

# 以政府资金引导社会资本流向 非上市企业的路径探讨\*

杨招军

(南方科技大学金融系, 广东 深圳 518055)

**[摘要]** 中小微企业寿命短, 主要是因为缺少外部股权资本。我国普通家庭集聚了大量消费剩余, 但没有以股权方式投资非上市企业的渠道。本文提出政府出资引导社会资本流向非上市企业的投融资方案, 该方案在现有政府引导基金的基础上, 创建强大的政府控股财富管理公司(母基金), 母基金购买私募股权基金(子基金)的份额, 再以份额为底层资产发行证券化产品吸收社会资本, 母基金因此可继续购买更多的子基金份额, 退出后的子基金可投资更多的科技企业, 这些过程不断循环。母基金利用对子基金的控制权、子基金管控企业的优势, 以及资产证券化的强大风险分散功能, 用少量政府资金引导海量普通家庭以股权方式投资非上市(科技)企业。本文所指的母基金与熟知的REITs(房地产投资信托基金)相似, REITs使普通家庭可以投资以前不可涉足的房地产行业, 而前者突破现有私募投资人的限制, 使普通家庭可以投资私募股权。我们称本文的母基金为共同富裕基金或科技企业投资信托基金(Technical Enterprise Investment Trusts, 简称TEITs)。共同富裕基金以新一代信息技术为支撑, 能有效引导社会资本流向最能创造财富的非上市企业, 缓解中小微企业股权融资难、私募基金份额转让难, 为普通家庭提供高收益、低风险的投资渠道, 有效避免现行私募股权制度产生的马太效应, 真正实现全民风险共担、利益共享的美好局面, 对于做好“科技金融”“普惠金融”和“数字金融”大文章, 以及实现“共同富裕”具有重大现实意义。

**[关键词]** 共同富裕基金 科技企业投资信托基金 科技金融 普惠金融 资产证券化

**[中图分类号]** F81; F83 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-983X(2024)02-0060-15

## 一、引言

改革开放以来, 我国经济长期保持高速增长, 积累了大量的社会资本, 如何依法规范和引

导这些资本的健康发展, 是摆在我国面前的重大现实问题。习近平总书记在中共中央政治局第三十八次集体学习时指出要依法规范和引导我国资本健康发展, 要发挥资本作为重要生产

收稿日期: 2023-07-08; 修回日期: 2023-12-20

\*基金项目: 国家自然科学基金重点项目“基于区块链技术的中小微企业资产证券化融资模式设计”(72031003); 深圳市人文社会科学重点研究基地项目。

作者简介: 杨招军, 研究员, 主要从事金融理论及科技金融研究。本文感谢深圳市创新投资集团有限公司政府引导基金管理部孙斌总经理及其团队的合作; 感谢博士生徐文杨、刘祥(现为浙江财经大学教师)、谈丽华和张雨霁的协助; 感谢匿名审稿人的宝贵修改意见。

要素的积极作用。在社会主义市场经济条件下规范和引导资本发展,关系社会主义基本经济制度,关系改革开放基本国策,关系高质量发展和共同富裕,关系国家安全和社会稳定。

规范资本就是为资本设置“红绿灯”,没有适度的资本监控,资本的逐利性就会导致资本野蛮生长和金融垄断,资本无序扩张还会导致贫富两极分化。必须未雨绸缪地设置红绿灯、预防资本脱实向虚、遏制“大而不能倒”(too big to fail)私营企业的过度冒险行为、从制度安排上消除金融欺诈。当前我国资本无序扩张主要表现为7个方面,其中之一就是资本过度杠杆化和债务化,产生“大而不能倒”私营企业。要规范资本发展,关键是如何引导资本健康发展。为此,需要实现两个目标:一是让资本流向最能够创造财富的地方;二是让所有老百姓共享人类进步创造的红利。

我国实行社会主义市场经济制度,只要有规范和引导资本健康发展的需要,就可以做到令行禁止,我们应该规范和引导并举。资本是逐利的,这是好事,也是坏事。应该用制度规范和引导资本,使得资本沿着为人民大众谋福利的方向“逐利”发展。投资、消费、出口是经济增长的“三驾马车”。只有增加了广大人民的财富(消费能力),才可以保持长盛不衰的消费增长,进而促进长久的经济增长,形成良性循环。

许多中小微(科技)企业有很高的投资回报率。但是,根据央行报告,我国中小微企业平均寿命才3年(美国是8年、日本是12年),其中最为重要的原因是缺乏外部融资,尤其是缺乏可以延长企业寿命的外部股权融资。普通家庭积累了大量消费剩余财富,然而,我国目前还没有一个金融工具,可以让普通家庭以股权方式投资非上市企业。事实上,我国普遍存在如下市场功能缺失的现象:一方面许多优质实体中小微企业无法公平合理地得到急需的外部发展资本,尤其是股权资本;另一方面,大量的社会资本没有良好的投资渠道。应该承认,相比世界经济强国,我国的金融服务业还有很大的差距,

这个差距和科技领域的“卡脖子”问题一样,是急需解决的重大现实问题。为此,我们需要不断探索,勇于金融创新。

金融业发达的标志之一,是投资者和融资者可以根据自己的风险偏好自由地选择“货真价实”的金融产品。对老百姓和融资者而言,可供选择的产品数量应该不断增加,而不是只能选择储蓄和贷款,长期以来,我国股权融资比重太低,债务杠杆太高,致使债务危机频发。我国社会融资总规模为19.3万亿元,资本市场直接融资为7.1万亿元,其中股权融资只有1.4万亿元,仅占到全社会融资的7.3%和社会直接融资的19.7%。<sup>[2]</sup>

本文提出以政府资金引导社会资本投向实体企业的投融资方案,旨在社会资本与融资者(实体企业)之间架起“一座桥梁”,引导源源不断的社会资本流向中小微实体企业。以此实现三个目标:一是缓解中小微企业的股权融资难,延长中小微企业的寿命,大幅减少破产成本;二是借助私募股权基金和政府控股的财富管理公司(母基金)的强大专业服务能力,让普通家庭分享实体企业带来的丰厚回报,助力实现共同富裕;三是这个方案的高收入、低风险回报必然吸引大量的社会资本流向实体企业,因而自动地预防了资本流向虚拟经济、资本空转以及资本的不当集聚,也自动地遏制资本的野蛮生长或无序扩张。

## 二、经济理论分析

资本是经济增长的主要驱动力。经济学的发展史在一定程度上是经济增长理论的发展史。以拉姆齐<sup>[3]</sup>为分水岭,经济增长理论可以分为古典经济增长理论和现代经济增长理论。古典经济增长理论包括了微观经济学之父亚当·斯密的“分工促进经济增长”的理论<sup>[4]</sup>、马克思《资本论》中的社会再生产理论,以及熊彼特的“创新理论”。

根据亚当·斯密的论述,<sup>[4]</sup>市场经济体系就

像一只“看不见的手”，以合理的方式自动分配资本等生产要素，以有效的方式创造社会财富，使得个人在追求自我利益最大化的同时，自动地增进社会福利。这一理论适合经济不够发达、生产力水平比较低的市场环境。

