

重大资产交易的规范含义与适用协调

——以新证券法第 80 条第 2 款第 2 项为中心

王志明*

摘要：新证券法第 80 条第 2 款第 2 项区分了“重大投资行为”与“重大资产交易”，并对后者规定了 30% 的比例要求，引发理解和适用上的疑问。基于信息披露制度逻辑，可从交易目的、经营管理的“溢出效应”、对标的的控制等维度界定“重大资产交易”的外延范畴。规范文本中的“购买、出售”“公司资产总额”“营业用主要资产”等关键措辞，也需体系性结合信息披露的规则及实践予以审视和厘清。在具体适用上，30% 的比例要求与交易所 10% 的披露标准存有内在冲突，也将对行政执法的立案标准形成硬性约束，而需针对性强化规则的衔接和协调。从制度完善的角度看，新法新增的规定略显突兀，且徒增龃龉和困惑；原有“营业用主要资产”规定亦属具文，建议予以修正删减，以提升信息披露规则的简明性和兼容性。

关键词：新证券法 重大资产交易 重大投资 信息披露

一、问题的提出

公司资产是公司存续和发展的物质基础，发行人资产的重大变化也直接关系到其持续经营能力和盈利能力，而对发行人的证券价格发生较大影响。^① 因之，早在 1998 年我国首部证券法出台之时，就已将重大资产交易作为应当披露的重大事件在法条中予以列举，其第 62 条第 2 款规定：“下列情况为前款所称重大事件：……（二）公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定”。这一规定也一直延续之本次

* 中国证监会深圳监管局一级主任科员。文章仅代表个人观点，与所在单位无关。

① 参见王瑞贺主编：《中华人民共和国证券法释义》，法律出版社 2020 年版，第 150 页。

证券法修订之前。^① 该规定虽然针对公司的资产交易事项区分了“重大投资行为”与“重大资产交易”，但条文将两者一同表述、且均属概括性的用语，是否严格区分其文义边界，并无多大实际意义。

但2019年修订的证券法（下称新证券法）第80条第2款第2项对上述规定作出了重大调整，直接带来信息披露标准理解和适用上的实质性变化。而且，由于我国证券法关于内幕信息列举性规定采用了引致信息披露重大事件的规范结构，因此，对重大事件的法律界定也将进一步影响内幕信息的认定以及内幕交易的行政执法实践。新证券法第80条第2款规定：“前款重大事件包括……（二）公司的重大投资行为，公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十，或者公司营业用主要资产的抵押、质押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十。”该项规定延续了“重大投资行为”与“重大资产交易”（即上述规定第一个逗号之后的规定）^②的区分逻辑，并对后者从单纯的资产购买行为拓展至涵盖出售、抵押、质押、报废等资产处分或处置行为。

基于法律实施的角度，上述关于“重大资产交易”的规定有以下问题值得探讨：首先，“重大投资行为”与“重大资产交易”应如何区分？基于标点符号、百分数值的语言习惯以及该规定的立法沿革等原因，上述规定中的“重大投资行为”无需受30%的比例约束，^③故而，判断一项交易事项是否要满足30%的比例要求，就需要先行判断其到底实属于投资行为还是购买资产行为。其次，针对重大资产交易，条文中的“购买、出售”“公司资产总额”等措辞，看似清晰，实则模糊，有必要进一步厘清和界定。最后，30%的披露标准要远高于证券交易所自律规则中10%的披露标准，两者之间有何联系与区别；其对行政监管执法的标准或尺度有何影响，法律适用中又应当如何协调？本文拟围绕上述问题展开论述，并尝试在基础上对规则的适用和完善提出意见建议，以期信息披露监管执法提供参考。

^① 参见2004年修正的证券法第62条第2款第2项；2005年修订、2013年修正、2014年修正的证券法第67条第2款第2项。

^② 需要说明的是，将新证券法第80条第2款第2项第一个逗号之后的规定概括为“重大资产交易”实际上并不严谨。因为购买、出售是交易的基本含义，抵押、质押也可以扩大解释为广义的交易，但“报废”是指资产达到无使用价值的一种状态，资产的权利主体没有“外溢”，而可能超出了交易的文义范畴。

^③ 参见王志明：《新证券法内幕信息重大性的立法表达与适用逻辑》，载《证券法苑》2023年第1期。

二、重大资产交易的规范含义

(一) 如何区别“重大资产交易”与“重大投资行为”

