

# 全链条从严监管，旨在提升投资者获得感

## 证监会集中发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》等四项政策文件点评

分析师：卫以诺

分析师登记编码：S0890518120001

电话：021-20321014

邮箱：weiyinuo@cnhbstock.com

研究助理：廖璐

邮箱：liaolu@cnhbstock.com

研究助理：陈慧敏

邮箱：chenhuimin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

### 投资要点

③3月15日，证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等4项政策文件，发布实施《首发企业现场检查规定》、修订实施《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》。

④“1个严把、2个加强、1个落实”，抓好全链条各环节监管：6部文件规定针对上市公司、中介机构、证监会派出机构等三类机构，覆盖上市入口、狠抓日常、畅通出口、压实责任等全业务链条环节，深化贯彻了中央金融工作会议要求，突出了吴清主席在3月6日答记者问提出的“强本强基”、“严监严管”，核心以提升上市公司质量为基石，在资金结构、基础制度、市场调节机制、专业服务、监管执法等五个支柱方面不断深化。

④上市公司：全方位监管确保质量优，重点在发行上市与存续管理。对于上市公司，要在发行上市阶段严把入口，在存续管理阶段管住减持、强制分红、加强市值管理：严把入口要树立正确“上市观”，压紧压实全链条各方责任；管住减持要提升法律位阶，“1+2”体系旨在严防违法违规减持；强制分红要确保现金分红的均衡性、及时性、稳定性，提升投资者获得感；市值管理要先打击伪市值、将其纳入考核评价，回购注销+并购重组提升投资价值。

④券商和公募：围绕四方面问题提出25项举措，明晰化“一流投资银行和投资机构”的建设路径。对于机构而言，突出“扶优限劣”，功能型、集约型、专业化、特色化发展；对于业务而言，要专注主业，审慎开展高资本消耗型业务和创新业务；树立以合规为底色，深入开展中国特色金融文化建设，保持监管执法高压态势，坚持机构罚和个人罚、经济罚和资格罚、监管问责和自律惩戒并重。

④全方位贯彻以投资者为本，预期3·15文件引领更多细则出台。“1个严把、2个加强、1个落实”以严控上市入口作为“一基五柱”第一步，全方位贯彻“以投资者为本”、“提升投资者获得感”，加强对上市公司、中介机构行为威慑力，引导上市公司树立正确“上市观”，金融机构明确功能性定位，有所为更要有所不为，向全面服务化业务转型。

④风险提示：本文仅对公开披露信息进行统计分析，报告中所提标的仅用于数据展示，报告中所载任何建议、意见、推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，不作为投资意见。

## 内容目录

1. 总览：“1个严把、2个加强、1个落实”，抓好全链条各环节监管.....	3
2. 上市公司：全方位监管确保质量优，重点在发行上市与存续管理.....	4
2.1. 严把入口：树立正确“上市观”，压紧压实全链条各方责任.....	5
2.2. 管住减持：提升法律位阶，“1+2”体系旨在严防违法违规减持.....	5
2.3. 强制分红：确保均衡性、及时性、稳定性，旨在提升投资者获得感.....	7
2.4. 市值管理：打击伪市值、纳入考核评价，回购注销+并购重组提升投资价值.....	8
3. 券商和公募：围绕四方面问题提出 25 项举措，明晰化“一流投资银行和投资机构”的建设路径.....	8
3.1. 机构：扶优限劣，功能型、集约型、专业化、特色化发展.....	9
3.2. 业务：专注主业，审慎开展高资本消耗型业务和创新业务.....	9
3.3. 生态：合规底色，深入开展中国特色金融文化建设.....	11
3.4. 监管：加大监管执法力度，坚持机构罚和个人罚、经济罚和资格罚、监管问责和自律惩戒并重.....	12
4. 总结：全方位贯彻以投资者为本，预期 3·15 文件引领更多细则出台.....	12
5. 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1：证监会主席吴清在 2024 年 3 月 6 日提出“一个基石”、“五个支柱”.....	3
图 2：2023 年上半年，净利润排名前 10 位的上市券商.....	9
图 3：截至 2023 年底，公募基金管理规模前 10 名机构.....	9
图 4：证券公司资管子公司成立数量（家）.....	10
表 1：证监会 3 月 15 日发布“1 个严把、2 个加强、1 个落实”等 4 项意见及配套 2 部规定.....	3
表 2：减持：《关于加强上市公司监管的意见（试行）》与其他减持相关规定的比较分析.....	6
表 3：分红：《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等 3 月 15 日新发制度与 2023 年现金分红指引对比分析.....	7
表 4：公募基金费率改革三阶段重点内容.....	10
表 5：监管文件对证券公司及公募基金的展业指导.....	11
表 6：监管文件对证券公司及公募基金的合规风控、行业生态相关表述.....	11

