

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16/19 楼
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港

香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London
Riverside, London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

《证券法》修订解读(三)——新证券法开启注册制新时代

作者: 翁晓健 | 孙文

前言

《证券法(2019 修订)》将于 2020 年 3 月 1 日起正式实施。本次证券法修订的核心内容是确立证券发行注册制。注册制是一种以市场化为导向的股票发行制度,强调市场主导、信披为本、预期明确、事后监管。本文从证券法注册制的修改历程、涉及注册制修订的相关内容、注册制实施与影响等角度简要分析本次证券法关于注册制的修订内容。

一. 证券法注册制修改历程

证券发行注册制是本次《证券法(2019 修订)》修订的核心。本次证券发行注册制立法过程前后经历近五年之久。2015 年全国人大常委会首次审议注册制,后续进程因 2015 年股市大幅下跌而受到影响。2017 年二次审议时退回原有核准制模式,2019 年 4 月尝试增加科创板注册制,2019 年 12 月四次审议最终成功通过。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

时间	事件	具体内容
2015 年 4 月	证券法修订草案一次审议, 明确注册制	第十二届全国人大常委会第十四次会议审议明确注册程序, 取消股票发行审核委员会制度, 证券交易所负责审核, 证券监管机构负责注册。修改发行条件, 取消发行人财务状况及持续盈利能力等盈利性要求。
2015 年 6 月	股市动荡, 注册制修订延缓	中国股市大动荡突如其来, 证券法注册制修订进程延缓。
2015 年 12 月	全国人大常委会授权国务院调整适用《证券法》实施注册制改革	《全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院在 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》(第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过) 授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行业, 调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定, 实行注册制度 。自 2016 年 3 月 1 日起施行, 期限二年。
2017 年 4 月	证券法修订草案二次审议, 未规定注册制	第十二届全国人大常委会第二十七次会议审议国务院应当按照全国人大常委会关于注册制改革授权决定的要求, 逐步推进股票发行制度改革。
2018 年 2 月	调整适用《证券法》实施注册制改革授权延长 2 年	《全国人民代表大会常务委员会关于延长授权国务院在 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>有关规定期限的决定》(第十二届全国人民代表大会常务委员会第三十三次会议通过) 将第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议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》有关规定的决定施行期限届满后, 期限延长二年至 2020 年 2 月 29 日 。
2019 年 3 月	科创板批量规则出台	证监会管理办法及上交所业务规则批量出台。
2019 年 4 月	证券法修订草案三次审议, 增加科创板注册制	第十三届全国人大常委会第十次会议审议重点是 根据股票发行注册制改革试点的进展情况, 增加关于科创板注册制的相关规定 。
2019 年 12 月	证券法修订草案四次审议, 确立注册制	第十三届全国人大常委会第十五次会议审议自 2020 年 3 月 1 日起施行。

二. 本次修订涉及注册制的主要内容

(一) 调整证券发行的程序

《证券法(2019 修订)》取消了原来的发行审核委员会制度,明确由证券交易所等机构审核公开发行证券,国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门负责证券发行申请的注册。具体条款包括:

中华人民共和国证券法 (2014 版)	中华人民共和国证券法(2019 版)
第二章 证券发行	第二章 证券发行
第十条 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核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。有下列情形之一的,为公开发行: (一)向不特定对象发行证券的; (二)向特定对象发行证券累计超过二百人的; (三)法律、行政法规规定的其他发行行为。 非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。	第九条 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。证券发行注册制的具体范围、实施步骤,由国务院规定。有下列情形之一的,为公开发行: (一)向不特定对象发行证券; (二)向特定对象发行证券累计超过二百人,但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内; (三)法律、行政法规规定的其他发行行为。 非公开发行证券,不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。
第二十二条 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。 发行审核委员会由国务院证券监督管理机构的专业人员和所聘请的该机构外的有关专家组成,以投票方式对股票发行申请进行表决,提出审核意见。 发行审核委员会的具体组成办法、组成人员任期、工作程序,由国务院证券监督管理机构规定。	第二十一条 国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门依照法定条件负责证券发行申请的注册。证券公开发行注册的具体办法由国务院规定。 按照国务院的规定,证券交易所等可以审核公开发行证券申请,判断发行人是否符合发行条件、信息披露要求,督促发行人完善信息披露内容。 依照前两款规定参与证券发行申请注册的人员,不得与发行人有利害关系,不得直接或者间接接受发行申请人的馈赠,不得持有所注册的发行申请的证券,不得私下与发行人申请人进行接触。

