

# 论违规增持的私法救济

梁 上 上\*

摘要:随着证券市场并购案件的不断增多,违规增持行为愈演愈烈。大额持股信息披露规则已面临严重的生存危机,但该规则内含的制度利益与社会公共利益相符,需要坚守。虽然刑事责任与行政责任对防止违规增持各自发挥了一定作用,但成效极为有限。摆脱危机的根本路径在于针对违规增持行为构建合适的私法救济体系。违规增持合同是有效的,其交易结果不得改变,违规增持者可以获得股票所有权。但是,违规增持是违反证券法规定的复合型信息错误行为,不能只责令补充披露相关信息,还需以“恢复原状”来阻止“暗渡陈仓”。沿着“责令限期转让”向“判决限期转让”转变的逻辑路径,法院可以判决其限期抛售违法所持有的股份,令其吐出违法收益并应归公司所有。在改正完成前,违规增持者不得行使该股票的表决权。

关键词:违规增持 信息披露 利益衡量 限期转让 吐出规则 表决权限制

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2019.02.014

最近几年,我国证券市场中的并购案件越来越多,违规增持事件在短期内呈爆发性增长态势。著名案例有西藏旅游、上海新梅、成都路桥、康达尔以及荃银高科等违规增持案。其中,“西藏旅游案”<sup>①</sup>是在法院主持下以调解结案的,而“上海新梅案”<sup>②</sup>则是国内第一例以判决结案的违规增持案。

这些案件的事实、原告基本诉求与主要争议都非常相似,对此可以“上海新梅案”为例加以说明。在该案中,2013年7月至11月,被告王斌忠实际控制开南公司等15个证券账户悄悄地不断买卖上市公司上海新梅置业公开发行的股票。截至2013年10月23日,其持有股份占新梅公司全部已发行股份的5.53%;截至11月1日,其持有股份占10.02%;截至2013年11月27日,其持有股份占14.86%。《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第86条规定,投资者持股超过5%以及此后每增减超过5%时应予以披露,并在一定时间内不得继续购买该股份。2015年1月,中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)宁波监管局向王斌忠出具《行政处罚决定书》,<sup>③</sup>因其未按照《证券法》第86条对超比例持股情况进行及时报告和公告,责令王斌忠改正违法行为,给予警告,并处以50万元的罚款。2015年3月,原告兴盛实业(上海新梅置业大股东)向上海市第一中级人民法院起诉。

在违规增持案件的诉讼中,涉及的法律问题主要有:(1)举牌人违反《证券法》第86条的规定,在未履行信息披露义务的情况下超5%比例购买目标公司股票的交易行为是否有效?(2)是否可以依法强制违规增持人抛售超5%当日及后续购买并持有的已发行股票(即超出5%部分)?(3)目标公司是否可以请求将违规增持人的所得收益归入公司所有?(4)违规增持人在持有目标公司股票期间,是否不得享有股东表决权?这些问题极为复杂,学者之间存在很大争议,中国证监会、沪深交易所举棋不定,受理法院也往往采

\* 清华大学法学院教授、博士生导师

基金项目:中国法学会部级法学研究课题资助项目[CLS(2017)B08]

① 参见西藏自治区拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第36号民事调解书。

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 参见中国证券监督管理委员会宁波监管局(2015)1号行政处罚决定书。

取回避策略,以调解结案。<sup>①</sup> 本文尝试为这些疑难问题找到妥当答案。

## 一、基本立场:大额持股信息披露制度需要坚守

我国早在1993年4月颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》第47条就确立了大额持股信息披露规则,并为后来的《证券法》吸收。对违规增持的处理,我国刑事责任与民事责任没有得到适用,主要依赖行政责任。但是,行政责任对违规增持救济的成效极为有限。投资者违反《证券法》第86条的举牌行为,证券监管机构作出行政处罚的,其适用的主要法律依据为《证券法》第193条。据此,中国证券监管机构的通常处理方式是:责令违规增持者补充披露相关信息,警告,并处以60万元以下的罚款。不论是补充信息披露、警告,还是区区的顶格罚款60万元,实是一种“扎针式”的处罚,不会产生任何痛感。这样的结果直接导致违规增持的违法成本过低,不但难以抑制违规增持,还具有促进滥用该规则的逆向激励。换言之,其实际效果是鼓励投资者违反该规则。总之,目前严重依赖行政责任的处理方式使大额持股信息披露规则陷入危机。

那么是否需要继续坚持大额持股信息披露规则呢?要妥当地回答这一问题,可以借助利益衡量的层次结构理论。该理论把利益分为当事人具体利益、群体利益、制度利益与社会公共利益。这些不同利益形成一个有机的层次结构,其中制度利益与社会公共利益的衡量最为关键。这种构造要求法官层层深入,有步骤地分析、比对不同利益,经过综合利益衡量得出妥当的裁判结果。<sup>②</sup>

### (一)大额持股信息披露规则的利益衡量

投资者持股达到5%时需要披露相关信息,并在一定期限内不得再行买卖该公司股票的法律制度,需要继续坚持。主要理由为:

1. 大额持股信息披露规则是国际惯例。大额持股信息披露制度是世界上通行的证券法律制度。例如,《美国证券交易法》第13(d)条规定,任何直接或间接持有某一类在该法报告条款监管下的权益证券达到5%或者更高比例的持股人,必须在持有该5%股权后的10日内向联邦证券交易委员会登记。该法第18(a)条对此提供了私法上的救济。同时,该法第32(a)条规定,故意违反信息披露义务人要承担刑事责任:对于自然人,应处最高500万美元罚金和/或20年有期徒刑,对于法人则处最高2500万美元的罚金。又如,《日本金融商品交易法》规定的大额持股申报制度是,投资者持股比例5%时应“提交报告书申报持股比例、资金来源、持股目的等内阁府令规定的事项”。<sup>③</sup> 与此相适应,该法第197条之2第5项、第6项规定,义务人未依照规定进行申报,或者申报报告书中重要事项存在虚假陈述的,处5年以下有期徒刑,并处或单处500万日元以下罚金。另外,根据该法第207条第1款第2项的规定,采取双罚制,不但要对行为人处罚,也要对该法人处5亿日元以下罚金。从世界范围看,大额持股信息披露已为主要资本市场法域普遍采用。<sup>④</sup>

2. 大额持股信息披露规则的制度利益值得维护。在法律制度的取舍中,对该制度进行利益衡量至为关键。如果现行法律制度的制度利益符合社会公共利益,那么就on应该坚持该制度。相反,如果该制度利益与社会公共利益相违背,则要废止或放弃该制度。<sup>⑤</sup>

信息披露制度是证券市场得以健康有序发展的基石,是保持市场可信度和有效性的根本性机制,具有根本性价值。《证券法》第3条明确规定,证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则。信息披露的根本目标是为所有投资者提供获得相关信息的平等机会,从而使其可以评估与权衡该投资行为的

