

慢走规则下大额持股变动的 法律性质与规则适用*

刘沛佩** 赵航***

摘要:对于违反《证券法》第86条权益公开规则及慢走规则,继续买卖股票的行为,司法实践多集中于对违反权益公开规则法律适用的讨论,而并未触及对慢走规则下大额持股变动的法律性质及规则适用的裁判。从证券监管机构已做出的行政处罚决定书来看,对于这一问题也语焉不详。针对这一争议问题,跳出固有的思维模式,而从公司法、合同法、刑法、证券法等多研究视角,对慢走规则下大额持股变动的法律性质、后果及规则适用等问题进行探讨,更能以不同角度之分析,厘清该问题的本质。

关键词:慢走规则 大额持股变动 法律性质
规则适用

* 本文系国家社科基金《非上市公众公司治理指引研究》(项目编号:15CFX060)的阶段性研究成果。本文仅代表作者本人学术观点,与所任职单位无关。在本文写作过程中,上海证券交易所法律部王升义总监对本文的修改提出了诸多宝贵建议,在此表示感谢。

** 华东政法大学博士后、上海证券交易所法律部员工,法学博士。

*** 上海对外经贸大学法学院法律硕士研究生。

一、我国对于大额持股变动的监管概览

(一) 公开原则下的大额持股变动报告制度

证券法搭建了以公开为中心的制度体系,整部证券法都是围绕公开来展开的。可以说,一部证券法,洋洋数万言,归根结底就是两个字:公开。公开是现代证券立法的基本哲学和指导思想,是证券法的核心内容和灵魂所在,^[1]其归根结底是为了实现保护投资者的目的。而保护投资者,从根本上说就是保护他们的知情权。为了使广大的投资者能够及时了解到公司股权结构的重大变化,并对此做出迅速的投资决策,防止操纵市场行为以及突袭式收购行为的发生,各国证券法都规定了上市公司股东大额股份买卖披露的制度。我国《证券法》第86条确立了权益公开规则,即投资者在直接或间接持有某一公司发行在外的股份达到某一特定的比例,以及在达到该特定比例后又增、减持相同公司特定比例的股份时,必须按照程序披露其持有的权益的制度。^[2]此外,旨在控制大额股票买卖节奏的慢走规则也同样在法律层面被确立。《证券法》第86条明确规定了“在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票”、“在报告期内作出报告和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票”。

(二) 大额持股变动下慢走规则确立的合理性基础

权益公开规则是慢走规则的基础,慢走规则是权益公开规则的延伸。有学者认为,慢走规则对于收购人而言是不公平的,也是与证券的流通性相违背的,^[3]对此笔者有不同看法。证券有两个重要的特点,即流通性和兑现性。人们之所以愿意把钱拿出来购买证券而非不动产,是因为证券不仅具有增值的可能,而且随时可以变现。限制证券的

[1] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2004年版,第69页。

[2] 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。

[3] 徐聪:《违反慢走规则买卖股票若干争议法律问题研究》,载《法律适用》2015年第12期。

流通和兑现,也就降低了证券对于持有人的价值。限制得越多,降低得越多。^[4]综观相关主要国家和地区的立法例,并无有关上市公司权益变动慢走规则的规定,因此可以说慢走规则系我国特有。^[5]对于我国《证券法》所确立的慢走规则的合理性,笔者认为,在达到权益公开标准后,即使披露人合法进行了披露,也要给包括大股东在内的其他投资者以一定的考虑期限,使其充分吸收这一重大消息。由于股东大量增、减持公司股票会对股票价格产生较大影响,且可能造成公司控制权的转移,只有在相关方充分消化相关信息后,才可能做出适当的投资决策。

在实践中,违反《证券法》第86条的案件频发,各地证监局作出的行政处罚大都判定股东违反了权益公开规则,并按照《证券法》第193条的规定,对违反权益公开规则的行为以违反信息披露义务定性处置,而对违反权益公开规则后的大规模增减持股票的行为,似乎束手无策或置若罔闻。^[6]如在“上海新梅案”中,行为人王斌忠不仅违反了权益公开规则,而且违反了慢走规则,但在宁波证监局行政处罚决定书中并未提及违反慢走规则继续购买股票的行为以及相应的法律后果。^[7]

