

减持新规的愿景与远景:再议监管政策的“情”与“理”

郑 彧*

继2015年7月作为救市临时手段而对上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员采取临时性限售措施后,2016年1月,中国证监会又通过《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)要求大股东在3个月内通过证交所集中竞价交易减持股份的总数,不得超过公司股份总数的1%。虽然减持规定限制大股东通过集中竞价交易的减持数量,但由于减持规定没有限制“过桥减持”^[1]的问题,中国证监会在2017年5月28日又通过重新修订《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称减持新规)以意图进一步限制大股东及特定股东的减持行为,同时堵住所谓“过桥减持”的漏洞。减持

* 法学博士,华东政法大学国际金融法律学院副教授。本文系2014年度国家社会科学基金项目“‘负面清单’背景下金融产品创新与金融监管改革研究”(项目批准号:14BFX092)中期研究成果,并受到上海市浦江人才计划资助(项目号:17PJCO39)。

[1] 即大股东先通过大宗交易或者协议转让向第三方过户,然后由第三方通过集中竞价交易系统抛售。

新规从出台伊始就面对正反两方观点,拍手鼓掌者较多,但拍砖批评声也未曾中断。在此背景下,本文拟从监管政策的效果评估因素谈谈对减持新政的理解,希望能够通过客观的、学理性的评价进一步推动证券监管政策的客观性、中立性和科学性进程。为论述方便,前述临时性限售措施、减持规定和减持新规在下文中可能统称“减持政策”。

一、减持政策的愿景评判:限权的基础与域外的经验

随着我国社会主义法治进程的深入,“依法行政”的理念已经深入人心,因此,以“行政相对人申请—行政机关批准”为特征的行政许可〔2〕和“行政决定—行政复议”为保障的行政措施有着越来越为严格的执法程序和执法要求,有关行政执法措施越来越规范。但即便如此,行政机关在“行政许可”和“行政处罚”以外,以限制市场主体或民事主体自身权利的方式进行“行政管理”的方式却又不断涌现。在某种程度上,为了实现行政管控的效果,行政管理越来越倾向直接“限权”的方式进行,特大城市的“限牌”“限行”如此,楼市调控的“限购”如此,学区入学的“排位抽签”如此,“以限增效”似乎成为考核行政监管机关管理水平和管理效果屡试不爽的利器。而对于这种以“限权”为特征的行政管理方式争议颇多,立法机关对此其实也有一些明确的观点。〔3〕就有关减持政策本身内容的描述及新闻通稿而言,其实不难看出,监管部门自身对于减持政策可依循的理论依据的徘徊和困惑。为了证明限售减持的正当性,证监会在减持新规中援引了《公司法》第144条及美国、我国香港地区等有关境外证券市场的经验以作为减持新规具有合理性的佐证。但如果深究这两个被减持新规所援引的例证而言,还有许多法理上的问题没有得到解决:

一方面,就有关立法内容和程序角度而言,由于减持政策涉及上市

〔2〕 比如,依据《行政许可法》,行政许可是指行政机关根据公民、法人或者其他组织的申请,经依法审查,准予其从事特定活动的行为。

〔3〕 郑淑娜:《红头文件不能减损公民权利》,载《新京报》2015年3月10日版。

公司股东对于其自身股份处置权利的限制,所以,如果从《立法法》的规定上看,“部门规章规定的事项应当属于执行法律或者国务院的行政法规、决定、命令的事项。没有法律或者国务院的行政法规、决定、命令的依据,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”,而就《证券法》《公司法》和沪深两地证券交易所上市规则而言,虽有针对发起人、控股股东、实际控制人和董监高的限售期规定,但没有明确涵盖减持政策所述的出售限制(因为减持政策本来就不是针对限售期限的,而是限售期结束后这一阶段的减持行为)。因此,从立法法层面上看,减持政策可能存在上位法依据不足的问题。

另一方面,就域外经验的借鉴而言,减持新规在“政策”论证过程中参照了美国证券法项下针对证券转售的 144 规则条款(RULE 144)。而对于 144 规则借鉴的意图和努力并不是 2015 年股市异常波动开始后才被证监会予以重视的。在 2008 年股权分置改革完成之后面对“大小非”解禁首次高峰时,证监会原本就有考虑借鉴美国证监会(SEC)的 144 规则而“引入二次发售机制,完善大宗股份减持的市场约束、减震和信息披露制度”。^[4] 所以这就不难理解对于 144 规则的借鉴意图一直反映在由证监会主导的《证券法》修订过程中,甚至还一度写入《证券法》的修订草案。但问题在于,二次发售机制(secondary offering)在美国其实是一个私募发售公开转售的监管要求,它的本质是在遵循“公开发行必须注册”原则下的强制性披露义务(注册只是一种手段以保证这种披露的程序性合法),针对通过非公开发行方式获得发行人股份的重新销售是否需要就该等转售行为适用证券公开发行注册或者豁免,而采取的监管规则。除了二次发售之外,通过初始发行获得证券的证券持有人可以通过私募配售、证券交易所集合交易(竞价或撮合)等方式自由出售其所持有的证券,区别只在于是否构成美国 1933 年《证券法》项下的“公开发行”而必须对发行文件进行注册登记(私募发售遵循 SEC144 规则,而通过证券交易所的交易则需遵循

