

对“抢帽子”市场操纵行为的认识与反思

——由一起“黑嘴”案引发的思考

杜勇波* 张海洋**

摘要:“抢帽子”作为我国证券市场操纵行为之一受到各界广泛关注,然而由于市场操纵行为理论研究不足,社会现象纷繁复杂,现有法律规定难以涵盖所有违法行为。因此,有必要进一步厘清“抢帽子”市场操纵行为的实质内涵、构成要件。本文从一起案例谈起,对“抢帽子”行为的实质属性、构成要件、立法的完善及证明路径进行了论述,提出了相应的观点。

关键词:“抢帽子” 市场操纵 构成要件 认识 反思

近日,监管部门对廖某某利用知名主持人的影响力,在微博、博客公开评价、推荐股票进行市场操纵的行为进行了行政处罚。该事件一经公布,舆论哗然,市场纷纷猜测一个“名嘴”缘何成了“黑嘴”,监管部门对“黑嘴”又如何定性呢?事实上,对于股市“黑嘴”的违法违规形态,业内还有一个形象的名称——“抢帽子”交易。从2011年汪某某“抢帽子”市场操纵案入刑,到近几年市场的处罚案例来看,“抢帽子”市场操纵行为不断演进,花样翻新。虽然监管部门不断加大查处力度,严厉打击“抢帽子”市场操纵以及股市“黑嘴”误导投资者的行为,但“抢帽子”行为依然猖獗。究其原因,这与“抢帽子”行为立法空白不无关系。无论是证券法还是刑法均未进行明确规定“抢帽子”的操纵行为,执法、司法机关在进行查处时需要用“兜底条款”进行实质解释。为此有必要认真审视“抢帽子”行为的性质及构成要件,以便更好地保护投资者利益,有效打击证券市场违法违规行为。

* 中国证监会上海专员办副调研员、公职律师。

** 中国证监会上海专员办处长、高级会计师。

一、“抢帽子”行为的实质属性

“抢帽子”交易,又称抢先交易(Forward trading),是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,买卖或者持有相关证券,并对该证券或其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议,以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。可见“抢帽子”行为与《证券法》第77条规定的前三类市场操纵不同,属于第四类兜底条款“以其他手段市场操纵”的行为。

从全球范围来看,兜底条款均是建立在对市场操纵概念、原则性规定基础上的。例如,美国《证券交易法》规定,禁止在证券发行与买卖时实施欺诈行为。这在反欺诈层面对市场操纵的违法性进行了规定。该法同时规定“出于提高或者压制证券交易价格的意图散布信息诱导市场参与者交易特定证券,属于证券市场操纵行为”。美国《商品交易法》第6条第(c)款第(1)项(A)目中规定,明知是虚假、误导、失实的研究报告,或罔顾危害结果的无视虚假、误导、失实的研究报告,依然传播或者推进相关虚假信息传播,从而实体性地影响跨州期货、期权、掉期等交易价格,并且在此期间进行关联期货合约买卖的,属于期货、期权、掉期交易操纵。德国《证券交易法》也明确规定下列行为构成欺诈:(1)散布对金融工具价格评估具有重大影响的虚假误导性信息;(2)实施对股票、金融工具市场供求关系具有信息欺诈、误导效果的证券发行或买卖行为;(3)从事其他对德国或者欧盟各国金融工具交易价格有现实或潜在影响的误导、欺诈行为。^①这种对市场操纵既有原则性机制条款又有特殊条款的系统性市场操纵规则,使认定市场操纵有章可循,也有利于兜底条款的适用。而我国理论界对市场操纵行为的内涵和外延尚未达成一致意见,导致实践中无法依照市场操纵的实质内涵作类推适用。

从刑法层面来看,兜底条款不符合罪刑法定原则对法的明确性要求,不能认为法律列举以外的任何行为都可以被兜底条款所包容,不能根据社会防卫的目的和需要进行任意解释。因此,市场操纵兜底条款需要符合市场操纵罪行的基本特征,客观寻求行为与法律的一致性。遗憾的是,我国证券法、刑法立法未能对市场操纵行为的内

