

徐翔操纵市场案中的法律与证据 问题探微*

夏中宝**

摘要:徐翔案实际是以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的复合手法操纵案件。法院一审判决适用“利用信息优势连续买卖操纵”的叙明条款并不十分准确,适用兜底条款更为得宜。徐翔案中的利好信息是否虚假、信息披露时点是否存在人为控制、特定时点的连续交易行为是如何与利好信息发布相互配合形成影响证券交易价格的共振等方面证据仍有进一步强化的空间。完善信息披露和股票减持规则,法规增加列举信息型操纵具体类型,探索行政刑事共同调查的组织模式,是优化信息型操纵行为规制的有效路径。

关键词:信息型操纵 交易型操纵 价量变化
操纵指标 法律规制

市场高度关注的徐翔案,实际是以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的复合手法操纵案件。但是,从公安机关以涉嫌内幕交易和操纵市

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

** 中国社会科学院研究生院博士研究生。

场两个罪名进行刑事拘留,再到青岛中院一审判决时以“利用信息优势连续买卖操纵”定性,此变化过程反映了徐翔案在法律适用和证据把握方面存在一定的争议。下文以法院一审判决认定的事实为基础,对徐翔案中涉及的法律与证据问题进行微观探析,并研提完善信息型操纵法律规制的几点对策建议。

一、徐翔操纵市场的案情概况与操纵手法

(一) 法院经审理查明的事实

2010年至2015年,徐翔单独或伙同王巍、竺勇,先后与13家上市公司的董事长或实际控制人,合谋控制上市公司择机发布“高送转”方案、引入热点题材等利好消息;徐翔等人以大宗交易的方式,接盘上述公司股东减持的股票,同时使用基金产品及其控制的证券账户,在二级市场进行涉案公司股票连续买卖,拉抬股价;上述公司股东将大宗交易减持的股票获利部分,按照约定的比例与徐翔等人分成,或者双方在共同认购涉案公司非公开发行的股票后,以上述方式拉抬股价,抛售股票获利或实现股票增值。法院认为,徐翔等人为谋取非法利益,与他人合谋利用信息优势连续买卖,操纵证券交易价格,构成操纵市场罪。^[1]

(二) 徐翔操纵行为的五步手法

从徐翔案一审判决认定的事实来看,其操纵市场的手法可以概括为合谋绑定、举牌站台、发布利好、交易拉抬、出货获利五个步骤。^[2]

第一步,合谋绑定。徐翔案操纵市场的基础,在于徐翔与上市公司实际控制人或董事长的“合谋”,双方通过“发布利好信息和连续交易”拉抬股价后,大股东高价减持获利,同时徐翔也从中分取收益。合谋关

[1] 参见青岛中级人民法院于2017年1月23日公开发布的徐翔等人操纵证券市场案一审宣判新闻稿。

[2] 徐翔案中“合谋绑定、举牌站台、发布利好、交易拉抬、出货获利”五步手法,是本文作者所做的归纳总结。需要说明的是,在明牌珠宝等特定证券的操纵过程中,“发布利好、交易拉抬”的信息型和交易型影响证券交易价格的非法手段,相继使用了两次或两次以上。

系将双方的利益进行绑定,徐翔才得以能够控制上市公司发布刺激股价的高送转或热点题材利好信息。

第二步,举牌站台。近几年,徐翔运作其泽熙公司系列产品,收益率颇高,被市场誉为“私募一哥”。市场投资者一般认为,徐翔介入交易的股票必然大涨,此为徐翔享有的“名人效应”。徐翔等人与上市公司人员达成合谋后,通过泽熙系公司相关产品或徐翔控制的账户先行买入建仓,向市场投资者释放信号,吸引不明真相的市场投资者跟名人之风进行大量交易,激活其拟操纵的股票。例如,2014年9月29日,泽熙6期按照徐翔与上市公司实际控制人的合谋约定,通过大宗交易接盘美邦服饰5%股份并次日公告该信息;2014年12月20日徐翔以其母亲郑素贞名义购买文峰股份14.88%的股份等,均属“举牌站台”的例子。

