

资本市场30年“做蛋糕”： 回报投资者能力显著增强

■本报记者 包兴安

投资者是资本市场高质量发展的基石。回顾我国资本市场30年发展进程，广大投资者始终与市场共担风雨、共同成长，为资本市场发挥投融资职能做出了积极贡献。与此同时，“长大”了的资本市场回报投资者的能力也显著提升。30年来，上市公司累计分红8.36万亿元，超过累计募集资金的50%，近3年派现金额更是连续突破万亿元，2019年达到1.36万亿元，占整个上市公司净资产的35%，实施现金分红的上市公司数量较10年前提升近10个百分点。

此外，资本市场不断完善投资者的回报方式和保护制度。可以说，30年来，投资者特别是中小投资者在资本市场的获得感进一步增强。

现金分红水平逐年提升

现金分红制度是资本市场的一项基础性制度，也是回报投资者的重要方式之一。近年来，我国持续加强制度建设，多举措、多渠道积极推动上市公司进行现金分红，引导上市公司强化回报意识。

2013年以前，证监会主要通过《上市公司章程指引》《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》《上市公司证券发行管理办法》等对上市公司现金分红予以规范。2013年，证监会发布《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，进一步增强现金分红透明度、维护投资者合法权益。2015年8月31日，证监会等四部门联合下发《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，积极鼓励上市公司现金分红。

2017年以来，对于上市公司现金分红的相关要求获得更高层级支持。2020年3月1日起实施的新证券法进一步强化了投资者保护制度，依法保障股东的资产收益权。今年10月9日，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》，鼓励上市公司通过现金分红、股份回购等方式回报投资者，切实履行社会责任。

“回报投资者是上市公司应尽的责任和义务，现金分红不仅反映公司的经营业绩和规范运作水平，也是实现投资者回报的重要形式，更是增强资本市场活力和吸引力的重要途径。”北京国家会计学院教授崔志娟对《证券日报》记者表示，随着现金分红机制更加完善，上市公司分红意识逐渐提高，吸引了更多长线投资者入场投资。

从实践来看，30年来，特别是党的十八大以来，现金分红水平持续提升，回报投资者成效显著。

近日，中国上市公司协会会长宋志平在2020央视财经论坛暨上市公司峰会上表示，上市公司给了投资者较好的回报。30年来，上市公司累计分红8.36



曾梦/制图

万亿元，超过累计募集资金的50%。近3年派现金额更是连续突破万亿元，2019年达到1.36万亿元，占整个上市公司净资产的35%，实施现金分红的上市公司数量较10年前提升近10个百分点。

证监会数据显示，2017年，2754家上市公司披露现金分红事项，分红金额合计约10705.72亿元，同比增长21.88%，首次突破万亿元大关，较2013年的分红额7515.02亿元增长49.4%。2018年，2787家上市公司实施现金分红，分红总额达1.15万亿元，股息率从2014年的1.85%增至2018年的2.41%，已与标普500指数、道琼斯工业指数大体相当。

今年9月份，中国上市公司协会联合沪深证券交易所发布A股上市公司现金分红榜单。榜单显示，入选“上市公司丰厚回报榜单”的100家上市公司中，有82%的公司自上市以来连续每年分红，有70家公司近10年来连续进行分红。入选“真诚回报榜单”的100家公司中，有84%的公司自上市以来连续每年分红，有30家公司近10年来连续进行分红。有7家公司同时入选这两个榜单，分别是华能国际、双汇发展、宇通客车、永辉超市、步长制药、重庆水务、云南白药。

中南财经政法大学数字经济研究院执行院长盘和林对《证券日报》记者表示，上市公司尤其是上市国有企业分红，有利于稳定投资者预期。同时，也有利于培养投资者长期投资的习惯，让市场长期稳健，让价值投资者成为市场基石。

盘和林表示，展望“十四五”，需要继续从制度上增强上市公司回报意识，对于有能力但长期不分红的上市公司进行重点引导和监管，增强上市公司现金分红的透明度。此外，要提高国有上

市企业的分红比例，一方面充实社保，另一方面对市场起到示范作用，培育资本市场长期投资理念，对投资者形成稳定的回报预期。

鼓励回购股份用于股权激励

回购股份也是回报投资者的方式之一。2015年8月31日，证监会等四部门联合发布的《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》提出，大力支持上市公司回购股份。2018年11月9日，证监会、财政部、国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》，拓宽回购资金来源，适当简化实施程序，引导完善治理安排，鼓励各类上市公司实施股权激励或员工持股计划，强化激励约束，促进公司夯实估值基础，提升上市公司管理风险能力，提高上市公司质量。

东方财富Choice数据显示，今年以来，A股上市公司披露了831份回购股票预案，其中完成487份。从类型看，已完成实施的487份中，有387份为股权激励回购，占比79.5%。

