

证券市场违规增持的司法规制: 角色、策略与难题

丁冬* 陈冲**

摘要:近年来,因在二级市场违规增持上市公司股票未遵守《证券法》第86条的信息披露义务和慢走规则,引发了包括西藏旅游、ST新梅等在内的上市公司及其大股东与违规增持者的诸多法律纷争。对于上述违规增持行为所应承担的证券民事责任,证券法未进行明确设定。证券行政监管部门也仅对违规增持所涉信息披露违法行为进行了处罚。面对这样的案件,司法者尽管意识到了违规增持行为是对《证券法》三公原则以及任何人不得因自己的违法行为而获利这一基本民商事价值准则的违反,但是基于各种因素考量,最终选择了保守的司法策略,未对违规增持行为进行否定性评价。本文以对案件中司法者司法策略选择的分析为基础,意在分析司法在证券市场治理中面临的难题及其成因,并提出改进策略。

关键词:违规增持 信息披露义务 慢走规则

* 华东政法大学经济法博士研究生,上海市第一中级人民法院金融庭法官助理。

** 华东政法大学经济法博士研究生,上海市闵行区人民法院金融庭法官助理。

在比较重大的案件中,总是有一个选择的问题。

——[英]哈特〔1〕

一、问题的提出

因在证券市场增持上市公司股票,未履行证券法规定的信息披露义务、未遵守慢走规则而引发的上市公司、上市公司控股股东与违规增持者之间的纷争。早在1993年,深圳宝安集团违规增持延中实业公司股票引发的“宝延风波”是中国证券市场上因违规增持而引发纷争较早的一个例子。〔2〕其后,2007年7月24日至12月18日,山东京博控股在二级市场大量增持安徽国通管业股票,占其已发行股份的30.31%,其间京博控股既未依法履行信息披露、报告和通知义务,也未遵守慢走规则,在持股达30%时更未向国通管业发出股份收购要约。相反,却在2008年7月11日和2008年9月25日两次虚假披露关于持有国通管业股票的情况,进而引发了投资者起诉京博控股要求其承担证券虚假陈述民事赔偿责任的系列案件。〔3〕2016年,更有西藏旅游和ST新梅两家上市公司的大股东将违规增持者告上法院,提出了包括判定违规增持行为无效,强制抛售违规超额增持的股票并将所得利益归入上市公司,判令限制违规增持者在持股其期间行使包括表决权、提案权等在

〔1〕 [英]哈特:《法律的概念》,张文显等译,法律出版社1996年版,第13页。

〔2〕 1993年9月13日,深圳宝安旗下的宝安上海、宝安华东保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司在二级市场上悄然购买延中实业的股票,至9月29日,上述三家公司分别持有延中实业4.56%、4.52%、1.657%的股份,合计持有10.6%;9月30日,宝安系继续增持延中实业至15.98%。至此,宝安系才发布其已经持有延中实业5%,由此引发延中实业强烈反弹。最终,证监会出面表态认定宝安系的股票增持系市场行为,宝安系承诺将所持股份表决权的55%交由延中实业董事长行使,事件基本告一段落。

〔3〕 京博控股违规增持的违法详情,详见中国证监会〔2012〕6号行政处罚决定书,引发的证券虚假陈述责任纠纷案件,如(2015)鲁商终字第327号韩玉诉山东京博控股股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案。

内的股东权利等一系列诉讼请求。

仔细比较证券市场违规增持所产生的这些纠纷,可以发现,其基本事实都较为相似,都属于超比例增持上市公司股票未履行信息披露义务、未遵守慢走规则,转而突袭式地谋求上市公司的管理权限甚至控制权等,进而引发原大股东的强烈反弹,遂致纷争。所不同的是,西藏旅游的大股东国风集团、ST新梅的大股东兴盛实业选择诉讼途径作为维护自身权益、抗击“野蛮人”的手段。目前,两起案件都已经落下帷幕,西藏旅游一案中国风集团与被告胡波、胡彪等达成调解,以胡波、胡彪承诺放弃、限制自身的部分股东权利而告终,具体包括承诺对西藏旅游向拉卡拉非公开发行股份、购买资产事项中的并购重组方案等重大事项、董事监事任用议案均投赞成票、放弃参加以一般事项为议案的股东大会、对持有的西藏旅游股票仅作减持操作等。^{〔4〕} ST新梅案件则在一审判决驳回兴盛实业全部诉请后,在二审上诉期间以达成庭外和解为由,选择撤诉。^{〔5〕}

