

## 上市公司股东减持行为 法律规制研究\*

魏顾瑶\*\*

**摘要:**上市公司股东减持制度是资本市场重要的基础性制度。自 2015 年以来,我国监管部门频繁出台减持规制文件,屡次引发热议。《减持新规》的出台更进一步凸显我国上市公司股份减持制度蕴含的维护市场等独特监管理念。短期内,《减持新规》的出台的确缓解了市场压力,对稳定市场情绪有一定帮助,对我国股市阶段性的突出问题作出了针对性的回应,但仍有必要进一步理顺其理论逻辑,以期更好帮助市场稳定发展。

**关键词:**减持 证券监管 规制模式 信息披露 数量限制

2017 年 5 月 27 日,中国证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称《若干规定》),上交所和深交所也出台了相应的专门规则(以下简称《实施细则》),《若干规定》与《实施细

---

\* 本文由作者硕士学位论文修改而成。

\*\* 北京市海问律师事务所律师助理,北京大学法学院 2018 届硕士(金融法方向)。

则》以下合称《减持新规》)。对此号称“史上最严”的《减持新规》,各方在监管部门的监管理念、新规的规制效果、处罚依据和力度等方面也都评议不一。自2015年以来,监管部门频繁出台减持规制文件,屡次引发热议。以《减持新规》为代表的我国针对上市公司股东减持的规制体系,到底存在怎样的法理逻辑,蕴含着怎样的监管理念,是否能够真正实现监管目标,未来的发展趋势如何,值得我们深入讨论。

## 一、现行减持规则法理探析

### (一) 当前减持规则梳理

在我国,针对上市公司股东股份减持的限制性规定散见于《公司法》、《证券法》、证监会的部门规章、规范性文件、交易所的上市规则等文件,限制大致可分为两类,一是“锁定期”的限制,二是“锁定期”期满后的减持数量限制及减持信息披露要求。

#### 1. 锁定期限制

锁定期限制是指上市公司股东持有的有限售条件的股份〔1〕在一定期限内禁止出售。我国一直采取了区分控股股东(实际控制人)和普通股东的规则思路,虽然在法律层面上,对于首发股份限售期的规定并未区分控股股东和普通股东,统一规定为1年,但在部门规章、规范性文件、交易所规定层面,对控股股东、实际控制人持有的特定股份锁定期提升至36个月;对普通股东持有的特定股份锁定期相对而言较短,一般为12个月;在发行股份购买资产构成借壳时,2016年《上市公司重大资产重组管理办法》修订时将除收购人及关联人以外的特定对象的锁定期从12个月提升为24个月。

现行规制在锁定期的适用对象上存在不一致的情形,具体而言,锁

---

〔1〕 限售股份具体包括:(1)股改限售股(已经完成股权分置改革的公司有限售期规定的原非流通股股份);(2)首发限售股份(新老划断后上市的公司首次公开发行前已经发行的股份);(3)上市公司非公开发行(定向增发)的股份;(4)其他根据法律、行政法规、部门规章、规范性文件及交易所相关规定存在限售条件的股份(如限售期内配股获得的股份、股权激励限售股份)。

定期的限制基本上是针对“限售股份”,即性质是非公开发行,或者说采用私募方式获得的股份。但现行规定也对发行人 IPO 时公司股东公开发售的股份,规定了锁定期的要求,这造成了规制对象上的混乱。

## 2. 减持数量限制

减持数量限制指在锁定期满后,对减持数量进行限制并相应附加减持信息披露的要求。此限制最早见于股权分置改革阶段,仅针对股权分置改革形成的“限售股份”进行限制;2015 年股灾发生时,证监会发文要求 6 个月内,上市公司大股东及董监高不通过二级市场减持股份,半年后失效;此后证监会陆续出台《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称《减持规定》)、《减持新规》,对大股东和特定股东提出了不同的数量限制要求,并进一步细化、强调大股东和董监高的信息披露义务。

需要注意的是,目前的减持规制体系中,除后文所述针对董监高的特别规制外,减持数量、方式的规制对象仍旧属于上文所述通过非公开发行方式获得的“限售股票”。根据《减持新规》的规定,大股东通过证券交易所集中竞价交易买入的上市公司股份,其减持并无数量限制。

## 3. 对董监高的特别规制

此外,现行规则对上市公司董监高的股份减持进行特别规制,不区分其所持股份性质,减持其所任职的上市公司股份一律受到数量限制,同时要求相应的信息披露。对于大股东通过交易所集中竞价购得股份的减持,《减持新规》特意豁免了其减持数量和信息披露的限制要求。就此而言,我国上市公司的董监高所受减持限制甚至比大股东更为严格。

总的来说,我国对上市公司股东股份的减持规定存在规制思路不清晰,适用对象、区分对待标准不统一的问题。一方面,在锁定期的适用对象上存在不一致的情形;另一方面,对于“限售股份”两阶段的减持限制,区分标准不同,对锁定期的区分标准是控股股东和普通股东,对锁定期满后减持数量的区分标准是大股东、特定股东和普通小股东。此外,对上市公司董监高的股份减持进行特别规制。

## (二) 我国限制减持的制度目的

### 1. 锁定期限制——控制价差,“实质公平”的考量

我国现行《公司法》第141条中对首发前原始股“上市交易之日起一年内不得转让”的限制性规定,为2005年《公司法》修订时增加的内容。通过公开数据库查询《公司法》2005年修改前立法机构的相关“说明”和“报告”,未发现此限制性规定的制度背景资料。<sup>〔2〕</sup>但官方法条释义中解释了此新增条款的背景:“从我国当前的实际情况看,股份有限公司的股票在证券交易所上市交易后,其价格往往比上市前的股票价格要高,因此,出现了低价抢购公司公开发行前的股份即所谓原始股、在公司上市后大量抛售以赚取差价的现象,产生了大量的不正当交易,扰乱了证券市场的秩序,也影响了公司的正常运营。因此,本条规定,公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起1年内不得转让。”<sup>〔3〕</sup>可见,对于首发前原始股的锁定期要求,其出发点在于抑制短期内抛售原始股获取高额价差的“不正当交易”,以维护证券市场秩序,保障公司正常运营。

另外,对于上市公司非公开发行(定向增发)的股份,在我国证券规制体系内不存在美国证券法下“转售”的概念。但对于上市公司非公开发行股份,自2007年9月证监会发布《上市公司非公开发行股票实施细则》(以下简称《定增细则》)至2017年对该细则的最新修订,始终规定了锁定期的要求。从立法目的来看,对非控股股东认购的定向增发股份规定锁定期,除了缓解定增扩容对二级市场的冲击效应,防止相关利益主体在短期内对市场进行操纵外,也旨在修正定增价差所产生的不公平性。<sup>〔4〕</sup>

---

〔2〕 通过北大法宝数据库查询到的立法资料包括:《关于〈中华人民共和国公司法(修订草案)〉的说明》(2005年2月25日)、全国人大法律委员会《关于〈中华人民共和国公司法(修订草案)〉审议结果的报告》(2005年10月19日)、全国人大法律委员会《关于〈中华人民共和国公司法(修订草案三次审议稿)〉修改意见的报告》(2005年10月25日)。

〔3〕 全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会编:《中华人民共和国公司法释义》(2005年版),法律出版社2005年版,第201页。

〔4〕 参见湛晶心、孙即、洪卫青:《非公开发行股票定价机制与发行价差研究——兼评非公开发行新规》,载《金融监管研究》2017年第3期。

由此可见,我国监管机构对于“锁定期”的解读,意在强调“防止价差过大”,企图对价格进行控制与修正,追求实质公平以保护中小投资者。“控制价差”这一核心理念也体现在2017年对非公开发行制度的修改,以及后文所述的《减持新规》中对大股东通过集中竞价交易所获股份网开一面的规定。就非公开发行制度修订而言,2017年2月17日,证监会对《定增细则》进行修订,同时发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》(以下简称《定增新规》)。此次修订最重要的变化为明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。<sup>[5]</sup> 证监会在《定增新规》发布要闻中回应到,此举是为缩小定增市场的套利空间,控制价差,引导资源有效配置和长期资本形成。此外,也可防止套利资金集中减持对市场形成较大冲击,以此保护中小投资者。<sup>[6]</sup>

## 2. 减持数量限制——稳定市场,防止大幅波动的追求

减持数量限制最早应用于股权分置改革形成的限售股。我国自2005年开始实施股权分置改革,2006年以后股改限售股解禁逐年增多。众多学者就股改限售股解禁后减持带来的市场影响进行了研究。<sup>[7]</sup> 随着股改逐渐完成,根据Wind资讯统计,自2010年始,限售股

---

[5] 此前,《定增细则》第7条规定,定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日。

[6] 发言人指出:“此前,非公开发行定价机制选择存在较大套利空间,广为市场诟病……从实际运行情况来看,投资者往往偏重发行价格相比市价的折扣,忽略公司的成长性和内在投资价值。过分关注价差会造成资金流向以短期逐利为目标,不利于资源有效配置和长期资本的形成。限售期满后,套利资金集中减持,对市场形成较大冲击,也不利于保护中小投资者合法权益。”参见《证监会完善上市公司非公开发行股票规则 规范上市公司再融资》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201702/t20170217\\_312363.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201702/t20170217_312363.html),2017年12月27日访问。

