

证券市场操纵行为认定研究

——行政处罚案例的视角

汤欣 高海涛*

内容提要: 通过对截至2015年末中国证监会已公布的操纵证券市场行政处罚案例进行研究, 发现在对于各类不同的操纵手段进行认定和处罚的过程中, 根据执法政策、市场规律和监管经验形成了颇具特色的操纵行为识别标准, 这一方面是由于我国现行证券法规对操纵行为的内涵界定缺乏明确具体的规范, 另一方面也体现了证券执法推动社会各界深化对操纵违法性认识的积极作用。但市场操纵的本质, 即通过操纵行为制造交易活跃的假象及诱使投资者进行跟风交易的欺诈性, 已在证监会查处的各类操纵案件中得以确认, 并逐步体现为证监会认定处罚的基本态度, 只是这种欺诈本质的具体表述、证明标准和证明路径, 仍有待在未来的行政处罚说理中得到丰富和发展。

关键词: 操纵行为; 证券市场; 行政处罚; 案例研究

一、问题的提出

1993年以来, 国务院先后颁布《股票发行与交易管理暂行条例》(简称《股票条例》)、《禁止证券欺诈行为暂行办法》(简称《禁止欺诈办法》), 中国证券监督管理委员会(简称证监会)颁布《关于严禁操纵证券市场行为的通知》(简称《操纵通知》), 逐步开始规制各种操纵证券市场行为(下称“操纵”或“操纵行为”)。《禁止欺诈办法》还将操纵行为界定为“以获取利益或者减少损失为目的, 利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场, 影响证券市场价格, 制造证券市场假象, 诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定, 扰乱证券市场秩序”, 但“操纵市场”、“影响价格”、“制造假象”、“诱导投资者”及“目的”、“优势”等要素的内涵不甚明确, 有循环定义之嫌, 且各要素在定义中的关系位置也不清晰。

1997年《刑法》和1999年《证券法》首次在立法层面设立了禁止操纵证券交易价格条款, 试图将操纵证券市场的表现形态概括为操纵证券市场行为的手段。2005年《证券法》和2006年《刑法修正案(六)》在立法上进行了表述方式的技术性修改, 但行文仍然高度简练, 所列举的违法行为构成要件表述含糊, 未能对操纵行为的准确内涵予以揭示。而证监会2007年内部试行的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(简称《操纵指引》)、最高人民法院、公安部2010年颁布的《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(简称《追诉标准二》)以及全国人大常委会2015年审议的《证券法修订草案》, 进一步丰富、拓展了操纵行为的定义

* 汤欣, 清华大学法学院教授, 法学博士; 高海涛, 中国证券监督管理委员会干部, 法学硕士。

及手段类型。

虽然操纵行为态样复杂多样,法律规范又语焉不详,但证监会和人民法院已作出了一定数量的行政处罚和刑事判决,社会各界也在根据其法律适用实践和市场经验,提出、扩充、完善对操纵行为的认识和理解。特别是在以行政执法为主导的规制操纵行为的现行体制下,证监会依法作出的行政处罚案件,为研究证券市场操纵行为的认定问题提供了丰富的样本。本文力求通过案例整理研究,以行政处罚决定书中的描述和说理验证证监会如何根据市场实际及普遍的经验法则来认定操纵证券市场行为,厘清当前操纵行为模式及行政处罚认定的规则和路径,为未来更深一步的专题研究夯实基础。

二、证券市场操纵行为行政处罚案件综述

证监会早在国内证券市场初创未久的1995年1月就处罚了山东渤海集团和君安证券深圳发展中心营业部两起操纵证券市场案件,截至2015年12月底,已公布法律文书的操纵证券市场案件共67起。⁽¹⁾ 平均每年公布的处罚案件数为3件,不同年份案件数量波动较大,且与当时证监会的执法政策具有明显的相关性。样本案件操纵行为涉及证券种类广泛,包括股票、权证、封闭式证券投资基金、企业债券和公司债券等主要证券品种,⁽²⁾ 主要为在二级市场(交易所集中交易市场)交易的尤其以股票为代表的证券,尚未发现一级市场上新发行证券被操纵的案例。同时2015年已出现新三板市场挂牌公司的证券被操纵的行政处罚案件。⁽³⁾

从操纵行为与内幕交易、虚假陈述三类证券违法行为案件的处罚数量对比来看(见图1),⁽⁴⁾ 总体而言,在我国证券市场上,虚假陈述是证监会处罚的主要类型,在全部公布的处罚案例中占比达53.7%,而操纵案件占全部处罚案件数量比值仅14.6%。

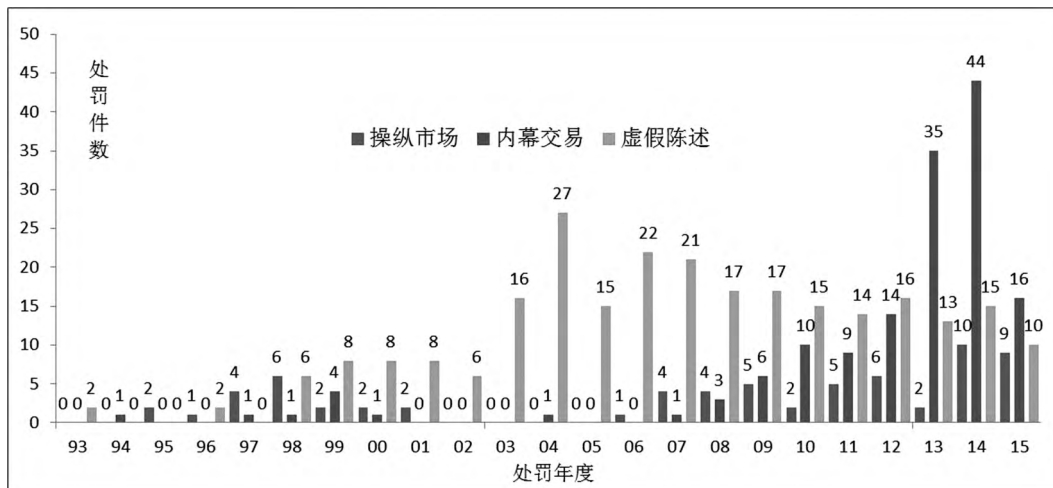


图1 证券违法行为历年处罚数量

(1) 证监会调查的一部分操纵市场案件达到刑事追诉标准而被移送公安机关追究刑事责任,相关情况可参见吴波《操纵证券市场犯罪法律适用疑难问题研究——基于实证的视角》,《中国刑事法杂志》2014年第3期,第34-41页。

(2) 近年来证监会公布了4起操纵期货合约价格的行政处罚案件。但期货市场与证券市场交易机制有较大区别,本文的讨论仅限于证券市场操纵案件。

(3) 陈宏庆案(证监罚字[2015]43号)、薛黎明案(证监罚字[2015]98号)。

(4) 图1中内幕交易、虚假陈述的处罚数量未包括证监会派出机构公布的案件。

1993 - 1999 年期间,证监会处罚的证券违法行为一度曾以市场操纵为主。⁽⁵⁾ 2000 - 2008 年期间,虚假陈述成为行政处罚的主要案件类型。近十年来,虚假陈述类处罚案件数基本保持稳定,操纵案件数缓慢增长,内幕交易案件数则急速增加,操纵案件处罚数量明显少于其他两类违法行为。有观点认为,操纵案件处罚数量的减少主要归功于股权分置改革完成后,流通股数量大幅增加导致股价操纵的难度加大。⁽⁶⁾ 但处罚数量并不必然准确反映实际发生的操纵行为数量,且 2010 年以来证监会持续开展的打击内幕交易违法犯罪专项行动虽取得了显著成效,但也占用了主要的执法资源,至少从处罚案件数量上进行观察,明显限制了对于操纵等其他证券违法行为的执法力度,也可能是导致操纵案件处罚数量偏低的原因之一。

