

新《证券法》中操纵 市场条款修订的得失评析

李 珍¹,夏中宝²

(1. 中央民族大学经济学院,北京 100081;2. 中国社会科学院研究生院,北京 102488)

摘要:新修订的《中华人民共和国证券法》(文中简称新《证券法》)增加列举了虚假申报与蛊惑交易等操纵市场行为类型,取消了“抢帽子”操纵的特殊主体限制,具有科学合理性。但是,新《证券法》中还存在蛊惑交易操纵的行为模式列举不全、要求虚假申报操纵必须撤单不尽合理、交易型操纵与信息型操纵的界限规定不清等问题。此外,新《证券法》关于操纵市场行为不要求价量影响结果的“行为犯”立法模式、在以操纵手段作为分类标准的基础上并列规定跨市场操纵、加大操纵市场行为法律责任等修订内容,是否有效可行,还有待将来检验。

关键词:证券法;修订;操纵市场;行为模式

文章编号:1003-4625(2020)07-0082-08 **中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A

全国人大常委会2019年12月修订的《证券法》,已经自2020年3月1日起施行,其中关于规制操纵证券市场行为的相关条款进行了较大幅度的修改,主要涉及新《证券法》第55条以及第192条。为促进金融监管对操纵市场行为的规制更加完善,本文对新《证券法》中操纵市场相关条款修订的科学合理之处、可能的考虑不周之处、有待检验之处进行深入细致的评析,剖析其中利弊得失,以供执法、司法参考。

一、操纵市场规制条款修订的科学合理之处

新《证券法》第55条主要是规定禁止操纵证券市场的行为类型,与此前《证券法》中的相关条款相比,增加了金融监管实践中常见的虚假申报操纵、蛊惑交易操纵等行为类型,并取消了以往法规中关于“抢帽子”操纵要求特殊主体身份的限制。这些修订内容,具有科学合理性。

(一)增加列举了虚假申报操纵行为

通常认为,行为人在期初建仓持股,然后通过频繁、大量不以实际成交为目的的申报、撤单,影响其他投资者对证券价格和供求走势的判断,诱导市场投资者跟进买入卖出,影响证券交易价格或交易量,并在短时间内反向交易获利或者谋取其他相关利益的行为,被称作是虚假申报操纵^①。

新《证券法》第55条第一款第(四)项明确列举了虚假申报操纵行为,为金融监管机构查处证券市场虚假申报操纵,提供了直接的法律依据。

(二)取消了“抢帽子”操纵主体的特殊身份限制在证券市场上具有影响力的单位或个人,先行买入证券,然后对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价预测或者投资建议,诱导其他投资者进行证券交易,进而影响证券交易价格或交易量,并在短时间内反向交易获利或者谋取其他相关利益的行为,被称作是“抢帽子”操纵^②。

2019年之前,中国证监会内部试行的规范性文件,以及司法机关发布的刑事追诉文件中,均将“抢帽子”操纵的主体限定为“证券公司、证券投资咨询机构、专业中介机构及其工作人员”的特殊身份。一般认为,行为人具有前述规定的“持牌”身份(持有金融监管机构发放的执业牌照),可以推定证券市场中的投资者对其公开发布的荐股信息具有“信赖”,进而有利于推定这些具有特殊身份主体发布的荐股信息能够影响证券交易价格或交易量。

但是,上述旧法规中的规定,遗漏了“财经记者”等在证券市场上具有影响力的单位或个人,他们同样可以成功实施“抢帽子”操纵行为。例如,知名证

收稿日期:2020-03-24

作者简介:李珍(1983—),女,湖南衡阳人,硕士研究生,具有注册会计师和国家法律职业资格,研究方向为金融学;夏中宝(1983—),男,贵州福泉人,法学博士,具有高级经济师和国家法律职业资格,研究方向为法与金融。

① 参见中国证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》第38条至第40条。中国证监会制定的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》,作为内部规范性文件,未以官方名义正式对外公布,但是在“北大法宝”等权威数据库和互联网上可以检索到全文。

② 参见中国证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》第35条至第37条。

券节目主持人廖某,就是利用其在证券市场上的影响力,通过“买入建仓、公开荐股、反向卖出”成功实施“抢帽子”操纵行为,非法获利4310万元^①。

中国证监会虽然根据实质重于形式原则,最终以我国2005年10月修订的《证券法》(以下简称旧《证券法》)第77条第一款第(四)项“其他操纵行为”的兜底条款对廖某做出了行政处罚,但由于当时证券法规中不合理地限定了“抢帽子”操纵主体必须具备特殊身份,导致对不具有特定身份的廖某实施典型“抢帽子”操纵行为,能否给予行政处罚以及如何适用法律条款,一度产生较大争议。

考虑到前述情况,新《证券法》第55条第一款第(六)项明确规定了“抢帽子”操纵行为类型,并且取消了此前低阶法规中对“抢帽子”操纵主体的特殊身份要求,为金融监管机构更有效地查处“抢帽子”操纵行为,提供了更精准的法律依据。

