

论利用信息优势型操纵证券市场的法律适用

樊 健

摘 要：利用信息优势型操纵证券市场是一种新型的操纵行为，属于信息型操纵的一个子类型。利用信息优势型操纵与利用信息优势连续交易型操纵的区别关键在于，前者影响证券价格的主要原因是公开信息而后者是证券交易。在无法准确判断影响证券价格的主要原因时，应选择证券市场接受度较高的操纵行为来定性。由于“浑水式”做空交易的主体一般是通过自身调研获得了影响证券价格的信息，因此不存在滥用优势地位或者违反信义义务的问题。如果其公开披露的研究报告并无虚假或者误导之处，并且同时也披露了交易计划，那么“浑水式”做空交易并不构成利用信息优势型操纵证券市场行为。行为人分拆信息予以披露或者披露的信息并无坚实基础，则该信息披露具有误导性，构成利用信息优势型操纵证券市场。但是，如果行为人提前披露真实的信息，同时也披露了交易计划，由于投资者不会受到误导，因此该行为不符合操纵证券市场的本质。

关键词：利用信息优势；操纵证券市场；连续交易；“浑水式”做空

[中图分类号] D922.287 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2024) 02-0090-15

一、问题的提出

利用信息优势型操纵证券市场是一种新型的操纵方式，属于信息型操纵证券市场的子类型之一。⁽¹⁾从现行法律规定来看，利用信息优势型操纵证券市场并未被《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）或者《中华人民共和国刑法》（下称《刑法》）所明确规定。⁽²⁾《最高人民法院、最高人民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》（法释〔2019〕9号，下称《操纵证券期货市场解释》）第1条第4项初步界定了利用信息优势型操纵证券市场，其

【作者简介】樊健，法学博士，上海财经大学法学院副教授。

(1) 缪因知：《利用信息优势操纵市场之执法案例解析》，载《金融法苑》2020年第1期，第145页。缪教授将信息型操纵证券市场分为利用信息优势型操纵和编造、传播虚假信息型操纵两种类型。需要指出的是，由于信息型操纵证券市场是最近几年才被学者注意到和研究的操纵类型，不论是其内涵还是外延，目前尚未有较为一致的观点出现。

(2) 《证券法》第55条仅在连续交易型操纵证券市场行为中规定了“利用信息优势”，并未单独将利用信息优势型操纵证券市场作为独立的操纵类型。《刑法》第182条亦同。

是指“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，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的”。⁽³⁾该司法解释表明了此类操纵证券期货市场的特点是：其一，须通过控制发行人信息披露的内容或者时间等方式操纵市场，但并未强调行为人的主体身份；其二，该行为的后果是误导投资者；其三，行为人有谋利意图。

对利用信息优势型操纵证券市场的概念界定，学理上存在不同的观点。有学者认为，利用信息优势型操纵证券市场是指在公开证券交易环境下，掌握信息优势的上市公司或一方，通过向证券交易市场披露、传播或散布不真实、不全面、不及时的交易信号，从而诱导投资者进行投资，或导致标的证券价格波动及交易量的上升。⁽⁴⁾此外，还有学者认为，利用信息优势型操纵证券市场是指上市公司董监高或控股股东、实际控制人等管理者通过对上市公司应披露事项的控制，达到操纵证券交易价格和数量目的的行为。⁽⁵⁾综合上述学理观点，利用信息优势型操纵证券市场的主要特色在于：其一，行为人常常通过公开披露信息影响证券价格，这与司法解释相同；其二，行为人一般是能够决定或者控制信息披露事宜的人（例如发行人的控股股东），这一点司法解释并未明确；其三，该行为的危害后果在于公开披露的信息通常具有虚假性和误导性，从而欺诈了投资者，扰乱了证券市场秩序，这一点与司法解释相同。但是，学理界定并不强调行为人要有获利意图。

由此可见，司法解释和学理界定尚有分歧之处。质言之，在实践中有以下三个关键问题有待取得共识，以便明确法律适用。

第一，我国《证券法》和《刑法》都明确规定了连续交易型操纵证券市场行为，其中一个子类型是行为人利用信息优势并配合连续或者联合交易进行操纵。由于该操纵行为中有利用信息优势的构成要件，故如何准确地区分利用信息优势型操纵证券市场与利用信息优势连续交易型操纵证券市场即成问题。对此，司法解释本身没有提供很好的解决之道，我国司法实践中著名的“徐某操纵证券市场案”尤为典型。⁽⁶⁾不同的法律适用依据，不仅对于证监会或者法院的说理要求不同⁽⁷⁾，同时“叙明条款”和“兜底条款”的不同选择也会对入刑标准产生影响⁽⁸⁾，是故对此不能不慎思明辨。

第二，在利用信息优势型操纵证券市场中，多数学者认为行为人通常为发行人或者发行人的控股股东、董监高等，这些主体之所以能够利用信息优势，在于其本身即为信息的产生源头或者能够控制信息披露的时间和内容等。但是，对于通过自身调研等获得信息优势的行为人，其利用该信息优势来进行证券交易，是否会构成利用信息优势型操纵证券市场？《证券法》《刑法》和《操纵证券期货市场解释》等并未限定操纵证券市场行为主体的特殊身份，在利用信息优势型操纵证

(3) 相关解读参见刘宪权：《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》，载《法商研究》2020年第1期。

