

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2019.07.002

欢迎按以下格式引用:王湘淳.违反权益披露规则的法律 responsibility 分析[J].重庆大学学报(社会科学版),2021(1):191-202.

Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2019.07.002.

**Citation Format:** WANG Xiangchun. WANG Xiangchun. Legal liability in violation of the rules of report on a large number of holdings shares[J]. Journal of Chongqing University(Social Science Edition),2021(1):191-202. Doi:10.11835/j.issn.1008-5831.fx.2019.07.002.



# 违反权益披露规则的法律 responsibility 分析

王湘淳

(中央财经大学法学院,北京 100881)

**摘要:**对于证券市场上违反权益披露规则的行为可以通过不同的法律 responsibility 予以惩处。采用何种法律 responsibility 进行惩处与权益披露规则的制度定位密切相关。经比较法考察,权益披露规则或纳入披露制度框架或纳入敌意收购制度框架。若纳入披露制度框架,主要通过金钱罚则进行惩处。若纳入敌意收购制度框架,主要通过限制表决权的方式进行惩处。借鉴域外经验,基于我国权益披露规则的既有制度定位,应当采用限制表决权的法律 responsibility。限制表决权的法律 responsibility 依据实施主体的不同可分为私人主体实施的民事诉讼与证券监管机构实施的行政执法两种模式。依据我国的既有规定与制度环境,应当采用证券监管机构行政执法,限制表决权的实施模式,由此可以更好地在限制不当的收购行为与促进公司治理效率之间达至平衡。在此基础上,应当放松乃至取消慢走规则,降低收购成本,促进公司控制权市场发展,从而抵消限制表决权对控制权市场的负面影响,保持对公司收购的中立立场,让各方利益更好地达至平衡。

**关键词:**权益披露;上市公司收购;表决权限制;投资者保护;公力执法

**中图分类号:**D922.287

**文献标志码:**A

**文章编号:**1008-5831(2021)01-0191-12

2005年版《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第86条规定,投资者在持有上市公司已发行的股份达到5%时,应当及时地进行信息披露,该条被称之为“权益披露规则”<sup>[1]</sup>。近年来,上海新梅案、西藏旅游案、万科工会诉宝能案及荃银高科诉中植系案等一系列案件以及频发的违规事件表明,该规则在实践中未能很好地被遵守。主流观点认为现有的法律 responsibility 过轻,违法收益与违法成本失衡是此类事件频发的重要原因。目前各界在完善违反权益披露的法律 responsibility 机制的具体路径上存在较大分歧:一些学者主张通过限制表决权的方式惩处违反权益披露规则的主体;另一些学者表示反对,主张引入刑罚等其他法律 responsibility。观点冲突同样发生于实践当中:在西藏旅游案中,法

修回日期:2019-05-07

基金项目:中国法学会2018年部级法学研究课题一般课题“公司法之功能嬗变及结构性革新研究”

作者简介:王湘淳,中央财经大学法学院师资博士后,Email: dewong0623@163.com。

院禁止被告在案件判决生效前自行或通过第三方行使其持有的西藏旅游股份的投票权、提案权以及参加股东大会的权利<sup>①</sup>。在上海新梅案中,法院对于限制表决权的诉求并未予以支持<sup>②</sup>。相应地,各地证监局对此也未形成统一观点。

既有对违反权益披露规则的法律责任的讨论主要从法解释学与利益衡量的角度切入,而对制度路径多少有所忽视。事实上,权益披露规则不仅是一项披露规则,更具有防御敌意收购的功能,对其法律责任机制的完善需要放在披露与敌意收购两个制度框架中进行理解,处于不同制度框架内的权益披露规则,其法律责任也存在相异的倾向。披露制度与敌意收购制度具有不同的制度价值,披露制度着力于保护投资者的知情权,多不采用限制表决权的法律责任;敌意收购制度则更重视实现资源的优化配置,限制表决权作为一种收购防御措施而被采用。将权益披露规则纳入何种制度框架并不存在最优解,而与一国的既有制度有关。本文主张,除非有足够充分且正当的理由,否则不应改变既有的传统。在我国已将权益披露纳入敌意收购制度框架的前提下,应当予以尊重,并在其基础上进行法律责任机制的完善。就表决权限制责任而言,存在私人主体民事诉讼与证券监管机构公力执法两种不同的实施机制。基于前述理由,亦可从两者中作出适宜的选择。

## 一、披露制度框架下不应限制表决权

### (一)披露框架下权益披露规则的功能

《证券法》第1条开宗明义指出保护投资者是证券法的重要目的。保护投资者即保护其知情权,主要通过信息公开的手段进行。这是证券法的底层制度逻辑,证券法制度围绕着信息披露以及不当披露的责任而构建。权益披露规则是信息公开原则在权益变动场合的具体体现<sup>[2]191</sup>,其目的同样是为了保护投资者的知情权,促进资本市场的透明度。就此而言,权益披露的目的与手段并无特殊之处。

披露制度保护的主体是投资者,尤其是中小投资者。因为这些主体难以依靠自己力量获得相应的信息<sup>[3]</sup>。目标公司的控制者或管理层等内部人员则不在其范围内,因为“外部投资人对内部人士并不具有针对公司的信息优势,所以,原则上前者并没有向后者披露信息的道理”<sup>[4]</sup>。但在我国的司法实践中,目标公司控制者或管理层往往主张自身控制权受损。如在上海新梅案中,原告主张被告侵犯了其对新梅公司的控制权,这与披露制度的逻辑相背离。

