

## 违规大规模增减持股票行为的定性及惩处机制的完善

● 陈 洁 \*

· 【内容摘要】 对于证券市场上违规大规模增持、减持股票行为,我国证券监管机构的行政执法往往依据《证券法》第 193 条对其中违反权益披露规则的行为以违反信息披露义务定性处置,而对违反慢走规则的买卖股票行为几无对策。事实上,违规大规模增减持股票行为在相关条件成就时完全可能构成内幕交易并引发相应责任。至于违规增持超过 5% 部分股票的表决权问题,我国立法应该基于财务投资行为与收购行为的性质差异分别设定不同的表决权限制后果。相应地,借鉴域外经验,我国证券法可对违反权益披露规则的行为施以刑罚,从而加大对此类行为的惩处力度,提高市场的公正性和透明性,以切实维护投资者的合法权益。

【关键词】 权益披露 内幕交易 表决权限制

我国《证券法》第 86 条确立了权益披露规则和慢走规则,<sup>[1]</sup>即投资者持有某一上市公司发行在外的股份达到 5% 时,应当及时进行信息披露并报告,并且在一定期限内不得买卖该公司股票。以此为基础,当该投资者所持股份每增减 5% 时,需履行同样的义务。但在实践中,由于立法疏漏、行政惩戒不力以及民事救济手段不畅等原因,投资者所持股份达到法定比例未依法披露而继续买卖的行为屡禁不止,引发了诸多诉讼。从九龙山股份有限公司到东方银星股份公司,从西藏旅游股份有限公司到上海新梅置业股份有限公司等,这些公司个别股东制造的大同小异的违规增减持股份事件在给上市公司的正常运营带来极大困扰的同时,也给我国资本市场的健康发展造成了不利影响。

立足于我国当前资本市场的立法与执法实践,如何超越常规的单线性的法条规制路径,从证券市场的综合治理以及可能挖掘的立法、执法资源出发,寻求杜绝违规大规模增减持股票行为的惩处机制成为研究的重点。故此,本文在业界前期探讨的违规买卖股票合同效力、买卖行为性质等问题的基础上,拟对违规大规模增减持股票行为是否构成内幕交易、如何限制违规增持部分股票的表决权以及对违规增减持股票行为施加刑事责任等问题发表浅见,希冀能对推进相关问题的科学立法和有效执法有所助益。

### 一、违规大规模增减持股票行为是否构成内幕交易

依据我国《证券法》第 86 条之规定,投资者持有某一上市公司发行在外的股份达到 5% 时,构成法律上的信息披露时点,此时的投资者是法律规定的信息披露义务人,必须履行相应的信息披露义务,违

\* 作者单位:中国社会科学院法学所。

[1] 我国《证券法》第 86 条规定:“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。”

反此规定(不管是否有继续买卖股票行为)本身都构成违反信息披露义务的行为。对此定性,理论与实务界皆一致认同,但对违反信息披露义务后大规模增减持股票的行为是否构成内幕交易,从执法实践看,并无此先例。行政执法依据我国《证券法》第193条对违反权益披露规则行为以违反信息披露义务定性处置,而对违反权益披露规则后的大规模增减持股票行为似乎束手无策或置若罔闻。<sup>[2]</sup>鉴此执法现状,笔者以为,对违反权益披露规则继续增减持股票行为似可在相关条件成就时以内幕交易予以惩处。暂且撇开与本文探讨语境不甚密切的泄漏内幕信息或者建议他人买卖相关证券的内幕交易类型,依据我国《证券法》第76条之规定,典型的内幕交易是指证券交易内幕信息的知情人在内幕信息公开前买卖相关证券的行为。同时《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)》(以下简称《内幕交易认定指引》)第2条<sup>[3]</sup>规定了内幕交易认定的三个构成要件——内幕信息知情人、存在内幕信息、当事人利用内幕信息从事了买卖相关证券的行为。由于《证券法》第74条<sup>[4]</sup>第2款明确规定“持有公司百分之五以上股份的股东”是“证券交易内幕信息的知情人”,所以违反权益披露规则大规模增减持股票行为者是内幕交易主体的问题当无争议,<sup>[5]</sup>在此前提下,从法理和逻辑上看,违反权益披露规则增减持股票行为是否构成内幕交易仅需考虑如下几个问题。

第一,持股5%以上股东持股情况发生多大变化的信息才能构成内幕信息?