(三)增加列举了蛊惑交易操纵行为

行为人通过控制发布不真实、不准确、不完整、不确定的重大信息,或者通过人为控制信息披露的时点、节奏,诱导其他投资者做出投资决策,影响证券交易价格或交易量,并在短时间内反向交易获利或者谋取其他相关利益的行为,一般被称作是蛊惑交易操纵^②。新《证券法》第55条第一款第(五)项明确列举了蛊惑交易操纵行为,弥补了此前的“法律漏洞”与“法律空白”,有利于金融监管机构更有效地查处蛊惑交易操纵行为。

值得注意的是,新《证券法》第55条同时增加规定了“抢帽子”和蛊惑交易两类信息型操纵行为,对于行为人通过微信群、朋友圈、微博、论坛、股吧等发布信息实施俗称的“黑嘴操纵”,是属于新《证券法》中的“抢帽子”操纵还是蛊惑交易操纵,需要具体情况具体分析。一般认为,“抢帽子”操纵主体具有持牌身份(如证券分析师)或者具有证券市场影响力(如著名财经记者),市场投资者对其发布的信息有“信赖”因素,因而“抢帽子”操纵中不必证明公开荐股信息内容的真假,关键看是否符合“建仓持仓、公开荐股、反向交易”的行为模式。与此不同,蛊惑交易操纵主体是任何单位和个人,通过发布不真实、不准确、不完整、不确定的重大信息,或者通过人为控

制信息披露的时点、节奏,去蛊惑市场投资者进行交易,从而影响证券交易价量,因而蛊惑交易操纵中需要证明涉及的信息内容或披露时点存在不当性。

(四)填补“法律漏洞”的科学合理性分析

旧《证券法》第77条未直接明确规定虚假申报、蛊惑交易、“抢帽子”等操纵市场行为类型。但是,在中国证监会于2007年3月印发的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》中,第38条至第40条规定了虚假申报的操纵行为类型,第35条至第37条规定了“抢帽子”的操纵行为类型,第31条至第34条规定了蛊惑交易的操纵行为类型。此后,中国证监会在前述内部规范文件的指导下,查处了周某案、莫某案、卢某案等一大批虚假申报操纵案件,查处了汪某案、武汉某公司案、叶某案、朱某案等一大批“抢帽子”操纵案件,还查处了某资产公司、谢某、阙某等涉嫌蛊惑交易操纵的案件^③。

尽管中国证监会查处了大量虚假申报操纵、“抢帽子”操纵、蛊惑交易操纵案件,但是2007年中国证监会制定的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》作为内部规范性文件,层级效力较低,且未正式对外公开印发,难以作为行政执法的直接法律依据。中国证监会在对虚假申报操纵、“抢帽子”操纵、蛊惑交易操纵行为人做出行政处罚决定时,均未直接引用《证券市场操纵行为认定指引(试行)》中的相关条款,而是适用旧《证券法》第77条中“其他操纵行为”的兜底条款或借用其他条款做出行政处罚,但是兜底条款一向背负“模糊性”的指责,被认为不符合法律“明确性”的基本要求。

因此,新《证券法》第55条第一款第(四)、(五)、(六)项,以法律形式明确规定虚假申报、“抢帽子”、蛊惑交易等操纵行为类型,是对金融监管机构打击相关新型操纵行为实践经验的总结,解决了原有法规效力层级不高及不合理要求“抢帽子”操纵主体具备特殊身份等问题,填补了“法律漏洞”与“法律空白”,具有科学合理之处,为金融监管机构查处操纵市场行为提供了更有效的法律依据和更明确的法律基础。

二、操纵市场规制条款修订的可能考虑不周之处

新《证券法》第55条增加规定了虚假申报操纵、

① 廖某“抢帽子”操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2018]22号。

② 参见中国证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》第31条至第34条。

③ 周某虚假申报操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2007]35号;莫某虚假申报操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2009]43号;卢某虚假申报操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2009]37号;汪某“抢帽子”操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2008]42号;某公司“抢帽子”操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2008]44号;叶某“抢帽子”操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2012]2号;朱某“抢帽子”操纵案,中国证监会行政处罚决定书[2016]87号;某资产公司、谢某、阙某操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2017]80号。

蛊惑交易操纵等类型,在大方向上具有科学合理性。但是,在具体条款中许多需要“细节雕琢”之处,可能有考虑不周的地方,择要例述如下。

(一)交易型操纵与信息型操纵的界限规定不清
根据使用交易行为还是信息手段来影响证券交易价格或交易量的不同,操纵市场行为可以分为交易型操纵和信息型操纵。旧《证券法》第77条在立法时,受限于当时历史条件和认识深度等原因,未单独规定信息型操纵行为,而是在连续交易操纵行为中规定了“利用信息优势联合或者连续买卖”的情形。新《证券法》修订时,认识到了旧法律中未单独规定信息型操纵行为的不足,在第55条第一款第(五)、(六)项分别增加规定了蛊惑交易操纵和“抢帽子”操纵两种信息型操纵行为,但是未同步修订第(一)项中“利用信息优势”连续交易操纵的条款,导致出现了交易型操纵与信息型操纵界限划分不清。