知情权是手段性权利,其背后必然存在通过知情而进行的行动。保护知情权,最终目的是为了保障主体可以自由、理性的行动。投资者在知情的情况下方可理性地买卖证券。具体到权益披露场合,披露大额权益变动的信息,让投资者得以重新评估相关证券的价值,增强投资预测的确定性,减少投资决策的投机性。不同的证券持有状况,可能会影响投资者对证券的估值与定价,故有必要警示市场关注可能导致公司控制权变化的大额、快速的证券增持与累积<sup>③</sup>。若投资者不能及时了解相关信息,便难以作出相应的投资判断。

### (二)披露框架下不倾向限制表决权

若主体未履行披露义务,致使投资者的知情权受到损害,其实质是损害了投资者的经济利益。

①拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第36-2号民事裁定书。

②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。

③Securities and Exchange Commission, Beneficial Ownership Reporting Requirements and Security-based Swaps, Release No. 34-64628.

就此而言,违反权益披露者首先需要承担的责任是补正披露,让投资者得以知情。在此之外,最重要的是通过民事诉讼,以损害赔偿的形式弥补投资者因为不知情而产生的经济损失。但我国目前未对违反权益披露规则规定相应的民事责任,这利于投资者的权益保护。同时,为保障资本市场的公正性与透明度,还存在通过行政罚款的形式对违反权益披露者进行惩处;对于较为严重的违反权益披露行为,则采用刑事手段进行惩处。如美国《证券交易法》第32条第1项规定,“违反信息披露义务、涉嫌虚假陈述的当事人需要承担下列刑事责任:自然人应当承担500万美元以下罚金或20年以下有期徒刑;法人则应承担2500万美元以下罚金。SEC有权将案件移交检察机关,由检察机关进行犯罪追诉”。日本与我国香港特别行政区也采用了刑事责任来规制严重违反权益披露的行为。无论是补正披露、民事赔偿还是刑事责任,都不是违反权益披露规则的特殊法律责任,而是未履行披露义务的一般法律责任,在违反其他披露义务的场合也屡见不鲜。

相对地,限制表决权并非是一种保护知情权的手段。限制表决权即通过阻止主体参与公司决策,让主体失去将自身意志转化为公司意志的可能,使其参与公司治理及获取公司控制权的目的落空。限制表决权本质上是一种公司治理手段。作为披露规则的权益披露本质上是一种资本市场规则,难以孕育出具有公司治理属性的限制表决权之法律责任。此外,披露规则定位下权益披露规则还具有提供监管信息的功能,如有学者指出,“为了及早充分地掌握信息,更好地监控和打击市场欺诈和投机行为,就需从资金的源头进行严密监管,而权益披露规则无疑是获取监管信息的无可替代的重要途径之一”<sup>[1]</sup>。基于监管目的而获得的信息同样与目标公司的治理无关。需要注意的是,过于重视权益披露规则的公司治理效应,不仅无法让受损的投资者获得补偿,更有可能影响投资者补偿制度的制度建设:我国对权益披露的披露属性关注不足,将其作为上市公司收购制度的附属。其弊端十分明显,如导致对相应民事赔偿制度不够重视,并进一步“导致现实中并无因违规举牌而受损的投资者向法院起诉请求获得民事赔偿”<sup>[5]</sup>。

### (三) 我国未将权益披露规则纳入披露框架

将权益披露规则纳入披露制度框架中,自然可以适用其惩处机制,设置相应的法律责任。这也解释了为何将权益披露规则纳入披露制度框架的立法例,通常未采用限制表决权这种法律责任。如日本的权益披露规则即处于《金融商品交易法》的“企业信息等披露”章节。而《株券等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について》也表明,引入权益披露规则的目的主要是通过披露大量持股状况的信息,提高资本市场的公正性与透明度,以保护投资者权益<sup>④</sup>。“同样,在当时的议论中,也强调大量持股报告制度的导入,绝不是以规制大量股票等收购和持有行为本身为目的,也不是以帮助现有经营者稳定经营为目的,大量持股报告制度是为了纠正因股票等收购和转让而导致股价暴跌而导入的制度”<sup>[6]</sup>。从企业防御或产业防御的立场出发进行证券行政规范,被认为是不公正的。并且,这一制度目的在后来的数次修法中并未被改变。可见在日本,权益披露规则是作为一项披露制度被引入。不可否认,权益披露规则确实在客观上起到了防御敌意收购的效果,这是因为权益披露可让现有的经营者发现潜在的收购者,并增加其反映时间。虽然立法者无法消除权益披露的客观效果,但是其也无意通过法律责任强化此效果。倘若立法目的还可被认为是仅仅反映制度设置之初的构想,那么权益披露规则的法律责任则可对制度的实施产生实际的影响。《金

