

深入学习贯彻党的二十届四中全会精神

中国资本市场综合改革的实现路径： 基于“六大端口”的框架分析

陈运森¹, 战奕含¹, 于耀²

(1. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081; 2. 北京交通大学 经济管理学院, 北京 100044)

[摘要]深化资本市场改革是建设金融强国的关键引擎,也是服务新质生产力发展的必然要求。立足“十五五”时期资本市场高质量发展的要求,构建围绕制度端、资产端、投资端、融资端、监管端与开放端“六大端口”的资本市场综合改革分析框架,旨在分析“十五五”时期资本市场综合改革的实现路径:制度端坚持激励与约束并重,以包容性设计服务新质生产力,以法治化建设筑牢市场底线;资产端聚焦提质增效,培育高质量上市公司群体,提升公司治理水平与并购重组质量;投资端壮大“耐心资本”,构建“长钱长投”生态并加强中小投资者保护;融资端畅通直接融资渠道,健全多层次产品体系并提升中介机构能力,不断提升服务实体经济能力;监管端创新监管方式并强化协同与科技赋能,构建多元共治体系,实现对违法违规行为的零容忍;开放端深化制度型开放,统筹利用两个市场资源,筑牢跨境风险防控屏障。研究认为,基于“六大端口”的综合改革是实现新时期中国资本市场从“规模扩张”向“提质增效”根本性转变的重要路径。通过深化金融供给侧结构性改革,构建由内及外“监管—资产、资金、融资—开放—制度”的闭环架构,不仅能有效缓解市场的结构性矛盾,提升资本市场制度的包容性、适应性,更能为培育经济发展新动能、为实现中国式现代化提供坚实的资本支撑与制度保障,最终打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的现代资本市场体系。

[关键词] 资本市场; 投融资改革; 耐心资本; 资本市场监管; 对外开放; 上市公司质量; 高质量发展

[中图分类号] F832.5 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2026)03-0001-13

一、引言

中国资本市场自成立以来,经过三十多年的改革和发展,实现了历史性突破和跨越式发展,服务经济社会发展的能力不断增强。党中央和国务院对资本市场的发展高度重视。党的十八大以来,习近平总书记明确指出,金融是国民经济的血脉,是国家核心竞争力的重要组成部分^①。2023年中央金融工作会议提出了“加快建设金融强国”的宏伟目标。2024年、2025年召开的中央经济工作会议连续两年作出“深化资本市场投融资综合改革”的部署。当前,站在迈向“十五五”的新征程上,中国社会正全面进入现代化建设的关键时期。党的二十届四中全会审议通过的“十五五”规划建议进一步强调,要提高资本市场制度的包容性、适应性,健全投资和融资相协调的资本市场功能。在党和国家系列政策和方向的指引下,我国资本市场持续高速发展,股票市场、债券市场规模跃居全球第二位,商品期货交易总额居全球前列,已由高速增长阶段转向高质量发展阶段^[1],为推进中国式现代化奠定了坚实的基础。

[收稿日期] 2026-02-23

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目(72272168);北京市社会科学基金重点项目(24DTR029);中央高校基本科研业务费专项资金资助(2025XKBHW002)

[作者简介] 陈运森(1985—),男,江西赣州人,中央财经大学会计学院教授,博士生导师,主要研究方向为资本市场监管与改革、人工智能会计应用;战奕含(2002—),女,山东日照人,中央财经大学会计学院硕博连读生,主要研究方向为资本市场监管;于耀(1995—),男,山东威海人,北京交通大学经济管理学院讲师,主要研究方向为人工智能会计应用、投资者保护,通信作者,邮箱:yaoyu@bjtu.edu.cn。

^①详见:http://paper.people.com.cn/rmrb/html/2023-11/01/nw.D110000renmrb_20231101_1-01.htm。

尽管我国资本市场体量较大,但仍面临一系列结构性矛盾与问题。从现实来看,资本市场制度侧仍存在体制机制障碍,制度供给还有较大提升空间;耐心资本相对匮乏,市场长期存在重融资、轻投资的结构偏向;融资结构存在不平衡,直接融资对实体经济的支撑作用有待增强;A股市场长期低位徘徊,部分上市公司治理不规范、发展质量不高,存在重规模扩张、轻质量提升的路径依赖;随着金融产品和服务创新不断涌现,资本市场监管面临更加复杂的挑战;同时,在复杂多变的国际形势下,资本市场开放的不确定性也明显增加。上述问题在一定程度上反映出我国资本市场既有发展模式和改革路径的阶段性局限。过去资本市场在快速扩容阶段,其核心功能是支持融资、扩大规模,形成了较强的融资导向型改革路径,改革的系统性、整体性和协同性不强;进入高质量发展阶段后,资本市场需要承担资源配置、风险定价、财富管理、创新支持和国家金融竞争力塑造等更复杂的功能,原有改革路径已难以适应新质生产

