

禁止操纵证券市场的理论基础：法律与金融的分析

樊 健^{*}

内容提要：就操纵证券市场可被责难的原因，我国目前存在四种主要学说，即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”以及“剥夺公平交易机会说”。虽然其具有一定的合理性，但无法解释金融市场基准操纵的违法性与上市公司回购股份等行为的合法性。此外，这些理论还存在适用范围过宽或过窄的问题，如无法准确地区分短期套利与短线操纵行为。应从交易行为是否损害证券价格的真实性和证券流动的充分性，即是否减损证券市场效率的角度，来判断该交易行为是否构成操纵证券市场。“市场效率减损说”具有理论的统一性，便于遵守和执法，且不存在适用范围过宽或过窄问题。除了对典型操纵证券市场行为和可被责难的金融市场基准操纵具有解释力，该说还能为“浑水式”做空交易及短期套利的合法性提供理论支持，并对于连续交易、频繁或大量下单并撤单、“兜底式增持”及判断上市公司信息控制等行为的合法与否提供依据。

关键词：操纵证券市场 理论基础 价格失真 流动性降低 市场效率减损说

一、问题的提出

操纵证券市场与证券市场的兴起和发展如影随形，同操纵行为的斗智斗勇，也贯穿于整部证券执法历史。^{〔1〕}虽然世界主要发达经济体都通过立法的方式禁止任何人操纵证券市场，^{〔2〕}然而就

^{*} 樊健，上海财经大学法学院副教授。

本文为上海市哲学社会科学规划课题“我国证券市场信息型操纵民事责任研究”（2018BFX005）的阶段性成果，同时也获得了上海财经大学法学院“互联网与大数据法治问题研究”项目的资助。

〔1〕 See Jerry W. Markham, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, Routledge, 2014, pp. 9 - 32.

〔2〕 例如，我国《证券法》第55条、美国《证券交易法》第9条、欧盟《禁止滥用市场指令》（2014年修订）第12条、日本《金融商品交易法》第159条、我国台湾地区“证券交易法”第155条。

禁止操纵证券市场的理论基础是什么，学界和实务界并没有形成一致的看法。^{〔3〕}少数著名学者甚至质疑法律禁止操纵证券市场的正当性。^{〔4〕}因此，操纵证券市场是证券法中最具争议的概念。^{〔5〕}

由于法律无法对所有操纵证券市场行为作出明确和细致的规定，立法空白在所难免。因此，需要根据禁止操纵证券市场的基础理论来应对新情况和具体化构成要件，从而有助于证券市场的稳定性和吸引力。^{〔6〕}

首先，就证券市场参与者而言，由于其无法明确地预判行为的边界，要么因为害怕动辄得咎，而错失获利丰厚的合法交易机会，要么抱有侥幸心理，游走于“灰色地带”，最终可能受到法律的严厉制裁。^{〔7〕}

其次，就法院裁判和证监会行政执法而言，有时会面临法律依据不足或说理不充分的问题。例如，在《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（以下简称《司法解释》）^{〔8〕}和2019年修订的《证券法》生效之前，法院就“抢帽子”交易是否构成操纵证券市场存有相当大的争议。^{〔9〕}又如，在“任子良操纵证券市场案”中，任子良的抗辩理由之一就是“法律、法规、规章尚未对《证券法》第七十七条第一款第（四）项（即现行《证券法》第五十五条第一款第八项）作出解释，该规定不能作为处罚的依据。证监会、交易所对操纵案件宣传不够，当事人不知道相关行为构成操纵”^{〔10〕}。该案中，证监会没有明确指出“以其他手段操纵证券市场”与《证券法》所具体列举的操纵证券市场行为之间的共同点是什么。在没有明确理论基础的情况下，被告或者行政相对人仅能从法院裁判和证监会行政处罚的个案中，总结“以其他手段操纵证券市场”的类型。这种“类推适用”的方法遇到新型案

〔3〕 See Tālis J. Putniņš, Market Manipulation: A Survey, 26 *J. Econ. Survs.*, 952 (2012); Albert S. Kyle, S. Viswanathan, How to Define Illegal Price Manipulation, 98 *Am. Econ. Rev.*, 274 (2008).

〔4〕 See Daniel R. Fischel, David J. Ross, Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets, 105 *Harv. L. Rev.*, 503 (1991); Omri Yadin, Is Stock Manipulation Bad-Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience, 2 *Theoretical Inq. L.*, 839 (2001).

〔5〕 See Merritt B. Fox et al., Stock Market Manipulation and Its Regulation, 35 *Yale J. on Reg.*, 67, 70 (2018).

〔6〕 《证券法》第55条第1款规定：“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：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖；（二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易；（三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易；（四）不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报；（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、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）利用在其他相关市场的活动操纵证券市场；（八）操纵证券市场的其他手段。”显然，本规定无法涵盖所有的操纵证券市场行为，例如上市公司通过控制信息披露的时间和节奏来操纵证券市场。并且，具体操纵行为的构成要件也不明确，例如短期套利与短线操纵的区别。

〔7〕 例如，在“谢风华等操纵证券市场案”中，谢风华一直宣称自己的行为属于合法的“市值管理”而非操纵证券市场。参见《中国证监会市场禁入决定书（谢风华）》（〔2017〕20号）；缪因知：《利用信息优势操纵市场之执法案例解析》，载《金融法苑》2020年第1期。

〔8〕 根据《司法解释》第1条第2项的规定，“抢帽子”交易是指行为人“通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易”。

〔9〕 参见范军利：《激辩“抢帽子”交易 汪建中案凸显立法空白》，载 <http://china.caixin.com/2010-10-29/100193418.html>，最后访问时间：2020年1月20日；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。

〔10〕 《中国证监会行政处罚决定书（任良成）》（〔2015〕85号）。

件就会“力有不逮”。

最后,就某些看似构成操纵证券市场的交易行为,法律法规却并不认定为违法,例如超额配售选择权、^[11]上市公司回购股份、^[12]股市异常波动期间的“救市安排”^[13]以及上市公司的股价稳定预案^[14]等。那么这些合法“操纵证券市场”行为的合法理由究竟在哪里?探究前述交易行为的合法性基础,不仅能够正当化这些行为,还能回答我国证券实务中的新问题,例如“兜底式增持”是否构成操纵证券市场。^[15]

总之,如果缺乏对于禁止操纵证券市场理论基础的共识,那么市场参与者、裁判者以及监管者等就难以适应如今不断高科技化、复杂化的证券市场。^[16]

本文拟从法律和金融两个角度,尤其是金融市场微观结构(market microstructure),^[17]来探究禁止操纵证券市场的理论基础。在此基础上,研究如何准确地区分合法的证券市场交易行为与非法的操纵证券市场行为,以期市场参与者、裁判者及监管者在遇到疑难情形时,提供充分的理论支撑。

二、禁止操纵证券市场的诸多理论及其局限

我国《证券法》第55条规定了操纵证券市场行为人的主观要件,即行为人需要有影响证券交易价格或者交易量的主观意图,缺乏该意图则不构成操纵证券市场。仅仅有操纵的意图,但行为人的行为缺乏可被责难的原因,同样也不构成操纵证券市场。^[18]证监会制定的《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引(试行)》(现已失效)(以下简称《原指引》)第2条曾规定:“本指引所称证券市场操纵行为,是指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。”其中所谓的不正当手段与可被责难的原因相近。然而,

[11] 按照证监会颁布的《超额配售选择权试点意见》,超额配售选择权是指发行人授予主承销商的一项选择权,获此授权的主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额15%的股份,即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。在本次增发包销部分的股票上市之日起30日内,主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票,或者要求发行人增发股票,分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。该制度的主要目的是为了稳定新股的交易价格。

[12] 根据《公司法》第142条第1款第6项规定,上市公司不得收购本公司股份,但是,上市公司为维护公司价值及股东权益所必需的除外。

[13] 参见吴月霞:《国家队救市清单:1.2万亿买入1365股,浮亏2100亿》,载https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1391161,最后访问时间:2020年2月10日。

[14] 《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》第2条第1款第2项规定:“发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员应在公开募集及上市文件中提出上市后三年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案,预案应包括启动股价稳定措施的具体条件、可能采取的具体措施等。具体措施可以包括发行人回购公司股票,控股股东、公司董事、高级管理人员增持公司股票等。上述人员在启动股价稳定措施时应提前公告具体实施方案。”

[15] 参见任明杰:《“兜底式增持”受追捧是否涉嫌操纵股价存争议》,载《中国证券报》2017年6月7日,转引自<https://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/2017-06-07/doc-ifyfuvpm7707545.shtml>,最后访问时间:2020年2月12日。

[16] 参见中国证监会“中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究”课题组:《中国资本市场操纵行为监管对策》,载《理论动态》2013年第29期;Tom C. W. Lin, The New Market Manipulation, 66 Emory L. J., 1253 (2017).

