创新创业等新兴产业企业约50家，募资约390亿元。

二是持续强化创业板服务创新创业的使命，大力支持科技含量高、创新能力强的企业成长壮大。目前，创业板500多家公司中，高新技术企业占九成以上，战略性新兴产业企业占七成以上，公司平均研发强度超过5%，远高于市场平均水平。七年来创业板累计为企业融资6000多亿元，有效发挥了对创新创业活动的输血作用。

三是深化改革新三板，也就是全国中小企业股份转让系统，更好服务创新创业活动。新三板设立以来，始终坚持以包容性理念设计准入机制，对申请企业在所有制、地域和盈利等方面不做限制性要求，支持鼓励创新型、创业型和成长型中小微企业在新三板挂牌，通过发行普通股、优先股、债券等实现直接融资。目前，9000多家挂牌企业中，高新技术企业占比超过六成，先进制造业、现代服务业合计占比超过七成。同时带动了社会资本对创业企业支持的前移，有私募股权基金参股的挂牌公司占比约60%。

四是规范区域性股权市场健康发展，目前基本形成“一省一市场”的格局，对于促进中小微企业股权交易和融资、鼓励科技创新和激活民间资本具有积极作用。截至今年9月底，全国已设立40家区域性股权交易场所，挂牌企业1.35万家，展示企业5.4万家，累计为企业实现各类融资6450亿元。

五是大力培育私募市场，为创新创业引入大量活水。截至今年10月底，登记的私募基金管理人共1.73万家，备案基金合计4.23万只，认缴规模9.13万亿元，实缴规模7.26万亿元。

六是加快公司债券品种创新，进一步拓宽创新型中小企业的融资渠道。今年以来，共5家企业成功发行创新创业债、募资1.15亿元；完成首单交易所绿色债发行、募资3亿元。

这些改革创新举措，为科技创新和科技成果的产业化提供了有效支持，对于推动大众创业、万众创新发挥着重要作用。但是，应该看到，由于我们的市场起步晚、发展时间短，市场服务能力与我国1500余万家中小微企业、30余万家科技型中小企业的总体规模不匹配。同时，风险投资体系尚不健全，天使投资、创业

投资有待进一步发展，加之社会法制诚信、契约文化也有待优化，资本市场服务创新创业活动的能力和水平还需进一步提高。

当前，世界各国普遍存在“科技高原”瓶颈现象，原有的科学技术基础无法担当拉动世界经济持续增长的引擎，在互联网、大数据、云计算的支持下，全球新一轮科技革命和产业革命正孕育兴起，变革突破的能量不断蓄积。今天的创新活动已不再局限于某一领域的简单技术突破，日益呈现出广泛性、复杂性以及动态性等特点，创新活动比以往任何时候都更加需要大规模金融资本的支持。与此同时，我国经济正处于新常态，新常态需要新动力、孕育新动力，需要依托互联网、大数据、云计算等技术，抓紧培育颠覆性创新，推进现代科技创新，抢占全球竞争力的战略制高点。实现这一重要任务，就迫切需要我们进一步丰富和完善资本市场的功能和体系，努力建设一个与创新创业紧密结合、自觉担当创新驱动战略发展的多层次资本市场。

下一步，证监会将在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，将继续坚决贯彻党中央、国务院的战略决策部署，牢固树立五大发展理念，紧扣创新驱动发展和大众创业万众创新这一时代主题，强化依法从严全面监管理念，坚持市场化法治化国际化方向，进一步完善适应创新创业企业多元化需求的投融资机制，推动产品创新、业务创新和服务创新，助力更多创新创业企业通过多层次资本市场发展壮大。一是夯实资本市场基础制度，提高服务创新创业的效率。加强对IPO、再融资、并购重组等的监管，从源头上把好市场准入关，杜绝脱实向虚，引导更多资金流向创新创业领域。二是加快多层次股权市场建设，提升服务科技创新企业的覆盖面。在发展壮大交易所市场的基础上，进一步规范发展新三板，完善挂牌融资、交易和退出机制；规范发展区域性股权市场，并将其纳入多层次资本市场体系，提升服务中小微企业的能力和水平。三是推动私募市场发展壮大，增加创业资本的有效供给。推动出台《私募投资基金管理暂行条例》，引导私募基金行业健康发展；完善风险投资和资本市场的联动机制，鼓励其加大对科技型中小企业的投入。推动扩大股权投资资金和创业投资基金来源，吸引更多民间资金流向创新创业经济领域。四是完善资本市场支持创新创业的体制机制。进一步完善上市公司股权激励、员工持股计划和股东分红等制度规则，鼓励上市公司充分调动

