

注册制下的存量股流通: 转让还是转售

——兼议《证券法(修订草案)》一读稿中的
股票转售制度

徐 聪*

摘要:《证券法(修订草案)》一读稿对存量股上市流通规定了转售制度,要求存量股流通要转售注册或者在持股时间、期限和数量上对其上市流通进行严格限定。这一移植美国转售制度的做法不符合中国国情。注册制下存量股的流通法律性质上是转让行为不是转售行为,无须行政许可,不涉及发行、注册和注册审核。应将存量股的转让流通限定在二级市场内,由交易所对其转让流通进行必要的限制和审核。

关键词:注册制 存量股 流通 转让 转售

全国人大常委会今年4月20日“一读”的《证券法(修订草案)》(以下简称修订草案)第一次将美国证券市场上的转售制度引入,并专节加以规定,

* 中国社会科学院法学研究所经济法专业博士研究生。

要求存量股^[1]的流通采取发行方式再行注册或者不注册只能“少量慢走”,改变了我国长期实行的通过限售制度^[2]解决存量股上市流通的做法,在立法界和实践中引起了较大的争议。对这一问题的探讨意义重大,对存量股流通,不同的立法态度会导致迥然不同的结果。笔者认为,注册制下存量股的流通在法律性质上是一种转让行为,不是转售行为,存量股流通不是发行行为,无须行政许可,不需要发行注册和注册审核。美国的转售制度不符合我国国情,应制定符合我国国情的存量股流通制度,将存量股流通限定在二级市场,并以此为前提由交易所对存量股转让流通进行必要的限制和审核。

一、注册制^[3]下的存量股流通的法律本质

转售译自英文“resale”一词。根据《元照英美法词典》,是指出卖人将货物或者其他货品出售给买受人后,买受人又将其出售给他人的一种行为。转让是指权利人将其所拥有的权利和物品让渡与他人的一种行为。转售与转让在本质上都是一种财产权利的转移,即财

[1] 存量股,是指股份有限公司在首次公开发行并在证券交易所上市之前已经发行的股份。一般有两种情形:一种是募集设立股份有限公司时,由公司发行一部分股票给发起人,发起人认购的那部分股票;另一种是股份有限公司募集设立后、首次公开发行前,公司增资扩股而发行的由投资人认购的那部分股票。这两种情形都是非公开发行。在公司首次公开发行前,已经由公司股东持有。存量股又被称作老股。

[2] 限售股,是指股份有限公司首次公开发行股票并在证券交易所上市后,老股东持有的在上市以后的一定期限内被禁止在二级市场流通的股份。

[3] 修订草案规定首次公开发行股票并在证券交易所上市采取注册制,改变了现行《证券法》规定的首次公司发行并在证券交易所上市的核准制体制。修订草案第二章第二节专节用16条规定了“股票发行注册”,包括注册条件、注册文件、注册审核、中止注册、注册终止、注册撤销、注册程序、注册生效、注册法律责任等,分别对发行人、为发行人提供服务的中介机构、证券交易所、国务院证券监督管理机构等职责进行了规定。根据修订草案,注册制的指导思想是以信息披露为中心,以投资者需求为导向,按照“市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力”的原则由证券交易所审核首次公开发行并在证券交易所上市的企业,由中国证监会对首次公开发行并在证券交易所上市的股票予以注册。

产所有人将其所拥有的财产包括有形资产或无形资产及其权利转移给他人。

（一）合同属性视角下的转售与转让区别

转售与转让却有所不同,就合同属性来看:其一,在权利义务上,转售是双务合同,转让既可以是双务合同也可以是单务合同。转售合同要求当事人双方必须履行相应的义务,且将义务的履行作为合同的对价,一方不履行合同就构成对合同另一方的违约,导致相应的法律责任;但转让可以是单务合同。一方在权利让渡时可以不要求另一方履行相应的义务,合同的成就并不以双方都要履行相应的义务为前提,比如赠与行为,国有资产的划拨行为,等等。其二,在行为的目的上,转售是有偿合同,转让既可以是无偿的,也可以是有偿的。^{〔4〕}转售行为人追求的是利益,在本质上是一种销售行为,而销售是以营利为目的的转让,强调的是交易的获利性,具有明确的营利性和商业目的;转让着重强调标的物所有权的转移,可以是有偿的,也可以是无偿的,因而并不以营利性或商业性为唯一目的。其三,在具体方式上,转售作为一种销售,由于行为的营利性和商业性的目的,对其行为的行使相比转让要求的相对要严格。因为销售的过程,往往是当事人双方博弈的过程,销售人的广告行为、询价中的自卖自夸行为、产品的虚假包装行为往往比转让更容易发生,因此对于销售行为法律上一般都有所规制,对销售的条件、方式等都有所约束;而转让因其追求的目的并不完全等同于转售,法律上对转让的约束相对转售就宽松得多,因其不同的情况和追求结果的不同,可以采取直接或间接,无条件或附条件,自愿或强制等各种类型的方法实施。其四,在范围上,转售行为所涉及的范围要比转让的范围窄。这是因为转售只涉及销售行为,而转让却将销售行为和非销售行为囊括其中。对于赠与、继承所发生的财产转让,国有资产部门因行政划拨而发生的国有资产转让,信托成立时委托人交付财产于受托人的财产转让,质押人交付质押品转让等,均不属于转售行为。

〔4〕 参见马俊驹、余延满:《民法原论》(第4版),法律出版社2010年版,第637页。

(二) 证券法视角下的股票转售与转让的区别

股票的转售与股票的转让同样具有上述不同的特点和区别。除此之外,在证券市场上,两者还有一个明显的区别在于,股票的销售涉及的是发行环节,股票的转让涉及的是交易环节。而发行和交易却是完全不同的,前者隶属于发行市场,后者隶属于交易市场,有人形象地将其比喻为一级市场和二级市场。两个市场涉及的立法、监管、场所、中介机构行为、制度规范、股份价格管理等各个方面均明显不同。^[5]在立法上,股票转售主要规定于发行章节,主要规范已持有公司股票的股东如何再次发行,发行股票应具备何种条件,如何申请并递交文件、发行价格如何确定,发行失败如何处理等一系列与发行有关的内容;股票转让涉及交易章节。规定的是存量股如何上市交易,相关当事人在存量股上市交易过程中所应承担权利、义务和责任,上市交易过程如何进行信息披露等。在监管上,股票转售涉及的是监管机构如何审核拟转售股票,重点审核持股公司及持股人的相关信息,促使存量股份持有人及所持股票的公司完整、准确、全面、及时地披露存量股持有人及所持股票的公司情况,揭示可能存在的风险;股票转让涉及的是监管者如何监管交易过程中的异常和违法行为,督促企业、存量股持有人及相关信息义务披露人及时信息披露,以保证交易安全,维护交易过程的公开公平公正。在场所方面,股票转售并不涉及交易场所,即使利用证券交易所的系统进行网上发售,也仅仅是利用系统的便捷和高效,并不是在交易所场内的行为;而股票转让则完全是在证券交易所场所内的行为。在中介机构方面,股票转售是中介机构的投行业务,涉及保荐和承销,其他中介服务机构也以此为中心展开证券服务业务;股票转让涉及的是证券公司交易环节的业务,比如证券公司的自营或者为投资者代理买卖的经纪业

