

中国资本市场的功能转型与估值校正*

吴晓求 方明浩 许 荣

内容提要:财富管理功能是确保投资者财富增值和市场稳健发展的关键。中国资本市场要从融资市场向投资市场转型,为投资者提供与风险相匹配的收益,由此进入股权分置改革2.0时代。为实现功能转型,中国资本市场需要修复市场估值能力。在资产定价的一般理论逻辑基础上,市场估值的校正需要弥补法制的缺陷和不足,压缩制度性套利空间,减少市场噪声交易干扰。为此,可以按照以下思路推进中国资本市场改革:首先,市场估值校正需要准确的功能定位、良好的估值环境、合格的市场主体;其次,中国上市公司既要重视利润增长和科技创新的价值提升作用,发挥并购重组的价值发现功能,还要融合股东在环境保护、社会责任承担等方面的价值追求;再次,在全面实行注册制的背景下,中国资本市场还需要一些配套改革,包括退市制度的完善、机构投资者的能力建设、长期投资者培育等;最后,在人工智能等新技术的运用和推广下,监管部门要积极应对量化交易带来的挑战。

关键词:资本市场 股权分置改革2.0 功能转型 市场估值

作者简介:吴晓求,中国人民大学中国资本市场研究院院长、财政金融学院教授,100872;

方明浩(通讯作者),上海财经大学金融学院讲师,200433;

许 荣,中国人民大学财政金融学院暨财政金融政策研究中心教授,100872。

中图分类号:F830,F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2024)06-0005-16

资本市场作为现代金融体系的核心,在服务实体经济、促进科技创新、增加居民财产性收入等方面至关重要。长期以来,中国资本市场以融资为主,为企业发展和经济增长做出了巨大贡献,然而,其投资属性一直较弱,未充分发挥财富管理的潜力。目前,资产价格偏低、股票收益不佳、投资者信心不足等问题日益突出。长远来看,财富管理是资本市场中关乎投资者财富增值、市场健康发展、经济稳健增长的关键。因此,中国资本市场需要明确市场定位、营造良好的估值环境、培育优秀的市场主体,从而推动市场功能的转型和估值体系的校正。这不仅对活跃资本市场、健全资本市场功能至关重要,也对加快建设金融强国、推动中国式现代化具有积极作用。

* 基金项目:国家资助博士后研究人员计划(GZC20231523);国家自然科学基金专项项目“助力可持续发展的金融市场建模分析”(72342021);教育部人文社科重点研究基地重大项目“中国特色多层次贫困治理与保险保障体系研究”(22JJD790089)。方明浩电子邮箱:fangminghao@sufe.edu.cn。

一、中国资本市场的功能转型——2.0版本的股权分置改革

资本市场不仅是企业融资的场所,还应为投资者提供成长性资产,确保财富的保值增值。投资过程是对风险进行定价的过程,其回报是不确定的。尽管投资者的风险偏好各不相同,但都期望获得与风险相匹配的收益。对于成长性或高科技企业,资本市场不仅提供大量的资金支持,而且给予高的市场估值,相应地,投资者期望这些企业能带来高的回报。只要有足够可观的回报,融资就可以持续,否则就难以为继。因此,中国资本市场要健全市场功能,必须深入制度设计层面,实现从融资市场向投资市场的转型。

(一)中国资本市场估值问题剖析

当前中国资本市场存在的问题,主要表现为核心资产价格较低、股票投资收益差、投资者信心不足等。短期来看,中国经济增速放缓、外部环境不确定性等都是不可忽视的客观因素。长期来看,中国资本市场整体处于低估值的水平,主要还是受到资本市场功能定位不清、法制不完善、市场化水平不足等内在因素的影响。

就估值而言,中国股票市场的资产价格整体较低,其中核心资产、国有企业的估值显著低于美国等市场。沪、深证券交易所建立初期,总市值仅24亿元;到2023年末,A股共有5300多家上市公司,总市值近80万亿元(见图1)。从上市公司数量来看,A股上市公司逐年增加,其中2021年新增524家,成为新增上市公司数量最多的一年。2017年、2020年和2022年上市公司数量均超过400家,2023年则超过300家。从上市公司总市值来看,A股总市值在2021年末达到历史最高值,近92万亿元,但之后一直在80万亿元上下波动。在上市公司数量逐年增加的情况下,近三年A股总市值不升反降,说明市场整体的估值水平在下行。值得注意的是,在2000年至2023年间,累计退市的上市公司仅200家左右。

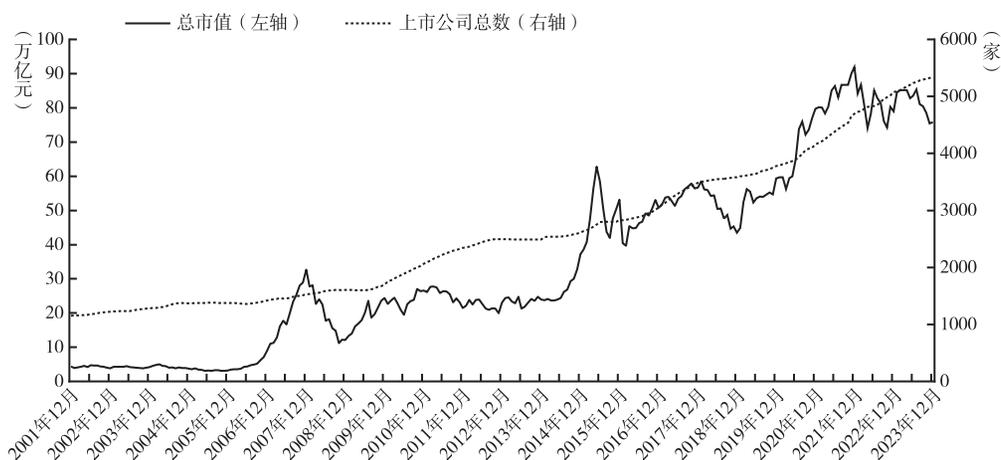


图1 2001年12月—2023年12月A股总市值与上市公司数量月度变化

资料来源:Wind数据库。

从A股的平均市盈率来看,2007年10月达到历史最高值,为71倍,此后整体呈现下降趋势,且上下波动的幅度越来越小(见图2)。沪深300成分股的平均市盈率在2011—2023年约为12倍,且在整个期间的每个月都低于标普500成分股的平均市盈率(见图3)。进一步地,将沪深300成分股

分为国企组与非国企组计算市盈率,可以发现非国企组的平均市盈率走势与标普500成分股的情况较为相似,而国企组则始终保持较低的水平(见图4)。

就“买入并持有”的累计收益而言,A股市场的表现在大国集团中是最差的。Allen等(2023)剖析中国股市的长期表现后发现,2000年至2018年期间,A股公司的市场表现落后于发达和发展中国家上市公司15.0%,而同期境外上市的中国公司的表现与其他国家的同类上市公司持平或更好。中国A股市场的累计收益率低于五年期银行存款利率或三年期和五年期政府债券收益率,股市投资者的实际净收益基本为零。

综上所述,不论资产价格的整体走势,还是股票投资收益的整体水平,A股的表现都未能体现资本市场对财富的保值增值功能,导致投资者对市场信心不足。因此,中国资本市场亟须恢复市场的投资功能,推动资本市场从融资为主向融资和投资并重转型,使市场估值得到校正、投资者信心得到修复。

