

## 操纵市场类型化认定的理论审思与制度构造

孙宝玲\*

**内容提要：**操纵市场行为损害证券市场效率和公平，应予禁止。但识别操纵市场的难点在于，某些操纵的外观表现为正常的交易，很难将其与对市场有利的健康交易活动相区分。目前对操纵市场的认定主要有以欧盟为代表的“行为+后果”模式、以美国为代表的“意图”模式及我国的“影响”模式，但皆存在困境。以行为手段与获利模式为基础将操纵市场分为欺诈型与交易型，并将交易型进一步分为公开交易型与外部利益型，是区分操纵市场与合法交易的有效路径。欺诈型、公开交易型与外部利益型操纵有不同的行为模式和违法性根源，应设计不同的认定标准，以更好识别和打击操纵市场，同时可为投资者民事求偿奠定侵权行为认定的理论基础。

**关键词：**操纵市场 欺诈型操纵 交易型操纵 不对称价格反应理论

“恒康医疗”案于2019年12月27日宣判，作为操纵市场民事赔偿胜诉第一案，在操纵市场民事审判领域迈出了历史性步伐。但其赔偿金额与投资者起诉请求相差甚远，在如何区分操纵市场与虚假陈述的行为特征、主观意图、损害后果、市场影响以及行政处罚等方面，亟须在今后的民事审判实践中探索完善。在操纵市场行政执法实践中也缺乏清晰、可操作性强的操纵行为认定标准，执法公信力不强，缺乏说理。<sup>〔1〕</sup>虽然我国在2019年《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）修订之时修改了操纵市场基本规范，但现有规范尚存在缺陷，无法区分正常的交易行为与操纵市场。<sup>〔2〕</sup>而目前关于操纵市场行为的研究多为零散、具体的分析，缺乏对操纵市场行为认定标准的框架性研究。早期研究操纵市场行为类型化的学者提出操纵市场行为大致有虚伪交

\* 孙宝玲，首都经济贸易大学法学院讲师。

本文为首都经济贸易大学新入职青年教师科研启动基金项目“类型化视角下算法交易中的操纵市场认定研究”（XRZ2023012）的阶段性成果。

〔1〕 参见彭冰：《交易型操纵民事责任的因果关系界定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案分析》，载《中国法律评论》2023年第4期。

〔2〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2016〕70号）。

易、实际交易操纵、散布谣言或不实资料、违反政令而实施的安定操作等类型。<sup>〔3〕</sup>但未说明此分类的原理及规范意义，大体可认为是从操纵手段角度进行的归纳性分类。也有学者提出了信息型操纵与交易型操纵的类型划分，但对于信息型操纵的范围，学界并无统一的观点，且信息型操纵与交易型操纵并非操纵市场两大逻辑周延的基础性分类。<sup>〔4〕</sup>其他现有研究多聚焦于对某一操纵行为的具体研究，如对信息型操纵、跨市场操纵、抢帽子交易操纵、幌骗交易的研究等，缺乏对操纵市场行为的系统性类型化研究。<sup>〔5〕</sup>

本文溯源而上，从禁止操纵行为的核心理论中寻找规制基础，从类型化角度切入，以欺诈市场理论、市场的微观结构理论等分析不同操纵市场类型的认定标准，为操纵市场的认定提供理论定义明确、行为认定明晰、因果关系一致的逻辑基础，以厘清操纵市场规制的理论基本盘，为指导监管实践提供坚实的法理基础。

## 一、现行操纵市场的认定模式与困境

操纵市场通过影响价格准确性与流动性损害市场效率与公平，阻碍证券市场正常发挥功能，是应予禁止的交易行为。考察现行操纵市场认定模式可为分析操纵市场的具体构成要件提供基准。<sup>〔6〕</sup>

### （一）以欧盟为代表的“行为+后果”认定模式

行为与后果认定模式是指，通过定义操纵手段的违法性及其产生后果的危害性区分操纵市场与正常的交易行为。这一模式的典型代表是欧盟对市场操纵的认定。为了应对市场中金融产品交易的自动化及可能出现的新型市场滥用行为，欧盟于2014年颁布了《反滥用市场条例》（Market Abuse Regulation）用以取代2003年的《反滥用市场指令》，为反市场操纵提供更为明确的认定规则。该条例扩大了市场操纵的定义，增加了操纵行为示例，如算法交易和高频交易中的市场操纵等。

《反滥用市场条例》在第12条第1款规定市场操纵包含以下手段：第一，向市场释放虚假或误导性信息，或导致人为定价的行为；第二，采用虚伪策略或其他欺骗诡计的行为；第三，向市场释放虚假或误导性信息，或导致人为定价的信息传播行为，且传播者知道或应当知道信息是虚假或误导性的；第四，金融基准操纵，即行为人传播虚假或误导性信息，或提供与金融基准相关的虚假或误导性输入数据，或从事其他操纵金融基准计算的行为，且该行为人知道或应当知道信息或数据是虚假或误导性的。第一种和第二种活动是关于欧盟市场操纵行为的概括性规定，对于这两个活动的认定，该条例附件中列出了一些具体的指标。第三个活动是第一个活动的具体化，如果行为人是通过信息传播的形式向市场释放虚假或误导性信号，或产生了人为定价的影响，则

〔3〕 参见张晨颖：《股市中操纵市场行为及防范的法律对策》，载《法学》2000年第5期。

〔4〕 参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期；程红星、王超：《美国期货市场操纵行为认定研究》，载《期货及衍生品法律评论》第1卷，法律出版社2018年版，第79-102页；高海涛：《试论信息型操纵的违法性及防控对策》，载《证券法苑》第22卷，法律出版社2017年版，第456页。

〔5〕 参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019年第6期；程红星、王超：《跨市场操纵立法与监管研究》，载《证券法苑》第22卷，法律出版社2017年版，第472-486页；王崇青：《“抢帽子”交易的刑法性质探析——以汪建中操纵证券市场案为视角》，载《政治与法律》2011年第1期；谢贵春：《证券市场如何规制幌骗交易——以美国为例》，载《证券法苑》第21卷，法律出版社2017年版，第191-207页。

〔6〕 参见樊健：《禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析》，载《财经法学》2022年第3期。

还应证明行为人的主观状态,即行为人知道或应当知道其传播信息的虚假性或误导性。第四个活动是新增加的操纵行为,即操纵金融基准行为。如2015年全球多家银行交易员合谋影响伦敦银行间同业拆放利率(LIBOR),通过操纵该利率谋利的行为即属于金融基准操纵。<sup>〔7〕</sup> LIBOR是伦敦主要银行从其他银行借款时预计收取的平均利率,也是许多证券利率的基准,约450万亿美元的金融交易以该利率为估值基础。<sup>〔8〕</sup> 对该利率的操纵行为导致数万亿美元的金融工具以错误的利率定价,严重损害了金融市场的功能与信誉。该案在全球范围内已致多家涉案银行被处以总额超90亿美元的罚款,也为欧盟金融基准操纵的认定提供了例证。

