

建立增强资本市场 内在稳定性长效机制研究 ——以A股市场为例

王国刚 罗 煜 孙 增

[摘要] 党的二十届三中全会通过的《决定》强调,要“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”。在经济金融运行中,股市发挥着重要的枢纽功能。上市公司持续增长的经营业绩是股市内在稳定机制的基石。投资者购股行为在其投资预期下展开,目的是获得投资收益。股市稳定性的内在逻辑在于,稳股市就必须稳预期,稳预期就必须提质效。2009年以后的A股市场发展中存在着五个与股市投资逻辑难以相符的现象,其直接成因主要是上市公司新增资产利润率总体水平较低且大起大落,上市公司的违规数量居高不下,亏损乃至退市的上市公司数量持续增加。但深层成因则在于,A股上市规则主要适用于产品成熟期的公司,在缺乏持续不断的高新技术支撑条件下,上市公司边际资产利润率下行难以避免。要建立增强A股市场稳定性的长效机制,必须抓住持续提高上市公司业绩这一关键核心点,加快发展新质生产力,分立股票发行与股票交易机制,建立由人力资本计股的无面值股票机制,建立适应各类股票交易的多层次市场体系,建立支持股市稳定发展的监管机制。

[关键词] 资本市场;长效机制;A股市场;深化改革

[中图分类号] D267 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1007-5801(2025)03-0085-15

党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》(以下简称《决定》),从加快推进中国式现代化建设的高度、聚焦于构建高水平社会主义市场经济体制,强调必须完善宏观调控制度体系,统筹推进财税、金融等重点领域改革,由此,全面系统地提出了资本市场进一步深化改革的方向、重

心和要点^[1]。

股市是资本市场的重要组成部分,是现代市场经济和现代金融体系的基石性机制。股市稳则金融稳,股市活则金融活。作为我国资本市场的核心,A股市场15年来低位徘徊,不仅与中国经济发展成果相距甚远,而且与海外股市持续上行行情形成了明显反差。A股市场的发展关系着我国

[收稿日期] 2025-03-18; **[收稿日期]** 2025-04-24

[作者简介] 王国刚,国家哲学社会科学一级教授,中国社会科学院学部委员,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心教授、博士研究生导师;罗煜(通讯作者),中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心教授、博士研究生导师;孙增,中国人民大学财政金融学院博士研究生。

金融安全,也关系着2亿多投资者及其家庭的切身利益,得到了党中央的高度关注。2024年12月9日,中共中央政治局会议明确提出了稳住股市的政策主张^[2]。2025年2月28日,中共中央政治局会议再次强调要稳住股市^[3]。在此背景下,深入研讨A股市场低位运行的内在机理,探究提升其内在稳定性的体制机制举措,推进A股市场长期稳定发展,有着不容小觑的意义。

一、股市内在稳定性的形成机制

促进资本市场健康发展,亟须“建立增强资本市场内在稳定性长效机制。”^[4]内在稳定器(Built-in stabilizers),又称为自动稳定器(Automatic stabilizers),是指在市场经济条件下,宏观经济内生的各种抗干扰和减缓外部冲击的调节机制。这种机制能够在经济繁荣时期自动抑制过度扩张膨胀,在经济衰退时期自动缓解萧条,推进经济复苏,不需要政府采取任何行政干预。内在稳定性是内在稳定器的特性,是市场经济内在规律、客观机制的集中表现。

在经济金融运行中,股市发挥着重要的枢纽功能。第一,推进资本供求相接。通过股票发行,将资本供给者与资本需求者直接相连是股市的最基本职能。在信用货币体系下,资金可以通过银行体系存贷款机制不断创造,但任何贷款都是债务性资金,它以实体企业拥有足够的资本为前提。中国经济金融运行中严重短缺的是资本性资金。习近平总书记在中央金融工作会议上强调,中国“可以说不缺资金缺本金”^[5]。股市正是破解这一难题的重要机制。它通过股票将城乡居民消费剩余的资金转化为实体企业经营运作所需的资本性资金。第二,推进实体企业在竞争中加速发展。实体企业的发展从高新技术研发及其产业化到市场竞争、并购重组都需要有足够的资本性资金支持。股市通过支持优质企业持续发股募资,给予实体企业以全社会最优质的资本性资金,提高了其研发能力和市场竞争力,助力其快速发展。第三,提高城乡居民的财产性收入。在市场经济中,

经济人具有劳动者、消费者和投资者三重身份。通过投资股市,他们消费剩余的资金可以从对应上市公司的业绩中分享股息,增加财产性收入。此外,股市还连接着公司制度、资产负债表制度、信息披露制度和“三公”原则等。股市内在稳定性减弱意味着它的枢纽功能发挥程度降低,这既不利于构建高水平社会主义市场经济体制,也不利于推进新质生产力发展和提高人民群众的收入水平。

学界对增强资本市场的内在稳定性进行了广泛研讨。田轩认为,增强资本市场内在稳定性,意味着彻底告别“政策市”的监管思维,切实落实“建制度、不干预、零容忍”九字方针^[6]。吴清认为,增强资本市场内在稳定性至少包括“一个基石”和“五个支柱”,即高质量的上市公司加上更合理的资金结构、更完善的基础制度、更有效的市场调节机制、更优质的专业服务、更严格的监管执法^[7]。李求索认为,“稳定”意味着避免市场异常波动,“内在”则强调长期基础制度建设,让市场运行更加稳健^[8]。荀玉根认为,增强资本市场内在稳定性,需要大力提升上市公司质量和投资价值,增加股市中长期资金供给^[9]。杨宗儒认为,相关部门应进一步加强协同、形成合力,持续优化市场投资生态,创造中长期资金“愿意来、留得住、能发展”的市场环境^[10]。然而,这些认识均未深入论及股市内在稳定性的形成机制和主要内容。

上市公司持续增长的经营业绩是股市内在稳定机制的基石。金融活动是以资产权益为基础为获得这些资产的未来收益而展开的权利交易。就股市而言,资金持有者投资购买股票的目的在于获得投资收益(股息收益或差价收益,下同)。自19世纪起,“股票价格=股息/利率”就是股市的经典公式,马克思将其界定为收益资本化^[11]。在利率水平已定的条件下,股价高低由股息数额大小决定,股息越大则股价越高,反之亦反。在现实中,投资者购买股票之时,与股息相关的信息大多为已过去的信息,其投资购股中对投资收益的追求基本属于“预期”范畴,由此,“股票价格=股息/利率”真