<sup>①</sup> 例如,西藏旅游案以调解结案;又如上海新梅案,法院一审时采取判决解决纠纷,但原告提起上诉后,最终以调解结案。

<sup>②</sup> 参见梁上上:《利益的层次结构与利益衡量的展开》,《法学研究》2002年第1期。

<sup>③</sup> 参见《日本金融商品交易法》,朱大明译,法律出版社2015年版,第103~108页。

<sup>④</sup> 参见张子学:《完善我国大额持股披露制度的若干问题》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第418页。

<sup>⑤</sup> 参见梁上上:《制度利益衡量的逻辑》,《中国法学》2012年第4期。

风险与收益。如果证券市场参与者能获得足够信息来做出理智的投资决策,他们就能够得到最好的保护。<sup>①</sup> 在一个健康的证券市场中,股票价格是建立在充分信息之上的。可以说,没有信息披露就没有证券市场。信息披露监管制度的目的是通过保护投资者,树立公众信心,提高市场效率,实现社会公共利益。

《证券法》第86条所确立的大额持股信息披露规则的制度利益在于信息披露制度。在上市公司收购过程中,信息披露对股票价格的影响更为灵敏,故法律法规需要更为明确更为严格的要求。作为上市公司收购的前奏,收购人一般先谋求取得大宗股份或者对大宗股份的控制权,以期通过较低的收购成本实现收购的目的。我国证券法上的大额持股信息披露规则的制度利益为:(1)保护广大投资者(包括目标公司的股东与潜在投资者)的知情权,使投资者能够在合理期限内充分了解市场信息,注意到公司控制权发生变化的可能性,使其有机会在重新评估持有股份价值的基础上实施投资决策。经济合作与发展组织在《公司治理原则》(2004年)中明确指出,大额持股情况的透明是投资者享有的一项基本权利。<sup>②</sup> (2)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,保护中小投资者的利益。(3)有利于上市公司及时了解股权变动情况,避免突发性收购对公司股东与管理层产生负面影响,保护公司的相对稳定和持续经营发展。(4)对股票大额交易行为实施有效监督,有利于证券监管机构与证券交易所及时了解上市公司股权变动情况,维护证券市场的公开、公平、公正的交易规则。所以,大额持股信息披露规则的制度利益是与公共利益相一致的。

由于当事人的权利总是存在于某一具体的法律制度之中,证券市场的固有特质与大额持股信息披露规则必然会影响当事人的利益状态。法律规定的利益评价是有拘束力的,这种受法律评价因素的拘束,是法官受制定法拘束的固有的本质内涵。<sup>③</sup> 所以,法官对具体案件进行裁决时,应该充分考虑凝固于该制度上的制度利益,并且从维护该制度继续存在的角度出发作出妥当的裁决。

#### (二)理想的解困方案:以恢复原状阻断违规增持

从前面的分析可知,达到5%时进行信息披露的法律制度不能放弃,那么应该如何维护该项制度呢?

从违规增持者的行为看,其不履行信息披露的目的在于可以悄无声息地继续购买其所持上市公司的股票。由于其没有履行信息披露义务,证券市场的投资者或者潜在投资者并不知道该目标公司的股票可能处于被收购状态。这直接影响了他们对目标公司股票的价格走势的判断。从证券市场的一般情况看,如果该公司的股票处于被收购的状态,则上市公司股票价格在极短时间内会出现大幅上涨,其中不乏连续数个交易日股价涨停的情况。<sup>④</sup> 由于违规增持者没有披露该信息,其可以较低的价格继续购买该股票,不但节约了收购成本,而且还可以获得超额收益。而市场上的投资者或者潜在投资者则失去了以较低价格购买该上市公司股票的机会。从控制权的角度看,由于违规增持者可以较低的价格购买股票,极大方便了其对目标公司控制权的获取。相反,由于目标公司的管理层不知道违规增持者的购买行为,故不能很好地实施阻止购买行为。在这“一明一暗”的控制权争夺战中,管理层处于不利地位,容易失去对公司的控制权。其实,违规增持者的继续购买行为也可能阻止该股票最大价值的发现。应该说,管理层与收购者的控制权争夺战的功能在于最大限度地发现该股票的最大价值,从而实现股东利益的最大化。<sup>⑤</sup> 在中国,上市公司的“壳”资源特别稀缺,具有很大的价值。违规增持者的行为实现了自己利益的最大化,而损害了其他利益相关者的利益。从阻止违规增持者行为的角度看,只有切断其利益动机才能彻底消除违规增持的不良后果。所以,最好方法是“恢复原状”,使其无利可图,彻底阻止违规增持者目的的实现。

<sup>①</sup> 参见齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第1页。

<sup>②</sup> See Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), Principles of Corporate Governance (2004), p. 51.

<sup>③</sup> See Westermann, Wesen, S. 8, 14, 25. 转引自吴从周:《概念法学、利益法学与价值法学:探索一部民法方法论的演变史》,中国法制出版社2011年版,第399页。

<sup>④</sup> 参见卢文道、方俊:《我国上市公司控制权之争的最新态势与监管路径研究》,载桂敏杰总编:《证券法苑》(第13卷),法律出版社2014年版,第11~13页。

<sup>⑤</sup> See John C. Coffee, Jr., Joel Seligman, Hillary A. Sale, Securities Regulation, 10th, Foundation Press, 2007, pp. 718-719.

## 二、基本思路：从私法救济中寻求突破

### （一）违规增持的改正规则：以阻止“暗渡陈仓”为重点

未经信息披露增持股份是复合型信息披露行为。与单一型信息披露行为不同，复合型披露信息行为是由两个以上的不同行为组成的。违规增持行为可以分解为两个不同的行为，即未按规定披露信息行为与继续购买股票行为。未按规定披露信息行为是基础性行为，继续购买股票行为则是关涉性行为，是被披露信息义务所隐藏的行为。这种“合成性”行为的结构可以表达为：

违规增持行为 = 未按规定披露信息行为 + 继续购买股票行为

在复合型信息错误行为中，“暗渡陈仓”是其真正的目的。此时，信息错误是表面行为，而真正的目的在于隐藏其中的关涉行为。从复合型信息错误的行为结构中可以看出，需要明确信息错误的具体状态。如果该错误停留在基础性行为上，还没有发展为关涉行为的错误，则只要改正基础性行为就可以。在违规增持中，如果投资者没有按规定进行信息披露，也没有继续购买该上市公司的股票，那么只要就信息披露的违规行为进行改正就可以。但是，如果其已经继续购买了该上市公司的股票，则构成了复合型错误。不但需要就信息披露的违规行为进行改正，还需要对继续购买股票的行为进行改正，而且应该以“暗渡陈仓”行为——购买股票行为——的改正为重点。