[4] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2004年版,第169页。

[5] 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。

[6] 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。

[7] 宁波证监局在行政处罚决定书(王斌忠)中指出:“截至2013年10月23日,上海开南账户组合计持有上海新梅股票24,682,975股,占上海新梅全部已发行股份446,383,080股的5.53%,首次超过5%;截至2013年11月1日,该账户组合计持有上海新梅全部已发行股份的10.02%;截至2013年11月27日,该账户组合计持有上海新梅全部已发行股份的14.86%。其中,上海开南单个账户持有上海新梅全部已发行股份的5%,上海嘉池丰账户已不再持有上海新梅股票。上述事实发生之后,上海开南账户组在2014年6月13日前,未披露该账户组受同一人控制或存在一致行动关系。该账户组在2013年10月23日合计持有上海新梅股票首次超过5%以及在2013年11月1日合计持有上海新梅股票10.02%时,均未按照《证券法》第八十六条规定对超比例持股情况进行及时报告和公告。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》的相关规定履行信息披露义务。王斌忠的上述行为违反了《证券法》第八十六条的规定,构成了《证券法》第一百九十三条所述之信息披露违法行为。”

对此,笔者认为,有必要对慢走规则下大额持股变动的行为定性、法条适用以及相应的法律后果进行研究。就上述争议问题,笔者将从合同法、侵权责任法、刑法和证券法四个方面予以分别阐述。

二、公司法视角:慢走规则下的股东参与公司经营管理权

股权是股东基于股东地位,在法律上对公司享有的一系列权利的总称。《公司法》第4条规定:“公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。”据此,股权在内容上主要分为两类权利,即股东的资产收益权和参与公司经营管理权,既有财产权的一面,又有非财产权的一面。^{〔8〕} 股东参与公司经营管理权,是对参加公司重大决策的权利和选择管理者的权力的概括。现代公司实行“两权”分离,公司经营管理由管理层负责,股东作为所有者并不直接参与公司的经营管理,其享有的经营管理权是间接的,即必须依照法律、公司章程规定的程序,通过参加股东会议对提案进行表决的形式集体行使权利,任何股东单凭股东身份都无权直接参与公司经营管理。所以,股东参与经营管理权集中体现为对公司重大决策和选择管理者事项的表决权,并借此实现对公司的控制。为保障表决权的实现,股东还享有出席股东会会议权、股东会的召集和主持权、临时提案权与监督权等必要的派生性权利。^{〔9〕}

具体到《证券法》中,第86条规定了权益公开规则与慢走规则,在披露义务人不充分披露进而违反慢走规则,或在充分披露后违反慢走规则,都可能构成对股东经营管理权的侵犯。在慢走规则规定的期间内,义务人不得继续增、减持该公司的股票,但其他股东可以法律规定框架下,作出是否增、减持股票的决定,该慢走期间从其他股东角度而言可谓是“考虑期”。以表决权为例,股东参与公司经营管理的法定模式就是通过表决权来表示意思,该权利是股东参与公司经营管理的核

〔8〕 赵旭东主编:《公司法学》,高等教育出版社2006年版,第320页。

〔9〕 李建伟:《公司法学》,中国人民大学出版社2011年版,第252页。

心权利。^[10] 对股东会决议的事项,股东可以表示赞成、弃权或反对的意见。股东的持股比例往往关系到表决权的大小以及与表决权相关的程序性权利,如提议权、召集与主持权、提案权等。在法定的慢走期间内,股东基于对公司经营管理权的考虑,可以作出是否增、减持股票的权利。而义务人违反慢走规则,在其他股东“考虑期”内持股变动则可能侵犯其他股东的公司经营管理权。

在“上海新梅案”中,原告主张被告的行为侵害了其对新梅公司的控制权及反收购权。法院指出:“原告该诉讼主张是否成立的关键在于确定原告是否系新梅公司的控股股东,以及原告所主张的控制权及反收购权是否属于依法应予保护的股东权利。”针对“侵犯控制权”行为,在确认了原告的控股股东地位后,法院认为:“上市公司股东的控制权并非法定的股东权利。据此,对原告该诉讼主张,本院不予采纳。”^[11]对于法院的判决,笔者认为,对公司的控制,往往取决于表决权的大小,而表决权的大小,往往受制于持股比例的大小。违反慢走规则继续增、减持股票会对原控股股东的表决权产生重大影响,并可能会造成原控股股东失去对公司的控制,此时不能否认其侵犯了股东对公司的经营管理权。对于“反收购权”,法院认为,“任何证券市场主体均不

