

着力构建资本市场六大平衡

石建勋 王盼盼

“十三五”规划建议提出：“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，推进股票和债券发行交易制度改革”。而在11月10日中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记指出：“要防范化解金融风险，加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场”。这无疑为今后资本市场改革指明了方向。我们应该加快资本市场制度建设，着力构建资本市场六大平衡。

构建融资者利益与投资者利益的平衡

数据显示，2005年至2015年6月底，沪深两市各类融资总额达5.96万亿元，累计分红总额为4.51万亿元，而2009年至今累计回购仅128.94亿元，若按“融资-分红-回购=净融资额”简单计算，净融资额达到1.45万亿元。可以看出，上市公司分红比例整体偏低，回购更是少之又少，企业通过资本市场融得的资金总额远大于通过分红、回购等方式回馈给投资者的收益，投资者投入资本市场的资金远大于从资本市场获取的收益，融资者与投资者利益失衡严重。如果投资者在资本市场长期损失惨重，信心和热情一次又一次地被伤害，长此以往，远离资本市场就会成为他们的必然选择。

众所周知，投资功能是资本市场基本功能，资本市场失去了投资功能，吸引不了投资者广泛参与，就会失去融资功能，最终资本市场将会一“熊”不振。因此，推进注册制改革必须着力构建融资者与投资者利益的平衡，使资本市场从“重融资”转向“重回报”，从“融资市”转向“投资市”。

构建融资者利益与投资者利益的平衡，指导思想是从制度层面约束企业真正为投资者着想，强化上市公司积极回报投资者的意识。具体包括：

1. 完善上市公司治理与内控机制。强化对上市公司在健全公司治理及内控方面的监管，强化资本约束、市场约束和诚信约束等，督促上市公司不断提高其治理水平，以提高公司透明度、加强对公众投资者的保护。

2. 加强对“董监高”的减持约束。完善和细化《公司法》、《证券法》等相关法律法规中有关上市公司“董监高”买卖本公司股票的限制性规定，无论“董监高”是采取间接方式还是直接方式持有上市公司股票，其减持都应受到约束，以此维持“董监高”持股的相对稳定性，使其利益与中小股东利益保持一致。手中股权是从作为“董监高”的父辈手中继承而来的“股二代”，也应受到相同减持约束。

投资功能是资本市场基本功能，资本市场失去了投资功能，吸引不了投资者广泛参与，就会失去融资功能。构建一二级市场的平衡，指导思想是降低一级市场的高利润水平，对二级市场投资者利益给予更多保护。

3. 新增现金分红制度。上市公司少分红或不分红，投资者将资金投入股市只能单纯依靠赚取股票价差获利，等于是变相鼓励投资者进行短线投机套利，企业也无法获得长线资金进行长期发展。通过提高分红比例、回购等方式把收益回馈给投资者，让投资者能够获得稳定持续的投资收益，真正分享到上市公司的价值创造，从而保持资本市场可持续的吸引力。

构建一级市场与二级市场的平衡

我国一二级市场严重失衡，根本原因在于二者风险收益水平极不对称，以及由此引发的资金争夺、发展不协调和利益分配机制失衡。一级市场高收益低风险，二级市场低收益高风险，导致投资者热衷于申购新股（打新），在一级市场申购新股后再到二级市场抛售，充当资金的“循环搬运工”。这既二级市场资金不断搬出并大量流入一级市场，对二级市场产生严重冲击与破坏，又导致一些绩差公司股票被爆炒；二级市场投资者在承担高风险的同时却得不到相应收益，由此引发一、二级市场严重失衡，并导致资金恶性循环。但如果二级市场持续低迷，资金不断从二级市场流向一级市场的恶性循环将最终导致一级市场申购的新股难以在二级市场卖出高价，也即“破发”。最终一二级市场的所有投资者都会受到伤害，资本市场投融资功能弱化甚至丧失，这必然不利于注册制改革的推出。因此，一级与二级市场相互平衡，并且互为对方的发展提供条件，是保证资本市场平稳健康发展的必然要求，也是推行注册制改革的前提条件。近期管理层推出新股发行新政，打新无需预交资金，按市值配售，这无疑有助于构建一二级市场的平衡。