[17] 金融市场微观结构是金融经济学的一个分支,主要研究证券交易与市场结构的关系,相关研究可参见Larry Harris, Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press, 2003.

[18] See Gina-Gail S. Fletcher, Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation, 68 Duck L. J., 479, 496 (2018).

究竟什么才是可被责难的原因则成为判断操纵证券市场的首要难题。实务界和学界关于禁止操纵证券市场理论基础的分歧，也正是存在于这一点上。

本部分接下来依次分析我国四种关于操纵证券市场可被责难的理由或禁止操纵证券市场的理论基础，即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”及“剥夺公平交易机会说”，亦将指出这些理论所存在的局限性。

（一）欺诈投资者说

该理论认为，操纵证券市场的本质是该行为欺诈或误导了投资者，因此为了保护投资者利益，法律禁止操纵证券市场。该理论为我国诸多学者所赞同，居于主流地位。例如，有学者认为：“关于操纵的本质，存在多种见解……‘欺诈说’认为其本质特征在于制造虚伪的市场行情从而诱使投资者在对行情误解的情况下做出错误的投资决定。”^{〔19〕} 还有学者认为：“操纵证券市场，指为谋取证券相关利益，故意诱使他人对证券投资价值产生错误判断而实施交易的行为。主流观点将操纵市场视为证券欺诈行为的一种。”^{〔20〕} 该学者进一步解释道：“多数操纵在根本上是通过诱导他人交易来实现非法牟利目的，而其他他人被诱导交易是由于被欺诈，即对交易价量产生误判，而非屈服于操纵人的市场力量。操纵引发的市场波动、秩序混乱是大量投资者被欺诈的后果。”^{〔21〕} 有法院也认为：“操纵市场本质上是一种证券欺诈行为，其目的是以异常的交易行为，影响市场价格，制造交易假象，诱导或致使其他投资者在不了解真实的情况下作出证券投资……”^{〔22〕} 境外有不少学者和实务裁判也持有类似观点。^{〔23〕}

确实，针对典型的操纵证券市场行为，例如洗售交易或蛊惑交易等，该理论具有极强的说服力。因为操纵行为人主观上希望投资者因操纵行为对证券的交易价格或交易量产生错误判断，从而跟进买入，^{〔24〕} 当证券价格达到操纵行为人所预想的水平时，其再卖出获利。操纵行为人要达成操纵目的，必须集合受到欺诈投资者的集体力量，方能形成“水涨船高”的局面，好让行为人在“退潮”之前安全撤离。^{〔25〕}

但该理论无法解释以下一些构成操纵证券市场的行为，即操纵行为人仅凭自身的资金优势等便可达成操纵的结果，此时其提高证券价格的行为无需其他投资者的参与。这种行为在金融市场基准操纵（financial benchmark manipulation）^{〔26〕} 中较为常见，尤其是操纵行为人进行尾盘操

〔19〕 汤欣、高海涛：《操纵市场行政处罚案例全景观察》，载《证券法苑》第18卷，法律出版社2016年版，第39页。

〔20〕 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，第161页。

〔21〕 前引〔20〕，缪因知文，第161页。

〔22〕 “薛文聪等与中国证券监督管理委员会行政处罚上诉案”，北京市高级人民法院（2019）京行终1928号行政判决书。

〔23〕 参见赖英照：《最新证券交易法解析》，作者自刊2020年版，第510页；Steve Thel, \$850000 in Six Minutes-The Mechanics of Securities Manipulation, 79 *Cornell L. Rev.*, 219 (1994); Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

〔24〕 因为“一般散户观念，当一股票成交量放大，且股价逐渐上升，表示有市场主力介入，股价容易上涨，散户投资者通常愿意买进、追高。因此，为吸引散户投资人，炒作者必须藉冲洗买卖制造活络现象”。吴光明：《证券交易法论》，三民书局2019年版，第355页。

〔25〕 例如，“沈昌宇操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（沈昌宇）》（〔2010〕31号）。

〔26〕 美国学者称这种操纵行为是有外部利益的公开市场操纵（open market manipulation with an external interest）（参见前引〔5〕，Fox等文，第75页），或者以合约为基础的操纵（contract-based manipulations）（参见前引〔4〕，Fischel、Ross文，第523页）。关于金融市场基准操纵，参见Andrew Verstein, Benchmark Manipulation, 56 *B.C.L. Rev.*, 215 (2015)。

纵,以避免被平仓、^[27] 高价减持^[28]或者获得较高的股权激励薪酬等。例如,就股权激励中的操纵证券市场行为,操纵行为人的获利公式是:(行权时的股票价格-行权价格)×可行权的数量。其中,行权价格和可行权数量固定,因此行权时股价越高,行权人获利也就越丰厚。如果操纵行为人仅凭自身的资金实力就抬高了股价,那么其并未通过买进股票后再卖出的交易行为来欺诈投资者,也不具备诱骗其他投资者跟进买入股票的故意,^[29] 所以该操纵行为很难被认定为欺诈。^[30] 事实上,真正受到欺诈的是授予期权的上市公司,而上市公司在此处显然不是投资者。

总之,虽然“欺诈投资者说”具有较高的说服力,但当操纵行为人并不具备欺诈投资者的故意时,则会暴露该说在理论上说服力的不足。正如有学者所指出:“操纵行为的成立,不以欺罔为构成要件。如硬将欺罔因素作为操纵行为之构成要件,则将限缩禁止操纵证券市场之规定的适用范围,而无法达到维护自由市场秩序之目的。”^[31]

(二) 破坏市场机制说

有学者认为:“在正常供求关系基础上形成的证券价格可以正确引导资本的流向,从而实现资源的合理配置。而市场操纵行为通过有意抬抬或打压特定证券价格,人为影响证券市场的供求关系,使证券价格与公司的经营状况脱离,操纵者便在人为造成的证券价格异常波动中误导资金流向,导致资源错配……在这个意义上说,市场操纵行为破坏了资本市场的有效价格机制,阻碍了资本市场资源配置功能的有效发挥……”^[32] 有学者也认为:“在操纵证券市场行为中,行为人利用资金、持股和信息等优势人为地改变市场供求关系,影响证券市场价格和交易量,阻碍了资本的自由流动。”^[33] 有法院同样认为:“操纵证券市场的行为主要是通过对相关信息进行积极的‘虚构’或消极的‘隐瞒’,非正常地影响证券的价格和量,阻碍价格真实形成,进而侵犯证券交易市场的正常运行机制和投资者的合法权益。”^[34] 因此,禁止操纵证券市场的主要理由在于防止市场机制被破坏或经由自然供需关系而形成证券价格的机制(fundamental forces of supply and demand)被破坏。^[35] 该学说具有一定的道理,通常情况下,在操纵证券市场中,操纵行为人的

[27] 例如,在“穗富投资操纵证券市场案”中,穗富投资辩称其“账户组买入6支股票是在发生史上罕见股灾背景下,为防止部分产品‘爆仓’而采取的维护产品净值进而维护投资者利益的行为,不存在通过抬高交易价格或制造交易实际或表面活跃的假象以‘诱使他人买卖’的主观恶意,不具有欺诈性”。《中国证监会行政处罚决定书(广州穗富投资管理有限公司、易向军、周岭松等4名责任人员)》([2016] 77号)。

