

评级：增持（维持）

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

研究助理 乔丹

Email: qiaodan@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	86
行业总市值(百万元)	422882600
行业流通市值(百万元)	190259900

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

■ **核心观点：**国务院层面发布“新国九条”，方法是通过全面完善各项制度（“1+N”政策体系）和强监管，实现“共建共治共享”的资本市场有效治理，目标是实现资本市场政治性、人民性、防风险和经济高质量发展。重点核心内容是：**1、强化对上市公司实行全生命周期监管**（上市、持续监督和退市）**2、加强相关金融机构和交易监管**，引导中长期资金；**3、全面的配套机制保障**，各方共治形成合力。**影响：**交流来看，资本市场对监管思路的预期已较充分，有利于市场底部的夯实。

■ **强化对上市公司实行全生命周期监管。**

**1、把好上市“入口关”：**1) 完善发行上市制度。对**主板和创业板**，适度提高净利润、现金流、营收和市值等上市指标；对**科创板**，最近三年研发投入累计金额、发明专利数量、近三年营收增速要求均有提升。2) 明确上市时要披露分红政策。3) 完善现场检查、全链条责任压实和发行承销监管的要求。

**2、加强存量管理，严格上市公司持续监管：**1) 加强信息披露和公司治理监管。2) 完善减持规则。3) 强化现金分红监管。4) 推动上市公司提升投资价值，研究将市值管理纳入企业内外部考核评价体系等。

**3、严格执行退市标准，畅通“出口关”：**1) 严格执行退市标准。收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标，加大规范类退市实施力度等。2) 削减“壳”资源价值。3) 拓宽多元化退出渠道。以优质头部公司吸收合并为主力，以产业并购为主线。

■ **加强相关金融机构和交易监管，引导中长期资金。**

**1、强化中介机构监管，通过打造一流投资银行和投资机构，实现行业供给侧改革。**对定位，处理好功能性和盈利性的关系；对业务，完善衍生品、两融业务的监管，加强投行和财富管理能力建设；对格局，支持头部机构通过并购重组、组织创新提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营；**强化监管：**规范融资行为、审慎开展高资本消耗业务等。

**2、推动中长期资金入市。**大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比；推动指数化投资发展，建立ETF快速审批通道；优化保险资金权益投资政策环境法；鼓励社保、养老、年金、银行理财和信托等。

**3、加强交易监管。**明确程序化交易要求，加强对高频量化交易监管等。

■ **全面的配套机制保障。**

**1、改革开放统筹发展。**做好五大篇章，完善多层次市场体系，统筹制度型开放。

**2、推动加强法治建设，**大幅提升违法违规成本；加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度；深化央地、部际协调联动。

3、加强监管自身建设，打造监管铁军。

- 风险提示：经济超预期下滑；政策推进不及预期；权益市场大幅波动。

## 内容目录

一、新“国九条”：金融强国背景下强监管、防风险、促发展 .....	- 5 -
1.1 新“国九条”背景：三次“国九条”核心思想不断调整 .....	- 5 -
1.2 新“国九条”框架：“1+N”政策体系及总体要求 .....	- 6 -
二、上市公司：实行全生命周期监管 .....	- 10 -
2.1 做好流量管理，把好上市“入口关” .....	- 10 -
2.2 加强存量管理，严格上市公司持续监管 .....	- 14 -
2.3 改革退市制度，畅通退市“出口关” .....	- 18 -
三、金融机构：加强机构和交易监管，引导中长期资金入市 .....	- 21 -
3.1 推动证券基金机构高质量发展 .....	- 21 -
3.2 加强交易监管，维护资本市场稳定 .....	- 25 -
3.3 加强基金公司建设，推动中长期资金入市 .....	- 28 -
四、配套机制：形成共建共治共享的资本市场有效治理生态体系 .....	- 28 -
风险提示 .....	- 30 -

## 图表目录

图表 1: 三次“国九条”主要内容比较	- 5 -
图表 2: 新“国九条”主要内容概览	- 6 -
图表 3: 新国九条“1+N”政策体系	- 7 -
图表 4: 证协会主席吴清专访要点	- 8 -
图表 5: 《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》总体要求	- 10 -
图表 6: 《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》上市公司全生命周期监管	- 11 -
图表 7: 交易所提高上市条件	- 12 -
图表 8: 关于修改《科创属性评价指引(试行)》的决定(征求意见稿)	- 12 -
图表 9: 股权融资规模及变化情况; 亿元	- 13 -
图表 10: 关于修改《中国证监会随机抽查事项清单》的决定(征求意见稿)	- 14 -
图表 11: 《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》	- 14 -
图表 12: 交易所优化分红政策	- 16 -
图表 13: 上市公司股东减持股份管理办法(征求意见稿)	- 17 -
图表 14: 上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则(修订征求意见稿)	- 18 -
图表 15: 《关于严格执行退市制度的意见》	- 19 -
图表 16: 退市新规核心修订条款一览	- 20 -
图表 17: 交易所严格退市政策	- 20 -
图表 18: 《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》证券基金机构要求	- 21 -
图表 19: 场外衍生品月度新增交易情况; 亿元	- 21 -
图表 20: 场外衍生品月末存量变化情况; 亿元, %	- 22 -
图表 21: 年末融资融券余额及变化情况	- 23 -
图表 22: 关于修订《关于加强上市证券公司监管的规定》的决定(征求意见稿)	- 24 -
图表 23: 《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》交易监管	- 26 -
图表 24: 证券市场程序化交易管理规定(试行)(征求意见稿)	- 27 -
图表 25: 《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》推动中长期资金入市	- 28 -
图表 26: 《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》体制建设	- 29 -

## 一、新“国九条”：金融强国背景下强监管、防风险、促发展

### 1.1 新“国九条”背景：三次“国九条”核心思想不断调整

2023年10月30至31日，中央金融工作会议在北京召开，会议提出要加快建设金融强国，推进金融高质量发展。2024年3月15日，证监会集中发布四项政策文件，内容包括提高上市公司质量、加强上市公司监管、加强证券公司和公募基金监管、推进建设一流投资银行和投资机构。

2024年4月12日，《国务院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”）公开发布，这是继2004年和2014年“国九条”发布后，时隔10年，国务院再次出台的资本市场指导性文件，充分体现了党中央、国务院对资本市场的高度重视，表现了政策层面对促进资本市场高质量发展的期望和决心，为未来一段时间内资本市场的发展指明了方向。三次“国九条”均以促进资本市场发展为主线，强调加强监管和防范风险，从2004年的“稳定发展”到2014年的“健康发展”再到2024年的“高质量发展”，资本市场发展的核心思想与任务使命不断发生调整，体现了监管政策以事实为依据，以问题为导向，以人民为中心的特点。

图表 1：三次“国九条”主要内容比较

	2004	2014	2024
一	充分认识大力发展资本市场的重要意义	总体要求:到2020年,基本形成结构合理、功能完善、规范透明稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系	总体要求:未来5年,基本形成资本市场高质量发展的总体框架
二	推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务	发展多层次股票市场:积极稳妥推进股票发行注册制改革;加快多层次股权市场建设;提高上市公司质量;鼓励市场化并购重组;完善退市制度。	严把发行上市准入关
三	进一步完善相关政策,促进资本市场稳定发展	规范发展债券市场	严格上市公司持续监管
四	健全资本市场体系,丰富证券投资品种	培育私募市场	加大退市监管力度
五	进一步提高上市公司质量,推进上市公司规范运作	推进期货市场建设	加强证券基金机构监管,推动行业回归本源、做优做强
六	促进资本市场中介服务机构规范发展,提高执业水平	提高证券期货服务业竞争力	加强交易监管,增强资本市场内在稳定性
七	加强法制和诚信建设,提高资本市场监管水平	扩大资本市场开放	大力推动中长期资金入市,持续壮大长期投资力量
八	加强协调配合,防范和化解市场风险	防范和化解金融风险	进一步全面深化改革开放,更好服务高质量发展
九	认真总结经验,积极稳妥地推进对外开放	营造资本市场良好发展环境	推动形成促进资本市场高质量发展的合力

来源：证监会，沪深北交易所，中泰证券研究所

## 1.2 新“国九条”框架：“1+N”政策体系及总体要求

为深入贯彻落实中央金融工作会议以及新“国九条”精神，推动资本市场“1+N”政策体系形成和落地实施，证监会制定并陆续出台相关配套政策文件和制度规则。整体来看，系列政策涉及修订4项文件规定，包括《科创属性评价指引（试行）》《中国证监会随机抽查事项清单》《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》《关于加强上市证券公司监管的规定》；涉及2项文件制定，包括《上市公司股东减持股份管理办法》、《证券市场程序化交易管理规定（试行）》；还有1项《意见》出台，即《关于严格执行退市制度的意见》。从内容上看，涉及上市监管、上市公司监管、退市制度、证券公司监管、交易监管等多个方面。在证监会的指导下，沪深京三大交易所也发布了一批自律规则同步征求意见。

此次资本市场“1+N”政策体系以新“国九条”为纲领，配套证监会和交易所多项文件，突出“强本强基”和“严监严管”，涉及全主体、全周期和全链条，综合施策，以问题和目标为导向，为资本市场未来发展绘制了一篇宏伟蓝图。

**图表 2：新“国九条”主要内容概览**

题目	内容
一、总体要求	未来5年：基本形成资本市场高质量发展的总体框架。到2035年：基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。到本世纪中叶：资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。
二、严把发行上市准入关	进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。
三、严格上市公司持续监管	加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值。
四、加大退市监管力度	深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。
五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	推动证券基金机构高质量发展。积极培育良好的行业文化和投资文化。
六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	促进市场平稳运行。加强交易监管。健全预期管理机制。
七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。
八、进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。
九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

来源：证监会，中泰证券研究所

图表 3：新国九条“1+N”政策体系

大类	发文机构	文件简称	文件名称	
1 个顶层设计	国务院	新“国九条”	《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》	
N 个配套文件	证监会	“两强两严”（3月15日发布）	《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》	
			《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见》	
			《关于加强上市公司监管的意见》	
			《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见》	
		退市意见	《关于严格执行退市制度的意见》	
		6 项制度规则征求意见	《科创属性评价指引》	
			《中国证监会随机抽查事项清单》	
			《上市公司股东减持股份管理办法》	
			《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》	
			《关于加强上市证券公司监管的规定》	
			《证券市场程序化交易管理规定》	
		上交所	7 项业务规则公开征求意见	《股票发行上市审核规则》
				《上市公司重大资产重组审核规则》
	《上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法》			
	《股票上市规则》			
	《科创板股票上市规则》			
	《上市公司自律监管指引第 15 号--股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》			
	《科创板上市公司自律监管指引第 4 号--询价转让和配售》			
	深交所	6 件规则公开征求意见	《股票发行上市审核规则》	
			《上市公司重大资产重组审核规则》	
			《上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法》	
			《股票上市规则》	
			《创业板股票上市规则》	
			《上市公司自律监管指引第 18 号--股东及董事、监事、高级管理人员减持股份》	
	北交所	6 件业务规则公开征求意见	《向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则》	
			《股票上市规则》	
			《上市公司重大资产重组审核规则》	
《上市委员会和并购重组委员会管理细则》				
《上市公司监管指引第 8 号--股份减持和持股管理》				
《上市公司持续监管指引第 10 号--权益分配》				

来源：证监会，沪深北交易所，中泰证券研究所

证监会党委书记、主席吴清就贯彻落实新“国九条”接受记者专访时表示，新“国九条”主要有三个特点：一是充分体现资本市场的政治性、人民性。强调要坚持和加强党对资本市场工作的全面领导，坚持以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益。二是充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线。强调要坚持稳为基调，要强本强基，严监严管，以资本市场自身的高质量发展更好地服务经济社会高质量发展的大局。三是充分体现目标导向、问题导向。特别是针对去年8月以来股市波动暴露出来的制度机制、监管执法等方面的突出问题，及时补短板、强弱项，回应投资者关切，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