实含义是“股票价格=预期股息/利率”。预期是指依据已有的信息和经验对未来的情况或结果作出分析、估计和判断的过程。投资者对拟购股票的“预期股息”通常依据对应上市公司前期股息率和经营状况作出分析判断。当预期股息处于增长区间时,投资者购股,以期通过股价上升获得投资收益;当预期股息处于下降区间时,持有对应股票的股东就可能卖出股票,回避股价下跌引致的投资损失。对投资者而言,“预期股息”大于前期已实现的股息以实现投资收益目标是其入市购股的前提条件,由此,在投资者的预期中上市公司的业绩应呈现持续增长的态势。基于股息和股价预期的投资者行为,不仅界定了股市投资价值的高低,而且界定了股市行情的可持续程度。1884年道琼斯公司创始人查尔斯·亨利·道编制了全球第一个股票指数,到2025年3月已突破43000点,反映了股市具有的投资价值。毫无疑问,股市行情的跌宕起伏受到经济、法治、政治、军事、自然、文化等诸多因素的复合影响,在各种信息冲击下,不论是个股价格还是总体股价(如股指)时常有涨有跌,但从长期看,股价高低及其走势归根结底由上市公司经营业绩持续增长的程度决定。显然,股市稳定性的内在逻辑在于,稳股市就必须稳预期,稳预期就必须提质效。

入市资金多少影响着股市供求关系,也影响着股市走势。一方面,股市贯彻着一般商品市场共有的供求机理。在其他条件不变的情况下,入市资金的增加意味着购股需求的增大,股价的需求拉升动能增加,反之则预示着购股需求的减少,股价下行压力增大。入市资金数量增加可以在多种情形下发生。资金持有者认为个股价格已处于低位(例如,股价水平明显低于预期股息/利率),就可能投资购股,以期获得低买高抛的机会;受某种利好信息诱导,资金持有者认为购股机会已到,就可能出手购股;股市上行时,资金持有者认为股价还有上升空间,也可能投资购股(即追涨)。资金大量流出股市,标志着股价(和股市)对资金持有者的吸引力减弱,行情走弱将是大概率事件。另

一方面,股市并非一个独自运行的市场,它只是诸多金融市场中的一个。在金融市场中,资金持有者表现为买方,金融产品的出售者表现为卖方,各种金融产品之间存在着明显的替代机制、互补机制和组合机制。面对债券、股票、存款、资管产品和其他金融产品,买方必然会从自身利益得失出发,理性比较各种可购买的金融产品的风险—收益水平,选择适合自己的投资方略、投资组合和投资行为,推动资金在各类金融市场间流动,这决定了股价高低及其可持续程度受到其他金融产品收益率的制约。由于股市风险大于债市、存款等,在多数情形下,只有在预期收益率(即预期股息/购股价格)大于其他金融投资收益率的条件下,资金持有者才会将资金转入股市出手购股;一旦预期收益率下行,投资者就可能售股抽资,将资金转投资于其他金融市场,由此,要留住入市资金并使其成为股市中的长期投资资金,股市的投资收益率就应具有持续提高的特征;失去这一特征,使得股市投资收益率长期低于债市、存款和其他金融产品的收益率,资金持有者就将抛股撤资,加重股市的下行走势。

现代股市是法治条件下的股市,贯彻着“公开、公平、公正”原则和“法无禁止即可为”理念,股市交易的各方参与者(包括监管者)均以遵法守法为行为基准,以法治为形成投资预期的保障机制。尽管相关政策可能引致股市波动,但任何政策均不可违法且政策大多仅有短期效应,难以从根本上改变股市的长期走势。如果股市法治弱化,任由政策频繁变动冲击并形成惯性,甚至发生违反“三公”原则的情形,那么,各方参与者的长期预期难以形成,对政策的依赖性愈益增强,股市的内在稳定性也就难以有效形成。监管是落实法治的重要机制。依法监管股市是各国和地区的普遍现象。依法监管的重心在于保障股市运行的信息公开透明、维护交投公平、公正处置违法现象。监管的成熟程度首先取决于监管部门依法执法的程度。在监管部门严格执法的条件下,即便股市偶然性地剧烈波动,市场参与者也容易形成新的操

作预期;在监管部门依一己偏好频繁运用行政机制干预股市的条件下,即便股市不发生偶然性剧烈波动,市场参与者也难以形成长期稳定的投资预期。如果监管不到位、出现监管盲区、信息不公开透明乃至处罚力度不公正,就可能发生默认乃至怂恿上市公司、机构投资者等信息披露造假、财务造假、违反“三公”原则等现象;如果监管部门为了贯彻自己的行政偏好,频繁调整监管取向和监管政策,甚至与某些金融机构联手拉升股价,就可能严重冲击市场参与者的预期,给股市稳定运行带来深重影响。

二、A 股市场发展中与股市投资逻辑不相符的五种现象

《决定》强调,要“健全投资和融资相协调的资本市场功能”^[12],促进资本市场健康稳定发展。融资和投资是经济发展中的经常性现象。从实体企业的资产负债表看,融资表现为资金来源(即资本+负债),投资表现为资金使用(包括形成股权性资产),但就条件、机制和效应而言,融资和投资不可等量齐观。在企业发展中,融资性质、融资规模、融资结构和融资成本对资金使用中的资产性质、资产规模、资产结构和资产效率有着直接或间接的制约,同时,资产性质、资产数额、资产结构和资产效率对再融资也有着直接或间接的制约,因此,对任何一家企业来说,有效协调融资和投资二者间在数量、性质、结构、期限和效应等方面的匹配程度是经营运作中的一项基础性工作。在中国,“投融资”一词时常带有体制机制特点。2016年7月5日,中共中央、国务院出台《关于深化投融资体制改革的意见》,强调要确立企业的投资主体地位,克服投资项目融资难融资贵等突出问题。从股票市场看,一些人认为投资功能和融资功能是股市功能的一体两面;在股票交易中,买方表现为“投资者”、卖方表现为“融资者”,因此,投融资是同一交易活动的两方,它们相辅相成,谁也离不开谁。但这种认识有失偏颇。在股票市场中,融资和投资并非都是一枚硬币的两面,也并非都是

每一交易的两方。股票市场分为发行市场(又称“一级市场”)和交易市场(又称“二级市场”)。发行市场的主体由发股公司和购股投资者构成,相关的法律关系和股票定价机制也集中于这两个主体以股票为对象的交易行为。就股份公司发行股票、投资者认购股票而言,的确存在着同一交易的融资和投资之间在取向、行为、时点和数额等方面的对称性现象,结果是发股公司获得的融资额等于投资者购股付出的投资额。但交易市场并非如此。交易市场是由持有股票的股东(他们是先期的投资者)和意欲购买股票的投资者之间就卖出股票和购买股票所形成的交易关系的总和。在此类交易中,股东卖出股票的主要目的是为了获利,投资者购股的主要目的是获得股票价格的未来收益(包括差价收益和股息,下同),因此,“融资”不是股东卖出股票的目的,不存在同一交易中的融资和投资之间在取向、行为、时点和效应等方面的对称性现象。在股票市场运行中,发股公司的每次发股融资仅有几天时间,股票交易却长年累月地持续进行;发股表现为发股公司的微观行为,股票交易的成交价、交易量、换手率等却关系着股票交易市场的总体行情和发展前景;股票发行中从定价到投资者购股在较大程度上体现着“投资”,与此相比,二级市场中的股票交易容易出现投机现象。历史上,投资者的投资损失、股市泡沫、由股市暴跌引致的金融危机等主要发生在交易市场,它们印证了股票市场并非融资与投资相对称的市场,更说明了股票交易市场应以“投资价值”为基点。

