

公司收购中违反大额持股申报义务的法律責任 ——基于“上海新梅案”的分析例证

姚 瑶

(华东政法大学,上海 200042 /南昌工程学院,江西 南昌 330099)

摘要: 随着我国上市公司并购浪潮的到来,敌意并购愈益增多,围绕违反大额持股申报义务的法律責任已一再引发诉讼,而目前理论和实务界在其适用依据、内容解释上都尚未达成统一意见。通过对相关条文的法解释学分析,可以发现《证券法》对违反大额持股申报义务的行为仅规定了有限的行政責任,改正完成即是指补充披露与行政处罚完毕。违法收益与法律責任的失衡,造成“门口的野蛮人”突袭事件一再重演。证券法视域下对此种行为的制裁,不仅应考虑当事方受侵害的权利救济,更应立足于证券市场的整体秩序,所以应以消除违规者的非法获益为基准设定法律責任。对于公司收购中违反大额持股申报义务的违法行为,在其合理法律責任的确定上我国应选择违规的股票买入有效但表决权受限的模式,但对限制的程度应持较为克制的态度,并将之设定为一种行政責任。这相对于强制减持超比例持股的做法来说,不失为一种更为柔性的解决方案。

关键词: 大额持股申报义务;公司收购;改正完成;法律責任;表决权限制

中图分类号: DF411.91 文献标识码: A 文章编号: 1002-3933(2017)02-0177-12

Legal Liabilities on the Violation of Report on a Large Number of Holdings Shares on the Takeover of Listed Company

——Based on “Shanghai Xinmei Case”

YAO Yao

(East China University of Political Science and Law, Shanghai 200042 /
Nanchang Institute of Technology, Nanchang 330099 China)

Abstract: With the arrival trend of mergers and acquisitions in Chinese listed companies,

收稿日期: 2016-11-14 该文已由“中国知网”(www.cnki.net)2017年1月4日数字出版,全球发行
基金项目: 江西省社会科学规划项目《双层股权结构的法理基础与监管逻辑》(16FX14)

作者简介: 姚瑶(1982-),女,江西南昌人,华东政法大学经济法学博士研究生,南昌工程学院讲师,研究方向: 公司法、证券法。

hostile takeovers increasingly grow. The violations of the report and announcement on a large number of holdings shares have repeatedly triggered litigations. However, it hasn't reach a consensus on application and explanation, neither in theory nor in practice. Through the legal explanation learning, the violation of reporting and announcing on a large number of holdings shares only leads to limited administrative responsibilities in Securities Law of the People's Republic of China. So "correction" means completion of remedial disclosure and completion of administrative punishment. The imbalance between illegal gains and legal liabilities results in "Barbarians at the Gate" again and again. In the horizon of Security law, the sanctions to legal liabilities on the violation of warning on holding a large number of shares in takeover of listed companies, should be more based on the securities market order than the right remedies of the injured party, so that the law is perfected by concentrate on eliminating the offender's illegal benefit. The reasonable determination of legal liability in this issue should choose the model which stock deal is effective but voting rights is limited, meanwhile the limitation which is a kind of administrative responsibilities should be tolerant. Relative to the mandatory shares sale beyond the legal proportion, it is a more flexible solution.

Key words: the report on a large number of holdings shares; takeover; make a correction; legal liability; restricted voting rights

一、问题的提出

从 2015 年的上海新梅案^①、西藏旅游案及至最近的万科工会诉宝能系信息披露违规,皆为公司收购过程中违反大额持股申报义务^②而引发的诉讼纠纷。其直接违反的是《证券法》第 86 条 根据该条的要求可分解为“权益公开”(通过证券交易所的证券交易,投资者单独持有或者与一致行动人共同持有上市公司已发行的股份首次达到 5%,以及之后每增减 5%,应当在该事实发生之日起 3 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)和“慢走规则”(在首次持股达 5%之日起 3 日内,以及之后持股每增减 5%时在报告期限内和作出报告、公告后 2 日内,不得再行买卖该上市公司的股票)。对于违反大额持股申报义务的行为,《证券法》规定了警告、罚款等行政制裁,但存在行政处罚力度太低之问题,《证券法》第 213 条中不超过 30 万元的罚款,即使是《证券法》第 193 条罚款的金额上限也不超过 60 万元,相对于以亿为计算单位的上市公司收购金额而言,显然

① 2013 年 11 月,上海开南投资发展有限公司披露增持上海新梅置业股份有限公司(以下简称上海新梅,股票代码:600732)的股份达到 5%,但其披露无一致行动人。2014 年 6 月,上海开南披露与兰州鸿祥等五家公司签署一致行动人决议(以下简称开南系),合计持有上海新梅 14.23% 股份,成为上海新梅的第一大股东。2015 年 3 月 5 日,原第一大股东上海兴盛诉至上海市第一中级人民法院请求判令自 2013 年 10 月 23 日账户组持有新梅公司股票首次达到 5% 之日起的各被告购买新梅公司股票的交易行为无效、强制各被告抛售超出 5% 部分的持股份额且所得收益赔偿给新梅公司、各被告在持有新梅公司股票期间不得享有股东权利以及不得以集合竞价和连续竞价以外的任何方式处分其持有的新梅公司股票。2016 年 6 月 30 日法院就上海兴盛诉开南系证券欺诈责任纠纷一案作出了一审判决,原告败诉。

