

争议解决法律

资管争议解决：基金退出纠纷之五 — 私募基金参与“市值管理”的边界在哪？

作者：赵之涵 | 宋泽政

近日，“私募大V”叶某爆料多家上市公司与券商违规“市值管理”事件持续发酵，将一向低调的“市值管理”再一次推到了舆论的风口浪尖，并引发了监管机构的强烈关注。5月16日，证监会决定对相关账户涉嫌操纵相关股票行为进行立案调查，并表示将严厉打击上市公司及实控人、私募基金、公募基金等相关机构从事或参与相关违法违规活动。5月22日，证监会主席强调，对伪市值管理始终保持“零容忍”态势。

私募基金是我国A股市场的重要机构投资者，“市值管理”是不少私募基金的经营业务和投资策略。在严监管、“零容忍”的态势下，私募基金参与的“市值管理”与证券违法的边界在哪里？合规风险几何？

一、“市值管理”的正当性

“市值管理”萌生于我国2005年5月8日开启的上市公司股权分置改革。在股权分置改革前，大股东持有的股票通常是非流通股，股价并非其关心的首要问题。股权分置改革后股票“全流通”，股票价格开始与上市公司股东的利益休戚相关，市值也逐渐成为了上市公司经营考核的重要指标。彼时，A股市场市值较低，股价不能真实反映公司价值的变化。部分学者¹提出了市值管理的概念，其核心是“价值管理”，上市公司通过股份回购、定向增发、股权激励等市值管理手段，使市场价格有效反映公司价值，解决价格与价值偏离的问题。

2013年12月，国务院发布《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》，指出要“完善股份回购制度，引导上市公司承诺在出现股价低于每股净资产等情形时回购股份。”该文件的表述已经具有引导市值管理的意味。

2014年5月，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》，首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。

¹ 施光耀，刘国芳：《市值管理论》，北京大学出版社，2008年版。

2015年8月，证监会发言人在答记者问中表示，市值管理的主要目的是鼓励上市公司通过制定正确发展战略、完善公司治理、改进经营管理、培育核心竞争力，实实在在地、可持续地创造公司价值，以及通过资本运作工具实现公司市值与内在价值的动态均衡。上市公司和相关机构应正确把握市值管理的核心理念，绝不触碰虚假披露、内幕交易、市场操纵等“高压线”。

从“市值管理”的产生和发展历程可以看出，“市值管理”并非生而为恶，但确实没有得到明确、细致的规范，在此背景之下，“市值管理”衍生出了各种模式，不得被打上了双引号。

二、“市值管理”的变形

实践中，部分私募机构与上市公司之间原本正常、合规的交易，以“市值管理”之名出现了变形，因而成为市场诟病。根据我们的观察，主要有以下几种模式：

（一）“坐庄”安排

“坐庄”是股民对上市公司和资金方操纵股价的俗称，也时常被冠以“市值管理”的名义，基本的模式是：私募基金与上市公司签署市值管理协议，上市公司有意控制信息披露节奏，发布利空消息压低股价，配合私募基金建仓。随后，为拉升股价实现“低吸高抛”，上市公司配合发出利好消息，私募基金或联合其他机构大单买入，同步配合市场宣传，吸引投资人买入，推高股价。在股价上涨过程中，私募基金逐步卖出股票。若跟风买入的投资者（即跟风盘）不及预期，私募基金还可能联系公募基金作为“接盘方”，出售私募基金所持股票。

（二）提供市值管理咨询服务

私募机构与上市公司签署市值管理协议，为上市公司提高市值提供咨询建议服务，例如建议和协助上市公司开展并购重组、调整发展战略、加强信息披露、加强与投资者的沟通等，私募基金提供服务后相应收取服务费用。

实践中，这一模式也出现了变形，部分私募机构提供“市值管理”服务的目标是做高上市公司股价，使股东高位减持，约定按照上市公司股价增长/减持股票金额按比例抽成。在此情况下，私募机构出具的咨询建议有可能违反合规要求，不排除有个别机构以自有资金或募集资金配合上市公司做高股价。

（三）通过筹划并购重组进行市值管理

私募基金有募集资金能力，且长期从事股权投资，在与上市公司合作并购重组中具有天然优势。“通过并购重组进行市值管理”的一般模式是，上市公司与私募机构合作设立产业并购基金，由私募基金募集资金，上市公司寻找并购项目，并购基金在完成收购项目后注入上市公司，上市公司实现扩张，股价往往随之上涨。

