

违反“举牌”义务进行股票交易的民事责任探析

【摘要】投资者违反《证券法》规定的“举牌”义务，即违反大额持股披露规则及慢走规则进行股票交易，应如何承担民事责任目前尚无明确法律规定。实践中，违反该规则的违规“举牌”行为屡禁不止，与法律法规不完善密切相关。在因违规“举牌”而引发的诉讼中，对相关股票买卖行为是否有效、违规者如何承担民事责任、是否应限制违规者的表决权等问题存在较大争议。本文结合具体案例，从法律适用的角度，论证了违反大额持股披露及慢走规则买卖股票的行为并不构成无效，但侵犯了股票交易相对方、上市公司以及上市公司股东的知情权，违规者应当承担表决权受限制以及赔偿损失等民事责任。

一、问题的展开

近两年来，“举牌”成为我国A股市场的热门现象。产业资本、保险资金以及超级散户等纷纷加入“举牌”大军。¹而每一次“举牌”往往伴随着股价的剧烈波动，甚至对有些上市公司的公司治理构成影响。在A股市场似乎“根本停不下来”的“举牌”节奏中，违规“举牌”现象亦屡见不鲜。

根据《证券法》第86条的规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行股份的5%时，应在该事实发生之日起3日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知该

上市公司并予以公告；在上述期限内不得再行买卖该上市公司的股票。该条规定以及与之相关的行为被业内称为“举牌”。理论界将该条前后半句所确立的规则称之为“大额持股披露规则”及“慢走规则”。

违规“举牌”即违反前述大额持股披露及慢走规则的行为。据《证券时报》莲花财经记者粗略统计，自2014年下半年以来，A股市场上出现违规“举牌”案例多达20余起。²这些违规者往往增持股份至“举牌”线后未履行信息披露义务；或者不仅未履行信息披露义务，反而持续增持；或者故意隐匿一致行动人关系，动用多个表面分散的账户分别增持，最后缔结成为一致行动人。从动机看，违

¹ 据同花顺统计，2014年至2016年11月底，A股共127家上市公司被举牌256次。引自：丁舟洋，《如果外部资本都不敢举牌收购了，那才是资本市场损失》，新浪网《每日经济新闻》，2017年2月7日。<http://finance.sina.com.cn/roll/2017-02-07/doc-ifayfenm2919703.shtml>，2017年2月7日访问。另据东方财富choice金融终端数据，2016年沪深两市有58家上市公司遭遇近百次举牌，各路保险机构已经买入多家上市公司共计762.36亿股股份。引自：《被刘士余不点名批评的举牌者，到底为哪般？问题又在哪里？》，证券时报网，2016年12月3日，<http://finance.eastmoney.com/news/1350,20161203690194967.html>，

2017年2月4日访问。

² 黄豪、张寒爻：《谁能挡住野蛮人？A股违规举牌乱象调查，个个步步惊心》，证券时报网，2016年6月28日。
<http://www.stcn.com/2016/0628/12773485.shtml>，2017年2月4日访问。在这些违规举牌事件中，比较受到关注的上市公司包括：成都路桥、西藏旅游、*ST新梅、*ST山水、康达尔、卓翼科技、荃银高科等。

规“举牌”不乏以短线获利为目的，另有不少举牌方则目标直指上市公司控制权。违规“举牌”引起了上市公司大股东、控股股东的强烈反弹，纷纷采取相关反制措施，如修改公司章程，限制“举牌”方的表决权³，从而引发上市公司控制权争夺战。一时之间，上市公司控制权争夺案例呈爆发增长态势，从以往零星个案到集中出现上海新梅、成都路桥、康达尔、莫高股份等多家公司的控制权争夺事件。

与此同时，“战火”蔓延至司法领域，出现了多起因违规“举牌”争夺控制权而引发的民事诉讼，如“西藏旅游”案⁴、“上海新梅”案⁵、“康达尔”案⁶、“万科”案⁷。在这些诉讼中，原告有的是上市公司大股东、有的是上市公司、有的是上市公司工会，基本上均提出了要求确认违规“举牌”而买入股票的行为无效，以及在改正前限制违规“举牌”者表决权的诉讼请求，有的还提出了要求抛售违规购买

股票等请求。

随着违规“举牌”所引发的股价波动、公司控制权争夺以及诉讼对抗情况的频繁出现，违规“举牌”引起了市场及媒体的高度关注，并促使监管部门加强监管和查处力度。与此同时，对违规“举牌”行为如何进行规制也引起了证券业和法律理论界的关注和研究。分析违规“举牌”现象频发的原因，大家普遍认为，相关法律法规不完善，违法成本太低是重要因素。相较于目前 60 万元的行政罚款⁸，违规“举牌”所能获得的价值显然不菲，包括减少增持成本、避免反收购，以及规避短线交易和关联交易限制等。更有直白的观点认为，有些一致行动人巧妙利用监管层的行政处罚，通过承认“举牌”违规、甘愿受罚的方式“洗白”其持股行为。对此，有业内人士提出，应当完善监管规定，如对于违规“举牌”者，强制其减持至 5% 以下，个中产生的收

