

证券法律热点问题

《证券法》修订系列之一：新《证券法》关于证券违法行为的禁止性规定及处罚（下）

六、操纵市场

修订前	修订后
第七十七条 禁止任何人以下列手段操纵证券市场： （一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量； （二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量； （三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量； （四）以其他手段操纵证券市场。 操纵证券市场行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。	第五十五条 禁止任何人以下列手段操纵证券市场，影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量： （一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖； （二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易； （三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易； （四）不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报； （五）利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易； （六）对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易； （七）利用在其他相关市场的活动操纵证券市场； （八）操纵证券市场的其他手段。 操纵证券市场行为给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。
第二百零三条 违反本法规定，操纵证券市场的，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五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三十万元的，处以三十万元以上三百万元以下的罚款。单位操纵证券市场的，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，并处以十万元以上六十万元以下的罚款。	第一百九十二条 违反本法第五十五条的规定，操纵证券市场的，责令依法处理其非法持有的证券，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一百万元的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。单位操纵证券市场的，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，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

修订要点：

1、明确操纵行为的认定不以价量影响为结果要件

新《证券法》第55条在第1款部分增加了对操纵行为的总结性描述，将“影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量”作为了操纵行为的共同特

征，这对操纵市场行为认定的影响主要体现在两个方面：一是增加“意图影响证券交易价格或者证券交易量”的要件，反映出立法对操纵行为应当具备主观故意的认可；二是将“影响”或者“意图影响”证券交易价格和证券交易量作为并列要件，体现出立法认为操纵行为的认定不以价量影响为结果要

件。

在对操纵行为的处罚实践中，取得证明操纵行为主观故意的证据通常较难，在操纵行为的行政处罚中，行政处罚相对人否认具有操纵主观故意也较为常见，但监管部门通常通过行为人的实际交易行为来认定是否具有操纵的故意。从监管实践及新《证券法》的规定来看，立法与执法关注的是交易行为本身是否具有操纵市场的特征，而非交易行为本身是否导致了证券交易价格的波动。

实际上，由于证券市场的复杂性，影响证券交易价格，特别是证券交易价格的因素多样，在现有执法实践与新《证券法》第55条的规定下，如果行为人实施的交易行为具有明显的拉抬、打压股票交易价格的特征或者在自己实际控制的账户之间交易、频繁报撤单等，即使相关股票价格在行为人交易时间段内并未出现巨幅波动的，也有可能被认定为操纵。

2、对《证券法》禁止的操纵行为类型进行了扩展，但在信息型操纵手法上与刑法司法解释未能完全统一。

新《证券法》第55条新增四类《证券法》禁止的操纵行为类型，具体包括：虚假申报、蛊惑交易、抢帽子交易和跨市场操纵，其中虚假申报和抢帽子交易在操纵市场行政处罚和刑事处罚中已较为常见。

但值得注意的是，2019年7月实施的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》对刑法第182条禁止的操纵行为进行了扩展，将蛊惑交易、抢帽子交易、重大事件操纵、利用信息优势操纵、幌骗交易、跨期现货市场操纵等六种操纵手法纳入刑法禁止的范畴当中。但相比刑法对操纵市场行为的扩展，新《证券法》第55条并未将重大事件操纵和利用信息优势操纵纳入《证券法》的列举范围中，改变了以往《证券法》与《刑法》在禁止操纵行为的规定方面相一致的局面，导致新《证券法》与刑法在对操纵行为的界定上存在一定差异。

此外，虽然新《证券法》第55条未将重大事件

操纵、利用信息优势操纵等信息型操纵手法纳入列举范围之中，但此类操纵手法在证监会以往处罚的操纵案件中已有先例，如“鲜*操纵多伦股份案”、“上海阜***操纵案”、“蝶*资产、阙**操纵案”都涉及上市公司高管、实际控制人与他人联合，通过控制上市公司信息披露时点、内容，配合二级市场连续交易、对倒、虚假申报等操纵手段操纵上市公司股价。

从行政处罚实践来看，虽然《证券法》没有对重大事件操纵、利用信息优势操纵等信息型操纵行为作出规定，但由于此类操纵手法往往与二级市场不当交易行为结合，因此即便《证券法》未对前述信息型操纵手法进行列举的情况下，监管部门也对相关操纵行为作出了处罚。

