

证券市场信息披露执法三题

张子学*

摘要:市场参与者遵照强制性规定履行信息披露义务,是证券市场诚信建设的重要方面和基本保障。本文针对中国证监会当前在信息披露违法案件查处过程面临的3个相互独立的常见执法难题,从法律解释、立法与规则完善等方面进行了分析,提出了相关建议。

关键词:信息披露 执法 大额持股变动 意向性信息

一、证券资产管理机构未履行大额持股变动披露义务:《证券法》第86条的理解与适用

不久前,证监会公布了私募基金管理机构上海丰润投资顾问有限公司未披露大额持股变动信息一案《行政处罚决定书》。^①结合本案及类似案件暴露出来的问题,笔者对如何将《证券法》第86条适用于证券资产管理机构进行了探讨,分析了可能

* 法学博士,中国政法大学兼职教授。

① 中国证监会《行政处罚决定书》[2012]32号。

面临的执法与监管风险,并本着加强功能监管、既不影响证券资产行业长足发展又督促相关机构依法合规的原则,提出了完善有关法律规定的建议。

(一)案情与问题

本案中,上海丰润投资顾问有限公司除使用自身开设的“上海丰润”证券账户交易股票外,还通过“全权委托管理协议”的方式,控制了“上海杉业”、“王庆来”、“王娜影”、“张敏红”、“郑学明”、“陈光华”等法人或自然人证券账户的买卖决策;并通过发起设立“联华国际信托有限公司—浙江中行新股申购信托项目(3期)”、“中融国际信托有限公司—融裕25号”,作为投资顾问,控制了相关信托证券账户的买卖决策;上海丰润实际控制的9个证券账户合计持有“京山轻机”、“江西长运”、“大连圣亚”、“中科英华”等4支股票的持股比例多次触发法定披露临界点,均未履行报告与公告义务。

笔者进行初步调研发现,目前,尚处在证券监管黑色地带的阳光私募、地下私募等资产管理机构,对于遵守《证券法》第86条规定的大额持股披露义务,基本处在无意识状态;少数意识到这一问题的机构,也由于法律规定的过于原则,对于谁来履行披露义务、如何合并计算等问题感到茫然。证监会在《行政处罚决定书》中,结合本案案情对相关问题作了简明扼要的说理,释明其对《证券法》规定的理解,对其他市场参与者进行提醒与警示。

《行政处罚决定书》明确指出:上海丰润作为上述9个证券账户的交易决策者,有义务、有责任严格依照《证券法》第86条的规定,随时关注并合并计算这9个证券账户在同一时间持有同一家上市公司已发行股份的数量;当合并计算的持股比例触及法定披露临界点时,应当在法定期限内进行报告和公告。在本案中,上海丰润拥有交易决策权的9个证券账户合计持有“京山轻机”、“江西长运”、“大连圣亚”、“中科英华”4支股票的比例多次触发法定披露临界点,均未履行报告与披露义务,其行为违反了《证券法》第86条的规定,构成了《证券法》第193条规定的“其他信息披露义务人未按照规定披露信息”的行为。

最后,综合考虑上海丰润涉案违法行为次数较多、持续时间较长以及上海丰润与有关人员能够配合调查等情况,证监会决定对上海丰润

给予警告,并处以 50 万元罚款;对其直接负责的主管人员赵海云给予警告,并处以 25 万元罚款。

(二)《证券法》第 86 条的理解与适用

笔者在调研中进一步了解到,不只私募基金,证券公司以及公募基金、社保基金、保险资金、企业年金的资产管理机构对如何理解与适用《证券法》第 86 条规定,也存在较大困惑。因此,廓清《证券法》第 86 条的关键概念,是认定违法行为及其责任主体的前提。

1. 关于“股份持有”的界定

《证券法》第 86 条第 1 款规定:“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。”

适用本条规定,首先要对“持有”股份的概念作出界定。《证券法》没有对“持有”股份进行解释。证监会 2006 年发布的《上市公司收购管理办法》在贯彻《证券法》第 86 条时,专门以第 2 章规定了“权益披露”,将“持有”股份改变称呼,非直接解释为“权益拥有”,并在第 12 条规定:“投资者在一个上市公司中拥有的权益,包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。”

