

■加强制度集成 健全资本市场治理效能(三)

统筹制度联动 提升资本市场服务效能

□ 杨成长 龚 芳 袁宇泽

资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用,其内在稳定性与治理效能不仅影响着资源配置效率,更直接关系到国家金融安全。作为经济运行的“晴雨表”,资本市场的脉搏与宏观经济基本面及产业政策的导向同频共振,外部环境的细微变动均会对市场产生较大影响。因此,提升资本市场服务效能,既需要强化自身制度建设,还需要做好与外部制度的协同配套,确保政策取向的高度一致性。近年来,资本市场不断强化与财政货币政策、产业政策、国资管理政策、地方政府行为及司法体系的协同,积极落实新“国九条”关于“深化央地、部际协调联动”的要求,为实体经济高质量发展营造了良好环境。

展望“十五五”期间,为进一步提升资本市场现代化治理能力,必须加快统筹各方力量,全面完善协同配套机制。要加大制度系统集成力度,推进多部门政策取向一致,通过构建更加紧密、高效的跨部门、跨层级协同网络,全面提升资本市场服务效能。

一、强化财政货币政策协同,减少政策合成谬误

资本市场不仅是宏观经济的“晴雨表”,更是宏观调控的重要一环。财政、货币政策等宏观调控的取向与力度,直接决定了资本市场的运行轨迹。近年来,“增强宏观政策取向一致性”被提上重要日程。如何通过科学的政策评估与协同机制,避免政策叠加带来的负面冲击,并打通资本市场与宏观调控的正反馈机制,已成为稳市场稳预期的关键所在。

(一)宏观政策对资本市场的双重效应

资本市场运行不仅反映上市公司盈利及投资者预期的变化,也受宏观经济形势及宏观调控政策的影响,财政、货币政策取向及力度都将直接影响资本市场运行。

2024年10月,国家发展改革委在国新办新闻发布会上明确提出“增强宏观政策取向的一致性”。2024年“924”政策组合拳发布以来,央行通过适时降准与创设结构性货币政策工具,为资本市场引入增量资金,稳定市场预期,对维护资本市场稳定运行发挥了基础性支撑作用。由于宏观经济政策更侧重于总量调节与结构优化,涉及社会经济运行的方方面面,从经济运行整体角度出发制定的相关政策可能引发资本市场特定领域板块的剧烈波动。例如,若短期内密集出台的宏观政策缺乏统筹协调,便可能因“合成谬误”产生叠加紧缩效应,进而阶段性抬升实体企业融资门槛,引发部分上市公司的流动性压力与市场风险。

(二)强化政策前置评估与动态纠偏机制

为减少对资本市场的潜在冲击,要做好宏观调控政策的前置性评估和动态评价。

一要做好政策前置性预评估和市场沟通。建议由国家发展改革委牵头,会同财政部、央行等部门,将资本市场影响评估明确纳入重大政策出台的前置程序。在政策起草阶段,对资本市场流动性、投资者预期及市场估值水平等核心指标开展科学预评估;对于可能引发市场大幅波动的政策,需事先做好沟通与市场预期引导,必要时设立政策出台的冷静期,避免多部门在同一时间窗口集中释放政策信号,切实防范政策叠加引发的市场异常波动。

二要健全政策出台后的动态评估与纠偏机制。打破“政策出台即终点”的传统思维,通过实时追踪市场反应,对执行中产生合成谬误的政策及时启动调整程序,形成事前评估、事中协调、事后纠偏的完整闭环,确保政策同向发力。

三要充分发挥市场专业机构的智库与预期引导作用。引导券商研究机构、首席经济学家及证券分析师等发挥专长,科学解读宏观调控政策。鼓励行业专家讲好中国股市叙事,合理引导市场预期,压缩虚假信息生存空间,防范因政策出台引发市场剧烈波动。

