

## 限售股质权实现过程中的 法益冲突解决

——以《公司法(修订草案二次审议稿)》

第160条为对象

葛伟军\* 李攀\*\*

**摘要:**《公司法(修订草案二次审议稿)》[以下简称《公司法修订草案(二)》]第160条第3款对限售股质权人在限售期届满前的质权行使进行限制,旨在避免因质权实现导致的限售股权属变动结果与限售规范间的冲突。该规定不当扩大了《公司法》股份限制规定应然的约束范围和效力射程。本文从规制对象、法益保护的优先性和比例原则以及权属变动的后果等方面进行了分析。针对限售股质权的实现问题,规范重心应从限制质权实现转移到基于变价取得限售股的买受人对限售负担的继受上。限售股的买受人是否继受股份转让限制,应视限售股上所附转让限制的性质不同,作类型化的区分对待。

**关键词:**限售股 减持规范 股份转让 限售股质押 执行变价

---

\* 复旦大学法学院教授。

\*\* 上海财经大学法学院民商法学专业博士研究生。

## 一、问题的提出

审议过程中的《公司法修订草案(二)》第160条第3款规定:“股票在法律、行政法规规定的限制转让期内出质的,质权人不得在限制转让期内行使质权。”该款直指实践中存在的巨大争议:特定股份持有人在法定或承诺期限内被禁止转让股份,以限售股出质的行为虽不同于股份转让,但如约定债务履行期早于限售期届满,且到期债务未得清偿,质权人即可通过主张对限售股变价以实现质权,导致类似于股份转让的权属变动结果,并因此引发与转让限制规范间的紧张关系。举例而言,按现行《公司法》第141条第2款规定,上市公司董监高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%。如董监高以所持股份出质担保个人债务,至其违约时质权人可主张变价的股份数额是否以25%为限?对此理论界和实务界存有不同认识。部分观点认为限售规范不仅针对主动的股份转让行为,还包括因其他任何原因导致的股权变动结果,即“因司法强制执行、执行股权质押协议、赠与、可交换债换股、股票权益互换等减持股份的,应当按照本规定办理”〔1〕;广东省深圳市中级人民法院《关于强制执行上市公司股票的工作指引(试行)》也认为针对上市公司董监高的执行应以《公司法》第141条规定的可用额度为限。〔2〕相反观点则认为,股份转让限制规定是对公司创办者自主转让其股权的限制,其目的是防止发起人借设立公司投机牟利,损害其他股东的利益,而“人民法院强制执行不存在

---

〔1〕 中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)于2017年发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称《减持规定》)第4条。

〔2〕 广东省深圳市中级人民法院《关于强制执行上市公司股票的工作指引(试行)》第18条:“依据《中华人民共和国公司法》第一百四十一条第二款的规定,上市公司董事、监事、高级管理人员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一年内不得转让;上述人员离职后半年内不得转让其所持有的本公司股份。执行中可以向上市公司、证券公司或证券登记结算机构查询该董事、监事、高级管理人员的可用额度,执行时应以该可用额度为限。”

这一问题”〔3〕,将限售规范的效力范围仅限于持有人基于意思进行的主动转让行为。这也是司法实践中大部分法院采纳的做法。〔4〕 监管机构与司法机关在某一具体问题上的观点如此针锋相对,这在法律领域中并不多见,其部分原因来自对某些基础概念和问题本质的认识分歧。如限售规范旨在禁止的“股份转让”究竟是指股份转让行为还是包括股权变动结果?因司法执行导致的股权变动结果是否等同或相当于限售股“解禁”?《公司法修订草案(二)》第160条第3款采取的限制质权人期内行权的立法意图有无正当性和必要性?对这些问题的分析和回答,有助于精确定位矛盾症结,并为限售股的司法执行提供规范思路和处理方法。

## 二、限售规范的目标对象范围界定

### (一) 针对上市公司股份的转让限制规范体系

股份的可转让性是商事公司区别于其他商事组织形式的显著特征之一。〔5〕 现行《公司法》第137条规定,“股东持有的股份可以依法转让”,确立了股份自由流动的原则,这在理论上契合股份公司的资合品性和证券市场的流通要求。〔6〕 但股份的流通性并非绝对的,某些特殊场合,为规范股份交易行为,维护市场运行秩序,需要对特定种类的股

