

美国股市“减持”规则的沿革和 政策考量

郭 雳*

2017年5月26日,证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,之后沪深两交易所也随即推出了实施细则(以下合称减持新规),引发了市场热议。所谓“减持”,在我国语境下盖指上市公司股东、董监高等对公司公开交易的存量股份的售卖。美国证券法律制度中并没有如此专门意义上的“减持”,与之相近或有关的概念包括(股票/份的)“销售”“出售”“转售”等。

美国1933年《证券法》第2条(a)款(3)项对于“销售”或“出售”给出了较为宽泛的界定,“‘销售’(sale)或‘出售’(sell),包括一切销售合同或者为获利而对证券或证券权益进行的处置”。与此相呼应,1934年《证券交易法》第3条(a)款规定“‘销售’与‘出售’一词包括任何关于出售或者以其他方式处置的合同。”“转售”(resale)、“发售”(distribution)或“二次发售”(secondary distribution)等,则散见于1933年《证券法》和美国证券交易委员会(SEC)144规则(Rule 144)等条文当中,意指

* 北京大学法学院副院长,教授。

发行人以外的其他人将其持有的已发行证券向第三人出售的行为。

颁布于1972年的144规则指向“不被认定为参与发售因而非承销商的相关人士”(persons deemed not to be engaged in a distribution and therefore not underwriters),旨在对1933年《证券法》第4条(1)款项下的“承销商”及其行为进行诠释,以帮助识别该款所规定的交易注册豁免可否适用于某一证券销售。144规则适用于两类证券交易情形:一是发行人的关联人(affiliates,可理解为控制人)出售证券;二是“受限制证券”(restricted securities)的转售。

根据144规则第(a)条(1)款,如果某人直接或间接地控制发行人,或者直接或间接地被发行人控制,或者与发行人一道共同被另一个人所控制,那么其就应当作为发行人的关联人。同时,该规则与405规则关于“关联人”的界定基本一致,即“某人作为公司或组织的经理人或合伙人,或者直接或间接地拥有10%以上任何权益类证券”。至于“受限制证券”,主要是指那些享受注册豁免的证券,包括私募发行的股票。就这两类交易活动,144规则从公开信息的可获取性(availability of public information)、持有期间(holding period)、数量限制(limitation on amount of securities sold)、销售方式(manner of sale)和通知要求(notice)等方面提出了不同的要求。只有满足这些要求的股票出售/转售才可被豁免,要不就得走注册程序,否则即是违法。

144规则的规制重点是规范杂乱无序的注册豁免行为,并强化对投资者的保护。例如,其第(c)条要求销售或转售时,相关证券发行人的当前公开信息必须充分,能够为公众所获取。这一公开信息要求体现了美国证券法律制度的核心——信息披露。这些政策倾向在其前身154规则以及更早1946年的In re Ira Haupt案中就已经有所体现。在该案中,SEC认为Schulte作为公司的控制人,相对其他投资者享有很大的信息优势,在未经注册并充分披露信息的情况下,只能允许其股票有序地逐步流入二级市场,而不得借助公司公告所推动的行情在短时间大量抛售牟利。

在迄今45年的历史上,144规则经历过两次较大的修改。1997年,SEC缩短了原有的持有期间要求。经过成本收益分析,SEC发现在持有期间要求尚未调整时(2年),为了补偿证券购买者转售所要受到

的限制,发行人往往不得不给予对方较大的价格折扣;相对于不受限制的公开发行业券,这一折扣通常为 20% ~ 50%。而当持有期间要求降低后(1 年),购买者进行转售所受的限制及要求的流通溢价(liquidity premium)会变小,发行人为此支付的成本将相应减少,证券价格趋于合理,能更准确地反映其内在价值。

2007 年,SEC 对 144 规则再次做出修改。其中最重要的变化是,将 1934 年《证券交易法》项下的报告公司(reporting company,如公众公司)发行的受限制证券的限售期从 1 年进一步缩短为 6 个月(非报告公司受限制证券的限售期仍为 1 年);此外,该次修改简化了对非关联人在转售上的限制,使其在期满后可以无条件转让;最后,该次修改还提高了报告义务的触发门槛。修改后的 144 规则主要内容如下表所示:

