

“华夏建通”短线交易案 相关法律问题评析

林建华*

摘要:短线交易为 2005 年修订的《证券法》首次确立,华夏建通科技股份有限公司诉严琳短线交易证券纠纷案是国内短线交易证券纠纷判决第一案。该案中涉及短线交易的立法目的、主体构成及行为结构、行为方式和行为对象等短线交易法律问题,基于该案件的深度分析,将有助于司法解释对《证券法》短线交易内容的补充和完善。

关键词:短线交易 第一案 案例评析

华夏建通科技股份有限公司诉严琳短线交易证券纠纷案,是中国国内的短线交易证券纠纷判决第一案。该案的审判所涉及短线交易的相关法律问题,包括短线交易的立法目的、主体构成及行为结构、行为方式和行为对象等问题,对于我国制定与短线交易相关的司法解释,在司法实践中确立我国处理短线交易证券纠纷案件的相关司法准则,具有积极意义。

* 上海市锦天城律师事务所合伙人。

一、基本案情

原告华夏建通科技开发股份有限公司系经核准公开发行股票并在上海证券交易所上市交易的股份有限公司,其股票代码为600149。2009年4月17日,被告严琳通过上海市第一中级人民法院组织的公开拍卖,以总价款人民币11,460万元竞买获得原告限售流通股3000万股,占原告总股本7.89%。后经上海市第一中级人民法院裁定,上述股票过户至被告名下。2009年5月22日,原告董事会发布公告,其限售流通股自2009年6月1日起上市流通。2009年6月1日,被告通过上海证券交易所以每股4.93元的价格卖出所持原告股份1900万股,占原告总股本4.998%。嗣后,原告要求被告按照《证券法》第47条的规定,将买卖后的差价收益2109万元归入公司。双方协商未成,原告遂向法院起诉。

原告认为,根据我国证券法第47条的规定,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,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。

被告认为,《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,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幕信息的特定地位和优势,进行交易。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,或者被告的身份及行为结构并不符合短线交易的构成要件;《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第一中级人民法院组织的公开拍卖,并不属于证券法第47条规定的“买卖”范畴;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。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。

二、法院判决

上海市卢湾区人民法院认为,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。

法院认为,我国《证券法》第47条规定确立了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”或“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。

法院认为,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。

法院认为,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,被告无法控制整个交易时间及价格,无法利用内幕消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。

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,对原告的诉请本院不应支持,依此判决:驳回原告华夏建通科技开发股份有限公司的诉讼请求。案件受理费人民币147,250元及财产保全费人民币5,000元,由原告华夏建通科技开发股份有限公司负担。2009年10月20日,上海市卢湾区人民法院(2009)沪民二(商)初字第984号民事判决宣判以后,原告在规定的期限内没有上诉,该一审判决随即发生法律效力。

三、案件评析

本案延伸出了一系列与短线交易有关的法律问题。就此,目前立法没有规定,也没有相关司法解释,有些问题在法学理论界则有不同观点。

(一) 短线交易的立法目的是什么

原告律师认为,短线交易和内幕交易不同。被告在六个月以内买入又卖出原告的股票,不管有无内幕交易,均应当认定为短线交易,予以严厉打击。被告律师认为,短线交易收益归入制度的设立在于通过对内部人的短线交易收益予以归入这一威慑手段,达到对内幕交易的事先防范的目的,因此,它是证券内幕交易法律制度的一个重要组成部分。本案被告在行为的结构、行为方式和行为对象上均无法与内幕信息相配合,不构成短线交易。

短线交易归入制度由美国《证券交易法》创设,^①后来,日本、我国台湾地区等国家和地区在证券立法中也相继效仿美国建立了短线交易收益归入制度。^②我国1993年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》也引进了该制度,并为以后的《证券法》所吸收和完善。我国现行

① 根据美国《证券交易法》第16节(b)之规定,发行股票公司的董事、监察人、经理人或者持有公司股份超过10%的股东,对公司之上市股票,于取得后六个月内再行卖出,或者与卖出后六个月内再行买入,因而获得利益者,公司应请求将其利益归于公司。

② 我国台湾地区《证券交易法》第157条之规定,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,对于公司之上市股票,于取得后六个月再行卖出,或于卖出后六个月内再行买进而获得利益者,公司应请求将其利益归入公司。日本《证券法》第163条之规定:主要股东是指以自己或他人(包括假设人)的名义拥有已发行股份总数10%以上的股份(参考股份所有的状况及其他情况由大藏省令规定者除外)的股东。日本《证券法》第164条之规定:为防止上市公司等的负责人或主要股东不当利用因其职务或地位去的秘密,在其就该上市公司等的特定有价证券等在自己的结算范围内进行收购后六个月以内又卖出或卖出以后六个月以内又买进而取得利益的场合,该上市公司等可以请求该利益提供给上市公司等。