② 亦有称为“持股预警披露”者,如吴弘主编《证券法论》,世界图书出版公司 1998 年版,第 153 页。

是有失公平的。上述案例中就违规方法律责任的争议都指向了这样一个理论问题:在现有的行政责任之外,未按照法律规定披露大额持股变动的违规方还要不要承担其他法律责任?不止于现实的法律适用,还包括从应然的层面,对违反大额持股申报义务的行为究竟课以怎样的法律责任才能保证各方主体间的利益平衡,从而实现最佳的制度利益?

二、违反大额持股申报义务法律责任的三种模式

违反大额持股申报义务的法律后果首先涉及到股权交易的效力问题。股权交易包括增持和减持两种情形,股票买入只是其中的增持情形,减持虽不会出现关于表决权效力的争议,但涉及对股权变动效力的认定。但在上市公司收购的语境下谈股权变动,显然只指股权增持。对此,只可能出现如下三种情况:一是违规的股票买入无效,则其自然没有表决权等股东权利;二是违规的股票买入有效,但股东权利受到限制,此时才会涉及受限的时限和程度;三是违规的股票买入有效,股东权利也不受限制。

(一) 违规的股票买入无效

这一模式以韩国为典型。《韩国资本市场法》第147条规定了大量持有股份的报告义务:首次持股5%以及之后每增减1%,要自变动之日起5日内向金融委员会和交易所报告并通知发行人。韩国立法区分了以收购为目的的大量持有和以收购为目的的大量持有,其采取的法律用语是“是否有影响发行人的经营权的目的是”。影响发行人的经营权指影响发行人的高管选任、解聘或者职务停止以及与董事会等公司机关相关的章程修改等情形,还有在专业投资者中属于总统令规定之人的情形。若持有股份目的并非为了收购,其报告内容和报告时间等事项,可由总统令作出不同的规定^[1]。对于违反大量持有股份报告义务法律后果,《韩国资本市场法》第150条规定:对于超过表决权发行股份总数5%的违反股份,不得行使表决权,同时金融委员会可以责令其在6个月以内处分该违反股份;如果持有股份是为了影响发行人的经营权,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或者行使该持有股份的表决权,违者对追加取得部分不得行使表决权,金融委员会可以责令其在6个月以内处分该追加取得部分^[1]。《韩国资本市场法》第151条还规定了金融委员会调查和责令更正的权力。

(二) 违规的股票买入有效,但表决权受到限制

法国是这一模式的代表。根据《法国商法典》第L233-7条第一项和第二项的规定,当持有股票数量超过上市公司股份或表决权数的1/20、1/10、3/20、1/5、1/4、3/10、1/3、1/2、2/3、4/5、9/20时,以及在股份或表决权数变得低于前述比例时,应自达到上述比例之日起,在最高行政法院提出资政意见后颁布的法令确定的期限内,将其持有该公司股票或表决权的总数通知该公司;并按照金融市场监管机关确定的期限和方式,向金融市场监管机关进行通知。第L233-7条第七项还规定:在持股数额超过公司资本或表决权的1/10、3/20、1/5或1/4的界限时,负有信息告知义务的人,应当向被收购的公司及金融市场监管机关申明其在将来6个月内意图追求的目标,说明是考虑停止收购还是准备继续收购,是否打算取得对公司的控制权;如收购人在进行申报后6个月内改变原有意图的,应立即向公司与金融市场监管机关重新报告并说明理由,同时按照相同条件向公众进行披露^[2]。而《法国商法典》第L233-14条则明确了违反大额持股申报义务的法律后果:对于违反大额持股申报义务者,就

其超过应当申报之额度的股份,在自其办理正规申报手续之日起2年期间内召开的普通股东大会上均无表决权;公司注册住所地的管辖法院,应公司董事长的请求,或者应一名股东或金融市场主管机关的请求,并听取检察院的意见,可以宣布在按照金融市场主管机关规定的条件进行公告之后的12个月内,取消没有进行第L233-7条所指申报或者不遵守“第L233-7第七项”所规定的申报内容的股东的表决权^[2]。

德国也采取这一模式。根据《德国证券交易法》第21(1)、(1a)条和第22(1)条的规定,当买卖股票使得上市公司表决权数首次超过3%时,以及股权比例超过或下降到3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%时,以及拥有的表决权触及50%、75%时,应当在4个交易内通知证券监管机构和发行人。该法第28条则规定了因故意或重大过失违反前述权益公开的法律后果——未履行权益公开义务前以及公开后6个月内表决权无效;但是如果未履行披露义务的表决权部分不超过10%的,不适用表决权的失权限制^①。