人才创新的积极性，不断优化公司治理，提升内部管理效率，为企业创新活力迸发创造有利条件。

湖北地处我国中部，在长江经济带建设以及全国发展格局中具有重要的战略地位，承担着实现中部崛起战略支点、转变经济发展方式走在前列的重要时代使命。近年来，湖北省委、省政府高度重视创新创业，始终把创新创业摆在事关湖北省发展全局的核心位置，厚植创新创业的土壤，促进创新创业与经济社会发展更加紧密结合，取得了一系列显著成绩。在湖北省委、省政府的大力支持下，湖北资本市场也获得了长足发展。证监会将一如既往地支持湖北省利用好资本市场，促进实体经济发展，也希望湖北省继续支持市场监管工作，共同促进资本市场健康发展。

◆【地方债风险管控趋紧 PPP 模式将成为香饽饽】

央广网北京 11 月 22 日消息 据经济之声《央广财经评论》报道，财政部日前就地方债发文，数据显示，截至到 2015 年末，我国地方政府债务 16 万亿元，如果以债务率衡量地方政府债务水平，2015 年地方政府债务率为 89.2%，低于国际通行的警戒标准。同时地方政府不承担地方国企债务偿还责任。

在回顾问题时，财政部说当前地方政府债务领域也存在一些新的问题，主要是局部地区偿债能力有所弱化、个别地区风险超过了警戒线、违法违规融资担保现象时有发生、一些政府和社会资本合作项目存在不规范现象等。

财政部的表态和提供的数据表明，第一，谁发债谁偿还，不存在谁来兜底的可能，想都不要想。第二，我国地方债的债务率远低于国际通行水平，风险是可控的。第三，整体中小部分有风险苗头，需要扼杀在初始阶段。

可以预见的是，无论地方政府还是地方城投公司或者地方国企未来再发债，将会更加谨慎、更加务实。尤其是地方国企的债务都将走市场化的手段加以解决，“谁哭的声音大就会有奶吃”的局面一去不复返。同时这也预示着，为了解决重大基础设施建设等大型项目的资金问题，地方政府将会谨慎发债而更多采用 PPP 模式，也就是政府和社会资本合作的模式，这也就倒逼地方政府拿出真正真正的好项目投放到市场中来。

从目前的进度看，PPP 项目发展还不是太快，也有民企感叹，现在对 PPP 感兴趣的资金很多，但好的项目不多。在政策越来越紧、发债越趋谨慎的前提下，依

靠基建投资拉动经济增长的惯性将会倒逼地方政府拿出更多可以产生“真金白银”的好项目，PPP 模式未来也将会发生本来就具有的经济效应并担起社会责任。

地方债风险管控趋紧，PPP 模式将成为“香饽饽”。关于此话题，财政部内部控制委员会委员、瑞华会计师事务所管理合伙人张连起做出了点评。

张连起：地方债存在的问题，一是行政干预较多，难以实现市场化定价。由于地方债的信用、等级和流动性一般要低于国债，因此市场普遍认为地方债利率应该比国债高一些，但目前地方债利率普遍与国债利率接近或持平，主要原因是发债的地方政府往往以财政存款、投资项目等作为交换条件，影响债券投标银行的报价，甚至直接指定投资者在每一个价位的投标量，以达到降低利率发行希望的目的。地方政府债券利率并非真正由市场供求关系决定造成了利率扭曲。

二是信息披露不够全面、及时，信用评级制度不健全。财政部对信息披露和信用评级都有详细的规定，但一些地方政府远没有达到要求，地方债券风险难以与各省的财政实力、债务状况直接挂钩，已发行的地方政府债评级均为 3A 级，没有差异，信用评级的调整滞后于市场现实，投资者无法通过信息披露和信用评级做出投资决策，也是今年以来地方置换债券发行进展不畅的主要原因。

三是投资主体单一，市场前景堪忧。由于地方债不是真正的市场化定价，利率偏低对于投资者的吸引力明显不足。目前，地方债投资以当地的商业银行为主，一般与当地政府有较大的利益关系，其他投资者如社保基金、住房公积金、企业年金、职业年金、保险公司和个人投资者等普遍处于观望状态，投资意愿不强。

