



资本市场的法律热点问题

证监会、交易所密集发布证券市场政策规则

2012年“五一”期间，证监会及交易所于四日内密集发布四项证券市场政策规则：

一、 四大期货交易所下调手续费标准

2012年4月27日，上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所发出通知，大幅下调手续费标准，调降幅度从12.5%至50%不等，平均下调幅度约30%，新的手续费标准将从6月1日起实施。

二、 证监会正式实施《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》

2012年4月28日，证监会正式公布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》（证监会公告[2012]10号，以下简称“《指导意见》”），并于公布之日起实施。

《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）于2012年4月1日发布后，引起市场广泛关注。本所于2012年4月17日发布了《君合研究简讯——新一轮新股发行改革方案》，对《征求意见稿》的内容进行了总结和评述，将改革措施概括为：（1）提高网下配售比例；（2）取消网下配售锁定期；（3）允许存量发行；（4）允许符合条件的个人参与网下询价配售，等。

《指导意见》与《征求意见稿》相比，主要在以下方面进行了修改、补充或完善：

（一） 增加对发行人公司治理和内控制度的要求

《指导意见》在公司治理和内控制度方面对发行人及中介机构提出以下要求：（1）发行人应当建立健全公司治理结构，完善内控制度，建立有效保护股东尤其是中小投资者合法权益的机制；（2）在招股说明书中详细披露公司治理结构的状况及运行情况；（3）保荐机构、律师事务所、会计师事务所应结合辅导、核查等工作，对发行人公司治理结构及内控制度的有效性发表意见。

（二） 明确新股发行时间窗口可在批文有效期内自主选择

在实践中，发行人及承销商通常会在获得证监会核准发行的批复后随即启动发行。在《指导意见》中，证监会明确发行人及主承销商可以在核准批文有效期内自行选择发行时间窗口。这一规定确认了新股发行在时间窗口选择上具有自由度，发行人、主承销商可根据市场环境变化择机实施发行行为。

（三） 细化“25%规则”的程序及披露要求

《征求意见稿》中首次提出了“25%规则”，即根据询价结果确定的发行价格市盈率如高于同行业上市公司平均市盈率25%的，发行人应当进行特别信息披露。

《指导意见》对“25%规则”进行了细化，在触发“25%规则”时：（1）要求发行人董事会进行分析讨论，并对最终定价进行确认；（2）在分析讨论的具体内容方面，要求董事会结合适合本公司的其他定价方法，分析讨论发行定价的合理性因素和风险性因素，进一步分析预计募集资金的使用对公司主业的贡献和对业绩的影响，尤其是公司绝对和相对业绩指标波动的风险因素；（3）要求独立董事对董事会讨论的充分性发表意见；（4）要求发行人在董事会召开后两日内刊登公告，披露询价对象报价情况、董事会决议及独立董事的意见。

《指导意见》还修改了《征求意见稿》中对于“25%规则”重新询价、补充盈利预测报告方面的规则。《指导意见》将“重新询价”及“未提供盈利预测的发行人补充提供盈利预测报告”由发行人的义务修改为证监会的权力，由证监会综合考虑发行人补充信息披露情况后权衡是否行使。

证监会在就《指导意见》答记者问时强调，“25%规则”是补充信息披露的触发点，而非定价天花板，并且在适用“25%规则”时会有灵活性，并将出台操作细则。

（四） 进一步提高对会计师事务所及注册会计师的要求

《指导意见》强化了对会计师事务所及注册会计师的要求，尤其强调注册会计师应确保风险评估等重要审计程序执行到位，保持合理的职业怀疑态度，保持对财务异常信息的敏感度，防范管理层舞弊、利润操纵等行为发生。

(五) 明确“第三方评析机构”的职能和定位

《指导意见》将《征求意见稿》中引入的“第三方评估机构”改称为“第三方评析机构”，使其与现有的资产评估中介机构相区分。按照证监会的解释，引入第三方评析机构旨在对拟上市公司的风险进行评析，供中小投资者提供参考，相关费用由中国证券业协会和交易所承担。

(六) 加强对违法违规及不当行为的监管和惩治力度

《指导意见》将对财务虚假披露行为的惩治措施予以具体化，不仅规定了证监会有权采取监管措施、立案调查、行政处罚并从重处理，还提出与自律组织、司法机关的执法与监管协作，并对法律法规规定尚不明确的要进一步完善。

综上，《指导意见》在《征求意见稿》基础上所做的修改和补充对于本轮新股发行改革具有积极意义。《指导意见》既是本轮新股发行改革的纲领性文件，同时包含具体的法律规则，一方面各市场主体应当根据《指导意见》主动调整其市场行为，另一方面我们也期待证监会能够对现有法规进行修订完善并出台相应的操作细则，以保持证券法律体系的系统性。

三、 沪深交易所发布主板、中小板退市方案征求意见稿

2012年4月29日，上海证券交易所发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》（以下简称“《上交所退市意见稿》”），深圳证券交易所发布《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》（以下简称“《深交所退市意见稿》”）。至此，沪深交易所主板、中小板、创业板三大板块的最新退市制度均已闪亮登场，其中创业板的退市制度已经正式颁布实施。