(三) 违规的股票买入有效,表决权亦不受限制,但需承担其他法律责任

美国《1934年证券交易法》第13(d)条即针对的就是“爬行式收购要约”(creeping tender offers)在越过5%持股门槛时的适用。取得交易所上市的股权证券5%以上者,在取得后的10日内负有向发行人、交易所和美国证券监督机构SEC申报的义务。申报时,需使用SEC制定的附件13D;特定机构投资者不以取得支配权为目的而取得股份,则通过附件13G简单报告即可。之后持股每增减1%,都要报告。在附件13D中最常引发诉讼的项目是要求披露交易目的的项目4,例如某人声明现在没有计划去收购一个目标公司的控制权或与之兼并,但实际上已经有了或随后形成的该等意图但不披露。披露义务人在收购达到临界线后,在未履行披露义务之前的期间内仍然可以继续增持该股份,只要在达到临界线的10日内披露即可。至于违反《1934年证券交易法》第13(d)条的法律后果,则由反证券欺诈的兜底条款《1934年证券交易法》10b-5规则提供救济。在美国,任何构成欺诈的证券买卖行为都可诉诸10b-5规则的保护,10b-5是美国法院造法的典型表现。10b-5规则项下的责任依据是非披露,而不是虚假陈述。例如在对附件13D的项目4进行声明时,如果某人声明现在没有计划去收购一个目标公司的控制权或与之兼并,但实际上已经有了或随后形成的该等意图但不披露时,就可以适用10b-5规则。10b-5规则下包括刑事、民事、行政等各种责任,如附属救济、罚款、禁制令、刑事处罚等等,但并没有否认股权交易效力、限制表决权的相关规定。

根据日本《金融商品交易法》第27条之25的规定,在成为大量持有人之日后,股票持有比例每增减1%以上时,自该日起5日以内,要向内阁总理大臣提交变更报告书^[3]。但是其在法律后果方面也只规定了刑事责任(3年以下徒刑)和行政罚款(可见诸日本《金融商品交易法》第172条之7“对不提交大量持有/变更报告书者的罚款缴纳命令”)。日本还创设了大量持股报告的特例制度,对机构投资者的大量持股报告书提交频度、期限设置了一定的缓和措施。

① 据官方英文版翻译。Available at http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetz/WpHG_en.html?nn=2821360.

三、违反大额持股申报义务的法律适用及评析

(一) 违反大额持股申报义务的超比例持股有效

首先,《证券法》第 213 条隐含了“违反上市公司大额持股申报义务的股权交易有效”之义。从第 86 条在《证券法》中所处的位置来看,其被置于第四章“上市公司的收购”之中,因此第 213 条相对于第 193 条来说是特别法而应得到优先适用,并且在司法诉讼中会引起争议的主要是《证券法》第 213 条,盖因唯有第 213 条涉及了违规方的表决权问题^①,而第 193 条只涉及了警告和罚款这两种行政责任。基于文义解释的方法,从《证券法》第 213 条“……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”的字面表述可见,其并不否认违反大额持股申报义务的股权变动效力,因为改正后是有表决权的,这必然是建立在股权交易有效的基础上。

其次,从证券法的商法特性来看,维护交易安全、保障交易效率是商法的基本原则,仅仅违反大额持股申报义务不应引致股权交易无效这样严重的后果。

再次,从现实的可行性来说,大额股权变动是在公开市场上收购股份而非场外的协议收购,买卖双方是通过证券交易所达成撮合交易,并不具有一般合同主体的一一对应性,撤销该项交易显然是困难的,即使不以撤销原有交易、而是以后续抛售的方法来达到恢复原状的效果,但其可能引发的市场波动也不满足经济性的要求,从经济学的成本效益分析来说并非佳策,因此不适合采取恢复原状的救济方式。而且,强制减持是国家对私人股权的重大干涉,对采取此种方式尤需慎重。

最后,《证券法》第 86 条应当属于管理性强制性规定而非效力性强制性规定。根据最高人民法院《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》(法发〔2009〕40号)第 16 条,应当综合法律法规的意旨、权衡相互冲突的权益(诸如权益的种类、交易安全以及其所规制的对象等)综合认定强制性规定的类型。从《证券法》第 86 条的立法意旨来看,其显然是作为一种管理的要求,如其是对效力的评判在法条表述上不能仅有“不得”等字样,而应有类似“未……,则无效”、“未……,不发生法律效力”^②等明确的表述,否则应当被认定为管理性强制性规定;并且,在公开市场上收购股份,需考虑对交易秩序和善意相对人保障的问题。违反管理性强制性规定只是触发有关机关对当事人实行行政处罚的后果,并不导致合同无效。更何况,合同效力也不等于股权变动效力,股权变动的性质属于物权变动。无论造成股权变动的基础法律关系效力如何,都不应影响证券交易的效力。

