

## 践行以投资者为本 完善资本市场投资功能

□ 胡聪慧

党的二十届四中全会从顶层设计的高度作出了“加快构建高水平社会主义市场经济体制”等重要部署,为资本市场改革指明了方向。同时,全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》明确提出,“提高资本市场制度包容性、适应性,健全投资和融资相协调的资本市场功能”。近期,证监会也强调要进一步深化投融资综合改革,持续增强我国资本市场的包容性、适应性和吸引力、竞争力,更好服务“十五五”发展目标和金融强国建设。在此政策导向下,围绕投融资协调发展这一主基调,深入探讨如何完善资本市场的投资功能、加强投资端建设,对于实现投融资动态平衡与良性互动具有重要的理论价值和现实意义。

本文结合上述背景,从促进资本市场投融资协调发展出发,系统阐述完善资本市场投资功能的核心方向与实施路径。

## 一、完善资本市场投资功能的必要性和紧迫性

经过30多年发展,我国资本市场已成长为全球第二大市值市场,但在结构优化与功能平衡方面仍面临挑战,主要体现在三个方面:一是投融资功能协同有待增强。过去一段时期,资本市场在支持企业融资方面发挥了重要作用,而在持续提升投资者回报、健全长效保护机制等方面仍存在短板,投资者通过资本市场获取稳定收益的渠道和机制需要进一步畅通。二是市场定价效率与估值体系有待完善。部分上市公司估值脱离基本面的现象仍在一定范围内存在,而一些具备持续成长能力的企业尚未得到合理的市场定价,影响了资本引导产业升级的作用发挥。三是中长期资金占比相对较低,以个人投资者为主的交易结构尚未根本改变,中长期资金入市规模和稳定性不足,市场短期波动较为明显,理性投资、长期投资的生态基础仍需夯实。

上述问题的存在,影响了资本市场服务实体经济高质量发展的能力,有必要通过深化改革,推动投融资两端协同发展,构建更具韧性和活力的市场生态。而完善资本市场的投资功能,促进投融资动态平衡,对于破解上述难题具有重大意义。

首先,这是贯彻中央决策部署、健全资本市场功能的关键举措。党的二十届三中、四中全会均明确提出“健全投资和融资相协调的资本市场功能”。这就要求我们坚持系统思维,着力强化投资端建设,积极引入并培育长期耐心资本,加快构建专业高效的买方服务体系。通过增强投资功能、优化投融资结构,逐步推动市场从规模扩张向质量提升转变,从以往偏融资主导向投融资协调发展演进,从而夯实市场内在稳定运行的制度基础。

其次,这是服务经济高质量发展和产业转型升级的迫切需要。新质生产力的发展需要大规模、长期耐心资本支持。近年来,我国部分上市公司经营效率偏低、并购重组动力不足,新旧动能转换和产业升级亟需资本市场向“质量提升”转变。强化投资功能有助于优化存量资本的配置,激活市场化并购重组,促进产业整合与升级。同时,通过完善上市公司全生命周期治理,提高科创企业上市门槛和价格发现效率,可让资本更多流向真正具有长期价值的创新型企业,从而更有效支撑新质生产力发展。

最后,这是顺应社会结构变化和提升国际竞争力的战略选择。随着人口结构变迁和社会财富积累,居民对财产性收入的需求显著增长,要求资本市场为投资者提供合理回报、改善投资体验方面发挥更大作用,助力共同富裕目标实现。与此同时,在全球金融格局深刻调整的背景下,国际长期资本更青睐制度完善、治理稳定的市场环境。加快

□ 经过30多年发展,我国资本市场已成长为全球第二大市值市场,但在结构优化与功能平衡方面仍面临挑战,主要体现在投融资功能协同有待增强、市场定价效率与估值体系有待完善、中长期资金占比相对较低。因此,有必要通过深化改革,推动投融资两端协同发展,构建更具韧性和活力的市场生态。而完善资本市场的投资功能,促进投融资动态平衡,对于破解上述难题具有重大意义

