

# 我国特色资本市场建设何处破局？

## ——从直接融资支持中小企业融资的症结说起

李佩珈

**摘要：**近期，国务院金融稳定发展委员会指出，要“围绕建设中国特色资本市场，促进金融、科技、产业良性循环”，这为未来我国资本市场改革指明了主要方向。如何理解特色资本市场的深层次含义？这既需要对各国资本市场发展的经验教训进行总结，也需要对我国资本市场支持中小企业发展的主要问题进行分析，探索我国资本市场转型发展之路。分析发现，当前资本市场支持中小企业主要存在以下不足，即直接融资比重较低对创新活动支持不足，资本市场内部发展也不平衡，中小企业直接融资普遍存在门槛高和发行成本不经济等问题。从深层次问题看，造成直接融资功能发挥不足的原因还与股市违法违规成本低、股权过度质押、机构抱团造成市场扭曲等因素有关。未来需要针对直接融资在支持小微企业融资中的主要症结，从优化市场环境、强化制度建设等入手，提高资本市场投融资效率。

**关键词：**特色资本市场；区域性股权市场；私募股权投资；机构抱团；股票质押；大股东减持

中图分类号：F832

文献标识码：A

### 一、我国直接融资功能作用不断发挥

直接融资是指没有金融机构作为中介的融资方

作者简介：李佩珈，博士，中国银行研究院主管级高级研究员。

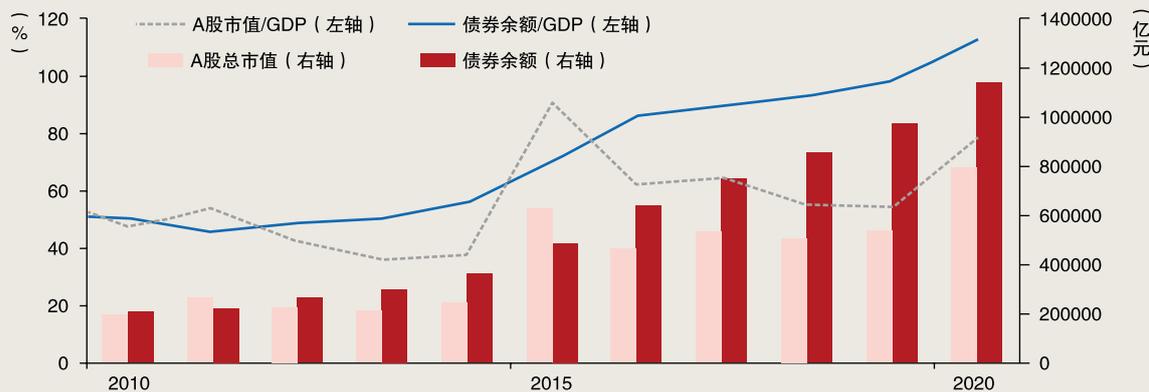
式，包括上市、私募等股权融资和发行企业债、公司债等债务融资方式。当前，我国已拥有全球第二大资本市场和债券市场，直接融资对实体经济的支持作用明显增强。2020年年末，A股上市公司总市值为79.7万亿元人民币（按2020年人民币兑美元期末汇率6.52折算，折合约12.2万亿美元），与GDP比值为78.5%，相较十年前（2010年）提高了31.1个百分点；债市存量规模达114.34万亿元，债券余额与GDP之比为112.5%，相较十年前（2010年）提高62.4个百分点（见图1）。

近年来，我国股票市场在帮助企业融资中扮演着越来越重要的角色。2020年，A股上市公司总数量为4154家，其中有1037家企业通过A股融资，新增融资额1.67万亿元，年度新增融资额相比十年前增加了6294亿元（见图2）。1990—2020年间，A股累计为企业提供资金16.1万亿元。债市融资方面，2020年新增债券融资额为56.89万亿元，相较十年前（2010年）增长了5.1倍，年均增长率约46%（见图3）。