总而言之,证券交易具有无因性。上海新梅案的一审判决书也持相同的态度,“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”。事实上,原告后来也撤回了要求确认被告违规持股超出 5% 以上的股票交易行为无效的诉讼请求。

① 除了《证券法》第 213 条,《上市公司收购管理办法》第 75 条也规定“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”。

② 如《物权法》第 9 条“……未经登记,不发生效力,但法律另有规定的除外”、《票据法》第 24 条“……但是该记载事项不具有汇票上的效力”。

(二) 立法缺陷引致的裁判困境

在上海新梅案中,双方就何为“改正完成”产生了争议,这就涉及到责令改正的法律内涵。以内容为标准,责令改正存在两种类型:一是责令停止不法行为,二是责令消除不良后果。针对违反上市公司大额持股申报义务的行为,责令停止不法行为即是要求违规方进行补充披露,而关于责令消除不良后果则可能指向恢复原状,当然这种恢复原状是指违规持有的股权无效还是限制附着其上的股东权利还需进一步考量。

从法解释学的角度来看,《证券法》第193条和第213条的“责令改正”并不能被解释为包含补充披露、警告罚款之外的其他行政责任。这可以基于体系解释的方法,从证券法自身的逻辑统一以及证券法与其他法的协调来看。从《证券法》第193条的前后语境来看,因为违反信息披露义务而被责令改正,那么这个“责令改正”显然只是指向补充披露和更正披露。从一部法律内部用语的统一来说,《证券法》第213条的“责令改正”也应仅指与信息披露有关的责令改正。另一方面,从行政法对“责令改正”的使用来看,基于对《行政处罚法》第23条“行政机关实施行政处罚时,应当责令当事人改正或者限期改正违法行为”的语义分析,责令改正与行政处罚是独立的两种行为。责令改正本质上是教育性而非惩罚性的。而表决权是附着于股权上的基本权利,在没有法律明文规定的情况下,也不能对作为股东基本权利的表决权予以限制,无论是行政制裁还是民事制裁的强度都不能减损股东的核心权益。而且,即使是扩张解释,虽然对法律用语作比通常含义更广的解释,也不能超出法律用语可能具有的含义,只能在法律文义的“射程”范围内进行解释,不能够作无限制的延展。有学者主张其为法律漏洞,应以类推适用的方式,比附援引对内幕交易的处理从而推论出“责令改正”的涵义是指依法处理非法持有的证券^[4]。且不论通过类推是否可以得出此种含义(上文也已否定了披露违规的超比例持股无效这一观点),更重要的是并非所有的法律漏洞都适合通过司法续造来弥补,所谓处理非法持有的证券是对公民财产权的侵入,需要特别慎重,尤其我国是成文法国家,我国法院的造法功能是被严格限制的。因此,我国违反大额持股申报义务的法律后果,目前只有行政责任,改正完成即是指补充披露与行政处罚完毕,违规持有的股权有效且未限制表决权。显然,仅对违反大额持股申报义务的行为课以补充披露的负担既不足以保护证券市场投资者的知情权,也不能保护目标公司的反收购权和股东控制权的合法维持。在现有的立法资源下,一种解决的思路是援引内幕交易民事赔偿的规定,在我国《证券法》上5%以上的股份持股人就被视为大股东了,其符合《证券法》第74条关于内幕信息知情人的界定,但是对于赔偿金额、因果关系的确定等问题都是十分困难的^①。行政惩戒的不力加上对控制权争夺中的违规行为缺乏直接的民事责任规定,使得《证券法》第86条屡遭轻视。

① 有一种看法是公众投资者因为《证券法》第76条第2款的阻碍存在主张内幕交易民事赔偿的困难。但是笔者认为,这属于对法条意旨的误读。《证券法》第76条第2款“本法另有规定的,适用其规定”是对《证券法》第76条第1款内幕交易行为认定的例外,其针对的是履行了大额持股申报义务的正常收购行为,而并没有豁免持股预警披露违法行为。所以不应排除适用内幕交易规制规则而寻求民事赔偿的可能。

在上海新梅案中,一审法院认为上市公司控制权并非控股股东依法所享有的股东权利,对于原告提出的控制权保护和反收购权主张未予支持,认为要求限制被告行使股东权利及对股票处分权利的主张缺乏相应的法律依据,建议原告转而主张财产性权益损失^①。从这一个案来说,此种处置并无不当,可以理解法院会倾向采取较为安全的立场,例如西藏药业案就直接以调解避过了裁判无据的困难。但此种判决并没有解决违反大额持股申报义务的法律责任制轻的问题,从法政策学来说,并没有达到定分止争的效果,无法起到法律责任的预防、填补损害、惩罚违法、协助市场管理之功效。

四、受侵害的权利结构分析:谁之权利,何种权利

大额持股变动会对公司支配关系和股票市场价格产生重大影响。违反大额持股申报义务侵害的究竟是谁的权利——目标公司、原控股股东还是包括小股东在内的全体股东,抑或是整体的市场秩序?

