

信息型操纵基本法律范畴分析

蔡奕*

摘要:信息型操纵作为一种新兴的复杂的复合型市场操纵模式,日益引起法律界关注。受制于认知实践的局限、法律规则的滞后和学理研究的匮乏,此类操纵的基本法律范畴如基础类别、本质特征、构成要件等无论是学界还是业界均未形成统一共识。参考西方经典文献与理论,有必要在总结国内成案及执法实践的基础上,对信息型操纵的基本构成要件、查处信息型操纵的主要法律难点进行研究,并从规则制定、举证责任、账户管理、线索发现等多维度提出规制信息型操纵的法律建议。

关键词:信息型操纵 交易型操纵 间接证据推定

一、信息型操纵基本类别

对于市场操纵的类型划分,已有一些经典论著的权威论断。例如,Allen 和 Gale 在其论文“Stock

* 深圳证券交易所市场监察部副总监,法学博士、博士后、研究员。本文仅代表作者学术观点,不反映所任职机构立场或观点。

Price Manipulation”将操纵行为划分为三类:信息型(information - based)操纵行为、行动型(action - based)操纵行为、交易型(trading - based)操纵行为。信息型操纵行为以散布虚假信息和传播虚假流言为基础;行动型操纵行为以采取特定行为影响公司价值为基础;交易型操纵行为指交易者仅仅通过买卖股票而操纵市场,没有采用任何行为或散布虚假信息以改变公司的价值或股票价格。^[1]

近年来有西方研究者认为,市场操纵本质上是一种“信息沟通”(communication),市场操纵者不是一般意义的投资者,其交易活动的目的不是真实的投资与交易,而是为了向市场传递错误的交易信号。^[2]从这个意义上看,信息操纵在整个市场操纵类别中具有独特而显著的地位。

我国现今监管语境里的“信息型操纵”与西方文献的上述界定并不完全一致,这与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有关。根据既有的成案和监管实践,我国实践中的信息型操纵有以下几种分类方式:

一是按照信息的真实性维度,可以分为利用虚假信息的操纵和利用真实信息的操纵。前者较为常见的情况为主体散布虚假信息的操纵,如在网络、媒体或自媒体散布关于股票的虚假不实信息,在二级市场上谋取利益。实践中,此类信息操纵容易与《证券法》第78条规定的“编造、传播虚假信息”相混淆,二者实质的区别在于“编造、传播虚假信息”只需有编造、传播虚假信息的行为,扰乱市场秩序即可构成,无须从相关股票中获取利益;而构成信息操纵的编造、传播虚假信息行为必须有影响相关股票并从中获利的条件,否则不属于市场操纵的规

[1] Franklin Allen, Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, Review of Financial Studies, Vol. 5, 1992, pp. 503 - 529.

[2] Omri Yadlin, *Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience*, Theoretical Inquiries in Law, Vol. 2, 2001, pp. 839 - 864.

制范围。^[3]

二是按照行为主体维度,可以分为上市公司及相关主体实施的信息操纵、专业机构实施的信息操纵和一般市场主体实施的信息操纵。上市公司及相关主体(高管、实际控制人、员工等)实施的信息操纵一般也称为内部人操纵,这些主体一般是内幕信息的知情人或公司重大事项的决策者或参与者,其实施的信息操纵不仅隐蔽,而且易被市场接纳,危害极大;专业机构实施的信息操纵多见于私募机构,在不与上市公司通谋的情况下,此类信息操纵多为炮制信息的操纵行为(如制造举牌或高送转信息);一般市场主体实施的信息操纵多为编造、传播虚假信息的行为。

三是按照行为属性维度,可以将真实信息操纵细分为制造信息操纵、控制信息发布操纵、擅自发布信息操纵、抢帽子等推荐型操纵等。制造信息操纵,是策划、实施公司重大事项的主体,有意制造重大事项并在重大事项推进过程中或公告后实施反向交易或谋取利益的行为。控制信息发布操纵,是相关信息披露义务人有意控制、影响信息披露的内容或时点,或调控信息发布的节奏,或拖延信息披露的时间,以影响相关证券交易价格,并从中获利的行为。擅自发布信息操纵,是指非信息披露义务人公开或变相公开发布未公开信息,影响相关证券交易价格或交易量,并从中获利的行为。抢帽子等推荐型操纵是一类特殊的信息操纵,特指证券经营服务机构及其工作人员,或其他可能影响市场的单位或个人(如财经评论员、微博名人、网红等),对证券公开作出分析、评价、推荐、预测或建议,并从事相反交易或从中谋取利益的行为。