### 二、直接融资发展与经济转型发展的要求之间存在较大差距

“十四五”期间，随着我国经济增长动力走向

图1 直接融资规模及与GDP比重



资料来源: Wind, 中国银行研究院

图2 资本市场融资情况



资料来源: Wind, 中国银行研究院

图3 债券市场融资情况



资料来源: Wind, 中国银行研究院

以创新驱动为主的新阶段,以及产业结构逐步走向消费、服务业为主的新阶段,这对加快发展直接融资提出了新要求。目前,直接融资发展与经济转型发展的要求之间存在较大差距。

德国、日本等。从增量法看,2020年,我国新增直接融资占新增社会融资的比重仅为15.4%(见图4)。直接融资比重较低,既容易导致宏观杠杆率高企,又影响了创新型科技企业的资金可获得性。

### (一) 直接融资比重较低,与创新驱动发展的要求不相适应

各国经验表明,创新活动由于具有高风险、高成长、高收益、高波动的特征,通过直接融资尤其是股权融资是更为通行的做法。从国际通行的直接融资占比存量法<sup>①</sup>计算,2015年年末我国直接融资存量比重为41.9%,既低于美国这样以证券业为主导的国家,也低于以银行体系为主导的国家,例如,

### (二) 直接融资内部也不平衡,企业债占比过低

我国已拥有全球第二大的债券市场,但相比实体经济的发展需要,我国债券市场的发展广度和深度仍有较大的拓展空间。2020年年末,我国债券余额约为114.3万亿人民币(折合美元约17.5万亿美元),与GDP比重为112.5%,低于美国(约208%)、英国(约202%)、日本(242%)等国家。

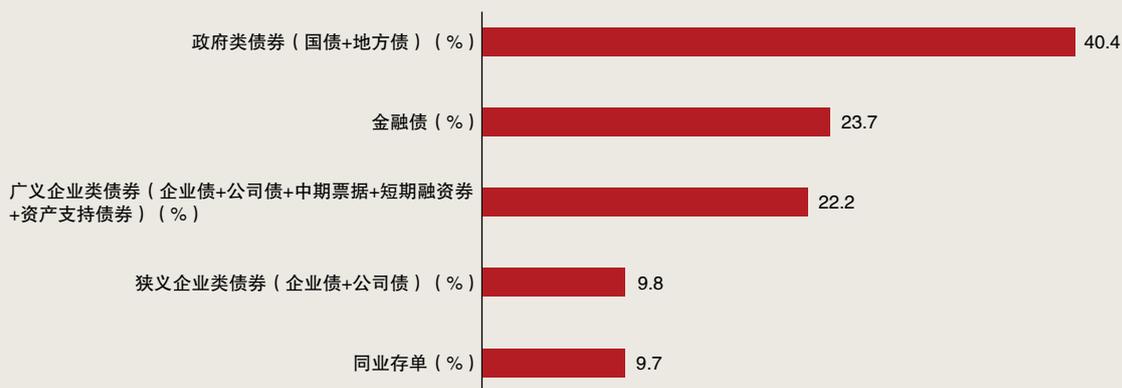
<sup>①</sup> 国际上研究金融结构普遍采用存量法,计算公式为(股市市值+债券余额)/(银行贷款余额+股市市值+债券余额)×100%。

图4 新增直接融资占社会融资规模比重



资料来源: Wind, 中国银行研究院

图5 2020年中国债券发行结构



资料来源: Wind, 中国银行研究院

与此同时，政府债券比重偏高，企业类信用债占比偏低。2002—2020年期间，狭义信用债（企业债+公司债券）新增发行额占全部新增债券发行的比重基本不超过10%（见图5），中小企业通过债券融资的规模更小。例如，2020年发行的各类企业信用债券中，国有企业债券发行比重为73.4%，民营企业发行占比仅6.3%。值得注意的是，我国债券市场规模及结构与我国金融体系历史沿革及政府功能作用发挥有关，不能简单地进行国际比较，从融资功能发挥看，企业信用债和中小企业作为发债的主体仍有拓展提升空间。

