

短线交易行为认定与《证券法》 第44条之解释

——兼评九龙山国旅案

袁康*

摘要:最高人民法院就九龙山国旅案的再审判决进一步明确了短线交易行为的认定标准,对于理解与适用《证券法》第44条具有重要意义。九龙山国旅案明确了短线交易的认定采取简化的客观判断标准和无过错责任原则,在短线交易主体上对持股5%以上股东从严适用“两端说”标准,在交易标的和交易行为上按照交易实质的原则就《证券法》第44条进行了目的解释和扩张解释,并将主观意图排除在短线交易构成要件之外。九龙山国旅案反映出了对短线交易从严认定的监管导向和司法裁判监管化的趋势,同时也反映出了短线交易违法成本过低的问题和短线交易规制立法精细化的制度需求。反观《证券法》第44条之规定,仍然有较大完善空间。

关键词:九龙山国旅案 短线交易 两端说
法律解释

* 武汉大学资本市场法治研究中心副教授,武汉大学网络治理研究院副院长。

近日,最高人民法院作出〔2015〕行提字第24号行政判决书,判决维持证监会就浙江九龙山国际旅游开发有限公司(以下简称九龙山国旅)短线交易案所作处罚决定和复议决定,维持北京市一中院、北京市高院就该案作出的一审、二审判决。至此,持续近8年的九龙山国旅案终于尘埃落定。该案判决重新明确了短线交易行为的认定标准,对于如何理解《证券法》第44条(原《证券法》第47条)^{〔1〕}以及如何判断短线交易行为具有重要的指导意义。

一、案情回顾与争议焦点

2011年12月13日,证监会作出〔2011〕54号行政处罚决定,^{〔2〕}认定九龙山国旅、维尔京群岛(以下简称OCEAN公司)、维尔京群岛(以下简称RESORT公司)在完成受让日本松冈株式会社(以下简称日本松冈)所持的上海九龙山股份有限公司(以下简称上海九龙山)股票后,6个月内共减持上海九龙山A股31,892,500股,减持上海九龙山B股41,716,867股,占上海九龙山股本总额的8.47%,盈利人民币84,436,801.34元、美元21,875,496.15元。上述行为违反了原《证券法》第47条的规定,故依据原《证券法》第195条决定:(1)责成上海九龙山董事会向九龙山国旅追讨短线交易所获收益84,436,801.34元,向RESORT公司追讨短线交易所获利益19,157,936.40元,向OCEAN公司追讨短线交易所获利益2,717,559.75元;(2)对九龙山国旅、RESORT公司和OCEAN公司给予警告,并分别处以10万元罚款。九龙山国旅、OCEAN公司、RESORT公司不服上述行政处罚决定,向证监

〔1〕 本文成文于九龙山国旅案终审判决书公开之时,彼时禁止短线交易的规定系《证券法》第47条。2019年12月28日新《证券法》经第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议修订通过,由第44条承继了旧法规定。主要变化在于:(1)将禁止短线交易的主体范围拓展到了“上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有5%以上股份的股东、董事、监事和高级管理人员”,即将新三板也纳入规制范围;(2)明确了禁止短线交易客体范围包括“配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券”。

〔2〕 参见中国证监会行政处罚决定书〔2011〕54号。

会申请行政复议,证监会于2012年5月18日维持了该行政处罚决定。^[3]

