

中国持股权益披露制度： 法律移植与比较研究

王超*

摘要:美国披露规则被移植到中国,并没有解决违规举牌等投资者保护问题。已有学术研究集中在法律解释角度,对于披露规则的理论 and 实践难题没有提供令人满意的解决方案。本文系统比较了中国和美国、日本、韩国、新加坡、中国香港和台湾地区的披露规则。本文提出一系列国情因素来解释中国的制度特点,例如国家战略、股权结构、利益集团等,并在此基础上提出了完善建议。

关键词:投资者保护 持股权益披露 慢走规则 法律移植 比较法

一、引言

20世纪90年代,发源于美国的上市公司持股权益披露规则(以下简称披露规则)被移植到中国,以规范上市公司股份大额持有者的股票交易活动和保护投资者知情权。但这一规则在中国的执行却并不是一帆风顺的。自从规则成文化以来,市场上发生了大量披露违规行为。例如,2015年许多大额持有人大量秘密减持了上市公司股份从而导致了股市大崩盘。2016年许多保险公司在秘密积累某些上市公司价值被低估的股票后,对这些公司发起了敌意收购。^① 移植披露规则并没有真正解决中国

* 香港中文大学法学院博士研究生。

作者感谢香港中文大学法学院黄辉教授、大卫·C·唐纳德(David C. Donald)教授和英属哥伦比亚大学法学院林李文(Lin Li-Wen)教授的悉心指导和反馈建议,也感谢法社会学协会2018年多伦多年会的参会学者给出的修改建议,尤其是杜伦大学法学院马蒂亚斯·M·西姆斯(Mathias M. Siems)教授的反馈。

^① 2016年被称为保险资金收购年。参见陈华敏:《险资举牌引发的权益披露问题分析》,载《证券市场导报》2017年第3期。相关案例包括上海新梅案等,参见陈功:《违反大额持股披露制度法律思考》,载《合作经济与科技》2017年第6期。

的违规举牌等问题。

已有学术研究主要集中在披露规则的理论分析或法律解释角度。有学者建议类推适用内幕交易规则来惩罚违规人,^①或者修改《证券法》披露规则。^②现有研究对于中国移植披露规则的理论 and 实践难题没有提供令人满意的解决方案。本文将通过比较方法,系统分析和比较中国和美国模式(包括美国、日本、韩国、新加坡、中国香港特区和中国台湾地区)的披露规则。

二、中国披露规则的法律移植

(一) 中国移植规则

披露规则最早被1993年《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)移植到中国,随后被1999年和2006年的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、2002年《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(以下简称《披露办法》)和2006年《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)继承。1993年《股票条例》第47条是中国披露规则的最早表述,适用于各类证券交易。投资者持有上市公司5%以上股份的,应当在3日内向上市公司、证交所、证监会提交书面报告和披露。持有超过5%股票的投资者如果决定增加或减少其持股比例达到2%或以上,应遵循同以上相同的报告程序。2%的披露区间由1999年《证券法》改为5%,之后的立法一直保持着5%规定。在披露期间直到披露后的2天,投资者不可以继续交易目标公司股票,包括直接或间接购买或出售此类股票(慢走规则)。

现行规则主要包含在2006年修订的《证券法》和《收购办法》中。2006年《证券法》第86条规定,投资者通过场内交易持有目标公司股份达5%成为大额持有人时,应在3日内向证监会、证交所和目标公司披露,并在披露期限内不得买卖目标公司的股票(慢走规则)。大额持有人所持该公司股份比例每增加或者减少5%,也应当进行披露,并且在披露期间内和披露后2日内不得买卖该公司股票(慢走规则)。

根据中国法院的裁判文书说理,慢走规则有很多优点,它有利于监管机构、交易所和上市公司及时了解上市公司股权变更情况,防止内幕交易或操纵市场,保护投资

^① 参见陈洁:《违规大规模增持股票行为的定性及惩处机制的完善》,载《法学》2016年第9期;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。

^② 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》,载《证券市场导报》2013年第1期。

者知情权和投资决策权。^①但慢走规则也降低了投资者积累股票的速度,使目标公司管理者有更多时间采取收购防御措施,阻碍公司控制权市场的形成和繁荣;推动股价上涨,投资者将面临飙升的交易成本,对股票市场的流动性构成威胁。

违反披露规则的法律后果是《证券法》第193条。违法行为人将被责令改正^②和警告,并处以30万元至60万元的罚款。除了第193条外,违反披露规则还面临《证券法》第204条规定的法律后果,即违反慢走规则的处罚。^③任何限制转让的股票,不得在限定期限内买卖。^④违反规定的,应当责令改正^⑤,给予警告,处以不超过交易证券等值的罚款。^⑥《证券法》第204条的处罚比第193条要严厉得多,原因在于前者规定的交易证券等值罚款远远大于后者规定的60万元罚款,且前者的责令改正比后者更严厉。^⑦