在忽略交易成本的条件下,期货市场是一个零和交易市场。零和交易是指,虽然介入交易的各方彼此有着盈亏但盈方数额与亏方数额相互抵销的结果为零的金融市场格局。与此相比,股市是一个超零和交易市场。内在机理是,上市公司每年为股市投资者提供了源源不断的股息。股票交易市场要成为一个具有投资价值的市场,就必须是一个可持续的超零和交易市场,超零和交易程度越高,股票交易市场的投资性越强。但如果

股票交易成本等于上市公司每年分配的股息数额,股市就可能转变为零和交易市场;一旦股票交易成本超过了上市公司每年分配的股息数额,股市就将转变为负零和交易市场。由此,切实保障上市公司盈利水平持续提高,在扣除了股市交易成本之后,投资者依然有利可图是维系股市具有投资价值的基本点。

从交易市场应具有投资价值出发,“健全投资和融资相协调的资本市场功能”的真实含义应当是,股票发行市场应为提升交易市场的投资价值创造提质增效的条件。在实践中,不论是主板市场、中小板市场、创业板市场还是科创板市场,发股公司都必须在“招股说明书”中公开披露募股资金的主要用途及其预期收益,购股者和交易市场的投资者通常在对比较衡中预期该公司股票的未来投资价值,推进该股票在发行市场和交易市场的定价。如果发股公司能够履行发股募资时的承诺,持续提高募股资金的效益水平(包括研发新科技和新产品,优化资产结构、降低营运成本,拓展新市场和新商业模式等),则该股票的投资价值将持续提升,能够形成融资和投资的较好协调;在股价上行的条件下,发股公司再融资面对着较为良好的市场条件(包括再融资股价较高、投资者申购倍数较高等),由此,投资和融资进入相得益彰的良性循环之中,能够比较充分体现股市的这些功能。但如果发股公司未能履行发股募资后应尽的义务,将募股资金当作是无成本资金,未能有效运用发股资金提高资产收益水平,资产效率不仅没有提高反而下降,每股收益水平逐年下滑,那么,该股票的投资价值就将随之减弱;一旦投资者预期该公司将进入亏损境地,股价的大幅下跌就在所难免。不难看出,投资和融资相协调的重心在于上市公司资产(包括募股资金)营运中的收益水平高低及其可持续程度。

2009年以后的A股市场发展中存在着五个与股市投资逻辑不相符的现象,导致股市的投资价值难以有效体现,相关刺激政策出台也屡屡难以达到预期目标。

第一,分红明显增加,但股市行情却难有对应表现。1993年8月青岛啤酒发股募资标志着A股市场迈出了公开发行股票的步伐。30多年来,A股上市公司数量持续增加,每年的股息分红数量也逐年增大。从表1中可见,总体而言,A股上市公司每年的股息分红家数和数额逐年提高。2006—2023年间,A股上市公司分红家数从699家增加到2023年的3857家,分红数额从1266.66亿元增加到22291.39亿元,平均每家的分红数额从1.81亿元增加到5.78亿元,增长了2倍以上。这在一定程度上反映了A股上市公司整体的经营运作效益状况,也反映了在中国证监会督促下,上市公司加强股息分配整体情况。在此背景下,“分红总额—(印花税+券商手续费)”的余额持续增大,2007年为166.17亿元,此后逐年增加,2023年高达16352.39亿元。但令人不解

表1 A股上市公司分红和交易成本

单位:亿元、家数				
年份	分红总额	分红家数	印花税	券商手续费
2006	1266.66	699		67
2007	2776.17	784	2262	348
2008	3370.50	850	1311	231
2009	3827.16	940	897	473
2010	4899.63	1260	1040	591
2011	5958.28	1570	1042	442
2012	6676.76	1808	986	356
2013	7503.37	1825	1244	485
2014	7872.99	1872	1540	790
2015	8193.09	1981	3441	2306
2016	9067.10	2299	2209	1440
2017	11094.36	2735	2206	1354
2018	12265.39	2572	2199	1237
2019	13590.85	2629	2463	1439
2020	15171.61	2932	3087	2259
2021	18657.44	3241	4076	2707
2022	21977.32	3378	4390	2420
2023	22291.39	3857	3784	2155
2024	6905.84	1052	3427	1335

数据来源:分红总额、分红家数、券商手续费等数据根据万得数据库数据整理而成;印花税来源于财政部官方网站。

注:1.分红总额和分红家数指的是上市公司年报披露的数据年份;2.2024年分红总额和分红家数的数据为截止到2025年3月10日已经披露2024年年报的A股企业;3.第一列年份指的是年报数据发生的年份。

的现象是,A股市场并未因股息分配的逐年增加走出一个逐年持续增强的牛市行情,未能充分体现超零和交易所具有的较高投资价值。

第二,存款利率连续下调,但股市行情却未能上行。在金融市场走势关联中,股市行情必然受到利率高低影响。由于投资者用于股市交易的资金是从其存款中转移过来的,所以,“预期股息/利率=股价”中的利率应为存款利率,由此,在预期股息不变的条件下,存款利率上行,股市行情就将下行,反之,存款利率下行,股市行情就将上行。表2列示了中国工商银行的人民币存款利率变动情况。按照前述机理,在其他条件不变的情况下,存款利率的下行将提高股票交易的投资价值,由此,2012年以后,A股市场的投资价值将因存款利率多次下调而持续提高。假定2012年1年期存款利率为3.5%(如2012年6月)时上证指数为3000点,当1年期存款利率下降到1.10%(如2024年10月)时,它就将因个股价格普遍上涨而上行到9000点以上(即 $3.5/1.1\times3000$),由此,1年期存款利率下降了68.57%,股价增长了218.18%。2012年至2025年5月,人民币存款利率连续下调了15次,有力支持着A股市场的差价收益扩大。股息分红的数额增大和存款利率的下行本应有效激发A股市场上行,但2009年以后的10多年间,上证指数长期在3000点左右窄幅波动,既未能有效反映上市公司分红数额增加带来的红利,也未能有效反映存款利率下调带来的股市红利。

第三,一些个股价格破发破净,有着明显的投资价值,但它们的交投并不活跃。在股指长期徘徊于3000左右的条件下,随着新上市公司股价计入上证指数,一些已上市公司的股价一跌再跌,不仅跌破了股票首次公开发行的价格(即破发),甚至跌破了每股净资产(即破净)。从表3可以看到,A股上市公司的破发破净家数持续增加。2009—2024年间,股价破发的上市公司从32家增加到1020家(占A股上市公司总数的20%),股价破净的上市公司从2010年的6家增加到2024年的472家(占A股上市公司总数的8.9%)。股价破发的投资价值含义是,

