

我国证券行业监管

我国证券行业监管体系

- 监管机构体系：**政府监管**为主导、**自律监管**为补充
- 法规制度体系：
 - **法律**（监管制度的根本遵循）：《证券法》（全面规范证券发行、交易等活动）、《公司法》、《证券投资基金法》等；
 - **行政法规**：《证券公司监督管理条例》《证券公司风险处置条例》等，细化行业机构监管要求；
 - **部门规章及自律规则**：证监会颁布的部门规章、规范性文件（如业务操作、信息披露规则），以及自律组织制定的行业准则（如交易所业务规则、协会执业规范）。
- 监管手段体系：
 - 基础手段：信息披露监管、市场准入、交易行为监管以及稽查执法（对违法违规行为追责）。
 - **穿透式监管**：对业务全链条的穿透式管理，防范监管套利。

证券行业监管机构体系

- 政府监管层面

- **中国证券监督管理委员会（CSRC）**：作为核心监管机构，负责在全国证券市场实行集中统一监督管理，包括制定监管规则、审批证券发行上市、稽查执法等，其在各地设有派出机构分管辖区业务。



- **国家金融监督管理总局**：2023年5月正式揭牌，统一负责除证券业之外的金融业监管，同时承接了原证监会的**投资者保护职责**，强化对投资者权益的统筹保护。



国家金融监督管理总局

监管机构体系

- 自律组织：政府监管的重要补充
 - **证券交易所**：如上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所，承担审核公开发行证券申请、监管上市交易公司及信息披露义务人、组织监督证券交易等职能。
 - **全国股份转让系统（股转公司）**：负责新三板挂牌公司监管、股票转让组织及参与人管理等。
 - **行业协会**：包括证券业协会、期货业协会、基金业协会等，通过制定自律规则、规范会员行为实现行业自我约束。

拓展：我国金融监管体系

- 党中央层面领导协调机构

- 中央金融委员会/中央金融工作委员会：统筹金融领域重大工作，强化党对金融工作的集中统一领导，协调解决金融改革发展稳定中的重大问题。

- 中央层面核心监管机构

- 中国人民银行：国家中央银行，负责宏观审慎管理和系统性金融风险防范。
- 国家金融监督管理总局：统一负责除证券业之外的金融业监管（承接原银保监会职责并拓展职能）。
- 中国证券监督管理委员会（证监会）：专司证券业监管，负责资本市场（股票、债券、期货等）及证券期货经营机构、上市公司等主体的监管。

- 地方层面监管机构

- 地方金融监管局：负责辖区内地方金融组织（如小额贷款公司、融资担保公司等）的监管，落实地方金融风险处置责任。

拓展：中央金融工作会议

- 规格高：金融工作的指导思想。
- 最新一次召开：2023年10月30日
- 金融工作的定位与发展目标：金融是国民经济的**血脉**，是国家核心竞争力的重要组成部分。加快建设**金融强国**，全面加强**金融监管**，完善**金融体制**，优化金融服务，防范化解风险，坚定不移走中国特色金融发展之路，**推动我国金融高质量发展**，为以中国式现代化全面推进强国建设，民族复兴伟业提供有力支撑。
- 做好五篇金融大文章：科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。
- 关于资本市场发展方面：优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量，培育一流投资银行和投资机构，促进债券市场高质量发展。
- 金融机构：当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石。
- 资本市场：服务实体经济发展，支持科技创新的前沿阵地，与商业银行等间接融资体系厌恶风险的特点不同，资本市场具有风险共担和利益共享机制，与科技创新高风险、高投入、高收益的特性高度契合。

证券法

- 最新修订时间：2019年12月28日，2020年3月1日开始实施共14个章节。

1. 总则

2. 证券发行

3. 证券交易

4. 上市公司的收购

证券市场核心行为规范

5. 信息披露

6. 投资者保护

市场运行保障与投资者保护

7. 证券交易场所

8. 证券公司

9. 证券登记结算机构

10. 证券服务机构

市场主体与服务机构规范

11. 证券业协会

12. 证券监督管理机构

13. 法律责任

14. 附则

监管与责任保障

证券法

- 地位：资本市场基础性法律，其持续健康发展的制度基础。
- 制定背景：
 - 规范证券发行和交易行为
 - 保护投资者的合法权益
 - 维护社会经济秩序和社会公共利益
 - 促进社会主义市场经济的发展
- 主要原则：
 - 证券的发行、交易活动，必须遵循公开、公平、公正的原则；
 - 禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为；
 - 证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理；
 - 证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。