两起案件虽落下帷幕,但是仍有许多问题留待思考。由于证券市场各类新类型的违法违规行为呈多发态势,而立法本身所具有的天然滞后性以及人类固有的认知局限,导致证券法律法规无法做到完全周延地预测证券市场可能出现的违法违规行为并提供规制方案。从因违规增持引发诉讼的这两起案件本身来看,在违规增持所应承担的民事法律责任不甚明确,证券行政监管部门又仅针对违规增持的信息披露部门作出处罚决定的情况下,如何妥适地处理进入司法裁判视域的纠纷案件,兼及司法定分止争的纠纷解决原初功能与裁判波及效应、政策形成机能的衍生功能,既在“法律之内”裁判案件,又顾及司法裁判做出后的示范效应,维护“任何人不得因自己的违法行为而获利”这一法律基本原则和价值,是司法面临的一个“重大选择”问题。从证券市场治理角度,违规增持纠纷案件所揭露出来的是我国证券市场治理的分工和责任承担方面,长期存在的证监会“一股独大”,包括司法在内的

〔4〕 参见《西藏旅游有限公司关于诉讼结果的公告》(公告编号:2016-044号)。

〔5〕 参见上海市第一中级人民法院(2015)沪一中民六(商)初字第66号判决书、上海市高级人民法院(2016)沪民终字第313号裁定书。

其他主体参与证券市场治理的积极性、主动性较弱的问题。本文意在通过分析司法者在审理进入司法裁判视域的证券违规增持纠纷时所扮演的角色和采取的策略,指出司法参与证券市场治理面临的难题及其改进路径。

二、违规增持案处理的司法策略:几个关键问题

(一)司法者面临的选择

以ST新梅案为例,其大股东兴盛实业认为违规增持者违反《证券法》第86条的规定,在购买ST新梅公司股票达到法定的信息披露标准阈值时,未依法履行相应的报告、公告义务,也未能严格遵守信息披露期间不得再行买卖ST新梅公司股票的慢走规则,侵害了己方的知情权、控股权和交易选择权,诉请法院判定违规增持者超比例(5%)增持行为无效,判令违规增持者抛售股票,限制违规增持者的表决权、提案权等股东权利。结合证监会宁波监管局行政处罚决定书认定的事实,被告王斌忠违规增持的行为确实违反了《证券法》第86条的规定。如果我们先抛开具体的法律适用问题不谈,单纯结合法条和案件事实,从直观的法感出发,王斌忠及其控制的账户组在二级市场两次增持新梅公司股票触及5%的法定阈值,既未信披亦未暂停买卖的行为确实属于违规行为。维护帕尔默案中有关“任何人不得因自己的违法行为而获利”的基本法律原则,也被视为司法应秉持的基本价值取向。但正如哈特指出的那样,“规则的可预测性方面(尽管十分现实)与法官的目的是不相干的,而规则所具有的指南和正当理由的地位,对他来说才是实质所在”。〔6〕因此,尽管从朴素和直观的法感出发,司法裁判需要对违规增持行为进行否定性评价,以契合判决所可能产生的裁判波及效应和政策形成机能,考虑案件可能对证券市场治理产生的示范效应。但是,从证成司法裁判合法性的角度出发,法官最需要的是针对违规增持行为所应承担的民事法律责任的具体规则指引或者证券监管部

〔6〕 [英]哈特:《法律的概念》,张文显等译,法律出版社1996年版,第11页。

门对相关违法违规行为的权威认定。而这恰恰是 ST 新梅案件中缺乏的。一方面,尽管《证券法》第 120 条设置了“对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获利益,依照有关规定处理”。这样的指示型法条,但是《证券法》等法律法规并未对违规交易者违规增持后所应承担的民事责任做明确的设定。另一方面,证监会的行政处罚决定书对王斌忠违反《证券法》第 86 条的行为,仅评价了违反信息披露义务的违法情形和应承担的法律责任,并未对违反慢走规则的情形进行任何评价和责任认定。

