



信息型操纵市场行为执法标准研究

缪因知*

目次

- 一、信息型操纵的适用和研究现状
- 二、对信息型操纵的“两属四种”分析框架
- 三、认定编造传播虚假信息型操纵的关键：行为主体的特定身份
- 四、认定利用信息优势型操纵的关键：以直接或间接证据认定操纵故意
- 五、优化信息型操纵执法的若干建议

摘要 信息型操纵是目前证券执法的一大热点，但其学理尚不成熟。结合当前执法实践，可将其分为编造传播虚假信息型和利用信息优势型两个基本类型。根据上市公司信息发布和关联主体配合买卖的模式，后者又可分为三个亚类。认定编造传播虚假信息型操纵的关键，是行为人具有能够影响市场的特定身份。认定利用信息优势型操纵的关键是以直接或间接证据认定操纵故意。除了操纵计划书、当事人口供等直接证据外，用间接证据认定不正当信息发布行为时，应能证明信息发布过程的草率性、发布时点的反常性和发布内容的草率性。认定不正当信息发布和外部事件之间配合关系的间接证据应当能证明二者在时间轴上具有关联性、对应性，以及配合结果可能产生特定的操纵作用力。上市公司是不正当信息发布的行为人，其责任不应当低于实际控制人，其责任应当高于外部配合交易者或市值管理方案提出人。执法部门应积极主动地指明其构成要件，在保持各自立场一致时，行政执法和刑事司法部门亦应协调法律适用标准。上市公司强化信息披露治理，能有效减少信息型操纵发生的可行性。

关键词 信息型操纵 操纵市场 利用信息优势 编造传播虚假信息 证券欺诈

* 中央财经大学法学院副教授，法学博士。

本文是北京社科基金青年项目“证券期货欺诈行为执法标准研究”、司法部2018年度国家法治与法学理论研究项目中青年课题“证券虚假陈述赔偿责任的演进与发展（2002—2010）”（项目号：18SFB3033）资助成果。感谢《清华法学》匿名评审专家对本文提出的意见。



一、信息型操纵的适用和研究现状

在我国目前的证券执法中，“信息型操纵”已经成为了一种重要的类型。2017年涉及信息型操纵的大案频出，1月徐翔被处以徒刑和刑事罚金110亿元，3月鲜言被行政处罚没34.7亿元，8月蝶彩资管公司被行政处罚没1.5亿元。在罚格上均为罕见的大案。2018年后的信息型操纵案件的罚格没有这么高，但涉及了三板市场，在类型上有新拓展。

然而，相关执法文书在说理上还不够充分，往往只是呆板地罗列信息优势、连续买卖、股价异动等客观表现，而缺乏有机化的统一说明，引发了不少争议。而学界对此类新型操纵行为的研究，也可以说刚刚起步，值得继续深入。

对操纵的一般性研究都会提及操纵市场的基本法条《证券法》第77条提及的利用信息优势联合或连续买卖。其中值得重视的成果有：汤欣、高海涛指出连续交易构成操纵时，须有“制造证券交易活跃的假象或诱使他人跟风买卖证券的主观动因”。利用信息优势操纵“应包括为了达成操纵目的而主动制造、发布重大信息的行为，而此种主观方面的动因实际体现了操纵行为所具有的诱使他人跟风交易的欺诈性”⁽¹⁾，即强调主观方面的要件。

专门的信息操纵研究要在2014年后特别是2016年后才出现，属于新兴热点领域。以发表时间为序，陈煜对英国和香港的立法予以了不少介绍，批评了我国现有立法中的“利用信息优势”“概念模糊、界定困难、识别不易”“缺乏操作性”，建议改为“单独或者通过合谋，运用信息手段操纵”。⁽²⁾ 蔡奕讨论了信息型操纵执法的难处，指出学界业界对此类操纵的基本范畴均未形成统一共识。⁽³⁾ 夏中宝研究了徐翔案，并认为资金、持股、信息优势的考察不适用于短线操纵，传统法律规则基于长庄操纵而对连续交易操纵设定的较高规模要求不适用于徐翔案，该案应用兜底条款定罪。⁽⁴⁾ 范林波认为利用信息优势联合或连续买卖的操纵，以交易行为为主，信息发布为配合，而信息型操纵行为中影响交易价量的因素只有信息。⁽⁵⁾ 陈晨认为利用信息优势操纵的本质是交易型操纵。⁽⁶⁾ 徐瑶认为利用信息优势操纵的获利来源是市场活跃假象和跟风交易，发布的信息不需要具有重大性或虚假性。⁽⁷⁾ 高海涛主张把蛊惑交易排除出信息型操纵，并

(1) 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》，《当代法学》2016年第4期，第107、108页。

(2) 陈煜 《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》，《证券法苑》第11卷（2014年），第70、72页。

(3) 蔡奕 《信息型操纵基本法律范畴分析》，《证券法苑》第18卷（2016年），第65-77页。

(4) 夏中宝 《徐翔操纵市场案中的法律与证据问题探微》，《证券法苑》第20卷（2017年），第21-35页。

(5) 范林波 《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究：以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚决定书为视角》，《证券法苑》第22卷（2017年），第438页。

(6) 陈晨 《证券市场信息型操纵认定难点及监管对策研究》，《证券市场导报》2017年第8期，第67页。

(7) 徐瑶 《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》，《证券法苑》第21卷（2017年），第425、428页。

认为信息型操纵主要涉及业务转型的重大信息。⁽⁸⁾

不难发现，上述观点意见不一。而且，学界对现有执法案例的研究特别是批判性研究总体上较少。有的论者还主张对信息型操纵采取较低的定责标准，过分迎合了执法实践。故本文希望对信息型操纵的体系和构成进行系统化的重新解释，以增强此概念在执法适用时的逻辑性和公平性。

二、对信息型操纵的“两属四种”分析框架

操纵证券市场，指为谋取证券相关利益，故意诱使他人对证券投资价值产生错误判断而实施交易的行为。主流观点将操纵市场视为证券欺诈行为的一种。⁽⁹⁾ 操纵市场与内幕交易不同，其并无逻辑统一的内在机理。任何可能造成证券交易价格或交易量被扭曲的行为都可以被归纳为操纵市场。其表现形式可以多种多样、变化繁复。

操纵市场的分类一向有多种说法。作为一个新概念，信息型操纵更不是一个逻辑标准很明确的范畴，与信息发布有关的操纵行为均可能会被纳入。故在认定其构成时，应当依据《证券法》的基本法条规则导出。

(一) 对信息型操纵分类的法理基础

《证券法》第 77 条规定：禁止任何人以下列手段操纵证券市场：

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。

第 77 条行文是用“操纵”来界定“操纵”，这种循环定义表明了集中资金优势、持股优势联合或者连续买卖本身不是操纵的构成要件，而仍需辅之以操纵主观要件。⁽¹⁰⁾ 具体来看，第 4 项是兜底条款。第 2 项对敲、第 3 项洗售本质上是同一类交易，即不转移实质所有权的虚假交易，违法特征较明显，当事人的利益无所增减，空耗交易成本，故可以推定其主观方面不良。⁽¹¹⁾

(8) 高海涛 《试论信息型操纵的违法性及防控对策》，《证券法苑》第 22 卷（2017 年），第 456、458 页。

(9) 有学者认为操纵市场的本质不是欺诈，而是滥用优势非法控制市场，即通过制造市场波动来牟利，参见刘宪权、林雨佳 《操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定》，《国家检察官学院学报》2018 年第 4 期，第 113 页。但本人认为，多数操纵在根本上是通过诱导他人交易来实现非法牟利目的，而其他他人被诱导交易是由于被欺诈即对交易价值产生误判，而非屈服于操纵人的市场力量。操纵引发的市场波动、秩序混乱是大量投资者被欺诈的后果。但在融配资、期货等杠杆交易中，投资者可能纯粹由于操纵人的市场力量引发强制平仓而受损。此时他们明知操纵行为导致市场价量失真，也难逃损失。

