

短线交易收益归入制度 功能的实证分析

兼谈《证券法》(2005)第47条的去留

姜 朋^{****}

摘 要 2007年至2012年间沪深两市164例短线交易事件的公开报道中,仅有3例同时构成了短线交易和内幕交易。然而,由两种行为重合的概率极低的事实并不能直接推出有关短线交易收益归入制度无用的结论。毕竟,“说有(实际发生作用)易,说无难”。事实上,短线交易收益归入制度具有给当事人预先提醒的功能,使其“勿以恶小而为之”,从而养成遵规守纪的习惯,避免犯下大错。此外,在评价法律制度的有效性时,考察的时段应尽量放宽。这不仅是避免朝令夕改的需要,也可以克服法律执行的滞后性带来的评价偏差。在评价标准上,应秉持实事求是的态度,从本国实践出发,而不应跟在别国后面亦步亦趋,以其有无某项制度或某部立法,作为我国应修改甚或废止某项制度或某部法律的理由。

关键词 短线交易收益归入制度 内幕交易 功能分析

《证券法》制定于1998年,迄今已近20年。其间,经过了2005年和2014年的修订,一些明显弊端已得到了匡正。但深层次的制度设计上的利弊得失,则还应结合实际适用情况加以分析评判。近有学者提出《证券法》(2005、2014)第47条(亦即短线交易收益归入制度)法律规范不具备严谨性、合理性和公正性等规范价值;收益归入制度未能真正实现“事前阻吓内幕

**** 清华大学经济管理学院副教授。

交易”的立法目的,“规则效用不足,背离制度设计初衷”,故应予以废止。⁽¹⁾受其启发,本文拟就其中牵涉到的短线交易收益归入制度的功能及其有效性问题加以研讨。

一、制度的实施与监管

我国的短线交易收益归入制度始见于国务院1993年颁行的《股票发行与交易管理暂行条例》第38条。1998年制定的《证券法》第42条基本承袭上述规定,但其规制的对象仅限于“持有有一个股份有限公司已发行的股份5%的股东”。2005年10月修订的《证券法》第47条将短线交易收益归入制度的适用对象放宽到上市公司的董事、监事、高级管理人员(该法2014年修改时未涉及到该条)。该法自2006年1月1日起施行。但在2007年以前,有关短线交易被查处的报道并不多见。直到2007年2月,相关消息才开始放量。

2007年4月5日,证监会发布《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》。其中第12条即是针对上市公司董监高等人员短线交易的,也准用于持有上市公司股份5%以上的股东。该条明确界定了“持有”“转让”等行为。其中,“持有”以股份登记在其名下为准,排除了间接持有或其他控制方式,但融资融券情况包括登记在其信用账户内的本公司股份。“转让”被界定为主动减持的行为,不包括因司法强制执行、继承、遗赠、依法分割财产等原因导致被动减持的情况。

之后,证券交易所也开始跟进。同月初,上海证券交易所与中国登记结算公司上海公司商定,通过登记公司后台系统,对董、监事和高管持股进行锁定,通过技术手段,使超比例抛售不再出现。上证所上市公司部还多次重申,上市公司董事、监事、高级管理人员应依法转让所持本公司股份,并要求其在发生变动以及持股情况发生变化时,及时递交书面材料并上网在线更新相关信息。对于不及时在线更新的公司,上证所将对公司董秘予以严肃处理,必要时将予以公开谴责或建议公司更换董秘。⁽²⁾5月8日,深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司联合发布《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》,要求主板、中小板公司董监事、高管及相关人员对持有本公司股份变动情况进行披露。该《指引》还将上市公司董事、监事和高管人员的配偶、父母、子女、兄弟姐妹,证券事务代表本人及其配偶、父母、子女、兄弟姐妹,董事、监事和高管人员控制的法人或其他组织,以及其他根据实质重于形式的原则认定的可能获知内幕信息的自然人、法人或其他组织买卖本公司股票及其衍生品种的行为纳入应公开披露的范围,要求参照有关董事、监事和高管人员的规定在买卖后2个交易日内申报并披露。⁽³⁾

按照《证券法》的字面表述(2005、2014年版第47条,1998年版第42条),短线交易收益

(1) 参见曾洋“修补还是废止?——解释论视野下的《证券法》第47条”,《环球法律评论》2012年第5期,第51页;申惠文“论短线交易归入权的存废”,载王保树主编《中国商法年刊2014》,法律出版社2014年版,第325页。

(2) 参见国网政信《每日金融观察》2007年4月2日(总2732期)。

(3) 参见“深交所严格监管董监高管交易行为”,载《中国商业电讯》2007年5月9日。

归入制度是由上市公司负责实施的,但从1999年原《证券法》开始施行到2006年修订后的《证券法》生效的六、七年间,相关实例并不多见。这一方面说明了由上市公司(董事会)出面监督大股东等“自己人”的设计未能落实;⁽⁴⁾另一方面,怠于履行法定职责的上市公司极少受到监管部门的责罚,也暴露出监管不到位的问题。与此形成鲜明对比的是,证监会高调推动限制短线交易之后,2009年被深圳证券交易所采取限制交易措施的29个从事异常交易的投资者证券账户中,就有1个属于短线交易违规。⁽⁵⁾2008年至2011年,深交所共就18起短线交易给予纪律处分,各年分别为2、3、8、5起。此外,2009年和2010年还因短线交易分别给予2人和1人限制交易处分。⁽⁶⁾这种反差充分说明了“徒法无以自行”的道理。因此,假使真如批评者所说的,第47条存在着“规则效用不足,背离制度设计初衷”的问题,在很大程度上也应归因于监管缺失和执法不力。⁽⁷⁾

不妨再以有关内幕交易的监管情况来做一番对比。我国立法禁止内幕交易行为的历史也可以追溯到国务院《股票发行与交易管理暂行条例》和国务院批准由原证券委发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》。但从2007年到2011年底,全国法院审结内幕交易、泄露内幕信息犯罪案件仅22件,各年分别为1、1、4、5、11件。⁽⁸⁾至于民事赔偿更是长期踟蹰不前,直到2005

(4) 当然,上市公司的情性还不止限于此。2011年3月,富临运业(002357)接连发生两起高管违规买卖公司股票事件,其中一人还被交易所通报批评。2011年8月,深交所发布《关于开展“加强中小企业板上市公司内控规则落实”专项活动的通知》,要求各中小板上市公司依据公司实际情况,认真核查公司内部控制制度的制定和运行情况,并填写《自查表》,提升上市公司自律水平。然而富临运业却在“公司董事、监事、高级管理人员买卖股票前是否向董事会秘书报备”一项填写了“是”。参见王鹏“高管违规交易,富临运业‘睁只眼闭只眼’?”载《每日经济新闻》2011年9月22日。

