

# 证券市场信息型操纵认定难点及监管对策研究

陈晨

(上海财经大学法学院, 上海 200433)

**摘要:** 近年来, 伴随着证券市场发展和金融产品创新, 市场操纵行为亦在不断发展演变, 信息型操纵案件数量增多、主体泛化、手段创新, 呈现与其他操纵手段复合化的趋势。在剖析信息型操纵欺诈本质、揭示其社会危害的基础上, 明确主观故意的要素地位及证明方法、类型化分析客观行为模式、完善影响交易价量标准有助于研究解决此类操纵的认定难点, 并提出进一步完善信息型操纵监管规则和法律制度的针对性建议。

**关键词:** 信息型操纵; 抢帽子交易; 蛊惑交易; 信息优势

**Abstract:** Market manipulation evolves with the development of security market and financial innovation. In recent years, the number of information-based manipulation grows, the profile of participants diversifies, and the cases often integrate with other types of manipulation cases. To adapt to the new trend, it helps to analyze the fraud nature of information-based manipulation, expose social harms, clarify the importance of manipulation intent as a criterion as well as the method of proving it, and analyze behavior modes through classification and improve market impact criterion. The paper further makes suggestions on how to enhance regulation towards information-based manipulation.

**Key words:** information-based manipulation, scalping, confusing trade, information priority

**作者简介:** 陈晨, 女, 上海财经大学法学院博士生, 上海市人民检察院金融检察处检察官, 研究方向: 证券监管与证券犯罪。

**中图分类号:** DF438 **文献标识码:** A

操纵行为因其严重影响证券市场公平效率和社会公众投资者信心, 是各国监管和法律规制的重点。近年来, 新型操纵技术含量增强, 发展流变加速, 手法更加隐秘化, 大大增加了市场监管难度, 其中, 信息型操纵频现于我国证券市场, 引发市场和监管的共同关注。

当前, 市场主体和监管、司法部门对信息型操纵的行为性质存在分歧, 而现有证券法律规制更关注于交易型操纵行为中的传统模式, 对信息型操纵虽有规定, 但行为要素和认定标准不够明确; 加之证券行政、刑事证据标准不统一, 行政司法衔接不畅, 更导致信息型操纵行政监管和刑事认定基础模糊、处罚追责案例较少, 亟需更深一步的理论探讨和实务研究。

## 信息型操纵的本质及认定基础

证券市场操纵与交易相伴而生, 与有组织的市场交

易历史同样久远, 信息型操纵也并非新生事物, 1814年英国王室法院(Kings Bench)审理的Rex v. Berenger一案, 被认为是全球首例操纵证券案件, 同时也是一起典型的信息型操纵判例。<sup>1</sup>从本质上看, 市场操纵是一种欺诈行为<sup>2</sup>, 其根本目的是引诱投资者进行相应的证券交易, 而此时的交易价格是由人为设定并非真实市场供求关系形成。<sup>3</sup>信息型操纵也不例外, 操纵者通过制造虚假的交易信息, 导致股价信号失真, 诱骗投资者或潜在投资者进行交易, 其行为破坏证券市场“三公”原则和诚实信用原则, 损害证券市场的资源配置功能, 甚至可能引发系统性风险, 因此必须予以严格监管和打击。

### 一、信息型操纵的理论研究与域外法规制

随着证券市场的发展, 操纵手段也在不断的分化演变, 监管机构和学术领域也逐步认识和关注到信息型操纵, 并对其概念种类、操纵手法和监管规则进行了探索。

### 1. 关于信息型操纵的理论发展

两位美国学者Franklin Allen和Douglas Gale以行为型操纵(Action-based manipulation)、信息型操纵(Information-based manipulation)和交易型操纵(Trade-based manipulation)对操纵进行分类的方法是学术界接受程度较广的结论,其中“信息型操纵”主要指通过发布虚假信息或传播不实传闻的方式来操纵市场。<sup>4</sup>在此之前,Vila就关注到了操纵者卖出证券,散布虚假信息并继而以低价买回证券的操作方式。<sup>5</sup>我国学者对信息型操纵亦有讨论,将其定义为“运用信息手段达到操纵证券价格之违法目的的行为”。<sup>6</sup>

针对信息型操纵行为模式,金融学学者Benabou和Laroque对具有内部信息优势主体进行市场操纵的动机、行为模式和盈利可能性进行了分析。<sup>7</sup>Kose和Narayanan两位学者的研究表明,在针对公司内部人交易的信息披露法规的监管下,掌握信息的内部人可能更有动力以“反向”交易操纵市场而获利。“反向”交易减弱了行为人下一步交易的披露要求,使其在一段时间内保持信息优势(Information Superiority),实施与真实信息相符的正向交易,并足以抵消之前的“反向”交易的损失而大幅获利。<sup>8</sup>Chakraborty和Yilmaz也有类似结论,指出信息交易者不仅会通过其交易的活跃性来隐藏其信息,而且会采取相反的策略来误导其他交易者从而获得操纵股价利润。<sup>9</sup>Van Bommel对散布谣言(Rumourtage)以人为影响证券市场价格并交易获利的操纵方式进行剖析,指出操纵者具有双重获利机会,首先是遵从其信息正向交易,其次是由于明知其信息言过其实,采取反向交易而获利。此外, Van Bommel强调了互联网技术对信息型操纵的影响,认为互联网的运用大大增加了谣言出现和传播的可能性,互联网是网络聊天室、信息组、信息公告栏中谣言的重要孵化器,为具有价格敏感性的信息传播提供便利、提升市场效率的同时,互联网也可能为操纵者提供了新的机会。<sup>10</sup>

