

上市公司股权转让诚实信用原则 扩张适用研究

——以上市公司股权转让信息披露为视角

刘云亮*

内容摘要:上市公司股权转让信息披露,将影响证券二级市场股价走势,触及证券市场众多投资者合法权益,是证券市场重要的监管环节。诚实信用原则扩张适用,有助于推动股权转让信息披露真实性、准确性和完整性,确保诚实信用原则有效适用,充分彰显证券市场的公共性、秩序性、公平性和安全性。诚实信用原则扩张适用效力,重在保障证券市场主体恪守诚信,防止欺诈、内幕交易和操纵证券市场等证券违法行为。股权转让信息披露,完善诚实信用原则扩张适用机制措施,将其具体化和司法化,成为证券市场秩序的基本准则和秩序内容之一。

关键词:股权转让 信息披露 诚实信用 扩张适用

一、问题的提出

民事活动强调当事人平等,突出诚实信用,并将其列为“帝王条款”地位。如《民法总则》第7条明确从事民事活动的民事主体“应当遵循诚信原则,秉持诚实,恪守承诺”,这表明《民法总则》仍与《民法通则》第4条将等价有偿与自愿、公平、诚实信用并列为一项广义的基本民事法律原则,促成诚实信用原则彰显其商法价值性。上市公司股权转让行为,更是将诚信作为商人的道德与法性所现。证券市场法治,关键是规制信息披露行为,并将其视为证券法禁止交易行为情形。2016年11月至2017年5月所发生的万家文化股权转让事件,^[1]表明上市公司股权转让信息披露对证券市场影响不可忽视,强烈关注更多中小投资者处于信息明显不对称状态。股权转让信息披露诚实性、透明性、合法性和监管有效性,以及确保诚实信用原则适用等,成为证券法修订关注点。笔者从上市公司股权转让信息披露,剖析诚实信用原则扩张适用现象、效力及其规制等有关问题。

二、诚实信用原则扩张适用现象

诚信源于道德规范和伦理要求,跃升至法律规范,成为民事活动基本原则。一方面表明诚实信用

* 西南政法大学经济法学院博士研究生,海南大学法学院教授。

本文系卢代富教授主持国家社科基金重点项目“‘宽进严管’背景下市场主体信用监管制度研究”(项目批准号:16AFX016)阶段性研究成果。

[1]具体参见万家文化再收监管函,要求说明解除股权转让详细过程,戴凤凰网,2017年6月21日。

原则已具有普遍意义,能体现伦理道德范畴且贯通整个民事活动基本准则;另一方面从古罗马法,到近现代民法,诚实信用等道德规范已法典化,成为现代民法一项基本原则,并将其扩展至商事活动重要原则。诚实信用原则适用情形及其法典化进程,表明该原则扩张适用的普遍意义。

(一)诚实信用原则扩张适用情形

诚实信用原则扩张适用,表现为民事主体诚意,从最初道德规范要求,发展至民事法律规范准则限定。其要求明确民事主体主观要件,充分表明其心境状态,防范民事、商事欺诈,确保民事活动有序和商事活动公平公正。股权转让,在不得损害第三人和证券市场公共利益前提下,忠诚履行义务,守信诺言。该原则适用,已充分显现其扩张适用趋势。其扩张适用具体情形有如下:

一是主体扩张。股权转让信息披露主体是上市公司及其控股股东,适用该原则属于主体本位义务,而股权受让人,即新股东成为上市公司实际控制人,中国证监会通过发出问询函,要求相关主体就此披露相关信息,这表明适用主体已经扩张了,从上市公司及其股东,扩张到与此次股权转让相关主体。如证监会有关信息披露的警示函内容,^[2]表明实际控制人要履行诚实信用原则义务,即将成为上市公司新实际控制人也要承担诚实信用原则义务。

二是内容扩张。股权转让是一种特殊商行为,诚实信用原则扩张适用不仅是一般意义要求,而是转让行为信息披露诚信规范要求。其扩张情形受制于市场秩序性和公共性等因素,其扩张内容表现为转让协议条款等。诸如转让协议所记载成交方式、价格、成交量、资金来源及其支付方式时间、有无担保、关联性、受让方履约力、受让方有无增持计划、出让方有无继续减持设想等,都成为信息披露诚信与否的因素,此乃其适用内容扩张情形所现。若信息披露不明不实,将导致市场灾难。如英力特控股股东转让股权,因传上海盛大集团介入受让股权,导致其股价超涨 2.6 倍。^[3]诚实信用原则适用内容扩张,可确保市场公平运行,保障市场内外公正,维护市场健康持续稳定发展。

