

# 修补还是废止？——解释论视野下的 《证券法》第47条<sup>\*</sup>

曾 洋

**内容提要:**《证券法》第47条规定了短线交易归入制度。该制度源于美国法,乃是试图用一种粗略而实际的方法,威慑短线交易人,以达到阻吓和预防内幕交易发生的效果,而不论交易人是否的确从事了内幕交易。然而,通过文义解释、扩张解释和目的解释等法律解释方法对该法律规范进行分析后可以发现,该法条立法疏漏明显,不仅无法实现其立法目的,而且缺乏法律规范应当具备的严谨性、合理性和公正性,故建议废止该项意图作为内幕交易之补充规则的短线交易归入制度,让内幕交易人及其他证券不当行为人回归内幕交易制度或其他相应法律规范的规制,以严肃证券法制,还市场一个公开、公平、公正的环境。

**关键词:**短线交易 归入权 内幕交易 解释论

曾洋,南京大学法学院副教授。

## 一 《证券法》第47条文义解释及问题的提出

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。”

第47条在证券法理论中谓之“短线交易归入权”制度。所谓短线交易,系指“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,对本公司股票在六个月内期间的买卖”,所谓归入权,系指“前述股票买卖所得收益归该公司所有”<sup>[1]</sup>

\* 本文获国家教育部985工程三期项目(南京大学)“法治发展与社会变迁”的资金支持,是该项目的阶段性成果之一。

[1] 除非特别说明,本文中的“第47条”、“短线交易归入权”、“短线交易归入制度”视为同义表达;且第47条在本文中不作全面检讨,如下文所述,只以第47条第一款第一句为中心进行解释和分析,因为这是短线交易归入制度的基础所在。

按照法律规范逻辑结构的传统理论,一个完整的法律规范应当包含假定、处理和制裁三个要素。其中假定是法律规范适用的条件,处理是关于权利、义务的规定,制裁则是指法律后果。<sup>[2]</sup> 第 47 条在规范的内在逻辑结构方面基本是完整的,包含了“假定”——内部人员短线交易行为、“处理”——短线交易收益的确认、“制裁”——短线交易收益归入公司以及归入权的权利主体和行权方式;以规范外观视之,第 47 条共三款,第一款共两句,第一句为基础条款,系对“短线交易归入制度”的基础性界定,第二句列明“归入豁免(或称例外)”情形;第一句中的“公司董事会应当收回其所得收益”及该条第二款和第三款规定的是短线交易归入权的实现方式及法律后果。本文旨在解释、评判短线交易归入制度本身,对短线交易的豁免情形及短线交易归入权的实现方式不作讨论。所以,本文仅以第 47 条第一款第一句为中心展开讨论和评判。

我国《证券法》第 47 条第一款第一句规定的“短线交易归入制度”基本规范结构及文义具体包括:

(1) 短线交易主体:即“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”,实为公司内部人,亦为证券市场内幕交易之传统知情人;<sup>[3]</sup>

(2) 短线交易客体:仅指股票,具体指内部人买卖的其所属公司的股票;

(3) 短线交易行为:包含一个完整买卖行为的证券交易,有“买入”也有“卖出”行为,可以先“买入”后“卖出”,也可以先“卖出”后“买入”,其“短线”之含义系指前述交易行为在六个月内完成,包括六个月内的多次买卖;

(4) 短线交易收益归入:指前述短线交易所得收益归该公司(即股票所属公司)所有,而短线交易归入权则是指特定主体<sup>[4]</sup>依法行使将短线交易收益归入公司的权利。

短线交易归入权制度的立法源头是美国 1934 年《证券交易法》,与美国证券法律制度对证券内幕交易的规制同步,《证券交易法》第 16 条(b)规定了短线交易归入制度,其目的是“以‘粗略而实际的方法’,在不问其等有无不当利用基于其职务或地位取得其公司内部资讯而进行有价证券买卖交易之前提下,使董事、监察人、经理与大股东等公司内部人无法保有其在短期内反复买卖其所属公司发行有价证券所得之利益,藉此间接防止有损一般投资人对证券市场公平性、公正性之信赖,但却不易证明之违法内部人交易的发生,以维护证券市场之健全发展”。<sup>[5]</sup> 我国台湾地区“证券交易法”(第 157 条)、韩国《证券交易法》(第 188 条)以及日本法均仿效美国法的规定,制定了短线交易归入权法律规范。

除了前述国家和地区外,现有研究资料并未见更多的短线交易归入权立法,英国、加拿大等国立法更是否决了短线交易归入制度。<sup>[6]</sup> 尽管短线交易归入制度并未得到多数国家立法的认同,但这没有影响我国证券立法对该制度的执着,而且,我国证券法理论界也基本是一边倒的持赞同立法的观点。我国的“证券短线交易归入制度”立法沿革是:1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》第 38 条、1998 年《证券法》第 42 条、2005 年《证券法》第 47

[2] 刘金国、张贵成主编:《法理学》,中国政法大学出版社 1992 年版,第 233 - 234 页。

[3] 参见《证券法》第 74 条第(一)、(二)项;内幕交易知情人的范围大于且完全包含了短线交易人的范围。

[4] 此处“特定主体”系指第 47 条第一款第二句所规定的“公司董事会”和第二款所规定的“股东”。

[5] 林国全:《证券交易法第一五七条短线交易归入权之研究》,载《中兴法学》第 45 期。

[6] John E. Munter, *Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934: An Alternative to "Burning Down the Barn in Order to Kill the Rats"*, Cornell L. Q. 52 (1966) at 69, 71. Or see J. H. Choper, J. C. Coffee, Jr. and C. R. Morris, Jr., *Cases and Materials on Corporations*, Little Brown and Company 1989, at 526.

条。总体来说,三次立法、修法在立法精神和立法内容方面均借鉴了美国法,条文内容上有一些差异,但不是本质性的,这里不作详细评述。本文关注的问题是:仅以前述四个方面的规范文义,是否能周延“短线交易归入”的制度内涵?体现“短线交易归入权的制度价值?”更进一步的问题是:短线交易归入制度是否能够真正实现“事前阻吓内幕交易”的立法目的、并藉以实现证券法意义上的交易公平和制度公正?