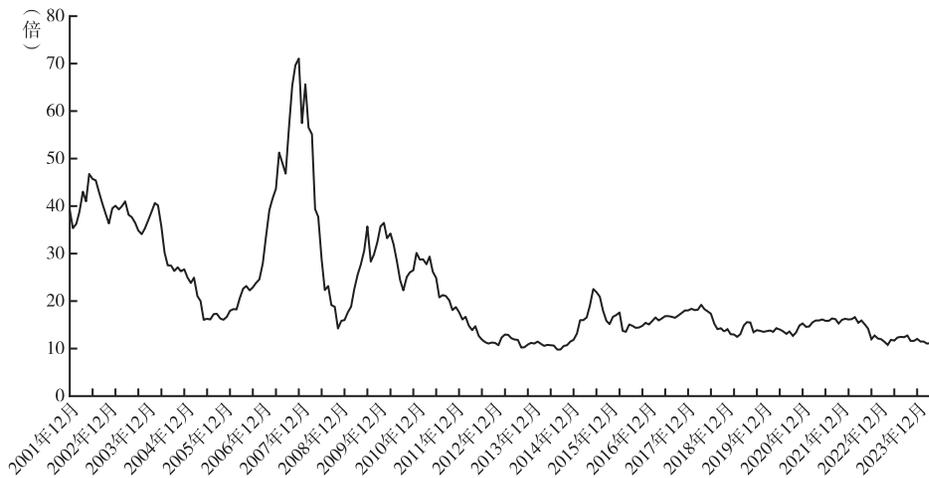


图2 2001年12月—2023年12月A股平均市盈率月度变化

资料来源:Wind数据库。

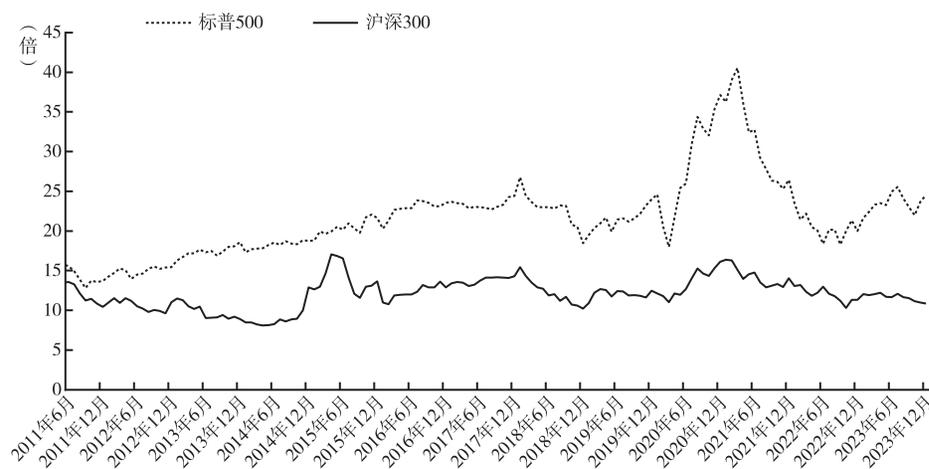


图3 2011年6月—2023年12月沪深300和标普500成分股平均市盈率比较

资料来源:Wind数据库。

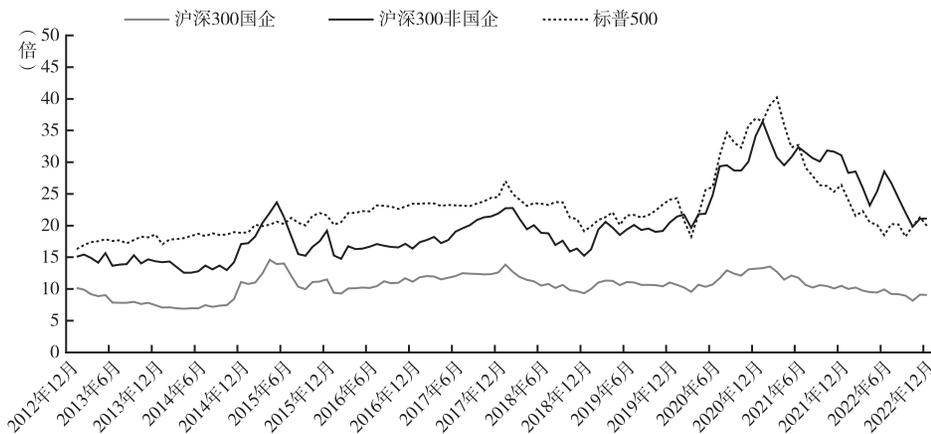


图4 2013—2022年沪深300国企、非国企和标普500成分股平均市盈率比较

资料来源:Wind数据库。

(二)从股权分置改革1.0到2.0版本

股权分置是为了限制部分股份流通而实行的,包括上市公司发起人股东、控股股东或实际控制人等股东的股份,导致上市公司股份在制度上被强制划分成两类——流通股和非流通股。股权分置下的两类股东在利益诉求上存在重大差别,导致激励机制无法有效地运行。一方面,上市公司控股股东绝大多数是非流通股股东,他们有较强动机进行高溢价发行,使净资产价值增厚,却缺乏推动企业未来利润增长和资产价格上升的激励;另一方面,流通股股东则希望公司利润能够持续增长,从而获得股价上升带来的流动性溢价(吴晓求、方明浩,2021)。因此,在股权分置状态下,股东利益分配机制存在着内在矛盾,不仅导致市场的竞争机制和激励机制失效,使公司失去了前进的动力,也导致市场估值体系不能有效地运行,形成了中国经济快速增长但资本市场发展长时间停滞不前的局面。

在利益分配机制没有调和的情况下,20世纪90年代末期的国有股减持使得两类股东的利益冲突激化,市场估值体系进一步遭受冲击。不论为了解决社保资金不足,还是为了盘活国有资产,国有股大量减持使得市场上的流通股迅速增加,打破了股票市场的供求格局,导致流通股价格下跌,严重损害了原有流通股股东的利益。因此,国有股的大量减持严重影响了市场预期和投资者信心,对市场估值体系产生了明显的冲击,不利于资本市场的平稳运行和长远健康发展。为此,股权分置制度到了必须改革的时候,不仅要在微观上弥补残缺的激励机制,还要形成稳定的市场预期,使投资者信心得以恢复。

2005年4月,中国证监会出台《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,正式启动股权分置改革,其核心措施是非流通股支付“对价”^①来赎买其市场流通权。在这一全流通改革情况下,非流通股获得了在二级市场上出售的权利,必然会冲击股价。因此,为了获得流通权,非流通股股东需通过送股、回购等方式对潜在的利益受损者进行补偿。同时,证监会遵循“统一规则、分散决策”的原则,并不介入试点公司的具体方案制定。股改方案由上市公司的所有股东自行谈判决定,必须经过三分之二流通股股东同意及三分之二全体股东同意。在稳定市场预期方面,证监会还明确规定,试点公司的大股东必须承诺其持有的非流通股股份在改革方案通过后的12个月

^① 股权分置改革方案实施过程中,大多数公司非流通股的对价率为七折左右。

内不上市交易或者转让,承诺期满后,非流通股的上市也应按照步骤有序进行。因此,股权分置改革从根本上解决了非流通股的上市问题,也通过非流通股股东的让利和对非流通股上市节奏的限制,使流通股股东的利益得到合理的保护。

