

大成资本市场法律通讯

2024年9月-10月 总第29期

目录

CONTENTS

第一章 大成研究	5
张洪等：“股份回购：资本市场的自我调节机制”——A股上市公司股份回购、注销相关规则指引.....	6
马宏伟等：涉上市公司信息型操纵的三大合规问题——徐某甲等操纵市场民事赔偿案引发的思考.....	36
马宏伟等：证券合规地图系列文章（五）：上市公司合规服务之场外配资业务合规性探讨.....	41
郭耀黎等：香港上市公司停牌及复牌实务探析.....	46
马宏伟等：评《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》：市值管理从幕后到台前.....	57
马宏伟等：证券合规地图系列文章（六）：证券监管程序解析之证券监管执法规则与体制机制.....	62
马宏伟等：证券合规地图系列文章（七）：证券监管程序解析之证券行政处罚程序与救济路径.....	65
刘成军等：上市公司退市风险化解系列——财务类退市风险化解的法律合规视角解析（上）.....	70
刘成军等：上市公司退市风险化解系列——财务类退市风险化解的法律合规视角解析（下）.....	80
第二章 大成新闻	90
大成助力青岛城投集团成功发行6亿美元债券.....	91
大成到访日本上市公司M&A综合研究所，共同合作推动中日并购市场的深化与发展.....	92
大成律师事务所联合中关村天使百人会成功举办企业与家族服务&资本市场专题论坛.....	93
大成助力河南投资集团有限公司全资控股企业成功发行3.45亿美元高级无抵押境外债券..	97

大成助力锦好医疗完成海外资产收购项目	98
大成为中银资产及中国信达数亿元增资浙江晶科提供全程法律服务	99
大成资本市场境外上市系列讲座（合肥站）成功举办	100
大成助力拜尔德医疗通过 De-SPAC 方式于美国纳斯达克上市	106
大成助力 CLICK HOLDINGS LIMITED 美国纳斯达克上市	107
大成助力高新金控 2024 年可续期公司债券（第一期）发行 10 亿元	108
大成长三角资本市场论坛成功举办	109
大成作为承销商中国律师助力利邦厨具成功在美国纳斯达克完成 IPO	123
大成律师受邀为清科投资研修院进行授课	124
第三章 新规速递	127
新规 财政部 税务总局公告企业改制重组印花税政策	128
新规 证监会系统离职人员管理迎强监管	128
新规 2024 年版外商投资准入特别管理措施负面清单公布	128
新规 官方发布跨境电商出口退（免）税操作指引	128
新规 渐进式延迟法定退休年龄新规出台	129
新规 最高法发布《民法典》侵权责任编司法解释（一）	129
新规 《网络数据安全条例》正式公布	129
新规 智能网联汽车等领域一批重要国家标准正式实施	130
新规 内地与香港及澳门签署《关于修订〈CEPA 服务贸易协议〉的协议二》	130
草案 国常会审议通过《网络数据安全条例》草案	130
草案 国常会决定将《科学技术普及法（修订草案）》《反不正当竞争法（修订草案）》提 请审议	131
草案 工信部拟发布《人工智能 办公大模型系统技术要求》等 198 项行业标准	131
草案 商务部拟修订对外贸易法 增加行为规范与风险防控措施	131

新闻 最高院就“对赌协议”中股权回购权性质及其行权期限的认定进行答疑回复	132
新闻 网信办与澳门签署《关于促进粤港澳大湾区数据跨境流动的合作备忘录》	132
新闻 网安标委制定公布人工智能安全治理框架 1.0 版	132
新闻 证监会将出台重磅文件 推动中长期资金入市 活跃并购重组市场	133
新闻 增值电信业务扩大对外开放试点正式启动	133
新闻 中央网信办整治违规开展互联网新闻信息服务行为	133
新闻 市场监管总局召开首次“沃土”营商环境圆桌会议	134
案例 国家药监局公布 4 起医疗器械违法案件信息	134
案例 通过伪造交付资料等方式提前确认房地产业务收入 上市公司被罚 500 万	135
案例 通过虚增应收账款等方式连续 7 年财务造假 财务总监被罚 70 万元 会计被罚 50 万元	136
第四章 明星律师	137
第五章 关于大成资本市场	143

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第一章

大成研究

张洪等：“股份回购：资本市场的自我调节机制”—— A 股上市公司股份回购、注销相关规则指引

张洪

大成北京 高级合伙人

hong.zhang@dentons.cn

专业领域：公司与并购重组、资本市场、合规与风险控制、破产重整与清算



李一凡

大成北京 合伙人

li.yifan@dentons.cn

专业领域：公司与并购重组、资本市场、破产重整与清算、金融



高子涵

大成北京 律师助理

zihan.gao@dentons.cn

专业领域：公司与并购重组、资本市场、合规与风险控制、破产重整与清算



近年来，随着市场机制的不断完善和成熟，股份回购逐渐成为上市公司资本运作的重要手段之一。相比于大股东减持可能会被市场解读为对公司前景信心不足的信号，从而导致股价下跌，上市公司进行股份回购通常被视为对公司价值的肯定，可能提升市场信心，对股价产生正面影响。上市公司通过股份回购来优化资本结构、提升公司价值，并最终实现股东利益的最大化。因此，股份回购不仅是一种资本运作方式，更是公司价值管理和投资者权益保护的重要体现。

2023 年 12 月 15 日，中国证监会修订发布了《上市公司股份回购规则》，旨在提高股份回购的便利度，放宽上市公司回购股份的条件，鼓励公司依法合规运用回购工具，积极回报投资者，促进市场稳定健康发展。

2024 年 4 月，国务院发布的新“国九条”中提到，推动上市公司提升投资价值，并引导上市公司回购股份后依法注销。

2024 年上半年，A 股市场回购活动非常活跃，预案高峰出现在春节和五一节假日前，回购预案数量和规模均远超往年同期。

根据万得（Wind）金融终端数据库统计，截至 7 月 30 日，2024 年已有超 2,000 家上市公司发布回购相关公告，1,806 家上市公司实施回购，合计回购金额达 1,154.96 亿元，超过去年全年的 914.15 亿元，再创同期历史新高。逾 10 家上市公司回购金额超 10 亿元：其中，宝钢股份回购金额 22.36 亿元；药明康德回购金额 20 亿元。

今年以来“注销式回购”明显增多，药明康德 20 亿元回购计划已全部实施并已注销回购股份；伊利股份拟 10 亿元至 20 亿元回购股份，全部予以注销并减少公司注册资本。

本文将对 A 股上市公司股份回购的各类边界条件，及具体的回购流程进行全面梳理，旨在为上市公司回购股份的实践操作提供有效指引。

一、重要边界条件（以上海证券交易所监管指引规则为例）

2023 年 12 月 15 日，中国证监会发布新的《上市公司股份回购规则》，同时废止了《上市公司股份回购规则》（证监会公告〔2022〕4 号）；

同日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）同步更新《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份》，同时废止了《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份》（上证发〔2022〕8 号）。

对该等规则中的重要边界条件，我们进行了如下梳理。

序号	重要条件	具体要求	法规依据
1	股份回购 资格条件	<p>上市公司回购股份应当同时符合以下条件:</p> <p>(一) 公司股票上市已满 6 个月;</p> <p>(二) 公司最近 1 年无重大违法行为;</p> <p>(三) 回购股份后, 上市公司具备持续经营能力和债务履行能力;</p> <p>(四) 回购股份后, 上市公司的股权分布原则上应当符合上市条件; 公司拟通过回购股份终止其股票上市交易的, 应当符合证券交易所的相关规定;</p> <p>(五) 中国证监会、证券交易所规定的其他条件。</p> <p>上市公司因前款第 (四) 项回购股份并减少注册资本的, 不适用前款第 (一) 项。</p>	<p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第八条 上市公司回购股份应当同时符合以下条件:</p> <p>(一) 公司股票上市已满六个月;</p> <p>(二) 公司最近一年无重大违法行为;</p> <p>(三) 回购股份后, 上市公司具备持续经营能力和债务履行能力;</p> <p>(四) 回购股份后, 上市公司的股权分布原则上应当符合上市条件; 公司拟通过回购股份终止其股票上市交易的, 应当符合证券交易所的相关规定;</p> <p>(五) 中国证监会、证券交易所规定的其他条件。</p> <p>上市公司因本规则第二条第一款第 (四) 项回购股份并减少注册资本的, 不适用前款第 (一) 项。</p>
2	回购股份的 用途 及相应条件	<p>1. 上市公司因下列情形之一收购本公司股份, 即认定为是上市公司回购股份的行为:</p> <p>(一) 减少公司注册资本 (以下简称 “注销式回购”);</p>	<p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第二条 本规则所称上市公司回购股份, 是指上市公司因下列情形之一收购本公司股份的行为:</p>

		<p>(二) 将股份用于员工持股计划或者股权激励;</p> <p>(三) 将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券;</p> <p>(四) 为维护公司价值及股东权益所必需 (以下简称“护盘式回购”)</p> <p>2. 护盘式回购, 应当满足以下条件之一:</p> <p>(一) 公司股票收盘价格低于最近 1 期每股净资产;</p> <p>(二) 连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%;</p> <p>(三) 公司股票收盘价格低于最近 1 年股票最高收盘价格的 50%;</p> <p>(四) 中国证监会规定的其他条件。</p>	<p>(一) 减少公司注册资本;</p> <p>(二) 将股份用于员工持股计划或者股权激励;</p> <p>(三) 将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券;</p> <p>(四) 为维护公司价值及股东权益所必需。</p> <p>前款第 (四) 项所指情形, 应当符合以下条件之一:</p> <p>(一) 公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产;</p> <p>(二) 连续二十个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到百分之二十;</p> <p>(三) 公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的百分之五十;</p> <p>(四) 中国证监会规定的其他条件。</p>
3	回购期限	<p>1. 因减资、股权激励/员工持股计划、转换可转债而回购</p> <p>回购期限自董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案之日起 不超过 12 个月;</p> <p>2. 护盘式回购</p>	<p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第十一条 上市公司因本规则第二条第一款第 (一) 项、第 (二) 项、第 (三) 项规定的情形回购股份的, 回购期限自董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过十二个月。</p> <p>上市公司因本规则第二条第一款第 (四) 项规</p>

		<p>回购期限自董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过 3 个月。</p>	<p>定的情形回购股份的，回购期限自董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过三个月。</p>
4	回购实施方式	<p>上市公司回购股份可以采取以下方式之一进行：</p> <p>(一) 集中竞价交易方式；</p> <p>(二) 要约方式；</p> <p>(三) 中国证监会认可的其他方式。</p> <p>上市公司因股权激励/员工持股计划、转换可转债而回购及护盘式回购的，应当通过集中竞价或要约方式进行。</p>	<p>上市公司股份回购规则（2023）</p> <p>第九条 上市公司回购股份可以采取以下方式之一进行：</p> <p>(一) 集中竞价交易方式；</p> <p>(二) 要约方式；</p> <p>(三) 中国证监会认可的其他方式。</p> <p>上市公司因本规则第二条第一款第（二）项、第（三）项、第（四）项规定的情形回购股份的，应当通过本条第一款第（一）项、第（二）项规定的方式进行。</p> <p>上市公司采用要约方式回购股份的，参照《上市公司收购管理办法》关于要约收购的规定执行。</p>
5	回购规模	<p>1. 上市公司应当在回购股份方案中明确拟回购股份数量或者资金总额的上下限，且上限不得超出下限的 1 倍。</p> <p>2. 护盘式回购，应当按照本条第一款在回购方案中明确披露，拟用于减少注册资本或者出售的回购股份数量或者资金总额。未在回购股份方案中明确披露用于</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第十五条第一、三款 上市公司应当合理安排回购规模和回购资金，并在回购股份方案中明确拟回购股份数量或者资金总额的上下限，且上限不得超出下限的 1 倍。</p> <p>上市公司因本指引第二条第一款第（四）项规定情形回购股份的，应当按照本条第一款规定在回购股份方案中明确披露拟用于减少注册资</p>

		<p>出售的，已回购股份不得出售。</p> <p>3. 用于股权激励、员工持股计划/可转债、护盘式回购的，公司合计持有的本公司股份数不得超过公司已发行股份总额的 10%。</p>	<p>本或者出售的回购股份数量或者资金总额。未在回购股份方案中明确披露用于出售的，已回购股份不得出售。</p> <p>上市公司股份回购规则（2023）</p> <p>第十七条第一款 上市公司因本规则第二条第一款第（一）项规定情形回购股份的，应当自回购之日起十日内注销；因第（二）项、第（三）项、第（四）项规定情形回购股份的，公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的百分之十，并应当在三年内按照依法披露的用途进行转让，未按照披露用途转让的，应当在三年期限届满前注销。</p>
6	回购价格	<p>回购价格区间的上限，高于董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150% 的，应当在回购股份方案中充分说明其合理性。</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第十六条第一款 上市公司回购股份应当确定合理的价格区间，回购价格区间上限高于董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150% 的，应当在回购股份方案中充分说明其合理性。</p>
7	回购决策程序	<p>1. 用于减资的，由董事会审议、股东大会特别决议通过。</p> <p>2. 用于股权激励/员工持股计划、转换可转债、护盘式回购的，可以根据公司章程规定或股东大会的授权，经 2/3 以上董事出席的董事会会议决议。</p>	<p>上市公司股份回购规则（2023）</p> <p>第二十条 上市公司因本规则第二条第一款第（一）项规定情形回购股份的，应当由董事会依法作出决议，并提交股东大会审议，经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过；因第（二）项、第（三）项、第（四）项规定情形回购股份的，可以依照公司章程的规定或</p>

		<p>3. 股东大会对董事会作出授权的,应当在决议中明确授权实施股份回购的具体情形、授权期限等内容。</p>	<p>者股东大会的授权,经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。</p> <p>上市公司股东大会对董事会作出授权的,应当在决议中明确授权实施股份回购的具体情形和授权期限等内容。</p>
8	回购方案的变更与终止	<p>1. 回购股份方案披露后,非因充分正当事由不得变更或者终止;确需变更或终止的,应当符合中国证监会、证券交易所的相关规定,并履行相应的决策程序;</p> <p>2. 回购股份用于注销的,不得变更为其他用途。</p>	<p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第二十九条 上市公司回购股份方案披露后,非因充分正当事由不得变更或者终止。确需变更或终止的,应当符合中国证监会、证券交易所的相关规定,并履行相应的决策程序。</p> <p>上市公司回购股份用于注销的,不得变更为其他用途。</p>
9	回购股份的处置	<p>1. 注销式回购,应在回购之日起 10 日内注销;</p> <p>2. 为股权激励/员工持股计划的回购,应在 3 年内按照披露的用途进行转让;未按照披露用途转让的,应当在 3 年期限届满前注销;</p> <p>3. 为转换可转债的回购,应在 3 年内按照披露的用途进行转让;未按照披露用途转让的,应当在 3 年期限届满前注销</p> <p>4. 护盘式回购:</p> <p>a. 可在回购结束 12 个月</p>	<p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第十七条 上市公司因本规则第二条第一款第(一)项规定情形回购股份的,应当自回购之日起十日内注销;因第(二)项、第(三)项、第(四)项规定情形回购股份的,公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的百分之十,并应当在三年内按照依法披露的用途进行转让,未按照披露用途转让的,应当在三年期限届满前注销。</p> <p>上市公司因本规则第二条第一款第(四)项规定情形回购股份的,可以按照证券交易所规定的条件和程序,在履行预披露义务后,通过集中竞价交易方式出售。</p>

		<p>后，履行预披露义务、通过集中竞价交易方式出售</p> <p>b. 应当在回购股份方案中明确披露拟用于减少注册资本或者出售的回购股份数量或者资金总额。未在回购股份方案中明确披露用于出售的，已回购股份不得出售。</p> <p>c. 未按照披露用途转让的，应在3年期限届满前注销。</p>	
10	股份回购 相关负面条件	<p>1. 以集中竞价交易方式回购股份的，在下列期间不得实施：</p> <p>a. 自可能对本公司证券及其衍生品种交易价格产生重大影响的重大事项发生之日或者在决策过程中至依法披露之日内；</p> <p>b. 为维护公司价值及股东权益情形回购股份并减少注册资本的，前述期间也可实施。</p> <p>2. 不得同时实施股份回购和股份发行行为，但依照有关规定实施优先股发行行为的除外。</p> <p>实施股份发行行为，是指上市公司自向特定对象发送认购邀请书或者取得注册批复</p>	<p>上市公司股份回购规则（2023）</p> <p>第三十一条 上市公司以集中竞价交易方式回购股份的，在下列期间不得实施：</p> <p>（一）自可能对本公司证券及其衍生品种交易价格产生重大影响的重大事项发生之日或者在决策过程中至依法披露之日内；</p> <p>（二）中国证监会规定的其他情形。</p> <p>上市公司因本规则第二条第一款第（四）项规定的情形回购股份并减少注册资本的，不适用前款规定。</p> <p>第十四条 上市公司不得同时实施股份回购和股份发行行为，但依照有关规定实施优先股发行行为的除外。</p> <p>前款所称实施股份回购行为，是指上市公司股东大会或者董事会通过回购股份方案后，上市公司收购本公司股份的行为。实施股份发行行</p>

		<p>并启动向不特定对象发行股份之日起至新增股份完成登记之日止的股份发行行为。</p> <p>3. 护盘式回购，董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人，自公司首次披露回购股份事项之日起至披露回购结果暨股份变动公告期间，不得直接或者间接减持本公司股份。</p>	<p>为，是指上市公司自向特定对象发送认购邀请书或者取得注册批复并启动向不特定对象发行股份之日起至新增股份完成登记之日止的股份发行行为。</p> <p>第二十四条 上市公司因本指引第二条第一款第（四）项规定情形回购股份的，其董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人自公司首次披露回购股份事项之日起至披露回购结果暨股份变动公告期间，不得直接或者间接减持本公司股份。</p>
--	--	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

二、程序步骤及相应时间要求（以“注销式回购”与“护盘式回购”为例）

针对回购情形中的“注销式回购”与“护盘式回购”，上述规则规定的实践流程及相应时间节奏要求梳理如下：

1. 注销式回购相关流程

序号	程序步骤	时间节点	具体内容	法规依据
1	提议回购	无特别时间要求	根据相关法规及公司章程等，享有提案权的提议人，可以向上市公司董事会提议回购股份。	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第二十八条第一款 根据相关法律法规及公司章程等享有提案权的提议人可以向上市公司董事会提议回购股份。提议人的提议应当明确具体，符合公司的实际情况，具有合理性和可行性，并至少包括本指引第二十九条第（二）项、第（三）项、第（四）项规定的内容。</p> <p>第二十九条第二、三、四项公告的内容应当包括：</p> <p>（二）提议人提议回购股份的原因和目的；</p> <p>（三）提议人提议回购股份的种类、用途、方式、价格区间、数量和占公司总股本的比例、拟用于回购的资金总额。回购股份数量、资金总额至少有一项明确上下限，且上限不得超出下限的1倍；</p> <p>（四）提议人在提议前6个月内买卖本公司股份的情况，以及提议人在回购期间的增减持计划；</p>
2	董事会审议并披露回购提议	无特别时间要求	回购股份提议与审议的董事会决议同时公告； 公告内容见右	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第二十九条 上市公司收到符合规定的回购股份提议后，应当尽快召开董事会审议，并将回购股份提议与董事会决议同时公告。公告的内容</p>

			侧法规具体规定。	应当包括： （一）提议人的基本情况及提议时间； （二）提议人提议回购股份的原因和目的； （三）提议人提议回购股份的种类、用途、方式、价格区间、数量和占公司总股本的比例、拟用于回购的资金总额。回购股份数量、资金总额至少有一项明确上下限，且上限不得超出下限的 1 倍； （四）提议人在提议前 6 个月内买卖本公司股份的情况，以及提议人在回购期间的增减持计划； （五）提议人将推动公司尽快召开董事会或者股东大会审议回购股份事项，并对公司回购股份议案投赞成票的承诺（如适用）； （六）公司董事会对回购股份提议的意见及后续安排； （七）中国证监会和本所认为需要披露的其他内容。
3	制定回购方案，并提交董事会审议	无特别时间要求	1. 上市公司董事会审议通过回购股份方案后，应当在 2 个交易日内及时披露董事会决议、回购股份方案、独立董事意见和	上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订） 第三十三条 上市公司董事会审议通过回购股份方案后，应当及时披露董事会决议、回购股份方案和其他相关材料。 按照《公司法》和公司章程规定，本次回购股份需经股东大会决议的，上市公司应当在董事会审议通过回购股份方案后，及时发布股东大会召开通知，将回购股份方案提交股东大会审

其他相关材料;

2. 注销式回购, 还应当经股东大会特别决议通过;

3. 向交易所提交内幕信息知情人档案及重大进程备忘录。

议。

上市公司股份回购规则 (2023)

第二十二条第一款 上市公司应当在董事会作出回购股份决议后两个交易日内, 按照证券交易所的规定至少披露下列文件:

- (一) 董事会决议;
- (二) 回购股份方案。

上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份 (2023 年 12 月修订)

第五十条 上市公司及相关各方在回购股份等信息依法披露前, 必须做好内幕信息管理, 不得泄露, 相关内幕信息知情人不得利用内幕信息从事证券交易。

上市公司董事会应当在披露回购股份方案的同时, 向本所报送本次回购股份的相关知情人信息。

前款规定的相关知情人, 包括下列人员:

- (一) 上市公司及其董监高;
- (二) 上市公司的控股股东或者第一大股东、实际控制人、董监高 (含主要负责人);
- (三) 回购股份方案的提议人及其控股股东或者第一大股东、实际控制人、董监高 (含主要负责人) (如适用);
- (四) 为本次回购股份提供服务以及参与本次

				<p>回购股份的咨询、制定、论证等各环节的中介机构，及其法定代表人和经办人（如适用）；</p> <p>（五）前述（一）至（四）项规定的自然人的配偶、父母和子女；</p> <p>（六）其他在公司回购股份前通过直接或者间接方式知悉本次回购信息的知情人及其配偶、父母和子女。</p>
4	披露相关股东情况	披露回购方案后 5 个交易日内	披露董事会公告回购股份决议的前一个交易日登记在册的，前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第三十五条 上市公司应当在披露回购股份方案后 5 个交易日内，披露董事会公告回购股份决议的前一个交易日登记在册的前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例。</p> <p>回购方案需经股东大会决议的，上市公司应当在股东大会召开前 3 日，披露股东大会的股权登记日登记在册的前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例。</p>
		股东大会召开前 3 天	回购方案需经股东大会决议的，披露股东大会的股权登记日登记在册的前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例	

5	股东大会决议	无明确特别要求	注销式回购，应当经股东大会特别决议通过。	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第三十一条第二款 上市公司因本指引第二条第一款第（一）项规定情形回购股份的，应当经股东大会决议，并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。</p>
6	通知债权人	股东大会作出注销回购股份的决议后	注销式回购，在股东大会作出注销回购股份的决议后，依照《公司法》的有关规定通知债权人。	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第二十三条第一款 上市公司回购股份后拟予以注销的，应当在股东大会作出注销回购股份的决议后，依照《公司法》的有关规定通知债权人。</p>
7	开立回购专用证券账户	股东大会决议通过最终回购方案后	<p>1. 回购专用账户仅限于存放所回购的股份；</p> <p>2. 上市公司回购的股份，自过户至上市公司回购专用账户之日起，即失去其权利——不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第三十六条 上市公司应当在董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案、开立回购专用账户后，按照中国证监会和本所的有关规定及时披露回购报告书。</p> <p>第二十二条 上市公司回购专用账户中的股份，不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转增股本、认购新股和可转换公司债券等权利，不得质押和出借。</p> <p>第五十四条 上市公司计算已回购股份占公司总股本的比例时，总股本以公司最近一次公告的总股本为准，不扣减回购专用账户中的股份。</p>

			增股本、认购新股和可转换公司债券等权利，不得质押和出借；上市公司在计算相关指标时，应当从总股本中扣减已回购的股份数量。	上市公司计算定期报告中披露的每股收益等相关指标时，发行在外的总股本以扣减回购专用账户中的股份后的股本数为准。
8	回购及信息披露	股东大会审议通过最终回购股份方案、开立回购专用账户后	按照中国证监会和交易所的有关规定及时披露回购报告书	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第三十六条 上市公司应当在董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案、开立回购专用账户后，按照中国证监会和本所的有关规定及时披露回购报告书。</p> <p>第三十七条 回购期间，上市公司应当在下列时间及时披露回购进展情况公告，并在定期报告中披露回购进展情况：</p> <p>（一）首次回购股份事实发生的次一交易日予以披露；</p> <p>（二）回购股份占上市公司总股本的比例每增加1%的，应当在事实发生之日起3个交易日内予以披露；</p> <p>（三）每个月的前3个交易日内披露截至上月末的回购进展情况。</p> <p>前款规定的公告内容，至少应当包括公告前已</p>
		首次回购股份事实发生的次1交易日内	披露回购进展情况公告，并在定期报告中披露回购进展情况	
		回购股份占上市公司总股本的比例，每增加1%的事实发生之日起3个交易日内	披露回购进展情况公告，并在定期报告中披露回购进展情况	
		每个月的前3	披露截至上月	

		<p>个交易日内</p> <p>末的回购进展情况</p>	<p>回购股份数量、购买的最高价和最低价、已支付的总金额。</p> <p>上市公司在回购股份方案规定的回购实施期限过半时，仍未实施回购的，董事会应当公告未能实施回购的原因和后续回购安排。</p> <p>公告期间无须停止回购行为。</p>	
		<p>回购股份方案规定的回购实施期限过半</p>	<p>期限过半时，仍未实施回购的，董事会应当公告未能实施回购的原因和后续回购安排</p>	
9	披露回购结果暨股份变动情况	<p>回购期限届满或回购股份已实施完毕的2个交易日内</p>	<p>1. 回购期限届满或者回购股份已实施完毕的，上市公司应当停止回购行为，并在2个交易日内披露回购结果暨股份变动公告；</p> <p>2. 上市公司董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人，在公司首次披露回购股份事项之日起，至披露回购结果暨</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第三十九条 回购期限届满或者回购方案已实施完毕的，上市公司应当停止回购行为，并在2个交易日内披露回购结果暨股份变动公告。</p> <p>上市公司应当在回购结果暨股份变动公告中，将实际回购股份数量、比例、使用资金总额与董事会或者股东大会审议通过的最终回购股份方案相应内容进行对照，就回购股份执行情况与方案的差异作出解释，并就股份回购方案的实施对公司的影响作出说明。</p> <p>第四十条 上市公司董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人，在公司首次披露回购股份事项之日起至披露回购结果暨股份变动公告前一日买卖本公司股票的，应当及时向公司报告买卖情况及理由，由公司在回购结果暨股份变动公告中披露。</p>

			<p>股份变动公告前1日, 买卖本公司股票的, 应当及时向公司报告买卖情况及理由, 应在回购结果暨股份变动公告中披露。</p>	
10	注销回购股份	自回购之日起 10日内注销	<ol style="list-style-type: none"> 1. 自回购之日起10日内注销; 2. 完成股份注销手续, 对外披露回购注销完成的公告, 向交易所及中登公司提交注销申请。 	<p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第十七条第一款 上市公司因本规则第二条第一款第(一)项规定情形回购股份的, 应当在自回购之日起十日内注销; 因第(二)项、第(三)项、第(四)项规定情形回购股份的, 公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的百分之十, 并应当在三年内按照依法披露的用途进行转让, 未按照披露用途转让的, 应当在三年期限届满前注销。</p> <p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份 (2023年12月修订)</p> <p>第四十一条第一款 上市公司拟注销所回购的股份的, 应当向本所提交回购股份注销申请和公告, 以及中国结算出具的回购专用账户持股数量查询证明。</p>
11	修改公司章程	股份注销手续	按照回购股份	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7</p>

	程、 办理工商变更 登记	完成之日起 30 日内	注销公告确定的 的注销日期， 及时相应修改 公司章程，并 办理相应的注 册资本工商变 更登记手续。	<p>号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第四十一条第二款 上市公司应当按照回购股份 注销公告确定的注销日期，及时办理注销和变 更登记手续。</p> <p>中华人民共和国市场主体登记管理条例</p> <p>第八条第一款第四项 市场主体的一般登记事项 包括：</p> <p>（五）注册资本或者出资额；</p> <p>第二十四条第一款 市场主体变更登记事项，应 当自作出变更决议、决定或者法定变更事项发 生之日起 30 日内向登记机关申请变更登记。</p> <p>中华人民共和国市场主体登记管理条例实施细 则</p> <p>第三十二条第一项 申请办理变更登记，应当提 交申请书，并根据市场主体类型及具体变更事 项分别提交下列材料：</p> <p>（一）公司变更事项涉及章程修改的，应当提 交修改后的章程或者章程修正案；需要对修改 章程作出决议决定的，还应当提交相关决议决 定；</p>
/	整体的时限要 求	注销式回购，回购期限自股东 大会审议通过最终回购股份方 案之日起， 不超过 12 个月。	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第十七条第一款 上市公司应当在回购股份方案 中明确回购的具体实施期限。上市公司因本指 引第二条第一款第（一）项、第（二）项、第 （三）项规定情形回购股份的，回购期限自董 事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案 之日起不超过 12 个月。</p>	

2. 护盘式回购相关流程

【“护盘式回购”与“注销式回购”的主要区别】最本质的差别在于回购后对相应股份的处置方式不同：

1. 注销式回购，回购后的股份应在回购之日起 10 日内注销；
2. 护盘式回购，回购后的股份，可以按披露的用途，依法通过集中竞价交易方式出售；未按照披露用途转让的，应在 3 年期限届满前注销。

序号	程序步骤	时间节点	具体内容	法规依据
1	提议回购	在护盘式回购触发条件事实发生之日起 10 个交易日 内，向董事会提出	根据相关法规及公司章程等，享有提案权的提议人，可以向上市公司董事会提议回购股份；	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第二十八条第二款 提议人拟提议上市公司进行本指引第二条第一款第（四）项规定情形的股份回购的，应当在本指引第二条第二款规定的相关事实发生之日起 10 个交易日内向上市公司董事会提出。</p> <p>第二条第二款 前款第（四）项所指情形，应当符合下列条件之一：</p> <p>（一）公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产；</p> <p>（二）连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%；</p> <p>（三）公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的 50%；</p> <p>（四）中国证监会规定的其他条件。</p> <p>第二十八条第一款 根据相关法律法规及公司章程等享有提案权的提议人可以向上市公司董事会提议回购股份。提议人的提议应当明确具体，符合公司的实际情况，具有合理性和可行性，并至少包括本指引第二十九条第（二）项、第（三）项、第（四）项规定的内容。</p> <p>第二十九条第二、三、四项公告的内容应当包括：</p>

				<p>(二) 提议人提议回购股份的原因和目的;</p> <p>(三) 提议人提议回购股份的种类、用途、方式、价格区间、数量和占公司总股本的比例、拟用于回购的资金总额。回购股份数量、资金总额至少有一项明确上下限,且上限不得超出下限的1倍;</p> <p>(四) 提议人在提议前6个月内买卖本公司股份的情况,以及提议人在回购期间的增减持计划;</p>
2	董事会审议并披露回购提议	需遵守后续董事会审议回购方案的时间	回购股份提议与审议的董事会决议同时公告	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份(2023年12月修订)</p> <p>第二十九条 上市公司收到符合规定的回购股份提议后,应当尽快召开董事会审议,并将回购股份提议与董事会决议同时公告。公告的内容应当包括:</p> <p>(一) 提议人的基本情况及提议时间;</p> <p>(二) 提议人提议回购股份的原因和目的;</p> <p>(三) 提议人提议回购股份的种类、用途、方式、价格区间、数量和占公司总股本的比例、拟用于回购的资金总额。回购股份数量、资金总额至少有一项明确上下限,且上限不得超出下限的1倍;</p> <p>(四) 提议人在提议前6个月内买卖本公司股份的情况,以及提议人在回购期间的增减持计划;</p> <p>(五) 提议人将推动公司尽快召开董事会或者股东大会审议回购股份事项,并对公司回购股份议案投赞成票的承诺(如适用);</p> <p>(六) 公司董事会对回购股份提议的意见及后续</p>