现行《证券法》第 77 条把操纵行为区分为四种类型,包括连续交易、约定交易、洗售交易和其他手段。《操纵指引》则进一步将“其他手段”界分为虚假申报、抢帽子交易、特定期间的价格操纵、蛊惑交易、尾市交易等。以《操纵指引》的分类来分析样本案件,70.1% 的案件中出现了连续交易操纵,58.2% 的案件中出现了洗售交易,两种操纵手段贯穿了我国证券市场各个阶段,且连续交易往往伴随有其他操纵手段,成为操纵行为的惯常模式。⁽⁷⁾ 数量位居第三的虚假申报操纵占比为 25.4%, 特定期间的价格操纵和抢帽子交易的占比则分别为 11.9%、10.4%, 这三类都是 2006 年以来新出现的操纵手段。⁽⁸⁾ 值得关注的是,约定交易操纵在处罚案件中的数量极少,⁽⁹⁾ 《操纵指引》列举的蛊惑交易操纵则暂无行政处罚的先例。

从证监会处罚案件中操纵行为发生所处的年代来看(见图 2),2005 年之前的操纵多为连续交易和洗售交易,此二种手段也是当时坐庄的主要手法。在证监会持续多年的执法行动压力下,以“庄股”为特征的操纵行为在证券市场上本来已经逐渐式微,⁽¹⁰⁾ 但 2009 年以来的“短线操纵”模式兴起之际,该类手法又有所翻新抬头。⁽¹¹⁾ 而 2007 年《操纵指引》颁布之后,虚假申报、抢帽子交易和特定期间的价格操纵等新型操纵手段开始走向前台,处罚案件数增多,总量接近于同期连续交易和洗售交易操纵案件数,这些案件目前全部依据《证券法》第 77 条第四款“其他操纵市场的行为”处罚。该条第一至三款规定项下的处罚案件日趋减少,而适用第四款兜底条款的处罚案件逐渐增多,显示现行法律条文的规定已有某种“落伍”的迹象。在此方面,《证券法修订草案》将虚假申报撤单、抢帽子交易甚至证监会尚未处罚过的蛊惑交易操纵均明确列举为禁止的操纵手段,并授权国务院证券监督管理机构认定其他操纵手段,⁽¹²⁾ 不仅具有前瞻性,还及时呼应了执法实践的发展,值得肯定。

(5) 参见白建军《证监会 60 个处罚决定的实证评析》,《法学》1999 年第 11 期,第 56 页。

(6) 参见邢会强《中国证券市场二十年违法行为之变迁——基于中国证监会 577 份行政处罚决定书的实证分析》,《证券法律评论》,中国法制出版社 2015 年版,第 254 - 267 页。

(7) 如连续交易操纵样本案件中的 63.8% 伴随有洗售交易操纵,占全部样本案件的 44.8%。

(8) 鉴于尾市交易操纵及案件中出现的“操纵开盘价(收盘价)”行为实质乃为通过拉抬、打压或锁定手段影响相关证券在特定时间的参考价格或者结算价格或者参考价值,本文均纳入“特定期间的价格操纵”类型进行统计分析。

(9) 人保上证案(证监查字[1998]52号),以及刑事案件中的中科创业案(北京市第二中级人民法院[2002]二中刑初字第 541 号刑事判决书),虽描述了约定交易操纵的手段,但未明确以该条款定罪处罚。

(10) 坐庄的特征主要是“长线集中操纵模式”,行为人利用巨额资金、高比例持股优势,长期控制上市公司流通股的大部分交易,对一只证券进行长期集中炒作,从而操控证券价格。

(11) 鉴于“短线操纵”行为仅是在特定时间内综合采用了多种现行的操纵手段叠加的效果,并非创造了新的操纵违法行为模式,本文将其纳入连续交易操纵手段分析。

(12) 《证券法修订草案》第 94 条“禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量:……(四) 不以成交为目的的频繁申报和撤销申报;(五) 利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者进行证券交易;(六) 对证券及其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;(七) 国务院证券监督管理机构认定的其他手段。”

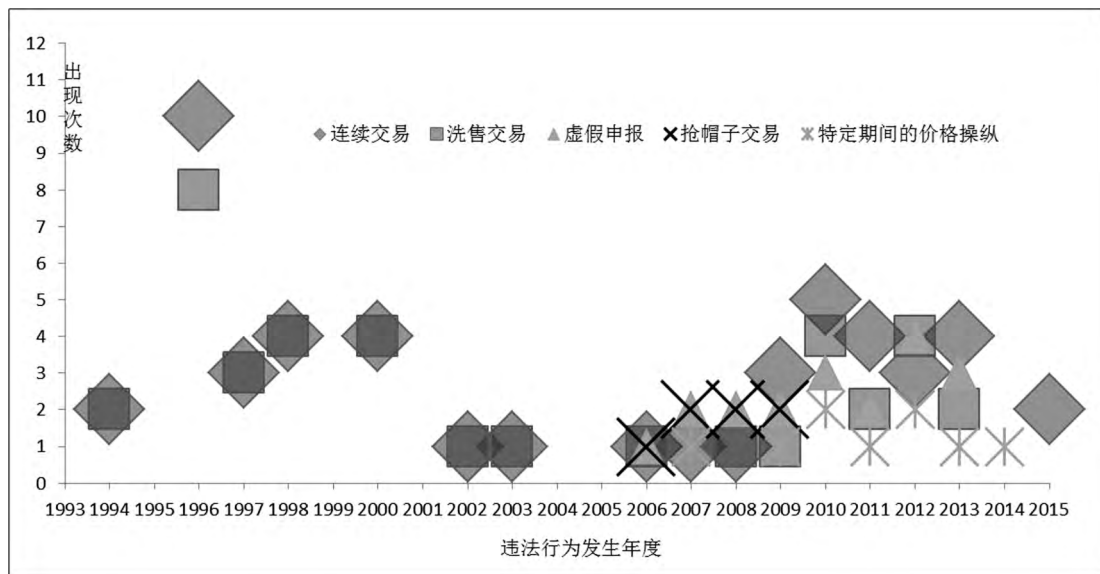


图2 处罚案件涉及的操纵手段类型及发生年度

三、操纵市场的具体类型研究

根据行为人借助的资源和使用的手段不同,操纵证券市场行为大致可分为三种类型:⁽¹³⁾ 交易型 (trading-based) 操纵主要依赖异常的证券买卖行为,如连续交易、约定交易、洗售交易、虚假申报等;信息型 (information-based) 操纵主要借助传播、散布与证券市场价格变动相关的各种信息,如抢帽子交易、蛊惑交易;行为型 (action-based) 操纵则力图改变上市公司资产状况和可见的投资价值,如公司不当管理。⁽¹⁴⁾ 虽然行政执法实践也开始关注跨市场、利用程序化交易或市值管理名义进行的信息型或行为型操纵手段,⁽¹⁵⁾ 但从证监会的现有行政处罚案例来看,国内市场上的操纵手段仍以交易型为主。

(一) 连续交易操纵

从1997年《刑法》设立操纵罪名以来,《刑法》以及《证券法》关于连续交易操纵的规定基本未变,即集中资金、持股优势或利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或证券交易量。但对于资金、持股、信息等“优势”的类型及“集中”、“利用”状态的认定,操纵作用下证券交易“价”和证券交易“量”二者之间关系的理解,以及操纵行为人是否必须具备某种主观意图及该种意图的认定问题,《刑法》、《证券法》及《追诉标准二》并未给以明确规定,《操纵指引》虽试图进行细化解释,但还需要通过实践案例进行研究把握。除少量样本的处罚决定书略去了对于操纵行为的事实描述外,多数决定书均有对连续交易操纵行为的具体说明,为研究该类操纵的认定思路提供了详实的资料。

1. 集中资金、持股或利用信息优势

(1) 各种优势的认定

《操纵指引》第17至19条首次将“资金优势”、“持股优势”和“信息优势”做了具体解

(13) 证券法研究专家 Allen 和 Gale 最早在 1992 年提出操纵证券市场行为的三种分类, See Allen, Franklin and Douglas Gale, *Stock - Price Manipulation*, Review of Financial Studies, 1992, Vol5, pp. 503 - 529.

