

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

作者: 王利民 / 黄国涛

2015 年 6 月 15 日至 2015 年 7 月 3 日, 上证指数由 5174.42 点跌至 3686.92 点。2015 年 7 月 8 日, 为遏制 A 股继续暴跌, 中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)发布《中国证券监督管理委员会公告》(证监会公告[2015]18 号), 规定“从即日起 6 个月内, 上市公司控股股东和持股 5%以上股东(以下并称“大股东”)及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份”, 同时还规定“上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员在 6 个月后减持本公司股份的具体办法, 另行规定。”

2016 年 1 月 4 日, A 股熔断机制开始实施的首个交易日即熔断, 有股民戏称“熔断机制测试成功”。2016 年 1 月 7 日, A 股再次触发熔断, 同时证监会公告[2015]18 号中大股东及董监高不得通过二级市场减持的大限将至。当日, 除了紧急暂停实施指数熔断机制外, 证监会公布了上市公司大股东(持有上市公司 5%及以上股份的股东)及董事、监事、高级管理人员(以下简称“董监高”)减持本公司股份所适用的《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称《若干规定》或“本规定”)。2016 年 1 月 9 日, 上海证券交易所(以下简称“上交所”)与深圳证券交易所(以下简称“深交所”)同步发布《关于落实<上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定>相关事项的通知》(以下简称《通知》)。

如您需要了解我们的出版物, 请与
下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

对比证监会公告[2015]18 号和《若干规定》, 虽然同处于严峻市场时期, 证监会此次新规并未一刀切断上市公司大股东及董监高的减持权利, 而是允许大股东及董监高在不存在《若干规定》及法律法规规定的限制或禁止减持情形的前提下有序、公开、透明地减持。本文将结合资本市场实务对《若干规定》及《通知》进行解读, 尝试分析《若干规定》对协议转让价格及比例、大股东通过大宗交易减持、被动减持等的影响, 并简要讨论大股东及董监高减持的特别规定。

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

一、 协议转让价格及单个受让方受让比例将受监管

2006年8月14日，上交所、深交所及中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中证登”)联合发布《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》，规定上市公司流通股协议转让必须在证券交易所进行，由上交所、深交所和中证登集中统一办理。其中，证券交易所负责对股份转让双方当事人提出的股份转让申请进行合规性确认，而结算公司负责办理与股份转让相关的股份查询和过户登记业务。在上市公司股份协议转让实践中，常见的是拟转让股份数量不低于上市公司已发行股份5%的流通股协议转让，一般由协议转让双方根据上交所或深交所的协议转让业务办理指南向证券交易所提交股份转让确认申请表、股份转让协议正本和股份转让双方的有效身份证明文件、证券账户卡、股份持有证明文件等，而证券交易所则对双方提交的材料进行形式审查，对符合条件的申请出具合规性确认意见。双方在取得证券交易所出具的合规性审核确认后，方可至中证登根据相关业务指南办理股份转让过户登记。

由于证券交易所仅对协议转让申请进行形式审查，且中证登窗口指导意见及《中国结算上海分公司营业大厅业务指南上市公司股份协议转让业务》均表明中证登仅对涉及国资和外资的协议转让要求申请人提交转让款支付凭证，所以协议转让是上市公司大股东减持或上市公司收购过程中常用的重要便捷交易形式之一。根据笔者观察，在《若干规定》公布前，市场上时常能见到上市公司大股东与受让方在协议转让上市公司股份时对转让价格、受让方单一受让比例等要素有较为纯粹的意思自治约定，如协议转让价格大幅低于同期二级市场价格、多个受让方合计协议转让股份比例不低于5%而非单一受让比例不低于5%等。

如前言所述，上交所和深交所紧随证监会发布了《通知》，规定“上市公司大股东通过协议转让方式减持股份的，单个受让方的受让比例不得低于5%，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行，法律法规、部门规章及本所业务规则另有规定的除外。”这就意味着，在《若干规定》及《通知》公布或发布后，证券交易所可以从以下两个方面对协议转让进行监管，不符合要求的申请将无法取得合规性审核确认书，也就无法在中证登正常过户，由此协议转让的门槛将提高而协议转让方式的市场需求或将受到影响：

