

# 违规举牌相关争点回应与规制路径探寻

吴飞飞

(西南政法大学经济法学院, 重庆 401120)

**摘要:** 针对资本市场违规举牌乱象, 现行《证券法》第193条以“责令改正和罚款”为主的行政处罚机制无法对违规举牌行为的违法性和社会危害性做全面评价, 甚至被举牌人用作“漂白”违规增持行为的凭据。违规举牌与内幕交易虽均有“诱空”的外在形式, 却有本质差别, 以内幕交易禁止规则规制违规举牌行为并不可行。作为“诱空型虚假陈述”行为, 违规举牌行为的民事责任规制是一个世界性难题, 我国《证券法》短期内不宜对其民事责任做具体性规定。借助《证券法》修订契机, 可在新法的“信息披露”一章中设置“持股变动信息披露”专节, 并就违规举牌行为设定以“限期出售股票”、“没收违法所得”和“比例性罚款”为主的行政责任以及以“罚金”为主的刑事责任。

**关键词:** 违规举牌; 权益披露规则; 慢走规则; 股票增持; 信息披露

**Abstract:** If investors violate the law to buy and sell stocks, investors will be punished by the securities regulatory authorities, according to article 193 of the Securities Act. However, the penalties include only ordering corrections and fines. These penalties have no deterrent effects on investors, who may further be used as evidence for ‘white washing’ the buy and sell activities. Investor's purchase of the stock, in violation of article 86 of the securities law, is a ‘Soliciting Short Selling through False Statement’. How to set civil liability on this issue is a worldly problem. It is not advisable for the Securities Law to set civil liability for short term. Utilizing the opportunity for amending the Securities Law, it is recommendable to set a section ‘disclosure of the change of equity ownership’ within the chapter ‘information disclosure’. Moreover, it is sensible to add ‘sale of stocks within a definite time’, ‘confiscation of illegal gains’, ‘proportional penalties’ and other administrative penalties, and criminal penalties mainly in the form of fines.

**Key words:** purchasing securities in violation of the law, disclosure of equity ownership, walking slowly rules, increase the holding of stocks, information disclosure

**作者简介:** 吴飞飞, 法学博士, 西南政法大学讲师, 上海段和段(重庆)律师事务所律师, 研究方向: 公司法、金融法。

**中图分类号:** DF438 **文献标识码:** A

## 引言

我国《证券法》第86条<sup>1</sup>确立了资本市场大额股票交易行为的基本行为规则, 即“权益披露规则”和“慢走规则”<sup>2</sup>。前者要求投资者在持有某一上市公司发行在外的股票达到特定比例时, 须履行信息披露义务; 后者要求投资者在特定期间内不得买入或者卖出该公司股票。自2014年以来, 中国资本市场迎来了一场持续性的举牌风潮。在这场举牌风潮中, 违规举牌越来越成为一类频发现象, 据不完全统计, 自2014年下半年起A股资本

市场违规举牌案例已有30余起。资本市场举牌之所以乱象频发, 究其原委在于既有的举牌规范的行为模式与法律后果要件存在漏洞, 而不能对违反“权益披露规则”与“慢走规则”的举牌行为之违法性做出全面地法律后果评价。以监管部门的行政处罚为核心“以罚代管”的法律后果评价机制, 不仅无法起到威慑举牌人的制度预期, 反而被举牌人用做“漂白”违规增持股票行为的工具与手段。违规举牌, 一方面就如何遏制违规举牌乱象问题, 学界已有回应之声<sup>3</sup>。其中, 内幕交易规制路径、侵权赔偿之诉和引入刑事责任被多数学者所论及。本文在对资本

表1 近年A股资本市场违规举牌案例统计

被违规举牌公司	举牌人	举牌时间	违规行为	处罚结果
兆日科技	蒋丽娜	2014.11-2015.02	举牌不披露	责令改正, 给予警告, 并处以30万元罚款
成都路桥	李勤	2015.08-2015.12	举牌不披露	出具警示函、责令改正
西藏旅游	胡氏兄弟	2015.10	举牌不披露	通报批评、记入诚信档案
山东地矿	山东国投	2016.03	举牌不披露	下发监管函
*ST新梅	王斌忠	2013.07-2013.11	举牌不披露、隐瞒一致行动关系	责令改正, 给予警告, 并处以30万元罚款
*ST山水	钟安升等人	2016.02	隐瞒一致行动人关系	展开调查、询问
康达尔	林志	2013.09-2014.03	举牌不披露	责令改正, 给予警告, 并处以60万元罚款
卓翼科技	何学忠夫妇	2015.05	举牌不披露	下发监管函
胜利精密	百年人寿	2015.05-2016.01	举牌不披露	监管关注
永鼎股份	东昌广告等	2015.09	举牌不披露	监管关注
博通股份	黄氏家族六人	2015.09	隐瞒一致行动人关系	监管关注
零七股份	刘榕	2014.05-2015.03	举牌不披露	责令改正, 给予警告, 并处以60万元罚款
新华百货	上海宝银	2015.04-2015.08	披露不规范	给予警告, 并处以40万元罚款
华西股份	任向敏	2015.04	举牌不披露	责令改正, 予以警告, 并处以60万元罚款
熊猫烟花	东营国际	2014.10	未停止买卖	监管关注
贵糖股份	方少瑜	2014.11	举牌不披露	下发监管函
荃银高科	徐文建	2013.08-2014.04	举牌不披露	责令改正、给予警告, 并处以60万元罚款

