

完善我国大额持股披露制度的 若干问题

张子学*

摘要:本文针对我国大额持股披露制度执行中暴露出的问题,参照成熟资本市场法域的立法与实践,从理论基础与立法结构、披露义务人的确定与股份持有的界定、合格机构投资者的持股披露特别规则与合并计算豁免机制、与持股披露相关的一致行动与短线交易问题等方面提出了更新、再造与完善我国大额持股披露规则的系统性构想与建议。

关键词: 大额持股 披露制度 股份持有

所谓大额持股披露制度,是指在投资者持有上市公司股份或者其他上市权益证券达到一定比例(临界点)时,报告证券监管部门与交易所,通知上市公司,并予以公开披露的制度。从世界范围看,大额持股披露作为一项提高市场透明度、促进市场效率、优化上市公司治理、防范操纵市场与内幕交易、保护公众投资者利益的制度安排,已经为主要资本市场法域普遍采用。OECD 在其 2004 年《公司治理原则》中明确指出,大额股份持有情况的透

* 法学博士,中国政法大学兼职教授。

明是投资者的一项基本权利。^① 英国剑桥大学商业研究中心 2008 年发布的《扩展的投资者保护指数》，将大额持股披露制度作为衡量各资本市场投资者保护程度的十项变量之一。^② 从更加宏观的视野看，在近年资本市场国际化趋势和金融危机的影响下，持股披露制度甚至被赋予了监控境内与跨境大额资本流动的功能。^③

哥伦比亚大学法学院研究人员在 2010 年发表的《持股披露规则演进的全球考察》论文中，总结分析了大额持股披露制度的特点与趋势：要求越来越严，主要体现在降低披露临界点、扩大证券持有的界定范围与增加披露内容；标准趋于一致，比如绝大部分资本市场将 5% 作为初始披露临界点；因应金融创新不断调整与改进，尤其是针对金融衍生工具被不当使用引出的新问题；在成熟资本市场更受重视，但是近年来新兴资本市场不断跟进，差距越来越小；持股披露制度与其他保护投资者利益的变量正相关，披露要求的严格程度与上市公司股权的分散程度正相关。^④ 如何合理设计与有效实施大额持股披露制度，是当前主要资本市场法域监管法规改革的重要议题之一，也是学界关注的热门话题。^⑤

我国于证券市场初创之时，就在 1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》中引入了大额持股披露制度；1999 年《证券法》在“上市公司收购”一章中规定了这一制度，证监会也于 2002 年发布《上市公司收购管理办法》的同时，发布了专门的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》；2005 年发布的新《证券法》，在第四章“上市公司的收购”中补充完善了这一制度；2006 年，证监会发布了修订后的《上市公司收

① Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Principles of Corporate Governance* 51 (2004).

② Siems, M., P. Lele, P. Iglesias - Rodriguez, v. Mollica, T. Klauberg, & S. Heidenhain, *CBR Extended Shareholder Protection Index*, 2008, available at <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Extended-Shareholder-Protection-Index.pdf>.

③ 戴宏：“防范国际投机资本冲击中国金融市场”，载《财经—金融实务》2011 年第 5 期。

④ Schouten, M. and M. M. Siems, *The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries* *Journal of Corporate Law Studies* 10 (2010): 451-483.

⑤ Zetzsche, D., and C. W. Packs, *Thoughts on Efficient Enforcement of Shareholder Transparency Rules*, <http://ssrn.com/papers=1428899>.

购管理办法》,在第二章“权益披露”中,进一步细化了这一制度。在证监会与证券交易所的努力下,该项制度的积极作用逐步显现并不断强化,但是,实际执行中,也出现了两个方面的问题。第一,随着证券市场规模的迅速扩大、股权分置改革的顺利完成、机构投资者的快速成长与多元化,现有的制度供给已经不能适应证券市场发展与创新的要求,一些规则不够清晰、明确、合理,导致监管与执法实践上的困惑乃至窒碍难行。第二,投资者主动披露大额持股的情况比较少见,而且一旦披露常被市场视为“举牌”收购事件备受关注。从证监会公开发布的行政处罚案件、证券交易所采取纪律处分措施的公告文件可以发现,近年来,因超比例持股未披露被处罚的案件虽有一些,但并不多;而且,据了解,已被查处的案件基本上是办理内幕交易、操纵市场案件的“副产品”。总体上看,我国证券市场给人以不少应当披露的大额持股信息并未公开浮出水面的印象。

一般说来,市场参与者、上市公司现有控制股东及其管理层乃至证券监管者都希望了解更多的大宗持股及其变动信息。但是,对于持有大额股份的投资者(主要是机构投资者)来说,并不情愿披露持股信息。究其原因,除了少数情况下出于掩盖市场不法行为的目的之外,还有一些合理、正当的理由。持股信息的披露,不但要付出一定的合规成本。频繁地披露会导致机构投资者经过艰苦调研、精心设计的投资计划与策略不时公之于众,被他人“搭便车”。在成本大于收益的情况下,逆向选择的结果会使机构投资者减少研发投入与放弃长期投资的理念,从而损害市场效率。频繁的机构投资者持股披露也会导致频繁的市场跟风炒作,反而不利于市场的稳定。同时,由于持股披露制度具有上市公司收购预警功能,过度地披露会增加收购成本、延缓收购进程,不利于公司控制权市场的形成。^⑥

因此,如何权衡利弊,设计出合理、清晰、便于执行的大额持股披露规则,是进一步完善我国《证券法》的课题之一。本文立足于我国资本

^⑥ Milhaupt, C. J. and K. Pistor, *Law & Capitalism: What corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development about the World*, The University of Chicago Press 2008, p. 221.

市场发展、投资者行为与证券监管等方面的现状,针对我国大额持股披露制度执行中暴露出的问题,参照成熟资本市场法域的立法与实践,提出了更新、再造与完善我国大额持股披露规则的系统性构想与建议。

一、大额持股披露制度的理论基础与立法结构

完善大额持股披露制度,首先应清楚这一制度构建的理论基础,并在此基础上评估现行制度的利弊得失,以及设计出合理的立法结构。

(一) 开展法规评估,做好完善持股披露制度的铺垫

美国是世界上最早引入大额证券持有披露制度的资本市场法域,相关规则发展至今,也最为完备、详尽与复杂。美国证监会认为,这一制度的目的,主要在于向投资者充分披露在相对较短时间内的巨额证券持有变动情况,以减弱信息的不对称;^⑦通过披露,投资者可以了解到巨额证券持有人对公司发展的计划与建议,以及公司战略可能发生的变化,增强投资预期的确定性,减弱投资决策的投机性。同时,美国证监会认为,巨额持股变动情况的披露,有助于实现国会立法时所要求的防止信息在潜在的收购者与发行人之间过分倾斜的情况,及时提醒发行人及其管理层注意保护投资者利益。美国证监会还认为,巨额持股的披露有助于对标的证券准确定价,有效发挥资本市场的定价功能,降低交易成本,提高市场效率,促进资本形成;有利于证监会及时、充分掌握市场上证券持有与交易的情况,研究分析与此相关的问题,更加有针对性地实施监管。其背后的逻辑是,不同的证券持有情况,可能会改变投资者对相关证券的估值与定价,因此,有必要警示市场关注每一单可能导致控制权的变化巨额、快速的证券增持或者证券累积。^⑧美国联邦法院认为,这一制度有助于投资者在作出投资决策时,更加充分地

^⑦ Adoption of Beneficial Ownership Disclosure Requirements, Release No. 34 - 13291, (Feb. 24, 1977) [42 FR 12342] citing S. Rep. No. 550, at 7 (1967). On the 21 H. R. Rep. No. 1655, at 3 (1970).

^⑧ Securities and Exchange Commission, Beneficial Ownership Reporting Requirements and Security - based Swaps, Release No. 34 - 64628.

了解其所持有证券的全面情况。^⑨

目前,从世界范围内推出持股披露制度的理论基础看,虽然表述不一,具体考虑上各有侧重,但均是围绕两个方面展开制度设计的,一个是发现公司价值,另一个是增加公司价值。

首先,是认为持股披露有利于发挥证券市场的价格发现功能,提升市场效率,优化资源配置。一方面,从静态看,上市公司控股股东以及其他主要股东持有一家上市公司股份的信息,包括其身份、背景、投资实力、投资能力、诚信度、持股性质、持股计划,以及由此产生的上市公司控制权的变动可能等方面的信息,属于我们通常所说的公司基本面的内容,是影响公司价值评估与公司股份定价的一个重要变量。无论主要股东的身份是通过公司股票首次发行或者增发获得,还是通过二级市场买入获得,这些信息都会影响市场对公司代理成本、公司价值的判断与预期。比如,如果有实力的国际国内投资机构参股一家公司,无疑会影响新股发售定价、发售成本与发售速度。这方面的实际案例,可以说比比皆是。我国国有商业银行当初进行股份制改造时之所以引入境外战略投资者,这是一个重要的考虑因素。同样,当有实力的产业资本或者金融资本通过二级市场增持股股份成为上市公司的主要股东时,往往带来公司股价的上扬。另一方面,从动态看,公司股票价格与公司股份的供求关系与流动性息息相关。不同的主要股东,其投资策略不同,有的将长期持有,有的是短期交易,这会影响到市场对公司股份供求与流动性的判断与预期。而且,重要股东的增持或者减持,容易导致其他投资者的跟风炒作,从而影响到市场对股票价格的预期。上述两个方面,也即静态与动态因素,均说明持股透明度在促进证券市场合理定价、提高市场效率中的作用。一些成熟资本市场的监管机构,比如英国金融服务局,多次强调持股披露制度在证券价格形成上的作用。

其次,权益披露能够促进公司治理水平的提高,降低代理成本,增

^⑨ See *Computer Network Corp. v. Spohler* [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ? 98,623 at 93,087 (D. D. C. March 23, 1982). and See *San Francisco Real Estate Investors v. REIT of America*, [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ? 98,874, at 94,557 (D. Mass. Nov. 19, 1982), *aff'd in part, rev'd in part* 701 F.2d 1000 (1st Cir. 1983).

加公司价值。持股披露促进公司治理的作用机理在于：第一，清楚、及时地向大额持股者披露，有助于市场了解哪些人正在或者可能对公司经营施加影响，从而对主要股东利用或者滥用控制权的行为进行监督，这些滥用的行为包括掏空上市公司、内幕交易、操纵市场等。第二，持股信息的披露，给投资者之间进行沟通交流，对公司经营策略施加影响和对公司管理层共同实施监督提供了便利；也给公司管理层与主要股东进行沟通交流、开展投资者关系管理提供了便利。尤其在跨境上市或者名义股东与实质持有股东不一致的情况下，这种信息的掌握显得更为必要。第三，持股披露有利于潜在的收购者了解其收购成功的可能性，争取到支持其收购活动的同盟军，在出现竞争性要约的情况下，及时提高要约价格；从这个方面理解，持股披露可以便利公司收购活动，加强公司经营的外部约束。

但是，任何制度设计都有利弊两面。从价格发现与市场效率的角度看，在某些情况下，持股披露会成为操纵证券交易价格的途径与手段。从公司治理的角度看，持股披露导致机构投资者联合进行积极行动、影响公司经营的法律风险增大，尤其是在“一致行动人”的认定过于宽泛或者过于模糊的情况下，如果持股披露导致机构投资者投入到积极搜集信息参与行动的成本大于收益，会减弱其投入股东行动战略的积极性。事实上，根据欧洲证券市场专家小组（ESME）的报告，许多机构投资者选择将它们的权益持有比例控制在披露临界点之下，既是为了避免合规费用，更是为了避免可能导致的法律责任与公众诉讼风险。但是，从另一方面讲，机构投资者积极主义也是一把“双刃剑”，既有利于促进公司治理，也有可能被滥用，机构投资者可能单独或者联合起来逼迫上市公司管理层为其短期目标服务。这一点，在对冲基金参与公司治理的实践中表现得尤为明显。^⑩ 还有最重要的一点，就是持股披露会被当做一种反收购的工具，持股份额增加的信息导致目标公司管理层与现在的主要股东提前警觉，从而降低潜在收购者的收购动

^⑩ 详细的分析参见 Anabtawi, I. and L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 STAN. L. REV. 1255, 1274-81 (2008); Bratton, W. W., *Hedge Funds and Governance Targets*, 95 GEO. L.J. 1375, 1379 (2007)。

因,因为强制他们较早地宣布收购动机,会增加收购成本。持股披露对控制权市场的负向作用,使之在欧盟内部成为一个敏感的政治话题;因为欧盟各国在敌意收购规则上存在差异,一些国家可能会规定较低的披露临界点以阻止对本国企业的收购。^①

