

## 论我国大额持股披露制度的完善

● 伍 坚\*

**【内容摘要】** 我国的大额持股披露制度存在披露信息不够全面、慢走规则阻碍公司收购等缺陷,法律责任条款对违法行为的惩处力度亦较为有限。本文认为,该制度的完善应遵循的理念是在增加市场透明度和促进公司收购之间保持平衡,适度加重法律责任以兼顾规范与发展。因此,《证券法》修改中提出的降低持股变动披露比例、施加证券民事责任乃至刑事责任的建议是不可取的。在具体完善路径上,应当增加披露持股资金来源,取消慢走规则,并综合采取罚款、没收违法所得、表决权限制和强制股份出售等多种责任形式。

**【关键词】** 上市公司收购 大额持股披露 慢走规则 法律责任

大额持股披露(Block Holder Disclosure)是各国证券法中的一项基础性制度,其要求投资者在持有上市公司股份达一定比例时向证券监管机构申报并向市场披露,对实现证券市场公开公平,保护投资者的知情权,防止内幕交易和操纵市场等有着积极意义。我国《证券法》也规定了该项制度,落实情况却不尽如人意。近年来,屡屡发生投资者在持股达到法定比例时不披露乃至继续违规交易、信息披露不全面,尤其是收购资金的来源披露不清晰等事例,典型的如“西藏旅游”、“上海新梅”、“宝万之争”等甚至进入到诉讼程序,这不仅影响了上市公司的正常运营,还往往导致证券市场的异常波动。现实表明,我国的大额持股披露制度已经不能适应证券市场的发展,然而《证券法》修订“二审稿”中的相关规则却仍然与我国的实际情况不相匹配,如何完善该项制度依旧需要深入研究。

### 一、对我国大额持股披露制度及其实效的检讨

我国《证券法》第 86 条设有两项规则:一为披露规则,持股达到 5% 以及之后每增减 5% 的投资者应在 3 日内向证券监管机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;二为慢走规则,(持股达到 5% 时)在披露期限内或者是(持股 5% 后每增减 5% 时)披露后 2 日内,投资者不得再行买卖该上市公司股票。同时,针对违反第 86 条的情形,《证券法》在第 193 条和第 213 条设置了相关法律责任。然而,由于规则设计的不足,大额持股披露制度在我国证券市场的运作实效不彰。

#### (一)披露规则要求披露的信息不全面

大额持股披露的立法目的是通知股东和潜在投资者大额股份正在集聚的事实,使其知晓公司控

\* 作者单位:华东政法大学经济法学院。本文系 2014 年国家社科基金项目“‘负面清单’背景下金融产品创新与金融监管改革研究”(编号 14BFX092)、2017 年教育部人文社会科学研究青年基金项目“证券错误交易处理机制研究”(编号 17YJC820053)的阶段性研究成果。

制权可能发生转移,以免作出不知情的投资决策。<sup>[1]</sup>为实现该目的,各国通常在立法中详细列举披露报告中需要包含的信息类型。例如,美国《证券交易法》13(d)要求持有人在持股达到5%以后,在10日内披露以下信息:(1)投资者的背景、身份、住所、国籍等;(2)收购资金的来源和数额;(3)如投资者意在收购,任何对目标公司运营或公司结构作出重大改变的计划或安排;(4)拥有权益的股份数量;(5)与持有发行人证券的其他人达成的契约或安排的信息。<sup>[2]</sup>日本《金融商品交易法》第27条之23要求,持股5%的投资者必须在5日内向内閣总理大臣提交包含持股比例、收购资金相关事项、持股目的以及内閣办公室条例规定的其他事项等信息的报告书。<sup>[3]</sup>

与前述国家相比,我国《证券法》第87条仅仅要求披露持股人的名称住所、持股数额以及持股达到法定比例的日期等三项内容,遗漏了持股目的、资金来源等重要信息。就持股目的而言,持股人持股超过5%是为了控制权还是仅仅做财务投资者,对公众的投资决策显然会产生影响。而资金来源的重要性也是不言而喻的,如果向持股人提供资金的一方并非银行等金融机构,公众在作出判断时就会考虑两者关系以及未来一致行动的可能性。又如,在杠杆式收购中,收购方为了追求短期利益,以及迫于偿还高成本杠杆资金的压力,可能会将公司分拆出售,市场在注意到大量收购资金并非持股人自有时对此也会有所顾虑。

