

健全投资与融资相协调的资本市场功能： 挑战、机理与对策

□ 张 鹏

[摘要]党的二十届四中全会提出“十五五”时期要健全投资和融资相协调的资本市场功能。本文在回顾现有文献基础上,使用国内外数据研究了中国资本市场投资和融资失衡的主要表现,即资本市场融资规模持续扩大,资本市场赋能实体经济发展作用愈发凸显,但资本市场投资收益率较低且波动率较高,难以为投资者提供稳定可观的长期投资收益;进一步从机理上分析促进投资和融资相协调对资本市场高质量发展的重要意义,投资和融资的相互促进、互相成就、双向奔赴才能使投资者和融资企业之间建立稳定的、可信任的利益共同体,为资本市场长期健康发展奠定基础;最后,依据研究结论提出了“十五五”时期健全投资和融资相协调资本市场功能的四条政策建议。

[关键词]投资端;融资端;资本市场

[中图分类号]F832.5 [文献标识码]A [文章编号]1006-6470(2026)03-0070-19

[作者简介]张鹏,中国社会科学院经济研究所副研究员

2023年10月的中央金融工作会议指出,优化融资结构,更好发挥资本市场枢纽功能,推动股票发行注册制走深走实,发展多元化股权融资,大力提高上市公司质量,培育一流投资银行和投资机构。2024年7月,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》提出,健全投资和融资相协调的资本市场功能,防风险、强监管,促进资本市场健康稳定发展。2025年10月,党的二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出,提高资本市场制度包容性、适应性,健全投资和融资相协调的资本市场功能。可以看出,党和国家

对资本市场运行规律认识不断加深,不断夯实基础性制度建设。“十五五”时期资本市场高质量发展既要突出对融资端各类企业的包容性、适应性支持,为各类企业成长壮大提供定制式服务,也要提高投资端广大投资者回报,重建投资者投资信心、重构投资者投资逻辑、回馈投资者信任,使资本市场不仅成为各类企业成长的“营养液”,也要成为各类投资者储蓄的“聚宝盆”。

改革开放以来,资本市场在推动中国经济建设和改革中发挥了重要作用,无论是国有企业改革还是广大中小企业不断发展壮大,资本市场为各类上市企业提供了源源不断的资金来源。作为资金高效

收稿日期:2026-03-19

本文系国家社科基金后期资助重点项目“人口结构转变对中国宏观经济的综合影响与应对策略研究”(项目编号:24FJLA005)的阶段性成果。

配置的交易场所,资本市场既是一个“融资市”,更是一个“投资市”,健全投资和融资相协调的资本市场功能,是“十五五”时期推动资本市场高质量发展的必然要求。一方面,健全投资和融资相协调的资本市场功能意味着资本市场服务对象的含义和范围发生了重大变化。长期以来资本市场服务对象主要为各类上市企业,资本市场“重融资轻回报”的现象比较明显。未来资本市场服务对象将从企业扩充为企业和投资者,既要为各类企业通过资本市场融资提供便利,也要让投资者分享企业成长红利,既要促进企业发展壮大,也要让投资者财富不断保值增值,让投资者与融资者相得益彰、共生共荣。另一方面,健全投资和融资相协调的资本市场功能也意味着将资本市场功能从注重融资功能切换到投资和融资功能相协调。资本市场一头连着融资端企业主体,一头连着投资端广大投资者,二者犹如一枚硬币的两面,融资功能发挥需要投资功能支持,而投资功能起效也需要融资功能不断完善,只有两头协调和平衡,在企业成长壮大和投资者财富积累中实现两端价值共享,才能实现高水平动态平衡,资本市场才能更好地赋能实体经济和金融强国建设目标。

基于此,本文在梳理现有关于资本市场建设相关文献基础上,使用国内外相关数据分析了长期以来中国资本市场投资和融资失衡的主要表现,指出了健全投资和融资相协调的资本市场功能所面临的挑战。继而,本文从理论上分析了投资和融资相协调对资本市场高质量发展的作用机理,从融资端看,融资端发展壮大为投资端收益提高奠定基础,而从投资端看,投资端收益提高有利于融资端短期业绩改善和长期增长,故投资端的“温度”与融资端的“深度”相配合是加快形成投融资两端良性互动、相互支撑的高质量资本市场的必然要求。最后,本文依据研究发现的主要经典事实和结论提出了促进投资和融资相协调、不断发挥资本市场功能的政策建议。

一、文献综述

已有文献从不同视角对中国资本市场投融资问

题进行了深入探讨,为理解资本市场发展的成绩、问题与改革方向提供了重要参考。本文从融资端、投资端和投融资协调机制三个维度对相关文献进行系统梳理。

首先,从融资端看,现有文献发现中国持续推进多层次资本市场建设为企业融资提供了巨大便利。王国刚(2004)指出建立多层次资本市场体系是解开资金供求“死结”、满足实体经济融资需求的关键路径。刘岩和丁宁(2007)通过美日比较研究,强调我国应借鉴美国经验,大力发展场外交易市场,建立科学合理的入市标准和转板机制。蔡双立和张元萍(2008)对美国 OTC 市场的研究发现场外交易市场在完善资本市场功能方面起着基础性作用。周小川(2013)认为资本市场从产品、组织方式、投资者风险偏好到发行交易机制都具有多层次特性,能够满足不同类型企业的融资需求。化定奇(2015)通过对纳斯达克内部分层机制进行深入分析发现,通过制定差异化上市标准和灵活转板机制,能够有效满足不同规模和特征企业的融资需求。李建勇等(2016)运用生态学 Lotka- Volterra 模型研究发现,多层次市场建立有效扩展了证券市场对各类企业的容纳度。方鸣和谢敏(2021)通过历史梳理分析,指出多层次资本市场体系是党和人民共同实践的伟大创造。当前,多层次资本市场体系初步形成,主板、创业板、科创板、北交所错位发展,注册制改革从试点走向全面实施(吴晓求和方明浩,2021)。在多层次资本市场深入推进背景下,企业直接融资规模持续扩大。吴晓求和方明浩(2021)指出 1990 年至 2020 年间中国上市公司累计实现股权融资超过 21 万亿元。社会融资增量中,企业债券融资占比最高达 19%,非金融企业境内股票融资占比多数年份保持在 5%左右(吴晓求等,2023)。科创板设立后,科创板作为增量改革“试验田”,通过允许未盈利企业、同股不同权企业上市,提高了对创新型企业的包容性(资本市场改革课题组,2019),截至 2024 年末上市公司达 581 家,市值超 6.3 万亿元,为硬科技企业提供精准支持(宋葛龙,2025)。

其次,与融资端规模扩张形成鲜明对比,投资者回报却长期处于低位。刘劲和陈宏亚(2025)计算出 2000 年至 2024 年中国全部 A 股包含红利的年均回报率为 5.2%,低于美国的 8.5%。清华大学五道口金融学院(2025)则以指数基金和交易所交易型基金 ETF 为研究对象,选取 2005 年 1 月至 2024 年 12 月的交易数据计算出中国指数年化回报率超过 8%,与美国相当,但波动率却比美国高 30%以上,因此从收益和风险对称视角看,中国指数投资收益仍然低于美国,造成投资者获得感较低。一些研究也对中国资本市场低收益高波动现象进行了解释,一是投资者高交易成本侵蚀了收益之基,刘克崮等(2013)发现中国印花税、交易佣金之和高于同期现金分红;二是以散户为主的投资者结构导致市场投机氛围浓厚,余湄和边江泽(2024)认为过高比例的散户交易直接导致过度交易、追涨杀跌,一些题材特别是具有热点或创新特征的标的被过度追捧,较高的风险溢价导致交易价格被抬高,波动率被放大,最终成为长期投资收益较低的重要原因;三是长期资金入市规模低,田利辉(2025)研究揭示中国长期资金入市规模仅占 14.6%,远低于美国 60%以上的水平,公募基金平均持有期从 2015 年的 1.5 年缩短至 2024 年的 0.8 年。郑秉文(2021)从养老金改革视角提出,从负债型向资产型养老金体系转变,可为市场提供长期稳定资金来源,这是提升投资者回报的重要途径。胡海峰(2024)指出推进资本市场高质量发展需要引导各类长期资金入市,提高投资者获得感。

再次,从投融资的协调机制和互动效应看,Gordon(1962)提出的简单模型揭示了股票价格、股利与增长率之间的内在关系,为理解投融资互动提供了基础分析框架。Lintner(1956)关于企业股利政策稳定性的经典研究发现,管理层倾向于维持稳定的股利支付水平,只有在确信盈利能够持续增长时才会提高股利,这为理解融资端分红行为提供了行为基础。Jensen(1986)提出的自由现金流理论指出,适度的分红能够减少管理层滥用自由现金流建造“企业帝国”的冲动,从而提升资本配置效率。La Porta 等

(2000)从投资者保护视角出发,发现法律制度完善国家的企业倾向于支付更高的股利,这为理解制度环境对投融资协调的影响提供了分析框架。从经验证据看,Siegel(2010, 2021)对美国股市长达 130 余年的历史数据分析表明,股票市场收益的 97%来自分红及分红再投资,来自成长性的投资收益仅占 3%,这一发现深刻揭示了分红在连接投融资两端中的核心作用。Baker and Wurgler(2004)从行为金融学视角解释了企业为何以及何时支付股利,认为管理层会根据投资者的股利需求调整股利政策,即著名的股利迎合理论。Fama and French(2001)则发现美国上市公司股利支付倾向在 20 世纪后期呈下降趋势,这与公司特征变化和新股上市增多有关。从中国研究看,吴晓求(2021, 2026)系统反思了中国资本市场“重融资轻回报”的制度根源,提出了从融资功能向投融资功能并重转型的改革思路。吴清(2025)明确提出要进一步深化投融资综合改革,增强资本市场制度的包容性和适应性。郑联盛(2024)从新“国九条”制度改革出发分析了增强资本市场内生稳定性的制度路径。田利辉(2025)则从长期资金入市角度探讨了优化投资者结构的政策选择。

