

# 齐鲁股权每日金融

2016年12月02日

## ◆ 导航

### 【政策导向】

- ◆ 中央经济工作会议即将召开 明年宏观调控基调不变
- ◆ 黄益平：提高金融监管独立性 加强互联网金融监管
- ◆ 山东省私募股权投资基金业协会成立
- ◆ 高密市借改制上市之手助推企业脱胎换骨
- ◆ 济南历城区改制工作取得良好成绩

### 【业务参考】

- ◆ 互联网股权融资平台路在何方
- ◆ 新规出台后 地方债“不败神话”还能维持吗？
- ◆ 新三板监管密集发声

### 【场外交易市场】

- ◆ 湖北荆州 151 家企业集中挂牌四板 刷新单场挂牌纪录
- ◆ 连云港市开发区：“转贷基金”助力中小企业发展
- ◆ ABS 年内新发破 3800 亿 券商资管纷至抢滩
- ◆ 山东 AMC 拟增资扩股至百亿规模
- ◆ 首届山东省金博会将于本月 23 日在济南举行

## ◆ 【政策导向】

### ◆ 【中央经济工作会议即将召开 明年宏观调控基调不变】

(财经网) 中央经济工作会议即将召开，如何为 2017 年经济工作定调是本次会议重点。接受中国证券报记者采访的多位业内人士预计，2017 年政策总基调可能仍是“稳中求进”，政策以稳为主，宏观调控料继续采取“积极财政、稳健货币”组合。为稳定经济增长、加快经济转型，2017 年财税体制改革、投融资体制改革、供给侧改革及国企改革等多领域改革将有新举措和新突破。

**经济：中高速+略回落**

今年是“十三五”规划开局之年。业内人士表示，“十三五”开局良好，经济总体形势好于预期，全年经济实现6.7%左右的增长几无悬念。明年经济有望继续维持在6.5%至7%区间运行，但经济增速较今年可能略有回落。

海通证券首席经济学家李迅雷表示，今年经济好于预期的主要原因在于今年基建投资增速较高，为稳增长作出较大贡献。展望明年，受财政政策和去杠杆任务制约影响，明年基建投资将有所回落，房地产销售也将受这两大因素影响出现下降，从而导致房地产投资增速下滑。基建投资和房地产投资双双回落，将导致明年固定资产投资下降。从消费和出口看，明年消费料与今年持平，出口形势依旧严峻，难有实质性好转。总体分析，明年经济增速有所回落的概率较大。

中国人民大学国家发展与战略研究院执行院长刘元春同样认为，明年经济将延续稳中趋缓态势，增速略微下滑仍是常态，预计明年经济增速不会超过今年，将在6.5%至6.6%之间浮动。

有分析人士认为，受中长期战略导向变化影响，有关方面对明年经济增速的态度可能不同于今年。今年年初，经济面临较大下行压力，各方对经济减速有心理上和政策方面的准备，对经济减速也有一定容忍度。明年希望经济止降转稳甚至略有回升的心态会更强。这样，才能实现经济平稳转向新增长平台的战略目标。

刘元春则认为，明年经济将从单纯的经济目标向细项目标转变。从目前经济形势看，中国经济稳增长取得阶段性胜利，稳中求进的阶段性目标达成，稳增长压力虽有所缓解，但降中趋稳的基础仍不牢靠。明年一是要从增速趋稳入手，控制风险，为结构性改革向基础性改革转变提供重要前提；二是要关注居民收入增速问题，并通过积极的财政政策转移支付加大民生工程力度。

### **政策：宽财政+稳货币**

中央经济工作会议是次年经济工作的基石，因此，明确经济工作主要任务，确定政策基调甚为关键。业内人士认为，明年宏观政策将在以稳为主的同时继续采取“积极财政+稳健货币”组合。

银河证券首席经济学家潘向东表示，2017年宏观政策出现明显调整的可能性较小，财政政策仍将维持较为积极的水平，并适度加大力度。主要政策措施需从刺激中长期投资转向降费减税。货币政策转向总量宽松的可能性较低，仍将保持

整体稳健中性、松紧适度的特征。这方面需考虑到维稳汇率、美联储加息进程的掣肘，以及抑制资产泡沫和防范经济金融风险等因素。

他表示，明年积极财政政策可关注刺激居民消费方面，货币政策将为中国经济转型升级与供给侧结构性改革推进营造适宜的货币金融环境。

申万宏源首席宏观经济分析师李慧勇表示，结合国内外经济形势看，明年经济的主要任务是保增长、防风险、促改革。在此背景下，宏观调控政策的总基调可能不会改变。他表示，明年财政政策将继续保持积极，赤字率有望进一步提高，为基建投资筹措资金。同时，中央和地方转移支付将进一步完善，资金使用效率也将提高。货币政策将关注两大方面：一是保持松紧适度的流动性，为经济增长提供所需资金的同时避免资金“脱实入虚”导致资产泡沫；二是人民币汇率总基调不会改变，明年人民币汇率将在总体保持稳定的同时，适度扩大波动区间。

李迅雷认为，稳定经济增长、顺利推进改革的重要保障是政策的连续性和稳定性。因此，明年货币政策有望继续保持稳健，财政政策继续保持积极。

### **改革：新举措+新突破**

鉴于经济进入结构转换期是“十三五”期间的最大特征，因此，通过改革推进经济转型、加快结构转换是明年经济发展的一大看点。业内人士预期，中央经济工作会议将对明年结构性改革作出新的部署，多领域改革将迎来新突破。

供给侧结构性改革作为“十三五”主线，其相关政策将在明年作出适当调整和完善。李迅雷表示，供给侧改革主要任务是“三去一降一补”，今年主要是在去产能、去库存方面推进，预计明年将加大去杠杆力度。

值得关注的是，去杠杆方面，最近已发布政策文件，国务院同意建立由发改委牵头的积极稳妥降低企业杠杆率工作部际联席会议制度。李慧勇称，年底出台的这些政策将指引明年工作。明年在债转股、去杠杆方面可能会有较大突破，也会有更多市场化办法出台。预计会有更多资产管理公司参与到债务重整进程中。

降成本方面，预计会继续降税减费，制造业增值税税率可考虑下调。继续减轻企业用工成本，“五险一金”仍有下调空间。物流成本方面，8月交通运输部印发《关于推进供给侧结构性改革，促进物流业“降本增效”的若干意见》，并同步制定落实《意见》的3年行动方案，明确2016年至2018年具体工作举措。接下来，要抓好《意见》的落实情况。

补短板方面，预计将全面加大对减贫脱贫的支持力度，提高公共服务水平，加快改善中西部基础设施，加快科技创新，发展高新技术。

除供给侧结构性改革将推出一系列新举措外，国企改革、金融体制改革也将有新动作。刘元春表示，供给侧改革依赖于基础性改革的全面推出，预计明年在收入分配改革、金融体制改革及国有企业经营改革方面会出台新的相关政策，一系列基础性改革将迎来新突破。

“财税改革也是明年期待的亮点。”李迅雷说，尤其是个税改革，由于个税改革涉及到再分配的公平性，可能会加快推进。

分析人士表示，面对财税体制改革领域中的一些“硬骨头”，新任财政部部长肖捷将接棒操刀。个税方面，肖捷曾表达的观点是，今后将逐步推行综合与分类相结合的个人所得税制。房地产税上，他曾表示，目前中国在房地产转让交易环节问题严重，有必要研究实施物业税改革。

## ◆【黄益平：提高金融监管独立性 加强互联网金融监管】

（中国证券报）北京大学国家发展研究院副院长、央行货币政策委员会委员黄益平日前在接受中国证券报记者专访时表示，2017年宏观经济增长仍面临下行压力和诸多不确定性。市场机制仍未在资源配置中发挥决定性作用，导致大量金融资源流入僵尸企业，挤占新产业发展空间。黄益平认为，应对下行压力的“治本之策”是实现新旧产业彻底更替。为加快推进供给侧结构性改革、拓宽宏观经济政策调整空间，建议将明年经济增长目标区间放宽至6%-7%。

旧动能挤占新动能空间

中国证券报：供给侧改革正多点推进，您认为明年改革着力点是哪个方面？

黄益平：近期综合研究全球多个国家改革进程发现，中国的改革措施和力度好于很多国家。当前，我国经济面临的最大挑战是如何实现新旧产业更替或说是新旧动能转换，经济增长减速只是一个表面现象。以往那些在低成本基础上发展起来的有竞争力产业，目前已难以为继。支持中国经济增长的劳动密集型制造业和资源型重工业，目前也优势不再。

“治本之策”是通过供给侧结构性改革，真正实现产业更新换代，这应成为明年及未来一段时间内的改革着力点。为促进经济保持可持续增长，必须快速培养、发展出一批在高成本基础上仍有竞争力的新产业，包括新能源、新材

料和互联网经济这样的全新产品，以及一级大型机械装备、仪器仪表和家电家具等传统产品的换代升级。

中国证券报：如何实现新旧产业彻底更替？

黄益平：供给侧结构性改革所要做的，一方面是支持已失去竞争力的传统产业平稳、快速退出，另一方面要大力培养、发展新兴产业。根据我们的调研结果，在珠三角、长三角等区域，新兴产业或说是新动能已显现出良好发展势头，旧动能升级也在快速推进。而东北、西北的产业调整比较艰难，因此形成很多僵尸企业。这说明我们的新产业不是没有前景，而是由于行政过度干预、旧动能迟迟不退出等因素，阻碍了发展空间。

要真正实现新旧产业更替，必须使市场机制真正在资源配置中发挥决定性作用，加快出清僵尸企业，为新产业和新动能腾挪空间。所谓僵尸企业，其实就是人为干预、扭曲市场配置行为所造成的。科尔奈在分析社会主义经济时提出的预算软约束概念就与僵尸企业现象异曲同工。今天国内很多僵尸企业不能退出市场，在很大程度上仍是得益于转型经济的预算软约束。

我们的实证分析进一步发现，一个行业僵尸企业比例越高，这个行业的健康企业在市场竞争中面临的资源歧视就更严重。在一些行政干预过多或国有商业银行占主导的地区，僵尸企业对健康企业在融资成本方面的挤出效应更显著。这就造成：由于僵尸企业存在，导致健康企业融资成本提高，投资率下降。具体而言，行业中僵尸企业比例提高 1%，同行业中健康企业融资成本相对僵尸企业平均上升 0.013%，投资率相对于僵尸企业下降 0.07%以上。