上溯至2011年11月28日，深交所就《关于完善创业板退市制度的方案（征求意见稿）》征求意见，并于2012年2月24日正式发布了《关于完善创业板退市制度的方案》。2012年4月20日，深交所发布了相应修订后的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，并已于2012年5月1日起实施。本所于2012年4月27日发布了《君合研究简讯——深交所修订创业板上市规则，落实创业板退市制度》，对创业板退市制度进行了总结及评述。

总体而言，本次《上交所退市意见稿》和《深交所退市意见稿》与创业板退市制度在促进市场“优胜劣汰”的改革思路上一脉相承，而又根据各板块上市公司的特点而在具体规则设计上有所区别。

具体而言，《上交所退市意见稿》和《深交所退市意见稿》对退市制度主要在以下方面进行了改进和完善：

(一) 增加退市指标，丰富退市标准

在《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》所规定的退市标准基础上，《上交所退市意见稿》和《深交所退市意见稿》分别对在沪深交易所上市的公司的退市标准体系进行了丰富，主要体现为新增多项退市指标，并提高退市指标的可操作性。其中，深交所还对退市指标进行了整合，将部分原仅适用于中小板上市公司的指标扩展至主板上市公司。

就本次新增、扩展及修改的退市指标，简要总结如下表：

退市条件概述	适用主体
净资产为负	深交所主板、中小板 上交所
营业收入低于1000万元	深交所主板、中小板 上交所
年度审计报告为否定意见或无法表示意见	深交所主板、中小板 上交所
公司暂停上市后未在法定期限内披露年度报告	深交所主板、中小板 上交所
股票累计成交量过低	深交所主板、中小板 (适用于仅发行B股的上市公司) 上交所 (不适用于仅发行B股的上市公司)
股票成交价格连续低于面值	深交所主板、中小板 (不适用于仅发行B股的上市公司) 上交所 (不适用于仅发行B股的上市公司)
连续受到交易所公开谴责	深交所中小板

限于篇幅，在此不对退市条件作详细列举，读者可参见随《上交所退市意见》一同发布的《现行退市条件简表》、《调整后的退市条件简表》和随《深交所退市意见》一同发布的《主板上市公司退市风险警示、暂停上市、恢复上市、终止上市条件及程序调整一览表》、《中小企业板上市公司退市风险警示、暂停上市、恢复上市、终止上市条件及程序调整一览表》。

(二) 完善规则，避免“停而不退”和以非经常收益调节利润规避退市

针对实践中普遍存在的暂停上市的公司以非经常收益调节利润手段规避退市的情形，《上交所退市意见稿》和《深交所退市意见稿》均提出以“扣除非经常性损益前后的净利润孰低”作为判断标准。“扣除非经常性损益前后的净利润孰低”是新股发行和再融资审核所应用的净利润判断标准，并已被证明行之有效，在此为退市制度所借鉴。

针对实践中以补充材料为由拖延时间维持上市地位并操纵重组的情形，《上交所意见稿》和《深交所意见稿》均提出公司暂停上市后补充恢复上市申请材料的时间累计不得超过30个交易日。目前大量存在的“停而不退”情况将在新退市制度下得到有效解决，减少借壳重组，促进证券市场“劣汰”功能的发挥。

(三) 建立退市整理板，缓冲退市风险

《上交所退市意见稿》和《深交所退市意见稿》均提出建立“退市整理板”，将已被决定退市的公司移入退市整理板提供30个交易日的另板交易，30个交易日结束后公司股票退市。退市整理板制度使得投资者在公司退市前能够进行必要的交易，缓冲退市风险。

《上交所退市意见稿》还提出，将为重大风险公司建立“风险警示板”。风险警示板实行与主板不同的交易、结算、信息披露安排，并根据风险警示的需要增加交易限制措施。对于在上交所退市后又重新上市的公司，亦应在风险警示板交易至少一个完整会计年度

(四) 对退市公司的去向作出安排

《上交所退市意见稿》和《深交所退市意见稿》均对退市公司的去向作出了安排。从上交所退市的公司，可以转入上交所另设的“股份转让板”（股份转让板参照代办股份转让系统的规则运行），也可转入代办股份转让系统或者其他符合条件的场外市场。从深交所退市的公司，可以转入代办股份转让系统或者其他符合条件的场外市场，但《深交所退市意见稿》并未提及在交易所内另设股份转让板。

四、 沪深交易所及中登公司降低 A 股交易收费标准

2012 年 4 月 30 日，上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记

结算有限责任公司（以下简称“中登公司”）宣布降低 A 股交易的相关收费标准，总体降幅为 25%。调整后，上交所和深交所的 A 股交易经手费将按照成交金额的 0.087% 双向收取；中登公司上海分公司的 A 股交易过户费将按照成交面额的 0.375% 双向收取。同时沪深证券交易所将按照上市公司股本规模分档收取上市初费和上市年费，并对创业板公司实行减半收取。调整后的收费标准将于 6 月 1 日实施。

此外，证监会还宣布正在研究降低信息披露成本等市场运行费用的措施，以进一步降低证券市场运行成本。

曲惠清 合伙人 Tel: 8610 85191281 E-mail: quhq@junhe.com

郭 昕 律 师 Tel: 8610 85192175 E-mail: guox@junhe.com

本简报仅为提供法律信息之目的，供参考使用，并不构成君合律师事务所的法律意见或建议。