

# 经济新常态下扩大直接融资的战略抉择

□中国社会科学院金融研究所 张跃文

经济新常态下，我国经济增长速度与增长方式将会发生较大变化，推动经济增长的主导力量也会发生深刻的结构性变化。政府、企业与居民的投融资活动同以往时期表现出明显区别，利益共享和风险分担在经济发展中的作用更加突出。认识新常态、适应新常态和引领新常态，要求迅速推动全社会直接融资体系的战略转型，以更好满足新阶段实体经济的资金需求。

## 以充分资金来源护航企业创新

生产性投资是新常态下我国经济增长的主动力。去年年末召开的中央经济工作会议分析了我国经济新常态的九大特征，其中对于消费、投资和出口三驾马车新特征的分析，凸显了生产性投资在转变经济增长方式、促进产业转型升级方面的决定性作用。如消费需求呈现更多的个性化和多样化特征；出口的低成本优势发生转化，亟需培育新的比较优势；消费和出口需求方面的变化，导致新技术、新产品、新业态和新商业模式的投资机会出现等。创新引领的新增长模式，需要通过主要由企业实施的有效投资活动，形成具有竞争优势的有形资产、无形资产和人力资本，从而在长期意义上构筑中国经济的国际竞争力。然而近年来我国固定资产投资增速持续下降的事实却不能不让人担忧：全社会固定资产投资增速从2010年的24.5%下降到2014年的15.7%；民间投资增速则从32.1%下降到18.1%。如果说全社会固定资产投资增长下降，表明产能过剩和地方过度建设基础设施的势头得到有效扼制，那么商业属性更加明显的民间投资增速为什么也会大幅下降，是否表明总体而言国内市场的商业机会在减少？进一步地，如果考察那些在经济新常态下需要重点培育和发展的新兴产业，其投资状况同样不容乐观。计算机、通信和电子设备制造业投资增速从48.2%回落至10.7%；仪器仪表制造业从35.3%回落至4.9%；电气机械及器材制造业从40.5%回落至12.9%；专用设备制造业从35.1%回落至14.1%；通用设备制造业从22.4%回落至16.4%；医药制造业从33.5%回落到15.1%。

新兴产业与主导产业投资活跃度下降，一种常见的解释是周期性产能过剩降低了新增投资的潜在回报，导致企业投资积极性下降。但这

与我国经济新常态下对于产业结构转型升级的要求存在矛盾。经济转型要淘汰的是落后产能，对于能够适应消费、投资和出口需求变化的投资活动以及由此形成的先进产能，应是支持和保护的。另一种常见的解释是目前国内上述新兴产业与主导产业自身存在着创新能力不足，对于经济新常态尚不能很好适应，相关企业识别新投资机会的能力不强。这是一种看似合理的解释，只不过还很难用数据来证实。与这两种解释相比较，我们更关注的是企业投资的资金来源问题，因为如果没有充分的资金来源，企业再强的创新能力，再好的投资机会识别能力，也无法转化为生产力，而这将严重制约我国产业升级步伐。如果制造业的未来确实如工业4.0所描绘的图景，那么全世界的制造业都将面临同互联网和软件业的深度融合，工业部门将需要大笔新增投资。我国相关产业正在失去低成本优势，如果持续出现投资增速放缓，不能形成技术新优势，将有可能导致在新一轮国际制造业竞争中失利，中国“世界工厂”的地位面临严峻挑战。

## 直接融资具有较大增长潜力

固定资产投资的资金来源主要包括国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金，而自筹资金目前已经成为我国全社会固定资产投资的主要资金来源。以2014年为例，在53万亿元到位投资资金中，国家预算资金有2.5万亿元，金融机构贷款6.4万亿元，利用外资4000亿元，而自筹资金则达到37万亿元，占全部到位资金的70%。对于企业而言，自筹资金通常包括企业自有资金和外部融资（不包含金融机构提供的项目贷款）。自有资金一般难以满足企业投资需要，因此外部融资就成为影响生产性投资活动的决定性因素。

