

■加强制度集成 健全资本市场治理效能（一）

强化制度衔接 构建全域资本市场治理体系

□ 杨成长 龚 芳 袁宇泽 陆铭俊

“十五五”规划纲要明确要求持续深化资本市场投融资综合改革,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。资本市场作用的发挥不仅取决于上市公司质量,中介机构专业能力以及投资者成熟度,更依赖于整体治理效能的提升。这就需要证券市场自身的制度建设,也离不开与其他配套制度的协同改革。基于此,本报特邀申万宏源研究撰写“加强制度集成,健全市场治理效能”系列报告,从资本市场制度衔接、证券市场制度配套、内外部制度协同、文化建设等方面入手,引导各类主体加快构建多元共治、协同高效的资本市场现代化治理体系,全面提升市场治理效能。

资本是企业重要的生产要素,大力发展资本市场是“十五五”时期推动传统产业转型和培育壮大新兴产业、未来产业的重要举措。当前,我国股票、债券等证券化资本市场规模稳居全球前列,A股上市公司数量突破5500家、总市值突破130万亿元,债券市场存量规模突破200万亿元。但从覆盖面看,当前证券化资本市场只服务了我国企业主体中很小一部分。2025年底我国企业数量已超过6000万家,其中规模以上企业就有100多万家,上市公司数量占比不足1%。“十五五”时期提升资本市场服务效能,不仅要持续优化证券市场制度体系,更需要大力推进非证券化资本市场服务,打造适配绝大多数企业资本化需求的载体平台。要树立全域资本市场治理理念,打通非证券化资本市场与证券化资本市场之间的制度衔接通道,统一规范资本投资行为,全面提升资本市场服务实体经济的能力。

一、非证券化资本市场是资本市场体系的重要支撑

完整的资本市场由证券化资本市场和非证券化资本市场两大板块共同构成。相较于门槛高、覆盖有限的证券化资本市场,非证券化资本市场面向所有企业主体提供早期、基础资本化服务,其既是多层次资本市场形成的根基,也是上市储备企业的培育池,在全域资本市场布局中具备不可替代的基础支撑作用。

（一）发挥非证券化资本市场的基础支撑作用

非证券化资本市场是证券化资本市场体系运行的重要支撑,在资本形成和资源配置中发挥着基础性作用。相较于以股票、债券为代表的证券化资本市场,非证券化资本市场覆盖范围更广,是所有企业资产资本化的重要平台,尤其能为中小、科技及成长型企业提供早期、基础的资本服务,从现状来看,我国企业基数庞大,但能直接对接证券化资本市场的企业少之又少,绝大多数企业仍需借助非证券化资本市场解决资金短缺、资产重组及资本运作等需求。因此,完善的非证券化资本市场体系不仅是助力企业转型提质的重要平台,更是为证券化资本市场培育优质企业的摇篮,是资本市场体系不可或缺的一环。

（二）非证券化资本市场呈现出多层次、多类型并存的特征

从市场类型看,非证券化资本市场主要包括产权交易市场、区域股权市场及新型要素市场等。其中,产权交易市场主要围绕非上市公司股权、国有产权、实物资产、知识产权等权益转让展开,具有较强的资产流转、国资改革和资产重组功能。该市场的突出特征是交易标的非标准化程度高,定价主要依赖资产评估、挂牌竞价和协议转让,市场流动性较弱。

区域股权市场则主要服务本区域内中小微企业、专精特新企业和成长型企业,承担挂牌展示、股权托管、融资对接、股份转让及S基金交易等功能。其准入门槛相对较低,服务对象更为下沉,但由于交易活跃度、投资者覆盖面和价格连续性相对不足,其功能更多体现在对企业进行规范与培育。

新型要素市场包括技术交易市场、数据交易市场、碳排放权交易市场、知识产权交易市场、绿色电力和绿色电力证书交易市场等。其最大特点是确权难、估值难,且流转规则尚在形成中。但一旦制度成熟,它将成为数字经济、绿色

- 构建全域资本市场治理体系,要在尊重各类非证券化资本市场差异化功能定位的基础上,推动形成统一的分类框架、确权登记体系、信息披露要求、估值参考标准、投资者适当性制度和跨部门监管协同机制。通过制度层面的统筹与打通,使非证券化资本市场真正成为证券化资本市场的基础支撑、企业资本形成的重要场所以及实体经济高质量发展的资本底座
- 风险投资、产业投资与证券投资共同构成现代资本投资生态,形成贯穿企业全生命周期的接力式资本支持。当前,这三类主体对应的投资制度成熟度不同、衔接不够,还难以形成服务企业发展的合力。为破解这一难题,亟须构建跨市场、跨资本类别的投资行为规范制度体系,畅通资本接力机制,推动各市场估值有效衔接
- 健全资本监管是提升资本治理水平、增强资本市场服务效能的基础。要统筹全域监管,补齐非证券化资本监管薄弱环节;深化跨部门穿透协同,建立财务、风险、净资产、社会资本多维监管框架;打通证券化与非证券化资本市场监管衔接,防范场外风险集聚,以全域一体化监管推动资本市场高质量发展