- 1、 价格下限比照大宗交易的规定执行。根据上交所及深交所的交易规则，对有价格涨跌幅限制证券的大宗交易成交价格，由买卖双方在当日涨跌幅价格限制范围内确定；无价格涨跌幅限制证券的大宗交易成交价格，由买卖双方在当日收盘价上下30%或当日已成交的最高、最低价之间自行协商确定。
- 2、 单一受让比例不得低于上市公司已发行股份的5%。在新规下，过去市场上常见的由多个受让方合计受让协议转让股份比例不低于5%的做法也将无法通过证券交易所的监管审核，而必须由单一受让方单一受让不低于5%才符合《通知》的要求。

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

在新规下协议转让须满足价格及比例的条件，那么新规下中证登对协议转让对价款的实际支付是否存在监管？根据笔者于 2016 年 1 月 25 日电话咨询中证登上海分公司的结果，《中国结算上海分公司营业大厅业务指南上市公司股份协议转让业务》中关于协议转让的业务指南仍为最新有效的业务规则，即仅国有股及外资股协议转让时才需提交转让对价款的支付凭证。因此笔者理解，《若干规定》虽对协议转让价格和比例作了严格要求，但在登记业务过程中还存在监管漏洞。

二、 大股东可通过大宗交易减持

证监会公告[2015]18 号规定大股东及董监高不得通过二级市场减持，即集中竞价减持及大宗交易减持均被禁止。本次《若干规定》则明确上市公司大股东在任意连续三个月内通过证券交易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百分之一，而对于通过大宗交易方式减持的比例并未明确限制或禁止。根据《上海证券交易所交易规则(2015 年修订)》大宗交易不纳入上交所即时行情和指数的计算，成交量在大宗交易结束后计入该证券成交总量。根据《深圳证券交易所交易规则(2013 第二次修订)》深交所大宗交易采用协议大宗交易和盘后定价大宗交易方式。其中，协议大宗交易是指大宗交易双方互为指定交易对手方，协商确定交易价格及数量的交易方式；而盘后定价大宗交易是指证券交易收盘后按照时间优先的原则，以证券当日收盘价或证券当日成交量加权平均价格对大宗交易买卖申报逐笔连续撮合的交易方式。因此，笔者理解在境内上市股票交易中，证券交易所及市场参与者都将大宗交易区别于集中竞价交易。

近期市场上出现了不少类似沃尔核材的控股股东、实际控制人于 2016 年 1 月 18 日通过大宗交易减持上市公司共计 2,800 万股(占公司总股本的 4.918%)的案例，也存在艾迪西股东杜某某在 2016 年 1 月 18 日和 2016 年 1 月 20 日通过大宗交易分批次减持合计 1,000 万股，占公司总股本 3.02% 的案例。虽然大宗交易减持不属于《若干规定》限制的减持方式，但上交所于 2016 年 1 月 22 日表示将加强对大股东大宗交易减持买入方的后续交易行为监管，并且于 2016 年 1 月 21 日对一个大宗交易减持买入方的证券账户采取了盘中暂停证券账户交易的监管措施。

笔者理解在监管层出台新的规定之前，且大股东在符合《若干规定》及相关法律法规规定的前提下，大股东通过大宗交易减持所持上市公司股份不受任意连续三个月内减持不得超过 1% 的约束。但值得注意的是，虽然大股东通过大宗交易减持不需要像集中竞价减持一样根据《若干规定》在首次卖出的 15 个交易日前预先披露减持计划，但还是应在事后及时、准确地履行信息披露义务。否则，证监会可依照《证券法》第一百九十三条的规定给予行政处罚。

三、 质押融资减持及两融平仓减持

《若干规定》规定因司法强制执行、执行股权质押协议而发生的大股东减持应当按照本规定办理，且上市公司大股东的股权被质押的，该股东应当在该事实发生之日起二日内通知上市公司，并予