## 1. 总览：“1个严把、2个加强、1个落实”，抓好全链条各环节监管

3月15日，证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等4项政策文件，发布实施《首发企业现场检查规定》、修订实施《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》。

首要职责抓好全链条各环节监管，核心建设“一基五柱”。6部文件规定针对上市公司、中介机构、证监会派出机构等三类机构，覆盖上市入口、狠抓日常、畅通出口、压实责任等全业务链条环节，深化贯彻了中央金融工作会议要求，突出了吴清主席在3月6日答记者问提出的“强本强基”、“严监严管”，核心以提升上市公司质量为基石，在资金结构、基础制度、市场调节机制、专业服务、监管执法等五个支柱方面不断深化。

回应市场关注热点，“1个严把、2个加强、1个落实”奠定监管未来5年工作方向。文件中体现的不管是上市公司减持、分红，还是中介机构的“守门人”定价职责等，都是市场投资者重点关注的话题，“1个严把、2个加强、1个落实”等4部文件可以看出监管对于各类工作的目标导向、问题导向，聚焦以投资者为本，通过5年左右时间不断完善配套的规则和制度举措，推动资本市场稳定发展。

图1：证监会主席吴清在2024年3月6日提出“一个基石”、“五个支柱”



资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

表1：证监会3月15日发布“1个严把、2个加强、1个落实”等4项意见及配套2部规定

序号	政策文件	实施规定	监管对象	核心内容
1	《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》	《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》 《首发企业现场检查规	上市公司	<p><b>核心：</b>严把拟上市企业申报质量</p> <p><b>明确各方职责：</b>压实上市企业及“关键少数”负第一责任、压实中介机构“看门人”责任、突出交易所审核主体责任、强化证监会派出机构在地监管责任、坚决履行证监会机关全链条统筹职责</p> <p><b>重要手段：现场检查+辅导期监管</b></p> <p><b>1) 现场检查：</b>“申报即担责”、新增“飞行检查”机制（检查机构可</p>

序号	政策文件	实施规定	监管对象	核心内容
		定》		以不提前告知检查对象，直接开展检查)、36个月内违规问题屡犯将从重处理(原24个月) <b>2) 辅导期监管:</b> 要求辅导机构制定辅导环节执业标准和操作流程、关注首发企业及其“关键少数”的口碑声誉、审核注册工作要充分利用辅导监管报告
2	《关于加强上市公司监管的意见(试行)》	/	上市公司	<b>核心:</b> 大力提高上市公司质量 <b>重点内容:</b> 信披监管、防范减持、加强分红、市值管理 <b>1) 信披监管:</b> 严惩业绩造假, 建立惩戒体系、强化全方位立体式追责等 <b>2) 防范减持:</b> 减持规则1+2体系, 严格规范大股东减持行为, 规范身份、交易、工具等绕道减持等 <b>3) 加强分红:</b> 对分红采取强约束措施(包括强制信披、限制减持、实施ST)、提高股息率(支持资本公积金弥补亏损后分红)、推动一年多次分红等 <b>市值管理:</b> 支持并购重组、提升股份回购效果等
3	《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见(试行)》	/	券商和公募基金	<b>发展方向:</b> 强化监管、防控风险、加快推进建设一流投资银行和投资机构 <b>总体要求: 三步走,</b> 5年左右时间(2030年)基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准, 推动形成10家优质头部机构; 2035年, 机构监管体系完备有效, 形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构; 本世纪中叶(2050年), 形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业, 为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。 <b>问题定调:</b> 行业机构经营理念有偏差、功能发挥不充分、治理水平待强化、合规意识和水平不高等问题仍较为突出 <b>7个重点内容:</b> 校正定位、合规风控、优化生态、发挥功能、强化监管、化解风险、队伍建设
4	《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》	/	证监会系统	<b>核心:</b> 以自身建设的严, 带动监管工作全面从严 <b>3个突出:</b> 突出政治过硬、突出能力过硬、突出作风过硬

资料来源: 证监会, 华宝证券研究创新部

## 2. 上市公司: 全方位监管确保质量优, 重点在发行上市与存续管理

加强上市公司管理相关要求主要体现在3月15日发布的《关于加强上市公司监管的意见(试行)》、《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》、《首发企业现场检查规定》、《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》四个文件中。“1个严打、1个加强、2个规定”, 在发行上市阶段严把入口, 在存续管理阶段管住减持、强制分红、加强市值管理。