[4] 周翀:《证监会:二次发售细节特定希望尽快形成方案》,载《上海证券报》2008 年 8 月 23 日版。

1934年《证券交易法》项下的交易登记规则与股份变动登记规则)。^[5]因此,抛开144规则对控制人证券转售的限制以及144A规则对证券“非混同性”(non-fungibility)的要求,仅就其对私募证券等受限证券再次卖出的规范而言,上述规则不失为厘清美国二次发售机制和转售限制,明确特定股东预期的规则。

二、减持政策的远景评价:政府与市场的边界

2008年股权分置改革接近完成之时,证监会曾表态“股改完成后,股权分置问题得到解决,不会再搞市场分置……不会搞法人股市场”。^[6]但如果我们将目光放到股改之后监管机构对于整个证券市场行情的管制历程,我们可以发现,不仅二级市场的减持政策越来越趋向于对于大股东减持的控制,其实在前端的发行机制中,为了防止首次公开发行前股份在限售期后出售对于二级市场的影响,监管机构早已设下限售的关卡:2014年新股发行体制改革中,为了避免大股东首次公开发行后抛售手中股票而对市场的冲击,中国证监会在首次公开发行条件中,对于首次公开发行前持有拟上市股份的特定股东就已经施加更为严格的减持条件和减持数量的限制,如《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中关于锁定期届满后控股股东、董监高减持价格的要求等。

由此可见,为了平抑二级市场价格回落的可能性,我们在某种程度上又走上了“供求管制”的老路,其背后的监管逻辑还是“价格管制”,似乎这个市场只能升不能跌才能体现监管部门应尽的监管职责。而就市场的本质而言,市场存在的意义在于其是一个提供流动性的场所,市场主体通过市场交易的形式发现价格的差异并达成交易,某种程度上,流动性因素对市场价格的形成有着重要的影响作用。由此,我们不得

[5] 郑曦:《监管艺术的考验》,载《21世纪经济报道》2008年8月21日版。

[6] 周翀:《证监会:二次发售细节特定希望尽快形成方案》,载《上海证券报》2008年8月23日版。

不回到一个被老生常谈的马克思主义政治经济学的价格形成规律：商品价格是以商品价值为基础，围绕供求关系的变化而上下波动。这个规律可以解读为两个要素：基本要素是“商品的内在价值”，这个由商品本身的质量决定（在证券市场上体现为证券所对应的权利价值）；影响因素是供求关系，供不应求价格上涨，供过于求价格下跌，直到供求关系再次平衡，价格随之达到平衡。对于价格的基本要素，基于证券的“无形性”，证券监管是以“信息披露”的要求实现对于证券价值的判断，而对于价格的影响因素，是否需要政府对供求关系进行人为、宏观调控却又涉及“政府之手”究竟应该伸出多长的问题？在经济学家眼里，当讨论市场供求关系变化的不稳定因素时，更多程度上是讨论人的不稳定性，即“市场的不稳定性源于人的自然（nature），人性。市场活动的主体是人，正是人的互动关系构成了市场。而人，即任何人，理性都是有限的，道德也是不完美的。人必然会犯错误，更不排除有些人在有些情况下有意地做错误的事情（wrongs）”。〔7〕这样的人性正是市场内在地不稳定的根源所在。从逻辑上说，人的学习总是滞后于市场内的无数主体的行动。尤其是在市场高度发达之后，人的理性和道德未必同步进化。市场的种种制度安排，是人们为了应对自己的无知而逐渐创造、接受的，即便矫正也总是在问题已经暴露出来、从而造成危机之后。但市场调整的滞后性所带来的短暂失灵并不能简单地认为政府的“有形之手”一定没有发挥效用。市场失灵固然对政府干预提出了新的需求，但并不能自动地证明政府干预一定能满足这种需求。对此，必须发展出一整套全新的理论，对政府行为加以分析，从而能够鉴别出哪些政府干预能够有效地矫正市场失灵，而哪些政府干预不仅不能矫正市场失灵，反而会带来政府失灵。〔8〕

从这个意义上讲，在证券市场监管中，我们既要建设有为政府，也要建设有限政府。政府要有为，是因为在公共产品的提供上，政府有义不容辞的责任，但同时如果承认让市场在资源配置中起决定性作用，政府的作用必然就是有限的。面对市场，政府当然不是无可作为，但也仅