(4) 商浩文：《论信息型操纵证券市场犯罪的司法认定路径——以2019年“两高”最新司法解释切入》，载《法学》2020年第5期，第51页。

(5) 高海涛：《试论信息型操纵的违法性及防控对策》，载《证券法苑》2017年第4期，第456页。

(6) 山东省青岛市中级人民法院刑事判决书，（2016）鲁02刑初148号。

(7) 刘宪权、林雨佳：《新型市场操纵行为的刑法认定》，载《证券法苑》2017年第4期，第443页。

(8) 商浩文：《论信息型操纵证券市场犯罪的司法认定路径——以2019年“两高”最新司法解释切入》，载《法学》2020年第5期，第52页。

券市场的情境下，是否应当将通过自身调研等获得信息优势的行为主体排除？所谓“浑水式”做空交易就面临着交易合法性的挑战。⁽⁹⁾

第三，在被证监会或者法院认定为利用信息优势型操纵证券市场的诸多案例中，行为人的信息披露行为通常是违反法律或者监管规定的，要么是披露的内容不真实、不准确、不完整（例如“鲜某操纵证券市场案”⁽¹⁰⁾），要么是披露的时间晚于法律明确规定的规定的时间（例如“蝶彩资产等案”⁽¹¹⁾）。然而，在不少案例中，证监会或者法院认为即使行为人所披露的信息是真实、准确或者完整的（例如提早披露信息），行为人的信息披露行为同样会被认定为构成操纵证券市场（例如“阜兴案”⁽¹²⁾和“徐某操纵证券市场案”）。然而，通常认为，操纵证券市场的本质在于误导或者欺诈投资者⁽¹³⁾，《操纵证券期货市场解释》的条文本身也强调“误导投资者作出投资决策”，那么在行为人提早披露真实信息随后即进行交易的情况下，如何得出投资者同样将受到误导或者欺诈的结论？如果投资者没有受到误导或者欺诈，则这类行为的社会危害何在？有无必要禁止该种行为？这就值得进一步思考了。

笔者结合我国学理研究和实践案例，分析利用信息优势型操纵证券市场在法律适用过程中所遇到的前述三个争议焦点问题，希望能有助于明确该类操纵证券市场行为的若干重要构成要件及其适用边界。

二、利用信息优势型操纵与利用信息优势连续交易型操纵的界分

有学者将利用信息优势型操纵证券市场主要分成三大类：一是上市公司信息发布且有关联主体买入；二是上市公司信息发布但无关联方买入；三是无上市公司信息发布而有相关主体买入。⁽¹⁴⁾

对于第二种情形，由于无关联方买入，证券价格变化仅由公开信息所导致，不符合利用信息优势连续交易型操纵的构成要件之一（即通过交易行为影响证券价格），属于典型的利用信息优势型操纵证券市场，例如“蝶彩资产等案”。对于此类操纵行为的查处一般都适用《证券法》或《刑法》中关于操纵证券市场的兜底条款，例如“何某模操纵证券市场案”。⁽¹⁵⁾就第三种情形而言，其是比较典型的利用信息优势连续交易型操纵，因为上市公司并没有披露影响证券价格的公开信

(9) 王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载《金融法苑》2020年第2期，第192页。

(10) 中国证监会行政处罚决定书，〔2017〕29号。

(11) 中国证监会行政处罚决定书，〔2017〕80号。

(12) 中国证监会行政处罚决定书，〔2018〕77号。

(13) “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。” 缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期，第161页；相同观点参见汤欣、高海涛：《操纵市场行政处罚案例全景观察》，载《证券法苑》2016年第2期，第39页。

(14) 缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期，第163页。

(15) 中国证监会行政处罚决定书，〔2018〕36号。本案中，证监会认为，“《证券法》第七十七条第一款第一项规定，‘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’。根据该项规定，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，故本案当事人的行为不适用第七十七条第一款第一项规定”。《证券法》（2014年修正）第77条第1款第1项与现行《证券法》（2019年修正）第55条第1款第1项相同。

息，行为人所利用的是未公开信息，例如“陈某庆操纵证券市场案”。^{〔16〕}在理论和实践中，真正的难题是，在有上市公司信息披露又有关联方交易的情况下，如何准确地区分利用信息优势型操纵证券市场和利用信息优势连续交易型操纵证券市场两者之间的区别，准确地适用法律，该问题在“徐某操纵证券市场案”中表现得最为突出。

（一）“徐某操纵证券市场案”的裁判要旨

1. “徐某操纵证券市场案”基本事实

2010年至2015年间，徐某作为某投资管理有限公司的法定代表人，通过单独谋划或与其他上市公司实控人王某、竺某等合谋的方式，先后掌握13家上市公司的“高送转”方案及市场热门题材等利好信息。基于上述信息，徐某使用公司旗下产品及其控制的证券账户，在二级市场对上述上市公司股票连续买卖，拉抬股价后，再以大宗交易的方式接盘上市公司股东减持的股票。上市公司控股股东获利后再按事先约定的比例与徐某分成。

2. “徐某操纵证券市场案”的争议焦点

本案的争议焦点之一便是对于徐某等人科以刑事处罚，究竟应当是按照2015年《刑法》第182条第1款第1项（同2023年修正的《刑法》第182条第1款第1项）的利用信息优势连续交易型操纵定罪还是按照该条第1款第4项（同2023年的该条第1款第7项）的兜底条款来进行定罪。^{〔17〕}

（二）观点的分歧与解读

1. 认定构成利用信息优势连续交易型操纵证券市场

法院认定徐某等人的行为符合利用信息优势连续交易型操纵证券市场罪的构成要件，主要理由如下：首先，徐某等人使用受其控制的账户组在二级市场建仓，用于频繁交易涉案股票，表明其以获利为目的，具有交易行为。其次，其行为是通过其所在公司的产品影响力，并与13家上市公司实控人配合传播利好信息，诱导其他投资者跟风交易，拉高股价再通过其他股东减持抛售。此外，徐某等人还控制着上市公司信息发布的节奏和内容，甚至为部分上市公司提供热点题材或“高送转”方案，具有利用信息优势的行为。最后，法院认为，被告徐某等人的行为属于与他人合谋，利用信息优势连续买卖，操纵证券交易价格，从而牟取非法利益的行为。因此，法院按照《刑法》第182条第1款第1项的利用信息优势连续交易型操纵定罪。