2006年《收购办法》规定了场内交易、^⑧协议转让^⑨和其他方式^⑩三种证券交易方式,填补了《证券法》只规制场内交易的漏洞。《收购办法》减轻了协议转让交易的披露负担:协议转让的慢走规则变得更宽松,锁定期仅限于披露窗口期间;当事人只需要一次而不需要多次披露交易,使投资者转让大宗股份变得更加方便和高效。《收购办法》完善了监督措施和剥夺表决权的規定。第75条、第76条规定,投资人不履行义务的,证监会责令投资者改正,采取包括监管谈话、警告函、责令暂停或停止收购的监管措施。改正前,投资人不得行使股份的表决权。

2018年,上海和深圳证券交易所推出新的披露规则征求意见稿,将披露区间从5%降低到1%。^⑪这一改革倡议必将使中国的披露规则更加严格。

① 参见上海市第一中级人民法院民事判决书(2015)沪一中民六(商)初字第66号,上海兴盛实业发展(集团)有限公司诉王斌忠。

② 《证券法》第193条的责令改正是指监管者责令违法者补充提交披露报告。

③ 学者批评第193条处罚太轻,处罚手段过于有限,罚款数额过低。参见吴飞飞:《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。

④ 《证券法》第38条。

⑤ 《证券法》第204条的责令改正是指监管者责令违法者出卖或者购回非法购买或出售的公司股票。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。

⑥ 《证券法》第204条。

⑦ 目标公司管理层往往倾向于《证券法》第204条的责令改正,但很多学者反对。参见陈功:《违反大额持股披露制度法律思考》,载《合作经济与科技》2017年第6期;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。

⑧ 《收购办法》第13条。

⑨ 《收购办法》第14条。

⑩ 《收购办法》第15条。其他方式主要包括行政划转、法院裁决或其他。

⑪ 上交所2018年《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》第6条;深交所2018年《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》第8条。

(二) 收益成本分析

关于披露规则的作用,学者和实务人士很难达成共识。一般来说,披露规则的收益包括:第一,投资者保护。披露规则的目的是保护目标股东免受潜在的公司劫掠者的侵害。^① 实证研究发现股权披露与少数股东保护之间存在正相关关系。^② 一旦企业掠夺者出现,目标管理者将能够有足够的时间采取防御措施。目标公司的股东可以抓住大额持有人带来的投资机会。在美国,1934年《证券交易法》第13(d)条披露规则的立法目的之一是提醒市场注意到每一次大规模的证券迅速积累。大量证券的秘密积累被认为对市场参与者不公平。^③ 第二,市场透明度。披露规则是一种市场警告制度,为市场和目标上市公司提供了收购可能发生的预警。^④ 为了实现透明市场的目标,世界范围内有很多增加透明度的法律发展运动。英国金融服务管理局在2007年提议修改其披露规则,增加了外部投资者的披露要求。^⑤ 经合组织的《公司治理原则》规定,投资者有权了解企业的所有权结构,一旦某些阈值被通过,主要股东和可能影响或控制公司的其他数据就应该被披露。^⑥ 中国证券市场自诞生以来,信息不对称和市场欺诈问题较突出。中国资本市场应进一步提高透明度和管理质量。实施披露规则有助于解决资本市场中存在的一些问题,例如,杠杆收购。^⑦

披露规则的成本包括:第一,交易成本。披露规则增加了投资人的成本和风险,降低了收购人的预期收益。^⑧ 如果收购人被要求过早披露其持股状况,收购成本将变得更为昂贵,因为市场将抬高股价。披露规则必须通过选择适当的披露阈值和披露窗口,在股东保护和公司控制权的可竞争性之间做出权衡。^⑨ 第二,公司治理。过于

① Hui(Robin)Huang,“China’s Takeover Law:A Comparative Analysis and Proposals for Reform”,*Social Science Electronic Publishing*,2005.

② Schouten Michael C and Mathias M. Siems,“The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries”,*Journal of Corporate Law Studies* 10. 2,2010, p. 483.

③ Adam O. Emmerich, et al. ,“Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power”,*Social Science Electronic Publishing*,2012.

④ Hui(Robin)Huang,“China’s Takeover Law:A Comparative Analysis and Proposals for Reform”,*Social Science Electronic Publishing*,2005.

⑤ Michael C. Schouten and Mathias M. Siems,“The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries”,*Journal of Corporate Law Studies* 10. 2,2010, p. 483.

⑥ 经合组织2015年《公司治理原则》第5章。

⑦ 上交所2018年《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》。

⑧ James D. Cox, Robert Hillman and Donald C. Langevoort, *Security Regulation, Cases and Materials*, Wolters Kluwer, 2013, p. 992.

⑨ Hui(Robin)Huang,“China’s Takeover Law:A Comparative Analysis and Proposals for Reform”,*Social Science Electronic Publishing*,2005.