(5) 参见深圳证券交易所《2010年度自律监管工作报告》。

(6) 参见深圳证券交易所《2011年度自律监管工作报告》。

(7) 有时候,监管当局自己也会主动违法。2015年6月中旬,沪指一度推高至5178点,为7年来的峰值。之后大势逆转,至8月,沪指重挫2000余点。7月8日证监会下发《关于上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员增持本公司股票相关事项的通知》。其中规定,在6个月内减持过本公司股票的上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员,通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式购买本公司股票的,不属于《证券法》第47条规定的禁止情形。通过上述方式购买的本公司股票6个月内不得减持。时隔半年,针对市场担忧的2016年1月8日起大股东“减持洪峰”,中国证监会于2016年1月7日发布《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》,要求自1月9日起,大股东在3个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%。大股东计划通过证券交易所集中竞价交易减持股份,应当在首次卖出的15个交易日前预先披露减持计划。其减持通过二级市场买入的上市公司股份,不适用该规定。由于该规定并未禁止大股东通过大宗交易减持系统进行减持,一些投资者选择了从侧门溜走。1月11日至13日,上交所所有2名持股5%以上的股东进行了大宗交易减持,通过大宗交易系统增持的3名投资者中,有1名少量减持,未对二级市场股价产生影响。1月11日至12日,深交所所有5名持股5%以上的股东进行了大宗交易减持,减持的股份数量和金额均不大。参见金彧“沪深交易所:高度关注大宗交易减持”,载《新京报》2016年1月15日,第B04版。而截至2016年1月14日中午,共有116家上市公司(大股东)承诺“不减持”,252家上市公司发布股东增持公告。参见皮海洲“大股东承诺‘不减持’只是救急之策”,载《新京报》2016年1月15日,第B02版;毕舸“该不该坚持应基于制度推进”,载《新京报》2016年1月25日,第B01版。

(8) 参见杨颖桦、徐亦姗“‘内幕交易’在司法殿堂上的交锋”,载《21世纪经济报道》2012年6月11日,第7版。

年《证券法》修改后第67条第3项才规定了“内幕交易行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”的内容。⁽⁹⁾ 行政执法方面,2007年底以前,证券市场共查处31起内幕交易案。2007年以后证监会查处内幕交易的力度明显加大。⁽¹⁰⁾ 2008年到2011年底,证监会已获取内幕交易线索的案件426件,立案调查153件。⁽¹¹⁾

由此不难看出,有关证券法律制度的落实和对违法行为的查处存在着严重的延时迟滞现象。如果说短线交易制度实施效果不理想,就要删除相关法条,将其废止的话,那么循此逻辑,我国很长时间内对内幕交易的打击力度也不够强大,因此也要废止相关法律规定才好。这显然是非常荒谬的。

二、短线交易与内幕交易重合的情形

从《证券法》(2005)的规定来看,短线交易收益归入制度需要行为人在6个月内完成至少一次既买且卖或既卖且买的交易过程(第47条);而内幕交易制度强调的则是对内幕信息的利用,行为人只要有一次买入或卖出即可,是否获益不问(第73条)。这意味着,短线交易行

(9) 2001年9月21日,最高人民法院发布《暂时不予受理涉及证券民事赔偿案件的通知》(法明传[2001]406号),要求各级法院暂不予受理由内幕交易、欺诈、操纵市场等行为引起的民事赔偿案件。而后,最高院又先后于2002年和2003年下发《关于受理证券市场虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(2002年1月15日)和《关于审理证券市场虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释[2003]2号,2002年12月26日通过,2003年1月9日公布,2003年2月1日起施行),对法院受理因证券市场因虚假陈述引发的民事侵权赔偿案件进行了规定,但并未提及内幕交易。2008年8月3日,第一起内幕交易民事赔偿案陈宁丰诉新疆天山股份水泥股份有限公司(000877)原副总经理陈建良证券内幕交易纠纷案由南京市中级人民法院受理。原告索赔9383.68元(包括投资差额损失、印花税、佣金及利息)。但令人意外的是,9月4日法院开庭审理时,原告却未通过其代理人即与被告签订了撤诉协议。参见敖晓波“法院受理内幕交易民事赔偿第一案”,载《京华时报》2008年8月4日,第B39版;敖晓波“内幕交易民事赔偿第一案原告撤诉”,载《京华时报》2008年9月5日,第B50版。

(10) 2010年几乎成为“打击内幕交易年”。是年11月16日国务院办公厅转发了证监会、公安部等五部委《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》。参见曹中铭“推动并购重组重点要防范内幕交易”,载《京华时报》2011年2月25日,第B1版。

(11) 参见杨颖桦、徐亦姗“‘内幕交易’在司法殿堂上的交锋”,载《21世纪经济报道》2012年6月11日,第7版。其中,2008年至2011年10月,证监会获取内幕交易线索的412件案件中,通过交易所监控发现316件,日常监管发现42件,媒体报道发现18件,信访渠道发现36件。参见赵晓辉、陶俊洁“证监会继续严打内幕交易”,载《人民日报》2011年11月20日,第3版。另据2011年12月中国证监会通报,截至是年11月底,证监会共立案调查当年资本市场各类违法违规行为案件82起,其中内幕交易39起;启动非正式调查105起,其中内幕交易63起;年内移送公安机关涉嫌犯罪案件16起,其中内幕交易12起。参见汪小星、莫柳“枪口下的黄光裕内幕交易案”,载《南方都市报》2011年12月5日。2012、2013年,证监会立案的内幕交易案件分别为70起和86起,处罚的人数为31人和66人。参见陆敏“对内幕交易保持严打高压态势”,载《经济日报》2014年9月25日,第10版。肖钢2013年8月在《求是》发文称证监会近年来每年立案调查内幕交易案件在110件左右,最终能顺利作出行政处罚的平均不超过60件。每年平均移送涉及刑事案件30多件。参见皮海洲“打击内幕交易不能上演‘捉放曹’”,载《新京报》2015年1月19日,第B02版。

为和内幕交易行为只是两类存在部分交集(而非重合)的集合,⁽¹²⁾亦即只有部分(甚至是极少一部分)内幕交易符合短线交易的条件,反之亦然。在该交集范围内,规制了短线交易固然可以同时打击内幕交易,但在交集以外,短线交易却不能同内幕交易直接画等号。⁽¹³⁾因此,内幕交易案件数量的增加不必然是短线交易规制不力的结果。

