

## 上市公司市值管理法律问题与 监管对策研究

蔡奕\*

**摘要:**新“国九条”鼓励建立市值管理制度导致市值管理现象大行其道,但是对市值管理的概念、边界及实践中的诸多问题,均存在较大法律争议。实践中市值管理有增持回购、并购重组、股权激励、改组治理、特殊交易等类型,衍生出账户管理、信息披露、涉嫌复合型违法违规等问题。应从规则、执法、自律等多个层面综合治理,具体包括:出台自律规则;通过证明方式创新破解市值管理违法认定难题;明确市值管理规程与要素;优化环境和配套措施等。

**关键词:**市值管理 信息披露 私募基金 信息型操纵

### 一、市值管理概念辨析

市值管理(market value management)是一个中

---

\* 深圳证券交易所市场监察部副总监,研究员,法学博士。  
本文仅代表本人学术观点,与所任职机构无关。

国特色的概念范畴,在2005年股权分置改革前,并不存在市值管理的理念与实践。股权分置改革使原本不流通的国有股大量进入证券市场交易流通,并使原先的非流通股股东更为关注股价与持股市值,从而产生了市值管理的必要性与可行性。

市值管理最初是作为国有上市公司的考核评价指标而提出的,2005年9月国资委在《关于在上市公司股权分置改革中国有股股权管理有关问题的通知》中明确指出,要将市值纳入国资控股公司的考核体系。广东、北京等多地亦出台规定,<sup>[1]</sup>鼓励国有上市公司积极引入市值管理理念,将上市公司市值作为对管理层实施股权激励的条件,实现市值最大化的经营目标。随着2009年创业板开设后民营上市公司的增多,市值管理逐步扩散化,为民营上市公司所借鉴,用以提升其企业价值和市场形象。随着苏宁电器、蓝色光标等一大批上市公司充分利用资本市场工具与手段做大做强,市值管理的理念逐步深入人心。

这一态势最终得到了国家政策文件的确认。2014年5月8日,国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称新“国九条”),在第2条第6项中提出发展多层次股票市场,提高上市公司质量,应当鼓励上市公司建立市值管理制度,正式肯定了市值管理的重要地位。

### (一) 市值管理的定义与特性

关于市值管理的概念众说纷纭,较权威的是中国上市公司市值管理研究中心提出的界定:“市值管理是上市公司基于公司市值信号,综合运用多种科学、合规的价值经营方式和手段,以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的一种战略管理行为。其中价值创造是市值管理的基础,价值经营是市值管理的关键,价值实现是市值管理的目的。”<sup>[2]</sup>

据此,市值管理应具备如下特性:

1. 市值管理是长效管理。市值管理本质上是上市公司通过长效组

---

[1] 参见中共广州市委、广州市人民政府《关于进一步推动国有企业改革与发展的意见》(穗字[2009]4号)、北京市人民政府《关于中关村国家自主创新示范区建设国家科技金融创新中心的意见》(京政发[2012]23号)。

[2] 刘国芳、王华:“2009中国上市公司市值管理新特点”,载《经济》2009年第9期。

织机制,致力于追求公司价值最大化,为股东创造价值,并通过与资本市场保持准确、及时的信息交互传导,维持各关联方之间关系的相对动态平衡。

2. 市值管理是价值管理。市值管理的核心是实现股东利益最大化,是上市公司根据自身情况采取多种措施创造价值并积极向市场揭示,争取投资者对公司价值的认知与认同,并使公司的股价能充分反映公司内在价值。

3. 市值管理是综合管理。提升公司价值的途径是多元化的,因而市值管理涵盖业务运营、公司治理、信息披露、投资者关系管理、品牌营造等诸多方面,是涉及战略、组织、运营、考核、激励和资源配置等诸多因素的系统性工程。

4. 市值管理是规范管理。市值管理的主体、对象必须在既有的法律框架下确定,管理的措施与手段必须合法合规,不能触碰法律红线。

## (二) 市值管理与相关概念辨析

### 1. 市值管理与价值管理

价值管理(Value Based Management, VBM)是西方经济学的重要内容,是指以价值评估为基础,以价值增长为目的的一种综合管理模式。它是根源于企业追逐价值最大化的内生要求而建立的以价值评估为基础,以规划价值目标和管理决策为手段,整合各种价值驱动因素和管理技术,梳理管理和业务过程的新型管理框架。因西方国家资本市场已发展至强式有效市场,上市公司的价值已经完全真实地反映在其市值中,故其没有单独的“市值管理”概念。<sup>[3]</sup>因此,也可以理解为:市值管理是新兴转型国家半强式资本市场所面临的特殊问题,是在西方价值管理理论上延伸的资本市场市值管理模式。市值管理源于价值管理,又是价值管理的补充与发展,且有转型和新兴市场自身的特点。