[10] 李建伟:《公司法学》,中国人民大学出版社2011年版,第253页。

[11] 法院在裁判文书中进一步指出:“上市公司控股股东的控制权取决于其所持股份的表决权的大小。作为公众公司,为促进市场资源配置最优化,其本质的特征就在于符合条件的投资者均可依法自由买卖该上市公司的股票,因而上市公司控制权也会因投资主体持股数量的变化而随时发生变更。因此,所谓上市公司的控制权仅表现为投资者根据其投资比例依法享有的对公司管理事务表决权的大小,并非控股股东依法所享有的股东权利。况且,为防止控股股东滥用控制权,我国《证券法》及《公司法》均规定上市公司控股股东应对公司承担相应的忠实、勤勉的信义义务。因此,上市公司股东的控制权并非法定的股东权利。据此,对原告该诉讼主张,本院不予采纳。”

享有原告所主张的所谓法定的反收购权利”。^[12] 与上述关于“控制权”的论述一样,笔者认为,《证券法》第86条规定的慢走规则,在事实上规定了股东的“考虑期”,该条文体现了对股东经营管理权的保护。原告提出的诉讼主张是基于其享有的经营管理权,“控制权”与“反收购权”都是经营管理权的下位概念,二者虽然没被法律所明确,但从《证券法》第86条慢走规则中引申出的“考虑期”来考量,法律保护一定的“控制”以及“反收购”利益。对于此种利益的枉顾,毫无疑问是侵犯了原告参与公司经营管理权。

三、合同法视角:不宜轻易否定违反慢走规则的行为效力

(一)个人本位价值观在合同法和证券法领域的差异性

亚当·斯密认为,每个人都是理性的,每个人追求个人利益的行为,最终会通过市场实现效益的最大化。^[13] 在合同法领域,同样关

[12] 法院指出:“原告的该诉讼主张涉及对被告的交易行为是否构成对新梅公司的收购,以及原告是否享有其所主张的‘反收购权’的认定。因反收购措施权利归属的认定是原告该诉讼主张是否依法成立的首要前提条件。换言之,即使被告的行为构成对新梅公司的收购,如原告依法不享有其所主张的所谓反收购权利,则被告的行为亦不构成对原告权利的侵害。对此,本院认为,反收购既非法律概念,亦非上市公司控股股东的一项法定权利。结合国内外证券市场的现状,所谓反收购,是指在目标公司管理层不同意收购的情况下,其为了防止公司控制权转移而采取的旨在预防或挫败收购者收购目标公司的行为。我国《证券法》、《公司法》以及中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》中均未赋予上市公司的控股股东享有反收购的法定权利。相反,为防止目标公司管理层为一己私利而采取不正当的反收购行为,我国《上市公司收购管理办法》第8条对被收购公司管理层采取反收购措施进行了明确规制。该条规定:‘被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施,应当有利于维护公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助,不得损害公司及其股东的合法权益。’因此,任何证券市场主体均不享有原告所主张的所谓法定的反收购权利,而目标公司管理层也只有为在维护公司及广大股东合法利益的前提下才可以采取合法的反收购措施。”

[13] 刘沛佩:《从民法到经济法——效率价值流变考》,载《研究生法学》2008年第6期。

注市场主体追求自身利益的最大化,其从个人本位价值观出发,关注个体利益的增进和实现程度,希冀通过单个经济活动参与者对其占有或可支配的生产要素的操作和运行来实现自身利益的最大化。如果说合同法对于个人利益本位的态度是倡导性的,那么就证券法领域内的民事行为来说,其在前者的基础上,更凸显了法律在一定程度上对于个人利益本位的规制性,以适应此领域经济活动简捷、高效、安全等要求。虽然合同法通过任意性规范的制度设计,赋予市场主体在个人本位价值观下自由追逐效益的权利,但对于证券领域的合同来说,一味遵循意思自治,放任个体对于利益的追求,往往会损害证券市场的总体效率,即我们平常所说的个体的理性可能导致集体的非理性。以合同效力为例,在实践中通过相关条款的运用,可以使合同效力处于一定不确定的状态,甚至是产生直接否定的效果,但这种在追求个体本位价值的过程中对社会整体效率所造成的伤害就合同法而言是不被禁止的。然而在证券市场中,尤其是以交易为核心的二级市场,证券市场所讲求的秩序性在交易中具体反应就是交易的迅捷、连续、安全,以及对交易中不确定因素的排斥。一旦允许大量无效、可撤销、效力待定合同存在,证券交易的稳定性和连续性便无法得到保障,这是证券市场持续、稳定发展所无法容忍的。所以,证券市场对于个人本位价值观的尊重一定是在使经济主体的行为增进证券市场整体利益这一目标下而存在,是在证券市场稳定运行这个目标下对个体行为进行考量。只有符合这一目标,或是与这一目标相顺应的个人本位价值才能被保护。