四是重复设置审批事项，加剧市场分割。我国证券发行制度改革的总体方向是从行政审批制转向注册制，银行间债券市场发行已经实现了注册制，但是地方债发行仍然实行审批制。现有的银行间债券市场和交易所债券市场对债券的发行、信息披露、评级、交易等都有一套很成熟的管理办法，银行间市场交易商、协会已经发挥了“自律、组织”的作用。但有关部门针对地方债又制定了一套发行、信用评级管理办法，此规定与现行的债券市场管理办法存在一些冲突，造成新的市场分割，影响了地方债市场的发育。

从世界上一些主要经济体，如美国，在建设供水、供电、排污道路、港口等具有一定收益的基础项目时，为了吸引社会资本参与，广泛采用 PPP，也就是公私合营的模式，这就意味着从政府依赖模式向 PPP 的转变。我国推进 PPP 项目也需

要在项目公开透明、合同履行、组织管理模式、定价机制及合理分担风险等方面，出台更有针对性的措施，建议政府各相关部门协调合作，进一步优化服务、转变职能，从公共产品服务的提供者转变为参与者和质量监督者，为此提出如下政策建议。

一是扩大 PPP 模式运用领域。今年 5 月，国务院办公厅发布的《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》，在能源、交通运输、水力、环境保护等 16 个公共领域引入 PPP 模式，建议扩大 PPP 模式的运用领域，将营利性项目与政府公共投资项目都涵盖在内，通过不同的制度设计予以实施，营利性项目通过自身现金流满足投资汇报，非营利性项目通过政府提供的专项资金补贴、税收返还等覆盖成本。

二是改革基础设施项目实施的组织模式。我国很多地方的基础设施、项目建设仍由地方政府派出工程建设指挥部，由政府官员统筹协调，其中存在三个主要问题。首先，指挥部不是正规注册的法人实体，缺乏明确的经济责任制，拥有投资建设管理权，却不承担决策风险。其次，指挥部代表政府，过于强调行政管理与指挥职能，欠缺各投资主体间的平等协调、监督职能。最后，指挥部是一个临时机构，随着项目建设结束而解散，工程质量无法追溯，管理成本无账可查，并造成项目建设期与运营期的脱节。工程建设指挥部的管理模式是造成很多项目预算超概算、决算超预算、管理水平不高、财政压力大的主要原因之一。建议今后在 PPP 项目中，不再设立各类工程建设指挥部，而是正式注册成立一个非营利性的 SPV，在 PPP 项目融资、建设、运营的全周期内，通过协调监督机制保障各投资主体、政府各相关部门协调合作，把项目建设预算控制在合理的范围内。政府要进一步转换职能，从公共产品服务的提供者转变为参与者和质量监督者。

三是推动 PPP 项目公开透明。我国采用 PPP 模式，吸收社会资本时，尚未严格按照公开招标的竞争方式，导致目前社会投资多为国有企业，民间资本难以介入。建议强化基于互联网的政府公开招标，确保竞争机制发挥作用，通过选择合适的人做合适的事，保证政府、社会资本大众利益的最大化。

四是加强 PPP 模式合同履行管理。在我国 PPP 项目中，政府往往利用管理优势，善用行政权利进行干预与修改，往往容易使社会资本利益受挫，这也是民间资本观望、疑虑的原因。建议由政府职能部门和司法部门共同组成联合监督机构，

加强对 PPP 合同签订、执行、监督管理与违约责任的司法追究，确保政府与社会资本处于契约同等地位，行为受法律严格约束。如需要修改合约内容，必须经过协商、仲裁、诉讼等方式，达成一致意见后方可进行。这样才能减少社会资本的后顾之忧。

五是提高选择 PPP 项目的专业水平。PPP 项目的形式灵活多样，而且有一定的门槛，美国遵循物有所值原则，在选择项目时要依赖一批高度市场化的专业机构进行评估、分析。建议我国在推进 PPP 模式时重点选择收益稳定、投资规模较大、合同期限较长、技术较为成熟的项目作为试点，防止一哄而上，充分发挥规划财务技术等市场化机构的作用，全面评估、慎重选择。PPP 是政府资本和社会资本的一场“婚姻”，而不是“恋爱”，因此，在全面推进 PPP 项目中，政府要做好能做的事，让民间资本、社会资本发挥更大的作用。

