

试论信息型操纵的违法性及防控对策

高海涛*

摘要:信息型操纵的事实要素同时符合违规信息披露、内幕交易等违法行为的客观要件,又与抢帽子交易、蛊惑交易等传统信息型操纵的行为模式具有一定的相似性,违法性和操纵本质难以准确把握。特别是近年来监管部门严厉惩处的以市值管理名义实施的新型信息型操纵,其构成要件及认定逻辑,还需要社会各界给予更多的研究和关注。这既有利于定纷止争,提高监管部门打击的准确率和执法信心,也有利于推动市值管理制度的具体业务指引尽快出台。

关键词:信息型操纵 认定要件 违法性 综合防控

一、信息型操纵的类型演化

在证券市场中,通过合法或非法的方式控制资金、信息、技术、经营决策权等资源优势,是操纵证

* 嘉实基金管理有限公司稽核部职员。

券交易价格和证券交易量的行为得以实施的前提。随着证券市场的发展和交易机制的创新,操纵行为复杂多变,但大致仍可分为交易型和信息型两大类。^[1] 交易型操纵利用资金、持股或技术优势进行欺诈性的证券买卖行为。广义的信息型操纵则凭借对证券市场价格具有重要影响信息的“话语权”优势,不正当的影响市场潜在参与者的交易决策进而操纵证券交易价量。本文所探讨的信息型操纵,指上市公司董事、监事、高级管理人员或控股股东、实际控制人等通过控制上市公司信息披露事项,操纵证券交易价量等形式,但非传统抢帽子交易和蛊惑交易的操纵行为。

(一) 庄股时代:利用信息优势仅是交易型操纵的辅助手段

1993年国务院《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称《证券欺诈办法》)和1996年中国证监会《关于严禁操纵证券市场行为的通知》(以下简称《操纵通知》),在对操纵行为定义时均提及“利用其资金、信息等优势操纵市场”,但规范文件中所列举的信息优势操纵主要指散布谣言、制造和传播虚假信息等蛊惑交易手段,本文所讨论的信息优势操纵只能通过“利用职务便利、人为地压低或抬高价格”或兜底条款进行规制。^[2]

1997年《刑法》和1999年《证券法》在列举的连续交易操纵条款中,首次将利用信息优势与资金、持股优势并列,打击利用所知悉的重要信息进行连续买卖操纵的情形,^[3]只是未阐述“利用”“信息优势”等要素的认定依据。2007年之前,操纵市场的案例主要是“长线集中操纵”坐庄模式,行为人利用巨额资金、高比例持股优势,长期控制上

[1] 传统的证券操纵分类方法如 Allen 和 Gale 在 1992 年提出的基于信息的操纵 (information-based)、基于行为的操纵 (action-based) 和基于交易的操纵 (trading-based),近年来随着高频交易技术和金融衍生品市场的发展,又出现了技术优势型操纵和跨市场操纵等分类。

[2] 有观点认为,利用职务便利操纵证券期货市场,主要是证券期货交易所、证券期货经营机构及其从业人员,利用手中掌握的证券期货委托、报价交易等职务便利,人为地压低或抬高证券期货价格的行为。参见最高人民法院法律政策研究室、中国证券监督管理委员会法律部编著:《证券期货犯罪司法认定指南——最高人民法院公安部关于证券期货犯罪案件追诉标准精释》,中国人民公安大学出版社 2009 年版,第 76 页。

[3] 周正庆等主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社 2006 年版,第 194 页。

上市公司流通股的大部分交易,甚至上市公司直接炒作本公司股票价格,进行任意拉抬打压。即使操纵者事实上对于上市公司重大经营决策和信息披露事务具有较大影响力,但连续交易拉抬、约定交易、洗售交易等手法的异常性、违法性极端突出,客观上忽视了对利用信息优势操纵违法性的认识。

例如,中科创业案,^[4]操纵者将上市公司康达尔更名为中科创业,并通过披露研发高科技产品、企业重组等“利好”消息的方式影响股票交易价格,被法院认定为利用信息优势进行连续交易的手段。同期查处的亿安科技案,操纵者利用资金持股优势控盘流通股 85% 的同时,还控制上市公司发布炒作“高科技”“电动车”“新能源”“纳米技术”等概念的信息,^[5]各种消息的出现时机与二级市场交易的节拍十分吻合,但法院没有认定利用信息优势操纵的情节。

但庄股案件中频频出现的上市公司利好信息炒作的情形,一定程度推动了法律适用部门对信息型操纵的行为模式和违法性的关注。2007 年证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《操纵指引》)在连续交易操纵章节中首次详细规定了“利用信息优势”的含义和认定标准。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》)第 39 条第 6 项首次单独将“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”作为一种操纵行为的追诉情形予以规定。上述立法活动在信息型操纵的认定上具有一定前瞻性,为 2015 年以来连续查处信息型操纵的行政处罚和刑事案件提供了法律基础。

