

# 我国韧性资本市场的建设 框架与实现路径

高宇辰<sup>1</sup> 莫冬燕<sup>2</sup>

(1.东北财经大学,大连 116025;2. 东北财经大学,大连 116025)

**内容提要:**当前的资本市场运行中存在着诸多的现实问题和外部冲击,降低了其抵御风险和灾后自我修复的能力,亟需建设韧性资本市场。韧性资本市场建设的根本目标就是实现全面风险管控,建立跨时空的风险分摊机制,为整个经济体系创造出一种动态流量化的风险传递方式。本文从经济高质量发展要求、应对经济冲击的安排、满足融资发展需要、资本市场的国际化诉求四个层面全面分析了韧性资本市场建设的多维度需求,基于建设主体、建设客体、建设目标、建设层级及建设保障等维度系统性搭建了韧性资本市场的框架结构,并在此框架的引导下,结合实际深度发掘了目前中国资本市场存在的流动性低下、定价泡沫化、风险管控不全面和运行机制不健全的困境与挑战,并最终从提升资本市场流动效率性、合理化解资产定价泡沫化、完善资本市场风险管理体系等层面提出韧性资本市场建设的可操作性路径安排,对于未来资本市场的高质量运行具有重大现实意义。

**关键词:**韧性资本市场 建设框架 风险管控

**中图分类号:**F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2021)01-0106-07

## 一、引言及文献综述

党的十九大提出要“提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展”,习近平总书记也指出“要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。”“韧性”(Resilience)一词最早可以追溯到1973年加拿大系统生态学家 Buzz Holling 关于生态系统稳定性的论述之中,指物体的回弹能力。随后,

被各个领域的学者所关注,工程韧性、城市韧性和心理韧性等提法随之出现。“韧性”,一般是指物体受到外力作用时,具有不易变形和折断的性质,具有抵御和吸收外力的能力;韧性越好,则发生脆性断裂的可能性越小,抵御和吸收外力的能力就越强;同时韧性不是固定不变的,而是动态发展变化的。

目前中国资本市场正处于高速发展和转型的

[收稿日期]2020-11-20

[作者简介]高宇辰,国际商学院硕士研究生,研究方向为韧性资本市场与上市公司质量评价;莫冬燕,会计学院/中国内部控制研究中心副教授、硕士生导师,研究方向为资本市场与财务会计。

[基金项目]辽宁省社会科学规划基金“高质量发展下辽宁省韧性资本市场建设研究”(L19BJY021)、辽宁省教育厅科学研究经费项目“员工持股计划与上市公司财务决策:理论分析与实证检验”(LN2020Q15)和国家自然科学基金项目“媒体关注、内部控制有效性对会计信息质量的影响与实证研究”(71602024)。

关键时期,迫切需要有韧性、有活力的资本市场提供支撑。那么,究竟什么是韧性资本市场,学术界还未形成系统性认识。结合“韧性”本身的特有内涵,本文认为韧性资本市场即具有较好弹性的“海绵型”资本市场,在遭遇市场波动、突发公共事件及系统性风险时,能够在保持自身结构和功能不变的情况下,承受或吸收较大的外部冲击,而后能较快的自我恢复到原初状态的资本市场,甚至能在冲击过后进一步适应市场。具体而言,韧性资本市场首先应该是交易活跃的市场,有充分的流动性;其次,应该是定价合理的市场,在这一市场上证券的交易价格既不会被过度的高估,也不会被严重的低估,相关的市场信息会迅速且充分的反映在价格上,从而实现高效地资源配置目的(William, 1964);再次,韧性资本市场应该具有完善的风险分散能力,以抵御外界冲击带来的高度不确定性;最后,韧性资本市场必然具备健全的体制机制作为保障。韧性资本市场建设有着内在的必要性,厘清这种必要性关系到未来韧性资本市场建设的成功与否。

