

来源：李迅雷金融与投资

周末在青岛参加“第五届中国财富论坛”，与中国证券业协会安青松会长等专业人士探讨“资本市场制度创新与突破”等话题，其中就谈到关于如何提高直接融资比重的问题。

这是应该一个老生常谈的话题了，记得90年代末到证券业协会与领导们汇报如何提高直接融资比重的专题报告时，我还比较年轻，而协会领导年纪比我大不少。如今，新的协会领导很年轻，而我已经老了，但直接融资的比重依然没有显著提高。

安会长在演讲中提供了一组数据，确认了直接融资比重长期徘徊不前的事实，“数据显示，全口径直接融资规模占社会融资总额的比重，在2007年股权分置改革完成后由2002年的4.95%上升到11.09%，最近10年基本保持15%左右，而股权融资规模基本在5%左右徘徊。”

记得1996年我正式入职证券行业的时候，对券商的壮大信心满满，认为美国直接融资占比达到80%以上，我们未来至少能到50%吧？2006年的时候，我甚至专门写了一篇报告叫《证券业挑战银行业：崛起而非周期反复》。但事实证明，我当时过于乐观了。

尽管大家很早就认识到提高直接融资比重的重要性和必要性，但为何总是上不去呢？我认为，首先是我国长期以来金融体系所形成的银行主导结构不利于直接融资比重的上升。

例如，国内绝大部分银行都属于国企，且国内规模最大的六大行，都无一例外地属于央企，因此，银行的信用背后实际上反映的是政府信用。

既然有如此强大的政府信用，那么，银行业的做大是必然的，更何况在没有资本市场之前，银行早已一统天下了。即便有了资本市场，由于资本市场存在投资风险，因此，居民在投资上，绝大部分都会选择具有刚兑属性的储蓄或银行理财产品。

因此，我国银行的存款规模

就会非常大，而在资产端，银行与国企和地方政府之间又形成了资产负债的闭环，因为三者的背后都拥有政府信用。另一方面，居民加杠杆也绝大部分通过银行来实现，因为有房地产作为抵押，而房价又处在长期上涨过程中，与又形成了银行、房地产商与居民之间的循环。

因此，尽管我国的证券市场发展也很快，才过了29年，就成为全球股票市值第三的市场，但相比2007年以后银行业的规模增速，证券业就小巫见大巫了，因为我国的M2余额超过美国加上日本之和，银行总规模自然也是全球最大的，尽管经济体量只有美国的三分之二。这也从一个侧面反映出我国的金融效率不高。

直接融资做不大，有资深人士认为有文化渊源原因：第一，大陆法系国家的直接融资规模通常都做不大，中国的法律基础是大陆法系；第二，与之相关的，非英语地区的直接融资比重通常比较低，如日本与欧洲国家，与之相反的，如美国、英国和香港等。

但我认为，这一观点存在逻辑缺陷，因为归纳法所需的样本数量太小。A股的换手率如此之高，难道一个风险偏好度那么高的股市，就不能支持直接融资规模的扩大吗？主要原因恐怕还是市场信用体系不健全，市场信用体系不健全当然与经济发展阶段有关，但是否与政府信用体系过强，刚兑难以根本打破有关呢？

直接融资比重难以上升，除了银行扩张规模过大外，行政干预过多也是一个重要原因。例如，在过去相当长时间内，当股市好的时候，采取融资额度管理，股市为国企解困服务，让国企捆绑上市；当股市不好的时候，则暂停新股发行。我的印象中，我国股市暂停新股发行大约有过9次。

暂停新股发行，表面上看是为了防止股价大幅下跌，但短期似乎能通过供求关系来维持市场稳定，但长期呢？股价该跌的还得跌。从估值水平看，过去28年来，市场整体的估值水平保持下移态势，平均每年的估值水平下调幅度在2个百分点以上。

估值水平长期偏高，与管控条件下股票发行供不应求有关，那为何又不敢放开发行呢？导致一二级市场割裂现象长期存在。所以，无论是暂停新股发行还是避免退市，看似这种父爱式的保护，却不能带给投资者满意的投资回报，这是需要深刻反思的。