《证券法》第47条虽然确立了短线交易收益归入制度,^③但对于该法条的理解,目前暂无司法解释,司法实践也无判例,国内外法学界对于短线交易的构成条件有不同的理论观点。

短线交易归入制度设立之目的,主要是由于公司的董事、监事、高级管理人员和持有有一定比例上市公司股票的股东,具备了解公司内幕信息的特定地位和优势,其交易行为可能涉嫌利用内幕信息,但举证往往存在较大难度。因此,立法上通过确立短线交易收益归入制度,规定只要行为人在具备法定身份的特定期间进行了短线交易就需要承担相应法律责任,而无论其是否具有进行内幕交易的主观意图和是否利用了内幕信息。

短线交易收益归入制度在威慑和防范内幕交易方面发挥了积极作用。但是,由于该制度适用客观归责原则和严格责任原则,存在打击无辜的可能性。为此,立法通过设定短线交易收益归入适用条件的方式,严格限制短线交易归入制度的适用,避免损害无辜投资人的利益,限制正常的投资活动,影响证券市场的健康发展。这也是立法本身的一项功能。

防范内幕交易是短线交易收益归入制度的立法目的,对于构成短线交易的条件,如主体、行为、对象、时间和收益等,也就是当出现问题或者争议时,就需要根据立法的精神进行解释和判断,既要防范内幕交易,又要防止扩大解释打击无辜。

(二)非股东型主体和股东型主体短线交易的行为结构是否不同

《证券法》第47条规定的短线交易的主体有两种类型:一种是非股东型的主体,即上市公司董事、监事、高级管理人员;另一种是股东型主体,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的行为,如证券市场买卖、协议转让、债转股、并购换股及司法拍卖等,而且需要达到“持有”上市公司股份5%以上的股份,

^③ 《证券法》第47条第一款规定“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”。

才能具备适格的主体。

原告律师认为“持有”就是“买入”。被告律师认为,《证券法》第47条对于股东型主体的定义是“持有上市公司股份百分之五以上的股东”,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。“持有”是基于一定的法定事由而形成的客观事实形态。本案被告的司法拍卖就是成为“持有上市公司股份百分之五以上的股东”的法定事由。

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,首先要具有成为“持有百分之五以上股份的股东”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,非股东型主体应具备:公司任命行为+买入后卖出或者卖出后买入;而股东型主体应具备:成为持有5%以上股票行为+买入后卖出或者卖出后买入。

根据《证券法》第47条的规定,没有“持有”上市公司股份5%以上的股东的行为,短线交易主体身份就不具备。把“持有”上市公司股份5%以上的股东的行为,解释成短线交易的“买入”行为,混淆了“持有”行为和“买入”行为的区别,违反了法律上对一个行为不得进行重复评价的原则。因此,持有上市公司股份5%以上的股东构成短线交易的行为,在结构上必须至少有三个要素:(1)成为持有上市公司股份5%以上的股东的买入行为;(2)买入后卖出;(3)或者卖出后买入。不能把股东型主体的“持有”行为,既解释为股东型主体的“持有”行为,又解释为短线交易的“买入”行为,而对一个行为作两次评价。

(三) 司法拍卖转让是否构成短线交易的行为方式

原告律师认为,司法拍卖构成了短线交易的买卖行为。被告律师认为,司法拍卖不能构成短线交易的买卖行为。

短线交易行为必须具有一组反向的“买入后卖出”或“卖出后买入”的行为。因此,短线交易的行为方式必须是证券反向的“买卖”。根据《证券法》第39条规定,依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。根据该规定,证券交易可以分为两大类:场内交易和场外交易。场内交易,也即在证券交易所上市交易,比如,在二级市场

场买卖,又叫传统的证券交易;场外交易,也即在国务院批准的其他证券交易场所转让,比如,协议转让、增发、债转股或合并换股,又叫非传统的证券交易。美国立法界和司法界对于非传统形态的买卖是否适用归入权,基本考虑是否有利用内幕信息的可能性、系争买卖是否出于自愿以及对与系争交易时点是否具有控制力等因素为判断基准。对于非传统的交易形式,如债转股或合并换股等,美国司法界均采用实用分析法,在解释买入和卖出的术语时,只有在有证据证明所涉的交易会导致对内幕信息的滥用时,才能认定为属于“买卖”的范畴。

