

完善上市公司法定内部人 持股披露制度研究

——以“宝万之争”为视角

安邦坤* 湛晶心**

摘要:上市公司董事、监事和高级管理人员等法定内部人对公司负有信义义务,其持股披露义务是证券法上持续信息披露义务的有机组成部分,具有协助侦测短线交易、防范内幕交易、提升公司治理的功能。法定内部人持股披露制度的核心包括标的证券范围、应披露的权益的认定和计算两方面。从“宝万之争”等典型案例反映出的问题及域外成熟市场的经验看,为确保法律规范内在体系的自洽和立法目的的实现,上市公司法定内部人持股披露制度的完善,可在标的证券范围上借鉴“权益证券”理念,以“股份和与股份相关的权益”取代“股份”;在认定和计算法定内部人拥有的权益时,应扩张解释为“实质所有”,并以“控制”或“经济利益”任一标准计算其权益。

关键词:持续信息披露 法定内部人持股披露
权益证券 实质所有

* 中国证监会博士后科研工作站博士后研究人员、中国社科院法学所助理研究员,法学博士。

** 中国证监会中证金融研究院助理研究员,美国华盛顿大学法学硕士。

上市公司法定内部人持股披露制度,是证券法持续信息披露义务的有机组成部分,其规则体系的合理性对防范内幕交易、提升上市公司治理水平具有重要价值,在规范功能上对于侦测潜在的短线交易具有辅助作用。本文拟结合“宝万之争”等近年来境内外资本市场上发生的典型案例,对该制度做一剖析,以期对完善现行规则有所助益。

一、问题的提出

“宝万之争”不仅对上市公司收购制度带来冲击,也为考察上市公司法定内部人持股披露制度提供了一个难得的样本。在双方的攻防转换中,市场人士对万科(000002)管理层实际持股数以及与万科管理层关系密切的“金鹏”、“德赢”两大资管计划的信息披露合规问题质疑不断。^[1] 万科2015年年报、2016年半年报披露,包括王石在内的8名万科董事、监事、高级管理人员(以下简称董监高)合计直接持有万科约2113万股股票及可行权期权363万份,占万科总股本的0.2%。^[2] 根据万科披露的“事业合伙人持股计划”,^[3]包括王石等8名万科董监高在内的“事业合伙人”还以其滚存奖金认购了“金鹏计划”的资管产品份额。2015年年底,深交所在日常监管中发现万科前十大股东之一的“德赢计划”的委托人与“金鹏计划”的委托人可能存在关联关系,两大

[1] 即国信证券—工商银行—国信金鹏分级1号、2号集合资产管理计划和招商财富—招商银行—德赢1号、2号专项资产管理计划。

[2] 参见《万科企业股份有限公司二〇一五年度报告(截至2015年12月31日)》(公告编号: <万>2016-030);《万科企业股份有限公司二〇一六年半年度报告(截至2016年6月30日)》(公告编号: <万>2016-111)。

[3] 万科于2014年5月启动“事业合伙人持股计划”。首批计划参与人为万科管理层及核心骨干员工等1320名,计划资金来自于“公司经济利润奖金集体奖金户”,由“事业合伙人”委托的深圳盈安财务顾问企业(有限合伙)的普通合伙人(即深圳市盈安财务顾问有限公司,以下简称盈安公司)进行投资管理,包括引入融资杠杆进行投资;同时承诺在集体奖金所担负的返还公司的或有义务解除前,以及融资本息偿付完成前,该部分集体奖金及衍生财产统一封闭管理,不兑付到具体个人。参见《万科企业股份有限公司关于公司事业合伙人购买公司A股股票的公告》(公告编号: <万>2014-039)。

资管计划合计持股 7.79%。^[4] 而从万科 2016 年三季度报披露的信息看,“金鹏 1 号”、“德赢 1 号”两大资管计划合计持股虽降至 7.12%,^[5] 也仍然触发了《证券法》第 86 条规定的 5% 上市公司权益变动披露线(“举牌”线)。

通过梳理万科董监高的持股信息披露,本文发现其至少存在以下问题:

(一) 万科年报披露的董监高持股 0.2% 能否代表其管理层实际持股数额

从万科年度披露的数据看,“金鹏”、“德赢”两大资管计划初始资金约 45 亿元(含配资),所持万科股票市值一度超过 150 亿元。但万科的定期报告从未披露包括万科董监高在内的“事业合伙人”在两大资管计划中投入的自有资金数额、权益分配和配资杠杆比例等信息。万科董监高的实际持股数额为何,外部投资者无从得知。