不应否认,先前从事了短线交易行为的人后来仍有从事内幕交易的可能(第一种可能)。但是也存在着先前从事了短线交易行为的人因收益被归入公司、受到警示,从而检点行为不再从事内幕交易的可能(第二种可能)。收益归入作为一种责罚也许对上市公司大股东、董事监事高管等人的威慑作用有限,但这种经常性的提醒或敲打,未必不会起到避免上述机构或人员犯大错(内幕交易)的作用。所以如果要评估短线交易收益归入制度的有用性,也还得比较这两类情况的数量。只是在操作上,第一种可能属于“说有(内幕交易实际发生)易”,而第二种可能则未免“说无(内幕交易没有发生)难”罢了。再退一步,如果要断言短线交易收益归入制度缺乏威慑力、欠缺有效性,也必须提供从事内幕交易发生之前当事人普遍有过从事短线交易而被规制的记录才好。⁽¹⁴⁾

其实,我国《证券法》并未直接赋予短线交易收益归入制度防范内幕交易的功能,或者说短线交易收益归入制度的功能不仅局限于防范和打击内幕交易。《证券法》(2005)第47条所处的第三章“证券交易”第一节“一般规定”对内幕交易未置一词,即为明证。因此,该条属于当事人进行证券交易时必须遵守的一般规则。从上下文来看,其应被解释为是对同节第38条“依法发行的股票、公司债券及其他证券,法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得买卖”这一要求的细化,从而其不宜只用是否有效防范了内幕交易这个单一尺度来衡量其实效性。

关于短线交易收益归入制度可以“事前阻吓内幕交易”的功能性诠释,多是学者介绍美国《1934年联邦证券交易法》第16条b项以及我国台湾地区“证券法”例时的表述。⁽¹⁵⁾不过也有美国学者认为,第16条b项“规定的立法历史和司法解释明显说明,该条例并不是为内幕交易的规定设立的,因而它在现代对内幕交易的讨论中无足轻重。”⁽¹⁶⁾

笔者利用巨灵财经资讯系统,以“短线交易”为关键词对1990年1月1日以来的相关信息进行标题及全文检索,得到7400余条公开报道信息,通过手工剔除和合并,得到了2007年至2012年的6年间,沪深两市164位当事人从事短线交易行为(不乏当事人进行了两笔或多笔短线交易)的报道记录。能够确认同时构成短线交易与内幕交易的仅有3例,其中2起发生在

(12) 用逻辑符号表示即: $A \cap B$ 。

(13) 在已知短线交易(A)发生的概率大于0的条件下($P(A) > 0$),内幕交易(B)发生的条件概率为 $P(B|A) = P(AB) / P(A)$ 。同理,短线交易发生的条件概率为 $P(A|B) = P(AB) / P(B)$ 。

(14) 用符号来表达就是 $P(B|C) = P(B)$ 。其中,C代表短线交易被查处情况,B代表内幕交易的发生(且其发生概率大于0,即 $P(B) > 0$)。

(15) 惭愧的是,笔者在早年的文论中亦认同此种观点。参见姜朋“内幕人短线交易收益归入制度简论”,《法制与社会发展》2001年第3期,第66页。

(16) 参见(美)彼得·纽曼·默里·米尔盖特、(英)约翰·伊特韦尔编《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》第2卷,经济科学出版社2000年版,第408页。

2007年,一起发生在2012年:

例1. 2006年6月24日,天山股份(000877.SZ)原第一大股东新疆屯河投资股份有限公司与中国非金属材料总公司签订《股份转让协议书》。在此前后的6月21日至29日,时任天山股份副总经理的陈建良买入本公司股票164.6757万股,卖出19.5193万股。29日,天山股份披露了股权转让事项。2007年5月15日天山股份发布公告称,公司依照《公司法》、《证券法》和《深圳证券交易所股票上市规则》的规定对违规人员进行了严肃批评,并要求其将所获得的收益缴回公司。中国证监会则根据《证券法》及相关规定对陈建良罚款20万元。⁽¹⁷⁾

例2. 四川圣达实业股份有限公司(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、净利润同比均有增长。时任公司董事、总经理的余鑫麒利用其开立并控制的证券账户于2月14日买入四川圣达67,800股,16日全部卖出,实际获利12.1万元。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2006年同期增长16倍。余鑫麒又在该信息公开前,于7月9日买入四川圣达57,340股,11日全部卖出,实际获利2万余元。2010年4月,证监会对余鑫麒予以警告,没收违法所得,并处罚款17万元,市场禁入3年。⁽¹⁸⁾

例3. 浙江向日葵光能科技股份有限公司(向日葵,300111),发起人股东、副总经理兼财务总监潘卫标先后于2012年6月29日、7月2日通过本人股票账户卖出10万股和2.5万股向日葵股票,卖出均价分别为8.395元/股和8.61元/股。证监会认为,潘卫标知悉内幕信息且在内幕信息公开前交易向日葵股票,构成《证券法》所述内幕交易行为,决定没收潘卫标违法所得12.09万元,并处以12.09万元罚款。其间还发生误操作,从而构成一次短线交易。⁽¹⁹⁾

还有一例中,上市公司的两名高管的亲属几乎在同一时段从事了短线交易,从而引起了证监会的注意,并据此展开调查。

例4. 2013年3月初,金丰投资(600606)监事高兴的父母高存发、周培珍分别买入该公司股份2.2万股和5万股,并于3月26日系数抛出。同月,金丰投资副总经理李敏的配偶李海萍分三次买入公司股份1500股,并4月19日全部卖出。上述行为引起证监会注意,决定对上述事件立案调查。⁽²⁰⁾

需要承认,笔者的上述统计是不全面的。资料显示,仅2007年1至5月,沪深两市即

(17) 参见张新“违规买卖自家股票,天山股份原副总被证监会处罚20万”,载《第一财经日报》2007年5月15日,第B8版;敖晓波“高管首次因买卖自家股票挨罚”,载《京华时报》2007年5月15日,第B39版。

(18) 《中国证监会行政处罚决定书》(2010)2号。参见申屠、青南“证监会处罚我国首起‘证据推定’内幕交易案”,载《中国证券报》2010年4月21日;李侠“证监会公布对两起违规案件行政处罚决定”,载《金融时报》2010年4月21日。