按照首次公开募股(IPO)价格计算,投资者如果以破发价格买入股票将获得“IPO价格—破发价格”差价的投资收益,或者说,按照IPO价格购股的投资者此时均已亏损(如果他们在此前未将股票卖出的话)。破净的投资价值含义是,按照每股净资产计算,投资者如果以破净价格买入股票将获得“净资产/股—破净价格/股”差价的投资收益,或者说,此前按照高于每股净资产价格购股的投资者此时均已亏损。这种大量且持续10多年的破净破发情形,在海外股市中极为罕见。但即便如此,A股的投资者似乎依然缺乏投资购股的热情。更有甚者,当一些个股“股息分红/股价”的商大于同期银行存款利率的时候,投资者出手购股的热情依然没有明显提高。以中国工商银行为例(如表4所示),2014年6月,未复权价格为3.41元/股,分红为0.2617元/股,按照未复权价格计算的分红收益率为7.67%,大大高于表2所示的1年期存款利率(也高于3年期和5年期存款利率);2023年7月,未复权价格为4.61元/股,分红为0.3035元/股,按照未复权价格计算的分红收益率为6.58%,也明显高于1年期存款利率(也高于3年期和5年期存款利率),但10年间,工商银行的股票交投并不活跃,股价长期低位波动。

第四,银行定存资金快速增加,股市上行却严

表2 中国工商银行人民币存款利率调整一览表
单位: %

时间	活期	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期
2012-06-08	0.4400	3.5000	4.1000	4.6500	5.1000
2012-07-06	0.3500	3.2500	3.7500	4.2500	4.7500
2014-11-22	0.3500	3.0000	3.5000	4.0000	4.2500
2015-03-01	0.3500	2.7500	3.2500	3.7500	4.0000
2015-05-11	0.3500	2.5000	3.0000	3.5000	3.7500
2015-06-28	0.3500	2.2500	2.7500	3.2500	3.3500
2015-08-26	0.3500	2.0000	2.5000	3.0000	3.0500
2015-10-24	0.3000	1.7500	2.2500	2.7500	2.7500
2022-09-15	0.2500	1.6500	2.1500	2.6000	2.6500
2023-06-08	0.2000	1.6500	2.0500	2.4500	2.5000
2023-09-01	0.2000	1.5500	1.8500	2.2000	2.2500
2023-12-22	0.2000	1.4500	1.6500	1.9500	2.0000
2024-07-25	0.1500	1.3500	1.4500	1.7500	1.8000
2024-10-18	0.1000	1.1000	1.2000	1.5000	1.5500

数据来源: Wind

重缺乏资金支持。在探寻股市长期低迷成因中，一些人将其归因于缺乏足够的投资资金。毫无疑问，资金数量是制约股价高低及股市行情强弱的一个重要因素。内在逻辑是，在手头资金紧缺的条件下，投资者即便有投资购股的意向也难以付诸实施。但金融面的数据并不支持资金紧缺的认识。从表 5 看，2006—2024 年间，实体企业的存款余额从 11.89 万亿元增加到 78.37 万亿元（增长了 5.59 倍），城乡居民存款余额从 16.12 万亿元增加到 151.25 万亿元（增长了 8.36 倍），不仅大大高于同期 GDP 增长率，而且是同期各项经济金融数据中增长率的最高指标。具体来看，在通常年份，“住户”存款余额每年增加 4 万亿元左右，但在 2006—2007 年的股市高涨期间，仅分别增加了 1.45 万亿元和 1.10 万亿元，这反映了城乡居民动用存款资金入市购股的热情。与此不同，2020 年以后，在存款利率多次下调的背景下，城乡居民缺乏投资股市的意愿，将巨额资金存放于银行存款（尤其是定期存款）账户，使得存款余额快速增加，定期存款占比从 2009 年的 61.45% 提高到 2024 年的 72.65%。在表 2 所示的定存利率大幅下行、表 3 和表 4 反映的投资价值背景下，住户定存占比明显提高，凸显了与投资股市相比，城乡居民更倾向于定存。

第五，相关部门频繁出台利好政策，但股市走势依然不改长期低位运行的态势。例如，2024 年 4 月 12 日，国务院出台了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（即新的“国

九条”），强调要深刻把握资本市场高质量发展的主要内涵，始终践行金融为民的理念；严把发行上市准入关，进一步完善发行上市制度；构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假、资金占用等违法违规行为；深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局；建立培育长期投资的市场生态，构建支持“长钱长投”的政策体系；加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。但 A 股市场在经历了几天的上行后又回到了 3000 点左右。

上述五个现象的叠加效应形成了自 2009 年以来 A 股市场 15 年间低位运行之谜。

三、A 股市场投资价值减弱的直接成因

多年来，国内外不时有人提出 A 股市场股价被严重低估，已具有很高的投资价值，试图激发投资者入市购股，但 A 股交投并不活跃。对大多数投资者而言，只有在预期股市将拉起一轮持续时间较长牛市的条件下，才可能大量动用存款资金持续入市购股。这种预期的形成在底层逻辑上取决于对实体经济部门（即非金融）上市公司的资产效益认知。表 6 列示了非金融上市公司新增资产利润率的动态趋势，从中可以看到 2007—2024 年的 18 年间，非金融上市公司的新增资产利润率在年度间的

表 3 A 股破净破发只数

单位：只

年份	破净	破发	年份	破净	破发
2009	0	32	2017	44	161
2010	6	89	2018	454	500
2011	60	576	2019	401	454
2012	147	776	2020	412	489
2013	138	451	2021	349	473
2014	35	217	2022	442	981
2015	29	63	2023	441	931
2016	25	86	2024	472	1020

数据来源：Wind

表 4 工商银行分红和股价

单位：元

时间	每股分红	未复权价格
2014 年 6 月 20 日	0.2617	3.41
2015 年 7 月 7 日	0.2554	5.71
2016 年 7 月 8 日	0.2333	4.29
2017 年 7 月 11 日	0.2343	5.06
2018 年 7 月 13 日	0.2408	5.36
2019 年 7 月 3 日	0.2506	5.67
2020 年 6 月 30 日	0.2628	4.98
2021 年 7 月 6 日	0.2660	4.95
2022 年 7 月 12 日	0.2933	4.51
2023 年 7 月 11 日	0.3035	4.61
2024 年 7 月 9 日	0.3064	

数据来源：Wind

变化很不稳定,大致经历了2007—2009年、2010—2016年、2017—2020年和2021—2024年由高落低的四个阶段,但总体趋于下降。在与同期的GDP增长率、CPI增长率、PPI增长率、社会消费品零售总额增长率和固定资产投资增长率等指标相比较中,可以发现新增资产利润率的大起大落缺乏令人信服的解释。以2021—2024年的4年为例,2021年在新冠疫情冲击下,全国实行了严格的封控举措,经各方努力,在2020年GDP增长率为2.2%的基础上达到了8.4%的高位(2020和2021两年的平均增长率为5.3%),但非金融上市公司的新增资产利润总额却从2020年的928.14亿元增加到2021年的11669.85亿元(增长了11.57倍),新增资产利润率高达9.33%;假定2021年新增资产利润总额和增长率是由于非金融上市公司科技创新和降低成本等因素引致的,那么,2022年和2023年新增资产利润率又为何急剧下落到1.55%和0.94%,非金融企业经营运作的连续性和盈利的惯性都不见了。假定在非金融上市公司新增资产利润率高企期间,投资者形成了投资预期并出手投资购股,那么,他们很有可能在非金融上市公司新增资产利润率陡降中随着股价下落而损失了投资的本金(或套

