

证券市场先行赔付或迎第五案例 促制度落地专家建言“无激励则缺动力”

中经实习记者 孙汝祥 记者 夏欣
北京报道

证券市场先行赔付制度或将迎来12年内第五个实践案例。近两个月来,作为保荐人,五矿证券连发三次声明,将对广道数字涉嫌财务造假案受损投资者进行先行赔付。五矿证券在6月13日的最新声明中表示,正牵头开展先行赔付方案的研究与制定工作。

五矿证券三次积极表态

先行赔付的主要功能在于使受损投资者尽快获得赔偿,从而减小欺诈发行、虚假陈述等重大违法行为的社会危害性。

6月13日,五矿证券发表第三次声明表示,目前正牵头开展先行赔付方案的研究与制定工作,积极与相关各方保持密切沟通。后续,五矿证券将继续秉持对投资者及市场高度负责的态度,严格按照法律法规推进先行赔付专项基金设立的筹备工作。广道数字6月13日公告显示,该公司因涉嫌财务造假,收到深圳证监局《行政处罚事先告知书》,并可能被实施重大违法强制退市。广道数字系由五矿证券保荐,于2021年11月15日在北交所上市。2024年12月4日,因涉嫌信息

先行赔付仅有四次实践

先行赔付是一个多赢的投资者保护措施,是一个值得大力推广的投资者保护模式。

在五矿证券之前,中国证券市场先行赔付共有四起案例,分别是2013年万福生科案、2014年海联讯案、2017年欣泰电气案以及2023年的紫晶存储案。2013年5月,为先行偿付符合条件的投资者因万福生科虚假陈述事件而遭受的投资损失,平安证券作为万福生科IPO保荐机构及主承销商,出资3亿元设立补偿专项基金。两个月内,95.01%的适格投资者获得补偿,补偿金额占应补偿总金额的99.56%。这是国内证券市场上首个证券中介机构主动出资先行赔付投资者损失的案例。2014年7月,海联讯4名控股股东章锋、孔颀、邢文飏、杨德广出资2亿元设立补偿专项基金,用于赔偿公众投资者因海联讯虚假陈述所遭受的损失。两个月内,95.70%的适

接受《中国经营报》记者采访的多名专家指出,先行赔付能够提高投资者获得赔偿的效率,缓解相关责任主体的声誉风险,降低监管与司法成本,是一项“多赢”的制度。不过,在此之前,中国证券市场先行赔付只有四次实践,分别是2013年万福生科案、2014年海联讯案、2017年欣泰电气案和2023年的紫晶存储案。

披露违法违规,被证监会立案调查。今年4月29日,五矿证券首次发表声明,作为广道数字的保荐机构及主承销商,拟采取包括先行赔付在内的一切可能措施,最大限度维护投资者权益,积极维护证券市场稳定运行。5月13日,五矿证券在第二次声明中表示,经初步测算,拟牵头联合相关方出资设立规模约为2.2亿元的先行赔付专项基金,用于先行赔付适格投资者因广道数字信息披露违法违规而遭受的投资损失。2019年12月修订、2020年3月1日起施行的《证券法》第九十三条规

格投资者获得补偿,补偿金额占应补偿总金额的98.81%。这是中国资本市场上由大股东主动出资运用市场机制补偿投资者的首例。2017年完成的欣泰电气投资者先行赔付,是我国资本市场因上市公司欺诈发行退市,保荐机构先行赔付投资者损失的首次尝试。接受赔付的投资者占适格投资者总人数的95.16%,赔付金额占应赔付总金额的99.46%。据专家介绍,由于在上述三起案例中取得了积极效果,先行赔付制度在2019年修订的《证券法》第九十三条中得以正式确认。此后,这一制度在紫晶存储案中又得以实践,并与“行政和解”相结合,取得了很到的效果。2023年4月,紫晶存储因欺诈发行、信息披露违法违规行为受到证监会行政处罚,是科创板首批因财务造假而强制退市案件,影响巨

受访专家认为,与证券市场的违法行为相比,仅有四个先行赔付案例在数量上是严重不匹配的,极大地影响了先行赔付的制度预期和功效。在缺少外部强制和激励机制的前提下,相关责任主体往往缺乏先行赔付的意愿和动力。专业人士建议,为推动先行赔付更多实践,关键在于完善先行赔付的激励机制,结合“行政和解”,提升责任人先行赔付的动力。

