

Saving for a rainy day: Market capitalization management of listed companies also has compliance black holes

Author: LI, Liping GAO, Wei XU, Min LI, Beiyi

A股市场的难题之一是资产、业绩不错但没有炒作噱头的公司股价可能会波澜不惊，业绩不佳的公司却有机会利用伪市值管理手段拉抬股价。监管机构从去年开始逐步立规设矩，试图规范和引导上市公司真正从投资者的角度出发，不仅做好公司业绩，同时也要注意投资者的回报和感受，正所谓金钱和情绪价值一样都不能少。

2024年1月24日，国资监管层面率先发力市值管理，国务院国资委产权管理局负责人在国务院新闻办公室举行的发布会上介绍，其将进一步研究把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，希望引导国有控股上市公司更加关注及重视其市场表现，更好回报投资者。详见《[海问·观察 | 上市公司股份回购成效或将影响央企负责人的考核](#)》。

2024年4月12日，国务院发布《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，“新国九条”），提出推动上市公司提升投资价值，制定上市公司市值管理指引，研究将上市公司市值管理纳入企业内外考核评价体系。

2024年11月6日，中国证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》（“10号监管指引”），明确规定了市值管理的定义、目标、具体方式、相关主体的责任义务及特殊要求、禁止事项等内容，正式将市值管理纳入上市公司持续监管规则体系，贯彻落实新国九条精神。

2024年12月17日，国务院国资委产权局发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》（国资发产权规〔2024〕100号），明确要求中央企业将市值管理作为一项长期战略管理行为，中央企业控股上市公司健全市值管理工作制度机制；并且，国务院国资委将加强对中央企业市值管理工作的跟踪指导，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，强化正向激励。国务院国资委在2024年年初的新闻号召终于在岁末正式成文。

至此，有关市值管理的监管规则已初具框架，既要求上市公司结合实际情况选取“控股股东增持、股份回购、现金分红、投资者管理”等市值管理工具推动公司投资价值回归，同时也要求上市公司结合规则及自身市值管理的实践，将相关市值管理工具内化于公司的管理制度中。

海问合规团队长期致力于上市公司合规工作，深切了解上市公司在进行市值管理工作中的痛点和难点。本文旨在通过列举近期的一些监管案例，提示上市公司在实施市值管理过程中容易忽视的合规要点，避免跌入黑洞。

1、增持

（1）合规黑洞：未完成增持计划将按照违反承诺处理

【监管案例1】

违规事实：A公司（深市创业板）的董事、副总经理甲于2024年1月通过公司披露《关于董事、高级管理人员股份增持计划实施完毕暨继续增持公司股份计划的公告》，载明甲承诺计划自2024年1月3日起6个月内增持公司股份，增持数量不低于30万股。截至2024年7月2日增持期限届满，甲增持公司股份数量2.8万股，未达到增持计划的数量下限，未能在增持期限内完成前述增持计划。

监管责任：2024年7月，证监局对增持主体甲采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案；同月，深交所对增持主体甲出具监管函。

【监管案例2】

违规事实：B公司（沪市主板）的董事、总裁甲于2024年2月8日通过公司披露《关于公司董事、总裁增持股份计划的公告》，载明甲计划自该公告披露之日起6个月内，以集中竞价交易方式增持公司股份，拟累计增持金额为人民币20-40万元。

2024年8月9日，公司披露《关于公司原董事、总裁增持股份计划实施期限届满暨增持结果的公告》，载明本次增持计划实施期限届满，甲于增持计划实施期间累计增持1.5万股，增持金额约为5.6万元，**未能达到原定增持计划的金额下限，增持计划完成率为27.83%，且甲已于2024年6月离任。**

监管责任：2024年8月，上交所对增持主体甲予以监管警示；2024年10月，证监局对增持主体甲采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。

【海问团队点评】根据10号监管指引，控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等主体，均可以依法依规制定并实施股份增持计划，提振市场信心。在监管视角下，增持主体公开披露的增持股份计划，是市场高度关注的重大事项，构成其作出公开承诺。若增持主体未完成增持计划，将按照违反公开承诺处理，监管机构有权依据《上市公司监管指引第4号——上市公司及其相关方承诺》、各板块的股票上市规则、自律监管指引中有关承诺及承诺履行的相关规定，对增持主体予以监管。

此外，从监管实践来看，若增持计划并非基于增持主体的特定身份而作出，即使增持主体在增持期限内丧失相关身份，其仍应当继续履行增持义务直至完成增持计划，否则依然可能面临监管风险。