市场违规举牌乱象及其规制动态做较为全面梳理的基础上, 试图对学界就该问题的探索及相关争议问题进行回应, 并尝试对违规举牌乱象的规制路径进行探寻。

### 资本市场违规举牌及其规制动向的实证分析

我国《证券法》第86条所规定的“权益披露规则”与“慢走规则”连同该法第193条的法律责任条款共同构成了当前的举牌规则体系, 前者规定了举牌规则体系的行为模式要件, 后者则构成了举牌规则的法律后果要件。当前证券监管部门对违规举牌行为的惩处, 也是依照由《证券法》第86条到第193条的逻辑线条展开。表1是近几年我国A股资本市场违规举牌及监管动向的现状梳理<sup>4</sup>:

综合上表分析可知, 当前我国资本市场违规举牌乱象主要呈现出以下特点: 1.以财务投资为目的的举牌行为和以收购为目的的举牌行为并存。如“牛散”何学忠夫妇举牌卓翼科技即是以二级市场投资为目的, 方少瑜举牌贵糖股份则是因为看好广东国有资产改革前景。而王斌忠借助开南账户组举牌\*ST新梅却是以谋求上市公司

控制权为目的, 以致于\*ST新梅原第一大股东兴盛实业不惜与开南系展开诉讼拉锯战<sup>[1]</sup>。2.故意违法动机明显。在上图违规举牌案例中, 隐瞒一致行动关系、动用马甲账户等违规行为本身就揭示了违规者的主观故意动机, 更有甚者如“牛散”何学忠夫妇选择的举牌时间点恰好在卓翼科技计划定向增发的前几日, 落点精准, 蓄意为之的动机明显。3.动用杠杆资金举牌现象严重。2016年险资举牌上市公司成为风潮, “A股市场甚至形成了险资举牌概念股”<sup>[2]</sup>。2016年则成为A股“险资举牌年”<sup>[3]</sup>。而险资举牌多数是动用杠杆资金, 巨大的资金杠杆驱使举牌人更加热衷于追逐短期利益, 举牌后谋求“暴力套现”, 置上市公司的长远发展于不顾。

对于违规举牌行为, 监管部门的规制动向主要呈现出以下特点: 1.规制手段单一。对违规举牌行为, 目前的规制手段主要是由证券监管部门依据《证券法》第193条选择或者合并适用“责令改正”、“警告”以及“罚款”这三种处罚措施, 尚未有违规举牌人承担民事责任与刑事制裁。2.规制力度疲软。前述三种主要处罚措施中, “责令改正”主要针对的是举牌人在信息披露义务上的不作为, “改正”的也仅仅限于公告、报告持股变动情况。当监管部门责令举牌人履行信息披露义务时, 违规举牌人的持股目的已经实现, “责令改正”的实质意义严重淡化。“警告”则是警示性作用为主, 实质性作用不甚明显。而“罚款”则有60万元的上限设置, 即使单纯从财务投资视角看, 违规举牌者套现后的经济获利动辄千万、上亿, 区区60万元罚款仅仅是违法获利的九牛一毛。3.对违规举牌所产生的股权变动效果缺乏明确的评价机制。举牌人违反“权益披露规则”与“慢走规则”所增持的超过5%的股权是否发生股权变动效力, 当前监管部门未置可否, 按照“法不禁止则为允许”原则, 股权变动效力似乎是得到了证券监管部门的认可。被举牌公司如若想否决股权变动效果, 只能诉诸司法裁判, 而法院却又需要以监管部门的行政处罚为裁判依据, 如此一来股权变动效果便成为一个循环性命题。当然, 亦有例外个案, 在胡氏兄弟违规举牌西藏旅游一案中, 拉萨市中级人民法院应西藏旅游控制股东国风集团请求冻结了胡氏兄弟超过5%之后所持有的股票的部分股权, 最终倒逼胡氏兄弟与控制股东国风集团达成和解。4.对举牌人资金来源缺少有效监管举措。笔者在前