实践中，“通过并购重组进行市值管理”模式可能有以下衍生：1.先减持后并购重组模式：上市公司大股东在并购重组前减持股票，由私募机构或相关主体受让持有，随后上市公司和私募基金管理人成立的并购基金寻找并购标的，在完成并购后，股价上升，私募基金减持股票退出。2.先增持后并购重组模式：私募基金募集资金增持上市公司股票，随后私募基金通过参与上市公司决策，或以顾问身份协助

² 中国证监会2015年8月14日新闻发布会，中国证监会网站，
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201508/t20150814_282820.html。

上市公司寻找并购标的，在完成并购后，股价上升，私募基金减持股票退出。

在上述不同模式中，不乏私募基金与上市公司优势互补、实现双赢的案例，也存在配合上市公司股东高位减持、利用资金和信息优势操纵股价和内幕交易等涉嫌证券违法的行为，变形成“伪市值管理”。

三、“市值管理”的边界

“市值管理”的模糊概念之下，有合法、合规的市值管理，也容易产生将“市值管理”曲解为“管理市值”的“伪市值管理”。“市值管理”因此逐渐污名化，乃至触碰法律红线。“市值管理”与证券违法行为的边界到底在哪？私募基金参与的“市值管理”应当如何识别和防范合规风险？

（一）“市值管理”与操纵市场行为

操纵市场是指违法行为人利用信息、资金等优势或行政权力等人为因素，影响证券市场的供求关系，扭曲价格机制，以达到谋取利益的目的。操纵市场行为的本质在于通过非法行为扰乱正常的价格形成和发现机制，破坏资本市场秩序，损害投资者利益。

操纵市场的手段包括交易/行为型操纵、信息型操纵、技术型操纵等。具体情形有：连续交易、约定交易、自我交易、虚假申报、蛊惑交易、抢帽子、跨市场操纵³、其他手段等。值得注意的是，在新《证券法》修订后，“意图影响证券交易价格或者证券交易量”已作为操纵行为的认定要件，“影响”或者“意图影响”证券交易价格和交易量并列，不要求产生价量受到影响的结果。也即，《证券法》所禁止的操纵市场行为，关注的是行为本身而非结果，这一思路与英美法系的证券立法以意图为立足点的思路日益趋近⁴。

私募基金进行“市值管理”与操纵市场行为，两者在主观目的上或许并不一致，但客观行为上，私募基金的“市值管理”模式极易涉及操纵市场行为，特别是交易型操纵和信息型操纵。具体而言：

1. 上市公司与私募基金“坐庄”：

- (1) 上市公司控制信息披露节奏，配合私募基金建仓/减持，上市公司/私募基金可能构成信息型操纵行为；
- (2) 若以吸引投资者买入、推高股价为目的，私募基金或联合其他机构多次大单买入或频繁申报、撤单，可能构成连续交易或虚假申报行为；
- (3) 在推高股价过程中的“市场宣传”行为，若以虚假信息吸引投资者，可能构成蛊惑交易。

■ 案例：徐某操纵证券市场案⁵

2010年至2015年间，徐某等人以“市值管理”为名，与上市公司接洽，要求上市公司控制信息披露的节奏和内容，择机发布“高送转”、“业绩预增”等利好消息，引入“影视文化”、“互联网金融”热点题材进行造势。同时，徐某等人利用信息优势，使用旗下私募基金及其控制的证券账户，连续买卖，

³ 虚假申报、蛊惑交易、抢帽子交易和跨市场操纵是新《证券法》第55条新增的四类操纵行为类型。证券行政处罚与刑事处罚实践中，对虚假申报和抢帽子交易的处罚已较为常见。

⁴ 例如，美国《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934) SEC.9 “Prohibition Against Manipulation of Security Prices” (禁止操纵证券价格) 第(a)(1)-(6)条所规定的6种禁止情形中，均使用了“for the purpose of”，即“为了……”的表述。有学者认为，这一表述是将“意图”作为了操纵行为的判定因素。