³ 如“成都路桥”修订《公司章程》，规定在购买公司股份过程中未依法履行报告和公告义务……视为放弃表决权，并据此在召开的临时股东大会上，对李勤的表决权予以限制。引自：熊锦秋：《评论：对违规举牌及相关控制权之争应有根治办法》，《证券时报》，2017 年 2 月 3 日。<http://finance.sina.com.cn/stock/t/2017-02-03/doc-ifafenm2559039.shtml>，2017 年 2 月 6 日访问。

⁴ “西藏旅游”案：2015 年 7 月，西藏旅游公司大股东国风集团起诉持股增持至 9.5% 却未及时信息披露义务的胡波、胡彪。国风集团请求法院判令被告持股达 5% 之后买入上市公司股票的交易行为无效、抛售违规购买的股票、不得行使表决权等。国风集团还提出对被告采取限制表决权的行为保全申请，拉萨市中级人民法院裁定支持国风集团的请求，首开 A 股禁止股东权利先例。2016 年 6 月，本案原被告达成和解，被告承诺在持有上市公司股份期间，对上市公司并购重组方案、再融资方案等重大事项，在股东大会表决中均投赞成票等。来源：唐强：《西藏旅游股权纠纷案，胡氏兄弟股东权利被限制》，《证券时报》，2015 年 10 月 23 日。《西藏旅游股权争夺战落幕，胡氏兄弟被‘招安’》，《凤凰财经》，2016 年 6 月 15 日，http://finance.ifeng.com/a/20160615/14488332_0.shtml，2017 年 2 月 3 日访问。

⁵ “上海新梅”案：2015 年 3 月，上海新梅第一大股东兴盛公司将王斌忠等 15 名被告诉至上海市第一中级人民法院，以王斌忠实际控制 15 个账户持续买入上海新梅股票至 14.86% 时均未披露，被中国证监会宁波监管局责令改正，并处以 50 万元的罚款为由，请求判令被告持股达 5% 之后买入股票的行为无效；抛售该部分股票，所得收益赔偿给上市公司；不得享有提案权和表决权等。2016 年 6 月，上海市第一中级人民法院一审判决驳回兴盛公司全部诉讼请求。后兴盛公司向上海高院提起上诉。2016 年 12 月，兴盛公司以当事人达成庭外和解为由撤回上诉。来源：上海市第一中级人民

法院（2015）沪一中民六（商）初字第 66 号民事判决书，来源于中国资本市场信息披露平台，2016 年 7 月 4 日，<http://xinpi.stcn.com/finalpage/2016-07/04/PDF1202447718.shtml>，2017 年 1 月 13 日访问。

⁶ “康达尔”案：2013 年 9 月至 2014 年 3 月期间，林志实际控制 13 个账户持续买入康达尔股票达 15.81%。2014 年 11 月，深圳证监局认定林志构成信息披露违法，对林志作出责任改正、给予警告，罚款 60 万元的行政处罚。2015 年 8 月，林志、京基集团、王东河签署《一致行动人协议》，三方已合计持有康达尔 24.74% 股份。2015 年 12 月，康达尔公司起诉林志、京基集团、王东河等人，请求判令被告不得行使表决权；确认被告不具备收购康达尔的主体资格；被告减持康达尔股票至 5% 以下；减持股票所得收益归上市公司所有等。而京基集团亦因其提案被康达尔 11 名董事拒绝接受，而将康达尔 11 名董事诉至法院，请求确认被告侵害股东股权并进行赔偿。目前相关案件还在审理中。来源：矫月：《康达尔股权斗争不亚于宝万之争，战火蔓延至法院》，《证券日报》，2016 年 7 月 6 日。

⁷ 万科工会向深圳市罗湖区人民法院起诉深圳钜盛华股份、西部利得基金管理公司等，请求确认被告继续增持行为无效，并判令改正无效民事行为，在改正前限制相关股东的权利。广东省深圳市中级人民法院（2016）粤 03 民辖终 3184 号民事裁定书，无讼案例库搜索。