(10) 此为学界通说，如见彭冰 《证券法学》，高等教育出版社 2005 年，第 393 页。

(11) 汤欣认为这种行为的操纵意图显而易见，无需再行证明，参见汤欣 《操纵市场行为的界定与〈证券法〉的修改建议》，《中国金融》2004 年第 19 期，第 43 页。



第1项的集中资金优势、持股优势操纵，也叫真实交易型或力量型操纵，我国曾颇为盛行的坐庄模式就是典型。与虚假交易型操纵类似，其违法性在于：其行为主要目的在于人为抬高、降低或维持证券价格。故而认定的重点应该是确认主观方面证据，而不是客观方面的所谓异常性。毕竟这些交易是真实交易，交易者本可在法律允许范围内随时买进卖出。例如，连续买卖、集中买卖本身并无违法处，收购上市公司活动就是利用资金优势购买股票的典型活动。即使交易规模庞大，或逆市场主流操作而动，也不见得涉嫌违法。著名投资家巴菲特的格言正是“在别人恐惧时，我们要贪婪，在别人贪婪时，我们要恐惧”。⁽¹²⁾ 同一或同一批账户在同一时刻交易方向一致，但只是买卖切换频繁，可以用市场瞬息万变或决策举棋不定来予以合理解释。汤欣、高海涛指出，由于我国市场投机性较强，“机构投资者也可能因真实交易目的而需要进行大笔的反复买卖”，“集中”本身也不代表违法性。⁽¹³⁾ 与之相关，大额买卖导致的价格涨跌，亦可能是市场供求变化的正常结果，而不必然是操纵的结果。

利用信息优势连续买卖的操纵亦是如此。只有信息的发布人或传播人知道这些具有诱导他人交易之效果的信息存在不实之处，才能通过这些信息行为形成信息优势方和劣势方之间的信息落差。

因为利用信息优势不一定像资金优势、持股优势那样重在规模，所以为简化起见，本文论述时不强调联合买卖。而连续买卖既可能表现为长线坐庄的一种手段，也可能是短线操纵的一种手段。⁽¹⁴⁾

利用信息优势操纵市场与秘密的虚假交易型操纵显然区别较大。其与利用信息优势的内幕交易行为联系密切⁽¹⁵⁾，这两种行为的获利机理均源于信息发布后证券的供求变化与价格变化，但二者也存在不同。首先，内幕交易发生在信息披露前，其本质是利用未公开信息先行交易，待信息公开时实现获利，而利用信息优势操纵与披露同步发生，相关交易行为与信息公开行为互相利用、互相配合。其次，内幕交易利用的信息一般具有真实性、重大性，而操纵利用的信息往往不具有真实性、重大性，所以内幕交易的危害在于不当获取了真实的市场反应结果，而操纵的危害在于不当制造了虚假的市场反应结果。第三，内幕交易者希望其行为及其可能引发的价量异动不被人注意到，而利用信息优势操纵者则希望别人注意到其行为的后果。第四，内幕交易的认定取决于定性标准，与交易规模无关，而操纵市场的认定存在定量标准，相关交易规模很小时，交易本身可能不会被视为操纵行为的内容。第五，上市公司自身一般不构成内幕交易主体，内幕交易主体对内幕信息的形成和发布未必具有控制力，利用信息优势型操纵必有主体是上市公司自身，对信息的形成和发布必然具有控制力。

《证券法》第78条则在第1款禁止国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员编造、传播虚假信息，扰乱证券市场；第2款禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员，证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员，在证券交易活动中作出

(12) Mary Buffett & David Clark, *THE TAO OF WARREN BUFFETT: WARREN BUFFETT'S WORDS OF WISDOM*, Scribner, 2006, at 81.

(13) 汤欣、高海涛 《操纵市场行政处罚案例全景观》，《证券法苑》第18卷（2016年），第40页。

(14) 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》，《金融服务法评论》第2卷（2011年），第390页。

(15) 如公安机关拘留徐翔时，同时认定其涉嫌内幕交易罪，但起诉时只涉及操纵市场。

虚假陈述或者信息误导。第三要求各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观，禁止误导。这种针对特定主体的列举式规定涵盖的对象均为具有公信力和市场影响力的专门主体，只有他们的行为才能产生误导投资者的作用力。

（二）对信息型操纵的分类

目前，中国证监会在提及信息型操纵时，明确提及两类：①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”方式进行操纵；②编造传播虚假信息。^{〔16〕} 本文认为这一分类具有合理性，而将之视为信息型操纵的两个基本类型或曰属概念，即利用信息优势型操纵和编造传播虚假信息型操纵。这两个基本类型的行为主体分属积极信息披露义务人和消极信息披露义务人，对应的法条恰是《证券法》第 77 条和第 78 条。

在此基础上，根据执法实践，本文将上述类型 1 行为分为两个亚类：一是“上市公司信息发布加关联主体买入”，这是常见类型（1.1 型）。另一种是“上市公司信息发布、无关联主体买入”（1.2 型），即尽管行为人最终可能通过卖出证券来实现获利，但操纵行为不包括证券交易行为。有证监会行政处罚委员会委员认为，“有信息发布、无关联主体买入”的 2017 年蝶彩等案才是第一起真正的信息型操纵。^{〔17〕}

蝶彩等案处罚书未明确指出该行为违反《证券法》第 77 条哪一项，只是明确提及了“利用信息优势”。2018 年 5 月处罚的何思模案与 2017 年蝶彩等案接近，同属于“上市公司信息发布、无关联主体配合买入”的 1.2 型信息操纵。但处罚书却称“当事人在利用信息优势的同时要有联合或者连续买卖的行为”，所以改用《证券法》第 77 条第 1 款第 4 项“以其他手段操纵证券市场”的兜底条款予以了处罚，在行文中也未提及信息型操纵。^{〔18〕} 直到 2019 年 1 月，证监会才明确表示何思模案属于信息型操纵。^{〔19〕}

与之相关的还有一种“无上市公司信息发布、有关联主体买入”的特殊行为可以被一并列入，目前的相关案例均为认定三板公司董事长利用不公开的股东信息的优势来交易。这种信息型操纵可被称为 1.3 型。1 型统称为利用信息优势型操纵。加起来总共形成了“两大类、四小类”或者说“两属四种”的信息型操纵模式。

表 1 信息型操纵的基本类型

	行为模式	处罚的《证券法》依据	示例
1.1 型	上市公司信息发布 + 关联主体配合买入	第 77 条第 1 款第 1 项	徐翔案
1.2 型	上市公司信息发布、无关联主体配合买入	第 77 条第 1 款第 4 项	何思模案
1.3 型	无上市公司信息发布、关联主体买入	第 77 条第 1 款第 1 项	陈宏庆案
2 型	编造传播虚假信息	第 78 条	苏三山案

〔16〕 《证监会通报近年来市场操纵案件的执法工作情况》，证监会网站，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822_259482.html，2019 年 9 月 10 日访问。

〔17〕 同前注〔5〕，范林波文，第 438 页。

〔18〕 中国证监会行政处罚决定书（何思模〔2018〕36 号）。

〔19〕 《2018 年证监会行政处罚情况综述》，证监会网站，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html，2019 年 9 月 20 日访问。



