

## 证券信息操纵行为法律 规制之比较研究

——兼论《证券法》第七十七条一款之修改  
陈 煜\*

**摘要:**我国立法中没有明确定义证券信息操纵行为,这不失为我国法律制度的一项缺项。英国金融服务管理局(FSA)出台的《市场行为守则》及相关咨询文件、《香港联合交易所交易规则》规定的关于证券信息操纵行为规范原则和行为分类,对我国构建和完善证券信息操纵行为法律制度具有较高的借鉴价值。借鉴英国的经验和我国香港特区的做法,在修订和完善《证券法》时,重点是在立法层面明确证券市场操纵行为、证券信息操纵行为的定义,行为的构成,以及法律责任等要素,并需要充分考虑到法律规范的可操作性和适用便捷性。

**关键词:** 证券信息 信息滥用 信息操纵 行为规制

证券信息操纵行为(即“信息型”操纵行为)的概念源于经济学领域,是属于证券市场操纵行为中极为特殊的一种操纵行为。早在20世纪70年代,

---

\* 中国社会科学院研究生院2012级商法博士研究生。

经济学家经实证研究发现市场存在“分析师荐股效应”。实证研究表明,专业的信息分析师及咨询机构运用“推荐”、“公布”等信息手段,在一定程度上左右了证券市场交易走势及涨跌幅度。<sup>[1]</sup>也就是说,信息手段与证券交易价格定价机制之间,客观存在着直接或间接的作用效应,证券信息操纵行为在证券市场上就有产生的基础和土壤,就有“兴风作浪”的可能,应当严厉禁止和惩处。<sup>[2]</sup>

除我国《证券法》第77条规定的连续交易、约定交易和自买自卖三种操纵行为之外,证监会于2007年出台的《证券市场操纵行为认定办法》(以下简称《认定办法》)还增加了蛊惑交易、抢先交易、虚假申报、特定价格、特定时段五种操纵行为。其中,蛊惑交易系指编造、传播、散布虚假重大信息,诱导投资者做出买卖决策,影响证券交易价格或交易量,以便从预期市场变动中直接或间接获利的操纵行为,即证券信息操纵行为。证券信息操纵行为对资本市场的危害很大,各国法律均严格规制,明令禁止和从严惩处,我国也不例外。但我国的基本法律制度因初创阶段难免存在诸多缺失与不足,尚待健全和完善,本文拟从域外的法律制度与我国法律规制进行比较研究,希冀从中寻觅到修改《证券法》相关规则、完善法律制度的路径及方法。

## 一、英国法体系中的证券信息操纵行为法律制度

英国根据证券信息操纵行为的特征及发生机理,采用了成文立法的模式,对证券信息操纵行为作出明确规定并类型化。

---

[1] RK Aggarwal, G. Wu, *Market Manipulation—Theory and Evidence*, *Journal of Business*, March, 2003.

[2] 信息操纵行为词源为 *The Information - based Manipulation*, 最早是由二位美国学者 Allen 和 Gale 在 *Stock Price Manipulation* (1992) 一文中提出。参见 F. Allen, D. Gale, *Stock Price Manipulation*, *Review of Financial Studies*, Volume 5, Number 3, 1992, p. 505.

## (一) 英国金融市场操纵行为规制的立法经验及思路

### 1. 《2000 年金融服务与市场法》

英国作为现代资本市场的重要发源地,其资本市场的产生和繁荣对世界各国产生了重要影响。2000 年 6 月,英国颁布了《2000 年金融服务与市场法》(Financial Service and Market Act 2000)。作为新旧千年之际颁布的成文法,《金融服务与市场法》旨在进一步规范和维信息时代下的金融市场秩序。鉴于市场信息化的影响,该法明确禁止证券信息操纵行为:在行为人明知或应知信息不实或误导的情况下,不得散布不实资讯,引发或可能引发对某种有价证券的错误认知,或其他足以使有价证券价格发生扭曲的违背市场基本原则的行为。<sup>[3]</sup> 该法第 118 条明确规定了,市场滥用行为包括了公司、经营者及受托人等发布实际上具有虚假或误导性的权威性信息。<sup>[4]</sup>

### 2. 《2001 年市场行为守则》

以《金融服务与市场法》为指导,英国金融服务管理局(FSA)于 2001 年发布《2001 年市场行为守则》(The Code of Market Conduct 2001)(以下简称《市场行为守则》),是调整金融市场一般行为的成文法规。<sup>[5]</sup> 《市场行为守则》是在两部意见征集稿(CP59 和 CP76)的内容基础上制定的,旨在维护市场秩序、引导交易行为、惩治市场操作行为所制定的成文法案,是为落实和细化《2000 年金融服务与市场法》中关于市场滥用行为的基本规定。

《市场行为守则》对于证券信息操纵行为等操作行为作出了详尽的规定,主要包括了信息滥用行为、虚假误导性现象、市场扭曲三类情

[3] 曾宛如:《证券交易法原理》,元照出版社 2008 年第 5 版,第 120 页。

[4] 曾宛如:《证券交易法原理》,元照出版社 2008 年第 5 版,第 122 页。

[5] 2013 年四月英国金融监管局(Financial Services Authority)进行了机构调整。现行金融监管体系主要由 FCA(Financial Conduct Authority)和 PRA(Prudential Regulatory Authority)两个职能部门具体执行 2012 新金服法案。FCA 承担证券市场监管和投资者保护的职能。参与市场的个人和公司都必须遵守《市场监管手册》(The FCA's Handbook)。《市场监管手册》包括了《市场行为监管文书》(The Market Conduct Sourcebook)(又称为 MAR)。《市场行为监管文书》(MAR)包括了《市场监管法》(Code of Market Conduct)(又称为 MAR 1),和《价格稳定规则》(the Price Stabilising Rules)(又称为 MAR 2)。具体参见英国金融监管局网站:<http://www.fca.org.uk/>,2013 年 11 月 1 日访问。

