

比例原则视角下大额持股 披露规则的解释论

赵子毅*

摘要:对于单一投资者或一致行动人违反披露规则超比例收购上市公司股份但未公告的行为,《证券法》和《上市公司收购管理办法》设置了不同类型的法律后果,力图在收购过程中平衡投资者和目标公司之间的利益。运用私法上的比例原则对大额持股披露规则进行解释,可使违规增持行为与相应的法律后果适当匹配,在实现法律规范意旨的同时避免过度干预。对意图取得上市公司控制权的违规增持者,可以通过行为保全制度限制其违规增持股份的表决权。

关键词: 大额持股 信息披露 比例原则
行政责任 表决权限制

一、问题的提出

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

* 中国人民大学法学院硕士研究生。

与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到5%,或在已达5%后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少5%时,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。该规则被称为“大额持股披露规则”,亦被称为“慢走规则”。然而,现实中存在相当数量的投资者违反大额持股披露规则,在特定时段内超比例收购上市公司股份而未履行通知和公告义务(以下简称“违规增持”)。在2013年1月至2017年9月中国证监会做出的504项行政处罚决定中,处罚依据为《证券法》第86条的决定共55项,占比11%。其中,违规增持的案例共19项,占比34.5%。^[1]各地证监局亦查处多起同类违法行为。^[2]考虑到证券监管部门对部分违规增持行为未作出行政处罚,而是依据《上市公司信息披露管理办法》第59条和第75条,采取非处罚型行政监管措施,^[3]市场中实际存在的违规增持案例数量应多于此。

《证券法》第86条将违规增持的主体分为“单一投资者”(包括自然人和法人)和“一致行动人”;其中,违规增持的单一投资者主要是收购人自己或委托他人通过一个或多个证券账户大量买入目标公司股份但未公告持股数量。但由于沪、深证券交易所均已建立股票账户实名制及异常交易监控和反应机制,单一投资者违规增持很容易被交易所发现,严重者会被限制交易,^[4]绝大多数违规增持是由一致行动人实

[1] 数据来源:中国证券监督管理委员会网站:<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>,2017年10月14日访问。

[2] 参见湖北证监局行政处罚决定书[2017]4号、深圳证监局行政处罚决定书[2016]5号、安徽证监局行政处罚决定书[2016]2号等。

[3] 参见深圳证券交易所关于对江苏宏达新材料股份有限公司控股股东及实际控制人给予公开谴责处分公告、深圳证券交易所关于对上海圣熙投资发展有限公司给予公开谴责处分公告等。另根据《证券时报》记者的不完全统计,在2014年6月至2016年6月,A股市场发生的17例违规收购上市公司股份案例中,以行政处罚方式处理的仅为5例,占比29.4%。参见黄豪、张骞爻:《违规举牌乱象频出,如何规范成为难题》,载《证券时报》2016年6月29日,第A05版;另见翟宣任、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》,载《金融理论探索》2017年第2期。

[4] 参见《上海证券交易所证券异常交易实时监控细则》(上证发[2015]57号)第7条、第8条;《深圳证券交易所限制交易实施细则》(深证会[2015]428号)第3条。

施的。^{〔5〕} 根据证监会2014年修订的《上市公司收购管理办法》第83条的定义,“一致行动是指投资者通过协议或其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的某个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者,互为一致行动人”。简而言之,多数自然人或法人投资者如在收购同一上市公司有表决权股份时采取了一致的行为,无论该行为公开还是隐秘,这些投资者即为法律意义上的一致行动人。实践中,通常存在一名主导者,负责组织制定并实施收购计划,并在多方主体正式缔结一致行动关系后作为一致行动人的统一代表。一致行动人违规增持通常表现为两种形式:其一是为了更加“精准”地实现收购目的,一致行动人在前期分头收购,同时严控收购比例以防违规或被目标公司察觉,而后挑选恰当时机表明一致行动关系,以联合体的身份共同取得目标公司相当比例股份;其二是以信托基金或者资管计划等理财产品的形式进行大额收购。后者涉及不断变化及创新的机构投资者委托资产管理业务领域和金融市场的穿透式监管问题,并非本文讨论的重点。^{〔6〕} 相较于单一投资者的违规增持行为,一致行动隐蔽性更强,成本更低,造成危害更大。

综上,本文所讨论的投资者违规增持,是指投资者违反《证券法》和《上市公司收购管理办法》关于大额持股信息披露的规定,同时逃避实名制、账户监控等技术性监管规则,在公开市场以现金方式买入上市公司股票,在单独或者合并计算持股比例时超过法定限制但未公告的行为。针对该问题,现有讨论多立足于正在进行的证券法修订工作,主张通过完善立法的方式予以规制。^{〔7〕} 具体方案包括细化规定披露主

〔5〕 在上述19例遭受行政处罚的违规收购案例中,仅有1例是完全由单一投资者实施的。

〔6〕 关于私募基金等证券市场特殊主体的信息披露义务的讨论,参见张子学:《完善我国大额持股披露制度的若干问题》,载《证券法苑》2011年总第5卷;张子学:《证券市场信息披露执法三题》,载《证券法苑》2012年总第7卷。关于金融市场“穿透式”监管的讨论,参见袁达松、刘华春:《论穿透式金融监管》,载《证券法律评论》2017年卷;叶林、吴焯:《金融市场的“穿透式”监管论纲》,载《法学》2017年第12期。

〔7〕 参见孙秀振:《股市“举牌”披露机制应进一步完善》,载《中国证券报》2016年7月13日;黄豪、张睿爻:《违规举牌乱象频出,如何规范成为难题》,载《证券时报》2016年6月29日;曹中铭:《违规举牌顽疾该根治了》,载《经济参考报》2016年7月12日。

体及其义务,^[8]加大行政处罚力度,^[9]采取刑罚手段制裁违法行为等。^[10]但对于我国现行法业已构建的规制体系,理论界并未给予足够关注。面对当前针对违规增持行为的诉讼,各地法院深感棘手,多采取调解与和解的方式处理,并未作出有效判决。^[11]本文以比例原则为视角,从解释论角度,通过考察我国大额持股披露规则的来源和演变,检视现行法对违规增持行为的规范体系,特别是有关限制表决权的规定,为解决司法实践中存在的现实困难提出可供借鉴的方案。

二、我国大额持股披露规则的规范意旨

(一) 规则的引入

违规增持问题的产生源于大额持股披露规则的建立。最早关于上市公司收购中对持股数量应依照规定比例持续披露的立法是美国1968年《威廉姆斯法案》。^[12]该法案在《1934年证券交易法》中增加了第13条d项的规定,要求任何人取得公开发行股份公司超过5%的股权证券(equity security),应当于10日内向联邦证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)、该公司及证券交易所报告。同法第14条d项规定,任何人公开收购公开发行股份公司5%股权证券时,至迟应于寄送购买要约时向联邦证券管理委员会申报,并通

[8] 参见张子学:《证券市场信息披露执法三题》,载《证券法苑》2012年总第7卷。

[9] 参见李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,载《法律适用》2016年第1期。

[10] 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》,载《法学》2016年第9期。

[11] 关于违规增持案件处理的司法困境,参见丁冬、陈冲:《证券市场违规增持的司法规制:角色、策略与难题》,载《证券法苑》2017年总第19卷。

[12] 在此之前,英国于1959年在英格兰银行行长的建议下设立了一个不同城市团体委员会,制定了一个有关“要约收购”建议行为规则的简明“法典”。参见 Queensbury Rules for Bids, 193 Econ. 440 (1959), 转引自 [美] 路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第445页。但该“法典”并非议会的正式立法。

知目标公司及证券交易所。^[13] 通说观点认为,大额持股披露制度的主要目的是填补收购要约(尤其是现金要约)情形下对于目标公司股东和投资者保护的空白。^[14] 为实现这个目标,法案意图确保目标公司的公众股东在面对以现金形式收购他们股票的投资者时,不会被要求在没有充分了解收购方资格和意图等相关资料之前作出回应。^[15] 结合英美法系以判例制度建构的商业判断规则在公司收购领域的重要作用,^[16] 国会之所以要求投资者向目标公司和证券交易委员会披露信息,是为了给目标公司现任管理层履职和阐述的机会,而非帮助目标公司管理层阻止收购。法案的制定者无意干涉投资者的收购行为,而是“尽最大限度的努力和注意”,意图在目标公司及其管理人员和收购者之间达到一种平衡,而避免偏向任何一方。^[17] 美国《1934年证券交易法》规定的违反大额持股披露制度的法律责任包括责令披露、民事罚款、行政禁令和刑事制裁。然而,SEC在实际执行该条款时“以严厉姿态查处13d披露违规实属罕见”,^[18] 通常仅处以数额有限的罚款。^[19] 虽然美国法院曾以判决的方式对违反13d披露要求的投资者的表决权

[13] See 78m(d)(2); 17 CFR 240.13d(1974).