◆ 【业务参考】

◆ 【新一轮债转股取得积极进展 市场化原则彰显】

（经济日报）债转股对化解债务风险、促进产能重组优化、提升优质企业持续健康发展能力、对冲经济下行压力意义重大。但需要明确的是，此轮债转股市场化属性应该得到充分彰显，操作过程中必须做到市场化、法治化，积极引导社会资本参与，避免出现逃废债和“甩包袱”——

自 10 月初国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股的指导意见》（以下简称《指导意见》）以来，债转股的一举一动均受到市场高度关注。一个多月来，新一轮债转股正在积极推进中：中国建设银行已有多单协议落地、中国长城资产管理公司正协商设立实施机构……

彰显市场化原则

有别于上世纪 90 年代末开展的政策性债转股，《指导意见》明确了债转股坚持市场化、法治化等原则。国家发展改革委副主任连维良就此表示，债转股企业转股债权、转股价格、实施机构不由政府确定，而是由市场主体自主协商确定。从已推进的债转股项目看，市场化、法治化原则得到彰显。

近来，中国建设银行披露已签订云南锡业、武钢集团、海翼集团、广晟公司等单债转股协议。建行债转股工作相关负责人强调：“建行在债转股项目中，经过自主协商、详尽调查和商务谈判，就转股对象、转股债权、转股价格和条件、股东权利、市场化退出等事宜分别与企业达成一致。”

与此同时，中国长城资产管理公司近日也发布信息表示，公司正积极稳妥推进市场化债转股，目前已与两家商业银行协商设立实施机构。“要避免企业在债转股时逃废债，就必须始终坚持市场化的债转股，避免过度行政干预。”长城资产管理公司副总裁周礼耀说，“市场化原则，要体现出参与主体、定价和事后管理的全过程的市场化”。

市场化定价是市场化债转股的重要一环。申万宏源银行业分析师毛可君分析称，从实践上讲，市场化的债转股中，转股价格确定主要是靠多方协商谈判确定，针对不同贷款、不同企业，给出有区别的折价率。随着实施机构越来越多元化地参与债转股市场，引入更多投资者，将有利于参与主体之间公平竞争，市场更加公开透明，转股价格更加合理。

锁定前景较好企业

与上一轮政策性债转股不同，本轮市场化债转股针对有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业，严禁“僵尸企业”、失信企业和助长过剩产能扩张的企业实施债转股。

天风证券固收首席分析师孙彬彬分析表示，从近期进行债转股企业来看，大多处在钢铁、有色等强周期行业，但这些企业要么经营状况好转或盈利潜力不小，要么拥有优质资产。

毛可君表示，上一轮债转股，属于政策性债转股，其核心逻辑是破解体制性因素，引入外部股东改善公司治理。而本轮债转股属于市场化债转股，主要目的是在经济下行周期中，保护暂时处于低谷但仍具备优质潜力的企业。

中国建设银行与云南锡业签署总额近 50 亿元的债转股投资协议，是全国首单地方国企市场化债转股项目。专家表示，云锡集团在世界锡行业居于龙头地位，亏损主要原因是行业周期性影响，如果通过债转股以时间换空间，帮助其度过周期，这种资源类的企业有很大希望赢得较大发展空间。

对于企业而言，债转股重要作用在于缓解当期资金压力。“对于周期性企业，高杠杆率会导致当期现金流紧张，财务费用较高，当债务压力影响企业正常经营时，其债转股的意愿较强。”孙彬彬说。

国务院今年出台的钢铁行业化解过剩产能相关规定，要求5年再压粗钢产能1亿吨至1.5亿吨，有利于钢铁行业整体产业结构优化和市场稳定。记者了解到，武钢今年以来全力拓市场、调结构、降成本、提质量，提高钢铁产品市场竞争力，增强钢铁主业盈利能力。此外，6月27日，武钢集团与宝钢集团战略重组正式公告，重组之后新联合体将成为中国第一、世界第二钢铁企业。

建行债转股工作相关负责人表示，建行分阶段设立两只总规模240亿元的转型发展基金，以权益投资等多种方式支持武钢增强资本实力，资产负债率降低10个百分点，并大幅节约财务成本，有助于武钢尽快走出困境、扭亏为盈。

