

相关研究

《政策在指引 信心早归航——着力提高上市公司质量 落实以投资者为本的理念》2024.02.26

《“两强两严”和“以投资者为本”正落实 将助力开启资本市场稳定发展新航程》2024.03.18

分析师：周洪荣

Tel:(021)23185837

Email: zhr8381@haitong.com

证书: S0850112090007

分析师：李明亮

Tel:(021)23185835

Email: lml@haitong.com

证书: S0850511010039

新“国九条”提供了明确的路线图和政策保障 引领资本市场高质量发展新时代

投资要点:

- **新“国九条”领衔“1+N”政策体系焕新，绘蓝图、谱新篇。**核心政策新“国九条”紧扣中国式现代化的中心目标，将金融强国建设作为战略重点，通过强化监管、优化制度、提升服务实体经济的能力等综合措施，绘制了资本市场发展新蓝图。
- **新“国九条”标本兼治、综合施策。**在强化监管方面，新“国九条”强调全链条监管的重要性，从上市公司的准入到持续监管，再到退市机制的严格执行，形成了一个闭环管理体系。机构监管方面，政策鼓励金融机构回归本源，强化其作为资本市场“看门人”的责任。包括加强对证券公司、基金管理公司等机构的监管，确保它们在提供服务的同时，能够有效管理和控制风险。交易监管方面，新“国九条”着重于促进交易的公平性和效率，规范市场主体的行为，防止市场操纵和内幕交易等违法违规行为。在防范风险方面，政策提出了增强资本市场内在稳定性的措施，包括完善风险管理机制、加强预期管理、统筹考虑市场的开放与安全等。最后，在推动高质量发展方面，新“国九条”积极响应中央金融工作会议的要求，致力于完善多层次资本市场体系，增强市场的适应性和包容性。
- **严格执行退市的五大新举措，为投资者提供一个更加健康、公平和透明的投资环境。**《关于严格执行退市制度的意见》着眼于提升存量上市公司整体质量，通过严格退市标准，加大对“僵尸空壳”和“害群之马”出清力度，削减“壳”资源价值，同时拓宽多元退出渠道，加强退市公司投资者保护。
- **强化科创属性要求，凸显科创板“硬科技”特色。**对申报科创板企业的研发投入金额、发明专利数量以及营业收入增长率设置更高标准，强化衡量科研投入、科研成果和成长性等指标要求，进一步引导中介机构提高申报企业质量。
- **IPO 随机抽查比例从 5%提升至 20%，有助于构建更加稳健、透明和高效的市场环境。**《中国证监会随机抽查事项清单》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“随机抽签的比例为 20%”。
- **加强上市证券公司监管，加快建设一流投资银行。**本次修订突出目标导向、问题导向，从优化发展理念、加强投资者保护、健全内控治理、完善信息披露等方面对《规定》做了修改完善，目的是通过加强监管，督促上市证券公司成为行业高质量发展的“领头羊”和“排头兵”。
- **加强程序化交易监管，旨在提升程序化交易的透明度，加强对市场波动的预防和应对能力，保护投资者利益，促进证券市场的稳定和健康发展。**《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》具体如下：一是明确程序化交易的定义和总体要求，包括使用算法和自动化系统的交易活动，并设定了程序化交易的基本监管原则和目标，确保市场公平性和效率。二是明确报告要求。三是明确交易监测和风险控制要求。四是加强信息系统管理。五是加强高频交易监管。六是明确监督管理安排。七是明确北向程序化交易按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控标准。

风险提示：政策推进不及预期，资本市场存在不确定性。

目 录

1.	新“国九条”领衔资本市场“1+N”政策体系焕新	6
1.1	“国九条”3.0 版本新在哪里?	6
1.2	新“国九条”九大看点	6
1.2.1	看点 1: 聚焦中国式现代化, 锚定金融强国建设, 绘制新蓝图	7
1.2.2	看点 2: 强化发行上市全链条责任, 严把发行上市准入关	8
1.2.3	看点 3: 全面完善减持规则体系, 强化上市公司现金分红监管	8
1.2.4	看点 4: 加大退市监管力度, 进一步削减“壳”资源价值	9
1.2.5	看点 5: 推动证券基金机构高质量发展, 积极培育良好的行业文化	9
1.2.6	看点 6: 加强量化交易监管, 增强资本市场内在稳定性	9
1.2.7	看点 7: 大力推动中长期资金入市, 构建支持“长钱长投”的政策体系	9
1.2.8	看点 8: 进一步全面深化改革开放, 做好五篇大文章	10
1.2.9	看点 9: 打造监管铁军, 大幅提升违法违规成本	10
1.3	“1+N”政策体系焕新, 资本市场高质量发展迈上新台阶	10
2.	深化退市制度改革, 削减“壳”资源价值	11
2.1	严格执行退市的五大举措	11
2.2	应退尽退, 能进能出, 提升存量上市公司质量	11
2.3	沪深北交易所退市制度改革情况	12
2.3.1	上交所: 突出打击财务造假, 收紧财务类退市指标	12
2.3.2	深交所: 突出从严监管和上市公司投资价值导向	13
2.3.3	北交所: 新增成交量退市指标	13
3.	证监会六项制度修订点评	14
3.1	强化科创属性要求, 凸显科创板“硬科技”特色	14
3.2	IPO 随机抽查比例从 5% 提升至 20%	14
3.3	规范股东减持行为, 维护市场信心	14
3.4	规范董监高减持, 优化窗口期规定	15
3.5	加强上市证券公司监管, 加快建设一流投资银行	15
3.6	加强程序化交易监管, 维护证券交易秩序和市场公平	16
4.	交易所配套规则修订点评	17
4.1	上交所相关配套业务规则修订情况	17
4.2	深交所相关配套业务规则修订情况	18