第三步,发布利好。徐翔举牌站台之后,上市公司方面按照与徐翔事先的合谋,发布“高送转”或者“热点题材”等利好信息,拉抬股价。例如,2014年9月29日泽熙6期举牌美邦服饰5%股份,6个月后的2015年4月1日,美邦服饰就按照徐翔的要求发布了10送5派1元的高送转和10股转增10股的利润分配预案等利好信息。徐翔举牌站台之后,上市公司就有利好、股价就会大涨,这不仅是其操纵拉抬股价的手段,同时也是进一步对徐翔“造神”并强化其名人效应的手段。市场投资者不知道发布的利好信息是徐翔与上市公司人员合谋演出的戏剧,误以为徐翔选股很准,并误以为该股有重大投资价值而大量跟风交易。

第四步,交易拉抬。徐翔举牌站台吸引市场投资者关注标的股票,并且控制上市公司发布高送转和热点题材的利好信息之后,徐翔还安排其控制的多个账户在利好信息发布日前后较短期间内进行“高于市场卖价、高于市场卖量”的连续交易操纵拉抬行为,^[3]以股票的价格异动进一步诱使不明真相的市场投资者在此后一段时间内更加非理性的

[3] 从实际案例来看,违法主体在实施控制信息披露时点节奏、发布虚假误导信息等信息型操纵手段的同时,往往在信息发布日前后以连续交易、自买自卖、虚假申报、封涨停等其中的一种或多种交易型操纵手段辅助影响股价。例如,鲜言信息型操纵案中,就在发布误导信息后辅之以虚假申报操纵的手法,详见中国证监会行政处罚决定书[2017]29号。

跟风大量交易,最终导致标的股票在徐翔等人“以利好信息为主、连续交易为辅”的复合型操纵手段下,价量飙涨。

第五步,出货获利。标的股票被操纵行为影响而导致价量飙涨后,徐翔与上市公司人员反向卖出,高价减持股票,双方按照约定共分收益。例如,文峰股份减持底价 14 元以上的收益,徐翔与文峰股份的减持方五五分成。此外,徐翔在举牌站台阶段和交易拉抬阶段买入的股票,在市场投资者跟风交易导致标的股票价量飙涨后出货,也有交易收益。法院判决认定,徐翔等人操纵 13 只股票的违法所得为 93.37 亿元,同时徐翔被处以罚金 110 亿元。

二、徐翔操纵市场案法律适用的叙明条款与兜底条款选择问题

现行《证券法》和《刑法》条文仅明确列举了连续交易操纵、约定交易操纵、自买自卖操纵三个叙明条款,在立法上未单独规定信息型操纵行为的叙明条款。此外,从历史上庄股操纵案件的查办经验看,资金优势、持股优势或者信息优势是连续交易操纵行为中的常见伴生特征,^[4]《证券法》和《刑法》在规连续交易操纵行为的叙明条款时,规定了“利用资金优势、持股优势或者信息优势”的前提条件。徐翔案是我国首例以信息型操纵手法为主并辅之以交易型手法的复合型操纵刑事案件,在法律适用时面临“叙明条款”与“兜底条款”的选择问题。

(一) 利用信息优势买卖还是以信息为手段影响价量进行操纵的问题

以手段对操纵行为进行分类是最为科学的方法,也是目前我国《证券法》和《刑法》立法中采取的分类方式。一般认为,操纵市场可分

[4] 例如,在上海华亚实业发展公司、丁福根等操纵证券交易价格案中,根据一审判决书北京市第二中级人民法院(2002)二中刑初字第 541 号和二审裁定书北京市高级人民法院(2003)高刑终字第 275 号,操纵行为人在利用资金优势和持股优势进行交易型操纵手法为主的同时,还利用海南燕园、海南沃和、燕园投资等公司,大量收购深圳康达尔公司法人股,并控制了该公司董事会,将公司更名为中科创业,并通过发布开发高科技产品、企业重组等“利好”消息的方式影响标的股票交易价格。