				安排; (七) 中国证监会和本所认为需要披露的其他内容。
3	制定回购方案, 并提交董事会审议	在护盘式回购触发条件事实发生或收到该情形回购提议之日起 10 个交易日内, 召开董事会审议回购股份方案	<p>1. 上市公司董事会审议通过回购股份方案后, 应当在 2 个交易日内及时披露董事会决议、回购股份方案、独立董事意见和其他相关材料;</p> <p>2. 用于股权激励/员工持股计划、转换可转债、护盘式回购的, 可以根据公司章程规定或股东大会的授权, 经 2/3 以上董事出席的董事会会议决议;</p> <p>3. 向交易所提交内幕信息</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份 (2023 年 12 月修订)</p> <p>第三十一条 上市公司应当制定合理可行的回购股份方案, 并按照有关规定经董事会或者股东大会决议通过。</p> <p>上市公司因本指引第二条第一款第 (一) 项规定情形回购股份的, 应当经股东大会决议, 并经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。</p> <p>上市公司因本指引第二条第一款第 (二) 项、第 (三) 项、第 (四) 项规定情形回购股份的, 可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权, 经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。上市公司股东大会对董事会作出授权的, 应当在提交股东大会审议的授权议案及股东大会决议中明确授权的具体情形和授权期限等内容。</p> <p>第三十二条 上市公司因本指引第二条第一款第 (四) 项规定情形回购股份的, 应当在本指引第二条第二款规定的相关事实发生之日起 10 个交易日内或者收到该情形回购股份提议之日起 10 个交易日内, 召开董事会审议回购股份方案。</p> <p>上市公司股份回购规则 (2023)</p> <p>第二十二条第一款 上市公司应当在董事会作出回购股份决议后两个交易日内, 按照交易所</p>

知情人档案及重大进程备忘录。

的规定至少披露下列文件：

- (一) 董事会决议；
- (二) 回购股份方案。

上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）

第五十条 上市公司及相关各方在回购股份等信息依法披露前，必须做好内幕信息管理，不得泄露，相关内幕信息知情人不得利用内幕信息从事证券交易。

上市公司董事会应当在披露回购股份方案的同时，向本所报送本次回购股份的相关知情人信息。

前款规定的相关知情人，包括下列人员：

- (一) 上市公司及其董监高；
- (二) 上市公司的控股股东或者第一大股东、实际控制人、董监高（含主要负责人）；
- (三) 回购股份方案的提议人及其控股股东或者第一大股东、实际控制人、董监高（含主要负责人）（如适用）；
- (四) 为本次回购股份提供服务以及参与本次回购股份的咨询、制定、论证等各环节的中介机构，及其法定代表人和经办人（如适用）；
- (五) 前述（一）至（四）项规定的自然人的配偶、父母和子女；
- (六) 其他在公司回购股份前通过直接或者间接

				方式知悉本次回购信息的知情人及其配偶、父母和子女。
4	披露相关股东情况	披露回购方案后 5 个交易日内	披露董事会公告回购股份决议的前一个交易日登记在册的, 前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份 (2023 年 12 月修订)</p> <p>第三十五条 上市公司应当在披露回购股份方案后 5 个交易日内, 披露董事会公告回购股份决议的前一个交易日登记在册的前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例。</p> <p>回购方案需经股东大会决议的, 上市公司应当在股东大会召开前 3 日, 披露股东大会的股权登记日登记在册的前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例。</p>
		股东大会召开前 3 天	回购方案需经股东大会决议的, 披露股东大会的股权登记日登记在册的前 10 大股东和前 10 大无限售条件股东的名称及持股数量、比例	
5	回购方案经董事会审议通过后, 按公司章程规定, 由股东大会决议	无明确特别要求	回购股份事项, 按公司章程的规定, 需经股东大会决议的, 还应当经股东大会决	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份 (2023 年 12 月修订)</p> <p>第三十三条 上市公司董事会审议通过回购股份方案后, 应当及时披露董事会决议、回购股份方案和其他相关材料。</p>

			议通过。	按照《公司法》和公司章程规定，本次回购股份需经股东大会决议的，上市公司应当在董事会审议通过回购股份方案后，及时发布股东大会召开通知，将回购股份方案提交股东大会审议。
6	通知债权人	股东大会作出注销回购股份的决议后	涉及回购股份注销的，在股东大会作出注销回购股份的决议后，依照《公司法》的有关规定通知债权人	上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订） 第二十三条第一款 上市公司回购股份后拟予以注销的，应当在股东大会作出注销回购股份的决议后，依照《公司法》的有关规定通知债权人。
7	开立回购专用证券账户	股东大会或董事会决议通过最终回购方案后	1. 回购专用账户仅限于存放所回购的股份； 2. 上市公司回购的股份，自过户至上市公司回购专用账户之日起，即失去其权利——不享有 股东大会表决权 、 利润分配 、 公积金转	上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订） 第三十六条 上市公司应当在 董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案、开立回购专用账户 后，按照中国证监会和本所的有关规定及时披露回购报告书。 第二十二条 上市公司回购专用账户中的股份，不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转增股本、认购新股和可转换公司债券等权利，不得质押和出借。 第五十四条 上市公司计算已回购股份占公司总股本的比例时，总股本以公司最近一次公告的总股本为准，不扣减回购专用账户中的股份。

			<p>增股本、认购新股和可转换公司债券等权利，不得质押和出借；上市公司在计算相关指标时，应当从总股本中扣减已回购的股份数量。</p>	<p>上市公司计算定期报告中披露的每股收益等相关指标时，发行在外的总股本以扣减回购专用账户中的股份后的股本数为准。</p>
8	回购及信息披露	<p>董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案、开立回购专用账户后</p>	<p>按照中国证监会和交易所的有关规定及时披露回购报告书</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第三十六条 上市公司应当在董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案、开立回购专用账户后，按照中国证监会和本所的有关规定及时披露回购报告书。</p>
		<p>首次回购股份事实发生的次1交易日内</p>	<p>披露回购进展情况公告，并在定期报告中披露回购进展情况</p>	<p>第三十七条 回购期间，上市公司应当在下列时间及时披露回购进展情况公告，并在定期报告中披露回购进展情况：</p> <p>（一）首次回购股份事实发生的次一交易日予以披露；</p>
		<p>回购股份占上市公司总股本的比例，每增加1%的事实发生之日起3个交易日内</p>	<p>披露回购进展情况公告，并在定期报告中披露回购进展情况</p>	<p>（二）回购股份占上市公司总股本的比例每增加1%的，应当在事实发生之日起3个交易日内予以披露；</p> <p>（三）每个月的前3个交易日内披露截至上月末的回购进展情况。</p>

		<p>每个月的前 3 个交易日</p> <p>披露截至上月末的回购进展情况</p>	<p>披露截至上月末的回购进展情况</p>	<p>前款规定的公告内容，至少应当包括公告前已回购股份数量、购买的最高价和最低价、已支付的总金额。</p> <p>上市公司在回购股份方案规定的回购实施期限过半时，仍未实施回购的，董事会应当公告未能实施回购的原因和后续回购安排。</p> <p>公告期间无须停止回购行为。</p>
		<p>回购股份方案规定的回购实施期限过半</p>	<p>期限过半时，仍未实施回购的，董事会应当公告未能实施回购的原因和后续回购安排</p>	
9	披露回购结果暨股份变动情况	<p>回购期限届满或回购股份已实施完毕的 2 个交易日</p>	<p>1. 回购期限届满或者回购股份已实施完毕的，上市公司应当停止回购行为，并在 2 个交易日内披露回购结果暨股份变动公告；</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第三十九条 回购期限届满或者回购方案已实施完毕的，上市公司应当停止回购行为，并在 2 个交易日内披露回购结果暨股份变动公告。</p> <p>上市公司应当在回购结果暨股份变动公告中，将实际回购股份数量、比例、使用资金总额与董事会或者股东大会审议通过的最终回购股份方案相应内容进行对照，就回购股份执行情况与方案的差异作出解释，并就股份回购方案的实施对公司</p>

			<p>2. 上市公司董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人，在公司首次披露回购股份事项之日起，至披露回购结果暨股份变动公告前1日，买卖本公司股票的，应当及时向公司报告买卖情况及理由，应在回购结果暨股份变动公告中披露。</p>	<p>的影响作出说明。</p> <p>第四十条 上市公司董监高、控股股东、实际控制人、回购股份提议人，在公司首次披露回购股份事项之日起至披露回购结果暨股份变动公告前一日买卖本公司股票的，应当及时向公司报告买卖情况及理由，由公司在回购结果暨股份变动公告中披露。</p>
10	出售或 注销回购股份	披露回购结果暨股份变动公告后3年内	<p>1. 披露回购结果暨股份变动公告12个月后，通过集中竞价交易方式出售；或</p> <p>2. 在披露回购结果暨股份变动公告后3年内注销；</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第7号——回购股份（2023年12月修订）</p> <p>第十三条 上市公司因本指引第二条第一款第（二）项、第（三）项、第（四）项规定情形回购股份的，合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的10%，并应当在披露回购结果暨股份变动公告后3年内转让或者注销。</p> <p>第四十三条 上市公司因本指引第二条第一款第（四）项规定情形所回购的股份，可以按照本章规定在披露回购结果暨股份变动公告12个月后</p>

			<p>对外披露 回购注销 完成的公 告，向交 易所及中 登公司提 交注销申 请。</p>	<p>采用集中竞价交易方式出售，但下列期间除外：</p> <p>（一）上市公司年度报告、半年度报告、季度报告公告前 10 个交易日内，因特殊原因推迟定期报告公告日期的，自原预约公告日前 10 个交易日起算，至公告前一日；</p> <p>（二）上市公司业绩预告或者业绩快报公告前 10 个交易日内；</p> <p>（三）自可能对本公司证券及其衍生品种交易价格产生重大影响的事项发生之日或者在决策过程中至依法披露之日；</p> <p>（四）中国证监会和本所规定的其他情形。</p> <p>第四十一条第一款 上市公司拟注销所回购的股份的，应当向本所提交回购股份注销申请和公告，以及中国结算出具的回购专用账户持股数量查询证明。</p>
11	修改公司章程、 办理工商变更登 记	股份注销手续 完成之日起 30 日内	按照回购股份 注销公告确定 的注销日期， 及时相应修改 公司章程，并 办理相应的注 册资本工商变 更登记手续	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份（2023 年 12 月修订）</p> <p>第四十一条第二款 上市公司应当按照回购股份注销公告确定的注销日期，及时办理注销和变更登记手续。</p> <p>中华人民共和国市场主体登记管理条例</p> <p>第八条第一款第四项 市场主体的一般登记事项包括：</p> <p>（五）注册资本或者出资额；</p> <p>第二十四条第一款 市场主体变更登记事项，应当</p>

			<p>自作出变更决议、决定或者法定变更事项发生之日起 30 日内向登记机关申请变更登记。</p> <p>中华人民共和国市场主体登记管理条例实施细则</p> <p>第三十二条第一项 申请办理变更登记，应当提交申请书，并根据市场主体类型及具体变更事项分别提交下列材料：</p> <p>(一) 公司变更事项涉及章程修改的，应当提交修改后的章程或者章程修正案；需要对修改章程作出决议决定的，还应当提交相关决议决定；</p>
/	整体的时限要求	<p>护盘式回购，回购期限自董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案之日起，不超过 3 个月。</p>	<p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份 (2023 年 12 月修订)</p> <p>第十七条第二款 上市公司因本指引第二条第一款第 (四) 项规定情形回购股份的，回购期限自董事会或者股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过 3 个月。</p>

三、结语

随着股份回购规则的不断优化和市场环境的日益成熟，A 股市场的上市公司正以更加积极的姿态参与到股份回购的浪潮中。从政策引导到实践探索，股份回购已成为上市公司展现自身价值、增强投资者信心的重要手段。

通过梳理股份回购的相关规则，可以看到监管机构如何通过政策激励、引导上市公司重视并规范回购行为。展望未来，随着资本市场的进一步开放和成熟，股份回购有望成为上市公司资本运作的常态化工具。上市公司需更加审慎地制定回购策略，确保其既能反映公司的真实价值，又能维护市场秩序和投资者权益。同时，监管机构也将继续加强监管，确保股份回购行为的透明性和合规性，防止市场操纵和内幕交易等违法行为。

最终，股份回购不仅是上市公司对自身价值的一种肯定，更是对投资者信任的一种回应。在这一过程中，市场参与者的共赢局面得以实现，资本市场的健康发展得以保障。让我们期待股份回购在未来能够发挥更大的作用，为投资者带来更加稳定和丰厚的回报。

● 所涉法规:

相关法规（链接）:

《中华人民共和国公司法》（2023 修订）

《关于支持上市公司回购股份的意见》（证监会公告〔2018〕35 号）

《上市公司股份回购规则》（中国证券监督管理委员会公告〔2023〕63 号）

《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 7 号——回购股份》（2023 年 12 月修订）

马宏伟等：涉上市公司信息型操纵的三大合规问题——徐某甲等操纵市场民事赔偿案引发的思考

马宏伟

大成上海 高级合伙人 (待备案)

ma.hongwei@dentons.cn

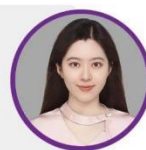
专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事



管珺

大成上海 律师助理

julie.guan@dentons.cn



近日，南京中院对徐某甲等操纵文某股份案作出一审民事判决。被称为“私募一哥”的徐某甲、上市公司文某股份前董事长徐某乙被判赔偿四投资者损失 110 万余元。该份判决再次将公众目光引向关联刑事案件。该案属于典型的信息型操纵市场，涉及上市公司及“关键少数”，曾引发市场广泛关注。2014 年 10 月，徐某乙为减持套现，控制发布文某股份利好信息的节奏和内容，与“操盘手”徐某甲“里应外合”共同拉升股价、高位减持，最终套现逾 67 亿元。该案被视为严打“涉上市公司”操纵证券市场，保护投资者利益的经典案例。基于此，本文将对涉上市公司信息型操纵市场相关合规问题进行回应，并给出合规建议。

一、涉上市公司信息型操纵有何特点？

（一）信息型操纵类案增多，手段与交易型操纵相牵连

1. 信息型操纵数量逐渐增多

传统交易型操纵往往直接通过单纯证券买卖，对交易量或交易价格产生影响。这种操纵手段容易被侦破识别，无法完全满足操纵者的逐利心理。上市公司市值管理和大股东股份减持的双重因素下，信息型操纵逐渐增多。有别于传统型操纵，信息型操纵主要是指通过上市公司信息的披露、散布，同时结合其他交易手段，实现对股价的影响。徐某甲等操纵文某股份一案，可谓是典型的信息型操纵。徐某乙为高位套现，按徐某甲等人要求，控制“高送转”、热点收购题材等利好消息披露的节奏和内容。徐某甲等人则利用信息优势，以私募基金产品的名义通过各种形式买卖，最终实现数十亿元的套现。2. 信息型操纵常结合交易型操纵手段在信息型操纵案件中，上市公司“关键少数”常利用信息优势，控制上市公司信息披露的节奏和内容。在操纵手法上，则通

常与连续交易、虚假申报、对倒等交易型操纵行为相结合。徐某甲操纵案中，在 2014 年 12 月 23 日至 2015 年 5 月 13 日期间，徐某乙控制文某股份披露信息，徐某甲配合使用证券账户组，在二级市场上通过竞价交易连续买卖股票，从而达到共同拉升股价、协助徐某乙高位减持的目的。

（二）信息型操纵主体较为特殊，且通常实控账户组进行操纵

1. 主体以“关键少数”和“看门人”居多从监管实践上看，目前信息型操纵以上市公司实际控制人、高管、中介机构从业人员等特殊主体居多。这是因为，在操纵市场过程中，信息型操纵相较于传统交易型操纵门槛更高，仅凭借资金力量已不能成为操纵的绝对优势。因此，此类操纵者需要具备一定的公信力和市场影响力。上市公司“关键少数”、专业机构、证券从业人员等特殊主体，其在地位上具有天然优势，距离“信息源”很近，甚至就是制造信息的源头。他们利用自身信息生成、发布、公开等优势，实现股价的定向走势。正如徐某甲等操纵案，就存在上市公司时任董事长控制利好信息，与外部操盘手“里应外合”影响股价的情况。2. 通常实际控制多个账户在“关键少数”等特殊主体参与的信息型操纵案件中，为躲避侦查、隐蔽交易，行为人控制使用多个账户，连续倒卖目标公司股票的情况也较为常见。根据监管数据，有超过 80%的操纵案件行为人会使用多个证券账户实施操纵，部分案件行为人实控账户的数量超 100 个，账户组通常由配资中介提供，亦可借助分仓软件实现。值得一提的是，账户是否由特殊主体实际控制，核心判断标准是操纵行为人是否对账户内资产具有交易决策权。这种交易决策权需结合账户资金流向、损益承担主体、管理账户方式等进行实质认定。

（三）操纵时间节点明晰，操纵周期长短不一

1. 操纵时点与信披节奏互相配合如果把信息披露作为操纵市场的工具，则对该工具的使用节点有一定程度的确定性。这种确定性主要体现在，“关键少数”通过控制上市公司信息披露时点和节奏，并伴随这种节点交易获利。在监管实务中，行为人常通过控制“高送转”“业绩预增”“并购重组”等利好信息的发布，进而精准刺激目标公司股价，实现高位套现。徐某甲正是通过与徐某乙“打配合”的方式，准确把握住文某股份有关股权转让、“高送转”等利好信息的披露时间节点，在文某股份股价高位时及时套现，最终协助徐某乙减持套现逾 67 亿元。2. 操纵周期呈多样态根据近年中国证监会操纵类处罚案件，因个案情况不同，操纵周期长短也有所不同，既有短线操纵、又有长期操纵。对于信息型操纵而言，具体操纵周期同样会因市场情况、投资者策略、股票特点而各异。根据交易周期长短，大致可以划分为尾市操纵、单日操纵、10 个交易日以内的操纵、10 到 90 个交易日的操纵，以及 90 个交易日以上的操纵这几种情形。徐某甲操纵案中，徐某甲等人的操纵自 2014 年 12 月 23 日持续至 2015 年 5 月 13 日，有近半年的操作周期。

二、涉上市公司信息型操纵的重灾区有哪些？

（一）大股东为减持抛售，参与信息型操纵

1. 大股东自行操盘操纵

上市公司实际控制人、董事长作为筹划、决策公司转型、重大资产重组、股权转让等重大事项的核心人物，是信息产生、披露的源头。如果有充足的资金支持，就可能会发生大股东通过账户组进行亲自操纵的情况。例如，在鲜某案中，“多某股份”实际控制人、董事长鲜某通过自身直接控制的账户组，实施了“信息发布+配合交易”的操纵。再如，在赵某案中，“金某华电”实际控制人、董事长赵某利用信息优势，运用百余个证券账户自行操纵股价。2. “内外勾结”式操纵上市公司大股东与外部人员互相配合，“内外勾结”式的操纵也十分常见。实践中，有些上市公司的大股东、实际控制人出于减持股份等目的，与券商、大宗交易商或私募机构等合谋。一方面，由私募机构等利用其资金优势、持仓优势通过连续买卖等方式在二级市场拉抬股价；另一方面，在上市公司内部人员的运作下，对公司进行美化包装，注入热点题材和新的概念，人为打造“新颖”的和有远景的投资项目，根据时机控制信息披露的节奏。双方里应外合，达到操纵股价而获利的目的。

（二）名为市值管理，实为信息型操纵

1. 真伪市值管理之辨市值管理是指上市公司基于公司市值信号，综合运用多种科学与合规的价值经营方法和手段，以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的一种战略管理行为。[1]这一概念最早在2014年《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中正式提出。新“国九条”中也再次提到要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。实践中，常见的市值管理的应用途径包括，大宗交易、并购重组、股份激励、股份回购与增发、股权质押、投资者关系管理等。真市值管理需要落脚在企业长期向好发展。宁某时代即为通过定向增发实现市值管理的典型案例。但受利益驱动，资本市场“伪市值管理”屡禁不止，成为了信息型操纵的一大源头。上市公司、控股股东、实控人与操纵团伙、配资中介、市场掮客、股市“黑嘴”等相互勾结，形成灰黑利益链条。2. 操纵市场式市值管理的表现形式操纵市场式市值管理通常也和前述大股东减持相挂钩。常见的操纵逻辑表现为：买入（买空）——发布利好（利空）消息——卖出（平仓）。在实际操作时，虽然冠名为市值管理，但其实质不外乎通过连续交易、虚假申报、对倒和对敲、拉抬打压、控制信息等市场操纵手法实现对标的股票的价格操纵，为合谋者顺利减持提供便利。例如，恒某医疗案中，实控人阙某彬与谢某华合谋，选择时点披露“恒某医疗”已有的重大利好信息，借“市值管理”名义，行操纵市场之实。最后通过大宗交易系统减持“恒某医疗”2200万股，共获利5162万元。

三、涉上市公司信息型操纵易引发的法律风险有哪些？

（一）易伴生内幕交易、违规信披、挪用资金等刑事风险

1. 内幕交易风险一旦“关键少数”利用自身信息获取优势，控制真实信息的发布时点，通过提前买入卖出股票谋取超额收益，则可能同时构成信息型操纵与内幕交易。需注意，内幕交易规制的是信息不对称造成的投资者损失。而在大宗交易中，交易对手并非不知情的公众投资者，因此这种行为模式下会构成信息型操纵，而非内幕交易。徐某甲2015年未经中国证监会行政处罚就直接被公安机关立案侦查，涉嫌罪名包括通过操纵证券市场、内幕交易。不过由于徐某甲通过

大宗交易购入文某股份股票时，交易对手是同样知悉内幕信息的大股东，不构成内幕交易，检察院最终只以操纵证券市场一罪起诉。2. 违规信披风险信息型操纵中，上市公司或面临双重违规信披风险。第一重风险发生于利好信息发布阶段。这里发布的信息可能是虚假扭曲的信息，也可能是基于真实而夸大的信息。在信息发布的节奏和内容上，上市公司或拆分披露，或延迟披露，或选择性披露。此时可能会构成违规信披、编造传播虚假证券信息。第二重风险发生于增、减持阶段。在利好信息发布前后，操纵人大量买入或卖出标的股票，未履行报告义务，也会构成违规信披。3. 挪用资金风险因操纵市场需要有大量资金支持，因此上市公司股东往往会铤而走险，挪用公司资金来牟取个人利益。在康某药业案中，公司实控人马某田就曾以市值管理、维持股价为名，指使高管及财务人员将公司资金通过关联公司账户多重流转后，挪至个人账户。后集中资金优势、持股优势及信息优势，操控“康某药业”股价。最终被判构成挪用资金罪。

（二）引发的民事赔偿风险明显变大

操纵市场的民事赔偿风险主要体现在两个维度：1. 政策层面：证券违法民事赔偿范围扩大化第一，新《证券法》将“投资者保护”单独成章，民事赔偿法定情形不再局限于证券虚假陈述这一单一证券违法行为，操纵市场、内幕交易等均涵盖在内。第二，新“国九条”下投资者民事赔偿渠道不断拓宽。2024年4月12日，新“国九条”发布，提出完善内幕交易和操纵市场等民事赔偿的司法解释，推动健全行政、刑事、民事立体化追责体系。此后，《关于加强上市公司监管的意见（试行）》《关于严格执行退市制度的意见》等多份文件亦提出，将加大证券代表人诉讼适用力度，综合运用先行赔付、支持诉讼、行政执法当事人承诺等投资者赔偿救济制度，更大力度落实投资者赔偿救济。2. 实践层面：操纵类民事赔偿实例不断增多此前由于法律法规和政策原因，投资者民事索赔主要指向违规信披，而涉操纵市场的民事案件较少。随着证券市场监管趋严，投资者权益保护制度不断完善，目前，操纵市场带来的民事赔偿案件有所增加。例如，恒某医疗案是全国首单操纵市场民事赔偿支持诉讼，该判决有力呼应了强化投资者保护的立法精神。再如，本文开头提及的徐某甲等操纵市场案。这都反映出投资者民事赔偿诉讼不再限于违规信披这一形式。

四、防范涉上市公司信息型操纵的合规建议

（一）完善事前合规审查机制

在信息型操纵型风险中，上市公司可以从规范自身管理和约束“关键少数”两方面出发，进行事前合规：第一，正确认识市值管理，严守“三项原则”“三条红线”。一是要信息披露充分，不得操控信息披露的内容与节奏。二是要管理主体合规，谨防“关键少数”以自己名义实施伪市值管理。三是账户实名化，直接进行证券交易的账户必须是上市公司或者依法准许的其他主体的实名账户。第二，对大股东等“关键少数”是否具备占有信息优势的物质条件，是否实际利用了信息优势进行事前审查。一旦发现相关人员存在可疑交易立即进行警示，并做好交易决策留痕化工作。

（二）运用“全方位、立体化”思维处置危机

如前所述，新“国九条”下强调对上市公司违法违规进行立体化追责，因此上市公司及“关键少数”一旦涉及操纵市场等违法风险，应当以“行、民、刑”全方位视角进行危及应对。（1）在行政角度，为应对监管调查，一方面应充分梳理有关事实、全面认识风险，以良好态度配合调查。另一方面，应充分行使陈述申辩权，对相关证券交易行为的合法性及合理性进行重申和释明，消除证券监管部门对交易的认识误解，化解法律风险。（2）在民事角度，伴随投资者维权途径逐步畅通化、多元化，投资者索赔风险可能持续发生于证券违法违规行为被发现后的任一时点。故应提前综合评估潜在民事赔偿风险，合理制定民事争议解决方案。（3）在刑事角度，由于很多操纵类案件未经行政处罚即被公安机关立案，因此应在危机发生之后及时寻找专业团队进行综合评估，根据违法程度轻重划分不同风险等级，建立对应危机应对机制。

（三）提高“关键少数”自身合规意识

“关键少数”作为上市公司持续健康发展的根本动力源泉，掌握着公司经营管理的核心信息，是保证上市公司合规运营的第一责任主体。建立健全合规意识，应重点关注以下事项：第一，严格杜绝以权谋私、内幕交易、操纵市场等动机，从自身行为规范角度，避免与私募基金、证券公司等从业人员存在不正当资金往来或利益勾连。第二，在减持、交易证券时，一方面杜绝在信息披露的窗口期交易，不得通过实控账户组方式规避减持规定。另一方面需注意重大公告前后交易的合规性问题，做到信息披露内容、时点、程序的合法合规。

●参考文献：[1]刘国芳、王华：《2009中国上市公司市值管理特点》，载《经济》2009年第9期。

马宏伟等：证券合规地图系列文章（五）：上市公司合规服务之场外配资业务合规性探讨

马宏伟

大成上海 高级合伙人(待备案)

ma.hongwei@dentons.cn

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事



王美祺

大成上海 律师助理

meiqi.wang@dentons.cn



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》（新“国九条”）印发。新“国九条”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，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。之后，系列配套监管文件发布与更新，明确加大行政、民事、刑事立体化追责力度。“两强两严”背景下，要秉承“全方位、一体化、多视角”思路，综合应对上市公司证券合规风险。笔者团队拟从上市公司经营合规、上市公司履职合规、上市公司证券服务合规和证券监管程序解析四个单元，推出系列文章，协助勾划上市公司证券合规地图，以供参阅。本文为上市公司合规地图系列文章，属于上市公司合规服务篇。文章主要内容为：一、何为场外配资，场外配资有哪些模式与特征？二、场外配资与民间借贷、民间委托理财有何种区别？三、参与场外配资活动，会存在哪些合规风险？四、场外配资参与者如何有效防控合规风险？总计约5200字，阅读时间约为8分钟。

2015年6月，中国证监会下发《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，决定清理场外配资。这一清理举措直接引发大量配资客户抛售股票，股价急速下跌。配资客户的证券资产因触及警戒线和平仓线，而需再度抛售来维持担保比例，导致股价进一步下跌。不难发现，因配资杠杆放大了账户盈亏波动的效应，容易导致证券市场的暴涨暴跌，进而引发股灾，危及投资者的利益。杠杆之下，虽可以加速财富的积累，但也能催生股价泡沫。然而，场外配资是否合规则需要从不同角度进行讨论。

一、何为场外配资，场外配资有哪些模式与特征？

理解场外配资之前，应当先厘清何为融资融券。根据中国证监会《证券公司融资融券业务管理办法》，融资融券交易系证券信用交易，是指客户向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券或者借入证券卖出的行为。而场外配资即为绕过证券公司、以高于投资者支付的保证金数倍的比例向其出借资金，组织投资者在特定证券账户上使用借用资金及保证金进行股票交易，并收取利息、费用或收益分成的活动。[1]2019年，最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）针对场外配资出台一系列相关规定。其中，对场外配资的定义是指一些P2P公司或者私募类配资公司利用互联网信息技术，搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台，将资金融出方、资金融入方即融资人和券商营业部三方连接起来，配资公司利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给融资人，赚取利息收入的行为。通俗来讲，就是借钱炒股。《九民纪要》对于场外配资的定义仅限于配资真实存在的情况下。而事实上，场外配资根据其交易的真实性可以分为实盘与虚拟盘。就实盘而言，常见的有以下两种模式。一是系统分仓模式。系统分仓模式是指配资方利用分仓系统从事场外配资，也就是融资方向配资方缴纳保证金后，配资方向融资方分配分仓系统的虚拟子账户并转入本金和配资。融资方通过子账户发出证券交易指令，分仓系统再集中通过一个或多个证券账户委托证券公司下单。二是出借账户模式。出借账户模式是指在融资方缴纳保证金后，配资方将融资方本金和配资转移至其控制的账户并将账户出借给融资方，使其可以通过真实的证券账户直接下单交易。就虚拟盘而言，指配资方接受融资方委托后实际并未将其委托下单至交易所，而是在配资方提供的模拟交易系统中进行交易。配资方也未给真实提供配资资金，最终以虚拟交易情况进行资金结算。因不涉及到真正的股票交易，虚拟盘的模式下存在较高的诈骗风险。因场内配资与场外配资根据是否发生于证券交易场所内而做出区分。[2]场外配资的特征与场内融资对比来看，具体有三点：其一，场外配资因具有高杠杆性，使投资门槛一定程度降低。在一般的融资融券业务中，杠杆通常为1:1或1:2，然而场外配资的杠杆高达1:5甚至高达1:7。因此可以看出，场内配资中，保证金比例不会低于50%，而在场外配资中保证金的比例远低于50%，高杠杆性下交易风险极大且不可控。其二，场外配资参与主体多，资金来源混杂。场内融资的资金是证券公司自有或通过合法途径筹集的，而场外配资的资金来源包括但不限于银行理财资金、信托资金、各类投资公司与资产管理公司的资金、p2p网贷平台的资金、地下钱庄的资金、外币借款等资金。众多金融或类金融机构下场参与，不合规资金鱼目混珠，更使得资金链及背后权利义务混杂不清。其三，场外配资中信用担保体现为对账户的控制，也即具体操作中的强行平仓权。场外配资会约定警戒线和平仓线，即配资方认为本金有风险时，有权要求融资方追加保证金或在达到平仓线时强行卖出股票。而在场内融资中，则是证券公司出借资金后，即丧失对资金的控制权。

