

操纵证券市场犯罪要素认定的 司法观察*

陈 晨**

摘要:市场操纵的本质是证券欺诈行为。行为人只有在具有人为影响或扭曲证券市场价格的主观故意时才可能触犯操纵证券市场罪。法律规制和行政执法应避免以特殊身份或地位限定操纵主体范围,但可以采取主体类型化的适当区分认定思路。当前对操纵期间和操纵违法行为数的认定标准尚不统一,刑事追诉存在量化标准僵化、缺乏针对综合型操纵情节严重的标准等问题。应有条件地适用刑事推定以解决对合谋故意的司法证明难题。司法者宜遵循欺诈性和行政违法性双重路径,方能更全面准确地认定操纵证券市场犯罪。

关键词: 欺诈 操纵目的 主体 刑事推定
双重路径

近年来,市场操纵违法犯罪行为成为学术研究和行政监管的关注点。当前,连续交易、约定交易、

* 本文系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”(项目编号:14ZDB147)的阶段性研究成果。

** 上海市人民检察院金融检察处检察官,经济学博士。

对倒洗售等传统市场操纵类型已经难以涵盖市场不断出现的新型操纵,信息型操纵、跨市场操纵、滥用程序化交易操纵的案例陆续出现。新型违法犯罪手段对市场监管和司法审查提出了诸多问题和挑战,需要在对操纵犯罪基本问题正本清源的基础上,针对新型手段进行具体研究方能有效应对。本文立足于司法实务,撷取典型案例,对操纵市场行为认定要素进行分析,并对相关理论作进一步的探讨。

一、操纵证券市场犯罪本质之剖析^{〔1〕}

操纵与交易相伴而生,与有组织的市场交易历史同样久远,最早可以追溯至16世纪的安特卫普金融市场。关于操纵证券市场行为的本质,“欺诈说”在很长时间内占据着学术观点和监管法律规制的主流位置。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,^{〔2〕}法官在判决中认定被告以不实流言为手段造成的非自然价格,即构成对公众的诈欺行为。^{〔3〕}美国在1933年《证券法》制定之前,适用普通法上的“欺诈理论”,即操纵者制造虚假的交易信息或散布虚假的公司信息,以诱导他人参与交易。^{〔4〕}美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》亦将操纵市场与内幕交易、虚假陈述等行为归结为证券欺诈行为,法院在判决中也将市场操纵定

〔1〕 本文主要是针对《刑法》第182条操纵证券、期货市场罪的法律适用和证明标准等问题的研究,鉴于该罪名是选择性罪名,虽然证券市场与期货市场中的操纵行为本质相同,但市场机制、操纵手法存在较大差异,受篇幅所限,本文主要针对操纵证券市场罪展开,仅在阐释特定问题时援引操纵期货市场犯罪的案例。

〔2〕 拿破仑战争时期,英国伦敦证券交易市场的行情随着战争局势变化而起伏不定。被告人de Berenger等人,于1814年2月21日上午,身着军装在曼彻斯特宣布拿破仑已死,联军占领巴黎的消息,导致国债价格一路狂升,被告人及其朋友收益颇丰。但事后证实该消息为谣言,国债大跌,对英国伦敦证券交易市场造成较大影响。被告人de Berenger等人因无正当理由共谋抬高国债价格,致该日高价买入的投资者蒙受损失而被起诉。

〔3〕 Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Aspen Publishers, 2004, p. 1122.

〔4〕 陈建旭:《证券犯罪之规范理论与界限》,法律出版社2006年版,第9页。

性为“通过控制或人为影响证券价格以误导或欺诈投资者的故意行为”。〔5〕

随着讨论的深入,学者对操纵本质提出不同意见,如有学者认为市场操纵行为虽然与欺诈领域相关,但从法律的角度分析其并不完全属于欺诈,〔6〕并提出了“垄断说”〔7〕“引诱说”“操纵说”〔8〕等不同观点。总体而言,学者对操纵市场欺诈本质的质疑主要基于两方面的理由:一是操纵证券市场行为不符合欺诈(或称诈骗)行为〔9〕的经典构造。〔10〕学者认为,在操纵证券市场中,存在操纵或人为控制的市场行情亦是真实出现或发生过的市场行情,行为人并未虚构事实隐瞒真相,只是对事实背后的价值判断作出虚假陈述即意见欺诈。从主观故意方面来看,难以确认行为人是否具有非法占有证券市场中其他投资者财产的目的;从资金交付方面来看,在证券网络交易系统中,无法确定涉嫌操纵行为主体的交易对手方,更无法证明交易双方具体的接触以及被害人的精确损失数额。二是传统欺诈犯罪的自然犯特征与操纵证券市场罪

〔5〕 Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 US 185, 199 (1976).

〔6〕 汪建成、孙远:《自由心证新论》,载《证据学论坛》2000年总第1卷。

〔7〕 持“垄断说”的学者认为,操纵证券市场行为本质上是一种人为制造的价格垄断行为,是指少数人以获取利益或者减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或者滥用职权,影响证券市场价格,制造证券市场假象,诱导或者致使普通投资者在不了解事实真相的情况下做出证券投资决定,扰乱证券市场秩序。参见朱亚芬:《操纵市场行为的法律规制》,载《财经问题研究》2003年第9期。

〔8〕 持“操纵说”的学者具体表述略有差别但实质基本相同,如提出市场操纵犯罪的实质是金融商品操纵与市场资本操纵的独立运作或者叠加操作。或强调滥用证券市场的优势或者影响力,人为控制或者影响证券市场行情,破坏证券市场正常供求秩序和自由竞争机制,进而损害投资者的合法权益,才是操纵证券市场行为的本质特征和实质危害,也是各国立法和实践均对操纵证券市场予以严格规制的根本缘由。参见刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014年第11期;田宏杰:《操纵证券市场行为的本质及其构成要素》,载《国家行政学院学报》2013年第3期。