[5] 有学者指出,证券发行形成一级市场,证券交易形成二级市场。证券发行和证券交易有本质上的不同。证券发行是资金筹集的过程,是基于投资者与发行人之间的投资合同建立的法律关系,但不是买卖或者交易关系。证券发行中的出资与取得证券的关系,不是商品交换关系,而是一种出资行为与取得证明凭证的关系。证券发行还是证券效力的形成过程。参见陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第80~82页。

务。在制度设计上,股票转售是投融资双方在信息充分真实基础上的博弈,除拟发行人责任外,中介机构的诚实信用、勤勉尽职非常重要;股票转让则是买卖双方按照交易规则买卖股票,中介机构接受存量股股东和投资者委托买卖存量股,中介机构的重要性和责任并不那么明显。在股票价格上,转售的股票由于需要再次发行,存在着询价及承销情况,股票价格和已经在交易场所内交易的股票价格不一;股票转让因符合一定的条件直接上市交易,与已经在交易场所交易的股票价格是一致的。〔6〕

(三)“股票转售”的制度设计与法理逻辑

在我国,法律上并没有股票转售的概念,但确认了股票转让制度。我国《公司法》第三章规定了“有限责任公司的股权转让”,对有限责任公司的股权转让作出了较为详细的规定。第五章对“股份有限公司的股份发行和转让”作了专门的规定,其第二节“股份转让”规定“股东持有的股份可以依法转让”(第138条),“股东转让其股份,应当在依法设立的证券交易场所或者按照国务院规定的其他方式进行”(第139条)。我国《证券法》上也没有确认股票转售的概念,但同样确认了股票转让制度。尽管《证券法》第16条规定的上市公司可以发行可转换为股票的公司债券,第18条明确在一定的情形下,不得再次公开发行公司债券,均不是股票转售的概念。但这一情况,近期的立法中有所改变。2015年4月全国人民代表大会常务委员会“一读”审议的修订草案,第一次明确提出股票转售概念,在第二章“证券发行”的第五节“股

〔6〕 如我国台湾地区“证券交易法”将存量股流通界定为“出售老股的公开招募”,虽在管理上采取了类似股份公开发行的申报生效制,但在法律性质上仍与新股发行不同。

票转售限制”共计8条,对股票转售限制进行了专门的详细规定。^[7]

该节规定改变了我国传统上股票发行上市的定义,取消了有关限售股的规定,转而将首次公开发行时老股股东持有的股份定义为存量股票,并对存量股票规定了三种流通渠道:一是非公开转让(包括在非公开交易市场中转让或者协议转让);二是经注册后存量发行,可以与企业的首次公开发行一并完成,也可以在企业上市后单独进行注册;三是按照安全港规则在公开交易中卖出。安全港条件主要包括关联人持

[7] 修订草案第二章第五节规定“股票转售限制”,共计8条,分别为第50条:未经公开发行注册的股票,自发行人股票在证券交易所上市交易之日12个月内不得转让。第51条:首次公开发行时,股东持有满3年的股票可以由发行人依照本章第二节的规定申请注册。依照前款规定发行股票的,不得导致发行人控股股东、实际控制人发生变更;除发行人首次公开发行时未发行新股外,不得超过发行前公司股份总额的10%。第52条:上市公司股东持有的未经注册的股票,可以由上市公司申请公开发行注册。依照前款规定申请公司发行注册的具体办法有国务院证券监督管理机构另行规定。第53条:符合下列条件的,上市公司关联人持有的未经注册的股票,可以不经注册通过公开交易卖出:(1)上市公司依法履行了持续信息披露义务;(2)该关联人持股满3年;(3)该关联人3个月内依照本条卖出的股票,未超过上市公司已发行同类股票总数的千分之一;(4)国务院证券监督管理机构规定的其他条件。第54条:上市公司关联人通过公开交易卖出其持有的已注册的股票的,应当符合下列条件:(1)上市公司依法履行了持续信息披露义务;(2)该关联人3个月内依照本条卖出的股票,未超过上市公司已发行同类股票总数千分之一;(3)国务院证券监督管理机构规定的其他条件。前款第2项所规定的数量限制应当与欠条第3项所规定的数量限制累计计算。第55条:上市公司关联人依照本法第53条和第54条规定卖出股票的,应当在卖出之日起2日内通知上市公司,上市公司应当向国务院证券监督管理机构和证券交易所报告并公告。上市公司关联人通过证券交易所非公开转让或者协议转让其股票的,应当在转让完成之日起2日内通知上市公司,上市公司应当向国务院证券管理机构和证券交易所报告并公告。第56条:本节所称关联人,包括:(1)上市公司的董事、监事、高级管理人员;(2)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;(3)在转让行为发生前6个月内曾具有第(1)、(2)项规定的身份的人;(4)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1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1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价格持有的股票合并计算。第57条:符合下列条件的,上市公司非关联人持有的未经注册的股票,可以不经注册通过公开交易卖出:(1)该非关联人持股满3年;(2)该非个人3个月内依照本条卖出的股票,未超过上市公司已发行同类股票总数的1%;(3)国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

股期限满3年的未注册股票,出售数量3个月内不超过上市公司总股本的千分之一。此外,对于关联人持有的已注册股票(包括在公开发售中认购和二级市场购买的股份),在二级市场出售数量3个月内也不能超过上市公司总股本的千分之一。修订草案将存量股发行区分为一般的公开发行,对存量股份的转售注册程序、信息披露要求等授权监管机构制定相关规定。由于修订草案实施后所有存量股票均应实行转售限制,修订草案在附则一章为新旧制度的衔接安排了两年的过渡期。在过渡期内,原有存量股份可以按照现行制度流通,过渡期后,所有存量股份均应当按照转售规则流通。

修订草案确立了存量股流通的转售制度,是对我国长期实施的存量股流通做法的重大改变。笔者揣摩,立法中的这种态度变化,可能基于以下三种原因:一是存量股的公开流通需要公权力的介入;二是存量股持有人所持有股票的价格与公开发行股票价格存在较大差异,需要公平对待因公开发行所获得股票的投资者;三是为了缓解二级市场压力,特别是缓解“大小非”解禁对市场的压力,遏制大股东“套现”的冲动。^[8]

上述三种原因有一定的道理。存量股公开流通需要公权力介入,是因为存量股是通过非公开发行方式获得的,它是非公开的向特定人发行的。存量股因两种情况而存在:一种情况是发起人持股,即在设立股份公司成立时,发起人出资设认购公司股票。公司发起设立的,存量股是指发起人认购的全部股份;定向募集设立不构成公开发行的,存量股是指发起人认购和定向募集的股份;构成公开发行的定向募集和公开募集设立的,存量股是指发起人认购的股份。^[9]公司在首次向社会公开募集股份前,发起人和其他股东在公司设立时非公开发行获得的