图表 4：证监会主席吴清专访要点

主题	主要内容
新“国九条”的重要意义	这次出台的《意见》共9个部分，是资本市场的第三个“国九条”。与前两个“国九条”相比，主要有这么几个特点：一是充分体现资本市场的政治性、人民性。强调要坚持和加强党对资本市场工作的全面领导，坚持以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益。二是充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线。强调要坚持稳为基调，要强本强基，严监严管，以资本市场自身的高质量发展更好地服务经济社会高质量发展的大局。三是充分体现目标导向、问题导向。特别是针对去年8月以来股市波动暴露出来的制度机制、监管执法等方面的突出问题，及时补短板、强弱项，回应投资者关切，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。
如何理解新“国九条”提出的未来一个时期资本市场发展目标	<p>党的二十大对全面推进中国式现代化作出战略部署，中央金融工作会议上提出了加快建设金融强国的奋斗目标。强大的资本市场是现代经济的标配。推动资本市场高质量发展，有利于促进科技、产业和资本高水平循环，完善现代化产业体系，推动发展新质生产力；有利于丰富金融产品和服务，创造更多增加居民财产性收入的机会；也有利于发展股权融资，优化融资结构，完善中国特色现代金融体系。</p> <p>新“国九条”聚焦中国式现代化这个中心，锚定金融强国建设这一奋斗目标，分阶段提出了未来5年、2035年和本世纪中叶资本市场发展目标，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面，勾画了一幅令人振奋、催人奋进的发展蓝图。我们理解，这一系列发展目标是系统全面的，也是层层递进的，必须坚持市场化法治化改革方向不动摇，尊重规律、尊重规则，一步一个脚印抓落实，久久为功，坚定不移把蓝图变成现实。</p>
如何系统化推进落实新“国九条”提出的各项政策举措	<p>新“国九条”坚持系统思维、远近结合、综合施策，与证监会会同相关方面组织实施的落实安排，将共同形成“1+N”政策体系。“1”就是《意见》本身，“N”就是若干配套制度规则。上个月，我们已经发布了严把发行上市准入关、加强上市公司持续监管等4个配套政策文件。今天还将发布加强退市监管的配套政策文件，并且要对6项具体制度规则公开征求意见，交易所也将有一批自律规则同步征求意见。下一步，我们还将深入调研基础上，研究制定促进资本市场长远发展的改革举措。</p> <p>综合来看，“1+N”政策体系的主线就是强监管、防风险、促高质量发展。这是一个相辅相成的有机整体，必须一体推进，系统落实。</p> <p>在强监管方面，我们将构建全方位、立体化的资本市场监管体系，全面落实监管“长牙带刺”、有棱有角。上市公司监管要突出全链条监管和提升上市公司投资价值，围绕严把上市关、严格持续监管、加大退市监管力度这3个方面持续发力。机构监管要推动回归本源，做优做强，进一步压实“看门人”责任，引导证券期货基金等各类行业机构端正经营理念，提升合规水平、专业服务能力和核心竞争力。积极培育理性投</p>

	<p>资、价值投资、长期投资理念和健康的投资文化。交易监管要促进公平高效，规范各类主体和资金的交易行为，严厉打击扰乱市场的违法违规行，维护公开公平公正的秩序。</p> <p>在防范风险方面，我们将从维护市场平稳运行、防范化解重点领域风险、健全预期管理机制、统筹开放与安全等方面提出一系列机制安排和政策举措。特别是要增强资本市场内在稳定性，完善风险监测处置机制，着力稳信心、稳预期。</p> <p>在推动高质量发展方面，我们将认真落实中央金融工作会议提出的做好金融“五篇大文章”的要求，进一步完善多层次资本市场体系，增强资本市场制度的适应性、包容性，促进资本形成，更好服务新产业新业态新技术等创新，有效促进新质生产力的发展。当前，我们正在结合开展资本市场改革综合评估，广泛听取各方面的意见建议，研究完善相关制度规则，推动股票发行注册制等重要制度改革持续深化。</p>
推动资本市场高质量发展离不开各方的合力，新“国九条”在这方面有哪些安排	<p>资本市场参与主体众多、运行机理复杂，一个好的市场生态，机构投资者和个人投资者将共生共长、长线短线各类资金各得其所、发行人投资人相互成就、市场各参与方都归位尽责、监管与市场良性互动，这需要各相关方面一道，共同把握好投融资、一二级市场、入口与出口、场内与场外等各类均衡关系，形成共建共治共享的资本市场有效治理。</p> <p>新“国九条”对其中很多重点的方面都做了安排，比如，推动中长期资金入市，既强调大力发展权益类公募基金这个“基本盘”，又着眼于营造引得进、留得住、发展得好的政策环境，推动保险资金、社保基金、养老金等长期资金入市，分类作出部署。再比如，《意见》强调加强法治，围绕大幅提升资本市场违法违规成本，完善行政、刑事、民事立体化追责体系，提出了不少硬措施。我们相信，只要持之以恒抓下去，资本市场一定会更加海晏河清。还比如，《意见》对深化央地和部际协调联动等方面提出了要求。我们将继续加强与各方面的工作协同，促进形成推动资本市场高质量发展的强大合力。</p>
加强证监会自身建设的措施	<p>打铁必须自身硬。新“国九条”对加强监管队伍自身建设提出了明确要求，我们也已经作出布置。我们将更加突出加强政治建设，持续巩固拓展学习贯彻新时代中国特色社会主义思想主题教育成果，深入推进全面从严治党，以刀刃向内的决心全面贯彻严监管严管理的要求，以自身建设的全面从严，带动监管工作全面从严。加强与驻会纪检监察组的协调联动，扎实推进中央巡视整改，聚焦铲除腐败问题产生的土壤条件，一体推进“不敢腐不能腐不想腐”。对于各方面都很关注的政商“旋转门”、“逃逸式辞职”等突出问题，我们已经出台了 20 多项措施，从业务端和管理端综合施策，在这方面还将深化专项治理，一抓到底，决不姑息。总之，我们将着力打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军，为强监管防风险推动资本市场高质量发展提供坚强的保障。</p>

来源：证监会，中泰证券研究所

**新“国九条”提纲挈领，首先对资本市场发展提出了总体要求。(1) 以强监管、防风险、促高质量发展为主线，以完善资本市场基础制度为重点。监管要以稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”、有棱有角；高质量发展指资本市场稳定健康发展，服务国家重大战略和推动经济社会高质量发展。(2) 保护投资者的合法权益。突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求。(3) 强调资本市场的功能性。更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局，服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设。(4) 目标导向和问题导向。全面深化资本市场改革要突出问题导向和目标导向，做到有的放矢。**

**新“国九条”为资本市场提出了短期、长期和中期的发展目标，主要对投资者保护、上市公司质量、金融机构建设、市场监管体制机制做展**

望。(1) 短期目标：未来5年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。(2) 中期目标：到2035年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。(3) 长期目标：到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。

图表5：《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》总体要求

主题	概括	具体内容
一、总体要求	五个必须	<b>五个必须：必须坚持和加强党的领导</b> ，充分发挥党的政治优势、组织优势、制度优势，确保资本市场始终保持正确的发展方向； <b>必须始终践行金融为民的理念</b> ，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求； <b>必须全面加强监管、有效防范化解风险</b> ，稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”、有棱有角； <b>必须始终坚持市场化法治化原则</b> ，突出目标导向、问题导向，进一步全面深化资本市场改革，统筹好开放和安全； <b>必须牢牢把握高质量发展的主题</b> ，守正创新，更加有力服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设。
	短期、中期、长期发展目标	<b>未来5年</b> ：基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。 <b>到2035年</b> ：基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。 <b>到本世纪中叶</b> ：资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。

来源：证监会，中泰证券研究所

## 二、上市公司：实行全生命周期监管

### 2.1 做好流量管理，把好上市“入口关”

提高各板块上市标准，严格再融资审核把关。新“国九条”提出要提高主板、创业板上市标准，严格再融资审核把关，从源头上提高上市公司质量。

**图表 6: 《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》上市公司全生命周期监管**

主题	概括	具体内容
上市企业全生命周期监管	二、严把发行上市准入关	<p><b>进一步完善发行上市制度。</b>提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准。提高发行上市辅导质效，扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面。明确上市时要披露分红政策。将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。从严监管分拆上市。严格再融资审核把关。</p> <p><b>强化发行上市全链条责任。</b>进一步压实交易所审核主体责任，完善股票上市委员会组建方式和运行机制，加强对委员履职的全过程监督。建立审核回溯问责追责机制。进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。坚持“申报即担责”，严查欺诈发行等违法违规问题。</p> <p><b>加大发行承销监管力度。</b>强化新股发行询价定价配售各环节监管，整治高价超募、抱团压价等市场乱象。从严加强募投项目信息披露监管。依法规范和引导资本健康发展，加强穿透式监管和监管协同，严厉打击违规代持、以异常价格突击入股、利益输送等行为。</p>
	三、严格上市公司持续监管	<p><b>加强信息披露和公司治理监管。</b>构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假、资金占用等重点领域违法违规行为。督促上市公司完善内控体系。切实发挥独立董事监督作用，强化履职保障约束。</p> <p><b>全面完善减持规则体系。</b>出台上市公司减持管理办法，对不同类型股东分类施策。严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，按照实质重于形式的原则坚决防范各类绕道减持。责令违规主体购回违规减持股份并上缴价差。严厉打击各类违规减持。</p> <p><b>强化上市公司现金分红监管。</b>对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。</p> <p><b>推动上市公司提升投资价值。</b>制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。</p>
	四、加大退市监管力度	<p>深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。<b>进一步严格强制退市标准。</b>建立健全不同板块差异化的退市标准体系。科学设置重大违法退市适用范围。收紧财务类退市指标。完善市值标准等交易类退市指标。加大规范类退市实施力度。进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度。<b>进一步削减“壳”资源价值。</b>加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。<b>进一步强化退市监管。</b>严格退市执行，严厉打击财务造假、操纵市场等恶意规避退市的违法行为。健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等要依法赔偿投资者损失。</p>

来源：证监会，中泰证券研究所

交易所在中国证监会的指导下，拟完善主板和创业板上市条件，适度提高净利润、现金流量净额、营业收入和市值等指标。具体来看，对于主板，(1) 将第一套上市标准中的最近 3 年累计净利润指标从 1.5 亿元提升至 2 亿元，最近一年净利润指标从 6,000 万元提升至 1 亿元，最近 3 年累计经营活动产生的现金流量净额指标从 1 亿元提升至 2 亿元，最近 3 年累计营业收入指标从 10 亿元提升至 15 亿元。(2) 将第二套上市标准中的最近 3 年累计经营活动产生的现金流量净额指标从 1.5 亿元提升至 2.5 亿元。(3) 将第三套上市标准中的预计市值指标从 80 亿元提升至 100 亿元，最近 1 年营业收入指标从 8 亿元提升至 10 亿元。对于创业板，(1) 提高创业板第一套上市标准的净利润指标。将最近两年累计净

利润由“5000 万元”提高至“1 亿元”，并新增“最近一年净利润不低于 6000 万元”的要求，突出公司的抗风险能力，支持规模、行业及发展阶段适应创业板定位要求的企业上市。(2) **提高创业板第二套上市标准的预计市值、收入等指标。**将预计市值由“10 亿元”提高至“15 亿元”，最近一年营业收入由“1 亿元”提高至“4 亿元”，进一步提升有潜力的“优创新、高成长”企业直接融资质效。

**图表 7：交易所提高上市条件**

上海证券交易所	深圳证券交易所
<p>为进一步突出主板大盘蓝筹定位要求，拟适度提高主板《股票上市规则》关于上市条件的财务指标。一是，将第一套上市标准中的最近 3 年累计净利润指标从 1.5 亿元提升至 2 亿元，最近一年净利润指标从 6,000 万元提升至 1 亿元，最近 3 年累计经营活动产生的现金流量净额指标从 1 亿元提升至 2 亿元，最近 3 年累计营业收入指标从 10 亿元提升至 15 亿元；二是，将第二套上市标准中的最近 3 年累计经营活动产生的现金流量净额指标从 1.5 亿元提升至 2.5 亿元；三是，将第三套上市标准中的预计市值指标从 80 亿元提升至 100 亿元，最近 1 年营业收入指标从 8 亿元提升至 10 亿元。<b>科创板上市条件本次不作修改。</b>修订后的主板上市条件，拟自新上市规则发布之日起实施，尚未通过上市委审议的主板拟上市企业应当适用新的上市条件；已通过上市委审议的，适用修订前的上市条件。</p>	<p>落实《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》要求，结合主板、创业板上市公司财务指标、发行市值情况和监管实践，对两板上市条件进行修改，坚守板块定位，适当提高上市财务标准，增强标准适应性。<b>一是提高主板第一、二套上市标准的净利润、现金流、收入等指标。</b>将第一套上市标准的最近三年累计净利润由“1.5 亿元”提高至“2 亿元”，最近一年净利润由“6000 万元”提高至“1 亿元”，最近三年累计经营活动产生的现金流量净额从“1 亿元”提升至“2 亿元”，最近三年累计营业收入从“10 亿元”提升至“15 亿元”；将第二套上市标准的现金流由“1.5 亿元”提高至“2.5 亿元”，进一步突出主板大盘蓝筹定位，提升上市公司稳定回报投资者的能力。<b>二是提高主板第三套上市标准的预计市值、收入等指标。</b>将第三套指标的预计市值由“80 亿元”提高至“100 亿元”，最近一年营业收入由“8 亿元”提高至“10 亿元”，强化行业代表性，为市场提供更加优质多元的投资标的。<b>三是提高创业板第一套上市标准的净利润指标。</b>将最近两年累计净利润由“5000 万元”提高至“1 亿元”，并新增“最近一年净利润不低于 6000 万元”的要求，突出公司的抗风险能力，支持规模、行业及发展阶段适应创业板定位要求的企业上市。<b>四是提高创业板第二套上市标准的预计市值、收入等指标。</b>将预计市值由“10 亿元”提高至“15 亿元”，最近一年营业收入由“1 亿元”提高至“4 亿元”，进一步提升有潜力的“优创新、高成长”企业直接融资质效。</p>

