

# 健全和提升资本市场功能研究

——基于 A 股市场功能的视角

李福祥 许红 龚玮 王芳

华龙证券研究所

二零二三年二月

## 目录

一、资本市场功能诠释.....	4
二、近十年资本市场功能评价.....	5
(一) 直接融资功能进一步增强.....	5
(二) 资源配置：有力推动产业升级，不断提升科技创新.....	6
(三) 价值发现：市场化定价已具良好基础.....	7
(四) 居民财富管理：逐渐强化.....	7
三、健全和提升资本市场功能分析.....	8
(一) 直接融资比重提升空间较大, 股票融资提升空间更大.....	8
1、我国直接融资占社会融资的比例仍然偏低.....	8
2、直接融资中股权（股票）融资占比更低.....	9
3、直接融资提升空间很大, 股票融资提升空间更大.....	9
(二) 居民财富管理功能的提升空间无限.....	11
(三) 资源配置功能的提升方向鲜明.....	12
(四) 定价功能的健全逻辑清晰、重点突出.....	13
四、健全和提升资本市场功能的制度建设与政策选择.....	13
(一) 全面实行股票发行注册制改革，不断完善退市制度.....	14
1、全面实行股票发行注册制.....	14
2、不断深化和完善退市制度.....	14
(二) 建立资本市场高水平开放制度，拓宽境外融资渠道.....	15
(三) 保持债券、股票、私募股权融资持续增长，强化资源配置与融资功能之协同效应.....	16
1、扩大直接融资规模，保持债券、股票、私募股权融资的持续增长....	16
2、股票融资向现代产业领域重点行业和企业倾斜.....	17
(四) 持续提升上市公司盈利能力和现金分红比例.....	18
1、上市公司盈利能力保持稳步增强态势.....	18
2、上市公司现金分红比例保持提升趋势.....	19
3、持续提升上市公司盈利能力和现金分红比例仍然是提升资本市场功能之选择.....	19

(五) 加快发展专业机构投资者队伍和规模 .....	20
1、 我国资本市场机构投资者持有 A 股市值的现状.....	20
2、 发展专业机构投资者是 A 股投资者结构优化的重点.....	22
3、 进一步提高公募基金持有 A 股市值的比例.....	23
(六) 建立中国特色的资本市场估值体系 .....	25
1、 中国特色资本市场估值体系的含义.....	25
2、 建立中国特色 A 股市场估值体系的建议.....	25
(七) 精准做好投资者关系管理，提高投资者对公司价值的认同度 .....	26
(八) 不断增强新三板市场服务中小企业的功能 .....	27
(九) 建设优秀的资本市场投资文化 .....	29
图目录.....	31
表目录.....	31

# 健全和提升资本市场功能研究

## ——基于 A 股市场功能的视角

李福祥 许红 龚玮 王芳

二十大报告提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，这是继 2017 年党的十九大报告提出“提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”后关于资本市场的又一纲领性思想和战略性部署，是金融服务实体经济、优化融资结构、防范金融风险、走向高质量发展的必然选择。

### 一、资本市场功能诠释

美国著名经济学家斯蒂格利茨(Stiglitz)认为，资本市场通常是指“取得和转让资金的市场，包括所有涉及借贷的机构”。斯坦福大学教授詹姆斯·范霍恩(James C. VanHorne)认为，资本市场是“长期金融工具(股票和债券)的交易市场”。美国著名经济学家弗里德曼(Friedman)认为资本市场是“通过风险定价功能来指导新资本的积累和配置的市场”。我们一般把资本市场理解为直接融资的市场，即资金(资本)的需求者通过发行股票、债券、基金等金融工具向资金(资本)的盈余者直接融资并为金融工具提供交易的市场。资本市场的基本功能是：融资功能、资源配置功能、价值发现功能、产权中介功能。现代资本市场还具有社会财富管理、公司治理提升、科技创新和产业升级推动等功能。科技创新实际上是资源优化配置功能的派生功能，公司治理提升实际上是产权功能的升级功能，社会财富管理实际上是融资功能和价格发现功能的延伸功能。

融资功能即筹资-投资功能，是指资本市场一方面为资金需求者提供通过发行证券筹集资金的机会，另一方面为资金供给者提供投资的对象。为了筹集资金，资金短缺者可以通过发行各种证券来达到筹资的目的，资金盈余者则可以通过买入证券而实现投资。筹资和投资是资本市场基本功能不可分割的两个方面，忽视任何一个方面都会导致市场功能缺失。资源配置功能是指资本市场通

过资金的流向和引导对资源配置发挥导向性作用。资本市场存在强大的评价、选择和监督机制，投资主体具有明确的逐利动机，从而促使资金流向高效益部门，表现出资源配置的优化。价值发现功能，即资本市场提供了资本的合理定价机制。证券的价格是资本市场上证券供求双方共同作用的结果。资本市场在运行中形成了证券需求者和证券供给者的竞争关系，竞争中能产生高投资回报的证券需求就大，证券价格就高；反之，证券的价格就低。产权中介功能是通过资本的人格化属性和所有权关系对公司的制度进行优化设计，对企业经营机制进行改造，传递产权交易信息、提供产权中介服务，从而对企业产权交易和产权重组发挥重要作用。

## 二、近十年资本市场功能评价

2012-2022 年是中国资本市场改革发展的十年，是资本市场服务实体经济功能不断增强的十年。

### （一）直接融资功能进一步增强

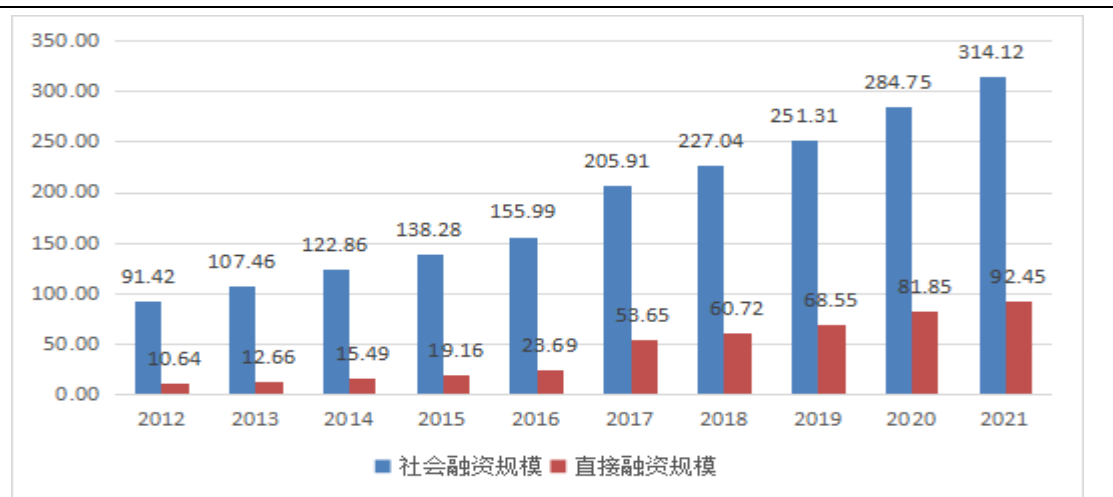
Wind 数据显示，截至 2022 年 12 月 31 日，我国 A 股上市公司数量达 5079 家，IPO 融资合计 4.79 万亿元<sup>1</sup>，再融资合计 14.61 万亿元。2012-2022 年，上市公司数量从 2472 家增长至 5079 家，总市值从 26.74 万亿元增长至 88 万亿元，上市公司总市值占 GDP 的比值从 49.65% 提升至 73.33%<sup>2</sup>，股票融资成为企业权益融资的主流。2012-2021 年，债券融资总额为 379.5 万亿元，10 年平均 37.95 万亿元，年均增长率为 36.59%，债券融资扮演着直接融资的主角。根据中国基金业协会发布的数据，2015 年我国私募股权、创业基金管理规模为 70,913 亿元，截至 2022 年 10 月，国内私募股权（含创业投资）基金管理人达 14,630 家，管理基金 30,000 多只，管理规模达 13.62 万亿元人民币，成为资本市场直接融资的一支有生力量。

<sup>1</sup> 东方财富 Choice 数据统计显示，截至 2022 年 12 月 31 日，A 股市场共有 5079 家上市公司，累计 IPO 融资额达 47894 亿元。