### 2. 市值管理与财富管理

财富管理亦即代客理财,是指以客户为中心,设计出一套全面的财务规划,通过向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列的金融服务,对客户的资产、负债、流动性进行管理,以满足客户不同阶段的财务

[3] 张济建、苗晴:“中国上市公司市值管理研究”,载《会计研究》2010年第4期。

需求,帮助客户达到降低风险、实现财富增值的目的。现今许多财富管理机构往往将市值管理作为一项客户服务内容,但财富管理的性质与我们所探讨的资本市场市值管理还是有本质的区别。突出地体现在财富管理强调理财中介和人为干预,而市值管理更多地体现为市场自发和长期价值性,典型的市值管理不需要过多借助杠杆与中介,而是改进公司的治理,通过资本市场运作手段提升公司的内在价值。如果完全以代客理财的眼光看待市值管理,以所谓“市值管理协议”将市值作为既定目标契约化,往往会陷入“伪市值管理”的误区。

### 3. 市值管理与股价管理

诚然市值等于股本与股价之乘积,股价的提升自然有助于总市值的提高,但市值管理不能就此异化为股价管理。实际上,市值管理甚至不能等同于管理市值,语序的不同直接导致理解的偏差。上市公司的市值是不能直接“管理”的,刻意、人为、处心积虑地干预、调节、控制市值尤其是股价的行为,在大多数国家都被证券法律法规视为操纵市场行为。股价不过是上市公司内在价值的一个外在反映,受公司信息、投资者情绪和市场整体走势等短期因素影响很大。上市公司价值的内核诸如公司治理、内控制度、投资者关系等才是市值管理的重点所在,将视野局限于股价的市值管理只是一种短视的甚至是“饮鸩止渴”的行为。

## 二、市值管理的基本类型与举措

市值管理概念虽是近年提出的,但股权分置改革后资本市场的市值管理实践却从未间断过,并涌现出万科、三一重工、中信证券、蓝色光标等市值管理的典范公司。我们通过这些成功案例的总结,可以大致描述出市值管理的主流类型与基本举措。

### (一) 增持回购型

增持与回购是成熟市场常见的资本运作工具,尤其当股价低于公司内在价值时,大股东通过增持、上市公司通过回购减少公司股份供给,同时向市场释放大股东与管理层看好公司长远发展的信号,坚定其

他投资者持有与买入信心,为股价稳定提供强力支撑。A股市场有大量典型案例体现出增持与回购手段的应用。例如,三一重工2010年6月29日披露,控股股东三一集团增持公司股份208.3万股,占公司总股本的0.0864%,平均成本17.93元/股。按均价计算,三一集团增持共计动用3700多万元。为了稳定股价,三一集团还表示,在未来6个月内,当公司股价低于20元/股时,将继续增持公司股份。这些增持措施扭转了股改后三一重工股票的颓势。由于对公司基本面与内在价值的充分认识,大股东增持和上市公司回购还有助于改善上市公司的现金流,实现市场资源的优化配置。

## (二) 股权激励型

市值管理的核心基础在于上市公司价值创造能力,这很大程度上又取决于经理层与核心员工的凝聚力和努力程度。股权激励因其无与伦比的激励与约束功能,成为上市公司充分调动经理层积极性、有效开展市值管理的一个新的重要手段。Wind数据显示,自2005年至2013年,共有632家公司公布了股权激励类方案。典型如中兴通讯在2007年实施了有效期5年的第一期股权激励计划,一次性向激励对象授予4798万股A股限制性股票。这也是中国证监会发布《上市公司股权激励管理办法》后,第一家提出股权激励计划的A+H公司。2013年中兴通讯又推出第二期方案,向包括公司董事、高级管理人员、业务骨干在内的1531名激励对象授予总量不超过10320万份的股票期权,对应的股票约占授予时公司股本总额的3%,激励人数占公司目前在册员工总数的2.3%。

有些公司还将增持回购与股权激励结合起来,创新性地解决了股权激励股票来源的问题。例如2004年6月3日,万科A披露,代表公司1320名事业合伙人的深圳盈安财务顾问企业(有限合伙)购入8000多万股公司A股股份,占总股本的0.78%,合计动用资金约7.2亿元。这为正处于低迷的万科A股价打了强心剂,同时事业合伙人公司的增持还实现了变相的员工持股激励。根据公告,盈安合伙购买万科股票资金中的一部分来自万科事业合伙人集体委托管理的经济利润奖金集体奖金账户,剩余为引入融资杠杆从金融机构融得的资金。