股权分置改革不仅修复了企业内部残缺的激励机制,还稳定了市场预期,使投资者信心和市场估值体系在一段时期得到恢复,如2005年6月—2007年9月。现如今,中国资本市场出现一些与股权分置改革前相似的特征和问题。部分大股东或实际控制人不是以公司利润最大化和全体股东价值最大化为目标,而是通过减持高价发行的股票等方式来快速获利,导致他们没有激励为所有股东(尤其是中小股东)创造价值。这种行为不仅没有为投资者带来合理的分红或股票收益,还严重破坏了市场的估值体系和投资者信心。为此,当前中国资本市场同样需要解决稳定市场预期、修复市场估值体系、提振投资者信心、限制部分股权交易冲击市场等问题。

如果过去的股权分置改革是1.0版,现在的改革则是股权分置改革的延续,可以称之为股权分置改革2.0版。股权分置改革1.0版的核心目标是实现股票的全流通,股权分置改革2.0版的核心目标则是推动中国资本市场的功能转型,即从融资市场向投资市场转型(见表1)。一方面,中国资本市场要改变过去为企业融资、纾困的思路,要为投资者提供更多优质的上市公司资产,为成长性企业创造良好的市场环境,使它们能够专注于主业、专业化经营。另一方面,中国资本市场要在制度上进行优化,找出存在的制度缺陷和法律漏洞,特别是限制大股东或实际控制人利用制度缺陷和信息优势进行套利,损害公众投资者的利益;增加对大股东的约束,使他们将公司经营放在首位,为全体股东创造价值和财富。

表1 股权分置改革:从1.0到2.0版

	股权分置改革1.0	股权分置改革2.0
面临的问题	1. 市场流动性不足 2. 非流通股需要减持,优化存量资产,特别是国有股减持 3. 两类股东的利益诉求不一致,非流通股股东缺乏激励	1. 投资者信心不足,股市持续低迷、长期下行 2. 市场存量资金漏出严重、新增资金缺乏动力 3. 市场投资功能较弱,投资者回报不够 4. 制度性套利现象严重,不利于股市健康发展
相同点	股东减持问题严重;核心资产和国有股价格偏低;投资者信心不足,市场持续低迷	
目标	股票全流通,解决股权分置问题	推动中国资本市场转型:从融资市场向投资市场转型
改革措施或思路	1. 非流通股股东支付“对价” 2. 非流通股增加限售期,期满后也应按步骤有序推进非流通股上市 3. 监管部门遵循“统一规则、分散决策”的原则,不介入具体实施方案的制定	1. 资产供给端:对减持、IPO、融券、增发等制度或规则进行优化 2. 资产需求端:创造良好的市场环境,提供优质的上市公司资产,改善上市公司质量 3. 资产交易端:不需要过多关注“T+0”“100+1”等交易规则,可以适当降低交易成本,如印花税、佣金费率等,需要关注量化交易等交易技术对市场的影响以及监管应对

当前资本市场投资信心不足^①的背后,是资产的供给与需求存在失衡。中国资本市场要恢复投资功能、财富管理功能,需要从三个层面进行思考和改革:一是在资产供给端,向市场不断注入具有成长性的优质资产;二是在资产需求端或资金供应端,实现资产供给速度与资金需求保持一个均衡态势;三是在交易端,从交易有利性、便捷性和交易成本等维度提升投资者热情。当中,资产供给端最重要,需求端次之,交易端排在最后。

① 2023年7月24日,中共中央政治局会议指出,要活跃资本市场,提振投资者信心。

(三)资产的供给端改革

资产供给端改革的核心是为市场搜寻和提供优质的上市公司,让A股市场能够形成一个各方正常共处的生态链。从目前来看,资产供给端改革要体现在四个方面,分别是减持制度、IPO规则、融券制度、再融资规则。

第一,减持制度的改革。减持已经成为中国股市资金漏出的一个重要原因,严重影响了市场的存量资金规模。中国长期存在IPO排队现象,其背后原因主要是企业上市后能够带来个人财富的大幅增长,且存在约束力不足的减持变现机会。尽管对控股股东或实际控制人等持有的股票在上市后有一定时间的限售期,但是一旦限售期结束,大规模减持股票所变现的收益或财富是巨大的,甚至远远超过公司长期经营所产生的持续回报。当发起人或实际控制人也不看好公司的长期价值和未来前景,只是为了获得排队性溢价,而愿意忍受IPO排队和股票的限售期,直至大量股票变现,那么他们的减持行为对外部投资者和中小投资者是不公平且不利的。倘若发起人或实际控制人为了最大化私人收益,并没有推动公司价值的整体提升和全体股东的财富增长,那么只有限售期的约束是不够的。在成熟的资本市场上,机构投资者或战略投资者一旦发现控股股东或大股东进行高位减持股票,很快会将上市公司股价打压到足够低的水平,甚至受到被收购的威胁,迫使控股股东无法继续减持。中国资本市场尚未形成类似的投资者结构和市场约束机制,所以要在限售期这个必要条件基础之上,再加上一定的充分条件来约束发起人、控股股东或实际控制人等的减持行为。这样的约束主要体现在财务约束或投资者回报方面。

第二,IPO规则的优化。Allen等(2023)指出中国A股市场的上市机制导致了公司的逆向选择。一些经营和治理不善的公司,无法有效地激励和监督大股东和管理层为公司创造利润和为全体股东创造价值。过去的上市规则为国企提供了大量融资的便利,当中也出现了一些经营和治理不善的企业,对市场的健康发展产生了一定的影响。注册制改革是中国资本市场市场化改革的重大事件,是让市场发挥资产筛选和定价能力的重要举措。尽管注册制侧重于信息披露的质量和真实性的审核,但是也不能过分放松上市条件,导致风险在交易市场的累积。譬如,放松高科技企业上市的盈利要求,并不意味着可以忽视企业的可持续经营能力,不遵守企业是营利机构的这一基本市场原则。尽管高科技企业上市时不一定要盈利,但这些未盈利公司的发展前景必须可以预期到未来的盈利情况。缺乏持续经营能力的企业一旦上市,将会为市场和投资者带来巨大的风险和不确定性。这些风险超出了二级市场投资者的承受能力,应该交由一级市场的投资者来承担,譬如天使投资人或风险投资等。特别地,科创板上市条件中关于市值及财务指标的部分规定^①存在明显的寻租机会和政府干预空间。相关规定可能会破坏市场机制,违背基本的经济规律,应当进一步优化。

第三,融券制度的改革。目前来看,限售股出借对市场产生了较大的反响,当中存在一些机制问题。所谓限售股,就是在一定期限内不能进行转让的股票,其目的在于避免限售股所有者(如控股股东或实际控制人)通过欺诈上市、财务造假等手段高价发行股票来获得不当利益。即使实际控制人在上市前存在造假行为,市场能够在限售期内使公司股价跌至合理的水平,那么股东在限售期结束时也无法获得这部分不合理收益,从而抑制发行人的违法违规动机。由此可见,限售股通过限制发行人进行短期套利而减少其违法违规动机。一旦存在短期的套利机会,那么发行人就有动机进行财务操纵,甚至造假,进而影响股价。从战略投资者限售股融资出借的一些案例来看,

^① 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十二条规定为,“预计市值不低于人民币40亿元,主要业务或产品曾经国家有关部门批准,市场空间大,目前已取得阶段性成果”。