[28] 例如,“新理益集团等操纵证券市场案”,《中国证监会行政处罚决定书(新理益集团、刘益谦、薛飞)》([2011] 44号)。

[29] 一般认为,行为人构成欺诈行为的前提条件是,其具有故意诱使受欺诈人作出错误意思表示的故意,“所谓诈欺,系欲相对人陷于错误,故意示之不实之事,令其因错误而为意思表示。……亦即诈欺之人明知其表示系属不实,或故意隐匿事实,而意图引起表意人据此作成错误的表示”。陈聪富:《民法总则》,元照出版公司2019年版,第335页。在此类操纵市场行为中,行为人并无诱使对方投资者作出错误意思表示的故意。

[30] 参见前引[24],吴光明书,第361-362页;张益辅:《“证券交易法”第一百五十五条第一项第四款“连续交易”操纵行为之探讨》,载《证交资料》第600期,第66页。

[31] 张进德:《证券交易法》,元照出版有限公司2018年版,第371页。

[32] 前引[16],中国证监会“中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究”课题组文,第2页。

[33] 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》,载《政法论坛》2016年第5期,第101页;前引[24],吴光明书,第348页。

[34] “谢风华与中国证券监督管理委员会行政处罚行政责任纠纷案”,北京市第一中级人民法院(2018)京01行初78号行政判决书。

[35] See Charles Mills, Karen Dildei, The Necessity of Price Artificiality in Manipulation and Attempted Manipulation Claims, 37 Futures and Derivatives Law Report, 1 (2017).

介入（不论是通过交易还是通过传播虚假信息）致使市场自由竞争机制无法实现。但该学说的局限性也非常明显。

其一，由于证券市场本身就是由人所组成的市场，因此从广义上说，任何人力的介入都有可能引发证券供求关系变化，进而引发市场的波动。因此，如果采用此观点，合法的交易行为与违法的操纵证券市场行为之间的界限将变得非常模糊，^{〔36〕}使市场参与者动辄得咎，反而会损害证券市场的健康发展。例如，短期套利交易者，其在短期内连续买入股票，等股价上涨至其预期水平，便卖出股票以获利。其行为显然改变了该只股票的供求关系，但由于短期套利交易者的交易行为是基于上市公司基本面的分析而做出的投资决策，并非为了操纵证券市场，其行为与所谓的短线操纵有别。^{〔37〕}

其二，有法院认为：“《证券法》第七十七条第一款前三项列举的三种典型操纵证券市场行为，不论是利用资金优势、信息优势或者持股优势，其实质均是人为地以各种不正常手段制造证券行情，使得证券市场供需关系无法正常发挥自动调节作用，最终影响证券交易价格或者证券交易量，扰乱证券市场秩序。”^{〔38〕}然而，在上市公司回购股份和股市异常波动时的“救市安排”等场合，交易者都是通过自身的资金优势和持股优势等，来人为地干预证券的交易价格或者交易量，而前述行为是被法律所许可的，并不构成操纵证券市场。

因此，“破坏市场机制说”会造成适用范围过宽的问题，不能很好地区分合法的交易行为与非法的操纵证券市场行为，给市场参与者带来所谓“寒蝉效应”，损害证券市场的健康发展。

（三）滥用优势地位说

在典型的操纵证券市场行为中，相比于一般投资者，操纵行为人通常具有资金或持股优势等，因此其通过这些优势地位来影响证券价格被认为是滥用了其优势地位或者是市场力量。^{〔39〕}有学者认为：“正是因为实施操纵行为的交易者拥有其他交易者不具备的优势，包括资金优势、持股优势，在人工智能时代，部分交易者甚至还拥有速度优势、智能优势等，而这部分交易者完全可以通过滥用这些优势，形成对证券、期货市场的控制。”^{〔40〕}有法院也认为：“操纵市场的违法行为人通常利用自身优势，采取不正当的手段，操纵或影响证券市场的价格。这种行为会导致市场机制失灵，侵害投资者的合法权益。”^{〔41〕}因此，禁止操纵证券市场就是为了防止行为人滥用其优势地位。该理论针对交易型操纵市场具有一定的说服力。在一般情况下，通过交易行为来操纵市场需要耗费大量的资金成本，并且在一定时间段里面，操纵行为人在购买量、申报量以及持股比例等方面占有较大比例，具有优势地位。^{〔42〕}

〔36〕 参见前引〔4〕，Fischel、Ross文，第507页。

〔37〕 参见蔡奕：《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析》，载《金融服务法评论》2011年第1期。

〔38〕 “阮克荣与中国证券监督管理委员会行政处罚纠纷案”，北京市西城区人民法院（2018）京0102行初262号行政判决书。

〔39〕 “2017年2月7日至2月17日期间的9个交易日中，北八道公司实际控制的账户组持仓量、资金量均较一般投资者具有显著优势，期间申买量、申卖量、成交量、成交额均明显高于一般投资者。”“北八道集团有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚责任上诉案”，北京市高级人民法院（2019）京行终4208号行政判决书。

〔40〕 刘宪权、林雨佳：《操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定》，载《国家检察官学院学报》2018年第4期，第114-115页；刘宪权：《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》，载《法商研究》2020年第1期，第5页。

〔41〕 “谢一峰与中国证券监督管理委员会行政责任纠纷案”，北京市第一中级人民法院（2019）京01行初387号行政判决书。

〔42〕 例如，“黄信铭等操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（黄信铭、谢冠华、陈囡囡等6名责任人员）》（〔2016〕61号）。

但该理论无法解释以下一些操纵证券市场行为。首先,针对信息型操纵证券市场行为,尤其是蛊惑交易等操纵行为,操纵行为人显然并不具有信息或资金方面的优势地位,但也可能会引起证券价格或交易量的变化。^[43]其次,在虚假申报、短线操纵等场合,不少操纵行为人只是普通投资者,很难说其具有资金优势或持股优势。最后,在上市公司回购股份等场合,上市公司自身显然具有资金和信息方面的优势地位,但是其行为并不构成操纵证券市场。

(四) 剥夺公平交易机会说

该说与前说有些类似,只不过是从其他投资者的角度出发。由于其他投资者没有操纵行为人所具有的优势地位,如果不禁止操纵行为人利用其优势地位操纵市场,那么显然对其他投资者而言并不公平,有违“三公原则”。而这些受到不公平对待的投资者因而可能会用脚投票,离开证券市场,这样将极大地减少证券市场的资金来源和流动性。^[44]因此,禁止操纵证券市场的理由在于保护广大普通投资者的公平交易机会。该说也有一定道理。确实,如果普通投资者知道自己在和操纵行为人进行交易,其交易的意愿就会降低。

但该说除了与“防止滥用优势地位说”存在相同的局限外,还存在适用范围过宽(over-inclusive)和过窄(under-inclusive)的问题。就前者而言,该理论同样适用于禁止内幕交易^[45]和确保信息披露的公平性等场合,因此其对解释禁止操纵证券市场缺乏针对性。就后者而言,其不能解释“兜底式增持”是否构成操纵证券市场,因为该行为并未产生不公平交易的问题。

综上所述,虽然前述四种学说都有一定的合理性和说服力,但也存在着无法解释某些证券市场实务问题的局限性。显然,这些学说无法为到底什么是操纵证券市场可被责难的原因提供统一化与合理化的解释。因此,只有回到证券市场本身,或许才可能找到令人满意的答案。

三、“市场效率减损说”作为禁止操纵证券市场的理论基础

(一) 证券市场功能及其实现

按照福克斯(Fox)教授等学者的观点,证券市场^[46]的功能主要体现在以下几个方面:其一,上市公司管理层能够更好地使用现存的资源,最大化其产出(use of existing productive capacity);其二,资本的分配(capital allocation),将宝贵的资源分配到产生最大效用的地方;其三,资源的跨期限分配(allocation of resources over time);其四,风险的分配(risk allocation)。^[47]

[43] 参见汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究》,载《当代法学》2016年第4期。

[44] 参见前引[18], Fletcher文,第492-493页;前引[24],吴光明书,第349页。

[45] 我国禁止内幕交易的主要理论基础就是公平信息理论(equal access to information)。参见吕成龙:《谁在偷偷地看牌?——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》,载《清华法学》2017年第4期。

[46] 我国绝大多数操纵证券市场行为发生在交易市场。参见前引[43],汤欣、高海涛文。但是,在定向增发等场合,操纵行为人通过操纵交易市场价格来锁定或者抬高定增发行价的案件也有发生,例如《中国证监会行政处罚决定书(浙江恒逸集团有限公司、楼翔)》(〔2014〕41号)。相关讨论,参见Stephen J. Choi, A. C. Pritchard, Should Issuers Be on the Hook for Laddering-An Empirical Analysis of the IPO Market Manipulation Litigation, 73 U. Cin. L. Rev., 179 (2004)。

[47] See Merritt B. Fox et al., *The New Stock Market: Law, Economics and Policy*, Columbia University Press, 2019, pp. 33-58.