[7] 例如,刘亚莉、王微:《大股东减持的市场反应与影响因素》,载《北京科技大学学报》(社会科学版)2010年第2期;冯玲:《限售股流通与股价效应关系的实证研究》,载《技术经济》2008年第9期。

解禁压力由股改限售股逐渐转移向首发限售股。<sup>[8]</sup> 学者也开始对首发限售股解禁后减持行为对市场影响进行研究。<sup>[9]</sup> 基于供给模型的一般分析,限售股的减持意味着市场中股票供给的增加,必然会对原有的价格产生影响。现有研究的结论是,减持效应包含了较多的因素,如市场氛围、宏观政策等,虽然对股价的影响不都是负面影响,但整体而言限售股减持确实对二级市场造成一定压力。

根据 Wind 数据显示,2017~2018 年解禁股数增加幅度大(见表 1)。

表 1 2007~2018 年限售股解禁情况统计<sup>[10]</sup>

截止日期	解禁股数合计(亿股)	占 A 股总股数比例	解禁市值合计(亿元)	占 A 股总股数比例
2007/12/31	1276.80	8.04%	22335.70	7.30%
2008/12/31	1500.68	8.51%	20109.43	17.61%
2009/12/31	6948.09	36.72%	50997.45	22.73%
2010/12/31	4173.98	14.96%	52084.13	20.52%
2011/12/31	2040.40	16.28%	21943.51	16.91%
2012/12/31	1522.84	12.97%	11642.53	13.69%
2013/12/31	4289.02	31.25%	20849.49	19.01%

[8] 据统计,2009 年,股改限售股解禁占全年解禁股份的比例为 68%,非股改限售股解禁占比为 32%。2010 年,限售股解禁主要为首发原股东,约占全部限售股解禁的 78%,股改限售股解禁部分约占 13%,定向增发配售部分约占 8%,其他约占 1%。参见 Wind 资讯:《平安证券 2010 年限售股解禁与减持预测》。此后,2011 年限售股解禁市值中,股改限售股和非股改限售股的占比分别为 20.86% 和 79.14%,2012 年股改限售股和非股改限售股的占比分别为 8.39% 和 91.61%,股改限售股的占比显著下降。按解禁股份类型看,2012 年首发原股东限售股份占比 55.57%,定向增发限售股份占比 15.92%,股改限售股占比 8.39%,其余类型占比很小。首发原股东限售股和定向增发限售股成为解禁主力。参见 Wind 资讯:《西南证券 2012 年限售股解禁情况分析》,第 1~2 页。

[9] 例如,于忠泊、杨星:《创业板限售股减持及市场效应分析》,载《证券市场导报》2016 年 1 月号;刘子亚、张建平:《发起人股东首发限售股解禁的市场反应与影响因素研究》,载《云南财经大学学报》2015 年第 3 期。

[10] 参见 Wind 资讯:《西南证券 2018 年限售股解禁分析:解禁市值环比增加 4 成,68 家公司百亿元以上》。

续表

截止日期	解禁股数 合计(亿股)	占A股总 股数比例	解禁市值 合计(亿元)	占A股总 股数比例
2014/12/31	1315.95	15.80%	16161.25	16.55%
2015/12/31	2248.00	14.03%	33305.07	15.03%
2016/12/31	1322.12	12.80%	22950.64	13.85%
2017/12/31	2380.95	10.51%	28223.12	9.90%
2018/12/31	3239.71	19.84%	39673.49	19.64%

数据来源:Wind。

加之2015年始定增市场火热,定增规模逐渐扩大,定增限售股解禁给A股市场带来的压力也不断增大。据统计,截至2016年12月4日,累计限售A股中,按照限售股分类,定向增发限售股占限售A股比例为68.44%;首发原股东限售股占限售A股比例为30.13%;追加承诺限售股占限售A股比例为1.03%;余下其他类型的限售股占比很小。<sup>[11]</sup>

此外,深交所对投资者的调查结果显示,在2017年股市可能面临的8种风险因素中,“上市公司定向增发解禁将进入高峰期”高居榜首。投资者普遍认为解禁潮一旦爆发,可能成为2017年A股上行的最大阻力。“规范大股东减持行为”则是投资者非常期待的举措。<sup>[12]</sup>

在此背景下,2017年《减持新规》对限售股减持出台更为严苛的限制规定,甚至对定增限售股限售期满后特别加以减持数量限制,<sup>[13]</sup>其试图以此缓解二级市场大幅波动的政策意图也就清晰可见了。<sup>[14]</sup>

[11] 参见Wind资讯:《西南证券2017年限售股解禁分析:解禁市值增加两成多,52家公司百亿元以上》。

[12] 参见《深交所〈2016年个人投资者状况调查报告〉发布》,载深交所官网:<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39766821.shtml>,2017年12月8日访问。

[13] 参见具体限制为,持有上市公司非公开发行股份的股东,通过集中竞价交易减持该部分股份的,在股份限制转让期间届满12个月内,减持数量还不得超过其持有的该次非公开发行股份的50%。

[14] 《中国证监会新闻发言人邓舸就进一步规范上市公司有关股东减持股份行为答记者问》中提及“此次修改完善减持制度……避免集中、大幅、无序减持扰乱二级市场秩序、冲击市场信心”,载中国证监会官网:[http://www.cs.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527\\_317541.html](http://www.cs.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527_317541.html),2018年1月19日访问。

从这个角度看,我国现行《减持新规》将对私募证券转让数量的要求扩张适用于特定股东主要是出于稳定市场,防止二级市场大幅波动的政策性考量。

### 3. 对董监高的特别规制

我国现行《公司法》第 141 条第 2 款中对董监高转让其所持有的本公司股份的限制性规定,为 2005 年《公司法》修订的内容。在官方法条释义中解释道:“对董监高转让其所持有的本公司股份的限制。主要基于两个理由:(1)董监高对公司负有特殊义务,应加强其与公司之间的联系,将公司的利益与其个人利益联系在一起,以促使其尽职尽责地履行职务;(2)董监高负责公司的运营,掌握着大量的公司信息,如果允许其随意转让本公司股份,可能会出现其利用所掌握的信息进行内幕交易、损害公司利益以及股东利益的情况。”<sup>[15]</sup>

#### (1) 捆绑利益,提升公司经营效率

在 2005 年《公司法》修订前,该条规定,公司董监高在任职期间内一律不得转让其所持有的本公司股份。对于董监高减持限制的规定来源于台湾地区“坚持让董监高与上市公司利益一致”的思想影响。<sup>[16]</sup>即上述条文释义中所列举的第一点限制理由。该理由的理论基础为“利益合致假说”(convergence - of - interest hypothesis),该理论认为,经营者持股增加,与公司利害关系一致,可以降低代理成本,因而使得股份的回报随之增加。我国台湾地区“证券交易法”正是采利益合致说的见解,强制公开发行人公司的全体董事、监察人持有一定比例的股票。<sup>[17]</sup>但我国台湾地区“公司法”并未限制董事、监察人的股份转让,而是规定若其在

---

[15] 全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会编:《中华人民共和国公司法释义》,法律出版社 2005 年版,第 201 页。

[16] 参见蒋学跃:《境外“董、监、高”买卖本公司股票的规定及其启示》,载《证券法苑》2010 年第 2 期。

[17] 我国台湾地区现行“证券交易法”(2016 年 12 月 7 日最新修订),其第 26 条规定“凡依本法公开募集及发行有价证券之公司,其全体董事及监察人二者所持有记名股票之股份总额,各不得少于公司已发行股份总额一定之成数。前项董事、监察人股权成数及核查实施规则,由主管机关以命令定之”。关于“利益合致说”的介绍,参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社 2006 年版,第 113 页。



任期内转让持股超过选任当时所持有数量的 1/2 时,当然解任。<sup>[18]</sup>

利益合致假说在台湾地区已受到诸多质疑。有学者认为,“基于企业所有权与经营权分离之理念,台湾地区现行公司法已免除董事及监察人必须具有公司股东身份之规定(这已间接呼应董事、监察人持股多少与公司经营绩效无必然关系),但却于公司法增列‘公开发行股票之公司依前项选任之董事,其全体董事合计持股比例,证券管理机关另有规定者,从其规定’(监察人有相同规定)。按经营与所有分离之现象基本上是发生在规模较大企业,即以公开发行公司为典范。现公开发行公司仍须依《证券交易法》规定全体董监持股分别达一定比例,实已将董监不需具有股东身份之用以,大打折扣,未来有进一步检讨之必要”。<sup>[19]</sup>还有学者支持巩固职位假说(entrenchment hypothesis),主张经营者持股比例如足以确保自身职位不受威胁时,公司内部监督机制逐渐失灵、腐化诱因增加,反而不利于公司的经营。<sup>[20]</sup>

尽管利益合致假说在理论上存在一定争议,但我国《公司法》修订时坚持了上述观点,对董监高进行特别的减持规制,目的在于将其与上市公司捆绑,从而使其利益趋于一致,促进公司经营效率的改善。

## (2) 防范内幕交易

对董监高施以减持数量限制的第二个理由在于防范内幕交易。内幕交易违背资本市场“三公原则”,严重破坏市场诚信基础,影响市场功能发挥,损害投资者合法权益,被视为资本市场的毒瘤。禁止内幕交易也被视为建立强有力证券市场的一个关键因素。<sup>[21]</sup>

[18] 我国台湾地区现行“公司法”(2015年7月1日最新修订),其第197条规定“公开发行股票之公司董事在任期中转让超过选任当时所持有之公司股份数额二分之一时,其董事当然解任”,第227条规定,“公司法”第197条之规定,于监察人准用之。

[19] 曾宛如:《证券交易法原理》,元照出版有限公司2006年版,第153页。

[20] 参见赖英照:《董监事股票愈多,投资人风险越小?》,载《金融风险季刊》第1卷第1期(2005年3月)。转引自赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第113页。

[21] See Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA Law Review 781 (2001).

