

新环境下《证券法》第 47 条价值研究

杜 婵

摘 要 《证券法》第 47 条从权利义务角度被称为短线交易归入权制度,从责任承担角度被称为短线交易的归入责任。此类责任的承担较为特殊,它并非以实际损失发生为构成要件,亦缺乏有效的因果设定。然而,在现实中却能有效的促进防范内幕交易维护投资者利益效能的发挥。因此,在学界对其争议一直存在。特别是随着证券市场环境发生巨大变化,《证券法》第 47 条立法初始立法基础亦发生动摇。

关键词 短线交易 立法环境 法律价值

作者简介 杜婵,四川省社会科学院,硕士研究生,研究方向:农业经济与管理专业农村生态。

中图分类号 D922.28

文献标识码 A

文章编号 :1009-0592(2016)04-083-02

一、概述

《证券法》第 47 条第一款“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。”此条款权利义务角度观察被称为短线交易的归入权,从责任承担角度观察则可称为短线交易的侵权责任。两种说法并不矛盾,只是研究的视角不同。该条款在立法上借鉴了美国 1934 年《证券交易法》关于短线交易归入权制度的规定。其立法目的在于防范和规制内幕交易。类似规定也被世界多数国家(地区)借鉴采纳,如:我国台湾地区“证券交易法”(第 157 条),韩国《证券交易法》(第 188 条)以及日本相应的证券法律规范可以肯定《证券法》第 47 条的存在有其积极的历史价值一面,然而对于《证券法》第 47 条的反思,要求对于进行删改的呼声在学术界和法律界也由来已久。以中国知网数据库为统计样本,以“证券法 47 条”、“短线交易归入权”为关键字、以“2010—2014 年”为时间节点搜索统计,共有 73 篇学术论文,其中要求对此条款进行立法修正的学术文章有 17 篇,占 23.28%。为此,笔者进一步思考是何原因产生争议,争议的焦点在哪以及未来《证券法》第 47 条价值如何取向?

二、《证券法》第 47 条立法环境及优劣势分析

(一)《证券法》第 47 条及短线交易的侵权责任立法环境分析

首先,该条款立法源自 1934 年美国《证券交易法》的短线交易归入权制度,1934 年的美国证券市场正处于有自由阶段向规范阶段过渡的时期,此间证券市场存在投机欺诈、操纵、内幕交易等不法行为,股市常处于剧烈波动。其中内幕交易相当普遍,内幕信息知情人利用信息优势从证券市场获得了大量额外利益,内幕交易成为证券市场发展的障碍。由于当时信息技术落后,其他制度设计未完善,故美国人设计了短线交易归入权制度来防范和规制内幕交易保护投资者利益。

其次,我国在制定《证券法》第 47 条时的立法环境。我国真正意义上的证券市场建立于 20 世纪 80 年代。我国证券市场的建立有此特征:1. 非自发性;2. 行政色彩浓厚。同样,当时我国证券市场也面临美国 19 世纪 30 年代的类似问题。为此,我国在证券市场建立的同时出台多部相应的证券法律文件。我国“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 条。

(二)《证券法》第 47 条规制价值

《证券法》第 47 条立法目的在于防范和规制内幕交易和保护投资者。为此,首先《证券法》第 47 条的第一个价值表现在防范和规制内幕交易。《证券法》第 47 条在规范和规制内幕交易方面有以下特点:

1. 抑制而不禁止内幕交易。其通过抑制短线交易来间接限制内幕交易,整体上起到威慑内幕交易的作用。

2. 实用性强。在美国短线交易归入权制度被称为“粗略而实际的方法”,在不考虑利益背后的法理下,通过粗糙的立法来限定行为主体、行为范围、强制利益分配达到抑制内幕交易的目的。

其次,《证券法》第 47 条第二个价值表现在保护投资者利益。其在保护投资者利益方面有以下特点:

1. 利益平衡。《证券法》第 47 条强制短线交易者将所获利益分配与公司,从而让投资者在短线交易中受到的损失从公司股价上获得弥补。

2. 举证能力的平衡。《证券法》第 47 条规定短线交易者负有将收益归属公司的责任,这种规定无疑是一种过错推定的归责方式,在过错推定的归责方式中一般采用举证责任倒置形式,由过错方举证。在实践中短小交易者处于公司特殊位置,其具与一般投资者不具备的信息优势,采用举证责任倒置有利于平衡双方的举证能力。

(三)《证券法》第 47 条规制缺陷

从反向角度观察《证券法》第 47 条在防范和规制内幕交易和保护投资者度优势特征时,不难看出这些优势特征的背后隐藏着缺陷。

1. 责任的承担缺乏法理。法律对权利义务的配置是以法理未存在基础的。缺乏法理依据的法律就缺乏逻辑性和权威性。必须指出《证券法》第 47 条关于短线利益强制配置规定,并没有合理的依据来说明为什么短线交易获得的利益属于公司所有。有学者认为短线交易往往是运用了内幕信息获利,而内幕信息属于公司财产。然而内幕信息本质上是指能够影响证券市场价格尚未公开的信息,从内幕信息定义中就不难看出其根本不可能作为公司资产存在。此外,短线交易人在从事短线交易中获利的原因是多方面的并非只依据内幕信息。因此,《证券法》第 47 条就

如有些学者比喻的是“粗略而实际的方法”由经验所得尚未进入理性阶段的加工。

2. 牺牲了市场交易效率。《证券法》第47条虽只强调抑制而不是禁止内幕交易,但因其立法否定性评价阻碍了董、监、高以及5%持股股东参与证券市场交易的积极性。而此类人无论从经济实力、专业技能还是价值取向都是证券市场主体最适当的人选,此类人参与行为往往是非常理性科学的,有助于规范证券市场和减少投机行为。当然在一定的环境中,这种利弊权衡手段也是必要的。

3. 未能有效维护投资者利益。《证券法》第47条另一价值是保护投资者利益,上文中指出《证券法》第47条具有利益平衡功效可以让投资者在证券交易中损失的利益在公司股价中获得补偿。这是积极的一面,但若设想投资者因短线交易抛售持有的股份,不再是公司股东,那么此类投资者的利于如何保证。可以看出,利益平衡只是在单一环节中能起到不错的功效,若放在一系列短线交易行为时则其功效就会减损。实际中,短线交易并非一次而成,而是依靠连续性的一系列行为获利,如短线交易者先通过抛售至股价暴跌,而后低价回购,再高价抛出。

4. 立法存在不严谨。《证券法》第47条虽有实用性强的特点,但我国在其立法上存在漏洞。其表现在(1)主体角色和6个月时间匹配时存在模糊,虽有学者提出“一段说”和“两段说”,但这终究是学术上的争论,不具有法律适用效力,这种模糊会发生主体不明的问题;(2)交易客体仅限于公司股票未包含其他证券;(3)交易行为未有明确规定是只限定在股票市场公开集中竞价之现货交易还是可以包含其他方式。

三、新环境下《证券法》第47条价值取向

虽然学术界对于《证券法》第47条的争议一直存在,但不可否认《证券法》第47条存在历史价值,在特定环境下对规范证券市场活动、防范内幕交易、维护投资者利益起到了积极作用。如何科学公正的判定《证券法》第47条的价值取向,笔者认为我们应当用发展的眼光,随着环境的变化我们的观察视角也应当变化。

(一)新环境的特点解析

世界证券市场从诞生至今已有100多年历史,中国证券市场亦有30多年历史。在此间证券市场环境不断改变。当前新证券市场环境主要“新”在以下方面:

1. 监管体系的不断完善。监管体系的不断完善表现在(1)制度的完善。我国证券监管制度形成了以政府监管为主,自律监管为辅的综合监管体制。证券立法规范形成了法律、部门法规、地方法规、行业规范相互协调的综合规范系统。在内幕交易防范上形成以信息披露为主导的一些列监管手段并举的监管系统。(2)机构的设置。我国证券监管体系逐步向科学化发展,形成了以中国证监会为主导,证券交易所、行业协会、地方政府共同监管的综合执法监督体系。同时形成了一支庞大的监管队伍。(3)手段的多样化。我国证券监管手段可分为法律手段、经济手段、自我管理。法律手段是通过立法和执法达到扼制内幕交易的目的。经济手段是通过市场机制来防范内幕交易。自我管理是通过行业协会、社会教育宣传等方式强化主体参与的自觉性。