[4] 北京市第二中级人民法院(2002)二中刑初字第 541 号,北京市高级人民法院(2003)高刑终字第 275 号。

[5] 中国证监会关于广东欣盛投资顾问有限公司、广东中百投资顾问有限公司、广东百源投资顾问有限公司、广东金易投资顾问有限公司违反证券法规行为的处罚决定(证监罚字[2001]7 号)。参见李菁:《谁在操纵亿安科技?》《亿安集团进出亿安科技始末》,载《财经》2001 年 6 月 5 日,http://www.360doc.com/content/10/1105/16/142_66872069.shtml,2017 年 9 月 10 日访问。

(二) 市值管理时代:上市公司题材炒作背后的畸形“股价管理”

2014年5月国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称新国九条)正式提出鼓励上市公司建立市值管理制度。但实践中缺乏具体规则和业务指引,合法市值管理与操纵市场、内幕交易等违法行为的边界尚未厘清,合规性难以把握。随后,证监会重点打击了上市公司为配合大股东、高管减持等需要,控制信息发布的内容和时机,以所谓“股价维护、市值管理”的方式进行信息操纵的违法行为。^[6] 2015年以来,证监会陆续披露了陈宏庆操纵“国贸酝领”案、上海永邦操纵“宏达新材”案、鲜言操纵“多伦股份”案、彩蝶资产操纵“恒康医疗”案,以及首例追究刑事责任的徐翔案等。^[7] 现有案例具有以下特征:

1. 信息类型多为上市公司业务转型发展的热点题材

上市公司应当披露可能对证券交易价格产生较大影响的重大事件,《证券法》列举了18类重大信息,但信息型操纵者所利用的主要是涉及上市公司业务转型的重大投资信息。如上海永邦案,主营业务为化学原料制造的宏达新材收购城市之光、千年城市等项目,涉及园林景观和城市规划工程;鲜言案,主营业务为房地产开发的多伦股份更名“匹凸匹”并获得P2P网站域名授权的事项,涉及互联网金融业务;彩蝶资产案,主营业务为中药研制的恒康医疗收购医院、研发牙膏等事项,涉及大医疗、大健康产业;徐翔案,虽然也有“高送转”“业绩预增”等上市公司经营业绩的利好信息,但更多的是“乙肝疫苗”“石墨烯”“手机游戏”“在线教育”“机器人”“PPP”“上市公司+PE”等公司转型升级的热点题材信息。这些市场追捧的题材概念与涉案上市公司原有主营业务有较大的差异,甚至是跨行业领域的经营方针的转变,具有极大的不确定性和业绩估值的想象空间。

[6] 《证监会通报近年来市场操纵案件的执法工作情况》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201410/t20141031_262775.html, 2017年9月10日访问。

[7] 相关案件的主要事实参见中国证监会行政处罚决定书[2015]43号(陈宏庆)、[2016]32号(上海永邦投资有限公司、朱德洪、杨绍东等4名责任人员)、[2017]29号(鲜言)、[2017]80号[蝶彩资产管理(上海)有限公司、谢风华、阙文斌]以及青岛市中级人民法院刑事判决书(2016)鲁02刑初148号。

我国资本市场的结构以中小投资者散户为主,对上市公司经营范围重大变化、业务转型、行业并购重组等题材事件格外关注。操纵者为了迎合市场需求而人为制造发布相关信息,利用公众对上市公司信息披露真实性、准确性、完整性的信任,极易让普通投资者对公司未来经营业绩和发展前景产生错误认知,从而诱导其投资决策判断。

2. 操纵主体多为上市公司内部人与外部机构合谋实施

上市公司股价变化直接影响到控股股东的增减持股份计划和资本运作的成本收益,也关系到高级管理人员的业绩考核和激励结果。从信息型操纵案例看,行为主体均是掌握重大经营决策权和信息披露事务主导权的上市公司董监高和控股股东、实际控制人。一方面是应当披露的重大事项的实际决策者或执行者;另一方面是信息披露事务的管理者或组织者,相对于普通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。例如,鲜言案中,鲜言不仅是多伦股份实际控制人、董事长、法定代表人,同时还担任董事会秘书及涉案关联公司的实际控制人和法定代表人。其不仅直接绕过上市公司董事会决策程序启动公司名称及经营范围变更的相关事宜,还在相关信息初步形成时,隐瞒相关信息,未及时告知上市公司进行信息披露,俨然成为上市公司信息披露工作的幕后话事人。