外部融资包括间接融资和直接融资，由于统计局数据已经将贷款在投资资金来源中单独列出，因此我们推测企业自筹资金中的间接融资部分，主要包含金融机构提供给企业的非项目性一般贷款、被挪用的其他项目贷款、票据融资和民间非正规金融机构提供的信贷资金；直接融资包括企业公开或私募发行股票和债券、占用企业间往来款项以及民间直接借贷。随着银行和非银行金融机构以及监管机构对于信贷资金使用的管理要求日益严格，企业挪用信贷资金从事投资活动的情况正在减少，

企业往来款项和非正规金融机构提供的资金规模有限，难以满足庞大的固定资产投资需求。可见，有望为企业提供增量资金的渠道，主要是直接融资。按照人民银行较窄的统计口径，2014年我国社会融资规模为16.4万亿元，其中企业债券和股票融资等直接融资方式合并占比为17.3%。显然直接融资仍然具有较大的增长潜力。

我国的直接融资体系主要包括股票市场、债券市场、私募股权市场、民间直接融资和互联网融资等几个组成部分。其中股票市场和债券市场发展相对成熟，交易证券数量较多，交投活跃，监管框架相对完善。而私募股权市场、民间直接融资和互联网融资则处于发展初期，交易活动透明度低，监管相对薄弱。经济新常态下，产业转型升级和创新驱动战略的实施，使得相当一部分投资活动具有“试错”和高风险特征，因此要求投资资金来源应具有更强的风险承受能力。

传统的间接融资体系将风险集中于银行等金融机构，导致风险过度集聚和银行业的逆向选择问题，客观上不利于创新投资活动的展开。直接融资体系将资金需求者和所有者直接联系在一起，省去了由银行作为资金中介的环节，客观上降低了银行体系风险，但却将投资风险转移给了资金所有者，如果资金所有者的风险识别能力较低，或者风险承受力较低，或者风险分散、转移能力较低，市场上又缺乏风险对冲机制和产品，那么资金所有者就不太可能积极参与此类投资项目，创新驱动战略也就无法充分实施。经济新常态要求直接融资体系具有完善的风险分担和利益共享机制，而这恰恰是当前我国直接融资体系所缺乏的。

综合以上分析，目前中国经济在融资领域存在的核心矛盾，是经济新常态对于融资的要求与相对落后的直接融资体系的矛盾。解决矛盾的根本出路是深化直接融资体制改革，其中首要的是推动直接融资发展战略的转变。

## 新常态下直接融资体系发展战略

我国传统上的正规直接融资发展模式，无论是在股票市场、债券市场还是相关衍生品市场，走的通常是“监管先行－严格准入－有序发展－管控风险”的路子。这种典型的政府主导的渐进式、试点式的改革思路，适应了初期各界对于直接融资认识不统一，市场基础、产

业基础和制度基础不稳固等特点，对于后发国家的市场化初期是适用的。但是随着中国经济市场化程度的迅速提高，实体经济对于直接融资的需求规模迅速扩大，需求结构发生深刻变化，使得人为控制的渐进式改革思路，难以跟上实体经济需求步伐，相对滞后的制度调整，反而成为制约直接融资市场发育的重要障碍。另一方面，过多的政府干预，既捆绑了政府信用，又滋生出部门利益、行业利益、小团体利益，形成了制约直接融资市场内生发展的限制性力量。

直接融资体系的唯一目标应是服务实体经济，而不能以自我循环和独立于实体经济存在为目标。回顾上世纪80年代英国的金融自由化改革和上世纪90年代美国《金融服务现代化》法案，其背景都是当时各国金融制度体系无法适应实体经济的新型金融需求，以及国际金融业和金融市场的竞争压力，而导致的政府向市场力量让步。我国同英美国家的经济、社会制度有根本区别，也没有必要模仿所谓的“金融自由化”或者“金融大爆炸”，但是在经济新常态下，处理好直接融资体制中的政府与市场的关系，还是十分必要的。