(二) “金鹏”、“德赢”两大资管计划是否构成一致行动人

2015 年年底,深交所向万科发问询函,要求其说明“金鹏”、“德赢”两大资管计划是否为一致行动人而触发“举牌”义务。万科回复这两个资管计划所持股票的投票权由资管机构各自单独行使,不构成一致行动人,无须履行“举牌”义务。^[6] 但本文综合工商登记信息及媒体报道发现,“金鹏”、“德赢”两大资管计划委托人的最终控制人为同一主体,均为代表万科管理层和员工的深圳市万科企业股资产管理中心(“万科企业股中心”)。2016 年 3 月 30 日,“德赢计划”的委托人梅沙中心的实际控制人更为上海万丰资产管理有限公司(“上海万丰”)与

[4] 王文志等:《深交所关注“王石的底牌”》,载《经济参考报》2015 年 12 月 30 日版。根据该报道,深交所在《关于对万科企业股份有限公司的问询函》(公司部问询函[2015]第 87 号)中提及,深交所发现德赢 1 号、2 号专项资管计划的委托人为招商银行及深圳市梅沙资产投资中心(有限合伙)(“梅沙中心”)。在 2015 年 12 月深交所发问询函之时,梅沙中心的实际控制人为万科离职高管周卫军及万科人力资源总经理杨彦,梅沙中心实际控制人和管理人员曾担任过金鹏计划委托人盈安公司的董事及管理人员,且均为万科的离职高管或现任管理团队成员。

[5] 参见《万科企业股份有限公司 2016 年第三季度报告》(公告编号: < 万 > 2016 - 113)。

[6] 张莉:《万科澄清两项资管计划相互关系》,载《中国证券报》2015 年 12 月 31 日版。

万科企业股中心,与盈安公司的实际控制人完全相同。如果梅沙中心仍为“德赢计划”的委托人,则“德赢”、“金鹏”计划委托人的实际控制人相同。而上海万丰及万科企业股中心互为对方唯一股东及投资人,其中万科企业股中心的法律性质为“非公司企业法人”,只登记了投资人信息。2016年6月30日,两者的法定代表人均变更为已退休的万科前监事会主席、党委书记丁福源。在两大资管计划的委托管理协议、万科企业股中心的性质、决策机制等关键信息缺失的情况下,难以排除其为一致行动人的嫌疑。^[7]

(三)“事业合伙人持股计划”持股信息持续披露不足

在万科2014年半年报、年报及2015年半年报中持续披露的“事业合伙人持股计划”及通过金鹏计划认购万科股份事项,2015年年报中未持续披露。万科2014年半年报披露前十大股东之一的“金鹏计划”时将其注释为代表事业合伙人的盈安公司认购的资管计划。2014年年报中披露“事业合伙人持股计划”是万科公司“事业合伙人制度”的一部分。2015年半年报在披露前十大股东之一的金鹏计划时也将其注释为根据事业合伙人持股计划认购的资管计划。但“宝万之争”事件发酵及深交所问询资管计划后,万科在2015年年报披露“事业合伙人制度”时不仅不再提及“事业合伙人持股计划”,在披露前十大股东之一的“金鹏计划”时也未做任何注释。

二、上市公司法定内部人持股披露制度的功能定位

上市公司法定内部人(statutory insiders)一般包括董事、监事(如有)、高级管理人员及持股达到一定比例的大股东。^[8]董监高因其负责公司业务决策、监督和执行,接触和取得内幕信息便利,其对公司负有信义义务;持股超过一定比例的大股东,因其对上市公司的影响力,

[7] 王文志:《金鹏、德赢资管计划与万科关系成谜》,载《经济参考报》2016年7月22日版。

[8] Stephen J. Choi & A. C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis* (3rd ed.), Foundation Press, 2012, p. 385.

足以控制公司的经营决策,应对上市公司及小股东负有信义义务。基于法定内部人对公司所负信义义务,上市公司法定内部人持股披露制度的功能定位主要有二:

(一) 防范内幕交易

法定内部人持股披露制度的首要目的是阻止此类人员利用非公开信息进行内幕交易。^[9] 尽管法定内部人不是唯一可能进行内幕交易的人,但其因与公司的关系,接触到的公司内幕信息使其从事内幕交易(包括短线交易)的风险更高。以英国为例,第二次世界大战一结束,英国就修订《公司法》,要求董事披露其交易本人任职公司的全部股票和债券信息。当时提出增加董事持股申报义务这一条的科恩委员会(Cohen Committee)指出:“防范董事不恰当交易和可疑交易的最佳措施就是确保董事披露其所任职公司所有类别的股票和债券的交易信息。”^[10] 英国法学界的共识是,防范内幕交易最有效的方式是要求公司公开披露所有影响其股份价值的信息,并要求法定内部人披露其交易本公司股份的信息。^[11]