来源：上交所，深交所，北交所，中泰证券研究所

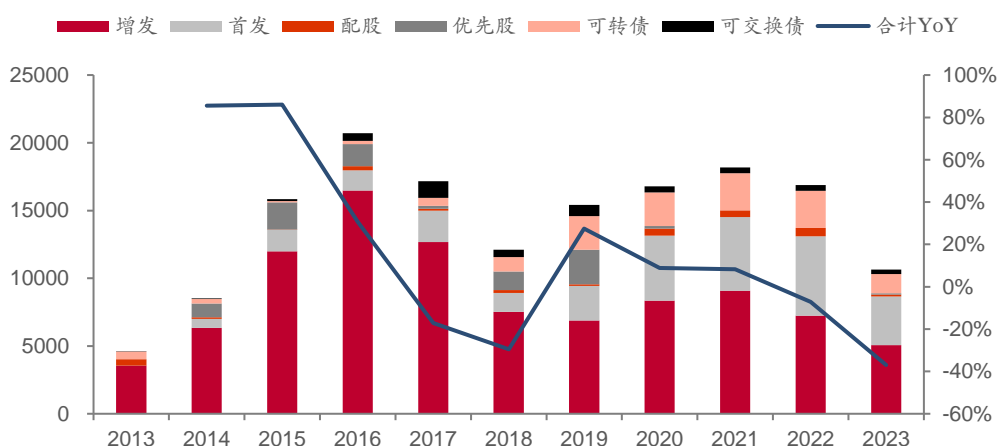
**完善科创板科创属性评价标准。**新“国九条”要求完善科创板企业科创属性的评价标准，证监会随后发布《关于修改<科创属性评价指引（试行）>的决定（征求意见稿）》，适度提高了科创板上市要求，最近三年研发投入累计金额下限由 6000 万提升至 8000 万，应用于公司主营业务的发明专利由 5 项升至 7 项，最近三年营业收入复合增长率要求提高 5pct 达到 25%。科创板上市标准提高有利于真正筛选出“硬科技”企业，提高资源配置效率，促进科技企业发展。上交所随后也发布了《科创板股票上市规则（征求意见稿）》，对科创板上市条件做出进一步细化。

**图表 8：关于修改《科创属性评价指引（试行）》的决定（征求意见稿）**

要点	主要内容
企业申报科创板上市的条件修改	支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中， <b>同时符合下列 4 项指标的企业申报科创板上市</b> ：(1) 最近三年研发投入占营业收入比例 5%以上，或最近三年研发投入金额累计在 8000 万元以上；(2) 研发人员占当年员工总数的比例不低于 10%；(3) 应用于公司主营业务的发明专利 7 项以上；(4) 最近三年营业收入复合增长率达到 25%，或最近一年营业收入金额达到 3 亿元。例外：采用《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条第一款第 (五) 项规定的上市标准申报科创板的企业，或按照《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等相关规则申报科创板的已境外上市红筹企业，可不适用上述第 (4) 项指标的规定；软件行业不适用上述第 (3) 项指标的要求，但研发投入占比应在 10%以上。
企业申报科创板上市的其他情形	支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中，虽未达到前述指标，但符合下列情形之一的企业申报科创板上市：(1) 发行人拥有的核心技术经国家主管部门认定具有国际领先、引领作用或者 <b>对于国家战略具有重大意义</b> ；(2) 发行人作为主要参与单位或者发行人的核心技术人员作为 <b>主要参与人员</b> ，获得国家科技进步奖、国家自然科学奖、国家技术发明奖，并将相关技术运用于公司主营业务；(3) 发行人独立或者牵头承担与主营业务和核心技术相关的 <b>国家重大科技专项项目</b> ；(4) 发行人依靠核心技术形成的 <b>主要产品(服务)</b> ，属于国家鼓励、支持和推动的关键设备、关键产品、关键零部件、关键材料等，并实现了进口替代；(5) 形成核心技术和应用于主营业务的发明专利(含国防专利)合计 50 项以上。
限制或禁止上市的情形	限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。 <b>禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板上市。</b>

来源：证监会，中泰证券研究所

**股权融资监管趋严。**2023 年股权融资规模为 10641.0 亿元，同比下跌 37.0%，其中，全市场 IPO 合计发行规模为 3589.7 亿元，同比下跌 38.8%，再融资规模为 7051.2 亿元，同比下跌 36.0%。

**图表 9：股权融资规模及变化情况；亿元**


来源：WIND，中泰证券研究所

**在现场检查方面，新“国九条”**要求提高发行上市辅导质效，扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面。证监会随后将《中国证监会随机抽查事项清单》中首发企业随机抽签比例由 5%调至 20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于三分之一。

**图表 10：关于修改《中国证监会随机抽查事项清单》的决定（征求意见稿）**

要点	主要内容
首发企业检查抽查比例修改	将附件所列抽查事项第 1 项“首发企业检查”的抽查比例由“随机抽签的比例为 5%”修改为“ <b>随机抽签的比例为 20%</b> ”。并相应提高问题导向现场检查 and 交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于三分之一。
首发企业检查抽查依据修改	将附件所列抽查事项第 1 项“首发企业检查”的抽查依据由“《证券发行上市保荐业务管理办法》（证监会令第 58 号公布，证监会令第 137 号、第 170 号修订）第六十二条”修改为“《 <b>证券发行上市保荐业务管理办法</b> 》（ <b>证监会令第 58 号公布，证监会令第 137 号、第 170 号、第 207 号修订</b> ）第六十一条”。

来源：证监会，中泰证券研究所

在分红政策方面，新“国九条”首次提出企业上市时要披露分红政策，将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。交易所发布的《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》规定具体做法是引导拟上市企业承诺申报后的在审期间不进行现金分红，鼓励企业更多将累积利润留存用于企业发展或上市后与新股东共享。在指标方面，对于报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 80%的；或者报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 50%且累计分红金额超过 3 亿元，同时募集资金中补流和还贷合计比例高于 20%的，将不允许其发行上市。

**图表 11：《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》**

要点	主要内容
突出交易所审核主体责任	严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形，严防严查，并实行负面清单式管理。
指标方面的初步考虑	对于报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 80%的；或者报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过 50%且累计分红金额超过 3 亿元，同时募集资金中补流和还贷合计比例高于 20%的，将不允许其发行上市。

来源：证监会，中泰证券研究所

此外，还就全链条监管和发行承销监管等提出系列要求。(1) 上市流程做好全链条监管。进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，首次强调“申报即担责”，严防欺诈发行。此举有利于上市公司和中介机构摒弃侥幸心理，严格落实自身责任义务，保护投资者权益。(2) 加大发行承销监管力度。特别提出要“整治高价超募、抱团压价等市场乱象”，严厉打击违规代持、以异常价格突击入股、利益输送等行为。

## 2.2 加强存量管理，严格上市公司持续监管

在股东减持方面，新“国九条”要求全面完善减持规则体系，不同类型股东分类施策，按照“实质重于形式”的原则坚决防范各类绕道减持，特别指出要“责令违规主体购回违规减持股份并上缴价差”，提高违规减

持成本，进一步抑制违规减持发生。

证监会以此为指导，起草形成了《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》，并对《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》作出修订，证监会也提出配套措施，具体举措包括：（1）完善股份减持规则体系。将此前分散在业务细则、业务通知、监管问答中的有关规定加以整合，并进行连续编号管理，从而形成以股东及董监高股份减持指引为中心，以询价转让和配售指引、创投基金减持特别规定为配套的股份减持自律监管规则体系，提升规则简明友好度。

（2）严格规范大股东、董监高等主体的股份减持行为。在原有股份减持规定的基础上，进一步完善了具体的实施安排。从严做好大股东减持管理，明确各证券账户所持股份与其转融通出借尚未归还或者约定购回式证券交易尚未购回的股份数量合并计算等要求。重申控股股东、实控人及其一致行动人在上市公司破发、破净、分红不达标等情形下不得披露减持计划等要求。完善大股东与董监高及其一致行动人减持股份的负面情形，明确因涉及有关违法违规情形的，在相应期限内不得减持。**（3）强化股份减持的信息披露监管要求。严格落实减持预披露要求，进一步强化通过大宗交易减持股份需要提前 15 个交易日预披露的规定。将减持计划的时间区间由最多 6 个月调整为最多 3 个月，更好明确市场预期。**

（4）切实防范绕道减持。落实“有效防范绕道减持”的要求，针对利用“身份”绕道、利用“交易”绕道和利用“工具”绕道作了安排，进一步明确大股东、董监高在离婚、解散分立、解除一致行动关系，司法强制执行、股票质押等证券交易违约处置，实施赠与，以及以本公司股票为标的的衍生品交易、转融通出借、融券卖出、认购申购 ETF 等情形下的规则适用。

在企业分红方面，新“国九条”要求强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示；加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率；增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

交易所对分红安排做出进一步优化。**（1）对分红不达标采取强约束措施。重点是将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”（ST）的情形。主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的 30%，且累计分红金额低于 5,000 万元的公司，实施 ST。科创板方面，考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额值标准调整为 3,000 万。同时，最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例 15% 以上或最近三个会计年度研发投入金额累计在 3 亿元以上的科创板公司，可豁免实施 ST。****（2）积极推动上市公司一年多次分红。要求上市公司综合考虑未分配利润、当期业绩等因素确定分红频次，并在具备条件的情况下增加分红频次，稳定投资者分红预期。进一步明确中期分红利润基准，消除对报表审计要求上的理解分歧。**

**图表 12：交易所优化分红政策**

上海证券交易所	深圳证券交易所
<p>进一步明确鼓励公司在具备分红能力的条件下，增加分红频次，稳定投资者预期，积极回报投资者。本次修订将现金分红指标纳入 ST 风险警示情形。对于最近一个会计年度净利润和母公司报表未分配利润均为正的公司，如果最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于 5,000 万元的，将被实施 ST。</p>	<p>加强现金分红监管，推动切实增强投资者回报：落实《关于加强上市公司监管的意见（试行）》要求，通过实施 ST 等方式加强对多年不分红或分红比例偏低公司的监管约束，增强投资者获得感，同时进一步明确中期分红利润基准，推动一年多次分红。一是新增现金分红 ST 情形。新增“最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的 30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于 5000 万元(创业板 3000 万元并考虑公司研发投入情况)”ST 情形，督促有分红能力公司提高分红水平。二是鼓励上市公司中期分红并明确利润分配基准。明确上市公司利润分配应当以最近一次经审计母公司报表中可供分配利润为依据，合理考虑当期利润情况。要求公司综合考虑未分配利润、当期业绩等因素确定现金分红频次，并在具备条件的情况下增加分红频次，稳定投资者分红预期。</p>

来源：上交所，深交所，北交所，中泰证券研究所

新“国九条”还要求加强信息披露和公司治理监管。在外部约束方面，构建资本市场防假打假综合惩防体系；在内部治理方面，督促上市公司完善内控体系，发挥独立董事监督作用。制定上市公司市值管理指引，引导上市公司回购股份后依法注销。