因此,利弊比较,太多的披露并不优于太少的披露,并非披露越多越好。“市场需要真正有用的信息,而不是被过量的信息所淹没;尽管存在困难,还是应当寻求二者之间的平衡点。”^②持股披露制度的设计,既要在吃透、摸清成熟资本市场立法规定与实际操作经验的基础上,借鉴其有价值的东西,更要根据本国上市公司的股权结构、股东结构、机构投资者状况、市场交易状况以及配套环境等有关方面因素,针对本国具体情况制定出既切实可行又行之有效的披露规则,并根据市场的发展及时作出调整。同时,还要考虑到在资本市场国际化与证券监管趋同化的大趋势下,哪些方面需要尽量与国际上通行做法保持一致,哪些方面可以保留自己的特色。

我国的持股披露制度已引入经年,但是并没有引起足够的重视。监管部门至今没有制定发布细化的操作指引,导致具体操作上各方面多有争议。而从成熟资本市场看,美国的持股披露制度不仅规定于《证券交易法》,更体现在美国证监会制定的一系列规则以及问题解答、职员解释等法律文件之中,还体现于联邦法院的判例之中;香港证监会为贯彻《证券及期货条例》中的“权益披露”专章,专门发布了详细的指南;欧盟与《透明度指令》配套,发布了《透明度执行指令》;英国金融服务局(FSA)为贯彻欧盟《透明度指令》于2007年1月20日发布了《披露与透明度规则》(Disclosure and Transparency Rules),该规则整体替代了英国《1985年公司法》中的有关规定,并作出了重大修改;日本2006年出台《金融商品交易法》后,配套发布了《大量持股报告府令》。与这些成熟资本市场相比,我国存在不小的差距。因此,有必要在充分调研与认真论证的基础上,对我国持股披露制度的立法目的、制度价

^① Enriques, L., *Modernization of the rules on disclosure of major holdings of voting rights*, European Commission Conference, Transparency obligations for listed companies: Scope for the modernization of the Transparency Directive? Brussels, 11 June 2010.

^② ESME, *Conclusions of the Conference on the Transparency Directive*, 11 June 2010.

值、执行效果、执法中存在的问题与解决途径等开展评估,为这项制度的完善提供铺垫。日本1990年在《证券交易法》中引入这项制度以及2006年出台《金融商品交易法》时修改这项制度,都是在事先多次研究与反复征求意见之后,发布有针对性的“应然状态报告”。其立法程序上的经验,值得我国参考。

(二) 调整立法结构,体现持股披露制度的独立宗旨与价值

目前,我国《证券法》将大额持股披露规定在“上市公司的收购”一章中,持股披露制度成为收购制度的附属品。这导致实际执行上的认识混乱。比如,市场把超过5%的持股披露,一律界定为“举牌”收购,经常把本属常规性的、并不涉及控制权变动的股份增持,有意无意地归为上市公司收购事项,引起股价非正常异动。还有的投资者以不具有收购意图为由,规避乃至拒绝履行持股披露义务。

毋庸讳言,大额持股可能是上市公司收购的前奏或者前期阶段,可能最终导致上市公司实际控制权的转移。1968年美国在世界上最早推出大额持股披露制度的初衷,也是为了建立提醒市场投资者(而非目标公司管理层)的收购预警机制,阻止被市场痛斥为“星期六之夜特别秀”(saturday night special)的突袭式收购。但是,随着市场规模的不断扩大、市场流动性的增强、专业机构投资者队伍的壮大和股东积极行动主义的发展等因素,许多大额持股行为,并不以上市公司收购为目的,而纯粹出于财务投资的目的、出于影响公众公司治理的目的,有意甚至无意达到了5%的披露临界点。上市公司收购是一种主观目的性很强的行为,而大额持股在许多情况下只是持股达到一定数量与比例的客观事实。上市公司收购更加关注股份的增持,而大额持股披露同时关注股份的增、减与继续持有。大额持股披露的主旨,已经从最初的收购预警流变为要求股份持有人将这种客观事实按规定披露出来。

从境外资本市场法域看,在美国证监会的执法实践与联邦法院的司法实践中,持股披露制度的功能早已经不限于收购预警。哈佛大学法学院的Bebchuk教授撰文指出,主要由于各州法院普遍允许公司管理层采用“毒丸计划”进行收购防御,突袭式敌意要约收购遇到了实质性的法律障碍,发生的情形不多。因此,与《威廉姆斯法案》出台时相比,大额持股披露制度的周边法律环境已经发生了根本变化。目前,申

报 13D 表格的外部积极股东,大额持股的目的通常不是谋求公司控制权,而是为了对公司进行监督、对管理层及其他股东施加影响。^⑬ 作为我国上市公司收购制度蓝本的香港法制,“权益披露”是《证券及期货条例》的专章,而公司收购制度则存在于香港证监会制定发布的《收购及合并守则》之中。欧盟分别发布了《透明度指令》与《收购指令》,欧盟委员会的咨询意见明确指出这两个指令具有不同的立法目的。英国的《披露规则与透明度规则》也是独立于收购制度而存在。

2001 年澳大利亚证券与投资委员会在《投资基金:收购与大额持股救济》咨询报告中明确指出,虽然澳大利亚的大额持股披露制度源自于 Cohen 委员会《1945 年英国公司法修改报告》,但是,大额持股披露制度的目的,并不仅限于该报告所称的识别公司的控制人、收购者或者潜在收购者,还在于关于任何大额股份控制身份及其取得股份条款的信息,都是对市场有用的信息。大额持股披露制度的目的,在于给公司股份的持有者、董事以及市场提供足够的信息使他们能够:(1)清楚大额股份持有者的身份;(2)清楚大额股份持有者的关联人;(3)知道某人可能会因处置股份获取特殊利益的细节;(4)知道任何可能影响股份处置或者投票权行使方式的协议或者特别条件或者限制的细节。^⑭ 2011 年 4 月澳大利亚证券与投资委员会发布的监管指引《大额持股披露:证券借贷与机构经纪业务》又重申了这种看法。^⑮

日本 1990 年修改《证券交易法》研究导入大额持股制度时,证券交易审议会发布的《股票等大量持有状况相关信息披露制度的应然状态》报告更是直接提出,大量持股报告制度是为了提供股票等供需信息而设计的制度,至于支配权相关信息的提供方面则退居其次。众多文献也认为,大量持股报告制度的宗旨是降低股票等供需预测的风险,

^⑬ Bebchuk, L. A. and R. J. Jackson, *The Law and Economics of Blockholder Disclosure* (July 12, 2011). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 702. Available at SSRN; <http://ssrn.com/abstract=1884226>.

^⑭ Asic, CONSULTATION PAPER 30, Investment funds: Takeover and substantial holding relief, November 2001.

^⑮ Asic, REGULATORY GUIDE 222: Substantial holding disclosure; Securities lending and prime broking, april 2011.

纠正因股票转让导致的股价暴涨暴跌,另外不能忽视支配权变动的情况。2006年日本将《证券交易法》修改升级为《金融商品交易法》时,对大量持股报告制度做了较大修改,并专列一章加以规定。^⑩

本来,我国2002年出台规章贯彻1999年《证券法》的规定时,把上市公司收购与大额持股变动分成了两个规章,即《上市公司收购管理办法》与《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》,但2006年贯彻2005年《证券法》修改《上市公司收购管理办法》时,不知何故将二者合二为一,导致理解与执行上的迷茫。因此,在将来修改《证券法》时,应顺应国际立法潮流,将持股披露制度独立规定为专门的一章。同时,从总体上看,持股披露规则与收购规则,在适用的证券种类、持有标准的计算、义务主体等方面应当是对应、呼应、衔接、一致的。但是,由于立法目的不同,二者在某些方面也存在一定的差异。比如,在欧盟与英国权益披露规则下,从事投资管理业务的金融集团,在符合规定条件时,可以取得不合并计算投资管理业务子公司所持投票权的豁免。不过,在收购规则下,在计算是否达到强制性要约收购临界点时不适用这种豁免。^⑪因此,制度设计上应当根据市场的实际情况与监管需要,做到该一致的地方一致,该区别的地方有区别,并保持有关规定的合理衔接。比如,我国《上市公司收购管理办法》在“权益披露”部分使用了表述上与《证券法》不同的“拥有权益的股份”的概念,在“要约收购”部分则使用了与《证券法》相同的“持有的股份”,二者在内涵与外延上有无区别,应当有一个清楚的说明。

二、披露义务人的确定与股份持有的界定

根据持股披露制度的立法目的与宗旨,清楚地确定谁应当承担持股披露义务、合理界定股份持有,是该制度执行过程中面临的首要的也

^⑩ 参见庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社2010年版,第140~144页。

^⑪ European Securities Market Expert Group Opinion on Disaggregation of Shareholdings, 18 June 2009.

是最重要的问题。

(一) 我国的立法与相关规则解释

1999年《证券法》没有明确披露义务人的概念,2002年《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》在贯彻1999年《证券法》时于第6条规定,披露义务人是指持有、控制一个上市公司的股份数量发生或者可能发生变化达到规定比例的股份持有人、股份控制人和一致行动人;第7条规定,股份持有人是指在上市公司股东名册上登记在册的自然人、法人或者其他组织;第8条规定,股份控制人是指股份未登记在其名下,通过在证券交易所股份转让活动以外的股权控制关系、协议或者其他安排等合法途径,控制由他人持有的上市公司股份的自然人、法人或者其他组织;第11条规定,披露义务人应当合并计算其所持有、控制的同一上市公司股份。

2005年《证券法》第86条对“股份持有”也没有明确解释。2006年《上市公司收购管理办法》在贯彻2005年《证券法》也即现行《证券法》时,将“股份持有”改变称呼,非直接解释为“权益拥有”。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,尽管称谓不同,表述方法区别较大,但是,无论在1999年《证券法》体系下,还是在2005年《证券法》体系下,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构成持股披露义务人时,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。

(二) 实践中披露义务人的确定及存在的问题

目前,投资操作与监管实践中,对于如何确定大额持股披露义务人,理解与执行上存在诸多模糊、不一致的地方,主要体现在机构投资者委托资产管理业务领域。同时,机构投资者的发展、新的投资产品不断推出以及其他方面的市场创新,也给大额持股披露制度带来了新的监管难题。

1. 公募基金账户

目前,基金公司管理的公募基金,都是由基金公司以各投资组合的名义单独开立证券账户,然后指定基金经理进行管理。公募基金账户内股份的买卖与股份的投票权,均由基金公司行使,基金份额持有人无权过问与干预。但是,基金公司应当在其发布的基金年报与季报中,披露每只基金的股份持仓情况。从法律关系与治理结构看,我国目前的公募基金均为契约型基金或者称为信托型基金,基于信托契约来发行与管理,各投资组合本身并不具有独立的民事主体资格,基金经理也只是代表公司,而非以个人名义管理投资组合。这一点,与美国等资本市场普遍存在的采用投资公司(investment company)形式组建、具有独立法人地位的公司型基金——共同基金有很大不同。因此,在我国,基金公司而非单个投资组合或者投资组合的基金经理是持股披露义务人。即使在美国公司型基金的模式下,由投资公司自己管理的情形也极为少见,而是委托给外部独立的投资顾问(investment adviser)作为基金管理人,投资顾问而非投资公司是基金持股披露的义务人。^⑩

因此,即使按照目前的规定,基金公司是否属于公募基金账户的名义持有人、各投资组合内的股份是否构成“记载其名下”等问题尚不明朗,基金公司作为公募账户的实际控制人应是毫无疑问的。基金公司应当承担公募账户持股情况的披露义务。在我国现行法律框架与基金管理模式下,这一问题本来不应有争议。但是,实践中,有业内人士认为,基金投资组合在信托法律关系下具有财产独立性,单个投资组合可以作为单独的披露义务人。笔者认为,目前,我国各基金组合法律性质上属于财团而非社团,我国法律不承认财团法人的独立法律主体地位,而基金投资组合也非自然人、法人之外的“其他组织”。因此,基金投资组合并无独立人格,不能因为商事信托上的财产独立性,当然推导出具有证券法下的独立披露义务主体资格。基金经理作为基金公司的雇员,在基金管理法律关系中不具有独立的商事主体资格,也无法成为独立的持股披露义务主体。