〔3〕 参见最高人民法院执行办公室《关于执行股份有限公司发起人股份问题的复函》(〔2000〕执他字第1号)。

〔4〕 北京市高级人民法院于2014年1月1日施行的《北京市法院执行工作规范》第390条规定:“被执行人作为发起人持有本公司股份的,人民法院对该股份可以强制进行转让,不受《中华人民共和国公司法》第一百四十二条‘发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让’的限制,有关单位应当按照人民法院的裁定书和协助执行通知书办理转让股份的变更登记手续。”上海金融法院于2021年1月4日实施的《关于执行程序中处置上市公司股票的规定》第18条第2款规定:“处置上市公司限售流通股、存托凭证,根据限售条件、解禁条件、案件情况可选择适用大宗股票司法协助执行方式或网络司法拍卖方式。”江苏省高级人民法院于2018年6月出台的《关于执行疑难问题的解答》则采取了“划转+期满抛售”的处置模式,即对限售股先进行司法划转,将被执行(出质人)股票先行划拨至申请人账户,然后待限售期满后在二级市场进行抛售。划拨环节实际上已经导致了股权的变动。

〔5〕 参见刘俊海:《现代公司法》(第3版),法律出版社2015年版,第541页。

〔6〕 参见甘培忠、欧阳泽蔓:《股份有限公司章程限制股份转让法律问题析》,载《法律适用》2015年第2期。

份转让进行约束。因此我国公司法对于上市公司股份的转让实质上采取的是“自由流通为原则,限制转让为例外”的态度。〔7〕

从分类上来看,目前的上市公司限售股类型包括在股权分置改革后由上市公司原非流通股转化而来的限售股份、新老划断后公司首次公开发行前已发行的股份,以及因上市公司非公开发行、配股、股权激励、大股东追加承诺和监管部门要求等情形形成的限售股份。有学者依据限售形成原因不同,将限售股区分为“被动型限售股”和“主动型限售股”。〔8〕前者系指依据法律、监管机构制定的规范性文件限制转让的股份,限售义务主体为上市公司大股东、实际控制人、董监高以及存量股股东或定增股股东;后者指特定主体如上市公司大股东和董监高在法律、规范性文件的限售规定之外自主公开承诺转让条件的股份。

股份转让限制从规范位阶上可分为三个层级:第一层级为《公司法》和《证券法》下的概括性限制规定,主要是《公司法》第141条对发起人持有股份、存量股或定增股、董监高持股的期限限制和数量限制,〔9〕《证券法》第36条对股份限制交易期限的原则性限定和第44条的短线交易限制规定。〔10〕此即为《公司法修订草案(二)》第160条

---

〔7〕 参见李欢:《资合性标准的转向——上市公司章程限制股份转让效力判断》,载《烟台大学学报(哲学社会科学版)》2020年第6期。

〔8〕 参见张异冉:《限售股的司法强制执行研究——强制变价的类型化处理》,载《商法界论集》2021年第1期。

〔9〕 《公司法》第141条规定,发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让。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之日起一年内不得转让。董监高所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让,任职期间一年内只能对外转让25%,离职后半年内不得转让。

〔10〕 《证券法》第36条规定:“依法发行的证券,《中华人民共和国公司法》和其他法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得转让。上市公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员,以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东,转让其持有的本公司股份的,不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定,并应当遵守证券交易所的业务规则。”第44条第1款规定:“上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有百分之五以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员,将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。但是,证券公司因购入包销后剩余股票而持有百分之五以上股份,以及有国务院证券监督管理机构规定的其他情形的除外。”

第3款所称的“法律、行政法规规定”的限售情形。第二层级主要是指中国证监会颁布的行政规章以及证券交易所的自律规则等,如《上市公司证券发行注册管理办法》和《减持规定》等。<sup>[11]</sup> 这些规范对法律和行政法规规定的限售情形进行了细化和扩展。第三层级为上市公司特定内部主体针对股份转让限制作出的公开承诺。《上市公司股权分置改革管理办法》、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)的实施细则等针对这种公开承诺的履行制定了监管框架,主要内容涵盖了承诺担保义务、上市公司的信息披露义务、保荐机构的持续督导和报告义务、证券交易所的专项监控等手段。<sup>[12]</sup>

## (二) 限售规范旨在禁止的“股份转让”概念界定

无论是《公司法》还是《证券法》的限售规定,其规制对象均明确表述为股份的“转让”,而引发观点分歧的首要原因恰在于对“转让”概念的混乱认识。

从文义解释角度来看,“转让”这一法律概念,在我国民事法律体系中主要在“民事权利”或者“民事法律行为”的范畴或意义上使用。<sup>[13]</sup> 有学者认为应从狭义和广义两个角度界定股权或股份的“转让”。狭义上的“转让”专指当事人之间因协议关系而发生的股权转让,即基于转让意思进行的股份转让行为;而广义上的“转让”除协议转让外,还包括因司法强制执行或因企业合并、继承、离婚、财产分割等而发生的转让,即非基于转让意思达成的权属变动结果。<sup>[14]</sup> 如限售规

