

《證券法》修改談

Daniel Kwong

1. 12. 2007



主要內容

- 《證券法》修改的背景
- 《證券法》修改的主要內容
- 《證券法》修改後的新發展

《證券法》修改的背景

- 1998年《證券法》出臺的時機：亞洲金融風暴

—— 確認證券市場的合法化

—— 風險控制的思路

分業 v. 混業

現貨交易 v. 期貨交易

融資融券

國有企業炒股

銀行資金入股市

- 證券市場問題的逐步暴露

上市公司治理不規範，外部監管手段不到位，證券公司風險大，對投資者保護、特別是民事賠償缺乏。交易規定僵化，無法發展多層次市場。法律責任規定比較原則，不好操作。

- 加入WTO下資本市場開放：
QFII、合資基金管理公司、合資證券公司……

《證券法》修改的過程

- 2001年全國人大《證券法》執法大檢查，成思危副委員長提出修改動議，規範中發展的思路；
- 2003年初，全國人大將《證券法》列入修改計畫；
- 2003年7月正式啓動。市場低迷，證監會修改建議僅著眼加強監管，不涉及五大爭議問題，未通過；
- 2004年1月，16屆三中全會與“國九條”，提出多層次資本市場，對爭議問題逐漸形成共識；
- 2005年4月，《證券法》修改稿正式提交人大審議，進入立法程式；
- 一讀後由人大法工委負責，提出《公司法》與《證券法》的協調問題，重新劃分兩個法的範圍，證券的發行、上市等制度從公司法進入證券法；
- 2005年8月，重新調整的《公司法》、《證券法》進行第二次審議，主要是一些技術性修改；
- 2005年10月，第三次審議並通過；
- 2006年1月1日執行。

修改的主要內容

- **（一）基本制度框架的調整**

- （1）擴大證券法的調整範圍，增加了證券品種；**
- （2）為銀行、保險、證券等混業經營預留空間；**
- （3）為融資融券交易預留法律空間（142 / 36、141）；**
- （4）為現貨交易以外的交易方式預留法律空間（42/35）；**
- （5）取消了禁止銀行資金入市和禁止國企炒股的規定（81，83/76、133）。**

“國務院另有規定的除外.....”

2005 《證券法》

- 第二條 在中華人民共和國境內，股票、公司債券和國務院依法認定的其他證券的發行和交易，適用本法；本法未規定的，適用《中華人民共和國公司法》和其他法律、行政法規的規定。
- 政府債券、證券投資基金份額的上市交易，適用本法；其他法律、行政法規有特別規定的，適用其規定。
- 證券衍生品種發行、交易的管理辦法，由國務院依照本法的原則規定。

（二）、證券發行與交易制度

- 明確公開發行行爲；
- 修改了發行的條件；
- 上市條件的修改；
- 增加了預披露制度；
- 增加了發行上市的保薦制度；
- 增加了交易所上市審核的許可權；
- 爲多層次市場發展留下空間。

1、“公開發行”的界定

2005年《證券法》第10條

公開發行證券，必須符合法律、行政法規規定的條件，並依法報經國務院證券監督管理機構或者國務院授權的部門核准；未經依法核准，任何單位和個人不得公開發行證券。

有下列情形之一的，為公開發行：

- (一) 向不特定物件發行證券；
- (二) 向累計超過二百人的特定物件發行證券；
- (三) 法律、行政法規規定的其他發行行為。

非公開發行證券，不得採用廣告、公開勸誘和變相公開方式。

意義：

- 1、公司分類：非公開發行公司、公開發行公司、上市公司
- 2、發行方式：非公開發行，私募

2、發行股票的條件

原有的規定

- 《公司法》第137條；公司發行新股，必須具備下列條件：
 - （一）前一次發行的股份已募足，並間隔一年以上；
 - （二）公司在最近三年內連續盈利，並可向股東支付股利；
 - （三）公司在最近三年內財務會計檔無虛假記載；
 - （四）公司預期利潤率可達同期銀行存款利率。

另外：

- 《公司法》第152條（股票上市的條件）；
- 《股票條例》第8條（設立發行）、第9條（改組發行）

特點：（1）發行-上市聯動；
（2）實踐中無設立發行，均為新股發行；

新《證券法》下新股發行條件

《證券法》第十三條

公司公開發行新股，應當符合下列條件：

- (一) 具備健全且運行良好的組織機構；
- (二) 具有持續盈利能力，財務狀況良好；
- (三) 最近三年財務會計檔無虛假記載，無其他重大違法行爲；
- (四) 經國務院批准的國務院證券監督管理機構規定的其他條件。

.....