### （二）违规增持救济途径的探寻：存在私法救济的通道

从违规增持的行为结构中不难发现，对未按规定披露信息行为可以责令补充披露信息。但更为关键的问题是，继续购买股票的错误行为如何改正？

虽然《中华人民共和国刑法》第 161 条规定了违规披露或不披露重要信息的刑事责任，但需要遵循谦抑原则，我国目前还没有违规增持者被判决承担刑事责任的先例，行政责任则局限于对未披露信息的改正。由于行政责任成效不彰，难以阻止违规增持行为。对于违规增持行为，最佳的途径是民事救济。但是，我国证券法对民事救济没有明确规定。那么，当事人是否享有民事诉权寻求私法救济呢？

美国的司法实践表明，当事人是享有民事诉权的。与我国类似，《美国证券交易法》第 13(d) 条对大额持股信息披露规则作了明确规定，但也没有规定民事救济途径。对此，美国通过一系列判例认可了这一救济途径。1975 年，在著名的“龙道诉莫西尼纸业公司案”<sup>①</sup>中，被告并没有对原告提起民事诉讼的权利提出挑战，美国联邦最高法院也没有质疑该诉权的存在。在该案判决之后，许多巡回法院裁决，发行人根据第 13(d) 条寻求禁制令救济时享有民事诉权或基于该诉权采取其他进一步行动的权利。<sup>②</sup> 其中，最具说服力的是“印第安纳国有公司诉里奇案”。<sup>③</sup> 该案对默示的民事诉讼权利做了详细分析。另外，根据《美国证券交易法》第 21 条的规定，美国证券交易委员会可以向法院寻求禁制令。<sup>④</sup> 正是基于发行人的默示民事诉权与美国证券交易委员会的诉权，才促成了美国违规增持案件中私法救济的发达，一系列禁制令得到运用，有效地阻止了违规增持行为。

我国属于大陆法系国家。对于民事案件，大陆法系国家存在不得借口法律没有规定或规定不明确而拒绝裁判的传统。特别是 1907 年的《瑞士民法典》第 1 条第 2 款明确规定，法律没有规定时应依照习惯进行裁判；没有习惯时，法官依照自己如作为立法者应提出的规则进行裁判。<sup>⑤</sup> 司法权的作用是裁判个别案件，法官不能拒绝裁判，否则人民的纠纷无从得到解决，陷社会于混乱与不安。<sup>⑥</sup> 所以，对于法律没有明确规定等法律漏洞，当事人是可以向法院提起民事诉讼的。我国西藏旅游、上海新梅等违规增持案件也表

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

② See Larry D. Soderquist, Theresa A. Gabaldon, *Securities Regulation*, 6th, Foundation Press, 2006, p. 383.

③ See *Indiana National Corp. v. Rich*, 712 F.2d 1180, Fed. Sec. L. Rep. P 99,432.

④ See Larry D. Soderquist, Theresa A. Gabaldon, *Securities Law*, 4th, Foundation Press, 2011, p. 145.

⑤ 参见《瑞士民法典》，于海涌、赵希璇译，法律出版社 2016 年版，第 5 页。

⑥ 参见谢怀栻：《外国商法精要》，法律出版社 2014 年第 3 版，第 58 页。

明,发行人或上市公司(大股东)向法院提起民事诉讼获取救济的,法院均予以受理,从未拒绝其诉权,并作出裁决或调解。而且,这些案件的违规增持者等被告也没有就此提出异议。总之,当事人应当享有民事诉权,可以请求私法救济。

### 三、超比例股票买卖合同的效力

违规持股超出5%以上的股票买卖合同是否有效?该合同并不因违反《证券法》第86条的强制性规定而无效。笔者以《中华人民共和国民法总则》(以下简称《民法总则》)第153条第1款为依据,具体分析如下:

#### 1. 分析路径的转换:“原则—例外”新范式

关于合同违反强制性规定时的效力判断,可以追溯至《中华人民共和国合同法》(以下简称《合同法》)。《合同法》第52条第5项的规定,即违反法律、行政法规的强制性规定的合同无效。2009年5月13日起施行的《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(二)》[以下简称《合同法司法解释(二)》]第14条规定,《合同法》第52条第5项规定的“强制性规定”,是指效力性强制性规定。《合同法司法解释(二)》将强制性规范分为效力性强制性规范与管理性强制性规范。违反管理性的强制规定并不对合同效力产生影响,但违反效力性的强制规定则直接导致该合同无效。这一处理方法受到了学者的批评,<sup>①</sup>法院系统也存在不同意见。<sup>②</sup>为此,《民法总则》并没有采纳《合同法司法解释(二)》的“两分法”模式。

《民法总则》采取的是“原则—例外”的新范式。其第153条第1款规定:“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效,但是该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。”基于此,违反强制性规定的合同原则上是无效的,但存在例外。其例外就是,有的强制性规范不导致民事法律行为无效。<sup>③</sup>所以,需要对“例外”进行实质性判断。在新模式下,《证券法》第86条违规增持的规定属于强制性规范,但该强制性规定是否会落入《民法总则》第153条第1款的“例外条款”呢?

#### 2. 落入“例外条款”由证券交易制度的固有属性决定

判断某一强制性规范是否落入《民法总则》第153条第1款的“例外条款”,需要结合具体的法律制度进行综合分析。权利义务总是存在于某一具体的法律制度之中,法律制度的固有属性对权利义务的内容与行使方式产生重大影响。所以,例外条款所指向的对象应该是其所依存的法律制度,也即强制性规范所存属的法律制度。就股份买卖的强制性规范而言,属于证券交易法律制度,需要在证券交易制度的法律框架下来讨论该条款对买卖合同效力的影响。

证券交易制度是特殊的交易制度。其具有自己的固有属性,与一般买卖行为存在显著区别,其主要特征为:(1)无因性。<sup>④</sup>无因性意味着股票变动的交易结果不受交易行为是否有效的影响。(2)流动性。证券市场的交易活动十分频繁,流通性极强,转手率极高,无法像民法上的物那样可以行使追及权利。(3)集中竞价性。证券交易是在集中交易市场以竞价交易的方式进行交易的。不论采取电脑集合竞价还是集中竞价(连续竞价),都体现出很强的集中性特征。

#### 3. 落入“例外条款”由证券交易交易结果不可更改性所决定

证券交易制度的根本特性决定交易结果的不可更改性,《证券法》第120条对此已经有明确规定。结合解释论,分析如下:

(1) 证券交易采取特殊的交易规则。该交易规则是证券交易所依法制定的,需要遵守。

<sup>①</sup> 例如,崔建远、苏永钦都持批评意见。参见崔建远:《合同法》,北京大学出版社2012年版,第89页;苏永钦:《私法自治中的经济理性》,中国人民大学出版社2004年版,第43页。