〔9〕 根据陈兴良教授对诈欺和欺诈的考据,欺诈与诈欺字序不同,从含义上来说并无区别。基于我国刑法罪名中均采用“诈骗”一词,为保持用语统一,本文中将以诈欺与诈骗通用。参见陈兴良:《金融诈欺的法理分析》,载《中外法学》1996年第3期。

〔10〕 犯罪学意义上的欺诈行为的基本构造是:行为人的欺诈行为—被害人产生错误认识—被害人基于错误认识而交付(处分)财产—行为人获得或是第三者获得财产—被害人遭受财产损失。

法定犯特征不匹配。学者认为,欺诈的刑事违法性本质源自行为道德上的可谴责性或者罪错性。而操纵证券市场罪作为典型的法定犯,其犯罪性是由法律规定的,如果将操纵证券市场的本质归为欺诈,则“等于将市场操纵等资本市场犯罪刑事责任的根基回归至与传统财产犯罪相一致的道德谴责与否定”。^[11]

关于操纵证券市场行为本质,笔者仍倾向于“欺诈说”,下面从经济学和法学两个角度对学者的质疑予以剖析和回应。

(1)从经济学角度分析,为了维护证券市场公平,有效市场中的证券价格应是对证券市场供求关系平衡的反映,价格的形成点应为市场出清,即处于或趋向于供求相等的一般均衡的状态。但存在市场操纵的情况下,操纵者无论采用散布虚假信息,或是采取对敲、洗售等交易手段,制造特定证券交易活跃度、供求关系及技术形态趋势变化等假象,均是对证券市场价格的人为影响和扭曲,使其背离由自由竞争所形成的真实价格,是对市场公平、干净和高效的严重破坏。换言之,若存在操纵行为,投资者们观察到的虽然是市场中现实发生过的交易价格和交易量,但此价格并非市场机制形成的真实价格,而是在操纵力量下被扭曲的虚假价格,是一种人为控制的“表演”,这显然是对市场其他投资者的欺诈。

(2)从法学的角度分析,首先,认为操纵市场不符合欺诈行为典型构造的观点是对金融欺诈的狭隘化理解。事实上,金融欺诈可以分为非法占有的金融欺诈和虚假陈述的金融欺诈,前者以非法占有财物为目的,在金融业务活动中虚构事实或者隐瞒真相并非法占有财物;后者以非法获取利益为目的,违反金融法规,在金融业务活动中虚构事实或者隐瞒真相,以非法获取利益。^[12] 贷款诈骗罪、票据诈骗罪、集资诈骗罪等金融诈骗类罪是典型的以非法占有为目的的欺诈行为,而证券犯

[11] 刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014年第11期。

[12] 陈兴良:《金融诈骗的法理分析》,载《中外法学》1996年第3期;徐澜波:《我国刑法应以金融欺诈罪代替金融诈骗罪》,载《政治与法律》2007年第2期。

罪基本上都是虚假陈述的欺诈行为。^[13] 与非法占有的欺诈存在明显不同,证券欺诈“都不是直接从被害人手中获取利益,而是要通过利用资金信息等优势或滥用职权、操纵市场、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的决定,从而使其获得利益或者减少损失”。^[14]

其次,关于证券犯罪作为典型法定犯违法性基础的问题。一方面,如前所述,金融欺诈涵盖非法占有和虚假陈述两种模式,其违法性基础并不局限于传统诈骗犯罪作为自然犯的道德可谴责性,虚假陈述型欺诈犯罪是以违反行政法为前提的,属于法定犯。另一方面,近年来学者提出了法定犯的常性与超常性问题,^[15]法定犯的相对性等问题,^[16]实际上均反映了法定犯的自然犯化趋势。证券市场中,随着投资者教育的深入,社会公众对证券违法犯罪本质和市场危害性的认知不断加深,司法者对证券犯罪归责不仅援引法律、行政法规的禁止规定,也会得到越来越多的社会道德心的回应和支持。因此,将违法性基础作为批判“欺诈说”的理由是难以成立的。

之所以要对操纵证券市场行为的本质进行探讨,是因为其是剖析操纵证券市场行为主观故意、客观行为乃至刑事违法性的指引,这在后文中将作详细论述。在此仅举个简单的例子,“抢帽子”交易是一种较为典型的信息型操纵行为,主要规制券商、证券咨询机构、专业中介机

[13] 根据学者分析,证券诈欺可以有广义、狭义之分。广义的证券诈欺是用明知是错误的、虚假的、欺诈的,或是粗心大意制作的,或不诚实地隐瞒了重大事实的各种陈述、许诺或预测,引诱他人同意收购或买卖证券的行为,这种行为大多被各国法律规定为犯罪行为,其内容实际上包括了操纵市场行情、违反信息披露等。而狭义的证券诈欺仅指欺骗客户,即欺骗客户的行为人利用与证券投资人进行交易的机会或利用其受托人、管理人或代理人地位,通过损害投资人、委托人、被管理人或被代理人的利益而进行证券交易,或以虚假陈述诱导顾客委托其代为买卖证券,企图由此获取经济利益或避免损失,或其他不忠实履行其作为受托人、管理人或代理人应尽义务的行为。参见顾肖荣主编:《证券违法犯罪》,上海人民出版社1994年版,第93页。