二、场外配资与民间借贷、民间委托理财有何种区别？

根据《证券法》的相关规定，证券公司经营融资融券业务需要取得证券业务经营许可证，[3]《九民纪要》明确说明除上述《证券法》规定情况外，对其他任何单位或者个人与融资人的场外配资合同认定为无效。与之相反，若合同实际定性为民间借贷或委托理财，司法实践一般会认定有效。

因此司法实践中，往往存在自然人通过签订借贷或委托理财协议，掩盖场外配资的真实目的。（一）场外配资与民间借贷在场外配资合同中，借贷关系仅是最基础的一环，与此同时还存在担保与股票借用关系，彼此相辅相成，不能分割。借贷也并非参与者的真实目的。除此之外，借贷合同中一个非常显著的特征是借款人对资金有着完全的支配权。但在场外配资中，融资方仅有权操作股票账户，对股票账户中的资金仅有使用权而没有支配权，配资方的强制平仓权更是体现出对资金的处分权。在黄某与刘某民间借贷一案中，双方当事人签订《投资合同》约定一方提供资金，将其名下的证券账户交由另一方进行股票买卖操作，并收取固定本息。提供资金的一方并不参与股票买卖及相关决策。法院最终因案涉合同不符合场外配资合同的特征，而认定双方签订的为借贷合同。[4]与上述情况截然不同的是，在李某与某公司的合同纠纷一案中，双方股票合作方式的直接表现就是配资方掌握银行和证券操作账户，融资方仅能进行股票买卖。同时又有保证金、平仓线、强制平仓等监管措施。即其与民间借贷中借款人对资金享有绝对支配权有根本性的不同。案涉《借款合同》虽然满足民间借贷法律关系的基本特征，即双方进行资金融通，但其配资的根本目的是进行证券交易，且在《借款合同》中约定的保证金制度也是围绕证券交易与股票账户所专门设计的，因此不能依据合同特征认定为借贷合同。[5]（二）场外配资与民间委托理财配资方与融资方的交易地位类似于委托理财合同中委托人与受托人的地位，即配资方作为委托人，将其资金和账户委托给作为受托人的融资方，由其在一定期限内管理并投资于证券市场，并按期支付给配资方一定比例的收益。从交易模式及双方的交易地位来看，场外配资合同与委托理财合同具有一定的相似性。场外配资合同在实践中也存在着被认定为委托理财的可能。在 2015 年清理场外配资之前，将场外配资认定为委托理财是法院处理此类问题的常见方式。例如在张某 1 与张某 2 委托理财合同纠纷一案中，[6]双方约定张某 1 不承担任何投资风险，仅按月向张某 2 收取一定比例的投资“收益”，一切投资风险均由张某 2 承担。虽然本案中的交易行为及约定体现出的特征与场外配资业务中的特征一致，但法院最终还是将双方签订的合同界定为委托理财合同。事实上，场外配资与委托理财完全基于不同的意思表示且两种法律关系有着明显的区别。例如，在风险共担问题上，场外配资合同中，双方通常会约定由配资方享有固定收益而不承担投资损益，不管股价如何变动，都由融资方一方自行享有收益并承担风险，而非由融、配资双方共担风险，但委托理财则是双方按照约定比例共享收益、共担风险。值得注意的是，实践中多出现各方通过签订借款合同、咨询服务合同、委托理财合同等，规避出借账户情形下场外配资的法律风险。这种情况下，并不阻却场外配资的违法性认定，不应当认定为民事借贷关系或者委托理财关系。一方面，借贷或委托理财并非是双方真实的意思表示，其真实目的为配资；另一方面，场外配资行为并未取得特许经营许可，属于非法经营活动。根据最高人民法院发布的《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》第 12 条规定，股票配资属于国家特许经营的金融业务。互联网配资平台、民间配资公司等法人机构未取得特许经营许可的，其与投资者签订的股票配资合同无效。因此，依照最高院的观点，场外配资合同因违反法律法规效力性强制性规定而无效。

三、参与场外配资活动，会存在哪些合规风险？

其一，配资方存在涉嫌非法经营的合规风险。根据《刑法》相关规定，未经国家有关主管部门批准非法经营证券、期货、保险业务或涉嫌非法经营罪。但值得注意的是，构成此罪的前提是违反相关法律规定，即具有行政违法性。[7]旧《证券法》并未将融资融券业务列入证券业务中，因此认定场外配资具有行政违法性尚存争议。但在2019年新《证券法》中明确提到：经营融资融券业务需要经国务院证券监督管理机构核准，取得经营业务许可证。即在新《证券法》生效后，场外配资满足了行政违法性这一条件，因此配资方可能涉嫌非法经营罪。另外在出借账户的模式下，如果提供账户的一方在主观上明确知道被提供方在进行场外配资活动，却仍然为其提供大量的资金并借用账户等协助。实践中，权衡结合资金提供方的获利情况、配资规模以及导致的严重后果等因素，存在监管机构以非法经营罪的帮助犯对提供账户方进行法律追究的可能性。其二，配资方存在涉嫌操纵证券市场的合规风险。场外配资可以利用资金集中优势，人为操纵价格。配资方明知某公司操纵证券市场，仍积极为该公司配资，法院认定配资方是操纵证券市场罪的共犯。[8]但需要明确的是，当场外配资人员同时构成非法经营罪与操纵证券市场罪时，法院应当审慎、全面评价两个罪名之间的轻重关系，必要时应当分类处置。[9]其三，配资方或存在涉嫌诈骗的合规风险。虚拟盘的交易模式下，证券交易并非发生在真实的证券市场，配资方也未真实的进行配资。当配资方虚构配资事实诱导融资方在虚拟交易平台买入股票，目的系为非法占有融资方的资金，此时构成诈骗罪。[10]其四，配资方存在涉嫌非法吸收公众存款的合规风险。非法吸收公众存款是场外配资的上游行为。为了能够募集足够多的资金进行场外配资，可能会发生吸收公众存款的情况。在魏某非法经营一案中，法院认为从事非法证券业务为了场外配资但同时又实施非法吸收公众存款犯罪的，应择一重罪论处。[11]其五，账户提供方存在出借账户的合规风险。在出借账户模式下，提供账户的一方将自己的账户及资金提供给配资方，收取一定的利息。根据《证券法》第58条，任何单位和个人不得出借自己的账户或借用他人账户从事证券交易，提供账户的一方，因为提供自己的账户给配资方，存在被监管机构认定为是“出借账户”行为而被追究行政责任的风险。相对于配资方而言，配资方在该账户中再注入配资，出借给融资方。在此情形下，配资方向外出借的并非是自己的账户，且借入他人的账户但未从事证券交易。从《证券法》第58条文义来看，上述情形下配资方并不适用此条规定。另结合当下的行政处罚案例来看，也未见到配资方因该条法律而受到处罚。

四、场外配资参与者如何有效防控合规风险？

基于上述的分析，场外配资行为本身属非法经营活动，一旦被查，或将面临行政或刑事风险，付出高昂的代价。因此打算开展场外配资或已经开展场外配资的单位或个人，应当及时停止，不要再打“场外配资”的赚钱主意。针对处于不同阶段的配资方，笔者将给予如下合规建议：（一）目前未被行政机关、公安机关发现的目前未被行政机关、公安机关发现，不代表所从事的场外配资活动没有风险。因为《证券法》已经明确场外配资属于违法行为，且只要在从事场外配资的两年内被发现就会被给予行政处罚。[12]因此，此阶段的配资方应当立刻停止经营并合规关停。具体可以采取如：提前发出停止配资业务的通知、清退现存客户、及时抛售出借证券账户的股票以中止违法行为等措施，尽量将违法行为的影响降低至最小。此外，相关配资方应当采取有效的应对措施，积极

配合监管机构介入后的调查工作。（二）目前已被行政机关发现并调查但公安还未介入或介入未立案的当场外配资活动已经被行政机关发现，此时建议聘请专业的合规律师，从专业的角度对违法行为对企业内部进行调查。专业律师会从监管的视角，捕捉企业合规管理的漏洞，并提出针对性的合规整改方案，为后续的合规整改打下坚实的基础。此外，企业在该阶段也应当重视当事人承诺制度的可行性。当事人承诺制度可适用于“涉嫌证券期货违法的单位或者个人”，并排除涉嫌刑事犯罪、影响恶劣、重复申请等六种情形。[13]例如，中国证监会曾经对涉及场外配资的证券违法违规案件进行了行政处罚：某公司明知一些不具有经营证券业务资质的机构或个人的证券经营模式，仍向其销售具有证券业务属性的软件，提供相关服务（涉案软件具有开立证券交易账户、接受证券交易委托、查询证券交易信息、进行证券和资金的交易结算等功能），并获取收益。此行为违反了《证券法》第 119 条规定，[14]构成非法经营证券业务。[15]这种情形下，即可尝试适用当事人承诺制度。单位或个人提出申请适用当事人承诺制度后，由国务院证券监督管理机构决定是否受理。若受理，则与单位或个人展开协商，达成一致后签订和解协议，同时中止调查。后续单位或个人完全履行和解协议的，国务院证券监督管理机构即终止案件调查。因此，涉案单位为避免单位经营受较大影响，尤其应当考虑采取当事人承诺的处理方式来减轻处罚和不良影响。借助合规律师出具的包含情况说明、责任划分、合规整改等内部调查书面文件，诚恳地与国务院证券监督管理机构沟通斡旋，以达成当事人承诺。（三）已被公安机关立案侦查、甚至已移送检察院起诉的公安机关立案侦查就意味着案件已经进入刑事程序。此时，在条件允许的情况下应当尽快寻求专业律师的帮助。律师越早介入越有可能帮助当事人避免或变更强制措施，以争取法律上的宽大处理。

●参考文献：[1]《证监会部署开展专项整治行动，严厉打击“股市黑嘴”“非法荐股”“场外配资”及相关“黑群”“黑 APP”》，载中国证券监督管理委员会网站 2020 年 9 月 18 日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000700/content.shtml>[2]最高人民法院民二庭：《全国民商事审判工作会议纪要理解与适用》，人民法院出版社 2019 年 12 月第 1 版，第 451 页。[3]《中华人民共和国证券法》第一百二十条经国务院证券监督管理机构核准，取得经营证券业务许可证，证券公司可以经营下列部分或者全部证券业务：（一）证券经纪；

郭耀黎等：香港上市公司停牌及复牌实务探析

郭耀黎

大成北京 高级合伙人

yaoli.guo@dentons.cn

专业领域：资本市场、跨境投资与贸易、金融、争议解决



何晶晶

大成北京 合伙人

jingjing.he@dentons.cn

专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资与贸易、争议解决



赵洪娟

大成北京 律师

hongjuan.zhao@dentons.cn

专业领域：资本市场、跨境投资与贸易、金融、争议解决



陈雪

大成深圳 律师助理

xue.chen1@dentons.cn

专业领域：资本市场



近年来，环球及区域经济收缩，致不少香港上市公司经营状况出现了一定程度的恶化，根据香港联合交易所有限公司（下称“香港联交所”或“联交所”）的资料，截止2024年8月30日，停牌3个月（含）以上的香港上市公司已达74家。根据香港联交所《主板规则》第6.01A条规定及《GEM规则》第9.14A条之规定，若主板上市公司的证券连续停牌（即“停止证券交易”）18个月、GEM公司的证券连续停牌12个月，联交所可取消有关公司的上市地位。联交所亦可视乎个别停牌公司的具体事实和情况而随时刊发除牌通知，给有关停牌公司一个时间较短的指定期限，表明如上市公司未能在该指定时间内复牌（即“恢复证券交易”），联交所有权将其除牌（即“从证券交易所移出上市公司股票”）。

本文通过对一些复牌案例及笔者参与复牌项目经验的提炼，旨在进一步明晰复牌中的程序性问题和 technical 问题，从而对停牌公司的复牌行动有所裨益。

一、停牌的主因

停牌的主要原因大致分为四种：因没有足够的业务运作或资产被停牌、因逾期刊发财务业绩被停牌、因涉及管理层及董事的诚信操守被停牌、因涉及潜在欺诈活动被停牌。

第一，对于因没有足够的业务运作或资产被停牌的情况，在停牌期间，上市公司有责任自行制定并公布复牌计划，并定期公布复牌进度及业务发展的最新资料。联交所则会监察上市公司的复牌状况及在适当情况下为其提供指引，被停牌的公司采取复牌行动后，须证明该上市公司拥有足够的资产及业务，重新符合《上市规则》第 13.24 条的规定，经联交所确认后才可以复牌。虽然《上市规则》并无量化准则，但有关业务必须为实质，业务模式必须为可行及可持续发展。

第二，对于因逾期刊发财务业绩被停牌的情况，若上市公司延迟刊发财务业绩，待该公司完成处理其审计问题及就尚未刊发的财务业绩完成审计，并刊发所有逾期及/或尚未刊发的财务业绩后就能申请复牌。

第三，因涉及管理层及董事的诚信操守被停牌，如果导致停牌的事宜涉及管理层及董事的诚信操守，该上市公司必须证明对管理层诚信可能会为股东或投资者带来风险或损害市场信心的忧虑并不存在（例如，对董事会作出所需变动），若有董事涉嫌卷入有关问题，应考虑设立独立委员会检讨有关事宜。独立委员会亦应评估，在内部调查进行期间，涉事董事是能否仍然适合担任董事。

第四，因及潜在欺诈活动被停牌，若涉及潜在欺诈活动（譬如虚假会计账目或挪用资产），应委聘法证会计师进行调查。待法证调查有结果，董事会或独立委员会应考虑有关结果是否已足以解决相关问题。如果仍然未能解决，则再考虑应采取哪些进一步行动，若涉及内部监控系统不足，委聘独立专家检讨内部监控系统，找出重大缺失并提出补救行动。

二、复牌程序

（一）复牌程序及时间

上市公司在停牌后应立即找出问题并制定复牌计划，列出补救措施和工作时程表，而各被停牌的上市公司的复牌程序及所需时间也会因为其被停牌的不同原因而有所差异。

具体的流程为：

1、公司宣布停牌：T。

2、T+3 个月：公司被列入长期停牌名单，原有联交所上市科联系人更换为复牌专责联系人。公司需向新联系人报告公司状况，包括营运情况、停牌原因及预估复牌时间。此后，公司需每 3 个月发布一次复牌进度公告。

进入长期停牌名单后，因为上市科联系人变更，新联系人通常情况下只会通过公司的年中及年度报表了解公司的情况，所以可能对公司情况了解不全。此时公司应主动沟通，阐述现状并制定复牌计划。联交所将根据复牌情况提供指引，公司也可随时咨询。

3、T+15 个月：公司须在补救期限前 3 个月完成复牌指引信中的所有要求，并向联交所提交复牌申请。联交所会对申请进行审核，提出问题以确保补救措施符合要求。

4、T+18 个月：若公司满足复牌指引信中的所有要求，联交所将发出确认信并批准其复牌。若补救措施未能令联交所满意，该事项将提交至上市委员会考虑除牌。

5、申请覆核：如果停牌公司对联交所上市委员会的决定有异议，则可以申请要求联交所上市覆核委员会重新考虑该决定。上市覆核委员会将重新评估案件并举行口头聆讯，公司可提交书面陈述或出席聆讯进行口头陈述。

而关于覆核除牌决定，实际上，由于上市覆核委员会的决定是基于相同事实，若上市公司没有提供具说服力的理据，上市覆核委员会很大机会维持原先决定。在过去，大量公司向上市覆核委员会申请覆核上市委员会所作的除牌决定或向香港法院就有关决定申请司法覆核。然而，大比例的此类公司因未能证明其存在特殊情况以推翻联交所的决定或有必要延长 18 个月的规限，该等申请一再被拒绝。

（二）停牌间采取的措施和应履行的披露责任

1、由公司、财务顾问、律师、核数师、内控顾问组成相应的负责团队在停牌间采取措施，例如：检讨导致停牌的事宜，找出问题所在；制定复牌计划及时间表，列出拟为补救问题及重新符合《上市规则》而采取的行动；

2、全力执行复牌计划以期复牌，如有延误，应立即评估影响并适当调整时间表；适时公布复牌计划及其时间表以及该计划和时间表的任何重大变动；

3、按《上市规则》的规定公布上述复牌计划中的公司行动（譬如就非常重大的收购事项或反收购行动刊发公告）（如适用）；

4、按《上市规则》第 13.24A 条发出季度公告，就其业务营运以及实行有关复牌计划及符合联交所复牌条件/指引的进度（包括出现延误的理由及影响（如有））公布最新消息；

5、按《上市规则》第 13.46 至 13.49 条定期刊发财务业绩及报告，如果没有财务业绩及报告，则刊发管理层账目；维持足够的内部监控及程序，确保其任何时候均完全遵守《上市规则》所规定的持续责任及内幕消息条文中的披露规定；

6、在认为已补救问题并重新符合《上市规则》时，寻求联交所确认属实。

三、复牌难点

（一）业务不足导致的停牌是复牌的难点之一。

1、业务不足导致不符合主板《上市规则》第 13.24 条

《上市规则》第 13.24 条规定，上市公司必须拥有足够的业务运作和相当价值的资产以支持其持续运营，其证券才得以继续上市。

联交所为了指导市场更好地理解和应用第 13.24 条，发布了指引信 GL106-19，其中列举了若干可能触发该条款的情形。这些情形包括但不限于：发行人只余极少量业务及收入，难以合理解释其上市所需的高昂成本与其业务规模和前景之间的不匹配。例如，当发行人的业务收入并不足够应付公司支出，导致出现净亏损和营运现金流为负；发行人的业务多年来规模极小而且连年亏损，可见其现时业务并非暂时性的低迷状态；发行人未能证明其拥有足够价值的资产来支持其运营，进而产生足够的收入和利润，以满足其继续上市的条件；发行人进行公司行动后，只剩下极少的业务；出现财政困难，严重损害了发行人继续经营业务的能力，甚至可能导致部分或全部业务停止运作；发行人破产，此可见于无争议的清盘申请、清盘令或委任临时或非临时清盘人；发行人失去其主要营运附属公司；发行人缺乏实质性的业务模式。

值得注意的是，尽管上市公司或其子公司、控股股东面临第三方的清盘申请，联交所通常不会直接指令该上市公司停牌。然而，财政困难的上市公司可能会因为其他因素，如未能按时发布财务数据或业务停止运作等，而被要求停牌。此外，出现财政困难的上市公司也可能选择主动停牌，以便等待公布重要内幕消息。

过去香港上诉法庭曾在多个上市公司诉香港联合交易所有限公司的裁决中，就《上市规则》第 13.24 条的要求作出了解释：《上市规则》第 13.24 条的审核乃属于质量性的主观评估而非量化的客观评估。因此，联交所须根据各上市公司的不同业务、行业状况营运、具体事实及特定情况而作出个别的个案评估。在此过程中，上市公司须证明其整体业务的可行性及可持续性，且不能单单依赖其资产、收入或偿债能力等个别因素来证明其业务的可行性及可持续性。

由此可见，被停牌的上市公司证明其符合《上市规则》第 13.24 条的方式，将基于各上市公司的个别情况和业务而有所差异。

2、如何符合《上市规则》第 13.24 条

被停牌的上市公司可通过以下的方式证明其符合《上市规则》第 13.24 条：首先，主动扩展公司原有业务或开辟新业务，如签署新的销售框架协议、开展更多销售渠道以吸引新客户等，改善运营情况。其次，证明公司收入及盈利有所改善，如达到盈利预测中的预期收入及盈利，及证明其拥有足够的资产且并不处于净负债状况。除此之外，寻找投资者注资，让上市公司有足够的资金继续运营。但需要注意的是，当引入投资人涉及公司控制权变更时，有可能会触及反收购的条文，从而令上市公司被视为新的上市申请人。

在过往案例中，联交所曾要求公司详细阐述包括但不限于公司的商业模式、收入明细（分别按产品及客户细分）、在研产品明细（研发时间及预期商业化时间）、未来研发策略、市场策略以及高管团队的经验与学历背景。这些信息用于确认公司收入不会过度集中于个别单一客户上，其未

来的业务持续性有实质行动、策略及人材等资源实现。

然而，值得注意的是，联交所对《上市规则》第 13.24 条所作的评估是一个整体、主观及品质性评估。因此，被停牌的上市公司需根据自身独特情况，灵活调整策略以满足《上市规则》第 13.24 的要求。

（三）涉及执法部门导致审计过程出现困难

涉及执法部门的侦查工作往往导致公司面临文件及财务数据不完整的困境，使得财务影响的评估变得困难重重，从而阻碍了审计报告的按时完成。鉴于执法部门工作的保密性质，公司往往难以获知调查的确切时长与结果，导致在侦查工作结束后，留给公司复牌的时间非常有限。

此外，公司通常依赖于过去与交易所的交互经验来处理此类情况，却未能合理规划各团队的工作范围与预期成果。针对这种情况，我们提出以下处理方向：通过财务顾问筛选并协调审计团队与内控/法证团队之间的信息交流，以免产生不必要的审查工作及工作范围；寻找有经验及对公司以往营运没包袱的法律顾问，了解中国法律意见书的披露方向及用词；需要体现满足复牌指引要求的内容，但事件发生原因及经过不一定需要过分详细，合理控制法证调查团队的工作范围。

例如，2022 年 2 月 A 公司内幕消息公告称公司员工被公安部门扣查，2022 年 4 月发布停牌公告，公司因未能适时公布 2021 年全年业绩而决定停牌，同年 5 月，复牌指引公告中提到公司收到联交所的复牌指引，要求于 2023 年 9 月 30 日前(即停牌起 18 个月内)满足所有复牌条件，并成功复牌；之后的阶段，公司在可行的范围内为复牌作出准备工作，并同时与联交所保持沟通。直至 2023 年 4 月内幕消息公告收到相关判决书，当得知案件审理完结，公司只剩约 5 个月时间去达成复牌条件，最终于 2023 年 9 月发布恢复买卖公告，公司达成所有复牌指引并成功恢复买卖。

（三）管理层不配合/不团结

部分停牌公司因董事意见不一，导致出现部分董事：不配合专业团队交出所需资料的状况，使完成工作存在一定困难，或不配合按联交所要求根据《证券及期货条例》第 384 条提供所有董事确认函，亦或董事由于意见不合提出辞职时，释出对公司不利/不实之消息。

对此处理建议为，首先必须一致协调内部各方，包括执行董事、独立董事、大股东、财务人员、高管等的想法、利益及责任；其次确认每一重要环节人员都同心协力，否则只可能换人处理。最后如果公司未能内部协调，可以考虑安排通过财务顾问以第三者身份作为中间人，联同审计及中国律师向各方解释、沟通各种选案的利弊并协调各方利益。

例如：B 公司董事会宣布韩先生辞任执行董事、提名委员会成员、薪酬委员会成员，同时不再担任本公司授权代表、传票代理人，以及本公司及各附属公司的董事和所有行政职务，自 2022 年 5 月 3 日起生效。在韩先生致本公司的辞职通知中，韩先生指称是由银行结余总额不符事件起，他已努力向董事会提供建议如何采取进一步行动以及根据上市规则企业管治守则作出建议，但管理层没

有回应以补救行动以协助他履行董事职责。根据韩先生认为，他得不到公司及管理层的支持和理解，不能再履行执行董事的职责。在这个辞职通知中，公司前执行董事表示得不到公司及管理层的支持和理解，不能再履行执行董事的职责，由此可预见职务交接未必能顺利进行，同时，也令联交所对管理层有所质疑。

（四）监管机构不了解真相

由于联交所中负责公司复牌的团队与负责公司日常事务的团队可能并不相同，导致复牌审核团队对公司的具体情况，包括公司的背景、历史、当前及过去的运营状态、停牌原因以及初步预估的复牌时间等，缺乏充分的了解。因此，公司有必要及时且有效地与复牌审核团队沟通，提供所有必要的资料，以提高审核效率，避免不必要的延误。对此的处理方向为：理论上律师或董事可以自行跟联交所沟通，但在协调及沟通的弹性上，很多时都依赖财务顾问协调；重大事项公告前，预先跟复牌审核团队沟通，以示尊重；可考虑定期主动汇报进度，减少对公司的营运情况的误会。

（五）公司管理层未能充分了解联交所的要求

常见由于公司管理层未能充分厘清/低估复牌指引中联交所要求的补救范围，导致一系列问题，包括未能及时委任专业团队，浪费宝贵的复牌时间；委任专业团队时常常未能确定合适的服务范围，如加入不需要的服务范围。

针对这些问题，以下是一些具体的处理建议：首先，在接受专业团队的工作范围建议前，先了解建议原因及对专业团队的利益关系；其次，减少不必要的工作范围和工作过程。多余的工作过程除了金钱浪费外，亦浪费最宝贵的时间，更甚者会产生不必要的新问题，令复牌进度更难实现；此外，专业团队在提供服务时，应遵循事实原则，只汇报事实所见，特别是法证及内控团队，避免将推测部分写进工作报告内，引致产生额外的追加费用和工作。

（六）部分专业团队与公司利益不一致

部分专业团队未能厘清复牌指引中联交所要求的补救范围，以致做多错多。例如：C 公司发布公告，经过独立调查委员会组成变更后，独立调查委员会各成员之间进行联络工作，其后独立调查委员会会议提出出售事项将纳入独立调查之范围内；考虑到（其中包括）独立调查之范围已扩大，且完成独立调查对本公司履行复牌指引乃至至关重要，独立调查委员会已委任一间独立调查公司，D 咨询服务有限公司，接替 E 法证及企业重整有限公司，以对该等指称及出售事项进行独立调查。由于上述原因，调查将涵盖与该等指称及出售事项有关之事宜（包括评估其对业务营运及财务状况之影响、公布调查结果及采取适当补救措施）。

在调查进行期间更换调查公司十分罕见，往往是无奈之举，此行为会令联交所对其真实目的提出疑问，其后会更认真对待公司的复牌申请。

四、专业团队

专业团队	主要工作
内地律师（如需）	为公司在内地的子公司（如有）提供境内法律意见书
香港律师	为公司在内地的子公司（如有）提供香港法律意见书 协助公司就联交所的提问作出回复 协助公司撰写与复牌相关的公告
财务顾问	协调各专业团队达成复牌要求 协助公司与联交所定期沟通，引导联交所提出对公司有利的问题 协助公司就联交所的提问作出回复 协助公司撰写与复牌相关的公告
核数师	审计公司财务资料 出具审计报告 准备盈利及现金流预测
内控顾问（如需）	出具内控评测及整改报告

五、复牌经典案例

（一）案例一

公司 1 的主要业务是为合资格深港通公司，主要从事游戏制作及与营运。停牌原因是新冠疫情及前员工被公安部门扣查，因此未能适时公布财务业绩。于 2022 年 4 月停牌，2023 年 9 月复牌。对此，复牌条件及达成方法为：

1. 刊发财务业绩及处理任何审计修改

公司于 2023 年 7 月刊发所有尚未公布的财务业绩；核数师表示造成 2021 及 2022 全年业绩「不发表审核意见」及「保留意见」的原因均已得到充分复盖及处理，并确认，2024 全年业绩将不会有任何审核修订。

2. 证明对于管理层的诚信及任何对公司管理和营运具有重大影响力人士的诚信均没有合理的监管忧虑

涉事董事及高级管理层已辞任，且不再于公司担任任何职务，现任董事及高级管理层并无于该事件前参与公司营运及财务管理新任的执行董事于风险管理、尽职审查及合规方面拥有逾 17 年经验；三名新独立非执行董事具有强大金融背景、法律及合规背景。

3.就该事件进行适当之独立调查，公布调查结果并采取适当补救行动

中国法律顾问确认非法活动不涉及公司及其境内外附属公司的任何非法行为，仅涉及各被告人的个人行为；公司的三名独立非执行董事于 2023 年 4 月组成独立调查委员会，就该事件开展独立调查。并于 2023 年 6 月发出调查报告指出董事会的内控未如理想，主要员工未能对法律及营运风险充分掌握，基层员工未能直接回报风险及问题予董事会；董事会接纳报告后已进行一系列补救，包括但不限于向公司各附属公司的高管及董事会成员提供有关各营运地的适用法律法规培训、委任外部合规顾问及内部控制顾问每年检讨及加强公司之内控机制、成立独立部门，负责监测玩家之可疑活动及向董事会汇报等。

4.证明公司遵守上市规则第 13.24 条

公司目前于东南亚自营 5 个游戏，其中 1 个游戏一直为公司最受欢迎的游戏之一，而其余 4 个游戏则于 2021 年至 2023 年上半年间表现良好并产生稳定收入增长。公司亦有 8 个筹备中的游戏，计划于 2023 年下半年后推出 2 个游戏、于 2024 年上半年推出 5 个游戏及于 2024 年下半年推出 1 个游戏；根据 2022 年中期业绩及 2023 年中期业绩，公司总收入由约 50 百万港元增加约 20%至 2023 年同期约 60 百万港元 2023 年中期毛利约 50 百万港元，同比增幅为 38%；2023 年中期资产净值约为 170 百万港元。

（二）案例二

公司 2 的主要业务为网上贷款金融科技服务平台，停牌的原因是前员工因涉嫌非法集资罪而被拘留，因此未能适时公布财务业绩。于 2021 年 3 月停牌，2023 年 6 月复牌。复牌条件及达成方法为：

1.对被拘留人员进行独立调查，并评估事件对集团业务营运及财务状况的影响、公布所得结果及采取适当补救行动

中国法律顾问确认非法活动并不涉及公司及中国附属公司之单位犯罪，仅涉及各被告人的个人犯罪，判决书表明公司及现任董事毋须承担刑事及民事责任；涉事人员为公司前员工，对公司现有营运及管理并无影响力；公司以非常重大出售交易的形式出售被扣押资产的附属公司，公司不再持有被相关资产；公司已于 2022 年 3 月成立补救行动委员会，就与公司及/或被扣押资产的亏损对涉事人员提出法律诉讼；于 2021 年 12 月委聘独立内部监控顾问，以对公司企业管治，业务流程及内控系统进行全面检讨及协助改善。

2.证明并无有关管理层诚信的合理监管问题及/或任何对公司管理及经营有重大影响的人士将为投资者带来风险及损害市场信心

董事于该事件期间已辞任；公司于 2023 年 6 月完成认购事项后，涉案前董事股权被摊薄，公司控股股东由涉案前董事转变为认购人。

3.就 GEM 上市规则第 17.49B 条解决导致就全年业绩公告发出免责声明的问题，保证毋须再就该等问题发出免责声明及披露足够资料令投资者可对其财务状况作出知情评估

公司于 2022 年 6 月完成出售事项后，已不再拥有被扣押资产中持有任何权益。被出售的公司，包括当中的被扣押资产，将不合并入综合财务报表；于出售事项完成后，公司银行结余概无由涉案前董事担任法定代表及/或董事之附属公司持有，核数师不会再因缺少涉案前董事的个人印章而无法从中国的银行取得若干确认；经出售事项及认购事项之代价之所得款项净额分别约为 10 百万港元及 20 百万港元，且并无对公司持续经营之能力构成重大疑问的重大不确定因素。

4.证明公司已制定充分内部监控系统以履行 GEM 上市规则的责任

公司已委聘独立内部监控顾问，以对公司企业管治，业务流程及内控系统进行全面检讨及协助改善；于内部监控审阅报告日期，公司已全面采纳及实施报告提出的建议和对公司内控系统的相关缺陷作出纠正。

5.证明公司已遵守 GEM 上市规则第 17.26 条

于出售事项完成前，公司为一间投资控股公司，其附属公司先前主要从事物业投资、贷款及经营金融服务平台；于出售事项完成后，公司主要从事经营网上贷款金融服务平台公司 2022 年度收益约为人民币 80 百万元。公司客户于同期提取的贷款本金约为人民币 18-20 亿元人民币；公司认为其约人民币 15 百万元的资产净值足以支持其作为中介服务提供者的资产业务营运。