严格的披露规则会阻碍大额持有人将资源投入对现任公司管理层的监督中,损害投资者和降低效率。如果披露规则将减少收购数量,就应该重新审视其保护投资者的正当理由。^① 过严的披露规则可以减少对大额持有者的回报,从而减少外部投资者大额持有上市公司股票的发生率和规模,以及对监督管理层和参与公司治理的投资。^② 实证研究表明保护小股东免受大股东侵害在大额持有人较多的国家中表现更显著。^③ 大额持有人持股比例越大,他们在监督和参与公司治理方面的投资动机就越强。^④ 大额持有人可以通过使管理层更负责任,从而降低代理成本和减少管理松弛,增强公司治理水平,增加新兴经济体的企业价值。^⑤ 第三,法律规避。投资人有很多种方式可以规避披露规则,不将真正的持股状况告知于公众。例如,美国的许多投资者签订 TRS 合同,目的就是逃避报告要求,在《威廉姆斯法案》下的合法行为和非法行为之间打擦边球。^⑥

三、披露规则的比较法考察

(一) 美国原生披露规则

起源于美国的披露规则是中国披露规则的移植模仿对象。美国《证券交易法》规定,任何人在获得超过 5% 的股权证券后,应在 10 日内向证交会披露。^⑦ 在披露期间,投资者可以继续买入目标公司股票。大额持有人持股比例增加或减少达到 1% 的变动也应上报。披露内容包括外部投资者的背景和身份等。^⑧ 披露规则作为一种预

① James D. Cox, Robert Hillman and Donald C. Langevoort, *Security Regulation, Cases and Materials*, Wolters Kluwer, 2013, p. 992.

② Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, "The Law and Economics of Blockholder Disclosure", *Harvard Business Law Review* Vol. 2 No. 1, 2011, p. 60.

③ Priya P. Lele, and Mathias M. Siems, "Diversity in Shareholder Protection in Common Law Countries", *Cesifo Dice Report* 5. 1, 2007, pp. 3 - 9; Mathias M. Siems, "Shareholder Protection around the World (Leximetric II)", *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 33, Issue 1, 2008, pp. 111 - 148.

④ Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, "The Law and Economics of Blockholder Disclosure", *Harvard Business Law Review* Vol. 2 No. 1, 2011, p. 60.

⑤ Lins, Karl V., "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 38. 1, 2003, pp. 159 - 184.

⑥ Bertaccini Daniel, "To Disclose or Not to Disclose? CSX Corp. Total Return Swaps, and Their Implications for Schedule 13D Filing Purposes", *Social Science Electronic Publishing*, 2009.

⑦ 美国 1934 年《证券交易法》第 13(d)(1) 条。

⑧ 同上。

警机制是为了通知目标公司股东和管理层发生控制权转移的可能性,^①通常会提高发行人股票价格,促使管理层采取防御措施,并提醒其他潜在收购人。^②

对于披露违规行为如何对目标上市公司和中小股东给予救济?第一,美国法院允许发行人起诉披露违规者来获得公平救济。典型案例是朴次茅斯广场公司诉股东保护委员会案(*Portsmouth Square Inc. v. Shareholders Protective Comm.*)^③,但法院没有将损害赔偿视为适当的补救措施。第二,关于对违反者的剥夺表决权请求,法院拒绝发出禁止被告人5年内行使投票权的禁令,而只是责令违法行为人进行纠正披露,以及提供短时间的冷却期。冷却期预计将使市场内化被披露的信息。^④法院也拒绝发出永久禁止违法行为人从事任何与收购有关活动的禁令。第三,在“美国证交会诉第一城市金融公司案”(SEC v. First City Financial Corp)中,被告与目标公司签订暂停收购协议,将股票重新出售给目标公司,法院责令违规人退还了270万元的利润。第四,美国证交会有权对违反第13(D)条的人施加民事处罚。第五,违规董事的责任。披露违规人的董事和经理如果被发现违反证券欺诈规则,可能被剥夺任职资格。但这是不容易实现的,例如,在美国证交会诉帕特尔案(SEC v. Patel)中,第二巡回法院拒绝剥夺被告的任职资格,采用的标准是“实质不适格”。^⑤第六,暂停证券交易。根据1934年《证券交易法》第12条,证交会可以在10日内暂停证券交易,以实现公共利益和投资者保护。^⑥

根据1934年《证券交易法》第13(d)(6)条,披露规则不适用于一系列特殊情形。第一,对1933年《证券法》下以注册声明方式取得的证券发出的任何收购或要约;第二,在过去12个月内,对任何证券的获得不超过该类证券的2%;第三,发行人对自己发行的任何股权证券的取得;第四,在证交会的豁免下,任何不改变或影响发行人的控制权状况的证券收购。

1934年《证券交易法》第13(f)条的规则也授权证交会行使自由裁量权,以豁免

① James D. Cox, Robert Hillman and Donald C. Langevoort, *Security Regulation, Cases and Materials*, Wolters Kluwer, 2013, p. 992.

② Ibid.

③ Ibid, p. 993.

④ 典型案例是 *Pharmaceuticals Inc. v. Khan*。See James D. Cox, Robert Hillman and Donald C. Langevoort, *Security Regulation, Cases and Materials*, Wolters Kluwer, 2013, p. 994.