九龙山国旅向北京一中院提起行政诉讼,主张:(1)九龙山国旅买入股票的时间应认定为合同生效之日,即2008年2月28日中华人民共和国商务部批准上海九龙山A股股权转让之日;(2)九龙山国旅买入上海九龙山A股股票是通过协议转让,而非二级市场买卖,故该买卖行为不属于原《证券法》第47条所禁止的短线交易行为;(3)九龙山国旅不存在短线交易的本意及动机。因此请求法院判决撤销被诉处罚决定中针对九龙山国旅的处罚。经审理查明:2007年11月16日,日本松冈与九龙山国旅签订《转让上海九龙山股份有限公司66,254,198股A股之股份转让协议》,协议约定:日本松冈将其持有的上海九龙山66,254,198股A股转让给九龙山国旅,转让价格为每股人民币3.29元,总计为人民币217,976,311元,股份所有权转移日为双方按照上海证券交易所的相关规定在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕标的股份的过户登记手续之日。2008年2月28日,中华人民共和国商务部作出《关于上海九龙山股份有限公司股权转让的批复》(商资批[2008]155号),批准同意前述股权转让行为。2009年1月13日,九龙山国旅完成受让上海九龙山66,254,198股A股的过户登记手续。自2009年3月2日至2009年6月5日,九龙山国旅合计减持上海九龙山A股31,892,500股,成交金额165,390,536.49元,盈利112,582,401.78元,扣除所得税后,净盈利84,436,801.34元。九龙山国旅减持前持股比例为15.25%,减持后持股比例11.58%。一审法院认为,九龙山国旅买入上海九龙山股票的时间应为办理股份过户登记手续之日即2009年1月13日,且股票买入方式和行为人主管动机不影响短线交易行为违法性认定,因此驳回九龙山国旅的诉讼请求。^[4]九龙山国旅提起上诉后被北京市高院驳回。^[5]九龙山国旅向最高人民法院申请再审,再审判决对证监会就九龙山国旅短线交易案所作处罚决定和复议

[3] 参见中国证监会行政复议决定书[2012]12号。

[4] 参见北京市第一中级人民法院(2012)一中行初字第2828号判决书。

[5] 参见北京市高级人民法院(2013)高行终字第3号判决书。

决定以及北京市一中院、北京市高院就该案作出的一审、二审判决予以维持。^{〔6〕}

旷日持久的诉讼使九龙山国旅案受到证券市场的高度关注,最高人民法院的一锤定音也让市场对短线交易行为认定的观望落下帷幕。回顾该案,让九龙山国旅始终意难平的主要争议在于:(1)通过协议转让取得股票是否构成短线交易中的“买入”?(2)“买入”时点应从合同生效之日还是从过户登记之日起算?(3)因买入股票取得持股5%以上股东身份,是否因其6个月内卖出股票而落入原《证券法》第47条的规制范围?(4)没有短线交易的主观故意的当事人是否应当就交易行为担责?最高人民法院的判决对上述争议予以充分的回应与阐释,进一步明确了短线交易违法行为的认定标准,厘清了原《证券法》第47条(新《证券法》第44条)解释和适用的原则和规则,对于相应主体交易合规以及监管执法标准都具有非常重要的指导意义。

二、短线交易行为的规制逻辑

九龙山国旅案的讼争源于证监会认定九龙山国旅减持上海九龙山A股的行为构成短线交易,并依据原《证券法》第47条第1款^{〔7〕}和第195条^{〔8〕}之规定对其作出的行政处罚。新《证券法》第44条承继并发

〔6〕 参见最高人民法院(2015)行提字第24号行政判决书。

〔7〕 原《证券法》第47条第1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5%以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6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%以上股份的,卖出该股票不受6个月时间限制。

〔8〕 原《证券法》第195条规定:上市公司的董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份5%以上的股东,违反本法第47条的规定买卖本公司股票的,给予警告,可以并处3万元以上10万元以下的罚款。

展了旧法第47条之规定。^[9]按照立法文义,所谓短线交易,是指特定主体(上市公司和股票在全国性证券交易场所交易的公司持股5%以上的股东、董事、监事、高级管理人员)将其持有的公司股票在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内买入的交易行为。由此来看,短线交易行为的构成具有三个特点:一是主体特定,即仅限于上市公司和新三板挂牌公司董监高及持股5%以上股东,一般投资者短期内交易股票并不构成短线交易;二是行为特定,即买入后卖出或者卖出后买入的反向交易,方向一致的买卖行为并不构成短线交易;三是期间特定,即仅限于6个月内,超过此期间的反向交易也不构成短线交易行为。从我国证券立法目的来看,立法者对于短线交易持否定评价,并通过民事上的“短线交易归入制度”和行政上的处罚对实施短线交易的主体课以法律责任,即短线交易所得收益归公司所有,且监管部门可对短线交易行为主体给予警告并可并处罚款,由此限制短线交易行为。

我国《证券法》规定的短线交易归入制度,主要是借鉴和移植了美国1934年《证券交易法》16(b)之规定,该规定的主要目的是以“粗略而实际的方法”对可能的内幕交易行为进行规制,^[10]即通过对上市公司内部人的短线交易收益归入公司以及行政处罚等威慑手段,建立内