作为经济高质量发展的驱动因素之一,韧性资本市场有着特定的运行框架,如何在全方位识别出该框架的基础之上,甄别出目前中国资本市场存在的困境和挑战,进而提出具有可操作性的路径,成为韧性资本市场建设中的核心问题。由于中国资本市场起步较晚,体制机制并没有适应其内在的逻辑要求,使得资本市场发展过程中的弊端日渐显露,诸如新三板市场中流动性低下导致资本市场的活力受到挤压;资本市场的泡沫定价问题,弱化了价值规律的基本功效,加剧了资本市场的的不稳定性;再加上中国资本市场的风险管控能力相对有限,缺乏一个持续稳定的发展环境,导致资本市场在实际运行中抵御风险和灾后自我修复的能力相对较弱,不利于资本市场的良性运转。尤其是在各种社会风险频发的背景下,怎样提升资本市场的抗风险能力和灾后自我修复能力,已经成为理论界和实务界必须深思的重要话题。

现有文献针对目前资本市场存在的问题进行了剖析,陈金龙、谢建国(2010)通过实证分析得出我国资本市场可能存在过度融资行为的结论。辜胜阻、庄芹芹和曹誉波(2016)认为资本市场结构的不平衡性以及法制化和市场化的滞后,以及上市制度的非市场化等(曾珠,2018),阻碍了资本市场的健康发展。宫玉松(2017)研究发现融资融券会加大杠杆作用,股市价格很可能因此而波动更加剧烈;同时,中国资本市场非理性交易行为较多(王晓春等,2020),对其进行宏观审慎监管是非常必要的(巴曙松,2010),建立和完善资本市场系统性风险监测和危机应对机制(吴晓灵等,2015),同时还需识别和降低系统性风险(黄志凌,2019)。已有研究对现行资本市场存在的问题进行了较为热烈的讨论,这对认识韧性资本市场建设中的现实困境与挑战识别奠定了基础,也提供了参考的可靠依据;然而,对于资本市场如何系统性抵御风险并提高灾后自我修复能力,却缺乏深层次的针对性分析;且对当前资本市场如何实现韧性化建设也未有深入系统讨论。因此,本文基于这样的研究现状和特征事实,从建设韧性资本市场的多维度需求出发,在搭建建设框架的基础上,充分考量韧性资本市场建设中的难题,并据此提出相应的实现路径,对于全面激发资本市场自身的抵抗系数和自愈能力,有效解决目前资本市场问题具有重要的理论和现实意义。

## 二、韧性资本市场建设的多维度需求分析

(一) 新时代经济高质量发展需要韧性资本市场的保驾护航

自1990年成立到现在,中国已经建立起了多层次的资本市场体系。到2019年12月末,中国的经济规模已经达到全球第二的水平,但资本市场却无法与全球第二大经济体这一战略地位相匹配。2019年中国股市的总市值占GDP比率只有不到60%,且不论美国,欧洲等发达国家,甚至连印度的76%的占比都远高于中国。同时,中国资本市场流动

性低下,阻碍了资本市场的运行效率。据 Wind 统计显示,中国新三板市场的挂牌企业数量在 2015 年到 2017 年间呈现上升趋势,在 2017 年达到顶峰 11630 家后,开始逐年下跌,截止至 2019 年 7 月,挂牌企业数已降至 9845 家。另外,新三板的交易额也在 2017 年达到顶峰后开始逐年下降,其中 2017 年 2271.8 亿元、2018 年 888.01 亿元、2019 年 825.69 亿元。因此,无论是从市场表现还是从资产流动水平来看,中国的资本市场都迫切需要高质量的提升和转型。而韧性资本市场的建设将提高市场配置资源能力,能够有效促进中国资本市场的证券化并提高资本的流动性,为经济的高质量发展提供保障。