### 2. 针对信息型操纵的域外监管实践

美国1934年《证券交易法》第9(a)(3)、(4)、(5)条款对信息型操纵进行了规定,主要针对旨在引诱他人交易而散布或传播特定证券信息的行为。<sup>11</sup>国际证监会组织(International Organization of Securities Commission

,IOSCO)在其2000年发布的《市场操纵的调查与起诉》(Investigating and Prosecuting Market Manipulation)报告中梳理了市场操纵的主要类型,涉及信息型操纵主要为散布虚假信息的行为,即“以有利于散布信息者所持头寸或者意欲进行交易的方向移动为目的,借助媒体或其他手段散布信息影响股价的行为”。<sup>12</sup>

欧盟在其《关于内幕交易和市场操纵的指令》(2003/6/EC)第1条中明确了三种市场操纵行为,其中信息型操纵主要是指利用媒体(包括因特网)散布消息,或通过其他方式给出或可能给出有关于金融工具的虚假或误导性信号,包括散布谣言以及虚假或误导性信号。在其《关于内幕信息定义和公开披露以及市场操纵定义的指令》(2003/124/EC)中,对市场操纵的征兆(Symbol)进行了梳理,这些征兆并非市场操纵的构成要件,但可以为认定操纵行为提供参考和依据,提示监管者关注。

我国香港、台湾地区对信息型操纵都有相应的法律规制。香港地区《证券与期货条例》对披露关于受禁交易的资料和披露虚假或具有误导性资料以诱使交易两类信息型操纵予以规制,而台湾地区《证券交易法》则对散布流言或不实资料的操纵行为明令禁止。

### 二、我国对信息型操纵的现有法律规制

我国的证券市场操纵认定的法律文件及判例主要分为两个层面,第一个层面包括《证券法》、《刑法》以及2010年《最高人民检察院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(以下简称“《追诉标准(二)》”),可以直接作为认定依据;第二个层面包括2007年《证券市场操纵行为认定指引》(以下简称《认定指引》)、刑事判决和行政处罚案例,可以作为认定参考。信息型操纵在证券法、刑法和证券监管规则中均有涉及,主要包括抢帽子交易操纵、蛊惑交易操纵、上市公司高管信息优势操纵等行为类别。

从已有行政处罚和司法判决案例来看,我国信息型操纵多涉及抢帽子和蛊惑交易,而蛊惑交易在行政监管实践中又多以传播虚假信息认定,2015年后开始出现利用信息优势操纵的成案。对比西方学者和监管规则中所关注的“信息型操纵”,我国现今监管语境和法律规范中涉及的“信息型操纵”不完全一致,这主要归因于我国新兴加转轨特殊市场环境下市场操纵现象的复杂性与多

样性，诚如深圳交易所蔡奕先生所言，“信息型操纵”是一种“新兴的复杂的复合型市场操纵模式”<sup>13</sup>，因此在分析我国信息型操纵认定规则和监管措施时，既需要借鉴西方经典文献与理论，亦须总结国内既有案例和执法、司法实践，立足市场发展实际，进行本土化问题研究。

### 三、信息型操纵的发展趋势

随着证券市场发展和技术创新，操纵手段从简单传统向新型复杂进化，信息型操纵近年来呈现出系列新特点：其一，参与信息操纵的主体更加多元化，呈现出“各显神通+紧密合作”的双重特征，一方面各主体的操纵手法与其信息优势和业务特征紧密关联，如证券中介机构和专业人士利用其市场影响力散布信息进行抢先交易，而上市公司内部人则多以信息优势连续交易操纵市场，另一方面不同主体间合谋型、复合型操纵模式频现。其二，操纵者利用信息的种类和手法更加多元，既包括传统意义上的虚假信息、不实传闻，也包括利用真实信息的操纵模式，如制造信息操纵、控制信息发布操纵等，既利用个股信息也利用宏观信息以影响市场。其三，操纵手段渐趋多样化，既有以信息披露为手段的单一性的信息型操纵，亦有信息操纵与交易型操纵复合作用的手段，且手法更为隐秘，上市公司与私募机构联合实施、明暗结合、里应外合特点明显。其四，复合型操纵中，二级市场交易主体和资金来源更加复杂化，操纵者反监管和侦查能力大幅提升，通过学习法律寻找法律规定的灰色地带，并利用分散的账户，复杂的配资链条，使得主体难以确定、资金账户难以穿透、行为难以勾连的问题凸显。其五，操纵动机更为多元，不仅包括典型意义上的谋取非法利益，而且更有大股东或高管减持、股权激励、避免行权、定向增发、抵押融资等不同目的。

新型市场操纵对执法、司法的挑战并非我国证券市场独有，此类现象早在2000年就引起国际证监会组织的高度关注，国际证监会组织强调操纵等违法犯罪行为与市场交易的共生性，提示监管者即使市场操纵的特征和危害逐渐为社会公众认识，操纵动机、手法和机会也会不断的进化。<sup>14</sup>面对日益复杂的市场违法犯罪发展态势，我国的立法现状、执法能力尚存缺陷，须根据市场动向对信息型操纵进行细分研究，并进一步完善监管措施和法律规范。

## 信息型操纵的认定难点

虽然信息型操纵在我国法律规定中已有涉及，监管和司法部门也有一定实践积累，但在性质认定和法律适用中不少问题尚存争议。

### 一、信息型操纵“信息”范围之厘清

信息型操纵中“信息”内涵，是认定该类市场操纵行为的首要问题。不少学者在定义信息型操纵时，主要将其定义为散布传播虚假信息和不实陈述，而本文认为，操纵者亦可能利用真实信息实施操纵，即“信息”包含真实信息。