最后,针对我国资本市场长期以来存在“重融资、轻投资”的不协调现象,资本市场改革步伐加快、政策落实密集,极大程度上改善了资源配置效率、加快市场出清步伐,在一定程度上保障了广大投资者利益,增强了投资者对资本市场的信心。第一,退市制度改革加速推进。辜胜阻等(2016)指出退市制度与注册制相辅相成,完善退市制度有助于降低“壳资源”价值,形成优胜劣汰的良性循环。徐巍等(2025)实证研究发现 2020 年至 2023 年间强制退市公司数量是过去 20 年总量的两倍,强制退市发生后,退市公司竞争对手投资水平显著提高,这表明市场出清能够引导资源优化配置。新“国九条”进一步严格退市标准,完善财务类、交易类、规范类和重大违法类强制退市情形(郑联盛,2024)。第二,投资者保护制度持续完善。2019 年修订的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)专设“投资者保护”章节,引

入代表人诉讼制度,提高违法违规成本,处罚上限从60万元提高到2000万元。陈运森等(2020)研究表明新《证券法》审议通过后市场反应积极,违法违规风险高的公司市场反应较差,信息环境和投资者保护好的公司市场反应更积极。徐玉德(2026)研究了发达经济体吹哨人制度,美英日韩等国通过完善的法律法规和奖励机制有效激励内部监督,为我国完善举报人制度提供借鉴。第三,双向开放稳步扩大,沪港通、深港通、沪伦通相继开通,A股纳入MSCI等国际指数。杨子晖和王姝黛(2025)研究发现股市互联互通能改善企业经营业绩,降低个股尾部风险。郝颖(2025)提出未来要进一步完善法律和监管框架,强化数字技术赋能资本市场,扩大高水平制度型开放。

综上所述,已有文献主要从资本市场融资端和投资端分析了中国资本市场发展所取得的成就、所存在的问题,为本文研究提供了重要参考。本文研究在已有研究基础上主要从三个方面进行拓展:第一,研究视角将投资端和融资端相结合,从二者互促共生角度讨论中国资本市场发展存在的问题、未来高质量发展方向;第二,对投资和融资相互影响的机理进行分析,讨论了二者共荣共生、相互成就的内在机理,从理论上说明健全投资和融资相协调的资本市场功能的必然性、必要性;第三,根据已有研究结论,从“十五五”规划中提出的“健全投资和融资相协调的资本市场功能”的要求出发,围绕“十五五”时期资本市场融资功能和投资功能双向协同、互促共生,进而推动资本市场高质量发展提出针对性的对策建议。

二、投资和融资失衡的主要表现

资本市场作为建设金融强国的关键一环,其一端连着融资,另一头连着投资,两端平衡有利于市场进入良性循环状态,而失衡则会导致顾此失彼,长此以往必然导致资本市场发展不可持续。当前,我国多层次资本市场体系已经基本建立,能为不同规模、不同类型的各类企业提供全生命周期式的融资服

务,为赋能实体经济发展和促进技术进步贡献了重要力量。但从投资端看,资本市场却没能为投资者提供较高的投资收益,加之波动大,导致投资收益—风险不匹配,资本市场赋能投资者收入—财富保值增值功能还不够完善。

(一)资本市场融资规模持续扩大,资本市场赋能实体经济发展作用愈发凸显

中国上市公司股票市场融资金额呈现长期持续扩张态势,资本市场作为现代金融体系的核心组成部分,在支持中国企业深化改革、实现规模扩张与质量提升过程中发挥了基础性支撑作用。自1990年中国资本市场正式起步以来,上市公司股权融资规模从初始阶段的1亿元逐步实现跨越式增长,截至2025年底,A股市场累计股权融资规模突破20万亿元,北交所自2021年开市以来累计股权融资规模超过600亿元,已形成覆盖不同规模、不同行业、不同生命周期企业的多元化股权融资支撑体系。股权融资规模的持续扩容,不仅为上市公司提供了稳定的中长期发展资金,助力企业优化资本结构、扩大生产经营与推进技术创新,更推动企业治理结构向规范化、市场化转型,成为中国企业实现转型升级、迈向高质量发展的重要资金保障,充分彰显了资本市场服务实体经济的核心职能。

从股票市场融资结构来看,首次公开募股(IPO)与再融资作为股权融资的两大核心构成,二者协同发力、动态适配,共同构成了上市公司股权融资的完整体系,满足了企业不同发展阶段的资金需求。IPO作为企业进入公开资本市场的核心路径,是企业实现规范化运营、获取长期权益资金的重要起点,在资本市场发展初期,IPO更是股权融资的主要形式,从1990年上交所首批8家上市公司募资2.16亿元,逐步发展至近年来年均数千亿元的规模,为大量优质企业提供了上市融资、提升市场影响力的重要渠道。再融资随着资本市场的成熟度提升,其重要性逐步凸显,涵盖定向增发、公开增发、配股、可转债等多种融资形式,是企业上市后规模扩张与发展的重要资金补充。近年来再融资占比持续提升,2025年再融

资规模达 11341 亿元,占 A 股股权融资总额的 90% 以上,创下历史最高占比,与 IPO 形成功能互补,有效适配了上市公司不同发展阶段的融资需求。

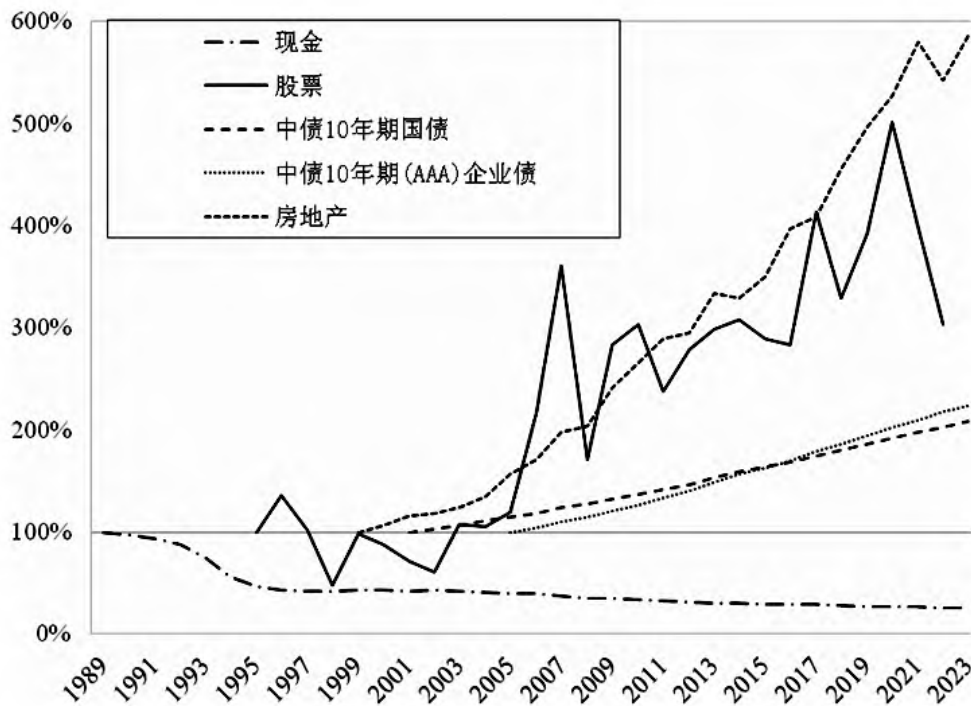
从时间维度来看,党的十八大以来,中国股票市场进入快速发展阶段,多层次资本市场体系加速构建,资本市场高质量发展成绩卓著。党的十八大之前,中国股票市场处于稳健起步与探索发展阶段,融资规模虽呈逐步增长态势,但整体体量有限、市场体系尚不完善,1990 年至 2012 年三十余年累计股权融资规模不足 5 万亿元;党的十八大以来,资本市场改革持续深化,科创板、北交所先后开市,多层次资本市场布局不断完善,推动股权融资实现质的飞跃与量的提升。这一时期,除 2013 年 IPO 暂停、2024 年受市场环境波动影响导致融资规模阶段性回落外,多数年份股权融资规模维持在万亿元以上,其中 2021 年达 15421 亿元、2022 年 14342 亿元、2023 年 10880 亿元、2025 年增至 12583 亿元,“十四五”期间 A 股股权融资累计达 5.9 万亿元。科创板的设立回应了科技型企业盈利晚导致的上市痛点,更多的优质成长型科技企业实现上市融资,北交所的设立进一步丰富了专精特新中小企业融资渠道,夯实了金字塔式多层次资本市场体系底座,推动资本市场从规模扩张向质量提升转型、从较为单一的市场向多元化生态融合,更好地适配了实体经济的发展需求。

(二) 资本市场投资收益率较低但波动率较高,难以以为投资者提供稳定可观的长期投资收益

正如上文所言,中国资本市场在促进市场企业发展壮大方面发挥了重要作用。无论是 20 世纪 90 年代支持国有企业改革,还是新世纪后促进企业核心竞争力提高、发挥金融对优质企业全生命周期支持等方面,中国资本市场融资端的功能均得到充分发挥,上市公司数量从上海证券交易所开市之初的沪市“老八股”增加到目前的 5000 多家。接下来,从资本市场投资端分析,观察在上市公司数量和质量一致提高的背景下,是否实现了投资者回报不断提高的投资功能。为比较,我们借鉴 Siegel(2021)的分