<sup>④</sup>参见神作裕之《大量保有報告制度》,金融商品取引法研究会研究记录(財団法人 日本証券経済研究所),第1-3页。

融商品交易法》对权益披露法律责任的设置,也体现了披露规则属性。根据《金融商品交易法》,违反权益披露规则,需要承担的责任是罚款与刑罚,该法第172条之7规定,“不提交大量持有报告书或者变更报告书时,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”。第197条之2规定,“未提交第27条之23第1款规定的大量持有报告书等的业者,处5年以下有期徒刑或者500万日元以下罚金,或者并处之”<sup>[7]</sup>。无独有偶,中国香港特别行政区也将权益披露规则的法律责任规定为罚款与刑罚,置于《证券及期货条例》当中。公司收购制度则存在于香港证监会制定发布的《收购及合并守则》之中。《证券及期货条例》第328条规定,“关乎不遵从具报规定的罪行(i)一经循公诉程序定罪,可处第6级罚款及监禁2年;或(ii)一经循简易程序定罪,可处第3级罚款及监禁6个月”。

与之相对,我国并未将权益披露纳入披露制度框架:首先,从1998年《证券法》到2005年《证券法》再到2017年4月24日提交全国人大常委会二审的《中华人民共和国证券法》(二审稿)(以下简称《证券法》(二审稿)),权益披露规则在我国一直被置于“上市公司收购章节”当中,附属于上市公司收购制度。其次,虽然《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》对权益披露规则进行了较为全面的规定,但随着《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购管理办法》)的出台,该文件已经失效,其中的若干规定也已被并入《收购管理办法》当中,我国也已不存在专门规制权益披露的法律法规。

## 二、敌意收购框架下应限制表决权

### (一) 限制表决权的收购防御功能

#### 1. 权益披露规则的防御收购功能及其法律责任需求

敌意收购,即为“在公司管理层不知情,甚至反对收购情况下实施的收购”<sup>[2]188</sup>。由于敌意收购具有此种特征,收购者通常不会告知目标公司管理层其确切的收购意图和收购数量。相应地,公司现有的控制者或管理层通常会建立防御措施,设置收购障碍。公司建立的对应性防御措施往往依赖于知情。权益披露具有预警敌意收购的功能,可让目标公司的控制者更加便利地识别潜在的收购者,增加应对时间。权益披露规则在诞生之初便具有防御敌意收购的目的,参议员 Williams 提案在美国引入该制度便是为了应对当时流行的以现金收购要约为方式的公司收购<sup>[8]</sup>。在法国、韩国、中国台湾地区等多个国家与地区,权益披露规则都是作为防御敌意收购的重要手段而存在。

为了达到防御效果,需要在资本市场与公司治理两个环节应对收购者。在资本市场层面,这种防御体现为权益披露,更为准确的表述是收购信息的披露。在公司治理层面体现为限制以表决权为代表的股东权利。通过两个层面的防御,让敌意收购者难以进行突袭收购。防御敌意收购的核心即为防御收购者参与公司治理,获取公司的控制权。“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”<sup>[9]</sup>。相对而言,行政罚款与民事赔偿仅能增加敌意收购的成本,无法有效抑制敌意收购者的违法目的。从目的阻断的角度,限制表决权具有难以替代的作用。其次,在敌意收购制度框架下,限制表决权也是更经济、更便捷的选择。最后,强制处分股权存在过高的负外部性,有可能引发股价异常波动,影响证券市场稳定,同时,若将这种责任施加于所有违反权益披露的行为,则过于严苛,不符合比例原则。故强制处分股权责任能且仅能适用于危害性大、情节特别严重的违反

披露行为。综上,在无法确认违规交易行为无效的前提下,限制表决权已是防御敌意收购的最佳选择。

## 2. 收购框架下法律责任的比较法略考

日本与韩国都对“公开收购的披露”与“权益披露”进行了区分。在日本,两种披露都位于“企业信息等披露”章节,其法律责任皆未超出披露制度的法律责任。与日本不同的是,韩国并未将权益披露放入披露制度框架中,而是将其纳入收购制度框架。这不仅体现于权益披露规则所处的位置,而且反映于违反规则的法律任之中。在韩国《资本市场法》中,权益披露规则处于第3编第2章之“企业并购的相关制度”章节。在此影响下,无论权益持有者是否具有“影响发行人的经营权”之目的,皆有可能招致限制表决权的责任<sup>⑤</sup>。权益披露规则的法律任与其所处框架的关联性更为直接的例证来源于我国台湾地区相关规定。我国台湾地区权益披露规则原处于所谓“证券交易法”第二章“有价证券之募集、发行、私募及买卖”中,仅采用金钱罚款的方式惩处违反权益披露的行为。而在2017年进行所谓“企业并购法”的修订中,改采用限制表决权的方式对违反权益披露的行为进行惩处。

事实上,这种倾向在我国也有体现。权益披露规则现位于《证券法》中的“上市公司的收购”章节,《证券法》第213条与《收购管理办法》第75条规定了不得行使表决权的责任。《证券法》(二审稿)同样将限制表决权作为违反权益披露规则的法律任。就此而言,《证券法》(二审稿)的规定延续了我国将权益披露纳入收购制度框架的路径。

### (二) 表决权限制应平衡利益

限制表决权是符合敌意收购制度框架的法律任。但即便在敌意收购框架中,规则设计也不应向目标公司控制者或敌意收购者任意一方倾斜,而应以保护投资者权益作为出发点,这也是《证券法》目的之体现。敌意收购本就是一把双刃剑:即能够约束目标公司的控制者与管理层,提升公司治理效率,也可能“演变为收购方短期获利而公司长期受损的手段,甚至侵蚀实体经济的长期稳定发展”<sup>[10]</sup>。

