

大额持股披露义务规制

解正山

(上海对外经贸大学 法学院, 上海 201620)

摘要:最近一轮的敌意收购浪潮引发了资本市场各方对大额持股披露功能利弊及其监管立场的理论纷争。因短视主义之故,投资者购入大宗股份常被视为敌意收购且受到上市公司乃至学者与监管者的厌恶与指责,收紧大额持股披露规则的呼声随即成为学界与舆论热点。毋庸置疑,要求投资者披露其持有上市公司大宗股份信息有其正当理由,但应平衡积极投资者与上市公司及其管理层之间的监管负担。抑制这些积极股东的短视主义或投机主义固然重要,但因敌意收购本身并无原罪,故立法者不应矫枉过正、一味收紧大额持股披露监管规则,尤不应把道德上的苛责或情绪化表达转化为法律上的义务从而偏惠于一方,阻碍收购市场的发展。

关键词:积极股东; 持股披露; 敌意收购

中图分类号: DF438.7 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2018.03.03

一、问题的提出

所谓“大额持股披露”,一般指投资者单独持有或与其一致行动人共同持有一家上市公司已发行股份或其他权益证券达到一定比例以及之后每增持或减持达到一定比例时,其应在特定时限内向证券监管机构与证券交易所报告、通知上市公司并予以公告之行为。业内将其形象地称为“举牌”(意指购入目标公司大宗股份并予以披露)。它是我国资本市场最近几年来最受瞩目的现象之一。据统计,

2014年至2016年11月底,A股共127家上市公司被“举牌”256次。其中2014年仅3次,2015年156次,2016年97次^①。在本轮“举牌”浪潮中,最抢镜的当属宝能、安邦、恒大等保险系机构投资者。2017年以来,因监管趋严,险资“举牌”降温,私募基金与产业资本等投资者成为主力军。实践中,为阻击“举牌”者对公司控制权的觊觎,众多上市公司纷纷修订公司章程、引入反收购条款,既有规定投资者若未履行披露义务就视其放弃表决权(如“成都路桥”),也有加重投资者义务,将披露门槛线由法定的5%降至3%(如“河北宣工”)①。还有上市公司章程规定,控股股东可在公司面临敌意收购时无需获得股东大会决议授权即可采取或要求董事会

收稿日期: 2017-11-10

基金项目: 上海市哲学社会科学规划课题“破产公司集团的处置”(2015BFX005)

作者简介: 解正山(1973),男,安徽六安人,上海对外经贸大学法学院副教授,法学博士。

① “河北宣工”(000923)2017年6月19日发布《关于修订公司章程的议案》其中规定:持有股份达3%时,应于该事实发生之日起3日内向公司董事会报告;其后,每增加或减少3%亦应于3日内向公司董事会报告。

采取反收购措施,或将公司收购列为特别决议事项并将其获得通过的表决权比例由法定的 1/2 或 2/3 提高至 3/4 等^[2]。凡此种种,不一而足。

更引人注目的则是“举牌”方与目标公司或其控股股东间爆发的公司控制权诉讼战,如“西藏旅游案”“ST 新梅案”“荃银高科案”“京基诉康达尔案”“万科工会诉钜盛华案”等^①。这些案件争议焦点是如何制裁违规“举牌”行为,即增持股份至披露触发线而不履行披露义务甚至继续增持股份,或采用“狼群”策略分别增持至披露触发线而不披露等违规行为。我国《证券法》虽对上述披露违规行为规定了责令改正、警告、罚款等行政制裁措施,但对是否应限制以及如何限制违规者行使表决权等股东权利则未置可否;而被域外学者评价为“非常完备的预防性立法”^[3]的《上市公司收购管理办法》虽规定大额持股披露义务违反者在“改正前……不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权”,但该规定因效力层级低从而导致其无法为限制披露违规者行使表决权等股东权提供充分的法律依据。有鉴于此,各方对“举牌”者违规买入股票行为的效力及其股东权利限制等问题的立场相差甚远,法院对此亦左右为难。

舆论上,积极“举牌”者的处境似乎更尴尬,“从宝万之争中目标公司管理层连续打出悲情牌,到各种保护实体产业和企业家精神的呼吁,甚至到监管部门公开表达对敌意收购者的不满,再到前海人寿在各种道德压力下公开声明不再增持格力并择机退出……只见到资本市场对敌意收购的道德审判和挞伐,却少见对这种资本市场普通交易模式的法律和经济角度的理性分析和规则建构”^[4]。在此舆论氛围下,不少学者主张应收紧大额持股披露规则,他们认为“上市公司股权越分散,越需要更严格的持股披露规则”,因为“过于宽松的大额持股变动规则将损害市场其他投资者特别是中小投资者的利益,导致市场突袭收购频发……扰乱市场秩序”^[5]。主张收紧规则一方尤认为应严厉制裁披露违规行为,如强制要求权益披露违规者限期卖出违规买入的股份并将收益归于公司^[6],甚至可对“作

弊的野蛮人”施以刑事制裁^[7],包括在特定条件下以内幕交易论处^[8]。然而,市场主义者认为,不宜收紧大额持股信息披露规则,反而应放宽持股披露规则^[9-10]。后者更是反对严厉处罚披露违规行为,即便是限制表决权之处罚也被认为不妥,更不用说刑事处罚了^{[11][328]}。孰是孰非,一时众说纷纭。鉴此,有必要进一步讨论以下一些理论与规范问题:“举牌”者究竟是目光短浅的“野蛮人”还是能创造长期价值的积极股东?《证券法》上的大额持股披露规则到底该从宽还是收紧?对披露违规行为应施加何种制裁?实际上,这些问题也是修订《证券法》大额持股披露规则时应予考虑的重点与难点。未来,若监管得当,资本市场也就无须再惊诧甚至厌恶“野蛮人”或敌意收购。

二、投资者“反向披露”的一般法理

一般认为,信息披露与市场透明度是《证券法》的内核与支柱,立法者因此要求发行人及其控股股东、董事、高管等内部人应及时向市场与投资者披

① 参见《西藏旅游股份有限公司公告》(公告编号:2015-064,公告时间:2015年8月3日)、《关于西藏旅游股份有限公司关于诉讼结果的公告》(公告编号:2016-044,公告时间:2016年6月14日);上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》;《安徽荃银高科种业股份有限公司关于诉讼事项的公告》(公告编号:2016-036,公告时间:2016年3月31日)、《安徽荃银高科种业股份有限公司关于诉讼事项的进展公告》(公告编号:2017-046,公告时间:2017年7月6日);广东省深圳市福田区人民法院(2016)粤0304民初7145号《民事判决书》;广东省深圳市中级人民法院(2016)粤03民终13834号《民事判决书》;《深圳市康达尔(集团)股份有限公司关于重大诉讼的公告》(公告编号:2016-102,公告时间:2016年12月12日);广东省深圳市中级人民法院(2016)粤03民辖终3184号《民事裁定书》。

② 随着市场法治化程度的提高,一些投资者不再寻求全面控制上市公司(包括控制后将上市公司私有化并在短期内肢解公司资产并出售以获取收益),而是力求获得董事席位以便影响上市公司治理、实现其投资目标,即便是遭遇目标公司管理层的抵制,它们更多也是选择在股东大会上与目标公司的管理层对决。这类投资者被称为“积极股东”(Activist Shareholder),他们是“用手投票”而非“用脚投票”,即主动利用手中的投票权向公司管理层施压,以促进公司业绩或公司治理的改善进而提升公司价值。(参见:Brandon R. Harper, the Dupont Proxy Battle: Successful Defense Measures against Shareholder Activism [J]. Delaware Journal of Corporate Law, 2017, 41: 119-120.)