形。其中,涉及以信息传播方式操纵市场价格,扰乱正常市场秩序的论述及规定在这三个章节中都分别有所体现,具体为以下三个方面:

其一,信息规范的必要性及信息的概念。

《市场行为守则》第 1.4.4E 条对信息滥用规定中的“信息”做出了如下描述,主要包括四个方面:(1)行为人是处于信息获取的地位,基于信息做出的交易和安排。信息对行为人的交易和安排的决定产生了实质的影响。(2)不属于规范的信息类型。第 1.4.5E 条指出,规范的信息是指市场参与者通过研究或分析所能获得的市场信息。也就是说,信息是向规范市场通过公认的信息传播途径,或依照市场规范进行披露;信息记载的内容是面向大众公开的;信息是通过互联网或其他公开平台发布的,或者是公开信息中的部分内容;信息应可以由一般的自然观察即可获得。(3)其内容是能够决定交易条款的重大信息,守则第 1.4.9E 至 1.4.11E 条规定了重大信息,是指依赖于市场信息环境的一般市场参与者,在进行交易决策时,极可能要考虑的范畴;重大信息是具体的、精确的、客观的、当前的信息;是一般投资者可以信赖的市场信息;客观上信息是可以广泛获取的;重大信息不同于公开信息,具有时效特点。(4)属于市场参与者合理期待下的应披露信息。<sup>[6]</sup>

《市场行为守则》指出,信息滥用行为产生的前提,是在规范的市场中,市场参与者依赖于合理及时地接收“重大信息”。市场参与者合理期待获取信息的能力会因市场类型的不同而有所差异。那些在信息发布之前拥有信息的人应当避免基于该信息作出行为,避免让他人 在信息发布前实施市场投资和交易。

其二,利用信息传播制造虚假、误导性现象。

规范的市场通过市场供需作用力进行合理的定价,并形成稳定的市场机制。当市场参与者在规范市场进行交易时,他们希望价格反映合理的市场供需关系,而不是其他参与者不当行为的结果。对市场参与者造成虚假或误导现象的不当行为导致市场参与者不再能够依赖市场表现出的价格,或是基于市场交易规模而进行的自身投资决策判断。

---

[6] FSA, *The Code of Market Conduct 2001 (Feedback on CP59 and CP76)*, § 1.4.4E, § 1.4.5E, § 1.4.9E – 1.4.11, April 2001, <http://www.fca.org.uk/>.

对于参与者和投资者而言,这种现象将破坏规范市场诚信,降低市场活跃度,提高交易成本。

虚假、误导性现象的构成要件包括两方面,一是该现象必须给一般市场参与者产生错误或误导的印象,即实施的行为极可能引起或制造出实质上是虚假或误导性的交易价格或交易量。二是该现象必须造成客观的实际效果。其具体类型主要分为三类:虚拟交易(1.5.8E)、虚假信息陈述(1.5.15E)和不当传播行为。其中,不当传播行为是指任何通过权威的途径提交信息、发布信息的责任人,提交市场重大信息,给市场一般参与者造成了市场供需量、交易价格方面的虚假的或误导性的市场现象。为维护市场的秩序和发展,信息提交人在这个过程中应当尽到合理注意的义务,以保证信息不会对市场中的参与者或投资者造成虚假或误导性的印象。<sup>[7]</sup>

英国金融服务管理局(FSA)一直以来都在强调通过市场公认的途径传播信息的重要性。FSA认为,这类信息的使用者通常都依赖于通过权威途径所获取信息的准确和诚信。因此,通过公认途径传播信息的传播人,如公司自身作为信息传播人,公司的金融顾问或公共关系顾问尽到了注意义务,保证了信息的准确。假如没有尽到该项义务,造成虚假和误导性的市场现象,则被视为市场滥用行为。

其三,扰乱市场正常机制的具体表现。

《市场行为守则》指出,任何人不得在交易行为中实施利用市场机制,利用供需关系的相互作用进行干扰,产生市场扭曲效应。市场扭曲是指以价格扭曲为目的,干扰市场机制的运行,属于市场滥用行为。<sup>[8]</sup>

《市场行为守则》认为,一般市场参与者在进行正常的买卖交易中追求利益最大化的行为本身不属于市场滥用。总体上说,追求利益最大化的行为能够促进市场的流动性和效率。交易范围内的价格高低一般是合理的市场供需的互动作用结果。但超出正常范围的交易价格往往说明了存在着以扭曲价格为目的的行为,属于故意的市场操纵行为。

[7] FSA, *The Code of Market Conduct 2001* (Feedback on CP59 and CP76), § 1.5.8E, § 1.5.15E, April 2001, <http://www.fca.org.uk/>.

[8] FSA, *The Code of Market Conduct 2001* (Feedback on CP59 and CP76), Chapter 8, April 2001, pp. 24 - 25, <http://www.fca.org.uk/>.