⁸ 目前证券监管部门对违规“举牌”者按《证券法》第一百九十三条的规定，处以责令改正、警告以及三十万元以上六十万元以下的罚款。

益归上市公司所有，如果导致投资者损失的，由违规者赔偿投资者；⁹或者规定举牌者每违规增持 1 元股票，补偿 0.5 元给上市公司。¹⁰法律专业人士提出要明确违反“举牌”义务的民事责任，由法院结合相关法规、司法解释以及上市公司收购的特点，除损害赔偿之外，“创造性”地采用符合证券市场特色的责任承担方式，例如停止交易、卖出超额股份、吐出违法所得以及限制股东权等。¹¹“上海新梅”案进入诉讼后，囊括中国法学界民法、行政法、证券法重量级法学专家，包括江平、王利明、马怀德、姜明安、叶林、董安生、陈甦等多位专家的论证会在北京召开。专家们就上市公司有无权利限制股东的表决权、信息披露违规的“责令改正”如何理解、如果交易有效是否会给市场带来一定的示范效应等问题展开了研讨。¹²不少学者也撰文对该问题进行研究，有的提出违规增持股票行为在相关条件成就时构成内幕交易并应承担相应责任¹³；有的提出要完善违反信息披露义务的行政责任、民事责任和刑事责任¹⁴。

违规“举牌”现象的频发，以及由此所引发的上市公司控制权争夺给法律领域带来新的争议点。本文立足于民事责任研究角度，结合实践案例中的争议问题，对违反大额持股披露及慢走规则的民事责任问题进行探索分析，以期对规范“举牌”行为有所裨益。该民事责任研究具体所涉及的法律问题包括以下几点：一是投资者违反大额持股披露和慢走规则买入股票的行为如何界定，是一般的股票买

卖还是上市公司收购？二是违规买入股票的行为效力如何认定，有效还是无效？三是违规者的行为是否构成侵权？若构成侵权，侵犯了什么权利？四是若构成侵权，应承担哪些民事责任？

二、行为类型之辨析

分析违反大额持股披露及慢走规则的民事责任，首先需要弄清楚争议所指向的究竟是什么具体行为。在涉及违规“举牌”事件中，往往会同时出现“增持股份”、“收购”、“控制权之争”等用语，需要对相互之间的关系进行梳理。

首先，增持上市公司股份不直接等同于上市公司收购。我国《证券法》第四章为“上市公司收购”，但未对其进行定义。从条文内容来看，《证券法》中的上市公司收购包括了 5%以上 30%以下的上市公司大额持股变动、预定收购比例不低于 5%的自愿要约收购、持股超过 30%而触发的强制要约收购、协议收购和间接收购等。《上市公司收购管理办法》也未对“上市公司收购”作出明确定义，但在具体条文中区分了“上市公司的收购”和“相关股份权益变动活动”两个名词。由此可见，我国证券法规体系并未如有些国家，对大额持股披露规则与收购规则进行有效区分¹⁵，而是将持股变动作为上市公司收购事项的一个环节和部分予以规定。这种做法事实上导致大额持股规则作为收购规则的附属品而存在，引发实际认知和执行上的混淆，将一些并不涉及控制权变动的短期投资行为看成上市公司

⁹ 《A 股举牌乱象频出，监管亟待完善》，中国证券网，2016 年 8 月 4 日，
http://company.cnstock.com/company/scp_dsy/tcsy_rdgs/201608/3863930.htm，2017 年 2 月 8 日访问。

¹⁰ 同 1。

¹¹ 杨坤、樊建：《明确‘违规举牌’民事责任刻不容缓》，《国际金融报》，2016 年 6 月 20 日。<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-06-20/doc-ifxtfmrp2356958.shtml>，2017 年 2 月 8 日访问。

¹² 吴婧：《解密上海新梅控制权争夺》，《国际金融报》，2015 年 4 月 20 日。<http://stock.hexun.com/2015-04-20/175112906.html>，2017 年 2 月 4 日访问。

¹³ 陈洁：《对违规增持减持股票行为定性及惩处的再思考》，《法学》，2016 年第 9 期。

¹⁴ 莫壮弥：《试析违反权益披露义务的法律后果》，《金融法苑》，2016 年第 1 期。

¹⁵ 如在香港，“权益披露”是《证券及期货条例》的专章，而公司收购制度则规定于《收购及合并守则》中。欧盟分别发布了《透明度指令》与《收购指令》，前者规定持股披露制度，后者规定公司收购制度。日本《金融商品交易法》中持股披露制度设专章独立规定。转引自：孙秀振，《股市“举牌”披露机制应进一步完善》，《中国证券报》，2016 年 7 月 13 日。

收购事项¹⁶。严格来说,要构成收购,其前提是发出收购要约、进行协议收购或有关部门认可的其他合法收购方式。因此,增持上市公司股份达5%以上不直接等同于上市公司收购。

其次,增持上市公司股份不必然引发公司控制权之争。通常来说,上市公司收购的目的是取得目标公司的控制权。但是,包括我国在内的许多国家法律对上市公司收购的规定并未强调取得、达到实际控制权¹⁷。只要是持股比例(包括一致行动人)达到有表决权股份的5%,就纳入了《证券法》中有关上市公司收购的规范范畴。这种情况下的股权一般不能够对上市公司拥有控制权,只是日后可能发展成为控股股东。在少数情况下,即使达到30%的持股比例也不一定能够控制上市公司。因而,增持上市公司股份仅是控制上市公司的前期行动,要取得上市公司控制权除了在股权层面占有较高比例之外,通常还需要在董事会层面和公司实际经营层面取得控制地位。因此,不能仅凭增持上市公司股份的行为就认定投资者意欲争夺上市公司控制权。实践中,也出现了举牌方主动声明并不谋求上市公司控制权的事例¹⁸。

