

# 资本市场结构性错配根源探究及改善建议

华宝证券课题组

(华宝证券有限责任公司，上海 200120)

**摘要：**本文总结了资本市场多维度结构所呈现出的特征，得到资金风险偏好与资产实际风险、资产价格与内在风险、资金供需结构三个维度均存在一定程度错配的结论。文章挖掘了三个维度错配背后的成因，并对比了美国、日本资本市场发展历史，发现在狭义资本市场尤其是股票市场的制度建设、资产管理市场的产品运作与考核机制以及财富管理市场的销售模式和投资者保护机制方面都有一定的改进空间。整体结构改善需要以金融供给侧改革的五个目标为出发点，从顶层的法律、监管体制入手，自上而下进行有目标、有逻辑、有顺序的改革。改革的思路也应该从“打补丁式完善”转向“根本性重塑”。

**关键词：**金融供给侧改革；多层次资本市场；交易机制；资管功能；长期投资

**Abstract:** This paper summarizes the characteristics of the multi-dimensional structure of the capital market, and concludes that there are mismatches between risk willingness and actual asset risk, between asset price and intrinsic risk, and between capital supply and demand structures. The article explores the causes of the three mismatches, and compares them with the development history of the US and Japanese capital markets. It finds that in the narrow capital market, especially the stock market, there is potential room for improvement in the system construction, financial product operation and performance appraisal mechanism, and the sales model of financial products and investor protection mechanisms. The improvement of the structure of capital market needs to take the five goals of financial supply-side reform as the starting point. Starting from the legal and regulatory system, we shall make targeted, logical and orderly reform, from top to bottom. The reform thinking should also be changed from “patch-type improvement” to “fundamental remodeling”.

**Key words:** financial supply-side reform, multilevel capital market, trading mechanism, asset management function, long-term investment

**课题负责人：**杨宇，华宝证券有限责任公司研究创新部总经理。执笔人：蔡梦苑，宏观策略首席分析师。课题组成员：王震、张菁、徐丰羽、范文婧。

**中图分类号：**F830.91 **文献标识码：**A

## 一、引言

2019年2月，金融供给侧改革被首次提出，但金融供给侧改革的工作其实在2017年就已经开始。改革的使命是帮助实体经济供给侧改革顺利实施，将金融市场投融资结构与实体经济发展结构匹配统一，形成良性互动且高效的金融与实体经济融通格局。准确理解金融与实体经济供给侧改革的关系，对资本市场结构性改革研究具有重大意义。

我国资本市场结构之所以需要改善，是因为不同维度的结构间出现了错配。目前，错配主要体现在三方面：一是资金风险偏好与资产实际风险不匹配，占资金供给绝大多数的低风险偏好资金投向了大量隐含高风险却具备刚兑属性的资产；二是资金结构供需不匹配，资金供给多为短期性、投机性，但资金需求多为长期性、价值性；三是资产价格与内在风险不匹配，体现为存在着大量不符合市场逻辑的低风险高收益资产。三大错配催生了金融体系大量不稳定、系统性、可预见却

难改变的风险，折射出我国资本市场在法律体制、监管制度、市场机制、投资者教育与保护、机构与从业人员行为等方面的根本性问题，导致我国在由重资产工业化向轻资产高科技信息化产业升级的重要时期，金融无法有效、及时匹配实体经济所需的融资需求、痛点选择与赋能安排，资本市场在金融体系中应发挥的作用未能很好展现。

关于我国资本市场结构性特征已有部分研究成果和共识，因此本文将重点放在资管行业等此前未被系统梳理的领域，试图在金融供给侧改革的背景下，从监管双支柱的视角看待资金、资产和资管之间的关系，通过分析现存问题的因果关系，寻找金融市场改革的深层次阻力、内在逻辑以及克服这些问题的办法。

## 二、资本市场结构特征及错配

### (一)我国资本市场发展现状及结构性特征

本文将从资金端、资产端、资产管理端三个角度来讨论我国资本市场发展现状及结构性特征，及联结不同主体间的两个子市场。资金端包括个人投资者、产业资本、金融机构(自营部门)；资产端包括股票、债券、银行信贷、非标债权、股权、外汇及其他标的；资产管理端主要指金融机构(资产管理部)及其发行的金融产品。财富管理市场主要指为居民财富提供流动性管理、财务规划、投资建议与金融产品销售等综合服务的市场；狭义资本市场则指为基础资产提供有形或无形的交易和融通的市场。

资金端结构性特征体现在三个方面：资金来源、投资期限与资金属性。首先，股票市场交易以散户为主，债券市场交易以机构为主；其次，无论是个人投资者还是机构投资者，都体现出短期化投资的特征；最后，由于资本市场开放程度较低，专业程度高的境外资金占比非常小。

资产端结构性特征已有较多共识，分别体现在四个层面：市场层次结构、融资形式、资产类别与资产形式。首先，我国资本市场呈现倒金字塔结构，国企、大型企业为主，民企和小微企业的融资难度和成本均较高；其次，我国直接融资比重较低，存量社融规模中直接融资比例不足三成；再次，债权融资相比股权融资占绝对大头；最后，监管难度较高的非标准化债权类资产比重过高。