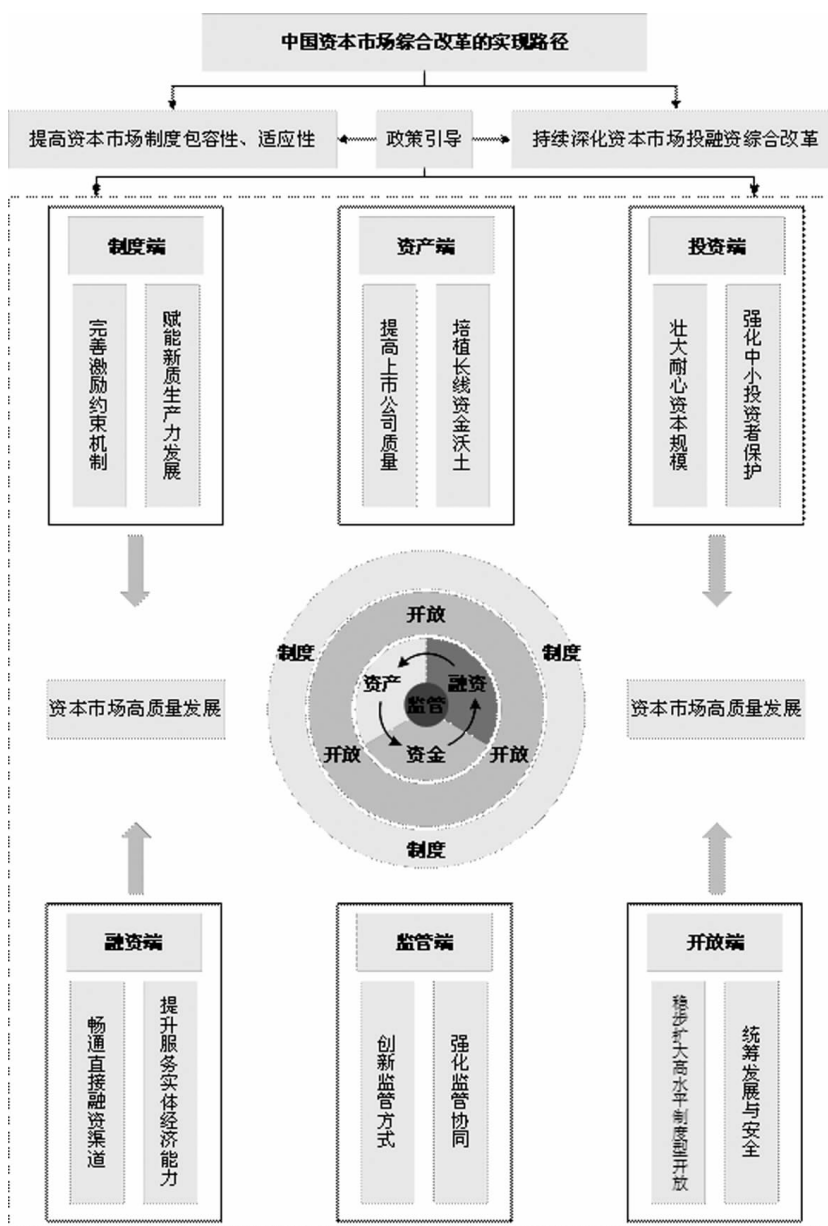


图1 全文逻辑示意图

力发展和高质量发展的现实要求,因此,唯有持续深化资本市场改革,从融资驱动型转向投融资协调、质量导向、长期资本主导、开放与安全并重的综合改革路径,才能在根源上破解上述体制机制障碍,真正实现从“规模扩张”向“提质增效”的根本性转变,为建设金融强国夯实基础。

“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期,我国发展环境面临深刻复杂变化,战略机遇和风险挑战并存、不确定因素增多。这对资本市场的功能发挥提出了新的更高要求,深化资本市场综合改革,提高资本市场制度的包容性、适应性意义重大。一方面,这是培育、壮大新质生产力,推动我国经济高质量发展和建设金融强国的必然要求^[2]。与传统依赖要素投入扩张的增长模式不同,新质生产力更加依赖科技创新和知识积累^[3-4],核心在于通过技术突破与产业升级推动全要素生产率持续提升,其发展离不开长期资本的持续支持。资本市场通过风险定价、资源配置和企业融资等机制,为创新型企业提供重要的资金支持和发展空间,是推动科技成果产业化的重要制度平台。

另一方面,这也是确保发展成果惠及广大人民的应有之义。党的二十届四中全会提出,实现人民对美好生活的向往是中国式现代化的出发点和落脚点。深化资本市场改革,必须深刻把握其政治性与人民性。当前,我国资本市场拥有超过2.5亿个人投资者,他们是市场活力的主要基础,也是金融普惠性的直接体现。资本市场是人民群众分享实体经济发展成果的重要平台,资本市场的稳定和健康发展,直接关系到亿万家庭的财产安全与获得感。因此,只有坚持以投资者为本,将保护投资者合法权益、提升投资者回报作为改革的落脚点,才能为新质生产力提供源源不断的耐心资本和稳定的市场环境。

基于上述战略定位与根本遵循,可以看出,“十五五”时期资本市场改革的重点,已由过去以市场扩容和制度完善为主的阶段,逐步转向以功能优化和结构调整为核心的综合改革阶段。在这一阶段,资本市场改革不再局限于单一制度或单一环节的调整,而需要围绕市场运行的关键环节进行系统性推进,在制度、资产、资金、融资、监管以及开放等多个方面形成协同发力的改革格局,坚持防风险、强监管,突出投融资综合协调发展,强化市场内在稳定性。因此,有必要从系统视角对资本市场改革的关键环节进行整体性分析。基于此,本文以“十五五”时期因地制宜发展新质生产力和提高资本市场制度包容性、适应性的重点任务为引领,结合党的二十届四中全会关于“健全投资和融资相协调的资本市场功能”和2025年中央经济工作会议关于“持续深化资本市场投融资综合改革”的部署,构建以制度端、资产端、投资端、融资端、监管端与开放端为核心的“六大端口”分析框架,对“十五五”时期资本市场综合改革的实现路径进行系统分析,形成由内及外“监管—资产、资金、融资—开放—制度”的四层同心圆闭环架构。当然,资本市场的综合改革并非线性演进过程,仍面临既有利益格局、短期行为惯性、监管协同成本以及外部环境不确定性等多重阻力。正因如此,研究围绕“六大端口”改革的意义,不仅在于提出若干政策举措,更在于揭示其如何共同作用于资本市场运行逻辑的深层重塑。通过“六大端口”的协同推进,更好推动“十五五”时期资本市场健康稳定发展,实现质的有效提升和量的合理增长,不断提升资本市场服务实体经济和支撑新质生产力发展的能力。

二、制度端:完善激励约束机制,赋能新质生产力发展

制度端是资本市场运行的“顶层设计”与“法治根基”,发挥着激励和约束的重要作用^[5]。制度端改革的核心目标,在于构建兼具包容性与约束力的资本市场制度体系,更好统筹高质量发展和高水平安全。其总体思路是,一方面通过提高制度包容性、适应性,为新技术、新产业和新业态发展提供更具弹性的制度空间,增强资本市场服务新质生产力的能力,解决发展的“动力问题”;另一方面通过约束机制夯实法治根基与监管闭环,为市场运行确立边界与底线,解决“安全”的保障问题。具体而言,“十五五”时期制度端改革可从增强制度激励与强化制度约束两个方面协同推进,最终打造出一个“规范、透明、开放、有活力、有韧性”的现代化资本市场生态。

(一) 激励机制:增强制度包容性,服务新质生产力

资本市场是激励创新的“孵化器”。在当下中国从“追赶型”创新转向“前沿开拓型”创新的关键时期,资本市场迫切需要构建能够支持技术突破和产业迭代、服务新质生产力的生态系统,这需要配套的制度设计来支持,即通过激励创新、包容失败,使得创新者能够在资本市场中放手去做、大胆创新,同时能获得创新的正反馈,从而使得创新能够源源不断地进行下去,最终推动经济可持续增长。其一,制度设计需要更好适应新质生产力发展。围绕科技创新,建立更具包容性与适应性的发行上市、再融资、股权激励制度,为“十五五”期间的新技术、新产业和新业态提供精准的制度支撑。以科创板注册制改革为例,自2019年设立以来,科创板在发行上市条件上的制度包容性显著提高,允许尚未盈利但具有关键核心技术、较高研发投入和成长潜力的科技企业上市融资,突破了传统盈利指标对创新企业的约束。该制度安排有效拓宽了科技企业的融资渠道,使资本市场能够更早参与科技创新过程,形成支持技术突破

和产业升级的制度平台。“十四五”时期,科创板新增上市公司379家,目前总市值约10万亿元,研发强度中位数12.6%,22家适用第五套标准上市企业中已有21家形成核心产品上市,说明其在支持“硬科技”企业上市融资和推动制度包容性落地方面已形成较强的平台效应。同时,深化要素定价机制改革,针对新质生产力智力密集的特征,可以探索建立无面值股票机制,强化人力资本在股权激励中的地位,让创新者的知识贡献获得合理的财富溢价^[6-7]。其二,畅通创新驱动的资本循环。优化发行上市与再融资制度,构建“发行上市—再融资—并购重组—退出”的全链条协同机制,形成“科技—产业—金融”的高水平循环,使资本市场真正成为激励企业家精神的动力源泉。尤其是在半导体、新能源和人工智能等战略性新兴产业领域,资本市场通过并购重组和再融资机制支持企业整合创新资源,加速了技术成果的产业化转化。

