



# 我国上市公司大额持股变动的法律责任探析

李振涛\*

**摘要** 在证券发行与交易活动强调以信息披露为核心的情况下,如何实现多重违规行为的责令改正,实践中引起不少争议,比较典型的是我国现行《证券法》第86条大额持股变动涉及的责令改正问题。本文从上海新梅置业股份有限公司控股权争夺案切入,从法律适用的角度,论证了大额持股变动违规情形的责令改正应为“补充信息披露”。《证券法》第86条禁止交易窗口期买卖股票行为应类推适用内幕交易的处理规则,借鉴域外证券立法经验,提出了完善我国《证券法》语境下上市公司大额持股变动法律责任的建议。

**关键词** 责令改正 大额持股 信息披露 欺诈 法律适用

## 一、问题的提出

作为一种行政命令,<sup>[1]</sup>责令改正引入1998年《证券法》后,对于监管执法部门强制行为人停止违法行为,消除违法行为的不良后果,起到了较好的立法保障作用。但在证券发行与交易活动以信息披露为核心的前提下,发行交易行为与信息披露的违规形态相互交织,多重违规行为如何改正,在监管执法实践中出现了不同的理解,引起了对责令改正的应然状态和如何适用的争议。

以现行《证券法》第193条<sup>[2]</sup>有关虚假陈述的法律责任条款为例,第193条这个法律规范是大前提,如果出现不符合《证券法》第63条、第64条、第65条的特定案例事实,则会适用《证券法》第193条,引起“责令改正,

给予警告并处罚款”的法律效果。<sup>[3]</sup>实践中,对单纯虚假陈述的违规情形,进行行政处罚并责令改正时,责令改正大都以披露整改报告的形式实现,能够较为顺利达成责令改正之目标。但是,与发行交易行为交织的信息披露违规行为如何责令改正,则常有争议。从近期中国证监会对超比例违规增持或者减持行为的行政处罚看,部分处罚决定仅对违规主体警告、罚款,并未责令违规主体改正违法行为,如尤利丰等5个账户合计超比例持有福成五丰股份案、杨成社超比例持有\*ST星美股份案。<sup>[4]</sup>部分处罚决定虽然对违规主体警告、罚款并责令改正,但在执行中却引起争议甚至诉讼。比较引人关注的案例是上海新梅置业股份有限公司控股权争夺案(以下简称“上海新梅案”)。<sup>[5]</sup>该案涉及的焦点问题是:

\*李振涛,法学博士,山东大学管理学院工商管理科研流动站博士后,高级经济师。本文系2015年国家社科基金青年项目《指导性案例在统一法律适用中的运用方法研究》(项目批准号:15CFX006)的阶段性研究成果。

[1]关于责令改正的法律属性是有争议的。《行政处罚法》未将责令改正作为一种处罚方式,而将其定位为“关于行政处罚补救功能的规定”,即主要通过阻止、矫正当事人的违法行为,责令当事人改正违法行为,恢复被侵害的秩序。

[2]《证券法》第193条:“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,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款……发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告,或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款……”。

[3]关于法律规范、特定的案例事实、法律效果的论述,参见王泽鉴:《法律思维与民法实例》,中国政法大学出版社2001年版,第200-201页。

[4]上述案件的行政处罚决定书,参见中国证监会网站“行政处罚”栏目,2015年8月3日访问。

[5]案情简介:根据宁波证监局[2005]1号《行政处罚决定书》,王斌忠作为上海开南账户组的实际控制人和信息披露义务人,在账户组合计持有上海新梅股票分别达到5%及10%时,未履行信息披露义务,违反了《证券法》第86条的规定,构成了《证券法》第193条所述的信息披露违法行为,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1月22日,王斌忠缴纳了50万元的罚款,并向宁波局提交了《关于王斌忠改正信息披露违规行为的措施报告》。其后,上海新梅公告了王斌忠及一致行动人提交的《详式权益变动报告书(补充披露)》。2015年2月1日,上海新梅原第一大股东兴盛集团作为原告,将包括王斌忠及开南账户组等一共16个主体作为被告,上海新梅作为第三人,向上海市第一中级人民法院提起诉讼,要求判令自2013年10月23日起(被告合计持有第三人已发行股票首次达到5%之日),各被告买卖第三人股票的行为无效,判令各被告抛售2013年10月23日当日及后续购买并持有的第三人已发行股票所得收益人民币约1.75亿元赔偿给第三人上海新梅。载[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublicofnb/gonggong\\_7165/201501/t20150123\\_267105.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublicofnb/gonggong_7165/201501/t20150123_267105.htm),2015年8月3日访问。关于兴盛集团与“开南系”一致行动人的控制权争夺问题,参见吴婧:“解密上海新梅控制权争夺”,载《国际金融报》2015年4月20日第14版。