[9] 新《证券法》第44条规定:上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司持有5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员,将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后6个月内卖出,或者在卖出后6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,证券公司因购入包销后剩余股票而持有5%以上股份,以及有国务院证券监督管理机构规定的其他情形的除外。

前款所称董事、监事、高级管理人员、自然人股东持有的股票或者其他具有股权性质的证券,包括其配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券。

公司董事会不按照第1款规定执行的,股东有权要求董事会在30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1款的规定执行的,负有责任的董事依法承担连带责任。

[10] 参见汤欣:《法律移植视角下的短线交易归入权制度》,载《清华法学》2014年第3期。

幕交易的事先防范和吓阻机制。^[11] 尽管从行为定性上,我们并不能将短线交易与内幕交易混为一谈,但两者有着共同的价值取向,即防止内幕信息知情人利用信息优势从事不公平的证券交易行为。相比于内幕交易规制所着眼的实际发生的违法行为,短线交易规制更加侧重对于可能的内幕交易行为的防范,即将规制的重点移到内幕交易的前端,通过约束上市公司内部人的交易避免内幕交易的发生。

从立法文义,短线交易主体限定为上市公司和新三板挂牌公司董监高以及持股5%以上股东。有学者主张短线交易规制对这类主体买卖股票的限制剥夺了其交易股票的自由,且不问其是否掌握和利用内幕信息而一概予以惩罚,有过于苛责和机械之嫌。^[12] 但事实上,上述主体均为公司内部人,能够高度接近和轻易获取内幕信息,是内幕交易的高危人群。对于这类主体的证券交易行为予以高度关注和合理规制,是防范内幕交易的需要,也是从监管效率的角度出发最为经济的选择。同时,限制这类主体过于频繁地交易其所属上市公司的股票,也与《公司法》第141条对于特定身份的主体股份转让的立法精神相契合,^[13] 作为公司特定人或言内部人,在交易本公司股票时受到一定限制也更有利于将公司利益与个人利益相绑定,并非过度苛求。尤其是从短时间内反向交易股票的行为表现来看,也在很大程度上偏离了常识所理解的价值投资或者对公司长期业绩的预期,若无特殊情况则具有受到内幕信息影响的高度盖然性。至于“短时间”如何界定,我国《证券法》直接移植美国立法中的6个月期间,尽管该期间的确定并无切实证依据作为支撑,但只要能够大致推断内幕信息足以被市场充分消化即可,无须再6个月更为合理或者8个月更为合理的问题上过度纠结。概言之,短线交易规制的核心思路在于通过限制可能获取内幕信息的特定内部人短期内反向交易本公司股票的方式,防范利用内幕信息开展不公平交易的出现。

[11] 参见邱永红:《证券短线交易规制的司法与监管案例实证》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第7卷),法律出版社2015年版,第326~356页。

[12] 参见曾洋:《修补还是废止?——解释论视野下的〈证券法〉第47条》,载《环球法律评论》2012年第5期。

[13] 参见冯果:《证券法》,武汉大学出版社2014年版,第99页。

作出短线交易行为的主体需要承担相应的法律责任,严格的法律责任也是短线交易规制取得预期防范和吓阻效果的保障。就行政责任而言,原《证券法》第195条明确了对短线交易行为可以给予警告和并处3万元以上和10万元以下的罚款,新《证券法》第190条将罚款额度增加到10万元以上100万元以下。行政处罚体现了监管部门对短线交易行为的打击态度,九龙山国旅也正是因为不服证监会给予的行政处罚而锲而不舍地申请复议和提起行政诉讼。当然,区区10万元的罚款并不足以支撑九龙山国旅一直诉至最高人民法院,《证券法》规定的短线交易归入权制度和由此产生的民事责任才是久讼不止的根源。一旦短线交易行为认定成为既定事实,将会导致九龙山国旅因其减持股票所得的84,436,801.34元利润归入上海九龙山。从这个层面来讲,行政责任和民事责任构成了短线交易规制的重要内容。

