

刍议上市公司股东及董监高减持制度

——以证监会9号公告为分析对象

吕红兵* 朱奕奕**

一、证监会9号公告,規制新貌

2017年5月26日,证监会公布实施了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(证监会公告[2017]9号,以下简称9号公告),对证监会2016年1月7日公布的《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(证监会公告[2016]1号,以下简称1号公告)进行了全面升级。与此同时,上海证券交易所与深圳证券交易所分别于次日公布实施了《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》与《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》,以配合9号公告的全面顺利实施。诚如证监会发言人所言,此次减持新规基于“问题导向、突出重点、合理規制,有序引导”的原则,对当前资本市场发展过程中存在的突出问题进行了针对性規制,旨在

* 中华全国律师协会副会长,国浩律师事务所首席执行官。

** 国浩律师事务所律师,法学博士。

从减持方式、减持对象、减持时间、减持数量、信息披露等方面“多管齐下”，对股东及董监高等减持行为进行合理合法、有序有力地规范，以维护市场的稳定，保障广大投资者的合法权益。

总览新规，有通盘考量、平衡兼顾，亦有查漏补缺、完善修复，更有对症下药、借鉴创新。具言之：

（一）规制对象扩大

较之于1号公告，9号公告首先扩大了减持制度规制的对象。不仅大股东（控股股东和持股5%以上股东）与董监高不得任意减持，特定股东持有的特定股份亦不能随意减持。^{〔1〕}9号公告第2条明确规定：“股东减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份、上市公司非公开发行的股份，适用本规定。”因此，持有特殊股份的特定股东在股份减持行为上须彻底贯彻新规规范。当然，需注意，针对特定股东持有的特殊股份并未规定如5%以上者之要求。

（二）程序严格透明

较之于1号公告，9号公告对于减持行为规制既从严亦透明：一方面，在通过证券交易所集中竞价方式进行的减持行为中，将“董监高”纳入预先披露与备案的主体范围，赋予董监高更为严苛的减持义务，以规制自身之行为。另一方面，减持信息披露，将事前、事中、事后监管贯彻到底。立体式地构建在减持行为前15个交易日报告、预先披露并予以备案；在减持时间区间内披露减持进展情况；在减持计划实施完毕后的两个交易日内报告并公告减持结果（未依减持计划实施者亦需报告公告），将相关减持行为透明式地展示在广大投资者与监管者的视野下。^{〔2〕}

（三）设计科学全面

较之于1号公告，9号公告目标明确，内容设计兼具科学性与全面性。第一，新规填补了针对大宗交易式减持行为的规范，所谓“过桥减持”，在新规规则下，交易双方均应遵守交易所关于减持数量、持有时间等规定，从而对减持行为的规制实现了集中竞价、大宗交易、协议转让等

〔1〕 特定股份系指上市公司首次公开发行前发行的股份，上市公司非公开发行的股份。

〔2〕 9号公告第8条。

方式的全面覆盖。^{〔3〕}第二,新规增加了针对特殊股份的减持规制,尤其针对非公开发行股份在限售期届满后的减持规制,既是回应市场需求,亦体现出监管的逐渐成熟。^{〔4〕}第三,明确减持数量的计算以“一致行动”为准,如此不仅符合证券交易实操情况,而且反映出减持规制的科学性。^{〔5〕}第四,扩大交易所监管权力,充分发挥交易所身处一线的优势,对异常交易行为进行及时的监管限制。^{〔6〕}

二、以史为鉴,逐渐完善

资本市场的核心在于证券的发行与交易,前者关系证券的产生,后者关系证券的流通,故为保障资本市场的健康发展,核心在于如何科学有效地规制证券的发行与交易行为,显然两者缺一不可。本文研究的减持制度系资本市场重要的基础性制度,宏观言之,因其直接关乎着证券交易市场秩序的有序确立,关乎证券市场的稳定与风险;微观言之,因其直接关乎上市公司的治理与广大投资者的合法权益。^{〔7〕}因此,关于减持制度的规制一直是监管机构履行职责的核心要求,尤其是在历经断崖式股灾后,随着交易市场的深入发展,定增限售股份集中解禁,在高估值诱惑下违规减持套现事件层出不穷之大环境下,科学有效、合法合理地规制减持行为历来考验着监管机构的智慧。

早在2007年4月5日,证监会公布实施了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》(简称《规则》)。这是证监会首次较为系统地规制减持行为,从减持行为的时点至减持信息的及时披露,《规则》均首次进行了全面的细化与明确,其最大的突破点

〔3〕 9号公告第10~11条。

〔4〕 9号公告第9条。

〔5〕 9号公告第9条第4款、第11条第2款。

〔6〕 9号公告第13条。

〔7〕 “纵观我国证券市场发展历程,如何科学有效地规制违规增持减持股票行为始终是证券市场立法执法面临的一个突出问题。”参见陈洁:《对违规增持减持股票行为定性及惩处的再思考》,载《法学》2016年第9期。