定:发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的,发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构,就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议,予以先行赔付。先行赔付后,可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。“五矿证券愿意先赔,节约了投资者的诉讼成本和时间,对投资者是好事。”北京大学法学院教授彭冰对记者如是说。上海财经大学法学院副教授樊健对记者表示,先行赔付的主要功

能在于使受损投资者尽快获得赔偿,从而减小欺诈发行、虚假陈述等重大违法行为的社会危害性。同时,保荐人通过先行赔付有助于避免或减轻行政处罚,有助于维持自身声誉和正常经营。“保荐人积极推进先行赔付属于证券市场风险的市场化处置方式,有助于提高证券纠纷化解的效率。”中南财经政法大学法学院副教授段丙华在接受记者采访时强调,更为重要的是,由市场主体积极践行先行赔付,有助于引导构建良好的市场信用体系,对证券市场的健康发展具有长远意义。证券公司积极、审慎履职,增强保荐机构的责任心。同时,该机制还能及时稳定市场信心,减少系统性风险,推动形成“违规必究、受损速赔”的良性市场生态。上海久诚律师事务所律师许峰在接受记者采访时指出,先行赔付是一种快速高效的投资者赔付方式。对投资者而言,可以不经过诉讼,只是简单确认,即可拿到相对最大化的赔偿款,几乎没有维权成本。对监管而言,这是一个重要的投资者保护措施。对券商、会计所等先行赔付的主体而言,在根据法律规定赔偿投资者损失后,可以通过当事人承诺和解制度,免除可能的行政处罚及其他法律责任。“先行赔付是一个多赢的投资者保护措施,是一个值得大力推广的投资者保护模式。”许峰如是认为。



专家建言完善激励机制

先行赔付制度如果没有配套的激励措施,保荐机构先行赔付的动力不足。

“目前,证券市场先行赔付的实践案例,与证券市场违法行为和纠纷数量相比,是严重不匹配的,极大地影响了先行赔付的制度预期和功效。”湖南大学法学院副教授张东昌对记者说。在张东昌看来,《证券法》规定的先行赔付,性质为自愿性的民事和解,在缺少外部强制和激励机制的前提下,相关责任主体往往缺乏先行赔付的意愿和动力。北京时择律师事务所律师臧小丽亦认为,《证券法》规定的先行赔付制度并非强制性的,这意味着先行赔付不具有普遍性。而欺诈发行、财务造假的上市公司可能会面临退市风险,控股股东、实际控制人恐怕不一定具有赔付能力。因此,能够实现先行赔付的主体往往少不了证券公司。许峰表示,先行赔付是一个巨大的系统工程,涉及面广,数额大,既要求赔付主体具备现实而快速的赔付能力,也需要监管的

“如果保荐机构积极履行先行赔付,是不是可以考虑对于机构和相关人员的监管处罚适当进行减免,或者在信用评级方面给予一定的倾斜,以提高保荐机构主动赔付的意愿。”董新义如是建议。张东昌对此表示认同,建议将先行赔付作为行政处罚和刑事处罚从宽从轻的考量因素,增强外部激励。“现阶段可强化先行赔付与相关制度的衔接配合,例如紫晶存储案采取的‘先行赔付+当事人承诺(行政和解)’的模式。”张东昌补充道。

“只有与行政和解相结合,赔付了就减免处罚,才会有人愿意先行赔付。”彭冰直言,紫晶存储案是一个好经验。从长远看,张东昌还建议引入投保基金先行赔付,可以形成“责任主体先行赔付+投保基金先行赔付”的双轨制先行赔付制度框架。段丙华表示,引导市场主体基于自律实现先行赔付具有一定的任意性,依赖于市场整体的信用体系和环境。为了更好地发挥先行赔付的制度功效,还需要推进投资者保护基金先行赔付的行政性保障。樊健则指出,另一项投资者保护措施“责令回购”也应落地实践。