(三)建立资本市场与宏观调控的正反馈闭环

建立资本市场与宏观调控政策的正反馈机制,是发挥资本市场稳内需、促消费作用的关键所在。2024年以来,中央经济工作会议等多次高规格会议提出稳定资本市场目标,将资本市场作为宏观调控的重要一环。为提升资本市场与各类宏观经济政策的协同效应,需从两方面发力:

一是深化货币政策与资本市场的正向反馈。进一步发挥结构性货币政策工具的效用,探索优化证券、基金、保险产品互换便利机制,以及股票回购增持专项再贷款机制。充分发挥适度宽松货币政策对资本市场的长期促进作用,通过繁荣资本市场激发投资活力、释放财富效应,进而为货币政策拓展更大空间,形成货币政策与资本市场相互促进的良性循环。

二是强化财政政策与资本市场的正向反馈。通过更加积极的财政政策,缓解地方政府的债

务压力与支出刚性矛盾,提升财政保障能力。同时,稳妥化解地方债、房地产、中小金融机构等重点领域风险,防止风险外溢冲击资本市场稳定。通过繁荣的资本市场持续拓宽相关主体直接融资渠道、盘活存量资产、优化负债结构,从而放大财政资金的杠杆撬动效应与乘数效应。

- 展望“十五五”期间,为进一步提升资本市场现代化治理能力,必须加快统筹各方力量,全面完善协同配套机制:
- 一是强化财政货币政策协同,减少政策合成谬误;
 - 二是加强产业政策协调联动,精准滴灌新质生产力;
 - 三是完善地方配套政策支持,引导地方形成全面资本市场观;
 - 四是深化国资管理配套改革,提升国有上市公司竞争力;
 - 五是加大法治配套供给,提升依法治市效能

二、加强产业政策协调联动,精准滴灌新质生产力

产业政策作为引导现代化产业体系发展的政策风向标,在经济体系中不仅承担资源配置导向功能,更通过改变行业预期、盈利模式与风险定价,直接影响资本市场的估值体系与资金流向。随着我国经济增长从规模扩张向高质量发展转型,产业政策对资本市场的影响呈现出更强的联动性特征。为进一步提升资本市场服务现代化产业体系的效能,必须加强产业政策与资本市场政策的协同联动,引导资源精准流向新质生产力领域,同时引导市场各类主体全面理解政策导向,促进两者的良性互动。

(一)产业政策对资本市场的双重影响

一是产业政策能影响资本市场资源配置的方向。近年来,我国持续加大对科技创新产业的支持,以人工智能、量子信息、商业航天等为代表的新兴产业和未来产业政策密集出台,引导社会资本向新质生产力领域集聚,资本市场迅速响应:2021年至2023年间,A股电子、计算机、通信、国防军工、电力设备、医药生物等科技类行业的市盈率(PE)均超过60倍,高峰时期上述板块交易金额占比接近47%。与此同时,近年来我国对传统产业转型发展的政策引导相对不够,这也导致资本市场对传统产业的资金供给出现结构性失衡。过去三年,在传统能源、传统制造等领域,新上市公司数量占比不足5%,传统产业转型升级所需的金融服务供给明显不足。

二是产业政策通过改变行业规则重塑资本市场估值逻辑。2020年以来,围绕反垄断、数据安全、防范资本无序扩张,我国出台一系列规范平台经济发展的政策。在这一监管导向下,过往以用户规模和流量垄断为核心的互联网企业高速增长模式被打破,市场开始重估平台企业的合规成本、盈利模式和增长空间,相关企业的估值也经历了从高速增长价到稳健现金流定价的理性回归。

(二)强化部门协同,引导资源流向新质生产力

为进一步提升资本市场服务现代化产业体系的效能,需强化产业政策与资本市场政策的协同,引导资源向新质生产力领域聚集。

一要加强证券监管部门与科技部、工业和信息化部协同力度,共同建立“硬科技”企业上市培育协同机制,形成政策合力。建议由科技部动态确定人工智能、量子信息、集成电路、生物医药等前沿技术领域的攻关方向,形成技术图谱;由工业和信息化部在此基础上建立相关企业培育库,做好相关企业的跟踪统计,形成“储备一批、培育一批、推荐一批”的梯度培育格局;由证券监管部门优化相关上市审核标准和配套规则,并统筹推进私募股权、创业投资、并购重组等多元化资本工具的发展,构建“产业培育—资本赋能”的接力支持链条。