## 二 修补论:对第47条扩张解释下的立法努力

在法律解释方法论语境之下,扩张解释指文义扩张而非目的性扩张,即法律规范之文义失之狭窄,不足以表示立法之真实内涵,故解释文句以阐释法律真意。<sup>[7]</sup>第47条以一个单独的法条构建一项法律制度,其容量不足可想而知,事实上如美国、我国台湾地区等,凡建立“短线交易归入制度”的,理论界对其法律条文做扩张解释的文著精彩纷呈、不一而足,兹不必一一列举。但是,我国关于第47条的扩张解释目前仅限于学理解释层面,部分在个案处理中得以适用,而美国、我国台湾地区的一些解释内容已经纳入法律法规或因判例法传统而得以司法适用。第47条扩张解释的内容主要集中在短线交易的主体、客体、行为和收益归入等前述四个规范结构方面,此类解释的目的是期待修补法律条文、希望对司法实践产生良性影响、进而完善法律制度。

### (一)对短线交易主体的两个确认性解释

就短线交易的主体而言,我国的立法用语是“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”,美国法谓之“主要受益股东、董事或高级职员”,<sup>[8]</sup>我国台湾地区“证券交易法”规定的是“发行股票公司董事、监察人、经理人或持有公司股份超过百分之十之股东”,<sup>[9]</sup>主体规定基本一致,我国台湾地区规定的大股东持股比例略高,而根据美国1934年《证券交易法》第16条(a)的解释,“主要受益股东系指直接或间接持有公司任一种已公开发行人股票超过百分之十之人”,持股比例与台湾地区规定基本一致,但美国法之受益股东明确包含了间接持有情形。

短线交易主体认定标准是采用“实际持有”还是“名义持有”标准?对主体身份是采用“一端说”还是“两端说”?这是短线交易主体方面进行扩张解释的主要内容,且其间争议不断。

#### 1.“实际持有”标准还是“名义持有”标准

所谓“名义持有”是指以短线交易人自己的名义持有短线交易的股票,所谓“实际持有”是指短线交易人除了以自己的名义、还以他人名义但系其实际控制账户而持有的短线交易的股票。短线交易者持有股票究竟应采“实际持有”标准还是“名义持有”标准,理论上争执不下、观点各异。持“名义持有”观点者认为,“名义持有”标准简单清晰,既精确符合法律规定又便于实务操作;而持“实际持有”观点者则认为,如果短线交易人的配偶、子女、亲属或其他实际控制账户甚至法人之一致行动人持有的该上市公司股票不进行合并计算,则禁止

[7] 杨仁寿:《法学方法论》,三民书局1987年版,第136页。

[8] The Securities Exchange Act of 1934 (16)b, 译文参考赖英照:《最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第319页。

[9] 参见台湾地区“证券交易法”第157条。

“短线交易”的条文将形同虚设。<sup>[10]</sup> 就我国《证券法》第47条来看,若采“实际持有”标准,实际上是对短线交易主体进行了扩张解释,而该解释依据即为前述美国法上的受益股东。

所谓受益股东系相对于名义股东而言,即股票虽不以自己名义持有,但股权在自己控制之下,并享受或负担该股票的盈亏,即为该股票的受益股东。<sup>[11]</sup> 我国台湾地区《证券交易法》及相关施行细则、行政函释等效法美国法的规定采“实际持有”标准并规定了具体的短线交易人的范围,韩国《证券交易法》第188条也规定:“上述主体利用他人名义持有股票的,也应纳入其本人的持股和交易范围”。<sup>[12]</sup> 与前述国家和地区不同的是,考察我国证券法第47条的规定,直观上应认为其采用的是“名义持有”标准,“实际持有”标准属于对法律规范的扩张解释,不过这种解释在我国已有先例可循,2010年1月证监会处理四川圣达股份公司余鑫麒短线交易案、<sup>[13]</sup> 2010年9月在南宁市中院和解结案的“南宁糖业诉马丁居里投资管理有限公司短线交易纠纷案”中均采用了“实际持有”的短线交易主体认定标准。

## 2. “一端说”还是“两端说”?

所谓“一端说”或“两端说”,系指将短线交易之六个月交易期间的起止时点称为两个端点,短线交易人身份在起止时点都符合法律规定的,为两端说,反之仅在其中一个时点具备法定身份的,即为一端说。我国《证券法》第47条对此并没有明确规定,扩张解释的理论主张及相关实践做法在这个问题上将短线交易主体分为两类:以“上市公司董事、监事、高级管理人员”为一类,以“持有上市公司股份百分之五以上的股东”为另一类。

就上市公司董事、监事、高级管理人员而言,他们的短线交易之买卖行为均发生在其任职期间自然没有疑问,但问题是他们的任职期间与短线交易的期间可能出现交叉的情形,法律并没有明确规定在短线交易的买卖时点短线交易人都应当担任前述职务,则至少可能出现的情形有:董事、监事、高级管理人员交易本公司股票

- (1) 在任职之前买入股份,在任职期间内卖出,相距不超过6个月;
- (2) 在任职之前卖出股份,在任职期间内买入,相距不超过6个月;
- (3) 在任职期间内买入,在离职后卖出,相距不超过6个月;
- (4) 在任职期间内卖出,在离职后买入,相距不超过6个月;
- (5) 任期不满6个月者,在任职前卖出,在离职后买入;
- (6) 任期不满6个月者,在任职前买入,在离职后卖出。

对以上若干情形,理论上形成“一端说”和“两端说”之争。所谓“一端说”认为只要买入或卖出的任一时刻当事人具有董事、监事、高级管理人员身份即应受规制;所谓“两端说”认为买入及卖出时当事人均需具有董事、监事、高级管理人员等身份方受规制。美国证券法律实务中采“一端说”,我国台湾地区原采“一端说”,近来改采“两端说”。<sup>[14]</sup> 比较两种学说,显然“一端说”更为严格。

而对“持有上市公司股份百分之五以上的股东”这一类短线交易主体,美国、我国台湾

[10] 邱永红:《规制短线交易法律制度的现存问题与对策》,载《证券市场导报》2011年1月号;朱谦:《短线交易的几个法律问题》,载《法商研究》2000年第5期。

[11] See Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown and Company (1995), pp. 577-583.