<sup>2</sup> 2012 年的 GDP 按 53.86 万亿元计，2022 年的 GDP 暂按 120 万亿元计。

直接融资占社会融资的比从 2012 年的 11.64% 提升至 2021 年的 29.42%，融资规模和融资企业数量均大幅增长，资本市场的融资功能进一步增强。同时资本市场开放力度加大，陆港通开通，A 股纳入 MSCI 和富时指数，外资加速流入，对外融资功能逐步增强，中国资本市场的国际化持续推进。

图 1 近十年我国社会融资规模及直接融资规模 单位：万亿元



数据来源：中国人民银行

## (二) 资源配置：有力推动产业升级，不断提升科技创新

2012-2022 年，中国多层次资本市场建设日益完善，先后设立新三板、科创板、北交所。资本市场已形成涵盖沪深主板、科创板、创业板、北交所、新三板、区域性股权市场在内的多层次市场体系。形成了“资本链-创新链-产业链-人才链”优化匹配的市场化机制。资本市场大力支持上市公司进行技术和业务创新。上市公司中，战略性新兴产业超过 2200 家，一批光伏和电动汽车等行业上市公司的技术和业务已居全球领先地位。科创板和北交所的设立与运行，有力支持了科技型、创新性企业和“专精特新”的小巨人企业的科技创新，中国“硬科技”企业的“摇篮”正在形成，资本市场推动科技创新的功能得到提升。另外，私募股权和创业投资对科技创新发挥了重要促进作用。目前，我国私募股权和创投基金数量和管理规模均已跃居世界前列，投向半导体、计算机运用、生物医药、新能源等行业的资金连续提升，“投早投小投科技”日益活

跃。注册制改革以来，超过八成的科创板企业、六成的创业板企业在上市前获得了私募股权和创投基金的投资<sup>3</sup>。

### （三）价值发现：市场化定价已具良好基础

我国资本市场能够提供金融产品的定价机制，各种金融产品的交易日趋活跃，尤其是A股日交易量不断突破万亿元，资本市场在运行中发挥着定价功能，体现着证券需求者和证券供给者的竞争关系。股票发行注册制的试点及推行，使股票发行的市场化机制逐步增强，有利于市场定价机制的形成。2023年2月1日，中国证监会就《首次公开发行股票注册管理办法》等规章、规范性文件草案向社会公开征求意见，这标志着全面实行股票发行注册制改革正式启动。资本市场投资者结构不断改善，2021年机构投资者在A股的持股市值占比已达到60%，以基金、险资、社保为代表的专业机构投资者对资本市场的影响力不断增强，理性投资、专业投资、价值投资、长期投资理念的正在树立，资本市场的市场化定价功能已具备良好基础。

### （四）居民财富管理：逐渐强化

2021年，我国居民持有股票、基金、信托、理财产品、债券和证券保证金等资本市场的资产占其金融资产的比例接近40%，自然人投资者一直是股票市场的中坚力量，户数占99%以上，持有上市公司的市值近十年来保持在20—25%，资本市场已成为居民投资的重要市场和财富配置的良好选择。新证券法第六章关于“投资者保护”专章的设置，实现了我国投资者保护立法集中规定从无到有的进步。退市制度不断完善，“有进有出、优胜劣汰”的市场机制逐渐确立，保护投资者尤其是中小投资者利益的制度不断完善，资本市场居民财富管理的功能逐渐强化。

<sup>3</sup> 引自方星海在“深圳创投日”启动大会暨深交所科交中心揭牌仪式上的致辞。

### 三、健全和提升资本市场功能分析

近十年，我国资本市场对实体经济发展做出了重大贡献，市场功能不断健全和强化，但基于资本市场高质量发展和高质量服务实体经济的客观需要，基于中国式现代化建设的战略要求，基于共同富裕的远景目标，资本市场功能还有待进一步健全和提升。资本市场功能的进一步健全和提升具有较大潜力。

#### （一）直接融资比重提升空间较大，股票融资提升空间更大

##### 1、我国直接融资占社会融资的比例仍然偏低

近十年来，我国的社会融资<sup>4</sup>规模存量总量从2012年的91.42万亿元增长到2021年的314.12万亿元，扩张了2.44倍，年均复合增速13.14%。从结构上看，直接融资和间接融资规模都得到了大幅增长，直接融资金额从2012年的10.64万亿元上升到2021年的92.45万亿元，增长了7.69倍。2012年我国资本市场直接融资比重为11.64%，2021年直接融资比重提升到29.43%。我国间接融资规模从80.16万亿元扩大到220.50万亿元，十年间增长了1.75倍。但总的来说，以各类贷款为主的间接融资仍然占约70%的主体地位，而直接融资比例约30%，揭示出经济增长具有基于庞大的银行体系的货币驱动型特征。直接融资虽然增长较快，但与发达国家相比仍然偏低。美国有当今世界上最发达和最成熟的金融市场，其直接融资<sup>5</sup>比重自1995年以来保持在80%-85%区间浮动，近十年长期稳定在80%以上的水平，间接融资<sup>6</sup>比重不足20%。日本房地产泡沫破灭后，直接融资比重从25%开始迅速提升，目前已超过50%。

<sup>4</sup> 社会融资分为直接融资和间接融资。直接融资通常指股票和债券融资，特定目的载体、直接投资（包括私募和风险投资）和其他投资的一部分也属于直接融资。直接融资总额=股权融资金额+债券融资金额。间接融资金额=人民币贷款+外币贷款+委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票+存款类金融机构资产支持证券+贷款核销。

<sup>5</sup> 美国直接融资金额选取金融部门股票发行金额。

<sup>6</sup> 美国间接融资金额选取美国金融公司和非金融公司贷款合计金额。

表 1：美国直接融资与间接融资比例表

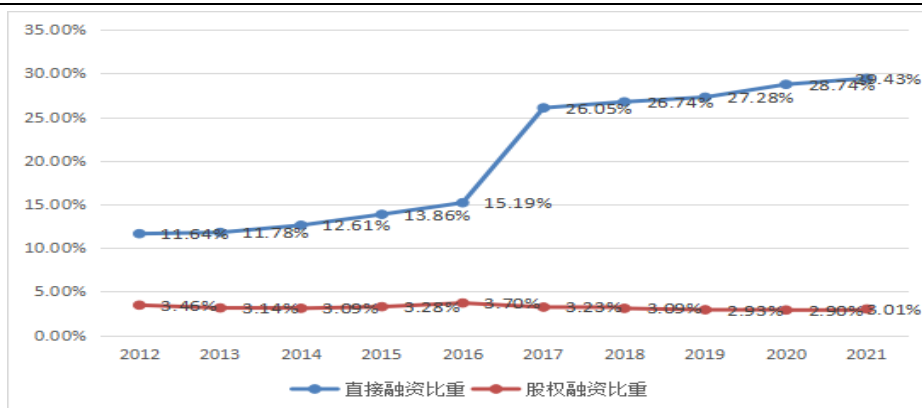
年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	平均
直接融资比例 (%)	82.06	82.34	81.61	81.02	82.96	83.76	81.12	82.42	84.33	85.68	82.7
间接融资比例 (%)	17.94	17.66	19.39	18.98	17.04	16.24	18.88	17.58	15.67	14.32	17.3

资料来源：公开资料，华龙证券研究所

## 2、直接融资中股权（股票）融资占比更低

截至 2021 年末，我国直接融资中债券融资存量规模约为 83 万亿元，仅次于美国、日本，为全球第三大债券市场。截至 2022 年末，我国直接融资存量逾 102 万亿元，占社会融资规模存量近 30%，其中企业债券余额 31.01 万亿元，政府债券余额 60.19 万亿元，债券融资占直接融资的比例约 90%，而境内股票余额 10.64 万亿元，占直接融资的比例约 10%，明显偏低。

图 2：2012-2021 年我国直接融资和股权融资占社会融资的比例



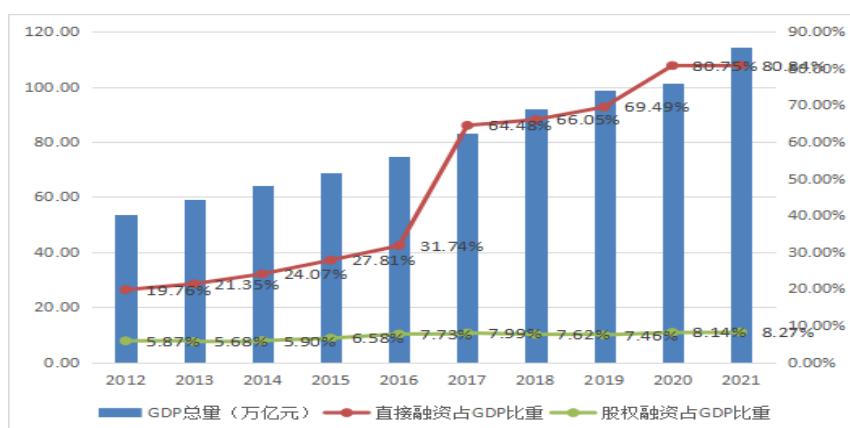
数据来源：中国人民银行

## 3、直接融资提升空间很大，股票融资提升空间更大

现阶段我国直接融资比重不足 30%，如按美国、英国、日本、德国、中国近五年直接融资的平均比例 55% 计算，我国直接融资的比例要达到 50%，未来提升空间很大。直接融资中股票融资比例仅 10%，与发达国家相比很低，与我国经济总量相比很不匹配。近十年我国直接融资金额占 GDP 的比例总体呈稳步上升态