由于证券法规对上市公司内部人员买卖本公司股票设置了许多时间窗口限制和信息披露要求,公开的披露又会直接影响到市场投资者的估值判断和投资情绪,越来越多的案件中出現内部人员与私募、咨询顾问等中介服务机构合谋实施信息型操纵的情形。外部机构不仅能提供各种“市值管理服务”的方案并协助实施,还能为控股股东减持、回购股份甚至二级市场买卖股票提供配套融资服务,从而达到隐蔽内部人员交易痕迹、减少交易成本、提高违法收益的效果。

3. 主观意图从配合交易拉抬向直接操控信息影响股价演变

在陈宏庆案、上海永邦案、徐翔案等案例中,操纵者作为上市公司大股东和实际控制人,天然具有资金和持股优势,同时控制他人名义证券账户连续交易或洗售交易直接拉抬股价,短期内效果明显。但是在股价缺乏基本面支撑点或资金出现调配困难时,依靠上市公司发布重大信息配合,可以起到四两拨千斤的效果。两种方式密切配合,在特定

的市场阶段同时并用,或者一方为主导,另一方辅助配合,可以最大化的节约资金成本,提升操纵的效果和成功率。

但在鲜言案、彩蝶资产案等案例中,操纵者只是通过控制重大信息的披露时点和内容,即达到影响股价的目的,其间从事的相应证券交易只是谋取非法利益的实现手段。如彩蝶资产案,实际控制人阙文彬为了能够在“恒康医疗”股价不低于20元/股的情况下顺利减持股票筹集资金,控制上市公司连续披露收购三家医院、“DYW101”项目研发和“独一无二牙膏”等利好信息,实现“恒康医疗”股价上扬的目标后迅速减持2000万股,其间并未伴随连续交易或洗售、虚假申报等其他交易型操纵手法。这类案例中,上市公司所发布的信息是当时极易受到市场资金炒作追捧的热点题材。如从传统行业向健康医疗、手机游戏、在线教育、互联网金融等领域的并购转型,信息披露后股价往往连续上涨,操纵者就可以顺利实现高价减持,无须再耗费时间、资金按照传统操纵模式进行建仓、拉抬、出货。

二、信息型操纵的认定——能否摆脱认定连续交易操纵的束缚

信息型操纵虽衍生于现行证券法律的连续交易操纵条款,但如前文所述,法律适用部门也站在更为独立的角度来视察其独立性和特殊性。目前已披露处罚的信息型操纵案例,虽然伴随有二级市场的集中买卖拉抬股价或大额减持的情形,但均按照《证券法》关于连续交易操纵条款定罪处罚。而信息型操纵的主观意图、行为模式表现出来的复杂性、综合性,不仅与蛊惑交易、抢帽子交易等其他操纵手法存在关联,还与内幕交易、虚假陈述等其他违法行为存在某种程度的牵连竞合。能否根据“以其他手段操纵证券市场”的兜底条款认定为一种新型的操纵手法,关键在于其违法性特征能否为连续交易操纵或其他的操纵手段所完整评价。

(一) 操纵本质:利用信息优势诱导投资者决策以影响股价

现行证券法律并未明确“操纵”的本质内涵。但从早期《证券欺诈办法》和《操纵通知》的定义来看,主要体现在制造证券市场假象,诱导

或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定,扰乱证券市场秩序,即“制造虚假的证券交易量和证券交易价格,对不特定的投资者的欺诈行为”的基本特征。^{〔8〕}证监会也在处罚案例中明示,^{〔9〕}认定某个交易行为是否构成市场操纵,主要是依据交易行为本身是否具有操纵性、异常性、违法性,如行为人交易方式是否违背了正常投资者的交易逻辑,是否制造股票交易活跃的假象,诱使其他投资者跟风买卖,造成个股价格异动,主观上是否具有人为影响股价诱骗投资者的欺诈意图。

对于信息型操纵而言,正是利用普通投资者对于上市公司强制信息披露制度的信任,人为控制发布虚假信息或不及时发布信息,导致投资者据以形成对证券价值的错误认识,相应的投资决策产生了虚假的供求关系,从而操纵证券交易价量。彩蝶资产案,证监会认为当事人通过“加强”信息披露,将恒康医疗正在做的对股价有提升的项目向市场披露来进行“市值管理”,是行操纵股价之实。鲜言案,证监会反复强调,鲜言明知多伦股份既无从事互联网金融的实力,也无实质的业务开展,仍利用中小投资者对公司名称变更、经营范围变化等重大事件的关注,利用公众对上市公司所披露信息的信任,通过发布更名系列公告,误导投资者认为公司所从事业务与金融服务业相关,误导投资者相信公司将转型发展金融服务业,误导投资者对公司前景、公司价值的判断,具有明显的操纵意图。