### (三) 并购重组型

并购重组有助于盘活上市公司资产,有效提升公司市值,同时股权流动性的增加将促进上市公司二级市场股性的活跃度,许多公司通过“滚雪球”式的并购,实现了跨越式的市值增长。最为典型的案例是创业板上市公司蓝色光标。据 Wind 数据统计,上市以来,蓝色光标累计收购 18 个公司,跨越广告、金融服务、软件等多个领域,涉及资金 39.28 亿元。其主营业务由公共关系逐步向广告传媒拓展,初步搭建起传媒传播集团的架构,公司的市值也由上市初期的 30 亿元左右增长到现在的 200 亿左右。

蓝色光标案例突出体现了并购重组与市值管理间的必然逻辑关系。企业通过并购重组实现了产业链的扩张,或是上下游资源的整合,形成了业务协同、资源整合,并直接反馈在二级市场价格上,提高投资者对公司的估值水平,达到市值管理的目的;反之,市值的壮大使公司更有能力更具备条件利用资本市场工具,如换股、发行股份购买资产去进行后续的并购整合,形成了二者良性互动的关系。

### (四) 改制治理型

一些上市公司尤其是国有上市公司通过混合所有制改革,完善公司治理结构和经营管理制度,实现了内部治理的转型,并得到了市场的认同。例如,中联重科由原建设部长沙建设机械研究院通过二十余年的改制与治理完善探索,经历股份制改造上市、母公司改制、H 股上市,最终形成了湖南省国资委、管理团队和骨干员工、战略投资者、国际投资者及其他流通股共同持股的混合所有制产权结构。公司由 1992 年的 50 万元注册资本起步,到 2014 年年底总市值达 480 余亿元。管理学研究也表明,良好的公司治理能为企业带来市场溢价,因为管理是企业持续成长的根本,可以影响公司对社会资本的吸纳能力,影响投资者对公司看好的程度和社会资本在公司内部的积聚程度。<sup>[4]</sup>此外,4R 体系(投资者关系、分析师关系、媒体关系、监管层关系)的建立与完善也有助于上市公司市值管理目标的实现。

---

[4] 牛建波:“公司治理溢价研究脉络及进展探析——基于投资者视角的考察”,载《证券市场导报》2008 年第 8 期。

### (五) 特殊交易型

特殊交易型实际上是一种事件驱动的市值管理模式,因为每家上市公司的结构与特点各不相同,根据自身的特质设计独特的市值管理安排。实践中常见的特殊交易型市值管理模式包括:剥离不良资产、分拆资产独立上市、优质资产注入、整饬不良关联交易等。

值得注意的是,市值管理模式并非非此即彼、彼此独立,多种市值管理类型与手段可以并用,实践中市值管理较为成功的公司,如万科、三一重工、中信证券等都是利用了多种市值管理举措达到综合提升公司价值的效果。

## 三、跑偏的“市值管理”实践

新“国九条”“鼓励市值管理”的本意在于完善上市公司经营模式、提高上市公司股东回报意识,通过市值管理提高上市公司对自身价值的实现与创造,增强资本市场资源配置功能,促进资本市场健康稳定发展。但由于没有具体规则与业务指引,实践中市值管理出现“跑偏”现象,一些不法者打着“市值管理”的旗号,从事着市场欺诈、损害投资者利益的行为。以下我们主要通过市场监管中发现的一些案例,折射出实践中“市值管理”的乱象。

### (一) 大宗交易与股份减持(“操盘”模式)

大宗交易与限售股份减持是许多大宗投资者的难题,如果减持安排不妥或时机不恰当,可能造成股价的波动,给顺利减持造成困难,故一项新的业务——股份减持市值管理便应运而生。据了解,市场上多数市值管理中介机构均开展此项业务。从一些上市公司和机构披露减持市值管理计划看,其最核心的业务安排是如何在减持日前后避免股价的大幅波动,并顺利减持标的股份。

以Y公司的股份减持市值管理计划为例,其与C市值管理机构签订的“市值管理协议”明确约定:大宗减持金额为2.6亿元,C机构为此准备了5000万元的操盘资金以维护减持日股价稳定。具体步骤为:(1)开盘集合竞价阶段,动用500万元资金确定开盘价;(2)开盘后视

情形操作,如果股价下跌1%~2%,则启用2000万元资金进行买入挂单,有虚有实;(3)开盘半小时后当价格跌幅收窄至0.5%时,2000万元资金转为实盘成交,将卖盘逐步扫清,将股价提升至0~1%之间;(4)午后,动用剩余资金迅速拉升股价,目标是拉升3个点以上,吸引市场跟风盘;(5)Y公司在午后2:00后逐步减持,目标减持额达到持仓量的80%以上。

该案例中,虽然双方冠以“市值管理”的名称,但其实质是通过操纵开盘价、虚假申报、拉抬、作尾盘、反向交易等多种市场操纵手法实现对减持标的股票的日内短线操纵,为相关主体顺利减持提供便利。这类合同本质上是以“合法形式掩盖非法目的”,不仅合同本身归于无效,相关当事人还应承担短线操控股价的法律风险。

