

信息型市场操纵的内涵与外延

——基于行政和刑事案件的实证研究*

徐 瑶**

摘要:市场操纵可划分为交易型、行动型和信息型操纵三类。信息型操纵作为一种新型且隐蔽的操纵手法在近两年呈多发态势。我国信息型操纵包括抢帽子交易、蛊惑交易和利用信息优势连续交易三种。在认定抢帽子交易时,行为人自身市场影响力和行为欺诈属性是核心问题;蛊惑交易在法律上很难构成,以“编造、传播虚假信息扰乱证券市场”进行规制尤为必要;利用信息优势连续交易与内幕交易、虚假陈述行为存在诸多竞合,亟待从法律上加以明晰。

关键词:操纵市场 信息型市场操纵 抢帽子交易 蛊惑交易 信息优势

* 本文以作者硕士学位论文修改而成,原文获评北京大学法学院优秀硕士学位论文。

** 北京市地平线(深圳)律师事务所实习律师,北京大学法学院2017届硕士(金融法方向)。

一、问题的提出

随着证券市场的发展,操纵市场案件频发,新型操纵手段层出不穷,证监会对市场操纵案件的执法力度也不断加强。截至2017年1月,公开渠道可获取的操纵市场刑事案件判决有10起,^[1]证监会处罚的操纵市场案件则多达96起,^[2]为实证分析提供了较为充足的研究样本。在这些案件中,涉及利用信息优势、信息产生及传递进行操纵的案件数量较大,且在最近一两年呈高发态势。此类违法犯罪行为不仅在认定上存在诸多疑难,而且因同属行为人对信息优势的滥用,极易与内幕交易、虚假陈述、编造传播虚假证券信息等行为相竞合甚至相混淆,使执法实践略显混乱,社会各界对此也充满疑惑和争论。

在这个背景下,我国相关法律、行政法规、部门规章、司法解释等对信息型操纵的内涵与外延界定却严重缺位,或限制了对违法、犯罪行为的打击力度,不利于市场的健康有序发展;或使相关处罚、判决缺乏法律依据,给市场主体造成恐慌,与法治相背离。

通过对市场操纵尤其是信息型市场操纵的域外理论进行梳理,结合对我国信息型市场操纵实例的研究,可以初步总结出一些规律,对信息型操纵行为进行分类,分析其演变趋势及认定思路,尽可能地穷尽其内涵与外延,为立法机关修法及监管者的监管提供参考,也对市场上的交易主体起到一定警示作用。

二、信息型市场操纵概述

(一) 市场操纵的基本分类

对于市场操纵,从来就没有一个完美的定义。^[3]1977年,Oliver

[1] 统计来源于北大法宝、中国裁判文书网、新闻报道等公开资料,案件一览表见附表1。

[2] 案件数量基于对中国证券监督管理委员会网站“行政处罚”一栏进行统计得出,案件一览表见附表2。

[3] D. R. Fischel and D. J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, *Harvard Law Review*, Vol. 105, 1991.

D. Hart 首次从理论上说明了市场操纵存在的可能——“在静态均衡处于非稳定状态时,或者需求函数非线性时,投机者可通过技术手段在市场上实现获利。”〔4〕在美国著名案件 *Cargil Inc. v. Hardin*〔5〕中,市场操纵被定义为“为故意影响金融资产价格而采用或实施的、导致一个没有这种干预就不会产生的异常价格的行动、计划和技巧”〔6〕这个定义在学界产生了较大的争议。〔7〕在后来被频繁引用的 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*〔8〕一案中,法院认为市场操纵是指“一切旨在通过人为因素影响市场进而误导投资者的行为,如不转移所有权的自买自卖(洗售)、相对委托(约定交易)或拉抬股价等”〔9〕

1992年,Allen and Gale 对市场操纵作出经典分类,〔10〕将市场操纵分为:信息型操纵、交易型操纵和行动型操纵。〔11〕其划分依据是证券价格受到人为影响原因的不同——如果是基于虚假信息的传递,则为信息型操纵;如果是基于单纯的买卖行为,则为交易型操纵;如果是基于一个公众可见的行动,则为行动型操纵。

1. 交易型操纵

交易型操纵体现为行为人单纯地通过买、卖股票行为完成对股价的拉升或打压,诱使其他投资者进行交易。在这类操纵中,行为人不采取任何公众可见的行动来改变公司价值,也不通过散布虚假信息来改

〔4〕 Oliver D. Hart, *On the Profitability of Speculation*, *Quarterly Journal Economics*, Vol. 91, 1977.