对于资产出售、抵押或质押等资产处分或处置事项,其与重大投资行为区别较为明显,通常不存在理解和认定上的困难。而对于重大资产购买与重大投资行为可能对公司资产结构和形式带来同向的变化,且其概念外延广泛,两者文义射程范围多有重合之处,常常招致理解上的分歧与实践上的困惑。比如,收购股权为资本市场非常典型的一种投资行为,而根据《上市公司重大资产重组管理办法》(2023年修订,下称《重组管理办法》)第14条,购买股权也属于购买资产的一种类型。^①又如,购置邮轮、厂房等无疑属于资产购买行为,但若购买的资产构成了一个业务单元,如购买邮轮时还包括了所配备的船员及相关航运许可等,则具有了更强的“投资”属性。

对于“投资”“资产”这类高度概括和抽象的措辞,仅从词义上区分两者边界恐怕难以尽如人意,且两者规定于法条的同一项之中,体系解释的方法似乎也助益不大。不过,作为一种经过严格程序制定的社会规范,任何法律均有其立法目的,对法律的解释和适用也应当以贯彻、实践其立法目的作为基本任务。^②据此,可以从强制信息披露的制度逻辑入手,探查新证券法第80条第2款的立法目的,特别是立法者对资产交易设置具体的比例阈值、而对投资行为仍保留弹性约束的制度性考量,进而为厘清两者边界提供区分的方法或参考维度。

强制信息披露制度具有投资者保护与强化证券监管的双重功能。就前者而言,在于通过充分有效的信息公开,降低投资者与发行人之间信息不对称性,从而保障投资者知情权和“用脚投票”的权利;^③就后者而言,信息披露是政府部门监管证券市场的重要工具,^④同时也通过将发行人基本情况及经营情况等信息置于“阳光之下”,强化社会公众监督和市场约束。因此,与自愿性信息披露偏好利好型信息不同,强制性信息披露必然遵循风险导向和问题导向,更多侧重在要求发行人及时、全面地将自身风险性、利空性信息予以公开。以《上市公司信息披露管理办法》(2021年修订,下称

^① 该条明确将购买资产划分为购买股权资产与购买非股权资产两种类型。

^② 参见梁慧星:《裁判的方法》,法律出版社2012年版,第163页。

^③ 参见[美]路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第673页。

^④ See Stephen J. Choi & A. C. Prithard, Behavioral Economics and the SEC, 56 Stan. L. Rev. 123(2003).

《信息披露办法》)为例,其第22条第2款在引用新证券法第80条第2款规定的基础上,新增列举了17项应当及时披露的重大事项,其中高达12项属于利空性信息,仅有1项为利好性信息,另外4项为中性信息。^①按此逻辑,对于风险性高、更有可能对公司产生重大影响的事项,在立法技术上应当保留较大的弹性空间,以便法律实施过程中可以根据实际情况作出回应;针对风险因素相对较少、交易比较“常规”的事项,则可以设置较为具体的量化标准,以便提供明确的行为预期,降低信息披露成本。可以看到,新证券法对重大资产交易规定了交易事项的时间维度、量化比例等具体标准,而对重大投资行为的判断则预留了更加灵活的裁量空间,正是基于投资行为相对而言更具风险性和异常性的预设判断,以期通过差异化的强制披露标准来促使发行人针对其重大投资行为进行更及时、更全面的披露。

因此,区分重大投资行为与重大资产交易的关键就在于对交易事项风险性的评判,对两者文义边界的划分也可以借此转换为对交易风险因素的考量。基于商业实践和信息披露的经验性考察,我们认为,交易风险性可从以下几个维度综合把握:其一,从交易的目的看,重大投资是着眼于未来的,强调对未来收益的实现或现期成本的增值性回流,通常周期较长、不确定因素多,如收购一家上游或下游企业。而重大资产购买侧重在当下,强调对标的资产的即时占有、使用和收益,一般周期较短、可预期性较高,如购买一条生产线的设备。其二,从经营管理难度看,重大投资对日常经营管理的“溢出效应”明显,通常需要与第三方主体沟通协调,如并购后的管理协同问题;即便是内源性扩张投资(如异地建厂投资),也需要派遣管理团队,而涉及后续持续的经营和管理控制等问题。相对而言,购买重大资产虽然与日常采购有别,但与企

