

植德资本市场法律评论

2024 年第 3 期 总第 9 期



■ 关于植德

植德始创于 2006 年，现拥有合伙人 150 余位，律师及其他专业人员共 500 多名，在北京、上海、深圳、武汉、杭州、成都、青岛、广州、海口、香港设有 10 家办公室。

植德是一家能提供全周期、立体化、一站式法律服务的综合性律所。我们聚焦境内外公司、金融及资本市场客户，围绕“资金端（发行端）、交易端（资产端）、退出端（争议端）”这一闭环，陪伴客户从初创期、成长期到成熟期的发展全过程。“精益服务，成就客户”是我们的使命。

植德是一家少有的全所“公司制、一体化”管理运营的律所。这使我们的服务完全没有专业领域或地理区域的界限，而是根据客户实际需要，无缝调配全所资源，通过专业分工与紧密协作，服务好每一个项目或案件。植德也是一家全面拥抱“数智化”的律所，用数据驱动管理、赋能业务，借助人工智能和新兴科技不断提升法律服务的质量和效率。

丨 植德布局

10
办公室

150+
合伙人

500+
律师及其他专业人员



植德为客户提供 13 个业务领域的法律服务：



CONTENT

目录

■ 观察

浅谈境内医疗器械企业港股上市之路	1
《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》解读	17

■ 案例与实践

并购重组最新政策解读和案例概览	21
-----------------	----

■ 对话

证券监管新常态下的机遇与挑战	37
——对话：沈纯律师、李斌律师、姜胜律师	37

浅谈境内医疗器械企业港股上市之路

作者 植德合伙人 高洋

引言

2023 年起，中国政府及相关监管部门对 A 股 IPO 市场进行了一系列的政策调整。2023 年初，市场传出主板申报行业限制的传闻，尽管没有明确的清单发布，但中国证监会在 2023 年 2 月 17 日实施的《首次公开发行股票注册管理办法》中强调了国家产业政策和板块定位的重要性。同年 8 月 27 日，中国证监会发布《统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》¹（下称“827 新政”），进一步明确提出阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡。一系列政策导致企业在 A 股上市的申请进程及意愿上均受到严重影响。根据 Choice 金融终端数据统计，2023 年全年共有 286 家 A 股上市项目终止，其中 253 家为主动撤回申请。2024 年 3 月 15 日，中国证监会又发布了《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）》²（下称“315 新政”）等四项政策文件，进一步明确了对拟上市公司和保荐机构的严格审查要求。2024 年 4 月 12 日，国务院又印发了《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》（下称“国九条”）³。虽然 827 新政、315 新政及国九条等一系列的政策调整旨在适应市场变化、提高上市公司质量、维护中国资本市场长期健康稳定发展，但客观上严重收紧了短期内企业 A 股上市的步伐。

但迫于业务发展的持续性融资需求、以及部分企业所面临的对赌条款到期时不上市就出局或被迫大量回购公司股份的压力，很多企业已经开始或正在考虑境内转境外上市之路。再加之中美关系的不确定性、与地缘政治风险等因素，相当一部分企业更倾向于考虑港股上市的机会。这其中就不乏对产品研发融资需求强，以及前几年受一级市场投资热捧的医疗器械领域的企业。

然而大家对港股上市的监管要求、上市难度以及上市后的表现都未必十分了解。本文旨在从境内医疗器械企业在港股上市的基本情况、上市后表现、上市基本要求与重点监管问题几方面进行简要介绍，希望能够对境内医疗器械企业赴港上市的计划有所启发和帮助。

¹ 关于 827 新政的原文，请见如下链接：<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7428481/content.shtml>

² 关于 315 新政的原文，请见如下链接：<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7467848/content.shtml>

³ 关于国九条的原文，请见如下链接：https://www.gov.cn/zhengce/content/202404/content_6944877.htm

一、境内医疗器械企业港股上市基本情况介绍

1. 历史回顾

根据 Choice 金融终端的统计数据，截至 2024 年 8 月 31 日，共有 44 家医疗器械企业在港交所上市⁴。1997 年 4 月 10 日上市的佳兆业健康集团控股有限公司（前称 Mega Medical Technology Limited，美加医学科技有限公司）应该算是第一家在港交所上市的内地医疗器械企业。根据其官网介绍，佳兆业健康集团的核心业务包括医药、医疗器械、医疗服务三大板块；在医疗器械板块，“美加”是国内第一家齿科器械上市公司，是国内规模最大的专业齿科器械、高值耗材供应商。在 2019 年之前已有超 20 家医疗器械企业赴港上市。随着第一家 18A 医疗器械企业启明医疗于 2019 年 12 月 10 日登陆港股资本市场，越来越多的未盈利医疗器械企业成功赴港上市。2019 年及之后上港股的 24 家医疗器械企业中就有 15 家是通过《上市规则》第 18A 章进行上市申请的。

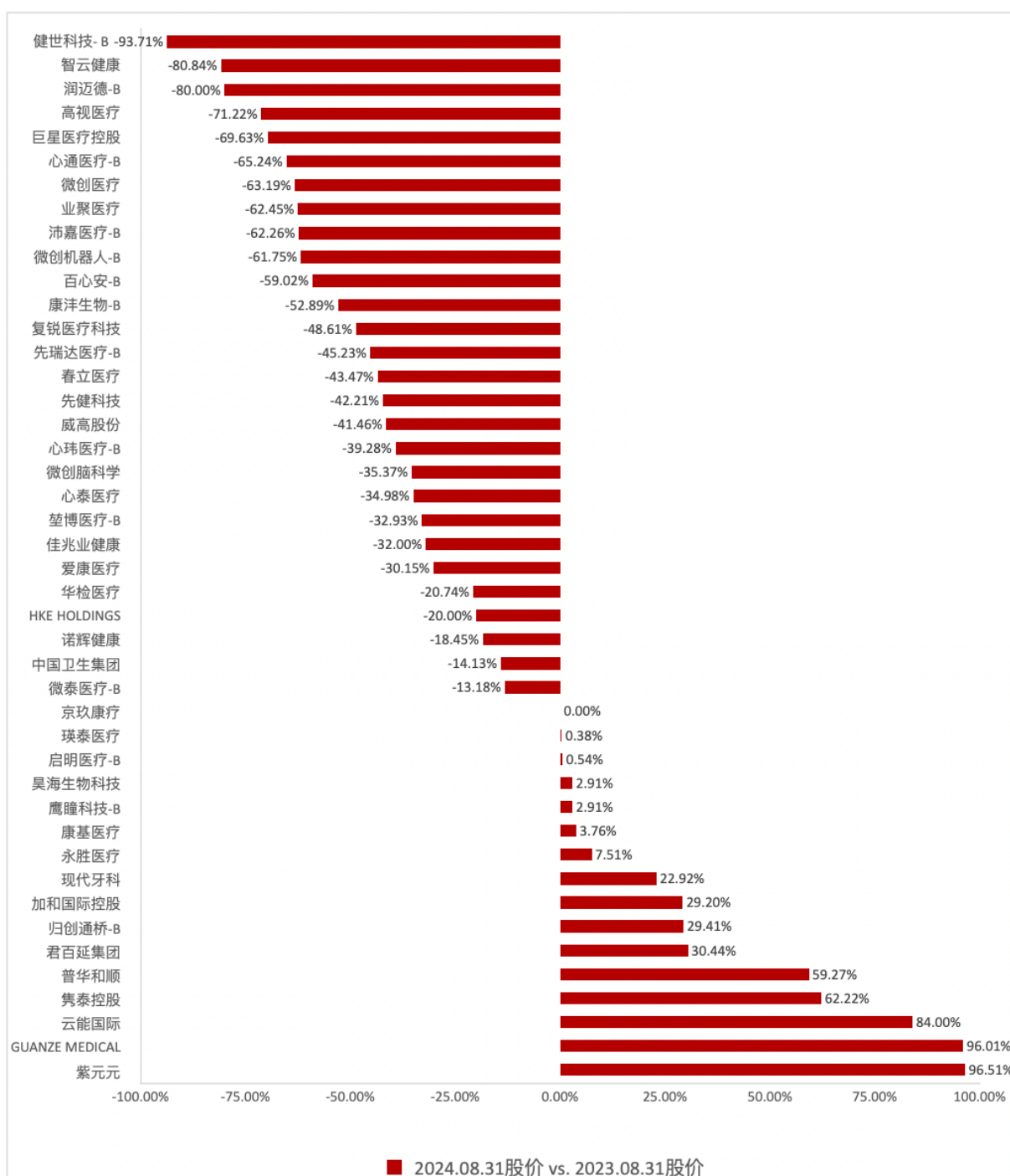
根据 Choice 金融终端的统计数据，截至 2024 年 8 月 31 日，这 44 家在港股上市的医疗器械企业总市值约为港币 1,238.3 亿元，平均市值为港币 28.1 亿元；截至同日，共有 126 家医疗器械企业在 A 股上市，总市值约为人民币 11,836.3 亿元，平均市值为人民币 93.9 亿元。可见，港股市场的医疗器械企业无论在上市公司数量、市值的均值和总值上都远低于 A 股市场。

2. 市场表现

无论是 A 股还是港股，其上市公司的市场表现会受诸多因素的影响，包括但不限于宏观经济环境、全球资金流动性变化、地缘政治冲突、疫情以及监管政策调整等。特别是对于港股上市医疗器械企业而言，如医疗政策变化、医疗健康领域的创新与技术进步、以及市场对医疗器械产品的需求变化等因素，也会影响其上市后在资本市场的表现。但与此同时，特定公司自身的发展情况也会左右其在资本市场上的表现，例如新研发的产品如期获得监管许可和审批。以下将从个股股价、市值及换手率几个维度展示港股医疗器械企业在最近一年中的市场表现。

⁴ 不同的监管及行业机构对港股上市公司的行业分类标准及相关统计略有不同。在 Choice 金融终端的数据库中，截至 2024 年 8 月 31 日，港股中信行业分类标准下“医疗器械”企业共 40 家，港股申万行业分类标准下“医疗保健设备”企业共 16 家，港股 GICS 行业分类标准下“医疗保健设备与用品”企业共 40 家，而港交所行业分类标准下“医疗保健设备”企业共 44 家。本文关于港股医疗器械行业企业的相关数据统计与分析都是基于 Choice 金融终端数据库中港交所行业分类标准下的数据进行的。

下图展示了过去一年港股上市医疗器械企业股价的变化情况⁵。

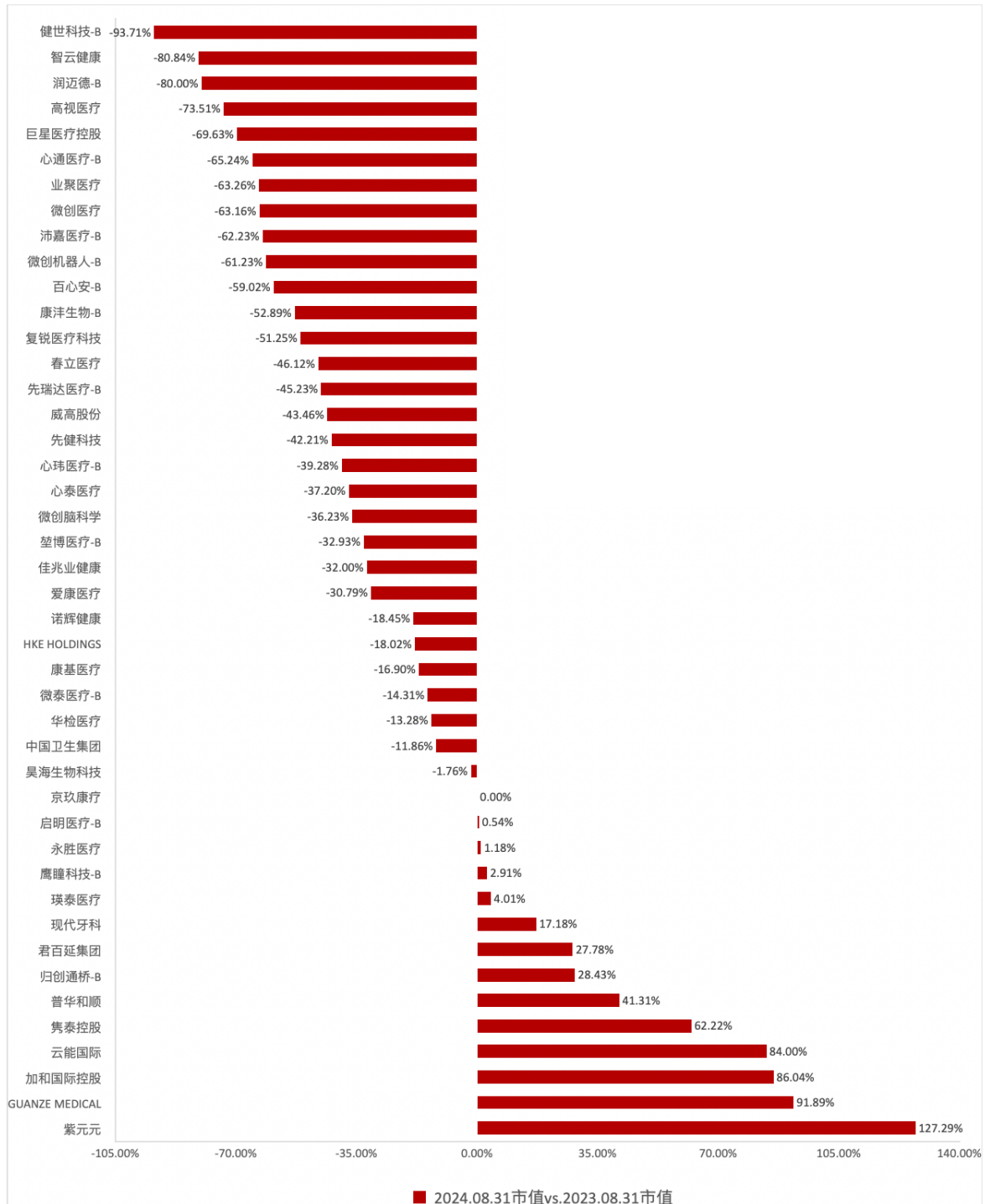


如图所示，就 2024 年 8 月 31 日与 2023 年 8 月 31 日的的数据对比，虽然股价下跌的公司共计 30 家，但仍有 15 家公司的股价是上涨的。其中涨幅前五名的公司分别是紫元元 (+96.51%)、GUANZE MEDICAL (+96.01%)、云能国际 (+84.00%)、隽泰控股 (62.22%)、及普华和顺 (59.27%)。可见，即使港股大盘在过往一年中