在我国,反内幕交易一直是证监会稽查执法的重点工作。<sup>[22]</sup> 2015年股灾后证监会对内幕交易的稽查执法更是持续高压。<sup>[23]</sup> 实践中,内幕交易已然成为证监会查处证券违法行为的重点。对其惩罚力度也呈现出不断加大的趋势。但不断涌现的新型内幕交易更为隐蔽复杂,信息扩散范围广、速度快,影响和危害更为严重。打击和防范资本市场内幕交易面临的形势仍然较为严峻。<sup>[24]</sup> 出于加强反内幕交易制度的考量,也可能强调对内部人的减持行为进行限制。

有学者认为,《公司法》第141条与第47条的规定共同构成了对内部人交易的限制。从规范内幕交易的角度看,董监高是天然的内部人。他们了解公司内部信息,享有天然的信息特权,如果允许他们自由地买卖公司股票,便很容易操纵市场,牟取私利,从而与公司发生利害冲突。因此,对他们买卖本公司的股份应当予以限制。《公司法》第141条限制董监高1年内转让不超过所持股份的1/4,是限制转让的数量;《证券法》第47条进一步限制了转让的频率,二者相辅相成,构成对内部人交易的限制系统。<sup>[25]</sup>

但若从规范内幕交易的角度出发,《减持新规》对大股东通过集中竞价交易购得股票的豁免,则导致减持规制逻辑上的断裂。对此问题,

---

[22] 就此,国务院办公厅于2010年11月16日专门转发证监会等五部门制定的《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》,明确提出对于内幕交易要高度重视,形成综合防治体系和强大打击合力。

[23] 数据显示,2016年来启动内幕交易初步调查386件,立案调查117件,对122起内幕交易案件做出行政处罚,移送公安机关23起。参见《证监会严厉打击各种形式的内幕交易》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201709/t20170929\\_324877.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201709/t20170929_324877.html),2017年12月28日访问。

[24] 《证监会部署专项执法行动第三批案件集中查处内幕交易行为》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201707/t20170707\\_320122.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201707/t20170707_320122.html),2017年12月28日访问。处罚金额上,有研究统计,2016年对内幕交易案件的处罚总额已逾3.8亿元,是2015年处罚金额的26倍,是2011年罚金总额年的111倍!从更长远的纵向梯度来看,2007~2009年每年处罚金总额均为十万元级,2010~2012年每年罚金总额均为百万级,2013~2015年每年罚金总额均为千万级,而2016年的处罚金额总额则达到亿级,几乎每三年增长一个量级。参见张翕:《中国证监会内幕交易行政处罚案例综述》,载《法律与新金融》2017年7月刊总第22期。

[25] 参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第201页。

本文将在第三部分展开讨论。

## 二、美国 144 规则的法律逻辑及启示

鉴于证监会在答记者问时提及美国也从多方面对大股东及董监高的减持进行限制。<sup>[26]</sup> 市场也纷纷将《减持新规》与美国 144 规则进行对比讨论,并就此产生争议。有观点认为,美国 144 规则蕴含着限制证券公开转售的立法意图,与《减持新规》规范股份减持行为有着异曲同工之处。<sup>[27]</sup> 与此相对的观点则认为,美国的 144 规则是对原有监管限制的排除,而《减持新规》则是将原先不受限制的转售纳入限制的范畴,二者蕴含的监管目标截然相反。<sup>[28]</sup> 也有观点认为,没有必要将中国的《减持新规》与美国 144 条例做条文对比,《减持新规》背后可以有自身的法理逻辑和监管理念。<sup>[29]</sup>

因此,有必要对美国 144 规则加以介绍,明晰 144 规则的内容,了解其背后的法律逻辑,在此基础上对比我国当前规则,探寻我国减持规则背后的规制逻辑与相关监管理念。

---

[26] 发言人指出:“美国、香港等有关境外证券市场大多也从限售期、减持方式、减持数量、信息披露等多个方面,以‘疏堵结合’的方式对大股东及董事、高管的减持行为进行规范和限制。”参见《中国证监会新闻发言人邓舸就进一步规范上市公司有关股东减持股份行为答记者问》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527\\_317541.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527_317541.html), 2017 年 12 月 1 日访问。

[27] 参见《减持新规与美国 144 规则的异曲同工》,载深圳他山咨询公众号:[http://mp.weixin.qq.com/s/q60QCbfkOLT2uGJsEcx\\_Cw](http://mp.weixin.qq.com/s/q60QCbfkOLT2uGJsEcx_Cw); Nelson Yeung:《减持新规与美国〈144 条例〉以及香港市场减持制度对比分析》,载金氩公众号:[https://mp.weixin.qq.com/s/fRM3gMPa\\_CD6hUnLhaOjZQ](https://mp.weixin.qq.com/s/fRM3gMPa_CD6hUnLhaOjZQ), 2017 年 11 月 28 日访问。

[28] 参见清澄君:《是是与非非:从 IPO、借壳到减持及其他》,载比较公司治理公众号:[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzI3MjExMDYyNg==&mid=2651645274&idx=1&sn=18b598234d6f416315d7585dad4a5b33&chksm=f0fc017c7b849018b97878154a9d979cdfd38ea912f5bfd540e69a420e0c280e8356ac85ca7&ampshare=1&scene=1&srcid=0630tqDWSA6OE4b6I7Du6vnQ#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzI3MjExMDYyNg==&mid=2651645274&idx=1&sn=18b598234d6f416315d7585dad4a5b33&chksm=f0fc017c7b849018b97878154a9d979cdfd38ea912f5bfd540e69a420e0c280e8356ac85ca7&ampshare=1&scene=1&srcid=0630tqDWSA6OE4b6I7Du6vnQ#rd), 2017 年 11 月 28 日访问。

[29] 参见《减持新规与美国证监会 144 规则不具有可比性》,载证券时报网:<http://kuai.xun.stcn.com/2017/0529/13386118.shtml>, 2017 年 11 月 26 日访问。

(一)144 规则基本内容<sup>[30]</sup>

1972 年,为对《1933 年证券法》第 4(1) 条项下的“承销商”及其行为进行解释,SEC 颁布了 144 规则。总的来说,144 规则在《1933 年证券法》第 2(a)11 条的“承销商”定义中建立起了一个“安全港”。符合安全港适用条件的人将不会被视作涉及证券的分销而被认定为第 2(a)(11) 条项下的承销商,由此可依《1933 年证券法》第 4(1) 条豁免注册。

2007 年版 144 规则下出售要求的条件见表 2:

表 2 2007 年版 144 规则下出售要求的条件<sup>[31]</sup>

项目	关联人	非关联人(且在转售前 3 个月内未被认定为关联人)
出售报告公司发行的受限制证券	<p><u>6 个月限售期内:</u> 在 144 规则下不允许任何公开转售(可根据其他规则寻求豁免<sup>[32]</sup>)</p> <p><u>6 个月限售期后:</u> 满足 144 规则所有要求,可以进行公开转售,包括:</p>	<p><u>6 个月限售期内:</u> 在 144 规则下不允许任何公开转售(可根据其他规则寻求豁免)</p> <p><u>6 个月限售期后、1 年限售期前:</u></p>

[30] 中文译称、表述多参照中国证券监督管理委员会组织编译:《美国〈1933 年证券法〉及相关证券交易委员会规则与规章》,法律出版社 2015 年版。

[31] 根据以下规则整理:SEC, Revisions to Rules 144 and 145 (Conforming Version) [Release No. 33 - 8869; File No. S7 - 11 - 07], 2007。载 SEC 官网: <https://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8869.pdf>, 2017 年 11 月 24 日访问。以该文件第 21 页表格为基础整理,力图直接明了展现各种情况下的出售条件,并将非受限制证券的出售要求整合进此表格。

[32] 在 144 规则的前言中,SEC 明确“144 规则不是一个排他性的安全港。一个不符合 144 规则所有可适用条件的任何人依然可以为其证券的销售而援引法案项下其他的可适用豁免”。