(二)经济冲击的频繁发生迫切需要建设韧性资本市场

任何一个国家的资本市场在运行的过程中都会遇到诸如经济周期中的衰退或各类突发事件带来的冲击。譬如 2008 年的全球金融危机、2020 年的新冠疫情肺炎,就对资本市场产生了重大冲击。伴随经济全球化进程的逐渐深化,各国之间的经济依赖性逐渐增强。所以,在一国面对经济冲击时,其他国家的经济也会必然受到相应的影响。但是,倘若资本市场的韧性够强,就能够独善其身而免其牵连。中国的资本市场就体现了这一点,在 2008 年金融危机爆发之后,中国经济发展受其影响相对较小。但 2020 年的新冠疫情仍然给中国韧性资本市场的建设敲响了警钟,对中国资本市场的韧性提出了更高的要求 and 更尖锐的挑战。因此,为能够抵御各种事件带来的经济冲击以及在受到冲击之后能够快速恢复经济活力,建设具有更高韧性的资本市场成为了迫切需求。

(三)韧性资本市场建设满足各类型直接融资和发展的需要

中国经济已经进入高质量发展的新阶段,资本市场也进入稳定的上升发展期,各类型企业和机构的融资需求总量不断提升。新科技行业和创新型行业等高风险企业层出不穷,对融资的要求越来越

高,对资本市场韧性的要求也越来越严苛。习近平总书记强调,要进一步深化金融供给侧改革,提升直接融资的比重,畅通多层次资本市场的联系。到 2019 年末,中国资本市场的直接融资比例还比较低,仅有 15%,与发达国家的最低线 50%相比还有很大差距。直接融资比例低会导致金融的风险集中于银行等金融机构,增加资本市场的风险。因此,建设韧性资本市场,有利于增加直接融资的比例,提高资金的使用效率,分散潜在的风险,满足各类型企业的融资需求,促进中国经济高质量发展。

(四)韧性资本市场制度建设可以推动资本市场国际化

改革开放 40 多年来,中国的对外开放水平有了较大幅度提升。但由于资本市场的起步较晚,开放程度还处在较低水平。外企在营业的空间和持股层面受到较大的限制,譬如持股比例不能超过 30%。据外管局数据显示,到 2019 年 12 月末,292 家中国合格境外机构投资者的获批额度为 1113.96 亿美元,外资持 A 股比例为 4.05%,与美国 25%相比有很大差距。中国资本市场若想进一步发展,仍需不断扩大对外开放的大门,但这势必会吸收更多的风险进入市场。同时,不但是对外资,对内也要完善韧性资本市场的制度建设,健全的体制机制对资本市场的发展具有很强的正向指引作用,能够提高市场效率,充分发挥市场配置资源的功能。因此,在这样的现实下,必须高效率地建设韧性资本市场,完善韧性资本市场的制度体系,使资本市场能够承受更大压力,并激发更多活力,进而推动资本市场的国际化,以此适应经济全球化发展的战略需求。

### 三、韧性资本市场建设的框架结构

对于韧性资本市场而言,在其建设的过程中必然有着内在的框架结构,合理识别这种框架结构对于未来韧性资本市场的高效率运行有着理论指导价值。根据韧性资本市场的内涵与基本属性,这种框架结构需要从建设主体、建设客体、建设目标、建

设层级及建设保障等方面予以考虑,方能达到建设韧性资本市场的初衷。

#### (一)韧性资本市场的建设主体

韧性资本市场建设首先要明确韧性资本市场的建设主体。广义上来讲,上市公司、投资者、监管机构和媒体都属于韧性资本市场的建设主体。其中,上市公司是资金的需求者,决定着财富创造的方向;投资者是资金的提供者,引领财富传递的方向;监管机构维护着资本市场正式的交易环境;媒体起到了外部监督的作用。狭义上来讲,上市公司和投资者也是韧性资本市场的建设主体。上市公司和投资者是交易的双方,二者产生的资本交换和资源配置是资本市场形成的根本原因。资本市场中每个参与主体的需求存在差异性,甚至出现矛盾与冲突。要想进一步解决各主体之间的矛盾,韧性理念的全面引领就变得至关重要,其目的是为了协调各主体的需求差异,达到一种总体上的需求平衡。只有实现各主体需求上的平衡,才能形成有韧性、有活力的资本市场生态。

