

# 限售股质押的合法性需明确

□兴业全球基金监察稽核部总监 秦杰



CFP图片

## 限售股质押已成常规业务类型

通过质押股票融资是上市公司股东融资的一种重要手段,其中限售股质押也已相当普遍,这在银行、信托、券商等金融机构是较为常规的业务,也是基金子公司重要的业务类型。

基金子公司通过设立专项资产管理计划,以股票质押为增信方式为上市公司股东提供融资的做法并不少见。然而,关于限售股质押的合法性,迄今在法律和司法实践上尚存有一定的不同观点。随着新股、定增、并购等符合限售条件的市场行为及股东融资需求的不断增加,对限售股质押合法性的评估判断显得

愈发重要。法律规则清晰明确,是金融机构积极参与、市场稳健成长的重要前提和保障。

Wind数据显示,截至4月20日,两市过去一年合计有7489起股权质押融资交易,涉及1438家上市公司的股东。虽然仅三分之二的公告明确了所质押股票属于流通股还是限售股,但可查数据中已有673家上市公司股东进行了2312起限售股质押,接受质押的主体有银行、信托、券商等各类金融机构。然而实务中,有部分金融机构对是否接受限售股质押仍然表现出较为谨慎的态度,其主要的顾虑来自于《物权法》第

二百二十三条:“债务人或者第三人有权处分的下列权利可以出质:(四)可以转让的基金份额、股权”以及《担保法》第七十五条:“下列权利可以质押:(二)依法可以转让的股份、股票。”那么限售股是否违背了上述法律中所称的“可以转让”的前提呢?其质押行为究竟是否合法有效呢?

这是一个非常有意思的话题。如果限售股禁止转让,实务中大量的限售股质押行为是否都是无效的?我们不妨拿起放大镜,从理论和司法实践两个角度去逐一进行考察。

## 是否违背法律“可以转让”的前提

首先,我们常说的限售股是什么?限售股主要包括但不限于如下情形:1、《公司法》规定的发起人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;2、《公司法》规定的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;3、中国证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》规定的认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让:(一)上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人;(二)通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;(三)董事会拟引入的境内外战略投资者;4、中国证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》规定的除第3点情形之外的发行对象认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让;5、中国证监会《上市公司收购管理办法》规定的在上市公司收购中,收购人持有的被收购公司的股份,在收购完成后12个月内不得转让;6、证监会《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》规定的,每期员工持股计划

划的持股期限不得低于12个月,以非公开发行方式实施员工持股计划的,持股期限不得低于36个月,自上市公司公告标的股票过户至本期持股计划名下时起算;7、上海、深圳证券交易所《股票上市规则》规定的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或者间接持有的发行人公开发行股票前已发行的股份。8、除此之外,还有其它监管部门主导的、股东承诺不减持的情形。比如去年7月股市异常波动时,为维护资本市场稳定,证监会支持上市公司控股股东、持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员通过增持上市公司股份方式稳定股价并承诺在6个月内不减持。这些情形中,从严格意义上来说,中国证监会以及上海、深圳证券交易所对于3-8项限制转让的规定并非法律法规,而是证监会部门规章、通知意见和交易所业务规则。有观点认为,其质押行为似乎并未违背《担保法》关于“依法可以转让的股份、股票权利可以质押”的规定。特别是7、8的情形更是股票持有人的“承诺”

行为,其效力较法律法规更弱。那么上述的1、2基于公司法的情形,是否即“禁止转让”的情形呢?《物权法》判断权利能否出质的标准是该种权利究竟属于“可以转让”还是“禁止转让”。立法本旨在于,禁止转让的权利(如养殖权、捕捞权等国家法定禁止转让的权利)不得设定质权,可以防止质权人在行使质权时因权利不能转让而导致设定质权的目的落空。但限售股本身仍然是持有人可处分的股份,本质上仍是流通股,只是在“限售期”内不能转让。完全意义的“非流通股”已经是个历史概念,其自股权分置改革完成后已不复存在。另一方面,从程序要件角度来看,《物权法》规定“以基金份额、股权出质的,当事人应当订立书面合同。以基金份额、证券登记结算机构登记的股权出质的,质权自证券登记结算机构办理出质登记时设立。”如按照是否可以登记质权为是否可转让的佐证之一,目前,在限售股能否办理质押登记的问题上,中登上海公司和中登深圳公司均未禁止限售股办理质押。

