

市场操纵的规范解构和分析框架维度构建

张超,甘培忠

[摘要] 证券市场操纵是我国主要的证券违法行为,但有关市场操纵的整体分析框架和局部基础问题的理论研究进展缓慢,既有的理论突破也因为过于着重细微与个案,难以形成对监管具有指导作用的普适性认定标准。证券市场操纵的分析需要与证券欺诈区别开来,借助域外比较研究寻求与我国市场现实相匹配的制度设置。全球金融一体化进程和金融科技的发展给证券市场操纵者提供了新的市场操纵手段和套利空间,市场操纵的认定标准需要应势而变,更加深入关注市场操纵的违法性实质。现有的市场操纵分析框架强调对行政处罚案例中涉及的认定标准的优化与完善,采用了规则分析框架,但规则分析框架不能有效地就新型市场操纵行为、业务规则做出恰当的理论回应,需要在规则分析框架的基础上构建价值分析框架,二者共同作用,优化市场操纵行为的分析范式。

[关键词] 市场操纵; 证券欺诈; 监管挑战; 价值分析框架

[中图分类号] D922.28 [文献标识码] A [文章编号] 1000-5072(2019)09-0059-12

一、引言

证券市场操纵(以下简称“市场操纵”)作为证监会重点打击的证券违法行为,在金融全球化和科技演进的过程中产生异变,给投资者保护带来了新的挑战。证券市场操纵行为的存在可能与证券市场一样历史悠久,最早有关证券市场操纵的案例在拿破仑战争时期就已出现。^①市场操纵被认为是1929—1933年经济大萧条的主要肇因,并直接催生了美国证券法律的出台,^②间接影响了全球范围内的证券监管。然而,我国对证券市场操纵整体分析框架和局部基础问题研究进展却脱钩于该行为重大的市场影响和监管实践,市场操纵的定义分类、构成要素和认定标准等基本问题仍然

作者简介:张超,北京大学法学院博士生。甘培忠,北京大学法学院教授,博士生导师,中国商业法研究会会长。

① 第一个证券市场操纵的案例是英国王座法庭于1814年作出判决的Rex V. de Berenger案。Cochrane-Johnstone安排普鲁士人de Berenger散播关于反法联盟攻入巴黎的谣言,伦敦股票市场大涨,Cochrane借机与其同谋出售股票并获得巨大利益。伦敦证券交易所控诉Cochrane及其同谋无正当理由抬高证券价格,损害公众利益。参见:[美]路易斯·罗思·乔尔·塞里格曼著,张路等译《美国证券监管法基础》,北京:法律出版社2008年版,第800—801页。

② Daniel R. Fischel and David J. Ross, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?”, *Harvard Law Review*, Vol. 105, p. 503; William A. Jr. Roach, “Hedge Fund Regulation: What Side of the Hedges are You On”, *University of Memphis Law Review*, Vol. 40, No. 1, 2009, p. 178.

是域内外研究的重点和争议点。在规制主要的证券违法行为的相关法律法规中,有关市场操纵的规范性文件最为薄弱和模糊,相关的部门规章及以上效力的规范性文件仅有2007年证监会印发的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《认定指引》),^①法律法规的滞后与市场操纵危害程度和严重后果形成反差。^②近年来,跨市场操纵和利用程序化交易技术操纵市场等新型市场操纵手段不断涌现,《公司法》关于股份回购的修改也对市场操纵的理论研究和实践适配提出了全新且急迫的需求。本文以市场操纵的行为模式解构为逻辑起点,结合域内外市场操纵的条文和案例深入剖析,认为我国市场操纵的认定标准和分析框架需要维度创新。市场操纵的管制需要在维护证券市场提供真实价格和流动性的基本功能之上,思考市场操纵类别和认定标准优化的可能。

二、市场操纵的规范解构

(一) 市场操纵的法律条文辨析

市场操纵行为因其经济机制的复杂性、司法认定的困难性,至今尚无一种资本市场法律规范能够准确将其定义。^③对市场操纵进行一般性的概念定义面临着至少三方面的障碍:首先,主观动机判断困难。与虚假陈述和内幕交易等证券欺诈行为受到纯负面的价值评价不同,满足市场操纵行为认定标准的交易行为可能因主观动机的不同而被区别评价,具有欺诈动机的交易行为被认定为市场操纵,而具有正当动机的特定交易行为则为法律所认可,如为实现安定操作和股份回购时进行的交易行为。其次,客观形式日益复杂。市场操纵的行为模式会随着资本全球化、科技现代化的进程而情随事迁,如近年来日益增多的跨市场操纵和借助程序化交易手段操纵市场的行为。操纵市场行为表现为多种手段并行,给监管提出了新的挑战。^④再次,比例标准难以把握。市场操纵行为认定中的“优势”、“集中”等表述无法形成确切的法经济学认定标准,规范可能的操纵行为的成本与收益也难有可量化的衡平之法。虽然一般性的市场操纵定义困难,但通过比较域内外的法律文本和学理观点,能够形成对市场操纵行为的基本认知。

美国除了运用反欺诈条款管制市场操纵行为外,《1934年证券交易法》第9款对操纵证券价格进行了详细的规定,以下摘取相关条款最核心的禁止内容:第9(a)(1)禁止了具有误导性的洗售;第9(a)(2)主要禁止了为诱使他人买卖证券,抬升或打压证券价格,或形成交易的表面活跃;第9(a)(3)禁止为抬升或打压证券价格,不当地散布和传播信息;第9(a)(4)条禁止虚假或误导性的

