

《证券法》第四十七条存在问题与完善对策研究*

——以境外市场规制证券短线交易
法律制度为借鉴

邱永红**

摘要:起源于美国的短线交易(short-swing trading)收益归入权制度是证券内幕交易法律规制制度的一个重要组成部分,其立法目的在于通过对上市公司内部人的短线交易收益予以归入和处罚这一威慑手段,建立内幕交易的事先防范和吓阻机制。近年来,随着我国证券市场进入全流通时代,上市公司内部人短线交易行为日趋增多,且花样翻新,严重扰乱了证券市场的正常秩序和损害了投资者的合法权益,同时也给有关立法机关和监管机构提出了如何加强对短线交易行为的监管的新课题。为此,本文在对美国、日本、韩国、我国台湾地区等

* 本文仅代表作者的观点,与作者所在工作单位无关。

** 法学博士、高级经济师,现为深圳证券交易所法律部副总监,兼任中国国际经济法学会理事、中国证券法学研究会常务理事。

境外市场的立法进行研究的基础上^[1],并结合我国的相关司法和监管实践,提出了完善我国证券短线交易法律规制制度与《证券法》第四十七条的若干建议与对策。

关键词: 短线交易 证券法 境外

一、规制证券短线交易立法的缘起、演进及我国《证券法》第四十七条存在的主要问题

(一) 美国规制短线交易立法的缘起、存废之争与演进

1. 美国规制短线交易立法的缘起与目的

1929年10月,美国纽约发生股灾,这是美国历史上影响最大、危害最深的经济事件。这场股灾持续时间达四年之久,影响波及英国、德国、法国、意大利、西班牙等国家,最终演变成西方资本主义世界的经济大危机。这场股灾彻底打击了投资者的信心,人们闻股色变,投资心态长期不能恢复。

纽约股市崩溃以后,美国参议院即对股市进行了调查,发现有严重的操纵、欺诈和内幕交易行为。美国参议院银行及货币委员会(Committee of Banking and Currency)于1934年3月发表的调查报告指出,美国证券市场当时最大的弊端之一,就是董事、经理人及大股东等内部人(以下简称内部人)利用其特殊地位,获取内幕消息买卖股票图利。这种行为严重损害了大多数投资者对证券市场的投资信心,然而在实践上,要

[1] 短线交易规制制度的首要目的在于防范内幕交易。当前,虽然绝大多数国家和地区都禁止内幕交易,但是境外成熟市场中规定禁止短线交易的并不是特别多,主要见于美国、日本、韩国和我国台湾地区等国家和地区。因此,对境外成熟市场规制短线交易的法律制度的研究主要基于美国、日本、韩国、我国台湾地区四个国家和地区。此外,美国和台湾地区的短线交易法律规制制度最为成熟和详尽,因此,本文重点选取美国和台湾地区的相关法律制度进行研究。

证明内部人利用内幕消息进行股票交易具有相当难度。^[2]为此,当时的美国参议院银行及货币委员会《证券交易法》起草人 Thomas G. Corcoran 先生认为必须使用一种“粗略而实际”(Crude Rule of Thumb)的方法来禁止这种证券违规行为,即不问公司内部人员在实际短线交易中是否有利用内幕信息的行为,只要是在特定期间内从事了股票交易,就可以对股票交易的收益强制性剥夺。^[3]

九个月后,美国国会正式通过了《1934年证券交易法》,其中第16条b项首次确认短线交易属于违法行为,规定内部人不得在六个月的期间内进行买进后再行卖出或卖出后再行买进的股票交易行为。如果有的话,交易人获得的股票收益,上市公司董事会(发行人)有权要求其返还。同时,上市公司股东可以根据衡平法向管辖法院以诉讼方式追究短线交易者的民事和刑事责任,最多可被判处六个月以下有期徒刑。

由上可见,《1934年证券交易法》第16条b项的立法目的主要有二:

一是吓阻内部人利用内幕信息进行短线交易投机,保护外部股东的利益。短线交易归入权的适用不以内部人实际上不当利用内幕信息为必要,对其动机为何,有无过错,也均在所不问。该条的首句即“为防止受益所有人、董事或高级管理人员因其与发行人的密切关系,而获得消息且加以不正当使用”,意在增进该条的合宪性,并且为美国证券交易委员会(以下简称SEC)行使制定规则的权力提供指导。在立法过程中,起初的草案曾规定以“内部人利用了未依法披露的信息”为要件,但后来被删除,正是因为这种举证责任使其实施不具有可行性。

二是通过制定该条规定,使潜在之被告(内部人)先行知悉本条规定的存在,而在其等进行证券交易行为时,能事先善尽注意之义务,妥

[2] 美国参议院银行及货币委员会在关于《1934年证券交易法》立法草案的报告中描述了这样一个案例,某公司董事长承认他和他的兄弟们以略高于10%的股份控制该公司。在公司临取消分红前,他们以1600万美元卖掉所持股份,后来又以约700万美元买回这些股份,从中获利900万美元。

[3] Hearing on stock Exchange Practices before the senate committee on Banking and Currency, 73d Cong., 2d Sess. 6557(1934) See Gadsy id., at 8-55.

善处理其行为之界限而免于违反法律的规定,如此除可减轻原告举证之困难,且亦能使享信息不对称之人(即公司内部人)负起避免违反《证券交易法》第16条b项规范之责任。

2. 美国国内有关短线交易归入权制度的存废之争

在美国,自从1934年国会制定《证券交易法》第16条b项起,实务界和理论界一部分人士就认为该条文在吓阻内幕交易方面起不了作用,因此对其大加批评并极力主张废除之。这些批评促成了1941年美国证券业界一场要求废除第16条b项的运动,一位议会代表形象地表达了批评者们的观点:“这项条文无异于为了灭鼠而焚烧整个粮仓”。但美国国会最终没有采纳批评者们的意见。1964年美国SEC开始用规则10b-5来规制内幕交易,证券业界在美国国会的代表又发起了一次废除第16条b项的运动,这次运动也以失败告终。近年来,有学者和实务界人士提出了同样的意见,其中,Jesse M. Fried教授主张用内部人交易前申报披露制度取代短线交易归入权制度,Steven R. Salbu教授、Marleen O'Conner教授和Michael H. Dessent教授则主张以内幕交易禁止制度取代短线交易归入权制度。^[4]

(1) 反对短线交易归入权制度者的主要观点

具体而言,反对短线交易归入权制度的观点主要有以下几方面:

a. 短线交易归入权制度对上市公司内部人过于严厉和苛刻,且美国后来制定的有关内幕交易禁止的新法比该制度更能发挥吓阻的功效。

b. 短线交易归入权制度中的六个月期间在立法设计上过于机械和粗糙。

c. 短线交易归入权制度导致代位诉讼滥诉情形增加,由于胜诉的原告律师可请求巨额的律师费用,归入权的真正受惠者是律师。

d. 短线交易归入权制度对没有使用内幕消息进行交易的上市公司

[4] Michael Dessent, Weapons to Fight Insider Trading in the 21st Century: A Call for the Repeal of Section 16 (B), 33 Akron L. Rev. ,481(2000); Ellen Taylor, Teaching an Old Law New Tricks: Rethinking Section 16, 39 Ariz L. Rev. 1315(1997); Marleen O' Connor, Toward a More Efficient Deterrence of Insider Trading: The Repeal of Section 16(b), 58 Fordham L. Rev. , 309(1989).

内部人不公平。

(2) 赞同短线交易归入权制度者的主要观点

对于上述反对短线交易归入权制度者的观点,赞成短线交易归入权制度的学者和实务界人士进行了针锋相对的反驳:

a. “短线交易归入权制度对上市公司内部人过于严苛”的理由不成立,内幕交易禁止制度不能取代短线交易归入权制度。

b. 六个月期间的设计并非像上述 Marleen O'Conner 教授等学者所认为的毫无其功效或明显不合理。

c. 以代位诉讼之提起过于容易导致代位诉讼滥诉情形增加,而成为主张废除短线交易归入权制度的理由,明显有限制公民基本权利之嫌。

d. 短线交易归入权制度是牺牲内部人个体利益来维护证券市场整体公平。

(3) 美国国会和 SEC 对短线交易归入权制度的态度

针对上述短线交易归入权制度的存废之争,美国众议院联邦证券规则委员会(the Committee on Federal Regulation of Securities)于1987年专门成立了工作小组,重新检讨短线交易归入权之立法宗旨及是否有存在的必要,且细查了当前适用该条规定所发生的问题,最后工作小组证实短线交易归入权仍是最能提供有根据且重要的公众政策及目的的制度。工作小组认为,短线交易归入权制定之初是有着不同的立法目的,即法条之制定是针对三种特殊形态之内幕交易而设计,其中之一是为针对公司内部人滥用公司内幕消息而进行的交易行为。

其一,短线交易归入权的第一个功能,是用来消除上市公司内部人以公司长期财务健全为代价,来获取凭借短线交易的股票价格波动所产生的利益的诱惑。短线交易归入权是防止公司内部人不专心治理公司而着迷于炒作公司之股票,进而违反了管理者对股东应尽的忠实义务。基于上述,美国国会认为公司内部人所从事的短线交易行为对上市公司或者是美国资本市场并不是一件适当之交易形态,因此将此列入短线交易归入权规范之中。

其二,此条文是设计用来处罚不公平使用上市公司内幕消息之公司内部人。所有违反内线交易规范而使用内幕消息者,以及公司内部

人员常常拥有一些属于有关公司未来的信息(soft information),此为一般投资大众无法知悉者。例如,一些财务预测等有关公司未来的信息,该消息将使公司内部人能够更有效正确地猜测公司的新产品或公司协商事项的结果、公司的真正风险及不确定性等。在上述这些事实下,信息必须公开披露,否则将成为公司内部人从事内幕交易行为重要之依据。

其三,短线交易归入权是被设计用来排除上市公司内部人凭借操作公司之事件,以最大化其等因短期交易行为所可拥有交易利益之诱惑。在短线交易归入权制度制定以前,公司内部人是能够凭借短线交易的方法来获取最快速的利益。因此,此条款制定之后,将对公司内部人之忠实义务提供最低限度之规范标准。

综上所述,无论该条规定制定的真正用意为何,专门小组重新检视短线交易归入权制度后认为,此制度仍是用来防止上市公司内部人投机性的滥用公司内幕消息,以及强调公司内部人忠实义务,并且是维护公司长期健康发展最有用之工具。美国《1934年证券交易法》第16条b项所规定的短线交易归入权制度仍是以机械式的方式,设计用来达成预防功能最有效的简单基本原则,其被适用在非计划性的状况下,特别是有关公司的合并、其他非正统的交易及经营者的额外津贴、福利等情形,最能展现其规范之效用。因此,专门小组认为,短线交易归入权制度仍有其存在之必要,不应该被废除。

此外,美国证券法权威罗斯教授在起草《联邦证券法典》(Federal Securities Code)时,虽然有人建议应废止短线交易归入权制度。但他认为,让市场看起来公平是很重要的,^[5]归入权的制度有其“象征意义”(symbolic significance),不应废除。

1988年,美国国会通过的《证券内幕交易与证券欺诈执行法》再次将短线交易规定为证券欺诈,明确规定上市公司董事、高级管理人员在股票上市六个月内恶意抛售股票的,构成短线交易违规,除了行使归入权外,最高还可判处六个月监禁。这是世界上最早使用刑事手段处罚

[5] "...it is important for the markets, ...not merely to do equity but to appear to do equity". Loss, Fundamentals of Securities Regulation, (2d ed., 1988).

短线交易的法律。

美国 SEC 对保留短线交易归入权制度也持强力支持态度,并且认真研究和参考了各界意见,在 1991 年及 1996 年两度修订相关规则,以使归入权的制度更为完善和合理。^[6]

(二) 我国规制证券短线交易的立法演进

如前所述,在对内幕交易进行法律规制之外,出于“事前的吓阻”和“机械的适用”的需要,对短线交易行为另外加以规定以弥补内幕交易条款适用之不足,是十分必要的。

我国在 1993 年 4 月国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》中对短线交易行为已有所规定,该条例第三十八条规定:“股份有限公司的董事、监事、高级管理人员和持有公司百分之五以上有表决权的法人股东,将其所持有的公司股票在买入后六个月内卖出或卖出后六个月内买入,由此获得的利润归公司所有。前款规定适用于持有公司百分之五以上有表决权股份的法人股东的董事、监事和高级管理人员”。本条规定已经具备了对短线交易进行规制的雏形,但其缺陷也是相当明显的:仅仅规定了收益的归入权,但对收益归入权的行使没有更进一步的详细规定,使得本条规定流于形式,在实践中未能受到应有的重视。再加上我国原有法律法规对内幕交易的规定也缺乏可操作性,导致实践中股份有限公司的董事、监事和经理等高级管理人员买卖股票的行为根本不受约束,利用内幕消息从事短线交易获取暴利者比比皆是,严重侵害了公司中小股东的合法利益,破坏了证券市场应当具有的公平性。

1999 年 7 月 1 日起施行的原《证券法》第四十二条规定:“前条规定的股东,将其所持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在

[6] 此外,在《1934 年证券交易法》出台后证券市场几十年的发展过程中,美国各州法院逐渐将短线交易归入权适用扩大到所有可能涉及公司内幕信息滥用的证券交易,并从证券行业自律组织着手,加强对上市公司董事以及高管人员证券从业道德的约束。美国投资管理与研究协会(AIMR)、美国证券交易商协会(NASD)在督促上市公司高管人员规范经营方面发挥着重要作用。美国证券交易商协会(NASD)自律规则第 2 条禁止短线交易、证券欺诈和操纵市场交易价格行为。美国证券交易商协会(NASD)也规定对包括短线交易在内的证券违规行为可以施以行业处罚,如果造成严重后果或者引发证券市场混乱,还可启动私人诉讼程序提起民事赔偿诉讼。

卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回该股东所得收益。但是,证券公司因包销购入售后剩余股票而持有百分之五以上股份的,卖出该股票时不受六个月时间限制。公司董事会不按照前款规定执行的,其他股东有权要求董事会执行。公司董事会不按照第一款的规定执行,致使公司遭受损害的,负有责任的董事依法承担连带赔偿责任。”这在原条例第三十八条规定的基础上作了较大的修改。然而,从防止公司内部人滥用内幕信息进行股票交易的立法目的的角度来看,本条规定仍有欠周延,运作中出现了一些不尽人意之处:首先,它将短线交易的对象仅限于持股百分之五以上的大股东,从而排除了对公司董事、监事、高级管理人员的适用。其次,原《证券法》第四十二条实施后,由于公司董事会缺乏主动行使归入权的动力,而少数股东一是没有法律诉讼渠道,二是很难在股东大会上取得话语权,通过股东大会来要求董事会行使归入权又成本过高,因此真正行使归入权的案例非常少。

2006年1月1日,修订后的新《证券法》正式实施。在借鉴美国、日本和台湾地区等国家和地区先进经验的基础上,新《证券法》第四十七条对短线交易归入权制度作了修改和完善:

“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。但是,证券公司因包销购入售后剩余股票而持有百分之五以上股份的,卖出该股票不受六个月时间限制。

公司董事会不按照前款规定执行的,股东有权要求董事会在三十日内执行。公司董事会未在上述期限内执行的,股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。

公司董事会不按照第一款的规定执行的,负有责任的董事依法承担连带责任。”

此外,新《证券法》第一百九十五条对短线交易的行政责任做了明确的规定:“上市公司的董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东,违反本法第四十七条的规定买卖本公司股票的,给予警告,可以并处三万元以上十万元以下的罚款。”

(三)我国《证券法》第四十七条存在的主要问题

新《证券法》第四十七条的规定采纳了多数学者和实务界人士的意见,将公司董事、监事、高级管理人员纳入短线交易的主体范围,且明确规定了股东代位诉讼制度,即公司董事会怠于行使归入权时,股东可以自己名义直接提起诉讼,这些都是立法上相当大的进步。然而与其他国家和地区立法例相比,《证券法》第四十七条的规定仍有诸多不完善之处,亟需尽快修改、细化和完善。例如:

1. 在短线交易主体的认定方面,是采取“实际持有”标准还是“名义持有”标准,是采行“两端说”、“一端说”还是“折中说”,均未有明确规定。

2. 在短线交易客体的认定方面,只包括“股票”还是包括“股票与其他股权性质的证券”,未有明确规定。

3. 在“买入”、“卖出”行为的界定及豁免方面,什么情况下属于“买入”、“卖出”,什么情况下可以豁免,未有明确规定。

4. 在所得收益的计算方面,采取什么样的计算方法,未有明确规定。

5. 在归入权的行使方面,对短线交易归入权的代位行使机构、行使的时效期间未有具体规定。

二、我国规制证券短线交易的司法判例与监管实践

(一)我国规制证券短线交易的司法判例

目前,我国规制短线交易的司法实践主要有两个案例:一是华夏建通案例,二是南宁糖业案例。

1. 华夏建通案例——股东身份“两端说”标准的司法确认

华夏建通(600149)案例是我国第一例通过司法途径解决短线交易的案例,同时,该案受案法院在一审判决书中确立了股东身份“两端说”标准,具有重大的实际指导意义。^[7]

[7] 深交所所在对短线交易的监管实践中,一直坚持股东身份“两端说”标准,此次得到司法判例的确认,为我们今后的监管工作提供了更加有力的支持。

2009年7月13日,上海市卢湾区法院受理了原告华夏建通(600149)诉被告严琳证券短线交易归入权纠纷一案,并于2009年9月1日公开开庭进行了审理。

原告华夏建通诉称:2009年4月17日,被告通过上海市一中院组织的公开拍卖,以总价款人民币11,460万元(合每股3.82元)竞买获得原告股份3000万股,占原告总股本7.89%。2009年6月1日被告通过上海证券交易所以每股4.93元卖出所持原告的股份1900万股(占原告总股本4.998%),所获差价收益2109万元。根据我国《证券法》第47条的规定,公司董事会应当收回其所得收益。据此,被告在买入原告股票成为持有股份5%以上的股东后,又在六个月内卖出一定数量的股份,所产生的差价收益2109万元应归入原告,故请求判令被告支付收益2109万元。

被告严琳辩称:《证券法》第47条系涉及短线交易收益的归入制度,该项制度确立的目的是通过对收益的归入,来防止上市公司董事、监事、高级管理人员或持有股份5%以上的股东利用了解公司内部信息的特定地位和优势进行交易。而在本案中,被告在进行股票买入、卖出之系列交易行为之前并不具备《证券法》第47条特定的主体身份,其理由主要为:

首先,《证券法》第47条第1款将短线交易的行为主体限定为“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东”,法学理论界则有“两端说”、“一端说”和“折中说”三种不同观点。“两端说”认为,在买入和卖出两个时点均需符合公司内部人身份。“一端说”认为,在买入时或卖出时,只要一个时点符合公司内部人身份即可。“折中说”认为,对董事、监事、高管人员与持有特定比例股份的股东应当予以区别对待。对于持有特定比例股份的股东,应当采用“两端说”,而对于公司董事、监事和高级管理人员,应当采用“一端说”。因为,股东身份不如公司董事、高级管理人员身份容易获取内幕信息。“公司董事、高级管理人员直接参与公司事务,他们易于取得内幕信息,并滥用之。”就本案而言,被告在通过司法拍卖和法院裁定取得3000万股华夏建通股票时并非原告股东,根据“两端说”和“折中说”,均不符合短线交易收益归入制度对主体的要求,不应适用短线交

易收益归入制度。

其次,被告的司法拍卖行为是成为“持有”5%以上股东的行为,不是短线交易的“买入”行为。《证券法》第47条规定的短线交易的主体有两种类型:一是非股东型的主体,即上市公司董事、监事、高级管理人员;二是股东型主体,即持有上市公司股份5%以上的股东。成为非股东型主体不需要通过买卖股票,主要是通过公司的选任。但是,要成为股东型主体必须要通过股票交易,而且需要达到“持有”上市公司股份5%以上的股份,才能具备适格的主体。

《证券法》第47条对于股东型主体的定义是“持有上市公司股份5%以上的股东”,立法在此使用了“持有”这一词组,就是要把成为股东的“持有”行为和短线交易的“买卖”行为相区别。对于非股东型主体,只要具有“买入后卖出或者卖出后买入”的行为就构成短线交易。但是,对于股东型主体,首先要具有“最初一笔”的“持有”的行为,其次要具有“买入后卖出或者卖出后买入”的行为才能构成短线交易。从行为结构上看,非股东型主体:【公司任命行为+买入后卖出或者卖出后买入】,但是,股东型主体:【持有5%以上股票行为+买入后卖出或者卖出后买入】。

被告在2009年5月5日之前从未买入原告的股票。被告通过司法拍卖和法院裁定获得原告5%以上股票的行为,是被告成为“持有”原告5%以上股票的股东的行为。根据《证券法》第47条的规定,这是“持有”行为,不是短线交易的“买入”行为。没有“持有”上市公司股份5%以上的股东的行为,被告的短线交易主体身份就不具备。原告把被告的司法拍卖行为解释成是短线交易的“买入”行为,混淆了“持有”行为和“买入”行为的区别。

(1)《证券法》第47条规定的股票“买卖”范畴应当理解为通过证券交易所平台的交易行为,而本案被告买入原告股票系通过上海市一中院组织的公开拍卖,并不属于《证券法》第47条规定的“买卖”范畴。

