

# 武陵山区资本市场发展研究<sup>1</sup>

段世德

(中南民族大学 经济学院, 湖北 武汉 430073)

**【摘要】**:发展资本市场增加直接融资,是缓解武陵山区发展资金约束的重要手段。经过多年探索与发展,武陵山区多层次资本市场初具雏形,但经济发展基础薄弱对股权资本吸引力不强,融资产业选择与资本市场配置错位,引导政策与资本市场发展协同不足,造成资本市场的资金供给无法满足发展需要。要促进武陵山区资本市场发展,需要树立系统发展的战略思维,提升全社会的资本市场意识,拓展资本市场促进层级衔接,优化引导并提高政策的针对性,借助资金形态与空间转换增强资本供给,增强资本市场的资金供给能力,缓解发展的金融资源约束。

**【关键词】**: 武陵山区; 资本市场; 直接融资

**【中图分类号】**:F279.27 **【文献标识码】**:A **【文章编号】**:1672-433X(2018)05-0077-06

金融是现代经济的核心,制定科学的金融发展战略,关乎区域经济的效果,也是地方政府治理能力现代化的体现。地处湘、鄂、渝、黔四省结合部的武陵山区,是集民族地区、贫困地区、革命老区于一体的经济欠发达地区,亟需流入外部金融资源、补充发展要素的不足。如何解决经济发展的金融资源约束,关系到民族地区的脱贫攻坚与经济发展。利用资本市场拓展融资渠道,借助外部资金支撑本地发展,不但能促进武陵山区经济的发展,还能丰富民族地区发展战略内涵。

## 一、资本市场与武陵山区融资约束的缓解

发展资金不足制约了武陵山区经济的发展,这与发展资金供给主要依靠银行的间接融资有关。在武陵山区从事金融业务的国有和股份制商业银行,根据中国人民银行和银保监会的相关要求,按照总行制定的统一标准和条件,依据贷款主体的产业属性、企业规模、抵押资产来提供融资。武陵山区从事具体业务的银行分支机构,虽然熟悉当地情况,可以开展关系贷款,但受贷款层级审批权限的影响,不能自主为企业提供充裕的资金支持。武陵山区企业普遍比较小,治理结构不规范,抵押资产比较少,贷款主体质量普遍不高,加上经济欠发达造成企业客观违约,合格的贷款融资者并不多。商业银行根据信用环境和贷款主体质量,动态调整区域贷款授信额度,银行信贷发放的意愿普遍不高。银行为数不多的企业提供贷款,“傍大户大款”与小微企业融资难、融资贵并存,金融服务与实体经济结合并不紧密。以银行贷款为主的融资模式,造成融资依赖信贷的“系统性负投资”<sup>[1]</sup>,金融机构从武陵山区获得居民储蓄,并没有以相应的比例向该地区贷款,造成本地金融资源的外流。恩施州的存贷差从2010年273亿元扩大到2017年的477.54亿元,剔除法定存款准备金提取的影响,2011年到2017年,通过银行管网渠道外流的资金达到1385.7亿元,每年外流资金近200亿元。

在市场经济条件下,银行自主经营并自负盈亏,要保障对存款者的负债信用,股份制银行要对股东资金负责,银行资金的所有权和使用权分离属性,要求资金供给需要防范风险,市场约束制约了银行在武陵山区融资中发挥更大的作用。我国“十三五规划纲要”提出,要“深化创业板、新三板改革,完善多层次股权融资市场,……形成包括场外、场内市场的分层有序、品

<sup>1</sup>收稿日期:2017-07-17

基金项目:国家民委项目“金融支持民族地区发展政策研究”(MSY15010)

作者简介:段世德,男,中南民族大学副教授,经济学博士,主要研究金融问题

种齐全、功能互补、规则统一的多层次资本市场体系”<sup>[2]</sup>，目的就是要疏通金融资源进入实体经济的渠道，改变融资过度依赖银行信贷的困境。发展资本市场促进股权融资，就是利用股权资本的所有权和使用权统一，投资决策层级少反应快的优势，突破信贷融资风险约束机制形成的桎梏，为融资主体提供长周期的多样性资金选择，使金融资源能不断流向实体经济。若武陵山区能建成多层次的资本市场体系，为区域内企业获得外部资金支持创造条件，企业发展的融资环境将能极大改善。