[14] 苏惠渔等主编:《市场经济与刑法》,人民法院出版社1994年版,第538页。

[15] 所谓法定犯的超常性,是指对于法定犯来说,不能凭借普通民众的常识、常理、常情直接进行入罪判断,法定犯的判断是超然于常性之上的。法定犯的超常性仍然建立在常性的基础之上,只是不能和常性直接对接。参见胡业勋、郑浩文:《自然犯与法定犯的区别:法定犯的超常性》,载《中国刑事法杂志》2013年第12期。

[16] 游伟、肖晚祥:《论法定犯的相对性及其立法问题》,载《法学家》2008年第6期。

构及其工作人员利用其专业优势地位与市场影响力,发表对股票或市场的评论看法,并进行反向操作获利的行为,是典型的“看多做空”行为。而近年来,市场对另一种做空行为——浑水式做空行为的本质存在争议,有观点认为应将其认定为“抢帽子”交易予以刑法规制。^[17]

笔者认为,浑水式做空表面上与“抢帽子”交易有相似之处,均包含利用自身信息优势获利的动机,但究其本质,浑水式做空所发布的做空报告多具有一定事实基础,从其行为方式上是典型的“看空做空”行为,其表达的观点与实际行动是相符的,表里如一,不存在欺诈,当然纯粹散布虚假信息的另当别论。就其客观结果而言,“看空做空”行为有利于推动信息披露,有利于市场和投资者了解上市公司的真实情况,基本上是符合证券市场“三公”原则,不宜将其视为市场操纵行为。由此,从市场操纵行为的欺诈本质入手,即可将浑水式做空行为与“抢帽子”交易等市场操纵行为划出明显界限。

二、操纵目的要素地位之厘清

根据我国《刑法》第 182 条操纵证券、期货市场罪的法条表述,该罪的主观要件是直接故意,即行为人明知自己的行为会操纵证券市场,即制造虚假交易价格和交易量的结果,而积极追求这一结果发生。目前仍存争议的是,操纵目的是否是犯罪故意的构成要素?可以具体分成三个问题讨论,即操纵市场犯罪主观故意是否包含犯罪目的,若包含,犯罪目的具体内容是什么以及其证明路径。

(一) 犯罪目的必要说抑或不必要说

对于证券市场犯罪目的要素地位的争议,主要源于 2006 年颁布的《刑法修正案(六)》删除了《刑法》第 182 条原条文中“获取不正当利

[17] 所谓浑水式做空行为,是指机构应用专业优势深入研究股票,发现高估股票,融券卖出股票,之后发表“卖出”或“强力卖出”之类看法的研究报告与投资建议,股价下跌后低价买入平仓实现盈利。在美国做空网站主要包括香橼(citron)、浑水(muddy waters)、Geo Investing、Alfred Little 以及匿名分析(anonymous analytics)等,其中浑水和香橼在国内最有影响力和知名度。

益或者转嫁风险”的规定,对此便有观点认为,“行为人不管采用什么手法,也不问其主观动机是什么,只要客观上造成了操纵证券、期货市场的结果,且操纵者也因此获利或者转嫁风险,这种行为就属于操纵证券、期货市场的行为”,^[18]情节严重的,应该追究刑事责任。这种观点完全否定了犯罪目的的要素地位,对此笔者不能苟同,操纵证券市场罪主观上仍要求具备特定的犯罪目的,主要理据如下:

1. 操纵目的是区分操纵行为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及行为性质与操纵市场大相径庭,只有明确行为目的和主观意图才能将市场操纵行为与正常市场行为加以准确区分。

2. 行政监管实践肯定操纵目的的必要性。在既有的行政处罚案例中,证监会认定行为人的操纵意图时呈现出两种路径:以连续交易操纵为例,在大部分样本案例中,通过认定行为人大量、连续的高买(或低卖)行为模式具有操纵性,并通过指标分析比对认定该行为对特定证券价量的影响;在另一部分案例中,证监会主要根据各种因素综合判断行为人的操纵意图,而不纠缠于申买量或成交量,从而认定行为具有“操纵”证券交易价量的属性。上述两种路径中,前者侧重于从具体指标推定行为的操纵意图,后者从抽象的动机和目的直接认定操纵意图,但两种路径均暗含了对操纵行为的主观要素的把握,^[19]也就是说,虽然可以从行为人的行为外观把握操纵的欺诈性,但是本质上仍需观察行为人是否具有可归责的主观意图——操纵目的。

3. 2006年《刑法修正案(六)》删除“获取不正当利益或者转嫁风险”的主要原因是原有立法的不合理。从一定意义上讲,市场主体参

[18] 曾静音主编:《刑法历次修正背景释义应用》,中国法制出版社2006年版,第199页。

[19] 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。

与证券市场无论是投资抑或投机,无论是操纵行为还是正常市场操作,其目的基本都可归于逐利。就利益本身而言,很难区分是正当利益还是非正当利益,是转嫁风险还是规避风险,只有确定了获取利益行为或者规避风险行为合法与否,才能判断其获利或避损的合法性。“因而抛开客观行为的法律属性,是无法独立评判行为人是否存在获取不正当利益或者转嫁风险的主观要素的。”^[20]也就是说,“获取不正当利益或者转嫁风险”作为操纵证券市场犯罪目的,缺乏主观故意构成要件所必需的限制机能,这是刑法修正案将其删除的主要原因。

4. 刑事法律无须明示犯罪构成的显性要件。刑法构成要件中,罪名本身已经包含的、一目了然的构成要件,可以称为犯罪构成的显性要件。就立法技术而言,犯罪构成中的显性要件,均不需要在条文中明确规定,这种省略不但不影响立法的准确性,还可以避免条文用语的累赘。例如,抢劫罪、盗抢罪、贪污罪等,行为本身就说明了以非法占有为目的,在罪状中无须再明确强调犯罪目的。操纵证券市场犯罪亦是如此,罪名本身已经显示出该行为的主观意图,因此法律条文无须再明示该构成要件。