三是监管机制扩张。许多证券违法行为,与信息披露息息相关,强调股权转让信息披露,正是防范证券交易缺失诚信行为,打击违法行为。强化监管机制适用诚实信用原则,有助监管部门防控证券欺诈行为、虚假陈述和披露信息不实等违法行为。证券立法须重视市场信息对证券价格影响,重在规制上市公司相关信息披露,并明确规定违反前述规则的行为规定罚则。^[4]监管机制核心价值在于能迅速反映和查处有失诚信行为,且包含监管机构执法和守法行为诚实性信用度状况,严禁有违诚信言行。

四是其他扩张情形。证券市场过度投机,贪图短期利益,市场缺乏诚信度,对上市公司缺失信任度,投资者对其业绩难以信服。正是如此,中国证监会出台鼓励上市公司现金分红措施,培育投资者持股信心,孕育市场诚信氛围等。如此表明,无论是股权转让行为,还是一般交易行为,诚实信用原则扩张适用情形将不断扩散,这将成为我国证券市场新常态新趋势。

(二)诚实信用原则扩张适用趋势

我国《证券法》第 4 条明确规定,证券发行交易活动当事人应遵守诚实信用原则;第 5 条规定禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为。这就信息披露恪守诚实信用,仅作原则性规定,即“必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。强调股权转让遵循诚实信用原则,强制实施信息披露制度等保障机制,不仅是证券市场稳定健康持续发展需求,而且强化诚信原则扩张适用也会成为一种必然趋势。股权转让信息披露要求越来越严格,就披露内容、情形、重组、目的及其计划公告等方面都有“三性”监管,表明该原则扩张适用趋势清晰如下:

一是扩张面拓宽。市场经济法治建设,私法领域得到长足发展,私人个体权利也得到全面拓宽。

[2]关于对苟建华采取出具警示函措施的决定,载新浪财经网站 http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/v/CB_AllBulletinDetail.php?stockid=600537&id=3471922,2017 年 12 月 15 日。

[3]《英力特:盛大受让控股权不属实》,《股市动态分析》2016 年第 48 期。

[4]朱庆:《证券高可程度信息的相关法律问题——以股份回购为视角》,《法学》2015 年第 1 期。

强化权利观,注重个体权益保护,引发和加剧权利扩张现象风险。^[5]诚实信用原则扩张适用趋势愈加显然,强化主体诚信义务意识,也抵消了权利扩张的副作用。证券交易主体,必须确保信息披露真实性,恪守诚信,这是证券法治核心义务和根本要求。上市公司股权转让,已成为当下证券市场热炒概念之一。^[6]股权转让主体信息披露,集中体现诚实信用原则扩张适用趋势要求,也成为市场监管重点所在。这表明其扩张适用,不仅限于股权转让信息披露主体,还涉及为其提供服务的其他主体,如第三方中介服务机构及其人员、网络交易服务平台、交易登记服务机构等。这预示着证券市场主体遵循诚实信用原则,行使其权利,履行其义务,是发展和完善证券市场的一项基本趋势要求。

二是扩张度加深。股权转让涉及证券市场投资者利益,其行为是否诚信,与证券市场法治秩序等密切相关。股权转让相关因素,成为披露信息“三性”判断标准来源,如为了查明真实意思,监管部门发问询函,问询受让人未来一定期限内是否还要持续增持股份,还问询受让属于战略性投资,还是以控股经营为目的,甚至问询是否属于一致行动人。^[7]这表明诚实信用原则扩张适用度要求尤其紧要,其有深度要求,甚至还问询受让人受让后是否还有更大意图。如此扩张,受让人很难适应。如此之问,足见诚实信用原则扩张适用深度超然。

三是扩张规制变细。股权转让涉及重大资产重组,敏感非常,对此强化扩张适用,彰显证券市场公平秩序价值所需。由此中国证监会2016年9月修订了《上市公司重大资产重组管理办法》,^[8]从严明确上市公司股权转让引发重组情形及其程序等规则,细化上市公司控制权变更程序规则要求,受让股份需锁定三年等。其旨于确保受让人能恪守诚实信用原则,稳定证券市场,实现证券投资者坚定持股信心,如此也显示了诚实信用原则扩张适用规则细化之趋势。

认知和把握股权转让诚实信用原则扩张适用情形及趋势,有助于理解商法诚实信用原则适用的特殊意义。现在互联网经济迅猛发展,涌现许多商事主体。商事规则中主体特殊性,亟须现代商法原则适应之。^[9]股权转让诚实信用原则扩张适用,印证了商法原则适应股权转让规制特殊性要求和趋势所现。