2. 认为构成利用信息优势型操纵证券市场

与法院的审判观点较为不同的是，学者们大都认为本案并不构成利用信息优势连续交易型操

〔16〕中国证监会行政处罚决定书，〔2015〕43号。本案中，陈某庆作为国贸配额实控人，相比于其他投资者，能够知道公司内部股东的持股情况。陈某庆在知悉外界并不知晓的国贸配额股权结构后从事交易行为，事实上也构成了内幕交易行为。由于该内幕交易行为是整个操纵行为的一个组成部分，故证监会按照禁止重复评价原则，并未对其单独处罚。参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》，法律出版社2017年版，第168-169页。

〔17〕徐某操纵证券市场案是“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”。夏中宝：《徐翔操纵证券市场案中的法律与证据问题探微》，载《证券法苑》2017年第2期，第24页。

纵而是利用信息优势型操纵。代表性观点认为，尽管徐某等人在本案中存在着连续交易拉抬股价的行为，并最终使得标的公司股价波动，但真正致使投资者作出投资决策的（或者说误导投资者的），是操纵行为人通过发布“高送转”方案及热门题材等利好信息。“高于市场买价、高于市场买量”等的连续交易行为，仅仅是利用信息优势型操纵的辅助手段^{〔18〕}，交易行为并非是导致标的公司股票价格持续数月波动的主要原因。若没有发行人发布的利好信息，连续交易行为根本难以造成股价明显持续上涨。利用信息优势连续交易型操纵证券市场与利用信息优势型操纵的主要区别在于，前者涉及2015年《刑法》第182条第1款第1项中的连续交易操纵，强调通过资金、持股和信息优势的细分模式来影响证券交易价格，“信息优势”本身并不能影响证券交易的价格，只能是通过连续交易行为来实现。^{〔19〕}从因果关系强弱上看，本案的交易行为与股价波动之间并不具有直接的因果关系，因此本案应当属于利用信息优势型操纵证券市场，法院应按照2015年《刑法》第182条第1款第4项来定罪。

笔者同意上述学者们的观点，徐某操纵证券市场案应当被认定为利用信息优势型操纵证券市场，区分利用信息优势型操纵与利用信息优势连续交易型操纵，应当从以下三个方面把握。

第一，行为人所利用的信息是否被公开。如果行为人利用未公开的信息并辅之以交易行为，由于信息并没有对证券价格产生影响，对投资者产生误导的是证券交易本身所扭曲的真实价格，因此应将该类行为定性为利用信息优势连续交易型操纵。^{〔20〕}相反，利用信息优势型操纵证券市场的前提是信息必须被公开，为广大投资者所知晓，进而投资者买入相关证券，这样方能影响证券价格，所以没有公开行为则不构成信息型操纵市场。^{〔21〕}针对“徐某操纵证券市场案”，学者夏中宝就正确地指出，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格，连续交易行为才是操纵者影响标的公司股票交易价格的决定因素与手段，而在“徐某操纵证券市场案”中，股票交易价格的异动和长达数月的持续影响，并不能归于连续交易行为，利好信息的操控行为才是导致该结果发生的根本原因，该判断也与本案基本事实更为契合。^{〔22〕}

第二，如果行为人利用的是公开信息，那么则需要进一步比较影响证券价格的主要因素究竟是公开信息还是证券交易。信息型操纵的本质在于，信息公布之后即可以对证券价格产生影响，无须其他交易行为配合即能实现行为人影响证券价格的目的。证券交易行为仅仅是锦上添花，并

〔18〕 夏中宝：《徐翔操纵市场案中的法律与证据问题探微》，载《证券法苑》2017年第2期，第25-27页。

〔19〕 商浩文：《论信息型操纵证券市场犯罪的司法认定路径——以2019年“两高”最新司法解释切入》，载《法学》2020年第5期，第52-54页。

〔20〕 商浩文：《论信息型操纵证券市场犯罪的司法认定路径——以2019年“两高”最新司法解释切入》，载《法学》2020年第5期，第55页。

〔21〕 王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载《金融法苑》2020年第2期，第196页。

〔22〕 夏中宝：《徐翔操纵市场案中的法律与证据问题探微》，载《证券法苑》2017年第2期，第26页。

非必需的构成要件。⁽²³⁾ 因此,从对证券价格影响的角度而言,如果证监会或者法院能较为容易地判断,公开信息对证券价格的影响程度显然大于交易行为对证券价格的影响,例如根据信息披露之后的证券价格波动情况、随后发生的交易数量和规模等,那么判定为利用信息优势型操纵更为合适。因此,针对此类操纵证券市场行为,《操纵证券期货市场解释》并没有持仓量和交易量的要求,采用的是证券成交额和违法所得,也可能是考虑到了该因素。反之,如果证券交易行为对于证券价格的影响较为明显,那么就应当认定为利用信息优势连续交易型操纵市场。有学者指出,利用信息优势连续交易型操纵并非交易型操纵而是信息型操纵的类型之一⁽²⁴⁾,该观点显然忽视了证券价格被操纵的主要原因为何,混淆了由证券交易所导致的价格被操纵与因公开信息所导致的价格被操纵两者之间的诸多差异,显然不可采。当然,要准确地判定操纵行为对标的公司股票的影响,须证明信息披露抑或交易行为与最终结果之间的因果关系,尤其当市场存在概念性或整体炒作的情形时,如何剔除此类因素的影响与干扰⁽²⁵⁾,并非易事。因此,在必要的时候,证监会或者法院可以引入专家证人等来协助进行判定。实务中,已经有较为成熟的事件分析法来测定相关信息是否对证券价格产生了明显影响。