3、大幅提高操纵市场行政处罚的罚款倍数

加大对证券违法行为的处罚力度、提高违法成本是此次《证券法》修改的重要内容，操纵市场作为证券市场较为常见，对市场秩序扰乱较大的违法行为，其处罚力度在此次《证券法》修订中进行了大幅提高。新《证券法》第192条对操纵市场的处罚提高到了最高可处以违法所得十倍的罚款；对没有违法所得或违法所得不足一百万元的，可以处以一百万元以上一千万元以下罚款；单位操纵证券市场的，可以对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

证监会对操纵市场行为的处罚力度总体在不断加强，2010年至2019年期间，证监会总计对130件操纵市场案件作出行政处罚，占同期证监会行政处罚案件总数的近十分之一。在证监会每年处罚的操纵市场案件中，有近40%的案件被处以没一罚二、没一罚三的惩罚性处罚，个别案件甚至达到没一罚四、没一罚五的处罚，而相比内幕交易案件，在2010年至2019年证监会处罚的内幕交易案件中，只有近20%的案件被处以多倍罚。此次《证券法》修订，对内幕交易、操纵市场等证券市场违法行为的处罚额度都提高至最高可处违法所得十倍的罚款，可以预见，新《证券法》实施后，监管部门对内幕交易、操纵市场等违法行为的处罚力度将进一步加强。

七、编造传播虚假信息

修订前	修订后
第七十八条 禁止国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员编造、传播虚假信息，扰乱证券市场。 禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员，证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导。 各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观，禁止误导。	第五十六条 禁止任何单位和个人编造、传播虚假信息或者误导性信息，扰乱证券市场。 禁止证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员，证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导。 各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观，禁止误导。传播媒介及其从事证券市场信息报道的工作人员不得从事与其工作职责发生利益冲突的证券买卖。 编造、传播虚假信息或者误导性信息，扰乱证券市场，给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。
第二百零六条 违反本法第七十八条第一款、第三款的规定，扰乱证券市场的，由证券监督管理机构责令改正，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上二十万元以下的罚款。	第一百九十三条 违反本法第五十六条第一款、第三款的规定，编造、传播虚假信息或者误导性信息，扰乱证券市场的，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二十万元的，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。 违反本法第五十六条第二款的规定，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导的，责令改正，处以二十万元以上二百万元以下的罚款；属于国家工作人员的，还应当依法给予处分。 传播媒介及其从事证券市场信息报道的工作人员违反本法第五十六条第三款的规定，从事与其工作职责发生利益冲突的证券买卖的，没收违法所得，并处以买卖证券等值以下的罚款。
第二百零七条 违反本法第七十八条第二款的规定，在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导的，责令改正，处以三万元以上二十万元以下的罚款；属于国家工作人员的，还应当依法给予行政处分。	

修订要点：

1、 编造传播虚假信息违法行为的主体修改为一般主体

新《证券法》第54条取消了原编造传播虚假信息行为的主体限于“国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员”的规定，在新《证券法》第54条规定下，任何单位或者个人编造、传播虚假信息或者误导性信息，扰乱证券市场的，将面临证监会行政处罚的风险。

编造传播虚假信息案件在证监会历年查处的证券市场违法案件中数量并不多，在2010年至2019年期间，证监会总计对18起编造传播虚假信息案件

作出行政处罚，仅占同期证监会行政处罚案件总数的约1%，但由于编造传播虚假信息的行为影响范围广、对市场秩序扰乱性较大，也一直受到监管部门的关注。例如在受影响投资者数量较多的非法投资咨询案件中，编造传播虚假信息的手法较为常用，证监会曾在2018年针对股市“黑嘴”开展了专项执法行动，在新《证券法》实施后，证监会对编造传播虚假信息的行为的惩处也将进一步加强。

2、 增加编造传播虚假信息的民事赔偿责任

新《证券法》第56条对编造传播虚假信息也增加了民事赔偿责任的规定。自新《证券法》实施之日起，被证监会认定为构成编造传播虚假信息的单

位或个人，投资者也将有权向其提起民事赔偿诉讼，这对相关行为也将起到一定的震慑作用。

3、提高了编造传播虚假信息行为的罚款倍数

新《证券法》193条对编造传播虚假信息的行为规定了重罚，将原有处以违法所得一至五倍的罚

款提高到了处以违法所得一至十倍的罚款。没有违法所得或者违法所得不足二十万元的，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