构建一二级市场的平衡，指导思想是降低一级市场的高利润水平，对二级市场投资者利益给予更多保护，从而让二者之间风险与收益水平逐渐趋向均衡。具体包括：改进新股定价形成机制，推动实现新股发行市场化，以抑制新股高价发行。完善股票退市制度，杜绝恶炒绩差公司股票，鼓励长期资金入市，将保护二级市场公众流通股股东利益真正落到实处。引入不对称比例配售制度。中国香港资本市场在新股发行上所采取的是

不对称比例配售措施，面对大量申购者，采取不均衡分配的办法予以配售，使得申购量少的账户获得配售的比例高、申购量大的账户获得配售的比例低。通过引入不对称比例配售制度，有效遏制资金“无节操”流入一级市场，化解一级市场申购的规模效益，以此来平衡其与二级市场的矛盾，从而使整个资本市场的风险与收益水平大体相称，一级市场和二级市场的利益格局更加和谐。

3. 建立和完善转板机制。设立转板标准和转板程序，完善各市场间有机转板和退出机制，如打通新三板和创业板的转板通道，和未来的上交所战略新兴板的转板通道，使新三板挂牌企业在符合条件的情况下通过转板机制转到不同层次的场内市场，而其他市场中不再符合上市条件的公司则转至新三板。

通过各个层次市场间形成或进出的有机联系，盘活多层次资本市场。

构建融资速度与引资速度的平衡

我国资本市场的融资与引资速度失衡源于长期以来只重融资而不注重将储蓄资金引入实体经济，大量资金囤积在投机领域追求一夜暴富，既无法助力实体经济的发展，也使资本市场泡沫越滚越大。我们知道，资本市场存在的首要目标是服务实体经济，而且实行注册制的初衷便是让更多优秀的企业可以融到资金，以提升资本市场服务实体经济的能力。应该看到，若脱离实体经济的扎实稳定发展，短期内，资本市场或许可以出现繁荣，但这种“非理性的繁荣”既背离了注册制改革初衷，也提升了整个国民经济的风险。因此，构建融资速度与引资速度的平衡，加强资本市场与实体经济的联系，既是实现资本市场稳定健康发展之本，也是注册制改革的成功之基。

构建融资与引资速度之平衡，首要任务便是正本清源，明确服务实体经济乃资本市场之本，必须始终坚持资本市场为实体经济服务的指导思想。因此，需加快完善多层次资本市场建设，提升资本市场服务实体经济能力水平，具体包括：

1. 建立健全多层次资本市场。完善市场层次，搭建多元化投融资平台，分散过多企业融资对市场的压力，优化企业融资结构，同时为投资者提供组合投资、分散投资的市场条件。中国构建多层次资本市场，主要任务就是要大力发展战略融资市场，包括场内市场和场外市场、现货市场及衍生产品市场。

2. 确立上市标准的多层次取向和高标准取向。针对不同板块，在主板、中小板、创业板、新三板以及区域性股权交易市场设立不同的挂牌标准，使各类不同阶段的企业都能在不同的市场找

到自己的定位。同时，为场内的上市条件设立高标准，有利于遴选最优秀的企业上市，场内市场是精品市场，理应由最优秀的公司上市交易。

3. 建立和完善转板机制。设立转板标准和转板程序，完善各市场间有机转板和退出机制，如打通新三板和创业板的转板通道，和未来的上交所战略新兴板的转板通道，使新三板挂牌企业在符合条件的情况下通过转板机制转到不同层次的场内市场，而其他市场中不再符合上市条件的公司则转至新三板。

通过各个层次市场间形成或进出的有机联系，盘活多层次资本市场。

构建上市与退市的平衡

注册制下企业上市数量会大幅提高，这就需要一个健全有效的常态化退市机制与之对应，否则长时间只有上市没有退市必然会损害资本市场带来各种弊端。企业优胜劣汰、市场吐故纳新，再正常不过。一个健康有活力的资本市场应该是一个有进有退、动态平衡的市场，在美国等成熟资本市场上上市公司退市是常态化的。因此，构建常态化退市机制，维持上市与退市的动态良性平衡，是推进注册制改革的重要前提。