强调关联主体的买入而不是买卖,一是由于我国缺乏个股卖空机制,操纵者以卖出等方式打压股价很难获利;二是为了区分前期买入和后期卖出,在无前期买入配合的操纵类型(1.2型)中,关联主体仍然会将早先持股卖出,以实现操纵获利目的。所以,只能说此类操纵中无“配合买入”,而非无“配合买卖”。

本来还有一种与编造虚假信息近似的操纵行为,即抢帽子,指证券经营机构及其工作人员等具有特殊影响力的主体通过发布评价、建议引诱投资者进行交易,来使自己获利。这也是特殊机构滥用了自身给人的信赖感所进行的操纵。抢帽子与蛊惑交易的区别在于:后者是关于证券本身客观价值的不实信息,而前者是具有一定市场信誉的机构或个人发表自身关于被操纵证券的主观判断,此主观判断不严格限于不实或无根据的信息。⁽²⁰⁾

一些学者把抢帽子视为信息型操纵的一种。不过,中国证监会倾向于将之在信息型操纵以外单列。⁽²¹⁾而且,利用信息优势操纵和编造传播虚假信息操纵更为相似、重叠性更高,两相对照,也尤其能凸显市场公信力主体之身份和信息型操纵行为之间的必要关联。执法时也可能存在二者之间的混用(如胡先林等案)。而抢帽子的行为构成的独立性、特殊性较强,一般不会和这二者混淆,且篇幅所限,先不对之展开论述。

在学界已有研究基础上,本文将全覆盖地研究目前可得的信息型操纵案例,从执法角度对如何有效认定此类操纵行为做出阐述。需要说明的是,虽然刑事司法标准应当严于行政执法,但作为犯罪的信息型操纵和作为行政违法的信息型操纵在行为构成上无本质区别,目前也没有体现出明显的认定标准差异,且信息型操纵的刑事案件数量较少、市场影响较大,故与对信息型操纵的处罚一并讨论。

坦率地说,信息型操纵是一种“执法实践先于理论”的概念,即法理认识尚未成熟,执法中就已经开始运用了,尤其是与上市公司配合的利用信息优势型操纵之概念在2010年后才在成文规则中出现。⁽²²⁾本文并不自动赞同信息型操纵是一种逻辑自洽的合理分类。本文的写作进路是实然评估兼顾应然构建。本文拟在较为准确地勾画信息型操纵的执法现状的基础上,评价其与证券法理的契合性,以便结合有待进一步披露的执法材料,为反思这种执法范畴的适当性提供理论准备,并为全面反思证券欺诈执法原理和证券市场治理之道提供参照。

三、认定编造传播虚假信息型操纵的关键: 行为主体的特定身份

本部分先讨论较简单的2型信息操纵。编造传播虚假信息可能只是一种不负责任的信息发布行为,即行为人有扰乱市场的故意或过失,但不一定具有诱导交易或希望在证券市场获利的主观因素、不一定打算操纵市场以实现其获利目的,故只能说一部分编造传播虚假信息的行为构成信息型操纵。

(20) 邢会强主编《证券法学》,中国人民大学出版社2019年,第147页。

(21) 同前注〔16〕,《证监会通报近年来市场操纵案件的执法工作情况》。

(22) 2010年最高检察院、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)》第39条单列了上市公司内部人利用信息优势操纵的情形。

此类行为可以说是一种传统的操纵行为，美国《证券交易法》第9(a)节禁止为引诱他人买卖任何证券，而在日常业务中散布或传播信息，以令任何此等证券价格由于一人或多人升降证券价格之目的市场操作将会升降或可能升降。欧盟2003年《关于内幕交易和市场操纵的指令》第1条禁止通过媒体包括互联网散布信息，或通过任何其他方式给出或可能给出关于金融工具的虚假或误导性信号，包括散布谣言及虚假或误导性的消息，且散布者知道或应当知道此信息为虚假或误导性。我国台湾“证券交易法”第155条禁止“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”。

证监会《证券市场操纵行为认定指引（试行）》（下称《操纵指引》）提出的蛊惑交易概念与此编造传播虚假信息型操纵大致接近。《操纵指引》规定，蛊惑交易指行为人先行买入或卖出相关证券，再利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息，诱导投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定，影响证券交易价格或交易量⁽²³⁾，以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。

不过，这个定义有一项关键缺失，即主体身份要件。只有具有市场影响力的人才有能力利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息诱导投资者。《证券法》第78条规定的亦是特殊主体。可以对照的是积极的虚假陈述。若一方面认为只有法定披露义务人（发行人、上市公司）对重大信息的虚假陈述才能影响股价，另一方面却认为任何主体包括普通散户的虚假言论就能影响、操纵股价，在逻辑上是不统一的。⁽²⁴⁾ 中国证券市场的信息噪音较强，普通人发布的无凭无据的信息的影响力不宜高估。基于类似理由，其他研究者亦认为主体泛化的蛊惑交易在法律上难以成立。⁽²⁵⁾ 还有学者认为“新闻传播媒介一般不可能独立操纵股价”，而需“与证券服务机构或机构投资者联手操纵”。⁽²⁶⁾

然而，中国证监会2007年《上市公司信息披露管理办法》将“不得提供、传播虚假或者误导投资者的上市公司信息”的义务主体扩大为任何机构和个人，这不仅有行政机构自我扩权之嫌⁽²⁷⁾，也在思路上当向了第78条执法对象范围的泛化。可能受其影响，2015年4月提交全国人大常委会常委会审议的《证券法》修订草案亦宽泛地将任何人“利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易”列为操纵。

利用信息操纵市场的早期著名案例是1993年散户李定兴为了股票“解套”，制造假公文，声称苏三山公司要被收购。由于海南《特区证券报》草率刊登了假公文，利用媒体信誉予以了背书，导致了操纵市场的后果实现，李定兴最后被判编造并传播证券交易虚假信息罪。⁽²⁸⁾ 但证券信息披露的法定媒体也因此得到限缩，即只限于“四大报”。强化法定信息披露平台的地位，正是为了削弱利用非法定披露平台发布虚假信息操纵市场的可能性。

近年来，证监会依据《证券法》第78条，对不少案件以编造传播虚假信息为由做出了处

(23) 确切地说，与虚假交易操纵不同，蛊惑交易不太可能只影响交易量，不影响交易价格。

(24) 类似的问题是一些公安部门和地方法院认为股民散户发帖就可损害当地的大型上市公司的商业信誉，以至于构成犯罪，如广汇能源案，缪因知《损害商誉罪适用研究：自舆论监督的视角》，《法治研究》2017年第2期，第51-63页。

(25) 同前注〔7〕，徐瑶文，第436-437页。

(26) 罗文燕《操纵证券交易价格之法律分析》，《政法论坛》2002年第3期，第74页。

(27) 缪因知《论证监会信息披露规则的不足》，《法治研究》2016年第2期，第149页。

(28) 湖南株洲县人民法院刑事判决书，（1997）株法刑初字第230号。



罚,但并未直接将之定性为操纵市场。⁽²⁹⁾这可能是由于《操纵指引》本身不是执法依据,而《证券法》第78条本身没有使用操纵的用词,反而令证明此类行为的难度较低。事实上,这些执法案件多数不涉及诱导交易的要件,如光大证券公司董事会秘书对关于公司的传闻的不审慎评论。⁽³⁰⁾但在执法中的一个突出问题是:在少数编造传播人有相关交易的情形时,行为人却缺乏相应的特殊主体身份,如只是股吧中的无名之辈,难称有市场影响力。⁽³¹⁾汤欣等亦对此表示了批评,主张“第78条应针对掌握传播话语权的特殊主体”⁽³²⁾,即便认为这些网帖确实影响力大、危害大,这些案子也可以用第77条第4项的兜底条款来处罚。

