



# 上海市律师协会

## 证券合规与纠纷专业委员会

证券合规法律资讯

---

2025 年 4 月刊

编委会：

主任：黄江东

副主任（按姓氏首字母排序）：

李阿敏、马宏伟、田曳

# 《证券合规法律资讯》

## 目录

一、规范性文件 .....	1
1. 上交所出台自律管理规则 全面推进程序化交易监管 .....	1
2. 证监会发布《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》 .....	3
3. 上交所修订发布《股票上市规则》及配套规则指南 .....	4
二、资讯热点 .....	6
1. 证监会召开深化资本市场投融资综合改革民营科技企业座谈会 ...	6
2. 上交所就正式发布程序化交易管理实施细则并就配套业务规则征求意见答记者问 .....	7
3. 三大交易所，集体发布→ .....	14
三、监管及司法动态 .....	17
1. 上海金融法院发布 2024 年度审判工作情况通报和十大典型案例	17
2. 聚焦私募基金募集问题，筑牢投资者合法权益“防护墙” .....	20
四、监管及司法案例 .....	28
（一）监管案例 .....	28
1. *ST 银江因信息披露违规遭罚款 700 万元 多名责任人被处罚 ....	28
2. 存在两大违法事实 塞力医疗及多名时任高管被罚 1785 万元 .....	28

3. ST 朗源因虚假记载合计被罚 1050 万元，2024 年净亏损 3644 万元	31
（二）司法案例	33
1. 发行人实际控制人操纵的隐形担保虚假陈述中的中介机构责任认定	33
2. 股票特殊交易安排下投资人违约救济后履行不能的损失与虚假陈述行为因果关系认定	35
3. 涉股权激励计划证券虚假陈述纠纷中因果关系的认定	38
4. 全国首例！上市公司董监高违反公开承诺案今宣判	41
五、精选文章	44
1. 徐明；李敬宜：《证券市场公开承诺法律性质及民事责任再解》，载《中国政法大学学报》2025 年第 2 期	44
2. 马禄伟；王东光：《私募基金管理人民事赔偿责任的厘定与规范适用——基于基金管理人信义义务的视角》，载《证券法苑》第 41 卷	44
3. 胡文丰：《论证券虚假陈述责任纠纷调解前置制度的程序构建》，载《证券法苑》第 41 卷	45
4. 郑钢：《操纵证券市场规制的反思与重构——以资本市场效率的再定义为视角》，载《财经法学》2025 年第 2 期	45
六、行政处罚与涉刑案件一览表	47
1. 4 月行政处罚一览表	47
2. 4 月涉刑案件一览表	48





# 一、规范性文件

上海市律师协会  
证券合规与纠纷专业委员会

## 一、规范性文件

### 1. 上交所出台自律管理规则 全面推进程序化交易监管

【2025-04-03，来源：“上交所”网站】

为认真贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议精神和新“国九条”要求，落实中国证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）》（以下简称《管理规定》）的各项监管要求，全面从严加强程序化交易监管，促进其规范发展，维护证券交易秩序和市场公平，保护投资者合法权益，在中国证监会统筹指导下，上交所正式发布《上海证券交易所程序化交易管理实施细则》（以下简称《实施细则》），同步就相关配套业务规则征求意见。

#### 正式发布《实施细则》，确保《管理规定》落地见效

《实施细则》围绕强监管、防风险、促高质量发展主线，坚持“趋利避害、突出公平、从严监管、规范发展”的监管目标导向，对程序化交易报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理、沪股通管理、监督检查等作出细化规定，突出制度公平性，确保《管理规定》落地见效。

前期，上交所就《实施细则》向社会公开征求意见，并通过座谈、调研等方式，充分听取境内外投资者和市场机构意见建议，各方总体支持，认为《实施细则》回应了市场关切，有助于推动程序化交易规范发展。所提意见建议中，有些已吸收采纳，并完善条文表述；有些意见属于条文理解、流程咨询等方面问题，本所后续将及时开展培训，做好规则解读。



## 内外资一致，细化沪股通投资者报告安排

为细化明确沪股通投资者报告安排，按照内外资一致原则，经与香港联交所充分沟通，上交所起草了《上海证券交易所证券交易规则适用指引第2号——沪股通投资者程序化交易报告（征求意见稿）》（以下简称《报告指引》），并向市场公开征求意见。

《报告指引》整体上与境内现有程序化交易报告的有关规定保持一致，同时兼顾内地与香港市场的实际差异，对部分条款及填报字段进行适应性调整，并为市场预留较为充足的准备时间。报告主体方面，以北向投资者识别码（BCAN码）为基础进行报告。报告路径方面，由北向投资者向香港联交所参与者报告，再经由香港联交所提供给上交所。报告内容和监管要求方面，和境内整体保持一致。对未按要求履行报告及变更报告义务、报告信息不完备等违反相关规定的主体，上交所可提请香港联交所采取自律管理措施。后续，上交所将认真做好相关反馈意见的收集评估和《报告指引》的完善发布工作。

下一步，上交所将结合市场实践不断总结经验，持续完善程序化交易相关监管安排，切实保护投资者权益，促进资本市场健康稳定运行。

### 【点评】

伴随着金融科技的快速发展，程序化交易在市场中的应用愈发广泛。然而，其也给现有监管框架带来了全新的挑战。《实施细则》遵循“有序

衔接”“防控风险”“突出重点”“规范透明”的基本原则，针对程序化交易报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理、深沪股通管理、监督检查等具体事项作出细化规定，于2025年7月7日正式实施。

## 2. 证监会发布《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》

【2025-04-25，来源：“中国证监会”网站】

为进一步加强上市公司信息披露暂缓与豁免行为的监管，保护投资者的合法权益，证监会制定了《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》（以下简称《规定》），自2025年7月1日起实施。

《规定》的主要内容，一是明确两类豁免范围，一类是国家秘密或者其他公开后可能违反国家保密规定、管理要求的信息，另一类是商业秘密或者保密商务信息。二是规定三种豁免方式，包括豁免按时披露临时报告，豁免披露临时报告，以及采用代称等方式豁免披露定期报告、临时报告中的有关内容。三是压实公司责任，要求制定披露豁免制度，不得以涉密为名进行宣传，对豁免披露事项进行登记管理并定期报送登记材料。四是强化监管约束，对未按规定建立制度、不符合条件豁免披露，甚至利用豁免披露从事内幕交易、操纵市场的，依规处理。

前期，证监会就《规定》向社会公开征求意见。从反馈情况看，市场总体给予认可，涉及与条文有关的主要意见已采纳。后续，证监会将进一步指导上市公司规范稳妥运用好《规定》。



### 【点评】

《证券法》以公开为原则，设专章规定信息披露。然而，上市公司活动复杂，部分应当披露的信息可能属于国家秘密或商业秘密，公开后可能损害国家安全和利益，或者损害公司、他人利益。《规定》平衡了公开原则和保密要求，在相关规则的基础之上，对信息披露暂缓、豁免行为予以了统一。

### 3. 上交所修订发布《股票上市规则》及配套规则指南

【2025-04-25，来源：“上交所发布”微信公众号】

近日，经中国证监会批准，上交所修订发布主板、科创板《股票上市规则》及配套规则指南。本次修订旨在深入贯彻新《公司法》，衔接中国证监会《上市公司信息披露管理办法》《上市公司章程指引》等上位规则，推动上市公司优化内部治理，切实保护中小投资者合法权益。

《股票上市规则》修订内容主要包括：一是明确审计委员会职责承接安排，包括审计委员会职权范围、运行机制与履职规范。二是强化董事、高级管理人员职责安排与控股股东、实际控制人行为规范，包括细化董事及高级管理人员忠实勤勉义务内涵、新增事实董事相关规定。三是加强股东特别是中小股东权利保障，包括保障中小股东临时提案权、进一步明确关联交易的审议披露要求、完善差异表决权股东相关规定。四是落实破产

重整上位规定，优化重整进展等事项披露要求。此外，根据上位规则，在发布通知中明确上市公司调整内部监督机构设置等事项的新旧规则衔接安排。下一步，上交所将在中国证监会指导下，深入贯彻党中央、国务院决策部署，紧扣防风险、强监管、促发展的主旋律，突出制度建设这条主线，以高质量的业务规则体系推动提高上市公司质量，奋力开创资本市场高质量发展新局面。

### 【点评】

2024年7月1日起施行的新《公司法》，对公司治理结构、股东权利保护、控股股东、实际控制人和董事、监事、高级管理人员责任进行了优化调整。《股票上市规则》作为证券交易所履行信息披露自律监管的基础性规则，需要相应调整，与新《公司法》等有关要求在业务规则层面做好衔接。