[14] See Karen A. Winn, *The Williams Act and Preemption of Second Generation State Takeover Legislation*, 65 Wash. U. L. Q. 292 (1987). Also see Chang - Do Gong, *The Williams Act Amendments - Controlling Shareholders and Tender Offers*, 2 FEDERAL SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 § 7A.01, at 7A-4 to 7A-5 (A. A. Sommer, Jr. ed., 2002).

[15] RONDEAU v. MOSINEE PAPER CORP., 422 U. S. 49 (1975).

[16] 参见常健、张强:《商业判断规则:发展趋势、适用限制及完善——以有限责任公司股利分配为视角》,载《法商研究》2013年第3期。

[17] See S. Rep. No. 550, 90th Cong., 1st Sess., 3 (1967); H. R. Rep. No. 1711, 90th Cong., 2d Sess., 4 (1968). See also *Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp.*, 409 F.2d 937, 947 (2d Cir. 1969).

[18] Stephen Bainbridge, *Mergers and Acquisition*, Foundation Press, 3rd Revised edition, 2012.

[19] 例如,纽约对冲基金Perry于2004年收购美国最大的通用药生产商Mylan的股票时违反了13d规则,仅被SEC罚款15万美元,而Perry总计购入的Mylan股票价值却高达近5亿美元。再如美国运动产品生产厂商Exceed的首席执行官Shuipan Lin收购本公司股份20%未申报,且在意图将公司私有化时亦未按规定修正13d披露,最终仅被SEC罚款3万美元。参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第282~284页、324页。

进行过限制,^[20]但联邦最高法院表达了更为保守的态度,其认为限制表决权是一种衡平法上的救济措施,只有当被告违反 13d 的规定给原告及其股东造成了无法弥补的伤害(irreparable harm)时才可以被适用。^[21]该制度在美国确立后即被广泛借鉴,各国根据本国证券市场的发展状况和法律传统对这一制度在不同方面进行了修正和调整,但其核心的规范意旨仍是通过强制信息披露,解决收购者与目标公司中小股东之间信息不对称的问题,保证目标公司股东的知情权,使中小股东获得平等待遇。^[22]此外,各国选择采用相似的大额持股披露规则的另一个重要目的则是增强公众对国家证券市场功能与秩序的期待与认同,完善国内资本市场规则,吸引外国投资者,促进资本流通和经济发展。^[23]

我国于 1993 年正式引入大额持股披露规则。根据国务院颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《条例》)第 47 条规定:“任何法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到 5% 时,应当自该事实发生之日起 3 个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。但是,因公司发行在外的普通股总量减少,致使法人持有该公司 5% 以上发行在外的普通股的,在合理期限内不受上述限制。任何法人持有有一个上市公司 5% 以上的发行在外的普通股后,其持有该种股票的增减变化每达到该种股票发行在外总频的 2% 时,应当自该事实发生之日起 3 个工作日内,向该公司、证券交易场所和证监会作出书面报告并公告。法人在依照前两款规定作出报告并公告之日起 2 个工作日内和作出报告前,不得再行直接或者间接买入或者卖出该种股票。”与《威廉姆斯法案》相似,该条的目的也是保证公众投资者能在充分掌握相关信息的基础上及时作出投资判断,避免大股东利用其在公司中的特殊地位或资金优势而形成事实上的消

[20] Gaf Corp. v. Milstein, 453 F. 2d 709 (2d Cir. 1971).

[21] 同注[15]。

[22] 参见王化成、陈晋平:《上市公司收购的信息披露——披露哲学、监管思路和制度缺陷》,载《管理世界》2002 年第 11 期。

[23] 参见庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社 2010 年版,第 144 页。

息垄断和对股票市价的操纵。^[24]《条例》试图在保护中小股东利益和促使公司并购健康发展之间需求利益的平衡:一方面,大股东应当充分披露;另一方面,对收购的严格限制会显著提高收购成本,使投资者失去投资动力,不利于市场机制发挥其合理配置社会资源的作用。结合社会主义市场经济体制建设之初我国资本市场的发展情况,《条例》的制定者选择了比美国更为严格的规制手段:规定更低的需申报持股比例和更短的公告期限,同时禁止在公告前继续股票交易。

在《条例》颁布仅5个多月后,深圳宝安集团及其关联方在上海股票交易市场上大量购入上海延中公司股票,在一周内增持11.44%,并据此要求延中公司改选董事会,讨论公司新的发展规划,查阅公司会计账簿。此即所谓的“宝延事件”。经过中国证监会、上海市证券管理办公室和上海证券交易所的联合调查,中国证监会出具最终处理意见:限期禁止宝安上海公司继续买入上海延中的股票,将宝安上海公司的关联方短线交易所得利润收归上海延中,并给予宝安上海公司警告和行政罚款。此后,宝安集团与上海延中达成和解,宝安放其持有股份的部分表决权,暂缓对董事会的改选,不干预公司日常经营,且减持股票须经上海延中的同意。^[25]“宝延事件”在当时引发了理论界和实务界的广泛讨论,促使人们对利用股权收购作为融资手段和获取企业控制权的工具进行再认识,也引发了公众对“敌意收购”和证券监管理念及制度的再思考。^[26]

我国1998年《证券法》以国务院颁布的行政法规为基础,总结此前证券市场运行的经验,借鉴美国《1934年证券交易法》、德国1994年《有价证券交易法》、我国香港地区1992年《公司收购、合并及股份购回守则》等证券立法的经验,对股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易做出了全面规定。^[27]该法第79条规定:“通过证

[24] 高西庆:《上市公司收购中的若干法律问题》,载《证券市场导报》1993年第5期。

[25] 参见韩杰:《宝延事件一月记事》,载《证券市场导报》1993年第5期。

[26] 同注[24];石镜泉:《宝延事件的三个联想》,载《证券市场导报》1993年第5期。

[27] 参见乔晓阳:《全国人大法律委员会关于〈中华人民共和国证券法(草案修改稿)〉审议结果的报告》,载《中华人民共和国全国人民代表大会常务委员会公报》1998年第6期。

券交易所的证券交易,投资者持有有一个上市公司已发行的股份的5%时,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,并予以公告;在上述规定的期限内,不得再行买卖该上市公司的股票。投资者持有有一个上市公司已发行的股份的5%后,通过证券交易所的证券交易,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少5%,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2日内,不得再行买卖该上市公司的股票。”与《条例》相比,1998年《证券法》放宽了大额持股信息披露的比例限制,降低了投资者在公开市场进行现金收购的成本,在客观上能够起到防止股价短期剧烈波动的效果。^[28]2002年,证监会发布《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》,引入了“一致行动人”这一概念,全面细化了大额持股披露规则。在全面总结和整理上述规范的基础之上,2005年修订的《证券法》及2006年颁布的《上市公司收购管理办法》最终确立了我国上市公司股份收购的书面报告和公告规则。

