

境外市场“董、监、高”买卖 本公司股票的规定及其启示

蒋学跃*

摘要:我国在法律层面上继承了美国的模式,而在证监会和交易所规则层面上又吸收了英国的模式,这可能导致我国成为世界上限制上市公司董事、监事、高级管理人员(以下简称“董监高”)买卖股票最严格的国家。从规范实效性角度而言,美国的规范模式是建立在发达的民事责任追究机制基础之上的,很难为其他国家所有效复制,因此英国模式仍然是我们的首选,但在具体实施过程中必须弱化一些限制性规定,以减小两种模式移植重叠带来的负面效果。

关键词:内幕交易 法律规制 规制模式

上市公司的董监高与其他公众投资者相比具有信息方面的优势。虽然这些内部人员买卖股票行为可以形成一种有效的信息传导机制,但同时也损害了证券市场的公平和公正原则。因此,境外证券市场普遍对这种行为进行规范,但由于证券市场若干因素的差异,境外存在以美国、英国和德国为

* 深圳证券交易所综合研究所研究员、副教授。

代表的三种不同的规范模式。

一、境外的规范模式

境外对上市公司董监高买卖股票进行限制的主要目的是制止其利用特殊地位进行内幕交易。根据各国或地区的规范状况,我们可以粗略地将其分为美国、英国和德国三种规范类型。美国主要通过信息披露、短线交易和禁止卖空的途径实现规范的目的;英国通过设定敏感期来禁止买卖和其他期间通知公司获准买卖的方式;德国除了禁止性的内幕交易规定以外,没有设置专门的规则。

(一) 美国模式

1. 持股的报告义务

(1) 一般规定

根据美国 1934 年的《证券交易法》(以下简称证交法)第 16 节(a)的规定,任何人员在成为上市公司的高级管理人员、董事和持股 10% 以上的股东后,必须在 10 日内向美国证券交易委员会(以下简称 SEC)和证券交易所发出通知,通知中必须披露上述人员持有的上市公司股票的种类和数量;此外,当上述人员持股数量发生变化时,也必须在该事实发生的日历月末的 10 日内向 SEC 和证券交易所申报。这种定期报告必须包含月末的股权所有权情况,以及该月所发生的所有权变动情况。

上述报告制度不仅适用于上述人员的任职期间,离职后的 6 个月内发生的交易情况或股份变动情况也必须申报。

(2) 理由

投资者可以在华盛顿特区的 SEC 的办公室查阅上述报告,SEC 也按月出版正式报告汇编。证交法之所以作出这种披露要求,是因为一些投资分析师可以通过内部人员交易来预测发行人的股票在未来的价格走向。任何一家特定公司的证券大量内销被认为是公司健康发展的指示器。同时,从宏观上看,证券市场的整体健康发展至少部分依赖于

大量的内部销售和内部购买之间的平衡来加以判断。^①

(3) 法律救济

根据证交法第 18 节(a)规定,向 SEC 提交文件中如果存在事实重大陈述错误或遗漏的,负有责任的提交人需要承担责任。而任何阅读了这个文件,并且信赖了这一文件而受到损害的投资者都可以根据这一规定提起诉讼。赔偿义务人不仅仅包括公司,也包括所有在申报文件上签字的人。

2. 敏感期内的有条件买卖

美国证交法第 10 节 b 规定,在证券买卖过程中采用欺骗性的手段是非法的,同时授权 SEC 对上述行为作具体规定。1942 年,SEC 专门规定了 10b-5 规则。根据 10b-5 规则,作为上市公司内部人员的董事和高级管理人员在获得影响股价的重大事实后,要么向市场披露后再买卖上市公司股票,要么就保持沉默而杜绝买卖。但是在公司内部规定或证券法禁止相关人士向市场预先披露重大事实时,上述人员就处于被禁止买卖的状态了。

但值得注意的是,SEC 的 10b-5 规则是一个反欺诈条款,制定的目的是向在欺诈性的交易活动中受到损失的投资者提供救济。因此,如果公司的董事和高级管理人员违反了这一规则,面临的主要是来自于公众投资者的索赔,而不是 SEC 的处罚。

3. 短线交易

(1) 一般规定。根据证交法第 16(b)规定,上市公司董事和高级管理人员在 6 个月内因买入卖出或卖出后又买入上市公司股票所获得“收益”必须上缴发行人(上市公司)。