## 二、资讯热点

上海市律师协会  
证券合规与纠纷专业委员会

## 二、资讯热点

### 1. 证监会召开深化资本市场投融资综合改革民营科技企业座谈会

【2025-04-03，来源：“证监会发布”微信公众号】

为深入贯彻落实党的二十届三中全会、中央经济工作会议和民营企业座谈会精神，进一步全面深化资本市场改革，更好服务科技创新和民营经济高质量发展，近日证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会，与集成电路、新能源汽车、智能制造、新材料、商业航天、网络经济等不同领域的民营科技企业代表深入交流，充分听取意见建议。证监会党委委员、副主席李超参加座谈。

座谈中，大家一致认为，党中央高度重视和关心民营经济发展，习近平总书记在民营企业座谈会上的重要讲话，进一步统一了各方思想，有力提振了民营企业发展信心。大家表示，随着新“国九条”及“科创板八条”、“并购六条”、资本市场做好金融“五篇大文章”等“1+N”政策体系持续落地见效，投资和融资更加协调的市场生态正在加快形成，各方预期明显改善。资本市场作为支持科技创新和促进民营经济发展壮大的重要平台，在推动新质生产力发展、服务经济回升向好方面发挥着日益重要的作用。同时，与会代表围绕深化资本市场投融资综合改革，进一步推动资本市场改革发展提出了具体建议，包括：改革优化股票发行上市、再融资和并购重组等制度，进一步增强制度包容性、适应性，提升投融资便利度和效率；进一步完善科技企业发现培育、识别筛选和 IPO 支持机制，增强对未盈利

科技型企业发行上市的包容度，完善信息披露相关制度规则；支持境外已上市科技企业回归，优化上市公司结构，丰富优质投资标的；加大推动中长期资金入市力度，培育壮大长期投资力量；等等。

吴清强调，民营经济是国民经济的重要组成部分，是推动科技创新的重要力量。大力支持民营经济发展，既是资本市场服务实体经济的内在要求，也是加快培育高质量上市公司和促进资本市场高质量发展的重要着力点。证监会将持续深入学习贯彻习近平总书记关于支持民营经济和科技创新的重要论述精神，坚持“两个毫不动摇”，以深化资本市场投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放。尊重市场规律，切实提升资本市场的包容性、适应性，持续增强规则的透明度、可预期性，进一步完善全链条全生命周期的多层次市场服务体系，加力支持优质民营企业做强做优做大。民营科技企业作为民营经济和新质生产力领域的优秀代表，希望大家坚定信心，保持爱拼才会赢的精气神，以实际行动发挥好示范带头作用，积极利用资本市场转型升级、做优做强，更好回报投资者，为推动经济高质量发展和中国式现代化积极贡献力量。

## 2. 上交所就正式发布程序化交易管理实施细则并就配套业务规则征求意见答记者问

【2025-04-03，来源：“上交所”网站】

2025年4月3日，上交所正式发布《上海证券交易所程序化交易管



理实施细则》（以下简称《实施细则》），并就有关配套业务规则征求意见。上交所相关负责人就规则制定情况回答了记者提问。

### 一、请简要介绍《实施细则》制定背景和总体思路。

答：2024年5月15日，证监会正式发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》（以下简称《管理规定》，对证券市场程序化交易监管作出总体性、框架性制度安排，并授权交易所细化业务规则和具体举措。为落实《管理规定》提出的各项监管要求，上交所制定了《实施细则》，对程序化交易报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理、沪股通管理、监督检查等事项作出全面细化规定。

《实施细则》立足于“中小投资者占绝大多数”这个最大国情市情，旨在因势利导促进程序化交易规范发展，充分体现了“趋利避害、突出公平、从严监管、规范发展”的总体思路。一方面，通过程序化交易报告制度、加强机构合规风控管理、强化信息系统管理等安排，明确监管预期，促进程序化交易行业规范发展。另一方面，通过加强程序化交易监测监控、强化高频交易监管等方式，更好保障交易安全，维护证券交易秩序和 market 公平。

《实施细则》于2025年7月7日开始正式实施，为市场主体进行适应性调整、做好技术准备，预留过渡期。后续，本所将在证监会指导下，推进一揽子细化落实措施，形成系统性、可操作的自律监管规则体系。

### 二、前期上交所就《实施细则》向社会公开征求意见，请介绍一下征



求意见以及市场反馈的相关情况。

答：2024年6月7日至6月14日公开征求意见期间，上交所共收到反馈意见648份，经梳理合并共有意见107条，总体上支持出台《实施细则》。所提意见建议中，有些已吸收采纳，并完善条文表述；有些意见属于条文理解、流程咨询等方面问题，本所后续将及时开展培训，做好规则解读。

### 三、《实施细则》规定了四类异常交易行为，有何考虑？

答：《实施细则》对证监会《管理规定》规定的四类程序化异常交易行为作了进一步细化，明确了瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁拉抬打压以及短时间大额成交四类异常交易行为的构成要件，主要考虑如下：

一是瞬时申报速率异常。程序化交易尤其是高频交易往往短时间内申报量大，较其他投资者具有明显的速度优势，若发生程序错误造成大量连续错单，还可能影响本所交易系统安全。有必要从限制申报速率的角度设置相应指标进行监管，引导高频交易降低申报速率，减少对交易系统的冲击。

二是频繁瞬时撤单。程序化交易特别是高频交易能借助技术优势，在短时间内频繁申报和撤单，交易行为可能不完全以成交为目的，影响市场正常交易秩序。有必要从限制频繁瞬时撤单的角度设置相应指标进行监管，引导程序化交易投资者降低报撤速率，延长订单停留时间。

三是频繁拉抬打压。现行股票拉抬打压异常交易行为主要针对个股设

置，程序化交易投资者可能在多只股票上出现小幅拉抬打压行为，较难触发现行异常交易监管标准。但此类交易行为可能消耗个股短期流动性，引发股价快速波动。有必要从限制频繁拉抬打压的角度设置相应指标进行监管，引导程序化交易投资者适当分散交易，减少对个股的冲击。

四是短时间大额成交。同一机构管理人管理的产品在市场涨跌剧烈时可能触发相同的交易信号，导致大量产品短时间内集中同向交易，一定程度上加剧了市场波动风险，不利于市场平稳运行。有必要对单家机构管理的所有产品短时间内集中交易情况进行合并监管，引导程序化交易尤其是量化机构加强整体风控，避免集中交易影响市场平稳运行。

上交所已就上述四类股票程序化异常交易行为制定具体监控指标，自2024年4月起开始试运行。从试运行情况看，触发相关指标的主要是量化私募、券商自营等机构投资者，中小个人投资者基本未发生相关情况，投资者的正常交易行为不会受到影响。此外，试运行期间，上交所对频繁触发相关指标的投资者进行了问询和合规交易教育，相关投资者交易合规性明显提升。

#### **四、上交所发现投资者发生程序化异常交易后，将采取哪些措施？**

答：《实施细则》明确规定，投资者发生程序化异常交易行为的，上交所可采取以下措施：一是根据本所相关业务规则的规定，对其采取相应的自律监管措施或者纪律处分。二是对于因一个月内多次发生异常交易行为被本所采取限制投资者账户交易措施的程序化交易投资者，要求其指定

交易会员暂停其使用本所主机托管资源。三是程序化交易投资者因发生异常交易行为被采取暂停投资者账户交易或限制投资者账户交易措施的，视情况通报中国证监会相关派出机构、证券业协会、基金业协会等，商请协同采取现场检查、约谈提醒等措施。

## 五、《实施细则》关于高频交易的认定标准有何考虑？

答：公开征求意见期间，高频交易认定标准受到市场广泛关注。《实施细则》明确高频交易认定标准为：单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到 300 笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到 20000 笔以上。上交所设置这一标准，借鉴了境外成熟市场高频交易认定标准，结合了自身监管实践经验，同时进行了充分的数据测算。主要考虑如下：

一是聚焦重点，注重实效。从海外经验和监管实践看，由于存在较高的技术门槛，高频交易投资者数量虽少，但由于交易频次高、交易量大，市场影响较大。上交所在充分测算评估的基础上，设置高频交易认定标准，有利于聚焦重点群体，集中监管资源，切实发挥监管实效。

二是突出特点，便于执行。高频交易认定标准是市场主体判断自身行为的基础，不宜过于复杂，实践中应当具备可理解性和可操作性。流速（每秒申报速率）和流量（单日申报笔数）最直接体现高频交易特点，同时也反映高频交易对交易所系统安全 and 市场秩序的影响，以这两个要素作为高频交易的认定标准，便于理解和执行。

三是有序衔接，持续完善。前期建立的程序化交易报告制度，已对高

频交易做出了针对性安排，交易所在交易监控中也予以重点关注。《实施细则》沿用了相关标准，与前期建立的报告制度有序衔接。同时，《实施细则》也规定，交易所可以对高频交易的认定情形和差异化管理要求进行调整。后续，上交所将持续做好监测监控，评估高频交易管理情况，根据监管实践不断完善。