^① 参见谢杰:《抢先交易刑法规制全球考察——比较法视野下市场操纵犯罪法律完善的启示》,载《海峡法学》2012年第1期。

涵和外延进行科学阐述,导致兜底条款在运用过程中出现意见分歧。^①虽然现有学说对市场操纵理论莫衷一是,但理论和实务界均认为市场操纵行为导致了证券交易价格和交易量的变化,使证券供求关系发生扭曲。“抢帽子”交易实质上与《证券法》第77条前3项规定的连续交易、洗售、相对委托交易等方式达到的客观效果一致,也是通过影响证券交易价格和交易量达到获取非法利益的目的。应当说兜底条款将市场操纵的类型做了扩大解释,一定程度上弥补了列举式立法的不周延性。

现行“抢帽子”行为的规制条文是在国内市场操纵理论不完备情况下进行的扩大解释,有力地推动了我国证券市场操纵行为规制的执法实践。当事人利用误导性信息诱导投资者交易股票,人为增强了证券价格和交易量的波动,趁机从中获取利益。在廖某某操纵证券市场案中,为了达到影响交易价格和交易量的目的,其发布含有荐股内容的博客文章60篇,同时在微博、博客“午间解盘”栏目视频中公开评价、推荐涉案股票,诱使投资者交易股票,以期影响涉案证券的交易价格和交易量。可见廖某某的“抢帽子”行为实质属性为证券市场操纵范畴。

二、“抢帽子”市场操纵行为构成要件

廖某某“抢帽子”市场操纵行为与现行“抢帽子”的规定有所不同,其不是中介机构和证券从业人员,仅是利用其知名证券节目主持人的影响力,在其微博、博客上公开评价、推荐股票,在推荐前使用其控制的账户组买入相关股票,并在荐股后的下午或次日集中卖出。其行为具有以下特点:(1)营造并利用影响力,拉拢或诱导投资者。廖某某作为嘉宾主持人,收视率较高,借助微博、博客等互联网平台宣传、推广其关于股票市场的观点,使投资者纷纷依以其信息为投资依据。(2)控制证券账户组,提前交易证券。廖某某除控制其本人证券账户外,还控制其亲属或员工等11个证券账户。并在宣传推介证券前提前交易该证券。(3)在诱导投资者买进后,再进行反向操作将上述股票卖出获利。

^① 参见刘淑莲:《操纵证券市场罪之堵截条款研究》,载《商场现代化》2008年第30期。

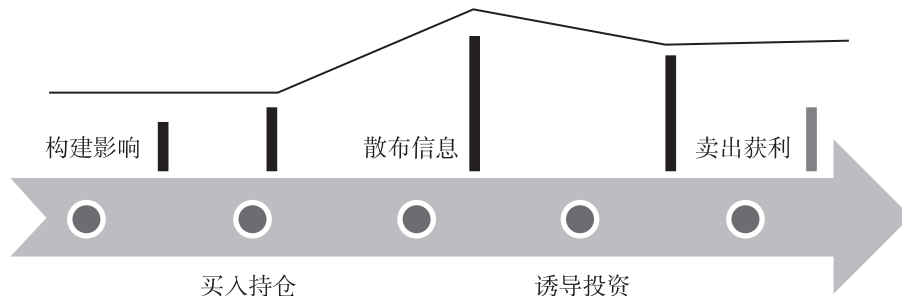


图1 廖某某“抢帽子”行为市场操纵

通过对廖某某操纵证券市场行为的分析,可以看出其违法行为涵盖了构建影响、买入持仓、散布信息、诱导投资、卖出获利等环节。参照犯罪构成要件分析,笔者认为“抢帽子”违法行为在主体、主观方面、客体、客观方面具有一定的特殊性,有必要进一步厘清。