(2)被告通过司法拍卖竞买取得的原告股票属限制流通股,根据相关法律、法规规定,该性质的股票在解禁前被限制上市流通,在此前提下,被告尚不存在利用内幕信息买卖该股票获利之可能性。

(3)被告竞买取得的原告股票,支付了拍卖行佣金及交易印花税,

故被告的差价收益也尚未达到 2109 万元。综上,被告的行为不应当适用《证券法》第 47 条规定,请求驳回原告之诉请。

上海市卢湾区法院经审理后认为:庭审中,原告主张被告买、卖其股份的行为构成《证券法》第 47 条的适用要件,进而要求被告交付所获的差价利益,而被告对此予以反驳,认为其行为不应适用本案所涉条款,据此,本案首先需要解决的焦点问题在于被告的行为是否符合《证券法》第 47 条的构成要件。

上海市卢湾区法院进而就上述问题的解决及其法律分析如下:

(1)我国《证券法》第 47 条规定,上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份 5% 以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有。该项规定确立了我国证券短线交易收益归入制度,其目的系通过公司对交易收益的追缴,以有效地淡化、消除内幕人员从事内幕交易的动机,从而在一定程度上减少、防止内幕交易的发生。既然立法宗旨是减少内幕交易,则该项立法所规制的对象应限定为具备特定的身份,且凭借其身份可获得公司内幕信息之人。《证券法》将此类人员细化为公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份 5% 以上的股东。如此,短线交易之构成是以行为人具有上述人员之身份为前提的。而《证券法》第 47 条又是将“短线交易”定义为行为人在六个月内“先买后卖”先“先卖后买”之两次以上相反买卖交易行为。因此,以上要件对短线交易收益归入制度所演绎的逻辑过程显然为,行为人首先应获得公司董事、监事、高级管理人员或持有 5% 以上股份股东之身份,然后在六个月内有一组以上买卖反向交易行为。本案被告在实施买入及卖出原告股份之反向交易之前,并不具备原告内幕人员身份。庭审中,原告主张被告买入其股份 3000 万股即具备了内幕人员之身份,原告此举显然是将被告的该项单一行为既推断为被告构成短线交易主体资格的条件,又视作被告反向交易行为的一端。然而,以法律适用层面为视野,行为人实施的一项法律行为,仅能产生一项法律效果,原告该项主张有违法学基本原理。如此而言,若被告购入 3000 万股所产生的系构成短线交易主体之法律效果,之后其仅有一个“卖出 1900 万股”行为,尚缺乏一组反向的交易行为;同样,若认定被告“购入 3000

万股、卖出1900万股”构成证券法所规制的反向交易行为,被告则因实施行为之前并非公司的内幕人员而不具备短线交易的主体资格。故而,被告的身份及行为尚不符合短线交易的构成要件。

(2)正如上文所言,证券短线交易收益归入制度的旨意在于减少内幕交易,其规制的对象系可能利用内幕信息进行交易的行为。本案被告是通过中级法院委托的司法拍卖而竞买取得股票,由于参加拍卖取得股票与通过证券交易所购入股票,在交易场所、时间、程序、风险及成本等方面具有质的区别。对于司法拍卖,整个交易时间及价格被告无法控制,无法利用内幕信息与司法拍卖进行配合。更值得注意的是,被告竞买取得的股票系限售股,根据相关规定,限售股在卖出的时间上有严格的限制,至少在禁受期内不得买卖。而本案限售股解禁的时间完全取决于原告,对此被告无法控制和预料。因此,被告不仅在取得股票时无法与内幕信息相配合,卖出条件的满足也取决于原告办理限售股解禁的时间,也无法利用内幕信息进行交易。据此,被告客观上缺乏利用内幕信息进行证券交易的条件。

综上,上海市卢湾区法院认为,由于被告的身份尚不符合短线交易的构成要件,同时客观上被告也缺乏利用内幕信息进行证券交易的条件,故本案不能适用《证券法》第47条的规定,对原告的诉请不应支持。

2009年10月20日,上海市卢湾区法院做出一审判决[(2009)卢民二(商)初字第984号]:驳回原告华夏建通的诉讼请求。案件受理费人民币147,250元及财产保全费人民币5000元,由原告华夏建通负担。

2. 南宁糖业案例——“实际持有”计算标准的司法确认?

2008年6月,南宁市中院立案受理了南宁糖业(000911)诉马丁居里投资管理有限公司等三公司短线交易纠纷一案。

原告南宁糖业诉称,马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司、马丁居里有限公司是三家注册地位于苏格兰的公司,其中马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司是马丁居里有限公司的全资子公司,三家公司的住所均为:Saltire Court, 20 Castle Terrace, Edinburgh, Scotland, EH1 2ES。马丁居里投资管理有限公司还是中国证监会批准的合格境

外机构投资者(QFII)。

2007年8月23日至8月30日,马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司买入南宁糖业16,922,648万股,占南宁糖业股份总额的5.9%(其中马丁居里投资管理有限公司买入7,168,469股,占已发行股份总数的2.5%;马丁居里公司买入9,754,179股,占已发行股份总数的3.4%)。2007年10月27日,马丁居里有限公司公告了增持股份的《简式权益变动报告书》。

2008年1月4日至1月25日,马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司累计卖出南宁糖业股份14,535,656股,占南宁糖业股份总额的5.07%(其中马丁居里投资管理有限公司卖出7,168,469股,占已发行股份总数的2.5%;马丁居里公司卖出7,367,187股,占已发行股份总数的2.57%)。2008年2月25日,马丁居里有限公司公告了减持股份的《简式权益变动报告书》。

南宁糖业认为,马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司在持有超过5%的南宁糖业股票后六个月内又抛售,根据我国《证券法》第47条的规定,由此所得收益归上市公司即南宁糖业所有。

因此,请求法院判决:(1)马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司应将其上述交易所获取的收益交付给南宁糖业。(2)由于马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司获得收益后至今未交付给南宁糖业,给南宁糖业至少造成了利息的损失,因此应向南宁糖业支付占用收益期间的利息。(3)马丁居里有限公司对马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司的上述付款义务承担连带责任。

南宁市中院受理该案后,裁定冻结被告马丁居里投资管理有限公司的银行存款3960万元或查封其相应价值的其他财产,冻结原告南宁糖业用于保全担保的银行存款1200万元。

该案是A股市场第一例针对QFII短线交易的诉讼,而该案的关键和难点在于:在认定短线交易时是应采用“名义持有”的计算标准还是“实际持有”的计算标准。

经过两年多的拉锯战后,2010年7月12日,南宁糖业与马丁居里投资管理有限公司等的代表在南宁市中院的协调下就该案签署了《和解协议》。《和解协议》的主要内容如下:(1)马丁居里同意一次性向南

宁糖业支付人民币 4000 万元的等值美元作为和解款项(包含一切相关费用、花销、利息、应缴税款),汇率按《和解协议》签署日当天的中间汇率计算;(2)《和解协议》尚需经南宁糖业的股东大会和马丁居里各公司董事会的批准后方可生效;(3)双方在完成对《和解协议》的批准手续后请求南宁市中院出具调解书;(4)调解书生效后,马丁居里支付和解款至南宁市中院账户,南宁市中院随即解除与本案相关的财产保全措施,将和解款转付至南宁糖业指定的银行账户;(5)此和解协议的签署并不代表马丁居里承认其违反了《中华人民共和国证券法》第 47 条的规定,或者其他任何中国相关法律或行政法规,也不代表南宁糖业承认马丁居里未违反《中华人民共和国证券法》第 47 条的规定或者其他任何中国相关法律或行政法规。

2010 年 9 月 13 日,南宁市中院就南宁糖业与马丁居里投资管理有限公司及其子公司马丁居里公司、马丁居里有限公司股票交易纠纷一案中的解除财产保全作出了裁定,解除马丁居里和南宁糖业被冻结的 3960 万元和 1200 万元款项。作为和解补偿,马丁居里公司及其子公司向南宁糖业支付 4000 万元人民币,9 月 14 日和解款已到打到南宁糖业的账户里。

至此,历时两年多的南宁糖业(000911)诉外资 QFII 马丁居里投资管理有限公司等三公司短线交易纠纷一案终于以和解结案。

(二) 我国规制证券短线交易的监管实践

1. 中国证监会及其派出机构的行政监管与相关行政处罚案例

(1) 深宝安案例——采用了“实际持有”的认定标准

我国 1993 年颁布实施的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《条例》)首次以行政法规形式确立了短线利益归入权制度,深宝安(000009)短线交易案是《条例》颁布实施以来第一起内部人短线交易归入权案例,也是我国证券监管机构采用“实际持有”的计算标准来规制短线交易的第一案。

1993 年 9 月 13 日,深宝安(000009)旗下三家关联企业宝安上海公司、深圳宝安华阳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悄收购延中实业(600601,现名方正科技)的股票。截至 1993 年 9 月 29 日,上述 3 家公司已经分别持有延中实业 4.56%、4.52% 和

1.657%的股份,合计持有10.65%,已超过法定报告义务要求的比例。在未履行法定公告义务的情况下,宝安上海公司于1993年9月30日再次购买延中股票,致使三公司合计持有延中股票增加到17.07%。在宝安上海公司大量买入延中股票过程中,深圳宝安华阳保健用品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司于1993年9月30日将其分别持有的共114.77万股延中股票通过上海证券交易所交易系统卖给了宝安上海公司,24.60万股卖给了其他股民。

事件发生后,中国证监会与其他有关部门对此事进行了联合调查。10月22日,中国证监会在宣布宝安上海公司所持延中股票有效的同时,做出了行政处罚决定,对宝安上海公司罚款100万元,对两家关联企业深圳宝安华阳保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司给予警告处分,并按《条例》第38条的规定决定深圳宝安华阳保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司于1993年9月30日卖给社会公众的24.60万股延中股票所获得的利润归延中公司所有。由于《条例》并未规定归入权的行使程序,在上述深圳宝安华阳保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司短线交易案中,由中国证监会做出决定将短线交易收益收归上市公司。^[8]

在该案例中,中国证监会采用了“实际持有”的计算标准来认定深宝安旗下三家关联企业的交易行为构成了短线交易。

(2) 四川圣达案例——采用了“实际持有”的认定标准

四川圣达(000835)于2007年2月15日召开股东大会,2月16日发布2006年年度报告,主营业务收入同比增长21.23%,净利润同比增长32.62%。公告当日,“四川圣达”股价盘中最高涨幅为10%,收盘涨幅为7.82%。时任四川圣达董事、总经理的余鑫麒在内幕信息公开前,利用其以余某名义开立并由其实际控制的证券账户于2月14日买入“四川圣达”67800股,2月16日全部卖出,获利12.19万元。经调查,余某户籍所在地四川省彭山县江口派出所,已于2000年左右去世。

[8] 参见中国证监会1993年10月25日做出的《关于对深圳宝安(集团)上海公司、宝安华阳保健用品公司、深圳龙岗宝灵电子灯饰公司违反证券法规行为的处罚决定》(证监法字1993年99号)、《中国证券监督管理委员会公告》1993年第4期。

同年7月10日,四川圣达发布2007年度中期业绩快报,净利润较去年同期增长1682.28%,余鑫麒在该信息公开前,同样利用上述余某的账户于7月9日买入“四川圣达”57340股,7月11日全部卖出,获利2万余元。

本案中,余鑫麒未承认涉案账户的买卖行为由其本人实施。中国证监会经审理认为,综合考虑、衡量以下事实与证据,认定余鑫麒实施了内幕交易和短线交易行为:①涉案账户为余鑫麒开立并实际控制;②涉案交易的资金由余鑫麒存入;③涉案交易的时点与余鑫麒知悉内幕信息的时点高度吻合;④调查人员未发现、余鑫麒本人也拒绝提供涉案交易非其本人“买卖”行为的证据,而且余鑫麒关于账户开立的解释前后不一,并拒绝协助调查部门搜集能够支持其解释的证据。

2010年1月18日,中国证监会作出行政处罚决定:对余鑫麒给予警告,没收违法所得141,955.80元,并处以170,346.96元罚款,市场禁入3年。

据中国证监会有关部门负责人介绍,余鑫麒内幕交易案是一起在当事人不承认违法行为、不配合调查工作的情况下,中国证监会通过深入、细致的调查,获取了确凿证据,依法认定的内幕交易和短线交易案件,为我国首起证据推定内幕交易和短线交易案,也是我国证券监管机构采用“实际持有”的认定标准来规制短线交易的案例。

(3) 高新发展案例——采用了“实际持有”的认定标准

高新发展(000628)董事会秘书王风顺利用其弟弟王凤岐的证券账户,分别于2008年1月2日、4月24日、5月22日、6月2日、6月3日、6月4日、6月20日、7月3日、7月23日、7月24日、8月1日、8月6日、12月23日、12月24日,2009年1月6日及1月7日买委托申报31笔,累计买入“ST高新”439,090股;在2008年4月22日、4月28日、5月20日、6月20日、7月3日、7月30日、8月21日、12月31日及2009年1月13日卖委托申报24笔,累计卖出“ST高新”439,090股,亏损329,864.96元。

2011年2月28日,中国证监会作出行政处罚决定:对王风顺给予警告,并处以3万元罚款。

在该案例中,中国证监会采用了“实际持有”的计算标准来认定王

风顺的交易行为构成了短线交易。

(4) 三安光电案例——采用了“实际持有”的认定标准

易声泽于2008年至2011年9月担任三安光电股份有限公司(以下简称三安光电,600703)董事会秘书。2009年1月至2011年7月,易声泽操控国泰君安证券武汉紫阳东路营业部吴某香账户以及广发证券武汉黄孝河路营业部黄某慧帐户在6个月内买卖三安光电股票;根据上海证券交易所计算,获利22,332,340元。

易声泽的上述行为,违反了《证券法》第四十七条的规定,构成了《证券法》第一百九十五条所述违法行为。易声泽应当将所得收益22,332,340元上缴三安光电。

2012年8月1日,中国证监会作出行政处罚决定:对易声泽给予警告,并处以10万元罚款。

在该案例中,中国证监会也采用了“实际持有”的计算标准来认定易声泽的交易行为构成了短线交易。

(5) 西水股份案例——采用了股东身份“两端说”的认定标准

西水股份(600291)案例是新《证券法》实施以来第一例被中国证监会行政处罚的短线交易案例,在该案中,对股东身份采取的是“两端说”认定标准。

北京新天地互动多媒体技术有限公司(以下简称新天地)截至2007年7月14日持有西水股份(600291)股票11,481,680股,占该上市公司总股本的7.18%。2007年7月18日,新天地持有的该公司股份中的8,000,000股可以上市流通。2007年7月25日至8月1日,新天地陆续卖出“西水股份”股票累计3,300,000股(占该公司总股本的2.06%);2007年11月16日至12月25日,新天地又陆续买入“西水股份”股票累计1,250,603股(占该公司总股本的0.78%)。新天地于2007年7月25日至12月25日期间,将其持有的“西水股份”股票在卖出后六个月内又买入,构成《证券法》第47条规定的短线交易。2008年12月19日,中国证监会依照《证券法》第195条的规定,对新天地做出行政处罚决定:对新天地给予警告,并处三万元罚款。

此外,在四川金顶案例中,上海华策投资有限公司于2006年5月29日通过协议方式受让四川金顶(600678)4883.383万股股权,占该

公司总股本的 20.99%,受让价格为 2.06 元/股,2006 年 6 月 9 日,该公司与浙江华硕投资管理有限公司签署股权转让协议,以 2.08 元/股的价格将上述股份转让给后者并于 2006 年 7 月 7 日办理了过户手续,中国证监会并未认定上海华策的股权转让行为构成短线交易,也未采取任何行政处分措施,对股东采取的也是“两端说”的认定标准。

(6)金发科技案例——采用了“无过错责任原则”和“客观认定标准”

2007 年 11 月 12 日至 2009 年 1 月 21 日,夏世勇任金发科技(600143)副董事长。2008 年 12 月 29 日,夏世勇通过妻子委托熊玲瑶代为卖出夏世勇证券账户中的“金发科技”股票 791,200 股。当日,该账户又买入“金发科技”18,400 股。

2007 年 11 月 12 日至 2009 年 1 月 21 日,李建军任金发科技董事、总经理。2008 年 12 月 26 日,李建军委托方卉代为卖出李建军证券账户中的“金发科技”股票 693,000 股;12 月 29 日卖出 230,000 股,当日又买入 100,000 股;12 月 30 日,卖出 580,000 股。

夏世勇在其提交给中国证监会的陈述、申辩中提出,其卖出股票是为了缴纳巨额个人所得税需要,相关交易量较小,其行为在主观上没有获取不当得利和违规的故意,情节轻微;未对上市公司和社会公众的利益产生不良影响和危害。请求对其免于处罚。证监会行政处罚委经审议后,决定不予采纳夏世勇的陈述、申辩意见。

2009 年 9 月 4 日,中国证监会作出行政处罚决定:对夏世勇、李建军分别给予警告。

在该案中,中国证监会对夏世勇、李建军短线交易行为的认定和处罚采用了“无过错责任原则”和“客观认定标准”。〔9〕

(7)中创信测案例——采用了“最高卖价减去最低买价”的收益计算方法

2008 年 1 月 2 日,持有中创信测(600485)5%以上股份的股东北京协力得科技有限公司(以下简称协力得)买入中创信测股票 40,000 股,当天又卖出中创信测股票 600,000 股。上交所通过监测发现该情

〔9〕 参见夏冰、王海平:“夏某、李某、卢某、王某等短线交易案”,载中国证监会法律部主编:《中国资本市场法制发展报告 2009 年卷》,法律出版社 2010 年版。

况后,于2008年1月17日要求公司说明对该笔短线交易的处理情况。

中创信测(600485)称,出现短线交易的主要原因是其股东协力得在通过二级市场卖出解禁的限售股份过程中误操作所致,在下达委托交易指令时误将“卖出”打成“买入”所致。

有关监管机构调取了协力得该段时间的股票成交资料,发现协力得于2007年12月28日之前一直在卖出中创信测股票,于2008年1月2日开盘当天连续4笔买入股票40,000股,并随后继续卖出股票,一直持续到2008年1月17日,将其持有的已解禁可流通的股票全部卖出,累计减持6,831,600股。截至2008年2月,协力得仍持有中创信测10,414,800股股份,占公司总股本的7.62%。

有关监管机构要求中创信测向协力得主张收益归入权。在有关监管机构的督促下,中创信测向协力得发出了《关于上交中创信测股票短线交易收益的通知》,协力得向中创信测提供了书面说明,并表示将按法律规定交回公司有关收益。

在收益的计算方法上,由于缺少相关规定,有关监管机构认可中创信测的“最高卖价减去最低买价”计算方法,即按2007年12月28日至2008年1月17日之间,协力得卖出中创信测股票的最高价,减去最低其2008年1月2日买入4笔股票的最低价,乘以涉及短线交易的40,000股,合计5000余元归中创信测所有。

(8) 东吴基金案例——单支基金持有一家上市公司股份达到5%后,六个月内的买卖行为应认定为短线交易

东吴价值成长双动力基金于2007年4月5日持有国投中鲁(600962)股票达到公司总股本的5.78969%。因此,国投中鲁按规定于2007年4月7日发布了公告。2007年4月13日,国投中鲁再次发布公告,称公司近日获悉,截至2007年4月11日,东吴价值成长双动力股票型证券投资基金减持公司股票5,967,500股,占公司总股本的3.61667%,该基金目前仍持有公司股票3,585,491股,占公司总股本的2.17302%。

根据《证券法》第47条的有关规定,东吴价值成长基金于2007年4月5日持有国投中鲁股票达到公司总股本的5.78969%,属于持有上市公司股份5%以上的股东,在2007年4月5日至4月11日期间,减

持国投中鲁股票,构成买入股票后六个月内卖出。北京证监局认为该基金上述行为构成《证券法》第47条规定的短线交易。

其后,有关监管机构要求国投中鲁董事会向东吴价值成长基金主张收益归入权。国投中鲁向管理东吴价值成长双动力基金的东吴基金管理公司主张了相关收益,东吴基金管理公司也表示愿意积极提供相关收益。但由于目前缺乏收益计算方法的明确规定,并且其背后涉及众多基金投资者,双方一直在沟通过程中。此案仍在解决之中。

(9) 益民基金案例——为了遵守相关规定被动触及短线交易是否可以豁免

益民成长基金于2007年1月31日因连续买入有研硅股(600206)股票达到该上市公司总股本的5.15%,有研硅股2007年2月2日发布了提示性公告。其后,因有研硅股股票价格高涨,致使益民成长基金持有有研硅股一家上市公司股票的市值超过《证券投资基金运作管理办法》第31条关于禁止超过基金资产净值10%的限制比例,根据该办法第33条在10个交易日内进行调整的规定,益民成长基金于2007年3月19日开始卖出有研硅股股票,客观上形成了短线交易。

针对本案涉及的上市公司行使短线交易归入权事宜,在有关监管机构的督促下,上市公司有研硅股已对益民基金管理公司发出律师函,主张相关短线交易收益,益民基金管理公司也表示愿意积极配合,但由于目前缺乏收益计算方法的明确规定,双方仍在就收益计算方法问题进行沟通。此案目前仍在处理中。