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

公告。在本部分中，笔者将分情况讨论在股票质押融资及融资融券下发生的大股东及董监高减持如何适用《若干规定》。

股票质押融资是以股票作为有价证券提供质押担保获得融通资金的一种方式，也是市场上大股东常见的融资手段之一。当上市公司大股东及董监高作为融资方以其持有本上市公司股份进行质押融资，而大股东或董监高不履行到期债务时，质权人根据质押协议可通过法院强制执行、质押式回购交易违约处置、解质后出售及协议抵偿方式获得救济。对于不同的救济方式如何适用《若干规定》，分析如下：

- 1、通过法院司法强制执行。质权人可依据《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》通过法院司法强制执行的方式将质押股票以大宗交易、委托拍卖和协议转让等方式实现质权。笔者理解此种质押协议的执行实际属于《若干规定》中的法院司法强制执行，过程中减持人实际处于被动状态并对减持时间、价格等均不存在意思自治和控制，因此不被《若干规定》限制或禁止。
- 2、质押式回购交易违约处置。在质押式回购交易实务中，合格融出方一般根据深交所及中证登发布的《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》及《中国结算上海分公司股票质押式回购交易登记结算业务指南》与融入方约定，当融入方出现违约并需要处置质押股票时，融出方基于质权人和标的证券的不同状况及市场情况享有对处置标的证券的全权决定权，有权自主决定处置的方式、时间、价格和数量，融入方无权就融出方处置的方式、时间、价格或数量等向融出方提出任何异议或索赔。同样的，过程中融入方作为减持人实际处于被动状态并对减持时间、价格等均不存在意思自治和控制，因此不被《若干规定》限制或禁止。
- 3、解除质押后出售。实践中存在质押双方约定当融资方不履行到期债务时，双方先解除质押登记，再由融资方减持原质押物并向融出方偿付到期债务的安排。先解除质押后出售的安排下，质押实际已不存在，而融资方对减持的方式、时间、价格和数量均有控制权。因此笔者认为解除质押后出售的方式应受《若干规定》的限制或禁止，适用《若干规定》中关于集中竞价、大宗交易及协议转让的相关规定，具体请见本文相关部分。
- 4、协议抵偿。根据中证登发布的《证券质押登记业务实施细则(2013 修订版)》及《质押证券处置过户业务指引》，债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现质权的情形时，质押双方可根据质押证券处置协议约定，向中证登申请以质押证券(仅限质押登记生效 1 年以上的)转让抵偿质权人的业务。对于这类质押证券处置，中证登要求触发信息披露义务的质押双方应当在相关信息披露程序履行完成后，再申请办理质押证券处置过户业务；并且以质押证券转让抵偿质权人应当参照市场价格，处置价格不应低于质押证券处置协议签署日前二十个交易日该证券收盘价的平均价的 90%。那么对于此类减持是否因《若干规定》的公布而无法进行？笔者认为应考虑以下几点：

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

- (1) 《若干规定》第四条第一款规定大股东可以通过协议转让及法律、法规允许的其他方式减持股份，而质押证券处置过户仅源于中证登《证券质押登记业务实施细则(2013修订版)》及《质押证券处置过户业务指引》，缺少法律或法规的支撑，是否属于法律、法规允许的减持方式存疑；
- (2) 质押证券处置协议签署时点由质押双方自主确定，出质人间接地对减持时间、价格有一定的控制权，不属于纯粹的被动减持；
- (3) 办理质押证券处置过户仅对质押登记生效 1 年以上的质押开放，一定意义上能够避免大股东在短期内以此进行变相减持；
- (4) 融资双方若采取此种方法变相减持则须面对期间二级市场价格波动的风险，区别于《若干规定》下协议转让价格须参照协议签署日大宗交易价格范围的协议转让；
- (5) 质押证券处置实质属于协议转让，处置比例及价格理应符合《若干规定》的规定。

融资融券(以下简称“两融”)是指客户(投资者)提供担保物，证券公司向其出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，客户在约定期限偿还所借资金或证券及利息、费用的证券交易活动，融资融券业务对资本市场最主要的影响在于实现了杠杆交易和卖空机制。