资产管理端是连接资金与资产的重要桥梁，对投资者行为和资产价格走势、市场发展等多个层面起到关键作用。总结来看，其结构性特征体现为：产品类型方面，同业产品占比过高、隐性保本保收益的低风险刚兑产品占比过高，净值型产品占比过低；产品发行与销售方面，投资属性较弱、销售能力强的商业银行产品发行量大，而投资属性较强、销售能力偏弱的基金、证券系资管机构等产品发行量较小；产品管理人方面，部分领域少量管理人管理巨额资金，部分领域则大量专业人才只有少量资金甚至无产品无资金可管。

### (二)我国资本市场结构性问题的现象探讨——三大错配

从直观现象来看，中国绝大部分投资者都是低风险偏好的投机者，缺乏对风险和收益的认识与评估能力；趋利避害的属性会使这类投资者趋向于选择保本的高收益产品，即使不符合金融逻辑。而卖产品的销售人员按销售额提成，不为售后负责，所以销售人员也倾向于销售名义上保本和高收益的产品。与此同时，发行与管理产品的投资经理是按管理规模获得激励，所以什么产品好卖就做什么产品。于是，高收益资产的吸金效应变得非常明显，这类资产有三种典型代表：房地产和政府资产、旁氏骗局，还有真正的高风险资产。从现象寻找根源，我国当前资本市场结构性特征，是从资金、资管到资产的融通环节中，所有参与主体自我利益导向下层层推动的结果(见图1)。2012年以来资管行业的高速发展，使这些弊端在法律制度的漏洞和监管规则的缺位下，被无限放大，积累了较多系统性风险。

为更清晰地呈现我国资本市场问题，本文将其归纳为三个层面的结构性错配(见图2)，即：资金风险偏好与资产实际风险不匹配、资产价格与内在风险不匹配、资金结构供需不匹配。

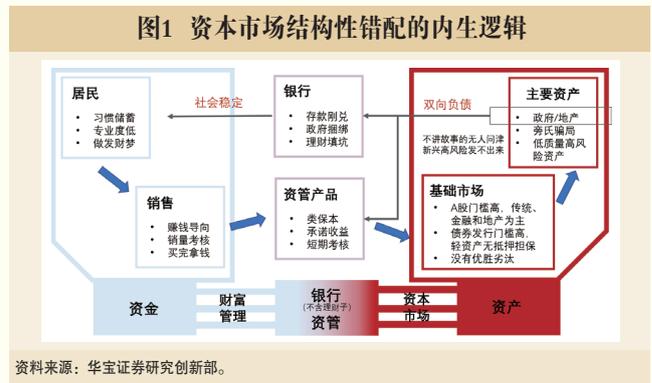
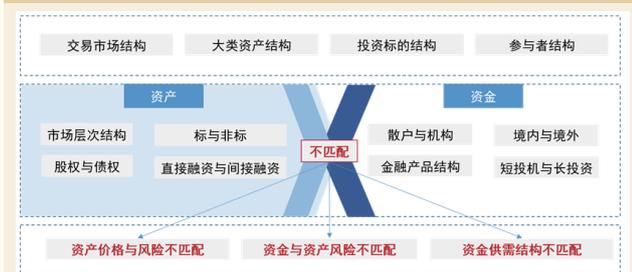


图2 三大错配



资料来源：华宝证券研究创新部。

### 1. 资金风险偏好与资产实际风险不匹配

产生这一问题有两个不可忽视的客观因素：宏观上存在房地产与地方政府债务两类特殊资产，微观上连接资金与资产的桥梁——资管行业没有起到健康、良性的导流作用。

宏观方面，多年来房地产价格存在持续上涨的预期，其投资回报率连续多年超过实体企业经营的利润率，引致居民、企业在内的社会资本大量涌入。与此同时，对融资成本不敏感的地方政府也不断向市场提供高收益融资需求，依靠政府信用创设低风险高收益资产，弱化了以实体企业融资需求创设的股权、债权类资产对投资者的吸引力。

微观上，扣除通道，2018年末我国70.8万亿元的资管产品中，以公募基金、私募基金为代表的真净值型产品仅15万亿元左右，其余绝大多数为显性或隐性刚兑产品(过渡期结束前仍未全面进入净值化时代)，可以说过去几年资管市场的资金供给以低风险偏好资金为绝对主力。然而资产端的风险分布却并非如此：高风险企业(或项目)非标债权及其收益权、高杠杆股票质押、复杂结构产业融资、假投资真债权产品、庞氏企业债券等形式上为固定收益却隐含巨大信用风险的资产占很大比重，除此之外，也不乏大量结构性资金流入股票市场等相对高风险市场。

高风险资产持有规模较大的产品极易产生亏损，但低风险资金又需要本金和收益的绝对安全。对客户数量与资管规模的追逐促使机构不断销售伪低风险高收益的产品，成本管理的要求又倒逼其持续下沉资产风险以获取更高收益，银行理财资金池就是一个比较典型的案例。然而违背风险收益匹配这一基本金融原则的模式无法长期运作，损失必须有人承担——放弃利润或放弃声誉，这是过去两年很多机构面临的艰难抉择。