4.3 北交所相关配套业务规则修订情况 18

图目录

图 1 A 股退市公司数量及退市比率一览	12
----------------------------	----

表目录

表 1 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主要内容分解 6

1. 新“国九条”领衔资本市场“1+N”政策体系焕新

2024年4月12日，国务院印发《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《若干意见》）。《若干意见》指出，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，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。

1.1 “国九条” 3.0 版本新在哪里？

本次出台的《若干意见》共包括九个部分，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，时隔十年后国务院再次出台的资本市场指导性文件，这充分体现了党中央、国务院对资本市场的高度重视和殷切期望。

与前两次“国九条”相比，本次《若干意见》出台具有这样几个新特点。首先，《若干意见》充分体现资本市场的政治性、人民性。《意见》强调必须坚持和加强党的领导，确保资本市场始终保持正确的发展方向。必须始终践行金融为民的理念，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益。其次，《若干意见》充分体现了强监管、防风险、促高质量发展的主线。必须全面加强监管、有效防范化解风险，确保监管“长牙带刺”、有棱有角。必须牢牢把握高质量发展的主题，更加有力服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设。最后，充分体现目标导向、问题导向。特别是针对2023年8月以来股市波动暴露出的制度机制、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。

1.2 新“国九条”九大看点

表1对《若干意见》的主要内容进行了详细分解。

在总体要求部分，《若干意见》明确提出，要坚守资本市场工作的政治性、人民性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，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。与此同时，《若干意见》还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，勾画了发展蓝图。

在具体内容中，《意见》从严把上市入口关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度以及加强机构监管，加强交易监管，推动中长期资金入市，进一步全面深化改革开放等多个方面综合施策，旨在推动形成促进资本市场高质量发展的合力，为更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设和服务中国式现代化大局指明了方向和道路。

表1 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主要内容分解

主题	具体要求
总体要求	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中全会精神，贯彻新发展理念，紧紧围绕打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，坚持把资本市场的一般规律同中国国情市情相结合， 坚守资本市场工作的政治性、人民性，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 ，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。
严把发行上市准入关	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。 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地保护。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。 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。 进一步完善发行上市制度。 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。 强化发行上市全链条责任。 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。

加大发行承销监管力度。**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。加强信息披露和公司治理监管。**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。

严格上市公司持续监管

全面完善减持规则体系。**出台上市公司减持管理办法，对不同类别股东分类施策。**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。

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。**

推动上市公司提升投资价值。**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。

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。**进一步严格强制退市标准。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。进一步削减“壳”资源价值。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。进一步强化退市监管。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。**

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。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研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。**

积极培育良好的行业文化和投资文化。完善与经营绩效、业务性质、贡献水平、合规风控、企业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。

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。强化股市风险综合研判。**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。**

加强交易监管。完善对异常交易、操纵市场的监管标准。**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。

健全预期管理机制。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。

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，督促树立理性投资、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性。**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。**

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。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，更好地服务科技创新、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权融资支持。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。

进一步全面深化改革，更好地服务高质量发展

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。**

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，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。

推动加强资本市场法治建设，**大幅提升违法违规成本。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。

加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。**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为。

推动形成促进资本市场高质量发展的合力

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。

深化央地、部际协调联动。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。

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。

资料来源：中国政府网、中国证监会、海通证券研究所

1.2.1 看点1：聚焦中国式现代化，锚定金融强国建设，绘制新蓝图

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。

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。

新“国九条”三步走的蓝图规划与2024年3月15日发布的《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）》关于证券公司和公募基金的发展规划彼此呼应，相互衔接有机结合，为我国资本市场和证券行业长远健康发展指明了道路。

1.2.2 看点2：强化发行上市全链条责任，严把发行上市准入关

《若干意见》要求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。

在完善发行上市制度方面，《若干意见》明确要求提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准，旨在从“入口关”提升上市公司质量，为资本市场输送更多高质量的上市公司。与此同时，《若干意见》还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，明确上市时要披露分红政策，同时将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。

在强化发行上市全链条责任方面，《若干意见》一方面要求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。另一方面，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”，加大发行承销监管力度。

另外，《若干意见》还明确提到要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，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。

新“国九条”与2024年3月15日发布的《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）》在压实中介机构“看门人”责任、突出交易所审核主体责任、优化多层次资本市场功能衔接等方面均保持一致，进一步夯实了从源头提升上市公司质量的制度基础。

1.2.3 看点3：全面完善减持规则体系，强化上市公司现金分红监管

《若干意见》要求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。

在完善减持规则体系方面，《若干意见》要求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。

在强化上市公司现金分红监管方面，《若干意见》要求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，多措并举推动提高股息率，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。