2007年，学者王明涛以金融学模型证明了基于真实信息市场操纵的可能性，指出明知股票将来投资价值的信息投资者可以利用其信息优势进行市场操纵模式可能性，并指出跟风者是市场出现过度反应、市场效率低的主要因素，而信息寻求者则是推动市场达到有效、抑制市场出现过度反应的主要力量。<sup>15</sup>

实践中，利用真实信息操纵已经出现于我国的证券市场，如上市公司利用自愿性信息披露，将本可一次性披露的利好拆分成若干次披露，或者控制信息披露节奏，在建仓期延迟披露，在股价进入拉升期披露利好，或者选择性披露利好等。在备受社会关注的徐翔案件中，徐翔等人控制上市公司所发布的发布“高送转”方案、释放公司业绩、引入热点题材等利好信息并非完全虚假，而是利用自身较之于社会公众的信息优势，控制信息的发布节奏、选择性披露、或追随市场热点“迎合性”披露，引导社会公众的判断，并辅之以二级市场的配合，克服我国半强势有效市场条件下信息的传播及反馈效率不高，市场噪音众多，单纯依靠信息披露工具实现操纵难度较大的问题，以信息、交易手段联合达到操纵市场的目标。<sup>16</sup>再如抢帽子交易中，通过未披露利益冲突的投资咨询意见诱使投资者按照行为人的预期进行资本配置是认定其违法性的基础，而投资咨询意见本身是否具有虚假性或误导性，并不影响抢帽子交易操纵违法性质的认定。<sup>17</sup>

### 二、主观故意的要素地位及证明路径

行为人主观故意是证券欺诈类违法犯罪行为认定中面临的普遍难点。在认定操纵行为时是否需要证明行为人具有操纵意图(Intent)，在不同国家的行政监管和司法

环境中不同规定，而操纵意图的要素认定主要集中于确定行为人是否有欺诈(Fraudulent Intent)或者误导(Mislead)的意图，而有些则需要证明制造人为价格的意图。<sup>18</sup>

相较于交易型操纵，信息型操纵者多不频繁参与交易，以往根据交易行为和价量影响等客观行为反推操纵者的操纵意图更为困难，加上信息发布者与二级市场交易者联手进行综合性操纵时，进行交易和散布虚假信息的主体分离，如何勾连他们之间的共同故意更是难上加难。但证明困难并不能成为否认主观故意要素地位的理由，在我国的行政监管和司法背景下，绝大多数信息型操纵案件均强调还原完整的信息操纵链条，行为人主观故意是链条上的重要连结点，特别操纵证券市场罪是典型的故意犯罪，刑事认定中证明行为人的主观故意不可或缺。此外，对主观故意的证明是区分操纵市场与其他市场行为的重要标尺。证券市场中，意图改变证券交易价格和交易量的行为是多层次、多样的，从国家调控层面的市场干预行为，至企业经营与并购层面上市公司、股东及高管集中买入卖出以稳定价格、防止价格严重偏离价值的行为，再至市场交易层面资金雄厚投资者的购入行为等，虽然都有影响市场并获利的可能，但行为人的主观意图与行为性质与操纵市场大相径庭，只有明确行为人的主观意图才能将市场操纵与正常市场行为加以准确区分。

从行政和司法认定的技术层面，如何突破主观故意的证明难题值得研究。在行为人拒绝供述的情况下，需要间接证据(Indirect Evidence)或者环境证据(Circumstantial Evidence)的支撑，并合理适用推定原则，从其客观行为推定主观故意，赋予行为人辩驳的权利。司法实践认为，具备正常交易常识的行为人大量地交易某证券时，都应当意识到该交易会影响该证券的行情，也可能意识到该交易会引发其他投资人跟随。但这一认识是否出于不法的目的，需要根据行为方式、行为时具体市场情况等来综合判断。具体而言，信息型操纵行为人的主观故意可通过以下三种途径来认定：第一，分析操纵行为，行为中如直接反映出操纵者通过操纵行为短期获利和降低成本，即可认定其行为的不法。例如，通过推荐抬高股价后，即将股票出售获利了结则可直接证明其不法目的。第二，分析操纵行为时市场环境，操纵者背离了市场行情、公司价值，炒作利好、控制信息发

布甚至伙同其他市场主体连续交易造势，实施抬高、压低价格的行为就可以认定其具备不法目的。第三，分析受操纵的证券价格变化与行为人经济利益之间是否存在某种联系，如证券价格的变化对行为人有经济利益因素，则要求行为人提出合理解释，不能提出合理解释的则认定具备不法目的。<sup>19</sup>在合谋型操纵案件中，行政和司法部门可从以下路径认定不同主体之间主观故意的勾连：明示的合谋证据如合作协议、决议或其他合同安排无疑是最直接的证据；在没有明示证据的条件下，可考虑从资金、股权、身份等方面的关联性，如行为人利用多个账户交易的，要从其交易品种、时间、地点、价格方式等方面证明其交易意图的一致性。<sup>20</sup>

针对近年来市场违法行为发展态势，各个国家和地区纷纷降低了对市场操纵等违法不当行为的立案、起诉和认定标准，以兼顾公正与效率之平衡。如美国2010年《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》及欧盟2013年《反市场滥用条例》均显著降低了市场操纵、内幕交易的认定标准，以“轻率”取代“故意”，把“企图操纵市场”行为纳入监管范围。<sup>21</sup>我国可以借鉴上述做法，在证据标准和证明方法方面增强推定、证明责任倒置等方式的运用，降低执法者和司法者的证明负担。

### 三、操纵客观行为认定之分类讨论

我国法律规定中信息型操纵主要有三种行为方式，包括抢帽子交易、蛊惑交易、利用信息优势单独或联合交易操纵，并出现包含信息型操纵的复合操纵手段。鉴于抢帽子交易和蛊惑交易已有一定的理论研究和案例积累，文章只撷取难点问题加以分析，重点讨论利用信息优势操纵行为。