由于市场机制没有在资源配置中发挥决定性作用，大量金融资源流向僵尸企业。我们利用 2004 年至 2007 年数据所做的分析发现，地区政府投资增速高，对僵尸企业的投资和产出增速有短期拉动作用，但对健康企业的投资、产出和生产率增长有明显的遏制作用。这一结果也表明政府动员的资源可能更多向僵尸企业倾斜，扭曲了政府需求管理政策的效果，不利于经济长期可持续发展。

调研发现，目前“僵尸企业”有两个较明显特征：其一，产权特征，即僵尸企业中的国有企业占比高于民营企业；其二，产业特征，即僵尸企业中的钢铁、煤炭等能源型企业占比较高。

分析国家统计局规模以上工业企业历史数据后发现，无论是企业效率、盈利能力、资本产出比等指标，还是流动性、还债能力等指标，民企的表现均远远好于国企。在这一轮经济周期中，民企现金流与偿债能力的恢复也比国企更

早、更明显。与国有工业企业相比，民企维持较高净资产收益率，投资边际回报率也相对稳定，且明显高于国企。扭转杠杆率“国进民退”、提高企业杠杆质量，应从三方面入手：其一，加强与市场的沟通，最好是能简明扼要地阐述政策意图和改革方向。其二，消除产权歧视。无论国企改革目标是做强、做大还是瘦身、提效，国企和民企都应公平竞争，受到同样的市场纪律约束。其三，推进金融市场化改革，让市场机制成为金融资源配置的决定性因素。这是十八届三中全会决定的基调，不但要求利率、汇率更多地由市场供求决定，金融资源配置也应严格遵循回报与风险兼顾的原则。

加快出清僵尸企业，将给经济带来两方面收益：其一，僵尸企业所占据的资源可重新配置到效率更高的健康企业；其二，资源再配置完成后，由于健康企业具有更高生产活力，因此可能带来可持续的、更高的增长率。根据测算，僵尸企业出清可带来资源再配置过程中约 1% 的工业产出增长，再配置完成后每年工业产出增长率可提高 2.12%，资本增长率提高 1.4%，就业增长率提高 0.84%，生产率增速提高 1.06%。

目前，监管部门在出清僵尸企业、处置不良风险方面已有很多举措，包括通过市场化债转股等金融手段。但这些手段能否真正起到作用的关键仍是市场机制能否在资源配置中发挥决定性作用，否则还会造成金融资源浪费。从理论上说，出清僵尸企业只需政府和银行改变其行为，不再为经营不善企业兜底。但落实到操作层面却不简单，要让僵尸企业彻底退出，必须进一步推进市场化改革，包括减少政府直接的市场干预、增加金融市场竞争、完善企业退出机制和改进社会福利体系等。

另外，眼下最关键的是中央政府应主动承担出清僵尸企业、化解不良风险等责任，进一步加大相关财政支出。不能简单地把责任推给地方政府和银行，毕竟当前僵尸企业的数量较庞大。

应提高金融监管机构独立性

中国证券报：近期金融监管体制改革尤其引人注目。在当前金融混业经营加速、新金融崛起等背景下，中国的金融监管体制应如何变革？

黄益平：自全球金融危机以来，国内金融市场出现许多新的变化。其一，影子银行交易规模迅速增长，宽口径估计达到 60 万亿元，窄口径测算也有 10 万亿元；其二，互联网金融兴起；其三，银行、证券和保险间跨行业销售产品甚至投资现象越来越普遍。

中国经济面临“去泡沫、去杠杆和去产能”三大压力，未来宏观审慎监管的重要性将会进一步提升。中国宏观审慎监管体系改革的当务之急，是建立一个高层次的国家金融稳定委员会，有效推动各监管部门间的信息共享和政策协调。这个委员会不能只是一个简单的协调单位，而应是一个决策机构。除“一行三会”主要领导，该委员会还应有专职领导及一个相对独立、完整的研究团队。

一方面，经济增长减速与金融自由化可能令金融不稳定性进一步上升。客观地说，过去中国经济中的金融风险并不小，三个重要因素遏制了金融危机爆发：一是封闭并管制的金融市场，二是高速经济增长，三是政府良好的财政状况加上巨额外汇储备，但这些因素很快将发生变化。

按照严密防范金融系统性风险甚至危机管理标准，不难发现，现行的宏观审慎监管体系存在明显缺陷，特别是在监管协调方面：其一，各监管部门间分工不清，也没有有效的协调机制。比如说银监会运用资本金、拨备、贷款成数、风险指示等措施对商业银行进行监管，央行也用贷款额度、窗口指导等手段监管商业银行风险，银监会和央行都对商业银行做了压力测试，这些监管政策在一定程度上是重复的。其二，分业监管体制无法适应日益增加的跨业业务与投资。政府监管部门还没有决定未来的金融模式是继续分业经营还是走向混业经营，但客观事实是一些综合性机构如中信、光大等已拥有多行业牌照，银行代销基金、理财和保险产品甚至承销债券现象十分普遍。应对这些新的发展，监管机构也做出了相应的创新，比如银行分销保险产品需接受保监会监管，监管部门实行“谁发牌照谁负责监管”的基本原则等。但跨行业监管难度大，形成一些监管真空区，出现了监管套利现象。

另一方面，宏观审慎监管与宏观经济政策也需确立一个更加明确的分工与协调机制。建议以三个委员会来加强监管政策的协调：其一，货币政策委员会；其二，金融稳定委员会；其三，公平交易委员会。货币政策委员会决定货币政策调整；金融稳定委员会决定宏观与微观审慎政策制定与实施，保障金融稳定；而公平交易委员会是确保金融交易公平和透明，保护投资者和消费者利益。每一个委员会都可以吸收相关监管机构官员参加，如果有必要，同一个机构官员甚至同一个官员可以参与不同的委员会。如此，这三个委员会可以起到保证信息共享和政策协调作用。

需要注意的是，监管机构的重组甚至协调机制的完善，不应是本轮金融监管改革的终点。当前金融监管改革最需要做的是提高“一行三会”或新的监管机构的独立性。监管独立性很重要，因金融稳定的政策目标对现代市场经济至关重要。经济学中有一个著名的“丁伯根法则”，即政策工具数量至少要等于政策目标数量。金融监管部门如果能做好维持金融稳定这一件事情，就已相当不易，不能再用别的政策任务去干扰它们的核心使命。因此，除机构重组，监管改革首先应考虑让监管部门把行业发展的责任移交出去，然后赋予它们相对独立的监管政策决策与执行权力。

未来国务院或全国人大在确定金融监管目标后，就应以此作为对监管部门考核标准，而不应追加其他政策作为考核内容。更为关键的是，不要干预监管政策的制订与执行过程，明确监管部门的责、权。以货币政策制定为例，中央政府可以根据每年确定的增长与通胀目标授权央行灵活地决定货币政策，未来可考虑逐步做实货币政策委员会的决策功能。另外，在机构实现相对独立的同时，最好也把监管部门的工作人员从公务员序列中分离出来，应建立独立的聘任、晋升和薪酬制度。

#### 加强互联网金融监管

中国证券报：以互联网金融为代表的新金融崛起，给中国经济带来新活力，同时也带来新挑战。针对互联网金融当前出现的问题和风险，监管应着重于哪些层面？

黄益平：当前中国的互联网金融的确比较发达，甚至在某些领域走到世界前列。究其原因：其一，传统金融部门有明显缺陷。比如，中国金融体系目前仍以银行为主。相比之下，在很多国家，资本市场占据重要地位。又如，金融服务明显存在不足。我们经常可以听到中小企业融资难、融资贵问题。根据央行征信系统数据，在 8.8 亿人当中，只有 3.8 亿人曾获得过信贷，也就是说有 5 亿人没有获得过贷款。这是传统金融体系留下的一个巨大空白，这个空白需用其他形式金融服务来满足。过去有民间借贷承担了这样的角色，后来是影子银行，现在是互联网金融。其二，数字技术发展创造条件。互联网技术以惊人速度发展，极大地解决信息不对称、获客困难等问题。相比之下，传统金融机构在做金融交易前必须要做尽职调查，成本较高。其三，目前中国金融监管体制相对来说较宽容，为互联网金融发展提供机会。



目前，各界对于互联网金融的评价出现了两极分化：正面评价是互联网金融会颠覆传统金融，未来就是互联网金融时代。负面评价是互联网金融在中国之所以能发展无非就是监管套利，比如很多曾经红红火火的P2P平台瞬间消失。

当前互联网金融的核心问题是风险高发，比如浑水摸鱼、技术不成熟和跑路诈骗等。究其原因：一是监管长期容忍形成监管缺位；二是市场本身不成熟，市场参与者本身对识别风险和承受风险的能力有限；三是在行业发展过程中，由于监管不到位而出现问题。除此之外，还存在不够普惠问题。除支付外，其他不少领域要获得互联网金融服务并不容易，融资成本较高。数字技术应用也亟待改善。有的互联网金融公司要么没有大数据，要么不会分析，数字安全也有很多明显隐患。监管机制仍待完善，比如有些领域不设门槛（网络借贷领域），有些却不发新牌照（第三方支付和智能投顾领域）等。

因此，虽应对互联网金融给予适当的容忍，但监管政策收紧确有必要。在全球所有经济体中，受到最严厉监管的部门就是金融部门，目前互联网金融参与主体的风险承受能力相对于传统金融机构而言更差。

加强监管是把互联网金融领域中不合适的、不合理的，甚至非法的行为剔除掉，具体建议如下：第一，互联网金融和传统金融应在一个框架下监管。第二，现在这种分业监管（央行管网络支付、银监会管网络借贷、证监会管网上基金销售等）模式不是最佳的，互联网金融需进行统一监管。第三，当混业经营成为常态以后，很难再简单按照机构分开监管，需按照功能进行监管，“穿透式”监管尤其重要。第四，信息中介需设立门槛。最后，信息安全需加强保护，信息系统也应是相对开放的。

稳健货币政策 短期应保持不变

中国证券报：2016年行至年底，各界对于今年GDP增长目标似乎已不担心。多数观点认为，明年中国经济将面临更多不确定性，您如何看待明年宏观经济形势？

黄益平：2016年前三个季度GDP增速连续保持6.7%，表明之前一直延续的经济增速回落势头暂时得到遏制，多个数据也表明经济显现企稳势头，包括统计局官方数据及一些大数据分析。另外北大也做了大量企业调研，均显示企业订单在回升。