(14) 参见马江河 《美国证券市场操纵认定标准研究》,《证券市场导报》2005 年第 8 期,第 53 页。

(15) 证监会 《证监会 2015 年上半年稽查执法综述》,2015 年 7 月 24 日, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150724_281439.html, 2015 年 8 月 14 日访问。

释。从样本案例看，除渤海集团案等5起1998年之前的案件曾采用“动用资金量”指标外，证监会多通过买入卖出成交金额、个人成交量占市场比值等指标来认定“资金优势”，且各项指标的列举日益细致具体。⁽¹⁶⁾ 相比之下，讨论“持股优势”的案例较少，认定指标主要是行为人账户（组）持仓量占相关公司流通股的比值。⁽¹⁷⁾ 虽然证监会在行政处罚实践中极少认定利用“信息优势”操纵市场，⁽¹⁸⁾ 在早期的操纵市场刑事案件中确有涉及，⁽¹⁹⁾ 《追诉标准二》第39条（六）项也禁止“上市公司及其董事、监事、高级管理人员、实际控制人、控股股东或者其他关联人单独或者合谋，利用信息优势，操纵该公司证券交易价格或者证券交易量”，但尚无充足案例可以验证《操纵指引》对于此种操纵行为的认定思路。

此外，《证券法》虽仅明确资金、持股、信息三类连续交易操纵所依托的优势，但早期的《禁止欺诈办法》第8条（六）项禁止“利用职务便利，人为地压低或者抬高证券价格”进行操纵，处罚案例中出现行为人利用个人影响力在博客上发表文章，推荐股票并配合连续交易操纵的情形，⁽²⁰⁾ 域外还有通过程序化交易、算法交易和高频交易等“技术优势手段”进行操纵的案例。⁽²¹⁾

由于连续交易与基于真实投资目的的短线买卖或者以博取短线差价为目的的投机行为之间的界限不甚清晰，⁽²²⁾ 买卖行为在时间上具有连续性和持续性只是外在表现形式，具有某种优势本身并不必然说明连续交易操纵行为的违法性。有观点认为，包括操纵市场在内的证券欺诈犯罪是一种滥用资源优势而损害他人利益、破坏市场秩序的行为。⁽²³⁾ 但该种观点未进一步明确何为“滥用”资源优势，以及据此认定与操纵证券交易价格或交易量的内在逻辑关系。

本文认为，连续交易操纵之所以具有违法性，关键不在于涉及哪种优势，而在于行为是否反映了操纵的本质，⁽²⁴⁾ 即借助资源优势而连续买卖的外在形式背后，是否具有制造证券交易活跃的假象或诱使他人跟风买卖证券的主观动因。

（2）“集中”和“利用”优势的认定

从《证券法》的规定看，连续交易操纵还有“集中”资金和持股优势，或“利用”信息优势的特征。在证券市场上，借用合法或非法的方式实现资金、信息、持股、经营决策权等资源优势，并在此基础上进行不公平的交易行为，是行为人进行证券欺诈并牟取利益的惯用方式。值得研究的是，“集中”和“利用”本身是否反映了操纵的欺诈本质？

从语义分析，“集中”乃把分散的人、物或事集合在一起，由于操纵行为人在集中交易市场

(16)如王建森案（证监罚字[2013]40号），逐日描述了特定时段买、卖申报和成交量占当日该账户及同期市场总量的比值，且合计的买、卖申报量和成交量排名多次占据市场第一，认定其利用资金的情形更为具体。

(17)如北方证券案（证监禁入字[2007]7号），涉案账户组在统计期间的持股量超过流通股20%、30%、50%等不同比例的天数及占总交易天数的比值，以及持股量达到最高值的状态等事实，是处罚决定书认定其“持股优势”的依据。

(18)陈宏庆案（证监罚字[2015]43号），首次认定新三板挂牌公司董事长利用其掌握的公司所有股东持股情况这一信息优势及持股优势进行连续交易操纵。

(19)如中科创业案，法院认为被告通过收购上市公司法人股，控制董事会，利用股东优势、董事会决议发布新投资方案、资产重组、股权转让等利好消息，影响和操纵中科创业股票价格的情况。

(20)袁郑健案（证监罚字[2011]42号）。

(21)李小晓《美国法院判决首例高频交易“幌骗罪”》，<http://finance.caixin.com/2015-11-08/100871732.html>，2015年12月3日访问。

(22)参见汤欣《操纵市场行为的界定与〈证券法〉的修改建议》，《中国金融》2004年第19期，第43页。

(23)参见白建军《资源优势的滥用与证券犯罪》，《法学》1996年第3期，第31页；另参见邢颖《禁止证券欺诈法律问题研究》，中国政法大学2001年博士学位论文，第18页。

(24)关于操纵的本质存在多种见解。相关讨论参见朱亚芬《操纵市场行为的法律规制财经问题研究》，《财经问题研究》2003年第9期，第93页；符启林《证券法学》，中国金融出版社2003年版，第169页；傅卞强《论操纵市场行为的性质与定位》，《云南行政学院学报》2003年第4期，第122页。

中的单笔委托申报受到买卖价格、数量的限制及自身资金规模约束,⁽²⁵⁾ 不得不逐次进行交易, 或者行为人为隐蔽持股行为而使用多个证券账户分仓交易,⁽²⁶⁾ 必然呈现反复、多次的买入卖出申报, 甚至进行成百上千笔交易, 使有限的股票和资金发挥规模效应。但尤其在投机氛围浓厚的中国证券市场上, 投资者也可能因真实交易的目的而需要进行大笔的反复买卖,⁽²⁷⁾ “集中”的中性词义, 并不足以反映出相关行为合法与违法的边界。从实践案例来看, 证监会处罚决定书在描述连续交易操纵行为时虽间或提及“集中巨额资金”、“大量买入”等词句, 但无从得知“集中”和“利用”在操纵市场中的具体表现形式。

有观点认为, 集中资金优势是指集中了大量的资金入市, 通过一定的技术操作, 制造虚假的交易量, 或者直接影响证券价格; 集中持股优势, 是指行为人同时大量抛售自己所持有的股票或其他证券, 造成其价格的下跌。⁽²⁸⁾ 这种见解关注到了“集中”与制造虚假交易量或大量抛售打压股价的异常行为的关联性, 但并未进一步从“集中”的内涵来阐述操纵证券交易价格或交易量的违法行为本质。

同样, “利用”虽有借助外物以达到某种目的的含义, 但利用信息优势也未突出违法行为的特征。内幕信息知情人员同样具有信息优势, 其利用内幕信息的敏感性而抢先交易牟利, 往往被认定为内幕交易。如不对两种“利用”的情形加以区分, 则内幕交易与利用信息优势的连续交易操纵行为两者之间难以区分把握。⁽²⁹⁾ 因而, “利用信息优势”并不等同于知悉信息并交易, 还应包括为了达成操纵目的而主动制造、发布重大信息的行为, 而此种主观方面的动因实际体现了操纵行为所具有的诱使他人跟风交易的欺诈性。

因此, 仅从“集中”、“利用”的文义及实践案例的运用, 还无法准确识别操纵的欺诈本质并以此来区分连续交易操纵与合法投资或投机行为的界限。

2. “操纵”的认定

正因为“集中”、“利用”等词义并未直接显现连续交易操纵的违法特征, 而连续买卖本身又不具有违法性, 焦点往往又回到证监会对“操纵证券交易价格或交易量”这一要素的分析。

从现有的行政处罚案例样本看, 证监会认定“操纵”有两种路径:

第一, 大部分案例都是在认定行为人具有资源优势的基础上, 将特定指标具体化, 并认为这些优势指标体现了连续交易操纵的实质特征。⁽³⁰⁾ 可见, 证监会在该类案件中, 主要通过观察行为人申报价格是否明显偏离于市场正常供需所反映的价格, 来认定其连续大额的买卖并非一般投资者的合理交易行为, 而是人为地拉抬或打压价格。

有观点认为, 证监会案例中所描述的这种“连续以高价买入或低价卖出”并非连续交易操纵行为的必要特征, 股价可以在行为人不提高委托价格的情形下被炒高, 追随以前的市场价格增加买申报, 也能促成价格上扬, 因此在认定违法行为时并无必要证明行为人以高于市价的价格进行买入委托。⁽³¹⁾ 从已有处罚案例看, 市价委托的情形极少被认定为连续交易操纵, 且此种情形