## 六、《实施细则》对高频交易有何差异化监管安排？

答：《实施细则》从以下几个方面进一步加强高频交易监管。

一是督促相关投资者履行额外报告义务。从维护交易所系统安全出发，要求存在高频交易情形的投资者按照《实施细则》和前期有关程序化交易报告的通知规定，在履行一般报告要求基础上，额外报告高频交易系统服务器所在地、系统测试报告和系统故障应急方案等信息。如未落实系统测试和应急方案相关要求，发生系统故障影响交易所系统安全或者正常交易秩序的，上交所将从严采取监管措施。

二是针对性设置异常交易监管标准。针对高频交易申报速率快、报撤频率高等特点，设置瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单等异常交易监管标准，加强对高频交易行为的引导和约束。

三是加强交易监管。投资者进行高频交易发生异常交易行为的，本所可以按规定从严从重采取自律管理措施，并要求会员加强相关客户交易行为管理。

四是差异化收费。适时制定差异化收费方案，以高频交易认定标准为

基础，对于存在高频交易情形的投资者，根据其实际交易情况研究收取更高的流量费、撤单费等费用，通过市场化调节手段，引导高频交易主动降低交易频率，规范交易行为。相关标准、方案将在证监会统一指导下，适时制定出台。

## 七、请问沪股通投资者的程序化交易如何参照适用《实施细则》？

答：《实施细则》第三十八条规定，按照内外资一致原则，沪股通投资者参照适用报告管理、交易行为管理、高频交易管理等相关规定。程序化交易监管对沪股通投资者总体实行与内资一致的监管标准，例如，沪股通投资者发生《实施细则》第十八条规定的异常交易行为的，本所将根据沪港通监管合作安排，对投资者采取自律管理措施。同时，兼顾内地与香港市场的实际差异，做出适应性安排。例如，《实施细则》第十九条关于机构合规风控管理要求，第四十二条对相关主体的现场非现场检查等条款，将在沪港通监管合作安排框架下参照执行。

此外，为明确沪股通投资者程序化交易报告的具体操作，上交所按照内外资一致原则，起草了《上海证券交易所证券交易规则适用指引第2号——沪股通投资者程序化交易报告（征求意见稿）》（以下简称《报告指引》），向市场公开征求意见。《报告指引》针对报告主体、报告方式、报告信息等具体事项作出细化规定，并为存量投资者预留了充足的过渡期，保障沪股通程序化交易报告制度平稳落地。

## 八、《实施细则》正式实施后，与前期发布的报告通知如何衔接？



答：前期发布的《上海证券交易所关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《上海证券交易所关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》与《实施细则》内容不存在冲突，继续为市场相关主体履行报告义务提供具体指引。上交所将结合市场运行实际，持续研究完善程序化交易报告制度，适时整合修订通知内容并向市场发布。

### 3. 三大交易所，集体发布→

【2025-04-26，来源：“证券时报”微信公众号】

4月25日，为做好与《上市公司信息披露管理办法》《上市公司章程指引》等上位规定衔接，推动上市公司优化公司治理和规范运作水平，更好保护投资者特别是中小投资者合法权益，沪深北交易所修订发布新的股票上市规则及相关规则指南。

据了解，本次修订过程中，广泛征求了市场主体意见，充分吸收采纳有关合理建议，从优化公司治理、强化各方责任、加强股东权利保护等方面进行充实完善，进一步夯实上市公司治理基础。

为落实审计委员会行使监事会职权总体要求，对审计委员会职责作出规定，细化明确审计委员会成员组成、议事规则等。明确“关键少数”责任义务，充实董事、高级管理人员忠实和勤勉义务内涵，强化规范关联交易，新增“事实董事”制度。完善股东权利保障，降低股东会临时提案持股比例要求，优化特定事项表决权行使机制。落实破产重整规则修订，优



化重整进展、风险提示公告等信息披露要求。此外，根据上位规定，对上市公司调整内部监督机构设置等事项，发布通知明确新旧规则的衔接安排。

其中，新规明确审计委员会组成，包括需由三名以上不在公司担任高级管理人员的董事组成，独立董事应当过半数等。另外，明确审计委员会议事规则，包括每季度至少召开一次会议，须有三分之二以上成员出席方可举行，实行一人一票，决议应当经审计委员会成员过半数通过等。

在完善股东权利保障方面，新规降低临时提案持股比例要求，将提出股东会临时提案股东持股比例要求从3%降低至1%，同时规定公司不得提高前述比例要求，强化中小股东权利保护；进一步明确特别表决权应当与普通表决权同权的情形，以及须经出席类别股股东会会议的股东所持表决权的三分之二以上通过的事项。

完善破产重整信息披露相关规定方面，新规明确公司在法院裁定受理破产事项前应当及时披露重大进展，不再要求每月披露进展，提高重整信息披露的有效性；明确重整计划草案、和解协议的披露时点为债权人会议召开前十五日。

北交所还同时修订了上市公司监管条线业务规则。截至目前，北交所已分两批修订并发布共24件业务规则，落实新《公司法》配套业务规则集中修订、发布工作已经完成，后续将根据市场发展的需要持续推进规则完善。

良好的公司治理是上市公司持续健康发展的重要保障，有利于防范公

司风险、提振投资者信心。沪深北交易所表示，接下来将在中国证监会统一领导下，继续认真落实新“国九条”部署，紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，保障新《公司法》相关规定和配套措施落实落地，持续推动提高上市公司质量和投资价值，更好服务中国经济稳中向好大局。



### 三、监管及司法动态

上海市律师协会  
证券合规与纠纷专业委员会

### 三、监管及司法动态

#### 1. 上海金融法院发布 2024 年度审判工作情况通报和十大典型案例

【2025-04-02，来源：“上海金融法院”微信公众号】

4 月 2 日上午，上海金融法院发布《上海金融法院审判工作情况通报（2024 年）》（下称“情况通报”）和 2024 年度上海金融法院十大典型案例。本场发布会是上海金融法院“金融审判现代化的创新实践”系列发布会的第五场。上海金融法院党组成员、副院长顾全，申诉审查及审判监督庭副庭长、研究室主任许晓骁通报相关情况并答记者问。

##### **情况通报主要分为三个部分：**

第一部分从案件数量、案件类型和行业分布三方面归纳了上海金融法院 2024 年案件基本情况。2024 年上海金融法院共受理各类金融案件 7310 件，全年收案总标的额为 2157.26 亿元。案件类型多样但相对集中，金融借款合同纠纷超过证券虚假陈述责任纠纷成为收案量第一的案由。同时，2024 年上海金融法院共受理涉外、涉港澳台案件 196 件，同比增长 136.14%，当事人涉及美国、英国、日本等 10 余个国家和地区，反映出上海逐渐成为解决国际金融纠纷的优选地。涉仲裁执行案件 1064 件，体现金融司法对金融仲裁的支持力度不断增强。

第二部分从银行业、证券业、保险业、执行案件、破产案件、涉外涉港澳台案件六个方面，分析金融案件中反映出的问题，提出针对性建议。

银行业案件占比 40.69%，纠纷反映出房地产行业融资纠纷集中、公

司对外担保有效性争议多发、自然人贷款业务纠纷突出等问题。上海金融法院在一起案件中认定格式合同中“上浮贷款利率后再次上浮利率确定罚息”条款实质系在贷款利率基础上上浮两次计收罚息，金融机构未对该异常条款履行提示说明义务，判决该条款对借款人不发生效力，保护金融消费者合法权益。

证券业案件占比 23.01%，纠纷反映出上市公司欺诈发行、相关主体帮助上市公司造假、“名股实债”引发融资风险、私募机构“募投管退”环节违规行为仍有发生等现象，如上海金融法院审理的全国首例判决私募基金管理人因不公平分配承担赔偿责任案，管理人根据投资者认购时间先后予以分配，法院认定该行为有违公平原则，管理人应赔偿投资者损失，促进形成私募投资领域良好法治环境。

保险业案件占比 11.03%，纠纷反映出在数字经济、平台经济发展背景下，互联网保险、平台投保雇主责任险等新型问题逐渐显现，需进一步推动互联网保险规范发展。上海金融法院在一起平台投保雇主责任险案件中明确了平台保险模式下提示和明确说明义务的履行标准，并就雇主责任险相关问题向上海金融监管局发送司法建议，助力完善雇主责任险监管。

执行案件方面，共执行到位 223.18 亿元。其中新类型金融执行案件增多，涉不动产执行案件比例较高。上海金融法院积极通过府院联动促进大宗不动产处置，成功执结一起以重点旧改项目为抵押资产、本息近 50 亿元的金融借款合同案件，实现金融债权兑现与旧改民生保障一揽子解决。



金融破产案件方面，上海金融法院受理金融机构申请破产或强制清算案件 14 件，包括全国首例保险集团公司系列破产清算案，积极运用破产程序促进金融市场出清，最大限度保障债权人公平受偿权利。