(二) 约束机制:夯实法律制度根基,筑牢市场公平底线

约束机制是防范系统性风险、维护市场公平与秩序的“刹车”。“十五五”时期,必须进一步夯实以法律法规为基石、以核心监管规则为支撑的制度基础设施,构建“法律有威慑、规则有边界、执行有底线”的市场法治屏障。

首先,要做好法律基础设施建设的顶层设计。构建起以《民法典》、《证券法》、《公司法》为核心,以《上市公司监督管理条例(公开征求意见稿)》等行政法规为支撑的“基本法+特别法+行政法规”立体化法治体系,并以《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(以下简称新“国九条”)为根本遵循。其中,《民法典》作为市场经济基本法,确立了平等、自愿、公平、诚信等民商事基本原则,为产权保护和市场交易提供基础规则。新《证券法》通过显著提高违法违规成本,并设置“信息披露”“投资者保护”专章,强化监管威慑,为改善市场环境和提升上市公司质量提供了制度保障^[8]。新《公司法》则从“准入—治理—监管—退出”全链条完善现代企业制度,重塑公司治理结构。在此基础上,通过行政法规进一步补充制度支撑。中国证监会于2025年发布并公开征求意见的《上市公司监督管理条例(公开征求意见稿)》,将监管实践经验上升为行政法规,聚焦公司治理与信息披露两大核心领域,为规范“关键少数”行为提供了更高层级的法律依据。同时,新“国九条”作为未来资本市场发展的纲领性文件,明确提出“强监管、防风险、促高质量发展”的主线,为“十五五”时期资本市场法治建设提供了总体遵循。

在上述法律框架下,还需通过注册制、信息披露、退市和投资者保护等核心制度的有效执行,构建覆盖上市公司“入口—过程—出口—保障”的全链条监管闭环。在入口端,深化以信息披露为核心的注册制改革进一步压实中介机构“看门人”责任,通过实质性问询和负面清单管理等把好市场“入口关”,确保上市资产质量。在过程端,完善信息披露制度体系,依托《上市公司信息披露管理办法》优化披露规则,强化非交易时段和行业经营信息披露,使信息披露真正成为投资者决策的有效依据。在出口端,落实“应退尽退”的常态化退市机制。2024年,中国证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》,进一步严格重大违法退市标准,并新增一年严重造假、多年连续造假等退市情形,加大对“僵尸企业”和“空壳公司”的出清力度,推动形成优胜劣汰的市场生态。在保障端,完善投资者保护与司法救济体系,坚持“退赔优先”,推动从行政处罚向民事赔偿倾斜。并通过财务造假先行赔付机制和取消民事索赔前置程

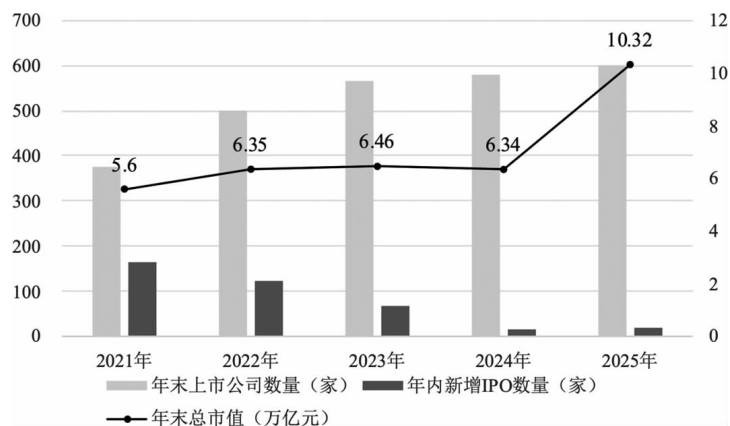


图2 科创板改革成效图

序等制度安排,切实降低投资者维权成本,以制度刚性重塑市场信心。

三、资产端:提高上市公司质量,培植长线资金沃土

上市公司作为资本市场的基石和重要主体,其质量直接决定了市场的投资价值与定价效率。资产端改革的核心目标,在于提升上市公司整体质量和可投资性,夯实资本市场长期健康发展的微观基础。其总体思路是,坚持“业绩为王、治理为本、重组提质”,通过培育高质量上市公司群体、完善公司治理机制、提高并购重组质量,推动形成“上市公司质量提升—投资价值增强—长期资金入市—融资功能优化”的良性循环,使资本市场真正成为资源优化配置和新质生产力成长的重要平台。具体而言,可从培育高质量上市公司群体、完善公司治理、提升并购重组质量三个方面推进资产端改革。

(一) 培育高质量上市公司群体

党中央、国务院高度重视上市公司质量提升。近年来,中央经济工作会议多次强调,要不断提升上市公司质量。资产端改革的深层逻辑,在于深刻把握新质生产力与传统生产力在资产收益特征上的根本差异,调整上市公司整体结构^[9],扭转上市公司“边际资产利润率”下行的趋势^[7]。因此,培育高质量上市公司群体的核心是筛选出具备“边际收益递增”潜力的新质生产力企业,推动高科技企业替代传统“边际收益递减”

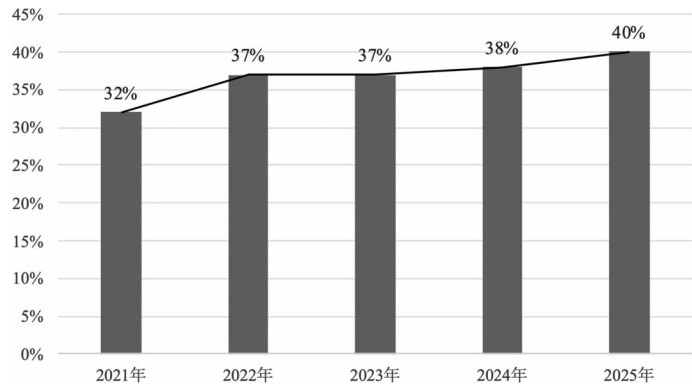


图3 近五年战略性新兴产业上市公司市值占比

的成熟期产能。当前,我国资本市场结构已发生根本性转变,以科创板为代表的资本市场制度创新,为培育高质量上市公司群体提供了重要平台。自2019年设立以来,科创板重点支持半导体、高端装备、生物医药、新能源等战略性新兴产业企业上市融资,推动大量具有核心技术和高研发投入的企业进入资本市场,显著优化了上市公司结构。以上交所披露数据为例,“十四五”时期科创板新增上市公司379家,目前总市值约10万亿元;科创板公司累计形成专利12万项,研发强度中位数达12.6%;22家上市时未盈利企业在上市后实现盈利。截至2025年,战略性新兴产业上市公司市值占比已超过4成,实体上市公司经营性现金流净额显著覆盖净利润,标志着资产端正逐步摆脱对传统要素驱动的依赖。为深化这一进程,可以进一步构建涵盖企业“全生命周期”的分层培育体系,针对新质生产力企业不同阶段需求实施精准滴灌:对于种子期企业,依托科创板第五套标准等制度突破,打破盈利束缚,打开“硬科技”上市通道;对于成长期企业,推广“产业基金+创投”模式,提供从研发到扩产的资本陪伴;对于成熟期企业,支持其通过并购重组整合产业链,实现优胜劣汰与提质增效。同时,严把上市门槛与退市标准,既要提高主板、创业板上市标准,强化新股发行询价定价配售等各环节监管,严把发行上市准入关,又要通过严格的退市标准,加大对劣质公司的出清力度,同时拓宽多元退出渠道,最终形成进退有序、优胜劣汰的市场生态。通过上述举措,从源头夯实市场长期投资价值的微观基础。