#### 1. 抢帽子交易操纵

典型的抢帽子交易可以归结为“行为人交易→评价或推荐→影响市场→行为人反向交易”的模式，且行为人未公开其持股情况，认定中仍有两点值得关注：一是抢帽子交易的主体身份限定。我国的《证券法》和《刑法》对操纵市场的主体未进行任何限制，但证监会《认定指引》和《追诉标准(二)》将抢帽子交易操纵的主体限定为“证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员”。上述立法和执法思路主要是基于证券信息和证券交易活动的专业性，有一定的市场机制基础和合理

性，但本文认为抢帽子交易认定中应重点关注特殊身份主体但不囿于上述人员。

二是法律适用方面需要厘清抢帽子交易操纵与利用未公开信息交易行为之间的界限：首先，抢帽子交易中，行为人的行为模式较为复杂，需要先进行证券交易，再通过信息散布、推荐评价影响证券价格，再反向操作获利，是一个设局“请君入瓮”，误导普通投资者判断的完整欺诈过程，而利用未公开信息交易行为人为行为模式相对简单，只须事先得知重大的未公开信息，静候信息公开后便可获利或止损，行为人没有人为影响市场的主观故意；其次信息的本质不同，利用未公开信息交易要求行为人所利用的“信息”应具有与“内幕信息”相当的“重大性”——对证券价格的实质影响力，其虽不属于“内幕信息”范围但具有相同的本质特征，而抢帽子交易中的信息没有“重大性”的要求，可能是不必要的或不需要披露的，甚至是为了误导市场而制造、夸大、炒作的。

## 2. 交易操纵

蛊惑交易典型的模式为：行为人交易→行为人编造或散布虚假信息→影响市场→行为人反向交易。应该说，蛊惑交易是欺诈本质最明显，也是最易理解、最为原始的信息型操纵形态，但以蛊惑交易认定操纵市场的已决案例并不多，其原因主要是证明行为人散布的流言或不实信息的行为和市场投资者判断受影响之间的因果联系较为困难，在特殊主体传播虚假信息的情况下以托底条款处罚更符合诉讼便利要求，因此实践中多以《证券法》第78条编造、传播虚假信息行为作行政处罚<sup>22</sup>，或根据《刑法》第181条编造并传播证券交易虚假信息罪处罚追究刑事责任。

上述认定思路虽有监管与诉讼效率之便利，但蛊惑交易与编造、传播虚假信息行为并不能混为一谈<sup>23</sup>：从主体上看，编造、传播虚假信息主要集中于国家工作人员、传播媒介从业人员等具有一定传播权力和职能的机构、个人，而蛊惑交易的主体为一般主体；就主观目的而言，编造、传播虚假信息行为并未规定行为人的主观故意，是对具有证券信息传播话语权的特殊主体的特别谨慎义务，而蛊惑交易主体需要具有影响市场的主观目标；从客观行为上看，蛊惑交易的主体需要进行相应的

证券交易，而编造、传播虚假信息则无须此构成要件。因此，以编造、传播虚假信息评价蛊惑交易并不能将行为人的主观故意和行为违法性、危害后果评价完全，此问题需要在行政和司法实践中引起重视。

## 3. 利用信息优势操纵

利用信息优势实施的市场操纵行为是近年来证券监管的重点，陆续已有行政处罚成案，并有案件进入刑事程序，在认定中以下问题需要进一步研究。

### 问题之一：信息优势的界定

2007年中国证监会的《认定指引》对“信息优势”的界限进行了阐释，<sup>24</sup>而论及“信息优势”的行政处罚案例目前仅有2015年之后的陈宏庆案<sup>25</sup>和上海永邦案<sup>26</sup>。所谓“信息优势”，可以理解为能够影响公众投资者投资行为和决策的信息，包括公司经营的重大信息、影响证券市场的经济、金融政策和措施、可能影响投资决策的特定股票交易和持仓情况、市场上有影响力的券商、投行、证券机构对证券的评级、分析和价值判断等。<sup>27</sup>利用信息优势实施操纵者往往与上市公司有着千丝万缕的联系，事先获取公司发生重大变化的信息后，利用这些信息操纵市场，甚至是公司的实际控制人，联合公司制造、发布和炒作相关信息，再利用信息操纵市场。

### 问题之二：利用信息优势操纵的法律规定剖析

如前所述，利用信息优势操纵在证券法律和刑事法律中均有涉及，《证券法》第77条规定，利用信息优势交易是指“单独或者通过合谋，利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量”，行为模式是利用信息优势+联合/连续交易，属于连续交易的细分模式，<sup>28</sup>其本质仍是一种交易型操纵行为，已有行政案例也遵循此认定思路。《刑法》第182条也有相对应的条款，明确对“单独或者合谋，集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券、期货市场交易价格或者证券、期货交易量，情节严重的行为”，依法追究刑事责任。

值得关注的是，2010年最高人民检察院、公安部共同颁布的《追诉标准(二)》中，第39条第6项将上市公司及其董事、监事、高级管理人员、实际控制人、控股股东或者其他关联人等特殊主体利用信息优势操纵的行为单独列为可以追究操纵市场刑事责任的情形<sup>29</sup>，此类行

为与前述《证券法》中利用信息优势连续交易是否为一类操纵手法？本文认为两者存在差别，《追诉标准(二)》的规定是在《证券法》的基础上，基于市场发展和违法违规手段的变化，预判到一些具有市场影响力的特定主体单纯利用信息手段影响市场的可能性，不要求行为人具有进行联合或连续交易行为特征，其更关注利用信息手段而非交易手段的操纵模式。