涉外、涉港澳台案件纠纷类型多样，反映出随着上海国际金融中心竞争力和影响力不断增强，跨境资金流动和涉外金融服务日益活跃。上海金融法院积极加强外国法查明机制建设，在涉外案件审理中发挥规则引导和价值引领作用。比如在一起跨境担保纠纷中，认定在香港上市的离岸公司进行对外担保，不因未公告披露担保事项影响担保效力，从而稳定了涉外担保效力规则预期，有助于引导上市公司跨境并购规范管理及境内商业银行外保内贷业务风险控制。

第三部分介绍了上海金融法院持续发挥全国首家金融专门法院示范引领作用，聚焦规则创设、机制创新，增强金融司法核心竞争力所采取的四方面工作举措及相关成效：围绕中国式现代化，服务支撑国家金融战略实施；坚持以人民为中心，守护人民群众“钱袋子”；勇担首家金融法院使命，创设金融审判“中国规则”“上海方案”；把握数字变革时代脉搏，提升服务金融治理现代化水平。

### 【点评】

情况通报显示，金融借款合同纠纷超过证券虚假陈述责任纠纷成为上海金融法院收案量第一的案由。其主要原因在于证券虚假陈述责任纠纷案



件的下降，大多数证券虚假陈述责任纠纷采取了诉前调解等方式化解。2024年，上海金融法院受理证券业案件1039件，占比23.01%，标的额50.29亿元。纠纷反映出上市公司欺诈发行、相关主体帮助上市公司造假、“名股实债”引发融资风险等违规行为仍有发生。

## 2. 聚焦私募基金募集问题，筑牢投资者合法权益“防护墙”

【2025-04-25，来源：“中国证监会—深圳监管局”网站】

近年来，深圳证监局在日常监管中发现，辖区部分私募机构存在委托不具备基金销售业务资格的单位或违规设立分支机构从事资金募集活动，向不特定对象宣传推介、非法拆分转让私募基金份额或其收（受）益权、承诺保本保收益、向非合格投资者募集资金、未谨慎勤勉履行投资者适当性管理义务等情形，违反《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》）《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称《私募管理办法》）《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（以下简称《若干规定》）等有关规定，损害投资者权益，严重影响行业形象。现将检查发现的问题及监管工作要求通报如下：

### 一、典型问题通报

一是委托不具备基金销售业务资格的机构或个人从事资金募集活动。部分私募机构在募集资金时与不具备基金销售业务资格的机构（以下简称无资质机构，多数为三方理财公司、咨询公司等）签署投资顾问、投资咨

询服务等协议，以咨询服务或介绍客户为名，实质由无资质机构从事私募基金宣传推介、适当性管理等销售活动。有的私募机构通过不具备基金销售资格的关联方在全国多个省市设立销售网点，通过线上平台、线下路演等方式销售私募基金。还有的私募机构通过控股集团控制的不具备基金销售业务资格的持牌金融机构员工进行私募基金宣传推介。部分无资质机构在基金募集过程中存在向不特定对象宣传推介、承诺保本保收益以及组织投资者拼单、凑单等违规行为，涉嫌非法集资犯罪。

二是违规设立分支机构从事资金募集活动。个别私募机构在《若干规定》禁止以从事资金募集活动为目的设立或变相设立分支机构后，仍以投后管理、维护投资者名义设立分支机构，通过分支机构大量招聘销售人员，以召开产品推介会、产品沙龙等方式宣传推介私募基金，大规模开展资金募集活动。

三是向不特定对象宣传推介私募基金。有的私募机构从业人员通过组建微信群等方式向微信群中的不特定对象发布私募基金募集说明书及投资项目情况。还有的私募机构在公司微信公众号公布公司员工微信二维码并备注“如需咨询请添加如下客服”等字样，在未对投资者进行合格投资者资格认定流程前，通过微信向投资者推介私募基金。个别私募机构在关联方营业场所向关联方员工及客户公开宣传推介私募基金。

四是非法拆分转让私募基金份额或其收（受）益权。个别私募机构通过关联方与投资者签署《份额转让协议》等文件将回购的基金份额再次转

让至不合格投资者，且转让后基金投资者人数超过 200 人，变相突破《证券投资基金法》《合伙企业法》等法律规定的单只私募基金投资者人数限制。

五是向投资者承诺保本保收益。个别私募机构在募集私募基金时与投资者签订承诺函，承诺对低于约定净值的部分承担差额补足义务。有的私募机构制作的宣传推介材料中载明基准收益率或预期收益率，还有的私募机构通过关联方与投资者签订承诺函，承诺由关联方按约定利率到期回购基金份额。个别私募机构制作保本保收益承诺函，由关联方在募集过程中向投资者宣传展示。

六是向非合格投资者募集资金。部分私募机构在明知投资者存在代持投资情况下仍向其募集。有的私募机构员工主动协助不合格投资者规避适当性管理要求，为投资金额低于 100 万元的投资者通过员工跟投的方式代持基金份额。有的私募机构在投资者未提供金融资产证明或投资者金融资产证明已显示其不符合合格投资者条件的情况下，仍向其销售私募基金。还有的私募机构对真实性明显存疑的资产收入证明文件予以“放行”，如采信无法查询到工商登记信息的公司开具的收入证明，开具收入证明的公司在出具证明时成立未满三年或已工商注销，以及超高龄或低龄投资者担任某公司主要负责人等明显有违常理的收入证明等。甚至有投资者反映，个别私募机构为投资者提供伪造资产证明文件、拼单凑单、代持基金份额等“一站式服务”。

七是未谨慎勤勉履行投资者适当性管理义务。部分私募机构未对所管理的私募基金进行风险评级，未评估投资者的风险承受能力，以投资者签署合格投资者承诺书代替金融资产证明或收入证明。个别私募基金未制作风险揭示书，或存在风险揭示书投资后补签的情况。个别私募基金的风险揭示流于形式，简单以投资者手写“本人明确知悉可能存在本金损失风险”等内容证明已履行告知说明义务；个别私募基金的风险揭示书未充分揭示风险，未明确载明基金财产投资于劣后级份额，存在损失全部投资本金的可能性。部分私募机构未合理确定产品风险等级，将主要投资股权、场外衍生品、期货、房地产，或采用杠杆交易等方式进行投资的私募基金定为低风险等级。部分私募机构对投资者的风险承受能力乱打分、乱计分，或者不打分、不分类，甚至代替投资者打分，将本来是低风险承受能力的投资者归入高风险承受能力类别，将高风险产品销售给投资经验不足或年龄较大的低风险承受能力投资者。个别私募机构在投资者风险承受能力与私募基金风险等级不匹配情况下，未要求投资者签署《风险不匹配警示函及投资者确认书》。

## 二、监管要求

《条例》第十七条至第二十条、《私募管理办法》第十一条至第十九条、《若干规定》第六条、第七条明确规定了私募基金在资金募集环节应当遵守的募集方式、合格投资者管理相关要求及禁止性行为，并在《条例》第四十八条、第四十九条、《私募管理办法》第三十三条、第三十八条、

第三十九条、《若干规定》第十三条规定了行政监管措施及行政处罚罚则。资金募集是私募基金业务的核心环节之一，部分私募机构在募集环节存在上述违规情形，反映出机构合规意识淡薄，未实质性把好投资者准入关，做到“卖者尽责”。针对存在上述违规情形的私募机构，我局已依法采取监管措施，并将部分私募机构及无资质机构涉嫌非法集资的犯罪线索通报公安机关。现就上述违法违规问题，提出如下监管要求：

一是私募机构应当自行募集私募基金或者委托具有基金销售业务资格的机构从事资金募集活动。私募机构应自行募集私募基金或委托在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国证券投资基金业协会会员的机构代为募集，不得设立或变相设立分支机构从事资金募集活动，不得直接或变相委托不具备基金销售资格的机构或个人从事资金募集活动。私募机构的出资人、实际控制人、关联方不得从事或变相从事私募基金募集宣传推介。

二是私募机构不得公开募集。私募基金应以非公开方式募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等大众传播媒介，电话、短信、即时通讯工具、电子邮件、传单、讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。私募机构在向投资者宣传推介私募基金前，应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序。

三是任何单位和个人不得通过将私募基金份额或其收（受）益权进行拆分转让，变相突破合格投资者标准或投资者人数限制。私募基金份额应



当向合格投资者转让，任一时点单只私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》《公司法》《合伙企业法》等法律规定的人数。投资者转让私募基金份额的，受让人应当为合格投资者且受让后投资者人数应当符合上述要求。

四是私募机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。私募基金投资具有较高的风险特性，私募机构在宣传推介时应当向投资者如实揭示投资风险，不得以虚假、片面、夸大等方式宣传推介私募基金，违规使用“安全”“保证”“承诺”“保险”“避险”“有保障”“高收益”“无风险”等可能误导投资者进行风险判断的措辞；不得以安全、零风险、收益有保障等方式向投资者承诺本金不受损失，或以预期收益率、目标收益率、基准收益率等方式变相承诺收益；不得通过提供直接或间接的担保、回购、流动性支持等方式实现保本保收益。私募机构出资人、实际控制人、关联方不得从事或变相从事上述所列行为。