## 2.1. 严把入口：树立正确“上市观”，压紧压实全链条各方责任

**发行审核：提标准、明职责、把质量、强问责，源头确保优质公司才可上市**

从“审核—发行—上市”环节出发，主要有四大要求。一是**提高标准**：优化板块定位规则，研究提高上市财务标准（即，各板块上市要求），从严审核未盈利企业，严审“伪科技”，关注“关键少数”口碑声誉。二是**细化职责**：上市公司及其董监高担当“第一责任”主体，中介机构作为“看门人”，交易所突出“审核人”，证监会派出机构发挥“桥头堡”作用。即劣质企业“放行”，需追究多方责任。三是**严把质量**：研究要求拟上市企业的有关股东在招股说明书中承诺，上市后三年内业绩出现大幅下滑的，采取延长股份锁定期等措施。即“上市拿钱，解禁套现”不可行。四是**回溯问责**：上市公司欺诈发行、财务造假等违法违规，以全链条回溯问责机制，追究拟上市公司、中介机构、审核注册人员、上市委员会等在发行审核各环节的履职情况。

**现场检查：新增飞行检查、覆盖率不低于 1/3、延长处罚期，有力震慑“带病闯关”**

此次主要有五大亮点：一是**强化“申报即担责”**：明确检查期间撤回申请不影响检查实施，即“带病”企业冒险“闯关”将“一查到底”，通过撤回申请免除监管处罚不再可行；二是**新增“飞行检查机制”**：由检查机构“至少提前 5 个工作日书面告知”修订为“可以不提前告知，直接开展检查”。现场检查时机的不确定性驱使上市公司不得不紧绷神经、时刻注重质量提升；三是**扩大覆盖面**：随机抽取+问题导向，现场检查覆盖率不低于拟上市公司 1/3；四是**延长从重处罚适用期**：将 24 个月内现场检查多次发现同类问题且性质严重时从重处理，延长为 36 个月；五是**规范检查程序**：完善组织与实施流程，健全由证监会注册部门负责的统筹协调制度机制。

发行审核与现场检查相辅相成，对“带病闯关”充分发现、有效查实、严肃处置，在源头入口端确保“筛选”出优质上市公司，劣质企业“放行”回溯问责，以全链条监管、雷霆手段践行以投资者为本的监管理念。

## 2.2. 管住减持：提升法律位阶，“1+2”体系旨在严防违法违规减持

关于减持相关规则主要集中在《关于加强上市公司监管的意见（试行）》中，主要重点体现在规则体系、大股东减持、绕道减持、惩罚机制四大方面。

**其一，规则体系：“1 个办法+2 个规则”减持管理体系**

根据证监会规则梳理，目前适用的减持“2 大规定”为《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定（2017 年修订）》、《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020 年修订）》，2023 年 8 月发布《证监会进一步规范股份减持行为》虽为当前减持提供依据，但不属于法律法规，仅为证监会针对市场热点的回应。此次规则明确将进一步提升减持规定法律位阶，构建以减持管理办法为核心，董事和高管、创投基金减持特别规定为补充的“1+2”规则体系。

目前并没有成文的减持管理办法，且最新版的董事和高管减持规定为 2017 年修订，与当下市场关注热点匹配度较低。按照监管指引，后续有望出台减持管理办法，并进一步修订《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》。

**其二，大股东减持：与破发、破净、分红指标挂钩，从严控制减持总量**

与 2023 年 8 月证监会发布的《证监会进一步规范股份减持行为》相比，延续减持与破发、破净、分红挂钩规定；新增减持计划区间要求，明确最长不超过三个月；未提及控股股东与实控人的一致行动人、第一大股东的实控人是否适用以上减持规则；预披露拟通过大宗交易减持股份情形。

### 其三，绕道减持：细化阐明具体情形，重点防范三大情况

1) 利用“身份”绕道：明确大股东、董事、高管在离婚、解散分立、解除一致行动关系等情形下的减持规则；2) 利用“交易”绕道：明确司法强制执行、股票质押平仓、赠与等方式减持规则；3) 利用“工具”绕道：大股东、董事、高管禁止参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借、融券卖出。

可以看出，证监会深度关注市场对于减持的热点问题，秉承以“实质重于形式”原则，与之前比较笼统的减持要求相比，此次进一步明确了归属于绕道减持的情形，体现出监管严格防范以“减持”之名绕道行“套现”之实，持续加强对上市公司存续期管理。

### 其四，违规减持处理：购回股票+上缴差价+行政处罚+限制交易

与现行《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》相比，此次新增违规主体减持需购回违规减持股份并向上市公司上缴价差的要求，明确加大行政处罚和限制交易措施运用力度。整体来看，违规减持面临高成本、严处罚，不仅需要购回股份、补足差价，而且在市场禁入、限制交易、行政处罚、责令改正等多种处罚方式中，证监会（行政处罚）与交易所（限制交易）双罚处理或将常见。