(二) 提升公司治理水平,强化中小投资者保护

提高上市公司治理水平是提高上市公司质量的基础,也是降低市场代理成本、防范道德风险的根本屏障。中国证监会在2026年召开的系统工作会议时指出,要持续提升上市公司规范运作水平,加快推动出台上市公司监管条例,全面落地新修订的上市公司治理准则,加强对控股股东、实际控制人的行为约束,完善分红回购、股权激励和员工持股等制度安排。首先,加强对“关键少数”的行为约束。针对中国资本市场长期存在的大股东侵害中小股东利益的顽疾,关键在于构建“外部监管+内部规范”的双重治理机制,进一步明确责任、落实责任,不断提高控股股东和实际控制人诚信履责的能力。其次,要强化

公司治理底线要求,坚持“零容忍”执法,通过专项治理、严厉监管、市场禁入、行政处罚等方式,以及强化“首恶+帮凶”同罚,严惩违反治理底线要求的违法违规行为,净化治理生态。2024年中国证监会查办财务造假案件128件,2025年上半年对130名造假责任人实施市场禁入,有效肃清了“害群之马”,重塑了市场信用环境。再次,不断提升公司信息披露透明度和披露质量,加强信息披露主动性,持续提升公司治理的透明度,有助于加强市场外部监督力量,形成监督合力。最后,倡导上市公司治理的最佳实践,定期评选,树立上市公司治理典范,通过标杆案例示范引领,对标对表,做到既有严格监督,又有有效激励,不断提高上市公司治理水平。

(三) 提升并购重组质量,服务产业整合升级

并购重组是资本市场优化资源配置、助力产业升级的重要工具。新“国九条”提出,要加大并购重组改革力度,多措并举活跃并购重组市场;《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(以下简称“并购六条”)鼓励上市公司加强产业整合,向新质生产力方向转型升级。因此,提升并购重组质量的重点在于推动市场从“投机套利”转向“产业逻辑”。在政策引导上,要聚焦“国家安全、国民经济命脉”等关键领域,支持上市公司围绕“补链强链”进行横向整合与纵向跃迁,形成“国企稳链、民企活链”的产业生态。在机制创新上,实施包容性定价与多样化支付工具,突破传统估值束缚,支持科创企业获取关键技术。通过高质量并购重组,推动存量资产向新质生产力方向转型升级,实现产业链的协同倍增效应。在市场生态上,政策效应显著释放,在半导体、生物医药和高端制造等领域,一批上市公司通过并购整合关键技术与产业链资源,实现技术协同与规模扩张,推动产业链向高端化升级。2024年9月“并购六条”发布以来,上市公司并购重组市场活跃度显著提升,A股市场共有数百家上市公司参与并购重组,新兴产业成为并购活动最为集中的领域之一;深市新增披露并购重组同比增长54%,重大资产重组同比增长60%;2024年全年并购完成率达93%,创近10年新高,盲目跨界与“炒壳”行为显著减少。这表明并购重组逐渐回归商业本源,成为上市公司提质增效、实现“1+1>2”的有效工具。

四、投资端:壮大耐心资本规模,强化中小投资者保护

投资端改革是连接资金与实体经济的枢纽,其核心目标在于构建与新质生产力发展相适配的长期资本供给体系,并同步提升投资者回报与保护水平。“十五五”时期,面对新一轮科技革命(特别是AI产业)的战略需求,投资端改革亟须从单纯扩大资金规模转向完善长期资本供给和优化投资生态。总体上,可从两个方面协同推进,一是围绕“募、投、管、退”全链条打通堵点,壮大耐心资本,完善“长钱长投”生态;二是坚持投资者为本,健全分红回购、减持约束和司法救济等制度安排,切实提升中小投资者的回报获得感与规则公平感。通过长期资本培育与投资者保护并举,增强资本市场内在稳定性和服务实体经济能力。

(一) 壮大耐心资本,构建长钱长投生态

壮大耐心资本是稳定市场、赋能硬科技创新的核心路径。近年来,中央多次部署推动中长期资金入市,畅通创投基金“募投管退”循环,培育耐心资本生态。2025年1月,中央金融办、中国证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》,明确提出优化商业保险资金、社保基金、养老金等中长期资金入市机制,并完善长周期考核安排。这表明,投资端改革的重点已由“倡导”逐步转向“以制度安排引导”。在具体推进路径上,要打通“募投管退”全链条堵点,推动资金由短期交易向长期配置转变。在“募”端,通过优化制度安排和考核机制,引导养老金、保险资金等长期资金持续入市。据中国证监会数据,2025年社保资金、保险资金、年金基金、公募基金、券商自营等中长期资金净买入A股约8000亿元,叠加权益类基金、央企回购等,合计新增入市规模约1万亿元。针对“长钱短考”顽疾,细化落实社保基金五年以上、保险资金三年以上的长周期考核,弱化短期排名压力。同时可以借鉴深圳经验,建立“尽职免责”容错机制,提高资本对硬科技领域高风险、长周期投资的包容度。2023年以来,监

管部门持续推进保险资金长期股票投资试点,鼓励保险机构通过专项账户开展长期股权投资,并逐步扩大试点规模,为资本市场提供了稳定的长期资金来源。在“投”端,强化投资环节的示范带动作用,发挥政府引导基金在培育耐心资本中的重要作用^[10]。如合肥市通过政府引导基金深度参与京东方、长鑫存储等重大产业项目投资,以长期股权投资方式支持企业跨越技术与资本密集阶段,不仅实现了财政资金的杠杆放大效应,也带动了产业链上下游集聚发展,形成“资本—产业—区域经济”协同演化的良性循环。这一模式为耐心资本服务战略性新兴产业提供了可复制的制度经验。在“管”与“退”端,完善管理与退出机制,提升资本循环效率。在管理环节,引导投资机构加强投后管理和产业赋能,推动机构由单纯财务投资向长期价值投资转型;在退出环节,通过发展私募股权二级市场基金、丰富并购重组支付工具等方式拓宽退出渠道,为早期投资者提供流动性接力,促进投资、退出与再投资有效衔接,最终形成“资金—资本—资产”的良性循环。

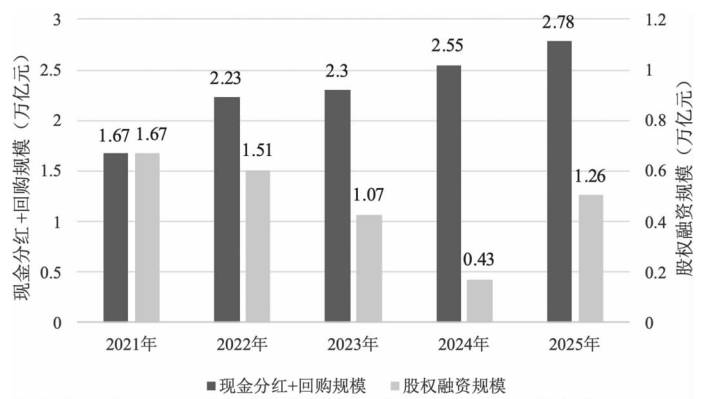
(二) 加强中小投资者保护,重塑市场信心与公平

投资者的信心源于实实在在的回报获得感与规则的公平感,改革要始终坚持投资者为本的核心理念,直面中小投资者的痛点,加强投资者保护,加快健全以投资者回报为核心的评价体系,将分红回购作为回报机制的核心,将“规范大股东减持”作为维护公平的利剑。一方面,推动分红回购常态化,切实提升投资者的获得感。鼓励有能力、有意愿的上市公司建立稳定、可预期的分红机制,持续推动一年多次分红与注销式