^① 根据《信息披露办法》第22条第2款的文义,12项利空性信息包括:“(二)公司发生大额赔偿责任;(三)公司计提大额资产减值准备;(四)公司出现股东权益为负值;(五)公司主要债务人出现资不抵债或者进入破产程序,公司对相应债权未提取足额坏账准备;……(八)法院裁定禁止控股股东转让其所持股份;任一股东所持公司百分之五以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权等,或者出现被强制过户风险;(九)主要资产被查封、扣押或者冻结;主要银行账户被冻结;(十)上市公司预计经营业绩发生亏损或者发生大幅变动;(十一)主要或者全部业务陷入停顿;……(十五)因前期已披露的信息存在差错、未按规定披露或者虚假记载,被有关机关责令改正或者经董事会决定进行更正;(十六)公司或者其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员受到刑事处罚,涉嫌违法违规被中国证监会立案调查或者受到中国证监会行政处罚,或者受到其他有权机关重大行政处罚;(十七)公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌严重违法或者职务犯罪被纪检监察机关采取留置措施且影响其履行职责;(十八)除董事长或者经理外的公司其他董事、监事、高级管理人员因身体、工作安排等原因无法正常履行职责达到或者预计达到三个月以上,或者因涉嫌违法违规被有权机关采取强制措施且影响其履行职责”;1项利好性信息为:“(十二)获得对当期损益产生重大影响的额外收益,可能对公司的资产、负债、权益或者经营成果产生重要影响”;4项中性信息包括:“(六)新公布的法律、行政法规、规章、行业政策可能对公司产生重大影响;(七)公司开展股权激励、回购股份、重大资产重组、资产分拆上市或者挂牌;……(十三)聘任或者解聘为公司审计的会计师事务所;(十四)会计政策、会计估计重大自主变更”。

业现有的经营管理架构冲突较小,很可能无需专门针对该此交易事项作出特别安排,如汽车运输公司购置大批运输车、经销商新获重要商标经营许可等。其三,从标的的控制程度看,投资行为强调交易的经济效益,尽管不排斥、但也不追求对标的资产的控制,如参股第三方公司或联营安排等;而资产购买更加强调对所有权的变更转移,一般能够实现对交易标的资产的现实占有和使用,如购买厂房、专利技术等。

(二) 重大资产交易的文本解释

界定重大资产交易与重大投资行为的差异,是准确理解其规定的逻辑前提。在此基础上,新证券法关于重大资产交易规定的许多概念也仍需要进一步审视和厘清。由于现实中商业活动非常复杂多样,资产交易也具有极为丰富的实践样态,以至于像“购买、出售”等原本清晰的法律概念也会经常面临精准“涵摄”案件事实的困难,像“超过该资产的百分之三十”等看似精确的量化比例在实践中也仍需要一定的裁量自由空间。

1. 关于“购买、出售”的界定

对此主要有两个问题值得探讨:其一,条文中的“购买”或“出售”是法律上的概念还是会计上的概念,或者对交易应当采形式标准还是实质标准?就法律概念而言,“购买”或“出售”侧重在交易资产所有权属的变更,采用形式判断标准,如动产交付、不动产权属变更登记。但会计判断则遵循实质重于形式原则,如融资租赁物虽然所有权在购买人名下,但会计上则认为该资产绝大部分使用价值都归属于租赁人,故应将其认定为租赁人的资产。我们理解,采用会计上的标准更为合适,原因在于:该项规定是一个具体的比例标准,而作为分母的“公司资产总额”显然是会计上的概念、且属于财务报表项目,现实中也需要依据财务报表的数据来计算比值,采用会计标准才能保证分子、分母计算逻辑的一致性。再者,该项规定中的“营业用主要资产”“报废”等显然也是会计上的概念,若采用法律的形式标准,规范体系上与这些概念也会产生较大龃龉。

其二,“购买”与“出售”是否累计计算?对此,可参考《重组管理办法》关于购买、出售资产是否构成重大资产重组的计算逻辑,以分别计算为原则、择一计算为例外。根据《重组管理办法》第14条第1款的规定,上市公司在12个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的,^①以其累计数分别计算相应数额,但若同时购买、出售资