⁵ 详见中国证券投资基金业协会中基协处分(2017)2号纪律处分决定书。

拉升股价。上市公司股票价格上升后，徐某以旗下私募基金及其控制证券账户以大宗交易的方式接盘上市公司股东减持的股票，在二级市场出售获利。上市公司股东将大宗交易减持股票超过约定底价的部分，按照约定的比例和徐某等人分成。

法院认为，徐某等人为谋取非法利益，与他人合谋，利用信息优势连续买卖，操纵证券交易价格和价格量，其行为已经构成操纵证券市场罪。

2. 私募基金提供市值管理策略：

- (1) 私募基金建议上市公司开展并购重组，若无真实的并购重组事项，私募基金及上市公司可能构成策划、实施虚假重大事项操纵行为；
- (2) 私募基金关于信息披露的建议如涉及虚假披露、不完整披露，诱导投资者作出投资决策，可能构成蛊惑交易行为；
- (3) 上市公司股东在一系列“市值管理”建议下，配合信息披露的增减持，可能构成信息型操纵行为。

■ 案例：阙某、谢某华与某彩资产操纵市场案⁶

上市公司“某某医疗”大股东阙某向谢某华表达了希望高价减持“某某医疗”的意愿，谢某华表示可以通过“市值管理”的方式提高上市公司“市值”，拉升股价。阙某通过某证券公司设立资管计划，将其持有的“某某医疗”2,000万股股票转至资产管理账户。某证券公司、某彩资产和阙某三方签署《研究顾问协议》，约定某彩资产提供减持策略、操作方案并收取顾问费。实际操作中，某彩资产提供了市值管理策略和操作方案，包括：建议收购医院、安排调研和公关、加强利好信息披露密度、选择性披露信息等。随后，阙某成功以协议约定的20元/股的价格减持所有股票。

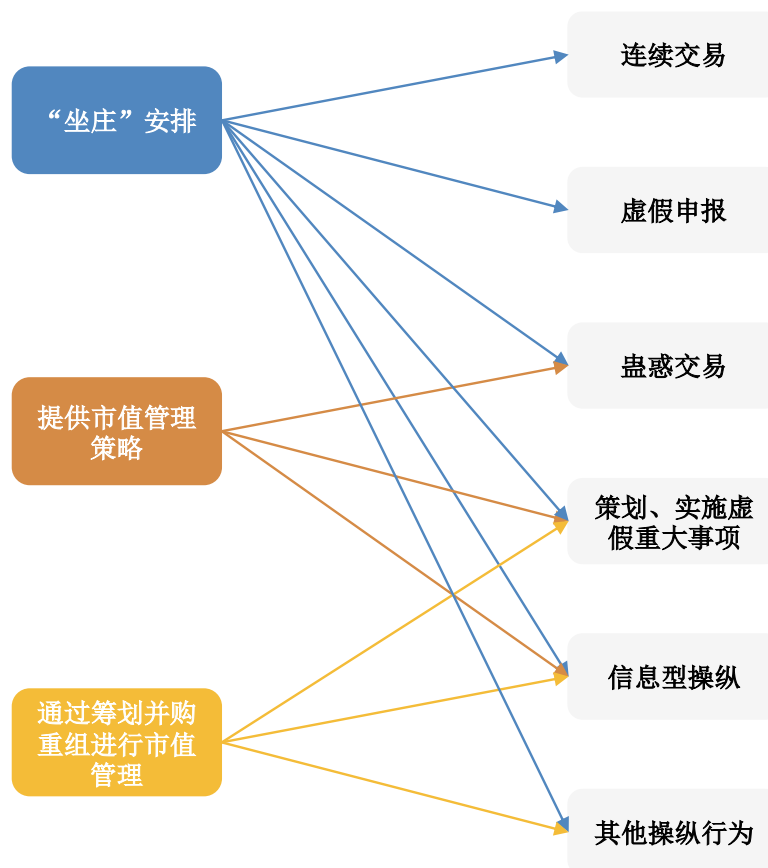
证监会认定，阙某与某彩资产、谢某华合谋，利用信息优势控制上市公司密集发布利好信息，人为操纵信息披露的内容和时点，未及时、真实、准确、完整披露不利信息，夸大某某医疗研发能力，选择时点披露已有重大利好信息，借“市值管理”名义，行操纵股价之实。