下转 B3

“政策、资本、产业动能”三重共振 创新药指数年内大涨近20%

中经记者 顾梦轩 夏欣 广州 北京报道

2025年,低迷了三年的医药板块终于打了“翻身仗”。Wind数据显示,截至6月18日,万得医药大类指数年内上涨27.18%,细分赛道药企走出困境

创新药板块在2025年得以爆发实属不易。查阅过往表现,创新药板块在2015年—2021年曾走出了一波大行情。但大涨之后,医药板块在2021年6月进入行业“寒冬”。最近两年,市场对创新药板块的期待很高,但其表现并不尽如人意。Wind数据显示,2021年6月1日—2024年12月31日,万得医药大类指数下跌45.03%,创新药指数下跌43.38%。直到2025年,创新药板块才迎来属于自己的“春天”。诺安精选价值基金经理唐晨指出,创新药板块正处于一轮产业周期的爬升阶段,价值正在持续兑现,形成了“政策、资本、产业动能”三重共振的有利局面。这半年创新药的

港股创新药ETF涨幅较大

受医药板块和创新药板块的带动,医药主题基金年内业绩亮眼。Wind数据显示,截至6月17日,全市场共有286只医疗主题基金(份额分开),其中,主动权益类基金有216只,年内平均收益22.3%,年内收益超过60%的有2只,年内收益在50%—60%之间的有13只。从ETF表现看,截至6月17日,年内创新药ETF收益涨幅居前,其中,前五名均为创新药ETF且多为港股创新药ETF,前十名均为生物

中,创新药板块表现突出,创新药指数年内涨幅曾一度超过医药指数,目前年内上涨19.29%。受益于医药板块和创新药板块的上涨,医药主题基金年内表现亮眼,主动权益类医药主题基金年内表现很好,持续性也很强,在市场上也形成了一个很好的正反馈。相比之下,其他医药细分领域尚未开启新的发展周期。富国医药创新基金经理赵伟表示,回顾近年来医药行业的投资历程,其核心脉络始终伴随着企业竞争力的持续提升,这种提升体现在产业发展的不同阶段。在传统仿制药发展路径遭遇瓶颈之后,中国医药产业已实现了阶段性的转型升级。医药企业走出困境,更多地需要依靠创新驱动,特别是面向全球市场的创新能力。平安医药精选基金经理周思聪早在2022年二季度开始布局创新药,提前布局主要源于医药行业投资“两个周期”的方法论。其一,避开向下的政策周期。

医药类ETF。记者查阅医药主题基金一季报发现,在业绩居前的基金中,多只医药主题基金的基金经理看好创新药赛道。周思聪分析,医药政策方面,医药行业利好政策频繁出台,产业指向性明确。行业基本面上,创新药出海延续了前几年高歌猛进的势头,一季度对外授权的数量、金额及全球的占比均较去年同期继续走高。业绩方面,从一季度披露的

最高收益超过60%,创新药主题ETF年内最高收益超过50%。分析人士在接受《中国经营报》记者采访时表示,创新药板块正处于一轮产业周期的爬升阶段,价值正在持续兑现,形成了“政策、资本、产业动能”三重共振的有利局面。这半年创新药的表现很好,持续性也很强,在市场上也形成了一个很到的正反馈。在经历了几年的震荡后,医药板块尤其是创新药板块估值如何?是否迎来投资机遇?据显示,截至6月17日,创新药概念股年内合计净流出超230亿元。格上基金研究员焦冰指出,创新药板块“价涨量跌”主要由交易拥挤和ETF与个股资金流向背离两个原因引发。首先,市场情绪过热触发获利了结。港股创新药板块交易拥挤度在6月已达历史高位,接近2022年以来的阶段性峰值。过高的交易集中度意味着短期资金博弈加剧,一旦市场情绪波动,易引发踩踏式抛售。其次,ETF与个股资金流向背离也导致了创新药板块“价涨量跌”。尽管个股资金净流出,但部分创新药ETF连续9日净流入,机构更倾向通过ETF布局行业β收益(随市场大盘上涨的收益),规避个股风险。

2022年报来看,超预期和提前实现盈利的创新药企业较多,企业盈利能力提升。记者注意到,在年内收益较高的ETF中,有多只港股创新药主题ETF。港股创新药和A股创新药的上涨逻辑是否一致?国泰基金方面指出,A股创新药的上涨同样是受到港股映射驱动催化。自2018年港交所推出“18A”及其他创新上市规则以来,允许未盈利或未产生收入的生物科技公司

