

淺談中國大陸新《證券法》 修正重點及實務建議

文《孫國青》

元本電子股份有限公司董事長



圖／歐新社

中國大陸新證券法明確全面推行註冊制，並大幅提高違法成本。

大陸《證券法》之緣起

中國大陸證券市場股票發行之試點，於1992年由上海、深圳兩地開啟，逐漸推廣及於全大陸。此期間，為執行監管暨配合市場發展需要，陸續頒布250多種證券相關法令和規章，但這些法規多是因應證券市場發展過程中產生的問題，而形成的局部對策。這樣的證券市場體系欠周延，內容不盡合理，且洋溢濃厚的行政干預色彩，亟需制定綜合性的、可接軌國際的基本法律，以應對資本市場動態多變的成長需求。

1997年亞洲金融風暴，使人們意識到金融改革不僅可以促進金融市場的健康發展，還能保

障社會經濟的長治久安，欲剷除不法交易，建立公開、公平、公正的健全證券市場，就必須加強法治化的監督管理。大陸《證券法》於是在1998年12月29日經第9屆人大常委會通過，於1999年7月1日施行，這是中國大陸第一部比照國際通行辦法，並由人大常委會自行起草立法，而非政府行政部門草擬的法律，對中國大陸而言具有獨特意義！

大陸《證券法》修正與修訂的歷程

過往20年間，大陸《證券法》除在2005年10月27日進行較廣泛的修訂外，另在2004

年 8 月 28 日、2013 年 6 月 29 日、2014 年 8 月 31 日分別進行 3 次局部修正。

大陸人大財經委從 2013 年便啟動這次新《證券法》的修訂起草，於 2015 年 4 月提請常委會初審。在立法調研及審議過程中，各界對實行股票發行註冊制的改革方向大體是認同的，關鍵在於修法推出的時機。碰巧 2015 年大陸證券市場發生劇烈的異常波動，暴露出不少的新問題，需要總結經驗，重行論證。因此，新法修訂除了註冊制改革，擬議中的議題還涉及多層次資本市場體系建設、證券市場監管、投資者權益保護等重要內容。

歷時 4 年半、4 次審議，新《證券法》終在 2019 年 12 月 28 日於 13 屆人大常委會第 15 次會議表決通過，訂於 2020 年 3 月 1 日起施行。原《證券法》計 12 章 240 條，新法修改為 14 章 226 條，修正調整幅度相當可觀。

大陸新《證券法》的修正重點

新《證券法》稱得上是大陸金融法律中最重要的一次修訂。從證券發行、證券交易、上市公司收購、信息披露、投資者保護、證券交易場所、證券公司、證券交易結算機構、證券服務機構、證券業協會、證券監督管理機構及法律責任等方面，做出詳細規定。該升級版《證券法》實施，代表大陸資本市場在市場化與法制化的進程邁上一個新的台階，同時也宣示大陸資本市場持續改革的決心。

新《證券法》對證券市場各項基礎性制度做出以下 10 方面的改革與修正：

- (一) 明確全面推行證券發行註冊制度，並依此定位，對證券發行制度做出系統的配套，包括：精簡優化證券發行條件，將發行股票應當「具有持續盈利能力」的要求，改為「具有持續經營能力」；調整證券發行程序，取消發行審核委員會制度；強化證券發行中的信息披露等。

鑑於註冊制改革是一個漸進過程，新法授權大陸國務院對證券發行註冊制的具體範圍、實施步驟進行規定，為有關領域和證券品種分步實施註冊制預留法律空間。

- (二) 提高證券違法違規成本，大幅提升證券違

法行為的處罰力度。新法對證券違法民事賠償責任也做出規範，如規定發行人等不履行公開承諾的民事賠償責任，明確發行人及其控股股東、實際控制人在詐欺發行、信息披露違法的過錯推定、連帶賠償責任等。

