

股东权益变动规则重构:以控制意图 和冷却期为核心*

项 剑** 丛怀挺*** 陈 希****

摘要:近年来,我国的上市公司收购及控制权市场日益活跃,促进了资本市场资源配置的效率。但二级市场增持收购引发的控制权争夺,及其中违规增持、蒙面举牌等行为,也反映了现行权益变动规则或已不能适应实践需求。结合境外立法经验与我国市场实践,控制意图的披露时点和违规增持的处理方式,取决于控制权市场透明度与成本的平衡点。建议围绕控制意图这一核心,确定权益变动信息披露的广度与深度,并以冷却期平衡意图变更及违规增持行为,兼顾市场透明度和效率,重构权益变动制度体系。

关键词:控制权市场 权益变动 控制意图
冷却期制度 违规增持

随着控制权市场发展及法律制度完善,上市公

* 本文仅代表作者本人学术观点,与所任职单位无关。
** 上海证券交易所监管执行部总监,法学博士。
*** 上海证券交易所法律部员工,法学博士。
**** 上海证券交易所资本市场研究所研究员。

司收购方式逐渐演化,现金直接购买上市公司股份已成为收购的主流方式。直接收购模式又可分为协议收购(block purchases)、要约收购(tender offer)以及公开市场购买(open market bid,OMB)。协议收购仅发生在买卖双方达成合意的基础上,而未与目标公司达成合意的收购行为则被称为敌意收购,一般会采取公开市场购买与要约收购相结合的形式。特别是在以取得控制权为目的的收购中,“最直接的方式是通过公开市场中购买足够比例的股份”。^[1]相对于要约收购,公开市场收购隐蔽性好且前期成本较低,在我国壳价值较大,控制权溢价较高,通过全面收购实现私有化的需求较少的情况下,通过二级市场增持股份的敌意收购,更是逐渐成为争夺上市公司控制权的重要途径之一。

投资者通过二级市场大举增持上市公司股票,未必都是为了控制上市公司,但必定导致公司股权结构在短期内产生大幅变化。市场对权益变动信息较为敏感,相关信息的透明度与投资者的投资决策息息相关。为提高信息透明度、保护投资者、规范增持、抑制恶意收购等不同目的,我国及境外各资本市场几乎都要求增持导致大额持股变动的,应当履行一定的披露及其他义务。权益变动披露指投资者直接或间接持有某一公司发行在外的股份达到一定比例,或者在达到该法定比例后又发生一定比例的增减变化时,必须依法定程序公开披露相关信息的制度。^[2]通过权益变动披露,市场可以进一步明确主要股东的身份、背景、投资计划等静态信息,以及控制权变动可能性、市场供求关系等动态信息,有助于明确投资者预期,发挥证券市场价格发现功能,提升市场效率,优化资源配置。^[3]

近年来,我国上市公司收购市场发展迅速,备受瞩目。收购促进了资本的合理流动,将对我国下一步去产能、推动行业结构调整、产业转型升级发挥积极作用,也是上市公司做大、做强、做优的重要途径。收

[1] Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political Economy, Vol. 73, 1965.

[2] 董安生:《权益披露规则与慢走规则》,载资本市场法治网,<http://www.chinacapitallaw.com/article/default.asp?id=2530>,2017年2月21日访问。

[3] 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》2011年总第5卷。

购还可以从外部推动上市公司完善公司治理,对存在消极懈怠、中饱私囊、利益输送等情形的大股东、管理层提出挑战,有利于促进其勤勉尽职并维护公司利益。与此同时,实践中也出现了增持方信息披露不及时、不全面,尤其是收购意图和资金来源披露不清晰;隐瞒一致行动关系,实施“蒙面举牌”;违规增、减持频发,且缺乏相应惩戒机制等问题。现行上市公司收购制度,特别是权益披露制度,已不能完全适应市场的发展,亟待完善。

一、当前我国上市公司股东权益变动监管的三个问题

据同花顺数据的不完全统计,2014年以来,共有204个股东通过二级市场增持“举牌”178家A股上市公司,披露简式或详式权益变动报告书374份。^[4]2012年仅披露有79份共涉及71家公司的增持权益变动报告;2013年也仅披露有87份共涉及81家公司增持权益变动报告。^[5]从促使近年来二级市场增持“举牌”逐步增多的背景来看,一是由于大股东减持套现、公司增发稀释股权,造成上市公司股权集中度不断降低。^[6]分散的股权结构为控制权争夺创造了有利条件,从过去几年比较典型的二级市场增持收购案例来看,收购前第一大股东平均持股比例不到20%,南玻A甚至仅为4.97%。二是由于我国证券发行上市条件较为严格、审批周期较长,控制权仍然具有较高价值。特别是在近期发生的部分控制权协议收购中,控制权溢价率甚至达到了150%。如果能够通过二级市场增持,以较低的成本获取上市公司控制权,无疑是“一本万利”的做法。三是目前低利率及“资产荒”的市场现

[4] 由于“同花顺”数据统计的误差,这一系列数据可能存在低估。

[5] 卢文道、方俊:《我国上市公司控制权之争的最新态势与监管路径研究》,载《证券法苑》2014年总第13卷。

[6] Wind数据显示,2014年、2015年及2016年三季度末,A股上市公司第一大股东持股比例分别为35.85%、35.12%、33.49%,呈逐年下降趋势。2016年三季度末,第一大股东持股比例不到30%的A股上市公司有1419家,占比45.9%;持股比例不到20%的公司有602家,占比19.5%。

实,导致传统投资渠道收益下降,权益类产品的配置价值日益凸显,使保险公司等机构投资者倾向于增持上市公司股份,以提高投资收益率。

针对快速发展的收购及控制权市场,我国权益变动制度设计及监管已逐步不能适应市场的新常态,存在以下几个方面的问题。

(一) 仅以持股比例区分简式、详式权益变动报告的逻辑不完善

现行《证券法》第 86 条规定,投资者持有上市公司已发行股份达到 5% 时以及之后每变动达 5% 时,应当报告并公告持股人的名称、持股数额等信息,且在报告前后不得再行买卖该上市公司的股票,明确了权益变动披露以及“慢走”规则。《上市公司收购管理办法》进一步细化了上述规定,将权益变动报告区分为简式报告与详式报告,并分别规定了信息披露要求。简式报告将适用于通过公开交易或者协议转让,持有上市公司股份 5% 以上但不到 20% 且非企业第一大股东或实际控制人的投资者;详式报告则适用于成为上市公司第一大股东或实际控制人,或者持股 20% 以上但未达到 30% 的投资者。