经济和科技创新的重要资本化平台。

（三）非证券化资本市场面临标准不一、边界不清等共性痛点

尽管各类非证券化资本市场在功能定位上形成一定差异,但整体来看,仍存在规则标准不统一、监管主体分散、运行机制差异较大等问题,导致资本在不同市场、不同工具及不同资产形态之间流动时,面临较高制度成本。

一方面,非证券化资本市场普遍存在登记体系分散、确权标准不一、交易数据不透明、信息披露频率低及估值依据不足等问题。同一企业的股权、债权、知识产权、数据权益可能分散在不同平台和登记体系中,致使市场参与者难以形成完整的企业资本结构,也难以准确评估企业真实的负债、杠杆和风险敞口。这不仅增加了交易成本,也容易引发产权纠纷、重复质押、隐性担保及关联交易等潜在风险。

另一方面,非证券化资本市场涉及国资监管、金融监管、市场监管、行业主管部门、交易所自律管理等多个主体。由于不同市场按照不同制度规则运行,容易出现监管边界不清、标准不一和责任交叉的现象。一些具有金融属性的交易活动可能以产权交易、要素交易等形式存在,未完全纳入统一金融监管;而一些本应服务实体经济资产流转的市场,却被包装成类金融产品,向非合格投资者扩散风险。

“十五五”时期,构建全域资本市场治理体系,要在尊重各类非证券化资本市场差异化功能定位的基础上,推动形成统一、分类框架、确权登记体系、信息披露要求、估值参考标准、投资者适当性制度和跨部门监管协同机制。通过制度层面的统筹与打通,使非证券化资本市场真正成为证券化资本市场的基础支撑、企业资本形成的重要场所以及实体经济高质量发展的资本底座。

二、以定价交易为核心,促进全域资本市场基础制度衔接

证券化资本市场与非证券化资本市场在交易组织方式、定价形成机制及信息披露要求上存在明显差异。证券市场依托集中交易和连续竞价形成价格,交易规则统一、信息公开程度较高,能够及时反映市场预期;而非证券化资本市场则多采用协议转让、评估定价等方式,交易安排相对灵活,但标准化程度和价格透明度相对有限。由于两类市场在服务对象、企业发展阶段和投资者群体上各不相同,这种机制差异本身虽有其合理性,但若缺乏有效衔接,容易导致资本在跨市场流动中出现价格断点和交易堵点,进而影响资本市场整体的资源配置效率。因此,做好全域资本市场基础制度衔接需要以定价交易机制为核心。

（一）统一估值底层逻辑,弥合跨市场定价差异

从定价机制看,证券化资本市场的核心特征是公开、连续和标准化,股票、债券等产品通常具有统一的发行规则、持续的信息披露要求和相对充分的交易流动性,市场价格能够快速反映企业基本面和市场情绪的变化。相比之下,非证券化资本市场中的未上市股权、私募基金份额、数据权益等标的,往往缺乏连续交易基础,价格更多依赖资产评估、尽职调查、协商谈判和特定投资人的主观判断。这导致同一类资产在不同市场中的估值定价可能存在较大差异:在非证券化阶段,估值更看重资产的静态价值和技术前景;进入证券化资本市场后,估值则受流动性、可比公司、市场风险偏好和二级市场预期的影响更大。这种估值逻辑差异如果没有过渡安排,就会造成企业从私募市场、区域股权市场进入证券市场时,出现估值重估幅度过大、发行定价困难和投资者预期不稳定等问题。

因此,要发挥监管部门、行业协会、交易所、专业研究机构等力量,共同推动建立分行业、分阶段、分资产类型的估值参考体系。对早期科技企业,应更多关注研发投入、专利质量、技术壁垒、商业化进度和可比融资估值;对成熟未上市

企业,可重点参考盈利能力、现金流、可比上市公司估值折价和流动性折价;对基金份额和项目包,可建立穿透底层资产的净值评估和折价定价机制。通过统一估值底层逻辑,减少同一资产在私募市场、产权市场、区域股权市场和证券市场之间转换时出现过大的价格跳跃。

（二）建立递进式交易衔接,破除跨市场流转堵点

从交易机制看,证券化资本市场强调集中撮合、连续交易、统一结算和高流动性,而非证券化资本市场则以委托交易和协议交易为主。非证券化资产通常具有高度异质性,交易中不仅包括价格,还涉及控制权、治理权、回购安排等复杂条款。当前非证券化资本市场之间,以及其与证券化资本市场之间的交易规则衔接不足,导致企业在跨市场流转时需要反复进行确权、评估和合规审查等重复性动作。特别是区域股权市场挂牌企业、私募股权投资项目和拟上市公司之间,缺少可延续、可采信、可追溯的交易记录,使前端市场积累的信息难以后续使用,削弱了非证券化资本市场对证券化资本市场的培育功能。