对于上述问题,《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)第16条和第17条有所弥补,要求持股达到5%时披露持股目的,但在资金来源问题上采取了区分立场:如持股人已经成为上市公司第一大股东或者实际控制人,或者持股比例达到20%但未超过30%,才需要在详式权益变动报告书中披露收购所需资金额和资金来源等信息;至于不是第一大股东或者实际控制人的持股人,如其持股比例未达到20%,其提交的简式权益变动报告书中仍然无须披露资金来源。

## (二)慢走规则阻碍公司收购的进行

慢走规则首见于我国1993年《股票发行与交易管理暂行条例》,并为1998年《证券法》所沿袭,在主要国家(地区)的证券立法中,只有韩国有类似规则。<sup>[4]</sup>在我国证券市场发展早期,由于技术原因导致证券信息传递不够及时和通畅,慢走规则可以保证包括边远地区民众在内的所有股东及时得到信息,并为不成熟的市场参与者提供更多的时间和更充分的机会去吸收、消化相关信息,具有历史发展阶段的合理性。<sup>[5]</sup>

随着二十多年以来的市场发展和技术进步,我国证券市场的效率不断提高,信息传播速度大为迅捷,投资者的水平和素质也有相当提升,慢走规则的负面效果也在逐渐显现。众所周知,大额持股披露可能产生的影响有以下几方面:一是会导致股价上涨,提高了投资者后续取得股份的成本;二是将使目标公司产生警觉并可能采取反收购措施;三是使其他潜在的收购竞争者意识到收购战已经打响。<sup>[6]</sup>就股价而言,针对国内证券市场的研究显示,大额持股披露对股价的短期和中长期走势均有正面影响,短期内平均超额收益在举牌后第4日达到最大值,为7.82%;在10到100日内的平均超额收

[1] See Andrew M. Ross, Private Rights of Action for Damages under Section 13(d), 32 Stanford Law Review(1980), p.582.

[2] See 17 C.F.R. § 240.13d-101(1978).

[3] 参见中国证监会编译:《日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律》,法律出版社2015年版,第185页。

[4] 韩国《资本市场法》第150条规定:依据本法第147条第1款、第3款和第4款的规定,持有股份是为了影响发行人的经营权的报告之人,自其应该报告的事由发生之日起,至报告日以后的五日为止,不得追加取得该发行人的股份等或者行使该持有股份等的表决权。参见《韩国资本市场法》,董新义译,知识产权出版社2011年版,第117页。

[5] 参见吴建忠:《上市公司“权益披露规则”与“慢走规则”法律适用》,《证券市场导报》2013年第1期。

[6] See James D. Cox, et al, Securities Regulation: Cases and Materials, Citic Publishing House, 2003, p.1044.

益率为 10.46%。<sup>[7]</sup>

鉴于上述不利影响的存在,如果还要加上慢走规则这一道束缚,通过证券交易所进行举牌收购就会面临很大的困难,敌意收购以及公司控制权市场对改善公司治理所具有的积极效应也就难以发挥。国泰君安的研究报告也验证了这一结论:2014年至2016年10月A股市场共发生208起上市公司控制权变更,通过协议转让方式完成的占比超过50%,通过并购重组(包括借壳)占比18%,而二级市场增减持导致控制权变更的仅占6%。<sup>[8]</sup>对此,也许有人会辩解协议转让向来是我国上市公司收购的主流模式。但早在2006年,证券市场即已完成股权分置改革,股份全流通至今已超过10年,通过证券交易所的收购占比还是如此之低,这在一定程度上反映出慢走规则对公司收购所起到的阻碍作用。

### (三)《证券法》第193条对违反大额持股披露规定的处罚力度不够

在我国,违反大额持股披露制度的行为可分为三种类别:(1)同时违反披露规则和慢走规则;(2)违反披露规则而遵守慢走规则;(3)遵守披露规则而违反慢走规则。笔者在中国证券监督管理委员会网站检索发现,自2006年1月《证券法》修订实施至2017年7月,证券监管机构对违反大额持股披露制度作出行政处罚的案件一共有131起。<sup>[9]</sup>其中,属于类别(1)的案件数量是111起,类别(2)有18起,类别(3)仅有2起。由此可见,违反大额持股披露规定的主要表现为违反披露规则后继续交易股票。

由于类别(1)、(2)均涉及违反披露规则的情况,因此在这两类合计129起案件中,证券监管机构都适用了《证券法》第193条进行处罚。行政处罚决定书的通常表述是,投资者的行为构成了“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息、报送有关报告”的信息披露违法行为。