其一，房地产回暖对经济拉动作用明显，固定资产投资对经济增长起到稳定作用。其二，去产能、去库存等政策也在很大程度上帮助传统产业回升。其

三，今年我国新经济、新产业发展态势强劲，包括互联网经济、传统制造业升级换代等领域。尤其是大型机械装备、仪器仪表、通讯设备等高科技领域增长很快。

但不排除在四季度或明年出现一些新的经济下行压力。短期来看，可能产生压力之一的是房地产市场。今年以来房地产市场对于经济增长起到很大拉动作用，但国庆节前后，全国大范围出台新一轮房地产调控政策，预计11月房地产销售将出现负增长，这就导致其对下一轮经济增长的支持力度将明显减弱。另据数据显示，11月货运量增长较快，但企业对车皮的需求已开始回落，发电量、用煤需求等也在回落，预计今年12月到明年1月经济活动趋于疲软，这些都导致明年经济运行风险加大。

长期来看，当前中国经济最大的风险是经济增长停滞，一个重要证据是边际资本产出率直线上升：从2007年的3.5%到2015年的5.9%。也就是说，同样生产一个单位的GDP所需要的资本投入量已大幅上升，如果这个趋势保持下去，中国将面临经济增长停滞风险。

中国证券报：为应对潜在的经济下行压力，明年货币政策和财政政策应是怎样的政策组合？

黄益平：短期来看，稳健的货币政策应保持不变。财政政策可在化解过剩产能、出清僵尸企业方面多做一些努力。但长期而言，财政政策、货币政策很难再像2008年、2009年那样扩张，中国经济正陷入“风险三角”：一是生产率在不断下降；二是杠杆率在不断上升；三是宏观经济政策空间在明显收缩，这也是世界各国都面临的问题。

2007年全球金融危机至今，中国三大杠杆率均涨得很快。企业在2007年杠杆率大概是80%，2015年是160%。地方政府杠杆率同期从不到20%涨到42%以上。居民杠杆率涨得也很快，从2008年的12%涨到去年的28%。今年房价大涨后这个数值可能更高一些，也许已超30%。

而且，近年来出现了企业杠杆率“国进民退”现象。2009年到现在，非国企资产负债率从接近60%一度降至37%左右，而国有企业资产负债率却从51%提高到53%。这是杠杆率质量降低的表现：坏的杠杆在增加，好的杠杆在减少，这显然对下一步经济增长造成很大压力。

中国证券报：近期人民币汇率贬值预期强烈，是否对未来货币政策调整带来挑战？

黄益平：首先，预期已久的美联储加息已成为人民币贬值的压力，这个预期短期内到底是否会改变还难以判断。其次，中国老百姓(51.600, 0.00, 0.00%)和企业希望有更多资产配置到非人民币资产领域，且这种资产配置的多样化需求还将变得更加强烈，短期内可能难以改革。

人民币贬值预期制约中国货币政策扩张空间。从根本上来说，要扭转市场对人民币短期贬值预期，还是要从结构性改革上做文章，要稳住经济增长预期。

## ◆【山东省私募股权投资基金业协会成立】

(证券日报)12月1日，山东省私募股权投资基金业协会创立大会暨山东省(济南)股权投资机构集聚区揭牌仪式在济南举行。集聚区及协会的建立，将进一步推动山东省建立股权投资行业行为准则，壮大私募投资管理机构规模，促进山东省私募基金行业健康发展。

山东金融改革三年来，全省金融和资本市场保持持续健康发展的良好势头，形成发展良好氛围。全省金融业增加值由2012年的1936.11亿元，提高到2015年的3130.6亿元，增长了61.7%。多层次资本市场和债券市场规模持续扩大，2015年，山东省股票、债券两项直接融资达到4591.7亿元，是2012年的2.53倍；今年上半年达到2681.2亿元，同比增长57%。私募市场领域，我省私募基金规模持续扩大，监管框架逐步清晰，行业地位初步确立。山东省政府积极推动私募基金发展，省政府出资引导44.5亿元，设立了19个方向的引导基金，批准参股子基金51只，基金认缴规模达到1208亿元。截至今年10月末，山东省在中国证券投资基金业协会登记的私募股权基金管理机构共有297家，管理基金规模1617.86亿元。

此前的7月1日，山东省出台了《地方金融条例》，明确将私募投资机构纳入地方监管，山东省私募股权投资基金业协会的成立对于引导该省私募股权投资管理机构和私募基金行业健康发展，加强行业自律和权益维护具有积极意义。

未来，该协会将切实发挥行业自律功能，督促会员单位依法依规开展经营活动，加强信息披露和内部控制，协助政府做好行业监管，促进行业规范发展。立足于协调和服务，为政府分忧、为会员谋利，积极维护行业整体利益。强化协会自身建设，加快完善治理机制，增强履职能力，推动行业持续健康发展。

## ◆【潍坊高密市借改制上市之手助推企业脱胎换骨】

齐鲁网潍坊 12 月 1 日讯（高密台 谭美芹）推进企业规范化公司制改制，对于实现企业投资主体的多元化，改善高密市企业融资结构，提升企业管理水平，提高核心竞争力，促进企业转型升级，推动全市经济持续健康发展具有重要意义。为推动高密市规模企业规范化公司制改制工作，加快全市经济转型发展，根据《山东省人民政府关于加快推动规模企业规范化公司制改制的意见》精神，实施规模企业规范化公司制改制“五年行动计划”，计划到 2019 年末，全省 50%以上的规模企业完成改制任务，根据潍坊市政府要求，力争 2016 年就完成省定的 50%改制任务。高密市积极推动企业改制挂牌工作，探索出通过挂牌促进“规改”的新路子。推动企业建立现代企业制度，为对接资本市场奠定基础。

11 月 28 日，在社会各界代表和股东代表的共同见证下，山东金永和精工制造股份有限公司隆重举行了新公司成立揭牌仪式，成为高密市又一家成功实现规范化公司制改制的规模企业。

山东金永和精工制造股份有限公司的前身山东永和精密金属有限公司成立于 2003 年，以生产汽车发动机用精密件为主，产品 90%以上出口，远销东亚、欧洲和北美，近年来，企业不断创新进取，实现了快速健康发展。为提高企业在国内外市场的影响力和竞争力，满足上市前必须进行股份制改造的要求，进一步完善公司法人治理结构，实现整体上市，该企业自 2015 年开始按照上市公司的要求全方面规范公司各项管理，同年完成员工持股，2016 年引进两家机构投资者。在完成了平稳过渡后，2016 年 6 月 30 日整体变更为山东金永和精工制造股份有限公司。在新的发展机遇面前，新公司董事长张绍森信心满满，他表示，新公司的成立标志着企业将站在更高的起点上，进入崭新的发展阶段，也标志着企业离挂牌上市更近了一步。未来几年，企业将在经营管理上内控成本，外拓市场，加快成长步伐，以更精良的产品服务客户，以更丰厚的收益回报股东，以更有力的担当奉献社会。

记者从高密市金融办了解到，我市纳入改制范围的规模以上企业 265 家。改制是企业做大做强的必由之路。根据省政府部署要求，自 2015 年起，每年改制比例不低于 10%，努力做到应改尽改。到 2019 年末，力争实现高密市 50%以上的规模企业完成规范化公司制改制。根据潍坊市政府要求，力争 2016 年就完

成省定的 50%改制任务。改制企业普遍建立起现代企业制度，具备对接资本市场的基本条件，为今后企业上市、挂牌等打下基础。

高密市开展规模企业规范化公司制改制工作以来，取得了显著成效，企业改制的“红利”已经显现：改制企业普遍建立起现代企业制度，具备对接资本市场的基本条件，并实现了上市、挂牌直接融资。目前，高密市已完成规范化公司制改制 133 家，完成今年潍坊市下达的全部改制任务目标；完成改制的企业中，共有境内外上市、“新三板”和齐鲁股权交易中心等区域性股权交易市场挂牌企业 58 家；今年以来改制企业实现直接融资 28.75 亿元，较去年同期增长 26.75 亿元，创历史新高。

为调动企业的改制积极性，降低企业改制挂牌成本，高密市专门出台了鼓励政策，先后出台了《规模企业规范化公司制改制补贴资金管理办法》、《关于推进企业规范化公司制改制和上市挂牌融资的意见》，对改制挂牌有关费用给予财政补助，对在全国中小企业股份转让系统（“新三板”）成功挂牌的企业，每家给予 60 万元资金补助，进入创新层的企业再补助 20 万元。对在齐鲁股权交易中心、青岛蓝海股权交易中心成功挂牌的企业，每家给予 40 万元资金补助。

此外，高密市金融办还聘请具有一定资质及丰富经验的中介机构、知名专家来高密市举办规模企业规范化公司制改制及挂牌融资等培训班，为高密市拟改制企业提供财务顾问、法律咨询、审计评估等方面培训和服务。在专家指导下，引导拟改制企业制定规范化公司制改制方案，有计划、分步骤地扎实推进改制工作在全市铺开。

## ◆【济南历城区改制工作取得良好成绩】

今年，济南历城区认真贯彻落实全市规模企业规范化公司制改制工作会议精神，积极推进规模企业规范化公司制改制，建立现代企业制度，对接资本市场，取得显著成效。今年 1-10 份，历城区改制企业在全市各县市区(除高新区外)位居第三位，取得可喜成绩。

年初，区政府及时出台了《关于建立历城区规模企业规范化公司制改制联席会议的通知》，对全区各镇街、区直相关部门和所有规模以上企业进行全面动员，全面铺开各项工作。11 月 14 日，区金融办委托中介机构，联合区经信局组成工作小组，对全区规模企业规范化公司制改制工作进行督导，按辖区(街、镇)对重点骨干企业进行集中推动，全力打响企业改制

攻坚战，力争全面完成或超额完成今年市政府下达我区改制工作目标任务。

改制上市挂牌成果突出。截至目前，历城区共改制企业 46 家，其中 1 家企业拟在主板上市(材料已报省证监局审核)，16 家企业在新三板挂牌，19 家企业在区域性股权交易中心挂牌，正在改制挂牌的企业 8 家，除高新区外，在全市各县(市)区排位第一名。

## ◆【业务参考】

### ◆【互联网股权融资平台路在何方】

(财经)目前股权众筹的商业模式仍在探索阶段，监管层不宜过早抬高平台的资质门槛，如果最后只留下几家大平台运营，不利于互联网股权融资行业的竞争和发展

杨燕 欧阳辉王砚波/文

2016 年 6 月初，一篇关于 36 氪在宏力能源股权融资项目中“涉嫌欺诈”的报道在业内激起了不小的水花，一夜之间将 36 氪以及互联网股权融资行业共同推到了风口浪尖。