^⑩ 参见陈斌彬:《证券投资基金管理人不当行为的法律规制》,厦门大学出版社2009年版,第19~25页。

2. 专户理财

证券公司、基金公司管理的专户理财账户,分为“一对多”与“一对一”。“一对多”账户属于集合理财账户,实际上属于一种私募基金,其账户开立、交易操作与投票权行使情况,与公募基金基本相同。

“一对一”的情况则比较灵活、复杂,由客户依据委托理财协议、用自己的身份证件开立专门的专户理财账户,专户理财账户上既显示管理人的名称,也显示客户的名称,客户是专户理财账户的名义持有人。客户打入资金后,交由证券公司或者基金公司管理;交易操作上,一般由管理人全权处理,客户不参与或者干预买卖决策;管理人每月向客户报告一次交易明细情况。但是,据了解,在客户资金量大、比较强势的个别情况下,管理人会听从客户的买卖建议,甚至出现客户只是把理财专户作为一种交易渠道,自己决定股份买卖的情况。在投票权行使上,一般由管理人通知客户参加股权登记,由客户参加股东大会。但是,有的理财协议中也注明投票权由客户委托给管理人行使,客户不再过问投票事务。在客户同时存在自营账户与专户理财账户的情况下,有的理财协议约定,管理人有权查看客户的自营账户,并随时与客户的专户理财账户合并计算,在达到披露要求时及时通知客户履行披露义务。因此,在“一对一”理财中,存在名义股东与实质股东、投票权与买卖决策权的分离,确定披露义务人时应根据不同理财协议的内容与实际执行情况,分情形处理。

3. 社保基金、企业年金、保险资金

社保基金、企业年金事实上也是一种特殊的“一对一”专户理财。先分析一下证监会的两个复函。2001年、2002年,针对社保基金理事会提出的放宽社保基金持股披露和短线交易限制的申请,证监会和证监会发行部先后出具了《关于全国社会保障基金委托投资若干问题复函》(证监函[2001]201号)和《关于社保基金行投[2002]22号文的复函》(发行监管函[2002]99号)。复函称,由于股权分布及其变动信息对投资者的投资决策具有较大影响,因此全国社保基金理事会有义务了解其各投资管理人所持股票的情况并在其直接或者间接持有5%以上股份时,严格按照《证券法》等有关规定及时披露信息。复函还称,“我们认为,社保基金理事会并不希望鼓励其投资管理人频繁地买卖

任何一家上市公司的股份,按照《证券法》的要求及时披露信息应不会给社保基金带来过重的信息披露负担”。2002年以来,社保基金理事会按其各股票投资组合汇总持有一家上市公司股份的比例,先后对宇通客车、佛山照明、名流置业等多只股票举牌。

从社保基金的有关管理规定看,社保基金理事会是社保基金的受托人而非管理人,它作为受托人选择、并决定各社保基金投资组合的保管机构与管理机构。目前,社保基金的管理机构主要是经过证监会批准设立的证券投资基金与证券公司。社保基金理事会将投资组合委托给基金公司、证券公司管理后,由管理机构全权负责组合内证券的投资决策。原则上,社保基金理事会可以给管理机构规定、指明大的投资方向,但是不过问或者干涉管理机构具体的证券买卖决策。不过,据了解,在有些情况下,社保基金理事会的投资部门会干预管理机构的买卖决策,有的甚至介入较深。从投票权看,一般情况下是管理机构行使,有些情况下也根据协议由管理机构征求社保基金理事会意见后行使,或者通知社保基金理事会行使。此外,虽然《全国社会保障基金投资管理暂行办法》规定社保基金理事会直接运作的社保基金的投资范围限于银行存款、在一级市场购买国债,其他投资应委托投资管理机构管理,但事实上,社保基金理事会投资部还管理着自营账户进行股票投资,而且,其自营账户的投资动向为市场高度关注。^⑩目前,社保基金理事会还作为主要的有限合伙人参股私募股权投资基金,比如弘毅三期、鼎晖一期等。

根据《上市公司收购管理办法》,“拥有权益”就是“持有股份”。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。按照这一规定,社保基金理事会作为其自营账户与委托管理账户的名义持有人,应当合并计算所有这些账户的持股,以确定是否超比例;同时,社保基金管理机构作为社保投资组合的买卖决策者或者投票权的行使者,应将社保投资组合内的股份归入管理机构“可以支配表决权的股份”,与其

^⑩ 参见“社保基金百亿加仓,股市风向标历史再现”,载《中国经营报》2011年6月7日。

管理的其他账户持有的股份合并计算。上述证监会复函仅将社保基金理事会作为信息披露义务主体,是否完备,则需要讨论。还有,除非社保基金理事会介入了投资管理机构的投资决策并行使投票权,在社保基金由各投资管理机构全权管理的情况下,将持股披露义务人确定为社保基金理事会而非投资管理机构,是否妥当,也值得思考。

从证券市场投资的角度看,企业年金在管理架构、运作方式方面与社保基金基本相同,只是在投资标的与投资操作上具有更大的灵活性。其涉及的持股披露问题,也应具体分析。

保险资金在证券市场上的投资活动,由专门的保险资产管理机构按照《保险资产管理公司暂行规定》的要求,作为受托人进行集中、全权管理,保险公司或者保险(控股)集团公司虽然是保险资产管理机构的发起人与资金委托人,但是不干预具体的证券投资活动,因此,保险资产管理机构是保险资金持股的披露义务人。

4. 阳光私募基金

据笔者咨询私募界与监管部门人士,目前阳光私募存在三种模式:

第一种模式是信托公司自己发行,自己管理。目前,采用这种模式的只有云南信托一家。

第二种模式是私募基金投资管理机构借助信托公司名义与渠道发行募集资金后,由信托公司作为受托人,委托私募基金投资管理机构作为管理人,管理人利用信托公司的证券账户管理募集到的资金。这种模式下,信托公司对基金运作有一定的限制,比如要遵守有关信托监管规定,不能参与股指期货与融资融券交易,要遵守有关信托契约关于资金投向的限制,除此之外,信托公司对具体证券买卖不会过多干预,而由管理机构独立操作。但是,根据银监会的有关规定,这种模式下,私募基金管理机构作为信托公司的投资顾问,必须通过信托公司才能下达交易指令。这只是走一个程序,通常情况下,信托公司不会更改管理机构的交易指令。

第三种模式是有限合伙制私募基金。私募基金管理机构作为普通合伙人(GP),提供一定比例的“垫底资金”,对合伙企业债务承担无限连带责任,引入其他投资者作为有限合伙人(LP),有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。2009年12月21日《证券

登记结算管理办法》修改后,明确了合伙企业可以开立证券账户。这种模式下,普通合伙人是私募基金的管理人,可以绕过信托公司独立筹集并操作合伙资金,除了在法律框架上的特殊性和不存在信托受托人以外,其运营架构与信托型阳光私募类似。近几年,合伙制私募发展较快,在二级市场上的投资行为也日趋活跃。^②

需要指出的是,一些阳光私募管理机构,不仅仅从事私募基金的管理,有的还从事专户理财业务,有的同时有自营账户交易。在上述第一种模式下,大额持股的披露义务人不难确定。第二种模式下,由于名义账户拥有者与管理机构的分离、具体交易决策与交易指令的分离,披露义务人应该是信托公司还是私募管理机构,就存在讨论的余地。第三种模式下,也存在是合伙组织承担披露义务还是普通合伙人承担披露义务,抑或普通合伙人与有限合伙人共同承担披露义务的问题。

5. 地下私募基金与委托理财

地下私募与委托理财的主要表现形式是投资顾问公司、投资管理公司、投资咨询公司或者理财工作室。这类私募基金的资金通常以委托人的名义开户,如果资金规模较大就单独开户,如果资金规模较小则以几个委托人商议好的一个名义开户,同时与开立资金账户的营业部约定需经几个委托人或者指定投资者代表一致同意才允许从账户中转出资金。委托双方商定投资收益的分成比例后,委托人将账户名称、开户地址、账号与交易密码告知投资管理。投资管理人负责日常交易,但不能转移账户上的资金;委托人可以监督交易,但不能直接买卖证券。随着近年来的改进,委托双方事先就投资理念等问题进行沟通,并在协议中明确限定资金投向,例如不得买入权证、ST股票或者近期涨幅过大的股票等,有些甚至注明双方在投资合作过程中进行信息交流和沟通的方式与频率等。目前,这类基金运作方式在民间流行,但基本处于证券监管的空白地带,其运作完全依靠民间的个人信誉担保。^③

在这些形形色色的地下私募中,资金是客户的,账户是客户的,但

^② 参见刘明:“合伙制私募频频现身二级市场”,载《证券时报》2011年5月9日。

^③ 参见深圳证监局基金公司监管处:“关于深圳辖区私募基金业发展现状的调研报告”,2010年7月。

是将资金与账户交给投资顾问公司管理。管理模式也基本上属于全权委托管理,客户能够看到账户持股的变动情况,但一般不过问和干预具体证券的买卖决策,投票权一般由客户行使,有的也在协议中或者私下约定由客户委托管理人代为行使。此时就产生应当界定谁是披露义务人,是客户还是投资顾问公司,或者二者均要履行披露义务的问题。在投资顾问公司管理的多个客户账户合并计算持股达到披露要求的情况下,是将这些账户视为一致行动账户,由投资顾问公司与多个客户一同履行披露义务,还是仅由投资顾问公司履行披露义务。在投资顾问公司账户与客户账户买卖相同股票的情况下,应否合并计算持股比例。据了解,实践中有的地下私募管理机构为了规避内幕交易、操纵市场与超比例持股未披露等方面的证券执法,虽然实质上是全权委托管理,但是管理机构不去直接下单,而是打电话给各个客户,由客户分别下单买卖,这种情况下又如何认定披露义务人。

6. QFII

与境内机构投资者相比,QFII 涉及的持股披露义务人、一致行动人与短线交易问题更为复杂。证监会等部门 2006 年发布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》规定,QFII 可以开立证券账户,该证券账户可以是实名账户,也可以是名义持有人账户。如果开立名义持有人账户,QFII 作为名义持有人应将其代理的实际国际投资人(或基金)的名称、注册地、资产配置、证券投资情况于每个季度结束后报告证监会和交易所。证监会同年发布的关于该办法的通知进一步规定,QFII 应当以自身名义申请开立证券账户;为客户提供资产管理服务的,应当开立名义持有人账户,QFII 应根据要求报告名义持有人账户内权益拥有人的投资情况;境外投资者的境内证券投资达到信息披露要求的,作为信息披露义务人,应通过合格投资者向交易所提交信息披露内容,合格投资者有义务确保其名下的境外投资者严格履行信息披露的有关规定。

据了解,实践中,QFII 名义账户的操作,有的是境外投资者全权委托 QFII 操作,有的则是客户在境外向 QFII 下达交易指令,QFII 按照客户的指令下单买卖。根据《上市公司收购管理办法》,“持有股份”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。按照这一规定,在境外投资者全权委托 QFII 操作的情况下,境外投资者既不是账户的名义持有人,也非账户的实质控制人,只是账户的最终权益的所有者,因此,不应当承担披露义务,而应由既是名义持有人又是实质控制人的 QFII 承担披露义务;在境外投资者向 QFII 下达交易指令、QFII 并没有买卖决策权的情况下,由于境外投资者是实质持有人,应当履行披露义务,而 QFII 作为名义持有人,也应当履行披露义务,这就产生了对同一股份重叠披露的问题。事实上,按照上述规定,QFII 应合并计算其名义持有与实质持有的所有股份,确定是否超比例持有。此外,《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》允许境内的基金公司向 QFII 提供咨询服务,但是,据了解,事实上存在境内基金公司根据私下协议,受境外投资者委托,全权作出买卖决策,告知境外投资者,再由境外投资者下达指令给 QFII 的情况。由此引出的问题,会更加复杂。

7. 融资融券、转融通与证券借贷

根据规定,我国证券公司开展的融资融券交易采用“二级看穿式”账户体系,同一证券公司的所有客户在普通证券账户中提交的担保证券,汇总为证券公司客户信用交易担保证券账户,然后分户记载为不同客户的信用证券账户。也就是说,所有客户的担保证券都记录在证券公司名下,由证券公司“名义持有”担保证券。在融资融券试点初期,证券公司作为担保证券的名义持有人,以自己的名义行使权利时,将事先征求客户的意见,并按照大多数客户的意见办理,行使包括投票权等权益。目前,中国证券登记结算公司已经开发了信用征集投票系统,以支持证券公司融资融券业务的分拆投票,并在海通证券股东大会上首次使用。证券公司作为担保证券的名义持有人,可根据投资者对同一议案的不同意见进行分拆投票,更好地体现每个客户的真实意愿。