还有的处罚案件可能存在把利用信息优势操纵认定为编造虚假信息操纵的问题,如胡先林等案涉及了上市公司利用公告对本公司股票的操纵。该案上市公司大股东想增持股份,但二级市场股价较高,故上市公司董事长胡先林和董事会秘书安排身份不详的人发布网帖,以便公司发布澄清公告来打压股价。⁽³³⁾可网帖的跟帖转载量均很小,对市场的影响不明显。此案同时涉及法定披露义务人和非法定披露义务人实施的信息型操纵行为,前者的市场影响力更大,故更宜界定为利用信息优势操纵的行为。

四、认定利用信息优势型操纵的关键： 以直接或间接证据认定操纵故意

利用信息优势连续操纵是一种更为复杂的操纵形式。此类操纵行为目前是中国证监会和刑事侦查部门的执法热点。具有信息优势本身不是构成操纵的充分条件,《证券市场操纵行为认定指引(试行)》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。”而且该指引明确规定:信息优势的外延包括对各类具有一般证券市场知识的理性投资者的投资决策产生影响之事实或评价的优势。上市公司有披露义务的重大事件、内幕信息、重大宏观经济政策、金融政策、重大证券交易信息、重要投资者或者证券经营机构的信息都在其列。显然,仅仅拥有这些信息优势从事交易,不直接构成操纵。

利用信息优势的操纵行为的三种类型的作用机理各不相同。

“无上市公司信息发布、关联主体买入”型操纵不像其他两种操纵那样是利用信息发布来影响股价,而是内部人利用对特定信息的知情来令自身处于交易的有利地位,目前只发生在三板市场中,如陈宏庆案是上板公司实际控制人、法定代表人利用对机构投资者持仓信息的知情和做市商交易规则迫使做市商不断被动卖出、再高价买入。⁽³⁴⁾另两个案例仅简单提及内部人在进

(29) 缪因知《证券虚假信息规制的原理反思与实证评价》,《北方法学》2018年第4期,第68-78页。

(30) 对董秘的此项处罚的法律适用值得商榷,参见缪因知《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,《法学》2014年第1期,第18页。

(31) 例如中国证监会行政处罚决定书(王之所〔2015〕20号(身份不明,属于普通网络发帖人))。

(32) 同前注〔13〕,汤欣、高海涛文,第60页。

(33) 中国证监会行政处罚决定书(胡先林、罗雄飞、唐均〔2015〕28号)。

(34) 中国证监会行政处罚决定书(陈宏庆〔2015〕43号。更多案情披露见中国证券监督管理委员会行政处罚委员会编《证券期货行政处罚案例解析》(第一辑),法律出版社2017年,第162-169页。

行交易型操纵行为时知悉股东包括做市商的持股信息，而构成信息优势。⁽³⁵⁾ 因此类案例较少较新、特殊性较强，故本文暂不深入讨论。

而“上市公司信息发布+关联主体配合买入”的1.1型操纵的执法，一是要认定上市公司存在不正当的信息披露行为；二是利益相关方存在连续买卖，这同于力量型操纵中的情形，即故意通过大量的交易来影响价量、误导其他交易者以获利；三是前述信息披露的内容和时点，与交易的方向和时点存在内外配合关系，即信息优势被“利用”于实施披露和买卖内容与时点。一方面，上市公司不当披露信息、诱导他人跟风交易；另一方面，与上市公司配合交易者运用大量资金的买卖方向和时点，在前期有利于信息诱导发生作用，在后期有利于以较高价位减持套现或为增发股份、并购重组等目的维持股价。相关案件既然要归于信息型操纵名下，则意味着上市公司利用信息优势的不正当披露是主要操纵手段，连续买卖只是配合手段。⁽³⁶⁾

这里的第三点最难认定，但上述第一点也未必容易证明，可能需要结合主观方面的证据才能加以判断。当前不少研究存在“倒果为因”的缺陷，即“事后诸葛亮”地把相关披露行为界定为不正当披露，再“理所当然”地认定其为违法。可相关证明实际上均非易事。

至于“上市公司信息发布、无关联主体配合买入”型操纵，相当于是“上市公司信息发布+关联主体配合买入”型操纵的一半，“只用一条腿走路”，即只用信息发布来实现别人“信息发布+配合买入”的操纵后果，故执法的关键应当在于避免高估信息发布对市场的作用力。

我国利用信息优势操纵的执法案例总量不多，在证监会行政处罚数据库中输入“信息优势”，截至2019年10月22日，可得结果33项，相关9项（陈宏庆案、上海永邦等案、鲜言案、蝶彩等案、中泰证券等案、卫东集团等案、何思模案、阜兴等案、文高永权等案、张郁达等案）。相关刑事判决目前可知3项，即丁福根等案、徐翔等案、鲜言案。不过如下文所分析的，令人遗憾的是，执法部门并未清楚地论证这种操纵的发生机制。⁽³⁷⁾ 故本文将重点阐述此类操纵行为的执法应有的标准。简言之，执法者应当坚持对行为人主观方面的认定，但可以通过客观方面证据来间接认定操纵的主观意图。

（一）以直接或间接证据认定不正当信息发布行为的操纵故意

上海永邦等案、徐翔等案、阜兴等案的操纵模式是较为典型的多次披露+多次交易的模式。当事人利用信息优势实施操纵的行为空间大，披露和交易产生匹配的可能性大。但这不等于说“利用”就能轻易成立了。

其间的执法认定难点一是信息的操纵力并非必然存在。倘若相关信息事件缺乏吸引力，股价就难以维持高位。如上海永邦操纵宏达新材的结果是亏损严重，可能是由于其涉及的主要信息题材是收购城市之光公司，但该公司在涉案期间已然业绩大幅滑坡，股价先涨后跌。也有研究概括认为信息行为的操纵力有限，因为我国证券市场噪音大，信息的传播及反馈效率不高，

⁽³⁵⁾ 中国证监会行政处罚决定书（福建卫东投资集团有限公司、卞友苏、邱一希〔2018〕23号；中国证监会行政处罚决定书（张郁达、张晓麟〔2019〕97号）。

⁽³⁶⁾ 如有研究者指出，徐翔的连续买卖只有几日，本身不足以构成长达数月的信息型操纵行为。同前注〔4〕，夏中宝文，第26页。

⁽³⁷⁾ 本人与文中任何案件当事人及亲友及其代理人均无接触，写作仅依据公开材料。



单纯依靠披露工具实现操纵难度较大。⁽³⁸⁾ 如蝶彩等案披露事项发生时段内, 股价涨幅不大, “对股价的作用有限”。⁽³⁹⁾

二是不当信息发布行为应当具有操纵故意, 不能仅从客观方面认定、特别是不能简单依据后续事实发展不符预期来认定当初的信息发布构成操纵。

作为主要信息操纵手段的不当披露, 一般不包括虚假陈述、蛊惑交易、引人误解的陈述、重大遗漏、披露严重迟延等违法性比较明显的情形(否则就构成了独立的违法行为), 所以本身很难说违法。目前的执法认知中, 具体包括: 上市公司利用信息优势, 控制披露节奏、或选择性披露利好信息, 或将本可一次性披露的利好拆成若干次小利好, 或追随市场热点作“迎合式”披露、披露本无需披露的信息等, 或对风险做模糊揭示或不予披露, 其目的是在配合交易者建仓期延迟披露、维持股价, 或在股价进入拉升期时披露利好助涨。⁽⁴⁰⁾ 然而, 择机发布信息、在措辞上做文字游戏, 本来是各行各业通用的公关手段, 本身未必能影响理性投资者、也不必然逾越法律界限, 而须结合主观方面证据。