回购,让投资者真正分享到优质企业的成长红利,将A股重塑为可持续的“超零和交易市场”。2024年出台的新“国九条”明确提出强化上市公司投资者回报约束,推动上市公司提高现金分红比例,并鼓励实施回购注销等方式回馈投资者。近五年来,我国A股上市公司分红总额屡创新高,中国证监会披露数据显示,2025年A股上市公司现金分红2.64万亿元,再创历史新高,是同期IPO和再融资规模的两倍,标志着市场已初步具备“自我造血”功能,也体现了公司股东回报意识的强化,有利于增强长期投资者的黏性。另一方面,加强中小投资者保护,严格规范大股东减持行为,坚决维护市场“三公”原则,不断增强投资者对市场的信任和信心。2023年以来,监管部门持续完善减持监管制度,严厉规范大股东减持行为,建立穿透式监管体系,坚决封堵利用转融通、离婚分割等方式的“绕道减持”漏洞,明确将减持资格与公司破发、破净、分红指标实施“强挂钩”。同时,对财务造假保持零容忍,强化司法保护机制,通过特别代表人诉讼和先行赔付机制等大幅提高违法者成本,为中小投资者筑牢法治屏障,保护中小投资者合法权益。例如,在康美药业财务造假案中,广州市中级人民法院通过特别代表人诉讼机制,判决上市公司及相关责任主体向超过5万名投资者承担24.59亿元的民事赔偿责任。该案例标志着我国证券集体诉讼制度实现实质性落地,通过集中化维权显著降低了中小投资者的诉讼成本,并有效提升了对违法行为的惩戒力度,对完善投资者保护机制具有重要示范意义。

五、融资端:畅通直接融资渠道,提升服务实体经济能力

融资端改革是资本市场服务科技创新、产业升级和实体经济高质量发展的关键支撑,其核心目标在于提高直接融资体系的包容性、层次性和适配性。“十五五”时期,融资端改革不应仅着眼于融资规模扩张,而应以深化板块制度改革为牵引,以畅通直接融资渠道为主线,以丰富金融产品体系和提升中介



注:图中现金分红、回购与股权融资规模数据均基于沪深A股上市公司年度统计口径。

图4 近五年A股上市公司现金分红回购规模和股权融资规模

机构专业能力为支撑,逐步形成覆盖创业投资、上市融资、债券融资、风险管理和退出安排的多层次融资体系。具体而言,可从畅通直接融资渠道、健全多层次产品体系、提升中介机构能力三个方面系统推进融资端改革。

(一) 畅通直接融资渠道

近年来,我国直接融资规模持续提升。中国人民银行发布的数据显示,2025年直接融资在社会融资规模存量中的占比达到46.9%,较2020年提高7.8个百分点,资本市场在支持实体经济中的作用不断增强。为进一步提升多层次资本市场对科技创新企业的服务能力,需要围绕企业全生命周期完善直接融资体系,从创业投资、上市融资和退出机制等关键环节系统推进改革。

一方面,要壮大创业投资这一直接融资的源头,完善私募股权与创业投资的“募投退”生态。创业投资是科技企业早期资本形成的重要渠道,在培育战略性新兴产业和推动技术创新方面发挥着关键作用。近年来,我国创投市场逐步回暖,2025年新成立风险投资(VC)/私募股权投资(PE)基金4871支,募资规模达2.29万亿元,投资活动明显回升。在投资环节,应进一步强化对科技创新重点领域的资本支持,引导社会资本投向人工智能、先进制造等战略性新兴产业,并通过国家创业投资引导基金等政策工具完善早期投资结构,鼓励资金更多投向种子期和初创期企业。同时,应打破区域资本流动限制,构建更加统一开放的创业投资市场。在退出环节,应进一步畅通创投资本退出渠道,通过发展S基金、并购退出以及私募基金份额转让平台等多元化路径提升资本流动效率。近年来,我国私募股权二级市场交易规模持续扩大,S基金逐步成为创投资本退出的重要渠道,有助于推动形成“投资—培育—退出—再投资”的资本循环机制。

另一方面,纵深推进科创板和创业板改革,提高资本市场对科技创新企业的制度包容性和适配性。科创板和创业板已成为支持科技企业直接融资的重要平台,应进一步优化上市标准体系,推广科创板“第五套标准”经验,允许符合国家战略方向但尚未盈利的科技企业上市融资,增强资本市场对创新企业的承载能力。如百济神州通过科创板第五套标准实现上市融资,在尚未实现盈利的情况下获得资本市场支持,为创新药研发提供了持续资金来源。该案例表明以信息披露为核心的注册制改革有效突破了传统盈利约束,使资本市场能够更早介入高研发投入、高不确定性的创新领域,从而前移融资支持时点,强化对“硬科技”企业全生命周期的资本供给能力。同时,探索更加灵活的发行与上市制度安排,改革“发股即上市”的捆绑模式,允许企业在发行股份融资后自主选择上市时机,甚至允许为了技术保密而“主动退市”休眠研发,为研发周期长、技术不确定性高的企业提供更具弹性的融资环境,减少短期市场波动对企业长期研发投入的影响。通过完善多层次资本市场结构,推动形成覆盖企业成长全周期的融资体系,使资本市场在科技创新和产业升级过程中发挥更加重要的支撑作用。

(二) 健全多层次产品体系

丰富、多层次的金融产品体系是资本市场的“工具箱”,既能够满足不同风险偏好资金的配置需求,也能够为实体企业提供多样化融资与风险管理工具。“十五五”规划建议明确提出,要积极发展股权、债券等直接融资,稳步发展期货、衍生品和资产证券化。这为金融产品的丰富与创新指明了方向。第一,在股权类产品上,进一步丰富上市公司再融资工具,鼓励上市公司采用定向增发、优先股、可转债等方式拓展融资渠道,引导优质资本向实体企业集聚。第二,在债券类产品上,一方面,要推动债券市场能级持续提升。截至2025年8月末,我国债券市场托管余额192万亿元,稳居全球第二位,在社融结构中的支撑作用日益凸显。另一方面,要持续推动债券品种创新,大力发展科创债券、绿色债券等特色融资工具,引导社会资本投向科技创新和绿色转型等国家战略领域。2025年,科创债发行规模接近1.87万亿元;绿色债券累计发行规模约5.24万亿元,2025年当年发行规模首次突破万亿元,占全球发行总额约20%,位居全球首位,有力支撑了科技企业融资和绿色转型。同时,利用当前融资成本下行的窗口期,提高企业通过债券市场融资的可得性和稳定性。第三,在期货和衍生品上,稳步增加金融衍生品供