---

[11] 《上市公司证券发行注册管理办法》第59条规定,向特定对象发行的股票,自发行结束之日起6个月内不得转让。发行对象属于该办法第57条第2款规定情形的,其认购的股票自发行结束之日起18个月内不得转让。上交所和深交所在相应的上市规则中均明确首次公开发行股份的控股股东和实际控制人承诺股份上市36个月内不得转让股份。如《上海证券交易所股票上市规则(2023年2月修订)》第3.1.10条规定:“发行人向本所申请其首次公开发行股票上市时,其控股股东和实际控制人应当承诺:自发行人股票上市之日起36个月内,不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行的股份,也不由发行人回购该部分股份。发行人应当在上市公告书中披露上述承诺。”

[12] 参见陈彬、陈娟、张子炜:《从域外经验看我国限售股制度的问题与改革》,载《证券市场导报》2014年第12期。

[13] 参见钱玉林:《股权转让行为的属性及其规范》,载《中国法学》2021年第1期。

[14] 参见王欣新:《公司法》,中国人民大学出版社2008年版,第209~210页。

范的目的在于禁止基于意思发生的股份转让行为,则因质权实现等导致的权属被动变更即处于其效力射程之外;但如“转让”概念在广义上泛指任何原因导致的股份权属变动结果,那么限售股的质权实现即可能构成与限售规范目的的冲突。从法律条文的规范表达来看,《公司法》第141条与《证券法》第36条的表述均为特定股份在特定期间届满前“不得转让”。作为法律用语,“不得”是法律规范对行为模式作出限制的虚词,“未满足某种条件,不得……”这样一种表达范式,体现了立法者将民事法律作为一类行为规范的意图,其目的是对某种行为予以禁止或限制,但就功能而言无法杜绝某项客观事实之确实发生。

从体系解释角度来看,《公司法》第139条第1款规定“记名股票,由股东以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让;转让后由公司将受让人的姓名或者名称及住所记载于股东名册”。从该规定可以看出,股份“转让后”,才开始发生股份登记等权属变更,可见《公司法》本身已对股份转让行为和权属变动结果进行了区分;《证券法》下,第36条限售规定被安排在“证券交易”章节,而按第35条规定“证券交易”系指“证券买卖行为”<sup>[15]</sup>。从条文设置的逻辑关系上理解,第36条所限制的“转让”行为,以具备转让意思的证券买卖行为为对象,不包括非因约定原因导致的股份权属变动结果。

基于目的解释方法可得到相同的结论。可转让性本为上市公司股份的核心属性,法律之所以对部分转让行为进行限制,原因在于防止上市公司大股东和公司内部主体通过非公开市场套利而破坏市场机制和中小投资者利益。<sup>[16]</sup>禁止股份转让、抹除股份流动性本身并非目的,而仅是防止不法目的实现的手段。限售制度本身体现了法律对风险概率和风险程度的判断:即使并非所有的限售股转让情形均为实现不法目的之手段,但这起码构成大概率事件,故法律有必要进行干预或限

---

[15] 《证券法》第35条第2款规定:“非依法发行的证券,不得买卖”。

[16] 参见《证监会就减持新规答记者问:作出七大修改》,载新浪财经网,<http://finance.sina.com.cn/roll/2017-05-27/doc-ifyfqvmmh9305504.shtml>,2022年7月4日访问。



制。<sup>[17]</sup>就规范效力的指向而言,主体对象为上市公司内部持股人,行为对象是基于意思发生的主动转让,防范对象是以转让为手段的不法套利结果及对证券市场公众利益的损害。但在以司法执行语境下,限售股的权属变动结果并非基于股份持有人的转让意思而发生,股份权属变动结果与作为被执行人的限售股持有人的意图无关,因此不会成为其不法套利的手段。考察比较法下相关问题的规制趋势,也是在不损害投资者整体利益的前提下重视交易效率和经济效益,减少行政监管或司法对股份转让设置的障碍,便利中小企业通过证券市场融资。<sup>[18]</sup>在 *Witte v. Beverly Lakes 投资公司案* 中,法院认为股票份额的基本属性仍然是股票的可转让性,只有合理的善意转让限制才是有效和可执行的。<sup>[19]</sup>在 *Tu - Vu Drive v. Ashkins 案*<sup>[20]</sup>中,布林纳大法官提出,股份转让可被施加合理的限制,但“合理”是双重要求。除非迫不得已或别无他法,否则不得对股权转让进行不合理限制,并且不得无理剥夺股东的实质转让权利。从中可以看出,对股份转让进行限制的正当性建立在主动转让行为可能导致溢出危害的判断上,转让限制的必要性和强度与风险成真的概率成正比;如果限制规范的前提假设——限售股权属变动必然或大概率将损害公众利益——无法被证实或甚至可被证伪,限制规范发挥效力的正当性基础即不复存在。因此,现行《公司法》和《证券法》下的限售规范,无论从立法意图、教义解释还是实证研究上均以主动转让行为为对象,<sup>[21]</sup>其效力不应被扩张到对非因转让意思发生的股权变动结果的禁止上。

---

[17] See Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation* (6th ed. ), Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p. 231.