⑤ James D. Cox, Robert Hillman and Donald C. Langevoort, *Security Regulation, Cases and Materials*, Wolters Kluwer, 2013, p. 849.

⑥ 典型案例是 *SEC v. Sloan*。See James D. Cox, Robert Hillman and Donald C. Langevoort, *Security Regulation, Cases and Materials*, Wolters Kluwer, 2013, p. 850.

机构投资者的证券交易行为。^① 证交会豁免的授予必须对于公共利益和投资者保护或维护公平有序市场是必要或适当的。^②

2012年,一些美国的法律实务人士向证交会提交了一份请愿书,要求将《证券交易法》第13(d)条披露规则的窗口期间从10天缩短至1天。^③ 他们认为既有的披露规则使大额持有人在10天的窗口期间中有能力秘密积累大量股份,这违反了披露规则的法定目的。请愿书有两个主要目标:第一,使披露规则继续以符合《证券交易法》立法目标的方式运作,即提醒市场注意每一次大规模而迅速的股票聚集或积累。第13(d)条反映了美国的立法政策,即目标股东有权获得充分披露的信息。^④ 第二,由于市场条件和实践的变化而产生的法律漏洞不能继续被收购方所利用。他们认为披露规则所依据的交易环境已经改变;激进的投资者利用法律漏洞,在10天窗口期间内迅速秘密积累股票,足以威胁目标公司控制权;其他国家和地区已经采取措施减少大额持有人秘密快速积累股票的风险。^⑤

拜伯切克(Bebchuk)和杰克逊(Jackson)教授明确反对这一法律改革提议。^⑥ 他们认为在决定是否采纳修法建议之前需要进行经济计量分析。第一,大额持有人有更大的动机将资源投入到监督公司经营管理中,其股票积累可以提高市场效率。收紧披露规则会损害投资者和效率。第二,《威廉姆斯法案》起草者没有对股票积累施加僵硬的5%上限,这是一个有意识的选择,而不是法律漏洞。第三,法律改革应该放在更大的背景下进行考察,即现任董事和外部大额持有人之间的最优权力平衡。自从《威廉姆斯法案》通过以来,权力平衡已经明显地有利于现任董事。第四,没有证据表明交易模式和技术的改变使收紧披露规则成为必要。

(二) 亚洲移植规则

美国披露规则对新兴和发达经济体有很大影响。除中国内地以外,日本、韩国、新加坡、中国香港和台湾地区都采用了美国模式。

① 美国1934年《证券交易法》第13(f)(3)条。

② 美国1934年《证券交易法》第13(f)(5)条。

③ Adam O. Emmerich, et al., "Fair Markets and Fair Disclosure: Some Thoughts on the Law and Economics of Blockholder Disclosure, and the Use and Abuse of Shareholder Power", *Social Science Electronic Publishing*, 2012.

④ Ibid.

⑤ Ibid.

⑥ Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, "The Law and Economics of Blockholder Disclosure", *Harvard Business Law Review* Vol. 2 No. 1, 2011, p. 60.

1. 日本

日本在其《金融商品交易法》中规定了披露规则。与美国一样,日本也将披露阈值设为5%,披露间隔为1%。第27-23条规定了大量保有报告书的提交。^①投资者持股超过5%即成为大量保有者,应当在5日内向总理提交报告。第27-25条是关于提交变更报告书的规则。^②持股增加或减少1%以上的,大量保有者应当在5日内向总理提交变更事项报告。

机构投资者也有特殊规定。第27-26条为特殊的大量保有者提供的特别规定,包括金融商品经营者、银行或任何由内阁府令规定的不谋求对发行人业务活动进行实质性改变的人。^③第172-2条规定了可根据第27条规定具体适用的行政罚款。^④对未作出真实报告的股东应给予处罚,总理应命令违反者向国库支付相当于一定数额的行政罚款。

2. 韩国

韩国也几乎原样复制了美国的披露规则,将披露阈值设为5%,且披露间隔为1%。韩国2008年《资本市场法》第147(1)条规定,持股比例达到或超过5%的人,应当在5天内向金融服务委员会和韩国交易所提出报告。大额持有人每1%的持股变动也应上报。^⑤第150条限制大额持有人对违规持有的股票行使表决权。^⑥未及时作出纠正报告或者谎报实质事实或隐瞒重大事实的,在总统法令规定期间内,对超过5%的违规持有股票不得行使表决权。此外,韩国金融服务委员会可在6个月内发出处理该部分违规持有股票的命令。

韩国收购规则也对公开收购目的的大额持有人制定了慢走规则。收购人不得在提交报告后5日内取得发行人的股票或者行使手中持有的股票的表决权。^⑦否则,收购人不得对所增加的部分股票行使表决权,金融服务委员会也可发出6个月内处理增加的部分股票的命令。^⑧