### 问题之三：利用信息优势的行为方式

我国市场中已有上市公司内部人与私募基金、咨询机构和人员内外勾结，打着“市值管理”的旗号操控信息披露节奏和内容，滥用信息优势操纵市场的案例。如宏达新材操纵证券市场案中<sup>30</sup>，上市公司与上海永邦的配合分工非常明显，上市公司负责“找题材、讲故事”，通过跨界重组，频繁重组甚至虚假重组制造炒作题材，未及时披露相关信息，并提供信息、资金等支持。宏达新材在与城市之光进行收购谈判时，股价为3元多，公告收购城市之光股权后，一直到2014年底，股价上涨到11元，后来股价下跌后停牌。停牌后，除千年设计和分众传媒外，宏大新材董事长、总经理、实际控制人朱德洪聘任首善财富(上海)管理中心为顾问，还对医院、手游等并购重组项目进行过咨询论证。上海永邦则通过连续交易和在自己实际控制的账户之间进行交易方式配合，双方共同影响“宏达新材”股价。

除了上市公司联合私募操纵，市场中还有其他“疑似”行为值得关注。如某些险资及相关资管产品的“类举牌行为”<sup>31</sup>，利用了市场公众投资者对于概念股的认知，利用信息披露制度曝光其类举牌股票，吸引资金跟风、制造热点，同时规避了证券法律对被举牌股票的公告及交易规定，在较短时间内获得巨额收益。<sup>32</sup>此类行为表面上利用游戏规则，实则挑战了市场诚信原则，无益于公众投资者利益，并可能涉嫌违法违规，已引起交易所和监管部门密切关注<sup>33</sup>，其行为性质需要进一步的观察和研究，符合市场操纵的行为应依法予以认定。

此外，浑水式做空是否触及操纵市场红线亦值得研究。<sup>34</sup>浑水式做空模式可归结为前期准备(搜寻目标公司、财务信息分析、实地调查等)→制作报告(制作做空报告、操盘手操作、从对冲基金融券等)→发布报告并平仓获利。此种行为是否涉及操纵证券目前还未有监管定论<sup>35</sup>，

笔者认为需要慎重考量。从本质上看，浑水式做空虽然利用自身信息方面优势获利的动机，但其发布的做空报告多具有一定事实基础，客观上推动信息披露，有利于市场和投资者了解上市公司的真实情况，基本上是符合市场“三公”原则，不宜一概归结为市场操纵行为，当然纯粹散布虚假信息的另当别论。其次，浑水做空与抢帽子交易操纵行为存在本质差别。浑水式做空行为表面上与抢帽子交易反向而行，似有“异曲同工”，但究其本质，抢帽子交易是“未揭示利益冲突的欺诈”行为，将此行为纳入操纵条款是为惩治专业机构及其从业人员隐瞒与投资者之间具有明显利用冲突的经济关系<sup>36</sup>，即使立法建议将抢帽子交易的主体进行适当扩展至新闻媒体从业人员，甚至有限度地扩展至具有类似信义义务的荐股主体，仍依赖于信义义务的延伸或传递，与规制该类操纵行为的法理基础并无矛盾。<sup>37</sup>而浑水式做空行为中，未有隐瞒利益冲突的违法属性和核心特征，更缺乏信义关系这一认定利益冲突的前提基础。再次，境外市场中，遭遇浑水式做空而股价暴跌的上市公司股东一般会以集团诉讼的方式维护自身利益，但此类诉讼在我国仍面临法律掣肘，因此相关投资者保护配套建设甚为迫切。

最后需要关注的是，利用信息优势的操纵与内幕交易行为需要廓清，特别是在当前市场操纵呈现出与内幕交易、虚假陈述等证券违法行为结合更加紧密的发展态势之下，对信息型操纵与内幕交易更应从主观意图、行为模式、信息范围等方面仔细甄别，其基本思路可借鉴抢帽子交易与利用未公开信息交易之区别，在此不再赘述。

### 4. 复合型操纵和跨市场、跨境操纵

除了上述基本的信息型操纵模式，目前市场上包含信息优势的复合型操纵行为频现，如连续交易中，行为人利用信息+资金优势连续交易，利用信息+持股优势连续交易；更有甚者，行为人利用信息、持股、资金优势连续交易，并辅以约定交易、对倒洗售等手法，呈现出信息型操纵和交易型、行为型交易多种手段混合操纵行为。究其原因，是因为证券投资者会根据信息对市场的重要性来决定自己的投资行为，其判断标准主要有信息发布的权威性、理论或经验判断、他人评判以及交易行情等，但信息的重要性最终需要以市场行情来判定，信息手段实施操纵行为者多深谙此价格信息敏感性标准，

为了使自己所发布的信息重要性和影响力凸显，多配合以交易。如机构在发布、散布推荐信息、利好消息的信息手段，同时在与具有资金优势或持股优势进行大单买卖或连续买卖拉升股价，在进行证券买卖交易中牟利。

复合型操纵模式由于多种手段集合发力效果更加明显，对监管和司法认定也带来诸多挑战，如信息传播的专家和专业机构与庄家之间合谋的主观故意难以认定；不同类型操纵行为的作用，与股价异动的因果关系难以确定和证明；信息操纵者的法律责任界限不明，是否需要承担其他市场主体操纵行为的法律后果等问题，均需实践中根据个案情况作进一步研讨。