达到我国上市公司大额持股标准情况下,违规增持股票的责令改正应作何解释?在超过5%不公告且不报告的情况下违规增持的股票交易是否有效?该案主要涉及现行《证券法》第86条<sup>[6]</sup>及相关法律责任条款。围绕上述焦点问题,本文从法律适用的角度,探讨回答以下三个问题:一是违反《证券法》第86条的情况下,责令改正如何理解与实现;二是在不公告、不报告的情况下超过比例增持或者减持行为(以下简称“在禁止交易窗口期买卖股票行为”)的法律性质及其如何处理;三是这样的处理何以由来,及对该种违规行为进行规制的立法建议。

## 二、《证券法》第86条项下责令改正的规范意旨

《证券法》第86条的规范意旨是:在我国上市公司的股东权益变动中,通过证券交易所的证券交易,投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过5%时,以及5%后其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少达到或者超过5%时,如何适用权益披露规则,即如何履行报告、公告义务(“公开”规则);能否继续以及何时能继续交易上市公司股票(“慢走”规则),<sup>[7]</sup>两者合称“公开+慢走”规则。“公开”是各证券市场法域的通例,其功能在于:一是通过披露上市公司股东的大宗股份买卖行为,防止市场操纵行为的发生,使投资者能在公司股权结构发生重大变化时,及时了解相关信息,并基于这种信息作出相应的投资判断;二是使目标公司及时了解可能导致上市公司收购的敏感交易,避免收购要约的突然公布使目标公司股东和管理层措手不及。由于大额持股在一定程度上暗示着潜在收购方的收购意图以及收购的可能性,各国证券法律制度将此作为收购要

约的序曲,要求相关股东披露持股信息。但是《证券法》第86条的“慢走”规则似乎为我国独创。有学者称之为“异化的预警式披露”:法律表述上的“阶梯式披露”在实践中被扩展成了严格的“爬行式收购”要求,即收购人每一次的收购行为均不可以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%或者低于5%的某个特定比例的收购或者出售都可成为违法、违规事件。<sup>[8]</sup>归结起来,《证券法》第86条的法律文义是明确的:一是持有权益的股份达到上市公司股份的5%、10%、15%、20%、25%、30%时要公告并报告;<sup>[9]</sup>二是禁止在交易窗口期买卖上市公司股票。

随之而来的问题是,违反《证券法》第86条会引起何种法律效果?现行《证券法》提供了两种答案:一是《证券法》第193条,即虚假陈述责任的规定;另一个是《证券法》第213条,<sup>[10]</sup>即收购人在上市公司收购活动中未依法履行公告、发出收购要约、报送收购报告书等义务而应承担责任的的规定。两者均涉及如何责令改正的问题。关于《证券法》第193条和第213条的关系,笔者认为,第一,两者适用对象既有区别又有交叉。《证券法》第193条适用于证券市场虚假陈述的情形,《证券法》第213条适用于收购活动中未履行法定义务的情形。既然《证券法》第86条所在第4章的标题是“上市公司的收购”,违反第86条适用《证券法》第213条的规定,应无疑义。且《证券法》第213条明确规定了“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”,增加了责令改正能够有效完成的保障措施,更加突出了其与《证券法》第86条这个“大前提”的契合性和对应性。然而,近期的行政处罚案例

[6]《证券法》第86条:“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票。”

[7]参见吴建忠:“上市公司权益披露规则与‘慢走’规则法律适用”,载《证券市场导报》2013年第1期。

[8]郑斌:“上市公司收购法律制度的商法解读”,载《环球法律评论》2013年第5期。

[9]马晓:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第37页。

[10]《证券法》第213条:“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或者擅自变更收购要约的,责令改正,给予警告,并处十万元以上三十万元以下的罚款;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。”