[12] 邱永红:《规制短线交易法律制度的现存问题与对策》。

[13] 参见《中国证监会行政处罚决定书》(余鑫麒)[2010]2号。

[14] 刘连煜:《现行内部人短线交易规范之检讨与新趋势之研究》,载《公司法理论与判例研究》(二),1998年自版,第200页。

地区证券法均采“两端说”。

综合两类主体,美国法在这个问题上采取的是“折中说”。<sup>[15]</sup> 与美国法类似,我国在证券法律实践中区别不同的主体,分别采用了这两种学说,总体而言采用的是“区别说”。例如,杭州汽轮机股份有限公司副总经理张树潭的 B 股短线交易案中,对其主体之高级管理人员身份采用了“一端说”的短线交易主体认定标准,而另两起短线交易案件——华夏建通短线交易案和西水股份短线交易案,则均对具有大股东身份的短线交易主体认定采用了“两端说”的标准。<sup>[16]</sup>

事实上,扩张解释中的短线交易主体表现形式还有很多,例如,公司的董事、监事、高级管理人员的认定通常以公司章程记载或公司聘用文件为依据,但实践中会出现履行前述人员职责却没有名义职务的情形,相反的情形也会出现,即“有名无实”和“有实无名”的董事、监事、高级管理人员是否应当纳入短线交易人范畴?另外,因公司合并、征集委托投票权、回购交易等方式持有上市公司股份 5% 以上股份的股东是否亦应纳入短线交易主体范畴等等,<sup>[17]</sup>但这些形式的主体是否纳入短线交易人范畴,理论上尚无定论,实践中亦少涉及,本文暂不展开讨论。

## (二)对短线交易客体的扩张解释

第 47 条规定的短线交易客体仅是“短线交易人所属公司的股票”,而不包括其他证券,在理论研究者的眼中显得殊为狭窄,除了前述股票外,至少还有三类证券应当列入短线交易客体范畴:<sup>[18]</sup>

(1)其他具有股权性质的证券,如认股权证、可转换公司债券等,可资借鉴的是美国、日本、韩国及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;

(2)公司挂牌上市前的股票交易是否会构成短线交易?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,在代办股份转让系统挂牌转让的公司股票,若买入后六个月内上市的,可纳入短线交易客体范畴;

(3)由于公司股票可以多地发行并上市,例如我国公司可以同时发行 A 股、B 股、H 股、N 股等,为防止规避法律的强制性规定,以同一公司的各类股票合并作为短线交易客体为宜。

## (三)关于短线交易行为的解释

我国证券法理论认识到短线交易归入制度在交易行为方面的不足,对此进行了比较充分的讨论,主要表现在:短线交易是否必须是股票市场公开集中竞价之现货交易?简言之,是否必须是股票市场的现金交易?

我国法对此没有规定,研讨中一般借鉴美国和我国台湾地区的做法。美国 1933 年《证券交易法》第 3 条之(a)13 项、14 项规定:“买进包括任何购买之合同或以其他方式获得”、“卖出包括任何出卖之合同或以其他方式转让”;<sup>[19]</sup>我国台湾地区“证券交易法”未对买进

[15] 邱永红:《规制短线交易法律制度的现存问题与对策》。所谓“折中说”其实是区别不同主体采用不同的标准,莫如称其为“区别说”似更妥贴。

[16] 同上。

[17] 参见曾洋:《证券法学》,南京大学出版社 2008 年版,第 206 页。

[18] 该三类扩张解释的短线交易客体参见邱永红:《规制短线交易法律制度的现存问题与对策》,第 73-74 页,及参见曾洋:《证券法学》,第 207-208 页。

[19] See Section 3(a): The terms “buy” and “purchase” each include any contract to buy, purchase, otherwise acquire.

和卖出进行规定,但台湾地区“证管会”对于“取得”则有界定:“(一)因获赠或继承而取得上市公司股票;(二)因信托关系受托持股当选为上市公司董事、监察人后,再以证券承销商身份依证券交易法第七十一条规定取得上市公司股票;(三)公营事业经理人于官股依公营事业移转民营条例释出时,以移转民营从业任意优惠优先认股办法认购上市公司股票。”<sup>[20]</sup>

美国和我国台湾地区的立法都在“买卖”的界定上采取了开放性的态度,并未局限于现金交易;<sup>[21]</sup>对此,美国证券法理论中还有“非正统交易与正统交易”之分,正统交易特指现金买受股份的交易行为,并为此设计了是否构成短线交易的考虑因素。<sup>[22]</sup>而日本证券法虽未明文规定短线交易制度所规制的行为以现金买卖为限,但其大藏省令列举无偿行为及现金买卖以外的其他有偿行为为适用除外事项,所以日本法通说及短线交易实务见解,都认为短线交易制度以适用现金交易为限。<sup>[23]</sup>

除了前述方式,亦因赠与、司法拍卖、股权激励等使股票获得情形多样化,故有学者认为:总体而言,对短线交易行为所涉及的买卖行为应作广义解释,不应局限于现金买卖,亦不应以交易行为的有偿性为前提,而应涵盖以法律行为获得或处分其证券的行为。<sup>[24]</sup>

#### (四)对行使归入权的短线交易收益计算方法的争论

欲行使归入权,必须首先计算短线交易的收益,关于该计算方法亦有不同见解,主要有股票编号法、先进先出法、平均成本法和最高卖价减最低买价法。<sup>[25]</sup>最高卖价减最低买价法亦称低入高出法,美国法在 *Smolowe v. Delendo Corporation* 一案<sup>[26]</sup>中确立了该计算方法;我国台湾地区亦在其“证券交易法施行细则”的第 11 条对此方法作了明确规定。“低入高出”的惩罚性计算方法并不以短线交易人的实际交易所得为依据,其计算结果往往大于实际收益,体现了对短线交易行为的惩罚。

我国证券法对此未作规定,亦无相关配套规则,实践中有采用实际收益归入的计算方法,如“宝安收购延中案”中涉及的短线交易归入收益是以“利润”归入延中公司的,<sup>[27]</sup>也有以“违法所得”归入公司的做法,<sup>[28]</sup>不过理论上较多认同采用“最高卖价减最低买价法”,<sup>[29]</sup>以体现对短线交易者的惩罚。

#### (五)小结:对修补论的回顾和评价——第 47 条严重缺乏严谨性

前文对短线交易归入制度的扩张解释进行了系统的整理,这里列表简要回顾如下:

[20] 林国全:《证券交易法第一五七条短线交易归入权之研究》,第 295 页。

[21] 赵威:《证券短线交易规制制度研究》,载《比较法研究》2004 年第 5 期。

[22] 刘连煜:《现行内部人短线交易规范之检讨与新趋势之研究》,第 204 - 205 页。

[23] 赵威:《证券短线交易规制制度研究》。

[24] 同上。

[25] 赖英照:《最新证券交易法解析》,第 336 - 337 页。

[26] *Smolowe v. Delendo Corporation*, 136 F.2d 231 (2d Cir. 1943)。

[27] 1993 年的“宝安收购延中”案,中国证监会行政处罚决定:“宝安华阳公司、深圳龙岗公司于 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”,参见“中国证券监督管理委员会关于对深圳宝安(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(1993 年 10 月 25 日,证监法字[1993]99 号)”,《中国证券监督管理委员会公告》1993 年第 11 期。另就主体而言,该案也是以扩张解释而将一致行动人纳入短线交易人范畴的一个实践范例。

[28] 参见《中国证监会行政处罚决定书》(耿佃杰)[2010]16 号:“案发后,耿佃杰……并主动上交了违法所得”。

[29] 参见前引,赵威文;邱永红文;杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社 2001 年版,第 253 页;赖英照:《证券交易法逐条释义》(第三册),实用税务出版社股份有限公司 1989 年 7 月第三版,第 455 - 465 页。

表一:证券短线交易归入制度基本要素简明分析表

| 问题点        |              | 现行规定            | 实践做法             | 扩张解释之理论要点                    |
|------------|--------------|-----------------|------------------|------------------------------|
| 主体认定       | 实际持有<br>名义持有 | 直观理解为名义持有       | 实际持有             | 认为以实际持有作为短线交易主体认定标准较合理       |
|            | 一端说<br>两端说   | 未明确             | 区别对待             | 折衷说(区别说):对公司董监高采一端说,对大股东采两端说 |
| 交易客体       |              | 短线交易主体所在公司的股票   | 未见其他             | 建议纳入该公司所有股权类证券               |
| 交易行为(方式)   |              | 未明确(以股票现货交易为常见) | 未见其他             | 认为应涵盖以法律行为获得或处分其证券的行为        |
| 应归入的收益计算方法 |              | 未明确             | 实际收益归入(利润或违法所得等) | 列举多种计算方法,较认同“低入高出”之惩罚性计算方法   |

表一所示,第 47 条之扩张解释内容已显示该条关于短线交易归入制度的四个基本要素存在重大不足,可见该法律规范的内部供给即有问题,一个制度的每个要素都需要进行扩张解释,其根源即在于立法本身不够严实。法律是严肃的,法律规范应当是严谨的,成文法尤应如此,而从前文分析及表一列示来看,第 47 条显然难以被称为严谨的法律规范,可以说,第 47 条关于证券短线交易归入制度四个基本要素的规定均十分粗糙,疏漏非常明显。

当然,如果仅仅是法条文义表达疏漏,还是有希望弥补的,不管是采取修订法律条文还是制定配套法规或者出台司法解释、行政执法说明等方法,<sup>[30]</sup>都大致可以解决这个问题,尽管针对短线交易归入制度而言,这项工作可能内容庞杂、工程浩大,但若认真对待、系统安排,这终究还是一项可以完成的任务,而且,还有美国和我国台湾地区的相关法律法规以及判例作为参考。不过,需要更谨慎对待的复杂局面是:如果要修补第 47 条,远不是以上四个方面那么简单,因为在归入豁免和归入权行使,以及配套的制度和规则,如持股报告制度、集团诉讼方式、股东派生诉讼等方面还有很多细致的工作要做。从该制度的内外部供给看,修法工作量之巨难以估量!

当既无法律层面的规定、亦无配套法规或司法解释时,理论的解说被用于案件的裁判,这本身不是一件坏事,但问题是其后并未见到可作为案件裁判依据的法规或司法解释吸纳前述学说,案件裁判中对学说的采纳只能看作是个案法官自由裁量的结果,我国没有严格的判例法传统,难保下一起案件裁决采用的不会是另一个标准,这增加了司法活动的不确定性;而且,在法律缺乏明确规定的前提下,宽严的把握将直接主导案件的公平,例如,前述杭州汽轮机股份有限公司副总经理张树潭难免叫屈,因为他在对公司 B 股的买卖期间中并不是一直拥有公司高管身份,法律对此并未明确禁止。学理解释不是当然的行为规范,但却可能被案件裁判所吸收,面对观点各异的学理解释,公众难免会不知所措,长此以往,对法律的信任度必然降低,这样的法律漏洞还是越少越好。严重缺乏严谨性且修法任务艰巨的《证券法》第 47 条命运堪忧!

[30] 邱永红:《规制短线交易法律制度的现存问题与对策》。

### 三 废止论:以目的解释为核心

目的解释方法的运用,应以文义解释有复数解释结果存在之可能性为前提,同时又不得超越该文义解释的可能范围;然而,目的解释除了作为其他解释方法(如文义解释、体系解释、历史解释、比较法解释等)无法完全澄清法律疑义时的终极解决方案之外,还发挥着检查和复验其他解释方法所获结论是否妥当的作用。<sup>[31]</sup> 当文义解释以及对规范文义的扩张解释力有不逮时,目的解释方法的运用也许能成为评判第 47 条命运的有效工具。

#### (一)短线交易归入制度之立法目的溯源及废止理由的一般描述

正如美国联邦最高法院所指出的,国会之所以制定该款(指 1934 年《证券法》16 条(b)——笔者注),是鉴于“抑制内幕交易罪恶惟一有效的方法是(设立)一条简单的规则,剥夺从极有可能滥用(内幕信息)的一类交易中所获取的利润。”<sup>[32]</sup> 通说认为,该款的目的,不在于事后惩罚或补偿,而在于事先吓阻与预防,从而产生威慑短线交易人的效果。<sup>[33]</sup> 换言之,短线交易归入制度的立法目的在于:作为预防内幕交易的“前沿防线”,以粗略而实际的方法,<sup>[34]</sup> 威慑短线交易人(也是内幕交易的法定知情人),以达到阻吓和预防内幕交易发生的效果,而不论其是否的确从事内幕交易。

短线交易归入制度能否实现其前述立法目的? 能否达到其初始设定的立法效果? 自该制度产生以来,就一直备受质疑,肯定论者和否定论者争论不断,甚至在 1941 和 1964 年美国证券业界两次发起向国会的请愿活动,要求废止该条款。但现实是美国依然在固守该制度,我国台湾地区、韩国、日本亦仍对美国亦步亦趋,第 47 条也是如此。