为交易型操纵(连续交易、自买自卖、约定交易、虚假申报等)和信息型操纵(蛊惑操纵、抢帽子操纵等)。^[5]前者在于通过不当的交易行为影响证券交易价量,后者在于通过虚假信息、荐股信息、控制信息披露时点和节奏等方式影响证券交易价量。除了操纵手段之外,以下单方式(手工下单还是程序下单)和时间分布(长线短线或开盘尾市等),均不是操纵市场行为在法律认定上有价值的分类方式,最终其操纵手法仍然要落足为交易型操纵或者信息型操纵。^[6]

资本市场中信息与价格密切相关,制造发布虚假信息或者控制信息披露节奏是操纵行为人影响证券价格的重要手段之一。近年来,一些上市公司以市值管理为名,通过密集发布“并购重组”、“高送转”等重大信息,导致股价异常波动。这些披露内容往往含糊其辞,热衷于“编故事、画大饼”,引诱投资者“入局”后,行为人及其关联方在二级市场减持套现获利,此类情形屡见不鲜。但是,由于立法时对于操纵市场行为认识的局限性,我国现行《证券法》第77条和《刑法》第182条关于操纵市场行为的列举仅有连续交易、自买自卖、约定交易三类交易型操纵行为,辅之以其他操纵行为的兜底条款,并未明确列举信息型操纵行为的具体类型,某种程度上可谓存在一定的法律空白。

徐翔操纵案中,通过合谋发布“高送转”和“热点题材”等利好信息影响标的股票交易价量,是其主要的操纵市场手法。在利好信息发布日的较近期间,进行“高于市场卖价、高于市场卖量”的连续交易行为拉抬,使标的股票价量异动,其目的是诱使不明真相的市场投资者进一步关注到标的股票,并在此后一段时间内更加非理性的跟风大量交易,最终进一步促进标的股票价量飙涨。实际上,徐翔等人的连续交易操

[5] 谢杰:《操纵资本市场犯罪刑法规制研究》,上海人民出版社2013年版,第28~29页。

[6] 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。蔡奕认为,目前,无论是国内还是域外的法律规则体系,均未将短线操纵认定为一类独立的操纵类型,而仅是对短线操纵涉及的某些具体情形和手段作出规定,根据行为的具体性质、特定的手段和市场影响将操纵行为细分,纳入不同的规制体系。

纵行为,是为信息型操纵服务的辅助手段。^[7]换句话说,在徐翔案中,主要是通过发布“高送转”和“热点题材”利好信息的方式诱使市场投资者跟风交易从而影响标的股票交易价量,若无前述手段,其在少数特定交易日的连续交易行为根本难以造成对标的股票交易价量“持续数月”的长期影响。

因此,徐翔案实际是以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的复合手法操纵案件。发布“高送转”和“热点题材”等利好信息,是行为人影响标的股票交易价量的主要手段,并非仅仅是“利用信息优势”的外在条件而已,亦不能最终落足于实施的是“连续交易操纵行为”。“利用信息优势”是指外在条件上的占先占优,而“信息型操纵”中的虚假误导信息或控制信息披露时点与节奏则是违法主体人为影响标的证券交易价格或者交易量的工具和手段。众所周知,利用资金优势进行连续交易操纵,“资金优势”本身并不能影响证券交易价量,^[8]连续交易行为才是违法者影响证券交易价量的手段。同理,若将徐翔案定性为利用信息优势连续买卖操纵,“信息优势”本身并不能影响证券交易价量,这与徐翔等人主要通过发布“高送转”和“热点题材”等利好信息影响标的股票交易价量的基本案件事实是不相符的,并不能准确评价其行为性质。

内幕交易是典型的利用信息优势进行交易,行为人利用知悉上市公司重大利好信息的条件优势,提前低价买入,待信息公布后高价卖出获利。徐翔案中的证券交易模式具有前述行为特征,因而公安机关曾以涉嫌内幕交易罪对徐翔等人进行刑事拘留。但是,区别于一般的内幕交易,徐翔案中的利好信息是徐翔与上市公司人员人为制造出来的,违法者人为控制了信息发布的时点和节奏并服务于操纵行为,甚至部

[7] 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。蔡奕认为,行为人在二级市场的配合交易,只是信息型操纵的选择要件,而非必备要件,但鉴于中国证券市场的半强势有效的特征,信息操纵者往往以二级市场的交易型操纵和信息型操纵叠加,共同造势,实现“事半功倍”的违法效果。

