



转板制度与多层次资本市场建设

Transfer Board System and Multi-Level Capital Market Construction

沈红波 程海怡 甘丽凝

摘要：新发展阶段要求多层次资本市场施展作为，为直接融资和支持实体企业发展创造条件。转板制度可以联通各层次市场，促进板块间的有利竞合，并缓释IPO上市排队，提高上市公司质量。目前注册制和新三板改革对于资本市场的促进已初见成效，接下来还需继续完善转板制度，从制度设计、转板上市和企业退市等战略层面搭建起框架。并进一步针对不同的市场主体，分别对保荐中介、上市公司和投资者分类评级、管理和教育，从而推动我国多层次资本市场日臻完善。

关键词：转板制度 多层次资本市场 金融支持实体 高质量发展

Abstract: The economy's new stage of development requires multi-level capital market to play a role in creating conditions for direct financing and supporting the development of real enterprises. The transfer board system can connect all levels of the market and promote favorable competition among the various boards. That in turn will ease the long queues for IPO listings and improve the quality of listed companies. The current registration system and the reform of the NEEQ for the promotion of the capital market have begun to bear fruit. The next step is to continue to improve the transfer board system and build up a framework from the strategic level of system design to the transfer board listing and enterprise delisting. It is also necessary to further classify, manage and educate sponsor intermediaries, listed companies and investors to promote the further development of China's multi-level capital market.

Keywords: Transfer Board System, Multi-level Capital Market, Financial Support for Real Enterprises, HighQuality Development

沈红波，复旦大学经济学院金融学教授、博士生导师、案例中心主任；程海怡，复旦大学经济学院；甘丽凝，上海大学悉尼工商学院副教授、会计系主任。



研究意义：转板机制助推资本市场高质量发展

当前中国经济发展的主要特点是增速放缓和动力转换。随着人口红利的逐渐消退，我国经济迈进着力提高全要素生产率的高质量发展阶段。同时，鼓励创新和支持可持续发展的观念已经渗入到经济社会发展中。在突遭新冠疫情冲击之前，截至2019年，我国国内生产总值同比增速回落至6%，但经济发展的质量持续提升。我国科研创新水平不断提高，根据世界知识产权组织发布的2022年全球创新指数，我国创新能力综合排名已升至全球11位，较十年前跃升23位，其中全社会研发（R&D）经费中企业资金占比排全球第3位，显示我国企业创新主体地位不断强化。而目前经济发展的一个重大隐患在于宏观债务风险高企。根据国家资产负债表研究中心（CNBS）的数据统计，我国实体经济部门的杠杆率从2012年9月的188.7%已上升至2022年9月的273.9%，十年间上升超过85个百分点。要降低债务风险，根本上还要依靠调整金融结构，转变经济发展方式。将经济增长方式由低级要素驱动和投资驱动转向高级要素和创新驱动。这就需要发展多层次资本市场和直接融资，其重要性也在国家有关深化金融体制改革的部分被反复提及。

中国的多层次资本市场发展时间较短，还尚不完善。一方面，从企业的角度

而言，资本市场的直接融资相比银行间接融资占比较低。中国人民银行公开数据显示，2021年我国社会融资规模存量突破300万亿元，年末达314.12万亿元，其中企业债、政府债、非金融企业境内股票三项直接融资合计92.45万亿元，占比29.43%。剔除政府债后，直接融资占比仅12.54%，较前一年度不升反降。直接融资包括股权融资和债券融资，其中股权融资比例不足1/4。增量而言，2021年社融规模累计增量29.37万亿元，实体企业直接融资占比约12.22%，其中股权融资贡献超过1/3。可见直接融资尽管持续放量，但存量和增量占比空间均有待开拓。直接融资规模小、股权融资占比低的问题依然突出。

企业的融资成本虽高，但另一方面我国居民储蓄率也很高，联接企业融资需求同居民投资需求、挖掘民间资金潜力，让储蓄更多转化为投资，需要依托于高效的多层次资本市场。从投资者的角度而言，A股的投资者数量还较少。中国证券登记结算公司的数据显示，2022年中国投资者数量已迈过2亿大关，于11月底达21 142万户，其中个人投资者占绝大多数。但2.1亿个人投资者占中国庞大的14亿人口总基数比重仅15%，距美国近30%的持股比例仍有不小差距，且个人投资者的数量虽多但持有市值较低。上交所发布的统计年鉴显示，2021年0.28%的一般法人及专业机构投资者持股市值占比72.25%，个人投资者持