我们认为，我国直接融资体系的发展战略，应当体现新常态下实体经济发展的内在融资需求，体现十八届三中全会对直接融资体系的改革要求，体现市场在资源配置中的决定性作用，体现政府在去除管制，强化监管和防控风险方面的综合优势。

新战略可以简单概括为：以实体经济内在需求为基础，发挥政府的引领作用，促进各类直接融资市场的深度融合，完善直接融资风险分担机制，培育直接融资体系应对实体经济变化的弹性和灵活性。在此战略指引下，实体经济的直接融资需求将得到释放，社会闲置资本得到有效动员。“大众创业，万众创新”有了“大众融资，万众投资”相配合，创新驱动的国家战略才能真正取得效果。

在此战略指引下，政府以往对于股票、债券等直接融资市场的前端管制功能被削弱，但引导性投融资活动，监管各市场公平交易和处置系统性风险的功能得到强化，以往处于灰色地带的互联网融资和民间融资，也将处于监管覆盖范围内。

在此战略指引下，以往被人为或者制度分割的直接融资市场，如主板、中小板、创业板和新三板股票市场，以及交易所债券市场和银行

间债券市场将实现深度融合，政府管制色彩淡化。在股票（债券）发行注册制的配合下，各市场间的交流互动机制得以建立，市场分工逐渐明确，直接融资体系将能够更好地满足实体经济多元化融资需求。

在此战略指引下，直接融资体系将具备更强的风险分担能力，促进风险和收益在风险识别和承担能力不同的投资主体间配置，有效化解风险集聚和阻止风险盲目转移。既能满足风险程度不一的投资项目需要，又能够最大限度地保护投资者，特别是低风险承受力的公众投资者。

在此战略指引下，直接融资体系基于网络技术，建立分布式资金和风险交易监控机制，构造基于大数据的系统性风险预警和应对系统，实现对集中融资市场和分散融资活动的全覆盖监测，以及时评估直接融资体系的运行效率 and 安全性，评估其应对实体经济短期突发变化的能力，保持整个融资体系的灵活性和稳定性。

直接融资发展战略的转变存在诸多不确定因素。第一，相关政府部门和监管机构能否克服思维惯性，牺牲部门利益和克服外界干扰，坚定不移地推行去管制化。这不仅需要政府部门自身的努力，同时也需要有力的外部约束和强大的社会舆论氛围。第二，银行、证券、信托和保险等金融子行业能否有效打破行业封锁，促进行业间的业务渗透和融合，将金融机构资源集中用于开发和服务直接融资市场。第三，市场投资者能否尽快适应直接融资活动的多模式化发展，理性应对股票、债券等传统市场可能由此引发的意外资产价格波动，顺利接受新的直接融资产品和形成相应的投资策略。第四，技术层面的障碍能否尽快消除，如实现市场融合的跨市场网络交易平台技术、互联网融资非现场监控技术、大数据分析和融合，将金融机构资源集中用于开发和服

□中国上市公司市值管理研究中心执行主任 刘国芳

自去年5月9日新“国九条”提出鼓励上市公司建立市值管理制度以来，市值管理已成为中国资本市场上较为热门的话题与管理实践。不少上市公司通过跨界转型、拥抱互联网、设立并购基金、纷纷定向增发、推出股权激励、利用衍生产品进行市值套利等市值管理手段推动了公司市值的快速增长，也促进了资本市场的活跃与发展。

与此同时，种种打着市值管理旗号从事涉嫌虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为也暗流潜涌，有的直接冲撞了监管红线，遭到了监管部门的立案；有的游走于模糊地带，受到各方人士的关注。由此，不少上市公司和市场人士对市值管理产生了很多困惑，对鼓励上市公司建立市值管理制度的热情也出现了下降。因此，全面和正确地认识当前中国资本市场出现的市值管理困惑，对于上市公司增强市值意识、加强和规范市值管理、提升股东回报和促进我国资本市场可持续发展都具有重大意义。