表 2：减持：《关于加强上市公司监管的意见（试行）》与其他减持相关规定的比较分析

重点内容	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	2023 年 8 月以来证监会相关要闻(部分)、 现行减持若干规定	内容变化/未来趋势
规则体系	“1 个办法+2 个规定”规则体系：制定部门规章，构建以减持管理办法为核心，董事和高管、创投基金减持特别规定为补充的“1+2”规则体系，修订自律监管指引，完善询价转让细则。	证监会现行两个减持规定：《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定（2017 年修订）》、《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020 年修订）》	1) 计划提升减持规定法律位阶； 2) 后续有望出台减持管理办法，修订董事和高管减持规定（最新版为 2017 年修订）
大股东减持	1) 破发、破净、分红不达标的上市公司控股股东、实际控制人不得减持； 2) 无控股股东、实控人的，对持股 5% 以上第一大股东的减持比照执行； 3) 减持计划区间：最长不超过三个月； 4) 通过大宗交易减持股份需预披露。	1) 减持受限情形：破发、破净，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30% 的，控股股东、实际控制人不得减持； 2) 比照上述执行：控股股东、实控人的一致行动人；第一大股东及其实控人（上市公司无控股股东、实控人时）。 源自：《证监会进一步规范股份减持行为》（2023/8/27）	1) 延续减持与破发、破净、分红挂钩规定； 2) 新增减持计划区间要求； 3) 未提及控股股东、实控人的一致行动人，第一大股东的实控人的减持规则。
绕道减持	以“实质重于形式”原则，重点防范三大情况： 1) 利用“身份”绕道：进一步明确大股东、董事、高管在离婚、解散分立、解除一致行动关系等情形下的减持规则； 2) 利用“交易”绕道：进一步明确司法强制执行、股票质押平仓、赠与等方式减持规则； 3) 利用“工具”绕道：禁止大股东、董事、高管参与以本公司股票为标的物的衍生品交易，禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出。	阶段性限制所有限售股出借，进一步加强对限售股融券监管，同时，坚决打击借融券之名行绕道减持、套现之实的违法违规行为。 源自：《证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借》（2024/1/28）	细化关于“绕道减持”重点防范情形，深度回应市场热点问题。
违规减持处理	购回股票+上缴差价+行政处罚+限制交易：加强减持行为技术控制、优化违法线索发现处理机制，责令违规主体购回违规减持股份并向上	市场禁入+限制交易+行政处罚等：未按规定减持，构成欺诈、内幕交易和操纵市场的，依法予以查处。情节严重的，中国证	1) 新增违规减持回购和上缴差价要求； 2) 处罚方式基本未

重点内容	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	2023年8月以来证监会相关要闻(部分)、 现行减持若干规定	内容变化/未来趋势
	上市公司上缴价差，加大行政处罚和限制交易措施运用力度。	监会可以依法采取证券市场禁入措施。 源自：《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（2017/5/26）	变，强调加大行政处罚和限制交易力度。

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

### 2.3. 强制分红：确保均衡性、及时性、稳定性，旨在提升投资者获得感

结合《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、新《公司法》修订内容，与2023年修订的《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》对比分析发现，此次系列规则主要是对分红指引的进一步细化，体现在**制定分红制度、强约束分红、提高股息率、一年多次分红**等维度。

首先，制定**现金分红制度为上市前置标准**，拟上市公司上市前必须制定上市后分红政策，对于分红采取**负面清单式管理**，严防上市前突击“清仓式”分红，**分红不合要求或会被冠以ST**；其次，**回购注销可算“另类”分红**，鼓励以**现金为对价回购注销股份**，按照**规定回购注销的金额允许纳入股利支付率**，不仅能够落实分红要求，也能提升现有股东的股权集中度，增强公司治理稳定性。其三，**支持资本公积金弥补亏损后分红**，细化**中期分红规则**，落实新《公司法》要求，分红不再局限于未分配利润为正的**企业**，引导**多次合理分红**。最后，**鼓励春节前分红**，大市值上市公司担当**分红重任**，**信披评价增大分红权重**。

随着所有上市公司纳入**现金红利化**，提高股息率转变为**硬性要求**，寻找**高分红、高股息的企业**不再仅限于分析历史分红数据、传统**高分红行业**，而要结合**分红政策、财务投资水平、资本公积弥补亏损后情况、上市公司市值等**，由此可选**高分红、高股息标的**或有所增加，进一步提高投资者**获得感**。

表 3：分红：《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等 3 月 15 日新发制度与 2023 年现金分红指引对比分析