[8] 《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明》对规定“股票转售限制”作了说明:一是“从境外成熟市场的做法看,转售限制制度是股票发行注册制的内在要求和重要组成部分”;二是“这一制度也有助于解决我国市场上长期存在的大股东套现、‘大小非’解禁等难题,符合加强投资者保护的价值取向”。

[9] 《公司法》第77条规定:“股份有限公司的设立,可以采取发起设立或者募集设立的方式。发起设立,是指由发起人认购公司应发行的全部股份而设立公司。募集设立,是指由发起人认购公司应发行股份的一部分,其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司。”

该部分股份即成为公司的存量股份。另一种情况为增资持有。即股份公司成立后首次公开发行前,公司因经营或其他方面的需要增资扩股,非公开发行引入了新的投资者,这些投资者拥有的股票自然也成为公司的存量股份。

综观各国证券立法,对股份发行因不同的发行方式所采取的立法态度迥异。^[10]一般而言,对非公开发行较为宽容,不审核或者审核较为宽松,不需要公权力介入,或者介入的力度较轻;对公开发行较为严格,审核较为严厉,公开发行需要公权力介入,且介入程度较深。公开发行股份之所以需要国家公权力介入,进行严格的审核,是由其发行特点所决定的。与非公开发行相比较,公开发行股票的特点是明显的。

其一,涉众性强。公开发行股票面向的是不特定的社会公众,且具有相当的规模。其行为涉及的人数多、影响大。我国《证券法》将公开发行的人数设定在200人以上,且发行的对象是不特定的投资者。在实践中,对于公开发行股票所涉及的投资者更是成千上万,社会公众参与度高。

其二,经济利益巨大。公开发行股票由于其发行股份的数量必须达到法定比例,其所筹集的资金往往以亿元计算,大多数达数亿元、数十亿元,甚至更高,对投融资双方来说涉及的经济利益重大。现行《证券法》第50条规定,股份有限公司申请股票上市,其公司的股本总额不少于人民币3000万元,且公开发行的股份应达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为10%以上。

其三,博弈程度高。公开发行股票的活动是投融资双方就股票发行价格进行充分博弈的过程。对于发行人而言,其主要目的是使其发行的股份能卖出一个较好的价钱,因而其自身或者通过中介机构比如保荐人、承销商等在股票的发行过程中不断地推销自己,承销过程中难

[10] 例如,在信息披露方面,公开发行要详细披露与发行证券相关的各种重大信息,非公开发行“信息备忘录”等方式向投资人披露;在发行监管上,公开发行必须要经严格的证券审核,非公开发行则无须审核;在法律适用上,公开发行要符合证券法律规定的条件和程序,非公开发行法律的要求较少。参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2009年版,第123~124页。

免存在夸大宣传情形。对投资者而言,由于对公司的情况只能依靠发行人披露的信息获得,需要发行人及其中介机构提供全面、准确、完整、及时的信息,以此作为同发行人价格博弈的基础,目的是能够获得尽量低的价格,从而物有所值。公开发行股票涉及社会秩序、公众利益,是一次重大的经济活动,在这一活动中,社会公众作为投资方是弱势的一方,原因在于在投融资双方的博弈中,投资者是信息的接受方和了解方,他们是被动的。而融资者是信息的制造方和发布方,发行人是主动的。他们是否全面、真实、完整、准确、及时地将企业情况告诉投资者,对于投资者至关重要。而巨大的利益驱动,往往很难使作为融资方的发行人完全做到这一点。

因此,国家公权力需要介入,对发行人情况进行审核,要求发行人充分揭示企业的情况,进行全面的信息披露,让投资者充分掌握发行人的各种信息,并以此决定是否投资并进行充分的价格博弈。只有这样,才能保证投融资双方的公平公正,重大经济活动的有序和公众活动的稳定。

(四)对存量股流通予以转售限制不是“优选项”

存量股的流通是否也应该用公权力的介入解决上述问题呢?笔者认为,未必如此。不通过转售的方式,不需要再次发行和注册也可以解决。因为,对于公开发行股票并在交易所上市的公司来说,在公开发行和上市时审核机构已经进行了严密的审核,企业也进行了全面的信息披露,投资者已充分掌握了发行人的信息。有人认为,在首次公开发行时,审核机构注册的只是公开发行的股票,并未对存量股份进行注册,因而存量股份的上市流通当然要和公开发行的股票一样进行注册。注册公开发行的股票并不等于注册发行股票的公司,两者不能混为一谈。我们同意这种看法,但并不意味着存量股份的流通就一定要采取注册的方式。理由有二:一是注册并不等于注册审核,注册针对的只是公开发行的股份,不是公司,但注册审核,审核的却是发行股票的公司,不是审核公开发行的那部分股票。注册审核机构就发行人及其中介机构提供的申请文件,对发行人的情况进行全面的审核,让发行人并通过发行人的保荐人、律师事务所、会计师事务所等中介机构就发行人情况进行全面的揭示,因而注册审核针对的发行人,目的是让投资者了解发行人

的情况。可见,公权力的介入并不只是注册同意一部分股票发行,那仅仅是结果,这一结果是在对发行人全面审核基础上得到的。如果审核发行人的情况不佳,问题较大,公权力机构就不可能批准发行人公开发行股票,也不存在注册一说了。二是如果公司已经上市,存量股份的流通也不需要通过转售就可以解决上述问题。因为对上市公司的揭示,法律法规有大量的规定,监管机构也有一套行之有效的办法,在一定程度上比注册和注册审核监管的更多更全面,法律要求上市公司披露年报、中报和季报,此外还有大量的临时报告,投资者对上市公司情况的了解,信息非常充分。在存量股的流通上,投资者完全可以根据上市公司所披露的信息,判断其是否买卖以及何时买卖流通出来的存量股股票。

存量股的发行价格和公开发行的股票价格不一致,是法律所允许的。我国《公司法》第127条规定“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利”,该条又规定“同次发行的同种类股票,每股的发行条件和价格应当相同;任何单位或者个人所认购的股份,每股应当支付相同价格”,由此可以看出,法律只是要求同次发行同一类的股票价格应当相同,并不要求不同次发行股票价格相同。在实践中,尽管存在存量股发行的价格低于公开发行股票的价格情况,在上市流通时可能对通过公开发行获得股票的投资者不公平,笔者认为这种不公平也是相对的,因为存量股股东是比通过公开发行获得股票的股东更早的进入公司、更早的投入资金,更长的时间参与到公司治理,其时间成本、资金成本、风险承担及对公司的贡献度比后者更大,所获取的回报理应更大。何况存量股上市流通还可以通过其他方式加以限制,以加大存量股股东的成本,进一步降低这种不公平。