如金帝股份,存在内部人通过在上市首日大量融券出借,收取高额的出借费用,从而在短期获得高额回报。这违背了限售股限制其所有者短期获利的基本逻辑。因此,限售股可以成为融券标的的规则违背限售股基本逻辑,需要修订、更正回到其本源状态。

第四,再融资规则的优化。再融资与IPO一样,能够使发行人以较低的成本获得巨额的收益。缺乏合理约束的再融资,可能会演变成不当套利和寻租的工具。再融资要制定更为严格的条件,如同IPO的审核和要求一样,适当增加财务等方面的考核。从自由现金流理论来看,企业拥有较多的自由现金,可能会导致严重的代理问题。这是因为,管理层为了私人利益,总是希望公司的自由现金越多越好,宁愿投资低收益的项目也不肯把现金交给股东。对于那些经营不善的企业,若不加以额外的要求或限制,它们在获得大量融资之后,可能会增加高风险的投资活动,无疑会增加投资者的风险承担。同样地,一些公司不专注于主营业务,进行过度投资或财务性投资,都可能出现投资效率低下的情况,导致股东价值没有实现最大化,市场配置资源的效率也随之下降。因此,市场需要对经营和治理不善的企业加以限制,让更多的资金流向优质上市公司,从而为投资者创造相应的价值。

(四)资产的需求端与交易端改革

资产需求端方面,不属于改革范畴。无论个人投资者还是机构投资者,都是基于风险收益做出投资决策。动员投资者入场,与他们自主入场是截然不同的。市场需要创造一种环境,能吸引这些大型机构资金与新增资金自愿入场。活跃资本市场的关键在于投资者的信心,投资者信心主要来自市场的成长性,而市场的成长性依赖于实体经济的良好发展。当前中国实体经济存在一定的困难,要想办法激活实体经济,把资本市场成长的基础做实。因此,提振实体经济和做好资产供给端改革是需求端大量资金入市的重要前提。

某些资产交易端的改革不是很必要,因为它完成不了市场功能的转型。如交易股数“100+1”的改革没有解决实质问题,反而会扰乱市场。“T+0”和“延长交易时间”,同样没有实质性的意义。交易端政策调整有一定意义的是降低印花税和佣金,能够降低交易成本,在一定程度上对交易有活跃作用。

2023年8月27日,中国证监会发布公告,对相关制度进行调整和优化。在资产供给端,一是阶段性收紧IPO与股票增发节奏,促进资本市场投融资两端的动态平衡;二是进一步规范股份减持行为,重点限制控股股东、实际控制人的减持行为,特别是那些破发、破净以及近三年未分红或年平均分红不足净利润30%的上市公司。这些新规则要求上市公司给予投资者较高的回报,从而改善中国资本市场的风险收益比,促进A股市场逐步成为投资市场。此外,在市场需求端,三大证券交易所调降融资保证金比例,支持适度融资需求。由此,资产的供给与需求失衡问题能够得到有效的改善。

由此看来,证监会出台的一系列措施是正确可行的,会对未来市场产生长期的影响,但可能需要比较长的时间才能见效。长期来看,中国资本市场一定要完成功能转型,而功能转型一定要在制度层面上首先完成。

二、估值环境优化与估值主体改革

(一)市场估值的基本理论框架

如何预测股票等金融资产的未来价格是金融领域研究最具挑战且最有吸引力的问题。综合基于“理性人”假设的传统金融学和重视“非理性”偏差的行为金融学两个理论体系(见表2),资产

价格变化主要取决于两个方面：一方面取决于风险波动以及对待风险的态度，另一方面取决于行为偏差和市场摩擦。

传统金融理论认为，市场应该满足“有效市场假说”，即所有可得到的信息总能充分地反映在资产价格变化中。该假说是尤金·法玛(Eugene F. Fama)在1970年提出的，主要建立在完全竞争、信息充分流动、投资者完全理性等假设基础之上(Fama, 1970)。如果市场是有效的，那么股票的价格变化主要取决于风险的变化以及投资者的风险态度。在一个没有摩擦的市场，一旦股票价格偏离其内在价值，套利者会迅速通过交易获得无风险收益，直至套利空间消失，股票价格随之重新回到其内在价值。然而，市场往往不在完美的假设条件下运行，存在非理性行为、交易成本、信息流动不充分等问题，导致股票价格的变化无法完全反映股票的风险特征。

观察到市场中的非理性行为，Shiller(1984)提出了噪声交易者模型，认为市场由理性投资者和噪声交易者(Noise Traders)构成。Black(1986)指出噪声交易是针对信息噪声的交易。噪声交易者以为拥有了新的信息，但事实上这一信息只是假象。从客观的角度来看，噪声交易者不进行交易是更好的选择。他们误将噪声当成真正有用的信息，会针对信息噪声进行交易，但也为市场提供了流动性。由于噪声交易者根据“噪声”而非“信号”来交易，因此，资产的价格同时反映出信号和噪声。

金融市场的信噪比很低。大量的噪声包围着微弱的信号，使得从它们之中剥离出信号难上加难。噪声交易者广泛存在，导致资产的价格往往偏离其内在价值。现实中，市场往往存在大量摩擦，导致市场套利是有限的，进而限制了套利者对价格的修正作用。同时，投资者的理性是有限的，存在过度自信、认知误差、注意力有限、模糊厌恶等心理层面的偏差，导致市场中的价格可能长期偏离价值而无法被修正。

表 2 市场估值的两大理论框架

	传统金融理论	行为金融理论
基本假设	“理性人”假设、信息充分流动、市场没有摩擦	“非理性”偏差
核心理论	有效市场假说；套利无成本、无风险；股价反映公司内在价值	有限套利；认知偏差，包括过度自信、乐观主义、代表性偏差、可获得性偏差、偏好不一致等；市场存在大量的噪声交易者
理论启示	市场运行和价值评估存在一定的逻辑和规律，不能违背基本的市场原则，要创造良好的市场环境来促进估值体系的形成	市场存在大量的噪声，会导致投资者的错误定价，使股价难以回到合理水平；要消除一些不合理的市场规则和缺陷，减少噪声的产生和对估值的干扰

因此，市场估值既遵循资产定价的一般逻辑，也受到市场交易噪声的干扰。由资产定价理论和模型总结出来的大量因素是市场估值体系的基础和核心，需要得到修复并优化其在中国资本市场估值体系中的作用，从而减少噪声交易的产生，使资产的价格趋向于其内在价值。例如，大股东宁愿通过短期内大量减持获得大量财富，也不愿通过完善公司治理、增加企业创新等行为来推动公司的股价上升，进而实现全体股东长期价值最大化。大股东的这种短视行为必然会让中小股东也变得短视，导致市场的短线交易增加和企业的长期价值被低估。值得注意的是，一些不合理的制度或有缺陷的规则会增加市场噪声的产生，加剧资产的错误定价问题。因此，中国资本市场需要从形成良好的估值环境出发，完善资本市场的制度和法律体系建设，并纠正市场主体一些观念上的误区和短视的行为，积极为全体股东创造价值，从而有效地修复市场估值水平和财富管理功能。