在转股目标上，周礼耀也表示，将选择符合国家政策导向和产业发展方向、发展前景和信用状况良好、具有可行的改革计划和脱困安排的企业实施债转股，积极参与债权转让，合理确定转股价格和条件。

引导社会资本参与

《指导意见》明确，银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现；鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制。连维良此前也表示，债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集，鼓励实施机构依法依规面向社会投资者募集资金。

从已落地的债转股项目看，银行通过实施机构开展市场化债转股的过程中，十分注重向社会资本开放，吸引社会资本参与。

据介绍，在由中国建设银行或其关联方与广州交投集团推进的债转股项目中，建行将整合自有优质资源，利用广泛接触的社会资本和投资者渠道，通过市场化运作资金100亿元投资广州交投集团下属企业权益，实现本次市场化债转股。

有关专家表示，社会资本积极参与债转股，既获得了参与优质企业投资，获取长期稳定回报的机会，也支持了多层次资本市场的发展。

《指导意见》提出，鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股。

长城资产管理公司正是积极参与其中的资产管理公司之一。据介绍，该公司将适应投资主体多元化的要求，加强与社会投资机构合作，通过基金形式推动债转股工作，吸引社会资金参与到长城资产已设立的“不良资产收购处置基金”和“并购重组基金”中来。

“运作债转股，不是单纯地通过债权转股权方式降低企业负债率，而是在优化企业资产和负债结构基础上，不断向企业注入新产业、新项目，通过提供一揽子综合金融服务，增强企业的可持续发展能力。”周礼耀表示。

◆【新三板挂牌后申报 IPO 的十大关注要点】

（股权投资论坛）1、审核标准存在差异是否符合 IPO 条件

虽然新三板公司也会进行一系列的规范，但是新三板与 IPO 两个板块的规则、审核尺度存在不少差异，核查细致程度尤其是早期挂牌公司有所不同，团队及投入力量也有所不同，总体来讲 IPO 的要求更加严格。除发行条件外，下列审核要点新三板与 IPO 之间在审核方面存在明显的差异：同业竞争、关联交易、资金往来、对赌协议、出资瑕疵、集体资产量化确权、社保缴纳、财务核查等。

因此在申报 IPO 过程中，由于各类原因可能导致新三板公司的规范程度达不到 IPO 要求、前后信息披露不一致或信息披露存在遗漏等等，因此项目组需要关注两者之间的衔接，是否达到 IPO 的审核要求，前后是否存在重大或实质差异，尤其是要关注是否影响当时新三板的挂牌条件、是否违规、甚至是否影响 IPO 条件，并提前做好合理解释等方面的工作。

2、财务指标的对比性问题

新三板挂牌尽管也会进行财务规范，但是规范的深度和广度明显存在差异，并且由于各种原因新三板企业可能会存在一定的财务调整的情形（比如粗略计算财务指标、隐藏利润虚增成本、存货盘点流于形式等）。如果这样，那么后续 IPO 的审计报告可能会与新三板的审计报告在衔接上存在一定的问题。

3、核查和信息披露的口径问题

新三板挂牌企业要进行一系列的整改和规范措施，但是这样的处理有可能与 IPO 的标准有着一定的差异，这就导致后续 IPO 披露的口径和内容与以前的内容存在差异。最典型的比如：财务数据调整问题（前面提到）、历史沿革披露问题、业务模式描述问题等。

4、关注要点三：信息披露的疏漏或不一致的情形

在新三板挂牌过程中，有可能会因为企业规范意识不强导致某些信息不能及时披露，那么就有可能在 IPO 的时候重新发现，那么这就导致可能存在信息披露疏漏的问题。

5、关注要点四：解决问题不合理或者不彻底

在新三板挂牌过程中，由于各种原因可能会存在某些问题解决的不合理的情形，比如股转转让的价格问题、资产收购的价格以及程序问题、对赌协议的问题等。

6、关注要点五：做市商以及国有股转持问题

在新三板的做市商中，绝大部分是国有企业，那么如果企业 IPO 会存在国有股转持的问题，这时候做市商的第一选择甚至唯一选择就是转让股权退出企业，而可能因为各种因素耽误不少的时间。

7、关注要点六：企业以及股东承诺问题

在新三板挂牌的时候，在某些问题的解决上可能由企业或者实际控制人出具了承诺并且存在期限，如果到期承诺没有履行那么也是一个不小的问题。最典型的比如在某些企业中存在解决同业竞争问题的承诺：对于新三板挂牌时出具同业竞争等承诺或解决措施、尤其是存在时限要求的，要关注是否已落实或解决，做到在诚信方面不减分。

