

大力发展 直接融资



推荐语

本固则稳，水活则兴。当前，中国经济处在深化供给侧结构性改革和推动高质量发展的关键时期，实体经济的发展，迫切需要金融提供更多源头活水。

2018年底的中央经济工作会议强调资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，提出打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

资本市场顶层设计已然清晰，配合金融供给侧结构性改革，拓宽企业直接融资渠道也成为多个部委以及地方政府的下一步政策着力点。海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。在草木葱茏、生机勃勃的这个初夏，让我们一起打开资本市场直接融资的新篇章。

发展直接融资 破解融资难题

◎ 本刊记者 杨昕辰 台艳 / 文

过去20年，以商业银行为主体的间接融资是促进我国经济建设的主要引擎。但随着传统经济模式下资本投入的边际产出率快速下滑，经济转向高质量发展的诉求愈发迫切，高度依赖银行和“影子银行”进行信用创造的金融体系逐渐暴露出诸多弊端，造成金融供给结构性失衡。

因此，为推动中国经济高质量发展，亟须改变以间接融资为主的融资结构。

4月中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于促进中小企业健康发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），支持中小企业利用资本市场直接融资。此外，近期在股权融资方面，银行理财子公司设立纷纷获批，在上交所设立科创板并试点注册制渐行渐近……积极信号不断释放。未来，需要推进多层次资本市场建设，提高直接融资特别是股权融资比重，同时继续推动债券市场创新发展，增强服务实体经济能力。可以说，发展直接融资大有可为。

金融供给与企业需求不匹配

长期以来，中小企业融资难、融资贵一直是困扰其发展的突出问题。清华大学国家金融研究院院长朱民曾这样评价小微企业融资问题：“小微企业融资困难本质上来说有三个不对称：一是信息不对称，银行对小微企业太不透明，不了解；二是风险不对称，因为没有抵押；三是成本不对称，大银行做小微企

业贷款每一笔要几千成本，小收益大成本。”

根据统计数据显示，截至2018年底，我国融资总量大概在200万亿元，其中在银行业的金融资产中，信贷资产大约超过了137万亿元，占到我国当前社会融资规模总量的67%，相应大的信贷资源集中在银行体系，金融风险也主要在银行体系内聚集。

然而，当前银行信贷模式对民企融资仍有制约，客观上造成了民营企业

难以享受银行信贷业务创新和服务优化带来的便利。当前商业银行在对企业进行授信审批时，主要依据企业的主体信用状况进行授信。商业银行当前普遍已经完成了公司化改制或上市，存在经营业绩的考核要求，而我国民营企业普遍存在“小散多弱”的特征，产品和经营模式趋同，缺少核心竞争力且死亡率较高，商业银行只能坚持既定的授信标准。

商业银行在授信审批时，一般需要企业提交连续三年的审计报告和近期的财务报表，以判断企业的资产规模和盈利能力。然而民营企业往往在创业初期资金需求较大，却又无法向银行提供历史报表，可能会在站稳脚跟前面临“无信可征、无贷可申”的尴尬境地。另一方面，对于无法通过授信提供金融服务的民营企业，商业银行出于规避风险的考量，只能加大对抵押物和第三方担保的要求。而民营企业普遍面临抵押物较少、无形资产无法抵押等问题，只能采取企业之间相互担保，造成了“担保圈”交叉感染的风险。

传统的银担合作模式，加大了民营企业融资成本。民营企业除承担贷款利息外，其融资成本还包括审计费、评估费、担保费、登记费、公证费等各种费用，其中尤以担保费率最高。我国融资担保业发展尚未成熟，不能与银行平等构建银担合作关系，因此在传统银担合作模式中，往往由企业承担全部担保费用，这也是推升企业融资成本的重要原因。

推进多层次资本市场建设，提高直接融资特别是股权融资比重，同时继续推动债券市场创新发展。

因此，现阶段金融经济的周期性、结构性、体制性问题仍比较突出，小微企业融资需求旺盛与有效金融服务供给不足的矛盾依然比较尖锐，金融机构小微企业贷款余额占企业贷款余额的比例仍然较低，上升空间较大。

发展直接融资 拓宽融资渠道

我国金融市场供给侧结构性改革的重心在于解决金融服务功能不足、不完善与实体经济日益增长的金融需求之间的矛盾，而解决这一矛盾的根本在于深度优化金融市场结构，重点在于提升直接融资比例，优化间接融资服务效率。深化金融供给侧结构性改革，加快非银金融规范、有序发展，提升金融市场资金融通、资源配置效率，这有利于优化金融市场运行效率，提升金融体系服务民营、小微企业的水平。

由于企业发行股票、债券的条件较为苛刻，且价格走势易受宏观金融环境影响，民营企业直接融资的占比并不高。据统计，我国金融市场中企业上市融资、债市融资等直接融资规模仅占全社会融资规模的15%左右，直接融资功能尚未充分发挥，潜力仍有待挖掘。

2018年12月召开的中央经济工作会议指出“提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难、融资贵问题”。人民银行提出创新民企债券融资支持工具，充分利用银行间市场解决民营企业融资难题。