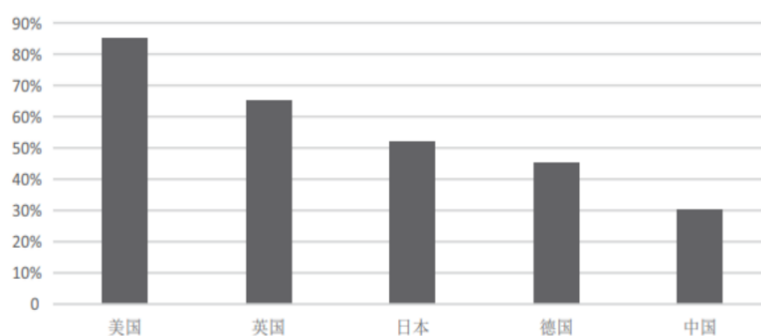
势，2012年直接融资占GDP的比例为仅为19.76%，2015年达到27.81%，2018年达到66.05%，2021年我国GDP总量达到114.37万亿元，直接融资金额占GDP的比重达到80.84%，但股权（股票）融资与经济总量很不匹配。2012年我国股权融资占GDP比重为5.87%，2015年、2018年这一比值分别为6.58%、7.62%，2021年股权融资占GDP总量的比重为8.27%。十年间股权融资占GDP的比重虽然在缓慢提升，但仍在10%以下，一方面显示出与实体经济增长不匹配的特征，另一方面说明股票融资具有更大的供给空间。中共中央、国务院2022年12月印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》提出，“增强资本市场对实体经济的融资功能，提高直接融资特别是股权融资比重”，彰显提升股票融资比重的紧迫性。

图 3：直接融资与股权融资占 GDP 比重



数据来源：中国人民银行

图 4：美国、英国、日本、德国、中国近 5 年直接融资比重（平均值）



数据来源：根据国际清算银行网站和世界银行网站的有关数据整理

## （二）居民财富管理功能的提升空间无限

中泰证券研究所李迅雷的研究显示：2021 年我国居民资产中，金融资产占 32.2%，非金融资产占 67.8%。非金融资产主要是房产。金融资产主要是银行存款占 50.2%，理财产品占 12.5%，保险准备金占 11.6%，股票占 11%，基金占 6.7%，现金占 3.7%，信托占 3.6%，债券和证券保证金各占 0.4%，即股票、基金、信托、理财产品、债券和证券保证金等占金融资产的比例约为 40%。2018 年末我国居民部门持有股票资产占全部金融资产的比例曾达 15%。美国居民金融资产中股票、基金和投资于资本市场的养老金约占 70%。可见我国居民金融资产占家庭资产的比例偏低，金融资产中股票、基金、债券、理财产品等占金融资产的比例更低，且居民部门的股票资产占比存在下滑趋势。与发达国家经济发展的相似阶段相比，现阶段我国居民部门资产结构的一个显著特点是以房地产为代表的非金融资产和以银行存款为代表的无风险金融资产占比过高，而以股票和债券资产为代表的风险金融资产占比过低。股票、基金、债券、理财产品等占金融资产的比例偏低。这说明资本市场财富管理职能还不健全，发挥还存在较大差距，也说明资本市场财富效应吸引力存在不足。

从产业周期来讲，我国房地产已进入成熟阶段，房地产的财富效应正在减弱，股票等金融资产的财富效应逐渐增强。我国居民的财富结构正在经历从单一配置（储蓄存款）到多元配置、从实物资产（房产）到金融资产的转型。转型的趋势之一是提高金融资产的比重，趋势之二是提高股票资产的比重。我国居民储蓄存款规模达 112 万亿，为股票等资产的增长提供了资金保障，资本市场财富管理功能的提升有着坚实的经济基础。同时，监管部门持续加强对投资者尤其是中小投资者利益的保护力度，为资本市场居民财富管理功能的增强保驾护航。证监会易会满主席在谈到建设中国特色现代资本市场时强调“坚持人民立场”，“牢记保护中小投资者合法权益的监管使命，充分尊重投资者、敬畏投资者，完善立体化的投保安全网，切实增强投资者获得感”<sup>7</sup>。资本市场财富吸引力将不断增强，财富管理功能的提升具有无限的想象空间。为此，需要

<sup>7</sup> 引自证监会主席易会满题为《进一步健全资本市场功能》之感言，《人民日报》，2022.12.5

重点做好三件事：一是不断增强上市公司盈利能力，二是持续提高上市公司现金分红比例，三是不断完善退市制度。

### （三）资源配置功能的提升方向鲜明

资源配置功能的进一步提升包含两大要素：一是充分发挥资本在资源配置中的先行性、方向性引领作用，二是提升资本市场配置资源的效率。

先行、引领作用关键在于资本及其他生产要素配置的方向。二十大报告为资本及其他生产要素配置指明了方向。报告提出必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力。强调“优化配置创新资源，优化国家科研机构、高水平研究型大学、科技领军企业定位和布局”；“强化企业科技创新主体地位，发挥科技型骨干企业引领支撑作用，营造有利于科技型中小微企业成长的良好环境，推动创新链产业链资金链人才链深度融合”。为此，资本市场资源配置功能提升的方向之一是赋能科技创新，引领资源向科技创新领域配置，重点是数字经济、高端装备制造业（如芯片、发动机、数控机床等）领域。二十大报告指出：“加快发展方式绿色转型。推动经济社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节”。绿色低碳发展是我国发展方式转变的主攻领域之一。绿色低碳发展需要绿色金融的推动。目前我国的绿色金融还主要靠债权性融资方式驱动，资本市场的股权投资功能不足。因此，资本市场资源配置功能提升的方向之二是引领资源向绿色低碳领域配置，重点是鼓励新能源等绿色低碳企业融资并引领其他资源向低碳环保企业配置。二十大报告指出：“全面建设社会主义现代化国家，最艰巨最繁重的任务仍然在农村。坚持农业农村优先发展，坚持城乡融合发展，畅通城乡要素流动”。“发展设施农业”，“发展乡村特色产业”，“发展新型农业经营主体和社会化服务”。全面推进乡村振兴成为国家战略，资本市场要服从国家战略，要在乡村振兴中更好发挥功能作用。鉴此，资本市场资源配置功能提升的方向之三是引领资本、人才等生产要素向乡村振兴产业配置。另外，从企业结构讲，引领资本等生产要素流向中小企业，更好地服务中小企业，也是提升资本市场资源配置功能的重要方面，其关键是健全多层次资本市场中的新三板市场功能。

提升资本市场配置资源效率的关键政策和手段在于推动资本市场的数字化和科技化进程。

#### （四）定价功能的健全逻辑清晰、重点突出

从理论上讲，是资本市场上证券的价格是由证券供求双方共同博弈的结果。规范成熟的资本市场应具备市场化的定价机制。市场化的定价机制的确立取决于三个要素及其作用机制。一是较为完善的市场制度基础，这就是股票发行注册制制度；二是中国特色的资本市场估值体系，因为定价的核心是估值；三是较为强大的专业机构投资者队伍，因为专业机构投资者是交易价格的主要决定力量；四是投资者利益保护和投资理念行为约束。我国 A 股市场的定价功能还不健全，最鲜明的表现：一是上市公司科学、合理、规范的估值体系尚未建立，估值紊乱现象时有发生；二是众多公司的股价不能反映公司的内在价值，价格乱象充斥市场；三是对 A 股市场具有基础作用和“定海”意义的大盘蓝筹公司的价值被长期低估，股价严重扭曲；四是缺乏以价值投资理念为核心的投资文化。因此，健全资本市场定价功能的重点任务，一是全面注册制启动后的实施推进，二是建立中国特色的资本市场估值体系，三是持续壮大专业机构投资者队伍和规模，提升机构投资者的定价影响力。另外，树立价值、理性、专业的投资理念，推进中国资本市场投资文化的建设也至关重要。