(二)违反慢走规则继续买卖股票并非无效的法律行为

1. 司法实践对于行为效力争议焦点的回应

在包括“上海新梅案”在内的违反《证券法》第86条的案件中,原告往往主张被告违反慢走规则继续增、减持股票的行为是“无效的法律行为”,进而该行为自始无效、确定无效、当然无效,不产生当事人所

意欲发生的法律效果。^[14]但无论是法院判决还是学者论著,都提出依据《证券法》第120条的规定,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,所以该行为并不是无效的法律行为,违反慢走规则的股票买卖合同有效。^[15]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。^[16]在“上海新梅案”中,法院指出:“原告虽在本案诉讼中撤回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,但因被告明确抗辩其交易行为有效,而诉争股票交易行为的效力亦属于本院依法应予审查的范围,且该问题的认定结论与原告诉讼请求具有法律上的关联性,故对于诉争股票交易行为的法律效力,本院依法予以审查认定。”^[17]

2. 对合同无效情形中强制性规定的区分

作为对合同自由原则以及鼓励交易原则的例外,《合同法》第52条关于合同无效的规定,是以牺牲一定的缔约自由和社会交易行为来实现对公共利益的保护。依据法益衡量说,只有强制性规定的法律价值高于契约自由以及鼓励交易时,该合同才应是无效的。对于《合同法》第52条第5项规定的“法律、行政法规的强制性规定”,应仅仅指效力性强制性规定。最高人民法院在《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(二)》第14条中对此进行了确认,该解释指出:“合同法第五十二条第(五)项规定的‘强制性规定’,是指效力性强制

[14] 上市公司大股东为夺取控股地位,屡次发生新股东在购入上市公司股票达到总股本5%时,违反慢走规则继续购买股票,引起公司大股东、控股股东的强烈反弹,纷纷采取相关反制措施甚至诉至法院。他们认为新股东侵害了他们的反收购权、股东知情权,使他们失去了交易机会,要求法院判决买卖行为无效。卖出超买的股票,限制其股东表决权,并赔偿投资者的损失。司法实践中,对违反慢走规则继续购买股票行为的效力和新股东权利是否应受到限制还存在不同的认识。参见徐聪:《违反慢走规则买卖股票若干争议法律问题研究》,载《法律适用》2015年第12期。

[15] 徐聪:《违反慢走规则买卖股票若干争议法律问题研究》,载《法律适用》2015年第12期。

[16] 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。

[17] 详见“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一案一审民事判决书”。

性规定。”此外,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》又对“效力性强制规定”的内涵作了进一步阐述,并要求人民法院在合同效力的认定上应当慎重把握,必要时应当征求相关立法部门的意见或者请示上级人民法院。^[18] 值得一提的是,最新通过的《中华人民共和国民法总则》第153条第1款规定:“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效,但是该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。”这是在法律层级上首次对“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效”这一观点进行了肯定。可以见得,我国法院对《合同法》第52条第5项的适用,采取了谨慎的态度。违反效力性强制规定的,合同无效;违反取缔性的强制规定的,合同不一定无效。^[19]

3. 严格限制合同无效的范围

虽然在证券交易行为中,因交易系统的撮合机制,卖出方可能并不知晓买入方为何人。但交易依然基于股票买卖双方意思表示达成一致,这样的交易行为不应轻易被彻底否定掉,从而使当事人意欲发生的法律效果完全不能发生。鼓励交易,是为促进市场发展所必须。市场主体越活跃,市场活动越频繁,市场经济才能真正得到发展。在市场经济条件下,一切交易活动都是通过缔结和履行合同来进行的。交易活动乃是市场活动的基本内容,无数的交易构成了完整的市场,而反映交