武陵山区利用资本市场筹集资金，始于1996年张家界旅游集团股份有限公司在深圳证券交易所上市。资本市场促进了公司的快速发展，总资产从1996年的22340.33万元增加到2016年的204416.5万元，主营业务收入从9208.76万元增加到59218.3万元<sup>[3]</sup>，公司成为民族地区旅游企业的标杆。1997年在深圳证券交易所上市的湘西州酒鬼酒股份有限公司，利用资本市场将民族地区传统技艺资源存量转化财富增量，2016年公司营业收入达到65485万元，总资产达到236079.8万元，公司成为民族地区食品类企业的旗帜。2006年成功IPO的湖南金鑫黄金集团有限责任公司，发展成为拥有10家子公司的企业集团，十年间公司资产增长了10倍。2010年上市的大康牧业，以武陵山区独特的畜牧资源为基础，发展成为国内知名的现代农业产业公司。利用公募渠道汇聚国内资金于武陵山区，运用外埠资金开发本地资源带动区域经济增长，说明若能利用资本市场筹集更多资金，民族地区经济的发展能更快更好。四家企业IPO的成功和示范榜样作用，对武陵山区资本市场发展起了推动作用。

武陵山区资本市场发展基础薄弱，加强引导成为发展的选择。为了带动投资基金对本地企业投资，设立引导基金成为政府的选择，目前武陵山区共有政府引导基金6支，其中2016年新增引导基金4支，贵州省和湖南省各拥有3支。在政府引导基金的带动下，社会资本参与成立投资基金对本地企业进行投资，目前在武陵山区开展投资的基金有18支，对27家企业进行了60次的投资（见表1），投资总额达到29070万美元，其中，A轮融资32起平均投资额464万美元，B轮融资16起平均投资额270万美元，对企业度过资金难关并快速成长有积极意义。在武陵山区IPO的四家企业中，大康牧业和湖南黄金在没有IPO前就得到了投资基金的融资，在新三板挂牌企业中有3家得到投资基金的支持，股权融资促进了企业的快速发展。通过区域资本市场拓展企业融资渠道是当前的重点，2016年恩施在武汉股权托管交易中心挂牌企业92家，总股本22.65亿股，为企业融资累计超4亿元。资本市场的发展，不但增加企业的金融资源供给，为企业快速成长创造条件，还能减轻债权融资带来的还款压力，使企业集中精力进行生产经营，增强企业的市场生存与竞争能力。

表1 武陵山区资本资本市场发展整体情况

投资时间	投资案例（起）	投资案例/全部案例（%）	投资总额（万美元）	投资总额/全部投资额（%）	案例平均投资（万美元）	案例平均投资/全部平均投资（%）
2017	2	3.33	291	1	146	25.06
2016	4	6.67	10514	36.17	2628	452.09
2015	4	6.67	1019	3.51	34	58.43
2014	1	1.67	16	0.06	16	2.80
2013	10	16.67	2919	10.04	365	62.76
2012	9	15	2978	10.24	425	73.17
2011	14	23.33	6179	21.26	515	88.57
2010	2	3.33	1801	6.19	9	154.85
2009	3	5	1119	3.85	373	64.18
2008	8	13.33	1527	5.25	254	43.76
2005	2	3.33	706	2.43	353	60.74
2004以前	1	1.67	0	0	—	0

资料来源：根据清科私募通数据库数据整理。

近年武陵山区经济成长明显，支撑企业发展的经济基础将不断改善，发展以资本市场为主的直接融资<sup>[4]</sup>，是符合经济发展

规律的现实需要，也是推动地区经济升级的必然选择。大力发展资本市场，不但能缓解企业的融资难题，还能通过资本市场的筛选发现功能，把有发展潜力的企业识别出来，实现发展要素向有潜力的企业集聚，将其培育成引领区域经济增长的骨干力量。资本市场发展存在市场失灵的问题，需要政府制定科学有效的引导政策。武陵山区作为经济欠发达地区，解决群众温饱的民生问题是宏观政策中心，近年的脱贫攻坚和经济发展成绩为资本市场发展奠定基础，政府需要结合发展的需要调整金融经济政策，通过资本市场的发展为武陵山区全面建成小康社会创造条件。