**图表 13：上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）**

要点	内容
适用条件	上市公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人（以下统称大股东）减持股份，以及其他股东减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份，适用本办法。
了解减持股份	上市公司大股东减持股份应当规范、理性、有序，充分关注上市公司及其中小股东的利益。上市公司应当 <b>及时了解解大股东减持本公司股份的情况</b> ，主动做好规则提示。上市公司董事会秘书应当 <b>每季度检查大股东减持本公司股份的情况</b> ，发现违法违规的应当及时向中国证监会、证券交易所报告
上市公司大股东不得减持本公司股份情形	（一）该大股东因涉嫌与本上市公司有关的证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后 <b>未满足6个月</b> 的；（二）该大股东因涉及与本上市公司有关的违法违规，被证券交易所公开谴责之后 <b>未满足3个月</b> 的；（三）中国证监会规定的其他情形
上市公司控股股东、实际控制人不得减持本公司股份的情形	（一）上市公司因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后 <b>未满足6个月</b> 的；（二）上市公司被证券交易所公开谴责之后 <b>未满足3个月</b> 的；（三）上市公司可能触及 <b>重大违法强制退市情形</b> ，在证券交易所规定的限制减持期限内的；（四）中国证监会规定的其他情形。
披露减持计划	上市公司大股东计划通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份，应当在首次卖出的 <b>15个交易日</b> 前向证券交易所报告并预先披露减持计划。减持计划的内容应当包括但不限于： <b>拟减持股份的数量、来源、减持时间区间、方式、价格区间、减持原因</b> ，以及 <b>是否存在在本办法第七条、第八条、第十条、第十一条规定的情形</b> 。减持时间区间应当符合证券交易所的规定。减持计划实施完毕后，大股东应当在 <b>2个交易日</b> 内向证券交易所报告，并予以公告；在预先披露的减持时间区间内，未实施减持或者减持计划未实施完毕的，应当在减持时间区间届满后的 <b>2个交易日</b> 内向证券交易所报告，并予以公告。
不得披露减持计划的情形	有以下情形之一的，控股股东、实际控制人不得披露减持计划；不披露减持计划的，不得通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份：（一）最近三个已披露经审计的年度报告的会计年度未实施现金分红或者累计现金分红金额 <b>低于同期年均归属于上市公司股东净利润的30%</b> ，但净利润为负的会计年度不计算在内；（二）拟披露减持计划前 <b>20个交易日</b> 中任一 <b>日股票收盘价</b> （向后复权） <b>低于最近一个会计年度或者最近一期财务报告期末每股归属于上市公司股东的净资产</b> 。
竞价交易减持股份	上市公司大股东通过证券交易所集中竞价交易减持股份的，在3个月内减持股份的总数 <b>不得超过公司股份总数的1%</b> 。股东通过证券交易所集中竞价交易减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份，应当符合前款规定的比例限制。
协议转让减持股份	上市公司大股东通过协议转让方式减持股份，或者股东通过协议转让方式减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份，股份出让方、受让方应当遵守证券交易所的规定， <b>股份受让方在受让后6个月内不得减持其所受让的股份</b> 。大股东通过协议转让方式减持股份导致其不再具有大股东身份的，应当在 <b>减持后6个月内</b> 继续遵守本办法第九条、第十二条第一款、第十四条第一款的规定。控股股东、实际控制人通过协议转让方式减持股份导致其不再具有控股股东、实际控制人身份的，还应当在 <b>减持后6个月内</b> 继续遵守本办法第十条的规定。
大宗交易减持股份	上市公司大股东通过大宗交易方式减持股份，在3个月内减持股份的总数 <b>不得超过公司股份总数的2%</b> ；股份受让方在受让后 <b>6个月内</b> 不得减持其所受让的股份。股东通过大宗交易方式减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份，股份出让方、受让方应当遵守前款规定。
因司法强制执行或者股票质押、融资融券、约定购回式证券交易违约处置等减持股份	应当根据不同的执行或者处置方式分别适用本办法及证券交易所的相关规定。上市公司大股东所持股份被人民法院通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式强制执行的，应当在 <b>收到相关执行通知后2个交易日</b> 内披露，不适用本办法第九条第一款、第二款的规定。披露内容应当包括但不限于 <b>拟处置股份数量、来源、方式、时间区间</b> 等。
因离婚、法人或者非法人组织终止、公司分立等导致上市公司大股东减持股份	股份过出方、过入方应当在股票过户后持续共同遵守本办法关于大股东减持股份的规定；上市公司大股东为控股股东、实际控制人的，股份过出方、过入方还应当在股票过户后持续共同遵守本办法关于控股股东、实际控制人减持股份的规定。
因赠与、可交换债换股、认购或者申购ETF等导致上市公司股东减持股份	股份过出方、过入方应当遵守证券交易所的规定。
融券、衍生品交易限制	上市公司大股东 <b>不得融券卖出本公司股份，不得开展以本公司股票为合约标的物的衍生品交易</b> 。股东持有股份在法律、法规、中国证监会规章、规范性文件、证券交易所规则规定的限制转让期限内的， <b>不得通过转融通出借该部分股份，不得融券卖出本公司股份</b> 。股东在获得具有限制转让期限的股份前，存在尚未了结的该上市公司股份融券合约的，应当在获得相关股份前了结融券合约。
解除一致行动关系	上市公司大股东之间解除一致行动关系的，相关方应当在 <b>6个月内</b> 继续共同遵守本办法关于大股东减持股份的规定。上市公司大股东为控股股东、实际控制人的，相关方还应当在 <b>6个月内</b> 继续共同遵守本办法第八条、第十条的规定。
违反规则处罚	上市公司股东减持股份违反本办法、中国证监会其他规定或者证券交易所规则的，中国证监会为防范市场风险，维护市场秩序， <b>可以采取责令购回违规减持股份并向上市公司上缴价差、监管谈话、出具警示函等监管措施</b> 。上市公司股东按照前款规定购回违规减持股份的，不适用《证券法》第四十四条的规定。上市公司股东有下列情形之一，由中国证监会依照《证券法》第一百八十六条处罚；情节严重的， <b>中国证监会可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施</b> ：（一）违反本办法第十条、第十一条的规定披露减持计划；（二）减持股份前未按照规定预先披露减持计划；（三）减持股份超出规定的比例限制；（四）减持股份违反限制转让期要求；（五）其他未按照本办法规定减持股份的情形。

来源：证监会，中泰证券研究所

**图表 14：上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则（修订征求意见稿）**

要点	内容
不得转让本公司股份的情形	上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份在下列情形下不得转让：（一）本公司股票上市交易之日起 <b>一年内</b> ；（二） <b>董事、监事和高级管理人员离职后半年内</b> ；（三）上市公司因涉嫌 <b>证券期货违法犯罪</b> ，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的；（四） <b>董事、监事和高级管理人员因涉嫌与本公司有关的证券期货违法犯罪</b> ，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的；（五）董事、监事和高级管理人员因涉及与本公司有关的 <b>违法违规</b> ，被证券交易所公开谴责之后未满3个月的；（六）上市公司可能触及重大违法 <b>强制退市情形</b> ，在证券交易所规定的限制转让期限内的；（七）董事、监事和高级管理人员 <b>承诺</b> 一定期限内不转让并在该期限内的；（八）法律、法规、中国证监会和证券交易所规则以及公司章程规定的其他情形。
转让股份数限制	上市公司董事、监事和高级管理人员在就任时确定的任职期间，每年通过集中竞价、大宗交易、协议转让等方式转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的 <b>百分之二十五</b> ，因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等导致股份变动的除外。上市公司董事、监事和高级管理人员所持股份 <b>不超过一千股的，可一次全部转让</b> ，不受前款转让比例的限制。
披露减持计划	上市公司董事、监事和高级管理人员计划通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式转让股份，应当在首次卖出的 <b>15个交易日前</b> 向证券交易所报告并预先披露减持计划。减持计划的内容应当包括但不限于： <b>拟减持股份的数量、来源、减持时间区间、方式、价格区间、减持原因，并说明是否存在本规则第四条规定的情形</b> 。减持时间区间应当符合证券交易所的规定。减持计划实施完毕后，董事、监事和高级管理人员应当在两个交易日内向证券交易所报告，并予以公告；在预先披露的减持时间区间内，未实施减持或者减持计划未实施完毕的，应当在减持时间区间届满后的两个交易日内向证券交易所报告，并予以公告。上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份被人民法院通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式强制执行的，董事、监事和高级管理人员应当在收到相关执行通知后 <b>两个交易日内</b> 披露。披露内容应当包括但不限于 <b>拟处置股份数量、来源、方式、时间区间等</b> 。
申报个人信息	上市公司董事、监事和高级管理人员应当在下列时点或者期间内委托上市公司通过证券交易所网站申报其个人信息（包括但不限于 <b>姓名、职务、身份证号、证券账户、离任职时间等</b> ）：（一）新上市公司的董事、监事和高级管理人员在公司申请股票初始登记时；（二）新任董事、监事在股东大会（或者职工代表大会）通过其任职事项、新任高级管理人员在董事会通过其任职事项后二个交易日内；（三）现任董事、监事和高级管理人员在其已申报的个人信息发生变化后的二个交易日内；（四）现任董事、监事和高级管理人员在离任后二个交易日内；（五）证券交易所要求的其他时间。
需公告事项	上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份发生变动的，应当自该事实发生之日起 <b>二个交易日内</b> ，向上市公司报告并通过上市公司在证券交易所网站进行公告。公告内容包括： <b>（一）本次变动前持股数量；（二）本次股份变动的日期、数量、价格；（三）变动后的持股数量；（四）证券交易所要求披露的其他事项</b>
不得买卖本公司股票情形	上市公司董事、监事和高级管理人员在下列期间不得买卖本公司股票：（一）上市公司年度报告、半年度报告公告前十五日内；（二）上市公司季度报告、业绩预告、业绩快报公告前五日内；（三）自可能对本公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件发生之日或者在决策过程中，至依法披露之日；（四）证券交易所规定的其他期间。

来源：证监会，中泰证券研究所

鼓励上市公司并购重组，财务顾问业务或成发展蓝海。新“国九条”鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。在此背景下，券商财务顾问业务或成新的业绩增长点。当前，各券商正在积极部署财务顾问业务。

严格上市公司持续监管，提高上市公司质量有利于保护投资者特别是中小投资者的合法权益，促进资本市场高效平稳运行，提振市场信心，提高资本市场助力实体经济发展的效率。

### 2.3 改革退市制度，畅通退市“出口关”

为进一步深化改革，实现进退有序、及时出清的格局，更大力度保护中小投资者合法权益，新“国九条”从退市标准、退市渠道、“借壳上市”、监管执法和投资者赔偿等方面做出要求。证监会发布的《关于严格执行退市制度的意见》对退市政策做出更加详细的规定，交易所也做出了配套规定。