(一)“抢帽子”行为主体

传统观点认为“抢帽子”行为主体应当为特殊主体。无论是监管部门出台的《市场操纵行为认定指引》,还是《最高人民法院、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)》(以下简称《追诉标准二》),对“抢帽子”市场操纵行为均规定为特殊主体,即证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员。然而,由于微信、微博等自媒体以及互联网的出现,大量不具备上述主体资格的人参与到证券市场中来,通过营造的影响力实施操纵市场的行为,如影视名人、网络“大V”等。这些人员并非中介机构也非专业机构工作人员,却能够利用市场数据或者其他信息聚集大量投资者,诱使他们相信其具有某种实力。这些人实施“抢帽子”行为同样具有操纵市场的典型特征。例如,廖某某并非证券从业人员,也不是中介机构人员,其实质为一名媒体人,但由于其已经构建了证券市场一定的影响力,足以影响投资者的投资决策,具有了与中介机构和专业人员的特征。美国《证券交易法》在规范价格操纵时未明确市场操纵必须为特殊主体。例如,该法第9条禁止价格操纵行为中规定:证券经纪商、承销商或者任何市场人士,出于提高或者压制证券交易价格的意图散布信息诱导市场参与者交易特定证券,属于证券市场操纵行为。欧盟和我国香港特别行政区也未对于“抢帽子”行为设定特殊人群。将“抢帽子”行为主体特定化容易造成行为人规避法律行为。如特定主体将信息泄露给非特定主体,并由后者在自媒体或

网络发布信息。^①为此,笔者认为,在当前市场环境下,不宜将“抢帽子”行为主体特定化,一般主体同样可以实施“抢帽子”的行为,这样会更有利于对投资者的保护和市场生态的净化。

(二)“抢帽子”行为主观方面

欺诈是证券市场违法行为普遍性目的之一,如美国、德国证券法便将市场操纵的主观意图归于欺诈。我国《证券法》第77条前3项规定的连续交易、洗售、相对委托,虽然没有出现欺诈的字眼,但从逻辑结构上来讲则属于欺诈。“抢帽子”市场操纵行为也不例外,但“抢帽子”行为的欺诈性不在于利用虚假信息诱导投资者进行股票买卖,而在于隐藏了其已经提前交易了该证券并拟诱导投资者交易证券,随之反向交易达到其持有的证券获利目的。这一主观目的与误导性陈述不同,误导性陈述的主观目的是通过虚假宣传或者片面宣传达到诱导投资者交易的目的。“抢帽子”的主观动机与“蛊惑交易”相同,均是为了达到诱使投资者交易并达到其证券获益的目的。可见“抢帽子”行为与“蛊惑”交易的主观目的具有多重、复杂的特点,不仅希望实施诱导投资者交易证券的目的,还希望通过实施上述行为达到证券交易获取利益的目的。

(三)“抢帽子”行为客观方面

违法行为的客观方面主要是行为的外在表现,包括危害行为、危害结果。就“抢帽子”市场操纵行为而言,客观方面主要表现在以下几点:(1)当事人提前交易了该证券,如果当事人未提前交易自己所宣传的证券,则不应当以“抢帽子”违法行为论处。例如,仅散布消息,如果消息真实,则不应当认定为违法行为,如果消息不实,则扰乱了市场秩序,涉嫌传播虚假消息。(2)当事人实施了诱导投资者交易证券的宣传、推广或者散布信息行为,至于宣传推广的信息是否真实在所不问。(3)宣传推广行为与该证券交易价格和交易量的变化具有因果关系。即宣传推广行为直接或者间接导致了证券交易量和价格的变动,只有具有这样的因果关系存在才能得出市场操纵的结论。如果涉案证券价格以及交易量的变化与实施行为没有因果关系,则即便当事人获利也不能以违法论,因为违法行为与直接后果不存在因果关系,认定市场操纵就比较牵强。例如,在汪某某“抢帽子”操纵案中,汪某某利用自己撰写的咨询报告诱导投资者,人为制造证券市场的供需假象,扭曲证券市场的正常价格,使股票价格与价值背离。正是由于咨询报告的披露与证券市场股票交易价格出现变动具有因果

^① 参见蔡奕:《信息型操纵基本法律范畴分析》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第18卷),法律出版社2016年版,第65~77页。