有观点认为,我国目标公司可以采取的收购防御手段较少,完善上市公司收购制度应当从构建、完善及增加反收购规则的路径展开。但需要指出,收购防御手段较少并不意味着敌意收购的阻力较少。相反,我国成功的敌意收购并不多见,这正是我国上市公司敌意收购存在较大阻力的反映。我国与上市公司相关的诸多规章倾向于鼓励非敌意收购。在我国,对于敌意收购的抵御并不仅仅依靠法律手段,如在万科、诸爱建、ST生化等事件中,目标公司通过停牌这种极具中国特色的防御机制来抵御敌意收购。同时,收购者可以采取的措施也较为有限。如果赋予目标公司过于强大的权力与更多的权利的同时,没有赋予收购者相应的权利,或是通过其他方式予以平衡,控制权市场将会进一步萎缩。虽然敌意收购是否创造价值一直未有定论,但仅从经济效率的角度考虑,无论是理论分析还是实证研究,都存在支持敌意收购的强而有力的论据,如根据Jensen教授的研究,经济分析和证据表明,公司控制权市场无论是对股东、社会还是对作为一种组织形式的公司都有益

<sup>⑤</sup>《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。

处,仅仅是让公司的管理者们感到不舒服<sup>[11]</sup>。我国也有观点指出,包括敌意收购在内的公司收购有利于活跃资本市场,促进公司经营管理效率与水平的提升,有利于调整产业结构、培育新的经济增长点、改善行业布局、优化资源配置和产业链整合,这对于我国企业的“做大做强”具有极为重要的现实意义<sup>[12]</sup>。各国对于敌意收购的敌视态度,往往是因为敌意收购具有相当强的政治关联性,其制度设计往往不是纯粹效率判断的结果,而是政策选择的产物。如在欧盟的一些国家中,权益披露被用于阻止对本国企业的收购<sup>[13]</sup>,成为保护国内企业制度的一环。但政治选择通过实施机制也可实现。

为了更好地实现保护投资者之目的,权益披露要在保护目标公司控制者、管理层免于遭受不道德的收购活动与促进正常的收购活动这两大目标间进行平衡<sup>[13]</sup>。表决权限制是良好的敌意收购防御措施也意味着其对敌意收购有着极强的抑制效果。无差别的限制所有违反权益披露规则者的表决权会致使利益失衡。有必要采用更为灵活与缓和的实施机制,并对其他阻碍敌意收购的制度进行一定的修改,以对收购者进行适度保护。

### 三、表决权限制实施的具体路径

表决权限制的法律机制,由规范与实施机制两部分组成,两者分别为“纸面上的法”与“行动中的法”的体现。同采表决权限制规范的国家可能在实施机制上存在差异,进而导致法律规制差别迥异。若欲通过限制表决权方式平衡收购双方利益,不仅应设计合理的表决权限制规范,而且需要斟酌其实施机制。具体而言,限制表决权的法律责任,大致存在两种不同的实施路径:其一,私力执法式(Private enforcement)<sup>⑥</sup>。即私人主体通过提起民事诉讼的方式,请求法院限制违反权益披露者的表决权。如在美国,虽然 SEC 等公力执法者不倾向于采用限制表决权的法律责任,但在民事诉讼中不乏成功的例子。如在 GAF Corp. V. Milstein 案件中,法院禁止收购者行使表决权,直到违法行为被纠正,不利影响被彻底消除<sup>⑦</sup>。需指出,在普通法系,限制表决权为禁令,属于衡平法上的救济方式。在我国实践中,私力执法往往表现为公司通过董事会诉请法院,主张被告违反权益披露买入股票的行为无效,进而主张限制违规方的表决权:如成都路桥限制李某的表决权、\*ST 新梅限制“开南账户组”的表决权、西藏旅游限制胡某的表决权、荃银高科限制中植系的表决权。可见,在私力执法中,表决权受限往往是作为交易行为无效的逻辑延伸或替代路径而存在。其二,公力执法式(Public enforcement)。即由行政监管部门执法,限制违反权益披露主体的表决权。如 SEC 会在少数情形下限制违规者在一定时限内行使表决权。我国《收购管理办法》第 75 条也属于公力执法式。这一模式下,表决权受限是一种行政责任。

#### (一) 通过民事诉讼进行限制的不足

首先,遏制管理层的懒政,提升公司治理效率是敌意收购存在的重要价值。但私力限制表决权过于限缩敌意收购的空间,不利于收购者与被收购者的利益平衡。目标公司现有的控制者或管理层与违反权益披露的主体往往存在严重的利益冲突,为保障自身利益,无论是否存在懒政,都有足够的动力发动私力执法。限制违反权益披露者的表决权,这会导致提升公司治理效率的制度目标

<sup>⑥</sup>这里对执法的划分,借鉴了克拉卡曼等教授的分类框架。KRAAKMAN R et al, *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and Functional Approach*, p. 77-79.

<sup>⑦</sup>See GAF Corp. v. Milstein, 453 F.2d 709 (2nd Cir. 1971).