(二) 披露规则中的价值衡量

违规增持行为涉及投资者、目标公司和公众投资者三方主体,造成的危害也是多方面的。一方面,收购行为改变了上市公司股权结构,倘若外部投资者“秘密”且迅速地取得目标公司相当数量有表决权股份后,通过撤换原管理层等方式干预公司经营管理,则可能损害该公司高管的切身利益,也可能对该公司的业绩和发展造成不利影响。另一方面,投资者在公开市场大规模增持目标公司股份的行为可能导致股价的暴涨暴跌,在信息披露不及时亦不充分的情况下,会损害其他公众投资者的利益,亦会在一定程度上扰乱我国证券市场的整体秩序。针对上述危害,现行《证券法》第86条的规范意旨应当包括以下两个方面。

第一,规定收购上市公司股份达特定比例时需要公告,通过投资者及时、全面、充分地信息披露,目标公司和公众得以知悉收购行为,了解收购目的,及时采取应对措施,以避免目标公司控制权易手或因股价波动遭遇损失,同时防止内幕交易等违法行为的发生。1998年《证券法》

[28] 参见吴滨:《我国证券立法的若干重大问题分析》,载《中外法学》1997年第4期。

将大额持股的公告比例由 2% 提升至 5%，应是考虑到披露比例限制过严导致在二级市场公开现金收购的成本过高。随着我国证券交易技术（包括通讯、传播及市场分析系统等）迅速发展，收购行为逐渐增多，对在公开市场的收购行为施加过于严格的限制会不当阻碍收购进程，打破投资者与目标公司之间的利益平衡。但也有观点认为，1998 年《证券法》制定时市场低迷，减少披露、停牌要求可以鼓励并购活动，促进市场活跃度。如今，情况已经发生了变化，过于宽松的大额持股披露规则将损害市场其他投资者特别是中小投资者的利益，导致市场突袭收购频发，大股东随意减持现象不断，扰乱市场正常秩序。考虑域外立法情况和我国股权分散型上市公司逐渐增多的现实，需要缩短大股东披露减持信息的间隔时间，降低对披露比例的要求。^[29] 收购比例和公告期限反映了国家对证券市场的监管态度，考虑到我国上市公司股权分散程度不高，控制股东持股比例较高，同时散户数量众多的现实情况，^[30] 立法者需要在维护市场自由和保护中小投资者利益之间谨慎权衡，不可偏废。

第二，规定禁止交易期，延缓收购进程，保证投资者和目标公司的管理层有充足时间在信息充分的情况下做出判断和决策，同时避免持续大额的增持或减持行为带来的股价暴涨或暴跌。虽然我国多数上市公司的大股东持股比例较高，甚至在形式上或实质上形成控股局面，低于一定比例的股权变化本身不一定会导致上市公司控制权的转移，也并不意味着将来一定会因发生控制权的转移，但其在一定程度上暗示着进一步收购股份从而发生控制权转移的可能性。这种可能性会对目标公司所发行股票的供求关系造成影响，也会影响各方投资者对目标公司资产价值的预判，因此，有必要及时提醒公众注意股权结构和股份

[29] 参见本报两会报道组：《高西庆：市场力量推动法律进步，大额持股披露待完善》，《上海证券报》2017 年 3 月 15 日。

[30] 参见李拥军：《中国上市公司股权结构变革》，载《中国钢铁业》2014 年第 9 期；《中国结算 2016 年度报告》，第 26 页，载 http://www.chinaclear.cn/zdjs/editor_file/20171222105314179.pdf，2018 年 3 月 1 日访问。

价格的变化,使其对可能发生的收购产生合理预期。^[31] 值得注意的是,超比例增持或减持后长达5天的禁止交易期无疑会对上市公司收购的进程产生严重的阻碍,加之我国证券公司可以采取主动停牌的方式使股票交易彻底停止,对收购者更为苛刻。因此,国家在制定和执行相关法律法规时,应考虑收购者与目标公司的利益平衡。

三、比例原则在违规增持法律后果中的解释力

比例原则的思想源自19世纪普鲁士警察法,^[32] 德国行政法学家奥托·麦耶(Otto Mayer)在其所著《德国行政法》中对该原则进行了系统阐述。^[33] 第二次世界大战后,比例原则被德国宪法吸收,后被欧洲人权法院采纳,最终成为一项正式的公法原则为世界各国所肯认,在立法、司法和行政裁量等领域发挥着重要作用。^[34] 虽然比例原则是衡量公权力之运用所欲实现的目的与其后果之间的基本准则,但作为对社会行为中目的理性的全面概括和进行利益衡量的基本方法,其作用领域并不仅仅局限于宪法和行政法等公法领域。^[35]

(一) 比例原则的可适用性

比例原则要求国家行为在外部效果上必须符合比例,划定了国家权力作用于公民生活的界限与范围,尤其是在关涉基本权利的事项上,比例原则对公权力的限制更为具体和严格。法律权利体现了公民的尊严和自由,国家公权不得随意入侵。只有在具备足够充分且正当的理

[31] 参见郑彧:《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。

[32] See Cohen-Eliya, Moshe and Porat, Iddo, *American Balancing and German Proportionality: The Historical Origins* (September 23, 2008), 8 (2) I - Con: *International Journal of Constitutional Law* 263 (2010). Available at SSRN; <https://ssrn.com/abstract=1272763> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1272763>.

[33] 参见[德]奥托·迈耶:《德国行政法》,刘飞译,商务印书馆2002年版,第41页。

[34] 参见[以色列]摩西·科恩-埃利亚、易多波·拉特:《比例原则与正当理由文化》,刘权译,载《南京大学法律评论》2012年秋季卷。

[35] 纪海龙:《比例原则在私法中的普适性及其例证》,载《政法论坛》2016年第3期。

由,例如为实现更高价值或维护公共利益时,才能够遵照法定程序对公民权利进行必要限制。比例原则即为对此种限制的限制。^[36] 传统观点认为,与公法相对之私法以主体平等和意思自治为基本原则,其内部似乎并无公权力的活动空间,因此比例原则无法适用于私法领域。^[37] 然而,现代社会中公法与私法已非泾渭分明。在资本市场领域,众多投资者和上市公司参与其中,频繁进行交易,既需遵照传统的民商法规则,又需依赖国家监管,这也使证券法同时具备私法底色和公法特征。^[38] 国家在通过立法、司法和执法等方式,运用公权力对资本市场进行管制时,必须遵循比例原则,不能过度干预。倘若国家管制并未遵照比例原则,对资本市场的干预超出了必要限度,则不仅违反了证券法保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益的立法目的,也构成对宪法价值秩序的违反。^[39] 另外,我国《证券法》及其配套法规针对违规增持行为设置了多种类型的法律后果,即存在“复数制度”,需依据该法第86条的规范意旨进行解释,使不同行为模式与相关法律后果妥当对应,避免失之偏颇。^[40] 比例原则要求国家在制定或实施某一规制手段时必须考虑其与规范目的之间的关系,选择最恰当的手段以实现正当目的。^[41] 因此,适用比例原则解释违规增持法律后果,既可以防止公权力对私人权利的过度限制,又可以确定实现《证券法》第86条规范目的的最佳方案,具有充分的正当性。

(二) 比例原则的适用前提

传统观点认为,广义的比例原则包括适当性原则(Geeignetheit)、必要性原则(Erforderlichkeit)和狭义比例原则(Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne)。适当性原则,又称为妥当性原则,是指公权力行为的

[36] Vgl. Benedikt Buchner, *Informationelle Selbstbestimmung im Privatrecht*, Verlag Mohr Siebeck 2006, S. 1, 55, 转引自郑晓剑:《比例原则在民法上的适用及展开》,载《中国法学》2016年第2期。