#### 四、健全和提升资本市场功能的制度建设与政策选择

健全和提升资本市场功能必须在制度层面、政策层面、文化层面和技术层面进行顶层设计和系统谋划。**制度层面重点**是全面实行股票发行注册制，不断深化和完善退市制度，建设资本市场高水平开放制度；**政策层面主要是**保持债券、股票融资合理增长，强化融资功能与资源配置功能的结合效应；进一步提高上市公司盈利能力和现金分红比例；加大专业机构投资者队伍和规模发展力度；建立中国特色的资本市场估值体系；精准做好投资者关系管理，提升投资者对公司价值的认同度；全力增强新三板市场服务中小企业的功能；建设与中华优秀传统文化相结合的投资文化。

## （一）全面实行股票发行注册制改革，不断完善退市制度

### 1、全面实行股票发行注册制

注册制是以信息披露为核心的市场化程度较高的证券发行制度，是资本市场通过“无形”的手配置资源的基础制度。2019年7月科创板首发上市试点注册制，2020年8月创业板试点注册制。2022年7月29日，中国证监会召开2022年年中监管工作会议，要求“扎实推进股票发行注册制改革”，“做实做细全面实行股票发行注册制的各项准备”。2022年12月5日易会满强调：“在注册制改革方面，证监会坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征，突出把选择权交给市场这个本质，建立了以信息披露为核心、全流程公开透明的发行上市制度”<sup>8</sup>。2023年2月1日，中国证监会对外发布就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见，此举标志着全面实行股票发行注册制改革正式启动。全面注册制的启动，将进一步提升资本市场直接融资功能，优化市场化配置资源功能。截至2023年1月底，A股市场通过注册制上市的企业共1004家，总市值达9.6万亿元，占A股整体比例分别为19.8%、10.5%。其中，科创板、创业板、北交所通过注册制上市的企业分别有504、413、87家，市值分别为6.8万亿元、2.8万亿元、0.09万亿元。

### 2、不断深化和完善退市制度

我国资本市场退市制度相对微滞后。2012年证监会出台《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》，明确了出现重大违法情形的公司被强制退市的规定；2018年证监会细化上市欺诈发行、年报造假规避退市等重大违法退市指标，新增了社会公众安全类重大违法强制退市指标，对退市标准与环节均做出了较为严格的规定；2020年12月沪深证券交易所出台了退市新规，将退市分为强制退市和主动终止上市两种情况，重点规定了可引发上市公司强

<sup>8</sup> 引自证监会主席易会满题为《进一步健全资本市场功能》之感言，《人民日报》，2022.12.5

制退市的四大类情形：一是重大违法强制退市，比如上市公司欺诈发行、重大信息披露违法等；二是交易类强制退市，比如上市公司连续 20 个交易日股票收盘价均低于股票面值 1 元等；三是财务类强制退市，比如上市公司明显丧失持续经营能力，财务指标不符合上市交易标准等；四是规范类强制退市，比如上市公司未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告等。退市新规的出台，使退市走向多元化格局，上市公司有进有退、优胜劣退的制度基本建立，为增强资本市场资源优化配置和财富管理功能提供了又一制度保障。自退市新规出台至 2022 年末，A 股已有 66 家公司退市，上市公司退市数量大大增加，资本市场优胜劣汰机制在加速形成。但与成熟市场相比，我国资本市场退市制度存在不系统、不彻底等问题，一是年均退市率仍然偏低。从历史数据看，截至 2022 年末，A 股共有 191 家上市公司完成退市，平均退市率仅 0.38%，而美国市场 2011 年以来的退市率在 6%左右。二是“体检不合格”的上市公司或丧失持续经营能力的公司还长期滞留资本市场，一方面严重制约了资源优化配置效率，另一方面扰乱了市场秩序，使中小投资者真伪难辨，不利于财富管理功能的发挥。同时，市场化注册制的全面实施，需要市场化的退市制度与之相匹配。鉴此，退市制度的改革和完善仍然在路上，建立多元化的退出渠道，坚持“应退尽退”，做到既要“退得下”、又要“退得稳”，才能形成资本市场优胜劣汰的良性循环机制。

证监会近期制定的《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》强化上市公司的“入口”和“出口”端。在入口端，持续落实优化发行上市条件的要求，严把审核质量关，加大资本市场对优质企业的扶持力度；在融资端，持续优化资本市场融资制度，完善并购重组监管机制，促进产业链供应链贯通融合；在出口端，深化常态化退市机制，坚决把“空壳僵尸”和“害群之马”清出市场。这是进一步健全和提升资本市场功能尤其是资源优化配置功能的“切实行动”。

## （二）建立资本市场高水平开放制度，拓宽境外融资渠道

目前外资对中国 A 股的配置与中国经济体量及 A 股规模相比比例还相当低，外资持有 A 股的市值还不足 5%。外资对韩国的持股比例曾达到 40%。“开放是

发展进步的必由之路，中国将坚持实施更大范围、更宽领域、更深层次对外开放，坚持走中国式现代化道路，建设更高水平开放型经济体制”<sup>9</sup>。资本市场更高水平的制度性对外开放是建设更高水平开放型经济体制的必然要求。拓宽境外投融资渠道，是资本市场高水平开放的必然选择。为此，应加快资本市场开放的制度设计，出台资本市场进一步开放的举措，推进规则、规制、标准、管理的制度性开放，优化市场互联互通机制，完善基础交易制度，增加国际化品种，加强与香港市场的务实合作，一方面推动我国企业到国外资本市场上市融资，另一方面便利国际投资者投资 A 股，吸引境外机构来华投资展业。

在基础交易制度方面，证监会宣布 A 股于 2022 年 12 月 26 日实施货银对付（DVP）结算制度<sup>10</sup>。DVP 是国际市场通行的证券登记结算制度，美国、欧洲、日本、中国香港等成熟资本市场均采用了 DVP 制度。证券登记结算实行 DVP 制度，这是我国推进资本市场高水平双向开放的又一基础制度，一方面迎合了境外投资者的诉求和对我国资本市场发展的期待，有助于境外投资者进一步了解和进入中国资本市场，拓宽境外投融资渠道；另一方面遵循了“证券和资金的交收互为条件、实现本金风险防范”的宗旨，有利于进一步增强资本市场基础制度建设，增强结算体系风险防控能力。

### （三）保持债券、股票、私募股权融资持续增长，强化资源配置与融资功能之协同效应

#### 1、扩大直接融资规模，保持债券、股票、私募股权融资的持续增长

近 10 年我国直接融资年均同比增长 30.5%，其中债券融资年均增长 36.6%，股票（股权）融资年均增长 12.7%，GDP 年均增长率 6.7%，直接融资增长率及债券融资增长率、股票（股权）融资增长率与 GDP 增速具有正相关关系。鉴于直接融资比例偏低，尤其是股票融资比例低的实情及扩大直接融资比例的资本市场政策，我们认为未来 5 年，我国直接融资年均同比增长率应保持在 30%、股票融资年均同比增长率应保持 15%的水平。

<sup>9</sup> 2022 年 11 月 29 日，外交部发言人赵立坚例行记者会答记者问。

<sup>10</sup> DVP (Design Verification Plan), 本是工程术语，即设计验证计划，指设计零件符合功能要求，在使用中满足设计要求。引用到证券结算领域，指证券和资金的交收同步进行相对交收并互为交割条件，是一种证券登记结算基础制度，旨在防范证券和资金交收中的本金风险。

表 2：中国 2012—2021 直接融资与 GDP 的比较 单位：万亿元

年份	直接融资		债券融资		股票（股权）融资		GDP	
	金额	增长%	金额	增长%	金额	增长%	总量	增速%
2012	10.64	31.68	7.48	44.68	3.16	8.59	53.86	7.86
2013	12.66	10.98	9.29	24.20	3.37	6.65	59.30	7.77
2014	15.49	22.35	11.69	25.83	3.80	12.76	64.36	7.43
2015	19.16	23.69	14.63	25.15	4.53	19.21	68.89	7.04
2016	23.69	23.64	17.92	22.49	5.77	27.37	74.64	6.85
2017	53.65	126.47	47.00	162.28	6.65	15.25	83.20	6.95
2018	60.72	13.18	53.71	14.28	7.01	5.41	91.93	6.75
2019	68.55	12.90	61.19	13.93	7.36	4.99	98.65	6.00
2020	81.85	19.40	73.60	20.28	8.25	12.09	101.36	2.24
2021	92.45	12.95	82.99	12.76	9.46	14.67	114.37	8.11
年均增长%	30.52		36.59		12.70		6.70	