本案虽然情况特殊,但也从一个侧面反映出短线交易相关规定的不足之处,即目前我国《证券法》只规定了一种豁免的情况:证券公司因包销购入售后剩余股票而持有5%以上股份的,卖出该股票时不受六个月时间限制。

对于益民基金为了遵守《证券投资基金运作管理办法》的相关规定被动触及短线交易,是否可以豁免?值得我们研究。

2. 深圳、上海证券交易所的自律监管与相关纪律处分案例

(1) 漳州发展案例——采用了“实际持有”的认定标准

2010年3月2日,漳州发展(000753)公告称,“2010年2月23日,公司独立董事庄宗明先生配偶庄一芳女士账户以9.11元的价格买入

公司股票300股,公司告知其在6个月内不能转让该股票,庄女士误以为作为关联人不能持有该股票,即于2月26日又以每股10.37元卖出300股。由于此次买卖股票交易行为属于六个月内的双向操作,违反《证券法》第四十七条、中国证监会《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司的股份及其变动管理规则》、深圳证券交易所《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理业务指引》的规定。3月1日,庄一芳女士主动向公司上交了本次交易的全部收益378元,并保证今后不再发生此类行为”。

在该案例中,将独立董事庄宗明先生的配偶也认定为短线交易的主体,采用了“实际持有”的认定标准。

(2) 长征电器案例——采用了“实际持有”的认定标准

2006年8月3日之前6个月内,长征电器大股东广西银河集团存在通过关联方苏州银河公司、高维凤、季秀红、潘勇等账户买卖长征电器(600112)的情况。

截至2006年8月3日,长征电器关联方通过上交所交易系统将持有的长征电器股票全部卖出。其中,2006年7月,高维凤将其持有的长征电器305,581股全部卖出;2006年8月,苏州银河将其持有的长征电器247,876股、季秀红将其持有的G长征2,809,752股全部卖出。此次减持长征电器股票的行为构成短线交易,按照有关规定,关联方应依法将买卖长征电器股票所获得的全部收益归入上市公司,造成的亏损由其自担。

其中,高维凤获得的收益为179,647.14元,季秀红获得的收益为248,639.36元,潘勇在2006年4月至5月持有和买卖长征电器股票106,000股获得的收益为23,063.60元,苏州银河股东账户买卖长征电器股票则形成亏损1657.61元。

上述全部收益共计451,350.10元已于2006年8月4日前汇入长征电器账户;苏州银河股东账户买卖长征电器股票形成的亏损1657.61元由其自担。

在该案例中,对短线交易主体的认定采用了“实际持有”的认定标准。

(3) 罗牛山案例——采用了“无过错责任原则”和“客观认定标准”

2007年4月17日,时任罗牛山(000735)独立董事的北京市展达律师事务所律师徐俊峰买入罗牛山28万股,买入价格为5.15元。2007年7月3日,徐俊峰卖出7万股,卖出价格为4.93元。如果不考虑相关交易费用,徐俊峰实际亏损1.54万元。

2007年7月6日,罗牛山对上述事项进行了公告,公告中同时称,该情况的发生是由于徐俊峰本人对《证券法》的相关规定了解不够造成的,并非故意,对此徐俊峰深表歉意,并作了深刻检讨。

对于徐俊峰的上述行为,深交所认为,短线交易认定应该坚持“无过错责任原则”和“客观认定标准”,不问内部人主观上有无过错,也不问其是否盈利,只要符合《证券法》第47条的构成要件,应认定为短线交易并视情况给予相关处分。

因此,2007年8月13日,深交所做出纪律处分决定,给予徐俊峰被通报批评。

(4) 春晖股份案例——采用了股东身份“两端说”的认定标准

春晖股份(000976)股权分置改革方案于2006年5月22日经公司股东大会审议通过,并于2006年5月31日实施完毕。其时春晖股份第一大股东广东省开平涤纶企业集团公司(以下简称开涤集团)股改完成后持有公司限售流通股股权13,117.59万股,占总股本比例22.36%。2006年9月,开涤集团因不能清偿到期债务被宣告破产,其主营业务资产包(以下简称资产包)被公开拍卖,其中包括上述春晖股份13,117.59万股股权。2007年5月14日,信达投资以8.03亿元最高价竞得该资产包,并于同日与平涤集团破产清算组签订了《股权转让协议》。但其后,信达投资由于自身原因,又与广州鸿汇于2007年6月27日签订合作协议,协议将资产包的70%转让给广州鸿汇。为此,2007年8月23日,江中院出具(2006)江中法民四破字第1-53号裁定书,根据上述竞拍结果和合作协议,将信达投资竞得的春晖股份13,117.59万股限售流通股中的30%过户至信达投资名下,其余70%过户至广州鸿汇名下。

至此,广州鸿汇和信达投资分别受让了资产包中春晖股份9182.31万股和3935.28万股,分别占总股本的15.65%和6.71%,成为春晖股

份的第一大股东和第四大股东。广州鸿汇于2007年9月25日完成股权过户,信达投资于2007年12月18日完成过户。

转让完成后,广州鸿汇、信达投资继承了原大股东开滦集团的股改承诺。根据承诺内容,上述13,117.59万股限售流通股于2007年5月31日限售期满,可按总股本的5%申请解限。经公司申请,2007年11月28日,广州鸿汇持有的2053.25万股限售流通股解除限售,占春晖股份总股本的3.5%;2008年1月14日,信达投资持有的879.96万股限售流通股解除限售,占春晖股份总股本的1.5%。

2007年12月10日,广州鸿汇减持了其持有的全部流通股2053.24万股。2008年1月29日,信达投资减持了697.09万股,并于此后至2008年6月30日期间减持了其所持全部非限售流通股。

上述情况有关数据详见下表:

	广州鸿汇				信达投资			
	日期	股数	占比	每股均价	日期	股数	占比	每股均价
拍卖 受让 股份 过户	2007.9.25	91,823,130	15.65%	1.9	2007.12.18	39,352,770	6.71%	1.9
解除 限售	2007.11.28	20,532,498	3.5%	—	2008.1.14	8,799,642	1.5%	—
二 级 市 场 减 持	2007.12.10	20,532,498	3.5%	7.6 ~ 8.5 区间	2008.1.29	6,970,888	1.19%	9.8 ~ 10.5 区间
					2008.1.29 ~ 6.30 期间	1,828,754	0.31%	3.5 ~ 10.5 区间

对于广州鸿汇、信达投资上述出售股份行为是否构成短线交易,存在两种不同的意见。监管机构经过多次反复讨论研究,最后参考了2009年上海市卢湾区法院关于华夏建通诉5%以上股东严琳短线交易案例确定的股东身份“两端说”标准(即在买入和卖出两个时点均需符合持股5%以上股东身份),鉴于广州鸿汇、信达投资在通过拍卖和法院裁定

取得春晖股份股份时并非持股 5% 以上股东,认定广州鸿汇、信达投资的上述交易行为不构成短线交易。

(5) 杭汽轮 B 案例——采用了董事、监事、高管身份“一端说”的认定标准

2009 年 2 月 17 日,杭汽轮 B(200771)正式聘任张树潭为其副总经理。

2009 年 2 月 20 日,张树潭通过深交所交易系统减持了杭汽轮 B 股份 18,587 股。

张树潭先生自聘为本公司高管日前半年起持有及交易本公司“杭汽轮 B(200771)”股份情况如下:

- ①2008. 12. 31 持有杭汽轮 B(200771)30,000 股;
- ②2008. 09. 26 ~ 2009. 2. 20 持有及交易杭汽轮 B(200771)情况:

成交日期	成交数量(股)	成交价格(元)	持有股份余额(股)
2008. 9. 26(聘任前)	3400	6. 97	51,200
2008. 12. 03(聘任前)	- 5400	6. 63	45,800
2008. 12. 03(聘任前)	- 10,000	6. 61	35,800
2008. 12. 23(聘任前)	- 5800	6. 56	30,000
2009. 01. 07(聘任前)	4700	7. 10	34,700
2009. 01. 07(聘任前)	10,000	7. 12	44,700
2009. 01. 14(聘任前)	5100	7. 10	49,800
2009. 02. 06(聘任前)	- 19,800	7. 87	30,000
2009. 02. 06(聘任前)	- 30,000	7. 86	0
2009. 02. 11(聘任前)	6300	8. 16	6300
2009. 02. 11(聘任前)	23,900	8. 10	30,200
2009. 02. 11(聘任前)	18,187	7. 97	48,387
2009. 02. 11(聘任前)	10,200	8. 00	58,587
2009. 02. 20(聘任后)	- 18,587	7. 82	40,000

杭汽轮 B 董事会发现后,认定张树潭 2 月 20 日的减持属于短线交易,并对张树潭此次交易的盈亏情况进行了核实,此次交易不存在短线交易赢利的情形。

在该案例中,对董事、监事、高管采用了“一端说”的认定标准,即在买入时或卖出时,只要一个时点符合董事、监事、高管身份即可认定。

(6) 兴森科技案例——采用了董事、监事、高管身份“一端说”的认定标准

2011年8月23日,王剑由二级市场买入兴森科技(002436)股票3.03万股,成交均价为23元/股。

2011年12月2日,王剑正式当选为兴森科技职工监事。

2012年2月14日,王剑卖出兴森科技股票1.8346万股,成交均价17.873元/股,此操作构成了短线交易,违反了《证券法》第47条的规定。

2012年2月16日,兴森科技公告称,经测算,王剑本次短线交易未产生收益 $[(17.873 - 23) \times 18,346 \text{ 股} = -94,059.942 \text{ 元}]$,王剑承诺在未来六个月内不再买卖兴森科技股票。

在该案例中,对董事、监事、高管采用了“一端说”的认定标准。

(7) 新和成案例——采用了董事、监事、高管身份“一端说”的认定标准

2012年4月21日,董小方被选举为新和成(002001)监事。

之前董小方账户有卖出公司股票的行为,2012年1月17日至3月14日董小方账户累计卖出本公司股票91,439股,成交均价21.47元/股。

2012年5月28日,董小方先生买入公司股票61,500股,成交均价20.42元/股,其本次买入本公司股票的行为违反了《证券法》第47条的规定。

新和成董事会已向董小方进行了书面警告及风险警示,依据《证券法》第四十七条之规定,董小方应当将本次短线交易产生的收益64,575.00元上缴公司,记入公司当期营业外收入。

在该案例中,对董事、监事、高管采用了“一端说”的认定标准。

(8) 三聚环保案例——采用了董事、监事、高管身份“一端说”的认定标准

2012年12月21日,王宁生被选举为三聚环保(300072)副总经理。

之前王宁生账户有买入公司股票的行为,2012年11月13日,王宁生买入公司股票8000股,截至2013年1月14日,王宁生持有公司股份60,900股,占公司总股本的0.02%。

经核实,王宁生于2013年1月15日卖出公司股票15,225股,成交均价为13.20元。

上述行为违反了《证券法》第47条的规定,构成一次短线交易。

按照本次王宁生六个月内买入又卖出公司股票8000股的均价计算,上述短线交易收益为15,920元。根据《证券法》第47条的规定,公司董事会已收回该笔收益。

王宁生已充分认识到本次违规买卖股票事项的严重性,委托公司向广大投资者致以诚挚歉意,并向公司董事会表示在未来六个月内不买卖公司股票,今后加强管理其账户,严格遵守相关法规,切实履行作为公司高级管理人员的义务。

在该案例中,对董事、监事、高管采用了“一端说”的认定标准。

(9)德豪润达案例——协议转让属于短线交易中的“买入”和“卖出”

广东健隆达于2009年3月12~18日期间以大宗交易的方式累计买入德豪润达(002005)股票1616万股,成为德豪润达持股5%以上股东。

2009年3月28日,德豪润达控股股东拟向广东健隆达协议转让本公司股份2184万股;2009年5月19日,上述协议转让的股份已完成过户,该次协议转让股份的价格为6.03元/股。2009年9月21日,广东健隆达通过深圳证券交易所集合竞价的方式卖出公司股票136.941万股,成交均价10.175元/股,成交总额1393.3346万元。减持后广东健隆达持有德豪润达股份3663.059万股,占德豪润达总股本的11.33%。

广东健隆达此次短线交易的收益为567.62万元 $[136.941 \times (10.175 - 6.03) = 567.62 \text{ 万元}]$,德豪润达董事会已与广东健隆达进行了协商,广东健隆达同意将本次短线交易的收益567.62万元在2009年12月31日之前上交德豪润达。

2009年12月30日,德豪润达公告称,已收到广东健隆达上述短线交易收益款570万元(其中:567.62万元为短线交易公司股票的收益,2.38万元为该笔收益2009年9月至12月的资金占用费即利息)。

对于广东健隆达的上述短线交易行为,深交所对其采取了3个月的限制交易措施和通报批评的纪律处分措施。

在该案例中,深交所认定协议转让属于短线交易中的“买入”和“卖出”行为。此外,在计算收益时,还加算了从短线交易收益获得至收益正式上交上市公司期间的利息。

(10)名流置业案例——认购公开增发股份属于短线交易中的“买入”

全国社保基金委托中国国际金融有限公司管理的全国社保基金一一二组合,原来持有名流置业(000667)750万股(占公司总股本的0.98%)。2008年1月22日,该基金组合通过认购名流置业公开增发股份6233.86万股(认购价格为15.23元/股),合计持有名流置业6983.86万股(占公司总股本的7.26%)。为此,全国社保基金委托中国国际金融有限公司于1月23日刊登了简式权益变动报告书。

此次增发股份于1月28日上市,该组合分别于1月29日、30日卖出名流置业股票141.79万股、277.78万股,成交均价为14.4181元/股。

对此,名流置业于3月1日发布公告称,“根据《证券法》第47条的规定,全国社保基金一一二组合作为持有本公司股份5%以上的股东,将其持有的本公司股票在买入后六个月内卖出,由此所得收益归本公司所有,本公司董事会应当收回其所得收益。经核查,并未获得收益”。

(11)闽福发案例——认购定向增发股份属于短线交易中的“买入”

截至2011年4月28日,闽福发(000547)大股东国力民生公司持有闽福发股份共48,872,179股,占公司总股本的19.96%。2010年12月9日,中国证监会核准公司非公开发行不超过8000万股新股,2011年4月29日,国力民生公司参与本次非公开发行股票认购,共认购新股35,000,000股,每股价格8.70元,总计304,500,000.00元。本次非公开发行后,国力民生公司持有闽福发股份共83,872,179股,占公司总股本的27.12%。

2011年7月19日,国力民生公司通过深交所大宗交易系统卖出800万股,每股价格11.30元,构成短线交易。根据《证券法》第47条的规定,国力民生公司已将本次短线交易产生的收益上缴闽福发。经确认,收益的计算方法为:本次大宗交易的减持价格11.30元/股减去参与定向增发的价格8.70元/股乘以800万股并扣除交易佣金及印花税后所得为20,682,480元。

2011年11月9日,深交所作出纪律处分决定,对国力民生公司及其法定代表人给予通报批评的处分。

2011年11月25日,闽福发公告称,国力民生于2011年7月19日通过大宗交易系统卖出的800万股该公司股票,扣除手续费、印花税后交易收入为90,282,480元,减去持股成本69,600,000元(增发认购价格8.70元/股×800万股)后,所得收益为20,682,480元,再扣除5.6%的营业税及附加、应纳所得税后,所得净收益为14,643,195.84元。该公司已收到国力民生汇入的该笔款项。按照有关规定,经与福建华兴会计师事务所有限公司确认,该笔收益计入本公司资本公积,不影响公司当期损益。

(12)宏达股份案例——认购定向增发股份属于短线交易中的“买入”

2011年11月14日,宏达股份(600331)公布非公开发行预案,此次增发发行价格不低于11.34元/股,股票发行数量合计不超过4.4亿股,募集不超过50亿元资金,用于全资子公司四川宏达钼铜有限公司的“钼铜多金属资源深加工综合利用项目”建设及补充公司流动资金,其中大股东宏达实业承诺认购此次发行股票总数的约26.4%。而在此前的6月28日至6月30日,大股东宏达实业先后共计减持宏达股份5000万股股票,套现金额达6.358亿元。

以上述数据计算,宏达实业在6月底减持宏达股份的均价在12.7元/股左右,而如果上述非公开发行以发行底价实施,则宏达实业已提前锁定利润约6800万元。由于控股股东对上市公司未来经营计划了如指掌,至少对中小投资者来说具有不可比拟的信息优势,因此,上述行为几乎成为没有风险的套利游戏。

正是由于这次减持距公布增发预案的时间少于六个月,宏达实业引来了短线交易的质疑,尽管实际上宏达股份的增发预案还需要股东大会、证监会等批准,真正实施增发的时间必将超过6个月。

2011年11月30日,宏达股份公告称,为了避免因四川宏达实业有限公司参与认购公司非公开发行股票可能构成短线交易的误解,公司董事会审议通过新的非公开发行方案。

新增发方案中,股票发行对象为不超过10名的特定投资者,而大股

东宏达实业放弃承诺参与增发。发行对象包括证券投资基金、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、证券公司、合格境外机构投资者、自然人及其他符合公司认定条件的合格投资者。

(13) 新湖中宝案例——同一天内有反向交易行为应认定为短线交易

新湖中宝(600208)是金洲管道(002443)的发起人股东,2011年6月30日持有该公司股票26,000,000股,占该公司总股本的14.98%。2011年9月6日,新湖中宝通过深交所集中竞价交易系统累计卖出金洲管道股票2,700,000股,占该公司总股本的股1.556%,卖出金额为36,990,000元;同日,新湖中宝又买入金洲管道股票653,077股,占该公司总股本0.376%,买入金额为8,946,979.9元。

新湖中宝作为持有上市公司5%以上股份的股东,将所持有的上市公司股票在卖出后六个月内又买入,构成《证券法》第四十七条所界定的短线交易。

2011年11月30日,深交所作出纪律处分决定,对新湖中宝给予通报批评的处分。

(14) 双鹭药业案例——采用了“最高卖价减去最低买价”的收益计算方法

2010年2月26日至2010年3月8日期间,双鹭药业(002038)董事长、持股5%以上股东徐明波先生累计出售本公司股票605,550股,均价49.628元/股,最高卖出价50.50元/股。2010年7月20日,徐明波先生买入8320股公司股票,成交价为36.04元。

后来,在监管机构的要求下,徐明波先生已根据《证券法》第四十七条的规定,并以其最高卖出价计算,已将此次买卖股份所得收益120,307.20元,全部上交公司,并向公司董事会表示今后将加强其账户管理,严格遵守相关法规。董事会已要求其严格规范买卖本公司股票的行为,在未来六个月内不得卖出其所持有的本公司股票。

(15) 北陆药业案例和沃华医药案例——采取“回溯加后推法”来计算“六个月”

北京科技风险投资股份有限公司(以下简称北京科技)系持有北京北陆药业股份有限公司(300016,以下简称公司)5%以上股份的股东,其

持有的公司股票于2010年11月1日部分解除限售。北京科技于2010年11月1日起通过竞价交易累计卖出公司股票337,500股,均价20.90元/股,最高价21.25元/股;由于工作人员操作失误,2010年11月8日,北京科技以均价20.68元/股买入公司少量股票,计2000股,构成一次短线交易;而其后由于没有及时发现上述误操作,2010年11月9日,又以均价21.20元/股,最高价21.38元/股累计卖出公司股票156,100股,再次构成短线交易。针对上述二次短线交易行为,公司董事会于2010年11月11日通过中国证监会指定公开信息披露网站发出违规交易公告,北京科技的违规交易收益所得已经收归公司所有。

由于对相关交易政策理解有偏差,北京科技误认为可以通过大宗交易减持公司股份,2010年11月19日,北京科技通过大宗交易又以21.08元/股卖出公司股票1,500,000股,该行为再次构成短线交易。

截至2010年11月22日北京科技持有公司股票12,733,220股,其中7,362,410股为未解除限售股份。

2010年11月22日,北陆药业公告称:“北京科技对因本次事件给公司和市场带来不利影响,向公司及广大投资者致歉并承诺六个月内不再买卖公司股票。公司及董事会全体成员也就北京科技本次违规行为向广大投资者表示诚挚的歉意。本次交易所得收益为600,000元 $[1,500,000 \times (21.08 - 20.68)]$,仍将收归公司所有。”

对于北京科技的上述短线交易行为,深交所对其采取了3个月的限制交易措施。

沃华医药(002107)公司副总裁田开吉先生于2009年9月14日至2010年1月28日通过证券交易系统以集中竞价方式卖出四笔股票,共计1,263,849股,交易均价分别为25.13元/股、25.37元/股、26.36元/股、22.97元/股。2010年1月29日通过证券交易系统以集中竞价方式买入公司股票5000股,交易均价23.14元/股,成交金额115,700元,此操作构成了短线交易行为。当日(1月29日)又卖出公司股票330,000股,成交均价22.79元/股,成交金额7,520,700元,与当日买入行为又构成一次短线交易。

田开吉先生第一次短线交易从严计算,产生收益 $(26.36 - 23.14) \times 5000 = 16,100$ 元,公司已将此收益收回。第二次短线交易未产生收益。