八、账户出借

修订前	修订后
第八十条 禁止法人非法利用他人账户从事证券交易；禁止法人出借自己或者他人的证券账户。	第五十八条 任何单位和个人不得违反规定，出借自己的证券账户或者借用他人的证券账户从事证券交易。
第二百零八条 违反本法规定，法人以他人名义设立账户或者利用他人账户买卖证券的，责令改正，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上三十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上十万元以下的罚款。 证券公司为前款规定的违法行为提供自己或者他人的证券交易账户的，除依照前款的规定处罚外，还应当撤销直接负责的主管人员和其他直接责任人员的任职资格或者证券从业资格。	第一百九十五条 违反本法第五十八条的规定，出借自己的证券账户或者借用他人的证券账户从事证券交易的，责令改正，给予警告，可以处五十万元以下的罚款。

修订要点：

1、禁止出借及使用他人证券账户的主体扩大至一般个人，但为避免不当扩张，增加出借及使用行为“违反规定”的要求。

新《证券法》第58条在原禁止法人借用他人账户规定的基础上，将禁止出借和借用他人账户的主体扩大至一般个人，即《证券法》禁止任何单位或者个人违反规定出借或借用他人证券账户进行交易。但基于现实中，自然人之间借用证券账户进行交易的情况较为常见，为避免不当扩张，因此立法上增加了限于“违反规定”出借或借用他人账户的情形，但“规定”的具体内容和范围并不明确，行政自由裁量的空间较大。

2、减轻了对账户借用行为的行政处罚责任

新《证券法》第195条规定，对于违反规定出借或借用他人证券账户的，可以处以责令改正、警告以及五十万元以下的罚款，相较于原《证券法》第208条对法人借用他人账户从事交易的处罚虽然在处罚金额上有所提高，但原《证券法》第208条对法人借用他人账户行为的处罚幅度与内幕交易、操纵市场、信息披露违规等较为严重的证券市场违法行为相同，而相比在新《证券法》对内幕交易、操纵市场、信息披露等违法行为的处罚金额进行了大幅提高的情形下，新《证券法》第195条对账户借用行为的行政处罚实质上有所减轻。

九、非法发行

修订前	修订后
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。
第一百八十八条 未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行的证券的，责令停止发行，退还所募资金并加算银行同期存款利息，处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款；对擅自公开或者变相公开发行的证券设立的公司，由依法履行监督管理职责的机构或者部门会同县级以上地方人民政府予以取缔。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。	第一百八十条 违反本法第九条的规定，擅自公开或者变相公开发行的证券的，责令停止发行，退还所募资金并加算银行同期存款利息，处以非法所募资金金额百分之五以上百分之五十以下的罚款；对擅自公开或者变相公开发行的证券设立的公司，由依法履行监督管理职责的机构或者部门会同县级以上地方人民政府予以取缔。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。
第一百九十条 证券公司承销或者代理买卖未经核准擅自公开发行的证券的，责令停止承销或者代理买卖，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三十万元的，处以三十万元以上六十万元以下的罚款。给投资者造成损失的，应当与发行人承担连带赔偿责任。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销任职资格或者证券从业资格，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。	第一百八十三条 证券公司承销或者销售擅自公开发行或者变相公开发行的证券的，责令停止承销或者销售，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，并处暂停或者撤销相关业务许可。给投资者造成损失的，应当与发行人承担连带赔偿责任。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。

修订要点：

1、取消公开发行核准制，确立公开发行注册制原则。

公开发行制度改革是此次《证券法》修订备受关注的重点。经历多年的酝酿，发行注册制率先在上海证券交易所科创板试点，随着此次《证券法》修订明确取消公开发行核准制、确立公开发行注册制原则，新《证券法》为注册制的进一步推广奠定了基础。

值得注意的是，新《证券法》沿袭了原《证券

法》对公开发行的定义，以是否向“特定”或“不特定对象”发行、发行对象人数是否超过二百人作为界定公开发行与非公开发行的标准，但在向不特定对象发行二百人计算中，明确员工持股计划的员工人数不计算在内。

2、加大对非法发行的处罚力度

新《证券法》第180条提高了对非法发行的处罚，最高可处以募集资金50%以下的罚款，并对责任人处以五十万以上五百万以下的罚款。新《证券法》第183条规定，对承销或销售非法发行证券的证券

