

上市公司股份减持制度须走疏堵 结合的系统性建构之路

冯 果*

底线意识淡薄与短投主义盛行的市场生态正侵蚀着我国股票市场的制度根基,意在规范上市公司股份转让的减持制度被投机异化为特定股东套利敛财的通道。“过桥式”“清仓式”“断崖式”等恶意减持手段花样百出,中小投资者合法权益广受侵害,公平的市场交易机制被扭曲。为了整治市场乱象,引导股东规范减持,监管新规频频出台。从2015年“18号公告”、2016年“1号公告”到新近的2017年“9号公告”,减持规定愈发严格。虽然法规漏洞渐被填补,但根本问题未能彻底解决。现有制度重堵轻疏、治标不治本以及缺乏配套衔接的困局亟待破解。

一、坚持疏堵结合、区别对待与发展规范的 破局思路

2017年5月26日,号称“史上最严”减持规定

* 武汉大学法学院教授,博士生导师,武汉大学资本市场研究中心主任。

的证监会“9号公告”出台,次日沪深交易所紧随其后发布实施细则,这次酝酿良久、被监管层寄予厚望的减持新规一经发布便备受市场关注。同旧规相比,新规存在四方面修改:一是“扩口径”。除规范大股东减持行为外,新规还将IPO发行前股东(Pre-IPO)及定增股份的股东等特定股东减持行为纳入监管。二是“压节奏”。对三类股东采取集中竞价、大宗交易及协议转让方式减持股份的价格、数量、比例和间隔作出细化限制。三是“强信披”。从事前、事中、事后全面规范大股东和董监高的披露规则。四是“严罚则”。除书面警示、通报批评、公开谴责外,新增限制交易等监管措施。新规直接目的在于堵塞制度漏洞,避免集中、大幅、无序减持扰乱二级市场秩序,其深层考量则是希望借此契机打击投机式野蛮生长,力促市场回归理性投资的价值本位。

资本市场“牵一发而动全身”,我国金融改革正处于转轨过渡的关键期,制约市场化推进的结构性问题仍较突出,基础发行交易制度尚不完善,单靠减持“封堵”无法长期有效地解决问题。唯有从市场全局出发,对其相关配套制度加以调整,方能标本兼治。在具体制度设计中,应秉承以下原则:第一,疏堵结合。不仅要从防范风险出发关注市场稳定,恪行严格的减持“封堵”,亦要基于化解风险的考量增加市场流动性,“疏通”资本的退出渠道。第二,区别对待。对上市公司一般股东正常股份转让应当予以尊重和维护,对有持股优势、信息优势或持股成本优势的特殊股东股份减持进行规范。也就是说,既保障股东转让股份的应有权利,也保护中小投资者的合法权益。第三,规范发展。既要市场化引领下多举并行、创新发展,又应存有底线规则意识,谨记金融安全防线,对创新的制度、方式、品种予以规范。三项原则有机统一,在减持制度配套施行中应遵循“疏堵结合”的宏观架构安排,以“区别对待”与“规范发展”作为具体制度建设的内在逻辑。

二、通过制度补漏、强化内部约束、推进IPO改革,消除减持制度体系隐患

从系统封堵角度来看,现行减持制度体系存有“外堵存漏”“内堵

不足”及“根堵偏离”的隐患,应从减持补缺、公司治理与 IPO 穿透三个层面进行化解。首先,股东减持的外部限制仍有缺陷,应加以补实。一则协议转让尚欠完善。由于集中竞价与大宗交易方式在新规中被增设多项限制,以往借道套现的市场路径几被封堵,而受限不深的协议转让遂成为大比例减持主通道,市场中“壳”的腾挪、机构快速套现等问题日益多发。其中,尤以控制权转让、高溢价转让的风险最为突出。因此,应从关键问题着手,加强交易所常态性市场问询,细化特定信披要求,明确此类协议转让的定价缘由、资金来源、支付安排以及具体的后期计划等信息。二则“变脸减持”也欠补充。变脸减持者大多在业绩公布后大比例减持股票,极易引发上市公司股价大幅下挫,将投资风险转嫁给二级市场投资者。当前新规疏漏了对“变脸减持”的防范,应予以补充。^[1]

其次,除补实外部限制外,完善公司治理也可为套利减持的封堵提供内部约束。当前股票市场尤其是创业板充斥着家族上市企业,一股独大的股权结构造成了公司治理的紊乱,大股东通过上市公司的合法外衣肆意减持套现。实践中,大股东及其利益关联者往往利用决策权优势,先推行“高送转”“炒概念”“企业重组”,后高位精准减持。然而,中小投资者却囿于持股劣势与信息匮乏而无力与之抗衡,公司内部约束形同虚设。为有效遏制恶意减持,应对上市公司的股权结构作出明确要求,对一股独大予以限制。比如,把控股股东持股比例明定限制在 33% 以内,以形成公司治理的平衡结构,对大股东和高管的减持形成有效内部约束。