(二) 操纵目的内容界定

域外证券法律和学术界对操纵犯罪目的内容讨论的意见分歧可归纳为“引诱说”和“影响说”之争。“影响说”强调操纵者以影响某种证券的交易价格为目的,而“引诱说”则是强调操纵者以引诱他人买卖证券为目的。^[21] 操纵行为中,引诱他人买卖证券是通过制造虚假的交易信息,即影响证券交易价格和交易量来实现的,而影响证券交易价格和交易量可能引起其他投资者入场交易,因此,“引诱说”和“影响说”具有递进的关系。但是,引诱他人买卖证券的目的仅指向通过操纵价格直接获得交易差价的情况,因此,“引诱说”局限于将操纵证券市场犯罪视为通过操纵价格直接谋取利益的行为。但事实上,当前市场上操纵证券的动机非常多元,不仅包括典型的谋取非法利益,还包括大股东

[20] 田宏杰:《操纵证券市场行为的本质及其构成要素》,载《国家行政学院学报》2013年第3期。

[21] 陈福宽主编:《金融证券犯罪疑难问题解析》,中国检察出版社2009年版,第12页。

或高管减持、股权激励、避免行权、定向增发、抵押融资等情况,此时,“引诱说”似无法完全涵盖全部情形。

因此,笔者对操纵目的倾向于采用“影响说”,即意图影响市场的目的,不仅可以涵盖操纵的各种牟利动机,同时也符合操纵证券市场罪人为扭曲价格、使其偏离市场公正价格和交易量的故意。在具体判定该“影响”目的善意抑或恶意时,可以借鉴美国学者的有益思路,如果交易是出于恶意(bad intent)则应认定为操纵,具体包括以下三方面:一是交易意图使证券价格向特定方向发展;二是交易者并非真实认为应该向此方向发展,只是为了此项交易;三是交易者获利完全是因为其推动价格向特定方向发展的能力,而非其对有价值信息的占有。如果交易者原本就认为证券价格应向此方向发展,则交易是出于善意(good intent),则不应认定为操纵。^[22]

(三) 操纵目的的证明路径

对行为人主观故意特别是违法犯罪目的的证明,在各国的行政监管和司法审查中均是难题。从行政监管实践来看,证监会在案件认定中通过指标或事实的罗列来证明行为人对证券市场人为影响的主观故意,但是对操纵目的的内涵却未曾有系统、明确的阐释。在司法实践中,操纵市场的本质如何通过行为人的主观目的、意图心态等予以刻画和展现,还需要更多的案例加以讨论。

司法实践一般认为,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,具体可通过以下三种途径证明不法目的: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,通过自买自卖抬高股价后,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,如利用信息优势操纵中,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

[22] Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Market?* Harvard Law Review, Vol. 105, 1991.

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。^[23]

三、操纵主体限定化与类型化思路之辩证

刑法通说认为,操纵证券市场罪的犯罪主体为一般主体,自然人和单位均可构成本罪的主体。《证券法》和《刑法》相关条款均未对操纵证券行为主体作任何限制,但在涉及某些操纵行为时,主体适格性问题仍值得讨论。

(一) 操纵主体是否以特殊身份要件为必要

操纵证券市场犯罪主体适格性问题主要体现在“抢帽子”交易操纵中。2007年中国证监会制定的《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)》(以下简称《指引》)第35条明确了抢帽子交易操纵的主体为“证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员”。2010年《最高人民法院、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7项也将“抢帽子”交易操纵认定的主体限于特殊身份主体。

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,任意主体掌握信息资源并利用其对市场产生实质性影响的可能性,与上市公司内部人、证券从业人员等相比明显较小,有一定的市场机制基础和合理性,且“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要求。但笔者认为“抢帽子”交易操纵主体应是一般主体,理由如下:

首先,操纵市场行为是行为人利用信息手段影响证券市场价格形成、引诱或误导其他投资者交易的行为,需要考量的主要是其行为手

[23] 同注[22],第14页。

段、主观故意和行为后果,其主体身份与其市场影响力虽有关联,但并无必然因果关系。

其次,就现行立法而言,根据《证券法》第77条之规定,禁止操纵证券市场的主体为任何人,《指引》第5条明确,任何人直接或间接实施操纵行为,均可认定为操纵行为人。比较法亦能提供相应论据支持,美国《1934年证券交易法》中,对操纵市场行为的构成要件和责任追究机制均有详细规定,^[24]在第9条(a)项中,将禁止操纵证券价格的主体设定为直接或间接利用邮件、任何州际贸易手段工具,或者直接、间接利用国内证券交易所任何设施的任何人,或国内证券交易所的任何会员,此项在对操作模式列举时也涵盖了不同行为主体。例如,第(3)项是针对证券交易商、经纪商,以证券为基础的互换协议的交易商等散布或传播虚假信息,其中第(5)项即为从上述主体获得消息,并散布或传播虚假信息的行为,主体上并不限于证券中介机构。

最后,已有行政处罚样本显示,行政处罚不仅限于“抢帽子”操纵行为主体的从业身份特征,更多考虑的是其推荐(买入)股票时对投资者交易决策的影响力,具有相当知名的专业机构社会影响力大,是规范和处罚的重点,如2008年处罚的武汉新兰德案^[25]、汪建中案^[26],将一些具有一定民间影响力的非专业机构在连续交易过程中通过博客文章推荐股票的行为认定为操纵市场行为。^[27]