露信息。相反,因不具有信息优势,各国证券法原则上并不要求外部投资者披露其持股及交易情况。除不具信息优势外,如此规定还在于避免为其他市场参与者提供“搭便车”(即紧跟嗅觉灵敏的投资者作出投资决策)的机会。“搭便车”的人多了,股价或将上涨,潜心研究公司和市场的投资者的回报将因此降低,投资者发掘市场信息的动力亦将随之衰减,最终将导致资本市场整体信息的匮乏、市场效率的降低^{[11]326}。

然而,例外的是,各国证券法仍几乎一律要求投资者买入上市公司股份达到特定数量时须在特定期限内披露。例如,我国《证券法》第86条规定,投资者单独或与其一致行动人共同持有上市公司股份达5%时应于3日内进行披露;其后,每增持或减持5%时也应于3日内披露。另如美国《证券交易法》第13条D项规定,收购上市公司达5%或以上股份的投资者(包括一致行动人)应在10日内披露其持股情况和持股意图;其后,每买入或卖出1%以上该种股票或购买意图发生变化时,则应在1日内向上述机构补充披露。那么,立法者为何强制要求投资者披露其大额股份交易行为?事实上,并无正当的政策性或实用主义理由能足以支持大宗股份购买者可以向其他股东、投资者以及发行人隐藏自己的收购行动。相反,对于资本市场而言,透明度、公平性以及信息平等向来是越高越好^[12]。尤其是大额持股披露一直被认为有助于提升市场效率、改善公司治理并最终惠及公众投资者。

(一) 大额持股披露的价格发现功能

准确、全面、及时的信息披露可促进投资者保护、提升市场效率。因此,支持强制性信息披露的传统观点认为,在缺乏监管的情况下,外部性的存在将导致市场失灵,用于评估股票价格的信息将变得稀少。换言之,唯有强制性披露要求才能促使发行人进行有意义的披露,这一披露随之将增加股票价格的准确性^{[13]342}。研究也表明,强制性信息披露能增加股价的准确性(即通过股价可对公司未来现金流作出良好预期)以及股价与信息的相关度(即股价是对可获得的“基础信息”的充分反映)^{[13]368}。

那么,强制性大额持股披露是否也会产生同样的效果?换言之,重要投资者的“反向披露”是否有助于确保股票价格与所有可得信息正相关。为此,需要回答:(1)主要股东的信息是否构成“基础信息”(即用于更准确预测公司未来现金流的信息);(2)主要交易的披露是否有助于向市场传达“基础信息”^{[14]134}。

一般认为,上市公司控股股东以及其他主要股东的身份、背景、投资实力、投资能力、诚信度、持股性质、持股计划以及由此产生的公司控制权变动等信息是影响公司价值评估与公司股票定价的重要变量^[15]。因为,股价既是对预期的未来现金流折现价值的反映,也是对投票价值(value of the vote)的反映——表决权对争夺公司控制权以及此种情形下的股价具有至关重要影响^{[14]136}。通常,股权(表决权)结构决定了谁能控制公司。同时,公司未来现金流很大程度上又取决于公司控制权的分配。因此,几乎所有国家的证券立法都要求发行人在招股说明书中披露其股权结构。从经济角度看,如果投资者知晓主要股东将要做什么,那么,股票定价将会更有效^{[16]684}。如此一来,主要股东信息的重要性也就不言而喻了。这些信息的披露不仅可以确保公众投资者在全面知晓公司表决权结构的前提下作出投资决策,而且也便于监管机构、交易所及上市公司了解上市公司股权变动趋势。

如果说静态的股权结构属于影响股价的“基础信息”,那么,股权结构变化以及由此引起的公司控制权变化显然同样也属于影响股价的“基础信息”。一方面,主要交易的披露能向市场传递有价值的信息,可使投资者对公司未来的盈利性充满信心;另一方面,主要股东交易信息有助于市场参与者对公司控制权争夺的可能性进行评估并据此了解他们自身持有的投票权的价值^{[17]727-728}。鉴于“不同的主要股东,其投资策略不同——有的将长期持有,有的是短期交易,这会影响到市场对公司股份供求与流动性的判断与预期。而且,重要股东的增持或者减持,容易导致其他投资者的跟风炒作,从而影响到市场对股票价格的预期”^[15],因此,证券立法同样

要求主要股东的大额交易应予以披露,其目的就是要任何一项可能导致公司控制权转移的大宗股份的快速聚集或积累的信息及时地向市场发出警示,以确保上市公司及其股东以及潜在的投资者能够评估股权变动带来的可能影响^{[14][137]}。

(二) 大额持股披露的价值创造功能

如何降低代理成本是上市公司治理中一个棘手问题:一方面,对股权分散的上市公司而言,有强烈动机并愿投入资源以确保管理层遵照股东利益行事的股东极少,如此一来,公司控制权往往由管理层掌控,后者的“懒政”或“乱政”将使公司负担显著的代理成本;另一方面,如果是股权集中的上市公司,其控股股东及其他主要股东是有能力监督公司管理层从而降低代理成本的(虽然,并非所有大股东都认为值得去监督公司管理层,但只要他们去做,就能降低代理成本)^[18],只不过,他们本身亦可能导致代理成本问题,例如利益输送行为以及过度监督对管理层行事意愿的挫伤等。有鉴于此,各国证券立法的着眼点之一便是提供一套有助于降低代理成本的法律规范。其中,被认为有助于解决代理成本问题、提升公司治理水平的一个重要手段便是准确而及时的信息披露。那么,同样是信息披露,大额持股披露是如何在降低代理成本、改善公司治理进而创造公司价值方面发挥作用的呢?

普遍认为,控股股东或其他主要股东被认为比小股东更易知晓或掌握内幕信息。因此,他们的交易行为理所当然应遵从严格的披露要求。对股权集中的上市公司而言,持股披露意味着外部监督力量的介入,后者的到来可对控股股东或原来的主要股东从事内幕交易或利益输送等滥用控制权的行为施加潜在影响,有助于防范这些股东从事不正当交易;至于股权分散的上市公司,持股披露要求则被认为可促进公司控制权市场的形成,公司管理层将因此受到收购行动的约束或潜在威慑,进而促使他们不断提高公司治理水平^[19]。而且,持股披露可让监管者与目标公司及时知晓谁在购买股票以及基于何种目的而购买,从而有利于监管者掌握证券持有与交易信息进而实施更有效的监管,防止投资

者利用信息或资金优势进行内幕交易或操纵证券市场。更重要的是,其他潜在的收购者将因此可对其自身购买股份的行动进行评估,为应对竞争、保护自身地位,他们可购买更多股份甚至提出竞争性报价^{[20][325]},这无疑将提升股东价值。显然,对这些投资者而言,持股披露是一个重要市场信号,其据此可知已经有第三方正在实施足以改变目标公司控制权的股份收购行动。此外,持股披露要求还为公司管理层与股东间、股东与股东间的沟通以及为公司有效管理投资者关系提供了便利,便于志同道合的股东交流彼此的想法、就某些事项达成合意(如共同对公司经营决策施加影响、对管理层实施监督等)^{[14][19]}。所有这些对改善公司治理、提升公司价值是多有助益的。

实证研究也表明,公司控制权潜在变化对公司股价具有直接影响。例如,积极股东(对冲基金、私募股权等新兴机构投资者)“举牌”上市公司不仅意味着争夺控制权的可能性上升,也预示着对目标公司监督力度的增强。因此,市场对积极股东“举牌”的反应往往是正向的。一份被广泛引用的研究报告发现,2001-2006年间,美国约三分之二的积极股东“举牌”案例取得了至少是投资意义上的成功,在“举牌”(13D申报)公告日(-20,20)天的窗口期间获得的异常回报介于7%至8%之间;而且,没有证据表明,积极股东“举牌”后的一年期内出现负面的异常回报趋势^[21]。另一份实证研究则发现,主要股东的退出往往会导致负面的市场反应,这显然与大股东的监督将增加股东价值的观点是一致的^[22]。换言之,大股东退出意味着对管理层监督力度的减弱,股价势将因此受到不利影响。

不难看出,充分的信息披露尤其是主要股东进入或退出信息的披露以及股东重大收购事项的披露对投资者判断、预估公司代理成本以及公司股票价格具有重要的价值^{[19][454-455]}。总之,强制性大额持股披露要求已被认为是一项重要的促进良好公司治理的工具,其有助于市场和监管者对已经或将要对公司治理产生影响的当事人了然于胸,投资者亦能据此了解即将到来的重要股东的信息。显然,这

些信息对投资者评估公司价值而言是至关重要的^{[17]720}，不仅解决了上市公司股权结构及其变化的透明度问题，而且也能更好地确保投资者在充分了解信息的基础上对特定公司股权结构及其变化如何影响股票价值进行评估。换言之，如果那些意图控制目标公司的投资者所掌握的信息（包括收购意图、持股计划、未来的经营计划等信息）也能为其他公众投资者所知晓，那么，后者无疑会获得公平的投资机会。相反，如果市场参与者无法获取这些信息，那么，他们在评估股票价格时就无法把目标公司的业务方向、股权结构以及管理层等方面的变量考虑进去，最终将牺牲市场效率。