^① 所谓“同一或者相关资产”,是指交易标的资产属于同一交易方所有或者控制,或者属于相同或者相近的业务范围,或者中国证监会认定的其他情形下。参见《重组管理办法》第14条第2款。

产的,则以购买或出售单独计算比例时较高者为准。需注意的是,此处“同时购买、出售资产”的交易对象并不限于同一主体,但应当限定在同次交易范围,即购买、出售资产属于一揽子交易中不可分割的部分,以更准确反映资产交易对公司资产增减变化的影响。

2. 关于“公司资产总额”的认定标准

如前述,“公司资产总额”是财务报表上的数据,自无疑义,但问题在于应当采用哪一期报表的数据,是当期还是最近一期?最近一期是采用季报、半年报还是年报,是否必须为经审计财务报表的数据?采用当期数据自然最能反映公司当前的情况,但却存在现实困难:站在发行人的角度,当期数据需等待相关会计分期届满后才能知悉,且存在一定时滞,发行人无法在相关资产交易达成之时就能获悉。在最近一期报告中,新证券法仅对半年报、年报作出了强制性要求,^①且只有年报才需经审计后披露,季报则属于交易所规则的要求。我们认为,基于数据的准确性和可靠性以及年报数据的全面性等因素,采用最近一期披露的年报数据为宜,也便利市场参与主体对相关信息作出评价和权衡。

值得探讨的是,条文规定的“一年内”的计算区间,到底是指自然年度或会计年度,还是指第一笔重大资产交易起连续12个月的区间?在规则体系上,《信息披露办法》《重组管理办法》及证券交易所披露规则都明确采用了“连续12个月”的概念,而此处采用的是“一年”的表述,似乎应当理解为一个完整的自然年度(即某年1月1日至该年12月31日)。然而,从规范渊源上看,“公司在一年内购买、出售重大资产超过公司资产总额百分之三十”这一规定源自公司法(2018年修正)第121条,而公司法中多处采用了“一年内”的概念,如第141条规定:“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。”显然,该条中的“一年内”不是指一个完整的自然年度或会计年度,而是指相关事项发生之时起连续12个月的区间。而且,按此标准,可以更好体现公司资产交易的连续性和整体性,便利投资者作出判断和决策,不会人为地将相关交易分割在不同年度。事实上,发行人信息披露及目前监管实践也基本采用“连续12个月”的标准,由此也可以更好维护发行人和投资者行为预期。

^① 参见新证券法第79条,且2021年修订的《上市公司信息披露管理办法》也删除了原办法关于披露季度报告的相关规定。

3. 关于“营业用主要资产”的计算逻辑

“抵押、质押、出售或者报废”均属于公司资产权利的减少,此处并不存在像“购买、出售”构成一揽子交易的情形下,对公司资产具有正负相抵的效应而需要择一计算,故参照前述“购买、出售”的计算逻辑予以累计计算,应无疑义。但此处“营业用主要资产”是一个整体概念还是部分概念,亦即,如果发行人营业用主要资产属可分割为两个及以上部分,那么计算占比时,是否分别单独计算?从条文规定中“一次”和“该资产”的表述看,其字面意思似乎是按可分割的资产单独计算。因为若采整体计算标准,则应用“累计”“合计”等类似用语来代替“一次”。但是,单独计算的标准可能导致很多无关紧要的信息被强制要求进行披露,导致市场信息过于冗杂,而使真正有用的信息被湮没,反而不利于投资者保护。例如,一家运输公司的运输汽车的报废,按照单独计算标准,则每辆汽车的报废占比都可以达到100%,而这一信息对投资者而言显然过于琐细。但如果按整体资产的概念,则公司可以采用分次抵押、质押等方式,轻易规避这项规定。那么,又应该如何来平衡披露过度与披露不足的矛盾?我们认为,基于信息披露的有效性,应该按照实质重于形式原则,从“营业用主要资产”这个概念本身入手。相对于会计报表中的“营业资产”,基于“主要”一词的限定,显然不是营业资产的全部,也不是像前述运输汽车那样可分割单独资产;且基于“一次”量词的限定,对其资产范围的选择也不宜过窄,否则会导致发行人信息披露负担过重;当然,也不宜过宽,否则将导致发行人信息披露不足。到底应如何认定“主要”的范围,具体适用中恐怕也难以划定一个明确的边界,而须结合发行人具体资产及经营情况,按照新证券法第80条第1款的原则性规定,综合判断相关事项是否对发行人证券价格具有较大影响,进而认定具体的“营业用主要资产”。