“回购股份制度，对于维护公司价值、保障股东权益，维护市场健康稳定运行，具有积极作用。”崔志娟认为，近年来，市场长效激励机制得到健全，回购股份得到上市公司的重视，大多数上市公司回购股份的目的是用于股权激励和员工持股计划，有利于维护中小投资者利益，增强投资者信心，进一步完善公司治理结构。

巨丰投资顾问总监郭一鸣对《证券日报》记者表示，上市公司通过回购股票，既表达出管理层对公司未来发展前景的信心，也体现出对投资者负责的积极态度。同时，回购股票也有利于提振上市公司股价，对维护市场稳定具有一定的积极作用。

郭一鸣表示，优化投资者回报机制，可以考虑多方面并举：首先，不断完善和优化市场结构，培育健康成熟的市场，为上市公司回报投资者创造良好环境；其次，继续加大引进和培育机构投资者，不断形成长期投资及价值投资理念；此外，创新创造新产品，不断满足投资者的不同需求。

立体保护机制增强投资者获得感，伴随资本市场的成长，投资者数量也在不断增长，目前我国资本市场个人投资者人数已突破1.7亿。近年来，证监会坚决履行维护中小投资者合法权益的职责，在制度建设、监管执法、教育服务等方面，一系列举措落地实施，投资者保护取得重大突破，建立了涵盖适当性管理、持股权、多元化纠纷解决、先行赔付、支持诉讼及示范判决等方面的立体化保护机制，投资者获得感显著增强。

“国内保护投资者合法权益取得的成就瞩目，尤其是形成了一套与市场情况相适应的投资者保护制度体系以及组织体系，使得投资者保护工作有了较大提升。”郭一鸣表示，“十四五”期间，需要继续不断完善投资者保护机制，加大对投资者的教育和宣传工作。此外，还要进一步完善投资者救济机制，提升投资者保护的力度和广度。

盘和林表示，我国资本市场进一步走向成熟，现金分红、回购股份、投资者保护等制度持续优化，吸引了大量内外资投资者。同时，市场融资功能增强，常态化IPO为实体经济提供了大量资金，更好地支持了实体经济发展。这都是党的“十八大”以来，保护投资者权益获得的正向反馈。未来，随着资本市场在投资者诉讼赔偿制度、信披违规处罚制度等方面更上一层次，中国资本市场资源配置的有效性也将进一步提升。

多层次资本市场驶入“快车道” 为经济转型升级引入金融活水

■本报记者 吴晓璐

30年生根发芽、枝繁叶茂，我国资本市场从无到有，从小到大。目前，我国资本市场已拥有近4200家上市公司，合计市值近80万亿元，位居全球规模第二大资本市场。

30年，从沪深交易所到新三板，再到区域性股权市场，我国“金字塔”型多层次资本市场体系初步建立。主板、中小板、科创板、创业板、新三板改革渐次推进，各项制度不断完善，转板机制加快构建。

30年，资本市场股权融资从0到15.6万亿元，从服务国企改革到助力经济转型升级，多层次资本市场为实体经济引入金融活水。

在资本市场而立之年，我国多层次资本市场仍肩负重任，在构建新发展格局、服务经济高质量发展、推动科技、资本和实体经济高水平循环过程中，发挥其特殊作用。

多层次资本市场不断完善

我国资本市场的发展，从“摸着石头过河”起步，到建立多层次资本市场，曾经历多重曲折。自党的十八大以来，多层次资本市场频繁出现在中央文件、政府工作报告中，多层次资本市场体系得到快速发展和完善。

自沪深交易所成立10年后，为解决中小企业融资难以及中国产业转型升级等问题，从2000年起，深交所开始筹备创业板。当时恰逢美国新经济泡沫破灭，加之主板全流通问题未解，创业板的筹建工作一度停滞。

2004年，作为分步实施创业板的第一步，深交所中小企业板率先成立，在后期的运行中，为创业板的设立积累了宝贵经验。

2005年的股权分置改革，解决了主板全流通问题，中国资本市场发生了转折性变化，步入崭新的发展阶段。2007年，建立创业板再次提上日程；2009年10月23日，深交所举行创业板启动仪式，10月30日，首批28家公司挂牌上市。

在创业板设立3年多之后，新三板（即全国中小企业股份转让系统）于2013年1月16日揭牌运营，定位为非上市公司股份公开转让和定向发行的市场平台，为公司提供交易、定向融资、并购重组等相关服务。

自2008年天津股权交易所设立以来，我国各地的区域性股权市场（俗称四板市场）在2010年至2015年纷纷设立，目前基本形成了“一省一家”的格局。

自去年以来，资本市场开启了一场以注册制改革为龙头的全市场深改。2019年7月22日，上交所举行科创板首批上市公司上市仪式，22家企业挂牌上市。2020年7月27日，新三板精选层设立并开市交易，2020年8月24日，创业板改革并试点注册制落地，首批18家企业挂牌上市。