最后,市场违规减持层出不穷的根本诱因是我国股票 IPO 的“价”“量”调控始终未能有效融入市场化机制。一方面,IPO 定价过于行政化。监管部门将新股发行市盈率上限硬性设定为 23 倍的“一刀切”做法造成了股票价格在一二级市场间的巨大价差,刺激以低廉价格入市的大股东、高管限售期一过便疯狂减持。另一方面,IPO 节奏行政干预明显。现纵有新股发行“常态化”的迂回政策,但长期占据主导地位的核准制所偏好的“短缺经济”时期下的指令性计划思维并没有根除,

[1] 皮海洲:《对“变脸减持”还须对症下药》,载《证券时报》2017 年 6 月 2 日版。

IPO 节奏受监管部门调控,上市公司被人为地变成了稀缺资源,壳价值被估高追捧的现状并没有根本改观。因而,应在遵循市场调节基础上坚定注册制改革步伐,从根源上减少大股东减持的动机。

三、建立存量发行、契约设计与品种创新等市场化的疏通安排机制

封堵式进路虽能延缓减持进度,却不能根本解决减持问题,尚需对减持路径进行疏通革新。而首发存量发行、限售契约设计与流通品种创新的推进或可提供减持疏通的新思路。

首先,在 IPO 注册制改革下扩充首发存量发行。公司原股东在股票对外公开发行时,可出售自己所持股票,收入归股东所有。这既为有减持意愿的股东提供一级市场提前集中“消化”的通道,又增加了二级市场流通股的数量和比例,减少限售股“堰塞湖”集中减持对市场的冲击。但存量发行亦有风险,尤其是内部人提前套利取现的道德风险和不对称产生的“柠檬问题”极易损害中小投资者合法权益,故应在发展的同时予以规范。一要区别对待存量发行主体,针对发起人、控股股东、董监高及其他主体设定差异化的发行比例限制,保持公司经营的稳定连续性。二要稳步推行“绿鞋机制”,通过承销商超额配售选择权的行使,调节存量发行的数量与比例,以平抑二级市场股价涨跌。三要加强专项信息披露,借鉴美国 S-K 条例及 144 规则的披露理念和设计,对存量发售的各种风险进行细致有序的揭示,尤其对发行主体、持股种类和数量、发行原因及影响、发售资金归属、控制权变化、减持结果以及日后减持计划等内容进行全面披露。

当前,A 股市场减持路径以法律和行政强制规定为主导,限售股的锁定范围、减持类别、转让方式及比例期限等问题均被事无巨细地严密规范。这与美国等发达资本市场重视私主体契约设计与个体承诺的限

售安排有明显差别。^{〔2〕} 在减持路径的疏导方面,应发挥市场机制内在博弈的作用,引导契约化、个性化的减持安排。一方面,通过行为指引和示范做法的方式,引导限售股持有人与公司之间达成多种合意,减缓限售股解禁造成的市场压力。另一方面,鼓励上市公司股东进行单方面的法律承诺,对其减持计划作自我约束。例如,预设自身减持实施的触发股价,承诺一定期限内减持的具体方式及幅度上限,明确减持违约的收益处置等自愿性选择,并向社会公示。由此,通过私法自治的市场机制为减持疏通安排提供法律规定之外的契约“开源”路径。

除在减持方式上进行直接疏通拓展外,也可通过金融品种创新来丰富减持路径。股东凭借特定金融产品,虽无法对所持股份进行直接减持,但可间接实现正当减持的效果,达到资金融通、市值管理与风险化解的目标。在推进二级市场流通性管理基础上,灵活推出对股价影响较小的创新产品,这样既可赋予优质公司限售股股东正当获取资金的通道,又能为投资者提供可选择的新型交易品种。例如,股东发行有特殊含权结构的可交换债换股,不仅能满足不同发行人对融资、减持、股权调整、套利运作的差异化诉求,而且由于其不涉及新股增发,也不摊薄上市公司收益,故还有益于稳定市场预期,引导投资理念的长期化和理性化。此外,股票收益互换、限售股权质押等亦是创新之举。但创新与风险并存,在发展金融创新产品助力减持疏通的同时,也要防范“花式减持”中存在的隐秘套现的潜在风险,在“效率”与“安全”中进行理性权衡。

〔2〕 陈彬、陈娟:《从域外经验看我国限售股制度的问题与改革》,载《证券市场导报》2014年第12期。