被告律师认为,对于司法拍卖转让与证券交易场所买卖必须加以区别。司法拍卖转让与传统的证券买卖在性质上具有以下区别:(1)场所不同:传统的股票交易根据《证券法》第39条的规定在证券交易所进行的场内交易,司法拍卖是在拍卖行进行的场外转让。(2)时间不同:通过场内市场进行股票交易当天甚至一分钟就可完成。司法拍卖的转让在较短的一段时间内当事人无法控制。司法拍卖转让,从参加拍卖到法院裁定,最后到完成过户取得股票,经过时间较长。(3)程序不同:通过场内市场买卖股票,通过电话委托或自己电脑操作就可完成。但是,司法拍卖具有特殊的程序,比如:需要经过拍卖公告、签订拍卖协议,支付保证金,参加竞拍,签订拍卖确认书、支付拍卖款项,申请法院裁定,取得法院裁定书后再到登记结算机构办理股权过户手续,程序复杂。(4)风险和成本不同。由于司法拍卖的转让程序复杂,时间较长,其风险和资金成本增加,还需要支付拍卖佣金等更多的费用。(5)司法拍卖属于一种司法强制执行行为,并非完全基于当事人意思自治而进行的交易;而通过场内市场进行证券交易,完全是当事人意思一致的结果。

因此,司法拍卖不能认为构成了《证券法》第47条规定的短线交易“买卖”行为。由于司法拍卖与证券交易所的证券买卖,在交易所、时间、程序、风险、成本和意思表示等方面,具有很大差异,对于司法拍卖,整个过程和时间行为人无法控制,当事人利用内幕消息和司法拍卖进行配合的可能性不大,不符合短线交易制度的立法目的,因此,不属于短线交易的规范范围。司法拍卖是裁判转让,是人民法院依司法程序而进行的司法强制执行行为。这种证券转让与一般证券买卖具有

本质区别,故不应纳入《证券法》第47条规定的买卖行为方式之中。

(四) 限售股能否成为短线交易的买卖对象

原告律师认为限售股应当成为短线交易的买卖对象。被告律师认为,对于限售股与流通股必须加以区别。限售股不应当成为短线交易的买卖对象。按照我国台湾地区的有关规定,短线交易的标的证券仅限于上市或上柜的股票。如系公开发行未上市或未上柜者,不在适用范围(《证交法》第157条第1项,第62条第3项)。依主管机关解释,上市(柜)公司发行的增资股,在未上市(柜)前,非上市(柜)股票,不适用归入权(1989年4月27日台财证(二)第24094号函及1993年1月5日台财证(三)第68058号函)。④ 限售股由于转让的时候并没有上市流通,参照我国台湾地区的规定不能适用短线交易收益归入权。

根据我国《证券法》第38条规定,“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。”限售股在卖出的时间上有严格限制,在时间上只有在限售股解禁后才能卖出。限售股解禁的时间取决于上市公司,股东一般对于限售股的解禁的时间是很难控制的。证券市场瞬息万变,对于流通股,如果在二级市场买卖,没有禁售期的限制,当天甚至一分钟就可卖出,比较容易和内幕信息配合进行交易。而限售股的股东,不仅在取得时无法和内幕信息相配合,卖出条件的满足也取决于上市公司办理限售股解除限售的时间,也无法和内幕信息相配合。因此,对于未上市流通的限售股,不应当纳入《证券法》第47条短线交易的标的范围,不应当适用短线交易收益归入权。

四、小结

华夏建通科技股份有限公司诉严琳短线交易证券纠纷案,作为中国国内的短线交易证券纠纷判决第一案,对于适用《证券法》第47条

④ 我国台湾地区学者赖英照有关短线交易的论述,可参见《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,第321页。

规定的短线交易收益归入权制度,提供了以下适用原则:

第一,《证券法》第47条的立法目的是对内幕交易的事先防范,是证券内幕交易法律制度的一个重要组成部分。对短线交易的主体,行为结构、行为方式和行为对象的解释和适用,应当与立法的目的相一致。

第二,短线交易的主体分为非股东型主体(即上市公司董事、监事、高级管理人员)和股东型主体(即持有上市公司股份5%以上的股东)。非股东型主体和股东型主体的行为结构应当有所不同。非股东型主体在公司任命后的六个月内买入后卖出或者卖出后买入,即构成短线交易。股东型主体首先需要达到“持有”上市公司股份5%以上的股份,然后,在六个月内买入后卖出或者卖出后买入,才能构成短线交易。

第三,司法拍卖与证券交易所的证券买卖,在交易场所、时间、程序、风险、成本和意思表示等方面,具有很大差异。对于司法拍卖,整个过程和时间行为人很难控制,当事人利用内幕消息和司法拍卖进行配合的可能性不大,不符合短线交易制度的立法目的,因此司法拍卖一般不能认为构成了《证券法》第47条规定的短线交易“买卖”行为,但是,有证据证明行为人利用了内幕信息的情况除外。

第四,对于非流通股或者限售股的股东,不仅在取得限售股时无法和内幕信息相配合,而且卖出限售股的条件也取决于上市公司办理限售股解除限售的时间,因此,行为人无法控制卖出限售股的时间,也很难和内幕信息相配合。因此,对于未上市流通的限售股,一般不应纳入《证券法》第47条短线交易的对象范围,但是有证据证明行为人利用了内幕信息的情况除外。