在于首次设立了“交易窗口期”，有效地限制了董监高利用信息优势，为己牟利的行为。然如通知所言，《规则》旨在加强对上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动的管理，维护证券市场秩序，该次规定规制对象仅限于董监高等管理层，在内容上更多的是延续《公司法》及《证券法》的已有规范，如董监高任期内的转让行为、短期交易行为等，同时，囿于监管处罚措施的缺失，故在规制效果上大打折扣，未能如愿有效引导并限制董监高的减持行为。

随着股权分置改革的进行，证券市场交易逐步实现全流通，“大小非”的减持逐步成为市场及投资者的关注重点。为此，证监会于2008年4月20日公布实施了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，对上市公司解除限售存量股份的转让行为进行了规制，尤其明确了解除限售存量股份通过大宗交易系统转让的，应当遵守交易所和证券登记结算公司的相关规则。^{〔8〕}至此，监管机构首次将以大宗交易式的减持行为纳入规制体系，虽对象局限，但方向明确，尤显进步。

时间行至2013年，伴随着新一轮股票发行体制改革的启动，广大投资者的权益保护提至核心位置。一方面，国务院办公厅于2013年12月25日出台了《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，从“健全投资者适当性制度”“优化投资回报机制”“保障中小投资者知情权”“健全中小投资者投票机制”“建立多元化纠纷解决机制”“健全中小投资者赔偿机制”“加大监管和打击力度”“强化中小投资者教育”“完善投资者保护组织体系”等九个方面对加强资本市场中小投资者合法权益保护工作提出了指导性意见，其中针对“减持制度”明确要求建立限售股股东减持计划预披露制度，在披露之前有关股东不得转让股票；鼓励限售股股东主动延长锁定期等内容。

另一方面，证监会于2013年11月30日亦公布实施了《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》。在推进新股市场化发行机制的同时，要求强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务，于此，

〔8〕 为配合监管机构对“大小非”股份在集中解限下的转让行为，从2008年7月起，中国证券登记结算公司开始逐月披露“大小非”减持情况，加强“大小非”减持信息披露的透明性与及时性。

对上市公司大股东(及董监高)的减持行为提出了新的要求:第一,增添发行人大股东(及董监高)减持行为的承诺。^[9] 第二,提高大股东持股意向的透明度。^[10] 至此,针对上市公司大股东的减持行为亦有了初步的规制。

资本市场有进即有退,有所为有所不为。在上市公司行运不济之时,不仅是中小投资者设法逃离,大股东及董监高减持的欲望也更为强烈,故为防止违法退市相关主体利用减持规避法律责任,证监会于2014年10月15日公布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,其中对相关主体的股份减持行为进行了严格限制,明确在上市公司首次公开发行股票申请、发行新股申请、构成借壳上市的重大资产重组申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等违法行为而被证监会立案稽查的,在形成案件调查结论前,上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人、董监高等管理人员、持有首次公开发行股票前已发行股份的股东及持有其他限售股的股东或者自愿承诺限售的股东,应当暂停转让股份。于此,针对违法退市相关情形,为维护市场交易秩序,保障信息不对称的投资者利益,监管机构采取了严厉的减持规制措施。

如果说牛市中的减持套现行为尚未引起波澜起伏,那么牛市坍塌中的减持行为则为市场不可承受之重,个中违法违规,层出不穷。此时的减持已非属正常理性,甚至铤而走险,对减持规制视而不见者有之,避而绕行者有之,对市场交易秩序形成巨大的冲击,引发市场交易的异常波动,更遑论对中小投资者权益的大肆收割侵夺。在2015年股灾时,我国证券市场即遭受了严峻的减持挑战,证监会为积极应对,于2015年7月8日临时公布实施了一份关于维护资本市场稳定的公告,行文虽短,但

[9] 发行人控股股东、持有发行人股份的董事和高级管理人员应在公开募集及上市文件中公开承诺:所持股票在锁定期满后两年内减持的,其减持价格不低于发行价;公司上市后6个月内如公司股票连续20个交易日的收盘价均低于发行价,或者上市后6个月期末收盘价低于发行价,持有公司股票的锁定期限自动延长至少6个月。

[10] 发行人应当在公开募集及上市文件中披露公开发行前持股5%以上股东的持股意向及减持意向。持股5%以上股东减持时,须提前3个交易日予以公告。同时,证监会还以问答的形式补充到“减持意向应说明减持的价格预期、减持股数,不可以‘根据市场情况减持’等语句敷衍”。