图表 15: 《关于严格执行退市制度的意见》

大类	小类	具体内容
总体要求	总体要求	<p><b>1) 突出上市公司投资价值。</b>结合企业上市条件,科学设置严格的退市标准,更加精准实现“应退尽退”。建立健全不同板块上市公司差异化的退市标准体系。以更严的证券监管执法打击各种违法“保壳”“炒壳”行为,着力削减“壳”资源价值。</p> <p><b>2) 畅通多元化退市渠道。</b>严格财务指标类、交易指标类、规范运作类、重大违法类强制退市标准。完善上市公司吸收合并等并购重组政策,支持市场化方式的主动退市。</p> <p><b>3) 大力加强投资者保护。</b>坚持“退得下、退得稳”。严惩退市公司及其控股股东、实际控制人和董事、高管的违法行为,健全退市过程中的投资者赔偿救济机制,切实保护投资者的合法权益;凝聚各方共识,创造平稳的退市环境。</p>
主要措施	进一步严格强制退市标准	<p><b>一是科学设置重大违法强制退市适用范围。</b>增加一年严重造假、多年连续造假退市情形,坚决打击恶性和长期系统性财务造假。<b>二是严格规范类退市情形。</b>增加连续多年内控非标意见退市情形,督促上市公司切实强化内部管理和公司治理;增加控制权长期无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息的退市情形,保障中小投资者知情权;上市公司内控失效,出现大股东大额资金占用且不整改的,在强制退市中予以考虑。<b>三是加大绩差公司退市力度。</b>提高亏损公司的营业收入退市指标,淘汰缺乏持续经营能力的公司;完善市值标准等交易类退市指标。</p>
	逐步拓宽多元化退出渠道	<p><b>一是以优质头部公司为“主力军”,推动上市公司之间吸收合并。</b><b>二是以产业并购为主线,支持非同一下控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。</b><b>三是完善吸收合并相关政策,</b>打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。<b>四是上市公司通过要约收购、股东大会决议等方式主动退市的,应当提供异议股东现金选择权等专项保护。</b></p>
	大力削减“壳”资源价值	<p><b>一是加强重组监管,强化主业相关性,</b>严把注入资产质量关,防止低效资产注入上市公司;从严监管重组上市,严格落实“借壳等同IPO”要求;严格监管风险警示板(ST股、*ST股)上市公司并购重组。<b>二是加强收购监管,压实中介机构责任,</b>严把收购人资格、收购资金来源,规范控制权交易。<b>三是从严打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为,</b>维护交易秩序。<b>四是对于不具有重整价值的公司,坚决出清。</b></p>
	切实加强监管执法工作	<p><b>一是强化信息披露监管和交易监测,</b>督促公司及早揭示退市风险;加大对违规规避退市行为的监管力度,触及退市标准的坚决退市;优化上市公司财务造假发现查处机制。<b>二是压实会计师事务所责任,</b>将反映上市公司财务失真、内控失效的审计意见作为退市决策的重要依据;强化监管,督促注册会计师勤勉尽责,规范执业,恰当发表审计意见。<b>三是坚持对退市公司及控股股东、实际控制人、董事、高管违法违规行为“一追到底”,</b>严惩导致上市公司重大违法强制退市的责任人员,依法实施证券市场禁入措施。推动健全行政、刑事和民事赔偿立体化追责体系。</p>
更大力度落实投资者赔偿救济	<p><b>一是退市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高管违法违规行为对投资者造成损害的,证券投资者保护机构要引导投资者积极行权。</b><b>二是对于上市公司重大违法退市,应当推动综合运用支持诉讼、示范判决、专业调解、代表人诉讼、先行赔付等方式,</b>维护投资者合法权益。<b>三是对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等,要依法赔偿投资者损失。</b></p>	
组织实施	组织实施	<p><b>加强对证券交易所和证监局履职情况的监督管理。</b>证券交易所要切实承担起退市实施主体责任,认真履行好退市决策、信息披露监督、交易监控等重要职责;加快修订股票上市规则及相关业务规则,尽快发布实施。<b>证监局依法开展对上市公司信息披露行为及公司治理活动的监督管理,依法查处退市过程中的违法违规行为,配合地方政府做好属地维稳工作。</b></p>

来源:证监会,中泰证券研究所

**严格执行退市标准。新“国九条”要求建立健全不同板块差异化的退市标准体系,科学设置重大违法退市适用范围,收紧财务类退市指标,完善市值标准等交易类退市指标,加大规范类退市实施力度。证监会和交易所详细规定了企业退市情形:**

**(1) 造假退市。造假行为持续3年及以上的,只要被行政处罚予以认定,坚决予以出清;对于1年造假的,当年财务造假金额达到2亿元以上,且造假比例达到30%以上的,予以退市;连续2年造假的,造假金额合计数达到3亿元以上,造假比例达到20%以上的,予以退市。**

**(2) 内控非标意见退市。拟将连续2年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见,或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围,第三年再次触及前述情形的,将被终止上市。**

**(3) 控制权争夺影响信息有效性退市。增加控制权长期无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息的退市情形,保障中小投资者知情权。**

**(4) 内控失效强制退市。出现控股股东及其关联方非经营性占用资金,余额达到最近一期经审计净资产值30%或者金额超过2亿元,被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正的,坚决予以出清。**

**(5) 绩差退市。沪深主板拟调高营业收入指标至3亿元,上市公司的市值退市指标至5亿元;科创板组合类财务退市指标不作调整**

**图表 16：退市新规核心修订条款一览**

退市类型	原规则	新规则
重大违法类强制退市	营业收入连续2年均存在虚假记载，虚假记载的营业收入金额合计达到5亿元以上，且超过该2年披露的年度营业收入合计金额的50%，或者公司披露的净利润连续2年均存在虚假记载，虚假记载的净利润金额合计达到5亿元以上，且超过该2年披露的年度净利润合计金额的50%；或者公司披露的利润总额连续2年均存在虚假记载，虚假记载的利润总额金额合计达到5亿元以上，且超过该2年披露的年度利润总额合计金额的50%；	<b>新增</b> 造假行为持续3年及以上的，只要被行政处罚予以认定，坚决予以出清 <b>调低</b> “造假金额+造假比例”的退市标准。对于1年造假的，当年财务造假金额达到2亿元以上，且造假比例达到30%以上的，予以退市；连续2年造假的，造假金额合计数达到3亿元以上，造假比例达到20%以上的，予以退市。
规范类强制退市		<b>新增</b> 三种规范类退市情形：第一，上市公司内控失效，出现控股股东及其关联方非经营性占用资金，余额达到最近一期经审计净资产30%或者金额超过2亿元，被中国证监会责令改正但未在规定的期限内改正的，坚决予以出清。第二，将内控审计意见纳入规范类退市指标，督促公司切实强化内部管理和公司治理。拟将连续两年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见，或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围，第三年再次触及前述情形的，将被终止上市。第三，新增控制权无序争夺的情形，督促公司规范内部治理。
财务类强制退市	最近一个会计年度经审计的净利润为负且营业收入低于1亿元，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负且营业收入低于1亿元；	<b>收紧</b> 财务类退市指标。拟将主板亏损公司营业收入指标从1亿元调高至3亿元；对于内部控制存在问题的退市风险警示公司予以退市，提高撤销退市风险警示的规范性要求
交易类强制退市	上市公司连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于3亿元；	<b>完善</b> 市值标准等交易类退市指标。适当将主板A股(含A+B股)上市公司的市值退市指标从低于3亿元提高至低于5亿元。

来源：证监会，中泰证券研究所

**图表 17：交易所严格退市政策**

上海证券交易所	深圳证券交易所	北京证券交易所
<p>1. 大幅降低财务造假重大违法退市标准释放“零容忍”鲜明信号，加大财务造假打击力度，尽快出清“害群之马”。本次修订大幅降低重大违法类退市标准。结合近年来市场关注度高的财务造假案例情况，将标准优化如下：对于“造假金额+造假比例”的标准修改为一年、两年、三年及以上三个层次。具体表述：(1) 一年虚假记载金额达到2亿元以上，且占比超过20%。(2) 连续两年虚假记载金额达到3亿元以上，且占比超过20%。(3) 连续三年及以上年度存在虚假记载，前述虚假记载科目包括营业收入、净利润、利润总额和资产负债表中的资产或者负债科目；计算营业收入、净利润、利润总额的造假占比，以披露的相应科目金额作为分母，计算资产负债表中的资产和负债科目的造假占比，以披露的净资产作为分母。其中，一年、两年财务造假退市标准适用于2024年及以后年度，三年及以上财务造假行为性质恶劣，本次从严规制，适用于2020年及以后年度，衔接2020年退市改革。另外，如虚假记载年度涉及2020-2024年度的，仍然适用原标准，即“虚假记载金额合计达到5亿元以上，且超过该两年披露合计金额的50%”。</p> <p>2. 新增三项规范类退市情形</p> <p>为进一步打击资金占用、治理混乱、控制权无序争夺等市场乱象，本次新增三项规范类退市情形，主要修订以下内容：一是新增“资金占用”退市指标。控股股东资金占用严重侵害上市公司利益，扰乱资本市场秩序，有必要通过退市机制设立“高压线”，震慑违规占用行为。具体情形为上市公司出现控股股东(无控股股东，则为第一大股东)及其关联方非经营性占用资金，余额达到最近一期经审计净资产30%以上，或者金额超过2亿元以上，被中国证监会责令改正但未在规定的期限内改正的，对公司股票予以停牌，在停牌2个月内仍未改正的，实施退市风险警示，此后2个月内仍未改正的，对公司股票予以终止上市。二是新增内控审计意见退市情形。内部控制的有效性是公司财务数据真实、准确、完整的重要保障，将内控审计意见纳入退市范畴，有利于压实审计机构责任，督促规范公司治理。具体指标为：连续两年内部控制审计报告为无法表示意见或者否定意见，或未按照规定披露内部控制审计报告，公司股票被实施退市风险警示，第三年公司内部控制审计报告为非无保留意见的，对公司股票予以终止上市。三是新增控制权无序争夺退市情形。控制权无序争夺严重危害公司治理，扰乱市场秩序。本次修订增加一项信息披露或者规范运作存在重大缺陷退市情形，即“上市公司控制权无序争夺，导致投资者无法获取公司有效信息”。</p> <p>3. 完善组合类财务退市指标</p> <p>为进一步出清“空壳僵尸”公司，提高亏损公司营业收入适用标准，进一步考核持续经营能力，同时严格规范的内控规范性要求。本次财务类退市指标主要修订如下：一是主板组合类财务退市指标中的营业收入标准由“低于1亿元”调整到“低于3亿元”，以及在“扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值”中增加利润总额为负的考察维度，修改后的组合指标为“利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值且营业收入低于3亿元”。二是增加财务类退市风险警示公司(*ST公司)撤销退市风险警示的条件，要求其内部控制审计报告为无保留意见，否则将予以退市。</p> <p>4. 提高市值类强制退市标准</p> <p>为有效推动上市公司提升质量和投资价值，适当提高市值指标，将原来“连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于3亿元”修改为“连续20个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于5亿元”，发行信托凭证等企业的市值退市指标同步调整。考虑到B股制度改革实际情况，仅发行B股的公司市值退市指标继续维持在3亿元。</p>	<p>落实《关于严格执行退市制度的意见》要求，严格重大违法类、规范类、财务类和交易类四类强制退市标准，更加精准实现“应退尽退”，推动形成退市有序、及时出清的格局。</p> <p>一是扩大重大违法类强制退市适用范围。调低财务造假退市的标准、金额和比例，增加多年连续造假退市情形。对现行“连续两年虚假记载金额合计达到5亿元以上，且超过该两年披露合计金额的50%”的造假退市标准进行修订，区分一年、连续两年、连续三年及以上三个层次：一年为虚假记载金额“2亿元且占比30%”；两年为“合计3亿元且占比20%”；三年及以上被认定虚假记载即退市，坚决打击恶性和长期系统性财务造假。一年、连续两年标准适用于2024年度及以后年度的虚假记载行为；三年及以上标准适用于2020年度及以后年度的虚假记载行为。前述虚假记载科目包括营业收入、净利润、利润总额和资产负债表资产或者负债科目。此外，为加大对财务造假公司的监督和约束力度，加强对财务造假公司风险提示，督促其积极整改，新增一项ST情形，对于未触及退市标准的造假行为，行政处罚事先告知书显示公司财务会计报告存在虚假记载，即实施ST。公司完成处罚事项的追溯调整且行政处罚决定作出满十二个月的，方可申请摘牌。二是新增三项规范类退市情形。第一，新增控股股东大额资金占用且不整改退市，即“被控股股东(无控股股东，则为第一大股东，下同)或者控股股东关联方非经营性占用资金的余额达到2亿元以上或者占公司最近一期经审计净资产的30%以上，被中国证监会责令改正但未在要求期限内完成整改”情形，切实加强对大股东侵占监管震慑，督促公司加强内部控制，维护资产财务独立性。第二，新增多年内控非规范退市，连续两年内控非规范或未按照规定披露内控审计报告实施*ST，第三年内控非规范或未按照规定披露内控审计报告即退市，压实审计机构责任，督促公司完善内部控制、规范运作。第三，新增控制权无序争夺退市，增加一项“信息披露或者规范运作存在重大缺陷”情形，即“公司出现控制权无序争夺，导致投资者无法获取公司有效信息”。督促股东在制度框架内解决控制权争议，切实保障中小投资者知情权。四是收紧财务类退市指标，提高主板亏损公司营业收入退市标准，将“净利润+营业收入”中的营业收入从现行“1亿元”提高至“3亿元”，加大力度淘汰缺乏持续经营能力公司。结合创业板公司成长性和收入规模特点，本次不作调整，维持“1亿元”不变。五是提高“亏损”标准，修改后的组合指标为“利润总额、净利润、扣非净利润三者孰低为负值，且营业收入低于3亿元(创业板1亿元)”。此外，对财务类*ST公司引入财务报告内部控制审计意见退市情形，提高规范类退市要求。四是提高主板A股上市公司市值退市标准，将主板A股(含A+B股)市值标准从现行“3亿元”提高至“5亿元”，进一步发挥市场化退出功能，推动上市公司提高质量和投资价值。B股和创业板市值退市指标本次不作调整，维持“3亿元”不变。</p>	<p>(一) 交易类强制退市方面</p> <p>考虑成交量是衡量企业投资价值的基本要求，结合沪深交易所规则及北交所市场实际，新增成交量指标，规定通过本交易所系统连续120个交易日实现的累计股票成交量低于100万股的，将予退市。</p> <p>(二) 财务类强制退市方面</p> <p>一是财务类强制退市指标全部交叉适用。目前，北交所财务类强制退市指标仅审计意见与其他指标交叉适用，为进一步增强市场出清力度，防止相关企业规避财务类强制退市要求，规定财务类指标全部交叉适用。</p> <p>二是新增要求扣除与主营业务无关的业务收入。目前本所仅要求扣除不具备商业实质收入，但考虑实践中可能出现做大收入“保壳”规避退市行为，如开展出租固定资产等正常经营之外的业务，因此本次增加扣除与主营业务无关的收入。</p> <p>三是亏损中增加利润总额为负的考察维度。为进一步强化巨额减值或亏损企业出清力度，避免通过追延所得税科目操纵指标，严格退市标准，明确对于最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，且营业收入低于5000万元的将被实施退市风险警示，但采用标准二、三、四上市的企业不适用该要求。</p> <p>四是调整条件增加内部控制审计报告为标准无保留意见要求。实践中，内部控制不规范的公司，财务数据真实性往往存疑，此次从规则上提高财务类退市风险警示公司摘牌的规范性要求，体现从严、从严、从严。</p> <p>(三) 规范类强制退市方面</p> <p>为严厉打击资金占用、督促企业规范内部治理，新增控股股东资金占用、内控非规范审计意见、控制权无序争夺等三项退市情形。对于控股股东资金占用退市情形，明确限期整改及“2+2”退市要求，即公司被控股股东及其关联方非经营性占用资金余额2亿元以上或者占公司最近一期经审计净资产的30%以上，被中国证监会责令改正但未在要求期限内完成整改，且在公司股票停牌2个月内仍未完成整改的，将被实施退市风险警示，此后2个月内仍未完成整改将予以退市。对于内控非规范审计意见退市情形，明确三年的退市要求，即公司连续两个会计年度财务报告内部控制被出具无法表示意见或否定意见的审计报告，或未按照规定披露财务报告内部控制审计报告，或未按照规定披露财务报告内部控制审计报告将被退市。第三个会计年度财务报告内部控制被出具无法表示意见或否定意见的审计报告，或未按照规定披露财务报告内部控制审计报告将被退市。对于控制权无序争夺退市情形，明确限期整改及“2+2”退市要求，即出现相关情形被本所风险警示但公司在规定期限内未完成整改，且公司在股票停牌2个月内仍未完成整改的将被实施退市风险警示，此后2个月内仍未按要求完成整改的将被退市。</p> <p>(四) 重大违法强制退市方面</p> <p>为明确大额造假、连续多年造假公司退市机制，拟新增规定公司披露的营业收入、利润总额、净利润、资产负债表等主要财务指标任一年度虚假记载金额达到2亿元以上，且超过该年度披露的相应科目金额的30%；或者主要财务指标连续2年虚假记载金额合计达到3亿元以上，且超过该2年度披露的相应科目合计金额的20%；或者主要财务指标连续3年存在虚假记载的将予以退市，进一步严肃市场纪律。</p> <p>(五) 明确北交所退市公司转入主板板块</p> <p>为传递退市从严监管要求，明确北交所退市公司均转入退市板块。</p> <p>(六) 其他制度调整</p> <p>一是配合退市指标修改，在公司治理部分增加内部控制评价报告要求。衔接财务类、规范类退市指标，要求上市公司董事会或者审计委员会根据内部审计部门工作报告及相关信息，形成公司年度内部控制评价报告，并经董事会审议。披露年度报告时，披露年度内部控制评价报告和会计师事务所出具的内部控制审计报告。根据财政部和证监会2023年12月联合发布的《关于强化上市公司及拟上市公司内部控制建设推进内部控制评价和审计的通知》，自2024年开始，北交所上市公司应当披露内部控制评价报告及内部控制审计报告。</p> <p>二是配合退市指标修改，同步调整业绩预告披露要求。在业绩预告和业绩预告的财务数据中增加利润总额、扣除非经常性损益后的净利润披露要求；调整业绩预告披露时间到1月底前，同步完善业绩预告披露的规范性要求。</p> <p>三是删除减持相关规定。将《上市规则》中关于减持相关具体规定调整至《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号—股份减持和持股管理》，删除《上市规则》第二章第四节关于减持制度的规定。</p>