第三,违反《证券法》第86条规定的行为只是一般的股票买卖行为。投资者违反大额持股披露及慢走规则增持上市公司股份,有可能只是短期财务投资,也有可能意图谋求上市公司控制权,属于上市公司收购的前奏。但就其行为表现而言,均是通过证券交易市场进行股票买卖行为。在美国证券市场,《威廉姆斯法》充分考虑了短期财务投资和意图获取控制权行为对股价和其他投资者影响的差异性,针对性地设计了不同的披露内容要求。而我国目前的大额持股披露规则并不要求投资者披露大

额持股变动意图,因此,就《证券法》第86条规定的本意而言,持股达5%以上未过30%的,其持有人是法律上的信息披露义务人,而不是对公司进行收购的收购人。也就是说,如果没有其他相关行为或者证据能够认定投资者的行为构成上市公司收购的,违反《证券法》第86条规定的行为只是一般的股票买卖行为,而不是上市公司收购行为。

三、股票交易行为的效力

对违反大额持股披露和慢走规则而买卖股票的行为,其效力判断无外乎两种观点,有效亦或无效。

对照《民法通则》、《合同法》以及证券法律规范中关于民事行为效力的相关规定,持无效观点的理由可能包括以下几个角度:(1)违反大额持股披露义务的行为在性质上属于虚假陈述类证券欺诈行为,可以参照最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》的相关规定,认定行为无效;(2)《证券法》关于投资者持股达到5%应当进行信息披露,以及在特定期限内“不得再行买卖该上市公司股票”的规定属于法律的强制性规定,违反大额持股披露和慢走规则的行为违反了该法律强制性规定;(3)行为人违反大额持股披露和慢走义务增持股票的行为属于“以合法形式掩盖非法目的”的行为,其主观意图即在于规避《证券法》所要求的大额持股披露和慢走义务;(4)违反大额持股披露和慢走义务的行为使其他投资者失去平等交易机会,并不正当获取巨额利益,因此,该种行为违反了证券市场公开、公平、公正原则,损害了社会公共利益。基于这些角度的分析,从而得出违反大额持股披露和慢走义务而买卖股票的行为,已经符合《民法通则》、《合同法》中有

¹⁶ 孙秀振:《股市“举牌”披露机制应进一步完善》,《中国证券报》,2016年7月13日。

¹⁷ 西北政法大学课题组:《上市公司收购法律制度完善研究》,《证券法苑》(2014)第十卷,第251-284页。

¹⁸ 北京银行在披露权益变动报告书中称,新华联控股通过在股票交易市场上买入其股票,持股比例达5.03%。报告披露,新华联控股表示,此番举牌并不谋求对北京银行的控制权。来源:《举牌收购何须声明不谋求控股》,《南方都市报》,2016年10月22日。

关民事行为及合同无效的规定，应当被认定为无效。

持有效观点者最核心的理由是：与传统民法规范相比，证券交易作为商事范畴应注重保护交易便捷和交易安全。由于证券场所具有的匿名交易、连续交易、涉及众多投资主体等特征，证券交易具有无因性、流动性、集中性等特征，且奉行绝对的外观主义，因此，为了维护证券市场的有序和稳定，《证券法》第 120 条规定了“按照依法制定的交易规则进行的交易，不得改变其交易结果。”根据“特别法优于一般法”的基本原则，应当适用《证券法》第 120 条所确定的“交易结果恒定原则”。据此，即使证券交易的背后存在违规情形，但只要交易行为本身符合交易规则，则交易行为本身的效力不因违规行为而受到影响。上海新梅案一审判决亦根据《证券法》第 120 条认定被告违反大额持股披露和慢走义务买入股票的行为有效。

两种观点的冲突体现了传统民事理念与商事理念的差异。笔者认为，商事行为效力认定的核心问题是对法律价值导向的取舍。以下从两个角度对该问题进行分析：

1、探求立法目的。《证券法》第 86 条的立法目的何在，究竟是效力性规范还是管理性规范。如果某规定是为否定某种行为的效力而设，则违反该规定即导致交易的无效；如果某规定仅以某主体履行某种义务为内容，而不是以否定某种行为效力为内容，则违反该规定仅仅是让违反义务者承担某种责任，并不产生否定效力的后果¹⁹。分析《证券法》第 86 条，该条一个内容是“大额持股披露”，另一个内容是“慢走”。该“慢走”不应理解为“不能走”。因此，笔者认为，《证券法》第 86 条的立法目的属于对投资者义务履行的要求，而不是意欲否定该种股票交易行为的效力。因此，《证券法》第 86 条应