在上述两个案例中,均采用“回溯加后推法”来计算《证券法》第47条中的“六个月”,即对符合“短线交易”行为主体的人,对其任意一笔证券交易,向前、后推算六个月内是否有反向交易,如有,则均为短线交易。

三、借鉴境外成熟市场的经验,完善我国证券短线交易法律规制制度与《证券法》第四十七条的对策与建议

(一) 完善我国证券短线交易法律规制制度的立法路径选择

如上所述,美国和台湾地区的短线交易法律规制制度最为成熟和详尽,由于分属不同的法律体系,其立法路径也各不相同。

1. 美国规制证券短线交易的立法路径

美国法律属于英美法系即判例法系,因此,其有关短线交易的立法路径也带有明显的英美法系特色,具体为:

美国国会制定的《1934 证券交易法》第 16 条 b 项→各级法院判例确定的有关原则→美国 SEC 根据第 16 条 b 项授权和各级法院判例确定的原则发布的相关规则。

(1) 《1934 证券交易法》第 16 条 b 项

美国《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项对上市公司内部人短线交易进行了规制:

“为防止受益所有人、董事或高级管理人员因与发行人之间的密切关系而获得消息且为不正当之使用,如受益所有人、董事或高级管理人员于未满六个月之期间内,对发行人之股权证券(豁免证券除外)买进后再行卖出,或卖出后再行买进,除该证券之取得系为忠实履行前已签订之合同义务者外,不论受益所有人、董事或高级管理人员买卖证券时,是否有意将证券继续持有超过六个月以上,或无意在六个月期间内再行买入其已出售之证券,其因此获得之利益应归于发行人,并由发行人向其请求。

对于此项利益之请求,可由发行人依法律或依衡平法向管辖法院以诉讼请求之;发行人如于股东请求后 60 日内未提出或拒绝提出诉讼,或不愿积极追诉时,股东可以发行人名义代位向法院起诉请求之;但利益

获得已逾2年者,不得起诉请求。

本项规定对于该受益所有人若非在买进与卖出或卖出与买进该证券时均具有该受益所有人的身份或依美国证券交易委员会制定的规则予以豁免的受益所有人、董事或高级管理人员所进行的交易不予适用。”

《1934年美国证券交易法》第16条b项是美国规制短线交易的最根本、最基础的法律规定,各级法院判例确定的原则与美国SEC发布的有关规则均是为了对该条进行解释而作出或者出台的。

(2) 各级法院判例确定的有关短线交易归入权制度的原则

美国《1934年证券交易法》第16条b项规制内部人短线交易的立法是该法最为重要的条款之一,影响十分深远。该法通过以后,美国的联邦最高法院和各巡回法院尤以第二巡回法院为主,根据第16条b项的规定作出了许多有益的判例,确定了一系列有关短线交易的基本原则,对于正确理解和适用第16条起了重要作用,其中很多通过判例确定的原则被美国SEC吸收至其制定的规则当中。

例如,在1976年的 *Foremost - McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.* 一案中,确定了股东身份的“两端说”标准,即被告必须在在买进之前是持股超过10%的受益所有人才承担随后的卖出的法律责任。在1973年的 *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.* 一案中,解决了短线交易的无过错责任归责原则问题。在1972年的 *Reliance Elec. Co. v. Emerson Elec. Co.* 一案中,明确了在所有权益(ownership interest)降低于10%后不承担责任。在1991年的 *Blau v. Lehman* 一案中解决了合伙中合伙人的责任问题。在1991年的 *Gollust v. Mendell* 一案中解决了股东代替公司行使归入权的问题,等等。经过60余年的实践和研究,美国关于短线交易的立法和司法已经比较成熟。

(3) 美国SEC根据第16条b项授权和各级法院判例确定的原则发布的相关规则和公告

根据第16条b项授权和各级法院判例确定的原则,美国SEC颁布了一系列的规则(rules)和公告(releases),对第16条中所使用的概念做了比较明确的定义,如受益所有人(beneficial owner)、权益证券(equity security)、金钱利益(pecuniary interest)、衍生证券(derivative security)、近亲属(immediate family)和高级管理人员(officer)等;对第16条规范

的主体和交易进行了界定;尤为重要的是根据《1934年证券交易法》的授权对一系列的交易做了豁免规定,如股票股利(stock dividends)、按比例权益(pro rata rights)、上市公司同高级管理人员或董事之间的交易(transactions between an issuer and its officers or directors)、善意赠与(bona fide gift)、继承(inheritance)等。

2. 台湾地区规制证券短线交易的立法路径

我国台湾地区属于大陆法系即成文法系,因此,其有关短线交易的立法路径也带有明显的成文法系特色,具体为:“立法机关”制定的“证券交易法”第157条→主管机关制定的部门规章“证券交易法施行细则”第十一条→主管机关发布的有关行政函释。

(1) “证券交易法”第157条

“证券交易法”第157条规定:“发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过10%之股东,对公司之上市股票,于取得后六个月内再行卖出,或于卖出后六个月内再行买进,因而获得利益者,公司应请求将其利益归于公司。

发行股票公司董事会或监察人不为公司行使前项请求权时,股东得以三十日之限期,请求董事或监察人行使之;逾期不行使时,请求之股东得为公司行使前项请求权。

董事或监察人不行使第一项之请求以致公司受损害时,对公司负连带赔偿之责。

第一项之请求权,自获得利益之日起二年间不行使而消灭。

第二十二条之二第三项之规定,于第一项准用之。

关于公司发行具有股权性质之其它有价证券,准用本条规定。”^[10]

[10] 《证券交易法》第二十二条之二第三项之规定为:“第一项之人持有之股票,包括其配偶、未成年子女及利用他人名义持有者”;第六十二条规定:“证券经纪商或证券自营商,在其营业处所受托或自行买卖有价证券者,非经主管机关核准不得为之。前项买卖之管理办法,由主管机关定之。第一百五十六条及第157条之规定,于第一项之买卖准用之。”《证券交易法施行细则(2008年1月8日修正)》第11条规定:“本法第157条第六项及第157条之一第一项所称具有股权性质之其它有价证券,指可转换公司债、附认股权公司债、认股权凭证、认购(售)权证、股款缴纳凭证、新股认购权利证书、新股权利证书、债券换股权利证书、台湾存托凭证及其它具有股权性质之有价证券。”

“证券交易法”第157条为台湾地区规制短线交易的最根本、最基础的法律规定,“证券交易法施行细则”与主管机关发布的有关行政函释均是为了对该条进行解释而出台的。

(2)“证券交易法施行细则”第十一条

1978年8月6日,台湾地区“财政部”发布实施“证券交易法施行细则”(77)台财证(二)字第5281号令),此后,经过五次修正,最后一次修正为2008年1月8日,台湾地区“金融监督管理委员会”(以下简称金管会,2004年成立,取代了原来的“证管会”)发布实施修正后的“证券交易法施行细则”(金管证法字第0960072068号令),对其中第9、11条条文进行了修正。

“证券交易法施行细则”(2008年1月8日修正)第11条规定:“本法第157条第六项及第157条之一第一项所称具有股权性质之其它有价证券,指可转换公司债、附认股权公司债、认股权凭证、认购(售)权证、股款缴纳凭证、新股认购权利证书、新股权利证书、债券换股权利证书、台湾存托凭证及其他具有股权性质之有价证券。

本法第157条第一项所定获得利益,其计算方式如下:

一、取得及卖出之有价证券,其种类均相同者,以最高卖价与最低买价相配,次取次高卖价与次低买价相配,依序计算所得之差价,亏损部分不予计入。

二、取得及卖出之有价证券,其种类不同者,除普通股以交易价格及股数核计外,其余有价证券,以各该证券取得或卖出当日普通股收盘价格为买价或卖价,并以得行使或转换普通股之股数为计算标准;其配对计算方式,准用前款规定。

三、列入前二款计算差价利益之交易股票所获配之股息。

四、列入第一款、第二款计算差价利益之最后一笔交易日起或前款获配现金股利之日起,至交付公司时,应依民法第二百零三条所规定年利率5%,计算法定利息。

列入前项第一款、第二款计算差价利益之买卖所支付证券商之手续费及证券交易税,得自利益中扣除。”

由此可见,“证券交易法施行细则”第十一条是对“证券交易法”第157条规定的具体解释,一是具体界定了“其他有价证券”的范围;二是

明确了短线交易收益计算方法。

(3) 有关行政函释

“证券交易法”第157条和“证券交易法施行细则”第11条对短线交易归入权制度作了比较原则性和框架性的规定,但是,证券主管机关的具体的监管实践中,遇到了非常多的上述条文中没有明确规定的问题,如短线交易主体、客体的认定、“取得”、“买入”、“卖出”行为的界定及豁免情况、六个月的界定等。

为加强对短线交易的监管,台湾地区证券主管机关证管会和金管会先后发布了一系列行政函释来对“证券交易法”和“证券交易法施行细则”未予明确的问题进行解释和规范。据统计,截至2013年8月18日,台湾地区证券主管机关共发布了50多份与短线交易有关的“行政函释”。

3. 我国规制证券短线交易的立法路径

就法系而言,我国大陆与台湾地区一样,均属于大陆法系即成文法系,各级法院判例确定的有关原则还难以在整个法律体系中有一席之地。因此,台湾地区规制短线交易的立法路径更加值得我国大陆借鉴。

具体而言,我们建议,完善我国证券短线交易法律规制制度的立法路径选择应为:修改我国《证券法》第四十七条→最高人民法院制定有关短线交易的司法解释→中国证监会发布有关短线交易的法律适用意见。

(二) 借鉴境外成熟市场的经验,完善我国规制证券短线交易的法律制度

1. 短线交易主体的认定

(1) 短线交易主体认定应该采用“实际持有”标准

如上所述,目前,对于短线交易主体认定是坚持“实际持有”标准还是“名义持有”的标准,各国和地区理论界对此问题观点不一。一种观点认为,应采用“名义持有”的计算标准,即按股东、董事、监事、高级管理人员名义持有的股份来计算。理由是这种计算方法简便易行,便于实务操作。另一种观点认为,应采用“实际持有”的计算标准,即以股东、董事、监事、高级管理人员所实际持有的股份包括以自己名义和他人名义持有的股份来计算。对于董事、监事、高级管理人员和自然人股东,应将其利用配偶、未成年子女或共同生活的家属名义,或者利用其他人名义持有的股份全部计算在内;对于法人股东,该股东持有股份的计算还

应该包括其一致行动人持有的股份。

我们认为,短线交易主体认定应该采用“实际持有”标准,即短线交易的主体包括上市公司董事、监事、高级管理人员、持有股份5%以上的股东,以及上述主体的配偶、未成年子女及利用他人名义持有者。主要理由为:

①从立法本意和充分保护投资者的合法权益来看,应该采用“实际持有”标准

立法上之所以将持股较大的股东、董事、监事、高级管理人员列入短线交易的主体范围,主要是因为作为公司的内部人,比一般投资者更容易获得内幕信息,极易利用所知的公司秘密,通过市场买卖股票以获得利益。因此,即使持股是采用其他人的名义持有,只要这些单位或者个人属于内部人控制,均不影响内部人对上市公司的影响力。

此外,如果对于间接持股不采用合并计算的方式,则我国禁止“短线交易”的条文将形同虚设,上市公司股东、董事、监事、高级管理人员很容易采取借用关联人或者其他账户持有和买卖股份的方式来回避监管,侵害其他投资者的合法权益,从而达不到本条对内幕交易实行事先吓阻的立法本意。

②从境外成熟市场相关立法来看,应该采用“实际持有”标准

当前,美国、日本、韩国和台湾地区在短线交易主体的认定上,均采取了“实际持有”的标准。

美国《1934年证券交易法》采取“受益所有人”(beneficial owner)概念来对内部人持股进行计算,即凡利用配偶、未成年子女、共同生活的家属或利用他人名义持有股份的,均应纳入计算范围。但是,如果内部人的配偶或子女在经济上独立于内部人、拥有独立的账户且在从事证券交易时独立做出决定,那么内部人则不能认定受益。也就是说,美国在短线交易主体的认定上,采用的是“实际持有”标准。

“受益所有人”是英美信托法上的概念。证券监管者发现内幕交易的主体为了逃避监管和规避法律,往往利用他人的名义进行交易。而为了信任和交易的便利,配偶、未成年子女、其他近亲属、合伙人和信托人往往成为被利用的对象。为了打击这种行为,就借鉴了信托领域的“受益所有人”概念。

美国《1934年证券交易法》在短线交易归入制度和持有证券报告制度中都出现了“受益所有人”这一概念。但在1991年之前,美国对于受益所有人在立法上并没有明确的规定,对于受益所有人的认定主要依赖于法院的判例。

1991年,美国SEC颁布了规则16a-1(a)(2)来明确界定“受益所有人”这一概念,以期达到第16条b项的立法意图。该规则规定的受益所有人的概念只适用于美国《1934年证券交易法》的16条。SEC认为将受益所有人根据目的的差异分为两种是有必要的:其一用于确定16条所规制持股超过10%的受益所有人即法定的公司内部人员;其二用于确定何种持有和交易作为对受益所有的影响或引起第16条b项的责任,必须报告并且受短线交易收益归入的规制。

规则16a-1(a)(2)规定:“受益所有人是指任何通过合同、协议、谅解书、默契关联或其他方式直接或间接地拥有或分享对于该权益证券的金钱利益(pecuniary interest)的人。”

目前,台湾地区相关立法对短线交易主体认定采行了“实际持有”的标准。

台湾地区“证券交易法”第157条第5项规定:“第22条之2第3项之规定,于第一项准用之”;第22条之2第3项规定:“第一项之人持有之股票,包括其配偶、未成年子女及利用他人名义持有者。”

由此可见,短线交易主体包括内部人的配偶、未成年子女及利用他人名义持有股份者。因此,内部人的配偶或未成年子女买卖股票(及其它具有股权性质的有价证券)亦应适用归入权。^[11]

此外,如果内部人及配偶和未成年子女在六个月内有关买进及卖出之行为,应该适用归入权,并依据“证券交易法施行细则”第十一条第二项规定计算所获得的收益且采取合并方式计算。

至于“利用他人名义持有者”,台湾地区“证券交易法施行细则”第二条借鉴了美国受益所有人的概念,明确界定为:“本法第二十二条之第二项所定利用他人名义持有股票,指具备下列要件:一、直接或间接提

[11] 实际案例参见台北地院1999年度诉字第1540号民事判决、台湾高等法院1999年度上易字第315号民事判决。

供股票与他人或提供资金与他人购买股票。二、对该他人所持有之股票,具有管理、使用或处分之权益。三、该他人所持有股票之利益或损失全部或一部归属于本人。”

根据韩国《资本市场法》第 172 条的规定,短线交易的主体包括股票上市法人的高管(包括《商法》第四百零一条之二第一款各项所列的人员)、职员(限于总统令规定的因职务之便而能够获知本法第一百七十四条第一款规定的未公开重要信息的人)或者主要股东。

日本对短线交易主体的认定也采用了“实际持有”标准。

③从国内目前已有的案例来看,应该采用“实际持有”标准

中国证监会从充分保护投资者权益的角度出发,在 1993 年处理深宝安短线交易案中,计算宝安公司当时持有的股份就包括其关联公司持有的股份。这一先例目前已被广泛接受,没有被司法审查推翻。实务中,对于上市公司大股东持有股份采用“实际持有”的计算标准进行计算,有利于防止大股东以他人名义持股来规避法律进行短线交易谋利。

同时,中国证监会在 2010 年 1 月和 2011 年 2 月分别处理四川圣达和高新发展两起短线交易案中,也采用了“实际持有”的认定标准。

此外,南宁糖业(000911)诉马丁居里投资管理有限公司等三公司短线交易纠纷一案虽然在南宁市中院的调解下以和解结案,但该案在某种意义上实际也采行了“实际持有”标准。

④从《证券法》、《上市公司收购管理办法》的有关规定来看,应该采用“实际持有”标准

我国《证券法》第 86 条对涉及公司收购的行为做出了如下规定:所谓持股 5%,是指投资者持有或者通过协议、其它安排与他人共同持有一家上市公司已发行的股份达到 5% 时;《上市公司收购管理办法》也做了类似规定。

因此,我们认为,持股 5% 的股东应当是直接或间接持有公司已公开发行股票超过 5% 之人,以与《证券法》和《上市公司收购管理办法》的相关规定保持一致。

⑤“实际持有”标准得到了司法机构和证券监管机构的实务界人士的认可

例如,江苏省常州市中级人民法院研究室主任冯建平曾撰文指出,

“应从立法上将上市公司董事、监事、经理及其他高级管理人员的配偶、子女纳入短线交易主体之列,以更有效地防范和规制短线交易”;对于股东,“应采用‘实际持有’的计算标准,即以大股东所实际持有的股份包括以自己名义和他人名义持有的股份”。^[12]

中国证监会上市部马骁处长也认为,应当采用“实际持有”标准,“这样与2006版《收购办法》有关权益披露的计算原则保持一致”。^[13]

(2) 短线交易主体认定应该采用“折中说”标准

目前,各国和地区对短线交易主体认定有“两端说”、“一端说”和“折中说”三种不同标准和做法。“两端说”认为,在买入和卖出两个时点均需符合公司内部人身份;“一端说”认为,在买入时或卖出时,只要一个时点符合公司内部人身份即可;“折中说”认为,对董事、监事、高管人员与持有特定比例股份的股东应当予以区别对待。对于持有特定比例股份的股东,应当采用“两端说”,而对于公司董事、监事和高级管理人员,应当采用“一端说”。因为,股东身份不如公司董事、高级管理人员身份容易获取内幕信息。

美国在此问题上则采行了“折中说”标准,即对董事、高管人员采行“一端说”标准,对超过10%股东采行“两端说”标准。^[14]

a. 对董事、高管人员采行“一端说”标准

何时具有董事、高管人员的身份,才能适用归入权?是否应于买入及卖出股票时均具备董事、高管人员身份(两端说)?或仅须于买入或卖出时具有董事、高管人员身份即可(一端说)?例如,某甲于2月1日以每股10元买入A公司股票100万股,3月1日就任A公司董事,5月1日以每股20元卖出股票。某甲买入时并非董事,仅卖出时具董事身份,有无归入权的适用?

对此,美国法院采取“一端说”,即只要在买入或卖出的一端具有董

[12] 参见冯建平:“短线交易及归入权的若干问题探讨”,载《法律适用》2004年第7期。

[13] 参见马骁:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社2009年版,第102页。

[14] 美国法之所以对董事、高管及10%股东做差别规定,其原因依美国联邦最高法院在 *Foremost - McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.* 案中提出,股东获取内幕消息的能力没有董事、高级管理人员强。参见423 U. S. 232 (1976), Choper, Coffee & Gilson, *Gases & Materials on Corporations*, (Aspen Publishers, 2004), at 253 - 254。

事、高管人员身份者,就有归入权的适用。^[15] 同理,如于2月1日就任董事后,2月2日买入股票,而于4月30日辞职后,5月1日再卖出者,亦应有归入权之适用。

此外,依美国 SEC 规定,如董事(或经理人)于2月1日买入股票,3月1日离职,自2月1日起半年内的交易仍应申报,以利归入权的追踪行使。^[16]

从立法精神来分析,“一端说”值得支持。否则,若从事短线交易可获得较其维持董监事、经理人职务更大的经济利益,董事、经理将可于辞去职务后自由进行这些交易。

b. 对持股超过 10% 股东采用“两端说”标准

关于持股超过 10% 股东身份的认定,美国《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项明确规定应于买入与卖出之时,均为持股超过 10% 股东时,始有短线交易归入权的适用(This subsection shall not be construed to cover any transaction where such beneficial owner was not such both at the time of purchase and sale, or the sale and purchase, of the securities involved)。

美国联邦最高法院在审判实践中也严格地遵循了“两端说”标准。一个有名的案例就是 1972 年的 *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.* 案。^[17] 该案中,被告 *Emerson Electric Co.* 于 1967 年 6 月 16 日通过公开收购取得 *Dodge Manufacturing* 公司 13.2% 的股份,随后不久,*Dodge* 公司的股东决议与原告合并,被告在无望接管该公司的情况下,决定处理掉这些股份。根据律师的建议,被告分两次卖出股票。8 月 28 日,被告卖出 3.24% 的股份后其持股降至 9.96%,9 月 11 日被告将余下股份卖给了 *Dodge* 公司。尽管被告的两次卖出行为都发生在买进后的六个月之内,但美国联邦最高法院认为,被告仅对其 6 月 16 日和 8 月 28

[15] *Adler v. Klawans*, 267 F.2d 840(2d Cir. 1959); *Bershad v. Mc Donough*, 300 F. Supp. 1051,1055(N. D. II1. 1969), *aff' d*, 428 F. 2d 693(7th. Cir. 1970), *cert. denied*, 400 U. S. 992(1971); *Feder v. Martin Marietta Corp.*, 406 F.2d 260,269(2d Cir. 1969), *cert. denied*, 396 U. S. 1036(1970). 见 *Loss & Seligman*, *supra* note 13, at F. 651 -653.

[16] SEC Rule 16a -2(a) - (b). *Loss & Seligman*, *id.*, at 652 -653.

[17] 404 U. S. 418(1972). *Choper, Coffee & Gilson, Gases & Materials on Corporations*, (Aspen Publishers, 2004), at 523 -528.