近年来，我国围绕丰富中小企业债券品种、健全发行机制、丰富风险处置渠道等做了大量探索。特别是2020年3月以来，随着《新证券法》的颁布和实施，企业债券发行已全面走向注册制，发债门槛大幅降低，为债市融资功能的进一步发挥奠定

了长期基础。但总的来看，当前中小企业债券融资仍存在市场规模偏小、成熟度不足的问题。

近年来，我国围绕丰富中小企业债券品种、健全发行机制、丰富风险处置渠道等做了大量的新探索（见表1）。特别是2020年3月以来，随着《新证券法》的颁布并实施，企业债券发行已全面走向注册制，发债门槛大幅降低，为债市融资功能的进一步发挥奠定了长期基础。但总的来看，企业债券发行既面临风险溢价上升等暂时困难，也面临发行效率不高、成本不经济、成熟度不足等多重现实困难，尤其是多头监管更是造成企业债券发展滞后的深层次障碍。

第一，发行效率不高、成本不经济。中小企业发债过程中，需要详细披露业务和财务等信息，但中小企业普遍缺乏真实可信的财务数据，信息披露的主观意愿也不强。与此同时，中小企业债券发行

表1 中小企业债券融资种类

融资工具	创设时间	主要特点	主管机构
中小企业集合债券	2009年	以多个中小企业的集合为发债主体。在银行间市场发行。实行核准制，由证券公司担任承销商	发改委
中小企业集合票据	2009年	在银行间市场发行，实行注册制发行	银行间交易商协会
中小企业区域集优债券	2011年	由银行间交易商协会主推，在中小企业集合债的基础上，引入政府信用支持，在银行间市场发行	银行间交易商协会
中小企业私募债	2012年	在上交所和深交所发行	深交所和上交所
小微企业专项金融债	2017年	发债主体为商业银行。实行核准制发行。银行将发债募集资金专项用于小微企业贷款	中国人民银行和银保监会
民营企业专项债工具	2018年	为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持	中国人民银行

资料来源：中国银行研究院

还普遍存在协调难度大、流程冗长、中介费用高等问题。例如，中小企业集合类债券由于涉及多个发行企业主体，需要地方政府深度参与发行企业的遴选和审查环节，但地方政府精力有限，难以深度参与，导致发行流程过于冗长。

第二，金融机构参与积极性不高，对中小企业债券认可度较低。当前，无论是发行还是投资环节，金融机构参与中小企业债券投融资的积极性都不高。从发行环节看，中小企业债券发行存在“投入高、回报低”的特点，金融机构参与其积极性不高。与此同时，目前主承销商在承销民营企业债券时均占用信贷额度，企业发债后将减少对银行贷款的需求。此外，债券发行还存在投资级别要求。例如，评级在AA的公司债券只能面向特定投资者发行。

第三，当前债券发行还面临信用风险溢价上升的新问题。近年来，民营企业是债市违约的重灾区，其违约率远高于其他主体，这也使得投资者的风险容忍度不断降低，对民营企业债券发行的认购意愿大幅下降，导致不少民营企业债券难以成功发行且发债利率不断走高。目前，只有主体评级AA+及以上民营企业在债券市场发债有一定认可度。

### （三）股权融资门槛和发行成本均较高

当前，我国股票市场仅有科创板和创业板采取了注册制，主板市场依然采取核准制，导致大量有发展潜力的公司无法在股票市场上融资。债券融资方面，根据《企业债券管理条例》，发行债券要求股份公司净资产不低于3000万元、有限公司净资产不低于6000万元，大多数小微企业难以满足这一条件。不过，近年来，政府已出台多项政策以降低中小企业债市融资门槛，自2020年3月1日起，