3. 通过筹划并购重组进行市值管理：

- (1) 部分案例中，并购基金被作为上市公司对外宣传的噱头，实际没有并购重组事项，营造并购失败假象，私募基金及上市公司可能因此构成策划、实施虚假重大事项操纵行为；
- (2) 私募基金和上市公司大股东在并购前后的增持、减持行为，客观上可能与上市公司披露并购重组等利好信息形成对应，大股东或私募基金可能构成信息型操纵行为。

上述“市值管理”模式可能涉嫌操纵市场行为的对应性如下图所示：

⁶ 详见中国证监会行政处罚决定书（〔2017〕80号）。



（二）“市值管理”与内幕交易行为

内幕交易，是指证券交易内幕信息知情人或非法获取内幕信息的其他人员违反法律、法规的规定，在内幕信息公开前，泄露内幕信息，根据内幕信息买卖证券或向他人提出买卖证券建议的行为。认定内幕交易的关键要素主要有3个，即：内幕信息、内幕信息知情人、泄露内幕信息或根据内幕信息异常交易。

在“市值管理”背景下，私募基金与上市公司的实控人和大股东等主体接触密切，且可能直接参与并购重组等重大事项，容易与内幕交易的上述3个要素产生对应性。

- 内幕信息：**内幕信息是指涉及上市公司的经营、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。《证券法》第八十条第二款、第八十一条第二款列举了内幕信息的具体情形。实践中，一般认为判断内幕信息主要关注三个特性：重大性、相关性和非公开性。只要相关信息足以影响市场交易和投资者的决策，该信息与证券交易相关，且尚未按法律规定公开不被一般投资者知悉，即可以认定相关信息具备上述三个特性，属于内幕信息。

私募基金参与“市值管理”的各个环节很可能接触内幕信息，甚至参与内幕信息的形成过程。例如，上市公司已形成但未披露的利好/利空消息、由私募基金推动和落实的并购重组和重大事项安排等。

- 内幕信息知情人：**内幕信息的知情人是指因身份职务、工作职责等关系了解内幕信息的人，根据《证券法》第五十一条列举的情形，内幕信息知情人包括上市公司控股股东及实际控制人、高管，为上市公司所涉内幕信息事项提供服务中介机构工作人员等。

如前所述，上市公司的实控人和大股东等主体进行“市值管理”的主观意愿较强，而该等主体是上市公司内幕信息的知情人。私募基金开展“市值管理”往往与上市公司的相关内幕信息知情人沟通密切，可能主动或被动获知内幕信息，或自身也会成为内幕信息的知情人。

3. **利用内幕信息异常交易：**利用内幕信息异常交易的行为，是指在内幕信息敏感期（即内幕信息已形成但尚未公开期间），行为人在获知内幕信息前后的异常交易行为。证券执法实践中，对内幕交易异常行为关注行为人与内幕信息知情人接触后的异常交易情况，如接触后首次买入证券、交易证券的数量明显上升、交易行为与基本面不符等。

在“市值管理”背景下，私募基金具备接触内幕信息和知情人的条件，私募基金以自有资金或募集资金参与“市值管理”，也具有获取盈利的需求，买入/卖出行为容易与内幕信息产生对应性。

■ 案例：某财富管理集团有限公司、吴某新内幕交易案⁷

2016年8月2日，某财富管理集团有限公司与上市公司宝某能源控股股东签订合作协议，在投资与资产管理、新三板投融资、上市公司市值管理、税收筹划和财富管理等方面开展合作。此后，某财富管理集团有限公司董事长吴某新介绍某投资公司与宝某能源开展股权合作，并于2016年9月13日前往宝某能有实地考察，2017年1月2日，宝某能源停牌，此后于2017年2月25日发布关于受让暨增资某投资公司涉及关联交易的公告，股票自2017年2月27日开市起复牌。2016年9月13日至2017年2月25日（内幕信息敏感期间），某财富管理集团有限公司通过多个私募基金账户，由吴某新决策进行了内幕交易。

证监会认定，宝某能源与某投资公司的股权合作事项属于《证券法》规定的重大事件，在信息公开前构成《证券法》所述的内幕信息。吴某新是宝某能源与某投资公司合作的介绍人，是内幕信息知情人，某财富管理集团有限公司账户组交易异常性明显，构成内幕交易。