一般理解,信息优势是指知悉的信息较其他投资者更早、更准。在操纵市场行为中,交易行为和信息手段都是影响证券交易价格或交易量的工具。如果市场中某主体知道涉及证券的重大信息更早、更准,那么他相较于其他投资者就具有信息优势。但是,该主体具有信息优势的本身,并不会导致证券交易价格的变化,因此信息优势本身并不是一种影响证券交易价格或交易量的操纵手段和工具。如果知悉重大信息更早,例如某上市公司的总经理余某“更早”知悉了本公司业绩大幅增长的信息,买入卖出股票,构成的是内幕交易^①。如果知悉重大信息更准,例如某电信公司已于2007年4月5日公告业绩由预盈转预亏的信息,但是董事潘某不仅知道公司业绩预计亏损,还知道亏损的大约金额(二级内幕信息)^②,其知悉的信息比市场其他投资者更准,潘某卖出本公司股票也构成内幕交易^③。

在信息型操纵行为中,蛊惑交易操纵是利用虚假信息、误导信息或者控制信息披露时点等方式,诱导其他投资者做出投资决策,从而影响证券交易价格或交易量;“抢帽子”操纵是通过“公开荐股信息”(对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价预测或者投资建议),诱导其他投资者进行证券交易,进而影响证券交易价格或交易量。可见,信息型操纵行为中,信息是直接影响证券交易价格或交易量的工具和手段。新《证券法》第55条第一款第(五)、(六)项分别单独规定蛊惑交易操纵和“抢帽子”操纵

两种信息型操纵行为,具有科学合理性。但是,新《证券法》第55条第一款第(一)项中,继续保留了“利用信息优势联合或者连续买卖”的情形,可能存在思虑不周的地方。主要理由是:首先,利用知悉相关重大信息更早更准的优势去买卖股票,构成的是内幕交易,而非操纵市场。其次,发布虚假误导信息或者公开荐股信息,利用信息手段影响证券交易价格的行为,在第(五)、(六)项已经进行了专门规制,继续在第(一)项的连续交易操纵类型中保留“利用信息优势”的意义不大。再次,连续交易操纵行为中,影响股价的是交易行为,而非信息优势。以拉抬股价为例,连续交易操纵的手法是集中大量实施“高于市场卖一价的申买并成交”的行为^④,例如,若市场中卖方以3.5元价格申报卖出,操纵主体以3.6元申买并成交,若市场中卖方以3.7元价格申报卖出,操纵主体以3.8元申买并成交,如此多轮交易,证券交易价格被操纵主体的连续交易行为拉高。

(二)对蛊惑交易操纵的行为模式列举不全

新《证券法》第55条第一款第(五)项规定的是信息型操纵中的蛊惑交易操纵行为,但是对其行为模式列举不够全面。蛊惑交易的操纵手段包括控制发布不真实、不准确、不完整、不确定的重大信息,或者通过人为控制信息披露的时点、节奏,诱导其他投资者做出投资决策,影响证券交易价格或交易量,但是新《证券法》第55条第一款第(五)项仅规定了利用“虚假(不真实)或者不确定的重大信息”两种手段。其中未列举的蛊惑交易操纵手段有以下几种。

一是未规定利用“不准确、不完整”重大信息影响证券交易价格或交易量的操纵手段。例如,在某资产公司、谢某、阙某操纵市场案中,行为人利用披露收购三家医院和“独一味牙膏”等重大信息去影响股价,收购信息是真实的,也是确定的,但是操纵主体未完整披露收购医院价款、用误导性陈述影响投资者预期,发布的信息“不准确、不完整”^⑤。

二是未规定通过人为控制信息披露的时点、节奏,诱导其他投资者做出投资决策,影响证券交易价格或交易量的操纵手段。例如,在何某操纵市场案中,何某历年提出利润分配提案的时间均是在相应会计期间结束后,且与披露相关定期报告的时间间隔不长。但是,2016年何某为了自己控制的朱某等证券账户能高价卖出股票,利用自己作为上市公司董事长、实际控制人的身份,在2016会计年度尚未

① 余某内幕交易案,中国证监会行政处罚决定书[2010]2号。

② 潘某内幕交易案,中国证监会行政处罚决定书[2008]12号。

③ 某资产公司、谢某、阙某操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2017]80号。

结束且会计师尚未完成对公司业绩审计时,就提前提出“高送转”的提案并于11月28日公告该提案。何某通过控制上市公司披露“高送转”利好信息的时点影响证券交易价格,在上市公司披露其提案后,股价连续5个交易日涨停,何某随即于12月初决策朱某等证券账户高价股票卖出获利。最终何某被认定构成操纵市场,罚没金额合计超过1.2亿元^①。

需说明的是,对上述两个案件做出行政处罚时,新《证券法》未修订完成,尚无蛊惑交易操纵条款可以适用,导致金融监管部门做出行政处罚决定时法律依据不明确。中国证监会在2017年的行政处罚决定书中,先是借用旧《证券法》第77条第一款第(一)项关于“利用信息优势联合或者连续买卖”的规定,对某资产公司、谢某、阙某操纵市场案做出行政处罚。然后,中国证监会在2018年处理何某操纵市场案时,又否定了当事人关于适用旧《证券法》第77条第一款第(一)项“利用信息优势联合或者连续买卖”规定的意见,而是适用旧《证券法》第77条第一款第(四)项“其他操纵行为”的兜底条款做出行政处罚。