来源：上交所，深交所，北交所，中泰证券研究所

**大力削减“壳”资源价值。新“国九条”要求加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。证监会进一步规定(1)加强重组监管，防止低效资产注入上市公司，严格落实“借壳等同IPO”要求。(2)加强收购监管，压实中介机构责任，严把收购人资格、收购资金来源，规**

范控制权交易。**(3) 从严打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为。**

**拓宽多元化退出渠道。**以优质头部公司吸收合并为主力，以产业并购为主线，打通适当性跨板块吸收合并的“堵点”，要求主动退市企业提供异议股东现金选择权等专项保护。

### 三、金融机构：加强机构和交易监管，引导中长期资金入市

#### 3.1 推动证券基金机构高质量发展

**机构定位：处理好功能性和盈利性的关系。**证券基金机构应立足主责主业，做好金融市场“看门人”，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局，服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设。

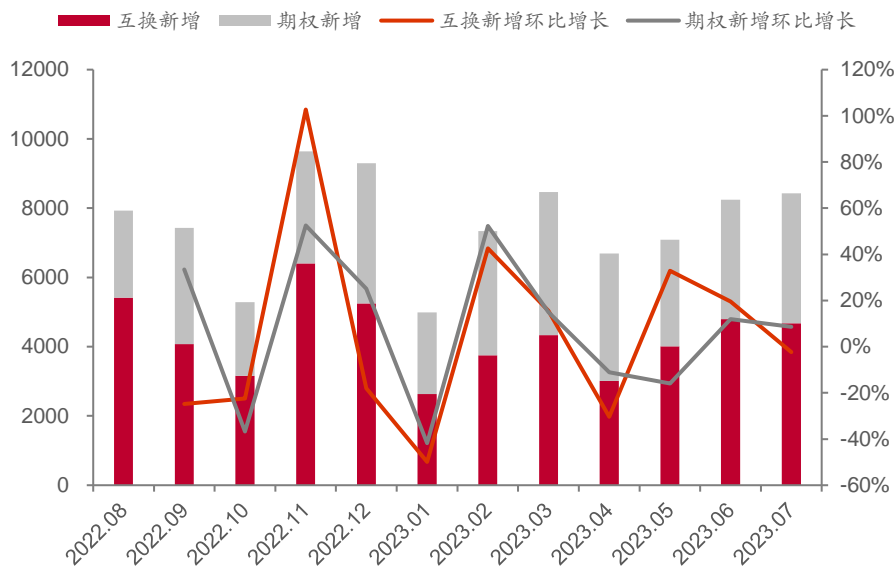
**完善对衍生品、融资融券业务的监管。**近年来，对衍生品业务和融资融券业务的监管已有趋严态势，衍生品业和融资融券业务收到规范，短期内收入和规模双承压。**在衍生品业务方面**，2023年11月17日，证监会就《衍生品交易监督管理办法（二次征求意见稿）》公开征求意见，将证监会监管的衍生品市场各类主体和活动全部纳入规制范围。证监会新闻发言人在2024年2月28日的发言中指出，证监会将对DMA等场外衍生品业务继续强化监管、完善制度。**在融资融券业务方面**，2023年10月14日，证监会通知调整优化融券相关制度，将普通融券的保证金比例由50%提高至80%，对于私募机构的融券保证金进行差异化提升，即由50%提高至100%，取消了上市公司高管、核心员工通过参与战略配售专项资管进行出借，增加了多条不得融券卖出的情形。**随着新“国九条”的发布**，预计未来对衍生品和融资融券业务的监管会趋严，短期来看，券商衍生品和融资融券业务会受到一定影响，但从长期来看，衍生品和融资融券业务依然是活跃资本市场、提升定价效率的重要工具。

**图表 18：《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》证券基金机构要求**

主题	具体内容
五、加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强	<p><b>推动证券基金机构高质量发展。</b>引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系。加强行业机构股东、业务准入管理，完善高管人员任职条件与备案管理制度。完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度。推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设。支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。</p> <p><b>积极培育良好的行业文化和投资文化。</b>完善与经营绩效、业务性质、贡献水平、合规风控、社会文化相适应的证券基金行业薪酬管理制度。持续开展行业文化综合治理，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制，坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气。</p>

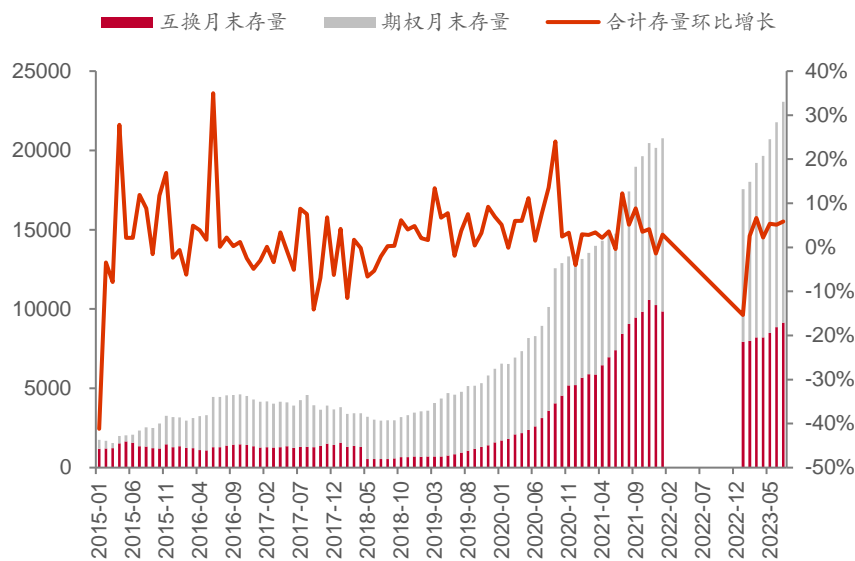
来源：证监会，中泰证券研究所

**图表 19：场外衍生品月度新增交易情况；亿元**

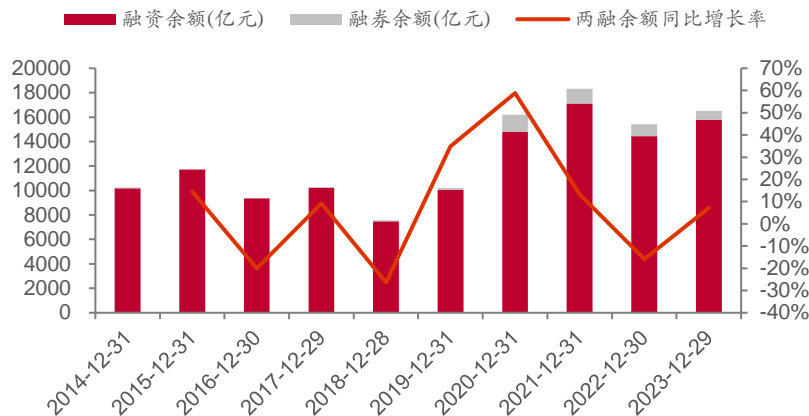


来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 20: 场外衍生品月末存量变化情况; 亿元, %



来源: iFind, 中泰证券研究所

**图表 21：年末融资融券余额及变化情况**


来源：iFind，中泰证券研究所

**推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设。**随着居民可支配收入持续攀升、财富配置结构从房产向金融资产迁移，居民财富管理需求愈加多样化，财富管理市场规模持续快速增长。

**支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。**近年来，监管层多次提出鼓励同业并购。2019年11月证监会首提“六举措打造航母级券商”，鼓励市场化并购；2020年7月中证报报道，证监会鼓励有条件的机构实施市场化并购重组；2024年3月15日，《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》重提“适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强”。在监管政策支持下，随着市场低位波动，部分中小券商经营承压，牌照管制放松使牌照红利削减，预计证券行业供给侧有望加速出清，证券行业优胜劣汰进程或将加快，行业集中度趋势性提升。中小机构只有结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细，立足差异化发展、特色化经营，才能在激烈的行业竞争中拥有一席之地。

