

# 汉坤法律评述

2019年12月30日



漢坤律師事務所  
HAN KUN LAW OFFICES

北京 | 上海 | 深圳 | 香港

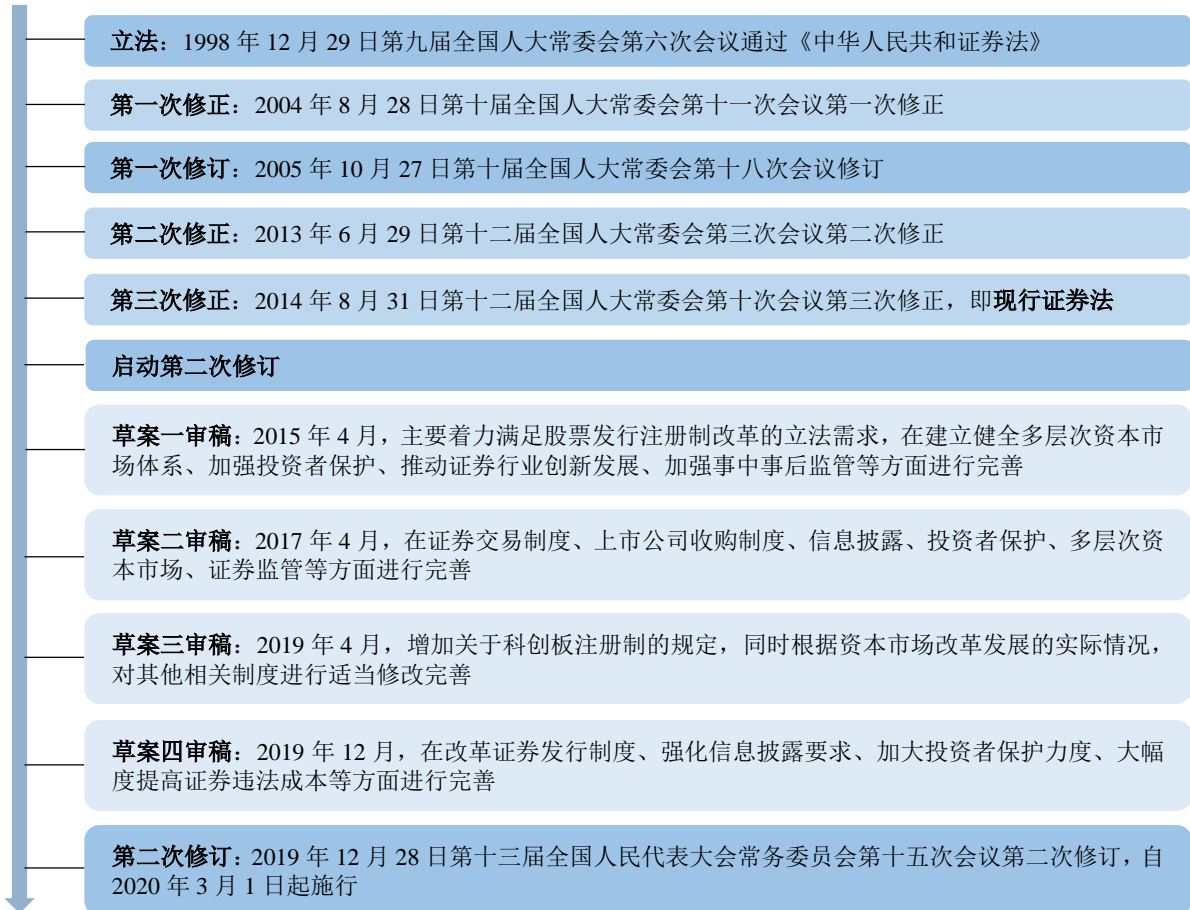
## 新《证券法》十大看点

作者：陈漾 | 张钊 | 王振禹 | 郑烁珠

2019年12月28日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》（“**新证券法**”），新证券法将自2020年3月1日起施行。

自1998年我国首次通过证券法至今，历经二十余载，证券法经历了三次修正和两次修订。本次修订，开启了全面推行注册制的新纪元，标志着中国资本市场在市场化、法治化、国际化的道路上又迈出了至关重要的一步。