① 关于内幕交易行政法规有《国务院办公厅转发证监会等部门关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》;部门规章有《中国证监会关于强化上市公司并购重组内幕交易防控相关问题与解答》、《基金管理公司开展投资、研究活动防控内幕交易指导意见》、《证券市场内幕交易行为认定指引(试行)》;司法解释有《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》,指导性案例有《最高人民法院发布内幕交易、泄露内幕信息犯罪典型案例》。关于虚假陈述的司法解释有《最高人民法院关于审理虚假陈述侵权纠纷案件适用法律若干问题的解释》、《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》、《最高人民法院关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件适用法律问题的通知》。

② 公开资料显示,证监会开出的罚单数额最大的三笔都是市场操纵案件,北八道集团涉嫌操纵市场案罚款56.7亿(2018)、鲜言操纵多伦股份案罚款34.7亿(2017)、中鑫富盈、吴峻乐操纵“特力A”案(2016)罚款11.1亿。徐翔市场操纵案罚款110亿,由于刑事案件审结,行政处罚没有执行。

③ Craig Pirrong, “Energy Market Manipulation: Definition, Diagnosis and Deterrence”, *Energy Law Journal*, Vol. 3, 2010, p. 31.

④ 郑佳宁《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》,《政法论丛》2016年第5期,第102页。

陈述,其中第9(a)(2)被视为《1934年证券交易法》的“心脏”。^①作为判例法国家,美国联邦法律对市场操纵的文本叙述较为简略,但司法实践给市场操纵的分析框架提供了大量基础材料。

2016年7月,欧盟《市场滥用规则》(Market Abuse Regulation, MAR)代替原有的《市场滥用指引》(Market Abuse Directive, MAD),并在2003年《内幕交易与市场操纵指令》的基础上进一步扩充了市场操纵的形式和类别。《市场滥用规则》第12条第1款规定操纵行为:制造或企图制造(likely to give)虚假或者误导性的信号,影响金融工具等产品的供求关系和价格;人为地或异常地维持或企图维持(secure)金融工具等产品的价格;影响或企图影响金融工具等产品的价格是一种欺诈;当传播者知道或者应当知道信息是虚假的情况下,通过互联网等媒体传播或企图传播谣言、虚假或者误导的信号,影响金融工具等产品的供求关系和价格。《市场滥用规则》第12条第2款规定操纵行为:一人或多人合作维持在金融工具等产品上优势持仓(dominant position),从而直接或间接地确定或企图确定买卖价格,以及制造或企图制造其他不公平的交易条件;在市场开盘或收盘时买卖金融工具,通过开盘价或收盘价,影响或可能影响投资者根据误导性的价格进行交易;通过电子方式、算法和高频交易策略等任何方式在交易场所下达、取消或修改订单,扰乱金融工具供求、价格或干扰他人发现真实市场价格;在没有以适当的方式向公众披露利益冲突的情形下,经常或偶尔地通过传统或电子媒体发布关于金融工具等产品(或间接关于发行人)的意见,并通过后续影响获利。

日本《金融商品交易法》第159条规定了市场操纵行为的类型,主要包括:(1)伪装交易[第一款(一)至(三)项],指不以权利或金钱的转移和获取为目的的虚假交易。伪装交易的主体、时期和标的都是相同的,属于自买自卖的虚假交易。(2)串通交易[第一款(一)至(八)项],指与他人合谋进行的虚假交易,行为人间即便是默示的合谋也可构成串通交易。(3)市场变动操作[第二款(一)项],行为人制造交易活跃的现象,引诱他人进行证券买卖。(4)信息表示操作,[第二款(二)至(三)项]指散布自己或他人将通过操作使证券价格发生变动的信息,或者在证券交易时就重大事项作出引人误解的表示。前者无论表示内容的真伪都是被禁止的行为,而后者仅限于表示虚假或使人产生误解的内容。(5)安定操作(第三款),指稳定证券市场价格的行为。^②

我国《认定指引》仅就市场操纵行为作出了概括性表述,即“行为人以不正当手段,影响证券交易价格或者证券交易量,扰乱证券市场秩序的行为”,这一定义也不应视为对纷繁复杂的市场操纵行为的高度概括。《认定指引》规定主要市场操纵类型除了连续交易、约定交易、洗售外,还将抢帽子交易、蛊惑交易、虚假申报、特定时间价格或者价值操纵以及尾市交易也划归操纵市场行为的行列,并设置了证监会认定其他操纵市场行为的兜底条款。但《认定指引》几乎回避了对市场操纵行为中的主观目的因素,仅仅在股份回购、股东约定交易和经证监会许可的其他操作的豁免条款中,能够觉察到些许市场操纵行为的性质认定受主观目的正当性的影响。

归纳可见,多数国家对市场操纵的定义以“抽象概括+行为列举+开放条款”为内容。美国最高法院认为国会之所以没有对操纵提供明确的定义,就是有意让它涵盖任何精心设计的操纵手法。^③欧盟在2003年《内幕交易与市场操纵指令》中就确立采用开放式的市场操纵定义,以保证新

^① [美]路易斯·罗思、乔尔·塞里格曼著,张路等译《美国证券监管法基础》,北京:法律出版社2008年版,第806页。

^② 朱大明、陈宇《日本金融商品交易法要论》,北京:法律出版社2017年版,第189—194页;陈建旭《日本证券法之操纵市场罪及其借鉴价值》,《北方法学》2008年第2期,第118—120页。