(19) 参见严晓蝶“向日葵总经理因内幕交易遭罚”,载《东方早报》2013年12月26日。

(20) 参见熊锦秋“扩展‘短线交易’外延非常必要”,载《上海证券报》2014年5月16日。

分别有3名和14名上市公司高管进行了短线交易。⁽²¹⁾ 深交所披露的中小板“短线交易情况”显示,自2007年1月至2008年6月底,约10家上市公司大额持股股东出现短线交易行为。而同期,深市主板市场中共有39家公司的40名高管因短线交易行为而违规,绝大部分高管的解释都是“误操作”。深交所诚信档案显示,2011年上市公司董监高短线交易记录为52笔,低于上年同期。⁽²²⁾ 但这种统计口径上的差异并不影响本文对短线交易和内幕交易重合案件的讨论。例1和例2中两个案件被查处的时点距离2005年修订后的《证券法》生效(2006年6月1日)已分别过去了11个月和3年零10个月,却仍被媒体称为“高管首次因买卖自家股票挨罚”和“首起‘证据推定’内幕交易案”,由此可知此类案例在实践中尚属罕见,一旦发生不易为媒体遗漏,从而也说明了两种行为重合的案例发生的概率极低的事实。

此外,还有当事人针对不同上市公司的股份分别进行内幕交易和短线交易的事例。2015年1月,一名中国人民大学商学院教授对国发股份进行内幕交易。在此前后,他在担任安徽盛运环保(集团)股份有限公司(2008年6月20日至2014年9月3日)、神雾环保技术股份有限公司(2008年9月21日至2015年8月18日)、京能置业股份有限公司(2012年12月6日至2017年12月)独立董事期间,还进行了多次短线交易。⁽²³⁾

三、实际功效考察

(一) 从事短线交易的理由

前述164例短线交易事件中,持股5%以上股东(含实际控制人)违规进行短线交易与董监高等从事短线交易的各有82宗。各年分布详见表1。

表1 短线交易案样本按年份分布情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
持股5%以上股东从事短线交易数	8	16	17	7	14	6	14
董监高从事短线交易人数	17	15	9	13	8	7	13
合计	25	31	26	20	22	13	27

注:凡当事人兼有持股5%以上大股东和董事、监事或高管身份的,归于后者。由于短线交易由卖出买入两组行为构成,因此统计时,以后一行为发生时间为准。另有一些案例揭露时间较晚,也相应归入其实际发生的年份。

(21) 参见齐雁冰“深物业监事违规买卖股票被处罚:上市公司高管炒股屡禁不止,今年以来已有近20人违规”,载《北京青年报》2007年5月27日。

(22) 参见周少杰“股东‘戏耍’自家股 违规所得‘哺’业绩”载《中国证券报》2012年1月12日。

(23) 中国证监会行政处罚决定书(2017年1月9日,[2017]8号)。该当事人多次利用其控制的3个账户短线交易其任独立董事的10只上市公司股票,短线交易其中7只股票的行为,因已超过两年追诉时效(《行政处罚法》第29条)故最终只有3只股票的5次短线交易行为受到了处罚(警告,并合计处以50万元罚款)。其中,只有一项交易符合《证券法》第47条的要件,相关收益应被收归上市公司所有。

短线交易事发后,很多当事人都会进行辩解。82例股东短线交易样本中,有26例给出了理由(另有一例亏损75元,可归于错误操作之列),其中24例均为(电脑)操作人员误操作^[24],1例系为规避触发的强制要约收购义务,进行反向交易从而构成短线交易;^[24]1例据称是由于大股东向董事会秘书咨询定向增发后能否减持公司股票事宜时,后者提供了错误的信息所致,故可归为“理解有误”(实际该案并非如此简单,后详)。^[25]

82例董事、监事、高管交易样本中,有31例明确提示了理由,可以归为以下几类:①证券账户由亲属管理、使用,对其操作自己并不知情17例。其中,监事2名,独立董事3名;②“错误操作”,如误将买入为卖出,或误将卖出为买入9例。其中,监事3名,独立董事1名;③对股份转让时间理解有误,对相关规则掌握不准确;如“所持股份一直未被冻结,误以为是可以变现的”,“以为所持以前年度可按比例解禁变现”3例,其中监事2例;④纯属意外。一名独立董事称自己在卖出股票时并未向公司咨询当年年报公布的日期;⑤特殊原因。一名董事所持股份通过法院强制执行获得,用以抵偿借款及案件受理费。其后出售。

“错误操作”的理由很多时候可以被接受,尤其是在当事人前期一直从事诸如卖出交易,而中间插入一起买入操作,即所谓高抛低购的情况下。不过,如果当事人反复多次“错误操作”,或者放任亲属违规操作,且收益颇丰时,^[26]这个解释就难以令人信服。

而账户由亲属打理的理由则显得很牵强。诚然,现实生活中,夫妻在处理共有财产时,混同、交叉管理的现象很普遍,但上市公司高管所负的注意义务并不应同于常人,其道理在于精英人士要负担更多的义务和责任,一如年度所得超过12万元以上的纳税人即便已经实际缴足税款,但仍然应当在年度终了后3个月内到税务机关办理纳税申报手续。^[27]因此,即便是委托其配偶、成年子女管理个人证券账户,也应充分提醒代理人注意其本人应尽的义务,否则就是失职。尤其不能以“不知亲属违规操作”作为托词,概因注意义务在先,无知即是错!而一旦事发,于账户系他人管理之外,再添加自己不知情的限定,难免有“此地无银三百两”之嫌,不足以服人。至于当事人提及的亲属中居然还有诸如舅舅、^[28]甚至配偶的亲属之类“远亲”,更是有挑战公众智商的嫌疑。

古人讲做人要“诚意、正心、修身、齐家、治国、平天下”。^[29]其间存在着逐一递进的关联

[24] 参见王炯业、祝建华“为避免要约收购精功科技大股东短线交易”载《上海证券报》2011年12月17日。

[25] 参见陈静“闽福发‘马甲董秘’引咎辞职”载《中国证券报》2011年7月28日。

[26] 2010年1月7日万家乐公告称,公司董事长兼总经理李智的家属“在李智不知情的情况下”卖出其名下证券账户所持万家乐9375股,交易均价11.25元,产生收益29062.5元。2009年8月3日,李智账户买入5万股万家乐股份,成交价为8.15万元,随后又于8月4日以8.17元的交易均价将其中的12500股卖出。万家乐当时的解释同样是“家属在其不知情的情况下代为操作”。参见齐雁冰“万家乐董事长管不住家属?”载《北京青年报》2010年1月8日。

[27] 国务院《个人所得税法实施条例》(2005)第36条。

[28] 参见张莹莹“法尔胜监事短线交易遭处罚”载《证券时报》2011年8月3日。

[29] 《礼记·大学》。

关系。高管管理个人财务(齐家)尚且如此不尽心,其在管理公司财产时是否会做得专业、让投资人放心,也就要打上一个问号。

(二) 独立董事和监事的表现

在82宗董监高短线交易案中,监事和独立董事的人数并不算低。由表2可知,5年间共有15名监事和7名独立董事违规从事了短线交易行为。

表2 董监高短线交易案当事人职务分布情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
董事长	-	1	1 ^c	2	-	-	-
副董事长	1	2	-	-	-	-	-
董事	2	1	-	2	2	3	2
董事兼总经理	1	1	-	1	-	-	1
董事兼副总经理	2 ^a	1	2 ^d	-	1	-	-
独立董事	-	1	-	4	1	1	1
监事	5	2	2	1	3	2	2 ^h
副总经理	5	2	2	2 ^f	1	1 ^a	5 ^{d,g}
其他职务	1	4 ^b	2 ^e	1	-	-	2 ^{a,b}
合计	17	15	9	13	8	7	13