〔5〕 *Cargil Inc. v. Hardin*, 452 F 2d 1154, 1163, 1167-70 (1971).

〔6〕 原文:“any activity, scheme, or artifice that deliberately influences the price of a financial asset, resulting in a price other than the one that would have resulted in the absence of such intervention.”

〔7〕 F. H. Easterbrook, *Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets*, *Journal of Business*, Vol. 59, 1986.

〔8〕 *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 US 462, 476 (1977).

〔9〕 原文:“Manipulation refers generally to practices, such as wash sales, matched orders, or rigged prices that are intended to mislead investors by artificially affecting market activity.”

〔10〕 Allen Dranklin and Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, *Review of Financial Studies*, Vol. 5, 1992. 转引自金山、许建春、乔耀莹:《中国证券市场操纵行为研究——基于动态面板数据的实证分析》,载《广东金融学院学报》2010年第5期。

〔11〕 同上。

变股票价格,只进行单纯的买卖行为。^[12] 这种操纵模式极易与正常的投资行为相混淆,并且基于投资者的投机性很难被根除。^[13] Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu 在 Allen and Gale 模型的基础上认为,在交易型操纵中,操纵行为人实施操纵需要付出一定成本,持有(股票)成本(买入股价与买入数量的乘积加交易手续费)就是其中最重要的成本,如果这种成本过高,操纵者就不会实施操纵行为。一般而言,要想实现交易型操纵,操纵人需要持有的证券数量应与该资本市场的成熟度呈正比。也就是说,越成熟的市场中,操纵人实施操纵行为的持有成本就越高,这也是交易型操纵很少发生在成熟资本市场中的主要原因。违法成本是操纵人需要考虑的另一种成本,如果制定的罚金标准足够高,就能在一定程度上抑制操纵行为发生。^[14]

2. 行动型操纵

行动型操纵是指基于改变资产应有价值的行动影响证券价格的行为,^[15] 价格的影响源自行为人采取的行动,而非单纯的股票买卖或信息传递。Bagnoll and Lipman 在 1996 年发现了在并购交易中可能存在的操纵模式——持有目标公司股份的操纵者宣布要约收购计划及方案,目标公司股价随之大幅上涨,而操纵者在高位卖出股票获利后宣布收购计划失败,股价大跌。^[16] Bruner 通过对 100 多篇经典研究文献进行汇总分析后发现,在一个成熟市场上,并购会使目标公司股价产生很大的上涨空间,目标公司股东由此取得的收益也会非常可观,远远高于收购公司股东所取得的收益,^[17] 这在一定程度上解释了行动型操纵者实施这类操纵行为的动因。

[12] 同注[10]。

[13] 同注[10]。

[14] Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu, *Stock Market Manipulations*, *Journal of Business*, Vol. 79, 2003. 转引自金山、许建春、乔耀莹:《中国证券市场操纵行为研究——基于动态面板数据的实证分析》,载《广东金融学院学报》2010 年第 5 期。

[15] Allen Dranklin and Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, *Review of Financial Studies*, Vol. 5, 1992.

[16] Bagnoll and Lipman, *Stock Price Manipulation Through Takeover Bids*, *Rand Journal of Economics*, Vol. 27, 1996.

[17] Bruner. R, *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision - Maker*, *Journal of Applied Finance*, Vol. 12, 2002.