却不适用《证券法》第213条,而统一适用《证券法》第193条关于虚假陈述的责任条款。究竟何种原因,尚无官方解释。笔者认为,其原因可能在于两者的第二层关系,即两者是法律竞合的关系,即同一事实具备不同法律规范的构成要件时发生了法条竞合。由于《证券法》第213条对收购人的处罚限于“处以十万元以上三十万元以下的罚款”,要低于《证券法》第193条“处以三十万元以上六十万元以下的罚款”的处罚幅度,处罚部门在法律适用时采取了从重原则。我们可以推论,既然对超比例违规增持或者减持的处罚均以《证券法》第193条为依据,而第193条规制的是虚假陈述行为,第193条责令改正的内容理应为“对信息披露违规情形”的改正,并不包括在禁止交易窗口期买卖股票的改正问题。需要注意的是,即使违反《证券法》第86条而适用《证券法》第213条,责令改正的内容也不应包括违规买卖股票如何处理的问题,而改正的仅仅是公告并报告的问题。其原因是,《证券法》第213条规定:“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。”言外之意,如果收购人改正了违规行为,则能行使表决权,而表决权的行使必须以收购人在改正违规行为后仍然持有权益股份为前提。所以,《证券法》第213条的责令改正并不涉及违规持有的权益股份如何处理或者如何改正的问题。

回到事关上海新梅案的宁波证监局[2015]1号《行政处罚决定书》。宁波证监局认为:王斌忠作为上海开南账户组的实际控制人和信息披露义务人,在账户组合计持有上海新梅股票分别达到5%及10%时,未根据《证券法》相关规定履行信息披露义务,违反了《证券法》第86条的规定,构成了《证券法》第193条所述之信息披露违法行为,责令王斌忠改正违法行为,给予警告,并处以50万元的罚款。基于前述分析,该处罚决定从法律适用角度是没有问题的。因此,2015年1月22日,王斌忠缴纳罚款、提交《关于改正信息披露违规行为的措施报告》、将相关账户管理权移交给一致行动人,均可视为对责令改正的完成。正如有学者所言:“对于责令改正的理解必须和前后语境相联系,基于其违反了

信息披露的义务而要求其责令改正,那么这个责令改正就是与信息披露有关的责令改正,而不能作无限制的延展,不能把由此作为触发点而引发的种种后果均归结到这一件事情上,行政处罚决定书明确表示,就是违反信息披露义务,不能说为了达到这个法律条款字面上的目的就可以做无限的延展。”<sup>[11]</sup>

### 三、《证券法》第86条法律漏洞及其补充

#### (一)《证券法》第86条形成的法律漏洞

在厘清《证券法》第86条及其法律责任条款的规范意旨后,在禁止交易窗口期买卖上市公司股票如何处理的问题并未得以解决。纵观现行《证券法》,最为可能适用的是其第204条,即“违反法律规定,在限制转让期限内买卖证券的,责令改正,给予警告,并处以买卖证券等值以下的罚款。”2008年,中国证监会对施永雷和郁瑞芬违规买卖股票行为为行政处罚时曾论及在禁止交易窗口期买卖上市公司股票行为的法律定性,但未论及责令改正如何执行。<sup>[12]</sup>笔者认为,《证券法》第86条所述在禁止交易窗口期买卖股票行为适用《证券法》第204条是比较牵强的,“第204条规定的限制转让期是指股份禁售期,在‘慢走’窗口期内买卖股份,没有违反关于禁售的规定,因此不能适用第204条处罚。”<sup>[13]</sup>此外,《证券法》第204条对应的条款是《证券法》第38条,即“依法发行的股票、公司债券及其他证券,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。”而《证券法》第38条主要针对投资者已经持有的股票再转让的行为,对类似王斌忠一样的投资者持有上市公司股份已经达到5%后再买进股份的行为能否适用《证券法》第204条,显有疑义。进一步讲,违反《证券法》第86条买卖股票的规定而适用《证券法》第204条的情形可能为“违规减持”,而非“违规增持”。即使违反《证券法》第86条违规买卖股票的行为适用第204条,但第204条“处以违法买卖证券等值以下的罚款”给执法人员的自由裁量幅度太大,于买卖金额巨大时,反而不好处罚。

至此,笔者认为,现行《证券法》相关法律条款的文义是不能涵盖《证券法》第86条所述在禁止交易窗口期

[11] 参见吴婧:“解密上海新梅控制权争夺”,载《国际金融报》2015年4月20日第14版。

[12] 桂敏杰、姚刚主编:《证券行政处罚案例判解》,法律出版社2009年版,第228页。

[13] 张子学:“完善我国大额持股披露制度的若干问题”,载徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第418-466页。