日的买卖有归入权的适用;而9月11日卖出时已不具10%股东身份,不能适用归入权。尽管被告的做法旨在规避法律,但从法律条文本身的规定及立法历史来看,被告的做法是法律能够预见且能够容忍的,法律之所以规定六个月时间、10%以上持股比例这两个界限,就是给股东的证券交易活动留下了一定的自由空间。

后来,美国联邦最高法院在1976年的 *Foremost - McKesson, Inc. , v. Provident Securities Co.* 案中,^[18] 更进一步缩小适用范围,认为被告必须于买入前持有超过10%股份,此后的买卖才能适用归入权,亦即将第16条b项所规定的“买入时”(at the time of purchase)解释为“买入前”(before the purchase)之意。该案中,被告 *Provident Securities Co.* 于1969年10月20日取得一笔原告的可转换债券,成为持股超过10%的大股东,10月24日和28日被告将这笔债券卖出。法院认为,如果买进行为使该人成为持股超过10%的股东,则该笔买进交易不得与其后之卖出交易相配以计算短线收益。联邦最高法院在该案的立场后来被美国SEC吸收到规则16a-2(c)中。

现在我们再回过头来看上述 *Reliance* 案,如果适用 *Foremost - McKesson* 案确立的原则的话,因被告 *Emerson Electric Co.* 原持有股份未逾10%,则6月16日及8月28日的买卖亦无归入权之适用。

同理,如甲股东2月1日买入15%股份,而于3月1日售出者,因2月1日买入之前尚未具备持股超过10%的股东身份,此一交易不能适用归入权。但是如甲股东2月1日买入15%股份,2月15日再买入5%股份,3月1日卖出12%股份,因买与卖之时均为超过10%股东,应适用归入权;如于3月2日出售其余8%股份时,则因卖出时已不具备超过10%股东之身份,并无归入权的适用。法院在此适用形式认定原则,纯粹以持股比例为判断标准。即使大股东巧妙安排买卖数量,以规避归入权的适用者,仍非法所不许。^[19]

台湾地区在此问题上则经历了从“一端说”到“两端说”的转变,即

[18] 423 U. S. 232(1976), *Choper, Coffee & Gilson, Gases & Materials on Corporations*, (Aspen Publishers, 2004), at 527 - 528.

[19] 404 U. S. 418, 422(1972); 423 U. S. 232(1976); *Choper, Coffee & Gilson, Gases & Materials on Corporations*, (Aspen Publishers, 2004), at 253 - 254.

对董事、监事、高管人员与持股超过10%的股东均采行“两端说”标准。

台湾地区证管会于1993年1月6日发布的“台财证(三)字第68058号行政函释”采用的是“一端说”：“上市公司之董事、监察人或经理人辞职或在任期中转让持股逾选任当时持有股份二分之一而当然解任，其于买或卖时如具有董事，监察人或经理人身份者，即有本条文之适用；持股超过公司股份总额10%之股东于六个月内买，卖所属公司股票，其于买进或卖出时之持股数，在前揭比例以上者亦同。”

1995年3月2日，台湾地区证管会发布的“(84)台财证(三)字第00461号行政函释”则改采“两端说”：“发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过10%之股东违反本条文之规定者，于计算差价利益时，其于未具前述身份前及丧失身份后买进或卖出之股票，不列入计算范围。”

在证券监管实务上，台湾证券交易所以“两端说”为基准进行相关核查工作。在司法实务上，法院大都采行“两端说”之见解。

在中某公司案中，被告于1986年6月当选中某公司董事，持有股份1095万股，任职期间经多次买卖，至1987年8月14日卖出30.9万股之后，持股仅剩36.5万股，不足当选时持股的一半，当然解任。8月卖出之后至9月30日间，又有多笔买卖。有疑义者，8月14日解任之后的短线交易，有无归入权的适用？台北地院及台湾地区高等法院均认为只要买或卖时具董事身份，即应适用归入权；^[20]经台湾地区“最高法院”发回重审^[21]后，高院改变立场，认为必须买与卖之时，均有董事身份者才能适用，^[22]“最高法院”维持原判，该案因而确定。^[23]

[20] 参见台北地院1988年度重诉字第90号、台湾地区高等法院1988年度重上字第159号民事判决。

[21] 参见1989年度台上字第1452号民事判决。

[22] 参见台湾地区高等法院1989年度重上更(一)字第47号民事判决。

[23] 参见1990年度台上字第1021号民事裁定。此外，台湾地区高等法院在台○案中表示，归入权的目的在于防止内部人“利用内幕消息，买卖股票以短线交易之方式图利，影响投资人信心，乃科其等需将所得经济上效果归属于公司，故只须买进、出售股票之际，均具有该公司前述内部人身份，具股票交易行为系在六个月之范围内者，即足当之”(台湾地区高等法院2001年度上字第1377号民事判决)。此一判决，也采行了“两端说”。

相对而言,美国的“折中说”标准更加科学和合理。

我们认为,归入权制度设计的初衷就是为了防止内幕交易,因此,对于上市公司董事、监事、高管人员,应当提出比持股5%股东更高的要求,因为董事、监事、高管人员直接参与公司运转,比股东更容易了解上市公司的内幕信息,也更容易利用内幕信息进行内幕交易

因此,建议我国采用美国的“折中说”标准:

①对董事、监事、高管人员采用“一端说”标准,即只要在买入或卖出的一端具有董事、监事、高管人员身份者,就有归入权的适用。

例如,在前述杭汽轮B副总经理张树潭短线交易案例中,对董事、监事、高管采用了“一端说”的认定标准。

又如,中国证监会稽查总队夏冰、王海平在其撰写的“夏某、李某、卢某、王某等短线交易案”一文中也认为,“短线交易的目的在于阻吓高管挪用内幕消息从事证券交易获取不正当利益的行为,因此,采用‘一端说’更加有利于实现短线交易制度设立的初衷”。^[24]

②对持股5%以上的股东采用“两端说”标准,即于买入与卖出之时,均为持股5%以上的股东时,始有短线交易归入权的适用。

例如,在前述华夏建通案例中,上海市卢湾区法院于2009年10月20日做出的一审判决书中,对股东身份“两端说”标准进行了司法确认。

此外,在前述西水股份案例中,也采用了股东身份“两端说”的认定标准。

(3)短线交易认定应该采用“无过错责任原则”

从民事责任角度看,绝大多数国家和地区对内幕交易多采取过错责任原则,而对短线交易则采取无过错责任原则。美国《1934年证券交易法》第16条b项对短线交易的认定就是采取无过错责任原则,即不问内部人主观上是否有故意或者过失,抑或不法意图,不问行为人是否利用内幕消息,只要特定身份主体在法律禁止时间内买卖证券,就可认定为短线交易违规行为,追究其法律责任。

美国联邦最高法院曾经在 *Kern Gaunt Land Co. v. Occidental*

[24] 参见夏冰、王海平:“夏某、李某、卢某、王某等短线交易案”,载中国证监会法律部主编:《中国资本市场法制发展报告2009年卷》,法律出版社2010年版。

Petroleum Corp. 一案中,采用有无利用内幕消息作为判断标准。Occidental 公司有意取得 Kern 公司经营权,凭借公开收购(cash tender offer)买入 Kern 公司逾 10% 股票。Kern 公司为防止 Occidental 公司的并购,乃与 Tenneco 公司以股票换股票的方式合并,并以 Tenneco 公司为存续公司。Occidental 公司所持有的 Kern 公司股票亦换发为 Tenneco 公司股票。另外,Occidental 公司与 Tenneco 公司的子公司签约,子公司依约有权优先购买 Occidental 公司所持有的 Tenneco 公司股票(换发前为 Kern 公司股票)。子公司在 Tenneco 公司与 Kern 公司完成合并时,行使先买权,取得 Tenneco 公司股票。合并和置换股权完成以后,Tenneco 公司向法院提起诉讼,控告 Occidental 公司作为持有 Kern 10% 以上股份的股东进行了短线交易,应将所得利润归入 Tenneco 公司。该案的主要争点为: Occidental 公司因 Tenneco 公司与 Kern 公司合并所取得的 Tenneco 公司股票,是否为买进? Tenneco 子公司行使先买权,取得 Occidental 公司所持有的 Tenneco 公司股票及 Occidental 公司将 Tenneco 公司股票移转给子公司的行为,是否属卖出? Occidental 公司因此而获得的利益(约 1900 万美元),应否适用归入权?

美国联邦最高法院的多数意见,并未以交易的外观形式骤下结论,而从立法目的考察相关事实,认为不应适用。其理由主要包括:

A. Occidental 公司为获取 Kern 的经营权而购买股票,Kern 公司则采取敌对的防御措施,Occidental 公司购买 Kern 公司股票时,并非内部人,不可能获知 Kern 公司或 Tenneco 公司的内幕信息。

B. Occidental 公司对于 Kern 公司与 Tenneco 公司的合并案并未投赞成票,因两家公司合并而取得 Tenneco 公司股票,并非出于 Occidental 公司的自愿,亦非 Occidental 公司所能控制,纯属非自发性的行为(involuntary act),因而排除 Occidental 公司短线交易的犯罪故意。

美国联邦最高法院指出,本案判决并不表示因合并而换发股票的行为,均非《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项规定的买、卖,仍须依个案情形而为判断。^[25]

对于这种所谓务实的主观认定方法,美国当时的首席大法官道格拉

[25] 441 U. S. at 600.

斯(曾任 SEC 第 3 任主任委员)与其他两名大法官(Brennan 及 Stewart)共同提出不同意见书,认为《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项采无过错责任原则,上述最高法院的多数意见对于非传统形态的买卖,从交易性质做实质认定,并以利用内幕消息可能性的主观标准做判断,已背离最高法院多年来所建立的客观认定原则,也与《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项的立法原意相悖离。^[26] 经过长达一年的重审,美国联邦最高法院最后采取无过错责任原则,判决 Occidental 公司短线交易成立,判处 Occidental 公司高额罚金。

因此,建议我国对短线交易认定时也采用“无过错责任原则”的归责原则,以充分发挥短线交易规制制度的吓阻和威慑作用。^[27]

(4) 特殊投资者的短线交易认定问题

① 全国社会保障基金

早在 2002 年,全国社会保障基金(以下简称全国社保基金)理事会专门就其委托投资上市公司股票的信息披露和交易限制等问题两次致函中国证监会,^[28] 要求提高全国社保基金持有一家上市公司股份的信息披露的比例或采用定期公告的信息披露方法,并且放松其投资者管理人股票交易限制。对此,中国证监会和中国证监会发行监管部分别于 2002 年 8 月 6 日、10 月 11 日给全国社保基金理事会发送了《关于全国社会保障基金委托投资若干问题的复函》(证监函[2002]201 号)和《关于社保基金行投[2002]22 号文的复函》(发行监管函[2002]99 号),就上述问题予以了明确。

上述两份《复函》指出,鉴于股权分布及其变动信息,对投资者的投资决策具有较大影响。因此,全国社保基金理事会有义务了解其各投资管理人所持股票的情况并在其直接或间接持有上市公司 5% 以上股份

[26] 441 U. S. at 611 - 613.

[27] 例如,在前述金发科技短线交易案例和 *ST 罗牛短线交易案例中,对相关当事人短线交易的认定和处分均采用“客观标准”和“无过错原则”,不问内部人是否盈利和有无过错。

[28] 这两份函件分别为全国社保基金理事会《关于全国社会保障基金委托投资若干政策的请示》(社保基金会投[2002]8 号)、《关于对〈关于全国社会保障基金委托投资若干问题的复函〉意见的函》(社保基金行投[2002]22 号)。

时,严格依照《证券法》和《上市公司收购管理办法》的有关规定及时披露信息。

此外,根据中国证监会《关于全国社会保障基金委托投资若干问题的复函》的规定,全国社保基金合并持有上市公司5%股份后,若社保基金理事会与各投资管理人以及各投资管理人之间的投资决策是相互独立的,则对该公司股票的买卖可以不受六个月持有期的限制(即《证券法》第47条的规定);若社保基金理事会与各投资管理人以及各投资管理人之间的投资决策不是相互独立的,则对该公司股票的买卖应受六个月持有期的限制。此外,全国社保基金委托的单一投资管理人持有上市公司的股份超过5%时,则应严格遵循《证券法》第47条有关短线交易的规定。

②证券投资基金

对于证券投资基金的持股变动的信息披露和短线交易问题,有关法律、法规、规章一直未做明确规定。中国证监会于2001年2月26日发布的《关于规范证券投资基金运作中证券交易行为的通知》也只对证券交易所监控基金交易行为做了要求。《通知》第五条规定:“证券交易所在日常交易监控中,应当将一个基金视为单一的投资者,将一个基金管理公司视为持有不同账户的单一投资者,比照同一投资者进行监控。”

2007年1月,中国证监会基金监管部对于证券投资基金的持股变动的信息披露问题专门予以了明确:

A. 对于一家基金管理公司管理下的几只基金持有某一上市公司的股份累计达到5%的,是否披露,由基金管理公司自己选择;鉴于基金管理公司没有要约收购的功能,在当前市场环境下,不鼓励基金管理公司进行此类的披露。同时,要防止基金管理公司通过披露集中持股的行为引导市场操作股票。

B. 对于一家基金管理公司管理下的一只基金持有某一上市公司的股份累计达到5%的,需要依法披露。

根据上述原则,我们认为,对于一家基金管理公司管理下的几只基金持有某一上市公司的股份累计达到5%后,在六个月内分别买入卖出股份的,可不认定为短线交易。但是,对于一家基金管理公司管理下的一只基金持有某一上市公司的股份累计达到5%后,在六个月内分别买

入卖出股份的,应认定为短线交易。^[29]

此外,一家基金管理公司管理下的一只基金持有某一上市公司的股份累计达到5%后,因该股票价格高涨,致使该基金持有一家上市公司股票的市值超过《证券投资基金运作管理办法》第31条关于禁止超过基金资产净值10%的限制比例,根据该办法第33条在10个交易日内进行调整(卖出)的行为,鉴于其属于为了遵守相关法规规定被动触及短线交易,建议予以豁免适用短线交易归入权制度。^[30]

③合格境外机构投资者

如上所述,根据台湾地区的规定,QFII作为受托人,以自有资金及信托资金持有上市公司股票符合内部人条件时,也应适用短线交易归入权制度。

因此,我们建议借鉴台湾地区的做法,在《短线交易法律适用意见》(以下简称《法律适用意见》)中规定:

A. QFII作为受托人,以自有资金及受托资金持有我国一家上市公司股份累计达到5%后,在6个月内买入卖出股份的,应认定为短线交易。

B. 此外,对于同一实际控制人通过不同QFII账户持有一家上市公司股权的,考虑到该实际控制人完全有可能(通过QFII或者以自身名义)在董事会或股东大会对上市公司施加潜在影响,获取内幕信息,并从事内幕交易。因此,对于同一实际控制人通过不同QFII账户持有一家上市公司股份累计达到5%后,在六个月内分别买入、卖出股份的,也应认定为短线交易。

④信托投资公司

台湾地区“证管会”1989年3月20日发布的“行政函释”明确规定,信托投资公司以自有资金及信托资金持有公开上市公司股票符合内部人条件时,应适用短线交易归入权制度。其立法理由为:对信托投资公司以信托资金所持有之公开发行股票公司股票,因系信托投资公司所控制,故应与以自有资金持有的股份合并计算。

[29] 东吴价值成长基金短线交易国投中鲁案便是典型的案例。

[30] 前述益民红利成长混合基金买卖有研硅股案便是典型案例。

因此,我们建议借鉴台湾地区的上述做法,在《法律适用意见》中规定:信托投资公司以自有资金及信托资金持有以自有资金及信托资金持有我国一家上市公司股份累计达到5%后,在六个月内买入卖出股份的,应认定为短线交易。

⑤合伙企业

我国《合伙企业法》第2条规定:“本法所称合伙企业,是指自然人、法人和其他组织依照本法在中国境内设立的普通合伙企业和有限合伙企业。

普通合伙企业由普通合伙人组成,合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任。本法对普通合伙人承担责任的形式有特别规定的,从其规定。

有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成,普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任,有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。”

由上可见,合伙企业是典型的人合性组织,是由各合伙人共同出资、合伙经营、共享收益、共担风险,并对合伙企业债务承担连带责任的营利组织。合伙企业不是法人,本身不具有权利能力和行为能力;以合伙的名义进行的法律行为,其权利与义务由全体合伙人承担。同时,合伙企业组织结构非常灵活,合伙企业和合伙人之间的关系比较复杂且易变。

根据《合伙企业法》的规定,普通合伙企业 and 有限合伙企业中的普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任;在有限合伙企业中,有限合伙人执行合伙事务,不得对外代表有限合伙企业,以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。

因此,我们认为,在适用短线交易归入权制度时应区别对待普通合伙人和有限合伙人。因此,建议在《法律适用意见》中明确规定:

一个普通合伙人和其入伙的普通合伙企业或者有限合伙企业持有一家上市公司股份合并累计达到5%后,在六个月内买入、卖出该公司股份的,应当认定为短线交易,该普通合伙人为短线交易的主体。

一个有限合伙人和其入伙的有限合伙企业持有一家上市公司股份合并累计达到5%后,在六个月内买入、卖出该公司股份的,除非有证据证明该有限合伙人实际控制了该有限合伙企业,不应认定为短线交易。

⑥内部人进行委托理财或者购买理财产品

根据台湾地区“证管会”2001年9月28日发布的“行政函释”规定,公司内部人全权委托理财之交易应视同本人交易,纳入归入权计算。

因此,建议借鉴台湾地区的上述规定,在《法律适用意见》中规定,上市公司董事、监事、高级管理人员、持股5%以上的股东等内部人委托证券公司等进行理财时,委托理财之交易应视同本人交易,纳入归入权计算。

但是,内部人购买证券投资基金、证券公司发行的集合资产管理计划等理财产品的,证券投资基金、集合资产管理计划发生的证券交易,不视同本人交易,以证券投资基金、证券公司作为归入权行使主体。

⑦融资融券

对于上市公司董事、监事、高级管理人员和持股5%以上股东能否参与涉及本公司股票的融资融券业务问题,我们认为,因为涉及违反《证券法》第四十七条规定,答案显然是否定的,主要理由如下:

中国证监会发布的《证券公司融资融券业务试点管理办法》第十四条规定,“证券公司与客户约定的融资、融券期限不得超过证券交易所规定的最长期限,且不得展期”。《深圳证券交易所融资融券交易试点实施细则(2011年修订)》第2.14条规定,“会员与客户约定的融资、融券期限自客户实际使用资金或证券之日起开始计算,最长不得超过六个月”;第2.18条规定,“投资者未能按期交足担保物或者到期未偿还融资融券债务的,会员应当根据约定采取强制平仓措施,处分客户担保物,不足部分可以向客户追索”。

然而,《证券法》第四十七条规定,“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益”;《公司法》第一百四十二条规定:“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,在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五;所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份”。

根据上述规定,上市公司董事、监事、高级管理人员通过向证券公司融资买入或融券持有的本公司股票属于法律限制转让的股份。如果董事、监事、高级管理人员到期未偿还融资融券债务,证券公司无法采取强制平仓措施处分上述人员所持有的本公司股票,这将会给证券公司带来巨大的风险。此外,根据《深圳证券交易所融资融券交易试点实施细则(2011年修订)》的规定,融资融券期限最长不得超过6个月,也就是说,董事、监事、高级管理人员、持股5%以上股东须在6个月的融资融券期限内多次买入或卖出本公司股票,这显然是与《证券法》第四十七条规定相违背的。

针对上述问题,为进一步明确融资融券相关交易事项,规范融资融券业务管理,2013年3月18日,深圳、上海证券交易所分别发布了《关于上市公司限售股份、解除限售存量股份参与融资融券交易相关问题的通知》,《通知》第七条明确规定:“会员不得接受上市公司的董事、监事、高级管理人员、持有上市公司百分之五以上的股东开展以该上市公司股票为标的的证券的融资融券交易。”

⑧转融通

根据中国证监会的相关规定。转融通的期限不超过6个月,如果将出借和收回证券视同为买卖,则持股5%以上股东参与转融通业务,将面临短线交易的问题。

对于持股5%以上的股东通过证券交易所平台在6个月内出借和收回证券的,是否属于短线交易?相关法律法规规则均未做明确规定。

对此,中国证监会融资融券工作小组办公室第11次会议纪要(2012年3月23日)予以了明确:上述转融通出借和收回证券不属于《证券法》第47条规定的买和卖行为,不适用该条关于短线交易禁止的规定。

⑨约定购回式证券交易

约定购回式证券交易,是指符合条件的股东以约定价格向托管其证券的证券公司卖出标的证券,并约定在未来某一日期由股东按照另一约定价格从证券公司购回标的证券,证券公司根据与股东签署的协议将待购回期间标的证券产生的相关孳息返还给股东的交易。

约定购回式证券交易是投资者以融资为目的的交易行为,根据深圳、上海证券交易所的相关规定,原股东的初始交易、购回交易分别参照

适用股份出售、股份买入有关权益变动和信息披露的规则,即在一家上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份5%的股东及其一致行动人、上市公司董事、监事、高级管理人员参与交易所约定购回式证券交易的,应当遵守相关信息披露规则,不得存在短线交易,并应当遵守股份买卖“窗口期”以及年度股份转让比例限制的规定。约定购回式交易和其他方式导致的股份变动应该合并计算。