可见,现行权益变动规则仅以持股比例来区分简式或详式权益变动报告,而未以增持方的持股目的作为区分标准。以持股比例区分简式或详式报告,固然有规则明确、操作简便的优势,但可能难以全面体现增持方的意图,容易造成信息披露失真。一方面,从目前部分控制权争夺案例的实际情况看,虽然上市公司已明显陷入控制权争夺,媒体报道铺天盖地,但由于收购人尚未触及详式报告的披露红线,所以仅披露了简式报告,信息披露程度远不足以满足市场需要。例如,武昌鱼控制权争夺中,长金投资及其一致行动人增持公司股份达到 17.39%,持股比例与第一大股东已经十分接近,并且在回复上交所问询函中明确表示“有意通过股份增持或其他形式成为武昌鱼控股股东,谋求上市公司控制权”。但由于而其持股比例既未达到 20%,又尚未成为公司第一大股东或实际控制人,因此仅披露了简式报告。另一方面,由于现行规则不能完全反映权益变动背后的真实情况,造成投资者难以有效区分价值投资者与谋求控制权的收购人,难以判断“举牌”行为究竟是否包含着控制权变更的可能性。这在一定程度上导致我国市场普遍将持股达到 5% 的“举牌”行为与后续的收购及重大资产重组联系起来,盲目跟风的情况频发。

目前,权益变动的监管实践中,监管机构已在不断强调增持方对持股目的的披露,权益变动规则也应当跟进完善,补充权益变动整体制度的逻辑缺陷。

(二) 慢走规则造成收购及权益变动成本过高

持股达到5%或者之后每变动5%后即暂停买卖的“慢走”规则,在很长一段历史时期中担负着保护投资者知情权,预防市场操纵、恶意收购等使命。但在市场实践不断深化的过程中,暂停买卖的要求使无论是无控制权需求的长期价值投资者,还是谋求控制权的收购方,都必须面对较高昂的增持代价。

据国泰君安报告显示,2014年至2016年10月A股市场共发生208起上市公司控制权变更,通过协议转让方式完成控制权变更的占比超过50%,通过并购重组(包括借壳)占比18%,而二级市场增减持导致控制权变更的仅占6%。^[7]可见,通过二级市场增持取得上市公司控制权的案例仍是极少数。据我们初步统计,2014年以来的二级市场增持收购案例中,有35家上市公司的增持收购方先披露了简式权益变动报告,后因持股比例进一步提高而转为详式报告。其中,收购方入主董事会取得控制权的有8家,如宝能系控制南玻A、刘江东控制金路集团、宋晓明控制亚星化学等。另有十余家上市公司收购方虽未取得控制权,但具有较明显的控制权争夺意图,主要表现为增持达到一定持股比例后(多为上市公司第一大股东),提案对董事会进行改组。不过,由于二级市场增持收购成本较高,上海新梅、康达尔、西藏旅游、新华百货等控制权争夺案例中,多少均涉及收购方信息披露或增持违规的情况,这也往往成为控制权争夺中双方争议的焦点。

目前实践中多数成功的收购案例都是通过协议收购完成的,特别是受到壳资源炒作的影响,近期部分通过协议方式完成的控制权转让溢价率超过100%,有的甚至达到150%。在协议收购的过程中,上市公司原控股股东等享受了全部控制权溢价,其他投资者难以分享收购带来的利益,甚至还要承担部分公司“公告溢价转让后又终止相关事

[7] 国泰君安:《两维度把握控制权变更带来的投资机会》,载慧博投研咨询网,http://www.hibor.com.cn/docdetail_1956777.html,2017年3月6日访问。

项”所造成的股价波动风险。

因此,包括慢走规则在内的收购制度设计,实质上并不鼓励二级市场增持收购,偏重于保护现有大股东及管理层的利益,在一定程度上不利于控制权市场的有序发展及保护全体股东的权益。

(三) 违规增持行为的处理方式及思路不统一

除了权益变动及慢走规则本身的问题,对于违反这些规则增持股份会引发何种法律效果,也是目前监管及司法实践中的难点问题。

从《证券法》条文字面意思以及编排顺序来看,违反上市公司收购中相关义务所对应的法律责任理应是第 213 条。该条规定在收购活动中未履行法定义务的,由监管机构责令改正,在改正前不得行使表决权,但未明确责令改正的内涵。除了适用第 213 条外,实践中还存在适用第 193 条处理权益变动违法违规行为的做法。^[8] 第 193 条也同样涉及责令改正,但由于该条规制的是虚假陈述行为,其责令改正的内涵应为“对信息披露违规情形”的改正,而不涉及对违规增持的改正。另外,还有意见认为针对违规增持,可以适用第 204 条限制转让期限内买卖证券的法律责任。^[9] 可见,从法理角度,认定违规增持法律责任的依据尚存在争议。

从司法实践来看,法院在审理相关案件时,对如何处理违规增持的股份也存在分歧。例如,在上海新梅控制权之争一案中,上海一中院认为《证券法》中责令改正的事项应由监管机构依其行政职权在行政处罚中决定,是否全面履行了改正义务也应由作出行政处罚的监管机构认定。宁波证监局已经责令被告王斌忠等(收购人)改正违法行为,且被告已补充披露了详式权益变动报告书,监管机构并未进一步责令其改正其他违法行为。因此,原告兴盛集团(*ST 新梅原大股东)基于被告的改正行为尚未完成的主张,要求限制被告股东权益,并强制其卖出违规增持股份的诉讼请求法院未予支持。在西藏旅游控制权之争一案中,拉萨市中级人民法院则认为,被告胡波及其一致行动人(收购

[8] 上海新梅控制权之争一案中,宁波证监局[2015]1号行政处罚决定书在认定王斌忠违法、违规行为时,适用了《证券法》第193条关于虚假陈述的规定。

[9] 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。

人)违反了《证券法》第86条有关信息披露和暂停买卖的规定,违规增持股份,该部分股份应属股东资格效力待定的股份。因此,法院依原告申请,裁定禁止被告于该案判决生效前,就其持有的上市公司股份行使投票权、提案权或者召集和主持股东大会等权利。可见,针对违规增持案件,不同地方法院的理解和裁决已经产生了较大分歧。

从实践监管趋势来看,目前的监管实践倾向于要求违规增持方卖出违规增持股份,并在卖出前限制其行使表决权。理由在于对于违规增持的责令改正,应当按照“过罚相当”的原则把握,任何人都不应从违法行为中获利,违规主体应严格恢复到其未履行信息披露及停止买卖义务前的状态。这一处理方式虽然有助于从严监管,但在实践中可能过于刚性,惩罚的性质多于补救,价值取向较为偏向于保护现有管理层或大股东。另外,强制卖出的处理方式也可能引发新市场波动,特别违规增持方大额卖出股份所引发的砸盘效应,即便是通过大宗交易、协议转让或者依照减持规范实施,最终仍将导致中小投资者为增持方的违规行为“埋单”。