⁵ 图示中个股价格变化情况计算的基础数据来源于 Choice 金融终端数据库。

整体下滑，个股在资本市场上的表现各有不同。即使是在资本市场寒冬，流动性不足及投资者对于医疗大健康产业投资异常谨慎的大环境下，仍有个股可以凭借其自身的发展优势得到市场的认可，逆势上涨⁶。

下图展示了过去一年港股上市医疗器械企业市值的变化情况⁷。

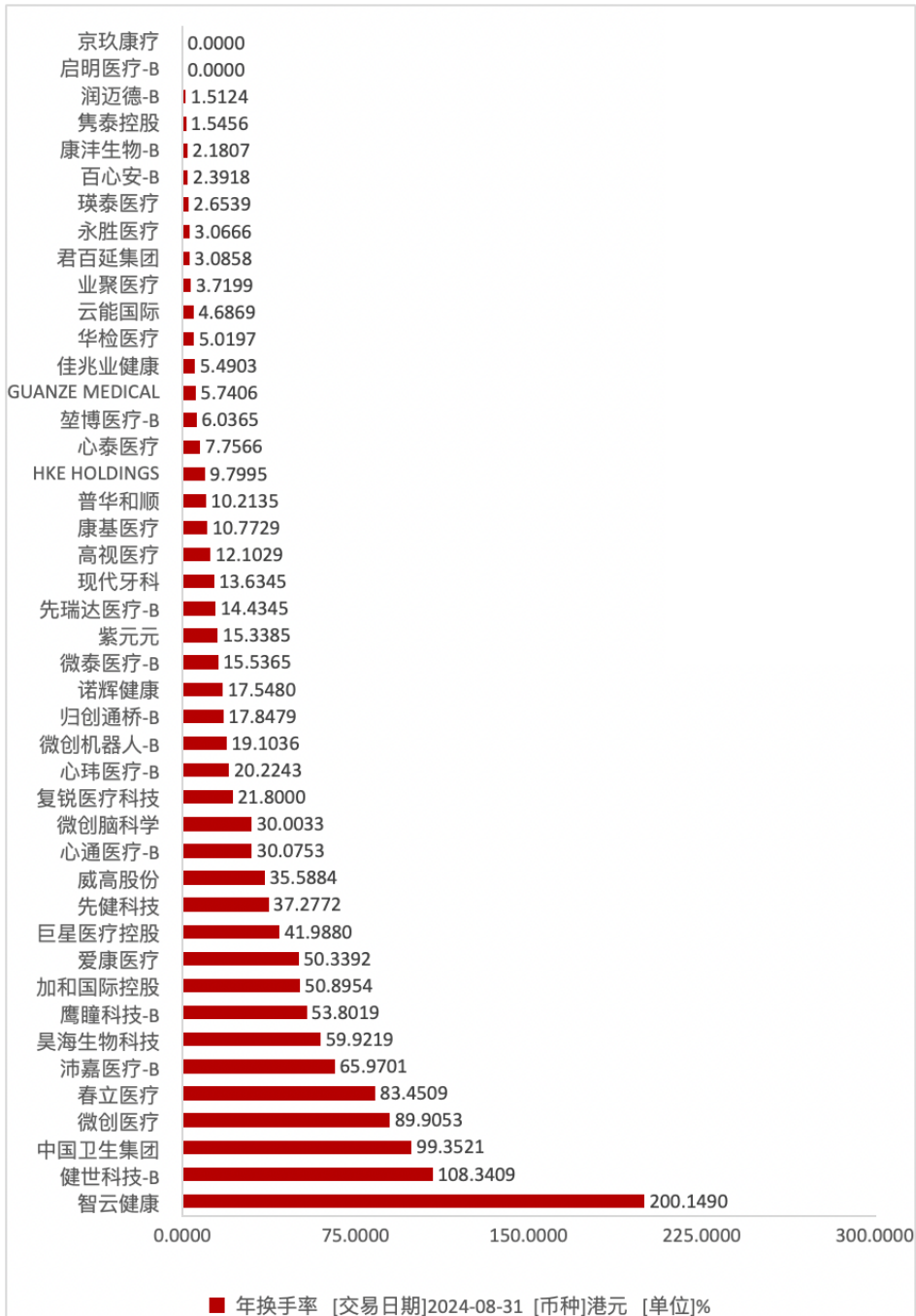


⁶ 个别股票（特别是小盘股）在一定时期内因市值管理措施造成股价大幅波动的情况不在本文讨论的范畴之内。

⁷ 图示中个股市值变化幅度计算的基础数据来源于 Choice 金融终端数据库。

如图所示，就 2024 年 8 月 31 日与 2023 年 8 月 31 日的数据对比，市值上涨的公司共计 13 家，而市值下跌的公司共计 30 家。市值的变化基本反映了个股股价在过去一年中的变化。其中，市值涨幅前五名的企业分别为紫元元（127.29%）、GUANZE MEDICAL（91.89%）、加和国际控股（86.04%）、云能国际（84.00%）、及隽泰控股（62.22%）。其中个股市值的涨幅明显高于或低于股价涨幅主要是因为在过去一年中该等上市公司通过配售等再融资方式增加了发行股数或在同时期进行了股权回购。

下图展示了过去一年港股上市医疗器械企业换手率的变化情况⁸。



⁸ 图示中个股换手率的基础数据来源于 Choice 金融终端数据库。

“换手率”也称“周转率”，是指在一定时间内市场中股票转手买卖的频率，是反映股票流通性强弱的重要指标之一。上图中所显示的截至 2024 年 8 月 31 日的年换手率代表了 2024 年 8 月 31 日及当年之前每日个股各自日换手率的累计之和。如图显示，换手率最高的前五名分别为智云健康（200.15%）、健世科技-B（108.34%）、中国卫生集团（99.35%）、微创医疗（89.90%）、及春立医疗（65.97%）。44 家港股上市医疗器械企业截至同日的年度换手率均值为 29.33%。于 2024 年 8 月 31 日，有 126 家 A 股上市的医疗器械企业，其中截至同日的年度换手率前五名分别为乐心医疗（1,165.50%）、五洲医疗（1,046.05%）、港通医疗（915.16%）、国科恒泰（905.75%）、及爱朋医疗（866.84%）。126 家 A 股上市医疗器械企业截至同日的年度换手率均值为 345.63%。可见，医疗器械企业在 A 股的换手率还是明显高于港股市场的。

3. 再融资

公司上市只是其发展中的一个里程碑，更是在资本市场进一步进行规模化融资的起点。港股上市公司上市后面面对的是国际资本市场，和 A 股上市公司相比，具有再融资渠道多样化、融资审批流程相对宽松、融资工具市场流动性强等特点。

首先，港股上市公司上市后在资本市场可通过进一步发股或发债的方式进行融资。发股也可以根据需要拟募集资金规模、时间表、届时的市场环境选择通过配售（Placing）、供股（Right Issue）、公开发售（Public Offer）、代价发行（Consideration Issue）等方式进行。

- (1) **配售 (Placing)**: 这是港股市场最常见的再融资方式，类似于 A 股的定向增发，可以快速进行，通常不需要监管机构审批，如果是依据股东会一般授权（general mandate）进行，甚至无需另行通过股东会审议批准，流程简单、速度快。配售可以是发行新股、配售旧股或者先旧后新配售；
- (2) **供股 (Rights Issue)**: 这种方式类似于 A 股的配股，面向全体股东，让他们按比例认购新股；
- (3) **公开发售 (Public Offer)**: 上市公司面向公众再次发行股票，没有特定的发行对象，面向广大投资者再次公开募集资金；
- (4) **代价发行 (Consideration Issue)**: 以公司股权作为支付手段而发行股票的行为，通常用于收购或合并交易中，以发行股票的方式来支付某项交易的部分或全部代价。

此外，股份认购权计划及认股权证，也属于港股上市公司再融资的范畴。在这些再融资方式中，配售因其速度快、效率高的特点，成为最主要的再融资手段。港股市场特别允许所谓的“闪电配售”，在满足一定条件下，上市公司可以在很短的时间内完成再融资，有的情况下甚至可以在一天之内完成。港股再融资的定价通常由市场供需决定，上市公司可以根据市场情况和投资者的接受程度来设定发行价格，这有助于吸引投资者并顺利完成融资。

根据港交所官网发布的统计数据，港交所 2024 年前 8 个月股份发行集资总额为港币 856.0 亿元，其中通过上市后配售、供股、公开发售、代价发行、行使认股权证、股份认购权计划而发行股份再融资的资金金额就有港币 659.2 亿元，占比高达 77.0%⁹，说明再融资是港股上市公司募资的重要渠道。

除了发股，港股上市公司作为国际资本市场的参与者还可以选择通过发售境外美元债的方式进行融资。与未上市或 A 股上市公司相比，得益于港交所对上市公司公司治理及信息披露等方面的国际化监管标准，港股上市公司更容易被国际资本认可。因此，更容易通过发售境外美元债的方式获得相对低成本的债券融资。

根据《2024 年港股 18A 生物科技公司发行投资活报告》统计，“截至 2024 年 3 月 31 日，港股 18A 公司中共有 18 家公司成功完成过配售。18 家 18A 公司通过配售获得再融资总额合计约 582.90 亿港元，较 IPO 募资总额约 427.11 亿港元还多出 115.79 亿港元。从时间分布来看，18A 公司完成配售次数最多的年份为 2021 年，当年共完成 10 宗配售。通过配售募集资金最多的年份为 2020 年，当年港股 18A 公司通过增发配股累计再融资 275 亿港元。”受全球经济下行周期影响，过去两年无论通过发股还是发债，上市公司再融资的融资规模都大受影响，但对于医疗器械企业而言，上市后再融资一定是进一步支持企业发展的重要手段。

二、医疗器械企业港股上市基本要求与审核周期

1. 港股上市基本要求

(1) 监管依据

通常来讲，无论是哪个行业的企业申请港交所主板上市都需要满足《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“《上市规则》”）第 8 章中 8.05 规则的基本要求。为吸引未盈利的生物科技公司来港上市，港交所于 2018 年修订了《上市规则》，新增了第 18A 章“生物科技公司”，适用于不符合《上市规则》第 8.05(1) 条的“盈利测试”、第 8.05(2) 条“市值/收益/现金流量测试”或第 8.05(3) 条“市值/收益测试”的生物科技公司。本文前述讨论的 44 家港股医疗器械上市公司中就有 15 家是根据第 18A 章的要求申请港交所主板上市的。

2018 年 4 月和 2020 年 4 月，港交所分别发布了题为《生物科技公司是否适合上市》

⁹ 相关港交所统计数据，请参加如下链接 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Market-Data/Statistics/Securities-Market/Funds-Raised-by-Type/fun_type_c.pdf

的指引信（GL92-18）和《生物科技公司上市文件披露》的指引信（GL107-20），对生物科技公司是否适合上市以及上市文件的披露予以进一步规定。这两封指引信的内容后经修订，目前被精简并整合于港交所于 2024 年刊发的《新上市申请人指南》¹⁰（并不时予以修订）之中，并且补充了实务性较强的指引。

（2）关于 A 股与港股上市基本要求的对比分析

未盈利的医疗器械企业主要可以选择根据《上市规则》第 18A 章申请赴港主板上市或根据 A 股科创板第五套的规定申请上交所科创板上市。而对于已盈利的医疗器械企业，去港股可以选择根据《上市规则》第 8.05 章的规定申请港股主板上市或者根据《上市规则》第 11 章去 GEM 上市¹¹；去 A 股是上市的选择就比较多，即可选择上交所的主板和科创板（第一至第四套标准）、深交所的主板和创业板、也可选择北交所。而无论是 A 股还是港股，无论是已盈利还是尚未盈利，上市申请人都需要满足相关的财务与其它量化指标、及一些定性要求。下面就从财务指标、发行规模、控制权和管理层连续性及其它特别要求几方面，对医疗器械企业几个主要上市途径的基本要求进行对比分析。

A. 未盈利医疗器械企业港股 A 股上市基本要求对比

	港交所第 18A 章基本要求（生物科技公司）	上交所科创板（第五套标准）
财务指标	<ul style="list-style-type: none"> 上市时的市值至少达 15 亿港元，无收入要求。 需证明有充足的营运资金（包括计入申请人首次上市的集资所得款项），足可应付集团由上市文件刊发日起计至少 12 个月所需开支（须主要包括一般、行政及营运开支以及研发开支）的至少 125%。 	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于人民币 40 亿元，无收入要求。
发行规模	<ul style="list-style-type: none"> 上市时公众持股量市值至少为 3.75 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> 发行后股本总额不低于人民币 3,000 万元； 公开发行的股份达到公司股份总数的 25%以上；公司股本总额超过人

¹⁰ 关于《新上市申请人指南》，请参见如下链接 https://cn-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/HKEXCN_TC_12754_VER37851.pdf

¹¹ 过往有三家港股上市的医疗器械企业是根据《上市规则》第 11 章申请 GEM 上市的。

	港交所第 18A 章基本要求 (生物科技公 司)	上交所科创板 (第五套标准)
		民币 4 亿元的, 公开发行股份的比例为 10%以上。
控 制 权 和 管 理 层	<ul style="list-style-type: none"> • 管理层延续性: 于上市前的至少前 2 个会计年度已由大致相同的管理层经营现有业务; • 拥有权和控制权延续性: 至少经审计的最近 1 个会计年度直至紧接上市前的期间的拥有权和控制权维持不变。 	<ul style="list-style-type: none"> • 管理层及实控人连续性: 控制权和管理团队稳定, 最近 2 年内董事、高级管理人员均没有发生重大不利变化, 核心技术人员应当稳定且最近二年内没有发生重大不利变化; 股份权属清晰, 不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷, 最近 2 年实际控制人没有发生变更。
特 别 要 求	<ul style="list-style-type: none"> • 至少有一项经主管当局批准的核心产品已通过概念阶段; • 主要专注于研发以开发核心产品, 并于上市前十二个月内持续进行有关研发; • 上市集资主要用于研发核心产品, 以将其推出市场; • 拥有与其核心产品有关的已注册专利、专利申请及其它知识产权; 及在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者提供相当数额的投资, 并且其至进行首次公开招股时仍未撤回投资等。 	<ul style="list-style-type: none"> • 主要业务或产品需经国家有关部门批准, 市场空间大, 目前已取得阶段性成果; • 医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验, 其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件; 及使用第五套标准申请上科创板的医疗器械企业还应满足以下 3 项指标以满足科创属性: <ul style="list-style-type: none"> (1) 最近 3 年研发投入占营业收入比例 5%以上, 或最近 3 年研发投入金额累计在人民币 8,000 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并能够产业化的发明专利 7 项以上。