2024年3月15日发布的《关于加强上市公司监管的意见（试行）》也在防范绕道减持，加强现金分红监管等方面作了明确规定，新“国九条”对此做了进一步强化，旨在敦促上市公司进一步提升自身投资价值和投资回报，增强投资者的信心。并且，在《若干意见》发布的当天，中国证监会就《上市公司股东减持股份管理办法（征求意见稿）》

进行公开征求意见，该文件实质上是对《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（简称《减持规定》）进行修订并重新以规章的形式发布，对市场反应的突出问题做出针对性调整完善，将在维护市场稳定、保护中小投资者权益等方面发挥积极作用。

1.2.4 看点 4: 加大退市监管力度，进一步削减“壳”资源价值

《若干意见》要求深化退市制度改革，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。在严格强制退市标准方面，要建立健全不同板块差异化的退市标准体系，收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标。与此同时，《若干意见》还明确提出要进一步削减“壳”资源价值，进一步畅通多元退市渠道，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，加强并购重组监管，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度。在严格退市执行的同时，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。

值得注意的是，在《若干意见》发布的同一天，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，该文件着眼于提升存量上市公司整体质量，通过严格退市标准，加大对“僵尸空壳”和“害群之马”出清力度，削减“壳”资源价值。

1.2.5 看点 5: 推动证券基金机构高质量发展，积极培育良好的行业文化

《若干意见》要求加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强。具体来讲，首先要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。其次，在优化行业格局方面，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。最后，要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。

新“国九条”与 2024 年 3 月 15 日发布的《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）》在夯实合规风控基础、优化行业发展生态以及促进行业功能发挥等方面有机衔接，为进一步推动证券基金机构高质量发展和加强行业文化建设提供了重要指导。

值得注意的是，在《若干意见》发布的同一天，中国证监会还就修订《关于加强上市公司监管的规定》进行公开意见征求，该文件从优化发展理念、健全公司治理、促进行业发展、践行人民立场等几个方面着手，旨在通过加强监管，督促上市证券公司成为行业高质量发展的“领头羊”和“排头兵”。

1.2.6 看点 6: 加强量化交易监管，增强资本市场内在稳定性

《若干意见》明确要求加强交易监管，完善对异常交易、操纵市场的监管标准，强化股市风险综合研判，健全预期管理机制。尤其是要集中整治私募基金领域突出风险隐患，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。

在《若干意见》发布当天进行公开意见征求的《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》进一步对量化交易监管的细节做了安排，包括报告管理、交易监测和风险管理、信息系统管理和高频交易特别规定等，旨在促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平。

1.2.7 看点 7: 大力推动中长期资金入市，构建支持“长钱长投”的政策体系

《若干意见》要求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。

一方面，大力发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比，丰富公募基金可投资产品类别和投资组合，从规模导向向投资者回报导向转变。推动指数化投资发展，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。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。

另一方面，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性，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。

1.2.8 看点 8：进一步全面深化改革开放，做好五篇大文章

《若干意见》重点要求着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。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，更好地服务科技创新、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。

在完善多层次资本市场体系方面，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，审慎有序发展期货和衍生品市场。在统筹资本市场高水平制度型开放和安全层面，要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。

新“国九条”紧扣中央金融工作会议关于做好金融强国建设五篇大文章的要求，是金融工作政治性、人民性的最新体现，为今后一段时期资本市场继续深化改革开放和更好地服务新质生产力提供了遵循。

1.2.9 看点 9：打造监管铁军，大幅提升违法违规成本

《若干意见》要求推动加强资本市场法治建设，深化央地、部际协调联动，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度，推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

在完善法治方面，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。在加大打击力度和提升违法违规成本方面，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，加大行政、民事、刑事立体化追责力度，探索开展检察机关提起证券民事公益诉讼试点。此外，《若干意见》还要求打造政治过硬、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队伍，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。

新“国九条”对加强监管队伍自身建设提出了明确要求，证监会主席吴清在接受记者专访时也明确表示要以刀刃向内的决心全面贯彻严监管严管理的要求，从业务端和管理端综合施策，一体推进“不敢腐不能腐不想腐”，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。

1.3 “1+N”政策体系焕新，资本市场高质量发展迈上新台阶

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。其中，“1”就是《若干意见》本身，“N”就是若干配套制度规则。具体来讲，除了 2024 年 3 月 15 日证监会集中发布的 4 个政策配套文件外，在《若干意见》发布的当天，证监会还发布了加强退市监管的配套政策文件——《关于严格执行退市制度的意见》，并且要对 6 项具体制度规则公开征求意见，分别是发行监管方面的两项修订规则——《科创属性评价指引（试行）》和《中国证监会随机抽查事项清单》，上市公司监管方面制定《上市公司股东减持股份管理办法》和修订《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》，证券公司监管方面修订《关于加强上市证券公司监管的规定》，以及交易监管方面制定《证

券市场程序化交易管理规定（试行）》。此外，沪深北证券交易所同步就《股票发行上市审核规则》《股票上市规则》等 19 项具体业务规则向社会公开征求意见，涉及提高上市条件、规范减持、严格退市标准等方面。

综上所述，以新“国九条”领衔，中国证监会分别在 2024 年 3 月 15 日和 4 月 12 日两次共集中发布 11 个政策文件（包括制定、修订及征求意见稿等），再加上沪深北交易所同步征求意见的 19 项业务规则，形成了“1+N”政策新体系。这些政策文件紧扣强监管、防风险、促高质量发展这一根本主线，综合施策、相辅相成、一体推进、系统落实，旨在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。

