

企业的外源融资

主要由发行债券、发行股票和银行贷款等构成。

目前，众多小

微企业难以达到发行债券和股票所要求的最低条件。

从发行债券看，虽然《公司法》曾规定，申请发行债券，股份公司的净资产应不低于3000万元，有限责任公司净资产应不低于6000万元，但在实践中，申请发行债券公司的净资产通常在亿元以上。

如此高的资产门槛，对绝大多数小微企业来说只能是望尘莫及，因此，在现实中几乎没有小微企业单独发行债券的案例。

从发行股票看，且不说创业板、新三板的申请发股上市的门槛均以资产和营收等财务指标达到亿元、净利润达到几千万元为起点，就是竞争性排队等候成本也是绝大多数小微企业所难以承担的，因此，尽管中国有着几千万家小微企业，已发行股票上市的也仅有几百家。

这意味着，对绝大多数小微企业来说，发行股票仍是一个可望而不可及的融资渠道。在此背景下，众多小微企业将外源融资寄托于银行贷款。

以银行信贷为主来缓解小微企业融资难也有着诸多难点。银行放贷要求小微企业能够证明自己有着充足的偿债能力和足额的抵押品，但许多小微企业财务信息不健全（甚至缺乏最基本的资产负债表），这使得相关银行在审贷中难以确认申请人提供的信息真实性。如果银行进行全面的尽职调查，相对于贷款数额而言，又面临审贷成本过高的难题。对小微企业而言，假定其获得第一笔贷款时资产质量较高（如净资产较充足），在持续多笔贷款之后，资产质量将逐步降低，资产负债率将随之提高，由此，获得贷款的难度就越来越大。多年来，银保监会积极推进小微企业贷款三个“不低于”政策（即在有效提高小微企业贷款增量的基础上，尽力实现小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速、小微企业贷款户数不低于上年同期户数、小微企业申贷获得率不低于上年同期水平），各家银行积极落实这一政策，有效支持了小微企业发展。在抗击新冠肺炎疫情的过程中，各家银行努力落实稳增长、保就业、保市场主体等政策，实施了不断贷、不抽贷、贷款展期、无还本续贷和降低贷款利率等诸多措施，在保障小微企业经营运作、稳增长等方面取得了良好的效果。但也应看到，以增加贷款来缓解小微企业融资难的边际效应已持续下降，对相关银行来说成本持续提高，对相关小微企业来说获得

贷款的难度有增无减。

供应链

是在分工协作

基础上形成的上下游企业之
间商品购销的经济链条。

随着科技进步、市场细分和经营专业化发展，供应链中的各个环节不仅细化而且覆盖面持续扩大（甚至扩展到了国际间）。

处于同一供应链中的各类企业在产业关联、技术关联、市场关联和信息关联等方面存在

着相互依赖、

相互制约的经济关系，有着
很强的利益共同体特征。

供应链金融是服务于供应链顺畅并保障供应链稳定运行的一套金融机制，它有着
破解供应链资金短缺、

推进上下游企业交易顺畅等功能。

从历史发展看，供应链金融大致经历了三个阶段。

第一阶段是以商业票据维护供应链的阶段。

它大致起源于13世纪，随后从欧洲向北美乃至全球扩展。马克思曾明确指出：“商业信用，即从事再生产的资本家相互提供的信用。这是信用制度的基础。它的代表是汇票，是一种有一定支付期限的债券，是一种延期支付的证书。”在这个过程中，通过商业票据，“票货同时两讫”破解了批发性交易中难以实现“钱货同时两讫”的难题，打通了上下游企业之间货款拖欠引致的堵点，保障了供应链的顺畅。但这一阶段中，供应链还主要体现在购销交易环节，尚未深入生产、技术、信息等方面，因此，供应链中各类企业之间的经济联系尚不紧密。