[8] 谢杰:《操纵资本市场犯罪刑法规制研究》,上海人民出版社2013年版,第140页。谢杰认为,连续交易操纵犯罪中的资源优势(资金优势、持股优势、信息优势)只是其行为的客观基础,而非这种操纵行为类型的违法性实质。

分信息是虚假或误导的信息。因此,发布“高送转”和“热点题材”等利好信息是徐翔等人影响标的股票交易价量的主要“人为手段”,当然有别于仅利用信息优势的“外在条件”进行连续交易。

实际上,违法者的操纵行为会随着资本市场的发展而变化,例如我国上市公司股权分置改革之前长庄操纵较多,而股票全流通之后则以短线操纵方式为主。因此,操纵市场罪的实质内容与规范结构相对特殊,本罪的实质内涵不能简单、直接等同于法条规范明示的三类操纵行为类型(连续交易、约定交易、自买自卖)兼具的共同内容,本罪“兜底条款”的同质性特征不能简单直接或表象性地受制于《刑法》第182条明示的法律类型。^[9]具体到徐翔案而言,鉴于该案是以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的复合型手法操纵案件,在现行《证券法》和《刑法》未单独明确列举信息操纵具体类型的情况下,相比适用“利用信息优势连续买卖操纵”的叙明条款,适用兜底条款更为得宜。

(二) 信息型操纵的刑事追诉标准采用何种指标的问题

2010年5月最高人民检察院、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条规定了操纵行为的刑事追诉标准。虽然刑事追诉标准第39条规定了交易型操纵(连续交易、自买自卖、约定交易、虚假申报)和信息型操纵(合谋信息型操纵、抢帽子操纵),但对于连续交易操纵的刑事追诉标准要求“连续20个交易日控盘30%以上,且交易占比达30%”。^[10]如前所述,徐翔案是以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的复合手法操纵案件,其在利好信息发布日的较近期间,进行“高于市场卖价、高于市场卖量”的多笔连续交易操纵行为,是为信息型操纵服务的辅助手段,并非其操纵行为的主要手段。因此,徐翔等人在少数特定交易日进行的连续交易行为,不可能符合连续交易操纵“连续20个交易日控盘30%以上,且交易占比达30%”的刑事追诉标准。

如果对操纵行为进行法律定性时,将徐翔等人的行为界定为利用

[9] 熊永明、徐艳君:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”的适用研究》,载《法律适用》2016年第10期。

[10] 吴波:《操纵证券市场犯罪法律适用疑难问题研究——基于实证的视角》,载《中国刑事法杂志》2014年第3期。

信息优势连续买卖操纵,但是在进一步适用刑事追诉标准时,却并未适用第39条第1项连续交易操纵“连续20个交易日控盘30%以上,且交易占比达30%”的追诉标准,而是适用第6项合谋进行信息型操纵的追诉标准,那么,这种针对同一主体在同一案件中的行为定性法条与刑事追诉法条之间就存在一定的落差,显得不够自洽,也显得不够协调。

究其原因,实际上源于法律制度供给的不足,也就是“法律不好用”。一方面,现行《证券法》和《刑法》未明确列举信息操纵的各种具体类型,更没有明确规制信息型操纵与交易型操纵复合型手法的叙明条款,面对现行法制供给的现实情况,在法律适用时不得不千方百计往“利用信息优势连续买卖操纵”的叙明条款上靠。另一方面,现行《刑事追诉标准》基于以往查处长庄操纵的历史经验,对连续交易操纵规定了“连续20个交易日控盘30%以上,且交易占比达30%”的刑事追诉标准,该标准对于以交易型操纵手段为辅的徐翔等人信息型操纵案而言又高不可攀。但是,《刑事追诉标准》第39条第6项关于信息型操纵的刑事追诉标准,实际只是简单描述了操纵行为模式,并未规定合谋信息型操纵的具体刑事追诉指标,将其作为信息型操纵行为刑事追诉的依据则“十分便利”。

三、徐翔操纵市场案中证据的全面调取与精准使用问题

我国司法部门在当前法律制度供给的现实情况下,查处了以信息型操纵手段为主的徐翔案,值得给予肯定与赞许。但是毋庸讳言,法律条文对于操纵行为类型定性的细微差别,在很大程度上会影响调查部门的取证方向。结合徐翔案以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的情况,若能对该案证据做进一步的全面调取并更精准地使用,将更有助于将徐翔操纵案打造成经典案例。

(一) 信息操纵主要手段:信息假在哪? 如何控制信息披露时点与节奏?