2. 深化退市制度改革，削减“壳”资源价值

2024 年 4 月 12 日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》（以下简称《退市意见》），旨在进一步深化退休制度改革，实现进退有序、及时出清的格局。

2.1 严格执行退市的五大举措

《退市意见》着眼于提升存量上市公司整体质量，通过严格退市标准，加大对“僵尸空壳”和“害群之马”出清力度，削减“壳”资源价值，同时拓宽多元退出渠道，加强退市公司投资者保护。具体来讲，《退市意见》提出了如下五大主要措施：

第一，严格强制退市标准。一是严格重大违法退市适用范围，调低 2 年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增 1 年严重造假、多年连续造假退市情形。二是将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标溢价、控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息等纳入规范类退市情形，增强规范运作强约束。三是提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司退市力度。四是完善市值标准等交易类退市指标。

第二，进一步畅通多元退市渠道。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。二是以产业并购为主线，支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。三是完善吸收合并相关政策，打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。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。

第三，大力削减“壳”资源价值。一是加强重组监管，强化主业相关性，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。二是加强收购监管，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。三是从严打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为，维护交易秩序。四是对于不具有重整价值的公司，坚决出清。

第四，切实加强监管执法工作。一是强化信息披露监管和交易监测，督促公司及早揭示退市风险。二是压实会计师事务所责任，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。三是坚持对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“一追到底”，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。

第五，更大力度落实投资者赔偿救济。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。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，维护投资者合法权益。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。

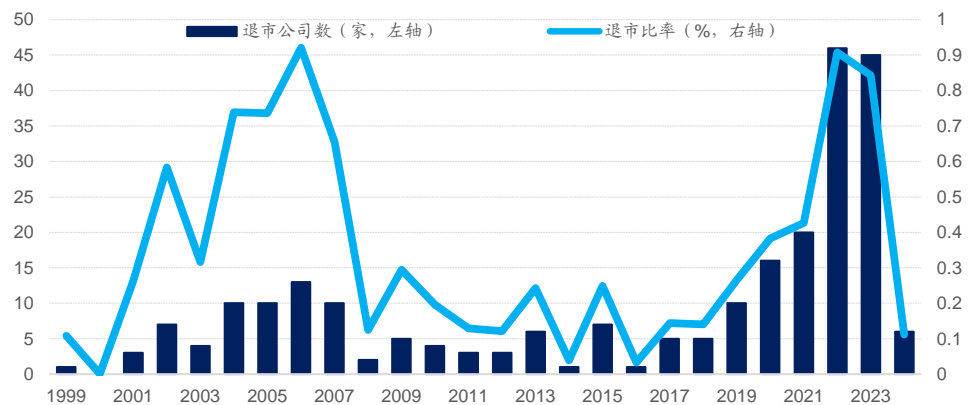
2.2 应退尽退，能进能出，提升存量上市公司质量

退市制度是资本市场关键的基础性制度，有进有出，市场才更有活力，这也是提高

存量上市公司整体质量的重要途径。《退市意见》对三种具体情形实施规范类退市，分别是：（1）巨额资金长期被大股东及其关联方非法占用未能归还，导致上市公司资产被大幅“掏空”；（2）上市公司内部控制连续多年被出具非标意见；（3）公司控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息。此外，本次退市改革还调低了财务造假触发退市的年限、金额和比例，将现有的连续 2 年造假金额 5 亿元以上且超过 50% 的指标，调整为 1 年造假 2 亿元以上且超过 30%、2 年造假 3 亿元且超过 20%、连续 3 年及以上造假，旨在更大力度遏制财务造假。

证监会上市司司长郭瑞明在 2024 年 4 月 12 日证监会新闻发布会上答记者问时明确提到，退市监管的原则是“应退尽退”，2020 年退市改革以来共有 135 家公司退市，其中 112 家强制退市。图 1 统计了 A 股历年来退市公司的数量和退市比率（按每年退市公司数量除以当年存量上市公司数量的百分比），根据 Wind 金融资讯终端数据显示，自 2009 年以来，国内 A 股年均退市 9.35 家公司，年均退市率不到 0.35%，这一数字不仅远低于英美等成熟市场，也明显少于印度市场。根据上交所资本市场研究所关于全球主要交易所退市情况（2007~2018.10）的统计数据显示，伦敦交易所的退市比率最高，达到 9.5%，纳斯达克和纽交所也分别有 7.6% 和 6.6%，德国证券交易所退市率为 6.2%，在亚洲，日本交易所和韩国交易所的退市率分别为 2.7% 和 2.6%，印度孟买证券交易所的退市比率为 2.2%，印度国家证券交易所退市比例相对偏低一些，但也有 1.2%。由此观之，“能进能出”的退市机制有助于保障上市公司的整体质量，随着《退市意见》的发布实施，国内资本市场退市机制进一步完善和强化，有利于资本市场的长远健康发展。

图1 A股退市公司数量及退市比率一览



备注：2024 年数据截至 4 月 12 日。
资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 沪深北交易所退市制度改革情况

在《退市意见》发布的同时，沪深北交易所也发布了退市相关制度改革配套文件，均进行了相关机制的优化调整，三大交易所根据各自的市场板块定位和财务指标标准等情况各自有所侧重，具体情况如下：