(25)如《上海证券交易所交易规则》(2013年10月18日修订)第3.4.9款“股票、基金、权证交易单笔申报最大数量应当不超过100万股(份)”。

(26)早期的坐庄操纵市场案件行为人多使用大量他人证券账户交易, 如广发证券案(证监查字[1997]16号), 即以153个人名义开设自营账户交易南油物业股票。

(27)参见高海涛《指数型基金调仓交易引发尾市异动的分析与思考》,《证券法苑》2014年第2期,第11页。

(28)参见刘为民主编《商事案例分析》,中国政法大学出版社2012年版,第278页。

(29)参见叶林《证券法》,中国人民大学出版社2013年版,第229页。

(30)如吕小奇案(证监沪字[2014]2号),行为人“在盘中多次以明显高出前一刻成交价格的委托价格大量买入天伦置业股票,推高股票价格,随即反向卖出部分持有股票”;陈国生案(证监罚字[2011]10号),则描述了这种“以比市场最后一笔成交价高几个价位的少量申报买入并成交”的高价委托操纵手法。

(31)参见于莹《论以连续交易的方式操纵证券市场价格罪》,《法学家》2002年第6期,第83页。

在实务中较难与基于真实需求的集中买卖相区分，易将合理的投资与操纵行为混淆。本文认为，从普遍的经验法则看，高买低卖模式背后的欺诈性的确更为明显，但毕竟高买低卖模式仅仅反映了基于资金或持股优势而为之的操纵特征之一，而连续交易操纵能够实现“制造交易活跃的假象”的途径并非仅有这一种模式，如利用信息优势的操纵手段显然可通过先买入股票、制造发布利好消息诱导投资者跟风买入推高价格、待股价上涨卖出获利，并不需要通过高价买入的方式来拉抬股价。正因为现行法规对于操纵的欺诈本质并未阐明，执法实践才会把“高买或低卖”作为在认定连续交易操纵时相对稳妥的核心指标。

第二，另一种案例则不纠缠于技术指标中的操纵特征，转而判断行为人是否具有操纵的主观意图，从而认定行为具有“操纵”证券交易价格或交易量的效果。证监会在恒逸集团案中认为“动用3000万元巨资集中买入恒逸石化的行为”目的是维持、拉抬“恒逸石化”股价，^[32]帮助实现公司拟定的定向增发计划，因此主观上操纵“恒逸石化”交易价格的意图明显。虽然本案中行为人的交易金额、持股比例、对市场价格影响的统计结果等交易指标均处于较低水平，相关交易委托均为真实委托，但仍被认定为集中资金优势的连续交易操纵行为。

比较上述两种路径，前者侧重于从具体指标来推定行为的操纵意图，后者则从抽象的动机、目的来认定行为的操纵意图。前者更为具体形象，但拘泥于若干特定指标会使得违法行为的认定范围相对狭窄；后者虽然主观，但可以跳出指标的束缚而使得认定具有灵活性。但无论哪种路径，均暗含了对操纵行为的主观要素的把握，操纵的欺诈性虽然可从行为外观把握，但本质上仍需观察行为人是否具有可归责的主观意图，否则极易混淆合法的投资与具有违法性质的操纵行为。

3. 短线操纵的认定

短线操纵不同于传统坐庄操纵，行为人以资金优势在较短时期内操作影响一只或几只证券的价格，快进快出，将股价迅速推高甚至封于涨停，在第二日或较短时期内反向卖出，以赚取短线差价。从证监会行政处罚的案例看，短线操纵具有综合性特点，行为人多同时采用拉抬或打压、虚假申报、封涨停申报、尾市交易、操纵开盘价或收盘价等手段。在一些短线操纵特征明显的案件中，行为人在几十分钟甚至几分钟内，在连续交易过程中，同时出现了倒拉抬、虚假申报、影响开盘价、尾市封涨停等情形，借股价的短期波动反向交易牟利。

随着市场迅速发展、监管不断加强，操纵行为的短线化趋势越来越突出，监管机构逐渐形成了认定“短线操纵”的思路，甚至将其定义为一种新型的操纵手法。但目前无论国内还是域外可知的法律规则体系，均未将短线操纵认定为一类独立的操纵类型，而仅是对短线操纵涉及的某些具体情形和手段作出规定，根据行为的具体性质、特定的手段和市场影响将操纵行为细分，纳入不同的规制体系。^[33]短线操纵相比传统操纵手段，与正常投资、投机行为更难区分，操纵意图及价量影响的证明标准更加复杂。现有证监会案例仅是笼统认定为“以其他手段操纵证券市场”，并未在处罚决定书中明确其特征和属性。对短线操纵的连续处罚，反映了监管机构对操纵市场行为认识的发展，立法、司法和学理有必要积极跟进研究，推动对操纵行为违法性认识的不断深化。

(二) 约定交易与洗售交易操纵

《证券法》和《刑法》关于约定交易和洗售交易操纵行为模式的规定基本相似，即按事先约

[32]浙江恒逸集团案（证监罚字[2014]41号）。另如薛黎明案（证监罚字[2015]98号），认为行为人所发送的交易指令信中“须收在8元以上”等内容已经表明其有明显的股价操纵意图。

[33]参见蔡奕《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析——海外经验与比较借鉴》，《金融服务法评论》第二卷，法律出版社2011年版，第390页。

定的时间、价格和方式相互进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量。虽然洗售交易操纵条文使用了“在自己实际控制的账户之间进行的证券交易”，但在集中竞价交易市场，若要证券在自己控制的账户之间实现交易，必须保证价格相近、方向相反。因此，约定交易与洗售交易操纵之间的主要实质性区别即在于：操纵行为是单一主体还是多个合谋主体。

1. 行为的违法性

约定交易和洗售交易行为模式相对简单，无论是相互串通进行证券交易，还是以自己为交易对象连续进行自买自卖，行为均明显有别于合法的证券投资，可以推定其“具有不当控制该种证券交易价格的意图”^{〔34〕}。美国、日本等国家法律将这种欺诈意图的结果认定为“产生不真实或足以令人误解的证券交易处于活跃状态，足以致使或者诱导他人误解证券交易状况”。^{〔35〕}我国证券法律虽未对此主观意图予以明确规定，但证监会的行政处罚案例是否事实上表述了类似的逻辑则值得分析。

涉及该类操纵的多数案例仅提及行为人利用不同账户作价格、数量相近，方向相反的交易，并未阐述异常交易的违法性实质。但也有案例描述了行为人采用先高价申报卖出、再高价申报买入相对成交的交易方式。^{〔36〕}行为人以明显高于市场价格的卖委托申报，既没有被其他投资者的买委托申报撮合成交的风险，又具有时间优先的优势，待其再以同样的高价买申报时，则能优先与之前的高价卖申报撮合成交，从而最大程度地保证在自己控制的账户之间实现高价成交，使得瞬间市场成交价受到影响甚而大幅上涨，这种高价申报一定程度上反映了行为人影响证券交易价格的意图。值得注意的是，证监会在部分案件中还明确指出这种异常的交易方式“形成虚假交易量，造成买卖活跃的假象，引诱他人买卖”，^{〔37〕}“将股票价格一直维持在较高价位上”^{〔38〕}“制造成交活跃的假象”。^{〔39〕}可见，证监会在处罚这种操纵行为时，同样认为行为人具有制造交易活跃假象诱导他人买卖证券的欺诈意图和客观效果，秉持了与域外法律相近的立场。只是在样本案例中，证监会并未将这种违法性要素作为构成要件予以充分论证，亦有学者认为这种行为的操纵意图显而易见，无需再行证明。^{〔40〕}

2. “影响”证券交易价量的含义

从《证券法》条文表述看，连续交易与约定交易、洗售交易操纵存在“操纵”证券交易价量与“影响”证券交易价量的区别。实践中有观点认为，“影响”仅指行为人的行为客观上影响证券交易价格或交易量，“操纵”则不仅有客观上的影响，而且指行为人主观上有操纵证券市场的故意。但《操纵指引》有意模糊了可能的区别，对操纵行为的定义以及对各种操纵手段构成要件的规定均统一使用“影响”证券交易价格或者证券交易量的表述。