股市值的一半都集中在0.67%的1 000万元以上投资者手中，但高净值群体的边际消费倾向很低，对总需求的促进作用有限。上交所披露的数据还显示，2017年个人投资者交易额占比82.01%，而年化收益为负值，这表明资本市场投机氛围浓厚，财富效应尚不显著。从行为金融的角度而言，中国A股个人投资者的换手率极高、股市的波动率较大，显示出严重的羊群行为特征，这也导致短期持有股票的个人投资者难以获得投资收益。

多层次资本市场在我国发展潜力巨大。自全面推行股票发行注册制以来，上市公司数量突破了5 000家，增长势头迅猛。在起量的基础上，上市公司要进一步提质。实体经济和资本市场，是影响经济发展的两个轮子，它们相互影响、彼此促进。一方面，发挥好资本市场的“晴雨表”功能，可以反映实体经济的冷暖；另一方面，资本市场的IPO融资向优势产业和新兴产业倾斜，则可以推动经济增长和中国经济转型。我国经济要实现高质量发展，需要培育公开透明、长期稳定健康发展的多层次资本市场，让金融为实体经济提供资金支持。资本市场上涨过快容易积累风险，给新买入的投资者带来损失；资本市场上跌则会伤害企业的融资功能。建立一个稳定可持续的多层次资本市场事关中国经济发展战略的全局，最首要的是先进行体制机制改革从而为上市公司发展提

供制度保障。其一要继续逐步落实注册制，优化资源配置；其二要建立健全多层次资本市场体系，分市场、分板块、分层次搭建起差异化资本市场架构后，通过完善转板机制实现各层次市场之间的互联互通。现如今沪深京三个交易所及新三板和场外市场的错位分布格局已初步建立，当下亟须畅通转板机制，将多层次资本市场建设成为有机整体。

从制度层面发挥好转板机制功能

2013年1月，全国中小企业股份转让系统（简称“新三板”）正式揭牌运营，定位于服务民营经济、中小企业发展。为了推动场外市场的规范化管理，我国一直在实践并完善新三板市场分层管理制度，先后于2016、2020年分出创新层和精选层，建立起三层次递进结构。分层结构建设能够增加市场流动性（王健康等，2020），强化新三板市场的融资功能。2019年上交所科创板设立试点注册制，创业板注册制改革紧随其后。2021年11月，北交所开市，总体平移精选层各项制度基础，并同步试点证券发行注册制。北交所的建立使得原本松散的资本市场结构更为紧密，代表我国以三大交易所为核心的多层次资本市场体系初步建成。

注册制和新三板改革加速转板进程

注册制改革和新三板精选层设立及配套的转板《指导意见》有力助推了新三板



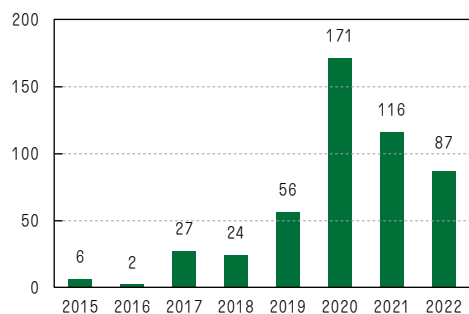
公司转板。图1显示，2019、2020年原新三板公司转至沪深交易所上市者众，数量实现同比倍增。2021年两创板块原新三板公司IPO占比达36.1%。随着企业自身不断成长，其营收体量不断攀升，融资需求也随之扩大，自然衍生出转至更高层次、更成熟资本市场的期许，以求抬升自身估值和股票流动性，提高融资效率。

