

证券期货市场交易型操纵行为主观认定问题探讨

——以非市场化交易手段为视角

陈煜^{1, 2}

(1. 中国社科院金融所博士后流动站, 北京 100028 2. 中国证监会博士后科研工作站, 北京 100033)

摘要: 交易型操纵行为的主观认定不适用于欺诈行为理论, 因此无法回避人为价格的界定与验证问题。从美国《商品交易法》的立法与实践来看, 非市场化行为扰乱市场供需并“触发”人为价格, 可以作为交易型操纵行为主观认定的法律依据, 但是在实践中仍需要进一步区分触发人为价格的具体情形。因此, 建议构建和运用“触发—目标”因果关系规则, 区分“触发行为”类型并测定人为价格的主观成因, 以加强对交易型操纵行为的监管与规制。

关键词: 交易型操纵; 人为价格; 非市场化交易

Abstract: The fraud behavior theory is not applicable to the identification of subjective factor in trade-based manipulation. The identification thus faces the problems of verification of the artificial price. Under the anti-manipulation statutes in USA, the Commodity Exchange Act is distinguished from Rule10b-5, which is based the fraud theory. In the Act, the artificial price is the basis of identification of the subjective factor. The practice shows that uneconomic trading would disturb the market supply and demand, and cause an artificial price. Empirically, uneconomic trading affecting securities price contains intent. So, it's a valid path to distinguish the “trigger”, and prove the causality between “trigger” and “target”, for a better identification of the subjective and supplement of the anti-manipulation regulatory.

Key words: trade-based manipulation, artificial price, uneconomic trading

作者简介: 陈煜, 民商法学博士, 中国社会科学院金融所与中国证监会联合培养博士后。研究方向: 商法、经济法。

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

2015~2016年我国证券期货市场操纵案件的立案数量不断攀升。¹证监会“打击市场操纵违法行为专项执法行动”反映出当前证券期货市场“利用资金或持股优势连续买卖”具有显著的复杂性和隐蔽性。²首例“沪港通”跨境操纵案的查处进一步表明“利用资金优势、持股优势”、“制造人为的交易价格和交易量”的操纵行为违法情节严重、市场危害性巨大。³

当前, 交易型操纵行为(trade-based manipulation)的法律规制是立法执法所面临的重大挑战。所谓交易型操纵行为是指利用市场要素影响证券交易价格的行为。与信息型操纵行为不同, 交易型操纵行为是以市场要素为驱动, 影响供需关系制造人为价格。这也有别于改变资产实际的或可知觉的价值影响证券价格的行动型操纵。⁴

我国现行《证券法》第77条第1款概括地对交易型操纵行为进行了表述, 但缺乏“利用市场优势影响价格”的清晰界定和表述。导致监管实践中, 交易型操纵行为的主观认定面临不可忽视的现实难题。

交易型操纵行为主观认定的主要问题

一、市场要素与价格异动之间的关系认定难

实践中, 交易型操纵行为的法律规制面临诸多难题, 立法和执法机构一直尝试扩大反操纵条款的适用范围并加强准确性。⁵交易型操纵行为的认定难问题不能完全归因于成文法规的滞后或缺失。事实上, 市场要素的使用、实施欺诈交易行为均能够造成证券市场的价格波动。⁶相比欺诈行为, 市场要素行为的特征更为隐蔽和模

糊。在庞杂的市场“噪音”中(market noise),如何界定和举证“利用市场要素实施操纵”是极为困难的。在成文法不明确的情况下,利用市场要素行为“打擦边球”的交易现象预计将会持续频发。⁷

二、价格异动中人为部分难以被验证

庞杂的市场交易数据中,很难直接区分交易价格中“有意为之的部分”。⁸所谓人为价格(artificial price),主要是指由于人为因素造成证券价格背离其交易的基本供需关系。⁹对“人为价格”进行验证需要以假设的竞争性市场价格为参照,然而假设前提是难以被充分验证的。为解决证明难题,实践中主要采用过错推定原则,即基于交易行为与价格异动的关联性进行主观推定。但是除了典型的欺诈型操纵行为,利用市场要素影响价格的交易行为仍然处于法律规制的模糊地带。

三、市场要素行为的主观认定超出了欺诈理论范畴

在监管与执法实践过程中,判断利用市场要素的行为是否导致了人为价格,现实中多适用欺诈行为理论。即实施操纵是一种故意行为,行为人须具有诱使他人进行证券交易的欺诈意图。¹⁰故只要实施特定行为并造成结果,即可推定投资者损失与操纵行为存在因果关系。¹¹