数据来源：公开资料、华龙证券研究所

## 2、股票融资向现代产业领域重点行业和企业倾斜

股票融资政策要以产业政策为导向。未来五年我国产业政策的基本基调是建设现代化产业体系。按照 2022 年 12 月 15 日至 16 日召开的中央经济工作会议的精神，现代化体系建设的主要政策措施是：“狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大，着力补强产业链薄弱环节”；“围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通”；“加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广”；“大力发展数字经济”，“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”。鉴此，资本市场股票融资的基本政策是：重点鼓励、支持高端装备制造业（如芯片、发动机、数控机床、人工智能等）、数字经济、绿色低碳、新能源、现代农业等行业领域的企业通过资本市场进行首发上市融资或再融资，

实现资本市场融资功能与资源配置功能的对接和协同，发挥资本在资源优化配置中的引领作用。

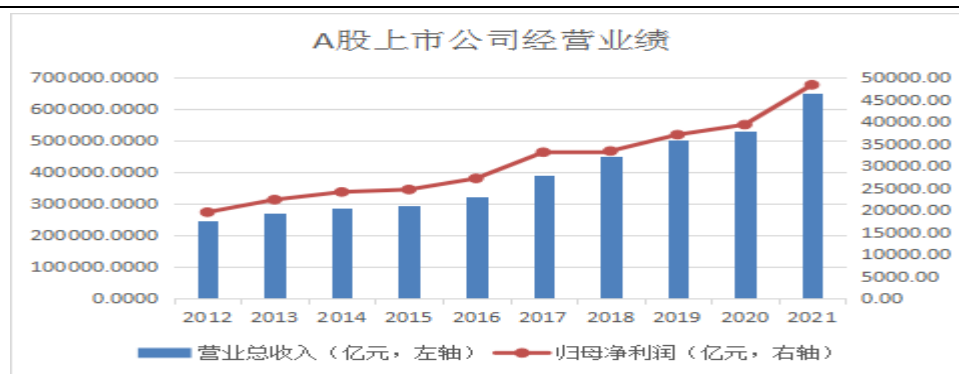
#### （四）持续提升上市公司盈利能力和现金分红比例

持续提升上市公司盈利能力，并增大现金分红比例，这是增强资本市场对投资者吸引力、保护投资者利益、强化资本市场居民财富管理功能的长久大计和关键所在。A股上市公司作为中国经济的优秀代表，总体上具有良好的盈利能力和广阔的发展前景，多年来为国内外投资者提供了大量的现金红利和良好的投资回报。这是进一步发挥资本市场财富管理功能的基础和保障。

##### 1、上市公司盈利能力保持稳步增强态势

近十年来，我国上市公司数量逐年增加，A股上市公司收入和利润稳步增长，盈利能力稳步增强。2012年A股上市公司实现营业总收入24.52万亿元，实现归母净利润1.95万亿元。2021年A股上市公司实现营业总收入64.98万亿元，同比增长22.42%，占全年GDP总额的56.81%；全年实现归母净利润4.84亿元，同比增长22.94%。2022年前三季度，沪深两市4800多家上市公司中超八成盈利，共实现营业收入52万亿元，同比增长8.51%，上市公司利润占规模以上企业利润的76%。

图 5：近十年来 A 股上市公司营业总收入及归母净利润

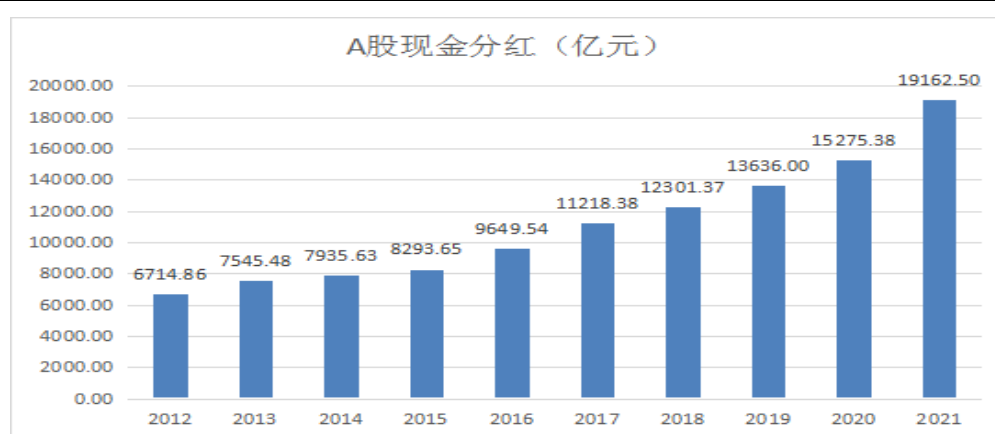


数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2、上市公司现金分红比例保持提升趋势

我国上市公司分红意识不断增强，现金分红金额占归母净利润比例逐年增长。2012年至2021年十年间，A股上市公司累计现金分红超10万亿元，2012年A股的现金分红金额为6714.86亿元，占归母净利润比例34.38%；2017年A股上市公司现金分红总额首次突破1万亿元，2020年进行分红的上市公司家数达到3000家以上，年度分红总额达到15275.38亿元；2021年，A股年度现金分红总额突破1.9万亿元，占归母净利润的比例达到39.55%，与2012年相比提高了5.17%。

图 6：近十年 A 股上市公司分红情况



数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 3、持续提升上市公司盈利能力和现金分红比例仍然是提升资本市场功能之选择

上市公司高质量发展是新时代资本市场的主旋律。上市公司要继续践行新发展理念，提升公司治理现代化，加强专业化战略性整合，不断进行科技创新，增强可持续发展能力和核心竞争力，持续提高盈利能力。同时要坚持资本市场的人民立场，进一步强化分红意识，开启A股高分红新时代，持续提高现金分红比例，切实增强投资者获得感，使资本市场成为居民财富管理和财富增长并走向共同富裕的“良田沃土”。

## （五）加快发展专业机构投资者队伍和规模

### 1、我国资本市场机构投资者持有 A 股市值的现状

#### （1）机构投资者持有 A 股市值保持稳定态势

我国资本市场投资者可分为四类，即自然人投资者、专业机构投资者、一般法人投资者和外资机构。专业机构投资者包括公募基金、社保基金、保险资金、券商自营资金、私募基金、资产管理资金、信托公司、财务公司等；一般法人投资者主要指产业资本法人，包括非金融类上市公司、非金融类上市公司大股东及非金融类其他法人；外资主要指 QFII 和陆股通资金。专业机构投资者、一般法人投资者和外资机构可以统称为机构投资者。从上交所 A 股投资者持有市值占比分析，近十年来，机构投资者持有 A 股总市值保持在 70—80% 的水平，持股呈相对稳定态势。从整个 A 股市值结构看，华龙证券研究所粗略测算，截至 2021 年 12 月 31 日，A 股上市公司 4603 家，总市值 913997 亿元，其中自然人投资者持有约 297900 亿元，占 32.6%；机构投资者持有约 616100 亿元，占 67.4%。

表 3：上交所 A 股投资者持有市值占比（%）

日期	自然人	专业机构	一般法人	沪股通
2012. 12. 31	19. 74	16. 92	63. 34	--
2013. 12. 31	21. 78	14. 58	63. 64	--
2014. 12. 31	23. 51	14. 65	61. 44	0. 39
2015. 12. 31	25. 18	14. 49	59. 83	0. 49
2016. 12. 30	23. 70	15. 58	60. 00	0. 72
2017. 12. 29	21. 17	16. 13	61. 53	1. 18
2018. 12. 28	19. 62	13. 92	64. 55	1. 91
2019. 12. 31	20. 59	15. 74	60. 89	2. 79
2020. 12. 31	22. 93	17. 77	55. 97	3. 34
2021. 12. 31	24. 48	19. 14	53. 11	3. 28