[18] 该意见指出:“人民法院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。如果强制性规范规制的是合同行为本身,即只要该合同行为发生绝对地损害国家利益或者社会公共利益的,人民法院应当认定合同无效。如果强制性规定规制的是当事人的‘市场准入’资格而非某种类型的合同行为,或者规制的是某种合同的履行行为而非某类合同行为,人民法院对于此类合同效力的认定,应当慎重把握,必要时应当征求相关立法部门的意见或者请示上级人民法院。”

[19] 所谓效力性的强制规定,是指违反强制性规定的私法上的行为,在效力后果上以私法上的方式予以一定制裁的强制性规定。也就是说,当事人所预期的私法上的法律效果会受到一定的消极影响,或无效,或效力待定等。所谓管理性的强制规定(取缔性的强制规定),则是指它被违反后,当事人所预期的私法上的效果不一定会受到私法上的制裁的强制性规定,但这并不排除它可能受到刑事上或行政上的制裁。参见耿林:《强制规范与合同效力》,清华大学博士学位论文,2006年。

易内容的合同关系是市场经济社会最基本的法律关系。所以,为了促进市场经济高度发展,就必须使合同法具备鼓励交易的职能和目标。^[20] 在合同法中贯彻鼓励交易原则,首先也是最基本的就是要严格限制合同无效的范围,法律不应动辄就判令一项行为是无效的,这不仅是对双方当事人的尊重,更是贯彻合同自由以及鼓励交易原则的体现。所以,笔者认为,《证券法》已经对违反第86条规定确立了行政法上的责任,在民事法律性质上不宜将相关条文解释为是“效力性强制规定”进而完全否定私法上的效果。

(三)违反慢走规则继续买卖股票者承担缔约过失责任

缔约上过失问题,自罗马法以来,历经德国普通法迄至19世纪,一直是立法上及学者讨论的重大问题,但系统的论述,多付阙如。正如耶林在《缔约上过失、契约无效与不成立时之损害赔偿》一文中指出的那样,“法律所保护的,并非仅是一个业已存在的合同关系,正在发生中的合同关系亦应包括在内,否则,合同交易将暴露于外,不受保护,缔约一方当事人不免成为他方疏忽或不注意的牺牲品”。^[21] 缔约过失责任的成立以先合同义务存在为前提,当事人在为订立合同进行接触、磋商时,虽然合同可能远未达到成立,但当事人间已产生了特别的关系。任何一方当事人均负有协助、照顾、保护、忠实、通知、保密等先合同义务,任何一方基于过错违反先合同义务都会给对方的利益产生影响,这种利益就是“合理的信赖利益”。

根据学者对于缔约过失责任定义的总结,“合同不成立、无效、被撤销或不被追认,当事人一方因此受有损失,对方当事人对此有过错时,应赔偿受害人的损失,这种责任就是缔约过失责任”。^[22] 但是证券市场以交易结果恒定为原则,以使之效力待定或是无效为例外。虽然不宜轻易否定违反慢走规则买卖股票行为的效力,但是这种为了证券市场整体安全和秩序而牺牲个体、局部公平和利益的做法,在现有制度

[20] 郭正龙:《论我国新合同法的效益价值追求》,载《南京航空航天大学学报》(社会科学版)2001年第3期。

[21] 王泽鉴:《民法学说与判例研究》,北京大学出版社2009年版,第71~72页。

[22] 崔建远:《合同法》,北京大学出版社2013年版,第110页。

框架下,是否会导致无法主张相对方缔约过失责任的情况呢?笔者认为,缔约过失责任是与违约责任和侵权责任相区别的独立制度,不以合同存在为前提,也并非仅在合同不成立、无效、被撤销后才能成立。先合同义务的违反是缔约过失责任存在的核心,而不在于双方当事人是否达成了有效存在的合同。所以,只要存在先合同义务的违反,就可能构成缔约过失责任。这里的先合同义务可以基于法定、约定或是诚实信用原则产生。《合同法》第42条对缔约过失责任进行了规定,^[23]其中第2项“故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况”与《证券法》第86条规定的权益公开规则和慢走规则都属法定的先合同义务,即披露义务人在与他人订立股票买卖合同时有告知其大额持股情况以及受慢走规则约束的法定先合同义务。披露义务人违反《证券法》第86条的规定继续买卖股票,虽然在司法实践中被评价为股票买卖合同有效,但不可否认的是,披露义务人已然违反了先合同义务。所以,无论股票买卖合同是否有效,相对人都可以依据披露义务人违反先合同义务为由,向其主张缔约过失责任。