第三,如果证监会或者法院无法较为准确地地区分两者对证券价格的影响程度,那么从法律适用的角度而言,定性为利用信息优势连续交易型操纵证券市场行为可能较为合适。主要理由有二:其一,定性为利用信息优势连续交易型操纵证券市场有助于证监会或者法院的说理,因而能够较为高效地解决纠纷。其二,该认定也有助于市场参与者根据预期调整自身的交易行为。⁽²⁶⁾

三、利用信息优势中的优势取得方式对于行为性质认定的影响

利用信息优势型操纵证券市场被禁止的主要原因之一是,行为人作为发行人或者发行人的控股股东或者董事长等具有特殊身份,能够控制上市公司信息披露的时机或者内容,仅仅凭借其特殊身份,相比于普通投资者这些行为人就能占得信息先机,并利用该信息先机为自己谋取利益。对此,有学者甚至断言,利用信息优势型操纵市场必然有上市公司的参与,否则外部人是无法控制信息披露的时机和内容等的。⁽²⁷⁾ 此外,发行人等作为信息披露义务人,其本身就需要严格按照法律的规定,披露真实、准确、完整的信息,普通投资者有充分的理由相信上市公司等披露的信息是符合法律规定的。是故,上市公司内部人包括董监高、实控人等实施的信息披露操纵,不仅

〔23〕“在‘信息型操纵行为’中,影响价量的唯一因素就是信息,‘信息型操纵行为’中的后续交易,只是实现获利目的的行为,其本身并不会影响价量。”参见范林波:《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》,载《证券法苑》2017年第4期,第438页。

〔24〕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》,载《证券法苑》2017年第3期,第409页。

〔25〕对此,有学者就指出,应采取“择一重罪而处之”或“择一易证之罪而处之”的策略,更有助于及时警戒抑制市场操纵行为。蔡奕:《信息型操纵基本法律范畴分析》,载《证券法苑》2016年第2期,第73页。

〔26〕蔡奕:《信息型操纵基本法律范畴分析》,载《证券法苑》2016年第2期,第77页。

〔27〕缪因知:《信息型操纵市场行为执法标准研究》,载《清华法学》2019年第6期,第162页。

隐蔽难以被察觉，且容易被市场所接受。⁽²⁸⁾因此，针对这些具备特殊身份的主体，需要规定特别的操纵行为类型予以规范，这方才是治本之策。

然而，针对非信息披露义务人通过自行调研等方式获得信息，并对此加以利用（例如向投资者公开）进行证券交易，是否同样构成利用信息优势型操纵证券市场就颇值得研究了，其中以所谓的“浑水式”做空最为典型。

（一）“浑水式”做空交易

做空交易（short selling），又称为融券交易，是指投资者认为某只证券价格会下跌，便向证券公司借入一定数量的该只证券并卖出，等到约定时间投资者再买入相同数量的证券还给证券公司，并附加一定的利息的交易行为。⁽²⁹⁾如果该只证券价格确实如投资者所愿下跌，则其获利；反之，则亏损。例如，某投资者认为A证券的股价偏高，下跌可能性很大，其便向证券公司借入该证券，假设借入100万股，现价为10元/股，借券期限为一个月。该投资者借入证券后立即卖出，收入现金1000万元。一个月后，A证券的价格果然如该投资者所预料，下跌至5元/股，投资者即买入100万股股票，还给证券公司，花费500万元，外加利息假设一个月为50万元，这样通过做空交易该投资者净赚450万元。当然，如果该投资者判断失误，A证券一个月后上涨至15元/股，则该投资者即亏损550万元，所以做空交易的风险是比较大的。做空交易通常的流程是：投资者确认—与证券公司签订融券合同并卖出一买进证券并还券。实证研究表明，做空交易有助于提高证券价格的定价效率⁽³⁰⁾，提升上市公司的治理水平⁽³¹⁾；同时，做空交易也会产生一些问题，例如市场滥用（market abuse）⁽³²⁾等。

“浑水式”做空交易，是指由类似浑水公司（Muddy Waters Research）般不具有证券投资咨询资格的非持牌做空者，在公开媒介上发布、散播关于发行人的负面信息且同时卖空（或与行动相关人联合卖空）发行人的股票。⁽³³⁾该做空方式和前述做空类似，但是有两个地方存在较为显著的差别：第一，在投资者确认环节，其通常会采取实地调研、调查关联方等方式来巩固和证明其判断的合理性。⁽³⁴⁾此行为一般发生在与证券公司签订借款合同并卖出之前。第二，在买进证券并还

(28) 蔡奕：《信息型操纵基本法律范畴分析》，载《证券法苑》2016年第2期，第67页。

(29) Elizabeth Howell, *Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 *Journal of Corporate Law Studies* 333, 338 (2016).

(30) 吕大永、吴文锋：《融资交易与融券交易对中国股票定价效率的影响一致吗？》，载《经济与管理研究》2018年第5期，第49页。

(31) 张会丽、白硕、刘子琰：《公司治理差的企业被做空了吗？——基于中国资本市场融券交易的实证研究》，载《证券市场导报》2016年第11期，第39页。

(32) Elizabeth Howell, *Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis*, 16 *Journal of Corporate Law Studies* 333, 339–342 (2016).

