

对我国上市公司股份减持法律制度的检讨与反思

黎四奇

(湖南大学法学院, 湖南长沙, 410082)

摘要: 上市公司股份减持的失范对 2015 年的股灾起到了强大的推手效应。同时, 它也折射出了我国证券立法在理念、价值保护、体系构成上所存在的原则性缺陷问题。作为检讨与反思的结果, 未来的证券法律制度创新必须围绕以下几点进行再造与改良: 立法理念从致用向致用与致知的并重、法律责任从行政向严格民事责任的转变、少数人利益保护向中小投资者利益保护的转换。只有立于市场的做市性及金融消费者权益的守护, 我国证券法律制度才可能产生脱胎换骨的改变。

关键词: 证券市场; 上市公司; 股份减持

中图分类号: D912.28

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2016)02-0033-09

在社会治理中, 重大的历史事件总是能刺激人们主动去穷根究底为什么会这样。虽然政府在不懈地救助, 自 2015 年 6 月底发生的股灾并没有远去的迹象, 但是在重塑市场信心与人气中, 决策者及受害者又一次不得不往回看。对于制度的因时因势而变而言, “为什么会这样”是一个既理性又沉重的话题。在成因寻觅中, 人们对于股灾的罪魁祸首给出了多个解读, 如场外高杠杆率的配资、伞形信托、恶意做空、大股东套现等不一而足。无须赘述的是, 在开出制度的药方之前, 这林林总总的把脉或多或少地切中了问题的要害, 但是若制度处方的基础不是基于市场的做市性, 不是理清了问题的主次, 相反, 是原因与条件的混淆不清, 那么其结果只能是导致问题的进一步迁移与深度掩埋。实际上, 上市公司股份减持的制度性失范对于股灾的发生、扩大化负有不可推卸的责任。是故, 对我国上市公司股份减持的相关制度、理念进行系统的清理、透视, 并从宏观上进行矫正是微观制度创新的关键所在。

一、我国关于上市公司股份重大减持的相关规定——批判的靶子

(一)《公司法》的相关规定

该法第 142 条规定: 发起人持有的本公司股份, 自公司成立之日起 1 年内不得转让。公司公开发行股

份前已发行的股份, 自公司股票在证券交易所上市交易日起 1 年内不得转让。公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况, 在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。所持本公司股份自公司股票上市交易之日起 1 年内不得转让。上述人员离职后半年内, 不得转让其持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其持有的本公司股份作出其他限制性规定。

(二)《证券法》的相关规定

该法第 47 条规定: 上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份 5%以上的股东, 将其持有的该公司的股票在买入后 6 个月内卖出, 或者在卖出后 6 个月内又买入, 由此所得收益归该公司所有, 公司董事应当收回其所得收益。但是, 证券公司因包销购入售后剩余股票而持有 5%以上股份的, 卖出该股票不受 6 个月时间限制。公司董事不按该规定执行的, 股东有权要求董事会在 30 日内执行^①。公司董事会未在上述期限内执行的, 股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。公司董事会不按照该规定执行的, 负有责任的董事依法承担连带责任。

同法第 86 条规定: 通过证券交易所的证券交易, 投资者持有或通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到 5%时, 应当在该事实

收稿日期: 2015-11-24; 修回日期: 2016-01-20

基金项目: 教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“加快发展民营金融机构的法律保障研究”(13JZD012)

作者简介: 黎四奇(1972-), 男, 湖北咸宁人, 法学博士, 湖南大学法学院教授, 主要研究方向: 金融法

发生之日起3日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。

投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到5%后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或减少5%,应当依前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后2日内,不得再行买卖该上市公司的股票。^②

(三) 2014年《上市公司收购管理办法》的相关规定

该文件第13条规定:通过证券交易所的证券交易,投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%时,应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书,向中国证监会、证券交易所提交书面报告,抄报该上市公司所在地的中国证监会派出机构,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。

前述投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后,通过证券交易所的证券交易,其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后2日内,不得再行买卖该上市公司的股票。

(四) 证监会[2007]56号^③的相关规定

迄今为止,该56号文件是关于上市公司高管人员减持本公司股份最为全面的规定,全文共18条,其相关的主要条文如下。

该文件第4条规定:上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份在下列情形下不得转让:本公司股票上市交易之日起1年内;董事、监事和高级管理人员离职后半年内;董事、监事和高级管理人员承诺一定期限内不转让并在该期限内的;法律、法规、中国证监会和证券交易所规定的其他情形。

第5条规定:上市公司董事、监事和高级管理人员在任职期间,每年通过集中竞价、大宗交易、协议转让等方式转让的股份不得超过其所持本公司股份总数的25%,因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等导致股份变动的除外。上市公司董事、监事和高级管理人员所持股份不超过1000股的,可一次全部转让,不受该转让比例的限制。

第12条规定:上市公司董事、监事、高级管理人员应当遵守《证券法》第47条规定,违反该规定将其所持本公司股票在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内又买入的,由此所得收益归该上市公司所