总之，大额持股披露要求是公开、公平、公正原则的内在要求，也是提升市场透明度、确保公平交易的重要保障，各国证券法因此制定了宽严不一的大额持股披露规则。

三、从宽抑或收紧：持股披露义务的理论纠葛

事实上，各方对投资者“反向披露”本身并无争议，都认为强制要求投资者披露其大额持股信息具有合理及正当的理由。然而，对大额持股披露规则到底该从宽还是从严则存在明显的理论分歧。

（一）激励积极股东：规则从宽的理论依据

通常，为在上市公司治理、资本结构、经营绩效等方面施加影响，积极股东多选择购买上市公司5%—10%不等的大宗股份。这些投资者认为目标公司的治理显著不佳且相信只要管理层采纳了相应的策略，公司的业绩就会得到改善，公司股价亦将显著上涨^{[23]56}。尤其是，与传统的机构投资者相比，以对冲基金等为代表的积极股东几乎不受监管与结构性限制，为了回报的最大化，积极股东有比其他股东更强烈的动机去监督、约束公司管理层^{[24]220-221}。如上文所述，积极“举牌”者能够填补因传统机构投资者的理性冷漠而导致的对公司管理层的监督缺位，进而有利于改善上市公司治理、提升公司的价值，普通投资者将因此受益（后者因“举牌”而获得超乎寻常的正向回报已被实证研究

证实）^[25]。正因如此，积极“举牌”者被认为是长期价值创造者，是上市公司治理中一项重要的“矫正机制”^{[26]27}。无论是在短期内还是长远地看，积极股东的介入都将有助于改善公司业绩^[28]。还有研究者强调，该等价值并不都是短期的，即便“股东积极主义意在创造短期利益，那也是因为市场本来就是如此”^①。鉴此，不少学者反对收紧大额持股披露规则并呼吁放宽持股披露规则。

除上文述及的理由外，学者们认为规则从宽的理由还在于：第一，投资者“举牌”需承担不菲的成本，包括高昂的研究开支、较高的资金成本（因为激烈的市场竞争迫使其不得向其投资者提供具有吸引力的回报）以及不断增加的资金集中与低流动

① 参见：Marco Becht et al., *The Returns to Hedge Fund Activism: An International Study* [EB/OL]. (2015-03-02) [2017-03-22]. <http://www.israeli-corporate-governance.org/files/Dec2015/Papers/Franks.pdf>. 目前，股东积极主义(Shareholder Activism)并无统一定义。有人认为是“意图为上市公司带去变化的任何股东或股东集团的任何行为”，亦有人将其定义为买进价值低估公司的股份并以股东身份对董事会施加影响的行为。（参见：Paul Rose & Bernard S. Sharfman, *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance* [J]. *Brigham Young Law Review*, 2014, 2014(5): 1018; Brandon R. Harper, *the Dupont Proxy Battle: Successful Defense Measures against Shareholder Activism* [J]. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2017, 41: 117). 股东积极主义有“防守型”与“进取型”之分。两者区别在于：“防守型”股东积极主义多发生在投资者事先持有目标公司股份的情形之下，因对公司业绩或治理不满，他们或躲在幕后或公开挑战以力促管理层进行相应变革，但其目的不在于赢得董事会的控制权或支配公司政策制定，而是以手中已有股份作为筹码为他们倡议的改革赢得支持。“进取型”股东积极主义对现任管理层而言则是来者不善，基于目标公司当前无法为股东创造最大价值且认为唯有变革才能增加股东回报之假设，他们将聚集大宗股份以便在未来遭到目标公司管理层抵制或与其对决中时占得先机。（参见：Brian R. Cheffins & John Armour, *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds* [J]. *The Journal of Corporate Law*, 2011, 37(2): 56-57.）因法律障碍、利益冲突以及经营模式等方面的限制，以互助基金、养老金为代表的传统机构投资者多以“防守型”积极股东面貌出现，他们对目标公司的干预往往是随机性与事后的，只有在察觉公司业绩不佳或治理机制存有缺陷后才会采取积极行动；相反，以私募基金等为代表的“进取型”积极股东则是策略性与事前的，他们首先确定目标公司能否因其积极行动而获益，然后再决定是否买入其股份并采取相应行动。（参见：Alexandros Seretakis, *Hedge Fund Activism Coming to Europe: Lessons from the American Experience* [J]. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 2014, 8(2): 444-445.）本文在“进取型”股东积极主义背景下讨论大额持股披露问题。

性风险等^{[29]463}。例如,大宗股份的锁定期要求就降低了投资者资金的流动性,即便没有法律上的锁定期要求,持有的大宗股份本身就不易转卖,流动性降低自然会导致投资价值的减损^[9]。第二,披露义务还将带来合规成本以及因证券立法对于“一致行动”的宽泛定义或不确定性而增加投资者协调多方投资策略的法律风险^{[17]729}。投资者之所以不顾上述成本与法律风险而选择购买上市公司的大宗股份成为其主要股东主要是因为此举有利可图:通常,因认为目标公司估值被低估或未来成长空间大,所以,“举牌”者相信,目标公司股价将因市场对外部大股东所能发挥的对目标公司管理层的监督与约束功能的良好预期而上涨,他们本身亦将因持有大宗股份而获得丰厚回报^{[30]902}。只是“举牌”者此种利益的获得取决于他们能否在公司股价开始上涨前持有足够多的股份。其实,让“举牌”者获得此种回报也是对他们有益介入的必要补偿:积极“举牌”者承担了监督约束管理层的全部成本,公司价值提升的益处却要与其他股东按比例一体均沾。因此,如果收紧披露规则尤其是限制“举牌”者于披露前购买股份的权利,那么,他们在因披露而使股价上涨的行情中获得的回报势将减少。一旦觉得无利可图,这些重要股东就将逃离资本市场,结果极可能是让更多的投资者承担代理成本上升的苦果^{[31]49-50}。正因如此,以至于有学者强调,即便是对“举牌”违规行为亦应从轻发落,因为“投资人面对轻微的信息披露成本以及违规惩罚或许仍有意愿购入公司股票,充当起监控管理层、造福小股东的大额持股者。一旦信息披露成本升高,尤其是违规处罚加重,他们就可能不再愿意扮演这样的角色……留下的只有公司内部人士安安稳稳地自利自肥”^{[11]328}。

(二) 遏制短视主义: 收紧规则的正当理由

然而,放松持股披露规则以激励积极股东介入公司治理的主张受到了强烈质疑。质疑者认为,惟有收紧大额持股披露规则才能解决“野蛮人”给上市公司治理带来的负面影响。

反对收紧披露规则一方基于“有效市场假说”

得出的实证研究结论首先受到了行为金融学派的挑战。他们认为,目标公司股价因投资者“举牌”而上扬或是不理性的,并非真正反应了目标公司股票基本价值的增长,市场投资者要么对于对冲基金等积极“举牌”者介入上市公司的长远影响过于乐观、要么是不切实际地期望未来的交易对手对此也持相同预期^{[24]223}。其次,正如不少研究者所指出的,“举牌”者创造的价值被高估了。相反,他们将短视主义(Short-termism)带入公司治理之中,更多是基于短期交易策略而获利,甚少考虑公司长期价值的最大化与公司的可持续发展,因而成为公司动荡的“罪魁祸首”。例如,为提振股价、获取短期回报,“举牌”者往往采取一些不符合公司长远利益的激进措施,如利用股东权力迫使董事会撤回用于长期投资的资金、削减用于研发的资金、拆分公司等^{[32]477}。正因如此,他们被贴上了以牺牲长期股东利益为代价而追求短期、快速回报的股东这一标签^{[30]898}。

主张收紧规则一方还强调,并无证据表明积极“举牌”者能有效监督管理层或者说目标公司恰好需要这种监督,更不用说他们的行动能克服机会主义与短视主义、进而促进长期利益最大化了^{[33]147}。他们认为,“举牌”者获得董事席位对股价的长远影响可能适得其反,尤其是他们对管理层低效的或自私自利的行为实施有效监督的观点忽视了现代股份制的现实,真正能发挥这一作用仍属强大的传统机构投资者^{[33]148-149}。在主张收紧规则一方看来,积极股东正以一种可预测的且有些难以置信的方式行事:首先,利用法律漏洞快速聚集目标公司大宗股份;其次,愚弄其他投资者并使后者相信他们能提升公司价值;再次,迫使公司董事会采取能在短期内提升股票价格的行动;最后,在其他投资者未察觉到目标公司长期价值受损前即抛售股票^{[26]818}。总之,过于宽松的披露规则被认为将为“举牌”者快速聚集足以改变公司控制权的股份进而获得不正常回报打开方便之门,这一行为或许是合法的,但却有违公平,交易相对方以及其他投资者都将因此受到损害^{[34]587-598}。因此,作为对当前技术与市场发