## (二) 选择性信息披露(“讲故事”模式)

在迷信“消息市”、炒作概念股的市场环境中,一些上市公司往往策划、布局一些热点领域的并购重组,述说一些迎合市场炒作方向的“故事”来实现促进股价上涨的目的。选择性信息披露的“选择”之处,一是选择故事的类型,仅发布市场喜闻乐见的信息,或是“报喜不报忧”;二是选择讲故事的时机,在大股东减持、再融资、股份质押、公司扭亏的关键节点,讲故事的频次明显增多;三是选择讲故事的对象,信息往往优先泄露给机构投资者、合作私募基金,而后向市场公布。

近年讲故事的典型案例是Z上市公司,主营业务为网络工程、信息系统工程。上市公司两次通过“讲故事”的方式,采用“披露重大重组—股价上涨—减持(质押)—披露重组失败—股价下跌”的手法,实现高价减持获利。

第一次“讲故事”:2013年1月,Z公司与某网络公司策划并购事宜。2月上市公司停牌。5月复牌并公开重组计划后,上市公司股价连续涨停,涨幅超过60%,远超同期可比指数涨幅。10月,上市公司披露终止重组计划。披露当日股价以跌停收盘。2月至10月,上市公司实际控制人将之前质押的股权解质押,并将已解质押的股权再次质押。利用“讲故事”造成股价上涨的时机,实际控制人利用相同的股份权益质押获得了更多融资。此外,调查还发现,Z公司某高管涉嫌泄露内幕信息、内幕交易。

第二次“讲故事”：第一次重组失败后，Z公司又用相同手法讲述了另一个“资本故事”。2013年10月，上市公司实际控制人公告拟于当月至2014年4月，减持不超过2500万股直接或间接持有的上市公司股份。11月3日，某网站披露其与Z公司开展比特币业务合作。11月4日，上市公司公告该合作意向，相关具体事宜有待进一步落实。随着比特币概念在资本市场兴起，该上市公司股价也有一定表现。2013年11月至2014年1月，上市公司实际控制人累计减持直接或间接持股1800万股，完成10月公告的减持计划。2014年3月，Z公司披露终止与某网站的比特币合作业务，股价当日下跌2%。

### （三）私募机构介入市值管理（“借力”模式）

近年来，私募等专业中介机构市场影响力日增，上市公司纷纷开始借助私募等机构的网络和资源，完善企业战略布局计划，推进产业上下游或跨行业并购，完成上市公司资源整合。但“PE+并购”模式是柄“双刃剑”，私募机构有其自身利益，目标是围绕公司股权升值短期内获得最大收益，这与上市公司正当市值管理的长期、战略价值提升存在冲突。于是，私募机构可能借助协助市值管理的机会，布局相关股票，按照既定的利益分配方案，调控信息披露节奏和股价走势以谋取利益。此类模式常见的做法有以下几种。

#### 1. 并购基金模式

私募机构通过定增等方式大量持有上市公司股票，然后借助自身资源帮助上市公司在上下游产业链上寻找并购标的，一旦上市公司完成并购，私募机构则可实现持有股票市值的上涨，伺机退出。这是“PE+并购”的主流模式。

#### 2. 租壳或借壳模式

私募机构直接与上市公司或其控股股东达成具有租壳或借壳内容的市值管理协议，通过股权或表决权的让与实现对上市公司的实际控制。典型的如杭州顺成与上市公司天晟新材的“租壳”案例：2014年10月22日天晟新材公告，公司四位主要股东与私募机构杭州顺成签署协议，以7.89元/股的价格将合计持有的天晟新材2000万股股份（占总股本的6.14%）转让给杭州顺成；与此同时，四人还决定将合计所持上市公司23.81%股权所对应的股东投票权及相关权利委托给杭

州顺成行使。交易完成后,杭州顺成将持有天晟新材权益股份达总股本的29.95%,天晟新材实际控制人亦变更为杭州顺成的掌门人赵兵。后该交易由于监管机构介入而叫停。

### 3. 举牌模式

一些私募机构在二级市场正尝试一种新的投资模式,即短期内大量买入上市公司股份,并介入上市公司决策,进入公司董事会甚至管理层,提出议案或参与决策。例如,知名私募机构泽熙近年在二级市场频频举牌,先后举牌工大首创、宁波联合、美邦服饰、康强电子等,其行为模式为低位建仓,快速增持获得举牌资格,通过委任董事、提出提案改善公司消息面,在二级市场股价上扬时迅速获利了结。