然而,利用市场要素行为的交易型操纵行为情形十分复杂,广义上包括了实施欺诈手段的洗售交易(wash sales)、幌骗交易(spoofing)、订单分层(layering)等操纵行为,也包括了行为人实施滥用行为而非欺诈手段,利用市场要素影响供需关系,单方面制造价格变动。就后者而言,即使出现了不常规的损益和价格波动现象,交易者往往会抗辩并主张交易行为符合个人理性和有限的市场信息判断。对此,监管者很难证明交易者这种不常规的做法具有操纵意图。

总体而言,交易型操纵行为当中,利用市场要素影响证券价格和交易量的行为,与欺诈手段存在行为认定上的差异。¹²我国现行《证券法》框架下,对利用市场要素制造人为价格的主观认定,尚缺乏清晰的法理基础和可操作的认定规则。

关于人为价格现象的实证分析

一、以人为价格作为操纵认定的主要依据

以美国证券期货市场为例,美国《商品交易法》、

《1934证券交易法》和规则10b-5共同形成了反操纵法律规则。¹³2010年美国《商品交易法》根据《多德—弗兰克法案》进行修订,在第6(c)条明确了禁止制造人为价格的行为。¹⁴此次修订是美国商品交易委员会(CFTC)在保留了原有的反操纵标准基础上,将反操纵适用范围扩大到“任何涉及尝试去制造人为价格的行为”。

从四要件体系来看,人为价格是市场操纵认定的核心要件,即第一,主体实施了行为;第二,有意制造人为价格;第三,客观上形成了人为价格;第四,操纵者的行为与人为价格之间存在因果关系。

二、利用市场要素形成人为价格的实证分析

交易型操纵案件中人为价格的发生,与市场要素的交易失序密不可分。期货及衍生品市场间的跨市场操纵案件表现的尤为明显。实证表明,行为人单方面制造价格的趋势性变化,实施具有欺骗或欺诈性质的交易行为并不是唯一的手段。巧妙地利用市场要素和市场效应,也可以达到影响价格机制的目的。

1. “不凋花”对冲基金操纵案介绍

美国联邦能源市场监管委员会(FERC)在2006年的Amaranth Adviosr对冲基金案做出操纵认定。Amaranth对冲基金在纽约商品交易所(NYMEX)长期进行天然气期货合约头寸交易,以及在洲际交易所ICE(InterContinental Exchange)进行互换协议交易,并在NYMEX进行场外交易结算。

FERC指出,2006年该基金公司的明星交易员Brian Hunter自2006年2月起,开始尝试在相对较高的价位买入大量3月到期的期货合约。随后在结算期的30分钟内,通过公开的拍卖交易将合约卖出。Hunter因为在公开拍卖交易环节的大量出售和清算,从而诱导其他交易者因为害怕

表1 以人为价格作为操纵认定的主要依据

法律文件及规制要点	规则10b-5 ¹⁵	2010年《商品交易法》Sec.6(c) ¹⁶	我国《证券法》第77条第1款
	欺诈型行为	人为价格	价格操纵
主观意图(Intent)	不实陈述或刻意隐瞒	有意为之(used to cause)	单独或合谋
实施行为(Ability)	利用计划、方法、诡计	洗售交易、合谋交易、虚假交易以及制造人为价格的交易 ¹⁷	集中资金优势、持股优势联合或者连续买卖
因果关系(Causation)	考察	考察	考察
人为价格(Not a true and bona fide price)	不考察	考察 ¹⁸	考察

价格下跌而加速抛出手中的头寸。Amaranth公司在4月和5月继续重复执行了这个策略。事后,FERC和CFTC正是对这个策略交易采取了强制措施并依法认定为操纵。

2. 操纵认定的依据——非市场化交易行为 (Uneconomic Trading)

FERC依据本部门的监管法规认定Hunter构成市场操纵,认为Hunter有意“打压NYMEX交易所的交易标的价格,并从其他交易所的互换头寸中获利”,触犯了规则1c。在结算期内的Hunter的交易损失实际上诱导了其他交易者进行抛售,进一步形成价格下跌。这类交易行为不具有合理的商业目标,而客观上增加了Amaranth的目标头寸价值。Hunter在结算期之前买入期货合约,之后在结算期前完成出清,影响了结算期内衍生品形成定价,这一现象是监管部门认定存在跨市场操纵行为的核心要素。¹⁹