有,公司董事会应当收回其所得收益并及时披露相关情况。

第13条规定:上市公司董事、监事和高级管理人员在下列期间不得买卖本公司股票:上市公司定期报告公告前30日内;上市公司业绩预告、业绩快报公告前10日内;自可能对本公司股票交易价格产生重大影响的重大的事项发生之日或在决策过程中,至依法披露后2个交易日内;证券交易所规定的其他期间。

(五) 证监会[2015]18号文

由于股市的急剧下挫,2015年7月8日中国证监会推出了业内所称的“18号文”,针对减持,该文作了以下三点规定:其一是从即日起6个月内,上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份;其二是上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员违反上述规定减持本公司股份的,中国证监会将给予严肃处理;其三是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。

(六) 2016年《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》

由于“18号文”并没有达到“止泻”的效果,同时2016年伊始,中国的股市又再一次上演惊心动魄的跌宕起伏,为了稳定人心,2016年1月7日,中国证监会又加急推出了“18条”,即《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》。该文件主要从以下几个方面进行了规定。

其一是减持禁止情形。存在以下情形者,上市公司大股东不得减持股份:上市公司或者大股东、董监高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6个月的;大股东或董监高因违反证券交易所自律规则,被证券交易所公开谴责未满3个月的;中国证监会规定的其他情形。

其二是信息披露要求。上市公司大股东计划通过证券交易所集中竞价交易减持股份,应当在首次卖出的15个交易日前预先披露减持计划。上市公司大股东减持计划的内容应当包括但不限于:拟减持股份的数量、来源、减持时间、方式、价格区间、减持原因。

其三是减持额度。上市公司大股东在3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1%。

其四是责任规定。上市公司大股东、董监高未按照本规定减持股份的,证券交易所应当视情节采取书面警示等监管措施和通报批评、公开谴责等纪律处分措施;情节严重的,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。同时，中国证监会可以采取责令改正、禁止入市等法定措施。

(七) 小结

在金融风险的防控中，稳定性与安全性是一个问题的两个方面。如果说证券市场是评判国民经济发展的晴雨表这一定位并无纰漏之处，那么作为证券市场最主要品种的股票价格的稳定对于市场可持续发展的意义是无论如何夸大都不为过的。法治经济的时下，治市必须依法而行已是共识。虽然股票、债券、证券市场等对我国而言，都是洋为中用的舶来品，但是在摸着石头过河的过程中，立法者与监管者已在意识上领悟到，上市公司、持股到一定额度的股东大肆抛售或做空操纵市场的恶劣后果。正是在这种认识的指引下，我国已初步搭建了一个由法律、规章及交易所规则所组成的三维体系，而这也为特定人士与投资者减持上市公司的股份划定了可为与不可为的底线。

市场是动态、有机发展的，这一点对于活性十足的证券市场而言更是如此。如果人定法过于因循守旧而滞后于时代的诉求，那么其所产生的结果就不可能是金融市场的安全、秩序与稳定，恰恰相反，作为公意产物的既存法律反倒会退化成阻碍事物发展、影响金融安全与秩序的恶意力量。同时，在探讨制度时，我们不能仅局限于将制度作为一个不与外界发生关联的“物自体”加以考察，而必须在社会连带关系下，观察其实践效果。自中国证券市场创立以来，本次股灾刷新了多项人类已有的历史记录，如单日跌幅最多、单日跌停数最多、单日涨停数最多、救市措施最多等。突发的股灾本身就是对市场治理失灵、制度不周、利益配置不公最暴力的抗议。批评只会促进而不会阻碍任何新思想与新事物的发展。对此，边沁曾言：“这点是肯定的，一种制度如果不受到批判，就无法得到改进；任何东西如果永不去找出毛病，那就永远无法改正。”^[1]在市场不断维稳而难稳的过程中，有必要对时下的股份减持制度进行严厉的批判，以便在问题发现的基础上找到解决问题的思路与方法。

二、批判性的分析——问题在哪里

虽然科学技术提升了人类的生活质量与福利，社会治理中法治理念的植入促进了社会的和谐与团结，但是这一切都不是人类可以沾沾自喜的理由，因为毕竟相对于浩瀚无垠的外在世界而言，未知的远远超过有知的。从这一点来看，在某种程度上，人定胜天只

是一个人类自我安慰的伪命题，而这也直接决定了在天性上，对于风险，人始终怀有敬畏与恐惧之心。在本质上，法律制度的存在就是通过确定性来帮助人类预测、控制与规避风险。然而，事实是，由于制度这样或那样的缺陷，或由于决策者的任性，人类又不得不一次次作茧自缚式地陷入公意下自我掘就的制度陷阱。本次股灾在破灭一个个增值致富梦想的同时，它更从深层次暴露出了制度之恶与无为，而减持制度的失范或者说相对“无政府主义”便是个中的冰山一角。对此，铺述如下。