## 二、武陵山区资本市场发展的困难和制约

尽管武陵山区的资本市场进步明显，但与周边地区相比仍然落后，资金供给能力难以满足发展的需要。随着区域经济转型升级，需要资本市场发挥更大融资功能，才能满足区域发展的需要。资本市场是金融发展的高级阶段，需要市场与政府政策协同互动。培育资本市场是一个渐进过程，武陵山区资本市场处于起步阶段，发展还存在不少的困难和制约。

1. 经济基础薄弱，对股权资本吸引力有限。武陵山区的经济基础薄弱，湖南湘西州十二五期间全州 GDP 年均增长 8.7%，同期湖南 GDP 增长率达到 10.5%，经济发展差距不但没有缩小反而拉大，2010 年全州 GDP 占湖南省的 1.89%，到 2016 年下降到 1.69%，2010 年全州人均可支配收入与全省水平差距为 4451 元，到 2016 年拉大到 5024 元，2015 年湘西州的城镇化率低于全省全国平均水平的 14.2%和 8.99%；湖北恩施州 2015 年人均 GDP 为 20191 元，只有全国和全省平均水平的 40.9%和 39.9%，全州人均可支配收入分别比全国和全省平均水平低 3453 元和 3875 元，城镇化率全国和全省的水平分别低 16.12%和 16.62%。经济基础脆弱造成武陵山区企业小，投资回收期长而回报率低，投资者的投资积极性不高。截至 2017 年 5 月，全国各类投资机构对 38549 家企业进行 84903 次投资，投资总额 920509.53 万美元，武陵山区只有 27 家企业获得了 60 次投资，投资总额为 29070 万美元。在武陵山区进行投资的基金共 29 支，在湘、鄂、渝、黔四省市注册的基金共 968 支，而在武陵山投资的只有 14 支，四省市注册的基金投资意愿很低，其他地方注册的更低。从投资能力和力度来看，四省市参与武陵山区项目投资的基金，与外埠基金力度相比差距明显（见表 2）。经济基础薄弱使武陵山企业对投资基金的吸引力不大，实力强的外埠投资者不愿来，愿意投资的本土投资者实力又不够，资本市场难以满足资金需求。

表 2 武陵山区投资基金发展的基本情况单位:支，%，百万美元

注册地	数量	总量占比	已筹资金总量	已筹资金/目标规模	单支基金平均规模	单支基金平均规模/目标规模
湖南	8	27.58	117.69	9.91	19.62	42.95
湖北	3	10.34	66.82	5.63	22.27	48.76
贵州	2	6.90	32.17	2.71	16.09	35.22
重庆	1	3.45	218.36	18.39	218.36	478.07
广东	6	20.68	494.85	41.67	82.47	180.57
新疆	2	6.90	5.74	0.48	5.74	12.56
天津	2	6.90	124.32	10.47	62.16	136.09
北京	1	3.45	105.86	8.91	105.86	231.78
福建	1	3.45	16.28	1.37	16.28	35.65
江苏	1	3.45	1.97	0.17	1.97	4.30
上海	1	3.45	0.29	0.02	0.29	0.64
浙江	1	3.45	3.2	0.27	3.2	7.01

资料来源:根据清科私募通数据库数据整理.

2. 融资产业与资本市场选择存在错位。资本市场选择投资对象，偏好从融资对象所处行业出发，以产品的市场空间判断企

业成长潜力。拥有生产规模和市场占有率的传统行业融资者，经营相对稳健，容易获得投资者青睐；拥有创新技术的新兴行业融资者，市场空间巨大有爆发式增长的可能，投资者供给资本的意愿也比较强烈。武陵山区企业多以茶叶、水果、药材等传统产业为主，发展规划多以县或乡镇为主，生产有随意性，经营有分散性，企业普遍偏小，难以形成品牌和市场影响，企业没有商标和稳定的市场占有率，企业的市场价值普遍不高。以恩施州的茶叶为例，全州的茶叶种植虽有 130 万亩，但加工企业高达 1000 多家，南方特色土豆种植有 200 多万亩，但分散于 1 万多家农户；硒资源丰富，但全州硒产业市场主体多达 160 家，所经营产品几乎全部集中在富硒的农副产品，存在富硒品牌的滥用和市场价值的稀释，由于缺乏技术创新能力和科技支撑体系，硒资源无法向高新技术产业发展，导致硒资源的市场价值大打折扣。企业以武陵山区自然资源为基础，发展农副土特产品等特色产业符合比较优势原则，投资者按照市场发展前景判断投资价值是基于产业的竞争优势，融资者和投资者选择产业的标准不同，造成了金融服务与实体经济难以耦合。