[18] 比如,美国《1933年证券法》第144条(*Securities Act of 1933, Rule 144*)对法定限售股的转让限制的减少以及第144A条对转让途径的拓展,以及欧洲国家从法定限售股到约定限售股的转变和多边电子配对系统等交易平台的发展。参见陈彬、陈娟、张子炜:《从域外经验看我国限售股制度的问题与改革》,载《证券市场导报》2014年第12期。

[19] *Witte v. Beverly Lakes Inv. Co.*, 715 S. W. 2d 286 (Mo. Ct. App. 1986).

[20] *Tu - Vu Drive - In Corp. v. Ashkins*, 61 Cal. 2d 283, 391 P. 2d 828 (1964).

[21] 参见曹廷求、张光利:《上市公司高管辞职的动机和效果检验》,载《经济研究》2012年第6期;李维安、李慧聪、郝臣:《高管减持与公司治理创业板公司成长的影响机制研究》,载《管理科学》2013年第4期等。

### 三、限售股质权实现过程中的法益冲突分析

从上述分析可得,因质权实现导致的限售股权属变动在类型上不同于基于意思发生的股份主动转让,不属于现行《公司法》和《证券法》下限售规范的调整目标。但仅此不足以得出限售期内的质权实现即为正当的结论,其是否可能引发与其他法益的冲突,或因此造成的溢出风险是否处于法律权衡后可予容忍的范围,有赖进一步的分析。

#### (一)《公司法修订草案(二)》第160条的问题所在

《公司法修订草案(二)》第160条第3款规定所体现的态度是认为质权实现导致的权属变动同样构成对限售股安定的威胁,规制方法是将限制环节前移,通过禁止质权人在限售期内基于质权请求变价,消除引发限售股权属变动的原因,避免司法执行环节发生冲突。姑且不论这种限制是否具有必要性和正当性,其立法意图能否实现就值得怀疑。盖因当限售股持有人成为被执行人时,其所持限售股属于法律规定的可供执行财产。<sup>[22]</sup>除质权人外,其他一般债权人也可通过申请执行查封限售股并请求对限售股进行变价以清偿债权,结果同样将触发限售股权属的变动,不同之处无非是一般债权人不能就变价所得款项主张优先受偿而已。因此如欲达成《公司法修订草案(二)》第160条的立法意图,除禁止质权人行使质权外,还需禁止限售股持有人的所有债权人——包括优先债权人和一般债权人——对债务人所持有的限售股提出执行变价主张,这显然并非《公司法修订草案(二)》第160条或《公司法》任何一条规范所能完成的任务。换一个角度来看,质权内容在司法执行环节体现为“变价请求权”和“优先受偿请求权”的结合:前者为担保物权人处分权的司法实现,是担保物权人处分行为的替代——担保物权人在物权实现条件成就时对抵押物虽有处分权,但为

---

[22] 《民事诉讼法》第249条第1款规定:“被执行人未按执行通知履行法律文书确定的义务,人民法院有权向有关单位查询被执行人的存款、债券、股票、基金份额等财产情况。人民法院有权根据不同情形扣押、冻结、划拨、变价被执行人的财产。人民法院查询、扣押、冻结、划拨、变价的财产不得超出被执行人应当履行义务的范围。”



确保公正,须借助于司法执行程序行使处分权;<sup>[23]</sup>后者则使担保物权人可优先于其他一般债权人受偿。那么《公司法修订草案(二)》第160条所谓“质权人不得在限制转让期限内行使质权”,是仅指不得行使变价权,还是优先受偿权亦不得主张?按规范语义逻辑,既然限制限售期内质权行使,应同时包含两者。但如此一来,假设限售股持有人的其他一般债权人申请查封其名下限售股并主张执行变价,而这与第160条旨在实现的限售股权属安定间毫无关系,盖因无论质权人是否行使质权(优先受偿权),限售股的权属变动都可能因其他一般债权人的变价申请而发生。进一步的问题是,《公司法修订草案(二)》第160条将引发公司法与其他部门法规范的严重冲突。理论通说和司法实践均已认可限售股为适当的质押标的,<sup>[24]</sup>既然如此,一旦质权有效设立,变价权即构成质权不可分割的内容,质权人当然可在实现条件成就时依据《民法典》和《民事诉讼法》主张对质物变价以受偿债权。对请求变价限售股的质权人而言,尽管该请求权实现的结果导致可限售股股权的客观变动,但其目的仅在于优先取得变价款以清偿自身债权,而并不关心限售股由谁受让;司法实践中的以股抵债情形,对质权人而言不过是变价失败后的被动后果,并非所主动追求的目的。