“宏力能源”是 36 氪作为互联网股权融资平台第一次尝试拓展的新三板定增项目，定增价格 10 元，认购门槛 100 万元。据 2015 年 12 月宏力能源路演时资料显示，公司 2015 年预期盈利 3500 万元，全年营收预测 3 亿元，定增后做市挂牌价在 18 元—28 元区间。然而，仅四个月后宏力能源披露的 2015 年财报显示，公司全年实现营业收入 7373.72 万元，净亏损 2676.06 万元，与前期宣传中的预期存在巨大落差。宏力能源在新三板的股价也随之一路下挫。预期的投资收益变成巨额亏损，引发了投资人的剧烈反弹。

投资人对 36 氪的质疑主要集中在项目审查不力与误导性宣传两方面。一方面，项目融资方宏力能源在前期宣传中所预期的公司财务表现与披露的实际数据相差甚远，存在提供虚假信息的嫌疑，而 36 氪作为平台中介以及项目的唯一牵头人，在项目信息真实性和质量的审核上存在严重失职；另一方面，36 氪被认为有误导性宣传的嫌疑。除平台自身在投资人微信群里对“宏力能源”项目“极力推荐”外，更有内部员工在群里假扮成“托”为项目“说尽好话”，以及 36 氪“承诺”认购 1000 万元的投资份额，但后来并无下文。这些都给投资人的决策带来诱导性暗示，超越了信息中介平台应有的角色。

事实上，“宏力能源事件”只是目前国内互联网股权融资行业发展乱象的集中体现，由此引发社会及投资人对 36 氪平台角色的质疑与争议，值得我们对互联网股权融资平台这一新生事物，以及其行业发展现状进行反思。

### 国内互联网股权融资历程

互联网股权融资最早起源于美国，顾名思义是企业通过互联网渠道出让一定比例的股份向投资者进行融资，投资者投资入股并以股份转让或分红的形式获得收益。参与互联网股权融资的融资主体一般为处于早期阶段的创业企业，而投资方除了专业投资机构、高净值人群外，还包括大量潜在的社会投资人。平台通过互联网技术广泛地对接投资和融资需求，在风险投资市场充当中介人的角色，为投融资双方提供相关的金融服务支持。

互联网股权融资平台通过信息撮合降低投融资双方的搜索成本，既可以帮助企业节省线下寻找投资人的成本和精力，也方便了投资人在更大范围内更高效地找到感兴趣的创业项目。此外，互联网股权融资平台通过互联网以及一定的投资结构安排，也为大量的潜在投资人提供了参与早期风险投资的机会。

国内大多数互联网股权融资平台的投资结构采用“领投—跟投”模式。该模式即是针对单个项目，由一个经验丰富的专业投资人或投资机构担当“领投人”角色，其他投资人通过资金跟投的方式参与该项目投资。

在具体操作上，领投人与跟投人共同设立有限合伙企业（LLP）向融资企业进行投资。领投人作为普通合伙人（GP）承担对 LLP 的管理运营等全部职责，跟投人作为有限合伙人（LP）将管理及表决权等交给领投人代理行使。在投资退出后，跟投人须支付领投人部分投资收益（附带收益，carry interest）作为其投资管理工作的回报。

在“领投-跟投”模式下，跟投人只需投入一小笔资金即可参与项目投资，降低了跟投人的投资门槛。并且不同于基金，跟投人无需向领投人支付固定比例的管理费用，进一步减轻了跟投人的投资负担。而领投人通过该模式，一方面既可分享跟投人的投资收益，又可撬动大量的跟投资金；另一方面，领投人通过“杠杆”作用，可以集合一众投资人的资本和股权，使得一些天使投资人通过领投方式有机会成长为“超级天使”。

此外，信息不对称是从事风险投资的主要障碍。大量的研究表明，风险投资人更愿意投资于自己熟悉的创业者和领域，甚至在地理位置上更偏好于创业企业集中的地区，譬如美国的硅谷、中国的中关村（000931，股吧）等。而借

助于“领投—跟投”模式，投资人可借助跟投方式“搭乘”领投人的专业投资经验，理论上为跨区域、跨领域投资提供了解决方案。

互联网股权融资 2011 年进入中国，随着天使汇、创投圈、原始会等第一梯队的互联网股权融资平台诞生，经过前三年的“不温不火”，乘着 2014 年“双创”的东风，开始出现跳跃性增长。

中国互联网股权融资行业得以迅速发展，除政策刺激外，也与压制已久的创业企业融资需求、日益扩大的中产阶级投资需求息息相关。然而伴随着国内平台数量和交易规模的不断扩大，关于互联网股权融资的各种问题接踵而至。

早在 2014 年，众筹咖啡就出现了投资人分歧而失败的案例，而创业企业融资造假事件更是层出不穷。此外，类似上述宏力能源事件中，36 氩作为信息中介平台，在项目审核与宣传、投资人保护，以及自身定位等方面也存在不同程度的缺位和越界行为，更进一步地助长了行业乱象。根据网贷之家此前发布的数据，2015 年全年倒闭平台共 40 家，而 2016 年前四个月这个数字即已达到 43 家。大量的平台倒闭，以及频发的融资丑闻和纠纷事件，导致投资人对互联网股权融资业态产生怀疑。

事实上，互联网股权融资虽属金融创新，但也无法逃出金融投资的本质。在更有效地对接投融资双方、筛选优质项目、降低投资过程中的信息不对称风险、在投后管理中更好地保护投资人利益，以及实现投资退出等问题上，任何一个环节出现纰漏，都可能影响整个业态的有序发展。

针对当下互联网股权融资业态的发展现状，作为支撑行业发展的基础设施——立法和监管体系，是保证上述问题得到有效解决的前提。在互联网股权融资发展初期，我国并未有专门法律法规对此做出规定，行业参与主体只能参照已有的法律规范，在可能触及“红线”的问题上加以规避，其他方面更多地则是参考国外经验，“摸着石头过河”。因此，上述各种行业问题的存在和发生也有其客观原因。

### **国内立法和监管状况**

借鉴国外经验，从国内第一家互联网股权融资平台天使汇诞生起，市场上普遍将相关的、通过互联网平台进行股权融资的活动称为“股权众筹”，体现的是向更多社会潜在投资人融资的普惠金融特点。对于新生事物的成长，法律和监管总是走在后面。



2014年12月，中国证券业协会首次发布了《私募股权众筹融资管理办法（试行）（征求意见稿）》（以下简称《意见稿》）。《意见稿》针对行业问题提出了严格规定，包括：在法律地位上，将“股权众筹”限定在私募范畴；规定融资方不得公开或采用变相公开方式发行证券，不得向不特定对象发行证券；对于合格投资人的界定参照传统私募基金所设立的投资人门槛；同时，要求平台对融资项目的合法性进行必要审核、采取措施防范欺诈行为、禁止误导投资者等。

但《意见稿》发布后，正式版却迟迟没有出台。最主要的争议在于对合格投资人的认定，业界普遍认为门槛过高，有悖互联网“众筹”的普惠金融本质。对此，2015年7月，在央行牵头下出台《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，正式将股权众筹界定为“通过互联网形式进行的公开小额股权融资活动”，即具有“公开、小额、大众”的公募特征。

同年8月，证监会发布《关于对通过互联网开展股权融资活动的机构进行专项检查的通知》，指出“未经国务院证券监督管理机构批准，任何单位和个人不得开展股权众筹融资活动”。这意味着，不论是股权众筹发起还是股权众筹平台设立都需要获得证监会的“审批或许可”。

随后不久，中国证券业协会发布关于调整《场外证券市场业务备案管理办法》个别条款的通知，最终将“私募股权众筹”修改为“互联网非公开股权融资”，与公募性质的股权众筹概念加以严格区分，并归入场外市场，采用相对宽松的事后备案制管理。这样，除阿里巴巴、京东和平安已取得股权众筹试点的三家平台外，其他互联网股权融资平台所开展的业务实属于“互联网非公开股权融资”的私募范畴，这意味着，一大批相关平台将面临“被迫”改名的“窘境”。

从第一家互联网股权融资平台在国内落地，监管部门花了五年的时间完成了对业务形态的法律界定，但相应的法律和监管细则仍未正式出台。上述三家“公募”试点平台也尚未正式开展股权众筹业务，而各大“私募”平台的募资活动目前仍处于灰色地带。

### 平台运营如何操作

在当前阶段，由于各国监管和风险投资环境不同，平台在实际操作中也有不同表现。在此，我们从募资阶段的项目筛选、投资人认证、投资管理、盈利模式、投资退出这几个关键环节来看看国内外主流平台在实际运营中是如何操

作的。由于目前国内真正意义上、带有公募属性的股权众筹尚未开启，因此我们这里所讨论的内容主要集中在私募范畴（国内或称为互联网非公开股权投资）。

首先是项目筛选。如果将互联网股权融资平台认为是一种特殊的电商，则该平台销售的商品为创业企业的股权。因此，为吸引优质项目，平台需要采取更高效的手段提高融资项目的质量，根据企业的档案质量、企业在平台上的活跃度以及其他用户对该企业的响应程度对融资企业进行排名。那些受高质量用户关注的优质企业会被推选为热门企业在 AngelList 首页等多处进行推送。与此同时，为了获得更多的优质项目，平台也需要扩大发现和培育好项目的途径与来源。此外，平台大多着力打造创业服务社区/生态，吸引更多创业企业入驻平台，并通过提供增值服务将优质企业“黏在”平台。

互联网平台的信息和数据优势，有助于提高线上筛选项目的效率和质量，但前提是平台本身已积累了海量的数据库资源，并可据此进行有效的大数据分析，而这对于大多数草根或早期平台而言并非易事。即使对于较大的平台，数据的维度、信息的可靠性、丰富性也是决定性因素之一，尤其是早期项目，更多的判断仍然基于创始人团队能力誉。

其次是投资人认证。在私募领域，由于投资风险较高，各国法律对投资人都会设定一定的准入门槛。同时，对于平台而言，高质量的投资人也会吸引更多的项目。

在实践中，AngelList 的投资人需要向平台提交官方出具的收入证明、纳税证明、个人信用报告等资料。AngelList 会根据投资人提供的这些原始凭据，出具合格投资人验证报告，该报告可以在 AngelList 网站上查阅，具有通用性，可供投资人进行其他品种的投资时使用。