给,完善风险管理工具体系,为投资者提供更丰富的风险管理和资产配置工具,同时要树牢底线思维,杜绝盲目扩张和过度创新,稳慎有序发展期货和衍生品市场。第四,在资产证券化方面,通过结构化设计盘活存量资产,提升资本市场资源配置效率。例如,以保障性租赁住房 and 产业园区等为底层资产的公募不动产投资信托基金(REITs)项目,通过将存量不动产转化为可交易金融产品,实现了“资产证券化—资本回收—再投资”的良性循环,不仅有效盘活了沉淀资产,也为基础设施和民生领域提供了可持续融资渠道。这表明,REITs已从单一融资工具转变为连接存量资产与增量投资的关键枢纽。同时,可积极探索知识产权证券化模式,在广东等地试点经验基础上,推动科技企业以专利权、著作权等无形资产为基础发行资产支持证券,为轻资产科技企业提供新的融资渠道,缓解其“无抵押、融资难”的问题。

(三) 提升中介机构能力

强大的金融中介体系是建设金融强国的重要基础。融资端改革的关键在于推动证券公司、会计师事务所和律师事务所等中介机构由单纯的“通道型”服务向“价值发现型”服务转型,更好发挥资本市场资源配置与风险筛选功能。首先,要加强中介机构高标准、专业化服务能力建设,加快培育具有国际竞争力的一流投资银行。近年来,监管部门明确提出,通过完善行业监管和治理体系,推动形成头部机构引领、差异化发展的行业格局,并逐步培育2—3家具备国际竞争力的投资银行。一方面,支持头部机构通过并购重组做优做强,提升全球资源配置与定价话语权;另一方面,引导中小机构摒弃同质化价格战,深耕细分领域与特色客群,走“小而美”的差异化发展之路,逐步构建起多层次、差异化的行业生态。其次,要强化中介机构“看门人”责任。在全面实行股票发行注册制的背景下,中介机构承担着资本市场“入口把关”的重要职责,应在发行上市全过程中强化尽职调查、风险识别和信息披露质量管理,从源头上提高上市公司质量,防止企业“带病闯关”。从实践看,部分财务造假案件暴露出中介机构在尽职调查与信息披露把关中的失职问题,反映出“看门人”机制仍存在激励约束不足。强化中介机构责任,是保障直接融资体系有效运行的重要制度基础。最后,推动中介机构加快财富管理转型,强化投融资两端的联结功能。随着居民财富管理需求不断增长,证券公司和基金机构需要由传统交易通道向“买方投顾”模式转型,通过产品设计、资产配置与风险管理服务,更好承接社保基金、养老金等中长期资金。通过强化对长期资金的服务能力,既能够提升资本市场长期资金供给,也能够促进优质企业融资与居民财富保值增值之间形成良性循环,从而增强资本市场服务实体经济的能力。

六、监管端:创新监管方式,强化监管协同

监管端改革要坚持政治性与人民性,统筹发展与安全^[11],其改革的核心目标在于构建与现代资本市场相适配的高效能监管体系,在防范系统性风险的同时切实维护市场公开、公平、公正。“十五五”时期,面对市场运行机制日趋复杂、金融风险传导链条不断延长的新形势,监管端改革需要更加突出系统性、协同性和科技性。总体上,应围绕三个方面协同推进:一是创新监管方式,推动监管从事后处置转向事前预警、事中穿透和全过程治理;二是强化多元监管协同,推动公共实施、私人实施与半公共—半私人实施机制联动发力;三是加强科技赋能与零容忍执法,提高对复杂违法违规行为的识别能力、穿透能力和惩治能力。通过监管方式创新、机制联动与科技支撑并举,夯实资本市场安全稳健运行的制度基础。

(一) 创新监管方式

创新监管方式,要改变过去单一行政指令式的监管模式,通过标准化、透明化和技术化的手段,提高监管的精准度与公信力,推动监管模式从“被动处置”向“主动治理”转型。一方面,持续推进部门联合的“双随机、一公开”监管机制,根据行业风险状况动态调整抽查比例,对高风险领域提高监管频次,对信用记录良好的企业减少重复检查,以监管程序的随机性提升违法成本,同时保障执法过程公开透明。另一方面,强化交易所的一线监管功能,压实交易所作为资本市场前哨站的责任。通过审核问询制度强化信息披露约束,对上市申请企业开展实质性问询^[12],推动企业充分揭示经营风险和财务信息,同时压

实中介机构“看门人”责任,从源头上提升上市公司质量。

(二) 强化监管协同

针对监管职能分散、信息孤岛等问题,应在横向与纵向两个维度推动监管协同,形成多层次、多主体协同治理格局。在横向协同上,大力推动公共实施机制、私人实施机制以及半公共一半私人实施机制之间的互补联动,构建多元治理体系。第一,强化公共实施机制内部协同。推动证券交易所内部监管联动,打破上市审核与日常监管之间的信息壁垒,建立审核问询与持续监管之间的联动机制,将上市审核阶段发现的问题纳入上市后重点监管范围。同时,加强交易所与证监会稽查执法部门的协同,对重大违法线索建立快速移交与快速处置机制,提升行政执法效率。第二,要推动公共实施机制与私人实施机制的协同^[13]。传统以证监会和证券交易所为主体的公共监管虽然具有较强的行政威慑力,但往往受限于监管资源有限与执法力度不足,面对海量市场主体时难以充分发挥治理作用。通过完善以中小股东诉讼为典型的证券集体诉讼和投资者维权机制^[14],可以发挥中小投资者的监督力量,以市场化方式有力补充公共实施机制的监管盲区,形成社会化治理力量。第三,推动半公共一半私人实施机制的协同。充分发挥中证中小投资者服务中心等机构的桥梁作用^[15],通过持股行权、特别代表人诉讼等方式推动公司治理改进,并与行政处罚形成联动,构建起“行政监管+民事赔偿”的综合惩戒体系。在纵向协同上,强化中央与地方的监管合力。落实“十五五”规划关于“强化央地监管协同”的要求,在中央金融办统筹下,厘清证监会与地方金融监管局的职责边界。建立常态化的风险信息共享与处置机制,特别是在打击非法证券活动、化解区域性金融风险等方面,形成“中央统筹、地方落实”的监管“一盘棋”。

(三) 强化科技监管与零容忍执法

面对高频交易、程序化交易及隐蔽化财务造假等新型风险,监管体系需要以科技赋能为基础,同时保持从严执法的高压态势,将监管嵌入风险演变的全过程。对于事前监管,应通过大数据与人工智能技术构建风险预警体系,实现风险“早识别”。通过整合税务、社保、海关等多源数据,对上市公司财务信息进行交叉验证,及时发现异常指标;同时利用自然语言处理技术分析网络舆情和投资者投诉信息,对潜在风险进行前瞻性识别。对于事中事后监管,应实施穿透式监管与“零容忍”执法。在瑞幸咖啡财务造假事件中,监管机构通过跨市场监管协同与数据核查机制,对复杂财务造假行为实现了快速识别与有效处置,并对相关责任主体实施严厉追责。这表明在信息化与全球化背景下,监管体系通过科技赋能与跨境协同可以有效提升对隐蔽性违法行为的识别能力与执法效率,从而显著增强对市场违规行为的威慑作用。针对程序化交易、量化私募等新型市场主体,实施“看穿式”监管。利用科技手段穿透层层嵌套的账户体系,精准锁定违规交易背后的实际控制人,严厉打击利用算法掩盖的操纵市场行为。同时,对欺诈发行、财务造假等严重违法行为保持高压执法态势,通过顶格处罚和全链条追责,压实“关键少数”与中介机构责任,中国证监会披露的2025年法治政府建设情况显示,全年共查办证券期货违法案件701件,罚没款154.74亿余元,向公安机关移送涉嫌犯罪案件线索172件。上述数据表明,资本市场严监管、行刑衔接和综合惩防机制正在持续强化。在此基础上,进一步推动“首恶(实控人)+帮凶(中介、配合方)”同查同罚,有助于打破财务造假和利益输送的灰色生态,切实维护市场的公开、公平、公正。