买卖股票问题的,形成了法律漏洞。“法律漏洞指关于某一个法律问题,法律依其内在目的及规范计划,应有所规定,而未设规定。”<sup>[14]</sup>除上述所论述理由外,尚有两点可以佐证这一法律漏洞。一是从我国证券法律制度体系的关联及统一要求看,证券发行和交易同属法律规制的两个主要行为。笔者发现,与《证券法》第86条相比,《证券法》对证券发行中信息披露违规行为的处理要更加合理和具体。如,新股发行若违反《证券法》第13条、第20条关于信息披露的规定,《证券法》第26条明确规定了对申请文件存在虚假记载的行为,不仅有行政责任(撤销许可、停止发行或者发行人依法返还证券对价)的规定,亦有民事责任(民事赔偿归责原则)的规定。相比之下,《证券法》对第86条信息披露和限制交易双重违规行为法律责任承担方式的规定却比较单一。二是从立法目的看,立法者显然是不允许大额持有人在禁止交易窗口期买卖股票的,以建立大额持股预警机制,维护证券收购秩序。特别是,随着2014年下半年以来一段时期市场转暖,部分投资者“偷袭式收购”事件频发,上市公司控股股东、实际控制人、其他投资者超比例违规增持或者减持的案例数量大幅上升,成为市场关注焦点,引起监管部门的隐忧。超比例违规增持或者减持屡禁不止的一个重要原因是,违规成本远低于超比例违规增持或者减持产生的收益,使不少投资者以身试法。对在禁止交易窗口期违规买卖股票行为缺乏有效规制,会助长部分投资者的违规动机,发生类似上海新梅“举牌”事件,引起上市公司控制权的争夺。

## (二)《证券法》第86条法律漏洞的补充

鉴于上述情形,《证券法》第86条禁止交易窗口期买卖股票行为构成的“公开漏洞”<sup>[15]</sup>确有补充的必要。“关于某事项,法律可能文义不能涵盖时,则属法律不备,于构成法律漏洞时,则有补充的必要,若有法律可资援用时,应类推适用之;若无可类推适用的法律规定时,则须依法律原则及合乎事理的利益衡量及利益判断加以补充。”<sup>[16]</sup>问题是:现行《证券法》有无其他规定可以类推适用?从禁止交易窗口期买卖股票行为的基

本特征看:一是该种行为的主体是持有上市公司权益股份达到或者超过5%的投资者,属于《证券法》第74条的内幕信息知情人;二是该上市公司股权结构的重大变化属于《证券法》第75条的内幕信息;三是该投资者在内幕信息公开前买卖了该上市公司股票。因此,该种行为是符合内幕交易构成要件的。“我国《证券法》第202条在对内幕交易行为施以行政处罚时,采用的是客观标准。内幕交易违法行为的成立,只需三个客观要件即可:(一)当事人是证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人;(二)当事人买卖该证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券;(三)当事人的买卖、泄露、建议行为发生在‘涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前’。该条规定并不要求当事人有主观上的故意或者过失、动机或者目的,也未要求当事人的买卖行为系‘利用’内幕信息。”<sup>[17]</sup>因此,将投资者持有权益的股份达到5%后继续进行股票交易的行为界定为内幕交易,不需要证明投资者的主观故意或者过失。由此可以推知,在《证券法》第86条禁止交易窗口期买卖股票的行为是符合内幕交易本质的。

但有人会指出,《证券法》第86条禁止交易窗口期买卖股票行为构成内幕交易的最大障碍在于《证券法》第76条第2款:“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。”即《证券法》第76条第2款是第86条禁止交易窗口期买卖股票行为豁免内幕交易的规定。笔者认为,这种观点值得商榷。

一是《证券法》第76条第2款豁免第86条禁止交易窗口期买卖股票行为构成内幕交易是有前提的。按照《证券法》的规定,投资者通过证券交易所的证券交易而持有上市公司已发行股份的30%时,继续进行收购的,应依法发出收购要约,而在持股比例达到30%之前,需要在所持股份比例每增加5%时依法进行一次报告和公告。这表明投资者进行上市公司收购时,在有

[14]王泽鉴:《法律思维与民法实例》,中国政法大学出版社2001年版,第251页。

[15]同上注,第253页。

[16]同注[14],第253页。

[17]同注[12],第5页。



关收购方案公告前,是可以买卖目标公司股票的。但前提是要遵守《证券法》第76条第2款的规定,即履行《证券法》第4章“上市公司的收购”规定的报告、公告、发出要约等义务,当然也包括《证券法》第86条的“公开+慢走”规则。恰恰相反,在禁止交易窗口期买卖股票行为却是在未履行法定的公告和报告义务的前提下进行的收购行为,亦未遵守“慢走”规则。