(二)法律体系完善与透明度建设

比较金融发展的法律渊源观认为,以美国和英国为代表的普通法系国家的金融发展水平要高于大陆法系国家,这是因为普通法系更能有效地保护私人财产和投资者。La Porta等(1998)研究了法律渊源对金融体系的影响和作用,并指出普通法系国家能更有效地保护外部投资者,从而拥有相对发达的资本市场,而大陆法系国家则相反。Levine等(2023)利用1845—1936年西方列强在中国上海设立租界的独特历史,实证发现普通法系下的英国租界的金融发展水平要显著好于大陆法系下的法国租界。

从法律体系来看,中国资本市场的法制建立在大陆法系的基本架构上,并针对资本市场的一些新变化吸取英美法系的特点,从而在一定程度上促进了大陆法系与英美法系的融合,如独立董事制度、特殊投票权制度、代表人诉讼制度等(吴晓求等,2022)。从实践来看,中国资本市场的规范存在实践先于制度的现象,表现出“先发展、后规范”的特征。特别是在成立初期,中国资本市场采取行政规范先行的同时,按照从无到有、由粗到细、先地方后全国的思路,制定和修改相关法律法规,成熟一条就修改补充一条。因此,中国资本市场法律体系缺乏系统性与稳定性,具有一定的行政化和政策化特点,导致有些规则之间存在互相脱节、矛盾等问题。这些规则上的缺陷,容易形成监管套利,严重影响市场估值体系的正常运行。

以限售股出借为例。从现有法规来看,限售股出借的相关规则存在明显的缺陷和矛盾之处。如中国证监会发布的《证券发行与承销管理办法》第二十一、二十三条规定^①,发行人的高级管理人员与核心员工可以通过设立资产管理计划参与战略配售;参与战略配售的投资者在承诺的持有期限内,可以按规定向证券金融公司借出获得配售的证券。由此可见,战略投资者的限售股可以进行融券出借,且战略投资者可以由高管和核心员工构成。然而,根据《上海证券交易所融资融券交易实施细则(2023年修订)》(简称“融资融券细则”)第六十一、六十三条规定^②,限售股不得融券卖出。显然,该细则的规定与《证券发行与承销管理办法》存在明显的矛盾之处。值得注意的是,该条规则最后强调,“本所另有规定的除外”。这一例外体现在《上海证券交易所转融通证券出借交易实施办法(试行)(2023年修订)》的第二十条^③,即注册制下首次公开发行股票的战略投资者可以融券出借限售股。这与《证券发行与承销管理办法》规定一致,但与融资融券细则相矛盾,成为一个例外。目前来看,这个例外已经造成了很大的市场反响,监管部门也开始进行阶段性的调整。^④

资本市场是一个依赖信息有效传递而进行交易的市场。信息能否有效地生产和传递,直接影响着资本市场的资源配置和稳定运行。市场透明度是资本市场赖以存在和发展的基础,维护市场

① 《证券发行与承销管理办法》第二十一条规定,“参与战略配售的投资者在承诺的持有期限内,可以按规定向证券金融公司借出获得配售的证券”。第二十三条规定,“发行人的高级管理人员与核心员工可以通过设立资产管理计划参与战略配售。前述资产管理计划获配的证券数量不得超过本次公开发行证券数量的百分之十”。

② 《上海证券交易所融资融券交易实施细则(2023年修订)》第六十一条规定,“投资者持有上市公司限售股份的,不得融券卖出该上市公司股票,且不得将其普通证券账户持有的上市公司限售股份提交为担保物”。第六十三条规定,“参与注册制下首次公开发行股票战略配售的投资者及其关联方,在参与战略配售的投资者承诺持有期限内,不得融券卖出该上市公司股票”。

③ 《上海证券交易所转融通证券出借交易实施办法(试行)(2023年修订)》第二十条规定,“可参与证券出借的证券类型包括:(一)无限售流通股;(二)参与注册制下首次公开发行股票战略配售的投资者(以下简称战略投资者)配售获得的在承诺的持有期限内的股票;(三)符合规定的其他证券。战略投资者在承诺的持有期限内,不得通过与转融券借入人、与其他主体合谋等方式,锁定配售股票收益、实施利益输送或者谋取其他不当利益”。

④ 2023年10月14日,证监会宣布,阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借。同时,沪深北交易所发布相关业务通知,将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%,取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借,同时禁止持有转让限制股份的投资者及关联人,融券卖出相应股票。

透明度是资本市场形成良好秩序的关键。从数据上来看,A股上市公司被侦查和处罚的案件数整体上呈快速上升趋势(见图5)。一方面,随着上市公司数量的增加,市场中的违法违规行为可能会相应地增加;另一方面,中国资本市场的法律体系逐步完善,上市公司的信息披露制度日益完备,监管部门的监督和侦查能力不断提升,也是违规处罚案件数增加的原因所在。实际上,大量违规行为与信息公开的时效性和公平性有关。只要及时地向市场披露企业真实、准确、完整的信息,就能大幅打压弄虚作假的空间。因此,大多数违法违规案件的产生,归根到底还是透明度不足问题。

法治建设始终是中国资本市场长远发展的根本性任务,是市场估值体系必不可少的基础。除弥补一些基础性制度的缺陷外,加强透明度建设是法治建设的重中之重。透明度建设既要促进市场信息的有效公开,使违法违规行为无所遁形,又要通过完整的法律制度和监管体系,增加违法违规的成本和被稽查的概率,从而抑制违规行为的动机。随着市场透明度的提升,市场中违法违规行为会相应地减少,使资本市场的优胜劣汰机制能够有效运行,资产的价格也能够更好地趋向于内在价值。因此,资本市场法律体系的完善与透明度建设是形成良好估值环境的关键,是约束市场主体不当行为的基石。

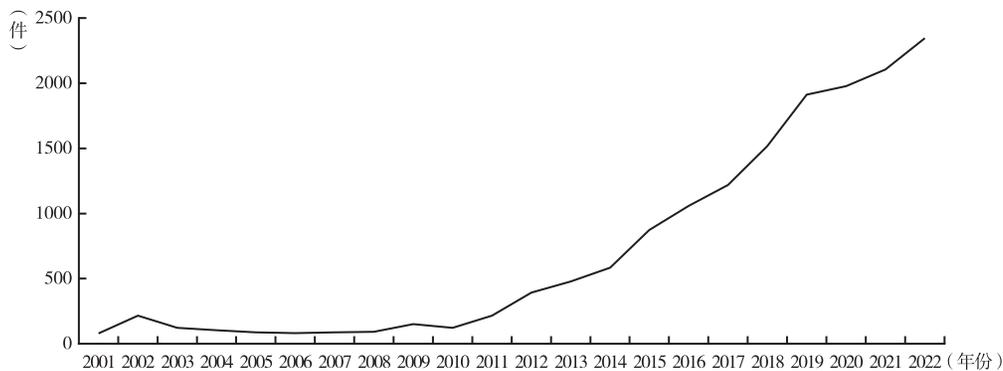


图5 2001—2022年A股上市公司每年违规处罚案件数变化

资料来源:Wind和国泰安数据库。

(三)传统范式下企业市场化改革的重点

中国资本市场要从融资市场转型为融资和投资并重的市场,要为投资者提供合理的回报,就离不开优质企业的成长,特别是利润的增长。根据传统的分析范式,公司经营是以利润最大化为目标的,管理层和董事会的职责是以股东价值最大化为目标的,二者是高度统一的。除此之外,公司没有其他任何目标,包括社会目标。传统观点认为,在一个完全竞争的经济体中,一家公司利润的增长能够带来价值的提升,进而可以在不影响其他任何人的财富或价值的情况下增加公司股东的财富,使他们的预算约束放松,能够获得更高的效用水平。因此,股东们一致赞成股东价值最大化(即使他们关心其他人的境遇)。本着股东至上的理念,股东价值最大化或收益最大化已经成为主流标准和商业准则。