注: a 一人兼任财务负责人。 b 一人系证券事务代表。 c 兼总经理。 d 一人兼董秘。 e 一为生产总监,一为总工程师。 f 一人为副总裁。 g 一人兼任财务总监。 h 监事会主席。其中的 b、e、f 系证交所要求披露人员。

共有7名监事和5名独立董事给出了解释。其中2名监事和3名独董选择了理由一;3名监事和1名独立董事选择了理由二;2名监事选择了理由三;1名独董选择了理由四。

监事和独立董事本来就是被选来行使公司内部监督职能、监督别人的人。然而其对自己的事务尚且未能管好,对《证券法》已然明文限制的短线交易的内容,居然不熟悉、不注意,以身试法,则其工作态度、监督能力也就不能不令人产生怀疑。至于说独立董事在进行短线交易时,未向公司方面询问年报公布日期,固然或许可以帮助其洗清利用内幕信息进行交易的嫌疑,但对于说明其从事短线交易的合理性则全无用处。作为董事,理应对公司发布年报的大致时限心中有数,怎可以全然无知、又未核实,实为敷衍!⁽³⁰⁾

(三) 聚光灯效应

短线交易制度其实包含了两种可能的处理:其一,在有短线交易收益的情况下,上市公司

(30) 2010年3月10日,世荣兆业公告称,独董骆英森在2009年9月买入400股公司股票,又于2010年3月卖出。以上行为属于短线交易情形,董事会已将其所获的416元收益收归公司。参见“多数上市公司独董为何不作为?”载《北京商报》2010年6月3日。

需向行为人行使归入请求权;其二,在没有收益(或收益为负)的情况下,虽无收益归入一说,但并不等于当事人就可以相安无事,上市公司仍要及时披露此事,并对当事人予以劝诫。

很多时候短线交易因牵涉的收益数额较低,甚至是负数,而容易被认为是细枝末节的“小事”。为这些小节而兴师动众,未免言重。其实不然。古人讲,“勿以恶小而为之”,“祸患常积于忽微”。短线交易收益归入制度的存在,使得一些“细微小事”被置于聚光灯下,供公众观察、评说与甄别。对短线交易行为人而言,是使其低成本地得到了一次到检点自身行为的机会,有心人会因此重温遵守规则的重要性,进而提醒自己时刻保持敬畏之心,养成求财不逾矩的习惯,⁽³¹⁾当属“吃小亏,占大便宜”。

而从更开阔的视角看,透过上市公司对于短线交易事件的反应,比如是否及时披露、及时收取相关收益,如何防范当事人再犯等,投资者和监管当局可以了解该公司的管理能力,以及公司管理团队认知和遵守规则的水平,正好契合于《证券法》保护投资者的立法宗旨。⁽³²⁾试举几例说明之。

例 5. 2012 年 4 月,董小芳当选为新和成(002001)监事会主席。5 月 28 日其增持了 6.15 万股本公司股份,交均价 20.42 元/股,耗资约 126 万元。而此前的 1 月 17 日至 3 月 14 日,董小方的账户曾累计卖出公司股票 9.14 万股,成交均价 21.47 元/股,由此构成了短线交易,须将产生的收益 64575 元上缴公司。事实上,董小方自 2011 年 11 月 28 日首次减持以来,频繁买卖所在公司股份,至 2012 年 5 月 28 日共发生 48 笔交易,但单笔成交数量都不大。因其之前并非公司高管人员并未受到限制。有评论者认为,其或者是没有意识到身份已变换,或者是缺乏相关法规知识,才导致的违规交易。然而,新和成第五届

(31) 这种习惯的养成好比书角折卷,时间长了,再想平复就不容易了。报载,周恩来召开会议时,与会的高级干部吃会议灶须交 8 角饭钱,工作人员交 2 角 5 分。“就是喝一杯茶,也要根据茶叶品种和质量,交 1 角或 2 角钱。”用周恩来的话说是“不在钱多少,重要的是不能惯出毛病。”参见权延赤“毛泽东、周恩来同志的‘衣食住行’”,原载《解放军报》1989 年 7 月 30 日、8 月 2 日。转引自人民教育出版社语文二室编《高级中学课本·语文补充教材》第一册,人民教育出版社 1991 年第 3 版,第 82 页。

(32) 《证券法》(2005)第 1 条。一个例证是,匹凸匹金融信息服务(上海)股份有限公司(原多伦股份,600696)控股股东匹凸匹中国有限公司(原多伦投资(香港)有限公司,简称香港多伦)于 2014 年 4 月 24 日和 5 月 13 日通过上交所集合竞价系统分别减持多伦股份 1000 万股,同时在 5 月 13 日减持过程中又买入 100 万股,于 5 月 4 日卖出 100 万股。上述买卖 100 万股的交易导致了 14.8 万元的损失。截至 2014 年 5 月 14 日,香港多伦持有多伦股份 5.87% 的股份。2015 年 7 月 20 日,匹凸匹金融信息服务(上海)股份有限公司发布公告称,公司控股股东香港多伦接到上海证监局《行政处罚事先告知书》,对其涉嫌短线交易多伦股份股票一案予以警告并处以 10 万元罚款。此前,2013 年 12 月 16 日至 18 日,时任多伦股份监事的林贞贞因买卖公司股份而构成短线交易,但未获收益,被公司警告。参见朱星“匹凸匹控股股东涉短线交易被罚 10 万”,载《新京报》2015 年 7 月 22 日,第 B04 版。2014 年 12 月至 2015 年 6 月底,被披露的短线交易案还有:2014 年 12 月河南佰利联前总经理短线交易,收益 1.15 万元。2015 年 1 月 9 日,广东明珠前独董短线交易,收益 8.90 万元。2015 年 2 月 4 日,大恒科技副总裁短线交易,收益 744 元。2015 年 4 月,机器人新任总裁助理在 125 个交易日中,交易该公司股份达 101 次,累计成交额超过 1400 万元。2015 年 5 月 5 日,报喜鸟董事涉短线交易被罚 3 万元。2015 年 6 月 24 日,现代制药前任董事涉短线交易被警告,收益 2.46 万元。参见《新京报》2015 年 7 月 22 日,第 B04 版。