(三)诚实信用原则扩张适用原因

诚实信用原则扩张适用,有助于中国证监会强化市场监管,查处许多违法案件,助推构建以信息监管为核心的市场监管机制。信息披露目的在于为中小股东提供对等信息,投资者据此自主决策,但上市公司及其相关主体不得披露误导或者欺骗投资者的信息。^[10]诚实信用原则扩张适用,根本原因在于强化信息披露监管,确保披露信息“三性”,有助于维护市场公正性。其扩张适用原因如下:

一是从严规范信息披露和增强市场透明度所亟需。前文所述扩张适用情形,表明适用主体扩张重在规范受让股东信息披露义务的诚实性,强化潜在控股股东与实际控股股东同等适用诚实信用原则,其缘于证券商行为特殊性。强化诚实信用原则,旨在确保披露信息须具有“三性”,投资者自主决策,不得干预投资者投资行为。^[11]以此增强市场透明度,防止信息披露行为误导,导致对中小投资者严重不公。

二是从严控制上市公司控股股东权利滥用和治乱市所需。控股股东滥用控股地位,独享利益,盈利却不分红,信息披露不实,欺诈市场和欺瞒投资者等现象屡禁不止。控股股东滥用权利,悖逆诚信,

[5]陈林林:《反思中国法治进程中的权利扩张》,《法学研究》2014年第1期。

[6]莫迟:《股权转让主题掀逆市涨停潮,12只概念股或站市场风口》,《证券日报》2017年2月8日,第A03版。

[7]深交所问询华润宝能:是否互为一致行动人,载新浪财经网站 <http://finance.sina.com.cn/roll/2016-06-28/doc-ifxtmwri4783100.shtml>,2017年12月15日。

[8]上市公司重大资产重组管理办法(2016),载中国证监会网站 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201609/t20160909_303228.htm。

[9]许中缘、颜克云:《商法的独特性与民法典总则编纂》,《中国社会科学》2016年第12期。

[10]刘道远:《中国证券市场国际化改革的法律困境及其破解》,《法商研究》2016年第4期。

[11]周珺:《公开主义与实质主义:我国证券法基本理念的选择及其运用——以域外相关经验为借鉴》,《政治与法律》2013年第5期。

弱化资源配置的市场决定性作用,扭曲市场价格,助长投机。如此所为不仅损害中小股东权益,还影响市场公平竞争秩序。诚实信用原则扩张适用,显现了商法在信赖保护与交易安全原则之下,规定商事主体行为诚实性,并确保其他市场参与者利益和公共利益。^{〔12〕}这揭示了商法诚实信用原则扩张适用有许多发展空间。强化扩张适用,关键在于交易主体所涉及利益并不限于当事人私益关系,且已涉及当事人之外公共利益关系。诚实信用已成为现代市场经济条件下,一切市场参加者所应遵循的道德准则。^{〔13〕}影响信息披露客观性和市场秩序,将严重影响证券市场各类投资者的合法权益。

三是从严构建和完善诚信监管机制与信用信息体系建设所需。股权转让并非私人商行为,而是公共商行为,这两种商行为本质区别在于法律行为目的是否具有公共性,有所谓“商法公法化”之说。^{〔14〕}股权转让的隐形公共商行为属性,已为诚信扩张适用奠定了基础。当事人因股权转让进程不同,不易把控所披露信息“三性”,需有完善的市场监管机制和信用信息体系。如恒天海龙股权转让,出让方和受让方如履行前签署《合作协议》,或经判决后继续履行,恒天海龙控股股东及实际控制人将发生变更。受让方回复深交所关注函,也难解释信息真假。^{〔15〕}此次转让,交易双方不能真正掌控知晓信息变迁,也无法披露真正结局。因此,诚信市场更需监管诚信。监管机构诚信履行法定职责,注重诚信监管,实现依法执法,言必行行必果,弘扬诚信之风。^{〔16〕}此乃扩张适用监管诚信所需,防范不作为或乱作为式监管,严惩市场失信者。同时,随着我国不断打造以“政务诚信、商务诚信、社会诚信和司法公信”为核心的社会信用体系,股权转让诚实信用原则扩张适用,也迎合这体系建设所需。

三、诚实信用原则扩张适用效力

私法之诚实信用重在保障个体利益最大化,公法之诚实信用则重在维护整体利益、公共秩序和市场秩序正义。诚信源于道德自律,却不限道德规制。其源于人之善良和公平允诺,不囿内心坦诚,重在行为公允。将诚实信用升至法律原则,期盼规范和保障市场诚信底线,防范因私损公。将诚实信用法治化,强化诚实信用原则内涵及其精髓,确保诚信道德价值底线要求,已势不可挡。^{〔17〕}股权转让诚实信用原则扩张适用也如此,但前文所述扩张情形及趋势,其扩张效力仍存惑待析之。