## 一、市值管理的理论基础

困惑一：市值管理国外有吗？这是关于市值管理的理论问题，也是市值管理是否必要的问题。

市值管理是在2005年9月股权分置改革启动后由中国人首先提出的一个新概念，尽管目前资本市场上市值管理实践很红火，但现实中经常会有不少上市公司和资本市场人士提出这个问题。这个问题的潜台词是，市值管理有理论依据吗？

改革开放以来，国人习惯于从美国等发达市场上引入现代市场经济和资本市场的概念、理论和实践，由国人发明的经济学或管理学概念常常会碰到类似的问题。其实，尽管美国等成熟资本市场上没有市值管理这个提法，但是美国等成熟市场上最近40年一直就盛行着股东价值管理的理论与实践，应是中国市值管理的理论基础。

### 1.关于股东价值管理的理论演变

20世纪80年代中期，美国企业界在总结分析企业经营管理的实践基础上提出了股东价值管理的理念，并经麦肯锡顾问公司的提倡和推广开始得到了广泛的应用。股东价值管理思想的源头最早可以追溯到20世纪初Irving Fisher的资本价值理论，而F. Modigliani和M. H. Miller的资本结构定理（MM理论）奠定了股东价值管理的理论和实践基础，唤起了市场对股东价值的高度关注和广泛实践。

麦肯锡顾问公司Tom Copeland和波士顿咨询公司James A. Knight等人，明确提出了股东价值管理的概念和应用模型，为股东价值管理的推广和应用做出了重要贡献，标志着股

东价值管理理论的正式形成。

股东价值管理理论的产生其实涉及上市公司经理理念与经营目标的问题。在美国等成熟资本市场，股东价值最大化是上市公司经营的最高目标，也是体现经营绩效的综合指标，传统的“利润最大化”降级为追求市值最大化的手段之一。利润增长固然很好，但只有公司市值增长了，才有股东财富的增值，才有资本市场的投资价值，所以股东价值管理是上市公司应尽的责任和义务。

### 2. 股东价值管理的实践发展

到目前为止，西方股东价值管理实践的发展大致经历了三个阶段，即数字阶段、战略阶段和整合阶段。20世纪80年代中期是最初的数字阶段。在这一阶段，价值管理几乎只关注财务方面的因素，它始于那些企图低估公司价值的恶意收购者。这些恶意收购者以机构的报表评估为模式来评估公司的价值，他们认为股票价格是现金流和股本收益经风险调整以后的一个函数值。这样公司就变成了可以交易的商品，于是公司买卖大量出现，适应能力较弱的业务单位被剥离甚至清盘，有较好发展前景的盈利公司则被收购。在价值管理的战略阶段，公司关注的重点转向了运营，即从资产负债表的权利半部分转向了左半部分。价值管理的原则扩展到了内部运营的管理和公司战略评估等一些领域，在价值管理的整合阶段，价值管理的内涵和外延都得到了进一步扩展，股东价值最大化就很好地代表了股东的意愿。对各种管理决策如战略规划、资本配置、公司重组、绩效评估和股权激励来说，价值管理都是一个更完善的方法。

### 3. 市值管理理念在中国的提出与发展

施光耀和刘国芳在中国第一本市值管理理论专著《市值管理论》中提出，市值管理就是上市公司基于公司市值信号，综合运用多种科学、合规的经营价值经营方法和手段，达到公司价值创造最大化和价值实现最优化的一种战略管理行为。其中，价值创造是市值的基础，价值经营是杠杆，价值实现是目的。

对比中国市值管理理论与西方价值管理理论的异同，可以这样说，市值管理理论是建立在西方价值管理理论基础上的，是价值管理理论在中国的延伸和发展。因为在成熟市场，公司的内在价值一般都能在市场上得到充分体现，市值就等于价值，所以公司更多地关注的是其价值创造能力，价值管理普遍流行。但在像中国这样的新兴市场，市值与其内在价值大幅背离的现象较为常见，在这种情况下，上市公司除了要最大化创造内在价值外，还需要通过揭示内在投资价值以及回购与增减持等价值经营手段，实现内在价值与公司市值之间的动态均衡。