司法者面临着选择的难题。一方面,受制于司法系统内部的改判、发回重审等审判管理绩效考核指标的压力,司法者首要考虑的是要确保自身判决的合法性基础不被冲击和质疑,因此,尽管违规增持者的行为确实违反了公平、公开、公正的《证券法》基本原则,也不符合“任何人不得因自己的违法行为而获利”这一基本的法律价值取向,但司法者急需寻找到比这些原则和价值取向更为具体化和牢靠的规则条文作为证成自己判决的依据。另一方面,司法者也需要考量若判决对上市公司和大股东的诉请不予支持,可能对证券市场治理造成的负面影响,即违规增持以谋求上市公司管理权、控制权不会受到法律上的否定性评价。如果判决作出后,给社会各方形成这样的观感,也并非司法者愿意看到的结果。此时,在 ST 新梅案件中至少有三种方案可供司法者选择:第一种是尽管没有明确的责任指向条款,但是依据上述言及的基本法律原则和价值取向,对违规增持者的行为作出一定的否定性评价。第二种是以缺乏具体的法律规定为由,驳回上市公司或其大股东的诉请。第三种是通过调解手段来促成双方达成和解方案,最终避免做出司法上的终极判断。抛开新型、疑难案件中经由司法裁判规则所产生的规则累积效应不谈,单从本案司法者面临的难题而言,如果能够实施促成双方调解的第三种方案无疑是最佳的选择。它避免了司法自身陷入极具争议又较难处理的案件“泥沼”,无须向社会宣示司法裁判观点,也规避了采取第一种方案时被上级法院改判的风险。实际上,西藏旅游违规增持一案就是最终以调解方式结案,而 ST 新梅案件在处理过程中,法院也曾委托上海经贸商事调解中心进行调解,最终因案件双方当事人分歧过大而未能成功。最终法院只能在其余两种方案中进

行利益衡量作出选择。

(二) 待解的几个关键问题

案件争议的首要问题是违规增持者超过5%、10%的法定阈值后,仍然继续增持上市公司股票的交易行为是否有效的问题。在这一问题上,西藏旅游案和ST新梅案中司法者的态度存在差异。ST新梅案件中,法院认定《证券法》第86条主要聚焦在如何通过信息披露来解决信息不对称,以防止内幕交易和操纵市场行为的发生,其目的一方面是方便投资者作出决策判断;另一方面则是便利监管部门和交易所等机构的监督管理,而并非禁止股份交易行为。结合《证券法》第120条“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”的规定,最终认定违规增持的交易行为属于有效行为。而西藏旅游案中,由于原告方国风集团申请了行为保全,拉萨中院准许了其申请,裁定在案件判决生效前限制被告行使投票权、提案权、参加股东大会等相关股东权利,拉萨中院的理由是“……胡波、胡彪持有超出5%的股份的效力问题属于双方当事人的争议事项,且一方当事人诉请法院作出司法裁决,故此项属于司法未决事项,其效力在无相关机构确认的前提下,应当需进一步进行司法审查,因此认定为效力待定并无不妥”。〔7〕考虑到证券二级市场集中竞价、连续竞价、自动撮合、即时成交、买卖对手方不特定的交易特点,以及近年来在商事、金融案件中对合同无效情形的认定作严格限缩解释的司法政策,〔8〕ST新梅案件中认定交易行为有效的判定应该说比较恰当。这一观点也与1993年证监会认定“宝延风波”中宝安系违规增持属于市场行为的结论相符。反观西藏旅游案中,法院以超过5%的增持行为的效力没有相关机构确认的前提下,属于效力待定行为,则不甚符合证券交易的特点,如果照此推理下去,证券二级市场的交易行为可能都变成效力待定的行为了。

案件的第二个关键问题是能否限制违规增持者相关股东权利。这里牵扯到对《证券法》第193条和《上市公司收购管理办法》第75条中

〔7〕 参见《西藏旅游股份有限公司关于收到拉萨市中级人民法院民事裁定书(36-3号)的公告》(2015-085号)。

〔8〕 最高人民法院民事审判第二庭编:《最高人民法院商事裁判观点》(总第1辑),法律出版社2015年版,第59~73页。

“改正”的理解问题。上述两个法条实际上主要是针对违反信息披露义务所应承担的法律责任的设定,这里的改正主要是对信息披露违法行为的改正,而并没有触及到“违反慢走规则”是否也要改正的问题。因此,虽然《上市公司收购管理办法》第75条规定了限制行使表决权的内容,但是在违规增持者已经按照行政处罚决定书的要求完成了补充公告的改正行为,则其表决权再受到限制的前提条件就不存在了。ST新梅案中,法院以行政处罚决定书的内容作为依据,认为“责令改正的事项应由证券监督管理机构依其行政职权依法作出行政处罚决定,而是否全面履行改正义务亦应由作出行政处罚决定的证券监督管理机构予以审查认定”,没有支持原告要求限制违规增持者股东权利的诉请。对于司法者而言,由于金融领域的技术性和专业性,尊重行政监管部门的专业判断规则成为司法实践中惯常的做法,对于司法裁判自身而言,也是可供选择的最佳策略。