实践中,法定内部人持股披露制度往往能为各国证券监管机构查处内幕交易提供重要线索。比如,2010年美国证监会(SEC)起诉得克萨斯州亿万富翁 Wyly 兄弟一案,Wyly 兄弟通过设立数十个离岸信托和离岸公司的方式规避内部人持股披露的强制规定。在 Wyly 一案中,最开始的调查线索即为相关上市公司披露这些信托的受益人为 Wyly 兄弟,后 SEC 调查发现 Wyly 兄弟对这些信托交易的影响从而认定披露违规并涉嫌内幕交易、操纵市场。^[12]

(二) 提升上市公司治理水平

法定内部人持股披露制度还有提升公司治理水平的功能。英国法

[9] Marc Steinberg, *Securities Regulation* (Revised 5th ed.), Lexis Nexis, 2009, p. 701.

[10] Board of Trade, Report of the Committee on Company Law Amendment, Cmd. 6659, June 1945, para. 87.

[11] Derek French, Stephen Mayson & Christopher Ryan, *Mayson, French & Ryan on Company Law* (33rd ed. 2016 - 2017), Oxford University Press, 2016, p. 350.

[12] Securities and Exchange Commission, Plaintiff, - against - Samuel E. Wyly, Charles J. Wyly, JR., Michal C. French and Loius J., available at <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp21607.pdf>, last visited on 12 - 1 - 2016.

律委员会(Law Commissions)认为:“董事对公司的利益及董事持有和处分该利益的行为,会向市场传递财务激励的信息,即董事必须提高公司绩效;相应的,董事持股披露条款就成为股东监督董事勤勉尽责制度的一部分。”^[13]该制度使得外部投资者有机会更精确地了解有关内部人补偿的信息。未来的经理人也可以通过该制度,获知其未来可能得到的补偿。^[14]同时,外部投资者还可以借此评估约束公司管理层的财务激励——甚至有可能揭露有关公司未来前景的信息,从而增强上市公司内幕信息的信息效应。^[15]2014年,SEC曾在其裁定和起诉书中指出,法定内部人由于其特殊地位,其权益持有和变动对上市公司股票价格可能有极大影响,是投资者作出投资判断的重要信号之一。^[16]

三、域外法定内部人持股披露制度的经验

法定内部人持股披露制度,从规范功能上讲具有强烈的辅佐色彩,不仅有助于侦测是否违反证券法内幕交易的禁止规定,也有助于协助执行证券法短线交易归入权的规范。^[17]因此,域外成熟市场的法定内部人持股披露制度多与短线交易制度并列,二者在内在体系上保持逻辑自治,其制度设计则围绕标的证券范围和内部人持有权益的认定和

[13] Law Commission and Scottish Law Commission, *Company Directors: Regulating Conflicts of Interest and Formulating a Statement of Duties: A Joint Consultation Paper* (1998), para. 5. 2.

[14] Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, p. 273.

[15] Paul L. Davis & Sarah Worthington, *Gower's Principles of Modern Company Law* (10th ed.), Sweet & Maxwell, 2016, p. 892.

[16] 例如,2014年,SEC在与美国一家生物制药前CEO的权益披露违规和解案中指出,内部人权益变动不仅是证券法的技术性规定,也代表了内部人对公司前景的看法,投资者对此应当有知情权。See SEC Press Release, *SEC Announces Fraud Charges Against Biotech Company and Former Executive Who Failed to Report Insider Stock Sales*, Sept. 10, 2014, available at <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370542903208>.