<sup>②</sup> 参见《民法总则立法背景与观点全集》编写组编:《民法总则立法背景与观点全集》,法律出版社2017年版,第257页。

<sup>③</sup> 在德国,对于违反《德国民法典》第134条规定的法律后果,能否产生某种推定,即在发生异议时应否认定为无效呢?对此还存在争议。弗卢梅持否定态度,卡纳里斯则持肯定态度,梅迪库斯赞同卡纳里斯的意见,认为应当认定为无效。

<sup>④</sup> 参见周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第322页。

(2)交易结果是指买受人对买卖所得的证券享有所有权。这是从证券的归属关系上所做的权利界定,其源于证券交易的特殊规则。

(3)交易规则是判断交易结果是否可以改变的唯一标准。交易结果的效力取决于是否“按照依法制定的交易规则进行交易”。只要是按照交易规则进行交易的,该交易结果就不得改变。需要明确的是,这里的“依法制定”是特指交易所依法制定的规则,而不是普遍意义上的“依法制定”。所以,违规交易者的违规行为并不改变交易规则的合法性。但是,如果因为不可抗力、意外事件、重大技术故障、重大人为差错等突发性事件导致证券交易结果出现重大异常,按照交易结果进行清算交收将对正常交易秩序和市场公平产生重大影响的,证券交易所可以采取暂缓交收、取消交易等措施。

(4)交易行为的合法性不是判断交易结果可否改变的标准。交易行为根据是否符合法律规定,可以分为合法行为与违法行为。而且,交易行为根据是否符合证券交易所的交易规则,可以分为合规交易与违规交易。从排列组合的规律看,交易行为可以是:Aa型交易行为,既合法又合规;Ab型交易行为,虽违法但合规;Ba型交易行为,虽合法但不合规;Bb型交易行为,既不合法又不合规。所以,Aa型交易行为与Ab型交易行为的交易结果都不得改变。

(5)交易结果不可更改性有利于维护证券市场的正常交易秩序。《证券法》第86条是对举牌人的单方面规定。在证券交易中,对违规增持人不得再行买卖该上市公司股票的情形,交易相对人通常并不知道,也不应该知道,该规定不应交易相对人的利益造成不当影响,产生不利的法律效力。而且,证券交易涉及众多证券投资者,交易对手之间无法一一追溯。如果交易结果可以随意改变,则不仅会影响证券市场秩序的安定,还会损害众多无辜投资者的利益。所以,只要根据依法制定的交易规则进行交易,无论其交易主体是否有违法行为,交易结果均不得改变。

#### 4. 违规增持合同不因此无效:《证券法》第86条落入“例外条款”

虽然《证券法》第86条属于强制性规范,但根据《民法总则》第153条第1款和《证券法》第120条的相关规定,基于证券交易规则的制度特性,该强制性规范落入“例外条款”。所以,违反大额持股信息披露义务的强制性规范的交易行为,并不因此导致该合同无效,交易完成后的股票仍然归属于违规增持者。

需要注意的是,继续买卖合同有效(如无其他无效因素)是否意味着违规增持者可以基于既成事实而坐享其利,无须承担民事责任?其实,交易结果不可更改只是该行为法律效果的一个方面。另一方面是,该行为存在违法性,具有可归责性,需要承担相应的民事责任。对此,《证券法》第120条第2句已经进一步明确规定:“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”。由此可见,Ab型(虽违法但合规)交易行为的交易结果虽不可更改,但违规交易者仍应承担与其违法行为相应的法律责任。<sup>①</sup>

## 四、限期转让违法所购股票

在违规增持案件中,可以判决违规增持者限期转让(抛售)超过5%的股票吗?这需从证券法上的行政责任——“责令限期转让”——出发来讨论。

### (一)责令限期转让的一般可行性:其为证券法上常见的改正措施

面对原告请求,普遍的担忧为:判决抛售违规增持股票是否会造成证券市场不稳定?其实,这种担忧是不必要的。

在我国证券法中,责令限期转让股票(或责令依法处理非法持有的股票)是常见的改正措施,具有一般可行性。根据《证券法》的规定,适用责令限期转让的主要情形有:(1)禁止转让期间买卖股票的行为;<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版,第185~186页;周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第323页。

<sup>②</sup> 参见《中华人民共和国证券法》第38、204条。

(2)特定人员持有或买卖股票的行为;<sup>①</sup>(3)证券服务机构和人员在禁止期间买卖股票的行为;<sup>②</sup>(4)内幕交易行为;<sup>③</sup>(5)操纵证券市场行为;<sup>④</sup>(6)证券公司股东的不当持股行为。<sup>⑤</sup>从列举的第1—5项看,对违反法律持有或者买卖股票的行为,监管机构应该责令“依法处理非法持有的证券”。从第6项看,即使是证券公司为其股东或者股东的关联人提供融资或者担保而拒不改正的行为,中国证监会也可以责令股东转让所持证券公司股权。可见,责令限期转让股票是证券法所认可的常见行政处理方式,并不会造成证券市场的不稳定。

## (二)责令限期转让的具体可行性:向内幕交易与操作市场“借用”

虽然责令限期转让的行政责任可以在证券市场适用,但具体到违规增持行为是否存在适用的空间?超比例持股交易与内幕交易、操作市场是不同性质的行为,但它们之间是存在紧密联系的。我国设立大宗持股信息披露制度的立法目的之一是防止内幕交易与操作市场,保护中小投资者的利益。所以,可以内幕交易、操作市场行为的规范作为桥梁,对责令限期转让在违规增持中的具体可行性进行分析。

### 1. 向内幕交易“借用”责令限期转让

(1)违规增持可能构成内幕交易。当违规超比例增持时,该行为可能构成内幕交易。具体有两种分析路径:

1)违规增持符合内幕交易构成要件,即从内幕交易的构成要件来判断违规增持行为的性质。违规增持行为符合内幕交易行为的构成要件。<sup>⑥</sup>根据《中国证券监督管理委员会证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》的规定,违规增持可以构成内幕交易:首先,大宗持股人属于内幕知情人。《证券法》第74条第2项规定,证券交易内幕信息的知情人包括“持有公司5%以上股份的股东及其董事……”。显然,持有超过5%股票的未履行信息披露义务的投资者属于内幕知情人。我国2015年4月20日全国人大常委会审议的“证券法修订草案”对证券法的“知情人”范围做了修订。“证券法修订草案”第88条第2项保留了《证券法》第74条第2项的现有规定,但增加了第5项,即“上市公司收购人或者重大资产交易方及其控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员”。可见,将“持有公司5%以上股份的股东”认定为内幕知情人的规定是合理的。其次,大宗持股信息属于内幕信息。《证券法》第75条第1款规定,证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息为内幕信息。该条第2款第1项规定,该法第67条第2款所列重大事件属于内幕信息。而《证券法》第67条第2款规定,“持有公司5%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”属于需要报告的重大事件。需要指出的是,《证券法》第75条第2款第3项对此做了进一步确认,规定“公司股权结构的重大变化”的信息属于内幕信息。从公司股权结构看,当某一股东持有公司股份的5%时,就可能对公司股权的基本结构产生较大影响。事实上,大多数国家都将持有5%股份的股东列入内幕信息的知情人。所以,大宗持股信息应当属于内幕信息。最后,违规者从事了违规交易行为。也就是在未履行信息披露义务的情况下,其从事了买卖股票的行为。所以,持有超过5%比例股票的股东的违规交易行为是符合《证券法》规定之内幕信息的构成要件的。