(33) 宋澜、滕玉琳、彭鲁军、胡睿超：《证券市场的“浑水式”做空：境内外实践与监管选择》，载《证券法苑》2020年第3期，第378页。

(34) 浑水选定目标企业的过程并不轻松，需要仔细审查上市公司的财务报表以及收集临时公告、媒体报道和官方网站信息，构建信息图谱，模拟信息链条，通过实地调研和关联方调查，全面整理相关信息，寻找证据链上的瑕疵以揭示潜在问题。刘春生：《这些年，浑水做空的那些上市公司》，载人民网，<http://m.people.cn/n4/2017/0405/c120-8697398.html>。

券之前，“浑水式”做空交易者会通过发布做空报告等方式来揭露发行人存在财务欺诈、夸大利润等违法行为。基于这样的报告，该只证券的价格一般都会下跌，甚至发生断崖式下跌，其中不少上市公司要么被提起集团诉讼，要么不得不退市。“浑水式”做空交易通常的流程是：投资者选定证券—投资者实地调研、调查关联方等确认自己的判断—与证券公司签订借券合同并卖出一发布做空报告—买进证券并还券。

“浑水式”做空交易在美国或者我国香港地区等成熟证券市场并不鲜见。但是，我国媒体正式报道“浑水式”做空交易仅发生在 2012 年至 2013 年，例如著名的北京中能兴业投资咨询有限公司（下称中能兴业）做空康美药业⁽³⁵⁾以及深圳光孚投资公司做空中信证券和 SOHO 地产⁽³⁶⁾。之后，就再无媒体报道“浑水式”做空行为。其中一个主要原因就在于这种做空交易方式的合法性存疑⁽³⁷⁾，此种交易模式极有可能被认定为利用信息优势型操纵证券市场行为。理由在于：首先，“浑水式”做空交易者具有信息优势并且将其公之于众，符合行为人利用信息并公开的特征；其次，“浑水式”做空交易者在信息发布后进行了证券交易；最后，“浑水式”做空交易者公布信息也是为了影响证券价格，具体而言是打压证券价格，从而以较低价格买入证券并还券，进而获得收益。正是出于对“浑水式”做空交易合法性的担忧，我国证券市场参与者不敢采取这样的交易方式。如此，不仅堵塞了证券市场参与者获利的途径，也使我国证券市场失去了一种较为有效的监督工具。

（二）证监会对于“浑水式”做空交易合法性的回复

正是出于对该交易模式合法性的担忧，中能兴业曾向证监会发函，要求其对“浑水式”做空交易的合法性问题发表意见。中能兴业向证监会发出了两封询问函，相应地证监会也回复了两次。

中能兴业于 2013 年 3 月第一次向证监会发函，询问投资研究机构在分析研究调查的基础上，对存疑证券融券卖出后，再在公开媒介上发布陈述事实看空报告的行为是否在我国具有合法性的问题。证监会的回复是无法直接认可此类行为的合法性，并表示如果中能兴业是向投资者提供证券投资咨询服务，其必须获得证监会的许可。中能兴业对此并不满意，其就证监会回复进一步询问提供投资咨询服务的定义，是否包含仅陈述事实而无任何投资分析、预测、建议等意见的行为，对此证监会同样未给予正面回应，而是要求中能兴业的符合《证券法》等法律法规及证监会的相关规定，然而根据上述证监会的回复无法得出清晰的结论，对于“事先调查分析、依据调查事实融券卖出、再发布报告、最后买入还券”的行为合法性问题，仍留待证监会或者法院依据个

(35) 黄莹颖：《A 股版“浑水”做空三部曲》，载新浪财经网，<https://finance.sina.com.cn/stock/t/20121222/165514087787.shtml?from=wap>。

(36) 《中国浑水公司亮相：狙击中信证券做空 SOHO 的背后》，载中国证券网 2012 年 9 月 3 日，<https://www.cnstock.com/simudt/201209/2240934.htm>。

(37) 有专家明确表示支持“浑水式”做空交易，主要理由是法无禁止即可为。参见熊锦秋：《A 股浑水式做空：法无禁止即可为》，载人民网，<http://finance.people.com.cn/stock/n/2013/0719/c67815-22248632.html>。也有专家则明确表示反对“浑水式”做空交易，主要理由是该行为构成操纵市场，危害到证券市场。参见曹中铭：《A 股应拒绝“浑水”式做空》，载中国财经新闻网，http://www.prcfe.com/web/meyw/2013-07/25/content_993767.htm。

案的事实及证据进行判断。

从证监会的两次回复可以看出，证监会本身并没有明确回答，在何种情况下“浑水式”做空交易是合法的或者违法的，这需要由从事该交易的投资者自行判断。而这种自行判断显然带有非常大的不确定性，法律风险极高，这也正是“浑水式”做空交易一直无法在我国证券市场开展的真正原因。

（三）学理观点

学理上对于“浑水式”做空交易是否应当受反操纵市场条款规制，存在不同观点。

1. 认为构成操纵证券市场

有观点认为，“浑水式”做空交易构成操纵证券市场。持此观点的依据在于，2019年《证券法》第56条取消了“编造、传播虚假信息”行为的主体限制，即任何个人包括类似中能兴业等做空报告机构或积极做空者，均有可能成为该条的违反主体；同时，《证券法》第55条也删除了对于主体的限制。从结果上看，主体范围的扩张彻底切断了“浑水式”做空交易商业模式的合法性⁽³⁸⁾，因此应当认定构成操纵证券市场行为。