企业债、公司债发行实行注册，随着发债周期缩短、省级转报环节取消，目前企业债和公司债已实现注册制发行，中小企业债券融资门槛偏高问题已得到解决。

### （四）流动性不足等是制约新三板发展的主要障碍

新三板（即全国中小企业股份转让系统）作为我国特色资本市场体系的重要组成部分，是多层次资本市场建设中承上启下的枢纽环节。自2013年建立以来，新三板为有效拓宽资本市场服务实体经济的覆盖面、缓解中小企业融资难问题发挥了较好作用。2020年年末，新三板挂牌公司共有8187家，总股本715.8亿股（见图6）。其中，基础层、创新层、精选层挂牌公司分别为7008家、1138家和41家，是2013年建立之初（356家）的约23倍，但仍有一些深层次问题制约着其融资功能的发挥。

一是融资规模小且流动性不足。2020年年末，新三板存量挂牌公司8187家，挂牌企业募资总额为338.5亿元，募资额相比2019年虽然有所回升，但依然处于历史相对低点。从流动性看，无论是成交量还是成交额，新三板都远低于主板其他资本市场。2020年，新三板全年换手率9.90%，相比2019年增加3.90个百分点，但处于历史低位（见图7）。新三板市场流动性不足的原因与多种因素有关，其中投资者门槛较高是原因之一。根据此前相关规定，投资者持有的资产需要大于500万。然而，根据2019年新三板改革新规（即全国中小企业股份转让公司关于系统投资者适当管理办法），目前新三板市场投资者进入门槛问题已大幅降低，其中，基础层的进入门槛已降到了100万元。

图6 新三板市场挂牌公司家数及总股本

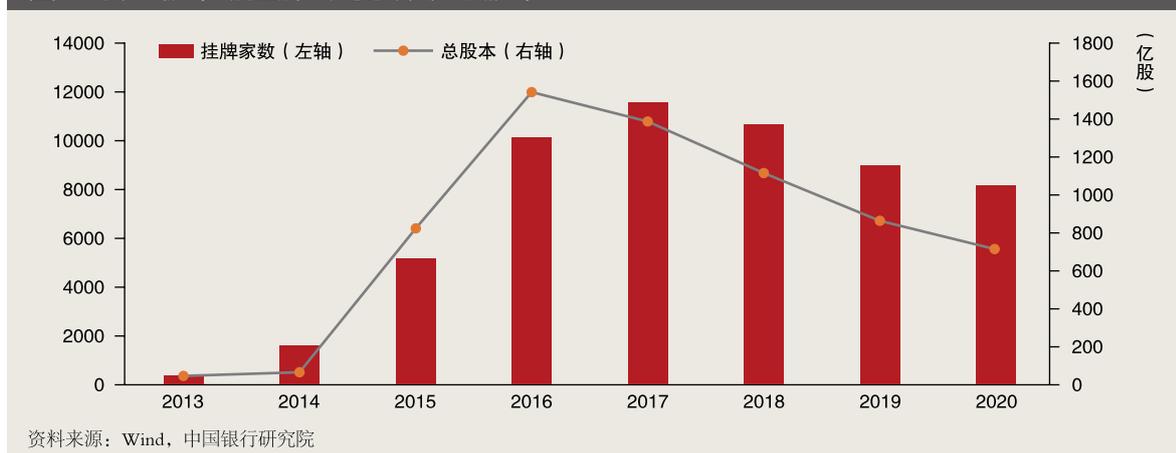
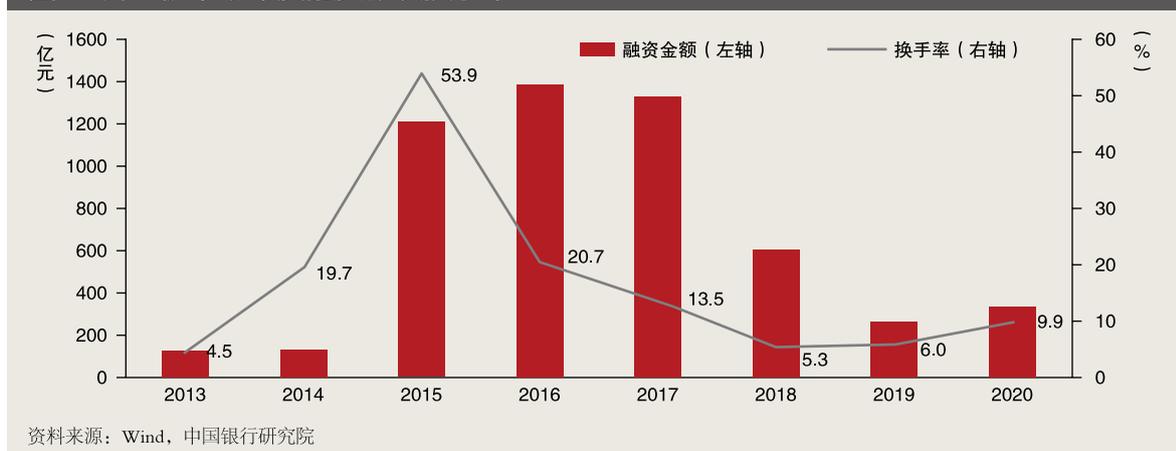