二是如果《证券法》第76条第2款豁免违反《证券法》第86条“公开+慢走”规则的违规行为,则背离了第86条的设计初衷。我国《证券法》关于收购的规定借鉴了各国的做法,特别是美国的收购制度。美国《威廉姆斯法》规定,“受益所有权”为发行人所发行的“股权证券”5%以上时,必须在持股达到5%后10日内,向美国证监会填报表格13D,并且须分送发行人和该种股票挂牌交易的交易所。我国采取的披露比例与美国相同;所不同的是,我国的披露期限仅为3日,并且在报告前的期限内,不得再继续买卖该上市公司的股票,而美国在报告前的10日期限内,仍可继续买卖该上市公司股票。比较来看,我国对大量持股披露的监管要严于美国。笔者认为,我国《证券法》如此设计的初衷是:作为可能成为收购前兆的大额持股,在我国证券投资者以散户为主、信息披露义务人自愿披露程度不高等情况下,一方面,及时、充分披露可使广大中小投资者对迅速积累股票的行为及其可能引起公司控股权的变动情势有足够警觉;另一方面,又提醒投资者对所持有股票真正价值重新加以评估,以保护投资公众在充分掌握信息的基础上及时自主地作出投资判断,防止大股东以逐步收购的方式,形成事实上的信息垄断和对股权的操纵。<sup>[18]</sup>如果《证券法》第76条第2款不加区分、笼统地排除了《证券法》第86条禁止交易窗口期买卖股票行为构成内幕交易的情况,就难以防止“趁人不备偷偷买进行为”的发生,背离了《证券法》第86条的制度设计初衷。

三是与我国《证券法》第76条第2款笼统、模糊的豁免情形不同,美国证券法律制度关于公开收购中内

幕交易的规定明确、具体。与我国《证券法》第86条相类似的是美国1934年《证券交易法》第13(d)中的“爬行式收购要约”,其指“收购要约中的初始收购通常是以一系列前期小规模市场交易或者私下协议交易后进行的,这些前期交易通常在数量上高达某一类别股票的5%;如果目标公司受制于1934年《证券交易法》,则必须在收购跨越5%门槛时的10日内申报附件13D,此类收购也称为不足收购。”<sup>[19]</sup>“1934年《证券交易法》第14(e)为收购中的反欺诈条款,禁止收购相关的文件有任何虚伪隐匿的情事,亦不允许收购相关活动有任何欺诈操纵的行为内容。本条适用范围甚广,不限于收购公开发行的股权证券。”<sup>[20]</sup>而美国证监会制定的Rule 14(e)-3更加明确具体地禁止收购时从事内幕交易行为。“任何人取得有关公开收购的机密消息…在消息未公开前,不得买卖证券。这项规定,不以买卖证券者对并购案相关公司、交易对象、消息来源或者其他,负有信赖义务为要件,且无需证明Rule 10b-5所定的明知故为及交易因果关系的存在。在适用对象上,近似资讯平等理论。”<sup>[21]</sup>可以看出,在美国证券法律制度中,上市公司收购与内幕交易实现了“无缝对接”,分界线就是是否进行信息披露,且严格禁止未经披露买卖证券的行为。

由此,我们在现行《证券法》体系下可以找到可类推适用以“补充”第86条法律漏洞的规定,即《证券法》第76条关于禁止内幕交易的规定。而《证券法》第76条对应的法律责任条款为《证券法》第202条:“证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人,在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前,买卖该证券……责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款……”以此推论,《证券法》第86条禁止交易窗口期买卖股票行为的责令改正应有状态为:依法处理非法持有的证券。

#### 四、借鉴与完善

近年来,对《证券法》第86条“公开”规则基础上的

[18]李伟:“论我国证券法中的上市公司收购”,载《政法论坛》1999年第1期。

[19]Louis Loss, Joel Seligman & Troy Paredes, Securities Regulation (Vol. V), Wolters Kluwer Law & Business 2006, p.15.