2. 有条件地认为不构成操纵证券市场

也有观点则认为，“浑水式”做空交易可以有条件地不构成操纵证券市场。持该观点的学者认为，浑水公司等境外机构通常基于我国概念股的调研发布研究报告，少有承担刑事指控的情形，原因在于当该报告已经全面充分地披露了交易者的交易安排，达到了证券市场信息对称的效果。⁽³⁹⁾ 证券市场的公平性正是基于全面的信息披露，此时投资者的交易决策是基于其理性思维；换言之，从事交易的投资者并未受到“浑水式”做空交易者的误导，那么该交易方式便不再具有违法性。

此外，在“浑水式”做空交易中，当做空者将通过合法手段获得的信息形成报告并公之于众时，可以提早将目标公司的财务造假行为等曝光，促使股价回归真实，减少投资者的损失，发挥市场自发的监督和约束作用。尽管做空机构通过卖空交易获取了一定的利益，但该行为有效地推动了证券交易的规范化，使得审核机制、定价机制、监督机制、诉讼机制形成一个由内而外的良好循环。⁽⁴⁰⁾

（四）本文观点

笔者认为，“浑水式”做空交易如果满足以下三个条件，一般情况下，并不构成利用信息优势型操纵证券市场。相反，由于该交易方式具有强大的监督功能，能够弥补公权力执法的不足，对于保护广大投资者权益、提升证券市场效率和净化证券市场环境都具有重要的促进作用，应该为其“正名”，给予其合法性支持。

(38) 王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载《金融法苑》2020年第2期，第206页。

(39) 谢杰：《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》，载《法学》2020年第1期，第147页。

(40) 宋澜、滕玉琳、彭鲁军、胡睿超：《证券市场的“浑水式”做空：境内外实践与监管选择》，载《证券法苑》2020年第3期，第401页。

1. 信息来源的私力性

“浑水式”做空交易者所获得的信息是通过自身努力而取得的，例如广泛的市场调研、公司财报的详细研究、行业动态的追踪等，因此不存在滥用优势地位或者违反信义义务的问题。一般情况下，“浑水式”做空也不存在内幕交易的问题。^[41] 因为“浑水式”做空交易者通常是对已公开信息的分析和解读，即使获得非公开信息，也不是通过违法行为取得，不符合我国关于内幕交易的主体界定。此外，“浑水式”做空交易者通常在交易之前或同时发布详细的研究报告，公开他们的观点和分析。这种公开透明的做法有助于提高证券市场的信息对称性，让投资者能够更全面地了解市场情况。这与内幕交易的秘密性质形成鲜明对比，内幕交易往往是行为人在普通投资者未知晓的情况下进行的，缺乏公平竞争的基础。因此，“浑水式”做空交易者通过公开信息渠道获取信息，并在公开市场上发布其观点，不涉及内幕信息的非法利用，不构成内幕交易。

2. 研究报告的真实性

研究报告应该是真实可信的，不存在虚假或者误导性信息，即不会误导投资者。因此，通过发布研究报告，证券市场能够及早地获得被做空公司的真实情况，有助于证券市场本身效率的提升和对广大投资者利益的保护。《操纵证券期货市场解释》禁止利用信息优势型操纵的主要目的在于保护投资者免受欺诈或者误导，这点在“浑水式”做空的情境下并不存在，因此禁止“浑水式”做空就没有了正当性基础。此外，研究报告只是对被做空公司客观事实状态的描述，本身并不构成对投资者投资决策的建议，因此不应属于投资咨询报告。当然，包括“浑水式”做空交易者在内的所有人都无法保证做空报告绝对真实性，说到底做空报告是交易者所发布的意见，除非是恶意针对被做空公司发布不实言论，否则即使做空报告有所失真，也不会导致“浑水式”做空交易者承担操纵证券市场的责任（例如蛊惑交易）。事实上，由于证券市场的充分竞争性，对于善意失真的研究报告，证券市场本身就会起到优胜劣汰的功能，即该做空机构之后所公开的研究报告的真实性会被整个市场所质疑，广大投资者可能不会相信该研究报告并进而作出投资决策，该做空机构的投资将会失败。因此，鉴于市场声誉机制以及“浑水式”做空交易者自身真金白银的投入，一般能够保证“浑水式”做空交易者不会恶意发布失真的研究报告。

3. 交易计划是否披露

由于“浑水式”做空交易者的研究报告对投资者能够产生影响，因此该做空交易者的交易计划如空头的头寸、平仓的时间等，都会是投资者在考虑做空报告可信度和其价值时所考虑的重要因素，所以为了尽量减少“浑水式”做空交易者的研究报告对证券市场的负面影响，“浑水式”做空交易者应当公布交易计划，以充分防止利益冲突，使自身的交易策略不会被监管部门所指摘。有学者指出，监管部门在适用《操纵证券期货市场解释》第1条第2项时，应当将行为人在制作

[41] 宋澜、滕玉琳、彭鲁军、胡睿超：《证券市场的“浑水式”做空：境内外实践与监管选择》，载《证券法苑》2020年第3期，第387页。

或发布报告信息之前或同时，已经向市场真实充分地披露其相关证券、期货合约或其他金融衍生工具交易的，并且有证据表明该行为主体的做空交易利润并非以牺牲证券市场其他投资者的利益为代价的，就应不再认定为市场操纵行为。⁽⁴²⁾

总之，我们应当看到“浑水式”做空交易的利与弊，当有确切证据可以证实目标公司的财务问题时，信息的披露可以反推动上市公司促进内部治理的审查，有助于资本市场监督机制的完善与良好运行。⁽⁴³⁾不过，如具有影响力的“黑嘴”通过荐股操纵，误导投资者进行投资交易，或利用“浑水式”做空散布虚假信息，使得本无问题的上市公司股价波动，则属于扰乱市场正常交易秩序的行为，应当予以禁止。

