序 言

北京华夏道和国际投资管理有限公司专注于为企业提供产权经纪、改制重组、兼并收购、投融资及资本运营的全方位咨询服务，重点服务对象为大型中央企业、上市公司、民营企业等，重点服务领域为医疗、节能环保和文化产业；伴随我国国有产权市场的发展与成熟，华夏道和也在十年的从业中，积累了深厚的投融资经验、资产管理经验和丰富的央企、政府资源。

《产权·金融》致力于为资产管理者提供及时、前沿的资讯信息。

在大数据时代的背景下，《产权·金融》独树一帜，我们不仅仅是信息的收集者，也是您决策的参与者，我们有能力为您的投资和资产处置提供客观、科学的专业建议。

目 录

道和 • 说

华夏道和完成首个企业改制医院并购顾问项目
——如何扮演好医院并购案中不可或缺的顾问角色?
表外融资创新业务示范案例简介

道和 • 大数据

房地产业排名第一，机械设备实物资产行业热度不减
----12 月国有产权交易市场分析
央企产权市场规模不断扩大
----下半年国有产权交易市场分析

热点聚焦

2014 年中国股权投资行业发展透析
IPO 注册制筹备已开始推进！ 深交所：加大对 VIE、对赌协议包容性
中国 46 万亿资管数据大盘点
央企降息深度解读
——汇率不贬，降息效果甚微；刚兑不破，降息效果钝化

大 国 资

2015 年央企资产交易或迎来高峰，交易行为望透明化（附产权交易机构全名单）
国资委首设总会计师职位
中央意“深度调整”国资委，国资改革方案已在高层案头
国资委力推淡马锡模式：国网等 16 央企纳董事会试点

新金融

PPP 投融资模式全解析
北京地铁 4 号线背后的 PPP 故事
2015 年中国 P2P 行业八大展望

予人玫瑰

无需办理工商变更登记的股权转让
并购重组原理分类最新政策解析
契约型私募投资基金突破限制法律解读
实物资产产权交易实操
应收账款证券化操作的 5 个关键阶段

文化汇

余秀华：诗歌界的庞麦郎？
财务自由：你准备好了吗？
偶尔失衡，或许才能真正平衡——《eat pray love》影评

华夏道和完成首个企业改制医院并购顾问项目
——如何扮演好医院并购案中不可或缺的顾问角色？

2015 年 1 月 27 日，北大医疗产业集团有限公司（以下简称“北大医疗”）与齐鲁石化医院集团中心医院（以下简称“齐鲁医院”）在北京大学医学部签署投资合作协议，根据协议，中心医院将与北大医疗全面实现产权合作。该项目是北京华夏道和国际投资管理有限公司（以下简称“道和团队”）作为北大医疗投资咨询顾问促成北大医疗完成的首个企业改制医院的收购。

在北大医疗与齐鲁医院达成合作的过程中，“道和团队”赢得了双方的充分信任和肯定，用“没有华夏道和就没有这次合作”来形容，也一点不为过。

如何在医院并购项目中扮演好顾问的角色？如何发挥好顾问作用，使并购项目更高效、更利于并购双方长远的合作？总结下来，在整个医院并购过程中，单纯的专业能力远远满足不了项目需要，关键还需要对并购双方的充分了解、对双方优劣势的充分挖掘与提炼；对谈判节奏和时机的控制以及对可能出现问题的预判与提示；还要具有综合能力及时提供各种疑难问题的应急解决方案；更要始终本着“共赢”的原则，站在双方的角度考虑问题给出相对客观、公正的建议，只有真正对双方都负责任的“顾问”，才能促成良好合作的达成。

一、作为顾问要对并购双方进行深入的了解，摸清各自的需求和意图，奠定一个“知己知彼”的合作基础，并在初期达到“在合适的时间遇到合适的它”的良好效果。

我们所了解的“北大医疗”——在风起云涌的医疗投资大潮中，我们看到了北大医疗产业集团独具的优势，作为北京大学医学部践行产学研的平台，北大医疗承担了国家卫计委和教育部“大医改”的试点任务，正在全面布局大健康领域，打造医疗界的“航母”，并确定了要发展成为中国最具影响力的医疗集团的战略思路。经过对医改政策、医疗投资与并购环境的充分调查分析，通过与“北大医疗”主要领导的充分沟通，本着为并购对象负责的态度，“北大医疗”成为华夏道和首选的合作机构。

2013 年，业务初探阶段即向北大医疗推荐了“湖南株洲凯德心

血管医院”，当年就完成了对该医院的并购。在该项目的推进中，进一步了解了“北大医疗”的并购效率、并购思路和并购后的学科评估、以及专科定位、专家支持等核心问题。

2014 年 6 月,华夏道和与北大医疗产业集团签署正式委托协议，几家国企改制医院的并购工作紧锣密鼓的开展起来，“齐鲁石化中心医院”项目进展最快。

我们所了解的齐鲁石化中心医院——齐鲁石化中心医院位于山东省第三大城市淄博市，原先是齐鲁石化集团下属职工医院， 2003 年进行了改制，在 2003 年到 2014 年期间，医院在领导班子的带领下取得了快速发展。根据 2013 年的统计数据，中心医院在淄博市医院收入中排名第四。虽然医院运营情况尚属不错，但是近两年医院领导班子越来越感到自身的发展逐渐陷入瓶颈，医院高级技术人员的流失造成人才匮乏、尤其是作为改制医院，全员持股不能形成有效的决策机制，以及融资困难导致大型医疗设备的购置及病房大楼的修建的资金短缺等等一系列问题的浮现，迫使改制医院急需后续发展乏力的问题。可喜的是医院的管理团队具有良好的职业精神和危机意识，本着为医院、为股东负责的态度，在努力寻找着一个“值得信任并能帮助医院可持续发展”的合作伙伴。

在对双方进行充分调查摸底的情况下，华夏道和选择合适的时机为北大医疗引荐了齐鲁医院。在此之前，齐鲁医院已与十几家国内、外的医疗投资机构进行了接触，甚至和个别机构已经进入相对实质的谈判阶段;

华夏道和在向齐鲁医院介绍北大医疗时重点强调了北大医疗在行业内的专业技术和管理方面具有的优势资源，并对双方合作可能产生的双赢局面进行了深入分析，尤其详细阐述了北大医疗未来的产业布局，即依托北京大学医学部，通过自建、并购和托管等方式形成医院网络，并以此为基础实现对医疗机构的全方位服务和对个人的全生命周期管理两个方向的产业链拓展。“道和团队”的介绍打动了“齐鲁医院”的领导班子，很快就组团前往北京对北大医疗进行了深入的考察和了解，并在“道和团队”的协助和安排下，与北大医疗的多位相关领导进行了多次沟通后，终于下决心与北大医疗开始了深入的洽谈;

二、“道和团队”专家型的项目负责人和丰富的国企改制经验在并购过程中作用凸显。

齐鲁医院虽然已经是经过改制的医院，但是依然和母体企业以及母体企业的职工有着千丝万缕的关系，尤其在双方交易方案的设计等方面依然需要结合前期国企改制的政策和要求，面临履行相关程序，做好职工思想工作等问题，一旦职工的问题解决不好，很可能影响并购的进程。

道和团队的负责人是具有 30 年国有企业改制和并购经验的专家，拥有丰富的企业改制经验，在整个节奏控制、流程完善、与母体企业协调以及对医院职工的说服和解释等方面都起到了核心作用，尤其是对于可能出现的问题的预判和提前准备的预案，避免了一些不必要的麻烦，并形成了母体企业与医院职工都满意的局面。

一些合作进程中面临的疑难杂症在“道和团队”科学的建议和高效的协调下得到了及时解决，确保提高了项目运作效率的同时。

三、本着“共赢”的原则，站在相对中立的角度，给出对双方都有利的客观的建议，只有真正对双方都负责任的“顾问”，才能促成双方良好的合作。

在半年多的时间内，经过“道和团队”的高效协调，并购双方从前期初步沟通、中期方案设计到后期深入谈判，双方一致保持了对合作成功的信心。

2014 年 9 月双方签署了合作意向后，“道和团队”的负责人作为“北大医疗”的高级顾问陪同北大医疗的作业团队一起从始至终参与了并购的尽调工作。

尽调期间，北大医疗的股东之一”方正集团”方面出现了一些意外的情况,齐鲁石化中心医院领导对北大医疗未来的走向产生了疑虑。此时“道和团队”负责人没有急于求成，而是建议“齐鲁医院”可以暂时放慢节奏，看清形势再做决策。在此期间，积极协调和安排医院领导与北大医疗及北大医学部各级领导进行细致沟通，尤其是北大医学部领导就未来在学科评估、专家支持等方面支持和北大医疗产业布局思路做了当面做了明确后，最终打消了医院领导的顾虑，并购尽调工作得以重启；期间，根据合作双方的需要从中介机构协调到一些复杂问题的应对再到双方商务谈判的斡旋，尤其涉及最终合作细节中双方都不好直接提出的问题，通过“顾问”的转述和建议，最终找到了双方都能接受的解决方案。

1 月 27 日，北大医疗产业集团与齐鲁石化医院集团中心医院在北京大学医学部逸夫楼签署投资合作协议，北京大学常务副校长、

北大医学部副主任柯杨参加了签字仪式，北大医学部副主任姜保国做重要讲话。

公司董事长王晶女士、公司首席专家林俊仁先生与北大柯杨女士（左四）、齐鲁医院领导合影

公司担任北大医疗产业集团有限公司财务顾问

华夏道和作为北大医疗产业集团的顾问机构，凭借自身的专业优势和丰富经验成功促成了北大医疗与齐鲁石化中心医院的合作，实现了多赢的局面。即帮助北大医疗在产业布局中找到并摆下了一颗举足轻重的棋子；又帮助齐鲁医院解决了一次改制遗留的问题，尤其是为医院解决了下一步持续发展的问题，并成为了北大医疗集团这艘“航母舰队”中的一员。

公司医疗事业部也在一个又一个项目推进中积累了经验，锻炼

了队伍，在行业内形成了一定的影响力。我们坚信成好事者必有回报，期待在我们的业务中涉及的合作各方能够彼此重视承诺，以诚相待，合力共谋大业，走向美好的明天。

数据支持:

华夏道和对市场中上百家医疗投资案例进行分析得出如下信息:

药企上市公司以复星医药、恒康医疗、康美药业和北大医药为代表，近年来收购了二十多家各类医院，其中三级医院占多数，病床数达到上万张。

器械上市公司以新华医疗、金卫医疗和泰和诚为代表，近年来收购了 13 家各类型医院，以非营利为主，病床数达到 5000 张。

其他类型上市公司以华润医疗、凤凰医疗、通策医疗和仁济医疗为代表，近年来收购了二十多家各类医院，病床数达上万张。

保险公司也参与医疗并购，其中包括平安保险、泰康人寿、阳光保险、合众保险和太平保险。这类型企业以投资各类型养老院为主。

投资机构以鼎晖投资为代表，投资了包括新世纪儿童医院、安琪儿妇产医院、伊美尔整形美容医院等各类型的专科医院。

台资机构以台塑集团为代表，投资共建了厦门长庚医院、清华长庚医院和北京长庚医院三家医院，病床数达 2000 多张。

外资医疗机构也在积极寻找机会。梅奥诊所与高瓴资本合作，准备以技术输出的方式开展合作。约翰霍普金斯医院与恒大地产也在积极沟通合作。

其他类型机构以中信医疗、中航医疗和中德医疗集团为代表也在国内各地收购或自建各类医院。

（以上数据来源：华夏道和医疗并购信息数据库）

表外融资创新业务示范案例简介

近年来，我国正处于经济转型的重要时期，在节能减排、调整产业结构的大背景下,能源行业企业，尤其是电力公司，承担着重大而艰巨的任务。煤矿对于电力产业具有重要的支撑作用，对于一个电力公司而言则是影响成本和效率的关键。

A 公司是中国大型独立发电公司之一，是第一家在伦敦上市的中国企业，同时也是第一家在香港上市的中国电力企业，公司资产总额约为人民币 26145 亿元。A 公司主要的主要收入来源是发电，因此，发电用煤对 A 公司的发展及业务拓展有重要的影响。然而近年来，煤炭产业几乎被几大国有企业垄断，导致了地区产煤量难以保持稳定；同时随着煤矿开采成本的上升，我国煤炭价格逐年上涨，这些对与 A 公司的发电成本都造成了较大的冲击。在这一背景下，对煤炭矿业企业进行并购，形成煤电纵向一体化，对于 AG 公司而言有着重要的战略性意义。

然而在帮助 A 公司进行并购资金的融资时，我们发现存在以下困难：

1、银行贷款等表内融资业务对于负债率有着两道红线的双重指标（负债率不可超过 80%，净资产负债率不可超过 40%），而 A 公司的负债率已将近 80%，难以再通过表内融资。

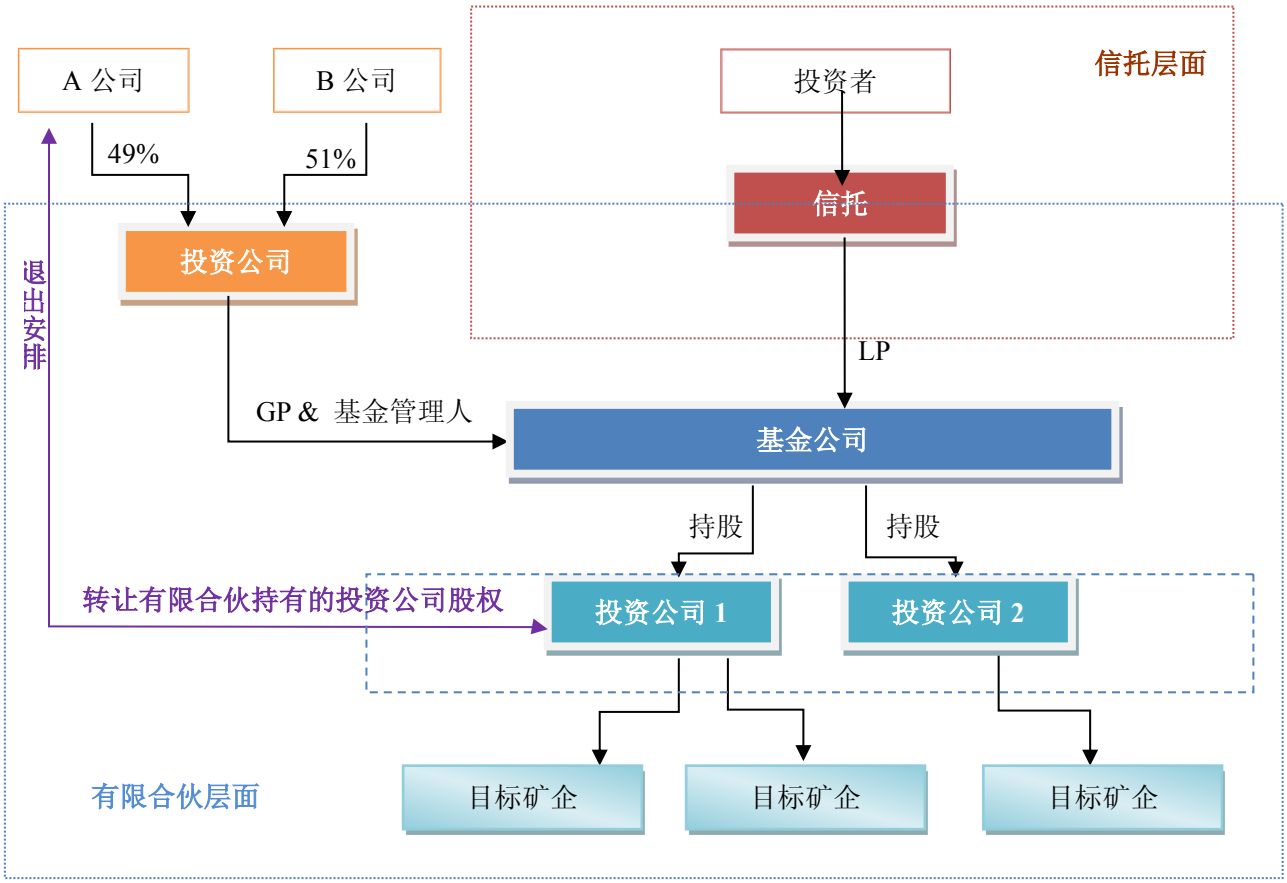
2、煤炭产业正在经历整合阶段，针对煤炭产业的并购重组风起云涌，A 说公司必须加快速度，否则在这一轮煤矿整合中难以达到预期目标。

3、A 公司将煤炭产业的并购作为战略目标，因此并购所需的资金量较大，一般的融资手段难以满足要求。

在这个三重难题的压力下，我们的投行团队通过金融创新寻找到了新出路，成功地解决了这些问题，为 A 公司的并购战略计划送上了最给力的助燃剂。

表外融资创新方案介绍

我们为 A 公司提出的方案即通过设立并购基金的途径，一次性进行大额融资，基金的结构如下：



通过这样的结构设计具有精确性和精简性，保证基金能够充分满足 A 公司的快速大额融资需要，具有以下优势:

1、投资者（LP）具有收益保障，因此投资积极性极高，**基金共引入了 80 亿元的融资。**

2、基金的表外融资模式**避免了负债率的门槛限制，同时不增加企业的负债率，**突破了表内融资的局限性。

3、基金的融资模式能够实现一次性融资，同时资金的使用较为自由化，相较每次表内的并购资金融资方式，无需次次审批，**避免了很多复杂且多次重复的申请工作，节约了大量的时间成本，大大提高了并购计划的实施速度。**

4、进行矿业企业的并购（矿业企业股权转让）时，将涉及政府的重重审批，流程复杂，甚至还有可能面临审批无法通过的合规性性障碍。为保证并购的成功率，同时提高并购效率，**我们在设置了由基金控股的壳公司的结构，为 A 公司的并购战略铺平了了道路。**

我们投行能够根据客户的实际情况和需要，为客户量身定制效

率最高，成本最低的融资方案；同时通过精良的结构设计，为客户的战略布局提供最强助力，获得了客户的高度认可，该并购基金模式也成为了央企融资的金融创新的典型成功案例。

房地产业排名第一，机械设备实物资产行业热度不减
----12 月国有产权交易市场分析

2014 年 12 月国有产权交易市场新披露产权转让项目数量为 565 宗，与上月相比增加 57 宗，与去年同期相比，增加 95 宗；新披露项目金额约为 280.4 亿元人民币，与上月相比增加 36.2 亿元，增幅为 14.8%，与去年同期相比增加 51.6 亿元，增幅为 22.6%。

按行业分布来看如表一，房地产业的项目挂牌数量位居第一，为 286 宗，金额为 59.7 亿；机械设备行业位居第二位 ，为 50 宗，金额为 0.8 亿；社会服务业位居第三，为 30 宗，金额为 29.7 亿。总体来说，电力工业为热点行业。

表一：挂牌数量前十名行业分布

排名	行业	宗数	百分比
1	房地产业	286	50.6%
2	机械设备	50	8.8%
3	社会服务业	30	5.3%
4	电子工业	13	2.3%
5	技术服务业	13	2.3%
6	贸易业	13	2.3%
7	电力工业	12	2.1%
8	金融业	10	1.8%
9	餐饮旅游业	9	1.6%
10	运输业	8	1.4%

资料来源：北京华夏道和

在项目金额方面，金融业、房地产业及电力工业的挂牌项目金额位居前三，分别为 96.4 亿、69.7 亿和 36.2 亿，占项目总金额的 34.4%、24.9%和 12.9%。

从四大产权交易所的情况来看，2014 年 12 月，国有产权交易市场新挂牌项目数量方面，京、沪、津、渝四大产权交易所的项目数量分别为 210 宗、183 宗、58 宗、80 宗，占比约为 37.2%、32.4%、1.0%和 1.4%。在挂牌项目金额方面，京、沪、津、渝四大产权交易

所挂牌金额分别为 106.4 亿、103.2 亿、42.6 亿和 20.5 亿，占比约为 37.9%、36.8%、15.2%和 7.3%。

本月挂牌金额最大的挂牌项目是:

12 月 19 日,中信信托有限责任公司于北京产权交易所转让所持泰康人寿保险股份有限公司 251,015,625 股股份(占总股本的 8.8008%)，挂牌价格为 502533.28125 万元人民币。

央企产权市场规模不断扩大
----下半年国有产权交易市场分析

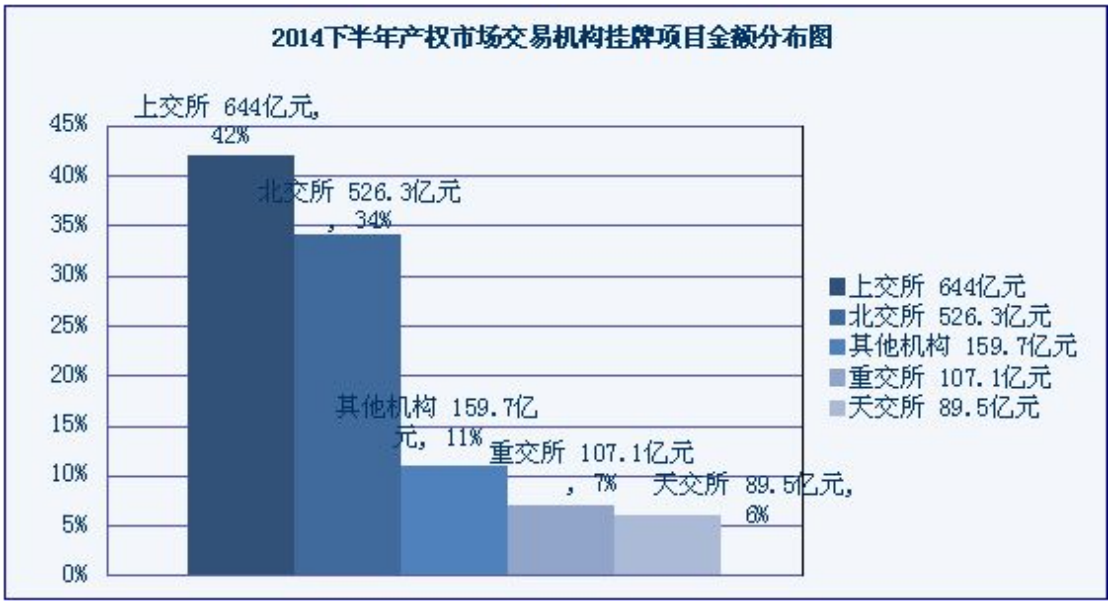
基于相关权威部门对中央企业在京、沪、津、渝四大产权交易所新增挂牌转让项目的统计，2014 年北京华夏道和结合自身的实际情况以及对国有产权交易市场的认识和理解，对国资委公布的 18 家产权交易机构的项目信息进行汇总整理。