基于此,一方面,要探索建立非证券化资本市场交易价格信息的分级披露机制,在保护商业秘密的基础上,鼓励披露行业区间估值、资产折价率、基金份额成交折价等数据;允许后续进入证券市场的企业,将其前期规范披露的真实交易价格作为发行定价、并购估值和持续监管的重要参考。另一方面,要推动产权交易市场、区域股权市场与证券市场之间建立递进式交易衔接机制,对在区域股权市场持续挂牌、规范披露、交易记录完整且治理结构清晰的企业,在后续进入场内证券市场时给予信息采信、辅导衔接和审核便利;对已经完成确权、评估等程序的资产,在进入证券化环节时减少重复评估审查,提高资产证券化效率。

（三）完善配套基础设施,构建梯度升级制度安排

从配套机制看,推进两类市场基础制度的衔接,并非要求非证券化资本市场完全标准化,而是要建立跨市场可识别、可对接、可延续的制度安排。一方面,要加快完善确权登记和交易结算基础设施,推动未上市股权、基金份额及新型要素权益等形成统一的权属记录、交易记录和风险记录,为后续进入证券市场提供信息依据。另一方面,需建立跨市场的信息披露梯度升级机制,按照企业发展阶段和市场层次,逐步加大信息披露的范围和质量。比如:在私募股权市场,鼓励企业至少披露股权结构、主要财务数据和重大风险等内容;进入区域股权市场后,引导企业加大治理结构、关联交易、历史融资及重大项目合同等关键信息的披露;进入证券市场后,引导企业过渡到公开市场的信息披露标准,推动投资者对企业投资价值形成连续判断。

三、引导各类投资主体协同互补,做好全域资本市场投资制度衔接

风险投资、产业投资与证券投资共同构成现代资本投资生态,三者分别在企业早期培育、产业整合和资本运作中发挥重要作用,形成贯穿企业全生命周期的接力式资本支持。然而,当前三类主体对应的投资制度成熟度不同、衔接不够,还难以形成服务企业发展的合力。为破解这一难题,亟须构建跨市场、跨资本类别的投资行为规范制度体系,畅通资本接力机制,推动各市场估值有效衔接。

（一）三类投资主体的功能定位与制度衔接痛点

以天使投资、VC、PE和创投基金为代表的风险创业投资是支撑企业基础技术研发和初始资本形成的重要力量;以央企产业基金、上市公司产业资本、战略投资为代表的产业投资,围绕技术获取、市场协同、产业链竞争力提升进行布局,是支撑企业做大做强关键力量;以公募基金、保险资管、养老金、社保基金等为代表的证券投资主体,承担着企业发行上市定价、流动性供给、风险分散

和退出承接等重要功能,其流动性和定价机制直接影响风险投资和产业投资的投资回报。

尽管风险投资、产业投资与证券投资在功能上形成互补,但从现行规范体系来看,这三类投资主体在考核周期、风险容忍度、投资者适当性、资金跨市场配置及信息披露制度要求上都存在较大差异。由于缺乏顺畅的接力机制,容易出现早期风险资本退出难、产业资本接力不足,证券市场难以及时获得高质量的资产供给等问题,三类投资难以形成服务实体经济发展的强大合力。

（二）构建跨市场、跨资本类别的投资行为规范制度体系

为更好发挥各类投资对企业的服务合力,针对风险投资,要强化尽职调查和投后管理,完善长周期考核机制,尤其是各地成立的先导基金、引导基金,要提升对风险投资失败的容忍度,更好发挥在“投早、投小、投硬科技”上的引领作用。针对产业投资,要理顺政府、基金管理人和社会出资人之间的权责利关系,让政府产业基金运作回归市场化本源,通过风险分担、收益让渡等方式吸引更多社会资本,力争在前沿科技领域形成耐心资本布局,并健全产业资本全周期管理体系,强化对被投企业的战略协同与资源对接。针对证券投资,要推动市场投融资功能协调发展,发挥中长期资金在引导市场投资风格上的重要作用,推动形成非证券化资本与证券化资本投资的良性循环。

（三）打通风险投资、产业投资和证券投资

四、重视非证券化资本管理,做好全域资本市场监管制度衔接

健全资本监管是提升资本市场治理水平的基础。对此,需统筹全域监管,补齐非证券化资本监管薄弱环节;深化跨部门穿透协同,建立财务、风险、净资产、社会资本多维监管框架;打通证券化与非证券化资本市场监管衔接,防范场外风险集聚,以全域一体化监管推动资本市场高质量发展。