（2）合规黑洞：未完成增持计划还可能遭民事索赔

【案例】C公司披露相关公告，载明由于公司董事兼总裁甲及时任控股子公司董事兼总经理乙，未完成公开披露的增持计划，且于2022年10月被证监局采取出具警示函的行政监管措施。投资者据此认为其因甲和乙未实际履行增持承诺导致遭受投资损失，故向上海金融法院提起诉讼，要求公司、甲和乙赔偿相应的经济损失。这是全国首例因上市公司董监高违反公开承诺导致的证券虚假陈述责任纠纷案。截至2024年9月30日，C公司收到的以证券虚假陈述责任纠纷为由的投资者诉讼金额累计约2,948万元。

【海问团队点评】《证券法》规定，发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。增持主体未完成增持计划，将被视为未履行承诺，除可能受到证监会行政监管、交易所自律监管之外，还有可能同时承担民事赔偿责任。

2、股份回购

（1）合规黑洞：库存股有“保质期”，逾期应注销

【监管案例1】全部回购股份均未在库存股最长持有期限内转让或注销

违规事实：D公司（沪市主板）于2020年7月披露回购实施结果公告，载明公司已累计回购约652万股，拟用于实施股权激励/员工持股计划及用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。公司披露回购实施结果公告后3年内，未实施上述用途中的一项或多项，相关股份应在回购结束3年内依法予以注销，但是公司直至2024年8月才将相关股份予以注销，并披露注销股份公告，**注销时间已超过库存股最长持有期限。**

监管责任：2024年11月，证监局对上市公司及其时任董事会秘书采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案；同月，上交所对前述主体予以监管警示。

【监管案例2】剩余部分回购股份未在库存股最长持有期限内转让或注销

违规事实：E公司（沪市主板）实施的两次股份回购均涉及未在库存股最长持有期限内及时办理注销手续并披露相关信息的情况：1）于2019年11月披露回购股份实施结果公告，载明公司已累计回购893万股，用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。对于本次回购，回购账户中剩余的677万股的库存股最长持有期限于2022年11到期；2）于2021年6月披露回购股份实施结果公告，载明公司已累计回购362万股，用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。公司在2022年11月至2024年4月期间，对其中约2万股予以转股，剩余回购股份约360万股的库存股最长持有期限于2024年6月到期。

监管责任：2024年9月，证监局对上市公司及其时任董事长、总经理、董事会秘书采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案；同月，上交所对前述主体予以监管警示。

【海问团队点评】《公司法》规定，公司将股份用于员工持股计划或者股权激励，或者用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券以及为维护公司价值及股东权益回购本公司股份后，可以转让、注销或者作为库存股持有。同时，为限制公司长期持有库存股，影响市场的股份供应量，《公司法》明确前述情形下库存股的持有期限不得超过3年，即库存股应当在3年的法定期限内转让或注销。基于《公司法》的基本规定，并根据《上市公司股份回购规则》及沪深交易所各自的回购股份自律监管指引，不同股份回购情形对应的注销法定期限具体如下：

股份回购情形		应予以注销的法定期限
1	减少公司注册资本	自回购之日起10日内注销
2	员工持股计划或者股权激励	应当在3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3年期限届满前注销（具体而言，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）
3	转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券	
4	为维护公司价值及股东权益所必需	

就上述第2-4项情形，监管实践进一步明确，若部分回购股份已按照披露用途转让，则就剩余尚未按照披露用途转让的回购股份，仍应当在库存股最长持有期限内予以注销。

（2）合规黑洞：实施多轮次回购，任一轮次回购未达到回购方案下限均属于“回购爽约”

【监管案例1】

违规事实：F公司（沪市主板）于2024年2月披露回购股份方案，载明公司拟以自有资金人民币1,000万元-1,500万元，通过集中竞价交易方式回购公司股份，以用于维护公司价值及股东权益。回购期间为自公司董事会审议通过回购方案之日起不超过3个月。公司于2024年5月披露回购股份实施结果公告，载明截至回购期限届满日，公司实际回购股份合计35万股，回购金额约460万元，占公司回购计划中金额下限的46%，未能完成本次回购方案。2024年5月，公司披露新的股份回购方案，载明拟以自有资金人民币500万元-800万元回购股份，并于2024年6月完成新的回购方案，实际回购公司股份约40万股，使用资金总额约698万元，已补足前次回购计划距回购下限的差额约540万元（于首轮回购期限届满后，公司继续以集中竞价交易方式回购股份合计约19.3万股，回购金额约320万元）。鉴于公司已及时采取补救措施，履行全部回购义务，一定程度减轻了违规行为的不利影响，可酌情予以考虑。