华夏道和数据统计显示，2014 下半年，18 家国有产权交易市场新增挂牌转让项目数量为 2390 宗，新增项目金额约为 1526.6 亿元人民币。按行业分布来看，房地产业项目挂牌数量位居第一，为 974 宗，金额为 475.8 亿；机械设备行业挂牌数量位居第二，为 288 宗，金额为 62.8 亿；社会服务业挂牌数量位居第三，为 175 宗，金额为 101.8 亿。从产权交易所的情况来看，在新增挂牌项目数量方面，京、沪、津、渝四大产权交易所以及其它交易机构的项目数量分别为 778 宗、688 宗、214 宗、338 宗、372，占比为 32.6%、28.8%、9.0%、14.1%和 15.6%。在挂牌项目金额方面，京、沪、津、渝四大产权交易所以及其它交易机构的挂牌金额分别为 526.3 亿、644.0 亿、89.5 亿、107.1 亿、159.7，占比为 34.5%、42.2%、5.9%、7.0%和 10.5。

2014 下半年产权市场交易机构挂牌项目数量分布图

交易机构	项目数量	所占比例
上交所	778	28.8%
北交所	688	32.6%
重交所	214	14.1%
天交所	338	9.0%
其它	372	15.6%

资料来源：华夏道和



资料来源：华夏道和

近年来，北交所、上交所、天交所、重交所是我国发展速度最快的四大产权交易机构，在企业国有产权交易及相关增值服务方面处于全国领先地位。由上表可以看出，这四家交易机构在挂牌项目数量方面占据了 84.4%，在挂牌项目金额方面占据了 89%，其中北交所和上交所，无论是在挂牌数量还是在挂牌金额都占据了产权交易市场的主导地位，另外，天交所和重交所也凭借着自己独特的市场职能和自身优势成为产权市场中不可或缺的一分子。

热 点 聚 焦

2014 年中国股权投资行业发展透析

截至 2014 年，中国股权投资市场活跃的 VC/PE 机构超过 8000 家，管理资本量超过 4 万亿人民币，市场规模较 20 年前实现了质的飞跃；随着老牌 VC/PE 机构的一批合伙人离职创业，诞生了一批新基金，中国 VC/PE 进入了 2.0 的时代。

2014 中国股权投资市场五大看点：

看点 1：国内股权投资市场资金充裕，2014 全年共完成募资 5000 亿元

看点 2： “PE+上市公司”式市值管理模式盛行，已纳入证监会监管重点

2014 年以来，PE 逐渐从传统的 IPO 一级市场领域，进入并购重组一级半市场，并且渗透到二级市场的市值管理。目前市场盛行的“PE+上市公司”创新投资模式，在让金融资本和产业资本更加深入融合和互补的同时，也存在三方面问题，主要为市场操纵、内幕交易和信息披露。上交所在日常监管工作中，已经把 PE 与上市公司的这种合作纳入了监管重点。

看点 3：国内股权投资新势力形成，2.0 新机构活跃，更多早期投资机构成立

近年来，老机构的管理层有许多选择二次创业，成立新基金：有创始人从互联网巨头离职，设立股权投资机构，拥有较好的 BAT 的资源，如德迅投资、青松资本、九合创投、F&H 投资；也有成功企业家或创始人，开始投资的二次创业，如真格基金、洪泰基金等；还有原机构投资人另起炉灶，设立了新的基金，成为市场新军，包括源码资本、弘晖资本、高榕资本等。

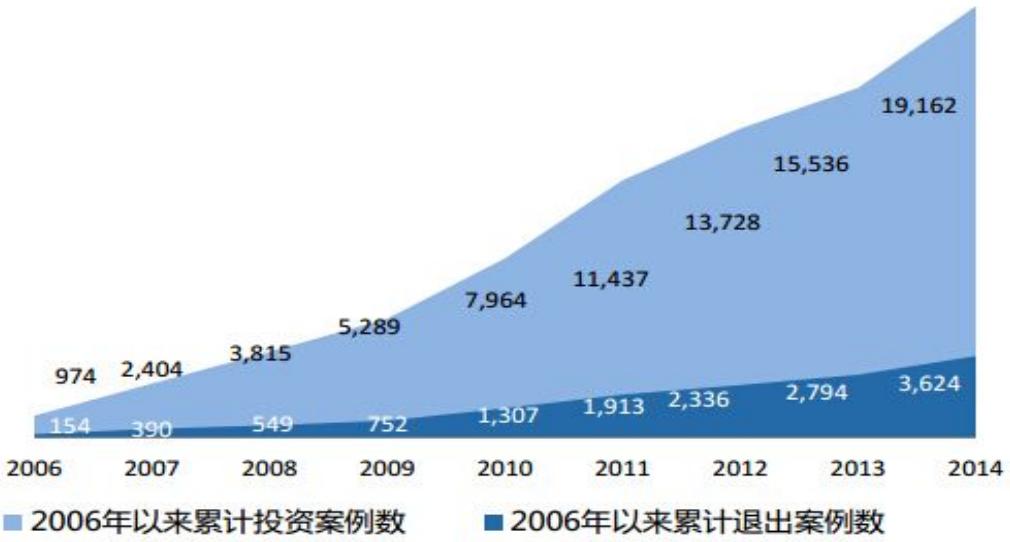
看点 4：机构投资策略开始分化，逐步形成专业化与泛资管两极

由于 VC 市场进入门槛不高和财富效应，各类资本和机构涌入，寻求财富机会，加剧市场竞争压力。VC 机构寻求差异化竞争，机构分化明显，趋向细分化和专业化，已形成“专者愈专”局面。PE 机构随着管理资本量逐渐增大，资产品类逐渐多元化，覆盖成长资本、公募、夹层等多类型基金，满足不同资金的投资需求，“强者愈强”的趋势明显。

看点 5：VC/PE 机构退出压力依旧，库存压力有待缓解

近两年大批基金存续期已到，然而存量投资项目数与已退出项目数之间的差距逐渐增大，平均起来 VC/PE 每年只有近两成的投资项目能够实现退出，未退出企业库存近八成；IPO 退出为投资机构提供丰厚回报，但市场仅有约 7%的 VC/PE 投资企业完成了上市；IPO 渠道仍较为狭窄，排队上市企业超过 600 家，资本市场改革有待进一步升级。

2006-2014 年 VC/PE 投资与退出数量对比



2014 中国股权投资市场政策看点:

政策看点 1: 私募股权众筹融资管理办法发布，投资门槛降至 10 万

2014 年 12 月 18 日，中国证券业协会起草了《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》，该征求意见稿就股权众筹监管的一系列问题进行了初步的界定，包括股权众筹非公开发行的性、股权众筹平台的定位、投资者的界定和保护、融资者的义务等。

针对投资人要求: 股权众筹投资要求降低，最低投资额由 100 万降至 10 万; 股权众筹融资不具有公开发行条件，明确私募性质; 融资者准入条件较松，实行事后备案制管理。

针对众筹平台要求: 股权众筹平台资产至少 500 万元，平台需确保实名制且不得兼营 P2P; 平台将实施备案制管理，券商基金可直接参与; 建立备案管理信息系统，划定各参与主体及业务红线

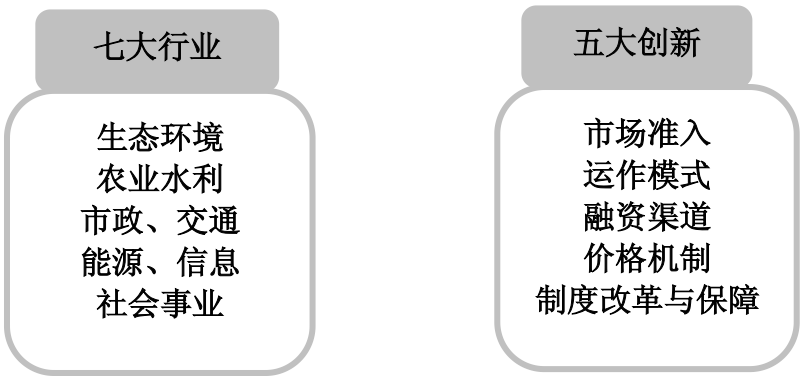
政策看点 2: 国务院 62 号文统一税收制定权限，地方 PE 税收优惠政策面临清理

2014 年 12 月，国务院发布“国发【2014】62 号”文件《国务院关于清理规范税收等优惠政策的通知》（以下简称《通知》）

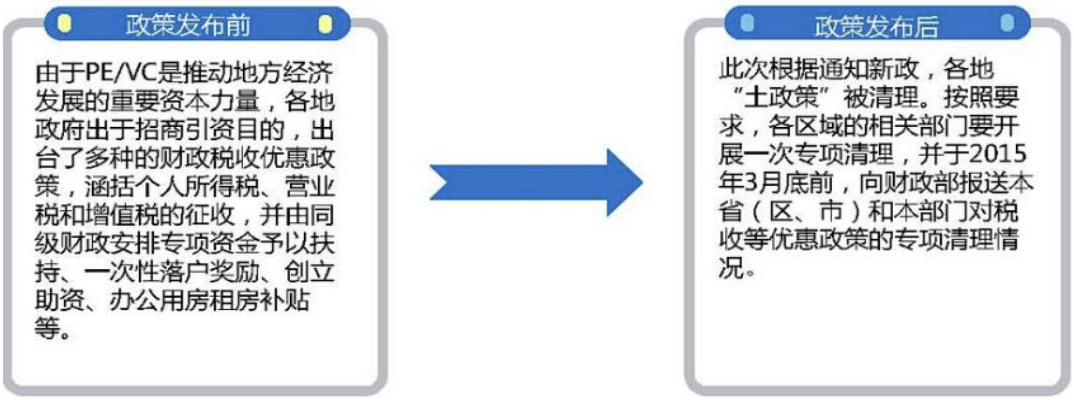
《通知》要求全面清理已有的各类税收等优惠政策。统一税收政策制定权限，坚持税收法定原则，除依据专门税收法律法规和《中华人民共和国民族区域自治法》规定的税政管理权限外，各地区一律不得自行制定税收优惠政策。

政策看点 3：国发【2014】60 号文鼓励社会资本投资重点领域，PPP 和创新投融资成亮点

2014 年 11 月 26 日国务院出台《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，特别提出要创新生态环保投资运营机制，鼓励社会资本投资运营农业和水利工程，推进市政基础设施投资运营市场化，改革完善交通投融资机制，鼓励社会资本加强能源设施投资，推进信息和民用空间基础设施投资主体多元化，鼓励社会资本加大社会事业投资力度，建立健全政府和社会资本合作（PPP）机制，充分发挥政府投资的引导带动作用，创新融资方式拓宽融资渠道。



政策看点 4：国税总局股权转让个税办法发布，规范税收环境同时增加投资人税负压力



2014 年 12 月，为加强股权转让所得个人所得税征收管理，规范税务机关、纳税人和扣税义务人纳税行为，维护纳税合法权益，根据《中华人民共和国个人所得税法》及其实施条例、《中华人民共和国税收征收管理法》及其实施细则，《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》予以发布，自 2015 年 1 月 1 日起施行。

2014 中国股权投资市场三大展望：

展望 1：中国股权投资市场规模占 GDP 比例较低，未来发展空间巨大

私募股权投资对GDP的贡献中，美国1.4%，英国1.1%，印度0.8%，中国0.7%，中国股权投资市场规模占GDP比例较低，相比欧美等发达国家市场的股权投资规模，中国股权投资市场未来发展空间巨大。

但此外，中国PE机构数量庞大、规模不经济、成立时间短、投资经验少，整体投资水平还有待进一步提升，具备广阔的发展空间。

展望2：细分行业百花齐放，2015年投资机遇继续发酵

展望3：2015年中国经济新常态下，股权投资市场将呈现更多机会

IPO注册制筹备已开始推进！ 深交所：加大对VIE、对赌协议包容性

据一位接近深交所的人士透露，深交所借调至证监会的预审员已

经陆续回归，IPO 审核权下放至沪深证券交易所是八九不离十的事。而沪深两地交易所都在为此招兵买马，以落实企业上市材料审核等岗位人员。

从交易所借调预审员一直以来是证监会的惯例。据上述人士表示，这些借调到证监会的人已经具备了丰富的上市初审经验。这意味着 IPO 企业的审核以后将由交易所负责，证监会则负责注册。

除了陆续召回初审员，沪深两地交易所都已经开始为企业上市材料审核、制定和解释信息披露规则指引等工作进行招聘。年前上交所即在其官网挂出了招聘消息，招聘相关岗位约 70 人。上述人士透露，深交所也从去年就开始招聘相关岗位的人员。

证监会新闻发言人邓舸曾表示，股票发行注册制改革工作组已完成注册制改革方案初稿并上报国务院。注册制的提速，也让亏损互联网企业上市问题有望得到解决。

深交所在近期表态，将全面推进创业板改革，其中首要提到紧抓注册制改革契机，推动尚未盈利互联网及高科技企业上市政策尽早落地，研究丰富创业板市场内部层次、完善上市标准，推动新三板与创业板转板试点。同时深交所在积极争取配套措施的出台，包括推动证监会及相关部委加大对 VIE 架构、跨期股权激励、对赌协议等的包容性。

与此同时，鼓励境外上市企业回归 A 股也再次被提及。深交所表示，一方面，创造条件让国内已经在海外上市的创新创业企业，能够回归创业板上市。另一方面，逐步让境外投资者可以直接投资创业板。借鉴境外创业板市场的发展经验，加强与境外交易所的协作，探索市场合作新模式。

从外界看来，深交所正在积极储备新兴行业上市资源。今年 2 月深交所举办的创业家思享汇邀请了华大基因董事长汪健，据悉这是深交所第一次邀请拟上市企业来讲座。而汪健在会上表示，华大基因正在等内地政策的窗口。据华大基因投资人之一、松禾资本创始人厉伟当天透露，华大基因曾私下探讨过要不要去香港上市，但深交所也及时与华大进行了沟通，希望其留在国内上市。不仅如此，深交所 2015 年年会上小 i 机器人的列席也让人浮想连连，此系深交所年会首次邀请未上市企业。

如今，互联网所属的文化产业已经成为深交所创业板的明星板块，该板块包括 13 家上市公司。如何在集群效应的基础上，更好地

为这些企业服务?在增强行业准入机制的基础上，深交所还提出了从政策层面放开创业板公司再融资和并购重组等的审核，并从贴近行业特征的角度，提升信息披露透明度。

中国46万亿资管数据大盘点

号称46万亿规模的中国资产管理江湖中，银行理财、信托、保险、基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构为主的格局，已逐步形成。

中国证券基金业协会近日公布了2014年证券期货经营机构资产管理业务统计数据，截至2014年底，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约20.5万亿。这也是首次对上述各机构资产管理规模的数据进行详细的披露。

2014年，经济下行、互联网金融崛起、股市疯长等大的背景之下，资产管理行业的竞争也日益加剧。七大资管行业中，有的迅速扩张，有的稳步增长，也有的进入痛苦的转折。

基金业：细分产品资管规模迅猛发展

2月25日，基金业协会公布的《证券期货经营机构资产管理业务统计数据》显示，截至2014年底，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约20.5万亿元。

其中，基金管理公司管理公募基金规模4.54万亿元，基金管理公司及其子公司专户业务规模5.88万亿元，证券公司资产管理业务规模7.95万亿元，期货公司资产管理业务规模124.82亿元，私募基金管理机构资产管理规模2.13万亿元。

数据显示，过去一年基金公司非公募业务和子公司业务发展迅速，规模增长幅度再创新高。

基金公司包括专户业务、社保基金和企业年金在内的非公募业务在2104年继续快速增长。截至去年底，基金公司非公募业务规模为2.15万亿元，较2013年年末的1.22万亿元增长76%。其中“一对一”和“一对多”专户产品资产规模分别为8736.57亿元和3503.84亿元，两类专户产品规模合计12240.41亿元，同比增长129.18%;基金公司管理的社保基金和企业年金资产规模为9217.34亿元，同

比增长 32.92%。

基金子公司业务方面，截至去年底共管理资产计划 9389 个，资产规模达 37390.06 亿元，较 2013 年底的不足 1 万亿元增长 2.97 倍。其中“一对一”专项计划 3635 个，规模 23329.36 亿元，“一对多”专项计划 5754 个，资产规模 14060.70 亿元。

“现在再去看基金公司，已经不能再停留在此前的‘公募’阶段，应该更强调专户和子公司的未来。”此前，一位基金公司总经理表示，传统公募目前面临着规模增长的瓶颈，而这种瓶颈在未来也不一定能突破。因此，对于基金公司来说，业务多样化的基金子公司和专户将是未来的发展重点。

券商资管：规模增速有所下降

与基金业细分产品资管规模不断增长形成鲜明对比的是，2014 年券商资管规模增速有所下降。

上述统计数据显示，截至去年底，证券公司资产管理业务规模为 79463.29 亿元，同比增长 52.88%，增幅远低于 2013 年。其中，代表主动管理的集合资产管理计划总规模为 6554.50 亿元，仅占券商资管规模的 8.25%。

证券公司资管规模的爆发始于 2012 年 10 月份证券公司资产管理业务的新的管理办法出台。在此之前，2011 年底，共计 109 家证券公司，资管规模仅 2818.68 亿元。而截至 2012 年底，114 家券商资产管理规模就达到 1.89 万亿，主要部分都是在 10 月之后。2013 年持续爆发式增长，当年 115 家券商资产管理规模达 5.20 万亿，较 2012 年增长 175%。

银行理财：产品增长，增速放缓

银行理财规模近年来以每年 40%以上的增速成长，称为国内财富管理的重要力量。但由于银行理财收益率持续走低、互联网金融的崛起、中国股市进入牛市，使得 2013 年下半年开始，银行理财的规模增速开始放缓。

根据银率网数据库统计，2014 年总计有 178 家商业银行共发行 60911 款理财产品，较 2013 年增长 29.53%。

其中，城市商业银行、股份制银行、国有商业银行、农村合作金融机构以及外资银行发行的理财产品占比分别为：32.36%、30.59%、26.61%、8.45%和 2%。

目前，2014 年全年银行理财规模的官方数据并没有披露。但是，

有机构已经预测，从理财产品预期收益率来看，人民币结构性理财产品平均预期收益率呈现趋势性下滑，头尾相差 0.5 个百分点。全年平均预期收益率为 5.27%，平均投资期限 120 天。

目前， 关于 2014 年全年银行理财规模的官方数据并没有披露，但是有机构已经预测，或许并不乐观，增速或许会放缓。

实际上，2013 年下半年开始增速就有放缓的趋势。中国人民银行发布的数据显示，截至 2013 年末，银行业理财产品余额 9.5 万亿元，较去年同期增长 41 左右。但实际上，在 2013 年上半年，该数字就已经达到了 9.08 万亿，也就是说，2013 年下半年较上半年仅上升了 4.6%。

信托：步入转型发展期

和银行理财相类似的还有信托。2008 年以来，信托进入高速增长的阶段，在 2013 年前后，曾被认为是资产管理界的黑马，资产规模甚至超过银行理财。

2014 年，在经济下行和竞争加剧的双重挑战下，信托业结束了高速增长阶段，步入转型发展阶段。相应的信托资产增长速度也有所放缓。

根据中国信托业协会的数据，截至 2014 年底，信托资产达 13.98 万亿，平均每家信托公司 2055.88 亿元。较 2013 年末的 10.91 万亿元，同比增长 28.14%，增幅明显回落，此前 2013 年末的同比增长率为 46.05%。

格上理财研究员曹庆展表示，信托资产增速放缓主要可以归根于经济下行、竞争加剧以及兑付风波三个方面。一方面我国目前处于经济增速下滑期以及产业结构调整期。过去信托业赖以高速增长的房地产行业持续调整，而另一大重点领域基础产业也因政府债务问题而逐步收缩。另一方面，自 2012 年底资管新政的放开，使得这些资管机构可以开展此前只有信托才能从事的“红利”业务，也由此展开了一场泛资管市场的竞争。此外，近年来信托业越来越多的问题产品的风险暴露，使投资者愈发的谨慎。

保险资管：体量小，增长快

相比于银行理财和信托，保险资管的规模相对较小，但 2014 年却迎来了快速发展的一年。

保监会最近数据显示，截至 2014 年 10 月底，保险资产规模达到 1.1 万亿元。而 2013 年 12 月底，这一数字为 6833 亿元。

一位保险资管市场总监说，2013年在保监会出台一系列新政，对保险资产管理运作逐渐松绑，这使得2014年保险资产管理发生从量变到质变的飞跃。2014年是一个上升期，扩张速度很快，预计2015年仍将是保险资管快速发展的阶段。

