

## 浅述浑水、香橼评价模式在中国法下的法律风险

瑞幸事件后，浑水、香橼等华尔街研究机构通过发布研究报告做空中概股的行为再度引发热议。无独有偶，近日，香橼因看空美国实体游戏零售商 GameStop（游戏驿站，股票代码 GME）引发了美国散户与机构投资者之间一场史无前例的激烈搏杀，再次将投资研究机构的做空模式推上了风口浪尖。

在中国现有证券法律法规下，虽然投资研究机构对 A 股上市公司（以下简称“上市公司”）的经营管理、业务以及财务状况进行独立调查与分析，撰写并发布研究报告，同时从事相关证券交易的行为法律法规并未禁止，但我们认为，由于研究报告的发布通常会引起股价的剧烈波动，因此发布研究报告的合规性可能受到质疑，有必要防范相关合规风险。

早在 2013 年，北京中能兴业投资咨询有限公司（以下简称“中能兴业”）曾发表多篇文章质疑上交所上市公司康美药业（600518）财务造假，并就投资研究机构通过独立调查、研究，发布关于上市公司的看空报告并利用看空报告信息从事相关证券交易的行为是否违反中国证券法律法规两次致函中国证监会。中国证监会先后以“证监信复字【2013】100446 号”和“证监信复字【2013】101091 号”两份回函对中能兴业提出的问题作出回复，其中有以下两点值得注意：

- （1）中国证监会认为，如果投资研究机构发表的文章仅限“陈述事实”，不含“投资分析、预测或建议”以及“证券估值、投资评级等投资分析意见”的内容，则不属于证券投资咨询业务，不需要取得中国证监会核准的投资咨询业务

许可；

- （2）投资研究机构公开发表研究报告、进行相关证券交易的行为必须严格遵守《证券法》等法律法规及中国证监会有关规定，不得从事内幕交易、操纵市场、虚假陈述和编造虚假信息扰乱证券市场秩序的违法行为；投资研究机构的行  
为是否违反法律规定，需要依据法定程序，根据具体事实、证据作出认定。

因此，在现有中国法律规定下，投资研究机构通过独立调查的方式，对上市公司的经营管理和财务状况进行研究、分析，撰写并发布相关研究报告，同时利用研究报告信息从事相关证券交易的行为存在以下两个方面的监管风险：

- （1）研究报告内容应当仅限于“陈述事实”，不得含有“投资分析、预测或建议”以及“证券估值、投资评级等投资分析意见”的内容，否则应当取得中国证监会核准的投资咨询业务许可才能进行；
- （2）向市场公开发布或者向其他投资者披露研究报告内容，投资研究机构自身或其他投资者依据研究报告进行相关证券交易的，根据实际情况，可能存在内幕交易、操纵市场、编造传播虚假或误导性信息的法律风险。

以下我们将对投资研究机构发布研究报告、从事与研究报告相关的证券交易是否构成内幕交易、操纵证券市场以及编造传播虚假信息的市场失当行为进行重点分析。

### 一、依据研究报告提供的信息从事相关证券交易是否构成内幕交易

## 1、 研究报告内容与内幕信息

中国《证券法》第 50 条禁止“证券交易内幕信息的知情人”和“非法获取内幕信息的人”利用内幕信息从事证券交易活动。《证券法》第 52 条对内幕信息作出了定义，即“涉及发行人的经营、财务或者对该发行人证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息”为内幕信息。同时第 52 条还规定，根据《证券法》第 80 条、第 81 条规定上市公司应当通过临时报告披露的信息为内幕信息。此外，中国证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》以及沪深交易所的业务规则对上市公司应当通过临时报告及时披露的，可能对公司所发行并公开交易的证券交易价格产生较大影响的重大事件类型以及披露标准作出了详细规定。

根据上述法律法规的规定以及中国证监会执法实践，以下涉及上市公司的财务信息可能构成内幕信息：（1）涉及上市公司年报、季报等定期报告的财务数据；（2）涉及上市公司业绩预告、业绩快报、业绩预告更正的财务数据；（3）涉及上市公司的利润分配方案；（4）上市公司业绩发生重大变化，上市公司发生重大亏损、负债、赔偿以及重大债务违约的信息；以及（5）上市公司已披露的财务信息存在差错、未按规定披露或者虚假记载，应当进行更正的信息等。