案件的第三个关键问题是违规增持行为是否侵害了上市公司大股东的控制权。我国《公司法》第216条规定了上市公司控股股东的定义,即持股占股份公司股本总额50%以上的股东,或持股虽不足50%,但依其持有股份所享有的表决权足以对股东大会决议产生重大影响的股东。根据公司法理论,则可细分为绝对控股股东和相对控股股东。遍览《公司法》等法律法规,确实没有公司控制权及其法律属性的规定。可以说,法律上确实没有明定的有关控制权保护的内容。法院也是据此判定不予支持原告控制权和反收购权被侵害的主张。但是,这里并非没有讨论的余地,就像我国法律中长期以来缺乏采光权、隐私权、精神损害赔偿等明确的法律规定,却未影响法院在司法裁判中对相关主题的权利或利益进行保护一样,单纯以缺乏明确的法律规定这一条理由似乎很难证成法院的判决。控制权不是凭空产生的,它来源于股东的股权,原初意义上可以说控制权是大量股权的集中化所产生的权利集聚。但是正如有学者所指出的那样,股权虽然是控制权的本权,但是一旦从本权脱离其性质就会发生变化。股权是一种财产权,具有平等性、原生性、对称性和非强制性的特点,而控股股东随着其手中股份表决权数量的增加,异化为控股股东对公司的支配权力,具有超经济型的管理和支配能力,具有派生性、共益性、非对称性和强制性的特点。

因此,控制权是由权利、合同或者其他手段中的一项或多项组成的,直接或间接控制公司人事、财务或业务经营的支配性权力。^[9] 控制权既有权利的属性,又有权力的属性。尽管像 ST 新梅公司的第一大股东兴盛实业这样的相对控股股东,其控制权具有间接性、易变性、临时性的特点,其控股地位可能随时面临被取代的市场风险。但是,被告未依法履行信息披露义务、遵守慢走规则的违规行为确实一定程度上侵害了原告的知情权,以便在此基础上决定是否采取反制措施以维持对上市公司的控制权的权利。尽管从法律条文中无法直接得出控制权作为法律权利的判断结论,但是控制权所具有的以股权为本权的权利或利益属性,还是有给予一定保护的必要。在违规增持系列案件中,及时的信息披露和对慢走规则的遵守,构成了对控制权适度保护的屏障。也因此,有观点认为,证券侵权行为具有商业侵权的性质,不完全等同于一般的侵权行为。尽管证券法有关民事责任的表述方式是赔偿责任,但是并不意味着赔偿损失是承担证券民事责任的唯一方式,在条件允许的情况下,排除妨碍也可以是证券民事责任的承担方式。^[10] 因此,在 ST 新梅案件等案件中,有观点认为应该对这种违规行为进行权利上的适度限制。比如,对违规增持者超比例增持部分的权利行使限定一定的禁止期,或者要求在一定期限内减持至 5% 以下,按照规则重新来过。当然,法院最终选择的是以法无明文规定的理由予以驳回。

(三) 司法策略的分析

因在证券市场违规增持而进入司法裁判视域的西藏旅游案和 ST 新梅案,在法律程序上均已终结。西藏旅游案以原被告双方达成调解而宣告结束,ST 新梅案原告上诉后最终在二审阶段以达成庭外和解为由撤回上诉,一审判决生效。如前所述,在 ST 新梅这样的案件中,不考虑司法的衍生功能,仅就司法定分止争的原初功能而言,促成当事人双方达成调解协议,避免作司法裁判观点的宣示,对于当下中国的司法

[9] 郭富青:《论控股股东控制权的性质及其合理配置》,载《南京大学学报》(哲学和社会科学版)2011年第2期;卢水道等:《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;周军等:《论公司控制权的基本涵义和特征》,载《企业经济》2011年第4期。