私募基金：总规模超2万亿

在上述基金业协会的统计数据中，私募基金全行业整体资管规模也首次浮出水面。截至去年底，协会登记备案私募机构4955家，基金7665只，资产规模21295.1亿元。

其中，私募证券投资基金产品3766只，认缴规模4878.06亿元；私募股权投资基金产品2599只，认缴规模12745.19亿元。

值得一提的是，2014年A股市场重回牛市，快速飙升的股指尤其给私募证券投资基金注入了一针强心剂。

截至12月底阳光私募所管理的总资产规模约为4000亿元，是3年前的三倍左右。全年累计收益来看，超过70%的产品有50多只，占私募产品比重为1.3%，其中价值投资风格的私募基金表现更佳。

格上理财研究员张彦对本报表示，阳光私募在收益性、流动性、资金安全性等方面均存在竞争优势，是高净值投资者进行资产配置的重要组成部分。倘若以2014年美国对冲基金占GDP的比重已超过10%计算，中国2014年GDP突破60万亿元，而阳光私募行业仅0.49亿元，总规模还相差甚远，未来发展空间广阔。

期货公司：政策放开，增速可期

对比其他几种资管机构动辄万亿的规模，期货公司资管业务规模或许微不足道，但是其增长速度不容小觑。

在基金业协会的统计中，2014年，基金公司紫光规模为124.82亿元。但此前2013年，仅为18亿元左右，从增长速度来看几乎是最大的。

2014年，虽然现在期货公司资管业务整体规模还偏小，但几家拥有自主研究策略的期货公司今年的资管规模迅速壮大。这是整个期货公司资管规模快速增长的一个重要因素。

业内认识普遍认为，期货公司资管业务还是普遍存在政策方面的限制。

2014年12月15日起《期货公司资产管理业务管理规则(试行)》实施，这表明期货业期盼已久的期货资管“一对多”正式启航。

按照该《规则》的要求来看，行业内具有较强专业能力的中小

期货公司都可以开展资产管理业务,110 家期货公司达到了新的准入门槛。

由此，在未来的日子里，期货公司资管规模增速可期。

央企降息深度解读——汇率不贬，降息效果甚微;刚兑不破，降息效果钝化

中国人民银行决定下调金融机构人民币贷款和存款基准利率并扩大存款利率浮动区间

中国人民银行决定，自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%;一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍;其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

金融机构人民币存贷款基准利率调整表	
	单位：%
	调整后利率
一、城乡居民和单位存款	
（一）活期存款	0.35
（二）整存整取定期存款	
三个月	2.10
半年	2.30
一年	2.50
二年	3.10
三年	3.75
二、各项贷款	
一年以内（含一年）	5.35
一至五年（含五年）	5.75
五年以上	5.9
三、个人住房公积金贷款	
五年以下（含五年）	3.5
五年以上	4

各方点评

2015 年 2 月 28 日,北京迎来了春节后的第一场雪,瑞雪兆丰年,应景的是，今天央行宣布继去年 11 月份后再度降息，是新年后的第一次全面放松。一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%;一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%,同时结合推进利率

市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。

关于这次降息的背景已经不需要多提，持续下滑的货币增速、经济增速和通胀水平，意味着货币政策更加注重松紧适度的方向和含义是继续松。我们在前期的报告中多次提到过这一点。但真正推动央行狠下决心在 2 月份连续降准降息的应该还是通胀持续下行以及通缩风险的上升。1 月份 CPI 降至 0.8%，我们估计 2 月份 CPI 可能也只有 0.9%左右，两月平均水平只有不到 1%，相比于去年四季度的水平继续下降。扣除食品和能源后，核心 CPI 最近几个月也延续下滑态势。而市场关注不多的商品零售价格指数（RPI）1 月份也已经降至-0.4%(12 月份为 0.36%)，是次贷危机后首次进入负值区间。从这个指数来看，可以说已经出现了通缩。退一步而言，也可以说是通缩风险上升。在通胀走低的环境下，实际利率升高会抑制消费和投资需求，必须通过加强货币政策放松来引导实际利率下降。这一点我们从去年四季度以来就一直强调。

这次降息的幅度小于 2014 年 11 月份那一次，效果也更弱一些。贷款方面，各期限均下降 25bp，上次是下降 15-40bp。存款方面，除活期基准利率未变外，其他期限的存款均下降 25bp，与上次的降幅一致。同时所有浮动区间由 1.2 扩大到 1.3 倍，考虑 1.3 上浮后较上次降息 3-4bp（在上浮到顶的情况下）。由于存款利率上浮，这次仍是非对称降息，但息差缩小的幅度没有那么上次那么大。而且，与去年 11 月份降息不同，由于不少贷款（尤其是居民按揭房贷）一般是年初才重定价，这次降息后，很多存量贷款的利率调整要到明年才会实现，因此实际的降息效果要弱于上一次，更多只是起到一个信号和增强信心作用。上次降息后，刺激房地产成交在去年年底放量，但年初以来成交量重新放缓，我们预计在刚需此前集中释放后，加上降息幅度没有上次大，这次对房地产成交量的刺激可能不及上次。但总体来看，降息仍有助于稳定市场信心和增加消费和投资需求。

不过，对于市场和实际经济而言，更大的障碍在于尽管央行从去年 11 月份以来逐步放松，但货币市场利率不降反升。随着放松预期的增强，随之而来的是贬值预期和贬值压力的升温。尤其在去年 12 月份，当时市场对美国加息的预期也比较强烈，加上中国的放松预期，人民币出现了一波明显的贬值。年化来看，去年 12 月中下旬，

人民币的月贬值幅度最高达到 20%，即使进行移动平均，也达到 13%。贬值幅度在历史上处于第二位，仅次于 2014 年 3 月份的那一轮贬值。贬值带来的后果也是明显的，去年 12 月份和今年 1 月份，外汇占款由正转负。市场的购汇需求明显增强，资金加速外流。香港的银行间人民币拆借利率从去年 12 月份开始大幅上升，3 个月的拆借利率甚至超过了 5%，上升到了记录新高。而基于 3 个月拆借利率的利率互换，其利率也持续走高。甚至某些期限的资金利率已经高于境内。这在历史上十分罕见。

原本人民币的贬值源于货币政策的放松和放松预期，现在反而在在放松预期的推动下，资金面反而变得更加紧张，形成了一种悖论。这一次，人民币贬值更多是被放松的预期所带动，而不是放松的实际效果带动。市场走在了更前面，而货币政策 behind the curve。放松成为了滞后型的倒逼式放松。如果采取这种缓慢的滞后式货币政策放松，在拉大的放松时间窗口的情况下，那么资金的外流就如同当年人民币升值资金大量流入一样难以对付，这就会持续制约国内的资金面。反而是坚决的一部到位式的货币政策放松减少了这些套利资金的操作时间和可操作性，才能有效避免持续的资金外流。货币政策才能真正有效的起到放松的作用，而不是被外流的资金所抵消。

因此降息依然不够，仍需要更为坚决的降准来对冲贬值带来的资金外流，同时主动引导货币市场利率下行并带动整体利率下降。毕竟存款利率并没有明显的下降，而如果货币市场利率也没有明显的下降，银行在资金成本没有下降的情况下，不可能主动降低资产的收益率要求，而且资金外流也导致外汇占款减少，银行增长放缓，所谓的降息只是望梅止渴。下周公开市场到期量明显上升，如果央行不主动投放更多流动性，资金面仍将偏紧，未来仍亟待降准来缓解资金面的紧张。只有货币市场利率真正降下来，经济动能才有可能逐步企稳回升。

对于债券市场而言，此前对于政策的放松预期很强，中长端利率下行，但偏紧的资金面仍制约短端利率下降，曲线十分平坦甚至倒挂。降息不能解决资金面的问题，所以下周中长期利率可能小幅下降，但短端利率可能不明显。更长的时间来看，我们认为央行的货币政策放松尚未结束，债券收益率仍有下行空间，10 年国债收益率有望逼近 3.0%，10 年国开有望逼近 3.3%-3.4%，短端的空间会大

于中长端。维持我们此前看好上半年尤其是一季度债市的一贯看法，目前仍宜持券待涨，仓位轻仍可以继续加仓。此外，放松后，风险偏好的上升也会推升风险资产价格的上涨，近期全球的风险偏好重新上升，股债仍有望双牛。

降息必要但钝化

央行对称降息是对目前经济下行和通缩压力的反应，但刚兑不破银行负债无法下降，由此导致贷款利率难以明显下行。我们一直认为，汇率不贬降息效果甚微;刚兑不破，降息效果钝化。降息之后，存准率未来也将继续持续下调，汇率也会继续走弱。

宜将剩勇追穷寇

①缘何降息？经济下行、物价低迷，全球货币宽松大潮愈演愈烈，竞相向邻国输入通缩。央行降息可缓解债务风险，缓释通缩压力。

②负债端成本未显著降低，银行让利实体。存款利率浮动扩大至1.3倍，以一年期定存为例，上浮到顶存款利率为3.25%，负债端成本降幅不明显，考虑到贷款利率已市场化定价，降息后银行利差收缩。

③能否改变经济下行压力还有待观察。降息后，一线城市房地产销售企稳确立，但全国房地产销售能否企稳还需观察，房地产投资企稳最早需要三季度确认。城投剥离地方政府融资职能，赤字口子不大，反腐高压下，地方政府主导的基建投资不一定能反弹。终端需求不足，制造业依旧主动去库存。经济下行压力不易缓解。

④人民币汇率波动加剧，趋势略贬。降息后经济不会立即企稳，货币宽松预期，人民币贬值预期仍存。但问题不大：欧元区负利率，热钱有进有出，不会有不可控的风险发生。此外，实际有效汇率太强，压抑出口输入通缩，人民币汇率贬值也不是坏事。

⑤股债双牛还会延续。本轮降息不是货币宽松的终点，不必担心债市高开低走。过去囤积于地方、地产和产能过剩行业的流动性涌入权益和债券市场趋势没有改变，维持股债双牛的判断。

宽松中继站，利率下行空间还很大

本次降息可谓情理之中，但又意料之外，后续料有更多降息、降准出现。

1）所谓情理之中，正如我们在节前评论中指出的，应当“跑步放松”政策，避免从“新常态”滑向“新衰退”，在经济放缓加大

的压力下，央行必须加快放松货币政策的节奏，尽管 1、2 月份的诸多数据尚未公布，但经济下滑的压力仍不断发酵，过迟降息有经济失速的风险，且降息比降准更能刺激信贷投放，本次降息可谓政策兑现。

2）所谓意料之外，在于本次仍是非对称降息，虽然存贷款基准利率下调 0.25 个百分点，但存款利率上浮区间从 1.2 倍扩大到 1.3 倍，出于稳定存款的目的，预计仍有相当数量银行存款利率一浮到顶，则仅能降低存款利率 5 个 BP，对于降低银行负债成本作用不显著，在风险偏好下滑的大环境下，可能难以提振银行投放信贷的动力，并有可能促使银行提高贷款定价来保证利润，因此能否有效降低融资成本需要观察。

3）对市场而言，料会降低资金成本压力，但债券市场由于此前降息预期已经十分强烈，不排除利好兑现后短线出现调整，人民币汇率料不会有大波动，仍视中间价而定，美元远期升水有回落空间。

4）本次降息只是宽松进程的中继站，中国的实际利率依然高企，特别是以贷款利率衡量的实际利率处在数年来的高位，基准利率下行的空间还非常大，因此在有明确信号表明经济企稳前，宽松政策料继续以较快节奏推出，更多降息、降准可以期待，这将推动债市总体维持牛市格局。

2015 年央企资产交易或迎来高峰，交易行为望透明化（附产权交易机构全名单）

国企改革专家表示：“在中信国安的改革方案引起社会质疑后，本轮国企改革中防止国有资产流失的问题一直备受关注，国资委也在积极推动相关政策的制定。2015 年，随着国资改革提速，央企资产交易或迎来高峰，故规范央企资产转让交易行为，实现交易行为透明化电子化，将有助于加速推进国企改革工作。”

近期，国资委主任张毅主持的国资委全面深化改革领导小组第十七次全体会议，研究了《防止国有资产流失和内部人控制意见》。此前已有专家表示，该方案可能先于国企改革顶层设计方案出台，划定国资底线和红线，有利于加快国资国企改革进度。

随着今年国资改革提速及国企改革顶层设计方案的出台，央企资产交易可能迎来高峰。国企改革进行时，规范央企资产转让交易行为，实现交易行为透明化电子化，有利于建设阳光央企。

去年，国资委曾公布了北京产权交易所等第一批 18 家已具备开展中央企业资产转让交易业务的产权交易机构名单。2015 年 1 月 8 日国务院国资委公布了第二批 9 家央企资产转让产权交易机构名单，包括安徽省产权交易中心有限责任公司、福建省产权交易中心、广西北部湾产权交易所股份有限公司、云南产权交易所有限公司、西部产权交易所、甘肃省产权交易所有限责任公司、青海省产权交易市场、宁夏科技资源与产权交易所(有限公司)、新疆产权交易所有限责任公司。

（附）27 家产权交易机构名单及联系电话

第二批

1 安徽省产权交易中心有限责任公司(0551)62871613 62871622

2 福建省产权交易中心(0591)87821728 87808016

3 广西北部湾产权交易所股份有限公司(0771)5585032 5585026

4 云南产权交易所有限公司(0871)63601051 63648456

5 西部产权交易 029)85226278 85226273

6 甘肃省产权交易所有限责任公司（0931)8405308 8474918

7 青海省产权交易市场(0971)6331336 6113361

8 宁夏科技资源与产权交易所(有限公司)(0951)6721552 6721019

9 新疆产权交易所有限责任公司(0991)5580951 5580603

第一批

1 北京产权交易所(010)66295675 66295661

2 天津产权交易中心（022)58922120 58922103

3 山西省产权交易市场 0351)7218393 7218394

4 内蒙古产权交易中心有限责任公司(0471)6922653 6930553

5 沈阳联合产权交易所(024)22566062 23780970

6 吉林长春产权交易中心(0431)85370110 85370123

7 黑龙江联合产权交易所有限责任公司 （0451)58855719 58855707

8 上海联合产权交易所(010)51918717 51916790

9 浙江产权交易所有限公司(0571)87297125

10 山东产权交易中心(0531)86196178 86196157

11 武汉光谷联合产权交易所(027)67885685

12 南方联合产权交易中心有限责任公司(020)22360218 22360238

13 广州产权交易所(020)89160877 89160880

14 重庆联合产权交易所集团股份有限公司(023)63622200

15 西南联合产权交易所有限责任公司(028)86142585 86120811

16 贵州阳光产权交易所有限公司(0851)6791366 6791966

17 大连产权交易所(0411)62636666 转 8863

18 深圳联合产权交易所(0755)83690731 83690794

国资委首设总会计师职位

国务院国资委在新的一轮领导干部职位调整中，首次设立了总会计师一职，首任总会计师由沈莹担任。

沈莹此前担任国务院国资委财务监督与考核评价局局长，该局主要承办所监管企业财务预决算的有关工作；完善所监管企业负责人经营业绩考核制度，对所监管企业负责人进行年度和任期考核；建立健全国有企业绩效评价指标体系，综合考核所监管企业的经营业绩；研究提出所监管企业重大资产损失责任追究的意见和措施；承担所监管企业清产核资和资产损失核销工作；承担国有资产统计分析工作。

业内人士分析说，国资委首次设立总会计师职位或将与国资委本身即将进行的国资监管功能的调整有关。十八届三中全会《关于

全面深化改革若干重大问题的决定》曾指出“……以管资本为主加强国有资产监管……组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”。

这意味着要把国资委的功能、目标和主要职责将从以往的“管人管事管资产”聚焦到“管资本”上，未来国资委作为“纯粹的出资人”，其功能、目标和职责都应围绕“一个积极开展资本运营和投资的国有股东”来界定，所以此次设立总会计师职位也可以解读成为这种转型做准备。

“深度调整”国资委，国资改革方案已在高层案头

拥有近30个司局、300多个处室的国务院国有资产监督管理委员会(下称“国资委”)，十多年为解决国有资产管理“九龙治水”的局面而成立，对国企脱贫改制居功至伟，如今却被一些人诟病为阻碍国企经营的屏障。

中央有意“深度调整”的国资委相关机构和人员的幅度不小，其难度之大，不亚于国企改革本身。

对此，国资委给自己开出了三个方子：一是真正回归“代表国家履行出资人职责”的角色；二是借此轮改革的反腐之势，强化监事会对国企领导班子的监督职能，成为类似银监会的外部监管机构；三是走类似中央汇金公司的国有独资投资公司路径，从管资产变为管资本。然而这三项职能，国资委似乎放弃哪一个都不容易。

“顶层设计对此争议也大，但这个问题绕不开。”财政部相关负责人表示，国资委的改革方案已经摆上了最高决策层的案头。

回归股东角色

去年以来，国资委曾大力推进简政放权。自国务院出台《关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》，国资委就开始拟定新一批需要取消和下放的审批权限，内容涉及董事会选聘、薪酬管理、国企股权激励的审核备案权等方面。

“而实际上，我们每天的工作量并未减少。”北京市国资委相关人士说，一方面国企大多对审批产生了依赖，以避免风险为由，仍旧将文件一批批上报；另一方面，国资委多年来审批范围悄然膨胀，早已不在白纸黑字中。“不久前就有部门在审批某国企2015年战略规划，远超出了权责范围”。

中国企业改革与发展研究会副会长周放生表示，整个国资委 300 多个处室，相当于要管理至少 1000 多件工作，加之地方国资委的各种差异性规定，国企可谓“负担沉重”。

“都说管得过多过细，但少有实质性内容。”国资委经济研究中心副主任彭建国表示，国资委长期被一些非主责的细节内容所束缚，真正对国企资源浪费、领导班子腐败等关键问题，却几近失声。

今年 1 月 13 日，习近平在十八届中央纪委五次全会上表示，要着力完善国有企业监管制度，搞好对国企的巡视，加大审计监督力度，强化对权力集中、资金密集、资源富集的部门和岗位的监管。

反腐高压态势下，主要负责国企监督职能的国资委监事会却不时处于孱弱之态。“企业董事会的重大会议，倒是都请来监事会成员，但他们最好别发言，发错言会很难堪。”前述北京市国资委人士直言，监事会成了“旁听会”，这在国企司空见惯。

通常，专职监事员每年只完成两项工作，一是“旁听”董事会会议，二是提交年度监事报告。报告中上报的企业问题、缺陷，基本是在企业管理层已有的年度工作总结中，“抄上几句而已”。

彭建国也认为，监事会权力很难横向到边、纵向到底：管领导班子，只能管组织任命的干部，市场化聘任的管不了；管机构，也只能管一级母公司，二、三级公司独立拥有自己的监事会，但母公司日趋行政化，真正做业务和藏风险的都在下级公司。“随着国资委简政放权，企业高管手中权力越来越大，反腐任务加重，必须强化监事会职能”。

国资委监事会专职监事、巡视员李保民直言，此次混改的顶层设计，将触及这一深水区，明确“国企高管造成国有资产重大流失的，将追究刑事责任”。

据悉，国资委日后将着重从章程管理、战略管理、预算管理三方面对企业进行监督，增加监事会的监管工具。从现实情况看，现有的监事会显然难以胜任上述“三层管理”的工作密度和强度。

1 月 12 日，国资委主任张毅主持国资委全面深化改革领导小组第十八次全体会议，审议《关于进一步加强和改进外派监事会工作的意见》。同时，国资委近期正加大力度修改《企业国有资产监督管理暂行条例》，试图从赋予监事会更多权责，发挥其事前、事中、事后监督作用，以及整合监事会、巡视组、审计、纪检等外部监督力量的角度出发，在体制、机制和职能上形成监管合力。

“我们一直在呼吁，将金融系统、财政系统、军队系统、文化系统的国有机构进行统一管理监督，杜绝‘两张皮’出现。”李保民说，否则，跑马圈地和利益藩篱将导致长期的沟通不畅、衔接不灵。

在对国企强化外部监督的基础上，国资委最终将收拢管理条线，将身份主要框定在股东层面，遵从《公司法》中关于股东权益的11条规定—股东具有身份权、参与重大决策权、选择和监督管理者权、资产收益权、关联交易审查权等等。

值得一提的是，国资委还专门考察了源于英国国企改制的“金股”模式。即国资逐渐减持过程中，最终将保留一股金股，不具备受益权和其他表决权，但将作为唯一的否决权存在。

“回归股东身份，将是国资委未来的主要角色。”国资委经济研究中心副主任彭建国说。

汇金?

数位受访人士均表示，国资委的重要出路，还包括加速建设国有资本投资运营公司。

去年7月，国资委宣布国企“四项改革”首批试点企业，其中国家开发投资公司(下称“国投公司”)和中粮集团成为国有资本投资运营公司的两大试点。

国投公司1995年成立，注册资本194.7亿元，业务框架包括实业、金融业及国有资产经营业务，在实业上偏重电力、煤炭、化肥等资源性和基础性行业；在金融上着重于资产管理，旗下有中国投资担保有限公司、中国纺织物资(集团)总公司等5家企业。而中粮集团，则是较早以混合所有制引进资本，并欲在下属企业引入产业资本、社会集合资本、私募股权等战略投资者的大型央企，产业链混改成绩斐然。这两家企业都符合国有资本投资运营的企业特征，而国投公司，还将担负处理部分央企“垃圾资产”的职责。

“要从‘事儿妈’变为国有资本布局者，跨度很大。”前述北京市国资委人士说，国资委可谓从鸡毛蒜皮一步跨进了宏观世界。

据悉，试点将从今年启动，于2017年进行总结评估。届时，还将继续甄选6家左右的商业类投资运营公司,2家政策类投资运营公司，再以三年时间为节点进行总结，争取2020年能为国资委投资转型找到路径。

那么，国资委真的能成为汇金吗?