- (三) 完善投資者保護制度，增設投資者保護專章，建立上市公司股東權利代為行使徵集制度，建立普通投資者與證券公司糾紛的強制調解制度，完善上市公司現金分紅制度等；另外，為適應證券發行註冊制改革的需要，新法規定投資者保護機構可作為訴訟代表人，按照「默示加入，明示退出」的訴訟原則，依法為受害投資者提起民事損害賠償訴訟。
- (四) 進一步強化信息披露要求，設專章明訂信息披露制度各項要求。包括：擴大信息披露義務人的範圍，完善信息披露內容，確立發行人及其控股股東、實際控制人、董事、監事、高管公開承諾的信息披露制度等。
- (五) 完善證券交易制度。包括：優化上市條件和退市情形的規定，完善有關內幕交易、操縱市場、利用未公開信息的法律禁止性規定，強化證券交易實名制要求，完善上市股東減持制度，規定證券交易停復牌制度和程序化交易制度，以及完善證券交易所防控市場風險、維護交易秩序的手段措施。



- (六) 落實「放管服」要求，取消一系列相關行政許可。包括：取消證券公司董事、監事、高管任職資格核准；調整會計師事務所等證券服務機構從事證券業務的監管方式，將資格審批改為備案。
- (七) 落實中介機構市場「看門人」的法律職責。新法規定證券公司不得允許他人以其名義直接參與證券的集中交易；明確保薦人、承銷人及其直接責任人員未履行職責時，對受害投資者所應承擔的過錯推定、連帶賠償責任；將證券服務機構未履行勤勉盡責義務的違法處罰幅度，由原來最高可處以業務收入 5 倍的罰款提高到 10 倍，情節嚴重的，還可併處暫停或禁止從事證券服務業務。
- (八) 建立健全多層次資本市場體系。新法授權大陸國務院制訂有關全大陸證券交易場所、區域性股權市場的管理辦法；同時規定，證券交易所、大陸國務院批准的其他全大陸證券交易所可依法設立不同的市場層次；非公開發行的證券，可在上述證券交易場所轉讓。
- (九) 強化監管執法和風險防控。規定證監會為防範市場風險、維護市場秩序採取監管措施的制度；增加行政和解制度、證券市場誠信檔案制度，完善了證券市場禁入制度。
- (十) 擴大證券法的適用範圍，存託憑證被歸為法定證券，資產支持證券和資產管理產品也被納入新《證券法》。

實務建議

完善的法治環境是資本市場深化改革的前提和保障。大陸證券市場改革必須在法治的環境下進行，否則改革可能會走偏鋒，對大陸資本市場將造成更大的傷害。同時，改革成果也必須有法律保障，將改革成果轉化為相關法律和相關規則，才能讓這些成果落地執行。

綜觀大陸新《證券法》，在發行方面，系統性呈現本次修法重中之重的註冊制改革相關配套，並加強投資者保護力度，且創新證券民事賠償訴訟制度，非專業投資人將格外有感。

法律責任乙章是條文最多的章節，從 180-223 條，共 44 條文，內容全面加大對證券領域違法處罰力度，提高違法成本，可發揮一定嚇阻作用。

新《證券法》也放寬公司上市的門檻，與國際資本市場接軌。修法前「連續 3 年盈利」的上市門檻對新經濟企業的發展模式造成障礙，尤其上市審批週期過長，很多新經濟企業選擇赴美國和香港上市，這樣的情形在 2018 年達到高點，分別達到 49 家和 88 家。新《證券法》自今(2020)年 3 月 1 日起施行後，將為這類企業在大陸上市創造更寬鬆的條件。如此一來，不但可激勵外資更願意投入大陸資本市場，亦可順勢帶動大陸眾多的科技初創企業成功募資。直接受益者便是科技創新、互聯網等新經濟公司。

相比傳統企業注重盈利，新經濟公司更注重商業模式和市場擴張，有時在競爭中願意承受多年的虧損。比如美國電動車公司特斯拉，2010 年上市後連續虧損 3 年才實現單季度盈利，然後又虧損 3 年才再次單季度盈利，特斯拉目前市值將近 800 億美元，遙遙領先福特、通用、寶馬等老牌汽車企業。