经济学与物理学具有一定的“同构”关系。牛顿力学定律适用于低速运动物体，对于高速运动物体，则适用爱因斯坦的相对论；在经济不够发达的亚当·斯密时代，纯粹的市场经济是有效的，但对于经济社会高度发达的今天，政府干预就不是可有可无的了。当今科学技术突飞猛进、生产力水平日新月异，人类的活动空间不断放大，市场参与者之间的关系变得越来越紧密，全球甚至变成了“地球村”。随之资本积累速度越来越快、规模越来越大，如果政府依然不加管控，资本的不当集聚就可能变成洪水猛兽，一次资本违约触发的多米诺效应就可能会导致灾难性后果。近年来出现的金融危机和资本野蛮生长已经给我们带来了深刻的教训；金融创新本来是人类对冲金融风险的强大武器，但缺乏规范和引导的金融创新已经给人类造成了巨大的经济损失。

如何让资本健康发展？不仅要金融创新，而且需要稳妥的金融创新。熊彼特在1912年出版的《经济发展理论》一书中指出：企业家的本质就是创新。<sup>[5]</sup>熊彼特将企业家视为创新的主体，其作用在于创造性地破坏固有的市场均衡。他认为，由创新驱动的动态失衡是健康经济的“常态”，而古典经济学家所主张的均衡只是一种暂时的现象。熊彼特的“创造性毁灭”（creative destruction）理论就是：暂时的均衡→创新打破均衡→市场竞争形成新的暂时均衡→新的创新打破新的均衡→……，以上不断循环。创新是创造、也是毁灭，是对旧的商业模式和产品的毁灭。每一次创新就是市场利益的重新分割，成功的创新者往往在利益重新分割中享有优先权，这里的创新也包括了金融创新。根据金融经济学的实物期权理论，创新机会就是一个实物期权，谁抢先获得这一创新机会，

谁就优先获得这一期权的价值。我们应该审时度势、顺势而为，用金融创新的手段解决“依法规范和引导资本健康发展”的问题，切忌矫枉过正，盲目地一味禁止金融创新。根据熊彼特的“创新理论”，不创新是没有出路的。

我国中小微企业在国民经济中占有非常重要的地位，但长期陷于融资难、融资贵困境，最近几年融资困境有所缓解，但由于信息不对称，依然很难获得外部股权融资。根据著名的融资次序理论<sup>[6]</sup>，为了减少信息不对称的影响，最好利用内部自有资本融资，其次是外部债务融资，最后才是外部股权融资。然而，对于许多中小微企业而言，外部融资是必须的，而且有利于延长企业寿命的股权融资才是最好的选择。债务融资有一个很大的缺陷，许多创投企业在发展初期几乎是没有任何现金流的，可能会因为无法支付债息而被迫破产。股权融资可以避免这一缺陷。但是，现有的股权融资渠道只有两种：一是IPO上市，二是私募股权。前者有很高的上市门槛，大量中小微企业不可能通过上市获得外部资本；后者不利于共同富裕，且存在严重的私募基金份额退出难的问题。

一般来说，由于普通家庭不可能有足够时间来学习专业的投资技术，完成尽调工作，普通家庭与企业家之间存在突出的信息不对称，普通家庭几乎不可能与融资企业达成一致的股权交易价格。许多中小微企业具有很高的平均收益，但其收益也存在高度的不确定性。为了控制风险，当前只有高净值人群才被允许以私募股权的方式投资非上市实体企业。根据《中国财富报告2022》，中国居民偏向固收类资产，收益率低，抗通胀能力不足。<sup>[7]</sup>2005—2021年存款占金融资产比重虽然从75.8%降至49.7%，但“储蓄为王”意识依然突出。2021年对股票、公募基金、私募股权基金、债券、信托、黄金的配置仅约7%，产品高度集中在银行体系和房地产，抗风险和分散化能力不足。

有没有办法通过适当的投融资安排，在保持中小微企业平均收益不变的条件下，大幅降

低中小微企业风险,让抵御风险能力弱的普通家庭也可以投资中小微企业?更进一步,我们不仅要解决企业融资难、融资贵、融资繁、基金退出难的问题,还要兼顾共同富裕的目标,也要重视规范和引导资本健康发展、防止和抑制资本的野蛮生长和无序扩张。有没有一个办法同时解决所有这些问题?对此,本文提出“以政府资金引导社会资本投向实体企业”的投融资方案给出了肯定的回答。

该方案以政府资金为引导、汇聚社会资本、委托职业基金经理人来代替他们挑选有希望的非上市企业作为自己的投资对象。这样不仅可以解决中小微实体企业的股权融资问题,还可以解决全体居民财富的保值增值问题,以及可以消除资本积累过程中的“马太效应”,助力国家实现共同富裕。

在具体实施这一投融资方案过程中,需要充分利用信息经济学和金融经济学理论的研究成果。在这些成果中,最为重要的理论就是金融契约设计理论和证券设计理论,许多经济学家因在这些领域的贡献获得了诺贝尔经济学奖,包括Akerlof, Spence和Stiglitz的信息不对称市场分析;<sup>[8]</sup>Mirrlees和Vickrey的经济激励理论;<sup>[9]</sup>Tirole的市场势力和监管分析;<sup>[10]</sup>Hart和Holmström的契约理论;<sup>[11-12]</sup>Hicks<sup>[13]</sup>和Arrow<sup>[14]</sup>的一般经济均衡理论和社会福利理论;Myerson、<sup>[15]</sup>Hurwicz、<sup>[16]</sup>Maskin<sup>[17]</sup>的机制设计理论。先后担任美国金融协会主席的DeMarzo和Duffie是证券设计领域的著名学者,因在证券设计领域的贡献,2016年经济学领域克拉克奖(俗称“小诺贝尔经济学奖”)颁给了Yuliy Sannikov。这些事实体现了契约(证券)设计理论研究的挑战性和重要性。<sup>[18-21]</sup>

### 三、以政府资金引导社会资本流向非上市企业的投融资方案

金融的使命就是为企业家(融资者)和老百姓(投资者)提供丰富可信的金融产品,使得

所有参与者通过交易实现福利的提升。当前中小微企业融资难、融资贵问题依然突出,中小微企业仍然过度依赖债务融资,能够抵御破产风险的外部股权融资一直没有得到有效改善,致使我国中小微企业寿命短,付出了很高的破产成本。私募股权投资可以在一定程度上缓解股权融资约束,但私募股权基金有很高的参与门槛,普通家庭无法通过这一基金投向实体企业。事实上,尽管中小微企业有强大的融资需求、普通家庭有强大的投资需求,但目前还没有一个规范的融资通道,使得普通居民消费剩余资本以股权方式有效地投向中小微实体企业。

政府引导基金的使命,在于引导社会资本流向实体企业。但是,现在的政府引导基金只是在一定的程度上引导了高净值投资者的资本流向实体企业,没有发挥真正引导的作用。根据私募通数据,2005年—2012年,股权投资基金投资回报率均在15%以上。根据投中网2016年数据,有39%的私募基金回报率为20%~24%,有22%的私募基金回报率为15%~19%。然而,我国大多数普通家庭达不到私募要求“起投100万元”的参与条件,因而无法分享优质非上市企业创造的红利。这加剧了富者更富、贫者更贫的“马太效应”。