落空。且在我国,“被收购目标公司缺乏有效合法的反收购防御手段”<sup>[10]</sup>,这种情况下,目标公司现有的控制者或管理层更加有动力采用诉讼保护自身利益。此外,限制表决权的法律责任可能诱发来自目标公司及其实际控制人的道德风险<sup>[9]</sup>。采用私力执法模式会加剧此种风险。交给相对中立的公力机关,让其基于维护证券市场交易秩序、保护广大中小投资者的合法权益的目的进行执法,在限制不当的收购行为与通过收购促进公司治理效率之间达至平衡。

其次,若限制表决权属于民事责任,则需要将其纳入该国的民法及民诉法体系,需要进行制度寻踪。如在美国,限制表决权属于一种行为禁令,故需以“公司遭受了不可恢复的损害”为适用前提。法院也着重考察是否有足够证据证明此点。及于我国,则需探究为何目标公司及其控制者、管理层可以提起此种诉求?一种可能的解释路径是管理层是为了保护公司及公众投资者的利益限制表决权。在此路径下,应当考察管理层的限制行为是否符合其忠实与勤勉义务;具体来说则是通过目的与手段等标准分析此限制行为是否合理、正当,但我国法院能否胜任忠实与勤勉义务的审查不无疑问。这不仅要求法官拥有相当程度的公司证券法专业知识与审判经验,而且往往需要专门的商业纠纷司法法庭作为制度保障<sup>[14]</sup>,甚至需要判例法的灵活性予以应对。另一种路径是,控制者的反收购权或控制权等法益受到了损害<sup>[9]</sup>。这相当于承认了控制者享有反收购权或控制权的法益。即便不讨论这种法益是否值得保护。也需要判定此种民事责任的性质与构成要件。比如,是否属于侵权责任,若属于,则需要满足侵权责任的归责原则;需要将“考察的方向更多集中在是否能形成侵权法意义上的损害。需要有足够的证据证明被告是否存在故意侵害控制权的行为”<sup>[15]</sup>。

再次,在我国行为无效是不得行使表决权的前提,“国风集团、上海新梅及兴盛实业的做法是通过证明被告违反权益披露义务买入股票的行为无效,在此前提下要求其不得行使相应的股东权利”<sup>[5]</sup>。出于价值判断、技术难题等方面的考虑,我国《证券法》规定了交易结果恒定原则。在交易行为有效时,股东自然享有相应的股东权利,这也是反对限制表决权的重要论据。我国难以契合确认为有效的同时限制股东权利的实用主义进路,我国法院也很难像英美法院那样,将限制表决权作为一种衡平法上的救济措施,在法律未有规定时限制股东的表决权。

最后,民事诉讼机制还存在时间成本过高、难以统一标准等弊端。特别是在我国,既无成熟的法院应对相对复杂的证券案件,也无足够独立的法院来应对上市公司控制者的干预。

## (二) 通过证监会限制表决权符合我国既有制度

### 1. 通过证监会限制符合既有规定

在我国,依据现行法规定,限制表决权是一种由公力执法者实施的行政责任,公力执法限制表决权符合我国既有规定。首先,就主体而言。《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、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……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”。《收购管理办法》第 75 条至第 78 条,明确了有权责令改正的主体是作为公力执法者的中国证监会。其次,就行为的性质而言。《中国证券监督管理委员会证券期货市场监督管理措施实施办法(试行)》(证监发[2008]158号)第 9 条将“限制股东权利”列为“法律、行政法规规定的监督管理措施”;第 26 条对“限制股东权利”情况的列举也明确包括了中国证监会或其派出机构根据《证券法》第 213 条规定,限制上市公司的收购人行使表决权。《中国证券监督管理委员会行政复议办法》第 7 条明确将中国证监会或其派出机构责令限制股东行使股东权利列为可向中国证监会申

请行政复议的具体行政行为。在实践中,限制股东行使股东权利的决定是由证券监管部门依其行政职权依法作出的行政处罚。再次,在《证券法》《收购管理办法》等法律法规中,受到限制的权利仅限于表决权,不包括参加股东大会的权利、利润分配请求权、股东诉权等其他股东权利。这也能说明,表决权限制是一种行政责任,而不是交易行为无效所导致的股东权利受限。

事实上,《证券法》(二审稿)第126条也规定限制表决权的权力由监管部门享有。这些规定不仅明确指出公力机关是有限制表决权的主体,而且说明私主体无权限制表决权。因为“表决权是股东享有的基本权利,故对股东表决权的限制就必须由法律规定才能实施,至少也得由国务院制定行政法规予以规定才可予以限制”<sup>[1]</sup>。在法律未授权的前提下,无论是目标公司的控股者、管理层抑或目标公司本身都无权对表决权进行限制。

## 2. 通过证监会限制符合既有制度路径

我国采用证监会限制表决权的做法,不仅符合我国监管导向的收购监管模式<sup>[16]</sup>,而且跟我国证券市场重视行政监管、以行政监管为主导的制度环境密切相关。如学者指出,“许多发展中国家的政府,尤其是中国,对于把重要经济政策领域的问题交给法院解决非常犹豫,因为法院难以集中监控。”<sup>[16]</sup>可以说,这种执法模式的选择,符合我国证券市场的制度环境。