8、关注要点七：股东超过 200 人问题

在新三板的过程中，股东超过两百人在非公部审核之后可以挂牌，那么在 IPO 的过程中还是需要省级人民政府根据指引 4 号逐一进行确认并兜底承担责任。挂牌公司股东超过 200 人，目前只要挂牌公司及时发布股东超 200 人的提示性公告即可，无需履行其他程序。

9、关注要点八：股份交易的合规性问题

对于采用协议转让的，挂牌后至协议转让期间的股权转让，亦需比照 IPO 要求对股权转让相关情况进行核查。在新三板挂牌过程中，可能会存在频繁或者零星的股份交易，而有些交易可能存在价格不合理、交易方不符合适当性规定等情形，这也是需要关注的问题。

10、关注要点九：新三板挂牌正在进行的事项可能耽误时间

有的企业正在进行定向增发或者并购重组，而增发或者重组的事情需要一个比较长的时间，那么必须在这些事情都完成之后才能确定 IPO 的基准日。

◆【合规平台应如何在后监管时代保持稳步增长？】

当前，受密集监管及限额等规定影响，网络借贷行业已迎来‘行业大洗礼’。随着监管的升级加码，部分网贷平台业务受到一定冲击，明年上半年或将有更多 P2P 平台退出市场。行业加速分化的过程中，合规平台并未受到影响。那么，合规平台应如何在后监管时代保持稳步增长？

通金所负责人杨勇龙认为，随着专项整治工作进入清理整顿的关键期，P2P 平台想要存续并且稳步前行，能够通过市场的检验，一定要在以下五方面表现卓越：

1 合法合规经营

国务院统一组织的互联网金融风险专项整治，特别突出了问题导向、分类整治、综合施策等原则，其目的是要通过打击非法、保护合法、加快清理害群之马，有效的规范经营行为，还互联网金融一个健康有序的发展环境。监管政策的逐步明晰，为互联网金融行业长久发展奠定了基础，而想要走出行业健康发展的康庄大道，互联网金融企业不应该完全依赖被动的“被监管”，而更多的应该主动、自律，合法合规。

2 践行普惠金融

P2P 平台，要最大程度地优化现有金融服务，创造过往无法实现的服务方式，最终服务到传统金融难以覆盖到的广大小微企业以及普通投资者。在降低金融交易成本，提高金融资源配置效率，扩大金融服务辐射半径等方面，P2P 平台也具有独特的优势。应通过技术及流程，降低小微企业融资成本，提高融资效率，为普通客户提供更多安全可靠的投资渠道。

3 商业模式清晰

专项整治工作开始后，倒逼了一批没有清晰商业模式的 P2P 平台转型，更有大批平台退出市场，优胜劣汰之势彰显。没有清晰商业模式的平台，是给不了投资人收益保障的。对互金平台而言，合理的商业模式是存续之道。要想发展，一定要有非常清晰和明确的模式定位，专注自身领域，打造自身特色，发挥自身专长。

4 开放共赢合作

《专项整治方案》的出台为互联网金融发展进一步创造了公平、开放、联动、共享的市场环境，企业应建立利益相关者合作共赢、供需主体有效互动的生态理念，结合自身特点，找准市场定位，发挥各自优势，建设兼具包容性和竞争性的互联网金融生态圈和产业链。通过优势互补，提升金融服务实体经济的效率与质量。

5 强化风控体系

以大数据为核心的互联网金融创新企业逐步得到市场认可，但展望国内 P2P 行业未来的竞争趋势，必然是着眼于如何控制风险。风控是互联网金融生存的根本所在，“安全至上”是 P2P 行业自始至终需要奉为圭臬的准则，P2P 平台用心做好风控，最大程度保障投资人资金安全，才能迎来强者之间的激烈竞争。

杨勇龙表示，互联网金融专项整治工作现已完成了信息排查、职责界定，目前行业已进入“去糟留精”的过程，正在有序开展清理整顿工作。互联网金融步步正名，接受了最严监管，正式步入“正规军”。随着未来发展规模日趋增大，行业将赢得更广阔的发展空间。