《反滥用市场条例》第12条第2款列举了五种操纵行为的具体表现形式,包括:(1)利用市场优势地位,造成人为定价或其他不公平市场条件的效果;(2)通过尾市交易,造成误导其他投资者的效果;(3)通过算法或高频交易等申报订单,导致交易系统的运行受到干扰、识别真实订单的难度增加或向市场释放虚假或误导性信息;(4)抢帽子交易操纵,即通过媒体发表对金融产品的意见,同时持有该金融产品头寸,并随后从对该产品价格的影响中获利,而未同时以适当有效的方式向公众披露该利益冲突;(5)温室气体排放配额操纵,即在竞价前买卖二级市场中的温室气体配额及衍生品,导致该产品的人为定价或竞价中的误导性交易等。

总体而言,欧盟《反市场滥用条例》中规定了两类市场操纵行为:第一类是向市场释放虚假或误导性信号,或导致人为定价的行为;第二类是采用虚伪的策略或其他欺骗手段影响金融产品价格的行为。第12条第1款中的后两种行为都可以包含在第一类中,第2款中列举的操纵行为也是这两类市场操纵的具体化,该条例附件中也分两类列举了市场操纵行为的认定参考指标。其中,第一类市场操纵从行为的效果角度认定其违法性,若行为产生了向市场释放虚假或误导性信号的效果,或产生了人为定价的效果,则为市场操纵行为;第二类从行为本身认定其违法性,即行为本身具有虚伪性、欺骗性,则应认定为市场操纵行为。

该认定模式具有一定合理性,但总体而言较为严格,认定标准较高,且未明确操纵意图在操纵市场认定中的作用。首先,该认定模式中要求信息传播操纵与金融基准操纵中的行为人知道或应当知道信息的虚假性,实质上提高了行为人的操纵意图这一构成要件的认定标准。其次,操纵手段的认定标准不清晰,构成要件之间的逻辑关系模糊。如向市场释放虚假或误导性信息、采用虚伪策略或欺骗诡计的行为与虚假的信息传播行为等可能存在重合。<sup>〔9〕</sup> 这三个操纵手段之间的区别未予明确,可能导致在认定标准的具体适用上存在混乱。在虚假的信息传播操纵中,行为人知道或应当知道信息或数据是虚假的,而在第一种操纵手段,即向市场释放虚假信息的操纵中,行为人的操纵意图在认定中的作用及标准却未予明确。

## (二) 以美国为代表的“意图”认定模式

意图认定模式是指以操纵意图作为操纵市场与正常交易区分标准的认定模式。美国证券法中

〔7〕 See Deirdre Ryan, *Dealing with the Market Abuse Regulation: A Case for Modernisation*, 8 King's Inns Student Law Review 60, 60-87 (2019).

〔8〕 See Alexandra Youngblood, *Aftermath of the LIBOR Scandal*, 35 Review of Banking and Financial Law 57, 57 (2015).

〔9〕 See Mathias M. Siems, *The EU Market Abuse Directive: A Case-Based Analysis*, 2 Law and Financial Markets Review 39, 43-44 (2008).

的操纵市场认定规则是这一模式的典型代表，主要规定在其《证券交易法》的第9(a)和10(b)条。<sup>[10]</sup>第9(a)(1)条规定了禁止洗售、对敲等争议较小的典型操纵行为，第9(a)(2)条则是更概括性的规定，禁止进行以下证券交易：该交易将导致实际或表面的活跃交易或影响证券价格，且行为人进行该交易的目的是诱导他人购买或出售此证券。<sup>[11]</sup>这一规则具有实际意义的关键在于定义了何为非法目的。因为正常的交易活动也会造成证券交易活跃的现象，从而影响证券的价格；但除非法律另有规定，若行为人进行一系列证券交易的目的是诱导他人购买或出售此证券，则应认定为操纵市场而非正常的交易。第10(b)条禁止行为人在证券交易中使用操纵性或欺骗性手段。<sup>[12]</sup>这是一条概括性的反欺诈条款，并没有指出操纵性手段的具体含义。

美国《证券交易法》第9(a)(2)条对如何区分操纵市场与正常交易指出了具体认定标准，即行为人的操纵意图。虽然在欧盟“行为+后果”认定模式中的某些具体操纵行为中也存在意图这一构成要件，但其并非区分操纵行为与正常交易活动的根本标准。而在美国“意图”认定模式中，若行为人进行交易的目的是诱导他人交易，则应认定为操纵市场，该构成要件是区分表面正常的操纵行为与其他正常市场交易活动的根本标准。但作为区别标准的操纵意图在实践中很难认定，且规制只有意图没有损害后果的行为也缺乏坚实的规范基础。<sup>[13]</sup>此外，认定操纵意图的更具困难之处在于被视为操纵市场的客观行为与正常的市场活动是一致的。如连续高价交易可能被认定为操纵市场，因为集中资金优势连续买入是我国连续交易操纵的表现形式之一。但如果连续更高的出价不是出于操纵意图，可能的一个合理解释是：在行为人购买的同时，由于其他原因而导致证券的价格在上涨，而非行为人的操纵；或行为人通过勤勉地研究，得出某证券价格最终会上涨的结论，因而提前连续买入。<sup>[14]</sup>美国的GAF案和米尔肯案中也存在同样的客观证据不明困境，对这两个案子中的交易行为都可以进行其他解释，而这种解释与将其解释成操纵市场至少同样合理。<sup>[15]</sup>因此，确定操纵意图的具体证明标准及其在操纵市场认定中的作用力是意图认定模式的应予完善之处。

### (三) 我国的“影响”认定模式

根据我国证券法，操纵市场是指影响或意图影响证券交易价格或交易量的行为。有学者将之称为价量操纵，即价格操纵或交易量操纵。<sup>[16]</sup>操纵市场的构成要件是“行为手段+影响”或“行为手段+意图影响”，因而可将我国操纵市场的认定模式归纳为“影响”模式。此外，证监会的执法实践中采用的也是基于影响的认定模式。<sup>[17]</sup>在该认定模式下，如果能够证明所交易证券的价格或

[10] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 67-126 (2018).

[11] See 15 U.S.C. § 78i (a) (2) (2012); Anchor Bank, FSB v. Hofer, 649 F.3d 610, 616-17 (7th Cir. 2011).