也有学者认为，证券市场的核心功能是资本或资源的分配。^{〔48〕}

证券市场上述功能的实现主要取决于两个条件：证券价格的真实性（accurate price）和充足的流动性（high liquid trading），两者结合起来即构成一个有效市场（efficient market）。^{〔49〕}“根本上讲，资本市场质量的高低取决于其功能能否充分发挥，特别是存量与增量资源配置的效率以及证券定价的效率，因而市场效率（market efficiency）是评估市场质量的重要维度。”^{〔50〕}

1. 价格的真实性

所谓价格的真实性是指当前的证券价格能够反映（或尽可能）反映发行人的基本面（fundamental value）或内在价值（intrinsic value）。所谓基本面是指证券持有人未来所能获得的现金流（cash flow）。^{〔51〕}随着影响现金流状况信息的不断变化，证券价格也随之发生波动。证券价格除了受制于发行人的基本面，还受供需关系、市场行业等因素的影响，但这些因素对于证券价格的影响是短期的。因此，最终决定证券价格的长期性和根本性的因素仍为发行人的基本面。

理想状态下，在任何一个时刻，证券价格都应当真实地反映其基本面。但实际上，证券价格或多或少总是与基本面存在一定的偏离。如果这种偏离是随机的话，那么并不影响以证券价格作为反映发行人基本面的指标。实务中，常用 R^2 来测算证券价格的准确性。 R^2 越低，则表示证券价格越准确。^{〔52〕}

通常而言，只有信息投资者（例如私募基金、证券公司自营部门等）才会对影响现金流的信息进行收集、核实、定性、定价与交易，而其他类型的投资者，例如组合投资者（例如被动型共同基金）并不关心影响现金流信息的变化，而噪音投资者（例如绝大多数普通投资者）则基于他人推荐、小道信息等做出决策，一般也不关心（亦无力关心）影响现金流的信息。信息投资者通过充分地利用公开和未公开的影响现金流的信息，来买进被低估的证券或者卖出被高估的证券，在获得巨额收益的情况下，促进了证券价格对于发行人基本面的回归。如果信息投资者需要耗费大量成本去获得和核实信息，或需要付出大量成本才能完成交易，则其要么不愿意再从事这样的信息套利交易，要么通过其他方式来弥补所支付的巨额成本（如提高管理费或者买卖差价等）。^{〔53〕}

2. 充足的流动性

流动性是指在一定时间内完成交易所需要的时间或成本，或寻找一个理想的价格所需要的时间或成本。^{〔54〕}适度的流动性能够促进市场交易，提高市场效率，降低融资成本。^{〔55〕}

〔48〕 See Benjamin P. Edwards, Conflicts & Capital Allocation, 78 *Ohio St. L.J.*, 181 (2017); Charles K. Whitehead, Reframing Financial Regulation, 90 *B.U.L.Rev.*, 1, 35 (2010).

〔49〕 See Zohar Goshen, Gideon Parchomovsky, The Essential Role of Securities Regulation, 55 *Duke L.J.*, 711, 720 (2006).

〔50〕 李志辉、王近：《中国股票市场操纵对市场效率的影响研究》，载《南开经济研究》2018年第2期，第57页。

〔51〕 参见杨朝晖主编：《证券投资分析》，格致出版社2018年版，第36页。

〔52〕 See Merritt B. Fox, Measuring Share Price Accuracy, 1 *Berkeley Bus. L.J.*, 113, 114 (2004).

〔53〕 参见前引〔49〕，Goshen、Parchomovsky文，第726-732页。

〔54〕 See Douglas J. Elliott, Market Liquidity: A Primer, p. 3, available at <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/Market-Liquidity.pdf>, last Visited on Jan. 20, 2020.

〔55〕 参见张峥等：《中国股市流动性间接指标的检验——基于买卖价差的实证分析》，载《经济学》2013年第1期。

一般而言,上述成本主要包括显性成本和隐性成本两部分,其中显性成本主要包括佣金和印花税等费用,而隐性成本主要包括买卖价差(bid-ask spread)、换手率(exchange frequency)、市场冲击成本(market-impact costs)和延迟与搜寻成本(delay and search costs)。^[56]其中买卖价差是隐性交易成本中的重要组成部分,是衡量证券市场流动性的直接指标,^[57]证券买卖价差越小,则说明流动性越充足。

证券价格越真实,投资者核实信息等成本将越小,相应的价格套利机会和买卖价差也将越小,因此市场流动性将提升。随着市场流动性的提升,证券买卖价差逐步缩小,反过来又助于真实价格的发现。由此可见,价格的真实性与充足的流动性之间是相辅相成、互相促进的关系。^[58]

3. 价格的真实性与充足的流动性如何实现证券市场功能:以资本的分配为例

将社会资本分配于最能被有效利用的公司,其效用就能得到最大的体现,整个国民经济将因此受益。如果证券价格能够真实反映发行人未来的现金流,那么那些未来现金流充沛的发行人就能获得更多的资本。反之,如果证券价格不能真实反映未来的现金流,那么资本可能被错误地分配,被分配到不能产生最大效益的地方,整体而言则是资本的浪费。充足的流动性,使得社会资本能够以更低的成本(买卖差价、交易成本等)进行分配。相反,如果流动性不充足,则资源分配的成本会提高。因此,价格的真实性和充足的流动性能够实现证券市场的重要功能,即资本的有效配置。^[59]

(二) 操纵证券市场可被责难的原因:价格失真与流动性降低

1. 价格失真

操纵证券市场最明显的一个后果是,“致使相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面的情况”^[60]。不论通过什么方式,操纵证券市场行为都是将错误的信息反映到了证券价格上,扭曲了证券价格,释放了虚假的市场信号,最终使证券价格不能真实地反映基本面。^[61]有学者也认为,操纵证券市场的结果是导致产生没有支撑的价格压力(exercising unsupported price pressure),^[62]事实上也即造成证券价格失真。“操纵市场之行为人不论是直接向市场散布流言或不实资料,还是透过相对委托或冲洗买卖而向市场散布交易数量之不实资讯,乃至藉由连续买卖(连续交易)散布交易价格之不实资讯,皆有害于特定有价证券真实价格之形成,损及证券市场之健全发展。”^[63]

证券价格一旦失真,上市公司、投资者以及其他证券市场参与者(例如融资融券中的证券公司)等无法再以证券价格作为发行新股、确定行权价格、投资公司或者确定股权质押合同核心条款

[56] 参见前引[55],张峥等文。

[57] 参见前引[54],Elliott文,第3页。

[58] 参见前引[5],Fox等文,第86页;Yakov Amihud et al., Liquidity and Asset Prices, available at <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/LiquidityAssetPricing.pdf>, last visited on Jan. 20, 2020.

[59] See Merritt B. Fox et al., Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence, 102 Mich. L. Rev., 331 (2003).

[60] 《原指引》第14条第3款第4项。

[61] 参见证监会:《2018年证监会行政处罚情况综述》。

[62] See Maithijs Nelemans, Redefining Trade-Based Market Manipulation, 42 Val. U. L. Rev., 1169 (2008).