续表

项目	关联人	非关联人(且在转售前3个月内未被认定为关联人)
	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 当前公开信息 (current public information);<sup>[33]</sup></li> <li>· 数量限制;<sup>[34]</sup></li> <li>· 股权类证券的销售方式限制;</li> <li>· 提交 144 表格(触发门槛:在任意连续 3 个月内依据 144 规则所出售的证券数量超过 5000 股,或者其总价超过 5 万美元)</li> </ul>	<p>满足 144 规则(c)(1)的要求,可以进行公开转售,包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 当前公开信息。</li> </ul> <p><u>1 年限售期后:</u> 可不受限制地公开转售,不再需要满足 144 规则的其他要求</p>
出售非报告公司发行的受限证券	<p><u>1 年限售期内:</u> 在 144 规则下不允许任何公开转售(可根据其他规则寻求豁免)</p> <p><u>1 年限售期后:</u> 满足 144 规则所有要求,可以进行转售,包括:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 当前公开信息;</li> <li>· 数量限制(同上);</li> <li>· 股权类证券的销售方式限制;</li> <li>· 提交 144 表格(同上)</li> </ul>	<p><u>1 年限售期内:</u> 在 144 规则下不允许任何公开转售(可根据其他规则寻求豁免)</p> <p><u>1 年限售期后:</u> 可不受限制地公开转售,不再需要满足 144 规则的其他要求</p>

[33] 144(c) 现有公开信息:有关证券发行人的充分的、现有公开信息必须确保可为公众获取。此等信息在以下款项所描述的可遵照适用的条件得到满足时都被视为可为公众获取的:(1)负有报告义务的发行人是且在销售前的至少 90 日内曾经受制于《证券交易法》第 13 条或第 15(d) 条的报告义务,则该发行人:(i) 在开始销售前的 12 个月(或者发行人被要求递交报告的更短时间内)依据《证券交易法》第 13 条或第 15(d) 条而申报了所有被要求的报告;(ii) 若电子数据文件(本章第 232.11 节)依据《S-T 条例》(本章第 232.405 节)之 405 规则而被要求上传并公布,则在开始销售前的 12 个月(或者发行人被要求递交报告的更短时间内)已将报告上传并公布在公司网页上……

[34] 对于权益类证券,不得超过以下数值的高者:(1)发行在外的证券总量的 1%;(2)达到下述表格 144 填报标准,进行填报公示前 4 周在全国性证券交易所和/或通过一个注册的证券协会自动报价系统进行报价交易的一周平均成交量,或者“有效交易报价计划”,或者“有效全国市场系统计划”的一周平均交易量。对于债权类证券,不得超过上述两项与以下数值的高者:转售前 3 个月内同批证券或同类证券(仅适用于证券是不具备管理权的优先股)的销售数量不超过同批可供出售的证券数量的 10%。

续表

项目	关联人	非关联人(且在转售前3个月内未被认定为关联人)
出售非受限证券	不适用限售期,任意时间内: 满足144规则所有要求,可以进行转售,包括: · 当前公开信息; · 数量限制(同上); · 股权类证券的销售方式限制; · 提交表格144(同上)	无限制

大体上,144规则适用于两类证券交易情况:一是“受限制证券”(restricted securities)的转售;二是所谓“控制型证券”(control securities)的转售。就此,144规则规定了“受限制证券”的范围,同时定义了“关联人”(affiliate),并区分“关联人”和“非关联人”(non-affiliate)分别规定了不同的限售条件。

#### 1. “受限制证券”

144规则对受限制证券做了概括加列举式的规定。概括上,144(3)(i)条规定,“受限制证券”是指“在不涉及公开发行的交易或系列交易中,直接或间接从发行人处,或从发行人关联人处所获得的证券”。列举上,144(3)(ii)到144(3)(iii)列举了7种类型的受限制证券。如通过D条例以私募方式获得的证券、通过144A规则以私募方式获得的证券。

#### 2. “关联人”与“非关联人”

144(a)(1)定义“关联人”为:“直接或者通过一个或多个中介间接地控制、受控于发行人或者与发行人受同一控制人控制。”这个定义不同于关联交易中的关联方(related parties),它强调“控制”的概念。而在美国,判定证券持有人是否对发行人具有控制地位是一个较为复杂的过程,不是简单通过持股比例来确定,一般是通过个案来处理的。不过在实践中,一般发行人的董事、高管以及持股10%以上的股东会被推定具有控制地位。同时,发行人所控制的子公司和受共同控制的姐妹公司,

都被囊括进“关联人”的范围。<sup>[35]</sup>

总的来说,美国 144 规则:(1)集中规定转售限制,通过判定转售人是否具有承销商身份的方式,达到要求“受限制证券”和“控制型证券”注册或者限制其出售的目的。(2)规制思路清晰,区分“受限制证券”和“非受限制证券”、“关联人”和“非关联人”。就“受限制证券”而言,区分“关联人”和“非关联人”要求不同的转售豁免条件。并就“关联人”持有的“控制型证券”进行特别规制。

## (二) 美国 144 规则的法律逻辑

### 1. “受限制证券”——通过持有期限区分“分销目的”

#### (1) 私募与公募的区分——对转售行为的注册要求

“购买私募证券的目的应当是投资,而不能是转售,至少投资者在购买私募证券的当时不能具有转售目的,这是美国立法者对私募投资行为的基本理解。”<sup>[36]</sup>一般而言,发行人在销售前应合理地相信购买者在当时没有转售证券的意图,并应当为此采取必要措施,否则就可能危及注册豁免的有效性。倘不如此,则其他一切关于私募发行所适用的条件,如严格的人数、投资者资格、要约方式等限制将在很大程度上被架空。因为发行人可以通过先向少数符合条件的投资者销售证券,再由后者向他人转售来规避上述私募发行条件。将公开发行包装成私募,以规避公开发行的注册要求。<sup>[37]</sup>

为了对上述情况加以限制,《1933 年证券法》通过第 2(a)(11)条对承销商的定义明确,一旦投资者购买私募证券的目的是分销(distribution),其将被认定为承销商,进而需要注册其转售行为。

#### (2) “承销商”界定的关键——“以分销为目的”

但《1933 年证券法》第 2(a)(11)条对“承销商”做了比较宽泛的定义。根据该规定,任何“以分销为目的”(with a view to distribution)从发行人处购买证券的人,都属于“承销商”。因此,对于“承销商”身份的解

[35] 参见唐应茂:《美国 144 规则对我国存量股权转让监管的借鉴意义》,载《证券市场导报》2013 年第 1 期。

[36] 从怀挺:《美国证券转售限制制度基础问题研究》,载《证券法苑》2015 年第 2 期。

[37] 参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 142 页。

释关键在于如何认定转售者在此前购买证券时的意图。

但想要准确地判断购买者在购买证券时的主观意图十分困难,历史上,SEC 和法院曾采用过“情势变更原则”(change of circumstance doctrine)。但“情势变更原则”包含复杂凌乱的考虑因素和主观性、非确定性的标准,适用其进行的判断存在相当的不确定性。<sup>[38]</sup>为此,SEC 希望辅以客观事实,以确定特定的标准来判断某人是否能够享受豁免。

### (3)“分销目的”的客观推定标准——持有期

因此,SEC 在 1972 年颁布的 144 规则中将使用最广也最有效的判断标准——持有期,用作对投资意图的认定。SEC 在针对 144 规则发布的“起草说明”中表述道:“在证券被转售前规定一个持有期是十分必要的,主要是为了确保投资者意图为其购买的根据法案第 4(2)条<sup>[39]</sup>豁免发行的证券承担投资风险,而不是仅仅扮演未经注册的证券从发行人流向公众投资者的渠道”。<sup>[40]</sup>就持有期而言,核心问题在于,持有多长时间才能证明购买者当初购买证券时不是“以分销为目的”呢?实践中,如上文所述,144 规则最开始将持有期确定为 2 年。在实施后的历次修改中,SEC 则不断降低持有期的长度,1997 年修正时将持有期缩短为 1 年,2007 年修订时进一步缩短到 6 个月到 1 年。

## 2.“控制型证券”——对关联人的特别规制

### (1)对关联人的特别规制

尽管“控制型证券”一词在 144 规则中并未出现,但该术语通常指代企业关联人所持有的证券。<sup>[41]</sup>144 规则规定,不论证券来源和性质,关联人转售发行人的任何证券均受制于 144 规则的条件。这意味着不论关联人持有的是原始股、私募证券,还是在注册公开发行中认购的或从二级市场中购买的证券,只要是发行企业的关联人,其转售行为就应满足 144 规则规定的条件。包括上文所述的“公开信息的可获取性”、“转售数量限制”、“转售方式限制”和提交“拟定交易的报告”。当然,若关

[38] 同注[37],第 144~145 页。

[39] 1972 年时,33 年法中的第 4(a)(2)条的标题为 4(2)。

[40] 37 Fed. Reg. 591, 593(1972)。

[41] See SEC, Revisions to Rules 144 and 145 (Conforming Version) [Release No. 33 - 8869; File No. S7 - 11 - 07], 2007, p. 27.