规则明确,“从即日起6个月内,上市公司控股股东和持股5%以上股东(以下并称大股东)及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份”。显然,此乃特殊时期临时应对,规则有效期仅具6个月。6个月后证监会于2016年1月7日公布了1号公告,彼时的1号公告基于上述各个时期的减持规定进行了补充完善,从适用范围、提高信息披露要求(减持前预披露制度)、明确禁止减持情形及强化监管措施等方面对大股东、董监高的减持行为进行了较为全面的规制。

然市场在发展,规则亦需升级完善。据统计,2016年是减持大年,公告减持市值2723亿元,2017年预估减持市值约3400亿元,同比增长近1/3。^[11]同时,随着IPO发行的提速,进入证券市场的交易主体大幅飙升,上市公司壳价值亦随之下降,在证监会加强事中事后监管力度后,上市公司相关主体的减持意愿空前强烈,违法违规减持行为全面爆发。基于此,证监会在历经调研、细加研究之基础上,针对市场上集中出现的利用“高送转”推高股价配合减持、大宗交易式的过桥减持、“大小非”解禁后的集中减持等突出现象,9号公告千呼万唤始出来。^[12]究其规制而言,9号公告充分承接吸收了以1号公告为代表的先前减持规范的有益内容,基于“问题导向、突出重点、合理规制,有序引导”,对减持规制进行了全面的升级,在填补漏洞的同时,以崭新的姿态适应市场交易的需要。

[11] 据统计,5月的大宗交易市场,共有116家公司月成交金额超过亿元,其中,又以美的集团、中国太保(601601)、新潮中宝(600208)、兴源环境(300266)、分众传媒的成交规模最大,月成交额均超过了10亿元,美的集团以46.4亿元拔得了月内交易规模的头筹。美的集团实际控制人何享健的大额减持,使颇受追捧的家电白马股蒙上了一层阴影,也由此引发了业内对于董监高减持股份相关规定的激烈讨论。参见刘增禄:《减持新政完善 防范大宗交易“过桥减持”》,载和讯网,<http://stock.hexun.com/2017-06-03/189470816.html?from=rss>,2017年7月27日访问。

[12] 据机构测算,由于此前的减持规定未对通过大宗交易过桥减持做出限制,使大宗交易成为上市公司主要股东实施减持的“主渠道”。据统计,大宗交易受让方平均持股时间为20个交易日,7个交易日以内就通过集中竞价交易卖出的占到受让股份的68%左右,大宗交易显露出了很明显的“过桥通道”的性质。参见刘增禄:《减持新政完善 防范大宗交易“过桥减持”》,载和讯网,<http://stock.hexun.com/2017-06-03/189470816.html?from=rss>,2017年7月27日访问。

三、探求本旨,理性规制

资本市场的健康发展在于有效维护各方参与主体的合法权益,避免出现因地位悬殊、信息不对称等因素强势方永远处于收割侵夺弱势方利益的局面,基于此,作为资本市场中立及裁判角色的监管机构肩负着保障权利、协调各方、维护公平的重要使命。准此以言,无论是大股东、董监高等“强势主体”抑或中小投资者等“弱势一方”,在证券市场的交易中均应遵循权利义务一致之原则,在行使权利的同时,亦应积极履行义务,自觉维护交易市场的秩序。

上市公司股份减持制度是资本市场重要的基础性制度。因其直接关乎着股东转让股份的基本权利,又直接与市场交易秩序的维护及其他投资者权益的保护息息相关,故针对上市公司股份减持的规制,无论是我国大陆还是其他域外国家(地区),均制备了审慎、特殊的规则。《公司法》第114条更是明确,上市公司的股票应当依照有关法律、行政法规及交易所交易规则进行上市交易。鉴于此,如欲更清晰、更准确、更理性地了解现行的减持规范,则应探寻减持制度规制的本旨。

(一)对大股东、董监高特殊地位的限制

就规制历史而言,减持制度针对的是处于特殊地位的股东,一般而言即为上市公司大股东及董监高们。对大股东及董监高们而言,因其在上市公司治理中处于特殊地位,或为创业者或为决策者或为执行者,因此,对于上市公司的治理信息、发展信息等了如指掌,直接掌握着上市公司股票交易的主动权,这种主动权不仅表现为利用股票进行商业融资,更表现为利用信息可以轻易获取交易价值。易言之,在上市公司股票交易上,处于特殊地位的股东应受到相应的限制,此种限制主要体现在股票减持行为上——减持信息披露、减持数量时间限定等,因减持行为直