从这个角度来说,《指引》和现行刑事追诉标准还是囿于根据特定职业身份判断其行为人影响力的认定思路,在减轻监管机构对操纵主体行为行政影响力的同时,也限制了对某些非特殊主体行政刑事追责可能。在当前市场操纵主体泛化,上市公司高管、大股东、私募机构、财经公关等各类主体均可能涉及操纵的大背景下,以特殊身份限制抢帽子交易操纵的犯罪主体范围弊端较为明显,实践中可能导致对很多涉

[24] 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。

[25] 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)。

[26] 中国证监会行政处罚决定书(2008)42号(汪建中)。

[27] 汪建中一案刑事判决书适用《刑法》第182条兜底条款予以认定操纵证券市场罪。

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,建议在法律规制和司法认定中应根据行为人的市场影响力作实质判断。

(二) 主体类型化的认定思路

对“抢帽子”等操纵主体适格问题的讨论并不意味着完全忽略操纵行为主体身份特征的关注;相反,行政监管和刑事司法应遵循适当“主体类型化”的思路,在法律规则、案件调查乃至司法适用中都作出区分处理,下面以利用信息优势操纵为例进行分析。

利用信息优势操纵行为在《证券法》和《刑法》条文中均有涉及,《证券法》第77条第1项将其界定为“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”,《刑法》第182条第1款第1项则规定,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、期货交易价格或者证券、期货交易量的,情节严重的行为应以操纵证券、期货市场罪追究刑事责任。据此,利用信息优势操纵市场行为模式需要具有“利用信息优势”以及“联合/连续交易”的双重特征,本质上应属于连续交易的细分模式。笔者想讨论的是,如果行为人只利用了其信息优势,未有联合或连续交易的行为(暂且将其称为单纯利用信息优势操纵市场行为)性质如何评判,能否认定为《刑法》第182条第1款第4项规定的“以其他方法操纵证券、期货市场”?

从法律文本上看,2010年《追诉标准(二)》中对单纯利用信息优势操纵市场的行为已有关注,其第39条第6项规定,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,^[28]此类行为与前述《证券法》中利用信息优势连续交易存在明显差别,并不要求行为人具有进行联合或连续交易行为特征,而是更关注利用信息手段而非交易手段的操纵模式。

[28] 《追诉标准(二)》第39条规定:“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……”

单纯利用信息优势操纵市场行为模式的提出反映了主体类型化的认定思路,而《追诉标准(二)》的规定是在《证券法》的基础上,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,正如自律监管部门人士所指出,“信息型操纵并不以行为人在而市场的配合交易为必要要件,某些单纯的信息型操纵以信息披露为工具,可以完全不依靠二级市场交易配合实现获利目的,如某些上市公司以‘高送转’信息的引导性信息操纵行为,只是基于中国证券市场半强式有效的特征,信息的传播及反馈效率不高,市场存在较多噪音,因此单纯依靠信息披露工具实现操纵难度很大”。^[29]

因此,应对单纯利用信息优势进行操纵市场的行为模式予以关注,并保留适用兜底条款认定操纵市场犯罪的可能性。鉴于兜底条款作为一种堵截性的构成要件,适用时需要从主观故意、客观行为、客观结果等方面论证单纯利用信息优势操纵行为与《刑法》第182条所列明的操纵行为具有相同的性质,今后可结合具体案例作进一步的实证研究。

四、操纵行为认定与情节标准完善之建议

根据《刑法》规定,操纵证券市场的行为,除了需要符合构成要件外,还必须达到“情节严重”的程度才能构成犯罪。2010年《追诉标准(二)》中对操纵证券市场行为的“情节严重”有较为明确的标准,^[30]主要呈现出两种情况:对于交易型操纵,主要是设定量化标准;而对于信息型操纵,则主要对主体身份和行为手段作出限定,并无影响价量的具体数字要求,另外,对于《刑法》第182条“以其他方法操纵证券、期货市场的”兜底条款,《追诉标准(二)》第39条第8款配套以“情节严重”作为限制。

(一) 操纵行为认定方式亟须明确

细分操纵行为和明确违法犯罪行为数是准确适用情节严重标准的

[29] 蔡奕:《信息型操纵基本法律范畴分析》,载《证券法苑》2016年总第18卷。

[30] 参见《追诉标准(二)》第39条的规定。

基础,也是刑事犯罪中定罪量刑的前提,在实践中主要面临着跨时间段和多种手段并用时行为数量的认定问题。

1. 跨操纵期间行为^[31]

在行政处罚和刑事司法判决中,对跨操纵期间行为数认定还未形成统一标准,呈现出两种趋势:一是在连续交易、对敲交易等交易型操纵案件中,行政处罚书多认定多个操纵期间,又以操纵期间作为依据认定具体操纵行为,^[32]如徐留胜操纵市场行政处罚一案,^[33]王耀沃操纵市场行政处罚一案,^[34]处罚书均对操纵行为根据操纵期间和被操纵股票进行切分,认定为多个操纵行为。

二是在“抢帽子”交易案件中,虽然认定操纵多只(次)股票,但多将所有股票的交易期间合并为一个期间并计算违法所得。例如,陶某、刘某甲操纵证券市场案中,一审刑事判决书认定被告人刘某甲在担任某财经节目分析师期间,陶某为刘某甲的助理,利用其作为节目嘉宾对所推荐股票在荐股次日的交易价格和成交量有较明显影响,进行“抢帽子”交易。其中,认定被告人陶某的操纵期间为2012年6月6日至同年8月10日,涉案交易股票为24只股票;认定被告人刘某甲操作期间为2012年7月12日至同年8月10日,涉案交易股票6只。^[35]又如,朱某某操纵证券市场一案中,一审判决书认定朱某某的操纵期间为2013年2月1日至2014年8月26日,涉案股票为15只,^[36]上述刑事判决均将基于一个操纵故意的多次行为被视为一个操纵行为统合计算。