二要建立科技型企业全生命周期服务协同机制,明确不同阶段企业的政策支持重点与资本工具适配方案,以实现科技创新与资本市场的良性循环。

三要建立科技项目成果与资本市场对接的常态化平台,满足科技领域投融资对接需求,并为资本市场定价和投资决策提供参照,从而引导产业投资人与二级市场投资者的投资逻辑相向而行,形成支持科技创新发展的合力。

(三)引导各方全面理解政策,促进投资良性联动

引导市场各类主体全面理解产业政策导向,

促进产业政策和资本市场投资良性联动。新质生产力以全要素生产率大幅提升为核心标志,而非产业的新旧划分。传统产业通过先进技术的改造升级,能够衍生出新的高端产业。例如,传统纺织服饰产业通过研发隔热、零碳、低碳纤维材料,或是传统能源产业通过发展新型挖掘、存储、运输技术,均可以极大地将前瞻性科研成果转化为传统产品的竞争力。

一要通过发布典型案例、修订行业分类指引等方式,帮助市场正确解读产业政策。引导市场投资机构和研究机构不仅聚焦于高技术和战略性新兴产业领域,还要加强对传统产业新要素、新技术的投资布局;要通过加大转型金融服务供给,通过推动技术衔接、数智衔接、价值衔接和组织变革,全面提升对传统产业的服务能力,推动传统产业与新兴及未来产业实现融合发展。

二要充分发挥产业政策和资本市场投资的互补作用,把握好产业政策出台的时间点。在政策设计上注重统筹兼顾,尽量避免产业投资热点与二级市场投资热点过度叠加,防范局部过热风险。对于收缩性、规范性政策应提前做好前置性评估,注重保持政策的连续性与可预期性,以减轻对市场的过度冲击,提升资本市场服务实体经济的稳定性与有效性。

三、完善地方配套政策支持,引导地方形成全面资本市场观

当前,各地高度重视资本市场对地方经济的拉动作用,但部分地方在实际推进中,片面追求上市公司数量与股权融资规模,甚至通过过度激励或“迁入”上市公司等方式,人为加大当地上市公司供给。这种“上市崇拜”与“退市恐惧”不仅扭曲了企业正常的资本运作,影响资本市场供需平衡,还阻碍了市场风险的出清。为破解这一困局,必须加快引导地方政府树立全面的资本市场发展观,优化评价体系,推动区域资本市场从数量扩张向质量优先方向转型。

(一)要加快引导地方政府形成全面资本市场发展观,推动区域资本市场高质量发展

一要引导地方政府合理看待企业上市和退市行为,消除“上市崇拜”和“退市恐惧”心理。明确上市和退市都是企业基于自身经营和长期发展等因素的正常资本运作,上市企业并不等于绝对优质,退市企业也并不等同于劣质企业。同时,需充分认识股权融资伴随的稀释成本以及发行费用、信息披露成本、被收购风险等长期隐性成本,摒弃盲目追求上市的行为。

二要引导地方政府建立全生命周期的企业资本市场服务体系,实现从“重上市”向“重培育”转变。推动地方政府完善上市公司持续督导机制,定期跟踪企业研发投入、公司治理、市值管理等情况,帮助企业利用再融资、并购重组、股权激励等资本市场工具实现高质量发展。对于符合退市条件的上市公司,要摒弃地方保护主义,减少不必要的行政干预,维护资本市场优胜劣汰的良性生态。

三要引导地方政府回归本源,充分发挥资本市场赋能实体经济的核心作用。必须明确培育上市公司的根本目的在于服务地方产业转型升级与经济社会高质量发展,而非单纯壮大上市公司队伍。各地应立足自身资源禀赋,进一步强化优势产业链,通过政策扶持与资金支持,引导各类要素资源向重点产业、重点区域聚集,最终形成具有地方特色差异化的集群创新效应。