为此,本文提出如下投融资方案。在现有政府引导基金(包括产业基金)管理制度的基础上,成立政府控股的财富管理公司(母基金),对外发行公司债券募集社会资本,包括吸收普通家庭的消费剩余财富,形成一个实力巨大的投资公司。为了消除母基金和非上市企业之间的信息不对称,母基金充分利用私募股权基金(子基金)管理人的专长和人力资源,购买(投资)子基金的份额、成为子基金的合伙人。母基金可以投资大量的、经过认真遴选的子基金,子基金可以投资为数不少的、经过尽职调查的非上市企业。这样一来,普通家庭购买一份母基金证券(可以是股票、普通债券或其他结构化金融产品),就相当于投资了大量的非上市企业,充分分散了单个企业的非系统

风险。

具体的做法见图1。该图表明，外部投资者（含普通家庭）购买政府控股的公司（母基金）的证券，包括股权和不同风险等级的债券，母基金汇集这些外部资本和政府财政的出资，以有限合伙人的身份投向大量的私募股权基金公司（子基金），获取子基金的份额。子基金利用筹集到的资金再投资到一定数量的中小微实体企业。于是，持有一份母基金的证券，就相当于

同时投资了所有子基金投过的中小微企业，从而达到了充分分散风险的目的。

理论上可以证明，只要这些子基金（或中小微企业）产生的现金流的线性相关性比较弱，则当中小微企业个数充分多时，母基金公司的证券是接近无风险的。由于风险减少的同时，并没有减少收益，根据资产定价理论，这等于无中生有地创造了巨大的财富。特别地，根据这种投融资方案的制度安排，不用担心普通家庭

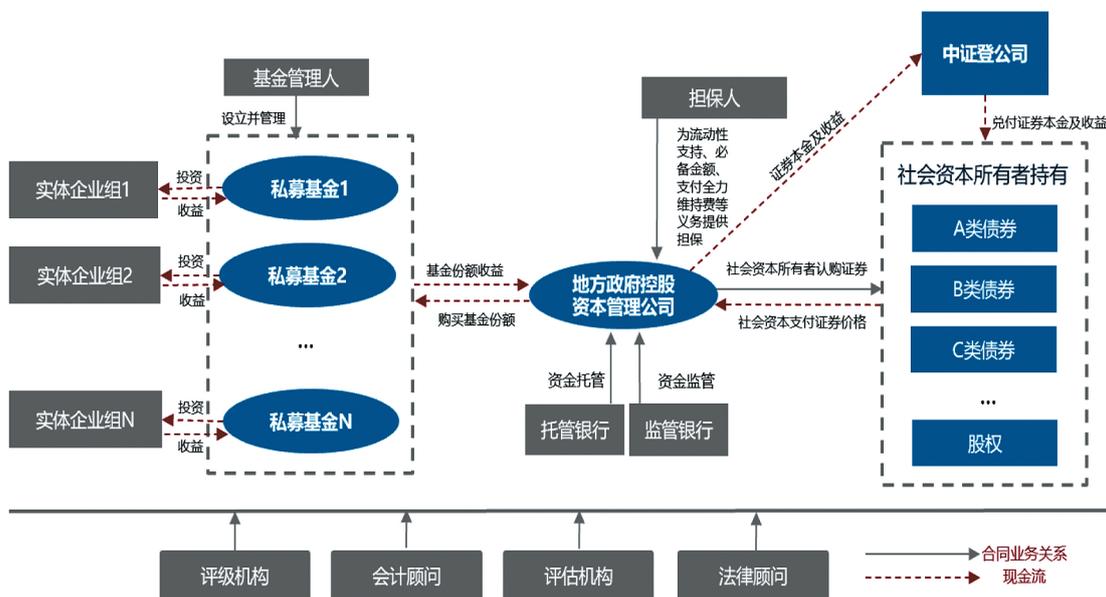


图1 社会资本通过私募基金“毛细血管”送达实体企业示意图

承受太大的亏损风险。

对中小微企业而言，股权资本是“救命钱”。另一方面，中小微企业的每一个投资机会就是一个实物期权，它和金融期权一样是有价值的（我们注意到业界经常忽略这一价值），有很多实际上具有很高的价值。例如，华为在创立之前，对任正非而言就是一个投资机会，这个投资机会的价值现在被证明超过了一万亿元人民币。但是，如果没有资本支付沉没成本（sunk cost），所有的实物期权价值都是零。没有资本流向实体企业就不可能实现这些实物期权价值，千千万万这样的实物期权价值是人类社会的巨大财富，这些财富主要由投资者和企业家共同分享，因而普通投资者的这种金融投资得到的财产性收入与人类总财富同步增加，进而推动我国实现

“共同富裕”的战略目标。

普通投资者的风险承受能力都比较弱，而且中小微企业一般具有很高的投资风险，为了解决这一矛盾，与私募股权投资不一样，我们不是让普通投资者的资本直接投向一个个中小微企业，而是通过购买专业化投资机构的证券化产品来实现这一目标。这样做的优点还包括如下两个方面。

第一，持有一份母基金公司证券产品就相当于同时投资了成千上万的中小微企业，“鸡蛋”都放到不同的“篮子”里，因而风险得到了充分的分散。

第二，根据融资次序理论，<sup>[6]</sup>越是信息不对称，越是不使用外部股权融资。但是，股权融资可以延长企业寿命。所以，我们应该想办法

减少信息不对称,给实体企业提供可以延长寿命的股权之本。减少信息不对称有两个办法:一是请专业投资者代替普通家庭投资中小微企业;二是进一步让专业投资者代替投资者参与被投企业的经营管理。本文提出的投融资方案正是这样做的,其中专业投资者包括私募股权基金和母基金的管理者。

我国近年来的金融创新出现了不少问题,金融风险是我们需要考虑的第一要素。自然地,我们会问:政府引导的社会资本一定会遵循市场规律而流向未来发展前景较好、潜力较大或盈利能力更强的非上市公司吗?是否会存在政府选取的非上市公司不是完全透明的,一定程度上就会造成资本配置效率损失?对此,我们不是让政府直接投资企业,而是政府委托专门的财富管理公司管理财富,财富管理公司通过筛选私募基金管理者(一般合伙人),以有限合伙人的身份投资到非上市中小微企业,一旦投资失败,一般合伙人首先受到损失,当损失超过一定限度后才波及到财富管理公司,由于私募基金管理人最先承受损失风险,即他们的“skin in the game”,他们因此会主动地利用自己的专业知识和丰富的行业经历,为财富管理公司(也是为自己)做“尽职调查”,精心挑选最有潜力的投资对象。<sup>①</sup>

我们提出的投融资方案与城投债具有很大的区别。城投债主要指地方政府融资平台发行的企业债券,主要为城市基础设施筹集资金(不是用来帮助解决中小微企业融资问题的),资金一般有明确的适用范围(难以实现分散投资),有些属于公益投资,因此并不直接产生收益流,进而产生较大的还本付息的风险。相反,我们的投资对象是具有高收益高风险的中小微企业,高收益让固定收益产品的还本付息和股权分红相对有保障,高风险问题可以通过充分分散投资而有效化解,况且大部分剩余的不能分散的风险可以通过证券化产品的设计让那些

风险承受能力强的“激进型”投资者承担,基于金融契约理论的多种措施相结合,加之政府的强大管控能力可以确保本文提出的投融资方案平稳运行。

2023年9月5日,湖北省投资引导基金有限公司和深圳市创新投资集团有限公司联合发布了《湖北省投资引导基金2023年度拟参股基金申报指南及管理机构遴选办法》,其基本思路与本文的理论构想是一致的,这说明了本文提出的投融资方案符合业界的实践需要,二者有机结合,取长补短,可以未雨绸缪地帮助实践少走弯路。