公司，最高可处以违法所得十倍的罚款，没有违法所得或违法所得不足一百万元的，可处以一百万元以上一千万元以下的罚款；情节严重的，并处暂停或者撤销相关业务许可；对责任人可处以五

十万以上五百万以下的罚款。

十、信息披露违规

1. 欺诈发行

修订前	修订后
第二十六条 国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门对已作出的核准证券发行的决定，发现不符合法定条件或者法定程序，尚未发行证券的，应当予以撤销，停止发行。已经发行尚未上市的，撤销发行核准决定，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息退还证券持有人；保荐人应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人承担连带责任。	第二十四条 国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门对已作出的证券发行 注册 的决定，发现不符合法定条件或者法定程序，尚未发行证券的，应当予以撤销，停止发行。已经发行尚未上市的，撤销发行注册决定，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息退还证券持有人；发行人的 控股股东、实际控制人 以及保荐人，应当与发行人承担连带责任，但是能够证明自己没有过错的除外。 股票的发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，已经发行并上市的，国务院证券监督管理机构可以责令发行人回购证券，或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。
第五十六条 上市公司有下列情形之一的，由证券交易所决定终止其股票上市交易： （一）公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件； （二）公司不按照规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载，且拒绝纠正； （三）公司最近三年连续亏损，在其后一个年度内未能恢复盈利； （四）公司解散或者被宣告破产； （五）证券交易所上市规则规定的其他情形。	第四十八条 上市交易的证券，有证券交易所规定的终止上市情形的，由证券交易所按照业务规则终止其上市交易。 证券交易所决定终止证券上市交易的，应当及时公告，并报国务院证券监督管理机构备案。
无	第九十三条 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。
无	第九十五条 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，可以依法推选代表人进行诉讼。 对按照前款规定提起的诉讼，可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。

第一百七十三条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。	第一百六十三条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。
第一百八十九条 发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准，尚未发行证券的，处以三十万元以上六十万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。 发行人的控股股东、实际控制人指使从事前款违法行为的，依照前款的规定处罚。	第一百八十一条 发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。 发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事前款违法行为的，没收违法所得，并处以违法所得百分之十以上一倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足二千万元的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。
第一百九十一条 证券公司承销证券，有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，可以并处三十万元以上六十万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。给其他证券承销机构或者投资者造成损失的，依法承担赔偿责任。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，可以并处三万元以上三十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格： （一）进行虚假的或者误导投资者的广告或者其他宣传推介活动； （二）以不正当竞争手段招揽承销业务； （三）其他违反证券承销业务规定的行为。	第一百八十四条 证券公司承销证券违反本法第二十九条规定的，责令改正，给予警告，没收违法所得，可以并处五十万元以上五百万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，可以并处二十万元以上二百万元以下的罚款；情节严重的，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。
第一百九十二条 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五倍以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款；情节严重的，撤销任职资格或者证券从业资格。	第一百八十二条 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，并处罚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。
第二百二十三条 证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销	第二百一十三条 证券投资咨询机构违反本法第一百六十条第二款的规定擅自从事证券服务业务，或者从事证券服务业务有本法第一百六十一条规定行为的，责令改正，没收违法所得，并处以违法所得

证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。	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。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。 会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的机构违反本法第一百六十条第二款的规定，从事证券服务业务未备案的，责令改正，可以处二十万元以下的罚款。 证券服务机构违反本法第一百六十三条的规定，未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，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五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务。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。
---	---

修订要点：

1、 建立责令回购、终止上市、先行赔付、民事赔偿、行政处罚的多元惩戒机制，欺诈发行违法成本加大，投资者救济措施增加。

本次《证券法》修改全面强化了发行人的信息披露义务以及对信息披露义务人信息披露违规的法律追责，在欺诈发行方面，建立了以责令回购、终止上市、先行赔付、民事赔偿、行政处罚的多元惩戒机制，加大了欺诈发行的违法成本，扩展了投资者救济措施。

新《证券法》第 44 条规定，发行人在招股说明书等证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，已经发行并上市的，证监会可以责令发行人回购证券，或者责令负有责任的控股股东、实际控制人买回证券。

根据新《证券法》第 48 条以及沪深交易所退市规则，欺诈发行构成重大违法，应当被交易所强制退市，且因欺诈发行被强制退市的，不得重新上市。实践中，因欺诈发行被强制退市的已有欣泰电气、金亚科技等先例。