联人转售的是受限制证券,则 144(d) 条所规定的持有期要求将同时适用。

这与非关联人所受规制不同,一直以来,非关联人只在转售受限制证券时才需要满足某些条件。并且在 2007 年修订 144 规则时,取消了对非关联人持有期过后转售数量和方式的限制。

### (2)“控制型证券”规制的目的

对于内部人士的特殊规制,是证券市场监管的通行做法。理由在于证券市场面临的信息不对称和投资人集体行动困境这两项基本问题。前者要求内部人士主动适当披露信息,后者则要求监管机关代替股东监督内部人士的行动。

通俗来说,由于公司关联人比外部投资人掌握更多的信息,并且这种信息优势不只在公司首次公开发行时存在,也不只在出售受限制证券时存在,而是在公司的经营运作期间一直持续存在。因此,为平衡内部人士和外部人士之间的这种信息不对称,法律在关联人转售时要求进行证券注册以披露信息,本质是要求前者向后者更新信息。

### (3)数量限制的目的

证券法规制的目的不在于禁止投机谋利,而在于禁止对信息的垄断和不公平利用。一般来说,利用信息优势抛售股票谋取不正当利益的行为,往往需要在短时间内完成,否则就不能获取不正当利益。这是因为,市场能够对关联人的出售行为作出反应,探究背后的原因与意图,市场努力的结果将使得关联人垄断的信息曝光,并对证券价格产生影响。因此,信息优势的利用必须在市场做出这种反应之前完成,才能达到超额盈利的目的。

对此,144 规则在出售数量、方式等方面对“控制型证券”的转售做出限制,来防止对信息的不公平利用,使市场有足够的时间做出反应。确保关联人只能“少量而分散出售”(dribble out sale)其证券,而不能利用信息优势在短期内通过二级市场大量抛售。从 SEC 的制度起草说明来看,要求“少量而分散”地转售,也是考虑到了股份大量集中出售对

市场的影响。<sup>[42]</sup>

### 3. 美国证券监管的基石——强调信息披露

1972年SEC在联邦公报中对144规则立法目的阐述道:“这个规则旨在阻止一个信息无法为公众所知晓的公开交易市场的存在。同时一旦公众可以获取足够的信息,那么这项规则就允许控制人或者‘受限证券’的持有人在一定的数量和方式限制下公开出售其证券。”<sup>[43]</sup>

一方面,对“受限制证券”进行限制,施以“当前公开信息”要求。实质上是在严格区分私募市场和公开发行人市场,确保公开发行人市场的信息披露。另一方面,对“控制型证券”进行限制,对关联人进行特别规制,是为防止其滥用信息优势,平衡关联人与公众投资者之间的信息不对称。总的来说,144规则的目的不在于限制转售本身,而是将转售引导向注册的轨道,始终强调信息披露,最终目的是推进信息透明。而此后的历次修订的同样是在强调以信息披露为核心保护投资者利益的大前提下,提高证券的流动性,尽可能促进证券市场的效率。

### (三) 中美减持规则对比及小结

从规制模式来看,中美都对私募股票进行限售期限限制、出售数量限制,区别对待不同股东的信息披露要求,这些是共通的。但明显存在不同的制度演变趋势。美国不断降低持有期限要求和对非关联人的减持数量限制;我国则通过《减持新规》扩大了减持数量限制的适用对象,并对锁定期满后的特定限售股份进行越发严格的减持数量限制和信息披露要求。

首先,美国144规则下,“受限制证券”在规定的持有期内不得公开出售。我国对“限售股份”的概念与美国144规则下“受限制证券”的概念有相似之处,即都是非公开发行,或者说私募发行的证券。144规则

---

[42] 1972年SEC在联邦公报中对144规则阐述到:“某一出售行为对二级市场的影响是认定什么行为不构成分销的标准,这与法案第4(1)条被解释为仅仅豁免日常交易行为(routine-trading transaction)而不是分销(distribution)相一致。因此,出售人想要援引第4(1)条而出售证券,他出售的数量以及方式就不能达到足以扰乱二级市场的程度。出售的数量越大,这次出售就越可能涉及分销而不是日常交易行为,以至于不能被法案所允许。” See 37 Fed. Reg. 591,593(1972)。

[43] 37 Fed. Reg. 591,592(1972)。

下对受限制证券的转售有持有期的要求,而我国对限售股份普遍规定了锁定期的限制。

但需要注意的是,我国对首发前原始股的“锁定期”限制并不是美国 144 规则中“受限制证券”下“持有期”的概念,因为这里限售期的起算点是“上市之日”而非“自从发行人或其关联人处取得该证券之日”。<sup>[44]</sup> 144 规则下,在公司上市之日,非关联人股东完全可能已经持有股份超过 1 年。在满足其他条件的情况下,这些股东即符合 144 规则的安全港条件,可以公开出售手里的首发前老股,且不用向美国证监会注册。实践中,首发时承销商惯常要求原始股股东签订 180 天的锁定期协议,<sup>[45]</sup>有的甚至能达到 36 个月。<sup>[46]</sup>可以说,我国法律、交易所规则针对原始股股份上市后要求的“锁定期”,在美国则是通过股东、公司和承销商的博弈、通过股东和承销商签署锁定协议来实现的。

其次,美国 144 规则在出售数量、方式等方面对“控制型证券”的转售做出限制,来防止对信息的不公平利用,为市场留出足够时间做出反应。而我国《减持新规》将对私募证券转让数量的要求扩张适用于特定股东则主要是出于稳定市场,防止二级市场大幅波动的政策性考量。

此外,我国对于上市公司董监高的减持限制,更接近于美国 144 规则下对于“控制型证券”的限制思路。不区分股份性质,董监高减持股

[44] 我国现针对 IPO 前突击入股股东的限售期也是类似这样计算的。现行窗口指导意见为“刊登招股说明书之日前 12 个月内通过增资扩股引入、或转增股、送红股的,承诺自完成工商变更登记之日起锁定 36 个月”。此前,《上交所上市规则》(2006 年修订版)5.1.4 规定:“发行人向本所申请其股票上市时,控股股东和实际控制人应当承诺:……发行人在刊登招股说明书之前十二个月内进行增资扩股的,新增股份的持有人应当承诺:自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起三十六个月内,不转让其持有的该部分新增股份。”深交所 2006 年版上市规则中也有此规定。此后,在 2008 年修订版的上交所、深交所上市规则中,删除了此规定。但在实践中,现行 IPO 窗口指导意见中仍有此内容。

[45] 参见唐应茂:《美国 144 规则对我国存量股转让监管的借鉴意义》,载《证券市场导报》2013 年第 1 期。

[46] 参见清澄君:《是是与非非:从 IPO、借壳到减持及其他》,载比较公司治理公众号:[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzI3MjExMDYyNg==&mid=2651645274&idx=1&sn=18b598234d6f416315d7585dad4a5b33&chksm=f0cfc017c7b849018b97878154a9d979cdfd38ea912f5bfd540e69a420e0c280e8356ac85ca7&mpshare=1&scene=1&srcid=0630tqDWSA6OE4b617Du6vnQ#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzI3MjExMDYyNg==&mid=2651645274&idx=1&sn=18b598234d6f416315d7585dad4a5b33&chksm=f0cfc017c7b849018b97878154a9d979cdfd38ea912f5bfd540e69a420e0c280e8356ac85ca7&mpshare=1&scene=1&srcid=0630tqDWSA6OE4b617Du6vnQ#rd),2017 年 11 月 28 日访问。

份一律受到数量限制,同时要求相应的信息披露。而对于大股东通过交易所集中竞价购得股份的减持,并无限制。

总体来看,美国 144 规则规制证券转售的思路较为清晰,一以贯之地强调以信息披露为核心以保护投资者利益。就“受限制证券”的转售限制而言,始终强调“当前公开信息”要求的重要性,目的是保证注册制度设计在逻辑上的完整,避免发行企业规避私募发行的门槛或者注册义务,从而确保公开发行的强制信息披露得以落实。至于对关联人持有的“控制型证券”进行限制,则是为防止其滥用信息优势,从而平衡关联人与公众投资者之间的信息不对称。144 规则的目的不在于限制转售本身,而是将转售引导向注册的轨道,始终强调信息披露,最终目的是推进资本市场的信息透明。

而我国限制减持的制度目的并不清晰,或者说减持制度被寄予过多的期望。从上文分析来看,对限售股份规定锁定期、对大股东通过交易所集中竞价购得股票的减持进行豁免性规定,监管者的关注点似乎更侧重于保护市场,防止不公平价差、出现股价波动的情况,并试图将董监高与上市公司进行利益捆绑,从而提升公司经营效率,抑制不正当交易,防止内幕交易、操纵市场等不正当行为。

### 三、减持制度反思

“股份公司的股份原则上可以自由转让,是股份公司区别于有限公司及其他类型企业的一大特征。”<sup>[47]</sup>公司上市的重要动机之一也正是为了增加股份的可转让性,使风险可以转移。<sup>[48]</sup>若非特定事由,股东不得请求公司回购其股票。这意味着股东在需要现金时,不能随时取回,股权投资存在流动性问题。交易所的出现降低了资金供给方和需求方的股票交易成本,投资者可在任何时间卖出其拥有的股票,从而迅速将其投资变现。上市公司也可避免资金被撤回的风险,从而能够制定长期、

---

[47] 甘培忠:《企业与公司法学》,北京大学出版社 2017 年版,第 248 页。

[48] 参见邓峰:《普通公司法》,人民出版社 2009 年版,第 258 页。

稳定的计划。从而使上市公司能够以短期投资的形式实现长期经营。<sup>[49]</sup>

对于上市公司的股东而言,既可长期持有股票以获取股息红利,也可在需要资金时,转让股份以转移风险。即使股东纯粹为了短期投资和投机业务,只要不涉及内幕交易、操纵市场、散布虚假信息误导其他投资者等就是正当的权利行使。<sup>[50]</sup>可以说,股东出让股份的本性目的是收回投资,法律应当赋予投资者以回收投资的机会和权利。<sup>[51]</sup>

