

强化制度衔接配套 发挥资本市场制度改革集成效应

杨成长* 龚芳** 袁宇泽*** 王婧文****

自2023年7月中央政治局会议提出要活跃资本市场,提振投资者信心以来,资本市场从融资端、投资端、交易端出台一系列改革举措,通过基础制度改革来推进市场结构优化和基础功能改善,资本市场服务实体经济的能力得到明显提升。2024年4月国务院发布资本市场新“国九条”,围绕强监管、防风险、促高质量发展三大主线,资本市场“1+N”政策体系加速落地。然而从市场运行看,年初以来,我国资本市场仍呈现较大波动,为应对市场下行压力,国务院及证券监管部门出台了一系列改革举措,但投资者信心不足、市场活力不强的局面尚未实现根本性扭转。

究其根源,资本市场基础制度衔接不够、协调不足、配套机制不完善是影响制度改革效果的重要因素。与过往不同,当前资本市场制度改革呈现出多层次、多主体、多领域并行的立体化特征。从制度改革层次看,资本市场从市场自身制度、中介机构主体、监管机构改革等多维度推进,改革不断走向纵深。从制度改革主体看,党中央、国务院为资本市场确立大政方针和相关决策部署,并通过立法为资本市场发展提供上位法基础和总体制度框架,证券监管部门围绕资本市场逐步健全“1+N”政策体系,交易所等市场组织者出台一系列配套改革举措,行业协会等自律性组织从引导中介机构规范发展、推进行业自律管理等方面持续完善配套制度。从制度改革领域看,近年来资本市场围绕投资端、融资端、交易端及产品端出台了一系列举措,发行上市制度、交易制度、退市制度、上市公司持续监管、机构监管、监管机构自身建设、信息披露制度以及投资者保护制度在内的多领域改革齐头并进,全面推进全流程、全领域式改革。

* 申万宏源证券研究所首席经济学家。

** 申万宏源证券研究所政策研究室主任、首席研究员。

*** 申万宏源证券研究所资深高级研究员。

**** 申万宏源证券研究所研究员。

多层次、多主体、多领域等立体化的制度改革极大地丰富和完善了资本市场基础制度体系,多项改革举措的相继出台也增加了制度之间的复杂关联性,对制度体系的衔接、协调程度提出了更高要求。资本市场作为经济运行的“晴雨表”,是投资者对经济社会预期的集中反映,其不仅受资本市场基础制度影响,还受到公司制度、产权制度、国资改革、社会信用体系、区域经济改革等多方面的影响,甚至部分非经济性政策也将对资本市场运行带来较大影响。资本市场不仅反映投资者对上市公司盈利的预期,也受投资者对宏观经济预期的影响较大。资本市场的制度改革不仅要考虑单一政策自身的合理性、有效性及可能带来的市场影响,更要注重不同政策之间的相互关联及合成影响,更好发挥整体制度改革的集成效应。

二十届三中全会《决定》提出,“健全投资和融资相协调的资本市场功能,防风险、强监管,促进资本市场健康稳定发展”。对改革方式提出“更加注重系统集成,更加注重突出重点,更加注重改革实效”的要求。为更好贯彻落实二十届三中全会精神,资本市场要在以往制度改革的基础上,更加注重制度衔接和配套,突出改革的系统性、整体性和协同性。要发挥制度整体改革的集成效应,重点做好以下六方面的制度衔接和协调,在最大程度上推动市场各类主体归位尽责。

一、推动融资端改革和投资端改革协调发展

融资和投资是资本市场基础功能的一体两面。二十届三中全会要求“健全投资和融资相协调的资本市场功能”。从境外成熟市场的发展经验看,资本市场融资端和投资端制度改革呈现出相互促进、相互依赖的特征,美国在1933年和1934年分别出台《证券法》和《证券交易法》推动市场融资端改革,紧接着在1940年出台《投资顾问法》和《投资公司法》为市场投资端改革提供整体的制度框架。近年来,为深化投融资端改革,我国也相继出台了一系列改革举措,在融资端优化发行上市条件、推进市场化并购重组、新设科创板和北交所,在投资端大力鼓励公募基金等机构投资者发展,推进基金产品降费,完善投资者权益保护。随着改革举措的相继落地,我国资本市场投融资功能逐步提升,近年来市场首发融资规模已位居全球前列,对不同类型企业上市融资的包容度、发行上市效率明显改善,资本市场的投资吸引力也有所增强。