综上,无论在法理方面,还是从监管及司法实践的角度,如何处置权益变动中的信息披露违规、违规增持等问题,均缺乏清晰的思路和依据,亟待权益变动规则予以明确。

二、上市公司股东权益变动监管的思路

上市公司收购有助于促进资本市场效率,是基于控制权市场理论而引申出的原则,也是境内外资本市场共同的价值判断。收购制度在不影响收购功能发挥的前提下,需要防范收购人或现有大股东及管理层滥用权利,侵害投资者特别是公众投资者的合法权益。因此,相关制度设计应当尽可能保持中立,不过于偏向任何一方,通过合理的信息披露要求及对相关方权利的制约,充分体现保护投资者合法权益这一基本要求,切实把握好收购市场透明度与效率的平衡。具体到处理我国制度的问题,需要以上述监管逻辑为主线,把握好三个方面的具体思路。

（一）内部人与外部人信息披露义务的逻辑差异

理论上，证券市场的信息不对称由内部人相对外部人的信息优势而形成，故信息披露的核心是由公司管理层、控股股东等内部人向外部投资者揭示信息。而收购中的权益变动披露则属于例外，是由不具备公司信息优势的外部投资者，对内部人及其他人进行披露。权益变动规则客观上容易造成其他投资者“搭便车”的情况，削弱外部投资者发掘市场信息和企业价值的动力，从而影响市场整体效率。^[10]但由于权益变动经常是收购的前奏，所以权益变动披露的主要目的是：一方面提供投资参考，即向其他投资者提供必要的信息，让其在知晓潜在控制权变更可能性的情况下，重新评估公司的价值，作出投资决策；另一方面，则是让目标公司现有控股股东、管理层更容易识别对控制权有意图的收购方，给予其合理的应对时间，以抵御恶意收购或在收购中为股东争取更大的利益空间。

根据上述理论，实践中的权益变动披露并非越严越好，也并非越透明越好，而是应当平衡收购中各方利益，围绕收购中最为关键的控制权变更或者潜在控制权变更可能性等，对市场影响最大的核心因素进行规范。

（二）平衡收购活动的成本与收益

在市场经济活动中，成本与收益是市场考虑的第一要务，没有合理的成本与收益，经济活动就难以进行。收购作为促进资本市场效率的活动之一，自然也不例外。在二级市场增持收购中，增持方大额买入目标公司股份本身会产生巨大的冲击成本和披露成本，且需承担因大额持股而导致流动性降低所产生的风险。在我国慢走规则暂停买卖的要求下，市场跟风买入会造成上述成本进一步增加。这或许是在制度层面上，导致我国目前二级市场增持收购上市公司成功案例较少的原因。另外，这也在客观上迫使部分收购人采取“蒙面”收购、违规增持等方式，试图规避过高的增持成本，造成控制权纠纷频发。

我国之所以对二级市场增持收购设置高昂的成本，还源于对增持

[10] 张巍：《小杖则受，大杖则走：怎样处罚过线不披露？》，载 <http://sanwen8.cn/p/3030aeJ.html>，2017年2月23日访问。

收购认识的局限性。诚然,未与目标公司达成合意即在二级市场上强行增持收购,属于敌意收购的范畴。但正如第一部分所述,敌意收购未必均出于“恶意”。相反,达成合意的协议收购也未必“善始善终”。因此,收购行为实质上是否具有“恶意”,应当由市场主体结合收购人的身份、资金来源、后续公司管理或者处理计划、协同效应以及是否有助于维护股东权益等信息做出综合判断,而不应将敌意收购简单地等同于恶意收购,通过高昂的收购成本抹杀其存在的必要性与可能性。

综上,不合理的收购成本,要么引发市场主体纷纷规避,要么抑制收购及控制权市场的发展。所以,在我国现行制度设计已经较为偏向上市公司大股东和管理层的情况下,要促进收购及控制权市场健康有序发展,就应当从成本与收益合理性的角度出发,重构权益变动及相关规则。

(三) 妥善处理收购中的违规行为

无论是由行政机关还是司法部门处理收购中的违规行为,均涉及如何处理违规增持股份的问题,并且由于现行《证券法》中可以适用的法律责任均涉及责令改正,对其内涵的解释,自然成为处理收购中违规增持问题的关键。责令改正的主要目的是通过阻止、矫正当事人的违法行为,责令当事人改正违法行为,恢复被侵害的秩序。那么针对收购中的信息披露违规以及违规增持的行为,究竟采取何种措施才算是恢复了被侵害的秩序?是补正信息披露即可,或者限制违规方股东权利,还是应当卖出违规增持的股份,对于这一尺度的把握,仍然应当立足于平衡收购市场公平与效率的基本要求。

由于权益变动披露是本已处于劣势的外部人对公司内部人所负有的义务,对于其中发生的违法、违规行为,应当以补救违规行为对现有管理层或股东可能造成的不利影响,防止进一步损害发生的目的为限,而不应过分强调其惩罚目的。“舜之事父,小杖则受,大杖则走”,资本市场亦是如此。^[11]特别是在我国现行制度设计的价值取向下,更应当防止过于刚性的监管制度成为低效大股东或管理层抵御合理收购行为的武器,防止过于严苛的违规增持责任导致投资者彻底放弃二级市场增持这一收购方式。

[11] 同注[10]。

三、美国报告公司股东权益变动规则制度设计及相关经验

为应对第三次并购浪潮中兴起的敌意收购等现象,美国于1968年颁布了《威廉姆斯法案》,美国证券交易委员会(Securities Exchange Commission, SEC)也根据法案的规定和授权,制定并不断调整完善了报告公司(reporting company)的权益变动披露规则,建立了以13D-G条例以及13D详式权益变动报告和13G简式权益变动报告为基础的信息披露监管体制。经过半个世纪的发展,美国的权益变动制度,从理论基础到实践经验均已较为成熟;对违规行为的处理,无论从行政处罚还是司法判决方面,也都积累了较为丰富的经验。

(一)《威廉姆斯法案》及SEC权益变动规则

1. 《威廉姆斯法案》的背景、逻辑及制度设计

美国第三次并购浪潮发生在20世纪60年代。据统计,1960~1970年间,美国共发生25,598起并购,其中仅1967~1969年三年间就发生了10,858起并购。^[12] 由于美国于1964年增加的征集表决权规则(proxy rule),收购方通过征集投票权来控制公司的方式逐渐减少,取而代之则是随着敌意收购一同兴起的现金收购。由于当时现金要约收购以及权益变动披露规则的缺失,导致部分收购方利用其隐蔽性,达到快速获得控制权,清算目标公司以牟取短期暴利的目的。《威廉姆斯法案》正是在这一背景下诞生。

对收购活动的利弊分析,是立法者及监管者在进行制度设计时必须考虑的因素。威廉姆斯法案也正是在“打击‘不道德’收购行为”与“通过收购促进公司治理效率”的立法思路之间博弈的产物。作为《威廉姆斯法案》的提出者,威廉姆斯参议员(Harrison A. Williams Jr. 1919~2001年)在提出该法案时,抱着限制现金要约收购的明确意图。他在国会报告以及听证中多次指出,很多公司掠夺者(corporate raider)隐藏