证监会对《关于加强上市证券公司监管的规定》进行修订，督促上市券商成为发展“领头羊”。上市证券公司具有证券公司和上市公司的双重属性，因此要受到适用于证券公司和上市公司双重监管。**(1) 把功能性放在首位。**上市证券公司要端正经营理念，聚焦主责主业，处理好盈利性和功能性之间的关系，把功能性放在首要位置，积极发挥金融服务实体经济的功能作用。**(2) 提高资金使用效率。**市场融资应当合理审慎，提高资金使用效率，把有限的资源更好配置在助力科技自立自强、促进经济高质量发展、服务居民财富管理等重点领域，审慎开展高资本消耗型业务。**(3) 信息披露更加透明。**要求上市证券公司立足行业功能定位和风险特征，提高信息披露的针对性和有效性，及时披露净资本和流动性等相关核心风控指标和财务运营状况，确保公司运作更加透明，财务报表更加规范，市场约束更加有效。**(4) 合规风控更加严格。**落实全面风

险管理要求，加强对各类境内外子公司的管理，完善人员管理及长效激励约束机制。

图表 22：关于修订《关于加强上市证券公司监管的规定》的决定（征求意见稿）

要点	内容
正文第一段修改	正文第一段修改为“ <b>上市证券公司具有证券公司与上市公司的双重属性</b> ，作为证券公司，要适用证券公司监管相关法规；作为上市公司，要适用上市、发行监管相关法规。为做好相关法律法规的协调和衔接，加强对上市证券公司的监管，督促上市证券公司端正经营理念， <b>聚焦主责主业，把功能性放在首要位置，积极发挥金融服务实体经济的功能作用，突出价值创造、股东回报和投资者保护</b> ，落实全面风险管理与全员合规管理要求，提升信息披露有效性，在规范公司治理等方面发挥标杆示范作用，现规定如下：”
第一条修改	第一条修改为：“证券公司首次公开发行并上市（以下简称 IPO）和上市后发行新股、可转换公司债券等再融资行为，应当同时符合《证券法》《证券公司监督管理条例》《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等法律法规关于发行等行政许可规定的条件，向监管部门申请出具监管意见书，提供包括监管意见书在内的相关注册申请材料。IPO 和再融资行为涉及证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人的，还应当按照《证券公司股权管理规定》相关规定，报送相关资质审核材料。”并增加一款：“ <b>证券公司 IPO 和再融资行为，应当结合股东回报和价值创造能力、自身经营状况、市场发展策略等，合理确定融资规模和时机，严格规范资金用途，聚焦主责主业，审慎开展高资本消耗型业务，提升资金使用效率。</b> ”
第三条修改	第三条修改为：“上市证券公司应当根据《证券公司监督管理条例》《证券公司股权管理规定》有关规定在章程中载明， <b>任何单位或者个人未经国务院证券监督管理机构核准，成为证券公司主要股东或者公司的实际控制人的，应当限期改正</b> 。改正前，不得行使股东（大）会召开请求权、表决权、提名权、提案权、处分权等权利。”并增加一款“ <b>上市证券公司股东、股东的实际控制人及其他关联方不得通过资金占用、要求证券公司提供违规融资、违规担保等任何方式，侵占上市证券公司利益及客户合法权益。</b> ”
第四条修改	第四条修改为：“上市证券公司应当根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》等规定 <b>编制上市公司年度报告</b> ，同时上市证券公司还应根据《证券公司年度报告内容与格式准则》等规定编制证券公司监管年度报告，在规定期限内先按上市公司要求披露上市公司年度报告，然后再向监管机构报送证券公司监管年度报告，并按要求将其中的审计报告、经审计的会计报表及附注在中国证券业协会网站和公司网站进行信息公示。如果向社会公开披露的年度报告和向监管部门报送的年度报告存在重大数据差异，上市证券公司应当及时 <b>以临时报告方式披露并充分说明产生差异的原因</b> 。上市证券公司财务报表的编制和披露应当符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定，公允反映公司的财务状况、经营成果和现金流量。”
第五条修改	第五条修改为：“根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》规定， <b>上市公司应当披露主要控股参股公司及控制的结构化主体情况</b> 。上市证券公司由于国家秘密、商业秘密等特殊原因导致确实不便披露的，可以不予披露，但应当在相关章节详细说明原因。”
增加一条为第六条	增加一条为第六条：“上市证券公司应当 <b>持续健全公司治理</b> ，建立股权结构清晰、组织架构精简、职责边界明确、信息披露健全、激励约束合理、内控制衡有效、职业道德良好的公司治理架构，健全组织架构运行机制，保证公司运作独立性、稳健性，落实全面风险管理要求，加强对各类境内外子公司的管理。上市证券公司应当 <b>完善人员管理及长效激励约束机制</b> ，严禁短期激励、过度激励等不当激励行为，持续健全考核问责机制和声誉风险管理体系，依照法律、行政法规、中国证监会及证券交易所的规定披露薪酬有关信息。”
将原第十条调整为第十一条	将原第十条调整为第十一条，并修改为“上市证券公司应当根据《上市公司信息披露管理办法》的规定，及时披露重大行政许可事项的相关情况，即公司应当在作出行政许可申请的决议或决定、监管部门作出行政许可决定后，及时在证券交易所的网站和符合规定条件的公开披露相关情况。对于一般行政许可事项，上市证券公司应当在中期报告和年度报告中公开披露监管部门的行政许可决定。”
删去原第十一条	删去原第十一条。
第十二条修改	第十二条修改为：“上市证券公司应当根据《上市公司信息披露管理办法》《证券公司风险控制指标管理办法》等规定披露其风险控制指标变化、被采取的监管措施等重大事项。其中：1. 上市证券公司应当在 <b>季度报告、中期报告和年度报告中披露净资本等主要风险控制指标的具体情况和达标情况</b> ；日常经营中，当风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率等 <b>核心风险控制指标不符合规定标准的，应当及时以临时公告方式披露，说明原因、目前的状态和可能产生的影响</b> 。”并增加一款“上市证券公司经监管部门认可或要求，以合并数据为基础编制风险控制指标监管报表，或采取内部模型法等风险计量高级方法计算相关风险控制指标的， <b>应当在披露时就相关口径及差异化安排进行说明</b> 。”
增加一条为第十三条	增加一条为第十三条：“ <b>上市证券公司应当牢固树立回报股东的意识</b> ，根据《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》《上市公司股份回购规则》等规定，结合公司经营情况，制定对股东回报的合理规划，对经营利润用于自身发展和回报股东进行合理平衡， <b>重视提高现金分红水平，鼓励形成实施股份回购的机制性安排，积极通过一年多次分红及回购注销的方式提升股东回报、优化治理结构</b> 。”
增加一条为第十四条	增加一条为第十四条：“上市证券公司应当建立、健全投资者关系管理活动相关制度及程序，在保证信息披露合规性和公平性的基础上， <b>以积极、认真、专业的态度回应投资者关注，客观、真实、准确、完整地介绍和反映公司的实际状况</b> 。上市证券公司投资者关系管理工作人员应当具备履行职务所必需的专业知识，具有良好的职业素养。证券公司母公司为上市公司的，证券公司应当指定专人配合，就涉及证券公司经营等相关事项作出专业回应。”

来源：证监会，中泰证券研究所

### 3.2 加强交易监管，维护资本市场稳定

为维护资本市场的稳定性，新“国九条”从三个维度提出规定，防范化解风险，维护市场稳定。**(1) 整治已有风险隐患。**加强战略性力量储备和稳定机制建设，集中整治私募基金领域突出风险隐患，完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制。**(2) 强化交易监管。**完善对异常交易、操纵市场的监管标准，加强对高频量化交易监管，制定私募证券基金运作规则。强化底线思维，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，强化震慑警示。**(3) 建立未来风险预测防范机制。**将重大经济或非经济政策对资本市场的影响评估内容纳入宏观政策取向一致性评估框架，建立重大政策信息发布协调机制。

在新“国九条”强化交易监管规定的基础上，证监会制定了《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，要求证券交易所依法建立程序化交易报告制度，对程序化交易实行实时监测监控，对异常交易行为予以重点监控，并对高频交易做出具体规定。证监会市场一司司长张望军在会上总结称，从内容看，可以概括为“四个突出”：**(1) 突出维护公平。**立足中小投资者数量众多这个最大的国情市情，针对程序化交易在信息、技术等方面的优势，在报告管理、交易监管、系统安全、差异化收费等方面明确一系列要求，切实维护市场交易公平性，管控好消极影响，发挥其积极作用，促进程序化交易规范健康发展。**(2) 突出全链条监管。**事前，落实“先报告、后交易”要求，程序化交易投资者要提前报告账户基本信息、资金信息、交易策略等内容。技术系统应当符合证券交易所规定，相关机构应当制定专门的合规风控制度。**事中**，证券交易所对程序化交易实行实时监测，制定针对性的异常交易监控标准。证券公司要全面落实客户管理责任。**事后**，强化自律管理与行政监管的衔接，明确违法违规行为的责任追究。**(3) 突出监管重点。**《管理规定》要求由证券交易所明确高频交易认定标准，可对高频交易实行差异化收费，并从严管理其异常交易行为。同时明确投资者在进行高频交易前，应当额外报告系统测试情况、系统故障应急方案等信息。**(4) 突出系统施策。**《管理规定》是程序化交易监管的基础性制度安排，明确了中国证监会及其派出机构、证券交易所、行业协会的职责分工，授权证券交易所、行业协会细化业务规则和具体措施，逐步构建行政监管和自律管理相互衔接的立体化规则体系。

**图表 23：《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》 交易监管**

主题	具体内容
六、加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	<b>促进市场平稳运行。强化股市风险综合研判。</b> 加强战略性力量储备和稳定机制建设。集中整治私募基金领域突出风险隐患。完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为。探索适应中国发展阶段的期货监管制度和业务模式。做好跨市场跨行业跨境风险监测应对。
	<b>加强交易监管。完善对异常交易、操纵市场的监管标准。</b> 出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。制定私募证券投资基金运作规则。强化底线思维，完善极端情形的应对措施。严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，强化震慑警示。
	<b>健全预期管理机制。</b> 将重大经济或非经济政策对资本市场的影响评估内容纳入宏观政策取向一致性评估框架，建立重大政策信息发布协调机制。

