

证券交易所在减持股份上的自律监管

叶林*

证监会于2017年5月27日公布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》([2017]9号,以下简称“减持新规”),是在2016年《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》([2016]1号,以下简称“1号公告”)基础上修改而成的规范性文件。沪深证券交易所制定了配套的《减持股份实施细则》。对于证监会发布的减持新规,各界既有正面解读,也有负面评价。

撇开整体评价,减持新规的亮点之一,是明确了证券交易所及其规则在规范受限投资者减持股份中的地位。减持新规第13条第1款前段沿用了1号公告的部分规定,重申了证券交易所有权对违规减持者予以纪律处分,新增内容是将证券交易所规则列为证券交易所施加纪律处分的依据。减持新规第13条第1款后段延续了1号公告的内容,即“证券交易所应当通过限制交易的处置措施禁止相关证券账户6个月内或12个月内减持股份”。减持新规第13条增设第2款,即“证券交易所为防止市场发生重大波动,影响市场交易秩序或者损害投资者利

* 中国人民大学法学院教授。

益,防范市场风险,有序引导减持,可以根据市场情况,依照法律和交易规则,对构成异常交易的行为采取限制交易等措施”。

股份减持是证券交易的特殊形态,投资者必须通过证券公司的协助,借助证券交易所的交易系统,才能最终完成证券交易或者股份减持。就此而言,证券交易所无疑是证券集中交易的枢纽和核心。根据我国证券法的规定,证券交易所是为证券集中交易提供场所和设施、组织和监督证券市场、实行自律管理的法人。该规定确立了证券交易所在监督证券市场、监管证券交易上的自律监管职能。笔者认为,减持新规确立了证券交易所在减持股份上的一线监管者地位,明确了证券交易所的监管依据、监管手段和监管强度,提升了减持新规在应对证券市场变动的时效性。然而,证券交易所的自律监管范围究竟多大,自律监管手段包括哪些,证券交易所除了可以施加纪律处分外,可否限制乃至禁止某些证券交易活动等,在理论上确有需要认真研究之处。

证券交易所监管股份减持的现实依据,在于受限投资者减持股份可能与内幕交易、操纵市场及其他不公平交易相关。公司大股东或者董监高拥有利用公司信息的优势,其股票买卖容易牵涉内幕交易、操纵市场和其他不公平交易。最近数年,证监会查处了多起大股东或者董监高利用信息优势买卖股票的案件,这印证了减持股份与不正当交易之间的现实相关性。同时,我国二级市场市盈率相对较高,定增投资者却可能先在首次公开发行前以较低价格买入股票,后在二级市场以较高价格出售股票,从而在较短时间里获得远超过普通投资者所获得的丰厚回报,这种做法未必当然违法,却涉嫌不公平交易和背弃信义义务,从完善市场秩序角度,不得不警惕。受限投资者从事不公平交易的概率明显偏高,而有针对性地规范大股东和董监高减持股份,有助于减少内幕交易和操纵市场等不公平交易行为的发生概率,有助于保护普通投资者的合法利益,有助于维持公平、有序的证券市场秩序。

证券交易所监管股份减持,符合现代证券交易所具有的公共职能。在境外,早期证券交易所是券商为了便利彼此交易而自愿组成的,带有保护券商利益的历史功能,具有比较明显的“私人”性质。境外有学者甚至将其称为券商的“私人俱乐部”。在现代社会,证券交易所无论采用会员制抑或公司制,已不再单纯或主要对券商或者证券交易所股东负

责,而是要首先承担保护投资者的职能,这使证券交易所逐渐转变为承担更多公共职能的特殊监管者。在我国,证券交易所对公共事务的自律管理属性更为突出。一方面,沪深证券交易所在设立之初,就是在政府主导和推动下成立的,天生地被赋予了一定的公共职能,从而有别于多数境外证券交易所。另一方面,沪深证券交易所设立后不久,就全面引入了无纸化交易或者电子化交易,券商的“经纪”功能有所减弱,“通道功能”增强,证券交易与投资者的联系更加紧密。为了适应证券市场及其交易技术的特殊性,证券交易所正在从被动的市场服务者,转变为积极的市场管理者。就此而言,即使是会员制证券交易所,其主要功能已不是会员的权利分配,而是侧重于优化管理体系,保护投资者和维护市场秩序。