B. 已盈利医疗器械企业港股 A 股主板上市基本要求对比

	港股主板上市基本要求 (8.05 规则)	A 股主板上市基本要求
财务指标	<ul style="list-style-type: none"> 财务指标测试 (满足以下三项测试之一即可): <ul style="list-style-type: none"> 盈利测试: <ul style="list-style-type: none"> 在过往的 3 个会计年度期间, 最近一年的股东应占盈利不得低于 3,500 万港元, 及其前两年累计的股东应占盈利亦不得低于 4,500 万港元, 上述盈利应扣除日常业务以外的业务所产生的收入或亏损; 及上市时市值至少为 5 亿港元。 市值/收益/现金流测试: <ul style="list-style-type: none"> 上市时市值至少为 20 亿港元; 经审计的最近 1 个会计年度的收益至少为 5 亿港元; 及申请人或其集团的拟上市的业务于前 3 个会计年度的现金流入合计至少为 1 亿港元。 市值/收益测试: <ul style="list-style-type: none"> 上市时市值至少为 40 亿港元; 及经审计的最近 1 个会计年度的收益至少为 5 亿港元。 	<ul style="list-style-type: none"> 财务指标测试 (满足以下三项测试之一即可): <ul style="list-style-type: none"> 标准一: 最近 3 个会计年度净利润均为正数, 且最近 3 年净利润累计不低于人民币 2 亿元, 最近 1 年净利润不低人民币 1 亿元, 最近三年经营活动的现金流量净额累计不低于人民币 2 亿元或者营业收入累计不低于人民币 15 亿元; 标准二: 预计市值不低于人民币 50 亿元, 且最近 1 年净利润为正, 最近 1 年营业收入不低于人民币 6 亿元人民币, 最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 2.5 亿元; 标准三: 预计市值不低于人民币 100 亿元, 且最近 1 年净利润为正, 最近 1 年营业收入不低于人民币 10 亿元。
发行规模	<ul style="list-style-type: none"> 上市时公众持股量市值至少为 1.25 亿港元; 上市时, 必须占公司已发行股本总额至少 25%。若公司在上市时的 	<ul style="list-style-type: none"> 发行后股本总额不低于人民币 5,000 万元; 公众持股比例¹²至少 25%, 公司股本总额超过人民币 4 亿元的, 公开

¹² 如公司存在 H 股流通股, 则公开发行业比例以 H 股、A 股流通股合计值为计算依据。

	港股主板上市基本要求 (8.05 规则)	A 股主板上市基本要求
	市值超过港币 100 亿元，则港交所可能会接受将公众持股量降至 15%至 25%之间。	发行股份的比例为 10%以上。
控 制 权 和 管 理 层	<ul style="list-style-type: none"> • 管理层延续性：至少前 3 个会计年度及直至上市日期的管理层维持不变； • 拥有权和控制权延续性：至少经审计的最近 1 个会计年度直至紧接上市前的期间的拥有权和控制权维持不变。 	<ul style="list-style-type: none"> • 管理层及实控人连续性：控制权和管理团队稳定，最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大不利变化。股份权属清晰，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷，最近 3 年实际控制人没有发生变更。

通过以上对比可知，无论是对已盈利的还是尚未盈利的医疗器械企业来说，从整体上讲，A 股上市都比港股上市对市值、收入、利润等财务指标的要求更高。对于尚未盈利的医疗器械企业而言，根据《上市规则》第 18A 章申请上港股的上市时市值要求是不低于 15 亿港币，而 A 股科创板第五套标准的对应要求上市时市值不低于 40 亿人民币，明显大幅高于上港股的标准。

再看已盈利医疗器械企业港股及 A 股主板上市基本要求中的财务指标，如果按“盈利测试”对比，上港股过往三年的总盈利至少要 8,000 万港币，且最近一年至少 3,500 万港币，但上 A 股主板过往三年的总利润至少要 2 亿人民币，且最近一年至少 1 亿人民币；如果按“市值/收入/现金流测试”对比，港股上市时的市值、过往一年的收入及过往三年的现金流分别要至少达到 20 亿港币、5 亿港币和 1 亿港币，但上 A 股主板对应的最低要求分别为 50 亿人民币、6 亿人民币和 2.5 亿人民币；如果按“市值/收益测试”对比，港股上市时的市值及最近一个会计年度的收入不得低于 40 亿港币及 5 亿港币，但上 A 股主板对应的最低要求分别为 100 亿人民币及 10 亿人民币。可见，无论采用哪一种标准，A 股的最低财务指标要求都明显高于港股对应标准。

此外，已盈利的医疗器械企业如果选在港股上市还可以根据《上市规则》第 11 章上 GEM。上 GEM，也有“现金流测试”和“市值/收益/研发测试”两套标准的最低财务指标可以选择满足。A 股方面，根据市值、营收、净利润、研发投入等对应财务指标的不同组合，科创板除了前面介绍的第五套标准外还有四套标准可选，创业板有三套标准可选，北交所也有四套标准可选。综合来看，GEM 的相关要求与 A 股创业板、科创板就及北交所的对应要求来比也会相对更容易达到。

2. 港股上市的审核周期

港股上市申请的审核周期¹³通常要明显短于 A 股上市申请。此外，如前文讨论，过往 5 年赴港上市的医疗器械企业大部分是根据《上市规则》第 18A 章申请上市的，而 18A 公司的上市申请审核周期（或称“递表周期”）通常又明显短于非 18A 上市申请人的审核周期。根据《2024 年港股 18A 生物科技公司发行投资活报告》披露，截至 2024 年 3 月 31 日，“已上市 18A 公司（中概股回归除外）中，递表周期最长的是 3D MEDICINES-B(01244.HK)，时长 533 天（自然日），递表周期最短的是欧康维视生物-B(01477.HK)，时长 72 天（自然日），递表周期的平均时长约 187 天（自然日）。

虽然，2021 年下半年开始随着资本市场进入下行周期，港股上市项目（包括 18A 章上市项目）的审核周期逐渐延长（部分是因为受中国证监会备案周期的影响），但仍明显快于 A 股上市申请的审核。尤其是考虑到从项目启动到首次递交上市申请之间这个准备阶段的时长，港股上市项目在整体项目周期方面还是明显优于 A 股上市项目。

三、医疗器械企业港股上市重点监管问题

申请港股上市，除了要满足以上讨论的财务及其他基本要求，港交所及香港证监会在审核上市申请时也会重点关注上市申请人是否满足合适性的相关因素，包括但不限于：（1）业务经营的可持续性；（2）对第三方是否有重大依赖；（3）对上市申请人有重大影响人士及董事的合适性；（4）不合规事件；（5）与控股股东的竞争关系；以及（6）关联交易等问题。

除了这些一般性重点监管问题外，对医疗器械行业的上市申请，港交所及香港证监会在审核时，还会特别关注以下几个问题。有意赴港上市的医疗器械企业也应尽早梳理相关情况并做必要准备。

1. 业务资质问题

作为境内外都属于高度监管的行业，业务资质问题一直是医疗器械企业上市的重点关注问题之一。香港上市对医疗器械业务资质的要求是全面且严格的，需要中国律师就上市申请人的所有相关业务资质都出具合法合规的法律意见。主要关注点包括：

临床试验合规性：企业必须按照《医疗器械注册与备案管理办法》和《医疗器械临床试验质量管理规范》进行临床试验，确保伦理审查、受试者知情同意等合规性，并在省级药监部门进行临床试验备案。

¹³ 本文中港股上市申请审核周期指首次递表日至上市日，A 股上市申请审核周期指首次向交易所申报至上市日。

产品注册与生产资质：医疗器械企业需根据产品风险等级（I类、II类、III类）获取相应的注册证和生产资质。对于高风险植入性医疗器械，注册人需具备生产资质。

经营合规性：企业应具备合格的经营场所、贮存条件、质量管理体系及人员，确保医疗器械的安全和有效性。第三类医疗器械经营需许可，第二类需备案。

2. 知识产权及合作研发

对于计划在港交所上市的医疗器械企业，尤其是那些寻求依据 18A 规则上市的，其知识产权和联合开发项目是审核过程中的关键考量点。《新上市申请人指南》明确指出，这些生物科技公司需要拥有与核心产品相关的专利权益，包括已授权的专利、正在申请的专利以及其他形式的知识产权。对于通过授权或许可协议获得的核心产品，公司必须证明其对所有知识产权的所有权和未来所有权的控制权。

相应的关于知识产权及合作研发的情况，港交所也进一步明确了在招股书中的具体披露要求。首先，上市申请人核心产品已注册及正在申请的任何专利的详情需要披露在招股书中，除非披露这些信息会泄露极其敏感的商业秘密。但在此情况下，申请人必须在上市文件中解释未披露其专利情况的原因。除了核心产品，上市申请人的主要产品的已注册或正在申请的专利（包括发明人及拥有人的身份等信息）都需要详细披露。申请人还需就该等知识产权进行自由运营分析，以及董事需要在招股书里就是否侵犯第三方的知识产权做出声明。其次，若核心产品涉及外部授权技术，必须详细阐述公司在相关授权协议下的主要条款内容，包括（1）交易方（其背景、规模及独立性），（2）授权范围（例如适应症及地域限制），（3）引进授权的产品研发阶段及或授权后已进行的研发活动（包括实际及预计的研发开支及资金来源），（4）协议双方的主要权利和义务（例如使用金付款及触发事件、终止事件、争议解决机制及知识产权所有权等）。再次，如果涉及合作开发的，需披露合作伙伴的背景、经营规模及独立性，合作期限及时间表，以及双方权利义务的具体安排等信息。此外，港交所和香港证监会也会要求上市申请人说明其为保留关键技术人员所采取的措施，以及为应对技术人员离职而设立的保障措施和安排，并披露任何可能影响核心产品研发的法律争议或诉讼情况。

因此，计划在港股上市的医疗器械企业应审视其知识产权状况，评估潜在的法律风险或纠纷。特别是那些计划依据 18A 规则上市的公司，应特别关注其核心产品专利的权属问题，包括是否存在共有或授权专利的情况，并准备好充分证明其独立研发能力的材料。

3. 商业贿赂与不正当竞争

对于那些尚未获得医疗器械产品注册证且未进入商业化阶段的拟上市公司，商业贿赂问题通常不会成为审核问询的重点。然而，对于那些已经实现商业化销售的公司，监管部门通常会从多个角度审视其合规性，包括公司的产品类别和特性、与医疗机构的合作方式、上市申请人历史上是否有相关调查或处罚记录等。特别是境内企业境外上市备案新规实施后，无论是直接还是间接境外上市，港股上市的上市申请人在向香港监管机构递交申请文件后也需要依相关规定向中国证监会国际部递交备案文件，而中国证监会在审阅企业境外上市备案文件的过程中，也会特别关注医疗大健康行业企业在经营过程中是否存在商业贿赂或不正当竞争行为。

在当前国内对医疗行业反腐败监管力度加大的背景下，医疗器械公司在准备上市的过程中，应根据其商业化的阶段和商业模式，提前建立和完善反商业贿赂和反不正当竞争的合规管理体系，并确保这些体系的有效执行。例如对分销商的合规筛选与管理、学术推广和赞助活动的规范化管理、标准化销售和费用报销流程、避免免费提供设备、不向分销商或代理商设定最低采购要求等，以便有效应对可能涉及医疗反腐的合规性审核问题及相关的招股书披露要求。

4. 产品质量及委托生产

医疗器械的使用直接关系到国民的生命安全及身体健康，因此行业监管部门对医疗器械的产品质量进行严格监管。医疗器械行业的上市申请人应严格遵守并落实相关法律监管规定，确保在产品研发、生产、运输、储存等各个环节中都严格合法合规，保证产品质量。若医疗器械企业在报告期内因产品质量问题遭受过行政处罚或被有关监管部门、新闻媒体查处或曝光，港交所和香港证监会都会重点关注，并根据具体情况性质判断该等事件是否影响上市申请人的适合性，并可能因此否决上市申请。即使相关监管部门并未因相关事件否决上市申请，也会要求上市申请人在招股书里详细披露该等事件的发生原因、性质、法律后果、对上市申请人在业务及财务上的影响、后续的整改措施，并需要内控合规顾问就整改及加强后的内控措施的有效性发表意见。

与产品质量息息相关的就是生产问题。不同于药品，部分医疗器械是被禁止委托生产的。根据国家食品药品监督管理局于2014年9月29日发布的《关于发布禁止委托生产医疗器械目录的通告》，按照生产工艺和生产过程控制较为复杂、用于支持维持生命、应用于人体重要部位、使用中发现较多可疑不良事件的筛选原则，将部分植入材料和人工器官类医疗器械，同种异体医疗器械、部分动物源医疗器械、及心脏起搏器、植入式血泵、植入式胰岛素泵纳入禁止委托生产的目录。2024年4月2日，国家药监局又发布

了《国家药监局关于进一步加强医疗器械注册人委托生产监督管理的公告》，进一步严格落实医疗器械注册人主体责任、强化医疗器械委托生产注册管理、持续加强委托生产监督管理。如果上市申请人的业务涉及委托生产，那么港交所及香港证监会对上市申请人的委托生产的合规性、对管理机制的有效性、申请人与被委托生产企业之间的关系、依赖性、以及相关合同的执行情况都会特别关注。因此，涉及委托生产的医疗器械行业上市申请人需尽早就相关问题进行梳理，确保委托生产安排及执行的合法合规性，应对上市申请过程中可能遇到的审核问题及披露要求。

5. “两票制”

根据原国务院医改办、原国家卫生计生委等八部门于 2016 年 12 月 26 日联合发布的《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》（国医改办发[2016]4 号），“两票制”是指“药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票”。其核心目的是“规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价”。“两票制”主要适用于药品的销售，医疗器械领域不是普遍适用。而医疗器械领域的“两票制”主要适用于高值医用耗材。

根据过往案例，港交所及香港证监会在审核医疗器械企业上市申请时，会特别关注其产品销售是否遵循了国内的“两票制”政策，不仅要求上市申请人详细披露主要产品的销售模式和流程，与销售商的合作约定内容，并要求上市申请人的中国法律顾问就此发表明确意见。此外，“两票制”的具体执行在各地也存在差异，有些地区尚未落实高值医用耗材实行“两票制”的配套监管制度。因此，计划在港股上市的医疗器械企业，如果已经有商业化销售，应特别关注境内已上市产品销售地区的相关地方性法律法规及监管政策，以及该等政策与制度对其业务经营的影响，确保其销售行为符合“两票制”的所有相关要求，为未来上市申请中可能遇到的相关审核问题及披露要求做好准备。