(一)诚实信用原则扩张适用效力困惑

商行为诚实信用原则适用,理解和把握其效力,关键在于考虑商行为具体情形影响力。一般商行为无需登记备案或声明,也无需履行信息披露义务,特殊商行为则不然。上市公司股权转让行为因其产生市场特殊效应,也决定诚实信用原则扩张适用有必要性、特殊性和有效性。尽管如此,对其扩张适用效力存有如下困惑:

一是本有法定情形所限却又扩张。诚实信用原则适用,不仅如此维护交易市场公共秩序公平,具有一般指导意义,还要求有相应的保障措施机制,这两者之间协调与平衡尤为重要。如《证券法》除第4条明确诚实信用原则外,第5条规定意在明确和落实诚实信用原则具体要求,重在保障证券活动恪守诚实信用原则,并将其适用证券发行、交易及其相关活动中。如《证券法》第11、20、21、25、31条等有关证券发行信息披露内容,第63至第72条也有关上市公司信息持续披露内容情形。这些条款都是从正面明确证券发行交易等活动主体遵循诚实信用原则的具体要求,也显示该原则两者间协调与平衡关系。上述所列适用情形,却未能列入相应法条中,该原则如此扩张适用,产生了一定困惑。

〔12〕施鸿鹏:《民法与商法二元格局的演变与形成》,《法学研究》2017年第2期。

〔13〕徐国栋:《民法基本原则解释》,中国政法大学出版社1992年版,第78页。

〔14〕蒋大兴:《论私法的公共性维度——“公共性私法行为”的四维体系》,《政法论坛》2016年第6期。

〔15〕张望:《融资与股权转让暧昧纠缠,诡异合作协议笼罩恒天海龙》,《21世纪经济报道》2017年1月12日,第013版。

〔16〕王保树:《资本市场的成熟必须践行商法的诚实信用原则》,《证券法苑》2013年第8卷,第39—41页。

〔17〕沈敏荣:《诚实信用原则与道德的法律化》,《法制与社会发展》1999年第6期。

二是本有例外限定却又被证券市场亟需治理而扩张。证券法为了确保诚实信用原则适用,强化信息披露适用,企图通过具体措施、禁忌等,细化和规范诚实信用原则具体要求,如第 73 至第 84 条涉及禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场行为规定,主要从反面列举有悖诚信禁忌行为。然而,列举式立法难尽悖逆诚信违法行为,随着市场发展迅猛,违背诚信情形也越来越多。反欺诈原则在于限定信息披露的违法行为,打击和挫败各种证券欺诈行为。将反欺诈作为证券法基本原则,不仅可以解决证券法漏洞补充作用,还利于证券法执法和司法适用,凸显证券法核心价值理念正义。^[18]规制禁止欺诈行为很有意义和必要性,有助于净化证券市场法治环境,确保增强诚实信用原则效力性。

三是本有法定内容却又被规章扩张。诚实信用原则适用,本已有相应法定制度措施等内容明确之,尤其是有法律规范、道德规范等层面规制,分别从私法、公法等角度,规制诚信行为。其扩张适用涉及一般原则性和制度性、具体措施等内容。中国证监会通过颁布有关的部门规章,从严规范当事人诚信义务,防范悖逆诚信,打击假重组欺诈投资者。然而,该规章从严与证券法相关内容空白之别,导致中国证监会把控重组股东的诚信界定及其从严标准,导致诚信原则适用明显扩张。立法与定规之间协调与平衡,其内容细化之差异,也不得不令人困惑不已。

四是本属原则性规范限定却又被实践运用而扩张。许多部门法将诚实信用列为基本原则,而在分则如有具体规定则适用其具体规定,若无具体规定则适用总则的基本原则一般性要求。原则适用司法化,关键在于法官适用诚实信用原则时,实践中采用法官自由裁量权,容易导致诚实信用原则在诉讼中被滥用。主张将反证券欺诈作为独立于诚实信用原则之外,自立原则,以此保障诚实信用原则效力,也可制衡诚实信用原则扩张适用。司法中诚实信用原则都早已扩张适用了,在股权转让和证券市场监管中,诚实信用原则扩张适用则发生在近两年。治理上市公司重组乱局用重典,监管机构从严问询,究其诚意,其目的可理解,然而如何界定市场乱市及当事人及监管机构的诚意,其惑不解。

(二)诚实信用原则扩张适用效力忧虑

有关诚实信用原则适用效力,已有新认知。如民事诉讼活动推崇诚实信用原则扩张适用,利于规范民诉参与人诉讼行为,促进司法公正,提高诉讼效率。需强化审判人员对诚实信用原则扩张适用的理解认知力,完善和优化诚实信用原则扩张适用环境。^[19]商行为诚实信用原则扩张适用效力,则必须加大认同度,尤其是特殊商行为商主体意识界定及其适用,更加需要规范其诚实性。然而,股权转让诚实信用原则扩张适用,与民事诉讼活动诚实信用原则扩张适用有很大差异,后者扩张适用的认定主体是法官,前者认定主体是证券监管机构,这不得不对扩张适用效力担忧。所忧如下:

一是谨防监管机构界定诚实信用情形的行政权过滥。由于股权转让涉及其他投资者和市场秩序公平性,监管机构引入信息披露制度,并出台有关诚信内容要求的部门规章,旨在防范信息披露不实。先不议其部门规章内容当与不当,其对当事人意思自治已经构成更多限定。如此与当下主张简政放权,激活市场活力,发挥资源配置的市场决定性作用要求是否一致?监管机构细化有关主体诚信规范及延长受让股份解禁期,是否会产生行政权滥用之嫌。

二是谨防损伤公司经营自主权与防范有违诚信的欺诈行为。上市公司及其控股股东依法享有经营自主权,依法可自主决定是否转让股份,公司重大重组也属于股东意思自治范围。问题在于转让股权的诚意及其真实意图,受让目的及其资金来源途径能力等,是否该列入信息披露情形。实际上,不少公司及控股股东利用股权转让信息披露之机,涉嫌信息披露欺诈行为。如焦作万方披露其股权转让信息涉及“一女三嫁”,深陷“四角关系”股权之争。^[20]如此违背诚实信用原则,信息披露又存在涉嫌违反诚实信用“三性”要求,也涉嫌反欺诈原则,这在逻辑论证和举证方面有不同理解要求。证券欺诈行为具体构成要件需要立法细化,且证券交易及其后果与欺诈行为有关。有些股权转让本身就存在

[18]万国华、杨海静:《论反欺诈原则在证券法中的确立》,《南开学报(哲学社会科学版)》2015年第1期。

[19]王琦:《民事诉讼诚实信用原则的司法适用》,《中国法学》2014年第4期。

[20]林琴思:《A股今年最狗血剧情:焦作万方“一女三嫁”》,《第一财经日报》2016年6月2日,第A01版。

信息披露重大遗漏,相关主体责任不容忽视,其诚实度受到质疑,可依法追索。如上交所监管发现 ST 昆机及控股股东沈机集团、股权受让方西藏紫光卓远投资有限公司在履行信息披露义务方面存在违规行为。^[21]这与万家文化股权转让信息披露具有同样行为属性,确有失诚信。若不及时问询,50 倍融资额度承让股权的信息仍难以披露,足见其诚信受质疑。^[22]但这能否主张其行为构成证券欺诈行为,仍有待立案调查后确定。上市公司及其控股股东,正是游离于诚信与欺诈之间,挑拨市场神经导致市场动荡不安,弄得监管者陷入两难状态之忧。

三是谨防治乱市而干预市场和丧失市场活力。2016 年我国证券市场出现股权转让引发上市公司重大重组乱象,许多控股股东通过股权转让等形式,玩“金蝉脱壳”。^[23]这样影响和诱发股价巨大波动,为此监管部门修订《上市公司重大资产重组管理办法》,现正修订《证券法》及《上市公司信息披露管理办法》等法规,目的是完善上市公司股权转让有关制度,强化诚实信用原则扩张适用效力性。诚信原则扩张适用,信息披露“三性”彰显而促进市场公开透明,长期造好市场公平竞争环境。如此水至清而无鱼,担忧市场短期缺乏活力,影响新股 IPO 进程。

(三)诚实信用原则扩张适用效力甄别

上市公司股权转让,其诚实性源自双方诚信所在,然其法律后果却波及上市公司及其相关中小股东、潜在股东,引发股价异常波动,有损公正性。诚实信用原则扩张适用,其效力认定应有甄别标准。细化规范信息披露诚实性,于法有据。界定其效力,虽于法无据,可否尝试考虑引入如下甄别标准:

一是有是否有利于确保信息披露“三性”。“三性”是证券法规定上市公司信息披露的基本要求,是股权转让诚实信用原则扩张适用效力的重要标准,其于法有据,于理可通。《证券法》第 63 条有关“三性”规定成为上市公司信息披露基本原则,证券主体遵循诚实信用原则,并将其扩张适用至股权转让活动中,进行有效约束应视有据。诚实信用与“三性”息息相关,前者涵盖后者,后者凸显前者,两者相互映现。股权转让主张以“三性”为本,将诚实信用扩张适用,据此标准界定扩张效力显然合乎常理。

二是有是否有利于中小投资者合法权益维护。股权转让引发重组,是控股股东行为所致,其利益自有均衡,但其行为导致市场影响,尤其是中小股东合法权益是否受损,成为市场监管部门所忧虑之问题。无论是扩张适用情形、趋势、困惑及其原因等,还是对扩张适用担忧,都离不开如何维护中小投资者合法权益问题。将是否有利中小投资者合法权益维护,作为评判诚实信用原则扩张适用是否有效的重要标准,切合证券法保护中小投资者合法权益原则的要求。