本文认为，一方面，立法上区别“操纵”和“影响”证券交易价量的不同用词，说明在行为人主观恶性程度及证明责任分担的解释上应当存在差别。约定交易以行为人串通为前提，洗售是缺乏合理性的交易，两种行为均较为清晰地体现了行为人的欺诈意图。但连续交易操纵因其交易形式与合法投资（投机）不易区分，主观恶性要小于约定交易和洗售交易操纵，监管机构在行政处罚案例中需要承担更高的证明责任来确认行为人的主观意图。另一方面，连续交易与约定交易、洗售交易操纵在导致证券交易价量异动的因果关系强度上存在差异。操纵行为是致使证券

〔34〕前引〔22〕，汤欣文，第43页。

〔35〕前引〔1〕，吴波文，第38页。

〔36〕如林忠案（证监罚字〔2010〕26号），李国东案（证监罚字〔2014〕78号）。

〔37〕柳宏案（证监罚字〔2013〕73号）。

〔38〕南方证券案（证监罚字〔1999〕28号）。

〔39〕西安航标案（证监罚字〔2000〕53号）。

〔40〕参见前引〔22〕，汤欣文，第43页。

交易价格（交易量）异常或形成虚拟的价格（交易量）水平的重要原因，因果关系越直接、越紧密，行为的危害性越大，也更容易证明操纵行为破坏了证券市场正常的交易秩序。监管机构在评价这两类操纵行为对交易秩序侵害的严重程度时标准明显不同，如《追诉标准二》第39条要求连续交易操纵需在涉案证券连续二十个交易日内买卖股份数累计达到同期总成交量的30%以上，而约定交易、洗售交易操纵的同一追诉指标仅需达到20%以上。证监会处罚的样本案件中，连续交易操纵的成交量占比数据同样也高于洗售交易操纵。⁽⁴¹⁾ 交易量指标越高，越容易证明异常交易行为对证券交易价量变动的影响力。因为约定交易、洗售交易操纵的主观恶性更为明显，“影响”标准意味着监管机构（控方）可以采取相比连续交易操纵较低的客观危害标准来追究法律责任。监管机构（控方）认定约定交易、洗售交易操纵时采用比连续交易操纵较低的影响力指标，说明前者对证券交易价格形成机制更具有破坏力，对证券交易价量的影响力更明显，社会危害性更大。

从样本案例来看，相关行政处罚决定书通常会统计洗售交易的天数占比、⁽⁴²⁾ 对倒量占同期市场总成交量的比值，⁽⁴³⁾ 试图通过证明操纵行为人的影响能力来推定其行为对证券交易价量实施了影响效果。虽然《追诉标准二》对于约定交易、洗售操纵均以连续二十个交易日内异常交易的成交量累计达到该证券同期总成交量20%以上作为刑事追诉的标准，但证监会行政处罚案例并未凸显出其认定的统一量化指标。⁽⁴⁴⁾ 证监会还在部分案例中同时关注了洗售交易操纵期间股价涨幅及与同行业指数偏离度等指标，⁽⁴⁵⁾ 似乎股价偏离度越大，操纵行为对证券交易价量的影响越明显，但证监会并未通过论证分析来建立操纵行为与价格变动结果之间的关联性。

显然，操纵行为是否具有影响证券交易价格或交易量的能力、价量变动的结果与操纵行为的因果关系均是认定“影响证券交易价格或交易量”的核心因素，但证监会的处罚案例还只是从各种客观要素的量化指标比较，来笼统地证明这一结论，尚未从客观行为到主观意志的整体观察来论证操纵行为的欺诈性。

（三）虚假申报操纵

虚假申报操纵又称为欺骗型订单操纵（spoofing order），各主要证券市场都开始禁止。⁽⁴⁶⁾ 我国法律虽未明文定义虚假申报操纵，但证监会自2007年处罚周建明案以来，已依据《证券法》第77条第四款“以其他手段操纵证券市场”处罚了一批虚假申报操纵案件。《追诉标准二》也明确了该种操纵手段的追诉条件，⁽⁴⁷⁾ 但目前尚无刑事定罪的案件。

1. 频繁申报撤单的行为模式

《操纵指引》将虚假申报操纵中的频繁申报撤单行为概括为同一交易日、在同一证券的有效竞价范围内，按照同一买卖方向，连续、交替进行3次以上的申报和撤销申报行为。从证监会的

(41)如柳宏案（证监罚字〔2013〕73号），行为人在操纵期间买入“捷成股份”占市场同期买入量的21.19%，单日买入量占该股市场交易量最大达到55.99%，而洗售（对倒）交易量占同日“捷成股份”市场总成交量的比例在5%—10%之间，二者分别被认定构成连续交易操纵和洗售交易操纵。

(42)如兴安证券操纵案（证监禁入字〔2007〕11号）、唐汉博操纵案（证监罚字〔2014〕54号）。

(43)如方圆投资操纵案（证监罚字〔2008〕27号）、崔峻山操纵案（证监罚字〔2009〕5号）。

(44)如柳宏案（证监罚字〔2013〕73号），行为人的日对倒量占同日市场总成交量的比例主要在5%至10%区间，方圆投资案（证监罚字〔2008〕27号）的同类指标数值主要在10%以上，崔峻山案（证监禁入字〔2009〕5号）的同类指标数值主要在30%以上。证监会均按照洗售交易操纵进行了认定处罚，但并未阐明为何不同量级的影响力指标，同样可以认定其影响了证券交易价量。

(45)柳宏案（证监罚字〔2013〕73号）。

(46)参见孔东民、王茂斌、赵婧《订单型操纵的新发展及监管》，《证券市场导报》2011年第1期，第16页。

(47)《追诉标准二》第39条：“（五）单独或者合谋，当日连续申报买入或者卖出同一证券、期货合约并在成交前撤回申报，撤回申报量占当日该种证券总申报量或者该种期货合约总申报量百分之五十以上的”。

行政处罚案例来看,早期的虚假申报撤单操纵案件主要发生在盘中连续竞价阶段。⁽⁴⁸⁾近期的案件中,行为人还采用“在每日集合竞价阶段,于可申报可撤单期间申报买入相关股票后撤单,于可申报不可撤单期间以低于之前申报买入价格申报卖出”的操纵手法。⁽⁴⁹⁾

这种短时间内进行频繁的虚假买入申报,可以造成涉案股票申买委托量在短期内迅速放大、买盘汹涌的假象,从而影响其他投资者对该股票供求和价格走势的判断,诱导其跟进买入,逐步推高股价。⁽⁵⁰⁾可见,虚假申报撤单期间,其他投资者的交易行为受到了明显影响。证监会因此也认定其误导了其他投资者对股票供求关系的判断,影响股票交易量和开盘价。

2. 不以成交为目的

虚假申报操纵行为人并非真实的希望自己的申报在市场成交,同时为利用有限的资金实现最大的申报效果,需及时将原委托申报撤回以释放资金。《操纵指引》虽未明确“不以成交为目的”的认定方式,但对“频繁”申报撤单的要求,使得撤单成为判断不以成交为目的的首要标准。而正常的投资行为可能因为先前的委托价格不具有优势而撤回申报,或委托后改变投资决策而申请撤回原申报,也具有频繁撤单的表象。为避免打击合法的投资行为,可以观察到证监会在行政处罚时正在丰富认定“不以成交为目的”的思路。

(1) 撤单的频繁度。从张建雄案开始,证监会开始统计账户组从买入申报到撤销委托的间隔时间,似乎倾向于认为买入申报驻留时间越短,申报越频繁,委托申报就越不具有真实的交易目的。但“频繁”只是体现交易行为非真实性的表象之一,硬性规定一个数字标准来衡量“频繁”并不科学。从已处罚案件看,并未刻意强调次数标准,而是结合当时证券品种的交易活跃程度和市场行情走势判定。