监管责任：2024年8月，上交所对上市公司及其时任董事长、董事会秘书予以监管警示。

【监管案例2】

违规事实：G公司（沪市主板）于2024年6月披露回购股份方案，载明公司拟以自有资金人民币3,000-5,000万元，通过集中竞价交易方式回购股份，以用于维护公司价值及股东权益，回购期间为自公司股东会审议通过回购方案之日起不超过3个月。前述回购方案已于2024年7月经股东会审议通过。公司于2024年10月披露回购股份实施结果公告，载明公司实际回购约390万股，回购金额约398万元，占公司回购计划中金额下限的13%，未能完成本次回购方案。2024年10月，公司披露新的股份回购方案，载明公司拟以自有或自筹资金人民币2,700万元-3,000万元回购股份用于依法注销并减少注册资本，对前次回购差额部分进行补足，该回购方案已经公司股东会审议通过。鉴于公司披露新回购计划，对前次回购差额部分进行补足，对相关情况予以酌情考虑。

监管责任：2024年11月，证监局对上市公司采取责令改正的监管措施，并记入证券期货市场诚信档案；同月，上交所对上市公司及其时任董事长予以监管警示。

【海问团队点评】针对“忽悠式回购”、“回购爽约”等违法违规行为，根据《上市公司股份回购规则》及沪深交易所各自的回购股份自律监管指引的相关规定，若上市公司及相关方违反规定，或者未按照回购股份报告书约定实施回购，中国证监会可

以采取责令改正、出具警示函等监管措施，证券交易所可以按照业务规则采取自律监管措施或者予以纪律处分。

结合监管实践，对于上市公司实施多轮次回购的情形，前轮次回购期限届满且实际回购数量或金额未达到该轮次预计回购数量或金额下限，上市公司即构成“回购爽约”，并可能将面临监管责任。在监管视角下，上市公司实施股份回购，将对公司股东权益、股票交易价格产生较大影响，投资者也将对此形成相应预期，若公司未按已公开披露的股份回购方案实施回购，将影响投资者的合理预期。即使公司进一步通过完成后轮次回购方案以弥补前轮次回购金额下限的差额，这也只能作为一项可以酌情考虑的情节，而并不能因此免责。

3、现金分红

（1）合规黑洞：未按承诺分红属于违反承诺

【监管案例1】

违规事实：H公司（深市创业板）《招股说明书》“重大事项提示”项下“七、股利分配政策”披露：“公司采取现金、股票或者现金股票相结合的方式分配股利，在有条件的情况下，公司可以进行中期现金分红。公司目前处于成长期，公司在持续盈利的情况下优先采取现金形式分配利润，每年向股东现金分配股利不低于当年实现的可供分配利润的10%”。公司2020年度至2023年度持续盈利，且未分配利润均为正，除2021年度外，其余年度公司未履行前述分红承诺。

监管责任：2024年6月，证监局对上市公司采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案；同月，深交所对上市公司出具监管函。

（2）合规黑洞：未在作出决议后2个月完成利润分配方案构成违规

【监管案例2】

违规事实：I公司（原深市中小板）于2023年10月13日召开临时股东大会审议通过《2023年半年度利润分配预案》；公司因其员工持股计划未达解锁条件，导致员工持股计划账户内股份数量在公告《2023年半年度利润分配预案》后发生变动，需调整公司总股本基数，故于2023年12月6日召开董事会审议通过《关于调整2023年半年度利润分配预案的议案》，并于12月15日通过股东大会审议。I公司未在首次股东大会审议通过2023年半年度利润分配方案后2个月内完成利润分配。

监管责任：2024年1月，深交所对上市公司出具监管函。

【海问团队点评】根据《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》（“3号监管指引”）的相关规定，以下情形构成违法违规的现金分红情形，中国证监会有权依法采取相应的监管措施，主要包括：（1）未按照规定制定明确的股东回报规划；（2）未针对现金分红等利润分配政策制定并履行必要的决策程序；（3）未在定期报告或者其他报告中详细披露现金分红政策的制定及执行情况；（4）章程有明确规定但未按照规定分红；（5）超出能力分红损害持续经营能力；（6）现金分红监管中发现的其他违法违规情形。针对上述第（6）项，结合监管实践，“其他违法违规情形”包括但不限于违反分红承诺、超期执行分红决议等情况。