五是私募机构应当向合格投资者募集资金。《私募管理办法》等法律法规对合格投资者有明确规定，私募机构应对投资者是否符合规定条件进行实质性判断，不得向合格投资者以外的单位和个人以及为他人代持的投资者募集转让私募基金。明知投资者不符合规定条件，放任、协助甚至组织投资者通过多人“拼单”、借款、份额代持、虚构合格投资者证明文件等方式“满足”合格投资者条件的，均具有明显的主观故意，违反私募法律法规。



六是私募机构应当严格落实投资者适当性管理义务。私募机构应当严格履行特定对象确定、合格投资者确认、风险识别能力和风险承受能力评估、基金风险揭示、告知适当性匹配意见、投资者冷静期和回访确认等程序，向投资者充分揭示投资风险，对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估，实质审核投资者资产收入证明并妥善留存，确保投资者风险识别能力、风险承担能力与私募基金产品风险评级相匹配。

### 三、投资风险提示

深圳证监局郑重提醒，私募基金投资具有较高风险，作为投资者，应增强自我保护和风险防范意识：一是识别合法合规募集机构，投资者投资前可以通过中国证券投资基金业协会官方网站（[www.amac.org.cn](http://www.amac.org.cn)）信息公示板块查询私募基金相关机构公示信息，选择合法合规募集机构。二是注意募集机构营销方式。如募集机构通过互联网、微信群、电话群呼、不经合格投资者身份核实的酒会或路演会等方式向社会公众公开宣传推介私募基金产品，应保持高度警惕，充分考虑非法集资风险，避免上当受骗。三是正确认识私募基金风险，私募基金不能保证“只赚不赔”和最低收益，不能刚性兑付。投资者应当认真阅读私募基金合同及风险揭示材料，详细了解投资范围、投资策略、申赎安排及风险特征，确保全面、正确认识基金风险。四是认清自身实际情况，选择符合自身风险承受能力的投资产品。投资者应当如实填写风险测评问卷，如实提供金融资产证明或收入情况，确定自身风险承受能力，不得以“拼单凑单”、借款、委托他人代持、伪

造金融资产证明或收入证明、委托他人填写风险测评问卷等方式规避合格投资者要求，认购或申购超出自身风险承受能力的私募基金。

### 【点评】

私募基金作为我国多层次资本市场的重要组成部分，在促进实体经济发展、服务国家战略等方面发挥了重要作用，但伴随着行业的发展，也逐渐暴露出一些风险和问题。私募机构需严格规范在“募、投、管、退”各个环节中的行为，防止不必要的风险和纠纷产生，同时严格防范和避免刑事风险的发生，筑牢合规底线。投资者亦应谨慎作出投资决策，以免因自身错误认知产生法律上的不利后果，主动防范投资风险的发生。



## 四、监管及司法案例

上海市律师协会  
证券合规与纠纷专业委员会

## 四、监管及司法案例

### （一）监管案例

#### 1. \*ST 银江因信息披露违规遭罚款 700 万元 多名责任人被处罚

【2025-04-24，来源：“东方财富网”网站】

根据中国证券监督管理委员会浙江监管局在 2025 年 4 月 24 日发布的公告，\*ST 银江（300020）及其多名高管因信息披露违法行为受到行政处罚。具体被处罚的人员包括实际控制人王辉、时任董事长王腾、时任总经理韩振兴、时任副总经理任刚要、时任董事会秘书吴孟立等。

调查发现，银江技术在 2023 年和 2024 年年报中未按规定披露关联方非经营性资金占用，虚假记载资金占用额为 6.63 亿元和 4.35 亿元，分别占当期报告记载净资产的 15.66%和 10.43%。此外，银江技术还未及时披露关联担保情况，存在重大遗漏，2018 年至 2023 年间未披露用于关联担保的房产账面价值，影响了投资者对公司财务状况的判断。

最终，银江技术被责令改正并罚款 700 万元，王辉被罚 600 万元，王腾被罚 250 万元并警告，韩振兴和任刚要各被罚 200 万元并警告。其他高管也分别受到不同额度的罚款和警告，整体反映出监管机构对信息披露不规范行为的严厉态度。

#### 2. 存在两大违法事实 塞力医疗及多名时任高管被罚 1785 万元

【2025-04-24，来源：“央广网”网站】

被证监会立案一年有余，4月23日，塞力医疗（603716.SH）发布公告称，收到湖北证监局下发的《行政处罚决定书》。因未按规定披露关联交易及资金占用、未按规定披露重要合同订立事项，塞力医疗及多名时任高管合计被罚1785万元。

2024年3月25日，因涉嫌信息披露违法违规，塞力医疗被证监会立案。历时一年有余，该公司终于因违法行为受到“惩罚”。《行政处罚决定书》显示，经查明，塞力医疗存在两大违法事实。

其一是未按规定披露关联交易及资金占用。2020-2022年上半年期间，塞力医疗通过向关联方或第三方支付保证金、提供借款等名义为控股股东赛海（上海）健康科技有限公司（以下简称“赛海健康”，曾用名天津市瑞美科学仪器有限公司）提供资金，主要用于实际控制人温伟归还股票质押借款本金利息，构成了关联交易及非经营性资金占用。

关联交易与资金占用具体情况如下：2020年期间占用资金发生额1.213亿元，占最近一期经审计净资产的7.48%，年底占用余额为0.983亿元；2021年期间占用资金发生额1.3225亿元，占最近一期经审计净资产的7.33%，年底占用余额为1.0835亿元；2022年上半年期间占用资金发生额1.1465亿元，占上一年度经审计净资产的6.58%。

截至2022年12月31日，赛海健康已全部偿还上述占用资金及利息，2022年年底占用余额为0元。

上述事项塞力医疗未依法履行关联交易审议程序，未按规定履行信息



披露义务，也未在 2020 年年报、2021 年年报以及 2022 年半年报中披露上述事项，导致 2020 年年报、2021 年年报以及 2022 年半年报存在重大遗漏。直至 2023 年 4 月 27 日才一并对上述关联交易并资金占用情况进行了披露。

其二是未按规定披露重要合同订立事项。2022 年 10 月 28 日，塞力医疗控股子公司山东润诚医学科技有限公司与鞠星国签订《股权转让协议》，约定山东润诚医学科技有限公司将持有的淄博塞力斯 51% 股权无偿转让给鞠星国指定的第三方山东世纪开源科技信息有限公司，对塞力医疗 2022 年度合并报表归母净利润影响约为 -1200 万元，占上市公司最近一期经审计净利润（-4950.57 万元）的 24.24%。

塞力医疗应当及时披露《股权转让协议》签署情况，但公司迟至 2023 年 4 月 4 日才予以披露。

根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度，湖北证监局决定：对塞力医疗责令改正，给予警告，并处以 600 万元罚款；对时任董事长、实际控制人温伟给予警告，并处以 610 万元罚款；对时任副总经理、董事兼总经理王政给予警告，并处以 130 万元罚款；对杨赞（2021 年 8 月 19 日至 2023 年 1 月 23 日任财务总监）、时任董事会秘书兼副总经理刘源、时任董事兼审计委员会成员温小明给予警告，并处以 80 万元罚款；对时任董事温一丞、范莉给予警告，并处以 60 万元罚款；对刘文豪（2018 年 7 月 30 日至 2021 年 8 月 18 日担任董事、副总经理兼财务总

监)给予警告,并处以55万元罚款;对时任监事熊飞给予警告,并处以30万元罚款。

塞力医疗在公告中称,该次收到的《行政处罚决定书》涉及的情形未触及重大违法强制退市的情形,截至公告披露日,公司生产经营一切正常。

4月24日,塞力医疗股价下跌4.00%,收报9.36元/股,市值缩水至17.88亿元。

### 3. ST朗源因虚假记载合计被罚1050万元,2024年净亏损3644万元

【2025-04-29,来源:“中国网财经”网站】

4月27日晚间,ST朗源(300175.SZ)公告称,因其财务报告存在虚假记载,公司及张涛、戚永楦、张丽娜、李博等人被罚合计1050万元,其中张涛、戚永楦还被分别采取10年和5年证券市场禁入措施。

经查明,ST朗源2018年12月收购广东优世联合控股集团股份有限公司51%股权,将其纳入合并报表范围。

2019年,为完成业绩承诺,广东优世通过签订无商业实质的采购销售合同、虚构与第三方业务的方式虚增营业收入、营业成本和利润,导致ST朗源2019年营业收入、营业成本、利润总额分别虚增5250.69万元、3494.31万元和1816.60万元,分别占当期披露对应项目绝对值的9.03%、7.94%和43.02%。ST朗源2019年年度报告存在虚假记载。

2020年9月25日,ST朗源发布《关于前期会计差错更正的公告》,

调减了广东优世虚增的部分营业收入、营业成本和利润，但调整后 ST 朗源 2019 年营业收入、营业成本、利润总额仍分别虚增 3788.09 万元、2723.27 万元和 1125.04 万元，分别占当期披露对应项目绝对值的 6.68%、6.17%和 26.91%。ST 朗源更正公告存在虚假记载。