[12] 陈希:《莫让并购成诟病——从美国经验看我国跨界并购热潮》,载吴清主编:《上海证券交易所研究报告》(2016年上卷),上海人民出版社2016年版。

自己变卖公司资产的目的,用来路不明的资金夺取优秀公司的控制权,然后出售优质资产,使公司变成空壳,导致其他股东损失惨重。提案者对现金要约收购的敌视态度,体现为法案中对信息披露、现金要约收购事前审查以及比例收购和公平价格原则等的规定。^[13]但是,在后续听证及讨论过程中,SEC与纽约证券交易基于“公司控制权市场”理论,^[14]向国会证明了在实践中公司治理的效率同其股价呈现正相关关系,管理不善的公司股票价格会下跌,这种信息容易被同行业企业捕捉到,从而引发兼并,结果是让资源流向更高效的管理者。因而,现金要约收购并非“不道德”,反而是企业扩张及资源配置的有效途径。公司控制权市场的形成有利于资源的优化配置,符合公共利益,法律不应当打击。^[15]

基于控制权市场理论,并且根据美国证券立法尽可能少干预自由市场的一贯原则,国会最终通过《威廉姆斯法案》时,未采取事前审核等限制收购的措施,也未对收购行为的利弊作出明确评价,在立法层面保持了中立态度。国会报告指出,法案极力避免法律规定倾向于任何一方,而是通过全面、公平的披露要求,在保护投资者权益的同时,给予收购方以及现有管理层平等的机会证明自己的立场。^[16]

具体到由《威廉姆斯法案》新增的权益变动披露制度,其逻辑在于,无论以任何方式在短期内快速积累股份的投资者均应披露有关信息,以提示市场潜在控制权变更的可能性,^[17]给其他投资者对公司股票重新估值并作出进一步投资判断的机会。^[18]《威廉姆斯法案》弥补了《1934年证券交易法》(以下简称《证券交易法》)在权益变动披露方

[13] S. Rept. No. 550, 90th Cong., 1st Sess. (1967); H. R. Rept. No. 1711, 90th Cong., 2d Sess. (1968); Hearings on S. 510 before the Subcom. on Securities of the Senate Comm. on Banking and Currency, 90th Cong., 1st Seas. (1967).

[14] 同注[1]。

[15] 肖崇俊:《〈威廉姆斯法案〉对公司收购中立立场的确立——基于美国国会档案的立法史考察》,载《华东政法大学学报》2016年第3期。

[16] S. Rept. No. 550, 90th Cong., 1st Sess. (1967).

[17] GAF Corp. v. Milstein, 453 F. 2d 709, 717 (2d. Cir. 1971).

[18] Hearings on H. R. 14475 and S. 510 before the Subcomm. on Commerce and Fin. of the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 90th Cong. 2d Sess. 12 (1968).

面的不足(由于本文主要研究权益变动披露制度,故下文省略了全部关于要约收购制度的介绍)。

1968年《威廉姆斯法案》通过时,在证券交易法中增加了13(d)条款,要求持有报告公司权益类证券(下文以股票代替权益类证券的表述)超过10%的投资者在10日内,向SEC、交易场所报告并通知报告公司,披露投资者及其一致行动人的身份背景、资金来源、持股目的及后续计划、持股数量、投资协议及相关安排等信息。同时,在这些信息出现重大变化时,更新上述报告、通知文件,并授权SEC制定具体规则。这也是SEC的13D-G条例中,13D详式权益变动报告的来源。1970年,美国国会将10%的权益变动披露起始点下调至5%,并增加了对特定机构投资者除外条款,允许在正常业务过程中取得证券且无控制权意图的机构投资者,可以根据SEC规则仅披露其身份以及持股数量等信息即可。1977年,国会再次修订13条,增加了与上述机构投资者除外条款类似的13(g)条款,并要求SEC,在行使该条授权时,要从保护公众利益及投资者权益的角度出发:一是将权益变动的信息披露进行集中整合;二是避免不必要的信息披露成本;三是要求有关主体及时披露对社会公众以及政府机构有用的信息。上述两次修正案,为SEC通过其规则平衡权益变动披露负担与投资者保护提供法律依据,也共同构成了后来13G简式权益变动报告的基础。

2. SEC 权益变动披露 13D-G 规则体系

根据证券交易法的规定与授权,SEC制定并多次修改权益变动披露规则,并整合为13D-G条例,明确了以13D表格(Schedule 13D)代表的详式权益变动报告与13G表格(Schedule 13G)代表的简式权益变动报告的适用范围、条件及要求。^[19]

按照现行SEC 13d-1规则及13d-101所规定的13D表格,持有报告公司股份达到或超过5%的投资者,应当在10日内通过13D表格提交详式权益变动报告,对收购人的身份背景、持股数量、持股目的、资金来源、后续计划、投资协议及相关安排等进行详细披露。在前述信息

[19] 详见本书第50页“不同投资者适用简表”。

发生重大变化时,如持股数量变化超过1%,或者变动未达1%但足以构成重大变化的,应当尽快披露更正后的13D表格。除非投资者符合适用13G简式权益变动报告的条件,否则均应当通过13D详式报告披露权益变动情况。

现行13G表格于1978年由13D-5表格修订而来,^[20]目前适用于三类投资者:符合条件的机构投资者(qualified institutional investor)、被动投资者(passive investor)及豁免投资者(exempted investor)。^[21]

机构投资者适用13G必须符合三个主要条件:一是其属于经注册的证券公司、银行、保险公司、投资公司等机构;二是购买证券的行为本应属于其正常业务活动;三是其持有证券不以获取或者影响企业控制权为目的。与13D详式报告要求投资者持股达到5%后10日内披露不同,13G允许持股5%以上但未到10%的合格机构投资者在该年结束后的45天内报送13G表格,但如果持股超过10%则应在当月结束后10日内报送13G表格,并且之后持股每变动5%(而不是1%)需在变动当月结束后10日内补充披露。

在1998年以前,13G表格仅适用于机构投资者及豁免投资者,SEC于1998年对13D-G条例进行大幅修订,增加了一类可以适用简式权益变动报告的投资者——被动投资者,即自己声明不以获取或影响公司控制权为目的,且持股比例低于20%的投资者,可以仅通过13G简式报告仅披露其身份以及持股数量等信息。SEC认为,要求对获取公司控制权无意图的被动投资者披露过多的信息,对其负担过重,不利于市场的效率,也对加强保护投资者没有太大作用。同时,允许被动投资者披露简式报告,可以有效减少投资者应披露详式报告情形和数量,从而使得市场和监管者能够集中应对那些希望获取或影响企业

[20] 43 F. R. 18483, Apr. 28, 1978.