综上,新《证券法》第55条第一款第(五)项关于蛊惑交易操纵的规制条文中,虽然规定了“虚假(不真实)或者不确定的重大信息”两种信息型操纵市场手段,但是未规定利用“不准确、不完整”重大信息影响证券交易价格或交易量的操纵手段,也未规定通过人为控制信息披露的时点、节奏,诱导其他投资者做出投资决策,进而影响证券交易价格或交易量的情形。对于前述何某操纵市场等案件中暴露出的“法律供给不足”问题,仍然未能彻底有效解决。由于新《证券法》第55条第一款第(五)项对于蛊惑交易操纵的行为模式列举不全,行政处罚时如何适用法律条款的问题仍将一定程度上存在,这可能是新《证券法》修订未解决的一个遗憾。不过,最高人民法院和最高人民检察院于2019年6月底发布的《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》(以下简称《操纵市场司法解释》)(法释[2019]9号),其中第一条第一款第(三)、(四)项规定了信息型操纵的更多行为模式,可作为新《证券法》适用时的有益补充。

(三)虚假申报操纵必须撤单的规定有待商榷

新《证券法》第55条第一款第(四)项增加了关于虚假申报操纵的规定,要求行为人“频繁或者大量申报并撤销申报”。其中“并撤销申报”的规定,要求

虚假申报操纵中必须有撤单行为,该规定不尽合理。撤单行为是虚假申报中的常见情形,是判断操纵主体“不以成交为目的”虚假申报主观故意的一个方面,但不是唯一的要素,也不是必备的要素。

首先,行为人原申报的订单档位下滑后,没有成交可能性了,自然不必撤单,同样可以成功实施虚假申报操纵行为。以拉抬股价的操纵方向为例,虚假申报操纵的典型逻辑是,二档到五档是市场其他投资者可以看到申报信息的档位,操纵主体在二档到五档频繁或者大量申报买单,能够给市场投资者造成一种买盘汹涌、买入需求量巨大的假象,诱导市场投资者跟风高价交易,从而拉高证券交易价格。此时,由于证券交易价格上升,操纵主体原来在二档到五档申报的买单档位将下滑,可能下滑至五档甚至十档之后,申报的买单成交可能性几乎丧失,不撤单也是可以的,直接反向卖出获利即可。实践中,在此情形下部分操纵主体仍然将原来申报的买单撤销,一是撤单可以使得之前的申买绝不会成交;二是由于操纵主体的资金量有限,撤单后可以更快收回资金,进而实施下一轮的虚假申报操纵行为。但是,如果操纵主体资金量足够,且更有交易技巧,在此情形下不撤单也是完全可行的。

其次,在市场中反方向报单极少,的情况下,尤其是股票涨停或者跌停的情况下,虚假申报操纵也可以不必撤单。以虚假申报操纵的“封涨停”模式为例,在股价已经涨停的情况下,市场中申报卖出的总量较小,操纵主体以涨停价进行大量申买,单笔申买量远高于市场申卖总量,其买入申报不可能全部成交,可以证明其“不以成交为目的”虚假申报。同时,操纵主体继续大量以涨停价申报买入,给市场投资者造成买盘汹涌、买入需求量巨大的假象,误导其他投资者的交易决策,使得标的证券的交易价格封在涨停价位,行为人再利用第二交易日证券价格的惯性上涨,反向卖出获利。在前述情况下,由于股价已经涨停,市场中申卖总量极小,操纵主体的涨停价申买可以不必撤单,也基本不会成交。例如,高某操纵市场案中,高某在多个交易日进行封涨停操纵且无撤单,已经被中国证监会认定构成操纵市场行为。又如,在刘某操纵市场案中,多次出现以涨停价申买,但是至收盘未成交也未撤单的情形^②。

综上所述,虚假申报操纵中的撤单行为并非必备要件。最高人民法院和最高人民检察院在2019年6月公布的《操纵市场司法解释》第一条第一款第

① 何某操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2018]36号。

② 高某操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2018]47号;刘某操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2018]14号。

(五)项中,将虚假申报操纵的行为要件规定为“频繁申报、撤单或者大额申报、撤单”,采用的是撤单作为选择性要件,而非“申报并撤销申报”中的撤单必备要件模式。比较而言,司法解释中关于虚假申报操纵的行为模式规定得更为科学合理,并且该司法解释在新《证券法》修订完成之前已经公布,可惜的是新《证券法》修订稿未能借鉴司法解释中的合理规定。

(四)法律条文的个别语言表述不够精准

1. 操纵市场的行为主体应该是“任何单位和个人”

新《证券法》第55条将操纵市场的主体规定为“任何人”,该表述不够精准。在法律中,“人”只包括自然人以及具有法律拟制人格的法人。不具有法律人格的合伙组织、分支机构等主体^①,实施了操纵行为之后,因为其不具有操纵行为的法定主体资格,就不追究其法律责任吗?显然不是。