重点内容	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》 《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	内容变化/未来趋势
强约束 分红	<p>1) <b>现金分红制度</b>：要求上市前制定上市后分红政策；</p> <p>2) <b>不分红/分红低</b>：通过<b>强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）</b>等方式加强监管约束；</p> <p>3) <b>回购注销</b>：以<b>现金为对价</b>，采用<b>要约方式、集中竞价方式</b>回购股份并注销的，金额纳入股利支付率计算；</p> <p>4) <b>异常分红</b>：加强监管执法，严防上市前突击“清仓式”分红，实行<b>负面清单式管理</b>。</p>	<p>1) <b>现金分红导向</b>：对<b>不分红的公司</b>加强制度约束督促分红；</p> <p>2) <b>引导合理分红</b>：加强对<b>超出能力分红企业</b>的约束（如：<b>资产负债率较高且经营活动现金流量不佳企业</b>）。</p>	<p>1) <b>制定分红政策</b>由<b>鼓励口吻</b>变为<b>强制要求</b>；</p> <p>2) <b>新增</b>分红不合要求或会被冠以<b>ST</b>，提出<b>负面清单式管理</b>；</p> <p>3) 以<b>回购注销</b>践行“<b>另类</b>”<b>分红</b></p>
提高股息率	<p>1) <b>支持资本公积金弥补亏损后分红</b>：落实新《公司法》，支持上市公司按照规定使用<b>资本公积金</b>弥补亏损，便利未分配利润为负的<b>绩优公司</b>后续</p>	<p><b>财务投资较多但分红水平偏低的公司</b>：重点关注、督促提高、专注主业。</p>	<p><b>新增</b>：未分配利润为负的<b>绩优公司</b>资本公积弥补亏损后<b>实施分红</b>；<b>信披评价增大分红权重</b>；</p>

重点内容	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》 《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红（2023年修订）》	内容变化/未来趋势
	实施分红； 2) 财务投资较多的公司：督促提高分红比例； 3) 信息披露评价制度：增大分红权重。		关注：上市公司分红资金来源扩大，分红不再局限于未分配利润为正的企业。
一年多次分红	1) 明确中期分红利润基准：以最近一期经审计未分配利润为基准； 2) 鼓励春节前分红：简化中期分红审议程序，压缩实施周期，推动在春节前结合未分配利润和当期业绩预分红； 3) 引导优质大市值上市公司中期分红。	简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏，增加分红频次。	中期分红程序的进一步细化；大市值上市公司担当分红重任。

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

## 2.4. 市值管理：打击伪市值、纳入考核评价，回购注销+并购重组提升投资价值

**扩大市值管理范围。**明确“研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系，逐步完善相关指标权重，发挥优质上市公司风向标作用”。《关于加强上市公司监管的意见（试行）》发布前，市值管理多是国资委对央企提的要求，此次将所有上市公司纳入市值管理范围，后续监管将出台上市公司市值管理指引，统一要求。可见，上市公司承担稳市值的主体责任，时刻关注投资者对公司投资价值的评价也将成为上市公司治理重点，本质是增强投资者信任问题。

**提升投资价值。**一是**回购注销**：推动优质上市公司股份回购注销，增强稳市效果。近期已有上市公司在开展股份回购之后注销，参考海外注销普遍现象，股份回购注销能够有效提升公司投资价值；二是**并购重组**：大力鼓励意味，可综合运用股份、现金、定向可转债等工具进行，优化“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核，削减“壳”价值。结合目前监管对于退市态度，未来A股市场将逐步进入市场化新陈代谢，并购重组、主动退市将成为常态，“壳资源”将随之快速消退，价值的消弭使得ST等退市边缘企业想要保壳成功，增强持续经营能力、提升企业投资价值是唯一路径。

**打击“伪市值管理”。**主要体现在监管维度，如，准确把握上市公司市值管理的合法性边界，加强信息披露与股价异动联动监管，零容忍、严打击、守底线。

## 3. 券商和公募：围绕四方面问题提出 25 项举措，明晰化“一流投资银行和投资机构”的建设路径

《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》提出，证券基金经营机构现存 4 大问题：经营理念有偏差、功能发挥不充分、治理水平待强化、合规意识和水平不高等，为了实现强化监管、防控风险、加快推进建设一流投资银行和投资机构三步走，围绕四方面问题，证监会提出了 25 项相关举措。

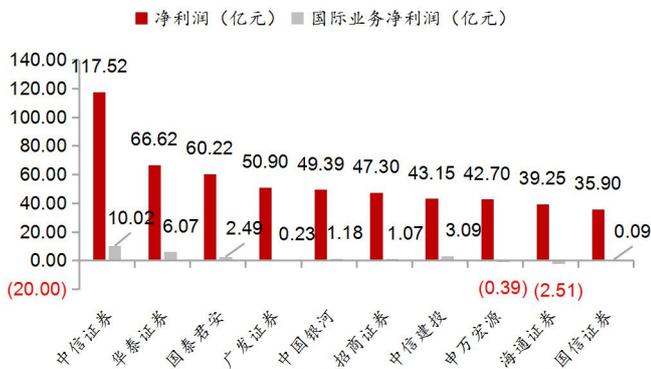
### 3.1. 机构：扶优限劣，功能型、集约型、专业化、特色化发展

针对行业机构的经营理念、机构定位等，文件突出“扶优限劣”，健全行业机构分类监管体系，引导行业机构坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向。