文述及，险资等杠杆资金举牌上市公司趋热，举牌资金的高杠杆势必会对上市公司的资本安全造成影响，最终损失也将由资本市场上的广大投资者接盘。因此，对举牌人的资金来源做监管至关重要。但是，目前违规举牌行为的监管机关主要是证监会，而证监会对资金来源并无监管权，这就导致违规举牌人的资金来源问题无法得到有效规制与评价。2016年12月3日证监会主席刘士余在公开讲话中痛批以宝能系为代表的“野蛮人”，之后保监会出手规制险资举牌现象，对部分举牌险资采取了“暂停业务”、“特定时间段内禁止申报产品”的处罚。保监会对险资举牌的规制尽管在短期内取得了立竿见影的效果，但压力型执法动机明显，在缺乏立法层面规范性文件支撑的情况下，其长效性有待考验。

## 既有规范框架内几个争议问题的回应

### 一、内幕交易禁止规则能否适用于违规举牌行为

为缓释违规举牌现象的监管乏力问题，理论界在深挖既有规范性资源的基础上，从解释论视角运用法律漏洞填补方法进行了诸多探索。其中，比较有代表性的一类观点认为，违规举牌行为在条件成就时可构成内幕交易，进而可借助内幕交易禁止规则对其进行规制。<sup>5</sup>理由如下：1.根据《证券法》第74条第2款的规定，“持有公司百分之五以上股份的股东”属于证券交易内幕信息的知情人。换言之，违规举牌人满足内幕交易的主体要件。2.《证券法》第67条列举了可能对上市公司股票交易价格产生影响的“重大事件”，其中包括“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”。进而言之，举牌人增持上市公司股份达到5%时，如果再大规模增持一次，就构成“重大事件”。3.根据《证券法》第76条规定，内幕信息知情人在信息公开前，利用该信息进行股票交易的即构成内幕交易。因此，如果持有上市公司5%以上股份的股东进行了一次大规模增持，就构成“重大事件”，在大规模增持后若没有履行信息披露义务，则构成内幕信息，在这种情况下举牌人再买进一次股票，不论交易量大小，均构成内幕交易。对于违规举牌是否构成《证券法》第76条所规定的内幕交易豁免情形，该观点认为《证券法》上的权益披露规则、慢走规则与内幕交易禁止规则是并列

而存在的，前者并不构成豁免适用后者的条件<sup>4</sup>。

然而，笔者认为，违规举牌的内幕交易规制路径在法理基础、规范性依据以及具体操作三个层面均存在一定问题：1.在法理基础层面，其混淆了收购规则与内幕交易禁止规则的立法目的。“公司控制权市场是公司治理的最后措施”。<sup>5</sup>公司收购，一方面可以借助驱逐尸位素餐的目标公司管理层的巨大职位压力，驱使上市公司管理层善尽其信义义务；另一方面收购可以显著提高目标公司股东的股票溢价，我国著名金融学家张新在证监会任职时曾做过研究，发现在中国资本市场上，公司收购引发目标公司股票溢价高达29.05%<sup>6</sup>。因此，对于公司收购，各国公司证券法在原则上是持鼓励态度的，而“权益披露规则”与“慢走规则”是在鼓励收购的立场下为确保收购价值分配的权益平衡而设立的衡平法则。内幕交易则不然，“禁止内幕交易是维护金融市场的健全及增进投资者对市场信心的全球性共识”<sup>7</sup>。任何一个国家的公司证券法对于内幕交易在原则上都是持禁止性态度的。因此，上市公司收购、举牌行为与内幕交易各自的规制路径是反方向运行的，在实质层面上并无交集<sup>6</sup>，将二者交织在一起是对二者立法目的的混淆。2.在规范性依据层面，相关司法解释已经给出过相反佐证。2012年最高人民法院、最高人民检察院发布了《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(下称“解释”)，“解释”第4条规定：“具有下列情形之一的，不属于刑法第一百八十条第一款规定的从事与内幕信息有关的证券、期货交易”，该条下文第1项情形即为“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然、法人或者其他组织收购该上市公司股份的”。在该“解释”的起草说明中，起草者指出：“(《证券法》第76条第2款)该款行为无需附加任何其他条件，就应当认定为内幕交易犯罪的阻却事由。《证券法》第七十六条第一款是禁止性规定，第二款相当于除外规定，第二款中的“本法另有规定”所明确的正是该类行为属于正当、合法交易”<sup>7</sup>。由此可见，“解释”也是持举牌行为不构成内幕交易的基本立场，尽管该“解释”是从刑法视角对内幕交易的豁免情形进行澄清，但它对于我们从公司证券法视角厘定举牌行为与内幕交易行为的关系却