三、重大资产交易规定的适用协调

法律对社会关系的调整往往不是通过单一的法律条文,而是通过相互关联的“规则束”或“规则群”进行的。针对信息披露事项,目前也形成了以证券法为基石、以信息披露管理办法相关部门规章及规范性文件为支撑、以证券交易所披露细则为辅助的规则体系。在规则体系内部,经常会面临规则之间的适用协调问题。

(一) 重大资产交易规定与交易所披露规则的协调

在临时报告披露的重大性标准上,证券交易所的披露规则要求交易标的占对应

项目总额的10%以上的,发行人应当予以披露。如《深圳证券交易所股票上市规则》(2023年修订,下称《深市上市规则》)第6.1.2条均规定,交易涉及的资产总额占上市公司最近一期经审计总资产的10%以上,上市公司应当及时披露。^①不过,这一披露要求属于“时点数”,而新证券法第80条第2款第2项中关于重大资产买卖需达到30%的披露标准则属于“区间数”,两者之间不具有可比性。但是,《深市上市规则》第6.1.15条规定:“上市公司发生除委托理财等本所对累计原则另有规定的事项外的其他交易时,应当对交易标的相关的同一类别交易,按照连续12个月累计计算的原则,适用本规则第6.1.2条和第6.1.3条的规定。”换言之,交易所10%的披露标准也会涵盖了“区间数”的计算逻辑,且前已述及,新证券法第80条第2款第2项中的“一年内”应理解为连续12个月的区间,故交易所的披露规则与新证券法的规定其实存有内在的冲突,此时两者应如何衔接?

在法律性质上,《深市上市规则》属于行业自律规则,上市公司在发行上市时也需要与证券交易所签署上市协议,承诺自愿接受交易所的自律管理,^②交易所对上市公司的自律监管具有双方合意的正当性来源。正因如此,作为“软法”的交易所业务规则,可以对正式的证券法及相关法律法规形成有益补充。比如,关于季报的披露,在新证券法及《信息披露办法》等均未对季报作出规定的情况下,业务规则对季报的披露要求可以为投资者提供更及时的定期报告信息,有利于加强投资者保护。在司法审查方面,针对交易所对上市公司信息披露违规而采取的纪律处分或其他自律监管措施,目前似乎尚无被提起行政诉讼的案例。但随着全面注册制改革的落地实施,交易所证券监管方面承担的公共执法职能日益凸显,法院也从早年对交易所终止上市、核准认沽权证等纠纷裁定不予受理,^③渐次转向予以受理并进行实质审查。如2022年上海金融法院就厦华电子诉上海证券交易所行政处理一案予以受理并作出一审判决。^④法院在该案中认为,交易所依照法律授权,基于维护证券市场公平、有序、透明的公益目的,并不仅仅以《证券上市协议》为基础,自律监管措施也不单纯基

① 《上海证券交易所股票上市规则》(2023年修订)第6.1.2条的规定也与此完全一致。

② 《深圳证券交易所证券上市协议》(2023年修订)第6条规定:“乙方(即上市公司)同意接受并积极配合甲方依据法律法规、甲方相关规定和本协议,或者基于维护公共利益、市场秩序及投资者合法权益等监管需要,对乙方实施的自律监管。”

③ 参见上海市浦东新区人民法院(2003)浦受初字第20号行政裁定书、上海市第一中级人民法院(2005)沪一中受初字第19号行政裁定书。

④ 参见上海金融法院(2022)沪74行初1号行政判决书。该案二审目前也作出判决,均驳回了被退市公司的请求。参见上海市高级人民法院(2022)沪行终288号行政判决书。

于意思自治而得为之,故其应受合法性原则的约束。不过,鉴于自律监管措施类型多样,对上市公司权益的作用效果也不同,“纳入司法审查的自律监管措施应当对当事人权益产生实质影响并具有成熟性”^①。因此,若相关信息披露事项的自律监管措施对上市公司产生了重大影响,未来也不排斥可能被纳入司法审查的范围,从而面临现实的合法性风险。

