

■加强制度集成 健全资本市场治理效能(二)

深化制度集成 构建协同治理新生态

□ 杨成长 龚 芳 陆铭俊

“十五五”规划纲要明确提出“健全投资和融资相协调的资本市场功能”“增强资本市场制度包容性、适应性”。这既为资本市场未来五年发展锚定核心方向，也对制度体系的系统性、协同性和治理效能提出更高要求。近年来，我国加速完善资本市场基础制度体系，股票发行注册制全面落地，法治、行政与自律管理体系日渐成形。然而，在制度文件数量不断增加的同时，制度间接配套问题也日渐凸显，直接影响制度执行落地效果，部分领域在一定程度上出现了“制度钝化”现象。

“十五五”时期，证券市场要着力打通制度层级、制度配套、制度执行、制度主体之间的衔接堵点。推动法律法规、行政规章与自律规则有效贯通；促进行发、上市、交易与退市制度相互配套；实现规则制定、执行与评估反馈闭环管理；引导行政监管、自律管理与市场经营主体协同发力。通过强化制度的内在联动和系统集成，全面提升证券市场治理效能。

一、强化制度层级衔接，加大法律、规章与规则的协同

随着股票发行注册制改革全面落地，我国资本市场制度供给显著加速，但在法律、规章与自律规则的层级之间，仍存在边界模糊与衔接不畅的“堵点”。因此，须通过明确不同层级制度的适用边界、强化立法协调机制，以及加快衍生品等重点领域的立法供给，构建一个“法律定原则、规章定程序、自律定细节”的协同体系，为市场提供稳定、清晰的制度预期。

（一）制度建设的现状与挑战

制度体系和制度供给是证券市场治理的基础。经过30余年发展，我国已逐步构建起以证券法、公司法、期货及衍生品法、证券投资基金法为核心，行政法规与部门规章为支撑，自律规则为补充的多层次制度框架，为资本市场提供了坚实的制度保障。

近年来，资本市场基础制度建设持续提速，制度体系的系统性与协同性显著增强。2023年，股票发行注册制改革全面落地，监管层集中发布165项配套规则，对发行上市制度进行系统重塑；2024年，新“国九条”出台后，围绕强监管、防风险、推动资本市场高质量发展，配套推出50余项制度安排，资本市场“1+N”制度体系日渐完善。为贯彻落实新公司法，2025年证券监管部门对88件相关规章及规范性文件进行集中修改、废止，各交易所和行业协会也同步优化自律规则，有效减少了规则交叉与冲突。随着证券市场创新步伐不断加快，新业态、新模式加速涌现，现有制度层级在适应性与完善性上正面临一系列新挑战。

在制度供给方面，部分关键领域仍相对滞后。以衍生品及场外业务为例，尽管已有专门立法，但在具体交易模式认定、风险隔离等操作层面，仍主要依赖监管规则的细化补充，上位法的明确指引相对不足。上市公司监管也面临类似问题。现行制度较多依托证券法的原则性授权，在信息披露“重大性”界定、特殊治理结构追责路径等具体场景中，法律层面尚缺乏清晰规定，配套政策有待完善。

在不同层级制度协同方面，上位法与具体规章制度之间的适用边界仍不够清晰。部分法律法规条文表述较为原则化，许多具体问题由行政层面自由裁量，容易导致不同地区、不同主体在执法标准和监管尺度上产生差异，影响市场规则的统一性与公平性。

（二）明确层级定位，构建“法律—规章—自律”协同体系

为更好发挥法律、规章与规则之间的制度集成改革效应，要加快构建不同层级制度之间的衔接机制，完善三位一体的制度层级体系。

一是进一步明确法律法规、部门规章与自律规则的范围和适用边界。其中，法律法规作为证券市场运行的根本规范，主要解决基本制度安排、权利义务界定和法律责任设定等原则性与基础性问题，必须保持相对稳定与高度权威。部门规章则在法律授权框架内，对市场准入、业务规则、监管程序和风险防控等作出更具操作性的细化安排，在制度体系中发挥着承上启下的作用。自律规则立足市场实践，依托交易所、行业协会等自律组织，对市场行为、业务流程和职业操守提出更具灵活性和针对性的规范要求。三者的功能定位、效力层级和调整对象上各有侧重，唯有边界清晰、分工合理，才能有效避免规则冲突、多头监管或监管空白。为此，要加快建立证券市场立法协调机制，统筹各层级规范制定，明确适用条件与衔接机制，减少执行中的模糊地带。