有佐证价值。3.在操作层面，违规举牌行为的内幕交易规制路径明显缺乏可操作性。根据该路径，持有上市公司股份超过5%的股东只有在大规模增持后再买进一次股票才构成内幕交易，而举牌人不会傻到非要卡点增持以争取满足内幕交易的构成要件。并且，如果举牌人直接一次性大量买入目标公司股票，接着停止买入，反而不构成内幕交易，如此一来不成了“窃钩者诛、窃国者诸侯”了。

## 二、民事责任规制路径是否行得通

《证券法》第120条规定：“对交易中违规交易者的民事责任不得免除”。该处规定为违规交易的民事责任规制路径提供了一个原则性指引。理论与实务界也从侵权责任层面进行了探讨，如有人认为违规举牌行为侵犯了股东的知情权和交易机会权<sup>8</sup>。部分被举牌上市公司原大股东则认为违规举牌人侵犯了他们的反收购权，不过该主张已被法院否决<sup>9</sup>。笔者比较赞同的观点是，违规举牌行为侵犯的是投资者的知情权和公平交易权的说法<sup>10</sup>。然而，遗憾的是，现行《证券法》与《收购办法》均未针对投资者违反“权益披露规则”与“慢走规则”应承担何种民事责任作出相关规定。从法律适用角度看，监管部门对违规举牌人所作出的行政处罚依据的是《证券法》第193条，而193条是有关证券虚假陈述法律责任的规定，据此似乎可以以虚假陈述民事责任归责机制追究违规举牌人的民事责任。

然而，笔者认为，在既有的规范体系解释路径内，很难追究违规举牌人的民事责任。1.就违规举牌行为而言，侵权责任主张主体绝大多数应为自举牌人信息披露义务触发之日起至违规披露事实被公开期间与举牌人从事“反向交易”的投资者，即在此期间卖出股票的投资人。而根据《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(下称《若干规定》)第19条规定，在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。2.当前进入到司法裁判程序的，并且原告诉讼请求被法院支持的案件几乎均为“诱多型虚假陈述”案件。而举牌人违反“权益披露规则”与“慢走规则”的违规增持行为构成的是“诱空型虚假陈述”。《若干规定》仅规定了“诱多型虚假陈述”，却将“诱空型虚假陈述”排除在外。在司法裁判中，针对“诱空型虚假陈述”，根据既有的因

果关系认定规则，法官无法认定原告卖出股票所遭受的损失与被告违反“权益披露规则”之间存在因果关系。如在“山东京博控股股份有限公司虚假陈述案”中，法官即认为原告所遭受之损失系证券市场系统性风险等因素所致，与被告的虚假陈述事实之间不存在直接因果关系<sup>10</sup>。3.“诱空型虚假陈述”在外在形式上与内幕交易别无二致，都是“诱空”行为，而内幕交易民事责任规制是一个世界性难题，即使是在资本市场法治最为健全的美国，最高法院也没有对民事责任问题发表过明确意见。多数美国学者甚至认为，“内幕交易者不过是这种‘零和’游戏的‘偶然加入者’而已，其他没有什么改变”<sup>19</sup>。进而言之，在证券民事责任认定中，“诱空”要比“诱多”难度大得多<sup>10</sup>，以致于“诱空”行为民事责任严重“鸡肋”化，“食之无味、弃之可惜”。综上所述，无论是从既有的制度框架内看，还是从未来的制度完善视角看，违规举牌民事责任规制路径均难以发挥作用。

## 三、以财务投资为目的的违规增持人的表决权是否应当被限制

实践中，部分被举牌目标公司认为，《证券法》上的“权益披露规则”与“慢走规则”均属于强制性规范，通过违规举牌实施的股票交易行为应当无效。对于该问题，目前学界已经取得了基本的共识，即股权变动不因违规举牌而无效<sup>11</sup>。原因在于，证券交易属于商事交易，不同于一般民事交易，在特别法“另有规定”时应当适用特别法。而《证券法》第120条明确规定：“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”。因此，违规举牌事实不影响股权变动效力。

争点在于，在既有的规范体系解释框架内，违规举牌增持超过5%部分股票的表决权是否应当被限制？尤其是以财务投资为目的的违规举牌人的表决权应否被限制？关于这两个问题，我们既有的规范性依据主要是《证券法》第213条与《上市公司收购管理办法》(下称《收购办法》)第75条。《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……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……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”。两处规定的区别之处在于：《证券法》第213条规制的责任主体为“收购人”，《收购办法》第75条规制的责任主体则包含“收购人”与“财务投资人”<sup>12</sup>。从两处条款可知，对以收购为目的的违规举牌人所增持的超过5%部分的股票表决权进行限制，是具有合法性依据的。