北交所设立后，沪深交易所针对北交所上市公司的转板规则随之发布，三家由

精选层平移过来的北交所转板“排头兵”公司分别转至科创板、创业板，标志着“新三板-北交所-两创板块”的转板路径已畅通，转板即将进入规范化、常态化阶段。其中，首家转板公司观典防务从转至科创板的申请正式获受理到成功过会仅历时78天，远远少于2021年科创板上市公司的平均过审时间。北交所转板公司IPO排队平均时长也显著短于直接IPO，转板审核的快速高效完成得益于发挥监管合力、共享注册制和转板机制改革成果。

转板制度促资本市场发展

在新三板精选层转板制度出台前的制度环境下，新三板到A股的“转板”要经过完整的沪深两市IPO核准（主板）或审核注册（创业板、科创板）的流程。转板公司需要付出庞大的资金成本和时间成本，这些成本的支出会抵减企业盈利。监管方同样要重复消耗监管资源，是一种人、财、物力的浪费。名不副实的“转板”制度并没有改变资本市场结构松散的状况，对于资本市场互联互通起不到实际



数据来源：Choice

图1 2013年新三板正式揭牌运营后
转板上市公司数量

表1 北交所转板及2021年注册制IPO排队情况

证券简称	上市板块	同意上市时间	受理到过会时长（天）	IPO排队总时长（天）
观典防务	科创板	2022年3月31日	78	141
泰祥股份	创业板	2022年6月17日	135	219
翰博高新	创业板	2022年7月5日	121	238
北交所转板公司IPO平均排队情况			111	199
2021年注册制IPO平均排队情况			171	349

数据来源：同花顺 iFinD，上交所、深交所网站。



意义。《指导意见》规范了精选层（后来的北交所）公司转板机制，尤其简化了转板流程、缩短了限售期限。转板上市不同于直接IPO，属于交易场所的变更，不涉及股票公开发行，无需证监会核准或注册，而是交由转入交易所自由裁量；计算转板后的股份限售期，也可扣除在转出板块已经限售的时间。

转板制度有利于提升资本市场效率

新的转板制度加速了上市资源在不同板块之间的流转，一方面有利于低层次市场的培育，企业可以采取逐级渐进的融资安排，先到新三板挂牌、经由北交所上市再转至高层次市场，便于适应自身生命周期和经营状况及时补充融资，因此会争相前往新三板挂牌。优质公司转出的压力也可以倒逼低层次市场深化改革，精准服务定位，发挥好支持中小企业、创新型企业的职能，与服务于初具规模企业的较高层次资本市场错位竞争，互为补充。上市公司也更有动力专注自身经营，提升绩效，由此激发金融赋活实体经济的功用。这还将提升投资者对低层次市场中企业转板的预期，增加投资者信心，从而盘活低层次市场，提升低层次市场的股权流动性和融资力度。

另一方面，可以改善IPO拥堵现象。尽管IPO上市速度随注册制改革得到大幅提升，但中国作为世界第二大经济体，企业主体数量庞大，融资需求旺盛，上市公

司身份依然是稀缺资源，IPO拥堵现象仍会存续较长时期。转板制度能够分担场内市场IPO发行的压力，企业可以通过先在新三板挂牌，待到时机成熟再进行转板上市来获得主板或是二板市场（科创板、创业板）主体地位。并且随着转板机制的成熟，先挂牌后转板将比IPO排队花费的时间更为可控。这不仅能提升新三板市场的吸引力，也可以改善“IPO堰塞湖”现象。

转板制度需进一步健全

现行转板制度受制于资本市场体系的不完善，一是科创板、创业板、北交所三个成长性板块发展同质化（丁京京等，2020），三者服务对象的行业属性、成长阶段有交叉，致使市场自身竞合关系欠明朗，容易形成马太效应，强者更强、弱势市场逐渐式微，难以实现均衡发展。企业在面临融资需求时，也会在板块选择上显犹豫。二是转板机制仅限于两创板块、北交所和新三板之间，整个资本市场仍充斥着孔隙、结构松散，互联互通未取得明显成效。各板块格局固化、弱势板块交易萎靡、资金流动性不强，估值失实和市场信息滞后的弊病未能绝除。转板制度应承担起多层次资本市场的枢纽职能，促进多层次资本市场成为错位发展、相互贯通的有机整体，通过优化资源配置助力产业布局升级和资产结构调整，从而提高整个社会的资源配置效率。