[10] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第134~135页。

者而言,在策略上可能是一个最优化的选择。尽管法院已经明确地意识到违规增持者的行为属于违法违规无疑,认识到如果对证券市场的此类违规行为不予否定性评价,则无疑冲击了“任何人不得因自己的违法行为而获利”这一基本的法律原则和价值准则,对证券市场的发展和治理也将产生负面示范效应。但是,综合考量一审判决后面临的改判风险、证券监管部门仅对违规增持者的信息披露违法行为进行了处罚、单纯依据法律原则判令违规增持者承担法律责任可能面临造法的质疑等因素,仅在判决书中对 ST 新梅案件中的违规增持者违反证券法公平公开公正的基本原则、侵害中小股东的知情权和投资决策权的行为予以了谴责,但并未支持 ST 新梅公司大股东的任何诉请。从司法裁判的性质出发,民商事案件的裁判者的责任是对于当事人权利义务的评价与分配,司法者在案件中选择以“谴责”的方式对违规增持者的行为进行评价,却未在实体上进行责任的分配和行为的规制,侧面也反映了司法在案件处理中的纠结心态。

ST 新梅案中司法者最终选择了从合法性角度来看最为稳妥的方案,其合法性没有可以指摘的地方,也符合司法者自身规避风险的利益最大化策略。但是,从案件争议本身可能给证券市场和证券市场治理带来的规则供给和示范效应来看,司法者的选择至少不是一个完美的判决。其实,案件中除了促成调解以规避司法裁判观点的宣示、以法无明文规定为由驳回原告诉请这些方案之外,还有一个看起来更好的选择,那就是作为处于一审审级的司法者,基于证券法公平公开公正的基本原则和“任何人不得因自己的违法行为而获利”的基本价值理念,采纳合议庭少数派的意见,参照排除妨碍的责任承担形式,判决对违规增持者的股东权利适度的限制,以达至当事人双方利益的平衡。进而,让当事人在二审阶段进一步进行利益博弈,最终由二审法院在利益衡量的基础上对案件作出最终的判定。当然,这也是一个比较理想化的方案,在法院内部存在严格的审判质效考核的情况下,一审审级的法院很难有动力去冒被改判、发回重审的风险,去作出不确定性很大的判决。

三、司法参与证券市场治理的难题及其改进

仔细分析和比较法院在违规增持案中面临几种不同方案的选择时进退取舍的复杂心态,已经作出选择时考虑的种种因素,法院“不情愿染指重大和复杂的社会问题的这种不开放态度”可见一斑。^[11]司法在证券市场违规增持案件中采取了保守型的策略,证券监管机构对违规增持行为的违法性判定仅局限于其信息披露违法部分,两者均未对违规增持者违反慢走规则的行为性质和应承担的法律责任给予认定和应有的规制。证券监管机构和司法在这一问题上产生了双向失灵。值得反思的是,在所有的金融案件中,司法是否都必须以证券监管机构的在先认定为前提?在证券监管机构未能及时对相关问题进行判定时,司法能否通过行使司法权,通过对法律的释明以起到规则宣示和累积的积极效应?窥斑知豹,违规增持案件中司法规制面临的难题,实际上是司法在参与证券市场治理过程中面临的诸多难题的缩影,也反映出我国证券市场治理长期以来存在的证券监管部门“独木难支”的深层次问题。

(一) 司法参与证券市场治理面临的难题

在证券市场治理的责任分工和承担方面,有三种不同的模式:第一种是由证券监管机构来进行规制的纯行政治理模式;第二种是由法院来承担主要规制责任的纯司法治理模式;第三种是证券监管机构与法院共同分担治理责任的混合治理模式。我国长期以来以一行三会作为金融市场监管的主要力量,形成了以行政监管主导的监管模式,有学者认为证监会是集立法权和执法权为一体的权力高度集中的机构。^[12]造成证监会几乎独享对证券市场监管权的成因比较复杂,在此不展开赘述。仅从司法与证券监管的关系角度出发,实际上从一开始司法参