造成《公司法修订草案(二)》第160条立法意图和潜在后果南辕北辙的原因,在于其基于公司法视角,却试图对公司关系外的其他法律关系进行规范。从不同部门法的调整范围上来看,公司法主要以调整公司关系为己任,其基本特征是内部性,即公司内部相关主体之间的法律关系。在与限售股权属变动相关的法律关系中,限售股股东与上市公司和其他股东之间的关系属于内部关系,限售股股东与质权人之间属于外部关系。有学者正确地指出,公司法的转让限制规范是规定对外转让股东与公司、与其他股东之间关系的,其甚至无法调整转让股东

---

[23] 参见杨代雄:《抵押合同作为负担行为的双重效果》,载《中外法学》2019年第3期。

[24] 参见洪艳蓉:《股票质押式回购的法律性质与争议解决》,载《法学》2019年第11期。

与作为公司股东之外第三人的受让人之间的关系。<sup>[25]</sup> 基于此,当股东违反股权转让限制规定对外转让股权时,对外的股权转让合同效力不受影响,但对内可使该转让不对公司和其他股东发生效力,公司可以不为受让方办理股权变动手续。<sup>[26]</sup> 以此类推,股份质押对公司而言属于外部关系。股权质押设立的目的在于维护债权的安全,即维护交易的安全或维护“动的安全”,<sup>[27]</sup> 而上市公司股份转让限制规范的目的主要在于保护公司治理安定和其他股东利益。两者无论在制度价值、规范功能、规制方法上均存在较大差异。从比较法下关于股权转让的规定及司法实践上来看,其关于股权转让的规定本意也并非约束转让方与受让方,而是强调不遵守法定和章定股权转让限制者对于公司不生效力,从而不产生股权变动的效果。<sup>[28]</sup> 这都明白无误地区分了与股份权属变动相关的内外部关系。《公司法修订草案(二)》第160条将效力范围突破至公司外的股份质押关系上,将约束主体对象扩张至转让关系之外的质权人甚至一般债权人身上,已超出其应然射程。

## (二) 质权实现的变价方法及后果

从冲突法益保护的迫切程度上进行比较,如质权人在限售期内不得主张变价,实际后果相当于质权无法实现,合法债权受损为确定事实;相比较而言,因实现限售股质权导致的股份权属变动对上市公司或其他股东的不利影响仅为潜在可能性。两害相权,质权实现主张具有更为迫切和现实的保护需求。从利益衡量角度来看,比例原则要求最轻微侵害手段,在保护较优越法益时,侵害另一种法益不得超过必要限度。如前所述,股份转让限制的所有正当性来自对更值得保护的公众

---

[25] 如有观点认为在有限公司股权转让案例中,《公司法》第71条旨在调整内部关系,即拟对外转让股权股东与公司和其他股东之间的关系,故公司可据此不确认股权转让合同对公司的效力;但股权转让受让双方之间的关系属于外部关系,并非《公司法》的调整范围,故转让合同的效力应依据合同法等进行判断。参见徐强胜:《股权转让限制规定的效力——〈公司法〉第71条的功能分析》,载《环球法律评论》2015年第1期。