然而降低上市門檻，並非雨露均霑惠及一般企業。那些經營效益極差的上市公司反倒可能受到打擊，因為他們賴以維生的外殼價值將急速縮水，再也不能坐等其他非上市公司華麗收購並「借殼上市」。對非機構投資者(散戶)而言，降低公司上市的准入門檻，意味著辨識股票投資價值的門檻更高，非專業投資者的潛在風險加大。

此外，新《證券法》施行後，大陸創業板將是資本市場改革的重點。註冊制改革向創業板推進實施後，會鼓勵科創型企業藉由創業板上市，有助於進一步降低科創型企業進入資本市場的障礙，使得企業上市融資更加市場化、多樣化、便利化，從而提高資本市場效率，強化對實體經濟的支持力度。對於台商而言，這是在大陸屯田發展，就地取「財」的新機會窗口，可把握爭取，積極布局。

另外，在保護投資者方面也有許多新的規定。例如，允許投資者保護機構作為訴訟代表人，在新法第 95 條第 3 款規定：投資者保護機構受 50 名投資者委託，就可以作為代表人參加訴訟，並依循「默示加入、明示退出」的訴訟原則，可

為受害投資者提起民事損害賠償訴訟；亦即，在法院公告登記的情況下，未經證券登記結算機構確認的權利人可直接在法院登記 - 除非投資者明確表示不願意參加該訴訟 - 這就是所謂「默示加入、明示退出」，由美國集團訴訟翻新而成的中國大陸版本。

美國集團訴訟之所以會發揮強大遏制違法行為的效果，就是因為在「默示加入、明示退出」的制度安排下，不需要眾多受害投資者主動加入訴訟，而由「代表性原告」代替他們向違法公司求償。不過該機制的啟動賴於法院發出公告，連同投資者保護機構的激勵機制，其具體運作尚待日後落實該條款的歷程中，進一步把相關規則與程序完善。再例如，建立徵集股東權利制度，允許特定主體公開請求上市公司股東委托其代為出席股東大會，並代為行使提案權、表決權等股東權利。

結語

對大陸新《證券法》的立法與施行，我們寄予祝福。但對於新《證券法》存有多少意在言外的

「中國特色」政治利益考量優先？我們還當聽其言，觀其行，莫逆勢而為。

值得注意的是，股市行情瞬息萬變，投資判斷分秒必爭。在「維穩」高於一切的形勢下，新《證券法》實難教投資人割除對以往的疑慮，就此相信股市信息披露，可一反過往「時間差封鎖」，將不會再輕易犧牲廣大投資者的知情權？

存疑的是，新法註冊制申請只在中央證券主管機關複審程序，在地方政府有關證券管理部門估計仍會沿用前例，企業將先從地方政府或黨部委爭取推薦，才能將 IPO 申請資料向地方政府或地方證券管理部門報備。如此一來，新法會不會如同老法難逃「權大於法」的宿命？上市公司有沒有可能排除政府長期補貼或挹注？其實舊《證券法》並非沒有退市機制，但是那些靠財政補貼扭虧保殼續命的劣質企業，背後往往站著地方政府，讓證監管理部門人員畏懼嚴格執法的後果。

新《證券法》於 3 月 1 日起施行。從歷史行情來看，歷次《證券法》修訂或修正實施後對 A 股市場行情多有正面激勵作用，但此次實施的時機不巧遭逢新冠肺炎疫情的肆虐，機會已靜靜敲門，未來是否能有高點慶祝行情且讓我們拭目以待！



圖／歐新社

去年 6 月在第 11 屆陸家嘴論壇開幕式上，大陸證監會和上海市政府聯合舉辦了上海證券交易所科創板開板儀式，象徵大陸的資本市場將加大力度對外開放。