二是加强法律法规、部门规章与自律规则之间的衔接和协同机制。一方面，要完善制度协同机制，确保部门规章和自律规则严格以法律为依

□ 近年来，我国资本市场制度供给显著加速，但在法律、规章与自律规则的层级之间，仍存在边界模糊与衔接不畅的“堵点”。因此，须通过明确不同层级制度的适用边界、强化立法协调机制，以及加快衍生品等重点领域的立法供给，构建一个“法律定原则，规章定程序，自律定细节”的协同体系，为市场提供稳定、清晰的制度预期

□ 资本市场的高效运行依赖于发行、上市、交易、退市等环节的有效衔接。应以“全过程监管”为核心，强化信息披露与交易、再融资制度的联动，打通制度链条上的断点，实现优胜劣汰的市场化机制

□ 近年来，我国证券市场法治建设迈入新阶段，监管执法的权威性与威慑力显著增强。为进一步打通证券市场制度落地的“最后一公里”，亟须细化规则适用口径、统一跨区域执法尺度，打通行政执法与司法程序的衔接堵点，切实提升制度的执行力与威慑力

□ 现代资本市场治理已跨越单一行政管理，迈向监管机构、自律组织、中介机构与投资者多元共治的新阶段。针对当前中介机构权责匹配困境、投资者赔付链条过长等痛点，亟须细化主体分工、厘清中介机构的职责边界，畅通违法认定至实际赔付路径，构建分工清晰、协同顺畅的市场治理新生态

据，不得变相突破法律法规的规定，形成“法律定原则、规章定程序、自律定细节”的梯次分工格局。另一方面，要完善动态评估和反馈机制，充分发挥自律组织贴近市场、反应迅速的优势，在法律法规框架内为新业务、新模式预留充足的创新探索空间。同时，及时把成熟的市场实践经验转化为法律法规，增强制度体系适应性。例如，近年来我国在注册制改革、信息披露重大性认定等领域积累了丰富的经验，可适时将成熟的监管规则和市场实践上升为法律规范，为市场创新和监管实践提供更明确的制度依据。

三是加快重点领域立法，加大制度供给。近年来，我国持续完善证券市场立法及相关工作。根据中国证监会最新印发的2026年立法工作计划，监管部门已将证券发行注册、衍生品交易监督、期货公司监督及行政处罚认定等作为重点项目，力争年内出台重点项目8件，抓紧研究择机出台项目12件。同时，面对境内外资本市场新变化和新要求，必须加快重点领域立法。尤其是场外衍生品、跨境交易等复杂业务领域，应加快出台专项行政法规，把交易结构合规认定、跨市场风险隔离等关键要求以法规等形式固定下来，改变目前依靠监管规则“打补丁”的做法。

二、加强制度体系配套，推动制度全链条贯通

资本市场的高效运行依赖于发行、上市、交易、退市等环节的有效衔接。应以“全过程监管”为核心，建立风险要素的自动衔接机制，强化信息披露与交易、再融资制度的联动，打通制度链条上的断点，实现优胜劣汰的市场化机制。

（一）基础制度建设成效显著，但制度包容性与适应性仍存短板

发行、上市、交易、并购重组和退市构成了证券市场运行的完整链条，各环节制度有效衔接是提升市场运行效率的重要基础。近年来，以股票发行注册制改革为抓手，我国资本市场基础制度不断完善：构建起主板市场服务大盘蓝筹、科创板聚焦硬科技、创业板服务“三创四新”、北交所支持创新型中小企业的多层次资本市场体系；通过优化涨跌停限制、临时停牌机制及强化程序化交易监管等机制，不断提升市场定价效率；通过推进市场化并购重组与常态化退市，更好实现市场优胜劣汰。

在系统性制度改革的推动下，市场运行效率明显提升。2025年IPO新受理项目约300家、再融资受理超过250家。中长期资金入市步伐明显加快，社保、保险、企业年金、公募基金机构资金净买入A股超过8000亿元，年末机构持有A股流通市值规模约23万亿元。