^③ 朱庆《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》,《法律科学》(西北政法大学学报)2012年第3期,第115页。

型的市场操纵行为能够被纳入监管。^① 由此看来,不对市场操纵下一个教条式的定义既可以视为一种属于法律严谨的妥协,也可以视为法律的智巧之举。将市场操纵拆分为若干行为,再对行为进行认定的方法,使得市场操纵成为行为构成的集合名词,避免了对市场操纵的含义限定过多,从而增加市场操纵者的机会。^②

(二) 市场操纵与欺诈

不对市场操纵的含义作出过多的限定绝不意味着可以含混其事。市场操纵找准自身定位和分析框架时尤其需要划分与证券欺诈之间的关系,将二者概括性地置于同一语境可能给本已零碎的市场操纵认定与行政监管执法带来更多迷惑,对域外制度和实践的参考也会产生错乱。

美国证券法律是我国乃至世界证券法律研究的主要参照对象,受条款体例设置、条文内容展开和司法判例“造法”等因素的影响,美国证券法律中的证券欺诈行为与其他证券违法行为之间的关系呈现高度复杂性。《1933年证券法》通过以前,对欺诈进行管制的主要依据是邮件欺诈条款,^③《1933年证券法》规定了17(a)条的一般反欺诈条款,其中的17(a)(2)和17(a)(3)分别对虚假的陈述和虚假的操纵予以禁止。随后的1934年《证券交易法》增加了对欺诈的补充规定,同时将第9款针对性地禁止操纵证券价格。美国证券法律中的欺诈的规则框架相当宽泛,尤其是美国证券交易委员会在10(b)条中发展起来的10b-5规则,是欺诈理论与英美判例中公开市场理念融合的产物。该规则在制定之初仅是单纯的禁止性条款,后来逐渐发展出“默示的私人诉权”,成为“包罗万象”的反欺诈条款,^④无论是内幕交易、虚假陈述还是市场操纵,只要涉及欺诈就可以适用该条款。^⑤首席大法官伦奎斯特将其称为“从立法的小橡树长成参天的大橡树”,^⑥在对美国证券欺诈禁止进行比较分析和本土化借鉴时,也就时常会将其他证券违法行为置于欺诈中探讨。美国将一般反欺诈条款运用于市场操纵案件的审理在英美法系法官造法和案例推演的过程中具有强大的生命力,但这一司法传统并不适用于我国规范文本指引执法行为的现实。

我国语境下证券欺诈概念的使用目前呈现出一定的随意性,在诸多探讨证券欺诈责任和相关法律制度构建的文献中,证券欺诈的基本范畴却少有提及,而是笼统地将证券欺诈作为涵盖证券违法行为的“兜底”表述。但欺诈本身的法律内涵极为丰富,涉及跨法域、跨学科的理解与适用,几乎所有的违法证券交易行为都难以割裂其与欺诈之间的联系,厘清市场操纵与欺诈之间的关系,既是市场操纵理论自洽的要求,也是适用欺诈分析方法的必要前提。

证券欺诈概念使用的不严谨是法律继受结果。国务院于1993年批准颁布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》(简称《禁止欺诈办法》)规定“本办法所称证券欺诈行为包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。”依此表述,证券欺诈是操纵市场等行为的上位概念,市场操纵是证券欺诈的一种类型。《禁止欺诈办法》被废除后,虽然证券欺诈不再与操纵市场等行为直接挂钩,但证券欺诈与操纵市场等行为究竟是何关系没有明确的共识,学术研究中也一定程度上遗留了旧有分类的痕迹。

① Directive 2003 /6 / EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation(market abuse) , L 96 /20.

② 叶林 《证券法》(第四版),北京:中国人民大学出版社2013年版,第228页。

③ 18. U. S. C. § 1341. 条文相关表述为“任何人设计或意图设计手段和进行欺诈……将被施予罚金或牢狱”。

④ Ernst & Ernst V. Hochfelder, 425 U. S. 185, U. S. Supreme Court, 1976, 203.

⑤ 施天涛、周伦军主编 《美国证券欺诈经典案例:内幕交易与虚假陈述》,北京:法律出版社2015年版,第2页。

⑥ Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, U. S. Supreme Court, 1975, 737.

《证券法》第五条规定,“证券的发行、交易活动,必须遵守法律、行政法规;禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为”;第一百八十条规定,“在调查操纵市场、内幕交易等重大证券违法案件时……”,《证券法》将市场操纵案件视为“重大”证券违法案件。在行政执法中,证券违法活动中内幕交易、虚假陈述、市场操纵案件数量位列前茅,虚假陈述和信息披露违法案件关联紧密,是典型的证券欺诈行为。^①由此观之,行政执法也基本契合了《证券法》列举的欺诈、内幕交易和市场操纵的违法行为分类,应该将市场操纵定位于我国主要的证券违法行为。

由于我国特定时期法律规定的路径依赖和研究参照对象的特性,证券欺诈的使用略显随意,甚至将市场操纵包含其中,究其实质,市场操纵与欺诈有关,但并非完全属于欺诈的组成部分,二者呈现交叉关系而非种属关系。

三、市场操纵的现代化挑战和分析范式优化

(一) 新型市场操纵行为与监管挑战

随着我国金融市场对外开放程度日益加深,市场参与者、市场资金和市场交易制度的日益复杂化、多元化,证券市场操纵的行为模式也在不断演化,诸如跨市场操纵、程序化交易、日内回转交易、跨境市场操纵等新型操作模式频现于我国证券市场,且具有操作手法隐秘、操作手段技术化、监管稽查难度大等特点,其中最典型的操纵模式即为跨市场操纵和程序化交易操纵。