能”三重共振的有利局面。这半年创新药的表现很好,持续性也很强,在市场上也形成了一个很到的正反馈。在经历了几年的震荡后,医药板块尤其是创新药板块估值如何?是否迎来投资机遇?据显示,截至6月17日,创新药概念股年内合计净流出超230亿元。格上基金研究员焦冰指出,创新药板块“价涨量跌”主要由交易拥挤和ETF与个股资金流向背离两个原因引发。首先,市场情绪过热触发获利了结。港股创新药板块交易拥挤度在6月已达历史高位,接近2022年以来的阶段性峰值。过高的交易集中度意味着短期资金博弈加剧,一旦市场情绪波动,易引发踩踏式抛售。其次,ETF与个股资金流向背离也导致了创新药板块“价涨量跌”。尽管个股资金净流出,但部分创新药ETF连续9日净流入,机构更倾向通过ETF布局行业β收益(随市场大盘上涨的收益),规避个股风险。

上市,创新药龙头公司陆续登陆港股,受到市场广泛关注;同时作为离岸市场,美元贬值、资金回流新兴市场之下,港股也受到资金催化。唐晨指出,港股创新药和A股创新药在上涨逻辑上大致相同。主要在于创新药资产具有全球定价的属性,投资者的关注重点更集中于创新药项目本身的核心价值。当然,A股和港股市场的微观结构不同,所以短期的表现形式会有一些差异。

估值水平偏低

经过前期上涨,医药板块及创新药板块目前估值如何?淳厚基金分析,目前整体医药板块估值其实是处于一个相对不高的位置,在集采、三明医改的政策压制,医保基金控费以及地缘政治的影响之下,经营层面还是面临一些压力。“创新药则不同,从产业趋势角度看肯定是个很长维度的投资机会,但是期间波动可能会比较大,药物临床数据的读出、竞争格局的变化,都是影响股价的重要因素。”淳厚基金指出。周思聪表示,尽管上涨较多,但A股和港股的创新药企业的相对估值仍然位于和历史区

创新药仍是关注重点

几年内经历了高峰和低谷,医药尤其是创新药这波行情之下,是否真正迎来投资机遇?在配置上,赵伟认为应重点关注创新药,同时采取“矛与盾并重”的策略,积极寻找处于估值底部且可能具备阿尔法机会的标的。具体到创新药的细分方向,周思聪表示,重点关注的细分赛道主要可能是一些病人较多的大病种领域,主要包括双抗、ADC(抗体药物偶联物)、靶向药等。此外,周思聪特别提及,自身免疫性疾病、癌症、自免是市场最大的两个创新药细分方向,是值得长期关注的创新药子行业。

间相比较低的水平上。”成熟制药企业的估值水平大概3—5倍的PS(市销率),当前A股H股的估值水平在3倍PS附近,而且我们处于快速发展阶段,理应有更高的PS,当前估值压力不大。创新药行业有望成为今年医药行业乃至全市场的投资主线之一。”周思聪说。赵伟指出,在价格与质量的平衡点渐趋稳健的背景下,整个医药行业的基本面正在趋于稳定。展望未来几年,行业整体盈利能力处于修复进程中。虽然上行空间的具体幅度尚难精确判断,但当前时点,该板块的估值水平仍处于合理偏低区间。谈及具体细分领域,唐晨认为可以从逻辑上筛选,最重要的逻辑是“替代”,比如,对标准疗法的替代、对高成本的替代(关税因素)、对低临床价值的替代等,因为它的风险收益比很高。唐晨表示,2025年创新药的核心逻辑是“商业化”,“市场”是创新药企业最重要的阵地。“创新药不赚钱”是目前行业最大的压制因素,一旦有更多的企业实现盈利,更多的产品实现销量提升,那么创新药的商业模式会得到认可,估值将会被重塑。从中长期观察,凡是能够重新定义临床需求的方向和产品都值得关注,比如ADC、TCE(一种联合化疗方案)、核药、小核酸药物、基因细胞治疗等。