在解决中小微企业遭遇的融资“歧视”问题方面,本文提出的投融资方案也会有好的表现。融资“歧视”根源在于信息不对称,我们的投融资方案依托经验丰富的私募基金管理者挑选投资对象(中小微企业),甚至参与其中的企业管理,可以极大地消除企业盈利能力的信息不对称弊端,因而可以有效消除融资“歧视”问题。

#### 四、建立地方政府控股的财富管理公司的必要性

金融的本质就是通过金融资产的交换实现帕累托改进。最近几年来的金融科技进步,极大地降低了这种交换的成本,也极大地提高了金融市场的效率。基于金融科技的“创新红利”应该由全体人民共同分享的目的,地方政府应该牵头建立一个地方政府控股的财富管理公司,既帮助企业融资,又为普通家庭投资理财提供便利。在服务好投资者和融资者的同时,通过收取交易税费,实现投资者、融资者、管理者和政府的多赢局面。统计表明,基于人工智能的财富管理公司的盈利是传统方法的2到3倍。<sup>[22]</sup>所以,地方政府应该重点支持一个条件好的政府控股的财富管理公司(平台)做大做强,大力发展基于人工智能、云计算、大数据技

<sup>①</sup>在挑选投资对象时还应体现政府意志,如产业政策、绿色金融、ESG投资理念、国家技术攻关等。如果是这样,政府在财富管理公司分红时应适当让利于社会资本所有者,细节需利用现代金融契约理论科学制定,参见参考文献20、21等。

术和区块链技术的财富管理模式创新,吸引四面八方的投资者和融资者到这个财富管理平台做资产交易。

金融创新的双重性和资本的双重性是一致的,需要规范和引导,其关键是科学的制度设计,包括金融创新或商业模式创新,使得资本流向最能够创造财富的实体企业。金融工程之父、诺奖获得者Samuelson说过:金融创新就像核能,若不加管控,可能会毁灭经济系统;倘若管控得当,就可以借助金融创新的强大功能为人类创造巨大福利。<sup>[23]</sup>因此,如果一度因噎废食而全面禁止,我们就会失去宝贵的发展机会。在平地上走路,没有风险,但永远都在同一个平面上;只有不畏艰险、勇于攀登的人才可以见识“一览众山小”。

中小微实体企业长期陷于融资难、融资贵的市场失灵困境。根据SBBI<sup>®</sup> Yearbook, 2019, Duff & Phelps 的统计数据,1925年末的1美元到2018年,投资国库券则变成23.05美元,投资长期政府债券、大型公司股票、小公司股票等这一数值分别为129.95美元、6462.39美元、29781.01美元。这表明中小微企业具有最强的创造财富的能力。直观上,一个小公司的产值翻一番比一个大公司翻一番一般要容易些。为何小公司盈利高反而融资难呢?这个矛盾现象的主要根源就是信息不对称,投资者很难识别一个特定的中小微企业的盈利能力。

根据中国经济年报,2021年我国人均GDP达到8.1万元人民币,其中实物资产(主要为房地产)占比69%(美国24%),金融资产占比31%(美国76%)。房地产价格是由供求关系确定的,不可能总是单方向上涨,我国这种近乎把鸡蛋放在一个篮子里的投资方式蕴含着巨大的风险,我们应该大幅提高易于分散风险的金融资产占比。从国外经验来看,随着人口老龄化加剧、人均GDP的提高、房地产市场趋于饱和,居民财富将加速从房地产向金融资产转移,老百姓的金融资产的保值增值需求将不断提高,他们迫切需要与自己风险偏好相匹配的金融资产

投资渠道。目前普通家庭的投资渠道限于低风险资产,其收入非常有限,在很大程度上被通货膨胀稀释了<sup>[7]</sup>。普通家庭可以购买一些结构性理财产品,收益率曾一度有良好的表现,但近年来,同样遭遇利率下降的趋势。

国外的金融创新实践表明结构性理财产品也存在较多的“陷阱”。时任美国金融协会主席的Luigi Zingales教授在2015年的主席致辞中提出了“Does Finance Benefit Society?”这一看似奇怪的问题。他指出,调查表明57%的经济学家杂志《The Economist》的读者并不认同“金融创新推动经济增长”;各种金融造假从来就没有停止过。<sup>[24]</sup>研究表明大量散户在购买结构性产品时并不充分知道其中的风险。<sup>[25]</sup>对17个欧洲国家发行的55000个零售结构性理财产品进行研究,发现产品复杂程度不断提高,越是复杂的产品进行研究,附加成本越高,购买者越是缺乏投资知识。<sup>[26]</sup>对64个流行的、以股权为基础资产的结构性产品进行研究,发现发起人零售要价比公平的市场价格高出8%。<sup>[27]</sup>

事实表明,一方面,有大量资本的普通家庭缺乏好的投资渠道(投资难);另一方面,许多预期回报率高的中小微企业缺少急需的发展资本(融资难)。为此,政府应该牵头,推行基于金融科技、风险可控的金融创新,在普通家庭和非上市企业之间,建立起一条有效的投融资通道。

党的十九大把“两个毫不动摇”写入新时代坚持和发展中国特色社会主义的基本方略;2022年12月召开的中央经济工作会议强调“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资”“鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”“要大力发展数字经济,提升常态化监管水平,支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手。”根据“国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见”国发〔2018〕23号,国有资本运营公司主要以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报为目标,以财务性持股为主,通

过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式,盘活国有资产存量,引导和带动社会资本共同发展,实现国有资本合理流动和保值增值。

“依法规范和引导资本健康发展”的策略符合宏观经济学之父凯恩斯的经济思想。本文提出的以政府资金为引导、引导社会资本投向实体企业的投融资方案与凯恩斯的国家干预理论一致。凯恩斯主张,政府通过扩大支出,包括公共消费和公共投资,可以改善市场有效需求不足的状况,进而通过需求牵引降低失业率,促进经济持续地繁荣和不断增长。政府支出具有放大和连锁带动效应,一笔政府资金支出可以产生几倍于政府资金支出额的社会财富。<sup>[6]</sup>这种现象被称之为“乘数效应”。这说明政府投入越多,创造的就业机会就越多,因而经济越繁荣、居民越富裕。

提出依托地方政府控股的财富管理公司的投融资方案体现了这些文件精神 and 理论思想,与党和政府的金融政策以及凯恩斯等的国家干预理论高度一致<sup>[28]</sup>。

## 五、可行性及公司证券设计

所提出的政府控股财富管理公司与REITs(房地产投资信托基金)类似,后者使普通家庭得以投资以前无法投资的房地产行业,前者突破现有私募合格投资者限制,使普通家庭得以安全地购买私募股权。自然地,我们称这样的政府控股财富管理公司为科技企业投资信托基金(Technical Enterprise Investment Trust,以下简称TEITs)公司。REITs最早出现在1960年代的美国,是信托公司设立的基金,其中75%投资于房地产,90%的收益用于分红。据统计,截至2021年,45%的美国家庭投资REITs;从1990年到2021年,公开交易的房地产投资信托基金的股票市值每年增长17.6%,从90亿美元增长到1.75万亿美元。我们认为,TEITs迟早会与REITs一样,一旦实施就会获得飞速发展,从而