证券法

- 适用的证券种类：
 - 股票、公司债券、存托凭证（新增）和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；
 - 政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法；
 - 资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。（适用扩展）
- 管辖范围的扩展（第2条第4款）
 - 考虑资本市场的互联互通，跨境监管的现实需要，在境外的证券发行和交易活动，扰乱境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照证券法追究法律责任。

证券法：证券发行

- 发行制度：注册制
- 公开发行：
 - 向不特定对象发行证券；
 - 向特定对象发行证券累计超过二百人，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内；
 - 法律、行政法规规定的其他发行行为。
- 非公开发行证券
 - 不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。
- 发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券，依法采取承销方式的，或者公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请证券公司担任保荐人。
- 强化信息披露：要求充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必须的信息（第19条）。

拓展：审核制与注册制

● 审核制

- 企业需全面公开真实状况，并符合证券监管机构制定的实质性发行条件（如盈利指标、合规要求等）；监管机构（如证监会）不仅审查信息披露的完整性，还会对企业的财务状况、投资价值等进行实质判断，有权直接否定不符合条件的发行申请。
- 监管机构主导企业发行资格的“筛选”，通过设定硬性标准（如持续盈利、资产规模等）控制上市企业质量，股票发行节奏和价值判断受监管影响较大。

● 注册制

- 企业只需依法将与发行相关的全部信息（如财务数据、业务模式、风险因素等）完整、准确地向监管机构申报，监管机构（如交易所）仅对申报文件的真实性、准确性、完整性和及时性进行“形式审查”，不干预企业的投资价值判断；最终发行资格和定价由市场（投资者、中介机构）决定。
- 优势：降低企业融资门槛、缩短审核周期，更适配市场化资源配置需求。

证券法： 证券发行

- 公开发行股票需要提交的文件：
 - （一）公司章程；
 - （二）发起人协议；
 - （三）发起人姓名或者名称，发起人认购的股份数、出资种类及验资证明；
 - **（四）招股说明书；**
 - （五）代收股款银行的名称及地址；
 - （六）承销机构名称及有关的协议。
- 依照本法规定聘请保荐人的，还应当报送保荐人出具的发行保荐书。
- 法律、行政法规规定设立公司必须报经批准的，还应当提交相应的批准文件。

证券法： 证券发行

- 公司首次公开发行新股，应当符合下列条件：
 - （一）具备健全且运行良好的组织机构；
 - （二）具有**持续经营能力**；
 - （三）**最近三年**财务会计报告被出具**无保留意见审计报告**；
 - （四）发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪；
 - （五）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。
- 上市公司发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，具体管理办法由国务院证券监督管理机构规定。
- 公开发行存托凭证的，应当符合首次公开发行新股的条件以及国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

拓展： 审计意见结论类型

- 无保留意见

- 财务报表真实、公正地反映了企业的财务状况和业绩，且符合相关会计准则的要求。

- 保留意见

- 财务报表整体上公允反映了企业情况，但存在某些重要事项或审计范围限制，导致审计师无法完全认同。

- 非标准意见

- 审计师认为财务报表存在重大错误或虚假陈述，且这些错误或虚假陈述对整体财务报表的真实性和公正性产生了重大影响

- 否定意见

- 表示审计师无法对财务报表发表意见，通常是由于审计师无法获取足够的审计证据，或者企业拒绝提供必要的信息。

证券法： 证券发行

- 公开发行公司债券，应当符合下列条件：
 - （一）具备健全且运行良好的组织机构；
 - （二）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息
 - （三）国务院规定的其他条件。
- 公开发行公司债券筹集的资金，必须按照公司债券募集办法所列资金用途使用；改变资金用途，必须经债券持有人会议作出决议。公开发行公司债券筹集的资金，不得用于弥补亏损和非生产性支出。
- 上市公司发行可转换为股票的公司债券，除应当符合第一款规定的条件外，还应当遵守本法第十二条第二款的规定。但是，按照公司债券募集办法，上市公司通过收购本公司股份的方式进行公司债券转换的除外。