展的回应,立法者应收紧大额持股披露要求、从严监管股东积极主义行为^{[20]278}。

综上所述,积极“举牌”者在公司治理方面能发挥积极作用,他们通过监督、约束管理层的“懒政”甚至“乱政”行为而提升公司价值。但同时,抑制这些投资者的短视主义与投机主义亦不应忽视。本来,短视主义就一直是上市公司治理中难以杜绝的问题,行事激进的对冲基金与股权基金的快速增长以及他们对上市公司控制权的激烈争夺则进一步加深了他们是“麻烦制造者”的印象,随之而来的道德审判和挞伐也就不难理解了。因此,一方面,积极股东或能通过对管理层实施监管与约束而创造价值,但另一方面,这一益处的真正实现取决于他们能否克服自身的投机主义。换言之,只有当这些投资者不损害目标公司的长期价值,其监督、约束管理层进而降低公司代理成本的理论假说才不至成为空谈。由是观之,大额持股披露规则收紧抑或从宽应在增强监管之需要与避免挫伤投资者介入公司治理热情之间进行权衡,监管革新一方面要防止大额持股被投资者滥用,抑制他们的投机主义与短视主义行动;另一方面,立法者也应避免对投资者施加过重的监管负担,确保市场透明度与公平性无可厚非,但不能矫枉过正。过于严苛的披露要求恐将阻却投资者收购热情,更不用说监督约束管理层了。一旦这些投资者的积极性受挫或受抑制甚至最终退出公司,那么,管理层的懒政、代理成本增加恐难避免,公众投资者或将承担最终的成本^{[31]51}。总之,大额持股披露监管需要对市场透明度与股东积极主义的益处以及“举牌”者因披露之要求而负担的成本进行权衡,尽力避免监管规则的天平向公司管理层或收购出价的人倾斜。虽然管理层在掌管权力方面并不存在需被特别保护的利益,但“也不是所有管理层都是‘平庸的老笨蛋’”,“正像不是所有收购要约人都是‘袭击者’或‘海盗’一样”^[35]。

四、回归中立:大额持股披露义务的立法优化

(一) 披露义务触发线的合理设定

各国证券法关于大额持股披露触发线的规定不尽相同。例如,美国《证券交易法》第13条D项规定:持有上市公司股份达5%以及其后每增持或减持1%时应予报告、公告。韩国关于披露义务触发线的规定与美国《证券交易法》第13条D项规定相同^[35]。欧盟法《透明度指令》与美日等国稍有不同,其规定的首次披露触发线为5%,但持有上市公司表决权股份达5%后每增持或减持5%才会触发披露义务。我国证券法的规定与欧盟《透明度指令》基本相同。但值得注意的是,亦有不少国家设定的披露门槛线较低。如一些欧盟成员国制定的大额持股披露规则就比欧盟《透明度指令》严格:英国、德国、西班牙、瑞士等国规定投资者持有上市公司股份达3%即触发首次披露义务,意大利规定的首次披露触发线则低至2%^[33]。虽然英国、德国、瑞士等国规定的首次披露触发线相同,但后续披露触发线则有较大差异:英国《披露与透明度规则》要求每增持或减持1%时应通知目标公司并向监管机构申报;德国《证券交易法》规定投资者持有超过或低于3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或75%以上表决权的应予披露;瑞士证券法则规定持有上市公司达到、超过或低于5%、10%、15%、20%、25%、33.33%、50%或66.66%表决权的投资者应予披露^[10]。

我国证券法上大额持股披露规则正在修订之中。其中,披露触发线的设定目前尚有争论:一方面,此前一直有将首次披露触发线提至10%的主张,理由是“证券市场股权相对集中,股份大众化程度低,上市公司、证券机构、证券监管部门及广大的投资公众的知识、经验、资金厚度、心里承受力等各方面还需要一段相当的成熟期,这就决定了对股东持股披露义务的起点不宜过低”^[36];另一方面,实践中,则有上市公司通过公司章程自行将首次披露触发线降至3%。还有观点认为应继续保持5%这一首次披露义务触发线,但其后每增持或减持1%(而非5%)即应披露,以保证中小投资者知情权,增强中小股东利益的保护,防止“举牌”突袭效应^[5]。一般认为,5%的持股比例即可对上市公司控制权构

成重大影响。因此,不少法域将大额持股首次披露触发线设定为5%,高于5%的立法例极罕见,其中一例便是我国台湾(该“证券交易法”将10%设定为首次披露触发线)。另外,美国立法史表明,基于激励投资者之考虑,立法者最初将首次披露触发线设定为10%,但后经证券市场的不断发展和检验而修正为5%^[37]。

国内外的立法史表明,大额持股披露旨在向目标公司管理层及其他投资者发出预警,避免外部大股东潜在的滥用或操纵。因此,设定一个合适的持股披露触发线至关重要。一方面,披露触发线不宜过高,否则,不利于向目标公司及其他投资者发出警示,他们将无法及时获取公司控制权变动情况这一足以影响股价的“基础信息”,进而损及公平与透明度这一资本市场核心价值。另一方面,披露触发线亦非越低越好,尤其是后续披露触发线更是如此。因为,在其他股东竞相购买目标公司股份继而拉高股份价格之前购买目标公司大宗股份对投资者而言才会有利可图,如果披露触发线过低,那么,这些投资者在披露之前购买股份能力的受限以及披露后目标公司股价的上升将致使他们原本通过大额持股而可能获得的利益变得微不足道^[20]³²⁹,尤其是要求投资者过早披露持股意图将增加收购难度及成本^①。这些都将伤及投资者收购热情,不利于通过收购行动来威慑不作为的管理层。^②更重要的是,我国资本市场中的“举牌”乱象并非披露触发线设置不当所致。因此,我们认为,证券法修改时仍应坚持5%这一首次披露触发线以及后续每增持或减持5%的披露触发线为宜;上市公司若自行降低法定披露线,则系不当限制投资者交易自由,属无效。其实,正如中证中小投资者服务中心所强调的,“5%的披露线是综合考虑对股价的影响、信息披露成本、披露的必要性以及交易效率等因素,旨在保障证券交易行为的公开性、公正性、防止内幕交易及操纵市场行为、保护股东知情权而对大额持股股东加以信息披露的义务。但这种义务不应被过分放大,特别不应以侵害股东的交易自主权和商业秘密为代价。”^[38]

(二) 报告期及期内交易行为的限制

各国(地区)关于达线披露的报告与公告期(下称“报告期”)以及该期间内投资者行为限制之规定宽严程度显著不同。

《中华人民共和国证券法》目前的规定最严格:持有上市公司已发行股份达5%以及其后每增持或减持5%时,投资者应在该事实发生之日起3日内通知上市公司并予公告,前一种情形下,投资者在报告期内不得再行买卖目标公司股票,后一种情形下,停止买卖目标公司股票的限制期则延长至报告、公告后2日内^③。这一规定被认为有助于“控制大股东买卖股票的节奏,让投资者有充分时间来接收和消化信息,并尽可能作出理性选择……在立法上阻止了隐蔽的或突然的上市公司收购行为”^[36]。然而,实践中,上述“阶梯式披露”已被扩展成严格的“爬行式收购”要求,即投资者每一次的收购行为均不可使其收购的股份比例超过5%的“政策红线”,这使得任何意图通过一次性交易直接达成超过5%或低于5%的某个特定比例的买入或卖出行为都可能成为违法、违规事件。正因如此,它被认为是“预警式披露”的异化^[39]。美国《证券法》关于披露报告期以及该期间内交易行为的规定最宽:投资者在达到披露义务触发线后有长达10天的报告期且在报告期可不受限制地买卖股份。我国台湾、

① 因为,持股披露具有助推反收购的效用,大宗股份聚集信息对于公司现任管理层和大股东而言是一个早期的警示信号,他们可据此提前准备针对敌意收购的防御措施,越早觉察到这一警讯,管理层的反制措施就会越有效。(参见:Luca Enriques et al. Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure [J]. Unif. L. Review, 2010(15): 713-742.)