从中国实际出发,国有企业不单单以利润最大化为目标,还要承担部分由政府赋予的经济发展目标和社会责任。就机会成本而言,国有企业可能会放弃一些有利润的投资机会,去承担更多的社会责任。同时,国有企业的激励机制以及容错机制较为不足,可能会更倾向于一些低风险的项目,以减少损失的发生,导致投资效率较低。尽管科技创新是高风险、高投入、长周期的活动,但

科技创新在企业成长和市场中的地位越来越重要。然而,国有企业既缺乏利润的驱动,也缺乏对管理层和技术人才的有效激励,由此导致创新动力相对不足。对于非国有企业而言,同样可能存在投资效率低下的问题,主要体现在过度投资、盲目多元化经营、追求高风险项目等方面。

科技创新已经在市场估值体系中占据至关重要的地位,特别是在当前新一轮技术革命推动新兴产业大发展、全球科技与产业竞争加剧等背景下。创新不足导致企业成长性较差,市场对其估值也保持在较低的水平。不论国有企业还是非国有企业,都要将创新能力的提升放在至关重要的地位。尽管国有企业的目标较为多元,但保持盈利是企业存活下去的基本前提,所以国有企业在自身创新水平相对不足的情况下,更应该通过创新来应对日益激烈的市场竞争。国有企业可以通过多个方面的创新,包括管理创新、组织创新、产品和技术创新等,以提升其估值水平。

除科技创新外,企业还需要重视并购对估值的影响。在一个股权自由流通的市场中,企业价值若被长期低估时,就会吸引战略投资者或机构投资者来收购股份,从而获得企业达到合理市场估值时带来的超额收益。战略投资者在增持公司股份的过程中,会推动公司股价的上升。战略投资者如果能够完成并购交易,则会通过对公司的经营策略和管理模式进行调整,以获得更多的利润和更高的公司价值。当然,公司如果不愿意被并购,也会通过拉高股价的方式来提高战略投资者的并购成本,直至并购中止或双方协商一致。即使战略投资者没有并购成功,也向市场发出了信号,对公司的估值也有积极的推动作用。由于国有企业存在一定的特殊性,国有股份特别是控股股份的流动性较差,几乎不可能被战略投资者并购,导致并购所带来的流动性溢价无法实现。实际上,在一些竞争性行业,特别是非国民经济命脉行业,可以适当放松股权交易的限制。如果战略投资者能够提升公司的整体价值,那么国有股份同样可以得到增值,即使持股比例可能有所下降。

与传统范式确立时相比,当今社会的公众公司规模更大、组织更复杂、权力更强大,委托代理问题也更为复杂,特别是第一类和第二类代理问题。国有企业的第二类代理问题与非国有企业存在一定的差异,但可以肯定的是,国有企业管理层受到的约束更多,其目标也与非国有企业有所差异。从中国实际来看,大股东与中小股东之间的代理问题更为严重,这一点在非国有企业更为明显。由于股权相对集中,大股东有动机也有能力利用信息优势获得更高的私人利益,而不一定是为了公司价值最大化,使所有股东都受益。因此,要通过完善公司治理和提升企业信息透明度,来避免大股东的掏空行为,特别是以损害其他股东利益为代价的行为。

(四)新兴理念下的公司目标与变革

实际上,股东的价值追求不单单是经济层面的利润或金钱,还有道德和社会层面的诉求。近年来,股东对环境、社会等方面问题的参与度越来越高,上市公司也越来越重视企业在可持续发展方面的信息披露。传统理论忽视外部性的存在,认为外部性是可以最优税收政策进行消除的。政府通过税收方式来赔偿受企业污染等外部负效应损害的个体。

弗里德曼认为,偏离公司利润或偏离价值最大化的行为相当于对(某些)股东征税。例如,当有社会责任感的股东说服管理层增加清洁设备来控制污染物的排放,而导致生产成本增加且利润下降,这相当于对那些赞成利润最大化的股东征收了一笔税。反过来,如果社会责任感不强的股东劝说管理层不要减少废物排放,这也相当于对社会责任感强的股东征收了一笔税。当政府力不能及时,环境保护等社会责任的履行交到企业等市场主体手中。弗里德曼认为,公司用利润资助环境保护等工作,与股东要求公司支付股息后用来支持环保是等效的,并不违背公司的利润最大化或股东价值最大化原则。这被称为弗里德曼分离定理。

然而,弗里德曼分离定理并不是普适的。以慈善捐赠支持环境保护等工作,是一个特殊的例

子。慈善捐赠与企业的商业活动可以分开,但很多情形下,企业产生负外部性的活动是与生产经营活动密不可分的。例如,企业包装过程中使用大量塑料制品,减少塑料制品的使用或替换成可降解材料,能够减少污染但也降低了企业利润。此时,分离定理不能成立,公司利润最大化原则与社会责任产生了冲突。由于股东并不能轻易替公司进行决策,这些负外部性活动必须由董事会和管理层从公司内部进行处理。同时,政府的监督往往存在一定的局限性,尤其是应对诸如气候变化等全球外部性问题。

为此,Hart和Zingales(2017, 2022)提出公司的目标应该是股东福利最大化,而不是股东价值最大化。所谓股东福利最大化,就是将股东的社会责任等因素纳入效用函数中,使股东获得包括消费和履行社会责任等在内的效用最大化。利润最大化简单地将效用最大化等价于股东财富增加所带来的消费增加。企业的利润最大化目标可能会产生一些负外部性,且这些外部性并不都能被分离或受到政府的有效监督,那么一些社会责任感较强的股东福利将会遭受损失。

随着可持续发展理念越来越深入人心,其内涵的环境等方面的社会责任承担正在加速企业目标函数的重构。目前,市场对ESG(Environmental Social and Governance)等问题的重视,正是基于中国乃至全球对生态环境保护日益重视的背景,也是对利润最大化之公司目标的修正。企业若不能将可持续发展理念及早地付诸行动,那么公司的价值必将会在气候风险等因素的冲击下而受到市场的惩罚。在欧美等国家,股东已经开始积极地参与上市公司承担社会责任的决策,提出相关提案或进行表决,即使这些决策可能会降低利润。如杜邦公司(DuPont)有81%的股东通过了一项提案,要求该公司每年披露对外排放了多少塑料,并评估公司污染治理政策的有效性。这样的趋势同样值得中国企业关注,因为投资者的观念和偏好正在受社会文化和道德的影响,且越来越敏感,特别是年青的一代。

值得一提的是,企业贯彻可持续发展理念或承担社会责任的同时,绝不能忽视利润对股东价值的重要性。投资者会对社会责任承担和股东价值损失进行权衡,当股东价值损失较多时,股东可能也不愿意因过多承担社会责任而忍受资产价格的大幅下降,尤其是在“搭便车”问题存在的情况下。特别地,中国有着大量的国有企业,往往背负着更多的社会责任和政府目标的任务执行,但仍需要兼容社会责任目标与利润最大化目标,至少得保证企业长期经营下的自主盈利。