我国台湾地区学者在检讨台湾地区“证券交易法”第 157 条的妥当性时,归纳了反对规制内部人短线交易的观点,认为该条立法有下述缺点:(1)该条剥夺董事、监事及经理人买卖股票的利益,过于苛刻,有碍于优秀人才参与企业经营;(2)内部人买卖股票并未损及公司及其股东,而短线交易的买卖利益却须归入公司,于理不合;(3)内部人的买卖可以产生有利的经济效果,包括增加市场的流动性及稳定性,因此不应加以禁止。而且内部人最关心亦最了解公司股票涨跌情形,内部人通过短线交易,可以兼收活跃市场及稳定市场的效果,实则经济效果利多于弊;(4)该条规定过于机械,不问内部人是否利用内部消息,一律加以惩罚,不知情的内部人仍须负赔偿之责,而狡猾者却能利用技巧规避责任;(5)法律规制以 6 个月内有买卖行为为准,逾此 6 个月则无责任,该条立法欠缺周延,功能殊值怀疑。<sup>[35]</sup>

[31] 王泽鉴:《民法实例研习·基础理论》,1990 年自版,第 128 页。

[32] Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U. S. 418 (1972).

[33] 我国几乎所有的短线交易研究文著均认同这种源于美国证券法及判例的立法目的,本文不再作一一列举。

[34] 亦有译为“原始大拇指规则”,参见[美]托马斯·李·哈森著:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社 2003 年版,第 606 页;或译为“依据经验和实践的简略做法”,参见杨志华:《证券法律制度研究》,载梁慧星主编:《民商法论丛》第 1 卷,法律出版社 1994 年版;吴晓东:《论内幕交易行为及其民事法律责任》,载梁书文主编:《当前民法经济法的热点问题》,人民法院出版社 1995 年版。

[35] 参见赖源河:《Liability For Short-Swing Profits on Insider Trading》,载《政大法学评论》第 26 期,转引自王昌来、潘志辰:《禁止内部人短线交易立法若干问题研究》,载《广西政法管理干部学院学报》2002 年第 2 期。



类似的意见以及针锋相对的声音不绝于耳。<sup>[36]</sup>

## (二)以废止为视点:对短线交易归入制度目的解释的解释

如前所述,目的解释具有很强的诠释功能,是以法律规范目的为根据,从而阐释法律疑义。在法律解释学观点中,虽对目的解释的内涵认知有所差异,但大多同意法律的目的解释应当包含两个方面:其一是对个别法条、个别制度的规范目的之解释,其二是法条所涉法律的立法本旨之解释。<sup>[37]</sup>

### 1. 短线交易归入制度是否能阻吓内幕交易?

正如前文指出的,短线交易归入制度的立法目的是明确的,意在阻吓和预防内幕交易的发生,如何做到这一点?本文认为,该制度试图通过两个方面的规则来实现其立法目的,一是以短线交易的法律后果来阻吓内幕交易,二是通过“粗略而实际的方法”来阻吓内幕交易。然而,仅从逻辑上看,这两个方面的规则是无法阻吓和预防内幕交易的。理由如下:

(1)就法律后果而言,短线交易轻于内幕交易,可作如下几个方面的比较:<sup>[38]</sup>第一,短线交易以收益归入公司为直接后果,属私法范畴;可以在数额方面进行类比的是内幕交易的没收违法所得,但属公法范畴,系行政处罚,内幕交易违法所得的计算方法多样,也有以惩罚为目的的计算方法,从数额上看一点也不比短线交易收益少;<sup>[39]</sup>第二,短线交易和内幕交易都有行政罚款之处罚,但短线交易的罚款在3万元至10万元之间,轻于内幕交易最高60万元或违法所得5倍以下的罚款数额;第三,尤其是,众所周知,内幕交易早已入罪,其中的人身刑罚毫无疑问重于任何一种财产类型的责罚;第四,对内幕交易行为,投资者可以提起民事赔偿之诉,而从短线交易立法意旨来看,它不追究行为人的主观过错性和行为侵害性,收益归入公司即为私法上的终结。

从以上四个方面来看,短线交易归入制度其实是试图以某种后果较轻的制度安排去“阻吓”、“预防”另一种后果较重的不法行为,这在逻辑上是说不通的。

(2)短线交易中的“粗略而实际的方法”曾经是该制度引以为傲的地方,这似乎在将复杂的事情简单化,满足了人们面对内幕交易无能为力的窘境之下试图回避的心态。不过,美国证券交易委员会高级官员 Howard 对此的看法是:“(粗略而实际的方法)并不是对法律语言的分析,而是靠常识判断”,<sup>[40]</sup>“粗略而实际的方法”也被描述为“客观性方法”,其所谓“客观性”主要表现在三个方面,一是不问短线交易人是否为内幕交易行为,二是机械地适用六个月的短线交易责罚期间,三是对其后果采“无过错责任”的归责原则。然而,对这种所谓“客观性方法”中的“不精确性”,学者早有论证,认为:真正进行内幕交易的内部人可以通过设计交易时间轻易逃脱,而粗心大意者却往往误坠网中,无异于“焚仓灭鼠”。<sup>[41]</sup> 这种

[36] 参见赖英照:《最新证券交易法解析》,第316-318页;需要特别指出的是,我国部分学者在研讨短线交易归入制度存废理由时大多实际上在讨论内幕交易之存废理由,其逻辑基础是“如果内幕交易有规制的必要,那么短线交易归入制度就不应废止”,似乎规制内幕交易离不开短线交易归入制度这个“前沿阵地”。其实不然,正确的逻辑进路应当是:如果内幕交易不必严格规制,那么短线交易归入制度可能会废止;而假如内幕交易必须规制,短线交易归入制度存废也不是不可以讨论的,本文即以以后一种逻辑为基础,在内幕交易应当规制的前提下讨论短线交易归入制度的存废。

[37] 参见前引,王泽鉴书,第144页;杨仁寿书,第146-148页;梁慧星:《民法判例学说与立法研究》,中国政法大学出版社1993年版,第32-33页。

[38] 此处的比较以我国《证券法》第47条、第195条、第202条、《刑法》第180条为主要依据。

[39] 赖英照:《最新证券交易法解析》,第457-459页。

[40] Rory C. Flynn, SEC Distribution Plans in Insider Trading Cases, *The Business Lawyer*, 48 November, 1992.