2)从“除外向一般”的逆向回归。与路径之一相比,路径之二采取的是法律文本的解释论路径,也是更为简便的路径。《证券法》第76条第1款规定,证券交易内幕信息知情人在内幕信息公开前买卖证券的,构成内幕交易。但是,该条第2款明确规定,“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司5%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”。从该条第2款与第

① 参见《中华人民共和国证券法》第43、199条。

② 参见《中华人民共和国证券法》第45、201条。

③ 参见《中华人民共和国证券法》第76、202条。

④ 参见《中华人民共和国证券法》第77、203条。

⑤ 参见《中华人民共和国证券法》第222条第2款。

⑥ 参见陈洁:《违规大规模增减持股票行为的定性及惩处机制的完善》,《法学》2016年第9期。

1 款的关系看,股东持有达到 5%比例股份后继续进行的股份买卖行为与内幕交易之间属于“一般与例外”的关系,具体而言:第一,投资者达到 5%比例后收购上市公司股票的行为“原本”属于内幕交易。第二,由于收购上市公司股票具有特殊性,《证券法》对此另有规定的,排除了内幕交易条款的适用。《证券法》关于上市公司收购的法律条文为第 85—101 条。显然,大宗投资者根据《证券法》第 86 条规定的买卖股票行为,可以排除内幕交易规则的适用。第三,排除适用需要符合条件。排除适用《证券法》第 76 条的条件是,买卖股票行为需要符合《证券法》第 86 条的规定。《证券法》第 86 条明确规定,大宗投资者依法披露相关信息,以及在一定期间内不得再行买卖该上市公司的股票。相反,不符合该规定的行为则不能排除适用。

从“一般与例外”关系可以看出,股东持有 5%股份后继续进行的股票买卖行为与内幕交易之间存在显著区别,即“是否进行信息披露”。有人指出,持有超过 5%股份的股东的披露义务是防止内幕交易的一种机制。<sup>①</sup>这意味着大宗持股的信息披露是使股东持有 5%股份时购买股票的行为避免成为内幕交易的必要机制。如果股东持股超过 5%(或增减 5%)后作出信息披露,符合慢走规则的买卖股票行为,不属于内幕交易。相反,如果该股东不披露相关信息,其行为就构成内幕交易。其已经完成从内幕交易的“例外向一般”的逆向回归,可以得出与路径之一相同的结论。

(2)内幕交易责令限期转让的“适用”。当某一交易行为构成内幕交易时,《证券法》第 202 条规定的“责令依法处理非法持有的证券”是证券监管机构执法的重要措施。这方面比较典型的是南方证券有限公司与北大车行之间进行内幕交易案。在该案中,南方证券有限公司从 1996 年 10 月至 1997 年 4 月间利用内幕信息大量买卖北大车行的股票,持仓量高达 1 711 万股,占北大车行发行在外总股份的 16.23%,占流通股份的 60.61%。据此,中国证监会依据《股票发行与交易管理暂行条例》作出行政处罚:没收南方证券有限公司违规所得 7 455.89 万元,罚款 500 万元,并责令其接到正式处罚决定后 1 个月内注销违规开设的 15 个人股票账户。<sup>②</sup>

由于违规增持者持股达到 5%后未履行信息披露义务继续交易的行为本质上已经完成“从例外向一般”的逆向回归,重新转变为内幕交易本身,所以,证券监管机构可以责令其限期转让其非法持有的证券。

## 2. 向操纵市场“借用”责令限期转让

由于违规增持股份与操纵市场存在“亲缘关系”,借鉴操纵市场的处理方式也是有益的。具体而言:

(1)持股超 5%后交易符合操纵市场的构成要件。真实的交易行为也可能构成操纵证券市场。《证券法》第 77 条第 1 项规定,禁止任何人以“单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或者证券交易量”的手段操纵证券市场。在操纵证券市场的违法行为中,操纵市场者的意图是利用自己的购买行为扭曲股票交易价格、成交量等其他相关因素,诱使其他投资者对该股票的价格走势作出错误判断,并作出错误的买卖该股票的决策。

在违规增持行为中,一方面,投资者存在资金优势、持股优势特别是利用信息优势;另一方面,存在操纵证券交易价格的行为。由于持有 5%股份的信息对股权结构的变化具有标志性影响,符合重大性的特征,一旦投资者披露其持有 5%股份的信息,必将引起股价的波动。其隐匿信息的行为实际上具有改变价格形成趋势的效果,违规增持者利用了该信息优势。所以,持股超 5%后继续交易完全符合该条款所描述的行为特征,可以构成操纵证券市场行为。

(2)违规增持与操纵证券市场之间的“转化”。从持股超 5%继续购买股票与操纵证券市场的关系来看,两者的根本区别在于行为人是否进行符合规定的披露。这也可以从《证券法》第 86 条的立法目的中推演出来。如果投资者根据《证券法》第 86 条的规定披露了其交易的相关信息,则后续的购买行为就可以排除《证券法》第 77 条第 1 项的适用,不构成操纵市场行为。否则,就可能构成操纵证券市场行为。

(3)操纵市场的责令限期转让的“适用”。根据《证券法》第 203 条的规定,构成操纵证券市场的,可以

<sup>①</sup> 参见杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 233~236 页。

<sup>②</sup> 参见中国证券监督管理委员会证监罚字(1999)28 号行政处罚决定书。



责令依法处理其非法持有的证券。例如,在“郑百文股票操纵案”<sup>①</sup>中,李石买卖郑百文股票行为是典型的违规增持行为与操纵证券市场行为的竞合,中国证监会认为该行为构成操纵市场,对李石超比例持有郑百文股票的行为处以3万元的罚款,同时责令李石在上海证交所监督下于30个交易日内售出其超比例持有的郑百文股票共计7168045股,出售超比例股票如有盈利则予以没收。可见,对于操纵证券市场行为,不但法律明文规定可以责令依法处理其非法持有的证券,实践中也有这样处理的先例。