我国并未像美国那样,建立以司法机构为主导的收购实施机制。相反,无论是事前的预防性立法“法”还是事后的实施,都呈现出以行政监管者为主导的特征。公力执法实施机制符合上市公司中国有企业占据相当比例的国情,也反映了我国政府和大多数民众追求经济持续稳定发展,厌恶无序成本的价值偏好。交由私人发动诉讼,限制表决权会增加无序成本<sup>⑧</sup>。

证监会限制表决权这种公力执法的模式与制度环境的契合主要体现在:第一,在证券领域的实践中,我国法院经常需要以证监会的行政处罚为裁判依据,依赖于证监会的行政处罚认定。在证券领域,民事诉讼存在法无明文规定不处罚,法无明文规定不受理的传统。即便个别法院可以突破这一传统,但在不实行判例法的我国,这种突破的结果可能是类案异判,而非自发地生成出私力执法式的表决权限制实施路径。第二,相对于民事诉讼可能造成的类案异判,证券监管部门可以更好地保持执法的统一性。因为具有更高的统一执法性是证券行政监管的一般特征<sup>[17]</sup>。同时,作为专业监管机构的证券监管部门,拥有更加专业的人员和机构,也具有更强的执法能力。

不可否认的是,公力执法存在易被监管捕获、标准透明度低等弊端,但这并不构成抛弃公力执法,放弃既有制度路径的理由。其固有问题也可在现有制度下得到缓解甚至是解决,而不必然需要改革。并且,改革的效果并非通过制定特定的规范就可实现,而是需要整体制度的变革。虽然公力执法模式有可能给予证券监管部门偏离中立本位,直接干预市场的机会。但在我国的上市公司收购场合,监管部门既不是也难以作为中立的监管者存在。在我国,相当比例的上市公司是“从原国有企业改制而来,其控股股东往往是代表国家行使所有权的各级政府”<sup>[18]</sup>。即便上市公司不属于此类企业,其控股股东或管理层与地方政府也存在千丝万缕的联系。与之相对,收购者尤其是采用金融资本的收购者从关系与利益上来说是外来户。法院抵御捕获有赖于司法系统的独立性。若地方法院未能在人财物等方面独立于地方政府,其也存在被捕获的可能。这种情况下,中央的行政监管部门比地方法院更值得信赖。

⑧按照美国经济学家提出的指标体系,无论是私人秩序还是私人诉讼,其无序成本都要高于政府监管。



此外必须指出,公力执法者不负有限制表决权的义务,而具有相对宽泛的,决定是否限制的裁量权。不得行使表决权并不是必然的结果。因为限制表决权属于行政处罚。在责令下达之前,收购人有权行使表决权,其表决行为合法有效,目标公司的股东或管理层无权以此为由撤销股东会决议或主张股东会决议无效。此外,责令不具有追溯效力。责令下达之前作出的表决行为,其效力不受其影响。如此,也能避免股东会决议效力的不确定性。

## 四、限制表决权路径下的规则完善

### (一) 限制表决权的适用范围

#### 1. 纳入披露框架则无须限制表决权

如前所述,若将权益披露视为一种披露规则,其规范的目的在于保障投资者的知情权,应当采用金钱罚或刑罚的方式惩处,而不应当适用限制表决权的法律责任。这一完善路径虽然具有一定的理论基础与实践依据。但将权益披露纳入披露制度框架与我国既有的路径并不一致,在完善权益披露规则的讨论中也未成为有力说,并未形成思想共识,故在短期内难以实现。对此,也可从《证券法》(二审稿)的规定中得到印证。故下文将在收购制度框架的定位下,探讨限制表决权的适用范围。

#### 2. 收购框架下无须限制非收购者的表决权

我国将“上市公司的收购”与“相关权益变动活动”皆放入上市公司收购章节,并未对两者进行有效区分,这可能会引起混淆,将一些并不涉及公司控制权变动的投资行为看成上市公司收购。若将限制表决权视为一种收购防御机制,基于非收购目的而大额持有权益的主体自然不在其规制范围内。“如果把这种行为也说成上市公司的收购行为,就使得收购制度与客观事实存在严重不符”<sup>[21]</sup>。比如,在何某增持卓翼科技、方某增持贵糖股份等事例中,主体基于套利等财务投资目的增持目标公司的股份。对于这类行为,便无须通过限制表决权的方式惩处。限制表决权也无法阻断套利目的。不仅如此,过于宽泛的规制可能将并不涉及公司控制权变动的行为,“也有意或无意地归为上市公司收购事项,甚至导致频繁的市场跟风炒作,引起股价非正常异动”<sup>[5]</sup>。这也是一些国家或地区虽将权益披露整体纳入收购制度框架,但仍旧根据持有目的之不同适用不同法律责任的原因。

从逻辑分析与精准定义等角度,应对“上市公司的收购”与“相关权益变动活动”进行细致区分。但必须指出,“上市公司收购法律制度是与控制上市公司相关联的一系列制度,即使收购人没有取得上市公司控制权,甚至不具有控制目的,只要持股比例达到申报、披露及强制要约收购的门槛,也必须遵守上市公司收购的法律规定”<sup>[19]</sup>。从监管成本的角度考虑,由于相关权益变动与公司收购的初期在客观事实上几无差别,两者差异仅在于投资者主观目的不同,这使得“在投资者未作主动说明的情况下,投资人是否以收购为目的实难分辨”<sup>[1]</sup>。更何况,主体的目的可能会随着时间的推移而改变,原本以为增持财务目的的投资者也可能在增持后谋求公司的控制权。综合而言,考虑到我国的具体国情,就“仅对意在参与公司治理、获得目标公司控制权的违反权益披露的主体限制表决权”,可以采用控制意图推定模式对主观目的进行区分,即凡是投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到5%,而未作出报告,通知上市公司,并予以公告,便推定该投资者具有参与公司治理,获取控制权的意图,证券监督管理机构便可限制其表决权。