(2) 6 个月的计算。期间成为判断短线交易的一个重要因素。司法实践中,法院裁决一个董事在买入上市公司股票后的 6 个月内辞职,而后将此股票卖出获得利益属于短线交易;同样,法院对一个成为董事之前购买公司股票,而后的 6 个月内成为公司的董事并且在卖出股票也属于短线交易。但 SEC 新颁布的 16a-2 规则规定,高级管理人员或

^① [美]托马斯·李·哈森著,张学安等译:《证券法》,中国政法大学出版社 2003 年版,第 599 页。

董事在任职前的交易无须报告,因而也无须承担短线交易的责任。但值得注意的是,上述人员在离职后的6个月内进行的交易仍然属于报告义务的范畴,因而在任职期间进行的买或卖,而在离职后6个月内进行的卖或买,(如果中间间隔不超过6个月)则属于短线交易。

4. 禁止卖空或类似的行为

证交法第16节(c)禁止董事和高级管理人员进行卖空或箱底销售行为。^② 卖空和箱底交易行为将为潜在的内部人员滥用内幕信息进行交易提供机会。

5. 美国模式的特点

美国模式最突出的特点是,并不完全禁止董事和高级管理人员的股票买卖行为,而是采取信息披露方式对其进行规范,主要内容如下:

(1) 持股变动的信息披露。这贯彻了美国证券法的一贯理念,即以信息披露作为证券市场监管的主要方式。董事和高级管理人员买卖股票的行为,通过信息披露可以向市场传递有效的信息,继而使得上市公司的股价充分反映其真实价值。

(2) 要么披露后买卖,要么禁止买卖。SEC要求获得内幕信息的董事和高级管理人员要么向市场披露后才能买卖,要么就禁止买卖,否则这种未经披露的买卖行为将会构成欺诈性行为,证券的买方或卖方有权对其提起民事赔偿诉讼。这一规定说明,美国SEC知道完全杜绝董事和高管的内幕交易是不可能的,而依靠SEC去反击这种行为也是收效甚微的。因此,SEC采取了发动人民战争的方式,依靠投资者向涉嫌内幕交易的行为人提起了民事损害赔偿,间接达到杜绝内幕交易的目的。

(3) 短线交易和禁止卖空。虽然立法者认可在某种条件下内部人员买卖股票是一种有效的信息传导机制,但同时也认识到,对这种行为的放纵可能会增加内部人员操纵股价的激励。^③ 因此,美国证券法专门规定了短线交易和禁止卖空。这一规定导致进行短线买卖的收益归公司,就减少了内部人员通过制造市场噪音等方式操纵股价的激励,有

^② 箱底销售行为是指,当卖方估计其持有的股票价格会下跌,以现在的价格卖给买方,但迟延交付股票,当价格跌至卖价以下时,卖方因此而获得利益。

^③ 在大多数人看来,设置短线交易规定的目的是为了制止内幕交易行为。

效地净化了证券市场。

日本^④和我国台湾地区^⑤在立法之初几乎是完全照搬了美国的规定。但是,日本在具体实施过程中删除了持股变动申报制度,只是采用了短线交易作为规范手段。而我国台湾地区则相反,对董监高买卖上

④ 原日本《证券交易法》第163条规定,上市公司的董监高在买卖上市公司股票后的下个月15日前向大藏省提交报告。如果该股票买卖是委托证券公司的,则由证券公司进行申报。这一规定明显是从美国《证券交易法》16节(b)照搬过来的,但实践过程中,监管机关发现让那些与证券交易没有关系的高级职员报告持有股票的规定,执行起来非常困难,而且,接受报告的监管机关也只是形式审查,并没有实际效果。因此,在1953年(昭和28年)修改证券交易法时这一规定被删除了。

⑤ 一、持股申报规定。根据“证交法”第25条的规定,公开发行公司在登记后,应立即将董监高所持本公司股票的种类、数量及其市值向主管机关申报并公告。此外,董监高个人每月5日以前将上个月的持股变动情形向公司申报,由后者汇总并向主管机关申报和公告。上述规定的目的在于让内部人持股变动情形透明化,以实现公开原则,并且协助执行“证交法”上的归入权。