三、短线交易行为的认定要素

由于原《证券法》第47条之规定相对原则,短线交易行为的认定存在诸多理解上的争议和实践中的标准不一,这也给监管部门和司法机关带来了不少困扰,也不利于短线交易规制主体对交易合规性的判断。最高人民法院再审判决对于九龙山国旅案的盖棺定论,意义不仅仅在于确认了证监会行政处罚的合法性,而且在于进一步明确了短线交易行为的构成要件和认定标准。新《证券法》通过后,短线交易制度的相关规定并未有实质性变化,结合九龙山国旅案再审判决书以及相关司法与监管案例,我们可以进一步厘清短线交易行为的认定要素和标准。

(一) 主体的认定

由于短线交易规制仅针对特定内部人,因此,具备特定身份的主体才是禁止进行短线交易,也才需就短线交易承担相应的法律责任。按照《证券法》第44条之规定,上市公司和股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司董事、监事、高级管理人员以及持有上市

公司股份5%以上的股东是短线交易规制的主体。^[14] 在具体的法律适用和短线交易的构成要件上,主体的认定包括了静态身份认定和动态身份认定两个层面,前者即组织法上的特定身份资格,后者系交易法中的身份与交易的重叠状态。

静态身份认定相对简单,仅需就当事主体在上市公司中的职务和持股状况进行判断。上市公司董事、监事和高级管理人员通常都由股东大会选举和董事会聘任,可以通过公司章程记载和公司聘用文件予以确认,而持有5%以上股份的股东也可通过股东名册进行判断。当然,由于实践中情况的复杂性和多样性,亦有可能存在股份代持、借用账户、联合持股等方式导致名义持有股份未达到5%,但实际持有股份超过5%的股东,对于这类股东实施短线交易行为,司法机关和监管部门往往按照实质重于形式的原则,采用“实际持有”的认定标准予以判断,如南宁糖业案、四川圣达案、东方银星案等。而董监高则由于需要直接参与上市公司经营管理,鲜有有实无名或有名无实的现象,即便存在也可参照“实际持有”按照“实际履职”的标准予以认定。新《证券法》第44条第2款确认了“实际持有标准”,明确了董监高和股东持有的证券“包括其配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券”,反映了立法对静态身份认定需求的积极回应。

动态身份认定则较为复杂且有争议,需要在将静态的特定身份与反向交易的行为结合的基础上予以认定。对此理论上有一端说“两端说”“折中说”之争。所谓“一端说”,即只要买入或卖出的任一时点当事人具有前述静态身份即可认定为短线交易主体。“两端说”则要求买入和卖出时当事人均需具有前述静态身份方可认定为短线交易主体。“折中说”认为董监高因直接参与经营管理,相比于股东更易取得和滥用内幕信息,故对董监高采用更为严格的“一端说”,而对持股5%以上股东采用“两端说”。^[15] 三种学说的核心差异,在于认定短线交易

[14] 股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司主要是指新三板挂牌公司,为方便行文与理解,将其纳入后文“上市公司”表述之中。

[15] 参见邱永红:《证券短线交易规制的司法与监管案例实证》,载郭锋主编:《金融服务法评论》(第7卷),法律出版社2015年版,第326~356页。

主体时是否要求特定内部人身份在反向交易行为的两端同时具备。

美国联邦最高法院在 *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.* 案中就主要股东成为短线交易主体采用了“两端说”的标准,^[16] 法院多数意见认为短线交易认定的基础在于买入和卖出时须同时具备主要股东身份(按美国法规定是持股 10% 以上股东)。在我国,上海市卢湾区法院曾在“华夏建通案”中也确认了股东身份“两端说”的标准,^[17] 认为尽管被告严琳在卖出股票时是持股 5% 以上股东,但其买入股票时并非持股 5% 以上股东,特定内部人身份仅及于反向买卖行为中的一端,因而认定其身份不符合短线交易的主体构成要件。从中美司法实践来看,对于主要股东的短线交易主体身份认定均采“两端说”标准。而九龙山国旅案中,不论是证监会的行政处罚还是一审、二审法院的判决,都认为将九龙山国旅从日本松岗受让上海九龙山 A 股股票取得持股 5% 以上股东身份后 6 个月内减持股票的行为构成短线交易。最高人民法院还正式向全国人大法工委询问并取得明确答复:当事人在买入上市公司股票时不是上市公司董事、监事、高级管理人员,在买入后 6 个月内卖出时具备上述身份的,或者当事人因买入上市公司股票才成为持有上市公司股份 5% 以上的股东,其后又在 6 个月内卖出该上市公司股票的,均应当适用《证券法》第 47 条第 1 款的规定。基于此立法解释,最高人民法院认为九龙山国旅所主张的须先成为 5% 以上股东然后在 6 个月内反向买卖才构成短线交易的主张不能成立。最高人民法院再审判决公开后,理论界和实务界纷纷判断:九龙山国旅案中监管和再审判决结果采取了“一端说”的标准。