(三) 案例三

公司 3 的主要业务为从事建筑装饰服务，停牌的原因是因债务逾期等原因，公司涉及多起诉讼，部分银行账户被司法冻结。核数师就其持续经营能力产生重大疑虑的多个重大不确定性，因此对其 2021 年财务报表无法表示意见。于 2022 年 4 月停牌，2023 年 11 月复牌。复牌条件及达成方法为：

1.解决 2021 年财务报表不发表意见及持续经营的重大不确定性问题

就贸易应收款项、预付款项及其他应收款项、合同资产(「应收款项」)导致前核数师不发表意见的问题，现任核数师确认将不会对 2024 年财务报表构成任何持续影响；核数师确认公司 3 对贸易应收款项、预付款项及其他应收款项、合同资产，分别确认约人民币 8 亿、7 亿及 2000 万预期信贷亏损拨备的减值评估，有足够的审计凭证且合理；公司 3 于 2023 年 9 月提出重组交易方案，以债务重组、股本削减及配售新股等一系列方式改善财务状况，从而能够继续持续经营。

2.刊发所有待刊发之财务业绩并解决任何审计变更

2021 年及 2022 年年度业绩公告分别于 2022 年 4 月及 2023 年 9 月刊发，2022 年及 2023 年的中期业绩公告分别于 2022 年 8 月及 2023 年 10 月刊发。

3.证明公司已遵守上市规则第 13.24 条

截至 2022 年度，公司在中国参与约 200 个项目，年内签订的新合同总额约为人民币 7000 万元；截至 2023 年 6 月 30 日止六个月，公司在中国参与约 75 个项目，并签订总额约为人民币 5000 万元的 21 个新项目/合同；截至 2023 年 6 月 30 日止六个月，公司录得收入约为人民币 4000 万元；于 2023 年 6 月 30 日，公司资产总额约为人民币 5000 万元，预计重组交易方案可为公司提供约港币 50,000,000 元现金及与债权人清偿及解除债务。

4.将所有重要信息告知市场

公司于复牌申请当日确认并不知悉有任何其他重大资料需要披露。

（四）案例四

公司的主要业务为从事光伏材料业务，停牌原因是前核数师就其一项涉及约人民币 5 亿元的工采预付款项真实性提出疑问。于 2021 年 4 月停牌，2021 年 11 月复牌。复牌条件及达成方法为：

1.就前核数师提出的若干关注事项进行适当的独立核查，评估对公司业务运营和财务状况的影响，并采取适当的补救措施

公司就前核数师对工采建合约及预付款的疑问聘请法务会计进行独立核查，法务会计确认该合约及预付款有充分的商业理由及合法合规；而后因项目所用技术的改良使项目的生产单位和步骤得以分离，因此法务会计认为终止相关工采建合约的决定亦有充足的商业理由支持；法务会计注意到于工采建合约订立时的市值，工采建合约构成公司 4 的主要交易，公司未能就工采建合约遵守上市规则第 14 章项下申报、公告及股东批准规定。因此，公司已委任内部监控顾问对公司相关内部监控及程序进行适当评估，并提供建议以增强其内部系统及程序的合规性；董事会认为前核数师就工采建合约提出的若干关注事项并无对公司业务运营和财务状况产生重大不利影响。

2.刊发所有待刊发之财务业绩并解决任何审计变更

已于 2021 年 10 月刊发 2020 年全年业绩及 2021 年中期业绩；已于 2021 年 11 月向股东寄发截至 2020 年度报告及截至 2021 年中期报告。

3.证明公司已遵守上市规则第 13.24 条

公司 2021 年中期的未经审核收益及利润分别约为人民币 80 亿元及人民币 25 亿元；公司 2021 年中期的未经审核总资产及净资产分别为约人民币 700 亿元及人民币 300 亿元。

4.将所有重要信息告知市场

董事会相信，公司已公布其认为对股东和投资者评估公司的状况而言属必要和适当的所有重要资料。

5.证明公司设有充足的内部监控及程序以遵守上市规则

公司于 2021 年 7 月委任内部监控顾问对其相关内部监控及程序进行适当评估，并提供其核查发现的书面报告；于处理内部监控顾问识别的所有关键内部监控不足的建议后，董事及内部监控顾问认为公司当前的企业管治、内部监控及财务汇报系统属充分且可靠。

香港汇生国际资本有限公司(Wilson International Capital Limited)董事总经理黄浩恩先生(Royce Wong)亦对本文提出宝贵的意见，笔者致以衷心感谢。

马宏伟等：评《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》：市值管理从幕后到台前

马宏伟

大成上海 高级合伙人（待备案）

ma.hongwei@dentons.cn

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事



姚静君

大成上海 律师助理

jingjun.yao@dentons.cn



王美祺

大成上海 律师助理

meiqi.wang@dentons.cn



为贯彻落实《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》（国发〔2024〕10号）（以下简称“新‘国九条’”），进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，近日，证监会研究起草了《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》（以下简称“《指引》”），现向社会公开征求意见。对于上市公司而言，市值是最能直观反映公司经营质量的外化指标，如果市值被低估，公司进行再融资时的成本就会上升，规模就会下降；如果市值被高估，极有可能在一段时间后跌落到应有水平，并且伴有人为操纵股价的合规风险。因此，如何实现内在价值与市场价值的动态平衡，综合提升公司的经营质量、塑造市场所看好的公司前景，做好市值管理，是上市公司在当前形势下的重要课题。

一、上市公司应当如何认识市值管理？

资料显示，“市值管理”最早出现于 2005 年，彼时正值我国股权分置改革，上市公司股权结构市场化、流通化的重要变化使得股东更为关注持股市值，上市公司对于市值管理的需求也就应运而生。近年来，由于某些“伪市值管理”的恶性事件的发生，一度使得尚未形成有效经验的市值管理，在发展初期就被误解为是“钻营取巧”的违法手段，令市场主体“谈虎色变”。事实上，上市公司应当从以下两个层面“重新”认识市值管理，正视市值管理对上市公司的重要意义。第一，上市公司应当认识市值管理的正当性。2014 年，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（下称“《意见》”），首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”，市值管理得以官方正名。但后续，市场上出现多起假借市值管理之名，实质操纵市场的恶性事件。证监会针对此问题，在记者会等各大公开场合上作出多次厘清，明确市值管理与操纵市场有着清晰的边界，对于“伪市值管理”等违法行为，需要重点打击，而对于实实在在创造公司价值的市值管理，则保持鼓励支持的态度。本次《指引》的发布，也回应了这一问题。第二，上市公司应当认识市值管理的必要性。官方首提市值管理十年后，市场对上市公司市值管理的能力和水平提出新的要求，市值管理的概念再度活跃于 2024 年的资本市场指导性文件中：前有国务院国资委表示，将“进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核”；后有证监会和国务院密集发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》和新“国九条”，指出要“推动上市公司加强市值管理，提升投资价值”“研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系”；现有《指引》发布，单独规定市值管理相关问题，正式提出“上市公司应当立足提升上市公司质量，依法合规运用各类方式提升上市公司投资价值”的规范性要求。市值管理概念已正式从幕后走向台前，成为上市公司的一项日常工作和评价指标。因此，市值管理的概念历经首创、探索和误解，最终得以正名。上市公司亟需正视市值管理，进而更好地领会市值管理、善用市值管理。

二、如何解读《指引》的两个关键词和四大亮点？

《指引》全文重点围绕“上市公司质量”和“投资者回报”两个关键词，对市值管理的定义、具体方式、注意事项等内容作出规定，并明确“推动上市公司投资价值提升”和“增强投资者回报”的两个市值管理目标。《指引》全文共计十四条，包括以下亮点：第一，明确市值管理的定义。《指引》首次从官方层面，规定市值管理是指“上市公司以提高上市公司质量为基础，为提升投资者回

报能力和水平而实施的战略管理行为”。作为一种综合的战略管理行为，上市公司需从主业基本面、投资者关系管理和信息披露、特殊时期主动提振投资者信息等角度开展市值管理。第二，明确公司内部各主体的责任。首先，董事会要在市值管理中起主导作用，重视上市公司质量的提升，在各项重大决策和具体工作中充分考虑投资者利益和回报。其次，董事长要积极督促经营班子执行董事会的决定，确保各项工作的推动和协调。再次，董事会秘书要做好投资者关系管理和信息披露相关工作。最后，鼓励控股股东、实际控制人等大股东通过增持、自愿延长锁定、终止减持等方式提振市场信心。第三，对主要指数成份股公司、长期破净公司这两类公司提出特殊要求。《指引》规定，主要指数成份股公司应当制定并公开披露市值管理制度，并在年度业绩说明会中就制度执行情况进行专项说明。其他上市公司可参照执行。长期破净公司，是指股票连续 12 个月每个交易日的收盘价均低于其最近一个会计年度经审计的每股净资产的上市公司。对于这类市值较低的公司，《指引》要求应当披露估值提升计划，并在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。第四，明确违法禁止事项。《指引》明确要求上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露、预测证券及衍生品价格等各类违法违规的行为。本文第四部分将对此做出详细的评述。

三、如何识别“真”“伪”市值管理的界限？

那么，上市公司应当如何正确辨别“真”“伪”市值管理的界限？证监会提出的“三条红线”和“三项原则”可作为衡量尺度，帮助上市公司把握“真”“伪”市值管理的界限。具体而言，“三条红线”包括严禁操纵上市公司信息、严禁进行内幕交易和操纵股价、严禁损害上市公司利益及中小投资者合法权益等；“三项原则”指的是主体适格、账户实名和披露充分，这也是开展市值管理的底线。其中，主体适格是指市值管理的发起人必须是上市公司或者其他依法准许的主体。市值管理的服务主体是上市公司，除法律法规明确授权外，控股股东、实际控制人和董监高等其他主体不得以自身名义实施市值管理，防止关键少数以上市公司名义谋取个人利益。概括而言，“真”“伪”市值管理最重要的区别表现在信息披露和行为目的上：第一，在信息披露层面，良性的市值管理需要与投资者建立良好的互动交流，让创造的公司内在价值经过市场的检验，最终反映在市场价值上，这就需要上市公司在公开市场公开操作，遵守信息披露规则；而“伪”市值管理的有关各方都会选

择隐瞒或否认为一己私利的真实意图，违规披露或不披露相关信息。第二，在行为目的层面，实行市值管理的上市公司以公司的长远发展为出发点和落脚点，通过建立合法合规的市值管理制度、苦练内功创造价值，旨在实现盈利、提高市场估值；而“伪”市值管理则是以股价为先，一切向股价看齐，忽视公司内在能力的提升和内在价值的创造，一味地在股价上做文章，以求实现快速获利。

四、“伪市值管理”的行为表现与合规风险？

目前，存在部分上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等，打着“市值管理”的旗号，行违法违规之实的情况。结合《指引》，伪市值管理的主要方式可被归纳为虚假信息披露式、操纵市场式、内幕交易式三大类，以下将深入剖析这些行为及其与监管红线的冲突。

（一）虚假信息披露式市值管理：编织的谎言网虚假信息披露式市值管理是市值管理中最常见的手段之一。一些上市公司为了迎合市场热点、提升股价，编造与现实状况不符的热点题材或业务前景、虚构未来可实现性极小的概念话题进行披露，后续又随意终止该事件的进程或发展。在此期间，不明所以的投资者容易受到误导争相涌入市场，上市公司的股价往往会迎来一波上涨。此种行为模式下，通过控制信息披露节奏、选择性披露信息甚至披露虚假信息等方式，假借自愿披露之名，行伪市值管理之实，极易引发违规信披的处罚风险。

（二）操纵市场式市值管理：扭曲的价格信号操纵市场是伪市值管理的又一毒瘤。上市公司大股东、实控人为实现高位减持、缓解资金压力等，往往通过抬高股价的手段以达目的。在实际操作时，大股东看似寻求“专业服务”，联合一些资产管理机构，但实际并无实实在在提升公司内在价值的需求，而是要在短期内操纵二级市场的股价。这种行为虽然冠名为市值管理，但其实质不外乎利用资金优势、持股优势、信息优势通过连续交易、虚假申报、对倒和对敲等市场操纵手法实现对标的股票的价格操纵。前期热议的某私募人士爆料的“黑吃黑”事件，实为操纵市场式市值管理行为。某上市公司大股东欲高位减持套现，遂找到代持方、操盘方共同通过“伪市值管理”拉升股价。但代持方进场建仓后，盘方并未成功拉升，最终代持方成了接盘方，上演了“黑吃黑”的闹剧。尤其在重监管、严打击的背景下，操纵市场罪的入罪门槛大幅降低，极易触发刑事法律风险。

（三）内幕交易式市值管理：暗箱操作的游戏内幕交易则是伪市值管理中最为隐蔽也最为恶劣的行为之一。相较于广大中小投资者，“伪市值管理”的参与主体通常具备天然的信息优势，易产

生利用信息优势非法获利之动机。以几年前热度居高不下的某概念股为例，北京某创意建筑设计股份有限公司前实控人甄某利用自己对上市公司的优势地位和接近决策的便利，在向外界发布某概念利好信息公告之前，动用股票质押及其他途径来源获得的巨额资金，暗中拉拢、暗示和指示下属买卖上市公司的股票，进行内幕交易，非法获利近 700 万元，后经证监会调查后移送追究刑事责任。不难看出，这种行为不仅严重损害了市场的公平性和透明度，也严重侵害了广大中小投资者的合法权益，参与主体也面临严峻的法律风险。在新“国九条”的指引下，未来上市公司将更加注重内生增长与长期价值创造，吸引更多理性投资者的关注与支持。此次《指引》与新“国九条”的“双管齐下”，不光明确“伪市值管理”的监管红线，也强调上市公司“关键少数”必须具备高度的合规意识与责任感。

五、如何进行合法合规的市值管理？

前述提到，在泥沙俱下的环境中，市值管理的适用尚处发展初期，“真”“伪”市值管理之辨层出不穷。那么在严打证券类违法犯罪活动的强监管背景下，上市公司应当如何进行合法合规的市值管理？首先，上市公司关键少数需要从意识上摒弃“唯股价论”的错误观点。市值管理的本意是通过资本运作工具实现公司市值与内在价值的动态平衡，让市场价值反映公司的真实实力，是一种“内外兼修”的管理手段，无法单纯通过改变二级市场的股价表现实现此种目的。相反，如果某种“策略”或者“方案”能够帮助上市公司在短期内人为地干预股价，而非通过正常的市场反应实现价值发现，那么此种方式就极有可能属于“伪市值管理”。其次，上市公司应当根据公司需求使用实体经营和资本工具相结合的方式进行市值管理。目前，常见的市值管理工具可分为以下几类：第一类是平稳股价波动的分红、回购和股东增持等，能够提振市场信心，稳定公司的合理估值；第二类是助力市值提升的工具，包括实体产业转型、股权激励和并购交易等，通过这些方式能够促使公司发展内在价值、出清不良资产、整合优质资源；还有一类是投资者关系管理工具，包括上市公司业绩发布会、路演等，上市公司需要与投资者保持良好沟通，畅通沟通渠道，稳定投资者预期。最后，市值管理并非孤立的管理手段，上市公司还应当关注市值管理引发的信息披露问题。合法合规的市值管理必定是在公开市场上发生的行为，上市公司需要严格遵循信息披露规则，在决策、实施、进展等各个阶段及时披露市值管理事项的情况，建立起透明有序的投资市场。

马宏伟等：证券合规地图系列文章（六）：证券监管程序解析之证券监管执法规则与体制机制

马宏伟

大成上海 高级合伙人 (待备案)

ma.hongwei@dentons.cn

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事



黄非凡

大成上海 律师

feifan.huang@dentons.cn

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事



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》（新“国九条”）印发。新“国九条”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，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。之后，系列配套监管文件发布与更新，明确加大行政、民事、刑事立体化追责力度。“两强两严”背景下，要秉承“全方位、一体化、多视角”思路，综合应对上市公司证券合规风险。笔者团队拟从上市公司经营合规、上市公司履职合规、上市公司证券服务合规和证券监管程序解析四个单元，推出系列文章，协助勾划上市公司证券合规地图，以供参酌。本文为上市公司合规地图系列文章，属于证券监管程序解析篇。文章主要内容为：一、证券监管执法行为的种类有哪些？二、如何理解证监会监管行为执法性质？三、何为证券监管体制机制？总计约2300字，阅读时间约为3分钟。

全面实行股票发行注册制之后，放管结合、严管厚爱 是注册制改革发展的应有之义。谁来管？如何管？对于各方证券市场主体而言，无论从顺应改革趋势亦或证券合规风控角度，都是重要议题之一。本文集中解读当下证券监管执法规则与体制机制，以供实务研析、拥抱监管。

一、证券监管执法行为的种类有哪些？证券监管，是指国家的证券主管机关或者社会的证券自律机构对证券的发行和交易等活动以及参与证券市场活动的主体所进行的经常性督促、检查、协调和控制等行为。

就我国证券监管组织而言，包括中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）及其派出机

构集中统一监管及证券业协会、证券交易所等自律监管组织。其中，证监会监管执法行为种类主要包括：证券行政许可行为、证券行政强制行为、证券行政处罚行为，以及实务中性质存有争议的证券监管措施，如监管谈话、警示函等等；而自律机构监管措施主要系通报批评等纪律处分，如经调查认定需要予以行政处罚的，可提出行政处罚建议书，移交证监会处理。

二、如何理解证监会监管行为执法性质？证监会对于证券违法行为的核心查处认定结果，主要集中于行政处罚决定、行政监管措施决定、证券市场禁入决定三类，其中后两者执法行为性质有待探讨。

（一）行政监管措施决定

2019年新《证券法》修订，首次从法律层面^[1]确认行政监管措施执法行为类型，但并未对该类措施的性质进行定义。一方面，“出具警示函”等行政监管措施决定多适用于违法情形较轻、尚不构成行政处罚的案件中，具有“临时性”、“警告性”特征；另一方面，行政监管措施种类无法统一纳入《行政处罚法》所规定的处罚类型之中，故当前多数观点认为“行政监管措施决定”不属于行政处罚。亦有观点认为，如果监管措施涉及相对人权益的减损和义务的增加，应通过实质分析的方式，认定该监管措施属于行政处罚。笔者认为，行政监管措施是否属于行政处罚的性质尚待讨论，但从证券合规风险化解角度而言，该性质争议暂不会影响相对人权利救济：一者，《行政监管措施决定书》项下通常会明确列明相关救济途径，即“向证监会提出行政复议，或自收到决定书之日起6个月内向有管辖权的人民法院提起行政诉讼”；二者，后续救济程序中针对行政监管措施适用是否合法，其审查思路与行政处罚审查标准无实质差别，即执法程序是否存在瑕疵、事实认定是否清楚明确、法律适用是否正确、执法权限是否缺失等。

（二）证券市场禁入决定

根据《证券法》第二百二十一条及证监会《证券市场禁入规定》，证券市场禁入，是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务、证券服务业务，不得担任证券发行人的董事、监事、高级管理人员，或者一定期限内不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券。据检索，同案涉及行政罚款等常见行政处罚类型，亦涉及针对涉事责任人采取证券市场禁入措施的案件，证监会通常分别出具《行政处罚决定书》及《市场禁入决定书》，但笔者认为文书的区分并不意味着“证券市场禁入决定”性质有别于行政处罚，原因在于：第一，《证券市场禁入规定》在2021年修订之际，将《行政处罚法》作为新增的立法依据写入新法第一条，明确了证券市场禁入行为的行政处罚性质；第二，《证券市场禁入规定》修订说明（2021）对于分类出具处罚文书的执法实践作出明确回复释明：“市场各方已对单独列示证券市场禁入决定书的现状形成稳定预期，维持现有做法并不影响当事人依法享有的各种程序性和实体性权利，并且还有利于提高执法透明度。”这也充分解释“单列”的市场禁入措施，作为行政处罚已被公众知悉并有效实施。

三、何为证券监管体制机制？体制，主要指各机关单位的组织架构与管理权限；而机制，是各

机关之间及内部相互协调运作的规则。聚焦于证券监管实务，笔者即结合证监会行政执法机构设置职能以及各机关对于证券违法犯罪的协调配合机制予以释明。2023年3月，证监会调整为国务院直属机构，依照法律、法规和国务院授权，集中统一监督管理全国证券期货市场，机关内设20个职能部门、1个稽查总队、3个中心，另设股票发行审核委员会。于省、自治区、直辖市和计划单列市共设立36个证券监管局，以及上海、深圳证券监管专员办事处[2]。2021年《证券期货违法行为行政处罚办法》正式施行，我国证券监管执法的法制体系得以进一步完善，集中体现于“查审分离”体制及“行刑衔接”机制的深化完善。

（一）证券监管执法“查审分离”体制

证券违法调查权的行使和实施，需遵照证监会稽查局协调指挥，稽查总队、派出机构、专员办各司其职、多位一体的工作体制；案件的审理与结果出具上，由证监会行政处罚委员会及其巡回审理办公室负责重大、疑难、复杂案件审理，其他案件主要由各派出机构在证监会统筹指导及授权范围内自行审理。坚持落实优化“查审分离”体制，形成调查权与处罚权相互配合、相互制约机制，多角度保证执法决定独立化、专业化。

（二）行政执法与刑事司法双向衔接机制

面对“以罚代刑”“有案不移”“有案难移”的治理顽疾，《证券期货违法行为行政处罚办法》第二十七条至第二十九条规定，以“直接移送刑事”“先行后刑”“行刑并行”三种模式，建立行政执法与刑事司法双向衔接机制，优化证券执法司法行刑的有机衔接。而日前最新公布的《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，更是首次明确提出证券违法犯罪“应移尽移”的制度要求；另有监管实务层面，从最高检和驻会检察室做起，主动会同证监会、公安部等部门健全信息共享机制，督促各地检察机关跟进落实，深化执法司法协作，共同助力资本市场依法监管。

●注释：[1]《证券法》第一百七十条：“国务院证券监督管理机构依法履行职责，有权采取下列措施：（一）对证券发行人、证券公司、证券服务机构、证券交易场所、证券登记结算机构进行现场检查……为防范证券市场风险，维护市场秩序，国务院证券监督管理机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施。”

[2]<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100002/c5c05724baf164183a5c1c7ab0da7eb34/content.shtml>

马宏伟等：证券合规地图系列文章（七）：证券监管程序解析之证券行政处罚程序与救济路径

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》（新“国九条”）印发。新“国九条”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，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。之后，系列配套监管文件发布与更新，明确加大行政、民事、刑事立体化追责力度。“两强两严”背景下，要秉承“全方位、一体化、多视角”思路，综合应对上市公司证券合规风险。笔者团队拟从上市公司经营合规、上市公司履职合规、上市公司证券服务合规和证券监管程序解析四个单元，推出系列文章，协助勾划上市公司证券合规地图，以供参酌。本文为上市公司合规地图系列文章，属于证券监管程序解析篇。文章主要内容为：一、证券行政处罚执法程序如何开展？二、证券行政处罚救济路径有哪些？三、证券行政诉讼救济应予关注哪些要点？总计约4500字，阅读时间约为6分钟。

一、证券行政处罚执法程序如何开展？

（一）证券行政处罚基本流程

证券行政处罚阶段主要包括立案调查、事先告知、听证及陈述申辩、处罚决定签发及送达等基本流程，笔者以中国证监会自办案件处置流程具体而言：

1. 接案与立案中国证监会违法违规线索来源包括但不限于大数据日常监测、交易所的异动快报、公安机关的核查线索、举报人的举报信息等等，由稽查局负责统一处理，并组织非正式调查并办理立案、撤案等事宜。2. 案件调查正式立案后，中国证监会即向相对人送达立案告知书，并予开展正式调查，所采取的调查措施包括询问、查阅、复制资料、要求提供说明等。相对人早期及时配合调查，不排除经过积极有效的解释、举证和申辩，监管机构予以撤案处理的可能。3. 行政处罚事先告知及听证调查结束后，经移送审理部门审查，拟作出行政处罚决定的案件，中国证监会将依法向相对人送达行政处罚事先告知书，载明拟作出行政处罚的事实、理由和依据、拟处罚决定，告知相对人享有陈述申辩和听证的权利。当事人要求听证的，应当在行政处罚事先告知书送达收悉之日起五日内提出；仅要求陈述、申辩但未要求听证的，应当在行政处罚事先告知书送达后五日内提出，并在行政处罚事先告知书送达后十五日内提出陈述、申辩意见。需要注意的是，事先告知及听证阶段可申请查阅相关在案证据，系相对人充分行使己方陈述申辩权利的关键核心程序。4. 行政处罚决定签发及送达听证结束后，审理部门将对相对人提出的事实、理由和证据进行复核，并采纳经审核成立的陈述申辩事项，最终签发送达行政处罚决定书。

（二）证券行政处罚案件办案期限

原则上中国证监会或其派出机构应自立案之日起一年内作出行政处罚决定，如报经单位负责人批准，可视查办情况延长办案期限。结合实务办案经验而言，根据涉案案情复杂程度、证据收集情况、涉案金额、涉案人员数量等各案因素差异，调查阶段为期六个月至一年逾期不等。需特别指明的是，若证券违法行为涉嫌犯罪，证监会及其派出机构可在立案调查前后或作出行政处罚决定前后任意节点，移送司法机关侦查追诉。其中，尤需关注行政调查停滞受阻、证据固定难度大、事实争议复杂类案件的早期移送风险。

二、证券行政处罚救济路径有哪些？

（一）行政复议与复议机关

根据《中国证券监督管理委员会行政复议办法》，相对人认为证监会或其派出机构所作出行政处罚决定侵犯其合法权益的，有权申请行政复议，由证监会作为行政复议机关对被申请行政复议的具体行政行为进行审查并作出决定。其中，以证监会派出机构为被申请人的，依据《行政处罚法》属上级复议，以证监会为被申请人的，属原级复议。行政复议案件审查期限原则上为自受理申请之日起 60 日内，情况复杂案件经批准可适当延长，延长期限最多不超过 30 日。

（二）证券行政诉讼及管辖规则

1. 证券执法的司法监督相较于证监会系统内部的行政复议监督，司法监督作为独立于行政权之外的监督，更具有稳定性、公开性、及程序保障性。相对人若对行政处罚不服，在收到行政处罚通知书之日起 6 个月内，可直接向人民法院提起行政诉讼。如已在先申请复议，对复议结果不服的，可以在收到复议决定书之日起 15 日内，向人民法院提起行政诉讼。行政诉讼案件一审审理期限原则上为 6 个月，二审审理期限原则上为 3 个月，有特殊情况案件经批准可延长。2. 证券行政诉讼案件管辖针对地方证监局所作出处罚决定直接提起诉讼的，由地方证监局所在地基层法院管辖。如经复议之后再行起诉，则既可以由地方证监局所在地基层法院管辖，也可以由证监会所在地基层法院管辖。针对证监会作出的行政处罚行为，不论是否经由复议，此前皆由证监会所在地中级人民法院，即北京市第一中级人民法院管辖。但根据最高院 2021 年 3 月 16 日公布施行的《最高人民法院关于北京金融法院案件管辖的规定》第六条规定，此后针对证监会履行金融监管职责作出的行政行为提起诉讼的第一审涉金融行政案件，统一由北京金融法院管辖。

三、证券行政诉讼救济应予关注哪些要点？

在证券监管运行中，司法机关通过行政诉讼程序审查证监会及其派出机构具体行为合法正当性，形成司法权与行政权的互动，促进行政权的规范有效行使。笔者以典型公开行政诉讼案例为例，从执法程序、事实认定、法律适用、执法权限四方面对处罚实务审查要点予以探讨。

（一）执法程序正当——如何理解案卷排他原则？

事先告知及听证程序作为相对人行使陈述申辩权利的关键环节，往往是实践中出现“程序违法”争议最为集中之处。《证券期货违法行为行政处罚办法》第三十二条[1]，结合上位法《行政处罚法》第六十五条[2]规定，对应在法理上被称为“案卷排他原则”，规定了证监会及其派出机构仅可基于现有案卷材料进行处罚的原则，给予当相对人申请二次陈述申辩或听证的机会，充分保护相对人在行政处罚过程中的程序权利。该原则不仅适用于增加相对人处罚结果的变化，亦适用于调减相对人处罚结果的情况。例如（2019）京 01 行初 1120 号行政诉讼案件，案涉行政处罚事先告知书与被诉处罚决定书存在关键变更，行政处罚事先告知书以 2015 年实控账户账面获利认定违法所得为“2844 万元”，相应处以“5689 万元罚款”，而被诉处罚决定调整了内幕信息形成时间并认定相对人控制账户持续至 2018 年 10 月 29 日，以此为计算终点认定账面亏损 10,836 万元，相应处以六十万元罚款。对此，证监会应诉答辩称：“被诉处罚决定书对行政处罚事先告知书中事项的调整，均是听取了相对人听证陈述申辩意见后作出的调整，不必再次让其陈述申辩。”然经法院审理认定，认为内幕交易形成时间更正、违法所得重新核算等相关事项均属于《行政处罚法》第三十一条所规定的作出行政处罚决定的事实、理由及依据。对该部分内容，相对人未能进行陈述和申辩。虽减少罚款数额，但在分属存在违法所得和没有违法所得或者违法所得不足三万元不同情形、不同罚则下，未予保障相对人针对罚款数额的多少进行陈述申辩，构成程序违法，被诉处罚决定书依法应予撤销。可见证券行政处罚实务中，不论是监管机关亦或相对人及其代理人，应对于拟作出行政处罚决定事实、理由、依据的实质性争议、潜在变更事项予以重点关注，审慎评估二次告知、二次听证必要性，充分发挥行政听证程序实质把关作用。

（二）事实认定清楚、证据充分——如何理解调查程序充分、必要原则？

1. 证券行政处罚案件证明标准一般而言，行政处罚的证明标准介于刑事追诉的“排除合理怀疑”和民商事诉讼的“高度盖然性”之间，采用“事实清楚、证据确凿”[3]的证明标准。然则，证券违法案件事实认定与传统行政违法行为相比，客观上存在违法手段隐匿性、交易复杂性、直接证据调查难度大等特殊性的，因此不论是行政处罚阶段认定证券违法行为之时，亦或行政诉讼阶段对于事实认定的审查，证券监管机构与行为人间举证责任视各案案由及实际情况不同存有适当转移。实务主流观点认为，证券行政处罚案件遵循“明显优势证据证明标准”，即证监会证明违法事实存在的证据“明显优于”行政相对人的反驳违法事实的证据。以内幕交易的行政责任认定为例，证监会在确定内幕信息与内幕交易的主体之后，采取“敏感期内联络、接触+相关交易行为明显异常+没有正当理由或者正当信息来源”从而形成具有明显优势的证据链条，以“推定”方式认定存在内幕交易行政违法行为。这种以“推定”形成明显优势证据的设计初衷，是用以缓解内幕交易行政处罚案件举证困难所导致的事实认定难题。

2. “推定”方式认定违法事实亦应遵循调查程序充分、必要原则

行政处罚程序中，行政执法机构需以全面、客观、公正地调查收集有关证据。举例而言，如（2018）京行终 445 号行政诉讼案件：原告苏某诉称证监会认定其接触联络的相关人员殷某并非内幕信息知情人，调查人员未找到殷某本人，欠缺将殷某认定为内幕信息知情人的直接证据。证监会答辩称，调查过程中，经过电话联系、单位调查等方式，未能成功找到殷某本人询问，但其他涉案人员询问

笔录及有关会议记录可证明，殷某实际参与了资产注入事项的形成过程，可认定为内幕信息知情人。该案经法院审理认定，虽然有关会议记录和其他涉案人员询问笔录均显示殷某为内幕信息知情人，证监会还应当作为直接当事人的殷某进行调查了解，案件调查过程存在遗漏殷某重要联系方式，故综合审判确认证监会未尽到全面、客观、公正的法定调查义务，既是事实和证据问题，也是程序问题，二审以事实不清、程序违法撤销被诉行政处罚决定。基于证券类案件特殊性，证券监管机关适用推定认定事实提供一定的空间和可能，但即便如此，在推定的适用标准上亦应秉持审慎原则，尤其是对据以推定的基础事实的证明标准要求应进一步提高。在证据调查收集过程中，遵循全面、客观、公正原则，穷尽调查措施收集有利及不利证据、避免主观随意性、保证调查手段及程序合法。