析,他比较了 1802—2012 年美国股票、债券、国库券、黄金和现金等大类资产的实际收益率,发现股票、债券、国库券、黄金和现金 210 年间年化收益率分别为 6.6%、3.6%、2.7%、0.7% 和 -1.4%。各类资产的净值曲线清晰地说明了股票相对于其他大类资产比较明显的投资优势:一方面,股票长期投资价值较大,美国资本市场可以为投资者提供可观的收益。6.6% 的年化收益率意味着每过 10 年持有者净值即可翻一倍,而债券、国库券以及黄金的投资价值就差强人意,特别是在复利效应影响下,长期投资价值差异更大。假如 1802 年投资者投资于股票、债券、国库券和黄金各 1 美元,210 年后 2012 年的投资价值分别为 704997 美元、1778 美元、281 美元、4.52 美元,可见股票的长期投资价值最大,优质上市公司能为投资者提供可观的长期投资收益。另一方面,股票投资净值曲线相比债券、黄金等波动更大,风险较大意味着风险溢价更高,投资收益率因此高于债券、黄金等低波动资产。股票市场波动较大,特别是负向调整区间、回撤幅度可能大于投资者的心理预期,说明股票投资者更应该坚持价值主义和长期主义思维,从波动中发现投资价值、从回撤中锻炼投资耐力。

为比较分析中国主要大类资产长期投资收益,我们根据标准普尔全球股票指数中中国样本投资收益率、10 年期国债收益率、10 年期 AAA 企业债收益率、房价上涨幅度以及历年 CPI 变化,考察了 1989 年至 2023 年各类资产的累计投资价值。观察图 1 可以发现:第一,1989—2023 年中国房地产投资收益最高,以下顺次为股票、企业债、国债;第二,股票为投资者提供的收益虽然高于国债等安全资产,但股票收益波动率大、回撤程度非常高;第三,房地产成为过去 20 余年唯一能够持续提供高回报的主要大类资产;第四,中国企业债的收益波动异常平缓,使得债券定价难以真正反映信用与市场风险,制约了资本市场定价效率,显示债券市场风险定价机制尚未成熟;第五,与 Siegel(2021)所述规律一致的是,持有现金长期来看难以抵御通货膨胀的侵蚀。综上,如何构建能够有效击败通胀、提供长期稳健回



注:标准普尔全球股票指数中中国样本投资收益率、CPI 变化来源于世界银行 WDI, 房价、10 年期国债收益率、10 年期 AAA 企业债收益率等数据来源于 CEIC。

图1 中国主要大类资产累计收益变化趋势

报的投资产品,既是中国资本市场转型的核心任务,也是建设金融强国的重要标志。

图 2 进一步从国际比较中分析了中外股票收益率差异。我们使用世界银行 WDI 数据库提供的标普全球股票指数 (S&P Global Equity Indices) 年度增长率变化逐步累积计算得出各国股票收益净值曲线。总体上看,发展中国家样本中印度资本市场收益率最高,发达国家样本中美国资本市场收益率最高。1995—2022 年,印度资本市场能够为投资者创造 8.8 倍投资回报,1989—2022 年,美国资本市场能够为投资者创造 10.9 倍的投资回报。从发展中国家内部看,中国资本市场表现差强人意,略高于巴西,低于墨西哥和印度。从发达国家(地区)内部看,日本资本市场表现最差,其次为英国和法国,而德国和美国资本市场都能为投资者创造长期可观的回报。最后,需要特别指出的是,从长期低收益成因看,低收益的发达国家如英国、法国和日本等主要表现为股票长期收益率低、波动也较小,而发展中国家如中国和巴西的低收益主要表现为波动大、回撤高,这种差别客

观上反映了发展中国家资本市场的不完善,为投机和泡沫短期内形成和破灭提供了温床。

表 1 详细提供了全球主要发达国家和新兴市场国家(地区)股票平均回报率情况。我国虽然在过去 40 多年经济发展独树一帜,经济增长率位居这些主要国家前列,但股票平均收益率(几何)却处于较低水平。关于经济增长与资本市场之间关系,现有文献研究存在较大争议,这不构成本文讨论的重点,但可以确定的是,投资者并没有获得与中国经济增长速度一样显著的投资回报。表 1 中发达国家组别标准差显著小于新兴市场国家(地区),说明了发达国家资本市场长期收益持续的重要原因之一是市场的波动性较低,风险的适度降低在复利效应和长期主义加持下,能够为投资者带来长期高回报。

(三)投融资协调指数构建与投融资协调趋势分析

上文只是分析了投融资失衡的事实,但对中国投融资的协调程度却反映不足。为系统刻画中国资本市场投融资两端的匹配程度,本文构建投融资协

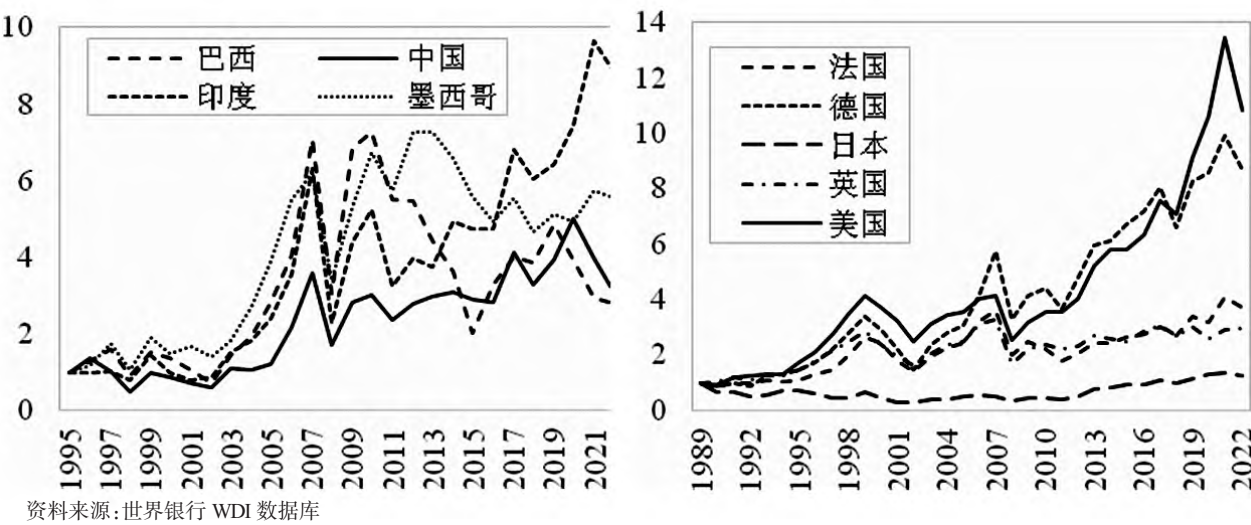


图 2 标准普尔全球股票指数主要国家(地区)股票收益净值曲线

表 1 全球主要国家(地区)股票回报率

国家(地区)	开始年份	几何平均(%)	算术平均(%)	标准差(%)	最小回报(%)	最小回报年份	最大回报(%)	最大回报年份
德国	1900	3.1	7.8	31.1	-90.8	1948	154.6	1949
日本	1900	4.2	8.6	28.9	-85.5	1946	121.1	1952
英国	1900	5.3	7.1	19.5	-56.6	1974	99.3	1975
美国	1900	6.4	8.3	19.9	-38.6	1931	55.8	1933
中国	1993	3.3	8.4	34.2	-55.8	2008	99.5	2003
中国香港	1963	8.5	15.0	38.4	-62.2	1974	129.5	1972
印度	1953	6.6	9.7	26.0	-60.8	2008	88.2	1999
俄罗斯	1995	4.9	21.4	65.8	-75.5	1998	235.9	1999
新加坡	1966	5.4	9.6	30.5	-53.9	2008	108.8	1972
韩国	1963	8.5	13.7	35.0	-51.4	2000	130.7	1972
世界平均 (不含美国)	1900	4.3	6.0	18.8	-46.0	2008	79.6	1933
世界平均	1900	5.0	6.5	17.4	-42.9	2008	67.6	1933

资料来源:瑞士信贷《全球投资回报年鉴》。

调指数来对中国投融资平衡程度进行准确度量。资本市场的基本功能不仅在于为企业 提供融资渠道,也在于为投资者提供与风险相匹配的长期回报。因此,评价资本市场发展质量时,不能仅关注融资规模扩张,也需要同时考察投资端的承接能力、收益表现和投资者结构。如果融资端扩张过快而投资端增长不足,可能导致市场供求关系失衡;如果股票市场长期无法提供与宏观经济增长相匹配、相对于其他低风险资产更具有吸引力的回报,投资者参与股票市场的动机将受到削弱;如果融资结构仍然过度依赖

间接融资,或者投资者结构中机构投资者力量不足,资本市场在资源配置和风险分担中的作用也难以充分发挥。基于这一考虑,本文从规模协调度、收益协调度和结构协调度三个维度构建综合指数,以反映中国资本市场投融资关系的动态演变。

第一,规模协调度用于衡量融资端扩张与投资端扩张是否同步。本文以股票融资额代表资本市场融资规模,以投资者数量代表资本市场投资端的参与规模。股票融资额使用沪深北市场股票发行金额,反映企业通过股票市场进行股权融资的规模;投资