[12] See 15 U.S.C. § 78j (b) (2012).

[13] 参见朱庆：《论股份回购与操纵市场的关联及其规制》，载《法律科学（西北政法大學學報）》2012年第3期。

[14] 在行政执法实践中，已有当事人提出相关申辩意见，如《中国证监会行政处罚决定书》（〔2022〕49号）、《中国证监会行政处罚决定书》（〔2022〕70号）等。

[15] See United States v. GAF Corp., 928 F.2d 1253 (2d Cir. 1991); United States v. Milken, 759 F.Supp. 109 (S.D.N.Y. 1990).

[16] 参见谢杰：《证券合规：市场操纵的法律规制与风险管理》，法律出版社2022年版，第38-44页。

[17] See Sun Baoling, *An Empirical Analysis of Regulation on Open-Market Manipulation in China: An Effect-Based Approach*, 18 US-China Law Review 109, 109-121 (2021).



数量受到交易行为的影响，或交易者意图对证券的价格或数量造成这种影响，则构成操纵市场。

这种影响认定模式背后的逻辑是，如果交易者的行为影响了所交易证券的价格或数量，则本质上是试图扭曲市场中的自然供求关系、损害市场定价机制的行为。交易者采取该种行为后，便可通过市场效率的失灵，或市场公平的损害，或两者同时受损而获利。<sup>〔18〕</sup> 由于真实的合法交易也可能对所交易证券的价格或数量产生影响，因此，区分表面合法的交易与正常交易行为的关键是意图或损害要素。在这一点上，欧盟的“行为+后果”认定模式与影响认定模式的区别在于对损害后果的举证责任不同。在“影响”认定模式中，原告只需证明其行为影响了证券交易价格或交易量即可，而无须证明是否导致人为定价。美国的“意图”认定模式与“影响”认定模式的区别在于对操纵意图的举证责任不同。在“影响”认定模式中，原告的举证责任已减少到仅证明意图影响价格或数量即可，而不是意图造成人为价格的特定意图标准。

虽然“影响”认定模式在操纵市场构成要件的证明中较为容易，但仍存在适用困境。首先，该模式无法区分正常的交易与操纵市场，投资者在证券市场中的正常交易也可能导致所交易证券价格或交易量的变化。该模式未从本质上阐明为何操纵市场与正常的交易不同，无法应对不断变化的操纵手段。其次，该模式提到了认定操纵市场的行为模式、损害后果与操纵意图三个构成要件，但没有明确这些构成要件之间的关系以及如何在实践中认定。是否某交易只要影响了价格或交易量，就构成操纵市场，或行为人只是意图影响价格但未成功也应承担操纵市场责任？《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第 55 条中所列举的各具体操纵手段与影响或意图影响价格或交易量的关系如何并不明确。

## 二、类型检讨：基于违法性根源的行为模式认定

操纵市场的现行认定模式存在理论与实践缺陷，是因为没有认识到不同操纵市场类型的构成要件与认定标准有所差异。单层次的认定模式无法实现不同类型操纵行为的识别功能，因此，应构建操纵市场类型化理论，以对应多层次的构成要件与认定标准体系。此处的类型化理论并非对于操纵实践中行为模式的归纳与总结，而是从规范性视角对操纵手段的本质概括。实践中操纵人可能混合多种操纵手段以达到其操纵目的，但不同操纵手段作用于市场的逻辑不同。以行为认定为目的、以最小操纵手段公因式为视角，探究不同操纵手段的违法性根源，可为相应操纵市场行为的认定提供理论依据与实践指引，也可为人工智能背景下高频交易等算法交易中新型操纵手段的认定与解释提供理论依据。<sup>〔19〕</sup> 根据行为人操纵证券市场的手段不同，可把目前实践中的操纵市场分为两类，即欺诈型操纵与交易型操纵，二者的区分标准是行为模式中是否有洗售、对敲、利用虚假的重大信息等欺诈性手段。操纵市场行为的表现形式多样，从行为模式上而言，欺诈型操纵与正常的交易行为明显不同，而交易型操纵与正常的交易行为表面上一致，难以区分。因

〔18〕 See Gina-Gail S. Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 Duke Law Journal 479, 479-493 (2018).

〔19〕 参见邢会强：《数字经济视角下的新〈证券法〉——修订解读、实施支撑与未来展望》，载《浙江工商大学学报》2020 年第 4 期；刘艳红：《人工智能的可解释性与 AI 的法律责任问题研究》，载《法制与社会发展》2022 年第 1 期。

此，该分类标准有利于首先从行为模式上对操纵市场的表现形式进行区分，为不同认定难度的操纵手段制定不同的认定标准。

### （一）欺诈型操纵的违法性根源

对于欺诈型操纵的违法性根源，除了行为人对整个证券市场的欺诈，还可通过市场的微观结构理论予以阐释。禁止欺诈型操纵的主要原因是这种交易策略降低了市场的流动性，而非对市场中的其他交易者不公平。<sup>〔20〕</sup> 根据市场的微观结构理论，解释市场价格形成的重要模型之一是信息模型，即信息在市场价格的形成过程中发挥着重要作用。<sup>〔21〕</sup> 信息模型将市场参与者分为内幕交易者、信息交易者、噪声交易者、流动性交易者及做市交易者五类。<sup>〔22〕</sup> 如果流动性交易者出售所购买股票的平均价格超过其购买时的价格，那么该流动性交易者就会获利。但流动性交易者在与知情交易者（包括内幕交易者、信息交易者）进行交易时，平均会亏损，因为知情交易者只有认为股票的真正价值高于流动性交易者的出价时，才会从流动性交易者处购买股票。<sup>〔23〕</sup> 因此，知情交易一方面使股价平均朝着更准确的方向调整，但另一方面鉴于其对流动性提供者的不利影响，会降低市场流动性。<sup>〔24〕</sup> 因而有必要在股价准确性提高带来的积极影响与流动性下降带来的负面影响之间进行权衡。通常而言，基于股票的基本价值信息进行交易对市场是有利的，而基于披露的信息、来自发行人或非发行人的内幕信息进行交易对市场是有害的，因为这些交易在导致流动性下降的同时不会提高价格准确性，或会导致对交易对手的不公，损害市场公平。

从本质上而言，欺诈型操纵是一种特殊的知情交易。欺诈型操纵者根据他知悉而市场不知的信息进行交易，即他所作出的压低或抬高股价陈述的虚假性，或他所知悉的洗售、对敲、虚假申报等交易的非真实性。欺诈型操纵者的知情交易在总体上降低了证券的流动性而又未提高价格准确性，是一种损害证券市场的行为。

### （二）交易型操纵的违法性根源

根据获利方式的不同，交易型操纵可进一步分为公开交易型操纵与外部利益型操纵。公开交易型操纵行为人通过预测市场中存在不对称的价格反应，以低买高卖的方式获利；外部利益型操纵行为人通过独立于交易但与市场价格相关联的外部利益获利。该分类标准的意义在于通过区分不同获利方式的交易型操纵，厘清交易型操纵不同的违法性根源与获利可能性，分别对公开交易型操纵与外部利益型操纵中行为人的目的与动机进行解释，有利于相应操纵市场行为的认定。

#### 1. 再类型化之一：公开交易型操纵

美国证券法学者费舍尔（Fischel）和罗斯（Ross）在其开创性论文中认为，公开交易型操纵行为人不可能得到预期利润，无动力去从事这类违法行为，该行为本身具有自我抑制性。<sup>〔25〕</sup> 此

〔20〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 67-126 (2018).