### 一、证券法大事记



## 二、新证券法重要修订解读

相对于现行证券法，新证券法的重要修订内容如下：

### （一）全面推行“注册制”

汉坤评述：全面推行“注册制”是新证券法的一大亮点。2015年12月27日，第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议审议通过的《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》（“《注册制改革授权决定》”）授权国务院可根据股票发行注册制改革的要求，调整适用证券法关于股票核准制的规定，对注册制改革的具体制度作出专门安排。该《注册制改革授权决定》自2016年3月1日起施行，经过2018年2月延期一次，将于2020年2月29日授权到期。《注册制改革授权决定》出台以后，注册制于2019年3月优先在科创板进行了试点，经过近10个月的运行后得到了较为充分的实践和检验。

新证券法下“注册制”的亮点：

1. “公开发行证券”领域均适用“注册制”。新证券法明确，**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**。未经依法注册，任何单位和个人不得公开发行证券。
2. “注册制”的具体制度设计留有空间。新证券法新增加的第十八条有关申请文件的要求的规定以及第九条新增的“证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定”的条款给科创板的发行制度、新三板的发行和转板制度的衔接留有空间，也体现出了更成熟的立法技巧。
3. 员工持股计划不再纳入穿透计算200人规则。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向特定对象发行证券累计超过二百人的“公开发行”范围内。结合《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》，我们相信随着相关配套规则的进一步明确，（1）遵循“闭环原则”的员工持股计划；和（2）依法设立、规范运行，且已经在基金业协会依法依规备案的员工持股计划等规则框架下允许的员工持股计划均可被认定为属于新证券法所规定的不再纳入穿透计算200人规则限制的员工持股计划。
4. “注册制”的核心是在完善的信息披露制度下将选择的权利交给市场，因此，为配合“注册制”，新证券法相应修改了下述首次公开发行新股的条件：
  - （1）从“持续盈利能力”到“具有持续经营能力”：在注册制下，发行人是否具备盈利能力不再是监管部门关注的内容，亦如在科创板的发行制度下，科创公司的盈利也不是科创公司首次公开发行的必备条件。新证券法的上述修订，也给科创板以外的其他板块放开首次公开发行条件中关于“盈利能力”的财务指标创造了空间。
  - （2）从“财务状况良好；最近三年财务会计文件无虚假记载”到“最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告”：按照现行证券法的规定，财务状况“良好”、“无虚假记载”，均需要监管部门做出实质性地审查和判断，而新证券法修改为“无保留意见审计报告”，一方面将判断发行人的财务状况的责任压实在中介机构的工作上，另一方面也将监管部门的审核从主观判断调整为客观标准，符合注册制的要求。
  - （3）从“无其他重大违法行为”到“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”：新证券法一方面将“首次公

开发行新股”的发行人的合规性要求进行了细化，具体到了特定的刑事犯罪种类；从另一方面，扩大适用的主体范围到发行人的控股股东、实际控制人，也更加符合实际的监管标准。

5. 注册制下相应降低了公开发行人公司债券的条件：一方面，取消了对发行人的最低净资产的要求以及债券余额与公司净资产的百分比的要求，而以“具备健全且运行良好的组织机构”替代；另一方面，取消了募集资金投向的核准用途和债券的利率不超过国务院限定的利率水平的要求，体现了更加市场化的债券定价机制。
6. 明确注册制下监管部门的职责范围：根据新证券法第二十一条的规定，注册机构是国务院证券监督管理机构或国务院授权的其他部门；审核机构是证券交易所。同时明确了审核机构主要负责：判断发行人是否符合发行条件和信息披露要求，督促发行人完善信息披露。根据科创板的运行实践，审核机构主要通过督促发行人和中介机构不断完善信息披露，来充分地呈现发行人可能存在的风险和问题。审核机构、发行人和中介机构各司其职，发行人和中介机构充分地承担责任，是注册制的核心内容。

新证券法明确了在公开发行证券领域全面推行注册制的原则，在立法上给予了注册制充分的发挥空间。但是，公开发行证券领域涉及不同的证券市场、不同经济类型的企业以及多样化的证券品种，在注册制的实践过程中，监管机构将会结合证券市场的发展阶段、支持实体经济的实际需求，分期和分步地制定和调整配套规则。

## （二）减持规定

汉坤评述：新证券法并未体现草案三审稿和证监会、交易所减持规定及其实施细则中关于三个月内通过集中竞价交易转让股份的总数不得超过上市公司股份总数 1% 的规定及其他减持限制，而是在第三十六条增加“上市公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东，转让其持有的本公司股份的，不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定，并应当遵守证券交易所的业务规则”，此处修订在增加了关于实际控制人、大股东、特定股东、董监高减持的原则性规定的同时，也为证监会、证券交易所根据资本市场的实际需求调整关于锁定期、减持时间、减持数量、减持方式、减持披露义务等的具体规定留下了空间。