## 二、市值管理的主体

困惑二：市值是股东持有的，在大股东没有

要求的情况下上市公司一定要开展市值管理吗？这是关于市值管理的主体问题，即市值管理由谁来管理的问题。

这个问题之所以重要，是因为在实践中存在着市值管理由谁来管理的两个极端：一是大股东没有要求，上市公司不作为，如大多数国有控股的上市公司；二是大股东直接作为，可能导致上市公司治理混乱、内幕交易、操纵股价、信息披露不规范等问题。

现代上市公司的治理是一组委托代理关系，首先是股东大会委托董事会来管理公司，其次是董事会委托经理层来执行董事会作出的重大决策。因此，谁是上市公司市值管理的主体，成为了困扰不少上市公司的难题。鉴于中国上市公司董事会与经营层重叠程度较大，加上大股东对股东大会有决定性的影响力，这个问题实际上变成了市值管理是大股东的事还是上市公司（董事会与经理层）的事。

从规范的上市公司治理角度来讲，既然股东大会已委托董事会管理公司，既然市值管理是上市公司的一种日常管理，大股东就不应在股东大会之外，对上市公司董事会或经理层下达市值管理指令或施加影响。因此，市值管理的日常主体无疑应是上市公司自身（董事会与经理层），上市公司是市值管理行为的具体组织者和实施者。

当然，由于对于上市公司股东大会有巨大影响力，出于对自身股权市值增长的考虑，上市公司大股东可以通过股东大会对上市公司董事会提出市值管理的要求甚至是目标，上市公司践行市值管理最有利的敦促者和支持者。但是提出市值管理要求和市值增长目标与直接参与市值管理是有区别的。不守住这个界线，实践中就会出现大股东内幕交易、操纵股价和信息披露违规等问题。如有的上市公司大股东出于做大上市公司市值的需要，背着上市公司去找项目或与投资者沟通，泄露了上市公司没有披露的重大信息导致股价异动，就是典型案例。

上市公司市值管理有时需要聘请投行、咨询公司、投资机构等中介机构，但这些中介机构显然不是上市公司市值管理的主体，只是上市公司市值管理的助手或顾问。如投行担任上市公司并购、融资、增减持等的财务顾问，财经公关公司担任上市公司投资者关系管理顾问等。另外，投资机构认同公司投资价值而购买公司股票等，也只是一种投资行为。如果上市公司图方便或认识偏差，就很容易犯下将市值管理的主体作用交给私募投资等机构，对私募投资等机构的行为不加约束，还进行配合股价拉升行为的话，那就不是市值管理了，就变成了内幕交易与操纵股价。

## 三、市值管理的内涵

困惑三：影响公司市值的因素太多了，尤其是股市大盘走势对公司市值影响太大，市值怎

么管？这是关于市值管理的内涵问题，即市值管理管什么的问题。

短期内影响上市公司市值的因素很多，既有内部的，如公司商业模式、发展前景、赢利能力、公司治理等；又有外在的，如宏观经济、行业景气、大盘走势、投资者偏好等。但从中长期来看，影响一家上市公司市值增长的关键因素还是取决于内在因素。巴菲特说过，短期来看股市是投票机，长期来看股市是称重机。这个重量（市值）的大小，其实就取决于公司内在因素所决定的内在价值。因此，积极的市值管理应是，从分析和梳理影响公司市值增长的内在因素出发，着重改进和提升影响公司市值增长的关键因素，从而达到促进公司市值的可持续增长。归纳影响公司市值增长的关键内在因素，笔者总结为三个重要方面。

（一）公司的价值创造能力，这是公司市值成长的基础。具体来说，提高公司价值创造能力可从以下三个方面着手。

一是优化公司商业模式，提高公司赢利能力，打开公司赢利成长空间。力争创建一个用较少成本而创造较高赢利能力的商业模式，力争进入或创造一个赢利成长空间较大的一个商业模式。需要不断加强赢利性业务，不断出售不良资本，不断购买成长性资产，从而动态长期地优化公司的商业模式。

