

大力发展直接融资， 引领经济新常态

郑联盛 武立华

在经济新常态下，为了发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好地配置要素资源特别是金融要素资源，健全多层次资本市场体系，推进股票和债券发行交易制度改革，多渠道推动股权融资，提高直接融资比重，是全面深化经济体制改革的要求，是政府与市场边界进一步完善的需求，符合发挥市场决定性作用的要求。

现有直接融资体系 难以适应新常态

目前，我国直接融资占比较低、结构性问题凸显和未来发展机制性约束较多，使得其在适应和引领经济新常态中缺乏应有的能动性。

一是我国直接融资占比明显提高，但在融资体系中的作用仍然较低。以增量法为衡量标准，2014年我国非金融企业境内债券和股票融资规模合计为2.86万亿元，达到了历史峰值，占同期社会融资总规模为17.3%，较好地完成了“十二五”规划提出的15%的目标。2015年11月我国债券存量规模达到6.7万亿美元，成为全球第二大债券市场，2015年全年发行各类债券16.82万亿元，约占2015年GDP的25%，但是，相对于发达经济体60%以上的直接融资比例，我国直接融资在社会融资体系中的地位有待进一步提升。

二是我国直接融资体系中债券融资规模偏小，是直接融资结构最大的问题之一。债券融资规模大、流动性好、成本较低、资金使用较为弹性，是发达经济体中直接融资中最为重要的品种之一，是企业融资最为重要的方式之一。

三是直接融资未来发展面临诸多的体制机制问题。以债券市场为例，债券市场监管体系存在多头管理、相对分割的体制弊端。债券市场主要由政府和有关部门主导，存在重大的结构性问题。债券市场运行中主要集中在金融体系内部，而为实体经济服务的功能有待提升。我国债券市场存在较为明显的分割性，市场收益率曲线和定价机制不合理。债券市场的基础设施建设仍然有待大幅改善，缺乏市场化的违约及处置机制。

更值得注意的是，我国债券市场是由银行部门主导的市场。原本应该为企业融资服务、以居民和机构投资者为主要投资主体、实现投资储蓄有效转换的市场，却由商业银行主导。截至2015年9月，商业银行持有的债券规模高达20.7万亿元，较2014年年末的18.1万亿元增长14.4%，持有规模占在中债登记托管的全部债券的63%，这个情况与2014年相当。这说明我国债券市场在投资储蓄转换上存在重大的内在缺陷。理论上，债券的投资人应该是家庭部门及其代理人

机构投资者等为主，这样将家庭部门的储蓄转化为企业部门的投资，实现投资储蓄的有效转换。

再以股票市场为例，股票发行注册制改革是我国股票市场改革最为核心的任务，也是发展直接融资体系最为重要的机制之一。虽然，2015年12月27日，全国人大授权国务院根据股票发行注册制改革的要求调整适用现行《中华人民共和国证券法》关于股票核准制的规定，对注册制改革的具体制度作出专门安排，2016年3月1日施行，有效期为两年。可以看出与注册制相匹配的体制机制完善工作仍然存在较大的问题甚至争议，这对于建设多层次资本市场体系，促进直接融资体系的建设都存在重大的约束：一是《证券法》和部门规章等法律制度的修改。二是发行市场和交易市场是否应该分离仍存争议。三是责权关系的调整。最后是注册制是否意味着上市公司数量可以无限大，这涉及的是退出机制的问题。A股退市制度一直是核心问题，但是，经过多轮的制度完善至今仍未实质性地贯彻。注册制改革的因素可能还不止这些，因此，“十三五”规划纲要要求创造更加完善的条件来推进实施股票发行注册制改革。

直接融资发展空间巨大

不管是资本市场主导的金融体

系，还是银行主导的金融体系，直接融资的作用和地位都非常显著。

根据世界银行的数据和存量法计算标准，上世纪90年代初期，发达经济体的直接融资比例已经达到60%，中等收入国家直接融资比例超过45%，而当时中国直接融资比例不足10%，全球金融危机前夕发达经济体和中等收入国家直接融资比例分别为75%和70%。危机之后，发达经济体直接融资比例有所下降，但2012年该比例仍然保持在65%之上，而中等收入国家则一直保持在68%左右。