(一) 立法理念问题——理性的缺失

在哲学语境中，法律是作为现象存在的，其能否反映法律应有的本质，这是一个理念问题。对于人的行为，启蒙思想家休谟发表过以下高论：尽管人是由利益支配的，但利益本身以及人类的所有事物，都是由观念支配的。这实际上也表明，对于立法者而言，法律不仅仅是规则，为了保证法律的合理性、稳定性与效果性，在规则的酝酿过程中，立法者必须具有透过规则去看本质的能力，去追问这样一个问题，即我们所需要的法律灵魂基础何在。在这一点上，哈耶克认为：“从法律规则中不能推论出任何所谓的正义，相反，法律规则的渊源是来自于我们关于何谓正义的认识。”^[2]事实上，此处所涉及的是一个立法理性或者说立法理念的问题。在立法的过程中，只有立法者心怀这样的理性与信念，才能保证法律的系统性、权威性和明确性，才能真正做到“法律是使人们的行为服从规则治理的事业”^[3]，而不至于产生法律创制短视与目光短浅的后果。那么，就本论题而言，立法者体现了证券市场长治久安与“善治”的观念吗？至少就目前而言，这是一个令人唏嘘的问题。虽然从形式上评价，我国关于上市公司股份减持的规则在条文总量上并不单薄，但是若对其进行抽丝剥茧，则也不难感觉到整个制度缺乏真正的灵魂，其与我们真正需要的法律及善治相差甚远。

法律位阶是一个事关法律权威及与后续的执行力量密切相关的问题。在应然度上，股份减持应该是在《证券法》与《公司法》中必须详细厘定的问题。然而，事实是，虽然该两法历经多次修订，但是规范减持并不是修订的重点，或者说，在修订的事先规划中，鉴于这一问题的“无足轻重”性，其根本就不值得重新审视，这种不以为然的心态就自然导致旧法关于减持的规则被原封不动地“打包”到新法中，而孤立地在修订后的《证券法》中表现为2个条文，在《公司法》中表现为1个条文。关于某一具有同质性事项的条文在整部规范文件中的占比也间接地表明立法者重视的

程度,毋庸置疑的是,立法者的重视与证券市场现实的要求是相背的。在上位法条文软弱可欺的情况下,为了应对实践的挑战,监管者就必须“越俎代庖”地炮制相应的部门规章来进行“雷锋”式的拾遗补缺。固然这种救急能一解燃眉之急,但这也是对分权相制与法律权威的极大侵害。同时,在“监管俘获”下,在类似前述的形式逻辑混乱、措辞随意、行文欠严谨的“若干规章”“暂行规定”“通知”等部门文件的拟订中,监管者就会“润物细无声”地从监管者与被监管的上市公司作为一个利益共同体的角度来考虑规章所造成的利益分切问题。藉此,我们得出的结论是,因立法理性缺席所衍生的上位法与下位法比例失衡不单是一个形式问题,而更是一个在实体上关涉国家权力配置、投资者利益保护、证券市场稳定性与利益分配正义的原则性问题。

“大量行为学研究揭示,人类的思维过程存在系统的局限性。人们往往无法做到完全意义上的理性,相反,各种认知缺陷、启发式以及惯性思维决定了我们的大多数判断和决策。”^[4]虽然如此,但是这并非我们否认理性指引决策的理由。在指出问题的同时,我们更应该努力地掘进,为什么我们的立法总是严重欠缺整体理性,而展现出极端的实用性与经验性呢?这是一个与我们的历史传统息息相联的问题。历史是一个民族的基因,它对于个人与群体并非点缀的饰物,而是实用的、根深蒂固的生存基础。它内化为我们的日常观念、行为习惯和无意识的选择,而无意识的东西往往具有顽抗的本质性。对此,顾准先生的评价是:“中国思想只有道德训条。中国没有逻辑学,没有哲学。犹如中国有许多好工艺,却发展不到精密科学一样。中国没有唯理主义……中国有不成系统的经验主义,一种知其然而不知其所以然的技艺传统,这成不了‘主义’,只成传统的因袭。”^{[5](118)}单就在中国证券市场上屡见不鲜的频繁减持套现而言,本次证券市场风险的扩散所揭示的不仅仅是一个具体制度不完美的问題,其更是一个与立法者谋一时而不谋一世、立法理性虚无或可能的立法理性无知深度相关的问题。

(二) 价值取向错位——重程序而轻实体

法律绝不只是徒具语言形式的规则。它有所指,有着深远的意义,它追求务实的目标,有它在现实生活中所要贯彻的价值。因此,在对中国上市公司股份减持的法律制度理念进行苛责之前,我们还有必要公正地审视这样一个问题,即《证券法》《公司法》、证监会的部门规章及交易所的相关重述是否达到了以下效果:减持不会对当下的市场产生激烈的震动,断了上市公司大股东^④掏空公司的念想,扼杀了公司高管人

员心怀二心的企图,防范了内幕交易等。这是我国股权分置改革后所必须客观回答的问题。事实是,在法律没有得到根本的调整之前,股改对大股东、高管人员等减持的失范无疑是雪上加霜,因为供求关系的失衡会产生以下恶性循环的累积效应:“大规模解禁及减持→供求失衡→股价下跌→供求失衡加剧→股价暴跌→解禁及更大规模减持→供求失衡持续加剧→持续暴跌,最终体现为整个市场持续下跌”^[6]。为了解决这一矛盾,中国证监会2005年9月颁布了《上市公司股权分置改革管理办法》,随后2008年出台了15号文件《上市公司解除限售股份转让指导意见》,该意见第2条规定:转让存量股份应当满足证券法、公司法等法律法规以及中国证监会对特定股东持股期限的规定和信息披露的要求,遵守出让方自身关于持股期限的承诺,转让需要获得相关部门或者内部权力机构批准的,应当履行相应的批准程序。