[11] [美]尼尔·K·考默萨:《法律的限度——法治、权利的供给与需求》,申卫星、王琦译,商务印书馆2007年版,第63页。

[12] 陈志武:《非理性亢奋》,中信出版社2008年版,第192页。

与证券市场治理的积极性就不是很高,考虑到中国证券市场以散户居多的“二八”型市场结构等因素,司法在决定是否介入证券市场治理时采取了较为保守和克制的态度,不愿意过多地进入这一领域。典型的例证就是最高法院在介入因内幕交易、欺诈、操纵市场等引发的涉证券类民事赔偿案件上的谨慎和犹疑。2001年9月21日,最高法院发布通知,以受立法、司法条件的局限为由,暂不受理涉证券类民事赔偿案件。^[13] 2002年1月,又发布通知称允许受理因证券虚假陈述引发的证券民事侵权纠纷,并限定了虚假陈述行为须经证券监管机构处罚的前置程序。^[14] 尽管最高人民法院民二庭在《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中指出立案登记制后,涉证券市场民事赔偿案件不再以行政处罚决定书或生效的刑事判决为前提,意在修正司法解释的规定,但是司法实践中,各地仍然普遍依赖行政处罚的前置程序,以避免陷入繁冗的证据调查和认定过程之中。从中可以看出,司法本身对参与证券市场治理的热情不高。某种程度上讲,以尊重监管机构专业判断权之名的说法,是司法基于“经济理性人”的策略选择。

从整个证券市场的发展来说,我国的证券市场发展时间较短,证券法制处于不断完善的过程之中,证券市场违规行为呈现出多发和种类繁多的趋向,对证券市场交易行为的立法规制尚不全面,突出表现在证券法在法律责任设定方面行政责任和民事责任畸重畸轻的问题,导致出现立法空白和漏洞。而近年来金融科技快速发展增加了证券市场违规行为的隐蔽性、技术性日益增强,比如建立在大数据分析、量化交易模型基础上高频交易、算法交易的流行,既促进着证券交易模式网更加智能化和迅捷的方向发展,也挑战着监管部门和司法机关对此类行为的认知、定性。^[15] 一旦发生纠纷进入司法裁判视域,则司法始终面

[13] 《最高人民法院关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》[法明传(2001)406号](已废止)。

[14] 《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》[法明传(2001)43号]。

[15] The Future of Financial Services, *How Disruptive Innovations are Reshaping the Way Financial Services are Structured, Provisioned and Consumed*, http://www.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_services.pdf, 2017年1月20日访问;肖凯:《高频交易与操纵市场》,载《交大法学》2016年第2期。

面临着“如何选择”和“向何处去”的难题。对证券市场纷繁复杂的交易活动面临着认知不足和规则供给不足的问题,导致司法在“不得拒绝裁判”和“不得替代专业监管部门作出判断”之间,处于两难境地。^[16]无论是从规避自身风险的角度出发还是从当下中国行政机关与司法机关的关系角度衡量,司法应尊重行政监管部门的认定权成为金融司法的基本共识,^[17]因此,在证券监管部门未对某一类行为作出判定之前,司法的最佳选择往往是保守的,以避免自身陷入进退两难的“泥淖”。^[18]

此外,与证券行政责任以加害人为中心、以惩戒违法者为基点的责任体系设计不同,证券民事责任以受害者为中心、以救济受害人为基点的责任体系设计导致两者在归责原则、举证责任等诸多方面,存在较大差异。一般而言,证券行政责任以过错为归责原则,责任的成立不以实际损害为前提,而证券民事责任的承担,则往往需要具体的损害后果和确定的受害人为构成要件。^[19]这样的情况下,司法虽然意识到了像ST新梅案件中的违规行为需要进行法律上的否定性评价,但是由于以上所说的种种因素,最终选择了驳回原告的诉请。

可以说,以上这些主客观因素,共同导致了司法在参与证券市场治理,在疑难复杂案件中,通过行使司法裁判权发挥宣示规则、累积规则的积极效应,促进证券市场发展方面的犹疑不决。

(二) 司法参与证券市场治理的改进

继西藏旅游、ST新梅案之后,上市公司成都路桥也因违规增持陷入纠纷的旋涡。^[20]上市公司及其大股东等与违规增持者之间因超比例增持行为是否有效、能否限制野蛮人的股东权利等一系列问题产生的争议仍在继续。司法和行政在这一问题上的双向失灵仍在继续。各

[16] 丁冬:《金融消费者保护的司法视域》,载《上海政法学院学报》2016年第6期。

[17] 至少在上海法院系统内部,金融审判条线在各种规范性文件或意见中,都反复在强调尊重监管部门的专业判断意见这一命题。

[18] 沈志先主编:《金融商事审判精要》,法律出版社2012年版,第22~36页。

[19] 周友苏等:《证券行政责任重述与完善》,载《清华法学》2010年第3期。

[20] 谢振宇、吴林静、丁舟洋:《成都路桥股东跨年上演权利之争——一封裁定书让攻防再添变数》,载每经网,<http://www.nbd.com.cn/articles/2017-02-07/1074264.html>,2017年2月15访问。