① 日本2014年《金融商品交易法》第27-23(1)条。

② 日本2014年《金融商品交易法》第27-25(1)条。

③ 日本2014年《金融商品交易法》第27-26(1)条。

④ 日本2014年《金融商品交易法》第172-2(1)条。

⑤ 韩国2008年《资本市场法》第147(1)条。

⑥ 韩国2008年《资本市场法》第150(1)条。

⑦ 韩国2008年《资本市场法》第150(2)条。

⑧ 韩国2008年《资本市场法》第150(3)条。

3. 中国台湾地区

中国台湾地区的2018年“证券交易法”规定,大额持有人的披露门槛为10%,披露窗口期间在交易后的10日内。^①违反规定的,有关部门将给予24万至240万元新台币的罚款。^②中国台湾地区披露规则将披露门槛从5%提高到10%,这一做法符合亚洲家族企业高度集中的股权结构背景。美国持股比例为5%的大额持有人可能比拥有10%或更高持股比例的亚洲股东更接近获得所在上市公司的控制权。

4. 中国香港特区

中国香港特区2012年《证券及期货条例》规定,大额持有人的披露门槛为5%,披露窗口为3天。大额持有人持股比例发生百分比(1%)变化的,应当在3日内披露。^③证监会可以根据投资者的申请免除其披露义务。^④披露违规人一经循公诉程序定罪,可处第6级罚款及2年监禁;一经简易程序定罪,可处第3级罚款及6个月监禁。^⑤

有关上市公司有权通过通知的方式要求投资者告知其持股信息,调查其有表决权股份的权益归属。^⑥如果投资者在接到通知后未能提供信息,则根据公诉程序,他将被判处第6级罚款和2年监禁,或者根据简易程序被判处第3级罚款和6个月监禁。^⑦上市公司可以向法院申请命令,对有表决权的股票实行限制,^⑧任何转让或取消这些股票的行为都是无效的。^⑨

5. 新加坡

新加坡2006年《公司法》规定,大额持有人^⑩的披露门槛为5%,披露窗口为2天。^⑪大额持有人持股比例^⑫发生变化的,应当在2个营业日内书面通知上市公司。投资人不再是大额持有人的,应当在2个工作日内书面通知上市公司。^⑬2006年《证

① 中国台湾地区2018年“证券交易法”第43(1)条。

② 中国台湾地区2018年“证券交易法”第178(1)条。

③ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第310条、第313条、第315条、第325条。

④ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第309条。

⑤ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第328条。

⑥ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第329条。

⑦ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第334条。

⑧ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第366条。

⑨ 中国香港特区2012年《证券及期货条例》第369条。

⑩ 新加坡2006年《公司法》第81(1)条。

⑪ 新加坡2006年《公司法》第82(1)条。

⑫ 新加坡2006年《公司法》第83(3)条。

⑬ 新加坡2006年《公司法》第84条。

券与期货法》也为新加坡的披露规则提供了类似的规定。^①

违规人一经定罪,可处不超过 25 万新元的罚款或 2 年以下监禁(自然人情形)或两者兼罚,如有持续犯罪情形,并处每天不超过 25,000 新元的罚款。^② 目标公司也有权通过通知方式要求任何人披露其对有表决权股份的持股权益。^③

无论违反披露规则的情况是否继续存在,法院可根据行政当局的应用,下令限制违规人的股票权利。违规人将被剥夺持有股票的基本权利,例如,对目标公司股份权益的处分权、对目标公司股份所附的表决权或其他权利,以及从目标公司收取任何股份应付款项的权利。^④ 与韩国法律规定一样,新加坡法院可以发布命令,强制出售违规者持有的全部或部分目标公司股票。^⑤

(三) 中国移植规则特点

表 1 显示了美国、日本、韩国、新加坡、中国香港特区和中国台湾地区与中国内地披露规则的比较。

表 1 几个国家和地区模式的披露规则比较

国家(地区)	阈值	区间	窗口	豁免	慢走规则	表决权排除	行政处罚
美国	5%	1%	10 天	有	无	无	有
日本	5%	1%	5 天	有	无	无	有
韩国	5%	1%	5 天	有	适用于收购人	总统命令规定期限	有
新加坡	5%	1%	2 天	无	无	法院命令,无论是否改正	有
中国香港	5%	1%	3 天	有	无	无	有
中国台湾	10%	1%	10 天	有	无	无	有
中国内地	5%	5%	3 天	无	适用于所有投资人	责令改正前	有

日本、韩国、新加坡和中国香港特区完全照搬了美国的 5% 披露门槛和 1% 披露区间。由于国情需要,中国内地将披露区间从 1% 改为 5%,中国台湾地区则将披露门槛从 5% 改为 10%。美国的披露区间时间最长,日韩次之,而中国内地和中国香港

① 新加坡 2006 年《证券与期货法》第 135、136、137 条。

② 新加坡 2006 年《证券与期货法》第 137D 条。

③ 任何人都应遵守该通知,否则他将受到披露违法者的同样处罚。参见新加坡 2006 年《证券与期货法》第 137F 条。

④ 新加坡 2006 年《证券与期货法》第 137E 条。

⑤ 新加坡 2006 年《证券与期货法》第 137E(c) 条。

特区、新加坡时间最短。中国内地没有其他国家和地区的披露豁免规定。中国内地的慢走规则比韩国适用范围更广,前者适用于一般投资者,后者适用于收购人。所有国家和地区都规定了违规人的行政罚款,中国内地、新加坡和韩国还规定了违规人表决权排除规则,其中新加坡和韩国的规定更严厉,无论违规人是否已经改正,法院和监管机构都可以做出表决权排除裁决。