[26] 北京新奥特公司诉华融公司股权转让合同纠纷案,载《最高人民法院公报》2005年第2期。

[27] 参见林建伟:《股权质押制度的反思与重构——以制度价值为中心的考察》,载《现代法学》2005年第5期。

[28] 同前注[25]徐强胜文。

利益的妥协,属于私益保护需求向公众利益保护需求的妥协;当私益保护需求更为迫切,或公众利益并无特别保护需求,或可通过其他方法进行保护时,通过“一刀切”方式限制股权变动的正当性依据即不复存在。事实上,司法实践已充分关注到执行过程中的市场秩序和公众利益保护问题,司法执行导致的限售股变动未必引发限售规范旨在防范的不利后果,部分法院还分别出台内部指引对处置方法、处置额度、拆分方法等进行规定,以实现对证券市场交易规则的维护和对公众利益的保护。限售股的司法处置方法包括指令托管券商强制卖出、大宗交易、司法拍卖、非交易过户待限售期满后卖出等。如上海金融法院出台过《关于执行程序中处置上市公司股票的规定(试行)》,通过上交所搭建的大宗股票司法协助执行平台,对大宗股票进行司法强制处置,其目的正在于“大宗股票强制卖出易影响股票价格,影响投资者和上市公司利益”。<sup>[29]</sup> 具体到变价方法上,现行上海金融法院《关于执行程序中处置上市公司股票的规定》针对拟处置数量超过上市公司股份总数的1%,或虽不到1%但受到减持限制无法通过二级市场集中竞价方式售出的上市公司股票,优先选择适用大宗股票司法协助执行方式;<sup>[30]</sup>深圳中级人民法院《关于强制执行上市公司股票的工作指引(试行)》规定只有“拟变价股票数量占上市公司总股本比例为5%以下……不符合大宗交易条件或者大宗交易后的剩余股票”,才指令托管证券公司通过集中竞价方式卖出。<sup>[31]</sup> 这些具体变价方式的采用从最大程度上兼顾了合法担保物权实现和证券市场公众利益维护间的平衡,较之不区分原因地禁止限售股的任何股权变动,显然更具合理性和正当性。

事实上,限售规范的制度目标与强制执行的取向并不存在冲突,前者通过对转让期限和数量的限制避免大量抛售打压个股市场价格,后者则需要通过选择合理的变价方式来维持变价价格,从而提升执行效率,两者具有相当的目标一致性。需要厘清的是,限售股司法执行导致的权属变动在效果上不同于限售股的解禁流通。前者仅为司法强

[29] 黄亮、郑岗:《上市公司大宗股票的司法处置》,载《人民司法》2020年第14期。

[30] 上海金融法院《关于执行程序中处置上市公司股票的规定》第17条。

[31] 深圳市中级人民法院《关于强制执行上市公司股票的工作指引(试行)》第14条。

制力导致的权属单次变动,附于股份上的转让限制并不因司法执行而当然涤除;<sup>[32]</sup>后者则指对股份上所附转让限制的完全去除,后续的自由转让不再受任何限制。在孟某、中信证券股份有限公司保证合同纠纷执行审查类执行案中,深圳市福田区人民法院认为“本院采用在淘宝网拍平台上整体处分涉案股票,拍卖成交的买受人将取得涉案股票的所有权益,包括大股东的身份及控股权,不属于减持的情形”<sup>[33]</sup>;《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作》第7.4.10条则规定:“承诺人作出股份限售等承诺的,其所持股份因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等原因发生非交易过户的,受让方应当遵守原股东作出的相关承诺。”上述司法判例及监管指引均对司法执行导致的限售股权属变动与限售股解禁进行了正确的区分:前者系因司法公权力行使导致,且原则上并不改变限售股本身的性质,这种单次性、强制性变动对证券市场的影响有限,且处于司法执行特定变价方式的控制范围内,不同于限售股解禁导致的消除股份转让限制使其完全进入市场流通的后果。

#### 四、限售负担的涤除和继受

因质权实现导致的股份权属变更并不意味着限售股上所附转让限制的自然涤除。最高人民法院认为,通过执行变价取得限售股的“股份受让人应当继受发起人的地位,承担发起人的责任”;上海金融法院《关于执行程序中处置上市公司股票的规定》第41条第2款规定,“买受人或因抵偿协议取得股票的申请执行人在股票过户后处置上市公司股票的,应遵守法律法规、司法解释和证券监管部门规章、规范性文件、证券交易所规则中关于股票限售、股票减持等相关规定”。法理上,对限售股的司法执行变价旨在保护和实现限售股持有人与外部债

---

[32] 针对受让人是否继受转让限制的问题,本文作者认为应做类型化区分。详见本文第四部分。

[33] 广东省深圳市福田区人民法院:孟某、中信证券股份有限公司保证合同纠纷执行审查类执行裁定书,案号:(2018)粤0304执异1号,2018年1月8日。

权人之间的债权债务关系,这属于公司外部关系,处于限售规范的约束射程之外;但在变价完毕后,限售股买受人进入上市公司成为新的股东,其与上市公司、其他股东的关系构成新的公司内部关系,因此,买受人是否应继受股份转让限制的问题,重新进入限售规范约束效力射程讨论范围内。