[17] 曾宛如:《证券交易法原理》,台北2012年自版,第185~186页。

计算两方面展开。

(一) 标的证券范围:以“权益证券”拓展披露的权益

为贯彻法定内部人持股披露的立法目的,域外法在确定标的证券的范围时,多采取扩张解释的方法,将法定内部人有内幕交易可能性的证券均纳入其中,其内容既包括传统的权益证券,也包括相关的合同权利。比如,美国法将披露的标的证券界定为广义的“权益证券”(equity security);在2002年《萨班斯—奥克斯利法案》生效后,又将衍生证券纳入了内部人的申报范围。权益证券包括与发行人相关的权益证券和衍生证券(derivative securities),无论其是否为发行人所发行。^[18]与发行人相关的权益证券包括“任何股票或类似证券;或任何前述证券的证券期货;或任何可转换为前述证券的证券,是否支付对价之所不问;或附有任何认购或购买前述证券的权证或权利的证券;或任何前述权证和权利;或任何其他委员会根据基于公共利益或投资者保护的目 的制定的规则和条例,将其视为权益证券,认为具有类似性质且认为必要或恰当的证券”。^[19]衍生证券则包括“任何期权、权证、可转换证券、股票增值权(stock appreciation right, SAR),或与股权证相关的价格形势或转换权类似的权利,或其价值衍生于股权证券价值的类似证券”。^[20]我国香港要求董事和最高行政管理人员披露所持股份、债券的“权益”及淡仓(做空的仓位);“权益”除直接持有的股份外,还包括相关期权、权证等衍生品、信托以及赋予与股份有关的权利、认购权或当股价变动时可以收取款项的合同等。^[21]日本、韩国和我国台湾地区都以“有价证券”作为披露标的,涵盖了股票和各种类型的衍生品及权利证书。

(二) 内部人持有权益的认定和计算标准:“实质所有”

域外市场上,虽然各国公司治理体制存在较大差异,但在法定内部人持股披露制度的基本主体范围上基本一致,均将所有可能因职位或地位等关系接触上市公司内部信息的人纳入规制范畴,包括董事、监事

[18] 17 C. F. R. § 240.16a-1(d).

[19] 15 U. S. C. § 78c(a)(11).

[20] 17 C. F. R. § 240.16a-1(c).

[21] 参见香港特别行政区《证券及期货条例》第341~345条。

(如有)、高级管理人员和持股达到一定比例的大股东或主要证券持有人(principal securities holders)。比如,美国《1934年证券交易法》第16(a)条规定,董事、高级管理人员、直接或间接持有超过10%的权益证券的实质所有人(beneficial owner)负有持股申报义务。^[22] 欧盟各成员国则以“履行管理之责的人(PDMRs)”将董事和高级管理人员涵摄其中。^[23]

在确定法定内部人的范围,并据此认定和计算法定内部人持有的权益时,美国法确立了一个的基本判断标准——“实质所有权”(beneficial ownership),^[24]以解决“利用他人名义”持股规避申报义务的问题。其“实质所有人”具有双重定义:(1)在决定法定内部人身份时,实质所有人是指对该类证券有表决或投资权力的人。此要件侧重“控制”因素。(2)在决定法定内部人对相关人行为的责任,判定其是否应对特定交易负责时,则指“直接或间接,通过合同、安排、谅解、关系或其他原因,对权益证券享有或分享直接或间接的经济利益(pecuniary interest)”,如对证券交易的获利有参与机会,即有“经济利益”。^[25] 此要件侧重“经济利益”因素。据此,即便行为人对特定证券无表决权,但如其通过信托、投资组合等对上市公司股份相关权益享有经济利益,也会被视为实质所有人,受法定内部人持股披露义务的约束。

美国“实质所有”的立法模式对我国香港特区、台湾地区、韩国等国家和地区规范“利用他人名义”持股问题产生了深远影响,但在具体规范路径上又各有不同:(1)单一要件制,仅须具备“控制”或“经济利益”任一要件即可。例如,我国香港特区将近亲属、控制的实体以及作为受益人的信托所持有的权益视为本人持有,无论是否享有表决权。^[26] 韩国

[22] 15 U. S. C. § 78p(a)(1).

[23] Rai Pansar and Philip Boeckman (eds.), *European Securities Law*, Oxford University Press, 2010, pp. 814 - 816.

[24] Louis Loss, Joel Seligman and Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation* (6th ed.), Volume 2, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p. 922.

[25] 17 C. F. R. § 240.16a-1(a)(1), (2).

[26] 参见香港特别行政区《证券及期货条例》第344~345条。

要求法定内部人披露“无论以谁的名义而为自己谋取利益为目的”所持有的权益。^[27] (2) 双重要件制, 须同时具备“控制”和“经济利益”两要件。我国台湾地区从资金、使用收益及损益三个方面对“利用他人名义”的三个要件予以规定: (1) 直接或间接提供股票供他人或提供资金供他人购买股票; (2) 对他人持股的股票, 具有管理、使用或处分之权益; (3) 该他人所持有股票之利益或损失全部或一部归属于本人。^[28] 但此规定要求同时具备三要件, 过于严格, 容易造成法律漏洞, 实务中经常出现运用“人头户”分散持股的规避案例。^[29] 学者认为, 鉴于台湾地区股市“人头户”盛行, 查核不易, 此规定恐形同具文,^[30] 有必要修正为符合三要件之任一要件即可推定为“利用他人名义持有”, 但应允许其证明并无直接或间接的经济利益而免责。^[31]