牢于股市)。非金融上市公司新增资产利润率的大起大落容易令股市投资者陷入手足无措境地,不利于推进他们对股价走势稳定预期的形成。其次,新增资产利润率总体水平较低。2007—2024年间新增资产利润率为负的有3年,但如果以当年新上市的非金融上市公司的利润减去全部A股非金融上市公司的新增资产利润,那么,新增资产利润率为负的年份就达到7年之多;此外,新增资产利润率在0%—2%(低于表2中的3年期存款利率)区间的年份有6年。非金融上市公司是实体企业中的翘楚,有着配置各种经济资源的强大能力,理应成为推进财富创造和价值增值的主力军,持续提高新增资产利润率,但表6数据反映的情形与此相距甚远。非金融上市公司新增资产利润率水平在年度间的跌宕起伏,使得投资者对股息收益和股价差额收益的预期难以有效形成,即便手中持有大量资金也不敢贸然入市展开投资交易。这是引致A股市场行情长期低迷的主因,也是引致A股市场转为负零和交易市场的主因。

在A股市场发展中,很多投资者并非根据上市公司经营业绩的最新成就,而是更多地从表7列举的三类现象来判断A股市场的投资价值。其一,上

表5 实体企业和城乡居民存款

单位:亿元

年份	非金融企业			住户		
	存款余额	活期余额	定期余额	存款余额	活期余额	定期余额
2004	89438.13	61833.98	27604.15	126196.22	42800.27	83395.95
2005	101750.55	66222.96	35527.59	147053.74	50137.03	96916.71
2006	118851.66	77744.82	41106.84	161587.30	58575.92	103011.38
2007	144814.14	95500.88	49313.26	172534.19	67599.74	104934.45
2009	224357.03	139997.29	84359.74	260771.66	100541.28	160230.38
2014	565249.12	223451.72	341797.40	506890.23	184982.69	321907.55
2015	430247.43	174586.41	255661.02	546077.85	202869.18	343208.67
2019	595364.97	242504.15	352860.82	813017.12	294712.49	518304.63
2020	660180.23	253615.73	406564.49	925985.82	326762.62	599223.20
2021	696695.00	255116.69	441578.32	1025011.58	342904.02	682107.56
2022	746574.00	254650.86	491923.21	1203386.77	383899.58	819487.19
2023	787756.22	248676.14	539080.07	1369894.58	390265.95	979628.62
2024	783649.10	211303.35	572345.75	1512509.36	413658.35	1098851.01

来源:中国人民银行网站

市公司的违规数量。2006—2023年间,A股上市公司中的违规数量2018年达到1918家(占A股上市公司总数的50.25%),是2006年204家的8倍多。上市公司违规行为相当复杂,主要包括财务造假(如营收、利润等主要财务指标的虚增)、未按规定及时披露信息(包括信息披露造假)、未履行承诺(包括未按“招股说明书”中的承诺进行投资)、内幕交易、违规担保、大股东挪用上市公司资金以及其他违法违规行。一些上市公司的违规行为给投资者埋下了重大风险隐患,暴雷事件的屡屡发生使得相关投资者蒙受严重损失,也令其他投资者望而却步。其二,多年亏损乃至退市的公司数量持续增加。ST公司数量从2006年的85家增加到2020年的131家(占A股上市公司总数的2.94%),退市公司数量从2006年的13家增加到2023年的45家(占A股上市公司总数的0.85%),

增长了246%。这些数字既难以令投资者相信A股上市公司的质量明显提高、股市投资价值持续提高,也难以打消投资者对尚未进入ST或退市行列的上市公司的种种疑虑,由此,他们对将资金投入股市持保守心态。其三,股票型基金亏损严重。证券投资基金是由专业团队操作的资金,与个人投资者相比,他们拥有专业知识、资金规模、信息来源、综合研判、技术系统、尽职调查、交易通道、政策支持等各方面的优势,应能够较好地规避股市风险,为基金持有人谋得高于股市投资平均收益水平的收益率,但他们操作的结果却令基金持有人大失所望。2006—2023年间,基金份额净值低于1(即1元/基金单位)的只数在年度间呈现快速增长态势,从2008年的38只增加到2023年的2396只(增长了61倍以上),基金份额净值低于1的只数占股票型基金存量的比重最高年份(2011

表6 非金融上市公司新增资产利润率

单位:亿元、%

年份	全部 A 股非金融上市公司			当年新上市的非金融公司		
	新增资产	新增利润	新增资产利润率	资产总额	利润总额	当年新上市家数
2007	37675.9	5073.20	13.47	19259.58	2913.10	203
2008	19978.9	-2864.04	-14.34	5791.19	369.40	117
2009	33714.3	2300.66	6.82	7632.03	351.59	153
2010	41048.6	4601.36	11.21	8542.64	614.99	528
2011	47751.0	1598.43	3.35	9012.66	557.29	415
2012	35267.0	-1126.59	-3.20	7515.34	386.41	222
2013	38061.2	2106.82	5.54	1889.56	193.04	2
2014	35397.8	47.93	0.14	3421.58	251.09	162
2015	55327.1	-1176.38	-2.13	10145.48	615.23	295
2016	72971.8	4066.08	5.57	4826.90	389.57	262
2017	79607.3	6380.35	8.01	11674.50	831.85	472
2018	70024.0	1019.98	1.46	10581.09	770.85	105
2019	74761.3	1081.79	1.45	12073.7	819.11	200
2020	83664.4	928.14	1.11	18904.82	1067.02	455
2021	125098.9	11669.85	9.33	30447.61	1672.57	529
2022	83440.7	1290.89	1.55	43151.16	4296.48	427
2023	53146.7	500.13	0.94	11782.51	521.16	313
2024	26651.12	-8776.82	-0.33	2263.44	106.58	77

数据来源:国泰安经济金融研究数据库中的个股数据统计整理。

注:2024年数据为截止2024年9月30日的数据。

年)达到 81.14,2022 年以后依然高达 50% 左右,同时,在上市公司违规受罚、ST 戴帽、亏损退市等事件中也时常可以看到股票型基金的身影。由此造成投资者对 A 股市场是否是一个超零和交易市场提出质疑。

四、A 股市场投资价值减弱的深层成因

股票市场是市场经济的产物,要支持股市的长期稳步发展就应遴选具有长期发展潜力的公司发股上市。其内在逻辑是,成熟的市场经济以商品(和服务,下同)供过于求为前提(供求绝对均衡的情形仅存于理论假设之中)。只有在供过于求的市场格局中才可能实现价格在竞争中形成和优胜劣汰。随着资本有机构成的提高、劳动力成本上升和拓展市场的难度加大,边际资产利润率呈