[63] 王志诚等:《实用证券交易法》,新学林出版股份有限公司2018年版,第522页。

的参数。如此一来，证券市场资源配置的重要功能也将消失殆尽。^{〔64〕}此外，作为操纵行为人的重要交易对手方，信息投资者将耗费大量的时间和资金成本去核实证券价格发生波动的真实原因，以避免受到操纵行为的损害。因此，信息投资者做出投资决策的时间会延长，并且其会通过扩大买卖差价等方式来弥补这些成本，尤其是在做市商交易的情况下，^{〔65〕}从而又降低了市场的流动性^{〔66〕}。

2. 流动性降低

操纵证券市场的另一后果是，扩大了证券买卖价差，延长了投资者尤其是信息投资者的交易时间和成本，加剧了证券市场的波动性，从而降低了市场的流动性。

操纵行为人往往会以高于当前市场价格的报价买入证券，或以低于当前市场价格的报价卖出证券，从而确保其实现控制证券价格的目的。等操纵行为一结束，操纵行为人获利离场，由于缺乏基本面支持，证券价格即持续下跌。^{〔67〕}该行为不仅会导致证券价格失真，证券波动性加剧（证券的波动性越大，价格也就越失真），也势必会导致该证券买卖价差的扩大，进而降低该证券的流动性。相反，在合法的交易行为中，由于交易行为使得证券价格更能真实地反映其基本面，所以交易结束之后，证券价格一般会保持平稳，不会下跌。有学者研究了尾盘操纵后认为：“操纵行为可能通过两个渠道对市场效率产生影响：一是通过加剧市场波动导致相对有效价差扩大，从而在一定程度上佐证了‘操纵行为—加剧市场波动—降低订单非执行风险—投资者报价策略趋于保守—价差扩大及交易成本上升’的作用渠道。二是通过降低市场交易活跃度导致相对有效价差扩大，这意味着操纵行为由于破坏了市场公正，侵害绝大多数投资者的合法权益，从而恶化投资者信心，降低其参与市场交易的意愿。此时，市场总体的交易活跃程度可能会有所减弱，并促使市场流动性降低和交易成本上升。”^{〔68〕}事实上，如果操纵行为时间不长（例如短线操纵），其对流动性的损害要远大于对价格的扭曲。^{〔69〕}

总之，“操纵行为不仅影响了证券市场的价格发现功能，而且增加了交易成本，并导致市场有效性降低，从而损害了广大投资者的利益”^{〔70〕}。

（三）禁止操纵证券市场的基础理论：“市场效率减损说”

禁止操纵证券市场的理由在于该行为致使证券价格失真，市场流动性降低，进而减损了证券市场的效率，本文称之为“市场效率减损说”。因此，判断一种交易行为，究竟属于违法的操纵证券市场行为，抑或属于合法的正当交易行为，主要标准为是否减损市场效率，也即是否使证券价格失真和流动性降低。诚如有学者所言：“反操纵条款设置之目的，在于保护效率资本市场机制的正常运作，使资本市场有限的资金，获得最有效率与最适当之配置。倘若操纵行为之结果，有助于资源有效率的配置，进而健全效率资本市场机制，则反操纵条款应无理由，对于该操纵行

〔64〕 See Marcel Kahan, Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices, 41 *Duke L. J.*, 977 (1992).

〔65〕 参见萧鑫：《证券做市交易与市场操纵的界分》，载《比较法研究》2019年第1期。

〔66〕 参见前引〔49〕，Goshen、Parchomovsky文，第741-743页。

〔67〕 例如，“陈贇操纵证券市场案”，《中国证监会行政处罚决定书（陈贇）》（〔2016〕69号）；Rajesh K. Aggarwal, Guojun Wu, Stock Market Manipulations, 79 *J. Bus.*, 1915, 1917 (2006).

〔68〕 前引〔50〕，李志辉、王近文，第69页。

〔69〕 参见前引〔5〕，Fox等文，第73页。

〔70〕 李梦雨：《中国股票市场操纵行为及预警机制研究》，载《中央财经大学学报》2015年第10期，第41页。

为加以制裁。或者,更精确地说,操纵者若透过操纵行为,向资本市场释放‘真实的’公司消息,而非传达不实讯息者,则该操纵行为应无该当证券诈欺之可能。申言之,吾人之所以容许合法的操纵行为概念,实是因为本文坚信合法的操纵行为,就等同于行为人向资本市场提供完整且正确的信息,符合证券交易法之立法目的。而效率资本市场机制,也因合法操纵行为之介入,使得投资人拥有更完整与更正确的信息,进而使得市场定价机制更为精准,流动性也更为提高。”〔71〕

因此,操纵证券市场的本质不在于欺诈投资者,而是对证券市场本身的欺诈。所以即使有操纵行为人辩称其并没有欺诈或者诱骗投资者的意图,也不影响其构成操纵证券市场。据此,在民事诉讼中,一旦操纵行为被确定,法院就可以直接依据“欺诈市场理论”来认定因果关系的存在,而无需再去探究操纵证券市场与投资者交易行为之间的因果关系。〔72〕理由在于,对于那些针对操纵证券市场行为人提出民事诉讼的普通投资者而言,操纵市场行为已经减损了市场效率,因此,基于“欺诈市场理论”,这些投资者可以被推定为由于操纵行为而从事了交易并遭受了损失,投资者自身无需证明因为信赖了操纵证券市场行为而从事交易,并遭受损失。

相较于本文第二部分所介绍和分析的诸理论,“市场效率减损说”的优势在于:

1. 理论的统一性

“市场效率减损说”能够为禁止操纵证券市场提供统一的理论基础,而不像现存诸多理论那样,无法对认定某些特定交易行为是否构成操纵证券市场行为提供较为合理的解释。

例如,就上市公司回购股份而言,从形式上看,其符合连续买卖操纵的构成要件,即通过资金和持股优势,连续买卖本公司股份,影响股价。并且,上市公司回购股份的主观意图也在于影响股价。但上市公司回购股份并不构成操纵证券市场,其主要理由在于该行为致使股价偏离基本面的状态得到恢复或使得股价能够更为真实地反映基本面。质言之,有时由于公司内部人与外部投资者之间信息不对称或由于整个证券市场处于非理性下跌状态,此时上市公司的股价并没有真实地反映其基本面,通过上市公司回购股份,能够使失真的价格恢复到真实状态,〔73〕有利于维护上市公司和股东的利益,所以该行为不仅不应该被认为是操纵证券市场,反而应当鼓励。〔74〕当然,如果上市公司股价并未偏离其基本面,上市公司回购股份的主要目的是防止被收购等,则可能构成操纵证券市场。市场异常波动下的救市安排和首次公开发行时的超额配售选择权等都可以依据该理论而被正当化。

又例如,在行为人进行尾盘操纵以避免被平仓或者获得较高的股权激励薪酬等情形下,由于

〔71〕 庄永丞:《论证券价格操纵行为之规范理论基础:从行为人散布流言或不实资料之操纵行为展开》,载《东吴法律学报》2008年第1期,第30页。

〔72〕 参见四川省高级人民法院(2020)川民终1532号民事判决书。该案一审法院认为:“在一个公开有效的证券交易市场中,公司股票的价格是由公司基本面和供求关系所决定的,操纵证券市场行为扭曲了公司基本面或供求关系,前者主要表现为信息型操纵,后者主要表现为价量型操纵。不管是哪种类型的操纵证券市场行为,最终都会导致公司股票价格偏离真实价值,此时的股票价格对投资者而言是不公平的,因信赖该股票价格为公正价格而交易的无辜投资者将因此遭受损失。”

〔73〕 参见前引〔4〕,Fischel、Ross文,第508页。

〔74〕 证监会在《关于支持上市公司回购股份的意见》中规定:“上市公司股价低于其每股净资产的,董事会应当及时了解是否存在对股价可能产生较大影响的重大事件和其他因素,通过多种渠道主动与股东特别是中小股东进行沟通和交流,充分听取股东关于公司是否应实施股份回购等措施的意见和诉求。”证监会认为当公司的股价低于其每股净资产时,其股价可能并没有真实地反映公司的基本面,因此,公司可以考虑通过股份回购的方式来消除股价和基本面的偏离。