分析可见,在现行《证券法》体系下,立法本意采用的是“名义持有”加“实质持有”的界定,也即投资者在衡量其是否触及大额持股披露临界点时,既应当计算登记在其名下的股份(名义持有),也要加总计算虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份(实质持有);在存在一致行动关系的情况下,还应将一致行动关系内他人名义持有与实质持有的股份加总进来。不过,《上市公司收购管理办法》虽然将实质持有界定为“虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份”,但是,对于何谓“可以实际支配表决权”却没有解释。

从成熟资本市场法域看,美国《证券交易法》第 13(d)条对实质持有规定得非常明确,既包括“投票权力”,也包括“投资权力”;根据欧盟《透明度指令》与英国《披露与透明度规则》的相关规定,实质持有不仅

包括“有权行使投票权”,也包括“有权获得与处置投票权”;从香港《证券及期货条例》“权益披露”专章规定的实质持有的多种情形分析,也能得出同样的结论。

鉴于上述情况,笔者认为,具体案件的处理,有3条路径供选择:

第一条路径。出于审慎执法的考虑,在《证券法》修改之后或者立法、司法机关、证监会规章对《证券法》第86条“持有”概念作出明确界定之前,暂不对实质持有超比例的情况进行处理。

第二条路径。对我国《上市公司收购管理办法》规定的“可以实际支配表决权”中的“支配”二字,不能狭隘地理解为可以在股东大会上行使投票权(表决权),同时也应当包括甚至更加注重“可以取得或者处置表决权”,也即拥有股份买卖的决策权,或者称为投资权利。这是因为,虽然一般情况下投票权与买卖决策权由同一人行使,但是,在有些情况下,比如,委托资产管理、委托投票等情况下,会发生投票权与买卖决策权的分离。在此情形下,市场需要了解的,不仅仅是谁在行使处于静态股份之上的投票权,也需要了解甚至更需要了解谁有权决定这些股份的动态流转;因此,股份投票权的支配者与股份买卖的决策者,对同一股份,均应当分别承担持股披露义务。再者,从我国证券市场投资者参与二级市场的现状看,主要目的在于获得交易差价而非行使投票权,如果不将投资者有买卖决策权的股份纳入“实质持有”股份的范围,则持股披露义务很容易通过名义账户(人头账户)等方式规避掉。这种路径系援引并弹性解释《上市公司收购管理办法》的规定,可能引起的疑问有三个:第一,行政处罚的直接依据是法律、行政法规,规章只是可以参照适用的补充法源;第二,《证券法》“股份持有”的概念与《收购办法》“权益拥有”的概念缺乏严密的对应关系;第三,将《收购办法》规定的“支配投票权”扩张解释为既包括支配投票权利也包括支配投资权利,有些生拉硬扯。

第三条路径。借鉴成熟资本市场法域的立法与实践,追求我国《证券法》引入大额持股披露制度的立法本意,不援引《收购办法》,而是在坚持依法行政的前提下,进行能动执法,直接在行政处罚程序中将“股份持有”解释为包括“名义持有”与“实质持有”,“实质持有”既包括支配投票权力也包括支配投资权力。

从前所述上海丰润投资顾问有限公司一案的处理与说理看,证监会遵循的应是第三条路径。

2. 关于披露义务人的确定

首先,免除纯粹名义持有人的披露义务。

所谓“纯粹名义持有人”分为两种情形:第一种情形是名义持有人同时也是股份之上金钱利益的所有者,但是他将自己证券账户全权委托给资产管理机构或者其他自然人行使,自己不过问账户内股份的买卖,也不保留账户内证券的投票权;第二种情形是账户出借或者名义账户(“人头账户”)的情形,也即名义持有人既非股份之上金钱利益的所有者,也不具有账户内证券的投票权或者买卖决策权。对于第一种情况,在全权委托管理账户(discretionary account)的情形下,美国、我国香港、欧盟与英国都是将资产管理机构作为持股披露义务主体,而不再要求客户履行披露义务。其背后的逻辑应当是,在客户既不行使买卖决策权也不行使投票权的情况下,将披露义务施加给客户,既不合理也会带来许多操作上的滞碍难行,而且不符合持股披露制度的宗旨。因此,我国也应采取这种做法,在证券公司、基金公司、社保基金、企业年金、保险资金、阳光私募、地下私募以及民间委托理财中,如属全权委托管理账户的情况,免除委托人的持股披露义务。但是,如果并非全权委托管理,比如,客户保留了买卖决策权或者投票权,或者表面上是全权委托管理,但实际上仍在干预投资决策或者投票权行使的情况下,不能适用这种免除。类似道理,在账户借用或者名义账户的情况下,账户出借人或者名义账户持有人不承担披露义务,但是应当甄别是否的确属于账户出借或者名义账户,以防止免除条件被滥用。