2.3.1 上交所：突出打击财务造假，收紧财务类退市指标

根据《退市意见》的相关要求，上交所对主板、科创板《股票上市规则》进行了修订，突出打击财务造假、资金占用的严监管导向，聚焦上市公司投资价值。具体来讲，上交所本次退市改革主要从如下四个方面进行优化：

第一，拓宽重大违法强制退市适用范围。严打多年连续造假，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。与此同时，加大严重造假的出清力度，进一步调低“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。

第二，新增三种规范类退市情形。一是上市公司内控失效，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绝对值 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。二是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 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。三是新增控制权无序争夺的情形，督促公司规范内部治理。

第三，收紧财务类退市指标。提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司淘汰力度。一方面，充分考虑沪市主板在新形势下的定位和上市公司发展情况，结合加大“壳公司”出清力度的需要，拟调高营业收入指标至 3 亿元；结合科创板公司成长性和收入规模特点，对其组合类财务退市指标不作调整。另一方面，引入财务报告内部控制审计意见机制，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。

第四，完善市值标准等交易类退市指标。适当提高主板 A 股（含 A+B 股）上市公司的市值退市指标至 5 亿元，科创板公司市值标准不变仍为 3 亿元。

2.3.2 深交所：突出从严监管和上市公司投资价值导向

根据《退市意见》的相关要求，深交所修订完善《股票上市规则》《创业板股票上市规则》，推动更精准实现“应退尽退”。深交所本次规则修订重点突出从严监管鲜明导向和上市公司投资价值导向：

在从严监管方面：一是扩大重大违法强制退市适用范围，调低财务造假退市的年限、金额和比例，增加多年连续造假退市情形。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，占比 30%”；两年为“合计 3 亿元，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。二是新增财务造假 ST 情形，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，但未触及重大违法退市标准的，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，方可申请摘帽。三是将严重资金占用且不予整改纳入规范类退市，公司被控股股东或其关联方占用资金余额达到 2 亿元以上，或者占公司最近一期经审计净资产 30% 以上，未在要求期限内归还的，公司股票予以退市，切实增强对大股东侵占监管震慑。

在突出上市公司投资价值导向方面：一是严格财务类退市指标，提高主板亏损公司营业收入指标要求，从现行“1 亿元”提高至“3 亿元”，创业板维持“1 亿元”不变，亏损考察维度增加利润总额，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，加大力度淘汰缺乏持续经营能力的公司。二是将内控审计意见纳入规范类退市情形，对多年内控非标意见实施规范类退市，连续两年内控非标或未按照规定披露内控审计报告实施*ST，第三年内控非标或未按照规定披露内控审计报告即退市，督促公司提高规范运作水平。三是引导公司完善内部治理，新增控制权无序争夺的重大缺陷退市情形，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。四是完善主板交易类退市门槛，适当提高主板 A 股（含 A+B 股）公司市值退市标准至 5 亿元，加大市场化出清力度，推动上市公司提升质量和投资价值。

2.3.3 北交所：新增成交量退市指标

根据《退市意见》的相关要求，北交所修订完善《北京证券交易所股票上市规则（试行）》，对四大类退市指标进行了修改，并同步调整了配套的信息披露、停牌等安排。北交所本次退市规则修订主要聚焦在这样几个方面：

第一，新增成交量退市指标，连续 120 个交易日累计成交量低于 100 万股将被强制退市。

第二，明确财务类指标全部交叉适用，即公司被实施财务类强制退市风险警示后，首个会计年度触及相关财务类指标任一情形的，将被强制退市。在认定营业收入金额时

要求扣除与主营业务无关的业务收入，亏损考察维度中增加利润总额为负情形。在撤销退市风险警示条件中，增加内部控制审计报告为标准无保留意见的要求。

第三，新增控股股东资金占用、内控非标审计意见、控制权无序争夺等三项退市情形，旨在严厉打击资金占用行为，督促企业完善内部治理。

第四，新增规定公司披露的营业收入、利润总额、净利润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 年披露的相应科目合计金额的 20%，或主要财务指标连续 3 年存在虚假记载的，将予以强制退市

在本次退市制度调整后，北交所整体退市要求基本与沪深交易所实现取齐。具体来看，在重大违法和规范类强制退市标准方面基本保持一致，但在交易类和财务类强制退市标准的股票交易连续计算时间、营业收入退市标准等个别指标阈值以及市值退市的适用范围等方面有所差异，主要是基于北交所服务创新型中小企业的市场定位进行了适应性调整。

3. 证监会六项制度修订点评

为深入贯彻落实中央金融工作会议以及《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》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，于 2024 年 4 月 12 日对涉及发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管等方面的 6 项规则草案公开征求意见。

3.1 强化科创属性要求，凸显科创板“硬科技”特色

为了更好贯彻落实《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》和《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）》，发挥科创板促进提升创新驱动发展能力的功能作用，以科技创新推动产业创新，培育壮大新质生产力，促进高质量发展，证监会对《科创属性评价指引（试行）》（以下简称《指引》）进行修改，主要修改内容包括这样几个方面。将《指引》第一条第一项“最近三年研发投入金额”由“累计在 6000 万元以上”调整为“累计在 8000 万元以上”，将第三项“应用于公司主营业务的发明专利”数量由“5 项以上”调整为“7 项以上”，将第四项“最近三年营业收入复合增长率”由“达到 20%”调整为“达到 25%”。