实际上,新《证券法》第56条就规定“禁止任何单位和个人编造、传播虚假信息或者误导性信息”,将违法行为主体界定为“任何单位和个人”,将“自然人、法人、非法人组织”等主体全部囊括在内^①,这样的用词明显更加科学合理。若新《证券法》第55条将操纵市场的主体也规定为“任何单位和个人”,将合伙组织、分支机构等不具有法律人格的主体纳入操纵市场的规制范围,不仅能使得立法更加严谨,而且也能与新《证券法》第192条关于操纵行为法律责任中“单位操纵证券市场”的规定做到前后契合。

2. 操纵市场中“资源优势”的限定可能不准确

新《证券法》第55条第一款第(一)项关于连续交易操纵的规制,保留了旧《证券法》中的相关内容,仍然规定“集中资金优势、持股优势……联合或者连续买卖”。其中“资金优势、持股优势”等“资源优势”的限定存在以下问题。

首先,在短线连续交易操纵行为中,“资金优势、持股优势”不是必备要件。在较短期间内,操纵主体实施连续交易操纵行为的关键在于连续以不低于申报前市场卖一价的价格进行申买并成交。例如市场上卖方愿意10元卖出,行为人报价10.1元买入;市场上卖方愿意10.3元卖出,行为人报价10.5元买入;市场上卖方愿意10.7元卖出,行为人报价11元买入……操纵主体如此连续进行交易,证券交易价格就被其逐步拉高了。即使操纵主体只有数百万元资金,而其他投资者有数千万元资金,操纵主体相对于其他投资者不具有资金优势,相对于上市公司大股东也没有持股优势,但是具有资源优势的主体在该期间内并未进行交易,而操纵主体在该期间内高价

大量买入成交,在此情形下证券交易价格是被操纵主体的高价大量买入行为所影响而产生的,而不是由具有资源优势的其他主体所导致的^②。

其次,在长线连续交易操纵行为中,操纵主体要在几十天甚至几个月的较长期间内,连续高价大量买入成交,则必须具备“资金优势、持股优势”,否则其连续交易操纵行为难以为继。实际上,在长线约定交易操纵、长线自买自卖操纵等行为中,操纵行为要成功实施,也必须具备“资金优势、持股优势”。但是,新《证券法》第55条第一款第(二)、(三)项关于约定交易操纵和自买自卖操纵中却未规定必须具备“资金优势、持股优势”的条件。

综上,对于连续交易操纵、约定交易操纵、自买自卖操纵的规制,应该聚焦于操纵手法的核心行为,规定影响证券交易价格或交易量的交易行为模式即可。新《证券法》第55条第(一)、(二)、(三)项规定的交易型操纵手法,既可用于长线操纵,也可用于短线操纵,那么在长线操纵中须具备的“资金优势、持股优势”等,在短线操纵中则不宜片面加以强调。

3. 继续强调“单独与合谋”的必要性不强

旧《证券法》第77条第一款第(一)项规制连续交易操纵行为时,强调“单独或者合谋”有其合理性。旧《证券法》第77条仅列举了三类操纵行为,即连续交易操纵、约定交易操纵、自买自卖操纵。实际上,约定交易操纵和自买自卖操纵都属于对倒操纵。约定交易操纵,是两个以上操纵主体合谋,事先进行串通,以事先约定的时间、价格和方式实施对倒操纵。自买自卖操纵,是单独的操纵主体,在自己实际控制的账户之间实施对倒操纵。由此看来,旧《证券法》第77条第一款第(二)项是合谋对倒操纵,第(三)项是单独对倒操纵,所以才在第(一)项的条款中强调可以通过“单独或合谋”实施连续交易操纵。

但是,修订之后的新《证券法》在第55条第一款第(一)项关于连续交易操纵的规制中,保留了旧《证券法》中的相关内容,仍然规定“单独或者通过合谋”的定语,其必要性不强。因为所有的操纵行为类型,包括连续交易操纵、对倒操纵、虚假申报操纵、蛊惑交易操纵、“抢帽子”操纵等,都可以通过“单独或者合谋”的方式来实施。新《证券法》第55条的内部条款结构与旧《证券法》第77条相比已经发生了重大变化,在列举虚假申报操纵、蛊惑交易操纵、“抢帽子”操纵等行为类型时没有强调“单独或者通过合谋”,那么就不必继续在连续交易操纵的条款中再强调“单独或者通过合谋”。

^① 新《证券法》第53条关于内幕交易的规定中,有“自然人、法人、非法人组织”的表述。

三、操纵市场规制条款修订的有待检验之处

新《证券法》关于操纵市场的规制,采取了“行为犯”的立法模式,不再强调价量影响的结果。在按照操纵手段对操纵行为进行分类的逻辑基础上,又并列增加规定了跨市场操纵的类型。此外,新《证券法》还加大了追究操纵市场行为法律责任的力度。这些修订是否必要、是否适合我国证券市场实际情况、在执法应用中的成效如何,都还有待未来检验。