公司违反“证交法”第25条规定时,主管机关依照“证交法”第178条的规定,可以对其处以新台币12万以上,240万以下的罚款。二、买卖的限制。(一)限制范围:根据台湾《证券交易法》(以下简称“证交法”)第22条之2第3项的规定,对于董监高股票转让的限制,不仅仅适用于其本人名义持有的股票,还包括其配偶、未成年人及其利用他人名义持有的股票。其中,利用他人名义持有股票,依照“证交法施行细则”第2条规定,是指直接或间接提供股票与他人或提供资金与他人购买股票;对该他人所持有的股票,具有管理、使用或处分的权益;该他人所持有股票的利益或损失全部或部分归属于本人。(二)买卖方式:根据台湾《证券交易法》(以下简称“证交法”)第22条之2规定,公开发行公司的董监高转让股票的方式限于下列三种方式:1.经台湾证券主管机关核准或自申报主管机关生效后,向非特定人出售。依这种方式转让股票时,准用“公开招募”的规定,这些主体必须向主管机关提交公开招股说明书,并在招股说明书中载明股票转让动机、目的、价格订立方式及其说明,以及承销商的评估报告。2.依据主管机关所规定的持有期间和转让数量的要求公开出售。主管机关对这种转让方式有三个方面的要求。其一,是持有时间的要求。董监高持有股票时间达到6个月以上才能采取这种方式。因此,持有股票时间低于6个月的董监高是无权采用这种方式的,但如果是因为任期届满而连任的,可以从初次任职时计算。其二,转让数量的限制。发行股数在3000万股以下的公司,每个交易日转让比例为0.2%;超过3000万股的,其超过部分为0.1%;或者申报日前10个营业日该股票市场平均每日交易量的5%。其三,申报转让期间不得超过1个月,超过1个月应重新申报。3.向符合主管机关规定条件的特定人出售。在向主管机关申报后的三日内,董监高可以向下列人员出售股票:(1)以相同价格出售给本公司的全体员工;(2)公开要约收购人;(3)主管机关认可的其他自然人或法人。同时,值得注意的是,如果上述受让人取得股票的一年内再次转让股票时,其转让方式也仍然受到如同董监高转让的限制性规定。最后要作出补充说明的是,台湾地区“证交法”第26条还对上市公司的董事和监事最低持股比例作出了限制,如果他们在任职期间转让股份超过了监管机关的规定最低比例,将导致他们自动离职。这一规定在事实上也构成了对董事和监事出售股份的限制。三、短线交易。根据“证交法”第157条的规定,上市公司的董监高在买入上市公司股票后的6个月内卖出,或卖出后6个月内又买入,因而获得利益的,公司应请求将其利益归于公司。

2. 请求权的行使。如果上市公司的董事或监事不行使归入权的,股东可以请求董事或监事在30日内行使,逾期不行使的,股东可以为公司行使这一归入权。3. 怠于行使的责任。对于董事或监事不行使归入权而使公司受到损害的,对公司承担连带赔偿责任。

市公司的股票作了更加严格的限制,不仅仅有申报要求,而且有持股时间和出售数量的要求。^⑥

(二) 英国模式

1. 持股披露义务

(1) 法律规范概况

在英国,规范上市公司股票买卖的是英国金融服务局(以下简称 FSA)颁布的《信息披露和透明化规则》。2005 年之前,英国金融服务局只要求董事披露买卖上市公司股票细节。2005 年 3 月,为了执行欧盟《市场滥用指令》(Market Abuse Directive, MAD), FSA 将披露义务主体扩展到所有执行管理任务的人员。

(2) 具体内容

根据 FSA 颁布的《信息披露和透明化规则》第 3 条规定,高级管理人员必须将买卖所属公司股票的情况尽快披露。

A. 时间要求:上述人员在发生相关交易后的 4 个工作日内,以书面形式通知上市公司。

B. 披露内容:(1) 交易者的姓名;(2) 履行通知责任的原因;(3) 上市公司的名称;(4) 交易证券的描述;(5) 交易的性质(买入或卖出);(6) 交易的时间和地点;(7) 交易的价格和数量。

C. 上市公司在接到上述交易报告后,必须及时通知 FSA 的规范信息披露服务部(Regulated Information Service, RIS)。

2. 《上市规则》对股票买卖的规定

除了 FSA 对相关人员买卖上市公司股票作了信息披露的要求以外,英国上市管理局(UK Listing Authority, UKLA)^⑦的《上市规则》也对相关人员买卖上市公司的股票进行限制。