[20]赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,元照出版社有限公司2009年版,第267页。

[21]同上注,第468页。

“慢走”规则,市场上有不少争议。有观点认为,我国《证券法》将大额持股披露规定在“上市公司的收购”一章,持股披露制度作为收购制度的附属品而存在,导致实际执行上的认识混乱。比如,市场把超过5%的持股披露,一律界定为“举牌”收购,经常把本属常规性的、并不涉及控制权变动的股份增持,有意无意地归为上市公司收购事项,引起股价非正常异动。<sup>[22]</sup>有观点认为,从当时立法者的目的看,是“在几种利益之间寻找一个均衡点”,即保障中小股东获取充足信息的权利与不过分限制收购市场的均衡、对大股东一次买入的股票数量进行限制和不进行限制两种原则之间的均衡。<sup>[23]</sup>笔者认为,我国的大额持股制度是在上市公司收购的特定语境下建立的,考虑了大额持股人的自觉披露意识、中小投资者对收购信息的反应程度、收购中的内幕交易和操纵等现实问题,“公开+慢走”的制度设计基本兼顾了投资者依据信息披露进行决策、有序促进控制权市场形成、规制大额持股人利用信息优势进行欺诈等考量。但是,大额持股制度的执行难如人意,原因是多方面的,如大额持股人信息披露意识不强,达到5%的比例在实践中不好控制等。但更重要的原因在于:大额持股的法律规制不健全,部分条款较为单一、模糊,缺乏有力且具有针对性的惩处手段,如前述责令改正的法律漏洞;违规收购行为的成本较低,如对持股比例达5%未及时履行信息披露义务的违法行为,罚款最高仅60万元。上述问题应该引起关注。本文从证券法比较的角度,探讨完善我国《证券法》语境下上市公司大额持股变动法律责任的建议。

### (一)美国

美国关于收购的法律规定主要为《威廉姆斯法》,即1934年《证券交易法》第13(d)-(e)和第14(d)-(f),其采取的立场比较中性:规范收购的法令应兼顾保护投资者权益及促进市场健全发展的功能。<sup>[24]</sup>从该法的内容看,美国对收购的法律规制较好贯彻了以信息披露为中心的理念,集中体现在1934年《证券交易法》第14(e)<sup>[25]</sup>及美国证监会制定的Rule 14(e)-3a。<sup>[26]</sup>美国处理收购违规行为的理论基础是“持有重大非公开信息时禁止交易”,引入了“欺诈”这一重要概念,从而法律适用上与1942年美国证监会根据授权制定的Rule 10b-5<sup>[27]</sup>这一反欺诈的兜底性条款相契合。“Rule 14(e)-3a项下的责任可以通过遵守Texas Gulf Sulphur案和Cady Roberts案确定的‘披露或弃绝交易’等类似义务来豁免…美国证监会强调进行披露时,披露方式要全面传播相关信息。”<sup>[28]</sup>正如美国证券法泰斗Louis Loss教授指出的那样:“第14(e)作为诉讼主题可以与Rule 10b-5匹敌。尽管第14(e)对第10(b)的‘操纵或欺骗’用语增加了‘欺诈’,这两条还是被实质相同地对待。”<sup>[29]</sup>而美国证监会制定的Rule 10b-5以兜底性条款的形式,发展出了禁止内幕交易的含义和基础,使之成为美国内幕交易法律中最重要的规则。“Rule 10b-5不限于公司内幕人——无论该术语如何定义。该规则可适用于任何人——内幕人或者外部人在购买或者出售证券中的欺诈做法、错误陈述或者半真半假陈述。但是,问题最多出现在将Rule 10b-5适用于公司内幕人购买的情

[22]同注[13]。

[23]高西庆、施婷婷:“上市公司收购中的若干法律问题”,转引自注[13]。

[24]同注[20]。

[25]1934年《证券交易法》第14(e):“在收购要约、收购请求或者要约邀请中,或者在征集证券持有人反对或者赞成该收购要约、收购请求或者要约邀请中,任何人对重大事实进行任何不实陈述,或者在说明中遗漏了根据说明时的具体情况为使有关说明不至引起误导而必须说明的任何重大事实,或者从事任何欺诈、欺骗或者操纵行为或者做法,均属违法。就本款而言,证券交易委员会应当通过规则和条例定义并规定旨在防止欺诈、欺骗或者操纵等行为和做法的合理手段。”

[26]Rule 14e-3a:“当任何人已采取重要步骤以进行公开收购股权,或已正式展开公开收购股权时,其它人取得与该公开收购股权有关之重要消息,且明知或可得而知此消息尚未公开;而且明知或可得而知该消息系来自:要约人、目标公司或任何要约人、目标公司之重要职员、董事、合伙人,或代表要约人或目标公司进行公开收购股权事宜之职员,则该人不得买进或卖出此等公司股份。”