修改后的 144 规则主要内容〔1〕

	关联人或代表关联人从事销售的人	非关联人(且在转售前 3 个月内未被认定为关联人的人)
报告公司发行的受限制证券	<p><u>6 个月限售期内:</u> 在 144 规则下不允许任何转售(可根据其他规则寻求豁免)</p> <p><u>6 个月限售期后:</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"> • 当前公开信息 • 数量限制〔2〕 • 股权类证券的销售方式限制 • 表格 144 的填报要求(触发门槛:在任意连续 3 个月的期间内依据 144 规则所出售的证券数量超过 5000 股,或者其总价款超过 5 万美元) 	<p><u>6 个月限售期内:</u> 在 144 规则下不允许任何转售(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> 除非仍处于当前公开信息要求披露期间内,可依据 144 规则进行公开转售</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>

〔1〕 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。

〔2〕 对于权益类证券:不得超过以下两项中的高者,(1)发行在外的证券总量的 1%;(2)达到下述表格 144 填报标准,进行填表公示前 4 周在交易所和/或自动报价系统,或者“有效交易报价计划”或“有效全国市场系统计划”的平均每周交易量。

对于债券类证券(含优先股):不能超过上述两项与以下数量中的最高者,连同转售前 3 个月内同批证券或同类证券(仅优先股)的销售量占同批或同类证券可供转售总量的 10%。

续表

	关联人或代表关联人从事销售的人	非关联人(且在转售前3个月内未被认定为关联人的人)
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"> • 当前公开信息 • 数量限制(同上) • 股权类证券的销售方式限制 • 表格144的填报要求(触发门槛:在任意连续3个月的期间内依据144规则所出售的证券数量超过5000股,或者其总价款超过5万美元) 	<p><u>1年限售期内:</u> 在144规则下不允许任何转售(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>

除此之外,还有一些法律或者规定和144规则有所关联。例如,对于“受限制证券”,2015年美国国会对1933年《证券法》进行了修订,在其第4条“豁免交易”(exempted transactions)(a)款下增设第(7)项,规定与获许投资者(accredited investor)交易、非采取兜售或广告方式、满足信息披露要求等多项条件的交易适用注册豁免。类似地,SEC规则144A为对手方为机构投资者的非公开证券转售也开有口子,满足所售证券具有“非混同性”(non-fungibility)、买方限制、信息披露要求、告知义务要求等的交易可以豁免注册。

144规则的变迁实际上是与其背后的经济大势及深层次的时代需求相依存的。在其出台前后的20世纪70年代初,美国迎来第一次滞胀期。经济增长的内生动力放缓导致发展停滞,扩张性的货币政策引发了高通胀。这种情况下,对能够享受转售注册豁免的各项条件予以明确,可能会为吸收这些汹涌而至的资金新增添一个“池子”。而其后两次重大修改均发生在全球性/区域性金融危机爆发之初,彼时钱荒风险开始显现。市场需要资金注入以化解流动性危机,此时交易豁免的门槛被进一步降低也就不难理解了。

除在强化信息披露、提高非公开发行股票减持要求等方面与144规则有交集外,我国这次减持新规的涵摄更为丰富,从适用对象、大宗交

易、协议转让、减持承诺、多账户处理、股权质押等规定可以看出,新规充满了中国资本市场的特色,聚焦时下的现实矛盾,特别是利用“高送转”推高股价配合减持、通过大宗交易规则漏洞“过桥”减持、“清仓式”减持、董监高辞职减持等各种乱象。监管者们所面对的复杂严峻局面,使其有理由相信“稳定上市公司治理、维护二级市场稳定、保护投资者特别是中小投资者合法权益”是我国目前的当务之急。

中国的经济结构、转型压力、市场特征、司法环境以及所处的发展阶段等,决定了我国需要处理的突出问题常常带有很强的阶段性,有时可能凸显在新股发行,有时又可能轮转到兼并破产。为应对当下减持可能会造成的冲击,相关部门选择将重点放在市场秩序维护和投资者保护上,通过抓住关键群体、关键环节来规范市场、引导资源投向实业创造,不失为一种有针对性的策略选择。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,如怎样更好实现融资者和投资者之间的动态利益平衡。毕竟,即便是美国的144规则也并非孤立存在,与其相伴而生的是美国庞大而活跃的资本市场、颇为成熟的发行交易系统、证券法上反欺诈等诸多规则,以及发达甚至有时稍显过度的诉讼机制。