第二阶段是金融机构介入供应链的阶段。

它大致起步于18世纪，随后在发达国家扩展。在第一次产业革命以后，企业发展对资金的需求量增大，同时，商业银行已逐步将存款业务与贷款业务相连接（从而迈出了创造银行券等信用货币的步伐），由此，商业银行等金融机构通过信贷介入供应链各环节的企业，将贷款的抵押物从固定资产扩展到了存货、应收账款等。但商业银行等金融机构提供的金融服务立足于自身利益，分别给供应链中各

家企业发放贷款，并未真正深入上下游企业的整个供应链内部运行机制，更没有涉足于供应链的技术发展、市场发展和各类信息等，因此，这些金融机构提供的金融服务多在供应链外围展开。

第三阶段是由 供应链中核心（或主干）企 业提供金融支持的阶段。

它大致起端于20世纪70年代。在科技进步和市场竞争加剧的背景下，借助商业信用机制，在供应链拓展中核心企业基于自身的信用基础扎实和技术研发、新产品开发、市场竞争等方面需要，在产业关联、技术关联、市场关联和信息关联的基础上，以借贷方式向上下游企业提供资金支持，以形成共同开发（技术、产品和市场）利益共同体。一些核心企业甚至通过自身的供应链运营体系向自己的供应商或者客户提供综合性金融服务。核心企业贷款的资金，既来自于内源融资，也来自于发行债券、银行贷款等。对商业银行等金融机构而言，展开供应链金融业务的风险控制主要基于核心企业所掌控的贸易流、物流和信息流，不必深入了解供应链的运行内在状况，只需盯住核心企业的信用状况和资产抵押状况向核心企业提供融资，就可以将资金注入供应链。由于核心企业借助多种关联机制能够比较充分且及时地把握其供应链上的小微企业经营信息，同时，通过竞争性遴选机制能够及时将不适合的小微企业清出其供应链，因此，供应链金融风险相对较低、效率较高。但如果核心企业感到它所展开的金融业务存在较大风险，或者疏忽了对金融风险的管控，也可能削减供应链金融业务的规模、种类和增量。2008年国际金融危机后，一些核心企业剥离了高风险的供应链金融业务，一个主要原因即在于此。互联网、大数据、云计算等现代信息技术的数字经济平台快速发展，为供应链金融注入了新的生机。数字经济平台有利于集中、发掘和整合各方的信息，及时披露供应链中的各企业信用信息，降低核心企业提供金融服务面临的风险和成本，提高核心企业提供金融服务的效率。

从上述三阶段发展中可以看出，供应链金融是一种建立在商业信用机制基础上的B2B模式，由核心企业给上下游小微企业提供资金支持，属于直接融资范畴，既有利于缓解小微企业的资金短缺状况，又有利于管控风险、降低金融运作成本。