1. 跨市场操纵

全球金融一体化进程和电子交易网络给市场操纵者提供了新的市场操纵手段和套利空间。市场操纵者利用跨市场操纵进行两个或以上市场之间的价格关联操纵,不一定从某个市场中直接获取操纵利润,而是通过与该金融商品市场价格挂钩、关联的期货、期权、衍生品市场、场外市场或者其他各种类型的私有交易合同中谋取经济利益。^②例如,期货市场对现货市场的对冲功能可能被传统的抢帽子交易等操纵行为所异化,市场操纵者可以先行埋伏股指期货多头仓位,随后散布不实的证券利好消息炒作证券价格,在股指期货上涨过程中卖出持有的多头仓位实现盈利。在卖出多头仓位时可以同步开立空头仓位,当散布的不实消息被证伪且导致市场下行时,市场操纵者又可从股指期货空仓获得利润。^③单就跨市场操纵风险防范而言,证监会有必要联动证券、期货、衍生品等交易所数据,监管覆盖至股票、股指期货、商品期货、债券利率、市场基准及汇率等领域,紧紧抓住跨市场操纵中的金融商品价格关联特征进行信息分析、监测操纵行为。

在跨境市场操纵中,受“沪港通”、“深港通”基金互认安排等影响,两地证券市场“融合”所产生的利好效应,正在吸引更多境外投资者参与我国证券市场。与市场繁华景象截然相反的是,在证券犯罪领域,操纵市场类案件中出现了一些新的特点和动向,这些变化足以对我国金融市场的秩序和稳定形成巨大威胁,应当引起监管部门、司法机关以及理论界的高度关注。跨境证券市场操纵也逐渐浮出水面,2016年证监会查处首例利用“沪港通”交易机制,反向操纵A股的案件——唐某博等人操纵市场案。此外,跨市场操纵可能因行为人处于国家主权司法管辖之外,增加了执

^① 2017年证监会立案案件类型分布:内幕交易101件,虚假陈述64件,操纵市场38件;2015—2017年证监会处理案件统计:信息披露违法案件159件,内幕交易案件184件,操纵市场案件62件。数据来源《中国证券监督管理委员会年报》(2017)。

^② 参见谢杰《跨市场操纵的经济机理与法律规制》,《证券市场导报》2015年第12期,第4—14页。

^③ 参见邢精平《跨市场操纵模式与监管》,北京:科学出版社2014年版,第172—173页。

法难度,对跨境司法协作提出了更高的要求。

2. 程序化交易操纵

程序化交易是指通过既定程序或特定软件,自动生成或执行交易指令的交易行为和技术。^① 程序化交易能够使用计算机编程交易策略进行自动下单,在极短时间内可以完成大量证券交易的行为。在我国证券市场,由于行情发布延迟、报价单位高、做市商信息调查不充分等交易机制上的限制无法满足高频交易的需求,外加T+N的交易制度和较高昂的印花税及相关交易手续费的存在,高频交易难以为继。但是由于高频交易策略众多,其中诸如幌骗、塞单、试探、闪电交易等策略均涉及市场操纵,所以一直受到监管部门的关注。2015年的“伊世顿操纵期货市场案”就集中展示了这些策略的使用,该案两名嫌疑人设计研发出高频程序化交易软件,并远程植入伊世顿公司的服务器,然后以此在境外遥控操纵、管理伊世顿公司的交易行为。伊世顿公司利用高频程序化交易短期内非法获利20多亿元,严重干扰了市场交易价格和正常交易秩序。2015年10月证监会公布《证券期货市场程序化交易管理办法(征求意见稿)》,并向社会广泛征求意见,随后六家证券及期货交易所就此发布相关细则。该征求意见稿相关细则“以程序化交易监管为名,行高频交易监管之实”,严格限制高频交易。^② 可以预见,随着市场操纵行为手法和技术手段不断复杂,类似利用高新技术的跨境市场操纵案件必将增多,此类案例将成为未来证券市场操纵法律规制的重点。

3. 市场操纵认定的可扩展性不足

《认定指引》划分了市场操纵的基本类型和认定标准,但《认定指引》试行至今已经过了十余年的时间,规范性文件的时效局限性凸显。证监会处罚证券市场操纵案例中,使用兜底条款的情况十分常见。虽然兜底条款调和了法律文本与实践在周延性与滞后性的冲突,试图给证券监管执法留有一定的监管裁量权,以实现对于证券市场操纵行为做到打击的全覆盖。^③ 但对于“其他操纵手段”的具体界定,法律层面上并没有给出一个明确的归纳或列举式定义,反而造成了监管部门在对市场操纵行为处罚上的“无法可依”,甚至会导致自由裁量权的滥用和司法寻租的产生。除《证券法》对市场操纵行为进行规定外,我国《刑法》也对市场操纵行为进行谦抑管制,但《刑法》有关市场操纵的规定几乎照搬《证券法》。《刑法》第一百八十二条规定,操纵证券市场犯罪案件中的因果关系具体指的是操纵行为与“影响证券交易价格或者证券交易量”之间的引起与被引起的关系,换句话说就是行为人的操纵行为导致了证券交易价格或者交易量的异常变化。^④ 然而在司法实践中,受到多重复杂因素的影响,证券交易价格和交易量一直都处在起伏变化之中,监管人员很难准确认定这种因果关系存在。