在采单一要件制的国家(地区), 行为人即便放弃表决权或决策权, 通过信托、投资组合持有与上市公司股份相关权益规避内部人持股披露义务的, 也属脱法行为, 将受到证券监管机构的惩处。例如, 2016年6月15日香港证监会公布的纪律处分案例中, 施罗德投资公司及其多个子公司在其客户的投资组合和产品中分散持有上市公司的股份, 尽管施罗德对前述股份无投票权, 但仍需依法披露相关权益, 而其并未及时披露, 最后被香港证监会罚款港币180万元。^[32] 前述 SEC 诉 Wyly 兄弟一案中, Wyly 兄弟通过设立数十个离岸信托和离岸公司的方式规避披露义务, 虽然信托的管理人和委托人、离岸公司的股东均为第三人, Wyly 兄弟并无决策权, 但 SEC 和法院认定 Wyly 兄弟以各种方式实质

[27] 参见韩国《资本市场法》第173条。中译本参见《韩国资本市场法》, 董新义译, 知识产权出版社2011年版, 第146页。

[28] 参见我国台湾地区“证券交易法施行细则”第2条。

[29] 郭土木:《证券交易法论著选辑》, 台北三民书局2011年版, 第123页。

[30] 赖英照:《股市游戏规则:最新证券交易法解析》(第3版), 台北2014年自版, 第533页。

[31] 余雪明:《证券交易法:比较证券交易法》, 财团法人“中华民国证券暨期货市场发展基金会”2016年版, 第721页。

[32] 香港证监会:《施罗德投资管理(香港)有限公司因披露缺失而遭证监会谴责及罚款180万元》, 载 <http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/openAppendix?refNo=16PR59&appendix=0>, 2016年12月1日访问。

性地影响了信托买卖其担任董事或实际为大股东公司的股票、衍生品和收益互换的行为,并据此认定信托的部分交易行为涉嫌内幕交易,2015年2月法院终审判决 Wyly 兄弟应承担返还超过3亿美元的不当得利、罚款等责任并禁入资本市场。^[33]

四、现行上市公司法定内部人持股披露制度存在的问题

(一) 现行规定

与域外立法相比,现行上市公司法定内部人持股披露制度的相关规定散见于法律、规范性文件和证券交易所自律规则中,效力层级不一。

1. 法律层面

《公司法》第141条第2款对公司法定内部人持股披露做了原则性规定,“公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况”。《证券法》第66条在此基础上进一步规定:“上市公司和公司债券上市交易的公司,应当在每一个会计年度结束之日起四个月内,向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送年度报告,并予公告。”年度报告应当记载“董事、监事、高级管理人员简介及其持股情况”(第3项)及“已发行的股票、公司债券情况,包括持有上市公司股份数最多的前十名股东的名单和持股数额”(第4项)。法律层面对上市公司法定内部人持股披露的时间无明确规定,仅要求年报披露。

2. 规范性文件层面

证监会上市部《上市公司董监高所持本公司股份及其变动管理规则》(证监公司字[2007]56号,以下简称《董监高持股变动规则》)第11条对《公司法》第141条第2款进行细化,明确了申报时间,规定上

[33] Securities and Exchange Commission v. Samuel E. Wyly, et al., Civil Action No. 10 - CV - 5760 (SAS) (S. D. N. Y., July 29, 2010), available at <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2010/comp21607.pdf>, last visited on 12-1-2016.

市公司董监高所持本公司股份发生变动的,应当自该事实发生之日起2个交易日内,向上市公司报告并由上市公司在证券交易所网站进行公告。与《证券法》第66条第1款相呼应,证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(2016年修订)第53条第1款要求公司年度报告披露董监高年初和年末持有本公司股份、股票期权、被授予的限制性股票数量、年度内股份增减变动量及增减变动的原因;第46条第1款要求披露持股5%以上的大股东的相关持股变动情况(按A、B、H股等种类、是否限售、是否有表决权恢复的优先股进行分类披露)。