从市场欺诈理论来看,法律规范固然无法确认市场操纵对投资者的直接欺诈,但对价格信号的干扰与信息内容的编造,意味着其对资源配置所信赖的整个信息市场进行欺诈。^{〔10〕}在公开、透明、自由竞争的市场环境下,证券市场价格由与其真实价值有关的所有市场信息决定,而强制信息披露制度是防范欺诈和确保市场价格自由形成的基石,也是投资者能够充分自由做出投资决策的依据。可见,行为人利用

〔8〕 周正庆等主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第194页。

〔9〕 中国证监会行政处罚决定书(涂忠华、王伟力、薛文聪等5名责任人员)[2015]89号。

〔10〕 刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质结构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014年第11期。

信息优势欺骗、误导市场参与者的投资决策判断,是证监会认定信息型操纵的操纵意图的主要因素。

(二) 违法性体现: 滥用优势地位控制信息披露

从目前的信息型操纵案例看,争议的核心焦点在于当事人是依法进行信息披露事务还是控制信息披露的节奏和内容。操纵者通过掌握信息披露事务的优势,使内部信息成为按照预定的期间和效果诱导投资者买卖证券的有效工具。正是因为操纵者滥用其对上市公司信息披露事务的优势地位,控制上市公司信息披露的内容和节奏,进行不真实、不准确的信息披露诱导投资者,成为信息型操纵违法性的主要特征,也是认定操纵主观意图的重要事实。

1. 控制信息披露的节奏: 人为提前或延后披露重大信息

按照信息披露制度规定,上市公司应当及时披露与证券市场价格有重大影响的信息。但通过控制信息披露的时点和节奏,比如提前或延后披露各类信息,集中披露利好信息,将利空信息推迟到与利好信息同时披露,或者推迟利空信息的披露以避免冲击利好信息的影响等。一方面可以控制信息公开后影响股价的时间点,让操纵者掌握交易的主动权;另一方面可以适当调节信息公开后对股价的影响力大小。上海永邦案中,证监会认为朱德洪策划收购城市之光、千年设计等并购重组活动,形成了一系列对股价产生实质性影响的重大信息,但一直未及时让宏达新材披露,实质是刻意控制相关信息以寻找最佳的披露时点。鲜言案中,操纵者将名称变更事项推迟到与获得 P2P 网站域名特别授权的事项同一天披露,强化放大了对投资者的刺激效果。彩蝶资产案中,独一味牙膏实际研制完毕的实际早于研发进展的公告时间 2 年以上,通过选择时点披露相关研发进展,增加操纵期间重大利好信息的披露密度。此外,上市公司通过提前或延后确认收入、费用等方式进行利润调节操控业绩,进而按照设定的业绩数据向社会披露,实际也是控制重大信息披露节奏的变种形式。

2. 控制信息披露的内容: 故意披露虚假不实、误导性的信息

信息披露义务人通过对所披露内容进行不真实记载、遗漏重大事项,作出不完整、不准确陈述,是致使或者可能致使投资者对其投资行为发生错误判断的主要因素,从而通过误导投资者来操纵证券交易价

量。鲜言案,多伦股份并未实质开展互联网金融业务时,却公告称“为使公司名称能够体现公司的主营业务”而将名称变更为“匹凸匹金融信息服务(上海)股份有限公司”,在 www.p2p.com 网站正在筹备、尚未开始运营的情况下,公告却称“可以使公司在互联网金融行业处于领先的竞争优势”,实质是在互联网金融题材大热期间,利用上市公司发布过度夸大、渲染给公司业务带来的影响的公告。彩蝶资产案中,恒康医疗一方面没有完整、准确披露收购三家医院的对价情况,隐瞒有关补偿款的情况,表面上降低了收购成本,增强了投资者对收购事项收益的预期;另一方面没有真实、准确披露“DYW101”项目研发情况,项目子公司仅为名义参与方,却在公告中夸大了其研发能力。另外,上市公司通过控制信息披露的方式,如提前在其他媒体平台或针对部分群体披露信息,或披露与公告内容不一致的信息,实质也是信息内容控制的另一种表现形式。

3. 信息披露违规之外的信息优势滥用情形

信息型操纵案例目前主要是操纵者通过故意进行信息披露违法行为实施市场欺诈的效果。对于控制上市公司信息披露的节奏或内容来说,操纵者自然比信息公开披露日的投资者具有更早、更准确、更完整知悉的优势,获取的信息更充分全面,在选择交易的时点和方向时与市场其他参与者处于明显不公平的地位。在操纵者的主观意图难以直接证明的现实困境下,通过人为制造上市公司信息披露违法的外在形式,尤其是明知控制信息披露节奏和内容会出现诱骗投资者的结果时仍然蓄意推行实施。则其提前或推迟信息披露时点,通过恶意造假、隐瞒真相等方式披露虚假不实信息的行为,是认定或推定其操纵主观意图的重要事实,也大大降低了监管部门的证明难度。所以证监会在处罚决定书中会不厌其烦地阐述上市公司信息披露时点和内容被人为操纵的种种表现。