支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强，力争通过5年左右时间推动形成10家左右优质头部机构，10年左右时间（到2035年）形成2-3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。鼓励中小机构差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。

根据iFind披露数据，截至2023年6月底，43家A股上市券商中，净利润CR5为41%，CR10为65%，头部券商保持着净利润靠前和国际化业务布局领先的地位；截至2023年底，156家持牌公募基金管理机构中，管理规模CR5为23%，CR10为39%，随着分类监管体系完善，机构头部化、国际化发展，预计证券基金行业的集中度也会有所提升。

图2：2023年上半年，净利润排名前10位的上市券商



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

注：国际业务净利润为券商2023年中报披露的境外子公司（集团）数据，以2023年6月30日汇率换算为人民币计价

图3：截至2023年底，公募基金管理规模前10名机构



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

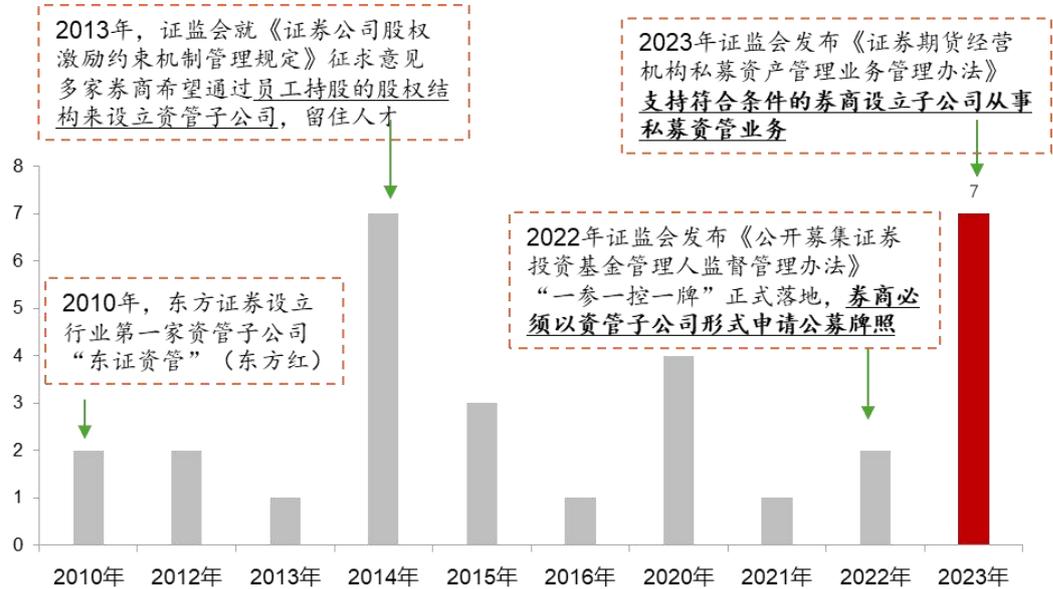
### 3.2. 业务：专注主业，审慎开展高资本消耗型业务和创新业务

夯实合规风控基础上，充分发挥行业三大功能。加强合规风控建设基础上，促进行业机构树牢“合规创造价值”理念，坚持“看不清管不住则不展业”，明确行业作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能，进一步来说，发挥作为经纪商、交易商、专业机构投资者、财富管理者的积极作用。

支持子公司化、推进国际化、抓住并购化机遇。对于证券公司和公募基金来说，本次文件着重在三个方面鼓励相关业务开展：第一，支持聚焦主业有序设立专业子公司，更好服务实体经济与居民财富管理，即证券公司和公募基金可以通过资管子公司、财富子公司等方面提升专业化服务，截至2024年1月，行业内共获批30家券商资管子公司、展业67家公募基金私募资管子公司，2023年更有公募基金设立第一家私募股权投资子公司、多家公募基金申请设立财富子公司，预计未来财富管理、资产管理子公司化展业成为业内趋势。第二，推进国际化业务主要涉及财富业务和投行业务，财富业务方面有序推进“基金互认”“ETF互挂”“跨境理财通”等跨境互联互通业务试点，研究探索推进跨境经纪业务试点；投行业务方面，支持证券公司通过投融资、财务顾问、跨境并购等专业服务助力中资企业“走出去”，积极服务企业跨境投融资便利化。结合近年来跨境理财通2.0版本颁布，沪新互挂ETF启航、境外上市新规实施等，国际化进程稳步推进，有利于证券公司和公募管理人拓展国际业务增量。第三，券商投行业务向