[37] 参见于飞:《基本权利与民事权利的区分及宪法对民法的影响》,载《法学研究》2008年第5期。

[38] 参见李东方主编:《证券法学》,中国政法大学出版社2012年版,第22页。

[39] 郑晓剑:《比例原则在民法上的适用及展开》,载《中国法学》2016年第2期。

[40] 参见梁上上:《制度利益衡量的逻辑》,载《中国法学》2012年第4期。

[41] 张翔:《财产权的社会义务》,载《中国社会科学》2012年第9期。

手段必须具有适当性,能够促进所追求的目的的的实现;必要性原则,又称为最小损害原则,它要求公权力行为者所运用的手段是必要的,手段造成的损害应当最小;均衡性原则,又称为狭义比例原则,它要求公权力行为的手段所增进的公共利益与其所造成的损害成比例。^[42] 有学者提出,在上述三项子原则之外,适用比例原则必须具备一个重要前提:采取特定手段乃是为实现某一正当目的。倘若不存在任何正当目的,或名义上存在某一正当目的但实际上是为实现另一非正当目的,亦或虽存在真实且正当的目的但不明确(笼统地讲是为“社会公共利益”),即使对公民权利实行最轻微的限制也是不被允许的。^[43] 只有立法、司法或执法所为之目的明确且正当,才能避免私人权利受到侵害,进而能够追求实质正义。考虑到我国现行法针对违规增持行为设定了多种类型的法律后果,应当寻找某一客观标准,进一步区分行为类型,才能明确规范目的,有效运用现有规制手段“对症下药”。目前多数观点认为,应当区分投资者违规增持行为的目的,分别采取对应的规制手段。^[44]

考察比较法上有关违规增持的法律规则,多数国家亦将投资者违规增持的行为本身和违规取得的股东权利加以区分,通过探究投资者的收购目的来确定违规增持行为的法律责任。之所以区分交易目的,是因为美国设立大额持股披露规则主要是为解决20世纪50年代末到60年代初非常普遍的在公开市场以现金要约的形式敌意收购上市公司的现象。^[45] 投资者大多以取得目标公司控制权为目的,同时利用数量众多的小股东无法及时充分地获取信息的困境,迫使其在股价暴跌

[42] See Eberhard Grabitz, *Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts*, in: AöR 98, 570 (1973), 转引自刘权:《目的正当性与比例原则的重构》,载《中国法学》2014年第4期。

[43] 参见刘权:《目的正当性与比例原则的重构》,载《中国法学》2014年第4期。

[44] 参见李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,载《法律适用》2016年第1期;吴飞飞:《违规举牌相关争点回应与规制路径探寻》,载《证券市场导报》2017年第9期;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》,载《法学》2016年第9期;姚蔚薇:《违反证券交易大额持股披露及慢走规则的民事责任探析》,载《证券法苑》2017年总第21卷。

[45] Ronald J. Colombo, *Effectuating Disclosure under the Williams Act*, 60 *Cath. U. L. Rev.* 316 (2011).

时抛售股票,通过损害公众投资者利益的方式以较低成本完成收购。值得注意的是,为解决该问题出台的《威廉姆斯法案》虽然没有对“收购”和“收购要约”进行定义,但法案制定者在此处选择了“有意义的沉默。”^[46] 其后的判例亦表明法院支持将“是否以取得上市公司控制权为目的”作为确定违反 13d 规则应承担何种责任的判断标准。^[47] 此外,《韩国资本市场法》中“是否有影响发行人的经营权为目的”^[48]、《法国商法典》中“应当申明其(指投资者)在将来 6 个月内意图追求的目标”“是否打算取得对公司的控制权”^[49] 等规定,均采用了与《威廉姆斯法案》相同的判断标准。我国 2002 年《上市公司收购管理办法》曾以“是否获得控制权”为标准定义收购行为,^[50] 2009 年证监会《关于上市公司收购有关界定情况的函》亦认为从上市公司收购制度的立法框架和条文内容来看,上市公司收购,是指为了获得或者巩固对上市公司的控制权的行为。^[51] 证监会 2014 年修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 15 号——权益变动报告书》第 20 条规定:增加其在上市公司中拥有权益的股份的信息披露义务人,应当披露其持股目的,并披露其是否有意在未来 12 个月内继续增加其在上市公司中拥有权益的股份。以“增持者是否意图取得上市公司控制权”为标

[46] 事实上,对“上市公司的收购”作出准确的立法定义是困难的。参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路译,法律出版社 2008 年版,第 451 页。基于证券交易的动态性,同时为保证法律必要的灵活性,对“收购”和“收购要约”进行定义甚至是“不适当也不必要”的。参见 Sec. Ex Act Rel. 12,676,10 SEC Dock. 143,145(1976)。

[47] See *Wellman v. Dickinson*, 475 F. Supp. 783 (S. D. N. Y. 1979); *S - G Sec. , Inc. v. Fuqua Inv. Co. ,* 466F. Supp. 1114 (D. Mass. 1978), 多数意见认为“上市公司收购”的目的包括取得上市公司的实际控制权。

[48] 参见《韩国资本市场法》,董新义译,知识产权出版社 2011 年版,第 116 ~ 117 页。

[49] 参见《法国商法典》(上册),罗结珍译,北京大学出版社 2015 年版,第 407 页。

[50] 《上市公司收购管理办法》(2002 年)第 2 条:本办法所称上市公司收购,是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度,导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。参见郑或:《我国证券市场信息披露制度的法律分析——以法律规范文义解释为基础的研究》,载《证券法苑》2014 年总第 13 卷。

[51] 中国证监会《关于上市公司收购有关界定情况的函》,上市部函[2009]171 号。

准对违规增持行为做出进一步的类型区分,能够更加有效地实现《证券法》第86条的规范目的,令违规收购者尽可能快速而全面地履行通知与公告义务,同时明确违规增持者需要“改正”的内容。具体而言,如果投资者仅仅以低进高出,牟取利润为目的违规增持,就应当在责令其公告信息的同时根据“任何人不得因自己的违法行为而获利”^[52]原则对其处以行政罚款,并允许受损害者提起民事诉讼,主张损害赔偿。在判断其是否改正完毕时,应重点关注其是否弥补了其他投资者遭受的损失。如果投资者意图取得上市公司的控制权,就应当立即对其违规取得的股东权利予以限制,使其目的落空。在判断其是否改正完毕时,应重点关注其是否仍有可能通过不合法的方式取得目标公司的控制权。

(三) 必要性原则与交易效力判断

实践中,部分目标公司以决议的形式否认违规增持行为的效力,或向法院诉请认定该行为无效。^[53]考虑到对违规增持行为的效力认定与其后果直接相关,可以运用比例原则中的手段必要性原则对此先行检验。

从文义来看,《证券法》第86条采用了“应当”的表述,其与“禁止”“不得”“不能”等规范表述方式在效力上存在差别。从体系来看,《证券法》并未对违规增持的行为效力作出规定,亦无其他行政法规对该事项作出规定。相反,《证券法》第120条第1款规定,不得任意改变遵循法定交易规则所进行的交易之结果。从目的来看,《证券法》第86条无意否认证券交易本身的效力。在上海兴盛实业发展(集团)有限公司诉王斌忠证券欺诈责任纠纷案中,^[54]法院认为证券交易通常意义上的买卖行为存在显著区别。一般的买卖行为发生于特定的交易主体之间,而证券交易是在证券交易所以集中竞价、自动撮合的方式进行的,其交易的频率高、数量大、涉及的交易者众多,遵循固定的交易程

[52] Philo Riggs v. Elmer E. Palmer, 115 N. Y. 506 (22 N. E. 188, 1889).