同样国有独资的中央汇金公司，代表国家行使对国有商业银行

等重点金融企业的出资人权益，控股、参股了 6 家商业银行、4 家证券公司、2 家保险公司及 4 家其他机构。而其本身，不开展任何其他商业性经营活动，也不干预其控股金融企业的日常经营。

“国资委怎么做？恐怕更应该做些增量，构建新的资本运营公司，把国有资本存量装进来。”财政部相关人士认为，否则，国资委已经与现有国企、现有项目“难分难舍”，很难完全割裂开来做独立投资人，会让资本公司最终成为拿着国有资本不干实事的“吃饭机构”。

这样，就会涉及资本公司的权属问题，归国资委还是归财政部？

“谁出钱，就归谁。”前述北京市国资委人士说。例如，中投公司隶属财政部，外汇储备管理隶属央行，如果再增加一个国资委来当“金主”，无论是资本公司层面抑或具体的国企、项目层面，都是“谁拿钱听谁的”。于是，国资委成立前“九龙治水”的历史，或将重演。

有文件显示，此次推行资本公司试点，将暂不作增量考虑。机构属性上，资本公司本质上为市场化主体，作为市场化出资人机构，无行政职能。政府将通过所有权与经营权分开，以股东身份依法(包括《公司法》、章程、委托协议等)参与该类公司的治理和管理，不再向其所投资的实体企业延伸管理，不与实体企业保留行政关系、出资人关系，将资本公司作为实现政企分开的“界面”和“隔离层”。

上述类型的资本公司可分为商业类和政策类两种，前者目标单一，以追求资本收益为主；后者负有政策性目标，但必须严格财务约束，保证一定的投资效率。

“商业类资本公司应该主要运营竞争性行业中的国有资本，对产业、企业无特殊偏好，少承担、不承担国家战略任务。”国务院发展研究中心相关人士提出，否则很难对国有资产进行有效的结构调整和布局。

有消息称，这一类资本公司未来可能吸收合并一些国企，或者接收一些国企母公司的国有股权，改组为金融性投资运营公司，同时剥离其实体产业。改组后，公司不再是既直接管理实业、又拥有投资业务的混合型控股公司，而会成为以股权管理和资本运营为主的金融性机构。

问题来了，中国的金融机构还不够多吗？以国资委为背景的资本公司，能有什么条件和优势去与现有各大金融机构竞争？

相关人士表示，无论其如何定位、如何组建以及如何运转，目前都缺乏足够的经验，“非常困惑，只能先看看两家试点企业的情况再说”。

国资委力推淡马锡模式：国网等16央企纳董事会试点

国资委董事会试点工作办公室近日印发有关通知，决定航天科技等16家企业纳入规范董事会建设范围。至此，国资委监管的112家中央企业中，董事会试点企业户数已达74家。

“董事会扩大试点的意义重大，自2004年试点以来，董事会不仅帮助央企实现了科学、民主决策，而且加强了对内部人的控制，从制度上约束了国企高管的权力，并在一定程度上避免了权力寻租和利益输送现象发生。”1月22日，国资委研究中心副主任彭建国表示。

不过，董事会试点的过程中也暴露出一些问题，突出体现在，出资人代表与职业经理人不分，外部董事经常由一些退休干部担任，或由专家学者兼职担任，并未实现职业化。尽管董事会试点了10多年，但仍没有形成一套成熟的办法向全部国有企业推广。

淡马锡模式

此次被纳入试点的央企除了航天科技，还包括航天科工、中船集团、国家电网、中国华电、中国建筑、西电集团等15家企业。

“国企在2004年之前就有董事会，这些董事会内部设置也是该有的都有，但董事会却没有发挥应有的作用，决策权还是集中在企业‘一把手’那里，而董事会通常只是走个过场，其职能也仅限于通报而已。”彭建国说。

此外，在出资人机构和国企之间没有一个缓冲带，作为出资人的政府经常直接干预企业的日常经营活动，政企不分的现象很普遍。

而改变这一状况的人是国资委第一任掌门人李荣融，在任期间，李荣融曾多次赴新加坡调研学习，而淡马锡的核心经验就是如何建立国有全资公司董事会。

熟悉李荣融的人说，李荣融特别崇尚淡马锡，他出任国资委主任第一次出访的目的地就是新加坡。而的核心就是董事会制度，这一制度实现了政企分开和决策层同经理层的分开。

从新加坡回来后，李荣融就开始筹备董事会试点的工作，2004年国资委下发了《关于中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点工作的通知》，正式启动了董事会试点工作，宝钢、神华、中国诚通、国旅、国药、铁通这六家央企进入首批试点。

国资委当时的试点思路是，建设董事会尤其是外部董事制度，使董事会能够作出独立于经理层的客观判断，充分发挥非外部董事和经理层在制定重大投融资方案和日常经营管理中的作用。

据彭建国介绍，董事会建设的焦点集中在外部董事身上，从数量上看，外部董事应超过内部董事，在结构上，董事会下面的一些专业委员会，如审计和薪酬委员会，应该全部任用外部董事。

“首批试点的6家央企，起初是没有外部董事的，后来才逐步引入，2005年宝钢才将外部董事的人数上调，首次出现外部董事超过内部董事的现象。”一位央企人士称。

在试点过程中，宝钢共有5位外部董事，超过了董事会全部成员的半数，其中包括两位境外大型公司的董事长、两位中央大型企业原负责人，他们有丰富的国企领导岗位工作经验；一位国内会计学院的教授，是企业财务会计方面的高级专家。

“这样高素质的外部董事，为建立健全外部董事制度奠定了基础。”宝钢一位内部人说。

2014年7月，国资委又将新兴际华集团、中国医药集团等企业纳入了董事会试点。

董事会的角色

过去十年央企董事会试点的创新，在于引入了外部董事制度，但目前外部董事制度仍存在一些问题。

“董事会能搞好，归功于外部董事制度，搞不好，也应从外部董事制度上找原因。”彭建国称。

据介绍，外部董事不是真正意义上的股东，而是被聘用的董事；所以，如果激励和约束机制不到位，外部董事很容易被内化。外部董事没有实现职业化，多由专家、学者或退休干部兼职，他们的精力能否放在公司上还是个疑问。

此外，也有多家央企的外部董事由同一个人兼任，这被业内人士看做不专业，他们的知识和经验对其所在企业或行业了解多少都是个问题，如此很容易造成决策失误。

彭建国调研发现，外部董事和内部董事之间存在信息不对称的

情况，有时候外部董事看到的信息和内部董事不一样，有时甚至得不到信息，没有调查就没有发言权，在如此情况下，外部董事发挥的作用会大打折扣。

“现在试点的董事会中的外部董事都是花瓶董事，名头多，但不实用，这也直接影响到董事会试点的质量。”中国企业改革与发展研究会副会长李锦说。

在彭建国看来，这些问题都需要在董事会试点过程中不断改进。他建议，要发展职业化的外部董事，职业化后，还要加强培训，建立外部董事库。

去年 11 月，国资委董事会试点工作办公室组织了第 20 期赴新加坡淡马锡董事会运作实务培训交流暨国资委-淡马锡董事论坛，国资委主任张毅要求深入学习借鉴新加坡淡马锡公司在公司治理方面的成功经验，探索适合中国国情的公司治理模式，进一步扎实推进中央企业规范董事会建设。

“淡马锡有参考价值，我们过去学的只是人家的皮毛，董事会制度的灵魂还是没学到，所以试点了 10 年现在还在试点，没有形成一套可推广的成熟的做法。”李锦称。

据了解，目前董事会试点过程中，还存在董事会和党委会重合的问题，出资人代表和职业经理人不分，很多董事长插手总经理的事情，决策层和执行层被混为一谈。

如何处理党组织和董事会的关系？彭建国提出，试点企业和出资人机构应该采取“双向进入、交叉任职”的办法，也就是，党委成员到董事会任职，董事兼任党组成员，恰恰是董事长兼任党委书记的企业，可有效规避这个矛盾。

更重要的是，出资人机构应该简政放权，把该放的权、属于董事会的权力，都交给董事会。彭建国建议，把最重要的三项权力，即聘任权、考核权和薪酬权交由董事会。

PPP 投融资模式全解析

政府市政建设中引进社会资本的模式:

项 目	新 建	在 建	已 建
轨道交通	公共私营合作制	股权融资或股权融资+委托运营	融资租赁、资产证券化、股权转让
城市道路	建设—移交(BT)		
综合交通枢纽	交通枢纽和经营性开发项目一体化捆绑建设		
污水处理	建设—经营—移交(BOT)模式	委托运营或移交—经营—移交(TOT)	委托运营或移交—经营—移交(TOT)
固废处置	公共私营合作制(PPP)、股权合作等	移交—经营—移交(TOT)模式	移交—经营—移交(TOT)模式
镇域供热	建设—经营—移交(BOT)		

什么叫 BOT、BT、TOT、TBT 和 PPP 投融资模式

1、BOT（Bulid-Operate-Transfer）即建造－运营－移交方式

这种方式最大的特点就是将基础设施的经营权有期限的抵押以获得项目融资，或者说是基础设施国有项目民营化。在这种模式下，首先由项目发起人通过投标从委托人手中获取对某个项目的特许权，随后组成项目公司并负责进行项目的融资，组织项目的建设，管理项目的运营，在特许期内通过对项目的开发运营以及当地 ZF 给予的其他优惠来回收资金以还贷，并取得合理的利润。特许期结束后，应将项目无偿地移交给 ZF。在ＢＯＴ模式下，投资者一般要求 ZF 保证其最低收益率，一旦在特许期内无法达到该标准，ZF 应给予特别补偿。

2、BT（Build Transfer）即建设-移交

是基础设施项目建设领域中采用的一种投资建设模式，系指根据项目发起人通过与投资者签订合同，由投资者负责项目的融资、

建设，并在规定时限内将竣工后的项目移交项目发起人，项目发起人根据事先签订的回购协议分期向投资者支付项目总投资及确定的回报。

3、TOT（Transfer-Operate-Transfer）即转让－经营－转让模式

是一种通过出售现有资产以获得增量资金进行新建项目融资的一种新型融资方式，在这种模式下，首先私营企业用私人资本或资金购买某项资产的全部或部分产权或经营权，然后，购买者对项目进行开发和建设，在约定的时间内通过对项目经营收回全部投资并取得合理的回报，特许期结束后，将所得到的产权或经营权无偿移交给原所有人。

4、TBT 模式

TBT 就是将 TOT 与 BOT 融资方式组合起来,以 BOT 为主的一种融资模式。在 TBT 模式中，TOT 的实施是辅助性的，采用它主要是为了促成 BOT.TBT 的实施过程如下: ZF 通过招标将已经运营一段时间的项目和未来若干年的经营权无偿转让给投资人; 投资人负责组建项目公司去建设和经营待建项目; 项目建成开始经营后，ZF 从 BOT 项目公司获得与项目经营权等值的收益; 按照 TOT 和 BOT 协议，投资人相继将项目经营权归还给 ZF。实质上，是 ZF 将一个已建项目和一个待建项目打包处理，获得一个逐年增加的协议收入（来自待建项目），最终收回待建项目的所有权益。

5、PPP （Public-Private-Partnerships）模式

一般而言，PPP 融资模式主要应用于基础设施等公共项目。首先，ZF 针对具体项目特许新建一家项目公司，并对其提供扶持措施，然后，项目公司负责进行项目的融资和建设，融资来源包括项目资本金和贷款; 项目建成后，由 ZF 特许企业进行项目的开发和运营，而贷款人除了可以获得项目经营的直接收益外，还可获得通过 ZF 扶持所转化的效益。项目管理者

PPP 投融资模式详解

20 世纪 90 年代后，一种崭新的融资模式-PPP 模式（Public-Private-Partnership，即“公共部门-私人企业-合作”的模式）在西方特别是欧洲流行起来,在公共基础设施领域,尤其是在大型、一次性的项目,如公路、铁路、地铁等的建设中扮演着重要角色。

PPP 模式是一种优化的项目融资与实施模式，以各参与方的“双赢”或“多赢”作为合作的基本理念，其典型的结构为：ZF 部门或地方 ZF 通过 ZF 采购的形式与中标单位组建的特殊目的公司签定特许合同（特殊目的公司一般是由中标的建筑公司、服务经营公司或对项目进行投资的第三方组成的股份有限公司），由特殊目的公司负责筹资、建设及经营。ZF 通常与提供贷款的金融机构达成一个直接协议，这个协议不是对项目进行担保的协议，而是一个向借贷机构承诺将按与特殊目的公司签定的合同支付有关费用的协定，这个协议使特殊目的公司能比较顺利地获得金融机构的贷款。采用这种融资形式的实质是：ZF 通过给予私营公司长期的特许经营权和收益权来加快基础设施建设及有效运营。PPP 模式的内涵主要包括以下 4 个方面：

第一，PPP 是一种新型的项目融资模式。PPP 融资是以项目为主体的融资活动，是项目融资的一种实现形式，主要根据项目的预期收益、资产以及 ZF 扶持的力度而不是项目投资人或发起人的资信来安排融资。项目经营的直接收益和通过 ZF 扶持所转化的效益是偿还贷款的资金来源，项目公司的资产和 ZF 给予的有限承诺是贷款的安全保障。

第二，PPP 融资模式可以使更多的民营资本参与到项目中，以提高效率，降低风险。这也正是现行项目融资模式所鼓励的。ZF 的公共部门与民营企业以特许权协议为基础进行全程合作，双方共同对项目运行的整个周期负责。PPP 融资模式的操作规则使民营企业能够参与到城市轨道交通项目的确认、设计和可行性研究等前期工作中来，这不仅降低了民营企业的投资风险，而且能将民营企业的管理方法与技术引入项目中来，还能有效地实现对项目建设与运行的控制，从而有利于降低项目建设投资的风险，较好地保障国家与民营企业各方的利益。这对缩短项目建设周期，降低项目运作成本甚至资产负债率都有值得肯定的现实意义。

第三，PPP 模式可以在一定程度上保证民营资本“有利可图”。私营部门的投资目标是寻求既能够还贷又有投资回报的项目，无利可图的基础设施项目是吸引不到民营资本的投入的。而采取 PPP 模式，ZF 可以给予私人投资者相应的政策扶持作为补偿，如税收优惠、贷款担保、给予民营企业沿线土地优先开发权等。通过实施这些政策可提高民营资本投资城市轨道交通项目的积极性。

第四，PPP 模式在减轻 ZF 初期建设投资负担和风险的前提下，提高城市轨道交通服务质量。在 PPP 模式下，公共部门和民营企业共同参与城市轨道交通的建设和运营，由民营企业负责项目融资，有可能增加项目的资本金数量，进而降低资产负债率，这不但能节省 ZF 的投资，还可以将项目的一部分风险转移给民营企业，从而减轻 ZF 的风险。同时双方可以形成互利的长期目标，更好地为社会和公众提供服务。

PPP 模式的组织形式非常复杂，既可能包括私人营利性企业、私人非营利性组织，同时还可能包括公共非营利性组织（如 ZF）。合作各方之间不可避免地会产生不同层次、类型的利益和责任上的分歧。只有 ZF 与私人企业形成相互合作的机制，才能使得合作各方的分歧模糊化，在求同存异的前提下完成项目的目标。

PPP 模式的机构层次就像金字塔一样，金字塔顶部是 ZF，是引入私人部门参与基础设施建设项目的有关政策的制定者。ZF 对基础设施建设项目有一个完整的政策框架、目标和实施策略，对项目的建设和运营过程的各参与方进行指导和约束。金字塔中部是 ZF 有关机构，负责对 ZF 政策指导方针进行解释和运用，形成具体的项目目标。金字塔的底部是项目私人参与者，通过与 ZF 的有关部门签署一个长期的协议或合同，协调本机构的目标、政策目标和 ZF 有关机构的具体目标之间的关系，尽可能使参与各方在项目进行中达到预定的目标。这种模式的一个最显著的特点就是 ZF 或者所属机构与项目的投资者和经营者之间的相互协调及其在项目建设中发挥的作用。PPP 模式是一个完整的项目融资概念,但并不是对项目融资的彻底更改,而是对项目生命周期过程中的组织机构设置提出了一个新的模型。它是 ZF、营利性企业和非营利性企业基于某个项目而形成以“双赢”或“多赢”为理念的相互合作形式，参与各方可以达到与预期单独行动相比更为有利的结果，其运作思路如图所示。参与各方虽然没有达到自身理想的最大利益，但总收益即社会效益却是最大的，这显然更符合公共基础设施建设的宗旨。

PPP 模式案例

北京地铁 4 号线在国内首次采用 PPP 模式,将工程的所有投资建设任务以 7：3 的基础比例划分为 A、B 两部分,A 部分包括洞体、车站等土建工程的投资建设，由 ZF 投资方负责；B 部分包括车辆、信号等设备资产的投资、运营和维护，吸引社会投资组建的 PPP 项目

公司来完成。ZF 部门与 PPP 公司签订特许经营协议，要根据 PPP 项目公司所提供服务的质量、效益等指标,对企业进行考核。在项目成长期,ZF 将其投资所形成的资产，以无偿或象征性的价格租赁给 PPP 项目公司，为其实现正常投资收益提供保障，在项目成熟期，为收回部分 ZF 投资，同时避免 PPP 项目公司产生超额利润，将通过调整租金(为简便起见,其后在执行过程中采用了固定租金方式)的形式令 ZF 投资公司参与收益的分配;在项目特许期结束后,PPP 项目公司无偿将项目全部资产移交给 ZF 或续签经营合同。

深圳地铁 4 号线由港铁公司获得运营及沿线开发权。根据深圳市 ZF 和港铁公司签署的协议,港铁公司在深圳成立项目公司,以 BOT 方式投资建设全长约 16km、总投资约 60 亿元的 4 号线二期工程。同时，深圳市 ZF 将已于 2004 年底建成通车的全长 4.5km 的 4 号线一期工程在二期工程通车前(2007 年)租赁给港铁深圳公司，4 号线二期通车之日始,4 号线全线将由香港地铁公司成立的项目公司统一运营,该公司拥有 30 年的特许经营权。此外，香港地铁还获得 4 号线沿线 290 万 m2 建筑面积的物业开发权。在整个建设和经营期内，项目公司由香港地铁公司绝对控股，自主经营、自负盈亏，运营期满，全部资产无偿移交深圳市 ZF。

北京地铁 4 号线背后的 PPP 故事

政府和社会资本合作模式(Public-PrivatePartnership,PPP)是财政部近期力推的一项模式，尤其是 76 号文的下发，引发了政府机关、金融机构、公共事业服务企业等对 PPP 模式的广泛关注和学习。

PPP 模式其核心是引入社会资本参与到公共事业项目的建设运营当中，其合作方式多种多样，在 76 号文下发之前已经在地方或中央项目上被使用，只是未作为一项重要模式予以推广。

为此盘点了一下国内 PPP 模式的相关项目,原来在每天熙熙攘攘的北京地铁 4 号线背后即是一个非常经典的 PPP 案例，读懂该案例应该说可以基本掌握 PPP 模式之精髓。

背景介绍：北京地铁 4 号线的 PPP 模式（见第二篇文章详解）

北京地铁 4 号线是北京市首条采用 PPP 方式建设运营的地铁线路，北京市政府引入香港地铁公司丰富的地铁运营经验，地方政府节约了财政支出，社会资本获得了稳定回报，双方的合作非常成功。

北京地铁四号线共计投资 153 亿元，其中建设内容分为 A、B 两部分，A 部分主要为征地拆迁、洞体结构、轨道建设等土建工程建设，投资额约为 107 亿元，由北京市政府出资设立的平台公司开发建设。B 部分投资额约为 46 亿元，利用 PPP 模式，PPP 的三方为香港地铁公司(港铁公司)、首创集团以及京投公司。其中港铁公司和首创集团是社会资本的代表。

在该 PPP 模式案例操作中，合作各方进行了精心策划和磋商，一些关键问题的解决和设计上，亮点突出。

关键点一：通过分割投资方式化解投资回报低的弊端

轨道交通投资大，因具有公共事业性质，投资回报低甚至亏损。为了解决投资回报低的问题，4 号线投资被分割为 A 和 B 两个部分，其中关于征地拆迁、洞体结构等土建工程这些投资金额大的部分由政府平台公司予以投资，这部分投资为无收益的纯粹公共支出。

对于与运营有关的车辆、信号、自动售检票系统等机电设备投资则采用 PPP 模式，该部分资产需要良好的运营才可以发挥其效益。该部分投资金额相对较小，且可以产生稳定的现金流，使 B 部分投资具有较好的投资回报。

通过这种分割投资的方式，北京市将 4 号线有经济效益的资产和业务单独分割出来，引入社会资本，成功的解决了轨道交通的投资回报低的问题。

关键点二： PPP 项目公司架构设计体现了各方的制约和平衡

港铁公司、首创集团和京投公司成立 PPP 项目公司——北京京港地铁有限公司，港铁公司、首创集团和京投公司三方比例分别为 49%，49%和 2%，港铁公司占 49%的股份。港铁公司是由香港政府控制的上市公司，世界城市轨道领域最优秀的公司之一，其 30 多年香港地铁开发和运营经验是中标 4 号线投资的重要因素。首创集团是北京市国资委所属的特大型国有集团公司，主要投资于房地产、金融服务和基础设施三大领域，在投资 4 号线以前，参与了地铁 13 号线和 5 号线的投资建设。京投公司是北京市基础设施投融资平台，代表北京市政府参与四号线的投资，也代表政府对四号线运营的情况进行监督管理，同时平衡中外企业在项目公司的权益。