其次,合理处理重复披露或者叠加披露的情形。

在名义持有人与实质持有人分离或者投资决策权与投票权分离的情况下,会出现对同一股份,多个主体均需要分别履行披露义务的情形。在存在股权控制关系或者一致行动关系的情况下,也存在类似情形。一些成熟资本市场的监管者已经注意到这种情况。解决之道有两个:其一,对披露义务主体设定的必要性进行评估,免除一些不必要的主体的披露义务,尽量避免叠加披露的情况,比如,上述对“纯粹名义持有人”的免除。其二,确有必要叠加披露的,在披露文件中标明所持

股份的性质,也即是出于什么样的法律基础持有股份,同时持有股份有多宗的,应分别标明,这样可以使市场了解持股的细节情况,消除误解与混淆;香港的权益披露规则要求注明股份持有的身份,分为自己利益持有、以管理基金的投资经理身份持有以及以受托人身份代他人持有等情形,就是出于这样的考虑。

(三)可能面临的执法与监管风险

第一,本案以及类似案件,处罚对象涉及阳光私募、地下私募管理机构、民间委托理财。按照《证券法》规定,从事证券资产管理业务须取得证券监管部门的证照管理。从美国、我国香港等成熟资本市场法域的情况看,对待客户理财的证券资产管理机构及其人员进行“注册”管理(除非按照规定得到豁免),是实施证券市场功能监管、事前监管的重要手段;任何机构或者个人未经注册擅自营业,即构成违法,是证券执法的重点。目前,出于客观原因,证监会未对阳光私募、地下私募管理机构实施注册管理。如果以未披露大额持股情况为由处罚这些机构,可能会让市场误认为证监会事实上承认这些尚未直接接受证券监管的机构具有合法的证券资产管理资格。

第二,本案以及类似案件的行政处罚,可能会对阳光私募、地下私募管理机构乃至社保基金、保险资金、企业年金管理机构的运营、管理模式与投资行为产生较大影响。

第三,目前,基于证监会基金监管部给两个证券交易所下发的内部通知,同一基金公司、乃至同一基金经理管理的不同公募基金账户,持有同一只股票时,豁免合并计算,市场与媒体对此屡有质疑。本案以及类似案件的处罚,可能会引起“选择性执法”的非难。

第四,如前所述,本案认定涉及证监会对《证券法》条文的能动解读与适用,能否取得立法、司法部门以及业界、学界的认同尚具有一定的不确定性。

(四)完善有关立法规定的建议

基于上述认识,笔者认为,有必要借鉴成熟资本市场的有效做法,基于我国证券资产管理行业发展与监管的实践,本着加强功能监管、既不影响证券资产行业长足发展又督促相关机构依法合规的原则,完善

有关法律规定的。^②

第一,调整立法结构,体现持股披露制度的独立宗旨与价值;

第二,明确股份持有的界定,解决持股披露制度的基础性问题;

第三,引入持股披露特别规则,减轻合格机构投资者的披露压力;

第四,导入合并计算豁免机制,促进机构投资者不同业务板块的隔离;

第五,调整一致行动认定规则,促进机构投资者独立于控股股东;

第六,修改“主要股东”的认定标准,减弱合格机构投资者触发短线交易规则的顾虑;

第七,适应金融创新,关注并明确融资融券、证券借贷、质押式回购、买断式回购以及衍生工具使用等创新工具使用带来的新问题。

二、“签署意向书”作为重大事件强制披露时点:执行中的问题与改进建议

目前,我国上市公司信息披露规则将“签署意向书”作为重大事件强制披露时点之一。实践中,有关上市公司信息披露违法案件与内幕交易案件暴露出,一些上市公司在并购重组、重大合同讨论协商阶段,对该时点的把握存在较大的理解偏差与执行上的困惑;一线监管人员面对这些问题,也承担了较大的判断与沟通压力。