表面上看，这是资管行业不当行为的后果，但究其根本，有四方面深层次原因：一是部分非标债权资产夏普比率过高，直接融资市场尤其是股权市场相对吸引力过低；二是多层次资本市场不完善，民企、小微企业等具备成长性、代表未来经济发展方向的主体，在现有的体制和监管要求下缺乏标准化、市场化、集中化的融资渠道，不得不通过项目、资产包装，通过资管产品市场进行高成本融资；三是销售人员短期规模考核而非业绩考核下的“劣币驱逐良币”；四是销售机构准入监管不严格造成了“逆向选择”与“道德风险”并存。

### 2. 资产价格与内在风险不匹配

此现象在股票、债券两个直接融资市场中体现得较为明显，表现为部分股票估值的长期虚高与部分债券信用风险溢价的长期偏低，原因在于市场定价能力与交易机制。

定价能力方面，有投资者行为的问题，个人投资者和机构投资者的投资行为均呈现短期化、投机化、散户化特征；有市场本身的问题，优质资产稀缺的同时无效资金冗余，债券发行方实际风险与增信主体信用错配等；同时，也有市场参与主体的问题，多方主体均不能容忍资产价格已超过其实际价值所导致的合理下跌。

交易机制方面，大股东限售规则事实上创造了资产价格的堰塞湖效应，资产价格被维持在不合理的水平上；仅有做多缺乏做空的市场，无法形成均衡价格；上市标准的限制阻碍了真正具备成长性的企业上市融资；退市制度的不畅通妨碍了标的的优胜劣汰等。

以股权质押行为及其在过去一年多形成的市场风险为例。2017年减持新规发布后，证券公司股权质押融资需求持续扩张，2017年末增长到6万亿元，造成的结果是大股东减持行为的被动约束将市场上股权性质的交易转变为了债权性质的融资。为维护自身利益，大股东有很强动力通过技术手段将资产价格维持在名义高位，反而使得经营出现风险的上市公司更加无法体现合理价格，造成价格虚高，风险与价格错配。同时，由于股权成功质押后，大股东已经以较高价格获取资金，后续资产价格的波动全部由开展股权质押业务的金融机构承担，风险被集中在了一批金融机构身上，一旦资产价格下跌则由于产品机制的设定而出现强行平仓，进而连锁踩踏，造成系统性风险。

上述错配现象的成因各异，但在深层次原因有一定共性，可以总结为：一是上市退市制度与转板制度不完善，造成优质标的稀缺，资产结构不够健康；二是交易机制不对等，部分补充性交易制度存在潜在长期风险，造成股票市场价格波动过大，未形成长期投资和价值投资的良好环境；三是资管行业投资经理考核制度短期化，造成专业投资者行为短期化。

### 3. 资金供需结构不匹配

资金供需结构的错配体现在两个方面：期限(长短期)与稳定性(投资与投机)。以资管市场为例，市场存量资管产品中，公募类型产品以6个月以下的固定期限产品和开放式产品为主，私募类型产品则以6个月和1年期为主，代表长期投资的股权投资产品规模很小。股票市场中，个人投资者20%的资金贡献了80%的交易量。

与资金供给的短期化相反，大部分资产期限均相对较长。城投、企业债等以3~5年为主，国债以10年期最为活跃，非标债权资产短则1年长则5年以上，股权类资产的投资周期通常在3年以上且存在很大不确定性。需要长期稳定资金的成长性企业、基础设施项目等主体更是难以一次性获取所需资金。

这种现象与我国资本市场本身的结构性和特殊国情都有一定关系。首先，资本市场本身缺乏能够支持价值投资的体制机制，同时也缺乏具备投资价值和成长性的优质标的。其次，作为发展中国家，一方面在居民医疗、养老等多重保障制度上仍存在缺陷，造成居民无法摆脱储蓄型投资思想，风险偏好极低；另一方面，我国人均GDP较低，2018年人均GDP仅9770美元，作为世界第二大经济体，人均GDP排名世界第71，大量投资者的平均收入和储蓄水平较低，因此对资金流动性需求较高，无法承受长期投资所带来的不确定性。最后，也是非常重要的问题，我国投资者保护的实质性工作在法律层面没有执行性较强的规则保护，仅靠复杂的金融产品合同约定，对于非专业的投资者来说门槛偏高且公平性不足。

总结来看，造成资金供需结构错配的特殊性原因体现在以下两方面：一是资金池运作模式支持了短期刚兑产品的持续发行与运作，结合我国个人投资习惯和对流动性、安全性的特殊诉求，形成了短期限产品与长期限资产的错配模式；二是具备长期特征的产品，如税收递延型养