没有区分以收购为目的的大额股权变动和不以收购为目的的大额股权变动,是我国立法的一个疏漏。仅仅持有超过5%的上市公司股份,不能成为收购的判断标准,还可能只是财务投资者或是仅仅为了短期获利,因此有必要区分大额股权变动的目的逐项探讨。

首先,违反大额持股申报义务侵害的不是股东的知情权而是投资者的知情权,既包括现实的股东也包括潜在的股东。在对大额持股变动和公司收购做了区分的法域,上市公司大额持股信息披露的主要目的往往是提供股票供需信息,至于支配权相关信息的提供方面居于其次,例如日本的大量持股报告制度就不是以规制收购和持有行为本身为目的,也不是以帮助经营者稳定经营为目的,而是为了防范由此引发的股价暴涨暴跌^[5]。违反上市公司大额持股申报义务的直接后果就是大额持股人不公平地占不知情股东的便宜,即欺骗证券出售者以购买者知道的不充分的价格交付相关证券。当然以收购为目的的持股预警披露违规也存在对投资者知情权的损害。

其次,以收购为目的的持股预警披露违规会侵害目标公司的反收购权。反收购是目标公司的权利,而非目标公司控股股东的权利。反收购权的理论基础在于“利益相关者理论”,该理论从维护公司的长远利益和利益相关者的共同利益出发,主张赋予被收购公司一定的反收购权。反收购要保护的是作为独立法人的公司利益^②,绝非控股股东的控制权。公司具有独立的法人人格,公司成立后股东与公司之间就成为两个在人格、财产和责任方面完全独立的法律主体。独立的公司利益却正是我国立法与司法实践中被忽视的地方。诚如学者所言,“中国法上利益冲突的三个核心特点:(1)并不强调甚至不存在公司利益的概念,而是强调股东对公司的权利;……(3)股东的意志自由、财产权保护以及对公司事务的批准,替代了公司法对公平交易等原则的判断。”^[6]不过,在我国相对集中的股权结构特点下,公司治理事实上呈现股东会中心主义,公司董事会并没有获得应有的独立性^[7],“由于董事会往往反映着控股股东的意志,名义上是董事会决定反收购行为,而实质上确是由其背后的控股

① 参见(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书。

② 例如美国的优尼科标准(Unocal standard)和露华浓规则(Revlon rule)针对的都是反收购行为的适度标准。

股东决定……”^[8]但这也并不等于反收购权就是控股股东的法定权利,控制权不应当是固定不变的。

再次,以收购为目的的持股预警披露违规会侵害他人对目标公司控制权的正当维持。这里首先浮现的问题是控制权的法律性质是什么。对此有以下三种观点。一是权利说,其内部也存在将控制权作为独立权利和权利中一项权能或者说利益的区别。民事利益即是指虽未被法律明文规定或未被司法实践认为是一种权利、但也受到私法一定程度保护的人身利益和财产利益。权能自身不构成独立的权利,但也应受到法律保护,事实上就是一种利益。甘培忠教授认为“公司控制权在本质上是一种新的利益存在方式”^[9]。二是认为控制权不构成独立的权利而仅是一种事实状态,“控制权从本质上讲是一种事实状态”^[10]、“严格来说,控制权不是一种真正意义上的民事权利,而是一种事实上形成的对公司事务的控制力和影响力,是一种支配性的法律地位,将其成为‘权利’有些名不符实”^[11]。三是认为控制股东控制权的性质是私法上的权力^[12]。“事实状态说”没有看到控制权从所有权分离出来以后自身的独立价值,从法律关系来看其有独立的内容——对公司财产的处置权和对重大事务的决定权。经济学的一系列成果也都表明控制权溢价是客观存在的。因此并非如上海新梅案一审判决书所言“上市公司控制权也会仅表现为投资者根据其投资比例依法享受的对公司管理事务表决权的大小”^①。“权力说”的成立反而要建立在控制权是一种权利的基础上。不过控制权是否能够上升为“权利”,还是仅构成“利益”,还值得进一步研究。权利和利益的区分主要是侵权法中的问题,盖因其涉及不同的法律保护标准,相对来说,利益相对于权利采取弱保护性的标准,只在有过错时才承担侵权责任。但是以收购为目的的持股预警披露违规显然是故意的。保守的说,控制权至少是一种利益,即使对其是否是一项独立的权利存有疑问。正如有名合同只是法律列式的典型合同一样,公司法虽未明文提及控制权,并不意味着其不可以成为控股股东受合法保护的法益。是否可以成为法律明示之外的“其他权利”应以社会典型公开性为核心特征,“受侵权法保护的法益须有社会一般意义上的可识别性,而非为潜在侵权人所不可感知。”^[13]从日常的社会认知层面,控制权,收购方对举牌事项不披露的行为也是为了自己在控制权争夺处于有利形势。故而控制权的合法维持应受法律保护。