转板与我国多层次资本市场的建设战略

我国多层次资本市场的框架已基本搭好，紧要的是逐步建立起转板机制，串联其中。借鉴吸取海外发达市场的经验教训，转板机制的建立要以多层次资本市场体系建设为基础，分步推进。首先明晰三个交易所（沪深北）和五大板块（主板、“双创”板、北交所、新三板、区域性股权市场）各自的功能定位，通过市场化、竞争性和差异性的制度设计来疏通板块间的联系。在此基础上，构建合理的升降级通道，充分利用转板机制联通协调各层级市场的有序发展。同时要警惕转板过快的风险，有香港地区创业板衰败的前车之鉴在前（张明喜，2010），我国的转板制度建立不能操之过急。转板机制的推行，也离不开市场化的退市制度，还要完善相应

的配套制度以确保转板机制的实际效果。

优化多层次资本市场结构及转板机制

转板机制的不足首先需要从资本市场体系建设层面予以消弭。科创板、创业板、北交所及新三板三地四市要进一步明晰定位，以凸显差异化和理顺板块间的关系，坚持不同板块之间错位竞争。科创板可突出高科技属性，强化硬科技企业群聚效应，形成专注服务于成长期科创企业的高声誉。创业板着眼于硬科技企业之外的新兴成长企业，体现自身包容性，为高成长、高研发、新技术、新业态等潜力企业提供支持。北交所要把握服务创新型中小企业的战略定力，发挥好承上启下的纽带作用，促进上市资源的有序流动，预防上市公司炒壳。新三板继续承担造血、输血功能，为不满足上市条件但又有直接融资需求的中小企业提供便捷平台，补足中小