四是按行为的组合维度,可以分为单一信息操纵和复合型信息操纵。单一信息操纵仅指利用信息披露或信息传播手段影响证券交易价

[3] 例如,2015年4月,金宇车城员工唐均在公司董事长胡先林、董秘罗雄飞的指使、安排下,使用“经向公司内部人士求证”、“最近频繁接触,可能已经谈妥”等看似确信又具有误导性的词汇,编造了金宇车城重组传闻虚假信息并在东方财富股吧进行了传播。同时,胡先林安排罗雄飞顺势推出澄清公告,造成公司股价异常波动。上述主体虽编造、传播虚假信息扰乱了证券市场秩序,但因未能查证其从传播行为中的获利途径。故最终证监会仅以“编造、传播虚假信息扰乱市场秩序”责令胡先林、罗雄飞改正,并分别处以20万元罚款;同时责令唐均改正,并处以5万元罚款。

格,没有借助其他工具或手段。复合型信息操纵则利用除了信息之外的集中交易、大宗交易、融券卖空、质押等影响证券交易价格,且呈现出虚假陈述、信息操纵、交易操纵、真实行为操纵甚至内幕交易、利用未公开信息交易多种违法竞合的情况。

二、信息型操纵的构成要件

鉴于信息型操纵的多元形态,要以统一的构成标准解构其要件几乎是一个不可能完成的任务,从既有的成案和国内外相关法律法规及法理上看,有如下要件可供辅助参考。

(一) 信息的存在及有意被隐瞒、篡改或传播

信息型操纵之所以有别于其他操纵形态,在于其利用信息发布与传播实现操纵目的的特质。发布的信息,可能是虚假的扭曲的信息,可能是基于真实而夸大的信息,也可能是真实的信息。实际上,早有学者认为,与内幕交易相比,利用相对真实的信息人为干扰股价的危害更大。^[4]因为这种依据规则的“讲故事”行为,不容易被查证,伪装性好,投资者吃了“哑巴亏”似乎在规则上也找不到说理的去处,对市场信心的影响尤其负面。

例如,市场监控实践经常发现个别上市公司利用自愿性信息披露做文章,或将本可一次性披露的利好拆成若干次小的利好,或控制信息披露的节奏,在建仓期延迟披露,在股价进入拉升期时披露利好助涨,或选择性披露利好部分,对风险揭示语焉不详或不予披露,或追随市场热点,作“迎合式”信息披露。这些“讲故事”模式虽讲述的并非虚假信息,但对投资者造成的误导并不亚于虚假陈述。

(二) 行为人的主观故意

市场操纵的主观故意一直是争论较大的问题。虽然市场操纵的交易行为本身是相同或类似的,但其实施者的主观意图存在差异,市场操

[4] Karl Shumpei Okamoto, *Rereading Section 16 (b) of the Securities Exchange Act*, *Georgia Law Review*, Vol. 27, 1992, pp. 183 - 226.

纵规制的是主观方面的不法意图所导致的交易行为。^[5]从这个意义上说,信息型操纵主观故意是必不可少的构成要件。

目前绝大多数的信息型操纵成案,均强调还原完整的信息操纵链条,即从信息的产生、发布及二级市场交易活动,找到行为人利用信息影响股价走势,并在二级市场进行交易配合的逻辑链条。鉴于信息型操纵往往以多个主体、多条主线展开,行为人主观故意实际上是联结多个主体、穿透多条主线的“钥匙”。如果考虑到市场操纵入罪的问题,行为人的主观犯意则更不可或缺。

(三)行为人在二级市场的配合交易

此要件为信息型操纵的选择要件,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。但鉴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,市场噪音众多,单纯依靠信息披露工具实现操纵难度很大。因此,信息操纵者往往辅之以二级市场的交易型操纵,选择性信息披露与交易型操纵叠加,共同造势,实现“事半功倍”的违法效果。

(四)信息披露与二级市场交易的耦合

值得注意的是,在执法实践中,由于信息披露与交易操纵由不同主体,以不同手段实施,往往可能被割裂为独立的信息披露违规行为或二级市场短线操纵行为。只有审慎考察二者间蛛丝马迹的耦合与联系,才能还原信息型操纵的违法违规路径。