可见,在融资交易中,抵押证券的投票权由客户行使,但是,证券公司有随时卖出证券以强制平仓的权利,那么,证券公司是否也因有处置权从而属于抵押证券的实质控制人,与客户均为披露义务人分别履行披露义务,则有讨论的必要。在融券交易中,一般来讲,客户融入证券后会立即卖出,但也会发生持有证券数日的情况,此时客户是该证券的投票权人;证券公司既是借出证券的名义持有人,又有权随时收回借出

的证券,因此,此种情形下也可能发生需要证券公司与客户对同一证券重叠履行持股披露义务的情况。

目前,我国融券业务在试点阶段中,标的证券限于证券公司自身持有的证券。在转融通公司成立后,证券公司可以从转融通公司借入证券后再借给客户,而转融通公司的证券,则来源于通过交易所市场向其他投资者借入。因此,转融通下涉及的持股披露情况就更为复杂。

在成熟资本市场,“证券借贷”(securities lending)中介也是投资银行的一项重要业务。投资银行或者通过柜台市场从财富管理机构比如养老基金手中借入证券,或者依据与其机构经纪客户签订的协议,^②从机构经纪客户(比如对冲基金)手中借入证券,然后再将证券转借给他人,该他人可以再转借,但一般情况下最终的借入人都是靠卖空证券后低价补回牟利,证券公司主要赚取可观的佣金收入。在“证券借贷”关系中,证券投票权由借入人享有,由于存在多层级的借入关系,此时证券持有人、披露义务人的确定就更加复杂,有的国家如澳大利亚的证券监管机构为此发布了专门的指引。

8. 委托投票、征集投票权、表决权拘束协议与股权托管

我国不允许投票权买卖,但是,允许上市公司股东将投票权委托给他人行使。委托分为单次委托与总括委托。无论单次委托还是总括委托,如果属于由委托人注明投票意向或者受托人需事先征求委托人意见的情况,投票权均由委托人保留,并不发生转移;如果属于受托人根据委托协议自行决定投票意向的情形,则投票权从委托人转移至受托人,受托人应当将该部分股份纳入自己持有股份数量的合并计算范围。

公开征集投票代理权,是指上市公司董事会、独立董事或股东,在股东大会召开前,以公开方式请求股东或者通过信函、电话等方式请求一定数量以上的股东委托其出席股东大会并代理其就有关议案在股东大会上行使投票权的行为。目前,公开征集投票权在我国资本市场比较常见。征集取得的如果是受托人可以自由裁量行使的总括投票权,

^② 机构经纪业务(prime broking)是投资银行向机构投资者与专业投资者提供的“一揽子”服务,一般包括托管和结算、证券借贷、融资等服务。目前,机构经纪业务平台已成为投行营销其他业务和服务的重要渠道。

一般认为应视为征集人拥有投票权而实质控制了股份。

表决权拘束协议是指股东之间或者股东与其他第三人之间签订正式协议,对表决权的行使进行约定。在我国,表决权拘束协议在实践中虽有运用,但其法律效力尚不明确。从持股披露角度看,一般认为应视为一致行动人。股权托管是指委托人除保留股份的最终处置权外,将自己作为股东的所有权利概括委托给他人行使。股权托管在股权分置时期作为规避控制权转让审批的手段,曾经比较多见。股权分置改革后,在一些上市公司重组方案中也偶有所见。按其性质,受托人因此成为对股份表决权具有实际支配地位的人,属持股披露义务人。^②

(三)成熟资本市场法域的规定

1. 美国

美国采取的是纯粹实质持有的概念。美国国会 1968 年通过的《1934 年证券交易法》修正案,也就是通常所说的《威廉姆斯法案》,在《证券交易法》加入了 13(d) 部分。13(d) 规定,投资者如果“实质持有”(beneficially own)^③某个类别的证券超过 5% 时,应当按照规定格式报告美国证监会,通常来讲,还应同时将报告复制件报送发行人与证券交易所。《证券交易法》13(d) 并未对何种情况构成“实质持有”作出界定,美国证监会发布的 Rule 13d-3,细化规定了“实质持有”的情况,主要内容如下:

(1)“实质持有”的总括界定

根据 13d-3(a),以下情形可以认定投资者是证券的“实质持有人”(beneficial owner):“直接或者间接,通过任何合同、安排、谅解、

^② 参见张子学:“上市公司股权托管法律问题研究”,载中国证监会内部资料《上市公司并购重组概念文章集》,2003 年。

^③ 13(d) 使用 beneficially own, beneficial owner, beneficial ownership 的概念,容易使人迷惑。因为,按中文字面翻译,应是受益所有、受益所有人、受益所有权,也即拥有该证券所产生的金钱利益,但不是证券的名义持有人的情形;但是按其规定,实际上指的是对证券有投票权力或投资权力的人;下文将要述及的短线交易规则 16D 中也使用了这个词,但同一个词适用到 16D 的不同场合,被规定了不同的含义,更增加了迷惑。从持股披露的角度,本文将之翻译为“实质持有”。但需注意的是,英国、香港公司法、证券法包括权益披露规则在使用该词时,其含义均为拥有该证券所产生的金钱利益,但不是证券的名义持有人的情形。

关系或者其他方式,持有或者分享:投票权力(voting power),包括(1)行使投票的权力,或者指使投票的权力;并且(或者)(2)投资权力(investment power),包括处置该证券、或者指使处置该证券的权力。”由此规定可以看出,第一,需要履行报告与披露义务的“实质持有人”,并不是指证券资产及其损益的所有者或者说账户财产及其盈亏的最终归属人,而是指证券账户的实际操作者与证券投资的实际决策者,也即对标的证券拥有“投票权力”或者(和)“投资权力”的人。第二,“投票权力”或者“投资权力”,不限于“独享”,也存在多个主体“共享”的情况,此时,该多个共享主体均被视为标的证券的“实质持有人”。第三,“投票权力”或者“投资权力”,不限于直接行使,也可以通过“指使”投票或者“指使”证券处置的间接方式行使。第四,“投票权力”与“投资权力”,可能集中于同一人,也可能有不同的人分别行使,在分别行使的情况下,拥有投票权力或者投资权力的人均为披露义务人。

(2)“投票权力”或者“投资权力”的获得

“投票权力”或者“投资权力”的获得,不限于通过购买证券或者正式协议的方式,也包括其他方式。Rule 13d-3(b)规定,任何人,直接或者间接,创设或者使用信托、代理投票权、委托书、联营或者任何其他合同、安排或者手段,以避免被认定为标的证券的“实质持有人”为目的,意图规避13(d)或者(g)规定的报告义务,则该人应当被认定为“实质持有人”。美国证监会认为,某人是否拥有“投票权力”或者“投资权力”,应当在综合考虑相关事实与环境的基础上加以识别。^⑤

(3)合并计算

根据Rule 13d-3(c),某人“实质持有”的所有同种类证券,不管其实际持有的形式如何,必须累计计算以衡量是否达到披露要求。

(4)对将来有权获得的证券也视为“实质持有”的情形

根据Rule 13d-3(d),虽然某人目前并未“实质持有”某证券,但是,如果他拥有一项在60天内获得该证券“实质持有”的权利,则他应当被视为该证券的目前的“实质持有人”。这些获得渠道包括但不

^⑤ Securities and Exchange Commission, *Beneficial Ownership Reporting Requirements and Security-based Swaps*, Release No. 34-64087.

限于:通过行使任何期权、备兑认股权或者认股权;通过可转换证券的转换;通过行使信托或者全权委托撤销权,或者类似安排;基于信托或者全权委托自动结束,或者类似安排。在前三种渠道下,要求该人具有影响发行人控制权的意图,或者与具有这种意图的交易有关联或者参与了该项交易,否则,不能将其视为“实质持有人”。一旦因拥有期权、备兑认股权、认股权或者证券转换权被视为“实质持有人”,则对于该人来说,相关证券即使未发行在外,在计算其持有比例时,也视为已经发行在外。

2. 香港

在香港,大额持股的披露被称为权益披露,规定于《证券及期货条例》第 571 章第 XV 部,香港证监会还发布了解释性的“披露权益”概要。香港关于“权益持有”的界定非常宽泛,既包括名义持有,也包括多种实质持有的情形。从披露角度讲,投资者持有的权益包括:(1)以投资者名义登载于上市公司股东名册中的股份;(2)由股票经纪、保管人、受托人、集中清算机构等代为持有的股份;(3)以下主体持有的权益,被视为投资者持有的权益:其配偶及任何未满 18 岁的子女、受投资者控制的公司、投资者作为受托人的信托、与投资者协议采取一致行动的人、投资者作为普通合伙人的有限责任合伙等;(4)衍生权益的“相关股份”; (5)作为抵押物由投资者持有的股份;(6)投资者有权行使附属于股份的权利或者控制有关权利的行使,比如有权行使投票权或者控制投票权的行使。

3. 欧盟与英国

欧盟与英国采取的也是名义持有加实质持有的做法。欧盟的权益披露规定见 2004 年发布的《透明度指令》(European Transparency Directive)。^⑤ 该指令关于权益披露的规定,仅适用于有投票权的股份,包括投票权被暂停行使的股份,不适用于无投票权的股份;披露临界点

^⑤ DIRECTIVE 2004/109/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 December 2004, on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

的计算,是以持有投票权的比例而非持有股份的比例作为计算基准。^⑦

《透明度指令》第9条规定了以股东身份取得或者处置持有股份而改变持有投票权比例的情形。“股东”既包括用本人名义为本人持有的股份,也包括用本人名义代表他人持有的股份,存托凭证的持有人被视为存托凭证所代表的股票的持有人。《透明度指令》第10条规定了以股东身份持有股份之外,还规定了通过其他方式有权对投票权的取得、处置或者行使施加影响的情形。在这些情形下,自然人或者法人虽然不是投票权的持有人,但是应当如同其本人持有投票权一样,对相关投票权的持有变动情况作出披露。这些情形包括一致行动关系中他人持有的投票权、投票权临时转移关系中他人持有的投票权、股份质押关系中他人持有的投票权、拥有终身受益权的股份上的投票权、受其控制的公司持有的投票权、投票权代理中他人持有的投票权。

在计算是否达到披露临界点时,应当合并计算上述第9条持有投票权与第10条视为持有投票权的所有情形。此外,《透明度指令》第3条还规定,当自然人或者法人直接或者间接持有金融工具,导致其根据正式协议,有权独立自主决定获得已经发行的有投票权股份时,应履行《透明度指令》第9条的通知义务。

4. 证券资产管理机构作为持股披露义务人

根据美国《证券交易法》与美国证监会规则的要求,以下账户中的证券,属于投资顾问公司或者证券经纪商实质持有的证券,应当合并计算:(1)其管理的所有“全权管理客户账户”(discretionary account),包括由公司的内部人或者控制人管理或者为公司的内部人或者控制人管理的这类账户;(2)其管理的所有私募基金或者公募基金;(3)公司的所有自营账户,以及公司控制人的所有账户,公司控制人的配偶及未独立生活子女的账户,有时可能还包括某些公司高级管理人员与董事的

^⑦ 英国也是如此。这是因为,欧盟许多国家的公司法允许一股之上有多数投票权,不少公司尤其是一些知名的大公司采用分级股票等方式,在不同股份之上设置了不同数量的投票权。我国《公司法》第104条明确规定了“一票一权”原则(One share - one vote),不允许一个股份之上有多数投票权,因此,以持有股份比例计算与根据投票权比例计算,实际上是一样的,“拥有权益”也就是“持有股份”。

账户。^⑳

根据美国证监会公司融资部的解答:如果投资者把某个证券的所有权利全权委托给投资顾问行使,则该投资顾问是该证券的“实质持有人”,履行报告与披露义务,该投资者不再承担报告与披露义务。但是,如果根据全权委托协议,投资者有权在 60 日内撤销委托的话,则投资者应当继续履行报告与披露义务。^㉑

对于以合伙形式或者有限责任公司形式存在的对冲基金来说,其本身或者其投资人并非买卖证券的决策者,因此不需要履行披露义务,披露义务由作为普通合伙人或者高级管理人员的投资顾问来履行。就一致行动关系来讲,一个投资顾问可能管理着多个对冲基金或者全权管理账户。但是,这些对冲基金与全权管理账户并不因在同一投资顾问管理之下而构成一致行动人,反而是投资顾问作为实质持有人,应当注意将其管理的所有对冲基金与全权管理账户持有同一种证券累加起来,以确定是否达到了报告与披露临界点。^㉒

在香港,投资者以管理基金的投资经理的身份持有权益,也即投资经理是其所管理的基金账户所持证券的权益持有人。香港所称的“投资经理”,是指投资管理机构。《证券及期货条例》没有对这一情况作详细解释。但是,《公司收购及合并守则》的规定与解释可以提供一种间接参照。《公司收购及合并守则》规则 22.3 规定:“某人如果以全权委托方式代他人管理投资账户,就《收购守则》规则 22 而言,如此管理的有关证券将会当作为由该人控制,而不是由委托该人管理有关证券的人士所控制。”香港证监会解释称:“执行人员通常采用的原则是,如投资决定是由全权委托基金经理作出,则有关证券会当作为由基金经理控制,而非由委托代为管理资产的人士所控制。因此,规则 22.3 要求全权委托基金经理将他管理的投资账户集合起来,目的在于决定他是否有责任作出披露。因此,在该等实益拥有人的投资已透过全权

⑳ The Investment Management Practice Group, Section 13 SEC Reporting by Advisers and Brokers and Section 16 SEC Reporting by “Insiders” of Public Companies, February, 2011.