存量股流通采取转售的形式,让其在发行市场形成价格并通过注册的方式控制其对二级市场形成的冲击,缓解二级市场的压力,的确可以起到一定的作用。修订草案引入存量股份转售制度,其重要目的便在于此。笔者认为,这一方法未必是一个好的办法。存量股转售制度是对我国已经运行了二十多年的证券市场体系和逻辑的一次实质性变革。这种变革有良好的立法意图,逻辑上也能自圆其说,但由于缺乏制度配套和适当的市场环境,单兵突进式的转售制度可能对中国证券市

场产生一定冲击。按照修订草案的规定,所带来的负面后果是明显的,主要体现在以下五个方面:

一是可能重新产生大股东与上市公司利益冲突。从2005年开始,我国证券市场开始了股权分置改革,其目的在于解决同股不同权的历史问题,实现股东利益再平衡,促进大股东与上市公司的良性互动,从根源上解决大股东侵占上市公司利益问题。从目前市场情况看,股权分置改革取得了巨大成就,不仅曾广泛存在的股东侵占上市公司利益的情形已经根本性扭转,更可喜的是,上市公司大股东越来越倾向于将优质资产注入上市公司。如果按照修订草案中转售制度的安排,上市公司有相当数量的股份将长期(每年千分之四,50年只能转让20%)无法上市交易,可能重新产生类似股权分置改革前的大量的非流通股,再次形成类别股东的“利益分置”,且会对大股东的行为模式带来深远的影响,会导致大股东以各种形式掏空上市公司等现象重演。此外,如果大股东为了规避严苛的限售安排,选择将持有股份化整为零,采用代持等隐蔽方式持股,会使上市公司的股权结构更加复杂,利益诉求更加混乱,极易产生纠纷,增大监管难度。

二是可能降低企业在境内交易所的上市意愿。修订草案的转售制度相比现有制度明显趋严,并且也严于境外主要市场的相关规定。由于存量股上市流通需要重新注册,这种注册相当于二次发行,需要审核机构审核批准和发行人重新询价,存量股股东自己或者通过中介机构不得不和投资者就股票价格重新博弈,不确定因素大大增加,加之转售制度以注册为前提,对于存量股股东直接减持过于苛刻,几乎不留余地,极大地增加了存量股流通的难度,导致企业在境内交易所市场上市的积极性减弱,进而寻求境外市场上市。新上市资源的流失与交易所市场发挥直接融资主渠道功能的定位不尽一致,大量企业在海外上市,也会影响到国内金融体系的有效性。

三是可能影响金融资本支持实体经济的积极性。修订草案限制最严的是关联人的转售。在关联人定义中,5%以上的股东被包括在内,适用3年的限售期和每3个月千分之一的比例限制。对限售制度按照上市公司5%的股权标准设置,将早期入股的风投机构和私募股权机构一并纳入,同控股股东等同看待,显然不尽合理。这些机构作为早期

支持企业成长的财务投资者,如果上市后没有适当的退出渠道,投资意愿将大大降低。而如果金融资本支持创新创业的积极性因转售制度受到打击,也不利于形成“大众创业、万众创新”的战略格局。

四是可能不利于维护交易所市场的完整性。引入转售制度后,二级市场转让无门的大量存量股票将不得不走协议转让程序。此种转让将极大冲击协议转让前端审核制度,会导致上市公司股份转让生成一个脱离交易所的巨大场外市场,从而对我国证券集中交易机制产生冲击并影响交易所市场的完整性,使证券交易所同时兼顾集中交易的场内市场和协议转让的场外市场,打乱了交易所场内市场和非交易所的场外市场的不同属性,破坏了我国多层次资本市场的战略性安排,带来了立法上困惑,也将极大地增加事前、事中、事后监管的难度。

五是可能增加新的事前审批事项。在现行的限售股制度下,限售股解禁是一个形式审的过程。证监会和交易所均没有设置实质审核环节。引入转售制度后,将现在的“限售股”认定为一种“未注册股份”,在上市交易时需要重新进行注册。而修订草案并没有对这种注册规定明确的程序和要求,注册后果也不甚明确。这种安排,与行政体制改革及注册制改革减少前端审核、增加审批透明度的大趋势也不尽相符。

二、移植于美国的私募转售注册“事前管制”难以适应我国“土壤”

修订草案规定了股票转售制度其合理性和必要性,立法界和实践中存在较大的争议,有着不同的观点。一种观点赞成对股票转售要进行限制,对非公开发行的股票,要上市交易应当经有权机关注册,这一办法旨在解决二级市场大小非减持问题,缓解二级市场的压力;^[11]另一种观点则反对股票转售限制,他们认为尽管存在一定的合理性,但其未能全面、准确地反映境外经验及其背后的制度逻辑,且对国内市场环境考虑

[11] 《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明》中明确指出,从许多境外成熟市场的做法来看,转售限制制度是股票发行注册制的内在要求和重要组成部分。修订草案立足我国市场实际,建立股票转售限制制度,也有助于解决我国市场上长期存在的大股东套现、“大小非”解禁等难题,符合加强投资者保护的价值取向。

不足,可能产生一定的负面影响,不符合我国的国情。^[12]

(一) 美国证券私募转售制度基于其特有的“土壤”和“环境”

修订草案中转售制度的规定,主要借鉴美国的经验。但是,美国关于转售制度的规定与修订草案中转售制度存在诸多不同。为了配合证券转售,美国证券法有一套完整的制度体系。在法律制度背后,两国市场环境也存在诸多不同。为了更好、更全面地认识转售制度,我们需要对美国的转售制度有一个大致的了解,以帮助我们认知这一制度在我国复制是否必要和可行。

美国的股票转售制度源于证券私募发行制度。^[13]早在1933年,美国的《证券法》就对证券私募发行制度作了规定。但是对于私募与公募的界定一直处于模糊状态。1935年,美国证券交易委员会(英文U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)以函件解释的方式明确了私募的标准,即由证券受要约人数、受要约人之间的关系、受要约人和发行人之间的关系、发行证券的数量、募集资金、发行方式等^[14]要素构成了私募。此次界定的人数标准为不超过25人,之后被美国各级法院作为判定私募的一个重要标准,直到1953年的SEC v. Ralston Purina Co.案,才有所改变。为了更好地协调各州法院对私募的界定,1953年美国最高法院进一步确定了私募的标准,明确界定私募的唯一标准是购买人是否需要根据《1933年证券法》有关信息披露规则的保护,否定了以购买人数作为判定是否为私募的主要标准。^[15]

美国的股票转售制度是基于美国私募股票发行后,针对私募股票的流通所做的制度性安排。由于私募股票发行的固有特点,私募股票转售制度所要追求的价值目标是既要保证公平,保护公众投资者的利

[12] 在证券法修订过程中,全国人大财经委员会和法律工作委员会组织的相关座谈会、调研活动,在征求意见时均由相关机构和人员激烈反对转售制度。许多学者也不赞成引入美国的转售制度。

[13] 所谓证券私募发行,美国法的界定是:针对特定对象、采取特定方式、接受特定规范的证券发行方式。与证券的公开发行相对应,包括股票(份)私募、债券私募以及其他证券私募。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11~50页。

[14] Securities Act Release 285 (1935).