原则上,上市公司股东减持股份的行为本身并不具有可责性。尊重股东的股份转让自由,正是股份公司在聚集资本方面优势的保障。但有原则就有例外,针对通常情形的原则有其局限性。对于某些特殊股东持有的股份,基于某种特殊考虑,各国监管者也都对其转让进行了限制。但首先,对股份转让的限制应当基于正当的理由。其次,对股份转让的限制应当经过合法的程序。

### (一) 限制减持的正当理由

#### 1. 锁定期设置

在我国,上市公司的股票发行与交易已经于 1999 年完全实现无纸化,股票交易通过电子账户进行。通过中国结算公司对限售股份性质的电子数据登记,实现了事先对限售股份的锁定。在此背景下,锁定期内的股份既不可能公开转让,也不能面向特定人员转让,这与美国“受限制证券”在不满足 144 规则下仍可通过其他豁免规则,如向特定人员转让实现合规转让不同。

两者不同的根源在于两国发行制度背景和限制转售/减持的制度目的的不同。144 规则是在美国联邦层面注册制的背景下,为了防止规避公募,以持有期来判断是否在获得该证券时具有转售意图。而我国现行

---

[49] 参见[德]安德烈斯·弗莱克纳、克劳斯·霍普特:《证券交易法:概念、历史与挑战》,林蔚然、曾斌、陈彬译,载《证券法苑》(第 18 卷),法律出版社 2016 年版,第 456~480 页。

[50] 参见甘培忠:《企业与公司法学》,北京大学出版社 2017 年第 8 版,第 251 页。

[51] 证监会在答记者问中也表明“股份转让是上市公司股东的基本权利,必须予以尊重和维护”。参见《中国证监会新闻发言人邓舸就进一步规范上市公司有关股东减持股份行为答记者问》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527\\_317541.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527_317541.html),2018 年 1 月 19 日访问。

的新股发行体制为核准制,对私募股票进行锁定则是为了修订价差所带来的“不公正”、防止炒作以及稳定股价。

此外,我国在限售期时长的规定方面,一直采取的是区分控股股东(实际控制人)和普通股东的规则思路。虽然在法律层面上,对于首发股份限售期的规定并未区分控股股东和普通股东,同一规定为1年。但在部门规章、规范性文件、交易所规定层面,对于控股股东、实际控制人持有的特定股份锁定期提升至36个月,对于普通股东持有的特定股份锁定期相对而言较短,一般为12个月。对于控股股东(实际控制人)而言,由于没有提供任何出让空间,36个月的锁定期似乎过于严格。

## 2. 锁定期满后的安排

### (1) 对特定股东的数量限制

如前文所述,是否属于美国144规则界定的“关联人”一般是通过个案进行认定该行为人是否对公司具有“控制力”。不过在实践中,一般发行人的董事、高管以及持股10%以上的股东均会被推定具有控制地位,进而被囊括进“关联人”的范畴。

而在我国证券法规制体系下,推定大股东、董监高对公司具有一定控制力,若借鉴关联人的定义,我国大股东、董监高则属于关联人。在《证券法》2015年送审的修订草案中,也在第5节“股票转售限制”中采用了关联人的表述,并在第56条界定了“关联人”的范围,<sup>[52]</sup>明确了大股东和董监高属于关联人。因此,除大股东及董监高以外的股东(特定股东、小股东)都应属于“非关联人”。

出于便利融资、提升效率的考虑,美国现行144规则已经对非关联

---

[52] 《证券法(修订草案)》全文(4月20日人大审议版),第56条规定:“本节所称关联人,包括:(一)上市公司的董事、监事、高级管理人员;(二)持有上市公司百分之五以上股份的股东、控股股东、实际控制人;(三)在转让行为发生前六个月内曾具有第(一)、(二)项规定的身份的人;(四)法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构规定的其他关联人。通过非公开的方式受让关联人股票的,受让人视同关联人,但其持股期限可以连续计算。第一款所列关联人为机构的,应当将与其存在控制关系,或者与其受同一实际控制人控制的其他机构持有的股票合并计算。第一款所列关联人为个人的,应当将配偶、本人及其配偶的直系亲属、本人及其配偶的兄弟姐妹,以及上述人员控制的机构持有的股票合并计算。”参见中国金融服务法治网:<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>,2017年12月30日访问。

人一定持有期满(6个月)后的转售数量不再施以限制。如表3所示,2007年144规则修订前,虽然也对“非关联人”施以了数量限制,但在一定时间后不再受数量限制。

表3 144规则对证券不同持有期间的规定

1972年版	限制对象	2年内	2~3年	3年之后
	关联人	不得出售	数量限制	数量限制
	非关联人	不得出售	数量限制	不受限制
1997年版	限制对象	1年内	1~2年	2年之后
	关联人	不得出售	数量限制	数量限制
	非关联人	不得出售	数量限制	不受限制
2007年版	限制对象	6个月内 (报告公司) 1年内 (非报告公司)	6个月后(报告公司) 1年后(非报告公司)	
	关联人	不得出售	数量限制	
	非关联人	不得出售	不受限制	

在2007年修订144规制前,数量限制统一适用于关联人与非关联人的受限制证券出售。SEC在2007年修订144规则时免除了对非关联人出售受限制证券的数量限制,2007年整体放松限制的理由是增加私募证券的流通性,减少发行人的筹资成本。而在“实质性地减少对非关联人的限制”部分,SEC表示:此次修订后,非关联人的转售不用再受到销售数量、方式和提交144表格的限制。这些修订能够在保证体系完整性的同时,尽可能地减少规则的复杂性。现有规则仍旧在持有期间内符合“当前公开信息”要求,以确保市场能获得关于该发行人的足够信息。此外,SEC相信,绝大部分未注册证券销售的滥用行为,牵涉的是发行人关联人和壳公司的证券。<sup>[53]</sup>

[53] See SEC, Revisions to Rules 144 and 145 (Conforming Version) [Release No. 33 - 8869; File No. S7 - 11 - 07], 2007, pp. 18 - 21. 该次修订也明确,144规则不适用于壳公司的证券转售。

因此,从保护公开发行制度的角度,似乎没有必要对非关联人减持施加额外的数量限制。即使我国监管者出于鼓励持股的考虑,也可以规定在锁定期满一定时间后其减持不再受数量限制,这与我国当前稳定市场、防止股价受冲击的监管目标并不冲突。现行监管规定不论锁定期满时长,一律对特定股东减持施以数量限制,反而会增强其尽早减持的动机。例如,持有4%的特定股东,其需求是在锁定期满1年后通过集中竞价实现完全退出。若规定锁定期满1年后减持不受数量限制,那么在期满后的1年内该股东可以完全不减持,待1年后再减持。若按照现行规定,即锁定期满1年后减持仍受1个月内减持不超1%的限制,则该股东不得不在锁定期满后就立即减持1%,此后每3个月顶额减持1%,以保证1年后的全部退出。

## (2) 对大股东的特殊豁免

如前文所述,美国144规则不区分关联人的股票来源,对其持有的控制型证券统一施以减持数量和信息披露的要求,其法理逻辑在于平衡内部人士和外部人士之间持续存在的信息不对称。对转售数量加以限制,其制度目的则在于防止关联人对信息的不公平利用,是市场有足够的时间做出反应。确保关联人不能利用信息优势在短时间内通过二级市场大量抛售以获取不当利益。与此相对,我国《减持新规》特意豁免了大股东通过集中竞价交易所获股份减持的数量限制和信息披露。原因是我国证券监管者对大股东减持规制的核心关注点还是在于稳定股价、修正价差,这也体现了政策性行政手段主导的规制思路。既然通过证券交易所集中竞价买入的公司股票为“市价”,监管者似乎认为获得该股票的成本优势不大,其减持的可责性也就更小。

但从规范内幕交易、防范滥用信息优势的角度出发,《减持新规》对大股东的该等豁免,导致了减持规制逻辑上的断裂。我国现行《证券法》第74条规定上市公司董监高和大股东为证券交易内幕信息的知情人,现行《证券法》第47条短线交易制度也同等对待上市公司大股东和董监高。将大股东作为法定内部人对待,原因在于持股较多,在公司的发言权和对公司的控制权就大,在公司担任要职及成为内部人的可能性就大,即使自己不担任职务,也往往在公司董事会中拥有自己的利益代表。大股东享有的信息优势是由其独特的身份决定的,而非其股票来源



性质决定的。既然对同属于公司内部人士的董监高,不论其减持股票的来源,即使是通过交易所集中竞价交易买入的公开发行的“无限售股份”,也要求其按《若干规定》第8条进行预先披露、事中披露和事后披露,并受到减持数量的限制。那么,对于同样具有信息优势的大股东,其通过集中竞价交易获得的股票减持仍应同其减持限售股份一样,受到减持数量和信息披露的限制。

### (3) 对董监高的特殊规制

如前文所述,就限制董监高减持的法律规范而言,我国受台湾地区“利益合致假说”的思想影响,在立法过程中事实上是移植了我国台湾地区的制度。<sup>[54]</sup> 在2005年《公司法》修订前,完全禁止董监高任职期间的股份转让。虽在2005年修改时,将任职期间的完全禁止改为每年解锁25%,但仍属较为严格的限制性规定。