2. 市场机制的不断健全。市场机制的不断健全表现在(1)

市场自由度不断提高。十八届三中全会以来,国内市场深化体制改革,加强市场活力。我国证券市场建立之初就带有明显的行政色彩,一方面强化了政府对证券市场风险的管控,另一方也给行政权力干预证券市场运行打开通道。证券市场自由化就是要压缩行政权力运行的空间,强化市场调剂作用。(2)上市公司结构变化。我国证券市场的建立在很长一段时间用于解决国有企业体制改革。因此,在较长时期,证券市场呈现国有企业比重过高、非流通股现象的存在。而今,国企改革问题已经得到解决,非流通股也已走向历史,民营企业不断壮大,其已成为证券市场重要组成部分。(3)公司治理结构的科学化。我国上市公司目前已形成了股东会、董事会、监事会三位一体公司治理结构,同时还配置独立董事制度、信息披露制度等。公司治理结构的完善有助于企业规范参与证券市场活动,也有利于监管机制效能的发挥。

3. 信息技术的进步。信息技术的进步主要表现在(1)互联网技术。互联网技术是20世纪末对人类影响最为深刻的一次革命。互联网技术的发展让证券交易由线下转到了线上,由纸质向无纸化转变,同时将世界证券交易连为了一个整体。促进了统一交易标准的诞生,提升了监管效能,丰富了监管手段。(2)大数据技术。大数据技术是建立在互联网技术的基础上,其在于解决如何有效利用互联网技术产生的海量数据。大数据思维关注不同领域数据间的联系,关注隐藏在数据背后的现象。证券市场以及其他市场活动每天都有海量数据的诞生,通过大数据技术对海量数据进行深入挖掘分析,可以有效发现并预警不规范交易行为。

(二)《证券法》第47条价值取向新认识

通过前文综合分析,笔者对于《证券法》第47条在新证券市场环境下的价值取向有两点新认识:

1. 在未来一段时间内《证券法》第47条有继续存在的必要性,但应进行修正。《证券法》第47条的存在目的在于防范和规制内幕交易保护投资者利益。目前我国在证券市场内幕交易形式依然严峻。若考虑内幕交易隐蔽性高的特点,实际内幕交易发生量远高于被查处的案件量。因此,通过《证券法》第47条这种“粗糙而又实际的方式”规制内幕交易还是必要的,但考虑到市场效益以及其他制度的不断完善,笔者认为应当严格限制《证券法》第47条适用空间。应当赋予短线交易主体获利解释权,只要短线交易者能够明确解释获利并非运用了内幕信息则无需将获利归入公司。

2. 从长远的角度出发应当删除《证券法》第47条。对于此观点,笔者已在上文中做了充分的说明。毕竟,《证券法》第47条是一种权宜之计,在条件不成熟的环境中的一种利弊权衡策略。随着制度的完善和技术进步,此条文也将会走进历史。

参考文献:

- [1]胡振东.《证券法》短线交易归入权研究.中国商界.2009(10).
- [2]周友苏.新证券法论.法律出版社.2006.
- [3]陈来宏.论内幕人短线交易收益归入制度.大众商务.2010(12).
- [4]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(5).
- [5]李俊明.美国证券市场的历史发展及对对中国证券市场的启示.河北金融.2002(12).
- [6]王福蕊.短线交易归入权性质探析.法制与经济.2012(7).
- [7]徐丽霞.中国证券市场发展的回顾和展望.西南金融.2009(9).
- [8]汤欣.法律移植视角下的短线交易归入权制度.清华法学.2014(3).
- [9]孟俊红.短线交易归入权制度之命运.商场现代化.2006(11).