② 敌意收购对现任管理层而言是一种潜在的威慑,是一项较有效的约束机制。因为,一旦充满怨言的股东卖出手中股票,收购者将有机会买入足以控制公司的股份,现任管理层的职位或将因公司控制权的变化而岌岌可危。(参见:Joshua Mitts. A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure [J]. North Carolina Central Law Review, 2013, 35(2): 220.)

③ 2015年4月20日公布的《证券法》修订草案第109条进一步收紧了披露窗口期以及窗口期内的交易行为限制:持有上市公司已发行的有表决权的股份达5%以及达到5%持股比例后每增持或减持5%时,投资者(包括一致行动人)应在该事实发生之日起2日内通知上市公司并予公告,且自该事实发生之日起至公告日后2日内不得再行买卖目标公司股票。

我国香港披露报告期与美国的规定类似^[10]。中等宽严的立法例,如德国、瑞士、西班牙等国,法定的披露窗口期均为4个交易日,英国的披露报告则为2个交易日,且上述国家(地区)或均未对报告期内继续买卖股票的行为施加限制^{[29][33]}。

对于披露报告期以及期内交易行为限制问题,有学者建议未来立法修改时可借鉴美国立法例,将披露报告期延长至10天,且投资者在报告期内继续交易行为不应受限^[9]。其实,是否应延长披露报告期以及应否取消投资者在报告期内买卖行为之限制涉及效率与公平等多重的价值权衡。事实上,美国国内最近几年因披露报告期以及期内投资者买卖股票行为限制问题爆发的争论具有一定的启发意义。

在美国,建议缩短披露报告期的一方认为,现有规则导致市场操纵与滥用的策略盛行,激进股东们利用这些立法漏洞有针对性地安排他们的收购策略,以获取短期利益将变得常见,这将从整体上损害市场透明度与投资者信心。因为,行事激进的股东势必利用长达10天的报告期秘密买进股份,在目标公司或其他投资者对收购方或其收购计划等信息尚无从知晓之际,他们或已取得对目标公司的重大影响和潜在控制权^[12]。鉴此,应将报告期缩至1-2个交易日并扩展“实质持有人”定义。鉴于积极举牌者“几乎都是老练的、具有丰富经验的投资者”,且“具备及时披露所需的资源”,因此,缩短报告期不会给它们到来实质性成本。尤其是,电子化交易、迅猛增长的交易量以及衍生品的广泛使用为投资者购买上市公司股份提供了极大便利,若披露报告期过长,投资者便可利用这个窗口期大量买进目标公司股份,从而在事实上改变目标公司控制权状态。如此一来,通过持股披露以提醒市场对目标公司控制权的可能变化保持警惕的立法初衷恐将落空^[12]。实际上,立法者之所以设定10天报告期,仅是因为他们意识到,基于当时的商业与技术现实,要求披露义务人在较短时间内准备并提交披露报告将增加其管理负担^{[33][143]}。

然而,反对者一方认为,10天报告期是合理的

且不应限制报告期内的交易行为。首先,10天报告期的规定并非因为立法者因疏忽而留下的立法漏洞,相反,它是立法者对投资者知情权与外部大股东治理效益仔细衡量后作出的立法选择;其次,立法者对于投资者利用10天报告期继续买入股份并不感到惊讶,相反,他们期望通过此举改善公司治理进而使其他股东受益;最后,允许积极“举牌者”利用较长的报告期继续买入目标公司股份实际上是对它们的经济激励^{[31][47]}。总之,美国法现有持股披露规则虽意在充当投资者的盾牌——“提醒证券市场投资者对目标公司控制权变动情况保持警惕,使其有机会对目标公司控制权潜在变动带来的影响进行评估”,但同时它也十分清楚地表明立法者应“避免在公司管理层与收购方之间选边站队”^①,是“努力平衡管理层与受披露要求约束的收购方之间监管负担”的结果,体现了“对公司、管理层以及股东的合法权益予以平等保护”这一中立立场^{[31][45]}。

作为对上述争论的回应,立法者通过《多德-弗兰克法》授权美国证监会(SEC)缩短《证券交易法》第13条(D)项规定的10天报告期。然而,截至目前,SEC并未行使这一授权,特朗普政府对于从严实施金融监管的厌恶极大可能使这一授权被束之高阁。

比较而言,我国证券法上现有大额持股披露规则及其修订版本更倾向于保护市场透明度与公平这一核心价值,因而对投资者的要求较为严格(主要表现为报告期内停止买卖义务的规定),但亦有对公司管理层要求失之过宽之嫌,未能充分虑及“举牌”者因满足市场透明度要求而负担的成本以及其介入公司治理带来的益处,加上市场对敌意收购的厌恶与排斥,投资者的“寒蝉效应”恐将呈现,市场化的收购行为或将因此萎缩,最终将阻碍股东积极主义的发展。实际上,《证券法》第86条当初之所以引入停止买卖义务,原因在于:当时资本市

① 参见: GAF Corp. v. Milstein. 453 F.2d 709, 717 (2d Cir. 1971), cert. denied. 406 U.S. 910 (1972); Edgar v. MITE Corp., 457 U.S. 624, 633 (1982).

场各项制度不完善,立法者希望通过引入停止买卖义务从而为不成熟的市场参与者提供更多的时间和更充分的机会消化、吸收影响股价的信息,保证所有股东尤其是获取信息不便的边远地区的股东不受当时因技术水平限制而导致的证券信息传递不够及时和畅通的影响,而且,当时的资本市场正处于股权分置改革的历史阶段,市场上更多是非流通股的收购,而流通股收购案例极其稀少,是故,立法者认为,引入停止买卖义务不至影响市场上的并购行为^[40]。现在观之,继续限制投资者在报告期内的股票买卖行为已变得不合时宜,毕竟,股权分置改革业已完成,当前的金融科技水平已能充分确保位处不同区域的投资者及时获取证券信息。鉴此,为促进收购市场发展,我们认为,证券法上首次及后续披露的报告期限略作修改即可(修订为3个交易日),投资者在报告期内不得再行买卖目标公司股票之限制则应取消;作为平衡,可强制要求披露义务人在报告及公告内容中详细列明其在未来一段期限内增持或减持计划并穿透资金来源、表明收购意图以及是否请求指派董事、是否寻求兼并、重组、清算或处分目标公司重大资产等内容,将其视作持股披露义务重要组成部分。同时,进一步优化披露违规行为的制裁手段尤其是应限制披露违规者作为股东的行权行为。如此一来,既能有助于遏制投资者的投机主义行为,亦不至阻碍收购市场发展。

(三) 对披露违规行为的适度制裁

1. 违反披露义务之交易行为效力的承认

域外立法绝大多数不否认违反披露义务买卖股票行为的效力^[35]。我国则存在两种不同看法:一种观点认为,鉴于披露违规在性质上属于虚假陈述类证券欺诈行为,且《证券法》第86条规定的披露及停止交易之要求属法律强制性规定,加上违反披露及停止交易要求致使其他投资者失去平等交易机会,因此,违反披露义务买卖股票行为无效;另一种观点认为,鉴于证券交易具有无因性、流动性、集中性等特征以及奉行绝对外观主义,因此,只要交易行为本身符合交易规则,即便该交易行为违规亦

不应否认其效力^[41]。司法实践中,法院对达线不披露且继续买卖股份之行为的效力认定多采后一种观点^①,即认定违反披露义务购买股份的行为具有合法性。这一裁判结果遵照了《证券法》第120条第1款的立法旨意,即根据“依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果”。正如法院所强调的,“证券交易虽在法律属性上属于买卖行为,但又与一般买卖行为存在显著区别,一般买卖合同发生于特定交易主体之间,而证券交易系在证券交易所以集合竞价、自动撮合方式进行的交易,涉及众多证券投资者,且交易对手间无法一一对应,如交易结果可随意改变,则不仅会影响到证券交易市场秩序,还会涉及到众多投资者的利益。因此,即使证券投资者在交易过程中存在违规行为,只要其系根据依法制定的交易规则进行的交易,交易结果仍不得改变。”^②

不可否认,违反《证券法》第86条之规定有损市场公平与透明度,但若据此否定该等违规行为效力,则与《证券法》第120条第1款确立的“交易结果恒定原则”相悖。这要求立法者与裁判者需在交易公平与交易秩序及效率两种价值间进行权衡。更重要的是,在规范属性上,《证券法》第86条之规定旨在要求投资者履行披露义务,在内容上并不涉及股票交易行为的效力判断,应属管理性而非效力性强制性规范^③,加之《证券法》第120条第2款规定了违规交易者仍应承担相应的民事责任^④,因此,

① 例如,在“*ST新梅案”中,法院就认定涉案被告持有目标公司股份达5%及10%披露触发线不披露且继续增持的交易行为不属于证券法应当确认无效的法定情形。(参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》)

② 参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》。

③ 一般认为,“如果某规定是与否定某种行为的效力而设,则违反该规定即导致交易的无效;如果某规定仅以某主体履行某种义务为内容,而不是以否定某种行为效力为内容,则违反该规定仅仅是让违反义务者承担某种责任,并不产生否定效力的后果”。(参见:王保树,《商事审判的理念与思维》[J],《山东法官培训学院学报》,2010,(2):10.)