若对徐翔操纵行为定性时适用“利用信息优势连续买卖操纵”的叙明条款,那么证明徐翔与上市公司人员合谋后具有信息优势的外在

条件已经足够。但是,资本市场法律构建了强制信息披露制度,要求信息披露真实准确完整,这是破解信息不对称而构建市场公平交易的重要基础。在鼓励披露信息的背景下,信息型操纵手段的违法性在于:披露的信息存在虚假或误导,或者虽然信息是真实的,但是行为人控制了信息披露时点节奏,信息披露变成了实施操纵行为的手段。

因此,在徐翔的信息型操纵案件中,如果能够全面深入调取徐翔与上市公司人员合谋发布的信息存在虚假误导或者人为控制信息披露时点节奏的情况,将更有助于证明和展现徐翔等人信息型操纵手段行为的违法性本质。^[11]

控制信息披露时点例一:2014年9月29日泽熙6期举牌美邦服饰5%股份,6个月后的2015年4月1日,美邦服饰就按照徐翔的要求发布了10送5派1元的高送转和10股转增10股的利润分配预案等利好信息。由于我国《证券法》禁止上市公司持股5%股东在6个月内买入又卖出,前述发布利好的时点正好规避了6个月短线交易的限制,明显可见徐翔等人控制利好信息发布时点之故意。

控制信息披露时点例二:2014年12月20日徐翔以其母亲郑素贞名义购买文峰股份14.88%的股份。此后,徐翔催促文峰股份在春节前后(2015年2月28日)的年报中发布高送转和利润分配的利好信息影响股价。文峰股份此前数年的年报发布时间均为3月底4月初,可见徐翔案中涉案年报的披露时点明显提前。通过徐翔及上市公司人员关于催促提前发布年报利好信息的口供,以及文峰股份数年的年报发布时间对比提前等证据,可以显示行为人故意控制利好发布时点。

热点题材利好信息虚假误导的例子:徐翔通过泽熙产品和控制的账户买入建仓后,明牌珠宝于2014年8月2日发布《签署发展珠宝职业教育合作框架协议的公告》。众所周知,合作意向的框架协议,签署和解除均具有较大的随意性。并且,上市公司明牌珠宝的多名高管证实,签订在线教育框架协议后,该热点题材的合作项目并无实质进

[11] 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。蔡奕认为,信息型操纵的构成要件之一是“信息的存在及有意被隐瞒、篡改或传播”。

展,可以证明该利好信息具有虚假性或误导性。

可见,徐翔案中发布的信息存在虚假误导,或者存在人为控制信息披露时点节奏的情况,应是全面调取证据的重点,也是辨法析理时应重点分析的证据内容:

一方面,徐翔案中相关热点题材信息的真假,有进一步深入挖掘分析的空间。例如,涉案13家上市公司发布的热点题材信息,包括乙肝新药、石墨烯项目、上海自贸区设立子公司、网贷金融项目、机器人项目、PPP项目等,从案发到起诉也过去了相当长一段时间,那么,利好公告披露的数亿元资金是否已经实际投入项目,项目的运转实施情况如何,后续进展情况与上市公司披露情况是否相符。

另一方面,徐翔等人是如何控制上市公司发布高送转和热点题材利好信息的时点和节奏,也可调取更丰富的证据予以充分说明。在深入辨法析理时,不宜仅笼统描述两次利好公告间徐翔等人买入了多少股卖出了多少股,还可进一步关注利好信息发布是如何与股票交易相配合的,揭示徐翔向上市公司人员催促发布利好信息的时点、利好信息实际发布时点与股票解禁时点的关系等。通过全面调取前述证据有助于将信息型操纵行为各个细节中的违法性充分展现出来。^[12]

(二) 交易操纵辅助手段:如何配合信息发布形成共振共同影响股价?