2. 短线交易客体的认定

(1) 短线交易客体的范围

目前,美国、日本、韩国、我国台湾地区均规定,短线交易的客体包括股票及其他具有股权性质的证券。

美国法上,短线交易的对象是股权证券(equity security)。根据美国《1934年证券交易法》第3条a项(11)的定义,股权证券是指任何股票或类似的证券,或者是指具有或不具有对价的可转换成这样一种证券的任何证券,或者带有任何保证单或具有认购或购买这样一种证券的权力的任何证券,或者是指任何这样的保证单或权利,或者是指委员会认为具有类似的性质并且根据按公共利益制定的规则或规章,委员会认为对保护投资者有必要或者适合于作为一种股权证券的任何其他证券,这个范围是很广的。

但需指出的是,第16条b项只适用于发行人是按照《1934年证券交易法》第12条登记了某一类别的证券的公司,即:①其证券在全国性的证券交易所上市的公司,或者②资产超过1000万美元以及任何类别的股权证券的登记股东超过500人的公司。在一组交易(如先买进后卖出),如果第一次交易(买进)发生在发行人成为符合第12条的公司之前,而第二次交易(卖出,当然首先是发生在买进之后六个月之内)发生在发行人按照第12条的登记生效之后,该组交易适用第16条b项。发行人的董事或高级管理人员在登记之前卖出股票,随后的买进发生在登记之后,适用第16条b项。但是持股超过10%的受益所有人在登记之前卖出股票,随后的买进发生在登记之后,则不适用第16条b项。按第16条b项进行匹配的购买和出售一般都必须是同种类的股权证券。比如,普通股的出售与优先股的购买不能进行匹配。不过,如果优先股可转换为普通股,而且是按接近于或等同于转换价格的价格交易的,那就

可以进行匹配,因为这两种证券实际上是作为经济学上的等价物进行交易的。有学者甚至认为,可转换公司债不能和普通股进行匹配。

美国 SEC 于 1991 年 2 月 10 日通过了大幅度修改《1934 年证券交易法》第 16 条相关规则的方案,修改的重点在于有关衍生性证券(derivatives securities)的规范。所谓衍生性证券,是指任何期权、认股权证、可转换证券或“转换”的特权的权利,或“其他相类似的证券而其价值是源自某一股权证券的价值,但不应包括内含执行或转换特权而依其所依据的价格却难以固定者”。依照 SEC 旧的规则,对于在交易所交易的期权是否属于《1934 年证券交易法》第 16 条所涵盖的股权证券,一直没有明确的答案。而新规则明确规定该条适用于与发行人相关联的任何衍生性证券。有学者分析指出,之所以这样修订,是因为内部人能够知悉发行人股权证券价格的消息,再加之衍生性证券本身如含有金钱上的利益,以及该衍生性证券也同时具有一项“指标价格”(a benchmark price),内部人便得以锁住一定的利润,从而也必须同受短线交易责任的规范。新规则不仅认为衍生性证券彼此之间可相配以计算差价利益,而且也可以将其与“对基础证券的交易”相配(against transactions in the underlying security)以估算利益。

我国台湾地区规定,短线交易的客体包括:①股票,既包括上市、上柜的股票,也包括普通股与特别股;②具有股权性质之其它有价证券,是指可转换公司债、附认股权公司债、认股权凭证、认购(售)权证、股款缴纳凭证、新股认购权利证书、新股权利证书、债券换股权利证书及其他具有股权性质之有价证券。

日本规定,短线交易的客体为特定证券,特定证券除股票外,还包括股票期权,优先股,公司债券,内阁法令规定的其它证券及与上述证券相关的证券。

根据韩国《资本市场法》第 172 条第二款的规定,短线交易的客体包括:(一)该发行人发行的证券(总统令规定的证券除外);(二)与前项规定的证券有关的证券预托证券;(三)属于该法人以外的人发行的证券,可以要求与本条第一项或者第二项规定的证券进行交换的可交换公司债券;(四)仅以本条第一项至第三项规定的证券为基础资产的金融投资商品,范围较为宽泛。

此外,我国《上市公司收购管理办法》第85条也规定,信息披露义务人涉及计算其持股比例的,应当将其所持有的上市公司已发行的可转换为公司股票的证券中有权转换部分与其所持有的同一上市公司的股份合并计算,并将其持股比例与合并计算非股权类证券转为股份后的比例相比,以二者中的较高者为准;行权期限届满未行权的,或者行权条件不再具备的,无须合并计算。

因此,建议我国短线交易客体的范围包括股票、可转换公司债券、认股权证等可转换为公司股票的证券,以与上述成熟市场的做法和我国《上市公司收购管理办法》的相关规定保持一致。

(2) 公司挂牌上市前的股票是否为短线交易客体问题

根据台湾地区“证管会”1993年1月6日发布的“行政函释”的规定,买进(取得)时如还未上市(柜)的公司的股票,虽六个月内该股票挂牌上市(柜),不属于短线交易的客体。当然,如果有关上市公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过股份总额10%之股东于公司尚在兴柜或上柜期间取得或卖出该公司股票,而六个月内公司已上市时再行卖出或买进之情形,仍然应适用短线交易归入权制度。

我们认为,可以借鉴台湾地区的上述做法,在《法律适用意见》中明确规定:内部人买进、卖出还未上市的公司的股票,六个月内该股票挂牌上市,不属于短线交易的客体;但是内部人买入或卖出在代办股份转让系统挂牌转让公司的股票,六个月内该股票挂牌上市,属于短线交易的客体。

(3) 同时发行A股、H股或者N股公司短线交易客体的认定问题

① 计算5%的时候是否将不同种类股票合并计算

从我国台湾地区和美国的情况来看,这个似乎不构成归入权的解释问题,但在我国证券市场,由于各个市场之间存在割裂,不能自由流通转换,因而需要予以界定。

我们认为,《证券法》第47条的规定是“持有上市公司股份5%以上的股东”,并没有特别区分是H股、A股还是N股。从证券市场实践经验看,凡是涉及公司股权比例的,除非特别说明,一般都不区分股权性质,对全部持有的股份合并计算。因此,在“短线交易”制度中,我们建议采取合并计算方式来汇总投资者持有的股份是否达到5%的标准。

②六个月里买入、卖出不同种类股票时是否认定为短线交易

在台湾地区的司法判决中,对于内部人在六个月内买入普通股,卖出优先股的行为被认定为短线交易行为,因而适用归入权。法院判决的理由为,虽然董事并非买卖同一种股票,但从表决权、股息分配请求权及清算后剩余财产的分配顺序等层面观察,普通股与特别股的内容,具有高度的同质性。此外,台湾地区“证券交易法施行细则”第十一条第二项第二款还规定了买入、卖出不同种类有价证券的短线交易收益的计算方法。

我们认为,只要交易标的为同一发行人发行,且在六个月期限进行匹配,则应计入短线交易规制范畴。理由是:第一,股票虽然种类各异,但最终都会转化成为金钱上的利益;第二,短线交易收益归入权立法的目的是防止投资者由于内部人的短线交易行为信心受损,站在投资者的角度,其关注点并不在于所交易股票的种类,仅在于是否出现了某种交易行为;第三,即使先后两次交易不同种类的股票会给收益的计算带来困难,但这只是短线交易收益归入权行使中的问题,不应成为阻碍短线交易成立的理由。

因此,可以借鉴台湾地区的上述做法,在《法律适用意见》中明确规定:内部人在六个月内买入(或者卖出)A股,卖出(或者买入)B股、H股或者N股,应认定为短线交易。

3. “买入”、“卖出”行为的认定

(1) 美国的相关规定

按照美国《1934年证券交易法》第3条a项13款规定,所谓“买入”(purchase),包括任何人买入或其他取得股权的合同;该项第14款规定,所谓“卖出”(sale),包括任何卖出或其他处分股权的合同。但这些定义对于美国法院司法实践而言是远远不够的,在实践中,对“买入”与“卖出”的认定,有一个变化的过程,即从客观分析法(the objective approach)到主观分析法(the subjective approach)的发展。依据此项定义,所谓“买”、“卖”,除以现金买卖的情形外,尚包括以物易物等非一般性的买卖。法院实务上,对于以现金买卖股票及非传统形态的买卖的情形,适用不同的标准。

① 现金买卖股票 (garden variety cash-for-stock transaction)

对于现金买卖股票行为,美国法院坚持客观认定标准。在 1943 年 *Smolowe v. Delendo Corp.* 一案中,第二巡回法院认为,根据法律的条文,只要发生了证券交易,就被认定为买入或卖出,而不考虑内部人从事交易的理由,不问是否在集中交易市场买卖,不论其是否获得或利用内幕信息。^[31]

② 非传统形态的买卖 (unorthodox transaction)

对于非传统形态的买卖,如股票的交换、公司债转换股票、因合并而换发新股以及特别股转换普通股等,美国法院采用了较为实务的主观分析法。如果内部人在进行非正统交易时有利用内幕消息的可能性并可能借此以牟利,该交易行为即受第 16 条 b 项的规范,否则,这种非正统交易就不应受该条的约束。

Ferraiolo v. Newman 是第一起明确阐述实用分析法的案件,在该案中,被告行使了可转换优先股的权利,先将其持有的优先股转换为普通股,再以市场价格卖出。法院认定被告将优先股转换为普通股的交易不属于第 16 条 b 项的“买入”,因为被告和其他优先股持有人一样,按事先确定的价格转换,他们获得同样的信息披露,被告的转换行为对发行人的股权结构并未产生重大的影响。

此外,在 *Gold v. Sloan* 一案中,被告 4 人于公司合并未满六个月之时,即售出因合并而换发的新股票。法院判决其中 3 人因为没有参与合并的谈判,不适用归入权;但其中一名被告为合并一方的首席执行官 (chief executive officer),全程参与合并协商,其因合并而换发的股票,属第 16 条 b 项规定的“买入”,在未满六个月内售出股票,应适用归入权。^[32] 该案中法院也是采取较为实务的主观分析法。

美国律师协会 (ABA) 在 20 世纪 80 年代对短线交易的研究报告里指出,在非传统形态的买卖中,美国法院决定一项交易是否属于《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项规范下的买卖行为,会从以下几个方面来考虑:

[31] *Arrow Distributing Corp. v. Baumgartner*, 783 F.2d. 1274 (5th. Cir. 1986).

[32] 486 F. 2d 340(4th Cir. 1973), cert. denied 419 U. S. 873(1974).

A. 该行为是否为自愿的行为(whether the transaction is voluntary), 如果行为人是由于超出自己的控制而被迫执行一项交易,那么这项交易不能成为滥用内幕信息的工具。

B. 是否有接触内幕信息的途径(Whether there is access to inside information)。

C. 时间上的控制(control of timing)。如果行为人无法控制交易的时间进度,该人将无法精确的根据内幕信息与股价变动相配合。

D. 行为人是否已获利了结(whether the insider cashes out)。如果行为人实现交易的获利并将利益转化为无风险的形式(a risk-free form), 比如转换为现金,则可能受到短线交易规范的规制。

E. 经济上相当(economically equivalence)。内部人因交易取得的是“经济上相当的证券”(economically equivalent securities), 则不太可能造成不当滥用内幕信息的情况。

F. 全资控股企业间的交易(Transactions between wholly-owned entities)。如果内部人交易的客体,是其全资持有的两家公司的股权证券时,则从一家公司所获得的短线交易的利益,会因为另一家公司的损失而抵消。在这种情况下,该行为人不至于贪图短线交易的利益。

至于衍生性证券,美国法院传统上一般认为行使期权与随后卖出基础证券的行为都属于第16条b项所规定的“买入”和“卖出”,而最初的授予或获得期权,则被法院视为与第16条b项无关。在1991年以前,美国SEC也持同样的立场。1991年SEC制定了有关第16条b项的新规则,改变了以前的立场,将授予或获得衍生证券视为第16条的买入,而行使或转换衍生证券则与第16条b项无关。

此外,美国《1934年证券交易法》第16条和SEC发布的一系列豁免规则规定,下列买卖行为可以豁免适用短线交易归入权制度:

- ① 买卖豁免证券。
- ② 忠实履行前已签订之合同义务的买卖。
- ③ 做市商建立和维持市场的交易。
- ④ 持股超过10%的股东在国内或国外进行的证券套利交易。
- ⑤ 公积金转增股本、送红股等按同等比例获得证券行为。
- ⑥ 董事、高级管理人员根据合格的雇员福利计划买入、卖出证券。

(2) 台湾地区的相关规定

根据台湾地区“证券交易法”第 157 条的规定,归入权的另一要件为取得后六个月内再行卖出,或卖出后六个月内再行买进。取得、卖出与买进等用语的意义如何?该条未明确规定,立法资料亦未作说明,而是通过主管机关以行政函释的方式进行了界定。

①属于“取得”、“买入”、“卖出”的范围

A. 内部人通过二级市场取得、买入和卖出股票和具有股权性质之其他有价证券

内部人(董事、监察人、经理人或持有公司股份超过 10% 之股东)通过台湾证券交易所交易系统取得、买入和卖出股票和其他具有股权性质的有价证券,显然属于“证券交易法”第 157 条取得、买入和卖出范围。

B. 融资融券中内部人通过融资买进股票和融券卖出股票

台湾地区“金管会”2009 年发布的“金管证三字第 0980024585 号行政函释”规定:融资买进上市公司股票属信用交易方式之一,内部人以融资方式买进所属公司股票,除资金来源系向证券金融公司或自办信用交易证券商借入部分款项外,其交易方式亦从集中交易市场买进,与普通交易并无不同,属“证券交易法”第 157 条规定之取得,其于取得后六个月内再行卖出或因融资到期而卖出,依“证券交易法”第 157 条规定,应有归入权之适用。

同理,内部人以融券方式卖出所属公司股票,属“证券交易法”第 157 条规定之“卖出”,其于卖出后六个月内再行买入或因融券到期而买入,也应该适用归入权制度。

C. 可交换公司债券持有人行使交换权

台湾地区“金管会”2007 年发布的“金管证三字第 0960036672 号行政函释”规定:上市公司之大股东以持有该上市公司之股票为标的发行交换公司债,发行时尚无归入权之适用;事后因债券持有人行使交换权而该发行人须移转上述上市公司股份予前述债券持有人时,应属“证券交易法”第 157 条第 1 项所定之卖出。

D. 内部人行使员工认股权

台湾地区“金管会”2006 年 1 月 12 日发布的“金管证三字第 0950000233 号行政函释”规定:有关上市公司内部人行使员工认股权,属

买进而取得股票,应有“证券交易法”第 157 条第 1 项归入权之适用,并以“股票交付日”为内部人行使员工认股权取得股票之时点,当日所属公司普通股之收盘价为买进成本。此外,发行人或其代理机构依“发行人募集与发行有价证券处理准则”第 61 条规定以发行认股权股款缴纳凭证发给员工认股权人者,则以“交付认股权股款缴纳凭证日”为取得时点,并以当日所属公司普通股之收盘价为买进成本。

E. 内部人将股票质押于银行,因追加缴纳担保品而买进股票

台湾地区“证管会”1999 年发布的“(88)台财证(三)第 75614 号行政函释”规定:内部人将公司股票质押于银行,因银行要求追加缴纳担保品而买进该公司股票,仍须纳入短线交易行使归入权之范围。

F. 因受赠而取得股票

台湾地区“证管会”1995 年 3 月 2 日发布的“台财证(三)第 00461 号行政函释”规定:因受赠而取得上市股票,属“证券交易法”第 157 条第 1 项规定的“取得”范围,此一规定较美国法更为严格。^[33]

后来,台湾地区“证管会”于 2004 年 5 月 4 日发布了“台财证三字第 0930001805 号行政函释”对此作了补充规定:对内部人将其持有所属公司股票赠与配偶,因赠与并非“卖出”,尚无归入权之适用;至于内部人之配偶受内部人赠与所属公司股票,其配偶该次获赠股票,可免纳入归入利益之计算。但根据上述台财证(三)第 00461 号行政函释,内部人之未成年子女因受赠取得,仍应纳入归入权计算范围。

G. 内部人自所属公司员工组成之“员工持股委员会”受配股票

台湾地区“金管会”2004 年 7 月 21 日发布的“金管证三字第 0930127640 号行政函释”规定:公司内部人系该公司“员工持股信托专户”之信托人,其信托基金由该公司之盈余提拨,并委由受托人透过证券交易市场购买所属公司之股票,所购股票虽以“员工持股信托专户”之名义登记并由受托人保管,但该等内部人自“员工持股信托专户”所受

[33] 美国法院判决认为,赠与股票而无重新交换价值情形者,非买卖性质。受赠人之出售股票行为,与赠与人先前买入股票行为,即使均在未滿六个月之期间内,亦无归入权之适用。但如受赠人系为赠与人所利用,成为赠与人交易之工具者,不在此限。Shaw v. Dreyfus, 172 F. 2d 140(1949), cert denied, 337 U. S. 907(1949); Truncale v. Blumberg, 83 F. Supp. 628(S. D. N. Y. 1949).

配之股票,应属“证券交易法”第 157 条所规定的“取得”范围。

H. 司法拍卖

台湾地区“金管会”2010 年发布的“金管证交字第 0990001401 号行政函释”规定,按金融机构为向连带保证人求偿,依强制执行法所为之司法拍卖,仍属买卖性质。因此,因个人保证责任致持有之所属公司股票遭债权人(银行)申请强制司法拍卖,仍属证券交易法第 157 条第 1 项规定“卖出”范围。

I. 其他情形

根据台湾地区“证管会”1995 年 3 月 2 日发布的“台财证(三)第 00461 号行政函释”的规定,下述两种情况也属于取得、买入和卖出:

a. 因信托关系受托持股当选上市公司董事,监察人后,再以证券承销商身份依“证券交易法”第 71 条规定取得之上市股票,应属“证券交易法”第 157 条所规定的“取得”范围。

b. 公营事业经理人于官股依公营事业移转民营条例释出时,依移转民营从业人员优惠优先认购股份办法认购上市股票,其于认购后六个月内卖出该上市股票者,应属“证券交易法”第 157 条所规定的“取得”和“卖出”范围。

②不属于“取得”、“买入”、“卖出”的范围

A. 内部人因吸收合并而取得公司股票

台湾地区“金管会”2007 年发布的“金管证三字第 0960041582 号行政函释”规定:

在吸收合并中,被消灭公司股东因取得存续公司为合并所发行之新股,以致取得自己为董事、监察人、经理人或持有公司股份超过 10% 股东之发行股票公司之股票,尚非“证券交易法”第 157 条第 1 项所定“取得”范围,自无取得时点及取得成本之认定问题。

B. 内部人应募取得私募股票

台湾地区“金管会”2005 年发布的“金管证三字第 0940130983 号行政函释”规定:公司董事,监察人,经理人或持有公司股份超过股份总额 10% 之股东,应募取得私募股票,不适用“证券交易法”第 157 条规定。

C. 内部人持有可转换公司债到期交由发行人赎回

台湾地区“金管会”2009 年发布的“金管证交字第 980055003 号行

政函释”规定:内部人持有可转换公司债到期交由发行人赎回之行为,非属“证券交易法”第157条第1项之“卖出”。

但是,内部人主动行使卖回权而卖出可转换公司债仍属《证券交易法》第157条第1项之“卖出”,应有归入权之适用;至于内部人因上市公司行使买回权而卖出可转换公司债是否有“证券交易法”第157条适用,应视内部人有无滥用其特殊地位及具备主动权等情事就具体个案认定。

D. 内部人通过继承取得股票和具有股权性质之其他有价证券

对于内部人通过继承取得股票和具有股权性质之其他有价证券是否属于《证券交易法》第157条第1项规定的“取得”,台湾地区主管机关的态度从早期的肯定转变为目前的否定。

台湾地区“证管会”1995年3月2日发布的“台财证(三)第00461号行政函释”,因继承而取得上市股票,属“证券交易法”第157条第1项规定的“取得”范围。

台湾地区“金管会”2007年发布的“金管证三字第0960048145号行政函释”规定:继承非属“证券交易法”第157条第一项所定之“取得”,同时宣布废止上述台财证(三)第00461号行政函释有关“因继承而取得上市股票,属“证券交易法”第157条第1项规定的‘取得’范围”的规定。

E. 内部人依“公司法”的相关规定,以所持有之所属公司股票抵缴股款

台湾地区“金管会”2009年发布的“金管证交字第0980026581号行政函释”规定:发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过10%之股东,依“公司法”第131条或第272条的规定,^[34]以所持有之所属公司股票抵缴股款,非属“证券交易法”第157条第1项所定之“卖出”。

另外,依“证券交易法”第157条第5项准用同法第22条之2款第3项的规定,前述之人所持有之股票,包括其配偶、未成年子女及利用他人

[34] 台湾地区“公司法”第131条规定:“发起人认足第一次应发行之股份时,应即按股缴足股款并选任董事及监察人。前项选任方法,准用第一百九十八条之规定。第一项之股款,得以公司事业所需之财产抵缴之。”第272条规定:“公司公开发行新股时,应以现金为股款。但由原有股东认购或由特定人协议认购,而不公开发行者,得以公司事业所需之财产为出资。”