至此，涵盖主板、中小板、科创板、创业板、新三板以及区域性股权市场的多层次资本市场体系确立，并进一步完善。

开源证券首席经济学家赵伟对《证券日报》记者表示，90年代以来，我国资本市场从无到有、从单一到多元，发展非常迅速。经过30年的持续努力，我国多层次资本市场体系已经初步成型，底层基础设施、监管体系等均逐渐和国际市场接轨。

沪深交易所数据显示，截至12月17日，沪深交易所上市公司合计4125家，总市值77.7万亿元。其中，主板、中小板、创业板和科创板分别2047家、990家、883家和205家。《证券日报》记者据Wind资讯数据整理，自沪深交易所成立以来，A股股权融资累计已达15.6万亿元。

全国股转公司显示，截至12月18日，新三板挂牌公司8208家。另据证监会网站数据，目前在证监会备案的区域性股权市场已达34家。

中山证券首席经济学家李湛亦对《证券日报》记者表示，目前，我国多层次资本市场体系的整体层次已相对完备，形成了功能互补、各具特色、有机互联的资本市场新格局，但后续在深化各板块内

部改革，以及加强不同板块间的协调性等方面，仍有一定的提升空间。

助力构建新发展格局

自去年“深改12条”推进以来，资本市场的包容性和覆盖面已经大幅拓宽。一批发展潜力大、技术过硬的创新创业企业，通过科创板、创业板、新三板等多层次资本市场平台，获得了融资发展。

站在资本市场30周年，展望即将到来的“十四五”时期，加快构建新发展格局，促进科技、资本和实体经济的高水平循环，对资本市场提出了更高的要求。

“当前，我国经济已经进入新的发展阶段，‘十四五’时期新发展格局的构建，需要资本市场的强力配合，也对我国资本市场改革发展提出了更高的要求。”赵伟表示，多层次资本市场的建设和完善，对于推动产业转型升级、提高经济发展质量具有重要意义。

其一，大力发展多层次资本市场，有利于促进要素资源的市场化配置。资本市场具有高效的资源配置能力，能够引导资金流向实体经济中效率更高、质量更高、更为关键的领域中，从而促进产业结构的升级转型。其二，资本市场的定价机制透明、灵活，完善的多层次资本市场将为更多的科创型企业注入活力，实现其与资本市场资金、资源的有效对接，从而推动高科技行业、服务业快速发展。

李湛表示，发展多层次的资本市场体系，可以满足不同发展阶段、不同产业特点、不同规模企业企业的融资需求，有助于优化我国融资结构，增加直接融资比重，提高资本市场进行资源配置的效率，更好地服务于实体经济，有助于形成国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

此外，有市场人士认为，大力发展多层次资本市场，有助于拓展和优化股权投资机构退出途径，解决科创企业早期融资问题。

需强化差异化发展

“目前我国多层次资本市场的格局和我国经济实力、发展速度仍然不完全匹配，如服务实体经济的深度和广度仍需持续提升，直接融资和间接融资发展不均衡等。”谈及我国多层次资本市场现状，赵伟表示，未来一段时间，我们仍要继续努力，总结过去的发展经验和教训，立足于服务实体经济发展和转型升级，加快形成一个和我国经济发展水平相适应的多层次资本市场体系。

赵伟认为，未来可以在以下三个方面进一步完善多层次资本市场建设，提高直接融资比重，为经济转型升级注入活力。其一，在前期注册制试点经验的基础上，稳步、全面推行股票发行注册制，拓宽科创板、创业板、新三板以及区域性股权市场的多层次资本市场体系确立，并进一步完善。

其二，持续完善监管体系，强化信息披露，严厉打击欺诈发行、财务造假行为等。在李湛看来，进一步发展多层次资本市场，一方面，要促进各层次市场协调发展、有机互联，提升整个资本市场服务实体经济、助力企业融资的能力；另一方面，要对各层次市场进行差异化发展，突出各市场板块的特色，并加快相关制度改革落地。“进一步推动注册制改革，由科创板、创业板延伸至其他板块，促进我国资本市场不断走向国际化，不断发展成熟；建立精选层公司转板上市机制，丰富挂牌公司上市路径，打通中小微创新型企业成长路径。”

近日，证监会副主席阎庆民在2020央视财经论坛暨上市公司峰会上表示，加快探索形成资本市场更好服务经济社会高质量发展的制度、机制和体系，要加快完善多层次资本市场体系，适应不同类型、不同发展阶段企业差异化融资需求，是更好服务实体经济的关键。要科学把握各层次股权市场定位，坚持突出特色、错位发展，完善各板块制度安排。