(2) 堆单行为的异常性。行为人在明知委托申报不可能成交的情形下(特别是堆单封涨停时),即使不撤单也不会影响到其“不成交”的目的实现。股票已涨停、市场及涉案账户本身已有大量未成交买申报、买入申报明显无法成交的情况下,行为人仍继续“以涨停价大量申报买入堆单”,使得涨停价位买委托量急剧放量,将该股股价锁定在涨停价位,导致该股始终维持涨停价位至当日收盘,误导其他投资者对股票走势的判断,为其下一交易日出货牟利创造条件。⁽⁵¹⁾对这种堆单行为违法性的认定,也意味着证监会打破了《操纵指引》、《追诉标准二》以撤销申报为必要条件的固有思路。

(3) 申报价格和数量的异常性。比较常见的是低档位申报撤单。账户组为了避免买委托成交,故意以略低于市场成交价的价格申报,按照“价格优先”的规则,其申报的价格在即时行情系统所处的档位较低,既不会立刻成交,又明显增加了相应档位的委托数量,致使投资者以为市场买入需求放大,但其随后即撤销申报。⁽⁵²⁾这种低档位申报明显不同于普通投资者真实的买入需求,相比一般撤单行为更加凸显不以成交为目的的意图。

综上所述,虚假申报操纵通过不以成交为目的的频繁申报,以制造虚假的市场供求信息,误导其他投资者交易。尽管该种操纵行为对市场价格和流动性仅有短暂的影响,随着虚假申报的停

(48)如周建明案(证监罚字[2007]35号),行为人通过短时间内多次申报,委托价格逐步提高,迅速撤单后再以稍低价格择机申报卖出。类似的手法还有王国斌案(证监罚字[2012]28号)。

(49)苏颜翔案(证监罚字[2014]12号)。

(50)如徐国新案(证监罚字[2011]18号),在行为人账户组申报撤单期间,其他投资者买入申报总量和涨停价买入申报总量分别上涨了174.42%和148.33%。而当账户组最后1笔撤单后,虽然虚拟成交价格有所下降,但其他投资者买入申报总量和涨停价买入申报总量仍持续增加,增加幅度分别为36.41%和51.55%。

(51)如徐国新案(证监罚字[2011]18号)、沈昌宇案(证监罚字[2010]31号)、莫建军案(证监罚字[2009]43号)、王建森案(证监罚字[2013]40号)等。

(52)卢道军案(证监罚字[2009]37号)。

止,市场价格和流动性又大致会回到正常水平,^[53]但其仍能吸引其他投资人跟风交易,推动市场价格向预期方向波动,从而牟取非法利益。而证监会的行政处罚案例,在论证该种行为的违法性时,也明确指出了其与其他操纵行为所共有的制造交易活跃假象、诱导投资者跟风交易的欺诈本质。

(四) 抢帽子交易操纵

虽然理论学说仍在讨论“抢帽子交易”能否适用操纵条款定罪处罚,^[54]但事实上证监会自2007年以来已积累起一定数量的行政处罚认定案例,人民法院也已陆续做出了多起刑事定罪的判决。^[55]从《操纵指引》和《追诉标准二》有关条款看,抢帽子交易操纵行为模式十分清晰,只要行为人实施了先交易、再推荐、后反向交易的行为,且未公开其持股事实,即可初步认定为抢帽子操纵行为。但此中仍有三个问题值得讨论。

1. 特殊主体与荐股影响力

从《操纵指引》和《追诉标准二》的规定看,抢帽子交易操纵的行为主体为证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,证监会已处罚的抢帽子操纵案例中的违法主体,也多为证券投资咨询机构或证券公司具有证券投资咨询执业资格的从业人员(简称从业人员),在个别案例中还有专业机构或从业人员将其资质、名义出借给他人而被认定为共同实施了违法行为。^[56]因此,现行规范一般认为抢帽子操纵行为人仅限于列举的几类特殊身份主体。

但从几个较为特殊的样本案例看,证监会关注的并不仅限于抢帽子操纵行为主体的从业身份特征,而在于其推荐(买入)股票时对投资者交易决策的影响力。某些具有相当知名度和影响力的专业机构,通过公共媒体进行股票推荐活动,社会关注度高,更容易影响投资者的交易决策,实现诱使投资者跟进买入或卖出的效果。^[57]有的行为人仅在特定投资机构和个人客户范围内发送研究报告,但作为相关行业的首席分析师,其知名度、受认可度较高,且接受其推荐的机构客户从事的交易行为对于市场供需的影响力更强。^[58]虽然信息在特定群体的传播范围相比社会公共媒体略为狭窄,但其诱使投资者交易进而影响证券交易价量的效果可能更为明显,证监会同样认定了违法行为并给予处罚。

现行《证券法》第77条禁止的是一般主体即“任何人”操纵市场,对于行为人并未作出明确的身份限定。在投资者判断分析能力不足、跟风炒作投机性强、风险意识较弱的中国市场环境下,媒体记者、“炒股达人”、“知名投资家”或“股评家”等非专业机构从业人员,如能通过电视、电话或网络社交媒体等方式发表观点、意见来影响相当范围内投资者的决策,且同样使用先持股、后推荐再卖出的手法,也能实现诱骗投资者跟风交易的欺诈效果。值得关注的是,证监会也试图将这类具有一定民间影响力的非专业机构人士在连续交易过程中通过博客文章推荐股票的行为认定为操纵市场,^[59]但究竟其属于利用信息优势的连续交易操纵还是抢帽子交易操纵,

[53]参见前引[46]孔东民等文,第23页。

[54]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》,《中外法学》2013年第6期,第1178-1198页。

[55]汪建中案是首例因抢帽子操纵入罪的案例,参见北京市第二中级人民法院[2010]二中刑初字第1952号刑事判决书。陆续判决的还有余凯案等,参见周芬棉《余凯等操纵证券市场内幕披露》,《法制日报》2011年12月19日,第6版。

[56]如余凯案(证监罚字[2014]16号)、禧达丰公司案(证监罚字[2014]15号)。

[57]如武汉新兰德案(证监罚字[2008]44号),武汉新兰德公司与全国多家省级媒体合作,向社会公众提供咨询与荐股服务,其法定代表人朱汉东定期在“金融界”网站等媒体发表股评文章,具有证券投资咨询机构的专业优势及影响力,行为人利用武汉新兰德的股票推荐来影响公众投资者的投资判断,引起所推荐股票价格上涨,并通过反向交易牟取不当利益。类似的如汪建中案(证监罚字[2008]42号)等。

[58]叶志刚案(证监罚字[2012]2号)。

[59]如袁郑健案(证监罚字[2011]42号),证监会认为“在持有富临运业股票的情况下发表博客文章推荐富临运业股票。由于袁郑健连续交易数量较大……博客文章阅读次数较多……上述行为违反了《证券法》第七十七条关于禁止操纵股票价格的规定”。

仍可以进一步研究讨论。

简而言之，现行规范实质是将行为人的影响力简单等同于特定职业身份，即推定特殊身份主体推荐股票的行为当然对投资者决策具有影响力。这种认定思路的确减轻了监管机构对操纵主体荐股行为影响力的证明责任，但同时可能会使一部分行为人没有特殊主体身份的同质行为逃脱法律制裁。本文注意到，《证券法修订草案》已取消了这种对于从业身份的要求，转而强调有影响力的荐股行为与买卖牟利的联动关系。

2. 荐股信息的诱导性

抢帽子交易操纵依托于向投资者推荐买入卖出股票的信息，与利用信息优势连续交易操纵和蛊惑交易操纵存在相似之处，若要诱导投资者从事相应的证券交易行为，操纵主体所利用的信息应对投资者决策具有一定的影响力。