在国内，《意见稿》规定，平台须对用户信息的真实性进行必要审核。而现实中，除天使汇等少数平台外，几乎很少平台严格执行合格投资人验证，甚至像 36 氪、京东东家这样的大平台，只需提交身份信息、联系方式，很快就能获得跟投资格。

在缺乏资质审核的情况下，大多数平台对投资人的资格门槛又普遍低于传统私募要求，使得那些不具备风险承受能力的投资人参与早期投资，一旦出现亏损和纠纷，将可能危及平台生存。这也是平台最担心的事情。据业内人士

透露，为了避免纠纷，一些平台甚至直接向投资人进行刚性兑付，或为投资人的亏损提供“隐性”担保，投资风险变相由平台承担。

再次是投资管理。如上文所述，国内外大多数平台采用“领投—跟投”模式进行投资管理，其中，领投人是项目成交的关键。风险投资的特性使得其对领投人的专业和技术要求相对较高。AngelList 会在已认证的合格投资人中，选出投资或创业经验丰富的投资人为“顶级投资人”，而其中更少一部分具有优秀投资成绩的职业投资人或连续创业者在投资活动中才可充当领投人角色。据 2015 年 12 月数据统计，AngelList 平台上的领投人仅占有合格投资者总数的 0.27%。

国内平台对领投人的素质要求基本一致。比如，京东东家要求领投人须在项目所在领域内有相对丰富的投资或创业经验，至少有 1 个过往非上市股权投资项目退出案例等。

然而，据大家投联席 CEO 祝佳嘉在接受采访时表示，目前，领投人资源比较集中在京东东家、36 氪这样的国内知名平台，很多“草根”平台普遍面临领投人匮乏的难题。对此，有些平台既做信息中介，又做投资中介，甚至由平台自身或其关联机构充当领投人。在这种情况下，如果投资亏损，平台按理应承担相应责任。同时，项目数量和质量严重依赖平台的投资团队，平台自身也会成为业务发展的瓶颈。

由于平台上的早期项目规模一般较小且“零售化”，很难吸引顶级投资机构参与投资，因此，各个平台在投资管理模式上也在不断尝试和创新。AngelList 通过设立“基金”的方式来吸引顶级投资机构参与天使投资。投资人可以直接投资于基金，再通过该基金批量投资“合投项目”。基金由 AngelList 负责管理，主要选择有丰富经验的投资人或投资机构领投的项目进行投资。在该模式下，每个项目获取的投资收益首先要支付项目领投人 15% 的附带收益，同时 AngelList 会收取 5%。

相比于“领投—跟投”，“基金”模式的优势在于，一方面平台通过成立基金的方式直接对项目进行投资管理，为投融资双方提供了便利；另一方面，对于投资者而言，直接面对更具公信力的平台，也使投资更加安全。在国内，据了解，一些平台也在采取类似“基金”模式。简单来说，在平台以外独立组建风险投资基金对项目进行投资，并将投资组合中一些愿意进行互联网股权融资的优质项目介绍到平台来，基金管理人可同时作为项目领投方为企业再

融资。在该模式下，管理人除获得基金管理费、收益提成外，同时又可分享平台上跟投人的投资收益。

但上述“基金”模式也存在一定的利益冲突：平台既做信息中介，同时又组建关联基金投资项目，裁判员和运动员身份发生重合。与其他投资人相比，平台更具信息优势，如果平台不能自觉约束行为，主动抵制利用其信息优势不正当获利，利益冲突事件迟早发生，对平台上其他投资人而言显然不够公平。

关于盈利模式。目前国内外各类平台主要有三种盈利模式：一是收取佣金，即当项目在平台上融资成功后，平台按成功融资额的一定比例收取交易费，项目不成功则不收费。二是增值服务费，譬如提供合同、财务、法律、文书等方面的服务费用，或类 FA (Financial Advisor 财务顾问) 费用。三是平台分享投资人一定比例的投资收益。

国内绝大多数平台收取佣金费用或类 FA 增值服务费用来获取盈利，业内惯例在 5% 左右。这种前向盈利模式虽能在短期内现金回流平台，但同时也存在一定问题，一是佣金费用成本的存在，可能导致好的项目在接洽到投资人后直接“跳票”到线下完成交易，造成平台上剩下的项目质量偏低，带来逆向选择问题；二是对于平台而言，由于平台收入多少直接与项目成功与否相关，可能引发平台为提高交易规模而模糊角色定位，向投资人兜售、传递诱导性信息等道德风险。

国外平台 AngelList 则主要采取后向收费机制，即与投资人分享投资收益（附带收益）的方式获取盈利。这种后向收费的盈利选择，虽短期内现金回流较少，但平台可分享项目未来增长空间，一方面可避免上述前向收费的诸多问题，获得长期发展动力，二是有利于平台自身估值提升，为平台融资助力。同时，AngelList 作此盈利选择也是基于美国金融法规的相关规定，即只有证券经销商才能收取交易费用，而申请为经销商将面临较高的监管成本。

关于投资退出。目前国内外投资退出渠道主要集中在上市、次轮融资、被收购、股权回购等，投资人平均等候时间一般较长。尤其在国内，大多数投资者已养成短线投资习惯，较长的退出期限恐影响更多投资人参与投资。

对于创业企业来说，真正能走向上市的企业毕竟少数，靠上市退出概率极小，一般不足 5%。相对而言，通过次轮融资来退出的项目稍微多一些。比如，天使客平台上的“积木旅行”获美国风投机构投资，41 位股权投资者成

功实现退出并获得 5 倍投资回报；聚募众筹上的 PP 基金项目以 1.5 倍溢价成功退出等。不过总体上，成功退出并不普遍。另外，不同于美国存在较为成熟的 SecondMarket、SharePost、纳斯达克非公开市场、Xpert Financial 等交易“玩家”，目前国内缺乏非上市股权转让市场，且《意见稿》明确禁止平台提供股权转让服务，堵塞了“股权转让”的退出渠道，投资人只能通过私下沟通的方式进行股权转让。

除了常规退出机制外，国内很多平台正在寻找新的退出渠道。除对接新三板外，京北众筹近期与北京股权交易中心、北京股权登记管理中心战略合作签约，通过运作“股权众筹企业挂牌股交中心”寻找潜在投资者接盘。同样，36 氪也为投资者独创特殊的退出机制，即“下轮氪退”：当融资项目正式交割完成后，股东在随后的两年或三年内企业的正式融资环节中均有选择退出的机会，跟投人出让的股份，将按照领投人、融资企业股东、新股东、创始人回购的顺序进行购买，最终，确保上轮要求退出的跟投人能够在本轮退出一部分。

理论上，“下轮氪退”为投资者提供了新的退出选择，但也遭到业内人士的质疑。质疑的焦点在于“谁来接盘？”首先，根据“下轮氪退”的受让股东顺序，领投人首当其冲。但承担了大量工作的领投人还要承受股权退出的受让压力，这对于领投人未必公平；其次，如果项目本身有问题，也很难再进行下轮融资；另外，即使是优质项目，下轮投入的这笔资金首先要拿去与退出跟投人进行结算，这对其他股东是否公平？据知情人透露，截至目前，36 氪平台上几乎还没有一桩通过“下轮氪退”退出的案例。

另外，还有一种方式是融资方与投资者签订回购协议，承诺投资者投入的资金在一定期限内会被返还，并获得分红，譬如京东东家的“自由飞跃”项目。回购协议本质上是一种债券模式，对于投资者而言，收益稳定、风险低，但这实质上已经偏离风险投资范畴。到预定时间，融资人是否有能力或有意愿回购股份？这本身就是一大风险隐患。

### **关于公募性股权众筹的探讨**

虽然国内外互联网股权融资平台实质上主要从事的是私募股权融资业务，但在 JOBS 法案颁布后，以及国内已颁发股权众筹试点平台的政策导向看，面向大众投资人的股权众筹或将成为互联网股权融资行业发展的重要方向之一。但从美国情况看，WeFunder 平台上 90% 以上仍是基于 506c 条例的私募股权融资，真正利用股权众筹进行融资的项目占比不到 10%。

一方面，相对于私募，从保护中小投资人利益角度出发，股权众筹对融资项目的监管要求相对更高，融资需求较大的企业会优先考虑相对较为宽松的私募股权融资，在减轻监管成本的同时，也更容易接触到优质的投资人资源。而对于规模较小的融资需求，可能会存在一定的逆向选择风险，即往往那些无法得到专业投资人认可的项目才会选择股权众筹。

另一方面，Angellist 创始人 Ravikant 在选择平台商业模式时也曾谈道，“若未来发展股权众筹业务，由于面向的更多是不成熟、缺乏经验的非合格投资者，平台可能会提供数据、资源的支持，以及相关的投资建议，并收取一定的咨询、顾问费用等，费用门槛可能会在一定程度上限制大众投资者参与股权众筹的热情。”他也认为未来股权众筹可能只会在互联网股权融资中占据很小的份额。

股权众筹与上文提到的私募性的股权融资类似，也会涉及三个参与主体——融资方、投资方和平台方，其资质门槛会形成一个三角形的“跷跷板”，任何一方的门槛降低，需要提高另外一方或两方的门槛，以便平衡风险。

譬如，私募范畴的互联网股权融资普遍通过设定合格投资人准入条件以提高投资方门槛。而对于股权众筹，其“公募性”即表明会向大众开放，在低融资门槛下，这就意味着“跷跷板”的第三只角——平台方的资质门槛必须要有相应的提高，这对平台和行业监管能力提出挑战。

对此，风投侠股权众筹平台联合创始人和 CEO 邵海涛认为，“目前，股权众筹的商业模式仍在探索阶段，监管层不能过早抬高平台的资质门槛，这样做可能最后只留下几家大平台运营，不利于互联网股权融资行业的竞争和发展。”

## ◆【新规出台后 地方债“不败神话”还能维持吗？】

---

（大众网）11月14日晚间，国务院办公厅下发《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函[2016]88号文），同时经国务院批准财政部印发《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预〔2016〕152号文）。

两个文件就预案总则、组织指挥体系和职责、预警和预防机制、应急响应、后期处置和保障措施等方面做出详细规定。这里我们对文件的背景和内容、对地方政府债务和城投债的影响进行具体分析。