我觉得安青松会长在谈到提高制度效率时，讲得非常到位：从国际经验看，监管部门要减少干预，做到管得少管得好，关键是要形成有效的市场约束机制。美国的SE

C通常是充当最后“裁判人”角色，而交易所、FINRA、PCAOB等自律组织负责一线监

管，保荐

人、会计师、律师

被赋予“看门人”职责负责专业、合

规把关，加上

司法诉讼机制的有力震慑，形成既能保持市场活力，又能保护市场韧性的良好生态，是铸就美国资本市场具有全球竞争力的重要一环。

记得2000年前后，我经常接到的地方政府

部门的课题是，如何利用资本市场优化当地的产业结构，但这么多年下来，A股市场的结构依然存在很大缺陷，据安会长提供的数据，“A股上市公司产业结构偏重，金融、房地产、机械制造等传统周期性行业A股公司接近2500家，合计流通市值占全部A股的70%以上”，说明A股市场甚至滞后于中国经济转型的步伐。

此外，过于严格的上市条件，并不能让上市企业具有明显的发展优势，上市之后“变脸”现象频现，其投资价值也难以体现。如2018年所有上市公司的ROE中位数只有4%，亏损面进一步扩大。

好在监管部门已经充分认识到资本市场现有制度存在多种缺陷和问题，因此，不失时机地推出了科创板，并试行注册制。注册制的推进，当然是希望股权融资比重能够进一步上升，这对于改善整个融资体系和结构，是一个非常重要的举措。注册制的推出，对于提高直接融资比重应该是有利的，因为上市条件放宽了，行政监管减少了。

仅仅靠注册制来提高我们直接融资比重，感觉力度还是不够。还需要继续推进金融市场的改革，正如监管部门反复强调的，要完善信息披露制度，严格退市制度，这才是资本市场活力所在。企业要做大，必须得按市场规则进行优胜劣汰，否则的话，会拖累资本市场，导致僵尸企业越来越多的问题。在退出制度上严格执行，有利于提高公司治理水平，对提高投资者风险意识及最终保护投资者利益都是有利的。

从过去的经验看，

经常出现执行不力的问题，如10年前

深圳推出创业

板时，也制定了退市规则

，但究竟有多少公司退市了呢？

我们不妨比较中美两大证券市场的退市率，发现美国达到10%，我国不到2%。

当前正逢我国资本市场对外开放步伐加快之际，应该在鼓励外国金融机构在国内注

册的同时，也要借鉴国外金融机构的业务种类，给予国内金融机构类似的业务许可。例如，就国外投行的杠杆率水平而言，普遍高于国内券商，如日本券商的杠杆率平均为15倍，美国为10倍左右，我国券商只有3倍多。

国内券商的场外衍生品业务收入占比、海外业务收入占比上均比较低，原因来自两个方面，一方面是业务范围受限，例如，过去券商的客户保证金是留在券商的，后来为防范资本市场风险，把保证金给了银行托管，所谓的第三方存管。过去这么做是有效防范风险，但是随着券商风险管控能力的增大、资本市场法规的完善，是不是还要继续第三方存管？能不能按照国外投资银行业务的惯例，如考虑废除第三方存管制度，让券商获得更多的资金渠道，以便增强客户粘性，进而推进资本中介业务？

另一方面则是自身创新动力不足，如过度依赖于通道业务，在人工智能、大数据及对应的金融科技等新技术的应用方面，似乎不是很进取。在财富管理和资产管理的业务拓展方面，也面临专业技能不足的束缚。这也导致了券商整体的ROE水平不高现象。

因此，我总体感觉，
在提高直接融资比重方面，我们是起了个大早，赶了个晚集

。其中的原因和问题很多，我作为一个资本市场发展进程的见证者，感到在这29年的发展过程中，长期改革的意愿不可谓不强，但屡屡遇到短期目标的打扰；推动资本市场健康发展的决心不可谓不大，但总是为了维稳而采取一些非常规的举措。凡此种种，使得资本市场的基础性制度还需要进一步完善，金融供给侧改革还需要大力度推进。

从不久前包商银行事件看，过度依赖间接融资的金融市场，存在很大隐患，因为银行业务的特征是收入发生在当期，但风险却滞留到后期。

在经济增速下行的过程中，间接融资的风险可能会越来越大。例如，当前居民房贷对银行而言是优质资产，10年之后，会否成为风险资产？

因此，提高直接融资比重，已经成为越来越迫切且正确的选择。但过去的经验教训告诉我们，资本市场的改革需要方方面面的配套，不能孤军奋战。注册制不是灵丹妙药，需要资本市场的制度改革、机构改革、监管模式改革等与之相配套，更需要

利率市场化、银行打破刚兑及国企改革等更加宏观层面的改革来支持。

”

中国基金报：报道基金关注的一切

Chinafundnews