老产品，发展较为初级，长期价值投资市场暂不成熟。

### (三) 三大错配的根源问题

三大错配的形成逻辑各有不同，但成因却在部分环节存在交织和共性。为便于更清晰地探讨错配形成的深层次问题并寻求改善与解决的办法，本文归纳了三大错配的形成因素：从可改善性的角度看，投资者特征以及企业结构需要随着经济社会的发展而变迁，短期显著改善的空间较小，但财富管理行业、资管行业以及狭义资本市场是可以通过制度建设与机制完善来提高整体资本市场效率的，因此将这三个领域的问题总结如下：

首先是狭义资本市场的问题。资产类型方面，非标资产夏普比率过高，股权市场吸引力不足；资产层次方面，多层次资本市场不完善，新型小企业缺乏标准化、市场化、集中化的融资渠道；制度方面，一是上市退市制度与转板制度不完善，造成优质标的稀缺，资产结构不够健康，二是交易机制不对等，部分补充性交易制度存在潜在长期风险，造成股票市场价格波动过大，未形成长期投资和价值投资的良好环境。

其次是资产管理行业的问题。投资运作方面，资金池运作模式在支持短期刚兑产品的持续发行与运作的同时，也埋藏了风险；产品层面，具备长期特征的产品，如税收递延型养老产品的发展较为初级，未能形成成熟的长期价值投资市场；投资管理人层面，考核制度短期化，造成专业投资者行为短期化、散户化。

最后是财富管理行业的问题。销售环节方面，销售机构准入监管不严格造成“逆向选择”与“道德风险”，销售人员按销售规模考核而非产品业绩考核造成“劣币驱逐良币”；投资者方面，投资者保护制度不完善，在法律层面和司法执行层面未能给予投资者充分信心。

下文将依次针对归纳后的三个领域问题，逐一展开论述，并通过对我国市场问题的探究以及发达市场的对比，寻求改善方案。

## 三、错配成因及与发达市场的比较

### (一) 狭义资本市场的特殊结构与制度

#### 1. 我国狭义资本市场的特殊股债权结构

在多年来以银行为主导的背景下，我国资本市场在结构上呈现以下三个特征：一是以信贷为主的间接融资

比较发达，直接融资的发展相对滞后。二是直接融资中的债券市场融资相对于股票市场融资的规模更大：存量看，2018年底我国债券市场规模达85.8万亿元，而A股市场总市值为43.5万亿元；增量看，2018年新增社融口径中，企业债券融资是境内股票融资的7.3倍，考虑地方专项债等政府类债券后的债券融资是境内股票融资的20倍。三是债权融资中非标融资占比过大：2018年社融存量中非标融资占比达到10.6%。同时，标准化债权融资集中于大型企业，中小企业需要借助小贷公司、合规与非合规互联网平台等渠道融资。

过去在产业升级还处于工业化追赶阶段时，以银行为主导的资本市场结构对经济转型升级起到了积极作用。但随着我国产业升级步入从资本密集型和技术密集型向知识密集型产业转型的阶段，主导产业达到世界前沿，创新和研发是企业发展的关键，技术风险和市场风险都较高，股权融资的作用将越来越重要。

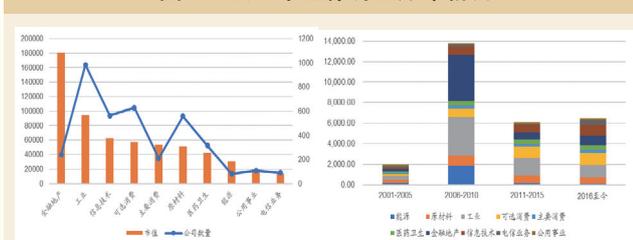
中国股票市场包括主板、中小板市场、创业板、科创板、新三板和区域股权市场。但当前的创业板和科创板较小；场外市场如新三板虽挂牌公司数量比较多(将近万家)，但市场不成熟，流动性低，融资能力差，多层次资本市场呈现倒金字塔结构(见表1)。就行业而言，存量市场中传统行业占比较高，新兴行业和科技行业占比较低(图3左)；从IPO融资额的变化来看，资金主要投向工业、可选消费和金融地产，信息技术行业的融资额占比在不断提升，但仍相对偏低(图3右)。

表1 A股多层次资本市场情况

板块	公司数量	最新市值(亿元)	过去一年成交额(亿元)
主板	1976	460139.67	677501.27
中小板	939	97390.03	272867.61
创业板	770	58729.98	194993.52
科创板	29	6244.84	7297.11
新三板	9281	24383.61	781.18

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部。数据截至2019年9月10日。

图3 A股上市主体行业分布情况



资料来源：华宝证券研究创新部。

债市场是我国企业融资的主战场，呈现出非标融资占比高、标准化债权融资中大型企业尤其是国有企业占比高、民企占比低的两个核心特征。在债权融资中，非标融资的收益率过高。

## 2.美日资本市场发展历史的差别和借鉴

为找到改善狭义资本市场结构的有效参考，本文对比了与A股融资结构较为接近的日本以及资本市场发达程度较高的美国两个市场过去百年的情况。研究发现，美国资本市场在美国几轮的产业结构调整中均发挥了重要作用，而日本在前几轮产业升级过程中相对成功，但在90年代开始的最新一轮产业升级过程中表现得并不成功。美国和日本的表现不同，主要有四方面原因，值得我们在建立多层次资本市场的过程中借鉴：