三是有是否有利于促进市场稳定健康发展。规范股权转让,诚实信用原则扩张适用,其初衷在于治理市场,规范重组,严控悖逆诚信和欺诈行为。规范主体诚信要求,可以从权利视角弥补证券行为禁止性规定之不足,规范权利行使滥用情形,净化诚信氛围。公序良俗与诚实信用原则,相互作用,相互促进,相互补充,共同确保当事人个体利益下同构社会公共秩序和利益。违背公允行为具有较强反社会性,一般导致法律行为无效。违背诚信行为反社会性弱,格式条款是一个特殊领域。^[24]诚实信用原则约束力是广泛的,却又是缺失具体的。追究欺诈行为效力是具体的,针对具体证券活动行为,其效力具有强烈的针对性和强制性,如此所为促进市场稳定健康发展。

界定诚实信用原则扩张适用效力,关键在于扩张情形与上述甄别标准是否吻合。正如万家文化被中国证监会立案,调查其是否有悖逆诚实信用原则,其容易度远小于调查证券欺诈行为。2016 年后中国证监会强化监督履行诚实信用原则,常向上市公司等发出问询函,目的是督促信息披露做到“三性”,并反复问询责令回答敏感问题,借此实现监管。如 2017 年 5 月亿晶光电收到上交所问询函,反

[21]朱凯:《“遗漏”股权转让关键条款,*ST 昆机遭上交所处分》,《证券时报》2016 年 7 月 5 日,第 A06 版。

[22]《浙江万好万家文化股份有限公司关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》,《证券日报》2017 年 2 月 28 日,第 D91 版。

[23]石运金:《股权转让,妖股横飞》,《股市动态分析》2016 年第 48 期。

[24]于飞:《公序良俗原则与诚实信用原则的区分》,《中国社会科学》2015 年第 11 期。

省信息披露是否符合“三性”要求。^[25]诚实信用原则适用所涵括情形内容仍是不多的,其扩张效力范畴远远超出反欺诈原则适用范围。对高频交易监管,主要出于风险、行为、不正当竞争与信息披露等视角,对此监管体现了金融法三大价值目标,即金融安全与稳定、金融公平与弱者保护、金融效率与创新。^[26]高频交易有违诚信要求,高频交易当事人诚实性难界定。证券法诚实信用原则适用效力,关键在于原则性和概括性,而不是具体性和既定性。

有关诚实信用原则主体扩张适用效力,涉及潜在控股股东变更,与新控股股东准入制有关。新控股股东是否有“潜质”规定,是否也该履行信息披露义务,并恪守诚实信用原则。许多国家证券法、公司法对此也都有相关规定,如披露持股百分之五以上的股东信息。有些行业股东受让股份达百分之五,则需要向有关部门申请报批获准,其转让协议方能有效。

在司法适用上,诚实信用原则扩张适用效力也有较强实用性。披露虚假信息、误导性陈述或重大遗漏等,是对诚实信用原则的最大损害。我国上市公司发布虚假信息损害投资者的情况较严重,但究其责任形式却多是给予相关主体行政处罚。追究其民事赔偿责任则是投资者维权救济的主要方式,追究有关主体刑事责任却是较少的处罚手段。这表明破坏和违背诚实信用原则的司法适用,也该通过扩张适用强化实施。为了确保上市公司等恪守诚信原则,中国证监会2017年4月重点监管如下市场现象:上市公司“忽悠式”“跟风式”重组、财务造假、高送转助长股价投机、大股东董监高拉抬股价高位套现、违规减持等。^[27]这些现象都反映了背离证券法诚实信用原则。如何修订证券法,将其纳入有关禁止市场行为等条款规制,保障更好适用诚实信用原则,使之具有司法可诉性和效力性?

扩张适用效力,呈现诚实信用与反欺诈之间存在主从效力逻辑关系。后者构成要件之一,在于证券主体有虚假陈述或信息失真,导致据此交易损失,其核心在于披露信息缺失“三性”,存有对虚假陈述行为情形,投资者由此决策受损。虚假信息成为投资者信赖或推定信赖投资依据,信息披露人即成为投资者损失的加害人。^[28]前者效力认定及后者构建要件,有着根本区别。前者侧重主体心态和主观要件,且有违背诚实信用情形存在,而后者侧重主观目的和客观要件,且主体索求行为和事件已经发生。