直接融资占比较高的经济体，整体具有更好的风险应对弹性。

在英美等国是资本市场主导的金融体系，直接融资占比更高。资本市场主导型的金融体系在金融危机之后的复苏中，更具有优势。因为资本市场往往更具有能动的前瞻性、较短的顺周期性和较快的逆周期反应，而银行体系及其信用传导机制则更具有顺周期性，且顺周期效应甚至滞后于周期本身。

直接融资比重较高的经济体，有利于降低企业部门的杠杆率。

对于银行主导型的金融体系，直接融资的比例亦长期保持在较高水平上，这有力促进了企业部门降低负债率。日本、德国经济体直接融资占比提升的主要原因在于债券市场的膨胀，特别是国债及企业债的蓬勃发展，同时股权融资一直保持较好增长态势。而在这个过程中，企业部门通过获得更加低廉的直接融资，明显降低了其负债率水平，德国企业部门在上世纪90年代的负债率下降了6个百分点。此前，中央经济工作会议亦强调要采取有效的方式去产能、去库存和

去杠杆。

发展直接融资重在软件建设

“矩阵化”发展债券市场。对于债权融资，要加强债券市场“矩阵式”发展。在横向市场发展的角度上，构建一个以国债市场为核心，以公司债券为重点，以金融债、地方债、私募债等为重要支撑，以资产证券化创新发展和债券衍生品适度发展的市场格局，重点发展公司债券、企业债券、中期票据等信用债品种，改变利率债券主导的市场结构，更为重要的是大力发展国债市场，完善国债的期限结构特别是扩大短期和长期债券的发行，实行滚动发行机制，以形成有效的国债收益率曲线并形成以国债为基础的核心资产市场。在纵向的机制建设上，建立以市场化机制为基础，以统一互联共融市场为突破口，以完善市场组织体系，健全市场参与主体，拓展债券市场品种，发展债市交易工具以及加强市场监管体制为抓手，深化体制机制改革，特别是统一协调的监管体系，融合互通的场内场外市场，反映利差的做市商制度，公平有效的资信评价机制以及市场化的违约机制等。

着力六大要点，大力推进股权融资市场化发展进程。对于股权融资，要继续大力推进市场化改革，特别是健全市场化机制。一是进一步完善多层次资本市场体系建设，强化股票市场与债券市场的基础设施建设，构建一个与经济发展相适应、有利于企业融资、有利于经济转型的资本市场。二是打破交易所内部设置不同板块的模式，通过制定不同的市场规则来区分和发展不同层次的股权市场，以完

善多层次股权交易与投资市场，特别是长期股权投资市场。三是完善新三板的交易规则，在成为交易所市场之后，注重软件建设体现直接融资服务小微企业的平等权利，深化做市商制度，积极推行分层制度改革，完善相应的配套制度，并积极发展区域性股权市场，建立健全新三板机制和退出机制。四是注重金融创新，通过政府引导基金、产业投资基金、夹层、母基金等方式促进长期股权融资市场的发展。五是优化投资银行业的发展框架，推进行业与专业创新，健全投资银行的专业化工商服务体系。稳健试行商业银行债转股、投贷联动等创新机制。六是完善监管体系，提高监管水平，通过市场化监管规则而非行政手段来规范发展市场，并通过现场及非现场监管打击各项违法违规活动，加强保护投资者合法权益。最后是界定好管理当局的职能边界，防范发展资本市场与监管资本市场之间发生制度性错配。

统筹协调，以直接融资发展促进现代市场体系建设。健全直接融资体系，发挥直接融资功能，完善金融市场体系是认识、适应和引领新常态的重要突破口，是发挥市场在资源配置中起决定性作用的基本内涵。新常态下完善直接融资体系、建立多层次资本市场的目标不是股权和债券市场的简单扩容。更重要的是，健全直接融资体系，完善多层次资本市场目标是建立一个要素市场定价、市场结构合理、基础设施健全、管理职能清晰和监管体系完备的“五位一体”的现代市场体系。（郑联盛为中国社会科学院金融研究所副研究员，武立华供职于中央财经大学金融学院）