就笔者看来,尽管九龙山国旅案在很大程度上与行为模式类似的

[16] See 404 U. S. 418(1972). 在该案中 Emerson Electric Co. 为收购 Dodge Manufacturing Company 于 1967 年 6 月 16 日取得了后者 13.2% 的股份,后因 Dodge 与 Reliance Electric Co. 合并,Emerson Electric Co. 在 8 月 28 日减持 Dodge 股票将持股比例降至 9.96%,并在 9 月 11 日清空全部剩余股票。Reliance Electric Co. 将其诉至法院,请求按照《证券交易法》§ 16(b)之规定认定 Emerson 的两笔交易构成短线交易并就其交易行使归入权。美国联邦最高法院多数意见判断,Emerson 第二笔交易在买入时已不具备持股 10% 以上主要股东身份,不属于 § 16(b)所规定之短线交易行为,因而无须承担将该笔收益归入公司的民事责任。

[17] 参见上海市卢湾区人民法院(2009)卢民二(商)初字第 984 号民事判决书。

华夏建通案得到了不同的认定结果,但与其说将其理解为短线交易认定标准从“两端说”走向“一端说”,倒不如理解为确认了更为严格的“折中说”。虽然立法解释确认了董监高的短线交易主体认定标准适用“一端说”,这其实在杭汽轮B案、兴森科技案等案例中均已成定例。对持股5%以上股东而言,立法解释和再审判决也并未脱离反向买卖交易的两端均须具备持股5%以上股东身份,只是将取得持股5%以上股东的身份效果与买入股票的交易行为结合起来,不要求先得身份再行交易,而是可以同时予以认定。九龙山国旅取得上海九龙山股票的行为,同时具备了两种法律效果:一是发生买入交易的法律效果;二是发生取得股东身份的法律效果。^[18] 因此其在买入股票的同时,实际上也具备了持股5%以上股东的身份。所以,九龙山国旅案其实并未改变对于持股5%以上股东的“两端说”认定标准,只是更加严格地将取得持股5%以上股东身份的买入行为也视为反向买卖交易中的一端,相比于传统理解上的“两端说”更为严格罢了。

(二) 客体的认定

《证券法》第44条是禁止上市公司董监高和持股5%以上股东在短时间内反向交易该公司股票,因此“该公司股票”是我国《证券法》意义上短线交易行为的客体 and 对象。九龙山国旅案中,原告九龙山国旅主张非流通股不属于《证券法》第44条规定的上市公司股票。但从立法文义上解释,第44条并未将非流通股排除在外,尽管因为资本市场改革的历史原因,部分上市公司股票暂未上市流通,但非流通股与流通股具有同样的权利结构和财产属性,也同样是以前股票的形式存在,并且也能够通过协议或拍卖等场外交易方式进行转让,其作为上市公司股票的根本属性与流通股并无二致。同时,从立法目的上解释,第44条着眼于限制具有特殊身份的内部人的特定股票交易行为,核心目的在于防止内幕信息的滥用。不论是流通股还是非流通股,都存在基于内幕信息进行交易的可能性,也都具有6个月期限内完成交易的可能性,

[18] 卢湾区法院在“华夏建通案”中认为一种法律行为只产生一种法律效果,实际上是误解和混淆了买入股票的身份效果和行为效果,这也是该案判决与九龙山国旅案判决结果悬殊的根本原因。