Amaranth案表明,交易型操纵行为对市场价格的影响体现为:行为人在操纵计划实施的前期,采取了“高价买入”和短期内以市价进行抛售的行为。这种频繁实施交易并承担经济损失,具有非市场化特点。

三、非市场化交易行为的外观及特点

1. “住友商事铜事件”案情介绍

通过对反操纵执法案例的分析,可以观察到非市场化现象在交易型操纵案例中的作用显著。例如上世纪90年代中期的日本Sumitomo集团操纵案(又称为“住友商事铜事件”)。美国CFTC判定日本的Sumitomo集团通过控制铜的现货仓储供应,进而操纵了伦敦金属交易所的铜品种的交易。在1995年至1996年间,Sumitomo集团的交易员Yasuo Hamanaka通过某地的集中购买和囤积现货,显著提升伦交所的期货价格,并造成全球范围内基于铜价格的期货合约交割延期。随后,Hamanaka将Sumitomo集团所持有的,包括NYMEX纽约商品交易所在内的全球主要金属市场的铜品种进行清算。当监管介入和调查之后,全球范围内铜价格显著下跌,Sumitomo集团也因此损失了数十亿美元。²⁰

Hamanaka在操纵过程中,控制了不足5%的现货铜供应。由于跨市场之间的价格关联性,交易员Hamanaka得以利用通过交易行为触发价格走势的变化,并最终提升了Sumitomo集团的头寸价值。在触发价格异动的

交易中,价格异动导致市场供给短缺突然出现,供给短缺进一步引发价格上涨,并促使高位的卖盘增加。在价格异动过程中,操纵者持续买入进一步“挤压价格”(squeeze),导致空头不得不在持续上涨的市场中慌忙调整头寸。之后,操纵者进入下一个交易阶段,即在高位卖出累积的头寸,从中获利并弥补上一阶段的交易损失。随后,随着市场价格回落,操纵者剩余的头寸收益也开始下降。²¹

2. 非市场化交易行为的主要特征

Sumitomo集团操纵案表明,这类由非市场化行为引发的市场操纵有别于一般的市场活动。交易员Hamanaka利用不到5%的现货市场份额制造出显著的非市场化现象,实现了价格异动目标。这一系列制造人为价格的交易行为具有显著的非市场化特征。

其一,占有少量市场份额,短期内对现货市场供需关系产生影响。非市场化交易则使用较少规模的份额,影响价格机制并制造人为价格,在短期内影响市场供需关系;而市场优势力量要实现定向价格异动需要的是充足的市场份额,并且对市场供需的影响是长期的。

其二,交易者“高买低卖”并承担了价格趋势性变动的成本。非市场化交易能够以较小的市场份额改变市场整体的价格走势,往往由于行为人以显著高于市场最高买价买入,或是显著低于市场最低卖价卖出。这与一般市场化的竞争性交易不同,竞争性交易对抗其他竞争力量,并在合理的机会成本范围内交易。非市场化交易则不然,交易者在这个过程中承受了价格走势改变过程中的高买低卖损失,使得交易可能大大超出其一般交易的机会成本。

其三,利用了跨市场间的价格传导效应,提高其期货头寸价值。Hamanaka利用期货价格异动对现货的传导机制,进而引发全球铜现货价格变化(证明了前一阶段交易行为与结果之间存在因果关系),同时也提高了Sumitomo集团的头寸价值,并为其在目标价位减持获利创造必要的前提。

四、以非市场化行为验证价格异动的人为性

概括而言,美国商品期货市场监管部门对交易操纵行为认定,是以人为手段影响价格机制作为核心判定要素。运用市场要素的实施操纵的案例中,制造价格异动的

的行为普遍具有“非市场化”特征，因而逐渐成为了交易型操纵行为监管实践的重要依据。

从案例分析来看，非市场化特征主要表现为：一方面，非市场化交易者有意进行反常的、不合常规的出价，制造了价格异动，遭受了包括机会成本的经济损失；另一方面，非市场化交易能够在短期内形成“撬动市场价格”的杠杆作用，为操纵者相应头寸的谋取非法利益提供了必要的前提。非市场化交易行为表明了价格异动、人为价格与非市场化交易行为之间存在因果；基于不当行为与价格异动之间的因果关系，能够认定价格异动具有“人为性”。