接获取的即为交易价值。^[13] 同理,此亦为《证券法》等法律法规规制虚假陈述损害赔偿、严惩内幕交易等行为的主要出发点。

当然,随着市场的发展与成熟,持有特殊股份的特定股东亦被逐渐纳入减持行为的规制对象。之所以如此,一方面,基于特殊股份的特性,《证券法》等对特殊股份的发行几近给予豁免,事前监管微乎其微,事中仅规制了一定的限售期;另一方面,特殊股份的持有者在公司治理中通常处于较为优势的地位,随着限售期的届满,为有效引导特殊股份的交易,基于监管需要,故应在事后给予一定程度的减持限制。^[14]

(二)对投资利益与交易秩序的维护

中小投资者是我国现阶段资本市场的主要参与群体,但基于公司治理的境况,通常处于信息弱势地位,抗风险能力及自我保护能力较弱,尤其是在牛市坍塌时期,对中小投资者合法投资利益的侵蚀更是首当其冲。基于此,维护中小投资者合法权益是证券监管工作的重中之重,关系着广大人民群众切身利益,是资本市场持续健康发展的基础。在证券市场上,对大股东及董监高们股份交易行为尤其是减持行为进行限制,可以有效地防止因地位悬殊、信息不对称等因素造成“任人宰割、无可奈何”的残忍局面。

同时,大股东及董监高们的任意任性减持不仅将严重影响公司正常治理的进程,套利掏空、利益输送等行为将肆无忌惮,无论是对公司抑或其他股东都将造成重大甚至是毁灭性的伤害;而且任意任性的减持行为

[13] 随着股权分置改革的完善,虽然使大股东及中小投资者的价值取向趋于一致,但并未从根本上消除大股东获取私人利益的机会主义倾向,因此,要抑制大股东损害中小股东的利益,应当通过完善公司治理与强化监管来约束大股东的行为。参见章卫东、邹斌、廖义刚:《定向增发股份解锁后机构投资者减持行为与盈余管理——来自我国上市公司定向增发新股解锁的经验数据》,载《会计研究》2011年第12期。

[14] 大股东利用自身的信息和控制权优势,在二级市场减持上市公司股份后,再通过低价参与上市公司定向增发,然后再通过二级市场高价减持,形成了一个无风险套利的新机制。这种套利机制往往具有一定的隐蔽性,可以帮助大股东规避禁售期的限制,成了向大股东利益输送、掏空上市公司的新模式。因此,对于监管层来说有必要严格监控在定向增发前后的大股东减持行为,否则定向增发股份的锁定期限将形同虚设。参见邓鸣茂:《大股东减持时机与定向增发套利行为研究》,载《审计与经济研究》2016年第3期。

亦将造成交易市场的动荡,严重扰乱交易市场的秩序。^[15] 基于此,针对具优势地位的大股东及董监高们的股份交易行为,尤其是直接实现交易价值的减持行为,监管机构必须立足于政策考量,夯实规则,有序引导规制;否则,无秩序不成方圆,资本市场必将沦为大股东及董监高们圈钱收割的工具。

一言以蔽之,《证券法》等法律法规及市场监管的最终目标在于通过强制性地信息披露使投资者获取足以能使自己形成独立投资决策的信息,以尽力消除各方交易主体,尤其是中小投资者与大股东、董监高们间的信息不对称性,最终使以信息为主导的市场得以稳健运行,市场效率得以充分发挥。因此,以信息披露为核心的减持规制制度正是平衡大小股东、兼顾维护市场秩序考量的集中体现,是资本市场合法合理有序有力运行的保障,为依法追求并实现公平正义保驾护航。

四、结论:顺应历史,符合本旨

就监管规制历程而言,9号公告充分承接吸收了先前减持规范的有益内容,符合减持规制一贯的监管理念。在市场发展出现新问题、新情况的背景下,无论是对于上市公司抑或广大的投资者而言,都亟须监管机构就大股东、董监高及特定股东的减持行为作出与时俱进的规制,正可谓“百尺竿头,更进一步”。

就监管规制本旨而言,9号公告基于“问题导向、突出重点、合理规制,有序引导”的原则,对大股东、董监高及特定股东利用大宗交易规则真空进行过桥减持等违规无序行为进行全面规制,旨在恢复广大投资者

[15] 研究发现,在法制越是欠发展的地区上市公司越是遭受大股东的减持。大股东减持后,掏空成本降低,这势必进一步增强大股东减持掏空的动机。如此,法制监管的缺陷在一定程度上纵容了大股东的掏空行为,而大股东进一步掏空必将引发大股东的持续减持,变本加厉、恶性循环,此势必成为阻碍中国资本市场健康发展的主要矛盾。参见黄志忠、周炜、谢文丽:《大股东减持股份的动因:理论和证据》,载《经济评论》2009年第6期。

对公司治理的预期,恢复广大投资者对证券市场发展的信心,阻却产业资本大规模减持的路径,为整个宏观经济、为实体经济的发展“输血”“护航”,正可谓“长风破浪会有时,直挂云帆济沧海”。