证券交易所在监管减持股份上,具有天然的监管优势。证券交易所凭借其完善的交易系统,可以及时发现乃至了解受限投资者的股份减持,可以根据正在发生的股份减持之复杂原因,采用适当措施予以指导和协助,或采用合理措施予以适度监管。就此而言,证券交易所自律管理带有防患于未然的特点,可以延展到股份减持的事前、事中和事后,无须等待违规减持发生后再予追责;在手段上,自律管理更为柔和且具有弹性。行政监管往往要等到违规减持发生后,才能启动相关的监管程序,是刚性监管且属于事后监管。单纯采用行政监管,往往会错失有效监管的良机。证券市场创新不断,实际问题异常复杂,减持新规赋权证券交易所制定相关规则,是合理之举。证券交易所根据事先发布的自律规则,有助于明确管理规范,增强市场的可预期性。

监管股份减持是我国证券交易所承担的法定职责。一方面,证券交易所是证券法规定的自律管理法人,当然承担了落实证券法规定的职责。我国证券法规定,证券交易所既是证券交易的服务者,同时也是证券市场的组织者和监管者。若过度强调其市场服务者和组织者的身份、罔顾其监管者身份,将有违现行证券法的规定。另一方面,公开、公平和公正是现代证券市场法制的核心原则。股份减持作为证券交易的特殊形式,本应秉持自由转让的精神,但当受限投资者无约束地自由减持股份,将直接危及证券市场法制的核心价值时,从对证券市场的审慎监管角度出发,证券交易所应当发挥必要的自律管理职能。

证券交易所监管股份减持,绝非仅仅是在执行减持新规,而是贯彻既有规定。在减持新规发布前,我国既有证券法律法规中,实际上已规定了证券交易所可以采用的监管措施。例如,根据《证券法》第115条,证券交易所根据需要,可以对出现异常重大交易情况的证券账户限制交易,并报国务院证券监督管理机构备案。该条款所称“出现异常重大交易情况的证券账户”,究竟是专指出现异常重大交易的某个账户,抑或是指具有异常重大交易的众多账户,证券法并无具体规定,但在解释上,凡是“出现异常重大交易”或者“可能出现异常重大交易”的账户,均属于可以限制交易的。再如,《证券交易所管理办法》第36条规定:“证券交易所应当根据证券法规的规定或者证监会的要求限制或禁止特定证券投资者的证券交易行为。”该条所称“特定证券投资者”究竟是何所指,该办法未予明确。但可以肯定的是,证券交易所是可以对证券账户或证券交易加以限制或禁止的。因此,在减持新规出台前,证券交易所监管股份减持已具有上位法律、法规的依据,但原有规定毕竟没有清晰涵盖股份减持的情况。就此而言,确有单独制定股份减持监管规则的必要性。

必须指出,证券交易所监管股份减持的职能,深入股份减持的各个层面。笔者认为,减持新规有两项重要的创新:其一,建立股份减持计划的信息披露规则。鉴于减持新规既要尊重转让自由,又要有效约束不公平交易,在股份减持中引入信息披露规则,可以使得市场尽早知晓大股东和董监高的减持意图,从而构成了监管股份减持的基础规则。其二,扩张了限制交易的适用范围。笔者注意到,对于证券交易所能否采用限制交易的监管措施,学术界存在不同意见。按照民事权利之限制仅得由法律和行政法规为之的理由,应该慎重对待证券交易所在自律监管中采用限制交易的措施,尤其是要合理解释减持新规第13条第2款所称的“构成异常交易的行为”的准确含义,以免造成与股权自由转让原则的冲突。