以提升上市公司质量为抓手,更好推进资本市场融资功能和投资功能的协调发展。注册制改革以来,资本市场的快速扩容对市场自身的供求平衡能力提出了更高

要求,如何加强融资端改革与投资端改革之间的制度衔接是推进市场投融资功能协调发展的重要基础。要以提升上市公司质量为抓手,在融资端不断调整优化发行上市条件,把好“入口关”,强化证券中介机构“看门人”职责,为市场筛选出真实、优质的企业,通过推进市场化并购重组来引导鼓励上市公司做大做强。上市公司是资本市场价值创造的源泉,在着力提升上市公司质量的同时,要引导上市企业注重企业治理制度创新,通过治理结构和财务结构的双重优化效应来提升创值能力,进而提升资本市场的中长期投资回报水平,健全市场投资功能。要统筹推进发行上市、并购重组、上市公司持续监管及退市等制度改革,将提升上市公司创值能力作为政策制定和效果评估的重要指标。通过优质上市公司价值创造来提升市场长期稳定回报水平,进而吸引更多中长期资金进入市场;同时通过引入更多中长期资本和耐心资本流向科技创新、绿色转型和数字化等新质生产力领域,来更好发挥市场资源配置功能,以融资端改革带动投资端发展,以投资吸引力的提升反哺市场融资功能的优化。

发挥好金融产品连接投融资两端的桥梁作用,推进资本市场投融资一体化发展。要统筹推进融资端、投资端及产品端的发展,在融资端强化对科技创新和新质生产力企业早期融资服务支持的同时,要加大股权投资私募产品的创新,优化不同投资期限股权私募基金的税收政策,通过税收优惠及结构化设计引导壮大耐心资本、长期资本,推动其投小、投新、投早和投硬科技。在投资端推进降费改革来降低投资者综合投资成本的同时,要加大各类基础金融产品的创新,完善大类资产配置产品体系,一方面创设更多低风险、低波动、低回撤的投资产品,更好满足从银行储蓄转化而来的投资者低风险偏好的需求;另一方面创设更多结构性衍生金融产品,为各类投资机构及企业提供更多的风险管理工具,推动资本市场服务从单一的融资金融向综合金融转变。

二、推动强化市场监管与提升市场活力相协调

处理好活力与秩序的关系,在强监管、防风险与市场活力间实现平衡发展一直是制约资本市场发展的难题。长期以来,我国资本市场改革面临“一管就死、一放就乱”的窘境,强监管在确保不发生重大系统性风险的同时,也容易引发市场主体活力不足,市场预期转弱等问题。弱监管在鼓励业务创新的同时又容易引发市场主体“一拥而上”,市场秩序混乱等难题。近年来,资本市场监管一直在强弱之间寻求平衡,2019

年推行注册制试点改革,各类结构性金融衍生品快速发展,量化交易、程序化交易等新型交易方式异军突起,市场活力明显提升,2021年A股日均交易量超过万亿元水平。上市公司数量的快速增长给资本市场自身供求平衡机制带来压力,同时各类结构性产品及新型交易方式的发展在很大程度上也改变了市场交易策略和风格,市场运行呈现出热点快速轮动、骤冷骤热的态势。为更好引导市场有序发展,2023年以来证券监管部门逐步强化监管,监管政策导向由松到紧的转变又容易影响市场预期,市场走势及交易活跃度都面临较大的下行压力。

以引导市场规范有序发展为导向,统筹市场风险防范与市场活力发展。二十届三中全会《决定》强调:“坚持系统观念,处理好经济和社会、政府和市场、效率和公平、活力和秩序、发展和安全等重大关系,增强改革系统性、整体性、协同性。”资本市场改革要处理好加强市场监管、防范市场风险与促进市场高质量发展之间的关系。加强市场监管并不意味着单一的政策收紧,而是从问题导向出发,找准资本市场风险源,疏通各类体制机制的堵点卡点,顺应市场风险特征的新变化来有效防范各类风险。是要通过加大对违法违规行为的惩罚力度来规范市场发展秩序,更好发挥市场的价格调节机制来推进市场高质量发展。是要以分类监管为抓手,在有效整治市场乱象的同时,坚持疏堵结合、收放平衡,给予大型、规范发展的金融机构更多先行先试的机会,有效激发市场主体活力,在业务试点的基础上推进各项创新业务转常规,实现鼓励市场创新与防范市场风险的平衡。是要监管政策给予市场主体相对明确的预期,通过相关政策指引明确哪些是相对限制的行为,哪些是政策鼓励的方向,引导金融机构及市场主体在规范有序的前提下创新发展。

三、推动规范大股东行为与保护中小投资者利益相结合

健全投资者保护机制是资本市场发展的重要目标。2008年金融危机后,全球金融市场都相继推进了监管体系改革,尽管各国金融监管体系及分工有所不同,但投资者保护都是金融监管的核心目标之一。为更好保护中小投资者利益,近年来针对大股东违规减持、内幕交易、财务造假、操纵市场等违规行为我国出台了一系列政策并重拳出击治理各种侵害投资者权益的行为。在新一轮金融监管机构改革中,我国在金融监督管理总局下设专门的金融消费者保护机构,统筹金融领域的投资者保护工作,证券监管部门也多次强调投资者保护是证券监管的首要任务。