七、开放端:稳步扩大高水平制度型开放,统筹发展与安全

开放是中国式现代化的鲜明标识,也是高质量资本市场的重要特征。开放端改革的核心目标在于推动资本市场开放由以资金流动为主的“要素型开放”逐步转向以规则、规制、管理和标准为核心的“制度型开放”,在更高水平上统筹国内国际两个市场、两种资源^[16],促进“引进来”与“走出去”双向赋能,实现开放发展与风险防控动态平衡。“十五五”时期,资本市场开放既要服务国内国际双循环新发展格局,也要有效防范跨境资金波动和风险外溢带来的冲击。具体而言,可通过开放能级提升与风险防控体

系完善并重,推动形成更具韧性的高水平制度型开放格局。

(一) 统筹利用国内外两个市场,稳步构建双循环新格局

要抓住全球流动性再平衡的历史窗口期,通过高水平制度型开放,提升中国资本市场在全球资源配置中的枢纽地位^[17]。一方面,持续提升“引进来”的制度能级。近年来,我国不断优化境外投资者参与资本市场的制度安排,包括完善合格境外机构投资者(QFII/RQFII)制度、拓宽外资投资范围,并持续深化沪深港通等互联互通机制,提高外资参与中国资本市场的便利度。同时,推动商品期货、期权以及ETF期权等金融产品逐步向境外投资者开放,以满足全球投资者多元化资产配置需求。还应进一步巩固香港作为国际金融中心的桥梁作用,通过深化沪深港通、债券通、互换通等跨境交易机制,提升内地与国际市场之间的联通效率,吸引更多长期资本参与中国资本市场。此外,自由贸易试验区在投资、贸易与金融监管等领域持续推进制度创新,通过对接国际规则、优化营商环境,为制度型开放提供了重要试验平台与可复制经验。另一方面,提升“走出去”的全球配置能力。通过推动QDII额度扩容以及QDLP、QFLP等试点制度优化,拓展境内资金参与全球资产配置的渠道。同时,完善境外上市备案制度,为科技创新企业开展国际融资提供更透明、可预期的制度环境,推动形成“资本出海—技术回流—产业升级”的良性循环,让资本要素真正成为实体经济参与国际竞争的助推器。

(二) 树牢风险底线思维,统筹开放与安全平衡

金融安全是开放的前提,必须坚持统筹对外开放与国家安全^[18],构建与高水平开放相适应的现代化跨境监管与风险防范体系。首先,强化跨境资金流动的穿透式监测。依托大数据与人工智能技术,建立健全跨境资本流动监测机制,对跨境证券投资、高频交易以及衍生品交易等重点领域实施动态监测,及时识别异常资金流动,防范外部风险输入。其次,加强跨境监管执法合作。推动审计监管协作与信息共享,加强与境外监管机构在打击跨境财务造假、内幕交易和市场操纵等方面的协同执法,维护资本市场公开、公平、公正的运行秩序。最后,提升金融体系抵御外部冲击的能力。稳步推进人民币国际化与自主可控跨境支付体系(CIPS)建设,提升金融体系的抗外部冲击能力^[19],目前跨境银行间支付系统(CIPS)已覆盖180多个国家和地区,在全球贸易与投资结算中的作用不断增强。同时,完善对外资机构的审慎监管,确保在“放得开”的同时“看得清、管得住”,牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

八、未来研究机会

本文基于制度端、资产端、投资端、融资端、监管端与开放端“六大端口”的分析框架,系统阐述了“十五五”时期中国资本市场综合改革的逻辑与实现路径。然而,资本市场改革本质上是一个多目标权衡、多主体博弈的动态演进过程。随着新一轮科技革命深入推进和全球经济金融格局深刻调整,不同端口之下仍存在若干尚未充分解决的核心难题。

首先,在资产端与融资端,未来研究可重点聚焦新质生产力背景下中国特色估值体系的构建与检验。当前主流估值框架仍主要依赖净利润、账面价值等传统财务指标,对数据资产、算法模型、高研发投入和高无形资产企业的价值刻画能力相对有限,尤其难以准确反映尚处亏损期但具有核心技术壁垒企业的长期成长潜力。未来可探索构建适应新质生产力特征的多因子估值框架,将研发投入、数据资产潜在价值、技术壁垒、平台网络效应及ESG表现等纳入综合考量,并结合中国资本市场制度环境检验其定价有效性。

其次,在投资端,未来研究可重点围绕耐心资本培育机制的微观传导与政策效应评估展开。本文提出通过长周期考核、容错机制优化以及“募投管退”全链条打通来壮大耐心资本,但从宏观政策设计到微观主体行为变化之间仍存在较长的传导链条和较强的不确定性。未来研究可进一步考察长周期考核是否真正改变投资经理行为,机构投资者是否存在策略性应对,以及容错机制是否足以缓解长期投资中的问责压力,并据此为耐心资本生态建设提供更具针对性的制度参数。

再次,在监管端,未来研究可重点关注金融科技深水区的监管博弈与算法治理问题。随着生成式人工智能、高频量化交易和自动化舆情操纵等技术手段加快迭代,监管与市场之间的技术博弈不断深化,传统监管科技体系面临新的滞后性挑战。未来研究应聚焦于算法监管、智能监测、监管沙箱以及“以算力治算力”的实现路径,探讨针对高频交易算法的备案审查机制、针对 AI 生成内容的识别与约束机制,以及适应 Web3.0、去中心化金融等新场景的监管框架。

最后,在开放端,未来研究可重点聚焦高水平开放下的跨境资本流动与系统性风险防范。在全球地缘政治博弈加剧、主要经济体货币政策分化以及全球避险情绪频繁波动的背景下,跨境资本流动的不稳定性可能明显增强,传统宏观审慎管理框架面临新的约束。未来研究可围绕短期投机性资金与长期产业资本的识别、跨境资金冲击下国内资产价格稳定机制,以及人民币国际化背景下离岸与在岸市场联动风险等问题展开,进一步探索“宏观审慎+微观监管”相结合的跨境证券投资治理框架。