笔者建议,监管部门应本着既促进上市公司信息透明又便于商业活动的顺利开展、既有利于防范内幕交易等市场不法行为又不过分增加上市公司披露负担的原则,改进有关披露规则与监管方式,通过明确的指引与妥善的指导,在重大事件磋商阶段的信息披露时机选择上,赋予上市公司适当的自主判断权与决定权,同时以有力的事中监管与事后执法防止上市公司滥用此种判断权与决定权。

^② 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》(第5卷),法律出版社2011年版,第418~465页。

(一) 执行中的问题

根据我国《证券法》第67条与证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》第30条,发生可能对上市公司证券及其衍生品交易价格产生较大影响的重要事件,投资者尚未得知时,上市公司应当“立即”披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。关于具体的信息披露时点,《上市公司信息披露管理办法》第31条规定以下3个时点在先者:董事会或者监事会就该重大事件形成决议时;有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时;董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生并报告时。

实践中,在上市公司与交易对方签订重大商业合作事项过程中,初步磋商、谈判阶段达成的意向性协议往往并不具有法律上的约束力,能否最终签约也处在不确定状态;如果过早披露,可能使上市公司在与利益相关者或者商业交易对方讨价还价时,处于谈判劣势,也可能被竞争对手“搭便车”。但是,由于该阶段有关谈判、尽职调查以及签订意向性协议的信息可能会对证券交易价格与投资者的判断产生较大影响,市场投资者希望上市公司尽早披露相关信息,从而在信息披露及时性原则与上市公司的保密要求之间产生一定的冲突。

此时,如果上市公司有足够的信心与能力采取有效控制措施,保证有关意向性信息不会外泄、不会被不当使用,为了促进商业合作正式协议的顺利签署,并防止“过早披露”、“动辄披露”、“频繁披露”可能导致的股价异常波动,应当允许上市公司可以暂不披露意向性信息。但是,如果上市公司无意保密、无法做到严格保密或者信息已经外泄,上市公司应当立即予以披露,不得延误。实际案件中,有上市公司“大张旗鼓”地与合作方签订重大合作事项《备忘录》,根本未考虑、实际上也未采取任何保密控制措施;甚至在合作方官方网站已经出现相关报道、本公司控股股东对外网站上登载了有关新闻稿的情况下,也未能立即采取补救性的披露措施,既违反了上市公司持续信息披露的及时性要求,也违背了信息披露公平原则,不能借口不了解相关要求、“工作失误”而免责。

(二) 成熟资本市场法域的做法

关于“意向性信息”的披露时点,美国的做法与我国有较大区别。

美国证监会 2004 年发布的修正后的 8 - k 表格规定,上市公司如缔结非常规(not made in the ordinary courses)的重大确定(material definitive)契约,或者就该等契约的条款内容进行增修,应当立即报告与披露。同时,为了避免上市公司过早在契约协商阶段负担信息披露义务阻碍商业活动开展,美国证监会特别将“未具有拘束力契约”(non - binding agreement)类型排除在“重大确定契约”范围之外。因此,缔约前阶段所签订的协商文件,例如,意向书(letter of intent)或者备忘录(memorandum of understanding)等文件,并不属于上市公司依规定必须披露的范围内;但是最终判断标准仍应视具体情况而定,如文件内容已几近对双方产生拘束效力,无论其名称是什么,仍须依法申报披露。

纽约证券交易所《上市公司手册》第 2 篇“重大信息的披露与申报”202.00“重大信息”,规定了上市公司应披露重大事项信息的时间点。在兼并重组、公开收购、股票分割、重大契约、新产品研发等重要事件的讨论或者协商阶段,上市公司少数管理高层需要广泛讨论并大量阅读相关资料以进行决策。此时,由于此事项尚未达到最终拍板定案的阶段,而知悉该消息者仅限于少数人,故纽约证券交易所认为,上市公司此刻尚无向大众披露的必要。但同时强调,上市公司应该密集注意市场交易情况,观察是否出现异常交易情形,随时做好立即公开的准备;如果该并购、产品研发等事项进行到特定阶段时,不可避免地会有其他专业人员参与该计划,例如,在企业估值定价、暂时性融资安排、市场分析与调查等情形,即须有相关专业人员从旁协助,此时,由于知悉该重大信息的人已经不限于公司少数高层,该重大信息的机密性难以继续维持,此时上市公司应公开披露。而披露的程度则视讨论、协商的程度而定,只是上市公司应尽可能披露某些情况,比如,价格、比例或者时机,以供投资者得以完整评估该事件对于上市公司经营的影响。一旦市场上有谣言流传或者有异常交易情况发生,上市公司应进行坦白明确的说明;如果传言内容不实,公司应清楚地以声明对谣言进行驳斥或者否认,管理阶层则需在该声明公开前,进行一切应进行的查证程序,以避免发生错误;如果传言内容属实,公司应根据相关协商情形或者事件发展情况,对投资大众进行证实并说明。