(二) 精简优化证券发行条件

《证券法(2019 修订)》对于公开发行新股条件做出较大修订，前后对比如下：

中华人民共和国证券法 (2014 版)	中华人民共和国证券法(2019 版)
第十三条 公司公开发行新股，应当符合下列条件： (一)具备健全且运行良好的组织机构； (二)具有持续盈利能力，财务状况良好； (三)最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为； (四)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。 上市公司非公开发行新股，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，并报国务院证券监督管理机构核准。	第十二条 公司首次公开发行新股，应当符合下列条件： (一)具备健全且运行良好的组织机构； (二)具有持续经营能力； (三)最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告； (四)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； (五)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。 上市公司发行新股，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。 公开发行存托凭证的，应当符合首次公开发行股票的条件以及国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

1. 区分首发与再融资

《证券法(2019 修订)》第 12 条新增“首次”字样，仅明确规定了首次公开发行新股的条件。后续的公开及非公开发行新股的具体条件由证监会另行规定。

2. 不再以盈利能力为条件

除科创板外，在以往的 IPO 审核中，拟上市企业的持续盈利能力一直是 IPO 审核的硬核要求。很多前期需大量投入的高科技企业及特殊行业，如医药行业往往因不具备盈利能力被排除在外，同时该项要求也导致部分企业冒险进行财务造假，虚增利润等。该条件放宽后，将使更多具有市场价值但目前盈利能力尚欠缺的企业可以登陆资本市场。

3. 财务会计文件标准变更

《证券法(2014 修订)》对财务会计文件的要求为“无虚假记载”，而《证券法(2019 修订)》修改为“最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告”。证券法一方面强化发行人、中介机构等信息披露义务人的责任，另一方面在发行条件中剔除财务实质判断因素，调整为形式要件，进一步体现审核机构对于发行人的财务真实状况不做实质判断，对发行人责任不予背书的立场。

4. 新增无刑事犯罪要求

本次《证券法(2019 修订)》新增要求发行人、控股股东及实控人不存在贪污等刑事犯罪。本项要求扩大了核查范围，核查主体不仅包括拟上市企业，还包括拟上市企业的控股股东及实控人。

(三) 证券发行的信息披露重心调整

“以信息披露为中心”是注册制的内核。《证券法(2019 修订)》第 19 条规定，“发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息……”。此外，《证券法(2019 修订)》专设第五章“信息披露”做出规定，其中第 78 条所确定的信息披露基本原则，除了“真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”以外，还增加“简明清晰、通俗易懂”的要求。

证券法信息披露原则以及发行申请文件信息披露要求的修正，体现立法意图在于促使证券市场信息披露转向“以投资者为中心”。在实务中证券市场信息披露“以应对监管为中心”的现象或将逐渐改变。

(四) 大幅提高违法成本，加大处罚力度

《证券法(2019 修订)》大幅提高了对证券违法行为的处罚力度。对发行人违规发行、欺诈发行、信披违规等均加大了处罚力度，顶格处罚的标准均大幅提升。信披违规过错推定的责任主体在“董监高、其他直接责任人、保荐人、证券公司”基础上增加“控股股东、实控人、证券公司直接责任人员”。违规发行过错推定的责任主体由“保荐人”扩大到“保荐人、控股股东及实控人”。违法成本的提高及过错推定主体适用范围的扩大均体现了注册制下强调事中事后的问责机制。

三. 注册制的实施与影响

《证券法(2019 修订)》为注册制奠定了法律基础，但注册制的落地实施过程并非一蹴而就。《证券法(2019 修订)》规定：“证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。”同时

证监会于 2020 年 2 月 14 日表示, 预计创业板尤其是主板(中小板)实施注册制尚需一定时间, 《证券法(2019 修订)》施行后, 这些板块仍将在一段时间内继续实施核准制, 在未来一段时间将存在核准制和注册制并行的情况。注册制的具体内涵与细节将在实践与摸索过程中逐渐明朗与完善。

中国证券发行体制先后经历了审批制、核准制与注册制三个阶段。尽管证券发行的市场化进程在实践中有所反复, 但三个阶段递进过程表明证券发行市场化是大势所趋。审批制阶段以“额度制”与“指标制”行政调控为特点。核准制阶段则首次建立了证券发行管理的完整体系, 确立了信息披露的基本原则, 证券发行的市场化因素从萌芽到壮大。注册制则进一步弱化了证券发行环节的行政权力, 淡化证券发行审核的实质判断, 强化了以投资者判断为中心的信息披露制度。注册制是证券发行市场化进一步演进的必然结果。

证券发行的审批制与核准制分别决定了同时期的证券市场生态环境, 影响到上市公司、投资人、投资银行、其他证券服务机构、市场监管者等所有市场主体的行为模式与行为导向。同样, 从核准制过渡到注册制, 也意味着证券市场生态环境的根基将出现根本变化, 这一根本变化将逐渐对所有市场主体与市场行为产生巨大而深远的影响。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



翁晓健
+86 21 3135 8660
james.weng@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。