## 1、88 号文和 152 号文出台的背景和内容是什么？

文件的内容与 43 号文一脉相承，43 号文曾要求“建立债务风险应急处置机制，各级政府要制定应急处置预案，建立责任追究机制”，88 号文和 152 号文是在应急处置机制的要求上做出具体的规划，是 43 号文的进一步延伸。其目的在于规范地方政府融资行为，防范和化解财政金融风险，守住不发生区域性系统性风险的底线。

文件的主要内容有：

1、确定处置原则和适应范围。文件要求在分级负责、及时应对、依法处置的基础上建立风险应急机制，适用于纳入限额管理的地方政府债务，即包括地方政府债券以及清理甄别认定的 2014 年末地方政府性债务（存量政府债务和存量或有债务）。根据 43 号文的要求，15 年之后地方政府举债只能通过地方政府债券的形式进行，即 15 年之后发行的城投债和 15 年之前发行但未归纳为地方政府性债务的城投债均不是 88 号文适用的范围，意味着此类债务按照企业债务的形式处理。

规定两类风险事件：1) 政府债务风险事件，包括一般和专项地方政府债券本息出现违约和存量地方政府债务本息违约；2) 或有债务风险事件，即地方政府提供担保和承担救助责任的债务风险事件。

2、设立预警监测机制。要求政府债务风险事件应当提前 2 个月以上向上级或省级政府报告，或有债务风险事件应当提前 1 个月以上向本级主管部门和财政部门报告。

3、对债务分类处理。

1) 对于地方政府债券，要求地方政府依法承担全部偿还责任；

2) 对于非政府债券形式的存量政府债务，要求“债权人同意在规定期限内置换为政府债券的，地方政府不得拒绝并全部承担偿还责任”、“债权人不同意

置换为政府债券的，仍由原债务人承担偿还责任，对应地方政府债务限额由中央统一收回”，意味着如果不置换地方政府债务限额将减少，且 88 号文并未明确置换的具体方案（按成本还是按市值），对置换定价存在不确定性。

3) 存量或有债务，对于担保责任的债务“地方政府及其部门出具的担保合同无效，不承担偿债责任，仅依法承担民事赔偿责任，但最多不应超过不能清偿部分的 1/2”，对于救助责任的债务“对政府可能承担一定救助责任的存量或有债务，地方政府可以根据情况进行救助，但保留对债务人的追偿权”，这表明如果债权人持有担保债务或救助责任的债务，地方政府并不承担全部的兜底责任，若此两类债务违约债权人可能遭受损失。

4、设立风险事件的级别。主要划分为 I 级（特大）、II 级（重大）、III 级（较大）、IV 级（一般）四个等级。每个级别的触发条件依次降低。

5、设置应急相应措施。要求“地方政府负有偿还责任的债务，中央实行不救助原则”，意味着地方政府的债务由地方政府承担，偿债能力取决于地方政府的财政收支状况，特别是对于高危风险地区。而对于不同级别的债务风险事件要求出台不同的应付方案，方案因级别而异，避免一刀切的情况。

6、提出地方政府财政重整计划。主要在拓宽财源渠道、优化支出结构、处置政府资产、申请省级救助、加强预算审查、改进财政管理等方面进行。

7、设置责任追偿制度。要求“省级政府应当将地方政府债务风险处置纳入政绩考核范围”、“属于在本届政府任期内举借债务形成风险事件的，在终止应急措施之前，政府主要领导同志不得重用或提拔；属于已经离任的政府领导责任的，应当依纪依法追究其责任”，这与以往以 GDP 目标作为政绩考核不同，约束地方官员在其任期内的行为，防止地方政府债务无序扩张。



图表 1:《关于印发地方政府性债务风险应急处理预案的通知》主要内容

大纲要求	具体内容	细分要求
工作原则	分级负责、及时应对、依法处置	适用于纳入限额管理的地方政府债务，即包括地方政府债券以及清理甄别认定的 2014 年末地方政府性债务
组织指挥体系及职责	县级以上地方各级政府设立政府性债务管理领导小组，作为非常设机构	
	信息报告制度	政府债务风险事件应当提前 2 个月以上向上级或省级政府报告，或有债务风险事件应当提前 1 个月以上向本级主管部门和财政部门报告。
	分类处置制度	1、对地方政府债券，地方政府依法承担全部偿还责任。 2、对于非政府债券形式的存量政府债务，要求“债权人同意在规定期限内置换为政府债券的，地方政府不得拒绝并全部承担偿还责任”，“债权人不同意置换为政府债券的，仍由原债务人承担偿还责任，对应地方政府债务限额由中央统一收回” 3、对于担保责任的债务“地方政府及其部门出具的担保合同无效，不承担偿债责任，仅依法承担民事赔偿责任，但最多不应超过不能清偿部分的 1/2”，对于救助责任的债务“对政府可能承担一定救助责任的存量或有债务，地方政府可以根据情况进行救助，但保留对债务人的追偿权”。
预警和预防机制	债务风险事件级别制度	1、I 级（特大）债务风险事件：地方政府债券无法兑付本息；15% 以上的市县政府无法偿还地方政府债务本息，无法履行或有债务的法定代偿责任或救助责任，全省（区、市）地方政府债务本金违约金额占比 10% 以上，或者利息违约金额占应付利息 10% 以上；其他 2、II 级（重大）债务风险事件：连续 3 次以上出现地方政府债券发行流标；10% 以上（未达到 15%）的市县级政府无法支付地方政府债务本息，无法履行或有债务的法定代偿责任或救助责任，全省（区、市）地方政府债务本金违约金额占比 10% 以上（未达到 15%），或者利息违约金额占应付利息 5% 以上（未达到 10%）；因违约或政府无法履行或有债务的法定代偿责任或必要救助责任，影响恶劣；其他 3、III 级（较大）债务风险事件：2 个以上但未达到 10% 的市县级政府无法兑付本息；2 个以上但未达到 10% 的市县级政府无法履行代偿责任或救助责任；债务本金违约金额占 1% 以上（未达到 5%），或者利息违约金额占 1% 以上（未达到 5%）；因违约或政府无法履行或有债务的法定代偿责任或必要救助责任，影响恶劣；其他 4、IV 级（一般）债务风险事件：单个市县政府本级无法兑付本息；单个市县级政府无法履行代偿责任或救助责任；因违约或政府无法履行或有债务的法定代偿责任或必要救助责任，影响恶劣；其他
应急响应	地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央实行不救助原则。	
地方政府财政重整	拓宽财源渠道，优化支出结构，处置政府资产，申请省级救助，加强预算审查，改进财务管理	
责任追究	省级政府应当将地方政府债务风险处置纳入政绩考核范围，“属于在本届政府任期内举借债务形成风险事件的，在终止应急措施之前，政府主要领导同志不得调离或提拔；属于已经离任的政府领导责任的，应当依纪依法追究其责任”	

数据来源：Wind，国证证券研究所

## 2、风起于青萍之末，还是依旧的信仰？

88 号文和 152 号文作为 43 号文的延伸，多在进一步规范地方政府债务融资问题。15 年债务置换以来，城投债金边属性明显加强，城投国开化。事实上自今年 8 月份以来各部委均在提示地方政府债务存在的弊端。但从市场表现来看，城投债估值反映仍然钝化，对负面信息视而不见，一级认购倍数依然明显高于产业债。在前期与投资者的交流中，发现存在不少这样的认识：

1)、根据中国的国情，地方政府更多类似于“分公司”而非独立的“子公司”，地方政府、城投平台不会发生局部的风险，因为一旦发生将是系统性冲击，所以为了维护系统的稳定，个体一定也是安全的。

2)、从历史的经验看，城投平台即使发生过风险，但最终解决，未来亦是如此；

3)、城投平台承担地方政府重要的融资功能，若地方政府违约，将给该地方的政府及企业融资造成明显困难，所以地方政府会力保不违约。

上述逻辑的分析，主要基于不同程度上的“信仰”判断。但我们认为不能完全依靠“信仰”，因为如果纯粹是信仰，那么投资者会更加偏好经济状况越差、收益率越高的城投债，但事实上在定价上并非如此反映，也就是说市场定价仍然是有一定程度的理性。

图表 2: 8 月份以来，各部门持续提示城投融资风险

日期	主要新闻内容
2016/11/4	财政部：依法厘清政府债务范围 坚决堵住违法违规举债渠道
2016/10/21	后 43 号文高成本融资方式调查：业务萎缩 平台下沉
2016/10/18	财政部紧急摸底地方债务，统计范围前所未有
2016/10/14	多地清查财政违规担保函和承诺函 地方变相举债仍难遏制
2016/9/6	安徽省：融资平台公司不再承担政府融资职能
2016/8/30	交易所收紧类平台公司发债，70%以上不符合条件
2016/8/15	财政部调研地方债务风险 新苗头引关注

事实上，15 年债务置换后，地方政府及平台的融资情况发生了根本性变化。所有的措施均在为规范地方政府后续融资做铺垫。

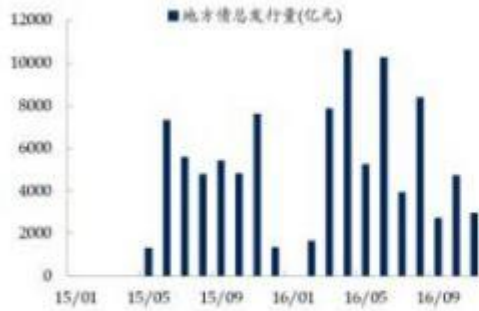
1、地方政府债务置换时间已经完成 2/3。截止 11 月 14 日地方债发行总量已经将近 9.7 万亿（包括新增地方债），按照财政部 3 年的债务置换目标，置换时间已完成 2/3，即大部分地方政府的存量债务风险依靠债务置换正在化解，路径主要在于：1)降低利息负担，由原来普遍 6%-7%的债务成本化解为 3%左右；2)、拉长负债久期，原来债务久期普遍在 3-5 年，置换后拉长到 5-7 年（地方债期限主要分布在 5-7 年），以时间换空间。

2、各省地方政府的债务限额，相比 13 年的审计结果均有大幅增长。对比 15 年公布的债务限额和 13 年 6 月份的数据，债务体量较大的江苏、山东、广东、辽宁、贵州等省份均有明显的增长（注意，山西、河北、上海和北京等地区并无明显增长，山西省甚至减少了 800 亿），这跟 15 年债务重新甄别后纳入地方政府债务的规模明显上升有关，化解 15 年以前的存量债务压力。