图7 新三板市场年度融资额及换手率



二是转板难度较大。新三板的挂牌企业以中小企业为主，受多重因素影响，过去一段时间转板企业数量不高。2021年2月26日，随着《全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市监管指引》的发布，我国新三板精选层向科创板、创业板转板的路径被打通，情况开始得到好转。

#### （五）区域性股权市场经营同质化，流动性、灵活度不够

区域性股权市场是我国多层次资本市场的塔基，是各地促进创新创业和经济转型的有力抓手。我国区域性股权交易市场从20世纪80年代开始起步，截至2020年年末，区域性股权交易中心已达40家，但以下问题的存在导致其作用难以充分发挥。第一，缺少统一的企业挂牌和信息披露标准。例如，前海股权交易中心更关注盈利能力，要求企业近一年的

净利润不得低于300万元；天津股权交易所则更看重对企业注册资本金和公司存续期的考察，要求企业存续期必须满两年。此外，由于缺少统一的信息披露标准以及相应的惩罚制度，企业延迟披露、隐瞒重大信息时有发生。第二，交易制度、交易产品等方面受到严格管制，影响市场效率。例如，区域性股权市场实行T+5结算制度，且不能集合竞价、不能连续交易、不能跨省挂牌等。第三，缺乏转板对接机制。例如，在区域性股权市场挂牌的企业如果想转向新三板，其必须先退市才能转板。与此同时，对企业信息披露也缺少统一的要求及相应的惩罚制度，导致企业延迟披露、蓄意隐瞒时有发生。

#### （六）私募股权尚未形成成熟规范的运作模式

我国私募股权投资基金于20世纪80年代起

步,经过了30多年的探索和发展,呈现出规模壮大、质量提升的新态势。截至2021年5月末,我国私募股权投资基金总规模17.82万亿元,位居亚洲第一。尽管私募股权投资取得了较快发展,但还存在一些问题。一是投资方向普遍求快。各机构投资者普遍青睐成长后端及成熟期企业,对消费端的互联网经济投入较多,对具有未来高成长性、面向产业和实体经济制造业的投资偏少。二是近年来出现“募资难”的现象。2018年以来,受资管新规推出影响,私募股权市场融资规模不断下降。2019年,我国社会融资规模增量达到22.58万亿元,其中,私募股权基金增量仅为1.06万亿元,占新增社会融资规模的比重由2017年的约10%下降至4.1%。三是政府引导基金的效率有待提高。截至2020年年底,国有控股基金的管理规模约为5.57万亿元,占国内全部私募股权的比重已达到35%。但受多种因素影响,其普遍存在运行效率低、落地率不高等问题。