此外，市场监管还应高度关注跨市场、跨境操纵和新型技术手段给信息型操纵的影响，对信息型操纵的手段“升级换代”的发展态势做出预判。当前反市场操纵监管也已经覆盖至股票、股指期货、商品期货、债券利率、市场基准及汇率等领域。跨市场、跨金融产品可能给市场操纵者提供新的手段和获利空间。如在实现期现联动的市场上，传统的抢帽子交易等操纵手法可能发生变革。行为人可以先买入股指期货多头仓位，随后发布散播证券的相关利好消息并进行炒作，在股指期货上涨过程中卖出持有的多头仓位实现盈利。随后，行为人可继续卖出股指期货合约，在期货市场建立空头仓位，T+1日，当信息被市场澄清证明不实，投资者卖出股票导致指数下跌，行为人又可从其股指期货空仓获得利润。<sup>38</sup>

随着金融市场的合作，跨境市场操纵也逐渐浮出水面，2016年证监会就查处了利用“沪港通”交易机制，反向操纵A股的首例案件——唐某博等人操纵市场案。<sup>39</sup>同样，跨境实施的信息型操纵已出现端倪，如2010年11月12日，某国际知名投行向投资者群发出中国股票的邮件，被认为是导致A股市场大跌的导火索之一。<sup>40</sup>此份针对香港市场H股的卖出建议重伤A股，当日上证指数跌破3000关口，跌幅为5.16%，深成指更是下跌7%。如果操纵者在股指期货市场提前部署，则可能从此次波动中获得巨额收益。此外，技术的发展特别是程序化交易包括高频交易可能加速市场操纵等证券违法犯罪行为的“创新”，带来更多的监管和法律适用新问题。

#### 四、证券交易价格和交易量影响认定标准之完善

我国《证券法》中明确，影响证券交易价格或者交

易量，是所有类型市场操纵行为的要件，行为人不仅要有影响市场的行为，如散布不实信息、连续交易、报撤单等，也需要有实际的市场影响力。证监会在其2007年的《认定指引》第14条明确了可认定为影响证券交易价格或者证券交易量的情形，并赋予证监会一定的自由裁量权。2010年《追诉标准(二)》第39条对刑法第182条操纵证券、期货市场案的立案追诉标准予以明确，呈现出两种方式，对于交易型操纵，主要是设定量化标准，而39条第6、7款关于信息型操纵手段认定标准的规定，则针对特定主体，包括上市公司内部人，证券公司、证券投资咨询机构、专业中介机构或者从业人员。对于刑法中“以其他方法操纵证券、期货市场的”兜底条款，追诉标准(二)第8款配套以“其他严重情节”。

已有的证券交易价量影响认定标准存在问题亟需进一步完善。<sup>41</sup>其一，行政监管和司法实践证明，根据量化数据特别是价格和交易量的比重来判断行为人对市场的影响弊端较为明显，难以适应操纵市场行为的发展趋势，在短线操纵、信息型操纵频现的背景下，行为人很少能达到原有持股比例和交易日成交量的要件要求；更为重要的是，明确量化标准的设定可能诱发行为人刻意规避追诉标准的动机，实践中以略低于量化标准进行操作以逃避行政和刑事处罚的现象频现。其二，以主体身份作为认定市场价量影响的标准亦值得商榷，在抢帽子交易等操纵中，以行为人身份来判定其对市场的影响力而无须操纵价量和交易时间的量化标准，体现了对公司内部人和专业机构更高的信义义务的要求，但身份限制可能导致很多涉案金额及获利均特别巨大，影响恶劣的案件难以追究其刑事责任。其三，近年来行为人运用综合性手段实施操纵情况日益增加，但法律规定多是针对单一手段设定其影响市场交易量和股价的标准，甚至对一些新型操纵并未涉及，在行为人实施多种手段，但每种手段均未达到认定标准但非法获利巨大、影响恶劣的情况下，如何认定其对市场的影响尚需明确的法律依据。

针对上述问题，应降低指标硬性要求，放弃持股比例和成交量比例的量化标准，对于采取多种手段或对多只股票进行复合手法操纵的行为，可以适当“累加”价量影响结果进行综合评判，并增设“行为人被证券监管部门两次以上行政处罚，非法获利数额巨大”等情节认定标准。

## 信息型操纵法律规制的对策建议

### 一、进一步完善信息型操纵的证券及刑事立法

如何处理法律现实的日新月异和法律条文的安定性是每个国家立法者需要思考的问题，尤其是在快速发展的证券市场中，证券立法应兼具弹性和包容性，以及对不断衍生扩张的证券违法犯罪行为的应对能力。即使判例法国家，保持法律弹性亦非常重要，美国国会在授权SEC来规范市场操纵时，强调操纵应该是一个具有“弹性”的概念，可以涵盖未来可能出现的，由不诚实的市场运作者想象力丰富而富有创造性的大脑策划出的各种手法。<sup>42</sup>

鉴于此，规制信息型操纵等市场操纵行为应秉持“二分法”：其一，证券法等基本法律规定应该更着眼于市场操纵的行为本质及基本形态，明确跨市场操纵等操纵方式的规制必要性及行为要件，删除不合时宜的量化标准取代以更具实质市场影响的判断标准，并保有兜底性条款以应对具体操纵手段的层出不穷。刑事责任认定中可以从行政违法性和欺诈本质双重路径进一步向社会公众揭示市场操纵行为的违法性和危害性，以更好地保护金融消费者利益和维护市场诚信，充分发挥法律的教育预防作用。<sup>43</sup>其二，建议借鉴海外证券立法经验，授权监管部门及时就市场操纵的具体规则细化完善，明确新型行为的性质、行为要件和影响标准，对市场发展和违法犯罪手段的变化做出及时回应。当前要特别关注程序化交易、高频交易等技术手段影响，并授予监管部门自主认定权力但须详细阐释认定理由，以适应打击市场操纵的实际需要。