特點：

- 解除發行-上市聯動。
- 修改了發行與上市的財務條件，刪除了“三年連續盈利”這一最明確的實質條件。
- 增加了“良好公司治理”要求。

上市門檻的降低

1993〈公司法〉第152條：

- (一) 公開發行股票；
- (二) 股本總額不少於人民幣五千萬元；
- (三) 開業時間在三年以上，最近三年連續盈利；
- (四) 千股千人，公開發行的股份達25%以上；公司股本總額超過人民幣四億元的，該比例為15%以上；
- (五) 公司在最近三年內無重大違法行為，財務會計報告無虛假記載；
- (六) 國務院規定的其他條件。

2005《證券法》第五十條：

- (一) 股票經國務院證券監督管理機構核准已公開發行；
- (二) 公司股本總額不少於人民幣三千萬元；
- (三) 公開發行的股份達到公司股份總數的百分之二十五以上；公司股本總額超過人民幣四億元的，公開發行股份的比例為10%以上；
- (四) 公司最近三年無重大違法行為，財務會計報告無虛假記載。

證券交易所可以規定高於前款規定的上市條件，並報國務院證券監督管理機構批准。

健全且運行良好的組織結構

要素：

- 治理結構——獨立董事
- 獨立性——人員、資金、財務獨立
- 經營完整性
- 關聯交易限制
- 同業競爭限制

《關於進一步規範股票首次發行上市有關工作的通知》（證監發行字[2003]116號）

- （二）具有直接面向市場獨立經營的能力，最近一年和最近一期，發行人與控股股東及其全資或控股企業，在產品銷售或原材料採購方面的交易額，占發行人主營業務收入或外購原材料金額的比例，均不超過**30%**；
- （三）具有完整的業務體系，最近一年和最近一期，發行人委託控股股東及其全資或控股企業，進行產品銷售或原材料採購的金額，占發行人主營業務收入或外購原材料金額的比例，均不超過**30%**；
- （四）具有開展生產經營所必備的資產，最近一年和最近一期，以承包、委託經營、租賃或其他類似方式，依賴控股股東及其全資或控股企業的資產進行生產經營所產生的收入，均不超過其主營業務收入的**30%**；……

茂煉可轉債事件：倒在治理結構的門檻下？

茂煉轉債（15億元）於1999年7月28日發行，8月17日在深交所上市。按照可轉換公司債5年的期限，預計2004年7月底轉股上市。但2004年2月19日，茂煉董事會以中國證監會[2003]116號文為依據，否決了茂煉發行A股計畫。茂煉公告稱，由於公司在關聯交易、獨立性等方面不符合上市要求，公司董事會決定停止申請發行A股的工作。

背景：

2000年底，茂煉股東中石化在香港聯交所上市。2002年4月，茂煉公司公佈2001年度報表時，披露董事會會議有關內容，即：“因控股股東中石油化工有限公司在海外上市時，承諾對下屬的上市公司進行整合。近期，又重申以此為戰略目標。因此，公司判斷，存在控股股東屆時不同意本公司股票在境內交易所上市的可能。”

茂煉分拆構成中石化H股上市不滿3年時的分拆事項。按聯交所規定，需要事先獲得豁免，且分拆上市子公司需在母公司上市3年後才能進行。2003年3月下旬，茂煉公司與中石化同時召開董事會，討論通過茂煉發行A股計畫。2003年6月，香港聯交所審查認為，茂煉發A股不與中石化股份公司構成同業競爭關係，具獨立性，故豁免其分拆茂煉公司發A股上市，但需在中石化H股上市滿3年的2003年10月18日後。但是……

《首次公開發行股票並上市管理辦法》（2006年5月18日）

——特點：

（1）提高標準，推動優質企業上市

（2）強化仲介機構責任

（3）市場化導向

- 取消籌資額不得超過淨資產兩倍的規定
- 取消關聯交易比例不得超過30%的規定
- 取消輔導期一年的規定
- 取消首次公開發行上市前12個月內不得增資擴股的規定，但提高禁售期要求。
- 實施預先披露制度