2. 综合手段操纵行为

随着采用综合手法实施操纵的行为日趋增多,行政监管和刑事追

[31] 操纵期间是认定操纵法律文书中频繁出现的术语,是行政监管部门和司法机关观察认定行为人行为对证券交易价格或交易量的涨跌幅度的时间范围,也是涉案账户盈亏计算的起始点。

[32] 即使是交易型操纵行为,证监会认定标准也不统一,行政处罚书中有的认定操纵期间包括操纵主体“建仓并拉抬”“巩固稳定价格”“减持卖出”三个阶段,有的认定操纵期间包括拉抬和卖出,并未涵盖所卖出股票的建仓阶段。

[33] 中国证监会行政处罚决定书(2017)69号(徐留胜)。

[34] 中国证监会行政处罚决定书(2017)30号(王耀沃)。

[35] 参见湖北省武汉市中级人民法院刑事判决书(2015)鄂武汉中刑初字第00123号。

[36] 上海市第一中级人民法院刑事判决书(2017)沪01刑初49号。

诉中需要解决的问题是,当认定行为人运用多种手段操纵市场时,违法犯罪行为的数量如何判断?如在对鲜言行政处罚一案中,证监会认定鲜言采用多种手段操纵“多伦股份”的股价,包括通过集中资金优势、持股优势连续买卖操纵,利用信息优势控制信息披露节奏及内容操纵,在自己控制的账户之间进行证券交易操纵以及通过虚假申报操纵,并对每种操纵手段下的价量指标进行罗列以证明操纵手段对多伦股份的影响,但行政处罚书中不甚明确之处是,连续交易、自买自卖、虚假申报等各项违法事实的逻辑关系如何,是结合所有违法实施综合判断认定一个总的操纵行为,还是将各项违法事实都各自认定为单独的操纵行为?^[37]这是一个须进一步厘清的问题。

综上分析可见,当前行政处罚和刑事追诉中,对违法犯罪行为数量的认定标准尚不统一,而操纵行为数的不同会引起适用不同情节轻重判断标准分歧,鉴于刑事案件中针对不同类型的操纵手段设有不同的追诉标准,操纵行为个数的认定还可能涉及罪与非罪的界限,因此,需要在行政监管规范层面予以明晰,并在刑事法律适用中通过指导性案例等形式加以阐释。

(二) 刑事追诉标准亟待完善

1. 交易型操纵量化标准僵化之弊端

行政监管和司法实践证明,根据量化数据特别是操纵期间长度、价格偏离程度和交易量比重等数据来判断行为人对市场的影响弊端较为明显。

一是现有刑事追诉标准主要是针对老庄股时代的长线操纵,而市场操纵行政处罚案例呈现出明显的由老庄股时代的长线操纵逐渐变为短线操纵的趋势,甚至出现1天之内某些时段的超短线操纵的特点。被操纵股票的股价涨幅、股价涨幅与大盘的偏离度缩小,操纵行为的阶段性特征亦不明显,因此在短线操纵、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,现有追诉标准难以适应操纵违法犯罪行为的发展趋势。

二是明确设定量化标准可能诱发行为人刻意规避追诉标准的动

[37] 中国证监会行政处罚决定书(2017)29号(鲜言)。

机,如针对现有追诉标准中,对敲操纵和自买自卖操纵认定需要满足连续20个交易日内成交量累计达到该证券同期总成交量的20%以上的标准,行为人可以将操纵时间控制在19个交易日之内,或将成交量控制在19%以下,则可安全避开刑事处罚的“红线”。事实上,行政监察和刑事追诉中,行为人以略低于量化标准进行操作,刻意逃避行政和刑事处罚的现象频现。对此,笔者建议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。

2. 综合型操纵手法情节判断标准的问题

与市场复合操纵手段日益增多趋势不相适应的是,现有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,由此引发了法律适用的难题。在行为人实施多种手段,但每种手段均未达到情节严重标准的情况,如何设置更加科学的追诉标准值得探讨。

再以鲜言处罚决定书为例分析:首先,连续交易手段操纵期间,行政处罚决定书认定鲜言控制的账户组持有“多伦股份”占该股总股本10%以上的交易日为60个,占5%以上的交易日为179个。而刑事追诉标准要求行为人单独或者合谋,持有或者实际控制证券的流通股份数达到该证券的实际流通股份总量30%以上,且在该证券连续20个交易日内联合或者连续买卖股份数累计达到该证券同期总成交量30%以上。其次,对自买自卖操纵行为刑事追诉要满足在连续20个交易日内成交量累计达到该证券同期总成交量20%以上的标准。而鲜言一案中自买自卖交易数量虽然很高,占市场成交量比例超过5%的有30个交易日,超过10%的有16个交易日,2015年1月12日最高达到40.27%,但仍不能满足刑事追诉标准。最后,对虚假申报交易操纵犯罪行为认定,需要满足撤回申报量占当日该种证券总申报量或者该种期货合约总申报量50%以上的标准,鲜言案件亦不满足。

通过上述对比可见,刑事追诉量化标准过高,已不符合市场违法犯罪行为发展的现实,可能导致违法所得巨大、市场影响恶劣的案件无法进入刑事程序,这是其一;其二,应针对综合型操纵行为设定相应的刑事追诉标准,如针对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。