在投资者救济方面，新《证券法》增加了先行赔付与虚假陈述民事赔偿代表人诉讼制度。就先行赔付机制来看，新《证券法》第 93 条规定，在欺诈

发行、虚假陈述等案件中，发行人的控股股东、实际控制人、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，对投资者予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿。

值得注意的是，新《证券法》第 93 条的规定，先行赔付是由控股股东、实际控制人、证券公司主动进行，而非法定强制义务，根据《行政处罚法》第 27 条规定，行政处罚相对人“主动消除或者减轻违法行为危害后果的”，应当依法从轻或者减轻行政处罚，如果《证券法》或行政处罚实践层面能够明确先行赔付可以减轻行政处罚，则能更好促进相关主体主动进行先行赔付的可能。

2、 加大对发行人的行政处罚，增加控股股东、实际控制人按违法所得进行处罚的规定。

新《证券法》第 181 条明确，发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。

此外，新《证券法》第181条第2款还明确规定，发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人在发行文件中隐瞒重要事实或编造重大虚假内容的，也应受到相应处罚。但值得注意的是，与发行人以募集资金为基准进行处罚不同，《证券法》第181条第2款规定控股股东、实际控制人以违法所得为基准进行处罚，对于承担欺诈发行责任的控股股东、实际控制人可处以违法所得百分之十以上一倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足二千万元的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。但控股股东、实际控制人在欺诈发行案件中的违法所得应当如何计算，还有待进一步明确。

3、加大对保荐人、承销商、律师事务所、会计师事务所等中介服务机构的行政处罚。

新《证券法》第182条对保荐人的处罚中，罚款

数额提高到可处以业务收入十倍以下罚款；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；对责任人可处以五十万元以上五百万元以下的罚款。

新《证券法》第184条对承销商的处罚中，单位责任提高到五十万以上五百万以下，对责任人的处罚提高到二十万以上二百万元以下，情节严重的，还可做出五十万以上五百万以下的罚款，但“情节严重”的适用标准并不明确，行政自由裁量的空间较大。

新《证券法》第213条对律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、财务顾问等的处罚中，罚款数额提高到可处以业务收入十倍以下的罚款；没有业务收入或者业务收入不足五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对责任人可处以二十万元以上二百万元以下的罚款；情节严重的，还可处暂停或者禁止从事证券服务业务。

2. 持续信息披露违规

修订前	修订后
第六十三条 发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。	第七十八条 发行人及 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，应当及时依法履行信息披露义务。 信息披露义务人披露的信息，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。 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。
第六十八条 上市公司董事、高级管理人员应当对公司定期报告签署书面确认意见。 上市公司监事会应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见。 上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整。	第八十二条 发行人的 董事、高级管理人员应当对证券发行文件和定期报告签署书面确认意见。 发行人的 监事会应当对董事会编制的 证券发行文件和定期报告 进行审核并提出书面审核意见。 监事应当签署书面确认意见。 发行人的 董事、监事和高级管理人员应当保证发行人 及时、公平地披露信息 ，所披露的信息真实、准确、完整。 董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由，发行人应当披露。发行人不予披露的，董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。
无	第八十三条 信息披露义务人披露的信息应当同时向所有投资者披露，不得提前向任何单位和个人泄露。但是，法律、行政法规另有规定的除外。

	任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。任何单位和个人提前获知的前述信息，在依法披露前应当保密。
无	第八十四条 除依法需要披露的信息之外，信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。 发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的，应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的，应当依法承担赔偿责任。
第六十九条 发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。	第八十五条 信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。
第一百七十三条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。	第一百六十三条 证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。
第一百九十三条 发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。 发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。	第一百九十七条 信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；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。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。 信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；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。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直

发行人、上市公司或者其他信息披露义务人的控股股东、实际控制人指使从事前两款违法行为的，依照前两款的规定处罚。	接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。
第二百二十三条 证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。	第二百一十三条 证券投资咨询机构违反本法第一百六十条第二款的规定擅自从事证券服务业务，或者从事证券服务业务有本法第一百六十一条规定行为的，责令改正，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。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。 会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的机构违反本法第一百六十条第二款的规定，从事证券服务业务未报备的，责令改正，可以处二十万元以下的罚款。 证券服务机构违反本法第一百六十三条的规定，未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，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五十万元的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务。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。