此外，以下涉及上市公司经营管理、日常业务的信息可能构成内幕信息：（1）上市公司的经营方针和经营范围发生重大变化；（2）上市公司进行的重大投资、订立重要合同、提供重大担保或从事按照沪深交易所业务规则应当披露的关联交易；（3）上市公司合并、分立、破产、被责令关闭；（4）涉及上市的重大诉讼、仲裁、行政调查/处罚、刑事调查/处罚；（4）涉及上市公司董事、三分之一监事的或者经理发生变动，董事长或者经理无法履职；以及（5）董事、监事、高级管理人员因涉嫌违法、违纪、犯罪被有权机关调查或者采取强制措施的信息等。

投资研究机构在对上市公司进行独立调查和分析的过程中，可能取得大量与上市公司生产经营和财务状况相关的信息，并且在研究报告中直接使

用这些信息。除此之外，投资研究机构也可能对上市公司的经营管理和财务状况开展独立的调查、研究，并在研究报告中形成对上市公司经营管理和财务状况的评价。但无论是投资研究机构在研究报告中直接使用在调查过程中取得的、未经加工的信息，还是投资研究机构通过自身独立调查、研究作出的判断和结论，如果这些信息属于《证券法》、中国证监会规则规定、沪深交易所业务规则明确规定的内幕信息类型，就可能被认定为内幕信息。投资研究机构或者其他投资者依据这些信息进行相关证券交易就有可能存在内幕交易的风险。

## 2、 根据研究报告信息作出投资决策是否构成内幕交易

研究报告所包含的信息是否构成内幕信息是相关证券交易构成内幕交易的前提条件。但值得注意的是，即使研究报告包含的信息构成内幕信息，投资研究机构或者其他投资者依据研究报告中信息进行相关证券交易的，在某些情形下也不一定构成内幕交易。

根据《证券法》第 50 条的规定，在证券交易中，法律主要禁止两类人员的内幕交易行为，即（1）证券交易内幕信息的知情人；和（2）非法获取内幕信息的人。《证券法》第 51 条以及《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》对“证券交易内幕信息知情人”和“非法获取内幕信息的人”作出了进一步解释与说明。因此，根据现有法律法规的规定，持有内幕信息的人员需具备以下特殊主体身份或者存在以下情形时，其使用内幕信息从事相关证券交易的行为才可能被认定为内幕交易：

- （1）行为人直接参与了内幕信息的形成，或者具有上市公司股东、董事、监事、高级管理人员等公司内部人士的特殊身份，或者属于对内幕信息相关事件负有监督、管理、审批的政府机构或自律组织的工作人员；
- （2）行为人使用了窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易的手段获取内幕信息；

(3) 其他通过上述两类人员取得内幕信息的人员，以及此后发生的信息传递。

简而言之，中国证券法律法规对内幕交易的禁止性规定在法理上与美国有相似之处，即内幕交易的发生需要在内幕信息的源头上存在有人员违反了其负有的信义义务 (fiduciary duty) 或保密义务 (duty of trust and confidence) 从事相关交易或泄露内幕信息的情形<sup>1</sup>，或者行为人是通过窃取、骗取、窃听等非法手段取得内幕信息。因此，如果内幕信息的来源不存在上述任何违反信义义务或保密义务的行为，或者行为人未通过非法手段取得内幕信息时，则持有内幕信息的人员使用内幕信息进行相关证券交易就不构成内幕交易。

因此，即使投资研究机构所发布的研究报告可能含有内幕信息，但对相关信息进行追根溯源后，如果发现信息的来源并不存在相关主体违反信义义务或保密义务，或者当事人也没有以非法手段取得内幕信息时，也即研究报告所记载的事实、判断、结论等信息所依据的基础材料在采集过程中完全合法合规，并且研究报告中的判断、结论是投资研究机构经自行研究、分析后得出的，即使这些信息可能构成法律法规所列举的内幕信息，投资研究机构或者其他投资者依据该信息作出投资决策的，在现有法律规定下也不应被认定为构成内幕交易<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 这种信义义务或保密义务可能来自于的特殊主体身份，如上市公司董事、监事、高级管理人员等公司内部人士负有的信义义务；或者来源于法律法规的规定，例如《上市公司重大资产重组管理办法》规定任何单位和个人对所知悉的重大资产重组信息在依法披露前负有保密义务，不得利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵市场等违法活动；或者来自当事人之间的约定，如签署的保密协议等。参考 John P. Anderson, *Insider Trading Law, Ethics, and Reform* (Cambridge University Press, 2018) pp25-58.