#### (四) 基于特殊目的的市值管理模式(“特殊目的”模式)

市值管理“跑偏”的根源在于国务院文件虽提到了这一名词,但对其具体内涵、范畴与要件框架,未有任何规范性文件加以明确。如此一个含混的概念范畴演化为实践“黑洞”,任何主体、任意行为只要与“市值”挂得上钩,均可以冠之以“市值管理”,堂而皇之地公告实行,并且滋生了在上述范畴外的各种基于特殊目的的市值管理模式。

##### 1. 以维持股价为目的的市值管理

如A上市公司2013年4月向包括控股股东在内的8名特定对象非公开发行股份5亿股,发行价格为9元。新增发的股份中,控股股东认购20%,持有锁定期为3年,其余定增对象的锁定期为1年。上市公司控股股东承诺锁定期满后,定增对象减持价格不低于11元。在定向增发前,控股股东和上市公司有维持股价在9元附近波动的动机(因股价过多偏离于增发价均可能使增发失败)。于是细心的投资者就会发现上市公司在此段期间,频繁发布公告信息,引导股价维持稳中有升的态势。事后查知,A公司为增发成功,聘请某咨询机构作为市值管理顾问,该咨询机构为其进行“市值诊断”,提出了“梳理和优化投资故事;控制业绩预增披露节奏,将上市公司利润上涨等利好信息多次释放;与下游企业开展战略合作;高送转;根据当时二级市场的热点,拓展业务范围”等多项市值管理措施建议。维持股价为目的的市值管理多见于定向增发、并购重组等需要以二级市场一定期间均价作为参考价的特殊情形中。

## 2. 以股权激励为目的的市值管理

如某高科技行业上市公司 B 拟筹划股权激励计划聚集骨干人才,但缺乏实施的资金来源。2011 年年底,上市公司高管决定与私募机构合作共同交易本公司股票,由私募机构出资 2 亿元,在股价回落时,先用私募机构个人账户全仓买入,如继续下跌再由上市公司以实施股权激励名义公开增持,上市公司同时发布重大利好消息配合操作,双方最后按比例分享收益。该案是上市公司高管为实施股权激励计划而与外部人合谋进行所谓“市值管理”的典型案件,虽然冠以股权激励的合法目的,但实质上是一种上市公司高管利用内幕信息换取市场资金,并利用信息操纵谋取不正当利益的违法行为。

## 3. 以避免行权为目的的市值管理

如 2008 年 8 月,上市公司 C 发行 5 年期可转债 32 亿元。根据募集说明书的约定,可转债最后两个计息年度内,如果公司股票连续 30 个交易日收盘低于当期转股价格的 70% 时,可转债持有人可以选择回售。由于 C 公司股价长期在低位波动,上市公司控股股东和实际控制人(某市国资委)决定,为避免触发回售条件,上市公司大股东可以在适当的时机,通过尾市交易的方式买入公司股票维持股价。2011 年年底 C 公司公告了大股东的增持计划。2012 年 C 公司股票多次出现连续 20 余个交易日低于转股价的 70%,C 公司大股东以实名账户大量买入使公司股价不满足回售条件。

增持、回购虽属公认合法的市值管理措施,但运用不当,亦可能触碰监管红线。本案折射出市值管理的另一疑难问题,即当涉及股票市场和债券市场甚至衍生品市场的跨市场操纵时,会使既有的市值管理监管“难上加难”。

## 四、市值管理现象的规制难点

市值管理现象监管难的症结在于概念的不确定、规则的空白、合法违规界分的模糊,这些缺陷与资本市场的账户管理、信息披露、投资文化等诸多因素交织,难免导致市值管理成为一团理不清的乱麻。

### (一) 账户管理“看不穿”

据媒体披露,当前专业机构提供的市值管理服务主要集中在三类项目:限售股大宗平台的减持、定向增发和上市公司股权质押。为了保证公司股东最大化套现和上市公司最大化融资,上市公司需要外部力量帮助做高股价或者是稳定股价。此时,市值管理机构往往借助自身资源和市场力量(主要是私募机构),动用几百个账户一起操作,以逃避监管。<sup>[5]</sup>

自然人账户虽然为数众多,但在现行交易监察环节,仍可以实现“看穿式”监管。比麻袋账户更复杂的是,证券经营机构的创新类业务账户导致系统性的“看不穿”问题,如券商自营开展的股票收益互换业务、券商资管发行的创新型资产管理计划、基金公司发行的通道类专户理财产品、信托公司发行的伞形信托等。这些产品为市值管理者提供了多元化的融资渠道和隐藏式的交易平台,使其隐藏在形形色色的机构专用名义账户后,增加了监管机构对市值管理合法合规性的甄别难度。

### (二) 信息披露太任性

不容否认,信息披露和公司治理是市值管理的两个有力抓手,适度有效的信息披露,有助于把公司的内在价值和重要信息传递给市场,矫正公司股票价格与公司内在价值之间的偏差。但信息披露的基本原则是适度及有效,过量信息披露可能导致“噪音”,过少信息披露可能导致信息“黑箱”,信息披露如果不真实,是粉饰、杜撰或捏造,则可能误导投资者。