四、诚实信用原则扩张适用规制

股权转让涉及新老股东交替、新股东身份认定、转让协议内容、有关商业秘密保护、转让信息披露事项、受让股权流转融资限定等,均不同程度受制诚实信用原则,尤其是转让信息披露内容,尤显诚实信用原则扩张适用价值。股权转让涉及内幕信息较多,履行信息披露义务,关键是如何规制其诚实信用原则扩张适用情形、状态及具体要求等。

(一)诚实信用原则扩张适用规制价值

适用诚实信用原则是民商事活动的一般原则性要求,实践该原则意义重在将其有效扩张适用。诚实信用原则内涵及其适用要求等,立法上民事商事差异各具特色,有学者主张分别立法明其意。诚实信用原则扩张适用,其立足点在于规制股权转让有序性,确保市场公平运行,其理念在于将诚实信用原则扩张适用至市场全域。即适用主体上,两者及其相关主体都因此恪守诚实信用原则,履行信息披露义务。适用情形上,规制要求股权转让有关信息内容、细节、情形、途径、程序要求等,都纳入应披

[25] 上海证券交易所:关于对亿晶光电科技股份有限公司股东股份转让及质押相关事项的问询函,载 <http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sh600537/nc.shtml>, 2017年5月19日。

[26] 邢会强:《金融危机治乱循环与金融法的改进路径——金融法中“三足定理”的提出》,《法学评论》2010年第5期。

[27] 刘士余主席在中国上市公司协会第二届会员代表大会上的致辞,载中国证监会网站 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201704/t20170408_314862.html, 2017年5月19日。

[28] 樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,《中外法学》2016年第6期。

露信息之列。适用内容上,明确股权转让协议有关转让数量、价格、资金来源、股权融资条件情形、风险防控及其救济机制等内容信息,也列入上市公司重大信息情形,依法给予披露,且确保“三性”要求。

诚实信用原则不仅在私法领域彰显其自治理性价值和诚信正义,且在公法领域须凸显社会公益价值和公共秩序要求。其具体要求个体恪守诚实信用和不损底线原则,维护交易秩序和社会公平。诚实信用价值在于彰显秩序的强制性和交易协调性,个体有义务无条件严守市场交易秩序和维护公共利益。维护证券市场公平公正交易秩序,确保交易市场公共利益和共益性,维护证券市场所有投资者的市场信心和公正公平秩序正义价值,这才是证券法将诚实信用列为最基本原则的核心价值所在。

(二)诚实信用原则扩张适用规制情形

股权转让涉及重大重组,需要完善重组认定标准、购买资产规模判断指标等,倡导诚实信用,抑制投机行为。操纵证券市场行为,一般是在资金、证券持有量上具有优势或具有足够的社会影响力的人或组织,利用优势资源,大量买卖、申报、撤销申报和对倒等,引发股价和交易量异常变动,误导或引诱其他投资者参与,或借此散布信息,营造紧张恐慌投资氛围,导致股价非理性振荡。现在操纵证券市场行为表现形式,转向利用大股东及其相关主体掌握信息的绝对优势地位,影响和操纵股价走势。这与内幕信息知情人员利用内幕信息,抢先交易而牟利有一定差异。尽管两者都利用信息,但情形根本不同。^[29]“利用信息优势”并不等同“知悉信息并交易”,前者为了达成操纵目的而发布重大信息,其主观方面动因表现出操纵行为所诱使他人跟风交易的欺诈性。后者不具备这些情形。控制信息披露,实际上已具有操纵证券市场行为的高级手段和条件,尤其是股权转让前后数次公告所披露信息不一致,前后披露信息失真,诚信度受挫,投资者误判,引发股价巨幅振荡。诸如天兴仪表重组方案备受市场瞩目,从基因测序服务商借壳、到重组前夕股权转让疑团、再到标的资产估值波动及盈利可持续性等问题,都让天兴仪表重组颇具看点。^[30]随着深交所问询,真相渐露,这更容易感受到当事人利用股权转让信息,行假重组,对此质疑之声纷起。^[31]股权转让操纵行为,容易引发投资者跟风交易,其信息披露涉嫌欺诈性,表现为有利用股权转让,与上市公司股价操纵走势息息相关。

(三)诚实信用原则扩张适用规制措施

披露有关股权转让信息,是否涉及操纵证券市场、虚假陈述和内幕交易等欺诈行为,这是极其敏感的问题。上述证券欺诈行为为多数情形混淆而成,且会利用股权转让信息披露同步交叉而形。披露信息时,无论是虚假记载、误导性陈述,还是披露信息有重大遗漏,都引发股价不正常涨跌,导致不知情的投资者因此受损。^[32]界定股权转让信息披露是否存在违反“三性”,其认定标准及情形也有难度,因为股权转让主体是控股股东与潜在控股股东、或股东之间发生,上市公司不是当事人,也只是关联方,无法真正掌控和知晓转让的内幕信息,但在信息披露上却是重要主体,又要对披露信息“三性”负责。控股股东与上市公司息息相关,其法律关系却是独立的。控股股东对上市公司、股权转让等有决定权,其对出让股权履行信息披露等行为,负有不可推卸诚实信用之责任。因此,明确股权转让主体履行信息披露的具体责任及相关处罚措施,防治践踏诚实信用原则情形。