### 三、直接融资功能发挥不足的深层次原因

#### (一) 资本市场发展中的“中梗阻”问题依然严重

一是违法违规成本过低。这是导致上市公司财务造假、损害中小股东利益案件频发的重要原因,不仅减弱了现有监管的效果,还降低了资本市场对于投资者的吸引力。虽然近年来我国市场监管趋严,但与美国的严厉监管相比,我国上市公司违法成本较低。根据美国2002年出台的《萨班斯法案》,证券欺诈的刑事责任,最高可处25年监禁。与美国相比,我国的新《证券法》对欺诈发行行为规定中,尚未发行证券的,处以200万元以上2000万元以下的罚款;已经发行证券的,处以非法所募集资金金额10%以上1倍以下的罚款。

二是退市制度不完善。当前我国退市制度对于经营不善的上市企业的约束较小,对投资者带来了较大的风险,影响到股票市场的交易环境。据统计,2010—2018年间,美国纽约证券交易所(NYSE)的退市率为6%,纳斯达克(NASDAQ)的退市率为8%,英国AIM平均退市率更高,大约为12%。相

比之下,我国退市程序相对冗长,退市效率较低。截至2020年10月末,A股上市公司数量突破4000家,退市公司总计124家,退市率仅为3%。

三是注册制需要进一步推广。当前,我国主板市场依然采取核准制,公司上市的条件较高,导致大量有发展潜力的公司无法在股票市场上融资,只能选择财务成本更高的信贷融资。我国股票市场仅有科创板和创业板采取了注册制,未来,需要引导注册制向更多资本子市场推广,以切实降低企业发行门槛。

#### (二) 股权过度质押,放大了资本市场波动风险

股权质押已日渐成为上市公司融资的重要途径之一。据相关统计数据显示,股权质押总市值一度超过6万亿元,占A股总市值比重超过10%,几乎所有的上市公司都参与过股权质押。股权质押在给上市公司带来融资便利的同时,也加大了风险隐患。一方面,部分上市企业股东将股权质押作为套现的重要工具;另一方面,部分上市公司出现触及警戒线、平仓线的现象,放大了资本市场的波动风险。近年来,监管部门围绕股权质押风险先后采取了控制股权质押比例、加强信息披露等措施,当前,国内股权质押规模与风险趋于稳定,截至2020年年末,A股质押总比率达7.94%,质押规模达4.32万亿元,较2019年规模(4.58万亿元)明显下降,对比2016—2019年9%~12%的质押水平,仍存在较大的市场风险、信用风险、道德风险。

#### (三) 机构抱团造成市场扭曲,使股市难以反映经济基本面

近年来,股票市场出现了机构抱团的新现象。数据显示,当前全部基金公司基金重仓股重合度的平均水平在35%以上,且普遍更青睐于食品饮料、医药卫生、电气设备等行业。机构投资者相互抱团,不仅体现在重仓股的高重合度,还体现在行为的高度一致。这对股市的健康发展带来不利影响。一方面,容易损害中小投资者利益。机构投资者结成利益同盟后,他们的行为将对股价走势产生重要影响,进而可能损害中小投资者利益。另一方面,容易产

生资金虹吸效应，使股市运行难以真正反映经济基本面。当前，我国股市市值前 20 家公司主要以消费类、金融类、房地产类企业为代表。贵州茅台公司的股票市值甚至超过一些省份的 GDP，也远超大量优质工业企业。而美国股市市值前 20 家公司则主要以苹果、微软等科技类企业为主。