我国《证券法》对内幕信息的界定采取了抽象概念与具体列举相结合的体例。依据该法第75条<sup>[6]</sup>之规定,《证券法》第67条第2款所列之重大事件皆属内幕信息。而据《证券法》第67条第2款第(八)项之规定:“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”即属“重大事件”。具体结合违反权益披露规则大规模增减持股票之行为,则持股达5%以后的股东继续买卖股票的数量若发生较大变化,该变化信息构成内幕信息;若变化不大,该信息就不构成内幕信息。申言之,大股东增减持股票内容是否构成内幕信息在实质上取决于持股变化的幅度,或者说是买卖股份的数量。是故,如何理解“较大变化”即成为内幕信息问题的核心。

对“较大变化”的探讨实际上与内幕信息的根本要素“重大性”密不可分。综观成熟资本市场国家或地区的立法,虽然对内幕信息的界定不尽相同,但是判断内幕信息的两个根本要素并无差别,即重大性和未公开性。我国《证券法》规定的内幕信息的抽象概念和明确列举的类型也体现了这两个要素。所谓重大性,又称实质性,是指信息对证券价格具有重大或显著影响。《内幕交易认定指引》第9条规定:“对证券交易价格有显著影响,是指通常情况下,有关信息一旦公开,公司证券的交易价格在一段时期内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离,或者致使大盘指数发生显著波动。前款所称显著偏离、显著波动,可以结合专家委员会或证券交易所的意见认定。”

在学理上,判断持股变化是否构成相关证券价格的显著偏离或显著波动,应结合上市公司的具体情况,包括上市公司的总股本和流通股本、上市公司的股权结构、市场交易状况等有关因素进行具体分析,

[2] 参见中国证券监督管理委员会宁波证监局[2015]1号《行政处罚决定书》。

[3] 内幕交易是指证券交易内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前买卖相关证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖相关证券的行为。

[4] 我国《证券法》第74条规定:“证券交易内幕信息的知情人包括:(一)发行人的董事、监事、高级管理人员;(二)持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员,公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员;(三)发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员;(四)由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员;(五)证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的人员;(六)保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员;(七)国务院证券监督管理机构规定的其他人员。”

[5] 因篇幅所限,本文暂且不去讨论“股东”与“一致行动人”的差异问题。

[6] 我国《证券法》第75条规定:“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。下列信息皆属内幕信息:(一)本法第六十七条第二款所列重大事件;(二)公司分配股利或者增资的计划;(三)公司股权结构的重大变化;(四)公司债务担保的重大变更;(五)公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十;(六)公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任;(七)上市公司收购的有关方案;(八)国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。”

不能单纯地依据买卖股票的绝对数量值作为判断标准。但是,鉴于每起股份交易都要依靠专家委员会或证券交易所的意见认定其是否构成较大变化并进而判断是否构成内幕信息明显缺乏效率,且这种因个股随机认定的方式也无法给市场主体以明确的指导和规范作用,因此,从平衡立法可能与执法成本的角度出发,通过立法明确“较大变化”的具体数值比例仍属问题解决之上策。