在市场监控实践中曾经发现过一起案例,上市公司密集发布利好公告信息,相关公告较为空泛,包括1个更名公告、1个非公开发行预案公告、1个大股东及其一致行动人增持公告、多个战略合作框架或投资意向公告,缺乏实质性内容,且刻意向市场追捧的自贸区等题材靠拢。与此同时,该公司股票的二级市场交易明显异常,上市公司所在地关联账户大量买入并持有该股,账户的买入时点与公司利好发布节奏吻合。监察人员敏感捕捉到了这一异常的耦合点,并提请监管机关调

[5] 蔡奕:《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析——海外经验与比较借鉴》,载郭锋主编:《金融服务法评论》,法律出版社2011年版。

查,印证了这是一起上市公司与二级市场个人大户“内外勾结”的信息型操纵违法活动。

信息型操纵可以是多种违规行为的竞合,也可能是多种行为竞合的违规。依据既有的法律规章,组合成信息型操纵的各种子行为不一定是违规行为。例如,上述构成要件中的信息披露行为,可能是违规的信息披露行为,如刻意隐瞒、歪曲、误导披露信息,也可能只是选择性信息披露或控制信息披露的节奏;同样地,在二级市场的交易行为可能有拉抬、打压、虚假申报、对敲对倒等违规行为,也可能只是大量买进卖出的正常交易行为。因此,不能简单地将信息型披露拆分成数个单一的违法违规行为,也不能以单一子行为的合法性来否定信息型披露的违法性。

三、信息型操纵的查处难点

作为一种新型的复合型的市场操纵行为,既有的《证券法》和相关法规、规章未对信息型操纵的构成及行为模式做明文规定,是信息型操纵查处的重要法律掣肘。虽然《证券法》第77条有“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”的规定,但一般认为,这一条款的重点放在利用资金、持股、信息优势的“联合或连续买卖”操纵行为,本质上还是一种交易操纵行为,并且“利用信息优势”和“运用信息披露手段”还存在证明上的差异。^{〔6〕}因此,即便现有的《证券法》有涉及信息型操纵的规定,也只局限于第77条利用信息优势的交易操纵和第78条特定主体编造、传播虚假信息的扰乱交易秩序的行为,不能全面覆盖、准确指向现阶段市场上的主要信息操纵型种类。

(一) 特定主体还是一般主体

信息型操纵尤其特定类型的“控制信息披露节奏”、“抢帽子”、蛊惑交易等,其主体往往表现为特定的专业主体,如控制信息披露节奏的

〔6〕 陈煜:《证券信息操纵行为理论辨析》,载《云南大学学报》(法学版)2014年第3期。

操纵行为,其主体多为掌握公司重大未披露信息且负有信息披露职责的上市公司管理人员或上市公司实际控制人。但能否因此就将信息型操纵的主体归结为特定主体(公司内部管理人员或大股东、实际控制人),进而肯定其他主体不能构成信息型操纵?

笔者持否定意见。首先,信息型操纵是一种多元化复合型的违法行为,涵盖多类行为,囊括多种主体,其子行为主体的特殊性并不必然导致整个信息型操纵主体的特定化。例如,控制信息披露节奏的主体是特定主体,但在二级市场上配合交易的主体可能是机构、私募或个人等一般主体,他们都是整个信息型操纵的主体。其次,将信息型操纵主体特定化没有考虑信息型操纵的复杂化与特殊性,容易造成规避。如特定主体将信息泄露给非特定主体,并由后者在自媒体或网络上散布关于公司的信息,是否就能规避信息型操纵的主体条件?既往的成案已经表明,通过自媒体或网络散布信息以规避上市公司违规信息披露的方式,其信息传递纽带和利益关联难以查实,如果再将信息型操纵主体限定为上市公司相关人员等特定主体,无疑将大大加重信息型操纵的查处难度。此外,从境外立法例看,信息型操纵无论是实施信息传播行为还是二级市场配合交易,其主体都是非特定化的,境外立法一般作出较为宽泛的界定,如美国法规定“经纪商、经销商、交易者及买卖证券的任何人,以及其雇佣者”;香港法规定“交易所参与者”等。^[7]

(二) 信息披露与交易操纵的关联

信息型操纵之所以难以认定,在于信息披露的法定主体与从事二级市场交易的主体完全独立,很难通过惯常调查渠道查证二者间的合谋。从线索发现段识别合谋虽然可以利用信息披露频度、内容与二级市场相关交易活动耦合度来辅助判定,但这一方法带有推测性,没有法律意义上的证明力。法律意义上“合谋”的证明,主要依赖以下几个维度:一是行为人间明示的合谋故意,如成文的决议、协议或其他契约安排;二是行为人在资金、股权、身份、联络等方面明确的关联性;三是若二级市场有多个账户共同交易该股票,还必须证明二级市场交易者在交易品种、交易时间、交易地点、交易价格、交易方式等交易习惯方面的