#### (二)韧性资本市场的建设客体

金融产品作为资本市场上交易的对象,既是资本市场形成的实质载体,又是资本市场交换的媒介。金融产品的创新对提高市场活跃度有着举足轻重的作用,同时也是进一步落实中国金融供给侧改革的必要手段。进一步地,金融产品创新的目的就是为了使金融产品匹配市场需求,保持市场配置资源的高效率,包括投融资效率和风险差异分摊率。金融产品创新可以使市场产品类型呈现横向多样化,以匹配不同层次的筹资需求,这使得产品选择更加丰富,交易成本更加低廉,也增强了资本市场的投融资效率;金融产品创新还可以通过对同类金融产品按照风险类别或某一特定市场标准进行差异化分级,发展多层次资本市场,进而提高风险差异分摊率。金融产品的创新会增加资本市场的运行效率,市场功能被最大程度地发挥,资本市场韧性也会随之增强,所以在韧性资本市场建设过程中需

要重视建设客体的创新性。

#### (三)韧性资本市场的建设目标

韧性资本市场建设的根本目标就是实现全面风险管控,建立跨时空的风险分摊机制,为整个经济体系创造出一种动态流量化的风险传递方式。韧性资本市场所具有的高流动性的风险分散特征,会使风险存量降低,一定程度上可以有效避免“灰犀牛”式的风险冲击。一个健康的资本市场,必然是一个风险不断释放的市场,高流动性本身就是转移风险的方式。韧性资本市场与传统资本市场风险分散不同之处在于,韧性资本市场将原来的高波动式分散风险的方式,转变成为高流动式的风险分散方式,用来收敛资本市场过大的价格波动,既保持了资本市场的稳定性,又达到了分散风险的目的。

#### (四)韧性资本市场的建设层级

目前中国已经形成囊括主板市场、中小企业板市场、创业板市场、全国性场外市场、股权众筹市场和区域性股权交易市场等在内的多层次资本市场结构。随着中国经济结构的转型和金融“脱媒”的推进,资本市场地位越来越突出。大量的创新企业进入资本市场,需求呈现复杂化、多样化和层次化的特点。相应地,金融供给侧也应该匹配需求的变化,这就使得多层次的资本市场结构成为必然。多层次资本市场结构中差异化的内在层次,可以使不同风险偏好的投资者都能找到市场中与其风险偏好相匹配的资本供给,进而盘活整个金融市场,增加市场活跃度。市场活跃度高是韧性资本市场的特征,同时也是韧性资本市场形成的前提。换言之,交易不活跃的资本市场就不可能有韧性。因此,必须要进行资本市场结构创新,动态地发展多层次资本市场,细化结构分层,打造“金字塔”式的结构布局。

#### (五)韧性资本市场的建设保障

健全的体制机制具有协调和引导的重要功能。如果把资本市场比作一场游戏,那么它就像是这个游戏的规则,决定了整个游戏的玩法与走向。好的游戏规则能让资源更有效地配置,财富越来越多,

而不好的游戏规则,只能限制游戏的进程,影响财富的积累。从全球视野来看,发达国家对资本市场相关体制机制的建设本质上都是以市场需求为导向的多层次的结构配置、差异化的科技监管、高效的运行机制以及完善的进退市制度为基础。但由于制度与制度之间可能会出现不协调甚至有冲突的地方,韧性资本市场对体制机制的要求则更高,除了进行科学的设计之外,还要进行多重适配。如何找到一个平衡点使得体制机制完整、全面、高效地运作,是未来体制机制创新需要考虑的主要问题。另外,人工智能、区块链等技术的逐渐普及,为资本市场监管方法和监管模式的创新提供了新的技术支持,未来科技监管将成为保证韧性资本市场高效运行的必要管理工具之一。