总之,由于违规增持者持股5%后未履行信息披露义务继续交易的行为属于特殊的操纵证券市场行为,所以,证券监管机构可以责令违规增持者限期转让其非法持有的证券。

### (三)可行性的实现路径:从“责令限期转让”到“判决限期转让”

从违规增持行为看,其可能构成内幕交易或者操纵市场行为,从而被中国证监会“责令限期转让”。但是,该行政责任能否转变为民事责任呢?责令限期转让的行政责任与判决限期转让的民事责任之间是存在转化基因的。不论是判决违规增持中增持股票的行为还是责令限期转让中买卖股票的行为,指向的对象都是法律所禁止的交易行为,因而判决“依法处理非法持有的证券”是存在适用空间的。

虽然从表面看,责令限期转让与判决限期转让是两种性质完全不同的行为,前者属于行政责任,而后者属于民事责任。但是,如果将责令限期转让与判决限期转让的行为构成加以分解,可以表达为:

责令限期转让=限期转让(恢复到转让前状态)+行政强制力

判决限期转让=限期转让(恢复到转让前状态)+司法强制力

可以看出,不论是“责令限期转让”还是“判决限期转让”,其本质均为恢复原状。就行政责任的恢复原状而言,在行政法上表达为“责令改正”,它并不具有惩罚性。<sup>②</sup>就民事责任的恢复原状而言,《民法总则》第179条作了明确规定,其固有特性是回复到原来的状态。

从上述行为构成还可以看出,责令限期转让与判决限期转让的法律属性不同,主要是强制力的来源不同。判决限期转让是审判权的介入,责令限期转让是行政权的介入。但是,这种区别是微不足道的。这是因为两种介入具有共同的基因,不论是审判权的介入还是行政权的介入,虽然权力的来源不同,但都是“公权力”的介入,同属国家权力。不论是“判决限期转让”还是“责令限期转让”,两者没有本质区别,强制性是它们共有的特征。它们在法律效果上具有相同的目的,存在相同的法律追求,都试图达到“恢复原状”的状态。可见,判决限期转让属于民事责任,但功能上与行政法上的责令限期转让(责令改正)相当。所以,基于与行政法上的责令限期转让类似,从证券法关于责令限期转让的规定可以推知法院判决限期转让的可行性。换言之,在违规增持的民事纠纷案件中,法院可以判决被告限期转让其违法增持的股份,恢复到5%比例的持股状态。

### (四)判决限期转让的可行性旁证:来自美国的经验

在美国的司法实践中,各级法院在许多案例中采取了强制转让的方式来阻止违规增持行为。例如,在“电子专业公司诉国际控股公司案”<sup>③</sup>中,第二巡回上诉法院认为,地区法院有权决定采取强制转让措施。在“通用钢铁公司诉沃尔科国有公司案”<sup>④</sup>中,地区法院判决,沃尔科国有公司购买通用钢铁公司的股票后,其已经处于可阻止竞争性收购要约、合并提案或者以其他方式与通用钢铁公司合并的地位。沃尔科国有公司向美国证券交易委员会的虚假申报对通用钢铁公司股东造成了难以弥补的损害,仅仅作出改正性信息披露并不足够。所以,美国证券交易委员会责令沃尔科国有公司对1982年5月1日(向美国证券交

① 参见中国证券监督管理委员会(1996)证监罚字第65号处罚决定书。

② 责令改正的本质是恢复原状。参见全国人大常委会法制工作委员会国家法、行政法室编:《中华人民共和国行政处罚法释义》,法律出版社1996年版,第20页;全国人大常委会法制工作委员会国家法、行政法室编:《中华人民共和国行政处罚法讲话》,法律出版社1996年版,第34页。有人指出,从行为性质看,“责令改正”是消除已经产生的危害后果,使其恢复到原来状态,是执行性措施,法律不能以惩罚性措施代替执行性措施。参见胡建森、胡晓军:《行政责令行为法律规范分析及立法规范》,《浙江大学学报》(人文社会科学版)2013年第1期。

③ See *Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp.*, 409 F.2d 937 (1969).

④ See *General Steel Industries, Inc. v. Walco National Corporation*, 1981 WL 17552, *Federal Securities Law Reporter*, P 98,402.

易委员会申报虚假 13D 表格的日期)后购买股票的未完成的收购要约予以撤销,并责令其抛售在撤销要约后仍然持有的股票。被告不服,提起上诉。有意思的是,在上诉过程中,当原被告双方就地区法院是否有权作出撤销等救济措施存在争议时,美国证券交易委员会作为法庭之友时强调,“对于违反第 13(d)条的,地区法院有权根据案件情境采取任何合适的救济方式。本会清楚地表明,当被告故意违反第 13(d)条并已获取足够多的股票阻止竞争性要约收购或者合并提案时,除作出改正性信息披露以外,衡平性救济(例如,撤销或者强制转让)也是需要的或合适的。在这些案件中,缺乏撤销、强制转让或消除其已经获得的优势地位的其他救济,股东将遭受不可弥补的伤害,被告将从他的错误行为中获得利益”。<sup>①</sup>类似地,在“汉娜矿业公司诉诺森能源公司案”<sup>②</sup>中,法院裁决,诺森能源公司基于 1981 年 10 月 28 日购买的大宗股票,相对于其他潜在的收购要约人,其已经处于有利地位。在本案中,证据表明这是一个持续性欺诈,责令将通过违反法律规定向美国证券交易委员会申报虚假的 13D 表格而购买的股票予以抛售是合适的救济途径。

需要强调的是,与我国证券法不同,《美国证券交易法》第 13(d)条并没有禁止买卖股票的规定,但依然采取强制违规者抛售股票的措施。相反,我国《证券法》第 86 条明确规定,当投资者持股达到 5%时在一定期间内不能买卖股票。两相比较,我国采取强制限期转让的救济途径似乎有更为坚实的法律基础。当然,由于围绕违规增持的制度设计不同,在适用过程中会有许多差异。例如,美国的强制抛售往往与目标公司的控制权获取有密切关系,而我国《证券法》第 86 条并没有这方面的限制。但确定无疑的是,美国法院判决违规增持人抛售其股份是一种重要的救济措施。

#### (五)小结:判决限期转让具有适用空间

判决限期转让违法持有股票的本质是恢复到原来的状态,并不具有惩罚性。从违规者未履行披露义务而继续买卖股份的行为与内幕交易、操纵证券市场的关系看,并不排斥责令限期转让成为违规增持股份的救济措施。而且,该措施为 2015 年“证券法修订草案”第 126 条所肯定,也获得比较法经验的支持。当然,法院针对某一案件是否实际适用该措施,可以根据违规增持的具体情节作出调整。

## 五、违规收益的吐出规则

在违反大额持股信息披露规则购买股票的案件中,法院是否可以判决违规增持者的收益归上市公司所有?