虽然监管者已层层设卡,但是已有的数据表明,大股东与高管减持的恶行并没有得到有效的控制,在“法不责众”下反呈愈演愈烈之势。如“创业板上市公司高管持股于2010年10月30日第一批解禁,尽管当日市场不跌反涨,但此后随着大量解禁股的流通,解禁股高盈利的示范效应,终于引发创业板解禁股疯狂抛盘出逃,时间持续长达10月之久”^[7]。我国股票价格与上市公司的实际业绩处于相对分离状态,“空转”的股价必定会使得上市公司的大股东、高管等难以和公司荣辱与共,反而“近水楼台先得月”的先机给信息处于优势地位的大股东、公司高管人员等提供了减持逃跑、内幕交易套利等机会。自中国证券市场创立以来,“人为刀俎,我为鱼肉”的减持案例俯拾即是,如恶名远扬的华丽家族减持就是一个典型的案例。“自2011年7月限售股解禁至2013年1月,在短短不到2年的时间内,华丽家族大股东东南江集团的持股比例从55.83%降至6.5%……股价也从2011年4月6日的23.39元跌至2014年4月2日的3.48元。”^[8]“2012年上市公司向日葵上半年度亏损已成定局,在消息没有发布前,该公司总经理丁国军、副总经理兼财务总监分别于其股份解禁日及随后几天大幅减持,以规避损失。”^[9]本次股灾爆发前,减持亦成为上市公司大股东与高管等狂欢的盛宴,“乐视网”就是一个很好的注解,“2015年1月30日至4月16日,该公司第二大股东兼董事长贾跃亭的姐姐贾跃芳4次通过大宗交易共计减持市值为11.86亿元的股份,COO刘弘通过竞价减持市值2.5亿元的股份,董事长贾跃亭通过多次减持套现24.99亿元……根据同花顺的数据显示,2015年以来,共1224家上市公司大股东减持,

套现金额高达4601亿元。2015年上半年，大股东及高管减持套现金额相当于去年全年减持金额的1倍，更远远超过上轮牛市2007年的24.81亿元及2008年的19.99亿元。”^[10]

马克思先生曾告诫人们，资本来到人世间，每个毛孔都充满着血和肮脏的东西。其实，对于这一点，我们的老祖宗也有以下类似的写照：天下熙熙，皆为利来，天下攘攘，皆为利往。因此，从资本天然的逐利性来看，当大股东等将市场视为“提款机”，当高管亦借机事先溜号，而公然挑战证券法公开、公平、公正的三公原则，肆意侵吞中小股东的利益时，错的可能不全在这些滥用优势地位的“打劫者”，而在于我们的制度及制度的价值立场出了问题。或者说得更尖刻些，在规范减持事宜上，我国证券法律制度的“屁股”一开始就坐错了位置，它实质上保护的不是处于弱势地位的中小股东及散户的利益，而是大股东及作为上市公司高级代理人的利益。在制度残缺不全及制度价值错位下，减持“恶行”屡试不爽彰显的不是市场逻辑，而是“劫贫济富”的强盗逻辑。

公道何在？难道我们维护公平与正义的法律是“银枪蜡头”的摆设？必须面对的是，在没有武装到牙齿前，现有的法律确实是“扶不起的阿斗”。从前述《证券法》《公司法》及2007年56号文件等，不难发现，我国对于大股东、高管的减持规范只是一种程序性的约束，主要表现为期限注意义务与信息披露义务。虽然程序性的义务也可以起到制约实体权利的效果，但是它毕竟给义务主体留下足够的作为或不作为，什么时候作为或不作为的空间，或者说减持与否、减持的额度、减持的时间更多的是一个大股东与公司高管“我的地盘我做主”的问题。同时，规则的粗糙、不周延、临时抱佛脚更是突显价值立场不正问题，如“虽然我国《公司法》第142条对公司高管持股减持每年不得超过25%的规定，表面上合理，但是倘若公司高管辞职、退职或隐性离职，即可突破在任职期限内的限制，使该条对其不再具有约束力。”^[11]又如即使《证券法》第47条关于“归入权”的规定涉及到了要求上市公司高管人员将“吃进去的再吐出来”，但是该权利的主体仍然是公司，而不是利益可能受损的外在投资者。连股连心，当上市公司真正的主人(大股东)、高级打工仔等高管人士都不关心公司的死活而用脚投票时，那么股价震动、股市灾难、股市即赌市就是制度失范下的必然恶果。