第一，金融结构不同，多层次资本市场的发展状况不同：美国很早就建立了比较完善的多层次资本市场，早在20世纪五六十年代股权融资就成为了美国非金融企业外部融资最主要的渠道；而日本资本市场的快速发展开始于20世纪九十年代后期开始的金融自由化，但直到2010年大阪交易所收购JASDAQ，才算是建立起相对成熟的多层次资本市场(殷燎原，2015)<sup>[5]</sup>。

第二，场外市场的发展状况不同：从发展历程来看，“科创板”属性的美国NASDAQ和日本JASDAQ均是由场外市场发展而来。NASDAQ发展相对成功，培育了以FAANG(即Facebook、苹果、亚马逊、Netflix和谷歌)为代表的一系列科技巨头；而日本JASDAQ，无论从融资额，还是市场流动性和指数表现来看，2010年第一次整合前期表现都不理想，主要原因是JASDAQ市场的定位不清晰、交易制度变革的前后一致性较差以及分层较为滞后。这一点，非常值得我国重视和借鉴。

第三，上市公司退市制度的完备程度不同：2013年以来，美股年均退市公司达到近300家，2013~2017年美股退市率约为6.24%。由于退市企业和IPO企业数量相当，美国上市公司家数稳定在4500家上下，保持着良性的“新陈代谢”(苟玉根等，2018)<sup>[3]</sup>。而日本市场的淘汰率较低，根据世界交易所联盟(WFE)统计，2015~2018年日本交易所集团共退市238家，退市率约为1.67%，远低于美国。研究发现，退市制度和执行力度以及转板制度差异导致退市效率不同：首先，美国退市标准采取量

化及非量化指标相结合的方式，量化指标重视市值、股东人数及股价等不易被操纵的数据，对财务指标规定较少；其次，美股的退市执行力度较强，退市公司大约一半是被强制退市；最后，美国灵活的转板机制为退市企业提供了多个退市去向，一定程度上可以保护投资者利益，降低了执行退市的难度。

第四，风险投资行业的发展特征不同：日本风险投资产业或归附于银行、证券公司，或归附于一个大型金融控股公司内的金融机构，资金来源渠道也相对单一，整体氛围较为保守，对于新的业务模式、新的行业方向的投资相对保守(杨可方等，2018)<sup>[4]</sup>。美国风投市场上政府直接干预比较少，政府的作用主要体现在为风险投资的发展创造宽松和稳定的政策环境，同时通过税收、金融调控、立法等间接方式来引导风险投资的发展(蔡建春等，2003)<sup>[1]</sup>。

## (二)资管市场的产品、运作与考核

过去几年，我国资产管理业务在连接资金与资产方面充当了重要的媒介与桥梁。但也因为发展初期仍在摸索阶段，一些业务出现刚性兑付、多层嵌套、资金空转、监管套利等问题，加大了产生系统性金融风险的可能性。除了通过财富管理市场为投资者创造价值，资产管理的另一职能在于积极参与狭义资本市场活动，以更好的服务实体经济，因而规范资产管理业务、推动财富管理行业转型，不仅能防范系统性风险，更重要的是能够疏通金融资源服务实体经济的渠道，推动经济转型升级，这也符合金融供给侧改革的核心目标。

### 1.我国资管市场现状及问题

2017年起，我国资管行业开启了新一轮规范和转型，目前已初见成效。当前在规范的过程中也面临着诸多结构性问题：法律法规层面，分业监管之下，过渡期监管套利空间仍未完全消除；产品层面，长期产品供给缺乏、资金池运作仍待整改、考核短期化等问题亟待解决。

根据央行在资管新规指导下的首次全面统计，2018年末全口径资管产品规模合计86.5万亿元，剔除通道(规模为15.7万亿)后的主动管理规模为70.8万亿。与2017年相比，主动管理规模基本持平，通道占比从30%降至18.15%。从产品类型看，银行非保本理财、资金信托、券商资管、公募基金、基金专户及基金子公司、保险资管、期货资管的规模分别为22.04万亿、18.94万亿、

13.40万亿、13.03万亿、11.30万亿、6万亿和0.13万亿。其中市场占比最高的银行非保本理财和信托，合计占比约46.89%，均存在较严重的资金池运作问题，产品预期收益较高且波动很小，提升了市场无风险收益的预期，而真正的净值型产品，如公募基金、基金专户、集合资管等产品占比偏小，且部分针对机构的产品也具备预期收益特征。产品期限方面整体呈现短期化特征。以银行理财为例，针对普通个人的产品，6个月以内超短期的产品占比达到50%左右，1年以内的短期产品占比达80%；针对合格投资者发行的私募类产品的期限相对偏长，但1年以内也占到50%以上。