## 实务案例:限售股被司法拍卖

我们再研究几个案例。2012年的上海舜东与西安宏盛担保追偿权纠纷案以及2014年的周亚与青海贤成、国新投资、贤成集团民间借贷纠纷案,都涉及到限售股质押借款,法院对限售股质押的法律效力均未提出异议。前者直接依法委托拍卖公司执行了限售股的转让,后者也同样认可了经登记的限售股质押效力。最高法院在后者的民事判决书中认为“……且国新公司已将其用于质押的贤成矿业公司股票在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理了证券质押登记,均合法有效。”

另一个值得关注的案例是关于《公司法》所述限制转让情形的。《最高人民法院执行工作办公室关于上市公司发起人股份质押合同及红利抵债协议效力问题请示案的复函(2004年4月15日)》中写道,“《公司法》第147条规定对发起人股份转让的期间限制,应当理解为是对股权实际转让的

时间的限制,而不是对达成股权转让协议的时间的限制。本案质押的股份不得转让期截止到2002年3月3日,而质押权行使期至2005年9月25日才可开始,在质押权人有权行使质押权时,该质押的股份已经没有转让期间的限制,因此不应当以该股份在设定质押时依法尚不得转让为由确认质押合同无效。”此处表明,在法定限售期先于质权行权时间结束时,以限售股设定质押不会被法院认定为无效,反之则有质押无效的风险。当然,这是基于最高人民法院2004年对一个案例的复函,并非正式的司法解释,可以说这方面法律规定仍然不够明确。我们也看到,实务中(包括2012年、2014年的两个案例以及其他限售期内限售股被司法拍卖案例)存在质押的限售股在债务纠纷中被司法拍卖的情况,而股票受让方将继承剩余的限售期限内不得减持股票。

## 或导致大股东变相套现

而从一个普通股民的角度来看,上市公司大股东对限售股的质押融资颇有打破初始限售义务初衷之嫌。大股东一方面据此实现提前“套现”,一方面还牢牢掌握着股东大会投票权,似乎对公平性原则带来冲击。比如在2012年年末,有报道称超日太阳的个人股东将所持上市公司限售股全部质押之后离境消失,被市场称之为“外逃式减持”。

限售股质押面临的另一个风险在于,如果限售股市值急剧下跌并跌破平仓线,接受质押的一方是无法即时抛出股票平仓的。2016年初A股市场出现较大下挫,限售股质押问题一度成为市场关注的焦点。根据国金证券当时的统计,场内质押约五成为限售股,其中近十家上市公司股权质押触发平仓线。不过从当时情况看,上市公司大多通过

补充保证金或增加其他抵押物等方式,与出资机构协商处置。

可见限售股质押并不是一个简单的话题,最高院司法判例虽然有指导意义,但也并不意味着各个仲裁机构、司法机关均对这一问题持有相同的观点。我们建议立法、司法机关可以对限售股的可转让性做进一步的规范说明,对于《公司法》、《证券法》、证监会部门规章、交易所规则、股东承诺等不同情形的适用效力进行界定,以避免实务执行层面产生不同的理解而导致民事纠纷。金融机构在为上市公司股东提供融资服务时,需对限售股的限售情形、适用法律法规情况进行仔细分析,综合评估融资人资质、法律风险和质押率的适当性,并在条件许可的前提下引入其他担保措施,防范风险发生。