最后,却也是最重要的,以上所有对私人权利的侵权,其实都构成了对良好市场秩序的破坏,然而市场秩序并不能够成为权利的主体,只会引发监管问题,而不会引发民事诉讼。

综上所述,我们首要要区分大额股权变动是否以收购为目的,以收购为目的的大额持股变动指向的是公司的控制权,因此此种情形下不进行大额持股申报而搞“突袭”,不仅侵害了股东的知情权,还侵害了目标公司的反收购权和原控股股东的控制权。我国立法虽然没有明文规定目标公司的反收购权和控股股东的控制权——虽然在股权集中于大股东的股权结构背景下,目标公司的反收购权与控股股东的控制权针对的都是对目标公司控制权侵害、是一体两面的问题,但本质上公司利益不等同于控股股东利益,因此二者是分属于不同主体的利益——其可以成为作为法定权利之外的合法利益。这是从利害关系人的角度来看的,对

① 参见(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书第23页。

应的是个体维权。从整体来看,其破坏了证券法公开的基本原则,败坏了市场秩序,对应的则应该是证监会的监管行为。

五、解决思路:公司收购中违反大额持股申报义务情形下对股东表决权的限制

上海兴盛针对一审判决书的上诉请求就是开南系不得享有股东权利(包括但不限于表决权(提案权和投票权)等各项具体的权利或权能)以及不得以集合竞价和连续竞价以外的任何方式处分其持有的新梅公司股票。此种要求对股权之使用、收益、处分进行限制的上诉请求,不禁让人产生以下疑问:在肯认股权变动有效的前提下,是否可以限制违反大额持股申报义务者的股东权利?如果可以,是限制全部股东权利还是部分股东权利,其理论依据是什么?限制股东权利是否是好的救济措施,有无更好的替代救济方式?

(一) 限制的对象

法律责任的设定应当遵循社会合理性原则、节制性原则、比例原则^[14]。这就要求考虑受保护法益被影响的程度以及假使某种利益须让步时其受害程度如何,如某种较为优越的法价值的实现必须以其他价值损害为代价,必须采取最轻微侵害手段或尽可能微小的限制。

1. 为什么需要限制表决权?

对哪些股东权利进行限制,取决于该违规行为侵犯了哪些权益。如前所述,公司收购中违反大额持股申报义务的行为侵犯的是以一体两面形式表现出的目标公司反收购权与控股股东控制权,因此相关救济应主要围绕公司控制权展开。表决权是公司所有与公司控制的连接点^[15]。应该说,资产收益、参与重大决策和选择管理者都是控制权的体现,但在体现一方对另一方的强制力以及资产收益等财产性权利方面都要通过投票权以及与之相关的提案权、董事提名权等服务于投票权之行使的参与权来实现。有学者将表决权与参与权结合称之为“参与表决权”^[16]。本文则统称为表决权,即下文所谓之表决权是采广义的理解,包括投票权以及服务于投票权之行使的参与权。

第一,目的阻断。《证券法》第213条对目标公司反收购权以及原控股股东控制权保护的缺位使得限制表决权的做法正当而且必要。因为对于违规者来说,限制表决权将直接、严重影响其预期的实现。违规者不按规定履行大额持股申报义务,是为了不将敌意收购暴露出来,其目的就是为了获得控制权。因此对违规方的惩罚应以其违法目的落空为目标。此外,尽管违反持股预警披露也可以援引内幕交易的法律规制,但内幕交易的民事诉讼是对于普通市场参与主体的救济,实践中也很少有因违反持股预警披露提起内幕交易民事诉讼的,而且内幕交易民事救济主要在于损害赔偿,并不涉及停止侵害、回复原状等方式,限制表决权是一种行为禁令,其法律效果也难以以内幕交易的法律规制进行替代。

第二,效益性。提高行政处罚的幅度固然能加大震慑力度,但除了能充盈国库外,并不能弥补受害者。现有的法律责任——补充披露、警告、罚款——已经可以起到维护市场秩序的部分作用,尽管威慑力不够,但其可以通过提高罚款数额(例如按照收购总金额的一定比例)来弥补,唯有目标公司的反收购权及控股股东的控制权却无法寻求比限制表决权更好的救济之道。对于目标公司及其原有控制人而言,限制表决权比民事赔偿更直接,况且民事诉讼的完结也需要较长周期。不仅如此,从整体市场秩序的角度来看,限制表决权比行政处罚、民事赔偿也更能对违反大额持股申报义务的行为进行威慑。因此,从经济学的成本——

效益分析来说其是更经济、便捷的救济措施。

2. 为什么只限制表决权?

