

## 简评新证券法对发行上市实务的影响

作者：高巍 肖毅

2019年12月28日，第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》（“新证券法”），并将于2020年3月1日起正式实施。本次修订历时四年半左右，在总结前期科创板注册制试点经验的基础上，全面确立了证券发行注册制度，可谓中国资本市场具有划时代意义的重大事件。新证券法以注册制为核心，配套了提高信息披露标准、完善投资者保护制度（特别是引入证券代表诉讼）、加大证券违法行为处罚力度、强化中介机构责任等系列措施，同时扩大了证券法的适用范围，完善了证券交易和上市公司收购制度，修订了证券公司业务管理制度等，必将给中国资本市场的发展带来重要而深远的影响。本文拟就新证券法对证券发行上市实务操作所带来的影响进行简要分析。

### 一、对股票发行人的影响

#### 1. 公开发行的注册制

基于2015年和2018年全国人大常委会相关会议关于国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用证券法有关规定的授权，上交所科创板于2019年初设立并试点注册制，由上交所审核是否符合发行条件、上市条件以及相关信息披露要求，中国证监会履行发行注册程序。截至目前，已有70家企业在科创板上市。

在总结科创板试点经验的基础上，新证券法明确规定，“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册”；此外，自证券法于1999年7月1日正式实施时即有所规定的“国务院证券监督管理机构设发行审核委员会，依法审核股票发行申请”的条款在本次修订中亦相应删除。前述立法调整全面确立了证券发行注册制度，并且新证券法亦规定“证券发行注册制的具体范围、实施步骤由国务院规定”，从而为实践中创业板、中小板、主板等板块注册制的分步实施留出了制度空间。

#### 2. 首次公开发行条件

新证券法优化了公司首次公开发行股票的条件：

· “具有持续盈利能力，财务状况良好”已修订为“具有持续经营能力”。一方面，目前科创板已经允许符合条件的亏损企业上市，需要确立相应的上位法依据；另一方面，注册制的证券发行体制也需要相应转变审核理念，将股票是否具有投资价值的判断留给市场；

· “最近三年财务会计文件无虚假记载”已修订为“最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告”，标准更为直观；

· “最近三年无其他重大违法行为”已修订为“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”，同时以“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”兜底性条款为其他条件留出空间。考虑到科创板关于最近三年无重大违法行为的要求已经限定为“不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的重大违法行为”，其他板块最近三年重大违法行为的界定是否也会迎来相应的松绑，值得期待。

公开发行存托凭证，新证券法明确需要符合上述首次公开发行股票的条件以及中国证监会规定的其他条件。

此外，因实施员工持股导致“向特定对象发行证券累计超过二百人”问题，曾是相当一部分拟上市公司申请IPO的羁绊。就此，新证券法明确“依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内”。前述修订，一方面对科创板执行的员工持股计划“闭环原则”股东人数计算规则确立了上位法依据，另一方面也为其他板块符合规定的员工持股计划的股东人数计算规则留出了空间。

### 3. 上市条件

本次修订将股票上市条件、上市聘请保荐人要求、上市申报文件及公告文件等条款删除，并明确股票上市条件（包括发行人的经营年限、财务状况、最低公开发行比例和公司治理、诚信记录等）将由证券交易所上市规则规定。前述立法调整为证券交易所通过上市规则灵活地规定差异化的上市条件和上市要求提供了上位法依据。

### 4. 欺诈发行上市的法律責任

注册制降低了证券发行上市的门槛，必将同步提高对证券违法行为的处罚力度，呈现“宽进严管”的监管格局。新证券法的修订主要体现在：

- 增加欺诈发行上市可被责令回购/买回证券的规定：股票的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假记载，已经发行并上市的，中国证监会可以责令发行人回购证券，或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。前述机制曾在《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》征求意见稿有所体现，本次修订将其正式纳入新证券法，具体执行细则尚待观察。

- 大幅提高虚假陈述的行政处罚责任：发行人尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款（原为三十万元以上六十万元以下）；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款（原为百分之十以上百分之五以下）；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款（原为三万元以上三十万元以下）。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使虚假陈述的，控股股东、实际控制人以及直接负责的主管人员和其他直接责任人员亦面临更为严厉的行政处罚。

- 调整发行人的控股股东、实际控制人就欺诈发行的民事责任的归责原则：原证券法下发行人的控股股东、实际控制人就欺诈发行的民事责任采用过错责任，即相关主体需举证证明控股股东、实际控制人存在过错。新证券法下，控股股东、实际控制人承担过错推定责任，除非控股股东、实际控制人能够证明自己没有过错，否则应当与发行人承担连带责任，意味着举证责任转由控股股东、实际控制人承担。