证监会和证券交易所颁布的文件对在主板、中小板和创业板的董监高离职后解锁期分别进行了规定,加剧了对董监高限制规则的繁复性。此外,《减持新规》实施后,董监高合规减持还需严格按照《减持新规》控制数量与履行信息披露义务。《实施细则》进一步规定,董监高在任期届满前离职的,仍按其原任期时间,遵守《公司法》每年转让不超25%,离职后半年内不转让公司股份以及交易所的其他的限制性规定。<sup>[55]</sup> 但值得注意的是,如前文所述,台湾地区公司法并未限制董事、监察人的股份转让,而是规定若其在任期内转让持股超过选任当时所持有数量1/2

[54] 参见蒋学跃:《境外“董、监、高”买卖本公司股票的规定及其启示》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第798~813页。

[55] 上交所在《〈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〉答记者问》中回应道“《公司法》规定董监高在任职期间内每年减持股份不得超过其所持股份的25%,离职后半年内不得减持股份,其主要考虑就是将董监高利益与公司利益适度绑定,防范其提前减持全部股票。”并表示,针对“实践中,个别公司董监高为了尽早减持股份,在任期届满前辞去职务”这一情况,“《实施细则》有针对性地作了限制性的安排,要求上市公司董监高在任期届满前离职的,仍按其原任期时间,适用公司法规定的减持比例要求。”参见《〈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〉答记者问》,载上交所官网:[http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20170527\\_4318467.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20170527_4318467.shtml),2018年1月14日访问。

时,当然解任。<sup>[56]</sup>

由此,可以明显看出,我国台湾地区制度引入后的制度异化,《减持新规》在此体现的规制逻辑是,对于想减持公司股份甚至已经不在意是否离职的董监高,通过离职后的减持限制,继续将其绑定在公司。而非台湾“公司法”下,对于已经减持过半的董事、监察人,认为其利益已经存在不合致,规定当然解任其公司董事、监察人身份。

总的来说,在强调加强监管的指导思想下,我国在对董监高的限制上,重叠吸收了台湾地区模式(《公司法》上任职期间、离职后的限制,并在证监会和交易所规范文件中进一步细化、加重限制)和美国模式(《减持新规》中对董监高的规制更接近144规则对关联人的规制),对董监高施加的限制重叠太多。

一方面,离职后一定期限内绝对禁止减持公司的规定历来被学者质疑过于严苛,在任期间可以转让一定数量,离任后反而绝对不许转让,并无法理支撑。<sup>[57]</sup>另一方面,如前文所述,《公司法》第141条第2款中对董监高转让其所持有的本公司股份的限制性规定,来源于台湾地区“坚持让董监高与上市公司利益一致”的思想影响,该理由的理论基础“利益合致假说”在台湾地区也遭受诸多质疑。故在此后《公司法》修改中,可考虑将董监高任职期间和离职后6个月内的禁止转让、限额转让的规定,予以删减。证监会和交易所的相关规范文件也相应进行调整。

## (二) 保证规则的程序正当性

### 1. 法律授权的缺失

如前文所述,自由转让股份是股东的一项基本权利,只是出于特殊的考虑,才对其施以限制。即便对股东施以减持限制具有一定的合理性基础,此种限制也应当通过法律或行政法规来进行规定。证监会制定《减持新规》的法律授权存在缺陷也是一个重要的、根本的问题。

---

[56] 我国台湾地区现行“公司法”(2015年7月1日最新修订),其第197条规定“公开发行股票之公司董事在任期中转让超过选任当时所持有之公司股份数额二分之一时,其董事当然解任”,第227条规定,“公司法”第197条之规定,于监察人准用之。

[57] 参见朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第201页;蒋学跃:《境外“董、监、高”买卖本公司股票的规定及其启示》,载《证券法苑》(第3卷),法律出版社2010年版,第798~813页。

根据《立法法》第80条和《证券法》第179条第1项规定,证监会在法律和国务院的行政法规、决定、命令已有规定的情况下,有制定执行性的规章和规则的权力。若无前述上位法的依据,部门规章不得设定减损公民、法人和其他组织权利或者增加其义务的规范。

而证监会出台的《减持规定》和《若干规定》都只是规范性文件。对于股份转让限制,除《公司法》第141条和《证券法》第86条、第98条外,法律上并无其他规定。上述法律规定限制的情形并不能包含系列减持限制规定的内容。因此,从内容上看,证监会此举存在超越权限立法的问题。

## 2. 提升立法层级,合法加重处罚

有学者研究指出,我国目前的证券法规供给体系则体现为当“证监会规范性文件为主、法律规则为辅”的格局。<sup>[58]</sup>我国对上市公司股东股份减持的规定也较为分散、琐碎,法律、行政法规层面缺乏统一的规制,以证监会规范性文件、交易所规则为主要规则供给。证监会规范性文件、交易所规则的性质,从根本上决定了其对违规减持行为采取的措施有限。若想真正实现某些减持行为的限制,则需要立法层面将限制予以落实,以期实现对违法行为的严厉处罚。

### (1) 对违规减持的处罚受限

有趣的是,2016年1月7日颁布的《减持规定》第15条规定到“上市公司大股东、董监高减持股份超过法律、法规、中国证监会规章、规范性文件设定的比例,中国证监会依法给予行政处罚”。而在2017年5月26日发布的《减持新规》第16条则将表述修改为“上市公司股东、董监高减持股份超过法律、法规、中国证监会规章和规范性文件、证券交易所规则设定的比例的,依法予以查处”。

---

[58] 理论上,对立法形式的完备性要求法律制度主要以法律为主,辅之以必要的行政法规和部门规章。参见陈洁:《证券监管规则供给机制的反思——以证监会作为规则供给主体的考察》,载《金融服务法评论》2013年第1期;李强:《中国证券市场法律规制的实证分析》,载《安徽大学学报》(哲学社会科学版)2007年第3期。

从实践中的违规减持案例来看,<sup>[59]</sup>2016年1月7日至2017年5月26日,对于超过《减持规定》设定的比例(3个月内通过集中竞价减持不超过1%)减持的,各证监局也并未依据《减持规定》第15条给予行政处罚,而都是依据《减持规定》第13条采取监管措施。<sup>[60]</sup>此外,在有的案例中,只有上交所出具的监管函或纪律处分决定书,证监局甚至未对其采取监管措施。<sup>[61]</sup>此外,虽然新旧规定条文中列举的是责令改正的监管措施,<sup>[62]</sup>但实践中,各地证监局对于单纯违反《减持规定》的违规减持行为,从未采取过“责令改正”的监管措施,而基本上都是采取出具警示函的监管措施。有人甚至因此质疑,认为证监会针对违规减持行为,应当适用《证券法》第204条进行行政处罚,仅仅规定交易所采取纪律处分、证监局采取监管措施属于“对违法行为的保护性处罚”。<sup>[63]</sup>

[59] 笔者依据深交所网站、上交所、各地方证监局监管信息公开栏整理,统计范围为发文日期为自2016年1月7日至2017年11月31日。梳理了自2016年1月7日至2017年11月31日,违反《减持规定》《减持新规》的案例共计51例。

[60] 参见北京盈泽科技投资有限公司案,文书编号为上交所纪律处分决定书[2017]42号和山东证监局行政监管措施决定[2017]29号;文细棠案,文书编号为广东证监局行政监管措施决定[2016]45号;华夏人寿保险股份有限公司案,文书编号为山东证监局行政监管措施决定书[2016]55号;宁波理瑞股权投资合伙企业(有限合伙)案,文书编号为深交所公司部监管函[2017]第11号和湖北证监局行政监管措施[2017]2号;Finet Investment Limited案,文书编号为福建证监局行政监管措施决定书[2017]10号;姚国际案,文书编号为深交所创业板监管函[2017]第14号。

[61] 参见金石投资有限公司案,文书编号为上证公监函[2017]0038号;三峡资本控股有限公司案,文书编号为上交所纪律处分决定书[2017]55号。

[62] 《减持规定》第13条规定,“上市公司大股东、董监高未按照本规定减持股份的,中国证监会可以采取责令改正等监管措施”,《减持新规》第14条规定,“上市公司股东、董监高未按照本规定和证券交易所规则减持股份的,中国证监会依照有关规定采取责令改正等监管措施”。

[63] 知名经济学家韩志国于2017年6月28日、29日频发微博,认为市场监管不能对违法行为进行“保护性处罚”,指责中国证监会对违规减持处罚不力,声称《减持新规》第13条规定的罚则违反《证券法》第204条,丧失了法律效力,应当收回修改后重新发布。此后彭冰教授撰文对其质疑加以回应,参见彭冰:《法师说法1——法律适用是个技术活》,载北京大学金融法研究中心公众号:[http://mp.weixin.qq.com/s?\\_\\_biz=MzAwNTEwMzE3Ng==&mid=2651773624&idx=1&sn=ee30e543418f00c80290d4d2f2839f3d&chksm=80dbb19fb7ac3889d23410ff4f4bd15f43ac069cc70f71ab128d92365ecd0c90d9ef9ccce7&mpshare=1&scene=1&srcid=06291nqWNvSPR9f0r4TOHxXC#rd](http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzAwNTEwMzE3Ng==&mid=2651773624&idx=1&sn=ee30e543418f00c80290d4d2f2839f3d&chksm=80dbb19fb7ac3889d23410ff4f4bd15f43ac069cc70f71ab128d92365ecd0c90d9ef9ccce7&mpshare=1&scene=1&srcid=06291nqWNvSPR9f0r4TOHxXC#rd),2017年11月28日访问。