四、利用信息优势中信息真假对于行为性质认定的影响

如前所述，有学者指出，利用信息优势型操纵行为的构成要件之一在于操纵者滥用其对上市公司内部信息待披露时间或内容的优势地位，控制披露节奏与内容，利用虚假信息诱导其他投资者作出投资决策，这也是认定操纵主观意图的重要依据。⁽⁴⁴⁾行为人利用虚假或者误导性的公开信息来扭曲证券价格，误导投资者，该行为应当被禁止显然并无争议。

但是，在前述“徐某操纵证券市场案”中，法院认为，“信息的真实或虚假，利好或利空，以及对上市公司发布利好信息的具体时间和细节是否完全知晓，不影响犯罪构成”。此种观点认为，利用信息优势连续交易操纵与其他操纵形式的区别在于其利用发布与传播信息实现操纵股价的目的，无论信息真实性，操纵者的意图都是不可否认的。⁽⁴⁵⁾然而，关键的问题在于，真实的信息为何会误导投资者？例如，行为人早于法律规定的时间披露真实的信息，为何会误导投资者，进而可能被认定为构成操纵证券市场？从证监会作出行政处罚决定的案件中，也难以找到具有共性的答案。

（一）证监会行政处罚的参考因素不一致

1. 证监会强调信息的虚假性

在个案中，证监会通常会强调行为人披露信息的虚假性，来认定行为人具有操纵市场的主观意图。例如在“鲜某操纵证券市场案”中，行为人利用互联网金融题材热点控制相关信息披露的节奏，并发布具有误导性的内容，在网站尚未开始运营期间，就公布信息称公司将在互联网金融领域处于优势地位。证监会认为此种过度夸大的表述，误导投资者认为该业务将对公司业务带来十分积极的影响，行为人在明知上述情形下发布误导性公告，具有明显的操纵意图。在“蝶彩资产等案”中同样能看到证监会对恒康医疗披露信息不及时、不真实、不准确、不完整的监管态度，证监会基于行为人对信息披露的隐瞒和虚假性具有故意，从而认定阙某彬等构成故意操纵市场。

(42) 谢杰：《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》，载《法学》2020年第1期，第148页。

(43) 江远音：《浑水式做空合法性再起争议 八成网友支持》，载《证券时报》2013年7月19日，第A17版。

(44) 高海涛：《试论信息型操纵的违法性及防控对策》，载《证券法苑》2017年第4期，第462页。

(45) 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》，载《证券法苑》2017年第3期，第428-429页。

2. 证监会认定信息发布的不合理性

除披露虚假信息之外，信息发布的不合理性也会成为证监会认定构成操纵证券市场的情形。例如，在前述“何某模操纵证券市场案”中，行为人提出利润分配与“高送转”预案的时点与上市公司的通常做法相悖，且行为人对此无法作出合理解释，最终被证监会认定为存在操纵市场动机和意图。

3. 证监会认为发布的信息真实与否并不影响操纵行为的定性

与此不同的是，在“阜兴案”中，证监会并不将披露信息的真实性与否作为判断是否构成操纵市场的要件之一。该案中，尽管行为人披露的信息属于真实可信的内容，但由于该披露行为是基于信息优势，意在通过披露时点使得股价波动，从而通过连续交易获益。因此，尽管披露的信息并非虚假陈述，同样符合利用信息优势连续交易操纵市场的行为。

综上，从证监会的行政处罚来看，在绝大多数案件中，证监会都会确认信息披露的虚假性，从而认定行为人披露的虚假信息具有误导性，误导了投资者，扰乱了证券市场的秩序，因而具有较为严重的危害后果，符合利用不正当手段影响证券价格的操纵行为构成要件。然而，在若干案件中，证监会认为即使行为人披露的信息真实，但由于行为人有后续交易行为，从整个行为样态来看，其披露真实信息的意图在于影响证券价格，使行为人在证券价格高企时获得收益，因此符合影响或者意图影响证券价格的操纵要件。但是，证监会并没有论证，为何披露真实信息（尤其是提早披露真实信息）会误导投资者，并扰乱证券市场秩序。

（二）分拆披露或者忽悠式披露具有误导性构成操纵证券市场

行为人披露虚假信息或者迟延披露信息，显然会误导投资者，并扰乱证券市场秩序，从而构成操纵证券市场，无须赘述。行为人将原本可以一次性披露完毕的信息分批次来披露，这种披露行为因为没有完整地披露信息，构成误导性披露。^{〔46〕}即使信息是真实的，但由于分拆的片面性，导致投资者无法真正全面地对该信息作出准确的判断，形成了一种以关键词为主式的炒作。^{〔47〕}因此，针对所谓忽悠式披露，由于信息披露的基础并不坚固，行为人披露此类信息同样具有误导性。

（三）提前披露真实信息一般不构成操纵证券市场

本部分主要分析行为人提早披露内容真实的信息，是否会被认为构成利用信息优势型操纵证券市场。笔者认为，一般情况下，这种行为不构成操纵证券市场，主要理由如下。

第一，需要明确的是，并非所有意图影响证券价格的行为都会被认为是操纵证券市场。典型

〔46〕《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号）第4条第3款规定：“误导性陈述，是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。”分拆披露信息显然会使信息披露的内容不完整、不准确，具有误导性。

〔47〕对此，缪因知教授举例，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，仍然可以构成操纵市场行为。参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期，第169页。

的，例如上市公司为了股东或公司利益而回购本公司股份的行为即具有合法性。该股份回购行为的目的显然是想抬高公司的股价。因此，不能仅以提早披露真实信息的目的是影响证券价格而简单地认为该行为构成操纵证券市场。在上述“何某模操纵证券市场案”中，证监会也指出，利润分配以及公积金转增股本方案的合理性、合法性并不能成为操纵市场行为的合理解释。事实上，何某模的行为真正的可指摘之处，并非行为人提早披露了其利润分配及“高送转”预案，而是没有披露员工持股计划的减持情况，构成可能存在的利益冲突，与投资机构推荐股票而没有披露交易情况类似。