值得注意的是，在本次上市标准调整中，主板和创业板市场的财务指标均有所上调，但科创板与北交所企业的财务条件维持不变，而是对科创属性提出了更高要求，这种处理方式有助于各市场板块之间拉开梯次，使得板块层次更鲜明、特色更突出，更好适应不同发展阶段、不同行业属性、不同经营规模企业和不同投资目的、风险偏好投资者的需要。

3.2 IPO 随机抽查比例从 5% 提升至 20%

为了进一步提升发行上市监管效能，从源头上提高上市公司质量，中国证监会拟对《中国证监会随机抽查事项清单》中“首发企业检查”事项的抽查比例和抽查依据进行修改。具体来讲，本次修改主要是将对《中国证监会随机抽查事项清单》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“随机抽签的比例为 20%”。

大幅提升随机抽查比例是对《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》和《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）》的进一步落实，有利于进一步压实中介“看门人”职责，从源头上严把“入口关”，提升上市公司质量。

3.3 规范股东减持行为，维护市场信心

为进一步规范股东减持行为、有效防范绕道减持、维护市场信心，中国证监会拟对

《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》进行修订，以规章的形式重新发布，并将其名称修改为《上市公司股东减持股份管理办法》（下文简称《减持办法》）。

股份减持制度是资本市场的一项重要基础性制度，在维护市场稳定、保护中小投资者权益等方面发挥了积极作用。2023 年以来，“离婚式减持”、股东减持与分红挂钩等问题引发市场关注。证监会发布新闻稿、交易所发布业务通知或者问答，及时明确了相关监管政策，要求利润分割后各方持续共同遵守原有的减持限制，要求控股股东、实际控制人在公司破发破净或者分红不达标情形下不得通过二级市场减持股份。从实践看，规范减持的新政策得到了市场的积极评价和认可。

《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》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》提出全面完善减持规则体系、严格规范大股东减持行为、有效防范绕道减持、严厉打击各类违规减持等举措。《减持办法》落实相关要求，进一步加强对股东减持行为的规范，维护市场交易秩序。具体来讲，主要体现在如下六个方面：**一是完善减持规则体系**，以规章的形式发布《减持办法》；**二是严格规范大股东减持**，增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；**三是有效防范绕道减持**，要求离婚、法人或非法人组织终止、分立等方式减持后相关方持续共同遵守减持限制；**四是细化违规责任条款**，明确对违规减持可以采取“责令回购并向上市公司上缴价差”的措施，增加监管谈话、出具警示函等监管措施；**五是优化违法违规不得减持的规定**，对控股股东、实际控制人减持，从自身和上市公司违规两个层面予以限制；**六是强化大股东、董事会秘书的责任**，要求上市公司大股东规范、理性、有序实施减持，要求上市公司董事会秘书定期检查股东减持本公司股票的情况。

3.4 规范董监高减持，优化窗口期规定

为进一步规范董事、监事和高级管理人员转让股份的行为，支持其依法合规增持股份，贯彻落实《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》和《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，中国证监会拟对《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》进行修订。

本次修订主要涉及三个方面：**一是规范董监高减持**，将《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》第 7 条、第 8 条规定的内容移至《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》明确董监高在自身违法和上市公司违法情形下以及重大违法强制退市风险警示期间不得减持，明确董监高在集中竞价或者大宗交易减持前都须预先披露。**二是优化窗口期规定**，将上市公司年度报告、半年度报告的窗口期调整为“公告前十五日内”，将季度报告、业绩预告、业绩快报的窗口期调整为“公告前五日内”。**三是严格法律责任**，董监高违反规则转让股份的，可以采取行政监管措施，应当给予处罚的，依照《证券法》第 186 条实施处罚。

3.5 加强上市证券公司监管，加快建设一流投资银行

2024 年 4 月 12 日，中国证监会就修订《关于加强上市证券公司监管的规定》公开征求意见，此举是落实《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》《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）》的具体举措，旨在促进上市证券公司的规范、稳健发展。

本次修订突出目标导向、问题导向，从优化发展理念、加强投资者保护、健全内控治理、完善信息披露等方面对《规定》做了修改完善，目的是通过加强监管，督促上市证券公司成为行业高质量发展的“领头羊”和“排头兵”。

新规对上市证券公司新的要求主要体现在以下四个方面：

一是人民立场要更鲜明，要求上市证券公司履行好服务实体经济、做好资本市场“看门人”的职责，强化上市公司姓“公”的意识，把维护各类投资者特别是中小投资者合法权益作为重中之重，健全客户关系管理，切实提升投资者长期回报。

二是发展理念要更先进，要求上市证券公司坚持把功能性放在首要位置，在聚焦主

责主业，端正经营理念方面做好行业表率。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。

三是合规风控要更严格，要求上市证券公司带头落实好全面风险管理和全员合规要求，更好发挥现代企业治理的有效性，强化内部制衡，完善人员管理，优化激励约束。

四是信息披露要更透明，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。

根据中国证监会机构司司长申兵在新闻发布会上披露的数据显示，目前我国上市证券公司共 43 家，总资产占全行业的 77%，2023 年的营业收入、净利润分别占全行业的 70%和 77%，规模和实力在行业中的影响和地位举足轻重。本次修订能够更好地适应当前行业发展形势和监管要求，能够敦促上市证券公司充分发挥行业引领作用，对于提升行业服务实体经济和居民财富管理的质效，具有十分重要和关键的意义