④ 《中华人民共和国证券法》第120条第2款规定“对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获利益,依照有关规定处理。”

承认投资者违反披露要求而进行的交易行为合法性与《合同法》关于行为效力判断之规定并行不悖,也不至向市场传递过多的不当激励。

2. 披露违规者之股东权的适度限制

比较法上,各国/地区对投资者违反大额持股披露义务时的权利限制尺度同样是宽严不一。

宽松者如美国。首先,美国《证券交易法》第13条(D)项未对披露违规者享有的股东权施加任何限制;其次,美国证监会虽有权对披露违规者施以行政、民事甚至刑事等多种制裁手段^{[42]321-329},但其以“严厉姿态纠察13D披露违规实属罕见”^{[12]324};最后,美国法院(联邦第七巡回法院)虽在早期支持过公司要求停止违规者表决权的诉请,但后因无法证明违规者导致了无可弥补之损害,联邦最高法院最终拒绝将停止表决权这种衡平法上的救济作为对违反第13条(D)项规定的制裁措施^①。美国联邦最高法院强调《威廉姆斯法》的披露要求意在向收购中的受要约人传达充分的信息,对于管理层而言,则不过是“给予其表达并解释立场的机会”而非为其“提供可用于抑制收购或阻碍为收购创造条件而聚集大宗股份的武器”^②。囿于这一判决,尽管利害关系人有权请求法院作出冻结违规者行使表决权、禁止继续购买股份、参加股东大会及向目标公司派驻董事或高管等禁令,然而,美国法院几乎都不愿意批准这样的禁止令^{[42]335-336}。美国这一司法倾向遵循的理论逻辑是:大额持股披露“是没有信息优势的公司外部人士向公司进行披露,这种由外向里的披露有别于由内向外的信息披露,法律应该鼓励公司控制权的市场流动性”^{[6]234}。

严苛者如韩国。韩国法规定,投资者首次持股达5%以及其后每增持或减持1%,应自该股票变动之日起5日内向金融委员会和交易所报告并通知目标公司,若违反该披露义务,则超过表决权总数5%以上违规取得之股份不得行使表决权,同时,金融委员会还可责令违规者于6个月内处分该等股份;若买入股份是为影响发行人的经营权(包括高管选任、解聘或职务停止以及与董事会等公司机关相关的章程修改等),则应自报告事由发生之日起

至报告日后的5日内,投资者不得追加取得目标公司股份,否则,追加取得部分之股份不得行使表决权,且监管机构亦可责令违规者在6个月内处分违规取得的股份^{[43]116-117}。更严厉的是,韩国法还对不履行披露义务者施以刑事制裁,可对其处“三年以下有期徒刑或单处一亿韩元以下罚金”。

居中者如德法等国及我国台湾。一方面,这些法域都明确地对披露违规者未依法披露部分股份的表决权进行了限制。其中,德国法规定:因故意或重大过失而未履行持股披露义务,违规者在履行义务前及履行义务后6个月内的表决权均无效;法国法规定:违反持股披露义务者,就其超过应予披露之额度的股份,自履行披露义务之日起2年内不具有表决权^[35]。我国台湾新修订后的“企业并购法”亦规定:取得公开发行公司股份超过10%而未依法申报者,其超过部分无表决权。另一方面,德法等国以及我国台湾均不要求违反披露义务者处分违规取得的股份,更无刑事处罚。

对于是否应限制或剥夺权益披露违规者股东权利,祖国大陆的《证券法》未及明确规定。实践中,要求限制违规者行使表决权等权利一方多援引《上市公司收购管理办法》第75条之规定^③。然而,鉴于以在法律层级上仅属部门规章的“管理办法”作为限制股东权之依据被认为不妥当,加之各方对违规者补充披露后能否行使违规取得部分股份表决权也存在分歧,因此,法院的裁判态度非常谨慎。目前,除拉萨中级人民法院曾以行为保全方式禁止披露违规者于判决生效前行使表决权、提案权、参加股东大会等股东权利(后因诉讼双方达成调解法

① 参见: *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 U. S. 49 (1975).

② 参见: *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 U. S. 49, 58 (1975).

③ 《上市公司收购管理办法》第75条规定“上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人,未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的,中国证监会责令改正,采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前,相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。”

院随即解除了上述行为保全措施)外^①,更多的受案法院拒绝支持目标公司或其股东要求限制违规者表决权等股东权利的诉请,对目标公司董事会作出的限制披露违规者表决权、股票处分权以及继续购买股票之交易权的决议效力作出了否定的裁判^②。值得注意的是,实践中,审理法院一方面承认披露违规行为侵害了中小股东的知情权与投资决策权,且有违证券市场公开、公正、公平的交易原则,并强调大额持股披露义务的重要性,但另一方面,却在最后的裁判中认定,要求限制违规者表决权等股东权利的诉请缺乏法律依据;甚至有法院认为,若允许董事会自行其是地认定股东的违法违规行并据此限制股东权利势将“动摇公司制度的基石”^③。看似矛盾的推理折射出法院在缺乏立法与制度支撑情形下处理违反大额持股披露义务行为的困境。

鉴于“违规增持上市公司股票的行政责任如此之轻”^④以及法院对披露违规者的宽容,因此,我国现有监管规则与司法态度被认为“根本无法实现惩罚未尽披露义务的收购人,无法实现通过信息披露保护投资权益的立法初衷”^[6]。作为回应,提交人大一读(2015年)的《证券法》修订草案规定:投资者违反大额持股披露义务买入或卖出目标公司的股票超过规定比例的,监管者应责令违规者卖出或买入该超过规定比例的股票;提交人大二读(2017年)的《证券法》修订草案强化了对违规者权利的限制,即违规增持的股份在一定期限内不得行使表决权。与此相呼应,有学者提出,可借鉴韩国资本市场改革立法,不仅限制违反披露义务者未依法披露之股份的表决权,而且还应强制要求违反大额持股披露义务之违规者限期卖出其违规取得的股份并将收益归于公司^[6]。不可否认,对披露违规者施以必要的制裁可增加其违规成本,有利于遏制这些投资者的投机主义行动,但我们并不赞同如此严厉地处罚披露违规者。一方面,经立法而对违规取得股份的表决权等权利内容施加一定限制有其合理性与正当性。持股披露意在确保公众投资者在充分知情的情形下作出投资决策,防止信息在潜在的收购者与目标公司之间过分倾斜,包括确保公

司管理层在充分知情情形下妥善保护证券持有人利益^{[44][61]}。因此,违反披露义务意味着这些主体的知情权陷入“危险”境地,而“违规者表决权的行使是使这种‘危险’成为现实的重要手段,因此,消除危险,即限制表决权应属于对这种侵权行为进行制裁的应有之义”^{[41][75-76]},否则,披露义务要求就将成为“没有牙齿的老虎”。但另一方面,既然基于“交易结果恒定原则”而承认违规交易行为的效力,那么也就不应再行要求违规者于特定时限内处分违规取得的股份。因为,承认违规交易行为效力的同时又强制要求违规者处分违规增持或减持股份并将收益归于公司存在逻辑上的不自洽,更重要的是,还应考虑这些所谓的“野蛮人”对提升上市公司治理水平的积极一面,而非偏重于保护一端。而且,强制违规者处分违规取得的股份“可能引发新的市场波动,特别是违规增持方大额卖出股份所引发的砸盘效应,即便是通过大宗交易、协议转让或依照减持规范实施,最终仍将导致中小投资者为增持方的违规行为‘埋单’”^{[45][42]}。

3. 披露违规不至侵害“反收购权”与“控制权”