者数量使用证券市场投资者规模相关指标,反映资本市场投资端的“群众”基础。若股票融资额增速显著高于投资者数量增速,说明融资供给扩张快于投资需求和市场承接能力的扩张,投融资关系可能出现融资端偏快扩张的失衡;反之,若投资者数量快速增长但融资规模增长不足,则说明市场投资需求与融资供给之间可能存在不匹配。因此,本文将股票融资额增速与投资者数量增速的相对关系作为规模协调度的表征。

第二,收益协调度用于衡量股票市场投资回报是否与风险承担相协调。资本市场如果只强调融资功能,而投资者长期难以获得与经济增长相匹配的回报,则融资端和投资端之间难以形成可持续的良性循环。本文从两个角度衡量股票投资收益的相对表现:一是股票收益相对于实际 GDP 增速的表现,二是股票收益相对于债券市场收益的表现。前者反映股票市场回报是否分享了宏观经济增长成果,后者反映股票资产相对于低风险或中低风险债券资产是否具有相对吸引力(风险溢价)。本文以中证全指全收益指数收益率衡量股票市场收益,以实际 GDP 增速衡量宏观经济增长,以国债指数年度收益率衡量债券市场收益。

第三,结构协调度用于衡量资本市场融资结构和投资者结构的优化程度。资本市场投融资协调不仅体现为规模和收益的匹配,还体现在融资方式和投资者结构是否合理。融资结构方面,直接融资占比越高,通常说明资本市场在企业融资和资源配置中的作用越强;投资者结构方面,机构投资者发展程度越高,通常意味着市场投资行为更加专业,长期资金和耐心资本的比重更大、作用更强,市场定价和风险分担机制也更容易发挥。本文以社会融资规模增量中的企业债券融资和非金融企业境内股票融资之和衡量直接融资规模,并将其除以社会融资规模增量,得到直接融资占比。投资者结构方面,较理想的指标是机构投资者持股比例。但考虑到数据可得性,本文使用证券投资基金或公募基金规模作为机构投资者发展程度的代理变量。基金规模越大,通常意味

着机构投资者在资本市场中的参与程度越高。

在得到三个维度指标后,本文使用几何平均法构建综合投融资协调指数:

$$\text{COORD} = (\text{规模协调度} \times \text{收益协调度} \times \text{结构协调度})^{1/3}$$

几何平均能够更充分反映不同维度之间的互补关系,避免某一维度得分较高完全抵消另一维度得分较低的问题。COORD 的取值区间为 0—1,数值越接近 1,表示资本市场投融资关系越协调;数值越低,表示融资规模、投资收益或市场结构中存在更明显的不匹配。数据主要来自国家统计局、中国人民银行以及 Wind 金融资讯终端。

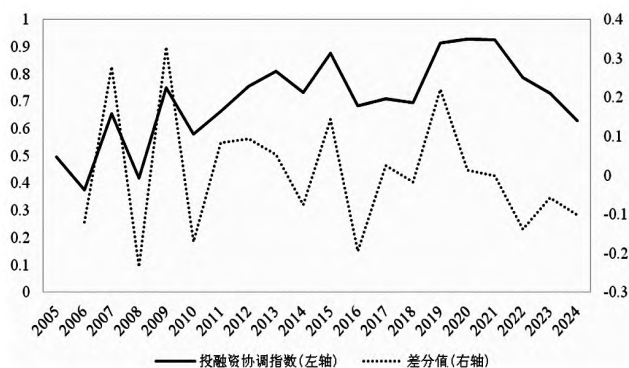


图3 中国资本市场投融资协调指数变化趋势

观察图3测算结果可以发现:从指数变化趋势看,2005年后中国资本市场投融资协调指数总体处于上升状态,2005—2011年指数均值为0.56,2012—2024年指数均值上升到0.78。从指数波动程度看,2005—2011年指数波动程度较为剧烈,指数“高低”常常相伴,“高低”相伴意味着协调指数在不同年份间“高低”切换,而2012—2024年指数波动性有所下降,不同年份间“高低”切换现象得到缓解。资本市场协调指数上升和波动程度下降,主要得益于近年来融资端和投资端两方面的改革。一方面,从融资端看监管部门通过压实责任、严惩财务造假、常态化退市,有效提高了上市公司质量,促使资金向优质企业集中,一定程度遏制了因投机炒作劣质标的而导致暴涨暴跌。另一方面在投资端方面通过持续打通社保、保险及年金等中长期资金入市的制度堵点,推动长期资金持续流入,逐步改变了以往以散户和短

期博弈资金为主的市场格局,市场内在稳定性显著增强。

三、投资和融资相协调的机理分析

本文所说的投融资协调,并非融资规模与投资规模在数量上的简单相等,而是资本市场融资功能与投资功能之间的动态匹配。结合金融发展、公司治理、投资者保护与股利政策相关文献(Lintner, 1956; Miller and Modigliani, 1961; Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al., 2000), 本文认为投融资协调至少包括规模协调、收益协调和风险协调三个层面。规模协调强调融资端扩张应与投资端资金承接能力和风险承受能力相匹配;收益协调强调企业应通过盈利增长、现金流改善、股利分配、股份回购和治理优化等方式,将企业成长转化为投资者可以分享的长期回报;风险协调强调投资者承担的市场波动、信息不对称、退市风险和政策冲击等风险应通过信息披露、投资者保护、风险补偿和制度稳定性来实现风险与保障的匹配。因此,健全投资与融资相协调的资本市场功能,不是单纯扩大融资规模,也不是单纯提高短期市场收益,而是要推动融资端企业质量提升、投资端长期回报改善和市场风险补偿机制完善之间形成良性循环。

(一) 融资端发展壮大为投资端收益提高奠定基础

融资端发展壮大也不应被理解为融资规模的单纯扩大。高质量的融资端发展包括融资结构优化、融资效率提高、上市公司盈利能力增强、现金流稳定性改善、公司治理水平提升以及融资资金更有效服务实体经济。只有当融资资源流向具有真实成长性、创新能力和长期价值创造能力的企业,并推动上市公司质量持续提高时,融资端扩张才可能转化为投资端回报改善。其作用机制在于:融资端质量提升首先改善企业盈利能力和自由现金流,为现金分红提供物质基础,这与 Lintner(1956)关于稳定分红依赖可持续盈利的研究一致;其次,公司治理改善和投

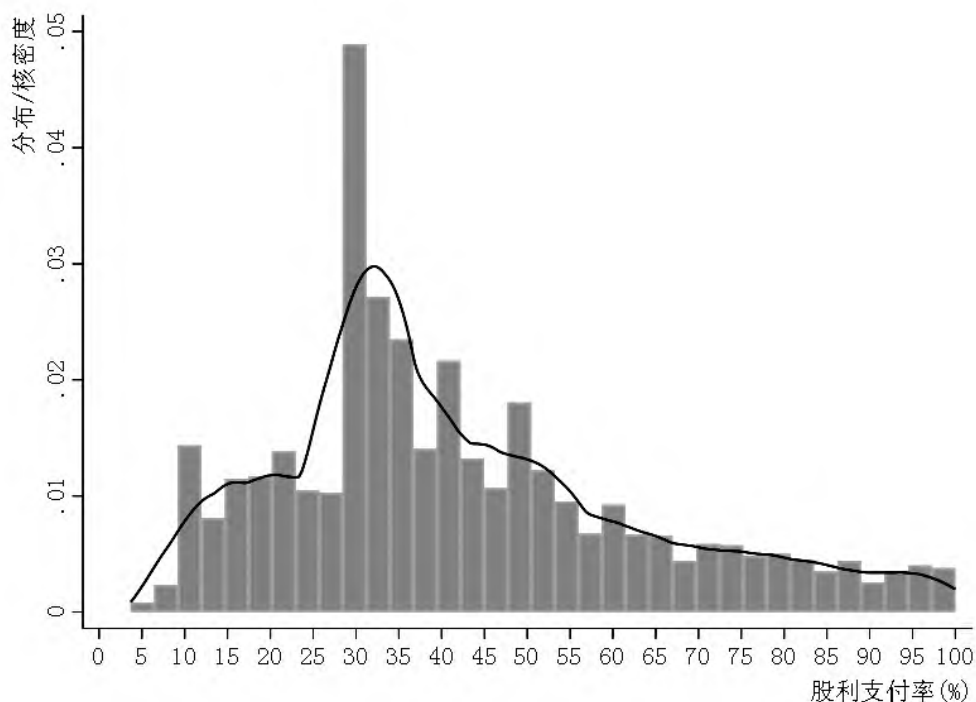
资者保护增强能够降低管理层过度留存利润和低效率投资的代理问题,提高利润分配透明度和股东回报倾向,这与 Jensen and Meckling(1976)、Jensen(1986)以及 La Porta 等(2000)的研究相一致;再次,稳定分红能够增强投资者信心、改善市场估值并降低权益资本成本,从而反向支持企业再融资和长期发展。卿小权等(2025)发现现金分红“硬约束”政策显著提高低分红企业的分红意愿和分红水平, Ren 等(2025)发现中证投服持股通过改善内部控制和提高中小股东参与促进现金分红, Chintrakarn 等(2025)发现外部治理压力能够促使企业提高股利支付。

为分析融资端发展壮大对投资者收益率的影响,我们借鉴经典的戈登模型(Gordon, 1962)来对这一问题展开分析,股票预期收益率取决于:

$$R = \frac{D}{P} + g$$

其中, P 为股票当前价格, g 为上市公司未来增长率, D 为红利。该公式清晰地揭示了投资端收益的两大来源:一是股息率 D/P , 代表投资者当期可获得的现金回报;二是增长率 g , 代表企业未来价值增长带来的资本利得预期。融资端的发展壮大, 正是通过作用于这两个关键变量, 为投资端收益的提高奠定基础。