PPP 项目公司设立 5 名董事，其中京投公司委派 1 名，首创委派 2 名，港铁委派 2 名，京投公司委派的董事担任董事长。一旦港铁和

首创发生意见分歧需要投票决定时，京投可以从中协调，且京投的一票至关重要。

从股权结构和董事会设计上，政府和社会资本均可以对项目公司运营产生重大影响，体现了制约和平衡，有利于项目公司的健康运营。

关键点三： 通过项目贷款进一步提高 PPP 项目公司股东回报

B 部分总投资共计 46 亿，由项目公司负责筹集，其中股权投资约 15 亿元，由港铁公司、首创集团和京投公司分别按投资比例出资。其余 31 亿元由京港地铁公司向国家开发银行贷款融资，期限 25 年，执行基准利率。建设期贷款属于项目融资贷款，京港公司以拥有的资产(包括动产、不动产、特许经营收入或收益权等)抵押或质押。通过项目贷款进一步提高了项目公司股东投资投资回报。

关键点四：通过政府补贴运营解决低票价问题

4 号线与北京其他轨道交通线路一样，实行全程 2 元的低价票价制。为保证京港公司的盈利性，政府在基期即成票价的基础上，测算了一个合理票价，对该合理票价与实际票价的差额进行补偿，该项补偿约每年 6 亿-7 亿元。

这种方式既解决了低票价问题，又充分体现了使用者付费和政府补充付费相结合的特点，起到了良好的社会效果。

关键点五：通过资产租赁费平衡项目公司收益

在方案设计上，北京市政府担心项目公司收益过高，而作为合作方港铁公司也担心 4 号线投入后客流量不足，所以双方设计了一个调节项目公司投资回报的平衡机制，即项目公司与北京市平台公司签署了资产租赁协议，即项目公司租用 A 部分资产，租金水平与客流量相关联，在客流量高的时候，租金水平高，当 4 号线客流量低的时候，租金予以减免。

上述方式有效平衡了项目公司收益，既避免社会资本投资回报过高，又对社会资本的投资回报起到了一定的保障作用。

关键点 6：提前触发回购机制保障社会资本投资安全

在方案设计上，为保障社会资本港铁公司的投资安全，特意安排了一个提前回购机制。特许经营期限是 30 年，但是如果开通后客流量持续 3 年低于认可的预测客流的一定比例，导致特许公司无法维持正常经营，北京市政府将根据《特许协议》的规定按市场公允价格回购 B 部分项目资产，但特许公司应自行承担前 3 年的经营亏损。

该方案即考虑了极端情形，即客流量与可行性研究预测差距较大的情况下造成项目公司无法正常经营，社会资本可以通过要求政府回购的方式提前退出，使社会资本的投资安全得到了一定程度的保障。

据悉，4 号线的合作方案从磋商至最终在 2006 年 4 月签署正式协议，前后历时 4 年多，过程应该说是相当坚辛，然而磨刀不误砍柴功，北京地铁 4 号线因其精心构化，使其成为一个经典的 PPP 案例。

2015 年中国 P2P 行业八大展望

对中国 P2P 行业而言，2015 年注定是不平凡的一年。新年伊始，互联网金融就彻底火了一把：国务院总理李克强新年首访给互联网金融点赞。这预示了以 P2P 为代表的互联网金融将在 2015 年迎来真正百花齐放的春天，全年 P2P 平台总数有望突破 4000 家，交易量猛增至 1 万亿元。

展望一：总理首度视察互联网金融企业 P2P 将迎井喷式发展

2015 年 1 月 4 日，国务院总理李克强视察全国首家真正意义上的互联网银行——深圳前海微众银行，并强调政府要为互联网金融提供便利的环境和温暖的春天。

这是李克强担任总理两年来首访深圳，也是新年调研第一站。对目前发展势头正猛的互联网金融业来说，李克强的到来无疑释放了一系列积极信号，他一句“希望你们在普惠金融方面杀出一条路子，倒逼传统金融企业改革”传达了国家对互联网金融的极大肯定。2015 年，以 P2P 为代表的互联网金融承载着总理希望，将迎来真正的井喷式发展。

展望二：互联网金融再度写进政府工作报告并纳入国家战略

2014 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在十二届全国人大二次会议上作《政府工作报告》时提及：要促进互联网金融健康发展，完善金融监管协调机制。尽管只有短短两句话，但这是互联网金融首次写入中国政府工作报告，代表着互联网金融的发展和监管名正言顺进入中国政府高层视野。

今年以来，互联网金融乘着政策东风火速蹿红，其爆发式增长使互联网金融成为中国金融业一个不容忽视的焦点，而总理新年首

访便亲身为互联网金融企业点赞这一举动，不仅是给微众银行解开了镣铐，更是给所有互联网金融机构放开了手脚。今年两会，发展如火如荼的互联网金融有望再度写进政府工作报告并纳入国家战略。

展望三：各大银行与民间抢夺 P2P 市场现象加剧

P2P 网贷平台一直被认为是“草根金融”的代名词，然而伴随着互联网金融热度的持续升温，“正规军”银行也看红了眼，争先进军 P2P 网贷市场。据不完全统计，目前银行系 P2P 平台已达 11 家，中信、华夏银行、苏州银行等也正在积极筹划分一杯羹。

凭借着庞大的信用、风控、资金和客户体系，银行系 P2P 强大的品牌背书使其快速赢得投资者的信任，在与民间 P2P 抢夺市场蛋糕过程中优势明显。然而，囿于监管政策不明朗，目前还没布局 P2P 领域的银行尚有些顾忌。一旦政策落地，银行系 P2P 将释放出巨大的量，预计明年上线 P2P 的银行有望突破 30 家。2015 年，随着银行系 P2P 的大肆爆发，民间 P2P 网贷平台势必迎来更强烈的冲击波。

展望四：各大财团、上市公司跑步进入 P2P 市场

万亿 P2P 市场蛋糕除了吸引风投目光外，以熊猫烟花为代表的上市公司也跑步进入 P2P 市场。数据显示，已有 68 家左右的上市公司通过各种形式参与到 P2P 平台的运营中来，总投入金额达数十亿元。业内人士分析，上市公司的参与程度在未来数年内还将继续呈爆发式增长。

目前，国家有关监管机构抓紧对 P2P 行业监管细则做最后调研，P2P 监管政策呼之欲出。多家财团、上市公司表示，政策的出台或将提高行业准入门槛，届时，不仅布局成本加大，甚至有可能直接被拦截在行业之外，进都进不来。因而，在 P2P 监管政策呼声日益高涨的情况下，各大财团、上市公司几乎是在与监管层开展竞速赛跑。北京一家上市公司负责人称，要以最快的速度成立 P2P 平台，“先运营起来再说。”

展望五：P2P 人才争夺战升级

互联网金融人才荒由来已久，近来更演变为人才抢夺大战。各大平台绞尽脑汁晒出揽才杀手锏，甚至不惜以千万年薪为诱饵发布“求贤令”，只为能在这场争夺战中拔得头筹。

纵观当下整个 P2P 行业，行业在迅猛发展的同时，技术、人才等相关配套没有跟上，高端人才凤毛麟角。未来，人才将在市场竞

争中起到至关重要的作用。根据银监会近来透露的监管细则，监管部门将对P2P行业的从业人员资质提出明确要求，既掌握金融知识又熟悉互联网的跨界人才或将成为P2P行业标配,P2P人才争夺大战一触即发。

迪蒙网贷系统作为中国网贷系统第一品牌，在人才储备方面未雨绸缪,花100万美金高薪聘请三位美国顶尖的软件科学家,其2014年销售额突破1.2亿的惊人战绩与国际人才发展战略不无关系。

展望六：政府加大力度打击P2P跑路乱象

P2P网贷作为互联网金融的新兴业态,目前仍处于摸着石头过河的阶段，黑客攻击、卷款跑路等安全事件屡有发生。据不完全统计，2014年全年问题平台达275家，是2013年的3.6倍，可以说，平均每6个P2P平台中就有一个是问题平台。另据媒体披露，跑路P2P平台中，时间长的有一年以上吸金数亿的，时间最短的只运营一天就逃之夭夭，留给用户的是再也无法讨回的投资。

频繁发生的卷款跑路等风险事件牵动监管部门的神经，银监会创新监管部多次向媒体表明政府打击P2P跑路乱象的决心，其透露的监管细则中，P2P行业准入门槛和技术门槛或被纳入监管重点。

展望七：黑客攻击危及P2P行业发展

数据显示，全国80%以上的平台均受过不同程度的黑客攻击，黑客已然成为悬在P2P网贷行业头上的一把利剑，阻碍整个行业发展进程。

据世界反黑客组织通报，今后很长一段时间内，P2P网贷平台仍将是全球黑客攻击的首要目标。美国防黑客攻击专家、迪蒙网贷系统首席安全官杰克·胡分析，黑客最爱攻击的P2P平台无非三大类：使用“P2P网贷系统模板”的模板平台;刚获得巨额融资的“富豪”平台；短期内出现大量提现需求的忙碌平台。他强调，通常黑客会对平台进行精准打击，采用模板的平台已成为黑客指向性攻击的重灾区。

展望八：P2P监管政策任重道远

2014年年底，国家监管层接连公开对P2P监管细则进行定调，地方上也自主采取措施给行业戴上“紧箍咒”，似乎所有征兆都预示了2015年P2P行业将迎来真正的“监管元年”。其实不然。

目前，P2P 网贷监管可谓雷声大雨点小。尽管对 P2P 实行严管的消息满天飞，但目前中国 P2P 还处于摸着石头过河的阶段，如果贸贸然设置一系列条条框框绑住它的手脚，将大大限制其创新与发展。

业内人士分析，P2P 监管是“知易行难”，监管细则是否真的可以出台，以及细则内容能否平衡好创新与规范，还有很多不确定因素，P2P 监管任重道远。

无需办理工商变更登记的股权转让

有限责任公司内部股东之间部分股权转让但又不引起股东名称（姓名）发生变化时，公司是否需要办理工商登记手续呢?经过法律调研，对此就此问题展开探讨。

《公司登记管理条例》（2005）	《公司登记管理条例》（2014）
第九条　公司的登记事项包括： （一）名称； （二）住所； （三）法定代表人姓名； （四）注册资本； （五）实收资本； （六）公司类型； （七）经营范围； （八）营业期限； （九）有限责任公司股东或者股份有限公司发起人的姓名或者名称，以及认缴和实缴的出资额、出资时间、出资方式。	第九条　公司的登记事项包括： （一）名称； （二）住所； （三）法定代表人姓名； （四）注册资本； （五）公司类型； （六）经营范围； （七）营业期限； （八）有限责任公司股东或者股份有限公司发起人的姓名或者名称。
第三十五条第一款　有限责任公司股东转让股权的，应当自转让股权之日起 30 日内申请变更登记，并应当提交新股东的主体资格证明或者自然人身份证明。	第三十四条第一款　有限责任公司变更股东的，应当自变更之日起 30 日内申请变更登记，并应当提交新股东的主体资格证明或者自然人身份证明。

首先比较一下新旧《公司登记管理条例》关于公司登记事项的异同:

通过对比我们可以发现，与 2005 年《工商登记管理条例》相比，2014 年《工商登记管理条例》中的登记事项删除了实收资本、股东认缴和实缴的出资额、出资时间、出资方式。2005 年《工商登记管理条例》中规定“有限责任公司股东转让股权的”应当进行变更登记，而 2014 年《工商登记管理条例》中规定“有限责任公司变更股东的”应当进行变更登记，结合新旧两版规定来看，若有限责任公司内部股东之间的股权转让并未引起股东变更，既不属于 2014 年《工

商登记管理条例》第九条登记事项的变更，也不属于第三十四条第一款的情形。

但《工商登记管理条例》(2014修订)第三十六条规定："公司章程修改未涉及登记事项的，公司应当将修改后的公司章程或者公司章程修正案送原公司登记机关备案"。同时，《公司法》(2013年修订)第二十五条规定："有限责任公司章程应当载明下列事项：……(四)股东的姓名或者名称;(五)股东的出资方式、出资额和出资时间……"。因此，我们理解有限责任公司内部股东之间股权变化虽未引起股东的变更，但将会引起公司章程变化，故应当按《工商登记管理条例》第三十六条的规定进行章程备案。

例如：某有限责任公司股东A、B分别持股40%与60%，后A将其20%股权转让给B，最终A持股20%，B持股80%。该公司股东在股权转让前后均为A和B，依据新的《公司登记管理条例》，未涉及到公司登记事项中的任何变化，但股东出资额的变化涉及到章程的变化，故该公司应当将修改后的章程或公司章程修正案送到原公司登记机关进行备案。

因此，有限公司内部股东之间不引起股东名称/姓名发生变化的股权转让的情况"无需办理变更登记"，但仍然需要向工商局提交材料进行"备案"。从理论上说，有限公司是人合性的公司，与资合性的股份有限公司不同，尽管前述案例中的情况并未影响公司人员构成(即其人合性)，但其资本构成产生变化(比如控股股东变成了小股东、小股东变成了大股东等)也将对公司本身及股东债权人产生影响，这也是新的《公司登记管理条例》仍要求在此种情况下进行章程备案的原因之一。

造成实务人员困惑的，是各地工商行政管理机关因为对新规定的理解有差异而导致实际操作不完全一致。经咨询，北京市目前的做法与本文中分析的一致，即有限公司内部股东之间不引起股东名称/姓名发生变化的股权转让无需进行变更登记，但需要进行备案登记，提交的材料包括备案申请书、委托书、营业执照复印件、章程修正案等。杭州市、广州市的做法也是只要不涉及股东人员的变化，仅股东份额比例的变化仅需要备案，而无需变更登记。但成都市的做法是仍然要求有限责任公司只要发生股权转让行为，无论是在内部股东之间转让还是转让给外部人员，均必须进行变更登记。因此，有限公司之间部分股权转让但未引起股东名称/姓名变化时，到底是

进行工商变更登记还是工商备案登记，需要提交什么材料，建议先与当地的工商局进行沟通核实。

PS: 关于备案与变更登记的区别，通俗地说，向工商行政管理机关备案，仅指向其报备一下即可，不需其它的批准或许可，工商行政机关会向公司出具备案通知书;向工商行政管理机关办理变更登记，是指公司原来在工商行政管理机关的登记事项发生了变更，那么工商行政机关就要对其变更登记的事项是否符合法律法规进行审查，若符合法律法规的要求，工商行政管理机关会核准登记并向公司出具工商变更核准通知书。

并购重组原理分类最新政策解析

从 2013 年第二季度以来，国内 A 股并购市场持续繁荣，但大多都发生在以民营控股为主的上市公司，并未在大范围内全面铺开，所以说并购市场的未来还有广阔的空间和前景，2015 年将是更加可有为一年!

2010 年国务院发布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》即 2010 年 27 号令，该意见就加快调整优化产业结构、促进企业并购重组提供了若干意见。2014 年国务院发布了国务院 14 号令,即《关于优化企业并购重组市场环境的若干意见》，这两个意见如果配套起来执行和操作，并且呼应证监会、国资委、国税总局、商务部的改革，那么并购市场未来将会得到极大的发展。

为了贯彻意见的有关规定，我们可以看 2010 年国务院 27 号令，里边涉及到关于资本市场开展兼并重组、促进行业整合产业升级的意见说的很全面。它是由工信部牵头，包括证监会在内的 12 个部委进行协调推进，其中与证监会有关的包括规范借壳上市、鼓励并购融资推出并购基金、鼓励市场化定价等；还有包括国资委、商务部的改革，以及国税总局优化并购税收优势的改革。

我们预计中国并购市场化改革将在并购融资、创新并购工具，市场化定价、并购基金以及法律法规、规章规则、市场监管等方面进行全面的改革和创新，预计真正的并购时代的到来，取决于证券法的修订。

一、并购重组的政策法规和实务介绍

我们所知道的并购重组其实不是一个严格法律上的概念。并购重组有两部分组成：并购和重组。我们对应资本市场重组审核的是重大资产重组，目前证监会对于重大资产重组未来将不用审核；但发行股份购买资本还需要审核。并购执行的是上市公司收购管理办法、证券法以及与此相关的证监会的规章及交易所信息披露的准则。

从并购收购方法来看，收购主要是公司控股权的变化，以及公司控股权变化的相关信息披露，即并购。并购还包括吸收合并。并购在法规里执行的是证券法第四章上市公司收购及证监会颁布的上市公司收购管理办法。目前此办法正在征求意见，并于 8 月 11 日已经截止。

收购从证券法和上市公司收购管理办法看，主要界定了收购的几种分类，以及与分类有关的信息披露的原则。收购有以下几种：1、二级市场的集中交易（包括举牌行为）2、协议收购 3、继承赠与 4、行政划转 5、间接收购 6、要约收购 7、司法裁决。

从上市公司收购管理办法看，达到 5%的收购就应该进行简式权益变动报告书的披露；5%-20%也是简式权益变动报告书的披露，超过 20%小于 30%是详式权益变动报告书的披露，大于等于 30%是上市公司收购报告书的披露，超过 30%如果不符合要约豁免的条件，还要披露要约收购报告书，进行要约收购。

我们平常所界定的这几种收购，在大多数情况下，并购发生活跃的板块主要集中在中小板、创业板、还包括 A 股主板中小市值的股票，尤其是民营企业。股份收购很少发生要约收购，因为上市公司股价偏贵，进行要约收购大多数情况下划不来，而且中国的股价发出要约之后股价会暴涨，股价超过要约价格，发出后没有实质意义。

在我国 A 股市场的收购行为经常出现协议收购上市公司股份，最多达到 29.9%，规避一些触发要约收购的条件，有时候超过 5%；如果不到 5%，通过协议收购是无法完成的，交易所对小于 5%的不执行协议收购，一般是通过集中交易或者大宗交易来完成。

目前上市公司收购本身跟重组不必然发生关系，因为收购是股权权益发生变化，可以不涉及上市公司内部的资产负债所有者权益，只有在两个公司吸收合并过程中，即上市公司对另一家上市的公司吸收合并、以及非上市公司对另外一家上市公司进行吸收合并，在这个情况下，会涉及到上市公司内部资产负债权益发生变化，这就

是收购与重组同时发生。在一般的收购过程中，仅仅是权益发生变化，从而进行相应的信息披露。

对于发出的要约收购（要约分为全面要约和部分要约）。我国的政策是参照欧洲和美国的要约制度，采取了折中。发出要约实际上是收购上市公司 30%的股份，若要进一步收购，应该让全体股东享有同等的待遇。

本次上市公司收购管理办法征求意见稿的改动并不如上市公司重大资产重组管理办法改动的多。它主要是针对两部分进行修改：1、在要约豁免的条件方面简化了行政许可条件，2、对于要约收购简化了相关的前置审批条件，同时对于履约保证金进行了多样化处理，例如可以用财务顾问作为担保。

二、上市公司重大资产重组

整体的上市公司并购重组包括了以下几个子概念：1、上市公司收购、2、上市公司重大资产重组 3、上市公司的分立 4、上市公司的回购 5、上市公司吸收合并。

在国内大量出现的是上市公司重大资产重组，以及虽然不构成重大资产重组但涉及到发行股份购买资产比照于重大资产重组来审理。在这种情况下，重大资产重组实际上是上市公司及其控股或控制的公司在日常经营活动之外，购买出售资产和通过其他方式进行资产交易，达到规定的比例，从而导致上市公司界定的主营业务收入、总资产以及净资产发生超过比例变化的行为。

为什么在重大资产中往往涉及到并购重组？因为在发行股份购买资产过程中，被收购方标的资产的股东往往换股成为上市公司的股份，上市公司总股本以及各个股东的权益比例会发生变化，被收购方的股东在换股成为上市公司重组完成后的股东以后，会涉及权益的变化，这就需要进行信息披露。原有股东权益变化超过 5%，也要进行权益披露。

在这种情况下，由于重大资产重组或者发行股份购买资产所导致的上市公司权益的变化，触发了上市收购管理办法的一些条款。如果在发行股份购买资产过程中，拟注入的资产规模非常大，注入资产的大股东成为新的重组完成之后的大股东，这就是反向并购。反向并购重组完成之后，上市公司大股东超过 30%的还需要进行要约豁免。这就相当于一个借壳上市。但是借壳上市中间还有复杂的清壳，以及会计处理、合并处理、估值等问题。

三、重大资产重组的主要类型

1、上市公司重大资产购买：上市公司可以进行支付现金或者对价，对目标公司资产进行收购，从而控制相关的标的资产。在购买过程中，一方面可以使用现金，如果涉及到股份，也可以用现金加股份，纯股份换股收购。重大的意思是被收购的总资产超过原上市公司合并报表收入的总资产和净资产就相当于重大。

2、重大资产置换：上市公司将一些需要转型的资产剥离出去，置换进相关资产。如果置出置入的单一方向超过原上市公司总资产、净资产的 50%，也构成重大。在这种情况下，资产出售和收购同时操作。重大资产置换经常出现在原国有企业、央企、地方国企，在上市的过程中拼凑上市或者是打包上市，存在着大量的关联交易或者从业竞争，在这种情况下，通过优化资产进行置换。

3、重大资产置换还出现在借壳上市的过程中。但借壳上市并不仅仅只有重大资产置换，它还需通过拟注入资产在置换完成之后，把剩余资产通过换股形成反向并购，这种方式是重大资产置换加发行股份购买资产，这就形成了借壳上市。如果通过重大资产置换同时发行股份购买资产进行正向并购，理论上允许但目前案例很少，证监会有可能对这种方式涉嫌变向借壳或者其他方式，不一定支持。