产品短期运作模式下，投资经理的考核也以短期激励为主，长期激励匮乏。目前我国头部资管机构激励机制的特征有：一是以固定薪酬为主的短期激励机制占比较高，约80~90%；二是提供长期激励的工具明显不足，主要以员工持股计划和股票增值权为主。这种偏短视性的激励机制设计，很难保障员工能够长期、充分的享受企业业绩增长带来的经济效益，难以真正贯彻长期价值投资理念，造成资本市场专业化的机构资金也呈现短期化散户化特征，对市场健康极为不利(李井伟，2018)<sup>[2]</sup>。

### 2.美国资管行业助力长期价值投资理念的贯彻

首先，美国资管行业的法律体系和监管模式杜绝了监管套利的空间。美国资管行业的监管逻辑本质上是功能监管，即同类产品分属同一监管机构、采用同一监管标准。方式上，以公私募为划分维度，所有公募资管产品同时受到《投资公司法》和《投资顾问法》的监管，并且产品本身及其投资顾问必须均在证监会登记注册。对私募资管产品而言，其投资顾问受《投资顾问法》约束，需在证监会登记注册；而产品本身不在《投资公司法》的约束范围内，但仍会受到其发行管理人分属的监管机构管辖，例如银行及其控股公司发行的私募产品受到货币管理署管辖。

其次，美国丰富的长期激励机制有助于资管产品贯彻长期价值投资理念。美国头部资管机构的激励机制设计中，短期激励主要是固定工资，长期激励则是现金奖励、股票期权、长期股权激励等多种激励计划组合，多以非定期递延形式向员工发放，丰富的长期激励机制是维持投资人员价值投资行为及核心人才队伍稳定的利器。

### (三)财富管理市场的销售模式与投资者保护机制

### 1. 卖方投顾模式与买方投顾模式

多年来，我国资管产品销售都是卖方投顾模式。所谓卖方投顾模式，是指投资顾问并不是直接从服务的客户处获取咨询服务费，而是向产品发行方收取“前端费用+尾随佣金”，且费用规模通常与销售规模挂钩。在这种模式下，投资顾问更倾向于销售能够产生较大销售规模或者产品发行方返佣费率较高的资管产品，而不是从投资者需求出发、站在资产配置和保值增值的角度为客户提供投资建议；不仅如此，还会衍生出我国长期以来存在的投资者适当性问题，销售人员为卖出更大规模的产品而隐瞒或错误传递部分产品信息，造成大量投资者购买的产品与投资者的风险收益属性并不匹配，损害投资者利益。

美国采取的是买方投顾模式。美国资管行业的快速发展与这一模式的转变有莫大关系。过去几十年间，美国资管产品销售取消了“前端付费+销售佣金”的模式，取而代之的是真正的买方投顾模式，从政策上推动了基金产品将收益全部让渡给投资者。买方投资模式下，投资顾问的收费从产品发行方转向了产品投资者，收费方式包括固定费用、按资产管理规模收费、按小时收费等多种形式。收费模式转变的背后是销售服务模式的彻底转型：投资者付费，尤其是按资产管理规模付费，使投资顾问的最大动力来自于扩大客户受托资产规模，为此而努力的过程即是投资顾问不断提升个人专业能力的过程，他们需要切实从投资者需求出发，向其提供持续的满足其风险收益特征以及资产管理目标的投资咨询服务，才能长期稳定客户的资产管理规模并不断实现规模增长。

我国目前已开始试点向商业银行发放买方投顾牌照，以推动向买方投顾模式转型，这是符合中国国情的一种有效尝试，为未来我国投资顾问模式的转型提供了良好的土壤和条件。但值得注意的是，我国特殊国情下的投资者行为偏差较为严重，同时具备专业金融知识投资顾问数量较少，因此，我国向真正的买方投顾模式转型之路还很长，需要从制度建设、专业人才培养、机构制度改革等多方面共同努力。

### 2. 合同约束与信义义务

在我国各类资管产品的投资管理与销售管理的监管文件中，都有明确的投资者保护条款；近些年的监管政策中，从产品结构、申购赎回条件到销售适当性等方面

的条款设计，也吸取了很多过往经验逐步完善。但至今为止，投资者实质性保护的问题仍没有很有效解决，尤其是司法层面，投资者面临利益被侵害的难识别、难理解、难维权、难追责问题。在我国以往的投资者利益纠纷判例中，大多数以合同法来认定事实责任，但我国投资者普遍缺乏金融专业和合同法相关知识，在签订合同中处于弱势地位。法律对合同内容订立中产品发行方的约束力不足，导致客户在签订合同时，已经注定了维权难度很大。