□ 投资功能健全的资本市场应具备以下三个特征:一是定价效率与价值创造;二是市场稳定性;三是投资者权益保护和回报机制完善。上述三大特征相辅相成、互为支撑。其中,高效定价为价值投资提供前提和引导,稳定运行为长期投资创造环境和条件,健全保护使投资者敢于长期持有并分享成长

□ 完善资本市场投资功能的实施路径可概括为“一个基础、两大支柱”。“一个基础”是指以上市公司质量为本,以优质资产供给奠定投资市场的基础;“两大支柱”分别是长期资金供给和投资者服务生态。这种“三位一体”的实施路径旨在通过资产端提质增效、资金端引入长期资本、服务端培育理性生态,系统性地增强市场的投资功能

建设高水平开放的资本市场,增强投资端吸引力和国际竞争力,对于汇聚全球长期资本、提升我国在国际金融体系中的话语权具有重要战略意义。

## 二、投资功能健全的资本市场应具备的特征和协同机制

建设投资功能完善的资本市场,须明确其应具备的核心特征和发展目标。一个重视投资功能的资本市场,应实现从“融资主导”向“投融资协调并重”转变,提升投资者获得感、促进价值创造和市场长期稳健运行。

投资功能健全的资本市场应具备以下三个特征:一是定价效率与价值创造。资本市场的核心功能之一是高效定价与价值发现。投资功能完善的资本市场应具备高度有效的价格发现机制,使资产价格能够准确反映上市公司基本面和真实价值,引导资金配置到真正具有成长潜力和价值创造能力的企业。这不仅有助于激励企业专注于提升经营业绩和创新能力,还能有效抑制短期投机与估值泡沫,让“硬科技”等优质企业获得合理估值,促进资本在支持科技创新与产业升级中发挥更有效的作用。定价效率的提升是价值投资的前提,也是实现市场资源配置效率优化的基石。

二是市场稳定性。投资功能完善的资本市场的内在稳定性和抗波动能力较强,能更好地抵御短期情绪波动和外部冲击的影响,避免因非理性因素导致剧烈波动。市场稳定的重要基础是长期资金的深度参与和机构投资者发挥的主导作用。当养老金、保险等长期资金发挥“压舱石”作用时,市场短期波动将被有效平滑,投资者预期和行为也将得到有效引导、回归理性。一个运行稳健的市场,为长期投资行为创造了良好环境,将吸引更多中长期资金持续入市,保障融资功能的有效发挥,从而形成投融资相互促进的良性循环。

三是投资者权益保护和回报机制完善。投资功能的充分发挥离不开投资者保护体系和可持续的回报机制。这既包括通过严格的法治保障投资者合法权益,也包含建立让投资者分享企业成长红利的回报机制。强化投资功能还必须同步加强投资者保护,切实提高中小投资者信心,具体包括:提高信息披露质量和透明度,严厉打击财务造假和内幕交易等违法行为,健全集体诉讼和赔偿机制等。当投资者感受到权益得到充分保障并能获得合理回报时,市场才能形成“愿意投、放心投、长期投”的良性生态。健全的投资者保护是激发投资意愿、凝聚市场信心、促进投融资功能协调发展的关键制度基础。

上述三大特征相辅相成、互为支撑。其中,高效定价为价值投资提供前提和引导,稳定运行为长期投资创造环境和条件,健全保护使投资者敢于长期持有并分享成长。在定价有效、运行稳健、权益保障有机结合的整体框架下,资本

市场的投资功能将得到系统性增强,形成“价值发现—长期投资—权益回报”的良性循环,从而推动市场从以往偏重融资规模向投融资协调发展转变,真正实现资源的优化配置和居民财富的保值增值。

## 三、完善资本市场投资功能的 路径与政策建议

围绕上述核心目标,完善资本市场投资功能的实施路径可概括为“一个基础、两大支柱”。“一个基础”是指以上市公司质量为本,以优质资产供给奠定投资市场的基础(资产端);“两大支柱”分别是长期资金供给(资金端)和投资者服务生态(服务端)。

其中,长期资金供给支柱体现在吸引养老金、保险资金、主权基金等耐心资本入市,为市场提供长期稳定的资金来源,以及推动公募基金等机构投资者践行长期投资、价值投资理念。投资者服务生态支柱则强调创新财富管理和投资顾问服务,建设专业化的投资者教育和咨询体系,以提升个人和机构投资者的理性水平和参与积极性。这种“三位一体”的实施路径旨在通过资产端提质增效、资金端引入长期资本、服务端培育理性生态,系统性地增强市场的投资功能。