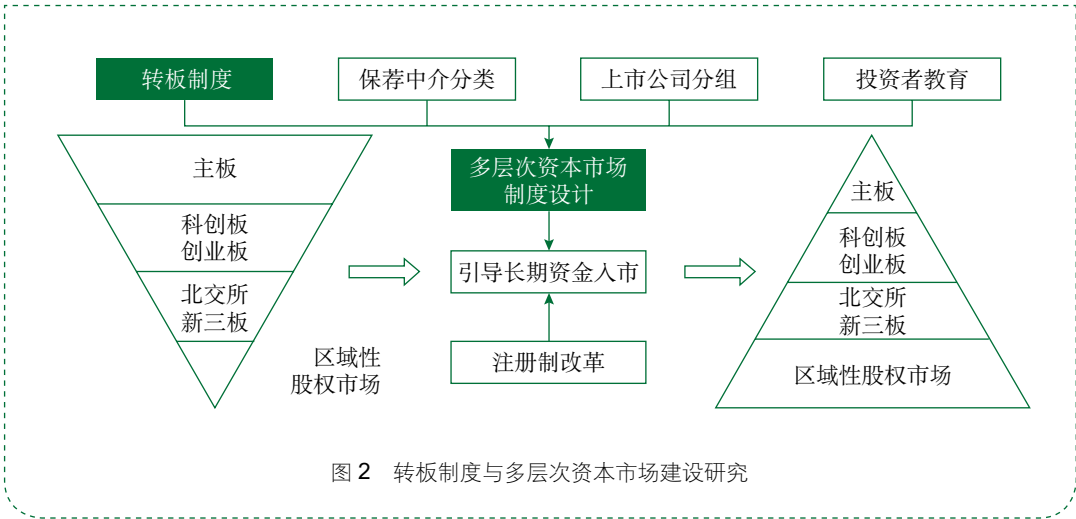


图2 转板制度与多层次资本市场建设研究



企业直接融资渠道的缺位。同时加快培育新三板、区域性股权市场等场外市场基层板块，丰富市场多元性，实现资本市场与各类企业融资需求的良性对接。

其次，需进一步改进转板制度设计。转板分为升级、平级、降级转板和内部转板四类。企业根据自身经营和融资需求状况在不同层级板块之间的流转可分别归为升、降和平级转板。内部转板是指发生在同一市场内部不同层次之间的转移行为，例如美国纳斯达克市场中，股票可在其内部全球市场、资本市场和全球精选三个层次之间进行转移。当前我国转板机制以升级转板为主，表现为上市资源从北交所流通至两创板块。我国的内部转板发生在新三板的基础层与创新层之间，有时也被归入平级转板。转板制度应确立自愿升板和强制降板的原则，并坚持有利竞争原则。在企业自身条件满足转入板块要求时，通过完善制度保障其转板效率，也鼓励转出板块通过内部分层和市场化改革为企业营造充盈的融资环境，挽留企业继续在现有市场吸引更多资金，形成平台和企业的良性互动。对于主板或二板市场中某些经营不善、不符合市场定位的企业实行强制降板，待其经营改善、重新符合板块条件后再解锁。

转板上市筑实资本市场联通基础

转板机制联接起多层次资本市场，催化各层次市场间的有益竞合，从而助推

资本市场脱虚向实，扩容对经济发展的承载能力。精选层平移至北交所后，引入转板机制形成了对于场外市场挂牌企业的激励，有利于形成企业间良性竞争的氛围，新三板创新层将成为上市公司的“蓄水池”，为场内市场输送优质资源。如此将大大提升新三板的吸引力，切实改善场外市场规模和结构，激发投资交易的活跃度，这又会进一步助力企业经营，收益反哺给投资者，形成投融资方相互的正反馈和良性循环。

从企业的角度而言，其发展到满足高层次市场的条件时转板上市或升板，对提高公司知名度、扩大投资者基础、增加股份流动性、改善股权结构和治理效率等都有相当的促进作用。当企业发展阶段和规划符合同级其他板块的定位时，平级转板有利于发挥转入板块的群聚效应，便于企业筹集资金，优化资源配置充分挖掘价值。当企业由于技术退步、经营不善等原因不符所处市场的上市条件时，降板机制也有利于企业控制上市成本、维护市场信誉、寻求转型发展。降板的常态化也可以去其易受“妖魔化”属性，引导投资者形成对资本市场层次匹配企业发展阶段的正确认识，从而弱化企业通过盈余管理或粉饰报表等财务造假手段，避免承受降级带来负面影响的动机，减轻资源配置扭曲。当然降板也具备一定的警示效应，时刻鞭策企业谋求长远发展。



从投资者角度而言，转板机制将激励企业不断地壮大自身实力、增强竞争力，整体提升资本市场组成单元的效能，从源头控制投资者的投资风险。而高层次资本市场中的上市企业若是财务表现不佳，不再符合当前市场的要求，触达降板底线时会被强制降板，这也避免了次级企业在高层次市场中积淀风险。降板而非退市能够给原先的投资者提供一定缓冲。升降板弹性为企业财务和市场表现留有张弛余地，使得企业可以更专注于长远战略。总体而言，设立转板制度有利于企业匹配自身属性，提高发展质量。一方面化解投资者持股风险，另一方面也有利于其发掘优质企业，转化价值投资的市场导向，避免过度投机。

完善市场退出路径

转板机制的推行不仅要在上市环节集中发力，还需完善配套的退市制度。我国资本市场联通在A股退市股票入新三板挂牌方面也有所体现。据Choice数据，截至2022年11月，退市A股共192只，除去被吸收合并或重组的42只及北交所转板3只，仅有147只股票被强制退市，其中132只退入新三板。退市A股总数占全部上市公司的比重不到3.8%。根据上交所设立科创板时对全球主要资本市场退市情况的研究，美国股市1980—2017年累计退市率54%，伦敦证券交易所年均退市率9.5%，纳斯达克年均退市率7.6%。对比起来我国资本市

场退市率较低，主要原因是壳资源稀缺，强制退市指标单一，中小股东权益保护制度有待完善。近40年间，纳斯达克市场存续状态明朗的上市公司数量累计13 372家，退市10 431家，退市率高达72%。2021年，纳斯达克IPO数量330家，退市265家，IPO和退市基本维持动态均衡，纳斯达克上市公司存量维持在5 500家左右。主要退市原因包括并购、财务问题、市场因素等，而A股退市原因过半都是被动强制退市，财务不达标占主导。新三板退市摘牌相对不那么寥落，流转速率很快。但这并非市场成熟的标志，而是反映出市场幼稚、挂牌缺乏含金量，为企业汇集的融资支持有限，也留不住优质企业与平台共进退。