^⑥ 据台湾地区立法者的解释,这一规定是借鉴于美国 SEC144 规则。但台湾地区立法者可能没有注意到,美国 144 规则的规范对象并不是单纯董事和高管的股票买卖行为,而是私募证券的转售行为,即董事和高管在上市前通过私募获得证券后,在二级市场上转售需要遵循的规则。因此,台湾地区的这一规定可以说是立法上的一个纰漏,在台湾本土也遭到了学者的质疑。参见张心佛:“公司内部人股权转让限制规定之研究”,载《政大法学评论》第 79 期,2004 年 6 月,第 221 页。

^⑦ 2000 年,由于伦敦证券交易所改制成为公司后,已经不适合承担上市审查的职能,FSA 为此专门成立了 UKLA 承担这一职能,上市规则也由伦敦证券交易所转由后者。

(1) 绝对限制

根据伦敦证券交易所的《上市规则》附录《上市公司董事及高管买卖股票标准守则》(The Model Code)的规定,董事和高管在下列情况下不能买卖上市公司股票:

A. 在禁止期间(prohibited period)内。禁止期包括:(1)封闭期(close period)是指:上市公司公布年报的前60日,或有关财政年度结束之日起至业绩披露之日期间(以较短者为准);季度业绩披露及半年度业绩披露日期前30日内,或有关季度或半年度期间结束之日起至业绩披露之日期间(以较短者为准);(2)形成内幕信息的任何期间。

B. 转让股票被认为构成短期性质的行为。一般而言,少于1年持有期将被看作是短期行为。

(2) 一般限制

在其他时间内,董事和高管只有在通知公司,并且获得批准后才能转让公司股票。

A. 通知对象。董事转让股票前必须通知公司秘书,或董事会主席(或董事会指定的董事),并得到准许才能转让股票。董事会主席转让股票前,必须通知首席执行官,或在首席执行官不时,通知高级独立董事,或董事会的一名成员,或由首席执行官专门指定的其他经理,并获得准许后才能转让股票。首席执行官转让股票前,必须通知董事会主席,或在首席执行官不在时,通知高级独立董事,或董事会的一名成员,或由董事会主席专门指定的其他经理,并获得准许后才能转让股票。在董事会主席和首席执行官兼任的情况下,其买卖股票通知必须获得董事会的准许。其他从事管理职能的人买卖股票必须首先通知公司秘书或指定的董事并获得准许才能买卖股票。

B. 期间。在接到相关人员买卖股票的请求后5个工作日内,有权决定机构必须作出回应。受限人员在接到准许通知后的,应该立即进行交易。准许决定的有效期为收到后的两个工作日。

(3) 禁止期内的例外情形

A. 条件。在禁止期内,当不拥有内幕信息的受限人员出现严重财务困难,或其他特殊情况时,而此时又处于禁止期内,公司可以给予出售股票的准许。决定一个人是否处于严重的财务困难,或者是否属于

其他特殊情况的,只能由公司中专门承担这一职责的董事来作出。

B. 财务困难的判断。当一个人处于分期付款的压力之中,而除了出售所持的上市公司股票之外别无他法,可以认定为处于严重财务困难。正常情况下,一个人的缴纳税款的责任不能被认定为处于这种困境之中,除非是其没有其他途径去履行纳税的义务。

C. 其他特殊情况的认定。当一个人被法院判决通过转让证券或者负有一项需要通过转让股票的途径去满足的优先性法律要求时,此时就可以被视为是处于特殊情况。FSA 可以就“特殊情况”的具体适用提出相关的咨询意见。

(4) 法律责任

董事或其他高级管理人员违反上述规定买卖股票后,FSA 将根据《执行指引》(The Enforcement Guide)对相关责任人作出私下警告、公开谴责、罚款以及不适合担任上市公司职务。

3. 英国模式的特点

英国模式是以限制和禁止董事和高管买卖上市公司股票为特征,虽然也有信息披露的要求,但信息披露是附属于限制和禁止性规定的,主要内容如下:

(1) 特定期间的禁止买卖。在对股价有重要影响事件发生期间,如年报、季报公布前的一段期间内,以及涉及短线交易时,英国证券法选择的是完全禁止内部人员买卖股票。^⑧ 但是,上述禁止也不是绝对的,如果董事和高管能够证明自己没有掌握内幕信息,而且处于财务危机之中,仍然可以出售(只是出售)股票。

(2) 其他期间的限制交易。对于其他期间,英国法选择了由上市公司给予是否准许交易的规范模式。在公司治理结构完善的前提下,这种模式可以有效避免内幕交易,同时也可以向市场传达有效的信息。

我国香港地区几乎全盘照搬了英国的制度,只不过它将适用对象

^⑧ 这一规定意味深长,因为英国法没有短线交易的规定,但对于涉及董事和高管短期内买卖行为的,英国法选择让公司不准许该买卖行为。从功能的视角而言,英国法的这一规定事实上也达到了美国法上短线交易的规范目的,有异曲同工之妙。

仅限于董事,而没有扩展到其他高级管理人员。^⑨

(三)德国模式

1. 持股申报义务

德国《证券交易法》第三章关于内幕交易的规定,但是并没有对董

⑨ 香港地区的规则具体如下:一、持股变动披露义务。(一)基本要求。香港在1991年以英国立法为蓝本颁布了《证券(披露权益)条例》(以下简称《披露条例》),规范内部人持股情况变动。根据《披露条例》第28条的规定,董事和行政总裁上任时若持有上市公司或相关公司的股份必须作首次报告。报告必须在上任或得知利益存在次日起的5日内作出,以其中较迟者为准。这种利益包括其配偶或未成年子女或由其控制公司对上市公司持有的股份利益。首次报告必须包括:(1)声明当时存在的利益;(2)声明在上市公司或相关公司存在利益的股票数量和种类;(3)声明依购买合同所支付的价格,如果有的话。当董事和行政总裁的上述利益发生变动,在发生变动次日的5日内他必须用书面形式向香港联交所和公司作出报告,并且保证联交所先于公司接到报告。报告内容包括股份转让的时间、价格和数量。根据《披露条例》第28(8)条规定,违反这一披露义务将受到1万港元的罚款和6个月监禁的处罚,情节严重的将受到公诉追诉的10万元罚款和2年监禁的处罚。(二)法律责任。公司必须根据董事和行政总裁提供的报告编制利益登记表和索引,没有适当保持登记的将受到2000元处罚,违法持续期间每日200元处罚。根据《披露条例》第16(10)条规定,此时公司和所有失职人员都要承担责任。二、买卖限制(一)绝对禁止的买卖。根据联交所《上市规则》附录A规定,下列情况下绝对禁止董事买卖上市公司股票。1. 禁止期间:(1)董事在知悉了上市公司未经公布的股价敏感资料前,均不得买卖所属上市公司的任何证券。(2)上市公司在披露财务业绩当天以及以下期间:a. 年度业绩披露前60日内,或有关财年年度结束之日起至业绩披露之日期间(以较短者为准);b. 季度业绩披露及半年度业绩披露日期前30日内,或有关季度或半年度期间结束之日起至业绩披露之日期间(以较短者为准)。上市公司必须;2. 上市公司在上述禁止买卖股票的期间开始前,要预先通知联交所。3. 适用对象:董事本人,以及配偶或任何未成年子女(亲生或收养),或代子女所进行的交易。倘若董事将包含上市公司证券的投资基金交给专业管理机构管理,不论该基金经理是否被授予全权决定权,该基金经理买卖该董事所属上市公司的证券时,也受到同样的限制。(二)通知后获得准许后买卖股票。根据联交所《上市规则》附录B规定,董事必须履行适当通知义务才能购买上市公司的股票。1. 通知对象。董事在书面通知董事会主席或董事会为此指定的一名董事,并且接到后者签发的注明日期的确认书之前,不得买卖上市公司的股票。董事会主席则在交易前,在董事会会议上通知各董事,或者通知董事会为此指定的另一名董事。董事会指定的董事如要购买上市公司的股票,则通知董事会主席。2. 期间。董事会或相关当事人应该在接到董事购买股票申请后的5个营业日回复董事,而获准买卖股票的有效期不能超过批准后的5个营业日。(三)特殊情况下的转让董事在绝对禁止期是不能出售上市公司股票的,但是如果此时属于紧急财务状况时(是指借助出售证券,去应付一项无法以其他方法解决的紧急财务承担),根据联交所《上市规则》附录C的规定,此时董事可以出售证券,但是要履行下列义务:1. 通知义务。与限制买卖股票的规定一样,要向董事会主席或指定人提交出售申请,并获批准。2. 在出售股票前,该董事必须向董事会主席证明自己确属情况特殊,出售股票时该董事唯一合理的选择。3. 上市公司应该尽快通知交易所,并于交易完成后,按照《上市规则》中的信息披露的要求披露相关交易,在公告中说明董事会主席确信有关董事是在特殊情况下出售股票。(四)法律责任。根据《上市规则》第二A章的规定,当董事没有履行上述义务时,联交所可以对其进行私下谴责、公开批评、公开指责,或认定为不适合担任董事职务。在联交所已经认定某董事为不适合担任董事职位时,但上市公司仍然留任此董事时,联交所可以对此上市公司股票进行停牌或者取消上市地位的处分。