山东证监局认为，ST 朗源 2019 年年度报告和更正公告存在虚假记载，涉嫌违反了《中华人民共和国证券法》第七十八条第二款、第七十九条的规定。时任 ST 朗源总经理、广东优世董事长张涛，时任 ST 朗源董事长、广东优世董事戚永楦系上述违法行为直接负责的主管人员；时任 ST 朗源董事、副总经理张丽娜，时任 ST 朗源副总经理、董事会秘书李博系上述违法行为的其他直接责任人员。

鉴于此，山东证监局依据《证券法》第一百九十七条第二款的规定，决定对 ST 朗源处以 500 万元罚款；对张涛处以 200 万元罚款；对戚永楦处以 200 万元罚款；对张丽娜处以 100 万元罚款；对李博处以 50 万元罚款。

同时，因当事人张涛的违法行为情节较为严重，戚永楦的违法行为情节严重，山东证监局拟决定对张涛采取 10 年证券市场禁入措施，对戚永楦采取 5 年证券市场禁入措施。

ST 朗源对此表示，截至公告披露日，公司各项生产经营活动正常有序开展；同时，公司将吸取经验教训，加强对子公司的业 ST 朗源务监控和财务管理，及时跟踪了解子公司的运营情况、资产情况及财务状况，防

ST 朗源范内控风险。

日前，ST 朗源披露 2024 年年度报告，2024 年度，公司实现营业收入 2.45 亿元，同比增长 11.41%，归属于上市公司股东的净利润为-3644.22 万元，同比增长 32.04%。业绩亏损的主要原因为服务业亏损。

资料显示，ST 朗源主营业务为鲜果及果干果脯产品的加工销售。

## （二）司法案例

### 1. 发行人实际控制人操纵的隐形担保虚假陈述中的中介机构责任认定

【2025-04-17，来源：“北京金融法院”微信公众号】

#### 基本案情

原告岳某购买了某上市公司股票，后发现该上市公司存在对外担保事项未披露的情况，且担保金额巨大，证监会及证券交易所均就上述行为针对发行人和实际控制人作出《行政处罚决定书》和《纪律处分决定书》。原告将发行人及会计师事务所、证券公司一并诉至法院，要求各被告承担连带赔偿责任，法院最终支持了原告要求发行人赔偿损失的诉讼请求，驳回了其对会计师事务所、证券公司的诉讼请求。

#### 裁判理由及结果

北京金融法院经审理认为，根据证监会及证券交易所作出的《行政处罚决定书》和《纪律处分决定书》中载明的内容，可以认定公司实际控制

人作为公司主要负责人，同时负责公司经营管理和重大事项决策，主导了公司为自己控制的其他企业违规提供担保，实际控制人亦承认其作出违规担保后未及时通知公司及管理层人员，案涉虚假陈述行为具有较强的隐蔽性。通过会计师事务所提交的证据来看，在对发行人虚假陈述所涉各笔交易的审计过程中，会计师事务所进行了必要的查验、函证等程序，并无违反审计准则的行为。在其已保持必要的职业谨慎的情况下，未发现发行人的上述违法事实，应认定其不存在故意或重大过失；证券公司承担的持续督导职责是指在事前或事后对上市公司发布信息披露文件进行审阅，发现问题督促上市公司及时纠正，根据现有证据无法认定证券公司在履行持续督导过程中存在故意或重大过失，故未判决其承担责任。

北京金融法院判决：某上市公司向原告赔偿损失，驳回原告的其他诉讼请求。后被告某上市公司不服一审判决向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

### 典型意义

本案系因上市公司对外提供担保事项未进行披露而引发的证券虚假陈述责任纠纷案件。

上市公司所进行的虚假陈述行为属重大遗漏型虚假陈述，已经证监会及证券交易所《行政处罚决定书》和《纪律处分决定书》认定。根据监管机构认定的事实，上市公司的实际控制人操纵上市公司对外提供担保既未履行公司内部决议程序又未发布公告，直至上市公司因担保行为作为共同



被告被诉至法院，上市公司披露诉讼情况方为人所知。该种类型的对外担保隐蔽性强，会计师通过常规审计手段难以获知。在此情况下，法院认为如会计师事务所、证券公司能够举证证明其已按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、行业执业规范规定的工作范围和程序要求开展工作，结合核查、验证工作底稿，可以认定中介机构不存在过错，不应与发行人承担连带赔偿责任。

## 2. 股票特殊交易安排下投资人违约救济后履行不能的损失与虚假陈述行为因果关系认定

【2025-04-17，来源：“北京金融法院”微信公众号】

### 基本案情

某教育公司系新三板挂牌公司。2016年4月，谢某等三人认购了该公司定向增发的股票。其中，谢某与该公司实际控制人王某签订了《回购协议》，约定如该公司2018年底未能被上市公司并购，则王某按照年利率12%的标准，自认购款支付之日起计付溢价，回购谢某认购的股票。2018年底，另外两投资人也与王某签订《股份转让协议书》，将认购的全部股票溢价转让给王某。后谢某等三人依据上述协议分别提起仲裁或诉讼，均已取得胜诉裁判，但因王某缺乏清偿能力而未获完全执行。2019年3月，某教育公司被北京证监局立案调查，并于2021年12月受到行政处罚，认定其2015年年报、2016年年报存在虚增业务收入的违法事实。故谢某等

三人诉至法院，主张某教育公司及相关中介机构赔偿因虚假陈述行为给其造成的损失。

### 裁判理由及结果

谢某等三人虽然已经根据协议安排获得了违约救济，但本案与相关合同纠纷案件的请求权基础不同，依据的法律事实不同，承担责任的主体亦不同，因此，其获得违约救济之后仍有权提起本案诉讼。但在三原告已经选择通过回购或转让方式卖出案涉股票的情形下，其持有股票的退出价格已经不受证券交易市场影响，故虚假陈述不会对其股票转让价格产生影响。

换言之，如案涉诱多型虚假陈述给三原告造成损失，则应当是其受虚假陈述影响买入价格被高估的股票并且在虚假陈述被揭露后卖出或持有价格重估后的股票存在差价损失，其隐含的前提在于三原告的买入价格和卖出价格系受市场定价形成，现三原告的股票出让方式和转让价格并非通过证券交易市场而发生，则虚假陈述不影响其股票价格。三原告已经选择的回购方式、转让价格均系在新三板市场之外的合意转让行为，该转让条件与某教育公司是否存在虚假陈述没有关联，转让价格亦不受到虚假陈述的任何影响。因此，无论其转让后是否存在损失，均与虚假陈述没有因果关系。

实际上，三原告因股票回购或转让也不存在投资差额损失，不具备请求赔偿的事实基础。三原告转让股票的诉请已经获得生效法律文书支持，转让价格远高于认购款，收益率达年化 12%或 10%，因此，其转让案涉股

票亦不存在投资差额损失。三原告在本案中主张的损失，实际是生效法律文书执行中因王某个人缺乏履行能力造成，该部分损失并非投资差额损失，也非因虚假陈述导致，因此三原告要求各被告赔偿损失，没有事实和法律依据。

北京金融法院判决：驳回三原告全部诉讼请求。后谢某等三人不服一审判决，向北京市高级人民法院提起上诉，二审法院判决：驳回上诉，维持原判。

### 典型意义

本案涉及三原告认购新三板定增股票存在特殊交易安排的情形下，选择违约救济之后能否主张侵权救济并获得赔偿的问题。

本案在对案涉违约救济与侵权救济的请求权基础、法律事实和责任主体进行比较分析的基础上，认定三原告有权提起本案诉讼。在认定损失及损失因果关系时，通过分析证券虚假陈述责任纠纷的理论基础，明确指出投资者的损失是因虚假陈述影响了市场对股票的定价而产生，而三原告在存在特殊安排的情况下，已经选择以回购或合同转让的途径出让股票，并不受市场定价机制的影响，故不会受虚假陈述之影响，且投资者亦无实际损失。特别是三原告进行违约救济在先，再行主张侵权损失时，股票归属已经发生变化，即便通过市场“二次出售”标的股票的价格会受到虚假陈述影响，亦已经阻断与虚假陈述的交易因果关系。其因违约救济履行不能的损失，系救济途径选择带来的风险，应当自行承担。

本案涉及的法律适用问题较为新颖复杂，对同类案件具有一定的参考价值。

### 3. 涉股权激励计划证券虚假陈述纠纷中因果关系的认定

【2025-04-24，来源：“北京金融法院”微信公众号】

#### 基本案情

2016年12月，A公司以股权激励的方式向包含关某、王某在内的12名公司核心员工授予总额为1100万股公司限制性股票，锁定期最短为12个月，最长为48个月。2017年1月，A公司发布股票发行认购公告，截止到2017年2月关某、王某等按照发行认购公告全部缴足股票认购款。2019年8月，A公司发布A公司关于公司及相关责任人收到《关于对A公司采取出具警示函措施的决定》。关某、王某等据此认为A公司存在未履行信息披露义务的证券虚假陈述行为，导致其产生投资后股价暴跌造成的经济损失，故诉至北京金融法院，请求判令A公司承担证券虚假陈述的民事责任。