除上述研究议题外,为增强“十五五”时期资本市场综合改革的可观测性与可评估性,还有必要围绕“六大端口”构建一套动态化的改革成效评价体系。制度端可重点考察信息披露违规率、重大违法退市执行情况以及投资者保护落实效率;资产端可关注上市公司研发强度、现金分红水平、并购重组成功率及战略性新兴产业上市公司占比;投资端可考察中长期资金入市规模、机构投资者持股占比、分红回购规模和投资者回报水平;融资端可衡量直接融资比重、科技创新企业融资占比和多层次市场融资覆盖度;监管端可关注重大案件查办时效、跨部门协同执法水平与科技监管覆盖率;开放端则可从外资持有规模、互联互通活跃度、跨境资本流动稳定性和风险防控成效等方面加以评估。进一步地,可将上述指标统一归入“规范、透明、开放、有活力、有韧性”五类总体目标之下,形成“目标—端口—指标”的三级评估框架,并通过年度监测、阶段评估与动态校准相结合的方式,推动资本市场综合改革由原则性部署进一步走向可量化、可检验、可优化的实施闭环。

总体来看,“十五五”时期中国资本市场综合改革的关键,不在于对制度、资产、投资、融资、监管与开放六个端口分别推进“单点修补”,而在于强化各端口之间的联动协同,形成具有内在一致性的改革闭环。应以制度端为牵引,打通“制度包容—资产提质—融资优化—长期资本进入”的传导链条;以监管端为枢纽,构建覆盖发行上市、持续交易、市场退出与跨境流动的全链条风险防控体系;以投资者回报机制为抓手,统筹推进上市公司质量提升、分红回购常态化、减持行为约束和中小投资者保护,推动形成投融资相协调的市场生态;以高水平制度型开放为导向,在稳步拓展跨境投融资渠道的同时,健全宏观审慎管理与微观监管协同机制,增强资本市场抵御外部冲击的韧性。由此,资本市场综合改革才能真正从分领域推进走向系统性重塑,从政策部署走向实施闭环,并为“十五五”时期培育经济发展新动能、提升资本市场服务实体经济的枢纽功能、推进中国式现代化提供坚实的制度保障与资本支撑。

参考文献:

- [1] 吴清. 奋力开创资本市场高质量发展新局面[J]. 求是, 2025(3): 27-32.
- [2] 王国刚, 罗煜. 加快建设金融强国的理论逻辑、实践重心和政策指引——兼论建构中国金融学自主知识体系[J]. 经济理论与经济管理, 2025(4): 26-37.
- [3] 盖凯程, 韩文龙. 以科技创新与产业创新深度融合培育和发展新质生产力[J]. 经济研究, 2025(10): 23-38.
- [4] 刘伟. 科学认识与切实发展新质生产力[J]. 经济研究, 2024(3): 4-11.
- [5] 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): 3-7.
- [6] 任保平. 生产力现代化转型形成新质生产力的逻辑[J]. 经济研究, 2024(3): 12-19.
- [7] 王国刚, 罗煜, 孙增. 建立增强资本市场内在稳定性长效机制研究——以 A 股市场为例[J]. 中共中央党校(国家行政学院)学报, 2025(3): 85-99.
- [8] 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): 79-92.
- [9] 梁妍妍. 中国人民大学国家金融研究院院长吴晓求: 资本市场应做好资产端、投资端、制度端三重改革[N]. 上海证券报, 2026-

01-12(002).

- [10] 杨靖, 田宗涛, 陈志斌. 耐心资本如何“以点带面”——基于政府引导基金的研究[J/OL]. 财经研究: 1-16 [2026-02-02]. DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.20250321.101.
- [11] 董志勇. 坚持统筹发展和安全, 推动中国经济行稳致远[J]. 经济研究, 2025(10): 5-22.
- [12] 陈运森, 邓祎璐, 李哲. 证券交易所一线监管的有效性研究: 基于财务报告问询函的证据[J]. 管理世界, 2019(3): 169-185.
- [13] 陈运森, 高毅达, 于耀, 等. 公共实施机制与私人实施机制的监管联动——基于信号博弈和大语言模型的证据[J]. 经济研究, 2025(7): 142-161.
- [14] 陈运森, 于耀, 赵瑞瑞. 中小股东诉讼的治理效应研究——基于大股东利益侵占的证据[J]. 管理世界, 2024(12): 200-226.
- [15] 陈运森, 袁薇, 李哲. 监管型小股东行权的有效性研究: 基于投服中心的经验证据[J]. 管理世界, 2021(6): 142-158.
- [16] 沈坤荣, 王灿. “十五五”时期推动经济实现质的有效提升和量的合理增长[J]. 经济理论与经济管理, 2025(11): 13-26.
- [17] 郑新业, 张友国, 赵志秀, 等. 推动高质量发展, 为基本实现社会主义现代化奠定坚实基础——学习贯彻党的二十届四中全会精神笔谈[J]. 经济学动态, 2025(11): 5-22.
- [18] 赵瑾. 中国对外开放的历史经验[J]. 财贸经济, 2025(11): 18-33.
- [19] 何青, 刘旭磊, 张子婧, 等. “十五五”时期加快建设金融强国促进人民币跨境交易[J]. 经济理论与经济管理, 2025(8): 15-32.

[责任编辑: 苗竹青]

The Implementation Path of Comprehensive Reform in China's Capital Market: A Framework Analysis Based on the “Six Major Dimensions”

CHEN Yunsen¹, ZHAN Yihan¹, YU Yao²

(1. School of Accounting, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

2. School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

Abstract: Deepening capital market reform is a key engine for building a strong financial nation and an inevitable requirement for serving the development of new quality productive forces. Based on the requirements for high-quality development of the capital market during the 15th Five-Year Plan period, a comprehensive reform analysis framework is constructed, focusing on six major dimensions: the institutional end, asset end, investment end, financing end, regulatory end, and openness end. This framework aims to analyze the implementation pathways for comprehensive capital market reform during the 15th Five-Year Plan period. Institutional end: emphasize both incentives and constraints, adopt inclusive design to serve new-quality productive forces, and strengthen market bottom-line protection through rule-of-law construction. Asset end: focus on quality improvement and efficiency enhancement, cultivate a group of high-quality listed companies, and elevate corporate governance standards and the quality of mergers and acquisitions. Investment end: expand “patient capital”, build an ecosystem for “long-term capital and long-term investment”, and strengthen the protection of small and medium-sized investors. Financing end: smooth direct financing channels, improve the multi-tiered product system, and enhance the capabilities of intermediaries to continuously improve services for the real economy. Regulatory end: innovate regulatory approaches, strengthen coordination and technological empowerment, and establish a diversified governance system to achieve zero tolerance for illegal and non-compliant activities. Openness end: deepen institutional openness, coordinate the utilization of resources from both domestic and international markets, and fortify cross-border risk prevention barriers. The study concludes that comprehensive reform based on these six dimensions is a critical pathway for achieving a fundamental transformation in China's capital market from “scale expansion” to “quality improvement and efficiency enhancement”. By deepening structural reform on the financial supply side and constructing a closed-loop architecture from internal to external——“regulation-assets, capital, and financing-openness-institution”——this approach can effectively alleviate market structural imbalances, enhance the inclusiveness and adaptability of capital market systems, and provide robust capital support and institutional safeguards for cultivating new drivers of economic growth and realizing Chinese modernization. Ultimately, it aims to establish a modern capital market system that is standardized, transparent, open, dynamic, and resilient.

Key Words: capital market; investment and financing reform; patient capital; capital market regulation; opening-up; quality of listed companies; high-quality development