(二) 重大资产交易规定与信息披露监管执法标准的协调

由于监管部门的行政执法活动对市场主体权益的影响程度要高于证券交易所的自律监管措施,监管部门作出行政处罚等具体行政决定的程序也更为严格、耗费的公共资源也相对较多。因此,基于行政效率原则和比例原则,信息披露的行政执法标准也应当高于自律监管标准,借此也可避免造成“监管过度”^②。实践中,一般是通过在信息披露自律监管标准的基础上设置一个“增加量”来设定信息披露违法违规行为的立案标准。同时,出于有效打击违法违规行为、保障投资者知情权、维护市场秩序等政策考虑,这一“增加量”不应太高,否则容易导致“监管宽容”^③,法治的效果难以彰显。

根据现行证券期货案件立案标准的规定,上市公司未按规定报送或披露重大交易(重大投资除外)涉及总资产或净资产的,单笔或连续12个月累计占公司最近一期经审计净资产绝对值达到一定比例以上,且超过一定金额的,应予以立案。该规定区分了重大资产交易与重大投资事项,这也是前述新证券法第80条第2款第2项“二分法”的逻辑延伸。其虽非专门针对资产交易而设,但“涉及总资产或净资产的”的表述具有高度概括性,且同时采用了“时点数”和“区间数”的标准,显然可以涵盖重大资产买卖事项。需要注意的是,由于法律已经针对重大资产交易披露事项作出了明确、具体的规定,设定立案标准时的“增加量”的弹性空间已被大幅压缩(大于或等于20%),而须与30%的比例相协调。尽管相较于其他重大事项披露的立案标准而言,20%的“增加量”颇有些扞格不入,但在新证券法的框架下,则又似乎“理所当然”。

现行立案标准未专门针对营业用主要资产的抵押、质押等事项作出明确规定,但

① 参见上海金融法院(2022)沪74行初1号行政判决书。

② 所谓监管过度,是指监管机构采取过分严厉的监管手段,超出了防控风险的最大需要或者遏制了市场参与主体进行金融创新的动力。参见洪艳蓉:《金融监管治理——关于证券监管独立性的思考》,北京大学出版社2017年版,第257页。

③ 所谓监管宽容,是指当被监管对象违反监管规则或者不遵守市场纪律时,监管机构未采取相应的制约措施或者在采取制约措施的过程中放缓步伐、减轻力度,或者事先信息沟通等,使得当事人所承受的不利后果远远低于正常情况下应承受的程度。参见洪艳蓉:《金融监管治理——关于证券监管独立性的思考》,北京大学出版社2017年版,第260页。

违规对外担保立案标准与主要资产的抵押、质押等存在交叉,故也会面临规则适用协调问题。根据立案标准相关规定,未按规定报送或披露对外担保,所涉金额或连续12个月内累计金额占公司最近一期经审计净资产绝对值一定比例以上,且超过一定金额的,应予以立案。本文认为,上述关于对外担保的立案标准,并非针对新证券法第80条第2款第2项而设,而是针对该款第3项“提供重大担保或者从事关联交易”所述事项的立案标准。原因在于:一是第80条第2款第2项除了规定抵押、质押外,还规定了出售、报废的事项,上述立案标准无法涵盖资产售出或报废的情形;二是该款第2项与第3项属于并列关系,在适用法律时仅需择一适用即可,而交易目的最能体现该交易事项的本质特征,针对担保事项统一适用第3项的规定更具有合理性。

四、重大资产交易规定的完善建议

如前所述,新证券法对重大资产交易规定的修改带来了信息披露标准的实质性变化,也在一定程度上增加了理解和适用上的困惑,甚至导致法律规范体系自身的内在冲突。而且,关于营业用主要资产处置规定与立案标准的衔接,可在实践中通过“择一适用”的方式予以协调,但对于重大资产买卖规定所引发的立案标准的龃龉与“突兀”,则需要通过规则修改来实现规则体系的自洽完善。事实上,从新证券法第80条第2款规定的整体看,关于重大资产交易的规定略显“异常”,属于“唯二”涉及具体量化比例的规定。^①立法者原意似乎在于通过具体的量化规定,稳定市场主体预期、减少信息披露成本,同时降低行政机关自由裁量空间,促进规则之治。但这在现实中恐怕有些“事与愿违”。