A公司辩称，其是以签署协议的方式向其内部员工定向发行和认购股票，以此来进行股权激励，原告是A公司的董监高及公司核心员工，在购买涉案股票时应当知晓相关信息，A公司不应承担赔偿责任。

#### 案件焦点

通过股权激励持有股票的高管及核心员工行权与A公司虚假陈述行

为之间是否存在交易因果关系

### 裁判要旨

北京金融法院经审理认为，原告的投资决定与虚假陈述行为之间不存在交易因果关系，A公司因此无需承担原告的损失赔偿责任。

交易因果关系的核心在于判断原告投资决策是否基于对被告虚假陈述的合理信赖：第一，原告需证明其确实接收到了虚假陈述信息，并基于一般理性人的标准，有理由相信该信息为真。第二，该虚假陈述信息需对原告的投资决策产生了实际影响，即原告是基于对该信息的信赖而作出了投资决策。本案中，A公司为鼓励和稳定对公司未来发展具有核心作用的员工，通过职工代表大会认定包括案涉12名原告的员工为核心员工。A公司与原告签订了《定向发行股份认购协议书》，原告作为核心员工取得A公司授予的一定额度的限制性股票，且在一定的期限内不受市场波动的影响。因此，本案原告与其他通过二级市场买入持有股票的投资人不同。原告均系基于其核心员工或高管的特殊身份而非基于对公开信息的信赖而持有股票，其投资决定与虚假陈述行为之间不存在交易因果关系。

### 法官总结

涉股权激励计划证券虚假陈述纠纷中，相比于一般二级市场投资者，股票持有人（尤其是高管或核心人员）获取股票有其特殊性，因此需要特别考虑其持有股票的行为与上市公司虚假陈述之间的交易因果关系。

**第一，从目的和功能上看。**



股权激励是一种激励机制，其旨在通过授予公司高管或核心人员一定比例的股权，将其利益与公司的长期发展绑定，从而激发其积极性和责任感。在此过程中，股票持有人虽获得股权，但其身份首先是公司内部的管理者或关键人员，而非单纯的外部投资者。

### **第二，从价格确定机制来看。**

在股权激励下，股权的授予价格通常由董事会或股东大会预先确定，并非基于市场价格实时波动。即表明员工获得股权时并不依赖于实时的市场信息，而是根据事先约定的价格。即便在授予之后发生了虚假陈述行为导致股权价格发生变动，也不会影响之前已经确定的股权激励价格。

### **第三，从交易条件来看。**

股权激励计划下限制性股票的交易需要满足特定条件，如须在持有一定期限后方能出售或转让获得的股票。这种限制一方面是为了确保激励对象对公司长期发展作出贡献，另一方面也实际上降低了激励对象对于短期市场波动的关注，也减少了市场波动对激励对象行为的影响。

此外，股权激励的持有人作为公司高管或核心人员，其职位特性决定了他们较一般投资者实际上更有可能接触到公司的内部信息，包括那些尚未公开但可能对投资决策产生重大影响的信息。他们的投资决策可能更多地是基于内部信息和专业判断，而非单纯依赖公司的公开披露信息。故而在适用《虚假陈述若干规定》时，特别是第十二条第（二）项的规定，可以合理推定这些持有人对虚假陈述明知或应当明知，从而排除交易因果关

系的成立。

#### 4. 全国首例！上市公司董监高违反公开承诺案今宣判

【2025-04-25，来源：“上海金融法院”微信公众号】

4月25日，上海金融法院公开宣判原告刘某某、郑某某诉被告上海金某泰化工股份有限公司（以下简称金某泰）、袁某、罗某证券虚假陈述责任纠纷一案。该案是2019年修订《中华人民共和国证券法》以来，全国首例因上市公司董监高（上市公司董事、监事和高级管理人员的简称）未履行公开增持承诺引发的证券侵权纠纷案件。本案采用示范判决机制进行审理。

#### 基本案情

金某泰系深圳证券交易所A股上市公司。2021年6月15日，金某泰发布公告，称公司董事兼总裁袁某、控股子公司总经理罗某计划在6个月内增持金某泰股份，增持金额合计不低于3亿元。后金某泰两次发布公告，称袁某、罗某上述增持承诺履行期限分别延期至2022年6月15日、9月30日。2022年9月30日盘后，金某泰公告称袁某、罗某未能在延期期间完成增持计划。同年10月20日，中国证券监督管理委员会上海监管局对袁某、罗某采取出具警示函的行政监管措施。同年12月21日，深圳证券交易所作出《关于对袁某、罗某给予公开谴责处分的决定》。

原告刘某某、郑某某主张其因上述股份增持承诺购买了金某泰股票，

而袁某、罗某未履行承诺，构成证券虚假陈述行为，要求金某泰、袁某、罗某共同赔偿投资差额损失、佣金损失等共计 900 余万元。

被告金某泰辩称：其并非被采取行政监管措施的主体，针对被告袁某、罗某增持股份的全过程，公司及时、真实、准确、完整地发布了公告，不存在信息披露违法违规行为，且已就增持延期事宜及时召开董事会、监事会和股东大会审议，程序合法合规。

被告袁某、罗某共同辩称：两被告已经根据规定及时将增持意愿、资金筹措情况及因资金筹措困难导致延期等情况书面告知金某泰，因客观上履行能力不足，无法再履行增持承诺，不存在主观上“忽悠式增持”的故意或过失，对此，公司也及时发布了公告。股价下跌主要是由于市场整体及企业自身经营等其他情况导致，并非两被告不履行增持承诺导致。

庭审中，各方当事人围绕公开承诺增持行为的法律性质、责任构成要件、责任承担等主要争议焦点进行了举证、质证和辩论。

### 裁判理由及结果

上海金融法院经审理认为，首先，公开承诺包括股份限售承诺、业绩承诺、股份增（减）持承诺、分红承诺、股份回购承诺、法定义务重述承诺等多种类型，不履行公开承诺的法律责任属性无法一以概之，应结合承诺主体及内容、相对人确定与否、未履行承诺的原因、承诺主体的过错等因素综合予以考量，可能构成虚假陈述、操纵市场等典型证券侵权行为，也可能无法归入证券特殊侵权范畴，抑或是构成违约行为。其次，就本案

诉争的公开增持承诺是否构成证券虚假陈述行为，应结合证券市场股票增持的行为特点、公开增持承诺的行为性质，以及被告方作出增持承诺时的履约准备、两次延期事由、未履行承诺原因、有无免责事由等因素综合判断。本案中，袁某、罗某在首次作出增持承诺时并无资金准备，在后续延期过程中亦未积极筹措资金，且在面对交易所质询时以过桥资金制作“虚假”存款证明，故难以认定其有增持的真实意愿。从增持主体、承诺增持金额、市场影响力等角度看，袁某、罗某公开增持承诺信息的披露，对证券市场和投资者预期产生严重误导，其所主张的未能履行增持承诺的抗辩理由明显不合理，故虚假陈述行为成立且具有重大性。再次，公开承诺人袁某、罗某为法定信息披露义务人，而非金某泰。从信息披露的全过程看，金某泰尽到了基本的审查义务，亦无证据证明金某泰明知或应知袁某、罗某存在虚假陈述，故不应承担案涉虚假陈述行为的民事赔偿责任。

综上，经委托第三方机构损失核定，上海金融法院一审判令被告袁某、罗某共同赔偿原告刘某某投资损失 506,130.96 元，共同赔偿原告郑某某投资损失 277,406.42 元。



## 五、精选文章

上海市律师协会  
证券合规与纠纷专业委员会



## 五、精选文章

1. 徐明；李敬宜：《证券市场公开承诺法律性质及民事责任再解》，载《中国政法大学学报》2025 年第 2 期

【摘要：】公开承诺是证券市场上受约束的信息公开行为，本质上构成公开承诺人对承诺对象的赋权，以实现承诺对象的“知情权”。公开承诺人和信息披露义务人是两个不同的法律主体。当二者竞合时，承诺责任与信息披露责任也形成竞合，应以信息披露责任吸收承诺责任，此时承诺责任体现为虚假陈述的法律责任。当二者分离时，承诺责任与信息披露责任彼此独立。除非信息披露义务人存在故意或重大过失，在外部责任上，公开承诺人是真正责任人，信息披露义务人是补充责任人；在内部责任上，公开承诺人是主要责任人，信息披露义务人是次要责任人。而违反自愿披露的公开承诺并不必然导致民事责任的产生，需考量公开承诺与投资者损失之间的“因果力”。