需要说明的是, 本文使用戈登模型(Gordon, 1962)并非假定中国资本市场已经满足稳定增长、稳定分红和低政策冲击等严格条件, 也不是试图用该模型对中国股票市场进行静态定价。本文借用戈登模型的目的, 是将投资端长期收益分解为股息收益和增长预期两部分, 从而说明融资端企业盈利质量、现金流稳定性和利润分配机制如何影响投资端收益。在中国资本市场仍然存在高波动率、非稳态增长、退市风险和政策冲击的现实条件下, 稳定分红和高质量治理反而更具有重要意义, 因为它们能够为投资者提供更确定的基础回报, 降低单纯依赖增长预期和估值扩张所带来的收益波动。因此, 戈登模型在本文中主要作为分析长期回报来源的简化理论框架, 其结论需要结合中国资本市场制度环境和风



资料来源:Wind 金融资讯终端

图 4 2023 年中国上市公司股利支付率分布

险特征进行理解。

第一,从收益协调看,融资端通过提升股利支付率将企业盈利增长转化为投资者可分享的长期回报,直接实现融资端成长与投资端收益的协调匹配。从戈登模型的第一项 D/P 来看,股息率的高低直接取决于每股股利 D 和股票价格 P 。在企业股价保持相对稳定的情况下,提高每股股利 D 就成为增厚股息收益的直接途径,而每股股利的提高又依赖于企业净利润的增长和股利支付率。当融资端将利润分配的天平从“全部留存扩张”向“适度分红共享”倾斜时,意味着在同样数量的企业净利润中,有更大比例以现金形式流入投资者口袋。这种回报是确定的、可预期的,不需要依赖未来股价上涨才能兑现,因此构成了投资端收益中最坚实、最可靠的部分,也是收益协调得以实现的核心机制。从企业战略层面看,提升股利支付率并非简单的利润分配决策,而是企业治理理念从“管理者主导”向“股东价值导向”转变的标志。当企业建立起稳定的高分红政策时,它向市场传递了自身盈利质量和现金流状况的积极信号,这种信号本身就是融资端发展壮大、收益协调不

断深化的重要体现。

2023 年,中国证监会修订发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》,进一步明确现金分红导向,鼓励中期分红,加强对差异化分红企业的监管。这些政策对于 A 股市场健康发展和提振投资者信心至关重要。从图 4 可以发现,2023 年中国股利支付率集中分布于 30% 左右,即净利润中 30% 左右将会用于股利发放。另外,从历史趋势看,中国股利支付率不断上升,从 2010 年 25.3% 上升到 2023 年 37.9%,这意味着相当比例的上市公司已经能够将约三分之一的净利润用于股利发放。这一分布特征与《上市公司现金分红指引》中强调的 30% 股息支付率重要性高度吻合,反映了政策引导下上市公司股东回报意识的整体提升。正是融资端股利支付率的持续提高,为投资端股息收益的增厚提供了坚实的微观基础。

第二,从风险协调看,融资端通过稳定分红为投资者提供风险补偿,降低增长预期不确定性所带来的市场波动风险,间接实现投融资双方的风险匹配。风险协调强调,投资者承担的市场波动、信息不对称

等风险应通过风险补偿和制度稳定性予以匹配,而稳定分红正是融资端向投资端提供风险补偿的直接机制。戈登模型的第二项 g 代表企业的未来增长率,然而未来增长率 g 存在较大不确定性,特别是很多所谓“新兴”行业和未来赛道不明确行业, g 可能带来收益率 R 的巨幅波动。这意味着,单纯依赖增长预期支撑的收益是脆弱的,一旦市场对未来的判断发生逆转,投资端将承受剧烈的“戴维斯双杀”。融资端恰恰能够通过稳定分红来缓解这一风险。当上市公司建立起持续、稳定、可预期的分红政策时,它向市场传递了关于自身盈利质量和现金流状况的积极信号,有效降低投资者对未来预期的不确定性,从而平滑由 g 波动引发的收益率震荡,股利支付率很多时候以“收益稳定器”的角色出现。换言之,稳定的分红相当于为投资端的长期收益装上了一道“安全阀”——即使未来增长不及预期,投资者仍能通过持续的股息获得基础回报,不必在市场恐慌时被迫“割肉”离场。这正是风险协调在融资端行为层面的具体体现,即融资端以可观且稳定的现金回报,对投资者所承担的不确定性风险给予相应补偿。

Siegel(2010)对美国股市长达 130 余年的历史数据为此提供了最有力的佐证。他发现从 1873 年至 2004 年,美国股票市场的收益主要来自分红以及分红再投资,这部分贡献占据了整体股票收益的 97%,而来自成长性的投资收益仅占 3%。这一历史经验证据深刻表明,在足够长的周期中,真正决定投资端长期收益的,不是充满不确定性的增长预期,而是实实在在的股息回报。融资端通过持续分红所提供的收益稳定性,成为投资端长期收益的核心基础。因此,在中国经济增长进入高质量发展阶段、行业赛道日益分化的情况下,过度依赖增长预期的投资策略面临巨大风险,而为投资提供持续和稳定分红带来的收益确定性价值将愈发凸显,也能最大程度激发和维护投资者信心。

第三,从规模协调看,融资端会根据企业生命周期、盈利能力与行业前景,使融资端扩张节奏与投资端资金承接能力和风险承受能力相匹配,在二者的

动态变化中达到均衡。将戈登模型进一步拆解为 $R = (D/E)(E/P) + g$,其中 D/E 即为股利支付率, E/P 为市盈率倒数,在模型假设企业增长率 g 保持恒定的静态条件下,当期投资者收益由分红率与市盈率倒数共同决定,它揭示了分红率与市盈率之间某种此消彼长的张力,即高分红则对应低估值,而高估值则会压缩股东当期回报。不过,理论假设与现实市场存在一定差异。一方面,若企业盈利增速提升叠加市场利率下行,将推动业绩与估值同步抬升,形成“戴维斯双击”,市盈率随之走高。另一方面,步入成熟期后的企业盈利与现金流具备持续性,可在推高估值的同时稳步提升分红水平。两类场景下,市盈率与分红率能够同步上行,共同提高投资收益。

高市盈率本质上是市场对企业成长潜力的定价,它既可能对应盲目跨界并购、过度融资等非理性行为,也可能对应高研发投入、新兴赛道布局等合理战略选择,关键在于企业的扩张节奏是否与自身现金流创造能力和行业实际需求相匹配。同理,高分红也并非必然对应低市盈率,对于高 ROE 且现金流充沛的企业,强大的内生盈利能力可同时支撑高分红与资本再投资,使得企业市盈率也保持在较高水平,实现股东回报与企业成长的协同并进。因此,推动投融资规模协调的核心,不在于以高分红对扩张施以硬性约束,也不在于以低估值否定成长预期,而在于引导企业在分红回报与资本再投资之间作出契合自身发展阶段的动态最优抉择,使融资端的扩张步伐始终控制在投资端可承接、可消化的合理边界之内,既防止盲目冒进所引发的结构失衡,也避免过度保守所导致的发展乏力,最终在风险可控的前提下实现可持续的价值创造。