此外，新证券法明确违规减持的罚则，即责令改正，给予警告，没收违法所得，并处以买卖证券等值以下的罚款，为违规减持的行政处罚提供了更直接的法律依据。

## （三）短线交易

汉坤评述：新证券法关于短线交易的修订，主要体现在以下几个方面：

1. 短线交易的规则，不仅适用于上市公司，也适用于股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司，如新三板挂牌公司。
2. 短线交易的标的，不仅限于股票，还包括如存托凭证、可转债以及其他国务院依法认定的具有股权性质的证券。
3. 短线交易<sup>1</sup>的约束范围扩大，除现行证券法规定的董事、监事、高级管理人员、持股 5% 以上的股

<sup>1</sup> “短线交易”是指新证券法第四十四条规定的特定人员违规将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入的行为。

东外，新证券法第四十四条新增修订规定董事、监事、高级管理人员、自然人股东的配偶、父母、子女持有的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也受到短线交易规定的约束。

#### （四）权益变动

汉坤评述：新证券法对权益变动相关规则的要求和修订主要体现在：

1. 相较于现行证券法以持股比例作为权益变动计算基础的规则，新证券法明确权益变动的股份比例计算基础以“有表决权股份”为准，补充完善了“权益”变动的核心要件。具体表现为：

- (1) 拥有上市公司已发行的有**表决权股份**达到 5%时，应在该事实发生之日起三日内向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知上市公司并予以公告，且在该事实发生之日起三日内不得买卖该上市公司股票，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。
- (2) 拥有上市公司已发行的有**表决权股份**达到 5%后，每增加或减少 5%时，应在该事实发生之日起三日内向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知上市公司并予以公告，且在**该事实发生之日至公告后三日内**不得买卖该上市公司股票，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。

本条的修改，使权益变动的敏感期更加完整、严谨和严格：一方面新证券法将窗口期基准的表述方式由“在报告期限内和作出报告、公告后”调整为“在该事实发生之日起至公告后”以促使窗口期以“客观事实”的发生为起算点，使得窗口期的计算更加严格和明确；另一方面，新证券法也将窗口期由二日延长至三日，进一步延长了窗口期的持续时间。

- (3) 违反上述两项规定在敏感期内买入上市公司有表决权的股份，在买入后的三十六个月内，**对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。**

此项为新证券法相对于现行证券法的新增要求，从表决权领域对违反了敏感期要求买入的股份的表决权进行限制，且期限长达 36 个月。

- (4) 拥有上市公司有**表决权股份**达到 5%后，每增加或减少 1%时，应在该事实发生的次日通知上市公司并予以公告。

此项为新证券法相对于现行证券法的新增要求。需要注意的是，此项仅要求投资者履行披露义务，并未禁止投资者在上述敏感期内买卖上市公司股票。

2. 权益变动公告的内容应当包括：

- (1) 持有人的名称、住所；
- (2) 持有的股票的名称、数额；
- (3) 持股达到法定比例或者持股增减变化达到法定比例的日期、增持股份的资金来源；
- (4) 在上市公司中拥有有表决权的股份变动的时间及方式。相对于现行证券法，新证券法增加了披露增持股份的资金来源及拥有有表决权的股份变动的时间及方式的要求。

## （五）上市公司收购

汉坤评述：新证券法对上市公司收购相关规则的修订主要体现在：

1. 新增加关于收购人变更收购要约时不得存在的情形：
  - (1) 降低收购价格；
  - (2) 减少预定收购股份数额；
  - (3) 缩短收购期限；
  - (4) 国务院证券监督管理机构规定的其他情形。
2. 新增加规定，上市公司发行不同种类股份的，收购人可以针对不同种类股份提出不同的收购条件。
3. 锁定期增加。在上市公司收购中，收购人持有的被收购的上市公司的股票，在收购行为完成后的十八个月内不得转让。相对于现行证券法的十二个月，新证券法对收购人的锁定期提出了更严格的要求。

## （六）信息披露

汉坤评述：新证券法新设第五章专门规定了信息披露制度，系统完善了信息披露制度，对信息披露义务人提出了更高的信息披露义务要求，更好的维护了投资者、尤其是中小投资者的知情权，为注册制改革的落实奠定了坚实的基础。新证券法下信息披露的制度要点主要体现在：