欧盟的证券监管者也已经意识到不能将上市公司“重大信息”等

同于“应当披露的信息”。欧盟证券市场专家小组(ESME)2007年提交的关于修改《市场滥用指令》的研究报告指出,要求上市公司立即披露所有“重大信息”,既不合理也不切实际,可行的解决之道是出台明确统一的监管指引,允许上市公司根据重大事项进展情况与商业需要,延缓披露重大信息;报告建议由上市公司在实施保密防护与留存合规记录的前提下,自主决定是否延缓披露,报告认为目前个别成员国如西班牙由监管当局批准是否延缓披露的做法是不可取的。

香港地区《证券及期货条例》为了在及时披露内幕消息的规定与避免过早披露损害上市公司的合法权益之间取得适当平衡,设有安全港条文,准许上市公司在若干指明情况下暂不披露内幕消息。香港证监会2012年6月正式发布的《内幕信息披露指引》规定,如果“消息关乎一项未完成的计划或商议”,比如,“合约仍在商议中但尚未落实”,而且上市公司采取合理预防措施,将该消息保密、该消息得以保密,则上市公司可以自行决定暂不披露该信息;同时,上市公司应持续检查有关消息是否得以维持保密,若该消息已不再保密,则安全港条文将不再适用,上市公司必须在合理的切实可行的范围内尽快披露内幕消息;一般而言,上市公司应拟备一份公告草拟本,并持续更新其内容,当有关消息看来已不再保密时刊登;此外,上市公司应考虑记录援引安全港条文的原因,及未将消息保密及监察消息的保密情况所采取的步骤。

(三)改进建议

笔者建议,可以参照美国、欧盟与我国香港地区做法,根据我国证券市场实际情况,调整有关重大事件披露时点规则。

首先,原则上,处在讨论、协商或者初步进展状态的重大事项,包括签订不具有法律约束力的意向书、备忘录,无须立即披露,其前提是,上市公司管理层有足够的信心与手段,对相关信息的生成与传递实施严格控制,防止相关信息外泄,而且未出现股价异动。上市公司管理层可以根据自身判断,自主决定暂不披露尚处在不确定状态的重大事项,不需向监管部门或者证券交易所申请延期或者豁免。这样,既有利于防止“过早披露”、“动辄披露”、“频繁披露”阻碍正常商业活动或者导致股价异常波动,也能在某种程度上缓解一线监管人员在重大事项信息披露时点上的判断与沟通压力。

其次,在暂缓披露期间,上市公司管理层应当密切关注有关媒体报道与公司股票交易情况,一旦发现市场传言、信息外泄或者股价异动,应及时作出针对性的回应。

再次,加强日常监管与执法,发现上市公司不执行上述要求的,监管部门立即采取监管措施或者进行查处。

最后,最后应强调的是,允许上市公司暂不披露尚处在不确定状态的重大事项,绝不意味着围绕该重大事项所进行的活动与事件释放出来的信息,不具有“重大性”从而不构成内幕信息。相关活动与事件释放出来的信息是否构成内幕信息,应当基于个案具体情况,根据该信息对理性投资者判断与证券交易价格的影响,综合权衡判断。