监高对其持有上市公司的股票作信息披露的要求。

2. 其他相关规定^⑩

德国证券交易所的《上市规则》也没有对上市公司董监高买卖股票作出明确的规定,只是在一些宣传资料,如《发行人指引》中作出相关建议。建议这些人员通过两种途径交易上市公司的股票,其一是通过信托资产管理系统来交易所持有的上市公司的股票,以此避免涉嫌违反内幕交易的禁止性规定;其二,在与其他投资者处于相同条件下的特定时间内(交易窗口)交易股票。一般而言,紧接着公司年度或半年财务报告公布后的时间是公认的理想交易窗口。

3. 德国模式的特点

从形式上看,德国法对于内部人员买卖上市公司股票保持了最大的宽容,因为它除了规定了“内幕交易”以外,^⑪没有专门针对董监高买卖股票行为进行专门的规范。它的基本理念是通过民事和刑事责任的设置,来预防内部人员滥用内幕信息。在实践中,监管者通过向上市公司内部人员建议选择适当买卖时间和交易方式来达到这一目的。

二、我国的现行规范

我国上市公司董监高买卖上市公司股票的法律规范主要由法律、中国证监会制定的部门规章和证券交易所制定的相关规则。

(一) 法律

法律层面的规范主要是《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)和《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)。

1. 证券法

(1) 短线交易

根据《证券法》第47条规定,上市公司的董监高在6个月内买入又

^⑩ 笔者花了大量时间搜索了法兰克福证券交易所的相关规则,没有发现涉及这一主题的正规范性文件。

^⑪ 这并不是说只有德国对内幕交易进行了专门的立法,相反,德国是成熟资本市场中最晚规定内幕交易法律责任的国家,直到20世纪90年代才正式规定“内幕交易”。

卖出或卖出后又买入公司股票的,公司董事会可以请求收回其所得利益。

(2)内幕交易

根据《证券法》第74条和76条规定,上市公司的董监高规定为内幕信息的知情人,不能在内幕信息公开前买卖上市公司的证券。内幕交易给其他投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。

2. 公司法

(1)申报义务

《公司法》第142条规定,上市公司的董监高应当向公司申报所持本公司的股份及其变动情况。

(2)禁止和限制转让

《公司法》第142条规定,上市公司的董监高在公司上市一年内和离职后的半年内不能转让自己所持的股票。在任职期间,每年转让的股份不能超过其所持上市公司股份总数的25%。

值得注意的是,上述董监高在特定期限内可以限额转让的规定是我国2005年修改《公司法》的成果。我国2005年之前旧《公司法》曾经完全禁止董监高在任职期间转让所持的上市公司股份。

(二)中国证监会颁布的相关规定

中国证监会于2007年4月5日颁布了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》(以下简称《规则》),^⑫对上市公司的董监高买卖所属公司股票作出了以下规定:

1. 持股变动信息披露义务

《规则》第11条规定,上市公司的董监高所持本公司股份发生变动的,应当在该事实发生之日起2个交易日内,向上市公司报告,由上市公司在证券交易所网站上进行公告。

对照《公司法》的规定,可以看出上述规定是对《公司法》申报规定的具体化。

^⑫ 由于这一规则并不是由中国证监会委员会会议通过的,而是由内部的上市公司管理部通过的(证监公司字[2007]56号),因此,它不是部门规章,而是中国证监会的规范性文件。