(二)优化地方金融工作评价体系,引导地方政府高质量利用多层次资本市场

一要适度降低IPO数量和股权激励金额在考核中的比重,提高对上市公司质量、投资者获得感及违法违规行为查处配合度等方面的考核权重。引导地方政府督促上市公司加大研发投

入、提高分红回报并完善公司治理;同时,通过及时处置风险及僵尸企业,实现本地风险的稳妥出清。

二要建立双向激励机制,增强政策引导效果。一方面,强化正向激励,对在上市公司治理提升、金融风险处置等方面成效显著的地方予以通报表扬或政策倾斜;对于在利用资本市场发展地方经济方面有切实成就和创新的地方给予政策激励和容错空间,激发地方政府主动作为的积极性。另一方面,强化反向问责,对于因属地责任落实不到位导致重大风险事件、损害投资者合法权益的行为,应依法依规予以问责。

四、深化国资管理配套改革,提升国有上市公司竞争力

国有控股上市公司是A股市场的重要基石,其数量与市值占比分别达到了27%和47%。然而,以保值增值和风险控制为核心的国资管理制度,与以市场化定价和投资者回报为核心的资本市场制度,在实际运行中仍存在一些差异。一方面,国资管理对防范国有资产流失的严格要求,使得国有企业在投资、并购、资产处置上面临较高的门槛。另一方面,在重大资产重组、股权激励等事项中,国资审批决策周期较长,且部分决策涉及敏感资产和战略调整,与资本市场信息披露的及时性、完整性的需求存在较大差异。为进一步提升国有资本运作效率,要加快推动国资管理回归出资人本位,强化制度体系的配套与协同,在激发企业活力的同时保障市场平稳运行。

(一)完善“管资本”治理框架,激发国有资本活力

国资管理体制改革是深化经济体制改革的核心环节,也是提升国有上市公司竞争力的关键。近年来,我国不断完善国资管理制度,接下来要进一步推动国资管理回归出资人本位,切实推动国资管理从“管资产”向“管资本”转变。

一要完善国有资本考核体系,将市值表现、股东回报、资本效率等市场化指标纳入核心评价框架,并加大中长期考核力度,强化对长期价值创造的激励。通过将资本市场表现、市值管理要求内嵌在国资考核体系中,打通价值创造、价值营销、价值运用的全链条,在提升国有资本证券化水平的同时提升国有经济在资本市场的影响力。

二要优化国有企业授权管理机制,对市场化程度高、治理结构完善的国有上市公司,可在并购重组、对外投资、股权激励等方面给予更大自主权,并建立事后监督与责任追究机制。三要引导国有控股上市公司在股权结构优化、积极资本运作及长效激励约束机制上持续突破。在风险可控前提下,允许其通过市场化方式进行资产重组、剥离低效业务、引入战略投资者等,提高资本流动性与配置效率。进一步放宽和规范国有上市公司的中长期激励工具使用范围,如股权激励、员工持股计划等,并将其与公司长期业绩、市值表现挂钩。同时,强化违规经营责任追究,形成激励与约束对等的制度安排。

(二)进一步加大对国资管理和资本市场监管工作的协同

强化国资管理与资本市场之间的制度配套和激励相容是提升国有资本运作效率的关键所在。

一要加强建立国资管理部门与资本市场监管部门之间的常态化协同联动机制。在重大政策出台前进行一致性评估,确保各项政策在核心目标、实施路径和政策工具上的协调统一。尤其在国有控股上市公司治理结构优化、股权激励方案设计、市值管理策略实施、混合所有制改革推进等重点领域加强政策对接与统筹,避免政策冲突和制度套利。