数据来源：《上海证券交易所统计年鉴（2022 卷）》，Wind，华龙证券研究所

#### （2）专业机构投资者持有 A 股市值呈稳中提升态势

从上交所 A 股公司市值持有结构来分析，近十年来专业机构投资者持有 A 股总市值的比例呈稳中提升态势。2012 年底上交所 A 股专业机构投资者持有市值为 2.26 万亿元，占 A 股总市值的比例为 16.92%；2021 年底上交所 A 股专业机构投资者持有市值为 8.32 万亿元，较 2012 年底增加 6.06 万亿元，占 A 股总市值的比例达到 19.14%，占比提高 2.22%，较持有市值比例最低的 2018 年底增加 5.09 万亿元，持有市值占比提高了 5.22 个百分点。从 A 股流通市值结构来看，根据华龙证券研究所测算，截至 2021 年 12 月 31 日，A 股流通市值约 75 万亿元，其中公募基金持仓市值规模达 6.43 万亿元人民币，占 8.58%；保险公司持仓市值为 1.08 万亿元，占 1.45%；社保基金持仓市值规模为 3661 亿元，占 0.49%；私募基金持仓市值规模 2639 亿元，占 0.35%；券商资管持仓市值规模为 1137 亿元人民币，占 0.15%；银行理财市值规模 704 亿元，占 0.10%；信托公司持仓市值为 534 亿元，占 0.07%；财务公司持仓市值规模约 12 亿元人民币，企业年金持仓市值规模约 5.11 亿元。

表 4：上交所专业机构投资者持有市值及占比

时点	专业机构持有 A 股 市值（亿元）	上交所 A 股总 市值（亿元）	专业机构市 值占比（%）
2012.12.31	22,595.92	133,545.63	16.92
2013.12.31	19,817.31	135,921.19	14.58
2014.12.31	32,323.00	220,634.81	14.65
2015.12.31	36,680.33	253,142.38	14.49
2016.12.30	37,257.27	239,135.24	15.58
2017.12.29	45,294.00	280,805.95	16.13
2018.12.28	32,279.00	231,889.37	13.92
2019.12.31	47,283.00	300,400.25	15.74
2020.12.31	67,430.00	379,459.76	17.77
2021.12.31	83,228.00	434,838.04	19.14

数据来源：《上海证券交易所统计年鉴（2022 卷）》，Wind，华龙证券研究所

(3) 我国资本市场机构投资者的数量占比过低，专业机构投资者持股比例偏低

我国资本市场机构投资者尤其是专业机构的数量和规模仍然偏低。从投资者开户数量分析，截至 2021 年底我国 A 股投资者总开户数累计达到 27,664 万户，其中，个人投资者开户数 27,592 万户，占比高达 99.74%，机构投资者开户数 72 万户，占比仅 0.26%，个人投资者在数量上仍然是我国资本市场的主力军。以上交所为例，近十年专业机构投资者平均持有市值占总市值的比为 15.89%，显然专业机构投资者持股比例偏低。专业投资者是机构投资者队伍中的“先进生产力”，是资本市场的稳定因素。个人投资者的市值占比逐步下降，专业机构投资者占比不断提高，这是资本市场投资者结构变化的必然趋势。如美国 1951 年各类境内机构投资者持有市值占比为 5.49%，到 2021 年，美国各类境内机构投资者持股市值占比提升了 37 个百分点，上升至 42.4%，其主要是专业机构投资者的占比提升，反映在 20 世纪 80 年代主要是养老金持股市值提高，其后是共同基金占比快速增长，到 2001 年共同基金持股市值占比增长至 21%。

表 5：A 股投资者总开户数（万户）

日期	开户总数	个人投资者		机构投资者	
		开户数	占比	开户数	占比
2012.12.31	10,473.43	10,439.34	99.67%	34.09	0.33%
2013.12.31	10,985.15	10,948.55	99.67%	36.60	0.33%
2014.12.31	11,935.93	11,895.86	99.66%	40.07	0.34%
2015.12.31	16,783.70	16,736.06	99.72%	47.64	0.28%
2016.12.31	20,791.27	20,736.72	99.74%	54.55	0.26%
2017.12.31	24,438.57	24,377.63	99.75%	60.94	0.25%
2018.12.31	27,578.60	27,516.13	99.77%	62.47	0.23%
2019.12.31	22,012.35	21,955.21	99.74%	57.14	0.26%
2020.12.31	24,716.09	24,652.65	99.74%	63.44	0.26%
2021.12.31	27,663.93	27,592.39	99.74%	71.54	0.26%

数据来源：《深圳证券交易所市场统计年鉴（2021）》，华龙证券研究所

## 2、发展专业机构投资者是 A 股投资者结构优化的重点

资本市场发展的历史实际上是不不断去散户化、强机构化的过程。大力发展专业机构投资者是我国资本市场投资者结构优化的重点任务。从现实突破口和路径来讲，一是继续扩大公募基金，引导社保基金、保险基金、企业年金

等各类中长期资金增持 A 股力度，推动养老金投资公募基金尽快形成市场规模。二是推动商业银行、券商资产管理规模扩容；三是继续吸引外资流入 A 股。公募基金的扩大，突破口除了吸引城乡居民存款外，鼓励、引导个人养老金投资公募基金成为新的增长点。2022 年 11 月 25 日人力资源社会保障部宣布个人养老金制度启动实施，在北京、上海、广州、西安、成都等 36 个城市或地区通过国家社会保险公共服务平台、全国人社政务服务平台、电子社保卡“掌上 12333APP”等全国统一线上服务入口或商业银行等渠道建立个人养老金账户，通过商业银行开立个人养老金资金账户后可向资金账户缴费，可购买养老储蓄存款、理财产品、商业养老保险和公募基金等金融产品，标志着个人养老金进入资本市场的大幕已经拉开，个人养老金将成为公募基金的重要资金来源<sup>11</sup>。个人养老金账户具有超长期封闭管理的特点，是资本市场的长期性资金。从美国等发达国家的实践来看，其主要投资于资本市场。从个人养老金政策来讲，我国个人养老金制度将得到广大家庭和个人的认可。我国有 14 亿人口，2022 年我国 60 岁以上人口达 2.67 亿，符合缴纳个人养老金的 50 岁以上人口超过 4 亿。随着个人养老金规模的不断扩大，个人养老金将不断转化为资本市场的增量资金。有机构预测到 2030 年个人养老金规模有望达到 2.6 万亿元，其中流入公募基金的资金总额约 8580 亿元<sup>12</sup>，为专业机构投资者及其资金的增强提供有力支撑。

### 3、进一步提高公募基金持有 A 股市值的比例

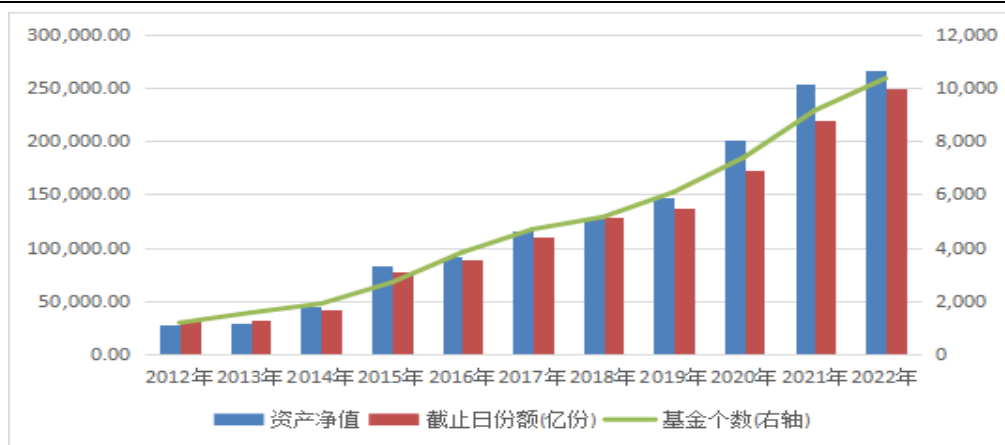
2012 年以来，公募基金行业获得了跨越式发展。2012 年底公募基金户数仅 1174 只，规模仅 31558.96 万亿元。截止 2022 年末，公募基金数量达 10576 万只，规模超过 26 万亿元，已成为资本市场的主要专业机构投资者。从公募基金的资产配置看，债券类资产一直是占比最大的资产，从 2012 年 Q1 的 19.85%，

<sup>11</sup>个人养老金的投资管理有许多优惠政策，主要是税收优惠政策。在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费按照 12000 元/年的标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；在领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目；在基金认购环节，面向个人养老金账户销售的个人养老金基金份额——Y 类基金份额在认购过程中可以豁免申购费等销售费用、同时对管理费和托管费实施一定的费率优惠。