操纵行为人仅凭自身的资金实力即可提高股价，因此难以用欺诈投资者来解释其违法性，事实上其也缺乏欺诈投资者的主观故意。唯一能够解释该行为可被责难的理由在于该行为致使股价偏离上市公司基本面，加剧了该股票的波动性，从而减损了市场效率，所以应当被禁止。

2. 便于遵守与执法

“市场效率减损说”给出了非常明确的认定交易行为合法与否的标准，因此对行为人来说，其能够较好地明晰交易行为的合法性边界。对于法院和证监会而言，也能在裁判和行政执法时，较为准确地判断某种新型交易行为是否构成操纵证券市场，并给出令人信服的理由。

例如，就“浑水式”做空交易^{〔75〕}是否构成操纵证券市场，我国理论界多数持肯定态度，^{〔76〕}证监会对此则不置可否^{〔77〕}。但按照本文的“市场效率减损说”，由于“浑水式”做空交易提早曝光了虚假陈述行为，使股价及早恢复其真实状态，因此不构成操纵证券市场。^{〔78〕}通过“市场效率减损说”为“浑水式”做空交易正名，不仅能够使这些交易者放心大胆地从事该种交易行为，也能够为证监会认可这种行为提供理论支持。

又例如，判断“兜底式增持”行为是操纵证券市场还是合法交易的关键，在于探寻上市公司实控人等号召员工增持的原因为何。是因为公司股价严重被低估而通过增持来使股价恢复真实水平，还是存在其他原因，例如担心股价下跌而致使自己质押的股票被强制平仓。若为前者，则不构成操纵证券市场。对此，我国台湾地区有法院认为：“被告系因他公司之刻意打压，始被迫采取防御行动，对于他公司之‘意图压低柜台交易市场关于顺发公司股票之交易价格，以他人名义，对该有价证券，连续以低价卖出’之行为施以反制，显然系对于外力之侵害，不正常下跌之情况下……可见被告行为之目的不仅不是‘以人为操作因素导致集中市场行情发生异常变动，影响市场秩序’，反而系‘以人为操作因素使得集中交易市场行情正常化，使之不影响市场秩序，以保护一般投资大众’……尚难认被告在主观上是否有抬高集中交易市场上顺发公司股票价格之意图。”^{〔79〕}当然，上市公司实际控制人肯定会以股价被严重低估，看好公司未来发展等理由来号召增持，所以本文认为针对这种处于灰色地带的行为，应当要求实控人提交独立的财务意见书，来详细说明上市公司的股价为何被低估。如此方能防止以“兜底式增持”之名，行违法操纵股价之实。

3. 不会造成适用范围过宽或者过窄的问题

由于“市场效率减损说”明确了认定是否构成操纵证券市场行为的标准（使得价格失真和流动性降低），因此不会造成适用范围过宽或过窄的问题。

〔75〕“浑水式”做空（short attack）交易，是指“类似浑水公司（Muddy Waters Research）这般不具有证券投资咨询资格的非持牌做空者，于公开媒介传播关于发行人负面信息、同时卖空（或与行动相关人联合卖空）发行人的股票”。宋澜等：《证券市场的“浑水式”做空 境内外实践与监管选择》，载《证券法苑》2020年第3期。

〔76〕参见王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载《金融法苑》2020年第2期。

〔77〕参见证监会对北京中能兴业投资咨询公司的回复函；朱宝琛：《证监会再次回复对做空合法性的询问》，载《证券日报》2013年7月18日，转引自 <http://finance.sina.com.cn/360desktop/stock/t/20130718/032916159205.shtml?from=wap>，最后访问时间：2020年4月15日。

〔78〕当然，为了避免误导投资者情况的出现，“浑水式”做空交易者需披露其交易安排。参见谢杰：《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》，载《法学》2020年第1期。

〔79〕前引〔63〕，王志诚等书，第552-553页。

例如,短期套利行为中,短期套利者抓住了短时间内某些证券被高估或低估的情况,通过多次买进再卖出来获益。本文认为,该种行为缩小了买卖价差,增加了市场流动性,并且使得证券价格能更真实地反映其基本面,因此属于合法的交易行为。相反,短线操纵则是使证券价格背离其基本面,扩大了买卖差价,加剧了证券的波动性。^{〔80〕}当然,在实务中,两者并不容易区分。^{〔81〕}本文认为,区分两者的主要考量因素包括但不限于:主观上是否有影响证券价格的故意、是否有作为交易基础的分析报告、是否利用他人账户交易、是否有其他违法行为配合(例如虚假申报等)^{〔82〕}以及交易之后的证券价格走势。一般而言,在短线操纵的情况下,操纵结束后证券价格往往出现明显下跌。^{〔83〕}

四、以“市场效率减损说”检视若干交易行为

本部分运用本文所提出的“市场效率减损说”来检视我国《证券法》《司法解释》等所禁止的操纵证券市场行为和实务中若干新型交易行为,分析这些行为被禁止的原因,并指出判断其合法性时需注意的问题,从而印证本说。

(一) 肯定会减损市场效率的违法操纵行为

以下几种交易行为,明显会使证券价格失真,市场流动性降低,减损市场效率,因此属于典型的操纵证券市场行为。

1. 约定交易

约定交易,又称对敲或相对委托,是指操纵行为人“与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易”^{〔84〕}。该交易行为虽然表面上存在交易,但并没有任何经济上的理由,主要目的在于造成交易活络的假象,使投资者追涨,等证券价格上涨后,操纵行为人再卖出证券获利。该行为使证券价格失真,加剧了证券波动性,减损了市场效率,是典型的违法操纵证券市场行为。

2. 洗售交易

洗售交易,是指操纵行为人并不实际转移证券的所有权,只是“在自己实际控制的账户之间进行证券交易”^{〔85〕}。该行为与约定交易类似,并无经济上的正当理由,主要目的是为了造成交易活络的假象,等证券价格上涨后再卖出获利。^{〔86〕}该行为使证券价格失真,加剧了证券波动性,

〔80〕 参见前引〔67〕,Aggarwal、Wu文,第1916页;中国证监会监督管理委员会行政处罚委员会编:《证券期货行政处罚案例解析》,法律出版社2019年版,第194-195页。

〔81〕 参见前引〔37〕,蔡奕文。

〔82〕 “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,同时出现了对倒拉抬、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。”前引〔43〕,汤欣、高海涛文,第109页。

〔83〕 也可从行为人属性及交易动机、交易前后之状况、交易形态、交易占有率以及违反投资效率值交易判断。参见前引〔63〕,王志诚等书,第539-543页。

〔84〕 《证券法》第55条第1款第2项。

〔85〕 《证券法》第55条第1款第3项。

〔86〕 参见前引〔63〕,王志诚等书,第559页。

减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。

3. 蛊惑交易

蛊惑交易，是指操纵行为人“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”^{〔87〕}。该虚假或不确定的重大信息致使证券价格失真，加剧了证券波动性，减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。^{〔88〕}

4. “抢帽子”交易

“抢帽子”交易，是指操纵行为人“对证券、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”^{〔89〕}。操纵行为人一般具有特定的身份属性，例如证券分析师等，所以投资者才会听从其推荐等。^{〔90〕}操纵行为人反向证券交易的行为即表明其所做出的评价、预测或者建议等，并非其真实的意思表示。换言之，其所做出的评价、预测或者建议等与涉案证券的基本面并不相符，因此该行为致使被评价、预测或者建议的证券价格失真，加剧了证券波动性，减损了市场效率，同样是典型的违法操纵证券市场行为。^{〔91〕}