国内资本市场青睐互联网和 IT 技术行业，与两行业有关的股权融资占所有股权融资的 34.14%，武陵山区融资产业集中在农林牧渔和能源矿产行业，上述行业占全部融资案例的 36.66%，加生物技术/医疗健康、化工原料及加工和食品饮料行业，资源类行业占融资案例的 73.32%，基于自然资源的企业是武陵山区融资企业的主体，资本市场偏好向拥有创新能力和市场的企业投资，武陵山区企业的产业选择与资产市场偏好明显错位（见表 3）。武陵山区的 IT 和互联网产业处于起步阶段，传统产业的企业规模小无品牌缺市场，企业从资本市场融资的机会少额度小，全国资本市场对融资企业平均投资额 1356 万美元/起，而武陵山区企业获得的平均投资额只有 5.81 万美元/起，不到全国平均水平的 43%。武陵山区企业融资总量不到全国的千分之一，而面积人口却分别为全国的 1.15%、1.68%，资本市场的投资水平与强度远低于全国平均水平。

表 3 武陵山区融资行业结构与全国的比较

排名	全 国		武陵山区	
	行 业	占比	行 业	占比
1	互联网	20.41%	农/林/牧加工	18.33%
2	IT	13.73%	能源及矿产	18.33%
3	生物技术/医疗健康	7.95%	生物技术/医疗健康	15%
4	电信及增值业务	7.51%	化工原料及加工	13.33%
5	金融	5.93%	建筑/工程	11.67%
6	娱乐传媒	5.21%	食品和饮料	8.33%
7	机械制造	5.15%	电子及光电设备	8.33%
8	电子及光电设备	3.94%	互联网	1.67%
9	清洁技术	3.27%	清洁技术	1.67%
10	其他	5.61%	其他	5%

资料来源:根据清科私募通数据库数据整理。

3. 政府引导与发展需要存在协同偏差。从国内资本市场发展经验来看，政府根据发展需要设立产业引导基金，吸引社会资本参与，放大基金规模，投资本地具有发展潜力的企业，是促进区域经济发展的重要途径。目前武陵山区共有政府引导基金 6 支，其中基础设施引导基金 3 支，主要服务交通设施和城市建设融资，服务于企业的产业基金只有 2 支，产业发展的引导力明显不足。湖北和重庆拥有的政府引导基金分别为 33 支和 21 支，由于没有设立子基金，两地的武陵山片区政府引导基金是空白。武陵山区没有针对新三板发展制定引导政策，以新三板挂牌企业为投资对象的基金为零。政府引导不力使武陵山区的资本市场处于自然生长状态，而江苏等发达地区县级政府都设立引导基金，武陵山区资本市场发展缓慢在情理之中。

政府引导与资本市场发展协同错位，拉大资本市场发展与外部的差距。截至 2017 年年底，全国新三板挂牌企业达 11630 家，而武陵山区仅有 16 家，数量不足，难以选拔高质量企业参与 IPO 竞争。转板上市是武陵山区资本市场发展的重要思路，推动新

三板挂牌企业 IPO 成为重要战略<sup>[5]</sup>，但没有针对可能转板企业制定倾斜性政策，也没有针对资本市场选择有意识培育特定行业的特定企业，全国新三板挂牌企业转板上市的成功先例中，武陵山区挂牌企业所在行业没有成功的。制定有针对性政策引导企业契合资本市场发展任重道远。发展四板市场并促进企业在新三板挂牌，增强社会资本意识是培育资本市场的基础，地方政府没有相应的政策和引导基金，资本市场对四板企业融资的积极性不高。2017 年恩施州四板挂牌企业 69 家，能借助四板挂牌获得融资的企业寥寥无几。缺乏成功榜样的示范和引领，企业四板挂牌的治理成本负担，影响了企业挂牌和资本市场融资的积极性。政府引导与市场需要协同偏差，整个武陵山区资本市场发展还很粗放，市场主体不多不大不优，企业明显缺乏 IPO 竞争力。