退市机制的主要问题在于标准僵化，以财务性标准为主，未体现板块差异性。定量导向指标易诱发企业财务造假动机，部分指标要求宽泛给上市公司留下操作空间。此外退市程序过渡期长，“戴帽”公司摘星“脱帽”又反复“戴帽”的情况屡见不鲜（靳璐畅等，2022），配套措施的不完善也加剧了垃圾股炒作现象，做空机制缺位放任市场继续累计泡沫，长此以往将有损中小投资者的利益。一方面要通过强化信息披露，合理化发行定价，加强市场风险约束，进一步推进发行制度的市场化改革。另一方面不应讳及退市通道，可与上市标准相互匹配呼应，构建多维标



准体系，对上市公司定期进行综合评价。实务中将财务类标准作为主要评价指标，辅以市场化标准以及行政性和社会责任标准，逐步建立起能够发挥实效的淘汰机制。同时严格退市规范，加快建设做空机制。从监管和市场两个层面对上市公司形成威慑，遏制企业套取上市公司壳价值的动机，激浊扬清，振发资本市场的资源配置功能。

有关资本市场建设的进一步思考与建议

我国资本市场发展仍处于起步阶段，市场广度和深度有待开拓，抗风险能力有待加强。多层次资本市场建设需要继续分化、沟联各板块，从顶层设计出发完善制度保障，为实体企业搭好“台子”、厚植“沃土”。这是一项边上路边纠偏的长期工程，需要在实践中不断添砖加瓦和调整。同时要坚持市场主体地位，分类分组筛选保荐中介、上市公司和投资者资质，从市场准入、长期监管及定期核查、执业培训和知识教育等方面分别发力，丰盈资本市场的“筋骨血肉”。

按照保荐质量对保荐中介进行分类

我国新股发行引入保荐制度，保荐机构（即投行）、保荐代表人和其他从事保荐业务的机构和人员担保、推荐符合条件的公司公开挂牌和上市，并履行相应的督导职能（周晓苏等，2017）。直接融资的

蓬勃发展催生了保荐机构的繁荣兴旺。根据戴亦一等（2014）的研究，保荐中介的声誉具有信号效应，会正向影响拟上市企业的IPO过会率。周晓苏等（2017）认为，声誉机制可以激励保荐中介发挥专业性和独立性，履行监督、辅导义务，通过尽职调查及与企业的长期联系掌握企业真实状况和内部信息，从而抑制企业盈余管理行为，激发企业长期市场表现潜力。但保荐中介的资质良莠不齐，不能仅凭借限制资格准入的方式图一劳永逸，应定期对其在评价期内的保荐质量通过多维度指标进行评价，并持续反馈以策励中介机构守规履责，提升投行业务质量。

中国证券业协会（SAC）于近日发布《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》，从执业质量、内部控制和业务管理三个维度对保荐机构业务质量进行评价，设立保荐项目过审的硬性门槛，并参考内控机制创新、信息化和监管配合度、以及业务规模大小予以调整，根据分值排序按照2：6：2的比例分为A、B、C三个等级，体现出不推崇项目数量而看重质量的导向。保荐机构的市场格局愈发有从“三中一华”衍化到“一超多强”的趋势，而市场份额排名靠后的中小型券商囿于自身规模有限、声誉不高，在承揽项目时往往缺乏竞争力。自律组织《评价办法》的施行提供给尾部券商“以质取胜”的指引，鼓励保荐机构深耕精作，警惕大



包大揽频触“红线”反而带来负面影响。

由此可见,《评价办法》的推行有利于提升投行业务专业化及合规风控水平,为注册制改革提供监督保障。随着评价体系的建立,评价方法和等级须进一步细化,防止系统性行业偏误,从而妥善调节项目资源倾斜,实现末位淘汰。未来评级方法可考虑从以下方面优化:一是分行业或地区对保荐机构内设部门进行评价,同样以保荐机构自评为主,证券业协会审议复核。二是加强保荐代表人从业管理、评价和培训。高声誉保代有更强的动机维护自己的声誉,不完全依赖于保荐机构,从而有更强的独立性,秉持严谨的执业态度。自律组织可以辅助构建保代声誉,通过正向激励促进保代提升职业素养和规范职业道德。