公众投资者及目标公司的知情权因“野蛮人”披露违规而受侵害并无疑义,但对目标公司是否享有“反收购权”以及原控制股东是否享有“控制权”存在明显的分歧:一方认为,公司“控制权”不构成公司控股股东的法定权利,“反收购权”亦是如此,它们既非法律概念,更谈不上是控股股东的法定权利^[41];另一方认为,以收购为目的的持股预警披露

① 参见《西藏旅游股份有限公司公告》(公告编号:2015-064,公告时间:2015年8月3日)、《关于西藏旅游股份有限公司关于诉讼结果的公告》(公告编号:2016-044,公告时间:2016年6月14日)。

② 参见:广东省深圳市福田区人民法院(2016)粤0304民初7145号《民事判决书》、上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》。

③ 参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》;广东省深圳市中级人民法院(2016)粤03民终13834号《民事判决书》。

④ 参见:郭雳,证监会罚款上限60万 怎挡“野蛮人”再三突袭[N].时代周报,2016-07-12。根据《证券法》现有规定,监管部门对违规“举牌”者处以责令改正、警告以及30万以上60万以下的罚款等行政处罚,对民事责任如何承担语焉不详。

违规侵害了利害关系人“对目标公司控制权的正当维持”法律应该保护当事人对“控制权的合法维持”而且以收购为目的的持股预警披露违规还侵害了目标公司的“反收购权”理由是:从维护公司长远利益和利益相关者的共同利益出发,应赋予被收购公司一定的“反收购权”^[35]。

不可否认,公司控制权或许是一种新的利益存在方式^[46],但如果将其界定为一项独立的法定权利并予以特别保护则属不当:究其实质,公司控制权是一种事实上形成的对公司事务的控制力和影响力^[47],“表现为投资者根据其投资比例依法享有的对公司管理事务表决权的大小”;更重要的是,“作为公众公司,为促进市场资源配置最优化,其本质的特征就在于符合条件的投资者均可依法自由买卖该公司的股票,因而上市公司控制权也会因投资主体持股数量的变化而随时发生变更。”^①换言之,公司控制权仅取决于股东所持股份的表决权的权重,若将其界定为控股股东依法享有的一项独立的法定权利,那么,公司控制权市场将不复存在。既然公司控制权并非法定的股东权利,那么,反收购更难成为股东的法定权利,因为反收购仅仅是为了防止公司控制权转移而由目标公司(管理层)采取的旨在预防或抵制“敌意收购”的行为。那么,这是否意味着其可成为目标公司享有的法定权利呢?答案为否!原因在于:大额持股披露立法目的更多是强调防止信息在潜在的收购者与目标公司之间发生倾斜从而确保目标公司(管理层)能在充分知情情形之下妥善保护现有股东之利益,因此,如果说披露违规侵害了目标公司权利,那么,此种被侵害的权利充其量是知情权而非所谓的“反收购权”。实际上,为防止管理层为一己私利而采取反收购措施,证券立法更多是限制而非鼓励反收购,除非是为维护公司及公众股东之利益,否则,管理层不得为收购行为设置障碍。正因如此,监管者针对上市公司为抵御“野蛮人”敌意收购纷纷将反收购条款置入公司章程而发出警示“上市公司章程中涉及公司控制权条款的约定需遵循法律法规之规定,不得利用反收购条款限制股东的合法权利。”^[48]

总之,鉴于行政法上的“补充披露”要求与民法上的“消除危险”制裁已为上市公司及其股东(包括潜在投资者)提供了适当的行政与民事救济,因此,除非披露内容本身错误或存在误导,否则不宜再支持目标公司或其主要股东向不履行披露义务的违规者提出损害赔偿的请求。毕竟,大额持股披露旨在向市场发出预警,目标公司或其原主要股东充其量只是丧失了实施反收购措施或强化公司控制权的良机,不至于遭受金钱上的损失。更重要的是,所谓的“反收购权”抑或“公司控制权”并非一项为法律所承认的独立性权利,不构成损害赔偿的请求权基础。总之,适中的披露成本与适当的违规处罚不至于让积极股东们逃离资本市场,但若强制要求违规者处分违规增持之股份或将违规减持股份所得利益归于公司甚至予以刑事制裁就显得过于严苛了,这将浇灭投资者的收购热情,公司管理层受到的外部监督或约束或将随之减弱,公司内部人控制问题将使中小投资者处于更加不利的地位。

五、结论

综上所述,以不妥协姿态出现的积极“举牌”者对上市公司原有治理秩序构成了严峻挑战,从早前的“宝万之争”到最近的“爱建控制权争夺战”都表明了这点。不可否认,积极“举牌”者中不乏投机主义者,它们将短视主义带入上市公司治理之中。或因如此,导致多方对积极“举牌”者充满了厌恶与敌意,对敌意收购的道德指责纷至沓来。然而,一方面,基于市场主义立场,投资者“举牌”上市公司本无可厚非,即便是敌意收购也不应被苛责,这是收购市场发展尤其是公司控制权市场发展的内在逻辑,更是提升上市公司治理水平包括降低代理成本的重要手段;另一方面,基于法律立场,则应着眼于“举牌”者披露义务的立法优化,并以中立态度对待积极“举牌”者与上市公司及其管理层间的紧张关

^① 参见:上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号《民事判决书》。

系,努力平衡两者之间的监管负担,既要遏制“举牌”者投机主义行为,又应避免阻碍收购市场的发展。

总之,我们认为,投资者购入上市公司大宗股份乃至实施敌意收购是资本市场一种正常的交易模式,该交易模式虽有利弊但并无道德上的原罪,立法者不宜介入“举牌”者乃至敌意收购者与上市公司及其管理层之间的博弈,尤不应把道德上的苛责转化为法律上的义务从而不适当地倾斜于一方。当然,这并非表明放任“举牌”乱象发生。相反,证券法应为“举牌”提供透明而具体的行事准则。一方面,“前端”适度放松,继续将首次及后续披露触发线定为5%且将报告期修订为3个交易日,但应取消报告期内不得再行买卖股票行为的限制。毕竟,当初立法者要求“举牌”者承担停止买卖义务的历史基础已被新的市场环境所消解,而且从比较法的视角看,证券法治相对完善的域外国家罕有对报告期内继续买卖股票的行为进行限制的,即便是以严厉著称的韩国法也是如此。当然,作为平衡,可要求“举牌”者详细披露未来的增/减持计划、资金来源、收购意图(包括是否请求指派董事;是否寻求兼并、重组或处分目标公司重大资产)等信息。另一方面,则应适度收紧“后端”,除要求违反披露义务者承担证券法上的行政责任外,还应明定其民事责任——未依法披露之股份的表决权在披露义务履行前及履行后的特定期限(如六个月)内均属无效^①。这一规定是对违规者侵害其他市场主体知情权的合理制裁,法院藉此可对披露违规行为作出适当的司法裁判,回应市场期待。事实上,限制披露违规者行使表决权也是证券法治相对完善的域外国家的普遍做法。鉴于“反收购权”或“公司控制权”并非一项独立的法定权利,因此,以这些权利受损而提出的损害赔偿诉请实际上已超过了合理制裁违规者的必要限度。强制要求披露违规者限期卖出违规买入的股票并将收益归于公司的建议亦是如此。ML

参考文献:

[1]丁舟洋. 如果外部资本都不敢举牌收购了,那才是资本市场损失[N]. 每日经济新闻,2017-02-07.

[2]吴绮玥. 600 多家公司该章程防“野蛮人”投服中心直指六类条款越界无效[N]. 上海证券报,2017-05-25(6).

[3][英]约翰·阿莫等. 敌意收购机制在发达国家以及新兴市场中的演进[J]. 戴夏乐,译. 金融法苑,2015(1): 296-315.

[4]王佐发. 敌意收购需要规则而不是讨伐[N]. 经济参考报,2016-12-20(8).

[5]高西庆. 大额持股披露待完善 大股东披露减持信息间隔时间应缩短[N]. 上海证券报,2017-03-15(1).

[6]傅穹. 敌意收购的法律立场[J]. 中国法学,2017(3): 226-243.

[7]郭雳. 证监会罚款上限 60 万 怎挡“野蛮人”再三突袭[N]. 时代周报,2016-07-12.

[8]陈洁. 违规大规模增减持股票行为的定性及惩处机制的完善[J]. 法学,2016(9): 105-112.