关系,才认定其行为具有了市场操纵的违法性。(4)当事人在宣传、诱导投资者交易证券后,立即实施了相反的交易行为。这种立即实施主要是在宣传、推介行为对市场影响力未消除前采取了相反交易。由此可见,“抢帽子”市场操纵行为客观方面较复杂,具有多种行为综合而成,且前后行为之间存在一致的主观意图和逻辑关系。

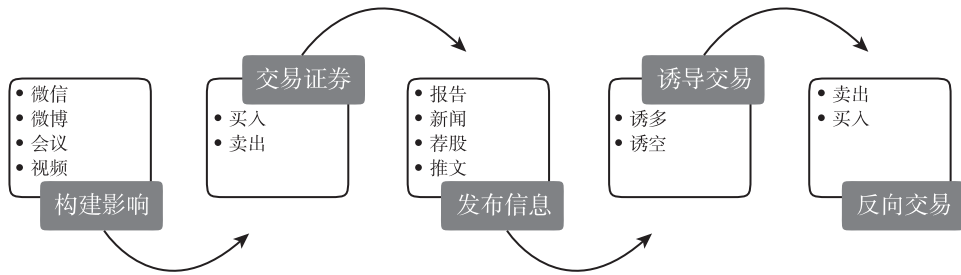


图2 “抢帽子”市场操纵客观行为

(四)“抢帽子”行为侵犯的客体

“抢帽子”行为本质上而言为市场操纵行为之一,侵犯的客体与其他市场操纵一致,即影响了证券交易品种的价格和交易量,使股票价格与价值背离,扰乱了公开、公平、公正的证券市场秩序,损害了公众投资者的合法利益和投资信心。然而,现有《追诉标准二》中所保护的客体却与市场操纵行为存在一定的偏差。如前所述,《追诉标准二》似乎强调更多的是从业人员的管理秩序和行业职业道德规范的有效性。其侵犯的客体也非证券交易秩序,而是证券从业人员管理秩序和职业行为规范。现有规范在客体保护的错位,使“抢帽子”市场操纵行为的刑法保护力度不足。

三、“抢帽子”市场操纵立法的完善及证明路径

(一)“抢帽子”行为的立法完善

我国证券法、刑法并没有对“抢帽子”行为进行明文规定,行政监管实践中适用兜底条款。最高人民检察院与公安部在《追诉标准二》中虽然规定了证券公司、证券投资咨询机构、中介机构或者专业人员从事“抢帽子”交易的刑事追诉标准,但该标准在实践适用中存在一些问题。(1)该规定位阶比较低,追诉标准不是法律、立法解释,只能称为司法解释性文件。以这种文件规定公民基本刑事责任,不利于公民基本权利的保护。另外,追诉标准只是启动刑事程序进行立案侦查的标准而非定罪量刑标准,对于犯罪性质与数额的认定不具有最终决定性。追究“抢帽子”刑事责任不应当以这

种立案追诉标准为规范基础。^① (2)该文件中对“抢帽子”的规定与市场操纵行为保护的客体不一致。该条规定针对的是当事人违背有关从业禁止的行为,实施了相关市场操纵行为。可见条文规定行为的前提是违反了从业禁止性规定,其次才是实施了市场操纵的行为。问题是没有违反从业禁止性条款就不构成市场操纵行为吗?答案是否定的。因为市场操纵并不以违反从业禁止为要件。(3)陈述性条文规范中前后行为之间不存在逻辑上的因果关系。从条文中可以看出,只要存在上述行为并且获利,即构成了市场操纵行为。但实际上,宣传、推广行为与证券交易价格和交易量以及获利具有密切的因果关系。如果只以陈述性的言辞规定该行为,则将不利于解释“抢帽子”市场操纵行为的内涵,容易导致刑法所保护的法益出现偏差。特别是在当前,市场上出现了大量不具备主体资格的人员从事“抢帽子”市场操纵的违法行为,使“抢帽子”条文在惩治这类违法行为时显得力不从心。