监事会第六次会议记录显示,董小方被提名为监事候选人时的个人简历中明确写道“董小方未持有公司股票”。⁽³³⁾

本例充分说明了短线交易收益归入制度的提醒功能。董事、监事也是人,新任职务,需要时间熟悉新的工作岗位和新角色。此前作为普通(非5%)股东,频繁买卖公司股份,没有问题,但新的身份带来新的责任——责任远不止不在6个月内连续买卖或卖买股份那么简单——而当事人并未充分意识到。法律要求上市公司帮助提醒,这对于新晋董事、监事尽快完成角色转换是有益处的。值得注意的是,2007年新和成一位董事的配偶曾于9月11日以13.5元的价格买入3700股本公司股票,次日以12.03元抛出,不算交易手续费,每股净亏损1.47元;12月18日再次买入5400股,买入价格28.21元,第二天全部抛出,卖出价格为28.18元。⁽³⁴⁾因是该董事配偶用其自己的账户进行的操作,并不在短线交易收益归入制度的规制范围之内。但很明显,短线交易在该公司并未引起足够重视,才会有后来的董小芳事件。

例6. 2009年3月4日,恒顺醋业发布公告称,其大股东江苏恒顺集团有限公司于3月2日和3日通过二级市场累计增持公司股票72300股,占总股本的0.057%。该消息让投资者倍感鼓舞。但17天后,恒顺醋业又公告称:公司进一步向大股东核实后发现,由于恒顺集团证券投资部门持有多个账户,2009年2月期间,其工作人员在股票交易时,误将恒顺集团账户上持有的恒顺醋业的股票442500股(占总股本的0.348%)卖出。此行为属于《证券法》中规定的上市公司控股股东短线交易行为,且违反了公司股改时“从股改方案实施起36个月之内,大股东减持股票价格不应低于16元”的承诺。当意识到误卖行为违规后,该工作人员又想采取买回的方式进行补救,通过证券交易系统买入恒顺醋业股票共计72300股(占总股本的0.057%)。事后,媒体在采访过程中又发现恒顺集团与恒顺醋业居然共用一个证券部。⁽³⁵⁾

本例中,恒顺醋业迟延披露大股东涉足短线交易(不是一笔而是二笔)的事实多达17天(如算上2月的交易则迟延月余);披露时避重就轻,本来是卖出再买入,却只在第一时间披露买入一节,误导公众;对与大股东共用证券投资部一事则不主动披露。凡此种种,结合起来看,其行事的动机着实令人怀疑。因此,即便恒顺集团的短线交易行为与内幕交易无涉,也足资提醒人们注意:上市公司在管理上还可能存在着更多的问题!

例7. 2008年3月26日,新疆汇通(集团)股份有限公司原第一大股东深圳市淳大投资有限公司在减持中因操作人员电脑操作失误,发生了买入公司股票(3000股)同时又卖出的短线交易行为。3月28日汇通集团对该“误操作”及时进行了公告。汇通集团2008年报称:公司董事会已“责成”大股东淳大投资认真学习、理解《证券法》和深交所的相关

(33) 参见吴正懿、裘海亮“新和成高管抱团增持,新监事忙中出错酿短线交易”,载《上海证券报》2012年5月31日。

(34) 参见吴铭“高压线下的交易”,载《中国证券报》2008年2月26日。

(35) 参见许洁“恒顺醋业‘乌龙事件’大股东错卖公司股票17天后再买回”,载《证券日报》2009年3月25日。

规定!⁽³⁶⁾

本例中,上市公司对于大股东从事短线交易的反应还算及时、坦率,没有遮掩和回避,但在公告中所说的“责成大股东淳大投资认真学习、理解……相关规定”的表态,则暴露了汇通集团对公司董事会和股东之间的关系问题上的认识偏差:按照公司法理论,公司董事会是股东的代理人,受其委托,为其谋利,故遇事有规劝、讽谏的责任,却无训诫的威权(与此不同,公司对涉事董事监事高管则可以训诫)。

例8. 2011年7月28日,闽福发A(000547)公告称,2011年4月29日大股东福建国力民生科技投资有限公司认购公司定向增发股份3500万股,于7月19日通过大宗交易平台卖出800万股,所得2068万元收益将收归公司。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。公司董事会秘书章高路在大股东咨询定向增发后能否减持公司股票事宜时,提供了错误的信息,导致出现短线交易情形,引咎辞职,但仍为上市公司董事。⁽³⁷⁾

本例中的公告看似中规中矩,实则暗藏玄机。有媒体调查后发现,上市公司董事会秘书章高路同时还兼任该公司董事长、法人代表,同时他也是闽福发大股东国力民生的实际控制人和副董事长!因此其怀疑大股东的“短线交易”实际上是一场刻意安排的“利益输送”,以提升上市公司的年度业绩。⁽³⁸⁾本例提示了一项法律制度可能面临被当事人反向利用的可能,不过充分的信息公开无疑有助于克服这种负面作用,从而让公众透过“一件小事”对上市公司及其大股东有更直观的了解。

四、结 语

必须承认,《证券法》对短线交易收益归入制度的设计还存在着很多不足。通过前面的实例梳理,也可以更清晰地看到这一点。就短线交易收益归入制度的适用对象而言,目前的范围是法定的,仅涉及公司大股东、董监高等通过自己的证券账户(无论是其由本人还是代理人进行的操作)进行交易。对于持有5%以上股份的法人股东的董事、监事和高级管理人员的短线交易,虽然国务院《暂行条例》曾有所规定,可惜《证券法》却一直未将其纳入自己的法眼。

而实践中的情况更为复杂。比如,内幕人还可能利用他人账户进行短线交易。对此,可以

(36) 参见白宝玉“汇通集团否认信披不合格:是深交所考核有误还是公司另有隐情?”,载《证券日报》2009年7月31日。

(37) 参见陈静“闽福发‘马甲董秘’引咎辞职”,载《中国证券报》2011年7月28日;周少杰“股东‘戏耍’自家股,违规所得‘哺’业绩”,载《中国证券报》2012年1月12日。据后一报道,扣除税费后,国力民生的净收益为1464万元。