证券法： 证券交易

- 新股发行后交易限制（锁定期）：
 - （1）上市公司持有**百分之五**以上股份的股东、
 - （2）实际控制人、董事、监事、高级管理人员，
 - （3）以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东，
转让其持有的本公司股份的，不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定，并应当遵守证券交易所的业务规则。
- 为证券发行出具审计报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员，**在该证券承销期内和期满后六个月内，不得买卖该证券。**
- 其他锁定交易的情形。

证券法：禁止的交易行为

- 禁止证券交易内幕信息的**知情人**和**非法获取内幕信息的人**利用**内幕信息**从事证券交易活动。
- **内幕信息**：证券交易活动中，涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。
- 证券交易内幕信息的知情人包括：
 - 发行人及其董事、监事、高级管理人员；
 - 持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员；
 - 发行人控股或者实际控制的公司及其董事、监事、高级管理人员；
 - 由于所任公司职务或者因与公司业务往来可以获取公司有关内幕信息的人员；
 - 上市公司收购人或者重大资产交易方及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员；
 - 因职务、工作可以获取内幕信息的证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员；
 - 因职责、工作可以获取内幕信息的证券监督管理机构工作人员；
 - 因法定职责对证券的发行、交易或者对上市公司及其收购、重大资产交易进行管理可以获取内幕信息的有关主管部门、监管机构的工作人员；
 - 国务院证券监督管理机构规定的可以获取内幕信息的其他人员。
- 其他禁止性交易行为。

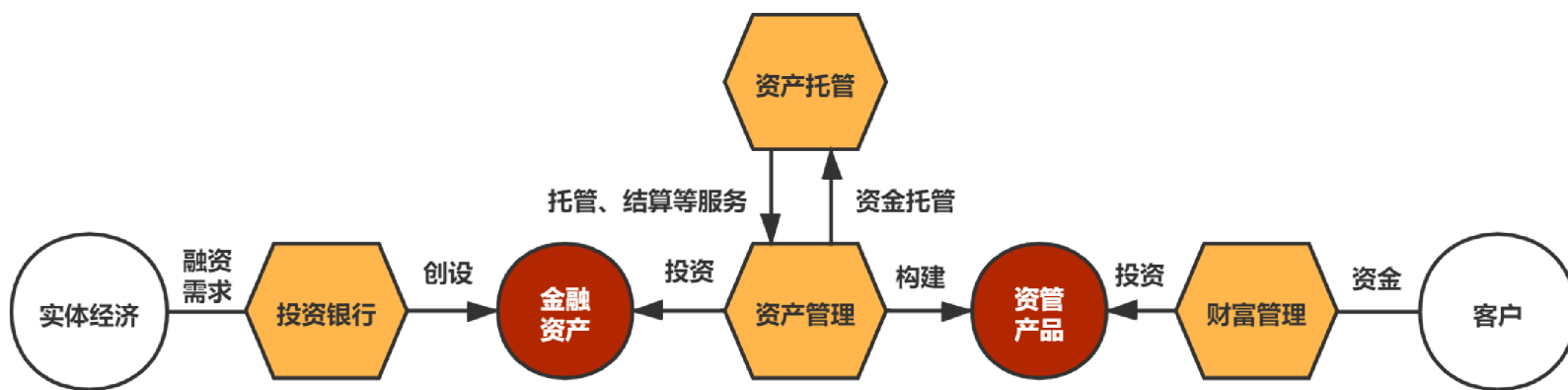
证券法：其他规定

- 上市公司的收购
- 信息披露：首次公开、定期常规披露（财务与经营情况）、重大事件临时披露及其他法定情形。
- 投资者保护
- 证券交易场所：证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所。
- 证券公司：由国务院证券监督管理机构发放经营证券业务许可证。
- 证券登记结算机构：中国证券登记结算有限责任公司
- 证券服务机构：会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构。
- 监管机构：证券业协会、证券监督管理机构。

- 资管新规
- 减持新规
- 退市新规

资管新规

- 资管行业发展意义
 - 资产管理可以差异化发掘和匹配投融资需求，提高服务实体经济效率；促使市场从散户主导向专业机构主导转型，从而让资本市场更好地发挥资产配置的作用、提高价格发现的效率。