最大争点集中在，能否限制以财务投资为目的的违规举牌人的表决权？对此，陈洁教授从《收购办法》第75条的合法性层面做出了回应。其认为，《收购办法》第75条存在不法之处，原因如下：1.对民事权利的限制性规定仅能由法律为之，《收购办法》作为部门规章无此权限。2.作为下位法的《收购办法》将“财务投资人”规定于限制范围之内，是对作为上位法的《证券法》的严重越位<sup>11</sup>。因此，其认为在既有的规范性文件框架内，对以财务投资为目的的违规举牌人的表决权进行限制，尚无合法性依据。

笔者认为，上述观点有待商榷。1.对私权的限制与剥夺是完全不同的两个概念，剥夺私权只能由法律作出，但限制私权一切合法的规范性文件、团体规章均可作出。如根据《公司法》第71条规定，公司章程即可以对股权转让作更严格之限制；又如生活中经常出现的“此处禁止通行”警示牌，比比皆是。私法主体的权利无时无刻不是处在限制之中，部门规章即应当可以基于正当理由对私权在合理范围内作出限制。2.在商事实践中，基于财务投资目的的股票增持行为与以获得控制权为目的的举牌行为之间的界限通常是十分模糊的，甚至是投资者自身的目的动机都会随着客观情势与主观心理的变化而发生改变。一方面立法者、监管者在操作层面很难洞悉投资者的内在目的动机；另一方面商事外观主义一般也不允许立法者、监管者去深究投资者是基于怎样的目的初衷。3.对以收购为目的的违规举牌行为与以财务投资为目的的股票增持行为作区分对待，缺乏法理依据。并且，如果投资者本来是为财务投资而增持，但是在成为目标公司大股东后突然决定问鼎控制权，《证券法》第213条岂不仓皇失措。综上所述，笔者认为《收购办法》第75条不仅不存在越位，反而是弥补了《证券

法》第213条的立法漏洞，以财务投资为目的的违规增持超过5%部分股票的表决权也应被限制。进而言之，违规增持股份表决权一体限制，而不考察其增持动机。

#### 四、“违章(公司章程)”举牌是否有效

实践中，部分A股上市公司为应对举牌并购风波，纷纷修改公司章程，在章程中增设反收购条款。其中，伊利、雅化股份、世联行等上市公司通过修改章程，将《证券法》第86条所规定的5%的“举牌红线”降低为3%，即将“权益披露规则”与“慢走规则”的临界点借助章程予以调低，以增加举牌人的收购成本和难度<sup>12</sup>。对此，证监会发声指出：“上市公司不得利用反收购条款限制股东的合法权利”<sup>13</sup>，相关监管部门也约谈了部分上市公司负责人。然而，对于上市公司借助章程“排除”5%“举牌红线”的合法性问题，相关监管部门并未给出明确答复。这就引申出另一个问题——举牌人违反公司章程所自主规定的“权益披露规则”与“慢走规则”效果如何，即“违章举牌”是否有效？

该问题的集中点在于公司章程能否对《证券法》第86条作“另有规定”。现行《公司法》中明确允许公司章程“另有规定”的条文有六处，分别为第41、42、49、71、75与第166条<sup>14</sup>。那么，在这六处规定之外，公司章程能否对公司证券法上的其他规范作“另有规定”呢？依照“法不禁止则为允许”原则，在理论上公司章程仍有极大的“另有规定”空间。然而，公司章程却不能对“举牌红线”作“另有规定”。原因并非是一般所认为的强制性规定不可排除，很多强制性规范尤其是管理性强制性规范在全体成员一致同意的情况下也是可以“排除”适用的。“举牌红线”不可“另有规定”是因为：1.它是一个“涉众性条款”，已经超出了公司抑或股东的私法自治边界，关涉到资本市场不特定投资者的利益，具有显著的社会公共性。2.它关涉举牌人、其他资本市场投资人、目标公司、目标公司股东及管理者多方利益平衡问题，因此需要由立法部门以中立第三方的名义作出规范，利益相关主体任何一方或者多方都无权擅自对这一利益平衡条款作出改变。进而言之，上市公司关于“举牌红线”的“另有规定”本身不合法，亦不能以举牌人违反公司章程为由否认股权变动效力或者对举牌人之股权作出限制。

## 违规举牌行为规制路径探索

根据笔者在上两部分的分析可知，对于违规举牌行为，在我国当前的法律规范解释框架内，尚难以找到行之有效的规制路径与手段。在解释论行不通的情况下，即应当转而求诸于立法论，从制度完善的视角探求违规举牌行为的规制之道。