(38) 参见胡东辉“闽福发在羞辱谁的智商?”,载《证券市场周刊》2011年7月31日。

通过扩张解释 将其列入规制范围,⁽³⁹⁾但对于其亲属(尤其是兄弟姐妹等近亲属)利用其自己的证券账户在6个月内连续进行买入卖出或卖出买入的行为,则还难以实施有效限制。⁽⁴⁰⁾前述例3中,若非金丰投资两位高管人员的亲属在相近的时间内从事短线交易行为,恐怕不会引起证监会的注意。张俊生与曾亚敏对2007年5月9日至2010年5月7日期间深交所主板上市公司董监高及相关人员股份变动情况的研究表明,内幕人亲属的交易时间间隔天数很短,两次交易的间隔天数均值只有63天,中位数仅为6天;反向交易的间隔天数为71天,中位数也是6天,间隔天数为1天的例子非常多见。从描述性统计结果来看,近3/4的内幕人亲属存在类似短线交易行为。⁽⁴¹⁾

又如2015年6月5日,上市公司黑牛食品公告称,非公开发行(定向增发)新股已获证监会审核通过(定增底价9元/股;当日该公司收盘价为25.49元),公司实际控制人、董事长林秀浩计划认购发行总量的10%(约600万股)。⁽⁴²⁾但仅过了一个交易日,该公司又发布称林秀浩计划在未来6个月内出售股份(或将达到或超过上市公司股份总数5%以上)。引起该公司股价大跌。为规避短线交易引发的收入归入制度,6月15日,林秀浩取消了减持计划。⁽⁴³⁾

此外,还存在着上市公司实际控制人通过旗下公司对其所持上市公司股份进行减持,而其人则通过个人账户对上市公司股份进行反向增持的情形。

例9. 2013年3月6日,北京科锐的控股股东科锐北方通过深圳证券交易所大宗交易系统出售公司股份320万股,占公司总股本的1.47%,减持均价为10.6元。3月7日,科锐北方再次通过大宗交易出售公司300.16万股,占公司总股本的1.38%,减持均价也为10.6元。3月18日,北京科锐的实际控制人、董事长张新育又通过深交所交易系统首次增持公司股份85000股,成交均价9.946元/股,占公司总股本的0.0389%。至此,科锐北

(39) 成都高新发展股份有限公司(ST高新)副总经理兼董事会秘书王风顺利用其弟弟的账户,自2008年1月至2009年1月期间,先后委托买入ST高新31笔,共计439090股;同期分别委托卖出24笔,将上述439090股陆续卖出,累计亏损32万余元。2011年4月18日,证监会决定对王风顺给予警告,并处以3万元罚款。参见张欢、周翀、艾家静“证监会通报两起短线交易案,ST高新副总受罚”,载《上海证券报》2011年4月19日。

(40) 2013年6月7日,一位名为徐慧的自然人通过竞价交易方式买进欧比特4200股,当月14日卖出。深交所资料显示,其与欧比特董事徐红的关系为“兄弟姐妹”。参见王朋“欧比特二股东六次套现1.4亿,董事亲属短线交易涉嫌违规”,载《大众证券报》2014年5月7日。

(41) 参见张俊生、曾亚敏“上市公司内部人亲属股票交易行为研究”,《金融研究》2011年第3期,第125-126页。该研究的数据来源是深圳证券交易所网站“诚信档案”栏目公布的深市主板“董监高及相关人员股份变动情况”。公布数据始于2004年11月29日,但至2007年5月9日之前只零散公布了7起交易,2007年5月9日之后才有连续完整的数据,故该研究选取的时间区间为2007年5月9日至2010年5月7日。

(42) 截至6月5日,林持有黑牛食品流通股5094.5万股,占公司股份总数的10.87%,持股总数2.04亿股,占总股本的43.41%。

(43) 参见郭永芳“被指‘高抛低吸’黑牛董事长取消减持”,载《新京报》2015年6月23日,第B05版。

方持有公司 44.78% 股份; 张新育持有科锐北方 25.82% 股权。⁽⁴⁴⁾

此举是否应当视为构成短线交易, 现行法律还未涉及。如果仅对《证券法》及《公司法》的相关规定进行文义解释, 该案显然不属于短线交易的范畴。诚然, 《公司法》承认了公司在正常情况下独立于其股东的法律人格, 而《证券法》(2005) 第 47 条也分别对持股 5% 以上的股东从事短线交易行为进行了规制, 但基于前述大股东、董事、监事、高管应负有更大的责任的认识, 对此类实际控制人利用旗下公司和自己个人账户对上市公司股份进行反向操作的行为理应视为构成短线交易。再进一步, 对于与短线交易内幕人的一致行动人在同一期间内的股份变动情况(无论是同向的还是反向的操作), 也应视为该内幕人的行为, 从而适用短线交易的规则。显然, 《证券法》上短线交易收益归入制度的适用对象存在着扩大范围的必要。⁽⁴⁵⁾

而《证券法》的完善, 除了推动立法进程以外, 法院在相关案件审判环节做出令人信服的法律解释也是重要的一环。比如, 《证券法》(2005) 第 47 条对短线交易所涉及股份的来源未做区分, 容易引发歧义。在华夏建通科技开发股份有限公司诉严琳证券短线交易收益归入案中, 被告于 2009 年 4 月 17 日通过司法拍卖, 取得了原告限售流通股 3000 万股, 占原告总股本的 7.89%。同年 5 月 22 日原告董事会公告称其限售流通股自 6 月 1 日起上市流通。解禁当日, 被告通过大宗交易平台卖出 1900 万股, 占原告总股本的 4.998%。原告主张行使短线交易收益归入权未果, 遂起诉到法院。法院认定: 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, 判决驳回原告的诉讼请求。⁽⁴⁶⁾ 该案的问题在于法院以当事人行为不会构成内幕交易作为否认其从事了短线交易的理由, 颇值疑问, 但该案的价值也非常明显: 其提出了因参

(44) 参见赵晓琳“北京科锐实际控制人或涉短线交易”, 载《上海证券报》2013 年 3 月 22 日。本案未列入本文统计的 164 份短线交易案例中。

(45) 可资参考的是, 从事内幕交易的人员, 除了知情人及其亲属外, 还包括了诸如司机、校友、客户、原公司同事等外围人员。而从监管手段上看, 对这些人的监管也并非无能为力。目前沪深两市已实现了“穿透式”交易监控, 即穿过券商直接掌握具体账户的交易明细数据。监管者可以通过锁定基准日、筛查高频户, 结合账户开户、历史交易情况等, 确定嫌疑账户。被称为股票市场“老鼠仓”之王的张治民、尹琼案中, 担任平安资管高管的张治民将利用职务便利获得的未公开信息告知妻子尹琼, 后者通过“张顺村”“杨娟”“谢秀英”等证券账户进行交易, 获取巨额非常收益。参见苏曼丽“夫妻档‘老鼠仓’大数据下现形”, 载《新京报》2015 年 2 月 11 日, 第 B10 版。