(二)投资端收益提高有利于融资端短期业绩改善和长期增长

融资端的发展壮大成就了投资端,投资端在获得收益提高之后,通过反向传导机制反哺融资端,促进融资端的短期业绩改善和长期增长。

第一,从收益协调的反向传导看,投资端收益提高推动融资端市场估值提升,为企业再融资创造条

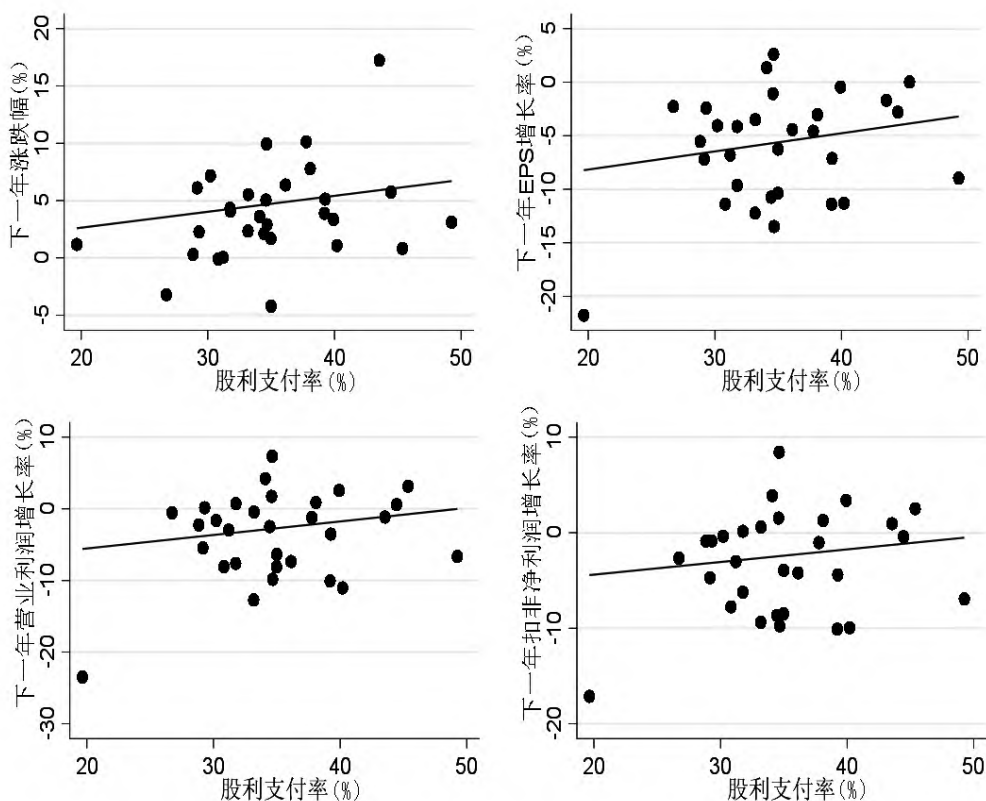


图5 股利支付率与下一年业绩表现

件,实现收益层面投融资关系的双向正反馈。收益协调不仅是融资端向投资端输送可分享的回报,也是指投资端收益的改善能够反哺融资端、激励融资端持续提升质量。投资端收益提高会通过多种渠道传导至融资端,最直接的表现就是融资端市场估值的提升。当投资者因持有某类资产而获得可观回报时,对这类资产的配置意愿会增强,从而推动相关上市公司股价上涨。股价上涨意味着融资端市场价值提升,这不仅改善了现有股东(包括投资端自身)的财富状况,也为融资端创造了更加有利的再融资条件。此外,投资端收益提高所传递的积极信号会吸引更多资金关注该市场或该板块,形成整体估值水平的抬升,这对于所有融资端企业都是利好,也是收益协调在资本市场动态循环中得以自我强化的内在机制。

为对此机理提供经验上的证据,我们提取了2013—2023年中国A股上市公司股利支付率与一些指标,然后按照申万行业取平均,从行业角度分析了股利支付率对上市公司经营业绩及对股票价格

的影响。从图5左上图可以看出,股利支付率提高能够明显提高上市公司下一年涨跌幅。进一步地,本文设定如下回归模型:

$$Y_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{DivPayout}_{i,t} + \beta_2 \text{Controls}_{i,t} + u_i + \text{Year}_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中, i 为上市公司, t 为年份,被解释变量 Y 为上市公司 i 下一年涨跌幅、扣非净利润增长率、营业利润增长率、EPS增长率、研发费用增长率,核心解释变量 DivPayout ,即股利支付率,为现金股利/归属母公司净利润;控制变量 controls 包括公司规模(总资产的自然对数)、资产负债率、总资产收益率、营业收入增长率、经营活动现金流比率、第一大股东持股比例、独立董事占比等。 u 为公司固定效应, Year 为年份固定效应, ε 为残差项,回归检验结果见表2。

表2第(1)列显示,本年股利支付率对下一年上市公司股价涨跌幅的回归系数为0.1818,且在1%水平下显著为正。这说明当股利支付率提升后,上市公司在下一年的市场表现会显著提升。股价的上涨直接体现为融资端短期市场表现的改善,而这种改善正是投资端收益提高反哺融资端的直接体现。

表 2 股利支付率与下一年业绩表现的经验证据

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	下一年股价涨跌幅	下一年扣非净利润增长率	下一年营业利润增长率	下一年 EPS 增长率	下一年研发费用增长率
本年股利支付率	0.1818(0.032)***	0.2302(0.042)***	0.2926(0.038)***	0.2992(0.038)***	0.0672(0.025)***
常数项	- 1.2416(1.174)	- 8.8529(1.539)***	- 11.0206(1.401)***	- 14.0718(1.366)***	13.2412(0.910)***
控制变量	是	是	是	是	是
公司固定效应	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是
样本量	8431	8431	8431	8431	8431
Within_R ²	0.006	0.005	0.010	0.011	0.001
F 值	31.818***	29.649***	57.812***	63.597***	7.243***

Standard errors in parentheses
* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

因此,表 2 第(1)列所揭示的正是融资端通过分红让利于投资端,投资端则以更高的估值和更强的市场表现回报融资端,形成投融资良性循环的起点。

第二,从规模协调的反向机制看,投资端收益的改善能影响投资者行为,在缓解企业融资约束的同时强化市场纪律约束,推动融资端从规模扩张转向质量型增长,从而促进规模层面投融资关系的协调。规模协调强调的是融资端扩张与投资端资金承接能力相匹配,而投资端稳定的收益预期的形成,正是对这一匹配机制的正向强化。一方面,当投资者获得稳定合理回报后,市场的整体信任度将提升,对优质企业的合理再融资需求形成更充足的资金支撑,从而降低优质企业的外部融资成本,使其无须被动迎合市场短期偏好。另一方面,投资端收益的结构性改善有利于投资者行为模式从短期价差博弈转向长期价值投资:在稳定回报预期的引导下,投资者会降低非理性高换手率,而将投资重心转向对企业长期治理能力、盈利质量与成长空间的关注,这种理性投资氛围将对融资端形成有效的正向激励,促使其更加注重经营效率与盈利能力提升,摒弃盲目扩张行为。因此,投资端收益的合理提升从需求侧重塑融资端的扩张边界,推动融资端的增长逻辑从“规模驱动”转向“质量驱动”,最终构建起规模协调框架下投融资双向赋能的良性互动机制。

图 5 余下三组散点图的分布特征揭示,股利支

付水平的提升与上市公司下一年度营业利润增长率、扣非净利润增长率及 EPS 增长率的上升存在正向对应关系。这一发现说明,将部分利润用于投资者回报而非全部投向扩产类资本支出,非但不会损耗企业增长潜力,反而对后续业绩增长形成助推作用。从表 2 第(2)至(4)列的实证结果来看,当年股利支付率的提高对下一年扣非净利润、营业利润及 EPS 的增长率均呈现显著正向影响。这意味着收益分配意愿越强的企业,后续期间的经营表现越突出。由此可明确,投资端收益的提升并非以牺牲融资端长期发展为成本,反而可通过缓解融资约束、强化市场约束的机制,实现企业经营效率与盈利能力的双重优化。

第三,从风险协调的反向作用机制观察,投资端收益水平的稳步提升能够通过耐心资本培育与市场信任机制构建,有效缓释融资端主体面临的融资中断风险与短期业绩压力,为其长期创新投入构筑稳定的风险缓冲屏障。风险协调的核心在于,投资者所承担的市场波动风险、退市风险与政策环境不确定性冲击等,应当依托稳定的制度框架与差异化风险补偿实现权责匹配,而投资端收益的持续性改善,正是这一匹配机制在投融资动态循环中的重要支撑。当投资者能够通过上市公司持续的分红机制获得可预期的稳定现金流回报时,其对二级市场短期股价波动的敏感度将显著下降,无须通过频繁的交易

易博取价差收益,进而可以从长期价值增值的维度对投资标的进行系统性评估。这种投资理念与行为逻辑的转变,意味着资本市场的部分资金从短期博弈型资金转向长期配置型资金,也就是学界与政策层面所定义的“耐心资本”。

耐心资本的形成,对融资端的长期高质量发展具备不可替代的风险协同价值:它能够推动企业管理层摆脱短期业绩约束的桎梏,更为从容地布局长期发展战略,尤其是针对投资回收期长、当期显性回报有限的研发创新项目,无须为迎合市场短期业绩预期牺牲长期成长路径,进而将投资者所承载的不确定性风险控制在可持续、可动态调节的区间内,最终在风险分担层面实现融资端与投资端的深度耦合与双向协调。

表2第(5)列的回归结果显示,本年股利支付率对下一年研发费用增长率的回归系数为0.0672,且在1%统计水平上显著为正。这一结果表明,股利支付率的提升并未对企业研发投入形成挤占效应,反而与下一期研发投资的增长呈现显著正向关联。考虑到创新研发活动具有投资回收期长、短期回报不显著的特征,其持续推进高度依赖投资者对短期业绩波动的容忍度。从传导逻辑来看,这一正向关系的成立,即企业在维持较高股利分配水平的同时仍能扩大研发投入,一个可能的解释路径是:市场中“耐心资本”的支撑作用逐步显现。这类投资者不以追逐短期价差为目标,更看重企业长期成长空间。换言之,投资端通过稳定分红获得可预期的收益回报,进而催生更多偏好长期价值的耐心资本,市场中的长期资金占比逐步提升;融资端企业所面临的短期业绩压力从而缓解,进而更有底气将资源配置到高风险、高回报、长周期的研发创新项目;而企业端研发强度提升所积累的长期增长势能,又会为投资端的未来收益形成基本面支撑,最终形成投融资两端的正向循环。

基于本文的理论推演与实证检验,发现上市公司通过股利分配向投资者分享经营成果的行为,并不会对企业长期增长潜力形成抑制效应;相反,持续

稳定的分红机制能够在投资者与融资主体之间构建起长期可置信的利益联结纽带,最终实现企业价值成长与投资者回报的双向协同与互促共赢。这一结论修正了“股利分配会挤占企业内部留存、损害长期增长动能”的传统认知,为中国资本市场构建常态化分红机制提供了经验层面的支撑。

四、促进投融资两端协调发展,持续强化资本市场的核心功能

吴清(2025)提出,需进一步深化投融资端的综合性改革,增强中国资本市场制度的包容性与适应性。伴随中国经济向高质量发展阶段的深度转型,中国金融体系的结构性改革与转型进程也在持续提速。过去十年间,中国资本市场的对外开放程度与制度包容性实现了显著提升,以MSCI新兴市场指数的纳入进程为典型表征,中国标的在该指数中的权重持续攀升,截至2022年,MSCI新兴市场指数内的中国样本占比已接近30%,充分体现了国际资本对中国优质上市企业的配置偏好。