那么《减持新规》为什么将“给予行政处罚”的表述修订为“依法予以查处”？针对一般的违反《减持新规》的违规减持行为，证监会能够给予行政处罚吗？

根本原因在于证监会在限制减持规制上法律授权的缺失，依照《行政处罚法》，只有法律、行政法规和地方性法规才能设定行政处罚，规章只能在法律、行政法规规定的行政处罚行为、种类和幅度的范围内做出具体规定。<sup>[64]</sup> 证监会发布的《减持规定》也好，《减持新规》也罢，都只是规范性文件。最多只能针对违反《减持新规》的行为，规定一下证监会的监管措施和交易所的纪律处分，不能设立行政处罚。

再者，实践中，证监会通过对《证券法》第 86 条的解释和适用，从 2015 年开始，大规模将“违规举牌”中特定的“违法减持”行为纳入《证券法》第 204 条的处罚范围。<sup>[65]</sup> 但在减持行为违反《减持新规》规定，但减持数量不足 5% 时，即使违规，也是不能被归入《证券法》第 86 条的“违法减持”行为，从而适用《证券法》第 204 条予以行政处罚的。《减持新规》中对股东限售股份减持数量、信息披露的约束并无上位法的依据，那么违反《减持新规》的行为也不能被纳入可被处以行政处罚的违法行为中，就算有“给予行政处罚”的表述，也并无可能真正作出行政处罚的决定。于此，也就不难理解为何证监会在发布《减持新规》时，特意修改了“给予行政处罚”的相关表述了。

## (2) 对违法减持的处罚探讨

通过上文分析，行为人若违背现行规范性文件、交易所规则规定的信息披露或数量限制，所受惩处为一致的被采取监管措施。如果将信息

---

[64] 《行政处罚法》第 12 条第 1 款规定：“国务院部、委员会制定的规章可以在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内作出具体规定。”第 14 条规定：“除本法第九条、第十条、第十一条、第十二条以及第十三条的规定外，其他规范性文件不得设定行政处罚。”

[65] 据研究统计，2015 年证监会对超比例未公告行为及限制期内转让的行为共作出 34 份行政处罚书。其中有 33 份行政处罚案例同时涉及超比例未公告和限制期内转让的行为。对于超比例持股不公告，按照第 193 条处罚；且投资者在超比例持股时没公告，往往正是为继续买卖，因此也违反了第 86 条对于限制期限内不得买卖股票的规定，对后一种行为，证监会则按照《证券法》第 204 条予以处罚。参见王靓迪：《2016 年股东违法行为行政处罚案例综述》，载《法律与金融》2017 年 12 月号总第 27 期。

披露的要求、减持数量的限制上升到证券法中进行规定,则可能牵涉到区分两种违法行为同时予以行政处罚。

一方面,若在《证券法》中规定,董监高、大股东减持上市公司股票应当提前××工作日进行信息披露。那么,义务人对信息披露义务的违反即可对应适用相应的行政处罚。当然,现《减持新规》要求提前15个交易日披露,是否过于严格,也需要监管部门进一步考虑。现行《证券法》中尚未有任何对股东提前信息披露的要求。<sup>[66]</sup>即使是证监会通过解释,将该违法减持行为纳入行政处罚规制范围的《证券法》第86条中,最多也只限制3个工作日内不能继续减持。

另一方面,若将对上市公司股东的减持比例限制在《证券法》中加以规定,超比例减持的事后惩处也可以适用相应的行政处罚。在现行《证券法》框架下,超比例违法减持适用第204条规定,处罚内容是“责令改正,基于警告,并处买卖证券等值以下罚款”。2015年的《证券法》修订送审稿第278条则为“上市公司的股东违反本法第53条、第54条(两条规定了关联人公开转售股票的条件,其中有数量限制为:3个月内转让限制性加非限制性股票合计不超过1%)和第57条(规定非关联人转售限制性股票的条件,其中有数量限制为:3个月内转让限制性股票不超过1%)的规定,卖出股票的,给予警告,没收违法所得,并处以违法所得1倍以上5倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足20万元的,处以20万元以上200万元以下的罚款”。具体规定何种行政处罚措施,也是监管部门需要进一步考量的。

#### 四、小结

2018年1月12日,上交所、深交所又分别就《实施细则》发布了相应的问题解答文件,以进一步解答市场各方关注的《减持新规》适用问

---

[66] 我国现行《证券法》只在第94条第2~3款规定了“以协议方式收购上市公司时,达成协议后,收购人必须在三日内将该收购协议向国务院证券监督管理机构及证券交易所作出书面报告,并予公告。在公告前不得履行收购协议”。

题。数据显示,沪市大宗交易日均减持 2.2 亿元,较《实施细则》实施前日均 3.7 亿元下降了 41%;董监高“奋不顾身”减持情形有所缓解,沪市董监高目前日均减持 0.12 亿元,较《实施细则》发布前日均 0.17 亿元下降了 31.42%。而深市大宗交易日均减持金额较《实施细则》施行前下降了 44%;大股东和董监高减持行为受到有效约束,日均减持金额较《实施细则》施行前分别大幅降低 60% 和 42%。<sup>[67]</sup>可见,短期内,其出台的确对于稳定市场情绪有一定的帮助,延缓了市场压力,对于市场阶段性的突出问题有了针对性的回应。<sup>[68]</sup>

然而,一方面,减持制度本身仍有待改进。具体而言,第一,对于内部人士的减持行为施以限制,理由在于防止其对信息的不公平利用。对于具有信息优势的“关联人”,不论其持有股份的来源,都应当对其减持行为施以限制。《减持新规》对大股东通过集中竞价交易购得股票的豁免,尽管满足了我国监管者借以修正不公平价差的核心关注点,但同时也导致了减持规制逻辑上的断裂,应予以修改。第二,对于特定股东,规定其限售股份在锁定期满一定时间后的减持不再受数量限制,或许是更好的选择。第三,我国对董监高的减持规制同时吸收了台湾模式和美国模式的要求,对其叠加了过重的减持限制。《公司法》中对董监高减持的限制性规定已发生异化,该规定的理论基础“利益合致假说”在台湾地区也遭受诸多质疑。在此后《公司法》修改中,或可考虑将原移植于台湾地区的董监高任职期间和离职后 6 个月内的限额转让、禁止转让的规定,予以删减;证监会和交易所的相关规范文件也相应进行调整。

---

[67] 参见《深交所发布〈答投资者问(二)〉进一步明确减持细则适用问题》,载深交所官网:<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39776645.shtml>;《上交所发布上市公司股东及董监高减持股份细则问题解答》,载上交所官网:[http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20180112\\_4449643.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20180112_4449643.shtml),2018 年 1 月 14 日访问。

[68] 发言人指出,新规的总体思路是,从实际出发,遵循“问题导向、突出重点、合理规制、有序引导”的原则,通盘考虑、平衡兼顾。参见《中国证监会新闻发言人邓舸就进一步规范上市公司有关股东减持股份行为答记者问》,载中国证监会官网:[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527\\_317541.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201705/t20170527_317541.html),2017 年 12 月 1 日访问。可以说,就新规出台背景而言,正值市场集中减持、过桥减持突出阶段,究其规制内容而言,新规对减持规制进行了全面的升级与漏洞填补。参见吕红兵、朱奕奕:《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》,载《证券法苑》(第 21 卷),法律出版社 2017 年版,第 10~19 页。

就程序而言,对股东减持的限制存在法律授权上的缺失。证监会规范性文件、交易所规则的性质,从根本上决定了其对违规减持行为所能采取的措施有限。若期真正实现对某些减持行为的限制,还需在立法层面予以明确,以实现违法行为的有效处置和严厉制裁。

另一方面,从长期来看,作为对交易制度的应急修补,《减持新规》并不足以在实质层面改善资产市场的基本制度环境,难以从根本上解决市场当前的问题,也无法有效引导长期价值投资。监管者对于减持制度需要更加系统和长远的思考和基础建设,包括明确制度规制的目的与监管定位,完善配套制度,同时加强投资者教育,提升市场整体健康程度,以期实现市场的稳定发展。<sup>[69]</sup>

(编辑:丛怀挺、阎俊忆)

---

[69] 有学者指出,新规充满了中国资本市场的特色,聚焦时下的现实矛盾,不失为一种有针对性的策略选择。但与此同时,更加系统、更为长远的思考和探索也需要齐头并进。此外,虽然法规漏洞逐渐被填补,但根本问题未能彻底解决。需要坚持疏堵结合、区别对待,同时加强整体制度改革建设。参见郭雳:《美国股市“减持”规则的沿革和政策考量》,载《证券法苑》2017年第3期;冯果:《上市公司股份减持制度需走疏堵结合的系统性建构之路》,载《证券法苑》2017年第3期。