### 5. 上市公司再融资

新证券法规定公开发行证券实行注册制的同时，未对上市公司非公开发行证券是否实行注册制作出规定。对于上市公司以非公开发行方式进行再融资适用的审核程序，还有待相关规则进一步明确。

此外，本次修订将涉及上市公司再融资发行条件的条款予以删除，并明确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。

### 6. 股票交易

- 关于股票限售期。原证券法的规定较为原则，“法律对其转让期限有限制性规定的，在限定的期限内不得买卖。”实践中，除《公司法》《证券法》的相关规定外，中国证监会和证券交易所出台了大量的监管规定和业务规则，对相关主体减持股票的期限、数量、信息披露等提出了详尽的要求。新证券法规定，相关主体的股票减持应遵守该等监管规定及业务规则，明确了这些规定和规则的效力。同时，新证券法增设了违反限售期规定的行政处罚措施。

- 关于“短线交易”。新证券法覆盖的公司从上市公司扩大到新三板挂牌企业；限制的证券范围从股票扩大到“其他具有股权性质的证券”（例如存托凭证）；限制的主体范围扩大到董事、监事、高级管理人员、持股5%以上自然人股东的配偶、父母、子女，及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券的情况；违反短线交易规则的处罚金额亦有所提高。

- 关于内幕交易。新证券法扩大了内幕信息知情人范围，新增了比如发行人自身、重大交易的交易对方及其相关工作人员等主体（实践中，该等主体在相关交易中也已经按照内幕信息知情人对待，本次从立法技术上增加了上位法依据）。新证券法明确将对上市交易公司债券的重大事项列为内幕信息的范围。此外，有关违反规定进行内幕交易的处罚金额亦大幅提高。

- 关于“利用未公开信息进行交易”。新证券法首次从法律层面对“内幕信息以外的其他未公开的信息”进行了规定，禁止证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构和其他金融机构的从业人员、有

关监管部门或者行业协会的工作人员，利用因职务便利获取的该等信息从事与该信息相关的证券交易活动，或者明示、暗示他人从事相关交易活动；利用未公开信息进行交易的，承担与违反内幕信息规定相同的行政处罚责任，给投资者造成损失的，还应当依法承担民事赔偿责任。

## 7. 上市公司收购/权益变动

就上市公司权益变动，新证券法新增了违反权益变动相关规定买入上市公司有表决权的股份在买入后的三十六个月内对超过规定比例的部分不得行使表决权的规定，使得未遵守相关信息披露和窗口期买卖规则的法律后果更为严苛。此外，新证券法新增了持股5%以上的股东所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或减少1%应公告的规定，强化了该等股东的信息披露义务。

针对上市公司收购，上市公司发行不同种类股份的，允许收购人可以针对不同种类股份提出不同的收购条件。此外，上市公司收购的锁定期从十二个月延长至十八个月，提高了上市公司收购的成本。针对要约收购，新证券法要求收购要约的变更不得降低收购价格、减少预定收购股份数额、缩短收购期限等，从而避免做出对中小投资者不利的变更。

## 8. 信息披露

从立法技术上看，信息披露的内容从原证券法下的一节升为新证券法下独立的一章，重要性不言而喻。从内容上看，修订主要体现在以下方面：

- 信息披露的原则，在以往“真实、准确、完整”的基础上，新增“简明清晰，通俗易懂”，这也是中国证监会在近年新股发行体制改革、科创板等规则与实践方面所大力倡导的；
- 对于境内外同时上市的公司，要求在境外披露的信息应当在境内同时披露，为中国证监会、证券交易所相关文件中提出的该项信息披露要求确立了上位法依据；
- 应当发布临时报告的重大事件，范围有所扩大，特别是其中的“公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化”，将持续的避免同业竞争事项纳入了临时公告披露的范围；
- 关于董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，此前主要通过《上市公司信息披露管理办法》等规则明确董监高对定期报告内容的真实性、准确性、完整性的异议处理，本次修订后，确立了上位法依据，并且将范围从定期报告扩大到证券发行文件；
- 信息披露义务人的赔偿责任承担机制，如前文所述，将发行人的控股股东、实际控制人原本承担的过错责任修订为过错推定责任，加强了对投资者的保护力度；
- 相关主体未履行信息披露义务的行政处罚金额亦被大幅提升。