〔21〕 参见〔美〕莫琳·奥哈拉：《市场的微观结构理论》，杨之曙译，中国人民大学出版社2007年版，第43页。

〔22〕 参见孙宝玲：《证券信息披露简明性与有效性探析》，载《中国政法大学学报》2022年第5期。

〔23〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 90 (2018).

〔24〕 参见孙宝玲：《证券信息披露简明性与有效性探析》，载《中国政法大学学报》2022年第5期。

〔25〕 See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 *Harvard Law Review* 503, 503-553 (1991).

外，没有客观可考察的行为将操纵交易与基于其他目的的交易区分开来。若法律基于主观目的禁止公开交易型操纵，会阻止对市场有价值的交易。基于以上两点，费舍尔和罗斯认为法律不应禁止操纵。但该观点并不完全正确，因为行为人可能预测其交易的盈利性，且实际上也存在客观可观察的行为以区分操纵性交易与对社会有利的交易。

对于为什么公开交易型操纵不可能盈利，费舍尔和罗斯提出的重要论点在于，试图进行操纵的行为人买入证券时会导致证券价格上涨，而卖出时又会导致证券价格下跌，无法实现低买高卖，且存在执行交易的成本等，平均而言会亏损。因而从长远来看，试图操纵的行为人必定会无利可图。但该论点的问题在于，市场中还可能存在不对称的价格反应，市场对股票新订单的价格反应实际上会不断变化，买入订单增多导致证券的价格上涨，可能高于卖出订单增多导致的价格下降。行为人若能够提前预测到这种市场条件的存在，有合理的理由相信不对称的价格反应可以足够大，使其交易成本低于交易收益之时，公开交易型操纵策略就可产生正收益。<sup>〔26〕</sup>通过公开交易型操纵获利的关键在于行为人买入证券时对价格产生较大的影响，而卖出证券时对价格产生较小影响，或在卖出时产生较大影响，而在买入时产生影响较小，以总体实现低买高卖而获利。

证明行为人在交易之前有充分的理由相信市场会产生不对称的价格反应，是区分公开交易型操纵与正常交易的标准。若在证券市场实践中，行为人有能力预测到虽然他的购买行为可能会推高价格，但他随后的销售行为却不会相同幅度地拉低价格，则随后的买入后卖出行为很可能是操纵市场。因此，对于认定公开交易型操纵而言，更重要的是行为人是如何作出这种预测，即是否存在某种市场条件，使市场更容易产生不对称的价格反应。以下是关于此市场条件的三种情形。<sup>〔27〕</sup>

第一，价格反应会异常不确定的时期，即市场在某个时期可能比平时对价格的反映更强烈。例如，可以预计某发行人将在某个日期公布其收益情况，但公布的内容尚不确定，可能高于也可能低于预期。而在公布之前，流动性提供者若发现任一方向的订单不平衡，都可能反映更高的价格上涨或下降的可能性，因为发行人的内幕人或受密者在此时进行交易的可能性都会高于平常。因此，如果操纵者在这段额外的不确定期间下单买入或卖出该公司股票，造成了这种订单簿的不平衡，更可能促使流动性提供者对其出价和报价进行比平常更大的调整。<sup>〔28〕</sup>第二，寻找止损订单，即当前市场中存在异常大量的止损订单，则市场可能产生不对称价格反应。在卖方一侧，止损订单是在价格超过一定水平的情况下买入证券的订单，这种订单通常由处于卖空头寸的人为限制潜在损失而设。若股价超过某个点，其再继续卖空可能损失的更多，若设置了止损订单，则当股价持续上涨到达某个点时，就会自动买入，从而为其卖空行为止损。若报价侧有大量止损单，则操纵者在股价上涨过程中的购买行为会对价格产生增压效应，随着其订单推动价格上涨，止损单被触发，从而引发更多的买单；而当操纵者转而卖出时，随着市场价格的下跌，市场价格平均

〔26〕 See Franklin Allen & Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, 5 Review of Financial Studies 503, 505 (1992).

〔27〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 104 (2018).

〔28〕 参见〔美〕拉里·哈里斯：《交易与交易所：从业者市场微观结构指南》，上海证券交易所产品创新中心译，格致出版社、上海人民出版社2021年版，第247-254页。

将远高于买入方的止损指令。第三，订单簿的脆弱性，即操纵者可能检测到市场一侧或两侧的订单簿是否比平常脆弱。订单簿的脆弱性是指在一方下达大量待执行的订单时，市场中没有足够相反方向的订单满足此执行交易的请求。如对浮动价格可转债的卖空行为或通过高频交易进行的抢先交易策略都属于这种情形。<sup>〔29〕</sup>对于后者，亚当·克拉克-约瑟夫（Adam Clark-Joseph）的研究为美国的 eMini S&P 500 期货市场中的公开交易型操纵提供了间接证据。<sup>〔30〕</sup>克拉克-约瑟夫分析美国商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission）的交易数据后发现，有八个高频交易者在一组小额的订单中亏损，而这同一批人也经常从一系列大额订单中取得大额收益。克拉克-约瑟夫认为，这些小额订单是试探性的，高频交易者设计并施行这些小额订单的目的是测试买盘或卖盘的订单簿是否“单薄”。订单簿单薄是指以最佳报价为成交价格的股票数量相对较少，并且在可见订单需要执行的时候无法马上补足。在这种情况下，执行此侧的大额订单会导致股票价格的大幅变动。如果高频交易者通过试探性交易得知报价侧的订单簿较为单薄，他可以通过大额买入订单抬高股价。且此高频交易者通常有能力预测是否将有大额买入订单进入市场，他便可在抬高股价后很快出手股票而不会导致类似幅度的股价下跌。高频交易者通过算法可以预测市场对某一证券是否会产生不对称的价格反应而获利，是公开交易型操纵的一个典型例子。<sup>〔31〕</sup>