### 一、在《证券法》中设置“持股变动信息披露”专节

我国现行《证券法》将“权益披露规则”与“慢走规则”放置在了“上市公司的收购”一章中，同时《收购办法》中又对上述规则作了补充性规定。进而言之，在目前的制度框架内，持股变动信息披露规则是附属于上市公司收购制度的，它的价值作用被定位于平衡收购者与目标公司(包含股东、高管等利益攸关方)彼此之权益，具有衡平法的性质。正是受这一制度构造思路影响，立法者没有在《证券法》及《收购办法》中对违规举牌人苛以严格的法律责任，以致于既有惩戒后果沦为违规举牌人谋求“漂白”股票增持行为的手段。

然而，在现代证券法上，持股变动信息披露制度的独立地位与独立价值早已凸显出来，并成为各国证券法的标配性制度。平衡收购方与目标公司权益仅仅是它众多价值功能的一个具体面向。具体而言，该制度还具有下述主要价值功能。1.它有助于激发证券市场的价值发现功能、完善证券市场的价格形成机制。如果我们将上市公司股票称作“交易物”，那么股东身份、持股变动、股票流动性等信息则是影响该“交易物”价格的重要变量。因此，在理论上，上述信息的披露越是充分，则作为“交易物”的股票，其价格就越是接近其真实价值，越是有助于公平、高效的证券市场价格机制的形成。2.它有助于提升上市公司治理水平、降低代理成本。一方面，投资者及中小股东可借助持股信息披露制度知悉大股东的行为动向，对大股东形成一种监督压力，进而可以有效地减少证券欺诈、内幕交易等违法行为发生。另一方面，持股信息披露，有利于上市公司管理层与股东之间的柔性沟通以及共识的达成，进而增强上市公司治理的稳定性和秩序性。3.它有利于证券、金融监管部门及时获知相关信息，着手监管举措。在金融越来越杠杆化的今天，严格的持股信息披露制度可以保

障证券、金融监管部门及时对投资人的资金来源以及流向的合法性进行监管，进而有效打击证券、金融违法、犯罪行为，防范金融风险、确保资本市场的秩序性。

基于持股变动信息披露制度对资本市场所具有的上述多方面价值功能，资本市场发达国家与地区均将其放置在证券法律规范体系中的重要位置，以凸显其重要性。如，为推进金融市场一体化、提高金融市场透明度，欧盟针对资本市场信息披露专门发布了《上市公司透明度指令》(下称《透明度指令》)，要求欧盟范围内的上市公司定期披露相关信息，持股信息披露则是《透明度指令》的主要规范内容之一<sup>[15]</sup>。日本早在1994年出台的《证券交易法》中就规定了“大量持股报告制度”，2006年出台的《金融商品交易法》更是以近四分之一的篇幅对信息披露问题进行规定，为贯彻《金融商品交易法》对大量持股报告的要求，日本后来还专门出台了《大量持股报告府令》。我国香港地区颁布的《证券及期货条例》第XV部则以专章内容对“权益披露”作出规定。

早在2002年，为贯彻实施《证券法》，证监会就出台了《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(下称《信息披露办法》)，结合发达国家与地区的经验做法看，该办法极具前瞻性。然而，遗憾的是，2005年修改《收购办法》时，证监会废止了《信息披露办法》，并将其部分内容并入了《收购办法》。笔者认为，在违规举牌成为证券市场顽疾的今天，借助《证券法》修改契机，在新法的“信息披露”一章中增设“持股变动信息披露”一节内容。对信息披露的义务人、信息披露时点与程序、违规披露的法律责任、信息披露豁免等问题做详尽规定，将其脱离于上市公司收购规则之外，以彰显其独立地位与价值。如此，针对违规举牌行为，就有独立的法律责任条款以资适用，监管机关即无须再绕道借用证券虚假陈述责任条款对其进行规制，更不必求诸于内幕交易禁止规则。

### 二、强化对违规举牌行为的行政处罚与刑事制裁

#### 1. 民事责任暂时不宜做具体性规定

规制违规举牌乱象的关键在于强化法律责任机制。法律责任，不外乎民事责任、行政处罚与刑事制裁三种。然而，笔者认为，在我国当前暂不宜贸然对违规举牌行为的民事责任做具体性规定。因为，如笔者在前文所述，违规举牌是一种“诱空型虚假陈述”行为，针对