（三）法律适用正确——如何理解解释法律错误？

实务中，对于法律适用主要争议可分具体划分为：未引用依据、适用依据效力瑕疵、引用错误、引用不全、引用笼统及解释错误，其中以解释法律错误尤为需要细节审查。

例如（2021）京 74 行初 6 号行政诉讼案件中，被诉行政处罚决定事项有二，一为责令依法处理非法持有的证券，如有违法所得予以没收；二为处以 30 万元的罚款。原告提起行政诉讼主要诉称事由集中在案涉关键事实不清、证据不足，但未对被诉行政处罚决定法律适用问题提出异议。该案经法院审理，确认证监会对于案涉关键事实认定无误，但被诉处罚决定一方面根据处罚决定作出前的股票价格，认定非法持有的股票处于账面亏损状态，并根据没有违法所得的事实基础处以 30 万元的定额罚款；同时，又决定“如有违法所得予以没收”。此种表述方式使得到底有无违法所得这一行政处罚的事实基础处于不确定的状态，两项内容之间存在逻辑矛盾，在实际操作过程中亦可能产生相应事实基础的冲突。故法院认定被诉处罚决定存在法律适用不当，应予撤销。由此可见，“法律适用错误”具有开放性，并不仅仅局限于法条援引不当等常规情形，实务中对于部分无法准确归结到“事实认定错误”“程序违法”“越权执法”等行政行为违法类型的情形，比如不确定的法律概念解释偏差，可能涉及“法律解释错误”规范类型。

（四）执法权限合法——如何认定地方证监局执法权限？

如本章第一节所述，当前证券行政监管由证监会中统一监督管理全国证券市场，统筹协调案件调查及审理。证监会派出机构一方面依法行使辖区内案件及证监会稽查局交办案件调查职权，另一方面按规定^[4]负责审理本单位自立案件及证监会交办案件。实务争议多集中于地方证监局执法权限，例如（2018）沪 74 行终 8 号行政诉讼案涉争议事实主要系，证监会稽查局向上海证监局下发《关于请调查“DL 股份”异常交易案的函》，对“DL 股份”相关可疑账户涉嫌内幕交易的事项，开展调查工作，并于函件附件 1 初步调查事项中载明，如发现相关违法违规事项，请一并调查。原告提起行政诉讼主张，诉称该案未发生在上海证监局辖区内，且系上海证监局在调查“DL 股份”异常交易案时发现的违法行为，相比原交办案件案由已经改变，上海证监局对杨某违法买卖股票案无管辖权。该案经法院审理认定，原告涉嫌违法买卖股票事宜，系上海证监局调查“DL 股份”内幕交易事项过程中所发现相关违规事项，属于证监会稽查局交办事项范围，后经证监会立案报备程序审

批，故此享有案件管辖权。由此可见，各地证监局案件办理除遵循地域管辖基本原则外，同步遵循证监会统筹协调分配，在我国证券监管体制机制基本框架下，实务中因执法权限不足导致处罚决定违法的情形并不常见。

●注释：[1]《证券期货违法行为行政处罚办法》第三十二条 中国证监会及其派出机构对已经送达的行政处罚事先告知书认定的主要事实、理由、依据或者拟处罚决定书作出调整的，应当重新向当事人送达行政处罚事先告知书，但作出对当事人有利变更的除外。[2]《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》第六十五条 听证结束后，行政机关应当根据听证笔录，依照本法第五十七条的规定，作出决定。[3]《中华人民共和国行政处罚法（2021 修订）》第六十九条 行政行为证据确凿，适用法律、法规正确，符合法定程序的，或者原告申请被告履行法定职责或者给付义务理由不成立的，人民法院判决驳回原告的诉讼请求。[4]《中国证监会派出机构监管职责规定》第二十六条 派出机构负责对辖区内证券期货违法违规案件以及中国证监会相关职能部门交办的案件或者事项进行调查。第三十条 派出机构负责本单位立案调查的证券期货违法违规案件的审理工作，依法对证券期货违法违规当事人实施行政处罚。但是，按照规定由其他派出机构或者中国证监会相关职能部门负责审理的除外。派出机构可以按照规定审理中国证监会交办的其他派出机构立案调查的案件以及中国证监会相关职能部门负责调查的案件。

刘成军等：上市公司退市风险化解系列——财务类退市 风险化解的法律合规视角解析（上）

刘成军

大成北京 合伙人

liu.chengjun@dentons.cn

专业领域：金融、破产重整与清算、资本市场、争议解决



钟雨萱

大成北京 律师助理

yuxuan.zhong@dentons.cn

专业领域：金融、资本市场、公司与并购重组、合规与风险控制



2024年4月30日，为深入贯彻落实中央金融工作会议精神和《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“《国九条》”）规定，沪深交易所修订股票上市规则，对2020年12月以来实施的股票强制退市制度进行了重大修改，“最严退市新规”就此出台。与往年规则相比，此次退市新规显著强化了退市制度的严密性与执行力，不仅直接提升了问题上市公司面临强制退市的风险，也为整个资本市场敲响了提升质量、强化合规的警钟。

退市新规实施后几个月以来，从二十余家上市公司的重整自救，到“退市季”股票市场的广泛震荡，尽管部分规则的适用还处于过渡缓冲期，也可见新规对市场产生的巨大的影响。在退市标准提高、监管政策趋严、投资者风险意识增强的长期背景下，上市公司的退市风险化解工作也将走向针对性与实质性并重的道路，在化解特定风险的同时，提升上市公司的整体质量。为此，笔者以现行规则中的强制退市规定为线索，对不同类别强制退市风险的规范内容、化解措施、合规要点作系列介绍。本篇文章为系列的第一篇，在初步介绍现行退市规则的同时，重点关注财务类强制退市风险的化解措施。

一、现行退市规则指引（一）退市规则概览结合《国九条》提出的资本市场政策导向，各交易所股票上市规则中强制退市规定的实质修改可以概括为如下几项内容：1. 提高股票市值标准，完善交易类退市指标

交易类强制退市规则中，主板A股股票的总市值最低标准从3亿元提高至5亿元，B股股票、创业板股票、科创板股票的总市值最低标准不变，仍为3亿元。

2. 提高营业收入标准，收紧财务类退市指标

财务类强制退市规则中，退市财务指标有所提高，并对*ST公司提出了内控规范性要求。退市财务指标方面，增补“利润总额”指标，将主板亏损公司主营业务收入退市指标从1亿元提升至3亿元，同时营业收入扣除规则以条文形式纳入上市规则，对上市公司持续经营能力的要求更为严格。与主板相比，主要面向成长型企业的科创板、创业板上市公司规模普遍更小，因此并未提升主营业务收入退市指标金额，但在其他方面同样作出了严格化财务类强制退市的相应修订。

3. 新增公司合规标准，加大规范类退市力度

规范类强制退市规则中，新增了三种规范类强制退市情形，多方面强化了上市公司的合规要求：其一是关联方大额非经营性资金占用被证监会责令改正未按期改正；其二是财务报告内部控制连续三年被出具无法表示意见或者否定意见；其三是控制权无序争夺导致投资者持续无法获取公司有效信息。内控规范性方面，内部控制审计报告合规首次纳入退市风险警示撤销标准，对上市公司提出内部控制设计与运行有效性要求，体现出经营合规相互促进、实际提升公司质量的设计逻辑。

4. 严厉打击财务造假，强化重大违法类退市力度

重大违法类强制退市规则中，财务造假行为的监管门槛大幅降低。从指标上看，导致财务造假退市的造假年限由“连续2年”降为“最低1年”，造假金额由5亿元降为2亿元，占比标准由50%降为30%，并增加了无指标限制的多年连续造假退市情形。考虑到连续时间段下新旧标准的不统一，也增补了不同时间段规则的适用指引规定。（二）财务类强制退市风险解析 1. 财务类强制退市风险指标的重要性

财务类强制退市指标是现行退市规则相较于往年规则变化最大的项目，财务类退市风险也是上市公司所面临的最为常见的退市风险类型。目前沪深两市ST板块的160余家上市公司中，绝大多数均存在不同程度的财务指标缺陷，由于退市规则大幅提高了2024年度起强制退市的营业收入指标，部分未被实施退市风险警示甚至未被实施其他风险警示的上市公司也面临着年内提升营收的巨大压力。

财务指标作为公司经营能力最直观的“晴雨表”，是判断上市公司是否具有上市能力、规划上市公司风险化解进程的最重要依据之一，受上市公司经营举措影响巨大，也能通过上市公司实施的一系列法律、财务措施发生改变。对于因财务指标问题被实施其他风险警示的公司，可提前规划风险化解措施，避免次年度被实施退市风险警示或发生其他强制退市情形。而对于已被实施退市风险警示的*ST公司，则更有必要在年度报告期内寻求风险化解路径，积极解决经营困境，及时撤销风险警示，规避退市危机。

2. 财务类风险指标明细

（1）上海证券交易所规则

上交所	
沪主板规则	科创板规则
退市风险警示的标准	
(一) 最近一个会计年度经审计的利润总额、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，或追溯重述后最近一个会计年度利润总额、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；	(一) 最近一个会计年度经审计的利润总额、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 1 亿元，或者追溯重述后最近一个会计年度利润总额、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 1 亿元；
(二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值；	同主板
(三) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告；	同主板
(四) 中国证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及第（一）项、第（二）项情形的；	同主板
(五) 本所认定的其他情形。	同主板
股票被实施退市风险警示后，次年度触发公司退市标准的具体情形	
(一) 经审计的财务会计报告存在本规则第 9.3.2 条第一款第（一）项、第（二）项规定的任一情形（利润为负且收入低于 3 亿，或净资产为负）；	(一) 第 12.4.2 条第一款第一项至第三项规定的任一情形（利润为负且收入低于 1 亿，或净资产为负）；
(二) 经审计的财务会计报告被出具保留意见、无法表示意见或者否定意见的审计报告；	同主板
(三) 财务报告内部控制被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告，或者未按照相关规定披露财务报告内部控制审计报告，但公司因进行破产重整、重组上市或者重大资产重组，按照相关规定无法披露财务报告内部控制审计报告的除外；	同主板
(四) 未在法定期限内披露年度报告；	同主板
(五) 半数以上董事无法保证公司所披露年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在法定期限内改正。	同主板

(2) 深圳证券交易所规则

深交所	
深主板规则	创业板规则
退市风险警示的标准	
(一) 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,且扣除后的营业收入低于3亿元。	(一) 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,且扣除后的营业收入低于1亿元。
(二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值。	同主板
(三) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告。	同主板
(四) 追溯重述后最近一个会计年度利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值,且扣除后的营业收入低于3亿元;或者追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值。	(四) 追溯重述后最近一个会计年度利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值,且扣除后的营业收入低于1亿元;或者追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值。
(五) 中国证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度财务报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,导致该年度相关财务指标实际已触及本款第一项、第二项情形。	同主板
(六) 本所认定的其他情形。	同主板
股票被实施退市风险警示后,次年度触发公司退市标准的具体情形	
公司因触及财务类退市风险警示情形,其股票交易被实施退市风险警示后,实际触及退市风险警示情形相应年度次一年度出现以下情形之一的,本所决定终止其股票上市交易:	
(一) 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,且扣除后的营业收入低于3亿元。	(一) 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,且扣除后的营业收入低于1亿元。
(二) 经审计的期末净资产为负值	同主板
(三) 财务会计报告被出具保留意见、无法表示意见或者否定意见的审计报告。	同主板
(四) 追溯重述后利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值,且扣除后的营业收入低于3亿元;或者追溯重述后期末净资产为负值。	(四) 追溯重述后利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值,且扣除后的营业收入低于1亿元;或者追溯重述后期末净资产为负值。
(五) 财务报告内部控制被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告。	同主板
(六) 未按照规定披露内部控制审计报告,因实施完成破产重整、重组上市或者重大资产重组按照有关规定无法披露的除外。	同主板
(七) 未在法定期限内披露过半数董事保证真实、准确、完整的年度报告。	同主板
(八) 虽符合规定,但未在规定期限内向本所申请撤销退市风险警示。	同主板
(九) 撤销退市风险警示申请未被本所审核同意。	同主板
(十) 本所认定的其他情形。	同主板

(3) 北京证券交易所规则

北交所	
退市风险警示的标准	股票被实施退市风险警示后,次年度触发公司退市标准的具 体情形
(一) 最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润或者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;	(一) 经审计的利润总额、净利润或者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;
(二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值;	(二) 经审计的期末净资产为负值;
(三) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告;	(三) 财务会计报告被出具保留意见、无法表示意见或否定意见的审计报告;
(四) 追溯重述后最近一个会计年度利润总额、净利润或者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;或者追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值;	(四) 追溯重述后利润总额、净利润或者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;或者追溯重述后期末净资产为负值;
(五) 中国证监会及其派出机构行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,导致该年度相关财务指标实际已触及第一、二项情形的;	(五) 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;
(六) 本所认定的其他情形。	(六) 未按照规定时间披露内部控制审计报告,因实施完成破产重整、重组上市或者重大资产重组按照有关规定无法披露的除外;
注:按照北交所上市规则第 2.1.3 条第一款第二至四项规定上市的公司,不适用本表格中第(一)项的规定。	(七) 未在法定期限内披露过半数董事保证真实、准确、完整的年度报告;
	(八) 虽满足撤销退市风险警示的条件,但公司未在规定时间内向本所申请撤销的;
	(九) 因不满足撤销退市风险警示的条件,本所决定不予撤销的;
	(十) 本所认定的其他情形。

北交所主要面向创新型中小公司,财务类强制退市指标较沪深交易所各板块更低,也设置了有针对性的调整空间。鉴于北交所成立时间尚短,暂未出现上市公司因财务原因强制退市的案例,本文主要参考沪深交易所规则、案例展开讨论。

今年因触及财务类退市风险指标被实施退市风险警示的 55 家上市公司中,16 家公司因利润指

标为负且营业收入未达 1 亿元被实施退市风险警示，19 家公司因净资产为负值被实施退市风险警示（含 1 家公司往年追溯重述数据触及风险警示标准），17 家公司因被出具非无保留审计意见而被实施退市风险警示，2 家公司未按规定披露报告，1 家公司涉及重大违法，另有 3 家公司进入破产重整程序（部分公司同时涉及多项警示事项）。对于最近一年财务数据或报告触及退市风险警示标准的上市公司，如未能在当年改善公司困局实现“脱帽摘星”，则很可能在次年的年报季终止上市。

（三）财务类强制退市标准的实施时间沪深交易所在 2024 年修订股票上市规则同时，均对股票上市规则财务类退市新标准的实施时间做出详细规定。其中上海证券交易所规定利润和收入及内控报告退市风险警示情形以上市公司 2024 年年报为首个适用的年度报告；深圳证券交易所规定利润和收入类退市风险警示情形，以及追溯后利润和收入和净资产为负的财务类退市风险警示情形，以 2024 年度为首个适用的会计年度。但对于 2023 年年报披露后因触及原股票上市规则相关情形被实施财务类强制退市风险警示的公司，沪深交易所均规定在披露 2024 年年报时上市公司应当符合新股票上市规则规定的撤销退市风险警示条件，否则股票将被终止上市。

因此，由于财务类强制退市标准的提高，2023 年度已发生财务问题的上市公司，在 2024 年内将面临更大的报表修复压力。在退市政策趋严、退市力度加大、报告审核趋紧的新规背景下，股票已被实施退市风险警示或存在潜在退市风险的上市公司有必要尽早选定风险处置路径，有效化解可能导致公司退市的问题，方能谋求公司在资本市场上的持续发展。因财务类退市风险情形具有广泛性，本次拟就退市新规规定的主要财务类强制退市风险化解思路展开讨论。

二、利润+营业收入指标的改善路径及合规要点自 2020 年 12 月版本的上市规则、《上海证券交易所上市公司自律监管指南第 2 号——业务办理（2024 年 5 月修订）》第七号——财务类退市指标：营业收入扣除（2024 年 5 月修订）、《深圳证券交易所上市公司自律监管指南第 1 号——业务办理（2023 年 8 月修订）》（以下统称“《营业收入扣除规则》”）、《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益（2023 年修订）》（以下简称“《非经常性损益规则》”）等系列文件出台以来，多数仅通过财会手段或非商业手段扩大利润与营业收入规模的“保壳”措施受到限制，上市公司改善利润+营业收入指标的总思路逐渐转向实质改变资产业务结构的资产重组。具体而言，改善利润+营业收入指标的重组措施又分为营收资产收购与亏损资产出售两个方向，其直接目的均为通过资产控制权的变更调整合并财务报表的范围，从而改善年度合并财务报表。需要说明的是，根据退市新规，总利润、净利润或扣非净利润为负且收入低于阈值的情况下触发退市风险警示，利润指标和收入指标系且的关系，虽然收入不达标但利润达标的情况并不多见，但理论上通过资产结构的调整实现利润指标或收入指标之一满足标准即可解除退市风险警示。（一）合并表外公司 1. 措施概述

针对自有业务萎缩或缺乏主营业务收入导致营业收入短缺的上市公司，可以通过股权收购等交易方式，将盈利能力较强、营业收入规模较大的表外公司纳入合并报表范围内，从而将该公司自收购日起至报告期末的收入、费用、利润纳入合并利润表。报告期内对优质表外公司的合并，可以有效提升营业收入规模与合并层面净利润，增厚上市公司资产，进而起到财务报表的全面优化效果。

合并财务报表的编制不受取得子公司具体方式的影响。考虑到并购资产的交易与接受赠与对收入指标影响的规则差异，本节主要介绍以并购交易方式取得子公司控制权的情形，上市公司通过受赠资产方式合并表外公司的路径及合规要求，同本文下一部分“受赠资产”一节所述。

2. 实施程序

上市公司并购取得子公司控制权的交易需经过上市公司、交易对方（拟并购子公司原股东）、目标公司（拟并购子公司）等多方程序批准。首先，交易事宜需经上市公司董事会、股东大会（如需）审议通过；其次，交易事宜需经交易对方股东会或决策机构同意；若并非全部目标公司原股东均进行股权转让，则尚需目标公司其余股东放弃优先购买权。作为一项上市公司的交易活动，并购交易达到规定标准的，也需遵循重大资产重组及关联交易的相关规则。

3. 合规要点

在上市公司自身营收盈利能力不足的情况下，并购子公司对合并财务报表的影响尤为重大，因此上市公司有必要在方案设计中和交易履行时充分考虑财务会计规则和上市公司合规要求，并做好回应监管问询的准备。根据目前上市公司监管的实践，对于存在收入退市风险的上市公司收购子公司的交易，监管部门主要关注以下几个事项：

一是公司收购时的程序合规问题。尤其关注对关联方资产的收购，需要关注交易价格的公允性，严格按照关联交易的规则进行审议和披露；公司收购构成重大资产重组的，应当按照重大资产重组的相关规定履行内外部程序及信息披露义务。

二是合并报表收入确认的时间点问题。根据《合并财务报表准则》第三十八条第一款及《营业收入扣除准则》，母公司在报告期内因同一控制下企业合并增加的子公司以及业务，应当将该子公司以及业务合并当期期初至报告期末的收入、费用、利润纳入合并利润表。因此，为增厚公司无风险收入和利润指标，在条件允许的情况下建议尽可能的早日启动对标的公司的收购工作，以便更多期间范围内的收入可纳入合并报表，避免年审时部分可能与主营业务无关或不具备商业实质的收入被扣除后不满足退市风险警示撤销要求的收入规模标准。

三是拟收购公司的业务范围选择问题。根据股票上市规则的规定，与主营业务无关的收入和不具备商业实质的收入应当予以扣除。存在收入指标退市风险的上市公司收购子公司主要目的为增加收入，因此需关注拟收购公司的营业范围，确定收入需能计入主营业务收入。

四是标的公司收入及利润确认合规性问题。因自公司收购完成之日起的收入和利润可纳入合并报表，因此监管通常会重点关注标的公司是否存在收购日后突击确认收入和利润的情况，严格审查和关注标的公司财务数据、业务的真实性，收入确认方式和依据与收购前相比是否存在持续性和稳定性，坏账计提的方式和标准是否与收购前保持一致，收入、利润等指标与公司往年度及同行业可比公司相比是否具有合理性等。（二）亏损子公司出表 1. 措施概述

转让对合并财务报表造成不利影响的子公司，是剥离亏损资产的最彻底途径之一。对于个别子公司严重亏损或净资产为负，导致业绩下滑或被实施风险警示的上市公司，通过股权转让等方式将亏损子公司剥离出表即可减少报告期内上市公司合并报表层面的亏损金额，在优化报告期末利润+营业收入指标的同时，通过剥离子公司负债、取得转让对价、调整业务结构等方式对上市公司净资产指标及经营情况产生正面作用。子公司处置出表后，自处置日至报告期末的收入、费用、利润均不再影响上市公司的利润及营业收入数据。

2. 实施程序

上市公司转让合并报表范围内子公司，以该股权对应的标的公司的相关财务指标作为评价审议程序及后续信息披露标准时涉及的财务指标，由上市公司自身董事会、股东大会（如需）审议通过，并取得拟转让子公司、受让方股东会同意。如交易符合重大资产重组标准，应当按照重大资产重组的相关规定履行内外部程序及信息披露义务；上市公司向控股股东或其他关联方转让子公司股权的，也应当执行关联交易的相关规定及审议、信披标准。如涉及国有资产转让，还应履行相应的国资审批程序。

上市公司转让子公司交易的关键要素主要包括交易对价、支付方式、过渡期安排、过户安排等。其中，交易对价通常以交易标的的评估价值为基础，监管部门往往重点关注交易前的资产评估过程、资产评估依据与交易对价的公允性。

3. 合规要点

通过处置子公司的方式调整资产负债结构和改善持续经营能力的风险化解方案较为常见，多在子公司存在巨额亏损或净资产为负的情况下实施，因子公司出表存在掏空上市公司资产的风险，监管尤为关注交易的合规性，通常包括如下事项：

一是交易对方是否为关联方，定价是否公允，是否会导致同业竞争。上市公司大股东承接亏损子公司的情况较为常见，在此情况下，关联交易价格是否公允、资产处置是否有利于改善公司持续经营能力及资产负债结构、是否会导致同业竞争等问题成为监管关注的重点，上市公司应当予以重视，避免大股东掏空上市公司的嫌疑，为避免同业竞争，大股东收购后应及时对外处置或者将资产反委托给上市公司管理，当然委托管理模式的设置要避免构成对已处置资产的控制。

二是子公司被动处置出表的方案可行性问题。上市公司难以通过股权转让处置子公司的，还可以通过子公司破产方式将子公司被动处置出表。子公司被法院裁定受理破产清算并指定管理人后，上市公司丧失对子公司的控制权，即日起不再纳入公司合并报表范围。若上市公司持有的子公司股权已被查封冻结，也可以借助司法执行子公司股权达到子公司出表的最终目的。

三是子公司处置后或有负债的规避问题。上市公司转让子公司交易中，若上市公司对子公司存在借款、担保，则子公司控制权变更后可能造成资金占用或财务资助，引发合规风险；因此，若上

市公司对子公司存在借款或担保，应在控制权转让前予以结清，或充分筹划未来债务偿还安排，合理应对相关监管关注。（三）非经常性损益和营业收入扣除规则 1. 非经常性损益扣除的影响

利润类财务类退市风险指标中，本次修订新增的“利润总额”为未扣除所得税费用的利润；“净利润”为利润总额扣除所得税费用后的剩余部分；“扣除非经常性损益后的净利润”即为扣除“与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益”后的净利润，非经常性损益的具体扣除标准可参照 2023 年底修订的《非经常性损益规则》确定。

从退市风险化解的角度来看，《非经常性损益规则》规定的二十二类典型扣除项目中，对风险警示板块上市公司影响最大的事项主要包括除特定条件外政府补助的扣除、非流动资产处置损益的扣除、债务重组损益的扣除及交易性金融资产或负债公允价值变动损益的扣除。如上市公司或当地政府拟采取补助方式弥补公司利润，则仅有与公司正常经营业务密切相关、符合国家政策规定、按照确定的标准享有、对公司损益产生持续影响的政府补助方可计入，其余类型的政府补助只能作为资产注入手段，起到增加公司资产的作用。同理，上市公司通过非流动资产处置、债务重组、金融理财等方式形成损益的，也不再纳入最终作为退市风险评价标准的利润指标，而仅通过形成现金流、增加净资产等方式，对公司的财务指标产生直接影响。

2. 营业收入扣除的影响

公司最近一个会计年度经审计利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值的，公司应当在年度报告或者更正公告中披露营业收入扣除情况及扣除后的营业收入金额。根据本次修订的退市规则，扣除后的营业收入，是指扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质的收入。

（1）与主营业务无关的业务收入，即与上市公司正常经营业务无直接关系，或者虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊、具有偶发性和临时性，影响报表使用者对公司持续经营能力做出正常判断的各项收入。

结合退市新规与《营业收入扣除规则》系列文件，对各类与主营业务无关的营业收入进行扣除，这些收入包括：正常经营之外的其他业务收入、不具备资质的类金融业务收入、本会计年度以及上一会计年度新增贸易业务所产生的收入、与上市公司现有正常经营业务无关的关联交易产生的收入、同一控制下企业合并的子公司期初至合并日的收入、未形成或难以形成稳定业务模式的业务所产生的收入等。如*ST 碳元退市前一年度的审计报告中，会计师将房屋设备租赁、加工等正常经营外的收入，以及对客户、供应商存在重大依赖且持续性存疑等问题的收入作为非经常性损益予以扣除，最终导致*ST 碳元前一年度扣除后的营业收入不足 1 亿元而退市。

（2）不具备商业实质的收入，即未导致未来现金流发生显著变化等不具有商业合理性的各项交易和事项产生的收入。

该类型的收入通常伴随着不符合收入确认条件的违规确认、不符合审计要求的收入确认、虚构商业活动、操纵交易及相关的财务报表掩饰隐瞒行为，可能导致非无保留审计意见、财务造假或其他违法违规情形，对其进行扣除，并不影响通过正当手段实际增加上市公司报告期内的营业收入，也不影响上市公司通过正常的增收手段提升营业收入规模。

从退市风险化解角度来看，值得特别关注的规定在于，《营业收入扣除规则》特别提出，“本会计年度以显失公允的对价或非交易方式取得的企业合并的子公司或业务产生的收入”属于不具备商业实质的收入，应当予以扣除。根据上交所和深交所有关答记者问回应，该项规定主要针对上市公司通过受托表决权、受赠等方式，在不付出交易对价的情况下将相关企业纳入合并报表突击增大营业收入的情况，重点关注上市公司对子公司形成控制的真实性与可持续性，因而对上市公司合并子公司以改善财务报表的措施提出了商业合理与实质控制的要求。

刘成军等：上市公司退市风险化解系列——财务类退市 风险化解的法律合规视角解析（下）

刘成军

大成北京 合伙人

liu.chengjun@dentons.cn

专业领域：金融、破产重整与清算、资本市场、争议解决



钟雨萱

大成北京 律师助理

yuxuan.zhong@dentons.cn

专业领域：金融、资本市场、公司与并购重组、合规与风险控制



2024年4月30日，为深入贯彻落实中央金融工作会议精神和《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“《国九条》”）规定，沪深交易所修订股票上市规则，对2020年12月以来实施的股票强制退市制度进行了重大修改，“最严退市新规”就此出台。与往年规则相比，此次退市新规显著强化了退市制度的严密性与执行力，不仅直接提升了问题上市公司面临强制退市的风险，也为整个资本市场敲响了提升质量、强化合规的警钟。

退市新规实施后几个月以来，从二十余家上市公司的重整自救，到“退市季”股票市场的广泛震荡，尽管部分规则的适用还处于过渡缓冲期，也可足见新规对市场产生的巨大的影响。在退市标准提高、监管政策趋严、投资者风险意识增强的长期背景下，上市公司的退市风险化解工作也将走向针对性与实质性并重的道路，在化解特定风险的同时，提升上市公司的整体质量。为此，我们以现行规则中的强制退市规定为线索，对不同类别强制退市风险的规范内容、化解措施、合规要点作系列介绍。本篇文章为系列的第一篇，在初步介绍现行退市规则的同时，重点关注财务类强制退市风险的化解措施。三、净资产指标的改善路径及合规要点与利润+营业收入指标相比，净资产指标的计算不涉及扣除规则，可影响净资产数据的风险化解措施相对多样。净资产是资产总额与负债总

额的差值，实现净资产的转正，既可通过接受赠与、增资、补助、处置子公司等方式增厚资产，也可以通过调整债权债务关系的调整减少负债，手段相对多元，不仅可以同时并用，也可以在重组、重整等同一程序中实施。尽管上述手段形成的利得无法直接影响利润+营业收入指标，但资产负债结构得到优化后，上市公司的财务状况乃至经营情况往往也能得到改善，进而对上市公司的其他财务数据产生间接影响。（一）受赠资产 1. 措施概述

受赠资产交易中，交易对方无偿将资产给予上市公司并确认入账，从而起到改善上市公司财务报表的效果。资产赠与由上市公司关联方实施的，相关利得计入资本公积，可在后续实施资本公积转增股本等安排时发挥作用。

2. 实施程序及合规要求

受赠资产的实施程序。受赠资产通常以签订并履行《赠与协议》等方式进行，对上市公司而言，受赠资产属于股票上市规则规定的“交易”行为，需要根据公司章程及监管规则的规定进行审议，达到交易标准的同样需要遵循重大交易的审议和披露规则。实践中，资产赠与通常由上市公司主要股东或其他关联方实施，并因此构成关联交易，需按照关联交易的标准履行审议程序并履行信息披露义务。但需要说明的是，根据股票上市规则的规定，对于不涉及对价支付、不附有任何义务的受赠现金资产、获得债务减免等交易，可以免于提交股东大会审议。

受赠资产的合规要求。实践中受赠资产多基于退市风险化解或重整中增加可用于转增的资本公积金的目的，通常实施相关交易的时间紧迫，对于交易方案、赠与标的种类、实施时间、赠与主体等方面提出了特别要求。需要关注的合规要求有如下几点：一是受赠程序合规问题。因时间紧迫或难以在重整同时推动重大资产重组，为避免触发《上市公司重大资产重组管理办法》（2023年修订）规定的重大资产重组复杂的交易流程，受赠资产需明确为不附带任何义务或条件的赠与。因此，监管通常会特别关注资产赠与是否附带条件或义务，资产赠与方的内部决议流程是否已合规履行，赠与行为是否合法有效。二是受赠资产的种类问题。为达到受赠资产的具体目的，还应合理安排受赠资产的种类，需要通过受赠迅速增厚上市公司净资产时，以受赠现金、房产等无需评估或无价值争议的资产为主；需要通过受赠股权、控制权无偿转让同步改善上市公司持续经营能力的，重点关注被赠与目标公司的经营情况；需要通过关联方资产赠与增加资本公积为后续重整安排做准备时，为满足监管部门的审查要求，受赠资产同样要以现金、房产、土地等实物资产为宜。三是受赠资产对上市公司财务会计的影响问题。从解决净资产指标的角度，资产捐赠计入权益还是收入对净资产规模并无本质影响，但在上市公司重整中，上市公司的控股股东、控股股东控制的其他关联方、上市

公司的实际控制人对上市公司进行直接或间接的捐赠等单方面的利益输送行为，是由于交易系基于双方的特殊身份才得以发生，且使得上市公司明显的、单方面的从中获益，因此，监管中认定为其经济实质具有资本投入性质，形成的利得应计入资本公积金，对于缺少偿债资源的上市公司，受赠资产形成的资本公积金可以用于发股还债或引进重整投资人，近几年上市公司重整中被多次使用。