理清大股东行为规范与投资者利益保护之间的关系,实现两者融合发展。二十届三中全会《决定》提出,“完善大股东、实际控制人行为规范约束机制。完善上市公司分红激励约束机制。健全投资者保护机制。”以大股东、董监高为代表的“关键少数”是资本市场的重要参与主体,资本市场制度改革一方面要强化对“关键少数”群体的行为监管,严厉打击欺诈发行、财务造假、内幕交易、违规减持等违法行为,引导上市公司提升信息披露质量,为投资者创造公平、公正、公开的市场交易环境;同时引导上市公司大股东加大分红、股份回购力度,健全回报投资者的长期机制。另一方面,也要意识到提升市场中长期稳定回报是增强投资者获得感的重要举措,资本市场的投资回报率取决于上市公司的质量,要在健全投资者保护机制的同时,在最大程度上鼓励大股东创新发展,通过经营治理、业务模式的创新来不断提升A股整体上市公司的盈利能力,为资本市场创造源头活水。

大股东行为规范与投资者保护需要充分考虑我国投资者结构特征。与境外市场机构投资者主导的结构不同,中小投资者是我国资本市场的重要参与主体,持股市值占比超过1/3,交易量占比接近70%。与此同时,我国法人持股比例较高,以产业资本为代表的法人持股其减持、并购重组等行为将对市场带来较大影响。我国一方面要加快推动上市公司股权结构社会化、分散化,提升中小投资者在公司决策中的话语权,更好地制约大股东负外部性的资本运作行为,引导鼓励上市公司合理分红,防止在分红中利益过度向大股东倾斜进而影响中小投资者的权益。要处理好上市公司特殊股权架构与中小股东话语权的平衡关系,要推进个人投资者与机构投资者在有效信息获得上的公平性,为各类投资者创造公平的交易环境。另一方面也要加强投资者教育和引导,改变炒小、炒差等投机行为,引导投资者通过加大中长期股权投资来获得相对稳定的长期收益,做好投资者预期管理,避免追涨杀跌带来的投资者收益剧烈波动。

四、推动市场短期调节与长期稳定机制建设相结合

市场的短期调节与长期稳定发展是资本市场运行在不同时间维度上的体现。与其他市场不同,资本市场的运行除了受自身制度机制及国内经济基本面影响外,境外市场的波动也将借助风险传导等形式对其产生影响。受境内外复杂多变环境影响,近年来资本市场波动有所加大,为有效平抑市场波动,提振投资者信心,我国出台了

一系列短期调节政策,纠偏量化交易、融资融券等交易行为,肃清市场环境。与此同时,为推进资本市场长期稳定发展,围绕提升上市公司质量、优化完善交易机制、培育市场长期资金、引导专业投资机构做大做强、推动市场高质量对外开放,我国出台大量政策,对引导市场平稳运行发挥了重要作用。

要充分认识到我国资本市场波动较大呈现出长期性、复杂性特征,短时间内难以轻易改变,要将短期市场波动管理与长期稳定机制建设相结合。二十届三中全会《决定》提出,“建立增强资本市场内在稳定性长效机制。”应对市场短期剧烈波动,一方面要果断采取调节与对冲手段,扭转市场悲观预期,将资本市场政策与财政政策、货币政策以及非经济性政策结合,审慎出台收缩性、抑制性政策,强化政策统筹,确保同向发力、形成合力,推动资本市场快速回到稳定发展轨道。另一方面也要考虑到短期调节政策对市场长期运行的影响,短期调节政策不能与市场长期稳定机制的导向相冲突,在市场情绪逐步企稳后,要适时推进短期调节政策的退出。要更多借助市场自身的供求平衡机制、多空博弈机制及定价调节机制来形成长期的内生稳定性,推进资本市场走稳。

五、推动引导长期资金入市与提高上市公司质量相结合

庞大的长期投资机构与优质的上市公司群体是资本市场高质量发展的重要基石。从美国、日本等境外市场经验来看,优质的龙头企业和稳定的中长期资金来源是资本市场高质量发展的核心要素。养老金入市过程中公募基金、ETF等产品的扩容和大型科技龙头企业的超常规发展共同推动了美股长牛,日本政府养老基金(GPIF)对权益类资产的增配和传统行业大型上市公司ROE的提升也共同为近年来日股厚积薄发创造了条件。近年来,围绕提升上市公司质量,培育壮大机构投资者,培养耐心资本、长期资本,我国出台了一系列改革举措,市场机构化程度有所提升,在推进长期投资和价值投资上发挥了重要作用。