5. 金融市场基准操纵

在证券市场中，诸多合约的核心条款往往与某种金融交易参考基准（例如股价、指数等）相挂钩，例如融资融券中的股票价格、股权激励计划中的行权价格以及定向增发中的发行价格等。操纵行为人可以通过操纵相关证券价格而从该类合约中获利，即使操纵行为本身发生亏损，也能从合约中获得弥补，整体来看操纵行为人能够通过操纵行为获得收益。^{〔92〕}因此，在实务中，往往需要将证券交易行为与合约联系起来分析，才能看清操纵行为人的真实意图。^{〔93〕}该行为之所以被认定为操纵证券市场行为，主要理由在于其除了致使证券价格失真（当然时间不会很长）之外，更致使市场参与者对金融市场基准失去信心，从而导致交易的时间和成本大大提高，降低了证券流动性，减损了市场效率。

（二）不会减损市场效率的合法交易行为

本文认为“浑水式”做空交易和短期套利交易不仅未损害市场效率，反而有助于证券价格反映基本面，同时促进证券的流动性，增强市场效率，因此属于合法的交易行为。由于前文对此已

〔87〕《证券法》第55条第1款第5项。

〔88〕在美国乔纳森·李贝得（Jonathan Lebed）操纵证券市场案中，这位15岁的美国高中生，通过在网络上散布谣言的方式，来操纵交易量少的小盘股（thinly traded microcap stocks），最终获利80万美元，成为有史以来被美国证监会处罚的最年轻的操纵行为人。See David B. Kramer, The Way It Is and the way it Should Be: Liability under Sec. 10 (b) of the Exchange Act and Rule 10b-5 thereunder for Making False and Misleading Statements as Part of a Scheme to Pump and Dump a Stock, 13 U. Miami Bus. L. Rev., 243, 277-280 (2005).

〔89〕《证券法》第55条第1款第6项。

〔90〕例如，“朱炜明操纵证券市场案”，上海市第一中级人民法院（2017）沪01刑初49号刑事判决书。朱炜明系国开证券有限责任公司上海龙华西路证券营业部证券经纪人，上海电视台第一财经频道《谈股论金》节目特邀嘉宾。

〔91〕参见前引〔5〕，Fox等文，第113页。有学者认为，“抢帽子”交易的违法性体现在操纵行为人未披露利益冲突事项。参见前引〔43〕，汤欣、高海涛文。但问题在于，操纵行为人即使披露利益冲突，其仍可能虚伪地推荐证券，致使证券价格失真，因此同样构成操纵证券市场。当然，如果其披露利益冲突事项，投资者依据推荐等买进证券时，可能需要仔细考虑该推荐的真实原因。

〔92〕美国经典案例为 United States v. Mulheren, 938 F.2d 364 (2d Cir. 1991).

〔93〕相关讨论参见 Shaun D. Ledgerwood, Paul R. Carpenter, A Framework for the Analysis of Market Manipulation, 8 Rev. L. & Econ., 253 (2012).

详细分析,在此便不再赘述。

(三) 可能会减损市场效率的操纵行为: 需要严格防范

以下几种交易行为,不必然构成操纵证券市场行为,应当从该行为是否减损市场效率的角度来予以进一步分析。

1. 连续交易

所谓连续交易,是指行为人“单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖”^{〔94〕}。联合交易,是指两个以上行为人,约定在某一时段内一起买入或卖出某种证券。^{〔95〕}连续交易,是指行为人在某一时段内连续买卖某种证券。在一个交易日内交易某一证券两次以上,或在两个交易日内交易某一证券三次以上的,即构成连续买卖。^{〔96〕}买卖包括未成交的买卖申报,不限于实际成交的买入或卖出交易。

虽然,《证券法》将该种行为认定为操纵证券市场行为,但事实上,此类操纵证券市场行为与正常的交易行为之间并不容易区分,这也是美国著名学者费雪(Fischel)和罗斯(Ross)教授主张不应当禁止操纵证券市场的主要理由。^{〔97〕}例如,投资者连续买进股票的主要原因在于看好该只股票,其行为也可能导致股价出现异常波动,甚至涨停,但该交易行为并不构成操纵证券市场。^{〔98〕}有学者认为,“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,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”^{〔99〕}。但问题在于,操纵行为人一般不会将该主观动因如实坦白,实践中还是需要通过客观行为去判断操纵意图。

根据“市场效率减损说”,合法的连续交易与非法的连续交易操纵的主要区别,除了主观上是否有影响证券价格的意图之外,最重要的区别在于:前者有助于缩小证券的买卖差价,增加证券流动性,使证券价格真实反映基本面,有助于增加市场效率,因而合法;而后者则有助于市场效率。事实上,合法的连续交易行为人并不希望证券价格出现大幅度波动,因为这样会引起其他投资者的注意,减少其因私人信息而获得利益。^{〔100〕}相反,非法的操纵行为人则希望证券价格出现大幅度波动,从而使其他投资者跟进买入。本文之前在论证短期套利交易合法性时,已分析了判断合法交易行为与非法操纵证券市场的考量因素,例如有无分析报告、是否有其他违法行为或者内部人配合以及交易行为结束后的证券价格走势等,这也可以作为判断合法的连续交易与非法的连续交易操纵的考量因素。

总之,针对连续交易,不能因为有证券法的规定,就想当然地认为其必然构成操纵证券市场行为,而应深入分析该交易行为是否减损证券市场效率,从而准确地判断其合法性。

〔94〕《证券法》第55条第1款第1项。

〔95〕参见《原指引》第20条第1款。

〔96〕参见《原指引》第21条第1款。

〔97〕参见前引〔4〕,Fischel、Ross文,第519-523页。

〔98〕参见前引〔63〕,王志诚等书,第542页。

〔99〕前引〔43〕,汤欣、高海涛文,第107页。

〔100〕参见前引〔4〕,Fischel、Ross文,第509-510页。

2. 频繁或大量下单并撤单

交易者频繁或者大量申报并撤销申报，有可能是基于程序化交易而形成的价格发现策略，以交易为导向的交易策略，有助于价格发现，^[101]并不会减损市场效率，因此不具有可责难性，是合法的交易行为。相反，虚假申报，即“不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报”^[102]，其主要目的并非为了交易，而是通过频繁或者大量申报并撤销申报来加剧证券的波动性，使证券价格偏离其基本面，则减损了市场效率，是典型的违法操纵证券市场行为。^[103]

当然，虽然将“不以成交为目的”作为虚假申报操纵证券市场行为的构成要件，但操纵行为人一般不会承认自己不以成交为目的。因此，有学者指出，区分“不以成交为目的”的虚假申报和以价格发现为目的的合法交易行为的关键在于是否存在反向卖出行为，“反向卖出行为是区别虚假申报操纵和常见的降低交易成本的频繁申报和撤单的重要因素，也是操纵市场行为客观行为必需考量的内容”^[104]。也有学者提出，可以从撤单的频繁程度、堆单行为的异常性以及申报价格和数量的异常性等进行区分。^[105]

3. 上市公司的信息控制行为

《司法解释》第1条第1款第4项规定了上市公司信息操纵，即“通过控制发行人、上市公司信息的生成或控制信息披露的内容、时点、节奏，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益”。根据字面解释，只要上市公司从事了“生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏”的行为，即构成操纵证券市场行为，但这样的解释会造成适用范围过宽的严重后果，不利于保护证券市场投资者利益。考虑到刑法的谦抑性，应当予以限缩性解释。按照本文提出的“市场效率减损说”，如果上市公司的信息控制行为有助于证券价格反映基本面，增强市场效率，那么该行为就属于合法的信息控制行为。相反，如果上市公司的信息控制行为使得证券价格失真，那么该行为应当被认定为操纵市场行为。

[101] “自动做市商的高速计算机具有通过发出超级快速订单来发现其他投资者投资意向的能力。例如，在以极快速度发出一个买单或卖单后，如果没有被迅速成交，该订单将被马上取消；然而如果成交，系统即捕捉到大量潜在、隐藏订单存在的信息，以此来获利。”叶伟：《我国资本市场程序化交易的风险控制策略》，载《证券市场导报》2014年第8期，第47页。“程序化交易策略中的套利策略，是国内普遍使用的交易策略，主要是通过发现市场价格偏离来寻找获利机会，纠正价格偏差。以股指期货市场普遍使用的期现套利为例：当系统发现期、现货价差偏离历史阈值一定程度后，会自动买入较低价格品种并卖出较高价格品种，赚取基差回归利润。在该策略下，当市场有大量套利单执行时，有助于价格发现，抑制过度投机，降低标的资产波动，使期、现货价格回归正常波动和价差水平，有利于市场稳定。”姜哲：《程序化交易的潜在风险和监管体系研究》，载《金融监管研究》2017年第6期，第81页；Adam D. Clark-Joseph, *Exploratory Trading*, available at <http://www.nanex.net/aqck2/4136/exploratorytrading.pdf>, last visited on Apr. 25, 2020.