㉑ 美国证监会公司融资部“合规与披露问题解答”, Exchange Act Sections 13(d) and 13(g) and Regulation 13D - G Beneficial Ownership Reporting, 2009 年 11 月 16 日更新。

㉒ Hammer, D. L., Shartsis Friese LLP., U. S. regulation of hedge funds, p. 275.

委托方式由他人代为管理的范围内,作出披露一事通常不关乎该等实益拥有人。这原则假设了全权委托基金经理不会从有关实益拥有人处获涉及有关交易的指示,以及订立或采用该基金管理安排并非用来回避披露规定。”

根据欧盟指令中“股东”的概念,证券资产管理机构被视为其全权管理账户中股份的“间接持有人”(indirect holder)。在该股份上的投票权达到临界点时,由资产管理机构履行信息披露义务。英国《披露与透明度规则》规定了类似内容。根据英国金融服务局发布的解释性说明,在一个基金管理人全权管理其客户账户的情况下,客户不再履行权益披露义务,基金管理人作为相关股份的“间接持有人”,履行该义务;即使在客户保留对于资产管理作出指示的权利的情况下,客户仍不需另外履行披露义务,除非他已经行使了该项权利。^④

根据日本《金融商品交易法》,股份“持有人”包括“基于全权委托投资契约(指有价证券投资顾问业法第2条第4项所规定之全权委托投资契约)、其他契约、或法律之规定,为投资股票等有价证券有必要权限之人”,投资顾问履行大量持股披露义务。

(四)完善我国“股份持有”的界定

1. 扩展实质持有的概念

我国《上市公司收购管理办法》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”没有解释。美国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”;从欧盟与英国的规定看,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”;从香港规定的实质持有的多种情形分析,也能得出同样的结论。因此,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,或者称为投资权力。这是因为,虽然一般情况下投

^④ FSA, Issue No. 14 Updated - April 2007, http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/list14_apr07.pdf.

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。

2. 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,但是他将自己的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“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的情形下,美国、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,在社保基金、企业年金以及“一对一”专户理财中,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;以有限合伙形式存在的阳光私募基金,如果普通合伙人实际上行使着投资决策权与投票权,应将普通合伙人而非合伙组织作为披露义务人。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,在账户借用的情况下,账户出借人不承担披露义务,但是应当甄别是否的确属于账户出借,以防止免除条件被滥用。

3. 重复披露或者叠加披露情形的处理

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。

(五)通过发行取得的股份是否纳入持股披露制度下的股份持有范围

各成熟资本市场法域就此问题的规定有较大区别。在美国,根据1934年《证券交易法》13(d)(6),依据1933年《证券法》取得目标公司新发行证券的行为,也即认购目标公司发行的证券,不需要按13D披露。在香港,如果是“合资格的发行”,也即根据合资格的红股及供股发行收取及接受权利的上市公司股东可以得到豁免,使他们的权益的百分率水平维持不变,但不接受其权利的股东则需要作出披露。可见,香港对于内地市场所称的接受送红股或者配股不纳入要求披露的范围。

从我国《证券法》与《上市公司收购管理办法》的文字表述看,都是明确规定持股披露的规范对象是“通过证券交易所的交易”。单从字面理解,所谓“通过证券交易所的交易”,指的是场内交易,包括集中竞价交易与大宗交易。《上市公司收购管理办法》同时还把不是“通过证券交易所的交易”,而是通过场外协议转让与司法拍卖等发生的持股变动参照适用场内交易的披露要求。但是,无论何种情形,从我国持股披露制度的现有规定分析,应是限于存量股份的调整,而不包括股票发行导致的增量变化。

但是,据了解,持股披露制度实际执行中的尺度,已经与《证券法》、《上市公司收购管理办法》的字面规定大相径庭,不仅包括存量股份的调整,也包括股份发行导致的增量变化。也即,在计算持股披露初始临界点与后续的增减变动临界点时,要合并计算通过转让取得的股份与通过发行(包括首次公开发行与增发)取得的股份。举例来说,通

过首次公开发行取得了4%的股份,后又通过竞价交易买入1%的股份;或者通过竞价交易买入1%的股份,后又参与定向增发取得4%的股份,都被视为超过了披露临界点。后续的增减变动也是如此,而且,增减变动的计算方法,也并不能从字面上理解为单次或者多次累计增持或者减持了5%以上的股份,而是指任何增持或者减持行为导致持股总量达到或者低于5%(或者5%的整数倍)这些临界点时,就发生披露义务。举例来说,投资者持有8%的股份,已经做了披露,此后又买入了2.1%的股份,导致持股总量超过了10%的临界点,应予披露,此后又卖出了0.2%的股份,导致持股总量低于10%的临界点,也要披露。^② 由于我国初始披露与后续增减变动的比例都是5%,按上述操作,初始披露与后续增减披露除披露内容上的差异外,在触发条件上并无不同。单从这一点看,我国的持股披露与欧盟《透明度指令》的一般要求基本一致。

综上,我国持股披露规则在实际执行上的做法,可以概括为:“无论通过何种方式,当投资者持有有一个上市公司的所有股份占该上市公司股份总量的比例达到、超过或者降至以下临界点时,应当履行披露义务:5%,10%,15%,20%,25%,30%。”这种实际执行上的做法是否符合当初立法者设计持股披露制度的本意,当时立法者为何强调“通过证券交易所的交易”,值得深究;把所有因股票发行而增加股份持有的行为纳入持股披露制度的范围,是否符合该制度的宗旨,与发行披露制度如何协调衔接,也需要深入讨论。此外,如果按照上述实际执行上的做法,在首次公开发行前战略投资者持有的股票,在公司股票上市后是否也应纳入计算范围,尚存疑问。按照德国《证券交易法》第21条1A款规定,此时虽没有股份的增持,但此类动态持有股份情况的变化也需履行报告义务,而日本立法上一直存在争议。^③

^② 参见中国证监会上市公司监管部:《上市公司高级管理人员培训教材》,中国金融出版社2007年版,第136页。

^③ 参见庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社2010年版,第147~148页。

三、合格机构投资者的持股披露特别规则与合并计算豁免机制

与成熟资本市场相比,我国大额持股披露制度的一个明显不足,就是对所有投资者采取了“一视同仁”的做法,没有考虑到某些机构投资者不同于其他投资者的情况,引入持股披露特别规则,也没有在某些机构投资者内部各业务板块之间引入合并计算豁免机制。

(一) 引入持股披露特别规则,减轻合格机构投资者的披露压力

1. 实践中的难题

市场有心人发现,我国公募基金管理公司常常不按《证券法》的要求履行持股披露义务。2010年,相关媒体至少对4家基金公司旗下基金合计持股超过5%,但是没有履行披露义务的行为提出了质疑。比如,2010年8月一则互联网上的消息称国泰基金管理有限公司管理的多支证券投资基金合计持有上市公司股份的比例超过5%而未披露。^④还有人发现,明星基金经理、华夏基金管理公司王亚伟一人单独管理的华夏大盘精选和华夏策略精选两只基金曾出现对多只股票的持股比例合计超过5%但未发布权益变动报告书的情况,如片仔癀、丽江旅游、东方金钰、乐凯胶片等。目前,根据我国证券投资基金法信息披露的有关规定,公募基金只是在年度报告与季度报告中披露股票持仓情况;我国《证券法》的大额持股披露规定,对于所有的投资者一体适用。虽然存在简式报告与详式报告的区分,但是其区分标准不是依据投资者类别,而是依据持股比例。因此,有心的市场人士与媒体对证券投资基金的持股超过规定比例未披露的行为提出质疑,也属合情合理。但是,问题在于,以公募基金为代表的专业机构投资者,其投资行为与一般投资者有较大的区别:第一,无论基金公司管理的公募基金还是专户理财产品,由于累计投资比例均存在“双十限制”,基金公司不可能也不会谋求取得上市公司的控制权。第二,虽然也曾经发生过轰动一时的“基

^④ 作为一致行动人,持股比例超过5%,而未举牌,证监会正在调查处理,参见 <http://guba.eastmoney.com/look,000656,3009828796.html>。

金经理联手否决双汇股份重组方案”事件,也有基金管理公司推出了公司治理基金,但是,总体上讲,我国基金公司参加上市公司股东大会投票、参与公司治理、干预上市公司经营管理的意愿与行为均不是很明显。第三,近年来我国推出的“交易型开放式指数基金”(ETF),兼具开放式基金可以申购赎回与封闭式基金可以上市交易的优点,受到投资者欢迎。由于其管理的资产是一篮子股票组合,因此,属于被动管理型的投资基金,也即不需要基金公司研究选股。以上三点表明,我国证券市场的基金公司,基本上属于被动投资者,也即不以改变公司控制权与影响上市公司经营管理为目的。其他机构投资者,包括证券公司、私募基金管理机构等,也都有类似之处。而且,由于(1)这些机构投资者掌握着大量的资金,其买卖行为较易达到披露临界点;(2)鉴于市场其他投资者对这些投资者专业判断的认同与资金实力的了解,机构投资者的投资行为受到其他市场投资者的高度关注与跟风。这样一来,如果让这些机构投资者适用与一般投资者一样的披露标准,则可能因频繁地披露,反而助长市场跟风炒作的风气。而且,由于这些机构投资者的投资决策是经过付出较大成本调研分析基础上作出的,如果动辄要求其披露持股情况,则会导致其很难实施既定的投资策略与实现预定的投资目标,在成本大过收益的情况下,其研发积极性会受到挫伤,长期投资的理念也难以得到贯彻。因此,能否将这些机构投资者,尤其是经过批准设立或者在监管部门注册,已经处于日常金融监管之下且符合规定条件的投资机构,认定为合格投资者,在大额持股的披露临界点、披露的时限、披露内容与格式等方面,适用区别于一般投资者的特别规定,是立法者与监管者应当考虑的重要课题。

2. 美国持股披露制度的特色:不同的“实质持有人”履行报告与披露义务的时限、内容与方式不同

(1)一般投资者适用 13D 表格。对于一般投资人来说,如果直接或者间接累积“实质持有”一家公众公司某类证券的比例超过了 5%,就应当按照 13D 表格向美国证监会报告,履行详式披露义务,内容包括所取得证券及其发行人的描述、报告人的身份和背景说明、资金来源、取得证券的目的的具体说明等情况。报送 13D 表格之后,如果报告人持有证券的情况发生了重大变化(material change),报告人还须向

证监会报送修正报告,披露重大变化的情况。所谓重大变化,指的是标的证券1%的增持或者减持,以及其他虽未达到1%,但是根据事实与情势构成重大变化的情况。

(2)特定的投资者适用13G表格。某些特定的“实质持有人”在持有证券比例达到上述报告要求时,可以按照比13D表格简单得多的13G表格向证监会报告。与13D表格的内容相比,13G表格报告人无须披露其近期是否存在犯罪行为及是否接受过SEC调查,亦无须披露其购买证券的资金来源以及与发行人之间的协议、安排等。

可以适用13G表格的投资者有三种,分别为合格机构投资者、被动投资者与豁免投资者。这三类投资者虽然均只需报送13G表格,但是其报送的时限以及相关要求有较大区别。

(1)合格机构投资者(Qualified Institutional Investor, QII)