[15] 万勇:“美国私募发行证券的转售问题研究”,载《证券市场导报》2006年第9期。

益;又要追求效率,维护证券市场的流动性。这是因为私募股票的转售可能引发诸多问题,所以需要由法律对其进行规制,但在私募的规制过程中,立法者需要在公平和效率之间取得平衡。^[16]“SEC 根据证券法订立规章以及被要求考虑或决定某种行为对保护公共利益是否必要或恰当时,除考虑对投资者的保护外,SEC 还必须同时考虑到该行为能否提高效率,促进竞争以及资本形成”。^[17]

美国股票转售制度主要由《1933 年证券法》第 4 条(2)和 1982 年 SEC 颁布的 D 条例 506 规则规定。《1933 年证券法》第 4 条(2)规定了私募证券转售必须进行注册或者适用某种豁免规定。豁免注册主要是豁免发行人与最初购买人之间的一级市场的买卖,包括发行人(含关系人)与关系人,承销商和其他最初购买人的交易,但对二级市场的转售却有所限制。D 条例 506 规则在对私募进行了详细规定后,对私募证券转售进行了限制。规定投资人依该规则认购证券应以投资而非销售为目的,认购人如果认购证券后立即转让,则可被视为发行承销商,发行人此次募集将构成公募。为了避免此类情况发生,506 规则要求发行人应尽合理注意义务,在出售证券前,应合理征询认购人,以确定该认购人是为了自己或者是为了他人投资而认购证券;在认购人认购证券前,发行人应以书面形式告知每一认购人此次发行的证券尚未注册,而认购人拟转让该证券时,必须按照《1933 年证券法》规定注册,除非认购人能够主张具有豁免注册的情形;506 规则还要求发行人在证券上或其他载体文件上注明该证券尚未注册,表明该证券的转售受到限制。

由于美国对承销商的定义非常广泛,许多交易或转售豁免的规定趋于无效。自 20 世纪 70 年代以来,SEC 一直致力于推动股票转售制度的立法改革,并先后颁布了规则 144 和 144A。按私募发行制度发行的证券,规则 144 和规则 144A 均将其规定为受限证券。规则 144 是一个转售者规则,主要从控制转售人角度豁免非关系人转售受限证券和关系人转售证券,并对持有期间、转售数量、转售者、转售方式、向证监

[16] 参见叶向荣等:“论我国私募证券转售制度的完善”,载《证券市场导报》2010 年第 6 期。

[17] 郭雳、郭励弘:“私募证券在美国证券市场的重要地位”,载《首席财务官》2008 年第 4 期。

监管机构的义务和持续信息披露制度等做了诸多详细规定。规则 144A 是一个购买者规则,主要从控制购买人角度豁免受限证券得到转售,仅规定了受限证券的购买方为合格的机构买方(不含自然人)和相关信息披露要求。因此,规则 144A 的可操作性和实用性远大于规则 144,^[18]大多数发行人和投资主体也都引用规则 144A 豁免交易。

美国证券法律尽管确定私募证券转为公开流通必须经过转售制度,进行公开注册。但美国在确定这一制度的同时,为了防止可能出现的其他问题,还进行了一系列的制度安排,这些制度主要有:

一是相对宽松的安全港规则。在美国,对未注册股票设置了安全港规则,对未注册股票转让的数量和方式进行了限制。但美国转售制度的各项限制都明显宽松于修订草案,目的是防止对股票交易权的不当限制。首先,限售比例宽松。美国证券法限制比例为每 3 个月转让不超过上市公司股份的 1%,这个比例是修订草案规定的十倍之多。考虑到美国市场股权高度分散的特征,每个股东持有的股份数量低于我国市场,3 个月 1% 的限定就更加宽松,对当事人的限制远小于修订草案。其次,关联方定义宽松。修订草案对关联人的定义是 5% 以上股东,而美国证券法定义为 10% 以上股东。一般而言,财务投资者的持股比例很少能高于 10%,但早期往往会超过 5%,美国法上 10% 的规定,为早期投资公司的风险投资机构和私募股权基金留下了较为充足的空间,避免限制过严而挫伤金融资本投资实业的积极性。最后,限售持股时间宽松。美国证券法对关联方转让存量股份的持股时间公众公司为 6 个月,非公众公司为 10 个月,明显低于修订草案规定的 3 年。

二是成熟的储架发行制度。美国对证券发行注册有成熟的储架发行制度,允许实行一次注册,多次发行。由于安全港规则对二级市场销售进行了比例和方式限制,法律赋予发行人和持有未注册股票的老股股东在《1933 年证券法》415 规则下对其计划在以后两年发行的所有

[18] 不过,规则 144 也在不断的修订之中,自规则 144 颁布以来先后经历了 18 次修订。总体趋势是在不削弱投资者保护的前提下,不断放宽转售的限制条件,增强私募证券的流动性,活跃私募资本市场。参见李建伟、王喲人:“美国证券私募发行豁免规则的修正及启示”,载《证券市场导报》2008 年第 9 期。

证券进行一次注册、多次发行,从而提高股票和债券注册程序的效率。如果一家公司计划在未来两年内发行证券,可由选定的投资银行对其两年内计划发行的证券向 SEC 注册。当发行人准备筹资时,就可以直接将以前注册过的证券从 SEC“储架”上拿下来直接向社会公众发行,只需要更新过去的财务指标,而不需要进行更多的信息披露。储架注册不仅简化了注册程序,而且给发行人以更大的灵活性。

三是注册后股票的大宗交易出售制度。美国市场上,除了储架发行制度外,股东还可将存量股注册后通过大宗交易(block trades)进行销售。大宗交易的买家主要为机构投资者,股东将已注册的股票销售给机构投资者后,机构投资者可以在二级市场自由卖出。但是此种大宗交易需要遵守有关股票注册的严格信息披露要求。

四是发达的私募市场。在美国,如果发行人已经达到了二级市场销售的限定比例,又不想通过储架发行发售,还可以通过私募发行或定向发行进行股票销售。私募发行中,对象主要是专业化的投资机构,非专业化机构和个人的数目不能超过 35 个,每个投资者的证券购买应不少于 50 万美元。但是,为了防止发行人为绕过发行注册和信息披露而先以私募发行再转售给他人,SEC 规定私募发行证券的买方必须经过注册才能转售。

五是必要的豁免安排。除上述制度外,美国法上还有对股票销售规定了较为完善的豁免规则如规模在 100 万美元以下的发行都不必办理注册登记手续。证券法还授权 SEC 酌情决定规模在 500 万美元以下的一些特定发行的豁免。

美国的转售制度之所以能发挥作用,又不会对市场产生不良影响,是因为其包含了安全港、储架发行、大宗交易、私募发行、豁免等在内的完整制度体系,并且美国证券私募转售法律制度的整体变革趋势是“放松管制”。这一趋势在 20 世纪 70 年代中期已初见端倪,在 90 年代表现突出,并一直延续至今。这种“放松管制”的监管立法理念体现在美国证券监管的很多领域,^[19]也体现在证券私募发行的条件、对私募

[19] See Joseph Shade, *Financing Exploration: Requirements of Federal and State Securities Laws*, *The Natural Resources Journal*, Summer 1997.