(三) 违法成本低廉——一个诱导性减持的问题

贝卡里亚曾言：“如果说对于无穷无尽、暗淡模糊的人类行为组合可以应用几何学的话，那么也很需要

有一个相应的、由最强到最弱的刑罚阶梯。”^[12]其实，罪刑相适的观点并非一个简单的刑法学理论，它可以用来指引一切违法行为所应遭受惩罚强弱的程度。在人自然属性的驱使下，为了扩大占有与享受，任何增加违法预期收益的因素都会提高违法的频率与强度，或者说违法成本的评估与匹配是预防与打击违法行为中的一个关键性因素。同时，违法成本的高低也直接衬托出立法者的法律价值取向及利益保护。在中国证券市场上，大股东、高管等不与上市公司同舟共济而率性减持已是一个审美疲劳的陈旧话题，之所以产生这种现象也和违法成本与收益严重不对称紧密相关。

令人匪夷所思的是，在我国《证券法》第11章“法律责任”的48个条文中，并无关于违法减持法律责任的规定。即使零星有些间接性的涉及，其责任承担也表现得不痛不痒，难以起到应有的威慑力。如《证券法》第195条规定：上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东，违反本法第47条的规定买卖本公司股份的，给予警告，可以并处3万以上10万以下的罚款。从该条还可以看出，在立法过程中，立法者根本就没有考虑到股价剧烈波动对其他投资者的利益损害问题；《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》第16条规定：上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票违反本规则，中国证监会依照《证券法》的有关规定予以处罚。《上海证券交易所大宗交易系统解除限售存量股份转让业务操作指引》第18条规定：本所会员及合格投资者违反本规定或向本所作出承诺的，本所可视情节轻重给予以下处分：通报批评；公开谴责；暂停或限制参与大宗交易系统业务；取消大宗交易资格；取消会员资格、一级交易商资格、合格投资者资格。

法律在于通过对不合作者的肉体、生命、自由与财产进行伤害的方式令人知有所禁而不敢犯，在于抑强扶弱，以实现社会正义、和平、团结、共存等目标。对于不二过，老祖宗留下了诸多总结，如一遭被蛇咬，十年怕草绳；人不能两次踏进同一条河流；前事不忘后事之师等。对于行为的选择，在法学格言上，我们的总结是：两权相轻，取其重；两害相轻，取其轻。大股东等的减持之所以没有得到有效控制，其因就在于犯而有益，多犯多受益。在理论上，股票作为大股东等的财产，其理应具有合法的处分权，但是大股东与上市公司高管人员的角色及其与公司之间的关联对其“逃跑”的权利进行了限缩。即使其要“逃跑”，其权利也不得优于其他中小股东。董事、监事等高管人员是公司的实际操控者，其作用与船长颇为相似，亦

有必要敬重一个共同的底线,即在遭遇海难时,船长必须是最后一个离开船的人。在法律责任成本过低而导致证券市场中大股东等少数人的快乐是以散户等绝大多数人的痛苦与市场震荡为代价时,其正当性及法律责任的适配性就是一个耐人寻味的问题。市场、观念转型中,必须警惕的是:“如果一种制度对社会中某些成员有系统性的歧视,财富最大化就可能不是一个合理的标准。”^[13]

三、路在何方——市场稳定与弱势投资者保护的路线

虽然笔者并不想用黑暗来形容我国证券市场的现状,但是股灾中众多投资者所表现出的“为什么受伤的总是我”的无奈也是对我国证券市场并不那么灿烂的另类解读。检讨与反思中,如果我们思维的出发点不是人性善,而是人性恶、及“中国证券市场,什么是你的贡献”之类高大上的国民经济发展的重大问题,那么市场稳定与弱势投资者保护就是包括大股东减持在内的中国证券法律制度改良的方向标。对此,进一步的分析展开如下。

(一) 理念转向——从实用主义到理性主义

“理性相对我们来说只是作为实际历史性的东西存在而存在,即根本地说,理性不是它自己的主人,而总是经常依赖于它所活动的被给予的环境。”^[14]在经济金融开放与国际化的时代,我们赖以生存的环境已发生了本质的变化,其已不是一个闭关自守、夜郎自大与坐井观天的环境,相反,在市场的社会连带关系下,它已国际化。这种变化表达出的观念是,在任何一条法律创制中,立法者都必须具有理性思维,都必须首先认真地俯视和勾画我们脚下的社会和文化,以便发现法律在整个系统与结构中的位置。在大股东等减持法律制度的现实表现上,我们的规则之所以支离、凌乱而欠缺系统性的思维,就在于我们的传统重眼前,而轻未来;有法律,而无法律学;讲经验,而不论理性。客观上,一切科学都是证明科学,都是根据演绎逻辑所进行的公理体系。对此,笛卡尔认为:科学的统一性不在于研究对象,而在于方法,哲学首先要研究科学方法。根据这一见解,在切实有效防范减持之害的法律规划中,如果我们认可,这是一种事业与使命,是一种具有哲学层面意义的探明原因与原理的致知,而非赤裸、势利的致用,那么在制度进行形而下的革新前,就必须进行形而上的观念与方法论的转向,即从实用至上的致用主义向追求致知的理性主义转变。