[21] 豁免投资者即被证券交易法13(d)(6)所规定的投资者,包括在威廉姆斯法案1970年年底修正前持有证券的投资者、通过注册发行而获得证券的投资者以及在12个月内增持不超过2%的投资者等。上述豁免投资者应当在其应当履行披露义务的当年结束后45日内提交13G表格。因此,类投资者与本文相关性不大,这里不作讨论。

控制权的行为。^[22] 不过,为了防止 13G 简式报告被滥用,SEC 同步规定了两项“保险”措施。一是要求被动投资者持股达到 5% 后 10 天内披露 13G 报告,之后每变动 5% 后及时补充披露,而非如机构投资者一样在年底或月底才披露。二是明确简式报告转详式报告的情形并新增“冷却期”制度(“cooling-off” period),即适用 13G 披露的机构投资者及被动投资者一旦不再具有消极目的,而是打算获取或者影响公司控制权,即应当在目的变更之后的 10 日内披露 13D 详式报告,并且自目的变更之日起至披露详式报告后 10 日内,不得进一步增持且不得就其持有的股份行使表决权。除持股目的变更外,虽无控制权需求但持股超过 20% 的被动投资者,也将触发 13D 详式报告的披露义务及冷却期,但持股超过 20% 机构投资者但无控制权需求的机构投资者将仍可适用 13G 简式报告。^[23] SEC 认为冷却期制度有助于鼓励收购方尽早披露自己的收购意图,并可以阻止收购方在简式报告转换为详式报告时形成的窗口期增持股票,避免市场在信息披露不充分的情况下作出投资决策。

就如何界定“获取或影响公司控制权的目的”而言,美国部分法院认为,投资者更换目标公司董事、高管等影响公司治理结构的行为,应当视为其试图获取或影响公司控制权;而就其他如行使分红等共益权相关的提案,则不应视为其对控制权有需求。^[24] SEC 也在 1998 年修改 13D-G 条例时明确表示,股东影响公司决策的提案不应直接等同于具有控制权意图,而是要根据具体的提案和情况具体分析。^[25] 另

[22] 61 F. R. 36521, Jul. 11, 1996.

[23] 在 1989 年就相关规则的征求意见稿中(该征求意见稿最终没有落实为规则),被动投资者与机构投资者触发冷却期的情形是一样的,均是在其变更持股目的或者持股超过 20% 时触发。而在征求意见的过程中,多数意见均认为没有必要要求机构投资者在持股超过 20% 时,披露详式报告或停止增持。其主要原因在于,要求无控制权需求的机构披露 13D 详式报告对市场的帮助不大,还会增加其成本,另外机构持股超过 20% 多是因为其持有公司的可转换债券。See Securities Exchange Act Release No. 34-26598, Mar. 6, 1989.

[24] Kristin Giglia, *A Little Letter, A Big Difference: An Empirical Inquiry into Possible Misuse of Schedule 13G/13D Filings*, Columbia Law Review, Vol. 116, 2016; See also Third Point LLC v. Ruprecht, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. May 2, 2014).

[25] 63 F. R. 2854, Jan. 16, 1998.

外,SEC曾在2010年修改13d-1规则,允许被动投资者、机构投资者根据同步新增的14a-11规则提案更换董事时,可以继续适用13G简式报。但由于后来14a-11规则被联邦法院“取缔”,上述设计也失去了基础。^[26]

综上,可以看出,13D-G在区分简式、详式报告的适用条件时,除了按投资者的持股比例区分外,还有一个更为重要的逻辑——投资者是否对公司的控制权有意图。虽然SEC允许投资者改变自己的持股目的,但也设置了冷却期制度来防止滥用13G简式报告的情形。

不同投资者适用简表

	一般投资者	被动投资者	机构投资者
适用表格	13D 详式报告	13G 简式报告	13G 简式报告
适用条件	普遍适用	持股不超过 20% 无控制权意图	合格机构投资者; 购买证券是其正常业务 活动; 无控制权意图
首次披露时点	持股超过 5% 后 10 日内	持股超过 5% 后 10 日内	持股超过 5% 当年年终后 45 日内
后续披露要求 (持股不足 5% 后可以免于披露)	持股每变动 1% 或足以产生重大影响应 立即披露(一般为 1~2 日)	持股超过 10% 后每 变动 5% 应立即 披露	持股 5%~10% 之间的变 化,于当年年终后 45 日 内披露;持股超过 10% 的,于当月月末 10 日 内披露;且之后每变化 5% 应在当月月末 10 日内披露
披露内容	投资者身份背景、持 股数量、持股目的、资 金来源、后续计划、投 资协议及相关安排等	投资者名称、持股 数量等	投资者名称、机构类型、 持股数量等

[26] Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (2011); Release Nos. 33-9259; 34-65343 (Sep. 15, 2011).

续表

	一般投资者	被动投资者	机构投资者
简式报告应转为详式报告的情形及冷却期要求	不适用	具有获取或影响控制权的意图或持股比例超过 20%，自该事实发生之日起 10 日内披露 13D 详式报告；并自该事实发生之日起，至披露详式报告后 10 日内，不得增持、不得行使表决权	具有获取或影响控制权的意图或丧失合格机构投资者身份，自该事实发生之日起 10 日内披露 13D 详式报告；因控制权意图而披露 13D 报告的，自该事实发生之日起，至披露详式报告后 10 日内，不得增持、不得行使表决权

(二) SEC 和法院对收购及权益变动中违规行为的处理方式

在美国，同样存在市场主体不按证券法律或 SEC 规则披露相关信息或者违规增持的现象，特别是在涉及恶意收购以及控制权争夺时，有关违法违规现象也比较常见。对于这些问题，美国主要是通过收购方与目标公司管理层之间的诉讼，以及 SEC 的行政处罚予以应对。不过，由于证券交易法 13(d) 条款未明确赋予目标公司管理层或者股东请求损害赔偿 (private damage remedy) 的诉权，法院在实践中基于对立法目的的解释，对创设这一诉由 (cause of action) 也较为谨慎，虽然管理层或者股东可以请求禁令救济 (injunctive relief)，但与昂贵的诉讼费用相比，如非特别必要，上述主体也未必会追诉收购方的违规行为。另外，SEC 作为美国资本市场的监管者，由于对收购及权益变动披露保持中立态度，导致其在追诉相关违法违规现象时并不积极，在做出行政处罚的案件中，一般也仅以有限的罚款和要求相关主体不得进一步违规为主，而未见更加激进的处理方式。

1. SEC 的处理方式

之所以素以强调市场透明度及执法严明著称的 SEC，对权益变动披露违规网开一面，还要从证券市场以信息披露保护投资者的基本理念说起。证券市场保护投资者的基础逻辑，是通过信息披露给予投资者足够的信息，以满足其作出投资判断的需要。而这一基础逻辑的形成是因为证券市场信息不对称的本质，或者说是因为公司控股股东、管理层等对