◆【新三板每日风云榜:新三板将以改善流动性为中心,探索新型交易制度】

(联讯证券)11月19日,股转公司副总经理高振营对外发声,强调新三板改革将以改善流动性为中心,探索新型交易制度。

高振营特别提到了流动性对于新三板的重要性。交易是交易场所的核心功能,交易场所首先必须要有交易的功能,市场的本质就是交易,也是市场存在的合理性所在。资本市场的价格发现功能,实际上是交易功能直接的延伸。从某种意义来讲,流动性也是市场的生命力之所在。国务院有关文件虽然指出新三板是一个不以交易为目的的市场,但不以交易为目的,不代表不需要流动性。

监管层对于新三板的市场定位和交易制度改革有了明确的方向和思路。高振营表示,在完善市场流动性的时候,首先需要进一步明确新三板市场定位,新三板是全国性证券交易场所,是一个公开转让市场,从一开始就是集中交易,这需要市场参与主体清楚地认识到这一市场定位,因为这会影响整个改革政策的制定。除这一重要前提之外,要改善流动性,就要完善市场交易机制,特别需要把不适应于公

开市场公开制度的交易要彻底改善,协议转让不是公开市场典型交易制度,只能是一个补充。公开市场其他的交易制度,新三板都可以探索。

新三板是一个新兴的资本市场,注定了其在发展成长的过程中需要进行不断的改革和创新。于是新三板有了做市制度,有了分层制度,有了退市制度。如今,监管层对于新三板的未来发展方向已经高度统一,下一步就是需要尽快出台一系列改革方案,激活市场流动性,改变挂牌企业交易和融资低迷的现状,提振投资者信心。因此,我们预计 2017 年也将成为新三板市场起飞的转折年。

随着新三板制度红利推出期的临近,政策利好预期正在加强,投资者的投资热情已经开始被调动起来,三板做市指数也有望摆脱近段时间的底部横盘格局,为 2017 年三板行情提前预热。

◆ 【场外交易市场】

◆ 【潍坊直接融资规模快速增长】

(中证网)潍坊市金融办副主任欧永生日前在全国财经媒体山东行采访活动中表示,潍坊通过实施资本市场开拓计划,大力推进“个转企、小升规、规改股、股上市”,直接融资快速增长,今年以来实现直接融资 254.5 亿元,超过贷款增量 67.5 亿元。

◆ 【烟台:金融改革创新成效显著 多层次资本市场健康发展】

央视网消息:11月19日,“金融支持实体经济”全国财经媒体山东行采访团来到烟台采访,小微企业的成长已受到多方力量的“保驾护航”。烟台市金融办副调研员荆世娥向采访团介绍了烟台金融改革情况。

2013年,山东省政府发布《关于加快全省金融改革发展的若干意见》,金融改革创新发展的热潮开始在齐鲁大地涌动。面对新的发展机遇,烟台市在全省率先出台了《关于进一步加快金融业发展的意见》,提出了“做全门类、做强机构、做大规模、做好服务”的工作原则和打造山东金融业重要一极的工作目标。3年来,乘着全省金融改革的东风,烟台金融发展开始驶入快车道,呈现出蓬勃发展的良好势头。

金融规模总量稳步扩大

3年来，烟台金融业增加值增长1倍，占GDP和服务业的比重分别提高了1.5个和2.8个百分点。金融机构数量新增40家，银行业资产规模净增加2280亿元，本外币各项存贷款余额分别增长了42.8%和28.4%，保险密度提高到2543元/人，保险深度提高了1.8个百分点。

金融改革创新成效显著

华海财险开业运营，成为全国首家具有海洋特色的综合性财产保险公司，恒丰银行资产规模突破万亿元大关，中州期货实现全牌照经营。协调争取国内首家省级海洋产权交易平台（烟台海洋产权交易中心）和浦发银行总部级离岸金融创新中心落户烟台。

多层次资本市场健康发展

3年来，烟台新增境内外上市公司7家，总数达到40家，居全省首位，上市公司累计融资870.6亿元，是2012年末的1.8倍。“新三板”挂牌企业总数达到70家，企业挂牌融资5.5亿元。多层次资本市场的快速发展极大优化了烟台的融资结构，目前，烟台直接融资占社会融资规模增量的比重已经突破35%。