#### 四、韧性资本市场建设面临的困境与挑战

在明确了韧性资本市场建设的多维度需求和框架结构的基础之上,韧性资本市场建设又面临着怎样的现实困境及挑战,需要进一步明确和深入分析,合理识别出其内在的阻碍因素,进而为韧性资本市场建设的实现路径提供合理化参照。

##### (一)资本市场流动性低下

目前在中国资本市场的实际运行中,存在着流动渠道受阻、流动链条断裂等诸多的现实问题,导致流动性低下,这对于韧性资本市场的建设产生了重大阻碍。之所以会出现这种问题,最为关键的原因就在于直接融资效率较低,直接融资比例偏低,不利于整个资本市场投融资效率的提升;另外,板块分层不合理也较为明显。新三板表现尤其突出,新三板的分层设计使得资金更多地流向创新层企业。基础层企业由于制度、法律和投资者心理等因素的不健全,衍生出融资困难的尴尬局面。值得注意的是,基础层企业数量占比很大,降低了整个市场板块的流动性。同时,各层次市场进退不畅通。创新层和基础层互转难度较大,企业进入退出市场的通道也并不畅通,限制了市场配置资源的能力,导致整个市场板块的流动性随之降低。如果资本市场流动性持

续降低,市场活跃度也会随之降低,资本市场便会缺乏韧性,因此,为化解这种资本市场流动性低下的难题,迫切需要加强韧性资本市场的建设。

##### (二)资本市场定价泡沫化

中国资本市场存在着定价虚高、资本市场泡沫严重的问题。资本市场定价泡沫化使得资产的价格偏离了等价交换的交换实质,具有不稳定性 and 传染性。一旦市场环境发生变化,泡沫会迅速破裂并且蔓延,甚至引发金融危机。金融产品的供给不足、市场的过度投机、机构投资者不发达、做空机制缺失和内幕交易都会导致资本市场产生泡沫。但是资本市场定价泡沫化的成因并不是单一平面的,而是多维立体的,应全面辩证地看待,进而采取更有力度和针对性的方案。泡沫的存在会使得市场在受到外部冲击时,出现较大的价格波动,增加了资本市场的的不确定性,风险变得更难控制。而韧性资本市场的运行逻辑恰好能够挤压定价泡沫,降低资本市场的系统风险,这就要求在未来的资本市场运行中必须提升市场韧性,建设韧性资本市场。

##### (三)资本市场风险管控不全面

建设韧性资本市场的根本目标就是使风险可控制、可转移以及可分散。因此,打造资本市场风险管理机制势在必行。从金融逻辑出发,资本市场具有和传统金融或银行信贷不同的风险跨期分摊的特质,依靠风险定价来实现资源配置。随着实体经济需求的多样化和金融产品的复杂化,资本市场的的不确定性也会随之增加,风险管理变得尤为重要。如果资本市场的风险不能控制在一定范围内,整个资本市场的价格机制将会失效,其承受外部冲击的能力也会随之减弱。目前,中国的风险管控体系尚不完善,未来应将注意力聚焦在韧性资本市场建设上,全面地实现风险管控,以应对日益多样化、多层次的风险冲击。

##### (四)资本市场运行机制不健全

健全的资本市场运行机制对资本市场的发展具有很强的正向指引作用,是韧性资本市场建设的重要环节之一。但现存的资本市场机制还存在着许

多问题。首先,从入市制度上看,中国一直重视入市审批而轻视后期监管,使得许多新兴创新型企业难以融资,而“入围”的企业做出违反市场秩序的行为后,又没有得到有效的惩戒,这就造成了市场环境逐渐恶化的局面。其次,从运行制度上看,中国的信息披露、信用评级等制度都还只是处于起步阶段,市场透明度不高,信息不对称所带来的信用风险较大。另外,市场监管存在着或多或少的漏洞,监管方法和监管模式都需进行适当地调整。再次,资本市场的退市制度在中国并没有得到应有的重视。据统计,美国 NASDAQ 的退市率高达 8%, 伦交所高达 9.5%, 而中国深交所和上交所的退市率却不足 1%。事实上,退市制度是解决资本市场泡沫最有效的手段之一,也是提高市场效率、充分发挥市场配置资源功能的关键。