2. 马禄伟；王东光：《私募基金管理人民事赔偿责任的厘定与规范适用——基于基金管理人信义义务的视角》，载《证券法苑》第四十一卷

【摘要：】要认定基金管理人民事赔偿责任，应辨析信义义务与合同义务的关联，明确合同义务在损失认定中的法律障碍，进而通过违反信义义务确定损失范围。应根据基金管理人过错程度，区分全额赔偿、部分赔偿和补充赔偿的归责标准。基金管理人的赔偿范围不应仅限于实际损害，

应扩展至预期损失和非法获得不当收益的归入权，进而提高惩戒效果。同时，建议规定基金管理人承担民事赔偿责任的免责事由，最终形成基金管理人与基金持有人之间民事赔偿的制衡机制。

3. 胡文丰：《论证券虚假陈述责任纠纷调解前置制度的程序构建》，载《证券法苑》第四十一卷

【摘要：】证券纠纷调解程序是证券纠纷诉源治理的重要抓手，能够在立案前有效“过滤”纠纷。现阶段，证券虚假陈述责任纠纷案件取消行政处罚前置后，大量案件诉诸法院，调解效能未能释放。建议推动调解前置程序法定化，通过授权在金融专门法院率先试点，建立证券虚假陈述纠纷调解前置程序，引入政府监管机关与专业机构共同参与调解，助力达成行政执法和解先行赔付方案。积极引导平行案件当事人在示范判决或代表人诉讼判决基础上开展调解，批量化解证券虚假陈述责任纠纷。

4. 郑钢：《操纵证券市场规制的反思与重构——以资本市场效率的再定义为视角》，载《财经法学》2025年第2期

【摘要：】资本市场的效率应当以能否提高实体经济效率为标准，而并非传统观念认为的“定价效率”。资本市场的流动性越高，价格波动的中枢越高，则越能为实体经济提供融资功能，即提高实体经济的效率，因而资本市场的效率等于流动性。证券是一种典型的多手、无形商品，更是

一种投资品，其供需关系与普通商品不同，且其“真实价值”“内在价值”是不确定的，价格并非围绕价值波动，而是取决于流动性及市场效率。较之于《证券法》，《价格法》《反垄断法》等关于价格的规制要克制得多。投机倒把罪的消亡大大提升了市场经济效率，其与操纵市场的关联也在一定程度上要求精确界定操纵市场（价格）。为此，应当反思与重构《证券法》上的反操纵市场（价格）条款。



## 六、行政处罚与涉刑 案件一览表

上海市律师协会  
证券合规与纠纷专业委员会



六、行政处罚与涉刑案件一览表

1.4 月行政处罚一览表

4月行政处罚一览表						
序号	公司简称	证券代码	监管机关	文件名称	违法违规事项类别	公告时间
1	津信科5	400259	中国证券监督管理委员会	《行政处罚决定书》 （[2025]44号）	公司相关责任人信息披露违法违规	2025年4月3日
2	新开源	300109	中国证券监督管理委员会河南监管局	《行政处罚事先告知书》 （[2025]1号）	公司董事短线交易行为	2025年4月3日
3	*ST宁科	600165	中国证券监督管理委员会宁夏监管局	《行政处罚决定书》（宁证监处罚字[2025]2号）	公司及实际控制人信息披露违法违规	2025年4月4日
4	华辉环保	871487	中国证券监督管理委员会宁夏监管局	《行政处罚决定书》（宁证监处罚字[2025]2号）	公司控股股东及实际控制人信息披露违法违规	2025年4月7日
5	ST美谷	000615	中国证券监督管理委员会湖北监管局	《行政处罚事先告知书》 （鄂处罚字[2025]2号）	公司信息披露违法违规	2025年4月7日
6	天顺股份	002800	中国证券监督管理委员会新疆监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]1号）	公司实际控制人信息披露违法违规及违反限制性规定转让证券	2025年4月15日
7	*ST海越	600387	中国证券监督管理委员会浙江监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]9号）	公司、控股股东及相关责任人信息披露违法违规	2025年4月16日
8	*ST银江	300020	中国证券监督管理委员会浙江监管局	《行政处罚事先告知书》 （浙处罚字[2025]5号）	公司及实际控制人信息披露违法违规	2025年4月16日
9	建艺集团	002789	中国证券监督管理委员会深圳监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]3号）	公司及相关责任人信息披露违法违规	2025年4月16日
10	华设集团	603018	中国证券监督管理委员会江苏监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]3号）	公司董事短线交易行为	2025年4月16日
11	皇氏集团	002329	中国证券监督管理委员会广西监管局	《行政处罚事先告知书》 （桂处罚字[2025]1号）	公司及相关当事人信息披露违法违规	2025年4月18日
12	ST中装	002822	中国证券监督管理委员会深圳监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]2号）	公司及相关当事人信息披露违法违规	2025年4月18日
13	*ST银江	300020	中国证券监督管理委员会浙江监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]15号）	公司信息披露违法违规	2025年4月22日
14	ST华闻	000793	中国证券监督管理委员会海南监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]1号）	公司信息披露违法违规	2025年4月22日
15	*ST金科	000656	中国证券监督管理委员会重庆监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]1号）	控股股东及实际控制人信息披露违法违规	2025年4月22日
16	塞力医疗	603716	中国证券监督管理委员会湖北监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]2号）	公司信息披露违法违规	2025年4月23日
17	宁波方正	300998	中国证券监督管理委员会宁波监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]1号）	公司及相关当事人信息披露违法违规	2025年4月27日
18	ST朗源	300175	中国证券监督管理委员会山东监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]5号）	公司及相关责任人信息披露违法违规	2025年4月28日
19	ST永悦	603879	中国证券监督管理委员会	《行政处罚决定书》 （[2025]7号）	公司实际控制人泄露内幕信息违法行为	2025年4月28日
20	天首5	400151	中国证券监督管理委员会	《行政处罚决定书》	公司及相关责任人信息披露违法违规	2025年4月30日
21	*ST围海	002586	中国证券监督管理委员会宁波监管局	《行政处罚决定书》 （[2025]2号）	公司信息披露违法违规	2025年4月30日
22	ST锦港/ST锦港B	600190/900952	中国证券监督管理委员会辽宁监管局	《行政处罚事先告知书》 （[2025]2号）	公司两名股东信息披露违法违规	2025年4月30日
23	九鼎新材	002201	中国证券监督管理委员会江苏监管局	《行政处罚事先告知书》 （苏证监罚字[2025]5号）	公司信息披露违法违规	2025年4月30日
24	*ST中程	300208	中国证券监督管理委员会	《行政处罚事先告知书》 （处罚字[2025]21号）	公司信息披露违法违规	2025年4月30日



2.4 月涉刑案件一览表

4月涉刑案件一览表						
序号	公司简称	证券代码	承办机关	公告名称	涉案事由	公告时间
1	泰尔股份	002347	监利市监察委员会	《泰尔重工股份有限公司关于公司控股股东、实际控制人被留置并立案的公告》	/	2025年4月2日
2	R刚泰1	400097	浙江省绍兴市中级人民法院	《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司关于公司董事收到刑事判决书的公告》	公司董事犯合同诈骗罪、对非国家工作人员行贿罪	2025年4月9日
3	卓翼科技	002369	广东省深圳市中级人民法院	《深圳市卓翼科技股份有限公司关于收到控股股东、实际控制人的刑事判决书暨诉讼进展的公告》	公司控股股东、实际控制人犯操纵证券市场罪、内幕交易罪	2025年4月12日
4	蓝典科技	872739	云南省新平彝族傣族自治县人民法院	《云南蓝典科技股份有限公司关于实际控制人收到刑事判决书的公告（补发）》	公司实际控制人犯行贿罪	2025年4月15日
5	居然智家	000785	武汉市江汉区监察委员会	《居然智家新零售集团股份有限公司关于公司实际控制人、董事长兼CEO被留置的公告》	/	2025年4月17日
6	三博脑科	301293	内蒙古自治区监察委员会	《三博脑科医院管理集团股份有限公司关于控股股东、实际控制人之一暨董事长被留置和立案调查的公告》	/	2025年4月21日
7	天大清源	430103	武汉市蔡甸区监察委员会	《北京天大清源通信科技股份有限公司关于公司控股股东、实际控制人、董事兼总经理被留置并立案调查的公告》	/	2025年4月25日
8	联创光电	600363	某单位监察委员会	《江西联创光电科技股份有限公司关于董事、监事被留置的公告》	/	2025年4月29日
9	佳缘科技	301117	某单位监察委员会	《佳缘科技股份有限公司关于公司控股股东、实际控制人之一、董事长被采取留置措施的公告》	/	2025年4月29日

# 上海市律师协会 证券合规与纠纷专业委员会

—2025 年 4 月刊—

电话：021-64030000

网址：[www.lawyers.org.cn](http://www.lawyers.org.cn)

地址：上海市肇嘉浜路 789 号均瑶国际广场 33—35 楼