2014年国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,其中第九条再次明确要求“健全操纵市场等犯罪认定标准”。纵观我国现行法律法规、部门规章、司法解释等对证券市场操纵尤其是新型证券市场操作行为的内涵与外延界定严重缺位,限制了对违法犯罪行为的打击力度,不利于市场的健康有序发展。

近年来出现的市场操纵相关处罚说理逻辑不周延、法律依据不充分,给市场主体的行为带来了不稳定的未来预期,一定程度上与资本市场的法治目标相背离。例如在采取做市方式和协议转

① 邢会强 《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》,《中国法学》2016年第5期,第157页。

② 邢会强 《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》,《中国法学》2016年第5期,第157页。

③ 刘沛佩 《市场操纵法律规制的监管难题与制度完善》,《上海政法学院学报》(法治论丛)2017年第5期,第18—29页。

④ 董邦俊、王小鹏 《操纵证券市场犯罪案件侦查困境及其对策研究》,《湖北大学学报》(哲学社会科学版)2017年第3期,第97—105页。

让方式的新三板中，因流通性不高、交易不活跃、股票价格波动大等市场特点，适用《证券法》中市场操纵的规则是否能够在不挫伤做市商积极性的前提下遏制违规行为，则需要更为细致的分析。此外，跨境操纵、融券操纵、债券市场操纵等新型市场操纵行为的出现，也需要监管部门在施行行政处罚时考虑行为的特殊性。

(二) 市场操纵的分析范式优化

目前我国对市场操纵认定标准的研究范式主要是案例纵览范式和条件优化范式，这两种范式尊重了执法司法能动性，取得的成效自不待言，但这些基本范式局限性显著。

案例纵览范式是通过全面纵览既有行政执法和司法案例，从中总结客观的认定标准体系，这一范式的效能取决于案例具有足够的代表性、启发性和实践验证。但我国司法机关并不具备造法功能，在法律文本的适用和解读中受到限制；行政机关在进行市场监督与执法时，可能承受着巨大的舆论压力和主管压力，稳定市场情绪甚至成为政治任务，导致执法时更重视个案的平息而非普遍认定标准的生成，这也是近年来市场操纵顶格处罚案例增多的背后深层次原因。

条件优化范式基于当下认定标准在适用过程中的困惑，对认定标准中的构成要素进行优化，这一范式却因国内法学并无法经济学分析传统，多是一种“始于抽象且终于抽象”的自我循环。市场操纵的生命力绝不仅仅寄居于概念上的细微之处，而彰显于法律适用中的利益协调。应对现有市场操纵研究的范式反思和修正，采取主客观相结合，综合考虑豁免情况的市场操纵分析路径，即首先考察客观行为是否违反法律强制性规定，进而考虑行为的主观意图是否有可责难性，最后依据是否可适用豁免条款来判断特定行为是否属于市场操纵。

1. 客观行为

目前世界多数国家都侧重于强调市场操纵行为的客观规制，这是最直接的判断方式。美国关于市场操纵客观行为的相关文献成果颇丰，虽然早在 20 世纪 40 年代监管部门意识到市场操纵的破坏性，但关于市场操纵监管的理论正当性和手段适当性的争论延续至今。Fischel 和 Ross(1991) 强调市场操纵的概念是复杂而模糊的，此前关于市场操纵的概念着眼于扰乱供求关系和制造虚假价格的方式并无意义，市场操纵的客观定义应该充分考虑交易者的意图，交易型(trade-based) 操纵因自我侵蚀(self-detering) 和市场博弈成功的可能性很低。^① Fischel 和 Ross 以交易行为为抓手，认为市场操纵实际是无法实现的，这一观点并不能被所有学者认同。Allen 和 Gale(1992) 提出《1934 年证券交易法》关于禁止行动型操纵(action-based) 和信息型(information-based) 操纵已经形成共识，前者指以改变资产的真实价值和表征价值操纵市场，后者指公布虚假信息和谣言操纵市场。交易型操纵的性质却不如前两者清晰，因为在有效市场中“高买低卖”的反市场操纵是难以获利的，但该文进一步提出信息不对称破坏了有效市场的前提并通过实证研究证明了交易型操纵也能够获取不当利益。^② Aggarwal 和 Wu(2006) 通过对 SEC 在 1990—2001 年间 142 个市场操纵案件的分析得出，大多数案件都发生在流动性较差的证券交易中，共计 80% 的案件中，内部人(48%) 和大股东(32%) 成为了被告。^③ 该文指出，大多数案件都不仅涉及一种市场操纵方法，如交易型操纵往往伴随着谣言的散布。联系上文市场操纵的法律条文，行动型、信息型和交易型操纵基本能够覆盖

^① Daniel R. Fischel, David J. Ross, "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?", *Harvard Law Review*, Vol. 105, 1991, p. 506.

^② Allen Franklin and Douglas Gale, "Stock Price Manipulation", *Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3, 1992, pp. 505 - 506.

^③ Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu, "Stock Market Manipulations", *Journal of Business*, Vol. 79, 2006, p. 1937.