## 五、韧性资本市场建设的实现路径

韧性资本市场建设中面临着诸多的现实困境与挑战,阻碍了资本市场抵御风险和灾后恢复的能力,这就需要在未来的建设中,在合理识别这些困境与挑战的基础之上,缜密制定出科学有效且具有可操作性的路径,真正建设一个有活力、有韧性的资本市场。

### (一)提升资本市场流动的效率性

资本市场流动性低下对韧性资本市场建设带来了阻力,这就需要在未来的建设中提升资本市场流动性的效率,而这其中最为核心的办法就是发展直接融资,提高直接融资的比例。首先,要促进新行业和新企业的发行上市,提高资本市场的包容性。尤其是对于科创板而言,目前主要上市公司大多为新科技、能源以及高端建材等行业,随着科创板逐渐常态化,可以适当提高其包容性,扩容一些其他属性的企业。同时,为上市公司提供高流动性交易场所,提高交易的流动性,规避无交易引发的融资难现象。其次,要提升上市公司的质量,支持上市公司通过并购、重组等业务做大做强。控制权转让、并

购重组通常是资本市场最活跃的部分。通过股权转让,发展并购工具、并购业务等方法,能够使资本市场更加活跃。另外,要求上市公司优化治理结构,聚焦公司主营业务,以提升公司的盈利水平。再次,要大力鼓励私募基金发展。私募基金往往是上市公司初期创业和成长阶段最重要的资金来源,是多层次资本市场的中坚力量。据统计,2018 年的私募基金规模超过同期股票融资。目前私募基金缺乏长线支持,中长期的资金来源屈指可数,应适当拓宽长期资金来源渠道,例如养老金,保险金等,或是吸引银行资金进行长期股权投资。有了中长期资金的支持,私募基金就能够制定更多投资策略,大力促进上市公司的发展,提升资本市场流动的效率。

### (二)合理化解资产定价泡沫化问题

资本市场中的资产定价泡沫化问题属于韧性资本市场建设中的重大难题,而资产定价的泡沫化又会带来诸多不良的经济社会后果。因此,这就需要在韧性资本市场的建设中采用措施有效化解资产定价泡沫化问题,进而实现提升资本市场抵御风险和灾后自我恢复能力的目标。首先,要做好信息快速、准确的传递。做好信息传递的渠道建设,保证广大投资者有获取信息的能力;制定好监管规则,保证投资者信息的真实准确,这样可以减少投资者的非理性投资,改变盲目交易行为,促进更多理性交易的诞生,有助于实现资产的合理定价。其次,要完善资本市场的产品建设,尤其是金融相关产品的建设。多层次的金融市场和金融产品能够推动解决资产定价的不合理现象,这就需要大力鼓励金融产品不断推陈出新,鼓励丰富的金融活动创新,为投资者提供更广阔的产品选择空间,促进理性价格的回归。再次,做好企业和投资者入市门槛审核。对于不符合要求和有虚假资产的企业,不予通过;对于空壳企业和僵尸企业,则进行肃清。另外,合理引导投资者进行理性投资,确保资本市场的稳定,如对于资本较少的投资者,选择相对保值的产品,对于风险偏好者,则可以选择风险较高的产品,不盲目