只有让那些垃圾公司有效率地退出上市公司序列，才能真正有助于市场主体牢固树立风险意识，有效遏制炒概念、题材和重组等。

构建上市与退市的平衡，首要任务就是加快完善股票退市制度。具体包括：

1. 有步骤地落实股票退市制度，提高退市效率。美国股市“大进大出，大浪淘沙”，得益于高效率的市场化退市机制，中国亟需尽快启动多元化退市制度，真正让1元股成为垃圾股的代名词，重新恢复股市优胜劣汰的资源配置功能。

2. 突出退市的市场化，管住地方政府“闲不住的手”。基于种种考虑，地方政府不愿意当地的上市公司退市，便通过财政补贴、减免税费等行政托底手段，把处于退市边缘的企业拉回来，由此导致垃圾公司仍白白占用宝贵的上市资源，资源无法实现最优配置。

3. 解决好退市后对投资者的补偿问题。投资者花费大量资金购买企业股票，若退市后没有处理好投资者补偿问题，使投资者蒙受大量损失，将动摇投资者对股市的信心。建立健全投资者补偿制度，探索退市保险机制，确保退市后投资者合法权益能够得到制度保障。

构建多方与空方的平衡

注册制改革的推出需要一个平稳健康发展的资本市场而不应该是非理性连续快速上涨或连续大幅下跌，这就要求资本市场中多方与空方力量的平衡。市场的涨落按市场经济规律运行，多空双方的博弈使得市场在小幅范围内有涨有跌，长期来看涨的多方与看跌的空方基本处于平衡，而不会出现单边市的暴涨暴跌。

构建多空平衡，指导思想是培育投资者的价值投资理念、鼓励长期投资，遏制机构投资者散户化行为、市场操纵行为等。具体包括：

1. 建立上市公司强制分红制度，优化投资者回报机制。通过强制性分红使投资者能够获得持续稳定的收益，而不是仅通过博取差价获利，以此激励投资者长期持有股票，而非短期投机套利。加快完善对机构投资者群体培育和约束机制。提高机构投资者占比，大力培育发展多样化机构投资者群体。

2. 在进一步扩大引入合格境外机构投资者（包括国外的私人养老金、基金会、慈善基金、金融机构、境外基金等）的同时，做大做强证券投资基金。遏制机构投资者行为散化现象。中国要完善对机构投资者的约束和监管水平，严厉要求公募基金、社保基金等机构投资者不准炒神创板、炒小票，并从制度上约束基金经理的投资行为和投资者利益保持一致。

3. 努力培育以股指期货为代表的衍生品市场健康发展。海外股指期货多年来的成功运行经验表明，股指期货作为资本市场重要的风险管理工具和金融市场基础设施中不可或缺的重要组件，发挥着股市稳定器和避风港的重要作用。重要的是，在试图与国际接轨大力发展股指期货市场的同时，学习借鉴海外成熟配套的管理制度也至关重要，通过完善配套管理制度，严格监管程序化交易，抑制股指期货过度投机，从而将股指期货约束在健康合理的发展轨道上，让其更好地服务于我国资本市场的功能完善，而不是沦为金融权责掠夺和转移中小投资者财富的加速器。美国股市平稳健康运行的两大制度基础——辨方举证和集体诉讼制度，是中小散户遏制主力操纵的重要武器，值得我们全方位借鉴。

4. 加快监管体制机制改革。监管重心需后移，并加大违规处罚与司法惩戒力度。要加快推进金融监管模式改革，尽快建立混业监管体系。现行“一行三会”监管体制需要创新设计，既要明确责任和分工，又要建立起规范化、制度化的跨部门、跨领域信息共享与监管协调机制，加强不同监管主体之间的合作。建立健全风险预警体系和跨市场实时监控体系，有效识别资本市场的异常波动现象，研究制定指数熔断机制方案，以加强对资本市场风险的整体监控。

构建造假者与打假者的平衡

造假可以让企业以最低的成本获得最大的利益，使企业天然具有造假动机和倾向，因此必须有发达完善的打假机制与之对应，通过广泛、严厉的打假活动，揭露企业违法造假行为，并予以重惩，使之为其造假行为所付出的代价远高于造假所得。应努力构建资本市场造假者与打假者的平衡，通过鼓励打假、严惩造假，将上市公司欺诈造假行为扼杀在萌芽中，促进形成更加规范的市场环境，为推行注册制改革创造条件。

构建造假者与打假者的平衡，指导思想是对造假行为尽快建立有效的惩罚机制，对打假行为尽快建立有效的保护机制，从而让造假者付出应有代价，让打假者得到应有呵护。具体包括：