3. 信息型操纵

信息型操纵通过散布虚假信息和传播谣言实现对股价的影响,^[18]而不是通过单纯的买卖或者采取一定的行动完成。Benabou and Laroque 在 1992 年指出,影响股票价格的信息操纵者主要分为三类:^[19]

一是可以自己进行交易的新闻、报纸、杂志社、财经金融专栏杂志社记者,华尔街日报的记者 Winans 就是一个典型的例子。^[20]在我国,曾经因编造、传播虚假证券信息获罪的内蒙古商报社社长李希晓也属于这类人,^[21]但他并没有进行证券交易。

二是发布预测或实时通讯,同时自己也进行交易(为自己或为投资公司)的证券分析师、股评家(guru)等具有市场影响力的专业人员。^[22]1987年,美国的 Prechter 被誉为先知和预言家,他的投资建议可以影响很多投资者,以至于他可以按照自己所预言的趋势拉高股价。Prechter 如此有威望是因他自 1982 年开始多次准确预测了牛市,尽管他在一些短期的波动中也曾有一些错误判断,但这并不影响他在整个市场上的可信度。^[23]本文第三部分讨论的“抢帽子”交易即属这类操纵。

三是本身持有公司股份并得以“接近信息源”的公司大股东和高级管理人员,他们利用自己的特殊身份可以定期向股民和金融分析师发布财务报告(或其他信息披露),^[24]本文第四部分讨论的利用信息优势连续交易即属这类操纵。

[18] Allen Dranklin and Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, Review of Financial Studies, Vol. 5, 1992.

[19] Benabou R and Laroque G, *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, 1992.

[20] 同上。

[21] 佚名:《李希晓判处有期徒刑一年六个月,缓刑一年六个月》,载东方财富网股吧, <http://guba.eastmoney.com/news,600887,47957877.html>, 2016年3月9日访问。

[22] Benabou R and Laroque G, *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, 1992.

[23] 同上。

[24] 同上。

(二) 信息型市场操纵的运行机制——与内幕交易有本质区别

按照 Allen 和 Gale 对市场操纵行为的分类和定义,信息型操纵以散布虚假信息和传播谣言为基础。^[25] 起初,公司被要求定期向公众发布信息就是为了使谣言的传播更加困难,以减少利用虚假信息传播进行操纵行为的发生。^[26]

Benabou 和 Laroque 认为,影响股票价格的信息者有三类:杂志社记者、股评家和公司高管,而理性投资者选择相信这些人发布信息的原因有三。首先,他们相信这些人具备信息优势;其次,这些人很可能是诚实(值得信赖)的,他们发布的内容也很可能是真实的;最后,即便他们不诚实,他们仍会基于维护个人声誉的考虑披露相对真实的信息,只是会通过市场产生误导效应来获利(以股评家为例,他们作出的投资建议很可能是真实的,对市场产生的误导源自其未揭示自己也从事交易的利益冲突)。

一般而言,凡掌握非公开信息的人(内幕人)都有能力也有动机通过技巧性地扭曲信息的发布与传递来操纵资本市场。有人认为,操纵者这样做很容易被发现并且会失去信用、面临严重的惩罚。的确,这种行为会影响内幕人的信用和声誉,但更多的是通过一种渐进的、可逆转的方式——操纵者通过可控的、真相与谎言相结合的方式来满足他们不同时段最大利益需求。并且,由于非公开信息(如并购重组计划)在市场上的噪音很大,最终能否实现取决于多种因素,可控程度比较低,如果最后不能实现,往往可归结于“真实(或善意)的错误”。因此,公众往往很难辨别信息的真假,使投机者在不被发现的情况下获得了重复操纵股票价格获利的机会。

一般理解认为,内幕交易是指掌握内幕信息的人在信息尚未披露的情况下进行的交易。John and Narayanan 在 1997 年认为,虽然有一整套信息披露规则对内幕人加以限制,在一定程度上可以阻碍他们的内幕交易行为,但这些人仍有机会通过对信息优势地位的利用实现操

[25] Benabou R. and Laroque G., *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, 1992.