3、14 年以后财税预算体系变化也在规范地方举债融资。14 年的财税体制的改革主要表现在 2 方面：部分政府性基金收入调入一般预算收入，部分专项转移支付调入一般转移支付。财政部要求从 2015 年开始将原属于政府性基金预算中用于提供公共服务以及主要用于人员和机构运作的项目收入转列为一般公共预算，主要包括地方教育附加、文化事业建设费等 11 项内容，从全国范围内看，转列为一般公共预算的原政府性基金收入约占一般公共预算的 5%左右，增加了财政收入使用的灵活性。增加一般转移支付规模和比例，逐步将一般转移支付占比提高到 60%。根据 43 号文、国发 40 号文和 1327 号文的要求，地方债、城投融资平台、财政税收预算体制的逻辑关系将更为清晰（见图表 5）。

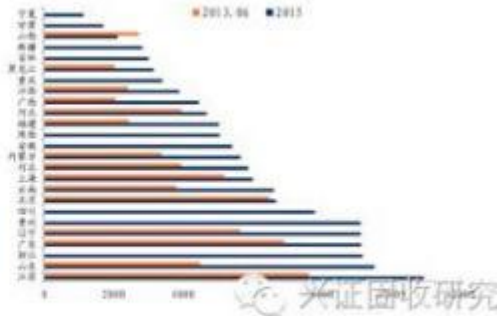
正因为大部分存量的问题正在解决，但不能解决全部问题，且新增的债务未来又将形成新的存量，所以更应关注后续债务问题，防止过度扩张。

图表 3: 地方债发行量已经将近 9.7 万亿



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 4: 各省 13 年 6 月与 15 年底地方债务限额比较 (个别省份没公布 15 年数据)



图表 5: 地方债、地方融资平台、财税预算体系改革关系图



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

那么，88 号文和 152 号文的出台，对地方债和城投债定价影响如何？

1、地方与中央、地方与地方信用分离，地方债与国债、各省地方债的溢价将拉大，地方债定价更加关注地方实力。首先，地方债务置换解决的是 15 年以前存量债务的风险，而置换后地方债亦面临着到期兑付本息的问题，由于地方债非市场化发行、配置压力和地方政府尚未出现违约事件，地方债与国债之间的溢价明显压缩（目前为 18BP）。而根据 88 号文的要求“地方政府负有偿还责任的债务，中央实行不救助原则”，即意味着地方政府信用与国家信用分离，地方债与国债之前享有的政府信用存在差异，溢价将扩大。其次，各省的财政实力千差万别，而地方债定价上并无明显分化，在中央不救助的原则下，地方政府间信用分离，之间的溢价也将拉大，财政实力较强地区将享受较低的溢价水平，反之财政实力较差的地区有走阔压力。

2、城投债存在估值调整 and 分化压力。目前城投债反映的是流动性风险而非信用风险，88 号文和 152 号文的出台，对城投平台整体偏负面，存在估值调整压力。事实上，根据 13 年的审计结果，负有偿还责任的债务城投债仅占 50% 左右，有个别省份占比甚至挺低，意味着部分地区的城投债大部分并没有纳入政府性债务中（即负有偿还责任、担保责任、救助责任的都不算）。88 号文和 152 号文的出台，将对城投债的定价产生影响：

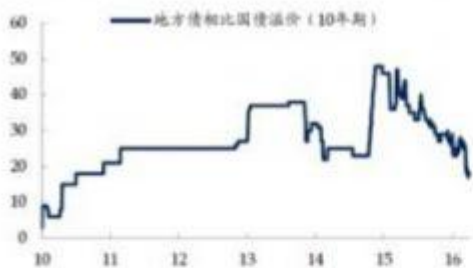
1) 2014 年（含）之前的城投债属于政府债务的概率较高，资质好于 2014 年之后发行的，但面临着置换时估值上的不确定性（是按市价还是按成本置换并不确定）。

2) 2015 年之后发行的城投债关键看是否有地方政府政府的担保承诺（地方政府及其部门出具的担保合同无效，地方政府及其部门对其不承担偿债责任，仅依法承担适当民事赔偿责任，但最多不应超过债务人不能清偿部分的二分之一），有担保承诺的强于无担保承诺，定价上有优势。

3) 城投债定价未来倾向于产业化。因 15 年以后发行的城投债整体的债务属性并不明确，产业化的趋势更有可能，城投债的定价将向产业债靠拢，更加取决于城投本身资质和项目的现金流。

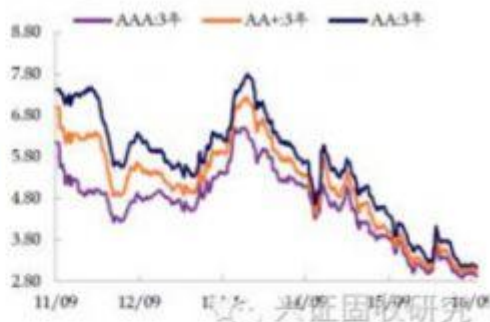
3、城投债是否会违约和有价值？在地方与中央信用分离、城投产业化趋势下，弱资质的城投基本面在走弱，城投债“金身不破”的神话可能被打破，城投平台违约也并非不可能（试想，在 2010 年时有谁相信国企、央企违约？而在 2016 年就发生了）。城投债是否有价值？目前看，城投债确实价值不大，但如果出现估值调整，自身资质较好的城投债仍有较好的投资价值（就是把它当产业债看，难道就不能买？），只不过挑选需更加细化（更加注重城投基本面本身，而非仅仅是信仰）。

图表 6: 地方债与国债的溢价缩小, 未来有扩大压力

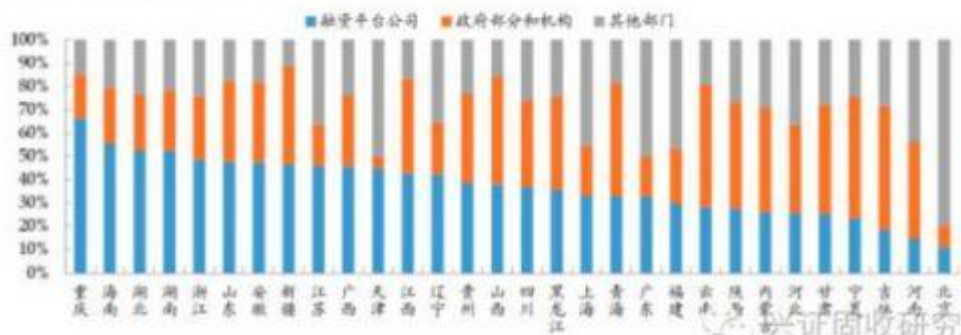


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 7: 城投债整体收益率偏低, 估值有调整压力



图表 8: 按照 13 年审计结果, 负有偿还责任的债务, 城投债占比在 50% 左右



数据来源: WIND, 兴业证券研究所

## ◆【新三板监管密集发声】

(和讯网) 截至目前, 新三板挂牌公司达 9779 家, “万家灯火” 近在眼前。随着新三板向 “万家” 迈进, 最近一个时期监管也日益趋严。最近连天发数条监管公告。

### 监管比过去严格

11 月 29 日, 新三板管理层一天连发六条监管公告, 剑指股份代持、闲置资金投资股票等行为。券商、律所及挂牌公司董事长及董秘纷纷 “中枪”。其中, 世博演艺的董事长和董秘被股转公司要求采取自律监管措施。捷佳伟创因为历史上的股份代持问题, 其高管及股份代持人员, 连同其主办券商和律所一同被采取自律监管措施。

据不完全统计，今年 11 月份以来，股转中心共开出了 25 张罚单，涉及 13 家挂牌公司、10 家券商和 2 家律所。13 家挂牌公司受到处罚的原因，不仅包括关联交易未履行审批程序、信息未及时披露、关联方资金占用等常见问题，还包括对赌协议、权益分派等信息未及时披露等违规事项。

财富证券两周内收到三张罚单。因未对晨龙锯床半年报中的关联方资金占用问题进行事前审核，11 月 25 日财富证券被股转约谈。同一天，因其督导企业思考投资存在关联交易未审批、信披内容不实等问题，财富证券又被股转出具监管函。

市场人士认为，在目前新三板挂牌企业破万家之际，股转中心接连出台惩处公告，一方面是新三板监管措施日渐常态化，另一方面，监管层不断净化新三板市场，为日后推出各项新政策打下基础。

#### 四大问题倒逼加快新陈代谢

新三板在数量快速增长的同时，并未在解决中小企业融资难这个问题上有明显进步。今年以来至 11 月 29 日，新三板 2229 家挂牌企业累计完成 2469 次定增，总计发行 188.67 亿股，累计募集资金已达到 1022.96 亿元，预计今年全年与 2015 年（1216.17 亿元）持平。

但是，这个“持平”是在新三板挂牌数量差不多增长了 100%的基础上完成的。这说明，新三板融资能力正在急速下降！

业内人士普遍认为，新三板目前存在四大问题：

1. 监管层越来越管不过来。上万家企业，每年几万份季报、年报，监管层管不过来。监管案例多，并不能说明我们管得彻底，而说明不规范的企业多。新三板管理部门需要雇佣更多职员对上万家挂牌企业逐一审核、连续跟踪，而这个任务几乎难以完成。随着挂牌数量继续增加，监管问题会越来越严重。

2. 融资越来越难。假设对新三板投资的资金大体不变，挂牌公司越多，每家企业成功融资的概率越低。一些券商正在撤离这个市场，做市指数也一跌再跌。

3. 流动性越来越差。2015 年 4 月中旬以来，新三板每天成交额大部分时间都在 10 亿元以下。

4. 市场价值下降。基于以上三个方面的情况，挂牌公司融不到钱，投资者无法退出变现，场外资金不敢参与害怕被套。这样的市场化将越来越不活跃。

专家指出，要解决以上四大问题，只有引入纳斯达克市场化机制，给挂牌企业设立市值门槛和股价门槛，不符合者自动退出，实现新三板的新陈代谢，让其保持在一个适度规模上。

## ◆ 【场外交易市场】

### ◆ 【湖北荆州 151 家企业集中挂牌四板 刷新单场挂牌纪录】

11 月 29 日，荆州市壮腰工程产业升级板块登陆湖北区域性股权交易市场，151 家荆州企业集中挂牌，刷新了武汉股权托管交易中心成立以来，单场挂牌企业数量最多的纪录。