主要的市场操纵类别,且都会对市场产生危害后果。

2. 主观意图

主观意图的判断一直是市场操纵判断的难点,对目的的精准定义可能只有“神秘学家”才可胜任。^①一般来说,证券市场操纵主要以获取利益或减少损失为目的,影响证券市场价格,制造证券市场假象,诱导或致使投资者在不了解事实真相的情况下做出证券投资决定的行为。但是有些操纵市场行为的存在,并不是以直接获取利益为目的,存在刻意人为扭曲证券市场供给关系及制造虚假的证券市场信号,目的是诱发证券市场出现混乱。所以在证券市场操纵的主观认定标准方面,应该更为细致和灵活。证券市场操纵是一种借助证券交易而实施的欺诈行为,而任何一种欺诈行为得逞都必须符合两个要件,一是行为人故意实施了虚构事实或隐瞒真相的行为,二是相对人按照正常逻辑理解其行为结果反倒被欺诈;^② 欧盟《市场滥用条例》修改的核心内容就是将市场操纵的“企图”也纳入禁止的范畴。美国法院对主观目的判断采用间接证明方式,操纵的动机和交易行为具备后即可初步确定存在操纵的目的,进而将举证责任转移给被告。^③

3. 豁免条款

《认定指引》将上市公司股份回购等行为不视为市场操纵行为。美国《1934年证券交易法》第9(a)(6)和日本《金融商品交易法》第159条第3款也有类似的规定,国外称之为安定操作,美国的安定操作指就证券公开发行或在公开发行期间,仅以防止证券价格下跌为目的(limited purpose)对证券的市场价格予以限定或固定的过程,^④这与日本关于安定操作的语义基本相同。国外的安定操作与我国股份回购等豁免条款存在显著不同。安定操作一般仅限于证券承销商在证券发行期间稳定证券价格,不对市场干预过大。而我国股份回购的主体是上市公司,目的主要是使证券价格回到正轨。两者之间的区别源于不同的证券发行制度,与国外注册制发行相比,我国审核制发行一定程度上使股票价值带有一定的官方背书色彩,“打新”的盛行使得发行期间的市值维护需求并不旺盛。股份回购在实践中更多出现在上市公司针对特殊市场变化实现“护盘”目的。2018年10月,《公司法》修改了关于股份回购的条款,极大地放松了股份回购的条件,增加了“上市公司为维护公司价值及股东权益所必需”的条款。《公司法》的修改是在我国资本市场谷底震荡期间推出的,且法律的修改十分仓促,不禁使人怀疑法律修改与短期市场调整之间的暧昧关系。无论如何,满足市场操纵条件的行为波及范围广,必定需要以更加审慎的态度考察豁免条款。

四、市场操纵认定标准的维度构建

(一) 市场操纵价值分析框架的引入

在市场操纵的行政监管执法实践中,重点关注账户控制关系认定、操纵的主观故意、操纵对证券交易的量价影响和违法所得,^⑤有关市场操纵认定标准的学术研讨也是多基于对行政处罚决定

① Walter Wheeler Cook, Act Intention and Motive in the Criminal Law, *Yale Law Journal*, Vol. 26, 1917, p. 649.

② 参见陈甦主编《证券法专题研究》,北京:高等教育出版社2006年版,第260—262页。

③ Alabama Farm Bureau Mut. Casualty Co. v. American Fidelity Life Ins. Co., 606 F. 2d 602, 616(1979).

④ Parlin, George S., and Edward Everett. "The Stabilization of Security Prices", *Columbia Law Review*, Vol. 49, No. 5, 1949, p. 614.

⑤ 参见范林波《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究——以中国证监会2015—2017年三季度行政处罚决定书为视角》,《证券法苑》2017年第4期,北京:法律出版社2017年版,第422—431页。

书的实证研究,将不同类型的市场操纵展开行为解构和具体认定标准的优化完善。但由于缺乏内涵的准确性和适用的一致性,同样的行为事实可能导致差异化的结果,使得市场操纵的法律分析陷入迷惘之中。案例纵览范式和条件优化范式所体现的研究框架都是从规范性文件的规则出发,可将其称为“规则分析框架”,分析框架较研究范式而言,更侧重于综合宏观的研究视角。而域外最新的市场操纵研究提供了另一种可参考的分析框架,能够作为规则分析框架有意义的补充。

新的分析框架首先提出行为分类的依据,即在判断一种行为是否属于市场操纵时,遵循以下步骤:(1)特定策略是否与可接受的策略相区别并且造成了社会损害;(2)这种策略是否符合广义的“操纵”;(3)这种策略能否产生正向收益预期,这种策略是否经常会发生;(4)如对该种策略实施禁止程序,所获得社会收益是否超过这样做的社会成本。^①该分析框架建立在美国法的基础之上,与我国现实情况不能完全契合,但其建立于法经济学分析上的社会成本收益衡量正是我国市场操纵认定中的痛点,应予以重视。如果将常用的市场操纵行为进一步审视,会发现无论是国外的行为型操纵、交易型操纵还是信息型操纵分类方式,还是我国的“概括+列举+兜底型”认定方式,最后的落脚点实际是在判定市场操纵行为是否扭曲了市场的供求关系。过于强调供求关系的市场操纵认定方法并不可取,还需要更深层次挖掘供求关系被扭曲后到底是何种价值受到侵害,市场操纵是对市场有效性的破坏,那么供求关系扭曲所侵害的价值也就是市场有效性的价值和功能。根据有效市场的经典定义,有效市场能够形成合理的价格发现机制,市场价格对资源分配提供准确信号,投资者能够根据项目价值进行投资。^②此外,证券市场承担的最主要的两大功能是发现价格以指引资本在投资者和公司之间的分配,和在有效市场内使投资者能够有效率地进行交易,即(准确的)价格发现和流动性。^③因此,本文认为市场有效性的价值(功能)即价格真实和流动性,即对操纵市场的禁止是为了保证市场中价格的真实(price accuracy)和流动性(liquidity)。