“人们都说,21世纪是全球化的世纪,而所谓全球化则体现了以西方文化为强势文化或主导文化的趋势。”^[15]当下,我们已认知到了理性转型的重要性,同时也从中尝到了理性的回馈。然而,我们又遮遮掩掩地有些心怀不甘,时刻幻想能够构建起一道新的长城,将异质的文明阻于国门之外。包括减持法律在内的我国法律制度之所以在整体上缺乏系统性与整体性或多或少地可归因于我们对传统爱恨交织的不服气情绪。基于这一认识,在下一步的证券法整改中,以下建议是值得决策者深思的:既然证券、证券市场、公司、股东、董事等事物与概念本身就是洋为中用的产物,而在其出口国,它们都并非孤立存在的,而是作为证券市场、证券法律制度的构成元素存在,那么立法者就必须从系统、体系、整体、位阶等角度确立制度变革所需的理念。此外,为了防止下位法挑战、架空上位法,证券法的修订者必须严格贯彻“天下之事必作于细、小事成就大事,而细节成就完美”的思维,尽可能地保证作为上位法的《证券法》的丰满与完整,防止其异化成一部纲领性的指导文件。当立法者尽最大可能压缩部门规章的空间,并基于对情形的判断尽可能地扩充与减持相关的条文时,市场有序、规范的理想与市场平稳发展现实之间的距离才能真正得到实质性的缩短。

(二) 价值取向的重构——从个体利益到公共利益

法律是利益的调节器,而法的价值决定利益。社会利益是多元化的,在面临因利益有限而生的“囚徒困境”时,法律不可能面面俱到,而必须进行利益保护的拣选。在个体利益与公共利益发生冲突时,由于公共利益与每个个体利益相关,所以它是一切美德与法律的基础。这对于立法者而言,其言下之意是:“共同福利或公共利益这一术语是一个不无用途的概念工具,它意味着在分配和行使个人权利时决定不可以超越的外部界限,否则全体国民就会蒙受严重的损害。”^[16]大股东等减持的失范体现的是大股东等少数强者的利益,侵犯的是数量众多的其他投资者的利益,挑战的是作为法律根本的正义价值,且在市场失控下,侵犯的是金融稳定与安全的公共利益。从这一点来看,在利益保护竞合时,法律究竟应该扮演什么样的角色是一清二楚的。庞德曾指出:“从法律的作用来看,它是为了满足、协调、调整这些重叠和经常冲突的请求、要求,或直接予以保障,或通过界定和协调各种个人利益加以保障,以便使最大多数的利益或我们文明中最重要的利益有效果,同时使整个利益清单中的其他利益的牺牲降低到最低程度。”^[17]实质上,这一洞见

也指明了我国规范上市公司股份减持法律制度变革中利益保护的途径。如何合理限制上市公司大股东、高管人员对其股份的做空权，从而使其能真正做到与公司共进退，并在两种利益之间进行平衡，这是法律价值调整中的重点。现时下，事实表明流于形式的程序性控制已是一个失败的记录。此情此景之下，法律要作如何修补呢？对此，可从程序与实体两个方面做足文章。

在程序方面，依然可以沿袭以前对大股东、高管人员转让其股份的时限约束，但在具体期间标准设置上，时限跨度只能延长，而不能缩短，如可规定，发起人所持有的股份，自公司成立之日起2年内不得转让，公司高管人员离职(包括但不限于辞职、辞退等情形)1年内不得转让其所持有的原公司的股份；同时，设立减持的事前披露义务，即为了防止大股东、高管人员等先机逃跑，规定其在减持前15个交易日内必须进行相关减持的信息披露，以让其他持有该上市公司股份的投资者决定去留，从而通过降低减持套现预期的方式迫使高管人员等能对公司真正尽到勤勉与忠诚的职责；此外，强化上市公司大股东等减持的内部治理制度，即大股东减持必须经出席会议股东所持表决权的半数以上通过，董事、监事等减持必须经全体董事的过半数通过，同时拟减持者必须回避，且不具有投票权。

在实体方面，可确立减持的事前审批与额度控制制度。上市公司居高不下的市盈率与国民经济整体性滑坡之间的反差说明，对于国民经济来说，中国的股市并没有太大的贡献。为了改变大股东寻租与急于套现的赌徒心态，当务之急是，我国有必要确立大股东、高管人员减持前的审批制度，即减持前，拟减持者必须将减持的原因、额度、可能的市值等信息呈报当地的证券监管机关，以待核准，从而通过适当限制其股权流通性的方式将大股东、高管人员的股权相对固定在公司效果；同时，对年度减持额度进行限制。虽然目前的法律对此已有相应的规定，但是宽松的规定还不足以形成足够的影响力。对此，我国可以考虑压缩上市公司董事等高管人士年度内可转让的其所持本公司股份的总额度，如将25%的比例降至15%，大股东每年度内可转让的股份总额不得超过其所持比例的20%或更低。

(三) 责任重塑——以民事赔偿为中心

古语云：徒善不足以为政，徒法不足以自行。法律责任的严格与不可避免是保证立法价值实现的坚实保障。虽然我国《证券法》已对大股东等减持所可能承担的法律后果有一些间接性的规定，但是这些规定