[41] Proposed Amendments to the Securities Act of 1933 and to the Securities Exchange Act of 1934: Hearings on H. R. 4344, H. R. 5065, H. R. 5832 Before House Comm. On Interstate & Foreign, Commerce, 77<sup>th</sup> Cong., 1<sup>st</sup> Sess. (1941), p. 1249.

“粗略而实际的方法”的确存在很大的问题,具体而言:

第一,不问短线交易人是否为内幕交易行为的机械性认定方式显得“管得太宽”,<sup>[42]</sup>涵盖了那些没有利用内幕信息、没有从事内幕交易的公司内部人,不惜以“冤枉好人”的方式追求其严苛的目的,这显然不能称之为良法。对不问青红皂白一概以“无过错责任”的归责原则对内部人的短线交易进行责罚,其立法不当亦同此理。

第二,六个月的短线交易责罚期间是否得当?持赞同论者为此找出种种理由,例如“尽管没有统计数据表明初始交易后六个月以内的终止交易更多是短线交易还是长期投资,而常识却告诉我们前者是更加可能的。六个月期限还有另外两个基础:(1)超过此期间,正常的市场波动足以阻止内幕交易的企图;(2)六个月期限在阻止基于内幕信息的短线交易和避免不正当阻止长期公司投资的愿望之间确定了一个平衡点,因此六个月是一个平衡点,既不过分阻碍长期投资,也不至于过分放纵短线交易。”<sup>[43]</sup>可是,这样牵强的理由并未见到任何实证的依据,证券市场的复杂性以及交易者心态的变动性使得任何一种交易方式都有其合理性,除非有证据证明其违法违规。事实上,证券市场的交易永远处于波动的、不确定的状态,将前述理由中的六个月换成五个月或八个月或其他期间,也不会看出存在不讲道理的地方。概言之,“所谓‘短线’是相对于长期证券投资而言的,和很多国家(或地区)一样,我国证券法将短线交易之‘短线’确定为6个月,……它只是证券交易经验或域外法借鉴的结果,易言之,将5个月或8个月规定为短线交易的法定期间也没有什么不妥。”<sup>[44]</sup>

可以说,六个月的短线交易责罚期间没有理论探讨的价值。但问题并不仅止于此,还在于该责罚期间极易被规避、被利用。例如,真正的内幕交易人(假设其也是四种法定短线交易人之一)如果用少于六个月的时间完成了内幕交易,但他将交易收益归还给公司,如果之后执法机构没有进一步追究他前述行为的不法性,<sup>[45]</sup>那么,他就利用了短线交易规则规避了内幕交易的责罚;再如,短线交易人(确定未从事内幕交易)只需将交易时间延长一日或半日,超过了六个月,哪怕是少些获利,也可以不受全部收益归入公司之责罚,那么,他就规避了收益归入公司的法律后果。我们很遗憾地发现,一个甚至半个交易日的变数,就使得整个制度价值丧失,同时亦致短线交易制度试图阻吓内幕交易的立法目的全盘落空。

这样的规定说它“粗略”倒是事实,说它“实际”显然言过其实,依赖这样的规则试图达到阻吓内幕交易的目的,看来不太现实。

## 2. 短线交易归入制度是否能体现证券法之立法目的?

证券法的立法目的的是一个十分宽泛的话题,本文不展开全面论述,但将“保护投资者的合法权益”和“维护证券市场公正”称为这部法的立法目的应该没有疑问。<sup>[46]</sup>短线交易归入制度能体现“保护投资者合法权益”和“维护证券市场公正”之立法目的吗?本文认为,短线交易归入制度不能体现证券法之立法目的,集中体现在“短线交易的收益归入”之规范缺陷上。

“短线交易的收益归入”系指“短线交易人将在六个月期间内买卖本公司股票的收益归还给公司”,有学者指出:“赋予发行公司归入权是实现短线交易规制制度目的的重要手段,

[42] 参见[美]Larry D. Soderquist:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社2004年版,第287-288页。

[43] 赵威:《证券短线交易规制制度研究》。

[44] 曾洋:《证券法学》,第202页。

[45] 当然,这种情况下该交易人如被证据证明存在其他证券不当行为,仍有被进一步追责的可能;但不被进一步追责也是一种可能,这种可能性的存在使得第47条有了被用于规避法律的可能。

[46] 参见《证券法》第1条、第3条。

正是收益归入权的实施导致短线交易人丧失收益,甚至得不偿失,从而使其失去从事内幕交易的利益驱动力,达到吓阻内幕交易、维护一般投资者对于证券市场的公平性和公正性信赖的目的。”<sup>[47]</sup>收益归入公司之责罚方式因其后果轻于内幕交易,所以达不到“吓阻内幕交易”的目的,这个问题前面讨论过了,此处不再重复。需要引起注意的是,该归入方式之“内部人即使造成损害,受损害者应为交易相对人,而非公司及股东;但买卖利益却归入于公司,缺乏坚强的理论依据。”<sup>[48]</sup>

这原本不应当成为一个争论的话题,因为公司上市后,其股票进入流通市场,交易相对人之间的交易与公司本身不具有直接的联系,如果一方进行了不法交易,其损害的是交易相对人的利益,而非公司利益。从这个意义上说,短线交易收益归入制度,其收益归入对象发生了错位,将本应归还给被侵害投资者的利益交给了公司,这样,无论如何也做不到前述学者认为的“维护一般投资者对于证券市场的公平性和公正性信赖的目的”,难道被侵害了合法利益的“一般投资者”在无望获得法律救济的情况下,还会去“信赖”证券市场的公平性和公正性?可见,该收益归入公司的方法既不能体现“保护投资者合法权益”的目的,也不能体现“维护证券市场公正”的目的。究其原因,是在立法上与公司归入权相混淆,<sup>[49]</sup>这里尤其需要注意的是实体经济和虚拟经济之间的关系,两者混同,必然导致立法和执法方面的无所适从,面对的是开放型公众公司的问题,采用的却是封闭型公司的思维,实为不妥。证券市场中的资本在投资者之间流动,属于虚拟资本,<sup>[50]</sup>投资者直接的交易盈亏不再和实体资本发生直接联系。所以将短线交易的收益归入公司不是一个合理的结果,正确的做法是至少应以该收益弥补投资者遭受的损失。不仅如此,更糟糕的是,将短线交易的收益归入了公司,而作为法定短线交易人,要么是公司董事、监事或高级管理人员、要么是大股东,他比受其侵害的其他投资者更可能拥有对这笔收益的支配权,即便法律赋予了股东派生诉讼的权利,但中小股东千辛万苦依法促使短线交易收益归入了公司,到头来却发现最大的受益者还是那些短线交易人,如此,又怎能体现保护投资者的证券立法目的!