3.6 加强程序化交易监管，维护证券交易秩序和市场公平

为落实《证券法》关于证券市场程序化交易监管的规定，贯彻《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》，促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平，中国证监会总结程序化交易监管实践经验，起草了《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》。该文件一共包括 7 章 32 条，一是明确程序化交易的定义和总体要求。二是明确报告要求。三是明确交易监测和风险控制要求。四是加强信息系统管理。五是加强高频交易监管。六是明确监督管理安排。七是明确北向程序化交易按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控标准。

本次公开征求意见的程序化交易管理规定，紧紧围绕强监管、防风险、促高质量发展的主线，坚持“趋利避害、突出公平、有效监管、规范发展”的思路，进一步对程序化交易监管作出全面、系统规定，切实提升程序化交易监管的针对性和有效性。从内容看，可以概括为“四个突出”：**一是突出维护公平**。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。**二是突出全链条监管**。事前落实“先报告、后交易”要求，事中证券交易所对程序化交易实行实时监测，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。**三是突出监管重点**。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。**四是突出系统施策**。作为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。

《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》充分借鉴国际市场监管经验，从维护市场公平和交易秩序出发，对高频交易提出了更严格的差异化监管要求。具体来讲，主要体现在这样三个方面：**一是额外报告机制**。除一般报告要求外，《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》要求高频交易报告系统服务器所在地、系统测试报告、系统故障应急预案等额外信息。**二是差异化收费**。《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》授权证券交易所提高高频交易收费标准，并考虑收取撤单费等其他费用，旨在运用市场化调节手段，引导高频交易主动控制交易频率。**三是交易监管适当从严**。证券交易所将对高频交易进行重点监管，发现存在异常交易行为的，可按规定从严采取管理措施。

此外，《证券市场程序化交易管理规定（试行）（征求意见稿）》还坚持“内外资一致的原则”，对北向程序化交易监管做出安排。一是内外资均纳入交易报告制度，二是内外资执行同样的交易监控标准。

程序化交易的市场影响具有两面性。一方面，有助于提升市场活跃度，提高交易效率，也在一定程度上改善了市场流动性。另一方面也要看到，程序化交易特别是高频交易相对中小投资者有明显的技术、信息和速度优势，在一些时点存在策略趋同、交易共

振等问题，加大市场波动。从全球资本市场看，程序化交易已经成为重要的交易方式，在一些成熟市场，程序化交易占比超过 50%。我国资本市场程序化交易起步比较晚，但发展速度较快，目前程序化交易投资者持股市值占 A 股总流通市值的比重在 5% 左右，交易金额占比约 29%。境外成熟市场普遍对程序化交易特别是高频交易实施严格的监管，建立了诸如强制登记、差异化收费、异常交易行为监控等针对性监管安排，有的国家还将利用程序化交易实施“幌骗”的行为认定为市场操纵进行处罚。2019 年《证券法》修订，将程序化交易纳入规制范围，明确了法律依据。近年来，证监会持续探索和完善的程序化交易监管机制，2023 年 9 月指导证券交易所建立程序化交易报告制度，截至当年年底全市场报告程序化交易账户 11.9 万个，已实现“应报尽报”。我国市场有 2.25 亿投资者，中小散户占比超过 99%，更有必要对程序化交易加强监管，维护“公开、公平、公正”的市场秩序，这是践行资本市场监管政治性、人民性的具体体现。

4. 交易所配套规则修订点评

2024 年 4 月 12 日，在新“国九条”发布当天，沪深北证券交易所同步就《股票发行上市审核规则》《股票上市规则》等 19 项具体业务规则向社会公开征求意见，涉及提高上市条件、规范减持、严格退市标准等方面。在前文 2.3 节中我们已经对沪深北交易所退市方面的配套规则改革进行了总结介绍，接下来我们将对三家交易所其余规则改革情况进行简要的梳理。

4.1 上交所相关配套业务规则修订情况

在中国证监会的指导下，上交所对照政策文件提出的各项要求，坚持目标导向、问题导向，坚持系统思维，研究评估证券交易所层面的细化落实措施，制定修订了相关配套业务规则。本次公开征求意见的规则有 7 项，分别是：《上海证券交易所股票发行上市审核规则》《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》《上海证券交易所上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法》《上海证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所科创板股票上市规则》《上海证券交易所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》和《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第 4 号——询价转让和配售》。

在优化完善股票发行上市审核制度方面，上交所按照《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）》的要求，突出“强本强基”和“严监严管”，着力压实发行人等的申报责任、中介机构的“看门人”责任和交易所的审核主体责任。在本次业务规则修订中，**上交所提高了主板上市门槛**。具体来说：（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。同时，在《股票发行上市审核规则》中进一步明确主板定位，对发行人的行业地位等提出细化要求。