三、估值导向调整与挑战应对

资本市场和科技创新之间存在紧密耦合关系,资本市场对推动科技创新有着独特的作用。一方面,资本市场通过融资功能推动科技企业成长,实现新技术向新产业的转化。多样化的资本业态在提供融资的同时,分摊了科技企业的成长风险。另一方面,资本市场具有财富管理的功能。资本市场为科技企业提供高额的资产回报,既激励企业家和创业家投身于高风险、长周期的科技创新,也让分担科技创新风险的投资者共享经济增长的红利与效益。

(一)发挥引导基金对科技创新的积极作用

为更好地服务国家经济战略转型,需要支持一些战略性新兴产业的发展。政府引导基金能够在新兴产业形成一定市场规模之前,起到一定的战略引导作用,但是不能取代市场的主导地位。这是因为,政府引导基金很难建立起灵活有效的激励机制和责任机制,难以实现委托义务和受益主体的平衡。在解决关键“卡脖子”技术、服务战略性新兴产业等方面,要坚持国家政策引导、市场机制运作的策略。

引导基金可以做母基金、种子基金,但尽可能不去直接投资,更不能大包大揽。引导基金不应

对单个投资项目进行集中投资,否则面临项目失败的风险过高,或容易滋生寻租问题。根据国家的战略需求以及科技产业发展的规律和周期性特点,政府可以设立投资白名单。引导基金在白名单范围内进行引导性投资,但资金运用的主体应是市场化的基金或机构。同时,政府在一些迫切的、关键的科技领域引导投资,既可以通过立法推动,也可以制定税收优惠、利率优惠等支持政策。政府做好宏观政策支持和引导,促进合理适度的竞争,剩下的交给市场。

(二)注册制全面实行下的配套改革

注册制的全面实行,意味着中国资本市场改革真正进入市场化时代。注册制适应了中国经济从要素驱动向创新驱动转型的需要,更加强调为科技创新型企业提供支持和服务。注册制的核心在于,让市场去筛选上市公司,并对上市公司股票进行市场化的定价。注册制改革虽以股票发行制度改革为源头,但并不局限于发行制度,其本质是涉及市场方方面面的全链条式改革,包括信息披露、退市制度、监管体制机制、证券法律体系、违规违法行为处罚等一系列的制度和规则。就市场生态而言,与发行上市制度相对应的退市制度,将是未来注册制改革的一个重点。如今,中国资本市场不缺排队上市的公司,缺的是企业的持续成长性与竞争力。持续的扩容让市场难以承受,必须要有完善的退市机制才可以保持市场的动态平衡。

注册制全面实行以后,难免会出现欺诈上市、财务造假、内幕交易、虚假信息披露等违法违规行为。中国必须通过完善法律制度、提升法治水平、加强执法力度,严格约束这些违法违规行为。现有法律体系对违法违规行为的处罚仍然有限,未能适应注册制改革的要求,包括处罚重点局限于行政处罚、对民事赔偿和刑事处罚重视程度不够、尚未形成完整的集体诉讼机制等。与此同时,法律的安排准备、证券法律从业人员的理论水平和专业水平都有待提高。这些问题不能等各方条件都成熟后再解决,应该在改革过程中逐步、逐项地完善。

(三)加强机构投资者能力建设

风险投资、私募股权、产业基金等各类资本业态参与的一级市场和二级市场同样重要。没有一级市场的培育,二级市场就没有有效的增量资产进入,市场的成长性会受到严重影响。但没有二级市场的活跃,一级市场的投资同样没有活力。不论一级市场还是二级市场,都需要机构投资者加强能力建设。除资产组合和择时能力外,机构投资者要加强监督能力,发挥积极的公司治理作用,促进公司信息真实有效地公开,推动公司内部治理结构的完善和治理能力的提升。实际来看,中国上市公司股权较为集中,容易形成大股东的内部人控制问题。机构投资者很难与大股东争夺控制权,慢慢形成以财务投资为主的局面,更多地“用脚投票”,而不是“用手投票”。一些大股东的掏空、造假等行为,严重损害了中小投资者的利益。

在法律约束不足和公司治理不完善的情况下,机构投资者的地位和作用显得尤为重要。美国等市场的对冲基金、养老基金、资产管理公司等机构投资者,往往通过股东大会、高管会议等方式,积极参与和监督公司的经营和治理。当公司管理层或内部人存在失职或懒惰等行为时,这些机构投资者有可能发起诉讼,追究相关人员的法律责任,同时要求公司对他们的损失进行赔偿。从美国的上市公司来看,很多大公司的前几大股东是机构投资者。当大股东大量减持时,更需要机构投资者站出来,维护公司的长期发展战略,监督大股东和管理层。必要时,机构投资者可以通过抛售公司股票,来抑制大股东的减持套现行为。

(四)优化资本结构和投资者结构

在资本结构方面,上市公司可以用利润进行股票回购和注销,来提升单个股票的价值,从而促进公司股价的提升和投资者回报。以国有商业银行等为例,这些公司有着较高的分红率,但是市

盈率和市净率远低于美国等市场的上市银行,可以通过股票回购和注销,减少流通股数量,促进股价提升。

在投资者结构方面,一方面,要引入更多的长期投资者,如社保基金、保险资金等长期资金,并提高长期资本的持股比例。蓝筹股往往有着较为稳定的经营和分红,能够较好地满足这些长期资金的资产管理需求。在科技创新方面,社会资金寻求短期的资本回报是可以理解的,需要这些长期投资者进行战略投资,能够忍受中长期的低回报甚至亏损,持续支持企业的研发。另一方面,要进一步提升资本市场开放程度,提高境外投资者持股比重,鼓励境外投资机构设立分支机构。根据中国人民银行数据,截至2023年底,中国境外机构和个人持有境内股票达2.79万亿元,占总市值的比重约为3.6%,明显低于美国市场15%的水平。境外财富管理机构的进入,既有助于中资机构学习和竞争,也丰富了境内外投资者的选择,从而促进市场的良性发展和开放水平的提升。

(五)重视并购重组的市场功能

并购重组是资本市场成长的重要机制。很少有大企业是从原生态一步一步发展起来的,多数大企业的成长是通过并购重组形成的,所以要高度重视资本市场的并购重组功能。企业通过并购重组,可以扩大经营规模、推动技术整合、提升市场价值,进而提升市场的财富管理功能。

大型科技公司往往在创新链、产业链、供应链的核心位置,将大量新技术整合起来,形成更具市场竞争力的产品,从而推动整个产业的发展。虽然并购在一定程度上可能会降低市场竞争程度,但是能够提升企业利润和市场价值,使企业更有能力加大研发投入和产出。在全球科技竞争日益激烈的背景下,并购重组是企业提升全球竞争力和影响力的重要手段。从美国市场来看,很多大型科技公司往往通过并购中小企业,实现技术整合,从而保持公司的技术领先地位。

过去一段时期,并购重组过程有时存在强烈的投机行为和严重的利益输送问题,特别是严重的内幕交易行为,理应采取谨慎的制度设计和严格的监管措施。随着注册制改革的完善,内幕交易应当面临严重的处罚,并得到强有力的法律约束。与此同时,要全面认识并购重组的功能,转变对并购重组的作用和地位的片面看法。在防范并购重组中利益输送的前提下,要鼓励并购重组,发挥并购重组对资本市场成长的促进作用,这不仅可以保护投资者利益,还为投资者实现了财富管理。