其条件是要同时满足以下三个方面:其一,获得这类证券属于其日常商业活动的内容,而且其获得证券不具有改变或者影响证券发行人控制权的目的或者效果,而且也不与任何具有此种目的或者效果的任何交易活动存在关联或者属于此类交易活动的参与者;其二,这些机构限于根据相关法律注册或者相关法律规定的证券经纪商或者自营商、银行、保险公司、投资公司、投资顾问、“雇员受益计划”等;其三,这些机构在全权代表他人取得某类证券的比例超过5%的情况下,已经立即将标的证券每笔买入或者交易的情况通告给该账户的所有者,以使账户所有者判断其本人是否应当履行大额持股报告义务。

与13D表格程序具有重大不同的是,在持有证券比例达到5%但是未达到10%的情况下,合格机构投资者不需要在10日内报送13G表格,只需在该年度结束后45日内报送13G表格就可以了。如果合格机构投资者在年中的持股比例曾经达到过5%,但是在当年年末的最后一日持股比例已经降到了5%以下,就不需要履行报送义务。如果该机构投资者在该年度结束前持股比例达到10%,则应自这一情形发生当月的月末起10日内报送13G表格。合格机构投资者报送13G表格之后,如果其持有证券的信息发生了变化,则应当在该年度结束后45日内报送修正表格,披露变化情况。如果该机构投资者是因持有证券比例达到10%而报送了13G表格,此后在其增持或者减持该证券的

比例等于或者超过 5% 时,应自该情况发生当月月末起 10 日内报送修正表格,披露变化情况。

在报送 13G 表格之后或者已经达到了 5% 的临界点但是尚未报送 13G 表格的情况下,如果合格机构投资者发生了不再符合 13G 表格条件的情况,也即其持有证券具有改变或者影响发行人控制权的目的或者效果,而且其持有证券比例仍然在 5% 之上,则该机构投资者应在该情况发生之日起 10 日内,报送 13D 表格。而且,自该情形发生之时一直到报送 13D 表格后 10 日内,该机构投资者不得基于持有该证券进行投票或者指使投票,也不得通过实质持有进一步增持该证券发行人或者其控制人发行的任何权益证券,这就是所谓的“冷静期”(cooling off period)。

在报送 13G 表格之后或者已经达到了 5% 的临界点但是尚未报送 13G 表格的情况下,如果获得这类证券不再属于合格机构投资“日常商业活动的内容”,或者合格投资者不再具有前述特定类别机构的身份,则其应当于该情况发生之日起 10 日内,报送 13D 表格。不过,在这两种情况下,不产生“冷静期”的问题。

在报送 13D 表格之后,如果机构投资者重新符合了报送 13G 表格的条件,则可以改为报送 13G 表格。

(2) 被动投资者 (passive investor)

是指上述合格机构投资者之外的投资者,持有证券的比例虽然超过了 5%,但是低于 20%,而且该证券的获得或者持有不具有改变或者影响发行人控制权的目的或者效果,该证券的获得也不与任何具有上述目的或者效果的交易相关,则该投资者应当于达到报告要求之日起 10 日内,报送 13G 表格。

(3) 豁免的投资者 (exempt investor)

是指投资者持有证券的比例虽然超过了 5%,但是由于某种特殊情况,不要求其按照 13D 表格披露,比如,其获得全部该类证券的时间要早于发行人将证券向美国证监会注册的时间,或者他在 12 个月内获得的该类证券比例不超过总量的 2%。豁免的投资者应当在每年度终结后 45 日内,按照 13G 表格披露持有证券情况。

3. 另一个典型的例子是日本

鉴于证券公司、银行、信托银行、保险公司、投资信托委托业者、投

资顾问业者等(合称为机构投资者)经营活动中经常从事买卖交易,《金融商品交易法》对这些机构投资者的大量持股报告书提交频度、期限设置了一定的缓和措施,即大量持股报告的特例制度。同时,为了防止不正当地利用特例报告制度,《证券交易法》规定“以支配公司事业活动为目的”时不适用特例报告制度,2006年《金融商品交易法》增加了“以对公司事业活动有重大变更或者重大影响的行为、由政令规定者(重大提案行为)为目的”时不适用特例报告制度,机构投资者在持股5%以上的一定期间内作出重要提案行为时,应当在5个营业日之前提交大量持股报告书。^⑤

4. 欧盟《透明度指令》没有引入机构投资者的特别披露规则

主要是因为存在以下顾虑。第一,界定不具有改变控制权的意图比较困难,过于严格达不到预定目的,过于宽泛则又会使豁免被滥用。第二,虽然表面上存在信息隔离墙,但是,在一个公司集团的内部,较难防止隔离墙不被跨越,集团内的机构投资者会利用其持股地位支持集团内其他部分的要约收购或者其他动议,尤其在一些新型的大型机构投资者,比如主权财富基金(sovereign wealth funds)出现的情况下,问题会变得更加复杂与困难。第三,机构投资者会因豁免披露而丧失通过正常行使投票权影响公司管理的机会(比如更换不称职的董事),不利于鼓励机构投资者积极行动主义,发挥机构投资者在优化上市公司治理中的积极性。^⑥

但是,英国针对欧洲经济区内合格的资产管理公司、投资管理公司、开放式基金的管理人、获批准单位信托计划或者可转让证券集合投资计划的操盘人,给予了有限制豁免,在披露临界点上采用了不同于一般主体的要求。

5. 我国的选择

尽管欧盟的顾虑有一定道理,但是,借鉴美国、日本的经验,在标准清晰、监管加强的情况下,我国还是应当引入这项制度,以缓解机构投

^⑤ 参见庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社2010年版,第155~158页。

^⑥ European Securities Market Expert Group Opinion on Disaggregation of Shareholdings, 18 June 2009.

投资者的持股披露压力。特别规则应包括以下内容：

第一,合格机构投资者的条件,应是以证券买卖为日常业务、按照法律规定成立且已经在证券监管部门注册的投资机构,而且不以改变或者影响公司控制权为目的。至于是否像日本那样在机构投资者有重大提案行为时即不适用特例报告制度,还要根据我国鼓励机构投资者参与上市公司治理的态度与程度而定。

第二,特别的方式。特别的方式多种多样,既可以单独使用,也可以同时使用,包括提高披露临界点、延长披露时限、简化披露内容等多种选择。对于一些更加特殊的机构投资者,比如对于代表国家进行证券投资的机构,可以从维护国家经济安全的角度,允许其只向监管部门报告而不用公开披露重大持股情况。

第三,特别的幅度。给予多大程度的特别宽限,应该在具体调研评估的基础上确定,避免太宽或者过严。有一点要强调的是,特别幅度应与下文述及的合并计算豁免结合起来综合权衡,注意不同制度的衔接互补功能。

第四,特别规则的排除适用。当合格机构投资者不再符合适用特别规则的条件时,应当按照普通规则履行报告与披露义务。

(二) 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

1. 实践中的疑问

机构投资者从事的往往不是单一的证券投资业务。比如,证券公司既有自营业务,又有委托资产管理业务。委托资产管理的对象又包括社保基金、企业年金、专户理财等。基金管理公司既从事公募基金的管理业务,又从事社保基金、企业年金管理与专户理财业务。机构投资者内部各业务板块的设置,可能是以不具有独立法人资格的业务部门、事业部方式,也可能是把一个或者多个业务板块分拆成立具有独立法人资格的全资子公司或者控股子公司,比如,不少证券公司已经设立了独立的资产管理公司。按照《证券法》的规定,权益披露义务主体应当是自然人、法人或者法律认可的其他组织。证券公司或者基金公司内部的各业务板块,或者不具有独立的主体资格,或者虽然具有独立的主体资格,外界其他投资者也是从证券公司或者基金公司整体的角度看

待其投资行为,因此,只有证券公司或者基金公司才能作为披露义务人。如果严格执行现行法律规定,证券公司或者基金公司作为披露义务人,应当把其内部所有板块累计持有的某家上市公司股份合并计算,以决定是否达到了披露临界点。

但是,基金公司与证券公司会说,他们内部已经建立了完备的信息隔离墙、投资决策隔离墙与完善的内控机制,各板块的投资决策都是独立运作的,如果合并计算的话,有欠合理,而且,合并计算也会导致频繁披露的问题,所以应该给予某种程度的豁免。事实上,近两年关于基金公司是否应当合并计算旗下基金持股的争议中,基金公司都不倾向于按公司合并计算旗下基金持股,其能站得住脚的理由,也主要在这一点。不过,据了解,实际情况是,目前不少公募基金都制定了相关制度和流程,要求旗下各基金在行使对相关上市公司股份表决权时必须履行统一的决策程序并作出一致投票的决定;而且,在“投研一体化”的模式下,基金公司研究部门支持不同的投资组合板块,多只基金共用一个研究报告也是一种常态。^⑤

因此,就应当判断基金公司讲的理由:第一,理论上有没有道理;第二,事实上是否如此。如果有道理的话,而且事实上也如他们所说,应否、如何对现行披露规则进行补充,对基金公司、证券公司以及其他经过批准成立或者注册的机构投资者,设计出合理有度的合格投资者豁免合并计算情形、条件与程序。这包括层层递进的几个问题:首先,能否豁免合并计算独立子公司的持股;其次,能否豁免合并计算不具有独立子公司地位的不同的业务部门的持股,比如证券公司自营业务与资产管理业务;再次,能否豁免合并计算同一业务部门内部或者子公司内部,不同基金经理或者投资经理管理的不同投资组合的持股;最后,能否豁免同一基金经理管理的不同投资组合的持股,比如,上述王亚伟管理的不同投资组合。据了解,目前在实务操作中,根据中国证监会基金监管部的通知,上海、深圳证券交易所在实施监控中,对基金管理公司涉及持股计算时,均采用各基金分别计算的方式,也即均以

^⑤ 参见中国证监会内部研究报告:“证券投资基金等特殊投资者一致行动”,2011年2月。

单只基金持股是否达到临界点计算,在多个基金持股合并计算达到临界点但是每个单只基金并未达到临界点的,不认为达到了披露要求。^⑩可见,基金公司不披露,是有证监会豁免合并计算的通知作为依据的。问题是,在基金公司要求各基金管理人投票一致、多个基金共用一个研究报告的情况下,这种“一刀切”的豁免是否妥当?豁免的依据与标准应当如何,是否应当公开?其他证券资产管理机构,比如证券公司、阳光私募基金管理机构、保险资产管理机构等是否可以得到同样或者类似的豁免?

2. 香港与欧盟的相关规定

在美国,机构投资者内部各业务板块分别持有同一家上市公司股份时,应当合并计算其管理的所有“全权管理客户账户”、其管理的所有私募基金或者公募基金、公司的所有自营账户以及其他相关账户,不存在豁免合并计算的规定。这也是为什么美国对合格机构投资者适用13G表格,在时限等方面要求非常宽松的原因之一。香港则规定了从事证券资产管理业务的机构,在符合规定条件时,可豁免其控股公司将身为投资经理或保管人或受托人的受控公司(各自独立地管理它们的权益)所持权益汇总计算的责任。豁免的基本条件包括受控公司属于注册机构、能够不受控股公司干预独立地进行股票买卖决策等。根据欧盟《透明度指令》,母公司在计算其投票权比例时,应当将受其控制的公司持有的投票权,以及该受控制公司根据指令第10条规定有权施加影响的投票权,与母公司本身拥有的投票权合并计算。但是,考虑到这项披露要求会对专门从事证券资产管理业务的公司的母公司构成很大负担,指令作出了豁免安排。可以取得豁免的资产管理公司分为两类。一类是依据相关指引,有资格从事“可转让证券集合投资计划”(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)

^⑩ 参见邱永红:“证券交易法律制度研究(四)”,载资本市场法治网,<http://www.chinacapitallaw.com/article/default.asp?id=2638>,2011年10月18日最后访问。

资产管理业务的“管理公司”(Management Company);^③另一类是依据《欧盟市场工具指令》(Directive on Markets in Financial Instruments, MiFID),有资格从事资产管理业务的“投资公司”(investment firms)。欧盟《透明度指令》第12条规定,“管理公司”或者“投资公司”的母公司,在符合一定条件时,可以被豁免将其控制的“管理公司”或者“投资公司”拥有的投票权,与其自身拥有的投票权合并计算。豁免的条件是:“管理公司”的投资决策独立于母公司;“投资公司”的投资决策独立于母公司,而且“投资公司”内部对相关股份的投资决策独立于“投资公司”的其他业务,也即“投资公司”管理的不同投资组合的投资决策相互独立。如果“管理公司”或者“投资公司”的母公司或者母公司的母公司同时也是“管理公司”或者“投资公司”的客户,而且“管理公司”或者“投资公司”对相关账户的股份并无独立投票权的情况下,则不能适用这种豁免。

2005年,欧洲证券监管者委员会(CESR)提出了《“透明度指引”可行实施手段的最终技术建议》,第六部分就豁免条件的具体标准与操作提出了实施建议。2007年,欧盟发布了《透明度实施指令》(Transparency Implementing Directive 2007/14/EC),^④对豁免合并计算的条件进行详细、正式的规定。申请豁免的母公司,要符合两个条件:(1)它绝对不能通过直接或者间接的指示,或者其他手段,干预“管理公司”或者“投资公司”行使其所持有的投票权。这里的“直接指示”,是指任何由母公司或者另一家受母公司控制的公司作出,指定“管理公司”或者“投资公司”对特定事项如何行使投票权的指示;“间接指示”,是指任何由母公司或者另一家受母公司控制的公司作出的总体

^③ UCITS 诞生于1985年,欧洲议会和欧盟委员会制定了《可转让证券集合投资计划(UCITS)相关法律法规与行政规章协调指令》(85/611/EEC, Directive I),欧盟和欧洲经济区成员国在以国内立法形式认可该指令后,即取得“欧洲护照”,享有在成员国发售UCITS产品的权利。非可转让证券集合投资基金被称为 non-UCITS funds,包括有私人股权投资基金、房地产投资基金、基础设施投资基金和对冲基金。

^④ COMMISSION DIRECTIVE 2007/14/EC of 8 March 2007, laying down detailed rules for the implementation of certain provisions of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.