4、重大资产出售：纯粹的上市公司对自身业务的优化和重组。将一些不需要的、盈利能力低、缺乏竞争力的业务进行剥离，这种模式经常出现在世界五百强。对国内上市公司进行出售，往往出现在以前 90 年代拼盘上市的企业中（上边的大股东是企业集团）把业务发展较差的资产进行处置，是一种资产重组的重要模式。

四、上市公司并购重组在国内 A 股市场主要分为三大类型

1、借壳上市这种模式相当于变向的后门的 IPO（香港称后门上市）。借壳上市虽然是后门 IPO，但它遵从的法规、思路、整体的设计原则都是并购重组的方式，是一种交易。

2、整体上市主要解决的是同业竞争和关联交易。

3、产业并购主要就是产业整合。同行业的产业并购即是产业整合。但是现在也出现了很多跨界的产业整合。

在我国无论是借壳、整体上市还是产业并购，在设计方案、思路过程中，一方面是对基本面的考虑，更多的考虑应该是在买卖双方达成撮合，双方妥协的情况下，未来并购重组完成之后各方的利

益安排，主要是股价。我们国家的并购财务型并购居多，即使是打着正向并购、产业整合的旗号，其本质上也是财务型并购。

在借壳上市的过程中，上市公司的控股权是要发生变化的。而整体上市以及产业并购一般情况下控制权是不发生变化的。按照国内 A 股证监会的规定，借壳上市的定义包括两点：1、控股权发生变化 2、上市公司控股权向收购方收购资产的交易金额超过控股权变化前一年度合并报表总资产的 100%，只要两条中有一条未达到就不算是借壳上市。

借壳上市是主营业务发生变化，而整体上市和产业并购主营业务一般不发生变化。整体上市一般涉及到关联交易（我这里所说的关联交易通常所指的是否是真实的关联方所发生的交易）。但这个定义在市场上也不准确，我们细读上交所和深交所的上市规则，凡是在前 12 个月或者后 12 个月涉及到股份、换股比例、认购股份比例达到 5%以上的，均认定为潜在的关联方，所以说按照这个规定，借壳上市、整体上市和产业并购只要超过 5%的换股比例，都界定为关联交易。

近 5 年来，借壳上市的数量持续稳定，整体上市随着股权分置改革的完成曾经达到了一个高潮。后续整体上市的数量大幅下降，因为国资体系好的资产已经装进去了，其他资产则需要不断的培育和整合。产业并购是未来发展的方向，因为中国有大量的非上市公司不需要每家上市公司都进行 IPO，例如中国的医药企业有四、五千家以上，不可能每家都进行 IPO。

五、下面重点介绍借壳上市

借壳上市是拟上市公司原股东（重组方）有借壳意愿，通过收购上市公司原股东持有的上市公司存量股份，或者通过资产置换，把剩余部分资产通过发行股份购买资产折成上市公司的股份，形成反向并购。这是借壳上市的简单原理，但实际上借壳上市的交易结构要比这个复杂一些。

目前证监会要求借壳上市要等同于 IPO，同时创业板不允许进行借壳上市。拟上市资产要求：3 年连续盈利，且累计超过 3 千万，按照扣除非经常性损益后孰低法进行计算，3 年持续经营，实际控制人 3 年内不能发生变化，资产定价公允，权属清晰，资产过户不存在法律障碍，同时符合国家产业政策，以及环保、土地反垄断等的相关规定。

我们在设计借壳上市过程中往往要考虑：1、壳公司的市值一般情况下是否足够小；2、拟注入资产的评估值是否能达到借壳完成之后借壳方的大股份占上市公司的股比的预期；3、壳公司的资产负债是否能够全部置出，或者仅保留有非经营性资产或负债。

目前并购重组发行股份购买资产的价格可以按照征求意见稿的形式进行。参考价不得低于市场参考价的 90%，原来为 100%。参考价原来是前 20 日均价，现在已经括展到前 20 日、60 日、120 日的公司股票交易均价。

证监会推出的多窗口价格协商处理方案，在全国股转系统中，新三版，非上市公众公司重大资产重组定价原则是全面的协商定价。由此可以看出发行股份购买资产的发行价格目前是一个过渡，随着金融市场的进一步开放，若干年后再一次改革将有可能进展到全面协商定价。借壳上市还有一个设计条件是重组完成之后不会导致上市公司不符合股票上市条件。

借壳上市中借壳资产交易作价，证监会认同的是资产基础法和收益法。目前改革除了可以允许证券评估机构出具资产评估报告外，还可以由券商出具估值报告，这是进一步向国际接轨的体现。其实在国际上，欧美国家几乎不存在像中国这样大规模的资产评估机构，像香港的戴德梁行，或者海外加拿大、澳大利亚、南非矿业权评估机构，其他的资产评估机构主要是由券商作为财务顾问，不但要进行估值定价，还要进行交易结构的设计、合规性分析以及并购融资，在国外并购的财务顾问相对国内地位要高，因为并购财务顾问在并购交易中能发挥巨大的作用。

我们在选取壳资源时主要考虑：

1、壳公司的市值（市值越小，对于借壳最有利）；

2、壳公司是否干净。如果壳公司有负债或者未解决诉讼、仲裁，这将不利于借壳。一般国有的上市公司规范经营较好，处置相对容易，所以说国有上市壳公司比较干净

3、存量股份的处置。上市公司大股东，或者二、三股东存量是否能够转让一部分。现在借壳上市的通行条件就是重组方资产与上市公司进行资产置换，差额部分换股，置换出的资产往往要送给对方。如果资产规模过高、过大，送给对方重组方可能会很难承受，所以通常会将资产一部分送，一部分与上市公司原股东股份进行对

价，置换一部分股份，或者用现金购回一部分。另外上市公司迁址问题也是影响壳公司是否能谈判、撮合成功的关键性问题。

目前国内借壳上市的主要行业包括：历史上的重工业、矿产资源行业、房地产类行业。由于国家宏观调控，国民经济、宏观经济进入了新常态，重化工业、矿业、房地产业增长率都出现一定程度上的下降，而一些新兴行业（包括 TMP、文化、传媒、医疗等）借壳上市占据了很大的优势。

另外一种特殊类型的借壳即暂停上市类型的上市公司可以进行借壳上市，但拓展重整的上市公司借壳上市，原来执行的是全面协商定价，但本次重组办法征求意见稿已经将其废止，不允许进行全面的协商定价。

借壳上市的操作流程分为四部分：

1、拟上市资产的规范；

2、重大资产重组流程；

3、收购及要约豁免；

4、相关机构的并行审批（包括国资审批、商务部审批等）。

在四块流程中包涵一些小的步骤：

1、财务顾问进场进行初步尽调；

2、拟定上市公司方案，各中介机构进场，发现问题、提出规范的建议，拟上市资产规范完成，选定目标公司，这个过程与 IPO 前改制辅导相似，只不过借壳上市不必须把它由原有的有限责任公司整体变更为股份有限公司。

在上市公司重大资产重组阶段，拟借壳资产方的股东与上市公司进行对接，初步达成一致，框定总体方案，进行停牌。停牌之后可以进行重大事项筹划。原有的上市公司规定只有 1 周，后来延长到 2 周，目前我们发现很多案例中几个月还在进行重大事项筹划，这个时间取决于与监管机构进行的沟通，相对比较灵活，已经超越了法规规范的范畴。

上市公司停牌之后可以召开两次董事会，分别出具重组预案和草案，也可以直接停牌召开一次董事会，直接出具草案，提请召开临时股东大会，会后 3 日之内报材料，由证监会进行受理。在并购重组过程中，往往需要给证监会进行补正，补正后进行正式受理。受理后进行反馈，包括一次反馈，也不排除二次反馈和口头反馈，

接下来召开会前会，会前会之后是上市公司停牌，召开重组会议，最后拿到核准批文。

证监会给予核准批文后，由上市公司与资产方在财务顾问协助下进行资产交割，以及新增股份登记和存管。

上市公司过会之后，需要同时披露以及上报收购报告书和要约豁免的全套材料，最后证监会给予两个核准批文，一个是允许重大资产重组的批文，另一个是要约豁免收购的批文。

在这个过程中如果涉及国有股份的受让行为以及国有股份的转让行为，分别需要省国资委或者国务院国资委的审批，如果中间涉及到外资，还需要报商务部审批。

六、上市公司的整体上市

是上市公司的控股股东将相关的资产通过资产置换、或者是发行股份购买资产的方式注入到上市公司中去。它有两个好处：1、增加了大股东的持股比例 2、通过注入优质资产使上市公司股价上涨，上市公司的全体股东将会获得资本增值的收益。

七、上市公司的产业并购

是上市公司向独立第三方的股东收购相关的资产，这种收购是非同一控制人企业合并，会计处理按公允价格入账。

产业并购的动因是所处行业的成长性下降，外延是增长的需要（指的是上市公司）同时延长产业链、增加协同效应，扩大市场份额、提升竞争能力。协同效应包括：收入协同效应、成本协同效应、税收协同效应。例如收购一个亏损的企业，都存在着一些避税的效应。

目前国内的创业板公司由于在上市过程中是单一主页，而且单一主页的细分领域已经占有国内甚至世界最大的份额并且超过 50%，继续发展该主页会遇到很大障碍和瓶颈。而创业板上市公司估值、市盈率比较高，它有足够的动力进行纵向产业链的整合，或者是跨界、相近行业的收购。创业板上市公司只有不断进行收购，才能保持相对较高的市盈率。

无论是中小板还是创业板，如果它的市盈率较高，收购一个按照资产评估机构估值，最多 14-15 倍的标的资产，是对自身有利的行为。高市盈率的公司收购低市盈率的标的资产，同样也是对自身业绩以及估值的提升。中国上市公司的市盈率相对来说较高，它有

利于开展对目标资产的收购。假设在美国，中概股的市盈率还不到10倍，它就很难按15倍市盈率的标的资产收购国内上市公司。

产业并购的特点：交易对手的非关联化、市场化方式操作，产业结构效应明显。目前产业并购现状：交易规模和支付手段都还不足，交易规模较小，支付以现金为主；规模较大时伴随着发行股份支付，主并方与被并方规模相比主要表现为以大吃小，蛇吞象的并购并不多见。

目前产业并购的审核要点主要表现为以下四个方面：1、标的资产的规范经营 2、后续如何整合 3、交易标的估值 4、并购的目的。

目前常用的上市公司并购估值方法：资产基础法（成本法）、收益法。在市场法中往往是用于证券公司的并购，允许用PB。在国外由于市场化比较成熟，经常用到EV/EBIT即企业价值除以息税前利润，这种估值方法对于每个行业来说相对比较稳定。如果我们测算出息税前现金流EBIT就可以测算出企业价值。还有一种方法是可比市盈率法。

对于特殊行业也有相对特殊的估值方法。例如电商，往往用PS（市销率）。对于矿权，采矿权评估用收益法，碳矿权评估用勘察成本效益法或者地质要素评续法，各种方法针对不同行业会有不同的应用。

在并购重组过程中，交易双方的估值往往是双方妥协的结果。最可行的操作和妥协路径是双方先有一个大概的估值。无论是上市公司还是标的资产方，在双方基本估值认同的情况下进一步磋商，由财务顾问和评估机构予以细化，最后达成一个妥协的估值价格，这个估值价格最终由资产评估机构，未来也可能由财务顾问作为估值机构，形成估值报告或者资产评估报告，以此作为实现的方法。

目前交易结构安排包括：现金支付、股份支付、混合支付现在已经有条件，我们可以发行优先股购买资产（这是一个条件）优先股已经推出。未来在上市公司重大资产重组管理办法中，还会推出定向权证和定向可转债，未来还可以推出垃圾债券。在这些组合工具中可以进行混合使用，达到预期。

到目前为止，除了一些银行和大型的蓝筹公司进行再融资时用到优先股，为什么上市公司并购重组没有用的优先股？可以理解为：国内的上市公司并购重组基本上是在算股价（股价上涨），实际上是一种财务套利行为，赚的都是一二级市场的差价。本质上与

Pre-IPO 无差，优先股得不到好处，所以在我国的并购重组中很少出现优先股的运用。

目前并购重组在收购资产方面或者收购目标公司方面，可以以发行股份购买资产方式也可以以吸收合并方式。在上市部规则改变之前，由于发行股份购买资产是 10 个交易对手方，很多超过 10 个的交易对手方就要进行吸收合并。而现在换股收购已经扩展到不超过 200 个，不超过 200 个（包括配套募集资金的交易对手方）就可以进行发行股份购买资产，超过 200 个就要进行吸收合并。

上市公司无论是产业并购还是借壳整体上市过程中，对于标的资产都存在着对赌安排。按照证监会最新的征求意见稿要求，只有在借壳上市的过程中，才必须要求股份补偿（收益法评估），如果收益法评估值不超过标的资产账面净资产的 100%，就可以豁免股份补偿。对于上市公司产业并购，不强制要求进行对赌安排，这样就有利于双方的谈判。

为什么产业并购不必须要求对赌安排？因为如果进行对赌，收购的资产就很难跟上市公司原有资产进行产业整合，如果对赌三年，这三年就需要进行严格的区分，无法发挥协同效应。这就应用了这样一个逻辑，如果我看好的资产，我愿意出多高的价钱这是根据公司资质原则决定，股东大会通过即可，并不需要外界尤其是证监会强制要求进行股份补偿或者现金补偿。

上市公司在收购标的资产控股合并过程中，不同股权比例有不同的处理方式。50%以上的股权用成本法核算；20%以下不构成重大影响也用成本法核算；20%-50%的股权（共同控制或者重大影响），按照权益法核算。

在上市公司收购股权过程中会涉及到所得税问题。所得税处理按照 2009 年国税总局 59 号文，分为一般性税务处理和特殊性税务处理。我们在设计方案过程中，要争取特殊性税务处理，达到延迟纳税的目的。

按照国税总局的要求对于个人股权、换股、收购，必须缴纳个人所得税。现在各个省市、地方在这方面规定并不一致。由于仅对个人股权的增值进行评估，当换股成为上市公司股份，没有现金所得，没有套现，也没有别的现金资产来源，就很难缴纳当期的个人所得税。但最终还是需要缴个人所得税，所以要在交易设计安排中进行相关的承诺。

在产业并购过程中一般还存在着一些核心条款的设计包括：1、未来业绩增长承诺；2、现金股份支付比例；3、相关的业绩补偿；4、如果涉及到原本双方对赌是单向对赌，如果没有完成业绩要进行股份或者现金的补偿（实际上惩罚措施）。现在在很多案例中，如果超额完成业绩就存在现金的奖励。在美国可以通过定向权证来实现，规定奖励比例不超过 20%。

股份锁定期要求长短不等，短则 12 个月，长则 36 个月，包括交易标的混合利润的分配，审计评估基准日与交割日期间损益的处理等。

目前在上市公司收购管理办法的修订中，对要约豁免方面进行了一些简化处理，可以免于提请要约豁免的情况包括：1、达到或超过 30%一年之后，每 12 月不超过 20%的爬行收购 2、50%以上的继续收购 3、继承 4、发行新股 3 年不转让，股东大会同意发行前已掌握控股权。

此外，创业板不能借壳也是一个被扭曲的概念。如果上市公司控股股东发生变化，收购了某家创业板公司，注入的资产交易规模达到了上市公司控股权之前的 99%，这就不构成借壳，过了几年再往里注入 2%，按照累计首次原则的计算方法就超过了 100%，这是不允许的，这种情况对于交易来说是一种不公平的现象。

另一种情况，如果创业板公司是医药企业，未上市的医药公司换股注入，整体收购创业板公司，这种同行业的公司不应仅因为它是创业板不能借壳而把它排除在外。假如它符合 IPO 条件，或者说等同于 IPO，我们就不应该把这个作为一个障碍。例如创业板公司有一家医药企业，医药企业规模比一个主板上市公司规模小，如果创业板公司发起吸收合并主板上市公司，最后转到创业板公司，这种情况就构成了借壳。两家上市公司合并本身就是完全市场化的合并。如果严格按照创业板不能借壳的条件进行限定，就会影响到市场化的交易。

并购重组按照整体分类分为：借壳上市、整体上市、产业整合，但在这个过程中会设计很多变种，从而设计更复杂的交易结构。其中包括在借壳上市中资产如何剥离，是否安排配套融资，在整体上市或者产业整合过程中是否可以同步安排股权激励，是否可以对外进行杠杆收购，包括引入并购配套融资，引入并购贷款、加杠杆进行收购。

经过对市场的简单分析后发现：目前借壳上市的壳公司市值非常之高，很多都在15-20亿左右。这是因为证监会在IPO方面进行数量限制，通道受阻导致很多企业等不及，都想进行借壳上市，整体上市数量也没有以前那么多。

市场上大量出现的产业并购，主要集中在影视、手游以及IT行业。除此之外也包括一些环保、医药、医疗等。为什么现在影视、手游行业这么火？其实它并不是中国资本市场近20年来特有的现象，从2000年当时互联网泡沫大家纷纷触网，到后来证券公司概念、银行概念、房地产概念，以及再后来的金矿、硒土都是一脉相承。

现在很多的上市公司哪怕不是经营文化传媒的也可以发行股份购买资产，收购一些影视、传媒资产，都是为了达到股价的暴涨的目的。出现这一现象的主要原因并不是市场化不足，不需要再设置更多门槛达到治理的目的，而是要通过更加市场化的政策来促进中国A股市场股价合理化。像美国、香港的影视、传媒资产估值并不高，不到10倍市盈率。但是由于我国资本市场相对封闭，金融市场与国外接轨不足，资金渠道受阻，国内上市公司炒作痕迹很大，上市公司趋之若鹜，大家都想进行股价增值，在此情况下，影视、传媒、手游理所当然成为首选。

契约型私募投资基金突破限制法律解读

证监会105号令《私募投资基金监督管理暂行办法》确立了监管部门对私募基金不设审批、事后监管、鼓励创新的监管态度，“契约型”私募基金获得了制度与监管层面的生存环境，私募基金不得超过50名投资人的限制借道“契约型”基金实现突破。

一、合伙制私募基金的“50人困境”

合伙制私募基金作为民间投资与民间金融的利器，在过去的几年中获得了巨大的发展。但是，随着市场融资环境的变化，合伙制基金的制约因素也逐渐显现，并进而影响到合伙基金的资金招募。首先是人数限制问题，受制于《合伙企业法》中关于有限合伙50人的人数限制，有限合伙在资金招募的规模上受到一定的制约。虽然也有部分合伙基金管理人通过伞形架构等方式突破50人限制，但操作过程仍存有不便。其次是合伙制基金的投资人工商变更难题。按照《合伙企业法》规定，投资人等变更，需要进行工商备案。这也限

制了合伙制基金的招募，对于投资人跨区域或者存续期间较短的合伙企业而言，这个问题更加突出。

为了突破上述限制，合伙制基金管理机构通常会借道信托或者券商、基金公司资管计划。然而，雁过拔毛的效应在任何时候都会存在。更何况，信托、证券公司、基金公司的合规要求也会一定程度上限制合伙制基金的对外投资。

二、“50人”的限制已被突破，“契约型”私募基金破局

2014年8月21日，证监会发布了第105号令--《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称“《监管办法》”)。《监管办法》第十一条规定：“私募基金应当向合格投资者募集，单只私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》、《公司法》、《合伙企业法》等法律规定的特定数量。”显然，公司制、合伙制私募基金的投资人数应当受《公司法》及《合伙企业法》的约束而不得超过50人(股份公司制不得超过200人)，而对于“契约型”私募基金而言，在目前无其他法律规定的情况下，其应当适用《证券投资基金法》(以下简称：《基金法》)。《基金法》第八十八条规定：“非公开募集基金应当向合格投资者募集，合格投资者累计不得超过二百人”，也就是说，“契约型”私募基金的投资者人数可最多不超过200人，突破了(有限)公司制、合伙制基金的50人限制。这一突破，对于基金参与主体，特别是基金管理人与销售服务机构而言具有重大意义，在做大基金规模的同时，也将使更多投资者收益。

三、众望所归的“契约型”私募基金

正是由于合伙制基金的上述“缺陷”，对于期限较短的基金而言，以“契约”方式聚合资金，并委托管理似乎是一个不错的选择。

1、何为“契约型”基金?