笔者认为,应当进一步细化“抢帽子”市场操纵的规范,明确“抢帽子”市场操纵行为的行政违法责任和刑事责任。(1)明确责任主体的范围,由特殊主体修改为一般主体。为避免打击面过于宽泛,应进一步细化“抢帽子”行为的客观方面。比如,认定当事人具备专业能力方面,要从是否长期以此为业,是否持续发布相关证券信息;判断影响力方面,要从微信、微博的受众面、客户群范围方面进行考虑等。(2)尽快出台市场操纵标准。对证券法进行细化,以原则性条文规定辅以列举法的立法模式,明确“抢帽子”行为的构成要件和处罚力度,形成原则、规则、行政责任、刑事责任全面的立体网络。(3)赋予监管部门更大执法权。由于“抢帽子”行为的隐蔽性和证据的易逝性,应当赋予监管部门通信网络、IP信息基站落地查询权,确定人员位置,锁定违法地点。

(二)“抢帽子”行为的证明路径

“抢帽子”行为的证明是执法、司法机关的法律适用过程,是通过逻辑思维认定当事人行为符合法律规定的构成要件的过程。通过对“抢帽子”操纵行为的构成要件的分析,笔者认为,在“抢帽子”市场操纵案调查中,应当围绕以下主要证据进行取证:(1)当事人具有证券市场影响力方面,特别是不具有证券从业身份,不是中介机构等专业机构的人员,要通过证据证明当事人具有影响或者可能影响投资者进行证券交易的能力。例如,当事人虽然不是从业人员,但在证券市场浸淫多年,具有一定的证

^① 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用——抢帽子交易刑法属性辨正》,载《中外法学》2013年第6期。

券专业知识,是网络“大V”,开设网络直播交易室,粉丝达到一定数量级等,另有一定数量级的投资者跟随投资,投资者相信其具有一定的水准,都可证明当事人对证券市场投资者的影响力。(2)当事人实施影响力影响投资者进行证券交易,且投资者基于其影响力实施了证券交易行为。这种行为包括宣传上市公司利好消息、荐股信息等,且当事人因此交易了相关证券。这些证据可以从当事人的微博、微信截屏,或者下载网页视频等相应的手段获取直接证据,但由于网络信息的容易被删除,应当及时搜集并固定。(3)当事人在实施影响力前买入了涉案证券,且在实施影响力后,对涉案证券采取了相反行动。这是“抢帽子”案的证明重点、难点。当事人控制账户的行为一般比较隐蔽,或单独或合谋实施,使账户控制与传播信息的人员隔离难以认定。笔者认为可以通过当事人履历、手机通讯录、联络信息、IP\MAC、证券账户资金来源、往来频繁账户、工资流水、社保信息等进行比对,寻找蛛丝马迹。(4)当事人从事行为目的是为了实施影响力,达到影响证券交易价格和交易量并利用反向交易获取利益。具体来讲,只要证明实施了这种行为,且之间存在关联关系即可。(5)在证明责任上,执法部门只需要证明当事人实施了上述行为,通过客观行为反推主观状态,而无须要求当事人承认实施上述行为的目的是市场操纵。(6)证明利用影响力影响证券交易价格、交易量之间存在因果关系,需要考虑两者的时间关联性、K线图的异常波动性、信息传递在K线图上的反应综合判断。(7)证明利用证券交易价格、交易量波动与反向交易证券之间的因果关系,可以参照内幕交易的异常性、吻合性标准,从两者吻合度、异常度评判行为之间的因果关系。

四、认定“抢帽子”市场操纵应当注意的几个问题

“抢帽子”市场操纵行为与误导性陈述、“蛊惑”交易、“浑水”做空模式在外在表现上具有相似之处,但也有一定的区别。回答这些问题,需要我们认真梳理这些行为的特点,进一步厘清这些行为的特征。

(一)“抢帽子”行为与误导性陈述的区别

(1)主体不同。误导性陈述是特殊主体,是负有信息披露义务的人,不负有信息披露义务不能构成误导性陈述的违法主体。例如,在“安硕信息误导性陈述案”中,监管部门认定负有信息披露义务的安硕信息构成了误导性陈述行为,对同案中的浦某某、郑某某认定为传播误导性信息行为。而“抢帽子”操纵行为虽然传统观念上认为