资本市场30年股权融资规模超15.6万亿元 服务新发展格局需要“加权益”

■本报记者 吴晓璐

2020年，而立之年的资本市场，逐渐走向成熟，亦将挑起重担。党的十九届五中全会提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。

近年来，随着资本市场直接融资制度不断优化，改革持续推进，资本市场直接融资规模实现跨越式增长。

《证券日报》记者据Wind资讯数据整理，截至12月18日，自资本市场设立以来，A股IPO融资规模达3.65万亿元，再融资规模达11.97万亿元，合计15.62万亿元。其中，近10年，IPO、再融资规模为11.88万亿元，占比达76%。

市场人士认为，过去30年间，我国资本市场获得了长足发展。面临即将到来的“十四五”时期，资本市场的使命愈加清晰，即大力发展直接融资，服务实体经济，在经济转型升级过程中，发挥好枢纽功能，助力构建新发展格局。

2015年以来 再融资年度规模均超万亿元

过去30年，资本市场的直接融资规模，随着改革的推进而逐渐增加。从IPO和再融资方面来看，30年里，资本市场股权融资规模在两个关键点实

现了飞跃。

第一个分水岭是2005年的股权分置改革。《证券日报》记者据Wind资讯数据梳理，自1990年沪深交易所设立到2005年，A股IPO融资规模维持在百亿元水平。在股权分置改革解决了国有股流通问题后，我国资本市场获得突破性发展，资本市场步入繁荣发展的新阶段。

2006年，A股IPO规模达到1339.31亿元，一举突破千亿元。而从2006年至今（除2013年IPO暂停1年外），每年A股IPO融资规模，均保持在千亿元规模之上。

第二个分水岭是2014年5月份创业板再融资放开，并鼓励市场化并购重组。2015年，A股再融资年度规模一举踏入万亿元水平，并保持至今。

今年以来，随着注册制改革推进，IPO融资规模迅速增长。截至12月18日，Wind资讯数据显示，年内已有369家公司登陆A股，IPO融资规模达4504.48亿元，同比增长83.05%。其中，注册制下科创板和创业板IPO募资规模占比超过六成。

“过去30年，我国股票市场从无到有，并进入了高速发展阶段。可以看到，过去10年，A股上市公司数量增长一倍，IPO融资金额亦增长一倍。”银河证券首席经济学家刘锋对《证券日报》记者表示，目前，我国股市的总市值和债券托管规模，都位居世界第二。“世界

上没有任何一个国家的资本市场，能在这么短的时间内，就发展到这样一个规模。”

不仅直接融资规模显著增长，直接融资制度也逐步走向市场化。

“过去30年，中国资本市场直接融资取得了跨越式的发展。直接融资制度进一步规范，IPO从核准制逐渐走向市场化。”南开大学金融发展研究院院长田利辉对《证券日报》记者表示，在市场尚未建成，投资理念并未形成的阶段，监管部门侧重实质性审查，通过审批制严把入口。一批先进企业不仅在股市获得融资，而且提升了公司治理能力，实现了跨越式发展，发挥了榜样作用。

在资本市场逐步发展，市场化、法治化和国际化不断推进的阶段，我国开展以信息披露为核心的注册制，将资源配置的权力交给市场和投资者，推动价值投资理念，更好、更强地服务实体经济。

服务新发展格局 直接融资仍需“加权益”

近日，证监会主席易会满撰文表示，“十四五”时期是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年。提高直接融资比重，对于深化金融供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，实现更高质量、更有效率、更加公

平、更可持续、更为安全的发展，具有十分重要意义。同时，易会满提出提高直接融资比重的六点举措。

“从全球来看，世界级的先进企业大都是从资本市场直接融资体系中培育出来的，而不是通过银行间接融资培养出来的。”刘锋表示，与成熟资本市场相比，我国资本市场服务实体经济的功能还没有完全发挥，仍有较大提升空间，未来还将面临诸多挑战。

田利辉亦表示，当前，资本市场的股权融资占比仍然较低，需要在“十四五”期间加大直接融资市场建设，通过“加权益”来“去杠杆”，从而落实供给侧改革，助力构建新发展格局。

在田利辉看来，“十四五”时期，提升直接融资占比，资本市场最关键的着力点主要在于“建制度、不干预、零容忍”，全面推行信披为核心的注册制，让市场来主导资源配置，强监管严打违法违规行。

刘锋表示，大力发展直接融资的同时，还需要严格执行退市制度，加速资本市场优胜劣汰。使得资本市场资源配置功能得到充分发挥，才能更好的服务实体经济，服务产业转型升级。“但是，制度建设不是一蹴而就的，需要不断进行优化。随着我国资本市场基础制度的不断完善，优质企业加速上市获得融资，劣质公司及时退出，预计未来5年到10年，A股总市值有望翻倍。”