尽管近年来证券市场基础制度体系不断完善，但在包容性和适应性方面，仍存在较大改善空间。

一是投资端与融资端的制度改革节奏不够均衡。过往改革侧重在融资端，近年来虽通过引入中长期资金入市、推进公募基金等机构改革，使投资端改革有所提速，但在加强投融资端改革联动和制度配套上仍显不足。

二是市场准入、持续监管与市场退出制度尚未形成完整闭环。近年来，证券市场虽然不断加强全流程、全过程监管，但部分企业上市后业绩变脸、财务造假及应退未退等现象时有发生。同时，上市公司分红、回购与减持、再融资机制之间的衔接尚需深化，个别公司在定增及减持环节的套利空间依然存在，相关约束机制有待细化。

三是市场准入和退出机制与投资者保护、信息披露制度之间的衔接还不够充分。重大信息从公告发布到交易机制响应之间存在一定时滞。上市公司发布敏感信息后，主动触发停牌、

涨跌幅调整等配套安排还相对不够完善。尤其在程序化交易占比持续提升、中小投资者占比比较高的环境下，制度衔接的滞后性容易加剧市场短期波动风险。

（二）强化全流程协同与信息披露核心地位，构建无缝衔接的制度闭环

为进一步提升证券市场基础制度的运行效能，应坚持系统性思维，加强各类制度间的衔接配套，打通制度全链条。

一是强化全过程、全流程监管，推动发行、上市、持续监管与退市机制间形成协同配套机制。要以统一的标准和责任链条，将发行注册、上市初期规范、持续信息披露与公司治理监管、风险处置与退市执行、投资者赔付与责任追究等主要环节连接起来，防范“带病闯关”、上市后业绩变脸及退市执行难等问题。同时，探索建立发行风险要素与上市后监管重点清单之间的自动衔接机制，将发行申报材料中涉及业绩波动较大、客户集中度高、关联交易复杂、研发资本化比例异常、对赌安排、重大诉讼仲裁及历史资金占用等风险要素，转化为结构化标签，并将其作为上市后首三年差异化监管的重点依据。从过往实践看，历史上一些财务造假或重大信息披露违法案件，往往在上市前就存在业务模式可疑、现金流与利润背离、关联方交易频繁等预警信号。

二是以完善信息披露制度为核心，加强发行、再融资、交易及投资者保护等制度之间的衔接。高质量信息披露是完善资本市场功能的基础，应以此提升市场价格发现能力，引导企业实现差异化定价，倒逼上市公司提高质量，为投资者创造长期稳定回报。

一方面，强化信息披露与交易机制之间的协同联动。针对业绩大幅波动、控制权变更等重大事项，探索建立相匹配的交易缓冲机制，优化临时停牌和信息披露时间窗口。对信息披露后股价出现明显异常波动的情况，同步启动核查程序，重点关注信息披露是否充分、是否存在提前泄露等问题。另一方面，要强化分红、回购与再融资、减持制度之间的衔接。对长期分红水平偏低、回报稳定性不足的公司，在再融资审核中加强问询和信息披露要求，并在减持比例、方式及时间窗口上给予适当限制，切实提升制度配套的有效性。

三、强化制度执行力度，提升制度落地的有效性

近年来，我国证券市场法治建设迈入新阶段，监管执法的权威性与威慑力显著增强，但基层执行过程中仍面临标准不一、跨区域执法尺度差异等困境。为进一步打通证券市场制度落地的“最后一公里”，亟须细化规则适用口径、统一跨区域执法尺度，打通行政执法与司法程序的衔接堵点，切实提升制度的执行力与威慑力。

（一）执法效能显著提升，但制度落地仍存堵点

近年来，证券市场制度执行力度不断加大，监管执法权威性和威慑力显著增强。2025年，全年共查办证券期货违法案件701件，罚没款154.74亿元，并向公安机关移送涉嫌犯罪案件线索172件，对财务造假、内幕交易、操纵市场等违法行为保持高压态势。行政处罚裁量规则不断完善，监管部门出台了一系列细化裁量标准，压缩了自由裁量空间，执法的规范性和一致性持续提升。智慧监管平台建设取得重要进展，大数据、人工智能等技术在交易监控、线索发现、风险预警等方面得到广泛应用，监管的精准性和效率大幅提高。同时，金融法院专业化建设稳步推进，证券司法审判能力不断增强，为证券市