## 2. 再类型化之二：外部利益型操纵

外部利益型操纵是指行为人可通过某一证券的价格变动获得经济利益，此利益独立于其在公开市场中通过交易差价获得的利益，因此称为“外部利益”。换言之，外部利益驱动市场操纵下，行为人的主要获利方式并不直接来自证券价格的涨跌。<sup>〔32〕</sup>一个典型的例子是董事薪酬激励计划。若计划中规定在某一特定时间公司的股票价格达到规定的水平，则给予董事薪酬奖励。在此特定时间之前，行为人购买一定数量的股票，从而推高股票价格，使之达到规定的价格水平；一旦过了该特定时间，则卖出之前购买的用于推高股价的股票。与公开交易型操纵不同的是，在外部利益型操纵中，行为人不需预测市场是否会对其交易产生不对称的价格反应，且这种不对称反应的幅度大到可以覆盖交易成本，而只需外部利益比交易成本高，即可获得收益，这是一个较容易达到的条件。

当存在外部利益的行为人恰在证券价格决定此利益之前购买了股票，应推定其实施了外部利益型操纵而受到处罚，除非有相反证据证明存在其他情形。外部利益型操纵会导致证券价格的暂时扭曲，但是这类暂时性证券定价的不准确不会严重削弱股价对实体经济的引导作用，其真正的违法性根源在于对外部利益合同相对方的不公平。如以董事薪酬激励计划为例的外部利益型操纵中，行为人的违法性根源在于其对所任职上市公司的不公平。董事所任职的上市公司之所以会与

〔29〕 See Pierre Hillion & Theo Vermaelen, *Death Spiral Convertibles*, 71 Journal of Financial Economics 381, 381-415 (2004).

〔30〕 See Adam D. Clark-Joseph, *Exploratory Trading*, available at <http://www.nanex.net/aqck2/4136/exploratorytrading.pdf>, last visited on Jun. 20, 2023.

〔31〕 参见王天龙：《市场操纵犯罪与抢先交易行为的本质探讨——以高频撤单为视角》，载《商丘职业技术学院学报》2021年第6期；徐文鸣、张玉美：《新〈证券法〉、程序化交易和市场操纵规制》，载《财经法学》2020年第3期；钟维：《基于价格影响的期货市场操纵规制理论：反思与重构》，载《法学研究》2022年第1期。

〔32〕 参见张超、甘培忠：《市场操纵的规范解构和分析框架维度构建》，载《暨南学报（哲学社会科学版）》2019年第9期。



该董事签订薪酬激励计划，是为了激励该董事，提高本公司的经营业绩。但该董事却操纵股价，通过买入公司股票推高股价达到公司期待的标准，而非通过尽心的管理提高公司的经营水平，这种行为与对合同相对方的欺诈没有本质上的区别，也是应予禁止的操纵市场行为。<sup>〔33〕</sup> 外部利益型操纵的本质与合同欺诈一致并非否定其操纵市场责任，正如内幕交易的违法性根源在于对信义义务或信任关系的违反，即使是通过合同建立的信任关系，也可通过证券法予以规制。操纵市场或内幕交易都利用了证券市场，都是在证券市场的特殊环境下发生的欺诈，受到证券法的特殊规制也在情理之中。<sup>〔34〕</sup>

### 三、适用考量：类型化视角下的认定标准

传统操纵市场的规范基础是欺诈，据此有观点认为，若无法证明一个行为是证券欺诈，则不应认定其构成操纵市场。这是典型的美国证券法学界或司法界对操纵市场的认知，有其历史原因。美国证券法中关于操纵市场的认定标准过高、适用范围过窄，因而私人原告或执法机构另辟蹊径，以反欺诈条款作为起诉操纵人的规范基础。<sup>〔35〕</sup> 反欺诈条款中确实有禁止“操纵性”手段的规定，因此从证明操纵故意的欺诈角度出发对操纵人课以责任，反而更易成功。而我国证券法中并没有类似的统合式反欺诈条款，没有必要将操纵市场行为的认定完全建立在证券欺诈的基础之上，没有必要将所有类型的操纵市场都解释为证券欺诈行为，类型化的认定规则建构反而更清晰且更具可操作性。对于操纵市场行为的认定以现行认定模式为基准，操纵市场的构成要件主要有行为模式、操纵意图与损害后果三个方面。在类型化理论之下对操纵市场认定规范的再造，应首先明确不同操纵类型的构成要件，将操纵市场与正常交易行为的区分难题转化为不同构成要件的具体认定标准问题。

#### （一）欺诈型操纵的认定

由于欺诈型操纵的行为模式具有明显的虚假性、欺骗性，关于欺诈型操纵认定的主要问题并非其与正常交易行为的区别，而是各个构成要件的具体认定。欺诈型操纵行为人通常采用的是具有欺骗、虚假性质的手段，如虚假交易操纵中的对敲、洗售，蛊惑交易操纵中的编造、散布虚假信息，抢帽子交易中的公开作出投资建议后反向交易等。带有欺诈性质的行为本身即可为欺诈型操纵的认定提供规范性基础，而损害只是论证其违法性的非必要条件，意图只是论证欺诈型操纵违法行为的辅助性构成要件。<sup>〔36〕</sup> 换言之，交易型操纵采取以结果为导向的认定思路，而欺诈型操纵则应采取以行为为导向的认定思路。<sup>〔37〕</sup> 行为模式是欺诈型操纵认定的核心构成要件。行为

〔33〕 参见谢向英、黄伟文：《新型操纵市场犯罪行为研究》，载《中国检察官》2019年第22期；陈景善：《商事自由中的行政监管与司法判断界分》，载《行政法学研究》2021年第4期。

〔34〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 98 (2018).