《若干规定》第二条第二款“大股东减持其通过二级市场买入的上市公司股份，不适用本规定。”根据《证券公司融资融券业务管理办法(2015)》及两融业务实践，发生两融业务时，证券公司在客户信用交易担保证券账户中记录客户委托证券公司持有、担保证券公司因向客户融资融券所生债权的证券，而融券专用证券账户则记录证券公司持有的拟向客户融出的证券和客户归还的证券，并不用于证券买卖。因此，笔者理解两融业务发生时客户并未实际在二级市场买入上市公司股份，所以大股东及董监高因两融平仓而发生减持时并不能适用《若干规定》第二条的规定。

根据《担保法》和《担保法若干问题的解释》，以上市公司的股份出质的，质押合同自股份出质向证券登记机构办理出质登记之日起生效。在两融业务中，客户向证券公司提供担保物但实际并不发生质押登记，不存在质权。那么当大股东及董监高因两融平仓减持时如何适用《若干规定》？对于主动平仓，平仓时点、平仓价格的选择实际是大股东及董监高意思自治的结果。此种平仓减持类似于质押融资中的协议抵偿或先解质后售出，就此而言笔者认为主动平仓减持应受《若干规定》的限制或禁止，适用《若干规定》中关于集中竞价、大宗交易及协议转让的相关规定，具体请见本文相关部分。对于强制平仓，平仓时点、平仓价格的选择实际属于证券公司的控制范围，大股东及董监高对此已无选择权和决定权。此种平仓减持类似于质押融资中的质押式回购交易违约处置，减持人实际处于被动状态并对减持时间、价格等均不存在意思自治和控制，就此而言笔者认为强制平仓不被《若干规定》限制或禁止。

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

四、 大股东、董监高减持特别规定

《若干规定》第二条第二款“大股东减持其通过二级市场买入的上市公司股份，不适用本规定。”上交所《通知》说明：“前述二级市场买入，是指通过本所集中竞价交易系统或者大宗交易系统买入公司股份。”从文意理解，董监高减持其通过二级市场买入的上市公司股份则应适用《若干规定》。但由于本次《若干规定》的整体监管思路是保留大股东及董监高规范、透明、有序减持的权利，且董监高仅在存在第八条规定的情形(即，因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满六个月的；因违反证券交易所自律规则，被证券交易所公开谴责未满三个月；和证监会规定的其他情形)时才会被禁止减持其通过二级市场买入的上市公司股份，因此笔者理解该条规定对董监高减持其通过二级市场买入的上市公司股份能产生的影响较为有限。

鉴于《若干规定》规定上市公司大股东在任意连续三个月内通过证券交易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百分之一的规定。此处顺带讨论持有上市公司股份比例不足5%的董监高在任意连续三个月内通过集中竞价交易减持股份总数是否不受1%的限制？亦或是，原持有上市公司股份比例超过5%的董监高通过大宗交易或其他方式减持至5%以下后，再在任意连续三个月内通过集中竞价交易减持股份总数是否不受1%的限制？对于前者，笔者理解应不受限制；但对于后者，《若干规定》及《通知》仅要求减持人在减持后六个月内继续遵守本规定第八条、第九条(关于禁止减持的情形)的规定，因此笔者理解现行规定可能存在可以被利用的情况。

《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》解读

如需进一步信息, 请联系:

作者

王利民

电话: (86 10) 8519 2266

Leo.Wang@llinkslaw.com

上海

韩 炯

电话: (86 21) 3135 8778

Christophe.Han@llinkslaw.com

陈 臻

电话: (86 21) 3135 8699

Grant.Chen@llinkslaw.com

陈 巍

电话: (86 21) 3135 8766

Way.Chen@llinkslaw.com

黄 艳

电话: (86 21) 3135 8788

Calista.Huang@llinkslaw.com

陈 鹏

电话: (86 21) 3135 8765

Patrick.Chen@llinkslaw.com

北京

翁晓健

电话: (86 10) 8519 2266

James.Weng@llinkslaw.com

王利民

电话: (86 10) 8519 2266

Leo.Wang@llinkslaw.com

香港(与张慧雯律师事务所联营)

吕 红

电话: (86 21) 3135 8776

Sandra.Lu@llinkslaw.com

张慧雯

电话: (852) 2969 5316

Vivien.teu@vteu.co

本篇文章首次发表于《中国法律透视》电子版第 67 期(总第 102 期)。