过于笼统，可操作性差。更本末倒置的是，“无论是证监会行政处罚领域，还是交易所纪律处分领域，大股东所遭受的制裁压力不大，而且交易所承担了对违规大股东制裁的主要职责。”^[18]在本次股票市场剧烈震荡下行中，“恶意做空”一时成为证券市场与互联网中的一个热门词语，可对什么叫“恶意做空”，我国《证券法》却语焉不详，中国证监会新闻发言人邓舸的回答是：“跨市场与跨期现市场操纵就是恶意做空。”^[19]对于法律责任的追究而言，这种表述是极不严谨的。虽然当下，我国证券法域的法律由民事责任、行政责任、刑事责任构成，并在形式上体现出由弱渐强的特点，但是在市场的买方性下，结合我国证券法律责任多体现为“行政责任为主、民事责任为辅”的特色，这种格局并不能满足证券市场多数主体的真实需求。行政责任多为停业整顿、罚款等，实质上其最大的受益者是因罚没而岁入增加的政府。虽然刑事责任能让作恶者长足记性，但是它并不能真正满足投资者因利益受损而渴望得到赔偿的要求。

实事求是地看，对证券法律责任的研讨一直是个沉渣泛起的问题，法律职业共同体已基本意识到问题所在，然而民事责任的缺位与虚置总是个“阿喀琉斯之踵”。可以断言的是，在这一问题上，如果法律不能用牙齿来维护其尊严，那么无论人们如何绞尽脑汁，其结果也只能是力虽尽而功难成。因此，在严格责任的基础上，让减持失度的大股东、高管人员及监管不到位的上市公司付出高昂的金钱代价是扼杀减持风险、稳定市场、巩固市场买方性的要点所在。为了实现这一梦想，在中小投资者保护中，实有必要引入金融消费者这一前置性的法律概念，以为后期的保护扫清障碍。如果能将这一设想付诸实践，那么“在金融消费者保护问题上，消费者法是一般法，是躯体，金融法是特殊法，是骨架，二者共同构筑起金融消费者保护的屏障。”^[20]

对于股票、债券是否属于商品，目前人们的异议并不太大，但是反对者很有可能借用传统消费者营利性的“原罪”来抵挡金融消费者这一概念的入侵。我们正处于一个快速变化的时代，在各种要素、思想的组合中，概念、事物、观念、市场等亦处于快速的演变中。在金融安全的保障与守护中，只有立于金融商品的立场，将该类商品的购买者有选择地纳入传统消费者的范畴，才能在强化卖方责任的基础上，确保市场的平稳发展与秩序可期。也许正是基于消费决定生产的市场判断，我国2014年的《消费者权益保护法》第55条规定了购买商品或者接受服务价款的三倍赔偿。

金融是经济的核心,其安全与有序对整体经济的意义是不言而喻的。经济金融化、消费者就是上帝的时代,如果我们拘泥于传统消费者的概念而裹足不前或自废武功,不能在遵循规律与发展的基础上借用买方的市场力量让上市公司、其大股东等埋头做实事,那么安全、秩序、稳定等远大目标就只能依赖于人类运气的高低。因此,适度将金融商品与服务的购买者消费者化及三倍或四倍惩罚性赔偿制度的确立是时下必须解决的问题。与此相关的另一个问题是,赔偿额度如何计算。尽管这一问题比较繁锁,但是可以考虑将“减持日股票的市价与减持若干天后该股市价的差额×减持的股票数×以赔偿倍数”作为赔偿的总量。其难点在于应该将减持后的多少天作为核算的标准,对于这一问题,法律可不做硬性的规定,可考虑设置一个最长期限,如最长的考察期限不超过一个月或三个月或半年,以便让法官结合具体的案情进行自由裁量。

四、结语——我们有一个梦想

美国人马丁·路德金围绕“我有一个梦想”发表过一次振奋人心的演讲。其实,作为证券市场的中小投资者,我们都有一个梦想,那就是,我们都希望在利用自己的投资为国家的发展奉献时,也希望自己的投资能收获一定的回报,而不是在市场失范、制度不周、效果不力的情况下,让上市公司大股东、高管人员等的频频减持掏空自己的钱包。人生就是一场博弈,法律亦是一种博弈与表演,然而文明的时代,作为博弈产物的法律所维护的并不是一种弱肉强食,不是挑战人类共同利益的秩序,相反,倡导公平与正义、人与人之间的互助友爱、效率与公正兼顾是文明下法律的使命所在。虽然在探讨人与人、人与自然之间的关系中,我们已惯于用“治理”来表达我们的文明、人性,来为国家、公共产品等事关人类整体利益的正当性作注解,但是“治理”是否产生的是“善”的结果,如果治与理之下,所产生的是一种系统性的歧视与不公,那么这种治理的正当性就值得我们为之警醒与批判。故而,在评价制度的良劣时,我们也必须将结果视为考察其究竟是“善治”,还是“恶治”的重要指标。

中国证券市场所存在的问题错综复杂,上市公司减持失范充其量也只是其中的一个小插曲而已。在股灾的肆虐下,投资者们原先喜人的数字财富在踩踏效应下终难逃“尘归尘,土归土”的宿命。其实,在中国的证券市场中,这种结局不是第一次,也绝对不是最后一次。如果在灾难降临之时及之后,我们不能从