[27]Rule 10b-5:“任何人不得直接或间接利用州际商务工具或邮件或全国性证券交易所之设备,在买卖证券之过程中,为下列行为:(1)使用任何方法、计划或技巧从事欺诈;(2)对重要事实作不实陈述,或省略某些重要事实之陈述,以致在当时实际情形下产生引人误导之效果;或(3)从事任何行为、业务或商业活动,而对他人造成诈欺或欺骗之情事者。”

[28]同注[19],第246页。

[29]同注[19],第162页。



形,典型的模式是公司内幕人或者发行人本身购买,而不披露该证券远比其在中国市场价值或者出售者可得任何信息的基础上价值更高的相关财务数据或者其他信息。”<sup>[30]</sup>要言之,收购中隐瞒重大信息买卖证券属于内幕交易,是证券欺诈的一种。

除普遍适用的附属救济、禁制令、制止令等措施外,美国法院和国会就美国证监会管理项下拥有重大非公开信息时所涉及的交易案件发展出各种特定处罚。一是没收违法所得。自1971年SEC v. Texas Gulf Sulphur案开始,美国法院已经对美国证监会就拥有重大非公开信息期间交易的若干禁制令诉讼,命令美国证监会采取恢复原状或者没收当事人违法所得利润的措施。“没收违法所得的目的是剥夺被告‘从违法行为获得的收益’,是一种强迫被告放弃不当得利的方法,具有补救性而不具有惩罚性。”<sup>[31]</sup>二是民事罚款。1982年,美国证监会认识到“现有救济方式”仍无法对内幕交易构成“足够威慑”,因此建议通过给予责任人违法买卖获得利润或者避免的损失3倍的民事罚款,以扩大寻求禁制令或者没收违法所得的权力。<sup>[32]</sup>三是奖励。1988年《内幕交易与证券欺诈强制执行法》最富有创意的条款是增加了对举报人支付奖金的措施,美国证监会被授权对此有绝对的决定权。此外,除上述措施外,“证券出售者若能证明违反Rule 10b-5,则可以选择撤销交易或者坚持被告执行交易而要求其支付损害赔偿金,受害人对此有绝对选择权。”<sup>[33]</sup>

## (二) 韩国

韩国《资本市场法》第3编第2章“企业并购的相关制度”区分了“公开收购”和“关于大量持有股份等状况的报告”。韩国的公开收购与我国不同,是指向不特定多数人就有表决权的股份以及其他规定证券发出收购要约或者发出卖出要约邀请,并在证券市场外买受该股份等的行为。与我国《证券法》第86条类似的是韩国《资本市场法》第147条第1款:“大量持有(指5%以上的情形)人应自大量持有之日起五日以内,将其持有状

况、持有目的、与持有股份等相关的主要合同内容,以及总统令规定的其他事项,按照总统令规定的方法向金融委员会和交易所报告。”韩国《资本市场法》第150条规定了对违反该法第147条行为的规制措施,即“未依据本法第147条第1款规定进行报告(包括其更正报告)者,或者对总统令所规定的重要事项作出虚假报告者,或者遗漏记载总统令所规定的重要事项者;在总统令规定的期间内,对于超过表决权发行股份总数5%的违反份额,不得行使表决权。金融委员会可以责令其在6个月内处分该违反份额。依据本法第147条第1款规定,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5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。”应该说,韩国《资本市场法》在区分“公开收购”和“关于大量持有股份等状况的报告”的基础上,并无类似我国《证券法》的“慢走”规则,但对大额持股信息披露之前违规取得股份的规制措施却明确、具体,即“不得行使表决权”、“金融委员会可以责令在六个月内处分”。<sup>[34]</sup>

## (三) 日本

日本收购制度与韩国类似,其《金融商品交易法》第2章“企业信息等的披露”区分了“与公开收购相关的披露”与“股票等大量持有情况的披露”。与我国《证券法》第86条类似的是日本《金融商品交易法》第27条之23,其规定了“大量持有报告书的提交”,即“在金融商品交易所上市的股票…的持有人持有该股票等持有比例超过5%的(以下简称“大量持有人”),应按照内阁府令规定,将记载了股票等持有比例的相关事项,取得资金等相关事项、持有目的等其他事项的报告书(以下简称“大量持有报告书”),自成为大量持有人之日起五日内,提交内阁总理大臣。”<sup>[35]</sup>对不提交大量持有报告书的规制措施主要有两项。一是罚款,即日本《金融商品交易法》第172条之7:“不提交大量持有报告书或者变