法院判决认定徐翔等人属于利用信息优势连续买卖操纵,因而按照传统连续交易操纵分析模式描述了交易占比指标。例如,金科股份

[12] 2014年11月18日,美国证监会(SEC)公布了对OTCBB挂牌企业Forum公司及有关人员的民事起诉书。美国证监会指控,Forum公司及其董事长Clozza、董事长的朋友Dunn和另外两名市场人士Anguka、Ghaznawi在披露虚假信息、公开发布误导性报告的同时卖出Forum公司股票获利。Forum公司发布的信息“是否真实”是该案调查的重点。美国证监会认定,Forum公司发布了多篇新闻稿,内容真假混杂,存在误导。例如,2012年10月8日公司新闻稿称已和阿利亚公司签订投资协议,阿利亚在未来24个月向Forum投资8000万美元。经查,上述协议只是给了阿利亚公司以每股0.5美元换取8000万美元Forum股票的选择权,阿利亚从未据此向Forum公司投入资金,也未取得任何股权。参见<http://www.sec.gov/litigation/complaints/2014/comp23135.pdf>,2017年3月17日访问。

操纵期间为2014年10月13日至2015年5月13日共计144个交易日,徐翔等人控制的账户在其中92个交易日有买入,而买入占比在10%以上的交易日为24天。不难看出,前述连续交易操纵的指标数据并不显著:第一,买入占比在10%以上的交易日为24天,占操纵期间总交易日144天中尚不足17%。第二,一般认为,统计区间内涉案账户买入量占市场买入量的比例在30%以上,才能认定连续交易行为与该期间内的股票交易价量变化存在因果关系。如果按此口径统计交易占比30%以上的天数,连续交易的指标数据将更不显著。如果统计144个交易日总操纵期间内的买入宏观占比数据,估计交易指标数据也并不显著。

如前所述,在控制上市公司发布高送转和热点题材的利好信息之后,徐翔安排其控制的多个账户在利好信息发布日前后较短期间内进行“高于市场卖价、高于市场卖量”的连续交易行为,目的是制造价量异动来进一步诱使不明真相的市场投资者在此后一段时间内更加非理性的跟风大量交易,最终导致标的股票价量飙涨。^[13]然后,徐翔等人趁标的股票价格飙涨,反向卖出获利。这也是为何在标的股票价格飙涨的后期主要时段内,徐翔控制的账户可能并不存在持续大量买入拉抬行为甚至主要是卖出行为的原因所在。可见,徐翔的连续买入行为并不是导致标的股票价格飙涨的主要原因,而是此前利好信息的发布和特殊时段连续交易的共同影响,诱使不明真相的市场投资者跟风大量交易才大幅拉高了股价。

根据法院判决书,徐翔案当事人也供称“仅靠徐翔在二级市场大量买入拉抬,效果不明显……要求上市公司配合发布利好信息,在徐翔二级市场拉抬股价和陆续公布利好信息的影响下,所有的利好信息也会被扩大,造成一种上涨的趋势,引发市场炒作热点,导致股价大幅上涨”。

鉴于徐翔案是以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的情况,如果简单按照传统连续交易操纵认定模式分析其交易占比指标

[13] 证券市场中多数投资者受“羊群效应”影响,投资跟风性明显。参见郑佳宁:《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》,载《政法论丛》2016年第5期。

数据,并不能深刻揭示行为主体在特定时点发布信息具有操纵股价的主观故意,整个操纵期间的交易占比宏观数据偏低也不能有效证明操纵行为与证券交易价量变化之间具有显著因果关系。结合徐翔案中以信息型操纵手段为主、以交易型操纵手段为辅的复合型操纵手法的实际情况,更有效、更优化的分析路径应该是:

第一,特定时段的微观异常分析。例如,分析徐翔控制的账户在利好信息发布日前后较短期间内进行“高于市场卖价、高于市场卖量”连续买入的异常性,以此证明其在短期内造成标的股票价格飙涨且交易放量的异常信号,吸引市场投资者关注到标的股票有利好消息而跟风大量买入拉高股价。