1. 建立并完善市场打假机制和集体诉讼机制。市场打假与集体诉讼是一股来自民间和市场的重要“监察”力量，它可以补充辅佐政府的单一行政监管的不足，从而形成强大的市场威慑力，有利于倒逼上市公司诚实守信、遵纪守法，净化市场，也有利于让投资者学会“用脚投票”，学会自我保护、自我维权。应着力打造一大批类似美国“浑水公司”的中国专业性“打假”公司，发挥和动员社会和市场力量打假，可以弥补监管层打假人力不足，专业性“打假”公司运用法律手段维护投资者权益，可以对上市公司形成巨大的社会压力，增加上市公司造价成本，使得上市公司不敢造假，否则会有高昂的法律诉讼成本和造假赔偿与处罚成本。同时，也应借鉴美国的集体诉讼制度，让专业的律师机构通过有偿服务的方式投入到投资者的维权过程中，以此真正有效保护中小投资者。

2. 完善投资者赔偿机制。中小投资者能力范围有限，并处于信息最边缘。应为中小投资者实行倾斜保护，在举证责任、责任构成、赔偿范围、诉讼与索赔程序等方面，适度向中小投资者倾斜，这方面应学习借鉴美国的辨方举证制度。同时，坚持赔偿规则的可操作性与可诉性，对赔偿规则予以类型化、具体化，将欺诈发行、违规披露、内幕交易、操纵市场等情形下的赔偿规则分别作具体规定。加快完善配套法律法规，培育更加严苛的法律生态环境，让打假者有法可依。除修订《证券法》外，其它配套制度应该加快修法立法。重新修订《证券法》、《公司法》，以及《民法》、《刑法》、《民事诉讼法》等相关法律中有关证券犯罪的相关条款，严惩内幕交易、市场操纵、欺诈上市、信息造假等证券犯罪行为。只有牢底坐穿、倾家荡产的法律威慑，才能确保注册制免受道德风险冲击，同时要加强司法的独立性和执法的有效性。

（作者简介：石建勋，同济大学财经研究所所长，国家社科基金决策咨询点首席专家；王盼盼，同济大学财经研究所助理研究员）

重启新股IPO 重塑A股灵魂

温建宁

从本周开始，新股IPO由议事日程进入了发行操作阶段，资本市场的融资功能也随即恢复。这次将有10家公司进入发行过程，发行将按7月份暂停IPO时现行制度，正好是资本市场在制度完善方面迈向常态化的关键一步。

由于受7月份股市异常波动的影响，28家公司IPO工作开始进入实际操作过程的公司暂缓发行，其中进入交款程序的10家公司完成会后事项程序和重启发行备案工作后，从本周一开始发行工作恢复，将分别与沪深交易所协商确定发行日程，并将向全社会陆续刊登招股意向书。以读者出版传媒股份有限公司为代表的这10家公司再次IPO，标志着资本市场重新走向投融资双向发展的时代，更标志着资本市场在国民经济中的主体地位又得到了空前的恢复，将对经济创新驱动转型提供强有力的资金支持。

随着沪市综合指数站稳3500

点的价值中枢，虽然市场还有震荡，表现比较脆弱，但资本市场正摆脱年中股灾的阴影，内在活力逐渐增强却是不争的事实。以沪市综合指数为例来看，从8月26日2850点最低点算起，到本周一（12月1日）3456点收盘，沪指共上涨了606点，市场已经成功超越了7月份3373点。国家救市的关键点位，说明市场已经产生了内在的活力，走势逐步恢复了正常。

进一步观察，市场交投活跃性有效上升，显示出增量资金潜行轨迹，正因为新资金缓慢入市，结果才会出现跌不下去的样子，指数反复在3500点上下波动，集聚着进一步上涨的动能。

作为资金推动型的市场，成交量变化最能说明问题。统计近期的成交量，成交额其实早就常态化了，大体比第一季度水平略低而已。市场已经进入了正常阶段，买卖交易两旺的局面也渐成气候，随着市场进一步活跃，逐渐孕育“慢牛”格局，也不是没有什么可能。