但投资者可以举证自己持有股份是基于其他意图,从而免除适用表决权限制的法律責任。在投资者通过提名董事等行为表明自身参与公司治理的意图时,则不可推翻。如此设计,可将举证成本转嫁给违反权益披露规则的主体,避免个案认定所带来的高昂监管成本。

表决权受限的股份仅限于违反权益披露规则获得的股份。之前合法持有的股份对应的表决权不受影响。如此设计,有助于对“上市公司的收购”与“相关权益变动活动”予以区分,也更加符合比例原则。就此而言,《收购管理办法》规定违规者“持有或者实际支配”的股份都需受到限制的规定,不仅过于严苛,而且存在违反《证券法》规定的嫌疑<sup>[5]</sup>。

## (二) 取消慢走规则

在我国,慢走规则与权益披露规则相配套。若采用限制表决权作为权益披露规则的法律責任机制,投资者知情权已经可以得到较好的保护,无须再采用慢走规则。

与广泛地存在于多个国家的权益披露规则不同的是,慢走规则是我国特有的规则。据学者考察<sup>[20]</sup>,其他国家或地区并未出现与慢走规则相同或类似的规则。慢走规则的作用主要体现在防止市场操纵。“在证券市场上,大股东增减持股数量会对股票价格产生较大影响,适当控制其买卖股票节奏,使其股票买卖过程暂时停止,有助于防止大股东滥用特殊优势与地位操纵证券市场,保护其他社会公众投资者的利益”<sup>[21]193</sup>。

慢走规则虽具有以上功效,但其负面效应也不容忽视:在收购场合,这一规则的实施会增加收购成本、降低收购效率、延缓收购进程。这不仅加大了收购者的资金成本,迫使收购者面临现金流断裂的风险,而且会逼迫收购者以高价购进大量的股票,从而抑制收购活动,限制控制权市场的发展<sup>[21]</sup>。在一般场合,一方面此规则对大额持股的主体极不公平。倘若适用权益披露规则所造成的搭便车还可认为是保护投资者权益所必须忍受的副产品,那么适用慢走规则所造成的,其他投资者肆无忌惮的搭便车,但大额持股主体自身被禁止上车的局面,则未免过于不公。毕竟投资计划是后者经过辛苦研究,精心设计的私人成果。在大额持股的主体并未具有任何违法行为的情况下,仅因投资者保护此种公共利益便对其施加行为禁令是否具备法理基础?这种限制又是否符合比例原则?另一方面,此规则也与证券市场的流通性相背离。流通性是证券市场的生命,证券的价值与流通的便利程度密切相关。主体愿意将资金投入证券市场,不仅是因为证券具有增值的可能,而且在于证券易于变现。在换手率极高的我国证券市场,流通性的重要性不言而喻。限制证券的流通不仅损害了证券持有者的利益,而且也损害了整个证券市场的发展。总之,慢走规则这一具有实用主义倾向的规则,其法理基础值得商榷。

不仅如此,慢走规则适用的环境也已发生改变:第一,慢走规则制定初期,我国证券市场各项制度还不够成熟和完善,设置“慢走规则”有助于不成熟的市场参与者拥有更多的时间吸收、消化影响股市价格的信息<sup>[20]</sup>。彼时由于技术的原因,证券信息传递不够及时和通畅,“慢走规则”可以保证市场参与者有效地获得资讯。在市场参与主体成熟度提高,证券信息传播迅速的当下,是否还有必要继续保留慢走规则?即便市场参与主体的理性尚未达到快速吸收、消化大额持股信息的程度,又是否有必要通过这种“父爱式”的培育让投资者的理性得以提升?第二,我国证券市场设立之初存在流通股与非流通股之分。因为流通股的比例一般只占上市公司已发行股本的25%,所以参与集中竞价交易的流通股的数量较少,“在供不应求的股票供应格局下,少数大比例的交易就足以影响目标公司流通股的价格,所以监管层不允许通过证券交易所的竞价交易发动‘突然袭击’式的‘恶意

收购’”<sup>[21]</sup>,但现在市面上流通的股份数大大增加,慢走规则创设之初的市场结构已不存在。并且,抑制市场操纵也完全可以通过事后手段进行。若大额持股变动构成了操纵市场行为,自然可以通过相关法律责任机制予以惩处,无须对所有的大额持股变动施加事前的禁令。

不可否认,权益披露所具有的功能远不止信息披露与防御敌意收购两种,这也能在一定程度上回应,为何披露与敌意收购的双重框架不能对所有的立法例具有解释力。就此而言,披露与收购的双重框架仍然是一种简化版的权益披露规则研究视角。本文倡导在双重框架下研究违反权益披露规则的法律机制的目的在于呼吁更加精细的分析权益披露规则定位,更加理性地看待比较法现象:若将权益披露规则纳入收购制度框架内,作为后者的附属,则倾向于设置限制表决权的法律责任。反之,若权益披露规则独立于上市公司收购制度,则不倾向于设置限制表决权的法律责任。