四、刑法视角:违反慢走规则继续买卖股票在刑法上的适用

有观点认为,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,法律的威慑力不够。

[23] 《合同法》第42条规定:“当事人在订立合同过程中有下列情形之一,给对方造成损失的,应当承担损害赔偿责任:(一)假借订立合同,恶意进行磋商;(二)故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况;(三)有其他违背诚实信用原则的行为。”

有鉴于此,建议借鉴日本、韩国做法,^[24]补充和完善因违反权益披露和慢走规则而给市场造成严重损害行为的刑事责任制度,对上述破坏资本市场稳定运行的行为施以刑罚规制,并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。^[25]笔者认为,以刑法修正案的方式对明确违反权益公开规则、慢走规则的刑事责任确有必要,这也是对现行《证券法》第231条中规定的“违反本法规定,构成犯罪的,依法追究刑事责任”在刑法上的责任落实与制度呼应。但在具体法律制度未加以修正的时期,对于涉及违反权益公开规则、慢走规则的刑事责任,可以适用现行的《刑法》相关条款予以刑事制裁。

[24] 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147条规定的报告文件或者第151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。”日本收购制度与韩国类似,其在《金融商品交易法》第2章“企业信息等的披露”中也区分了“与公开收购相关披露”与“股票等大量持有情况的披露”。该法第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。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”。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。

[25] 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。

现行《刑法》在第161条“违规披露、不披露重要信息罪”中规定：“依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处三年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金。”对于违反权益公开规则继续大额增、减持股份的行为，笔者认为可以适用此条款。该条实为《刑法修正案(六)》第5条所修订，原条文为：“公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，严重损害股东或者其他利益，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金。”即原条文规定的是“提供虚假财会报告罪”，修改后该罪所保护的法益是国家关于公司、企业的财务报告即其他重要信息的管理秩序。修改后的条文扩大了犯罪构成的客观方面，即对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露的行为也构成本罪。“依法应当披露的其他重要信息”，是指除财务会计报告以外的招股说明书、债券募集办法、上市公司中期报告、年度报告、临时报告等信息披露资料。这些信息不仅包括《证券法》、《公司法》、《银行业监督管理法》、《证券投资基金法》及行政法规对于应当披露的信息事项的规定，而且还包括国务院证券管理机构依照《证券法》、《公司法》的授权对信息披露事项的具体规定。^[26]“不按照规定披露”包括不披露、披露不真实、不全面、不及时以及披露程序不妥当。^[27]根据《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》第6条关于违规披露、不披露重要信息案之规定，依法负有信息披露义务的公司、企业向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，涉嫌相关情形

[26] 周光权：《刑法各论》，中国人民大学出版社2011年版，第201页。

[27] 张明楷：《刑法学》，法律出版社2011年版，第666页。

的,应予立案追诉。^[28]

可以见得,对于严重损害股东或其他人利益的违规披露行为,可以构成“违规披露、不披露重要信息罪”。在犯罪主体方面,所有依法负有信息披露义务的公司、企业都是适格主体,即该罪的主体限于公司和企业,对于自然人违反《证券法》第86条规定的,不可构成此罪。在犯罪主观方面表现为故意,对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露有清楚的认识。此外,虽然该罪为“违规披露、不披露重要信息罪”,看似仅规制了违反权益公开规则的行为,与违反慢走规则继续增、减持股票无关。但正如前文所述,权益公开规则是慢走规则的基础,对于绝大多数违反慢走规则的案件而言,首先都违反了权益公开规则,违反权益公开规则往往是违反慢走规则行为的前一阶段。对于只是违反了权益公开规则的行为可适用该罪规制,而违反了权益公开规则后继续违反慢走规则买卖股票的行为,同样可适用该罪,并在量刑上予以从重处罚。

五、证券法视角:以限制表决权为核心的证券立法完善

在“上海新梅案”中,宁波监管局行政处罚决定书(王斌忠)指出:“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》的相关规定履行信息披露义务。王斌忠的上述行为违反了《证券法》