第二，在不违反法律规定的情况下，发行人等提早披露真实信息，有助于投资者及早掌握发行人的真实情况，据此可以提早调整自身的投资决策，使证券价格能够及早地反映发行人的基本面，从而提升证券市场的定价效率。证券市场定价效率的提升，对于证券市场具有非常重要的促进作用。⁽⁴⁸⁾从这个意义上说，提早披露真实的信息不仅不应当被禁止，反而应当被鼓励。⁽⁴⁹⁾诚如有学者所言，“反操纵条款设置之目的，在于保护效率资本市场机制的正常运作。……吾人之所以容许合法的操纵行为概念，实是因为本文坚信合法的操纵行为，就等同于行为人向资本市场提供完整且正确的信息，符合证券交易法之立法目的”。⁽⁵⁰⁾如果某行为可以提高资本市场资源配置效率或者若该行为可以使得证券市场投资者与上市公司之间的信息更加对称，从而利用市场之手矫正股价与其定价机制，从长期来看还能健全完善市场机制，则此种行为无须也不应当受反操纵条款规制。

第三，即使行为人提早披露真实信息的目的在于影响证券价格，但是如果其披露了自身的交易安排（例如大股东减持等），笔者认为这并不构成操纵证券市场。理由在于：如果行为人披露了自身的交易计划，证券市场的投资者可以综合判断该披露行为对证券价格的影响到底为何，从而不易被误导。由于目前法律法规对于发行人内部人交易有较多的规定，例如大股东和董监高的减持规定、窗口期禁止交易的规定等，在很大程度上能够确保发行人等不会利用提前披露真实信息的行为来谋取利益。例如在“徐某操纵证券市场案”中，如果上市公司等在披露“高送转”等信息之前或者同时，披露大股东的减持计划，那么该减持计划就会被证券市场和监管机构等密切关注，甚至会被监管机构要求说明交易的合法合规性，这将极大地打消行为人通过提早披露真实信息来操纵证券市场的动机。此外，投资者还可以采用股价计算公式更合理化等方式进行自

(48) 相关讨论，参见 Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 *Duke Law Journal* 711 (2006); Merritt B. Fox et al., *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67 (2018).

(49) 《证券法》第 84 条第 1 款规定：“除依法需要披露的信息之外，信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。”立法者显然鼓励信息披露义务人根据自身情况，自愿披露法律强制规定事项之外的信息。

(50) 庄永丞：《论证券价格操纵行为之规范理论基础：从行为人散布流言或不实资料之操纵行为展开》，载《东吴法律学报》2008 年第 1 期，第 30 页。

力救济。⁽⁵¹⁾

总而言之，提早披露真实利好信息的行为并未真正伤害证券市场上的其他投资者，仍须结合披露利好信息的行为背后是否与其他投资者可能存在利益冲突进行判断。单纯对利好信息的提前披露应属合法行为，在利益冲突交易真实披露的前提下，不构成市场证券操纵行为。

五、结语

利用信息优势型操纵证券市场是一种新型的操纵行为，属于信息型操纵证券市场的一个子类型。利用信息优势型操纵证券市场与利用信息优势连续交易型操纵证券市场的关键区别在于前者影响证券价格的主要原因是公开信息而后者影响证券价格的主要原因是交易，如果证监会或者法院无法准确地区分影响证券价格的原因到底为何，则应认定为利用信息优势连续交易型操纵，这更有利于相关部门认定和市场参与者遵循。由于“浑水式”做空交易的主体是通过自身努力获得了影响证券价格的信息，不存在滥用优势地位或者违反信义义务的问题。因此，如果其公开披露的研究报告并无虚假或者误导之处，并且其同时也披露了交易计划，那么该交易行为并不构成操纵证券市场。行为人分拆信息予以披露或者披露的信息并无坚实基础，则该信息披露具有误导性，应当认为构成利用信息优势型操纵证券市场。但是，如果行为人提前披露真实的信息，并且也披露了交易计划，那么该行为不会误导投资者，也不会扰乱证券市场，因此不构成利用信息优势型操纵证券市场。

On the Practical Disputes of Securities Market Manipulation by Using Advantage of Information

FAN Jian

Abstract: Using information advantage to manipulate securities market is a new type of manipulation, which belongs to a sub-type of information manipulation. The key difference between using information advantage manipulation and taking advantage of information to trade continuously is that the main reason why the former affects the price of securities is the public information disclosed and the latter is trading. When the main reason affecting the securities price cannot be accurately judged, it should be determined by which is easy to be accepted in the securities market. Since the actor of “Muddy Waters” short attack usually obtains information affecting the price of securities through their own efforts, there is no abuse of power or breach of

(51) Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes—The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 Cornell Law Review 219, 280–284 (1994).

trust obligations. If its publicly disclosed research reports are not false or misleading, and also disclosing trading plans, then the “Muddy Waters” short attack does not constitute the use of information advantage to manipulate the securities market. If there is no solid foundation for the information disclosed or disclosed by the split information of the actor, the information disclosure is misleading and constitutes the manipulation of the securities market by using the information advantage. If the actor closes the real information in advance and also the trading plan, the behavior does not consistent with the nature of manipulating the securities market because the investors will not be misled.

Keywords: Using Advantage of Information; Securities Market Manipulation; Continuous Trading; “Muddy Waters” Short Attack

(责任编辑: 楼秋然 汪友年)