先来看关于重大资产买卖的规定。该规定其实为本次修法所新增。从信息披露实践看,10%的披露规则已经实施多年,已渐成行业惯例,除非具有充分的理由,否则法律也应当予以尊重,而非贸然修改。^②故该项立法新增的规定意在对原有披露规则进行补充,而非全面调整现有10%的披露规则。另外,从规定渊源上看,该规定最初来源于2005年修订的公司法第122条关于上市公司提交股东大会特别决议事项的规定。^③这是公司法对上市公司作出的、为数不多的特别规定之一。特别规定、特别

① 另一项量化规定为该款第7项关于“三分之一以上监事”的规定。

② “法律本身却从来不是像立法那样被‘发明’出来的。”参见[英]哈耶克:《立法、法律与自由》(第一卷),邓正来等译,北京:中国大百科全书出版社2000年版,第113页。

③ 2023年12月最新修订的公司法第135条也继续原封不动地保留了这一规定。

决议均提示相关事项对上市公司而言具有重大性,但将公司法特别事项的议事规则直接挪移到证券法所列举的“重大事件”中,法政策上固然无可厚非,但立法技术上则仍显得粗疏。事实上,对于重大资产买卖而言,原有的信息披露规则中10%的披露标准足以涵盖30%的资产交易事项,新证券法所增加的重大资产买卖规定的必要性和科学性似乎也值得商榷。

再者,对于营业用主要资产规定而言,“抵押、质押、出售和报废”的详细列举以及“一次”和“百分之三十”的数量化规定都需建立在“主要”一词的界定上,实践中仍具有较大的不确定性。立法沿革上,该规定最初源于1993年出台的《禁止证券欺诈行为暂行办法》(现已废止)第5条第2款第20项关于内幕信息的列举性规定。^①后续同样作为内幕信息的列举性规定被1998年证券法及后续历次证券法的修订和修正中所承继和保留。本次证券法修订对内幕信息的列举采取了全面引致信息披露重大事件的规范结构,上述规定也就从内幕信息的列举性规定“顺理成章”地转变身份为信息披露重大事件的列举性规定。但实践中,自该项规定诞生以来似乎从未被适用过:在其作为内幕信息列举事项时,未有以其作为认定内幕信息的案例;在其作为临时报告重大事件时,截至目前也没有上市公司根据该项规定进行信息披露。^②然而,由于证券法中存在这一项规定,无论是政府部门制定的信息披露相关规章或规范性文件,还是交易所制定的信息披露业务规则,抑或是市场主体制定自身的信息披露制度,均原封不动将该规定再次“重述”。换言之,尽管该规定的历史沿革“悠久”,但却是一项只在各效力层级的规范文件之间“空转”、而对现实并无多大实用价值的具文。

“任何法律的适用都离不开理解活动,法律实施的过程就是一个涉及理解、解释和适用的三步骤活动”,^③因此,规则的清晰度、可理解度对规则的实施具有重要影响。简洁明了的信息披露法规能够为市场参与主体提供更明确行为指引和预期。综合上述,新证券法第80条第2款第2项关于重大资产交易的法律文本,无论是本次修法新增的重大资产买卖规定,还是承继原有的营业用主要资产处置的规定,恐怕都

① 《禁止证券欺诈行为暂行办法》第5条第1款规定:“本办法所称内幕信息是指为内幕人员所知悉的、尚未公开的和可能影响证券市场价格的重大信息。”第2款规定:“前款所称重大信息包括:……(二十)发行人营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十”。

② 笔者在上海证券交易所、深圳证券交易所网站中“信息披露”专栏,以“营业用主要资产”作为关键词搜索,均无相关公告记录;通过“易董”平台以同样关键词搜索公告标题,同样没有搜索结果,以同样关键词搜索公告全文时,所得结果均属于公司制定的信息披露制度,属于对法条原文的照搬照抄。

③ 参见陈金钊:《法律解释及其基本特征》,载《法律科学》2000年第6期,第31页。

未能实现立法者原有的预期,反而可能增加了实践中的困惑和龃龉。故而,在未来对证券法再次修订或修正时,可考虑将现有规定删除,或代之以类似 2005 年证券法的原则性规定,如将该第 2 项修改为“(二)公司的重大投资行为和重大资产交易”,以实现规则的删繁就简,并增加规则的兼容性,从而可以更方便地借助信息披露办法、交易所业务规则等规定提升信息披露规则的明确性和可理解性。