[53] 参见广东省深圳市福田区人民法院(2016)粤0304民初7145号民事判决书、广东省深圳市中级人民法院(2016)粤03民终13834号民事判决书、上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第133号民事判决书等。

[54] 参见上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第133号民事判决书。

序,且交易对手间无法一一对应。任意改变此种交易的结果不仅在操作上存在客观的技术障碍,还会影响到众多投资者的既得利益,危害交易安全。因此,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。

此外,《民法总则》第153条第2款与《合同法》第52条第4项均规定违反社会公共利益(公序良俗)的合同(法律行为)无效。通说认为,法律所称的“公共秩序”或“公共利益”需要具备公众性、全体性、道德性和伦理性,同时应当考虑国家政策、民族精神和文化传统。^[55] 通过前文分析可知,违规增持行为主要涉及投资者、目标公司及其管理层和其他公众投资者三方主体。就目标公司而言,其所发行的股票在公开市场被买卖属于正常现象,即使投资者以取得公司控制权为目的违规增持该公司股份,导致公司的经营管理受到不利影响甚至控制权旁落,也仅仅会影响到该公司及其管理层,不具备“公众性”,难以被认定为“损害社会公共利益”。就公众投资者而言,某一投资者在二级市场短时间买卖大额股份会导致股价虚高或走低,使其遭受投资差额损失、佣金损失、印花税损失及利息损失等财产损失。考虑到股票交易本身的投机性,原则上应当要求投资者自行承担股价下跌的风险。即使《证券法》第86条规定投资者应当履行大额持股的公告义务,也不能将由于其拒不公告导致其他投资者经济损失与侵害营业自由、家庭伦理、人格尊严等典型的侵害社会公共利益的行为相等同。质言之,违规收购行为所侵害的公众投资者的财产性利益亦难以被认定为“社会公共利益”。

综上,如果认定违规增持上市公司股份的行为无效,不仅违背了法律条文的字面含义,亦无助于实现大额持股信息披露的规范目的,甚至会扰乱证券市场交易秩序。采用此种手段对于目的的实现不具有必要性,不符合比例原则的要求,因此应当承认收购行为有效。

(四) 合目的性原则与违规增持的行政责任

比较法上关于违规增持的责任种类多样,主要包括罚款、强制整改

[55] 参见史尚宽:《民法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第334~335页;王利明:《合同法研究》(第1卷),中国人民大学出版社2011年版,第659~662页。

和刑事制裁。例如,美国《1934年证券交易法》第21条规定的法律责任包括责令披露、民事罚款、刑事制裁和行政禁令;我国香港地区2003年发布的《证券及期货条例》第328条规定,无正当理由未按时履行披露义务即属犯罪,应被处以罚款及监禁;德国《有价证券交易法》第21条和第39条规定,对故意或过失的违规增持行为可处以100万欧元以下的罚款,所得股份丧失表决权;日本《金融商品交易法》第172条之7和第197条之2规定持股达一定比例未报、虚报、瞒报法定事项的披露义务人将会面临罚款,严重者将被处以5年以下有期徒刑或500万日元以下罚金,或两者并处;我国台湾地区“证券交易法”第175条对违规增持行为科处新台币24万元以上240万元以下罚款,第175条则规定了2年以下有期徒刑、拘役或者并科新台币180万元以下罚金的刑事制裁。

我国现行法未规定违规增持行为的刑事责任,仅规定了行政责任和表决权限制。其中,违规增持行为导致的行政责任包括行政处罚和非处罚类监管措施。就行政处罚而言,证券监管部门依据《证券法》第193条、第204条和第213条对违规增持行为处以警告或罚款,同时责令改正违法行为。对于及时纠正违法行为,主动减少损害的行为人,证监会在核实考量之后援引《行政处罚法》第27条第1款对其从轻或者减轻行政处罚。^[56]就非处罚类监管措施而言,2014年《上市公司收购管理办法》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,未按规定履行报告、公告以及其他相关义务的,由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。有学者将上述措施分为“申诫类”和“限制行为类”。^[57]由是观之,我国现行法虽仅规定了违规增持的行政责任,但具体措施与比较法例类似。运用比例原则中合目的性原则对上述行政责任进行检验可以发现,其尚未完全符合比例原则的要求。

[56] 《行政处罚法》第27条第1款:“当事人有下列情形之一的,应当依法从轻或者减轻行政处罚:(一)主动消除或者减轻违法行为危害后果的;(二)受他人胁迫有违法行为的;(三)配合行政机关查处违法行为有立功表现的;(四)其他依法从轻或者减轻行政处罚的。”

[57] 参见张红:《证券监管措施:挑战与应对》,载《政法论坛》2015年第4期。

一方面,行政处罚依据不一,力度不足,效率不高,难以有效制裁违规增持行为。首先,证券监管部门对违法依据和样态相同的投资者并未依据相同标准进行处罚。^[58]从文义上看,《证券法》第86条规定的报告和公告义务直接对应同法第213条“收购人未按照本法规定履行上市公司收购的公告、发出收购要约等义务”,且违法主体为“收购人”,而第193条规定的违法主体是“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人”。相较于后者,前者在文义上与第86条更为契合。另外,第213条规定了对表决权的限制,其作为规制违规增持的典型手段,显然是《证券法》第86条对应的法律后果。因此,在对违规增持行为作出行政处罚时,应当统一适用第213条而非第193条。其次,在我国未将违规增持行为入罪背景下,《证券法》对单纯违规增持的行为仅规定了警告和10万元以上30万元以下罚款,相对于标的额数千万元甚至数亿元的股权交易而言不成比例,^[59]相比德国、日本和我国台湾地区,行政处罚的力度不足。证券监管部门之所以将违规增持视为一般的信息披露违法行为,从而依据《证券法》第193条进行处罚,应是考虑到其与第213条竞合,经过衡量后选择从重处罚。^[60]虽然在实践中,投资者除不履行通知公告义务外,还通常会在禁售期内进行交易,甚至从事短线交易、内幕交易等更为严重的违法行为,证券监管部门经过全面取证后一并处罚,能够处以投资者高额罚款,甚至剥夺其违法所得,^[61]但当投资者仅实施违规增持行为时,能够给予的处罚是非常轻微的。^[62]最后,考察中国证监会2014年至2016年针对违规增持作出的47例行政处罚可以发现,初次违法与处罚间隔时间在1年以内的仅有27例,占比57.4%,超过2年的有7例,超过3年的有6例,超过4年的有1例,平均处罚时间为1.45年。^[63]现代心理学研究表明,制裁

[58] 参见中国证监会[2012]6号、[2013]7号、[2015]64号和[2017]29号行政处罚决定书。

[59] 参见姚瑶:《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》,载《河北法学》2017年第2期。

[60] 同注[9]。

[61] 参见中国证监会[2015]64号、[2016]25号行政处罚决定书。

[62] 参见中国证监会[2014]26号、[2016]39号、[2017]27号行政处罚决定书。

[63] 数据来源:中国证券监督管理委员会网站信息公开板块:<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/>,2017年10月14日访问。

的效率与效果直接相关。违法者实施违法行为至接受制裁间隔的时间越短,制裁产生的威慑功能越强。^[64]以我国《行政处罚法》第29条第1款规定的一般处罚时效2年作为参照,证监会对于违规收购上市公司股份的行为查处与惩罚的效率有待提高。此外,过长的执法周期使《证券法》第213条规定的“责令改正”在短时间、高频率、大规模的证券交易面前失去意义,投资者早在证券监管部门作出行政决定前即已完成收购目的,甚至已将持股比例恢复到原有水平。综上,《证券法》规定的行政处罚措施和实际执法情况不完全符合比例原则中的合目的性原则。