[26] 同上。

纵股票之目的——首先,他们在知悉内幕信息后,可以先实施一个与真实信息相反的行动,然后再实施与真实信息相对应的行动,相比于什么都不做,这样的行为可以让这些内幕人在第二阶段获得超额的收益。^[27] Archishman Chakraborty 和 Bilge Yilmaz 在 1999 年也认为,内幕人可以通过迷惑性的交易隐藏那些会对市场会产生重大影响的信息,但是,如果这些人采取相反策略,就会对市场上的其他主体产生更大误导,进而达到操纵股价目的并从中交易获利,这种行为实则更具危害性。^[28] Benabou 和 Laroque 认为,这些具备信息优势的内幕人可以同时通过投机和信息传递两种手段获取更多利益,通常情况下,他们也具备这样做的条件和动机。^[29]

比如,某一股评家知晓了一个公司的业绩很可能很好,他可以默默从事标准的内幕交易——大量买入股票,等待信息公开后卖出。但他也可以做得“更好”——通过向公众传达一个很低的业绩预期,对投资主体的判断产生影响,压低股价,然后以一个更低价格买入这些实际上很有价值的股票。

再如,一家公司发现了巨量矿产资源,公司高管却努力通过一些证据极力说服公众这次发现是假的,甚至发布公告称,即便是技术性的勘测发现也不是完全准确,却在同时大量购买公司股票和期权,最后承认矿产资源确实被发现。

相反的例子又如,公司高管知道公司销量在减少,存货在上升,并且核心产品销量骤减,却仍然向公众发布利好消息,在这期间,公司的 7 名高管、13 名员工以及他们的亲友通过卖出其持有的公司大量股票获利,直到最后宣布销量下滑,公司股价随之大幅下跌。

这些交易和传统内幕交易有什么区别? 在这些模式下,行为人不单是利用内幕信息从事股票交易,期待通过信息公开后的股价波动获

[27] John Kose and Ranga Narayanan, *Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations*, *Journal of Business*, Vol. 70, 1997.

[28] Archishman Chakraborty and Bilge Yilmaz, *Informed Manipulation*, *Journal of Economic Theory*, Vol. 114, 1999.

[29] Benabou R. and Laroque G., *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, 1992.

取差价利益,同时,他们还扰乱了市场上信息和价格的关系,使股票价格不能成为市场上所有信息的有效反映。除了向公众发布诱导性信息以外,这些行为还可能表现为对真实信息的隐瞒,甚至通过篡改一些事实证据来实现其干扰市场的目的。这就是信息型操纵的本质,也是其与内幕交易行为的根本区别。

Benabou 和 Laroque 就此得出结论,当信息的真实性难以辨别时,对内幕人交易的禁止可以使证券价格更好地反应整体信息情况,毕竟,交易的发生比信息的真实性更容易被辨别。^[30]

(三) 我国语境下的信息型市场操纵

与其他滥用信息优势的不法行为(如欺诈发行、信息披露违法、内幕交易、短线交易、投资顾问欺诈客户、基金经理老鼠仓等)相同,信息型操纵的本质是市场主体对信息优势地位的滥用。^[31] 不同于其他市场操纵形态,信息型操纵主体利用信息的发布与传播实现操纵股价之目的。^[32]

按照国外的理论,信息型操纵以散布虚假信息和传播谣言为基础。^[33] 但是,我国语境下的信息型操纵与此界定不完全一致。相反,对于这种散布虚假信息和传播谣言扰乱证券市场的行为,我国以《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)》^[34](以下简称《证监会指引》)中的蛊惑交易操纵以及《刑法》第 181 条“编造并传播证券、期货交易虚假信息罪”“诱骗投资者买卖证券、期货合约罪”及《证券法》第 78 条“编造、传播虚假信息,扰乱证券市场”来规范,至于我国为何采纳这样的规制方式以及这样的规制方式是否合理,本文会在第五部分进行展开,在此不予赘述。

[30] 同注[29]。

[31] 徐瑶:《信息型市场操纵的认定思路——兼评徐翔案》,载搜狐网,<http://mt.sohu.com/20170124/n479459608.shtml>,2017年3月13日访问。

[32] 徐瑶:《信息型市场操纵的认定思路——兼评徐翔案》,载搜狐网,<http://mt.sohu.com/20170124/n479459608.shtml>,2017年3月13日访问。

[33] Allen Dranklin and Douglas Gale, *Stock Price Manipulation, Review of Financial Studies*, Vol. 5, 1992.