〔35〕 参见彭冰：《交易型操纵民事责任的因果关系界定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案分析》，载《中国法律评论》2023年第4期。

〔36〕 参见谭冰霖：《行政处罚构成要件法定原则的逻辑展开》，载《政法论坛》2022年第4期。

〔37〕 参见程红星、王超：《美国期货市场操纵行为认定研究》，载《期货及衍生品法律评论》第1卷，法律出版社2018年版，第88-89页。

人只要从事了不当行为，如虚假交易、向市场释放虚假信息等，且主观上为故意，就应认定其从事了欺诈型操纵。此处故意的证明达到一般标准即可，而无须证明特定的操纵意图，操纵人的行为模式本身足以说明其违法性。

## （二）交易型操纵的认定

交易型操纵是指采用表面上合法的交易进行操纵的行为。与欺诈型操纵相比，交易型操纵的行为模式在表面上与正常的交易没有区别，因而损害后果与操纵意图就成为认定一个行为是否构成交易型操纵的关键。

### 1. 公开交易型操纵的认定方法

在公开交易型操纵中，可以市场条件为基础判断其损害后果。公开交易型操纵对证券市场的损害主要表现为危害了市场中自然的供求关系，制造人为价格。人为价格通常指非自然的供求力量所产生的价格，或偏离历史或资产价值的价格。<sup>〔38〕</sup> 行为人可通过表面合法的交易创造人为价格，尤其在其拥有市场优势地位、市场异常波动与市场流动性低等条件下。虽然这些因素本身不能证明此时的资产价格是人为的，但若市场中存在这些因素，则监管机构应加强对行为人交易合法性的审查，以确定其交易是否导致了证券的价格扭曲而具有操纵性。

第一，行为人能够操纵市场的表现之一是其占据市场优势地位。如美国的马斯里案和阿玛兰斯案都是短期控制市场的例子，行为人利用短期的市场优势地位导致了人为价格。<sup>〔39〕</sup> 在马斯里案中，被告的交易占该资产最后一小时内所有买入量的 94%，占当天所有买入量的 75%。马斯里的市场优势地位仅持续了一天，但其交易对资产价格施加了人为影响，使资产价格对行为人有利以便从期权合约中获利。同样，在阿玛兰斯案中，被告的市场优势地位也只持续了几分钟，行为人在收盘窗口的最后四分钟内卖出量占比达到 99%。即使行为人只有短暂的优势地位，也能够扭曲资产价格达到操纵市场的效果。我国执法实践中对于连续交易操纵的认定也遵循了该逻辑，行为人的资金优势、持股优势或信息优势皆为占据市场优势地位的表现。<sup>〔40〕</sup> 市场支配地位是认定价格人为性的有力指标，不论行为人是拥有绝对的市场支配地位，还是相对的交易支配地位，执法机构都应更为严格地审查其从事的交易。

第二，严重的市场异常波动也可能表明证券价格是人为的。一般而言，随着市场条件的变化、投资预期的调整以及新信息的出现，市场确实会存在一定程度的波动。<sup>〔41〕</sup> 但是，若交易者退出市场，资产价格就暴跌，则可能表明之前的价格是因为交易者的人为支撑。如在美国的马可夫斯基案中，一旦被告无法支撑涉案证券的价格，证券价格在一天内就暴跌了 75%。<sup>〔42〕</sup> 在穆勒

〔38〕 See Rosa M. Abrantes-Metz, Gabriel Rauterberg & Andrew Verstein, *Revolution in Manipulation Law: The New CFTC Rules and the Urgent Need for Economic and Empirical Analyses*, 15 University of Pennsylvania Journal of Business Law 357, 357 (2013).

〔39〕 See *CFTC v. Amaranth Advisors*, L. L. C., 554 F. Supp. 2d 523 (S. D. N. Y. 2008); *SEC v. Masri*, 523 F. Supp. 2d 361 (S. D. N. Y. 2007).

〔40〕 See Sun Baoling, *An Empirical Analysis of Regulation on Open-Market Manipulation in China: An Effect-Based Approach*, 18 US-China Law Review 109 (2021).

〔41〕 See David C. Donald, *Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation*, 6 National Taiwan University Law Review 55, 64 (2011).

〔42〕 See *Markowski v. SEC*, 274 F. 3d 525 (D. C. Cir. 2001).

伦案中,被告交易之前,所交易证券的价格以0.125美元小幅度变化;在证券价格因穆勒伦的交易而上涨之后,被告一停止交易股票就下跌了1.375美元。<sup>[43]</sup>在这两个案子中,资产价格的急剧下跌都不是因为市场中出现了新的消息或事件等,市场中最重要变化是被告不再交易该资产。在我国执法实践中,有行为人提出的申辩意见是市场价格波动并非完全因自己的操纵行为所致,对于该意见的反驳,可从行为人退出市场后所交易证券的价格异常波动角度切入。<sup>[44]</sup>若市场中存在这种价格的异常波动,则某行为即使表面上合法也应因可能存在公开交易型操纵而受到严格审查,尤其若行为人的交易构成公开交易型操纵,将既导致市场的不稳定,又导致人为价格,对市场造成双重危害。

第三,若关于某资产的市场规模很小且流动性不足,而关于另一资产的市场活跃且流动性高,则行为人更可能在前者的市场条件下利用表面合法的交易操纵市场。<sup>[45]</sup>流动性强效率又高的证券市场的特点是交易者能够迅速执行订单而不太可能导致资产价格向对其不利的方向移动。如某行为人想快速出手其持有的大量上市公司股票且此股票的交易活跃,则该卖出行为不会导致股价的大幅下降。<sup>[46]</sup>而即使在没有操纵的情况下,市场参与者进行交易更可能对较小市场的价格产生影响,因为可供交易对手方较少,且进行大宗交易和尾市交易等策略在较小的市场中更容易对资产的价格产生影响。因此,在较小市场中的交易应受到更为严格的审查,以确定行为人表面合法的交易是否构成操纵市场。

## 2. 外部利益型操纵的认定方法

外部利益型操纵本质上是一个合同问题。<sup>[47]</sup>除了上文中提到的董事薪酬激励计划,在衍生品和类似的金融工具中,也常常存在“外部利益”。在这些合同中,支付金额通常参考金融基准或其他客观市场指标而确定,如资产在指定日期的收盘价等。<sup>[48]</sup>合同当事人依赖特定市场中客观的估值方法以确保任何一方都无法控制或影响其合同安排的估价方法。若交易者干扰商定的估价基础,就损害了这些估价工具应为合同各方提供的均等获利的机会。若证券期货市场中长期存在此实践,会导致以证券期货市场价格作为估值标准的合同成本极大提高,不利于证券市场整体作为重要经济指标发挥功能。<sup>[49]</sup>如在阿马兰斯案中,阿马兰斯与其交易对手达成了互换协议,商定了一种客观的估值方法,即纽约商品期货交易所的收盘价。<sup>[50]</sup>而被告通过一系列交易扭曲了纽约商品期货交易所的收盘价,其在掉期协议中获得的收益是从掉期交易对手到被告的不公平财富转移。鉴于阿马兰斯对其交易对手的不公平行为及该交易成本提高对整体市场公平造成的损

[43] See *United States v. Mulheren*, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991).