(一)“行为犯”立法是否符合我国证券市场实际

欧美关于操纵市场的规制,出现了“行为犯”立法趋势。美国2010年《多德—弗兰克法案》将“试图操纵”(attempted manipulation)行为纳入反操纵市场的规制范畴。“试图操纵”的认定须满足两个条件:一是行为人存在操纵市场的主观故意,二是实施了促使该意图得以实现的显著行为(overt act)。《多德—弗兰克法案》的前述规定实际上是将操纵行为从“结果犯”变成了“行为犯”,即只要发生了操纵市场的行为即可,而不再将不当行为导致人为价格的结果作为必备要件^①。欧盟《内幕交易及市场操纵刑事处罚指令》要求成员国对试图进行操纵等市场滥用行为处以刑罚。可见,欧盟也将“试图操纵”纳入操纵市场的刑事规制范畴。

操纵市场规制的“行为犯”立法趋势,主要源于两个原因。首先,如果立法要求操纵市场行为必须产生影响证券交易价格或交易量的结果之后才予以打击,这种危害结果不仅对投资者和市场不利,而且可能是投资者和市场难以承受的。基于防范风险的考虑^②,只要故意实施操纵行为,且这种行为可能影响证券交易价格或交易量,就应该予以规制和查处。其次,证券市场中,影响证券交易价格或交易量变动的因素很多。在欧美的法制环境中,证明操纵行为与证券价量变化之间存在因果关系,要求的证据标准非常高,金融监管机构和司法机构查处操纵市场行为的难度较大。操纵市场规制的“行为犯”立法,割弃了对于“发生价量变动结果”和“操纵行为与价量变动结果之间具有因果关系”两个证明要件的要求,有利于降低打击操纵市场行为的难度。

修订之后的新《证券法》第55条,借鉴了欧美关于操纵市场规制的“行为犯”立法模式,对于操纵行为规定“影响或者意图影响证券交易价格或交易量”两种模式皆可。这就意味着,根据新《证券法》第55条的前述规定,由于实施操纵行为,导致实际产生了影响证券交易价格或交易量的结果,可以认定构成法律上的操纵市场并予以行政处罚;即使操纵行为

没有产生影响证券交易价格或交易量的结果,只要操纵主体实施操纵行为时,具有影响证券交易价格或交易量的主观意图,并且操纵行为具有影响证券交易价格或交易量的可能性,也可以认定构成法律上的操纵市场并予以行政处罚。

但是,有另一种意见认为,我国证券市场规模非常庞大,证券交易行为十分活跃,其中涉嫌操纵市场的行为数量众多,操纵行为与投机行为的边界并非泾渭分明。证券市场既要鼓励投资,也要容忍投机,否则“水至清则无鱼”。我国证券监管机构的稽查执法力量相对有限,既要打击操纵市场行为,还要查处内幕交易、欺诈发行、信息披露违法违规、老鼠仓行为等大量其他案件,案多人少的矛盾非常突出。在此情况下,对于并未产生价量影响结果的操纵行为、对于价量影响较小的操纵行为、对于实际亏损和获利不大的操纵行为,没有必要消耗本就有限的稽查执法资源,从监管成本与执法收益的角度分析来看,也不值得对小微操纵行为全面出击。因此,证券监管机构只有“管少才能管好”,突出抓好已经实际产生价量影响的重大操纵案件的办理才是当务之急。

上述两种观点各有道理,新《证券法》第55条关于操纵市场规制的“行为犯”立法模式,是否适应我国证券市场,还有待未来的稽查执法实践去检验。

此外值得一提的是,行为人利用技术优势,获取不正当的优先交易机会,限制或排除其他投资者的交易机会,破坏证券市场公平交易秩序,一般被称为技术优势操纵。例如闪电指令(Flash Order),国外交易所在接到订单后,可以有一秒的时间公开显示订单,一些交易所利用这一秒的间隔,在几百微秒内(甚至更短时间)首先向一些大客户显示这些订单然后再公开这些信息,而交易所大客户在这几百微秒内(甚至更短时间)利用高速计算机处理,试探出市场动向,快人一步获得最有利的买卖价格^③。又如塞单(Quote Stuffing),操纵主体在极短时间内下达巨量交易订单,导致交易系统“塞车”,当交易系统和其他投资者在消化处理这些巨量订单信息时,塞单者得以获取抢先交易机会或隐藏其交易策略^④。

前几年,某公司在程序化交易过程中,将自行开发的报单交易系统接入交易所的交易系统,通过非法手段获取交易速度优势,最终被我国法院判决构成操纵市场^⑤。最高人民法院在制定《操纵市场司法解释》的过程稿中,也曾将技术优势操纵规定为操纵市场行为的一种,但在最终正式稿中被删除。技术优势操纵主要是获取不正当的优先交易机会,不

① 某公司操纵市场案,北京市高级人民法院行政裁定书(2016)京行终3032号。

一定产生影响证券交易价格或交易量的结果,与传统的交易型操纵和信息型操纵存在较大的差异。目前,新《证券法》第55条关于操纵市场规制采取“行为犯”立法模式,不再要求操纵行为必须产生价量变动的结果,为可能出现的技术优势操纵预留了一定的法律适用空间^①。