在上述认定路径下市场操纵可以划分为纯粹市场操纵(naked open)、外部利益驱动市场操纵(external interest)和虚假信息市场操纵(misstatement),这些行为都是应该被禁止的。^④纯粹的市场操纵与交易型操纵类似,都是在信息不对称真实对市场产生影响,市场操纵行为人能够由此获利。这种操纵方式直接影响了价格发现和流动性,而外部利益驱动市场操纵则是市场操纵行为人的主要获利方式,并不直接来自于证券价格的涨跌。虚假信息市场操纵受到管制的原因与传统的虚假信息受到管制的区别,还在于其影响了市场的流动性。^⑤

价格真实和流动性价值能够与二级市场主要的社会价值充分关联,二级市场的主要价值包括:(1)促进有效的资本分配,使资本能够流向最具潜力的投资项目;(2)促进经济生产力的有效运行;(3)促进资源的跨期调配,即最优地满足公司对现时资金的需求和储蓄者对未来资金的需求;(4)促进风险在不同风险偏好的投资之间的有效分配;(5)适当运作以维护整体公平。具体来说,当价格真实时,公司在募集资金时反映出的是公司资金、生产力真实的投资价值,由此则能满足

^① Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten, Gabriel V. Rauterberg, “Stock Market Manipulation and Its Regulation”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 35, 2018, p. 72.

^② Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, 1970, p. 97.

^③ Thierry Foucault, Marco Pagano, Ailsa Roell, Ailsa Roell, *Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy*, New York City: Oxford University Press, 2013, p. 31.

^④ Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten, Gabriel V. Rauterberg, “Stock Market Manipulation and Its Regulation”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 35, 2018, p. 74.

^⑤ 传统的虚假信息操纵着重强调错误信息散布后对市场价格的影响,而如果以流动性视角观之,虚假信息的散布会削弱投资者对于市场真实价格的信赖,投资者在交易中更为谨慎的态度将影响市场流动性,从而使得市场真实价格更难以被发现。

第(1)和(3)项社会目的。流动性能够将稀缺资源和风险更有效率地进行分配,配置出最佳的资产组合,从而满足第(3)和(4)项社会目的。如果能够同时实现价格真实和流动性,则整体的市场公平值得期待。^①

市场操纵整体分析框架的搭建和优化是我国当前学界研究的重点和难点,近来也出现了认为市场操纵的本质是滥用市场优势地位的新观点。^② 本文认为剖析市场操纵禁止的深层次目的,维护价格真实和流动性,能够为后续的市场操纵研究提供宝贵的思路。鉴于行政监管执法多次适用证券法第七十七条第(四)款“以其他手段操纵证券市场”,在出现新型市场操纵案件时通过《认定指引》来指引监管的方式呈现滞后性时,可以考虑除了适用既有的法律规范、依照一般性的重点问题分析方法外,以维护价格真实和流动性价值的取向生成“价值分析框架”辅助规范性文件的“规则分析框架”。

(二) 价值分析框架适用初探——以科创板新规为例

2019年1月,证监会在上交所设立科创板并试点注册制,制定科创板股票发行条件和更加全面深入精准的信息披露规则体系,完善资本市场基础制度,加强科创板上市公司和中介机构监管。^③ 科创板肩负了我国资本市场改革的重大任务,上交所也已出台了诸多科创板业务规则保障试点的稳定与目标实现,与市场操纵有关的业务规则中值得特别注意的是《科创板股票发行与承销业务指引》中的“绿鞋机制”和《科创板股票异常交易实时监控细则(试行)》中对异常交易的规制。

“绿鞋机制”又称超额配售选择权(overallotment options),最早出现于美国并逐步成为发达资本市场稳定IPO价格的工具,超额配售选择权允许上市公司在股票公开发行前卖空或超额配售股票,根据市场情况上市公司增发或承销商购买股票以稳定发行股票价格。^④ 具体来说,当股价高于发行价时,上市公司增发发行前超额配售的股票并交付给认购者;当股价低于发行价时,主承销商利用超额配售获得的资金购买股票,减少市场股票供给从而稳定股价。超额配售选择权在纽交所、港交所中大量被使用,美国证券交易委员会认为超额配售选择权能够提高IPO融资的效率和竞争力。而我国自2001年出台的《超额配售选择权试点意见》以来,仅有工商银行、农业银行和光大银行在A股发行时采用超额配售选择权,且都未出现股票价格低于发行价格的情况,这是由于审核制下“打新”盛行带来的直接后果。

2019年3月公布的《科创板股票发行与承销业务指引》规定“发行人应授予主承销商超额配售股票并使用超额配售股票募集的资金从二级市场竞价交易购买发行人股票的权利……发行人应授予其中1家主承销商前述权利。”科创板注册制试点的目标就是打破新股发行利益链条、破除股票过度的投机行为,注册制下的“新股不败神话”可能不再存在,承销商依据超额配售选择权作出护盘式股票购买可能越来越常见。从行为模式上看,承销商行使超额配售选择权时,其行为与市场操纵无异,如果说股份回购尚在《公司法》和《认定指引》中被排除在市场操纵之外,而超额配售

① Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten, Gabriel V. Rauterberg, “Stock Market Manipulation and Its Regulation”, *Yale Journal on Regulation*. Vol. 35, 2018, pp. 82-85.