外部股东、中小股东的信息优势。因此,正如前文已经论述过的那样,信息披露主要是内部人士相对于外部人士的披露。而权益变动披露则恰恰相反,一般来说都是要求外部人士向内部人士披露相关信息。外部人士不具备相应的信息优势,其收购或者说增持公司股份的决策是基于其在投研方面的投入而做出的,如果对此类信息披露的要求过于详细、刚性,可能造成市场上其他投资者“搭便车”的情况,降低投资者发掘企业价值的动力,进而影响整个证券市场的效率。^[27] 根据对权益变动披露的这一基本价值判断,SEC 在追诉相关案件时均较为谨慎。

如在最近刚刚公布的案例中,Eberwein、Gillman、Heartland 等在 Digirad、Aetrium 等公司的控制权争夺中,^[28] 多次违反 13(d) 以及其项下规则的要求,在持股超过 5% 甚至 10% 且已经作出改组董事会等对目标公司控制权施加影响的情况下,仍未披露 13D 详式权益变动报告。针对这样的违规行为,SEC 仅签发制止令(cease and desist order)要求 Eberwein 等人不得进一步违反证券交易法及其项下规则的规定,并处以最高 18 万美元最低 3 万美元的罚款。在之前的诸多案例中,SEC 的处罚也基本保持着上述尺度。^[29] 这与在虚假陈述、操纵市场等案例中动辄上亿美元的罚款或和解金形成鲜明的对比,其中虽然有证券交易法对 SEC 的授权与 SEC 自身稽查力量分配方面的因素,但更多的还是由于权益变动违规与其他违规在基本运行逻辑上的差异。

2. 美国法院的处理方式

由于解释法律的权力相对较大,美国法院在处理权益变动披露违规时要比 SEC 更为灵活。美国联邦最高法院在 1975 年的 *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.* 案中,对权益变动披露违规行为提供了示范性意见,拒绝了目标公司管理层基于收购方违反 13(d) 信息披露义务的事实,要

[27] 同注[10]。

[28] *In the Matter of Jeffrey Eberwein, et al.*, Securities Exchange Act Release No. 80038, Feb. 14, 2017.

[29] *In the Matter of Shuipan Lin*, Securities Exchange Act Release No. 74497, Mar. 13, 2015; *In the Matter of Perry Corp.*, Securities Exchange Act Release No. 60351, Jul. 21, 2009, etc.

求法院判令禁止收购方行使表决权并处置相关股份的诉讼请求。^[30] 但该案中目标公司未能证明违规行为将造成无可挽回的损失，且收购方的信息披露瑕疵并未出于恶意，确属“技术性”违规，且无控制权需求，因此，其他巡回法院与地方法院在处理收购信息披露违规案件时，纷纷基于其案件事实与 *Rondeau* 案的差别，作出了与最高法院不同的判决。

如在 *GAF Corp. v. Milstein* 案中，第二巡回法院根据公司的请求颁发了禁令，禁止收购方进一步增持公司股票，禁止其行使表决权或者征集公司股东的表决权，直至违法行为被纠正，不利影响完全消除。^[31] 在 *General Aircraft Corp. v. Lampert* 案中，第一巡回法院判决收购方在依照 13(d) 披露权益变动报告前，不得进一步增持公司的股票，并且其违法增持部分的股票不得在年度股东大会上行使表决权。^[32] 在 *CNW Corp. v. Japonica Partners* 案中，第三巡回法院判令禁止收购方就其股份行使表

[30] *Rondeau* (举牌方) 持有了 *Mosinee Corp.* (目标公司) 超过 5% 的股份后，未及时依照证券交易法及 SEC 规则披露 13D 报告，举牌方非恶意违规，无控制意图，并在诉讼后及时予以补正。公司请求法院禁止举牌方买入更多的股票，禁止其行使投票权，要求其处置其持有的股票，并进行赔偿。一审法院认为公司未能证明无法挽回的损失，未支持公司诉求。第七巡回法院认为公司根据证券法申请禁令，无须证明举牌方可能造成无法挽回的损失。See *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 U. S. 49 (1975).

[31] *Milstein* (举牌方) 持有 *GAF CORP.* (目标公司) 10% 以上的股票，但未按照 13(d) 的要求披露，随后又通过 13D 报告中的虚假信息隐藏自己的持股的目的。公司基于证券法 13(d) 的信息披露要求，以及 10(b) 禁止虚假陈述和操纵市场的规定，请求法院颁发临时及永久禁令，禁止举牌方进一步买入公司股票，禁止其征集公司股东的表决权，并禁止其就其持有的股份行使表决权，直至违法行为被纠正，其影响完全消除。See *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F. 2d 709 (2nd Cir. 1971).

[32] *Lampert* 等三位一致行动人 (举牌方) 通过二级市场购买持有了 *General Aircraft Corporation* (公司) 12% 的股份，但未按照 13(d) 规定的时间提交权益变动报告，且在后续补充披露时陈述其持股目的是投资而非获取公司控制权的意图。但在之后一年半的时间里，举牌方通过股东大会增加了董事会人数，并将举牌方代表选举为董事。在此之后，举牌方就改变公司经营策略、变卖公司资产等先后提出议案，并寻求对公司的并购。在举牌方再次企图通过股东大会罢免全部现任管理层时，公司起诉基于上述事实提起了诉讼。See *General Aircraft Corp. v. Lampert*, 556 F. 2d 90 (1st Cir. 1977).

决权,直至举牌方依法披露相关信息。^[33] 在 *Bender v. Jordan* 案中,哥伦比亚特区联邦法院判令违规增持方不得向股东传播其表决权征集文件,也不得召开股东大会,直至法院的进一步通知。^[34] *Green Industries v. East Rock Partners* 案中,密苏里州联邦法院判令收购方在依照 13(d) 披露有关信息前,以及披露后两天内不得增持公司的股份。^[35]

综上,可以看出美国对收购中权益变动披露违规或违规增持等行为的监管,是由 SEC 行政处罚和平等主体之间的民事诉讼来完成的。SEC 的处罚方式主要是小额罚款;在民事诉讼中,部分法院根据证券交易法及其项下规则以及相关制度设计目的,原则上要求违规主体首先应当补正相关信息披露文件,同时在一定程度上限制了违规主体的表决权或者进一步的股份增持。

除美国之外,我们发现德国与韩国法律还在罚款以外,规定了对违规信息披露、违规增持的后续处理方式。德国《证券交易法》第 28 条规定,违反第 21 条关于收购中表决权达到一定比例的通知义务的,在未履行通知义务期间,违规主体持有的表决权不存在;因故意或者重大过失

[33] *Japonica Partners*(举牌方)通过二级市场购买持有了 CNW(公司)8.8%的股份。在权益变动报告中,举牌方披露了其拟获取控制权,并在下一次股东大会上改选董事的动议。公司起诉称举牌方的信息披露存在重大遗漏,因报告未披露合伙中有限合伙人的身份以及合伙协议的内容等法律要求的信息。要求法院给予诉前及永久禁令,禁止举牌方行使表决权。See *CNW Corp. v. Japonica Partners*, 874 F.2d 193 (3rd Cir. 1989).