但从长期投资回报的维度进行比较可以发现,2012—2022年区间内,MSCI新兴市场指数中国成分股的累计收益率仅为29.5%,尽管该收益水平小幅超越了MSCI新兴市场指数的整体平均收益率,但显著低于同期中国台湾地区市场与印度市场的表现。这一数据与中国资本市场长期存在的结构性失衡特征相吻合:过去一段时期内,资本市场的融资功能得到了充分彰显,大量优质实体企业通过直接融资渠道获得了国际资本的认可与资金支持,但与之相对的投资功能建设却存在明显短板,在为境内外投资者提供可预期、低波动、可持续的长期稳健回报层面,与成熟资本市场的制度能力仍存在较为显著的差距。这一结构性矛盾也构成了当前深化资本市场投融资综合改革、补齐投资端制度短板的核心现实动因。

中央金融工作会议明确提出,加快构建中国特色现代金融体系,推动金融高质量发展、建设金融强国。建设功能完备、梯度合理、层次分明的中国特色

多层次资本市场体系,旨在顺应经济结构转型与居民财富配置格局演变的深层趋势,从制度层面疏通现阶段投融资双方在期限、风险偏好及信息结构上的错配,提升资本市场的资源配置效率。本文建议从投资端与融资端两条主线协同发力,充分彰显资本市场服务实体经济与居民财富管理的双重功能,凸显中国资本市场长期性、可持续性的制度优势,着力培育“耐心资本”与“长期资本”,引导投资者在承担产业升级必要波动的同时,通过时间复利获取与全周期风险相匹配的合理回报。从融资端看,应在促进企业主体发展壮大的基础上,持续优化资本市场生态,支持更多具备长期核心竞争力的优质企业脱颖而出;从投资端看,应主动回应老龄化时代中国人口日益增长的资产与财富管理需求,在制度建设上致力于实现居民收入增长与财富长期保值增值的有机统一,以稳定预期切实增强投资者信心。

(一)完善多层次资本市场体系

以多层次资本市场体系建设为核心抓手,不断提高资本市场的包容性与适应性,为未来产业、新兴产业的成长提供资金支持,最终加快推进新质生产力的培育与高质量发展。资本市场的核心功能在于将分散的社会储蓄转化为长期资本,为处于不同发展阶段、具备不同风险收益特征的企业提供适配的差异化融资支持。当前中国资本市场已初步构建起覆盖公开市场、私募市场的多层次体系,形成了主板、创业板、科创板、北交所、新三板以及区域性股权市场协同联动的公开市场交易体系,加上天使投资、风险投资、私募股权基金、产业引导基金等私募市场的协同配合,基本搭建起覆盖企业从萌芽、初创、成长到成熟全生命周期的融资支持网络。这一多层次的市场架构,使得不同规模、不同业态、不同风险特征的市场主体都能在资本市场中找到匹配自身发展阶段的融资渠道,为实体经济的结构转型升级、新业态的孕育成长提供了沃土。

未来一段时期,多层次资本市场的高质量发展需从三个核心维度持续推进:第一,持续提升资本市场的包容性与适应性,强化对未来产业与新兴产业

的哺育能力。未来产业与新兴产业普遍处于产业生命周期的早期阶段,技术迭代不确定性高、短期盈利性较弱,高度依赖长期资本的持续投入。多层次资本市场体系的深层价值,正是通过不同层级市场的差异化功能定位,为处于不同成长阶段的科创企业提供梯度化的“开道”与“护航”:天使投资与风险投资基金为萌芽阶段的未来产业提供首笔种子资金,科创板与创业板为进入快速成长期的新兴产业提供直接上市融资通道,主板市场则为进入成熟期的行业龙头提供持续融资与产业并购整合的平台。这种层层递进、功能互补的制度设计,正是新质生产力得以孕育和发展的根本保障。第二,强化资本市场投资端建设,为多层次资本市场的长期运行提供源源不断的源头活水。长期以来,中国资本市场存在“重融资功能、轻投资权益”的结构性偏向,制度层面对上市公司融资需求的考量和安排相对完善,但对投资者的合理回报与交易体验的保障机制仍存在短板。这种结构性偏向不仅直接影响了广大投资者的真实获得感,也削弱了资本市场对长期耐心资本的吸引力。推进投资端建设,核心是要在资本市场的顶层制度设计中确立投资者权益保护为核心优先级,持续完善强制性信息披露体系、全覆盖的投资者教育机制、市场化的投资纠纷调解等基础性制度,最终营造出公平、公正、公开、透明的市场交易环境。第三,积极壮大机构化专业化投资力量,推动养老金、保险资金、企业年金等跨周期长期资金有序入市,从结构层面优化资本市场的投资者构成,进而提升整个市场的资产定价效率。长期资金的持续入市,不仅能够为资本市场注入稳定的增量流动性,更能从交易结构层面弱化市场的短期投机性波动,引导市场形成长期价值投资的主流文化,最终构建起“融资端—投资端”双向协同、互促共生的良性循环,为新质生产力的长期发展筑牢资本市场的底层支撑。

(二)夯实常态化的现金股利分配制度

持续增强上市公司现金分红的稳定性、持续性与可预期性,是为全体投资者创造制度性溢价、稳定长期市场信心的核心制度基础。稳定可持续的现金

分红机制既是上市公司回馈股东的基础性路径,也是支撑中国资本市场长期健康运行的制度基石。

第一、以系统性制度约束强化分红行为的可预期性。上市公司分红稳定性、持续性与可预期性的培育,不能仅依赖企业的自发行为,须从顶层制度层面构建兼具正向激励与反向约束的系统性规制框架。2023年中国证监会修订发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》,明确将分红比例要求纳入监管框架,延续过往实践中上市公司现金分红比例不低于当年净利润30%的导向,同时从程序优化层面鼓励上市公司实施中期分红,这标志着我国上市公司分红制度建设进入了精细化完善的新阶段。未来需在现有政策基础上进一步深化制度供给:首先,引导经营性现金流持续稳定的成熟期上市公司公开披露中长期分红规划,明确未来三年的分红比例目标、分红频次安排与动态调整规则,通过透明化的制度安排帮助投资者形成跨期稳定的收益预期;其次,强化对低分红、零分红上市公司的信息披露刚性约束,要求这类企业就当期利润留存的具体投向、对应项目的预期投资回报、预计给股东带来的长期价值增益等内容向投资者作出专项详细说明,从制度层面防范企业留存利润被低效占用、投向非主业领域或进行盲目多元化投资;最后,探索构建适配不同板块、不同行业特征的差异化分红约束机制,对上市后长期无合理理由拒不分红的公司,在再融资审核、并购重组行政许可等环节设置针对性约束条件,最终形成“鼓励合理分红、约束不当留存”的双向制度体系。通过上述系统性的制度安排,推动上市公司的战略导向从传统单一的“规模增长优先”,逐步转向兼顾企业成长与股东回报的“利益共享型”发展战略,将投资者回报纳入企业战略决策的核心考量。

第二、建立分红制度溢价向市场长期信心转换的传导机制。上市公司分红制度的持续完善,将通过确定性溢价的路径,为资本市场注入增量长期信心。本文所定义的“分红制度溢价”,是指当投资者确认自身的股东回报权益受到明确制度规则的刚性保障

时,会对同等盈利水平的上市公司资产给出更高的估值定价,或是在同等估值水平下显著延长自身的持股期限。这种制度性溢价的内生来源,是分红规则对未来收益不确定性的消解:当上市公司的分红行为具备稳定、持续、可预期的制度约束时,投资者对未来现金流收益的跨期判断将更加清晰,对企业内在价值的估值共识也将显著提升,进而降低整个市场的估值波动水平。从更宏观的维度来看,持续完善的分红制度还具备塑造资本市场文化的深远价值:一批主动践行常态化分红的上市公司群体,往往是治理结构更完善、经营现金流更稳健、长期发展确定性更强的优质企业。一个普遍践行稳定分红机制的资本市场,必然滋养着更理性的价值投资文化。当广大投资者能够通过稳定的现金分红获得可预期的真实回报,其对资本市场的信任将转化为持续参与市场配置的长期动力,而这种基于真实回报积累的市场信心,正是中国资本市场实现长期稳健运行最根本的支撑。

(三)提升债券市场包容性和覆盖面

作为直接融资体系的两大核心支柱之一,债券市场与股权市场共同构成覆盖企业全生命周期的融资服务网络。从全球成熟资本市场的发展经验来看,债券融资在全社会融资结构中始终占据举足轻重的地位。相较于股权融资,债券融资具有不稀释企业控制权、财务杠杆效应清晰、利息支出可税前抵扣等天然优势,尤其适配现金流稳定、偿债能力扎实的成熟期企业的融资需求。大力发展多层次债券市场,一方面可精准适配老龄化社会居民风险偏好下移的时代需求,另一方面也能为符合国家战略导向、攻坚关键核心技术的“确定性赛道”与“前沿领域”提供长期稳定融资支撑。

第一、从投资端看,人口深度老龄化的趋势,正在对资本市场产品供给体系提出全新要求。老龄社会居民群体的资产配置逻辑正在发生深刻转变,中老年投资者往往对本金安全、稳定现金流的偏好增强,而对高波动、高风险权益类资产的承受度降低。债券产品的固定收益属性与到期兑付机制,天然契

合稳健型投资者对“绝对收益”与“本金安全”的核心诉求——国债、地方政府债、高等级信用债等低风险品种,可为风险承受能力偏低的群体提供精准适配的投资选择;而资产证券化产品、可转债等创新品类,则可在把控风险的前提下分享产业成长红利。一个深度成熟、品类丰富的债券市场,能够充分承接老龄化社会各种类型的稳健型投资需求,为居民财富的长期保值增值提供多样化渠道。