### (一) 附着于股份上的转让限制

这一类限售股主要指上市前发行股份和定增股份。司法实践中的观点认为,《公司法》下的转让限制从性质上可分为“对人(转让人)”附随义务<sup>[34]</sup>和对“标的(股权)”本身的限制<sup>[35]</sup>。从法条规范的表述上来看,现行《公司法》第141条第1款表述为“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让。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之日起一年内不得转让”,限制效力指向作为物的股份本身,而非针对持有该股份的人,故转让限制实质上构成该类限售股的固有财产属性,随物一并流转,司法处置并不改变其作为限售股的财产性质。针对上市前发行股份和定增股份的转让进行限制,主要是出于两方面的考量:一是防止有关股东过早“套现”“跑路”,损害其他投资者的利益;二是防止有关股东大量抛售所持股份,对市场行情造成过大压力,影响市场运行的正常秩序。尽管股东“套现”“跑路”的可能性在司法执行语境下已遭最大程度压制,但允许该类股份在变价完毕后立即流入市场依然可能形成较大冲击,因此存在对其继续施加转让限制的必要性。比较法下,该种限售股性质上相当于美国证券法下的“受限证券”(restricted securities),除非经公开转售(public resale)后去除股份上所附的特殊标签,否则无论股票持有人如何变化,股份的性质不会改变,任何主体一旦取得该类股份权

---

[34] 参见陕西省高级人民法院民二庭《关于公司纠纷、企业改制、不良资产处置及刑民交叉等民商事疑难问题的处理意见》(陕高法[2007]304号)。

[35] 江苏省高级人民法院:刘某与季某股权转让纠纷再审民事判决书,案号:(2015)苏商再提字第00042号,2015年10月23日。

属,即自动成为转让限制规范的义务主体。<sup>[36]</sup> 最高人民法院在批复意见中认为,针对股份公司发起人股份的执行不受《公司法》转让限制规定的约束,但受让人应继受发起人地位、承担发起人责任,<sup>[37]</sup> 以此作为对维护证券市场秩序需求的回应,该观点具有正当性。

## (二) 基于身份形成的转让限制负担

通常而言,身份行为发生在身份法领域,但财产行为与身份行为会相互渗透,财产行为可能具有身份色彩。广义的身份行为就包括形成的身份行为、附随的身份行为以及支配的身份行为。与附着于股份上的对物本身限制不同,部分转让限制产生于股份持有人的特定身份。故买受人是否继受转让限制负担,应作具体分析。

### 1. 董监高所持股份

根据现行《公司法》第 141 条第 2 款的规范表述,“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百分之二十五;所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定”。这与第 141 条第 1 款对上市前发行股份和定增股份的限制不同,该种限制并非附着于股份上,而是指向特定义务主体,限制原因来自股份持有人所具有的特定身份。法律之所以对董监高持有的股份转让进行限制,正向激励目标是期使管理层的利益与公司的利益结合为一,产生休戚相关,利害与共的观念;<sup>[38]</sup> 反向预

[36] 美国《统一商法典》第 8-204 条明确规定:“发行人对证券转让所做的限制,即使在其他方面是合法的,对不知道该种限制的人是无效的,除非:(1) 证券是凭证式的,而且该种限制醒目批注在证券凭证上;或者(2) 证券是无凭证式的,而且记名所有人已经得到该种限制的通知。”SEC 的《144 号条例》将有关股份定义为受限证券(restricted securities),要求受限证券持有人与任何后续持有人(subsequent holder)遵守持有期间(holding period)的限制规定,并要求受限证券持有人遵守转售数量的限制规定。

[37] 参见最高人民法院执行办公室《关于执行股份有限公司发起人股份问题的复函》([2000]执他字第 1 号)。

[38] 参见廖大颖:《证券市场与股份制度论》,中国政法大学出版社 2002 年版,第 30~31 页。



防目标是董监高是内幕信息知情人,转让限制部分出于防范内部交易和内部持股人不法套利等考虑,<sup>[39]</sup>限售措施施加的原因和正当性均来自股份财产性权利和股东特定身份的结合。但通过司法变价取得股份的受让人仅取得股份上的财产利益,并不当然继受股份所对应的董监高身份地位。该类股份上原本相结合的财产要素和身份要素分离,原本限制措施旨在实现的正向激励目标和反向预防目标都丧失现实可能性,法律都不再具有对受让人继续实施转让限制的必要。

## 2. 大股东所持股份

大股东系指上市公司控股股东和持股5%以上的股东。<sup>[40]</sup>针对大股东所持股份的转让限制措施主要是指三类禁售和一类转让数量限制。其中,三类禁售针对的是被调查或侦查、受到处罚或刑罚、被公开谴责等情形产生的不利信息对市场造成不良影响之时,将大股东固定在持股状态,使其承受不利信息影响下股份价格下跌的损失。需要注意的是,大股东与小股东并非天然处在对立面,造成我国如此情况的原因无疑就是两点:一是大股东与小股东之间存在权利上大小的区别;二是中国小股东无法也没有途径团结起来,无法参与公司的治理。从立法目的上来看,对大股东转让股份进行限制的原因在于大股东在公司重大事项上享有更多表决权,并且掌握信息优势,对其股份转让施加限制,有利于防范其利用信息优势抛售股份,并防止大股东抛售对股价形成下行压力,从而保护投资者特别是中小投资者权益,维护市场平稳运行。<sup>[41]</sup>这种限制措施并非附着于股份本身,而是来自大股东因持股数量形成的特定身份,以及随之而来的信息优势和权利优势。因此,受让人取得的限售股上并不应附着任何转让限制,除非其受让股份数量与其原本持有股份数量达到5%以上,否则对其进行转让限制缺乏必要性。而如果受让人因持股数量达到“大股东”的认定标准,则其自然应