综合以上分析,可以发现,第47条的若干规范既不能实现该制度的立法目的,也无法体现证券法的立法本旨。

(三)小结:第47条既无法实现其立法目的,也不具备合理性和公正性等规范价值

如果一个法律条文不仅仅存在立法技术问题,而且如前所述既不能实现该制度的立法目的,亦无法体现部门法的立法本旨,那么,该法条的生存价值就已十分可疑了;更进一步从其目的解释可衍生出来的一个结论是,第47条不具备合理性和公正性等规范价值:

(1)短线交易的法律后果轻于内幕交易的综合性法律后果,内幕交易的综合性法律后果表现为行为人既可能承担民事责任、行政责任,还可能承担刑事责任,其责任形态既有财产型责罚、又可能有人身型责罚;而短线交易仅是不法收益归入公司。如此,后果较轻的行为规范怎么可能阻吓本身后果严重的不法行为,反倒是会使内幕交易人心存仅受短线交易责罚的侥幸,此为第47条不合理性的主要体现;

[47] 赵威:《证券短线交易规制制度研究》。

[48] 赖英照:《最新证券交易法解析》,第316页。

[49] 公司归入权可参见《公司法》第149条的规定。

[50] 关于这个问题,或可参见拙作《证券资本二重性分析》,载《学海》2011年第3期;及《证券资本三原则初论》,载《南京社会科学》2009年第11期。

(2)“粗略而实际的方法”不仅使得立法显得粗糙,而且也易使执法失之偏颇,既可能让真正的内幕交易人成了漏网之鱼,也可能波及无辜,立法理念和立法方法均没有合理性,对无辜的投资者而言也不具有公正性;更有甚者,这几乎是一个无解的问题,因为将六个月改成任何一个期间,其被利用或被规避的方法是一样的;

(3)将收益归入公司这一短线交易的法律后果,如前所述,违背了证券交易法的基本逻辑,假设短线交易人的确有不法行为——例如内幕交易,<sup>[51]</sup>那么其在证券市场中的交易行为直接侵害的是交易相对人而不是公司的合法权益,破坏的是整个证券交易秩序,这时该短线交易人之不法收益应当用于对受其侵害的投资者进行赔偿而不是归入公司,可见第 47 条规定的收益归入公司之法律后果不具有合理性,对其短线交易期间参与交易的投资者而言也不公平,而且,投资者还难以找到寻求救济的法律依据。

## 四 结论:第 47 条以废止为宜

修补还是废止?涉及一个法律制度的命运,兹事体大,不能不慎之又慎。对 47 条的扩张解释是我国当前法学理论研究中关于短线交易归入制度的主流声音,这其实是对第 47 条持修补论的观点,故本文将之前研究者的主要观点恭敬列上并进行分析;不过,通过对第 47 条之目的解释,本文认为该条无法实现其“事先吓阻与预防、从而产生威慑短线交易人”的立法初衷,故本文观点倾向于废止第 47 条,<sup>[52]</sup>其基本理由还包括前文已论证的该法律规范不具备严谨性、合理性和公正性等规范价值。基于以上理由是否足以得出废止第 47 条的结论,本文再次进行追问和反思。

### (一)修补思维下的废止理由反思——几个设问式回应

如果说前文关于修补论之四个方面的讨论属于立法技术层面的问题,具有表象性特征,那么,文中提出废止第 47 条之三个方面的理由方为涉及该制度之立法价值的本质所在,如果一项法律规范无法实现其立法目的、处理方法存在重大问题、且制裁后果失当,那么废止的建议应该是恰当的。不过,为慎重起见,本文再以修补、完善的思维,从另一个角度分析前述废止理由有没有修补的可能。

第一,如果说“后果畸轻的行为规范无法阻却本身后果严重的的不法行为”,那么可否修改短线交易的法律后果,让其达到甚至重于其打算阻吓的证券不法行为(如内幕交易)的后果?

第二,如果不采用“粗略而实际的方法”,而是仔细甄别、确定短线交易人的不法行为,再根据其具体违法样态进行处罚,这样是否可行?

第三,如果短线交易收益归入公司的法律后果规定失当,那么改为赔偿投资者是否可行?

如果上述三个问题的答案都是肯定的,那么造成的后果仍然是废止第 47 条,因为“粗略而实际的方法(问题 2)”、“收益归入公司(问题 1、3)”乃是短线交易归入权的制度根本,如果这两个方面都改掉了,形成的新制度体现的就已经不是短线交易归入权了。所以,即使秉

[51] 顺便指出,该不法行为也可能是操纵证券市场参见《中华人民共和国证券法释义》,中国法制出版社 2005 年版,第 68 页,本文限于篇幅,亦由于其不影响本文结论,故对这种情形不作讨论。

[52] 皮之不存,毛将焉附,这也是本文仅以第 47 条第一款第一句为中心进行制度检讨的原因,如果短线交易归入制度已经废止,讨论“归入豁免”和“归入权的行使”以及相关问题即失去了意义。

承上述三项修补、完善的思考路径,最后事实上仍以废止第47条告终。

## (二) 废止论的补充交待——基于实证分析的废止理由和规则再造思路

我国尚未建立完善适用法律适用评估机制,行政执法和司法审判的公开性也不够,统计和分析短线交易归入案件殊为不易。从第47条之立法规范看,其归入方式有以下三种:短线交易人自行将收益归入公司、公司董事会依法收回短线交易所得收益、股东为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼诉请将短线收益归入公司;另外,依据《证券法》第195条,短线交易人还可能受到行政处罚,包括警告和罚款。

有研究表明,我国证监会行政处罚的短线交易案例共有5起,<sup>[53]</sup>不过,从前述四种归入或处罚方式看,短线交易收益归入公司的事件或案件应当不止这个数字,但从能够获知的公开信息估算,总体数量不大也是一个事实;而且,仅从证监会行政处罚案件总量来看,5起短线交易案所占比例也是极小的,可见,第47条之规则效用很低。