<sup>2</sup> 与此非常相似的是美国规制内幕交易法律沿革中的标志性案件之一 *Dirks v. S.E.C.* (1983)。在该案中，Raymond Dirks 是一名华尔街证券分析师，Dirks 从 Equity Funding of America (EFA) 公司的前管理人员 Ronald Secrits 处获知，EFA 公司的资产由于造假而被严重高估了，Ronald 希望 Dirks 通过调查研究来证实公司的造假行为并且向市场公布。随后 Dirks 通过调查确认了 EFA 公司的造假行为，并且告诉他的客户让他们提前卖出 EFA 的股票。在 Dirks 进行调查的同时，EFA 的股价也开始下跌。随后 EFA 的造假行为被公布，公司进入了破产程序。SEC 认为 Dirks 从 Ronald 那里获取了内幕信息，并且 Dirks 向客户透露 EFA 公司造假的信息以及让这些客户卖出 EFA 股票的行为构成内幕交易。而美国最高法院认为，虽然 Dirks 的信息来自 Ronald，但 Ronald 的本意是揭露 EFA 公司的造假行为，因此 Ronald 向 Dirks 透露 EFA 公司可能造假的行为并没有违反 Ronald 向 EFA 公司负有的信义义务，Dirks 随后向他的客户投资 EFA 造假的行为也不存在任何违反信义义务的行为，Dirks 不构成内幕交易。

## 二、发布研究报告对上市公司股价或者股票交易量造成影响是否构成操纵证券市场

### 1、操纵证券市场的构成要件

根据《证券法》第 55 条规定，操纵证券市场是指行为人以法律所禁止的手段影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量的行为。目前，《证券法》明确列举的操纵市场行为包括：(1) 利用资金优势、持股优势或者信息优势联合或连续买卖；(2) 约定交易；(3) 在自己实际控制的账户之间交易；(4) 虚假申报；(5) 利用虚假或不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易；(6) 对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易；(7) 跨市场操纵。

因此，构成《证券法》所禁止的操纵证券市场行为需要具备以下两个要件：(1) 行为人的客观行为构成《证券法》第 55 条明确列举的操纵手段；(2) 行为人造成了影响证券交易价格或者证券交易量的结果，或者从行为人的客观行为可以认定其具有意图影响证券交易价格或者证券交易量的主观故意。

### 2、发布影响上市公司股价或股票交易量的研究报告是否构成操纵证券市场

研究报告的发布通常情况下都会造成影响上市公司股价或股票交易量的结果，而投资研究机构可能事先已经预见这一结果的发生并且选择公告发布相关研究结果，据此，投资研究机构的行为很可能被认定为具有意图影响证券交易价格或者交易量的主观故意。

同时，投资研究机构通过发布研究报告影响上市公司股价或者股票交易量，并且从事相关证券交易的行为还可能构成《证券法》第 55 条第 (5) 项规定的“利用虚假或不确定的重大信息操纵市场”，或者第 55 条第 (6) 项规定的“对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易”（以下简称“抢帽子交易”）的操纵手段。

根据《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》对“利用虚假或不确定的重大信息操纵市



场”和“抢帽子交易”的进一步解释：（1）“利用虚假或不确定的重大信息操纵市场”是指“利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的”；（2）“抢帽子交易”是指“通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易的”。

因此，认定投资研究机构的相关行为构成《证券法》第 55 条第（5）项“利用虚假或不确定的重大信息操纵市场”手段的，需要证明投资研究机构所发布的研究报告包含“虚假或者不确定的重大信息”，即研究报告向市场披露了虚假信息或者不确定的重大信息，误导投资者进行交易，并且投资研究机构自身也进行了相关证券交易或者从中谋取利益；而认定投资研究机构构成《证券法》第 55 条第（6）项“抢帽子交易”的，需要证明投资研究机构进行了与研究报告评价方向相反的证券交易。

由此可见，如果投资研究机构所发布的研究报告并不含有“虚假或不确定的重大信息”，也即研究报告所披露的信息是真实的，或者即使研究报告所披露的信息与实际情况存在细微差异，但是投资研究机构能够提供充分证据证明其调查过程合法合规，取得的证据充分、可靠，并且研究结论是通过严谨的研究与分析过程得出的，因此，即使研究报告造成上市公司股价波动或者交易量放大，并且投资研究机构自身也利用了研究报告从事相关证券交易的，也无法认定为构成《证券法》第 55 条第（5）所禁止的“利用虚假或重大信息操纵市场”的行为。此外，若投资研究机构只进行了与研究报告评价方向相同的证券交易，也不构成《证券法》第 55 条第（6）项所禁止的“抢帽子交易”。

### 3、如果研究报告所披露的信息是真实的，但仍对上市公司股价和股票交易量造成影响，是否也构成操纵证券市场

存有争议的是，即使研究报告所包括的信息是真实的，但投资研究机构明知研究报告可能对上市公司股价或股票交易量造成影响的情况下，选择向市场公开发布研究报告，并且导致了相关上市公司股价发生剧烈波动或者股票交易量异常放大的结果，这一行为是否也属于操纵证券市场。