惠及所有家庭。

TEITs与REITs的比较分析如下。相同点是二者都实现了从私募到公募的转换:风险全民承担,利益全民共享;充分利用资产证券化技术分散风险。不同点是TEITs可以充分利用大量私募基金资源的优势,有效减少信息不对称;TEITs的政府控股安排符合国家严监管的主流思想,可以体现政府意志(如产业政策),防止资本野蛮生长;TEITs适用于所有行业,但REITs只适合房地产领域;TEITs设计不同风险等级的证券化产品;REITs通常只是股票。尤其是TEITs的管理者持有劣后级资产(put managers' skin in the game),促使管理者在追求自我利益最大化的同时,最大化外部投资者的利益,从制度上避免了2008年全球金融危机的祸根:发起者的转包行为(originate and distribute)。相反,现行的REITs没有这一强大的风控措施。因此,尽管TEITs的底层资产可以比房地产收入具有更高的不稳定性,但是,TEITs的证券化产品的风险却可以比REITs还低。

也许有人会质疑:中小科技企业,成功的概率本身就小,百分之几都是奢望,亏钱难以对老百姓有所交待,把普通老百姓扯进去,承担高风险的中小科技企业融资,是不可行的!对此,我们认为,投资者不是直接投资科技企业,而是购买通过资产证券化分散风险后的金融产品(即TEITs发行的证券),后者很安全。以彩票发行为例:虽然中彩票(相当于投资的科技企业取得成功)的概率很小,但倘若有一个公司(TEITs)把每一种组合的彩票都买下来(相当于投资了大量的科技企业),则TEITs的收益是确定的(完全没有了风险),因而TEITs发行的证券也就完全没有风险。当然,实际没有这么巧,但其分散风险的机制是一样的。

根据国务院国发〔2018〕23号,国有资本运营公司主要通过股权运作、基金投资、培育孵化、价值管理、有序进退等方式,盘活国有资产存量,引导和带动社会资本共同发展,实现国有资本合理流动和保值增值。凯恩斯的国家干预

经济思想,<sup>[6]</sup>说明了政府主导的投资的必要性和可行性,为规范和引导社会资本提供了理论基础。所设计的投融资方案符合国家关于国有资本的管理要求,在理论上是可行的。

2023年10月,深圳市地方金融监督管理局、深圳市科技创新委员会等联合发布《深圳市关于金融支持科技创新的实施意见》(以下简称《意见》)的通知,为如何解决科技金融问题提供了新的战略布局:强调要“引导风投创投支持科技”“鼓励社会资本设立私募股权二级市场基金,推动开展私募股权和创业投资份额转让试点等”“鼓励‘股权+债权’模式创新”“创新‘政银保担’合作新模式”“鼓励REITs”“资助资产证券化项目”等。设计的投融资方案高度契合《意见》的精神,是落实《意见》的一个具体行动方案。

我们可以把实体企业创造的现金流比作溪流;私募股权基金的总现金流比作由大量溪流汇集而成的水库;地方政府控股的母基金公司的现金流比作为由众多水库汇集而成的海洋。

“溪流”的风险比较大,因为它时断时续、时大时小;“水库”的水位时高时低,也有风险,但比“溪流”的风险小了很多;海平面基本上是恒定的,几乎没有风险。同样的道理,拟构建的母基金可以充分分散实体企业的风险,总体现金流风险大幅减少,以其为基础发行的各种证券(包括股票)的风险都很小,一般来说远远低于任何单个公司的证券的风险,特别是母基金公司发行的普通债券接近没有风险。加之地方政府控股,母基金更是几乎没有违约风险,即使是承受风险能力很低的家庭,也可以放心地去购买母基金公司证券。本文提出的投融资方案符合金融学逻辑。

当前我国地方政府已经广泛设立了政府引导基金和产业基金,这些基金在推动地方经济发展、支持科技创新、践行国家产业政策等方面做出了巨大的贡献,但是,现有的政府引导基金管理部门,没有对外吸收外部资本,这使得它们只能支持少量的实体企业,引导基金没有

真正起到引导的作用。本文提出的投融资方案是在现有的政府引导基金、产业基金基础上的创新,在操作上是可行的。

本文设计的投融资方案本质上就是让大量中小微企业合并成一个政府控股的财富管理公司(母基金),然后通过母基金对外出售股权和债券,从而使得普通家庭消费剩余以股权投资的方式流向非上市企业。可以这样类比:通过公募基金,普通投资者间接地投资上市公司;通过本文提出的投融资方案,普通投资者间接地投资非上市公司。既然公募基金在实践上取得了巨大成功,本文所提出的投融资方案在实践上同样具有可行性。

为什么不是地方政府控股的财富管理公司(母基金)直接投资中小微企业,而是要以私募股权基金为桥梁?主要有三个理由。

第一,政府引导基金管理公司人力资源有限。为了投资一个未上市的中小微企业,需要进行大量的尽职调查工作(消除或减少信息不对称),必要的时候还要为企业提供决策咨询、参与企业经营管理。候选的非上市中小微企业数量庞大,母基金的人力资源无法完成众多企业的尽调遴选工作,更不用说参与企业的经营决策了。母基金管理人的主要工作是子基金的遴选,在遴选的过程中,践行政府的产业政策、实现社会整体利益最大化,包括从环境、社会及公司治理(ESG)的非财务角度调整公司价值与社会价值,也体现社会资本的保值、增值诉求。

第二,私募股权基金公司(子基金)的管理人往往在某个投资领域具有丰富的投资经验,利用数量众多的各个子基金管理者的行业优势,可以达到专业化分工协作的效果。例如,根据《深圳私募基金行业2021年发展情况报告》,2016—2021年以来,深圳私募基金行业规模保持上升趋势,存续私募基金数量及管理规模平均年化增速分别达13.0%、8.0%。截至2021年末,深圳有4308家私募基金管理公司,共管理私募基金19,783只,管理资产2.27万亿元,较2020年末分别增长20.8%和15.1%。

第三,当前的政府引导基金管理基本上就是这样运行的。例如,某市政府有1000亿引导资金,投资了149个子基金,已投资企业项目1483个。但是,现行的政府引导基金管理部门存在着巨大的基金退出难问题:有限的资本只能投资很少的企业。结果就出现了市场功能缺失现象:企业缺钱;老百姓缺投资机会。

我们把私募股权基金公司比喻为毛细血管,千千万万的社会资本“血液”通过“毛细血管”输送到急需资本的优质非上市中小微实体企业。

在设计投融资方案中,政府资金的引导不是可有可无的。政府资金类似银行的一级资本,可以大幅减少外部资本的风险。普通家庭承受风险能力比较低,他们不适合从事高风险投资。正因为有了政府资金的引导和强大风险吸收能力,外部投资者对信息不对称的敏感性大幅降低,普通家庭就可以放心地跟进投资。

之所以要吸收社会资本,主要有三个原因。一是实体企业需要的资金是巨大的。相比较而言,政府资金非常有限,无法满足大量实体企业的需要。例如,据此前统计,深圳市有230万家中小微企业,但著名的深创投投资的企业个数也只有1483个。二是社会资本涵盖了所有的消费剩余,只有流向实体企业才是正道:以前过分地流向房地产业被证明是错误,资本炒作、资本空转更是祸国殃民。三是为了让老百姓(普通家庭)也能公平地分享中小微企业创造的红利、实现共同富裕。