名义持有者,如该受让股票公司系属前述之人利用他人名义持有者,则该受让股票公司亦有“证券交易法”第 157 条第 1 项规定之适用。

同理,内部人以所持有之所属公司股票来认购、申购 ETF,以抵缴认购、申购基金款项,也应不属于“证券交易法”第 157 条第 1 项所定之“卖出”。

F. 内部人因公司办理现金增资、资本公积转增资及盈余转增资而取得股票

根据台湾地区“证管会”1989 年 4 月 27 日发布的“台财证(二)第 24094 号行政函释”及“1993 年 1 月 5 日发布的台财证(三)第 68058 号行政函释”的规定,上市公司因办理现金增资或盈余转增资,资本公积转增资而认购或配发之新股,不属于“证券交易法”第 157 条第 1 项所规定的“取得”范围。

其立法理由为:“按‘证券交易法’第 157 条第一项所规范之有价证券,系指公司之上市股票,及同法第 62 条第三项所定第 157 条之规定于证券商营业处所买卖之有价证券(以下简称柜台买卖)。则发行股票公司董事,监察人,经理人或持有公司股份超过 10% 股东,因公司办理现金增资,资本公积转增资及盈余转资而得之股票,系于该等股票上市或上柜前取得,尚非第 157 条第一项所定‘取得’之范围。”^[35]

G. 内部人参与公开承销认购可转换公司债或附认股权公司债,行使可转换公司债或附认股权公司债之转换权或认股权等原因取得公司股票

根据台湾地区“证管会”2002 年 2 月 18 日发布的“台财证(三)字第 177669 号行政函释”的规定,内部人因受让公司库藏股或行使可转换公司债的转换权,而取得股票者,不属于“取得”的范围。但公司内部人六个月内另有买进与卖出(或卖出与买进)公司股票者,应适用归入权,不得以所卖出的股票系因受让公司库藏股或行使可转换公司债的转换权等原因而取得,主张豁免适用。

此外,台湾地区“证管会”2002 年 3 月 7 日发布的“台财证(三)字第 172479 号行政函释”规定:内部人参与公开承销认购可转换公司债或附

[35] 参见台财证(二)第 24094 号行政函释。

认股权公司债,行使可转换公司债或附认股权公司债之转换权或认股权取得股票、债券换股权利证书或股款缴纳凭证,及以债券换股权利证书或股款缴纳凭证换取股票,均非“证券交易法”第157条第1项所规定的“取得”范围。

H. 其他情形

a. 内部人转让股份供证券承销商办理过额配售,及事后证券承销商将执行稳定价格操作取得之股份交付内部人,或将未执行稳定价格操作部分按承销价格计算承销款项交付内部人等事项,非属《证券交易法》第157条第1项所定卖出,取得或买进之范围。^[36]

b. 对公开上市公司董事,监察人因非自发性之行为或非可归责于自己之事由造成持股乘数不足(例如:其它董事或监察人持股质押而遭金融机构强制卖出,其他董事或监察人解任),而须依“证券交易法”第216条及《公开上市公司董事,监察人股权成数及查核实施规则》第2条、第5条规定补足持股成数时,该次买进之股票于计算“证券交易法”第157条规定时可不予计算。^[37]

(3) 我们的建议

综合美国和我国台湾地区的上述相关规定,结合我国证券市场的基本情况,我们建议在《证券法》第四十七条中授权《法律适用意见》中对“买入”、“卖出”行为做如下界定:

①属于“买入”、“卖出”的情形

A. 内部人通过二级市场买入和卖出股票或者具有股权性质之其他有价证券。

B. 内部人通过协议转让、行政划转等方式取得或者出让股票;或者主动参与司法拍卖竞拍取得股票。^[38]

[36] 参见台湾地区金管会2005年2月5日发布的金管证三字第0940000566号行政函释。

[37] 参见台湾地区证管会1999年发布的台财证(三)第21873-1号行政函释。

[38] 例如,在前述德豪润达案例中,协议转让被认定为短线交易中的“买入”和“卖出”。

- C. 内部人认购公开增发、配股和非公开发行的股票。^[39]
 - D. 融资融券中内部人通过融资买进股票和融券卖出股票。
 - E. 可转换公司债券持有人、可交换公司债券持有人行使换股权或者交换权。
 - F. 内部人行使员工股票期权等权利取得股票。
 - G. 内部人将股票质押于银行,因追加缴纳担保品买进股票。
 - H. 内部人因赠与取得或者丧失股票。
 - I. 内部人因认购权证、认沽权证行权取得或卖出股票。
 - J. 中国证监会认定的其他情形。
- ②不属于“买入”、“卖出”的情形
- A. 内部人因吸收合并而取得股票。
 - B. 内部人因股权分置改革垫付对价偿还或者收回股票。
 - C. 内部人持有可转换公司债到期交由发行人赎回。
 - D. 内部人通过继承、遗赠、离婚分割财产取得股票和具有股权性质之其他有价证券。
 - E. 内部人以所持股票股票认购、申购 ETF。
 - F. 内部人因上市公司公积金转增股本、送红股等原因导致股份增加。
 - G. 内部人因上市公司同比例缩股导致股份减少。
 - H. 持股 5% 以上的股东在境内或境外进行的证券套利交易。
 - I. 证券投资基金持有某一上市公司的股份累计达到 5% 后,因该股票价格上涨致使该基金持有该公司股票的市值超过 10% 的限制比例,

[39] 例如,中国证监会法律部在其撰写的“法律问题评析——上市公司定向增发前大股东减持”一文中认为,内部人“如在股份卖出行为发生后六个月内又通过上市公司向其非公开发行取得相应股票,将违反《证券法》第四十七条的规定。”参见“法律问题评析——上市公司定向增发前大股东减持”,载中国证监会法律部主编:《中国资本市场法制发展报告 2008 年卷》,法律出版社 2009 年版,第 516~517 页。又如,中国证监会上市部并购一处马骥副处长也认为,认购应被认定为短线交易的“买入”：“笔者认为,从立法本意来讲是包括的,以为认购本身就是一种增持的意思表示”。参见马骥:《上市公司并购重组监管制度解析》,法律出版社 2009 年版,第 103 页。再如,在前述名流置业短线交易案例中,内部人认购公开增发股份也被认定为短线交易中的“买入”。

根据有关规定在 10 个交易日内进行调整(卖出)的行为。

J. 证券公司因包销购入售后剩余股票而持有 5% 以上股份的, 卖出该股票。

K. 中国证监会认定的其他情形。

4. 六个月的界定

内部人短线交易以内部人在六个月内买卖本公司股票为构成要件, 六个月期限除可以向后推算外, 还可以向前回溯计算。如果间隔超过六个月, 由于股价的波动, 已使利用内幕信息进行交易变得意义不大了。

美国法的规定是“未滿六个月之期间”(any period of less than six months)。至于六个月期间的计算, 在 *Stella v. Graham - Paige* 一案中, 美国法院给出如下计算方法: 如果在 3 月 15 日买入, 只需找出该日在六个月之后的对应日, 再往前推一天, 即 9 月 14 日则是六个月期限结束的日期, 也就是在 9 月 14 日卖出就不算是短线交易, 因为到这一天的期间恰好为六个月, 而不是少于六个月。

何时为买进、卖出之日? 依美国 SEC 的规则, 当买方(卖方)负担不可撤回的义务以支付价金、收受股票(或交付价金、收受股票)时, 即为买入(卖出)之时。因此签订买卖契约之日通常即为买进或卖出之日, 但如依契约规定, 契约之失效尚附有停止条件者(如以买方自银行获得贷款为条件; 或以经双方董事会追认为条件等是), 签约之日并非买、卖之日; 必于条件成就之日, 始为买卖之日。^[40]

依美国多数法院见解, 买进“股票买权”(stock call option)或“卖权”(put option)之日, 并非买入或卖出之日, 因“买权”持有人并无义务买进股票, 必须实际行使“买权”买入股票时, 始为买进之日。“卖权”之情形亦同。^[41] 但如取得买权所付的金额甚高, 权利人依其经济因素的考虑

[40] *Blau v. Ogsbury*, 210 F. 2d. 426 (2d Cir. 1954); 参见 Loss & Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, (Aspen Law & Business, 4th ed. ,2001), at 646.

[41] *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, 411 U. S. 582,601 (1973); *Frankel v. Slotkin*, 984 F. 2d 1328, 1338 (2d Cir. 1993); Loss & Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, (Aspen Law & Business, 4th ed. ,2001), at 644 - 647.

必将行使买权者,构成买入或卖出。^[42] 实务中,仍有少数判决认为,取得买权之日,即为买入之时。^[43]

多数法院所采之计算方法,可能使有心人得以规避归入权的适用。例如,内部人知悉公司股价将上涨,于2月1日买进公司股票100万股,每股20元。6月1日股价涨至35元,内部人基于所知内幕消息判断股价行将下跌,因此有意售出股票,但为规避归入权的适用,于当日买入90天的卖权,内部人依约有权以每股35元出售该公司股票100万股。9月1日股价跌至15元,内部人行使其卖权,以每股35元卖出100万股,顺利避开跌价损失。依上述规则,卖出日期系以行使卖权之日期,即9月1日为准,距买入时相隔已达六个月以上,可不受归入权之规范。此种结果显示上述决定买卖日期之规则,尚有未尽完善之处。

六个月期间的计算,台湾地区“证券交易法”未作明文规定。台湾地区证管会1987年7月6日发布的台财证(二)字第3875号行政函释规定:“‘证券交易法’第157条第一项所订‘六个月’期间之规定,应依民法有关规定计算,凡于取得后六个月内再行卖出,或于卖出后六个月内再行买进,即应受证券交易法第157条之规范,至于进出累计总收多寡,股价编号是否相同,或实际交割者为何一批股票,皆非所问。”

依我国台湾地区“民法”第121条的规定,以月定期间者,以期间末日之终止,为期间之终止;期间不以月之始日起算者,以最后之月与起算日相当日之前1日,为期间之末日;于最后之月无相当日者,以其月之末日,为期间之末日。因此,如2月1日买入,于7月31日或其以前售出者,为在六个月内买卖,受本法之规范;如在8月1日或其以后售出者,即超过六个月期间,无本条之适用。又如,2月5日买入者,8月4日或其以前售出者,应适用本条,8月5日或其以后售出者,即不受本条之规范。此外,六个月期间可向将来推算,并可向过去回溯,因此,每一笔交易向前、后推算六个月的结果,实际可等于1年。

对于内部人行使员工认股权等特殊情况下六个月的界定问题,台湾

[42] 在 Kern County Land Co. 案中, Tenneco 支付 8 666 230 元购买 866 623 股的买权 (call option), 法院认为合理, 且不致迫使买方非行使先买权不可。

[43] Seinfeld v. Hospital Corp. of Am. 685 F. Supp. 1057, 1066 (N. D. Ill. 1988).

地区相关主管机关通过行政函释予以明确。

根据台湾地区“金管会”2006年1月12日发布的“金管证三字第0950000233号行政函释”规定,有关公司内部人行使员工认股权,属买进而取得股票,应有“证券交易法”第157条第一项归入权之适用,并以“股票交付日”为内部人行使员工认股权取得股票之时点,当日所属公司普通股之收盘价为买进成本。另发行人或其代理机构依“发行人募集与发行有价证券处理准则”第61条规定以发行认股权股款缴纳凭证发给员工认股权人者,则以“交付认股权股款缴纳凭证日”为取得时点,并以当日所属公司普通股之收盘价为买进成本。

此外,台湾地区“证管会”2004年1月12日发布的“台财证三字第0920157930号行政函释”规定:上市公司之董事,监察人,经理人或持有公司股份超过10%之股东以公开招募方式出售所属公司股票,在适用“证券交易法”第157条规定时,其卖出时点以股款汇入发行人专户之日为准;上述公司内部人提供所属公司股票参与存托机构发行海外存托凭证者,亦同。

我国《证券法》第47条在规规定短线交易时间的同时,并没有对六个月进行明确界定。因此,建议借鉴美国和台湾地区的做法,并依照《民法通则》等法律法规的相关规定,在《法律适用意见》中对六个月期间进行界定。

(1) 买卖交易时点的匹配时间问题

我们建议借鉴采用美国和台湾地区的“回溯加后推法”,即对符合“短线交易”行为主体的人,对其任意一笔交易,向前、后推算六个月内是否有反向交易。

(2) 六个月的起算时点问题

2007年4月,中国证监会发布实施的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》对此问题作了很好的规定。《规则》第12条规定,上市公司董事、监事、高级管理人员应当遵守《证券法》第47条规定,违反该规定将其所持本公司股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入的,由此所得收益归该上市公司所有,公司董事会应当收回其所得收益并及时披露相关情况。上述“买入后六个月内卖出”是指最后一笔买入时点起算六个月内卖出的;

“卖出后六个月内又买入”是指最后一笔卖出时点起算六个月内又买入的。同时在第 17 条规定,持有上市公司股份 5% 以上的股东买卖股票的,参照本规则第 12 条执行。

因此,六个月的起算时点按照《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》的上述规定执行即可。

5. 所得收益的计算

当前各国和地区对短线交易所得收益的计算方法,主要有股票同一鉴定法(the identity of certificates rule)、先进先出法(the first - in , first - out rule)、平均成本法(the average cost rule)、最高卖价减最低买价法(the lowest - in highest - out rule)。

美国《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项没有提供利益计算的指引,1943 年美国第二巡回法院在 Smolowe v. Delendo Corp. 一案中确立了利益计算的方法。Clark 法官在判决中分析了股票同一鉴定法、先进先出法、平均成本法和最高卖价减最低买价法,最后采用的是最高卖价减最低买价法。

(1) 股票同一鉴定法(the rule of identifying the stock certificate)

即将六个月内买进与卖出的同一股票相匹配,以计算买卖利益。这一方法也称股票编号法,即把六个月内买入的数笔股票分别编号,当卖出此编号股票时,以卖出价减买入价来计算收益。譬如,内部人张某于 1997 年 4 月 10 日以每股 15 元买进股票 5000 股,同年 9 月 10 日又以每股 20 元买进股票 5000 股。同年 11 月 10 日,张某以每股 25 元的价格卖出 4 月 10 日买进的股票 5000 股。1998 年 1 月 10 日,张某以每股 25 元的价格卖出 1997 年 9 月 10 日买进的股票 5000 股。计算利益时,只计算 1997 年 9 月 10 日与 1998 年 1 月 10 日买卖股票的利差,即 $(25 - 20) \times 5000 = 25,000$ 元。至于 1997 年 4 月 10 日与同年 11 月 10 日买卖的股票,因间隔期已超过六个月而不计算短线利益。

这种计算方法的缺陷是显而易见的:其一,在证券交易普遍实行计算机自动撮合和交易无纸化的今天,以该方法计算短线利益,显然是不现实的。其二,即使对股票进行了编号,短线交易者也可以选择交割不同种类的股票,轻易地逃避法律规制。这种计算方法显然不利于打击短线交易行为。

(2) 先进先出法(The first - in, first - out rule)

即以先买进股票的价格与先卖出股票的价格互相计算利益。在上例,则应以1997年9月10日的20元买价与11月10日的25元卖价相匹配以计算利益。该方法的弊端是免除内部人先卖出后再买进所得利益的被归入,从而与短线交易归入权行使的规定不符。

(3) 平均成本法(Average purchase price and average sale price 或 the average cost rule)

即以买进各笔总金额与卖出各笔总金额之差计算利益。这种方法允许内部人在六个月内进行交易,盈亏互抵。如有盈余,才为短线交易利益。该计算方法的缺陷是与法律约束内部人短线交易功能相悖。尤其在内部人因先前交易发生亏损的情形下,往往多作交易,以弥补亏损,无形中促使内部人短线交易更加活跃。

(4) 最高卖价减最低买价法(Highest price out, lowest price in rule)

此种计算方法是将六个月内所有买入各笔股票和卖出各笔股票分别单列。以买入股票的最低价与同等数量卖出股票最高价相配,计算利益。然后,以买入股票次低价与卖出股票的次高价相配计算利益,直到买入和卖出的全部股票相配,并总合计算利益。实际上相配直到所取交易的买价超过卖价为止,换言之,相配计算的差额为零或负数时,即不计算利益。为准确计算,有必要将买入或卖出一列的较大数量的股票分化为较小单位,以与另一列相同数量的股票相配。

举例而言,内部人甲分别于6月5日、15日、25日买进股票5000股,买价分别为20元、25元、30元。甲又于8月5日、15日、25日分别卖出股票5000股,卖价分别为20元、25元、30元。依据本计算方法,6月5日以每股20元买进的5000股与8月25日每股30元卖出的5000股相配,每股获利10元;6月15日以每股25元买进的5000股与8月15日以每股25元卖出的5000股相配,获利为零,不计入短线收益;6月25日以每股30元买进的5000股与8月5日以每股20元卖出的5000股相配,亏损50,000元,也不计入短线收益。故甲获利50,000元。而甲的实际收入为零。

值得注意的是,以此种方法计算,内部人实际所得收益往往在数额上少于计算出的收益,在某些特殊情形下甚至可能在内部人实际亏损的

时候仍能计算出所归入收益。

美国第二巡回法院决定采取“最高卖价减最低买价法”的理由主要有以下三方面：

第一，贯彻第 16 条 b 项的立法目的。为吓阻内部人的短线交易，《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项立法应具有事前预防的警示作用，因此所谓利益，应从严计算，使内部人无法自短线交易获利。Clark 法官指出：“我们必须假定立法是旨在完全彻底地收回股票交易中所有可能的收益，从而建立一个足够高的标准来避免受托的高级职员、董事或股东的利己利益和忠实履行其义务之间的冲突，能够确保所有可能的收益都被收回的唯一的规则是：在六个月内以最低的价格买入和最高的价格卖出所获得的收益。”

第二，防止内部人在计算利益的方法上取巧，规避本条的责任，减损本条的功能。如采“股票编号法”，内部人可借积存股票并审慎选择所交割的股票，逃避归入权。如采取“先进先出法”则积存大量股票的方法也可奏效。至于“平均成本法”，因允许内部人以交易损失扣抵交易盈余，如盈亏互抵而无盈余时，免负任何民事责任，无异鼓励内部人在先前交易尚有亏损的情形下，做更多短线交易以弥补损失，反使内部人交易更趋频繁。最高卖价减最低买价法为实现立法目的最有效的方法。

第三，法律并未规定，短线利益归入公司，必须以内部人因短线交易而“实际”获得利润为条件。这种计算方法，对行为人可以说极为不利，依据这种方法所计算的“利益”，与一般观念的“利益”似乎也有相当距离，可能遭致反对。但无可否认，这种方法最能达到吓阻效果。内部人短线交易本身虽然并非违法，但终究是法律所不鼓励的行为。归入权的行使，性质上并非为填补公司的损害，其实含有惩罚的因素。

在 Smolowe 案以后，“最高卖价减最低买价法”被美国法院所普遍采用，一直被认为是计算短线交易收益的正确方法，可以最大限度地计

算出短线交易收益,实现短线交易规制制度的目的。^[44]

买卖利益自产生后,至归入公司前,其衍生的利息是否应作为归入利益的一部分,美国法院见解不甚一致。许多案例表示肯定见解,认为内部人自利益产生后至缴存公司前,享受该项利益,应该一并归入公司。^[45]

此外,美国法院还允许原告请求合理的律师费用,以鼓励股东积极行使归入权。^[46] 律师费的比例,由法院依个案情形决定。在 *Grossman v. Young* 案中,^[47] 归入利益 85,000 美元,法院判决律师费用 42,500 美元;律师费达归入利益的 50%。 *Blau v. Kargan* 案中,律师费为归入利益的 20%。

从 1984 年起,台湾地区开始采取“最高卖价减最低买价法”计算短

[44] 当然,也有学者对这种算法提出了不同的看法。1997 年,美国学者 Andrew Chin 在“Accurate Calculation of Short - Swing Profits Under Section 16 (b) of the Securities Exchange Act of 1934”一文中指出,“最高卖价减最低买价法”的算法并不能保证在所有情况下都能够最大限度地计算出短线交易人的收益,并提出了运用运筹学上的运输问题算法来计算短线交易收益:首先,确定可以相互匹配的反向交易;其次,如果必要,在高价位引入“虚拟买进”或在低价位引入“虚拟卖出”,使得买进和卖出的股票数量相等且不影响收益;然后将买进的股票看作供应源、将卖出的股票看作目的地,并将每股买进卖出的差价的负值看作运输成本,将买进股票在不同的卖出价格间进行分配,得出短线交易收益。因为运输问题算法已被证明为解决运输问题的成本最优化算法,他认为运用该算法可以达到短线交易计算收益最大化,并可以适应日益复杂的电子化证券交易。

[45] *Blau v. Lehman*, 368 U. S. 403 (1962); *Whittaker v. Whittaker Corp.*, 639 F. 2d 516, (9th Cir. 1981).

[46] *Smolowe v. Delendo Corp.*, 136 F. 2d 231 (2d Cir. 1943), cert. Denied 320 U. S. 751 (1943); *Blau v. Rayettee - Faberge Inc.* 389 F. 2d 469 (2d cir. 1968); *Gilson v. Chock Full O' Nuts Corp.*, 331 F. 2d 107 (2d cir. 1980).