[30]张路等译:《美国证券监管法基础》,法律出版社2008年版,第672页。

[31]同上注,第757页。

[32]同注[30],第759页。

[33]同注[30],第917页。

[34]参见董新义译:《韩国资本市场法》,知识产权出版社2011年版,第115-117页。

[35]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。

更报告书时,内阁总理大臣应按照次节规定的程序,令其向国库缴纳相当于第1项所列金额乘以第2项所列比例后所得金额的罚款。”<sup>[36]</sup>二是刑罚,即第197条之2:“符合下列各项情形之一的业者,处五年以下有期徒刑或者五百万日元以下罚金,或者并处之:…未提交第27条之23第1款规定的大量持有报告书等。”<sup>[37]</sup>从上述规定看,日本《金融商品交易法》没有类似我国《证券法》“慢走”规则的规定;对未提交“大量持有报告书”的情况,除了罚款外,尚有罚金、有期徒刑等刑事罚,比我国《证券法》第86条的规制措施更加多样化且处罚力度更大。

#### (四)我国台湾地区

我国台湾地区“证券交易法”第43-1条规定:“1.任何人单独或者与他人共同取得任一公开发行公司已发行股份总额超过百分之十之股份者,应于取得后十日内,向主管机关申报其取得股份之目的、资金来源及主管机关所规定应行申报之事项……2.不經由有价证券集中交易市场或者证券商营业处所,对非特定人为公开收购公开发行公司之有价证券者,除下列情形外,应先向主管机关申报并公告后,始得为之:(1)公开收购人预定公开收购数量,加计公开收购人及其关系人已取得公开发行公司有价证券总数,未超过该公开发行公司已发行有表决权股份总数百分之五;(2)公开收购人公开收购其持有已发行有表决权股份总数超过百分之五十之公司之有价证券;(3)其它符合主管机关所定事项。”对违反“证券交易法”第43-1条第1款规定不进行申报的,该法第178条规定“处新台币二十四万元以上二百十四万元以下罚款”。对违反“证券交易法”第43-1条第2款未经公告而为公开收购的,该法第175条规定“处二以下有期徒刑、拘役或者并科新台币一百八十万元以下罚金”。从上述规定分析看,我国台湾地区“证券交易法”第43-1条第2款类似我国《证券法》第86条的“慢走”规则,即不公告就不能收购;且我国台湾地区“证券交易法”第43-1条第2款也体现出大额持股的预警功能。单纯从达到持股比例(10%)不申报的违规处理看,我国台湾地区只采取了罚款的处罚,未有责

令改正的相关措施。

#### 五、结语

综上,与域外成熟市场证券法律制度相比,我国《证券法》大额持股变动法律规制内容不够具体且规制方式不完善,与《证券法》第86条密切相关的超比例买卖股票的违规行为屡禁不止,上述问题应当引起重视。目前,我国全国人大常委会正在对现行《证券法》进行修订,笔者建议,以此为契机,补充、完善上市公司大额持股的相关法律责任制度,可以考虑。

一是在短期内,本着务实管用、循序渐进的原则,借鉴韩国《资本市场法》的做法,在我国《证券法》“上市公司的收购”一章增加一条:“投资者违反本法第86条的规定买入或者卖出该上市公司的股票超过规定比例的,国务院证券监督管理机构应当责令其6个月内卖出或者买入该超过规定比例部分的股票。”同时,在“法律责任”一章明确对超比例买卖股票行为的行政处罚种类,并适当提高处罚幅度。

二是现行《证券法》将某些不以获得实际控制权为目的的股份购买行为放在“上市公司的收购”一章进行法律规制,从而导致对大额持股的信息披露监管和为中小股东利益保护的要约收购监管的混用,引发了对收购的监管对象范围界定过大的问题。<sup>[38]</sup>对此,建议我国《证券法》修订时根据收购目的与实现控制权的可能性,借鉴日本、韩国证券法律制度,将现有统称的“上市公司的收购”按证券市场的实际操作划分为“大额持股”与“收购”两个方面的内容,并保留对大额持股“公开+慢走”的法律规制。

三是针对上市公司收购行为,应引入美国《威廉姆斯法》的“披露或弃绝交易”原则,以是否进行信息披露为界,确定收购中内幕交易的豁免条款,将其纳入内幕交易的规制范围,制定类似美国1934年《证券交易法》第14(e)及Rule 14(e)-3a的规则,并辅以民事责任、行政责任、刑事责任进行规制,加大对各种欺诈行为的惩处力度,切实保护中小投资者的信息知情权和合法权益。

(责任编辑:李国慧)

[36]同上注,第811页。

[37]同注[35],第927页。

[38]同注[8]。