性的或者特别的指示,限制“管理公司”或者“投资公司”与行使投票权相关的决策权,以实现某种特定的商业利益。(2)该“管理公司”或者“投资公司”必须独立于母公司,自由地行使其所管理资产上的投票权。“独立性”体现在,第一,母公司与“管理公司”或者“投资公司”的组织结构表明,投票权独立于母公司行使,这起码要包括二者都要有合理设计的书面的政策与程序,防止有关投票权行使的信息在二者之间散布;第二,具体决定投票权如何行使的人行为独立;第三,如果母公司同时也是“管理公司”或者“投资公司”的客户,或者也在“管理公司”或者“投资公司”管理的资产中拥有份额,则必须有母公司与“管理公司”或者“投资公司”属于“独立公正客户关系”的书面说明。

2009年,针对证券资产管理业务(包括全权管理客户投资组合与管理投资基金)中出现的合并计算难题,欧洲证券市场专家小组发布了专门的《关于持股分别计算的意見》研究报告。该报告对于豁免合并计算的规定表示肯定,但同时指出其不足,比如,豁免的规定仅适用于投资管理活动由单独的子公司形式实施的情形,如果投资管理业务仅是单一独立法人的一个部门,即使与其他业务部门相互隔离,也无法适用这一豁免。专家小组认为,缺乏适当的合并计算豁免,会潜在地伤害投资者利益;比如,会妨碍金融集团内部的资产管理业务板块独立地、全力地实现自身的投资策略,会使金融集团不同业务板块的持仓情况因合并计算而不恰当地暴露出来;这种负面影响,对大型的投资管理集团影响尤甚。^④

3. 我国的借鉴

香港、欧盟也考虑到机构投资者特别是一些提供综合金融服务的大型机构投资者的具体情况,在对机构投资者没有美国那么宽松的特别披露规则的情况下,以豁免合并计算规则来弥补。虽然合并计算的豁免只适用于独立子公司的持股,但是,其豁免合并计算的方式,可以为我国证券公司、基金公司以及其他机构投资者内部不同业务板块之间持有同一股份时,提供一条参照借鉴的豁免合并计算路径。大体的

^④ European Securities Market Expert Group Opinion on Disaggregation of Shareholdings, 18 June 2009.

思路是:

第一,符合条件的投资机构,如果内部业务板块之间能做到“三个隔离”,可以豁免合并计算各板块的持股,也即在确定是否达到披露要求时,不将不同板块持股合并计算。只有单个板块持股达到披露临界点时,才触发披露义务。这“三个隔离”是信息流动隔离、投资决策隔离与投票权行使隔离。每个板块是否符合隔离要求,应分别判断。

第二,机构投资者可以向证券监管部门申请,取得总括性豁免或者局部豁免。总括性豁免对所有板块均适用,局部豁免只对部分板块适用,对未取得豁免的其他板块不适用。

第三,在发生不符合豁免条件的情形时,如果只是属于个案,应当排除个案适用豁免;如果属于普遍性的情况,则取消局部豁免或者取消总括性豁免。

第四,对那些纯粹被动型的投资板块,比如ETF基金持有的“一揽子”证券,不仅不纳入合并计算范围,即使单独计算达到了临界点也豁免披露义务。也就是说,ETF基金持有的“一揽子”证券,被彻底地豁免适用持股披露规则。

四、与持股披露相关的一致行动与短线交易问题

在持股披露制度中采用一致行动认定规则,以防止投资者通过一致行动关系规避披露义务以及其他义务,是各资本市场法域普遍采取的做法,但是在具体执行上则存在差异。此外,我国《证券法》第47条规定了“短线交易归入权”,第195条规定了相应罚则,虽然短线交易问题并不属于持股披露规则的范围,但是因持股份额计算的起始点与持股披露的临界点相关联,常被一同提及。

(一)调整一致行动认定规则,促进机构投资者独立于控股股东

我国《证券法》虽然规定了“通过协议、其他安排与他人共同持有”的情形,但没有明确称之为“一致行动”。《上市公司收购管理办法》做了明确,并在附则中解释,“一致行动”是指投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权

数量的行为或者事实;在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者,互为一致行动人。一致行动人应当合并计算其所持有的股份。投资者计算其所持有的股份,应当包括登记在其名下的股份,也包括登记在其一致行动人名下的股份。^④《上市公司收购管理办法》还规定,如无相反证据,投资者有 12 种情形之一的,为一致行动人。投资者认为其与他人不应被视为一致行动人的,可以向中国证监会提供相反证据。这些情形包括投资者之间有股权控制关系、投资者受同一主体控制等。

我国虽然也采用了这一规则,但在执行上有以下问题值得思考。

1. 是否取消“推定的一致行动”在持股披露上的适用

在美国,一致行动集团的形成应有主观上的合意,不过这种主观上的合意可以是明示也可以是默示,可以通过直接证据证明也可以通过间接证据证明。^⑤不能仅凭投资者之间既存的亲属或者商业关系就推定他们构成一致行动集团。^⑥此外,构成一致行动集团的“协议”,不要以取得控制权或者影响公司事务为目的。^⑦

在香港、英国与欧盟,虽然在收购领域存在“推定的一致行动”,但是,这种根据既存的亲属或者商业关系作出的推定在持股披露领域并不适用,持股披露中的一致行动限于“合意的一致行动”,也即要求投资者之间存在正式或者非正式、明示或者默示的协议。

我国虽然在收购领域与持股披露领域都适用“推定的一致行动”,但是,由于推定的范围过于宽泛,至少在持股披露领域,推定规则并没有得到真正贯彻。鉴于收购制度与披露制度在立法目的与宗

^④ 《上市公司收购管理办法》第 83 条第 3 款规定:“……投资者计算其所持有的股份,应当包括登记在其名下的股份,也包括登记在其一致行动人名下的股份。”这样规定,很容易让人误解为一致行动的合并计算仅限于一致行动人名义持有的股份。其实,因一致行动关系导致合并计算的股份,既包括名义持有,也应包括实质持有的股份;否则,一致行动的规则很容易通过借用他人名义持有被规避掉。

^⑤ *Hallwood Realty Partners, L. P. v. Gotham Partners, L. P.*, 286 F.3d 613, 617 (2d Cir. 2002).

^⑥ *Texasgulf, Inc. v. Canada Development Corporation*, 366 F. Supp. 374, 385 (S. D. Tex. 1973).

^⑦ *Morales v. Quintel Entertainment, Inc.*, 249 F.3d 115, 124 (2d Cir. 2001).

旨上的区别,如果说在上市公司收购这种对上市公司及其管理层、控股股东和其他投资者影响甚巨、市场高度关注的情况有必要从严掌握,引入“推定的一致行动”的话,在不具收购目的,仅是因为投资者存在某种既有的商业或者亲属关系、又同时存在买卖相同股份行为,但是又无证据证明他们之间存在“合意”的情况下,在持股披露这一影响远小于上市公司收购的事项上引入“推定”,是否合理,值得思考。尤其对机构投资者这种商业关系网络比较广泛的市场参与者来说,如果动辄“推定”其为一致行动人,要求履行报告与披露义务,则会产生较高的合规成本。因此,可以考虑在持股披露这一影响远小于上市公司收购的事项上取消“推定的一致行动”的适用。同时,在合意的一致行动监管上,应制定标准比较清晰的指引并提醒投资者在主观上存在明示或者默示的一致行动合意时,注意检视他们在合意达成当时或之后,持有的股份合并计算是否达到了披露临界点。从事后执法的角度,执法机关或者控方要承担证明投资者之间存在一致行动合意的责任。不过,可以通过直接证据证明,也可以通过间接证据证明。

2. 可否将少数“推定的一致行动”情形规定为间接的实质持有

目前,基金公司的发起人、控股股东大部分是证券公司或者银行,而证券公司更是存在比较复杂的控制关系与横向关系,在金融混业经营、组建金融集团的趋势下,这些关系会更加复杂。根据现行规定,“投资者之间有股权控制关系、投资者受同一主体控制”被纳入“推定的一致行动”,机构投资者与其控股股东、兄弟公司应该属于推定的一致行动人。但是,实际操作上并没有得到贯彻。国内证券市场目前已经出现了证券公司和其旗下基金共同增持同一家上市公司股票的事件,引起学者关注。有一种观点认为,虽然证券公司对基金公司控股,但投资主体却是基金,基金在根本上作为一种信托产品,法律关系决定其投资运作完全独立于基金公司,理论上也不受股东的影响,这样的关系使证券公司与基金之间建立了合法的隔离,因此很难将其界定为一

致行动人。^④此种观点能否当然成立,需要进一步讨论。

在美国,虽然不存在“推定的一致行动”,但是,投资顾问或者证券经纪商的直接或者间接的控制人,基于能够控制投资顾问或者证券经纪商的特质,也被认为是投资顾问或者证券经纪商实质持有证券的“间接实质持有人”,应对同一标的证券履行其自身的报告与披露义务。在香港,投资者的配偶及任何未满18岁的子女、受投资者控制的公司、投资者作为受托人的信托以及其他与投资者存在某种固有关系的主体所持有的权益等,被“视为投资者持有的权益”。在欧盟与英国,受投资者控制的公司持有的投票权,被视作投资者持有的投票权。这些法域之所以没有将上述情形列为一致行动处理,是在于这些情形均属于一方可以间接控制另一方投资决策或者投票权的情形,也即双方的关系是单向的控制与被控制的关系,并不存在一致行动关系中双方进行“合意”的双向平行关系。这样处理,可以避免在控制关系中不好解释双方“互为一致行动人”带来的执行难题。

在我国,是否可以采用这种根据控制关系认定为间接的实质持有人,还需慎重考虑。尤其对证券公司、基金公司来说,先入为主地要求其控股公司或者实际控制人将证券公司、基金公司的持股视为控股公司或者实际控制人的持股,不仅会带来繁重的合规压力,实际执行上也会遇到阻力。一个可行的这种办法是,先不认定证券公司、基金公司持有的股份为其控股股东或实际控制人间接持有,但是如果证券公司、基金公司经营缺乏独立性、控股股东或者实际控制人干预太多,甚至发生比较严重的“人格混同”情况,虽然没有证据证明控股股东或者实际控制人直接指使了证券公司、基金公司的投资决策或者投票权,也应将控股股东或者实际控制人视为证券公司、基金公司所持股份的间接持有人,另行分别履行持股披露义务。

3. 利用他人名义账户持有股份是否构成一致行动关系

从市场实践看,多个投资者依据共同合意,联手持有股份的情况并不多见。常见的情况是,一个投资者提供资金、纯粹利用他人名义账户

^④ 参见杜晓堂:“一致行动人的界定及相关法律制度的适用”,载《新财富》2006年11月号。

买卖股份,买卖操作与盈亏也与该他人无关。该他人可能与投资者有某种亲属、股权控制或者其他商业上的关系,也可能毫无关系,这种情况,称为“名义账户”或者“人头账户”。

有人认为,利用他人名义账户,账户的实际使用者与账户的名义持有人构成一致行动关系。这种观点是错误的,因为,在此情况下,账户的名义持有人只是被他利用,双方既不存在一致行动的行为,也不存在一致行动的合意,因此,不能以一致行动为由,要求名义持有人与实际使用人一同履行信息披露义务,而是仅将实际使用人认定为披露义务。实际使用人利用多个名义账户的,应当将多个名义账户持有的股份合并计算。