(46) 最终, 法院判定: 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, 判决驳回原告的诉讼请求。案件受理费人民币 147 250 元及财产保全费人民币 5,000 元, 由原告负担。上海市卢湾区人民法院民事判决书((2009) 卢民二(商) 初字第 984 号, 2009 年 10 月 20 日), 合议庭成员: 沈澜、王孝伟、冯洁。参见“华夏建通科技开发股份有限公司关于诉讼股东法院判决的公告”(2009 年 10 月 22 日), 载《中国证券报》2009 年 10 月 23 日, 第 B04 版。主审法官还撰写了案例介绍文章。参见沈澜“华夏建通科技开发股份有限公司诉严琳证券短线交易收益归入权案”, 《人民法院案例选》2010 年第二辑。相关报道参见胡潇潇“法院驳回 ST 建通诉股东‘违规售股’案: 指被告不具备内幕人身份”, 载《证券日报》2009 年 10 月 23 日。

加司法拍卖取得上市公司股份再出售,是否构成短线交易的问题。⁽⁴⁷⁾显然,《证券法》第47条的存在,为司法实践提供了填补法律空白的解释空间,而这也反过来成为继续保留该条的一个理由。此外,《证券法》第47条的去留还牵涉到第195条。后者援引第47条对短线交易的界定,要求对违反该条的“上市公司的董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东”“给予警告,可以并处3万元以上10万元以下的罚款”。该条的启动并不以相关义务人基于短线交易获得收益为前提。

虽然诗人质疑永恒“岂非是怕鬼的夜行人,用来壮胆的一句口令”(余光中语),但希冀自己的作品垂之久远,仍是伟大立法者的通病。用拉德布鲁赫的话说就是“伟大的立法机关习惯于使法的发展有暂时的停顿。”⁽⁴⁸⁾实际上,法律的永恒,假使有,也像建筑一般,是在修修补补,甚或翻盖复原的过程中实现的。立、改、废,既是单部法律文件的生命周期的反映,也是作为整体的法律生生不息的力量源泉。其间,法律的立(制定)固然重要,改、废也不容儿戏,“朝令夕改”堪称大忌;保留形同虚设的法律条文也注定只能是笑话。⁽⁴⁹⁾

古人讲“世有万古不易之常经,无一成罔变之治法。大抵法久则敝。法敝则更。”⁽⁵⁰⁾“世易时移,变法宜矣”。⁽⁵¹⁾变法,自然包括了除旧布新的意思。在笔者看来,其部分回答了法律缘何被废止的问题:法律文本的生命力、尊严和公众对它的服膺,皆与其解决实际问题的能力(或曰有效性)有关。无法适应新的情形(或说无法发挥实效)固然是废止法律的一个重要原

(47) 参见胡潇滢“法院驳回ST建通诉股东‘违规售股’案:指被告不具备内幕人身份”,载《证券日报》2009年10月23日。与司法部门在解释证券法律时的拘泥不同,监管当局却灵活的多,不仅能够延迟既有法律条款的执行,还易有绕开法律条款另订新规的冲动。2015年7月8日,中国证监会发布第18号公告,称“从即日起6个月内,上市公司控股股东和持股5%以上股东(以下并称大股东)及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份。”“上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员违反上述规定减持本公司股份的,中国证监会将给予严肃处理。”“上市公司大股东及董事、监事、高级管理人员在6个月后减持本公司股份的具体办法,另行规定。”2016年1月7日,证监会又发布《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》,自1月9日施行。其中第2条第2款规定“大股东减持其通过二级市场买入的上市公司股份,不适用本规定。”

(48) 参见(德)古斯塔夫·拉德布鲁赫《法律智慧警句集》,舒国滢译,中国法制出版社2001年版,第12页。

(49) 现实中缺乏可操作性的法律规定不少。2013年7月15日北京市政府办公厅发布的《非法小广告专项治理行动工作方案》第二(三)条提出,“重点地区、主要大街两侧非法小广告要随有随清,繁华商业街区、交通枢纽、旅游景区等地区非法小广告存留时间不超过2小时,背街小巷、居民小区、城乡结合部等地区非法小广告存留时间不超过4小时。”但居民小区等地的小广告清理起来并不容易。参见许路阳、卢漫、王聪“小广告‘新政’实行起来欠火候”,载《新京报》2013年7月18日,第A18版。2013年7月19日北京市住建委、公安局、规划委、卫生局联合印发《关于公布我市出租房屋人均居住面积标准等有关问题的通知》,规定出租房屋人均居住面积不得低于5平方米,每个房间居住的人数不得超过2人,有法定赡养、抚养、扶养义务关系的除外。参见马力、刘春瑞“北京治群租:人均居住面积至少5平米”,载《南方周末》2013年7月19日,第A14版。

(50) 光绪二十六年十二月初十日上谕。[清]朱寿朋编《光绪朝东华录》第五册,张静庐等点校,中华书局1958年版,总第5286页。

(51) 《吕氏春秋·察今》。

因,但《证券法》第47条似乎尚不应归于此列。一方面,在评价法律的有效性时,考察的时间跨度应尽量放宽。这不仅是避免朝令夕改的需要,也与法律执行的滞后性有关。监管当局对内幕交易等行为的查处趋于严格才不过数年光景,而该条也是渐次被援引施用的。“试玉要烧三日满,辨材须待七年期”。⁽⁵²⁾目前还不应是下结论的时候。另一方面,在评价标准上,也应秉持实事求是的态度,从实践出发,不应以某国某系没有某项制度、某部立法,作为我国应修改甚或废止某项制度、某部法律的理由,正如不应以某国某系有某项制度、某部立法,作为我国便应设立某项制度、制定某部法律的当然理由一样。⁽⁵³⁾

Abstract: In the 164 cases about the listed companies from Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange reported publicly in 2007 to 2012, there are only 3 cases that involved into both short-term trading and insider trading. However, from this point, it does not support the conclusion that the provision on short-term trading returns is useless. As an old saying says, it is easy to tell something that actually exists, but hard to deny something that has never happened. As a matter of fact, the disgorgement system of short swing trading profits is to warn the relative parties in advance, to keep them away from the “small evils”, so as to develop the habit of compliance disciplined and avoid material mistake. And to evaluate the effectiveness of such legal system, a longer period of time is required, which could avoid the inconstant in policy and overcome the lag of law enforcement. To the evaluation criteria, it should be adhere to the attitude of seeking truth from facts, starting from China's practice rather than just following in the footsteps of some other countries.

Key Words: Disgorgement of Short-swing Profits; Insider Trading; Function Analysis

(责任编辑:邓峰)

(52) [唐]白居易《放言五首》之三。

(53) 对其中逻辑上错误的批评见姜朋“表达与实践:中国现实场景下的物权行为理论”,《法学论坛》2005年第3期,第67页。