但是,第193条仅针对信息披露违法行为,与大额持股披露制度的要求不能完全对应。我们已经看到,类别(1)是违反大额持股披露制度的主要形态,以第193条作为处罚依据,不披露且继续交易与不披露但不交易在法律责任上没有区别,这意味着有大量投资者并未因后来的违规交易行为受到惩处,将可能导致慢走规则的边缘化。

此外,第193条中的责令改正、警告、30万元以上60万以下的罚款等处罚措施不足以震慑违法当事人。对希望取得超过5%的股份但无意收购的投资者来说,选择不披露的主要原因,应该是认为将来为不披露支付的罚款会低于披露带来的股价上涨;至于具有收购意图的投资者,考虑到不披露可以防止“打草惊蛇”,他们能够接受的罚款上限会更高。在“西藏旅游”案中,胡彪、胡波兄弟合计持股达到9.59%方才披露并被罚款50万元和40万元,<sup>[10]</sup>按照该公司18913.79万股的总股本计算,胡氏兄弟为违法增持4.59%股份支付的罚款是0.104元/股。而在“上海新梅”案中,王斌忠通过15个证券账户合计持股达到14.86%才对外披露,并被处以50万元罚款,<sup>[11]</sup>按照该公司44638.31万股的总股本计算,违法增持的9.86%股份所对应的罚款是0.011元/股。退一步说,即便证券监管机构在这两个案件中均顶格罚款,分摊下来的罚款也仅是0.138元/股和0.014元/股。显然,第193条封顶的60万罚款,在很多时候将远低于依法披露带来的股价上涨成本,规范效果极其有限。

[7] 参见东方证券:《对举牌历史案例的统计分析总结:举牌公告带来的机遇》, <https://finance.qq.com/a/20100810/003750.htm>, 2017年7月27日访问。

[8] 参见项剑等:《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》第20卷,法律出版社2017年版,第40页。

[9] 案件数据均引自中国证券监督管理委员会网站公布的行政处罚决定书,在此特别感谢华东政法大学2017级经济法学研究生潘望同学所作的搜集整理工作。

[10] 参见中国证券监督管理委员会安徽监管局行政处罚决定书〔2017〕1号。

[11] 参见中国证券监督管理委员会宁波监管局行政处罚决定书〔2015〕1号。

#### (四)《证券法》第 213 条对违规取得之股份的表决权限制不力

《证券法》第 213 条规定：“收购人未按照本法规定履行上市公司收购的公告、发出收购要约等义务的，责令改正……；在改正前，收购人对其收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购的股份不得行使表决权。……”此外，《收购办法》第 75 条也有类似条款，只是针对的主体为“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”。

当目标公司发现投资者有收购迹象或表现出积极参加公司治理的意图时，往往诉请法院确认投资者违规增持股份的行为无效，并要求禁止投资者行使包括表决权在内的股东权。关于增持股份行为的效力，虽然有观点认为，《证券法》第 86 条属于“效力性强制规定”，违反该条的交易无效，<sup>[12]</sup>但更多学者还是认同增持行为的效力。<sup>[13]</sup>在司法实践中，目前较有争议的是能否限制投资者股东权尤其是表决权的行使。<sup>[14]</sup>

按理，既然《证券法》已有明文规定，能否限制表决权本不应存在争议，问题出在第 213 条的主体为“收购人”。有观点认为，持股 5% 以上的投资者不同于对公司进行收购的收购人，因此《收购办法》第 75 条对表决权限制对象范围界定过大，违反了《证券法》的规定。<sup>[15]</sup>照此逻辑，《证券法》第 213 条只能适用于上市公司收购，而不能适用于一般的违反大额持股披露规定的行为。但是，这一理解却未必成立。

从《证券法》条文看，第 86 条针对大额持股及之后的权益变动，均使用“投资者”概念，一直到第 88 条第 2 款，当“投资者”持股达到 30% 且继续进行收购并因此触发强制要约收购义务时，才开始以“收购人”替换“投资者”，这似乎佐证了《证券法》有意区分“收购人”和以收购为目的的“投资者”。然而，同样是基于对《证券法》相关条文的文义分析，也能得出相反结论。在 2014 年 8 月修订前，《证券法》第 213 条的表述是“收购人未按照本法规定履行上市公司收购的公告、发出收购要约、报送上市公司收购报告书等义务……”。在放松行政许可的改革背景下，《证券法》对强制要约收购不再要求收购人事先向证券监管机构报送上市公司收购报告书，第 213 条遂将“报送上市公司收购报告书”的要求删除。而只有“收购人”包括了持股达到 5% 的投资者，才能解释修订前的第 213 条为何会将“上市公司收购的公告”与“发出收购要约、报送上市公司收购报告书”并列，前者一定是指第 86 条中大额持股披露时的公告，而非要约收购中的公告。这一理解，在现行《证券法》中应该还是成立的。