规范潜在控股股东信息披露义务及其责任。规定股权受让主体应该具有上市公司潜在控股股东责任,其受让股权诚信不得有瑕疵,尤其是潜在控股股东履约力和诚实度不得有折扣。控股股东对潜在控股股东履约能力及其诚实性,负连带之责。潜在控股股东应及时全面客观披露其履约能力客观性,即使存在融资风险情形也需如实披露告知义务。否则,该负有未尽披露瑕疵义务之责任。

规范股权受让金来源的信息披露制度。笔者认为,股权受让金来源的信息,仍属于法定的重大事

[29]叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2013年版,第229页。

[30]祁豆豆:《估值波动及股权转让遭追问,天兴仪表说明会回应两大疑团》,《上海证券报》2016年12月15日,第006版。

[31]熊锦秋:《万家文化卖壳闹剧欠投资者一个说法》,载每日经济新闻 <http://finance.sina.com.cn/roll/2017-04-06/doc-ifyeayzu6851638.shtml>,2017年5月20日。

[32]廖升:《操纵证券市场侵权责任之因果关系》,《法学评论》2017年第1期。

件信息范畴。对重大事件认定上,尽管《证券法》第 67 条尚未明确将其列为“可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”12 种情形信息,但《上市公司信息披露管理办法》第 30 条第 2 款所列情形,即“任一股东所持公司 5%以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权”。如太龙药业实际控制人股权挂牌转让,真正受让方是太龙药业原董事和独董,且资金杠杆率为 2 倍多。^[33]如此融资受让将导致巨大风险。如果将股权高额融资信息理解为重大事件之外情形,试图隐瞒不报,其有悖于诚实信用原则,将严重损害证券二级市场。

规范和完善上市公司信贷信息披露规则,规范上市公司资产或股权质押等信息披露,已被多国证券法列入重大事件必须披露信息情形。信贷信息披露是连接和反映上市公司及相关主体资产端与证券端平衡点,披露此类信用信息,可以更好预警与防范风险。如规范上市公司基础资产池、流动性安排和资产支持证券等信息规则,重在规范基础资产量化、资产证券化、发起人公开化、信用扩大化和风险防控化。^[34]如此认知之下,股权转让所披露信息需更详尽更充实,确保诚实信用原则有效适用,让中小投资者知悉更多信用信息真实性及风险性。

着重研究诚实信用原则在证券市场扩张适用的具体措施。完善诚实信用原则具体化立法,形成明确法律条文规定,建立全面的诚实信法规,形成具有中国特色信用管理法律体系。^[35]证券市场法治化,重在诚实信用原则扩张适用。充分利用我国正在构建社会信用体系的契机,修订证券法,完善有关诚实信用原则具体化措施及其有关制度。

结 论

上市公司股权转让信息披露,最能充分显示诚实信用原则扩张适用功效。修改证券法及其相关法规,亟需完善诚实信用原则扩张适用情形,规范信息披露规则,明确信息披露主体及其法律责任情形,规制潜在股东信息披露义务及其内容情形,防止潜在控股股东规避应有的法律责任。主张股权转让诚实信用原则扩张适用,其意在严禁或打击存在内幕交易情形。规范和明确股权转让有关内幕信息的认定标准。建议我国证券法兼采理性投资者和价格敏感性标准,明确可能产生价格影响、完善列举事项,力求使我国内幕信息重大性的界定更加合理和具有可操作性。^[36]适用诚实信用原则,主要审查保护对方当事人、第三人及公众利益的合法权益形式。确保诚信适用,则是出于人善本能,希冀借此联络合作实现个体间、个体与社会间等利益平衡。因此,修订证券法,细化诚实信用原则适用,力主上市公司股权转让诚实信用原则扩张适用,仍是完善我国证券市场法治化基本要求。

[33]王雪青:《原高管 2 倍杠杆接盘,太龙药业股权转让显“心机”》,《上海证券报》2017 年 3 月 23 日,第 005 版。

[34]张春丽:《信贷资产证券化信息披露的法律进路》,《法学》2015 年第 2 期。

[35]梁慧星:《诚实信用原则与漏洞补充》,《法学研究》1994 年第 2 期。

[36]李有星、徐鹏炯:《内幕信息重大性标准探讨》,《浙江大学学报(人文社会科学版)》2017 年第 3 期。