跟风,不听信无根据消息,进而减少资产定价泡沫化的现象发生。

### (三)完善资本市场的风险管理体系

资本市场风险管控不全面阻碍了韧性资本市场的建设速率,这就需要全方位完善资本市场的风险管理体系,建立风险流动管控机制,进而提高风险管控水平。首先,要加强风险测度和风险预警。在风险测度方面,要综合运用现有的危机联合概率模型(JPoD)、条件在险价值(CoVaR)等主流风险测度方法,对金融风险进行量化;在风险预警方面,应着力研究经济体在发生金融危机时的典型预兆,在一定程度上避免金融危机的再次发生及可能带来的不良经济社会后果。其次,应采用微观审慎与宏观审慎相结合的风险管控方式。微观审慎强调对个体金融机构的风险进行控制,需要制定有效的监管规则,发挥社会规制的有效性,增强对个体金融机构的监管力度,保证个体金融机构健康高效运行;而宏观审慎则强调对多个金融机构相互联系所产生的风险进行控制,需要从总量上和结构上进行风险调控,缩小风险波及广度。尤其是在后金融危机时代背景下,宏观审慎管理的重要性愈加明显,它在提高整体金融系统稳定度方面效果显著;如进行逆周期的资本缓冲,即在经济上行期计提一定数额的资本缓冲以应对经济下行所带来的损失,目的是要平滑经济周期的大幅波动,降低系统性金融风险的发生概率,这对于完善资本市场的风险管理体系具有重要的保障价值。

### (四)健全韧性资本市场建设的体制机制

健全的体制机制是韧性资本市场建设的重要保障,若要高效建成韧性资本市场,就必须高效率健全相关的体制机制,并充分发挥其重要的引导作用。首先,从入市角度而言,要持续加快推进注册制改革,放宽发审要求,激发市场活力,推动企业自主创新。要不断深化“放管服”改革,提升政府办事效率,缩减办事成本;全面营造良好的营商环境,吸引社会资本和国外资本注入,激发市场内在活力,增强自主创新水平。其次,从运行角度而言,要以信息

披露、科技监管和转板通道建设为主要着力点,切实增加市场透明度,降低因信息不对称而导致的增量交易成本,从根源上避免“老鼠仓”行为发生。同时,要以科技监管为核心,重新定义“监管者”的人设,利用人工智能、区块链等现代科技,提升金融服务的公益性和金融监管的效能,构建全新的事前、事中和事后监管模式。另外,要开展转板通道“清障”工作,提升整个资本市场的流动性,尤其是要加强新三板向主板、二板市场的转板通道建设。既要尽可能兼顾低成本与高效性,又要保持上市公司质量的监管,保证企业良好的成长环境。再次,从退市角度而言,要加快完善退市制度,优胜劣汰,降低资本市场定价泡沫。要充分考虑各板块的企业发展形态、产业结构等特点,因地制宜地设计更加符合投资者需求、更有利于投资者利益保护的退市制度,又要实施严谨的制度执行体系,减少人为的“暗箱操作”,对违法违规的企业实施强制退市。

### 参考文献:

- [1] 巴曙松,王璟怡,杜婧.从微观审慎到宏观审慎:危机下的银行监管启示[J].国际金融研究,2010(5):83-89.
- [2] 陈金龙,谢建国.家族企业内部资本市场存在性及效率研究[J].宏观经济研究,2010(11):52-58.
- [3] 宫玉松.中国股市泡沫的成因与对策[J].审计与经济研究,2017(5):119-127.
- [4] 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):1-9.
- [5] 黄志凌.防范化解系统性金融风险:保持金融监管对系统性风险的敏感性[J].国家治理,2019(39):42-48.
- [6] 王波.瑞幸咖啡财务造假事件对我国资本市场监管改革的路径启示[J].金融发展研究,2020(9):89-92.
- [7] 王晓春,刘军根,吴中明.中国资本市场非理性交易行为的原因探析与对策[J].当代经济,2020(9):48-52.
- [8] 吴晓灵,李剑阁,王忠民.完善制度设计提升市场信心建设长期健康稳定发展的资本市场[J].清华金融评论,2015(12):14-23.
- [9] 曾珠.多层次资本市场构建及其改革思考[J].当代经济管理,2018,(3):71-74.
- [10] William F. Sharpe.,Capital Asset Price:A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk [J]. Journal of Finance,1964,19(3):425-442.

【责任编辑 陆成林】