[7] 陈煜:《证券信息操纵行为理论辨析》,载《云南大学学报》(法学版)2014年第3期。

一致性。在已查处的信息操纵案件中,多是查证信息披露义务人与交易操纵者之间的协议或安排,^[8]但随着行为人反侦察意识的增强,这种书面合谋安排也逐渐消失了。

(三) 账户看不穿问题

随着近年各类金融机构的产品、业务、渠道种类的丰富与创新,各类通道类、资管类、投资顾问类业务迅速发展,传统的二级看穿式账户架构已无法穿透识别某些特定证券资管类账户的真实背景,成为市场监管的隐忧。在信息型操纵中,为了躲避监管机构察觉信息披露端与交易端的关联,操纵者总是力图将交易者的真实背景隐藏起来,从而使交易貌似与上市公司“毫无关联”,而实践中最常用的就是金融机构的各类资产管理计划以及特定金融机构的特殊业务(如证券公司的收益互换业务、信托公司的结构化信托产品、特定投顾的私募基金等)。^[9]

上述特定种类证券账户看不穿的主要难点在于:信托、保险类证券账户不在证监会的统一监管范围内,亦不是证券交易所的会员单位,对其调阅资料存在分业监管的掣肘;对账户的深度追查可能遭遇金融机构“客户隐私权”的法律冲突,部分金融机构以保守商业秘密或客户隐私为由,拒绝提供账户实际控制人资料;部分账户客户(如伞形信托和配资接入系统)的实际使用者频繁更换,账户管理人缺乏有效留痕与识别,不能提供准确的账户最终使用人信息;某些账户报备信息不准确,如券商收益互换账户与券商自用账户名称完全相同,无任何特定标识,部分券商准备了数百个账户用于收益互换业务,随时灵活备用,经常存在一个客户交易多只股票或多个客户交易同一股票的情况,准确报备难度很大。

(四) 证明标准不明晰

信息型操纵涉及多重证明问题:既要证明信息披露违规(人为制

[8] 例如,证监会已公布的“宏达新材信息操纵案”中,成功认定的关键之一在于查证到上市公司实际控制人朱某与私募机构上海永邦之间的市值管理协议安排,二者分工明确:朱某寻找并购置重组题材和热点,未及时披露相关信息,并提供信息、资金等支持,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。

[9] 具体创新业务对市场监管的挑战,可参见蔡奕:《证券创新业务模式对市场监管的挑战及法律应对》,载《证券法苑》2014年总第11卷。

造信息、控制信息披露时点、内容或节奏、编造传播虚假信息),又要证明二级市场交易与上市公司层面的关联,还要证明上述行为是基于同一主观故意基础上所为,而不是割裂的数个行为,其难度可想而知。这也是迄今信息型操纵尤其是刑事案件成案率极低的关键原因。

目前,对信息型操纵的证明无论是线索发现环节还是案件查处环节都处在摸索中,迄今没有成文的证明标准。其难点主要集中在:鉴于直接证据获取难度极高,环境证据与推定的应用能够普遍适用于信息披露与交易耦合性的查证;操纵行为人同一主观故意的证明难度大,不能获取交易主体和信息披露主体关于行为整体系统性的合谋证据;信息披露或交易行为对股价影响因果关系的证明,尤其是市场存在概念性或整体炒作的情况下,如何剔除噪音,准确判断信息操纵行为对标的证券的价量影响;账户或资金实际控制人及关联性的证明。

此外,线索发现、案件调查、案件行政处罚和刑事移送各环节的证明标准是不一致的,如何清晰分层和有效界分,迄今未有实质性的突破。

四、规制信息型操纵的法律建议

信息型操纵虽不是全新的市场操纵类型,但在“半强式有效市场”向“强式有效市场”过渡的市场背景下,获得了最大的运作空间。在既有的新兴市场信息披露不规范、投机性交易活跃、小道消息横行及网络自媒体等新型传播媒介高速发展的特殊背景下,近年证券市场“乱说话、说谎话、编故事、炒题材”现象愈演愈烈,已经严重损害了正常的投资氛围与交易秩序。监管机构已关注到这一趋势,并将信息型操纵作为2015~2016年“证监法网”专项执法行动的打击重点。