外部投资者凭什么相信基金管理人员?靠基金的过去业绩、更靠公司证券产品的科学设计。公司证券设计包含了薪酬体系设计,因为管理人的薪酬实际是一个特殊的公司证券,这属于经典的委托代理问题。科学的公司证券设计就是让基金管理人获得劣后级收益。这个道理的实质就是,两人想平分蛋糕,最科学的分法就是切蛋糕的人后选,后选就是获得劣后级收益。新加坡淡马锡是迄今公认的世界最为成功的政府控股企业,这与它有比较完善的薪酬

体系是分不开的。因此,结合金融契约设计原理和证券设计方法,建议重点参考淡马锡的投融资管理模式。

根据Temasek Review 2022,新加坡的淡马锡自从1974年成立以来,创造了复合年均增长率达到14%的奇迹。在薪酬体系方面,对于优秀的职业经理人,淡马锡已经建立起了“使得管理层的利益和股东的利益相一致”的薪资福利计划,由此激励着年均只有35岁左右的200余人淡马锡投资队伍在全球各地寻找和抓获可能出现的投资机会。极富竞争力、挑战性的薪酬制度是淡马锡吸引高级人才的重要手段。淡马锡注重企业长远、持久的商业效益,因此,管理层的薪酬制度与长远、持续的绩效挂钩,避免了企业的短期投机行为。2004年开始,淡马锡推出了一套平衡适中的薪酬制度,强调长期回报而非短期利益,强调员工与股东利益相结合。

任何金融创新都具有两面性,关键是充分利用经济学原理和金融学理论,事先规划好制度设计,规范和引导参与人在追求自我利益最大化的同时,追求社会整体利益最大化(激励相容)。如果我们能够未雨绸缪地做好这些工作,就会自动地充分发挥金融创新的优势、同时又避免它的破坏性。2008年美国金融危机的根源就是银行采用了originate and distribute(发起-分销)融资模式,把大量具有很高违约风险的银行按揭贷款全部转移给第三方。由于是完全的转手交易,银行失去了评估借款人还款能力的动力,致使底层资产的收益流(银行按揭贷款的本金和利息)在房价下跌条件下急剧下降,最后因连锁反应导致大范围违约而引发金融危机。

在投融资方案实施过程中,一个关键的问题是如何设计公司证券产品。之所以发生2008年美国金融危机,本质上就是因为出现了“产品生产者的利益与产品质量无关”的现象。科学地利用信息不对称条件下的契约设计理论、委托代理理论、证券设计理论,以及利用金融科技最新研究成果(包括大数据技术、云计算技术、区块链技术、智能合约技术),一方面减少

投融资过程中的信息不对称,另一方面精心设计不同风险等级的证券化产品,以便满足不同风险承担能力的投资者的需要,同时促使底层资产的投资者(子基金的管理人)主动挑选优质底层资产(即中小微企业),确保底层资产的价格与其蕴含的风险及收益相匹配,杜绝2008年的“originate and distribute”营销模式。通过科学的证券化产品设计,让发起人的利益与证券化底层资产的质量挂钩,用全球著名投资人巴菲特的话来说,就是putting originators' skin in the game(不能让产品的发起人置身事外)。

理论上,无论是2008年美国金融危机,还是我国此前出现的大量P2P爆雷事件,最根本的原因是:交易模式违背了信息经济学的基本原理,违背了信息不对称条件下契约设计的准则和激励相容的契约设计(证券设计)思想。信息不对称是经济活动中普遍存在的现象,根据信息经济学理论,它会导致两种经济低效率:一是道德风险;二是逆向选择。基于这些认识,我们在设计市场交易规则(包括证券设计)时,一方面应该利用大数据等技术尽量减少信息不对称,利用私募股权基金管理人的信息优势和参与企业管理的方式,有效消除投资人和企业家之间的信息不对称。另一方面应该尽量设计一些对信息不敏感的(金融)产品。

非上市公司往往存在严重的信息不对称,其价值难以准确评估,这是当前基金市场流动性差的根源。借鉴2008年美国金融危机的教训,风险控制措施应该包括公司证券设计、母基金保留劣后级资产等,如果引入第三方担保、政府信用担保,信息不对称的危害将进一步降低。

我们提出“溪流—水库—海洋”的投融资安排,可以有效地消除或减少信息不对称,外部投资者无需纠结底层实体企业的财务报表(这是母基金和子基金公司应该关心的事情——因为他们是劣后级参与方),可以比较放心地达成公平的交易协议(即对母基金公司证券给出公平的定价)。

这里的“分析评估”,一个可选的办法就是:利用经济计量方法,对引导基金总资产价值进行建模(如几何布朗运动、算术布朗运动、双指数跳扩散过程等),然后精确地计算不同场景出现的概率,精确地确定证券化产品的公平交易价值。

## 六、具备的条件与共同富裕目标

本文所设计的投融资方案符合国家“共同富裕”战略目标需要,符合非上市中小微企业的融资需要,符合普通家庭的投资需要。这一方案的实施已经具备了以下三个良好的外部条件。

第一,居民可自由支配的财富不断增加。根据《中国财富报告2022》,2021年中国居民财富总量达到了687万亿元人民币,2005年到2021年年均复合增速高达14.7%,这是一个惊人的数字。<sup>[7]</sup>根据高盛最新的报告数据,截至2020年中国居民个人可投资资产达到了31万亿美元,预计到2025年,这一数据将达到50万亿。

第二,金融资产在居民财富中占比迅速增加。对于很多购房者来说,由于历史上住房价值持续上涨的事实,因而错误地认为房价还会持续上涨。但是,经济理论告诉我们,房价最终是由供求关系决定的,总有一天房价会进入均衡状态,在均衡条件下,房价会像其他商品和金融资产一样,有涨有跌,住房自然不再是财富保值增值的投资工具。根据中国社会科学院发布的《国家资产负债表》数据显示,中国居民非金融资产比重逐年下降,金融净资产占居民总资产的比重从2000年的43.07%上升至2019年的56.53%。可以预见,随着资本市场越来越发达,我国居民的家庭资产配置将持续从房地产等实物资产向金融资产转移,这为本文提出的投融资方案提供了规模巨大的增量社会资本。

第三,党的十八大以来,党和政府一直强调要“逐步实现全体人民共同富裕”。党的十九届五中全会首次明确要求“扎实推动共同富裕”。如何实现共同富裕?重要的是让所有民众参与

到国家建设上来。2021年底,中国人民银行发布《金融从业规范财富管理》。国内各个地方政府非常重视财富管理的新发展机遇,北京、上海、广州、深圳、青岛等城市相继出台了支持财富管理行业发展的意见,深圳提出“一区四中心”,其中之一就是打造国际财富管理中心。

根据马克思的资本积累理论,不加管控的资本积累必然导致资本越来越集中在少数人手中,大多数人只拥有社会财富的较小部分。任何创新(包括金融创新)创造的价值等同于自然资源的价值,大部分应该为全社会所有民众共同分享。现实并没有充分意识到这一点,部分由于这个原因,创新、过度竞争和资本垄断加剧了社会财富分配的不平等性和两极分化,导致了赢者通吃的现象。政府监管,以及2022年12月召开的中央经济工作会议再次特别强调的“两个毫不动摇”是非常必要的,没有依法规范和引导的资本积累必然引起社会财富占有的两极分化。