深圳证券交易所市场监察部副总监蔡奕曾列举了2个通过选择性披露、“讲故事”的不当市值管理的案例, 主要情节是公司释放重组计划、开展新兴热门业务的利好, 同时实际控制人将股份减持或解押后、以更高的市价再质押。数月后, 这些所谓利好也宣布终止。⁽⁴¹⁾ 可能由于这2个案例中, 实控人减持和再质押计划是公开披露的, 利好信息的策划也不完全出于欺诈, 所以并未直接被定性为操纵。不过, 实控人和董事会如果怀着间接故意的心态, 明知大股东有减持计划, 而配合策划预期成功率不大的利好信息发布, 是否违反受信义务而需承担民事责任, 值得另作进一步讨论。

较理想的认定证据是当事人合谋实施不当披露行为、以误导投资者的直接主观证据, 如操纵计划书。但正如蔡奕指出的“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, “成案率极低”“直接证据获取难度极高”“主观故意的证明难度大”, 被调查行为对证券价量的影响和因果关系难以证明。“市值管理操纵第一案”上海永邦和宏达新材案“成功认定的关键之一在于查证到”当事人的市值管理协议安排, 而这种书面合谋证据本来是难以获取的。故他主张加大适用间接证据的力度。⁽⁴²⁾ 本文赞同在直接证据缺失时, 运用间接证据来认定操纵欺诈的主观意图。这可以通过证明信息发布过程的草率性、发布时点的反常性和发布内容的草率性来实现。

信息发布过程的草率性, 指该信息发布缺乏正常披露行为应有的审慎性、严肃性, 如决策机制匆忙, 缺乏必要的调研资料、内部协议等作为行动基础。

信息发布时点的反常性, 指信息发布行为并非根据特定信息及其重大性形成的客观情形而

(38) 徐瑶 《从徐翔案看信息型市场操纵和内幕交易的区别》, “北京大学金融法研究中心”微信公众号 2016年12月8日。对于此类操纵认定的难度, 该文比本文乐观。

(39) 同前注〔8〕, 高海涛文, 第465页。不过他论证此点是为了说明为何不一并处罚上市公司。

(40) 这段列举曾被多人讲述, 据本人检索, 其最早出于叶林教授。冯彪 《业内: 信息操纵就是控制赌桌的发牌人高送转成操纵工具》, 《每日经济新闻》2016年12月2日, 第12版(此处所用的文字略有不同)。

(41) 蔡奕 《上市公司市值管理法律问题与监管对策研究》, 《证券法苑》第14卷(2015年), 第144-145页。

(42) 同前注〔3〕, 蔡奕文, 第73、75页。

独立做出，而是具有表象上的反常性。

信息发布内容的草率性，既指信息内容具有虚假性、误导性，也指信息内容虽然具有真实性，但由于缺乏相应的规模性或确定性，而不具有应披露信息的重大性，或不能表现出公司及相关方面在从事合理的商业活动。通俗地讲，就是这些信息属于以片面的标题或关键词实施的“炒作”，所发布的事项虽然能吸引不少投资者关注，但实际上是小事（如宣布要收购资产，但收购标的只有10万元）或相关事项最终实现的概率极低，如签署无拘束力的初步合作框架协议、决定进入新行业等。在中国股市现实的“博傻”氛围中，这些未必具有重大性的信息会引发大量股民买入，他们要么轻信这种信息所代表的投资价值，要么则其实是指望买入后再转卖给他人接盘。^[43] 虽然说投资者亦应为自己的不理性交易行为负责，但故意利用投资者的不成熟心态来实施信息和交易行为的配合，仍然可以构成操纵市场行为。

这里需要注意区别的是：作为一种操纵行为，相关信息发布行为仍然应当具有可以据之影响股价、帮助实现操纵目的之可能性，若像慧球科技“1001个议案”风波那样，单纯“披露大量无事实可能性、无法律基础的虚假信息”、具有误导性的“大量矛盾信息”，只是“混淆视听”，但难言构成诱导投资者实施交易的欺诈行为时，则可能只构成信息披露违法，而不构成操纵。^[44]

认定操纵之主观意图的间接证据可以由与信息发布相关的客观证据来认定。但当事人具有的获利动机不应构成认定操纵的主观意图的证据。证监会行政处罚委员会一位委员的学术论文指出蝶彩等案是通过“间接认定”来“综合判定”当事人的操纵故意，主要理由是上市公司和市值管理方案提出人有“减持获利的共同动机”。^[45] 然而，具有获利动机并不违法，意图之证明不能代替手段之证明。即便有操纵动机，也难以倒推操纵具有现实性、行为具有违法性。除了获利动机外，执法者还应该具体论述一项提出的方案如何被落实为导致股价变得虚假或有诱导性的披露行为。

小结之，鉴于利用信息优势连续买卖型操纵“内外勾结”的特性，信息发布应该是操纵的主行为。甚至如1.2型信息操纵，只有信息发布行为，无配合交易行为，单凭信息发布行为就实现了操纵证券交易价量的后果。故一方面，信息发布行为的不正当性决定了整套行为的不正当本质，另一方面，利用信息优势型操纵的信息发布行为本身又未必虚假（如阜兴等案处罚书明言操纵认定“与信息是否真实无关”），未必独立构成虚假陈述行为，故利用直接和间接证据来认定其主观欺诈故意的存在，就成为了执法者的一项关键任务。

（二）以直接或间接证据认定信息发布和外部事件之配合中的操纵故意

1.1型信息操纵中的信息发布行为与配合交易行为互相利用、形成合力。1.2型信息操纵仅有信息发布行为，并无外部配合交易，但仍需证明信息发布与特定外部事件的配合关系，如服

[43] 证监会深谙中国股民的这种盲目心理，也曾试图予以规制，参见缪因知《中国证券法律实施机制研究》，北京大学出版社2017年，第176-177页。对股民投机心理的描述另可见卢文道、陈亦聪《题材股投机炒作的成因与监管逻辑》，《证券法苑》第22卷（2017年），第2-9页。

[44] 引文出自中国证监会行政处罚决定书（广西慧球科技股份有限公司、鲜言等7名责任人员〔2017〕48号（未按操纵予以处罚）。

[45] 同前注〔5〕，范林波文，第424-425页。



务于上市公司的定向增发、回购行权等事项，或是在推高股价后，令内部人高价出售股票（出售是实现获利的行为，而非对信息发布的配合行为）。

然而，在证券交易中，如何综合配套运用信息、资金、持股优势来买卖并获利，操作难度很大。对执法者而言，也不能简单认为行为人有信息、有交易，就能构成信息型操纵了。认定信息发布和外部事件之配合关系的基本思路，与认定不正当信息发布行为的基本思路大致相同。最优的情形同样是获取关于不当信息发布行为旨在配合外部事件的直接主观证据，如行动计划书、当事人口供。在不能获取时，则可通过间接证据来认定。由于此时已然认定不正当信息发布行为的存在，所以认定信息发布与外部事件之间的配合关系难度相对较小，即只需证明信息行为的实施时间和实施方式与外部事件在时间轴上的关联性、对应性，以及彼此配合能形成特定的操纵作用力，包括令信息行为和外部交易形成对证券走势的合力，或令行为人在特定时点获取了有利的买卖价位。