三、控股股东、实际控制人不配合上市公司履行信息披露义务:追究行政法律责任的路径与困境

研究表明,从世界范围看,在持股集中度较高的股权结构下,上市公司的控股股东、实际控制人倾向于使公司保持较低的透明度,以维护其“控制”下的私人利益,即使充分的透明度能够在提高其在资本市场的竞争力、降低委托代理成本。^③我国在上市公司治理与监管实践中,也屡屡出现控股股东、实际控制人不配合上市公司履行信息披露义务的情况,主要发生在控股股东、实际控制人转让上市公司控股权或者在对上市公司进行重大资产重组过程中。笔者分析了在此情形下追究控股股东、实际控制人行政法律责任的可选路径以及面临的困境,提出了完善相关立法与加强执法的建议。

(一) 执法路径选择

目前,对于上市公司控股股东、实际控制人不配合上市公司履行信息披露义务,追究其行政法律责任的路径有两条。

^③ Ferrell, Allen, “The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World” (2004). *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. p. 492.

第一条是《证券法》的路径。根据《证券法》第193条,上市公司的控股股东、实际控制人“指使”上市公司不按照规定披露信息,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,证监会可以“责令改正,给予警告,并处以三十万元以上六十万元以下的罚款;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”。但是,对于何为“指使”,迄今并无立法或者司法解释,按其字面理解,应是指“指挥”、“鼓动”、“唆使”等积极作为的行为,而不包括消极的不作为;不过,监管与执法实践中,由于取证限制,要证明“指使”面临较大困难。为解决此问题,证监会2011年发布的《信息披露违法行为行政责任认定规则》第18条规定“控股股东、实际控制人直接授意、指挥从事信息披露违法行为,或者隐瞒应当披露信息、不告知应当披露信息的,应当认定控股股东、实际控制人指使从事信息披露违法行为”。

第二条路径是依据《上市公司信息披露管理办法》。该办法第35条规定:“上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人应当及时、准确地告知上市公司是否存在拟发生的股权转让、资产重组或者其他重大事件,并配合上市公司做好信息披露工作。”与第35条义务条款对应的,是第64条责任追究条款,该条规定:“上市公司股东、实际控制人未依法配合上市公司履行信息披露义务的,中国证监会责令改正,给予警告、罚款。”虽然《上市公司收购管理办法》在第5章(间接收购)第58条也规定“上市公司实际控制人及受其支配的股东,负有配合上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人变化的信息的义务”,但是,由于该条仅规定“实际控制人及受其支配的股东拒不履行上述配合义务,导致上市公司无法履行法定信息披露义务而承担民事、行政责任的,上市公司有权对其提起诉讼”,并未直接规定实际控制人、控股股东应承担的行政法律责任,因此,无法依据该规定对“拒不履行配合义务”对其进行行政查处;不过,该条同时规定,“实际控制人、控股股东指使上市公司及其有关人员不依法履行信息披露义务的,中国证监会依法进行查处”。

(二) 面临的问题

如果按照第一条路径,可以清楚、直接地追究控股股东、实际控制

人的行政法律责任。但是,能否采取此路径,尚存较大疑虑。客观来讲,《信息披露违法行为行政责任认定规则》对“指使”的解释已经超出了该词的字面含义,这样解释固然可以使本来十分棘手的执法难题迎刃而解,但是是否符合对上位法作扩大化解释的有关规则、是否符合立法者的本意、能否通过司法审查尚存在较大不确定性。最高人民法院在《关于审理行政案件适用法律规范问题的座谈会纪要》中指出:“人民法院对于所适用的法律规范,一般按照其通常语义进行解释;有专业上的特殊含义的,该含义优先;语义不清楚或者有歧义的,可以根据上下文和立法宗旨、目的和原则等确定其含义。”最高人民法院在《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》中并未吸纳证监会对“指使”所作扩大化解释;《信息披露违法行为行政责任认定规则》发布至今,也尚未出现依据该解释作出行政处罚的公布案例。而且,上述《上市公司收购管理办法》第58条的条文,将“拒不履行配合义务”与“指使”做了区分,并规定了不同的责任追究条件与方式。

依赖第二条路径的主要问题是证监会部门规章能否设定行政处罚及其幅度。《行政处罚法》第12条规定:“国务院部、委员会制定的规章可以在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内作出具体规定。尚未制定法律、行政法规的,前款规定的国务院部、委员会制定的规章对违反行政管理秩序的行为,可以设定警告或者一定数量罚款的行政处罚。罚款的限额由国务院规定。国务院可以授权具有行政处罚权的直属机构依照本条第一款、第二款的规定,规定行政处罚。”国务院2002年发布的《关于贯彻实施〈中华人民共和国行政处罚法〉的通知》规定,国务院各部门制定的规章对非经营活动中的违法行为设定罚款不得超过1000元;超过上述限额的,应当报国务院批准。