[34] *Bender* 作为 *Independence Federal Savings Bank*(公司)持股 21% 的股东,起诉 *Jordan* 等该银行的管理层(举牌方)为巩固控制权,在购买另一股东的股份后,持股超过了 13(d) 规定 5% 的披露红线(接近 10%),但未披露权益变动报告的行为。另外,管理层还违反了征集表决权的規定,在征集文件中披露了虚假的、具有误导性的信息,企图误导投资者投票给其提名的董事。See *Bender v. Jordan*, 439 F. Supp. 2d 139 (D. C. District. 2006).

[35] *East Rock*(举牌方)通过二级市场购买,持有了纳斯达克挂牌公司 *A. P. Green Industries*(公司)8.7% 的普通股,并披露了权益变动报告。此后,举牌方向公司提出了要约收购。公司向法院提起诉讼,认为举牌方的信息披露不完整,并要求法院判令其进一步披露,包括举牌方及其控制人并无运营公司业务的经验,举牌方经常对公众公司进行短期风险套利投资,举牌方计划大量占用公司资金,举牌方曾与潜在客户就在获取公司控制权后变卖其业务线进行洽谈等在内的重大信息,并要求法院签发诉前禁令,禁止举牌方在披露上述信息前,以及披露后 2 天内继续增持公司股票。See *Green Industries v. East Rock Partners*, 726 F. Supp. 757 (E. D. MO. 1989).

而违反通知义务的,表决权不存在的期间延长6个月。^[36] 韩国《资本市场法》第150条规定,未根据该法第147条披露大额股份持有报告或者披露存在虚假记载、重大遗漏的,对于超过股份总数5%的违规增持股份,在总统令规定6个月的时间内不得行使表决权,且金融委员会可以责令其在6个月内处分该部分股份。另外,第150条还规定,持有股份的目的在于影响发行人经营权的,应自该事由发生之日起,至报告日以后5日为止,不得进一步增持股份或者行使其持有股份的表决权。违反此规定增持的股份不得行使表决权,且金融委员会可以责令其在6个月内处分增持的股份。^[37]

[36] 德国《证券交易法》第21条规定:“申报义务人的通知义务(1)凡是有人通过收购、转让或以其他方式,达到、超过或低于(申报义务人)来源国是德意志联邦共和国的发行人的表决权的3%、5%、10%、15%、20%、25%、30%、50%或75%,他必须毫不迟延地将这一情况同时通知给发行人和联邦金融监管局,并且应当在遵守本法第22条第1款和第2款规定的条件下最迟于4个交易日内完成通知……”德国《证券交易法》第28条规定:“权利的丧失如果属于申报义务人的股权,或者基于他的表决权依照本法第22条第1款第1项或第2项被归入,那么在本法第21条第1款或第1a款规定的申报义务未履行完期间,这些股权的表决权就不存在。如果并非出于故意而未通知,并采取了补救措施,那么,上述对表决权的的规定就不适用根据《股份公司法》第58条第4款和第271条规定的请求权。只要表决权份额的数量符合规定,因故意或重大过失而违反了通知义务,则本条第1句规定的期限就要延长6个月。如果以前的通知确有错误,所通知的表决权数额少于实际表决权数额的10%,而且没有对表决权数额达到、超过或低于本法第21条规定临界值未予通知,那么不适用本条第3句。”

[37] 韩国《资本市场法》第150条(关于违反大额持股报告要求的股份的表决权限制)规定:“未依据本法第一百四十七条第一款、第二款和第四款的规定进行报告(包括更正报告),或者对总统令所规定的重要事项作出的报告存在虚假记载、重大遗漏的;在总统令规定的期间内,对于超过发行股份总数百分之五的违规份额,不得行使表决权。金融委员会可以责令其在六个月内处分该违规份额。根据本法第一百四十七条第一款、第三款、第四款的规定,持有股份是为了影响发行人经营权的报告人,自其应报告事由发生之日起,至报告日后的五日止,不得追加取得该发行人的股份等或者就其持有的股份行使表决权。违反前款规定增持股份的,对增持的股份不得行使表决权,金融委员会可以责令其在六个月内处分该部分股份。”

四、关于完善股东权益变动规则及违规增持处理方式的建议

(一)以“控制意图”和“冷却期”为核心,重构权益变动规则

虽然市场环境不同,但中美两国在证券法律制度设计之间还是存在许多的相似、共通之处。因此,在完善上市公司收购与权益变动制度设计时,可以参考借鉴美国立法经验,结合我国实践情况,功能上既要有利于发挥并购的积极作用,促进市场效率的提升;也要优化制度设计,加强信息披露监管,保护投资者和公司利益。建议增加持股目的作为区分简式、详式权益变动报告的逻辑线路,并增加由简式权益变动转为详式权益变动时的“冷却期”制度。

1. 以是否具有控制意图区分简式、详式报告

针对我国现行制度中仅以持股比例区分简式、详式权益变动报告所产生的问题,参考美国立法经验,建议增加以持股目的区分简式、详式权益变动报告的逻辑。可以考虑要求持股达到或超过5%且具有获取或影响公司控制权目的的投资者,均应披露详式权益变动报告;而其他无控制权需求的投资者,则可按照现行规则,在持股超过20%或者成为第一大股东或实际控制人时,才需要转为详式报告。使市场注意力的聚焦点逐渐从“举牌”行为本身,转换至增持行为的实质目的,明确市场预期,缓解盲目跟风,同时也不会加重长期投资者、价值投资者的权益变动披露成本。

在界定“控制权意图”方面,从我国实践来看,争夺控制权的股东均以改选现任董事会为首要目标。^[38]因此,可以将提案改选上市公司董事、监事、高管的行为,或者其他影响公司治理结构的行为,视为具有获取或影响公司控制权的意图,作为应当触发详式报告披露义务及冷却期的事件。而积极股东对公司生产经营表达意见,则不属于获取或影响公司控制权的行为,允许股东在仅披露简式报告的情况下,积极行使股东权利。

[38] 同注[5]。

2. 增加简式报告转详式报告时的冷却期制度

是否对公司控制权有意图,是投资者的主观意识,市场与监管者无法直接知晓,只能通过其客观行为来推断。我国现行权益变动规则对披露详式报告的情形,也是基于控制权变更的事实或可能性而规定的。因此,无论是在现行制度框架下,还是按照持股目的变更的制度逻辑,为避免投资者滥用简式权益变动报告,掩盖真实目的,建议参考美国 13G 转 13D 报告时的制度设计,在投资者由简式报告转为披露详式报告时增加“冷却期”要求,即披露了简式权益变动报告的投资者,无论是主动声明具有控制意图,还是通过影响上市公司治理结构的行为或因持股比例而被推定具有控制权意图,均应当在两日内披露详式权益变动报告,并自其持股目的变更之时至披露详式报告后 30 日内,不得进一步增持,也不得就其持有的股份行使表决权。不过,如投资者在首次持股超过 5% 时即通过详式权益变动报告披露了其控制权意图,承担了披露及其他成本,稳定了市场预期,则可以免于触发冷却期。