第二,建仓与拉抬不同阶段的对比分析。在徐翔等人最初进场建仓时,分析其买入情况是紧贴市场卖价而低价建仓,在时间上处于利好信息发布时点之前。但与此形成鲜明对比的是,在利好信息发布日后却以“高于市场卖价、高于市场卖量”连续买入造成价量异动,诱使其他投资者跟风交易,证明其此后行为具有拉抬股价的主观故意,而非正常的投资交易。

第三,具体分析连续交易与信息发布的配合情况。在深入辨析析理时,重点说明上市公司利好信息发布与徐翔等人在二级市场上股票交易之间相互默契配合的情况。例如,徐翔安排控制的账户在二级市场先买入,上市公司随即发布利好信息拉抬股价,大涨后徐翔指令账户卖出;此后新一轮的二级市场买入,为下一个利好信息公布而建仓,类似这种交易与信息的配合关系应清晰揭示出来。

四、完善信息型操纵行为法律规制的几点对策建议

(一) 法律法规增加列举信息型操纵类型并完善其刑事追诉标准

操纵市场行为的实质是对证券、期货合约以及其他金融衍生工具或者投资者资本配置决策进行非正当控制并从中谋取金融交易

利益。^[14] 目前我国《证券法》第 77 条和《刑法》第 182 条关于操纵市场行为的叙明条款仅有连续交易、自买自卖、约定交易三类交易型操纵行为,存在列举范围过窄,列举类型不全等明显问题。根据我国资本市场中违法违规行为的发展现状,应增加明确列举理论界与实务界已基本形成共识的信息型操纵具体类型,^[15] 包括单独或合谋通过发布虚假信息或误导信息影响证券交易价量的蛊惑操纵,通过控制信息发布时点和节奏影响证券交易价量的信息操纵,通过发布荐股信息影响证券交易价量的“抢帽子”操纵,以及通过选择性披露信息、炮制澄清信息、擅自披露未公开信息等方式影响证券交易价量的其他信息型操纵行为。通过信息型操纵具体类型的明确列举,制成“叙明条款”,便于行政执法机关和刑事司法机关准确适用。^[16]

现行操纵市场刑事追诉标准中,“连续 20 个交易日控盘 30% 以上,且交易占比达 30%”等指标,主要是依据以往查处长庄交易型操纵的经验而设定,已经落后于资本市场中还存在短线交易操纵和信息型操纵的现实情况。实际上,“多次实施操纵行为,操纵多只股票,交易金额巨大,获利或避损金额巨大、影响证券交易价量的波动幅度较大”等指标,均能反映操纵主体的主观恶性和操纵行为的严重社会危害性,满足其中一项均应属“情节严重”,均应纳入刑事追诉范畴。前述指标应一体适用于交易型操纵和信息型操纵的刑事追诉。

此外,需要指出的是,现行《证券法》和《刑法》中的操纵市场规制条款主要是基于查处长庄操纵的历史经验而制定,还存在两个明显问题。其一,就长庄操纵而言,资金、持股、信息等优势,并非只是连续交易操纵行为中的常见特征,也是约定交易操纵和对倒交易操纵中的常见特征,现行法律只规定长庄连续交易操纵具有三项优势特征并不合

[14] 刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014 年第 6 期。

[15] 殷晓峰、牛广济:《中美资本市场反操纵监管比较及启示》,载《证券市场导报》2014 年第 4 期。该文建议增加新类型的操纵规定。

[16] 刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014 年第 6 期。刘宪权和谢杰认为,我国《刑法》第 182 条操纵证券、期货市场罪,基于特定立法历史与市场发展水平的局限而未能完成明示性规定的操纵模式。

理。其二,以拉抬型为例,在短线操纵中,与其他市场投资者相比而言并不具有资金、持股、信息优势的行为主体,^[17]在较短期间内仍可以通过“高于市场卖价、高于市场卖量”的多笔连续交易行为操纵标的股票交易价量。因此,“高于市场卖价、高于市场卖量”进行申报成交,才是连续交易操纵行为的核心特征。对于连续交易操纵行为而言,资金、持股、信息优势只是长庄操纵的常见特征,在短线操纵中实际上并非必备要件,有必要修法订正。