自然也应当落入第44条的规制范围之内。

当然,由于立法的粗放和法律移植时的仓促,原《证券法》第47条仅将短线交易的客体规定为股票。但事实上,美国《证券交易法》第16(b)条所规定的短线交易客体是“权益类证券”(equity security),^[19]而从美国《证券法》中的证券定义来看,显然存在如认股权证、可转换公司债等股票以外的权益类证券。而我国台湾地区“证券交易法”第157条也将短线交易的规制客体明确为“公司的上市股票以及公司发行的具有股权性质的其他有价证券”。^[20]尽管从严格法定主义的角度理解,我国原《证券法》第47条对短线交易的规制客体只是上市公司股票,这可能并不能充分适应在活跃的金融创新下形态日益多样的证券类型,也不能完全实现立法目的。因此,在证券立法修改完善之前,对原《证券法》第47条之理解宜行扩张解释,将可能涉及内幕交易的证券类型都纳入其规制范围之内。

值得肯定的是,新《证券法》第44条对短线交易客体的认定也进行了扩张性的立法确认。一方面,新法将在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的股票纳入短线交易规制的范畴,即将短线交易的规制范围扩展至新三板的股票交易。另一方面,新法将“其他具有股权性质的证券”纳入短线交易规制客体的范围,即短线交易客体将不再仅局限于股票。从这层意义上看,《证券法》修订的逻辑与学界扩大短线交易对象范围的主张是相吻合的,也在一定程度上能够通过立法完善满足扩张解释之实践需求。

(三)行为的认定

短线交易规制的客观行为表现是6个月内的反向交易,从行为构成上,一是有反向买卖的交易要素;二是要在6个月内反向交易的时间要素。我国《证券法》第44条仅规定了“买入后六个月内卖出,或者卖出后六个月内又买入”。但如何解释“买入”和“卖出”则给理论界和实务界造成了一定的难题。在九龙山国旅案中,九龙山国旅通过协议转让方式受让日本松岗所持有的上海九龙山A股是否构成短线交易

[19] Securities Exchange Act of 1934, Section 16(b).

[20] 雷兴虎、温青美:《论公司对短线交易的介入权》,载《法治研究》2017年第3期。

中的“买入”，也是本案的争议之一。也就是说，并非在集中交易市场公开竞价所完成的交易，是否属于第44条所规制的“买入”或“卖出”行为呢？参考美国《证券交易法》3(a)第13项、第14项之定义，买入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。^[21]我国台湾地区“证期局”也将“取得”的界定扩张至因获赠、继承、信托等方式。^[22]而从监管和司法实践来看，也都趋向于按照“交易实质”原则对《证券法》第44条予以扩大解释。例如，在德豪润达案和东源电器案中认定协议转让属于短线交易中的“买入”和“卖出”，在名流置业案、宏达股份案、东华软件案、猛狮科技案等案件中，对于认购公开增发股份、认购定向增发股份、股权激励股票期权行权、可转债发行人交换股票等，都被认定为短线交易中的“买入”或“卖出”。按照实质重于形式的原则，只要能够取得或者出让其持有的股票，不论采取任何形式、是否具有现金对价，都在实质上发生了股权变动和证券持有状态的变化，在这其中都有滥用内幕信息牟取非法利益的可能性。因此，在九龙山国旅案中，尽管九龙山国旅取得上海九龙山A股系通过协议转让取得，但一样具有买入股票的行为外观和法律后果。一审、二审认定其受让行为构成“买入”行为并无不妥。

针对九龙山国旅所主张的应以协议转让合同生效之日而非标的股份过户登记之日作为“买入”时点，该项主张具有明显意图，即通过“买入”时点提前以实现认定反向买卖的时间跨度超过6个月期限，从而因该行为不符合时间要素而无法认定为短线交易。就“买入”行为的法律效果而言，买入将导致标的股票所有权的转移和股票所记载的股权的变更，只有发生此效果才能认定“买入”的完成。同时，由于上市公司股票转让应属要式行为，须在相应证券登记结算机构办理变更登记后才发生公示效力。对此，最高人民法院再审判决指出，上市公司股票转让应以证券登记结算机构的过户登记为准，且九龙山国旅和日本松岗签订的转让协议也明确约定股份所有权转移日是在中国证券登记结

[21] See Securities Exchange Act of 1934, Section 3(a)(13); (14).