下降趋势,由此,上市公司的股票收益率将逐步走低,股票交易市场的投资价值随之弱化。破解这一难题的实践机制有三:一是加大研发力度,通过运用最新科技成果推进产品创新、开拓新市场,通过更新改造设备、提高生产效率,通过创新营销方式和商业模式、提高销售效率,综合运用这些机制、提高边际资产利润率。二是通过横向并购和纵向并购,减少中间环节成本,提高营运资产的规模经济效率。三是通过优化工艺流程、内部挖潜,降低资产营运成本,提高资产利润率。从国内外实践看,对任何一家上市公司来说,通过并购和内部挖潜都有利于降低营运成本,提高资产效率,但它们通常是阶段性意义的“战役性”操作机制,很难成为经常性和可持续的操作机制。

200 多年来科技革命推进产业革命的历史证明,持续不断地研发高新技术和运用先进生产力

表7 A股上市公司的违规处罚数量和证券投资基金的净值

单位:家数、只数

年份	A 股公司	A 股公司 违规数量	A 股公司 ST 数	A 股公司 退市数	股票型基金只数	基金份额净值 低于 1 的只数	占比 (%)
2006	1497	204	85	13	73	0	0.00
2007	1604	230	74	10	75	1	1.33
2008	1659	266	33	2	61	38	62.30
2009	1804	318	50	5	91	16	17.58
2010	2153	371	62	4	153	63	41.18
2011	2384	577	28	3	228	185	81.14
2012	2511	723	37	3	333	209	62.76
2013	2565	683	39	6	420	227	54.05
2014	2726	699	37	1	534	77	14.42
2015	3016	973	45	7	950	241	25.37
2016	3339	1256	61	1	1072	436	40.67
2017	3726	1589	59	5	1247	353	28.31
2018	3817	1918	64	5	1481	965	65.16
2019	4013	1872	109	10	1803	351	19.47
2020	4462	1771	131	16	2206	238	10.79
2021	4879	1703	130	20	2860	654	22.87
2022	5150	1525	104	46	3451	1709	49.52
2023	5314	1215	117	45	4095	2396	58.51
2024	5319	636	100	52	5068	2143	42.28

数据来源:本表中 A 股公司数量(通过 2024 年 9 月 31 日的财务报表统计的)、A 股公司违规数量(2025 年 3 月 9 日查询的数据)、股票型基金只数、基金份额净值低于 1 的只数等根据国泰安数据库相关数据整理;A 股公司 ST 数、A 股公司退市数的指标数根据 wind 数据库的相关数据整理。其中,A 股公司 ST 数包括*ST,占比指的是基金份额净值低于 1 的只数/股票型基金存量*100。

是推进产品、业态、产业和市场迭代创新的根本动力,也是推进新增资产利润率持续提高的根本动力。其深层逻辑有三个:一是与已有产业科技相比,先进生产力中的劳动是复杂劳动,它在相同时间内创造的价值多倍于简单劳动。二是先进生产力创造的新产品(或新劳务,下同)在面世的一段时间内处于供不应求的市场格局中,销价有着较大的上行空间。在成本不变的条件下,销价上行的部分形成了产品的附加值,由此,先进生产力所生产的产品有着较高的新增资产利润率。三是在运用先进生产力生产新产品中,相关企业从研发设计伊始就关注到努力降低生产成本,以提高市场竞争力。先进生产力落实到新产品的使用价值上表现为新产品的性能提高、客户使用的便捷程度提高等,对老产品有着很强的替代性。与此相比,成熟科技和成熟产业所生产的产品处于供过于求的市场格局中,价格上行已无空间,随着市场竞争的加剧和成本上升,边际资产利润率下行是一个必然趋势。

1992年A股市场起步时,中国尚处于短缺经济格局。对企业来说,生产什么产品都不愁卖且能够卖个好价格,拓展销售产品的市场空间较大,经营利润的获得相对容易。在此背景下,利润水平成为IPO的一个基本条件。1993年4月22日,国务院出台的《股票发行与交易管理暂行条例》第九条明确规定,IPO公司应“近三年连续盈利”。1994年7月1日实施的《中华人民共和国公司法》和2004年修改的《中华人民共和国公司法》第137条均规定,公司IPO必须具备的条件包括“公司在最近三年内连续盈利”。2006年5月18日起施行的《首次公开发行股票并上市管理办法》第二十六条规定:公司IPO应达到“最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元”。2014年修改的《中华人民共和国公司法》删除了公司首次公开发行股票的利润规定。2019年以后,IPO公司盈利水平的硬性规定有所减弱,在科创板IPO的公司可以暂无盈利,但营业收入应达到2亿元以上;在主板、中小板和创业板IPO公司依然有着发行前

的盈利规定。以法律等制度形式要求股份公司在发股之前有着良好的盈利表现,在立法初衷上是好的,它试图通过界定IPO公司的盈利水平(和营收水平),既给股票发行提供定价依据,夯实上市公司的业绩基础,又提高股市的投资价值,提升股市的内在稳定性,激励股市投资者的投资热情。

将盈利水平作为审核公司是否能够发股上市的一个硬指标暗含着对股市长期发展的认识误区。从形式上看,发股公司带着利润上市,有利于激励投资者的投资热情,提高股市的投资价值。但在发股上市之前有着较高营收数额和利润水平的公司通常处于发展比较成熟的产业范畴内,这意味着这些公司的产品生命周期已过了引入期和成长期,正处于成熟期阶段,一旦缺乏新技术和新产品,就将步入衰退期。在2010年之前中国多数企业尚可可通过从海外引进先进技术(包括设备等)来提升自己的技术水平和展开新产品开发,由此,上市公司发展中的业绩后劲不足显露得不突出,但此后,随着后发优势的减弱,美国等发达国家对中国的高新技术从管制到禁运和制裁,全球产业链供应链面临着“去全球化”的冲击,使得上市公司业绩提升的高新技术(新产品等)短板加速显现。在此背景下,对诸多非金融上市公司来说,业绩持续增长面对的产业格局和市场空间的制约程度更加严峻。

一般来说,在市场处于供不应求格局的条件下,上市公司产品有着销量增加和价格上行的空间,由此,不论是发股前的盈利水平规定还是上市后的盈利增加都还能得到市场面的支撑。但1996年(尤其是1998年)以后,随着市场格局向供过于求的买方市场转变,上市公司营收和利润的持续提高受到买方市场格局的严重约束,同时,经营成本、土地等要素和劳动力成本不断上行,由此,一些上市公司的经营运作逐渐陷入困境,出现了上市后“一年盈、两年平、三年亏”的现象;也有一些上市公司为了提高盈利水平,利用募股资金四处投资以扩展业务空间,结果陷入了财务困境;更有甚者,有的上市公司为了能够利用增发股票募集