但执法者对配合过程应有具体化的说明，如不正当的信息发布行为的目的或效果何在，如是为了聚集还是分散信息热点，是为了抬升还是打压股价，是为了实现利好还是利空效果，是为了配合买入还是卖出。进一步地，执法者需要说明不正当信息行为的配合对象是外部交易操作，还是定向增发、证券回购行权等事项的特殊要求，相关信息和交易客观上是否影响或能够影响证券交易价量、误导投资者等。而当越多的行为之间的推动或利用关系能被展现，就越能说明行为人的“处心积虑”、说明信息发布的被动性、与特定时点的外部事件之间并非偶合，从而构成认定操纵之主观方面的有力间接证据。但这里需要注意的是，若公司仅仅是炒作热点信息，以令公司保持被关注度，则尚不构成操纵市场。只有这些信息行为明确与特定利益（如卖出证券获利）挂钩时，才构成操纵市场。

在学理上，交易所监管官员蔡奕认为：认定利用信息优势型操纵的间接证据可包括利益关联认定，如上市公司实际控制人为市值管理机构提供配资交易安排，二级市场交易与信息披露节点出现多次“巧合”又无合理理由。⁽⁴⁶⁾ 本人赞同后一种证据，但如前所述，这需要同时认定信息发布本身的不正当性。而提供配资交易安排，虽然说明有能力实施信息型操纵的双方利益关系密切，但不能单独用于证明信息型操纵的确实存在。尽管配资交易可能具有违法违规性⁽⁴⁷⁾，亦不构成行为人因此实施了操纵行为的证据。

在实践中，令人遗憾的是，不少执法文书不仅未能如上有效说明配合机制，甚至对披露和外部事件的时间轴对应关系也尚未能明确地予以匹配，而只是芜杂地予以罗列。例如，永邦公司等案处罚书长达万字，但大量文字只是用于描述非关键的事实细节，对于配合机制并无充分的具体论证。还有研究者亦批评徐翔案判决书在涉案消息是否虚假、披露时点是否存在人为控制、连续交易如何与信息发布配合影响交易价量共振等方面的证据仍有强化空间，不能只是罗列简单的买卖信息。⁽⁴⁸⁾

(46) 蔡奕 《市值管理现象的法律分析与监管对策》，《证券法律评论》2015年卷，第315页。

(47) 对配资的违法违规性亦需辨证看待，参见缪因知 《证券交易场外配资清理整顿活动之反思》，《法学》2016年第1期，第49-57页；缪因知 《证券交易场外配资合同及其强平约定的效力认定》，《法学》2017年第5期，第72-78页。

(48) 同前注〔4〕，夏中宝文，第32页。

还有不少处罚书用较大篇幅论证涉案股票走势偏离板块或行业指数，在涉及交投寡淡、价量变动轨迹偶然性强的三板市场案件中也是如此。涉案股价异常涨跌幅度虽有利于评估单纯的真实交易型或虚假交易型操纵的作用力，却无法说明信息型操纵中的主行为即不当信息发布的作用力。这只能用来在认定操纵的前提下用于评估危害程度，不能反过来证明操纵的存在。

不过，2018年阜兴等案的处罚书进步明显，更加注意主客观衔接的事实性说明，指出上市公司“在（外部交易人）李卫卫要求下连续公布利好信息，账户组在利好信息发布前后的相关交易体现了利用信息优势的交易特征”，即均呈现明显净买入/卖出特征，可见“信息披露事项是在阜兴集团与李卫卫共同操纵股价的目的下实施的”。⁽⁴⁹⁾ 针对蝶彩等处罚行为的行政诉讼的判决书则改变了该案处罚书中对不当信息发布行为的表面化罗列，抓住了信息型操纵中的配合情形的关键地位，以较大篇幅论证了一项研发信息的迟延披露与上市公司大股东的密集减持时间并非“巧合”，并指出披露时间应该以公司获悉实质的实验结果，而非获得实验报告定稿（两个时点相差2月）为准，由此认定“人为操纵信息披露的内容和时点，密集发布利好信息”，可推定操纵意图。⁽⁵⁰⁾ 这种细化说明信息发布和外部事件之间的配合的路径是值得继续提倡的执法方向。

（三）不应否认信息发布者的主要责任

1. 不同主体责任轻重顺序的理论模式与实践模式的悖反

1.1型、1.2型信息操纵中，具有信息优势、控制信息发布的内容和时机的必要主体是上市公司。此类操纵“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”，“滥用其对上市公司信息披露事务的优势地位”“成为信息型操纵违法性的主要特征”。⁽⁵¹⁾ 尽管有时实际上指使、命令、控制上市公司做出不当信息发布的其实是董事、高管、控股股东等实际控制人，但此时公司仍然应当承担第一位的绝对责任。此种欺诈行为的构造类似于虚假陈述，责任模式亦应如是。

在“信息发布+配合交易”的1.1型信息操纵中，外部交易者的加入是应内部人之雇佣、委托、邀请，具有被动性，且交易行为并非信息型操纵的主行为，故他们应当只是次要责任主体。单纯信息发布的1.2型信息操纵则还可能涉及到为信息发布“出谋划策”的外部主体即市值管理方案的提出人。这些主体不像1.1型信息操纵中的外部交易者那样有独立的行为，他们的建议、谋划行为完全需要上市公司来落实、实施，即只能间接发挥作用，故责任应当轻于上市公司。

然而，证监会目前的追责顺序似乎却是正好相反，从重到轻依次是市值管理人（含外部交易者）、上市公司实控人、上市公司，上市公司通常会被免责。这值得检讨。

(49) 中国证监会行政处罚决定书（上海阜兴金融控股（集团）有限公司、朱一栋、李卫卫等5名责任人员）〔2018〕77号。

(50) 谢风华诉中国证券监督管理委员会行政处罚、行政复议案，北京市第一中级人民法院行政判决书，（2018）京01行初字第77号，第36-39页。2019年5月二审判决概括认定一审判决“释法说理并无不当”，维持原判，北京市高级人民法院行政判决书，（2019）京行终字第2328号。

(51) 同前注〔8〕，高海涛文，第461、462页。



表 2 信息型操纵“内外”涉案方责任分担

案件	处罚书认定的上市公司违法情形	各方责任
2016 年安硕信息公司等案 ⁽⁵²⁾	公司收到券商分析师的市值管理建议后实施了误导性披露,无配合交易	上市公司承担虚假陈述责任,分析师承担信息误导责任(未按操纵市场定责)
2016 年宏达新材案	公司与市值管理人实施了“信息+交易”的操纵和虚假交易操纵	上市公司未被处罚,实际控制人和市值管理人均按操纵被顶格处罚
2017 年鲜言案	公司与实际控制人实施了“信息+交易”的操纵和虚假交易操纵	上市公司、实控人按延迟披露、误导性披露被顶格处罚,实控人实施了交易行为,独立承担操纵责任
2017 年蝶彩等案	公司委托制定市值管理方案,实施了信息操纵行为,无配合交易	上市公司未被处罚,实控人承担次要操纵责任,市值管理方案提出人承担主要操纵责任
2018 年 7 月阜兴等案	公司实控人与市值管理人实施了“信息+交易”的操纵和虚假交易操纵	上市公司未被处罚,实控人责任较轻(高管另行担责),市值管理人(交易操盘人)责任较重 ⁽⁵³⁾

注:其他处罚案例不适用

2. 上市公司的信息型操纵责任不应轻于实际控制人责任

在执法实践中,上市公司基本上不承担信息型操纵责任,相关责任基本上由实际控制人和外部主体承担。这似乎体现了“实质高于形式”的合理性,可以避免大股东操纵公司从事违法披露后,又由公司及无辜的外部股东承担罚款等的不利后果。然而,一方面,实际控制人如何指使、命令、控制上市公司发布不当信息以实施操纵行为,本身是一个需要被具体证明的事实,包括说明相关信息行为是实控人单方的意志体现,还是公司各方的合谋。这并非总是无可争议,如上市公司恒康医疗的实控人的处罚书显示,他明确申辩“从未控制上市公司发布公告”,这些辩词应得到执法者更多的回应。此外如有研究者所强调,在上市公司控股股东、实际控制人兼任上市公司董事时,为避免对他们和上市公司出现不应有的一事双罚,应审慎认定他们具有指使行为。⁽⁵⁴⁾