财务顾问并购重组倾斜，监管发文多措并举活跃并购重组市场、支持上市公司之间吸收合并、综合运用多工具并购重组，优化重组“小额快速”审核机制等促进证券公司加大和上市公司的财务顾问业务合作，挖掘并购重组机会。

图4：证券公司资管子公司成立数量（家）



资料来源：证监会，各公司官网，华宝证券研究创新部

注：各家券商资管子公司设立时间以官网设立时间为准，2023年7家数量中包含证监会已批复但未展业机构。

**扎实推进公募基金行业费率改革，摒弃明星基金经理现象。**本次文件明确稳步降低行业综合费率水平，按照2023年7月公募基金费率三阶段改革方案，第一阶段的管理费+托管费已基本落地、第二阶段交易佣金启动征求意见稿，第三阶段规范公募基金销售环节收费是“箭在弦上”，公募行业朝着让利投资者、规模化发展趋势前进。同时，文件明确要求摒弃明星基金经理现象，强化“平台型、团队制、一体化、多策略”投研体系建设，熨平部分基金经理风格漂移带来的投资波动，公募被动化投资、团队制主动管理成为行业高质量发展方向。

表4：公募基金费率改革三阶段重点内容

阶段	参考文件	重点内容	改革成效
阶段一	《公募基金行业费率改革工作方案》	1、降低主动权益类基金管理费率至1.2%以下 2、降低主动权益类基金托管费率至0.2%以下 3、探索浮动费率公募产品	1、除了部分QDII产品外，现存公募基金管理费率、托管费基本在1.2%、0.2%以下 2、首批20只浮动费率基金正式成立
阶段二	《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定(征求意见稿)》	1、合理降低公募基金交易佣金费率水平 2、降低证券交易佣金分配比例上限 3、强化基金管理人、证券公司、基金托管人内部制度要求 4、明确基金管理人层面信息披露内容和要求	进行中
阶段三	尚未发布	规范公募基金销售环节收费	/

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

注：相关信息详见 2023 年 12 月 11 日华宝证券发布《让利投资者，规范交易环节机构服务质效》

审慎开展高资本消耗型业务、创新业务，全面提升对场外衍生品等重点业务的监管。2024 年 2 月证监会就私募基金 DMA 产品收紧作出回应，DMA 业务平稳降杠杆，有助于市场风险防控，有利于市场的平稳健康运行，突出看穿式监管和维护市场稳定的决心。

表 5：监管文件对证券公司及公募基金的展业指导

监管举措	证券公司和基金管理公司
鼓励开展	<p>子公司化：设立资管子公司、财富子公司</p> <p>国际化：有序推进“基金互认”“ETF 互挂”“跨境理财通”；支持证券公司服务企业跨境投融资</p> <p>并购重组：多措并举活跃并购重组市场</p>
扎实推进	公募基金行业费率改革：三阶段降费稳步推进，健全基金销售考评机制
审慎开展	<p>高资本消耗型业务</p> <p>创新业务</p> <p>全面提升对场外衍生品等重点业务的监管</p>
摒弃	明星基金经理现象

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

### 3.3. 生态：合规底色，深入开展中国特色金融文化建设

在优化行业发展生态方面，以合规展业为前提，着重强调中国特色金融文化建设、深化金融科技应用、加强人员管理和薪酬管理等，具体路径包括提高合规风控考核权重，完善行业文化评估机制，鼓励加大信息科技投入，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制等。

人员管理方面严把任职“入口关”，限制违法违规人员“带病流动”，培养德才兼备金融队伍。在人员管理方面，本次着重强调在从业人员入口要限制违规人员“带病流动”，既是加大违规处罚力度，也是给行业人员的警钟，谨慎合规从业才能长久职业。同时，针对此前行业的声誉问题，将“职业声誉”管理写入细则规定，从业人员同样要健全分类名单制度，推动培养德才兼备的金融人才队伍。

表 6：监管文件对证券公司及公募基金的合规风控、行业生态相关表述

项目	主要内容	主要途径
夯实合规风控基础	1、提高公司治理效能	<p>压实机构股权管理主体责任，完善关联交易管理等利益冲突防范机制。</p> <p>严厉打击股东和实际控制人不当干预、占用资金等侵害机构及投资者利益的不法行为。</p> <p>引导上市证券公司在规范公司治理等方面发挥标杆示范作用。</p>
	2、加强合规风控建设	<p>强化日常监管、现场检查和执法问责</p> <p>督促行业机构树牢“合规创造价值”理念，坚持“看不清管不住则不展业”，落实全面风险管理与全员合规管理要求，纵向覆盖境内外各级子公司及分支机构，横向覆盖各类业务、场景及人员，实现母子公司全业务链条“垂直”一体化管控</p> <p>引导行业机构加大合规风控人才和技术系统建设力度，提高合规风控考核权重。进一步发挥内外部审计监督作用</p>
	3、深化金融科技应用	<p>建立健全与金融科技应用水平相适应的信息科技治理架构和考核机制</p> <p>鼓励加大信息科技投入，提升自研能力与重要信息系统的自主可控水平</p> <p>督导加强信息系统与数据安全，定期开展压力测试及应急演练</p> <p>加强行业基础设施建设，建立健全行业通行的数据使用技术标准框架，强化关键信息基础设施安全保护</p>