### 二、关注市场热点，加强对新型操纵行为的快速反应和监管协同

证券违法犯罪行为的手段随着市场发展和金融产品创新也在不断变化，往往与市场热点形成勾连，对此监管也应与时俱进，不断自我更新，方能有效应对挑战。首先，密切跟踪市场发展，对违法违规行为提早预判，

不断推进监管制度完善，如针对可能涉嫌市场炒作甚至操纵的“类举牌”行为及时问询，并以建立约谈机制、将部分“类举牌行为”纳入信息披露范围等方式予以规制。<sup>44</sup>其次，构建协同作战监管模式，推动证券监管、交易所、银行、网络管理等多部门之间合作。强化交易所一线的监察敏感度，针对新型技术手段“升级”操纵行为的发展，完善大数据智能筛查系统，实现信息披露疑点与二级市场异常交易之间耦合勾连比对的功能建设，提升线索发现效率和行政监察力度。充分发挥自律组织和证券监管部门的工作联动，加强前期账户管理和资金通道的限制，对通道类账户实施“穿透式”监管，要求交易所会员充分掌握资产管理产品或其他通道类产品的重要信息情况，统一机构向自律组织的信息报送标准并推动监管信息共享机制。在此基础上，完善分属不同监管主体的金融产品之间的监管协同，防止行为人利用“监管缝隙”隐藏交易者真实背景，实施违法违规行为。

### 三、进一步加强证券执法司法的有效衔接机制，合力打击预防信息型操纵

在证券业务监管、行政处罚和刑事打击中寻求结合点，优化组合现有各种资源要素，发挥资源共享的最大化作用。加强证券违法犯罪案件的行政和司法部门会商，深化对法律适用、证据标准的共识，加强案件查办的移送衔接。进一步加强财产刑、资格刑对违法犯罪主体的打击和震慑。近年来，证券监管机关和司法部门对操纵证券、期货市场违法犯罪行为的打击和处罚力度不断加大，对操纵证券市场行为屡屡开出天价罚单，以增加行为人的犯罪成本、剥夺其犯罪收益打击预防此类犯罪；目前还需加强禁业处罚的跟进，在司法机关对从业人员定罪量刑后，监管部门尽快对构成犯罪的人员进行相应处罚，剥夺其再犯的资格、能力，有效阻却其他从业人员效仿犯罪。 ■

[基金项目：本文受到2014年国家社科基金重大项目“涉信息网络违法犯罪行为法律规制研究”（14ZDB147）的资助]

## 注释

1. See Louis Loss&Joel Seligman. Fundamentals of Securities Regulation[M]. Aspen Publishers.2004:1122.

2. 对于操纵的本质，有“垄断说”、“引诱说”、“欺诈说”等不同观点，各种观点侧重点不同但并无实质区别，本文采“欺诈说”的立场。

3. Dean Holley. Market Manipulation: The focus on Prevention[J].

Commonwealth Law Bulletin,1993:1927.

4. Franklin Allen &Douglas Gale. Stock-Price Manipulation[J].The Review of Financial Studies .1992,5(3):505.

5. Vila J.L..Simple Games of Market Manipulation[J]. Economics Letters, 1989, (29): 21-26.

6. 陈煜. 证券信息操纵行为理论辨析[J]. 云南大学学报法学版,

2014, (03): 133.

7. Roland Benabou & Guy Laroque. Using Privileged Information to Manipulate Markets Insiders, Gurus, and Credibility[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1992, (8): 21-926.

8. John Kose & Ranga Narayanan. Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations[J]. Journal of Business, 1997, 70(2): 217-247.

9. Archishman an Chakraborty & Bilge Yilmaz. Informed Manipulation[J]. Journal of Economic Theory, 1999, 114(1): 132-152.

10. Van Bommel. 'Rumours'[J]. The Journal of Finance, 2003, 58(4): 1500.

11. 美国1934年《证券交易法》对市场操纵的规制集中体现在第9条(a)项、第10条(b)项以及15条(c)项,尤其是第9条(a)项对操纵市场行为进行了较为全面的总结,成为欧盟、日本等国家地区的反市场操纵立法的重要参照。

12. IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000.

13. 蔡奕. 信息型操纵基本法律范畴分析[C]. 证券法苑. 2016, (18): 65-66.

14. IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000.

15. 王明涛. 于真实信息的股票市场操纵与市场过度反应[J]. 经济经纬. 2007, (01): 144-147.

16. 根据一审法院公布的案情,在2010~2015年,徐翔单独或与王巍、竺勇共同与十三家上市公司董事长、实际控制人(另案处理)合谋后,按照徐翔等人要求,由上市公司董事长或者实际控制人,控制上市公司发布“高送转”方案、释放公司业绩、引入热点题材等利好信息的披露时机和内容,由徐翔、王巍、竺勇利用合谋形成的信息优势,通过实际控制的泽熙产品证券账户、个人证券账户择机进行相关股票的连续买卖,双方共同操纵上市公司股票交易价格和交易量,在股价高位时,徐翔等人将通过大宗交易接盘的公司高管减持的股票、提前建仓的股票或定向增发解禁股票抛售,从中获利。参见徐翔、王巍、竺勇操纵证券市场案一审公开开庭审理[EB/OL].[2017-2-7].http://news.sohu.com/20161206/n475059987.shtml

17. 有关行政处罚案例,参见中国证监会行政处罚决定书[2011]4号(邓晓波、邓思源)、中国证监会行政处罚决定书[2008]44号(武汉新兰德、朱汉东、陈杰)、中国证监会行政处罚决定书[2008]42号(汪建中)。

18. IOSCO, Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000.

19. 陈幅宽. 金融证券犯罪疑难问题析解[M]. 中国检察出版社, 2009: 75.