资金以摆脱财务困境,不惜运用各种方式造假。A股市场出现的种种乱象,不仅给投资者带来了意想不到的巨额损失,而且严重影响到股市的稳步健康发展。

从表8和表9的对比中可以看到:第一,以总资产、总利润和总市值三个主要指标度量,2024年中国A股市场中位列前十的上市公司大多为商业银行等金融机构,美国上市公司中位列前十的大多为已产业化的高新技术企业。第二,从资产利润率看,A股市场前十上市公司中中国工商银行为0.64%、中国平安为1.27%,美国前十上市公司中思科为10.43%、微软为21.37%、苹果为33.76%,股市投资价值的差异由此可见一斑。第三,A股市场中前十上市公司大多为不创造财富和价值的金融机构,美国前十上市公司均为创造财富和价值的非金融上市公司,其中大多数属于全球高新技术产业市场化引领性机构。

五、提升A股市场内在稳定性之策

为深入贯彻落实党的二十届三中全会精神,中国证监会会同有关部门,加大进一步全面深化股市体制机制改革的力度,出台了一系列措施:一是完善制度体系,制定修订了50多项制度规则,形成了“1+N”政策体系,重塑股市的基础制度和监管的底层逻辑。二是集中开展打击上市公司财务造假专项行动,加大重大典型案例的查处力度。

2024年办理各类案件739件,罚没款153亿元(超过2023年的2倍),向公安机关移送案件和线索178件(同比增长51%)。三是积极推动更多增量资金入市,会同有关部门出台了《关于推动中长期资金入市工作的指导意见》和《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》,中国人民银行出台了支持股市发展的货币政策工具,公募基金注册发行明显提速,权益类ETF规模突破了3万亿元,养老金入市比例从不超过20%提高到不超过30%,各类中长期资金持有的A股流通市值达到了17.8万亿元(增长了22%)^[13]。这些举措是必要的,也是初步的,其中一些举措旨在激活股市交投,并非治本之策。以中长期资金入市为例,它们能否在股市中长久驻足不是由资金性质和监管部门意愿决定的,而是取决于股市的长期投资机会。在股市行情持续向好的条件下,不仅场内资金将长期驻足于股市,而且场外资金也将加大加快入市的步伐;但在股市行情持续低位徘徊或下行的条件下,场内资金在权衡利益得失后也可能离场而去,因此,关键还在于股市走势。

上市公司业绩是股市稳步健康发展的基石,是稳住投资者预期的根本所在,也是上市公司质量提升的主要表现。要建立增强A股市场内在稳定性的长效机制,就必须紧紧抓住持续提高上市公司业绩这一关键核心点,全力推进上市公司的科技创新、产品创新、业务模式创新和发展方式创

表8 A股中国上市公司前十位(2024年9月)

单位:亿元

序号	总资产		利润总额		总市值	
1	工商银行	483577.56	工商银行	3084.02	工商银行	470568.56
2	农业银行	435532.94	建设银行	2976.38	农业银行	423397.69
3	建设银行	409230.41	农业银行	2413.46	建设银行	408708.25
4	中国银行	340689.88	中国银行	2213.29	中国银行	330652.00
5	邮储银行	167462.66	中国石油	1929.16	邮储银行	164001.78
6	交通银行	145947.09	中国平安	1585.93	交通银行	142827.59
7	中国平安	125337.36	中国海油	1543.85	中国平安	123919.09
8	招商银行	116547.63	中国移动	1425.27	招商银行	114820.77
9	兴业银行	103074.28	招商银行	1340.74	兴业银行	98282.15
10	浦发银行	94165.35	中国人寿	1236.55	浦发银行	89828.72

资料来源:国泰安经济金融研究数据库。

新,增强各类创新的可持续性,为此,需要采取如下进一步深化改革的举措。

第一,深入学习和贯彻落实习近平总书记关于加快发展新质生产力的系列论述精神。新质生产力是以创新起主导作用的先进生产力,是上市公司提质增效的根本动力。上市公司应从五个方面着手:一是加大研发具有原创性颠覆性特色的高新技术,加快催生新产业、新模式和新动能,努力做到面市一代、试制一代、研发一代,以持续不断的新产品开发新市场。二是以掌握和运用高新技术的人员为劳动者群体的引领者(乃至主体),优化劳动者与劳动对象、劳动资料的组合,在激发高新技术大研发和应用的同时,持续提升劳动者群体的技术水平。三是在科技创新的基础上,加快加大新产业、新产品、新业态、新模式、新流程和新动能在各产业中的覆盖面,改造传统产业、传统业态、传统模式和传统流程,提升各产业高质量发展的底层技术水准。四是进一步深化体制机制改革,形成与新质生产力发展相适应的新型生产关系,运用市场机制,打通束缚新质生产力发展的各个堵点卡点,推进各类先进优质的生产要素顺畅地向新质生产力发展方向流动聚集。五是全力提升全要素生产率,既降低成本又提高资产利润率。

第二,分立股票发行与股票交易机制。股票发行市场与股票交易市场在主体关系、法律机制

和定价机理等方面都有着实质性差别,将它们混为一体是30多年来A股市场的一大弊端。在海外,有相当部分的股份公司在公开发股之后并不急于申请上市,也有相当一些上市公司为了避免商业机密(尤其是高新技术研发及其进展状况)公开披露而主动退市,还有一些公司以存量股份入市交易为基础申请股票上市交易,都体现了股票发行与股票交易的差别机制。分立股票发行市场和交易市场需要从三个方面入手:一是在实行发股注册制的基础上,改变由监管部门安排上市的行政机制,实行由发股公司自主选择申请上市的机制,激活证券交易所之间以提高服务质量和效率为内涵的竞争。二是改变单一的增量股份(即公司IPO后)申请上市机制,建立存量股份申请上市的机制,以市场机制激励企业十年磨一剑,以创业利润回报创业投资,推进高新技术研发及其产业化的长期化迭代化。三是建立上市公司主动退市制度,给核心技术研发攻关以信息公开披露的休眠期,保障迭代技术的持续推进。

第三,建立由人力资本计股的无面值股票机制。A股市场自建立伊始实行的就是面值股票,这与大多数国家和地区的股票相似。面值股票易于直接显示资金投资者投入股份公司的股本总额,与上市公司资产负债表相对接(如可以直接将上市公司的税后利润总额与股本总额相对除,计算

表9 美国上市公司前十位(2024年)

单位:亿美元						
序号	总资产		利润总额		总市值	
1	微软	5121.63	苹果	1232.16	苹果	37033.77
2	苹果	3649.80	微软	1094.33	英伟达	36595.41
3	沃尔玛	2523.99	英伟达	329.72	微软	31810.14
4	迪士尼	1962.19	沃尔玛	270.12	谷歌-C	24232.28
5	博通	1656.45	VISA	240.57	谷歌-A	24098.86
6	甲骨文	1409.76	家得宝	216.89	亚马逊	23933.22
7	思科	1244.13	宝洁公司	198.86	脸书	15909.33
8	宝洁公司	1223.70	甲骨文	160.71	特斯拉	13194.95
9	迪尔	1073.20	博通	149.96	博通	11081.38
10	赛富时	998.23	思科	129.70	伯克希尔	9734.26