结语

IPO 对于任何企业来说都是一个非常重要的里程碑，希望通过 IPO 募得大量资金，为企业的扩张和进一步发展提供强有力的资金支持与保障。最近两年资本市场进入下行周期、企业估值大幅下滑、市场流动性也明显变弱，再加之考虑到港股对比 A 股的估值整体偏低的情况，即使 A 股上市计划被迫暂停，很多企业对于转战港股上市还是采取观望态度。然而，正如港交所集团行政总裁陈翊庭在港交所举行 2024 年度中期业绩简布会上指出，IPO 只是企业资本运作的起点，后续的再融资活动对于企业的持续发展同样至关重要。港股市场提供了多样化的再融资工具，包括但不限于配售、供股、公开发售、代价发行、股份认购权计划以及行使认股权证等，这些工具为企业在不同发展阶段提供了灵活的资金筹集途径。

对于境内医疗器械企业来讲，其市场有着广阔的未来发展空间。根据《2023 年港股 18A & 科创板生物科技行业发展蓝皮书》，中国医疗器械市场发展起步较晚，但是发展速度较快。2017 年到 2021 年，中国医疗器械市场规模从人民币 4,403 亿元增加到人民币 8,438 亿元，年复合增长率为 17.7%。预计到 2025 年中国医疗器械市场规模将达到人民币 12,442 亿元，2030 年中国医疗器械市场规模将进一步扩大，增加到人民币 16,606 亿元。因此，即使目前选择港股上市在公司估值及首发价格上未如预期，但通过港股上市，不仅可以在解决对赌问题的同时，通过募集来的大量资金进行战略投资、扩大生产规模、进行研发创新、从而增强企业的竞争力和市场适应性，还能通过上市及在国际资本市场的再融资提高企业的知名度和投资者对其的关注度，有助于企业在资本市场上建立更坚实的形象及其自身的长远发展。

免责声明：

本文引用的信息和案例均来源于港交所信息披露平台、相关专业行业数据平台、相关公司官网、招股书、相关行业报告等公开渠道，笔者已尽力确保信息的准确性和完整性，但对本文所包含的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性，不作任何明确或隐含的保证，读者不得对本报告包含的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖。本文中的观点和信息仅供参考，不构成任何法律意见。如读者对本文内容有任何问题或建议，欢迎与笔者直接沟通。

观察 OBSERVED

《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》解读

作者 植德合伙人 詹程

在过去一段时间，证券市场主要集中在注册制为核心的证券发行制度运行，从刚开始强调注册制、监管适当放松，逐步向加强审核、维护中小股东利益方向转变。并购重组活跃度明显降低，上市公司壳的价值不高，很多企业以 IPO 作为主要融资方向。企业 IPO 数量的增加、二级市场重心下移，监管层开始重新思考注册制下的 IPO 发展，逐步收紧了企业 IPO 数量。在企业发展升级、产业整合、国内经济内循环等因素影响下，监管层考虑促进上市公司并购重组的发展。2024 年 9 月 24 日，中国证券监督管理委员会（以下简称为：“证监会”）发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称为“意见”），证监会和证券交易所修订《上市公司重大资产重组管理办法》等规则，同步公开征求意见。为更好的理解意见，作者将逐条解读：

一是支持上市公司向新质生产力方向转型升级。证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。

解读：放宽上市公司的并购范围，具体如下

（1）上市公司在战略新兴性产业、未来产业领域，可以跨界并购。

（2）支持双创上市公司并购产业链上下游资产，增强科创板的“硬科技”定位，符合科创属性评价标准，以及创业板的三创四新的定位。

（3）符合有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产并入上市公司。

长期以来跨界并购存在较大争议，从多次修改的重组管理办法来看，有松有紧，但根据本次意见，应当属于支持的范畴。在征求意见稿中增加：“上市公司所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，应充分说明并披露最近十二个月的规范运作情况等”。

支持上市公司有条件收购有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产，未盈利资产的收购会影响上市公司的收入、利润及资产等条件，各方还需要结合保护上

市公司和中小股东利益，和特定对象做出协议安排，例如股份分期支付、股份锁定、业绩承诺和补偿等。在实际操作还需论证提升上市公司补链强链和提升关键技术水平等。

二是鼓励上市公司加强产业整合。资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。

解读：

(1) 传统行业重组并购继续获得支持，例如中国船舶拟合并中国重工，打造船舶第一股；昊华科技收购中化蓝天股权，推动氟化工行业做大做强；华电国际拟购买华电集团多项发电资产，优化能源业务结构；多家券商通过并购重组强化业务协同、提升市场竞争力。比如，国联证券拟收购民生证券控股权、国信证券拟收购万和证券控股权、国泰君安证券拟换股合并海通证券，券商行业整合浪潮再起。

(2) 征求意见稿中新设重组简易程序，并明确适用简易程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，但仍需在证监会注册。

(3) 反向挂钩是指私募基金持有标的企业资产期限越长，通过出售资产换股取得的上市公司股份的锁定期相对越短。

(4) 企业 IPO 进程暂缓，许多私募投资基金将面临投资期限届满的情况，鼓励私募投资基金积极参与并购重组，为私募投资基金项目退出提供了通道，减少实际控制人回购诉讼频发等情况。

三是进一步提高监管包容度。证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。

解读：

(1) 重组估值、业绩承诺等事项在现存有效的各项规则、法律法规的前提下提高包容度，虽然在这次征求意见稿中没有明确细则，相信在后续配套措施中会落实。

(2) 同业竞争和关联交易等事项在征求意见稿中有明确调整，即从“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”变更为“不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显示公平的关联交易”。重大不利影响同业竞争的具体规定未体现在征求意见稿中，是否可参考《(首发)证券期货法律适用意见第 17 号》中规定的“竞争方的同类收入或者毛利占发行人主营业务收入或者毛利的比例达百分之三十以上的，如无充分相反证据，原则上应当认定为构成重大不利影响的同业竞争，

有待监管部门明确。严重影响独立性或者显示公平的关联交易具体规则有待明确。

四是提升重组市场交易效率。证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。

解读：

(1) 建立重组股份对价分期支付机制，将申请一次注册、分期发行股份购买资产交易的批文有效期延长至 48 个月，满足上市公司结合标的企业的后续经营情况灵活调整股份支付安排的需求。在以往重组过程中对股份对价受限于批文有效期 12 个月的限制，只能一次发行。若特定对象发生违约、无法业绩补偿等情况，又将取得股份后发生质押、冻结等权利限制，就非常不利于各方权益的保护。

(2) 同时，分期发行股份可以减轻大规模发行对股价造成较大波动。

(3) 对于未盈利资产的并购重组，有较长的考核期，分期发行股份，结合协议的安排，有利于保护上市公司、中小股东的合法权益。

(4) 简易审核程序适用条件为市值均超过 100 亿元，最近两年本所对上市公司信息披露质量评价 A，同时本次交易不构成重大资产重组。

五是提升中介机构服务水平。活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。

解读：

上市公司在并购重组过程中涉及多个中介机构，财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估事务所等。证券公司更多的担任财务顾问的工作，需要开展尽职调查，全面评估被收购公司的财务和经营状况，帮助上市公司分析收购所涉及的法律、财务、经营风险，就方案所涉及的收购价格、收购方式、支付安排等事项提出对策，并按照规定的内容与格式制作公告文件；履行证券市场规范化运作的辅导，使董监高熟悉有关法律、法规和证监会规定，充分了解义务和责任，履行报告、公告和其他法定义务。选择合适的中介机构，提供高质量的服务有助于重组并购的成功率。

六是依法加强监管。证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

解读：

2024年3月，证监会发布了《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）》，4月12日，国务院印发的新“国九条”提出，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，强调稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”、有棱有角，要求推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本，加大对违法犯罪的联合打击力度。7月5日，国务院办公厅转发证监会等部门《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》的通知。8月20日，司法部会同财政部、证监会起草《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定（征求意见稿）》。涉及规范各方的相关规定密集出台，监管着力推动中介机构归位尽责、实现证券市场高质量发展。作为证券市场参与各方，应当心存敬畏，避免侥幸心理，合理合法规划重组事宜，避免产生不利后果。

在国庆长假前的最后一个交易日，A股市场迎来了强势拉升。9月30日，上证综指、深证成指和创业板指分别报收于3336.5点、10529.76点和2175.09点，涨幅分别达到8.06%、10.67%和15.36%。当日，沪深两市成交额高达2.59万亿元，刷新了历史纪录，显示出市场交投的活跃程度。这一波上涨行情不仅点燃了市场的热情，也让投资者对后市充满期待。证券市场给予积极和正面的反馈。

意见从服务新质生产力发展、加大产业整合支持力度、提高监管包容度、提升重组市场交易效率等方面对上市公司并购重组予以大力支持，可以更好地满足相关行业和上市公司开展市场化并购重组的需求，将有效活跃并购重组市场，推动上市公司努力提升内在价值和投资价值，也将为广大投资者提供多元化的投资和退出方案。

结语

案例与实践

CASES AND PRACTICE

并购重组最新政策解读和案例概览

作者 张天慧

引言

在全球经济结构正发生加速演变的大背景下，中国经济也进入转型升级的关键时期，随着 IPO 审核节奏阶段性放缓、一二级市场承压加剧，为增强投资者信心、清理和缩减上市公司数量，提升上市公司质量，鼓励优质上市公司做大做强，增强国家竞争力，2024 年 9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（下称“并购六条”），自此并购重组的春风乍起，随着证监会、交易所系列政策和措施的出台，并购重组的暖意渐浓，本文旨在解读近期并购重组最新政策的同时，结合市场案例，一窥并购重组的最新动向。

一、 并购重组的最新政策

（一） 并购六条

2024 年 9 月 24 日国新办举行新闻发布会，央行、证监会、金融监管总局宣布金融支持经济高质量发展的“政策组合拳”，其中，证监会重磅发布并购六条，主要内容如下：

标题	主要内容
助力新质生产力发展	<ul style="list-style-type: none">➢支持符合商业逻辑的跨行业并购；➢支持收购优质未盈利资产；➢对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”；
加大产业整合支持力度	<ul style="list-style-type: none">➢支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并；

	<ul style="list-style-type: none"> ▶支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司；
提升监管包容度	<ul style="list-style-type: none"> ▶支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价； ▶交易双方可以自主协商是否设置承诺安排； ▶提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度；
提高支付灵活性和审核效率	<ul style="list-style-type: none"> ▶鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组，增加交易弹性； ▶建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度； ▶建立重组简易审核程序； ▶对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”；
提升中介机构服务水平	<ul style="list-style-type: none"> ▶定期发布优秀并购重组案例； ▶支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力；
依法加强监管	<ul style="list-style-type: none"> ▶严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，打击各类违规“保壳”行为。

（二）《上市公司重大资产重组管理办法》（征求意见稿）

2024年9月24日，证监会发布并购六条的同时，也发布了《上市公司重大资产重组管理办法》（征求意见稿），主要修订内容及解读如下：

条款	修订前	修订后	修订解读
第十条	鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等 投资机构 参与上市公司并购重组。	鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等 私募投资基金 参与上市公司并购重组	明确私募投资基金定位，鼓励私募投资基金参与上市公司并购重组
第二十七条	<p>证券交易所设立并购重组委员会（以下简称并购重组委）依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。</p> <p>证券交易所应当在规定的时限内……。</p> <p>证券交易所认为符合相关条件和要求的，……；认为不符合相关条件和要求的，作出终止审核决定。</p>	<p>证券交易所设立并购重组委员会（以下简称并购重组委）依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。</p> <p>证券交易所应当在规定的时限内……。</p> <p>证券交易所认为符合相关条件和要求的，……；认为不符合相关条件和要求的，作出终止审核决定。</p> <p>证券交易所采用简易审核程序的，不适用第一款、第二款规定。证券</p>	明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，并由证券交易所制定简易审核的业务规则

		交易所应当制定简易审核程序的业务规则，并报中国证监会批准。	
第二十八条	中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定，按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。……	中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。 证券交易所采用简易审核程序审核并报注册的，中国证监会在五个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。 按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。……	明确适用简易审核程序的重组交易在5个工作日内完成注册
第三十三条	属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册文件失效。	属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册决定失效。 但申请一次注册、分期发行股份支付购买资产对价的，自收到中国证监会注册文件之日起超过四十八个月未实施完毕的，注册决定失效；募集配套资金申请一次注册、分期发行的，注册决定有效期按照相关规定执行。	<ul style="list-style-type: none"> ▶明确建立重组股份对价分期支付机制，将申请一次注册、分期发行股份购买资产交易的批文有效期延长至48个月； ▶满足上市公司结合标的后续经营状况灵活调整股份支付安排的需求； ▶对于分期发股的，配套融资也应分期发行，预计相关政策后续将随再融资政策予以明确。
第四十三条	上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定： （一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力， 有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性； ……	上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定： （一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力， 不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易； …… 上市公司所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，上市公司应当充分说明并披露最近十二个月的规	<ul style="list-style-type: none"> ▶提高对同业竞争和关联交易的包容度； ▶明确上市公司可以跨界并购。

	<p>上市公司为促进行业的整合、转型升级，在其控制权不发生变更的情况下，可以向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产。所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，应当充分说明并披露本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。……</p>	<p>范运作情况、本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。……</p>	
<p>第四十六条</p>	<p>特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：……</p>	<p>特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：……</p> <p>特定对象为私募投资基金的，适用第一款、第二款的规定，但有下列情形之一的除外：</p> <p>（一）上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满六十个月，且不存在第一款第（一）项、第（二）项情形的，以资产认购而取得的上市公司股份自发行结束之日起六个月内不得转让；</p> <p>（二）属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满六十个月，且为除收购人及其关联人以外的特定对象的，以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起十二个月内不得转让。</p>	<p>➤为更好培育耐心资本，促进“募投管退”良性循环，对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”；</p> <p>➤私募基金投资期限满5年的，普通发行股份购买资产中的锁定期由12个月缩短为6个月，重组上市中作为中小股东的锁定期由24个月缩短为12个月；</p> <p>➤鼓励私募基金参与上市公司并购重组。</p>