作为舶来品的披露规则在中国发生了一些变异,其中有些变异使中国披露规则不像美国模式那么严格。例如,与美国模式的1%披露区间相比,中国5%的披露区间较长;^①持股5%到20%的投资者只需要发出简易权益变动报告书,减轻了报告负担;中国没有类似美国的违规人卖出非法持有股票所获得利润的归还规则。但从总体来说,由于慢走规则等国情因素的存在,中国的披露规则在行为模式和法律后果上比美国等国家和地区更严格。这与斯考腾(Schouten)和西姆斯(Siems)的理论出现了矛盾。^②第一,与美国等国家和地区相比,中国的3天窗口期更严格。美国关于是否缩短10天期限一直存在争论,^③中国一直坚持3天期间的规定。第二,慢走规则的存在。中国慢走规则比韩国更严格。韩国慢走规则只适用于收购方,而中国慢走规则适用于所有证券交易。慢走规则规定了披露规则以外的额外处罚措施,其中包括巨额的行政罚款。第三,表决权排除。与韩国和新加坡不同,中国表决权排除的时间范围是违法行为人做出纠正报告之前。第四,无豁免规则。在中国没有像美国、日本和韩国^④一样的系统的披露豁免规则。对证券投资基金的唯一豁免也没有在高级别的正式法律文件中规定。^⑤我国证券市场上有大量机构投资者,如国家社保基金、证券投资基金和合格境外机构投资者(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)

^① 历史上1993年《股票条例》规定的披露区间是2%,与美国的披露区间尚且相似。但在1999年《证券法》之后,2%的披露区间被延长到了5%。

^② Michael C. Schouten and Mathias M. Siems, "The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries", *Journal of Corporate Law Studies* 10. 2, 2010, p. 483.

^③ Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, "The Law and Economics of Blockholder Disclosure", *Harvard Business Law Review* Vol. 2 No. 1, 2011, p. 60.

^④ 在韩国,总统法令可以改变某些案例中的报告细节,即持有股票的目的不是影响发行人的业务控制权,或涉及专业投资者的案例。参见韩国2008年《资本市场法》第147条。

^⑤ 2007年1月,证监会基金监管部门明确规定了证券投资基金的持股权益披露问题。基金管理公司管理的若干基金持有上市公司5%的股权时,基金管理公司有权决定是否应当披露股权总额。参见邱永红:《上市公司并购重组中的法律实务问题研究》,载《证券市场导报》2009年第9期。

等。^① 它们通常都是被动投资者,虽然在中国已经出现了机构股东积极主义。^② 有时违规者可能会抱怨他们只是进行了爬行收购,但证监会拒绝了其减轻处罚的要求。第五,详式权益变动报告书。持股比例在 20% 至 30% 的投资者应当制定详式权益变动报告书。如果投资者是上市公司最大股东或实际控制人,他应聘请财务顾问出具关于报告中披露内容的核查意见。^③

四、解释与政策建议

中国与美国的规则分歧对斯考腾 (Schouten) 和西姆斯 (Siems) 的比较法理论发出了挑战。他们断言发达国家倾向于拥有比新兴发展中国家更严格的披露规则,且一个国家披露规则的严格程度与公司股权分散程度正相关。^④

(一) 解释

中国作为股权集中的发展中国家,披露规则为什么反而比发达国家更严格? 如何解释中国移植的规则如慢走规则和更短披露窗口期? 本文认为可以用国家战略、股权结构、文化规范等来进行解释。

第一,中国坚持稳定证券市场的国家战略。中国市场是一个新兴、转轨的市场,市场欺诈行为明显。^⑤ 短披露窗口和严格的慢走规则使监管机构能够及时发现和监控外部投资者对股票的秘密积累。2015 年的股灾救市中,证监会加强了对披露规则的执行。第二,中国的股权结构像其他许多亚洲国家一样高度集中,^⑥ 即使是在 2005 年股权分置改革之后。^⑦ 分散的流通股票的价格很容易受到大额持有人突袭交易的

^① 参见邱永红:《上市公司并购重组中的法律实务问题研究》,载《证券市场导报》2009 年第 9 期。

^② Chao Xi, "Institutional Shareholder Activism in China: Law and Practice", Vol. 17 *International Company and Commercial Law Review*, 2006.

^③ 《收购办法》第 17 条。

^④ Michael C. Schouten and Mathias M. Siems, "The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries", *Journal of Corporate Law Studies* 10. 2, 2010, p. 483.

^⑤ Hui (Robin) Huang, "China's Takeover Law: A Comparative Analysis and Proposals for Reform", *Social Science Electronic Publishing*, 2005.