2. 禁止转让或限制转让

《规则》第4条规定,上市公司董监高所持本公司股份在下列期间内不得转让:(1)公司股票上市交易之日1年内;(2)董监高离职半年内;(3)董监高承诺的期间内;(4)法律、法规、中国证监会和证券交易所规定的其他情形。

《规则》第5条规定,董监高在任职期间,每年通过集中竞价、大宗交易、协议转让方式转让的股份不能超过其所持本公司股份总数的25%,因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等导致股份变动的除外。如果所持部分不超过1000股的,可一次全部转让,不受前款限制。

对照《公司法》的规定,《规则》第4条基本上是复述了《公司法》第142条的主要内容,而《规则》第5条是对《公司法》规定的重要补充和细化。

3. 禁止买卖

《规则》第13条规定,上市公司的董监高在下列期间不得买卖本公司的股票:(1)上市公司定期报告公告前30日内;(2)上市公司业绩预告、业绩快报公告前10日内;(3)自可能对本公司交易价格产生重大影响的重大事项发生之日或在决策过程中,至依法披露后的2个交易日内;(4)证券交易所规定的其他期间。

4. 短线交易的归入权

《规则》第12条规定,当董监高进行短线交易时,上市公司董事会
有权收回其收益,并且及时披露相关情况。

这一规定也是对《公司法》第47条的短线交易规定的细化,关键点
是补充了上市公司的披露义务。

(三) 证券交易所的相关规定

深圳证券交易所于2007年5月8日发布了《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》(以下简称《业务指引》),以自律监管方式对董监高买卖上市公司股票进行了规范。

1. 持股变动申报义务

根据《业务指引》第17条规定,上市公司董监高应当在买卖本公司股份及其衍生品的2个交易日内,通过上市公司董事会向深交所申

报,并在深交所指定的网站上进行公告。

此外,《业务指引》第21条规定,上市公司董监高的配偶、父母、子女和兄弟姐妹买卖上市公司股票后,董监高也应当通过公司董事会向深交所申报,并在深交所指定的网站上进行公告。

2. 股票的锁定

根据《业务指引》第10条的规定,上市已满一年的上市公司的董监高在二级市场上购买的股份,按75%自动锁定。上市未满一年的公司的董监高,其新增股份按照100%自动锁定。

离任的董监高自离任之日起的6个月内所有股份,包括原持有的和新增的股份将被全部锁定。

3. 短线交易的披露

《业务指引》第18条规定,上市公司的董监高进行了短线交易后,上市公司的董事会必须收回其所得收益,同时及时披露相关内容。

4. 禁止买卖股票的期间

《业务指引》参照证监会的《规则》,规定董监高在下列期间不得买卖上市公司股票:(1)上市公司定期报告公告前30日内;(2)上市公司业绩预告、业绩快报公告前10日内;(3)自可能对本公司交易价格产生重大影响的事项发生之日或在决策过程中,至依法披露后的2个交易日内;(4)深交所规定的其他期间。

2008年4月深交所发布的《关于进一步规范中小板企业上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票的通知》第9条规定,董监高的配偶在上述期间内也不能买卖该上市公司的股票。

三、我国规范的基本特点

从上述境外的规范和我国相关规范的对比中,笔者发现我国的规范存在以下几个特点:

(1)在法律规范层面上,我国形式上是移植了美国的制度,但具体路径上是移植了我国台湾地区的制度,并形成更为严格的限制。我国在法律层面对内部人员买卖股票原则上遵循了美国的模式,即信息披

露外加短线交易的规范模式,但从具体内容来看,由于《公司法》对董监高转让股票在很多方面进行了限制,这说明我国在立法过程中事实上是移植了台湾地区的制度。台湾地区虽然是移植了美国的模式,但是在具体实施过程中增加了更多的实质性限制规定。而我国《公司法》对董监高上市后的一年内禁止转让规定、任职期间的转让数量限制和台湾地区的规定如出一辙。虽然我国《公司法》在2005年修改时,已经将任职期间的完全禁止改为部分限制,但这仍然属于较为严格的限制性规定。

(2)在证监会和证券交易所颁布的规范层面上,移植了英国的模式。在证监会和证券交易所的规范文件中,我们看到了有关于“在特定期限内禁止转让”的规定,这明显是移植了英国的模式。