对此,不妨可参考域外经验以及我国现有的相关规范。美国1934年《证券交易法》第13(d)-2(a)规则规定,在取得5%受益所有权后,发生任何重要的变化都必须马上申报更正。在数量上等于或超过一类证券1%的收购或该证券的受益所有权的处置将被认为是“重大的”;少于此数量的收购或处置也可能是重大的,具体取决于事实和情况。<sup>[7]</sup>日本《金融商品交易法》第27条规定,负有提交大量持有报告书义务的人,在成为大量持有者之后,持有的有价证券增加或减少1%以上,或者大量持有报告书中应当记载的其他重要事项发生变更的,应当自发生日之后5日之内,向内阁总理大臣提交变更报告。韩国《资本市场法》第147条第1款规定,“若其持有股份数的合计变动超过该股份总数的百分之一以上的,自其变动之日起五日以内,应将其变动内容按照规定方法,向金融委员会和交易所报告。”我国香港特别行政区《证券及期货条例》第XV部分第308条规定,当投资者对某一上市公司已公开发行的某一类股份的持股量百分率数字上升或下降,导致其拥有的权益跨越某个处于5%以上的百分率整数,如投资者A持有的某上市公司的股份权益由6.8%增至7.1%,即跨越了百分率整数7%,此际,投资者即有义务在该事项发生之日起3个工作日内向香港联交所及上市公司进行具报。<sup>[8]</sup>相形之下,尽管我国《证券法》第86条也规定了在持股5%的基础上,投资者所持股份每增减5%要履行披露义务,但在股权分置改革完成且上市公司股本不断扩大、股权日益分散的情形下,5%的幅度难免过宽。《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》对“控股股东、实际控制人通过证券交易系统买卖上市公司股份,每增加或减少比例达到公司股份总数1%时,应当在该事实发生之日起二个交易日内就该事项作出公告”的规定颇值参考。基于此,笔者认为,在投资者持股5%以后,增减持数量达到或超过公司股份总数的1%时将之认定为“较大变化”是可行方案,此时该信息也就可被认定为内幕信息。

第二,持股情况发生“较大变化”的信息未公开前再次买卖股票的行为才构成内幕交易。

内幕信息的另一个构成要素是未公开性。《内幕交易认定指引》第10条也规定,从内幕信息形成之日起至内幕信息公开或该信息对证券的交易价格不再有显著影响时止,为内幕信息的价格敏感期。对违反权益披露规则的大规模增减持股票行为而言,持股情况发生较大变化的信息公告前为内幕信息敏感期。依据我国《证券法》第76条的规定,内幕信息知情人在拥有上述持股发生较大变化的信息后,利用该信息进行的交易构成内幕交易。换言之,持股5%以上股东在大规模增持后必须再从事至少一次的交易,不管这次交易金额大小都构成内幕交易。<sup>[9]</sup>但现实的难题却是,若投资者一次性越过5%门槛增持到位后不再买卖股票,就无法对该行为以内幕交易处置,只能以违反信息披露义务处理。在此情形下,试图发挥内幕交易的威力惩处该行为的意图难免会落空。

此处需要说明的是,若持股5%以上的投资者已意图大量继续增持股份后,将此确定的意图泄露给他人或建议他人购买股票,该投资者的行为也构成内幕交易,只是这里的内幕信息是指涉及“公司股权结构重大变化”的信息,不属于本文探讨的“重大事件”范畴。

第三,违反权益披露规则大规模增减持股票行为是否存在内幕交易的豁免情形?

我国《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。”对此,有观点认为,这

[7] 参见[美]路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第448页。

[8] 参见田冰川、曹硕主编:《香港上市公司监管案例评析及合规指南》,法律出版社2007年版,第649页。

[9] 我国证券法对内幕交易制度的设计没有考虑诸如小额豁免等例外规则。

是豁免违规增持股票行为构成内幕交易的规定。<sup>[10]</sup>对此观点笔者不予苟同。证券法是以信息披露为核心构建的资本市场监管法律体系,强制信息披露的理念贯穿了所有制度的设计与实施。就上市公司收购而言,各国处理收购违规行为的理论基础就是“持有重大非公开信息时禁止交易”,但为了兼顾收购事件隐密性的需求,证券法就要通过制度设计来保证投资者公平博弈与鼓励公司收购行为之间的利益平衡。一方面,披露制度应该要求收购方尽早地披露尽可能多的情况,使投资者能够掌握更加充分的信息,从而对证券价值作出判断;另一方面,也要确保披露制度不会导致目标证券价格变动过快,增加收购方的收购难度和收购成本。<sup>[11]</sup>是故,我国证券法设计了持股5%的信息披露起点,以及在此基础上该投资者所持股份每增减5%时才需要履行披露义务等规则。这些规则才是《证券法》第76条第2款规定的“另有规定”之本意。