来源：浙商证券行业研究

主要资管业务参与主体规模和增速统计

单位：万亿元

		2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
银行理财	规模	7.95	10.24	15.02	23.50	29.05	29.54	22.04	23.40	25.86	29.00	27.65	26.80	29.95
	增速	73.20%	28.81%	46.68%	56.46%	23.62%	1.69%	-25.39%	6.17%	10.51%	12.14%	-4.66%	-3.07%	11.75%
信托	规模	7.47	10.91	13.98	16.30	20.22	26.25	22.70	21.60	20.49	20.55	21.14	23.92	29.56
	增速	55.30%	46.05%	28.14%	16.60%	24.05%	29.82%	-13.52%	-4.85%	-5.14%	0.29%	2.87%	13.15%	23.58%
公募基金	规模	2.87	3.00	4.47	8.40	9.16	11.60	13.03	14.76	19.89	25.56	26.03	27.27	32.83
	增速	30.99%	4.53%	49.00%	87.92%	9.05%	26.64%	12.33%	13.28%	34.76%	28.51%	1.84%	4.76%	20.39%
私募基金	规模			0.40	5.21	10.24	11.10	12.71	13.74	16.96	20.27	20.28	20.58	19.91
	增速				1202.50%	96.55%	8.40%	14.50%	8.10%	23.44%	19.52%	0.05%	1.48%	-3.26%
公募基金专户	规模		0.47	1.22	4.16	6.38	6.43	6.04	4.34	4.67	5.07	5.20	4.98	4.66
	增速			159.57%	240.98%	53.37%	0.78%	-6.07%	-28.14%	7.60%	8.57%	2.56%	-4.23%	-6.43%
基金子公司专户	规模	0.25	0.97	3.74	8.57	10.50	7.31	5.25	4.19	3.39	2.32	1.92	1.44	1.09
	增速		288.%	285.57%	129.14%	22.52%	-30.40%	-28.18%	-20.19%	-19.09%	-31.56%	-17.24%	-25.00%	-24.31%
证券公司资管	规模	1.89	5.20	7.97	11.89	17.58	16.88	13.36	10.83	8.55	8.24	6.87	5.93	5.47
	增速		175.13%	53.27%	49.18%	47.86%	-3.98%	-20.85%	-18.94%	-21.05%	-3.63%	-16.63%	-13.68%	-7.76%
期货资管	规模				0.11	0.28	0.25	0.13	0.14	0.21	0.35	0.31	0.27	0.31
	增速					154.55%	-10.71%	-48.00%	7.69%	50.00%	66.67%	-11.43%	-12.90%	14.81%
保险	规模			9.33	11.18	13.39	14.92	16.41	18.53	21.68	23.23	25.05	27.67	33.26
	增速				19.81%	19.78%	11.42%	9.97%	12.91%	17.02%	7.14%	7.85%	10.47%	15.08%
总量	规模	20.43	30.79	56.13	89.32	116.80	124.28	111.67	111.53	121.70	134.59	134.45	138.86	157.04
	增速		50.71%	82.30%	59.13%	30.77%	6.40%	-10.15%	-0.13%	9.12%	10.59%	-0.10%	4.79%	13.09%

数据来源：基金业协会、信托业协会、中国理财网、wind数据、21世纪资管研究院整理基金业协会、信托业协会、中国理财网、wind数据、21世纪资管研究院整理

资管新规

- 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
 - 由中国人民银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局于2018年4月联合发布，是针对金融机构资产管理业务的统一监管框架。
- 背景：解决资管行业长期存在的“影子银行”风险、刚性兑付、多层嵌套、监管套利等问题，旨在通过统一同类资管产品监管标准，促进资管业务回归“受人之托、代人理财”本源。

资管新规：新规要点

- 明确定义非标准化债权资产

- 标准化债权类资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产。 ，具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定。其他债权类资产均为非标准化债权类资产。

- 规范资产管理业务主体

- 资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管

- 引导资产管理业务独立发展

- 主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务。
- 例如：银行理财子公司

资管新规：新规要点

- 明确要求打破“刚性兑付”

- 金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。
- 收益归投资者，风险由银行承担（刚性兑付）加大银行经营压力。

- 限制资产管理产品的杠杆规模

- 分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%；
- 每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%；
- 分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%；
- ...

- 明晰资产管理产品的结构，并缩短资金流动链条

- 金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

- 规范资管产品的运作模式，特别是“资金池”的运作模式

- 金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。
- 金融机构应当合理确定资产管理产品所投资资产的期限，加强对期限错配的流动性风险管理，金融监督管理部门应当制定流动性风险管理规定。
- ...