但如《操纵指引》所规定,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,并不以信息披露违法为前提。其所列举的对证券市场有显著影响的证券交易信息、在证券市场上具有重要影响的投资者或者证券经营机构的信息,理论上同样可以成为信息优势

的利用对象。对于上市公司无强制信息披露义务的其他信息的不当利用,如果可以达到诱导投资者做出非真实的意思表示欺诈市场的效果,或者充分证据能够证明行为人借此信息优势改变证券的市场价格变化的主观意图,同样可以认定行为的操纵属性。

如陈宏庆案,当事人作为新三板挂牌公司国贸酝领的董事长、实际控制人,在连续大量买卖“国贸酝领”的同时,通过查阅股东名册的方式知悉包括做市券商在内所有股东的持股情况。由于新三板市场交投并不活跃,通过及时掌握股东名册投资者的持股变动信息,一方面可以判断该股票交易参与者的投资风格;另一方面可以结合自己的大量买卖、主动买入之后的跟风交易的参与者信息,全面了解市场的情况,评估操纵者连续交易拉抬的效果,以便及时调整操纵策略。实质通过利用掌握股东持股信息的优势地位,更加有效地提高了交易拉抬操纵的效果,节约了交易成本和资金资源。但这种信息优势的利用,由于无法通过公开信息披露的方式直接诱导投资者,更多时候是实施交易型操纵的一种配合方式,其独立性要明显弱于控制上市公司信息披露的方式。

(三) 行为模式:与其他违法行为的竞合和区别

1. 与上市公司信息披露违规的关系

信息披露制度立足于建立信息公开的市场环境,保障投资者决策自由。虚假陈述和信息型操纵,均可从市场欺诈理论解释违法性本质。上市公司信息披露违规行为,无论基于故意或过失,均会制约市场投资者平等、公平的获取重大信息,使真实信息失去时效性和预期的影响力。而信息优势操纵的主要手段即是控制上市公司信息披露的时点和内容,必然出现上市公司未按规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏的衍生结果。但信息型操纵中的信息披露违法,明显是信息披露义务人有意为之,欺诈投资者的主观意图明显。

鲜言案中,证监会在认定鲜言利用信息优势操纵市场的同时,另案也对多伦股份信息披露违法违规行为进行处罚,^[11]鲜言指使、组织上

[11] 中国证监会行政处罚决定书[凹凸凸金融信息服务(上海)股份有限公司、鲜言][2017]51-52号。

市公司发布系列更名公告,在更名及经营范围变化的事项初步形成时未及时告知上市公司,因“控制”情形构成信息披露违法并被处以120万元罚款。但在同期处罚的上海永邦案、彩蝶资产案中,同样存在人为操纵信息披露的内容和时点的情形,证监会没有再追究上市公司信息披露的法律责任。上市公司信息披露违规与信息型操纵的方法与结果的牵连关系,证监会出现了数罪并罚和从一重罪处罚的两种认定方案。

本文就两类案件中信息披露违法的情节做了简要分析,试图分析两种认定方案的可能考虑因素:

(1)鲜言案所涉及事项对投资者投资判断的影响更大。上海永邦案延迟披露收购城市之光项目,彩蝶资产案涉及的收购医院、“DYW101”项目研发和独一味牙膏项目,在当时的市场环境下虽然一定程度影响了投资者对投资判断的影响,但对股价的作用效果有限。^[12]而鲜言案,在互联网金融为当时市场资金炒作热点的背景下,向投资者传递出确定性的转型发展金融服务行业的信息,足以误导投资者对公司前景、公司价值产生错误认知,结果股价连续6日涨停,偏离中证互联网金融指数涨幅达47.8%。

(2)鲜言案的信息披露义务人主观恶性更重。虽然信息型操纵案件中的信息披露义务人均有滥用信息优势欺诈市场的主观故意,但对信息优势的利用仍存在着积极操控、顺势而为甚至放任发生等不同意志状态。鲜言案中,在明知转型发展金融服务业务存在高度不确定性、无任何转型发展基础、无真实发展意图的情况下,仍利用中小投资者对公司名称的高度关注,使用“金融信息服务”、与热门概念“P2P”发音高度接近的“匹凸匹”等字样,误导、欺诈投资者的主观故意直接而明显。并且鲜言作为多伦股份实际控制人,在未经公司董事会批准的情况下,擅自启动事实存在重大误导的事项,直接指使、组织上市公司发布系列公告误导投资者,公司治理和内控决策机制形同虚设。