（二）债务豁免 1. 措施概述

对于因债务沉重而陷入风险，具有迫切净资产转正需求的上市公司，由债务人直接豁免部分债务是化解负债、改善报表的常用手段之一。债务豁免由上市公司关联方实施，或由关联方实施相关交易推动债权人豁免上市公司债务的，相关利得可计入资本公积，可在后续实施资本公积转增股本等安排时发挥作用。

2. 实施程序及合规要求

债务豁免的实施程序。债务豁免可以通过单方面发函等方式单独实施，也可以作为整体债务重组的组成部分通过签署协议执行。债务豁免与受赠资产均属于股票上市规则规定的“交易”行为，同样需要和受赠资产执行相同的法律程序。对于上市公司单方面获得利益且不支付对价、不附任何义务的债务豁免，也同样不需要履行股东大会及重大资产重组的交易流程。

债务豁免的合规要求。因债务豁免措施通常是为了规避净资产为负的财务类退市风险，对于临近会计期末的债务豁免，交易所常以问询函的形式加以监管。主要从几个方面予以重点关注：一是债务豁免的实施程序合规问题，豁免方是否已经履行必要的法律程序，相关程序的合法合规性，是否具有法律效力。尤其关注债务豁免是否附有生效条件。相关豁免的债权是受让取得的，监管还会关注债权转让的程序合规性，是否已经支付转让价款，豁免方是否已取得合法有效债权，即豁免方是否具有豁免债务的法律资格。二是债务豁免的信息披露合规问题。豁免安排是否具有商业逻辑和合理性，豁免方与上市公司或关联方之间是否存在关联关系，或其他利益安排，如果存在相关安排需要履行充分的信息披露义务。三是债务豁免对上市公司当期损益及净资产的影响。相关的财务会计处理是否符合会计准则及证券监管规则，其实主要关注的是债务豁免对公司退市风险化解的影响问题。实践中，通常由上市公司关联主体收购债权后豁免或债权人直接进行债权豁免，根据豁免主体的不同，豁免形成的利得计入营业外收入或所有者权益，进而增厚净资产规模。（三）定向增发

1. 措施概述

定向增发，也即向特定对象发行股票，是指上市公司为了收购资产、项目融资等目的，采用非公开方式，向不超过 35 人的特定对象发行股票融资的行为。定向增发股票可有效筹集流动资金、

增加公司所有者权益，从而化解净资产层面的退市风险。

2. 实施程序及合规要求

上市公司实施定向增发的负面清单。《上市公司证券发行注册管理办法》列示了定增的负面清单，第十一条规定，上市公司存在下列情形之一的，不得向特定对象发行股票：（一）擅自改变前次募集资金用途未作纠正，或者未经股东大会认可。（二）最近一年财务报表的编制和披露在重大方面不符合企业会计准则或者相关信息披露规则的规定；最近一年财务会计报告被出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；最近一年财务会计报告被出具保留意见的审计报告，且保留意见所涉及事项对上市公司的重大不利影响尚未消除。本次发行涉及重大资产重组的除外。（三）现任董事、监事和高级管理人员最近三年受到中国证监会行政处罚，或者最近一年受到证券交易所公开谴责。

（四）上市公司或者其现任董事、监事和高级管理人员因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正在被中国证监会立案调查。（五）控股股东、实际控制人最近三年存在严重损害上市公司利益或者投资者合法权益的重大违法行为。（六）最近三年存在严重损害投资者合法权益或者社会公共利益的重大违法行为。大部分存在退市风险警示的上市公司或多或少存在上述情形之一，但监管规则并未完全否定存在退市风险的公司定增自救，对于部分净资产为负，但经营合规的上市公司，定增仍然是化解退市风险具备可行性的方案之一。

实施程序及信息披露合规。上市公司拟实施定向增发的，需要经过董事会决议并经股东大会批准。股东大会审议时，需经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，中小投资者表决情况应当单独计票；向公司特定的股东及其关联人发行证券的，股东大会就发行方案进行表决时，关联股东应当回避。内部审议程序完成后，上市公司应按照中国证监会有关规定制作注册申请文件，依法由保荐人保荐并向交易所申报并接受审核，审核通过后，由证监会依法作出予以注册的决定，上市公司可在一年决定有效期内自主选择时间实施定向增发。向特定对象发行的股票，自发行结束之日起六个月内不得转让；根据《上市公司证券发行注册管理办法》第五十九条，股东或实际控制人等关联方、收购人或董事会引进的战略投资者认购的股票自发行结束之日起十八个月内不得转让。

定向增发的信息披露要求可参照《证券发行与承销管理办法（2023 修订）》《上市公司证券发行注册管理办法》、深交所各板块相应的《上市公司自律监管指南第 1 号——业务办理（2024 年修订）》中“向特定对象发行股票”一节执行，定向增发导致上市公司股东权益变动达到披露标准的，需披露股东权益变动公告。投资人通过认购定向增发股票取得上市公司控制权的，交易各方还需遵守《上市公司收购管理办法（2020 修正）》等相关规定。

定向增发的定价。风险警示板公司定向增发的发行对象通常为上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人、意向收购人或董事会引进的战略投资者，上述特定发行对象适用直接定价发行，无需通过竞价确定发行价格。定向发行时，发行价格应当不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十，而向上述定价发行对象定向增发股票时，定价基准日可以为关于本次发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日任意一日，可选基准日时间跨度较大，定价空间更为灵活。为尽快化解上市公司财务问题，减少审核评估风险，定向增发价款通常以现金形式支付。

定向增发的时间安排。定向增发的实施难点主要在于前置审批程序，监管部门对定向增发募资的用途、项目规划、投资人条件、上市公司自身财务及经营情况全面关注，程序准备、审批、实施流程可能长达半年或一年以上，期间亦可能发生导致项目终止的不确定风险。结合近期部分困境上市公司定增进程，监管部门对存在财务问题甚至合规风险的上市公司定增核查较为严格，对于已存在或可能发生风险警示的上市公司，往往需要提前一至两年全面筹划定向增发安排。因此，对于已被实施退市风险警示的上市公司，可以优先实施其他财务报表改善措施，避免程序拖延或定增失败造成退市危机。（四）子公司债转股 1. 措施概述

除在上市公司层面进行债务重组外，也可以通过子公司层面债转股措施降低合并资产负债率。该类重组安排通常包括两个步骤：首先在子公司层面实施债转股，债权人成为子公司少数股东，上市公司仍拥有子公司控制权；后上市公司发行股份收购子公司少数股东权益，债转股投资人（子公司债权人）实现退出。

2. 实施程序及合规要求

子公司债转股的实施程序。拟实施债转股的标的子公司，通常为实际经营上市公司业务、留存债务较多、具备运营发展能力的重要子公司。债转股之债权来源，可由特定债权人直接进行债转股，也可由第三方债转股机构集中收购债权人债权后进行债转股，具体转股价格根据子公司评估值确定。子公司债转股仅需履行公司内部审议程序，无需通过监管核查，用时较短、效率较高，可以避免上市公司直接进行债务重组的程序风险。但是，由于控股子公司接受债转股融资需上市公司放弃优先认缴出资权，上市公司仍需依法依规就该权利放弃事项和子公司债转股交易事宜进行公告。

子公司股权的估值变化问题。上市公司于子公司债转股完成同时或其后一段时间内再发行股份购买少数股东权益，在后者的情况下，子公司股权估值与债转股时估值很可能有所差异。实践中，监管部门通常重点关注该等估值差异的合理性，上市公司也需在发股报告中对此进行解释说明。

一般情况下，标的子公司盈利能力的改善、净资产的增加、生产规模的扩大等财务数据变化等是导致标的子公司估值变化的主要原因，同时，子公司估值也会因受到宏观市场因素影响或经营情况变化而有所调整。

前后交易的衔接安排。子公司债转股与上市公司发行股份收购资产为系列交易，标的子公司债转股协议中即可对后续债转股投资人退出安排进行约定，要求上市公司同时或在一定期限内启动收购投资人持有的标的股权的交易。子公司债转股时，上市公司即明确负有发行股份收购资产之义务的，应当在合并层面将该部分少数股权投资作为金融负债计量。（五）破产重整 1. 措施概述

破产重整是指对可能或已经发生破产原因但又有挽救希望的企业，通过对各方利害关系人的利益协调，借助司法强制力进行营业重组与债务清理，以使企业避免破产、获得再生的法律制度，在挽救债务人方面具有突出的效用。破产重整中，企业可以运用综合的风险化解措施，实现调节资产负债结构、引入投资、改善公司经营治理等目标，且兼具高效与确定性强的优势，近年来，已成为上市公司化解退市风险的最重要手段之一。

2. 实施程序及合规要求

上市公司重整的启动。破产重整可以由债权人向法院申请实施，也可以由债务人自行向法院申请启动。上市公司自行申请重整的，需要提交董事会、股东大会审议。重整申请提出后，需由公司住所地政府与中级人民法院各自将重整报告与申请逐级层报至中国证监会与最高人民法院，在取得证监会无异议函及最高法的批复后，中级人民法院方可受理上市公司重整案件，正式启动上市公司重整程序。

实践中，考虑到上市公司重整的前置审查程序较长，对公司重整条件、重整方案的审查要求也较高，越来越多上市公司选择采用预重整，在法院正式受理重整案件前，先行启动重整财产调查、债权申报、引进投资、方案制定乃至表决等工作，部分案例在正式重整时仅召开一次债权人、出资人会议即可完成重整计划草案表决，以提高重整申请受理的成功率与正式进入重整后的程序效率。2023 年被受理重整的 16 家上市公司中，有 13 家上市公司进行了预重整，除 ST 步高外，其余预重整公司均在当年内完成重整。

重整过程中的信息披露。沪深交易所各板块股票上市规则及《上市公司自律监管指引》中均对上市公司破产重整事项进行了单独规定。上市公司控股股东、第一大股东、对上市公司经营具有重要影响的子公司和参股公司发生破产事项的，也应当参照上市公司破产重整的相关规则进行信息披露。

上市公司的重整方案设计。由于对上市公司重整总体方案及重整计划的监管要求，上市公司的重整计划首先需要符合《中华人民共和国企业破产法》第八十七条的法定标准，同时也要满足保持上市地位、挽救困境公司的具体需求和作为上市公司保障中小投资者合法权益的政策标准。对于存在可能因重整清偿规则影响投资者权益的特殊情形，应预先提出公平可行的重整安排。根据最高人民法院《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》第六条之规定，上市公司重整计划草案应当包括详细的经营方案。在退市新规更加注重上市公司经营能力的立法背景下，化解当前债务危机的同时，通过经营方案充分体现上市公司重整后的实际提升与未来规划，更符合政策的导向与重整计划审查的需求。

通过上市公司重整化解资金占用及违规担保问题。根据《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》第十条之规定，上市公司实施破产重整的，应当提出解决资金占用、违规担保问题的切实可行方案。本次修订的退市新规也将持续存在关联方大额非经营性资金占用纳入规范类强制退市情形。对于资金占用情形，可以通过安排资金占用方以现金方式偿还、对上市公司进行债务豁免、转移和抵偿、从原定向占用方分配的股票中提取部分抵偿等方式归还占用资金；对于违规担保情形，则可在重整过程中通过诉讼或集中协商，将违规担保确认无效或解除，或由重整投资人承诺无偿赠与或者兜底化解担保风险。（六）普通债权转永续债 1. 措施概述

永续债即没有明确到期期限的债权，在公司财务报表中作为其他权益工具计量。普通债权转为永续债后，上市公司账面资产同步增加，资产负债率得以降低。

2. 实施程序及合规要求

困境永续债投资的实施主体。与追求投资收益的永续债投资不同，对于已经发生财务问题的上市公司，普通债权转为永续债的目的为缓解公司流动性危机、改善财务报表，实施主体通常为上市公司控股股东。

永续债投资的实施程序。不涉及证券发行的普通债权转为永续债事项无需监管部门审核，上市公司按照内部制度完成审议并签署相关交易文件即可实施。

困境永续债投资协议的基本内容。永续债协议的核心条款包括金额、投资期限、利息支付、退出条款等项目，对问题上市公司的纾困永续债投资安排有其特殊性。期限安排上，永续债可直接约定无固定期限，也可以约定投资周期，由上市公司选择在周期届满时续期或偿还永续债本息。付息安排上，纾困永续债投资的利率通常固定，较少设置利率重置条款；允许递延支付利息，且不设置处罚性条款，强制付息事项约定较为宽松。永续债本金的偿还以上市公司决定为准，除非上市公司

破产或清算，不会形成债务或造成严重财务负担。

破产条件下永续债权的性质确认。上市公司进入破产程序后，永续债可以加速到期作为普通债权确认清偿。（七）政府补贴 1. 措施概述

政府补助，是指企业从政府无偿取得货币性资产或非货币性资产（资本性投入除外），通常应用于有地方背景或国资背景、从事公共行业或对当地影响较大的上市公司。政府补助以财政资金为依托，具备额度充足、确认快捷、程序简便的优势，是报告期末最便捷的资产注入手段之一。

2. 实施程序及合规要求

对上市公司而言，政府补助不涉及复杂的法律程序，仅需在收到政府补助时及时履行信息披露义务即可。政府补助分为与资产相关的政府补助和与收益相关的政府补助，不同类型的政府补贴对上市公司财务影响不同，需根据会计准则的规定计入不同的财务科目。

四、非无保留意见审计报告的消除路径及合规要点（一）非无保留审计报告的类型与标准审计报告的类型包括标准无保留意见的审计报告、带有解释性说明的无保留意见的审计报告、保留意见的审计报告、否定意见的审计报告、无法表示意见的审计报告。其中，后三种意见类型统称为“非无保留意见”，上市公司年报被出具非无保留意见的审计报告，属于股票上市规则规定的退市风险情形。

根据《中国注册会计师审计准则第 1502 号——在审计报告中发表非无保留意见【2019 年 2 月 20 日修订】》第七条之规定，当存在下列情形之一时，注册会计师应当在审计报告中发表非无保留意见：（一）根据获取的审计证据，得出财务报表整体存在重大错报的结论；（二）无法获取充分、适当的审计证据，不能得出财务报表整体不存在重大错报的结论。

各类非无保留意见的具体标准分别如下：

（二）上市公司被出具非无保留意见审计报告的常见原因根据中注协发布的上市公司 2023 年年报审计情况快报，截至 2024 年 4 月 30 日，共计 5354 份上交所、深交所、北交所上市公司财务报表审计报告中，共有 85 份保留意见审计报告、0 份否定意见审计报告、29 份无法出具意见的审计报告。从中注协披露的非无保留意见审计报告情况中，可以初步总结出上市公司年报被出具非无保留意见审计报告的几类常见原因：

1. 资金往来或应收类账款的合理性存疑。上市公司与关联方或供应商发生无法解释商业合理性的资金往来，或因此类交易发生无法判断交易真实性、资金可回收性的应收类账款，是最常见的审计报告异常情形。不合理的资金往来或账款往往与非经营性资金占用、虚构交易甚至财务造假等违

规情形密切相关，是审计监督的重要方向。

2. 部分科目会计缺乏依据。由于内部控制制度缺陷或会计管理存在问题，部分上市公司的存货、账款等科目缺乏记录追踪，导致接受审计时无法提供完整可信的会计证据。此外，评估计量重要资产、负债时发生会计不规范情形，也可能引发审计质疑，进而导致非无保留意见的审计报告。

3. 存在报告期末未完结的重大事项。截至报告期末仍未完结的重大诉讼、未完成的专项审计项目、有关交易款项或权利义务的重大争议、存在不确定性的重大司法程序等，都可能导致上市公司无法提供准确的财务数据，或使审计机构难以完成必要的审计工作。

4. 公司或重要人员违法违规。对于信息披露违规的上市公司，或董事、监事、高级管理人员等重要人员涉嫌可能影响上市公司财务报表的严重违规、违法或犯罪的上市公司，在执法部门完成案件调查前，审计机构难以确认该类事件对上市公司财务报表的具体影响。

5. 违规对外担保。上市公司违规提供对外担保，表明其内部控制存在缺陷，严重影响相关财务数据的可靠性。此外，由于难以取得被担保主体的财务数据，对担保代偿款项的可回收性审计也存在困难。

6. 其他可能导致错报或不确定性的事项。视实际情况，还存在诸多难以穷举的可能导致非无保留意见审计报告的事项，如上市公司重整、预重整、子公司失控、具有不确定性的权利变更或资本运作安排等。（三）非无保留意见相关事项的消除路径 1. 非无保留意见的处理程序

根据《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 14 号——非标准审计意见及其涉及事项的处理》《监管规则适用指引——审计类第 1 号》、各板块上市规则等规定，如上市公司财务报表被注册会计师发表非无保留意见，公司董事会、注册会计师应当针对该审计意见涉及的事项依规作出专项说明。上市公司在向交易所报送定期报告的同时提交相关专项说明，并应按照规定的时间及时消除相关事项影响。

2. 相关事项的消除路径

尽管非无保留审计意见系针对特定缺陷事项提出，但由于上市公司财务工作的复杂性，审计缺陷的化解很可能牵一发而动全身；缺陷事项的详情、背景各不相同，即使是表现形式近似的审计缺陷，也不存在固定的消除“攻略”，而需结合公司实际情况，制定彻底的解决方案。

部分情况下，非无保留审计意见相关事项并非上市公司自身的过错导致，如对于部分报告期末存在的暂时性不确定事项，则上市公司可以积极推动相关程序，促使非无保留审计意见随着事项结果的确定而消除。若非无保留审计意见系由可以纠正的失误导致，上市公司亦可通过单独纠正相关

差错、补充举证工作、弥补合规问题而消除相应缺陷。对于受限于历史等因素难以短时间处理、或受子公司层面违规事项影响无法单独处理的非无保留审计意见相关事项，上市公司也可以选择通过整体剥离问题资产的方式化解风险。对于上市公司自身问题严重、难以自行剥离或消除的审计缺陷，则往往有必要引入破产重整等具有强制力的法定程序，尝试整体调整并消除问题。此外，审计报告中涉及的关联方资金占用事项同时涉及规范性强制退市规定，有关内容将于后续文章中详细论述。

结语 从资本市场整体角度考量，退市规则的更新与监管政策的调整，实质上是对符合市场要求、具备投资价值的上市公司的新一轮筛选。这也意味着，困境上市公司的退市风险化解工作不能成为特定年度的报表的“治标”工作，而需要通过直接改善财务报表的种种措施，在保持公司上市地位的同时，进一步探索上市公司改善经营的可能性，实现从源头上避免发生退市风险的“治本”效果。另一方面，与文章中分散的介绍相比，实践中上市公司股权背景的多样性、经营情况的复杂性乃至财务会计科目间的勾稽关系，都将极大丰富退市风险化解措施的组合空间，使得退市风险化解不再是影响财务数据的单个举措，而更可能成为涵盖风险发现、风险处理、风险规避全流程，最终导向困境企业转型的持续规划。正如前文所说，财务类退市风险的化解，是上市公司经营状况的由阴转晴；正确的退市风险化解路径，也是上市公司的浴火重生之路。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第二章

大成新闻

大成助力青岛城投集团成功发行 6 亿美元债券

2024 年 9 月 5 日，大成助力青岛城市建设投资（集团）有限责任公司（“青岛城投集团”）的子公司香港国际（青岛）有限公司（“香港国际”）成功发行 6 亿美元固定利率的高级无抵押境外债券。

青岛城投集团为本次债券发行提供维好承诺，其成立于 2008 年，是青岛市首批国有资本投资运营公司试点企业，充分发挥区域经济社会“稳定器”和“压舱石”积极作用，转型成为匹配城市战略、适应未来发展的“新型城投”。青岛城投集团拥有国内 AAA 和国际 BBB+（惠誉）、A+（联合国际）信用评级，旗下城金控股、创业投资、城乡担保等三家下属企业拥有 AAA 主体信用评级。

大成律师团队作为本项目的专项法律顾问，全程参与了本次境外债券发行项目，团队凭借其深厚的法律专业知识、丰富的跨境交易经验，成功助力青岛城投境外债券获得境内相关审批，同时顺利推进境外发行阶段的相关工作，团队提供法律尽职调查相关服务，出具境内律师的法律意见，并协助公司处理债券发行过程中的中国法律问题并提出专业法律意见。本次债券发行法律服务团队由高级合伙人徐文萍，合伙人赵佳麟、袁旭升等组成，未来团队将继续秉持专业、敬业的态度为债券市场提供优质高效的法律服务。

大成到访日本上市公司 M&A 综合研究所，共同合作推动 中日并购市场的深化与发展

近日，大成高级合伙人方新律师和合伙人袁少颖律师到访日本 M&A 综合研究所，双方就中日并购市场的广阔前景展开了深入、建设性的探讨，并就中日并购项目的具体合作事项进行了切实的磋商。图/2022 年成功上市

日本的 M&A 综合研究所（M&A Research Institute）作为日本东京证券交易所上市公司，凭借其独特的人工智能技术，在日本的并购市场中脱颖而出。该公司利用先进的 AI 算法实现买卖双方的高效匹配，并通过专有软件将文书工作数字化，大大提升了运营效率。凭借该等优势，M&A 综合研究所已跻身日本市值最高的四大上市中小企业并购公司之一，进一步凸显了其市场领导地位。

M&A 综合研究所介绍了其具备依托人工智能驱动的并购匹配技术及其高度数字化的文书管理流程所带来的效率提升和市场优势，在 2024 财年的业绩表现尤为亮眼，第三季度累计期间，其经常利润同比增长 98.4%，达到 70.2 亿日元，全年计划执行率已达 97.6%。

大成方面则介绍了中国国内投资人对日投资的需求以及问题风险点，同时也充分展示了其在中日并购领域的卓越法律服务能力。方新律师和袁少颖律师均拥有日本执业资格，长期为中日企业提供投资并购、日常经营及技术合作等领域的法律支持，积累了丰富的跨国业务经验，尤其是在控制法律风险和推动中日跨境项目合作方面表现突出，赢得了广泛认可。凭借深厚的专业积累，大成致力于为客户提供高效、专业的跨境法律服务，助力企业在国际市场上实现更大突破。鉴于双方日前已在多个领域开展了潜在的中日并购合作项目，包括但不限于精密汽车零部件项目、传承百年的老字号餐饮业项目、跨国教育资源整合的学校项目、有文化价值的寺庙项目、具有广泛知名度的高端美容仪项目、前沿科技的高温超导材料项目以及专业建筑设计院项目等等。这些项目涵盖了技术、文化、教育等多元领域，体现了双方合作的广泛性与深度。为进一步提高双方合作推进效率，改善合作机制，经过深入交流，双方在广泛共识基础上达成战略合作意向，并同步切实建立了并购项目中实现项目信息共享的机制。此机制为中日双方的企业客户提供更加透明的项目运作模式，确保实时获取并购项目的企业信息和市场数据。同时，双方通过优化并购流程，大幅简化中日并购双方企业的沟通流程、交易手续，将显著提高项目运行效率。目前，中国企业进军日本并购市场热度攀升，日本中小企业的优质资产与中国企业的市场扩张需求高度契合。未来十年，将有更多的中国企业利用这一良机，通过并购日本企业，实现跨国经营的战略布局。双方的共同合作不仅为中日并购市场注入了新的活力，也促进了中日企业之间的合作与交流。大成凭借其在跨国并购领域的丰富经验和敏锐洞察，将继续发挥在中日跨国并购中的重要作用，推动中日企业之间的紧密合作和资源共享，为中国企业保驾护航，成为其在日并购的强大后盾。

大成律师事务所联合中关村天使百人会成功举办企业与家 族服务&资本市场专题论坛

2024年9月13日，中关村天使百人会企业与家族服务&资本市场专题论坛在大成北京总所成功举办。本次会议由大成公司与并购重组专委会、大成资本市场专委会、中关村天使百人会联合主办，大成北京总所公司与并购重组专业组、大成北京总所资本市场专业组承办。会议由大成高级合伙人李雨龙律师、北京博能科技股份有限公司副总裁韩静霆女士主持，大成高级合伙人刘林森律师、大成高级合伙人刘婧律师、基石创投管理合伙人秦少博先生、灵犀致远基金董事长袁晓洋先生先后进行了精彩纷呈的主题分享。



图/李雨龙律师



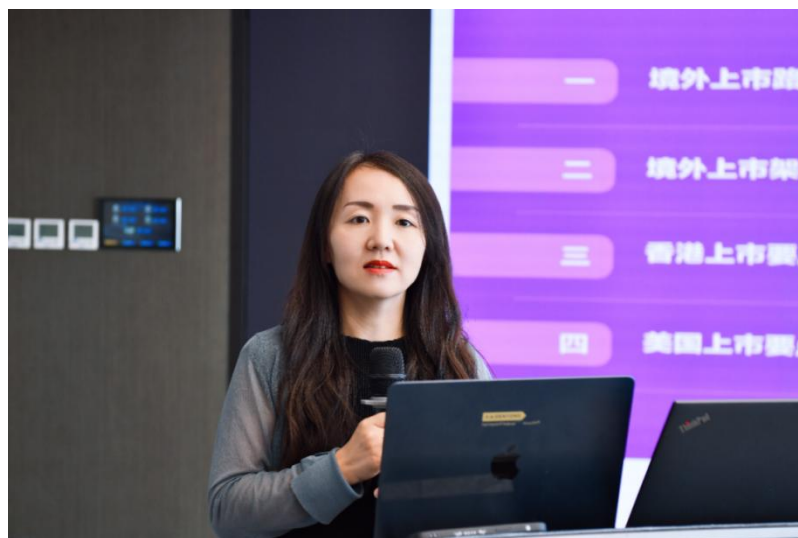
图/韩静霆女士

刘林森律师以高效退出投资项目的路径为主题，为与会企业家全面系统地讲解了退出方案的选择、争议解决程序、复合策略等，并结合实际案例分析了不同退出方式的利弊和风险，为企业家退出投资实践提供了重要的参考价值。刘林森律师指出，企业应根据市场环境和项目发展情况，选择合适的退出时机，避免错过最佳退出窗口，并从包括 IPO、并购、股权转让等多元化退出方式中灵活选择。在退出过程中，严格遵守相关法律法规，确保退出过程的合法性和合规性；合理规划税务结构，降低退出过程中的税务成本，提高退出效率。



图/刘林森律师

大成资本市场专委会联合牵头人、秘书长刘婧律师围绕境内企业的境外上市路径解析，结合自身丰富的境外上市、风险与私募股权投资及并购等法律业务经验，详实地讲解了境外上市路径概述及选择、境外上市架构、香港上市要点、美国上市要点等内容。刘律师首先剖析了不同的境外上市路径特色，如香港市场审批流程标准化、条件要求多元，且投资者对中国背景企业更为关注和认同；美国市场则标准更加灵活，市场规模大，流通性高，但法律环境差异较大等，建议企业结合自身情况灵活选择。而后刘律师对境外上市架构进行讲解，帮助与会嘉宾精准理解与区分 H 股、红筹（股权控制、VIE 协议控制）。刘律师还清晰归纳了香港、美国上市的条件与要点，并以中国律师的视角展示了上市工作示意性流程、时间表以及监管部门重点关注的问题等。



图/刘婧律师

秦少博先生就项目退出的体会展开分享，结合具体案例生动有趣地讲述了投资过程的酸甜苦辣。他建议大家以平稳的心态在资本市场结构化加剧的时期关注资产布局，以发展的眼光审视持仓。



图/秦少博先生

袁晓洋先生以其深厚的行业洞察力为与会嘉宾带来了精彩的 FY24 三季度市场总结及四季度策略分享，内容涵盖 2024 年前八月 IPO 状况、前三季度总结、四季度策略等诸多干货。



图/袁晓洋先生

在互动环节，与会者就各自关心的问题与嘉宾进行了深入交流。嘉宾们耐心解答了资本市场政策、投资项目风险评估等方面的问题，现场气氛热烈而融洽。



图/与会人员合影

此次企业与家族服务&资本市场专题论坛的成功举办鼓励了企业家积极拥抱变化，为推动区域经济发展、促进产业升级注入了新的活力。后续大成律师事务所也将秉持初心，携手各界力量为企业家们保驾护航。

大成助力河南投资集团有限公司全资控股企业成功发行

3.45 亿美元高级无抵押境外债券

2024年8月14日，大成律师事务所（简称“大成”）作为承销商境内法律顾问，为河南投资集团有限责任公司全资控股企业 CENTRAL INTERNATIONAL DEVELOPMENT (BVI) LIMITED 中原国际发展 (BVI) 有限公司（简称“发行人”或“公司”）成功发行 3.45 亿美元高级无抵押境外债券提供法律服务，发行规模为 3.45 亿美元，债券期限为 3 年，票息 5.10%。联席牵头经办人由 31 家国际头部投行组成，包括联席全球协调人及联席牵头经办人及联席簿记管理人国泰君安证券（香港）、中国银行、中国工商银行（亚洲）、中国建设银行（亚洲）、华夏银行香港分行，以及联席牵头经办人及联席簿记管理人信银国际、中国国际金融香港证券有限公司、招商永隆银行、星展银行、民银资本、中信里昂证券、建银国际金融、浙商银行香港分行、兴业银行香港分行、上海浦发银行香港分行、民生银行香港分行、光大银行香港分行、渣打银行、中信建投国际、海通国际证券等。公司主体评级为“惠誉 A”。

河南投资集团有限公司成立于 1992 年，是河南省首家国有资本运营公司试点单位、国务院国资委认定的国企改革“双百企业”，拥有国内 AAA、国际 A 信用评级，是中部地区首家具备三大主流债券储架发行资格的企业。截至 2024 年 3 月底，集团总资产 3431 亿，净资产 1383 亿。作为第一大股东管理资产超 4.6 万亿，参控股上市公司 69 家。近年来，按照国有资本运营公司定位，以股权投资运营为主业，以直投+基金为工具，以资本运营和金融服务为支撑，形成了金融与实业双轮驱动、基础产业与新兴产业相互促进、强周期产业与弱周期产业优势互补的发展格局，聚焦金融产业，基础设施、基础产业，新兴、未来产业，现代服务业四个产业领域投资布局。

大成律师事务所接受委托作为本次债券发行的承销商中国法律顾问，为本项目提供专业、高效、优质的法律支持，包括但不限于开展尽职调查、出具法律意见书、协助审查其他相关法律文件等全程法律服务。大成律师以其专业、严谨、高效的工作方式和态度赢得了客户的认可。大成律师团队由高级合伙人**范兴成**、**周天林**带领，成员还包括合伙人**林晨**、**王崧焱**，律师**胡蓉**等。

大成助力锦好医疗完成海外资产收购项目

2024年9月10日，上市公司惠州市锦好医疗科技股份有限公司（以下简称“锦好医疗”或“公司”）发布了购买资产公告。根据公告内容显示，锦好医疗及其全资孙公司 inHearing Technology Inc. 向 IntriCon Inc. 及其关联公司购置有关听力健康业务的芯片、助听器、设备和无形资产，上述资产所在地为美国、印度尼西亚和新加坡。本次交易目的是实现锦好医疗高端芯片的自主可控，满足生产高端助听器（包括专业验配助听器和 OTC 助听器）所需的高端芯片及相关技术，拓展高端助听器市场，提升公司在高端助听器领域的产品竞争力，符合公司未来战略发展需要。

锦好医疗成立于 2011 年 8 月并于 2021 年登陆北交所完成 A 股上市，是工信部第三批专精特新“小巨人”企业。公司专注于助听器研发、生产与销售，销售渠道覆盖欧洲、美洲、亚洲等 90 多个国家和地区，致力于为有听力困扰的人群提供有声陪伴，让所有存在听力障碍的人都实现享有美好生活的权利。2020 年锦好医疗成立子公司芯海聆进行数字助听器芯片的研究开发及设计工作，成为国内首家拥有自主芯片和算法的助听器企业。2024 年 8 月 13 日，锦好医疗成立孙公司 inHearing Technology Inc. 作为公司收购 IntriCon Inc. 助听器芯片业务后在境外地区开展芯片业务的主体，主要负责原 IntriCon Inc. 在美国、欧洲等境外地区的助听器芯片业务。Intricon Inc.