## 9. 投资者保护

新证券法设专章规定投资者保护制度，力度空前：

- 建立证券代表人诉讼制度：明确虚假陈述等证券民事赔偿诉讼可以采用人数不确定的代表人诉讼，并且，投资者保护机构受五十名以上投资者委托作为诉讼代表人时，可按照“明示退出”“默示加入”的原则确定受害投资者范围，极大便利了受害投资者提起证券民事赔偿诉讼；
- 建立上市公司股东权利代为行使征集制度：允许上市公司董事会、独立董事、持有1%以上有表决权股份的股东，或者依照相关规定设立的投资者保护机构面向上市公司股东公开征集委托行使提案权、表决权等股东权利。中国证监会于2014年批准设立中证中小投资者服务中心有限责任公司（“投服中心”），作为公益性投资者保护专门机构；
- 豁免投资者保护机构提起投资者保护诉讼的相关限制：在发行人的董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反规定给公司造成损失，或者发行人的控股股东、实际控制人等侵犯公司合法权益给公司造成损失时，允许持有该公司股份的投资者保护机构以自己的名义向人民法院提起诉讼的其持股比例和持股期限可不受公司法规定的最低限制。根据中国证监会批准的方案，投服中心公益性持有A股上市公司每家100股及之后因送股、转股增持的A股股票，以股东身份行权和维权是其主要工作职责之一；
- 建立普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度：投资者与发行人、证券公司等发生纠纷的，双方可以向投资者保护机构申请调解；普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷，普通投资者提出调解请求的，证券

公司不得拒绝；

· 确立先行赔付机制：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。在过往仅由招股书内容与格式准则向保荐人施加先行赔付责任的基础上，以法律形式明确了证券公司的先行赔付责任，且将责任主体扩大至发行人的控股股东和实际控制人。

## **10. 境外发行上市及跨境合作与监管**

新证券法规定，境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动。未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料。

此外，新证券法规定“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动，扰乱中华人民共和国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照本法有关规定处理并追究法律责任”，从立法层面确认了我国证券法对域外证券发行及交易活动在特定情况下的管辖机制，但具体执行效果还有待观察。

## **二、对债券发行人的影响**

### **1. 发行条件**

新证券法降低了公开发行公司债券的门槛：取消了股份有限公司净资产不低于三千万元、有限责任公司净资产不低于六千万元，以及累计债券余额不超过公司净资产40%的要求，硬性要求仅保留了“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”，同时以国务院规定的其他条件作为发行条件的兜底条款。并且，新证券法取消了“前一次公开发行的公司债券尚未募足”情形下不得再次公开发行公司债券的规定。

### **2. 增设专门针对上市交易公司债券的重大事项，且明确列为内幕信息**

新证券法以法律形式明确：发生可能对上市交易公司债券的交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告。并且，该等需披露的重大事件亦被纳入了新证券法规定的内幕信息范围。

## **三、对证券公司（保荐机构/承销商）的影响**

新证券法在对证券发行制度改革的同时，亦修订了证券公司机构监管的相关制度，对证券公司的业务经营、证券公司工作人员持有本公司股票等事项进行了完善。以下仍以发行上市为视角，仅对证券公司参与保荐承销业务的影响进行简要梳理。

### **1. 取消承销团强制要求**

原证券法要求，向不特定对象发行的证券票面总值超过人民币五千万元的，应当由承销团承销。新证券法取消了该情形下必须由承销团承销的规定，将是否选择承销团承销交给了发行人自行决定。

### **2. 先行赔付**

在此之前，保荐机构的先行赔付制度仅是招股书内容与格式准则的一项披露要求，本次修订，在证券法层面确认了先行赔付制度。保荐机构与控股股东、实际控制人的先行赔付责任将如何划分，还有待后续规则和实践进一步探索。

### **3. 行政处罚金额提高**

保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的保荐书，或者不履行其他法定职责的，处罚金额上限从业务收入五倍提高到十倍，且没有业务收入或者业务收入不足一百万元的，罚款金额在一百万元以上、

一千万元以下。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，罚款金额也从三万元以上三十万元以下，大幅提高至五十万元以上五百万元以下。

证券公司承销或者销售擅自公开发行或者变相公开发行的证券的，或者承销证券存在虚假/误导性宣传推介、以不正当竞争手段招揽承销业务的，对证券公司及相关责任人员的罚款金额亦有较大幅度的提高。

结语：相对于美国和香港更为成熟的资本市场，境内资本市场还有待进一步发展，相关的基础制度亦需要在实践中不断修正和完善。全面推行注册制必将带来一个机遇与挑战并存的资本市场，期待更多的优质企业加入，为资本市场注入源源不断的活力和动力，推动资本市场基础制度实现更好的发展。

2020-01-03