(3)美国模式和英国模式的结合可能导致我国是世界上对董监高买卖股票限制最为严格的国家。在强调加强监管的指导思想下,我国不经意中在不同的规范层面重叠吸收了美国模式和英国模式,不仅导致规范作用范围的重合(如英国对短期内频繁买卖行为禁止性规定与美国的短线交易规范效果是一致的),而且还导致对董监高买卖股票行为限制的过于严格。

(4)从规范效果角度而言,我国目前并不具备完全照搬美国模式的现实条件,相反,英国模式仍然是未来很长时间内我们必须坚持的规范方向。我国现有规范的重合,并不意味着我们将现有规范废除,转而寻求美国的模式。这是因为美国模式的有效运行,植根于美国发达的民事诉讼制度和司法体制,以10b-5为例,一旦董事没有就买卖上市公司股票进行披露,美国的律师会代表投资者闻风而动,通过美国司法机关向该董事提出巨额索赔的请求,而我国现阶段无法具备上述条件。我们目前这种严格限制在目前的制度背景下还算是较好的选择,唯一存在的问题是,证监会通过规范性文件对董监高买卖股票进行限制超越了《证券法》的规定,但又缺乏后者的授权,因此存在合法性基础不足的疑问。

四、启示与改进

1. 在理念层面,应中性看待董监高买卖上市公司股票的行为。在目前的舆论导向中,过多地强调了董监高买卖股票行为的消极效应,导致了规范设计的价值取向以禁止和限制为主导。事实上,我们不能仅仅以董监高在特定交易中的获利,就以违反“平等原则”将其完全禁止。从市场信号传递角度而言,上述人员的买卖所属公司股票的行为在特定条件下可以向公众传递一种真实的信息。因此,完全禁止上述人员的买卖行为并非明智之举,因为这反而可能有损于股票市场正常机制的发挥。相反,我们应将着眼点从单纯杜绝董监高获利,转向减少其通过制造市场噪音操纵股价的激励上。

2. 在具体规范的设计上,应逐步改变限制过严的规定,逐步回归到英国模式,形成宽严相济的制度。在实施过程中,将敏感期以外的买卖决定权交给上市公司自己。目前,我国大陆由于深受台湾地区的“坚持让董监高与上市公司利益一致”的思想影响,坚持了限制为主,信息披露为辅的规范模式。境外成熟研究表明,要想让董监高买卖股票的行为成为一种有效的信息传递机制,就不能对他们的行为约束过于严格,否则会造成很多负面效应,如使得董监高无法在特定期间内分散自己的投资,并由此产生相关成本。但这并不意味着完全取消限制性规定,美国世通和安然欺诈案件的出现,在一定程度上与美国证券法完全对高管转让股票没有限制有一定的关联。因为,此时可能会导致管理层通过制造虚假信息操纵股价。

3. 在具体改进方面,逐步修改不合理的规定。需对以下几个方面作出改进:

(1)在《公司法》修改中,将原移植于台湾地区的董监高上市后一年内、任职期间和离职后6个月内的禁止转让、限额转让的规定,适当删减。在《证券法》修改时,将短线交易的适用期间延长到离职后的6个月内。

(2)在证监会和证券交易所的相关规范文件中,继续保留禁止董

监高在敏感期内买卖上市公司股票的规定,但在未来《证券法》修改中增加授权性规定,即“证监会可以对董监高在特定期间内买卖上市公司股票作禁止性规定”。

(3)将证券交易所《业务指引》中的主体扩展到董监高的配偶、子女。仿照英国和香港地区的做法,将敏感期以外董监高买卖股票的决定权交给上市公司,逐步由公司自治解决董监高买卖股票的问题。

(4)在敏感期内对董监高卖出股票作若干例外性规定,如重大财务困难或司法判决等,并将这种重大例外决定权交给上市公司董事会,由其审查并向市场披露。

(5)减少敏感期间的规定。由于业绩快报是定期报告财务数据的摘要性体现,建议可对已披露业绩快报的公司取消其对应的定期报告披露前的敏感期限制。此外,从提高信息披露的有效性角度而言,也应取消业绩预增报告披露前的敏感期限制,因为业绩预增报告属于预测性信息披露,而允许内部人员此前交易本身可以向市场传递有效的信息,节省其他投资者搜寻信息的成本。