20. 蔡奕. 信息型操纵基本法律范畴分析[C]. 证券法苑. 2016, (18): 71.

21. 两地证监会首次联手研训打击新型市场操纵[EB/OL].[2017-2-6].http://news.xinhuanet.com/2016-11/18/c\_129369067.htm.

22. 中国证监会行政处罚决定书[2015]20号(王之所)。

23. 有观点认为《证券法》第78条就编造、传播虚假信息行为的禁止性条款即为关于蛊惑交易的规定,对此笔者不能认同。参见朱锦清. 证券法学. 北京大学出版社, 2011: 222-223.

24. 根据2007年《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引(试行)》第19条第1款规定,信息优势,是指行为人相对于市场上一般投资者对标的证券及其相关事项的重大信息具有获取或者了解更易、更早、更准确、更完整的优势。

25. 中国证监会行政处罚决定书[2015]43号(陈宏庆)。

26. 涉及利用信息优势的刑事判决较行政案件更早,如中科创业案等。

27. 陈幅宽. 金融证券犯罪疑难问题析解[M]. 中国检察出版社, 2009: 76.

28. 《证券法》第77条:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场:(一)单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或者证券交易量;……”

29. 《追诉标准(二)》第39条:“操纵证券、期货市场,涉嫌下列情形之一的,应予立案追诉:……(六)上市公司及其董事、监

级管理人员、实际控制人、控股股东或者其他关联人单独或者合谋,利用信息优势,操纵该公司证券交易价格或者证券交易量的;……”

30. 中国证监会行政处罚决定书[2016]33号(上海金力方股权投资合伙企业、朱德洪、李世雷)。

31. 所谓“类举牌行为”,即指短期内(一般3个月以内)通过二级市场集中竞价交易购买上市公司股份接近5%(含一致行动方)。现有证券法律对举牌者(持股达5%)已建立了相应的约束机制,如应在发生3日内报告监管部门并通知上市公司公告,其间不得买卖该上市公司股票,但是对于接近于5%而未达的“类举牌者”却没有任何约束制约机制,使得“类举牌者”往往精准持股接近于5%的“举牌线”,并得以回避公告,降低交易行为曝光度,在增持减持行为上免受举牌带来的诸多限制。

32. 参见《证券法》第86条以及2014年修订的中国证监会《上市公司收购管理办法》第13至16条等法律法规条款。

33. 赵一蕊. 上交所监管问询击要害恒大系明确举牌梅雁吉祥意图[N]. 上海证券报, 2016-11-6.

34. 所谓“浑水”式做空,是指浑水研究公司(Muddy Waters Research)、香橼(Citron Research)等做空机构先对相关上市公司基于市场理由特别是财务上的瑕疵进行最大限度的放大,进而引起投资者的恐慌,然后利用恐慌效应引起的股价下跌从中获利的做空模式,其中可利用的财务理由包括远高于同业的毛利率、隐瞒或收入严重依赖关联交易、可疑的主要股东和管理层股票交易、审计事务所信誉不佳、复杂难懂的超过商业实际需要的公司结构等等。此类做空的主战场原本在北美资本市场,随着我国融资融券、转融通、股指期货等业务的开通,“浑水”式做空的魅影也开始出现在港股甚至境内市场。如2012年8月10日和8月13日,张裕A和中信证券两股分别暴跌,有投资机构大举提前布局加重融资筹码,随后发布利空消息并做空获利,2016年12月,辉山乳业、中国信贷等港股红筹股遭遇做空。

35. 吴黎华. 证监会再次书面答复:“浑水”式做空是否合法无明文规定[N]. 经济参考报, 2013-7-18.

36. 刘宪权. 操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用——抢帽子交易刑法属性辨正[J]. 中外法学, 2013, (06): 1196.

37. 如《证券法》第78条对于传播媒介从业人员明确了真实客观传播证券市场信息的义务,新闻出版总署和证监会在2010年《关于印发〈关于加强报刊传播证券期货信息管理工作的若干规定〉的通知》[新出联(2010)17号]中也对新闻媒体记者报道证券市场信息提出了具体的规范要求,说明该类主体对社会公众承担了防范利益冲突的准信义务。参见汤欣,高海涛. 操纵市场行政处罚案例全景观察[C]. 证券法苑2016, (18): 59.

38. 邢精平. 跨市场操纵模式与监管[M]. 科学出版社, 2014: 172-173.

39. 首例沪港通跨境操纵案告破家族团伙累犯“现形”[EB/OL]. [2017-2-6]. http://money.163.com/16/1121/04/C6CC26VC002580S6.html.

40. 某国际投行操纵股指牟利[EB/OL].[2017-2-6]. http://news.163.com/10/1202/15/6MTK75E200014AED.html.

41. 鉴于本文所论及的信息型操纵,不仅包括利用纯正的信息手段影响市场交易的行为,也可能涉及信息型操纵、交易型操纵复合模式,因此对上述两种认定标准均进行讨论。

42. Poser, N. Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions[J]. University of Miami Law Review. 1986, 40(3): 672.

43. 当前,我国刑法中设置的金融欺诈犯罪主要是非法占有型的金融诈骗罪,缺少虚假陈述性型的金融欺诈的罪名,无法完成对金融秩序的严密保护。如前所述,市场操纵的本质就是欺诈,包括操纵证券市场、内幕交易、利用未公开信息交易等证券犯罪,行为人所采用的制造散布虚假信息、不实披露信息、隐瞒应披露的信息等行为,本身就是一种虚假陈述型的“欺诈”行为,刑事认定中应从违法前置行政法律法规和欺诈的双重路径,充分揭示证券犯罪行为的社会危害性。

44. 如建议将未达到5%持股标准但已经成为第一大股东的股权变动纳入信息披露范围。