另一方面,非处罚类监管措施法律性质不明,缺乏可操作性和正当性。首先,我国行政法学者借鉴德国公法学家奥托·迈耶的理论,引入“行政行为”这一核心概念,同时受德国概念法学的影响,致力于行政行为的型式化,将行政行为划分为行政处分、行政契约(行政合同)、事实行为等类别。^[65]证券法领域的非处罚类监管措施如监管谈话、出具警示函等,均是在《行政处罚法》出台后,其他行政行为的专门规范法出台前出现的,这就导致在我国针对各种类型化的行政行为分别立法进行法律约束的框架之下,诸多具体的证券监管措施难以归入某一既有的行政行为类型。^[66]因此,上述监管措施在实施程序、申辩机制、救济措施乃至文书格式上缺乏统一而明确的标准,执法者亦难以考察这些措施对违法者的威慑力度和监管效果。其次,我国现行法和相关证券管理法规并未规定“责令改正”的对象、方式和认定已经改正的判断依据,实践中亦未形成可供遵循的惯例。^[67]上文通过区分违规增持者的交易目的来确定责令改正的主要内容,其可操作性尚待实践检验。

[64] 参见柴发邦:《体制改革与完善诉讼制度》,中国人民公安大学出版社1991年版,第83页。

[65] 参见林明锵:《论型式化之行政行为与未型式化之行政行为》,载《当代公法理论》,月旦出版公司1993年版。

[66] 同前注。

[67] 2008年证监会对施永雷和郁瑞芬违规买卖股票行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。桂敏杰等主编:《证券行政处罚案例判解》,法律出版社2009年版,第228页,转引自李振涛:《我国上市公司大额持股变动的法律责任探析》,载《法律适用》2016年第1期。

最后,非经目标公司及利益相关者申请,直接由证券监管部门责令暂停或者停止收购,实质上是允许监管部门代替市场主体进行商业判断,运用行政权力干预市场,不符合比例原则中的必要性原则,亦不利于实现《证券法》第86条的规范目的。综上,《上市公司收购管理办法》规定的非处罚类监管措施也不能完全符合比例原则中的合目的性原则。

我国现行法虽然对违规收购行为课以行政责任,但其存在诸多问题,不利于实现大额持股信息披露规则的规范意旨。根据比例原则的要求,在不改变现行法规定的情况下,证券监管部门应当统一执法标准,提高执法效率,规范执法程序,及时公布处理结果,并加强与司法机关的配合,共同规制违规增持行为。

四、狭义比例原则与表决权限制

除行政责任外,美国、德国和法国采取限制或剥夺表决权的方式对以控制上市公司为目的的违规增持行为予以制裁。我国《证券法》第213条亦规定:“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……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……”另外,《上市公司收购管理办法》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,未按照规定履行报告、公告以及其他相关义务的,由中国证监会责令改正,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。”限制表决权有利于实现大额持股披露规则的规范意旨,对于意欲争夺上市公司控制权而违规增持的投资者而言,此种限制实乃必要手段。现行法并未规定限制表决权的具体方式,实践中亦无惯习做法,运用狭义的比例原则解释表决权限制规则,能够避免过度限制,同时有利于实现法律的规范目的。狭义的比例原则也称“法益衡量原则”“相当性原则”,被视为比例原则的精髓。它要求即使所采取的手段是达成目的所必要的,也不能造成超过目的实现之价值的侵害。换句话说,狭义的比例原则要求所采取的手段与所追求的目的比例相称,禁止“小题大做”,亦不可“大题

小做”。^[68] 狭义的比例原则集中体现了比例原则的价值面向,与民法中的利益衡量理论存在相似之处。^[69] 与利益衡量论不同的是,狭义的比例原则并不仅仅适用于多种利益彼此冲突之时,也并不必须要确认各项价值或利益的优先顺位,其关注点在于采用某种特定手段之于目的实现是否不成比例。简而言之,狭义的比例原则在实质上确立了利益衡量的具体内容和进行利益衡量时所应参考的具体标准。

(一) 限制表决权的正当性

根据伯利和米恩斯的产权结构理论,公司制度演化为经营企业的常规形态,公司以其特有的向心力将财富吸入规模不断扩大的集合体,与此同时,将控制权归入少数人手中。^[70] 伴随着公司规模扩大和经济力量的集中,投资者数量增加,公司股权愈发分散,但通常存在持有关键数量股票的控制股东。^[71] 股权的分散导致股东对公司所有权的地位发生变化,股东愈发无能力通过自己的努力来影响股票所代表的财产,附属在所有权上的精神价值业已同所有权分离。所有权开始变得只具有象征意义,而“与之挂钩的权力、责任以及实物,则正在让渡给一个手中握有控制权的独立的集团。”^[72] 所有权与控制权的分离使得所有者与经营者的利益产生冲突,詹森和麦克林将其概括为公司内部的代理问题。^[73] 奥利弗·哈特进一步指出,代理理论是建立在完全合同的基础之上的,它将在最大可能的程度上明确规定未来所有状态下所有各方的责任。^[74] 但现实中并不存在此类理想的完全合同:首先,世界是复杂且不可预测的,人类理性有限,不可能对未来可能发生

[68] 参见姜昕:《比例原则释义学结构构建及反思》,载《法律科学》2008年第5期。

[69] 参见梁上上:《利益的层次结构与利益衡量的展开——兼评加藤一郎的利益衡量论》,载《法学研究》2002年第1期。

[70] [美]阿道夫·A.伯利、加德纳·C.米恩斯:《现代公司与私有财产》,甘华鸣、罗锐初、蔡如海译,商务印书馆2005年版,第21页。

[71] 同前注,第58页。

[72] 同注[70],第78页。

[73] See Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 310.

[74] [美]奥利弗·哈特:《企业、合同与财务结构》,费方域译,格致出版社2016年版,第21页。

的各种问题都提前作出安排;其次,即使各方能够预测某种特定情形并有协商意向,也难以最终达成协议,因为各方难以具体描述各种情况和行为,且无过往经验可供参考;最后,即使各方能够针对未来的情形进行协商,他们也难以在未预料之纠纷产生的时候为外部权威(如法院)提供一个能够强制执行的计划。一般来说,期限越长,标的越复杂,合同的不完全程度越高。根据代理理论,公司的所有者和管理者之间的代理合同可被视作长期合同的一种,且合同的标的物是最为复杂的“人的服务”。为应对未来可能出现但事先无法约定的情况,尽可能降低重新谈判的成本,最佳选择是直接将剩余控制权配置给不完全合同的一方当事人。所谓剩余控制权,是指没有事先预测并详尽描述过的可能情况出现时配置相关当事人权利和义务的决定权。剩余控制权可以被视为一种风险决策权,盖因其为一种在不确定条件下做出决定以分配此种不确定风险的权力。由于公司股东享有的剩余财产索取权劣后于债权人和员工等其他利益相关者,公司长期经营过程中的不确定风险最终由股东承受,根据效率最大化原则,将剩余控制权配置给作为风险承担者的股东,最有利于激励其控制风险。^[75]

上市公司股东的剩余控制权隐藏在董事与董事会控制公司的形式之下,“正如休眠中的火山一样,只要条件具备,随时都有爆发的可能。这可以通过股东手中的表决权表现出来”。^[76]在“一股一票”和“资本多数决”的原则之下,表决权是股东控制公司的重要工具。因此,针对上市公司控制权的争夺,实质上是对表决权的争夺。在收购者以取得上市公司控制权为目的超比例收购上市公司股份而拒不公告时,对其购得股份的表决权进行限制,令其收购目的落空,可以有效地令其按照法律规定,及时且充分地履行公告义务,实现《证券法》第86条的规范意旨。

[75] See Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure: Clarendon Lectures in Economics*, Oxford: Oxford University Press, 1995, pp. 186 - 209; 苗壮:《美国的公司治理:理论与实务》,2007年12月27日在中国人民大学法学院经济法前沿论坛的演讲,载 <http://www.lawtime.cn/info/gongsi/gongsizhili/2010120878833.html>, 2017年10月20日访问。