美国资管行业之所以发展更为良性，一个很重要因素就在于投资者保护的强力度。“信义义务”的存在，让美国的产品发行方的合同订立以及投资运作、销售流程都受到了约束，也使得在司法判例中投资者的利益被置于高处。1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1940年《投资公司法》和1940年《投资顾问法》四部法律构成了美国资管行业法律监管的根基，四部文件均为联邦法律层级。其中，《投资公司法》用于专门监管公募性质的资管产品(相当于中国的公募基金)的投资运作；《投资顾问法》是对提供投资咨询业务的主体——投资顾问做出约束的法律文件(投资顾问相当于中国的产品管理人和个人理财顾问)。《投资公司法》还明确了受托人的信义义务；《投资顾问法》明确投资顾问作为受托人要诚实守信，委托人利益必须在自身利益之上。后续SEC也通过一系列公告来完善、指导并辅助受托人履行信义义务。在司法判例中，也会首先认定产品发行人或投资顾问是否存在损害信义义务的行为，以此来衡量合同本身的效力。这样一来，投资者的利益就能得到相对公平的保护。当然，信义义务的制定及实施是涉及到多个层面法律执行的复杂问题，但探索的起步本身就具有巨大现实意义。

## 四、改善资本市场结构需要根本性重塑

资本市场改革作为金融供给侧改革的重要组成部分，对提升金融服务实体经济效率、支持实体经济高质量高科技转型发展起到重要作用。从日美的成功经验与失败教训来看，其所需的不仅仅是点状的细节修正，更需要从顶层的法律、监管体制入手，自上而下进行有目标、有逻辑、有顺序的改革。改革的思路应该从“打补丁式完善”转向“根本性重塑”。我国资本市场多年来积累的问题之所以有些长期难以改善，在于上层的法律制度建设、市

场机制建设就存在调整的必要性和空间，而打补丁的方式通常会在解决一个旧问题的同时创造新问题。

从供给侧改革的目标出发，结合我国当前问题以及成熟市场成功经验，我国金融供给侧改革需要解决的核心问题有五个：一是打通资金向实体经济流动的渠道，保证货币政策有效传导；二是提升直接融资比例，降低银行信贷依赖，减轻银行系统性风险压力；三是提升股权融资比例，降低宏观杠杆率；四是解决民企和小微企业融资难问题；五是真正落实好投资者教育和保护，引导社会资金进入资本市场，进而支持实体经济发展。以解决上述核心问题为目标，本文将资本市场的体制机制改革方案总结为五个方向：完善法律与监管制度、提升场外市场丰富性与活跃度、优化场内市场环境、完善交易制度与价格发现机制、及建立长期投资生态链条。

### （一）完善金融体系的法律与监管制度

完善金融体系的法律与监管制度，是进行资本市场改革的根基。当前我国金融法制化进程总体来说呈现出渐进式、不断演化的特点，不论是法律体系还是监管体制都在不断完善，但当前依然存在资管业务上位法模糊、分业监管主导、投资者保护机制不健全等突出问题。为此，建议：

#### 1. 统一资管业务基础法律关系，回归信托本源

资管业务本质上是一种信托关系，受托人需承担信义义务。当前我国资管业务的基础法律关系未得到统一明确。资管新规虽准确描述了资管业务的特征、各方责任和利益分配，但没有明确该类业务的法律关系。即使追溯到效力更高的上位法，也存在同类业务法律关系不统一的情况，导致卖者没有尽责的义务、买者也没有维权的底气。因而，建议在效力更高的法律层面统一并明确资管业务的基础法律关系，这对于资管行业能真正回归“受人之托、代人理财”的信托本源具有重要意义(张强，2013)<sup>[6]</sup>。

#### 2. 对同类资管业务统一监管，消除监管套利

当前监管层对资管业务已经有向功能监管转型的举措，但并未涉及上位法，难以从根源上消除监管套利和监管盲区。参考美国利用《投资公司法》和《投资顾问法》两部法律，从产品和投资顾问两个角度分别对同类产品 and 投资顾问进行统一监管，并将这一监管权力统一划归证监会的经验，我国若从业务性质出发对同类资管

业务进行统一监管，修订和完善上位法体系，则能最大程度减少套利空间，以“合力”的姿态更好地促进资本市场服务实体经济。

### 3. 完善投资者保护制度

证券投资者保护，尤其是对中小投资者的保护，是资本市场监管的核心内容之一，也是资本市场健康运行的基础。目前我国在投资者保护制度的建设上面临的问题主要有：纲领性文件缺失，信义义务缺失，投资者保护基金资金来源不足，诉讼和赔偿机制不健全。针对上述问题，借鉴国际经验，建议：一是逐渐建立一整套法理严谨的法律法规体系，加强信息披露、施加信义义务等；二是拓展投资者保护基金赔偿范围并完善赔偿机制，包括赔偿范围考虑引发市场波动的原因、明确赔偿的限额和比例、提升赔偿程序的透明度和效率等。

### （二）提升场外市场的丰富性和活跃度

作为“金字塔”式资本市场的塔基，场外市场对多层次资本市场健康发展至关重要。当前我国场外市场(主要是新三板市场)发展还相对欠缺，服务实体经济的能力还有较大潜力，可以从以下三方面激活新三板市场：

#### 1. 进一步明晰自身功能和定位

相对于场内市场，场外市场的上市标准要低且更灵活，应定位于为大量暂时不满足内市场上市标准的中小企业实现高效权益融资和定价。需进一步探索和提升其小额、快速、灵活、多元的发行融资机制的便利和效用，成为培育出众优质企业的孵化器。