(二)将跨市场操纵与其他操纵行为并列是否合理

新《证券法》第55条第一款第(七)项规定了跨市场操纵行为,即“利用在其他相关市场的活动操纵证券市场”。跨市场操纵的基础,在于两个市场产品之间具有价量变动的关联性,一般是通过在一个市场实施操纵行为,进而在另外一个市场获利。例如,利用股指期货与股票现货的联动关系,通过在股指期货市场的活动,操纵证券市场。又如,某公司同时在A股和H股上市,该公司在两地市场的股价具有联动性,行为人通过操纵做空该公司H股的股价,也将影响其A股的股价。

新《证券法》第55条第一款第(一)项至第(六)项,均是按照“操纵手段”对操纵市场行为进行分类,包括使用连续交易、约定交易、自买自卖、虚假申报等交易型操纵手段,也包括蛊惑交易、“抢帽子”等信息型操纵手段。新《证券法》第55条第一款第(八)项规定的是“操纵证券市场的其他手段”作为兜底条款,再一次明确了采用“操纵手段”对操纵行为进行分类的逻辑标准。但是,跨市场操纵打破了新《证券法》第55条其他项的操纵行为分类标准,如同将人分为“男人、女人、年轻人”,可能在将来的法律适用中带来逻辑混乱。

从以往的跨市场操纵案例来看,通过在一个市场实施操纵行为,进而在另外一个市场获利,操纵者使用的操纵手段还是既有的交易型或信息型手段。如果按照新《证券法》第55条将“操纵手段”与“跨市场操纵”进行并列的立法模式,将产生法律适用的困惑。

例如,ETF跨市场操纵的主要交易模式是:买入一篮子股票→申购换成ETF→卖出ETF-买入ETF→ETF赎回换成一篮子股票→卖出股票。在ETF跨市场操纵案中,行为人以特定软件自动、批量、快速下达交易指令,通过在ETF市场中的大量对倒交易(即

前述交易模式中的“卖出ETF-买入ETF”),规避交易规则,在股票市场中变相实现一篮子股票T+0日内交易获利^②。在前述ETF跨市场操纵中,行为人使用的还是传统的“自买自卖”对倒操纵手法。中国证监会在处罚ETF跨市场操纵案时,也是适用旧《证券法》第77条第一款第(三)项自买自卖操纵,对行为人给予行政处罚。若前述行为发生在新《证券法》施行之后,应该适用新《证券法》第55条第一款第(三)项自买自卖操纵,还是适用第(七)项跨市场操纵,可能将产生新的困惑与争议。

当然,在立法中可能分类逻辑标准是否清晰并不是第一要务,“管用”才是第一要务。将来是否会出现新的跨市场操纵行为,不使用交易型或信息型的操纵手段,甚至不使用操纵手段,就能跨市场操纵成功并实现获利,新《证券法》第55条第一款第(七)项关于跨市场操纵的规定是否有其独特的用武之地,这还有待未来检验。

(三)账户使用实名制与加大操纵处罚力度的关系

新《证券法》关于操纵市场行为规制条款的修订,还体现在加大了对操纵行为法律责任的追究。新《证券法》第192条将操纵市场的行政处罚金额,由旧《证券法》第203条规定的违法所得“一倍到五倍罚款”,提升至违法所得“一倍到十倍罚款”;对于违法所得较小的情形,由旧《证券法》第203条规定的“30万元至300万元”定额罚款,提升至“100万元至1000万元”定额罚款;对于单位操纵市场的责任人员罚款金额由旧《证券法》规定的“10万元至60万元”提升至“50万元至500万元”。

在旧的法律框架下,罚金是违法所得“一倍到五倍罚款”。徐某操纵十三只股票的违法所得为93.37亿元,徐某被处以罚金110亿元^③;某集团操纵市场案中,罚没金额超过55亿元^④;某公司、吴某操纵市场案罚没金额超过10亿元^⑤。从这些案件来看,操纵市场行为的处罚力度非常大。在此基础上,新《证券法》进一步加大对操纵行为法律责任的追究,可能迫切性和必要性不强。比较而言,上市公司财务造假动辄数亿元,信息披露违法违规行为扭曲证券市场资源配置,严重损害投资者利益,具有非常大的社

① 另一种观点认为,新《证券法》第45条和第190条对于采取程序化交易影响交易所系统安全或者正常交易秩序的行为进行了专门规制,规定了较轻的法律责任,没收违法所得,仅处以500万元以下罚款。在有专门规定的情况下,对于闪电指令、塞单等技术优势操纵行为,适用新《证券法》第45条和第190条可能更为恰当。

② 某ETF操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2019]5号。

③ 徐某操纵证券市场案,山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02刑初148号判决书。

④ 某集团操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2018]27号、28号、29号。

⑤ 某公司、吴某操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2016]41号。

会危害性,但新《证券法》第197条规定最高给予1000万元罚款,并且处罚金额不与行为主体的违法所得挂钩。可见,新《证券法》对操纵市场行为规定的处罚力度,远大于性质恶劣的上市公司财务造假与信息披露违法行为等类型。