湖北省副省长曹广晶，荆州市委书记、市人大常委会主任李新华，市长杨智，湖北省政府金融办副主任周常青，荆州市委常委、常务副市长钟芝清，武汉大学中国金融工程与风险管理研究中心主任叶永刚，长江证券股份有限公司董事长尤习贵等共同鸣钟，启动荆州市壮腰工程产业升级板块。

李新华在致辞中指出，荆州市委、市政府高度重视金融工程建设，制定出台了一系列扶持和鼓励政策，积极培育和支持优质企业上市融资，鼓励企业改制进入“新三板”、“四板”，多层次资本市场日益活跃。推进企业股权挂牌，不仅能帮助企业拓宽融资渠道，而且能通过企业股改、券商督导等手段，提高企业规范管理水平，进一步提升企业发展潜力、拓展发展空间。挂牌企业要通过增资扩股，募集发展所需资金，引入先进经营管理理念，引进专业化人才和高新技术，不断做大做强。荆州将以此次挂牌为契机，始终坚持亲商、安商、富商的理念，不断优化发展环境，推动企业持续健康快速发展。希望省直金融机构继续关注荆州资本市场发展、企业股份制改造和挂牌上市，为加快打造湖北经济新的增长极、建设“两个中心”城市提供更多帮助。



武汉股权托管交易中心董事长龚波表示，荆州市壮腰工程产业升级板块成功启动，标志着荆州吹响了加快实施金融领先发展战略、抢占区域资本市场建设高地的集结号，祝愿荆州市域金融工程结出丰硕成果。他表示，武汉股权托管交易中心将竭力为挂牌企业融资、融智，让挂牌企业享受更多普惠金融服务。

中国建设银行荆州分行、荆州市农村商业银行、长江证券产业金融(湖北)有限公司、湖北正赢丰合投资有限公司、武汉股权托管交易中心、湖北国鼎投资有限公司分别与 6 家荆州挂牌企业签订贷款授信、金融服务、财务顾问、综合服务协议。

据了解，本次挂牌活动是武汉股交中心成立来，单场挂牌企业数量最多，市域企业单场挂牌数量最多，单场挂牌股份制公司数量最多，挂牌企业行业领域最广泛，参与辅导和推荐挂牌的专业机构数量最多的挂牌活动。

### ◆【连云港市开发区：“转贷基金”助力中小企业发展】

（第一财经）开发区佑源医药设备制造有限公司，去年向某银行申请了一笔流动资金贷款，近日还款日期将到，但因销售回款尚未到位，没有多余的资金用以还款。一时还不上“旧账”，想继续申请贷款还有着落吗？

不仅是佑源医药设备制造有限公司，许多中小企业主都遇到过这样的“转贷”难题。

为支持中小企业发展，有效防止和化解中小企业资金链断裂风险，开发区探索设立中小企业转贷应急资金，首期转贷应急资金安排 5000 万元。根据转贷应急资金使用和企业需求情况，按照滚动支持、逐步增加的原则，适当增加资金规模。

“该基金的设立，可以对符合银行信贷条件，贷款即将到期而足额还贷出现暂时困难的中小企业，提供按期还贷、续贷所需的短期资金，有助于破解企业转贷难题，防止企业在还贷期间由于筹措还贷资金而影响正常经营，甚至求助于高利贷。”开发区金融办相关负责人表示。

据悉，转贷应急资金将遵循“专款专用、封闭运行、滚动使用、确保安全”的原则，资金管理平台与合作银行就开展中小企业转贷应急资金相关事项进行书面约定，明确合作方式、流程及双方的权利与义务，建立和完善相关管理制度，规范资金管理，合理调度转贷应急资金。目前，已有工商银行、东方农商行等 5 家银行表示合作意向。此外，为提高转贷应急资金的运转效率，资金使用还将采取

差异化收费方式，资金使用前 3 天免收费用；超过 3 天的，超过部分日综合费率为 0.4%。转贷应急资金的最长使用期限不超过 10 天。

今年以来，开发区围绕以降低实体企业融资成本为出发点，创新金融服务，精准帮扶企业，实现多渠道融资。开展全区融资及上市需求征集，组织区内 300 余家企业填报，建立了企业项目融资需求数据库，分类筛查，分类施策。大力发展新兴金融产品，帮助企业获得“苏科贷”、“科技银行贷款”等贷款 7600 万元，加强与市人行中心支行等部门沟通协调，积极推动知识产权质押贷款业务开展。

### ◆【ABS 年内新发破 3800 亿券商资管纷至抢滩】

（新浪财经）资产证券化（ABS）正成为券商资管相互争夺的下一片沃土。据了解，不少券商都将 ABS 作为下一步创新的重点。

10 月 26 日，由财通资管担任计划管理人的聚信租赁第四期 ABS 成立；11 月 22 日，华泰资管担任计划管理人的全国首单水电行业绿色 ABS 获得上交所无异议函；11 月 24 日，由国金证券担任计划管理人的国金租赁首期租赁 ABS 的挂牌仪式在上交所挂牌。而兴业资管也即将发行一期 ABS。

Wind 数据显示，2016 年以来，新发企业 ABS 数量达到了 317 只，较去年全年增加了 50.24%；新发企业 ABS 规模达到了 3823 亿元，较去年全年增加 87.31%。

资管新规出来之后，券商资管部分业务受到影响，所以需要寻找新的利润增长点。一些主体资质评级不高的公司，发债融资比较困难。但是这些公司自身拥有优质的资产。通过 ABS 项目，能够发掘主体资质一般，但拥有优质资产的公司，可以将优质资产激活。

ABS 在我国还是一种比较新的融资工具，同传统的融资手段不同，ABS 解决了许多传统融资工具解决不了的难题，为融资租赁行业对接资本市场、银行非标资产的处理、企业应收账款的调整甚至是不良资产的处置都提供了全新的渠道。“未来随着经济转暖、监管收紧，资产证券化的市场空间预计将更加广阔。”兴证资管人士表示。

## ◆【山东 AMC 拟增资扩股至百亿规模】

(经济参考网) 山东产权交易中心近日发布的挂牌项目信息显示, 从事山东省内金融企业不良资产批量收购和处置业务的地方资产管理公司(AMC)——山东省金融资产管理股份有限公司(山东金管)正寻求增资扩股, 计划从目前的 20.3 亿股本增至 100 亿股本以上。

据山东金管官方网站介绍, 这家公司 2014 年 12 月经山东省人民政府批准筹建, 2015 年 3 月挂牌, 以不良资产处置为核心, 充分发挥金融稳定器作用, 防范和化解区域金融风险, 助力山东金融市场健康发展, 持续打造国内领先的一流地方资产管理公司。

据山东产权交易中心披露, 成立之初的山东金管总资产为 13.2 亿元, 净资产为 10 亿元。到 2016 年 9 月末, 公司资产总额已达 89 亿元, 净资产 21 亿元。在经营情况上, 山东金管去年营业收入 2.5 亿元, 净利润 1.4 亿元; 今年前三季度, 营业收入 4.3 亿元, 净利润 1.3 亿元。而这次募集资金的用途将“主要用于搭建不良资产收储处置平台, 用于收购不良资产及对外投资。”

本月, 银监会又公布了新增的 5 家地方 AMC 名单。3 月, 青岛市资产管理有限责任公司获准成为山东第二家、同时也是全国第一家市级 AMC。在传统的四家全国性 AMC 之外, 这些“坏账银行”正蓬勃兴起于经济下行压力持续、银行不良贷款上升之时。

据山东“一行四局”(人民银行济南分行、山东银监局、山东证监局、山东保监局、外汇局山东省分局)于 7 月发布的 2016 年上半年金融统计数据, 这个省银行业金融机构不良贷款余额 1418.4 亿元, 比年初增加 198.6 亿元; 不良贷款率 2.25%, 比年初上升 0.18 个百分点。同期, 银行业金融机构实现净利润 500.4 亿元, 同比下 13.32%。

## ◆【首届山东省金博会将于本月 23 日在济南举行】

由山东省金融工作办公室、济南市政府指导，大众报业集团联合济南市金融办主办的首届山东金融博览会暨“金融+实体经济”高峰论坛（简称首届山东金博会暨高峰论坛），将于12月23日在济南舜耕国际会展中心正式开幕。本届盛会是山东首次举行的大型省级金融博览会，将对“山东金改”实施以来的发展情况进行全方位集中展示，设有各市特色金融展区、农商行和城商行展示区等，对展示“山东金改”成果、彰显金融发展力量具有里程碑的意义。会期自12月23日至12月25日，持续3天。

日前，山东省金融办主任李永健，在山东省政府举行的新闻发布会上介绍了金改三年来的金融成果。三年来，金融业作为山东国民经济支柱产业的作用日益明显；地方金融活力明显增强，普惠金融发展、民间金融引导、金融集聚区建设、地方金融立法等工作蓬勃开展，不少走在全国前列。从数据统计来看，山东省金融业增加值已由2012年的1936.11亿元，提高到2015年的3130.6亿元，增长61.7%。

山东金融业发展迅速，首届山东金融博览会暨“金融+实体经济”高峰论坛应运而生。本届盛会以“展山东金融力量，绘齐鲁财富版图”为主题，旨在“汇聚金融资源、促进产融结合、推进金融创新”，以“山东特色、国内标杆、国际水平”为展会水准，展示和打造山东金融新路径、国内金融新风向、国际金融新亮点。

首届山东金博会的举办地点，选在济南舜耕国际会展中心。济南市作为山东省的省会城市，金融业发展成效显著。依托丰富的产业发展优势，济南市定位于建设“具有全国影响力的产业金融中心”。据济南市金融工作办公室主任王毅介绍，济南市正按照“一个定位、三大路径、八项措施”的总体思路，推进产业金融中心建设。今年前三季度，济南市完成金融业增加值506.54亿元，同比增长9.2%，占GDP比重为10.6%。

省内其他各区市的金融发展也各有特点，届时，将在金博会现场进行集中展示交流。展会设置有各区市特色金融展区、农商行和城商行展示区、财管产品和

金融技术设备展区、上市公司和双创展区等。各驻鲁金融机构将展示最新金融产品、创新服务和普惠金融发展成果等。

“金融+实体经济”高峰论坛将与首届山东金博会同期举行。论坛将邀请政府领导、国内顶尖业内专家等，进行主旨演讲和高峰对话，探讨金融助推实体经济发展的创新模式，探索金融聚集区改革之路等。

目前，首届山东省金融博览会暨“金融+实体经济”高峰论坛正在火热招展招商中，招商招展电话：0531-89936215 0531-89936216 15726123781 17762000838