从组织形式上来区分，基金分为公司制、合伙制及契约制基金。以对外投资为目的设立公司或合伙企业，投资人成为公司股东或合伙人，资产由管理人管理，该种类型的基金为公司制或合伙制基金。投资人与管理人、托管人签署基金合同，各方权利义务由基金合同进行约定，资产由管理人管理并交由托管人托管，该类基金为契约制基金。契约型基金不具备独立的法人资格，投资人通过基金合同授权管理人代为行使基金财产的使用、处分权，管理人受托管理基金财产所获得的收益由基金份额持有人按基金合同的约定享有。我

国《证券投资基金法》所规定的证券投资基金属于典型的契约型基金。

2、契约型基金的优势

与公司制或合伙制基金相比较，契约型基金不设公司或合伙企业等该类需在工商行政管理机关登记注册的实体，投资人的身份、管理人与托管人的法律地位与职能等均由各方共同签署的基金合同进行约定。从而可以省去复杂的工商登记流程。同时，由于无需借用有限合伙或者公司的外壳，其投资人的人数方面会更加灵活。

3、契约型基金的法律基础

我国《基金法》第二条规定："在中华人民共和国境内，公开或者非公开募集资金设立证券投资基金(以下简称基金)，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，进行证券投资活动，适用本法"。《基金法》第三条规定："基金管理人、基金托管人和基金份额持有人的权利、义务，依照本法在基金合同中约定"，该条规定实质上为契约型证券投资基金奠定了法律基础。当然，由于《基金法》是调整证券投资法律关系的，事实上，目前我国大部分公募证券投资基金均属于"契约型"基金。

四、证监会"契约型"私募基金新规

《监管办法》的相关规定，主要在以下几方面确立契约型私募的框架:

1、私募基金管理人

《监管办法》第五条规定："设立私募基金管理机构和发行私募基金不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定数量的投资者发行私募基金。建立健全私募基金发行监管制度，切实强化事中事后监管，依法严厉打击以私募基金为名的各类非法集资活动。"《监管办法》充分彰显了监管当局发展私募、鼓励创新的决心与态度，这就为各类不同形态的私募基金的发展创造了相对宽松、自由的发展环境，这其中就包括"契约型"私募投资基金。

2、放开了私募基金的类型

《监管办法》第二条第一款规定："本办法所称私募投资基金(以下简称私募基金)，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"，该款内容仅从非公开发行的角度限定了私募投资基金的范畴，而并未对私募投资基金的组织形式予

以限定。《监管办法》第二十条的规定：“募集私募证券基金，应当制定并签订基金合同、公司章程或者合伙协议(以下统称基金合同)。基金合同应当符合《证券投资基金法》第九十三条、第九十四条规定。募集其他种类私募基金，基金合同应当参照《证券投资基金法》第九十三条、第九十四条规定，明确约定各方当事人的权利、义务和相关事宜。

《监管办法》将基金合同与公司章程、合伙协议并列，共同作为组建私募基金的基础法律文件。

3、放开了投资领域限制

《监管办法》第二条第二款规定：“私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的”。股权、期货、期权、基金份额等私募投资标的都是对公募基金的突破，特别是该款关于“投资合同约定的其他投资标的”的兜底性表述更是给了私募基金参与主体广阔的创新空间。

4、明确了私募基金的“合格投资者”

《监管办法》规定，私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于100万元且符合下列相关标准的单位和个人：(一)净资产不低于1000 万元的单位；(二)金融资产不低于300 万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人。

5、备案及托管规则

《监管办法》还规定，基金管理人及基金应当依法办理备案登记；除基金合同另有约定外，基金应当由基金托管人托管。

《监管办法》的出台无疑将推动私募基金健康、快速发展。“契约制”给私募插上了腾飞的翅膀，在投资标的被广泛放开的基础之上，加之对“50人”限制的突破，私募基金在监管层宽容的政策环境下，必将获得长足的发展。

实物资产产权交易实操

1、共有的实物资产能否对外转让？

答：按份共有人有权要求将自己享有的财产份额分割或者转让。但在转让时，其他共有人在同等条件下享有优先购买的权利。

转让标的涉及共有的，转让方应提供相关权利人的意思表示（即：其他共有人是否行使优先购买权等）。

转让方转让共有物且其他共有人行使优先购买权的，应当依法履行相应的程序。

2、设立抵押权的实物资产能否对外转让？

答：抵押期间，抵押人经抵押权人同意转让抵押财产的，应当将转让所得的价款向抵押权人提前清偿债务或者提存。转让的价款超过债权数额的部分归抵押人所有，不足部分由债务人清偿。

抵押期间，抵押人未经抵押权人同意，不得转让抵押财产，但受让人代为清偿债务消灭抵押权的除外。

转让标的上设置其他权利的，转让方应提供相关权利人的意思表示（即：抵押权人须书面表示是否同意转让抵押财产）。

3、未办理过户的抵债资产，能否在产权交易所进行转让？

答：转让方提供确权文件及办理过户所需相关材料的可以进行转让。

4、在建工程项目能否转让？

答：按照《中华人民共和国城市房地产管理法》第三十九条规定：

以出让方式取得土地使用权的，转让房地产时，应当符合下列条件：

（一）按照出让合同约定已经支付全部土地使用权出让金，并取得土地使用权证书；

（二）按照出让合同约定进行投资开发，属于房屋建设工程的，完成开发投资总额的百分之二十五以上，属于成片开发土地的，形成工业用地或者其他建设用地条件。

转让房地产时房屋已经建成的，还应当持有房屋所有权证书。

5、以划拨方式取得土地使用权的房地产可否转让？

答：《中华人民共和国城市房地产管理法》第四十条规定：以划拨方式取得土地使用权的，转让房地产时，应当按照国务院规定，报有批准权的人民政府审批。有批准权的人民政府准予转让的，应当由受让方办理土地使用权出让手续，并依照国家有关规定缴纳土地使用权出让金。

以划拨方式取得土地使用权的，转让房地产报批时，有批准权的人民政府按照国务院规定决定可以不办理土地使用权出让手续的，转让方应当按照国务院规定将转让房地产所获收益中的土地收益上缴国家或者作其他处理。

6、房屋所有权人和土地使用权人不一致的房地产，能否在产权交易所进行转让？

答：一般不能进行转让。若转让方能提供证明材料说明导致房屋所有权、土地使用权不一致的原因，房屋所有权人及土地使用权人可以一并提交转让申请。经交易所审查同意，可对上述信息进行充分披露并通过交易所征集意向受让方。

7、未取得房产证的房地产能否在产权交易所进行转让？

答：一般不能进行转让。转让方提供确权文件及办理房产证所需相关手续的除外。

8、已出租的房屋能否对外转让？

答：《中华人民共和国合同法》第二百三十条规定：出租人出卖租赁房屋的，应当在出卖之前的合理期限内通知承租人，承租人享有以同等条件优先购买的权利。

《北京市城市房地产转让管理办法》第十四条规定：出卖已出租的房地产的，出卖人应当提前 3 个月通知承租人。在同等条件下，承租人享有优先购买权。出卖人未履行通知义务的，应当承担相应的民事责任。

《北京产权交易所实物资产交易规则》第八条规定：转让标的上设置其他权利的，转让方应提供相关权利人的意思表示。

第十六条规定：转让方转让已对外租赁房屋且承租人有优先购买权的，应当依法履行相应的程序。

9、在产权交易所进行交易的房地产项目需提交什么样的评估报告？

答：国有房地产项目：经有权机构核准或备案的资产评估报告。

非国有房地产项目：具有房地产评估资质的估价机构出具的估价报告。

特别提示：在交易所完成转让后，为在土地部门办理土地出让、过户，国有房地产项目还应委托具有房地产评估资质的估价机构出具估价报告。

10、具备什么条件的估价机构能够为房地产项目出具估价报告？

答：《房地产估价机构管理办法》第二十四条规定：从事房地产估价活动的机构，应当依法取得房地产估价机构资质，并在其资质等级许可范围内从事估价业务。

一级资质房地产估价机构可以从事各类房地产估价业务。

二级资质房地产估价机构可以从事除公司上市、企业清算以外

的房地产估价业务。

三级资质房地产估价机构可以从事除公司上市、企业清算、司法鉴定以外的房地产估价业务。

暂定期内的三级资质房地产估价机构可以从事除公司上市、企业清算、司法鉴定、城镇房屋拆迁、在建工程抵押以外的房地产估价业务。

《房地产估价机构管理办法》第三十一条规定：房地产估价报告应当由房地产估价机构出具，加盖房地产估价机构公章，并有至少 2 名专职注册房地产估价师签字。

11、实物资产进场交易价款如何结算？

答：实物资产交易各方应通过交易所进行交易资金的结算。实物资产交易资金包括保证金和交易价款，以人民币为结算货币。受让方应在约定的期限内，将交易价款支付到交易所结算账户。受让方已交纳的保证金可根据约定转为交易价款。

应收账款证券化操作的 5 个关键阶段

一、应收账款证券化的内涵

应收账款的大量存在已成为制约我国公司快速发展的重大瓶颈，大量的应收账款存在会增加公司的持有成本，若处理不当会变成呆账坏账，因此如何盘活应收账款是一个很重要的问题。若将应收账款证券化，企业不必等应收账款到期就可将其转化为可流通的证券，盘活了企业的资产，减少了这些持有成本。应收账款证券化是指发起人把未来能产生稳定现金流的资产经过结构性重组形成一个资产集合，通过信用增级、真实出售、破产隔离等技术出售给一个远离产品的特别目的的载体（SPV），由 SPV 在国内、外金融市场上出售有价证券，最后用资产池产生的现金流来清偿所发行的有价证券。

典型的资产证券化交易过程包括三个主要交易主体：发起人、特定目的的载体和投资人，投资银行把这三个交易主体组织起来，设计成一个合法、风险可控和严谨的交易结构，从而保证融资的成功。在这一过程中，发起人将自己拥有的特定资产卖给特定目的的载体，特定目的的载体获得的资产担保证券，并凭借对该资产的所有权来

确保未来的现金收入流首先用于对证券投资者还本付息了该资产的所有权，发行以该资产的预期现金收入流首先用于对证券投资者还本付息。

二、应收账款证券化的优点

资产证券化是近年来世界金融领域最重大和发展最迅速的金融创新工具。应收账款证券化的实质是企业将未来现金流量收益权设计成合法的产品转让给投资者，让与一部分利益给投资者，企业先取得现金。在国际上，证券化的应收账款已经覆盖了汽车应收款、信用卡应收款、租赁应收款、航空应收款、高速公路收费等极为广泛的领域。

我国企业对金融服务需求的不断壮大以及对需求层次的不断提高，资产证券化作为重要的金融创新产品，尤其作为一种优质的新型融资工具应该加以充分利用。应收账款证券化融资能够满足企业不同期限的融资需求，具有很强的灵活性，在融资的风险和收益方面相对于股权和债权融资具有一定的优势，特别是在融资规模较大时，它的融资成本往往是最低的。应收账款证券化是新型的融资模式，具有以下的优点:

1、拓宽企业融资渠道。目前经济形势下，经济不景气，银根收紧，企业融资比较难，并且各种融资方式，投资者关注的都是考察企业的整体资信能力和担保方式，而不以企业特定资产质量为融资的条件，导致很多企业融资困难，而应收账款证券化融资方式是不需要抵押物，是以企业应收账款的质量作为融资条件，只要企业投入的应收账款到期保证能收回，便可以证券化的方式获取投资者投入现金，而将企业整体资信能力置于次要地位，不占用企业的其他融资资源。

2、提高企业经济效益。如果企业存在大量的应收账款，与资产的比重相当大，那会直接影响到企业的经济效益。占用越多，机会成本和持有成本就会越高。将应收账款证券化，能有效地加快应收账款变现，及时投入运营，提高了资产的流动性和变现能力，增加企业效益。

3、降低企业风险。应收账款证券化后出售给投资者，企业提前收回债权，降低了企业的风险。同时应收账款卖给了别人，即使企业破产清算，已出售应收账款也不会被列入清算资产的范围，这种“破产融离”安排是资产证券化“风险融离”机制的一种，也是资

产证券化区别于其他融资方式的一个非常重要的方面。企业也实现了应收账款回收上风险的转移。

4、能有效降低融资费用。应收账款证券化成本主要包括：一是中介机构的成本，即企业为实施证券化所发生的调查、研究以及支付给投行、会计师、律师等中介结构的成本；二是折扣成本，即企业向特殊载体出售应收账款时，资产账面价值与售价的差额，用于支付利息、信用增级、证券发行等费用；三是纳税成本，包括印花税、可能的预提税等。一般，应收账款证券化融资成本的大小取决于证券化资产的质量、规模、期限、信用等级和市场条件等因素。

5、减少管理成本。应收账款的管理和催收需要大量的人员和精力，企业安排专业的人跟踪，办公场所和工资是个不小的数目，若将应收账款证券化则可以免去对应收账款的跟踪、追缴之苦，减少坏账损失，从而大大降低交易成本。此外，应收账款证券化有利于优化财务结构，充分利用资产和优化公司投资组合。

三、应收账款证券化运作的模式和程序

应收账款证券化的主要参与者为发起人、投资银行、律师、信托机构、信用评级机构、信用增级机构、资产评估机构和投资者等。发起人提供有质量的应收账款标的，投资银行主导，律师负责结构设计和出具法律意见，各机构在资产证券化市场中各自有着不同的作用。信用评级机构和信用增级机构对应收账款支持证券的发行是非常重要的，关系到证券发行是否成功和发行成本的大小；信托机构则通过特设托收账户对证券化的应收账款进行催收和管理，并根据证券化的委托协议负责向投资者清偿本金和利息。应收账款证券化的具体运作程序可分为以下五个阶段：

1、确定合适的应收账款。在应收账款证券化过程中，一个重要的问题是选择应收账款，并非任何应收账款都适宜证券化。可用于证券化的应收账款应具备以下特征：有一定可预见的现金流入量；从应收账款获得的利息收入应足以支付抵押证券的利息支出；具有抵押价值和清偿价值；还款条件明确。

2、组建证券化载体（特定目的载体），实现真实销售。特殊目的载体有时可以由原始权益人设立，但它是一个以应收账款证券化为唯一目的的信托实体，只从事单一的业务：购买证券化应收账款，整合应收权益，并以此为担保发行证券。它在法律上完全独立于原始资产持有人，不受发起人破产与否的影响，其全部收入来自应收

账款支持证券的发行。为降低应收账款证券化的成本，一般都设在免税国家和地区。

3、完善交易结构，进行内部评级。为完善应收账款证券化的交易结构，需要同原始权益人一起与托管银行签订托管合同，必要时要与银行达成提供流动性支撑的周转协议。之后，信用评级机构通过审查各种合同和文件的合法性及有效性，对交易结构和应收账款支持证券进行考核评价，给出内部评级结果。一般而言，此时的评级结果并不是很理想，很难吸引投资者。

4、信用提高。在证券的发行中，应收账款支持证券的偿付依赖于被证券化的应收账款所产生的未来的现金流入顺利实现，这对投资者而言存在一定的风险，为此可以采取以下措施：破产隔离。通过剔除原始权益人的信用风险对投资收益的影响，提高应收账款支持证券的信用等级；划分优先证券和次级证券。对优先证券支付本息优于次级证券，付清优先证券本息之前仅对次级证券付息，付清优先证券本息之后再对次级证券还本。这样降低了优先证券的信用风险，提高了它的信用等级；金融担保。由另一家信用良好的金融机构提供信用担保，并由应收账款出让方给予证券回购承诺，即一旦证券到期而本息得不到及时支付，应由担保方或应收账款出售方代为支付，以保护投资者的利益。

5、证券评级与销售。信用提高后，发行人还需聘请信用评级机构对应收账款支持证券进行正式的发行评级，并将评级结果向投资者公告，然后由证券承销商负责承销。发行完毕后，可在交易所或场外挂牌上市，在二级市场流通。最后，以证券发行收入支付购买证券化应收账款的价款，以证券化应收账款产生的现金流入向投资者支付本金和利息。

余秀华：诗歌界的庞麦郎？

把余秀华比作狄金森的旅美学者沈睿，反对给余秀华贴“脑瘫”标签。

公众和诗歌“偶然相遇，绝不是什么金风玉露一相逢的好事”，诗人余秀华在微信上刷屏那两天，诗人沈浩波如此说。

事实证明，诗歌和大众是互相需要的。余秀华的两部诗集脚前脚后出版。最先跟她签约的出版社落在第二家后面。“市场啊！”围观者感叹。

2015 年 1 月 16 日之前，余秀华是小众诗人；1 月 16 日之后，地球人都知道她有一首诗叫《穿过大半个中国去睡你》。这是一场“睡”字引发的嘉年华。

1、两天之后，人们已经有了十八般角度

没有网络推手，这次是小众传播点起的火苗。

1 月 13 日，旅美学者沈睿发表了一篇余秀华诗歌的读后感，其中充满炫目字眼：“横空出世的诗人”“语言的流星雨，灿烂得你目瞪口呆”“诗歌的刺刀一刀见红”。在这篇读后感中，沈睿将余秀华称为“中国的艾米莉·狄金森”。

很多人未必知道谁是狄金森，但“中国的×××”无疑有“加持”效果。

经过授权，网友王小欢把沈文发布在自己经营的微信公号上，

并把原标题《什么是诗歌？余秀华——这让我彻夜不眠的诗人》改成《余秀华：穿过大半个中国去睡你》。

经过两三天转发，1 月 16 日清晨，朋友圈上“睡你”滚滚而来。许多人在速读后成为转发党。推介语带着诗的韵律：“惊，心被弦，拉疼了……”

除了个人转发，几个微信公号扮演了重要的推手角色。这些公号有些与诗歌有关；有些素来与诗歌“井水不犯河水”，像“女权之声”、“PKU 杂志研究中心”。诗刊社副主编李少君注意到，“PKU 杂志研究中心”所有的内容都是关于政治法律的，甚至连文化内容都没有，“突然有一期‘逍遥法外’，做了余秀华诗选。”

1 月 17 日，王小欢在公号发言：“我不会去找余秀华。我会依然读诗，听民谣，分享自己内心的感动，就像每天清晨起床洗脸刷牙。”王小欢和沈睿都说，他们跟余秀华素昧平生。

也是在 1 月 17 日，人们已经有了看待余秀华的十八般角度。余秀华的“伯乐”《诗刊》社在其官方微信上梳理了江湖中的各种意见：

有人把余秀华和庞麦郎联系在一起；有人说余秀华的诗本质上是心灵鸡汤，她的走红是因为满足了人们对底层人物的想象。

第一位就余秀华表达系统意见的“一线”诗人应该是北大中文系教授藏棣——意见是典型的中庸之道。他评价余秀华事件中呈现的舆论伦理：“用标签来辨识诗人，辨认诗人的劳动，是很可怕的事。但人生就这么浑浊，没有一个诗人能避免贴标签。”谈到余秀华的诗歌水准时，藏棣说：“今天，中国比她写得好或不好的女诗人，至少不下 50 人。比她写得好的诗人，至少 300 人。”——在这个坐标系下，余秀华诗歌的特点在于直接性。“她把语言直接当成了身体。”

更多的人对“中国的艾米莉·狄金森”不感冒，“最讨厌‘中国的×××’之类的说法”是常见的态度。“刻意无视余秀华天成蓬勃的诗句固然有心冷、麻木之嫌，但使劲甩大词儿，恨不得连夜抢注‘中国的艾米莉·狄金森”之誉，对她就公平了？”媒体人波斯蜗牛说。

把余秀华比作狄金森的沈睿也反对贴标签。“我不认同什么‘脑瘫诗人’，要是这样我们是不是该管某个 impotent 的男诗人叫‘阴

茎不能勃起诗人’……我抗议《诗刊》这样介绍余秀华！”

2“脑瘫”和“睡你”

“脑瘫”并不是《诗刊》贴的标签，它最早出现在余秀华写给《诗刊》的简历中。

“《诗刊》是天下人的诗刊”，主编商震曾发出征集令。刘年在诗歌博客上翻，百无聊赖时读到余秀华的诗，“像打了一针强心剂”。从中午一点弄到下午六点半，刘年在余秀华的博客上翻翻捡捡，不等联系到余秀华，就意犹未尽地写下像诗一样分行的稿签。2014 年 9 月，《诗刊》下半月刊推出余秀华组诗《在打谷场上赶鸡》及随笔《摇摇晃晃的人间》。

“她要是不提，我们也不知道。其实‘脑瘫诗人’以前就有，在小圈子里知道她的人还比较多，但她自己从来不提（自己脑瘫）。”《诗刊》的编辑彭敏说。彭敏负责运营《诗刊》的微信公号。2014 年 11 月 10 日，他把余秀华的诗和随笔搬到了《诗刊》的公号上，冠之以《摇摇晃晃的人间——一位脑瘫患者的诗》。

“用这种标题阅读量会高一些”，但“高成那样”是彭敏没想到的。几天内，“摇摇晃晃”的点击量逾 5 万。这是《诗刊》没见过的热闹。两周之后，另一个微信公号“读首诗再睡觉”接力，推送余秀华的单篇：《你没有看见我被遮蔽的部分》，阅读量 7 万。

5 万也好，7 万也罢，与此后的“睡你”相比，只能算是小众热闹。

在余秀华迄今为止的两千余首诗作中，“睡你”的品质并不出众。

这首诗开头奇崛：“其实/睡你和被你睡是差不多的，无非是/两具肉体碰撞的力，无非是这力摧开的花朵/无非是这花朵虚拟出的春天让我们误以为生命被重新打开”，之后却突然断裂，“大半个中国，什么都在发生”：火山在喷，河流在枯，不被关心的政治犯和流民，被枪口对准的麋鹿和丹顶鹤，而“我”“穿过枪林弹雨去睡你”；“把无数的黑夜摁进一个黎明去睡你。”

诗人沈浩波批评尖锐，就诗论诗，却是持平之论：“一首本来可以往生命深处写的诗歌，就这样被莫名其妙上扬的宏大抒情消解了”。

一队诗人也“躺着中枪”：徐志摩、席慕蓉、顾城、北岛、舒婷、汪国真……“倘若一个诗人名动天下，成为公众人物、社会名

流。那么，不是这个诗人自己有问题，就是时代不正常。”在《谈谈余秀华的诗歌以及大众阅读口味》中，沈浩波写道。

由一首诗的走红牵扯出大众阅读口味，当然有“政治不正确”的嫌疑。年轻诗人李宏伟就很不服气。他认为沈浩波的姿态仿佛是诗歌界的“御厨”，在大众和诗歌之间人为划线，其实是另外一种撒娇。诗人廖伟棠说：“非议余秀华之红的某些诗人、专业人士，对大众趣味想当然贬低，基本上还停留在前现代主义时期‘永恒的敌意阶段’，当然也包含了基于一种‘我是诗人’的自矜而来的睥睨。”