《市场行为守则》列举了两类通过交易行为扰乱市场供需机制和定价机制的扭曲行为,分别是价格锁定(price positioning)和恶意挤压(abusive squeezes)。<sup>[9]</sup>

### 3.《市场滥用行为:市场行为守则咨询草案(第一部分)》

《市场滥用行为:市场行为守则咨询草案(第一部分)》(Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct)是英国金融管理局(FSA)于1998年针对市场滥用行为发布的咨询文件(以下简称《咨询文件》),并以这份文件为立法基础制定《2001年市场行为守则》。<sup>[10]</sup>这份关于市场行为守则草案的《咨询文件》,以两章的篇幅对“市场操纵”和“滥用信息”情形分别做出了详细的阐述和解释,并公开征集广泛的社会意见。《咨询文件》的发布,旨在强调三个层面的问题:一是市场机制与市场行为之间存在着紧密的相互作用关系与效应,其强调了信息对于投资者决策的影响力;二是信息滥用行为对市场信心和定价的影响;三是“在预期范围内使用信息”原则。

首先,在市场操纵一章,《咨询文件》将市场操纵行为分为三类:虚假交易(artificial transactions)、价格操纵(price manipulation)和不恰当传播信息(dissemination information)。《咨询文件》指出,投资者的交易决策容易受到公开的交易数据的影响,当投资者确信交易是因为某一原因或以某一方式进行时,他可能会因此而参与交易,但实际上交易的数据可能被市场操纵行为所扭曲,从而对投资者造成误导。<sup>[11]</sup>其中,涉及证券信息操纵行为的规定集中在不恰当传播信息的规定当中。

《咨询文件》指出,不恰当传播信息(dissemination information)是指不法行为人通过散播不准确的或误导性的信息,来影响投资者的投资判断,干扰或控制市场价格。<sup>[12]</sup>《市场行为守则》将“不恰当传播信

---

[9] FSA, *The Code of Market Conduct 2001* (Feedback on CP59 and CP76), Chapter 8, § 8.3, April 2001, p. 24, <http://www.fca.org.uk/>.

[10] FSA, *Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct* (CP10), June 1998, <http://www.fca.org.uk/>.

[11] FSA, *Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct* (CP10), June 1998, p. 10. <http://www.fca.org.uk/>.

[12] FSA, *Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct* (CP10), June 1998, pp. 16 - 17. <http://www.fca.org.uk/>.

息”列入市场操纵行为规制的动因并不在于规范信息披露和传播途径,而是惩戒利用“不恰当传播信息”的手段进行市场操纵的行为。单纯的虚假信息披露,属于“虚假陈述”(misstatement)管制的范畴,为了将“不恰当传播信息”与纯粹的虚假陈述相区别,FSA除了客观方面要求具有以操纵为目的不正当传播信息的要件外,还强调构成不恰当传播信息主观过错的主观要件。

其次,在“滥用信息优势”一章,《咨询文件》深入地探讨了信息披露行为和市场运行机制之间存在着既紧密又冲突的复杂关系。其首先指出,本章的规定旨在调整关系到投资产品价格的信息使用情形,即适用于特定的信息范畴。准确的价格构成是组建市场信心的重要的部分,市场参与者需要经常访问信息,以决定是否买卖,以及在什么价位买卖,因此市场公开信息应及时和公正。不要求市场将所有潜在的重大信息进行及时公开,除非进一步的信息披露的效益高于其成本。尽管投资交易都规定了应当公开的事项,但不同的金融市场,在非交易事件的信息传播问题上应有所区别。例如,伦敦证交所的RNS制度(regulatory news service)就采取了较为广泛的信息公开范围。<sup>[13]</sup>

《咨询文件》进一步指出,在积极规范市场信息披露制度的同时,也要处理好披露制度与信息分析和使用的微妙关系。《咨询文件》认为,总会有特定人群访问非公开信息的情况,这些人有机会利用信息实施交易,提高收益,避免损失。<sup>[14]</sup>虽然有收益,但不一定是超额的利益。在市场中通过交易产生的收益反映了交易人的心态以及间接地反映信息价值。在所有的市场中,利益冲突之间需要一个稳固的平衡。信息披露与信息利用的冲突表现为两个方面:一方面是通过交易和披露,把所有信息施加到价格上;另一方面则是适当鼓励那些能够进行信息研究分析的交易者,利用通过研究分析得来的信息,在定价过程中形成的一定“不平衡”(damage)。

最后,《咨询文件》指出,《市场行为守则》所禁止的是涉及信息披

[13] FSA, *Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct*(CP10), June 1998, pp. 18 - 26. <http://www.fca.org.uk/>.

[14] FSA, *Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct*(CP10), June 1998, pp. 26 - 28. <http://www.fca.org.uk/>.

露、重大信息和优势地位的相关市场滥用行为。<sup>[15]</sup> 其一,信息披露是指市场参与者都基于平等的条件所能够访问和获取的信息。信息的披露是基于法律义务和市场规范的要求,任何市场参与者不得违反信息披露的规定。其二,重大信息是指能够明显左右交易者是否进行投资交易的信息。重大信息应依照市场规定及时地进行披露。其三,优势地位是指无论信息是否公开,特定主体能够掌握其他市场参与者所不能合理地获得保密信息的情形。优势地位者掌握其他人没有的信息,并且在主观上知道或应当知道该信息是一般途径无法获取的。优势地位的信息拥有者并没有披露或报告的义务,因此,对于市场而言,既要让这些拥有优势地位的市场参与者放心地通过分析以及市场的一般感受得到的结论并进行适用,且不为法规所禁止;又要让优势地位者在知道或应当知道其他人无法合理获取该信息的情形下,获取到重大的市场信息时应受到一定的限制。限制的目的在于保障市场建立和运行于一个相对平等和稳定的市场预期之上。