修订要点：

1、设立信息披露专章，增加简明披露、公平披露、境内外同时披露、自愿披露等原则的规定。

设立信息披露专章是本次《证券法》修订的创新之处，新《证券法》第五章信息披露专章对适用于发行与持续信息披露的一般原则、持续信息披露义务的要求作出了规定。

其中，新《证券法》第78条、第82条、第83条、第84条对原《证券法》下信息披露真实、准确、完整的基本原则进行了扩展，新增简明披露、公平披露、自愿披露等原则，其中公平披露、自愿披露原则产生信息披露违规的风险较高。

公平披露原则要求信息披露义务人披露的信息应当同时向所有投资者披露，不得提前向任何单位和个人泄露，法律、行政法规另有规定的除外；任何单位和个人不得非法要求信息披露义务人提供依法需要披露但尚未披露的信息。任何单位和个

人提前获知的前述信息，在依法披露前应当保密。

自愿披露原则允许信息披露义务人在法定强制披露的信息之外，对其他可能对投资者作出价值判断和投资决策有关的信息进行自愿披露，且根据新《证券法》第84条规定，自愿披露的信息不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者，即信息披露义务人自愿披露的信息也不得存在虚假记载及误导性陈述。

根据新《证券法》第197条对信息披露违规行政处罚适用条件的规定，对于违反公平披露原则，或者自愿披露的信息存在虚假记载、误导性陈述的，相关单位或人员可能适用新《证券法》第197条第1款进行处罚，被处以责令改正、警告，以及五十万元以上五百万元以下的罚款，单位违反公平披露、自愿披露原则的，还要对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告及相应罚款。

2、控股股东、实际控制人的民事赔偿责任改为过错推定原则，新《证券法》对控股股东、实际

控制人信息披露违规责任的追责力度加大。

根据新《证券法》第197条对信息披露违规案件中，控股股东、实际控制人责任的认定，控股股东、实际控制人组织、指使从事信息披露违规行为的，或者隐瞒相关事项导致发生信息披露违规的，也将受到相应的行政处罚，即在有证据证明发行人的控股股东、实际控制人组织或指使相应信息披露违规事项的发生，或者隐瞒相关事项导致发生信息披露违规的，控股股东、实际控制人也将对上市公司、挂牌公司的信息披露违规行为承担相应责任。

新《证券法》第85条还规定了信息披露违规案件中，信息披露义务人、发行人的董监高以及控股股东、实际控制人的连带赔偿责任，并且在对控股股东、实际控制人的连带赔偿责任认定中，修改了原《证券法》第69条下控股股东、实际控制人的过错责任，即控股股东、实际控制人存在过错的，才承担连带赔偿责任，证明过错的责任在主张民事赔偿的一方，而新《证券法》第85条将控股股东、实际控制人与发行人董监高的民事赔偿责任统一为过错推定原则，即控股股东、实际控制人须证明自己不存在过错的才能免责。

根据《证券法》第197条规定，在涉及虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的信息披露违规案件中，控股股东、实际控制人可处以一百万元以上一千万元以下的罚款；在单位责任下，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。而在原《证券法》第193条规定下，对控股股东、实际控制人的处罚最高只可达到六十万元，在单位责任下，对个人的处罚最高只可达到三十万元。

新《证券法》在多处条文中，对发行人的控股股东、实际控制人在欺诈发行、持续信息披露违规中的责任进行了明确，对控股股东、实际控制人违法责任构成、行政处罚力度进行了完善与调整。总体来看，新《证券法》反映出立法对于上市公司治理中对控股股东、实际控制人责任的关注，特别是在欺诈发行和信息披露违规案件中，控股股东、实际控制人的责任认定与处罚在进一步加强。

3、增加信息披露违规中保荐人、承销的证券公司直接责任人连带赔偿责任的规定，将保荐人、承销商民事赔偿责任延展到个人，与《虚假陈述民事赔偿司法解释》保持一致。

值得注意的是，新《证券法》第85条在持续信息披露违规过程中，对保荐人、承销的证券公司民事连带赔偿责任作出了修改。原《证券法》第69条规定，发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法等发行文件以及定期报告、临时报告披露存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏时，除发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员与发行人、上市公司承担连带赔偿责任外，保荐人、承销的证券公司只在单位层面与发行人、上市公司共同承担连带赔偿责任，而在新《证券法》第85条规定下，增加了对保荐人、承销的证券公司的直接责任人员与发行人、上市公司共同承担连带赔偿责任的规定。