资料来源:Wind金融终端。

出每股税后利润),但其严重忽略了人力资本在创造新质生产力中的价值贡献。1992年以后,A股市场也曾试点过一些人力资本价值股本化的方式,包括由资金股东确认科技人员的人力资本股份、股权激励机制和模拟股权激励机制等,但在这些方式中人力资本价值大小均由资金股东决定,由此,人力资本价值实际上成了资金股东的一种利益让渡,不利于确切地确认人力资本价值,也不利于协调好资金股东与人力资本所有者之间的利益关系。为了避免这一难题引致的矛盾,一些高科技人才只能自己投资创办企业,使得他们一心多用,牵扯了大量本可用于关键核心技术研发的精力。与此相别,无面值股票为支持人力资本价值的股权化提供了可行路径。实行无面值股票,有利于核心科研人员将精力集中于关键核心技术的研发和应用,在公司注册资本不变的条件下,通过增加人力资本的份额来实现人力资本价值,激励研发团队的研发积极性。这是20世纪80年代以后推进微软、英特尔、苹果等公司发展的关键性机制。

第四,建立适应各类股票交易的多层次市场体系。股票交易市场是为满足不同类型的股票交易而设立的市场。从上市公司特点看,那些技术、产品、商业模式等比较成熟的公司,大多边际资产利润率已进入递减区间,在缺乏核心技术突破的条件下,它们难以支撑股市的长期稳步发展。与此不同,从事新一代研发的高新技术公司大多因缺乏成熟的技术、产品和商业模式使得各类投资(如天使投资、创业投资和股权投资等)面临巨大风险,但一旦新一代高新技术研发成功,这些公司的边际资产利润率就将进入递增区间,给股市长期稳定发展以新的推动力。破解天使投资、创业投资和股权投资的“募、投、管、退”难题是多层次股票市场体系得以建立的客观基础,由此,营业收入、利润数额和盈利

水平不应成为所有公司申请发股上市的主要条件。从投资者特点看,一些投资者有着较强的冒风险偏好,对高新技术研发中的公司有着较强的预期能力,由此,股票交易市场应给他们以充分的交易选择权。股票市场的“多层次”依交易机制(上市规则、交易规则和退市规则等)的差别而划分。A股市场虽有沪深京等交易所且划分了若干板块,但从上市规则、交易规则和退市规则看,它们实属一个层级的市场。要支持新质生产力发展、提升股市的长期稳定发展推进力,就必须突破单一层级市场格局,建立由不同的上市交易机制决定的多层次股票交易市场体系。在表9中,苹果、英伟达、微软、谷歌、脸书、特斯拉等高新技术上市公司的市值超过了美股总市值的1/4,是推动美股屡创新高的核心力量。

第五,建立支持股市稳定发展的监管机制。依法监管是股市监管的基本准则。要做到既“管得住”又“放得活”,就必须全面依法治市,推进股市监管体制机制改革。法律具有权威性稳定性,政策具有易变性。与屡屡运用政策手段调控股市所形成的“政策市”相比,依法治市更易于投资者形成稳定预期。依法监管需要从三方面着力:一是弱化“法无允许不可为”的行政理念,落实“法无禁止即可为”的法治理念,以切实保障天使投资、创业投资和股权投资的各方面权益,提升股市支持新质生产力发展的功能。二是实行股市负面清单制度,真正做到在负面清单之内“管得住”,在负面清单之外“放得活”,提升股市监管对体制机制创新和科技创新的包容度。三是“要解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题”^[14],对财务造假、内幕交易、操纵股价等行为必须实行严法峻刑,除了依法追究刑事责任外,必须处罚至倾家荡产,令其赔偿相关投资者的损失,决不能出现肇事者在经济上有利可图的情形。

[参考文献]

[1][4][12]中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定[M].人民出版社,2024:1,1,3.

[2]中共中央政治局召开会议 分析研究二〇二五年经济工作 研究部署党风廉政建设和反腐败工作[N].人民日报,2024-12-10.

[3]中共中央政治局召开会议 讨论政府工作报告 中共中央总书记习近平主持会议[N].人民日报,2025-03-01.

[5][14]中共中央党史和文献研究院.习近平关于金融工作论述摘编[M].中央文献出版社,2024:61,86.

[6]王媛媛.代表委员热议金融共话强国[N].国际金融报,2024-03-11.

[7]杜卿卿.资本市场强调“增强内在稳定性” 更多稳信心举措可期[N].第一财经日报,2024-03-08.

[8]梁银妍.促进投融资协调 增强资本市场内在稳定性[N].上海证券报,2024-07-24.

[9]李丹.固本强基增强资本市场内在稳定性[J].中国金融家,2024(3).

[10]本刊编辑部.聚焦两会经济金融热点[J].中国金融,2024(6).

[11]马克思.资本论:第3卷[G].人民出版社,2004:529-530.

[13]祝惠春.更大力度促进股市健康发展[N].经济日报,2025-03-08.

(责任编辑 吕红娟)

**Research on Establishing Long-Term Mechanisms to Enhance
the Underlying Stability of the Capital Market:
Evidence from the A-Share Market**

Wang Guogang,Luo Yu,Sun Zeng

Abstract: The Resolution adopted at the Third Plenary Session of the 20th Central Committee of the Communist Party of China emphasizes the need to "establish long-term mechanisms to enhance the underlying stability of the capital market". In economic and financial operations, the stock market plays a crucial role as a hub. The continuous improvement of listed companies' operating performance is the cornerstone of the stock market's internal stability mechanism. Investors purchase stocks based on their investment expectations,aiming to achieve returns. The intrinsic logic of stock market stability lies in the fact that stabilizing the market requires stabilizing expectations,and stabilizing expectations necessitates enhancing quality and efficiency. Since 2009,the development of the A-share market has exhibited five perplexing phenomena that contradict the logic of stock market investment. The direct causes can be mainly attributed to three factors: the overall level of return on newly added assets of listed companies is relatively low and highly volatile,the number of violations by listed companies remains high,and the number of loss-making or even delisted companies continues to increase. However,the deeper reason lies in the fact that A-share listing rules are primarily designed for companies in their mature product stage. In the absence of continuous high-tech support conditions,the decline of marginal asset profit rate of listed companies is inevitable. To establish and enhance the long-term stability of the A-share market,it is essential to focus on continuously improving the performance of listed companies. Possible measures include accelerating the development of new quality productivity, separating stock issuance from stock trading mechanisms,establishing a no-par-value stock system based on human capital valuation, creating a multilayered market system tailored to different types of stock transactions,and developing a regulatory framework that supports the stable development of the stock market.

Keywords: Capital Market, Long-Term Mechanism, A-Share Market, Deepening Reform