<p>第四十九条</p>	<p>换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照本办法有关规定执行。</p> <p>上市公司发行优先股用于购买资产或者与其他公司合并，中国证监会另有规定的，从其规定。</p> <p>上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证、存托凭证等用于购买资产或者与其他公司合并。</p>	<p>换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照本办法有关规定执行。上市公司之间换股吸收合并的，被吸收合并公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人换股取得的股份自股份发行结束之日起六个月内不得转让。构成上市公司收购的，还应当遵守《上市公司收购管理办法》第七十四条的规定。</p> <p>上市公司发行优先股用于购买资产或者与其他公司合并，中国证监会另有规定的，从其规定。</p> <p>上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证、存托凭证等用于购买资产或者与其他公司合并。</p>	<p>➤为鼓励上市公司整合，明确上市公司之间吸收合并的锁定要求；</p> <p>➤对被吸并方控股股东，参考短线交易限制，设置6个月锁定期，如构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》的锁定期要求；</p> <p>➤对被吸并方中小股东不设锁定期。</p>
--------------	---	--	---

（三）沪深交易所《上市公司重大资产重组审核规则》（征求意见稿）

针对《上市公司重大资产重组管理办法》（征求意见稿）第二十七条“证券交易所应当制定简易审核程序的业务规则，并报中国证监会批准”的要求，2024年9月24日，沪深交易所同步发布《上市公司重大资产重组审核规则》（征求意见稿），在《上市公司重大资产重组审核规则》中增加简易审核程序特别规定，主要内容如下：

1. 适用情形

（1）上市公司之间换股吸收合并；

（2）发行股份购买资产的董事会决议公告日前连续二十个交易日股票收盘总市值均超过100亿元，最近两年交易所对上市公司信息披露质量评价为A，同时交易不构成重大资产重组。

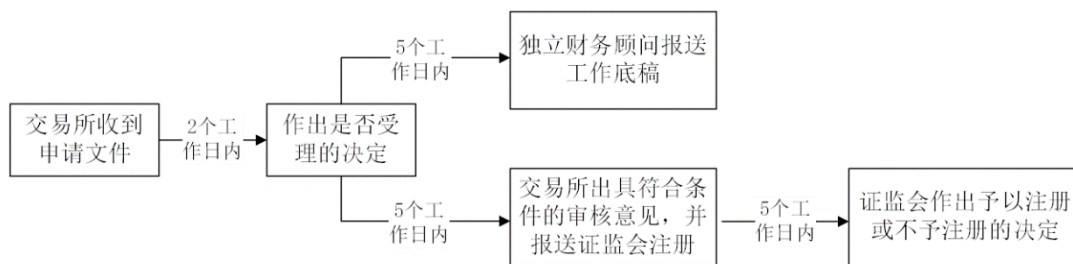
2. 适用情形负面清单

（1）上市公司或者其控股股东、实际控制人最近十二个月内受到中国证监会行政处罚或者证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所公开谴责，或者存在其他重大失信行为；

（2）独立财务顾问、证券服务机构或者其相关人员最近十二个月内受到中国证监会行政处罚或者证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所纪律处分。

(3) 交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形。

3. 审核程序和期限



二、924 以来并购重组案例

(一) 概览¹⁴

1. 首次披露重组方案的案例

根据易董数据库统计，2024年9月24日至2024年10月31日期间，共计23个资产重组案例公告方案，具体如下：

序号	代码简称	案例标题	交易金额(亿元)	是否配套募集资金	所属板块	所属中上协行业	重组目的	重组方式	对价支付方式	是否构成关联交易	是否构成重大资产重组
1	000603 盛达资源	盛达资源(000603)收购鸿林矿业47%股权	3.60	是	深交所主板	有色金属矿采选业	横向并购	资产收购	发行普通股支付	否	否
2	603990 麦迪科技	麦迪科技(603990)出售烁皓新能源100%股权、麦迪电力100%股权	6.35	否	上交所主板	软件和信息技术服务业	资产剥离	资产出售	自有资金支付	是	是

¹⁴ 本文案例数据来源于易董数据库。

3	000800 一汽解放	一汽解放 (000800) 出售一汽 财务 21.8393% 股权	49.24	否	深交 所主 板	汽车制造 业	资产 剥离	资产 出售	自有资 金支付	是	是
4	300781 因赛集 团	因赛集团 (300781) 收购智者 品牌 80% 股权	--	是	深交 所创 业板	商务服 务业	横向 并购	资产 收购	自有资 金支 付、募 集资金 支付、 发行普 通股支 付	是	是
5	000712 锦龙股 份	锦龙股份 (000712) 出售东莞 证券 20% 股权	22.72	否	深交 所主 板	资本市 场服 务	资产 剥离	资产 出售	自有资 金支付	否	是
6	300290 荣科科 技	荣科科技 (300290) 收购敬在 信息控股 权	--	否	深交 所创 业板	软件和信 息技术服 务业	横向 并购	资产 收购	自有资 金支 付、发 行普通 股支付	否	否
7	600743 华远地 产	华远地产 (600743) 出售华远 置业 100%股 权、华远 置业及其 子公司的 应收款 项、公司 应付债券 以及应付	4.68	否	上交 所主 板	房地产业	资产 剥离	资产 出售	自有资 金支付	是	是

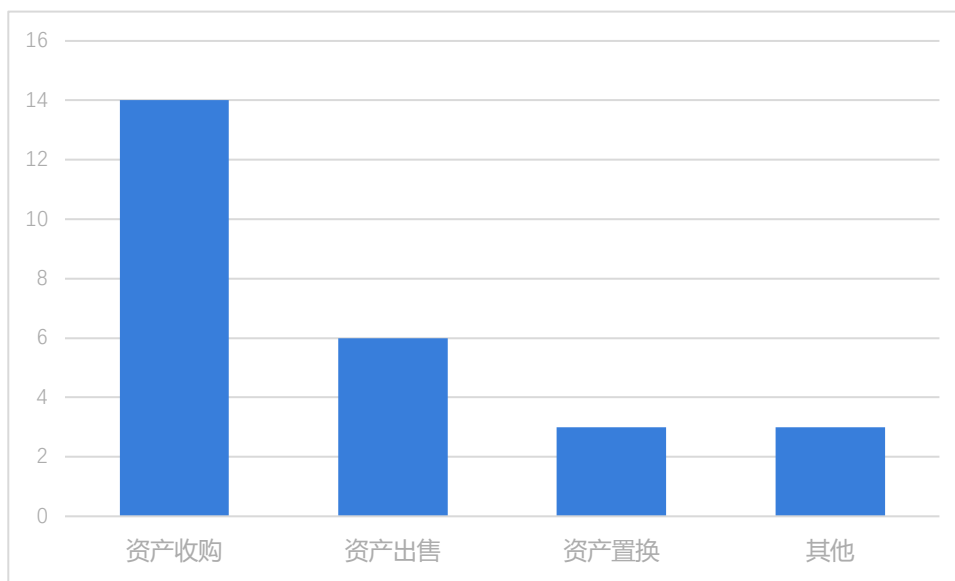
		款项等债务										
8	603991 至正股份	至正股份(603991)置入嘉兴景曜100%权益、滁州广泰99.28%权益、滁州智合1.99%股权、滁州智元0.22%权益、AAMI61.49%股权,置出至正新材料100%股权	--	是	上交所主板	橡胶和塑料制品业	纵向并购、资产剥离	资产收购、资产置换	其他、发行普通股支付、自有资金支付、募集资金支付	是	是	
9	301281 科源制药	科源制药(301281)收购宏济堂99.42%股权	--	是	深交所创业板	医药制造业	进入新领域	资产收购	募集资金支付、发行普通股支付、自有资金支付	是	是	
10	600742 一汽富维	一汽富维(600742)出售一汽财务6.4421%股权	14.52	否	上交所主板	汽车制造业	资产剥离	资产出售	自有资金支付	是	是	

11	600292 远达环保	远达环保 (600292) 收购五凌 电力 100%、长 洲水电 64.93%股 权	--	是	上交 所主 板	生态保 护和 环境 治理 业	进入 新领 域	资产 收购	自有资 金支 付、募 集资金 支付、 发行普 通股支 付	是	是
12	000958 电投产 融	电投产融 (000958) 置入电投 核能 100%股 权、置出 资本控股 100%股权	--	是	深交 所主 板	电力、热 力生产和 供应业	资产 剥离、 进入 新领 域	资产 收 购、 资产 置换	发行普 通股支 付、其 他	是	是
13	603268 松发股 份	松发股份 (603268) 置出全部 资产和经 营性负 债、置入 恒力重工 100%股权	--	是	上交 所主 板	非金属矿 物制品业	进入 新领 域、 资产 剥离	资产 置 换、 资产 收购	发行普 通股支 付、其 他	是	是
14	301297 富乐德	富乐德 (301297) 收购富乐 华 100% 股权	--	是	深交 所创 业板	专业技 术服 务业	纵向 并购	资产 收购	发行普 通股支 付、发 行定向 可转债 支付	是	是
15	300927 江天化 学	江天化学 (300927) 收购三大 雅 100% 股权	2.85	否	深交 所创 业板	化学原 料和 化学制 品制造 业	横向 并购	资产 收购	自有资 金支付	否	是

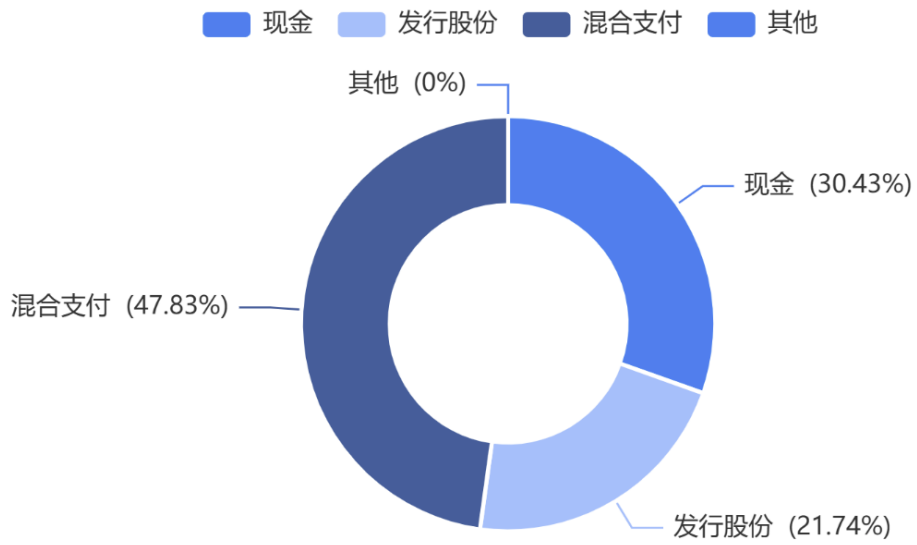
16	300551 古鳌科技	古鳌科技 (300551) 出售东高科技 2% 股权	0.05	否	深交所创业板	通用设备 制造业	资产 剥离	资产 出售	其他、 自有资 金支付	是	是
17	300489 光智科技	光智科技 (300489) 收购先导 电科 100%股权	--	是	深交所创业板	计算机、 通信和其 他电子设 备制造业	进入 新领域	资产 收购	发行普 通股支 付、自 有资金 支付、 募集资 金支付	是	是
18	000723 美锦能源	美锦能源 (000723) 收购锦源 煤矿 51% 股权、正 旺煤业 49%股 权、正城 煤业 49% 股权	--	否	深交所主 板	石油、煤 炭及其他 燃料加工 业	横向 并购	资产 收购	发行普 通股支 付	是	是
19	002762 金发拉比	金发拉比 (002762) 增资韩妃 投资	--	否	深交所主 板	纺织服 装、服饰 业	横向 并购	其他	自有资 金支付	否	是
20	601211 国泰君安	国泰君安 (601211) 吸收合并 海通证券 (600837)	976.15	是	上交所主 板	资本市 场服 务	横向 并购	吸收 合并	发行普 通股支 付	是	是
21	600837 海通证 券	国泰君安 (601211) 吸收合并 海通证券 (600837)	976.15	否	上交所主 板	资本市 场服 务	其他	吸收 合并	发行普 通股支 付	否	是

22	688115 思林杰	思林杰 (688115) 收购科凯 电子 71% 股权	--	是	上交 所科 创板	仪器仪表 制造业	进入 新领 域	资产 收购	募集资 金支 付、发 行普通 股支 付、自 有资金 支付	是	是
23	002208 合肥城 建	合肥城建 (002208) 收购交易 集团 100%股权	--	否	深交 所主 板	房地产业	纵向 并购	资产 收购	发行普 通股支 付	是	否

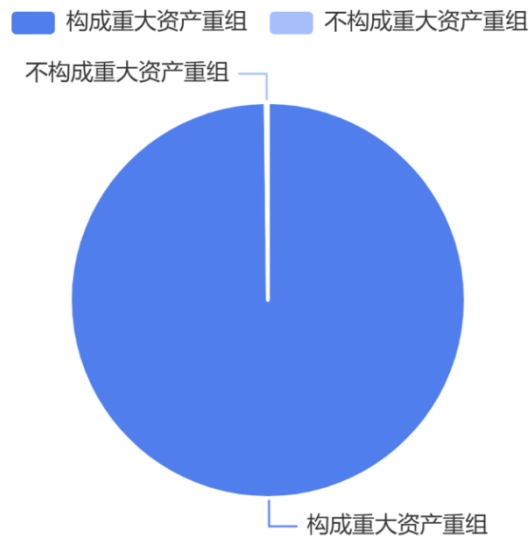
(1) 从重组方式上看，前述案例中，资产收购案例 14 个，资产出售案例 6 个，资产置换案例 3 个，其他案例 3 个：



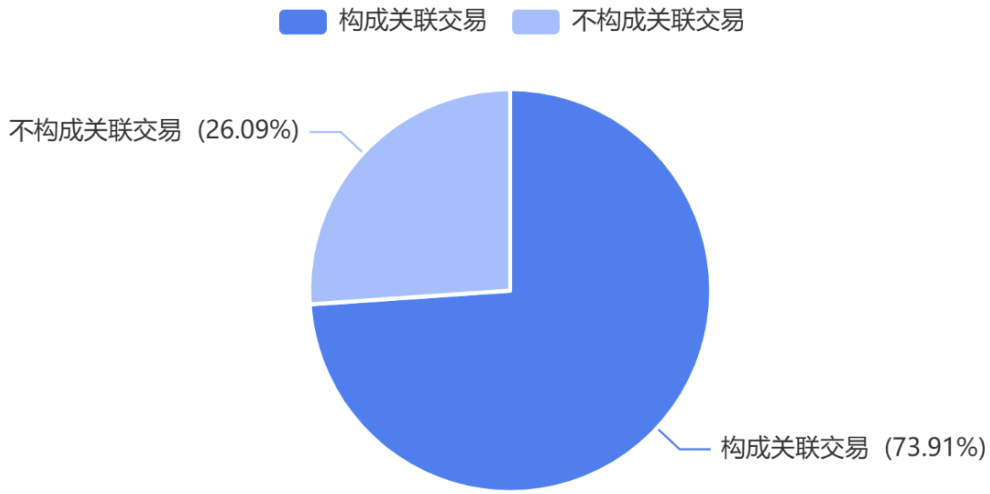
(2) 从支付方式看，前述案例中现金方式案例 7 个，发行股份案例 5 个，混合支付案例 11 个：