当被理解为管理性规范，而不是效力性规范。

2、平衡价值取向。无效观点主要从传统民事理念角度出发，注重对公平公正原则的维护。有效观点从商事理念出发，追求对促进交易的保护。应当说，违反大额持股披露与慢走规则的行为确实违反了证券市场公开公平公正的原则，但证券市场的特殊性又确立了“交易结果恒定原则”，否定效力意味着对“交易结果恒定原则”的破坏。“两害相权取其轻”，笔者认为，违反大额持股披露与慢走规则对于证券市场公开公平公正原则的侵害是有限的，并且可以通过让违反义务者承担相应的责任来进行弥补，而否定效力对于“交易结果恒定原则”的破坏以及对于证券市场则具有较强的负面影响力。因此，笔者倾向于遵循“交易结果恒定原则”，认定违反大额持股披露和慢走规则而买卖股票的行为有效。

四、是否侵权以及侵犯了何种民事权利

虽然基于证券交易的特殊性，认定违反大额持股披露及慢走规则买卖股票的行为有效，但交易本身有效不影响对交易背后违规行为的侵权认定。投资者违反《证券法》第 86 条所规定的大额持股披露义务，其行为显然具有违法性，且行为人具有主观过错。同时，由于投资者没有履行信息披露义务，使本不应该成交的股票交易成交，相应的使交易对手方及其他相关权利人的权利受到侵害。因此，投资者违反大额持股披露与慢走规则的行为符合侵权的构成要件，应当认定构成侵权。

值得研究的是，违法交易者侵犯了哪些民事主体的什么权利？笔者从违反大额持股披露和慢走规则买卖股票行为所涉及的股票卖出方、上市公司、上市公司其他股东这三类民事主体角度分别加以

¹⁹ 王保树：《商事审判的理念与思维》，《山东审判》，2010 年第 8 期。

分析。

1、对股票卖出方权利的侵害

这里的股票卖出方，是指与违规“举牌”方进行股票买卖，卖出股票的上市公司原股东。有人提出违规“举牌”方侵害的是股票卖出方的交易机会权。违法交易者作为信息披露的义务人由于不正当信息披露，使作为该上市公司的股东无法获知违法交易者已成为公司大股东的信息，因而无法了解违法交易者的情况、分析违法交易者行为，无法判断公司所面临的形势和公司股票价格可能出现的新情况，继而无法决定是否继续持有、增持或者卖出该公司的股票，使其丧失了卖出或者买进的交易机会²⁰。笔者认为，该观点不完全准确。就交易机会权而言，《证券法》所禁止的只是违法交易者的交易行为，并不必然推导出交易对手交易机会的丧失。在违法交易者的禁买期内，该公司的股票仍然在进行正常的交易，不能卖给违法交易者并不等于不能卖出股票，市场投资者自始至终都能交易，交易权没有收到限制或剥夺。因此，投资者违反权益披露义务侵犯了交易对手交易权的观点不能成立。

《证券法》第86条确定的大额持股披露规则，一个重要目的和功能在于，通过披露上市公司股东的大宗股份买卖行为，防止市场操纵行为的发生，使投资者能在公司股权结构发生重大变化时及时了解相关信息，并基于这种信息作出相应的投资判断。同时，由于大额持股变动在一定程度上暗示着潜在收购方的收购意图以及收购的可能性，而上市公司收购所引发的控制权争夺与股票二级市场股价之间存在高度的关联性，通常会导致上市公司股票二级市场价格大幅波动。为避免大股东争斗事件误导中小股东的投资决策，解决争斗股东和中小股东之间的信息不对称问题，就必须督促上市公司及

争夺控制权的股东进行信息披露²¹。因此，违反《证券法》第86条所规定的大额持股披露义务的行为侵害了股票卖出方的知情权。

2、对上市公司其他股东权利的侵害

这里的上市公司其他股东，是指在违规“举牌”方交易之前就持有上市公司股份，以及在违规“举牌”方交易之后继续持有上市公司股份的股东。在“上海新梅”案中，原告兴盛公司提出其作为上市公司大股东，被告侵害了其知情权、控制权和反收购权。以下对此分别予以分析。

其一，控制权问题。实践中，有些违规“举牌”方违反大额持股披露义务持续购入上市公司股份，并提议召集临时股东大会、更换董事，目标直指上市公司控制权。而当控股股东以诉讼方式维护其“控制权”时却发现，上市公司的“控制权”并非法定的股东权利。这涉及对控制权性质的理解问题，即控制权的性质是权利还是权力。对此，不同国家的立法模式不一样。根据我国《公司法》的规定，控股股东是指：持有的股份占股份有限公司股本总额百分之五十以上的股东；持有股份的比例虽然不足百分之五十，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会的决议产生重大影响的股东。因此，上市公司的控制权仅表现为投资者根据其投资比例依法享有的对公司管理事务表决权的大小，并非控股股东依法所应享有的股东权利。由于控制权并不构成法定权利，因此违反大额持股披露义务的行为也就谈不上构成对上市公司股东控制权的侵害。