(二)重大信息型操纵市场案件应探索行政刑事共同调查的组织模式

信息型操纵案件中,往往涉及多方利益主体,他们在主观上体现为合谋勾结,在客观上表现为配合互利。从信息的角度来看,信息型操纵案件可能涉及信息生成端(即上市公司及其相关主体)、信息传播者(新闻媒体、证券分析师等)、信息领受方(交易的机构或个人)。从交易的角度来看,交易获利的主体可能包括上市公司的大股东及高管、中介机构人员、私募及公募机构等。由于涉及信息和交易等多个环节,要证明行为人之间存在合谋关系,行为人故意制造信息、故意控制信息披露时点、故意编造传播误导性信息,是基于高价减持或高价增发、维持股价避免跌破抵押线或补仓线、打压股价而低价买入等目的,论证的事件链条长、涉及人员多、时间跨度大,形成环环相扣的完整证据链较为困难。在这种情况下,容易陷入“碎片式”调查的陷阱,难以全面把握违法违规行为的全貌,这也是近年来信息型操纵成功查处率较低的重要原因。

鉴于行政调查权的局限性,有必要积极探索建立重大案件尤其是信息型操纵案件“行政与刑事同时立案、联合调查”的新型办案模式,使双方的专业优势和手段优势结合起来,发挥协同效果。一方面,借助公安机关的手段优势,可以解决行政执法调查手段有限、调查权力不足

[17] 实践中判断涉案市场操纵者是否具有资金优势,可从以下角度进行分析:(1)行为人在特定交易账户中聚集的资金总量;(2)行为人针对特定证券品种进行交易的资金总量;(3)同期该特定证券品种市场交易总体情况以及其他投资者的交易情况等。参见吴波:《操纵证券市场犯罪情况调查与法律适用》,载《上海政法学院学报(法治论丛)》2014年第5期。

的问题,以有效应对目前操纵案件查办过程中频频出现的不配合、暴力抗法现象,保证能够“找到人、问出实话”,有效突破行政调查环节长期存在的难以查实“主观合谋”的执法“瓶颈”。另一方面,发挥证券监管行政执法部门的专业优势,在调查发布虚假误导信息、控制信息披露时点与节奏、信息与交易配合叠加形成影响股价的“共振”等方面,精细化取证,将信息型操纵案件办成“铁案”,提高执法的综合社会效果。^[18]

(三)完善信息披露和股票减持规则,釜底抽薪的防范信息型操纵行为

首先,有必要完善信息披露规则,避免不当信息披露成为信息型操纵的手段。例如,在上市公司业绩下滑或大股东和高管有减持计划的情况下,对于实施“高送转”应有更严格的限制性约束条件,避免“高送转”成为大股东大幅减持前人为影响股价的手段,更有效的维护资本市场秩序和保护广大中小投资者利益。

其次,大股东减持的法规也需要进一步细化完善。^[19]不论二级市场减持,还是大宗交易和协议转让,均应遵守“慢走+预先披露”的规则,即《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》中“减持前15个交易日预先披露减持计划”且“三个月内减持股数不得超过上市公司总股本1%”的规定。前述限制性规定有助于减少大股东大笔减持对市场的冲击,防范发布高送转或热点题材利好信息拉抬股价后清仓出货谋取不当利益,也有助于鼓励大股东和高管长期用心经营实业,防范通过发行股票圈钱和短期炒作等背离资本市场本原功能的行为。

若对信息披露和股票减持规则打了上述补丁,虽然在某种程度上限制了大股东减持股票的自由,但是能在极大程度上压缩实施信息型操纵的运作空间。

[18] 朱宝琛:《证监会联手公安部打击证券犯罪 严防四大趋势》,载《证券日报》2016年12月27日版。该文报道,在坚决查处、及时移送违法犯罪的同时,中国证监会发挥专业优势,全力支持和配合公安司法机关对相关案件的后续追责。

[19] 曹中铭:《应从严监管重要股东肆意减持行为》,载《上海证券报》2017年2月22日版。