在规范股份减持方面，上交所起草的《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》和《科创板上市公司自律监管指引第 4 号——询价转让和配售》，旨在完善与中国证监会制订的《上市公司股东减持股份管理办法》等规定的配套衔接。本次规则更新主要体现在这样四个方面：一是完善股份减持规则体系；二是严格规范大股东、董监高等主体的股份减持行为；三是强化股份减持的信息披露监管要求；四是切实防范绕道减持。

在支持上市公司通过并购重组提升投资价值方面，业务规则修订的主要安排有三点：一是修订重组上市条件，提高主板重组上市条件；二是完善重组小额快速审核机制，扩大科创板小额快速机制适用范围，同时将小额快速机制下交易所的审核时限缩减至 20 个工作日；三支持上市公司之间吸收合并。

在优化上市公司现金分红制度方面，上交所更加着眼于进一步提高现金分红的稳定性、及时性、可预期性。一方面，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。比如，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。另一方面，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。

4.2 深交所相关配套业务规则修订情况

在中国证监会的指导下，深交所对照政策文件要求，研究评估细化落实措施，制定修订了相关配套业务规则。深交所本次公开征求意见的规则有6项，包括：《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》和《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》。

在规则制定修订过程中，深交所坚持牢牢把握强监管、防风险、促高质量发展的主线，落实监管要“长牙带刺”、有棱有角的要求，突出“强本强基”“严监严管”，一是强化严把入口关，二是强化持续监管，三是强化出口畅通。

在优化上市条件、完善板块定位要求方面，深交所修订了《股票上市规则》《创业板股票上市规则》，主要包括这样三个方面：一是修改主板上市条件，增强稳定回报能力。将第一套上市标准的最近三年累计净利润指标由1.5亿元提高至2亿元，最近一年净利润指标由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指标由1亿元提升至2亿元，最近三年累计营业收入指标由10亿元提升至15亿元；将第二套上市标准的现金流指标由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；适度提高主板第三套上市标准的预计市值、收入等指标，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。二是修改创业板上市条件，突出抗风险能力和成长性。将最近两年净利润指标由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；适度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，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。三是完善板块定位，明确市场预期。进一步具体化主板“大盘蓝筹”定位，突出行业代表性、增加科技元素，明确要求发行人、保荐人对主板定位进行评估研判。同时，将同步完善创业板定位相关要求，进一步从促进新质生产力发展要求出发，明晰创业板“三创”“四新”的把握逻辑和标准，适度提高反映创新企业成长性的相关指标。

在严把“入口关”方面，本次规则修订从审核机制、流程上加强保障，进一步压紧压实各方责任。一是压紧发行人及“关键少数”责任。二是强化中介机构“看门人”责任。三是丰富审核从严把关具体措施。四是进一步提升并购重组质效。

在规范减持方面，本次规则修订主要聚焦这样两点：一是构建“严谨规范、易懂好用”的减持规则体系。二是加大监管力度，防范监管套利。具体包括强化大股东减持要求，严防利用融券、转融通绕道减持，强化协议转让、非交易过户监管要求，优化信息披露要求等。

在上市公司现金分红制度方面，本次规则修订的主要变化有两个：一是对分红不达标采取强约束措施，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。二是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。

4.3 北交所相关配套业务规则修订情况

北京证券交易所本次公开征求意见的规则共6项，分别是：《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市审核规则》《北京证券交易所股票上市规则（试行）》《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》《北京证券交易所上市委员会和并

购重组委员会管理细则》《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》和《北京证券交易所上市公司持续监管指引第 10 号——权益分派》。

发行上市审核制度优化方面，北交所着力进一步压实各方责任：一是发行人等的申报责任。要求“关键少数”切实增强诚信自律法治意识，将保荐机构 12 个月内两次不予受理后再次申报的间隔期由 3 个月延长至 6 个月，针对发行人“一查即撤”“一督即撤”增设 6 个月的申报间隔期。二是中介机构的“看门人”责任，落实“申报即担责”要求，强化现场督导，明确现场督导为审核主要手段之一。三是交易所的审核主体责任，进一步完善相关配套机制，提升交易所审核把关能力。此外，本次规则修订北交所还在完善市场板块定位、加强信息披露监管和优化审核程序要求进行了优化调整。

在优化重组审核规则方面，本次规则修订的主要变化一是明确发行股份对象的投资者适当性管理要求，二是进一步明确定向发行可转债作为支付工具的要求。

在规范股份减持方面，本次规则修订主要优化调整内容包括：一是落实防范“绕道减持”要求。包括新增离婚、法人或非法人终止、分立等方式减持后相关方持续共同遵守减持限制，禁止大股东、董监高融券卖出，禁止限售股融券卖出等。二是强化实控人、大股东、董事会秘书责任。三是取消过程性披露要求。删除时间过半、计划过半的过程性披露要求，减少与权益变动披露的重叠。四是规定敏感期交易限制。年报、半年报敏感期由 30 日改为 15 日，季报、业绩预告、业绩快报敏感期由 10 日改为 5 日。删除控股股东、实控人敏感期限制。

在上市公司现金分红制度方面，本次规则修订对上市公司现金分红监管要求进行了完善，鼓励上市公司加大分红力度，增强投资者回报。一是简化中期分红审议程序。二是明确中期分红基准。

风险提示：政策推进不及预期，资本市场存在不确定性。

信息披露

分析师声明

周洪荣 政策研究团队
李明亮 政策研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得书面许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文标题或内容进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。