连续交易操纵所利用的信息多指能够对具有一般证券市场知识的理性投资者的投资决策产生影响的客观事实，操纵主体往往是上市公司内部人或相关信息的知情人，其获取或者了解重大信息更易、更早、更准确、更完整，但一般不主动加工、制造信息。此处的信息包括内幕信息、宏观信息和市场交易信息，信息内容的真假并不重要，关键在于信息的外部性质以及其直接或间接反映出来的上市公司内在价值对投资者决策具有显著或重大影响。⁽⁶⁰⁾ 蛊惑交易操纵所利用的信息是能够对证券市场上一般投资者的投资决策产生影响的不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息，操纵主体一般并无身份、地位或职权优势，此类信息主要由操纵主体自己编造散布，虽然事实上虚假，重大性程度也可能低于连续交易操纵行为所利用的信息，但多与市场投资者关注的焦点、热点题材紧密相连，一经公布传播，往往对投机炒作氛围浓厚的市场上的投资情绪具有直接影响。而抢帽子交易中的信息主要是行为人公开做出的对交易证券投资价值的主观评价、预测或者建议，这种主观评判既可能符合客观事实，也可能夸大其词，推荐信息之所以能被投资者接受认可，关键是操纵主体身份的影响力。

综上所述，从信息真实性的角度看，利用信息优势连续交易操纵和抢帽子交易操纵均不关注相关信息内容的真假，而蛊惑交易则以信息虚假为前提；从信息的来源看，抢帽子交易和蛊惑交易的信息由操纵主体自己制造，相当程度上带有主观色彩，而连续交易操纵利用的信息具有外部性。

3. 违法属性：未揭示利益冲突的欺诈

关于抢帽子交易的操纵属性，有观点认为是具有利益冲突信息披露义务的从业人员，通过未披露利益冲突的荐股信息，诱使投资者按照行为人的预期进行资产配置，（将此种行为）纳入操纵条款是为惩治专业机构及其从业人员隐瞒与投资者之间具有明显利益冲突的经济关系。⁽⁶¹⁾ 这种观点有可取之处，因为秘而不宣的利害关系会影响到荐股信息的质量及荐股行为的中立性，极易引发相关主体为牟取个人利益蓄意发表有偏向性的甚至完全虚假的分析评论并由此造成投资者损失。《操纵指引》关于行为人如能事先披露买卖证券计划则不构成抢帽子交易操纵的规定，⁽⁶²⁾ 也证明了抢帽子交易操纵的认定与相关的信息披露义务之间的内在关联。

在隐瞒持股信息的情况下先推荐再卖出的交易模式，反映出行为人意图通过推荐信息诱使投

(60) 中科创业案中，被告人吕新建通过控制上市公司直接发布利好信息的方式影响股票交易价格，被法院认定为利用信息优势进行连续交易操纵，但该案中的相关信息实为操纵主体所制造、控制，并不具有外来性特征，本文认为其更接近《追诉标准二》第39条（六）项“上市公司及其董事、监事、高级管理人员、实际控制人、控股股东或者其他关联人单独或者合谋，利用信息优势，操纵该公司证券交易价格或者证券交易量”的情形，但目前尚无直接适用该项定罪处罚的公开案例，其与利用信息优势连续交易操纵行为的辨析还需另文加以讨论。

(61) 参见谢杰《市场操纵犯罪的机理与规制——法律与经融分析》，华东政法大学2014年博士学位论文，第98-101页。

(62) 《操纵指引》第35条第二款“但上述机构及其人员依据有关法律、行政法规、规章或有关业务规则的规定，已经公开做出相关预告的，不视为抢帽子交易操纵”。这种豁免条款在《追诉标准二》和《证券法修订草案》中未见规定。

资者从事能引起其所期待的价格波动的交易行为，行为人为了实现其主观目的必然要隐瞒自身交易背后的利益冲突，这也是抢帽子交易的违法属性之所在。德国法院在首例抢帽子操纵案中指出，行为人发出投资建议，在于诱使其他市场参与者作出相应的交易行为，目的在于对行情造成影响，是以“其他欺诈行为”操纵市场。⁽⁶³⁾ 美国法认为这种未充分的披露利益冲突的交易触犯了证券交易法的“欺诈”条款，甚至不以荐股后的反向交易为必要。⁽⁶⁴⁾ 证监会在部分处罚案例中，也强调了抢帽子交易行为人主观上具有利用咨询推荐活动的影响力实施操纵证券市场行为的意图。⁽⁶⁵⁾ 在现行立法上没有一般性反欺诈条款制度的背景下，将这种隐瞒持股信息、先推荐再反向交易的交易模式认定为操纵市场，的确能够实现更为严厉的执法效果。但在没有直接证据表明行为人的操纵意图时，虽然抢帽子交易的行为模式明显不同于合法的投资咨询活动或正常投资者的交易行为，其在不同程度上存在着影响证券交易价量的主观意图或至少是放任不当荐股误导投资者的重大过失，但与连续交易、洗售交易操纵等力求控制证券交易价量的积极故意仍有明显区别，社会危害性相对较轻，在适用《证券法》第77条第4项追究行政责任甚至依据《刑法》第182条第4项追究其刑事责任时，应保持相对审慎的态度。

隐瞒利益冲突既是抢帽子交易的外在表现形式，更是其违法属性的核心特征。而信赖关系又成为认定利益冲突的前提基础。专业机构从业人员依法从事证券投资咨询服务，在荐股服务过程中与投资者形成了具有受托义务的信赖关系，因而负有避免利益冲突的信赖义务（fiduciary duty），应当如实地披露利益冲突信息，或至少不得利用信息不对称关系牟利。因此，现行规范及证监会处罚案例多将抢帽子交易操纵主体限定为这类具有明显信赖义务的专业机构及其从业人员。也有观点认为，新闻媒体记者与社会公众尚无法建立这种具有法律约束力的信赖义务关系，即使其实施的交易行为背后存在着某种利益冲突信息的隐瞒，也只是与其新闻执业准则存在冲突，仅须依据有关新闻媒体从业的禁止性规定给以处理，而不宜以操纵市场论处。⁽⁶⁶⁾ 但国外已有将新闻媒体记者纳入抢帽子操纵规范对象的案例，⁽⁶⁷⁾ 且美国也有认定实施抢帽子交易的专栏作者存在类似的准信赖义务而认定欺诈的案例。⁽⁶⁸⁾ 而我国《证券法》第78条对于各种媒介从业人员甚至其他人员都明确了真实客观传播证券市场信息的义务，证监会与国家新闻出版总署对新闻媒体记者报道证券市场信息也提出了具体的规范要求，⁽⁶⁹⁾ 说明该类主体在某种程度上对于社会受众也承担了防范利益冲突的准信赖义务。因而，抢帽子交易操纵规制主体扩展至新闻媒体从业人员，甚至有限度地扩展至其他具有类似信赖义务的荐股主体，与规制该类操纵行为的法理基础并不冲突。

（五）特定期间的价格操纵

1. 特定期间价格操纵的两种表现形式

短线操纵中常见的操纵证券开盘价、收盘价、尾市操纵等情形是特定期间价格操纵的表现形

(63) 参见高基生《德国最高法院“抢帽子交易”案的判决及其启示》，《证券市场导报》2006年9月，第61页。

(64) See Jill I. Gross, *Securities analysts' undisclosed conflicts of interest: unfair dealing or securities fraud?*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 631 2002, P675. 但本文认为，反向卖出是抢帽子交易的当然构成要件，否则难以说明其隐瞒利益冲突是为了影响证券交易价量而牟利的动机。

(65) 汪建中案（证监罚字[2008]42号）。

(66) 参见前引[1]，吴波文，第41页。

(67) 参见证监会行政处罚委员会编《证券行政处罚案例判解（第1辑）》，法律出版社2009年版，第36页。

(68) 美国第九巡回上诉法院在 *Zweig v. Hearst* 一案判决中认为专栏作者“买入、推荐、卖出”的交易模式构成欺诈，虽然本案中该作者对于报刊读者的义务并不是普通法上的信赖义务，但其地位类似于内幕人员（quasi-insider），参见 *Zweig v. Hearst*, 594 F. 2d 1261 (9th Cir. 1979)。