证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》曾提及上市公司

[12] 例如,上海永邦案中,宏达新材在延迟披露的信息公开后第一个交易日(2014年4月29日)反而跌停。彩蝶资产案,在三个事项披露的期间(2013年6月7~28日)股价涨幅只有8.9%。

信息披露违法违规与其他违法行为竞合的处罚原则,^[13]因配合操纵市场以及其他可能致使信息披露义务人信息披露违法的行为,如果信息披露违法责任能被其他违法行为责任所吸收,认定其他违法行为为行政责任、刑事责任能更好体现对违法行为的惩处,似乎可以不再对信息披露违法进行单独处罚,但规则中并未明确并罚或从一重处理的适用情形。

2. 与蛊惑交易操纵的区别

蛊惑交易的行为人编造并传播虚假不实的重大信息,诱使投资者从事相应证券买卖,从而影响证券交易价量。我国证券法律的操纵条款均未明确规定蛊惑交易操纵,虽然有观点认为《证券法》第78条和《刑法》第181条实际是有关散布虚假信息操纵的规定,^[14]但执法实践更注重编造传播虚假信息违法行为的规制。^[15]基于证券信息规范传播的监管理念,着重防范掌握信息传播话语权的特定人员和证券经营机构扰乱证券市场秩序。^[16]当然,随着互联网、自媒体的发展繁荣,证监会查处的编造传播虚假信息案件也逐渐打破了传统传播媒介身份获得影响力的主体限制,行为主体除宣泄不满或扩大自身影响力之外,更有可能基于影响证券交易价格的意图,甚至将造谣传谣作为信息操纵、上市公司“伪市值管理”的手段。^[17]

从利用信息诱骗投资者交易到信息披露时所呈现的虚假不实或误导性情形,信息型操纵与蛊惑交易的行为模式和欺诈效果均有相似性。从规制理念来看,信息型操纵更侧重于上市公司信息披露制度的规范性和有效性的破坏,直接作用于证券交易价格的形成机制。蛊惑交易

[13] 《信息披露违法行为行政责任认定规则》(证监会公告[2011]11号)第14条第3项。

[14] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第222~223页。

[15] 从早年的李定兴交易“苏三山”案[湖南省株洲县人民法院(1997)株法刑初字第230号]、王之所交易“湖南发展”案(证监罚字[2015]20号)等类似蛊惑交易操纵的情形,都按照编造传播虚假信息给予定罪或处罚。

[16] 汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究——行政处罚案例的视角》,载《当代法学》2016年第4期。

[17] 《证监会积极应对新媒体时代执法挑战·坚决打击编造传播证券期货虚假信息行为》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201610/t20161014_304593.html,2017年9月3日访问。

操纵则聚焦于社会媒体和专业机构的信息规范传播,更强调维护证券市场的公开、公平的信息传播秩序。

3. 与内幕交易的区别

我国规制内幕交易的法理基础结合了信赖关系理论和市场公平理论的优点。^[18]虽然限制了内幕信息和知情人员的种类范围,但上市公司生产经营之外的重大信息也可能被禁止利用交易,^[19]加之不断扩大泄露和非法获取内幕信息的认定情形,证监会实际采取任何人“披露或戒绝交易”的原则。信息型操纵所具有的信息优势地位,使其成为天然的内幕信息知情人员,在利用信息优势影响股价并交易牟利的过程中,也可能构成内幕交易行为。

上海永邦案,2014年3月初,宏达新材收购城市之光的事项尚未公开披露之前,朱德洪因商谈大宗交易合作而提前告诉上海永邦的董事长、实际控制人,上海永邦随后于4月15~17日买入“宏达新材”127万股。4月29日宏达新材公告收购城市之光事项,上海永邦随即卖出117万股。但证监会并未单独追究朱德洪泄露内幕信息、上海永邦内幕交易的法律責任,只是认定为双方合谋利用信息优势连续买卖操纵股价的事实之一。

鲜言案中,多伦股份更名重大信息推迟披露的6个交易日内,鲜言连续净买入“多伦股份”1788万股,日均净买入量远大于前期集中资金优势、持股优势连续交易操纵时的3倍,利用内幕信息抢先交易牟利的动机明显。但其在信息公开后的两个交易日内,非但没有采用利用内幕信息牟利的方式在信息公开时反向卖出实现获利,而是在涨停价买盘远大于卖盘的情况下,大量以涨停价申买“多伦股份”并频繁撤单然后再申报。两天实际买入量均为零,通过虚假申报操纵烘托股价,进一