如果将视野再转至股份的协议转让，《证券法》第 94 条规定达成收购协议后，收购人必须履行报告、公告义务，第 96 条规定持股达到 30% 且继续收购时应履行强制要约收购义务。与通过证券交易所购买股份不同，《证券法》在协议转让中一概使用“收购人”的表述，即使是不涉及公司控制权变更的协议转让也不例外。

以上分析表明，在《证券法》第四章的多数条文中，“收购人”并非仅指以获取控制权为目标的投资者。在大额持股披露制度屡遭突破的现实背景下，如果对“收购人”采取狭义理解，《证券法》第

[12] 参见如水：《借证券法第八十六条威力，震慑上市公司违法收购》，《第一财经日报》2016 年 3 月 24 日第 A11 版。

[13] 参见徐聪：《违反慢走规则买卖股票若干争议法律问题研究》，《法律适用》2015 年第 12 期。

[14] 在“上海新梅”案中，上海一中院认为，在被告改正违法行为以后，原告上海兴盛实业发展(集团)有限公司要求限制持股被告行使股东权利及处分股票权利的诉讼请求缺乏事实及法律依据，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。而在“西藏旅游”案中，虽然胡波、胡彪此前也已经改正了违法行为，拉萨中院却支持了原告国风集团有限公司采取行为保全的申请，禁止胡波、胡彪在法院判决生效之前行使投票权、提案权、参加股东大会的权利、召集和主持股东大会的权利，参见西藏自治区拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第 36-2 号民事裁定书。

[15] 参见陈洁：《违规大规模增持减持股票行为的定性及惩处机制的完善》，《法学》2016 年第 9 期。

213条在很多案件中将无法适用,而《收购办法》第75条也将面临法律效力上的质疑。与其如此,不如对“收购人”的涵义采取广义理解,这样能更有效回应证券市场的监管需要,也在相当程度上尊重了证券监管机构的权威。

只是,即使第213条可以适用,“在改正前……不得行使表决权”的规定却是糟糕透顶。该条只是针对不按规定发布收购公告等信息披露违法行为,并不涉及已经取得的股份的处置,在收购人作出补充披露之后,其违法行为就已改正完毕,其表决权的行使将不再受限。对意在收购的投资者来说,这样的规定完全是反向激励:投资者可以慢慢囤积股份,在合适时机补充披露并缴付少许罚款,就可顺利入主目标公司。

## 二、完善大额持股披露制度应遵循的理念

面对我国的大额持股披露制度存在的诸多缺陷,应当作出怎样的改进呢?要回答这一问题,首先要明确我们应在何种理念指引下进行制度设计。本文认为,最重要的是要把握住以下两个方面。

### (一)在增加市场透明度和促进公司收购之间保持平衡

为缓解信息不对称,法律设定的信息披露义务通常是针对掌握优势信息的一方当事人(即“卖方”),其在一般商品交易中是商品或服务的提供者,在证券市场则是发行人。法理上,持股达到5%的公司外部投资者属于“买方”,通常不是优势信息的拥有者,《证券法》为其设置持股披露规则,乃是基于保障其他投资者知情权、增加市场透明度的例外考虑。鉴于这一目的,凡是可能影响理性投资者投资决策的信息,都应该列入大额持股披露的范围。

同时也要看到,大额持股披露产生了很高的成本。要求持股人披露通过研究获取的关于其他企业的信息,相关信息由此成为了公共产品,这会带来“搭便车”问题。持股人由于不能获取全部收益,从事研究、寻找价值低估企业的激励将会降低,收购也将变得更为少见。简言之,披露实现了财富从持股人向目标公司股东的无效率转移。<sup>[16]</sup>可以说,大额持股披露的要求越高,对敌意收购和公司控制权市场的发展也就越不利,制度设计时必须综合考虑,实现增加市场透明度和促进公司收购这两个价值目标之间的平衡。