优化行业发展生态	1、深入开展中国特色金融文化建设	督促行业机构及从业人员大力弘扬和践行“诚实守信，不逾越底线；以义取利，不唯利是图；稳健审慎，不急功近利；守正创新，不脱实向虚；依法合规，不胡作非为”的中国特色金融文化。坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气，坚决破除“例外论”“精英论”“特殊论”等错误论调 压实行业机构文化建设主体责任，强化监督问责 不断完善行业文化评估机制，强化正面典型示范作用与反面案例警示教育
	2、加强从业人员管理	督促行业机构切实加强从业人员管理，严把任职“入口关”，突出社会公德、职业道德和个人品德，引导从业人员珍惜职业声誉、恪守职业道德，推动培养德才兼备的金融人才队伍 完善从业人员执业行为基本规范和操守准则，建立健全从业人员分类名单制度和执业声誉管理机制 完善处罚信息公示通报、健全从业人员诚信档案应用、强化入职任职审查等机制，依法严格限制违法违规人员“带病流动”，坚决惩戒、出清违法违规和行为严重失范的从业人员。配合相关主管部门持续完善行业机构薪酬管理制度。
	3、加强廉洁从业监管	推动行业廉洁从业文化建设，持续完善廉洁从业监管规则，督促行业机构完善廉洁从业风险防控机制 针对注册制下“围猎”监管、不当入股等廉洁从业突出问题，加强问责惩治，形成有效震慑。建立行贿惩戒长效机制，大力整治各类谋取、输送不正当利益行为 不断强化防范证券基金领域政商“旋转门”的制度执行、惩戒震慑和长效机制。
	4、营造良好外部环境	引导行业机构充分利用专业优势，主动加大对国家宏观产业政策和资本市场的宣传解读力度 引导做好广大投资者的沟通工作，建立媒体沟通长效机制，稳定投资者预期，提振投资者信心，重视并有效回应市场和投资者关切 引导行业机构积极履行社会责任，践行普惠金融，树立良好社会形象。

资料来源：证监会，华宝证券研究创新部

### 3.4. 监管：加大监管执法力度，坚持机构罚和个人罚、经济罚和资格罚、监管问责和自律惩戒并重

在监管方面，本次突出强调“多罚并重”，坚持机构罚和个人罚、经济罚和资格罚、监管问责和自律惩戒并重。特别是其中“经济罚和资格罚”给证券经营机构敲响警钟，违法后果不仅是经济上没收所得，更会对相关业务资格进行暂停，保持监管执法高压态势，全链条问责对无视、损害公众投资者利益的机构与个人依法坚决予以严厉打击，全方位强化证券经营机构合规展业生态建设。

## 4. 总结：全方位贯彻以投资者为本，预期 3·15 文件引领更多细则出台

以严控上市入口作为“一基五柱”第一步，以“1 个严把、2 个加强、1 个落实”引领多项细则逐步落地。从 3·15 证监会集中发布的 6 部文件规定可以看出，不仅回应市场热点，更是把问题导向具象化，直接落地上市公司“入口端”两部规定，预期后面针对上市公司日常管理、减持分红细则、退市规定都会有进一步细则落地，针对监管链条上如何压实各机构责任有说明文件出台，全方位贯彻“以投资者为本”、“提升投资者获得感”，加强对上市公司、中介机构行为威慑力。

树立上市公司正确“上市观”，做出全面注册制后“壳”含义深度解释。针对上市公司而

言，本次文件发布要求上市公司摒弃投机观、圈钱观，把权益融资作为公司高质量发展的途径、用长期经营反馈股东投资者，而且监管直接点出 2023 年出现的身份式、交易式、工具式等绕道加持的重点打击，肃清市场上可能存在对注册制全面实施后上市公司“壳价值”误判，明确上市公司及其董监高应该是财务信披的第一责任人，认真对待股东投资者的信任，反馈更多投资回报。

**金融机构要明确功能性定位，专注主业向全面服务化转型。**贯彻中央金融工作会议要求，本次文件中将“校正行业机构定位”摆在首位，金融机构要坚持以客户为中心，切实履行信义义务，做好直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”三种角色，有所为更要有不为，与投资者回报利益挂钩，合规展业向全面服务化转型。

## 5. 风险提示

本文仅对公开披露信息进行统计分析，报告中所提标的仅用于数据展示，报告中所载任何建议、意见、推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，不作为投资意见。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。