《诗刊》副主编李少君说：在网上，谁批评余秀华是要遭到攻击的。其中不乏“很有文化的人”：“廖伟棠特别好玩，谁说余秀华什么不是，他都过去跟他辩论一番。”李少君觉得这样的现象很少见，以往一个圈子的诗人会维护自己的同道，“但他们显然跟余秀华不是一个圈子”。

千里之外的人们争论不已的时候，余秀华说：“我觉得人的身体是最不值钱的，但是我就想让最不值钱的东西更不值钱。我想我有一点标题党。包括《穿过大半个中国去睡你》这首诗，也是这样。我没想到这个会这么火。如果有人说，我写这个就是爱情，这都是扯淡。我觉得身体的接触是实实在在的。”

3、“他揪着我的头发，把我往墙上磕的时候”

在湖北省钟祥市石牌镇横店村，38 岁的农妇余秀华原本过着安静、寂寞的日子。

因出生时遭遇倒产，余秀华行动不便，口齿不清，一说话身体和面部便抖动不已。“人生而求幸，却无往不在枷锁中”，余秀华有聪慧的大脑和敏感的心，却深陷躯体的囹圄。

2014 年 12 月 17 日，中国人民大学的一间教室里举办了一场名为“日常生活，惊心动魄”的诗歌朗诵会。五位“基层诗人”——余秀华、在私企上班的诗人小西、理发师红莲、送过快递的秦兴威、煤矿工人老井，是这场朗诵会的主角。他们每个人都有若干首诗被挑出，印在“诗刊号外”上。诗人及大学生次第上台，朗诵自己最喜欢的诗作。

朗诵会开始之前，《诗刊》主编商震发言说，“基层诗人”诗作中最可贵的品质是“可靠”：“关键不是成为别人，而是成为你自己。”

然而每一个“自己”都是立体的，不同的情境会流露不同的性情。商震说他从基层诗人的诗作中看到了士大夫情怀。

五位诗人最接近士大夫的是河南兰考县的80后诗人秦兴威。他现在是图书编辑，参加过诗刊社第27届青春诗会。在一首名为《地铁口失明的卖艺人》的诗中，秦兴威写道：“我们从他身边走过/我们冷漠地走过去/我们施舍，我们施舍对我们意味着什么……”

站在人大的讲台上，五位诗人多少有些局促。秦兴威说人大是他考了几次没考上的地方，“想不到今天以这种方式来了”。老井读诗的时候手一直在抖。余秀华穿着有红毛领子的红色羽绒服、马尾辫、鼻梁上架着黑框眼镜，她把人大人文学院院长孙郁的名字记成了“葱郁”。

余秀华读的是自己的诗作《我养的狗，叫小巫》，其中有让人心头一凛的句子：“他揪着我的头发，把我往墙上磕的时候/小巫不停地摇着尾巴/对于一个不怕疼的人，他无能为力”。

在余秀华的诗里，这样的句子随处可见：“如果给你寄一本书，我不会寄给你诗歌/我要给你一本关于植物，关于庄稼的/告诉你稻子和稗子的区别/告诉你一棵稗子提心吊胆的/春天”（《我爱你》）。

《麦子黄了》的开头有大片气象：“首先是我家门口的麦子黄了，然后是横店/然后是江汉平原……”由此落笔写个人的际遇，个人的际遇不再廉价。顺着类似的句子往前往后看，却常有落差。余秀华的诗有佳句，但其“生态”杂芜，读者很难把佳句从其语境中连根拔起。

《苟活》不动声色，一眼望穿人间残酷：每天下午去割草，小巫跟着去，再跟着回来/有时候是我跟着它/它的尾巴摇来摇去这几天都会看见对面的那个男人割麦子/见着我一脸谄笑地喊着秀华姑娘/我就加快割草的速度/好几次割破了手指这个上门女婿，妻子疯了20年了/儿子有自闭症/他的腰上总是背着个录音机/声音大得整个村子都听得见我的一只兔子跑到了他田里，小巫去追/但是他的镰刀比狗更快/他把兔子提回去以后/小巫还在那里找了半天

一位湖南诗人代表“中国诗人互助联盟”向余秀华捐献了几千元钱。朗诵会的主持人、人大人文学院院副教授杨庆祥说：这是诗歌赢得的荣誉。

对于“睡你”的创作背景，余秀华在北京参加活动时说：“我们有一个QQ群，群里有很多不同地方的诗友聚在一起，大家整天开

玩笑，本来这就是一句玩笑话，我觉得写这个题目有意思，就把它拿来用。”

口水新闻效应的一个好处是，让更多人去关注余秀华的其他诗作。

“喜欢余秀华的诗，因为我也是农村长大的，也曾不管不顾，也被世俗抓住头发在墙上磕。更重要的是，她的诗，放在中国女诗人的诗歌中，就像把杀人犯放在一群大家闺秀里一样醒目——别人穿戴整齐、涂着脂粉、喷着香水，白纸黑字，闻不出一点汗味，唯独她烟熏火燎、泥沙俱下，字与字之间，还有明显的血污。”2014 年 11 月，《诗刊》编辑刘年在编发余秀华作品的编后记中写道。

最近，余秀华在读同乡诗人韩少君的诗作。她用手机拍下韩少君的《三言》：“秋寒不惊落叶/我喜欢，我不去论证/草原上，百兽涌动，万物弥漫，有人喊：虫豸，虫豸”，并在诗下批注：“牛×，听见血液流动的声音！”

或许余秀华是真正的草莽，热眼看万物，冷眼看主流。

财务自由：你准备好了吗？

读过《30 岁，我遇见了自己》的朋友们都知道我正在为财务自由而奋斗，很多朋友也都表示“很受启发，我也要争取财务自由！”。我绝对支持这个决定，也相信我们一定会成功，但请容我再问一句“亲，你准备好了吗？”

让我们回顾一下什么是财务自由？

《富爸爸，穷爸爸》的作者 Robert Kyosaki 定义财务自由为每个月的被动收入（我们不用亲自工作就能收到的现金流）超过每个月的支出，这样我们不用拼命工作也可以维持一定的生活水准。

为什么要财务自由？

每个人都有不同的原因：提前退休享受生活，家庭责任，社会认同感等等。对我来说财务自由的重点在于“自由”这两个字：这意味着我不再需要为了生计而奔波，可以利用大部分的时间和精力去做我真正想做的事，过上有理想（purposeful)的生活。这对我很重要。

我能通过升职加薪实现财务自由吗？

和很多朋友一样，我也一直以为只要努力打工，钱会有的。直到读了《富爸爸，穷爸爸》，我才明白这其实是全球工薪阶层共同的误区，因为:

1） 现金流的来源是我们不断工作。如果我们病倒了或被裁员了，现金流就断了。

2）我们创造的价值被分成了三份: 第一份以股利／股价等形式交给了公司股东; 第二份以税收的形式交给了政府(很难合理避税); 最后这份才是我们赖以为生的工资。

3）我们对生活的要求常常比工资涨得快: 该换套大房子啦，出去旅游不能再挤青年旅舍啦，孩子要上学啦，该让父母享享福啦……这慢慢涨的薪水怎么也跟不上开销啊。

当然，一些超级金领也可以通过打工实现财务自由，但这些人毕竟是少数，对于很多人来说，这条路从一开始就是不通的。

如何实现财务自由?

《富爸爸，穷爸爸》解释说两个办法:

1)创业: 成功了就可以用别人的钱和时间来实现你的财务自由。

2）投资: 通过证券，房产或者其他投资方式来获取稳定的现金流。

我根据个人情况选择了学习期权交易（options trading)来实现财务自由，因为:

1)**自由度**: 目前仍在全职工作的我可以利用业余时间学习证券。而学成后，交易员有比较灵活的工作时间，也可以在任何地方工作。这些优势深得我心。

2）**资金门槛低:** 不同于地产或者创业（除非融资／借贷），证券操作对于入门资金要求比较低，容易起步。

3）**回报和风险较合理:** 在各类证券交易中，期权交易的回报率和风险都比较适中，适合帮助中小账户快速壮大。当然，这是在我们知道自己在做什么的情况下: ）。

实现财务自由是一条漫长而艰辛的路

在了解了无数追梦人的故事以及亲身经历了股市的无情后，我不得不承认实现财务自由是一条漫长而艰辛的路。

证券交易是一个零和博弈，就是说一个人赚的钱都是其他人输给他的。据统计，美国期权市场只有不到 20%的账号在赚钱，而 80%都在输。另一项数据称 80%的期权账号开了不到 3 个月就赔本关门

了。这些数据的准确度我无从考证，但我身边的确有很多和我同期开始学习期权的学员没有坚持下来，赔了学费不算，有的还在股市中输了不少钱。

为什么坚持不下来？我的观察是除了极少数人对证券知识实在不感冒以外，绝大多数人还是因为低估了实现财务自由需要付出的努力和经历的失败，所以**在困难和挫败面前没有挺住**，直接就知难而退了，非常可惜。

不经历风雨，怎么见彩虹？我很多成功实现财务自由的朋友其实都有过惨痛的起点：

地产姐 A 在被公司裁员后借用父母的退休金开始投资地产，结果被中介商忽悠了，几乎全部输光……在玩命工作了多年后，今天的她经营着一家资产过亿的地产公司。

交易员 B 从 2010 开始学习期权交易，2 年后还是惨输不止，最惨的一天输了$4 万美金，是他一半的积蓄。后来他吸取教训，努力钻研风险管理。现在，他每周工作一天，2013 年和 2014 年的回报率都上了 40%。

交易员 C 早年在输光了自己全部积蓄后一蹶不振，4 年不敢做交易，连恋爱也不敢谈。4 年后他东山再起，潜心钻研出了一个更稳定的交易系统。现在，他每天工作 3 小时，每月的投资收益稳定在 5%左右，并正在筹划成立一家对冲基金。

虽然都有极为艰辛的过去，但我这几个朋友最后都熬成了赢家，也都把往事当笑话谈。他们的成功经验归根结底就是“*坚持就是胜利*”。大多数人在成功前都会狠狠地摔上几跤，但如果我们能撑下来，学会怎么在这条充满荆棘的道路上进退自如，就会在路的尽头找到我们的自由。

为了帮助大家做好最坏的打算，这里举的都是比较惨烈的例子。其实如果准备充分，我们不需要输得这么惨也可以成功的。

明知山有虎，为什么偏向虎山行？

我不知道你的原因是什么，我的原因是：我希望自己以及所有的朋友都能过上我们真正想要的生活，有足够的时间，精力和财力去做你真正想做的事。为了我的理想生活，我愿意放手一搏。既然别人可以做到，为什么我不行？当然，我知道血本无归不是不可能，看看我那几个朋友就知道。但是同样，看看他们就知道东山再起也不是不可能！

如何成为 20%的赢家？

在我看来，证券市场其实挺公平的，拼得就是**技术实力**和**心态**，所以无论你是男是女，来自哪里，哪里毕业，爸爸是谁，都可以成功。

技术实力无外乎市场知识，分析判断能力，风险管理，交易手法和原则等等等等。这里的水很深，等我哪天自己不呛水了一定深度分享:

心态则是另一个制胜法宝。在证券交易中最致命的心态就是恐惧（fear)和贪婪(greed)。股市大跌时方寸大乱昏招迭出（恐惧）或者股市涨到高位时不肯卖出，一直捂到大跌（贪婪）。。。这些都是人的天性，但想成为一名成功的交易员就必须克服这些弱点，保持平和的心态。怎么克服？**交易计划（trading plan)**！当我们建仓的时候就应该把未来各种市场走向的应对措施都想清楚：这个仓位赚到多少钱或者到了什么市场状况我就拿钱走人（避免贪恋）；如果市场没有按照预期走，该如何斩仓或调整交易结构（避免恐惧）……市场上唯一不变的就是变化。有了周全的计划，无论市场怎么变，我们都只要胸有成足地按照既定方案实施就行了。

是不是听着有点复杂？别急，我有一个小窍门能帮助大家尽快掌握这些知识，那就是**“跟对导师”**。

有时候，**跟谁学就奠定了你会多成功**。《富爸爸，穷爸爸》的作者 Robert Kyosaki 不过是夏威夷小岛上的一个普通孩子，为什么后来成为了地产界大亨？秘诀就是他有一个“富爸爸”教给了他成功的秘诀。所以我鼓励大家不要一味自己埋头苦读，因为好的老师可以帮助我们事半功倍。在寻找交易老师的时候请注意两点：1）他自己是否通过交易实现了财务自由。如果没有，那他能帮你的也有限 2）收费是否合理。在美国，这类培训课程的价格不菲，请确保在付了学费后你还有足够的资金做交易，因为启动资金越少实现财务自由的难度就越大。在美国的朋友如果有兴趣学习期权交易可以了解一下 OptionsAnimal，这家机构从课程设置到收费都比较合理（~$6000 美金／两个人），老师也都是成功的交易员。国内的朋友如果有好的老师／培训机构请推荐一下，应该有很多朋友可以用得上。

在找到合适的老师后，我们需要做的就是潜心学习，吃通吃透老师教给我们的知识，建立起一个自己的交易系统。炒股票不是造

核弹，大多数人的智商都可以应对，我很多交易员朋友的教育和工作背景都很普通，而**他们能够战胜 80%的对手的秘诀就是“坚持就是胜利”**。我的一位交易员老师曾提到她当初的学习经历“别人只需要几个月就掌握的知识，我足足学了 2 年，这没关系，重要的是我终于成功了”。

结束语

这篇文章可能会给一些一心想早日实现财务自由的朋友们泼了点冷水，但这是必要的。磨刀不误砍柴工，争取财务自由是一个很重要的决定，也会是一个很艰辛的过程，花一点时间来了解这个决定意味着什么，需要你做出什么样的承诺是成功的关键之一。在大家做好打硬仗，打败仗，打持久仗的心理准备之前，我不建议轻易下海试水以避免不必要的损失。而如果有幸找到好的老师的话，那成功的砝码就更添了几分。

附：我的观察体会很多来自美国股权交易市场，有一定的局限性，还请大家多多包涵，但原则是可以触类旁通的吧。

偶尔失衡，或许才能真正平衡

我会想看《享受吧，一个人的旅行》，完全是因为预告中女主角的一段话：“我需要改变，十五岁起，我不是在恋爱就是在分手，我从没为自己活过两个星期，只和自己相处。”

这话听起来相当可怕，却是许多人都曾有过的真实处境。

就像电影中的女主角，她既是自由的旅游作家，也拥有爱她的丈夫，过着人人称羡的生活。表面上看来不予匮乏，但实际上她却从来不曾想过自己真正要的是什么？因为她不曾和自己独处超过两星期，只是在空虚的时候不停填补。以爱情的甜蜜填补，以爱情的破碎填补。她的心总是五颜六色，多彩多姿，从来没有只为自己空白的一刻。

很多人都和女主角一样，很少一个人，总有谈不完的恋爱，最后再从恋爱对象中选择适合结婚的人共度一生，从此过着像童话故事般幸福快乐的生活。

然而，事实的真相并非如此，当她在婚后八年终于意识到两人对未来毫无共同期许，即使丈夫依然深爱她，她仍然无法阻止自己

想离开的心。

只因她的另一半，并非她真正的另一半。

大部分的人婚后不会再追求自我感受，除非对方有出轨的事实，否则大多会选择和平共处，尽管两人已是貌合神离，就算内心深处渴望改变的声音不绝于耳，还是宁愿选择充耳不闻。因为我们都害怕平静的生活被毁灭，害怕已经没有力气承载另一个陌生的开始，害怕不珍惜拥有，幸福就会转瞬即逝。

【毁灭，是转弯之路】

然而，如果眼前的幸福并非真正的幸福，我们是否有足够的勇气将它彻底毁灭？

女主角在不知如何是好的情况下？选择勇敢离开。她亲手毁灭了别人眼中的美好生活，果决离开的背后，依然背负着至深的愧疚，但这却是她人生第一次带着空白的心为自己而走。

她在以美食和美景闻名的意大利尽情享乐，她毫无节制大吃意大利面和披萨，完全豁出去的将自己交给这个陌生的城市。以往一向习惯以爱情填补空虚，这次换以美食来填补，让身体一直处在饱足的状态下，她的心似乎也起了微妙的变化。

虽然还未找到内心深处真正的答案，但至少她开始可以对自己微笑。

“吃”与“爱”似乎是维持身心平衡的重要依据，两者缺一不可。

有人失去所爱，会藉由改变吃的习惯，改变自己。原本极为节制，可能变得肆无忌惮；原本毫无顾忌，也可能因为失恋而自动停止食欲。

这应该是一种自我疗愈的本能，在为自己重新填补或让自己开始匮乏的过程中，放弃一直以来的习惯，放下习以为常的安全感，当我们不再依赖熟悉的感觉而活，才真正开始独立生活。

毁灭，未必是败坏，在无路可走的情况下，反而让你看见转弯之路。

也唯有打破表相的幸福，真正的幸福才会露出一线曙光。

这，就是改变

【改变，是面对的开始】

改变，不是为了逃避无法解决的困境，而是为了面对心灵深处最惧怕的声音。

她离开宛如人间天堂的意大利，转往物质相对匮乏的印度，想藉由清修的方式，理清混乱的内在，重新与自己对话。

赫然发现，认识自己并不是一件容易的事。

一开始，她几乎无法静坐冥想，总是才坐了一会儿，就感到烦躁不安，过往的爱与恨如潮水般急速涌向她，她没有离开，只是继续焦虑的以食物填补。

拼命想找解决之道，才知道唯一的解决方法只有：坦然面对。

面对自己曾经的错误是因为无法一个人的恐惧，面对曾经爱过的人再也无法携手共度人生的事实。当她坦然面对了自己最脆弱之处，所有压在心上的重担忽然变得轻盈，同时由内而外产生一股沉静的力量，以柔软的态度包覆过往所有的爱恨悲欢。

于是，她原谅自己的脆弱，开始拥抱一个人也可以美好的时光。

她让我知道：一个人，可以是孤单，也可以是满足。

我喜欢在餐厅看到一个人独自用餐的自在画面，能在人人为伴的地方，一个人也安然自得，这需要极大的自我能量，才能安于他人异样眼光的注视。

又或者，我们总是难以自处，才不断需要他人的陪伴，好填补时感空洞的内在。但这终究是治标不治本的方式，没有根的自我，不管在哪里？都找不到归属感。这就是为什么有时候两个人反而比一个人更寂寞，一个无法和自己相处的人如何能维持两人之间的和谐？

所有失败的关系，挫败的关键都是不敢面对脆弱的自我，因而难以接受两人之间可能不尽完美的真相。

从不曾为自己活过两星期，到开始一个人生活，她试着倾听自己内在的声音，试图从中找到一种由内而外，以自我为出发点的平衡感。

【真正的平衡，是从失去平衡开始】

最后，她带着全新的自己飞抵多年前曾启发她改变的巴里岛。白天潜心修行，夜晚享受大好人生，维持在一种身心平衡的难得美好状态。

她体会到维持平衡的最好方式就是和一切保持距离：不过度修行，也不享乐过度，她不想再将自己陷入万劫不复的处境，只想完整保有好不容易失而复得的自我。

她以为，这就是她千里迢迢追寻自我所得到的最终答案。

直到一段意外来临的爱情，打破了她为自己重新建立的平衡关系。

在她不想恋爱的时候，爱情来了。她感到困惑，甚至有些愤怒，彷彿是上天特意和她开的玩笑，笑她无论如何都逃离不了爱情的诱惑，逃离不了就是不能一个人的魔咒。

于是，她断然拒绝爱情，也拒绝可能幸福的机会。然而，她并没有因为放弃爱情而回到先前拥有自我的安全感，她再度回到离开美国前的混乱状态，她以为自己全部好了，却没想到令她不知所措的循环又开始了。

这似乎是每个人情感受伤之后的必经之路。当自己终于花费一番力气找回自己，终于可以不再为爱情失去平衡，想一个人静静生活的时候，偏偏爱情又来了。我可以理她不愿再彻底陷入的心情，这当中有好不容易找回自我的努力，也有害怕再重蹈覆辙的危险。

心，毕竟受伤容易，修复难啊！

所以很多人在受伤过后，宁愿选择封闭内心，也不再轻易接受另一段感情。

但巴里岛德高望重的智者却告诉她：“有时候，为爱情失去平衡，是平衡心灵的一部分。”

这话有如醍醐灌顶，我也跟着恍然大悟。

所谓维持身心平衡，并非为了保持原状刻意拒绝自然来临的感情，如果顺其自然是维持身心平衡的秘诀，那么，此时自然为爱情失去平衡，当然就是平衡心灵的一部分。刻意忽略或排斥，反而才是另一次身心失衡的开始。

明白任何事的一体两面，我们才能看见自己缺失的部分。

《享受吧！一个人的旅行》是一个人的旅行，也是不同层次的自我认识：当我们敢于毁灭原有的生活模式，才能看见转弯之后更宽广的路；当我们改变了对待自己的方式，才能真正面对彼此的问题；当我们不再害怕偶尔失去平衡，或许才能达到真正的平衡。

免责声明

《产权&金融》采用公开、合法的信息，由北京华夏道和国际投资管理有限公司的编辑人员收集、整理分析得来。本刊相应的评论代表华夏道和观点，仅供用户参考，并不构成任何投资建议。用户须根据情况自行判断，华夏道和对用户的投资行为不负任何责任。

华夏道和力求信息的完整和准确，但是并不保证信息的完整性和准确性；本刊中提供的包括但不限于数据、观点、文字等信息不构成任何法律证据。如果资讯中的研究对象发生变化，我们将不另行通知。

未获得华夏道和的书面授权，任何人不得对本刊进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“北京华夏道和国际投资管理有限公司”，且不得对本刊进行有悖原意的删节和修改。