#### （四）大股东违规减持“杜而不绝”，严重影响股市健康发展

近几年，大股东减持的上市公司数量越来越多，减持规模和频率也越来越大。例如，在 2016 年 A 股上市公司大股东累计减持 3609 亿元，超过同期 1600 亿元的首次公开发行融资规模。限售股的减持将对投资者信心产生极大冲击，也为大股东减持套现提供了机会，严重干扰了股市运行秩序。为规范大股东减持行为，监管部门出台了一系列制度。目前，我国《公司法》《证券法》对控股股东、持股 5% 以上的个人股东及董事、监事、高级管理人员减持其持有的公司股份的转让时间和转让份额做出了相关规定。这些政策取得了一定效果，但大股东违规减持行为仍然频繁发生。2020 年，A 股二级市场上市公司重要股东合计减仓 6556 亿元，较 2019 年规模（3159 亿元）增加了 107.6%。

#### （五）债券市场相对分割，影响债市融资功能的发挥

当前，我国形成了“以银行间市场为主，场内市场为辅”的债券市场体系。这一做法与美国、德国、日本等国家将债券市场划分为场内和场外市场，并以“场外市场”为主的做法基本一致。但这些国家的监管架构相对简单，且结算存管机构趋于统一，而我国债券市场体系却相对分割。例如，不同类别债券在发行时，需要由中国人民银行、财政部、发改委和证监会分别进行审批且不同品种对发行人的准入条件存在较大差异。与此同时，中国人民银行和证监会分别负责对银行间市场和交易所市场进行监管；国债、公司债等不同类型债券分别由中央国债登记结算公司和中国证券登记结算公司进行托管和结算。这导致债券市场便利度不够、流动性不足，影响了其融资功能的发挥。

## 四、加快我国特色资本市场发展的几点建议

### （一）大力发展广义股权市场，拓宽中小企业直接融资渠道

第一，坚持突出特色、错位发展，进一步强化科创板、新三板在支持中小企业融资中的作用。完善市场结构，进一步降低新三板投资者门槛；明确区域股权市场、新三板和创业板的差异化定位，从顶层设计上推动区域股权市场向新三板、新三板向创业板的转板；进一步完善新三板做市制度，适时引入竞价交易。

第二，出台鼓励风险投资发展的税收优惠政策。适度放松风险资本来源的限制，鼓励更多资金尤其是高净值个人进入风险投资领域。研究制定鼓励私募股权基金“投早、投长”的税收优惠政策，可考虑根据投资年限长度的不同，实行递减税率。例如，持有股权超过 5 年的，实行增值税减半征收。

第三，引导私募股权投资行业良性发展。当前，私募投资行业已初步受到监管（采取备案制），但整体来看私募投资行业仍存在行业门槛过低、投资基金管理人良莠不齐等问题。未来，应引导各种形式的私募股权投资基金规范有序发展，将发展重心由基金管理人的数量增长转变到基金质量、资金交易规模与专业化程度上来。

第四，更好发挥政府引导基金的撬动作用。政府部门要建立专门的基金管理部门，并通过引入专业化人员以提高市场化运作能力。统筹基金发展，注重产业聚集和产业转化，规避政府引导基金过散、过小。与此同时，强化社会资本引入，解决好投资过程中出现的资金分散、投向重复等问题。提高政府引导基金失败的容忍度，尤其是对“投早”阶段的基金要形成统一的监管标准，推动容错机制落地。

### （二）推动区域性股权市场个性化、差异化发展

区域性股权市场是解决中小企业股权融资、提高中小企业股权融资比重、提高资产金融化水平、推动金融深化的关键。建议进行区域化的制度安排，鼓励各地根据地域特点制定合格投资者界限，适当

调整最低资金额度要求，放宽个人投资者的准入门槛，杜绝违法违规者进入市场；建立区域股权市场诚信数据库，并与其他各资本子市场共享诚信数据；试点区域股权市场与新三板的“直通车”制度，对于在区域股权市场达到一定诚信标准、符合相应条件的可直接转至新三板进行挂牌。