在市场约束原则的基础上,现行信息披露规则鼓励上市公司主动披露、自愿披露,交易所只履行形式审核职责。但这种鼓励自愿性披露的做法可能为不法者所利用,成为其任意利用,配合二级市场股价炒作的工具。在近年查处的案例中,上市公司相关人员多采用连续披露利好后减持、选择性披露迎合市场热点、公告重大收购或重组后随意终止等做法,是否以诚信正当经营为前提,其真实性、可行性如何,幕后是否

---

[5] 胡春春:“A股市值管理钱权法则:几百账户一起动 不惧监管”,载东方财富网《周末金证券》2013年5月20日。

存在违法操作,都存有很大疑问。

### (三) 公司治理无制约

市值管理的正统主体应为上市公司,由相对独立的上市公司实施市值管理能够最大限度地统一各类股东、管理层及其他相关各方的利益。但在一股独大的特殊股权结构下,上市公司很难实现超然的独立性,在大股东和实际控制人主导的公司治理文化中,上市公司市值往往成为反映股东身份地位的标志,成为实现大股东财富积累的工具。大股东和实际控制人的急功近利得不到公司治理机制的有效制约,往往与公司长远利益和中小投资者权益产生不可避免的冲突,即上市公司和市值管理成为大股东和实际控制人谋取私利的外壳和工具,进而容易导致市值管理的利益割裂化。

### (四) 内外勾结难证实

根据证监会对外公布的新闻稿,“以市值管理名义内外勾结,利用上市公司选择性披露信息拉抬股价”,正在成为目前市场操纵的新特点。<sup>〔6〕</sup>内即上市公司高管、大股东、实际控制人,外涉及私募机构、信托机构等其他金融机构、一般法人。内外勾结型市场操纵可以在信息披露重要时点充分配合二级市场进行选择披露,并可以利用其他金融机构或私募机构提供的融资手段放大杠杆,从而使违法行为的成功率与危害性大为上升。

内外勾结难证实的关键在于违法者往往有意割裂内部人与外部人的资金、信息和其他各种交易关联,使信息披露和二级市场股价异动看起来更像是“巧合”,而难以获得有说服力的直接证据。在既有进入司法程序的案件中,多以载明内外勾结具体细节的《市值管理合作协议》作为主体证据,但近年这种明火执仗的证据已经难以获得了。

### (五) 投资文化噪音化

市值管理本意是通过公司的价值创造、价值增长和与市场各类主体的互动,推动公司长远价值的实现,但现今许多公司和中介机构所鼓吹的“市值管理”,已经异化为迎合市场热点,配合二级市场炒作的“盈利模式”。其中,不良的投资文化在其中推波助澜,起到重要的推动作

---

〔6〕 参见中国证监会2014年12月19日新闻例会新闻稿。

用,同时也使中小个人投资者成为市值管理泡沫的最终接盘者。

中国资本市场的投资者尤其是中小个人投资者往往不关注公司基本面和财务指标,不关注合规和公司治理,更注重消息、概念,迷信市场走势,形成了盲目跟风、追涨杀跌、消息造势等不良投资习惯。以市值管理为名的不法行为者充分利用这些特点,利用频繁发布利好信息,在二级市场炒作造势,吸引中小投资者跟风,从而大大降低了拉抬干扰股价的压力。在调查取证环节,由于二级市场参与群体性炒作的投资者为数众多,与既有的市值管理嫌疑账户行为趋同,给相关案件的筛查带来额外困难,如何将群体性炒作的噪音干扰从违法主体和违法行为中剔除出去,成为证券稽查面对的新技术难题。

## 五、整治市值管理乱象的监管对策

市值管理由概念演变为实践,只有短短数年时间,虽然实践中市值管理出现了一些不尽如人意之处,但亦不宜据此全盘否定该制度,应考虑的是,如何协调不同利益主体的诉求,从保护中小投资者权益,维护市场法治与秩序的角度,以规则、执法、自律等多个层面,来综合治理当前市值管理的乱象。

### (一) 出台市值管理自律规则

市值管理由概念至实践,没有任何指导性规范,虽然市场对市值管理有了一定认识,但市值管理的目标、标准、手段、底线以及如何监管都未能明确,这是造成实践中市值管理莫衷一是,乱象丛生的主要原因。无法则乱,毕竟利用市值管理工具为非作歹的不法主体只是少数,大多数上市公司只是在市值管理热潮中迷失了方向。

鉴于市值管理还在探索实践中,故不宜以过于刚性和强效的行政性立法介入,而适用更具灵活性和弹性的自律规则加以规范。从市场主体反馈的需求看,该自律规则应至少规定如下内容:

1. 市值管理的定义及性质。应明确市值管理的性质为长效的价值型管理,主要是通过制定正确的发展战略,完善公司治理,培育核心竞争力,可持续地创造公司价值,并通过资本运作工具实现公司市值和内

在价值的动态平衡。

2. 市值管理的主体。市值管理主体不能泛化,只有特定主体才能进行市值管理,如上市公司、控股股东及实际控制人等。其他市场主体参加市值管理,必须要有合法、合规、合理的依据和理由。

3. 市值管理的手段与对象。鼓励上市公司运用增持回购、并购重组、改善治理、增进沟通等长效方式进行全市值的管理,禁止以选择性信息披露、内外勾结二级市场炒作等方式进行所谓的“伪市值管理”,禁止进行割裂式的市值管理,损害中小投资者利益为大股东和实际控制人牟取私利。

4. 市值管理的底线和处分措施。市值管理不能触碰虚假陈述、内幕交易、市场操纵等违法禁区,不能损害上市公司和中小投资者权益,并应对违法违规市值管理制定有效的自律处分措施。

除此之外,建议相关自律组织制定市值管理的示范案例和最佳实践(best practice),正面引导上市公司树立健康合规的市值管理理念。

## (二) 破解市值管理认定法律难题

尽管在多起案件中调查人员均已取得《市值管理协议》等核心证据,以及上市公司相关人员与市场人士接触的据,但不采用推定规则便难以认定上市公司发布信息有操纵股价的目的,市场人士交易股票有与上市公司合谋操纵的目的。当前的监管实践中此类案件往往只能割裂为内幕交易、泄露内幕信息、市场操纵、信披违规或持股超比例等问题简单化处理。但这种处理方式不能还原操纵者的违法全貌,容易避重就轻作出处罚,信息操纵者也往往能够通过合谋、串供的方式规避有预谋市场操纵的指控。

因此,如何通过客观证据和其他关联,推断出内外勾结的“合谋”与操纵股价的“故意”,就成为认定市值管理合法性的关键法律问题。境外司法实践中认定市场操纵行为人的主观故意主要有以下三种方式:一是通过行为人实施的行为本身来认定,如签订具有维持股价或锁定利润、合谋直接操作二级市场股价的市值管理协议。二是通过资金、信息和其他利益关联来证明。当事人之间如果存在上述关联,甚至实践中有些市值管理机构还为大股东、实际控制人配资进行资本市场运作,则可以在一定程度上证明“通谋”的成立。三是根据股价与信息披

露的相关事实来认定。主要考虑当事人的行为是否有经济合理性并且存在时间偶合,如果二级市场交易行为与信息披露节点多次出现“惊人巧合”,且行为人无法作出合理解释,可以推定合谋故意的成立。

此外,对于市值管理大量涉及的“信息型操纵”、“短线交易操纵”的调查规则和认定标准,始终未能明确与细化,相关司法解释也没有更新,制约了实践中对市值管理违法行为的有效查处。

以“市值管理”为名的违法行为绝大多数不是单一类型的违法,而是一种涵盖内幕交易、泄露内幕信息、交易操纵、信息操纵、超比例持股、非法利用账户、信息披露违规等的“复合型”违法行为。因此对此类案件的查处不能浅尝辄止,应从整个“故事”入手,发掘事件缘起转承,才能还原案件脉络,全面查清事实。

### (三)明确市值管理规程与要素

市值管理浪潮在资本市场的涌动,说明市值管理有其合理性和存在价值,不能一棍子打死,而应在识别与惩处其中违法害群之马的同时,从正面确定合规流程与操作要点,并辅助以正面事例,来引导上市公司的正当市值管理。从目前监管层向市场传递的信息和监管执法实践看,市值管理的关键规程与要素包括:

#### 1. 目的正当

市值管理必须出于正当合法的目的,不能有操纵股价和内幕交易的主观意图。一般而言,目的正当与否可以通过行为的长效还是短视来辅助认定,如果为了从股价短期波动中获益,或为了临近的股份减持和定向增发做高或维持股价,则不能视为正常的市值管理行为。

#### 2. 主体适格

不是任何主体均能进行所谓的“市值管理”,“市值”对上市公司、大股东和实际控制人等利益相关方具有重要的战略价值,既有的法律与规章也赋予这些主体一定的市值管理权能,如增持、回购、资产注入、分红派息、并购重组等。除此以外,其他主体不能随意以“市值管理”为名,以自身名义主动采取措施影响上市公司市值。尤其是形形色色的“市值管理专业机构”,市值本身对其并无直接利益,如果这些机构仅仅为了帮助相关利益主体提升市值,并从有计划的短期市值波动中