#### 2. 完善市场内部分层机制

进一步完善分层机制，在不同的层次上制定不同的挂牌、交易、信息披露等差异化制度，增强制度与不同层次挂牌公司的适应性。新三板上市企业数量已达万家左右，又大量对接各种新兴企业，其潜在的挂牌主体会有很多新业态、新商业模式，对灵活性和多样性的要求比较高。科学分层可以促进新三板提供多元化、个性化的服务，更好地服务多种类型的企业。同时，内部分层可以为新三板打造类似NASDAQ全球精选市场那样的明星板块，一方面提升市场影响力，一方面有利于形成向场内市场输送上市企业的“备选池”。

#### 3. 打通向场内市场转板的通道

目前新三板市场存在流动性不足、交易深度广度差

等问题的一个主要原因就是新三板上市公司向场内市场转板的不通畅。新三板企业想要实现转板只能摘牌再重新排队IPO，无法实现直接快速转板，导致对优质企业吸引力弱，优质企业的缺失又反向导致新三板对投资者的吸引力不足，整个市场活力下降。因此，需要尽快打通新三板向场内市场转板的通道。

### (三)优化场内市场环境

良好的场内市场环境有利于资本市场的价值发现和资源配置，一方面使不同风险偏好的资金与相应的资产匹配，另一方面可以促进金融资源从无效或低效部门向高效部门转移。这就要求场内市场的结构清晰，上市、转板、退市等路径通畅。

#### 1.明确各层次资本市场的定位

吸取日本教训，应统筹主板、中小板、创业板、科创板、场外市场等多层次市场的定位，尤其各场内市场要清晰定位不同板块的服务对象和承担的职能，针对各自特点在上市标准、信息披露、交易规则、退市标准等制度和规则方面实现差异化。各板块形成差异化竞争而非同质化竞争。

#### 2.进一步完善退市机制

机制灵活、执行力较强的退市制度有利于资本市场的“新陈代谢”，保证上市公司的整体质量并维护整个股票市场的稳定发展，有助于构建更有竞争力和活力的资本市场。制度方面，可以增加公司运营及治理方面的要求，同时增加市场类退市指标。公司运营及治理方面指标可以促进上市公司加强内部控制、防范欺诈行为，市场类指标则有利于使上市企业与市场偏好更为一致，提高市场的定价能力。

此外，也要平衡好投资者的利益，在加强退市执行力度的同时，改变当前A股退市去向单一、退市后流动性不足的问题。同时，引导市场正确认识自愿退市行为，当上市公司的市场价值被低估时，理应存在并购或私有化的方式主动退市以提高市场定价效率。

### (四)价格发现功能与交易机制完善

金融资产的合理均衡定价是金融活动得以可持续发展的基础。相比机构投资者为主的债券市场，我国股票市场的价格发现功能未能有效发挥，除了投资者结构的问题，交易机制设计的缺陷是重要深层次原因。过去几

年，我国股票市场很多风险的发生，都是交易机制被无限利用与放大的结果。目前为止，A股市场仍持续存在着大股东减持压力，同时存在大量价格虚高的个股。为推动股票市场价格发现功能的实现，交易机制改革势在必行：

#### 1.上市价格约束

上市红利的初衷与意义在于增强股票市场吸引力，这种类似打折的“促销”方式可以起到立竿见影的效果，却造成新股上市开板后极高的换手率。若放开上市价格软约束，可能面临部分企业破发或上市后价格下跌，短时间可能会有部分投资者失去参与新股发行的热情和意愿，但长期看，允许并接受破发本身就是优化股票标的的质量的重要手段。市场化机制下，应给予投资者专业化评估企业价值与价格的机会。

#### 2.减持限售

大股东减持和限售政策的初衷是为了避免大股东利用上市红利、兼并重组、“讲故事”等手段获取大量收益后便快速套现退出，将上市和重组当作获利手段。但现行的减持限售制度，在有效约束投机目的的同时，也阻碍了股东通过出售股权调节股东结构或补充流动资金的正常经营或自我救助性质需求，催生股权质押融资规模上升。股权质押融资一旦遇上股票市场较大幅度回撤就会出现集中强行平仓，引发市场下跌风险。除此之外，减持限售在推迟卖出的同时也延后了合理资产价格的形成，易形成堰塞湖效应。因此，有必要有序安排并逐步解除当前的限售规则。同时，可以通过新老划断，对老上市企业股东限售股数量、规模、上市时间等做详细统筹并安排相应减持应对策略等方式，平稳退出。

### (五)建立长期投资生态链条

资管业务作为连接资金和资产的重要媒介，一旦投资运营出现扭曲，资金将无法顺利流入有需要的资产。目前我国资管业务的投资运营整体呈现偏短视化的操作，降低了资金流入实体的速度和效率，阻碍了货币政策的有效传导，因而急需引导建立长期投资生态链条，具体问题及可行的政策建议如下：

#### 1.向买方投顾模式转型

从投资者角度看，需要加大投资者教育力度，培育长期投资理念。我国现有的卖方投顾模式容易导致资金

(下转第19页)