在依法规范资本发展的同时,引导社会资本流向中小微实体企业是最有效的遏制资本无序扩张和野蛮生长的方式。一方面,不少高回报率中小微企业渴望补充股权资本、以便延长企业寿命;另一方面,大量普通家庭虽然积累了许多消费剩余财富(资本),但他们没有一个投资渠道可以以股权方式投资非上市企业。本文在二者之间架起了桥梁,使得普通家庭以比较安全的方式,分享非上市中小微企业创造的红利。

为了实现共同富裕,政府应该加大力度,开辟为低收入群体提供财富管理服务的市场。企业家不仅要创造财富,也要讲社会责任。为低收入群体提供金融服务体现了ESG评价标准的时代需要,有助于实现共同富裕。低收入群体数量巨大,可以形成巨大的规模效应,借助金融科技和数字经济技术,同样可以产生巨大的经济效益。无论从政治上还是经济上考虑,为低收入群体提供高质量的财富管理服务意义深远。

许多中小微实体企业拥有价值巨大的投资机会(实物期权),根据金融经济学理论,这些

实物期权(投资机会)可能具有巨大的经济价值(如华为、腾讯现在的价值体现了公司发展初期的巨额实物期权价值)。但是,由于信息不对称导致的市场失灵,许多高回报中小微企业无法获得外部融资,尤其是无法获得外部股权资本,因而无法执行这种实物期权,导致这类实物期权的价值归零,这是金融市场不发达带来的巨大社会整体利益的损失。私募股权基金解决了少量中小微企业的融资问题,也为高净值投资人带来了丰厚的回报。但是,大量普通家庭尽管总体上集聚了大量的消费剩余财富,但出于风险控制的需要,只允许投资低收益、低风险的金融产品。这必然加剧“马太效应”,不符合“共同富裕”的整体目标。

本文提出的科技企业投资信托基金(TEITs)投融资方案充分利用资产证券化的强大分散风险功能,巧妙地将私募股权投资风险降低到普通百姓可以承受的范围,从而使普通家庭也可以分享中小微企业的丰厚利润,真正用政府的“手”高效实现资本流向最能够创造财富的企业,高效实现普惠金融,高效实现全民风险共担、财富共享的美好局面,最终为实现“共同富裕”宏伟目标提供强大的可靠保障。所以,我们又把TEITs称为共同富裕基金。

## 七、结束语

资本是逐利的,应该通过规范和引导相结合的方式指引资本的有序流转。既要未雨绸缪地严加管制,预防金融危机,也要允许推陈出新,满足资本保值增值的需要。金融科技的进步,从技术上可以极大地推动经济全球化,大幅减少各类交易成本。熊彼特在《经济发展理论》一书中指出:创造性地打破市场现有的均衡状态,可以为企业家提供获取超额利润的机会。金融创新虽然有风险,但是,只要事前周密安排、事后稳妥推进,就可以在享受金融创新带来的高收益的同时,始终将风险控制在可接受的范围。相反,如果别的国家不断利用金融

创新,而我们却墨守成规,我国就会在经济全球化竞争中处于非常不利的地位。尽管金融创新给我们带来了一些负面的影响,但这不是金融创新本身的错,而是在金融创新过程中没有未雨绸缪地规范和引导好资本的良性发展。我们应该用科学的方法管控风险,坚持稳妥的金融创新,而不是因噎废食、一味限制金融创新。

根据熊彼特的创新理论,“创新”是资本主义经济增长和发展的动力,没有“创新”就没有资本主义的发展。这些理论对于我国社会主义市场经济也是适用的。“创新”是一个机会、其实质也是一个资源(实物期权),如果我们不利用,就会造成无形的巨大经济损失。只有不断地创新,才有可能领先世界。

习近平总书记在党史学习教育动员大会上强调了一个国家如要实现发展和繁荣,就必须把握和顺应世界发展的大势,反之则必然会被历史抛弃的历史教训。近代中国由盛到衰的发展历史是一个极其深刻的教训:正因为封建统治者因循守旧,害怕变革创新,丧失了宝贵的历史发展机遇,近代中国才遭受落后挨打的屈辱。

资本是不可缺少的生产要素,对于推动人类社会的进步始终发挥着关键的作用。资本是带动各类生产要素创造社会财富的重要纽带,是除劳动力要素之外生产社会财富的最为重要的因素。在经济不够发达的年代,微观经济学之父亚当·斯密论证了由于“看不见的手”的作用,资本在为私人创造财富的同时,也自动地增进人类社会的整体福利。<sup>[4]</sup>但是,随着资本有机构成的不断提高,金融科技不断进步,资本所有者在追求自我利益最大化的同时,有可能反过来损害社会的整体利益。

马克思主义政治经济学指出:“资本主义经济运行到一定阶段,就会出现金融垄断。宏观经济学之父凯恩斯主张在市场出现垄断势力、市场失灵(如信息不对称导致市场失灵)、负外部性(危害社会公共利益、两极分化、不可持续发展、资本野蛮生长)的情况时,政府必须干预市场。”<sup>[6]</sup>

本文提出的用政府资金引导社会资本流向实体企业的投融资方案,即共同富裕基金或科技企业投资信托基金(Technical Enterprise Investment Trusts,简称TEITs)方案,可以有效地分流巨大的社会资本,自动地预防资本空转、无序扩张和野蛮生长。我们建议参考新加坡政府控股的淡马锡模式,采取母基金(政府控股公司)和子基金协同吸收社会资本的投融资方案。该方案的简要操作如下:社会资本购买政府控股的财富管理公司(母基金)的证券(含股权和债权),债权可以细分为多种不同风险等级的债券。例如,债权可以包含或有可转换债券,以及其他股债混合型产品。母基金运用出售公司证券所得收益和政府财政出资一起购买不同私募股权基金公司(子基金)的份额,成为大量子基金的有限合伙人。子基金利用筹集到的资金投资适当数量的中小微企业。通过这种方式,政府控股的财富管理公司借助现有的私募股权基金这样的“毛细血管”将普通家庭的消费剩余资本(“血液”)送达到千千万万的中小微企业。在以往,要实现这一投融资模式会遭遇很大的市场摩擦成本。而得益于最近几年来新一代信息技术的进步,本文提出的投融资模式在技术上实现起来已经没有困难。

本文设计的投融资方案的一个突出优势就是老百姓购买一份母基金(政府控股的财富管理公司)的公司证券,相当于同时投资了大量的中小微企业,因而可以充分分散单个企业的投资风险。另一方面,通过科学的激励相容证券设计,可以消除或减少企业家、子基金管理人员、母基金管理人员的道德风险,使得代理人(企业家和基金管理人)在追求自我利益最大化的同时,自动优化投资者的利益。一段时间以来,一些资本的掠夺性生长、金融诈骗泛滥,其中的一个重要原因就是缺少专业投资公司为老百姓投资理财,如果有了上面所说的政府控股的基金管理部门,就可以消除或预防这些问题的发生。

近年来,高速发展的互联网技术引发了大

量的商业模式创新和金融创新,根据熊彼特的“创新理论”,创新是创造,又是毁灭。互联网技术是全人类的财富,不应该只用来为少数人谋福利。参考新加坡淡马锡模式,用政府资金引导社会资本,可以很好地发挥我国社会主义市场经济的优越性,让普通家庭也能够分享中小微实体企业的丰厚回报,通过金融的手段,助力实现“共同富裕”国家战略。