#### 4.《2012 金融市场服务法》与《2013 年市场行为守则》

2013 年英国实施了《2012 年金融市场服务法》,并进行了一系列金融机构调整。由原来统一监管转变模式为功能型监管模式,创立了全新的金融市场监管框架。此次新法案设立了一套对银行业务实施审慎检查的监管制度,以及对金融服务机构日常运营的审慎监管,包括对资产负债表中显著风险的管理。<sup>[16]</sup> 监管机构调整方面,原英国金融管理局(FSA)更名为 FCA(The Financial Conduct Authority),并与新设的 PRA(The Prudential Regulation Authority)并行组成英国金融监管职能系统,二者分别承担证券业务和银行业务之具体监管职能。另外,新框架还包括了政策机构 FPC(the financial policy committee),通过监督英国金融市场整体的稳定性和适应性,承担统领性的宏观金融审慎监管

---

[15] FSA, *Market abuse Part 1: Consultation on a draft Code of Market Conduct*(CP10), June 1998, p. 28. <http://www.fca.org.uk/>.

[16] Gibson, Dunn & Crutcher LLP, *FINANCIAL SERVICES ACT 2012: A NEW UK FINANCIAL REGULATORY FRAMEWORK - ALL CHANGE?*, March, 2013, <http://www.gibsondunn.com>.



职能,以确保国家经济政策和监管手段产生实效。<sup>[17]</sup>

在《2012 年金融市场服务法》的设计基础上,英国对金融机构组织做出了调整 and 变化,彰显英国金融市场监管思路的转变。在 2008 年全球金融危机之前,英国经济增长大多依赖于房地产和银行业,而综合监管并未能有效防范危机的发生。由于金融危机的打击,使得英国政府不得不转变监管手段,加强对市场功能和系统性风险的监管,并设立 FCA 机构来提振金融市场的消费信心,完善和健全金融消费者服务与保护机制,以实现降低财政赤字金额与经济增长(GDP)比重之目标。《2013 市场行为守则》(The Code of Market Conduct 2013)在沿袭 2001 年旧版《市场行为守则》的基础上,采用了新的手段(enhanced approach)改进原来监管所无法甄别的市场行为风险。新的手段旨在处理特殊的市场问题,并从市场参与者身上汲取有用的建议和信息。<sup>[18]</sup>

《2013 市场行为守则》(The Code of Market Conduct 2013),又称为 MAR1,分别在 1.3 章至 1.9 章共 7 章内,在旧版法规的基础上,进一步将市场操纵现象归纳为了 7 种具体市场滥用行为(market abuse),并以专章的形式分别予以列举:内幕交易(inside dealing)、不当披露(improper disclosure)、信息滥用(misuse of information)、交易型操纵(manipulating transactions)、策略型操纵(manipulating devices)、信息散布行为(dissemination)、误导和价格扭曲(misleading behavior and distortion)。<sup>[19]</sup>其中,关于信息操纵的规制集中体现在信息滥用(misuse of information)一章中,其行为构成要件与 2001 年旧版《市场行为守则》中 1.4 章的信息滥用(misuse of information)的构成要件基本相同,但新守则区分了两类信息滥用的适用情形:一般市场和拍卖市

[17] FSA, *Find out How FCA and PRA Will Work*, 载 <http://www.fsa.gov.uk/doing/events/fca-pra>, 2013 年 11 月 1 日访问。

[18] Allen, Overy, *The Financial Conduct Authority An overview*, April 2013, [www.allenoverly.com](http://www.allenoverly.com), 2014 年 3 月 1 日访问。

[19] FCA Handbook, *MAR 1 The Code of Market Conduct*, 载 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/MAR/1/5>, 2014 年 3 月 1 日访问。

场(auction platform)。<sup>[20]</sup>可见,新守则扩大了信息滥用行为的适用范围,以进一步规制市场信息,保障市场交易的公平。

## (二)我国香港特区《香港联合交易所交易规则》

作为亚洲金融中心之一,我国香港特区的证券市场能够长期保持市场的稳定和繁荣,得益于很好地继承和借鉴了英美国家金融法律制度,并在此基础上发展了一套实用于亚洲金融市场特点的法律法规及市场规则。香港证券市场的制度经验,有助于我们进一步了解如何规制证券信息操作行为的立法思路及其制度设计。

根据《香港联合交易所交易规则》(以下简称《交易规则》)第五章市场失当行为的规定,对通过信息手段实施影响证券市场的行为作出了详细的规定,主要包括了以下四个方面的规范内容:<sup>[21]</sup>

1. 广义上的虚假交易行为。第545条第(1)款规定,交易所参与者不得意图使某事情具有或相当可能具有造成以下表象的效果:(1)在本交易所交易的证券交投活跃的虚假或具有误导性的表象;或(2)在本交易所交易的证券在行情或买卖价格方面的虚假或具有误导性的表象。

2. 披露关于受禁交易的资料。第545条第(4)款规定,交易所参与者不得披露、传递或散发任何资料,或授权披露、传递或散发任何资料,或牵涉入披露、传递或散发任何资料;该资料的大意是在本交易所交易的某法团的证券所进行的受禁交易,而得以维持、提高、降低或稳定,该交易所参与者已直接或间接订立或履行该受禁交易;或已由于披露、传递或散发上述资料直接或间接收取利益,或与其会由于披露、传递或散发上述资料直接或间接收取利益。