其为特殊主体,但随着市场的变化,笔者认为一般主体仍可以构成“抢帽子”行为实施者。(2)客观行为不同。误导性陈述仅实施了误导性陈述这一种行为,且这种行为是对上市公司信息的不真实或者片面宣传。而“抢帽子”行为传播的信息不一定是误导性信息,也有可能是正负面信息,同时“抢帽子”行为还实施了证券交易的行为。(3)行为目的不同。“抢帽子”行为主观目的是通过实施操纵行为,获取账户交易的直接利益。而误导性陈述目的是实施误导性行为,通过误导性行为影响上市公司形象或者谋取其他利益。

(二)“抢帽子”行为与“浑水”做空模式的区别

随着融资融券、股指期货等做空工具的丰富,A股市场逐渐走向双边市场,给投资者带来了做空的冲动。许多投资者对“浑水”“香橼”等做空模式跃跃欲试,但顾忌涉嫌市场操纵行为而不敢越雷池一步。笔者认为有必要认清“浑水”模式。“浑水”模式的客观方面包括通过发现问题,进行推断,调查研究,实施卖空操作,公布研究信息。这些行为特征与“抢帽子”行为具有相似性,但行为本质有较大区别。(1)“浑水”模式披露的信息不是片面、虚假、误导性信息。而“抢帽子”行为的信息则没有这样的区分。(2)“浑水”模式行为全部公开,不具有误导、欺诈性。而“抢帽子”行为隐藏其提前交易涉案股票、诱导投资者后反向交易的行为,具有较大的欺诈性。(3)“浑水”模式在整个做空过程中,未实施与其行为意图相反的证券交易行为。而“抢帽子”行为在初期实施了证券交易,随后进行了反向交易,反复的交易行为扰乱了市场秩序,是典型的市场操纵行为。(4)“浑水”模式主观状态为对市场真实信息的揭示,具有使证券价格回归合理价值区间的作用。而“抢帽子”行为主观状态为通过误导投资者进行证券交易,获取市场波动利益。由于我国目前还未就市场操纵行为有明确的内涵和外延,投资者不宜使用“浑水”模式进行操作,以免使自己行为游走在违法犯罪边缘。

(三)“抢帽子”行为与“蛊惑”交易的区别

如果说“抢帽子”市场操纵行为作为特殊主体的立法目的是惩罚证券从业者以及专业机构人员违背职业道德行为,那么,“蛊惑交易”行为就是规范不具备证券从业等专业身份人员进行扰乱证券市场的行为。“抢帽子”行为与“蛊惑”交易行为虽然都是证券市场操纵行为之一,均表现为提前潜伏于某证券,并在宣传后利用证券波动获取利益,但“蛊惑”交易仅是理论上出现的分类,法律上并未进行明确界定,现实中也并没有“蛊惑”交易的行政处罚案例。笔者认为,“蛊惑”交易实质上与“抢帽子”市场操纵行为相同。客观上只有以下几点不同:(1)“蛊惑”交易传播的信息不真实、不准

确、不完整或不确定,而“抢帽子”交易传播信息则没有此限制,可以是任何信息。(2)传统观念上认为“抢帽子”交易主体为特殊主体,而“蛊惑”交易主体为一般主体。笔者认为仅以主体和信息的不同来划分操纵行为增加了操纵认定的复杂性,不利于市场对操纵行为的认知。如果将“蛊惑”交易吸收为“抢帽子”行为则更能被市场理解和遵循。

证券市场操纵行为纷繁复杂,难以有一个清晰且有说服力的理论支撑。但其由于破坏了自由竞争机制,利用不法手段,介入了市场竞争与价格形成机制,使理性投资者发生错误认知采取了错误交易行为,被世界各国(地区)所禁止。^①“抢帽子”行为作为市场操纵之一,也独具特性。厘清“抢帽子”行为的本质属性和构成,有利于我们更好地理解 and 执行法律,更好地保护资本市场正常秩序和投资者的合法权益。

^① 参见李睿:《沪上“抢帽子”第一案的刑法解读》,载“北京隆安律师事务所上海分所创建公众号——金融刑法”2016年10月27日。