根据上市公司历史表现及长期估值对其分类治理

中国A股市场中上市公司数量虽多,实则鱼龙混杂。对相去悬殊的上市公司采取统一的监管标准导致以往的政策法规常常失灵。2009年5月,中国证监会发布《证券公司分类监管规定》,决定以风险管理能力为基础,结合市场竞争能力和持续合规状况,评价和确定证券公司的类别,并根据证券公司的分类结果,实施不同的监管政策。由此,结束了证券公司治理结构混乱的局面,起到了良好的效果。因此,应该借鉴证券公司分类治理的

经验,对上市公司也进行分类治理。监管部门可以根据公司的历史财务表现、市场表现,ESG评级情况和研发投入,以及公司治理等综合因素,在征求各行业、市场主体意见的基础上,制定并适时调整上市公司分类的评价标准与指标。将上市公司分类监管,定期公布评价期分类结果,从而分派不同权利与义务。对于历史表现不佳、ESG评级低且研发投入不足、或公司治理水平较差的上市公司,应当通过具化相关规定增加公司治理机会成本,促使低质量上市公司专注主业经营、承担社会责任和通过创新培育长期增长曲线,同时改善公司治理结构。而对于治理较好的公司则减弱监管强度,降低上市成本,引导其聚焦主业。此外,监管部门要不断自我优化,压缩公司隐形上市成本,保障多层次资本市场建设行稳致远。

具体的上市公司监管,还需要关注以下几个方面:(1)上市公司的转板制度。让优秀的公司可以转板上市,而业绩下滑的壳公司退入到“新三板”,实现可退可进,对上市公司起到威慑作用,让企业的上市和退市由制度决定而非由寻租决定。(2)新股发行制度。目前的新股发行制度中规定上市公司发行的股份必须占到上市后股本的25%,新股的过度融资和超募现象有待未来进一步研究。(3)现金股利政策。A股上市公司存在严重的低分红现象,不利于处于不同生命周期的企



业制定相应的股利政策匹配不同偏好的投资者，丰富资本市场内涵。应该要求一定市值的稳定增长公司提高现金分红比例，降低高增长创业类公司的现金分红比例。

(4) 大股东减持是A股市场一个重要的制度真空领域。需要进一步规范大股东减持的时机和比例，抑制具有内幕信息的大股东和高管减持问题，保护中小投资者利益。(5) 上市公司的信息披露包括有财务信息和非财务信息。还包括投资者调研记录和个人投资者互动信息。上市公司的信息披露应该进行打分并列入分类治理。

继续普及投资者教育和监管

投资者的资金是多层次资本市场得以运转的源泉。多层次资本市场的发展，离不开对投资者的教育和监管，尤其需要加强对个人投资者的教育。我国资本市场的有效性离成熟市场还有不小差距，大多数个人投资者对市场的认知及知识储备有限，容易盲目跟风导致群体性非理性追涨杀跌，同时市场自身的欠成熟也阻碍其消化各类信息。当市场遭遇突发风险挤出泡沫时，承受损失的往往都是基数庞大的个人投资者，2015年的中国股灾就是一个惨痛的案例。从中吸取到的教训是个人投资者不擅运用杠杆，不能向缺乏知识和经验的个人投资者提供过高的保证金融资。我国许多证券公司受利益驱使、罔顾风险，盲目为个人投资者提供“保证金交易”便利并授信大量的融资额度，这加剧了市场