其二，反收购权问题。结合国、内外证券市场的现状，所谓反收购是指在目标公司管理层不同意收购的情况下，为了防止公司控制权转移而采取的

²⁰ 娟月：“上海新梅股权之争风波再起”，《证券日报》2015年1月13日。

²¹ 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”，《证券法苑》（2014）第十三卷。

旨在预防或挫败收购者收购目标公司的行为。我国《公司法》、《证券法》都未对上市公司反收购作出明确规定。《上市公司收购管理办法》从鼓励收购及其权力归属、措施行使等规定中透露出对于目标公司反收购的些许规定。其中,《上市公司收购管理办法》第8条重点强调了目标公司管理层对公司及股东的忠实、勤勉义务,对被收购公司管理层采取反收购措施进行了规制,明确目标公司管理层只有在维护公司及股东合法利益的前提下才可以采取合法的反收购措施。有观点认为,该条规定另一方面也蕴含着,不再禁止目标公司董事会在有利于维护本公司及其股东的利益的前提下提出有关反收购的议案和采取反收购措施²²。但无论如何解读,在我国目前《公司法》和《证券法》的规定之下,反收购既非法律概念,亦非上市公司控股股东的一项法定权利。因此,认为违反《证券法》第86条大额持股披露义务的行为侵害了上市公司控股股东反收购权的主张难以成立。正是由此,在“上海新梅”案一审判决中,法院未支持原告所提出的被告侵害其控制权与反收购权的主张。

其三,关于上市公司股东的知情权。《证券法》第86条所规定的权益披露义务,其制度目的除了使市场投资者及时了解公司股权结构发生重大变化信息之外,同时也是使目标公司和目标公司其他股东及时了解可能导致上市公司收购的敏感交易,避免收购要约的突然公布使目标公司股东和管理层措手不及。因此,对第86条大额持股披露义务的违反,显然侵害了上市公司股东的知情权。虽然前文提出,投资者违反权益披露义务买卖股票的行为不一定是收购行为,但无论是构成收购,还是仅仅为大额持股变动,上市公司及其股东都有相应的知情权。

3、对上市公司权利的侵害

与“西藏旅游”案和“上海新梅”案由股东提起诉讼所不同的是,“康达尔”案是由上市公司为原告提起诉讼。被告违反大额持股披露义务的行为是否侵害上市公司的权利,关系到原告主体资格问题。如前分析,《证券法》第86条的功能,除了使投资者知悉相关信息之外,亦包括使上市公司及上市公司股东知悉大额持股变动信息。因此,违反该义务亦构成对上市公司知情权的侵害。

综合以上分析,投资者违反《证券法》第86条大额持股披露和慢走规则而买卖股票的行为构成侵权,侵害了股票买卖的交易对方、上市公司股东以及上市公司的知情权。

五、民事责任的承担

根据《侵权责任法》的规定,侵害民事权益,应当承担侵权责任。违规“举牌”的行为对股票交易对方、上市公司股东以及上市公司知情权的侵害,会导致相关主体的经济利益受损,依法应予赔偿。同时,违规“举牌”者亦不应从其违反义务的行为中获得不应有的利益。虽然目前法律法规对违反大额持股披露义务与慢走义务所应承担的民事责任未作出明确规定,但相应的民事责任承担从《侵权责任法》、《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》等法律、法规、司法解释以及法律原则中完全可以找到依据。所要研究的具体问题包括:民事责任与行政责任之间的关系,应承担何种民事责任。

1、“责令改正”的行政责任不能取代民事责任

目前《证券法》对于违反信息披露义务规定了相应的行政责任。主要见于两个条文:一是《证券

²² 陈承美:“上市公司反收购决定权归属问题研究”,《天津市政法管理干部学院学报》,2009年第3期。

法》第 193 条²³，即虚假陈述责任的规定；另一个是《证券法》第 213 条²⁴，即收购人在上市公司收购活动中未依法履行公告、发出收购要约、报送收购报告书等义务而应承担责任的規定。《证券法》第 86 条规定在“上市公司的收购”这一章，从契合性与对应性的角度来看，对该条义务的违反应当适用《证券法》第 213 条的后果处理。但实践中行政处罚案例却未适用《证券法》第 213 条，而统一适用《证券法》第 193 条关于虚假陈述的责任条款。究竟何种原因，尚无官方解释。笔者认为，该认定与前文观点角度相似，即未将违反《证券法》86 条的行为认定为收购行为。