[22] 参见林国全：《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》1999年第9期。

算公司上海分公司办理完毕标的股份的过户登记手续之日,因此,无论是法律规定还是当事人约定,案涉股票的转让生效时间即买入时间都应是办理过户登记手续之日,该观点可堪赞同。此外,从合同法的角度分析,九龙山国旅与日本松岗签订的转让协议,也只是发生合同法上的效果,即日本松岗须向九龙山国旅负有依约转让股票的给付义务,而股票转让作为一个独立法律关系,其实现有赖于日本松岗的履约行为即办理过户登记手续。九龙山国旅的该主张,实际上是混淆了合同关系与转让关系。因此,该案中的“买入”时点,确乎应以标的股份过户登记之日即2019年1月13日予以认定,而九龙山国旅自2009年3月2日至6月5日实施减持即“卖出”行为,符合短线交易行为认定的时间要素。

(四) 主观故意的认定

《证券法》第44条的表述中并未对短线交易行为人的主观故意作出要求,因此从文义解释来看当事人只要实施短时间内的反向交易行为即可认定构成短线交易,至于其交易是否存在利用控制优势或信息优势牟取不正当利益的主观意图则在所不论。就该条的立法目的而言,主要是通过短线交易规制对特定内部人可能的内幕交易行为予以限制和吓阻。然而,交易的理由可以是五花八门,缴税、家庭开支等理由都可以成为短期反向交易提供合理性支持,同时,由于交易行为的隐蔽性以及交易决策的主观性等原因,反向交易行为人主观故意的证明难度往往比较大。因此,如果将当事人主观故意纳入短线交易行为的构成要件予以认定,可能会导致短线交易规制的目的难以实现。出于有效规制的考量,结合第44条的文义和立法目的,对于短线交易行为的认定采取客观主义的标准,即无须考虑当事人的主管意图。事实上,美国联邦最高法院在 *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.* 案中也是采用了客观主义标准,即便是有规避短线交易规定的主观故意,只要其行为不符合短线交易构成的客观行为特征,也不能被认定为构成短线交易。^[23] 正如最高人民法院再审判决所言,短线交易构成要件采

[23] See Dudley W. Murrey, *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co. : A Mechanistic Application of Section 16(b)*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 26, 1972, pp. 791 - 799.

取简化的客观判断标准和无过错责任原则,即只要行为人客观上具备第44条规定的特定人员的身份并在6个月限制期内买卖股票即构成短线交易,至于其买卖股票是否具有利用控制优势和信息优势获取利益的主管意图以及实际上是否利用了这些优势,均不是短线交易的构成要件。在监管实践中,监管部门也都是采用了无过错责任原则和客观认定标准,对短线交易行为予以认定和处罚,如金发科技案。^[24] 九龙山国旅案则进一步确认了短线交易的认定无须考虑和证明当事人的主观意图。

余论:九龙山国旅案的启示与《证券法》修订

九龙山国旅案的尘埃落定,其意义并不仅仅局限于平息了证监会和九龙山国旅的行政纠纷,更重要的是从最高司法机关的角度明确了短线交易行为的构成要件,为未来短线交易规制和相关主体的交易行为提供了重要参考和指导。同时,该案也引发了对于《证券法》第44条的重新审思,对该条的解释适用以及《证券法》的进一步完善也无疑具有重要的参考价值。

首先,九龙山国旅案反映了对短线交易从严认定的监管导向。不论是证监会的行政处罚,还是各级法院的判决意见,以及全国人大法工委的立法解释,在九龙山国旅短线交易行为的认定上,对《证券法》第44条都一致地采用了目的解释和扩张解释的方法。对于短线交易的主体的认定采用了“严格的折中说”,即对董监高采用相对严格的“一端说”标准,对持股5%以上股东的“两端说”标准从严解释,即股东身份取得于反向买卖的任何一端亦可认定为短线交易。对短线交易的客体或曰标的,也突破了集中竞价交易的股票之局限。而对于短线交易的行为,也趋于从交易实质的原则以实际持有或者实际交易效果的标

[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,第633~636页。

准进行判断。这些趋势都反映出了监管部门和司法机关在尊重《证券法》第44条立法原意的基础上对于短线交易从严认定的取向,也体现了监管部门对短线交易严格监管的基本态度。