此外,值得注意的是,旧《证券法》只处罚法人非法使用他人账户的行为,对于自然人大量出借账户的情况不予处罚。在此情况下,借用他人证券账户交易,是操纵主体规避交易所一线监管监测、集中更多资金成功实施操纵行为的重要基础条件。为了弥补“法律漏洞”,新《证券法》第195条对于任何主体违规出借自己的证券账户或者借用他人的证券账户,规定可处以50万元以下罚款的行政处罚。

因此,新《证券法》对于违反账户使用实名制的行为,新增了法律责任追究条款,将大大地削弱行为人借用他人账户实施操纵行为的基础。同时,新《证券法》又进一步加大了对操纵行为法律责任的追究,将罚金提高至违法所得“一倍到十倍”。这两项规制措施,对于打击操纵市场行为,哪项措施更加有效,两项规制措施在遏制操纵市场行为时,发挥“共振”与“叠加”作用之后会是何种效果,均有待未来检验。

四、关于操纵市场条款修订得失的初步研究结论

剖析新《证券法》关于操纵市场规制条款的内容,总体来看此次修订取得的进步大于存在的不足。

一是新增加规定的操纵市场行为类型,具有相对广泛的适用性和实用性。虚假申报操纵、蛊惑交易操纵、“抢帽子”操纵等类型,是我国证券市场常见的操纵行为类型,此前我国金融监管机构在实际工作中已经积累了丰富的案例和查处经验。新《证券法》中增加对前述操纵行为类型的规制,有效地填补了“法律空白”与“法律漏洞”,为今后金融监管机构依法查处各类操纵行为提供了直接的法律依据。同时,国家从法律层面明确禁止幌骗等虚假申报操纵行为,禁止蛊惑交易和“抢帽子”等信息型操纵行为,对于市场相关主体也具有警示教育作用,在一定程度上有利于减少证券市场操纵行为。

二是关于操纵市场条款修订的可能考虑不周之处,主要存在于理论层面,实践中的适用问题可能不显著。虽然新《证券法》要求所有虚假申报操纵行为都必须有撤单的规定不尽合理,但该问题主要在“封涨停”等少数情形下才突显。对于信息型操纵的行为模式列举不全虽有“法律漏洞”,但最高人民法院制定的《操纵市场司法解释》可以作为补充,在适用时产生法律争议的概率不大。新《证券法》将操纵市场主体规定为任何“人”,不如“单位和个人”的表述

更精准,在连续交易操纵条款中可以不必再强调“单独或合谋”等问题,主要是立法技术层面的问题。此外,在连续交易操纵中规定利用信息优势的情形,将操纵市场分为交易型操纵与信息型操纵的基础上又规定跨市场操纵,这些关于操纵市场行为分类标准的逻辑瑕疵,主要是在理论层面存在,一般情况下对法律适用效果的影响较为有限。

三是“行为犯”立法与加大法律责任等做法是否有效可行,有待未来检验。新《证券法》禁止任何主体违规出借证券账户的行为,削弱了违法主体借用他人账户操纵市场的基础,同时又大幅提高了操纵市场行为罚金等法律责任。这些措施能否有效发挥遏制操纵市场行为的效果,有待未来实践检验。此外,欧美操纵市场执法中关于不当行为与异常价格之间因果关系证明标准过高的问题,在我国法制环境中并不突出,目前“行为犯”立法的必要性和紧迫性不强。尤其是在案多人少的背景下,我国金融监管机构是否有足够人力资源按照“行为犯”的法律要求,去全面查处未产生价量影响的操纵市场行为,尚存疑问。但是,在未来计算机技术、算法模型、大数据应用不断发展的环境下,证券市场操纵行为可能与之结合而迅速变异,“行为犯”立法是否有预想不到的独特作用,目前不能断然排除其可能性。因此,关于“行为犯”立法得失等问题,还有待将来执法实践检验和理论认识的进一步深化,才能做出更准确的评判。

参考文献:

- [1]夏中宝.中国香港特别行政区与内地关于内幕交易执法异同的比较分析:以孙某“汇源果汁”内幕交易案为解剖的微样本[J].商法界论集,2018(1):181-193.
- [2]夏中宝.徐翔操纵市场案中的法律与证据问题探微[J].证券法苑,2017(20):21-35.
- [3]谭吉.非法人组织民事主体资格的认定[J].人民司法,2019(10):89-90.
- [4]李明良,李虹.《多德—弗兰克法》期货市场反操纵条款研究[J].证券法苑,2011(5):1199-1211.
- [5]王志祥,黄云波.行为犯之基本问题研究[J].河南社会科学,2015(9):1-8.
- [6]皮六一,罗毅.闪电指令之争及思考[J].证券市场导报,2010(5):4-9.
- [7]Andrew J Keller. Robocops: Regulating High Frequency Trading After the Flash Crash of 2010 [J]. Ohio State Law Journal, 2012, 73(6):1457-1483.

(责任编辑:张艳峰)