来源：证监会，中泰证券研究所

图表 24：证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）

要点	内容
程序化交易投资者定义	本规定所称程序化交易投资者，是指下列进行程序化交易的投资者：（一）私募基金管理人及其管理的私募基金、合格境外投资者等证券公司的客户；（二）从事自营、做市交易或者资产管理等业务的证券公司；（三）使用证券交易所交易单元进行交易的公募基金管理人、保险机构等其他机构；（四）证券交易所认定的其他投资者。
报告管理	程序化交易投资者应当真实、准确、完整、及时报告以下信息：（一）账户基本信息，包括投资者名称、证券账户代码、指定交易或托管的证券公司、产品管理人等；（二）账户资金信息，包括账户的资金规模及来源，杠杆资金规模及来源、杠杆率等；（三）交易信息，包括交易策略类型及主要内容、交易指令执行方式、最高申报速率、单日最高申报笔数等；（四）交易软件信息，包括软件名称及版本号、开发主体等；（五）证券交易所规定的其他信息，包括证券公司、投资者联络人及联系方式等。程序化交易投资者报告信息发生重大变更的，应当及时进行变更报告。证券公司的客户进行程序化交易，应当按照证券交易所的规定和委托协议的约定，将有关信息向接受其委托的证券公司报告。证券公司收到报告信息后，应当按照证券交易所的规定及时对客户报告的信息进行核查。证券公司核查无误的，应当及时向客户确认，并按照规定向证券交易所报告。客户收到证券公司确认后方可进行程序化交易。证券公司发现客户未按要求报告或者报告信息不实的，应当督促客户按规定报告。经督促仍不改正的，证券公司应当按照证券交易所的规定和委托协议的约定，拒绝接受委托并向证券交易所报告。证券公司和在使用证券交易所交易单元进行交易的公募基金管理人、保险机构等其他机构应当按照证券交易所的规定，向证券交易所报告程序化交易有关信息，经证券交易所确认后后方可进行程序化交易。证券交易所应当对收到的报告信息及时予以确认，并定期开展数据筛查，对程序化交易投资者的交易行为和其报告的交易策略、频率等信息进行一致性比对。证券交易所可以对涉及程序化交易的相关机构和个人进行现场或者非现场检查，对频繁出现报告信息与交易行为不符等情况的相关机构和个人进行重点检查。
交易监测和风险管理	证券交易所对程序化交易实行实时监测监控，对下列可能影响证券交易所系统安全或者交易秩序的异常交易行为予以重点监控：（一）短时间内申报、撤单的笔数、频率达到一定标准，或者日内申报、撤单的笔数达到一定标准；（二）短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致多只证券交易价格或交易量出现明显异常；（三）短时间内大笔、连续或密集申报并成交，导致证券市场整体运行出现明显异常；（四）证券交易所认为需要重点监控的其他情形。程序化交易异常交易监控标准由证券交易所另行规定。证券公司接受客户程序化交易委托的，应当与客户签订委托协议，约定双方的权利、义务等事项，明确证券公司对客户的管理责任和风险控制要求。中国证券业协会应当就程序化交易制定并及时更新委托协议范本，供证券公司参照使用。证券公司应当加强客户程序化交易行为的监控，严格按照证券交易所规定进行程序化交易委托指令审核，及时识别、管理和报告客户涉嫌异常交易的行为，并配合证券交易所采取相关措施。证券公司、公募基金管理人、私募基金管理人、合格境外投资者等机构应当就程序化交易制定专门的业务管理和合规风控制度，完善程序化交易指令审核和监控系统，防范和控制业务风险。证券公司、公募基金管理人、私募基金管理人、合格境外投资者等机构负责合规风控的有关责任人员，应当对本机构和客户程序化交易的合规性进行审查、监督和检查，并负责相关风险管理工作。投资者进行程序化交易，因不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件，可能引发重大异常波动或影响证券交易正常进行的，应当立即采取暂停交易、撤销委托等处置措施。证券公司的客户应当及时向其委托的证券公司报告，其他程序化交易投资者应当及时向证券交易所报告。证券公司发现客户出现前款情形的，应当立即按照委托协议的约定，采取暂停接受其委托、撤销相关申报等处置措施，并及时向中国证监会派出机构和证券交易所报告。证券交易所应当明确针对前款情形采取技术性停牌、临时停牌、取消交易、通知证券登记结算机构暂缓交收等措施的具体程序和要求。
信息系统管理	用于程序化交易的技术系统应当符合证券交易所的规定，具备有效的验资验券、权限控制、阈值管理、异常监测、错误处理、应急处置等功能，保障安全持续稳定运行。程序化交易投资者使用相关技术系统，应当按照前款要求进行充分测试，并按照证券交易所规定报告测试记录。证券公司应当按照规定对交易单元进行统一管理，按照公平、合理原则为各类投资者提供相关服务，不得为程序化交易投资者提供特殊便利。证券公司提供主机交易托管服务的，应当遵循安全、公平、合理的原则，公平分配资源，并对使用主机托管服务的主体加强管理。证券公司应当按照证券交易所的规定，合理使用主机交易托管资源，保障不同客户之间的交易公平性。对一段时间内频繁发生异常交易、程序化交易系统发生重大技术故障或者违反证券交易所相关规定的客户，证券公司不得向其提供主机托管服务。证券公司通过交易信息系统接入等技术手段为客户程序化交易提供服务的，应当纳入合规风控体系，建立健全尽职调查、验证测试、事前审查、交易监测、异常处理、应急处置、退出安排等全流程管理机制。与证券公司系统对接的程序化交易客户不得利用系统对接非法经营证券业务，不得招揽投资者或者处理第三方交易指令，不得转让、出借自身投资交易系统或者为第三方提供系统接入。实施交易信息系统接入的证券公司、与证券公司系统对接的程序化交易客户应当遵守有关规定。程序化交易投资者使用证券交易所增值行情信息的，应当按照规定缴纳费用。对申报、撤单的笔数、频率达到一定标准的程序化交易，证券交易所可提高收费标准，具体标准由证券交易所另行规定。
高频交易特别规定	本规定所称高频交易是指具备以下特征的程序化交易：（一）短时间内申报、撤单的笔数、频率较高；（二）日内申报、撤单的笔数较高；（三）证券交易所认定的其他特征。证券交易所应当明确并适时完善高频交易的认定标准。投资者在进行高频交易前，除本规定第七条规定的报告信息外，还应当报告高频交易系统服务器所在地、系统测试报告、系统发生故障时的应急方案等信息。适应高频交易特征，证券交易所可对高频交易实施差异化收费，适当提高交易收费标准，并可收取撤单费等其他费用。具体标准和方式由证券交易所另行规定。证券交易所对高频交易行为实施重点监管。高频交易投资者发生异常交易行为的，证券交易所可按相关规定从严管理。
监督管理	证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会根据自律管理需要，可对程序化交易相关机构和个人开展约谈提醒或现场检查。程序化交易相关机构和个人违反有关规定要求的，证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会应当按照规定采取口头警示、书面警示、责令改正、限制交易等管理措施。中国证监会及其派出机构可依法对程序化交易相关机构和个人进行检查或调查，并可委托有关机构协助开展评估、监测等工作，相关机构和个人应当予以配合。证券公司及其负责合规风控等职责的相关人员未履行程序化交易相关合规风控和客户管理等职责，违反本规定第七条、第八条、第九条、第十二条、第十三条、第十四条、第十五条、第十六条、第十七条、第十八条第二款、第十九条、第二十条、第二十二条款等要求的，中国证监会及其派出机构可以按照《证券法》《证券公司监督管理条例》《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》等规定依法采取监管措施。公募基金管理人、私募基金管理人、合格境外投资者等程序化交易相关机构和个人违反本规定第七条、第八条、第九条、第十四条、第十五条、第十六条、第十九条、第二十条、第二十二条款等要求的，中国证监会及其派出机构可以按照《证券法》《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理条例》《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》等有关规定依法采取监管措施。程序化交易相关机构和个人影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序的，中国证监会及其派出机构可以根据《证券法》第一百九十条的规定进行处罚。构成内幕交易、利用未公开信息交易、操纵证券市场等违法行为的，根据《证券法》第一百九十一条、第一百九十二条等规定进行处罚。违反法律、法规或本规定，情节严重的，可以根据《证券法》第二百二十一条的规定对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。
内外资一致	通过内地与香港股票市场交易互联互通机制在内地证券市场进行程序化交易的投资者，应当按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控有关规定，对其异常交易行为开展跨境监管合作。其他管理事项参照适用本规定。具体要求由证券交易所另行规定。

来源：证监会，中泰证券研究所

### 3.3 加强基金公司建设，推动中长期资金入市

为增加权益类投资，树立长期投资理念，新“国九条”对基金公司特别是公募基金提出了系列政策。在公募基金方面，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。全面加强基金公司投研能力建设，丰富公募基金可投资资产类别和投资组合，从规模导向向投资者回报导向转变。稳步降低公募基金行业综合费率，研究规范基金经理薪酬制度。修订基金管理人分类评价制度，督促树牢理性投资、价值投资、长期投资理念。在私募基金方面，支持私募证券投资基金和私募资管业务稳健发展，提升投资行为稳定性。

汇聚不同机构合力，壮大中长期投资力量。(1)优化保险资金权益投资政策环境，完善保险资金权益投资监管制度。保险机构一直以来都是资本市场中长期投资的主力军，在政策环境方面，新“国九条”要求优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资；在制度方面，要求完善保险资金权益投资监管制度，优化上市保险公司信息披露要求。(2)完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。(3)提升企业年金、个人养老金投资灵活度。(4)鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。

图表 25：《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》推动中长期资金入市

主题	具体内容
七、大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比。建立交易型开放式指数基金（ETF）快速审批通道，推动指数化投资发展。全面加强基金公司投研能力建设，丰富公募基金可投资资产类别和投资组合，从规模导向向投资者回报导向转变。稳步降低公募基金行业综合费率，研究规范基金经理薪酬制度。修订基金管理人分类评价制度，督促树牢理性投资、价值投资、长期投资理念。支持私募证券投资基金和私募资管业务稳健发展，提升投资行为稳定性。
	优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。完善保险资金权益投资监管制度，优化上市保险公司信息披露要求。完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策。提升企业年金、个人养老金投资灵活度。鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。

来源：证监会，中泰证券研究所

## 四、配套机制：形成共建共治共享的资本市场有效治理生态体系

改革开放统筹发展，更好服务高质量发展。(1)做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。资本市场要更好服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略实施和中小企业、民营

企业发展壮大,促进新质生产力发展。要加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持。**(2) 完善多层次资本市场体系。**坚持主板、科创板、创业板和北交所错位发展,深化新三板改革,促进区域性股权市场规范发展。进一步畅通“募投管退”循环,发挥好创业投资、私募股权投资支持科技创新作用。推动债券和不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展,稳慎有序发展期货和衍生品市场。**(3) 坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。**拓展优化资本市场跨境互联互通机制,拓宽企业境外上市融资渠道,加强开放条件下的监管能力建设,深化国际证券监管合作。

形成高质量发展的合力,打造资本市场有效治理生态体系,“共建共治共享”。**(1) 提升违法违规成本。**完善相关法律与监督管理条例,加大力度打击违法违规。**(2) 加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。**从线索发现、执法效率、立体化追责、诉讼制度等方面发力,加强资本市场诚信体系建设。**(3) 深化央地、部际协调联动。**建立央地和跨部门监管数据信息共享机制,压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面的责任。**(4) 证监会自身建设。**打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军,把政治建设放在更加突出位置,深入推进全面从严治党,锻造忠诚干净担当的高素质专业化的资本市场干部人才队伍。

**图表 26: 《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》体制建设**

主题	概括	具体内容
体制建设	八、进一步全面深化改革开放,更好服务高质量发展	<p><b>着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。</b>推动股票发行注册制走深走实,增强资本市场制度竞争力,提升对新产业新业态新技术的包容性,更好服务科技创新、绿色发展、国资国企改革等国家战略实施和中小企业、民营企业发展壮大,促进新质生产力发展。加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持。加大并购重组改革力度,多措并举活跃并购重组市场。健全上市公司可持续信息披露制度。</p> <p><b>完善多层次资本市场体系。坚持主板、科创板、创业板和北交所错位发展,深化新三板改革,促进区域性股权市场规范发展。</b>进一步畅通“募投管退”循环,发挥好创业投资、私募股权投资支持科技创新作用。推动债券和不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展。稳慎有序发展期货和衍生品市场。</p> <p><b>坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。</b>拓展优化资本市场跨境互联互通机制。拓宽企业境外上市融资渠道,提升境外上市备案管理质效。加强开放条件下的监管能力建设。深化国际证券监管合作。</p>

<p>九、推动形成促进资本市场高质量发展的合力</p>	<p><b>推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。</b>推动修订证券投资基金法。出台上市公司监督管理条例，修订证券公司监督管理条例，加快制定公司债券管理条例，研究制定不动产投资信托基金管理条例。推动出台背信损害上市公司利益罪的司法解释、内幕交易和操纵市场等民事赔偿的司法解释，以及打击挪用私募基金资金、背信运用受托财产等犯罪行为的司法文件。</p> <p><b>加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。</b>健全线索发现、举报奖励等机制。完善证券执法司法体制机制，提高行政刑事衔接效率。强化行政监管、行政审判、行政检察之间的高效协同。加大行政、民事、刑事立体化追责力度，依法从严查处各类违法违规行。加大证券纠纷特别代表人诉讼制度适用力度，完善行政执法当事人承诺制度。探索开展检察机关提起证券民事公益诉讼试点。进一步加强资本市场诚信体系建设。</p> <p><b>深化央地、部际协调联动。</b>强化宏观政策协同，促进实体经济和产业高质量发展，为资本市场健康发展营造良好的环境。落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策，健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系。建立央地和跨部门监管数据信息共享机制。压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面的责任。</p> <p><b>打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。</b>把政治建设放在更加突出位置，深入推进全面从严治党，锻造忠诚干净担当的高素质专业化的资本市场干部队伍。坚决破除“例外论”、“精英论”、“特殊论”等错误思想。从严从紧完善离职人员管理，整治“影子股东”、不当入股、政商“旋转门”、“逃逸式辞职”等问题。铲除腐败问题产生的土壤和条件，坚决惩治腐败与风险交织、资本与权力勾连等腐败问题，营造风清气正的政治生态。</p>
-----------------------------	--

来源：证监会，中泰证券研究所

## 风险提示

- **经济超预期下滑。**宏观经济受产业变化、国际形势等变化影响，经济变化影响企业盈利及市场偏好，对板块形成影响。
- **政策推进不及预期。**券商各项业务开展与资本市场政策相关，资本市场政策对证券行业发展趋势有影响。
- **权益市场大幅波动。**券商业务与市场表现关联度高，权益市场波动将对报表形成影响。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。