4. 机构投资者内部是否存在一致行动关系

既然被称为一致行动人,那么,一致行动的主体,应是独立的公民、法人或者其他组织。因此,基金公司、证券公司各业务板块的行为,应被视作基金公司、证券公司的行为,对他们之间的共同扩大股份持有的行为,不能从一致行动关系的角度去理解、对待,而是应当从单一主体实施的多个不同交易行为理解。否则,会陷入难以解释的误区。

5. 机构投资者与其客户是否存在一致行动关系

一种情况是,投资者将自己的理财账户全权委托给机构投资者管理,自己不参与或者干预买卖决策。管理人在自己的账户中,同时在一个或者多个客户的账户中,买入了同一只股票,多个账户合并计算达到了披露要求。这种情况下,因为客户既没有参与买卖决策的“合意”,也未“共同”实施买卖的行为,因此,不能认定客户与管理人构成一致行动,而应当只将管理人作为多个账户合并持股披露的义务人。

另一种情况是,管理人在其自营账户或者管理的客户账户中买入了某只股票,该客户的自营账户中买入了同一只股票,或者另一个客户买入了同一只股票。有人认为,对此行为,应适用投资者存在“合作关系”或者“其他关联关系”,推定其为一致行动人。从英国、香港的公司收购规则看,的确存在将投资管理人和其客户推定为一致行动人的规定,但该规定并不适用于持股披露领域。如果不能推定为一致行动人的话,作为另一种选择,如果有证据证明他们存在一致行动的行为与合意,则应认定他们构成一致行动关系,共同履行披露义务。

6. 一致行动人共同披露还是分别披露

在美国,如果被认定为一致行动集团,则集团内所有成员共同履行报告义务。在香港、英国与欧盟,不要求一致行动人共同履行报告与披露义务,而是由每个一致行动人将一致行动关系中他人持有的股份,与自己持有的股份汇总计算,分别履行披露义务。按照英国的做法,各个一致行动人判断是否达到披露临界点时,只将自己持有的股份加上自己知道或者应当知道其他一致行动人持有的股份即可,不对其他一致行动人隐瞒股份持有的情况承担法律责任。比较来看,分别披露的做法,从效率、合理性、可行性等方面看,更宜为我国采用。

(二) 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

1. 短线交易规则与持股披露规则的衔接

与上述一致行动规则不同,短线交易规则仅存在于美国、日本、我国台湾地区等少数资本市场法域。我国大陆虽然也引入了短线交易规则,但是,实际执行中在短线交易主体的认定、短线买卖的范围以及短线交易所得的计算等方面都存在不小的争议。^④ 2008年,发生了A股市场第一例关于QFII短线交易归入权行使的诉讼,也即南宁糖业诉马丁居里公司(QFII)及其母公司和兄弟公司短线交易归入权案。虽然该案以庭外和解的方式使法院丧失了一次释明诸多模糊之处的机会,但是,其结果已经引起了引起众多机构投资者的警觉与业界人士的思考。

本文所要讨论的,是该制度与持股披露制度的“一个一致”与“一个不一致”。

“一个一致”是指,《证券法》规定的持股披露初始临界点与短线交易中主要股东的起算点均为5%。实践中,有些投资者之所以千方百计规避持股披露义务,除了一些合法(比如防止投资策略失败或者增加收购成本)或者非法(比如背后存在操纵市场或者内幕交易)的理由外,还有一个重要原因就是尽量避免由此引起上市公司、监管部门与社

^④ 参见赵威:“证券短线交易规制制度研究”,载《比较法研究》2004年第5期;舒志勇:“内部人短线交易归入权法律制度研究”,四川大学2006年硕士学位论文。

会公众关注,导致短线交易归入权的适用,而且还会面临证监会适用《证券法》第195条规定“给予警告,可以并处三万元以上十万元以下的罚款”。在短线交易获利数额比较可观的情况下,可能持股披露事小,真金白银被上市公司收回事大。对于资金量大容易达到主要股东比例同时又以买卖证券为业的机构投资者来说,短线交易归入权与违法责任的追究,会影响其投资效率,也会影响其投资信誉。因此,是否有必要考虑上调主要股东的认定起算点,以及给合格机构投资者一定的豁免,是一个需要讨论的问题。2007年发生的益民基金短线交易案例,提供了这方面的讨论素材。^④

“一个不一致”是指,《证券法》第86条规定的持股披露义务主体是持有上市公司股份5%以上的“投资者”,《证券法》第74条规定的短线交易主体是持有股份5%以上的“股东”。在《上市公司收购办法》的非直接解释下,确定“投资者”持有股份是否达到5%从而履行持股披露义务,应当将三种持有股份的数额合并计算,包括名义持有(登载于其名下的股份)、实质持有(虽然没有登载于其名下但是投资者可以支配表决权的股份)和共同持有(一致行动人关系中他人持有的股份),而在短线交易中,如何确定持股5%以上的股东,由于《证券法》中未明确,认识上存在较大差距,导致实际执行上的较大分歧:第一种意见认为限于名义持有;第二种意见认为限于实质持有;第三种意见认为应当名义持有加实质持有;第四种意见认为应与持股披露规则一致,也即名义持有加实质持有再加上共同持有。实践中,不少投资者虽不否认自己是股份的实质控制人,但是出于操作的账户是他人名义账户或者为他人操作账户的情况,认为自己并非“股东”,所以不应当将这部分股票纳入自己持有股份的范围。证监

^④ 益民成长基金于2007年1月31日因连续买入有研硅股(600206)股票达到该上市公司总股本的5.15%,有研硅股2007年2月2日发布了提示性公告。其后,因有研硅股股票价格高涨,致使益民成长基金持有有研硅股一家上市公司股票的市值超过《证券投资基金运作管理办法》第31条关于禁止超过基金资产净值10%的限制比例,根据该办法第33条在10个交易日内进行调整的规定,益民成长基金于2007年3月19日开始卖出有研硅股股票,客观上形成了短线交易。对于益民基金为了遵守《证券投资基金运作管理办法》的相关规定被动触及短线交易,是否可以豁免?值得我们研究。参见邱永红:“我国规制证券短线交易的最新司法与监管实践”,载北大法律信息网。

会2002年给社保基金理事会的复函,采取了名义持有的立场。该复函要求,社保基金合并持有上市公司5%股份后,如果社保基金理事会与各投资管理人以及各投资管理人之间的投资决策是相互独立的,则对该公司股票的买卖可以不受六个月持有期的限制,反之则应受限制;单个投资管理人持有上市公司5%以上股份时需遵守《证券法》有关短线交易的规定。此复函包含几层意思:第一,社保基金理事会作为名义持有人负责监控各投资组合合并计算是否达到了持股5%的底线;第二,如果社保基金理事会与各投资管理人以及各投资管理人之间的投资决策是相互独立的,则社保基金理事会会被豁免合并计算各投资组合持有的股份;第三,当单个投资管理人持有上市公司5%以上股份时,社保基金理事会需遵守《证券法》有关短线交易的规定。在2008年发生的中国国际金融公司管理的社保基金组合短线交易名流置业案例中,名流置业公告中采用的是名义持有,但是把社保基金投资组合而非社保基金理事会公告为股东。^⑨由于主要股东身份的认定是短线交易规制的首要问题,因此,究竟应该采取何种认定方式,亟须明确。

2. 考虑提高主要股东认定中的持股比例

美国最早对主要股东适用短线交易规则,其立论基础在于主要股东能够对公司经营施加重要影响,因此,应当与公司高级管理人员、董事一样,被认定为公司内部人;短线交易规则可以防止主要股东滥用其优于其他股东的地位,进行内幕交易。但是,关于主要股东的持股比例,美国、日本都是10%;台湾地区曾在“证券交易法”中规定大股东的

^⑨ 全国社保基金委托中国国际金融有限公司管理的全国社保基金一一二组合,原来持有名流置业(000667)750万股(占公司总股本的0.98%)。2008年1月22日,该基金组合通过认购名流置业公开增发股份6233.86万股(认购价格为15.23元/股),合计持有名流置业6983.86万股(占公司总股本的7.26%)。为此,全国社保基金委托中国国际金融有限公司于1月23日刊登了简式权益变动报告书。

此次增发股份于1月28日上市,该组合分别于1月29日、30日卖出名流置业股票141.79万股、277.78万股,成交均价为14.4181元/股。

对此,名流置业于3月1日发布公告称,“根据《证券法》第47条的规定,全国社保基金一一二组合作为持有本公司股份5%以上的股东,将其持有的本公司股票在买入后六个月内卖出,由此所得收益归本公司所有,本公司董事会应当收回其所得收益。经核查,并未获得收益”。

持股数为超过5%,后来考虑到这一较低比例给证券投资信托基金事业的发展带来较大阻力,于修法时将比例从5%提高到10%,使“证券交易法”对于大股东的短线交易规定与“证券投资信托管理办法”对于证券投资信托基金事业的投资比例上限要求相衔接。因此,这三个法域目前都是把持股10%以上股东作为主要股东。我国《证券法》规定的主要股东标准是持股5%以上,这一标准固然与《证券法》第74条公司股东作为法定内部人的标准一致,但是是否符合证券市场上公司内部人的实际情况,是否应当考虑与基金公司等机构投资者持有单一上市公司股份比例的上限相衔接而不是与大额持股披露的临界点相衔接,是否需要调升该比例,做到与其他资本市场法域一致,需要认真研究。

3. 坚持实质持有的主要股东认定原则,同时对合格机构投资者采取合并计算豁免

如果将短线交易规则局限适用于名义股东,则该制度会因为很容易被规避而失去存在的价值,因此,应当坚持实质股东的认定原则。从美国的情况看,在确定某个投资者是否超过了10%的持有比例,从而是否属于“主要持有者”时,其持有证券的计算方法与13d及其相关规则下确定“实质持有”的口径一样,也即看投资者是否有“投票权力”或者“投资权力”;同时,对于已经在监管部门注册并处在日常监管之下的合格机构投资者,如果不具有改变或者影响发行人控制权的目的或者效果,在其日常业务范围内为了第三人的利益,或者在客户账户或托管账户中持有的证券,不纳入衡量10%主要股东的计算范围。鉴于我国短线交易规则是借鉴美国而来的,美国证券法上关于实质股东的认定标准,也应当成为我国实际执行上的重要参照,而且,对于合格机构投资者在日常资产管理业务中以管理人或者受托人身份,为他人利益持有的证券,也应当引入合并计算豁免机制,以减少合格机构投资者较容易达到“主要股东”持股比例的担忧。

4. 合理确定短线买卖的范围

在美国,短线交易的“买卖”,看的是“金钱利益”的获得而非证券的“实质持有”,因此,“买卖”的标的,不仅包括股票等基础证券,也包括创设于基础证券之上的衍生证券,比如购进买入期权后卖出相应的

基础证券,或者买入基础证券后购进相应的卖出期权,均可产生短线交易收益。这样做,更加符合规制短线交易的精神实质,也是我们在完善短线交易规则时应考虑的。还应该认识到,短线交易所称的“买入”、“卖出”,指的应是存量股份持有人的变更,至于通过增发获得的股份能否视为“买入”,则有进一步讨论的余地。^⑨

^⑨ 从目前看,监管层面似乎把通过增发获得的股份也视为“买入”。在前述2008年名流置业公告社保基金账户短线交易的案例中,监管层没有对名流置业的公告提出疑问。最近的案例是,2011年4月29日,闽福发A的第一大股东国力民生参与公司定向增发,认购新股3500万股;7月19日,国力民生通过大宗交易减持公司股票800万股,获利2068万元;7月28日,闽福发A披露,国力民生短线交易构成违规,不仅收益收归公司,闽福发A董秘也因误导而引咎辞职。有意思的是,闽福发A从大股东收缴上来的这笔收益,竟相当于公司2010年的净利润,股东短线交易的收益进入上市公司后将被记录在营业外收入科目下,可为闽福发A2011年的净利润作出不小贡献。更耐人寻味的是,引咎辞职者事实上身兼国力民生实际控制人、闽福发A实际控制人、闽福发A董事长、闽福发A董秘四职,辞去的仅是董秘一职。相关报道参见:徐明徽:“大股东短线交易失误 闽福发A意外收获2千万元”,载《上海证券报》2011年7月28日;陈静:“大股东短线交易获利逾2000万 闽福发A‘马甲董秘’引咎辞职”,载《中国证券报》2011年7月28日。