事实上,从我国证券立法和实践看,对持有公司股份达到5%的股东,均将其视为公司的大股东并附随了大股东所应尽的相关义务,如《证券法》第47条、第67条、第74条、第76条、第86条、第129条分别规定持股5%以上的股东负有信息披露、禁止或限制交易、交易获利上缴等一系列义务。<sup>[12]</sup>作如此规定之理由,就是要确保证券市场的透明公平。若以收购为由就可以豁免这些义务,是对收购制度更是对作为证券法基石的信息披露制度的误解。

## 二、违规增持超过5%部分股票的表决权限制问题

探讨超过5%比例部分股票的表决权限制问题,首先需要解决违反权益披露规则买卖股票行为的效力问题。因为只有买卖合同有效的基础上,才涉及到表决权的行使问题。

对违反权益披露规则和慢走规则买入超过5%比例部分的股票,有观点认为,由于该买卖股票行为违反了在特定期限内“不得再行买卖该上市公司的股票”的强制性规定,构成了我国《民法通则》、《合同法》关于“违反法律、行政法规的强制性规定”的合同无效情形,因而该交易行为无效。<sup>[13]</sup>该观点忽略了证券市场的特性,对证券市场特殊交易行为未能遵循“特别法优于一般法”的基本原则。事实上,基于证券买卖合同所具有的强烈的不特定性和涉众性,以及证券交易在标的物价格判断依据和价格形成机制、交易规则、影响证券交易安全的因素等方面与普通的买卖合同有着显著差异,<sup>[14]</sup>为了保证交易秩序、交易安全和资本市场的稳定,我国《证券法》第120条规定:“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。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。”也正是基于此,不仅违反慢走规则的股票买卖合同有效,即便是内幕交易、操纵市场过程中的买卖股票合同也皆有效。

目前市场各方普遍关注的问题是:对违反权益披露规则和慢走规则增持的超过5%比例部分的股票能否依据《收购管理办法》第75条之规定对其实施表决权限制?对于此问题各地证监局的执法实践并不一致。

### (一)《收购管理办法》第75条有关表决权限制的规定不具有法律效力

《收购管理办法》第75条规定:“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,未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的,中国证监会责令改正,采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。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。”此条规定之所以不具备法律效力,理由有二。

[10] 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。

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

[12] 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。

[13] 同上注。

[14] 参见陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第93页。

1. 对权利的限制只能依据法律作出。我国《立法法》第8条规定,对民事基本制度、基本经济制度只能制定法律。<sup>[15]</sup>依此规定,对民事主体基本权利的限制只能依据法律作出,这是不容违反的基本法理。《立法法》第9条还规定:“本法第八条规定的事项尚未制定法律的,全国人民代表大会及其常务委员会有权作出决定,授权国务院可以根据实际需要,对其中的部分事项先制定行政法规,但是有关犯罪和刑罚、对公民政治权利的剥夺和限制人身自由的强制措施和处罚、司法制度等事项除外。”申言之,涉及基本制度尚未制定法律的情形,也可由全国人民代表大会及其常务委员会授权国务院对部分事项制定行政法规予以处置。

依公司法理,投资者在买入股票后,成为上市公司的股东,从此投资者基于股东资格享有从公司获得经济利益并参与公司管理的权利。其中的股东表决权是股东权的核心内涵,属于共益权的范畴,表现为对公司经营决策的参与和对公司机关行为的监督与纠正。有学者指出:“在股东权益中,对股东最有价值的莫过于股利分配请求权和董监事选举权,前者可满足股东的经济需要,后者则可满足股东对公司经营管理阶层的人事控制需要,而这两种权利之实现莫不以股东表决权之行使为前提。”<sup>[16]</sup>正是由于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。《收购管理办法》在法律位阶上充其量只是属于部门规章性质,根本无权对股东的基本权利作出限制。