② 杨松、石启龙 《市场操纵本质的新认知及监管制度创新》,《江西社会科学》2019年第3期,第173页。

③ 中国证监会 《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190130_350500.html, 最后访问时间: 2019年6月24日。

④ Greenshoe Options: An IPO's Best Friend, <https://www.investopedia.com/articles/optioninvestor/08/greenshoe-option-ipo.asp>, 最后访问时间: 2019年6月24日。

选择权在高位阶的规范性文件中暂未涉及。^①虽然超额配售选择权仅能在上市后30日内行使,但时效是否足以构成市场操纵行为的安全港不能轻易下定论。因此,从行为模式和规范性文件的排除适用角度,都不能当然地排除超额配售选择权市场操纵可能,也即规则分析框架不能为新业务规则提供直接的合法依据。

如果在规则分析框架外辅助以价值分析框架,问题则能迎刃而解。超额配售选择权之所以能够被上市公司使用,是因为在上市之前认购者(战略投资者)或承销商即认可该公司的价值,以整体性过程而非节点性时刻的观点看待公司股票的价值,可以认为认购和护盘性购买的行为没有制造发行时公众尚不能知晓的资金、信息的集中趋势。如此一来,超额配售选择权实际也维护了真实价格,真实价格即上市前形成的不低于发行价的共识;在流动性方面也未破坏公司股票的基本面,上市公司需要根据超额认购的股票份额新增发行。如果在行使超额配售选择权时,明显地将发行价定于不合理的位置破坏了真实价格发现和流动性时,则可以认定为市场操纵,此时不再存在价值分析框架下的安全港。

2019年6月公布的《科创板股票异常交易实时监控细则(试行)》规定了证券交易有效申报价格的范围和异常交易的行为,^②有效申报价格范围和异常波动停牌机制都是在规则分析框架下对市场稳定和流动性方面的有益尝试。异常交易行为与经常被认为属于市场操纵的行为高度重合,在具体的实行过程中可能也将存在投机者利用市价保护机制实现市场操纵的目的,因此现行对于异常交易的量化标准与复杂资本市场活动之间的矛盾难以避免,在依据规则分析框架前提认定市场操纵时,针对模糊或规则缺失的行为适用价值分析框架,则能为行政监管执法和学术理论探究提供一条逻辑自洽的解释进路。

五、结 语

市场交易伴生市场投机,市场投机诱致市场操纵,自由交易存则市场操纵依。市场操纵的基本概念和认定标准等基本问题需要细致的法律条文和案例分析,但切忌困顿于抽象理论的自说自话,否则结果就只能是真理“越辨越乱”。市场操纵基本问题的明晰,需要充分理解金融全球化和金融科技对市场操纵的塑变效果,这种塑变效果可能导致原有的市场操纵认定标准产生适用上的错配与缺失。既有的市场操纵认定标准可以归于规则分析框架,即对于市场操纵具体认定标准的优化和完善,但这样的分析框架毕竟带有一定的刚性,需要在新的维度上探索市场操纵认定标准的分析框架。市场操纵的危害本质是破坏了有效市场的真实价格发现和流动性提升功能进而导致市场失灵,可以尝试建立价值分析框架辅助规则分析框架,二者共同发挥作用。价值分析框架不以“全有或者全无”的方式应用于法律判断,在市场操纵采取相对开放式的行为认定时,既能够涵括纷繁复杂的市场操纵新情况,也能够遵循法理与法治的现代化要求。

① 《证券市场操纵行为认定指引(试行)》第四十八条规定“上市公司、上市公司控股股东或其他市场参与者,依据法律、行政法规和规章的规定,进行下列市场操作的,不构成操纵行为:(一)上市公司回购股份;(二)上市公司控股股东及相关股东为履行法定或约定的义务而交易上市公司股份;(三)经中国证监会许可的其他市场操作。”

② 《上海证券交易所科创板股票异常交易实时监控细则(试行)》第十七条规定“本细则所称异常交易行为,包括下列类型:(一)虚假申报,以引诱或者误导其他投资者的交易决策的;(二)拉抬打压,导致股票交易价格明显上涨(下跌)的;(三)维持股票交易价格或者交易量;(四)自买自卖或者互为对手方交易,影响股票交易价格或者交易量的;(五)严重异常波动股票申报速率异常;(六)违反法律法规或者本所业务规则的其他异常交易行为。”

English Abstract

Normative Deconstruction and Analysis Framework Construction of Market Manipulation

ZHANG Chao GAN Peizhong

Abstract: The manipulation of securities market is the main illegal act of securities in China , but the theoretical analysis of the overall analysis framework and local basic problems of market manipulation is slow. The existing theoretical breakthroughs are too focused on subtle and individual cases , which make it difficult to form universal identification standards that can guide the role of supervision. The analysis of securities market manipulation needs to be distinguished from securities fraud. With the help of extraterritorial comparative research , it seeks to match the institutional settings of China. The global financial integration process and the development of financial technology have provided new market manipulation and arbitrage space for securities market operators. The market-management certification standards should also be changed according to the trend , and more in-depth attention should be paid to the illegal nature of market manipulation. The existing market manipulation analysis framework emphasizes the optimization and improvement of the identification standards involved in the administrative punishment cases , and adopts the rule analysis framework. However , the rule analysis framework cannot effectively and timely make the theory after the emergence of new market manipulation behaviors and business rules. In response , a value analysis framework needs to be built on the basis of the rule analysis framework , and its works together to optimize the analytical paradigm of market manipulation behavior.

Key Words: market manipulation; securities fraud; regulatory challenges; value analysis framework

责任编辑 李晶晶
责任校对 王治国