法律制度的理念层面进行一次反省式的系统挖掘,那么对于制度自身的完善而言,这样的灾难除了进行一次财富的再分配,拉大财富占有的不公,制造社会不稳定外,它的发生是没有任何意义的。在中国证券市场上,创吉尼斯记录的事件能否刺激决策者痛改前非地对制度进行洗心革面的理性创新,如强化民事赔偿责任、转换立法理念、重整立法价值取向与权益保护等,从而真正实现市场的“善治”呢?对此,在对问题进行猛烈抨击之余,我们仍拭目以待。

注释:

- ① “股东有权要求董事会在三十日内执行”的规定是非常草率与不明确的。此处的“股东”是什么样的股东?如果是大股东,在公司中,它属于强者,在理论是,其利益受损害的概率是很低的,其往往是作为侵害方而存在;如果是小股东,在董事会成员多为大股东代言人的情况下,董事会的不作为亦会导致其诉求难以实现或增加其成本。从这一点看,法律的规定与现实之间的脱节是比较严重的。
- ② 尽管2006年5月出台的《上市公司收购管理办法》历经了2008年、2012年、2014年三次修订,但是修订后的版本依然对《证券法》第86条规定的内容进行“剪贴”式重述。
- ③ 该规范文件的全称为《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》,由中国证监会2007年4月5日发布。
- ④ 对于什么是大股东,我国法律并没有一个明确的标准。根据我国《证券法》、《公司法》、《上市公司收购管理办法》及《上海证券交易所上市公司控制股东、实际控制人行为指引》等,所涉的相关概念有控制股东、实际控制人、一致行动人及持股5%以上的股东。同时,在深交所与上交所挂牌交易的上市公司对一定期间内股东持股变动的信息披露也只限于前十大股东。在股权比较集中的情况下,结合法律的规定,本文所述的“大股东”特指持股达5%以上的股东。

参考文献:

- [1] 边沁. 政府片论[M]. 沈叔平译. 北京: 商务印书馆, 1995: 100.
- [2] 哈耶克. 法律、立法与自由(第1卷)[M]. 邓正来, 等译. 北京: 中国大百科全书出版社, 2000: 113.
- [3] Lon L. Fuller. The morality of law [M]. New Haven: Yale University Press, 1969: 106.
- [4] 雷德·海斯蒂. 不确定世界的理性选择[M]. 谢晓非, 等译. 北京: 人民邮电出版社, 2013: 2.
- [5] 顾准. 从理想主义到经验主义[M]. 北京: 光明日报出版社, 2013: 118.
- [6] 王建文等. 重要股东增减持行为市场效应及其影响因素分析[J]. 财会月刊, 2012(8): 9-12.
- [7] 张效瑞. 创业板解禁疯狂出逃[N]. 环球时报, 2011-5-27(6).
- [8] 俞萌. 全流通时代下中小股东权益得到保护了吗?——基于华丽家族大股东减持的案例研究[J]. 财政监督, 2014(8): 71-

- 75.
- [9] 周焯华, 等. 创业板公司大股东减持内幕交易案例研究[J]. 财会月刊, 2014(9): 81-84.
- [10] 刘淑培, 等. 今年逾千家上市公司大股东减持, 套现 4000 亿 [EB/OL]. <http://finance.qq.com/a/20150708/053624.htm>, 2015-08-06.
- [11] 刘云亮. 创业板上市公司高管持股减持的法律困境与解决对策[J]. 政法论丛, 2013(4): 101-107.
- [12] 贝卡里亚. 论犯罪与刑罚[M]. 黄风. 北京: 中国法制出版社, 2005: 81.
- [13] 张维迎. 博弈与社会[M]. 北京: 北京大学出版社, 2013: 27.
- [14] 加达默尔. 真理与方法[M]. 洪泽鼎. 上海: 上海译文出版社, 2004: 354.
- [15] 邓晓芒. 西方哲学史[M]. 北京: 高等教育出版社, 2014: 2.
- [16] E.博登海默. 法理学——法律哲学与法律方法[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1999: 298.
- [17] Pound, A Survey of Social Interests, 57, Harvard Law Review, 1934: 39.
- [18] 蔡奕, 等. 证券市场监管执法的前沿问题研究[M]. 厦门: 厦门大学出版社, 2015: 128.
- [19] 刘慎良. 证监会明确解释何为“恶意做空”: 跨期现市场操纵 [N]. 北京青年报, 2015-07-11(8).
- [20] 杨东. 金融消费者保护统合法论[M]. 北京: 法律出版社, 2013: 63.

On the self-criticism and reflection of Chinese legal system about stock selling of listed companies

LI Siqu

(School of Law, Hunan University, Changsha 410082, China)

Abstract: Runaway stock selling of listed companies plays a very important part in this stock disaster in 2015. Meanwhile, it exposes the defects in legislative idea, value protection, and formation of system existing in Chinese security law. As a result of self-criticism and reflection, the present essay proposes that future innovation of the legal system in the security market should center on such aspects as establishment of rationalism, strictness of civil liability, and emphasis of protection of small and medium investors. Only on the basis of market of buyer's decision and protection of financial consumer, can Chinese security law be substantially changed.

Key Words: security market; listed company; stock selling

[编辑: 苏慧]