(3) 从是否构成重大资产重组看，前述案例中构成重大资产重组的案例共 20 个，不构成重大资产重组的案例 3 个：



(4) 从是否构成关联交易看，前述案例中构成关联交易的案例 17 个，不构成关联交易的案例 6 个：



(5) 从上市公司所属行业看，前述案例中制造业案例 11 个，金融业案例 3 个，信息传输、软件和信息技术服务业案例 2 个，房地产业案例 2 个，采矿业案例 1 个，电力、热力、燃气及水生产和供应业案例 1 个，租赁和商务服务业案例 1 个，科学研究和技术服务业案例 1 个，水利、环境和公共设施管理业案例 1 个：

中上协行业分布

排序	中上协行业	案例数(个)	占比
1	制造业	11	47.83%
2	金融业	3	13.04%
3	信息传输、软件和信息技术服务业	2	8.70%
4	房地产业	2	8.70%
5	采矿业	1	4.35%
6	电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	4.35%
7	租赁和商务服务业	1	4.35%
8	科学研究和技术服务业	1	4.35%
9	水利、环境和公共设施管理业	1	4.35%

(5) 从标的公司所属行业看，前述案例共涉及 32 个境内标的公司，其中制造业公司 13 个，金融业公司 7 个，采矿业公司 4 个，电力、热力、燃气及水生产和供应业公司 3 个，其他行业公司 5 个。

中上协行业分布

排序	中上协行业	标的数(个)	占比
1	制造业	13	40.63%
2	金融业	7	21.88%
3	采矿业	4	12.50%
4	电力、热力、燃气及水生产和供应业	3	9.38%
5	房地产业	1	3.13%
6	信息传输、软件和信息技术服务业	1	3.13%
7	租赁和商务服务业	1	3.13%
8	科学研究和技术服务业	1	3.13%
9	卫生和社会工作	1	3.13%

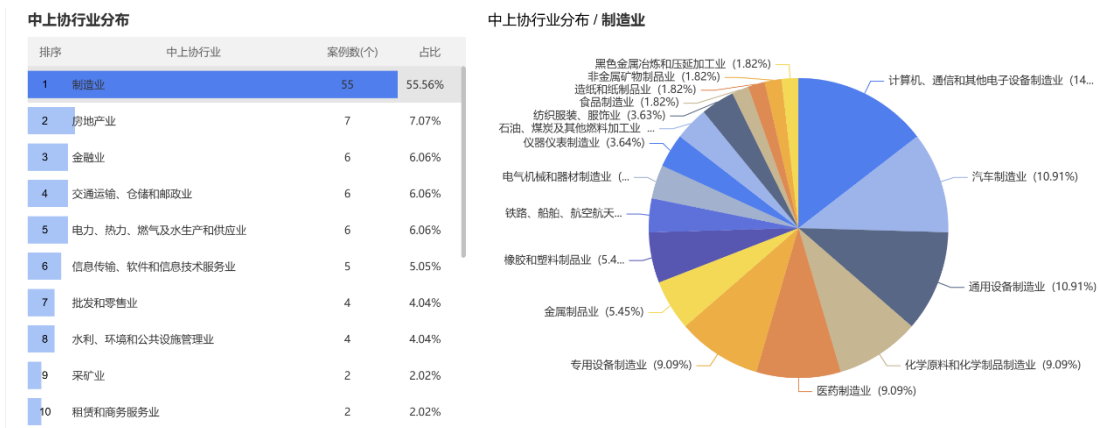
2. 截至 2024 年 10 月 31 日在实施中的并购重组案例

根据易董数据库统计，截至 2024 年 10 月 31 日，共计 99 个资产重组案例处于实施中状态（详见附件），整体情况如下：

进程	创业板	科创板	深主板	沪主板	北交所	合计
公告预案/报告书	12	1	17	21	0	51
交易所问询	0	0	0	3	0	3
回复交易所问询	0	0	5	6	0	11
股东大会批准	3	2	5	4	0	14
已受理	0	1	0	4	0	5
已问询	0	0	0	0	0	0

已回复	0	0	3	0	0	3
重组委审核	0	0	1	0	0	1
注册结果	2	0	1	0	0	3
中止	4	0	3	1	0	8
合计	21	4	35	39	0	99

从上市公司所属行业看，前述实施中的资产重组案例中，制造业上市公司最多，为 55 家，其次为房地产业上市公司，为 7 家。而制造业中占比较高的为计算机、通信和其他电子设备制造业，汽车制造业和通用设备制造业。



(二) 924 以来资产重组案例反馈问题

2024 年 9 月 24 日并购六条公布以来，资产重组案例反馈问题主要集中在标的评估、持续经营能力等方面，部分问询案例列举如下：

1. 与标的公司评估相关的问题

(1) 案例：华远地产（600743）出售华远置业 100% 股权、华远置业及其子公司的应收款项、公司应付债券以及应付款项等债务

问题：关于资产的评估情况

(1) 列示标的公司及其主要子公司的具体财务数据，并结合主要子公司财务状况及经营情况，说明长期股权投资大幅减值的原因及合理性；

(2) 区分三项资产，说明资产组中各部分的具体评估情况及交易作价确认依据，并说明交易作价是否公允、合理，是否有利于维护上市公司及中小股东利益；

(3) 结合问题(2)和相关资产评估过程、评估方法等,说明本次交易以资产组形式进行整体评估的原因和合理性,以及评估结果是否公允合理。

(2) 案例:永达股份重大资产购买

问题:(1)说明在《股权收购协议》中专门就固定资产投资事项决策机制进行约定的主要考虑,标的公司是否(拟)改扩建生产线或者进行大额固定资产投资,并量化分析标的公司后续扩产投建对上市公司资金流动性的潜在影响;

(2)列示标的公司近五年应收账款和应付账款的周转情况,说明历史年度是否存在重大货款拖欠情形及其原因、明细及坏账计提情况,并进一步说明是否针对交割时的存量应收账款设定回款保证措施或未能按期回款的补偿措施;

(3)结合对上述问题的回复,进一步说明《资产评估报告》相关特定评估假设是否合理。

2. 持续经营类问题

(1)华远地产(600743)出售华远置业100%股权、华远置业及其子公司的应收款项、公司应付债券以及应付款项等债务

问题:关于持续经营能力。

①结合公司剩余业务所处细分领域的市场竞争格局、公司资源积累、历史经营业绩、关联交易占比等情况,说明公司剩余业务的核心竞争力,是否对关联客户存在重大依赖,是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条第(五)项的相关规定;

②说明本次交易所获资金的具体使用安排,并结合公司前期酒店运营与物业管理业务、资产、人员情况等,说明公司转型酒店运营、物业管理的战略规划,拟增强公司盈利能力与经营稳健性的措施,以及控股股东华远集团后续是否有置入资产的计划与安排。

(2) 案例:永达股份重大资产购买

问题:(1)请你公司详细分析2023年风电新增并网装机容量强势反弹的原因,并说明相关影响因素是否具有可持续性;

(2)结合标的公司报告期内毛利率变动、预测期相关参数及选取依据等,说明预计

毛利率逐步提高的评估结果是否合理；

（3）结合行业发展趋势、市场竞争格局、在手大额订单、预测参数及选取等，说明标的公司预测期营业收入持续增长的原因及可实现性；

（4）结合在建及拟建产能转换和利用、建设周期等情况，说明标的公司相关产能能否匹配预测期收入规模。

结语

并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具。并购六条出台后，并购重组市场热度日渐升温，沪深交易所持续发布典型并购重组案例助力上市公司更好理解政策导向、把握监管理念，相信随着各项政策的完善和落地实施，我们将迎来一个更加活跃的并购重组市场。

对话 DIALOGUE

证券监管新常态下的机遇与挑战

——植德合伙人在证券业务领域的民事、行政及刑事风险预防角度的圆桌对话

——对话植德（按对话顺位排序）：沈纯律师、李斌律师、姜胜律师



沈纯 合伙人（争议解决、政府监管与合规）

沈纯律师在民商事争议解决和金融证券合规等领域有较为丰富的经验，擅长处理与金融商事纠纷、证券市场违法违规行为相关的危机管理、监管稽查合规、民事侵权案件。



李斌 合伙人（争议解决、政府监管与合规）

李斌律师曾在某检察机关工作十余年，在刑事争议解决和刑事合规领域经验丰富，代理多起涉及内幕交易等活动的行刑交叉、民刑交叉案件。



姜胜 合伙人（争议解决、政府监管与合规）

姜胜律师曾担任某省高级人民法院法官，在争议解决及投融资并购等领域有着丰富的经验，尤其擅长为资本市场参与者提供争议解决及非诉法律服务。

采编：赵泽铭律师



赵泽铭 合伙人（资本市场、投融资并购）

赵泽铭律师专注于处理证券发行、并购重组、公司治理及投融资业务，在法律专业领域深入钻研的同时，亦致力于从行业、管理、风控等多元化角度为客户提供最佳的服务体验。

一、本次圆桌对话的背景

2024年3月15日，证监会发布《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）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《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）》以及《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》等四项政策性文件（统称“315”新政），全面从严加强对企业发行上市活动监管、压紧压实发行监管全链条各相关方责任，推动上市公司提升投资价值和加强投资者保护，聚焦校正行业机构定位，坚持刀刃向内的自我革命引领自身建设等各方面目标。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”和“严监严管”，完善有利于资本市场长期稳定健康发展的体制机制。

2024年4月12日，国务院发布《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》（“412新政/新国九条”），是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔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，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

2024年8月16日，中国证监会网站发布《始终坚持“长牙带刺”，一以贯之严监严管——2024年上半年证监会行政执法情况综述》。文中指出，上半年，证监会查办证券期货违法案件489件，作出处罚决定230余件、同比增长约22%，惩处责任主体509人（家）次、同比增长约40%，市场禁入46人、同比增长约12%，合计罚没款金额85亿余元、超过去年全年总和。

综合以上，证券监管工作已经进入新形势、形成新特点，证券监管已经突出强本强基、严监严管的政策导向，以期以高质量执法护航资本市场防风险、强监管、促发展各项工作。

二、本次圆桌对话的嘉宾介绍

根据前述证券监管新形势的情况，对于监管政策的变化及未来趋势的把握，为证券市场参与者提供全链条的风险防范及服务支持，是我们作为证券市场法律服务机构的应有之义。因此，我们邀请了争议解决部门的合伙人，面向证券行政合规业务领域的沈纯律师、证券刑事合规业务领域的李斌律师，证券民事争议解决业务领域的姜胜律师作为本次圆桌对话的嘉宾，就证券监管新常态下的机遇与挑战进行探讨。

三、本次圆桌对话汇编

（一）从证券行政合规业务领域 与沈纯律师的对话



Q1：沈纯律师擅长处理与证券市场违法违规行相关的危机管理、监管稽查合规事项，从您过往的项目经办情况来看，目前证券监管的新常态下，对于行政监管的侧重点和目标具体应当怎么理解？

我本人在证券业务监管稽查合规方面，曾为某上市公司及其实际控制人涉信息披露违法违规行为被交易所及中国证监会立案调查、某金融公司及其员工涉操纵某股票行为被中国证监会立案调查、某上市公司大股东及其委派至上市公司的董事、监事就某上市公司虚增收入等事项涉监管调查、某证券服务中介机构被中国证监会立案调查等多起案例提供法律服务。结合过往的执业经历，能明显感受到，近阶段以来的证监会行政执法情况突出一个“严”字。要求从严打击财务造假等信息披露违法行为，构建打假防假综合惩防体系。从行政监管的角度，投资者买股票买的就是上市公司本身的资产和信誉，上市公司公开披露的资产、经营、财务等信息必须真实、准确、完整，那么财务造假等信息披露违法行为，就是监管层予以重点打击和防控的，需要从严整治，以免这些违规、

造假行为扰乱资本市场秩序、动摇投资者信心。

从案件查办情况看，欺诈造假的上市公司虽然只是少数，但从对投资者信心的打击、中小股东数量层面，都严重损害了上市公司群体形象。因此，证券行政执法的目的，正是识别和有力打击违法少数，促进资源向守法合规、经营规范的上市公司流动，保护投资者合法权益，维护市场秩序。在这个逻辑基础上，对于欺诈上市、上市公司财务造假行为，必须要处以重罚，以儆效尤，且处罚对象不仅为上市公司本身，更包含被予以重点关注的“少数人员”，即上市公司实际控制人、董事、监事、高级管理人员等。例如，证监会公布的执法案例情况，对于涉嫌重大违法违规行为的发行人，即使撤回发行上市申请，坚持一查到底：华道生物未获注册但发行申报材料存在虚假记载，公司及相关责任人员被罚款 1,150 万元；红相股份以欺骗手段骗取再融资发行核准，公司及相关责任人员被罚款 6,556 万元、两名责任人被采取市场禁入措施；思创医惠在公开发行可转债文件中编造重大虚假内容，被罚款 9,320 万元、对责任人采取 10 年市场禁入措施；还严厉查处恒大地产欺诈发行债券，对恒大地产责令改正、给予警告并罚款 41.75 亿元，对恒大地产时任董事长、实际控制人处以顶格罚款 4,700 万元并采取终身证券市场禁入措施。对于上市公司财务造假行为：严厉处罚鹏博士通过操控资产减值计提节奏虚增利润和资产的行为，对公司及相关责任人员罚款 3,400 万元，对实际

控制人及两名董事分别采取 10 年、5 年证券市场禁入措施；对华讯方舟形成资金闭环、业务闭环的智能自组网等业务穿透识别，认定无商业实质构成财务造假，公司及相关责任人员被处以 1,910 万元罚款；还严肃查处了中利集团、上实发展、华铁股份、摩登大道等信息披露违法案件，对公司及相关责任人员分别开出高额罚单。