一方面,控制权要通过公司内部的决策程序来行使,纯粹的财产性权利并不会对决策力构成影响,即使是参与性权利中的信息权也是如此^①。仅限制表决权即可对改变控制力,那么就无需限制其他股东权利。在上海兴盛的一审诉讼请求及上诉请求中,其在诉请违规方不得享有股东权利时特别将表决权直接标明,可见对表决权的限制是原告诉请的核心所在。不得以集合竞价和连续竞价以外方式处分股票的诉讼请求,本意实际上仍是指向控制权的:这项诉请一方面是意在限制被告向特定投资者处分股票,例如协议转让、大宗交易转让可能使开南系的关联方成为控股股东;一方面是防止收购方获得杠杆资金以图进一步的收购行为,例如当其采取质押、收益互换等方式。然而,如果连股东的财产性权利也限制,事实上就否定了股票买卖有效这一前提,此为其一。其二,从团体法的视角出发,股东滥用表决权而使公司意志完全从属于股东个体意志,则会伤害公司的组织法特性,因此应限制的是共益权而不应包含自益权^②。其三,杠杆收购是一种常见的收购方式,尽管我国对其缺乏法律规制(例如近期的宝能和万科的控制权之争就涉及这一问题),但并不能就此否认其合法性。其四,违规方还必须遵守一定的股份锁定期限,所以在短期内其无法向特定第三人转让股份,而至该期间经过,已有充足的时间留给目标公司及原控制人准备反收购措施。综合来看,没有必要限制为规范处分股票的权利。

另一方面,从可行性来说,具体权利行使与成员资格的分离、投票权与收益权的分离等诸多股东权利分离的现实样态已然出现^[17],因此,在确认股权效力的前提下既限制表决权的行使又肯认股权中的其他权利,并不存在理论上的悖论。

(二) 限制的限度

1. 限制表决权的可能危害

限制表决权是否对违规方公平呢?当违规方的收购意图暴露而其又无法行使表决权时,极有可能会激起原控制方疯狂的反弹——例如采取类似“焦土政策”的反收购措施。这对违规方来说可能比“确认超比例购买的股份无效”这一结果还要糟糕:依据《证券法》第47条短线交易归入权的规定,持有上市公司股份5%以上的股东是不能在买入后6个月内卖出的(否则所得收益归该公司所有),而此时其表决权受限会导致对目标公司管理层等公司内部人转移公司资产、侵害股东利益的行为无能为力,同样也蕴含道德风险,只不过道德风险是来自目标公司及其实际控制人。事实上收购策略也是一种商业秘密,法律须在信息披露与商业秘密之间保持平衡。

① 根据对股权权能的拆分,与财产性权利相对的是参与性权利。参与性权利除了包括广义的表决权还包括信息权(获得信息、检查和质询),而财产性权利包括盈余分配请求权、股份认购和转让请求权、异议股东股份赎回请求权。信息权关涉股东的知情权,不应被限制,而一旦规定有表决权恢复,则信息权是启动其的重要武器。

② 依股东权行使的目的和内容为标准进行划分,股东权可以分为自益权和共益权。凡以股东自己的利益为目的而可单独主张的权利,为股东自益权,主要是财产性权利。股东为自身利益的同时兼为公司利益而行使的权利,为股东共益权,主要是以表决权为核心的参与性权利。

2. 利益衡量下的标准设定

(1) 限制的事项

基于对限制表决权的利弊分析,我们发现该措施可谓一把双刃剑,因此限制的程度必须保持相当的克制。建议借鉴法国的做法,对于违反大额持股申报制度者,就其违法超比例持股部分(而不是如德国还要考虑不实申报股权比例是否超过10%),自其补充申报之日起一段期间内召开的股东大会无表决权,并且行使临时股东大会召集请求权、董事会临时会议召集请求权等与持股数量有关的参与权也不得将违法超比例持股部分计算在内。同时,参考《优先股试点管理办法》第10条的做法,规定表决权恢复的情形。但与优先股是类别股不同,此种情形下的表决权限制及恢复针对的都是某一个“人”而非一类股份,因此在具体的恢复事项设定上可以参考超级多数表决事项(包括《公司法》规定的2/3表决事项以及公司章程规定的超级多数表决事项),如:公司合并、分立、解散或变更公司形式;发行新股,修改公司章程,公司合并、分立、解散或者变更公司形式等情形。

(2) 限制的时间

基于对大额持股信息披露违规一方限制表决权的可能危害,限制的时限不宜太长。并且,从证券法来说,对大额持股信息披露违规行为进行制裁的首要制度目的是维护正常的市场秩序,而不是纠结于利害关系方的利益回复。从域外法经验来看,法国是补充披露之日起2年,德国是6个月。就我国而言,可以设定与收购方的股份锁定期同步。不过,我国《证券法》规定了两种锁定期:一是《证券法》第47条短线交易归入权所要求的禁止买入后6个月内卖出;二是《证券法》第98条要求收购人持有的被收购的上市公司的股票在收购行为完成后的12个月内不得转让。因此限制的具体时限应以6到12个月为宜。笔者倾向于取6个月,原因如下:前者禁售的目的在于防范内幕交易;后者禁售的目的在于防范恶意收购者对公司涸泽而渔,但是如对大额持股信息披露违规方进行表决权限制,其就无法获得目标公司的控制权,此时还要其遵守12个月的禁售期未免处罚过重,甚至可能引发违规方在满足6个月的短线交易禁止期后以“收购行为未完成”为抗辩理由而卖出股票,又将引起法律适用上的争议和矛盾;假使只作6个月的表决权限制期,当6个月期限届满其表决权效力恢复,此时其仍要遵循12个月的收购锁定期。