持續盈利能力的量化標準

- 最近3個會計年度淨利潤均為正數且累計超過人民幣3000萬元，淨利潤以扣除非經常性損益前後較低者為計算依據；
- 最近3個會計年度經營活動產生的現金流量淨額累計超過人民幣5000萬元；或者最近3個會計年度營業收入累計超過人民幣3億元；
- 最近一期末不存在未彌補虧損。
- 不存在對發行人持續盈利能力構成重大不利影響的情形

如最近1個會計年度的營業收入或淨利潤對關聯方或者存在重大不確定性的客戶存在重大依賴；或者，淨利潤主要來自合併財務報表範圍以外的投資收益等等。

(三)、證券公司監管與投資者保護

券商三原罪：

挪用客戶保證金，非法融資，違規炒作股票

- 修改了證券公司的分類管理制度，按業務進行監管發牌，分為經紀業務、承銷業務、保薦業務、諮詢業務等。
- 增加了市場准入行政許可要求，如對董事、主要股東的資格要求。
- 規定了審慎監管原則，給予監管者更大的彈性；

- 客戶交易資金的第三方獨立存管制度；
- 客戶交易資金的獨立性；

- 投資者保護基金的設立。

“客戶交易資金的所有權”爭議的解決

2005《證券法》第一百三十九條

證券公司客戶的交易結算資金應當存放在商業銀行，以每個客戶的名義單獨立戶管理。具體辦法和實施步驟由國務院規定。

證券公司不得將客戶的交易結算資金和證券歸入其自有財產。禁止任何單位或者個人以任何形式挪用客戶的交易結算資金和證券。證券公司破產或者清算時，客戶的交易結算資金和證券不屬於其破產財產或者清算財產。非因客戶本身的債務或者法律規定的其他情形，不得查封、凍結、扣劃或者強制執行客戶的交易結算資金和證券。

- 對比：1998《證券法》第一百三十八條

證券公司辦理經紀業務，必須為客戶分別開立證券和資金帳戶，並對客戶交付的證券和資金按戶分帳管理，如實進行交易記錄，不得作虛假記載。

- 2006年6月刑法修正案增加：挪用客戶資金罪（一百八十五條之一）

(四) 證監會的許可權擴張——准司法權

- 2005《證券法》第178條

.....

(六) 查詢當事人和與被調查事件有關的單位和個人的資金帳戶、證券帳戶和銀行帳戶；對有證據證明已經或者可能轉移或者隱匿違法資金、證券等涉案財產或者隱匿、偽造、毀損重要證據的，經國務院證券監督管理機構主要負責人批准，可以凍結或者查封；

(七) 在調查操縱證券市場、內幕交易等重大證券違法行爲時，經國務院證券監督管理機構主要負責人批准，可以限制被調查事件當事人的證券買賣，但限制的期限不得超過十五個交易日；案情複雜的，可以延長十五個交易日。

通海高科事件：200萬擔保費

沒有牙齒的老虎

通海高科事件

- 1999年10月5日，吉電集團和江門高路華集團公司為主要發起人的通海高科向證監會提交發行股票的報告。2000年6月20日，經證監會核准，通海高科1億股A股股票公開發行，每股16.88元的價格，市盈率達63倍，共募集資金16.88億元。
- 發行次日遭舉報造假。在通海高科即將掛牌的前兩天，深交所通知通海高科：稱接到證監會的指示，通海高科股票暫停掛牌。
- 2001年6月24日，中國證監會依法向吉林省高院申請，凍結了通海高科控制下的剩餘募股資金2.3億元。
- 2002年9月7日，中國證監會依法撤銷其對通海高科股票公開發行的核准決定。
- 通海高科社會公眾股股東有兩種方式處理通海高科股票，一是根據《證券法》第18條的規定，股票公開發行核准被依法撤銷的，投資人可以要求發行人返還募股資金及相應利息；二是按1：3.8的比例換購吉林電力股份有限公司的股份，換購後的股份經核准後可以上市流通。

《證券法》修改後的新進展

- 股權分置改革 —— 全流通
- 《首次公開發行股票並上市管理辦法》（**2006年5月19日**）
- 《上市公司收購管理辦法》（**2006年9月1日**）
反收購解禁，換股收購，定向發行與重組發行的豁免等
- 金融期貨交易所成立（**2006年9月8日**）

評價

- 市場約束與行政監管的權衡
- “雖然明確了民事責任，但缺乏集團訴訟的《證券法》沒有意義” —— 郎咸平
- 誰來約束證監會？

Q & A

- 謝謝