第二、从融资端看,债券市场的扩容提质,同样能为国家产业升级与科技创新战略形成关键支撑。针对符合国家战略导向、攻坚关键核心技术的“相对确定”领域与前沿“赛道”,债券市场可实现精准滴灌式的融资服务。其中,“相对确定”指向技术路线基本成型、产业化落地路径清晰的成熟产业,前沿“赛道”则聚焦处于国际竞争前沿、亟须集中资源突破的关键核心技术领域。债券市场凭借融资规模大、期限跨度长、成本波动小的独特优势,能够为上述领域提供持续稳定的长期资金,与股权市场的风险投资形成高效互补,共同构建覆盖不同风险特征产业的完整融资支撑体系。

(四) 加快完善风险管理工具体系建设

衍生品市场是现代资本市场体系中兼具“稳定器”与“安全网”属性的基础性制度安排,其制度完备性与功能有效性,直接决定了投资端与融资端能否在风险共担、利益共享的机制框架下实现动态均衡。从资本市场运行的深层逻辑来看,衍生品市场的核心价值并非局限于交易工具层面的补充,更在于通过系统性的风险管理功能,重构投融资两端的互动范式,最终推动资源配置效率的帕累托改进。面向资本市场高质量发展的目标导向,衍生品市场的功能深化可从两大维度系统推进:

第一,强化衍生品市场的风险发现功能,为投融资双方提供统一的风险认知参照体系。衍生品交易形成的前瞻性远期价格信号,内嵌了市场参与者基于全维度信息形成的预期共识,既能够为融资主体提供锚定真实供需关系的资产估值校准机制,抑制非理性资产价格泡沫对要素资源配置的扭曲效应,

也可为投资者提供市场趋势的前置性预警指标,支撑其动态优化投资决策框架。这种双向的引导机制,有助于打通投融资方之间的信息壁垒,推动双方在统一的风险定价框架下形成理性互动,从源头减少信息不对称引致的融资错配与投资偏差。

第二,拓展衍生品市场的风险转移与套期保值功能,为长期资本入市与融资链条稳定提供制度性安全保障。通过结构化的衍生品资产组合,可实现风险的拆分、重组与跨主体配置,将风险偏好低的投资者不愿承担的风险有序转移至具备更高风险偏好与更强风险管理能力的市场参与主体,实现对资产波动的精细化管控。这对于养老基金、保险资金等追求绝对收益的长期资金尤为重要:完备的下行风险保护机制能够显著提升长期资金的权益资产配置意愿,进而为优质实体企业提供期限更长、稳定性更强的资金来源,形成投资回报与企业融资良性互促。

因此,衍生品市场本质上是健全投资与融资协调发展的风险管理枢纽。当市场中的各类风险实现可识别、可定价、可转移、可管理时,投资者的风险容忍度提升,市场信心增强,长期资金的沉淀周期随之延长;同时实体企业的融资风险溢价逐步收窄,经营现金流的稳定性得到增强,投融资两端将在风险管理过程中不断趋近动态均衡,最终推动资本市场的资源配置效率实现实质性提升。

参考文献:

- [1] Allen, F., Qian, J., Shan, C., & Zhu, L. (2024). Explaining the disconnection between China's economic growth and stock market performance. *Journal of Finance*, 79(3), 1789- 1832.
- [2] Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of finance*, 59(3), 1125- 1165.
- [3] Chintrakarn, P., Chatjuthamard, P., Jiraporn, P., & Kyaw, K. (2025). Dividend policy and the takeover market: Half a century of evidence. *Research in International Business and Finance*, 75, 102774.
- [4] Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing

- dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3- 43.
- [5] Gordon, M. J. (1962). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- [6] Gordon, M. J. (1962). The savings investment and valuation of a corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 37- 51.
- [7] Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323- 329.
- [8] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305- 360.
- [9] La Porta, R., Lopez- de- Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55 (1), 1- 33.
- [10] Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97- 113.
- [11] Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411- 433.
- [12] Ren, X., Yang, Z., Ning, C., & Zhang, R. (2025). Do non- profit minority institutional shareholders influence cash dividends? Empirical evidence from quasi- natural experiments in China. *Borsa Istanbul Review*, 25(1), 183- 194.
- [13] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737- 783.
- [14] Siegel J J. *Future for Investors* [M]. McGraw- Hill Education, 2010.
- [15] Siegel J J. *Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns & long- term investment strategies*[M]. McGraw- Hill Education, 2021.
- [16] 蔡双立、张元萍.基于资本市场多层次框架下OTC市场的构建:美国的经验及其对中国的借鉴[J].中央财经大学学报,2008(4).
- [17] 陈运森、袁薇、兰天琪.法律基础建设与资本市场高质量发展——基于新《证券法》的事件研究[J].财经研究,2020 (10).
- [18] 方鸣、谢敏.中国共产党领导下的资本市场发展:历史回溯、理论探索与实践趋向[J].上海经济研究, 2021(8).
- [19] 辜胜阻、庄芹芹、曹誉波.构建服务实体经济多层次资本市场的路径选择[J].管理世界,2016(4).
- [20] 郝颖.构建交投活跃、信心充盈的资本市场[J].人民论坛·学术前沿,2025(8).
- [21] 胡海峰.推进资本市场高质量发展的理论逻辑与政策构想[J].人民论坛·学术前沿,2024(1).
- [22] 化定奇.纳斯达克市场内部分层与上市标准演变分析及启示[J].证券市场导报,2015(2).
- [23] 李建勇、彭维瀚、刘天晖.我国多层次场内股票市场板块互动关系研究——基于种间关系的视角[J].金融研究,2016(5).
- [24] 刘克茵、王瑛、李敏波.深化改革 建设投融资并重的资本市场[J].管理世界,2013(8).
- [25] 刘劲、陈宏亚.经济增长这么多为何股市赚不到钱[N].经济观察报,2025- 04- 03.
- [26] 刘岩、丁宁.美日多层次资本市场的发展、现状及启示[J].财贸经济,2007(10).
- [27] 清华大学五道口金融学院.中国股票市场投资者回报研究报告[R].2025.
- [28] 宋葛龙.中国资本市场高质量发展的政策演进及实践路径[J].人民论坛·学术前沿,2025(8).
- [29] 田利辉.破解结构性矛盾推动资本市场高质量发展[J].中国党政干部论坛,2025(10).
- [30] 王国刚.建立多层次资本市场体系 保障经济的可持续发展[J].财贸经济,2004(4).
- [31] 吴清.发挥投融资综合改革牵引作用推动“十五五”资本市场高质量发展[J].中国信用,2025(10).
- [32] 吴晓求、方明浩、何青、谭松涛.资本市场成长的

逻辑:金融脱媒与科技进步[J].财贸经济,2023(5).
 [33]吴晓求、方明浩.中国资本市场30年:探索与变革[J].财贸经济,2021(4).
 [34]吴晓求.“十五五”时期中国资本市场改革重点与生态链重塑[J].新金融,2026(1).
 [35]卿小权、赵雪晴、赵一茗.现金分红“硬约束”政策与上市公司股利分配行为[J].财经研究,2025(9).
 [36]徐巍、梁上坤、钱宇航.资本市场出清与实体经济投资——基于上市公司强制退市的实证研究 [J].管理世界,2025(8).
 [37]徐玉德.发达经济体资本市场吹哨人制度建设的基本经验[J].财会月刊,2026(4).
 [38]杨子晖、王姝黛.资本市场开放对输入性金融风险

险的“双刃剑”效应[J].世界经济,2025(2).
 [39]余湄、边江泽.我国资本市场服务高质量发展的逻辑、实践路径与未来展望[J].行政管理改革,2024(1).
 [40]郑秉文.面向2035和2050:从负债型向资产型养老金转变的意义与路径[J].华中科技大学学报,2021(3).
 [41]郑联盛.新“国九条”与资本市场内生稳定性[J].人民论坛·学术前沿,2024(18).
 [42]周小川.资本市场的多层次特性[J].金融市场研究,2013(8).
 [43]资本市场改革课题组.创新驱动高质量发展要深化资本市场改革——兼谈科创板赋能创新发展[J].经济学动态,2019(10).

责任编辑:陆焱

Improving the Capital Market Functions That Coordinate Investment and Financing: Challenges, Mechanisms and Countermeasures

Zhang Peng

Abstract: The Fourth Plenary Session of the 20th Central Committee of the Communist Party of China proposed that during the "15th Five- Year Plan" period, efforts should be made to improve the capital market functions that coordinate investment and financing. On the basis of a review of existing literature, this paper uses domestic and international data to examine the main manifestations of the imbalance between investment and financing in China's capital market. Specifically, the scale of capital market financing has continued to expand, and the role of the capital market in empowering the real economy has become increasingly prominent; however, the return on investment in the capital market remains relatively low and highly volatile, making it difficult to provide investors with stable and considerable long- term investment returns. The paper further analyzes, from a mechanistic perspective, the significance of promoting the coordination between investment and financing for the high- quality development of the capital market. The mutual promotion, mutual reinforcement, and two- way alignment of investment and financing are essential for establishing a stable and trustworthy community of shared interests between investors and financed enterprises, thereby laying the foundation for the long- term healthy development of the capital market. Finally, based on the research findings, the paper puts forward four policy recommendations for improving the capital market functions that coordinate investment and financing during the "15th Five- Year Plan" period.

Keywords: Investment side; Financing side; Capital market