五、操纵合谋刑事推定之适用及限制

在当前的证券市场发展中,合谋操纵的情况越来越多,包括多个自然人之间的合谋以及自然人与公司单位之间的合谋,认定操纵意图更为复杂,主要靠当事人自认、他人指证,以及论证利益的相关性、交易行为的一致性等方式解决。^[38]而刑事司法欲认定合谋者的主观故意勾连,往往面临着难以逾越的证明难题,对此就需要讨论刑事推定的运用及其限制。

所谓刑事推定,是指在刑事诉讼过程中,司法人员根据事实之间的常态联系,以某一已经查明的事实推断另一难以证明的事实存在,其中,已经证明的事实为“基础事实”,由“基础事实”推断出的事实为“推断事实”。^[39]根据性质区分,推定可以分成法律上的推定(简称法律推定)和事实上的推定(简称事实推定)。^[40]刑事推定规则在证券犯罪认定中已有先例,2012年内幕交易司法解释针对内幕交易行为主体的主观故意证明难题,明确了对“非法获取证券、期货内幕信息的人员”以“接触(内幕信息知情人)+ (敏感期的异常)交易→(推定)利用内

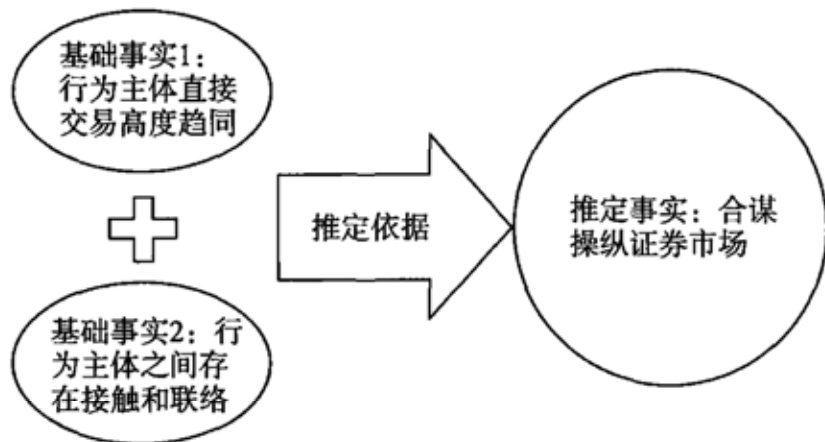
[38] 蔡奕:《信息型操纵基本法律范畴分析》,载《证券法苑》2016年总第18卷。

[39] 贺平凡:《刑事推定规则及其司法应用》,载《华东刑事司法评论》2003年第2期。

[40] 推定根据性质推定可以分成法律推定和事实推定。所谓法律推定,是指立法者按照特定的立法意图根据立法程序在成文法条文中所设定的推定规范,规定以某一事实的存在为基础,据以认定另一事实或权利的存在。所谓事实推定,又称司法上的推定或诉讼上的推定,是指司法者在具体的诉讼过程中在自由心证范围内根据有关证据和经验法则对有关证明对象所作出的一种推论,约束力来源于人们的思维逻辑与经验常识,其实质是事实推论。参见[美]乔恩·R.华尔兹等:《刑事证据大全》,何家弘等译,中国人民公安大学出版社1993年版,第315页;王雄飞:《论事实推定和法律推定》,载《河北法学》2008年第6期。

幕信息交易”的推定式认知,^[41]并预设了犯罪嫌疑人以正当理由或正当信息来源抗辩的权利。

笔者建议可借鉴内幕交易犯罪司法解释的做法,创设针对操纵证券市场犯罪的推定规则,基本思路是在有证据证明行为人交易高度趋同,以及行为人存在意思联络的情况下,司法者可以直接推定行为人之间的合谋故意(见下图)。



具体而言,在判断行为主体交易高度趋同的异常性时,可引入概率理论,^[42]下面借助模型进行简要分析,假设当前沪市和深市正在交易的股票共计 3000 只,^[43]分两类情形:

情形一:行为人 A_1 和 A_2 在未经过事先通谋情况下,同时交易同一

[41] 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(法释[2012]6号)第2条规定:“具有下列行为的人员应当认定为刑法第一百八十条第一款规定的‘非法获取证券、期货交易内幕信息的人员’: (一)……(二)内幕信息知情人员的近亲属或者其他与内幕信息知情人员关系密切的人员,在内幕信息敏感期内,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的;(三)在内幕信息敏感期内,与内幕信息知情人员联络、接触,从事或者明示、暗示他人从事,或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易,相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源的。”

[42] 采用概率理论理解涉嫌操纵行为人“交易明显异常”的想法受到最高人民法院朱宏伟先生一次授课的启发,笔者设计了相关模型加以阐释。

[43] 以 2017 年 8 月 7 日为例,在上海证券交易所上市公司数为 1319(个),在深圳交易所上市公司数为 2016(个),为讨论便利,笔者在模型中取整数 3000(个)。

只股票的概率为 $\frac{1}{3000}$ 。同时交易两只股票的概率为 $1/\binom{3000}{2} = \frac{2}{3000 \times 2999}$ 。同时交易同 N 只股票的概率为 $1/\binom{3000}{N}$ 。

情形二:行为人 A, B, C 同时交易同一只股票的概率为 $\frac{1}{3000^2}$, m 个不同行为人 A_1, A_2, \dots, A_m 同时交易同一只股票的概率为 $\frac{1}{3000^{m-1}}$ 。 m 个不同行为人 A_1, A_2, \dots, A_m 同时交易相同的 N 只股票的概率为 $\frac{1}{\left(\frac{3000}{N}\right)^{m-1}}$ 。其中记号 $\binom{n}{k}$ 表示从 n 个物品中选取 k 个的组合数。