该类型证券违法行为，即使是在美国等证券法制非常严苛的国家，其民事责任也一直是一个难题，以致于至今仍鲜有违规者被法院判令承担民事赔偿责任的案例<sup>[16]</sup>。即使是对于传统的证券欺诈行为，不少美国学者仍旧认为，“目前的私人诉讼补偿投资者的效果不彰、成本高昂，阻却欺诈者的作用甚微”<sup>13</sup>。因此，在未有一定数量的司法纷争作为考量基础的情况下，贸然对民事责任做具体性规定，会引发诸多负面效应，如投资者滥诉、举牌人民事赔偿责任成为其不堪承受之重、部分投资者“搭便车”获得溢出性利益，等等。正如郭雳教授所言：“证券法无法提供所有的救济，投资者利益保护仍须以分散风险作为前提”<sup>[17]</sup>。因此，笔者主张，当前暂时不宜对违规举牌民事责任做具体性规定。实践中，证券市场投资者可依据《侵权责任法》与相关司法解释提起侵权赔偿之诉，再由最高人民法院在总结审判经验的基础之上，以司法解释的形式对违规举牌侵权责任的构成要件、因果关系认定、举证责任配置等问题作出解释性规定，最终在条件成熟时再由《证券法》予以规定。

## 2. 强化行政处罚机制

行政处罚是针对违规举牌行为的主要规制手段，当前资本市场之所以违规举牌乱象频发，很大程度上是由行政处罚机制乏力所导致。因此，当前最为紧要的是借助《证券法》修订契机强化违规举牌的行政处罚机制。具体而言，笔者认为，行政处罚机制的强化应主要从下述几个点着手：(1)限期出售违规增持部分股票，且违规增持部分股票不得行使表决权。目前，证券监管部门依据《证券法》第193条对违规举牌人所作出的“责令改正”处罚，在内容上仅仅局限于信息的披露以及报告，并无法改变股票增持“生米已成熟饭”的既定事实，进而反向激励了投资者采取违规举牌这种“先上船后买票”股票增持方法。尽管根据《证券法》第120条以及考虑到证券交易的特殊性，股权变动效果并不因举牌人的违规行为而无效。但可以在承认违规增持不影响股权变动效果的同时，责令举牌人限期出售违规增持部分股票。这样既不违反证券市场的基本交易规则，又可阻却举牌人的违法目的实现。同时，由于责令举牌人出售违规增持部分股票本身存在一个时间期限，在此期间举牌人能否就违规增持部分股票行使表决权就成为一个必

须予以明确的问题。笔者认为，规制违规举牌的法理基调在于致使其违法目的无法实现，如果在此期间允许其就违规增持部分股票行使表决权，则以获得目标公司控制权为目的的违规举牌人可能在此期间采取措施夺得对目标公司的控制权。因此，只有在此期间限制违规增持部分股票之表决权，才能真正阻却举牌人的违法目的实现。域外经验亦有类似做法，如韩国《资本市场法》第150条即规定：“在总统令规定的期间内，对于超过表决权发行股份总数5%的违法份额，不得行使表决权。金融委员会可以责令其(违规举牌人)在6个月内处分违法份额”<sup>14</sup>。我国《证券法(修订草案)》第126条规定：“投资者违反本法第一百零九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卖出或者买入该超过规定比例部分的股票……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”。如果该条最终获得通过，则对于有效规制违规举牌乱象而言大有助益。(2)没收违法所得。任何人不得从自身的违法行为中获利，这是规制违法行为的政策底线。违规举牌行为的违法所得，主要体现为出售违规增持部分股票所获得的差价。并且，从股票价格变动规律来看，违规增持信息一旦披露，被举牌公司股票往会上涨，举牌人出售违规增持部分股票获利的可能性极大，而这部分差价在性质上应当属于违法获利，应当予以没收。(3)罚款数额比例化设置。《证券法》第193条所规定的30万至60万的罚款数额虽有一定幅度区间，但上限过低，对违规举牌人普遍缺乏威慑力。笔者认为，为体现“过罚相当原则”，针对违规举牌行为所设置的罚款数额不仅要大幅提高，而且要进行比例化设置。考虑到举牌人违法所得的变动性较大，笔者认为该比例不宜以违法所得为参照系设定，而适宜以违规增持部分股票的买入价款总额为参照系设置。

## 3. 以罚金为主的刑事责任

针对资本市场违规举牌乱象，陈洁教授认为：“(须)从防范系统性金融风险的高度来认知权益披露制度的重要性”，进而主张“引入刑罚机制惩处违规大规模增减持股票行为”<sup>[18]</sup>。并且，从域外经验看，美国《证券交易法》、韩国《资本市场法》以及《日本金融商品交易法》中针对违反持股变动披露规则的股票增持行为都