[18] 内幕交易中的信赖关系理论,以信赖义务为基础,认为公司内部人知悉内幕信息后买卖股票图谋个人私利,是违背受托人的信赖义务。内幕交易中的公平交易(或称健全市场)理论,主张投资人有平等获取资讯的权利,以维护证券交易的公平,凡知悉内幕信息者均应当公开信息或者戒绝交易。参见赖英照:《股市游戏规则:最新证券交易法解析》(下),中国政法大学出版社2014年版,第445页。

[19] 光大证券内幕交易案,认定的内幕信息属于对180ETF成份股对应的180家上市公司的证券价格、证券指数等衍生金融产品价格和投资者判断决策均有重大影响的市场交易信息。

与投资者存在明确的信赖义务关系,如为保证诱骗投资者的效果,同样不会真实披露其事先买卖或持有相关证券的情形。

此外,《操纵指引》所禁止利用的信息优势,包括能够对普通投资者的决策产生影响的评价,与抢帽子交易做出的公开荐股信息有所重叠。上市公司内部人甚至可能利用或与投资咨询机构合谋发布评价信息影响证券交易价格。如在接待证券投资咨询机构或机构投资者调研路演时,有意“无意”地泄露上市公司的敏感经营数据、业绩指引预测、外延并购计划等信息,投资经理据此进行相应的交易,研究员据此作出公开的评价推荐或投资建议。或者在研究员向上市公司求证、核实相关信息时,提前知悉了该证券研究报告的发布时间、观点和结论。证券投资咨询人员或者民间炒股达人、网络大V、黑嘴等还可能与上市公司合谋,按照操纵者的授意,对证券的价值、投资评级、市场走势等内容发布投资建议。证监会处罚的部分连续交易操纵案件,就试图将这类具有一定社会影响力的非专业机构人士通过博客文章推荐股票的行为认定为操纵市场。^[22]但究竟其属于利用信息优势的连续交易操纵还是抢帽子交易操纵,仍可以进一步研究讨论。

三、余论——信息型操纵的综合防控

(一) 加强上市公司信息披露事务管理

信息型操纵者利用公众对上市公司信息披露真实性、准确性、完整性的信任,诱导投资者决策进而影响证券交易价格,说明公司内部经营决策机制和信息披露管理制度存在重大缺失。加强信息披露事务管理,一方面应健全上市公司治理,让股东会、董事会和监事会等决策和

[22] 2011年处罚的袁郑健案(证监罚字[2011]42号),证监会认为“在持有富临运业股票的情况下发表博客文章推荐富临运业股票。由于袁郑健连续交易数量较大……博客文章阅读次数较多……上述行为违反了《证券法》第七十七条关于禁止操纵股票价格的规定”。2015年处罚的涂忠华案(证监罚字[2015]89号),证监会认为“相关人员组织……股吧荐股炒作等情形,能够证明其主观上具有人为影响股价诱骗投资者的欺诈意图,也足以认识到其行为的操纵性、异常性及违法性”。

步制造更名信息的重大性和利好性的假象。最终在股价进一步上涨的惯性中择高清仓全部持仓股票,比纯粹利用内幕信息公开后对股价的刺激作用卖出而获得更高的收益。内幕信息不仅提供了优于不知情投资者的交易先机,更是诱导投资者跟风交易和放大操纵证券交易量效果的工具。

因此,内幕交易的行为模式主要是行为人知悉占有对证券价格具有重大影响的未公开信息时,抢先于不知情投资者进行交易,从而获取更大的收益或规避更小的损失。内幕信息的形成、发展到公开披露,不以行为人的意志为转移,行为人也无须参与或主动干预。信息型操纵者利用筹划实施具有股价影响的重大事项的决策权,不仅可以直接制造任何所需的内幕信息,同时可利用掌握信息披露事务的管理权,使内幕信息在人为控制的时点发布,在内幕信息披露前后进行交易配合。抢先于不知情投资者进行交易牟利并不是其直接和最终目的,而是希望内幕信息成为按照操纵者预期的期间和效果诱骗投资者进而影响证券交易价量的有效工具。

4. 与抢帽子交易操纵的区别

抢帽子交易时,证券公司、证券咨询机构等专业中介机构及其从业人员,事先未披露其买卖或者持有相关证券的事实,对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价、预测或者投资建议,诱使投资者从事能引起其所期待的价格波动的交易行为,从而通过反向交易牟取不当利益。确认抢帽子交易的操纵属性,实为惩治中介机构及其从业人员隐瞒与投资者之间具有明显利益冲突的经济关系。^[20]但在投资者判断分析能力不足、跟风炒作投机性强、风险意识较弱的中国市场环境下,抢帽子交易操纵主体可能扩展至其他具有类似信赖义务的荐股主体。从业身份已经不是认定抢帽子交易操纵的前提,^[21]转而强调有影响力的荐股行为与买卖牟利的联动关系。信息型操纵者多为上市公司内部人员,