完善违反权益披露规则的法律机制,提升违反权益披露规则的成本已基本成为学界共识。“将某一体系行之有效的政策措施移植到另一体系中未必管用,应当设计不同的规制措施,在有差别的体系中守望正义”<sup>[22]</sup>。确定制度是否可以发挥作用的一个重要因素是该制度是否尊重既有的立法传统,是否与既有的制度路径与环境相契合,在我国已将权益披露规则置于“上市公司的收购”章节,在作为收购防御规则的前提下,宜将限制表决权作为违反权益披露规则的法律机制。基于同样的理由,应当重视《收购管理办法》等现行规范中关于限制表决权的相关规定。除非有足够充分且正当的理由,否则不应当改变现有模式,改为采用私人主体民事诉讼的实施机制。相应地,在采用限制表决权的法律机制的同时,应当放松乃至取消慢走规则,让各方利益更好地达至平衡。

#### 参考文献:

- [1] 陈洁. 违规大规模增持股票行为的定性及惩处机制的完善[J]. 法学, 2016(9): 105-112.
- [2] 叶林. 证券法[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2000.
- [3] 朱锦清. 证券法学[M]. 3版. 北京: 北京大学出版社, 2011.
- [4] 张巍. 资本的规则[M]. 北京: 中国法制出版社, 2017: 326.
- [5] 莫壮弥. 试析违反权益披露义务的法律机制[C]//洪艳蓉. 金融法苑. 北京: 中国金融出版社, 2016.
- [6] 庄玉友. 本金融商品交易法信息披露制度研究[M]. 北京: 人民大学出版社, 2010: 141.
- [7] 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[M]. 北京: 法律出版社, 2015: 927.
- [8] 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, 19(3): 150-163.
- [9] 姚瑶. 公司收购中违反大额持股申报义务的法律机制: 基于“上海新梅案”的分析例证[J]. 河北法学, 2017, 35(2): 177-188.
- [10] 傅穹. 敌意收购的法律立场[J]. 中国法学, 2017(3): 226-243.
- [11] JENSEN M C. Takeovers: Their causes and consequences[J]. Journal of Economic Perspectives, 1988, 2(1): 21-48.
- [12] 中国证券监督管理委员会. 中国上市公司并购重组发展报告[M]. 北京: 中国经济出版社, 2009: 19-20.
- [13] 张子学. 完善我国大额持股披露制度的若干问题[C]//张育军, 徐明. 证券法苑. 北京: 法律出版社, 2011.
- [14] KAHAN M, KAMARE. The myth of state competition in corporate law[J]. Stanford Law Review, 2002, 55(3): 679-750.
- [15] 翟宣任, 肖宁卉, 郑艳. “违规举牌”的法律后果研究: 基于\*ST新梅案的思考[J]. 金融理论探索, 2017(2): 55-61.
- [16] 约翰·阿莫, 杰克·雅各布, 柯提斯·米尔霍. 敌意收购机制在发达国家以及新兴市场中的演进[C]//洪艳蓉. 金融法苑. 北京: 中国金融出版社, 2015: 314.
- [17] 缪因知. 中国证券法律实施机制研究[M]. 北京: 北京大学出版社, 2017: 51.
- [18] 彭冰. 中央和地方关系中的上市公司治理[J]. 北京大学学报(哲学社会科学版), 2008, 45(6): 75-83.

- [19]西北政法大学课题组.上市公司收购法律制度完善研究[C]//黄红元,徐明.证券法苑.北京:法律出版社,2014:254.
- [20]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[J].证券市场导报,2013(1):72-78.
- [21]郑彧.上市公司收购法律制度的商法解读[J].环球法律评论,2013,35(5):71-83.
- [22]小约翰·科菲.美欧公司丑闻差异的股权解释[C]//吴敬琏.北京:中信出版社,2005:131.

## Legal liability in violation of the rules of report on a large number of holdings shares

WANG Xiangchun

(*Law school, Central University of Finance Economics, Beijing 100881, P. R. China*)

**Abstract:** There are many kinds of legal liability mechanisms in violation of the rules of report on a large number of holdings shares, and the setting of legal liability is closely related to the positioning of the rules of report on a large number of holdings shares. After comparative study, the rules of report on a large number of holdings shares in some countries are incorporated into the disclosure system framework and others are incorporated into the takeovers system framework. In the former, the main legal liability is money penalties. In the latter, the main legal liability is limiting the voting rights. The legal liability mechanism of limiting the right to vote can be divided into two modes: the civil action of the private subject and the law enforcement of the public authority. According to the existing normative path and institutional environment in China, it is advisable to adopt the legal liability of limiting the voting power by the public authority, which can better strike a balance between restricting inappropriate takeovers and promoting the efficiency of corporate governance. On this basis, we should relax or even cancel the slow walking rule, reduce the takeover cost, and promote the development of corporate control market, so as to offset the negative impact of restricting voting rights on the control market, maintain a neutral position on corporate takeover, and better balance the interests of all parties.

**Key words:** report on a large number of holdings shares; takeovers; limit the voting rights; investor protection; public enforcement

(责任编辑 胡志平)