[34] 证监稽查字[2007]1号。该文件为中国证监会内部行为认定指引,具有内部指导作用,不具有法律上的效力。

根据我国目前的理论与实践,涉及利用信息的发布与传播实现操纵股价之目的操纵行为主要有:利用信息优势连续交易、“抢帽子”交易和蛊惑交易三类,“抢帽子”交易和蛊惑交易一直以来被统称为“信息型操纵”,那么,本文对信息型操纵进行分类首要解决的问题是:“利用信息优势连续交易”能否被归于传统的“信息型操纵”当中,在划定范围以后,本文再就这三类行为进行归类 and 具体探讨。

1. “利用信息优势连续交易”与传统的“信息型操纵”

2015年以来,徐翔操纵市场案引发了社会广泛的关注,该案是以“利用信息优势连续交易”为依据判决的第一起刑事案件,业界将其称为“信息型市场操纵”第一案。问题是,“利用信息优势连续交易”是否属于“信息型市场操纵”的范畴?

如前所述,Allen 和 Gale 将市场操纵行为划分为三种:信息型操纵、行动型操纵和交易型操纵。^[35] Benabou 和 Laroque 后来又讨论了影响股票价格的信息操纵者的类型。^[36] 在我国,第一类和第二类信息操纵可以依据信息的真实与否以及行为人实施交易与否分别归于“抢帽子”交易、蛊惑交易以及编造、传播证券虚假信息扰乱市场的行为,而对于第三类行为,则更像是我国的“利用信息优势连续交易”行为。

然而,有学者认为,“利用信息优势连续交易”不能等同于“信息型操纵”。“利用信息优势”的重点强调的是利用信息优势,即机会占先、条件占优的优势,如果不具有这种优势,即便其利用了信息,由于不具备“优势”条件,理应不构成证券操纵行为;而一般“信息型操纵”体现为“运用信息手段”的行为,重点在于“信息手段”,二者存在本质上的差别。^[37] 本文对此不予认可。

“利用信息优势连续交易”中的信息优势不应单单指“获取”或“了解”这样机会占先的优势,还应该包括为了实现操纵意图主动制造、拆

[35] Allen Dranklin and Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, Review of Financial Studies, Vol. 5, 1992.

[36] Benabou R. and Laroque G., *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Inders, Gurus, and Credibility*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, 1992.

[37] 张子学:《美国证监会监管失败的教训与启示》,载《证券法苑》2009年总第1卷。

分、加工、发布、传播各类重大信息的条件占优的优势,体现的是行为人对信息的整体把控,而非单单对信息的被动接受。具体而言,这种优势的运用也体现为对信息手段的运用,只是这种信息手段因行为人的优势地位而具有一定特殊性。因此,即便按照上述学者的解释,二者也应当是包含关系,而非对立关系。如果一定说二者存在区别,则应体现为:在一些“利用信息优势连续交易”中,行为人通过信息的发布与交易的配合完成操纵,应属于信息型与交易型相复合的“信息型操纵”行为。

2. 我国信息型操纵的分类

结合以上理论分析,我国的信息型操纵有以下几种分类方式:^[38]

第一,基于信息的真实与否,信息型操纵可分为利用虚假信息进行的操纵和利用真实信息进行的操纵。

前者较为常见的情况为蛊惑交易,行为人首先散布关于股票的虚假不实信息,然后基于对其他市场主体产生的误导在二级市场上交易获利。在这类交易当中,若要构成操纵市场,行为人编造、传播的虚假信息须对股价产生扰乱作用,行为人基于此进行交易并从中获利。如果没有这样的交易行为,或者有交易行为但信息的散布未对证券价格造成影响,便不属于市场操纵的规制范围,其对市场的扰乱作用可通过“编造、传播虚假证券信息,扰乱证券市场”相关法律法规进行规制。

“抢帽子”交易也可以通过传播虚假的荐股信息完成,比如,具有市场影响力的荐股人长期看好某支股票,其为了实现更大的利益,其先将自己的一部分股票高价卖出,然后发布利空该支股票的业绩预测信息,使投资者产生错误印象卖出该股,股价下跌后,荐股人趁机低价买入该支股票获利。从目前的实践来看,这种情形较为少见。

至于利用真实信息的操纵,则可以体现为上市公司高管及关联人员通过控制真实信息发布的时点和节奏,达到影响股价的目的。具体而言,公司高管作为策划、实施公司重大事项的主体,完全有能力刻意

[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。