---

[39] 参见巫文勇:《论公司股份转让中的限制性规定与瑕疵股份转让的法律效力》,载《西部法学评论》2010年第2期。

[40] 《减持规定》第2条第1款规定:“上市公司控股股东和持股5%以上股东(以下统称大股东)、董监高减持股份,以及股东减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份、上市公司非公开发行的股份,适用本规定。”

[41] 同前注[8]张异冉文。

受现行限售规范约束,但这种约束并非来自对买受限售股的继受,而是因为其因受让股份而取得了大股东的新身份。

### (三) 公开承诺限制转让的股份

对于经司法变价取得限售股的受让人是否继续受原股东作出的公开承诺限制,监管机构存在不同态度。深圳市福田区人民法院于2018年12月30日拍卖王某1名下800万股美丽生态股份公告中,登载了深交所关于该限售股承诺承继及解限的复函,针对美丽生态(000010)股份的司法拍卖中,深交所出具了态度明确的书面复函。深交所认为该股份因负有承诺不能被解限,否则将影响上市公司利益,“不建议对王某1所持股份做解限操作”。相比较而言,上交所的态度则较为宽松。其监管案例显示竞得股东可以不受前任股东的相关公开承诺限制。如在建设机械(600984)案例中,建设机械发行股份购买资产,原资产方股东王某2的对价股自2015年9月11日上市后锁定36个月,后在业绩对赌期王某2未能实现完成业绩承诺,其所持限售股于2018年7月和9月分别被司法拍卖并分别转给刘某、南通金玖锐信创业投资基金合伙企业(有限合伙)、薛某,根据上市公司公告,前述限售股司法拍卖后于2018年10月11日上市流通,没有受王某2业绩补偿承诺的影响。公开承诺本质上属于私法自治范畴,应根据公开承诺的形成过程来判断其法律性质,公开承诺或为合同要约,或为单方法律行为。<sup>[42]</sup>从性质上来看,股东承诺的实质是非流通股股东与流通股股东之间的合同,是为保护相对弱勢的流通股股东的利益,压缩非流通股股东的流通成本而设计的。与针对发起人、大股东或特定股东、董监高的法定转让限制不同,公开承诺限制的义务主体和约束范围按私法规则均具有特定性,即指向承诺人本人。换言之,限售承诺作为单方法律行为,具有单方性、有效性和无条件性,非因不可抗力等法定免责事由,承诺人不得撤销承诺;而承诺人外的其他持有人,如未作出承受承诺的意思表示,则缺乏以他人承诺对其进行约束的法律依据。在(2019)粤0106执异1003号案中,法院认为,《利润补偿协议》的业绩承诺依附于

[42] 参见袁坚:《论限售股司法拍卖的法律效果——以“公开承诺承继”为视角》,载《北方法学》2020年第2期。

特定义务主体,而不应无原则地扩张至承诺人之外的任何买受人或持有人。至于被执行人因无法履行限售承诺的法律责任则是另一个问题,如果被执行人明知所持股份可能被强制执行却故意作出公开的限售承诺,属于违反信息披露义务,遭受损失的投资者可以向其追索责任。

## 五、结语

对上市公司股份转让进行限制,其实质在于平衡证券市场上自由流通原则与公众利益保护间的关系。从上市公司股份的性质来看,可转让性应为原则,转让限制为原则之例外,限制措施的正当性和必要性来自转让行为对公众利益的潜在危害,限制措施的范围和强度取决于潜在危害发生的现实性和紧迫性。限售制度的规范目标并非旨在消除股权变动现象,而是震慑利用股权转让获取不法私益的有害动机,因此在判断某种股权变动情形是否应纳入限售规范效力范围时,应依据目的性解释、合理性标准和手段比例原则进行类型化区分。司法执行过程中的限售股变价,一方面,已在最大可能上排除了公司内部持股人不当套利的可能性;另一方面,上市公司和其他股东的利益可通过其他替代救济方法或使买受人继受限售负担得到保护,其与限售制度之间并不构成规范目的或制度价值上的冲突。《公司法修订草案(二)》第160条第3款禁止限售期内质权行使的规定缺乏必要性和正当性,故笔者建议该款删除。

(编辑:张 越)