证券转售限制态度的缓和等多个方面。^[20] 综观美国转售制度的发展,从1933年的《证券法》到1982年的D条例,从1972年通过的规则144到1990年通过的规则144A,美国在私募证券发行、证券转售等方面不断完善,已走了在国际金融创新领域世界前列。

(二) 以国情为基础的注册制改革无须移植转售注册制度

目前,我国股票转售制度的配套措施还不完善,制度性安排还有待细化、实践中还需不断总结经验,且在大力提倡放松管制、加强监管的理念,进一步推动资本市场市场化的情况下,只单一吸收和照搬美国的转售制度效果未必理想,也不符合我国的国情。

笔者认为,如果将存量股的流通规定在转售制度框架下,那么其流通就需要注册,存量股的流通将极为复杂,将可能打乱目前立法上的制度性安排和原本可以厘清的监管体系。按照修订草案的规定,注册行为是由国务院证券监督管理机构实施,是行政许可行为。有注册,就应该有注册审核,注册是行政许可,它应该是在具体的行政行为基础上所作出的批准行为。但是按照目前修订草案的安排,注册和注册审核分别由国务院证券监督管理机构和证券交易所实施。尽管修订草案并没有就此明确规定,但注册和注册审核,两者在性质、内容和行为结果上均有不同,不应混为一谈。

注册是对公开发行的股票的放行,而注册审核实际上是对公开发行股票的公司进行审核,在本质上是审核拟公开发行股票的公司。注册是一种行政许可行为,而注册审核是非行政行为。一般认为,注册行为是一种行政许可行为,因行政许可实施的具体注册审核也应当是行政行为。因为只有注册审核通过后,才可能对公开发行予以注册。两者是具体审核和审核批准的关系,具有关联性和一致性。但在某些情况下,并不必然由同一机关作出上述两种行为,例如可以行政委托或者法律直接规定由另一主体实施,甚至由非行政机关作出具体审核行为,行政机关只是对具体审核行为进行确认,并作为行政许可的基础,从而使具体审核行为和审核批准行为相分离。

[20] 参见李建伟、王喲人：“美国证券私募发行豁免规则的修正及启示”，载《证券市场导报》2008年第9期。

修订草案将注册权归属于国务院证券监督管理机构,而将公开发行股票并在交易所上市的具体审核权利赋予了证券交易所,并界定为注册审核,使证券交易所具有了注册审核权。注册是国务院证券监督管理机构的权利,是一种行政许可权,注册审核是证券交易所的权利,是一种自律监管权,实际上是非行政许可权。这样规定,既体现了审核的效力,又避免了不同审核机关、不同行为性质可能带来的问题。

在法学理论上,发行和上市是两个不同的法律行为。股票发行是企业或行为主体筹措资金的行为,公开发行股票是企业面向不特定的社会公众筹措资金的行为。由于其涉及社会公众利益、利害关系重大,涉及公平公正。境外成熟市场的证券法均将公开发行股票纳入行政监管范畴内,绝大多数由证券监管机构监管,这种活动通常应获得行政许可。而上市并不涉及资金筹措问题,只是发行完毕后,由发行人将已发行的股票选择在何种场所上市交易的问题。尽管也要符合交易所的上市条件,交易所对其是否符合上市条件进行审核,但与发行审核不同。发行审核是一种行政审核,发行许可是一种行政许可行为;而上市审核是自律机构审核,上市许可是一种民事许可行为,两者法律性质不同。

为此,境外成熟市场均采取大致相同做法,即将发行审核和上市审核实质合并,保留形式审核,即“实质上的一次审核,法律形式上的两次审核”。原因是将发行审核和上市审核断然分开,由不同机构进行两次实质审核:一方面,对发行人和审核机构都存在成本效率问题;另一方面,因不同机构审核同一公司,且审核内容大多重复,有可能因对同一问题的不同看法而使企业发行或上市变得困难。由此,境外市场对公司公开发行股票并在证券交易所上市,主要包括两种做法:一种是发行审核吸并上市审核,如美国的注册制,由美国证监会对拟上市企业进行实质性审核,审核通过后予以注册。注册后,企业可以选择上市地。证券交易所只形式审核企业是否符合该交易所的客观上市条件,不再对该公司进行实质性审核。^[21] 另一种是上市审核吸并发行审核,如香港的“双重存档”制度。^[22] 香港交易

[21] 参见保罗·杜德:“美国的发行上市监管制度”,载中国证监会编著:《股票发行注册制漫谈》(内部资料),第90~113页。

[22] 参见李小加:“香港的股票发行上市监管制度”,载中国证监会编著:《股票发行注册制漫谈》(内部资料),第1~23页。

所对企业是否符合香港交易所上市条件进行实质审核,实际上,也将企业是否符合股票公开发行条件进行审核。如审核中发现不符合发行条件的,香港交易所将否决企业上市,香港证监会也就不可能允许这样的企业公开发行股票。香港证监会实际上是认可了香港交易所对企业发行的审核。同时,香港证监会要求企业在提交给香港交易所的申请材料时,同时递交一份给香港证监会存档,香港证监会对企业发行“静默”审核,对存在疑义的企业,反馈给香港交易所进行沟通,对交易所审核通过的企业,也不再另行予以注册、核准或者批准。

我国内地证券发行核准制下采取的是美国的做法,证券发行的核准审核吸并上市审核。即中国证监会对公开发行股票进行核准审核,由发行部门进行初步审核后,再由中国证监会股票发行审核委员会进行审核通过后,由中国证监会给予企业发行核准批文。发行审核过程中,审核机构实际上对证券交易所的上市审核也进行了实质性把关,对于拟发行的企业是否符合上市条件进行了判断。证券交易所尽管也进行所谓的上市审核,但基本是纯形式审核,无实质性的审核,也不否决。即便如此,核准制下的发行审核和上市审核也是两个不同的法律行为,且具有两个不同的法律属性,前者为行政行为,后者是自律监管行为。只不过,在核准制下,核准和核准审核具有统一性,均由同一机构即中国证监会作出。而证券交易所之所以没有进行实质的上市审核,是因为认可了中国证监会在核准审核过程中上市审核的结果。这样的认可,实质上使中国证监会的核准审核涉及到了上市审核,行为性质发生了转变,将原来的行政行为转变成证券交易所的自律监管行为,证券交易所对该部分的审核承担法律上的责任。