笔者注意到,面对屡见不鲜的违规举牌,当前《证券法》修订的“二审稿”将持股变动披露比例从5%降为1%;持股变动披露后的暂停交易时间从2天延长为3天,提高了披露规则和慢走规则的要求。但是,这一选择可能不符合逻辑:违法较多在一定程度上表明现行制度的要求过于严厉,若继续提高要求,未来证券市场中违规举牌的数量可能还会进一步增加。具体言之,持股变动披露比例在1993年《暂行条例》中是2%,1998年《证券法》改为5%,一般认为这一变化体现了《证券法》鼓励收购的立场,而此次“二审稿”的规定可谓走向反面极端。或许可以主张美国、日本等设定的持股变动披露比例也是1%,但是美国公众公司股权相对分散,更重要的是这些国家证券法中并未设置慢走规则。我国证券市场股权集中度较高,截止2016年9月30日的数据显示,在沪深两市3000余家上市公司中,第一大股东持股比例在15%以下的共有230家,10%以下的只有52家。<sup>[17]</sup>这样的市场结构下,1%的持股变动披露比例再加上慢走规则,对公司收购市场将产生灾难性的后果。另外,如前所述,

[16] See Jonathan R. Macey and Jeffrey M. Netter, Regulation 13D and the Regulatory Process, 65 Washington University Law Quarterly(1987), p.131, p.140.

[17] 参见刘歆宇:《大股东持股不到15%,这230家公司会被野蛮人盯上吗》, [http://finance.ifeng.com/a/20161009/14923587\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20161009/14923587_0.shtml), 2017年7月4日访问。

慢走规则对目标公司过分有利,严重阻碍了敌意收购在我国证券市场的发展。将暂停交易时间延长到3天,可能会“激励”更多的收购者不做披露。《证券法》“二审稿”的上述规定,显然存在着方向性的错误,规则修订应当从放松要求入手,而不是背道而行。

## (二) 坚持规范与发展并举,适度加重法律责任

针对违反大额持股披露要求的法律责任过于轻微,《证券法》于修订时应加重法律责任,如此方能有效规范市场主体的行为,维护市场正常秩序。问题在于,法律责任应当加重到何种程度呢?

目前,一些学者主张应对此类违法行为追究民事责任。一种观点认为,披露持股达到5%或者之后每增加5%的信息通常会刺激股价上涨,违法未予披露对于不知情卖出股票的投资者来说就会造成损失,故而该行为属于“诱空型”虚假陈述,应承担民事责任。<sup>[18]</sup>实践中,已有投资者在违反大额持股披露的案件中提起虚假陈述的民事赔偿诉讼。<sup>[19]</sup>另一种观点认为,不披露且继续交易的行为构成内幕交易。具体言之,投资者持股5%时即属于内幕信息的知情人员,其后继续大幅增持股份,依据《证券法》第67条第2款第(8)项的规定,“持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化”,这构成内幕信息中的“重大事件”。此后,只需要投资者再从事至少一次的交易,便构成内幕交易。<sup>[20]</sup>依据现行证券法规,投资者持股达到法定比例不予披露无疑属于虚假陈述。而不披露时的继续交易行为,也当然构成内幕交易,这一认定甚至只需要两个阶段的交易即可完成:投资者通过交易持股5%时,不仅其自身成了内幕信息的知情人员,上市公司的股权结构也随之发生较大变化,依据《证券法》第75条第2款第3项,“公司股权结构的重大变化”属于内幕信息,此后再继续交易股份就是内幕交易。

即便如此,追究虚假陈述或者内幕交易的民事责任依然是不可取的。虽然不予披露损害了目标公司股东以较高价格出售股票的机会,但是收购成本的升高将削弱“野蛮人”发起攻击的动力,没有这一动力,目标公司股东高价出售股票的机会也成了无本之木。<sup>[21]</sup>考虑到这一点,美国法院通常否认1934年《证券交易法》13(d)条款下的原告有权获得损害赔偿,而是采取衡平法上的其他救济方式,如禁止行使表决权、撤销股份交易和追缴违法所得等等。因为根据《证券交易法》18(a)条款的规定,如果已申报的表格13D中有重大错误或者误导性陈述,原告可以获得损害赔偿,但未申报、提交表格13D的并不在18(a)条款的规制范畴内。<sup>[22]</sup>本文认为,大额持股披露毕竟属于证券法中的例外设计,而且我国的相关规则相较美国更加苛刻,以严厉的民事责任来惩处违法,将不利于大额股份的取得以及收购市场的发展,并非好的做法。实践中,前述我国111个不披露且继续交易股份的案件,中国证监会按照内幕交易进行处罚的数量为零,这应该也表明了我国监管机构对该问题的类似理解,殊值赞同。