但从近年信息型操纵执法与司法实践看,要从根本上遏制信息型操纵的蔓延与嬗变,还需从线索发现、立法定性、执法取证、司法审理等多个法律环节多管齐下,方能收到全面有效的治理结果。

(一) 建立层次分明的信息型操纵法律认定体系

现有的操纵规制条款,散见于《证券法》,证监会《关于严禁操纵证券市场行为的通知》,最高人民检察院、公安部《关于经济犯罪案件追诉标准的规定(二)》,证监会《证券市场市场操纵行为认定指引(试行)》等诸多政出多门、阶次不一的法律、规章和规则里,其颁布时间早晚不一,制定逻辑各异,甚至条文条款间还存在歧异和抵触的情形,亟需系统梳理。

尽管由于违法程度及职权制衡的问题,信息型操纵行为在不同环节与阶段,其依据的证明规则和证明程度是不同的:在线索发现环节,只需初步判断信息披露与二级市场交易异常间有某种合理关联即可,即奉行“合理怀疑”标准;在行政立案及查处环节,则必须查证构成信息型操纵的证据要明显强于反证证据,即“优势证据”或“高度盖然性”标准;在刑事立案及审判环节,则应奉行刑事犯罪“排除合理怀疑”标准。不同证明标准对需要的证据程度的要求是有差异的,相应地,心证认定规则也应有所不同。目前对于操纵尤其是信息型操纵杂乱无章的认定规则体系,是造成信息型操纵案件查处不能取得有效突破的重大掣肘。

建议以《证券法》修订和相关司法解释制定修改为契机,对操纵类规则体系有一自上而下的顶层设计与梳理,以统一的立法逻辑及指导思想来解构市场操纵的规范体系,并建立有效分层、权责明晰的市场操纵尤其是信息操纵证明标准和规则体系。

(二) 运用间接证据的推定来破除“举证难”的“瓶颈”

信息型操纵案件普遍存在因果关系、关联关系、通谋关系、利害关系证明难的问题,在行为人有意隐瞒、误导甚至割裂上述关联的情况下,获取各种关联关系存在的直接证据(如书面协议、计划安排、利益分成方案等)极为困难。只能依靠与待证事实间接相关的证据(也可以称为“环境证据”)来取得突破。在内幕交易行政查处中,运用间接

证据的推定方式已得到广泛应用。^[10]

与内幕交易案件相比,在信息型操纵案件中适用间接证据推定方式有特殊的困难:内幕交易案件多为特定待证事实的一次推定,如内幕信息的知悉、利用或传递,信息型操纵可能涉及多个待证事实的推定,有的甚至是多个连续的推定。如可能既需要推定证明证券账户归属及操纵主体,也需要推定交易行为与价量影响间的因果关系,还需要推定信息型操纵的主观故意,即操纵者是在同一故意下所为的系列违法行为,其中主体和主观通谋故意的推定可能涉嫌“二次推定”。在刑事司法实践中,是严格禁止“二次推定”的,^[11]在行政执法领域能否采用二次推定,其适用有何条件或限制,还存在激烈的争议,亟需在相关行政程序法中予以明确。

(三) 整肃证券账户登记管理,实现真正的“账户实名化”

账户管理制度是市场交易秩序的基石。在“一人多户”、非现场开户的宽松账户管理背景下,原本式微的“麻袋账户”又大行其道,近期交易所市场监控发现的一些操纵案例最多曾出现数百个交易时点、交易品种相同的关联账户;此外,机构创新业务如券商自营开展的股票收益互换业务、券商资管发行的创新型资产管理计划、基金公司及其子公司发行的通道类专户产品、信托公司发行的信托产品等,也时常沦为实际控制人利用的通道或“马甲”,存在普遍性的“看不穿”问题,对二级看穿式市场监察体制提出了挑战,也容易成为信息型操纵等违法违规行为所利用的工具。

账户管理是证券市场基础制度,需要证券经营机构、交易所、登记

[10] 例如,在内幕交易行为即“知悉”并“利用”内幕信息认定上,证监会以间接证据为主要证据进行推定并运用了优势证明标准。在岳远斌内幕交易案([2011]57号)及岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)中,证监会明确了判定“知悉”和“利用”的间接证据包括四个要件:当事人与内幕信息传递者之间的固有关系与惯常联系、当事人实施交易行为之前与内幕信息传递者之间的接触情况、当事人买入行为的异常情况、当事人交易行为与其他相关行为及情况的吻合度。在佛塑股份内幕交易案([2011]41号)中,证监会明确了明显优势证明标准作为内幕交易行政处罚案件的证明标准。在ST中钨内幕交易案([2011]24号)、浙江东方内幕交易案([2011]32号)、领先集团内幕交易案([2011]55号)和光华基金会内幕交易案([2011]56号)等案件中也使用了间接证据推定和明显优势证明标准。