本文利用金融经济学理论、信息经济学原理、契约设计理论,结合公有制经济和私有制经济的优势,探索资本流向实体企业的路径选择。提出以政府资金为引导,带动和牵引社会资本流向最能够创造社会财富的非上市中小微企业。实现三重目的:首先,解决中小微企业融资难融资贵问题;其次,通过经济的手段,解决“资本空转”、“资本炒作”的问题,有效预防资本的无序扩张和野蛮生长,促使资本流向最能够创造财富的地方;最后,推动实现“共同富裕”。

本文提出的投融资方案可以让普通老百姓投资非上市实体企业,这在以前是不可能的。我们不是让普通老百姓直接去投资某个具体企业(前者没有足够的投资经验、投资风险也太大了),而是由专业人士完成相关的工作,并且,即使只投资一元钱,也可以同时投资许多中小微企业实体企业,达到了分散投资的目的。一方面,解决了企业融资难问题;另一方面为老百姓提供了丰富的投资渠道。

本文的投融资方案是一个复杂的系统工程,需要综合运用金融学、经济学、管理科学、法学知识和金融科技技术(特别是区域链技术、智能合约技术、自动支付技术等),精心设计各种金融契约(含公司证券设计、薪酬结构设计和利益相关者之间的契约设计),促使管理者在追求自我利益最大化的同时,自动地实现整体利益最大化。对此,我们将另文专门研究<sup>[21]</sup>。

#### 参考文献:

[1]刘伟.规范和引导社会主义市场经济资本健康发展[J].经济学动态,2022(8):3-12.

[2]王兆星.要重视我国金融结构的八个失衡[J].清华金融评论,2020(2):53-55.

[3]RAMSEY F. P. A mathematical theory of saving[J]. The Economic Journal, 1928, 38(152): 543-559.

[4]亚当·斯密.国民财富的性质和原因的研究[M].北京:商务印书馆,1972.

[5]代明,殷仪金,戴谢尔.创新理论:1912-2012——纪念熊彼特《经济发展理论》首版100周年[J].经济学动态,2012(4):143-150.

[6]MYERS S C, MAJLUF N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984(13): 187-221.

[7]任泽平团队.任泽平:中国财富报告2022[EB/OL].(2022-05-27) [2024-03-01]. <https://weyt.p5w.net/article/5552460>.

[8]Committee, Nobel Prize. George A. Akerlof, A. Michael Spence, Joseph E. Stiglitz: Markets with asymmetric information[R]. Stockholm: Nobel Prize in Economics documents, 2001.

[9]WILDASIN D E, MIRRLEES J A, VICKREY W. The Nobel Laureates and their contributions to public economics[J]. International Tax and Public Finance, 1998(5): 63-66.

[10]TIROLE J. Incomplete contracts: Where do we stand? [J]. Econometrica, 1999, 67(4): 741-781.

[11]GROSSMAN S J, HART O D. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration[J]. Journal of Political Economy, 1986, 94(4): 691-719.

[12]HOLMSTRÖM B. Moral hazard and observability[J]. The Bell Journal of Economics, 1979, 10(1): 74-91.

[13]HICKS J R. Value and capital[M]. Oxford and New York: Oxford University Press, 1939.

[14]ARROW J K. Uncertainty and the welfare economics of medical care[J]. American Economic Review, 1963, 53(5): 941-973.

[15]MYERSON R. Incentive compatibility and the bargaining problem[J]. Econometrica, 1979, 47(1): 61-74.

[16]HURWICZ L. Outcome functions yielding walrasian and lindahl allocations at Nash equilibrium points[J]. Review of Economic Studies, 1979, 47(1): 61-74.

[17]MASKIN E. Nash equilibrium and welfare optimality[J]. Review of Economic Studies, 1999, 66(1): 23-38.

[18]DEMARZO P, DUFFIE D A. liquidity-based

- model of security design[J]. *Econometrica*, 1999, 67(1): 65-99.
- [19]DEMARZO P M, SANNIKOV Y. Optimal security design and dynamic capital structure in a continuous-time agency model[J]. *The Journal of Finance*, 2006, 61(6): 2681-2724.
- [20]SANNIKOV Y. A continuous-time version of the principal-agent problem[J]. *The Review of Economic Studies*, 2008, 75(3): 957-984.
- [21]YANG Z, ZHANG Y. Dynamic incentive contracts with controllable risk[Z/OL]. (2022-10-11) [2023-07-01]. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4453891>.
- [22]DAS S R. The future of fintech[J]. *Financial Management*, 2019, 48(4): 981-1007.
- [23]CARR P. The father of financial engineering[J]. *Bloomberg Markets*, 2008(17): 172-176.
- [24]ZINGALES L. Presidential address: Does finance benefit society? [J]. *The Journal of Finance*, 2015, 70(4): 1327-1363.
- [25]WALLMEIER M. Beyond payoff diagrams: How to present risk and return characteristics of structured products[J]. *Financial Markets and Portfolio Management*, 2011, 25 (3): 313-338.
- [26]CÉLÉRIER C, VALLÉE B. Catering to investors through security design: Headline rate and complexity[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2017, 132(3): 1469-1508.
- [27]HENDERSON B J, PEARSON N D. The dark side of financial innovation: A case study of the pricing of a retail financial product[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 100(2): 227-247.
- [28]凯恩斯. 就业、利息和货币通论[M]. 北京: 商务印书馆, 2009.

【责任编辑 许鲁光】

## On the Investment and Financing Scheme for Attracting Private Capital to Invest in Unlisted Enterprises with Government Seed Capital

YANG Zhaojun

**Abstract:** Micro, small and medium-sized enterprises (MSMEs) have a short lifespan, mainly because of the difficulty in obtaining external equity capital that can extend the life of the enterprise. Ordinary households in China have gathered a large amount of consumption surplus, but they cannot invest in non-listed enterprises to become shareholders. This paper proposes an investment and financing scheme for the government to guide the social capital investing in non-listed enterprises, which creates a strong government-controlled wealth management company (FOF) on the basis of the existing government guidance fund. The FOF purchases the shares of private equity funds (sub-funds), and then uses the share as the underlying asset to issue securitized products to absorb social capital, so that the FOF can continue to purchase more sub-funds' shares, and the exited sub-funds can invest in more technology enterprises. These processes are constantly circulating. The FOF leverages its control over the sub-funds, the advantages of sub-funds managing enterprises, and the strong risk diversification function of asset securitization to guide a number of ordinary families to invest in non-listed (technology) enterprises in the form of equity with a small amount of government funds. The fund of funds in this article is similar to the well-known REITs (real estate investment trusts), which allow ordinary families to invest in real estate industries that were previously unaccessible, while the former allows ordinary families to invest in private equity beyond the limitations of existing private-equity investors. We call the parent fund in this article Technical Enterprise Investment Trusts (TEITs). With the support of a new generation of information technology, TEITs can effectively guide the flow of social capital to the non-listed enterprises that can create the most wealth, alleviate the difficulty of equity financing for MSMEs and the transfer of private equity fund shares, provide high-yield and low-risk investment channels for ordinary families, effectively avoid the Matthew effect caused by the current private equity system, and truly realize the dreamed situation of sharing risks and benefits for all people, which is essential for doing a good job in “financing for high-tech industries”, “inclusive finance” and “digital finance” and achieving “common prosperity”. It is of great practical significance.

**Keywords:** common prosperity fund; technical enterprise investment trusts; financing for high-tech industries; inclusive finance; asset securitization