1. 扩大信息披露义务人的范围，除发行人外，还包括法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人。
2. 立法对信息披露提出明确的质量要求：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。
3. 境内披露信息应与境外保持同步：证券同时在境内境外公开发行、交易的，其信息披露义务人在境外披露的信息，应当在境内同时披露。
4. 完善信息披露的内容，并详细列举了对股票交易价格和债券交易价格产生较大影响的重大事件。
5. 压实发行人的董事、监事、高级管理人员在信息披露过程中的义务，同时赋予董事、监事和高级管理人员对信息披露内容提出明确异议并公开的权利。

## （七）内幕交易

汉坤评述：新证券法本次修订，进一步完善了内幕信息知情人的范围、内幕信息的范围，并加大了对违规进行内幕交易证券违法行为的处罚力度，即违反新证券法第五十三条的规定从事内幕交易的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

## （八）投资者保护

汉坤评述：新证券法新设第六章专门规定投资者保护的内容，大幅提高对投资者尤其是中小投资者

的保护力度，主要体现在：

1. 明确投资者适当性管理。在法律层面上首次明确将投资者区分普通投资者和专业投资者，本次修订规定普通投资者与证券公司发生纠纷时，对证券公司要求举证责任倒置，普通投资者提出调解请求的，证券公司不得拒绝。
2. 新设上市公司股东权利委托征集行使制度。适格征集人范围包括上市公司董事会、独立董事、持有百分之一以上有表决权股份的股东或者国家设立的投资者保护机构，征集行使的股东权利包括提案权、表决权等。同时禁止有偿或变相有偿征集。
3. 新设先行赔付的赔偿机制。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。
4. 完善证券诉讼的代表诉讼制度：
  - (1) 投资者保护机构（指依照法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的规定设立的投资者保护机构）持有该公司股份的，对于两种特定情形，即发行人的董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定给公司造成损失，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，可以为公司的利益以自己的名义向人民法院提起诉讼。投资者保护机构的持股比例和持股期限不受一般股东诉讼中“连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份”的限制。
  - (2) 投资者提起虚假陈述等证券民事赔偿诉讼时，诉讼标的是同一种类，且当事人一方人数众多的，可以采用人数不确定的代表人诉讼。投资者保护机构受五十名以上投资者委托，即可作为代表人参加诉讼。

## （九）法律责任

汉坤评述：新证券法大幅提高相关证券违法行为的处罚力度。针对发行人及其控股股东、实际控制人等相关主体，有违法所得的，规定没收违法所得，同时提高行政罚款额度。按照违法所得计算罚款幅度的，处罚标准由原来的一至五倍，提高到一至十倍；规定罚款区间的，由原来多数规定的三十万元至六十万元，分别提高到最高二百万元至二千万元（如欺诈发行行为），以及一百万元至一千万元（如虚假陈述、操纵市场、擅自公开发行行为）、五十万元至五百万元（如内幕交易行为、擅自改变公开发行证券募集资金用途）等。

此外，新证券法对于证券服务中介机构的法律责任也做了强化。例如，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，责令改正，给予警告，没收业务收入，并处以业务收入一倍以上十倍以下的罚款；没有业务收入或者业务收入不足一百万元的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；情节严重的，并处暂停或者撤销保荐业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

## （十）其他重要修订

汉坤评述：新证券法其他值得关注的重要修订还包括：

1. 扩大新证券法的适用范围。适应此前存托凭证新规改革，将存托凭证明确规定为法定证券；将资

产支持证券和资产管理产品明确写入新证券法，授权国务院按照新证券法的原则规定其发行、交易的管理办法。同时，考虑到证券领域跨境监管的现实需要，明确在中国境外的证券发行和交易活动，扰乱中国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照新证券法追究法律责任。

2. 确立多层次的资本市场体系。将证券交易场所划分为证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所、按照国务院规定设立的区域性股权市场等三个层次，明确了证券交易所和国务院批准的其他全国性证券交易场所的自律管理权，还明确了按照国务院规定设立的区域性股权市场仅能进行非公开发行证券的发行和转让。

### 三、新证券法的配套规则

本次新证券法的修订范围涉及了证券发行与交易、上市公司收购、信息披露和证券登记结算等多项内容。相应地，首次公开发行并上市管理办法、股票上市规则、股票交易规则、上市公司收购管理办法、信息披露规则、公司债券发行与交易管理办法以及新三板的相应规则等配套制度均需要根据新证券法进行相应的修改和完善，为证券市场全面深化改革落实落地、维护投资者合法权益保驾护航。我们也将进一步关注新证券法相关制度的修订情况，并及时与各位读者分享我们的观点。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 陈漾

电话： +86-10-8525 5554

Email: [yang.chen@hankunlaw.com](mailto:yang.chen@hankunlaw.com)