(3) 限制的属性

如果允许限制表决权,其是一种行政责任还是一种民事责任?二者的区别在于是由行政执法机关径直作出还是由当事人向法院寻求保护。究竟选择哪一种责任模式,应考虑到执法成本。其一,法院的司法裁判虽不以证监会的行政处罚认定为法定前置程序,但在实践中都是行政处罚认定作出在前。其二,我国没有统一、集中的金融法院,各地法院裁判能力不一,而此种案件牵涉公司法、证券法、侵权责任法等多部门法,比较复杂。其三,如果在法律属性上将限制表决权作为一种民事责任,而民事诉讼的时间较长,在此期间极易产生双头董事会的公司僵局。故此,此种对表决权的限制定位为行政责任较为妥当。也因此,此种对表决权的限制当规定在《证券法》中,而不是《公司法》中——法律对公司治理的介入应保持谦抑性。特别需要指出的是,此种表决权限制是限权而非失权,本质上是一定期间的行为禁令。并且,行政处罚的权力与民事赔偿的权利之间是衔接而非覆盖的关系,利害关系人仍可

向法院提起民事诉讼。

结语

随着我国证券并购市场的发展,敌意收购的现象将会越来越多。持股预警披露的监管逻辑既应包括保护证券市场投资者的知情权,也应涵摄目标公司的反收购权和原控股股东的控制权。上海新梅案中一审法院采取了较为保守稳妥的立场,在现有立法资源下不能说有过却无助于解决故意违规的突袭收购问题,因此有必要进行立法漏洞的填补。在讨论大额持股信息披露违规问题时,必须区分商法和民法不同视角。与民法主要追求个体正义不同,在证券法视域下制度设计主要考虑的是社会整体利益观下的市场效率与安全,考虑的是制度的引导功能,而非某个个体的利益得失,法律介入的侧重应当是以违规者的获利而不是受害者的损失来作为基准。同时,商事交易必须考虑交易的稳定性,因此,违反大额持股申报义务的股权变动应确认为有效,而不宜采取事后的强制减持的方式。相比较而言,在一定期间内限制超比例持股部分的投票权以及相关的参与权的做法更为柔性,客观上赋予了违规方一定的选择权——是选择卖出股份还是接受一定期间的表决权限制,当然,立法还应就重大事项划出表决权恢复的范围。这对于解决违法收益和法律责任的失衡来说,不失为一种可行的方案。

参考文献:

- [1] 董新义译. 韩国资本市场法[M]. 北京: 知识产权出版社, 2011. 116, 117.
- [2] 罗结珍译. 法国商法典·上册[M]. 北京: 北京大学出版社, 2015. 407, 413.
- [3] 中国证券监督管理委员会编译. 日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律[M]. 北京: 法律出版社, 2015. 189.
- [4] 李振涛. 我国上市公司大额持股变动的法律责任探析[J]. 法律适用, 2016 (1): 110.
- [5] 庄玉友. 日本金融商品交易法信息披露制度研究[M]. 北京: 人民出版社, 2010. 141.
- [6] 邓峰. 公司利益缺失下的利益冲突规则——基于法律文本和实践的反思[J]. 法学家, 2009 (4): 88.
- [7] 邓峰. 代议制的公司: 中国公司治理中的权力和责任[M]. 北京大学出版社, 2015. 42 - 59.
- [8] 上海证券交易所研究中心. 中国公司治理报告(2009): 控制权市场与公司治理[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2009. 112.
- [9] 甘培忠. 公司控制权的正当行使[M]. 北京: 法律出版社, 2006. 34.
- [10] 白慧林. 控股公司控制权法律问题研究[M]. 北京: 北京大学出版社, 2010. 28.
- [11] 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. 21 - 22.
- [12] 郭富青. 论控制股东控制权的性质及其合理配置[J]. 南京大学学报·哲学·人文科学·社会科学版, 2011 (2): 62 - 63.
- [13] 于飞. 侵权法中权利与利益的区分方法[J]. 法学研究, 2011 (4): 110.
- [14] 叶传星. 论设定法律责任的一般原则[J]. 法律科学, 1999 (2): 11 - 16.
- [15] 梁上上. 论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开[M]. 北京: 法律出版社, 2005. 28.
- [16] 胡祖文. 论股权及股东身份权利[M]. 国家行政学院出版社, 2014. 第六章.
- [17] 汪青松. 论股份公司股东权利的分离——以“一股一票”原则的历史兴衰为背景[J]. 清华法学, 2014 (2): 110 - 113.

(全文共 16 872 字)