### (一)违规收益应归公司所有

投资者持股超过 5%后违规增持所获得的收益应该归公司所有。这是因为:

1. 不法行为的可归责性。从违规增持的行为性质看,显然是一种错误行为。从错误的道德负面性看,无论是从道德层面的考量还是经济利害的权衡,违法行为都具有“非正当性”,处于道德劣势地位和负面评价的违法者都应该也只有在道德压力面前让步才能见容于一个普遍道德的社会,而违法者对道德评价的让步或者认同,其最好的表达方式和途径莫过于“改错”。<sup>③</sup>改错的基本要求是其行为回复到原有状态,特别是不能从不当或者违法行为中获得收益。

2. 违反不得从违法行为中获益的基本原则。自古以来,法律就与正义联系在一起。在罗马法中,法学是对神和人的事务的认识、关于正义与不正义的科学。<sup>④</sup>财产的流转、变动不得违反公平正义。违规增持行为存在违法性基因,需要承担相应的法律后果。如果容忍违规增持人继续享有收益,意味着没有回复到原有状态,其违法的动机就无法彻底消除,难以达到阻却违法的目的。

<sup>①</sup> Litigation Release No. 9533 (S. E. C. Release No. ), 24 S. E. C. Docket 439, 1981 WL 315222.

<sup>②</sup> See *Hanna Min Co. v. Norcen Energy Resources Ltd.*, 574 F. Supp. 1172, Fed. Sec. L. Rep. P 98,742, Fed. Sec. L. Rep. P 98,878.

<sup>③</sup> 参见藤祥志:《“责令改正”的独立性原理探讨》,载胡建森主编:《公法研究》第 8 辑,浙江大学出版社 2010 年版,第 224 页。

<sup>④</sup> 参见[古罗马]优士丁尼:《法学阶梯》,徐国栋译,中国政法大学出版社 1999 年版,第 11 页。

3. 限期转让尚不能实现恢复原状的目的。恢复原状的基本形态是回复到没有发生该行为之前的状态。与原始状态相比,即使法院判决违规增持人限期抛售其违法增持的股票,其结果只是持股回到原来状态。违规者仍然可能获得不当收益,依然需要对该收益进行处理,对此最好方法就是将该收益收归公司所有。

4. 有利于更好地维护大额持股信息披露规则。基于恢复原状的基本理念,强制限期转让违规增持的股票,并将其违法收益归公司所有,不但可以惩处违规人,也可以达到预防其他人违法的目的。例如,美国法院在“美国证券交易委员会诉第一城市金融公司案”<sup>①</sup>中指出,违规收益的吐出规则是衡平法上的救济方式,其用于剥夺违法行为人的违法收益,并预防他人违反证券法。

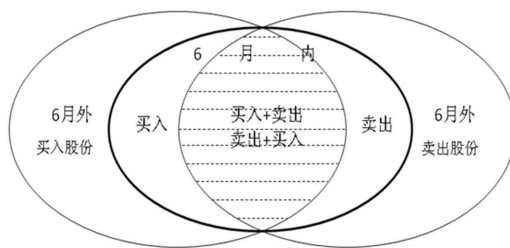
#### (二) 违规收益的吐出规则:美国法上的经验

美国的经验表明,对违反《美国证券交易法》第13(d)条的违规者,可以适用违规收益吐出规则。该法第13(d)条要求,直接或间接获得注册证券超过5%时,持有人需在10天内通知发行人、交易所,并向美国证券交易委员会申报。“美国证券交易委员会诉第一城市金融公司案”一审<sup>②</sup>中,美国证券交易委员会对第一城市金融公司与马克·贝尔兹伯格提起了诉讼。其认为,两被告在对亚什兰石油公司进行敌意收购过程中,在10天期间届满后才申报第13(d)条所要求的信息披露,以此故意逃避第13(d)条以及相关管理规定。哥伦比亚地区法院作出判决,认定两被告违法,禁止他们继续违反第13(d)条,并责令他们退还所有违法所得。两被告不服,提起上诉。“美国证券交易委员会诉第一城市金融公司案”上诉审<sup>③</sup>中,哥伦比亚地区巡回法院维持原判。其认为,地区法院的事实认定没有明显错误,禁止继续违法的禁制令与退款命令都是合法的、妥当的。当然,该救济方式不是作为惩罚性措施适用。<sup>④</sup>这意味着其吐出数额应与其所获得的收益相当,该收益与违法行为之间存在因果关系。

#### (三) 收益归入权的行使

公司如何实现对违规增持者的收益归入权?在我国,违规收益归公司所有的规定仅有《证券法》第47条关于短线交易的规定。该条第1款规定,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,公司董事会应当收回其所得收益。归入权的目的是防止大股东等凭借其特殊地位,利用内部消息买卖股票以短线交易方式图利,影响投资者信心,故将其经济上收益归属于公司。<sup>⑤</sup>

违规增持行为与短线交易行为之间存在密切关系。比较《证券法》第86条与第47条,可以将两者的关系表达如下:



从上图可以看出:

1. 违规增持与短线交易存在重叠时(上图阴影部分),应直接适用《证券法》第47条。违规增持者6个月内的双向买卖行为,与短线交易行为存在重叠。短线交易往往是闭合的买卖行为,分为“买入+卖出”与“卖出+买入”。相反,违规增持可能是单向行为,如继续买入或者继续卖出;也可能是双向行为,如“买

<sup>①</sup> See SEC v. First City Financial Corp., LTD. 688 F. Supp. 705 (D. D. C. 1988).

<sup>②</sup> See SEC v. First City Financial Corp., LTD. 688 F. Supp. 705 (D. D. C. 1988).

<sup>③</sup> See SEC v. First City Financial Corp., LTD. 890 F.2d 1215 (D. C. Cir. 1989).

<sup>④</sup> See SEC v. First City Financial Corp., LTD. 688 F. Supp. 705 (D. D. C. 1988).

<sup>⑤</sup> 参见吴光明:《证券交易法论》,台湾三民书局2013年第12版,第349页。

入+卖出”或者“卖出+买入”。<sup>①</sup>若违规增持中,如果在6个月内的“买入+卖出”或者“卖出+买入”,那么就构成短线交易。此时,两者构成竞合关系,可以适用《证券法》第47条,按照短线交易进行规范。

2. 若违规增持与短线交易不重叠(上图非阴影部分)时,类推适用《证券法》第47条。违规增持与短线交易不重叠,主要分为:(1)6个月外违规增持与短线交易不存在重叠,不构成竞合关系;(2)6个月内违规增持中的单向买入行为或单向卖出行为,也不构成竞合关系。这两类违规增持行为与短线交易不存在重叠,不构成竞合关系,但可以类推适用《证券法》第47条的规定。这是因为:(1)两者立法目的类似。不论是《证券法》第47条还是第86条,其立法目的均包含有,防止公司有关人员利用对公司的控制和拥有的信息优势进行内幕交易与操纵证券市场,保护中小投资者的合法权益。<sup>②</sup>(2)两者行为类似。两者都涉及持有5%以上股份的股东,利用信息优势违反法律不得买卖股份的规定而买卖股份。(3)两者结果类似。两者都因从事违法买卖而获得不当收益。根据“相同行为相同处理,不同行为不同处理”的适用原则,可以类推适用《证券法》第47条。

对于违规增持行为,不论是直接适用还是类推适用,《证券法》第47条都是其请求权基础。据此,违规增持的所得收益应当归该公司所有,公司董事会有权收回其所得收益。公司董事会不按照规定执行的,股东有权要求董事会在30日内执行。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法院提起诉讼。

## 六、股票转让前的表决权限制

根据我国《证券法》第120条的规定,按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果。换言之,投资者所持股份是合法所有的。那么,其违规所持表决权是否应该受到限制?如果受到限制,是否违反逻辑一致性呢?