^⑥ 统计数据上,家族企业在亚洲私营部门的分布比欧美地区的更普遍。亚洲历史遗留下来的延伸家庭的重要性仍然存在。See David C. Donald, "Conceiving Corporate Governance for an Asian Environment", *University of Pennsylvania Asian Law Review*, Vol. 12, Issue 2, 2016. 我国上市公司的最大股东平均持股比例超过 30%, 对公司拥有绝对或相对的控制权。See Chen Juan, *Regulating the Takeover of Chinese Listed Companies*, Springer Berlin Heidelberg, 2014, p. 9.

^⑦ Wen Yeu Wang, and J. Chen, "Bargaining for Compensation in the Shadow of regulatory Giving: The Case of Split Share Structure Reform in China", *Columbia Journal of Asian Law*, 2006.

影响。监管者不希望由于大额持有人的突然袭击而扰乱脆弱的散户,因此设计慢走规则将西式的阶梯披露制度转变为梯级股票取得制度。^① 第三,作为利益集团的公司管理层往往倾向于利用自己的影响力来保持甚至收紧慢走规则。现任管理层可以游说立法者制定严格的披露规则,及时获得股票积累的信息以防止敌意收购。^② 第四,中国的机构股东尚不发达。^③ 这使立法者豁免或减轻机构投资者的披露义务变得不那么迫在眉睫。第五,强调社会和谐的中国传统文化规范决定了政府重视股票市场的集中统一监管和保障经济安全。家庭或国家价值网积极地定义大多数公司所有者之间的关系,^④对实践中的正式法律规则产生很大的影响。在纸面上的法律方面,中国的投资者保护水平有时甚至比一些发达国家更高。^⑤ 但这并不意味着现实就是这样的,中国的执法一直是困难的。^⑥ 立法者或许考虑到规则执行时候的困难,所以以过于严格的方式设计规则。第六,中国在近代系统地移植了德国和日本的民法法系传统。披露规则起源于美国证券市场语境,当移植入中国时必然经历完全不同的法律基础设施和社会网络环境。在这个新的环境中,公司是家庭、国家或政党的载体。^⑦ 第七,中国法院在处理披露规则案件中扮演非常有限的角色,很难替代证监会的功能。这就是为什么中国披露规则不得不对违法者规定更严格的行政处罚条款。中国法院司法仅是披露规则执行的一小部分,且前提是证监会做出了行政处罚决定。一类是散户投资者起诉披露违规者的虚假陈述行为,如2015年“上海仪电案”。^⑧ 另一类是上市公司控股股东要求法院剥夺披露违规者的表决权,例如,2015年“上海兴盛

① 参见郑或:《上市公司收购法律制度研究:历史、现状、问题及变革》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第780~818页。

② Michael C. Schouten and Mathias M. Siems, “The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries”, *Journal of Corporate Law Studies* 10. 2, 2010, p. 483.

③ Chao Xi, “Institutional Shareholder Activism in China: Law and Practice”, Vol. 17 *International Company and Commercial Law Review*, 2006.

④ David C. Donald, “Conceiving Corporate Governance for an Asian Environment”, *University of Pennsylvania Asian Law Review*, Vol. 12, Issue 2, 2016.

⑤ Priya P. Lele and Mathias M. Siems, “Diversity in Shareholder Protection in Common Law Countries”, *Cesifo Dice Report* 5. 1, 2007, pp. 3 - 9.

⑥ 参见季卫东、徐昕:《“执行难”的理论争鸣:公力救济与私力救济之间的竞争与互补》,载《时代法学》2007年第1期。

⑦ David C. Donald, “Conceiving Corporate Governance for an Asian Environment”, *University of Pennsylvania Asian Law Review*, Vol. 12, Issue 2, 2016.

⑧ 中国证监会行政处罚决定书[上海仪电控股(集团)有限公司][2013]33号。上海市第一中级人民法院民事判决书(2015)沪一中民六(商)初字第224号,吴某某诉上海仪电(集团)有限公司证券虚假陈述责任纠纷案。

诉王斌忠案”^①。

(二) 政策建议

披露规则的立法原则应该是在目标公司管理层和外部大额持有人之间,^②以及在投资者保护和公司控制权的可竞争性目标之间进行权衡。^③ 本文不赞成降低披露区间为1%的倡议,^④建议对披露规制采取相对宽松的态度。^⑤ 中国大额持有人对上市公司治理的作用本来就很有限,降低披露区间会过分加重其负担。照搬美国的经验会忽视中国股权集中和市场流动性差的国情。为了适应慢走规则,应保持较短披露窗口期,并可以考虑借鉴美国的第13(G)条披露豁免规则来减轻机构投资者的负担。

虽然有学者反对适用《证券法》第204条来惩治违法者,^⑥但慢走规则对惩罚和震慑违规人是必要的。目前,单凭《证券法》第193条不足以达到处罚目的。60万元罚款的制裁效果被多年来的通货膨胀所稀释。^⑦ 罚款制裁远不能阻止资金雄厚的违规人。另外,慢走规则带来的过大行政权会妨碍市场自律机制。^⑧ 建议适当放宽慢走规则,可以借鉴韩国的规定,使慢走规则只适用于收购方。普遍适用于所有投资者的慢走规则的成本将超过其收益。