[20] 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》,载《中外法学》2013年第6期。

[21] 《证券法修订草案二次审议稿》(2017年4月)第94条:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量:……(六)对证券及其发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易。……”

监督机制真正发挥作用,避免“一股独大”或“内部人控制”,降低操纵者利用控股地位、决策影响力随意筹划实施对上市公司生产经营、未来发展具有重大影响事件的违法空间。

另外,在信息披露直通车机制下,上市公司通过自愿性信息披露方式发布各种不确定、软约束但又有股价敏感性的战略合作框架性协议,涉及市场热点但描述夸大空间、风险揭示不充分,带有通过信息披露维护和拉升股价的动机。沪深交易所应充分发挥一线监管职能,深化“刨根问底式”监管,严把信披监管第一关,加强对“忽悠式”“类借壳”“双高类”重组的监管问询的频率和力度,刺破讲故事、炒作题材的伎俩,督促上市公司充分、完整、准确、及时的披露信息,为投资者理性决策、审慎交易提供时间和空间,从而限制操纵者控制上市公司信息披露影响证券交易价量的可能性和危害性。

(二)加强市值管理的合法性边界管理

市值管理的核心是价值管理而不是价格管理,是长效的战略管理机制而不是短期的价格操纵。从现有的信息型操纵案例看,当事人多是借“市值管理”之名,行操纵股价之实。操纵者以市值管理制度的政策鼓励为掩护,将短期的直接操纵股价代替长期持续内在价值的实现,将高价减持、股价涨跌的价差收益代替上市公司持续稳健经营的股权增值和分红收益。另外,实践中缺乏市值管理的具体规则和业务指引,实务部门和理论学界对于合法市值管理与操纵市场、内幕交易等违法行为的边界并无成熟、明确的认定标准,操纵者难免侥幸心理,在巨额利益和法律风险间试图铤而走险。

证监会虽然多次公开强调上市公司要树立正确的市值管理理念,不能通过概念包装、题材炒作等方法影响股价短期涨跌。^[23]但对于监管部门鼓励的再融资、分拆分立、股权激励、股份回购、大股东减持增持等长期价值管理的资本运作工具,如何在实际运用时避免触碰虚假披露、内幕交易、市场操纵等“高压线”,还需要进一步明确监管政策操

[23] 参见2014年11月19日《庄心一副主席在2014凤凰财经峰会圆桌论坛上的演讲》,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201411/t20141126_264115.html,2017年9月24日访问。

作指引予以规范。市值管理的主体应当仅限于上市公司自身,大股东、实际控制人、公司高管等主体实施市值管理应当限制特定种类、方法和条件,私募资管、咨询服务等机构不能直接参与、知悉或影响上市公司市值管理的措施。此外,监管部门应明确上市公司实施市值管理的基本要求,如不得非法借用关联方账户或以他人名义进行证券交易,市值管理计划应当充分、完整、及时的披露,在重大事件敏感期、定期报告窗口期等法定禁止交易的时期应戒绝交易,同时不得采用连续买卖拉抬、特定时间操纵、洗售交易、约定交易等方式影响股价,主动降低市值管理行为对短期市场价格的冲击和投资者决策判断的不正当影响。

(三) 加快操纵市场立法规范的发展

虽然法律实务部门一直在研究起草操纵证券期货市场刑事犯罪司法解释,但涉及部门较多,且新的操纵手段层出不穷,共识的形成需要不断研讨交流。证监会近年来持续加大稽查执法力度,针对上市公司信息披露案件、炒作次新股等恶性操纵案件、内幕交易案件等市场热点开展专项行动,对市场形成有力震慑,及时遏制了违法行为的蔓延,也积累了丰富的执法经验。

越来越多的新型操纵手法的违法性特征通过行政处罚案例得到认定,证监会在处罚决定书中充分阐述执法态度和认定思路,为市场参与者和理论学界提供了对照评判、分析研究的基础。但信息型操纵的操纵意图、行为模式的认定,其存在的独立价值与必要性,如何与抢帽子交易、蛊惑交易形成相互补充、各有侧重的规则体系,与内幕交易、信息披露违法行为竞合时的处罚原则,还需要通过证监会的规范性法律文件进行系统化的梳理,明确执法和处罚标准。同时应将行政处罚的实践经验尽快充实吸收进操纵市场刑事司法解释起草工作,以更加开放的态度讨论,形成不同法律适用部门之间的共识,才能使信息型操纵这类新型、复合型的证券违法行为得到准确、有效的打击,也是践行证券监管执法的依法、全面、从严理念的应有之义。