[9]张巍. 为什么不宜收紧大额持股信息披露规则[EB/OL]. (2017-03-08) [2017-06-18]. http://toutiao.manqian.cn/wz_18IHO48C85Z.html.

[10]西北政法大学课题组. 上市公司收购法律制度完善研究[J]. 证券法苑,2014,10(1): 251-284.

[11]张巍. 资本的规则[M]. 北京: 中国法制出版社,2017: 328.

^① 有观点认为,应将限制表决权之制裁措施定位为行政责任为妥,原因在于:其一,司法裁判虽不以证监会的行政处罚为前置程序,但实践中往往都在行政处罚作出后法院才会作出裁判;其二,法院裁判此种纠纷的能力不足;其三,若将限制表决权作为民事责任,冗长的诉讼程序可能导致双头董事会的公司僵局产生。(参见:姚瑶. 公司收购中违反大额持股申报义务的法律后果——基于“上海新梅案”的分析例证[J]. 河北法学,2017(2): 187.) 本文认为,限制表决权之制裁属民事责任范畴,是对知情权受侵害的市场主体的民事救济。正如深圳市中级人民法院在“京基诉康达尔”案中所强调的,“股东表决权”系股东的根本性、固有性权利,对其限制或剥夺,只能是由有权机关根据公权力……认定股东的违法行为,进而决定限制股东权利”。其实,将法院裁判能力高低以及诉讼程序冗长作为判断限制表决权属性的理据是不充分的。而且,当事人完全可利用行为保全这一诉讼手段实现及时救济。司法实践中,拉萨市中级人民法院就曾在“西藏旅游案”中以行为保全方式禁止披露违规者于判决生效前行使表决权、提案权等股东权利。

- [12] Letter from Wachtell, Lipton, Rosen & Katz to Elizabeth M. Murphy, U. S. Sec. & Exch. Comm'n [EB/OL]. (2011-03-07) [2017-03-22]. <http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-624.pdf>.
- [13] Merritt B. Fox et al. Law, Share Price Accuracy and Economic Performance: The New Evidence [J]. Michigan Law Review, 2003, 102(3): 331-386.
- [14] Michael C. Schouten. The Case for Mandatory Ownership Disclosure [J]. Stanford Journal of Law, Business and Finance, 2010, 15(1): 127-182.
- [15] 张子学. 完善我国大额持股披露制度的若干问题[J]. 证券法苑, 2011, 5(2): 418-465.
- [16] Henry Hu & Bernard Black. Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions [J]. University of Pennsylvania Law Review, 2008, 156(3): 625-739.
- [17] Luca Enriques et al. Mandatory and Contract-based Shareholding Disclosure [J]. Unif. Law Review, 2010, 15: 713-742.
- [18] Anat R. Admat et al. Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium [J]. Journal of Political Economy, 2000, 102(6): 1097-1130.
- [19] Michael C. Schouten & Mathias M. Siem. The Evolution of Ownership Disclosure Rules across Countries [J]. Journal of Corporate Law Studies, 2010, 10(2): 451-483.
- [20] Joel Slawotsky. Hedge Fund Activism in an Age of Global Collaboration and Financial Innovation: the Need for a Regulatory Update of United States Disclosure Rules [J]. Review of Banking and Financial Law, 2015, 35(1): 275-334.
- [21] Alon Brav et al. Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance [J]. The Journal of Finance, 2008, 63(4): 1729-1775.
- [22] Rim Zaabar. Stock Price Response to Mandatory Disclosure of Ownership Changes: Evidence from France, [EB/OL]. (2008) [2017-05-09]. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.505.2573&rep=rep1&type=pdf>.
- [23] Brian R. Cheffins & John Armour. The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds [J]. The Journal of Corporate Law, 2011, 37(2): 51-103.
- [24] Joshua Mitts. A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure [J]. North Carolina Central Law Review, 2013, 35(2): 203-257.
- [25] Kobi Kastiel. Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies [J]. Columbia Business Law Review, 2016, 2016(1): 60-132.
- [26] Bernard S. Sharfman. Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-Term Value? [J]. Columbia Business Law Review, 2015, 2015(3): 813-860.
- [27] Paul Rose & Bernard S. Sharfman. Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance [J]. Brigham Young Law Review, 2014, 2014(5): 1015-1052.
- [28] Lucian A. Bebchuk et al. The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism [J]. Columbia Business Law Review, 2015, 115(5): 1085-1156.
- [29] Alexandros Seretakis. Hedge Fund Activism Coming to Europe: Lessons from the American Experience [J]. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 2014, 8(2): 438-469.
- [30] Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights [J]. Columbia Business Law Review, 2013, 113(4): 863-928.
- [31] Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson. The Law and Economics of Blockholder Disclosure [J]. Harvard Business Law Review, 2012, 2(1): 39-60.
- [32] Leo E. Strine. Can We Do Better By Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law [J]. Columbia Business Law Review, 2014, 114(2): 449-504.
- [33] Adam O. Emmerich et al. Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power [J]. Harvard Business Law Review, 2013, 3(1): 135-156.
- [34] John C. Coffee et al. The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance

- [J]. *Journal of Corporate Law*, 2016, 41(3): 545-608.
- [34] [美]路易斯·罗思, 乔尔·赛里格曼. 美国证券监管法基础[M]. 张路, 等, 译. 北京: 法律出版社, 2008: 438.
- [35] 姚瑶. 公司收购中违反大额持股申报义务的法律 responsibility——基于“上海新梅案”的分析例证[J]. *河北法学*, 2017(2): 177-188.
- [36] 李东方. 上市公司收购监管制度完善研究——兼评“《证券法》修订草案”第五章[J]. *政法论坛*, 2015(6): 117-126.
- [37] 肖崇俊. 《威廉姆斯法案》对公司收购中立立场的确立——基于美国国会档案的立法史考察[J]. *华东政法大学学报*, 2016(3): 150-163.
- [38] 中证中小投资者服务中心. 上市公司反收购章程不应超越法律[N]. *证券日报*, 2017-05-27(A3).
- [39] 郑彧. 上市公司收购法律制度的商法解读[J]. *环球法律评论*, 2013(5): 71-83.
- [40] 吴建忠. 上市公司权益披露规则与“慢走规则”法律适用——从《证券法》第86条和《上市公司收购管理办法》谈起[N]. *证券市场导报*, 2013(1): 72-78.
- [41] 姚蔚薇. 违反证券交易大额持股披露及慢走规则的民事责任探析[J]. *证券法苑*, 2017, 20(2): 61-77.
- [42] Ronald J. Colombo. Effectuating Disclosure under the Williams Act [J]. *Catholic University Law Review*, 2011, 60(2): 311-356.
- [43] 董新义. 韩国资本市场法[M]. 北京: 知识产权出版社, 2011: 116-117.
- [44] James J. Park. Reassessing the Distinction Between Corporate and Securities Law [J]. *UCLA Law Review*, 2017, 64(1): 116-183.
- [45] 项剑, 等. 股东权益变动规则重构: 以控制意图和冷却期为核心[J]. *证券法苑*, 2017, 20(2): 36-60.
- [46] 甘培忠. 公司控制权的正当行使[M]. 北京: 法律出版社, 2006: 34.
- [47] 叶敏. 公司控制人的法律分析[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2015: 22.
- [48] 左永刚. 证监会: 不得利用反收购条款限制股东权利[N]. *证券日报*, 2016-08-27(A1).

Regulating Block-holder Disclosure Obligations

XIE Zheng-shan

(Law School of Shanghai University of International Business and Economics , Shanghai 201620 , China)

Abstract: The latest wave of hostile takeovers has triggered disputes concerning about pros and cons of block-holder disclosure and how to regulate activist investors buying large stakes of listed company. Because of their short-termism in purchasing large stakes of listed companies, the investors have been regarded as hostile takeovers, and disgusted and criticized by listed companies, scholars and regulators. The latter called for tightening up block-holder disclosure rules. There is no doubt that it is justified to require investors to disclose their holdings of large shares of listed companies, however, the legislator should balance the regulatory burden among activist investors and target companies and its managements. It is important to curb the activist investors' short-termism or opportunism, however, seeing that hostile takeover itself has no sin, lawmakers shall not over-correct and blindly tighten up block-holder disclosure rules, especially not take moral blame or emotional expression into legal obligation, so as not to hinder development of acquisition market.

Key Words: Activist Shareholder; Block-holder Disclosure; Hostile Takeover

本文责任编辑: 林士平