虽然投资者取得股份的结果不会改变,但其股份表决权可以受到限制。这是因为:

1. 对表决权加以限制并不违反法律逻辑的一致性。从表面看,依据交易规则取得的股权似乎应是全面的股权,对其加以限制似乎违反逻辑的一贯性。其实不然,因为两者所涉及的法律性质是完全不同的。投资者取得股份的合法性是基于证券交易所的交易规则。例如,在“上海新梅案”中,王斌忠系通过其实际控制的各被告的证券账户,按照证券交易所的交易规则,通过在交易所集中竞价的方式公开购买了新梅公司的股票,其交易方式本身并不违规,其交易结果并不改变。在此,是“交易规则”对交易结果作了“洗白”。该交易结果指的是股票的归属,是所有权关系。而对其股份的表决权进行限制所涉及的法律关系是该股票的权利限制。换言之,该股票是“限制性股票”。对其进行限制是因为其违反了《证券法》第86条“不得再行买卖该上市公司股份”的规定。所以,股份交易结果与表决权限制虽然具有关联性,但涉及的法律关系并不相同,不违反法律逻辑的一致性。

2. 限制表决权具有可能性。这是因为股权本身的构造是权利群,表决权可以从股权中分离出来。根据《中华人民共和国公司法》第4条的规定,股东权利主要有依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者的权利。股权是股份上的权利,是一个集合概念,是由一系列的权利组成的。这些权利之间是可以互相分离的,不但可以由不同的主体来行使,也可以受到不同程度的限制。此外,对收购人的表决权等加以限制,是把股权的限制控制在适当的范围之内。

3. 对表决权加以限制具有针对性。表决权在收购中具有特别重要的意义。收购人进行上市公司收购的主要目的在于取得上市公司的相对多数股权,从而最终控制公司。在上市公司的敌意收购中,收购方需要凭借表决权对目标公司的各项议案来表达自己的意志,并实现自己的意志。例如,罢免现任董事,选

<sup>①</sup> 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2013年第4版,第256页。

<sup>②</sup> 参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版,第68~69页;周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第123页。

举自己推荐的董事,并进而掌握目标公司的控制权。

我国《证券法》第213条的演进可以说明这一点。1998年《证券法》第195条规定,违反上市公司收购的法定程序,利用上市公司收购谋取不正当收益的,责令改正,没收违法所得,并处以违法所得1倍以上5倍以下的罚款。证券法2005年修改时,将其调整为第213条。该条规定,“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……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……”这一思想在2015年“证券法修订草案”中得到进一步发展。该修正草案“上市公司收购”中关于“比例”的计算标准,已经从“持有上市公司已发行的股份”修改为“持有上市公司已发行的有表决权股份”。<sup>①</sup>可见,只有对收购方的表决权加以限制,才能真正遏止违规增持行为,促使其在上市公司收购时严格遵守法律程序、履行法律义务。<sup>②</sup>

4. 其他国家或地区已经存在限制表决权的立法例。例如,我国台湾地区“企业并购法”第27条第15款规定,违反申报义务而取得公开发行公司已发行有表决权之股份者,其超过部分无表决权。<sup>③</sup>从其立法过程看,该规定是借鉴台湾地区的“金融控制法”第16条第10款的规定。<sup>④</sup>由于该规定在台湾地区的金融控制领域取得了很好的效果,而对违规增持者缺乏相应的制裁措施,难以遏止违规增持行为,所以在2015年修法时增加了该项规定。与此类似,《韩国资本市场法》第150条第1—3款详细规定,违反规定所持有股份的表决权不得行使。<sup>⑤</sup>从我国大陆地区的经验看,仅仅责令补充披露相关信息,并处最高60万元的罚款也不足以禁止该类行为,实有借鉴我国台湾地区与韩国相关规定的必要。

## 七、结论

随着证券市场并购案件的不断增多,违规增持行为愈演愈烈。我国的大额持股信息披露制度,既包括固有的信息披露义务,也包括在一定期间内不得再行买卖股票的义务。其制度利益在于通过信息披露来避免内幕交易与市场操纵的发生,维护证券市场秩序。该制度利益与社会公共利益相符,不应该被废弃。由于追究刑事责任需要遵循谦抑原则,其适用概率较低,难以起到威慑作用。《证券法》第193条虽然规定了“责令改正”等行政责任,但“责令改正”的内涵在学术界、证券监管机构与司法机关之间尚难形成统一意见,困扰不断,并且顶格罚款也效果不佳。公法救济不足以实现阻止违规增持的目的。

鉴于违规增持直接危及大额持股信息披露制度的生存,需要通过私法救济的途径来寻求救济。超比例购买股票的行为违反现行法律规定,但这并不意味着超比例购买股票行为无效,违规增持者依然可以取得这些股票的所有权,这是证券市场的交易规则所决定的。“责令限期转让”是《证券法》认可的常见行政处理方式。与此类似,判决限期转让的本意是恢复原状,不具有惩罚性。沿着“责令限期转让”向“判决限期转让”转变的逻辑路径,法院可以判决投资者限期抛售违规所持的股票,也可以判决其吐出违规所得收益并应归公司所有。违规增持者虽然可以取得这些股票的所有权,但该股权是有瑕疵的,属于限制性股票。违规增持者在改正措施完成前,不得行使该股票的表决权。这属于实体法上的权利,不同于民事诉讼法上的行为保全。当然,具体案件需要根据具体情形,从工具箱中选择合适的工具,来阻止违规增持行为。

责任编辑 翟中鞠

<sup>①</sup> 例如,2015年4月“证券法修订草案”的第109、111、119、120、122、123条等。

<sup>②</sup> 参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版,第326页;周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第598页。

<sup>③</sup> 我国台湾地区“企业并购法”第27条第14款规定,对公开发行公司向证券主管机关的申报义务作了规定。

<sup>④</sup> 我国台湾地区“金融控制法”第16条第10款规定,未依第2项、前项规定向主管机关申报或未依第3项规定经核准而持有金融控股公司已发行有表决权之股份者,其超过部分无表决权,并由主管机关命其于限期内处分。

<sup>⑤</sup> 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。