修订草案废弃了我国现行的股票发行核准制度,确定了股票公开发行并在证券交易所上市的注册制度。在注册制下,采取的是注册与注册审核相分离的原则,注册由中国证监会作出,注册审核由证券交易所实施,注册审核采取上市审核吸并发行审核的方式。这一规定的法理在于,发行条件是上市的基础性条件,上市条件高于发行条件,因而上市条件包含了发行条件。证券交易所进行上市审核时,必然对发行条件进行审核。因此,审核发行条件也就成了证券交易所上市审核的应有之义。符合了上市条件,毫无疑问当然符合发行条件,对上市的审

核,也是对该企业进行了相关内容的审核,两者之间是前后关系。发行是上市的前提,上市是发行的结果。在注册和注册审核行为主体分离的情况下,注册机构的注册行为是以对注册审核结果的认可为前提。同样,这样的认可,实际上使证券交易所注册审核涉及到发行审核内容,发生了性质上转变,将原来的自律监管行为转变成中国证监会的行政许可行为,中国证监会对该部分审核承担法律责任。

通过分析可以看出,对于股票公开发行,尽管需要第三方的审核,以确保这一重大行为的公平公正、平稳有序,保护投融资双方尤其是投资者的利益。但并不意味着一定要公权力的全面介入,由国家机构进行具体审核监督。作为非国家权力机构的证券交易所有能力代替国家机构履行这样的职责。^[23]立法的这一趋势和国外公开发行制度的实践告诉我们,在股票公开发行监管上,国家公权力的介入和行政机构的职能在弱化,而非国家权力的介入和自律机构的职能在增加。^[24]

股票公开发行尚且如此,已经发行完毕且在公开发行时进行过具体的注册审核的企业存量股份,就更不应该再行注册和注册审核了。如需按照转售制度的规定进行注册,意味着下列情况不可避免:一是行政权力的介入,按照修订草案的规定,将由国务院证券监督管理机构对

[23] 有人将此情况总结为非典型性行政许可行为,即尽管首次公开发行股票并在交易所上市的许可由行政机关作出,但在实施具体审核时,并不由该行政机构负责,而是其他机构进行具体审核。典型的行政许可一般作出许可和具体的许可审查行为均由作出许可的机构负责。注册和注册审核的分离,使其与传统意义上的典型的行政许可有所区别。

[24] 典型的如我国台湾地区,台湾地区“证券交易法”明确有价证券的募集与发行、公开招募、补办公开发行、无偿配发新股与减少资本采取申报生效制,由“行政院金融监督管理委员会”下设的证券期货局(以下简称证期局)负责实施;依法发行有价证券的上市,由发行人向证券交易所申请,交易所审核同意后,将相关上市协议向证期局报请备查。上述规定确立了发行与上市分离、证期局与交易所分别负责审核的基本制度框架。但实践中,股票首次公开发行并上市(IPO)的审核,交易所的上市审核在先。台交所按照经证期局核定的“审查有价证券上市作业程序”进行审核。上市申请文件包括公开说明书(即招股说明书)等文件。台交所采取书面审查与实地核查相结合的方式进行审核,办理公开意见征询,并进行实地核查。交易所审核同意后,与发行人签订上市协议并报证期局备查,同时通知发行人向证期局申报新股发行。参见胡安金、田正大:“台湾股票发行注册制度”,载《证券法制参考》第5期。

存量股实施行政许可。这不符合我国发行制度的改革精神,不符合弱化行政机构职能、强化自律组织职能的市场化要求。二是重复注册审核。因为注册审核是注册的前提,注册则是注册审核的结果,两者相互关联,因果互动。如果需要再行注册审核,其交易所的审核工作就显得重复和多余。因为在该公司首次公开发行股票时,交易所已经对发行人进行了注册审核。按修订草案规定,发行有效期为1年,发行人在很短的时间内已挂牌上市了,再行审核似乎多余。如果公司已成为上市公司,对上市公司严格的监管和信息披露制度也无须交易所再行注册审核。三是仅就存量股进行形式上的注册,徒具象征意义。如基于修订草案规定,对存量股上市流通,仅进行形式注册,不进行实质审核,这种注册就仅具有形式意义,难以体现对投资者的有效保护。对投资者而言,投资风险较大的首次公开发行工作由交易所负责,而对于相对投资风险较小的存量股流通,却由国务院证券监督管理机构负责,本末倒置。四是避免不了本文前面所论述的转售制度可能产生的种种问题。

三、强化股份转让“事中事后”监管是注册制下存量股流通的优选

不对存量股流通实行注册和注册审核,并不等于对其转让流通放任不管。笔者认为,应对存量股转让流通进行一定的限制并在流通前由证券交易所进行审核,重点是强化股份转让的“事中事后”监管,以确保存量股的转让流通合法合规、维护二级市场稳定,切实保护中小投资者权益。

(一) 存量股流通限制的必要性

对存量股转让流通进行限制,原因和目的有二:

1. 存量股股东获得股份价格的公平性

存量股是在首次公开发行股票之前就已经存在的公司股票。该部分股票是股份公司在募集设立时发起人认购的股份或者在股份公司成立后上市前增资扩股,新的投资者认购的股份。一般而言,发起人或者新进股东即存量股股东获取股票的价格与公司首次公开发行股票的价格

格相比要低。在股票发行供不应求,股票价格上市后飞速上涨的情况下,与二级市场投资者持有的股票价格差价更大。存量股股东通过非公开发行的方式获取的股票,占尽了“天时地利人和”的优势,一旦转让,在二级市场上流通,就可能获得巨大利益,不对存量股股份进行一定的限制,对通过公开发行获得股票的股东和二级市场的投资者来说似乎不公平。虽然不同次同类型的股票发行价格可以不一,但在二级市场上皆为普通股和流通股的价格却是一致的。

允许存量股股东用获取的低价股票在二级市场上流通,原因是存量股股东在低价获取股份时已经付出了其他代价。存量股股东比公开发行股票股东更早进入公司、更早投入资金,更长时间参与到公司治理,其时间成本、资金成本、风险承担及对公司的贡献度比公开发行股票的投资人更大,所获取的回报理应更大。笔者认为,基于此,可以允许存量股股东获得其低价股票在二级市场高价流通的权利,但应用锁定期的办法对存量股股东继续进行必要限制,在其已经付出一定的代价基础上继续付出相应的代价。这样的做法让存量股股东以时间换价格,进一步平衡了存量股股东和流通股股东的利益,同时还可以让存量股股东继续为公司做出贡献,提高老股东对公司的责任和忠诚度,防止其套现跑路,进一步保护公司和流通股股东尤其是中小投资者的权益。

2. 二级市场的稳定性和股价的持续性

修订草案说明中,明确引入转售制度一个重要原因是缓解存量股上市流通对二级市场的冲击,即所谓的“大小非”解禁对股票价格下跌形成的压力。维护二级市场的稳定性和股价的持续性。笔者认为,存量股上市流通所要解决的根本问题应该是股东公平问题,是《公司法》同股同权同利所要求的;维护二级市场和公司股价的稳定是次要原因和目的。