现代金融信用体系由商业信用和银行信用两部分构成。

对实体经济而言，商业信用系统属于内生的横向直接融资系统，银行信用系统属于外生的纵向间接融资系统。马克思认为：

商业信用是信用货币和银行信用的基础，票据也是形成真正的信用货币如银行券等的基础。

真正的信用货币不是以货币流通（不管是金属货币还是国家纸币）为基础，而是以票据流通为基础。

新中国成立70多年来，我们建立了以银行信用为主的间接金融体系，通过存贷款的货币创造机制提供了大量资金来满足经济发展的需要。

与此同时，商业信用机制的发展却成为金融体系的短板。

在构建新发展格局过程中，要打通小微企业再生产循环的堵点，就必须充分发挥商业

信用的积

极作用，使其与银

行信用系统形成纵横交错的资金供给网络。

小微企业融资难首先难在“融资渠道窄”，一旦拓宽融资渠道，那么融资数量少、融资价格贵、融资条件高等

问题都将迎刃而解。发展商业信用机制，可选择的改革举措有以下几个方面。

第一，在依法规范的基础上推进商业票据的发展。

改革开放以来，随着市场经济的发展，以商业承兑汇票为代表的商业票据重新进入市场，《票据法》也肯定了商业票据的法律地位。然而，迄今为止，在金融运行中商业票据不仅规模较小、功能有限，难以满足经济金融运行的需要，而且在发行主体、票据性质、票据交易和金融监管等方面也出现诸多混乱。完善商业票据发展需要着力解决三个方面问题。一是完善《票据法》，增加商业本票的相关规定。商业承兑汇票，是指在货物交易中由收款人（债权人）向付款人（债务人）开出的、命令其在约定期限内向第三方（或持票人）支付款项的票据。它实际上涉及两次交易和三方关系。而商业本票与此不同，它是指在货物交易中由债务人（买方）开给债权人（卖方）承诺在约定期限内支付货款的票据，仅涉及单次交易和两个主体关系。显而易见，与商业本票相比，商业承兑汇票中的经济金融关系复杂得多，容易引发诸多变数，货款回流的成本也高得多。实践中，为了回避商业承兑汇票的缺陷，出现了付款方不认开票方使得收款方难以收回货款、以商业承兑汇票之名行商业本票之实的现象、以真实票据之名行融资票据之实等混乱现象。要破解这些难题，就必须从本源上依法确立商业本票这一种类。二是认证开票人的资质。商业票据不是任何买方都可以开出的有价证券。在英国，只有得到金融监管部门认可并纳入监管的3000家企业才有资格开出商业票据；在日本，只有经金融监管部门认可并纳入监管的上市公司才有开出商业票据的资格。但在中国，几乎所有的企业（只要它们在银行开立账户并拥有存款）都可开出商业

票据，这不仅使得商业票据的发行处于紊乱状态，而且大大降低了商业票据的信用程度（这是引致货物交易中众多商家更乐于接受银行承兑汇票的一个主因）。为此，必须建立开票人资质的制度并以此强化开票人行为监管。三是完善票据交易市场。商业票据可以通过贴现方式获得资金，但这种方式对开票人信用的约束程度明显低于票据市场中信息披露的约束程度，同时，对持票人来说，一个规范的票据交易市场意味着有了更多的选择权。完善票据交易市场应从市场组织者的职责入手建立相关制度并强化监管。

第二，完善以核心企业为主体的供应链金融。

长期以来，禁止企业间借贷既不符合商业信用机理也不符合实践要求。有些人认为，一旦企业间发生借贷，就可能引致信用机制紊乱，带来严重的金融风险。这种认识有两个误区。一是不了解放款人的运作特点。对任何企业来说，资金都是紧缺资源，同时，它们均非以放款为主营业务的专业金融机构，因此，在缺乏足够的信息支持和回收款项保障机制的条件下，不会轻易放出款项。二是缺乏法治。在对放款人资质、放款条件、风险管控和金融监管等诸多事项缺乏制度规范的条件下，简单放开企业间借贷可能引致信用机制的紊乱。然而，在法治条件下，这些事项得到规范，放款人的行为也将在法治轨道中展开，信用机制非但不会弱化，反而会明显提高。其中有两个关键：一是应将企业间借贷限制在供应链中，由核心企业向上下游小微企业提供用于技术研发、产品研发和市场开拓等方面资金，使得这些资金借贷得到产业关联、技术关联、市场关联和信息关联的支持，由此，需要严格确认放款人资质；二是核心企业在放出供应链借贷资金中应建立完善风险管控机制（包括预警机制和应急机制），及时化解风险，并将相关信息报送金融监管部门。

第三，完善行为监管为主的金融监管机制。

构建现代金融体系要求实现金融监管从以机构监管为主向行为监管为主转变，以达到金融监管全覆盖。金融监管全覆盖有着三层含义：一是对金融机构和非金融机构的各种金融活动的监管全覆盖；二是在空间上对全国性金融市场、各地方的金融交易市场、互联网平台的金融市场等监管全覆盖；三是在时间上对已有的金融活动、新出现的金融活动实现监管全覆盖。为此，在推进商业信用机制发展中，不论是商业票据的新方式还是供应链金融的新运作都应纳入金融监管，这既有利于这些新的金融活动的规范化，也有利于防范可能发生的相关金融风险。■

[本文是国家社科重大项目（项目批准号：18ZDA093）的研究成果]

（责任编辑 许小萍）