《证券法》第 193 条和第 213 条都规定了“责令改正”的责任承担方式，但就违反《证券法》第 86 条规定的行为而言，如何“责令改正”尚不清晰。

《证券法》第 193 条的“责令改正”指向信息披露，我们可以推论，责令改正的内容理应为“对信息披露违规情形”的改正，该条并不包括在禁止交易期买卖股票的改正问题。《证券法》第 213 条规定：

“在改正前，收购人对其收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购的股份不得行使表决权。”言外之意，如果收购人改正了违规行为，则能行使表决权，而表决权的行使必须以收购人在改正违规行为后仍然持有权益股份为前提。所以，《证券法》第 213 条的责令改正并不涉及违规持有的权益股份如何处理或者如何改正的问题²⁵。

对于在禁止交易期买卖上市公司股票如何处理的问题，根据现行《证券法》，最为可能适用的是《证券法》第 204 条，即“违反法律规定，在限制

转让期限内买卖证券的，责令改正，给予警告，并处以买卖证券等值以下的罚款。”但《证券法》第 204 条对应的是《证券法》第 38 条关于禁售的规定，主要针对投资者已经持有的股票在禁售期内再转让的行为。而在“慢走”禁止交易期内买卖股份，并不是违反关于禁售的规定。因此，对于违反《证券法》第 86 条“慢走”规则买卖股票的行为适用《证券法》第 204 条是比较牵强的。

有观点提出，现行《证券法》相关法律条款的文义不能涵盖《证券法》第 86 条所述违反大额持股披露及慢走规则买卖股票问题，形成了法律漏洞²⁶。笔者对此予以赞同。《证券法》第 120 条确定了“交易结果恒定原则”，但该条同时规定，“对交易中违规交易者的民事责任不能免除”。因此，该法律漏洞不在于立法对相应的行政责任和民事责任没有规定，而在于对如何承担责任存在疏漏。笔者认为，在法律对具体如何承担民事责任没有明确规定的情况下，就其民事责任承担方式仍然可以根据《民法通则》、《侵权责任法》、以及《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》等基本法律和相关法规、司法解释等来进行认定。

同时，相应行政责任的承担不能免除民事责任。在“上海新梅”案中，王斌忠缴纳了 50 万元罚款，与一致行动人进行了补充信息披露。一审判决据此认为，相关证券监督管理部门并未进一步责令改正其他违法行为，或要求进一步补充信息披露，……，因此，原告以被告尚未完成行政处罚责令改正事项为由，要求限制被告行使股东权利及处分股票权利

²³ 《证券法》第 193 条：“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露信息，或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，给予警告，并处以三十万元以上六十万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”

²⁴ 《证券法》第 213 条：“收购人未按照本法规定履行上市公司收购的公告、发出收购要约等义务的，责令改正，给予警告，并处以十万元以上三十万元以下的罚款；在改正前，收购人对其收购或

者通过协议、其他安排与他人共同收购的股份不得行使表决权。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。”

²⁵ 李振涛：“我国上市公司大额持股变动的法律责任探析”，《法律适用》2016 年第 1 期。

²⁶ 同注 20。

的诉讼请求缺乏事实与法律依据。笔者认为，行政责任与民事责任是两种不同的责任，在法律没有明确规定的情况下，民事责任的承担与否不以行政责任承担为前提。在大庆联谊虚假陈述侵权案中，最高人民法院认定，大庆联谊公司因虚假陈述行为被中国证监会予以行政处罚，不影响其对因给投资者造成的损失承担民事赔偿责任。行政责任与民事责任是两种不同的责任，不存在重复或追加处罚的问题²⁷。该思路对认定违反《证券法》第 86 条大额持股披露和慢走义务的行为同样有借鉴意义。

2、承担何种民事责任

根据《侵权责任法》的规定，侵犯财产性权益的责任承担方式主要有：停止侵害、排除妨碍、消除危险、返还财产、恢复原状、赔偿损失等。同时，根据《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，信息披露义务人违反法律规定，进行虚假陈述并造成证券市场投资者损失的，应当承担民事赔偿责任。笔者以此为基础，推导出违反大额持股披露和慢走义务的民事责任承担方式。

由于《证券法》第 86 条本身就规定了慢走义务，因此，对于违反大额持股披露义务的，采取停止侵害的责任承担方式，即在法定的时期内不得再行买卖股票，应属毫无疑问。如前文所分析，由于证券市场特殊的“交易结果恒定规则”，违反大额持股披露和慢走义务而买卖股票的行为有效，因此，返还财产，恢复原状的责任承担方式应不予适用，

即不应强制投资者抛售超比例收购的股份。结合排除妨碍、消除危险、赔偿损失的本义，笔者认为，违反大额持股披露和慢走义务的民事责任承担方式，应当主要包括表决权限制和赔偿损失。