需要指出的是,《证券法》第76条第2款规定:“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司百分之五以上股份的自然人、法人、其他组织收购上市公司的股份,本法另有规定的,适用其规定。”

[18] 参见樊健:《我国证券市场“诱空型”虚假陈述民事责任研究》,载郭锋主编:《证券法律评论》2017年卷,中国法制出版社2017年版,第264~268页。

[19] 在韩玉与山东京博控股股份有限公司虚假陈述上诉案中,法院不予支持原审原告(上诉人)韩玉,原因是认为其在揭露日之前买入但未卖出的14000股所产生的损失与京博公司的虚假陈述行为之间不存在直接因果关系。但法院也承认,诱空型虚假陈述揭露后,股票价格通常会上涨,如果投资者在揭露日之前因低价卖出股票产生投资损失,则虚假陈述行为人应予赔偿。参见山东省高级人民法院(2015)鲁商终字第327号民事判决书。

[20] 同前注[15],陈洁文。

[21] 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第327页。

[22] See Ronald J. Colombo, Effectuating Disclosure under the Williams Act, 60 Catholic University Law Review(2011), p.331.

该款并未对不披露时的继续交易行为豁免内幕交易规范的适用,而只是表明在上市公司收购中,如果《证券法》其他章节另有规定,相关规定将优先适用。遵循责任适度、避免竞合的理念,在未来证券立法或司法解释中,应明确规定违反大额持股披露制度的行为豁免适用虚假陈述和内幕交易的民事责任。

除了民事责任以外,还有学者建议我国应借鉴日本《金融商品交易法》以及韩国《资本市场法》的相关规定,明确大额持股违法行为的刑事责任。<sup>[23]</sup>但如果用虚假陈述和内幕交易的民事责任来处置违反大额持股披露要求的行为人都是不必要的,就更不宜适用刑事责任了。总的来说,为维护证券市场秩序和保护投资者权益,必须加重违反大额持股披露要求的法律责任,但若不加区分地盲目加重责任,又会阻碍公司收购活动的健康发展,最终也不利于投资者。如何实现法律责任的加重和适度,是《证券法》修订完善时需要细致考量的命题。

### 三、大额持股披露制度的完善进路

#### (一)披露规则与慢走规则的调整

第一,披露规则的改进。《证券法》应当要求持股人披露持股资金的来源,这对当下我国证券市场具有特殊意义。近年来,以险资为代表的金融机构资金频繁参与举牌收购,在“宝万之争”中,各方争议焦点就包括了收购资金来源的合法性问题、万能险作为并购资金入市以及各种资管计划作为杠杆资金入市的合理性问题等。虽然最终确认此举并不违规,<sup>[24]</sup>但这种资金组织方式隐藏着较多的问题。如果收购失败,收购人就存在债务违约的可能性,过高的杠杆收购会在违约行为发生时产生连锁反应将风险放大,最终承担损失的是金融机构与广大公众。<sup>[25]</sup>特别是将中短存续期的万能险资金用于长期性股权投资存在流动性风险,对保险公司的偿付能力提出了挑战,极有可能引发系统性金融风险。而且,巨额保险资金频繁在二级市场举牌,一定程度上背离了风险管理和保障的保险主业,与金融服务实体经济的精神相背离。2017年的中央金融工作会议确立了“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”等三大任务,披露收购资金的来源,至少能够有效促进前两项任务的落实。

第二,慢走规则的废除。像美国、日本那样,《证券法》仅仅保留披露规则就已足够。反对这一建议的人或许会质疑,如果允许在披露的窗口期继续买进股票,持股人在披露信息公开时可能已经拥有远远超过5%的股票,这将违背立法设定大额持股披露制度的目的。应当说,这一担心有其合理之处。

在美国,利用长达10日的窗口期累积大额股份的现象并不少见。针对这一问题,美国在制定《多德弗兰克法案》时授权SEC制定规则缩短窗口期,认为这将有助于市场更加及时地收到有关大额持股的信息,可以实现对股票更加准确的定价。但在2010年,仍有对冲基金借助窗口期获取了J.C. Penney公司26.7%和Fortune Brands公司10.9%的股份,在公司并购领域排名第一的Wachtell, Lipton, Rosen & Katz律师事务所遂请求SEC行使法律授予的上述权力,将窗口期缩至1日。<sup>[26]</sup>赞成此举者认为,迟延的信息披露产生了社会外部性问题:允许利用不对称信息交易,将是对冲基金而