[44] 参见《中国证监会行政处罚决定书》(〔2022〕72号)。

[45] See Matthijs Nelemans, *Redefining Trade-Based Market Manipulation*, 42 Valparaiso University Law Review 1169, 1169-1220 (2008).

[46] See James Peck & Karl Shell, *Liquid Markets and Competition*, 2 Games and Economic Behavior 362, 363 (1990).

[47] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rautenberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 Yale Journal on Regulation 67, 67 (2018).

[48] See Gina-Gail S. Fletcher, *Benchmark Regulation*, 102 Iowa Law Review 1929, 1929 (2017).

[49] 参见许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期; Jill E. Fisch, Jonah B. Gelbach & Jonathan Klick, *The Logic and Limits of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 96 Texas Law Review 553, 560 (2018).

[50] See *CFTC v. Amaranth Advisors*, L. L. C., 554 F. Supp. 2d 523 (S. D. N. Y. 2008).

害，阿马兰斯应对该外部利益型操纵承担责任。

外部利益型操纵人的证券交易行为与市场中其他从事真实交易的投资者无异，不会导致人为价格。但该行为会导致市场中不公正的财富转移，损害市场公平，因而具有操纵性。有观点认为如果外部利益型操纵只是损害了特定的合同相对人，如互换对手，而非市场价格，并非损害市场公平，以民法规则解决即可。但证券法中的许多规则都是同理。如在非发行人内幕交易中，收购人的内幕人以其在工作中获得的重大非公开信息进行了内幕交易，因而违反了《证券法》第50条的规定。在该种情形下，内幕人行为的违法性在于其利用职务盗用了本属于公司的有价值信息。该内幕人受到惩罚并非因违反了对证券市场中交易对手的诚实信用义务，而是因违反了对信息来源的诚实信用义务。<sup>〔51〕</sup>在这一情形中，证券法也是贯彻了更为一般的代理规则，即禁止代理人利用从本人处获得的信息谋取私利，只是证券交易恰好是牟取私利的方式。换言之，证券法并非只针对特定的证券问题，即使是民法中合同不得欺诈规则的细化，在证券法中予以规定也具有重要意义。<sup>〔52〕</sup>总之，除了证明行为人故意导致人为价格损害市场效率，若能证明行为人为获得外部利益而故意从事证券交易损害市场公平，也应认定其构成操纵市场。

#### 四、规则反思：类型化理论的法律构造

我国操纵市场司法实践较少，证监会的执法实践是研究操纵市场认定现状与相关规范适用的良好样本。自2001年至2022年证监会公布了197个操纵市场行政处罚决定书，其中有167个涉及欺诈型操纵，有139个涉及交易型操纵，表明行为人通常综合利用欺诈型与交易型操纵手段影响或意图影响证券交易价格。<sup>〔53〕</sup>我国的“影响”认定模式对某些操纵市场行为的证明标准较低，比较容易认定当事人构成操纵，但却可能打击范围过大，甚至打击对社会有利的正常交易活动。<sup>〔54〕</sup>应通过优化操纵市场行为认定规则设计，提高我国操纵市场的监管效率。

##### （一）欺诈型操纵认定规则反思

在证监会2001年至2022年所作出的167个涉及欺诈型操纵的案例中，当事人与执法机构在78个案例中对操纵行为的认定产生了争议，其中仅有2个涉及约定交易操纵的认定问题。约定交易操纵的认定难点在于行为人串通的证明。对于该问题，证监会一般是通过当事人操纵前后及操纵当日通讯、联络情况与两人控制账户交易情况等证明事前存在意思联络。对于交易约定，证监会一般是从交易的时间、价格和方式等方面进行认定。如在〔2018〕51号“王某宏、陈某”案中：在交易时间上，当事人控制的账户在特殊时点对对方做市账户低价卖出的股票进行买入；在交易价格上，行为人买入股票情况与对方做市账户重点减仓股票清单高度重合；在交易方式上，

〔51〕 See *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

〔52〕 See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 *Yale Journal on Regulation* 67, 110–111 (2018).

〔53〕 See Sun Baoling, *An Empirical Analysis of Regulation on Open-Market Manipulation in China: An Effect-Based Approach*, 18 *US-China Law Review* 109, 109–121 (2021).

〔54〕 参见王乐兵：《资产收益权视角下资管交易的穿透式规范》，载《政法论坛》2022年第5期。



买入顺序与重点减仓清单的排序完全一致。<sup>〔55〕</sup> 据此认定行为人构成约定交易操纵，较为典型。

此外，洗售操纵是一种常见的欺诈型操纵，在执法实践中争议较多。在78个争议案例中有48个是关于洗售操纵手段的认定争议，比例高达61.5%，主要争议在于当事人是否在自己实际控制的账户之间进行交易。对于该问题的认定，执法机构主要是通过涉案账户之间成交量占当日总成交量的比例，或账户间交易的成交量占同期该品种市场成交量的比例予以认定。如在〔2018〕118号“北京新华汇嘉投资管理有限公司、王某东”案中，涉案账户之间成交量占当日总成交量的比例高达97.31%，因而认定行为人是在账户之间进行交易，构成洗售操纵。<sup>〔56〕</sup> 在〔2019〕2号“福建道冲投资管理有限公司、李某开、张某丽”案中，账户间交易的成交量占同期该品种市场成交量的比例超过5%，因而认定行为人具有操纵市场的主观目的，构成洗售操纵。<sup>〔57〕</sup> 虚假申报操纵是较为新型的操纵市场手段，其争议案例数仅次于洗售操纵，占比接近三分之一。在执法实践中，对于该操纵手段的认定主要是根据客观行为和操纵意图认定其行为的违法性，而最终是否导致人为价格并不影响对虚假申报操纵的认定。如在〔2014〕3号“赵某波、赵某林”案中，证监会指出，股价是否偏离行业指数并不影响对操纵行为的认定。<sup>〔58〕</sup> 即作为一种欺诈型操纵，损害后果并不是判断行为人是否构成虚假申报操纵的必要构成要件。

总体而言，我国目前欺诈型操纵的认定标准是“操纵意图+操纵手段+影响证券价格”。操纵意图主要是通过客观的行为手段推定操纵的主观故意，具有一定合理性。至于操纵行为对证券价格或交易量的影响，在欺诈型操纵的认定中并非必要，因此在某些执法案例中，监管机构正确地指出即使未对所交易证券的价格造成显著影响，只要有影响证券价格的可能性，也应认定构成操纵市场。<sup>〔59〕</sup> 总之，“故意+欺诈性手段”即可认定行为人构成欺诈型操纵。