根据前述法律及国务院通知规定,证监会作为具有行政处罚权的国务院直属单位,在部门规章《上市公司信息披露管理办法》中对未依法配合上市公司履行信息披露义务的股东、实际控制人设定警告、罚款的行政处罚,是有法律依据的,不过,罚款的高限为1000元。

采取第二条路径,从目前看是可行的,但是,从长远看未必乐观。早在《行政处罚法》制定之初,全国人大常委会相关部门撰写的释义性著作即坦言,《行政处罚法》赋予部门规章设定行政处罚的权力,是解

决部分领域尚缺乏法律、行政法规,需要暂时性地通过部门规章进行管理的权宜之计,部门规章创设行政处罚的权力应当受到严格限制,且应主要适用在城市管理、公共秩序等非经济活动领域;随着法制的不断完善,部门规章设定行政处罚的权力应当是逐步消亡的。^④更重要的是,2000年7月起施行的《立法法》第71条在肯定部门规章制定权的同时,在第2款对部门规章具有的立法权限作了限定性规定,即“部门规章规定的事项应当属于执行法律或者国务院的行政法规、决定、命令的事项”。这一规定非常明确地表明,部门规章不是创制性的立法,而只能是执行性的立法。我国行政法学界普遍认为,行政处罚的设定属于一种立法上的创制权。可以预计,随着《行政处罚法》的修改,部门规章的行政处罚设定权很可能被取消。^⑤

采取第二条路径还可能面临两个条文解释上的细节疑问。其一,根据《行政处罚法》第12条规定,具有行政处罚权的直属机构在部门规章中设定行政处罚,须取得国务院的授权,这与国务院部委规章不需授权即可直接设定行政处罚的权限不同;对此,可以解释为国务院虽未明确授权证监会规章的行政处罚设定权,但是,由于《上市公司信息披露管理办法》已经在国务院法制办备案,该办法第64条关于行政处罚权的设定,事实上已经获得了国务院的默示授权。其二,《上市公司信息披露管理办法》第35条实际上规定了上市公司控股股东、实际控制人的两种义务,一种是“及时、准确地告知”的义务,另一种是“配合上市公司做好信息披露工作”的义务,而该办法第64条则仅是规定“未依法配合上市公司履行信息披露义务的”,才受到行政处罚,义务条款与罚则条款缺乏严密的对应关系;对此,可以从广义解释“未依法配合上市公司履行信息披露义务”,既包括在上市公司主动询问、要求配合的情况下,不予告知、配合,也包括因在上市公司不知情未主动询问的情况下,控股股东、实际控制人未能“及时、准确地告知”;这种扩大化解释,既未超出“配合”一词的通常语义,也应当符合证监会制定该规定的本意。

^④ 全国人大常委会法制工作委员会国家法律行政法室:《〈中华人民共和国行政处罚法〉讲话》,法律出版社1996年版,第41~46页。

^⑤ 沈福俊:“部门规章行政处罚设定权的合法性分析”,载《华东政法大学学报》2011年第1期。

(三) 相关建议

经由上述分析可见,无论选择路径一还是路径二,均非丝毫无懈可击;经反复权衡现有法律、规章依据,笔者认为,在现行法律规则体系框架下,选择路径二比较可靠、妥适,更能经受得住司法审查;经查,迄今尚未出现证监会依据路径二进行行政处罚的案例;同时,监管部门也不妨就路径一进行尝试,以个案形式试探司法审查的把握尺度。

从长远与根本上看,应当从以下几个方面完善立法与加强执法。

第一,直接在法律或者行政法规中规定控股股东、实际控制人的配合义务,以及不履行此种行政法律责任。

也即,根据我国上市公司独特的股权结构、股东构成,以及我国上市公司控制权转移以场外协议收购、间接收购、行政划转为主流,场内爬行收购障碍较大、要约收购并未如预想的那样多发的现状,借鉴成熟资本市场做法又不机械地照搬或者拘泥于成熟资本市场的做法,推动《证券法》的修改,或者更现实可行地说,推动《上市公司监管条例》的出台,在相关条款中直接、明确地规定控股股东、实际控制人的“通知”义务与“配合”义务,以及不履行此种义务的行政处罚手段,乃至将控股股东、实际控制人作为上市公司日常运营、股权变动等有关重大事项的信息披露义务主体,赋予其本身直接的信息披露义务,以及不履行此种义务的行政法律责任,有效解决控股股东、实际控制人层面信息不透明问题;同时,法律与行政法规还应授权证监会对有关披露内容、披露时点、披露方式作出具体规定,增强规则的明确性与可操作性。