在我国证券市场上发生过为数不多的短线交易人自行将收益归入公司并公开披露的事件,这里选取一例加以分析:

2007年7月10日,深交所公告万科企业股份有限公司董事长的妻子于7月6日买入一定数量的万科公司股票,随后,万科公司声明其行为未违反法律规定,但支持其“卖出相应股票并将收益归入公司”的决定,其行为依据正是证券法第47条。该董事长之妻将短线交易收益归入公司后未受其他任何责罚;但其后发生的事情却发人深思,7月9日中国证监会发审委发出通知将于7月13日审核万科公司2007年度增发A股股票事宜;7月10日,万科公司发布公告称与新加坡某战略伙伴签署战略合作大纲;紧接着又公告优良的业绩快报,此三项信息在公开前均符合内幕信息的特征,由此引起市场广泛质疑,<sup>[54]</sup>董事长夫人是否知悉、利用了内幕信息并且从事的是内幕交易而不仅仅是短线交易,时过境迁已难以查证,但其仅归入短线交易收益且未受内幕交易调查及处罚,却是一个不争的事实。正如有研究者认为,“自概率角度观之,内幕人极有利用内幕信息的可能性,并且这种可能达90%”,并进而认为“将这么高的可能性由法律规定为确定性亦不为过分”,<sup>[55]</sup>言下之意,短线交易其实就是内幕交易。当然,这个结论尚需更细致的研究作为依据,但前例引发的质疑应当受到立法的关注,短线交易归入制度到底是为了打击证券不当行为还是在庇护证券不当行为?该制度似乎已经不是其设计初衷所表达的“作为打击内幕交易的前沿阵地”,倒是有可能成内幕交易者减轻甚至逃避责罚的“安全港”,这样的制度,废止亦不足惜。

实证分析来看,规则效用不足、背离制度设计初衷,都为废止论增添了依据。但我们不能不反思的一个问题是:短线交易归入制度难道一点可取之处都没有?即使废止了该制度,规则是否可以再造,让这个在部分国家和地区沿用数十年的制度留下一点值得纪念的东西?恰好,在研习我国证监会处理包含短线交易的内幕交易案件时,发现了些许规则再造的线索,或可为修法所参考。

前文援引的证监会行政处罚案例中的余鑫麒案和耿佃杰案<sup>[56]</sup>具有一些共性也有一些

[53] 参见彭冰:《内幕交易行政处罚案例初步研究》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》第三卷(上),法律出版社2010年版,第90页。

[54] 资料来源:<http://stock1.finance.qq.com/zt/2007/dtb082/>,访问日期:2008年6月20日。

[55] 孟俊红:《短线交易归入权制度之命运——谈对〈证券法〉第四十二条的修改》,载《商场现代化》2006年11月下旬刊(总第486期)。(第四十二条是《证券法》2005年修订之前的短线交易归入制度条款——笔者注),该文并未见此90%的比例之模型计算,应该说不够严谨,本文仅视其为一种观点予以引列。

[56] 参见《中国证监会行政处罚决定书》(余鑫麒)[2010]2号、(耿佃杰)[2010]16号。

区别。其共性在于:(1)余鑫麒和耿佃杰均既符合内幕交易主体身份、也符合短线交易主体身份,余鑫麒时任四川圣达实业股份有限公司董事、总经理,耿佃杰时任山东大成农药股份有限公司董事长;(2)二人都同时有内幕交易和短线交易之不法行为;(3)二人都受到了证监会行政罚款的处罚。二者区别是:余鑫麒所受行政罚款包含了依据《证券法》第 195 条进行的短线交易处罚,而耿佃杰在“已经向有关部门主动上交了违法所得”后,未因其短线交易遭受责罚。

通过这两个案例的分析,本文认为,在废止短线交易归入制度且查实内幕交易(或操纵市场等其他证券不当行为)的前提下,将原本属于短线交易的主体——仅限于法定的上市公司董事、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这四类主体而不作扩张解释,在一定期间内交易或反复交易本公司股票的行为增加处罚条款,以加重特定的应承担公司信义义务之主体的法律责任;具体而言,废止证券法第 47 条,删除第 195 条并以该条为主体在第 202 条增加一款,体现前述规则再造思路。

综上所述,在修补和废止之间两相权衡,本文认为,《证券法》第 47 条以废止为宜。追本溯源,短线交易归入制度最初的设计,是为了协助克服内幕交易执法上的困难,然而,历经六十多年的实施经验,规制内幕交易的制度已日趋完备,短线交易归入权的补充效用降低,且由于方法过于粗略,不公平的情形愈益凸显,已经不合时宜。<sup>[57]</sup> 我们必须正视的一个事实是:短线交易归入制度原本就是应对内幕交易不易查处的权宜之计,如今试图让该制度独担重任,既不合理也不公正,其本身也难堪重负,故本文建议废止短线交易归入制度,不必再作修补,让证券不法行为回归其相应的制度进行规制,不论该短线交易人是涉及内幕交易还是操纵市场或是其他违法违规行为,均应承担与其行为相匹配的法律后果。

---

---

[Abstract] Article 47 of China Securities Law stipulates disgorgement of short-swing trading profit policy. It originated from the United States law with the aim to deter and prevent insider trading, and deterrence short-swing traders by the crude rule of thumb, no matter whether traders really engage in insider trading. After direct interpretation and explanation of the legislative purposes of the Article, the author remarks that the legislation has clear omissions, and is lack of preciseness, rationality and fairness as expected for legal rules. The author suggests that short-swing trading profit disgorgement policy, which acts as a supplementary rule for insider trading laws, should be abolished. Insider trading rules and other legislations can directly apply to short-swing trading. The regressive approach can ensure proper treatment of insiders and other misconduct doers and further a clean, open, fair and just securities market.

---

---

(责任编辑:陈 洁)

[57] See e. g., Michael H. Dessent, *Weapons to Fight Insider Trading in the 21<sup>st</sup> Century: A Call for the Repeal of Section 16 (B)*, Akron L. Rev. 33 (2000), at 481 - 482. Ellen Taylor, *Teaching an Old Law New Tricks: Rethinking Section 16*, Ariz L. Rev. 39 (1997), at 1316 - 1317.