拓展：私募产品分级

- 结构化安排：通过设置优先级和劣后级份额来提高资金的杠杆倍数。
 - 优先级：先拿收益，风险低，收益固定。
 - 劣后级：后拿收益，风险高，收益浮动。
- 案例：资管新规的杠杆约束
 - 优先级资金（A类）：1亿元
 - 劣后级资金（B类）：0.5亿元
 - 总资产 = $1 + 0.5 = 1.5$ 亿元，净资产 = 0.5亿元（只有劣后级算净资产）
 - 总杠杆：总资产 $\div$ 净资产 = 300%!!!
 - 按照规定杠杆最多140%， 优先级最多 $0.5\text{亿} \times 140\% = 0.7\text{亿元}$
- 如果你买房支付了20%的首付，那么你的杠杆是多少倍？

减持新规

- 2024年5月24日，中国证券监督管理委员会发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》和《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》；同日，三大证券交易所发布配套修订后的业务规则，为落实减持新规提供详细指引。
- **破发、破净、分红不达标不得减持**
 - 控股股东、实际控制人在破发破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价或者大宗交易减持，科创板、创业板上市公司控股股东、实际控制人不得进行询价转让。
 - **破发**。指最近20个交易日中，任一日股票收盘价（向后复权）低于首次公开发行股票时的股票发行价格。
 - **破净**。指最近20个交易日中，任一日股票收盘价（向后复权）低于最近一个会计年度或者最近一期财务报告期末每股归属于上市公司股东的净资产的。
 - 最近3个已披露经审计的年度报告的会计年度未实施现金分红或者累计现金分红金额低于同期年均归属于上市公司股东净利润的30%。
- **增加减持前的预披露义务**
 - 大股东、董监高计划通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份的，应当在首次卖出前15个交易日向证券交易所报告并披露减持计划。
- **大股东、实际控制人的一致行动人与大股东共同遵守减持要求。**

减持新规

- 防范利用身份绕道
 - 明确离婚、法人主体变更等情形下的减持要求
 - 明确一致行动关系解除后的减持要求
 - 明确大股东持股比例降至5%以下一定期限内沿用大股东的减持要求
- 防范利用交易绕道
 - 明确协议转让、询价转让后受让方的减持要求
 - 明确丧失大股东身份的出让方的减持要求
 - 明确司法强制执行、质押融资融券违约处置、赠与等情形下的减持要求
- 防范利用工具绕道
 - 禁止大股东融券卖出及衍生品交易
 - 禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出
 - 明确参与认购或申购ETF减持情形下的要求

退市新规

- ST (Special Treatment): 特殊处理
 - 表示上市公司出现财务状况异常或其他异常情况
 - 连续两个会计年度净利润为负值，或最近一个会计年度经审计的每股净资产低于股票当期面值。
 - 存在财务造假行为（被行政处罚但未达重大违法退市标准）
 - ST不直接意味着退市，若公司整改后符合撤销条件（如业绩改善、解决违规问题等），可申请撤销ST标识，恢复正常交易。
- *ST: 退市风险警示
 - 通常是ST状态下风险未改善，如连续三年亏损（即第三年仍未盈利）
 - 或触及其他退市指标（如净利润+营收不达标、审计意见为无法表示意见/否定意见等）
 - *ST公司若后续仍无法改善经营或解决退市风险，可能进入退市程序（如退市整理期、终止上市），但退市前会有一定缓冲期，公司可通过并购重组、破产重整等方式自救。