中国的责令改正意味着违规人只需要做出补充披露。相比之下,新加坡法院可以强制出售违规人持有的全部或部分股票。^⑨ 韩国法律也规定,收购人违反慢走规则的,金融服务委员会可发出处理增加部分股票的命令。^⑩ 本研究认为中国可以借鉴新加坡和韩国的做法,赋予证监会强制处置违规人非法持有股票的权力,阻止其从其错误行为中获益。同时由《证券法》限定责令改正的适用范围,使证监会谨慎行使权力。

① 上海市第一中级人民法院民事判决书(2015)沪一中民六(商)初字第66号,上海兴盛实业发展(集团)有限公司诉王斌忠。

② Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson, “The Law and Economics of Blockholder Disclosure”, *Harvard Business Law Review* Vol. 2 No. 1, 2011, p. 60.

③ Hui (Robin) Huang, “The New Takeover Regulation in China: Evolution and Enhancement”, *International Lawyer*, Vol. 42, No. 1, 2008, p. 153.

④ 上交所2018年《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》第6条;深交所2018年《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》第8条。

⑤ 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2013年第4版,第257页。

⑥ 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;张子学:《完善我国大额持股披露制度的若干问题》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第418~466页;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。

⑦ 参见搜狐财经:《央行预计2017年通货膨胀率将达7.5%,别哭!》,载《搜狐》2017年10月25日 https://www.sohu.com/a/200237449_221435,最后访问日期:2018年9月10日。

⑧ 参见缪因知:《政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡》,载《交大法学》2015年第1期。

⑨ 新加坡2006年《证券与期货法》第137E(c)条。

⑩ 韩国2008年《资本市场法》第150(3)条。

中国立法者可以学习新加坡,赋予法院做出表决权排除裁决的自由裁量权,无论违规人是否已改正都可以剥夺其表决权。^①同时法院应谨慎适用这一处罚。原因在于:首先,中国法官在审判公司法纠纷中积累了大量经验。^②对于抽象宽泛的公司法规则,法院可以详细了解争端的事实背景。^③其次,中国没有美国的间接持有制度,^④管理层对于公众持股消息更加灵通。滥用表决权排除规则将使外部投资人处于严重劣势,因此表决权排除规则需谨慎适用。

五、结 论

美国《证券交易法》的持股权益披露规则最初由1993年的《股票条例》移植到中国。2006年《证券法》继承了披露规则,但仅适用于场内交易。2006年《收购办法》弥补了这一漏洞,使披露规则也适用于协议转让和其他方式。披露规则具有提高投资者保护水平和市场透明度等益处,但也有提高交易成本和降低公司治理水平等弊端。

本文通过比较法考察发现,中国移植的披露规则比美国、日本、韩国、新加坡、中国香港特区和台湾地区的披露规则更严格,例如,短披露窗口和慢走规则极大地增加了投资人的交易成本。国际上某些学者假设发达国家具有比发展中国家更严格的披露规则,且披露规则严格程度与一国的公司股权分散程度正相关。而中国的情况说明该假设与实践相异。本文从国家战略、利益团体、股东类型等方面对此进行了解释。

从政策建议的角度,披露规则的立法和修改原则应该是在目标公司董事和外部大额持有人之间取得平衡,兼顾投资者保护和公司控制权的可竞争性这两个目标。具体建议为:对于权益披露,我国现有条件下应当采取相对宽松的态度,因此本文不

① 新加坡2006年《证券与期货法》第137E条。

② Shaowei Lin, "Private Enforcement of Chinese Company Law: Shareholder Litigation and Judicial Discretion", *China Legal Science* Vol. 4 Issue 373, 2016, p. 97.

③ Donald C. Clarke, "Law Without Order in Chinese Corporate Governance Institutions", *Northwestern Journal of International Law & Business* 30, No. 1 (Winter 2010): 130 ~ 200. 在有些领域法院比行政机关更合适进行干预。See Katharina Pistor and Chenggang Xu, "Incomplete Law", *N. Y. U. J. INT'L L. & POL.* 35, 2003, p. 931.

④ 从20世纪70年代初开始,越来越多的股票通过经纪商、银行和中央储蓄机构等中介机构持有。See David C. Donald, "The Rise and Effects of the Indirect Holding System-How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries" (September 26, 2007), Accessed August 23, 2018 Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1017206> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017206>, *Social Science Electronic Publishing*, 2007.

赞成证交所降低披露区间为1%的改革倡议;应保持较短披露窗口期和尽快完善披露豁免规则,减轻对机构投资者的发展限制;建议适当放宽慢走规则,学习韩国使其只适用于收购方;可以借鉴新加坡和韩国的做法,赋予证监会责令违规人处置非法持有股票的权力,由《证券法》限定责令改正的适用范围和事项;应学习新加坡赋予法院更大裁量权的经验,无论违规人是否已改正,法院都有权做出表决权排除裁决,并应谨慎适用这一处罚。