武陵山区资本市场发展所面临的困难与制约，既有发展基础等历史累积因素，又有促进政策与市场发展协同不够的现实原因，还包括对金融发展规律认识的偏差。资本市场引导政策集中于对企业挂牌上市的奖励，这是治标不治本的事后措施，武陵山资本市场的发展重点要聚焦培育有市场潜力的主体，借助政府投资政策的引导促进创新创业投资，通过增加高质量的融资主体来获得资本市场的青睐。资本市场的发展是一项系统工程，需要结合产业与资本市场的发展的规律，进行系统性的谋划和周密的安排。

### 三、促进武陵山区资本市场发展的对策建议

武陵山区面积较大，各地要素禀赋不同，企业类型多数量大，融资需求不尽相同，因此，资本需求是一个多变量的连续需求函数。武陵山区的金融资源存量有限，投资者基于风险偏好和回报率选择投资，资本供给是变量少的断续性函数。资本市场要能提供链式金融服务，为企业提供种子期到成熟期的全周期资金支持，资本市场必须具有多层次性<sup>[6]</sup>，在不同层级资本市场，金融与实体经济之间要形成稳定有序的通道，在为融资者提供多样化选择的同时，也能为投资者提供差异化的增值渠道。培育和发展资本市场需要多种力量配合协同，从以下几个方面努力。

1. 提升全社会的资本市场意识。受特定文化习俗与传统习惯影响，武陵山区居民储蓄倾向比较高，出于对资本市场风险的恐惧，对股权和债券类的直接投资，在心理上排斥而不愿参与，富余的社会资金多进入货币市场。企业等融资主体，小富即安的心理和资本市场知识缺乏，害怕股权融资影响对企业的控制权，对利用资本市场融资存在恐惧，融资依赖信贷甚至借用高利贷。区域金融政策主要围绕存贷展开，防范金融风险耗费过多政策资源，挤占对资本市场发展的政策关注度，国家的金融监管和金融经营原则，造成政府金融政策空间狭小而前瞻性不足，资本市场发展面临市场和政策的双重失灵。要促进武陵山区资本市场发展，需要提升全社会的资本市场意识，增加居民金融知识并提升投资理财意识，增强资金转化为资本的能力，通过资产性收入增加可支配收入；强化企业运用资本市场意识与能力，树立利用资本致富的意识，促进企业治理结构现代化，提高经营信息的透明度，提升企业的知名度和资本市场的吸引力；提升各级政府的经济治理能力，把握资本市场发展的规律，科学制定引导政策，为资本与产业对接搭建好平台，重视外来投资者合法权益的保障，把优化区域投资环境作为重点工作来抓。形成全民学习资本市场知识和参与资本市场建设的氛围，为资本市场的发展创造良好的环境和条件。

2. 拓展资本市场的层次性。产业选择和发展基础不同，各类企业的生命周期有差别，资本市场的多层次性至关重要，金融发展要走产业集群模式<sup>[7]</sup>，为不同投资者提供差异化的投资选择。针对武陵山区资本市场层次少和层级衔接不畅的现实，要采取边引导边建设的思路，引导企业“先在底层资本市场中筹措创业资本，在企业成长壮大后再迈进更高层的市场，甚至申请在全国市场挂牌”<sup>[8]</sup>，政府要在补齐种子期的资本市场短板（见表 4）下大功夫，通过培育企业提供更多的优质融资者，增强投资者投资武陵山企业的意愿，使投资者和融资者能随企业成长动态调整合作关系。脱贫攻坚的推进与全民创新创业高潮的叠加，武陵山区将会出现大批新生企业，大力发展天使投资和创业投资，帮助初创期企业顺利跨越“死亡之谷”，留住宝贵的未来市场主体。要大力发展债券市场，鼓励有条件的企业进行债券融资和票据融资，创造条件帮助中小企业联合发行企业集合债，增强小微企业利用资本市场融资的能力。运用国家政策发展联投贷，为商业银行参与资本市场拓展空间和渠道，实现股权和债权的有序转换，打通不同层级资本市场之间的通道，为各种资本的投资进退和收益变现创造条件。要通过资本市场发展战略的优化，补齐资本供给断层并防止服务体系片段化，打造服务企业成长全程链式资本服务体系，借助产业发展实现投资者和融资者互利共赢。