以上情况，都体现了当前证券监管新常态下，对于违法、违规行为的零容忍，也是各发行人、上市公司及其“少数人员”都应当予以重视的。

Q2：在目前证券严监管的政策环境下，我们日常的证券业务活动中，中介机构作为重要的参与者，也面临更高的合规要求和执业风险，在这个层面上，您有哪些提示？

从目前多轮次、深层次的监管政策及导向，监管部门进一步强调压实中介机构“看门人”责任。结合近期的热点案例，监管部门预期建立常态化滚动式现场监管机制，健全全链条监督问责体系，中介机构存在违规情形的，依照《证券法》等规定严肃问责。一方面，依法对机构和责任个人进行“双罚”；另一方面，对严重失职失责违法主体坚决给予“资格罚”。

根据《证券法》的规定，证券的发行、上市、交易等证券业务活动应由证券服务机构出具专业意见。法律的强制要求，既赋予了行业发展的机遇，也界定了中介机构的法定义务和法律责任，更承载着整个市场的重托和广大投资者的信任。从日前

某国际四大之一的会计师事务所被证监会开出“创纪录”罚单来看，监管部门拟罚一劝百，希望参与证券业务的中介机构能引以为戒，慎终如初，严格履行法律规定的义务要求，牢记勤勉尽责的初心和使命。在此，也提请包括我们自己在内的各证券服务机构，切忌以身试法，参与实施财务造假、欺诈发行、违规信息披露等违法违规行，一定要立足专业、审慎执业、珍惜声誉，配备符合相应资质、具备专业能力的从业人员，建立有效的利益冲突审查等风险控制制度，在此基础上客观、独立、专业地发表意见，确保制作、出具的文件不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，不负众托，真正担负起证券市场“看门人”职责。

Q3：结合您的业务服务范围和目标群体，在当前的证券监管新常态下，应当如何提高风险管理能力？

就我本人的日常业务中，存在法律服务需求的主要是拟受证监会行政处罚的上市公司及其实际控制人、董事、监事和高管。作为监管部门重点关注的“关键少数”人员，证券监管部门的目标就是持续打击实控人等“关键少数”违法，助力维护中小投资者合法权益。

在这个层面上，上市公司及其实际控制人、董事、监事和高管必须做好合规意识的建立，并提升风险管理能力。从我个人的执业经验看，主要可以从以下几个方面入手：

第一，上市公司的管理层需要树立风

险意识，认识到风险管理的重要性，将其作为公司战略规划的一个重要组成部分。这包括对外部风险和内部风险的全面评估，以及对新兴风险的持续关注。

第二，进一步构建一个全面的风险管理体系，包括风险识别、评估、监控和报告。这个体系应该涵盖市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等各个方面，并且能够适应市场和监管环境的变化。

第三，强化内部控制、加强机制落实执行，确保公司运营的合规性。这包括完善内部审计流程、提高财务报告的透明度和准确性、加强对关键业务流程的监控。

第四，上市公司的管理层作为信息披露的第一责任，应当确保信息披露的真实、准确、完整和及时，提高披露质量，以增强投资者信心和保护投资者利益。

第五，对董事、监事和高级管理人员进行定期的专业培训，提高其对监管规则的理解和应用能力，以及对风险管理工具的掌握。

第六，从公司的制度层面，建立清晰的问责制度及落实方案，确保在风险管理过程中各个层级的责任明确，对于未能履行风险管理职责的个人要进行追责。

第七，结合当前大数据、AI 智能工作的发展，加强数字监管平台建设，利用技术手段提高风险预警水平和发现能力。

Q4：从您的理解来看，对于上市公司及其实际控制人、董事、监事和高管，如何看待在证券监管新常态下，把握机遇与迎接挑战的双重局面？

当前的政策环境，概括来说就是保证优秀的主体获得更多的资源支持，对于违法乱纪的主体应当从严治理，从而去伪存真，增强投资者信心、提升资本市场活力。因此，严监管并非是一味的限制和威慑，也给遵纪守法的市场参与者提供了晴朗的发展环境。应当认为，这是机遇与挑战并存的新常态。

机遇方面：首先是对市场环境的优化。监管机构通过完善信息披露规则、加强市场监管，提高了市场的透明度和公平性，为上市公司提供了更加健康稳定的发展环境。其实是高质量发展的推动。监管政策鼓励上市公司提升质量，强化内控，推动上市公司向高质量发展转型，为公司带来新的发展机遇。再者是国际化的机遇。随着资本市场的进一步开放，上市公司有更多的机会与国际市场接轨，拓展国际视野和业务，进一步增强自信。

挑战方面：一方面是合规成本的增加，随着监管规则的增多和细化，上市公司及其董事、监事和高级管理人员需要投入更多的资源来确保合规，这可能会增加公司的运营成本。另一方面是监管处罚的风险，对于受到证监会行政处罚的上市公司及其董事、监事和高级管理人员，可能会面临市场信任危机、股价波动等风险，且在一定期限内可能会受到更多的监管关注和限制。此外，也需要考虑对于减持限制的约束，根据最新的规定，受到行政处罚的大股东在一定期限内不得减持股份，这可能会影响其资金的流动性和财务规划。以及，不能忽视对信息披露的严格要求，上市公司需要更加严格地遵守信息披露的要求，

任何疏忽或违规都可能导致监管处罚，这增加了公司运营的复杂性。

应对策略：首当其冲的是必须加强内部管理，上市公司应加强内部管理，确保公司运营的每一个环节都符合监管要求。同等重要的是提高信息披露质量，确保信息披露的真实、准确、完整和及时，提高披露质量。此外要注重积极沟通，与监管机构保持积极沟通，了解最新的监管动态和要求。以及加强专业培训的力量，对董事、监事和高级管理人员进行定期的专业培训，提高其对监管规则的理解和应用能力。最后是要以风险管理为导向，建立健全风险管理体系，对潜在的监管风险进行评估和应对。

上市公司及其实际控制人、董事、监事和高级管理人员应当积极适应监管新常态，通过不断提升自身的规范运作水平，把握新常态下的机遇，应对挑战，实现公司的长远发展。

（二）从证券刑事合规业务领域与李斌律师的对话



Q1：李斌律师作为刑法学博士、刑事诉讼法学博士后，并有着十余年检察机关工作经历，在目前作为资深刑事争议解决及刑事合规律师，对于新阶段下的证券刑事合规监管，您有怎样的看法？

我本人曾代理过多名上市公司高管内幕交易案件，也撰写了多本刑事合规的专著及文章，对当前阶段证券监管机构从严惩治证券业务违法行为、构建多位一体的监管体系表示充分的理解。

从新国九条的规定来看，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，提出了相应的硬措施。证监会也以此为制度基础，积极推动构建行政执法、民事追责、刑事打击“三位一体”的立体化追责体系，并明确了在现有工作成果上，进一步深化重大案件行刑衔接，突出对财务造假公司和“关键少数”的重点打击，重点做好“追首恶”，严厉惩处造假的策划者和组织者，强化对控股股东、实控人组织实施造假、侵占的刑事追责力度。其中，从制度层面，《刑法修正案（十一）》将违规披露的刑期上限由3年提高至10年，中介机构及从业人员出具虚假证明文件最高可判10年有期徒刑，这都是对我们关注证券刑事合规风险的重要抓手。

此外，证监会也专项发文表态，行政处罚并非终点，将持续强化和公安、司法机关的协同，推动全方位、立体化追责，在加大行政处罚力度的基础上，推动叠加刑事追责、民事赔偿等方式，全面提升违法成本。对于财务造假构成犯罪的，坚决依法移送公安机关，严肃追究刑事责任，对于其他涉嫌犯罪的案件，证监会也明确将严格按照《最高人民法院 公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》，依法从快移送公安机关，坚决刑事追责，绝不姑息。

根据证监会发布的 2024 年上半年执法情况，证监会向公安机关移送涉嫌证券期货违法犯罪案件 86 件。同时，会同最高人民法院、最高人民检察院、公安部发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，强化对财务造假、侵占上市公司资产、内幕交易、操纵市场等证券期货违法犯罪行为打击力度，明确严格控制缓刑适用、加大财产刑适用和执行力度，完善全链条打击、全方位追责体系，行刑衔接机制更为通畅。

以上均能看出监管部门对于从严整治证券违法违规事项的决心。

Q2：2024 年上半年，最高人民法院发布了多起公众公司财务造假而追究民事、刑事责任的典型案例，并且在涉案企业之外，也开始出现了其中参与公众公司服务的中介机构承担刑事责任的情形。想请问李斌律师，对于中介机构参与财务造假以及因此涉及的处理结果，您认为当前呈现了怎样的趋势？

结合最高人民法院发布的财务造假典型案例来看，造假主体包括上市公司、挂牌公司、等公众公司，造假行为涵盖挂牌公司公开转让、上市公司重大资产重组、出具虚假审计报告等多个场景。从结果来看，财务造假的主责在于涉案企业，但因为承担资产评估、审计工作、保荐承销等职责的中介机构未能履职，导致造假行为未被制止，甚至参与或配合财务造假，中介机构对相关损失也要承担民事乃至刑事责任。

对于公布的典型案例中，基本上均涉及了中介机构被追责，主要涉及 3 类中介机构，主要是会计师事务所、资产评估机构和券商。其中，券商在民事案件中承担了连带赔偿责任，赔偿比例从 10-25% 不等；会计师事务所既有承担民事连带赔偿责任（赔偿比例从 5-15% 不等）、也有承担刑事责任；资产评估机构因资产评估过程中的造假行为，承担了刑事责任。该等典型案例的选取及发布情况，反映了司法机关希望通过刑事、行政和民事立体追责的体系打击治理财务造假问题。其中民事责任侧重救济受害人、刑事责任侧重震慑违法犯罪。民事案例与刑事案例相配合，可以更好地警示相关市场主体，营造崇法守信的市场环境。

我们刑事合规业务组对最近几年的财务造假类型刑事案件信息进行了大数据整理，发现资产评估、会计审计行业已成为财务造假重灾区，证券发行、重大资产交易领域成打击重点。其中，根据《刑法修正案（十一）》对“提供虚假证明文件罪”和“出具证明文件重大失实罪”两项罪名作出的重大修改，明确将保荐机构人员纳入本罪规制对象，同时将“提供与证券发行相关的虚假的资产评估、会计、审计、法律服务、保荐等证明文件，情节特别严重的”以及“提供与重大资产交易相关的虚假的资产评估、会计、审计等证明文件，情节特别严重的”作为法定刑升格条件，适用五年以上十年以下有期徒刑的刑罚，强化了对于证券发行、重大资产交易领域刑事犯罪的打击力度。

特别需要提示的是，在今年 5 月由最

高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证监会四机关出台《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》中，再次明确了“坚持零容忍要求，依法从严打击证券期货违法犯罪活动”的严打信号，甚至进一步要求加大查处力度，坚持应移尽移、当捕则捕、该诉则诉，严格控制缓刑适用，加大财产刑适用和执行力度，最大限度追赃挽损，完善全链条打击、全方位追责体系。在这种情况下，未来对中介机构在证券业务中的违规行为刑事打击力度将进一步加强。

Q3：从财务造假的刑事案例情况，您从专业角度，对于该等案件中对于中介机构的刑事责任认定有何种特点？以及对于参与证券业务活动的中介机构，应当如何合理防范风险？

在刑事追责体系中，中介机构参与财务造假的行为，除了涉嫌提供虚假证明文件罪，还会涉及出具证明文件重大失实罪，二者的区别主要在于主观状态，前者为故意，后者为过失。

刑事责任认定的主要依据是主观罪过以及造成损失情况，对于直接造假、明知他人造假仍未对审计数据进行验证核实、未履行必要审计步骤的，均有可能认定故意犯罪。对于所发布的刑事典型案例，均涉及提供虚假证明文件罪，法院认定相关中介机构和人员参与、配合财务造假活动，追究了机构和个人的刑事责任。

而过失类行为的刑事追责往往由于过失严重程度和损失结果认定方面存在一定

障碍，实践中多未进行刑事处罚，但此类行为仍有行政处罚以及承担民事责任的危险。实践中被认定为过失犯罪案件中的行为手段主要表现为未能充分履行审核义务或复核义务。主要体现为承担审核义务的中介组织及其工作人员未能对被评估对象的真实性进行严格审查，未完全履行检查、审核职责，工作态度马虎、粗心大意，导致所出具的证明材料与实际严重不符。此外，负有复核证明文件义务的人员因未尽复核职责而出具相关证明材料、未函证、公证失职、评估方法错误、未获取原始材料即出具审计报告、检查函证等程序不合格、签字人未实际参与工作、评估漏评等情形也会被认定为过失犯罪。

需要提示的是，对中介机构及中介服务人员的刑事责任认定，以其在财务造假过程中承担的实际责任大小认定，不以具备相应资质为前提。不能因此掉以轻心。

综合以上情况，参与证券业务活动的中介机构在防范刑事责任风险方面，应当采取以下措施：第一，中介机构应建立和完善内部控制体系，确保业务流程的合规性。这包括但不限于客户资金的第三方存管、分支机构的垂直管理、风险控制指标的设定等；第二，定期对员工进行专业培训，提高对监管规则的理解和应用能力，以及对风险管理工具的掌握；第三，在受到监管机构调查时，应及时寻求专业律师帮助，提前介入，做好应对。

Q4：对于证券市场的公众公司及其股东、董事、监事、高级管理人员等直接参与者而言，日常中更经常听到关

于内幕交易的违法情形及因此导致的刑事责任问题。请问李斌律师对于内幕交易类证券违规行为的关注重点有哪些，以及需要如何做好合规预防？

首先，需要关注涉案人员的范围及界定标准。内幕交易的涉案人员分为内幕信息知情人和利用内幕信息交易的人两类。有时这两种身份有时会重合在同一人上，即内幕信息知情人自行进行内幕交易；更多时候，是内幕信息知情人将信息泄露给亲属、朋友和其他人，这些人再进行内幕交易。在内幕交易案件中，上市公司董监高作为内幕信息的第一手来源，占据了知情人类型中的第一位，占比在一半左右。

其次，需要关注内幕信息的类型。内幕信息是行为人牟利行动的关键，新修订的《证券法》规定，证券交易活动中，涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息均为内幕信息。最常出现的内幕信息种类是公司的重大投资行为及购买、出售重大资产的信息，如公司即将并购重组等。

再者，证监会行政执法的判断逻辑是“接触+异常交易行为=内幕交易”。对于接触，实践中的认定相当宽泛，内幕信息知情人与实际交易人之间通过电话，一起吃过饭，在同一地点办公，都能被认定为发生过接触。至于异常交易行为，从对于案例的分析中看，信息成形时间吻合、知悉时间吻合和背离交易习惯是异常类型的三大主力，这为我们描绘出了内幕交易的典型场景：内幕信息知情人张三在内幕信息