获得利益,那么,无论这些利益是以中介费还是以股权增值的形式兑现,均有违法嫌疑。

### 3. 披露充分

信息披露是判断市值管理合法性与正当性的“试金石”。近年,资本市场的信息环境得到较大改善,信息反馈和市场约束机制日渐健全,一些专业机构也针对上市公司的信息披露结合公司的财务、治理、交易和历史信息进行分析,综合判断信息披露是否真实合理,甚至能够得出公司是否涉嫌信息披露违规及其他违法行为的线索。市值管理既然是一种长效的价值管理,围绕市值管理的安排、协议、默契都应当公布在阳光下,接受市场、舆论和监管层的监督,同时在法律上充分有效的信息披露也是对抗内幕交易、市场操纵指控的“安全港”,是监管执法中判断市值管理是否涉嫌违法行为的有力依据。

### 4. 手段合规

市值管理虽无明确具体的规范性文件,但市值管理的具体措施不得触犯任何法律、法规、规章和自律性规则的强制性规范。市值管理不是法律的禁区,一切手段和措施都必须在法治的规范下进行。市值管理的具体举措实际包括两方面的内容,一是上市公司通过合理运用目前市场上的多项规则、措施,使现行市场规则发挥市值管理的作用;二是上市公司在放松管制的背景下,创新市值管理措施,通过现行市场规则没有明确规定的做法进行市值管理。对于创新的市值管理措施,应当从“科学监管、适度监管”的原则出发,既不能放任自流,也不能施以严苛限制,挤压市场创新空间。

## (四) 优化市值管理环境和配套措施

市值管理泥沙俱下、鱼龙混杂的乱象与整体资本市场投资环境和配套规则的不完备有关,应从理念、治理机制、投资文化、规则建设等方面齐抓并用,优化促进良性市值管理的市场环境。

### 1. 树立“市值管理中性”理念

市值管理本身是一个公司治理和市场自治的范畴,是一种中性范畴,既不需要特殊的监管约束,也不需要特殊的政策激励。当前,“鼓励市值管理”的政策趋向使原本与市值管理无直接关联的正常资本市场业务与运作行为都挂上“市值管理”的招牌,甚至一些操纵市场、内

幕交易、选择性信息披露等违法行为也被作为市值管理的手段大行其道。这是有悖于国务院文件的政策本意的。

市值管理甚至不能等同于管理市值,语序的不同直接导致理解的偏差。市值管理是一个自然演化和市场选择的渐进式过程,是依靠企业提升自身治理、经营、文化等核心竞争力逐步修炼而成的,而不是依靠所谓的市值管理中介机构进行“包装”、“操盘”、“忽悠”而实现的短期市值增加。因此,从政策环境上看,有必要正本清源,还市值管理“中性概念”的本来面目,引导上市公司、大股东、实际控制人等市场主体通过长效性、价值化的治理改善来实现市值增长的目标。

### 2. 明确公司治理与市值管理的主从逻辑关系

目前,公司治理与市值管理的逻辑关系较为混乱,公司治理作为资本市场的一项长期基础性制度建设,在市值管理热潮下并未得到充分重视,甚至在许多公司的市值管理方案中,公司治理退化为市值管理的手段与工具,为市值管理目标服务。一些公司市值管理的计划、安排并未履行合法有效的公司治理决策程序,甚至有意识地通过第三方和其他账户进行“黑箱运作”,以规避信息披露和监管调查。

如此,便曲解了公司治理与市值管理的逻辑关系。市值管理诸要素中,公司治理是本质与核心,市值管理的目的是从根本上改进公司治理结构,提升公司核心竞争力,通过企业质量的提升得到企业价值的正反馈,并最终反映在股价和市值上。因此,市值管理的其他要素如二级市场交易安排、并购重组等资本运作、有效的信息披露和投资者关系等,其逻辑上应从属于公司治理和企业经营长远战略。

### 3. 弘扬价值投资文化

价值投资文化以效率市场理论为基础,认为有效市场的机制会使公司将来的股价和内在价值趋于一致,所以当股票的内在价值超过其市场价格时,便会出现价值低估现象,其市场价格在未来必然会修正其内在价值。价值投资注重企业治理、管理诚信、经营规范,不偏信突发利好、异常交易等“奇技淫巧”,是一种适合于中小投资者为主市场结构的投资文化。

当前“伪市值管理”的大行其道,与偏信消息、追涨杀跌、赚取短差的不良投资文化有重要关联,有些个人投资者甚至形成了追逐“市值

管理概念股”的不良投资习惯。在这样的市场氛围下,如果不树立长期持股的价值投资理念,任由炒短线、赚热钱的“市场噪音”蔓延,类似“市值管理”的改革就只会成为市场炒作的热点,而达不到促进公司治理提升、增加市场效率的政策目的。