(一)资产端:围绕上市公司全生命周期完善治理机制,提升优质资产供给

在入口关方面,应推进进行上市制度的改革,优化上市标准与定价机制。引入“财务韧性+创新质量”等综合指标,将技术成熟度、研发投入等要素纳入考量范围。同时,要强化承销商的定价责任,探索建立战略投资者参与询价以及“基石投资者逆向询价”等机制,有效抑制新股定价的非理性炒作行为。通过优化入口机制,从源头上提升上市公司质量,为投资者提供更多具备长期投资价值的优质标的。

在存续期管理方面,应优化再融资和股东减持制度。对增发融资用途进行分类审核,对国家战略性新兴产业项目开辟融资绿色通道,同时严格限制盲目跨界融资和偏离主业的再融资行为。完善大股东减持规则,探索将减持额度与公司业绩、治理水平和研发投入强度动态挂钩,严防大股东清仓式套现,对违规减持行为加大惩罚力度,促使内部人将精力聚焦于公司长远发展。这些措施旨在约束短期套利行为,激励上市公司和管理层致力于长期价值创造。

在并购重组方面,应积极鼓励产业整合和技术升级型并购,优化审核以支持实质性并购交易,进一步提高审批效率。强化对并购业绩承诺的监管力度,完善事后问责机制,严厉打击借并购之名炒作、制造“三高”(高估值、高商誉、高业绩承诺)等乱象,有效防范通过并购进行利益输送的行为。引导并购重组回归产业逻辑和价值

发现本源,使其成为优化资源配置、促进产业升级的有效工具,而非单纯进行股价炒作的手段。

在信息披露与退市方面,应着力提升上市公司信息披露质量,进一步细化定期报告中研发项目、技术路线等关键内容的披露要求。建立交易所信息披露评价与奖惩联动机制,督促上市公司真实、透明地反映经营状况。同时,压实中介机构责任,确保保荐人、会计师等切实履行勤勉尽责义务。完善投资者保护机制,健全证券民事公益诉讼制度,推动特别代表人诉讼常态化,加快惩罚性赔偿机制落地实施。对欺诈发行、财务造假等行为保持“零容忍”态度,严格执行退市规则,畅通市场出口,净化市场生态。通过这些举措形成“有进有出、优胜劣汰”的市场格局,切实保护投资者权益,提升市场整体资产质量。

(二)资金端:引导更多中长期资金入市,改革资管机构考核激励机制,夯实长期资本供给基础

一方面,破除长期资金入市障碍。一是针对养老金、保险资金、银行理财等大型资金,放宽权益投资比例限制,在风险可控的前提下适度提高对股权资产的配置比重。二是完善监管考核和会计准则,如调整考核周期,实施长期投资税收优惠,鼓励长期投资,提高此类资金入市意愿。三是大力培育各类长期投资主体,鼓励产业资本和战略投资者发挥“耐心资本”作用,支持设立科创主题投资基金、长期养老基金等,引导资金投向科技创新和国家战略领域,为长期资金入市创造更加友好、便利的制度环境。

另一方面,改革资管机构考核与激励机制。当前部分公募等资管机构仍注重追求短期排名和规模,须推动行业回归“受托理财、价值投资”本源。具体可从以下几个方面推进:一是建立以3年至5年滚动收益率和风险调整后收益为核心的业绩评价体系,弱化季度排名和规模导向。二是推行基金经理薪酬延期支付制度,将薪酬与长期业绩深度绑定,增强管理人与投资者利益一致性。三是在监管层面,从合规性导向转向行为监管与绩效监管并重,更加关注资管机构是否勤勉尽责、真正维护持有人利益,而非仅看其是否违反规定。四是对长期投资能力突出的机构,在准入和评级上给予正向激励。例如,将长期投资业绩纳入牌照审批和分类评级考量,引导行业风气由“搏短利”转向“谋长远”。