[76] 梁上上:《论股东表决权——以公司控制权争夺为中心展开》,法律出版社2005年版,第30页。

(二) 限制表决权的方式

表决权是股东贯彻自由意志,行使所有者权利的重要方式,系股东的固有权利,对表决权的限制或剥夺只能由有权机关依据法律的规定,遵照法定的程序进行。根据法律规定和经验观察,限制股东表决权方式包括公司决议、行政命令和法院裁判三类。

1. 公司决议

此处的“公司决议”包括股东大会决议和董事会决议两种。上市公司通过股东大会或董事会决议的方式限制违规增持者的表决权看似体现了公司自治原则,但此种方式存在明显弊端,无法实现《证券法》第86条的规范意旨。

首先,目标公司无法通过股东大会决议限制违规收购者的表决权。《公司法》第99条和第37条规定的股东大会职权不包括限制股东的表决权,加之公司章程原则上不能限制股东的固有权利,^[77]通过股东大会限制违规收购者的表决权并无法律依据。从逻辑上看,法律并未禁止违规增持者出席股东大会,如果其表决权需要公司原股东在会上通过决议进行限制,一个难以解释的问题是:对限制违规增持者表决权的议案,违规者是否享有表决权?如果回答是肯定的,则其必然投反对票,且在其持股比例达到一定数额时该议案可能无法获得通过。即使大会通过了限制违规收购方所持股份表决权的提案,如果认为违规收购方的表决权受限应以股东大会做出有效的决议为前提,则在公司股东大会尚未通过此项决议时,违规方的表决权不受限制,这显然与《证券法》第213条之规定相抵触。如果回答是否定的,则违规增持者的表决权自始受限,与公司是否做出决议无关。此外,股东大会召集成本很高,即使通过决议限制了违规增持者的表决权,其亦可联合或动员上市公司其他股东召开临时股东大会做出新决议以推翻原决议,恢复所持的表决权。总之,目标公司通过股东大会决议限制违规收购者的表决权在实定法和逻辑上均存在障碍,亦会激化股东之间的矛盾,甚至导致公司僵局。

[77] 参见赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社2016年版,第242页;施天涛:《公司法论》,法律出版社2014年版,第262~263页。

其次,目标公司的董事会无权限制违规收购者的表决权。从法律规则的角度看,《公司法》并未授权董事会在认定股东行为违法的基础上决定限制其表决权。从产权结构的角度看,现代公司中的股东是公司的所有者,董事作为公司的管理者,仅是股东的代理人,股东通过行使表决权决定董事的任免。董事应当执行股东会的决议,而无权限制股东行使表决权。从效率优化的角度看,外部投资者收购上市公司股份,甚至取得目标公司控制权,对于公司股东而言并非有害无益。倘若收购者积极行使股东权利,努力改善该上市公司的经营状况,则可以从整体上提升公司效益和股东福利,形成多赢局面。^[78]但积极股东撤换原管理层或对原管理层采取其他种类的监督措施必然会损害原管理层的切身利益,如果允许董事会限制股东的表决权,不仅无法发挥积极股东的正面作用,甚至为董事会牟取私利提供了机会,在价值衡量上有失公允。

2. 行政制裁

有观点认为,“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”,加之“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”。“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。”因此,应当运用行政手段限制表决权。^[79]上述观点虽然有《上市公司收购管理办法》第75条作为依据,但仅仅运用行政手段难以有效应对实践中数量众多的违规增持行为,不符合比例原则的要求。首先,根据上文的分析,证监会的执法效率不高,很难在发现违规增持行为后迅速处理。加之我国上市公司数量众多,^[80]仅靠证监会负责此类禁令的签发,工作任务繁重,执法

[78] Paul Rose & Bernard S. Sharfman, *Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance*, 2014 BYU L. Rev. 1015 (2014), pp. 1037 - 1038.

[79] 同注[59]。

[80] 根据中国证监会的统计,2017年9月末我国境内上市公司数(A、B股)为3399家。参见证监会2017年11月6日发布的统计数据,索引号4000895X,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306204/zqscyby/201711/t20171106_326539.htm, 2017年2月25日访问。

成本过高。其次,如果投资者或上市公司对证监会作出或者不作出限制表决权的禁令有异议,应当给予其救济途径,即允许其申请行政复议或向人民法院提起诉讼。如果异议人选择向人民法院起诉,则会进入行政诉讼程序,同样会面临“裁判能力不一”,“诉讼时间较长”等问题。最后,是否应当限制违规增持者表决权的争议通常发生在公司决议作出之时。^[81]以实践中多发的一致行动人违规增持为例,其先期收购行为十分隐秘,目标公司难以及时发现或辨认,只有在一致行动人表明一致行动关系,已经或将要控制上市公司之时,投资者与目标公司及其利益相关者的冲突才最为尖锐。因此,违规增持者的表决权是否以及何时应当受到限制,就成为决定公司决议是否有效的关键要素。将此类与公司决议有关的问题全部交由证监会决定,在专业性和正当性方面均需补强。

3. 法院判决

我国司法实践中尚未出现以判决方式限制违规增持者表决权的案例。虽然有法院认为判断收购者是否存在证券违法行为属于司法机关的职权范围,^[82]但各地法院对此类案件通常会以调解方式结案或驳回原告限制违规增持者表决权的诉请。首先,此类纠纷属于证券虚假陈述案件,遭受损失的投资者在起诉违规增持者时会考虑自身利益和举证难度,通常仅要求被告赔偿投资者本人遭受的直接经济损失,而不会诉请法院对违规收购行为予以制裁。^[83]受限于民事诉讼的辩论原则,法院不能对当事人诉讼请求之外的事项作出裁判。^[84]其次,即使目标公司或其利益相关者要求法院限制违规者的表决权,法院也会依据审判机关和行政机关的分权原则而驳回原告诉请。在上海兴盛实业发展

[81] 例如,2016年成都路桥公司董事会在召开股东大会讨论董事换届事宜前表决通过了《关于股东李勤所持有公司股票不得行使表决权的议案》,限制了公司第一大股东李勤的表决权。参见唐强:《李勤单刀赴会成都路桥,会前一个半小时表决权被否》,载《证券时报》2016年3月14日,第A09版。

[82] 参见前引广东省深圳市福田区人民法院(2016)粤0304民初7145号民事判决书。

[83] 参见上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第133号民事判决书、山东省济南市中级人民法院(2014)济商重初字第3号民事判决书、上海市高级人民法院(2015)沪高民五(商)终字第13号民事判决书等。

[84] 参见姜伟、肖建国主编:《民事诉讼法》,中国人民大学出版社2015年版,第51页。

(集团)有限公司诉王斌忠证券欺诈责任纠纷案中,^[85]法院认为:“虽然《上市公司收购管理办法》第75条要求违规收购行为人在改正违法行为前,不得行使所持股份的表决权,但责令违法者改正事项的确定属于证监会的行政职权范围,应由其依法作出行政处罚,而行为人是否全面履行改正义务亦应由证监会予以审查认定。对于因违反公告义务,侵害投资者知情权及交易选择权的责任主体,其应对遭受损失的投资者承担民事侵权损害赔偿责任。现原告并未主张财产性权益损失,而是以此为由要求限制被告行使股东权利及对股票的处分权,该主张缺乏相应的法律依据。”最后,由于《证券法》第213条对表决权限制的规定过于笼统,各地法院对于此类案件态度谨慎,力图避免直接以判决的方式限制违规增持者的表决权。

(三) 限制表决权的有效手段

针对违规增持问题,通过行为保全的方式,由法官根据双方提供的证据来确定是否限制以及如何限制违规增持者的表决权,可以令法官在明确《证券法》第84条的规范意旨的基础上审慎衡量各方利益,从而做出正确裁断,符合狭义的比例原则的要求。