二是优化产业价值链管理，让每一个环节都创造价值。任何一个上市公司所从事的一种生产或服务，都处于一个特定的产业价值链上，要通过产业价值链分析，目的在于改善企业在特定行业或细分市场中的产品竞争地位和价值增值的大小，让公司树立价值导向，让每一个环节都创造价值。

三是优化公司治理，加强科学决策和运营，提升公司赢利能力和风险管理能力，保障公司经营业绩的可持续增长，实现上市公司做百年老店的愿望。

（二）公司价值实现能力，这是公司良好内在价值表现为良好市值的桥梁。具体来说，提高公司价值实现能力，可以从提升公司投资者关系管理能力、分析师关系管理能力和媒介关系管理能力三个方面去开展。（三）公司价值经营能力，这是合理利用公司良好市值加快公司发展和维护公司市值稳定的重要手段。在高估的时候，实施股本扩张，如股权融资、换股并购、转增股本或送红股；低估时，采取回购、大股东或高管层增持、加强预期引导等手段，维护公司市值的稳定。

## 四、市值管理的制度建设

困惑四：市值管理制度建设指引还没出台，市值管理有那么多迫切吗？这是关于上市公司市值管理制度建设的问题，即市值管理如何系统开展的问题。

尽管去年5月9日新“国九条”明确提出鼓

励上市公司建立市值管理制度，但由于相应的市值管理指引迟迟没有出台，加上市场上存在不少操纵股价等所谓伪市值管理等，相当部分上市公司认为市值管理容易走上歧路，采取消极回避甚至怀疑的态度，影响了上市公司开展市值管理的积极性。

尽管新“国九条”并未提及上市公司市值管理制度的内涵，但结合近一年来证监部门相关领导关于上市公司市值管理的演讲，以及近九年笔者在上市公司市值管理咨询过程中积累的一些经验，拟对上市公司市值管理制度建设的内涵作一点讨论。

制度本身带有系统、规范和常态的特点。因此，上市公司开展市值管理需要讲究系统性、科学性、规范性、常态性、可操作性和可考核性。影响上市公司市值的因素有很多，这就要求上市公司的市值管理必须是系统思维，整体推进，而不能是东一榔头西一棒子，那样容易顾此失彼，事倍功半，或者无功而返。因此，上市公司市值管理的制度应包含以下七个方面的内容。

一是上市公司市值管理的战略与路径。上市公司市值管理战略包含公司的定位和市值管理愿景，上市公司3至5年市值管理目标，包括3-5年的市值增长目标、价值创造子目标、价值实现子目标、价值经营子目标等，以及实现这些目标的总体路径。

二是上市公司市值管理的年度计划与措施。上市公司3至5年市值管理目标和路径只有分解为每一年的计划与措施，上市公司的市值管理目标才有可能实现。

三是上市公司市值管理的规范与流程。上市公司市值管理的规范和流程包括市值管理应遵循的法律法规和操作流程等，保证市值管理的合规性。

四是上市公司市值管理的方法与策略。上市公司市值管理的方法与策略包括市值管理的总体方法与策略、价值创造方法与策略、价值实现方法与策略和价值经营方法与策略。

五是上市公司市值管理的机构与职责。上市公司市值管理的机构与职责包括市值管理的领导机构与职责、市值管理的执行机构与职责、市值管理的培训机构与职责、市值管理的考核机构与职责等。

六是上市公司市值管理的人才与培训。上市公司市值管理的人才与培训包括上市公司市值管理的人才资质、人才选拔、人才配置、人才培训等。

七是上市公司市值管理的考核与奖惩。上市公司市值管理的考核包括业绩与市值等的复合考核、业绩与市值的绝对与相对考核、市值管理过程与结果的考核等。上市公司市值管理的奖惩包括现金与股票的奖惩、短期与中长期的奖惩、现职与退职的奖惩等。有了上述七方面的系统措施，上市公司开展系统、科学和合规的市值管理才有了保障。