## （二）交易型操纵认定规则反思

交易型操纵认定中最根本的问题是表面合法的交易活动为何具有操纵性。2019年《证券法》第55条在此问题的解决上提供了一定的思路，即在判断交易是否属于被禁止的操纵手段时增加了意图要素。但意图不具有客观可观察性，若市场上没有不当行为或负面后果，仅以一般的操纵意图惩罚交易者是不公平的。从类型化角度而言，目前我国证券法中明确的交易型操纵手段包括连续交易操纵和跨市场操纵，这两种操纵手段分别属于公开交易型操纵和外部利益型操纵两种类型，但认定规范中行为模式、损害后果与操纵意图三个要素之间的逻辑关系模糊。例如，判断某行为是否构成操纵市场，应证明该行为影响了所交易证券的价格，且行为人意图造成这种影响，还是只证明其中之一即可，我国《证券法》第55条中并未阐明。

对此，基于损害的认定模式可应对交易型操纵的理论与实践难题。该认定模式要求原告证明操纵意图和损害后果两方面。与证监会目前基于影响的认定模式相比，其将操纵意图这一构成要件的证明标准从中等标准“意图影响证券交易价格或交易量”降低到一般标准“故意”，将损害

〔55〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2018〕51号）。

〔56〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2018〕118号）。

〔57〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2019〕2号）。

〔58〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2014〕3号）。

〔59〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2008〕42号）。

后果这一构成要件的证明标准从一般标准“影响证券交易价格或交易量”提高到特定标准“导致人为价格”。将损害后果这一构成要件的认定标准提高是因为即使是正常的交易行为，也可能影响所交易证券的价格或交易量，因而基于影响的认定模式无法很好地区分正常交易与交易型操纵。而基于损害的认定模式将人为价格作为损害后果的认定标准，可有效识别操纵市场，也明晰了交易型操纵的违法性。<sup>〔60〕</sup>

与美国基于意图的认定模式或欧盟基于后果的认定模式相比，基于损害的认定模式有一定优势。首先，基于损害的认定模式使交易型操纵的认定规则更加明确，提高了市场确定性。目前反操纵立法中的混淆主要源于以意图或影响为中心的认定模式。对于操纵意图的证明，除非有短信、邮件等直接证据，根据间接证据推断行为人的操纵意图有其困难性与不确定性，市场参与者也无法确定他们的行为是否会被监管机构视为操纵市场。而以影响为核心的认定模式无法说明操纵市场的违法性根源，正常的交易行为也可能对所交易证券的价格造成影响，市场参与者无法确定自己的交易是否会被认定为交易型操纵。基于损害的认定方法降低了含糊不清的意图标准，并明确表面合法的交易可能被认定为操纵性的违法性根源。该认定模式并非单独考虑行为人的操纵意图，而是将责任建立在操纵意图认定标准与损害结果认定标准之上，二者结合认定行为人是否构成交易型操纵，交易者可明确何时他们的行为可能被视为操纵。该模式与我国证监会正在执法实践中适用的以影响为核心的认定模式有异曲同工之处。证监会目前从“意图影响证券交易价格或交易量”的角度证明操纵意图，从“对证券交易价格或交易量造成影响”的角度证明损害，试图从意图与损害两个角度认定交易型操纵。

其次，基于损害的认定模式可有效提高监管机构证明交易型操纵的能力。在美国以意图为基础的认定模式中，司法实践多聚焦于原告对被告意图的证明，而意图难以证明又说服力低，法院经常对涉嫌交易型操纵的指控持怀疑态度。<sup>〔61〕</sup>将损害纳入责任基础以构建交易型操纵认定理论更易说服司法机构，该理论解释了为什么看似合法的交易仍具有操纵性，即该行为导致了人为价格或对合同相对方不公平等损害后果，使交易型操纵的监管规则趋于一致。对于操纵意图这一构成要件，达到“意图影响证券交易价格或交易量”这一中等意图的证明标准难度较高，证监会在执法过程中也没有很好地证明。而本文提出的一般操纵意图证明标准，只需证明行为人的故意性与有意性，降低了执法机构与私人原告的举证负担。

总之，基于损害的认定模式通过操纵意图与损害后果之间的互动关系，既为打击交易型操纵提供了符合其违法性根源的认定标准，也在举证方面利于对交易型操纵行为人的精确打击，并提供客观且可验证的方式识别交易型操纵，有利于提高监管效率。

## 五、结 语

证券市场的社会功能、市场效率与市场公平、价格准确性与流动性是分析操纵市场违法性根

〔60〕 参见刘宪权：《涉证券、期货犯罪研究》，上海人民出版社2021年版，第167页。

〔61〕 See Hillary A. Sale & Donald C. Langevoort, “We Believe”: Omnicare, Legal Risk Disclosure and Corporate Governance, 66 Duke Law Journal 763, 785–786 (2016).

源的三重维度。在目前操纵市场的“行为+后果”认定模式、“意图”认定模式及我国的“影响”认定模式中，操纵市场认定难题的症结在于现有规则无法区分表面合法的操纵交易与正常的交易活动，且行为模式、操纵意图与损害后果等构成要件之间的逻辑关系不清、认定标准不明。以客观可区分的欺骗性行为作为操纵市场类型建构的逻辑起点，在类型化基础上设计操纵市场的构成要件及其具体认定标准，可打通操纵市场认定的区分难题与逻辑难题，实现操纵市场类型化理论对规则设计与监管实践的法理支撑。故意以欺骗性或虚假性手段影响证券交易价格或交易量、故意进行一系列交易导致人为价格或存在相关外部利益而进行影响价格的交易构成操纵市场行为。

---

**Abstract:** Market manipulation harms the efficiency and fairness of the securities market and should be prohibited. But the difficulty in identifying market manipulation is that some manipulative behavior manifests itself as ordinary trading, and it is difficult to distinguish it from healthy trading activity that is beneficial to the market. At present, the identification of market manipulation mainly includes the “action+consequence” mode represented by the European Union’s securities law, the “intent” mode represented by the United States’ securities law, and the “effect” mode of China’s securities law, but all of them have difficulties. Dividing market manipulation into fraudulent manipulation and open-market manipulation, and further dividing open-market manipulation into naked open-market manipulation and open-market manipulation with an external interest based on behavioral means and profit models is an effective way to distinguish market manipulation from healthy transactions. Fraudulent manipulation, naked open-market manipulation and open-market manipulation with an external interest have different behavioral patterns and illegal origins so that different identification standards should be formulated to better identify and combat them. At the same time, it can also lay a theoretical basis for the determination of torts for investors’ civil claims.

**Key Words:** market manipulation, fraudulent manipulation, open-market manipulation, asymmetric price response theory

---

(责任编辑：王湘淳)