另一方面,放纵上市公司也无助于其治理水平的提高。目前的证券执法通常对上市公司董事会无法真正控制或预防的信息披露不实事项(如未披露股东自行达成的代持协议)予以处罚,与此同时,却对公然经由董事会通过、上市公司发布、更应该被董事会察觉的不当披露行为的责任予以豁免,不甚符合逻辑。

3. 上市公司、实控人的信息型操纵责任应重于外部人的责任

在涉及外部人的处罚案例中,2016 年宏达新材案为实控人、外部人同等责任,2017 年蝶彩等案和 2018 年阜兴等案为实控人责任低于外部人。其中,阜兴等案的外部人可以说本身还有从

(52) 中国证监会行政处罚决定书(上海安硕信息技术股份有限公司、高鸣、曹书〔2016〕138号,中国证监会行政处罚决定书(浦俊懿、郑奇威〔2016〕139号(承担《证券法》第78条的信息误导责任))。

(53) 据调研了解,证监会近期开始探索“分罚制”,即令同一操纵行为的不同主体分担法定的行政责任,而不像以前各个违法人各自承担顶格责任。

(54) 张园园、罗培新《上市公司控股股东、实际控制人违法行为的监管实践与制度完善》,《证券法苑》第22卷(2017年),第202页。

重情节，其《禁入决定书》揭示，一是上市公司及实控人董事长配合调查，外部交易人拒不配合；二可能是外部交易人不仅实施了虚假交易等其他操纵行为，还多次违背上市公司实控人的利益而擅自利用高配资杠杆交易其他股票，导致被委托管理的股票多次跌停，对操纵后果有更多的原因力。相比之下，蝶彩等案的市值管理人只是纯粹提出信息建议（属于1.2型信息操纵），而不像其他两个案子中的市管人那样实施了操纵性交易（属于1.1型信息操纵），故其责任显得尤重。

对蝶彩等案做出维持处罚结果的行政复议决定书重申市值管理机构及其实控人“发挥主导作用、承担主要责任”，理由是其在“整个过程中发挥了出谋划策、统筹布局的主要作用，且其获利巨大，影响恶劣”。⁽⁵⁵⁾即提出加快转型、收购资产、改善形象、加强披露等市值管理方案的主体被认定为违法行为主导者，雇佣前者、实际控制信息披露和股票减持活动的上市公司实控人反而被认定为起配合作用。

然而，上市公司及实控人才是真正的信息优势占有人，他们有独立完整的行为能力，也对股东负有受信义务和真实、完整、准确披露的义务。即便上市公司有时难以对实际控制人保持独立，但其在面对外部的市值管理人时的独立性却是无可置疑。纵然上市公司受到外人“思路”的影响、诱惑，其依据公司决策流程做出的信息发布行为仍然是具有独立性、主导性的。作为外部人的委托人、雇佣人、利益服务对象，上市公司及实控人既不能说是受胁从于外部人，也不能说是受教唆于外部人。

如蝶彩等案处罚书指出上市公司及实控人实施了“部分”而非全部“市值管理”建议，“从恒康医疗的实际出发，把蝶彩资产提出的“市值管理”建议内化为切实可行的具体方案。从恒康医疗披露一系列与蝶彩资产“市值管理”建议相符合的信息来看，蝶彩资产的“市值管理”建议被阚文彬充分认可、吸收并实际采纳。”可这反而意味着外部人并未就具体的披露违法行为的时点和内容予以一一“教唆”。⁽⁵⁶⁾值得注意的是，针对该处罚的行政诉讼判决虽然维持了证监会的处罚决定，但在事实认定中称市值管理人只是“客观上确实参与了”违法活动，而未明确认为其具有主要作用。⁽⁵⁷⁾

故对信息发布者和外部建议者配置责任时，应该以他们各自的行为对违法后果的作用力为依据，不能直接把获利多寡作为认定各自行为的主要次要地位的理由。

4. 小结

利用信息优势型操纵的责任人承担次序应该是上市公司、实际控制人、外部人。其中，有独立操纵行为的外部交易者的责任又应当重于外部的市值管理方案提出者。

上市公司是不当信息的发布人，是此类市场操纵不可或缺的主行为人，也是绝对的责任人，即使公司行为受实际控制人驱动，公司也应该就自身的治理和内部控制机制失灵而承担责任。

(55) 中国证监会行政处罚决定书（蝶彩资产管理（上海）有限公司、谢风华、阚文斌）〔2017〕80号、中国证券监督管理委员会行政复议决定书（蝶彩资产管理（上海）有限公司）〔2017〕167号、中国证监会行政复议决定书（谢风华）〔2017〕168号（两份复议决定基本相同）。马婧媛《“伪市值管理专家”谢风华落马记》，《上海证券报》2017年9月8日，第1-2版。

(56) 处罚书提及多名专家出具意见书认为蝶彩的市值管理建议不构成操纵。本人虽不知哪些专家对此参与了，但看来本人的意见并不孤立。

(57) 同前注〔50〕，谢风华诉中国证券监督管理委员会行政处罚、行政复议案，第41页。



此间的责任原理与证券虚假陈述责任类似。

实际控制人应根据实际过错程度即实际指使、命令、控制上市公司做出不正当信息发布行为、或雇佣外部主体配合交易或提出操纵计划的具体行为，而承担不超过上市公司的责任。只有在实际控制人故意规避上市公司的治理机制、或在公司治理机构反对的情形下仍然盗用公司名义实施前述违法行为、并再次受到了公司治理机构反对而非默认的特殊情形时，才可减轻公司的责任。

在“信息发布+配合交易”的1.1型信息操纵中，外部交易者加入信息型操纵是应内部人之雇佣、委托、邀请而参与，故他们对信息型操纵本身的责任应当轻于上市公司或实际控制人（可以由于实施了其他操纵行为而另外衡量情节）。在单纯信息发布的1.2型信息操纵中，外部的市值管理方案人并不独立实施操纵行为，他们的建议、谋划行为完全需要上市公司来落实、实施，即只能间接发挥作用，故责任应当轻于上市公司。

五、优化信息型操纵执法的若干建议

由于违法行为和投资者损失之间复杂、不确定的错综关系，较之民事责任，行政责任才应该是证券法的本位责任。⁽⁵⁸⁾这使得违法行为的追责可以在市场的整体影响层面展开，而无需关注涉及个别投资者的细节。但是，证券执法的标准仍然应当尽量明晰和成文化。特别是操纵市场的类型多样化，对整体市场的作用力也比内幕交易和虚假陈述复杂得多，理论界需要更多对操纵市场构成要件认定的细致化研究。⁽⁵⁹⁾

信息型操纵作为一种相对更新型、更复杂的操纵行为，其概念也可谓更不成熟，更需要细致化的研究和执法进路。监管人士亦承认，信息型操纵证明标准不明晰、未成文化、认定规则体系杂乱无章。⁽⁶⁰⁾而在信息型操纵中，比起手段较为简单、只是行为主体具有限定性的编造虚假信息型操纵，利用信息优势型操纵是“难中之难”，与其他合法行为违法行为的区别难度更大，认定起来也更困难，不得不审慎对待。