<sup>12</sup> 宏源证券研究所

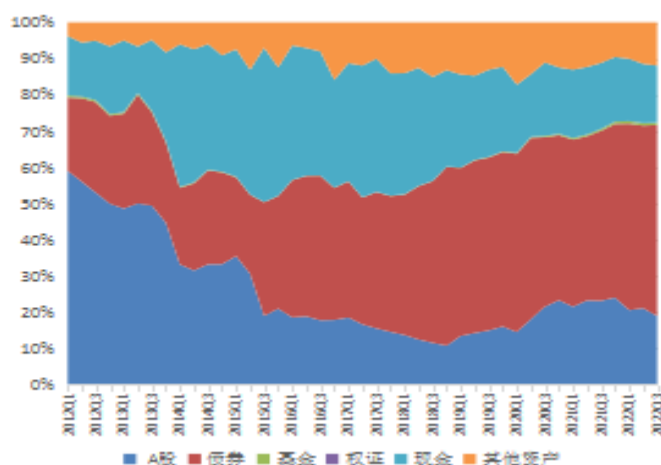
到 2022 年底占比超过 50%;权益类资产尤其是 A 股资产占比曾持续下降, 2015 年 Q3 至 2020 年 Q3 一直保持在 20%以下。2019 年资管新规实施后, 公募基金在资产配置上加大了权益类资产的比例, A 股持仓市值稳步提升, 2020 年 Q3 以来保持约 22%的比例, 但作为 A 股市场的专业机构投资者, 公募基金持有 A 股资产的比例仍然偏低。在公募基金发展政策上, 一是积极支持权益类基金的设立和募资, 二是鼓励公募基金增加 A 股资产的配置, 使对 A 股资产的配置比例平均达到 30%以上。

图 7: 近十年公募基金数量及规模变化



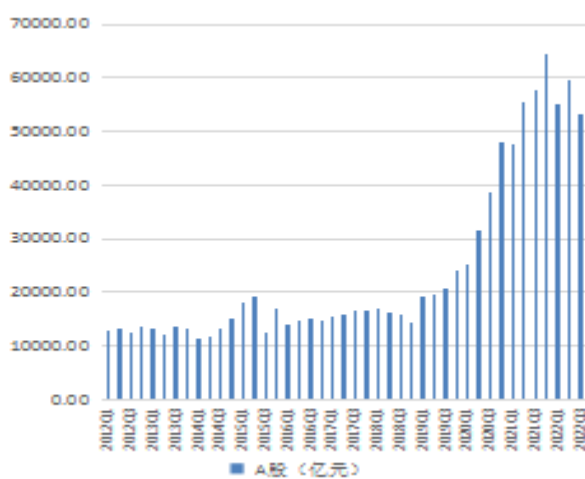
数据来源 : Wind, 华龙证券研究所

图 8: 公募基金近十年来资产结构变动情况



数据来源 : Wind, 华龙证券研究所

图 9: 近十年公募基金持有 A 股市值增长情况



加快发展专业机构投资者队伍和规模对进一步健全和发挥资本市场功能意义重大。一是有利于聚集更多社会资本投资于资本市场，扩大资本市场的资金来源，有利于资本市场融资功能的更好发挥；二是专业机构投资者一般为理性投资者和价值投资者，有利于建立行业普遍认同的估值体系，有利于股票等产品的合理估值和定价，从而有利于更好发挥资本市场的定价功能。

## **(六) 建立中国特色的资本市场估值体系**

### **1、中国特色资本市场估值体系的含义**

易会满主席强调建立中国特色的资本市场估值体系，这是一件非常有意义的举措，有利于健全和发挥资本市场的价值发现或定价功能。中国特色的资本市场估值体系的基础是中国特色的资本市场。我们理解中国特色资本市场的显著特征：一是中国资本市场是中国共产党全面领导下的社会主义市场经济的重要组成部分；二是中国资本市场多种所有制股权并存，国有控股（控制）上市公司是A股市场的主体力量；三是中国资本市场具有国家战略和国家意志属性，现阶段如国家安全、科技创新、共同富裕等；四是境内投资者是A股市场的主体投资者，现阶段持股占比达95%；五是中小投资者是A股市场的重要投资者和“弱势群体”；六是中国资本市场是处于发展和成长阶段的尚未成熟的市场。建立中国特色的资本市场估值体系必须从中国资本市场的特征出发。中国特色资本市场估值体系包括估值对象或标的、估值理念、估值方法、估值技术、估值主体、估值披露、估值修正与调整、估值监管等内容。

### **2、建立中国特色A股市场估值体系的建议**

中国资本市场估值体系最重要、最具代表性的是A股市场的估值体系。我们认为以证券公司研究部门为代表的证券研究机构是估值的实施主体和估值披露的责任主体，A股上市公司是估值的对象和标的，证券监管机构和证券行业自律组织应是估值体系的监管主体，投资者尤其是专业机构投资者是估值定价的实践主体。提升估值主体的估值能力和影响力是强化资本市场定价功能的关键所在。中国特色A股市场估值体系的建立和完善是一个较为长期的过程，需要

市场参与者的共同努力。现阶段我们建议证券业协会出台一个关于引导和指导 A 股估值的意见或文件，对估值各要素给予规范性指导，具有“开好头”、“起好步”意义。

**估值理念层面。**应树立公司内在价值决定价格的价值理念。估值具有特定的时代背景、特定的时间点、特定的行业发展特征、特定的市场环境，因此估值还要树立动态和辩证的逻辑思维。

**估值主体层面。**应树立证券公司研究部门对估值的权威性，并鼓励投资咨询机构和社会智库参与估值的积极性，形成多层次估值参与格局。

**估值方法和技术方层面。**一是认真总结券商研究机构现行估值方法和技术的实践经验，肯定 P/E 估值、P/B 估值、PEG 估值、市销率估值等相对估值法和现金流量贴现模型等绝对估值法的合理性、实用性、可行性。二是公司内在价值的计量要综合考虑 A 股市场和估值标的的特殊性。如市盈率方法和技术，对同类上市公司近几年国内市场 PE 平均水平的计量并参考国际市场 PE 水平确定其基础 PE 倍数的同时，要综合考虑估值标的在国家安全地位、科技创新成果、绿色低碳指标、成长性特征、投资者关系管理与中小投资者保护机制、共同富裕贡献等因素，对基础 PE 给予一定的“倍数溢价”，从而计量估值标的内在价值。三是注重估值的时效性，根据估值因素变化适时修正和调整估值。

**估值应用层面。**公募基金、社保基金、保险资金、券商资金等专业机构投资者以及上市公司大股东及其代理人在投资实践中要积极践行“估值选股”策略，让估值成为市场定价的基础，成为健全价值发现功能的持续推动力量。

**估值监管层面。**证券行业自律组织应强化对上市公司估值的自律监管，将监管重点放在估值方法和技术的合理性与规范性以及估值信息披露的及时性和公平性上。

### **（七）精准做好投资者关系管理，提高投资者对公司价值的认同度**

上市公司内在价值是市场定价的基础。公司内在价值只有得到投资者的认同才能成为股票交易价格的决定性因素。公司内在价值要得到投资者尤其是广大中小投资者的认同，上市公司投资者关系管理的精准化和效应是关键所在。投资者关系管理已成为上市公司在资本市场上的一门必修课。近几年来扮演着

上市公司价值传递“通道”角色的业绩说明会，具有上市公司与投资者之间的“桥梁”作用。业绩说明会可以帮助投资者尤其是中小投资者及时获取和理解上市公司的相关信息，了解上市公司的经营状况及发展前景，判断公司的内在价值，增强对内在价值的认同感。上市公司业绩说明会需要坚持和完善。

**1、业绩说明会应向“业绩说明会暨内在价值交流会”延伸。**上市公司与投资者在进行业绩沟通与说明的同时，应对由业绩决定的公司内在价值进行讨论与交流。会上应邀请曾对公司进行估值的证券研究机构研究人员参加，并按监管规定就公司估值问题向投资者进行解释说明。

**2、交流内容应走向广度和深度。**业绩说明会或内在价值报告会在内容上要更加注重投资者关注的热点问题，不仅仅是公司基本情况、业绩变化、股价涨跌等，更应注重宏观经济和市场环境、行业变化特征和竞争格局、公司增长新动能、发展新规划、治理与社会责任、公司估值方法与技术等内容的互动和交流。

**3、完善信息披露机制是传播公司内在价值的关键。**上市公司信息披露要向国内外投资者传递公司内在价值、引导投资者形成合理价值预期最为有效的方式、渠道和平台，应不断完善，除做好法定信息披露外，应推出自愿专项信息披露、汇编信息披露事项及案例等，及时回应投资者关切的问题，真正做到信息披露的及时、准确和完整。同时，信息披露要简明易懂，让中小投资者愿意看、看得懂。