场法治建设提供了有力支撑。

从市场实践看，近年来证券市场制度供给力度明显加大，但在规则制定、落地执行及实施效果之间仍存在部分堵点：

其一，多重目标导向差异导致基层执行面临“两难”困境。近年来，资本市场在强化支持科技创新和服务新质生产力的同时，也强调严把准入关，严防造假和严控风险。由于在具体执行层面缺乏清晰、稳定且量化的判定标准，市场机构在实际操作中往往趋于保守，导致预期不明，制度红利难以充分释放。

其二，部分规则侧重原则性框架，为市场创新预留了空间，但是配套的操作标准和适用指引未能同步跟进。以信息披露“重大性”认定为例，现行规则多为原则性表述，企业需自行判断何种程度的信息构成重大性，实践中常出现披露不足与过度披露并存的现象。此外，在ESG披露、REITs、衍生品等新兴领域，尽管制度框架已初步搭建，但披露模板、操作流程及风控标准等细则尚未明晰，企业日常操作缺少明确参照。

其三，在跨区域执行方面，不同地区对同类违规的处理尺度有时并不一致，行政执法与司法审判的衔接上也存在差异。证券违法案件在证据标准对接、案件移送程序等方面仍存在协调成本高、调查追责周期长等问题，一定程度削弱了执法的威慑力。

（二）强化全流程衔接协同，打通制度落地“最后一公里”

为进一步打通证券市场制度落地的“最后一公里”，要强化制度执行层面的衔接，形成从规则制定、信息验证、市场约束到责任追究的全流程闭环。

一要细化关键规则适用口径，推动制度执行标准进一步明确统一。结合近年监管执法实践，应系统梳理信息披露“重大性”判断、内幕信息形成时点、关联交易识别等高频问题，出台分类型、分情形操作指引，将原则性要求转化为可对照、可判断的具体标准。针对已形成稳定执法认知的事项，可通过集中归纳典型情形明确适用逻辑，压缩相关主体在执行中的主观判断空间。同时，在ESG披露、REITs、衍生品等新兴领域，优先确立基础性制度安排，统一披露框架、关键指标口径及风险控制要求，防止规则滞后于业务发展。此外，还应完善规则发布前的试点和反馈机制，通过小范围试点与行业征求意见检验其可操作性，减少制度落地后的反复调整及可能引发的市场波动。

二要统一跨区域执法尺度，稳定各方主体的政策预期。在现行行政处罚裁量规则基础上，对容易产生分歧的重点事项进一步细化，明确不同情形下的裁量区间和适用条件。对涉及面广、市场影响大的案件，应强化统筹指导和集中把关，确保处理尺度基本一致。同时，推动形成分层分类的执法参照体系，按照违法类型、情节轻重、处理结果等维度对典型案例进行归类汇编，为各地执法提供参考。在此基础上，建立执法尺度偏离动态跟踪机制，对同类案件处理差异较大的情形及时复盘校准，逐步形成稳定、可预期的执法标准体系，为各方主体提供清晰明确的行为指引。

三要打通行政执法与司法程序衔接堵点，提升违法行为处置效率。围绕案件查办全过程，在证据标准、取证方式、案件移送等环节强化前端对接。针对重大复杂案件，推动调查阶段与司法标准同步衔接，减少后续程序中的重复取证和反复认定。提升行政处罚结论在司法程序中的衔接效率，推动事实认定和证据材料顺畅流转，降低制度运行成本。对具有示范意义的案件，探索统一审理路径，尽早明确法律适用规则和责任认定标准，形成可推广的判定逻辑。在此基础上，优化案件流转节奏，对行政处罚、刑事追责和民事赔偿各环节的衔接时序进行合理压缩，提高整体处理效率，使执法威慑能够及时传

导至市场。

四、加强多元主体合作，构建协同共治的市场治理格局

现代资本市场治理已跨越单一行政管理，迈向监管机构、自律组织、中介机构与投资者多元共治的新阶段。针对当前中介机构权责匹配困境、投资者赔付链条过长等痛点，亟须通过细化主体分工、厘清中介机构的职责边界、畅通违法认定至实际赔付路径，构建分工清晰、协同顺畅的市场治理新生态。