[23] 参见钟洪明:《证券法大宗持股权益变动法律责任研究——以非合意并购为视角》,载郭锋主编:《证券法律评论》2017年卷,中国法制出版社2017年版,第519页。

[24] 参见《清华五道口22万字报告解析宝万之争:资金未违规,监管迎挑战》, [http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-11/27/c\\_129380156.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2016-11/27/c_129380156.htm), 2016年11月27日访问。

[25] 参见李维安等:《从“宝万之争”的治理启示解读“杠杆收购”》,《清华金融评论》2017年第1期。

[26] See Joshua Mitts, A Private Ordering Solution to Blockholder Disclosure, 35 North Carolina Central Law Review(2013), pp. 204-205.

非卖方获取了因信息披露后股价上涨而形成的全部收益。当事人将会在缔约时考虑这一因素,股份的流动性因此受到影响,并增加了交易成本;而且,此时的交易类似于欺诈,剥夺了当事人的意思自治。<sup>[27]</sup>但是,著名学者 Bebchuk 等却支持现行规则,理由是只有对冲基金那样的大额持股者才有动力去监督约束公司管理层,他们积极参与公司治理与股东价值之间存在正相关关系,10 日窗口期是对他们的一种补偿。<sup>[28]</sup>由于争议太大,SEC 至今未采取行动。

本文认为,窗口期的存在缓解了持股披露对取得大额股份的不利影响,体现了增加市场透明度和鼓励公司收购之间的平衡。相对于美日等国,我国披露规则的窗口期仅为 3 日,表现出更加重视市场透明度的倾向,较短的窗口期下取消慢走规则并不会产生太大的问题。

## (二) 法律责任的补充与强化

在上文所述的 111 起违反披露规定的类别(1)案件中,证券监管机构对 49 起同时适用了《证券法》第 193 条和第 204 条。其理由是,依据《证券法》第 38 条,依法发行的证券,法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得买卖,投资者在大额持股未披露时继续买卖股票,属于第 204 条规定的“限制转让期限内买卖证券”的违法行为。<sup>[29]</sup>笔者揣测,适用第 204 条的主要原因可能在于该条明确指向投资者的违规交易行为,且罚款额度最高可达买卖证券的同等价值,处罚力度明显加重。

但是,《证券法》第 38 条的假定条件——“法律对其转让期限有限制性规定的”与行为模式——“在限定的期限内不得买卖”是不合逻辑的搭配。第 38 条主要对应的是《公司法》第 141 条,系针对投资者已经持有的股票再转让的行为,<sup>[30]</sup>因此该条关于行为模式的正确表述应该是“在限定的期限内不得转让”,买进股票不在禁止之列。如果投资者违规减持股份,适用第 38 条的理由可以成立,而违规增持并不违反第 38 条本旨,适用第 204 条予以处罚是错误的。统计发现,在这 49 起案件中,减持 20 起,增持、减持并存 26 起,单纯的增持仅有 3 起;而在类别(1)另外 62 起未适用《证券法》第 204 条的案件中,增持占到 23 起,增持、减持并存 32 起,单纯的减持仅有 6 起,这也反映出证券监管机构主要还是针对违规减持适用第 204 条。然而,收购与反收购之争以及由此引发的市场波动一般是因违规增持而非减持导致的,第 204 条对此无能为力,不宜作为《证券法》修订时强化法律责任的一项选择。

不依法披露主要是为了减少后续买进股票的支出和便利收购目的的实现,法律责任的设定应当对症下药,通过提高违法成本以及阻碍收购目的的实现,来促使投资者守法。为此,以下四个方面的举措是必须的。

第一,提高罚款数额。笔者注意到,2017 年 4 月的《证券法》“二审稿”将投资者违反披露义务的罚款改为 20 万至 200 万,罚款上限大大提高。在肯定其价值的同时,也要看到此种罚款设定模式仍有弊端:由于存在罚款上限,目标公司股本总额越高、投资者违规买卖的股份越多、以及每股股价越高,分摊到每一股的违法成本就越低,威慑力也就越有限。

第二,没收违法所得。这一处理方式在美国适用较为普遍。例如,在 SEC v. First City Financial Corp. 案中,被告于 1986 年 3 月 4 日越过 5% 的持股披露线,一直到 3 月 26 日才提交披露报告。地区法院发布被告违反《证券交易法》13(d) 条款的永久禁令,并判决其交出非法所得 270 万美元,这一

[27] 同前注[26], Joshua Mitts 文,第 227~235 页。

[28] See Lucian A. Bebchuk and Jr. Robert J. Jackson, The Law and Economics of Blockholder Disclosure, 2 Harvard Business Law Review (2012), p.39.