〔7〕 秋风：《复苏经济靠政府还是靠市场？》，载《经济观察报》2009年3月9日版。

〔8〕 顾昕：《政府的作用是什么》，载《经济观察报》2014年4月5日版。

止于竞争规则的制定和恰当的监管政策。这其中隐含的前提是,政府部门相信,自己没有办法通过计划或类计划的方式配置资源,实现经济的可持续成长。将这权力还给市场,是为了让市场中的企业家根据价格信号做出恰当的决策。^[9] 如果我们的目的不是回到股权分置的年代,而是要让市场起决定性的配置作用的话,那从本质上就应该让市场的子弹多飞一会儿,要相信私利本位的市场主体对于价格及交易对手的判断,证券监管只要做好信息披露真实性、有效性的工作,严厉打击利用持股优势而进行的信息欺诈和价格欺诈,至于价格的涨跌升幅,这应该是交由市场主体自己承受的风险,政府无法也不可能承担起这样的职责。

三、代结论

在我国由政府主导的市场变迁过程中,任何制度的变化与推出都将直接影响市场的格局与市场利益的分配。在市场参与者本身无法以自身努力推动制度变迁的背景下,市场参与者与政府的博弈成为影响市场主体获利或亏损的一种重要因素,因此,政策制定与供给的过程往往形成市场参与者与监管者的直接博弈过程,在不满意政府制度供给的情况下,市场的利益群体有可能以一些自发性的群体行为寻求在与政策博弈中的优势,如集中抛售股票、以市场的下跌逼迫政府改变政策决定等。通常情形下,我们认为弱势群体应该是支持改革的群体,但事实上,弱势群体可能由于知识、经验及力量的弱势,在面对制度变革的选择不具备影响力的情况下,只有以抗议、影响社会稳定等方式维持原有其已认知的制度方式,阻碍制度向更为有效的方面变革。这些行动表面上打着改进市场缺陷的招牌,实际上可能却妨碍市场的有效运作。^[10] 在监管制度的设计过程中,设计者往往寄希望于通过制度的设

[9] 社评:《有限政府还是有为政府,这本不是问题》,载《经济观察报》2016年10月24日版。

[10] [美]拉古拉迈·拉詹、路易吉·津加莱斯:《从资本家手中拯救资本主义》,余江译,中信出版社2004年版,“引言”第xv-xvi页。

计与选择完全满足其政策目标,然而市场本身的博弈并非完全能够按照所谓的“理想模型”运行,理论与实践总是存在偏差,^[11]因此,任何制度设计都不存在单一有效率的政策选择,只可能存在对应于每一种既定制度条件下的某种有效率的选择。^[12]在此认知下,较为明智的监管政策制订策略是:第一,监管应回归到公平监管本身,指数跌并不是证券监管题中的应有之义(本文并不是反对政府为了防范系统性风险所采取的调控措施,只不过这些经济调控措施本就不应是证监会的职能)。第二,监管本身应该给予市场主体明确的制度预期,不能存在让市场主体有“朝令夕改”的担心,如果今天因为行情不好可以限售,那明天市场行情突然暴涨,监管机关是不是在“防控风险”的名义下应该向楼市宏观调控学习而采取证券市场的“限购措施”?如果大股东出售必须要“一停、二看、三通过”,那未来上市公司股份质押的市场还要不要(质权人根本无法快速变现获得贷款的归还,由此扭曲债权市场),以后还要不要着力发展通过资本市场的企业并购行为?还要不要鼓励企业之间通过控制权转移获取产业溢价?特定股份在一项新出现的全面要约收购中是否可以自由出售股份?这些问题都是减持政策给市场带来的不确定因素,应在未来的监管政策制定过程中尽量避免。第三,在进行监管制度的选择与实施中,应避免监管者本身政治目标与市场目标的冲突、监管者愿景与远景之间的冲突。如果一项政策的出台本身就存在诸多的利益冲突,那么监管制度的选择与实施的本身就很可能不是针对保护市场博弈公平而采取的有针对性的措施,而是不得不屈从于市场监管需求以外的利益目标。而这样的利益目标在实现监管者可能希望得到的目的的同时,也损害了市场主体博弈的公平性和有效性,偏离了以“纠正市场本身偏差”为目的的市场监管宗旨。

[11] [美]理查德·A.波斯纳:《法律的经济分析》,蒋兆康译,中国大百科全书出版社1997年版,第30~31页。

[12] [美]丹尼尔·W.布罗姆利:《经济利益与经济制度——公共政策的理论基础》,陈郁、郭宇峰、汪春译,上海三联书店、上海人民出版社2006年版,第5页。