3. 证券交易所自律规则层面

《深圳证券交易所上市公司董监高所持本公司股份及其变动管理业务指引》(深证上[2007]61号,以下简称《持股变动指引》)第17条第1款将申报的标的证券范围拓展为上市公司股份及其衍生品种。^[34]第21条则进一步明确了“利用他人名义”持股的四种类型,包括:(1)董监高的配偶、父母、子女、兄弟姐妹;(2)董监高控制的法人或其他组织;(3)证券事务代表及其配偶、父母、子女、兄弟姐妹;(4)证监会、深交所或上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司或上市公司董监高有特殊关系,可能获知内幕信息的自然人、法人或其他组织。上述四类人员买卖公司股份及其衍生品的,也须履行申报义务。^[35]《上海证券交易所上市公司董监高股份管理业务指引》第10条也有类似规定。

(二) 现行规定存在的问题

从上市公司法定内部人持股披露制度的功能定位及域外市场的成

[34] 第17条第1款规定:“上市公司董监高应在买卖本公司股份及其衍生品种的2个交易日内,通过上市公司董事会向深交所申报,并在深交所指定网站进行公告。”

[35] 第21条规定:“上市公司董监高应当确保下列自然人、法人或其他组织不发生因获知内幕信息而买卖本公司股份及其衍生品种的行为:(一)上市公司董事、监事、高级管理人员的配偶、父母、子女、兄弟姐妹;(二)上市公司董事、监事、高级管理人员控制的法人或其他组织;(三)上市公司的证券事务代表及其配偶、父母、子女、兄弟姐妹;(四)中国证监会、深交所或上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司或上市公司董事、监事、高级管理人员有特殊关系,可能获知内幕信息的自然人、法人或其他组织。上述自然人、法人或其他组织买卖本公司股份及其衍生品种的,参照本指引第17条的规定执行。”

熟经验看,市场对万科管理层持股信息的争议和质疑,实已从侧面反映出法定内部人持股披露制度存在不够完善之处,主要包括:

1. 持股申报的标的证券范围过窄,难以充分揭示法定内部人真实权益信息

持股申报的标的证券应当全面揭示内部人在上市公司的真实权益信息,才能实现其功能定位。但目前董监高的持股申报及年报所披露的标的证券范围仅限于所持股份、期权和限制性股票及与本公司股份相关的衍生品种,大股东也仅需就其持有的股份进行分类披露。与境外市场相比,存在披露的标的证券范围较窄的问题。

如前所述,从境外主流经验看,内部人应披露的标的证券的范围,除了所持股份外,还包括“任何利润分享协议的受益或参与凭证;法人设立前凭证或认购证、可转让股份、表决权信托凭证或存托凭证、有限合伙收益凭证、合股企业收益凭证、商事信托受益凭证;任何看涨、看跌、跨式期权;或其他无义务从他人处购买前述证券或向他人出售前述证券的期权”等与股份相关的权益。^[36] 资管计划份额亦包含在内。但根据我国现行规定,内部人只要所持本公司表决权不超过5%,不触发举牌线,其持有的以本公司股票为标的的资管产品、享有的受益份额或其他权益就不在应披露的权益范围内。这也是“宝万之争”中深交所只能询问万科“金鹏”、“德赢”两大资管计划是否构成一致行动人关系,却无权直接要求万科披露其董监高所持资管计划权益细节的原因。

近年来,国内资本市场中上市公司法定内部人通过资管计划等形式进行杠杆融资,参与定增以及在二级市场交易本公司股票的案例日渐增多,^[37] 如康缘药业(600557)、东方集团(600811)的大股东就曾以

[36] Louis Loss, Joel Seligman and Troy Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation* (6th ed.), Volume 2, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p. 931.

[37] 需要说明的是,根据2016年7月最新公布的再融资保荐机构培训材料,证监会已新增窗口指导,大股东参与定增时应直接认购,不得再通过资管计划或有限合伙认购。参见任明杰:《证监会“窗口指导”再融资 大股东不得通过通道参与定增》,载《中国证券报》2016年7月27日版。

分级资管计划进行定增。^[38] 资管计划不仅为内部人间接持股提供了通道,还具备杠杆融资功能,放大了内部人交易本公司股票的市场影响。内部人持有、交易本公司股票及相关权益,是企业价值的重要信号之一,^[39]属于投资者知情权的范畴。如果披露仅停留在“股份”和“股票期权”层面,而不将资管计划等权益包括在内,则内部人持有公司权益及变动的情况不能如实反映,信号传递无法进行,影响外部投资者的投资判断。因此,有必要拓宽持股披露的标的证券范围,将与公司股份关联的权益囊括其中,全面反映内部人与上市公司的利益关系,达到持股披露的目的。