(六)量化交易带来的监管挑战

量化交易是指借助现代统计学和数学的方法,利用计算机技术来进行交易的证券投资方式。从积极的方面来看,高频量化交易有助于市场流动性的提升(Baldauf和Mollner, 2020)、减小交易的价差(Hasbrouck和Saar, 2013; Menkveld和Zoican, 2017)、提高资产定价效率(Anagnostidis和Fontaine, 2018)。然而,量化交易也会带来一些负面影响,包括加剧市场的波动(Brown, 2011; 邢会强, 2016)、造成交易的趋同性、影响市场的公平性和透明度(Martin, 2015)。

值得注意的是量化交易造成的不公平问题。首先,量化交易者往往更容易且迅速获得信息,甚至可能利用信息不对称对市场进行操纵。其次,由于个人投资者缺乏做空工具以及相应的知识,导致只有做多才能盈利,但量化交易者可以利用做空机制和算法策略,对无法抱团的个人投资者形成巨大的压力。最后,在T+1交易机制下,高频量化在有一定现货基础上叠加衍生工具,可以实现T+0交易,这对个人投资者是不公平的。

传统的投资方法看重公司的基本面信息,监管层则更多地从信息披露角度对上市公司进行监管,进而实现对投资者利益的保护。量化交易的出现,使上市公司的股票是否值得“买入”更多地取决于股票的市场表现,投资者更多偏向交易层面的博弈,而不是公司本身的分析。研究范式从

投资者范式(注重公司基本面分析)转向消费者范式(注重交易本身)(Martin, 2015),这也迫使监管层需要重新审慎对量化交易的监管。

市场参与者、金融产品交易规则和市场本身的变化,需要有一套新的监管方法来维护市场的稳定。在传统监管结构下,监管的重点对象是市场参与者。公司和其他参与者(经纪公司、做市商、交易所等)一直被视为重点监管对象,但是其他参与者受监管的强度比公司要低。Martin (2015)提出全市场监管框架,从重点监管个别公司转向监管整个市场——参与者、金融产品和市场本身,以确保维护市场稳定。全市场监管的核心在于防范系统性风险,而不仅仅是上市公司的个体风险。在这种监管架构下,需要对整体交易框架和模式进行全面检查。

因此,监管者应该不断进行监管创新,把量化交易纳入监管范畴。通过市场调查研究,推出有关量化交易监管的法规,充分运用人工智能、大数据等现代科技手段对量化交易进行监管。此外,监管机构可以对高频量化交易进行差异化管理,交易所可以视情况,对高频交易采取调整异常交易认定标准、增加程序化交易报告内容等措施,扩大监管的视野。

参考文献:

1. 吴晓求、方明浩:《中国资本市场30年:探索与变革》,《财贸经济》2021年第4期。
2. 吴晓求、何青、方明浩:《中国资本市场:第三种模式》,《财贸经济》2022年第5期。
3. 邢会强:《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》,《中国法学》2016年第5期。
4. Allen, F., Qian, J., Shan, C., & Zhu, J., Dissecting the Long-term Performance of the Chinese Stock Market. *Journal of Finance*, 2023, Forthcoming.
5. Anagnostidis, P., & Fontaine, P., Liquidity Provision, Commonality and High Frequency Trading. EUROFIDAI Working Paper, 2018.
6. Baldauf, M., & Mollner, J., High-Frequency Trading and Market Performance. *Journal of Finance*, Vol. 75, No. 3, 2020, pp. 1495-1526.
7. Black, F., Noise. *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, 1986, pp.528-543.
8. Brown, N. D., The Rise of High Frequency Trading: The Role Algorithms, and the Lack of Regulations, Play in Today's Stock Market. *Appalachian J. L.*, Vol. 11, 2011, p. 209.
9. Fama, E. F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 1970, pp. 383-417.
10. Hart, O., & Zingales, L., Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, Vol. 2, 2017, pp. 247-274.
11. Hart, O., & Zingales, L., The New Corporate Governance. *University of Chicago Business Law Review*, Vol. 1, 2022, pp.195-216.
12. Hasbrouck, J., & Saar, G., Low-latency Trading. *Journal of Financial Markets*, Vol. 16, No. 4, 2013, pp. 646-679.
13. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W., Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, 1998, pp. 1113-1155.
14. Levine, R., Lin, C., Ma, C., & Xu, Y., The Legal Origins of Financial Development: Evidence from the Shanghai Concessions. *Journal of Finance*, Vol. 78, 2023, pp. 3423-3464.
15. Martin, J., Changing the Rules of the Game: Beyond Disclosure Framework for Securities Regulation. *West Virginia Law Review*, Vol.118, No. 6, 2015, pp. 59-94.
16. Menkveld, A. J., & Zoican, M. A., Need for Speed? Exchange Latency and Liquidity. *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 4, 2017, pp. 1188-1228.
17. Shiller, R. J., Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.15, No. 2, 1984, pp.457-510.

The Function Transformation and Valuation Correction of China's Capital Market

WU Xiaoqi, XU Rong (Renmin University of China, 100872)

FANG Minghao (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

Summary: As the core of the modern financial system, the capital market plays a vital role in boosting the real economy, promoting technological innovation, and increasing residents' property income. China's capital market focuses on financing, making significant contributions to enterprise development and economic growth, while its investment function is relatively weak, failing to fully unleash the power of wealth management. In the long run, the function of wealth management is critical for investors' wealth appreciation and robust economic growth.

To transform its function, China's capital market must address deficiencies in its market valuation capabilities and improve its valuation system. This paper examines the challenges facing the Chinese capital market, including the practice of large-scale share dumping by major shareholders, the prolonged decline in market performance, the undervaluation of core assets, low returns on stock investments, and the lack of investor confidence. These phenomena bear significant similarities to the period preceding the Equity Division Reform, particularly with regard to the substantial impact of massive share dumping by state-owned majority shareholders, which severely affected market expectations and investor confidence.

Accordingly, this study proposes that the current capital market reform is a continuation of the Equity Division Reform, and can be designated as Equity Division Reform 2.0. To address these issues, the core target of Equity Split Reform 1.0 was to achieve full circulation of stocks, while that of Equity Split Reform 2.0 is to transform the functions of China's capital market, specifically to transition from a financing market to an investment market. To achieve the desired outcome, it is essential that policymakers consider the following three aspects. Firstly, on the asset supply side, high-quality assets with growth potential need to be continuously channeled into the market. Secondly, on the asset demand side, the outflow of funds in the primary market and inflow of funds in the secondary market need to be balanced. Thirdly, on the trading side, investors' trading needs to be encouraged by profitability, convenience, and transaction costs. In general, the asset supply side is of paramount importance, followed by the demand side, and then the trading side.

Based on the transformation of function, China's capital market should improve the legal systems, be more transparent, and maintain consistency in policies and regulation. The listed companies should strive to generate more and more profits and share them with all shareholders. They should make more input into technological innovation, and align with shareholders' values in such areas as environmental protection and social responsibility performance. As the registration-based IPO system is fully implemented, some complementary reforms should be accelerated in China's capital market, including the delisting mechanism, capacity building of institutional investors, and cultivation of long-term investors. Furthermore, with the increasing use of new technologies like artificial intelligence, regulatory authorities have to actively address challenges brought about by algorithmic trading.

Keywords: Capital Market, Equity Division Reform 2.0, Function Transformation, Valuation Correction

JEL: G10, K40, O16

责任编辑:缘 行