对于违反分红承诺，根据《证券法》《上市公司监管指引第4号——上市公司及其相关方承诺》及沪深交易所各板块上市规则的相关规定，上市公司及相关信息披露义务人应当严格遵守承诺事项。对于分红相关承诺，公司除应严格履行，还应当遵守3号监管指引的相关要求，牢固树立回报股东的意识，增强现金分红透明度。

对于超期执行分红决议，根据《上市公司股东大会规则》《上市公司章程指引》、沪深交易所主板及创业板上市规则的相关规定，上市公司应当在股东会审议通过方案后2个月内，完成利润分配及资本公积金转增股本事宜。未在前述期限内实施完成利润分配方案属于违规行为。

4、投资者关系管理

（1）合规黑洞：上市公司尚未公开披露的重大信息，不应通过非正式发布渠道任意发布

【监管案例1】

违规事实：J公司（深市主板）于2024年2月6日通过微信公众号发布《J公司与某基金达成战略合作》相关文章，其中称某基金将协调相关产业投资资源与J公司共同解决控股股东资金占用问题、积极参与J公司控股股东股票质押融资风险化解等，次日J公司股票收盘价上涨4.49%。某基金于2月7日在微信公众号上发布澄清声明显示，双方未就具体合作内容和后续工作安排达成有约束力的协议文件，尚无具体执行的交易，相关合作事项存在重大不确定性，当日J公司撤回前述微信公众号文章。**J公司构成通过符合中国证监会规定条件的媒体以外的方式发布尚未公开披露、误导市场投资者并引发股价波动的信息。**

监管责任：2024年6月，证监局对上市公司及其时任董事长、总经理、董事会秘书采取出具警示函的行政监管措施；同月，深交所对前述主体给予通报批评的纪律处分。

【监管案例2】

违规事实：K公司（沪市主板）于2024年4月17日通过其官方网站及微信公众号发布《助力武汉市抢抓“低空经济”战略性新兴产业赛道，K公司中标某智能飞行器产业基地项目（一期）》文章，称公司中标某智能飞行器产业基地项目，但对于公司在上述项目中具体工作、中标金额、收入确认等关键信息均未提及。上述信息发布后，多家媒体转载报道，市场将K公司列为“低空经济概念股”，引发广泛关注。文章发布后，公司股票价格连续5个交易日涨停，涨幅为61.09%，两次触及股价异常波动标准。4月24日晚间，经监管督促，公司通过风险提示公告针对媒体报道公司涉及“低空经济”概念的及上述中标新闻相关情况进行说明和澄清。在低空经济相关概念处于当前市场高度关注的热点时期，公司在官方网站及微信公众号发布业务涉及热点概念的相关信息，且公司在4月20日、4月23日、4月24日分别披露的股票交易异常波动公告、股票交易风险提示性公告中均称不存在应披露未披露信息，经监管督促后才予以澄清，相关信息披露不准确、不完整、不及时，风险提示不充分，可能对投资者产生误导。

监管责任：2024年7月，证监局对上市公司及时任董事会秘书采取出具警示函的行政监管措施；同月，上交所对前述主体予以监管警示。

（2）合规黑洞：不得在上证e互动平台/深交所互动易等网络平台发布不实信息

【监管案例1】

违规事实：2024年4月13日，投资者在深交所互动易平台向L公司（原深市中小板）提问：根据证监会《关于严格执行退市制度的意见》，L公司是否存在退市风险。L公司在4月17日收盘后回复称公司暂无退市风险。回复披露后，L公司股价连续2个交易日涨停。4月25日，L公司在回复深交所关注函的公告中，明确4月17日在互动易平台的回复未对因《深圳证券交易所股票上市规则（2024年修订征求意见稿）》的修订内容而导致退市的情形及时进行详实提醒，公司存在或出现前述征求意见稿拟增加或修订的强制退市标准规定情形，公司会因触及规范类强制退市及/或财务类强制退市标准存在退市风险。**L公司4月17日在互动易平台的回复未能准确、完整地提示公司存在的风险，相关回复内容对投资者产生误导。**