2.《收购管理办法》第75条是对《证券法》的严重越位。在执法实践中,下位法的监管措施若直接与作为上位法的法律规定相冲突,就是对上位法的严重越位。

我国《证券法》第213条明确规定:“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,给予警告,并处以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。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”如何界定本条中的“收购人”,业界的意见不一。笔者以为,如果不加辨别是否具备收购目的,而把所有持股5%以上的投资者均视为收购人既不符合立法本意也不符合市场实践。

首先,尽管我国《证券法》把权益披露规则放在“上市公司收购”章节中,但其实质上并未对持股达5%以上且未达30%的投资者按照收购制度予以严格规范,只是要求信息披露。具言之,投资者持股比例达到5%时要求进行权益披露,持股比例达到5%以上20%以下时要求进行简式权益披露,持股比例达到20%以上30%以下时则要求进行详式权益披露。因此,持股比例达5%以上的股票购买人虽然构成了法律上的信息披露义务人,但并不当然等同于对公司进行收购的收购人。尽管在强制性要约收购临界点之下的重大交易行为不能完全排除购买方获得上市公司控制权的意图,但这并不能说明任何重大的交易(如5%以上股份)都可构成“上市公司的收购”<sup>[17]</sup>。

其次,在实践中,许多大额持股行为并不以上市公司收购为目的,而纯粹是出于财务投资的目的抑或是出于影响公众公司治理的目的而有意甚至无意地达到了5%的披露临界点。<sup>[18]</sup>因此,我们不能排除投资者以套利为目的而在短期内从事超过特定比例股份的套利交易,若把这种行为也视为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>[19]</sup>

[15] 我国《立法法》第8条规定下列事项只能制定法律:一是国家主权的事项;二是各级人民代表大会、人民政府、人民法院和人民检察院的产生、组织和职权;三是民族区域自治制度、特别行政区制度、基层群众自治制度;四是犯罪和刑罚;五是对公民政治权利的剥夺、限制人身自由的强制措施和处罚;六是对非国有财产的征收;七是民事基本制度;八是基本经济制度以及财政、税收、海关、金融和外贸的基本制度;九是诉讼和仲裁制度;十是必须由全国人民代表大会及其常务委员会制定法律的其他事项。

[16] 刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社2004年版,第76页。

[17] 同前注[11],郑成文。

[18] 参见张子学:《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页。

[19] 参见隋艳坤、尚浩东:《上市公司收购概念的界定》,《经济师》1999年第12期。

最后,《收购管理办法》第75条特意强调“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”,恰恰说明权益变动与收购是两个概念,应加以区分,不可完全混同。第75条之所以要突破《证券法》第86条之规定,是意在弥补《证券法》第193条规定之不足,但是,再好的立法意图也应通过合法的方式予以实现。

综上分析可见,《证券法》仅仅规定“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”,而《收购管理办法》第75条将其扩展到需要权益披露的所有投资者,致使表决权限制的对象范围过大,无疑是对《证券法》的严重越位。

## (二)我国未来立法应对表决权的限制行使有所区分

目前域外立法对违反收购披露规则和权益披露规则获取的股份表决权限制问题所持的态度并不一致,有的立法是对两种情形都予以表决权限制,有的则只是针对收购目的的表决权予以限制。例如,韩国《资本市场法》第150条规定,未依据本法第147条(大量持有股份等状况的报告)第1款、第3款和第4款的规定进行报告者,在总统令规定的期间内,对于超过表决权发行股份总额5%的违反份额,不得行使表决权。该法第145条规定,违反本法第133条(公开收购的适用对象)第3款或者第134条(公开收购公告和公开收购申报书的提交)第1款、第2款规定的,自收购之日起不得行使该股份(包括因行使与该股份等相关权利等而取得的股份)的表决权;同时,金融委员会可以责令其在6个月以内处分该股份等。我国台湾地区原先对两种情形并未规定表决权限制,但2015年7月,台湾“企业并购法”增订了第27条之一及之二,其中增订之二条文规定:“为并购目的,依本法规定取得任一公开发行人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,向证券主管机关申报其并购目的及证券主管机关所规定应行申报之事项;申报事项如有变动时,应随时补正之。违反前项规定取得公开发行人已发行有表决权之股份者,其超过部分无表决权。”