我们认为，根据《证券法》第 55 条对操纵证券市场的行为定义，构成操纵证券市场行为的，行为人需通过法律规定的操纵手段造成了影响证券交易价格或交易量的结果，或者行为人具备“意图影响证券交易价格或者证券交易量”的主观意图。虽然投资研究机构在明知研究报告可能对上市公司股价或股票交易量造成影响时，仍选择向市场发布研究报告的行为具有意图影响上市公司股价或股票交易量的特征，以及研究报告的发布也可能造成证券交易价格波动或者证券交易量放大的结果，但由于操纵市场行为在本质上是一种对投资者的欺诈行为<sup>3</sup>，采用信息发布的方式操纵市场也应当对市场产生了虚假或误导性的信号、扭曲市场正常价格形成机制<sup>4</sup>，因此，即使研究报告产生证券交易价格波动或者交易量放大的结果，但由于该结果是市场其他投资者对信息的合理反应，只要研究报告发布的信息是真实的，则投资研究机构的行为就不属于向市场散布虚假或误导性信息、影响市场正常价格形成机制的行为，即不构成对投资者的欺诈，也不应当被认定为操纵市场。

### 三、发布研究报告与编造、传播虚假或误导性信息

《证券法》第 56 条规定“禁止任何单位和个人编造、传播虚假信息或者误导性信息，扰乱证券市场”，中国证监会也据此曾处罚过多起在社交媒体上发布涉及证券市场不实信息的行为。因此，投资研究机构在撰写和发布研究报告时也应当注意，研究报告所披露的事实与作出的评价应当有合法、充分、可靠的证据支持，如果研究报告所披露的信

<sup>3</sup> 例如美国适用《1933 年证券法》第 17(a)条，《1934 年证券交易法》第 9(a)条和第 10(b)条以及 SEC 规则 10b-5 等反欺诈条款对操纵市场行为进行处罚。美国联邦最高法院在 Basic Inc. v. Levinson (1988)案件中也确立了操纵市场行为扭曲了市场正常价格形成机制，是一种对投资者的欺诈行为。

<sup>4</sup> 参考英国 FSA 对操纵市场的定义，转引自 Ester Herlin-Karnell and Ryder, Market Manipulation and Insider Trading (Hart Publishing, 2019) p2.

息与事实不符，存在虚假或者误导性信息，就可能构成《证券法》第 56 条禁止的“编造、传播虚假信息或者误导性信息”的违法行为而受到监管处罚。

#### 四、投资研究机构对上市公司开展独立调查研究、发布研究报告、从事相关证券交易的注意事项

根据上述分析，投资研究机构在对上市公司开展独立调查，撰写并发布研究报告，从事相关证券交易的，为避免产生内幕交易、操纵市场或编造、传播虚假信息的法律风险，在信息的采集、研究报告的撰写和发布，以及从事相关证券交易的过程中，应当注意以下几点：

- (1) 研究报告内容仅限陈述事实，不含投资分析、预测或建议以及证券估值、投资评级等投资分析意见的内容，除非有相关证券投资咨询牌照；
- (2) 保证调查过程中信息的采集合法合规，不存在相关人员违反其负有的信义义务或保密义务向投资研究机构相关人员泄露内幕信息的情形；对于所采集的信息中，确定属于内幕信息的，不应当在研究报告中使用；

(3) 对调查过程进行记录，对采集的信息进行存档，对于研究报告所依据的事实以及作出的结论和判断保存完整的底稿材料，以证明研究报告是投资研究机构独立研究、分析的结果；

(4) 对于研究报告中的信息以及对上市公司经营、财务状况的判断与结论应当有充足的证据支持，避免出现任何夸大、虚假或误导性信息；

(5) 投资研究机构作为研究报告的作者和发布者，在利用研究报告进行相关证券交易时，避免出现从事与研究报告评价方向相反的交易。

---

#### 参考文献：

1. John P. Anderson, *Insider Trading Law, Ethics, and Reform*, Cambridge University Press, 2018.
2. Ester Herlin-Karnell and Ryder, *Market Manipulation and Insider Trading*, Hart Publishing, 2019.

武雷 合伙人 电话：86 21 2208 6316 邮箱地址：wul@junhe.com  
谢青 合伙人 电话：86 21 2208 6238 邮箱地址：xieq@junhe.com  
肖娴 律师 电话：86 21 2283 8288 邮箱地址：xiaoxian@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