的系统性风险。加强投资者教育、宣扬价值投资理念、循序引导投资者采取匹配自身生命周期的投资策略势在必行。

投资者教育已在稳步推进中，一方面责任摊分至沪深交易所，通过视频、图文、案例等多媒体形式解说金融市场基础知识并进行风险教育。另一方面，在2013年国务院发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》这一文件指导下，证监会、教育部就加强证券期货知识普及教育开展合作的要求，监管主体证监会及其下属机构、自律组织证券业协会、市场主体证券公司和各大高校发挥合力，推动投资者教育纳入国民教育体系。总体而言，投资者教育触达的主要是年轻的大学生或刚参加工作的人群，他们起薪少、储蓄低，短期内对市场的冲击作用不大。个人投资者中最具实力的还是财富积累到一定阶段、迈入成熟期的群体。这之中除了部分专业人员以及对资本市场有探索热情的人会主动学习相关知识之外，大部分投资者对于市场理论的了解和风险意识微乎其微。在加大普及力度和下沉范围的同时，也可以结合投资者风险分级和上市公司分类管理，给低风险偏好、低资金实力的个人投资者匹配适应类别的投资标的，对投资者也实行分类管理，在高校教育发挥成效之前依赖监管发力维护市场秩序。

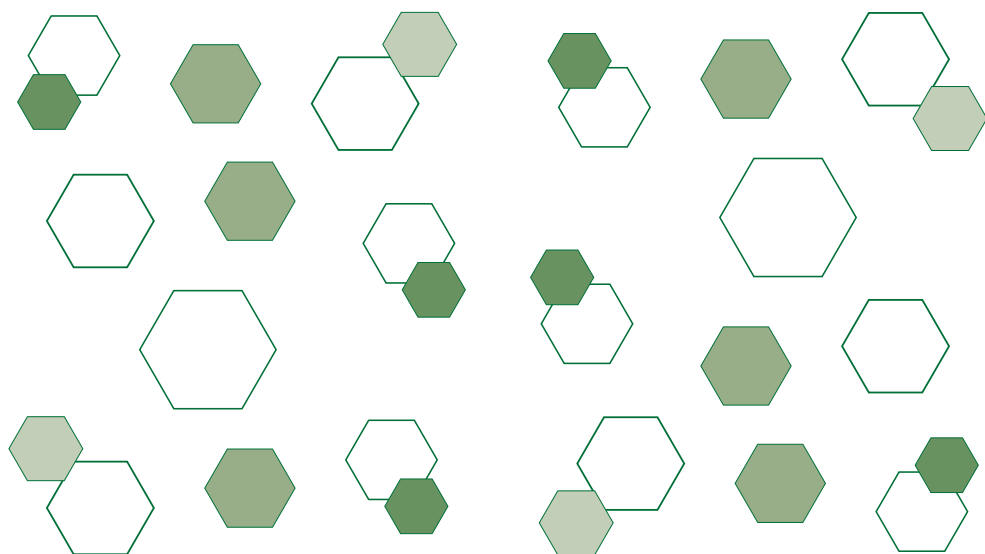
此外，机构投资者在定向增发中使



用了较高的杠杆，需要对机构投资者的杠杆限度和行为加以约束，谨防机构投资者凭借其丰厚的资金实力操纵市场。股票市场和期货市场还存在跨市场的关联，股灾中股指期货市场的成交额居然远高于现货市场，这说明期货市场投机性强，本应承担的价格发现和风险管理职能被抑制，容易引发金融动荡。中国目前对跨市场的

交易监管还很不成熟，需进一步加强监管信息交流，破除监管真空和监管交叉，并制定覆盖全行业各市场的金融风险处置应急预案。最后，在股票市场出现剧烈波动时，国家的投资者保护基金要发挥兜底作用，平抑波动从而保护投资者利益。^[N]

学术编辑：卢超群



参考文献：

- [1]戴亦一, 潘越, 陈静. 双重保荐声誉、社会诚信与IPO过会. 金融研究, 2014(06):146–161.
- [2]丁京京, 张宏妹. 科创板、创业板、新三板的制度比较与制度创新——基于英国另类投资市场的借鉴与启示. 福建金融, 2020(08):42–48.
- [3]靳璐畅, 陈子熙, 朱琳婧. 我国资本市场退市制度的潜在问题及政策建议. 金融理论与实践, 2022(04):90–98.
- [4]王健康, 廖温琪. 基于流动性视角的我国新三板分层效率研究. 财经理论与实践, 2022(01):59–66.
- [5]张明喜. 关于建立资本市场转板制度的若干思考. 上海金融, 2010(01):28–31.
- [6]周晓苏, 王磊. 保荐代表人声誉、定向增发盈余管理与股价长期市场表现. 投资研究, 2017(05):29–47.