[29] 参见中国证券监督管理委员会行政处罚决定书[2015]53 号。

[30] 参见李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,《法律适用》2016 年第 1 期。

数额的计算是假定如果被告在窗口期结束的 3 月 14 日作了披露,那么 14 日至 25 日之间购买的股份将要支付更高的价格。被告上诉声称,国会未明确授权违反 13(d)条款时的金钱救济。上诉法院认为,交出违法所得作为衡平法中的救济,目的在于剥夺违法者的不当得利,并遏止违法行为,最终驳回了被告的上诉。<sup>[31]</sup>在本案之后,美国法院在多数案件中继续采取了这一处理方式。<sup>[32]</sup>在我国现行法律体系下,没收违法所得也是相当常见的一种处罚手段,其在消除违法的经济诱因方面比定额罚款具有更大的作用,完全可以也应该适用于违反大额持股披露的行为。

第三,延长表决权限制的时间。如前述,补充披露大额持股信息后即可行使表决权的規定,对违法者过度宽容。相比之下,国外立法对表决权限制的时间往往会更长。例如,根据德国《证券交易法》第 28 条,违反持股通知义务的,在未履行通知义务期间,表决权不存在;因故意或重大过失而违反通知义务的,表决权不存在的期间延长 6 个月。<sup>[33]</sup>韩国《资本市场法》第 150 条规定:“未依据本法第 147 条第 1 款、第 3 款和第 4 款的規定进行报告者,……在总统令規定的期间内,对于超过表决权发行股份总数百分之五的违反份額,不得行使表决权。金融委员会可以責令其在 6 个月内处分该违反份額”;“违反本条第 2 款的規定追加取得股份等之人,对追加取得部分不得行使表决权,金融委员会可以責令其在 6 个月内处分该追加取得部分。”<sup>[34]</sup>可见,延长限制表决权行使的时间是比较法上的常用手段。2017 年 1 月的全国人大法工委《证券法》二读审议稿草案和中国证监会提交的修改建议稿均規定,投资者违反大额持股披露規則买入有表决权股份的,应当卖出,并在卖出前对该超过規定比例部分的股票不得行使表决权。在 4 月的《证券法》“二审稿”中,規則变为超过規定比例部分的股票在 36 个月内不得行使表决权。相对于永久禁止表决权的行使,三年的限制已经比国外立法例更加严厉,如此漫长的时间足以狙击绝大多数违法的敌意收购,更为合理。

第四,强制股份出售。在美国,请求法院判令违反持股披露义务者出售股份是目标公司常常主张的一种衡平法上的救济方式,当然,法院并不总是支持这一诉請。在著名的 *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.* 一案中, *Rondeau* 违反了持股披露义务, *Mosinee* 起诉要求法院判決 *Rondeau* 不得行使表决权、处置相关股份并赔偿损失。美国联邦最高法院认为,该案不满足授予衡平法救济的标准,且被告的违法并非出于恶意,最终未支持原告の诉請。<sup>[35]</sup>对法院的上述立场,有学者提出了批评:“*Rondeau* 案的判決阻碍了更严厉的救济方式的适用,从而破坏了法案的目标。”<sup>[36]</sup>而在韩国,《资本市场法》第 150 条明确授权金融委员会可以責令违法者在 6 个月内出售股份。本文认为,由于表决权限制通常都有一定的期限,若有人对某家公司志在必得,很可能会选择违反披露义务以囤积大量股份,并在忍受一段“有名无权”的时期后成功取得控制权,强制股份出售对防止这种情况具有不可替代的价值,有必要加以規定。

(特约编辑:季奎明)

[31] See *SEC v. First City Financial Corp.*, 890 F.2d 1215 (D.C. Cir. 1989).

[32] See *SEC v. Fischbach Corp.*, 133 F.3d 170, 177 (2d Cir. 1997); *SEC v. Sierra Brokerage Servs., Inc.*, 608 F. Supp. 2d 923, 974 (S.D. Ohio 2009).

[33] 同前注[8],项剑等文。

[34] 同前注[4],董新义译书,第 117 页。

[35] See *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 U.S. 49 (1975).

[36] 同前注[22], Ronald J. Colombo 文,第 338 页。