其一，表决权限制。如前分析，由于违反大额持股披露与慢走义务买卖股票的行为属于侵权行为，侵犯了上市公司其他股东以及上市公司的知情权。而侵犯该知情权导致《证券法》第 86 条所设立的“预警式披露”机制失灵，使得上市公司其他股东以及上市公司不能及时了解和避免上市公司收购的情形，类似于使上市公司其他股东以及上市公司处于某种“危险”之中。而违规者表决权的行使是使这种“危险”成为现实的重要手段。因此，消除危险，即限制表决权应当属于对该种侵权行为进行制裁的应有之义。对此，韩国、我国台湾地区等国家和地区的立法有明确规定²⁸。在证券市场发达的美国，有限制表决权的判例，虽然有争议，但这一先例目前仍被沿用²⁹。

我国《收购管理办法》第 75 条也有类似限制表决权的规定。虽然前文主张违反《证券法》第 86 条的行为不能简单等同于收购行为，但《收购管理办法》第 75 条的相关思路可以作参考。根据该条，违反上市公司收购及相关股份权益变动信息披露的，在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。有学者以该条规定属于对《证券法》的严重越位为由，主张该规定不具备法律效力³⁰。笔者从立法法的角度上予以认同。对

²⁷ “陈丽华等 23 名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案”，《最高人民法院公报》2005 年第 11 期。

²⁸ 韩国《资本市场法》第 150 条规定，“未依据本法第一百四十七条（大量持有股份等状况的报告）第一款、第三款和第四款的规定进行报告者……在总统令规定的期间内，对于超过表决权发行股份总数百分之五的违反份额，不得行使表决权。”该法第 145 条规定：“违反本法第一百三十三条（公开收购的适用对象）第三款或者第一百三十四条（公开收购公告和公开收购申报书的提交）第一款、第二款规定的收购等股份的，自收购之日起不得行使该股份（包括因行使与该股份等相关权利等而取得的股份）的表决权；同时，金融委员会可以责令其在六个月以内处分该股份等。”台湾《企业并购法》增订第 27 条之二：“为并购目的，依本法规定

取得任一公开发行公司已发行股份总额超过百分之十股份者，应于取得后十日内，向证券主管机关申报其并购目的及证券主管机关所规定应行申报之事项；申报事项如有变动时，应随时补正之。违反前项规定取得公开发行公司已发行有表决权之股份者，其超过部分无表决权。”

²⁹ 参考案例：Bath Industries, Inc. v. Blot, 427 F.2d 97, 113 (7th Cir.1970); Champion Parts Rebuilders, Inc. v. Cormier Corp., 650 F. Supp. 87(N.D. Ill. 1986)。该案认可了停止违规者表决权的请求。虽然也有美国法院趋于保守，未能支持限制表决权的请求；也有证监会、法律人士，甚至是沿用此案例的法院曾对此提出不同意见，但是这一先例目前仍被遵循。

³⁰ 同注 12。

于民事权利的限制，只有法律和行政法规才能作出，部门规章应当没有这个效力。但由于存在法律漏洞，从司法能动性的角度而言，完全可以在具体案件审理中由最高人民法院通过司法解释的形式对该问题进行明确。

限制表决权是否应区分买卖股票的目的是谋求上市公司收购，还是纯粹财务投资，国外立法有相关制度安排，就我国国情而言，该区分意义不大，对于违反大额持股披露和慢走规则买卖股票的行为一律予以表决权限制不失为一种简便高效之举。关于表决权限制的范围，应界定在超比例购买而未披露部分的股份。

其二，赔偿损失。如前分析，违反大额持股披露与慢走规则买卖股票的行为主要是对信息披露义务的违反，侵犯了交易对手方的知情权。侵犯该知情权对交易对手方进行投资决策造成了影响，有可能造成投资者的损失。对此，违规者应承担赔偿损失的责任。关于损失的具体计算，可以参照最

高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》，综合参考因果关系、损失金额、系统风险排除等问题，根据具体案情加以认定。违反大额持股与慢走规则买卖股票是否会对上市公司以及上市公司股东造成财产性利益损失，则应当由上市公司及上市公司股东予以举证证明。如造成相关损失的，亦应予以赔偿。

综上所述，与域外成熟市场证券法律制度相比，我国《证券法》中关于大额持股变动的法律规制，以及违反慢走规则的后果处理等规定不够具体且不完善。我们期待《证券法》修改完善相应规则，同时也希望司法能够形成富有前瞻性的、逻辑自治的判例，明确违反大额持股披露及慢走规则买卖股票的行为有效，但对该侵权行为课以表决权限制及赔偿损失等民事责任，从而切实保护相关权利主体的合法权益。

姚蔚薇 顾 问 电话：86 021 2208 6372 邮箱地址：yaoww@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