投资者的情绪复苏更快，投资者的态度转变也更迅速。从股灾时期惊弓之鸟状态，情绪随市场剧烈波动起伏，跟随市场不是千股涨停，就是不时千股涨停，投资者情绪走过了无可奈何的煎熬，也跨过了多时无所适从的叹息，到最后经历市场大起大落反复的洗礼，情绪最终稳定下来，心态得到了升华。大多数坚持下来的投资者，也逐渐从市场见底2850后恢复了平静的心态，开始在不断反思中恢复着对股市的信心，有些先知先觉者设法跟随市场热点，积极行动起来寻找有潜力的投资品，跳出股灾时刻损失的阴影向有前景的股票谨慎投资，市场也迎来了许多新鲜“血液”。据中国结算月度统计数据显示，10月持股500万元以上市值的大户数比9月末增加近2.8万个，超亿元市值的账户数增加1010个，这是该数据连续下降4个月之后首次回升，很是能说明市场发生了本质的变化，已经足以吸引大资金的注意力，这将成为市场恢复元气的巨大基础。

融资功能是资本市场存在的基础，只有不断满足企业发展的资金需求，才有资本市场不断发展壮大机遇，只有保持市场不断获得新上市公司的青睐，资本市场才会吸引更多投资人。健全市场运行机制，实现投融资功能的双向恢复，消除过渡时期市场的缺陷，既是完善制度建设的要求，也是推动市场发展的要求。优质公司通过股市募集资金上市，不仅满足了公司发展的资金需求，也给资本市场带来了有价值的新鲜“血液”，还给投资者提供了优质的投资标的物，实现了市场、公司和投资者三方的优势互补，这是多方共赢的市场配置资源的有效模式。

但是，衡量市场摆脱危机时期“非常道”而步入正常时期稳健运行“常道”的另一个标志，即市场本身具有的融资功能的恢复，新股IPO发行上市的常态化机制，资本市场适度合理、节奏科学的融资功能恢复，就成为市场吸引力回归交易活跃之后，摆在管理层面前亟待解决的当务之急。

融资功能是资本市场存在的基础，只有不断满足企业发展的资金需求，才有资本市场不断发展壮大机遇，只有保持市场不断获得新上市公司的青睐，资本市场才会吸引更多投资人。健全市场运行机制，实现投融资功能的双向恢复，消除过渡时期市场的缺陷，既是完善

制度建设的要求，也是推动市场发展的要求。优质公司通过股市募集资金上市，不仅满足了公司发展的资金需求，也给资本市场带来了有价值的新鲜“血液”，还给投资者提供了优质的投资标的物，实现了市场、公司和投资者三方的优势互补，这是多方共赢的市场配置资源的有效模式。

应该顺应市场发展的需求，为投资者提供更多优质上市公司，尤其是具有强大生命力和远大发展前景的新兴产业类公司，以便投资者有机会充分分享经济发展的好处。这样看来，只有在具备承受能力的基础上，维持新股IPO不间断地、可持续的发行上市，新兴产业才能获得宝贵的发展资金，也才能为经济提升效率的发展注入强大的推动力，所以应该用发展的眼光看待资本市场的融资，尽快设法消除把融资功能恢复视为“洪水猛兽”的观点，打通资本市场走向常态化的最后一道观念“壁垒”。

综上所述，重启新股IPO，完善了市场功能，赋予了股市灵魂。

然而，有必要指出两点：第一，虽然投资者的情绪已经好转，但一朝被蛇咬的担忧仍然存在，需要政策尊重投资者的出资意愿。据证监会最新披露的IPO审核进度表显示，截至11月12日受理首发企业达682家，分布在上交所309家、深交所中小板131家、深交所创业板221家、中止审查企业21家，期望审核机制能向市场输送优质企业，为投资者出资把好进入关口。

第二，虽然股市的元气已经复苏，但大病初愈的市场依然脆弱，需要市场参与各方积极呵护。应该考虑IPO的合理节奏和科学安排，要以维护市场长期的发展为前提。比如，剩余18家公司IPO发行节奏的控制，就要考虑市场的承受能力，不能让新股上市造成股市就大跌，给长期投资者造成伤害。这次安排年内分两个批次分批启动发行，就充分考虑了市场恢复性上涨的实际情况，让新股的发行不打乱市场的上涨节奏，并成为市场新投资机会的孵化之地。

（作者单位：上海金融学院统计系）