表 4 武陵山区不同生命周期的企业的融资情况

阶段	数量	与总数量比	金额（百万美元）	与总金额比	平均金额（百万美元）
扩张期	27	45%	78.76	27.09%	3.75
成熟期	21	35%	173.25	59.60%	9.63
初创期	9	15%	18.1	6.23%	2.26
其他	2	3.33%	19.84	6.82%	9.92
种子期	1	1.67%	0.75	0.26%	0.75

资料来源:根据清科私募通数据库数据整理.

3. 增强引导政策的有效性。发挥政府产基金的引导功能，吸引社会资本投资特色企业，加速企业快速成长乃至上市。武陵山区政府投资基金数量少规模小，全国共有政府引导基金 1610 支，平均规模为 52.69 亿元，湖南武陵山片区的政府引导基金规模仅 1.52 亿元。武陵山区政府引导基金偏好投资农林牧副渔业和矿产资源等，受产业成长周期影响，引导基金的周转速度和效率不高，增强引导政策的针对性和效率非常重要。要做得多做强政府引导基金，将恩施纳入长江产业基金覆盖范围，尽快设立富硒产业引导基金，填补武陵山区政府引导基金的空白；注重金融政策与产业政策的结合，促进生物资源转化为生物制药，富硒资源向战略性新兴产业发展，自然环境向大健康产业集聚，资本市场向培育新兴市场主体倾斜；尽快设立天使投资引导基金，弥补新三板投资基金的空白，吸引社会资本参与成立并购基金，引导资本向四板、新三板挂牌企业流动。优化政策设计，吸引金融中介到武陵山区发展，优化资本市场发展的环境，争取国家政策支持，为资本市场服务精准扶贫提供优惠，增加武陵山区企业资本服务的可获得性。

4. 转换资金的形态与空间。据统计，十三五期间，武陵山区投资总需求至少 3 万亿元，资本市场累计提供资金迄今不到 20 亿元，增加资本的供给刻不容缓。转化资金形态与空间则是解决武陵山资本供给制约重要途径，要鼓励居民减少货币存款并增加金融资产的持有，引导民间资金转化为资本进入实体经济。引导有基础的企业向平台公司转型发展，依托企业信用和实力成立财务公司，对产业链上下游企业投资，借助资本纽带促进企业的集团化发展。加强武陵山与外部资本市场联系，为已经 IPO 企业的发展创造环境和效益，通过业绩提升为投资者带来回报，让更多的投资者了解武陵山区并投资武陵山，使外埠资金能源源不断的流入。要重视资本市场发展的信用环境，防止破坏资本市场秩序的恶性事件发生，让良好的市场环境成为资金形态和空间转移的动力。

**参考文献:**

[1] 王曙光. 金融发展理论[M]. 北京: 中国发展出版社, 2010:320.

[2] 十三五规划纲要(全文)[EB/OL]. [2016-03-18]. [http://www.sh.xinhuanet.com/2016-03/18/c\\_135200400\\_2.htm](http://www.sh.xinhuanet.com/2016-03/18/c_135200400_2.htm).

[3] 张家界: 2016 年年度报告[EB/OL]. [2016-04-30]. [http://quotes.money.163.com/f10/ggmx\\_0CX\)430\\_3282235.html](http://quotes.money.163.com/f10/ggmx_0CX)430_3282235.html).

[4] 林毅夫, 孙希芳, 姜焯. 经济发展中的最优金融结构理论初探[J]. 经济研究, 2009(8).

[5] 恩施州人民政府关于印发恩施州金融业发展“十三五”规划的通知[EB/OL]. [2016-12-09]. <http://www.enshi.gov.cn/2016/1209/296407.shtml>.

[6] 周小川. 资本市场的多层次特性[J]. 金融市场研究, 2013(8).

---

[7] 段世德. 湖北省金融产业集群的发展路径选择研究[J]. 湖北行政学院学报, 2012(5).

[8] 邢天才. 我国多层次资本市场体系的构建与发展思路[J]. 财经问题研究, 2003(3).