

优化资本市场环境 推动中长期资金入市

引导更多中长期资金入市，是促进资本市场持续稳定健康发展的重要内容，也是证券监管机构一直以来不懈努力的方向。近年来，资本市场不断扩大对外开放，券商、基金等机构投资者不断规范发展，A股市场投资者结构正在逐步优化。然而，A股市场机构投资者特别是长期机构投资者占比仍然较低，个人投资者仍是市场交易主体，推动中长期资金入市任务仍十分艰巨。

目前，各界对推动中长期资金入市形成共识，但对推动中长期资金入市措施的认识存在误区。部分学者和业内人士认为，扩大金融市场对外开放，放宽机构投资者投资限制，就能够吸引中长期资金进入A股市场；还有部分人士认为，可采取措施要求机构投资者更多采用长期持股策略等。笔者认为上述认识误区的产生源于对中长期资金不愿入市原因的误解，难以到达预期的效果。中长期资金或者机构投资者并不是不想入市，而是暂不具备长期持股的条件：

一是A股上市公司估值系统性偏高，投资价值不足。严格的发行审批制度提升了上市资源的稀缺性，上市公司“壳价值”过高，加上新股上市初期的爆炒、二级市场投机炒作，以及内幕交易和信息操纵等现象，使价值投资者难以获取稳定的长期投资回报，而没有信心长期持股；二是上市公司对中长期投资者不够友好。首先，长期以来严格的上市审核及上市后的持续监管，导致上市公司信息披露以监管需求为导向，而不是以投资者需求为中心，信息披露流于形式，投资者无法及时有效地获取投资信息。其次，公司治理存在缺陷，不少上市公司的大股东具有绝对控制权，可以根据自身利益诉求影响上市公司的经营活动，而漠视上市公司未来发展。再者，上市公司对投资者回报不足，长期“有红不分”、“多红少分”，股息率远低于债券和定期存款利率，投资者长期持股收益不高且风险较大，因此整体持股时间短、交易频繁；三是缺乏中长期投资所必需的风险管理工具。目前我国的金融衍生品仅有3个指数期货产品（沪深300、中证500、上证50）和1个期权产品（上证50ETF）。2015年股市异常波动发生后，股指期货交易受到严格限制，在抑制了投机行为的同时，也限

制了股指期货的风险管理功能。而自2015年2月推出上证50ETF期权后，我国尚未正式推出新的股票期权产品。

推动中长期资金入市，需要构建中长期资金“愿进来、留得住”的市场环境：

一是需要有效的风险定价机制。通过发行制度改革降低发行溢价和“壳价值”，上市公司不再抗拒退市，甚至会在维持上市成本过高时主动退市，可以优化资源配置，降低信息不对称，还有助于优胜劣汰，提升上市公司质量，提高投资回报；二是需要上市公司形成以投资者为中心的企业文化。随着发行制度改革逐步推进，投资者将逐步掌握上市资源选择权，上市公司信息披露也将逐步转变为以投资者为中心。在此过程中，引导上市公司充分有效披露相关信息，有助于投资者更好发现其真实价值；三是需要丰富的风险管理工具箱。市场波动大、个股风险较高时，中长期投资者可以运用风险管理工具防范短期波动风险，增强长期投资意愿；四是需要强有力的监管执法。在信息不对称的市场中，若不严加约束，具有信息优势的上市公司、中介机构等将产生强烈的套利冲动。加强监管执法，旨在提升市场参与者违反“游戏规则”的成本，有助于切实减少市场违法违规行，提高投资者长期持股的信心。

我们建议，一是加快推进创业板改革试点注册制，减少上市过程中行政审批和管制，降低上市资源的制度溢价，同时完善并严格实施退市制度，发挥市场优胜劣汰机制；二是完善做空机制，发挥市场价格发现功能，促进股价回归合理价值；三是实行以投资者需求为中心的信息披露制度、规范公司治理，增加中小投资者话语权，保护投资者合法权益；四是在推出沪深300ETF期权基础上，逐步增加股票期权期货品种，发展风险管理工具；五是进一步完善立法，加强执法，严厉处罚，形成震慑，维护公平正义和市场有效性。中长期来看，市场基础制度逐步完善、估值体系逐步回归正常后，扩大养老金、保险资金及海外机构投资者等长期资金的入市规模，以及差异化税收制度等鼓励中长期资金入市的措施才能真正发挥作用。（文/吴晶、杨宗杭）