国的实践表明,证券监管机构和司法机关在规范证券市场有序发展、提高证券市场治理水平方面,各自有着其不可替代的作用。与司法权总体上呈现的中立性、事后性、被动性的特征相较,证券监管机构可以通过行使立法权、执法权,更加积极主动和灵活的开展证券市场治理。理想的状态是证券监管机构和司法机关各自发挥其应有的作用,共同形成治理的合力。但是,正如在西藏旅游、ST新梅违规增持案中出现的司法与行政监管的双向失灵一样,两者的运行不可能完全是顺畅。因此,如果司法一味地以“尊重监管权”为借口在类似问题上以证券监管机构未作认定为由,放弃司法权在疑难案件中填补法律空白、维护法律基本价值和原则的积极作用,那么证券市场治理的协同效应便很难发挥出来。同样的,考虑到证券法属于证券管理的法律属性底色,行政责任作为证券法的本法责任,民事责任作为证券法的他法责任这一基本事实,反观证券法民事责任在司法实践中实现的种种困难,当一种责任形式受阻时,通过“强化另一种责任的实现机制和处罚力度,使违法者为违法行为付出的代价仍然高于违法收益,同样可以起到制裁、遏制和预防证券违法行为的作用”,^[21]实现行政责任和民事责任的相互补充衔接。

就司法者而言,尽管中立被动是司法的底色,但是面对纷繁复杂的证券市场活动,司法者适度地发挥其能动司法、积极司法的作用仍显得必要。司法裁判权的行使不必然以行政权的在先确认和判定为前提,这是司法权是判断权的属性使然。尽管在成文法国家,法院造法和法官造法的问题为许多人所诟病,但是如果近距离地检视司法的每一个角落,如果司法在面对法律空白时一味恪守形式主义的法治理念,对新类型权利予以确认和保护的开创性判决就不复存在了。规则的更替、法律的发展也可能会陷入停顿。法哲学所言的“人类总是经由个案来认识和解决难题”的这一经典判断,契合了司法通过对个案的裁判来发挥裁判波及效应和政策形成机能的独特功能。就证券市场的治理而言,法律空白、漏洞所产生的问题固然需要立法的及时更新来填补,但同样也需要司法的及时介入。在证券市场的治理领域,司法和证券行

[21] 周友苏等:《证券行政责任重述与完善》,载《清华法学》2010年第3期。

政监管的关系应该是双向互动的关系,在一方缺位的时候,通过另一方责任实现机制的启动来实现功能的互补。

卡佩莱蒂在考察世界范围内司法扩张的原因时,曾经提出了一个看起来有些自相矛盾的看法,即司法的扩张是随着立法机关对社会事务的急剧干预,也即随着制定法的扩张而扩张的。这一看似自相矛盾的看法,实际上打破了一个关于立法的传统看法,即随着制定法的增长和精细化,司法裁量的空间会越来越小,越来越具有可控性。卡佩莱蒂从现代社会日益呈现出的复杂化、动态化变迁的角度指出,司法的扩张是在立法与行政的不断膨胀的背景下不得不作出的选择。现代国家不得不尝试用“最广泛的手段来解决最复杂的环境外部性问题”,“福利性立法”开始更多地关注对社会权利的保护,但一方面这些权利的保护较之传统权利的保护需要更积极的国家层面的行动;另一方面,立法的宣示又往往过于原则和目标化,在这样的背景下,法规越模糊,权利界定越不清晰,留给司法的裁量空间也就越大。^[22] 因违规增持而进入司法裁判视域的几起案件在程序上已经终结,但是目前对于证券市场秩序的维护方面,依然看不到对野蛮人行为的适当惩戒。在以后机构成为重要市场资本力量的发展背景下,过度宽容的限制或许将迫使资本市场在成为一个赌博市场以后继续转化成为一个寻租市场,成为一个愚弄守法者的违法者市场。这一过程中,无论是司法还是行政,都需要更多的努力和行动。

[22] [意]莫诺·卡佩莱蒂:《比较法视野中的司法程序》,徐昕等译,清华大学出版社2005年版,第4~5页、第16~17页、第22~23页。