二要建立国资管理与资本市场监管的协同机制,明确重大事项在不同阶段的披露要求与审

批衔接规则,避免因信息披露滞后或不一致引发市场波动。在关键业务环节,建立并联审批、信息共享、标准统一的协同机制,既保障国资管理的规范性,又维护资本市场信息披露的公平性与时效性。其中,在并联审批方面,要改变过去国资管理部门和市场监管部门分别受理、串联审核的模式,探索同步受理与联合反馈,大幅压缩审批周期,提高企业融资与激励安排的时效性。在信息披露方面,国资管理部门和市场监管部门要尽量在信息披露尺度、内幕交易防范要求、股东权益变动规则等方面保持一致,切实保障各类所有制公司公平参与资本市场。

三要引导国有上市公司重视投资者关系管理,建立与资本市场及投资者的常态化沟通机制。鼓励企业主动发声,在A股市场讲好国有企业 and 国有资产的故事,提升国有上市公司的吸引力。

五、加大法治配套供给,提升依法治市效能

法治是资本市场健康发展的基石,完备的法治供给与高效的依法治市能力,直接决定市场规则稳定性、预期清晰度与风险防控能力。当前我国资本市场面临新业态涌现、制度适配性待提升等现实需求,亟须通过强化法治配套供给、完善司法体系,破除制度瓶颈、降低运行成本,全面提升服务实体经济与防范化解风险的核心效能。

(一)法治供给是资本市场提质增效的核心支撑

资本市场服务效能的提升,最终取决于市场规则的稳定性、可预期性与执行力,而这些要素的核心支撑在于法治供给的充分性和适配性。加大法治供给配套、提升依法治市效能,既是防范系统性风险的基础工程,也是提升资本市场服务实体经济能力的关键抓手。我国法律体系属于大陆法系,与成熟资本市场以判例为基础的普通法系不同,我国资本市场法律体系对新业态的包容性和适应性相对不足,容易出现市场经营主体在实践中边做边试,监管规则在运行中边修边补的现象,增加了市场运行的制度成本。因此,亟须通过完善立法与强化执法,全面夯实资本市场的法治根基。

(二)加快推进资本市场基础法律制度的“立改废释”,以科学完备的法治供给明确行为边界、稳定市场预期

当前,资本市场各类新资产、新业态、新证券活动不断涌现,对法律制度的及时性、精准性和包容性提出了更高要求。

在立法层面,要重点填补数字经济、绿色金融等新兴领域法律空白,加快推动《上市公司监督管理条例》落地;针对私募投资基金、资产证券化、金融衍生品等快速发展领域,加快制定专门行政法规或部门规章,明确业务准入、风险处置等规则,并加强跨境监管与执法协作的法律供给。

在修法层面,要着力破解制约发展的制度瓶颈,适时推动证券法修订完善,科学拓展“证券”定义范围,促进场内外市场、公私募产品协同发展;完善中国特色的证券集体诉讼常态化机制,进一步明确“先行赔付”“责令回购”等机制的适用条件,切实筑牢中小投资者合法权益保障防线。

在废旧立新层面,要系统性清理过时制度规范,废止或修订与上位法冲突、与实践脱节的规范,避免现有法规间的相互冲突,确保法制统一。

(三)提升证券领域的司法水平,增强资本市场服务效能

一是稳定市场预期。依托市场法律体系的完善与法规的严格执行,推动市场经营主体形成长期稳定的发展预期,切实增强长期投资意愿和信心。

二是降低制度成本。通过统一规则与高效执法,有效降低交易成本与合规成本。高质量执法能提升信息披露的真实性与一致性,大幅降低投资者在分析企业时的信息搜集成本;同时促使市场定价更加依赖公开信息,全面提升市场的透明度与定价效率。

三是提升执法效率。建立证券监管部门与公安、检察、法院的常态化对接机制,统一证据标准与执法尺度,着力破解工作衔接中的证据转换、案件移送、法律适用等难点问题。针对重大复杂案件,支持各主体实行同步介入、同步取证、同步研判,推动行政调查与刑事侦查的无缝衔接,真正达成“快移、快侦、快诉、快判”的协同效能。

(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)