四、“市值管理”的合规要求

“市值管理”日益污名化，私募基金开展“市值管理”面临着越来越高的合规风险。我们认为，区分合法合规的“市值管理”和证券违规行为，需重点关注主观意图和客观行为两个维度。

（一）“市值管理”的主观意图不应为“管理市值”

是否具有操纵股价或内幕交易的主观意图，可能是私募基金与上市公司开展“市值管理”合作之初即可确定的。私募基金与上市公司开展“市值管理”本身是双方优势互补、产融结合的体现，以盈利为目的私募基金展业、为基金投资者创造价值的题中之义，但不应以人为干预股价或利用内幕信息获利、配合上市公司大股东等主体高价减持股票为出发点。私募机构应以此为标尺，审慎选择投资合作标的，更不应在口头沟通和“市值管理协议”中达成“股价目标”、“减持分成”等约定。

⁷ 详见中国证监会行政处罚决定书（〔2019〕98号）。

（二）区分“市值管理”与操纵市场的客观行为，核心在于上市公司的市值是因为什么因素受到了影响

“市值管理”应当是合法、合规开展的咨询业务或投资行为。私募机构以咨询建议或协助上市公司转变经营策略，开展并购交易实现产业整合发展等方式，使公司内在价值得到提升、市场认可度提高，产生了股价上升的效果，这样的“市值管理”自然是市场和监管乐见其成的。若私募基金所提供的咨询建议有违法律规定，或利用与上市公司的联系所产生信息优势、资金优势不合理影响股价，则会滑入“伪市值管理”。

值得注意的是，在新《证券法》发布实施后，“意图操纵”已被纳入操纵行为的认定要件，签署市值管理协议本身（无论合同具体如何落实、有无行为结果）即有可能被认定为操纵市场行为，市场主体是否可能仅因“签署协议”这一行为而被处罚？仍有待进一步观察。对于私募基金而言，在市值管理业务中达成、签署相关协议，务必对协议的内容、措辞予以高度关注，加强防范合规风险。

（三）区分“市值管理”与内幕交易的客观行为，核心在于“交易”，即私募基金在“市值管理”过程中所做的证券交易行为是否利用内幕信息

实践中，监管机构认定“利用内幕信息交易”往往采取推定原则，只要行为人在知悉内幕信息后在敏感期内买卖证券，就可以推定实施了内幕交易。私募基金开展“市值管理”业务，难免可能接触内幕信息或内幕信息知情人，也可能会进行证券交易，如交易行为落入内幕信息敏感期，即可能推定构成内幕交易。无论私募基金是否确实利用内幕信息交易，可能都存在难以“自证清白”的风险。

为防范风险，建议私募基金从内幕信息“知情”和“利用”内幕信息交易两个角度加强合规管理。在“知情”的环节上，可建立内幕信息的内部防火墙制度，加强投研能力，审慎选择投资标的和合作方。在交易行为上，私募基金正常的交易行为应当符合既往交易习惯、具备合理性和正当性。例如，在敏感期内/期外均按照既定的计划或约定安排开展交易，且是在正常的投资分析基础上、基于已公开信息独立自主做出投资决策等。

五、结语

“市值管理”既有“正道”也有“邪路”。“伪市值管理”的邪路绝不可取，但也没有必要谈“市值管理”而色变。如何规范、引导市值管理的发展，仍是留待监管机构和市场主体思考的重要命题。

对于上市公司而言，市值管理的正道是通过合理制定战略、完善公司治理、产业经营、有效并购、合规与投资者沟通等方式，提高公司价值并使之被发现，“与时间做朋友”，最终反映到公司的市值上。

对于私募基金而言，合法合规经营是作为证券市场参与者的必然要求，也关涉到私募基金背后投资者的合法权益，应当始终成为私募基金展业的重要关注点。私募基金利用自身的资金募集能力、资本市场专业知识，产业信息等优势，可以通过指导上市公司开展股份回购、协助上市公司股东合法合规增持、开展股权激励等方式，合法、合规地开展市值管理业务，成为助力上市公司健康发展的重要角色。产融结合、借助资本的力量壮大上市公司发展、为私募基金和投资者创造价值，这是市值管理的应有之义，应当成为市值管理的正道。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

赵之涵

电话： +86 10 8524 9470

Email: zhihan.zhao@hankunlaw.com