[47] 72 F. Supp. 375 (S. D. N. Y., 1974).

线交易收益；^[48] 1988年“证券交易法施行细则”第11条正式将此一方法列入，其规定如下：

“本法第157条第一项所定获得利益，其计算方式如下：

一、取得及卖出之有价证券，其种类均相同者，以最高卖价与最低买价相配，次取次高卖价与次低买价相配，依序计算所得之差价，亏损部分不予计入。

二、取得及卖出之有价证券，其种类不同者，除普通股以交易价格及股数核计外，其余有价证券，以各该证券取得或卖出当日普通股收盘价格为买价或卖价，并以得行使或转换普通股之股数为计算标准；其配对计算方式，准用前款规定。

三、列入前二款计算差价利益之交易股票所获配之股息。

四、列入第一款、第二款计算差价利益之最后一笔交易日起或前款获配现金股利之日起，至交付公司时，应依民法第二百零三条所规定年利率5%，计算法定利息。

列入前项第一款、第二款计算差价利益之买卖所支付证券商之手续费及证券交易税，得自利益中扣除。”

此外，台湾地区“证管会”1999年10月27日发布的“台财证(三)第04014号行政函释”也明确提出：“‘证交法’第157条短线交易归入权与第157条之一禁止内幕交易之规定，乃相互搭配之配套措施。基于内幕交易查察举证不易，明订禁止公司内部人在六个月内买卖股票，以达杜

[48] 台湾地区证管会1984年8月18日发布的台财证(二)第947号行政函释表示：“关于《证券交易法》第157条所定交易所获利益归入计算问题，经请本会顾问及学者专家依据美、日先进国家案例研究提供意见，咸认根据《证券交易法》第157条立法意旨，乃在抑制公司内部人利用消息，从事本公司股票短线交易图利。美、日先进国家案例对归入利益之计算，均主张从严计算，其计算公式为‘最高卖价减最低买价’之最大差价法。又自利益实现之时起，迄交付公司时止，应计算利息，一并归入公司。至于对费用之扣减，则以实际发生之费用，如手续费、交易税等作为扣减项目。但‘或有’费用，例如估计利息似不应在扣减之列。换言之，信托公司如以信托资金购买股票，而曾支付存款利息者，似可作为扣减项目；如未支付利息，而依据‘保证最低收益率’计算存户报酬者，似亦得以此项报酬作为扣减项目；但如以自有资金购买股票时，因实际并无利息支出，似不得扣减。”《证交法》1968年公布施行初期，归入权的行使尚未普及；本函的发布代表归入权的执行进入新的阶段；其中原因与证券市场发展基金会的成立有关。

绝、吓阻公司内部人利用未公开消息牟取不合理差额利益之目的,故第157条系证券市场防范内幕交易的重要管理工具。准此,短线交易归入权的用意自非为填补公司之损害,而系以‘最高卖价减最低买价法’严格计算方式以获取短线交易差价之最大差额,使公司内部人引以为戒,至交易人是否因短线交易获有实际上之利益,在非所问。”

上述计算方法与美国法院实务上采行的方法颇为一致,均以最高卖价减最低买价为基础,计算利益,对内部人较为不利。此种方法是否符合“证券交易法”第157条的规定?就立法目的而言,此一方法最能实现吓阻内部人短线交易的意旨。从第157条的文字观察,利益之获得,只须符合“取得后六个月内再行卖出,或于卖出后六个月内再行买进”的要件,即可行使归入权。条文并未规定必须将被告六个月内的全部交易综合计算,并将亏损部分扣除后再行计算利益。原告仅须将被告六个月内的任何两笔或数笔交易列出,并计算其利益,即可据以行使归入权,而无须再将其余交易的亏损部分扣除。因此,这种计算方法既符合立法意旨,且为法条解释所许可,当属可以采行。历年来,虽被告以各种理由指责“最高卖价减最低买价法”之不当,但台湾地区法院判决均确认上述计算方法的合法性。相比较而言,台湾地区有关收益计算的方法更加详尽和细致,除了规定收益计算采用“最高卖价减最低买价法”外,还规定了收益应该包括股息和利息,并扣减相关税费,同时还不考虑除权交易。

因此,我们建议,借鉴美国和台湾地区的做法,采用“最高卖价减最低买价法”,^[49]并在《法律适用意见》中明确规定《证券法》第47条第1款规定的所得收益的计算方式如下:

(一)买入及卖出之有价证券,其种类均相同者,以最高卖价与最低买价相配,次取次高卖价与次低买价相配,依序计算所得之差价,亏损部

[49] 例如,在前述中创信测案例中,采用了“最高卖价减去最低买价”的收益计算方法。此外,江苏省常州市中级人民法院研究室主任冯建平也曾撰文指出,“最高卖价减最低买价这种计算方法,值得我国借鉴。但实务中适用这种方法计算短线利益时应注意把握以下两点:其一,相关股票卖出价与买入价匹配时,卖出与买入的股票在数量上应相同,但由于股票交易中各笔买卖所涉及的股票数量不尽相同,因此需将卖出或买入的大笔股票划分为较小的单位,以与另一笔相同数量的买入或卖出的股票相匹配。其二,若相关股票卖出价与买入价匹配计算的差额为零或负值时,则不予算入总额,即只取正值计算短线利益”。

分不予计入。

(二) 买入及卖出之有价证券,其种类不同者,除股票以交易价格及股数核计外,其余有价证券,以各该证券买入或卖出当日股票收盘价格为买价或卖价,并以可行使或转换普通股之股数为计算标准;其配对计算方式,适用前项规定。

(三) 所得收益应该包括交易股票获配的股息,并应从最后一笔交易日起或获配现金股利之日起,至交付上市公司时止,按同期银行贷款利率计算利息。^[50]

(四) 所得收益应扣减交易所支付的佣金、印花税等相关税费。

(五) 所得收益计算不考虑除权交易。

6. 归入权的行使

(1) 股东代位诉讼的资格要求问题

美国《1934年证券交易法》第16条b项规定,如果发行人不请求行使归入权,且于股东请求后60日内未提出或拒绝提出诉讼,或不愿积极追诉时,股东可以发行人名义代位向法院起诉请求行使归入权。

股东提起代表诉讼,其身份的确定是一个关键问题。美国联邦最高法院为确定依第16条b项代位起诉的股东身份提出了两个条件:其一,原告只要在起诉时具备股东身份即可,而无须于内部人短线交易行为发生时具备股东地位;其二,在诉讼过程中,原告并不一定需要维持上市公司股东的身份,但他必须对诉讼结果享有某种持续性的利益,即原告应能从诉讼的结果中获得某种好处。

股东依《证券交易法》第157条提起代位诉讼时,台湾地区“公司法”相关规定是否适用?

依台湾地区“公司法”第214条规定,“继续1年以上,持有已发行股份总数3%以上之股东,得以书面请求监察人为公司对董事提起诉讼(第1项)。监察人自有前项之请求日起,30日内不提起诉讼时,前项之股东,得为公司提起诉讼;股东提起诉讼时,法院因被告之申请,得命起诉之股东,提供相当之担保;如因败诉,致公司受有损害,起诉之股东,对

[50] 例如,在前述德豪润达案例中,在计算收益时,还加算了从短线交易收益获得至收益正式上交上市公司期间的利息。

于公司负赔偿之责(第2项)”。

为防止股东利用归入权诉讼干扰公司正常经营,有人可能认为上述规定应有准用的必要。但《公司法》所规定的代位诉讼,系董事或监察人违法或不当经营之情事,认定上较缺乏明确标准,容易发生滥诉情形,因而有适当限制之必要。相对而言,内部人有无在六个月之内买卖本公司股票,依法应为申报及公告,且有无获得利益,亦有明确规定可为计算依据,适用上具有客观标准,滥诉顾虑较少。自实际情形观察,股东代位请求正可弥补董、监事怠于行使归入权之不足,因而不宜对股东代位诉讼多加限制。目前《证券交易法》第157条为《公司法》股东代位诉讼的特别规定,《公司法》第214条所规定的继续1年持股3%以上的股份及命股东提供担保等规定,均不应准用。

实务上,法院对于归入权的代位诉讼,并未准用《公司法》第214条的规定,应属正确。此外,提起代位诉讼后,虽因故丧失股东身份,但如归入权的行使仍有财务利益者,不影响其原告地位。

因此,我们建议借鉴美国和台湾地区的成功经验,在短线交易股东代位诉讼的股东资格要求上做从宽处理,即只要求原告只要在起诉时具备股东身份即可,无须于内部人短线交易行为发生时具备股东身份和在诉讼过程中维持股东身份。此外,也无须符合我国《公司法》第152条规定的“连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东”的资格要求。

(2) 归入权的代位行使机构

实务中,上市(柜)公司及一般股东对于归入权的行使并不积极。考其原因主要有三:A.公司系由董事会、监察人及经理人掌控,公司很难主动对于为短线交易的内部人提出诉讼。B.提出归入权诉讼,需要花费许多人力及经费,尤其如归入金额庞大时,诉讼费更为可观,一般股东少有负担。C.即便官司胜诉,内部人短线利益归于公司,由全体股东共享,卖力提出诉讼的股东并未因此获得额外利益,反而是董监事、经理人等大股东获取最大比例的归入利益,因而股东缺乏代位诉讼的诱因。

因此,在公司和股东都不积极的情况下,《证券交易法》第157条自1968年公布施行以后,一直没有发挥功能,直到证券市场发展基金会成

立后,才于1984年提出第一宗案例。1988年《证券交易法》第157条修订后,主管机关指示证券市场发展基金会购买所有上市上柜公司股票各1000股,并以股东身份督促公司,一旦有内部人短线交易情事,即由证券市场发展基金会函请公司行使归入请求权,如公司经催促怠于行使,则由证券市场发展基金会直接以股东身份行使归入请求权,必要时向法院提起诉讼。但证券市场发展基金会限于人力物力,无法掌握一千多家上市、上柜公司数以万计的内部人的持股变动情形。实务上系由台湾证券交易所定期办理查核,并将相关资料送交证券市场发展基金会,归入权的案例因而明显增加。

2003年财团法人证券投资者及期货交易人保护中心(以下简称投保中心)脱离证券市场发展基金会,并于该年2月20日正式成立,投保中心取代证券市场发展基金会依《证券交易法》第157条规定以股东身份催促各上市上柜公司董事及监察人对内部人短线交易行使归入权,或由其代位行使归入权案件。

为了确保投保中心有充分的法律依据行使上述权利,2009年5月20日,台湾地区“立法机关”修订了“证券投资人及期货交易人保护法”,专门增加第10-1条,并自2009年8月1日起施行。^[51]

根据该条规定,投保中心对上市柜公司董、监事之短线交易等重大损害公司行为或违反法令或章程之重大事项,已有主动出击的权利,不仅无须再被动经由投资者的授权始得起诉,亦不受“公司法”第214条及第227条所定须继续1年以上及持股3%的限制,即可在监察人或董事会怠于对董、监事诉讼时,直接为公司提起诉讼。此外,本次“证券投资

[51] 第10-1条规定:“保护机构办理前条第一项业务,发现上市或上柜公司之董事或监察人执行业务,有重大损害公司之行为或违反法令或章程之重大事项,得依下列规定办理:一、请求公司之监察人为公司对董事提起诉讼,或请求公司之董事会为公司对监察人提起诉讼。监察人或董事会自保护机构请求之日起三十日内不提起诉讼时,保护机构得为公司提起诉讼,不受公司法第二百一十四条及第二百二十七条准用第二百一十四条之限制。保护机构之请求,应以书面为之。二、诉请法院裁判解任公司之董事或监察人,不受公司法第二百条及第二百二十七条准用第二百条之限制。公司已依法设置审计委员会者,前项所称监察人,指审计委员会或其独立董事成员。第三十四条至第三十六条规定,于保护机构依第一项规定提起诉讼、上诉或声请保全程序、执行程序时,准用之。公司因故终止上市或上柜者,保护机构就该公司于上市或上柜期间有第一项所定情事,仍有前三项规定之适用。”

人及期货交易人保护法”的修订,使投保中心诉讼费负担减轻,日后不论诉讼标的金额如何巨大,其诉讼成本均为有限(修法后,投保中心于一审最多负担新台币 27.6 万元,于二、三审最多各负担新台币 41.4 万元诉讼费)。

2009 年 8 月 31 日,投保中心根据上述第 10-1 条的规定,发布实施了“财团法人证券投资人及期货交易人保护中心办理证券投资人及期货交易人保护法第十条之一诉讼事件处理办法”,对有关问题作了进一步的详细规定。

因此,我们建议借鉴台湾地区的成功经验,在拟订中的《证券投资者保护基金条例》中明确规定或者在修改《证券法》时增加规定:

①中国投资者保护基金公司为我国短线交易归入权的代位行使机构。

②中国投资者保护基金公司为我国短线交易归入权的代位行使机构提起诉讼时,无须符合我国《公司法》第 152 条规定的“连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东”的资格要求,并免交有关诉讼费用。

(3) 归入权行使的诉讼时效

前已述及,美国、日本、韩国、台湾地区等国家和地区均在证券交易法等法律中直接规定短线交易归入权的时效期间为两年。

美国《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项的规定:“该项利益获得后已达二年以上时,不得起诉请求之。”可以看出,归入权行使的期间为两年,即权利人于此期间不行使权利,在时效届满后,就丧失了通过诉讼行使请求权的权利。

台湾地区“证券交易法”第 157 条的规定,行使归入权的期限为“自获得利益之日起二年”。

日本《金融商品交易法》第 164 条规定:“请求权之日起两年内如不行使该项权利,则该项权利即行消失。”

韩国《资本市场法》第 172 条规定:“第一款若自取得利益之日起两年内未予行使,《资本市场法》第 172 条第一款与第二款规定的短线交易归入权将消失”。

我国《证券法》第 47 条对短线交易归入权行使的时效期间没有具体

规定。因此,建议借鉴美国、日本、韩国、台湾地区等国家和地区的做法,在《证券法》第 47 条增加有关诉讼时效的规定:短线交易归入请求权自获得收益之日起二年内不行使而消灭。

(三)对我国《证券法》第四十七条的具体修改建议

1. 境外市场有关规制证券短线交易的具体法律条文

(1)美国《1934 证券交易法》第 16 条 b 项

美国《1934 年证券交易法》第 16 条 b 项对规制证券短线交易进行了具体规定:

“为防止受益所有人、董事或高级管理人员因与发行人之间的密切关系而获得消息且为不正当之使用,如受益所有人、董事或高级管理人员于未满六个月之期间内,对发行人之股权证券(豁免证券除外)买进后再行卖出,或卖出后再行买进,除该证券之取得系为忠实履行前已签订之合同义务者外,不论受益所有人、董事或高级管理人员买卖证券时,是否有意将证券继续持有超过六个月以上,或无意在六个月期间内再行买入其已出售之证券,其因此获得之利益应归于发行人,并由发行人向其请求。

对于此项利益之请求,可由发行人依法律或依衡平法向管辖法院以诉讼请求之;发行人如于股东请求后 60 日内未提出或拒绝提出诉讼,或不愿积极追诉时,股东可以发行人名义代位向法院起诉请求之;但利益获得已逾 2 年者,不得起诉请求。

本项规定对于该受益所有人若非在买进与卖出或卖出与买进该证券时均具有该受益所有人的身份或依美国证券交易委员会制定的规则予以豁免的受益所有人、董事或高级管理人员所进行的交易不予适用。”

(2)日本《金融商品交易法》第 164 条

日本《金融商品交易法》第 164 条对规制证券短线交易做了明确规定:

“(1)为了防止上市公司的董事、监事、高级管理人员(Officers)或主要股东(Major Shareholders)不正当地利用以职务或地位之便获取的秘密信息,当上述人员买进该公司的特定证券等(Specified Securities, etc)后六个月内又行卖出,或卖出后六个月内又行买进而取得利益时,该公司可以要求上述人员将其买卖收益提供给公司。

(2)该公司的股东要求公司按照前项规定提出要求之日起六十日内公司尚未提出要求的,该股东可以代公司提出要求。

(3)权利人自获得上述两项规定的对高级管理人员或主要股东的请求权之日起两年内如不行使该项权利,则该项权利即行消失。”

(3)韩国《资本市场法》第 172 条

韩国《资本市场法》第 172 条对规制证券短线交易做了具体规定:

“股票上市法人的高管(包括《商法》第四百零一条之二第一款各项所列的人员。本章中以下相同)、职员(限于总统令规定的因职务之便而能够获知本法第一百七十四条第一款规定的未公开重要信息的人。本条中以下相同)或者主要股东,对下列金融投资商品(以下简称特定证券等)买入(包括作为权利行使的对方,在取得买受人的地位时,卖出特定证券等情形。本条中以下相同)后六个月内又卖出(包括在可以行使权利时,在取得卖出人的地位时,买受特定证券等。本条中以下相同),或者卖出特定证券等后六个月内又买入,并且获取利益的;该法人可以要求有关高管、职员或者主要股东返还该利益(以下简称短线交易差价收益)。在此情形下,关于利益的计算基准、返还程序必要事项,由总统令规定。

(一)该发行人发行的证券(总统令规定的证券除外);

(二)与前项规定的证券有关的证券预托证券;

(三)属于该法人以外的人发行的证券,可以要求与本条第一项或者第二项规定的证券进行交换的可交换公司债券;

(四)仅以本条第一项至第三项规定的证券为基础资产的金融投资商品。

该法人的股东(包括股票以外的份额证券或者证券预托证券持有者。本条中以下相同)可以要求该法人向获得前款规定的短线交易差价收益者,请求返还该短线交易差价收益,该法人自收到该要求之日起两个月内没有请求返还的,该股东可以行使代位请求权。

证券期货委员会发现有本条第一款规定的短线交易差价收益情形的,应当向该法人通报该事实。在此情形下,该法人应将受通报的内容按照总统令规定的方法通过官方网站等予以公示。

依据第二款的规定提起请求权之诉的股东胜诉的,该股东可以向公

司请求支付诉讼费用和因诉讼而支出的所有的其他费用。

本条第一款和第二款规定的权利,自取得利益之日起两年内不行使的,该权利消灭。

鉴于高管、职员或者主要股东实施卖出或者买入行为的性质和其他事由等且属于总统令规定情形的,或者主要股东在实施卖出或者买入行为时其身份发生变化的,则不适用本条第一款的规定。

在总统令规定的期间内,本条第一款和第二款的规定准用于认购股票上市法人公开发行、私募、公售特定证券等的投资买卖业者。”

(4) 我国台湾地区“证券交易法”第 157 条

我国台湾地区“证券交易法”第 157 条对规制证券短线交易进行了具体规定:

“发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过 10% 之股东,对公司之上市股票,于取得后六个月内再行卖出,或于卖出后六个月内再行买进,因而获得利益者,公司应请求将其利益归于公司。

发行股票公司董事会或监察人不为公司行使前项请求权时,股东得以三十日之限期,请求董事或监察人行使之;逾期不行使时,请求之股东得为公司行使前项请求权。

董事或监察人不行使第一项之请求以致公司受损害时,对公司负连带赔偿之责。

第一项之请求权,自获得利益之日起二年间不行使而消灭。

第二十二条之二第三项之规定,于第一项准用之。

关于公司发行具有股权性质之其他有价证券,准用本条规定。”^[52]

[52] 《证券交易法》第二十二条之二第三项之规定为:“第一项之人持有之股票,包括其配偶、未成年子女及利用他人名义持有者”;第六十二条规定:“证券经纪商或证券自营商,在其营业处所受托或自行买卖有价证券者,非经主管机关核准不得为之。前项买卖之管理办法,由主管机关定之。第一百五十六条及第 157 条之规定,于第一项之买卖准用之。”《证券交易法施行细则(2008 年 1 月 8 日修正)》第 11 条规定:“本法第 157 条第六项及第 157 条之一第一项所称具有股权性质之其他有价证券,指可转换公司债、附认股权公司债、认股权凭证、认购(售)权证、股款缴纳凭证、新股认购权利证书、新股权利证书、债券换股权利证书、台湾存托凭证及其他具有股权性质之有价证券。”

2. 借鉴境外市场有关规制证券短线交易的具体法律条文规定,修订完善我国《证券法》第四十七条

借鉴境外市场有关规制证券短线交易的具体法律条文规定,并结合我国近年来有关证券短线交易的司法和监管实践,我们建议将我国《证券法》第四十七条修改如下:

“第四十七条 上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东,将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的有价证券在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。但是,证券公司因包销购入售后剩余股票而持有5%以上股份以及符合国务院证券监督管理机构认定的其他情形的,卖出该股票不受六个月时间限制。

公司董事会不按照前款规定执行的,股东或者中国证券投资者保护有限责任公司有权要求董事会在三十日内执行。公司董事会未在上述期限内执行的,股东或者中国证券投资者保护有限责任公司有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。

公司董事会不按照第一款的规定执行的,负有责任的董事依法承担连带责任。

第一款规定的请求权,自获得收益之日起二年内不行使而消灭。

第一款之人持有之股票,包括其配偶、未成年子女以及利用他人名义持有的股票或者其他具有股权性质的有价证券。

国务院证券监督管理机构可以根据本条规定,制定具体的实施办法。”