统筹推进长期资金发展和上市公司质量提升,推进资本市场形成长钱、长投、长牛的良性循环。二十届三中全会《决定》提出,“支持长期资金入市,提高上市公司质量。”一方面要丰富市场增量长期资金的来源,在加大养老金、社保基金等中长期资金入市规模的基础上,完善适配长期投资的基础制度,优化金融资产减值变动的会计准则,减少由于记账规则导致的交易行为短期化,进一步完善对年金、保险机构的考核

机制,大力发展 ETF 等被动型产品,为投资人提供更多的长期配置工具,构建支持“长钱长投”的政策体系。另一方面要发挥长期资金在完善上市公司治理机制上的重要作用,探索为专业投资机构参与公司治理提供更多制度支持,加快发布机构投资者参与公司治理行为指引,明确机构投资者参与公司治理的目标、渠道、行为约束等。更好发挥专业投资机构意见的市场引导性,鼓励社保等长期资金学习境外养老金积极股东主义实践经验,积极尝试以私下协商、公开信、递交股东议案等方式参与公司治理。发挥长期资金的专业作用来推进上市公司优化治理结构,通过治理结构的改善来推进上市公司财务结构和盈利能力的优化,进而持续提升回报投资者的能力,实现长期资金与上市公司的双向赋能,实现市场长钱、长投、长牛的良好循环。

六、推动场内市场与场外市场协调发展

场内、场外市场协调发展是提升资本市场包容性,健全多层次资本市场体系的重要基础。从境外市场经验看,美国庞大的场外市场体系是支撑场内市场高质量发展的基石,粉单市场不仅为场内市场企业的退市提供了有效承接,同时场外市场的做市商交易机制及私募股权产品交易也为场内市场交易机制的多元化及私募股权行业的发展提供了重要支持。健全多层次资本市场体系一直是我国资本市场制度改革的重要内容,近年来我国新设科创板和北交所,已初步形成“场内市场+全国性场外市场+区域场外市场”为主的三层次资本市场架构体系,转板机制推出也进一步加强了不同市场层次之间的衔接机制。

处理好交易所间的适度竞争关系,推进场内市场差异化发展。美国和日本各交易所发展的经验表明,交易所之间适度的竞争有利于资本市场的发展,纽交所在纳斯达克的竞争下快速拥抱电子化交易,并通过上市公司的改革提高了自身包容性,又如日本东京交易所和大阪交易所的合并和板块精简提高了交易效率,推动东交所成为便捷、高效、具有竞争力的综合交易所。近年来我国不断完善场内市场不同板块之间的差异化定位,已初步形成主板市场积极服务大市值企业、成熟蓝筹企业,科创板服务“硬科技”企业,创业板服务“三创四新”企业,北交所服务专精特新等创新中小企业的错位竞争格局。但在实际操作中,企业的行业属性、科创属性难以实现清晰的区分,企业选择上市板块更多是从发行成本以及板块估值水平进行考虑,优先选择平均估值高、发行周期短的板块上市。从统一大市场建设的角度出发,如何更好满足不同

企业主体的上市需求,鼓励交易所间的适度竞争,提升多层次资本市场对新质生产力的适配性仍是关键所在。

处理好区域股权市场与统一大市场的关系,推进场内市场、场外市场协调发展。二十届三中全会《决定》提出,“推动区域性股权市场规则对接、标准统一。”当前我国区域股权市场发展呈现出多元、分散的态势,挂牌多交易少,登记多融资少的局面在很大程度上制约了场外市场融资功能和交易功能的发挥。要处理好区域股权市场分散布局与全国统一大市场建设的关系,在尊重区域经济发展及企业差异化特征的基础上,推动区域性股权市场的规则对接和标准统一;要将区域股权市场的发展与全国统一大市场的建设相融合,注重市场制度的统一性,防止由于市场割裂导致的制度套利;要将区域股权市场的发展融入城市群及国家区域一体化发展规划中,鼓励城市群内的区域性股权市场数据资源共享,建立市场监管合作及信息共享机制;推进区域股权市场与场内市场的规则对接,加快完善登记、结算、信息披露等基础设施建设,建立场内场外市场间的互联互通机制,提升区域股权市场间以及区域股权市场与场内市场间的有效衔接和有机联系。

资本市场制度改革效应的发挥要通过强化制度衔接来整体发挥制度集成功能。要推动融资端改革和投资端改革相结合、风险防范与提升资本市场活力相结合、规范大股东行为与保护中小投资者利益相结合、短期市场调节与建设长期稳定机制相结合、引导长期资金入市与提高上市公司质量相结合、场内市场发展与场外市场发展相结合,打通过往资本市场制度改革中的堵点难点问题,健全资本市场在高水平社会主义市场经济体制中的重要作用,更好地服务经济高质量发展。