由上述模型可见,在未事先通谋的情况下,不同主体同时选中同一只股票交易的概率相当低。在主体超过 2 人或者同时交易股票数超过 2 只的情况下,概率只有千万分之二乃至更低,如果再考虑到交易的时间和方向,概率接近于零。在这种情况下,司法者有充足理由认定不同主体同时交易相同股票的情形为“交易明显异常”,加上行为人接触或意思联络的已证明事实,便可推定合谋操纵的故意。

同时应强调的是,推定是法律领域处理认知局限的特殊方法,^[44]适用时司法者应保持推定逻辑与司法理性之间的平衡。首先,刑事推定在适用时是末位规则而非首选规则,其适用有范围严格限制。其次,推定中的基础事实只能被证明而不可以推定,刑事归责拒绝适用二次推定。在运用法律推定认定行为人合谋操纵证券市场过程中,行为人联络、交易高度趋同等基础事实必须已通过严格的司法证明,达到高度盖然性或者排除合理怀疑的证明标准。最后,行为人享有反驳的权利并应得到司法者的重视,而且鉴于刑事推定规则的设立更多地体现着犯罪控制的要求,所以,应适当考虑降低犯罪嫌疑人反驳推定的证明标准,以求刑事诉讼在犯罪控制与人权保障之间保持平衡。^[45]

[44] 劳东燕:《认真对待刑事推定》,载《法学研究》2007年第2期。

[45] 余大伟:《刑事推定制度的理论基础、价值及其适用规则》,载《中国检察官》2011年第3期。

六、余论：证券操纵犯罪刑事认定的双重路径

国际证监会组织提出,证券监管的三项目标为保护投资者,确保市场公平、有效和透明,减少系统风险。我国《刑法》对证券市场的保障作用亦体现在两个方面:一是通过打击证券欺诈行为维护市场信用机制,直接保护投资者利益;二是通过保障《证券法》的实施和金融监管的正常运行来维护市场秩序,保障金融安全。基于《刑法》对投资者保护和保障金融安全的保护目标,证券犯罪刑事责任认定可遵循欺诈和违反行政法的双重路径,^[46]其基本思路为:(1)鉴于操纵证券市场犯罪等证券犯罪多包括虚假陈述性欺诈,可从欺诈的角度认定刑事犯罪。(2)基于法定犯对应于违反证券监管的行政法律,可通过二次违法性评判完成刑事违法性认定,即先依照行政法认定行为的第一次违法性,再根据刑法的规定进行第二次评价,完成刑事违法性的认定。

之所以在操纵证券等证券犯罪中要坚持从双重路径认定金融犯罪,一方面,是由于双重进路认定规则遵循了我国《刑法》规制金融犯罪的逻辑关系。我国目前《刑法》对证券犯罪的规定主要是针对证券欺诈行为的规范(包括预备行为)^[47]和针对违反行政规定行为的规范,犯罪化方式已蕴含了司法者认定金融犯罪的方法。从双重进路去认识和认定金融犯罪,符合我国刑法的自身逻辑。

另一方面,双重进路认定规则有利于揭示犯罪行为。随着证券市场的发展创新,证券犯罪专业化、职业化的特点日益明显,犯罪分子为规避法律,越来越多地不采用法律所明文列举的行为方式或者不直接

[46] 吴卫军主编:《刑事案件诉辩审评——破坏金融管理秩序罪》,中国检察出版社2014年版,第21~25页。

[47] 证券犯罪不仅包括将证券欺诈行为直接规定为犯罪,还包括将违反预防欺诈规定的行为规定为犯罪,主要是考虑到证券市场中信息不对称现象普遍存在,证券欺诈更为隐蔽,因此各国证券市场对信息披露等都有严格监管要求,而部分行政监管法律法规所设的强制性要求和规定被刑法所采纳,形成了违反行政规定的犯罪行为,例如违规披露信息、不披露重要信息罪。

使用法律所规定的业务产品和工具,司法审查中需要根据法律、行政法规,对行为人的行为本质予以穿透性的考察,并审查行为人是否具有欺诈性的主观故意。事实上,司法实践中,针对有的操纵市场行为从欺诈的角度更易于揭示其违法犯罪的本质特征,如伊世顿公司操纵期货市场一案中,一审法院认定伊世顿公司的重要根据即是其“将自行开发的报单交易系统非法接入中金所交易系统,直接进行交易”,从而得以“逃避期货公司资金和持仓验证”,^[48]获得交易速度优势,案件中伊世顿公司违规获得的不公平竞争优势,其违法性当然可以从违反期货行政法规监管法规的角度考察。但另一方面,案件中,被告人之一——华鑫期货技术总监金文献协助伊世顿公司对高频程序化交易软件进行技术伪装,进而违规进场交易。^[49]其行为欺诈本质显而易见,不仅构成对交易所和期货监管机关的欺诈,更是对市场中其他交易主体的欺诈行径,实质损害了其他交易者的利益,损害了期货市场的公平,应当承担相应的刑事法律责任。

[48] 佚名:《伊世顿公司操纵期货市场案一审宣判 被罚没6.9亿元》,载中国证券网,<http://news.cnstock.com/news,bwxx-201706-4093925.htm>,2017年6月30日访问。

[49] 邹伟:《上海公安机关破获一起特大操纵期货市场犯罪案件》,载新华网,http://news.xinhuanet.com/legal/2015-11/01/c_1117004322.htm,2015年11月1日访问。