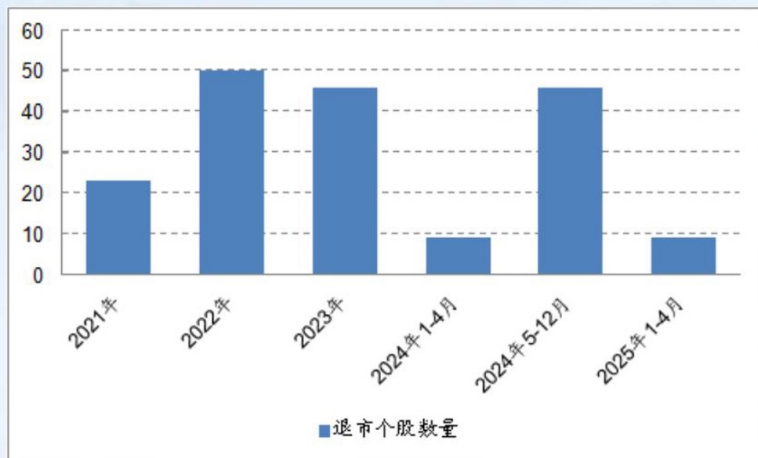
退市新规

- A股市场整体进多退少，营造“有进有出”的市场生态
- 2001年连续四年亏损的PT水仙被要求终止上市，成为我国第一家退市的公司。
- 2012年第一次“史上最严退市新规”，完善了主动退市制度，明确实施重大违法公司强制退市制度。
- 2018年第二次“史上最严退市制度”，细化了4种重大违法退市情形，新增社会公众安全类重大违法强制退市情形。
- 2020年12月31日，中央深改委审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》。
 - 2020年3月，新《证券法》正式生效施行，不再对暂停上市情形和终止上市情形进行具体规定，改为交由证券交易所对退市情形和程序做出具体规定。
- 2024年4月12日国务院发布了《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》（简称“新国九条”）提出要严格执行强制退市标准，加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局；中国证监会发布《关于严格执行退市制度意见》（简称“退市新规”）。

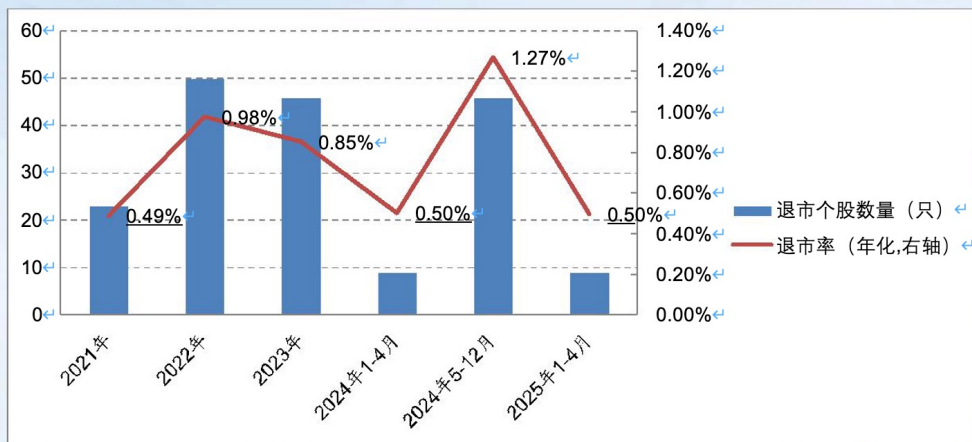
退市新规

2024年5月-2025年4月退市率为1.01%

图：退市个股数量（只，2021.01-2025.04）



图：退市个股数量与退市率（2021.01-2025.04）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

退市新规

- 退市包括强制终止上市（强制退市）和主动终止上市（主动退市）。
- 大力削减“壳”资源价值。

退市类型	新规则
重大违法类强制退市	新增 造假行为持续3年及以上的，只要被行政处罚予以认定，坚决予以出清
	调低 "造假金额+造假比例"的退市标准。对于1年造假的，当年财务造假金额达到2亿元以上，且造假比例达到30%以上的，予以退市；连续2年造假的，造假金额合计数达到3亿元以上，造假比例达到20%以上的，予以退市。
规范类强制退市	新增三种规范类退市情形： 第一，上市公司内控失效，出现控股股东及其关联方非经营性占用资金，余额达到最近一期经审计净资产值30%或者金额超过2亿元，被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正的，坚决予以出清。第二，将内控审计意见纳入规范类 退市指标，督促公司切实强化内部管理和公司治理。拟将连续两年财务报告内部控制被出具否定或者无法表示意见，或者未按照规定披露内部控制审计报告的公司纳入退市风险警示范围，第三年再次触及前述情形的，将被终止上市。 第三，新增控制权无序 争夺的情形，督促公司规范内部治理。
财务类强制退市	收紧 财务类退市指标。拟将主板亏损公司营业收入指标从1亿元调高至3亿元；对于内部控制存在问题的退市风险警示公司予以退市，提高撤销退市风险警示的规范性要求
交易类强制退市	完善 市值标准等交易类退市指标。适当将主板A股(含A+B股)上市公司的市值退市指标从低于3亿元提至低于5亿元。