3. 操控证券市场。第545条第(6)款规定,交易所参与者不得意图诱使另一人购买或认购或不售卖某法团的证券,而直接或间接订立或履行2宗或多于2宗买卖该法团的证券的交易,而该交易本身或连同

---

[20] § MAR 1.5.1A, MAR 1 *The Code of Market Conduct*, 载 <http://fshandbook.info/FS/html/FCA/MAR/1/5>, 2014年3月1日访问。

[21] 参见“市场失当行为”专章,《交易所交易规则》,香港交易所,第545条至547(A)条,访问地址:[http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/traderules/sehk/exrule\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/traderules/sehk/exrule_c.htm), 2014年3月1日访问。

其他交易提供或相当可能会提高、降低、维持任何在本交易所交易的证券的价格。

4. 披露虚假或具有误导性的资料以诱使进行交易。第 545 条第 (7) 款规定,交易所参与者不得披露、传递或散发该资料,或授权披露、传递或散发该资料;或牵涉入披露、传递或散发该资料。而该资料相当可能会诱使他人认购在本交易所交易的证券;诱使他人售卖或购买证券;或维持、提高、降低或稳定在本交易所交易的证券的价格。该资料在某事关重要的事实方面虚假或具有误导性,或因遗漏某事关重要的实施而虚假或具有误导性;并且该交易所参与者知道该资料在某事关重要的事实方面虚假或具有误导性,或因遗漏某事关重要的实施而虚假或具有误导性。

以上几类市场操纵行为,《交易规则》对于证券信息操纵行为之构成进行了一般性的描述和规制。证券信息操纵行为大体上可归纳为几个特定的构成要素:(1)特定主体,即交易所参与者;(2)客观实施了证券信息操纵行为,即披露、传递或散发受禁交易的资料或虚假或具有误导性的资料;(3)主观故意,即知道该资料在某事关重要的事实方面虚假或具有误导性,或因遗漏某事关重要的实施而虚假或具有误导性;(4)行为结果,即维持、提高、降低或稳定在本交易所交易的证券的价格,以及操纵者从中受益。值得注意的是,《交易规则》第 545 条第(7)款对于行为构成要素之间的逻辑关联有着清晰的表述,即证券信息操纵行为很可能会诱使他人进行证券交易。也就是说,证券信息操纵行为与其他投资者的交易行为及特定证券的价格波动之间有着显著的手段与目的之间的因果联系。

## 二、我国证券法及相关法规

自建立证券市场以来,我国证券立法及监管机构先后发布多部旨在管制操纵市场的法律法规和部门规章。早在 1993 年,国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》就明令禁止了数种操纵市场行为,并制定了相应的处罚措施。1993 年,原国务院证券委员会发布实施了

《禁止证券欺诈行为暂行办法》,其中第7条规定“禁止任何单位或个人以获取利益或者减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或利用职权操纵市场,影响证券价格,制造证券市场假象,诱导或者致使投资者在不了解实施真相的情况下做出证券投资决定,扰乱证券市场秩序”。1996年证监会发布了《关于严禁操纵证券市场行为的通知》,对操纵证券市场行为做出了进一步的规制。1999年的《证券法》规定了操纵市场行为人的行政和刑事责任,但没有规定民事责任。

2006年新修订的《证券法》对于市场操纵行为的规定作出很大的改进,首先是统一了“操纵证券交易价格或者证券交易量的表述”;其次,删除了市场操纵行为“必须以获取不正当利益或者转嫁风险”为前提,行为认定方面不再以操纵行为人的主观状态为行为构成的要件;再次,修改了对敲行为和对倒行为的表述;最后,增加了操纵行为为民事赔偿责任的规定。经过此次修改之后,《证券法》第77条对于禁止操纵市场行为的表述为:(1)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;(2)与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;(3)在自己实际控制的账户之间进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;(4)以其他手段操纵证券市场。操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。

我国《证券法》第77条对于信息操纵市场行为的表述为“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”。显然,这一表述不足以揭示证券信息操纵行为的内涵和类型,致使其在理论解释上众说纷纭,在法律适用上存在种种困难和疑惑。

作为我国证券市场的监督管理机构——证监会,既要履行法律赋予的监督管理职责,同时也要依法制定规章和规范性文件进一步规范证券市场,对市场出现的新问题、新现象要做出及时的调整和规制,以落实证券法的各项规定。证监会于2007年出台的《证券市场操纵行为认定办法》(以下简称《认定办法》)中,根据操纵行为对证券价格作用

的机制不同,可以将操纵行为分为信息型操纵和交易型操纵两类。<sup>[22]</sup>信息型操纵即是证券信息操纵行为;交易型操纵是指通过证券买卖行为影响证券交易量和市场资金流量,控制交易价格。《认定办法》规定了利用信息的优势所实施的联合或连续买卖行为可具体划分为八类:连续交易、约定交易、自买自卖、蛊惑交易、抢先交易、虚假申报、特定价格、特定时段交易。其中,蛊惑交易的定义,界定了市场信息化下新型操纵手段,表明了证监会对此的解决思路 and 态度。

《认定办法》规定,蛊惑交易是指操纵市场的行为人故意编造、传播、散布虚假重大信息,误导投资者的投资决策,使市场出现预期中的变动而自己获利。《认定办法》对《证券法》第77条规定的“信息优势”做出了具体解释:“当事人能够比市场上的一般投资者更方便、更及时、更准确、更完整、更充分地了解相关证券的重要信息。”<sup>[23]</sup>