实务中已经出现通过行为保全的方式限制表决权的案例。2015年7月15日,西藏旅游公司股东胡波与胡彪签署一致行动人声明,通过多笔成交方式购入西藏旅游1228万股,占公司总股本的6.49%。但二人在持股比例达到股本总数的5%时未向上市公司及证券监管部门报告并停止交易,而是继续增持直至达到其股份总数的9.59%。^[86]随后,西藏旅游公司的另一股东国风集团向拉萨中院提起诉讼,请求法院判令胡氏兄弟超比例购买西藏旅游股票的行为无效。2015年10月,拉萨中院做出行为保全裁定,禁止被告于本案判决生效前行使或通过第三方行使其享有的西藏旅游公司的股权,包括投票权、提案权、参加股东大会的权利、召集和主持股东大会的权利等。^[87]2016年6月,原告国风集团与西藏旅游及被告胡波、胡彪经过拉萨中院的调解达成

[85] 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。

[86] 参见张宪光:《胡氏兄弟违规举牌西藏旅游遭通报》,载《财会信报》2015年10月19日。

[87] 参见西藏自治区拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第36-2号民事裁定书。

协议,其并未取得西藏旅游公司的控制权,^[88]法院基于调解协议解除了保全。^[89]相较于前述上海新梅与开南账户组的股权之争,此案历时短,诉讼成本低,取得了较为良好的效果。^[90]

在尊重我国现行法对违规增持行为的规范体系的前提之下,通过行为保全限制表决权,完善其同行政措施的配合和衔接,是解决违规增持问题的可取之策。《证券法》第86条要求大额持股者及时披露持股信息和交易目的,使投资者和目标公司的管理者能够及时应对。将外部投资者是否意图取得目标公司的控制权这一问题交由现时控制公司的董事会和掌握公司剩余控制权的股东来判断最为准确,因此应当允许董事会或公司股东向法院提出申请并举证证明投资者的违规行为及其收购目的。如果投资者在增持过程中发布了《权益变动报告书》,则其上记载的收购目的可作为解释收购者真实意图的重要证据。法院审查后,如果认定投资者以取得上市公司控制权为目的,即应依据《民事诉讼法》第101条之规定,裁定限制违规增持者的表决权。此外,法院在进行审查时,可借鉴德国法经验,区分投资者主观意图。如果投资者故意不履行通知和公告义务,法院可在裁定中列明判断依据,从严把握“改正”标准:只有当投资者履行披露义务,完全纠正自己的违法行为后,才可能解除限制。投资者是否存在主观故意可以通过交易次数、交易频率、交易比例、声明一致行动的时间与公司召开股东会和董事会的时间等客观要素予以判断,对已被证券监管部门进行处罚或适用非处罚类监管措施但仍不改正的投资者,即可直接认定其存在故意。若投资者仅存在过失,则可从宽把握“改正”标准,令其履行通知公告义务即可。如果法院审查认定投资者非以取得上市公司控制权为目的,但

[88] 参见唐强:《西藏旅游股权争夺战落幕,胡氏兄弟被“招安”》,载《证券时报》2016年6月15日版。

[89] 参见西藏自治区拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第36-4号民事裁定书。

[90] 上海新梅案自上海新梅置业股份有限公司2015年2月25日起诉起至2016年10月21日公司撤回起诉历经20个月。其间,上海新梅公司的股东上海兴盛实业发展(集团)有限公司也向开南账户组的实际控制人王斌忠提起诉讼,后被上海一中院驳回,原告支付案件受理费约92万元。参见上海新梅置业股份有限公司董事会2015年3月7日和2016年10月21日公布的公司涉及诉讼公告(证券代码:600732;证券简称:上海新梅;公告编号:临2015-010、临2016-090)。

故意不履行公告义务,则可裁定驳回申请,并列明投资者的违规情节,证券监管部门应及时处罚。若投资者仅具有过失,可以裁定驳回,由证券监管部门进行处罚或采取非处罚类监管措施。

德国《有价证券交易法》和《法国商法典》分别规定了6个月和2年的表决权限制期,但从市场效率和公司治理的角度看,对投资者的限制过于严格会导致诸多弊端,亦不符合比例原则的要求。相较于目标公司的管理层和控股股东,在公开市场进行收购的外部投资者并无针对公司的信息优势,要求他们披露自己的持股数量和交易目的会为其其他投资者提供“搭便车”的机会。考虑到资本市场的投资决定通常是基于对市场的分析和个性化的投资经验做出的,如果对于大额持股的信息披露的要求过于严格,就会极大增加现金收购的成本,降低优秀投资人发掘市场信息的动力,最终导致资本市场整体信息的匮乏和市场效率的降低。^[91] 另外,如果外部投资者的表决权能够被轻易限制或限制时间过长,就会令外部投资者难以扮演“积极股东”的角色,削弱并购对于目标公司管理层懈怠和专权的抑制作用,不利于激励现有管理层改善表现,最终对公司全体股东造成不利影响。考虑到大额持股本身的成本和我国对大额股份流动性的法定限制,应当妥当把握对表决权的限制条件和期限。

需要注意的是,法院在以行为保全的方式限制违规增持者的表决权时应严格遵循法律规定,不得一并限制投资者的其他股东权利。在上述西藏旅游案中,拉萨中院不仅限制了胡氏兄弟的表决权,也一并限制了其提案权和参加股东大会的权利,但这两项权利仅以具备股东身份为前提,而与持股比例、所持股份是否具有表决权均无关联,司法机关对其进行限制缺乏正当性。此外,投资者未超出《证券法》第86条规定比例部分股份的取得是合法的,其表决权不应当受到限制。拉萨中院认为违规增持者“现有的股东权利是全部股份累计而产生的权利,特别是投票权、提案权、召集和主持股东大会的权利均以股份累计持有达到一定比例为条件,参加股东大会行使股东权利时仍是以股份

[91] See Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jr. Jackson, *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 Harv. Bus. L. Rev. (2012), pp. 43-44.

累计持有量来计算表决权。因此,胡波、胡彪持有的5%上下的两部分股份具有紧密的联系,保全胡波、胡彪禁止行使全部股东权利符合行为保全的立法目的”,^[92]不符合《证券法》第213条的规范意旨。

为平衡投资者与目标公司的利益,应允许投资者在其表决权受到限制后依据《民事诉讼法》第108条之规定向法院申请复议,或在其及时履行公告义务后依据证券监管部门的认定或自行提供证据向法院申请撤销,法院进行形式审查后,应当依据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第166条第4项之规定撤销保全裁定。

五、结论

我国《证券法》和《上市公司收购管理办法》借鉴比较法经验,用行政责任和表决权限制来规制违反大额持股披露规则的收购行为。如庞德所言,法律的生命在于实施,因此,迫切需要对怎样使大量立法与司法解释有效的问题进行认真的科学研究。^[93]在将超比例持股未申报这一行为同法律后果相匹配的过程中,可以适用比例原则,首先明确违规者目的,在目的区分的基础之上选择能够实现《证券法》第86条规范意旨且不超过必要限度的具体手段,避免利益失衡。对不以取得上市公司控制权为目的的违规增持行为,可以通过行政手段令违规投资者及时履行通知公告义务,无须一律限制收购者的表决权。对以控制上市公司为目的的违规增持行为,则可通过行政手段,并允许目标公司及其利益相关者通过向法院申请行为保全,对投资者违规购得股份的表决权予以限制。诚然,规制大额持股的披露制度和“慢走规则”同证券市场的监管理念密切相关,现行法的规定亦非一成不变,甚至可资检讨,但在尊重现行法规定的前提之下,探索使法律得以适用的路径方为

[92] 参见西藏自治区拉萨市中级人民法院(2015)拉民二初字第36-3号民事裁定书。

[93] See Roscoe Pound, *The Scope and Purpose of Sociological Jurisprudence*, *Harvard Law Review*, Vol. 25, No. 6, 1912, pp. 512-513.

务实之策。人民法院与证券监管部门相互配合,可以提高效率,降低成本,有效阻断行为人的不正当目的,是解决大额持股信息披露问题的可行方案。

(编辑:丛怀挺)