权衡上述两种立法,笔者认为,在理论上对于两类不同性质的行为的监管侧重点理应有所不同。上市公司收购是以谋求公司控制权为目的,纯粹的财务投资的大额持股通常不谋求公司控制权,因而大额持股在多数情况下只是表现为持股达到一定数量与比例这一客观事实。在此意义上言,对违反权益披露的大额持股超额部分实施表决权控制无甚必要。但实践中,由于大额持股与公司收购的初期表象几无差别,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。故此,立足于我国国情,针对我国长期以来对违反权益披露规则以及收购监管执法不力的现状,从降低监管成本追求监管高效的目的出发,我国立法对两种情形皆予以表决权限制也不失为一种便利之举。但即便如此,表决权限制的时间与方式也应该有所差异,即根据大额交易与控制权变动的性质不同分别设定表决权限制的不同法律后果:对于不发生控制权变动的大额交易,可以规定在一定期间内,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。而对以公开收购为目的的违规取得股份的表决权,可规定永久“不得行使表决权”,或者由监管部门责令在一定期限内予以处分。

## 三、引入刑罚机制是惩处违规大规模增减持股票行为的必要手段

### (一)从防范系统性风险的高度来认识权益披露制度的重要性

我国《证券法》出台伊始,就是将权益披露视为上市公司收购的预警机制进而纳入上市公司收购信息披露监管的范畴,因此,权益披露规则亦被称为“持股预警披露制度”或“大额持股申报制度”。尽管该规则在美国推出的初衷确实只是为了建立提醒市场投资者的收购预警机制,但是随着全球资本市场规模的不断扩大、市场流动性的增强以及各类专业机构投资者队伍的壮大,从世界范围看,权益披露规则的主旨已经逐步扩展为提高市场透明度、促进市场效率、优化上市公司治理、防范操纵市场与内幕交易、保护公众投资者利益等多元面向。更为重要的是,时至今日,如何从防范金融市场系统性风险的高度来认识权益披露规则的重要性已成为迫切需要关注的现实课题。正如2001年澳大利亚证券与投资

委员会在《投资基金:收购与大额持股救济》咨询报告中所明确指出的,大额持股披露制度的目的并不仅仅限于该报告所称的识别公司的控制人、收购者或者潜在收购者,还在于任何大额股份控制身份及其取得股份条款的信息都是对市场有用的信息。大额持股披露制度的目的在于给公司股份的持有者、董事以及市场提供足够的信息使他们能够清楚大额股份持有者的身份、大额股份持有者的关联人,知道某人可能会因处置股份获取特殊利益的细节、任何可能影响股份处置或者投票权行使方式的协议或者特别条件或者限制的细节。2011年4月澳大利亚证券与投资委员会发布的监管指引《大额持股披露:证券借贷与机构经纪业务》又重申了这一看法。<sup>[20]</sup>不仅在澳大利亚,其他资本市场发达国家也已意识到权益披露制度在预防金融市场系统性风险中的重要作用。

就我国而言,近年来随着资本市场国际化趋势的进一步加强,我国经济虚拟化程度的日益加深以及资产证券化和金融杠杆化程度的日益扩大,如何赋予权益披露制度监控境内与跨境大额资本流动的功能成为一项亟待研究的课题。申言之,当前,机构投资者委托资产管理业务领域的发展,新的投资产品不断推出以及其他方面的市场创新,给我国资本市场的监管带来了新难题。从资本市场大额持股资金来源上看,应该分成两部分,一是银行的资金,二是民间的资金。首先,作为金融媒介,银行一手连着企业,一手连着储户,因此,银行的资金风险会引起连锁反应,从而引发金融市场的系统性风险。当前我国银行资金除了政府的官方渠道外,还有其他渠道进入股市。如何尽早地发现进入股市的银行资金的动向以及规模是发挥权益披露规则功能的重要方面。其次,就民间资本而言,对国际游资的严格监管已是众矢之的。国际投机资本的主要代表一是对冲基金,如索罗斯基金,二是华尔街的几大投行,如高盛集团(Goldman Sachs)。这些非常专业的机构投资者惯于利用监管漏洞,为追求利润不择手段,极易对目的国的金融系统造成巨大危害,甚至引发目的国的货币危机和金融危机。事实上,自国际金融危机爆发以来,高盛受到了来自美国、英国、日本等国涉嫌欺诈和投机行为等的指控,并为此支付了巨额赔偿金以求庭外和解。<sup>[21]</sup>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。