[102] 《证券法》第55条第1款第4项。

[103] 例如，在“阮克文操纵证券市场案”中，安徽证监局认为：“阮克荣使用其个人账户大量申报买入‘益民集团’、‘市北高新’股票并非以成交为目的，而是为了通过短时间内的频繁申报、大量申报向市场传递不真实的买入信息，误导其他投资者对该股交易价格和市场供求关系的判断，诱导其他投资者跟进买入，推高股价，进而进行后续反向卖出，其涉案行为已经对市场产生了较为明显的影响。”另参见前引[43]，汤欣、高海涛文。

[104] 冒智桥：《虚假申报操纵市场认定规则探究》，载《法律适用》2019年第18期，第36页。在“谢一峰操纵证券市场案”中，“账户组在标的股票已经涨停，涨停价申报买入数量较大的情况下，仍以涨停价大量委托申报，并迅速撤单，且存在将排队在前的涨停价买单撤单，再以涨停价申买的情况，并维持至收盘，次日反向卖出。由此可见其不以实际成交为目的、误导投资者的意图明显，具有明显的操纵股价的主观故意”。《中国证监会行政处罚决定书（谢一峰）》（〔2018〕60号）。

[105] 参见前引[43]，汤欣、高海涛文；肖凯：《高频交易与操纵市场》，载《交大法学》2016年第2期；邢会强：《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》，载《中国法学》2016年第5期。

例如,上市公司提早披露一个真实的利好信息,主要目的在于抬高公司股价,使其在资产购买时减少股份支付,本文认为由于该提早披露真实利好信息并未损害到市场效率,应属合法行为。^[106] 交易对手方可以通过股价计算公式更为合理化的方式来维护自己的利益。^[107] 相反,上市公司为了抬高公司股价,使其在资产购买时减少股份支付,披露虚假的或有重大误导性的利好消息或延迟披露真实的利空消息,均使股价失真,有损于市场效率,应当被认定为操纵证券市场行为。例如,在“谢风华操纵证券市场案”^[108] 中,证监会认定,“恒康医疗”未完整、准确披露收购三家医院对价情况;未真实、准确披露“DYW101”项目研发情况以及未及时披露独一味牙膏研发进展情况,符合信息型操纵的客观行为要件。^[109] 对此,法院认为:“在行为上,其操纵意图主要体现在信息披露的内容与时点两个方面,即通过控制信息披露的内容与时点来误导投资者形成错误的市场判断。”^[110] 如果信息控制行为没有误导投资者,则不构成操纵证券市场。

(四) 小结

本部分根据“市场效率减损说”检视了《证券法》和《司法解释》所禁止的几种操纵证券市场行为和实务中常见的几种有争议的交易行为。总体而言,《证券法》和《司法解释》所禁止的多种操纵证券市场行为,致使证券价格失真,降低了证券流动性,减损了证券市场效率,因此属于违法的操纵证券市场行为。但连续交易、频繁或大量下单并撤单,以及上市公司信息控制行为,并不必然构成操纵证券市场行为,需要进一步分析其是否减损市场效率。此外,就“浑水式”做空交易和短期套利交易,本文认为并不构成操纵证券市场。本文第三部分就上市公司回购股份、“兜底式”增持等进行了分析,认为使股价能够真实反映基本面的回购行为和增持行为,由于其有助于增强市场效率,故为合法的交易行为。只是从事股份回购和“兜底式”增持的行为人应当说明当前的股价未能真实反映基本面的原因。

五、结 论

我国目前对于操纵证券市场行为可责难性的主要理论包括四种,即“欺诈投资者说”“破坏市场机制说”“滥用优势地位说”及“剥夺公平交易机会说”。这些理论虽然都具有一定的合理性,但无法合理解释金融市场基准操纵的违法性与上市公司股份回购等行为的合法性。此外,这

^[106] 然而,在“阜兴公司等操纵证券市场案”中,证监会认为:“至于当事人所称披露的信息真实,属于正常信息披露的意见,我会认为,本案认定的信息披露事项是在阜兴集团与李卫卫共同操纵股价的目的下实施的,且在信息披露前后,当事人利用掌握信息披露时点、信息内容等优势使用账户组连续交易,符合利用信息优势连续交易操纵的特征,该认定与信息是否真实无关。当事人关于不构成利用信息优势操纵市场的申辩意见不能成立。”《中国证监会行政处罚决定书[上海阜兴金融控股(集团)有限公司、朱一栋、李卫卫等5名责任人员]》(〔2018〕77号)。本文认为,如果行为人所披露的信息是真实的,同时也没有违反信息披露规定(例如迟延披露、不公平披露等),因为没有减损市场效率,所以不应当认为是操纵证券市场行为。

^[107] 参见前引〔5〕,Fox等文,第110-111页;前引〔23〕,Thel文,第280-284页。

^[108] 《中国证监会行政处罚决定书[蝶彩资产管理(上海)有限公司、谢风华、阙文斌]》(〔2017〕80号)。

^[109] 在上市公司收购场合,收购方为了降低收购价格而不予披露大额持股信息的行为,同样也导致股价失真,同时也违反了《证券法》第63条的规定,故有学者认为该种场合也可能构成操纵证券市场,并非无据。参见梁上上:《论违规增持的私法救济》,载《法商研究》2019年第2期。

^[110] “蝶彩资产管理(上海)股份有限公司与中国证券监督管理委员会行政处罚纠纷上诉案”,北京市高级人民法院(2019)京行终2328号行政判决书。

些理论还存在适用范围过宽或过窄的问题。本文从金融市场微观结构角度出发，认为操纵证券市场可责难性的主要理由在于，该行为致使证券价格失真，降低了证券流动性，减损了证券市场的效率，因此称之为“市场效率减损说”。该说具有理论的统一性、便于遵守和执法，且不会造成适用范围过宽或过窄的问题。该理论除了能解释典型操纵证券市场行为（例如洗售和蛊惑交易）和金融市场基准操纵的可责任性，还能为“浑水式”做空交易以及短期套利交易的合法性提供理论支持，并且对于连续交易、频繁或大量下单并撤单、“兜底式增持”，及上市公司信息控制等行为的合法与否提供基本的判断依据。

Abstract: The key component of securities market manipulation is the objective behavior must be blameworthy. As for the reasons of blameworthiness, the four major theories, namely defrauding investor, disrupting market mechanism, abusing privilege position and depriving fair trading opportunity are persuasive to some extent, but they can not explain the illegality of financial benchmark manipulation and the legality of shares repurchases by listed corporations. Besides, these theories are over-included or under-included, e. g. they can not tell the differences between short-term arbitrage trading and short-swing manipulation. Whether some trading is manipulation action or not shall be judged by whether it makes price inaccurate and liquidity attenuated or not, namely makes the securities market inefficient or not, which is named the theory of reduced market efficiency (TRME). The TRME is inner unified, easy to be followed and enforced, and will not cause the problem of over-and-under inclusion. The theory can explain the blameworthiness of classic manipulation behavior and financial benchmark manipulation, besides it also can support the legality of muddy water style short selling and short-term arbitrage trading and provide theoretical basis for judging whether continuous trading, high frequent or large placing and withdrawing orders, profits guaranteed buying and information controlled behavior by listed corporations are illegal or not.

Key Words: securities market manipulation, theoretical basis, inaccurate price, attenuated liquidity, theory of reduced market efficiency

(责任编辑：李 敏 赵建蕊)