Intricon Inc. 成立于 1977 年，是一家跨国公司，从事设计、研发、制造可穿戴医疗设备，其产品主要用于生物传感设备、听力设备和专业音频设备。其在听力健康、助听器领域有着 40 多年深厚的沉淀和积累，在行业里享有较高的声誉，其芯片产品在世界各地的助听器企业得到广泛使用。

大成律师团队作为锦好医疗本次海外资产收购项目的专项法律顾问，为锦好医疗本次海外资产收购提供了全程专业法律服务，包括海外资产法律尽职调查、法律咨询与谈判、交易文件起草与修改、协助海外资产交割等工作。大成律师团队以严谨、务实的工作态度和专业的服务水平助力锦好医疗成功完成了本次海外资产收购，并获得了客户的充分认可与高度好评。大成律师团队由高级合伙人（待备案）余承志、合伙人邹思思、律师沈记，律师助理陶昕晨、万赛迪组成。

大成为中银资产及中国信达数亿元增资浙江晶科提供全程 法律服务

近日，中国银行（601988.SH）旗下中银金融资产投资有限公司（以下简称“中银资产”）、中国信达（01359.HK）旗下芜湖晶达信荣股权投资有限公司（以下简称“芜湖晶达”）及中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“东方资产”）联合对浙江晶科能源有限公司（以下简称“浙江晶科”）进行增资，并已完成工商变更登记。本次增资完成后，浙江晶科注册资本由约 20.55 亿人民币增至约 27.14 亿人民币，现浙江晶科由晶科能源（688223.SH）、东方资产、中银资产及芜湖晶达共同持股。

浙江晶科成立于 2006 年 8 月，经营范围为光伏设备及元器件制造、光伏设备及元器件销售、电子专用材料制造、高性能纤维及复合材料制造、有色金属合金制造、新兴能源技术研发、货物进出口。

大成律师团队受中银资产及中国信达的委托作为本项目的专项法律顾问，为本项目提供了专业、优质、高效的法律服务，其中包括对标的公司浙江晶科及其关联方开展法律尽职调查，协助设计并审核交易结构与安排，起草、审阅交易文件，参与交易文件谈判以及对项目开展过程中相关法律问题提供咨询服务并出具法律意见书等。大成律师团队由高级合伙人付强、律师万玺、李爽组成。

大成资本市场境外上市系列讲座（合肥站）成功举办

2024年9月29日，由大成资本市场专委会、大成北京总所资本市场专业组、大成上海资本市场专业组联合主办的“大成资本市场境外上市”系列讲座在大成（合肥）律师事务所（以下简称“大成合肥”）成功举办。本次讲座由大成合肥高级合伙人郭瀚昭律师主持，大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专委会牵头人于绪刚律师和大成合肥名誉主任纪敏律师分别致辞，大成合肥董事局主席孙箫律师对讲座作了精彩点评。讲座以线下、线上相结合的方式进行，对大成资本市场境外上市业绩及境外上市法律服务相关专业知识、技能、前景等进行了系统讲解，吸引了三千余名律师同仁、企业界人士关注和参与。







林兢律师担任大成上海高级合伙人、大成资本市场专业委员会联合牵头人兼内核委员、华福证券证券内核外聘专家委员、华东政法大学兼职教授及硕士生校外导师等，讲座主题为《中国企业境外上市路径解析》。林律师围绕中国企业直接境外上市和间接境外上市两种路径选择思路，分析了中国企业境外上市的主要市场以及不同路径的注意事项，对境外上市业务中要特别注意的监管问题进行提示，为与会人员提供了清晰的战略思路。



张祥发律师作为大成广州高级合伙人、大成资本市场专委会联合牵头人以《境外上市中国证监会备案逻辑及关注要点》为主题给大家带来了详尽的分享。张律师详细介绍了股权架构和股权变动的定义，并根据存在的具体问题提供解决问题的方案和建议，并阐释红筹架构的定义、类型以及搭建的基本流程，探讨了在搭建红筹架构过程中的外汇登记、税务规划，以及如何有效识别和管理相关风险等问题，重点解读了境内备案新规出台后的监管政策要求。



大成上海高级合伙人、大成上海资本市场专业组负责人石锦娟律师就《境外上市的主要法律问题》做了详细阐述，重点阐述了红筹名称的由来、概念以及架构，分析采用 VIE 架构取得备案的情

况，讲解了境外上市的操作流程和注意事项，为参会者解读了海外上市过程中可能遇到的法律挑战及应对策略。



大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专委会联合牵头人、大成资本市场专委会秘书长刘婧律师分享《港美股对比、香港上市流程及要点》，刘律师依托自己多年的实操经验，详细分析了香港、美国上市优势对比，帮助与会律师精准理解与区分 H 股、红筹（股权控制、VIE 协议控制），指出境内律师及中介机构在香港上市过程中的工作重点，为有意参与香港上市业务的律师、企业提供了宝贵的实操经验。



大成福州合伙人、大成资本市场专委会副秘书长李秋实律师以《美股上市中介机构职责、流程、时间表》为主题，首先对美股上市中介机构职责、流程和时间表进行说明。重点分析了境内律师在备案过程中如何与监管部门及关联部门进行沟通，使参会者对美股上市流程和重点业务节点有了更全面的了解。

本次系列讲座专业性、针对性、操作性强，与会人员一致认为，通过聆听专家讲座，对境外上市及其法律服务有了全新的认识与理解。



大成助力拜尔德医疗通过 De-SPAC 方式于美国纳斯达克上市

2024 年 10 月 1 日（美国东部时间），大成助力 Better Medical Investment Holdings Limited（拜尔德医疗投资有限公司，境内百德（苏州）医疗有限公司的境外上市主体，“拜尔德医疗”）成功与 ExcelFin Acquisition Corp. 完成合并，其普通股及认股权证于 2024 年 10 月 2 日（美国东部时间）在纳斯达克交易所上市交易，合并后公司更名为“Baird Medical Investment Holdings Limited”，股票代码分别为“BDMD”和“BDMDW”。

拜尔德医疗是国内领先的主要从事用于肿瘤微创治疗的微波消融（MWA）医疗器械的制造商和供应商，专有医疗设备用于治疗良性和恶性肿瘤，包括甲状腺结节、肝癌、肺癌和乳房肿块，也是国内第一家获得专门用于甲状腺结节的 MWA 医疗器械 III 类医疗器械注册证的企业。拜尔德医疗是境外上市备案新规于 2023 年 3 月 31 日生效以来第 28 家赴美上市获得中国证监会备案通知书的企业，也是为数不多的以 De-SPAC 交易方式获得中国证监会备案通知书并已成功于纳斯达克交易所上市的企业。

大成律师团队作为本项目的专项法律顾问，为本项目提供了公司境内法律尽职调查、备案文件起草、中国法律意见书出具及境内外监管机构反馈问答、合并交易文件审阅、交割条件确认等境内企业境外上市过程中中国律师的各项法律服务，助力客户顺利完成本次通过合并方式于美国纳斯达克交易所上市，获得客户的高度认可。大成律师团队由高级合伙人张祥发、合伙人夏子欣担任项目负责人，合伙人（待备案）宋强、律师助理胡锦涛浩、律师助理赵心怡等组成。

大成助力 CLICK HOLDINGS LIMITED 美国纳斯达克上市

美国东部时间 2024 年 10 月 9 日，Click Holdings Limited（以下简称“力奇服务”）成功在纳斯达克交易所上市，股票代码为“CLIK”。

大成深圳办公室作为发行人的中国境内法律顾问，由高级合伙人吴家雄律师、于挺律师组成专业法律服务团队，为发行人本次上市提供了中国法律服务，为本次上市出具了专业法律意见，协助发行人对境外监管机构反馈问答，成功助力发行人本次上市圆满完成。

力奇服务是一家总部位于香港的人力资源解决方案提供商，主要专注于人才采购以及向会计和专业公司、香港上市公司、疗养院、个人患者、物流公司和仓库等客户提供临时和永久人员。

大成助力高新金控 2024 年可续期公司债券（第一期）发行 10 亿元

近日，大成助力西安高新金融控股集团有限公司（以下简称“高新金控”）2024 年面向专业投资者非公开发行的可续期公司债券（第一期）在深交所成功发行，规模 10 亿元，期限 3+N 年，票面利率 3.12%。该债券发行主体为陕西省首家成功发行同品种债券的区县级主体，创全国同评级金融控股类企业同品种债券最大发行规模和最低票面利率。本次高新金控成功发行可续期公司债券（第一期），将进一步提升其以金融服务实体经济的能力，从而推动西安高新功能区企业培育、产业发展、科技创新等再上新的台阶。

高新金控是西安高新功能区三大国有企业之一。近年来，高新金控坚持“国企服务发展”定位，聚焦产业投资服务主责主业，通过产业投资、风险投资、普惠金融、供应链金融、金融数据服务等 5 大业务板块，为西安“双中心”核心区、“四个高新”建设引入了金融活水，提供了重要支持。

大成律师团队作为本项目的专项法律顾问，为本项目提供全程法律服务，服务内容包括法律尽职调查、撰写法律意见书、发行见证等。大成律师团队由高级合伙人陈洁、律师赵阳飞组成。

大成长三角资本市场论坛成功举办

2024年10月25日，大成长三角资本市场论坛在镇江圆满举办，本次论坛由大成上海办公室资本市场专业组、大成镇江办公室主办，大成资本市场专委会、大成资本市场行委会、大成上海办公室资本市场行业组、大成上海办公室科技、媒体与通信行业组共同举办。此次论坛聚焦境外上市业务及探索资本市场的新趋势和新业务，深度探讨境外上市的法律框架、合规要点及风险防控策略，为企业迈向资本市场之路提供全方位、多维度的指导与支持。



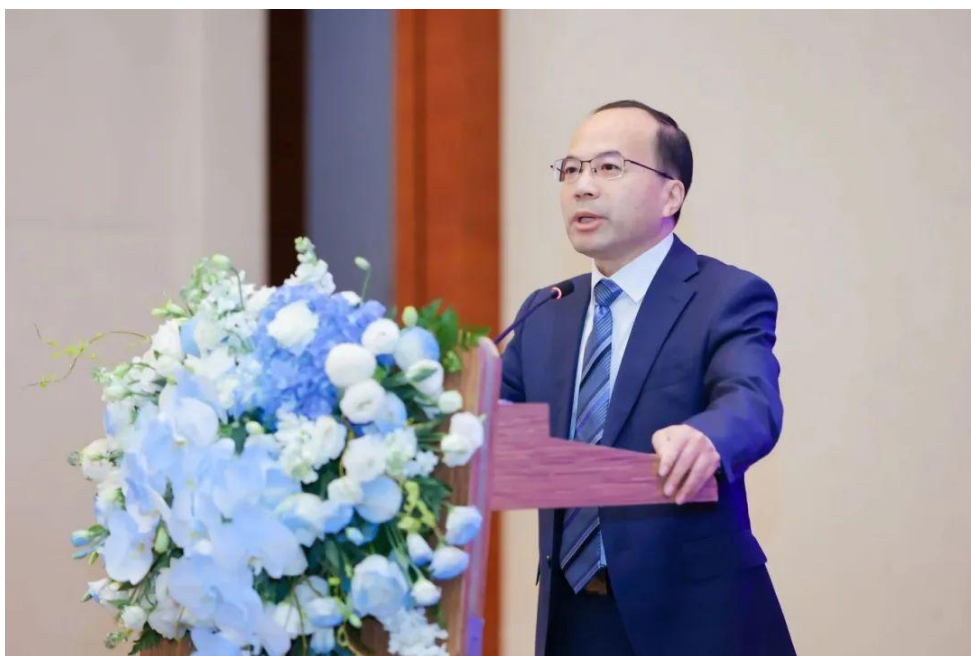
图/石锦娟律师

上午论坛由大成上海办公室资本市场专业组负责人石锦娟律师主持。



图/袁华之主任

大成律师事务所主任、董事局主席袁华之，对莅临本次论坛的各位嘉宾表达了热烈的欢迎。袁主任指出，长三角资本市场论坛已连续举办了九届，论坛的举办不仅见证了长三角地区资本市场的蓬勃发展，更为大成证券业务的专业化发展注入了强劲动力。而第十届长三角资本论坛在镇江举办，更是充分体现了大成紧跟资本市场新动向、新形式，以及始终走在行业前沿的决心与行动。随后，袁主任对大成律师事务所过往发展历程及现阶段发展战略做了详尽介绍。他强调，在第五个五年规划确立的发展目标和发展原则的指导下，大成先后设立了各家分所，通过区域内各家办公室的深度融合、资源共享及优势互补，为客户提供更专业的法律服务。接着，袁主任指出，大成是中国最早具有从事证券法律业务资格的律所之一，多年来在资本市场业务领域持续发力，凭借专业化的团队，成熟的法律服务产品以及规范的法律服务流程，在资本市场法律服务领域始终扮演着重要角色并居于市场前列。他还表示支持企业境外上市是大势所趋，这要求法律体系及时跟进，法律团队具备国际服务能力，以适应企业境外上市的新需求。最后，袁主任希望，通过本次论坛能够凝聚各方智慧，深入分析资本市场的新变化，为企业提升全球竞争力提供坚实的保障，并预祝本次论坛圆满举办。



图/封孝权律师

大成镇江办公室董事局主席封孝权律师对现场来宾表达了热烈的欢迎和感谢。封律师阐述道，大成律师事务所作为中国法律服务业的佼佼者，尤其在资本市场领域，凭借深厚的积淀与卓越的成就，始终屹立于行业前沿。大成镇江办公室作为本土成长起来的专业力量，致力于向广大客户提供卓越的法律服务。封律师进一步指出，近年来，镇江市委、市政府对资本市场的繁荣发展给予了前所未有的重视，出台了一系列旨在扶持企业上市、优化金融生态的政策举措，为镇江资本市场的蓬勃发展注入了强劲动力。值此大成镇江办公室开业的重要时刻，本次论坛的顺利召开，不仅是对这一良好态势的积极响应，更是通过提供精准高效的服务与指导，为镇江企业铺设上市之路。展望未来，封律师满怀信心地表示，大成镇江将继续坚守追求卓越、精益求精的执业态度，为中国式现代化江苏新实践中的镇江篇章添上浓墨重彩的一笔。最后，封孝权律师衷心预祝本次论坛取得圆满成功。

功。



图/王小平董事

国泰君安证券投资银行部执行董事王小平带来题为“当前资本市场监管政策与企业资本市场路径”的分享。首先，王董介绍了围绕本次分享主题的六大板块，分别为：A股资本市场框架体系、近期监管政策、A股市场各版块定位及上市条件、A股近期并购重组市场情况概述、港股上市相关情况介绍、当前环境下的企业资本市场路径考虑。随后，王董深入剖析了每个板块，结合实例详细阐述了中国资本市场的发展历程、多层次资本市场体系的构成、当前监管政策的要点，以及企业在资本市场中的路径选择。他的讲解不仅涵盖了理论知识，还结合了市场实践和案例分析，使内容更加生动、具体。通过此次分享，在座嘉宾全面了解了当前资本市场的监管政策和企业应如何规划资本市场路径，为未来的投资决策提供了有价值的参考。



图/石锦娟律师

大成律师事务所高级合伙人、大成上海办公室资本市场专业组负责人石锦娟律师以“境外上市架构和法律关注点”为题带来主题分享。石律师首先全面概览了港股、美股以及其他境外上市板块的情况，分析了各上市板块财务指标在内的关键上市条件，给出不同上市板块的选择策略。她指出，港股和美股市场是海外上市的主要地点，特别是纳斯达克交易所。石律师详细介绍了中国证监会境外上市备案的具体要求和最新监管趋势。石律师还介绍了不同上市架构，特别是红筹架构的相应搭建变化，并深入分析了境外上市的相关法律关注问题，包括发行人股东穿透核查、实控人认定、业务独立性等。



图/赵清总裁

美森信息咨询创始合伙人、总裁赵清围绕“H股及红筹架构搭建要点”进行发言。赵总从“主要法律法规”“股权架构示意图”和“监管要点”三个方面分享了近期H股及红筹上市构架搭建过程中需要特别关注的合规要点，并围绕内容涉及境内外股权结构如何搭建、穿透股东的适格性、涉及行业准入负面清单的经营范围对架构搭建的影响、境内居民个人境外投资外汇登记、员工股权激励计划实施中的关键问题、架构搭建中涉及的税务义务、跨境资金流动的合规要点、构架中原境内机构投资方及基石投资者如何完成境外投资等方面进行了详细的介绍，让来宾对H股及红筹架构搭建以及境外上市需要关注的要点有了全面的了解。



图/黄利军律师

大成律师事务所高级合伙人黄利军律师就“境内外上市公司股份设立股权信托要点探析”带来主题分享。黄律师首先介绍到，伴随着境内外资本市场的浪潮，中国优秀企业家们将更多目光聚焦在财富的守富和传富，但同时也面临着不少挑战，包括资本市场监管口径的趋严、企业在传承与经营之间的平衡、经济下行与行业竞争压力等等。随后黄律师详细讲解了股权家族信托的基本概念，并详细阐述了其功能模式以及应用场景。他提到，股权家族信托，作为一种特殊的信托形式，不仅具有信托财产独立性的法律地位，确保资产隔离保护功能，防范企业及家族成员的经营风险对家族财富的冲击，还能够实现委托人财产的隐私保护。随后，针对股权家族信托业务实践这一内容，黄律师通过多个案例详细介绍了股权家族信托在境内外上市公司的应用情况。他提到，在境内上市公司中，股权家族信托的设立需要遵循相关法律法规和监管要求，确保信托架构的合法性和稳定性。最后，黄律师总结道，股权家族信托作为一种有效的财富传承工具，在境内外上市公司中具有广泛的应用前景。通过深入了解股权家族信托的功能模式、应用场景以及业务实践，可以更好地利用这一工具来规划家族财富的传承，实现家族企业的长久发展和家族财富的保值增值。



图/圆桌讨论（从左至右）：石锦娟律师、邹月董事长、Kim Wu 先生、黄倩平女士、武玄律师、郑楚霖律师

圆桌讨论主题为“境外上市的监管趋势”，由大成律师事务所高级合伙人石锦娟律师主持。对话嘉宾分别为国泰证券董事长邹月、美国达庆联合会计师事务所管理合伙人 Kim Wu、道理资本创始合伙人黄倩平、美国 Sichenzia Ross Ference Carmel 律师事务所合伙人武玄、Appleby 毅柏律师事务所合伙人郑楚霖。首先，对谈嘉宾们分别从券商和会计师的角度，深入剖析了美股上市的趋势。他们指出，新政策的出台可能会对项目进程造成阻滞，希望监管机构能明确要求，细化工作流程。同时，他们也期望证监会能够备案后提升项目质量，通过有效的监管制度来筛选项目。在 IPO 链条上企业、中介、监管机构三者相辅相成，共同推动市场的发展。嘉宾们还强调，公司的内控体系需要逐步完善，这一过程不仅能够提高企业的管理水平，还能提升会计师事务所的服务质量和效率。境内外监管的加强，对于提升中国企业在海外的形象以及整个市场的健康发展都大有裨益。特别值得关注的是，331 新规后，美国律师和中国律师之间的合作变得更加紧密。中概股所面临的监管挑战日益复杂，不仅需要满足美国证监会的披露要求，还要满足中国证监会对中国公司的风险披露要求。因此，美国律师和中国律师需要就中国法律及中国风险的描述进行深入讨论，以确保合规性。此外，嘉宾们还就募资的合规性和途径进行了详细介绍。从审计师的角度来看，他们需要将报告分析清晰地呈现出来，确保主要客户、主要供应商等关键信息得到充分披露。这一环节对于保障投资者的权益和市场的公平性至关重要。整个讨论过程中，嘉宾们各抒己见，碰撞出了许多有价值的观点和思考，为嘉宾们深入理解境外上市的监管趋势提供了宝贵的参考。



图/李卫律师

下午论坛由大成镇江办公室监委会主任李卫律师主持。



图/林兢律师

大成律师事务所高级合伙人林兢律师带来“境外上市涉及的数据合规实务”主题分享。首先，林律师表示，数据无处不在，中国企业在境外上市时，面临越来越严格的数据合规要求，特别是《网络安全法》《数据安全法》以及《个人信息保护法》的实施及《网络数据安全条例》的颁布，

对企业跨境数据传输、网络数据安全、网络安全及国家安全提出了更高的监管标准。随后，他指出“滴滴网安大案”直接催生了中国企业境外上市过程中“数据合规顾问”的出现，更加速了中国证监会境外上市新规（《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》和相关配套监管指引）的直接出台。最后，林律师强调，拟上市企业应根据中国的最新监管要求，通过聘请专业的数据合规顾问制定详尽的数据整改及合规方案，确保履行监管要求的保密责任和不损害国家安全的义务，做到网络安全审查合规，个人信息及重要数据的收集、处理特别是出境的合规，全面及持续的涵盖企业全部生产经营过程涉及的数据活动的全生命周期和全场景的合规。



图/蔡雨多律师

大成律师事务所高级合伙人陈立彤律师团队蔡雨多律师就“境外上市合规风险防控”展开分享。蔡律师表示，在赴美（及境外）上市企业的合规管理中，合规风险的识别与防控至关重要。上市失败的案例很多，但其根本原因是没有合规管理或者合规管理不力，从而引发重大合规风险（包括法律风险、舞弊风险和操作风险）。随后，蔡律师对如何做好合规管理进行详细介绍。他强调，首先，企业要梳理清楚企业的合规义务（强制性的、选择适用的；禁止性、控制性的；境内的、境外的）。其次，在合规义务的基础上，企业需全面识别相关合规风险。最后，企业需要对合规风险进行评价并控制。蔡律师还指出，仅仅做好这三步还不够，企业还必须建立合规管理体系，对合规风险进行系统性地防控，对此企业应制定合规管理制度，完善运行机制，做好风险穿透，关注第三方合规及监管措施，及时规避潜在风险，提升企业形象和投资信心。通过 ISO37301 合规管理体系等标准的实施，企业能够更好地应对合规挑战，实现可持续发展。



图/曲峰律师

大成律师事务所高级合伙人曲峰律师带来了题为“新加坡证券市场二次上市机遇与法律实务”的主题分享。曲峰律师首先介绍了新加坡资本市场的行业分布情况，详细阐述了房地产、消费、工业等板块在上市公司数量和市值上的占比，并指出新加坡资本市场作为一个国际资本市场板块，近年来受到了中资企业的广泛关注。接着，曲峰律师深入剖析了金融监督管理框架和证券期货法律监管框架。他提到，新加坡金融管理局（MAS）作为行使央行职能和证券监管的政府机构，不仅负责货币政策和金融监管，还监督证券市场的运作，并参与整体市场货币政策的制定。随后，曲峰律师介绍了新加坡交易所的几种主要常见的上市方式，包括主板上市、凯利板上市、Reits上市、SPAC上市和二次上市，特别重点介绍了新交所中国企业的二次上市成功案例，并详细解读其背后的策略和动因，以及新加坡市场对于已经在境外上市中国企业的吸引力和支持政策。同时，他也指出了二次上市对于提升东南亚与东盟市场认知度和企业品牌知名度、拓宽融资渠道、增强股份流动性等方面的积极作用。最后，他特别讲解了二次上市的三种方式：介绍上市、介绍上市+配售、公开募集上市，阐述了每种上市方式的特点和要求，并强调了企业在选择上市方式时需要综合考虑自身条件、市场环境、融资需求等多方面因素。同时，他也提醒中国企业在海外上市过程中需要注重法律合规和风险防范，确保上市过程的顺利进行。



图/马宏伟律师

“彰显专业态度，拓宽服务维度”，大成资本市场行委会牵头人、高级合伙人、资本市场行业组负责人马宏伟律师，以证券合规为话题，发表了题为“资本市场‘全方位立体化’追责下的‘全流程一体化’风险应对”的主题演讲。马律师首先结合近期证券监管政策演变、处置规则和办案机制，概述介绍了当前“全方位立体化”的证券违法追责趋势。随后，他深入分析财务造假、市值管理与并购重组等一系列监管热点，对其中的关键合规风险作了精准解读。最后，马律师基于监管逻辑和实务经验，创新性地提出“全流程一体化”的综合应对方案，直击上市公司风险应对的痛点盲区。马律师指出，采用“三位一体，综合应对”风险处置思路，提供“全方位、一体化、多视角”法律服务，能够助力公司防范化解证券违法风险，合规创造战略发展价值。



图/圆桌讨论（从左至右）：林晨律师、陆奕总经理、Bill Huo 律师、张昕总经理、许晴晴总监

圆桌讨论主题为“境外上市中的合规重难点”，由大成律师事务所合伙人（待备案）林晨律师主持。对话嘉宾分别为国金证券香港董事总经理陆奕、Becker & Poliakoff 合伙人 Bill Huo、今麒麟行董事总经理张昕、上海穿岩总监许晴晴。与会嘉宾讨论了中介机构在境外上市中的角色与经验、新型监管环境下的合规压力、上市过程中的沟通协作以及时间规划等方面的内容。他们强调了上市过程中组建强大团队的重要性，并指出不同机构在项目中的角色和责任。讨论中提到了上市过程中的关键成功因素，包括及时妥协、全面计划以及清晰的主次逻辑顺序。同时，嘉宾们还讨论了新型监管环境下合规的具体压力，以及上市过程中预期管理的重要性。此外，嘉宾们还强调了企业在上市过程中需要保持耐心和坚持。由于上市过程涉及到多个环节和多个监管机构的审批，因此企业需要做好充分的时间和准备，并随时应对可能出现的各种挑战和困难。



图/程强律师

大成律师事务所合伙人程强律师围绕“企业上市过程中的知识产权尽调和风险排查”进行主题分享。他以企业因知识产权问题影响上市的实际案例为切入点，讲述了知识产权风险对企业上市的影响、上市企业知识产权的量与质、知识产权来源排查、知识产权权属风险、知识产权侵权诉讼风险与应对等五个方面问题，为企业上市前的知识产权尽调与风险排查实操提供了指导性建议。



图/杨春宝律师

大成律师事务所高级合伙人杨春宝律师带来“股权回购的攻与防”主题分享。杨律师以股权回购的攻与防为主题，对最高法院法答网近期发布的关于股权回购权的答问以及上海一中院新发布的回购判例进行深入分析，并对投资人行使回购权提出了相应的应对之道。此外，杨律师结合相关司法案例对投资人在行使回购权过程中常见的不可抗力和被投资企业经营管理权等回购义务人主张不承担回购责任的事由进行了剖析，讨论了不可抗力对对赌回购的影响以及对赌回购与经营权的关系，为投资人如何理解和应对股权回购中的复杂法律问题提供了针对性的实务意见和建议。



图/圆桌讨论（从左至右）：狄朝平律师、沈晓舟总经理、朱鑫焱先生、胡玉祥律师、林兢律师、赵云虎律师

圆桌讨论聚焦于“从监管导向出发看新形势下证券业务的发展”，由大成上海律师狄朝平主持。与谈嘉宾分别为东吴证券投资银行总部副总经理沈晓舟、容诚会计师事务所合伙人朱鑫焱、大成镇江办公室胡玉祥、大成律师事务所高级合伙人林兢、大成律师事务所合伙人（待备案）赵云虎。讨论的核心议题围绕“在资本市场中，IPO的数据量呈现萎缩趋势，证券业务如何寻求生存与发展之道”进行。嘉宾们深入剖析指出，面对当前挑战，关键在于积极挖掘现有客户的潜在需求，创新开发新型业务服务模式，同时紧密关注资本市场的发展趋势，把握新质生产力机遇，并致力于提升上市公司高质量发展，以此作为穿越行业寒冬的坚实基石。他们一致指出，资本市场的核心在于投资者，既要充分尊重投资者的权益，也要实施合理的监管措施以维护市场秩序，确保投资者利益得到最大程度的保护，从而促进资本市场的健康发展，形成良性循环。最后，嘉宾们强调，面对不断变化的监管环境，专业人士应坚守专业精神，紧跟监管动态，持续学习，不断提升自身能力，这是实现业务成功与持续发展的关键所在。



图/王善良律师

大成董事局副主席、上海办公室主任王善良律师对本次论坛进行总结发言。王律师首先对各位嘉宾的莅临表达了诚挚的欢迎与深切的感激，感谢大家为长三角资本市场的发展积极建言献策，共同促进了该区域的金融创新与经济繁荣。他指出，此次论坛围绕长三角资本市场，分享前沿观点和实践经验。他进一步强调以下四点：一、论坛成果丰硕，深入剖析了长三角资本市场的现状和挑战，并提出了许多具有针对性和前瞻性的解决方案；二、长三角资本市场地域凸显，长三角地区作为我国经济发展的重要引擎，其资本市场的发展对推动区域经济增长具有重要的意义；三、新质生产力

引领未来，硬科技和合规及境外上市是本次论坛贯穿始终的关键词，为资本市场继续探索科技新生产产业的新兴领域的合规发展注入新的活力；四、合作共赢是主旋律，长三角资本市场的繁荣发展离不开大家的共同努力和合作，券商、会所、评估所、律所以及学术界的各方代表加强合作，共同推动长三角资本市场健康发展。最后，王律师对本次莅临的嘉宾再次表示感谢，并呼吁大家继续携手共进，为长三角资本市场的繁荣与发展贡献更多的力量。

至此，大成长三角资本市场论坛圆满落下帷幕，本次论坛汇聚了业界精英及众多嘉宾，深入探讨了资本市场新趋势和新业务。大成始终秉持着专业、严谨的服务理念，为企业迈向资本市场之路提供全方位、多维度的指导与支持。未来，大成全体同仁将继续关注资本市场业务，共创资本市场发展的新篇章。

大成作为承销商中国律师助力利邦厨具成功在美国纳斯达克完成 IPO

2024年10月23日，大成助力来自江苏无锡江阴市顾山镇的无锡利邦厨具有限公司成功在纳斯达克交易所上市交易，股票代码为“LBGJ”。

利邦厨具成立于1992年，总部位于江苏无锡江阴，作为一家制造商用厨房设备提供商，主要业务是以自己的“利邦”品牌在中国设计、开发、生产和销售不锈钢商用厨房设备，为客户提供从前期商业厨房设计到设备安装和售后维护的全方位服务。利邦厨具的客户群包括国际酒店、公司、公共机构、教育机构、医院等。

大成律师团队作为本项目的承销商中国律师，凭借丰富的境外上市项目经验，为本项目提供了专业、高效、优质的法律服务，包括但不限于境内法律尽职调查、招股书及中国证监会备案材料的审阅修改、协助境内外监管机构反馈问答等，成功助力本次上市发行圆满完成。本项目由高级合伙人李寿双，律师孙观娜、田梦、许美玲共同提供 全程法律服务。

大成律师受邀为清科投资研修院进行授课

近日，应清科投资研修院邀请，大成律师事务所高级合伙人刘婧律师和合伙人陈玲玲律师作为清科投资研修院主题培训课程《私募股权基金退出实务之上市要点详解》的授课导师，以《A股、港股、美股三大资本市场政策梳理、差异及要点分析》为主题进行了专题分享。本次培训在北京市举行，线上线下同步进行，培训学员来自投资机构、政府部门、政府引导基金、金融机构、国有企业、民营企业等专业机构及平台。