### （三）建设高标准资本市场体系，加大对大股东套现、股权质押等问题的打击力度

第一，完善上市公司治理结构，从源头上防止大股东滥用股权质押。对于涉及上市公司“三重一大”事项的决策，应给予中小股东和大股东平等的表决权。要合理评估股权质押的价值，适度控制大股东股权质押的比例与频率。第二，加大违规减持处罚力度，制定更为严格的信息披露要求。对大股东频繁减持股份的行为进行约束，对于未按规定披露减持信息的情况加大处罚力度。第三，完善激励制度，引导大股东专注企业长期发展。例如，延长高管持股的限售期限，从而使其能专注企业发展，而不是利用资本市场进行套现。

### （四）更好发挥债券市场作用，鼓励发展高收益债

第一，扩大资金来源，放宽对合格机构投资者的投资范围限制。丰富债券投资者结构，引导社保基金、外资机构等更多进入债券市场，改变目前我国债券持有者主要集中于银行机构这一现状；放宽投资者投资范围的限制，允许个人投资者购买 AA 级及以上债券，而不是只能购买 AAA 级债券。第二，强化信息披露，加快债券市场违约处置机制建设。信息披露是防范违约风险的重要约束机制。当前，部分债券发行人在信息披露时隐瞒重要信息，不披露重大事项，故意误导投资者等行为时有发生，这严重损害了投资者利益。要提高信息披露的及时性、真实性、完整性、准确性，提高对违法违规行为的打击力度。第三，发展高收益债券市场。优化发行制度，取消私募债券合格投资者人数不高于 200 人的限制；建立由第三方托管的偿债基金，用于债券违约时投资者权益的补偿；强化偿债能力约束，要求偿债人的流动性比率不能超过一定比例，约束股

东的分红比例等。

### （五）创新增信措施，搭建小微企业特色信用担保体系

各国普遍重视构建完善的风险分担和信用增进机制等方式为小微企业债券提供担保。未来，可借鉴美国高收益债券市场设立偿债基金的做法，为中小企业债券发行提供更有利的支持。一是设立小微企业或民营企业增信基金，支持民营企业发债。设立由地方政府和金融机构共同出资成立的民营企业信用保证基金，设置可循环使用的最高担保额度，为民营或小微企业债券发行人提供增信服务。二是借鉴韩国 P-CBO 债券分层模式，提高债券发行的内部增信。一方面，将中小企业集合债分为优先级和次级两个层级，对不同层级的中小企业赋予不同的发债限额；另一方面，根据偿付顺序及风险大小将集合债分成优先级、中间级和次级，并分层出售给不同的投资者。其中，优先级债券主要面向普通投资者，其具有受偿权优先、违约风险低等特点。次级债券则由发行机构持有，其偿付顺序于普通投资者之后，有利于强化其作为中介机构的监督责任。

#### 参考文献：

- [1] 彭俞超. 金融功能观视角下的金融结构与经济增长——来自 1989—2011 年的国际经验 [J]. 金融研究, 2015(1):32-49
- [2] 乔强. 多举措破解区域性股权市场流动性困境 [N]. 中国证券报, 2020 年 9 月 21 日 (第 A03 版)
- [3] 人民资讯. 建设好中国特色资本市场 [EB/OL]. 2021-07-21. <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1705839704646377523&wfr=spider&for=pc>
- [4] 申万宏源证券有限公司课题组. 产业结构演变对资本市场服务实体经济发展影响研究 [C]. 创新与发展: 中国证券业 2018 年论文集
- [5] 涂永红、李胜男. 金融创新支持新兴产业集群发展 [J]. 中国金融, 2020 (24): 86-87
- [6] 王广谦. 建设中国高标准金融市场体系的着力点 [J]. 金融论坛 2020 (3): 3-6
- [7] 吴先聪、陈鑫、张健. “减持规定”规范了大股东减持行为吗? [J]. 金融研究, 2017 (11): 158-174
- [8] 张晓宇、徐龙炳. 限售股解禁、资本运作与股价崩盘风险 [J]. 金融研究, 2017 (11): 158-174

(责任编辑:冯天真)