基于上述研究，本文对改进信息型操纵执法、优化相关证券市场治理有如下建议：

1. 执法部门在使用尚未被成文规则明确定义的“信息型操纵”概念时，应积极主动地指明其构成要件，并保持立场一致。

当前对信息型操纵的研究的一个重大难点是：执法文书的说理性不足，研究者常常需要自行从处罚书的字里行间中寻找执法的理路及其异同和变化。这很容易导致误读。典型的就是第二（二）部分提及的何思模案处罚书的行文方式令人难以确认其属于信息型操纵，处罚8个月，证监会又直接表示这属于信息型操纵。

故执法者需要进一步审慎执法，在执法文书中强化说理，更为成文化地明确表述其内涵、提炼其特征和作用机制、划定其边界、细析其法律依据，并通过论文、案例评析等方式进一步交待事实背景和执法思路。这不仅有利于市场主体的守法，也有利于学术界回应的优化，实现

(58) 周友苏、蓝冰《证券行政责任重述与完善》，《清华法学》2010年第3期，第61页。

(59) 一个较新的例子是郑佳宁《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》，《政法论丛》2016年第5期，第101-108页。

(60) 同前注〔3〕，蔡奕文，第72-74页。

更多的互动、展开更深入的研究，从而对此类行为的归责必要性、归责方式和归责限度做出更好的反思，既在理论上契合操纵与证券欺诈行为的合理构成要件，也在实践中做到执法的适度、不枉不纵。

2. 编造虚假信息型操纵执法应坚持只针对特殊身份主体。

根据证券信息责任的原理，特别是和积极披露义务人的虚假陈述责任相对应，《证券法》第78条下的编造虚假信息型操纵的执法应限于具有市场影响力的特殊主体，以免造成执法过滥。

3. 利用信息优势型操纵执法应坚持对操纵故意的认定，但可结合间接证据认定。

《证券法》第77条下的利用信息优势型操纵可以分为三类，无信息发布的行为类型较罕见，在一般的情形中，不正当的信息发布行为是操纵的主行为，多数情形下这种信息发布又与同期的交易行为形成配合关系，从而实现影响证券交易价格的操纵结果。无论是认定不正当信息发布行为的存在，还是认定信息行为和交易行为之间的配合关系，都应当以它们体现了行为人的操纵故意为前提。但这种主观状态的认定，除了可依据直接证据外，也可以依据信息发布过程的草率性、发布时点的刻意性和发布内容的草率性来实现间接证明。在此基础上，执法者可以通过说明信息发布和交易行为之间在时间轴上的关联性、对应性，以及彼此配合能形成特定的操纵作用力来完成对信息型操纵行为的证明。

4. 应改变现行执法中利用信息优势型操纵。

利用信息优势型操作常为“内外勾结”型，存在多个主体。现行的执法模式的责任轻重配置值得商榷。上市公司应当基于其不正当信息发布行为承担首要的责任；公司实际控制人的责任应视其实际行为而定，最多与公司承担同等责任；公司外部人是公司行为的辅助人，他们的责任应当轻于公司，单纯的市值管理方案的提出人的责任又应当轻于外部交易人的责任。

5. 行政执法部门和刑事司法部门应协调实现信息型操纵的法律适用标准的一致。

《刑法》第182条与《证券法》第77条的文义大致相同。除了行为严重性有高低外，行政执法和刑事司法中的操纵市场并无本质区别。故前述对信息型操纵行为的认定原理也可一并适用于刑事司法。

然而，2019年7月起施行的最高法院、最高检察院《关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》在对“以其他方法操纵证券、期货市场”予以解释时，列举了4种与信息有关的行为，除了抢帽子行为外，还包括3类诱导或误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格，并进行相关交易或者谋取相关利益的行为：①利用虚假或者不确定的重大信息的；②通过策划、实施资产收购或者重组、投资新业务、股权转让、上市公司收购等虚假重大事项的；③通过控制发行人、上市公司信息的生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏的。

这里的第①种行为文义较宽泛，但要与②③区别的话，似乎应对应《证券法》第78条的编造传播虚假信息型操纵，而第②③种行为均为“信息发布”，即1.1型或1.3型操纵行为，其中第②项行为强调信息的虚假性，第③项行为侧重于信息的真实性。

由于这些行为是对“其他操纵方法”的解释，故认定刑事责任时，仍然需要同时具有操纵的故意要件，即认定信息发布行为本身的不正当性、信息行为和外部事件之间的配合关系，而不能直接把发布上面列举的具体信息的行为作为认定操纵的依据。



而这些司法解释的细化情形由于均针对《刑法》第182条第4项的兜底条款，故会形成行政和刑事责任的不衔接。同种常见的“信息发布+关联主体配合买入”（1.1型信息操纵）的行为若仅因为情节轻重的不同，而分别受《证券法》下的“利用信息优势操纵”条款和《刑法》下的“其他方法操纵”兜底条款规制，显然不合理。行政执法和刑事司法在此事项上的立场协调应早日实现，包括独立的刑事责任认定进路的退出。⁽⁶¹⁾

而在本文看来，对此不协调之处的解决之道是1.1型信息操纵不应用兜底条款规制。“利用信息优势联合或者连续买卖”操纵的法定情形之表述本身较为模糊的缺点可以通过规则的细化解释来逐步克服。而更为模糊的“其他方法操纵”的兜底条款应被克制使用，尤其是上述司法解释规定“以其他方法操纵”的情形又包含了“以其他方法操纵”，使得执法司法的不确定为之叠加。

对“信息发布+无配合交易”的1.2型信息操纵排除适用“利用信息优势联合或者连续买卖”条款，而适用兜底条款，自然有其法理逻辑。但执法司法摆脱明示规则的约束、追求“实质高于形式”的危害性违法性认定时，应当更注重审慎性、说理性。

6. 强化信息披露的事前治理，减少信息型操纵发生的可行性。

对信息型操纵的公法制裁体现的是事后的报应功能和震慑功能，其运用刚性大、实施成本高，而若能在事前通过信息披露治理的常规化手段来降低信息型操纵发生的可行性，就能收取更大的社会效益。

近年来，2017年《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》、2018年11月《上市公司高送转披露指引》等监管规则对上市公司内部人减持股份及大比例送红股和转增股本（高送转）的行为施加了更多管制。虽然规制信息型操纵未必是这些规则的初衷，但这些规则客观上从供给源头处压缩了内部人控制发布信息、外部交易者配合内部人减持护盘的“过桥减持”及操纵模式的运作空间。不过，这些规则的本质是对股东权利和公司治理的深度干预，仅具有抑制信息型操纵的附带效果，不能保证这些措施一定会被长期维持。故更为根本的治理之道还是在于相关主体的信息发布制度的完善。

故而，对编造传播虚假信息型操纵之事前治理重点在于对具有特殊身份和市场影响力的主体强化管理，对利用信息优势型操纵之事前治理重点在于有效管控上市公司这一信息发布的出口，明确上市公司信息披露应当以信息重大性的形成为基础性的实质标准，适当兼顾市场反应⁽⁶²⁾，形成独立性、规则化的流程。在上市公司聘用市值管理机构时，在二者之间应当严格树立信息隔离墙。若二者违规发生信息沟通，亦可作为认定信息发布与交易行为之间存在配合的辅助证据。

(61) 有学者明确反对刑法在证券法规则体系外独立认定内幕交易和操纵市场，见夏小雄、赵希《刑法与商法关系的理论思辨和体系构造：基于立体刑法学的视角》，《北京工业大学学报（社会科学版）》2017年第5期，第81页。

(62) 缪因知《股价异动时不必强求公司披露》，《证券市场导报》2015年第7期，第72-78页。