2. 法定内部人持股的认定和计算标准不一致,导致监管套利

目前,上市公司法定内部人持股的认定和计算标准口径不一:(1)对于董事、监事和高级管理职员,采“名义持有”原则。《董监高持股变动规则》第3条仅要求董监高申报“登记在其名下”的股份和相关衍生品种。通过资管计划等间接持股的情形被排除在外。^[40]交易所的《持股变动指引》虽将董监高控制的实体和其近亲属纳入买卖股票申报主体,但在初始申报和定期报告披露、认定短线交易及计算董监高交易数量时,并未将董监高本人名义持股之外的持股情况纳入监管。(2)对于持股超过5%的大股东、控股股东及实际控制人,则采“实质所有”原则,以“控制”要件为准。《公司法》第261条、《证券法》第86条及《上市公司收购管理办法》第12条以表决权的支配、对公司行为的支配为判断标准,将登记在其名下的股份,以及虽未登记在其名下但通过协议或其他安排可以实际支配表决权的股份均视为其“拥有的权益”。^[41]

上市公司大股东权益披露实行“实质所有”原则,而董监高作为公

[38] 李雪峰:《康缘东方两上市公司试水分级融资新模式》,载《证券时报》2013年12月11日版。

[39] 蒋学跃:《境外市场“董、监、高”买卖本公司股票的规定及其启示》,载《证券法苑》2010年总第3卷。

[40] 该条规定:“上市公司董监高所持本公司股份,是指登记在其名下的所有本公司股份。上市公司董监高从事融资融券交易的,还包括记载在其信用账户内的本公司股份。”

[41] 马晓:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第36页。

司日常经营决策的直接参与者,对于公司内部信息的接触比大股东更为便利直接,从内部人披露的规范目的而言,举轻以明重,理应在权益披露上负有更重或不低于大股东的义务,才能保持法律规范内在体系的自洽。但现行董监高“名义持有”的认定标准不仅与成熟市场规定相距较远,与对5%以上股东采用的表决权认定标准相比也较为狭窄,缺乏合理性。从域外经验看,美国内部人持股披露和大额持股披露规则中,大股东(10%以上)在权益认定、计算标准上与董事和高级管理人员一致;而我国香港特区则对董事、高管课以比大股东更严格的权益披露要求,大股东的权益认定和计算仅包括有表决权的股票的权益(但无论其是否有收益权),董事高管的权益认定和计算则包括所有类型股票的权益,包括无表决权的股票(如某些优先股)。

法定内部人持股认定和计算的标准不一致,容易导致监管套利:(1)在打击短线交易方面,证监会、法院已在证券监管执法和司法实践中采取扩张解释的立场,坚持“实质持有”标准,^[42]合并计算受法定内部人控制的他人账户及子公司持股。例如,证监会2011年查处的高新发展(000628)高管王风顺利用其弟账户短线交易案、2014年查处的民生投资(000416)原董事长考尚校利用他人账户短线交易案、2015年国中水务(600187)大股东减持不足6个月后又以控制的企业间接参与定增被否决案;^[43]以及2010年南宁中院和解结案的南宁糖业诉马丁居里投资公司案等。(2)在内部人减持方面,部分上市公司内部人则以《董监高持股变动规则》“名义持有”的规定作抗辩,通过控制的公司间接减持股份规避减持限制。例如,2010年、2012年南国置业(002305)副董事长、董事长分别通过转让其父和本人所控制公司股权的方式,间接减持上市公司股份超过《公司法》规定董事、高管在职期间每年转让股份不得超过所持股份25%的规定,而其证券事务代表、

[42] 曾洋:《修改还是废止?——解释论视野下的〈证券法〉第47条》,载《环球法律评论》2012年第5期。

[43] 参见《中国证监会行政处罚决定书(王风顺)》([2011]9号);《中国证监会行政处罚决定书(考尚校)》([2014]32号);中国证监会《关于不予核准黑龙江国中水务股份有限公司非公开发行股票申请的决定》(证监许可[2015]303号)。

公司公告均以名义持股的规定为由解释其未违规。^[44] (3) 囿于“名义持有”规则, 证券交易所对于上市公司董监高通过资管计划配资持股, 是否受董监高每年减持比例不得超过 25% 的限制, 尚无法给出明确答案。^[45]

法定内部人持股信息披露制度是规范内部人减持、短线交易的监管执法基础, 而有关持股披露的标的证券范围、内部人持股的认定和计算标准不完善, 无疑会留下规避监管的空间。回到“宝万之争”案例, 尽管市场对与万科管理层密切相关的两大资管计划在信息敏感期交易万科股票及万科消极执行公司股票回购计划存有质疑, 但由于要求董监高披露其资管计划持股信息于法无据, 监管机构自然难以认定和监管是否存在违规交易。