## (二)域外相关刑罚机制的立法借鉴

长期以来我国对权益披露规则的落实执行实践不尽如人意,除了相关法律规则不科学、部分条款操作性差、大额持股人信息披露意识不强等原因外,缺乏有力且具有针对性的惩处手段也是一个重要的原因,使得违反权益披露规则行为的违法成本太低。依据我国《证券法》第193条的规定,对违反权益披露规则和慢走规则的违法行为的最高罚款额仅为60万元,不能从根本上起到威慑作用。要扭转该局面,就必须对违反权益披露规则的行为施加必要的刑罚措施。而诸多资本市场发达国家或地区晚近的立法选择与执法实践已给我们提供了极佳的借鉴样本。

例如,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”与“关于大量持有股份等状况的报告”。其第2节“关于大量持有股份等状况的报告”第147条与我国《证券法》第86条的规定类似。韩国《资本市场法》第147条第1款规定“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”。该法第十编“罚则”第445条第20款规定“违反本法第一百四十七条第一款、第三款或者第四款的规定,不进行报告者”处“三年以下有期徒刑或者单处一亿韩元以下的罚款”;该法第444条第18款规定“本法第一百四十七条规定的报告文件或者第一百五十一条第二款规定的更正报告书,对总统令规定的重要事项有虚假记载或者标注,或者未记载或标注者”处“五年以下有期徒刑或者单处两亿韩元以下罚金”。在日本,2006年其将《证券交易法》修改升级为《金融商品交易法》时,对大量持股报告制度作了较大修改,并专列一章加以规定。日本

[20] 同前注[18],张子学文,第426页。

[21] 参见戴宏:《防范国际投机资本冲击中国金融市场》,《财经—金融实务》2011年第5期。

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”也区分了“与公开收购相关的披露”与“股票等大量持有情况的披露”。日本《金融商品交易法》第27条之23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5日内,提交内阁总理大臣。<sup>[22]</sup>对不提交大量持有报告书的规制措施主要有如下两项:一是罚款,即该法第172条之7规定的“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”;二是刑罚,即该法第197条之2规定的“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,处五年以下有期徒刑或者五百万日元以下罚金,或者并处之。”<sup>[23]</sup>而在香港,其《证券期货条例》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”。

全球资本市场的发展实践表明,信息的及时公布和惩罚的严厉到位是资本市场监管的两大法宝。就我国而言,尽管《证券法》明确规定证券违法行为“构成犯罪的依法追究刑事责任”,但刑法并未对违反权益披露规则给市场造成严重损害的行为作出明确的处罚规定,实属证券立法之不足,也暴露出立法者对违反权益披露规则危害性缺乏足够的认识。有鉴于此,借当前《证券法》修订之机,笔者建议,补充和完善大额持股的相关法律责任制度,可借鉴日本、韩国的做法,对违反权益披露规则行为施以刑罚规制,以加大对此类行为的惩处力度,从而提高市场的公正性和透明性,切实保障投资者的合法权益。

#### 四、结语

纵观我国证券市场的发展历程,如何科学有效地规制违规大规模增减持股票行为始终是证券市场立法和执法所共同面临的突出问题。以《证券法》修订为契机,从防范金融市场系统性风险的认识高度出发,从注重民事、行政、刑事三种责任规制的协同配合出发,对违反权益披露规则及慢走规则的大规模增减持股票行为应建立富有前瞻性的、逻辑自洽的、切实可行的规则体系,同时补充和完善我国大额持股的相关法律责任制度,并且通过对违反权益披露规则行为施以刑罚规制,来加大惩处力度,助推科学立法和有效执法的实现。

(责任编辑:谢 青)

[22] 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。

[23] 同上注,第927页。