早在2003年最高法院发布的《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（简称“《虚假陈述民事赔偿司法解释》”）中，在对虚假陈述连带赔偿责任人的认定中，就明确保荐人、承销商“负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员”应当作为虚假陈述民事赔偿连带责任人，投资者有权将其作为被告提起虚假陈述民事赔偿诉讼。在保荐人、承销商个人民事赔偿责任认定中，《虚假陈述民事赔偿司法解释》进一步规定，保荐人、承销商“负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员”存在“参与虚假陈述的”、“知道或者应当知道虚假陈述而未明确表示反对的”或者“其他应当负有责任的情形”之一的，应当与发行人、上市公司、保荐人、承销商承担连带赔偿责任。此次《证券法》修订，在《证券法》层面也明确了虚假信息披露中保荐人、承销商直接责任人的连带赔偿责任，将虚假信息披露民事赔偿责任延展到保荐人、承销商相关个人，在与司法解释的规定保持一致的同时，也进一步加大了保荐人、承销商参与信息披露违规行为的法律风险。

4、全面提高信息披露义务人及证券服务机构的行政处罚责任，信息披露违规成本大幅提高。

新《证券法》第197条对信息披露义务人违反信息披露义务的行政处罚分为两类作出规定，一是新《证券法》第197条第1款对于信息披露违规行政处罚的一般性规定，二是《证券法》第197条第2款对虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的特别规定。新《证券法》较原《证券法》在信息披露违规行政处

罚力度上进行了大幅提高，对于欺诈发行、虚假记载、误导性陈述、重大遗漏等信息披露违规的处罚力度为各类证券违法行为之最，体现了立法对于信息披露强监管，以严厉的行政处罚责任促进证券市场融资主体信息披露合规的导向。新旧《证券法》对于信息披露违规行政处罚责任对比如下：

主体	新《证券法》 第 197 条第 1 款 一般性规定	新《证券法》 第 197 条第 2 款 虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的特别规定	原《证券法》 第 193 条
信息披露义务人	责令改正，给予警告； 并处以五十万元以上五百万元以下的罚款； 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。	责令改正，给予警告； 并处以一百万元以上一千万元以下的罚款； 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。	责令改正，给予警告； 并处以三十万元以上六十万元以下的罚款； 对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。
控股股东、实际控制人	处以五十万元以上五百万元以下的罚款； 对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。	处以一百万元以上一千万元以下的罚款； 对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。	

新《证券法》第213条对律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等证券服务机构的处罚也提高，对于未勤勉尽责，制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的证券服务机构，可处以责令改正、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五十万元的，可处以五十万元以上五百万元以下的罚款；在单位责任下，对责任人可处于二十万元以上二百万元以下罚款；情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务。

十一、其他

修订前	修订后
无	第四十五条 通过计算机程序自动生成或者下达交易指令进行程序化交易的，应当符合国务院证券监督管理机构的规定，并向证券交易所报告，不得影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序。
无	第一百九十条 违反本法第四十五条的规定，采取程序化交易影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序的，责令改正，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以十万元以上一百万元以下的罚款。

修订要点：

1、 增加对程序化交易的相关规定

新《证券法》第 45 条对于争议较大的程序化交易作出了原则性规定，要求程序化交易应当符合监管部门的规定，并向交易所报告，并不得影响交易所系统安全或者正常交易秩序的规定。新《证券法》第 45 条为监管部门相关规则的制定预留了空间。

2、 对程序化交易扰乱市场秩序的行为规定了重罚。

新《证券法》第 190 条对程序化交易影响证券交易所系统安全或者正常交易秩序的，规定了责令改正与罚款的行政处罚措施，其中罚款金额可达到五十万以上五百万以下，在单位责任中，对责任人的处罚可达到十万元以上一百万元以下，其处罚力度已接近于内幕交易、操纵市场、信息披露违规等较为严重的证券市场违法行为，体现出立法对程序化交易仍持有较为审慎的态度。

武 雷 合伙人 电话：86 21 2208 6316 邮箱地址：wul@junhe.com
 吴 曼 合伙人 电话：86 755 2587 0866 邮箱地址：wum@junhe.com
 肖 娴 律 师 电话：86 21 2283 8288 邮箱地址：xiaoxian@junhe.com

本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