九州证券全球首席经济学家邓海清认为，首先，与银行信贷相比，直接融资的市场定价有效性、资源配置效率更高，降低了金融系统性成本。从信贷融资和债券融资机制上看，直接融资资金供给方是投资者。投资者在决定是否投资时，会充分调研企业的盈利能力、现金流充足度等，使得直接融资市场化程度更高，资源配置效率更高。

其次，股票融资作为股权融资方

式，与信贷融资的债务型融资相比，更有利于优化融资结构，且股票融资有助于降低企业融资成本。这是因为企业股权融资除了稀释股权之外，并不需要还本付息，成本非常低。

相较间接融资的收益固定、风险波动，在债券市场的直接融资中，民营企业与金融机构利益共享、风险共担，更符合经济学理性人假设的博弈结果。通过支持大中型骨干民营企业直接融资，可以帮助发债民企大幅降低融资成本。同时，利用骨干民企在产业链中处于的核心地位，通过支持骨干民企直接融资，激活整条产业链的活跃度，变向中小微企业“输血”为“造血”，通过产品和服务订单支持中小微企业良性发展。

记者注意到，新三板此前也发布了一系列新政，如推出授权发行制度，提高小额发行决策效率；明确挂牌公司购买生产经营用土地、房屋的行为不再按照重大资产重组进行管理，以进一步减轻挂牌公司信息披露负担等。对于这一系列政策措施，新三板负责人就明确表示，这是为了把中小微企业服务好，把民营企业服务好，把科技创新发展战略服务好。

此外，设立科创板并试点注册制是今年资本市场改革的重头戏，也将为民营企业直接融资带来新的机会。科创板定位服务于具有成长潜力的中小创新型企业，不再单纯以净利润作为IPO的硬条件，设置了能够满足不同类型的包容性上市条件。而民营企业是科创企业的主力军，以互联网龙头企业为例，几乎主要以民企为主。可以预料，未来科创板形成一定企业上市数量规模时，民企的占比有望高于现有A股市场。

完善金融服务体系 增强服务实体经济能力

民营、小微企业融资难题需要从金

融供给侧结构性改革维度统筹布局。深化金融体制改革，以利率市场化改革为契机，增加中小微金融服务供应主体，推动传统金融机构服务模式和产品转型升级。明确中小微企业金融服务重点领域和薄弱环节，发挥政策、国有银行以及地方政府的引导和带动作用，推动金融机构切实落实中央政策，扩大普惠金融服务范围和规模，提升中小微金融服务效率和服务水平，实现稳增长、稳就业和稳预期。

(一) 建立完善的多层次资本市场
多层次资本市场需要建立相关的制度和法律体系，完善和健全主板市场、中小企业板市场、创业板和场外市场，尤其是要建设好即将落地的科创板市场。与新三板、创业板等现存市场板块相比，科创板更具有特殊的功能定位，彼此之间并不存在重复性。科创板的设立是多层次资本市场体系逐渐完善与成熟的标志，由于科创板具有注册制、低门槛等特征，有利于满足资本市场金融服务的差异化需求，也更有利于民营企业获取直接融资，更好体现资本市场助推民营经济发展的积极影响。

与此同时，深化创业板改革，稳步推进新三板发行与交易制度改革，促进新三板成为创新型民营中小微企业融资的重要平台，加快发展私募股权投资基金等举措，目前已箭在弦上。这意味着，多层次资本市场体系进一步完善，可为直接融资提供更多渠道。

(二) 降低股权融资成本

降低企业的发行成本，简化企业股票发行上市的审批程序，减少不必要的核准环节，真正实现证券投资机构和中介机构在股票发行过程中的定价作用，充分发挥金融市场的价值发现职能，逐步推进股票发行的注册制改革。提高审批流程的透明度，防范权力的滥用，做到公平、公正、公开。再者，就是要降低股票的交易成本，各个证券公司需要



进行重新整合升级，朝着全能化、大型化发展，合理利用规模优势降低股票的交易费用，增强股票的流通性，提高市场参与者的积极性。

(三) 加快债券市场发展的进程

在债权融资方面，要大力发展债券市场，加大银行间、交易所两个市场的互联互通，最终形成统一的债券市场；扩大金融市场准入，支持企业加大利用再融资并购重组；发展和完善企业资产证券化业务；鼓励发行双创专项金融债券，孵化专项债券等；推动债券品种创新，扩大优质企业债券发行规模。

同时，建立一个相互连通的债券市场交易体系，将银行间市场、交易所市场和银行柜台市场之间相互分隔的壁垒打通，做到债券可以在各个市场之间自由买卖，进而提高债券的流动性，节约债券的流通成本。提高债券品种的多样化程度，主要是扩大企业发行中长期债券的规模，维持各债券的发展均衡，并且开发出具有针对性的企业债券。建立完善的债券市场监管体系，对可转债、上市公司债和企业债进行统一监管，同时制定健全的债券发行的信息披露制度和公司的信用评级制度。

(四) 对民间金融进行正确引导

进一步健全我国关于民间金融的法律条例，正确引导民间金融的发展方向，推动我国经济的发展。将民间金融组织规范化，根据法律法规进行注册登记，提高对民间金融的监管效率。对民间金融中高风险的经营业务制定合理的限制性条款，并且对这些业务进行审慎监管，维持金融市场秩序的稳定。国家监管部门要对民间金融的风险进行严格的监控和管理，严格把控民间金融风险，坚决履行监管职责，防止系统性风险的发生。■