[11] 宋英辉、何挺:《我国刑事推定规则之构建》,载《人民检察》2009年第9期。

结算机构和监管部门的共同努力。在开户环节,需要证券公司在简化开户程序、实现网络便捷开户的同时,更要尽到审核客户真实身份,以及核实住址、联系方式、资金来源等重要信息的重要职责;在后续客户维护和管理环节,不能一放了之,应持续性地履行“了解你的客户”职责,通过大数据系统充分了解客户的身份、财产收入状况、证券投资习惯、风险偏好等信息,并及时对重要信息变化及时作出更新;此外,参照国际经验,证券公司还应该建立“可疑客户”和“可疑交易”的识别与报告系统,对客户身份、资金、交易存疑的情况及时进行识别、预警和报告。

对于机构通道类账户“看不穿”的问题,应将责任落实到机构和会员身上。一方面,交易所会员应充分掌握资产管理产品或其他通道类产品的产品结构、投资策略、投资顾问、主要受益人等重要信息情况;另一方面,监管部门应统一信息报送标准,要求相关机构将产品信息报送证券业协会、基金业协会等自律组织,并通过中央监管信息平台实现共享。

(四) 建立完善大数据智能筛查系统,提升线索发现效率

交易所市场监察实践证明,大数据和计算机智能挖掘在筛查传统违法违规类型如内幕交易、交易型操纵、利用未公开信息交易(趋同交易)等案件线索方面发挥了积极的作用。以深交所趋同交易智能分析系统为例,该系统通过海量交易数据的深度挖掘分析,对账户交易行为逐一自动比对,精准锁定趋同交易可疑账户,快速筛出利用未公开信息交易的“老鼠仓”行为。

借鉴上述成功经验,大数据智能筛查技术在发现信息型操纵案件线索方面还有很大的发展空间。现今的主要瓶颈在于利用文本信息挖掘手段挖掘出信息披露的疑点,并将其与上市公司股票二级市场交易的异常特征进行比对,如在交易时间、交易集中度、持股比例、价格涨跌等方面存在异乎寻常的密切关联,进而判断信息披露与交易行为的耦合度,来最终筛查出可疑的信息型操纵案件线索。这些工作如果以传统的人工方式进行,耗时长、见效低,如运用大数据和智能分析技术,结构化数据与非结构化数据得以高度集成,挖掘效率与准确度将大为提升。

(五)“合而歼之”与“分而治之”并重,重视信息型操纵的个案差异化处理

信息型操纵是一种复杂的多样化的证券市场违法形态,正如前文分类部分所展示的,信息型操纵可能存在不同的主体、行为手段和运作模式,很难用一种固定的模块来归纳概括它,它与内幕交易、其他操纵、虚假陈述、利用未公开信息、非法使用账户、超比例持股、短线交易之间也存在大量的竞合与牵连。如果一以贯之、墨守成规,并不利于信息型操纵的有效查处。

鉴于信息型操纵的查处有赖于关键节点证据的收集和“故意”、“通谋”、“影响股价或交易量”等关键要素的证明,所以每个案件能够获取的证据维度和证明空间可能存在较大差异,不能强求所有案件均能水落石出、还原案件全貌,实现全链条、无遗漏的处罚或处理。对于证据确实充分、证明链条明确、违法违规事实清晰的案件,应顺藤摸瓜,合理运用间接证据、推定、趋同竞合程度分析等手段,认真查证所有的违法违规疑点,争取全面查处复合型违法行为;对于确实证据收集困难、证明链条割裂、违法违规证明难度较大的案件,不能强求“毕其功于一役”,应审慎分析、灵活处理,在法治和重证据原则下,寻找到案件的突破口,或“择一重罪而处之”(选择复合型违法行为中最严重的一种类型处理),或“择一易证之罪而处之”(选择证明难度较低、查处把握最大的一类违法行为处理),如此既能避免囫囵吞枣、进退两难的尴尬,又有助于及时警戒抑制市场操纵行为,有效遏制违法者的不法操纵企图。