第二,强化控股股东、实际控制人的自律约束。

比如,根据巴西证券与交易委员会(CVM)发布的相关信息披露与信息保密指令,上市公司直接或者间接的控股股东,应当签署承诺书(adhesion agreement),承诺在其作为直接或者间接控股股东期间及此后五年内,将自身掌握的包括控制权转移在内的重大事实与行为,及时告知上市公司的“投资者关系官”(Investor Relations Officer),由“投资者关系官”报告证券与交易委员会、证券交易所并公开披露,在“投资者关系官”不及时披露的情形下,直接或者间接的控股股东如及时报告证券与交易委员会,即可免除相关责任。承诺书应递交至上市公司总部并及时更新,证券与交易委员会、证券交易所可以随时调取出具承

诺书的控股股东名单。^⑥

第三,改进与明确相关信息披露时点规则。

实践中,控股股东、实际控制人可能以涉案情况属于上市公司控股权转让过程中的普遍现象,涉案事项需要多个政府部门的审批、存在较大的不确定性,以及证监会规章与证券交易所规则关于协议收购、间接收购谈判、推进信息的披露时点、相关信息初步公开后的后续披露规则并无明确、具体规定为由请求免责。笔者认为,上市公司收购谈判、推进信息的披露问题,是世界范围内资本市场监管者遇到的普遍难题,过晚披露容易导致信息不透明、滋生内幕交易,过早披露、动辄披露则会影响收购谈判的顺利进行,导致股价异常波动甚至成为操纵市场的手段。对此,应在进一步研究的基础上,改进与明确、细化相关信息披露时点规则。

第四,应视具体情况决定是否处理上市公司。

《证券法》第67条第2款第8项,“持有公司百分之五以上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”,属于上市公司应当履行临时报告与披露义务的事项。《上市公司信息披露管理办法》第59条规定:“上市公司知悉实际控制人发生较大变化而未能将有关实际控制人的变化情况及时予以报告和公告的,中国证监会责令改正,情节严重的,认定上市公司负有责任的董事为不适当人选。”因此,在上市公司“知悉”的情形下,应当对其予以查处。但是,实践中,上市公司及其董事、高级管理人员的确并不“知悉”公司控制权发生变化的情况,根据行政处罚法上的“自己责任”原则,此种情形下就不宜处罚上市公司及其董事、高级管理人员。

第五,可能对国有资产管理部采取执法行动。

目前,我国国有控股上市公司群体在证券市场占据着举足轻重的地位,其治理与管理,既不同于国内民营控股上市公司,也区别于境外的国有控股上市公司;我国国有资产管理体制改革迄今,各级国有资产管理部作为上市公司的间接的实际控制人乃至直接的控股股东,无论在日常经营、人事任免还是并购重组事项上,事实上发挥着重要影

⑥ CVM Directive 358/02.

响。多年的监管实践表明,国有资产管理部門对包括透明度规则在内的证券市场规则的理解与执行,虽然有了较大进展,但是与证券市场监管与执法的要求还有一定的差距,国资管理部门在让渡上市公司实际控制权、上市公司重大资产重组过程中呈现出的信息披露问题,并非孤立的个别现象。再者,随着国务院国资委研究、倡导国资部門直接持有上市公司股份、进行市值管理,上海、深圳等地已经开展了这方面的试点,未来在证券监管与执法上,无论在信息披露领域还是打击内幕交易、操纵市场领域,与国资管理部门的交手与冲突会比较频繁、直接、复杂。对此,证券执法上一方面应早做研究、早想对策,另一方面也可拿出一些相对成熟、可靠且具有较强典型性的个案,进行行政处罚尝试,向市场释放在此问题上的执法信号,对类似情形予以警示。