当前,有关意见对引入转售制度,只强调后者,且大多数意见认为存量股股东减持套现对流通市场的稳定和股价的持续性造成了巨大负面影响。笔者以2007年以来的沪市上市公司为样本进行了分析,分析结果与上述看法并不完全一致。^[25]

[25] 相关数据截至2015年5月31日,数据来源于Wind资讯。

一是首次公开发行的上市公司控股股东限售期满后减持意愿不强烈。根据现行法律法规,首次公开发行的上市公司控股股东持有股份的限售期为三年。统计显示,2007年后上市的254家沪市公司中,控股股东三年限售期满后的三年内,实际发生减持行为的仅有32家,占比仅为12.6%。其中,解禁后两个月内减持的有3家,两个月到半年内减持的有13家,半年至一年内减持的有6家,一年至三年内减持的有10家。上市公司控股股东首次公开发行限售股解禁意愿并不强烈,限售期满后大股东有减持行为的公司占比家数较少。从减持行为的数量规模来看,统计显示,限售期满后60天内,大股东减持股数占上市公司总股本的比例为2.16%。限售期满后两个月至半年内,大股东减持股数占上市公司总股本比例为0.69%,解禁后一年内,大股东减持股数占总股份比例为1.76%;解禁一年后的大股东减持比例为0.38%。

二是大股东减持规模与同期大盘指数走势呈相关性。从减持行为的金额规模来看,大股东减持的规模与同期大盘的涨跌呈相关性,上市公司大股东减持意愿较强的时期多集中于股价持续走高的周期内。具体而言,2014年以来,上市公司大股东减持的金额规模呈现较为平稳的态势;2015年3月,随着大盘指数的稳步上扬,大股东减持金额亦逐步攀升;2015年4月,大股东减持规模达到峰值,是沪市上市公司大股东减持最为集中的时期,期后减持规模有所回落。

三是大股东减持对股票后市压力不显著。数据显示,限售股解禁后两个月内遭大股东减持的股票在此后的一周内股价上浮10%以上(扣除同期大盘影响)。解禁期满1年后大股东减持的公司在此后的一周内股价表现趋于稳定、略有上扬,没有出现偏离大盘的下跌行情。大股东的减持行为并未对市场形成明显的下挫压力。

(二)注册制下存量股转让限制的制度设计

如何对存量股转让流通进行限制呢?笔者认为可以考虑三个方面的内容:

其一,实施差异化的锁定期安排。总结和吸收目前大小非减持的经验,根据不同时期取得的存量股股东持股时间和存量股股东身份不同,规定不同的限售期,在此期限内锁定存量股不得上市转让流通。就此,笔者认为,可以参考修订草案有关区分关联人而非关联人的规定,

将公司董监高和持股一定比例以上的股东认定为关联人,将其他股东认定为非关联人。对于非关联人,由于其不具有特别的信息优势和公司控制力,按照修订草案设置长期持股和安全港等严格限制不尽合理,建议只要公司上市后满12个月,即应允许非关联人持有的股份在二级市场自由转让流通。而对于关联人持有的股份转让限制要严格一些,可进一步细化安全港制度安排。一是调整关联人的标准。鉴于将5%以上持股股东认定为关联人,可能对财务投资者(PE或VC)造成不当限制,建议参考美国做法,以10%持股量作为关联人的下限。二是合理规定关联人“慢走”规则。修订草案规定的慢走比例为每三个月千分之一,过于严格,会导致存量股事实上无法进行有效转让流通。建议参考美国的每三个月1%(每年4%)的标准,似更为合理。三是适当调整限售期。美国市场对已上市公司6个月限售期的规定显然过短,不符合我国市场的现状。但在对减持比例进行严格限制后,如果仍然维持修订草案36个月的限售期也不够合理。建议对限售时段进行折中,对大股东及其一致行动人降低为24个月,对其他存量股股东保留12个月的限售安排。

其二,确定不同的转让流通平台。根据公司总股本规模的大小和存量股份的总量大小,以及二级市场总体情况,确定存量股转让流通的不同交易平台,以维护二级市场的稳定和公司股价的连续性,防止二级市场股票大幅下跌。具体说来,一般允许其在竞价交易系统卖出,但对以下两种情形应当在大宗交易平台转让。一是当公司总股本和存量股份数额巨大,一次性转让流通数额巨大时,超过规定的比例和数额时,虽不禁止其转让,但只能在证券交易所的大宗交易平台转让,而不能在交易所的竞价系统转让流通。二是二级市场大幅下跌,出现系统性风险,根据法律法规和交易所的规则启动应急处置措施时段内,存量股转让只能在大宗交易平台,不得进入竞价系统转让。大宗交易平台和竞价交易系统是证券交易所两个不同的交易平台,前者主要针对机构投资者,后者主要针对散户投资者。对于如何确定存量股转让的交易平台,应由证券交易所制定具体规则加以明确。

其三、完善存量股转让的信息披露。存量股上市流通对公司、公司其他股东和公司的潜在投资者非常重要,这一信息是否披露,何时披

露,对存量股及其转让相关信息披露的完整与否,对公司及投资者都会形成重大影响,是股价波动和投资者作出投资决策的重要因素。因此,完善存量股转让信息披露制度是推动存量股转让顺利实施的重要环节和抓手。笔者认为,要建立存量股转让的预披露制度,在其实施转让前,要对市场提前预告,让市场和投资者对存量股转让有明确的预期;要详细披露存量股转让的具体情况,包括转让的存量股股东情况、存量股股东所持股份包括存量股和流通股总股本在公司总股本中的占比、存量股和流通股的数量和比例、本次拟转让的股份数量、限售期情况、拟转让完毕的期限、转让原因、历次转让的情况、转让的间隔期、转让后剩余存量股占公司总股本的比例、转让诚信情况、未来一年的转让计划,等等;要建立多次披露制度,在转让实施前要进行有一定间隔期两次以上的符合监管规则的预披露,在转让完成后也应向市场披露具体转让情况。

存量股转让与注册制下首次公开发行的注册及注册审核固然不同,但强化对存量股转让的监管也是各界关注的重点之一。因存量股转让利害关系重大,对存量股转让流通由证券交易所进行自律管理审核,并由证券交易所对存量股转让进行上市安排。但所要厘清的是,首次公开发行股票并在交易所上市的,适用注册和注册审核制度,既包含对发行人的发行审核,也包含对发行人的上市审核;既有行政机构行政许可的介入,又有交易所自律监管的介入。而存量股的转让流通,由交易所审核,是交易所的自律监管行为。证券交易所对存量股转让仅审核转让本身,不涉及发行和上市所要求的各种条件和文件。目前,修订草案有关规定不够完善,建议借鉴境外经验,进一步细化存量股转让流通的具体规则,就差异化的限售期、不同的转让和转让所涉及的信息披露、上市安排等形成一系列的详细规定,对证券交易所审核内容、审核予以明确。原则上,存量股转让流通应限定在二级市场内,存量股流通不是发行行为,无须行政许可,也不需要注册和注册审核。只要遵守了限售期等相关规定,就应允许存量股转让流通。