通过优化长期资本生态和资管机制,逐步形成资金供给与融资需求相匹配、稳定的“长钱”持续入市的良性循环,从根本上提升市场稳定性和价值投资比重,为资本市场投资功能的发挥提供坚实的资产保障。

(三)服务端:重塑财富管理行业生态,推动从卖方导向向买方投顾转型,并通过持续的投资者教育与科学的引导,支持长期理性投资

在投资顾问服务模式上,应建立以投资者利益为中心的体系。一是明确独立理财顾问的“受信义务”法律地位,要求其将客户利益置于首位;同步改革佣金制度,将财富管理机构的收

入模式从依赖产品销售佣金转为以服务费或管理费为主,从根本上切断“重销售、轻服务”的利益驱动链条。二是完善投资顾问资格认证和持续教育体系,提高从业者在资产配置、风险管理、行为金融等方面的专业能力;引导机构建立以客户资产长期增值和满意度为核心的考核体系,而非简单以销售额论英雄;探索发展独立财富管理顾问平台,提供中立客观的投资咨询服务。三是制定全行业统一的执业规范与服务标准,提升产品信息披露透明度,加强对利益冲突的规范管理,便于投资者进行监督和选择,全面提升行业的公信力与社会信任度。通过这些措施,推动财富管理行业从“以产品销售为中心”向“以客户资产保值增值为中心”转型,更好地服务于居民财富管理和资本市场投资功能的需要。

在投资者教育与行为引导方面,应充分运用数字化手段提升针对性和实效性。一是建立全国统一的投资者教育内容体系,丰富教育内容层次,提供涵盖从基础金融知识、价值投资理念到行为偏差纠正的全链条的学习资源,并运用大数据技术对投资者行为进行画像分析,依据其风险偏好和知识水平实现个性化智能推送。二是开发游戏化学习、模拟交易等工具,提高投教吸引力;针对普遍存在的“追涨杀跌”“过度交易”等行为,建立科学干预模型,可通过设置定期定额投资计划、警示过度交易等行为助推措施,帮助投资者克服行为偏差。三是把投资者教育工作纳入券商、基金等机构的考核体系,督促其履行长期投教义务,并在市场出现剧烈波动等关键节点,建立主动沟通机制,引导投资者理性预期,防止恐慌情绪蔓延。通过持续提升投资者的专业素养和理性水平,从需求端夯实资本市场投资功能发展的社会基础,培育与成熟市场相匹配的投资者群体。

## 四、结语

完善资本市场投资功能、促进投融资协调发展,是一项需多方协同的系统工程,关键在于资产端、资金端与服务端协同推进,形成合力。优质资产的持续供给能够吸引长期资金入市,长期资金的深度参与有助于改善上市公司治理、提升市场稳定性,而成熟理性的投资者群体则为市场健康运行和价值投资文化的形成奠定基础,三者相互促进,构成螺旋上升的良性生态。

在这一循环中:上市公司质量提升为长期资金提供优质的标的,长期资金的引入又反过来激励企业注重创新与回报;数字化、智能化的投资者教育帮助个人投资者提升决策理性,为资产管理机构提供更稳定的资金来源;资管机构基于长期理念设计的稳定收益产品,则进一步降低投资门槛、增强市场信心。

在推进相关改革的过程中,还应注意政策协同与制度衔接,如通过税收激励、交易机制优化等方式,平衡可能出现的短期利益调整,保障各项制度创新稳步落地、取得实效。

综上所述,通过夯实资产端根基、引导资金端转型、优化服务端生态,资本市场在定价效率、运行稳定和投资者保护等方面的核心功能将得到系统性增强。建议有关部门研究制定强化资本市场投资功能的中长期专项规划,明确跨部门协作机制,围绕上市公司质量提升、长期资金入市、财富管理转型等重点领域推出一揽子配套政策,推动制度集成创新与系统落地。

以此路径推进,我国资本市场将逐步实现投融资协调发展,从传统的“融资市场”演进为能够有效服务居民财富管理、支持实体经济创新的“投资枢纽”,最终建成一个定价有效、运行稳健、保护有力、功能协调的现代化资本市场体系。

(作者系北京师范大学经济与工商管理学院教授、副院长)