监管责任：2024年5月，证监局对上市公司及董事长、总经理、董事会秘书采取出具警示函的行政监管措施；同月，深交所对上市公司出具监管函。

【监管案例2】

违规事实：2024年8月期间，有多名投资者在上证e互动平台向M公司（沪市主板）提问：M公司与《黑神话：悟空》之间的业务关系、是否参与收益分成。M公司在上证e互动平台回复称，公司旗下某公司是《黑神话：悟空》出版方，但未就是否参与游戏收益分成等投资者关心的重要内容予以回应。回复披露后，M公司股价连续2个交易日涨停并触及涨幅异常波动。经监管督促，公司于8月21日晚间披露股票交易异常波动暨风险提示公告称，公司仅为游戏《黑神话：悟空》出版方，不参与游戏收益分成，获取出版收入占公司2024年上半年营业收入、净利润不到1%，对公司影响较小。公司披露上述公告后，股价连续4个交易日下跌，累计跌幅为25.93%，并触及跌幅异常波动。在《黑神话：悟空》相关概念处于市场高度关注的热点时期，上市公司在上证e互动等渠道发布相关信息时应当审慎、客观，确保发布信息真实、准确、完整，并充分提示风险，避免对投资者产生误导。**M公司在上证e互动平台就涉及公司热点概念问题有选择性回复，未就投资者关心的**

是否参与游戏分成这一关键信息予以回应，发布信息不准确、不完整，可能对投资者决策产生误导。经监管督促后，M公司才予以补充披露并提示相关风险。

监管责任：2024年10月，上交所对上市公司及其时任董事会秘书予以监管警示。

【海问团队点评】10号监管指引项下，投资者关系管理、信息披露也是市值管理的重要方式。根据《上市公司投资者关系管理工作指引》及沪深交易所各板块的自律监管指引，投资者关系管理活动形式多样，包括但不限于：通过公司官网、新媒体平台、电话、传真、电子邮箱、投资者教育基地等渠道，利用中国投资者网和证券交易所、证券登记结算机构等的网络基础设施平台，采取股东大会、投资者说明会、路演、分析师会议、接待来访、座谈交流等方式，与投资者进行沟通交流。在投资者关系管理活动中，不可避免的伴随着信息的公开、交流和互动，上市公司信息披露所应遵守的真实、准确、完整、及时、公平等基本原则，同样适用于投资者关系管理活动中所涉及的信息交互。

针对常见的公司通过其官网、微信、微博等网络自媒体平台发布公司经营信息的情况，为避免公司不当披露有关信息引起股价波动，根据《上市公司信息披露管理办法》、沪深交易所各板块上市规则的相关规定，对于其中涉及已发生或拟发生的可能对公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的尚未披露的信息（“重大信息”），上市公司应当及时依法履行信息披露义务，披露的信息应当真实、准确、完整，简明清晰、通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，且应当同时面向所有投资者披露，亦不得进行选择披露。披露渠道应为符合中国证监会规定条件的媒体，原则上不得通过股东大会、投资者说明会、分析师会议、路演、接受投资者调研、接受媒体采访等形式，披露公司尚未披露的重大信息。

另外，上证e互动平台、深交所互动易平台，为当前上市公司与投资者沟通交流的重要渠道，若上市公司不当利用该等平台披露信息，将可能损害投资者的信赖和预期，甚至可能造成股价异常波动。根据沪深交易所各板块自律监管指引的相关规定，上市公司若在该等平台发布信息，尤其是涉及对市场热点概念、敏感事项问题进行答复，应当谨慎、客观，以事实为依据，不得利用该等平台迎合市场热点或者与市场热点不当关联，亦不得故意夸大相关事项对公司生产、经营、研发、销售、发展等方面的影响，不当影响公司股票及其衍生品种价格。简言之，上市公司在该等平台上发布信息，同样也应当遵守上市公司信息披露的一般原则，不得误导投资者，并应充分提示相关事项可能存在的重大不确定性和风险。

结语

近年来证券监管机构、国资监管机构愈发重视上市公司对市值管理工作的成效，随着10号监管指引的实施，未来也将会有更多的上市公司投身市值管理实践。10号监管指引对两类特殊上市公司也提出特殊要求，包括要求主要指数成份股公司制定上市公司市值管理制度，以及要求长期破净公司董事会制定上市公司估值提升计划并相应披露。前事不忘，后事之师。前述两类特殊公司在制定其市值管理制度及/或估值提升计划时，也可以关注及考虑已有的监管案例所带来的相关经验启示。公司质量构筑市值管理的基石，而有效的合规风险控制则能为市值管理构建起一道坚实的防线。相信伴随着上市公司及市值管理主体合规意识的强化，资本市场的市值管理实践也将逐步走向成熟。

2024-12-25