建设山东省区域性基金管理中心

2014年8月，全省财政金融工作会议提出在烟台建设山东省区域性基金管理中心。市政府出台了《关于加快推进山东省区域性基金管理中心的实施意见》，从基金设立、税费支持、人才引进、项目路演推介等方面给予扶持，努力营造良好的基金发展环境。经过两年来的培育发展，截至目前，烟台的各类基金及管理机构达到157家，基金总规模791亿元，分别是2014年末的6倍和15倍。其中，政府性资金累计出资27亿元，引导设立各类基金32只，基金总规模221.4亿元，撬动社会资本比例达到1:7。

荆世娥说，在区域性基金管理中心规划建设过程中，我们将烟台经济技术开发区、烟台市芝罘区、烟台高新技术开发区作为主要聚集地。分别在基金聚集地中心区域规划建设了各具特色的基金发展载体，目前，主要聚集地的基金及管理机构近百家，基金规模702亿元，集聚效应开始凸显。

◆【沂水县三举措积极稳妥降低企业杠杆】

（沂水县金融办）一是强化自我约束，建立健全现代企业制度。建立健全现代企业制度、完善公司治理结构能够加强企业自身财务杠杆约束，合理安排债务融资规模，有效控制企业杠杆率，促使企业形成合理资产负债结构。为此，沂水县全力推进规模企业规范化公司制改制工作，助力企业完善现代企业制度。今年以来，根据省、市关于规范化公司制改制工作部署，因企施策，加大政策扶持力度，对中介机构产生的审计费、评估费等，通过政府购买服务的方式予以补助，单户企业最高可达 20 万元，规模企业规范化公司制改制工作取得了明显成效。根据工作计划，2016 年全县将完成 56 户企业的规范化公司制改制工作。

二是提升服务水平，努力盘活企业存量资产。根据调研，全县企业房产手续完备率较低，企业全部存量资产不能得到有效利用，导致杠杆率持续偏高。面对当前经济下行压力加大，企业资金周转紧张，融资贷款缺少有效抵押物的实际，沂水县加大改革创新力度，缩短审批流程，开辟绿色通道，全力帮助企业完善房屋产权手续，破解融资困局，盘活企业存量资产，从资产端降低企业杠杆率。目前，分期分批为全县 150 家企业完善土地房产手续，预计可增加企业授信 15 亿元。

三是提高直接融资比重，鼓励引导企业借助资本市场加快发展。一是制定政策，加大扶持力度。出台了《沂水县鼓励和推进企业上市挂牌暂行办法》，明确了上市挂牌扶持政策，强力推动企业上市挂牌工作。二是外出考察学习，解放企业家思想。组织全县上市挂牌后备资源企业负责人到浙江及省内烟台等地考察学习，实地参观了当地上市挂牌企业，听取了上市公司老板的心路历程，真正解放了思想，提高了企业家的资本市场融资意识。三是举办培训会，积极对接省政府直投基金。邀请业内专家为县内企业详细讲解了齐鲁股权交易中心挂牌和对接省政府直投基金工作，极大调动了企业挂牌积极性。目前，山东玻纤公司国内主板上市工作取得阶段性成果，正在等待证监会发审部门的审核；同创精细化工公司已于 9 月 1 日在全国中小企业股份转让系统举行挂牌仪式，成为全县首家新三板挂牌企业；京普太阳能、吉诺玻璃、威普斯橡胶、绿森塑木等企业正在积极推进新三板和齐鲁股权交易中心挂牌工作。截至目前，全县有境外上市企业 3 家、新三板挂牌企业 1 家、区域性股权交易市场挂牌企业 3 家，资本市场融资额为 13.1 亿元。

据介绍，潍坊通过税费政策、财政支持、社会管理支持和金融支持，加大对规模企业规范化公司制改制的扶持力度，引导更多企业到多层次资本市场上市挂牌。目前，潍坊已完成改制企业 1199 家，完成全部改制任务的 45.3%，居全省第一位，提前两年完成省定目标。今年以来，潍坊新增“新三板”和齐鲁股权交易中心挂牌企业 192 家，居全省第一位；4 家企业获省直投资基金股权投资 1271.1 亿元，占全省的六分之一；既有效缓解了企业融资难的状况，又带动企业负债率比年初下降 1 个多百分点。

此外，潍坊还积极搭建权益类市场对接交易平台，东亚畜牧产品现货交易所、寿光果菜品种权交易中心获批，目前潍坊权益类交易市场发展到 5 家，居全省第一位。