“交易价或交易量”受到操纵的认定,根据《认定办法》,当证券交易价格或者交易量偏离真实供求条件下投资人自主买卖所应形成的正常水平时,可以认定交易价或交易量受到了影响。当这种影响程度严重时,可认定形成对交易价和交易量的操纵。具体包括七类情形:一是相关证券交易达到法律、法规、规章、规则所规定的异常水平;二是相关证券交易异常受到监管机构及交易所质询、核查、调查或采取监管措施;三是相关证券达到涨跌幅限制价位,或者形成虚拟价格水平,或者交易量异常放大、萎缩或形成虚拟交易量水平;四是相关证券的价格走势明显偏离可比指数;五是相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面;六是相关证券价格或者交易量在某一特定时段严重异常;七是证监会认定的其他情形。

我国证监会出台的《认定办法》有助于监管部门和司法机关更好地甄别和认定各类证券市场操纵行为,并切实贯彻《证券法》关于禁止市场操纵行为的规定。然而《认定办法》并未对信息操纵行为这一类型做出进一步的解释,仅在蛊惑交易行为中做出“故意编造、传播、散

[22] 蔡奕:“台湾地区证券市场操纵行为法律规制及启示”,载《证券法苑》(第2卷)2010年6月号。

[23] 邵刚、冯勉:“证监会定义市场操纵八宗罪”,载《上海证券报》2007年9月7日版。

布虚假重大信息,误导投资者的投资决策,使市场出现预期中的变动而自己获利”的表述。对于利用非虚假信息诱导投资者的投资决策,从中获利的情形,以及利用信息手段影响证券价格的情形,并未涉及。另外,《认定办法》对于《证券法》第77条的“信息优势”的解释并不能够完全涵盖信息的种类以及在市场中的显著作用,缺乏对信息的市场功能和效应的准确把握,成为不能具体度量、不可具体操作的抽象概念。

### 三、比较评析

上述英国和我国香港地区的立法作为完善我国法律的参考和理论依据,不仅因为英国和我国香港地区有着先于我国金融市场发展历程,更重要的是英国和我国香港地区制定的成文法和市场行为规范是代表了当地市场治理的理性经验。英国和我国香港地区的成文规范,不仅反映了英国和我国香港地区对于证券市场行为规范在立法技术上的考量,更重要的是通过立法所确立的积极且科学的市场规制原则。

其中,英国的《市场行为守则》在阐述市场原理和行为特点的同时,做到了对各类市场滥用行为的归纳。综合《市场行为守则》及《咨询文件》两份文件,总体上可归纳为:信息滥用行为是建立在市场信息的供需基础之上,针对证券流通市场的供需关系,通过散播信息达到制造市场假象。结合经济学理论的立法模式在概念搭建上能够得到有力的支持,并形成较为周延的理论逻辑。显然,这必将有助于市场参与者对其行为形成一个更清晰、准确的预期与判断,最大限度地抑制恶意投机者的侥幸心理;亦有助于在司法实践环节,法律法规得到更好的贯彻和实施,有效惩治市场操纵行为。

《市场行为守则》对于信息型的市场滥用行为作出了大篇幅的规定,其规范的核心原则在于:保护市场参与者的投资信心,以及对市场投资的合理预期。也就是说,任何滥用市场信息资源,干扰市场各项机制的行为,都属于破坏市场信心和预期的、市场规范所禁止的滥用行为,应受到禁止和惩治。

《市场行为守则》在一般化的市场滥用行为概念基础上,通过对信

息规范、市场现象、市场机制的详细表述,指明滥用信息制造虚假、误导性市场现象属于法律禁止的市场滥用行为;并具体规定了信息提交人应当履行信息的保证义务,以实现市场信息不会给投资者造成虚假、误导性的印象。英国 FSA 通过《咨询文件》指出,《市场行为守则》所禁止的是涉及信息披露、重大信息和优势地位的相关市场滥用行为。也就是说,禁止的情形需要有所限制,应当在信息是能够左右市场价格的重大信息,以及行为人是处于信息上的优势地位,能够获取公众通过一般途径难以获取的市场信息。其限制的目的在于保障市场建立和运行于一个相对平等和稳定的市场预期之上。

具体言之,英国的《市场行为守则》对于“信息型”市场操纵行为的认定基于以下几点:其一,明确的信息定义。信息作为基本的市场要素,应当是公开的,是能够决定交易条款的重大信息,并且是一般投资者可以信赖的市场信息。其二,明确以信息行为为操纵手段。利用信息传播制造出虚假、误导性现象。通过权威的途径提交信息、发布信息的行为给一般市场参与者产生错误或误导的印象,并极可能引起或已经制造出实质上是虚假或误导性的交易价格或交易量。其三,明确扰乱市场正常机制为损害后果。任何人不得在交易行为中实施利用市场机制,利用供需关系的相互作用进行干扰,产生市场扭曲效应。其四,明确操纵行为对市场的破坏。行为破坏的是市场的合理预期和投资者的信心。拥有信息优势并不受法律所禁止,甚至还应当鼓励市场中的信息分析者创造更多的市场流动性和投资效率,但滥用信息事实上是破坏了正常的市场预期,打破了稳定的市场收益平衡。

另外,借鉴《香港联合交易所交易规则》对于“信息型”操纵行为认定和构成要素的规定,更符合我国市场环境和行为认知。具体而言,包括了这几个方面:(1)对主观要件的认定,如香港法的“意图诱使”等,十分注重主观动机的地位和作用;虽然“意图”是对主观状态的表述,却强调主观动机的重要。相比我国《证券法》第 77 条就比较忽略。(2)严谨的逻辑结构,如香港《交易规则》规定的“意图影响集中交易市场有价证券交易价格,而散布流言或不实资料者”,该行为不要求实施操纵市场的行为,即行为构成结构极简明“意图一而散布”即可。(3)禁令范围较宽,覆盖面较广,如香港的立法比较宽泛,扩张了禁令