成形后告知李四，李四随即大量买入，最后在内幕信息即将公开时卖出，这既与内幕信息形成、公开的时间吻合，也与李四知悉内幕信息的时间吻合，同时大额、坚决地买入单独一支股票，精准的清仓卖出也背离了李四的交易习惯，因此足以推断出内幕交易的存在。此外，向亲人朋友借款或融资加杠杆买入目标股票，清仓卖出其它股票买入目标股票，用新开立或多年未使用的账户买入目标股票等也都是常见的异常交易行为。

需要强调的是，在证监会的行政执法中，接触+异常交易行为就足以判定存在内幕交易行为。而刑事案件的处罚标准要求排除合理怀疑的程度，例如根据相关无罪案例，在双方均否认传递内幕信息，又缺乏其他可靠间接证据的情况下，不能仅凭双方有接触就认定“知悉”内幕消息；应当认真审查当事人“不知悉”内幕信息的抗辩，在证据不能排除被告人从网络等渠道得知利好消息而交易的辩解时，应当根据“排除合理怀疑”的刑事证明标准进行认定。在一起我们的亲办案件中，证据仅显示当事人与可能知悉内幕知悉的人见过面，但双方对见面时讨论的内容都能作出一致的合理解释，涉案股票也是当事人一直倾向于投资的小盘股，国企股，能源股，政策风口股，选股偏好和购买过程符合当事人的交易习惯，并不异常。我们结合上述方面进行充分辩护，当事人最终取得无罪结果。

此外，还需要关注使用证券账户的异常情形。证券帐户作为内幕交易、利用未公开信息交易的载体，是在具体的交易活

动中不可忽视的因素。《证券法》赋予了证券账户实名制的法律依据，要求证券账户持有人的信息必须真实准确，谁开户谁使用，个人不得出借或借用证券账户来买卖证券。根据实务经验，目前证监会稽查局采用最多的是“倒查机制”。例如，上市公司有重大资产重组，证监会会持续跟踪，在并购重组完成之后对交易异常的账户进行核查。再通过账户追踪到交易的 IP 地址，和 MAC 地址，以及硬盘序列号，进而将同一地址上的所有交易记录进行调查。然后根据股票账户追踪到银行账户，从银行账户追踪钱款流向，最终找到幕后操盘手。可见在目前强监管手段下，借用他人帐户亦难逃避处罚。

总之，我们对于证券业务的参与及经办，都要严格依法依规进行，要对规则有着敬畏之心，才能够从根源上避免自己身处险境的不利局面。

Q5：今年，中国证监会召开系统工作会议，强调推动将市值管理纳入央企国企考核评价体系，对民营上市企业而言，市值管理也具有重要意义，但实践中存在“伪市值管理”被认定为操纵证券市场的情形。请问李斌律师认为市值管理和“伪市值管理”有何区别？实施市值管理时需要注意哪些方面？

市值管理的根本目的是要使上市公司市值与其内在价值相匹配，既不能严重低估，也不能严重高估。上市公司市值管理确有需要，正当的市值管理行为有利于维护公司积极形象、减少股价波动、提升公

司内在价值、建立投资者信心和沟通渠道、增加公司融资能力等，是成熟资本市场的标志之一。

但当下也存在一些“伪市值管理”的乱象愈发突出，这主要是由于“市值管理=操纵股价”的误解导致的。例如，2013年恒康医疗（现：新里程 002219.CH）实际控制人阙文彬与蝶彩资产实际控制人谢风华合谋，以市值管理的名义实施信息操纵进而哄抬股价，达到高价减持的目的，非法获利 5100 余万元。

区分真伪市值管理其实并不复杂。运用信息操纵等违法手段、短期内操纵上市公司市值的行为，就是“伪市值管理”；而运用合法工具和手段（如分红，回购等合法手段）来维护上市公司中长期市值的行为，才是真正的市值管理。据统计，苹果公司过去 10 年回购注销了约 40% 的总股份，推动苹果市值长期位居世界前三。近期，茅台公司也发布公告，拟以 30-60 亿元回购股份用于注销，这都是市值管理的良好实践。

上市公司以合法合规的手段，可以进行必要的市值管理，但是如果上市公司进行“伪市值管理”，联手机构投资者，传播虚假或误导性信息，炒作公司股票，控制或操纵股价，就有可能涉嫌行政违法，甚至构成犯罪，通过“行刑衔接”移送司法机关处置。归根结底，上市公司应科学准确地理解市值管理的含义，依照合规监管要求对自己的公司市值进行长期规划，具体可参考 9 月 24 日证监会发布的《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见

见稿)》。

(三) 从证券民事争议解决业务领域与姜胜律师的对话



Q1: 姜胜律师擅长为资本市场参与者提供争议解决的法律服务，为多个上市公司涉及并购重组、信息披露违规、内幕交易等提供专项法律服务。从您在相关案件的经办经验来看，在证券民事争议解决业务领域比较有代表性的案件类型是什么，有哪些特点？

从我本人的经办案件来看，较为常见但又比较有挑战性的案件，主要是证券虚假陈述责任纠纷案件。即，信息披露义务人在证券交易场所发行、交易证券过程中实施虚假陈述引发的侵权民事赔偿案件。

根据《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》的相关内容，虚假陈述案件涉及上市公司披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，导致投资者决策失误并遭受损失。

在前面两位律师讲述的行政、刑事法律责任外，按照中国证监会对于强化行政、刑事、民事立体化追责，助力提高违法成本的监管原则，结合新国九条的政策导向、《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》的具体规定，随着监管

部门对虚假陈述的监管处罚力度不断加大，投资者维权意识逐渐增强，案件数盘呈现短期激增、长期稳增的态势。

这些案件类型的特点包括专业性、广泛性、复杂性和社会影响力。解决这些争议不仅需要法律专业知识，还需要对金融市场和产品有深入的理解，例如在一些财务信息的分析中，涉及需要对财务报告、市场影响等因素进行深入分析。同时，这些案件的解决往往涉及到保护投资者权益、维护市场秩序和提升市场透明度等多方面的考量。

Q2: 对于证券虚假陈述责任纠纷案件，该等案件的具体参与主体及责任认定的情况都是怎样？从诉讼实务角度，该等案件的相关裁判理念及具体表现如何？

通过汇总证券虚假陈述责任纠纷的相关裁判案例，可以发现该类案件的争议焦点主要表现在虚假陈述行为的认定、因果关系认定（包括交易因果关系、损失因果关系），以及具体损失计算方式等问题。

根据相关司法解释规定，法院受理证券虚假陈述责任纠纷案件虽然不再以上市公司及相关责任主体受到刑事或者行政处罚为前提，但是原告在起诉时应提交被告实施了虚假陈述行为的相关证据。法院在立案时应实质审查原告是否已提供具体明确的证据，且达到能够初步证明存在并明确虚假陈述行为的程度。证据类型包括但不限于监管部门采取监管措施的决定、交易所采取自律监管措施的决定、上市公司

公开自认虚假陈述的公告、权威媒体对虚假陈述的报道等。若原告申请启动代表人诉讼的，因诉讼涉及面广，对原告初步证据证明程度的审核应更加严格。

此外，虚假陈述重大性的认定采“重大事件”和“交易价量敏感性”双重验证标准，后者是实质性判断标准。投资者举证证明被告虚假陈述内容属于证券法、监管部门制定的规章和规范性文件中要求披露的重大事件或重要事项，或者虚假陈述影响到了标的证券的交易价格和交易数量的情况下，两者满足其一，法院均可初步认定构成重大性。但在原告仅举证证明存在前者的情况下，被告可通过举证证明其虚假陈述未能影响证券交易价格和交易数盘来否定重大性。

但是，也由于虚假陈述行为的造假手段形式多样、真假掺杂、隐蔽性强，股东的法定知情权范围有限，欠缺专业调查能力，投资者个人难以获得被告实施虚假陈述行为的证据，民事案件中的证据来源高度依赖行政处罚中所查明的事实。在没有行政处罚作为前置程序的情况下，原告举证难度加大。

综合来看，我国证券市场的投资者以散户居多，多处于经济资源上的弱势地位。在案件审理中应严格落实立案登记制，加快审理效率，缩短权利实现周期。依法适用因果关系推定、无过错及过错推定原则，在举证责任的分配上适度向投资者倾斜。在个案中兼顾案件整体情况，加强法官释明权的行使，避免因原告诉讼能力的高低作出不同判决。依托信息化技术，在线开

展立案登记、诉讼文书送达、公告和通知、执行款项发放等工作，降低诉讼成本。

Q3：从当前监管的政策引导出发，对于证券民事纠纷案件，呈现出怎样的趋势？在具体的案件流程中，有哪些制度层面对中小投资者的保护举措？

根据中国证监会发布的案件执法汇总情况，监管层面已经在积极推动完善民事纠纷多元化解机制。今年上半年，中国证监会在持续做好集体诉讼、先行赔付等各项工作的同时，发布了《关于完善证券期货纠纷多元化解机制深入推进诉源治理的工作方案》，推动源头预防、就地实质化解纠纷，以期进一步提升资本市场矛盾纠纷预防化解能力和法治化水平，切实维护投资者合法权益。

同时，根据当前从严监管的新形势，明确了加大全方位立体化追责力度的要求。包括加快出台上市公司监管条例，强化行政追责威慑力。完善民事追责支持机制，推动简化登记、诉讼、执行等程序，加强对投资者赔偿救济，提高综合违法成本。完善示范判决机制，加大特别代表人诉讼制度适用力度，便利投资者获得赔偿。

具体到民事追责方面，中国证监会指导投资者服务中心，积极支持投资者发起民事追偿诉讼，综合运用先行赔付、支持诉讼、代位诉讼等，强化投资者赔偿救济。从中国证监会发布的案件执法汇总情况看，监管机构目前正在对上市公司（包括部分退市公司）重大违法案件支持投资者向人民法院申请发起普通代表人诉讼 10 余起，

在审支持诉讼 20 余起。

此外，对于符合民事追责条件的情况，监管层也在积极通过支持投服中心采取支持诉讼、代表人诉讼、代位诉讼等一系列投资者赔偿救济制度启动民事追责，依法支持投资者诉讼维权。如江苏舜天案，目前有关法院已正式受理投服中心递交的支持投资者诉讼申请，后续将推进启动民事追责程序。

最后要说明的是，监管层也下决心要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。

Q4：作为证券民事纠纷的服务主体，从我们自身的能力及定位上，应当如何发挥律师作用，为证券业务的各参与方提供支持？

立足我国基本国情与证券市场改革期的现状，也需要兼顾市场各方合法权益，预防和遏止在证券法律业务中的滥诉行为。

首先要明确的是，遵循风险与利益一

致原则对于能够证明投资者损失系因其他因素导致的，不应由虚假陈述行为人担责。其次应当区分各被告过错程度，对上市公司实际控制人等“首恶”，依法予以从严打击，在责任认定、执行顺位上贯彻“追首恶”的理念。此外，对董监高、中介机构等其他责任主体，厘清其勤勉尽责义务的边界督促各市场主体归位尽责。

证券纠纷案件的审理，须反映证券市场自身的性质和特征，在律师本身对于诉讼程序专精支持的基础上，对于需要借助金融学、会计学等学科领域的专业知识辅助进行判断的问题，要充分发挥专家辅助人、专家陪审员的作用，事实认定要符合证券市场的基本常识和普遍认知或认可的经验法则，责任承担与具体行为及其主观过错程度相匹配。在损失计算方面，法院可以经当事人申请或依职权委托第三方专业机构调取相关交易数据，进行专业分析，出具损失核定意见，并作为损失认定的依据。

证券虚假陈述案件涉及人数众多，要注重对群体性纠纷的妥善化解。在尊重当事人程序选择权的前提下，充分释明诉讼风险，引导当事人树立合理的诉讼预期，促进各方达成调解。应加强对调解协议的司法监督，广泛听取案件当事人、代表人诉讼中的被代表当事人及尚未起诉的利害关系主体的意见，确保调解方案的公平性。

■ 结 语

基于各位参与对话合伙人的沟通及分析，对于当前严监管、零容忍的证券监管新常态下，证券市场的参与方势必存在新的机遇与挑战。

从机遇来看，资本市场改革进一步走向深化，以全面实施股票发行注册制改革为标志，提高市场化和便利度，有利于硬科技企业获得资本支持，增强市场活力。并推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量，增强市场稳定性。随着资本市场对外开放，外资机构参与度提高，也将带来行业内的新生力量，增强服务高质量发展的市场功能。

但也不能忽视了可能存在的挑战，随着高频交易、云计算和人工智能等新技术的引入，证券交易变得更加迅速和复杂。这要求监管机构及市场参与者必须跟进技术发展，加强实时分析，以及对系统漏洞和技术风险的监管。并构建系统性金融风险的持续性防控体系，健全风险监测预警和早期干预机制，提升风险防范的主动性和前瞻性。

综上所述，结合各合伙人在证券业务领域的民事、行政及刑事案件的丰富经办经验以及业务角度的剖析，也希望能够以此为各位关注该主题的证券市场参与者提供必要的参考。

执行主编 | 舒知堂

责任编辑 | 詹程 张天慧 赵泽铭

北京

东城区北京来福士
办公楼12层
电话: 010-56500900
传真: 010-56500999
邮编: 100007

上海

徐家汇中心三期A座办
公楼27层 (THREE itc)
电话: 021-52533500
传真: 021-52533599
邮编: 200051

深圳

南山区科园南路2666
中国华润大厦9层
电话: 0755-33257500
传真: 0755-33257555
邮编: 518052

武汉

江岸区中山大道1505
企业天地1号45层
电话: 027-82772772
传真: 027-82772773
邮编: 430014

杭州

西湖区双龙街99号
三深商务大厦G幢6层
电话: 0571-86776616
传真: 0571-86776616
邮编: 310012

成都

武侯区人民南路
来福士T1办公楼2804
电话: 028-82360000
邮编: 610044

青岛

崂山区香岭路1号资源
博雅广场4号楼10层
电话: 0532-83888339
邮编: 266000

广州

天河区珠江新城珠江东
路6号广州周大福金融
中心17层1701单元
电话: 020-38566666
邮编: 510623

海口

龙华区国贸大道
帝国大厦B座5楼512
邮编: 570125

香港

中环康乐广场1号
怡和大厦33楼3310
电话: 852-22532700
传真: 852-28869282
邮编: 510000