（一）多元共治初见成效，协同堵点仍待破解

近年来，证券市场多元共治体系不断完善，各方主体加快归位尽责。监管体系内部协同机制日益健全，行政监管与自律管理的分工更加明确、联动更顺畅；中介机构“看门人”责任持续强化，保荐机构、会计师事务所、律师事务所等执业质量稳步提升，在提高信息披露与上市公司质量等方面发挥重要作用；投资者保护体系初步建立，特别代表人诉讼、先行赔付等机制不断完善，中小投资者合法权益得到更好保障。

在多元共治取得积极进展的同时，各方主体之间的协同仍存在一些堵点。从不同主体的监管职责分工看，监管部门、派出机构、交易所、行业协会的职责分工虽然清晰，但在持续监管等部分环节中，仍存在自律组织承担了部分实质性监管的现象。从中介机构执业质量看，随着全链条责任追究力度加大，部分机构因责任加重与激励不匹配的问题而趋于保守，容易出现过度尽调与过度回避的双重倾向。此外，各中介机构虽独立出具专业意见，但对交叉事项缺乏制度化的信息比对和会商机制，导致协作效应尚未充分发挥。从投资者保护看，行政处罚、民事赔偿与刑事追责虽在功能上各有侧重，但彼此间缺少有效衔接。具体而言，行政处罚罚没款直接用于补偿投资者的比例偏低；特别代表人诉讼自2020年推出以来，诉讼落地案例较少，其启动门槛和程序便捷度仍有改进空间。投资者从权益受损到实际获赔的链条较长，投资者保护制度的整体效能亟待进一步提升。

（二）深化主体协同机制与构建共治新格局

一是细化主体分工，提升行政监管与自律管理之间的协同效率。首先明晰权责边界：涉及市场准入、公平交易及重大违法行为的事项，由监管部门统一行使规则制定与执法权；业务细则、操作规范及信息披露格式等细分标准事项，可考虑由自律组织在监管授权下制定并进行动态优化；市场创新、试点探索等事项，可由自律组织先行先试，并在“沙盒监管”指导下逐步推广。其次，完善风险传导机制：对交易所一线监控发现的高风险事项，对达到特定阈值的情形直接触发行政核查程序，缩短中间流转环节；将自律管理中发现的会员执业风险与业务违规苗头等信息，纳入统一的风险识别体系，打通从日常监测到行政执法的传导链条。

二是厘清中介机构的职责边界，强化执业过程中的信息共享。首先，完善权责划分与激励相容机制。在发行上市环节，借鉴境外经验，构建分工明确的中介机构体系：承销商负责对企业进行估值定价，配售商对接机构投资者，发行人律师撰写招股书，承销商律师验证信息披露的真实性，会计师事务所审计财务数据的真实性和合理性。其次，压实交叉事项核查责任。在保持专业分工的前提下，针对财务真实性、业务合规性、重大交易等交叉领域，明确交叉验证重点。对关键问题形成一致性说明，对存在明显分歧的事项需充分披露差异原因。最后，合理界定责任承担方式。对履职边界清晰、已尽审慎义务的情形，应合理区分责任承担方式；对未履职或因配合失效导致风险遗漏的情形，则强化责任约束，推动中介机构由“各自把关”向“协同把关”转变。

三是缩短从违法认定到实际赔付的链条，进一步强化投资者保护。围绕行政处罚、民事赔偿和刑事追责之间的衔接环节，重点提升违法事实认定在不同程序间的互认效率，减少重复举证的时间成本。在具备条件的案件中，推动行政处罚结论在民事赔偿中直接转化，降低维权门槛。同时，进一步明确特别代表人诉讼适用情形，聚焦投资者人数众多、事实相对清晰的案件，提升制度执行频率；可结合已有实践，归纳先行赔付的适用情形与实施路径，形成清晰的操作预期。通过打通各保护路径的衔接节点，使投资者获赔过程更加顺畅，全面提升投资者保护制度的整体效能。

（杨成长系全国政协委员、申万宏源研究所首席经济学家；龚芳系申万宏源研究所政策研究室主任、首席研究员；陆铭俊系申万宏源研究所研究员）