五、余论: 现行法定内部人持股披露制度核心构成要件的改进

上市公司法定内部人持股信息披露制度既是防范内幕交易的有力武器, 也是督促内部人履行信义义务, 传递企业价值信号, 提升公司治理水平的重要手段。在现行制度下, 亟须完善法定内部人持股制度的核心构成要件, 避免出现上市公司内部人通过资管计划等方式间接持股的权益披露问题监管无据和监管套利的问题。

(一) 借鉴“权益证券”理念, 拓展内部人持股披露的标的证券范围

基于内部人持股披露的规范目的, 可借鉴成熟市场经验“权益证券”的理念, 修订《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》及《董监高持股规则》, 在大股东和董

[44] 郎晓俊:《南国置业董事长减持有术 拟一次套现 34% 却不违规》, 载《每日经济新闻》2012 年 11 月 22 日。类似案例有, 宝莫股份(002476)董事王会臣在 2015 年股市异常波动、证监会限制上市公司大股东和董监高减持公司股份期间, 通过转让其控制的企业间接减持上市公司股份, 参见黄思瑜:《宝莫股份大股东曲线减持避监管》, 载《第一财经日报》2015 年 7 月 23 日版。

[45] 2015 年 11 月 2 日深交所回复, 资管计划中股份是否受限, 视该资管计划具体情况以及上市公司董监高所作出的承诺而定, 载深交所网站, http://www.szse.cn/main/investor/fwrx_new/39757442.shtml, 2016 年 1 月 5 日访问。

监高持股披露要求中增加“与上市公司股份相关的权益”的表述。

具体而言,应明确大股东及董监高持股披露标的为“所持上市公司股份和与所持上市公司股份相关的权益”。“相关权益”除股票期权外,还应包括享有表决权、决策权或处分权,或享有经济利益的以上市公司股份为主要资产或标的的信托、^[46]资管计划、衍生品或者其他与本公司股价挂钩的合同权利。同时,应披露相关信托、资管计划等产品所持股份表决权如何行使以及处分相关权益的决策机制等信息,并对其拥有表决权、决策权等类似权利所对应的股份数及占总股本的比例单独列示。如登记在本人名下的股份,通过任何形式将表决权、收益权等权利全部或部分让渡于第三方或达成其他协议安排,则应如实披露权利让渡情况并仍应受到减持制度的规制。

(二)采“实质所有”原则,以“拥有权益”解释“持有股份”

为避免内部人利用间接持股规避披露义务,对于内部人持股的认定和计算,应采“实质所有”原则,实行“控制”或“经济利益”任选其一的单一要件制。具体而言,修订《董监高持股规则》第3条,将“登记在其名下”改为“持有”。在此基础上,统一《公司法》、《证券法》、《董监高持股规则》等规则中内部人“持有股份”的认定标准,将其扩张解释为对股份“拥有权益”。不仅包括直接登记在其名下的情形,还包括通过近亲属、控制企业、组织、协议安排等方式间接持有,以及通过支配表决权、控制证券账户等方式持有的情形。

(三)明确法定内部人交易规制中股份数量的认定和计算标准

为避免监管套利,在完善法定内部人持股披露制度的基础上,在内部人减持规则中,明确受限制的股份应按“拥有权益”标准认定及合并计算股份数量。同时,在内幕信息敏感期以及其他限制交易情形中,法定内部人享有表决权、决策权的产品所对应的全部股份应与本人受到同一限制。在证券交易所层面,通过修订相关业务指引,要求大股东、董监高进行初始申报并提供相关身份、账户信息,并在变动时申报及

[46] 为区别于一般性投资产品,可以考虑以相关产品的初始资产配置金额的50%或其他适当比例为界,如果配置本公司股份不小于该比例,该产品和相关合同权利即应披露。

公告。

(四) 引导上市公司自愿披露非常规的内部人权益持有情况

目前,因企业体制改革等原因,境内一些上市公司中还存在如工会持股及类似于万科企业股中心等员工组织的特殊情况。与外部投资者相比,工会和公司员工通常在人事任命、信息取得方面更容易受公司法定内部人影响,性质上接近于员工持股计划,却不受员工持股计划信息披露规则的约束。建议证券交易所在日常监管中以公开问询函的形式,引导上市公司就此类非常规的内部人权益安排根据具体情况比照员工持股计划的披露要求作出充分披露。