要求投资者变更持股目的时由简式报告转为详式报告并设置冷却期,可以避免收购方滥用简式权益变动报告隐藏自己的收购目的,鼓励投资者尽早披露真实的持股目的,抑制公司突袭,减少无序的控制权争夺。如果收购方不变更持股目的,不披露详式权益变动报告,则不能提出影响公司治理的议案;而一旦变更持股目的,或者客观上实施了获取或影响控制权的行为,则要触发冷却期并承担可能存在的风险。冷却期可以给予中小投资者足够的时间对相关情况进行判断,以重新作出投资决策。冷却期还能够在恶意收购中,给现有管理层或者大股东自救的机会。如通过召开股东大会,在章程中设置合法合规的反收购条款,或者通过寻找“白衣骑士”形成竞争性收购等,增加收购方成本的同时,也给全体股东带来更大的利益。在第一大股东持股不高的情况下,如果其他股东认为目前公司治理效率不足,希望引入新的大股东改善治理效率,或带来新的发展机会,则股东应当会踊跃参与股东大会并很可能否决反收购措施;反之,股东则会支持反收购措施,以维护现有公司治理结构,或者至少争取在收购中实现利益最大化。

之所以在披露详式报告后规定 30 天的冷却期,^[39]是因为我国多数上市公司并未在章程中规定反收购措施或者授权董事会采取反收购措施,因此需要股东大会作出决议修改章程,耗时较长;而美国公司的章程则或多或少地授权董事会可以直接采取部分反收购措施。在收购方披露详式权益变动报告前,现有管理层无从知晓其收购意图,而根据我国现实情况,若披露详式报告后若冷却期太短,可能无法给现有股东和管理层足够的应对时间。因此,建议在收购方披露详式权益变动报告后,要求其在 30 日内不得增持且不得行使表决权。

3. 逐步取消慢走制度

根据前文对制度问题及逻辑的描述,慢走规则可能已经成为制约我国收购市场进一步发展的“瓶颈”。在增加上述以持股目的区分简式、详式权益变动报告以及冷却期制度的基础上,为促进控制权市场的发展,建议取消投资者持股 5% 后,每变动 5% 时的“慢走”规则,仅保留持股首次达到或超过 5% 时暂停买卖的要求;增加规定投资者持股超过 5% 之后,持股变动达到 1% 的,应当在两日内补充披露,但不再暂停买卖;投资者持股变动达到 1% 后进一步增持的,补充披露时,应当提供披露当日的最新持股数量,以保证信息披露及时性与准确性。^[40]

我国的权益变动披露规则形成以 5% 为阶梯的披露模式,有着早期制度设计时上市公司股权较为集中、控制权市场不活跃等历史原因。随着市场的发展,上市公司股权呈不断分散的趋势,根据前述数据统计,目前 A 股市场中涉及控制权争夺的上市公司,多是第一大股东持股比例较低的公司,收购方与原大股东的持股比例往往较为接近,再以变动 5% 为

[39] 美国 SEC 的 13d-1 规则规定的冷却期为持股目的变更之日起至披露 13D 报告后 10 日,韩国参照美国制度,在其《资本市场法》及其项下总统令等规则中,明确了“美式”权益变动披露规则。韩国《资本市场法》第 147 条明确了权益变动披露制度,要求持有上市法人 5% 以上股份的投资者应当在 5 日内按照总统令的要求向金融委员会报告并披露相关信息,并且在后续持股变动 1% 或者持股目的变更等情形发生时补充报告。第 150 条明确了持股目的是为了影响上市法人经营权的,应当自该报告事由发生之日起,至提交报告后 5 日为止,不得追加取得该上市法人的股份,且不得就其持有的股份行使表决权。

[40] 对于在两日内买入超过 1% 的,可以参照韩国法律规定,明确要求其在后续变更披露时,披露最新的持股情况。

披露阶梯已难以满足市场的需求，不利于中小投资者及时获知与控制权变更有关的信息。

慢走规则的主要目的是通过暂停买卖，强化对股东知情权、交易权和参与权的保护。但在当下信息传播迅速的环境下，其实无须要求收购方反复暂停买卖，通过前述权益变动规则以及对违规增持合理的处置方式，完全能够达到上述保护投资者的目的。之所以建议保留首次持股达到5%时暂停买卖的要求，是因为我国资本市场尚不成熟，在现阶段还不希望上市公司收购或控制权变更过于频繁，不希望收购仅成为交易工具，而是希望收购能够真正促进上市公司治理效率，优化资源配置。另外，保留首次持股达到5%时暂停买卖的规定，还能保持与现行制度的衔接，保留监管抓手，实现渐进式改革。

（二）以限制股东权利为主要方式，妥善处理违规增持行为

对美国经验的研究表明，SEC在处罚收购中违规时态度并不积极，说明其并未将此类违规与虚假陈述、内幕交易等行为“一视同仁”，而是基于监管逻辑，对收购中的违规行为作出了差异化的监管安排。法院在追究相应违规行为责任的时候，也较为克制，除了要求补正信息披露外，只有部分案件限制了违规主体在一定期限内行使表决权，未见更为激进的处理方式。除美国之外，其他境外成熟市场基本均规定权益变动披露要求，除韩国的证券法律明确规定监管机构可以责令违规增持方卖出股份外，其他市场在处理违规增持时，仍以补正披露、限制表决权及行政罚款为主。

综合境外经验并结合我国现实，在不改变现有收购权益变动制度框架，可以考虑在《证券法》第213条中，直接明确违规增持方在履行信息披露义务之前及之后一段时间内（如12个月），不得就违规增持部分的股份行使提案权、表决权等股东权利，给上市公司现有管理层或股东合理的应对时间即可。

如果按照本文建议的权益变动制度体系，可以考虑要求违反信息披露义务或者违规增持的投资者，无论其持股目的，均应当立即披露详式权益变动报告，并且进入冷却期，自违规行为发生之日至冷却期结束之日，不得进一步增持且不得就其违规增持的股份行使提案权、表决权等股东权利。其理由是，在本文建议的制度体系下，除技术性违规外，投资

者规避权益变动规则实施增持的,基本可以推定其具有规避监管规则,获取公司控制权的潜在意图。所以,要求其尽快披露详式权益变动报告并触发冷却期,可以尽早为市场提供充分的信息,并给予市场充足的实践来消化这些信息。

另外,由于投资者违规增持的行为多旨在以更低的成本获取或者影响公司控制权,故违规主体理应抱着长期持有公司股份而非“炒短”的意图。既如此,可以参照《证券法》对收购人完成收购后12个月内不得转让的规定,在上述限制违规主体股东权利的措施外,进一步要求其在违规行为发生后的12个月内不得转让,增加“忽悠式”增持的成本,对违规增持形成整体震慑。