其次,九龙山国旅案反映出了司法裁判监管化的趋势。从司法裁判本身而言,仅是适用法律解决个案纠纷。但在实际效果上,典型案例具有很强的指导性意义。最高人民法院对九龙山国旅案的再审判决,在一定程度上对华夏建通案中卢湾法院的判决进行了修正,重新确立了更为严格的“两端说”标准。最高人民法院的权威判决,将调整市场主体对于短线交易規制标准的预期,以更加明确和严格的短线交易认定标准约束相关主体的交易合规,同时也呼应和支持了证监会对短线交易从严查处的监管导向。尽管在本案中最高人民法院在短线交易主体认定时参照适用了全国人大法工委的立法解释,但就短线交易标的及买卖行为认定上,都自行扩大解释法律并予以认定,体现出了法院作为司法机关行使剩余立法权,^[25]并积极评价和配合监管的趋势。可以预见的是,在未来金融市场多样化交易活动成为常态且因法律制度和监管规则相对滞后而无法有效规制的背景下,司法裁判将越来越多地参与到市场行为的效力判断和权责分配中来。

再次,九龙山国旅案反映出了短线交易违法成本过低的问题。尽管在该案中,九龙山国旅需要就其短线交易行为将所得收益归入上海九龙山而承担较重的民事责任,但其就违法行为所应承担的行政责任受限于原《证券法》第195条的规定,最高只需承担10万元的罚款。该行政处罚与九龙山国旅实施短线交易违法行为所得收益相比明显畸轻,意味着短线交易规制所期待的“吓阻”效果主要来源于民事责任而非行政责任,那么短线交易行政责任的意义聊胜于无。九龙山国旅与证监会缠讼八载,也无非“项庄舞剑,意在沛公”。因此,为了更好地发挥短线交易规制的效果,有必要调整行政处罚力度,以提高短线交易违法成本。

最后,九龙山国旅案反映了短线交易規制立法精细化的制度需求。

[25] 参见王奕、李安安:《法院如何发展金融法——以金融创新的司法审查为中心展开》,载《证券法苑》(第18卷),法律出版社2016年版。

本案之所以存在如此诸多争议,是因为《证券法》第44条过于粗放而导致的大量标准模糊。尽管立法解释和司法裁判能够在一定程度上明晰相关标准,但由于各类金融创新和法律规避行为层出不穷且难以预设,也将给第44条的适用带来诸多挑战。同时,如何避免过于僵化地限制董监高和持股5%以上股东正当交易股票的权利,也是短线交易规制批评者所关注的问题。第44条只规定了证券公司因购入包销售后剩余股票而持有5%以上股份的卖出行为可得豁免,仅以“国务院证券监督管理机构规定的其他情形除外”的兜底条款模糊规定,具体而言,只有证监会在2015年明确的6个月内减持过本公司股票的上市公司大股东及董监高通过证券公司、基金管理公司定向资产管理等方式购买本公司股票的例外情形。^[26]但从总体而言,豁免情形的过于单一且替代机制的缺乏,^[27]导致了特定主体正常交易的通道受限。尽管从法律上讲,九龙山国旅是否具有内幕信息短期反向交易牟取不正当利益的主观故意不影响其短线交易行为的认定,但能否以更加精细和完善的制度设计使九龙山国旅对其交易行为有更清晰明确的预判,或者有相应的豁免途径或替代机制使其合法减持成为可能,都是留给学者和立法者思考的命题。

《证券法》在2019年12月28日的修订中以第44条对旧法第47条进行了细微调整,然而,该修订仅对短线交易主体的静态身份和短线交易客体进行了扩张,而对于目前争议最多、认定最为复杂的动态身份、交易行为以及主观故意等认定标准仍然未形成统一且具体的立法解决方案。尽管我们不能奢望《证券法》的本次修订能毕其功于一役,但毫无疑问的是,就短线交易规制的立法完善而言,《证券法》仍有很大的完善空间。

(编辑:谢贵春)

[26] 参见《中国证监会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》(证监发[2015]51号)。

[27] 例如,汤欣教授提出可考虑采用针对上市公司董监高及大股东持股变动的“事前申报与公开制度”,以形成对短线交易的替代机制,保障其正当交易权利。参见汤欣:《法律移植视角下的短线交易归入权制度》,载《清华法学》2014年第3期。