行为的范围和种类,不要求行为的结果,只要实施行为即构成操纵行为;我国法则要求“信息优势”,比较而言,其适用范围太窄。

相对而言,我国《证券法》定义的“信息优势”,被解释为“当事人能够比市场上的一般投资者更方便、更及时、更准确、更完整、更充分地了解相关证券的重要信息”,<sup>[24]</sup>使得该要件的适用极具困难性,如该要件的适用范围狭窄,非优势的信息操纵行为不再此列;“信息优势”主观化,不强调主观意图,不注重动机目的,只重视和强调行为的外在表象;“更方便、更及时、更准确、更完整、更充分”的定语实在无法实际比较和区分“优势与劣势”;“信息优势”的不可度量 and 具体化从而造成行为认定标准难以精确化。从法律规范结构看,缺乏实用和可操作性,极大地限制法律规制证券信息操纵行为的功能和作用。

综合英国和我国香港地区的立法经验,比较而言,我国《证券法》第77条及证监会的《认定办法》对于证券市场操纵行为、特别是证券信息操纵行为的规定,尚有诸多不足之处,具体为以下几点:

(1)类型化未穷尽,欠缺新型行为。《证券法》只对操纵市场行为做了简单的、一般的类型化,仅列举了连续交易、约定交易和自买自卖三种操纵行为,证监会的《认定办法》增加了蛊惑交易、抢先交易、虚假申报、特定价格、特定时段五种操纵行为。这些新型的操纵行为从现行的规定中难以寻觅,需要在基本法律中对各类市场操纵行为进行合理的界定和明确。如果这些新型的操纵行为无法从我国《证券法》中得寻到答案,这势必不利于证券市场参与者对其行为的预期和判断,不利于政府监管部门对市场行为的监管,不利于司法实务的法律适用,长此以往将对市场发展形成严重的阻碍,导致法律威慑力和权威性的降低。

(2)概念含混,缺乏识别标准。“信息优势”中的信息概念与“信息披露”的信息、“虚假重大信息”的信息等有着显著的不同,表现为在不同的市场参与环节中,从信息来源到信息传播、信息接收、信息分析、信息报告及推荐等各个不同类别。不同类型的信息对市场的影响和作用也因信息自身属性而呈现出较大的差异,法律意义的信息,应该不同于于

---

[24] 邵刚、冯勉:“证监会定义市场操纵八宗罪”,载《上海证券报》2007年9月7日版。



一般意义的信息。英国的《市场行为守则》对于信息的定义则是“能够决定交易条款的重大信息”，而我国《证券法》及证监会的《认定办法》虽提出了“信息”概念，却缺少明确的界定和区分，导致概念不明晰，识别标准不清，规范难以具体操作。前述的“信息优势”的不可度量和具体化，导致实际运用中行为认定标准难以精确化和细致化，无法有效适用。

(3) 限定过窄，结构单一。《证券法》以信息优势作为行为构成前提，忽略了信息优势背后隐藏的市场机制变化。一项复杂市场操纵行为，并非单一地利用信息或单一地利用资金。考量这些行为的时候，必然要以市场关系和机制的基本要素为依据。否则仅考量“信息优势”和“联合连续买卖”这两项外在特征，内涵特征描述较少，行为构成限定过窄，难以准确认定复杂的市场操纵行为。另外，一般的行为定义中若缺少行为的构成要素，没有将该行为的特征清晰地表述出来，造成行为概念的模糊和界定的困难。《证券法》及《认定办法》均未对证券市场操纵行为的行为构成要素作出明确和详尽的规定，这是造成行为认定难的主要原因。缺少详细的行为构成要素，使得市场操纵行为的法律规范显得结构单一，缺乏适用中的可操作性。

(4) 责任体系不完整。《证券法》虽然规定了市场操纵行为的民事赔偿责任，但并没有对操纵行为的民事赔偿制度作完整的规定，缺乏对操纵行为的责任主体、赔偿范围、计算方式等相应规定。在具体的司法实践中，因操作市场罪获刑事处罚的情形极为少见，操纵市场行为的法律后果仍是以行政处罚为主。而对于一般的大众投资者而言，因市场操纵行为遭受经济损失，虽然可以依法提起民事赔偿之诉，但以现行法律的规范来看，难以确定责任关系和损害金额是造成个人的民事赔偿之诉尚缺乏具体的可操作性的直接原因。

#### 四、修改《证券法》第七十七条一款之建议

如何完善和改进我国现行的证券市场操纵行为规范，并进一步设立证券信息操纵行为规范，英国金融服务管理局(FSA)出台的《市场

行为守则》及相关咨询文件、《香港联合交易所交易规则》提出的规范原则和行为分类具有较高的借鉴价值。

借鉴英国的经验和我国香港特区的做法,在修订和完善《证券法》时,应当在立法层面做具体制度的设计和安排,应凸显“增加违规违法成本,维护市场秩序”的立法理念。同时,为便于法律适用和相关部门的监察,立法还应考虑法律规范的可操作性和适用的便捷性。修订和完善《证券法》时,重点是在立法层面明确证券市场操纵行为、证券信息操纵行为等定义,明确行为的构成,以及法律责任等要素。具体为:

其一,明确新型操纵行为定义,补充现行法律规范之缺漏。除了《证券法》列举了连续交易、约定交易和自买自卖三种操纵行为外,证监会的《认定办法》增加了蛊惑交易、抢先交易、虚假申报、特定价格、特定时段五种操纵行为应该有所列举,以补充现行法律规范之缺漏。这些新型的操纵行为中,蛊惑交易类型应该明确为证券信息操纵行为。明确禁止信息操纵,明确证券信息操纵行为的定义,即以价格操纵为目的,运用信息手段,操纵证券交易价格或者证券交易量的行为。其中,以价格操纵为目的表明其主观性;“操纵证券交易价格或者证券交易量”必然扰乱证券市场的信息机制和定价机制,造成了异常的证券价格波动和证券交易中的异常收益率现象;“信息、操纵”的特质表明该行为与其他相似操纵行为的区别。

其二,明晰信息型操纵行为的构成。《证券法》第77条第1款中的“利用信息优势”,由于其概念模糊、界定困难、识别不易、无法对比衡量所谓“优势于劣势”,缺乏可操作性,从法律规范结构看造成行为认定标准难以精确化和细致化,应当以“运用信息手段”取代“利用信息优势”,以克服相关的弊端。

证券信息操纵行为的核心内涵是“运用信息手段”、“操纵证券交易价格或者证券交易量”。从法律意义辨析,其核心内涵可作如下三点理解:(1)“信息”是行为特有的属性,所指的信息是公开的、能够决定交易条款的重大信息,并且是一般投资者可以信赖的市场信息;(2)“运用信息手段”即指通过公开的途径运用信息披露、传播、散布证券信息的行为,其目的是操纵证券交易价格,此特性是区分其他操纵行为的标志;(3)“操纵证券交易价格或者证券交易量”的法律含义包括

“扰乱证券市场的信息机制和定价机制”，即误导或诱使其他投资者实施投资行为，直接或间接地制造了证券价格扭曲现象，给一般市场参与者产生错误或误导的印象，并极可能引起或已经制造出实质上是虚假或误导性的交易价格或交易量；“造成异常的证券价格波动和证券交易中的异常收益率现象”的危害结果，即非正常的“交易价格或者证券交易量”。“运用信息手段”同时还反映行为人的主观故意心态，加之客观方面行为特征，主客观要件齐备，完整地概述了证券信息操纵行为“运用—操纵—交易价格、交易量”构成要件的逻辑结构。

其三，明确因果、细化标准。证券信息操纵行为主要是针对能够“运用信息手段”的主体，该主体“运用信息手段”系主观故意，其目的是“价格操纵”并“造成异常的证券价格波动和证券交易中的异常收益率现象”而从中获取非法利益；由于“运用信息手段”之动机和目的指向性，从而“扰乱证券市场的信息机制和定价机制”，达到了“操纵证券交易价格”之目的，实现了获取非法利益的预期，揭示了“运用—操纵—交易价格、交易量”各环节之间明确的因果关系和逻辑结构。因果关系的明确，即行为构成标准的明细化、精准化，有利于对证券信息操纵行为的认定和甄别。只要具备“运用—操纵—交易价格、交易量”的主客观要件，行为即成立。行为的成立不以“扰乱证券市场的信息机制和定价机制”和“造成异常的证券价格波动和证券交易中的异常收益率现象”为必要，但却可以作为行为社会危害性大小、情节严重与否的考量内容。

其四，明确法律责任、完善责任体系。只要操纵行为符合证券信息操纵行为的一般构成要件，就应当认定其行为构成证券信息操纵行为，该行为人应承担相应的行政、民事及刑事法律责任。证券信息操纵行为的基本特征实质为欺诈，受到社会和法律的否定评价，行为人承相应的法律责任是毋庸置疑的；因证券信息操纵行为人的欺诈而上当受骗一般投资者，其利益势必遭受损害，对一般投资者因操纵行为造成的损失，证券信息操纵行为人负有赔偿的义务，这是法律的基本原则。因此，法律应当清晰准确地明确民事责任主体、民事侵权的共同行为、责任形态、损害范围和赔偿数额等。要实现《证券法》规范证券交易行为，保护投资者合法权益，维护市场经济秩序和社会公共利益，促进社

会主义市场经济的发展之宗旨,实现三公原则。<sup>[25]</sup>法律明确民事赔偿的责任主体、损害范围,以及公允的赔偿数额等规范是非常必要的。

综上所述,在修改《证券法》时,建议对我国现行的《证券法》第77条第1款中删除“利用信息优势”,增加一项:“单独或者通过合谋,运用信息手段操纵证券交易价格或者证券交易量”作为《证券法》第77条“禁止任何人以下列手段操纵证券市场”的行为之一。另外,“单独或者通过合谋”的行为形态在法律规制、法律责任方面应该予以明确。市场操纵行为中,普遍存在的数个操纵者共同、交叉实施证券信息操纵和交易型操纵的情况。数个证券信息操纵行为者可能基于同一个概括的违法意图,合谋实施了数个操纵行为,其中信息操纵行为起到间接或辅助的作用。对此,首先,应当根据操纵行为的既遂、未遂、预备的不同形态,认定单个主体所实施的数个操纵行为是否构成交易型操纵行为或信息型操纵行为。在任何一类操纵行为构成的情况下,都认定该单个主体所实施的市场操纵行为成立。其次,数人共同合谋实施市场操纵的情况,构成共同违法行为,应根据信息操纵行为在共同行为中起到的主要或次要作用,由信息操纵者承担主要或是次要的法律责任。

---

[25] 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第51页。