设置了相应的自由刑以及财产刑。刑事责任相较民事责任、行政责任对于违法者而言的确更具立竿见影的威慑力。然而,问题的关键在于,我们应当怎样引入刑事责任规制违规举牌乱象?对此,笔者认为,违规举牌的刑事责任之引入应当以罚金为主,暂时不宜适用自由刑。原因如下:(1)在我国当前资本市场,亟须重刑规制的是负有信息披露义务和戒绝交易义务的上市公司、证券中介机构以及上市公司大股东、高管、董事等主体而非是一般投资者。在一个健全的、良性的公司控制权市场尚

未形成的情况下贸然引入重刑罚责,有扼杀公司控制权市场之潜在风险。(2)在当前形式下,违规举牌行为的社会危害性并不显著独立性,而主要是在与操纵证券、内幕交易、证券欺诈等违法行为竞合时被体现出来,而现行《刑法》针对上述违法行为均已规定了相应的刑罚手段,在这种情况下再针对违规举牌行为另行规定过于宽泛的刑事责任,会增加法律适用的难度。 ■

[基金项目:2016年度国家社科基金重点项目“‘宽进严管’背景下市场主体信用监管制度研究”,项目编号:16AFXD16]

## 注释

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”。

2. “慢走规则”又称为“台阶规则”、“慢爬规则”,是指当投资者持有某一上市公司股份达到一定比例时,在一定期间内应暂停买卖该上市公司股票的规则。慢走规则的目的在于控制大股东交易股份的节奏,防止大股东操纵市场,并能使信息得到广泛传播,以便中小股东有充分时间接受和消化信息,慎重考虑,使其利益得到较好保护。

3. 参见吴建忠.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,(01);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[J].法学,2016,(09);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,(01)。

4. 表格是在“证券时报网”报道情况基础之上整体而来。

5. 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[J].法学,2016,(09);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,(01)。

6. 实践中确实存在以收购上市公司为由行内幕交易之实的违法行为,但该种行为在本质上已经不属于收购行为。

7. 参见《〈关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释〉的理解与适用》。

8. 矫月.上海新梅股权之争风波再起第一大股东之位归属待解[N].证券日报,2015-01-13(C01)。

9. 参见(2015)沪一中民六(商)初字第66号民事判决书。

10. 参见(2014)济商重初字第5号民事判决书。

11. 参见徐聪.违反慢走规则买卖股票若干争议法律问题研究[J].法律适用,2015,(12);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[J].法学,2016,(09);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,(01)。

12. 《收购办法》第75条规定的“相关股份权益变动活动中的信息披露义务人”即指“财务投资人”。

13. See Donald C. Langevoort, On Leaving Executives “Naked, Homeless and Without Wheels”: Corporate Fraud, Equitable Remedies, and the Debate Over Entity Versus Individual Liability, 42 Wake Forest L. Rev. 627, (2007).

14. 参见韩国资本市场法[M].董新义,译.知识产权出版社,2011:117.

## 参考文献:

[1] 赵一蕙.上海新梅“举牌战”闹上法院[N].上海证券报,2015-03-09(004).

[2] 傅苏颖.险资举牌31家公司市值超千亿2016年或再迎两次举牌潮[N].证券日报,2016-01-20(A02).

[3] 李唐宁.2016成A股“险资举牌年”[N].经济参考报,2016-12-26(002).

[4] 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[J].法学,2016,(09):106-108.

[5] [美]《罗伯塔·罗曼诺.公司法基础》[M].罗培新,译.北京大学出版社,2013:513.

[6] 张新.并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证分析[J].经济研究,2003,(06):20-29.

[7] 傅穹,曹理.内幕交易规制的立法体系进阶:域外比较与中国选择[J].环球法律评论,2011,(05):125.

[8] 莫壮弥.试析违反权益披露义务的法律责任[J].金融法苑,2016,(02):98.

[9] 耿利航.证券内幕交易民事责任功能质疑[J].法学研究,2010,(06):80-84.

[10] 廖升.诱空虚假陈述侵权责任之因果关系[J].法商研究,2016,(06):117.

[11] 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[J].法学,2016,(09):109-110.

[12] 曹中铭.修改公司章程岂可太任性[N].上海证券报,2016-08-15(007).

[13] 刘国锋.证监会:不得利用反收购条款限制股东权利[N].中国证券报,2016-08-27(A02).

[14] 吴飞飞.公司章程“排除”公司法:立法表达与司法检视[J].北方法学,2014,(04):155.

[15] 简捷.欧盟证券服务指令及其立法程序研究[J].证券市场导报,2009,(11):19-25.

[16] 耿利航.证券内幕交易民事责任功能质疑[J].法学研究,2010,(06):77-92.

[17] 郭霖.证券欺诈法律责任的边界新近美国最高法院虚假陈述判例研究[J].中外法学,2010,(04):639.

[18] 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[J].法学,2016,(09):110.