（一）非证券化资本监管难度大

近年来,我国资本监管制度体系持续完善,

修订后的公司法、证券法及相关配套规章制度强化了对企业资本充足性、流动性和合规性的要求,针对控股股东、实际控制人等关键主体建立了穿透式监管框架,严厉打击违规抽逃出资、虚假注资等行为。但与此同时,当前我国资本监管呈现“重上市公司、轻非上市公司”“重财务资本监管、轻其他资本监管”的特征,非证券化资本的监管面临较大难度。

一是非上市公司股权、私募基金份额、产业基金等资本形态分散在不同监管体系和市场平台,大量企业在未上市阶段通过股权融资、债权融资、资产收益权转让、产业基金投资等方式积累资本和 risk, 这些风险往往容易在后端资产证券化环节集中暴露出来,极大抬升市场风险。

二是非证券化资本的风险表现更加复杂。以房地产、大宗商品为例,企业在上行周期账面资本较为充足,但资产流动性差、抵押品估值虚高、期限错配严重、表外担保和关联交易复杂,一旦行业景气下行,账面资本会迅速折价,现金流和偿债能力同步恶化。单纯依赖传统的财务监管或资本监管指标,容易在繁荣期高估企业资本实力,在下行期低估风险暴露。

三是非证券化资本往往涉及企业、金融机构、产业基金等多个主体,以及不同的管理部门,监管标准不一、数据共享不足、责任边界模糊,容易产生监管空白和套利。一些具有金融属性的资本运作或结构化融资,容易因监管不足滋生一系列市场乱象。

（二）强化非证券化资本监管,构建全域资本监管体系

非证券化资本规模庞大且部分领域涉众程度较高,已成为金融风险的重要聚积点,要持续强化监管覆盖,形成全域资本监管体系。

一是强化资本充足性与流动性管理。对管理规模较大、涉及公众利益的非证券化资本,应参照证券化资本的高标准,强化资本充足性要求。根据风险特征设定差异化的资本监管指标,建立强制性的风险准备金制度;加强流动性管理,引入流动性覆盖率、净稳定资金比率等多元监管指标,切实防范流动性风险。

二是统一信息披露原则与登记结算标准。在保留私募产品差异化披露的基础上,统一各类产品的信息披露基本原则,鼓励非证券化资本产品定期披露资产组合、估值方法、关联交易及费用结构。探索建设统一的非证券化资本登记结算平台,实现产品备案、份额登记、交易结算的一体化管理,切实提升非证券化资本的信息公开透明度。

三是深化跨部门协同与穿透式监管。对同时从事证券化与非证券化资本业务的金融机构、产业集团、上市公司和地方平台,实施并表监管与穿透监管,从集团整体角度识别资本占用、杠杆水平,避免风险在不同子公司、不同产品和不同市场之间转移,防止结构性嵌套掩盖真实风险。

（三）丰富资本监管口径,构建多维资本监管体系

不同企业风险来源和表现特征不同,需灵活选取财务资本、风险资本、净资产、社会资本等监管口径,构建多维资本监管体系。

财务资本监管重点判断企业基本资本实力和财务稳健性。对于工业企业、非上市公司和产业公司,监管要聚焦资金真实性与来源合法性,严厉打击虚假出资、抽逃资本、违规关联交易等行为。

风险资本监管主要用于衡量资本对风险损失的覆盖能力。监管要聚焦合格投资者制度,确保投资者风险承担能力与产品风险等级相匹配;聚焦企业杠杆与衍生品使用,设定合理的风险敞口上限,做好系统性风险的早期识别与干预。

净资产监管反映金融机构在市场冲击下抵御损失、满足清算和履约要求的能力。其主要适用于证券公司、期货公司、基金公司、金融控股平台等。对于同时参与证券化和非证券化业务的机构,应将净资产监管与并表监管结合,防止通过非标投资、私募产品、表外安排等规避资本约束。

社会资本监管主要用于衡量企业调动外部社会资本的能力,及其对产业链、消费者及环境的影响。对于具有较强外部性的平台公司、大数据企业等,仅看财务资本和风险资本还不足以对企业资本行为进行全面监管,要通过社会资本监管有效弥补企业资本无序扩张可能带来的负外部性影响。

只有把非证券化资本监管与证券化资本监管有效衔接起来,才能防止风险在场外积累、场内爆发,才能让资本市场实现从局部市场治理走向全域资本治理,全面提升资本市场服务效能。

（杨成长系全国政协委员、申万宏源研究所首席经济学家;龚芳系申万宏源研究所政策研究室主任、首席研究员;袁宇泽系申万宏源研究所资深高级研究员;陆铭俊系申万宏源研究所研究员）