(69) 参见《新闻出版总署、中国证券监督管理委员会关于印发〈关于加强报刊传播证券期货信息管理工作的若干规定〉的通知》（新出联[2010]17号）。

式之一。证监会已处罚案例中的操纵收盘价，往往是为了诱骗投资者认为尾市阶段供需关系突然发生了变化，进而在第二天开盘时跟风交易，待价格发生有利变动时反向卖出获利。

更为重要的表现形式是，行为人在计算相关证券的参考价格（价值）或者结算价格的特定期间，通过拉抬、打压或锁定等综合手段，操纵证券交易价格或交易量，以便在参考价格或结算价格的有利变动中牟利。这种表现形式也是特定期间价格操纵能成为一种独立风格的操纵手段的主要因素。如证券的当日收盘价，是各种盘后场外交易、大宗交易、相关指数价格、上市公司市值、证券投资基金净值、下一交易日涨跌幅限制价格、并购重组和新股发行、配股派息的除权参考价的计算基础，⁽⁷⁰⁾ 可谓“一发牵动全身”，极易成为该类操纵行为人所瞩目的对象。⁽⁷¹⁾ 行为人实际利用了涨跌幅限制以前一日收盘价为计算基础的交易机制，通过尾市期间集中拉抬买入操纵收盘价的方式，锁定后续卖出证券的价格成本。此外，股东将持有的上市公司股份向信托公司质押融资时，多以一定期间的股票收盘价格折算平仓警戒线或平仓线标准，一旦股价跌至警戒线时，股东也可能以各种手段操纵标的证券收盘价格而解除融资违约爆仓风险。

2. 违法所得计算的难题

特定期间的价格操纵，直接目的是为了证券交易价格（价值）达到预期目标，进而在以该价格（价值）为参考价格的交易中牟利。正因为特定期间价格操纵行为人具有双重意图，实际是以操纵市场为手段去实现其他非法或合法的目的，认定违法行为后则进一步面临着违法所得计算范围的问题。在新理益集团案中，行为人通过人为拉高的收盘价而实现高价减持的获利实际为1642万元，但行为人前一日因操纵收盘价而高价买入的证券最后卖出亏损1122万元，证监会按照两种盈亏相抵的金额认定操纵市场违法所得数额。而在浙江恒逸集团案中，虽然行为人拉高股价实际亏损737万元，但如因此股价维持在增发价格之上而保证了定向增发的顺利完成，不仅难以衡量行为人因增发带来的股权增值收益与操纵市场行为的相关性，进而确定这部分收益情况，两种收益结果能否相抵无从定论。

随着金融衍生品市场的不断创新及场外市场的兴盛，越来越多的投资者并不直接通过集中交易市场证券获取价格差，而是通过与其关联的衍生品投资结构来对冲风险或套利。行为人通过各种手法恶意影响证券品种的交易结算价格，进而在与其结算价格联动的金融衍生产品交易中获取非法利益，其不仅诱骗了以该证券供需关系变化为决策依据的市场投资者，同时也欺诈了以该证券价格为基础价格的相关衍生品或场外金融产品的交易参与人，严重干扰了价格形成机制和交易市场秩序。在操纵市场手段复杂化、动机多元化的今天，这种手法不仅可能是未来特定时间价格操纵的主要形式，也是跨市场操纵演化的一种具体路径，此时如何综合认定行为人的违法所得将更为复杂，违法所得本质、外延及计算方法还有待深入研究。

（六）蛊惑交易操纵

蛊惑交易在我国早期的证券立法中曾以传播虚假信息的操纵手段被认定违法⁽⁷²⁾ 但后续规范的落脚点在于禁止证券经营机构损害客户利益的欺诈行为，对于发布虚假信息扰乱市场秩序的行为，出现了反操纵和反欺诈两种规制思路。⁽⁷³⁾ 虽然《操纵指引》明确了蛊惑交易操纵的构成

(70) 参见范利民、唐菁菁《收盘交易机制的国际比较：特点、趋势与启示》，《当代经济管理》2007年第6期，第118页。

(71) 如新理益集团案（证监罚字〔2011〕44号），行为人在下跌行情中以相对高价减持，在收市前十分钟内集中资金优势连续高价买入“京东方A”股票，致使尾市期间股价涨幅达5.72%，通过拉高收盘价使得第二日的跌幅限制价格（跌停价）上升了0.39元，从而在第二日以跌停价减持时多实现收益521万元。

(72) 《股票条例》第74条（三）项：“……或者以散布谣言等手段影响股票发行、交易的”；《禁止欺诈办法》第8条：“前条所称操纵市场行为包括：……（二）以散布谣言等手段影响证券发行、交易”；《操纵通知》第1条“8. 证券投资咨询机构及股评人士利用媒介及其他传播手段制造和传播虚假信息，扰乱市场正常运行”。

(73) 参见谢杰《操纵资本市场犯罪刑法规制研究》，上海人民出版社2013年版，第246页。

要件，但至今尚无据此认定操纵的行政处罚案例。加之《证券法》第78条又专款禁止编造传播虚假信息或在证券交易活动中作出虚假陈述、信息误导，有观点即认为该条实际是有关蛊惑交易操纵的规定。⁽⁷⁴⁾

实践中涉嫌蛊惑交易的行为也多以传播虚假信息行为进行认定。⁽⁷⁵⁾ 本文认为，这种法律适用值得商榷。首先，蛊惑交易与传播虚假信息两种行为的主体不同，《证券法》第78条约束的主体应限于传播媒介或国家工作人员等具有一定信息传播话语权的个人，但事实上蛊惑交易操纵为一般主体，任何单位和个人都可以利用便利的信息传播平台散布不实消息；其次，第78条是针对影响了证券市场秩序的结果来进行规制，而蛊惑交易则须有通过散布信息影响证券交易价格的主观意图，所以第78条应针对掌握传播话语权的特殊主体，系对其规定的特别谨慎义务；此外，第78条规制的传播虚假信息的主观意图可能并不在于影响特定股票价格，而蛊惑交易行为人的直接目的则在于通过编造传播虚假信息去影响特定股票价格，并借此价格波动获利。事实上，第78条规制下的行为人及其关联人根本不需要从事相关证券的交易活动即可能构成违法，而蛊惑交易行为人则必须进行了相关的交易活动。

四、结论和建议

根据本文的研究，证监会执法部门对操纵市场违法行为的认识仍在不断深化，通过对于行政处罚案例的研究可以大致体察其认知发展的脉络。本文建议证监会在行政处罚决定书中进一步加强对于操纵行为的构成要件事实要素的描述，减少对于交易行为细节和相关具体数据的罗列，同时突出对于相关行为违法性的论证，充实对行为人抗辩理由的针对性分析，形成明确、清晰的违法行为认定逻辑，推动操纵市场认定规则的成熟和确定。

通过案例研究发现，证监会在对于各类不同的操纵手段进行认定和处罚的过程中，根据执法政策、市场规律和监管经验形成了颇具特色的识别标准。特别是关于市场操纵的本质，即通过操纵行为制造交易活跃的假象及诱使投资者进行跟风交易的欺诈性，已在证监会查处的各类操纵案件中得以确认，并逐步体现为证监会认定处罚的基本态度。只是这种欺诈本质的具体表述、证明标准和证明路径，仍有待在未来的行政处罚说理中不断得到丰富和发展。

此外，案例研究也显示，对于操纵行为的主观意图要件构成及认定路径，操纵行为与内幕交易、虚假陈述等其他违法行为发生牵连竞合的认定处理规则，多种违法目的、多次操纵行为并存时的盈亏抵扣等违法所得问题，还需要专门进行讨论研究。学界宜改变目前以个别操纵手段为对象的研究思路，不断拓展制度整体研究的广度和深度。

责任编辑：王国柱

(74) 参见朱锦清《证券法学》，北京大学出版社2011年版，第222-223页。

(75) 如李定兴编造收购“苏三山”虚假信息案，以编造并传播证券交易虚假信息罪处罚，参见湖南省株洲县人民法院[1997]株法刑初字第230号刑事判决书。又如王之所案（证监罚字[2015]20号），行为人买入6万股“湖南发展”股票后，为使股价上涨而在互联网发帖编造并传播“湖南发展收购财富证券”的虚假信息，随后3个交易日“湖南发展”价格明显上涨，行为人趁机卖出股票获利，证监会只按照《证券法》第78条第一款处罚。