[28] 这些情形包括:(1)造成股东、债权人或者其他直接经济损失数额累计在50万元以上的;(2)虚增或者虚减资产达到当期披露的资产总额30%以上的;(3)虚增或者虚减利润达到当期披露的利润总额30%以上的;(4)未按照规定披露的重大诉讼、仲裁、担保、关联交易或者其他重大事项所涉及的数额或者连续12个月的累计数额占净资产50%以上的;(5)致使公司发行的股票、公司债券或者国务院依法认定的其他证券被终止上市交易或者多次被暂停上市交易的;(6)致使不符合发行条件的公司、企业骗取发行核准并且上市交易的;(7)在公司财务会计报告中将亏损披露为盈利,或者将盈利披露为亏损的;(8)多次提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告,或者多次对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露的;(9)其他严重损害股东、债权人或者其他利益,或者有其他严重情节的情形。

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。”但《证券法》第193条仅是对违反披露义务的处罚,完全不能涵盖违反慢走规则继续大额持股变动的行为。笔者认为,对于不仅违反权益公开规则,并且违反了慢走规则的行为,其监管思路与现行《证券法》第213条的规定较为一致。未来在《证券法》修改时,可以通过限制表决权行使的方式来规制违反慢走规则继续买卖股票的行为。

具体来说,《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。”该条文中的“责令改正”并不同于《证券法》第193条中的“责令改正”。根据《证券法》第193条的规定,“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”,需责令改正。此处的“责令改正”仅仅针对违反权益公开规则的行为而言,而第213条中的“责令改正”不仅包括“改正”不予披露的行为,而且包括“改正”违规继续大额持股变动的行为。有学者主张,《证券法》第193条规制的是虚假陈述行为,该条中的“责令改正”应理解为“对信息披露违规行为”的改正;《证券法》第213条中的“责令改正”也不包括违规买卖股票如何处理的问题,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。其建议,本着务实管用、循序渐进的原则,可以借鉴韩国《资本市场法》的做法,在《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。^[29]

笔者认为,《证券法》第213条所指的“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”,应仅仅是指违规大额持股获得的表决权那一部分,对于该义务人之前所合法持有的股份,其对应部分的表决权不应受影响。即在改正前,不能行使违规大额持股获得的股份对应的表决权比例。韩国《资本市场法》第150条也规定了对违反该法第147条行为的规制措施,^[30]可以说,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”,但对于大额持股信息披露之前违规取得股份的规制措施却很明确和具体,即“不得行使表决权”、“金融委员会可以责令在六个月内处分”。^[31]从中可以看出,韩国《资本市场法》中明确的是“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”,即未超过的部分表决权不受影响;“金融委员会可以责令其在6个月内处分该违反份额”的规定,明确了处分的仅仅是违反部分的份额。以韩国《资本市场法》为借鉴,可以参照得出我国《证券法》第213条中“责令改正”的范围。此外,有学者主张,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

[29] 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。

[30] 该法第150条规定:“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。”

[31] 《韩国资本市场法》,董新义译,知识产权出版社2011年版,第115~117页。

易构成要件的。^[32] 对于内幕交易的行政处罚,在我国《证券法》第 202 条中有规定。^[33] 笔者认为,《证券法》第 202 条中的“责令依法处理非法持有的证券”与第 213 条中的“责令改正”是同一意思,所以前学者主张的“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”缺乏一定的合理性。通过上述分析,笔者认为,对于违反《证券法》第 86 条规定继续买卖股票的行为,可以参照《证券法》第 213 条的监管思路,责令相关行为人卖出超过规定比例部分的股票,在卖出前,对于该部分超规定比例的股票,不得行使表决权。

六、结语

对于股东为实现其特定目的,违反《证券法》规定的权益公开规则与慢走规则,继续买卖股票的行为,司法实践并没有对此进行全盘回应。特别是就违规继续买入股票的行为性质及后果,无论是司法裁判还是监管处罚,对此均未有触及。笔者尝试从公司法、合同法、刑法、证券法的视角,围绕慢走规则下继续买卖股票这一行为的法律性质及相应的法律后果展开讨论,并非意在対已有判决或法律规范进行评判,而是希望通过不同法律视角的审视,来还原这一行为的本质,并推动证券法修改对此问题的关注。

[32] 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。

[33] 《证券法》第 202 条规定:“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,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券的,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;没有违法所得或者违法所得不足三万元的,处以三万元以上六十万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当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。证券监督管理机构工作人员进行内幕交易的,从重处罚。”