图/会议现场

本次课程旨在深入剖析 A 股、港股、美股三大主流资本市场的最新政策动态、差异特征，促进学员深入理解并掌握境内外上市流程中的关键阶段及其应对策略，提升从业者的业务能力和专业水平。



图/刘婧律师

本次授课中，大成律师事务所高级合伙人，大成资本市场专委会联合牵头人、秘书长刘婧律师主讲港股、美股资本市场政策梳理、差异及要点分析的相关内容，结合多年的实操经验，详细分析了香港和美国上市的监管政策、上市标准，从港美股市场数据、上市架构及优劣势对比等角度分析了香港和美国上市的差异，并分别从香港上市和美国上市的不同角度进一步阐述了各自的具体操作流程和涉及的相关要点。



图/陈玲玲律师

大成律师事务所合伙人、大成证券业务内核委员会委员陈玲玲律师则为与会人员介绍了 A 股审核体制的演变过程，结合“新国九条”的内容为大家详细介绍了当前 A 股 IPO 的监管政策；此外，陈玲玲律师还具体分析了上交所、深交所及北交所各上市板块的核心差异等，同时结合其在 A 股多年的 IPO 实操经验，对 A 股审核过程中的若干关注要点进行了细致认真的讲解。两位律师深入浅出的分析及讲解“干货满满”，为参与学习的清科投资研修院学员提供了丰富的知识和实操经验。同时，大成高级合伙人刘婧律师和合伙人陈玲玲律师受聘为清科投资研修院导师。

清科投资研修院清科投资研修院（简称：清科投研院）是清科创业（股票代码：01945.HK）旗下专业教育品牌，致力于为中国产业金融和股权投资行业从业人士提供专业、务实、前沿的培训交流机会。汇集全国优秀行业领袖和资深专家组成导师团队，力求提供内容实用、与时俱进、深度聚焦国家政策和市场热点的课程和定制服务，助力中国金融和股权投资机构、投资者洞见资本市场趋势，把握最新投资机会。至今，清科投资研修院服务了超过千家的机构和投资者。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第三章

新规速递

新规 | 财政部 税务总局公告企业改制重组印花税政策

8月27日，财政部、国家税务总局发布《关于企业改制重组及事业单位改制有关印花税政策的公告》，该《公告》自2024年10月1日起执行至2027年12月31日。

《公告》明确了营业账簿、各类应税合同、产权转移书据的印花税处理，并规定企业改制重组以及事业单位改制过程中，经评估增加的实收资本（股本）、资本公积合计金额，应当按规定缴纳印花税。企业其他会计科目记载的资金转为实收资本（股本）或者资本公积的，应当按规定缴纳印花税。企业改制重组以及事业单位改制前书立但尚未履行完毕的各类应税合同，由改制重组后的主体承继原合同权利和义务且未变更原合同计税依据的，改制重组前已缴纳印花税的，不再缴纳印花税。

新规 | 证监会系统离职人员管理迎强监管

9月5日，中国证券监督管理委员会（“证监会”）公布《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》，该《规定》自2024年10月8日起施行。

《规定》在《监管规则适用指引—发行类第2号》基础上制定，吸纳了其主要内容，并新增三方面规定：一是拉长离职人员入股禁止期。将发行监管岗位或会管干部离职人员入股禁止期延长至10年等。二是扩大对离职人员从严监管的适用范围。将从严审核的范围从离职人员本人扩大至其父母、配偶、子女及其配偶。三是提出更高核查要求。中介机构要对离职人员投资背景、资金来源、价格公平性、清理真实性等做充分核查，证监会对有关工作核查复核。

新规 | 2024年版外商投资准入特别管理措施负面清单公布

9月6日，国家发展和改革委员会、商务部发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2024年版）》，该2024年版负面清单自2024年11月1日起施行。

2024年版全国外资准入负面清单限制措施由31条减至29条，删除了“出版物印刷须由中方控股”，以及“禁止投资中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品的生产”2个条目，制造业领域外资准入限制措施实现“清零”。在服务业领域扩大开放方面，国家发展和改革委员会负责人表示，未来将创新方式放宽服务业外资准入，并持续优化外资促进政策。研究修订鼓励外商投资产业目录，继续增加服务业条目。

新规 | 官方发布跨境电商出口退（免）税操作指引

近日，国家税务总局货物和劳务税司发布《跨境电商出口海外仓出口退（免）税操作指引》。

《指引》包括基本概述、出口退（免）税操作以及参考文件三部分内容，旨在为跨境电商出口海外仓企业提供详实办税指导，帮助企业深入准确理解出口退（免）税政策规定，熟练掌握出口退（免）税业务办理操作流程，更好地适应行业发展新形势，促进跨境电商出口海外仓业态蓬勃发展。

新规 | 渐进式延迟法定退休年龄新规出台

9月13日，全国人民代表大会常务委员会发布《全国人民代表大会常务委员会关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》，该《决定》自2025年1月1日起施行，同步启动延迟男、女职工的法定退休年龄，用十五年时间，逐步将男职工的法定退休年龄从原六十周岁延迟至六十三周岁，将女职工的法定退休年龄从原五十周岁、五十五周岁分别延迟至五十五周岁、五十八周岁。

同日，国务院发布《国务院关于渐进式延迟法定退休年龄的办法》，《办法》进一步要求从2030年1月1日起，将职工按月领取基本养老金最低缴费年限由十五年逐步提高至二十年，每年提高六个月。职工达到法定退休年龄但不满最低缴费年限的，可以按照规定通过延长缴费或者一次性缴费的办法达到最低缴费年限，按月领取基本养老金。

新规 | 最高法发布《民法典》侵权责任编司法解释（一）

9月25日，最高人民法院公布《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉侵权责任编的解释（一）》，该《解释》自2024年9月27日起施行。

《解释》共计26条，包括25个针对具体问题的条文，以及1条关于施行时间及效力的规定。《解释》主要明确非法使被监护人脱离监护的侵权责任，明确监护人责任，教唆、帮助侵权责任和教育机构责任的实体和程序规则，明确用人单位责任的适用范围和劳务派遣关系中的侵权责任形态，明确机动车交通事故责任的相关适用规则，明确缺陷产品造成的产品自身损害属于产品责任赔偿范围，明确规定禁止饲养的烈性犬等危险动物致人损害不适用免责事由，明确高空抛掷物、坠落物致人损害的实体和程序规则。

新规 | 《网络数据安全条例》正式公布

9月30日，中国政府网公布《网络数据安全条例》，自2025年1月1日起施行。

《条例》共9章64条，主要提出网络数据安全总体要求和一般规定，细化个人信息保护规定，要求网络数据处理者提供便捷的支持个人行使权利的方法和途径，不得设置不合理条件限制个人的合理请求，完善重要数据安全制度，明确制定重要数据目录职责要求，规定网络数据处理者识别、申报重要数据义务，规定网络数据安全机构和网络数据安全负责人的责任，优化网络数据跨境安全管理规定，明确网络平台服务提供者义务，等等。

新规 | 智能网联汽车等领域一批重要国家标准正式实施

10月1日，市场监管总局消息显示，一批重要国家标准于10月1日开始实施，其中包括智能网联汽车运行安全测试技术要求国家标准、智能家具通用技术要求国家标准等。

其中，《智能网联汽车运行安全测试技术要求》（GB/T 43766—2024）推荐性国家标准，规定了智能网联汽车测试车辆、测试主体、测试驾驶人或安全员、测试运行主体、测试安全管理等相关要求，将助力智能网联汽车道路运行安全测试活动有序开展，提升智能网联汽车运行安全水平。

新规 | 内地与香港及澳门签署《关于修订〈CEPA 服务贸易协议〉的协议二》

10月9日，商务部国际贸易谈判副代表李詠箴与香港特区政府财政司司长陈茂波在香港共同签署《关于修订〈《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）服务贸易协议〉的协议二》。10月10日，李詠箴与澳门特区政府经济财政司司长李伟农在澳门共同签署《关于修订〈《内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）服务贸易协议〉的协议二》。

上述《协议二》均自签署之日起生效，并将于2025年3月1日起正式实施。此次修订结合了香港及澳门经济社会发展需要和业界的诉求，在金融、电信、建筑、旅游等领域，进一步降低或取消对香港及澳门服务提供者的准入门槛，便利其在内地就业执业；部分开放措施将在大湾区率先实施，进一步推进粤港澳大湾区机制对接、规则衔接。

草案 | 国常会审议通过《网络数据安全管理条例》草案

8月30日，国务院常务会议召开，研究推动保险业高质量发展的若干意见，部署落实大食物观相关工作，审议通过《加快完善海河流域防洪体系实施方案》和《网络数据安全管理条例（草案）》，讨论《中华人民共和国海商法（修订草案）》。

会议指出，要对网络数据实行分类分级保护，明确各类主体责任，落实网络数据安全保障措施。要厘清安全边界，保障数据依法有序自由流动，为促进数字经济高质量发展、推动科技创新和产业创新营造良好环境。此外，会议讨论并原则通过《中华人民共和国海商法（修订草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。

草案 | 国常会决定将《科学技术普及法（修订草案）》《反不正当竞争法（修订草案）》提请审议

9月29日，国务院常务会议召开，部署加快“十四五”规划102项重大工程实施的有关举措，研究推进普惠托育服务体系建设工作，听取推进知识产权强国建设工作情况的汇报，讨论《科学技术普及法（修订草案）》和《反不正当竞争法（修订草案）》。

会议指出，保护知识产权就是保护创新。要加快推进知识产权强国建设重点任务落实，强化知识产权对关键核心技术攻关的支撑，深入开展专利转化运用专项行动，实施知识产权保护体系建设工程，为实现科技自立自强、推动高质量发展提供有力支撑。会议讨论并原则通过《科学技术普及法（修订草案）》和《反不正当竞争法（修订草案）》，决定将两个草案提请全国人大常委会审议。

草案 | 工信部拟发布《人工智能 办公大模型系统技术要求》等198项行业标准

10月14日，工信部网站公布《公开征集对<人工智能 办公大模型系统技术要求>等198项行业标准、1项推荐性国家标准计划项目的意见》，意见反馈截止时间为11月14日。

本次公开征求意见的行业标准包括《人工智能 办公大模型系统技术要求》《人工智能 大语言模型对齐能力评估》《人工智能 钢铁大模型数据集技术要求》《人工智能 钢铁行业应用场景分类指南》《人工智能 工业企业智能化升级就绪度评估》等等，推荐型国家标准计划项目为《北斗卫星导航系统民用终端设备电磁兼容技术要求和测试方法》。

草案 | 商务部拟修订对外贸易法 增加行为规范与风险防控措施

近日，商务部网站公布《关于<中华人民共和国对外贸易法（修订草案征求意见稿）>公开征求意见的通知》，意见反馈截止时间为10月12日。

《征求意见稿》共十一章八十三条，规定代为办理对外贸易综合服务业务的对外贸易经营者的合理审查义务，主要增加对外贸易活动有关行为规范，规定国家对跨境服务贸易实行负面清单管理制度，统一列出对境外服务提供者通过跨境交付、境外消费、自然人移动模式提供服务的特别管理措施，明确跨境服务贸易负面清单的制定、发布、调整程序。同时在风险防控方面，《征求意见稿》

依据有关国际经贸规则增加措施手段，包括国家基于特定原因可采取除禁止或限制进出口之外的其他必要措施。

新闻 | 最高院就“对赌协议”中股权回购权性质及其行权期限的认定进行答疑回复

8月29日，最高人民法院于其官网发布了“法答网精选问答”第九批。其中，问题2为“对赌协议”中股权回购权性质及其行权期限如何认定？最高人民法院回复认为：该问题的实质是如何认识投资方请求大股东或实际控制人回购股权的权利性质。就股权估值调整协议中投资方有权请求大股东或实际控制人回购股权的约定，根据民法典第一百四十二条第一款确立的合同解释规则，对该约定除按照协议所使用的词句理解外，还要结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则来理解。从双方约定的目的看，实际上是在符合（未上市或利润未达标）条件时投资方既可以请求对方回购进而自己“脱手”股权，也可以不请求对方回购而继续持有股权。因投资方行使此种权利有自主选择的空间，以合理期限加以限定，较为符合当事人的商业预期。具体而言：1.如果当事人双方约定了投资方请求对方回购的期间，比如约定投资方可以在确定未上市之日起3个月内决定是否回购，从尊重当事人自由意志的角度考虑，应当对该约定予以认可。投资人超过该3个月期间请求对方回购的，可视为放弃回购的权利或选择了继续持有股权，人民法院对其回购请求不予支持。投资方在该3个月内请求对方回购的，应当从请求之次日计算诉讼时效。2.如果当事人双方没有约定投资方请求对方回购的期间，那么应在合理期间内行使权利，为稳定公司经营商业预期，审判工作中对合理期间的认定以不超过6个月为宜。诉讼时效从6个月之内、提出请求之次日起算。

新闻 | 网信办与澳门签署《关于促进粤港澳大湾区数据跨境流动的合作备忘录》

9月9日，网信中国发布消息称在2024年国家网络安全宣传周网络安全技术高峰论坛主论坛期间，国家互联网信息办公室与澳门特别行政区政府经济财政司签署《关于促进粤港澳大湾区数据跨境流动的合作备忘录》，以促进内地与澳门数据跨境安全有序流动，推动粤港澳大湾区高质量发展。

新闻 | 网安标委制定公布人工智能安全治理框架 1.0 版

9月9日，全国网络安全标准化技术委员会公布了《人工智能安全治理框架》1.0版（中英文版）。

《框架》共包括六部分：1. 人工智能安全治理原则；2. 人工智能安全治理框架构成；3. 人工智能安全风险分类；4. 技术应对措施；5. 综合治理措施；6. 人工智能安全开发应用指引。其中，

在综合治理措施方面，《框架》提出 10 项措施，主要包括实施人工智能应用分类分级管理、建立人工智能服务可追溯管理制度、完善人工智能数据安全和个人信息保护规范、构建负责人的人工智能研发应用体系、强化人工智能供应链安全保障、推进人工智能可解释性研究。

新闻 | 证监会将出台重磅文件 推动中长期资金入市 活跃并购重组市场

9 月 24 日，证监会主席吴清在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上表示，证监会将发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施。

吴清表示，证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，近日将会印发。该《指导意见》明确了大力发展权益类公募基金，完善“长钱长投”的制度环境，持续改善资本市场生态等内容。

同时，证监会还研究制定了“并购六条”，即《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级，积极鼓励上市公司加强产业整合，进一步提高监管包容度，大力气提升重组市场交易效率等。

新闻 | 增值电信业务扩大对外开放试点正式启动

10 月 23 日，工信部组织召开增值电信业务扩大对外开放试点工作座谈会，正式启动北京、上海、海南、深圳四地增值电信业务扩大对外开放试点工作。试点实施后，外资企业可在试点地区独资经营互联网数据中心（IDC）、在线数据处理与交易处理等电信业务，深度参与我国算力、云服务市场，共促我国数字产业发展。

工信部明确，本次试点开放的互联网数据中心及其下属子项“互联网资源协作业务”系首次对港澳资本以外的境外资本开放。北上琼深四地可以结合自身发展定位和资源禀赋，差异化、有步骤地实施试点对外开放工作，加快实现以开放促发展、促改革、促创新的目标任务，进一步促进信息基础设施建设应用，着力吸引和利用外商投资，助力地方经济高质量发展。

新闻 | 中央网信办整治违规开展互联网新闻信息服务行为

近日，中央网信办印发通知，部署开展为期 3 个月的“清朗·整治违规开展互联网新闻信息服务”专项行动。

本次专项行动集中整治五类突出问题。一是编发虚假不实新闻信息，使用与新闻信息内容严重不符的夸张标题，或者恶意篡改、断章取义、拼凑剪辑、合成伪造新闻信息。二是借舆论监督名义，

通过采编、发布、转载、删除新闻信息，干预新闻信息呈现或搜索结果等手段，威胁、要挟他人提供财物、开展商业合作，谋取不正当利益。三是仿冒、假冒新闻网站、报刊社、广播电视机构、通讯社等新闻单位，或者擅自使用“新闻”“报道”等具有新闻属性的名称、标识开设网站平台、注册账号、发布信息。四是未经许可或超越许可范围开展互联网新闻信息采编发布服务、转载服务、传播平台服务。五是伪造、倒卖、出租、出借、转让互联网新闻信息服务许可资质。

新闻 | 市场监管总局召开首次“沃土”营商环境圆桌会议

10月17日，市场监管总局在京召开首次“沃土”营商环境圆桌会议。会上，9名相关行业企业代表、6名营商环境专家和4名地方市场监管部门负责人，共同对进一步优化营商环境进行了深入探讨，提出了需要关注的60余条问题和意见。

会议明确，下一步，市场监管部门要坚持企业需求导向，坚持问题导向和效果导向，强化服务意识和发展意识，以落实优化营商环境40条重点举措为抓手，强化制度型开放，对标国际一流水平，持续改革完善制度举措，加力推出增量政策，不断降低制度性成本，厚植企业发展的“沃土”，持续打造“投资中国”品牌。

案例 | 国家药监局公布4起医疗器械违法案件信息

药品监督管理部门深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，扎实推进医疗器械安全巩固提升行动，持续加强医疗器械质量安全监管，严厉打击医疗器械领域违法违规行为，依法查处了一批违法案件，切实保障人民群众身体健康和用械安全。现将4起医疗器械违法案件信息公布如下：

一、武汉天顺伟医疗器械有限公司生产未取得医疗器械注册证第三类医疗器械案

2023年6月16日，湖北省药监局对武汉天顺伟医疗器械有限公司进行日常检查。经查，当事人生产未取得医疗器械注册证的第三类医疗器械“个性化基台”，涉案货值金额12000元，违法所得12000元。当事人上述行为违反了《医疗器械监督管理条例》第十三条第一款规定。2023年10月19日，湖北省药监局依据《医疗器械监督管理条例》第八十一条第一款第一项规定，对当事人处以没收用于违法生产经营的设备及原材料等物品、没收违法所得12000元、罚款322200元的行政处罚。

二、陕西健驰生物药业有限公司生产说明书、标签不符合规定第一类医疗器械案

2024年1月3日，陕西省药监局根据举报线索，对陕西健驰生物药业有限公司进行现场检查。经查，当事人生产的第一类医疗器械“医用退热凝胶”说明书、标签中的使用方法，与备案内容不一致，且存在拒不改正情形。当事人上述行为违反了《医疗器械监督管理条例》第三十九条第一款

规定。2024年4月2日，陕西省药监局依据《医疗器械监督管理条例》第八十八条第二项规定，对当事人处以罚款85000元的行政处罚。

三、白城市豫兴义乌小商品店未经许可从事第三类医疗器械经营案

2024年2月22日，吉林省白城市市场监督管理局根据举报线索，对白城市豫兴义乌小商品店进行现场检查。经查，当事人未取得医疗器械经营许可证，销售无合格证明文件的第三类医疗器械“软性亲水接触镜”等产品，涉案货值金额659.4元，违法所得390.3元。当事人上述行为违反了《医疗器械监督管理条例》第四十二条第一款、第五十五条规定。2024年5月20日，白城市市场监督管理局依据《医疗器械监督管理条例》第八十一条第一款第三项、第八十六条第三项规定，责令当事人改正违法行为，并对当事人处以没收涉案产品、没收违法所得390.3元、罚款50000元的行政处罚。

四、贵阳钢厂职工医院使用过期医疗器械案

2023年8月15日，贵州省贵阳市南明区市场监督管理局对贵阳钢厂职工医院进行现场检查。经查，当事人使用过期医疗器械“血细胞分析用溶血剂”，涉案货值金额1451.52元。当事人上述行为违反了《医疗器械监督管理条例》第五十五条规定。2023年11月12日，贵阳市南明区市场监督管理局依据《医疗器械监督管理条例》第八十六条第三项规定，责令当事人改正违法行为，并对当事人处以没收涉案产品、罚款30000元的行政处罚。

案例 | 通过伪造交付资料等方式提前确认房地产业务收入 上市公司被罚 500 万

ST广物（600603）日前发布公告称，公司收到中国证监会下发的《行政处罚决定书》（〔2024〕104号）。

经查明，广汇物流通过伪造交付资料等方式提前确认房地产业务收入，虚增收入、成本和利润，导致广汇物流披露的2022年年度报告、2023年半年度报告存在虚假记载。其中，2022年度虚增营业收入2,893,869,277.69元，占当期披露营业收入的57.65%，虚增营业成本2,013,003,854.81元，虚增利润总额622,473,759.50元，占当期披露利润总额的78.52%；2023年半年度虚增营业收入265,437,567.33元，占当期披露营业收入的19.23%，虚增营业成本193,912,657.89元，虚增利润总额55,597,753.75元，占当期披露利润总额的15.98%。杨铁军2020年1月至2022年8月任广汇物流董事长，组织、安排实施伪造交付资料等造假行为，导致广汇物流2022年年度报告存在虚假记载。

证监会决定，对广汇物流股份有限公司给予警告，并处以 500 万元罚款；对杨铁军给予警告，并处以 250 万元罚款，并采取 5 年证券市场禁入措施。

案例 | 通过虚增应收账款等方式连续 7 年财务造假 财务总监 被罚 70 万元 会计被罚 50 万元

10 月 23 日，西藏证监局网站公布关于超毅网络和相关负责人的行政处罚决定书（（2024）3 号），该公司披露的 2015 年至 2021 年年度报告存在虚假记载。

据行政处罚书显示，超毅网络通过虚增应收账款、虚构或少记与客户交易、跨期调节收入、虚增虚减主营业务成本等方式虚增虚减营业收入、虚增利润总额，导致超毅网络 2015 年至 2021 年年度报告存在虚假记载。

西藏证监局认为，超毅网络实际控制人兼董事长王新华组织、指使超毅网络的财务造假行为，是上述违法行为直接负责的主管人员。超毅网络董事会秘书兼财务总监刘名娜，知悉财务造假行为，没有做到勤勉尽责，是超毅网络上违法行为的其他直接责任人员。超毅网络全资孙公司迁西金昊会计李力知悉、参与超毅网络的财务造假行为，是超毅网络上违法行为的其他直接责任人员。

西藏证监局决定，对超毅网络责令改正，给予警告，并处以 500 万元罚款；对王新华给予警告，并处以 400 万元罚款；对刘名娜给予警告，并处以 70 万元罚款；对李力给予警告，并处以 50 万元罚款。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第四章

明星律师



余承志 高级合伙人（备案中）

学历： 纽约大学 法律博士

主要业务领域： 公司与并购重组、跨境投资与贸易

余律师专长于跨境收购和公司与商事事务，在协助中国企业海外投资和并购方面拥有丰富的经验，自 2011 年开始，余律师已经协助中国企业在全球范围内处理了 90 几个跨境收购和绿地投资项目。余律师获得钱伯斯 2024、2023、2022、2021 和 2020 年公司与并购律师、LegalBand 2024 年顶级律师、上海商委“走出去”专家顾问、亚洲法律杂志（ALB）2019 十五佳并购律师、中国并购公会“2018 年最佳并购律师”和“2017 年最佳并购律师”，浙江省并购联合会及凤凰网新闻网“2017 年十大并购人物”等荣誉称号。

【主要项目经验】

上市公司跨境投资：

- 和资本市场团队合作为申达股份（600626）发行股份募集资金（涉及包括德国，墨西哥，柬埔寨和南非在内的 12 个国家 38 个主体的尽职调查）提供法律服务；
- 为德赛西威（002920）发行股份募集资金提供法律服务；
- 和资本市场团队合作为海兰信（300065）发行股份购买船舶通讯企业香港劳雷暨重大资产重组项目提供法律服务；
- 为海通并购资本和 TCL 创投联合帝科股份（300842）2 亿美金合资收购杜邦美国剥离的光伏的化学产品生产商（包括美国、台湾、印度、韩国和马来西亚的运营）提供法律服务；
- 为中芯国际（688981）旗下基金公司中芯聚源 1 亿美金收购新加坡上市公司剥离的半导体业务，成立合资公司提供法律服务；
- 为广汽（601238）进入泰国市场提供法律咨询服务；
- 为农夫山泉（09633）养生堂控股收购芬兰的原料供应商，成立合资公司提供法律咨询服务；
- 为银亿集团 10 亿欧元收购比利时汽车变速箱生产商邦奇公司（包括中国、荷兰、德国和马来西亚的运营）提供法律服务；
- 为中集物流控股收购总部位于香港的物流公司（包括巴西、墨西哥、秘鲁、阿根廷、智利的运营），成立合资公司提供法律服务；
- 为青山钢铁在美国设立合资企业提供法律服务；

上市公司全球常年法律服务：

- 为新和成（002001）提供全球常年合规法律服务（包括新加坡、印度、俄罗斯、日本、泰

国、印尼、越南、墨西哥等国家的合规运营)；

- 为盈方微电子股份有限公司（000670）提供全球常年法律服务；
- 为新大陆（000997）提供全球常年法律服务；
- 为中望软件（688083）提供全球常年合规法律服务（包括西欧，东亚，东南亚，西亚，北美，南美等国家的合规运营）；
- 为南孚电池提供全球常年法律服务（包括俄罗斯、土耳其的合规运营）；
- 为浙江迅实科技有限公司提供常年法律服务。



田梦 律师

学历： 香港大学：本科 经济与金融学位

加拿大 Western University: Juris Doctor (JD) 商业法方向

主要业务领域： 境外上市、私募股权与投资基金、投资并购

田梦律师本科毕业于香港大学，获得经济与金融双学位，随后在加拿大 Western University 取得法律博士学位（Juris Doctor），并拥有加拿大安大略省的律师执业资格，积累了近两年的当地工作及出庭经验。田律师同时拥有中国执业律师资格，主办和参与了多项人民币及美元私募股权基金的设立、中国企业境外上市、投资并购等工作。田律师英文写作及沟通能力较强，并参与境外上市项目的招股书撰写工作，具有国际视野和多元法学背景。

【主要项目经验】

境外上市项目： 经办百家云（Nasdaq: RTC）与富维薄膜（Nasdaq: FFHL）在纳斯达克合并上市、利邦厨具（Nasdaq: LBGJ）纳斯达克上市；安琪酵母（600298）在瑞士证券交易所发行 GDR 并上市；某电子产品回收服务公司香港主板上市（进行中，已通过备案）、某消费信贷精准服务公司香港主板上市（进行中）

股权投资融资业务： 代表奔驰作为 Pre-IPO 投资人投资曹操出行、代表减法美学向雅诗兰黛 pre-A 轮融资；代表深度图灵在境外进行天使轮融资、代表中银三星人寿投资红杉七期基金；代表华毅乐健 A+轮融资（生物科技）、代表北京健力源融资；代表中关村生命园创投投资孟眸生物（干细胞创新药）、代表苏州软银投资小电天体（新能源汽车）、代表某知名音乐类公司融资

私募股权基金设立业务： 经办华杰高景美元基金（BVI 有限责任公司）设立、四川省政府产业投资引导基金设立、海南自由贸易港创新投资基金（有限合伙）设立、北京新动力股权投资基金（有限合伙）设立、河南尚颀汇融产业基金（有限合伙）设立、赛富金瑞股权投资基金（有限合伙）设立、新动力专精特新投资基金（有限合伙）设立、熙诚致远创业投资基金（有限合伙）设立、熙诚致远数字动力基金（金融街资本集团创办）设立、熙诚致远数字未来基金设立

基金投资业务： 代表中金资本投资粤港澳天使基金、代表华杰高景美元基金及天津泓杰基金投资兆维科技、代表汇融战新基金投资尚成一号基金、代表汇融创投资基金投资奇安二期基金、代表 LP 投资 8090 产业孵化美元基金（有限合伙）

美元债发行业务： 济南高新控股集团有限公司发行美元债（公募、私募多期）

常年法律服务： 北京华杰芃沛管理咨询有限公司常年法律服务、北京盛景嘉成投资管理有限公司常年法律服务



于挺 律师

学历：香港中文大学 职业法律博士（J.D.）

主要业务领域：资本市场

于挺律师毕业于香港中文大学法学院，取得职业法律博士（J.D.）学位。于挺律师持有律师执业资格和英语专业八级证书，以中文和英文为工作语言，从业以来专注于非诉法律服务，主要工作经历涉及企业境外上市、境外发债、公司投融资和并购、公司法务等法律服务，致力于为客户提供细致入微的法律支持和服务。

【主要项目经验】

境外上市项目：参与 Guanze Medical（02427.HK）香港主板上市、谭仔国际（02217.HK）香港主板上市、Click Holdings Limited 纳斯达克上市。

上市公司增发、重组：参与某香港主板上市公司增发并于中国证监会备案。

上市公司常年法律服务：为谭仔国际（02217.HK）提供常年法律服务；为 Guanze Medical（02427.HK）、大森控股（01580.HK）提供专项法律服务。

其它证券类业务：参与深圳市卓越商业管理有限公司境外发行多期美元债券。



赵心怡 律师助理

学历： 硕士

主要业务领域： 资本市场；公司与并购

本科毕业于华东理工大学，获法学及经济学学士学位，研究生毕业于爱丁堡大学法学院商法专业。于 2023 年加入北京大成（广州）律师事务所，专注于境内企业境外上市、境外上市再融资、企业并购及投融资等资本市场领域，在资本市场积累了项目经验。

【主要项目经验】

美股上市项目：拜尔德医疗与 ExcelFin Acquisition Corp. 合并赴美纳斯达克上市（BDMD/BDMDW）

上市公司增发：Chanson International Holding 纳斯达克再融资

常年法律服务：某银行广东省分行常年法律顾问

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第五章

关于大成资本市场

关于大成资本市场

简介

大成作为中国最早获得从事证券法律业务资格的律师事务所之一，业务覆盖了贯穿上中下游的整个资本市场链条，凭借全球资源与多中心的优势以及专业团队的丰富经验支撑，在资本市场业务领域始终扮演着重要的角色并居于市场前列。

多年来，大成始终关注境内外 IPO、重组改制、收购兼并、私募股权投资、上市公司再融资、资产证券化等法律服务业务领域的发展，并始终保持着与中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券投资基金业协会、香港证监会、香港联合交易所、美国证监会、纽约证券交易所、NASDAQ、英国伦敦证券交易所和新加坡交易所等机构密切且良好的联系。

在资本市场与证券业务领域，凭借强大的全球化法律服务优势和出色的业绩，大成在工作方法、团队架构、协调机制、质量控制等方面积累了丰富的经验，能够保证所做的项目高效、有条不紊和高质量地进行。

优势

- **全球资源与多中心：**大成的业务遍及加拿大、美国、欧洲、英国、中东和非洲以及整个亚太地区。通过全球多中心战略，我们将卓越的本土知识与全球资源相融合，不仅拥有丰富的本土经验，更能在任何地方为客户提供所需要的支持和服务。
- **行业参与度：**大成是中国最早提供证券业务咨询的律师事务所之一，在中国资本市场中发挥了重要作用。2017-2019 三年 IPO 项目通过数量居全国前十，港股通过数量长期居全国前五。
- **专业的团队与丰富的经验支撑：**专业组中的高级合伙人从事资本市场业务 20 逾年，同时集聚了一批有丰富经验的全面的法律工作人员。他们不仅专注于本地的法律工作，更具有迅速组建跨地区、跨业务领域合作团队的优势，能及时、准确、高效、优质地为客户提供 专业化、综合性的法律服务。

内部刊物 仅供交流

顾 问

于绪刚 王 芳 卢旺盛 刘 婧 李寿双 杨金柱

余 洁 张祥发 张 颖 陈 沁 陈 洁 林 兢

耿仁文 苏绍魁 李秋实 陈 阳 顾 权 熊艳红

编 辑

赵汗青

联系我们

大成律师事务所

官方网站: www.dacheng.com

地址: 北京市朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 B 座 16-21 层

邮编: 100020

电话: +8610 58137799

传真: +8610 58137788