**4、主动编制和披露 ESG 信息报告。**ESG（环境、社会和公司治理）已经成为衡量企业可持续经营能力的重要指标，ESG 信息报告是投资者了解和判断公司长期投资价值的重要载体。目前仅有 30%的上市公司发布 ESG 报告，许多上市公司还缺乏编制和发布 ESG 报告的能力，也缺乏与投资者尤其是境外投资者就 ESG 进行沟通交流的经验。为增强投资者对公司内在价值和长期价值的认同度，上市公司应适时补上这一课。

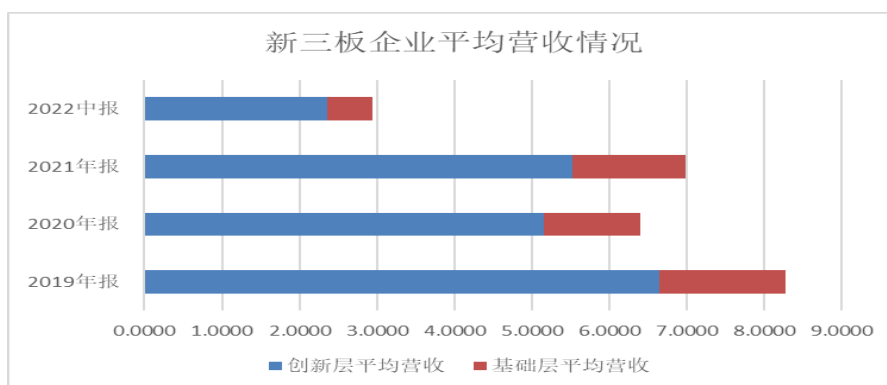
#### **（八）不断增强新三板市场服务中小企业的功能**

新三板市场是我国多层次资本市场的重要组成部分，主要功能是培育创新创业型中小企业，为创新型、创业型和成长型中小企业提供差异化资本市场服

务。截止 2022 年 12 月底新三板挂牌公司总计 6580 家，其中创新层公司 1658 家。新三板设立至 2022 年 12 月底，融资总额为 5652.44 亿元，2022 年新三板股票发行次数共计 697 次，融资金额共 232.28 亿元，新三板成为中小企业融资的一条重要渠道。

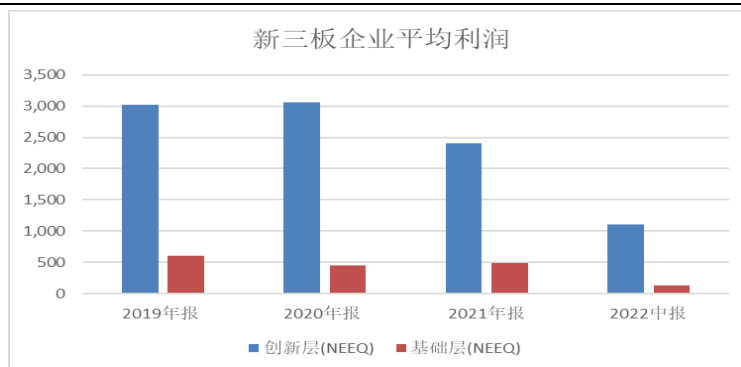
行业方面，根据 Wind 一级行业划分，工业、信息技术、可选消费、材料、医疗保健五大行业在新三板挂牌企业占比较高，数量达 6013 家，占比达到 87.78%。在国家创新驱动战略引导下，新三板公司研发投入稳步提升。2021 年新三板公司研发费用合计 521.74 亿元，同比增长 5.39%。2022 年上半年，6651 家新三板挂牌公司研发投入合计 236.71 亿元，其中，专精特新企业研发投入贡献突出。分层级来看，创新层的成长性和创新性更为突出。2022 年上半年基础层（4929 家）和创新层（1721 家）公司研发投入分别为 120.99 亿元、115.72 亿元。新三板在推动中小企业创新、创业和技术进步方面具有重要功能和作用。

图 10：新三板挂牌企业平均营业收入情况 单位：万元



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：新三板企业平均利润情况 单位：万元



数据来源：Wind，华龙证券研究所

新三板市场功能的进一步增强，主要从两方面着手。一是公司治理的提升和现代企业制度的完善。全国代办股份转让系统最主要的职能是对新三板挂牌企业提供现代企业制度建立、法人治理结构完善、股权融资中介等服务。二是北京证券交易所职能的强化和完善。北交所脱胎于新三板，使中小企业通过新三板-北交所-创业板（科创板）这一多层次资本市场的路径更加畅通，创新层、基础层的“腹地”作用得以巩固，中小企业挂牌上市的动力得以增强。新三板的基础层、创新层是基础，承担规范培育功能，不断为北交所输送优质上市资源；北交所承上启下，成为新三板企业发展进步的重要平台，也成为新三板投资者退出的重要渠道。北交所通过转板机制与沪深交易所、区域性股权市场的互联互通，可以更好发挥多层次资本市场功能的协同效应。

#### （九）建设优秀的资本市场投资文化

投资文化是投资历史的传承，是投资者的思想和理念，是投资者的责任、使命、价值观和精神。中华优秀传统文化的精髓之一就是国之大者。中国资本市场投资文化必须建立在自信、法制和爱国基础之上。优秀的投资文化的内涵应是：依法合规的法制思想，内在价值决定价格的价值投资理念，崇尚专业、严谨科学的投资方法，获取合理收益的责任义务，维护资本市场稳定的担当精神，开放、合作的价值观，敢于同不友好利益集团斗争的家国情怀。概括讲就是依法合规、坚守价值、崇尚专业、合理获益、开放合作、维稳爱国。资本市场过去曾充斥着不良的、脆弱的、劣性的投资文化，如绝大多数投资者追逐短期个体利益、眼前利益目标，奉行投机思想，拥戴题材投资、概念投资、热点投资理念，放大境外市场导向影响意识等。反映在投资实践和投资行为中常常追涨杀跌、兴风作浪，在敏感时段恐慌不堪，推波助澜，扰动市场。

资本市场投资文化必须摒弃不良的、脆弱的、劣质的文化，必须塑造、构建先进的、优秀的投资文化。优秀的投资文化有利于资本市场功能尤其是定价功能和资源配置功能的健全和完善。

### 主要参考资料：

1. 习近平：高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告【J】，新华社，2022.10.25。
2. 方星海：资本市场支持科技创新【N】，中国证券报，2022.11.9
3. 深交所：努力构建上市公司质量与投资者关系管理双促进的发展新格局【N】，证券日报网，2022.3.31
4. 陈果、夏凡捷、姚皓天：外资流入趋缓，机构化推动力或转向公募、养老金——A股投资者结构全景分析【J】，中信建投研究所，2022.7.15

### 作者简介：

李福祥，华龙证券研究所所长、教授；许红，华龙证券研究所质控总监、经济学硕士；  
龚玮，华龙证券研究所农林牧渔行业分析师；王芳，华龙证券研究所食品饮料行业分析师、  
经济学硕士。

## 图目录

图 1 近十年我国社会融资规模及直接融资规模	单位：万亿元.....6
图 2：2012-2021 年我国直接融资和股权融资占社会融资的比例	.....9
图 3：直接融资与股权融资占 GDP 比重	.....10
图 4：美国、英国、日本、德国、中国近 5 年直接融资比重（平均值）	.10
图 5：我国居民资产结构	..... <b>错误!未定义书签。</b>
图 6：近十年来 A 股上市公司营业总收入及归母净利润	.....18
图 7：近十年 A 股上市公司分红情况	.....19
图 8：近十年公募基金数量及规模变化	.....24
图 9：公募基金近十年来资产结构变动情况	.....24
图 10：近十年公募基金持有 A 股市值增长情况	.....24
图 11：新三板挂牌企业平均营业收入情况	单位：万元.....28
图 12：新三板企业平均利润情况	单位：万元.....28

## 表目录

表 1：美国直接融资与间接融资比例表	..... 9
表 2：在审 IPO 企业家数	..... <b>错误!未定义书签。</b>
表 3：中国 2012—2021 直接融资与 GDP 的比较	单位：万亿元..... 17
表 4：上交所 A 股投资者持有市值占比（%）	..... 20
表 5：上交所专业机构投资者持有市值及占比	..... 21
表 6：A 股投资者总开户数（万户）	..... 22