五、非市场化行为在证券市场的理论延伸

值得注意的是，从近年来美国股票市场公布的操纵控告案例来看，鲜有基于非市场化行为作为主要依据的操纵认定的案例。制度设计上，《1934年证券交易法》Sec.10(b)与Rule 10b-5规则确立的是反欺诈型操纵行为规则。SEC的执法与监管执法实例也反映出了这一点。²²

同时，也客观印证了反欺诈规则中的主观认定并不适用于非欺诈类的交易型操纵。在流动性集中的单一市场，直接利用短期供需失序实施交易谋取利益，很难通过因果关系倒推来认定存在主观故意。那些看似具有“掠夺性”的交易，与市场纵向套保或一般投机行为难以区分。

在复杂的证券期货及衍生品市场中，欺诈型操纵行为认定规则存在现实局限性，而非市场化行为及现象分析一定程度上可以帮助监管应对欺诈行为之外的人为价格现象。并且，理论上也可以延伸至欺诈型操纵的行为界定与解释。例如，在SEC禁止的操纵行为中，洗售交易、幌骗交易等行为都属于不是直接影响交易价格的行为，而是扰乱市场对证券交易量的判断。因此，洗售交易、幌骗交易对成交量的影响，以及信息型操纵中诱导性信息的散布，一定程度上也可以视为“非市场化”的动作，只不过这些行为对市场供需和价格的影响相对间接。

表2 交易型市场操纵行为构成要件

操纵类型	触发(Trigger)	关联要件	目标(Target)
囤积现货 (Sumitomo住友商事铜事件)	非市场化交易影响 现货市场交易量	现货交易量异动、 期货价格异动 (近期货货价格)	期货头寸获利
尾盘操纵 (Amaranth案)	非市场化交易影响 交易量与价格	收盘价异动 (当日结算价)	衍生品、股票获利

“触发—目标”的交易型操纵主观认定方法

从上述案例来看，由于“非市场化行为”能够成为人为价格的认定前提，因此操纵行为主观认定路径可设定为：其一，不当行为与价格异动之间的因果关系表明价格异动具有“人为性”；其二，“触发”人为价格的行为与操纵“目标”之间存在因果关系，可证明操纵主观要件的成立。²³

一、交易型操纵的“触发”(Trigger)

1. 交易型操纵的“触发”概念

从实证角度看，非市场化行为能够影响市场价格并形成“触发”现象，即在一定时期内影响市场供需和价格机制从而形成人为价格。其中，非市场化交易下，构成“触发”的高买低卖行为能够规避市场化的竞争，打破一般的市场买卖竞价规律。²⁴非市场化手段则会人为地推高交易量，制造市场短暂的繁荣和不实的价格，但并没有改进社会经济效率。

2. “触发行为”的实施

非市场化行为影响了市场交易的价量表现，构成了市场操纵行为的必要前提。其实施路径为：低价卖出一定数量的标的物，直至市场价格指数下降。然后再大量买入标的物，并引起价格指数的回升，操纵者将会从前后交易中获得净利润(前提是市场具有良好的流动性，且基准价格得到广泛认同)。

例如，在ETP有限合伙投资公司(Energy Transfer Partners, L.P.)操纵市场案中，从2003年12月~2005年12月，ETP故意在每月天然气调整指数交易中损失资金，然后在本地区域的公开指数交易中做空获利。FERC指控ETP公司通过故意实施“非市场化交易”，打压HSC指数价格。²⁵

3. 关于“触发行为”的经济分析与考察——与市场优势行为相区别

然而，市场化与非市场化的边界并不总是非常清晰。行为人可以对“触发行为”进行抗辩和主张，例如低于(高于)市场价的卖出(买入)是基于投资者真实的预期和个人的判断；买卖行为对市场交易的流动性和价格影响无法准确度量，行为人自身也难以预料和判断；之后的卖出获利行为与前行为并无因果关系，等等。

因此，“触发行为”需要一定的经济分析作为量化

判断依据。尤其是需要区分非市场化行为与市场优势行为这两个行为类型。市场优势行为并不属于操纵行为，但是一旦市场优势交易者滥用市场要素影响证券价格，也会具备非市场化行为特点。

测定“触发行为”是否属于非市场化交易行为，并有意制造价格异动，可以从以下四个方面进行综合考察并加以分辨：

第一，卖方的边际成本与收益。市场优势行为情形下，卖方成交价格高于边际成本，包括卖方的机会成本；在非市场化交易情形下，卖方成交价格可能低于边际成本。

第二，买方的购买预期。市场优势主体实施交易，会造成市场现价过高导致导致买方缺乏购买意愿；在非市场化交易情形下，市场现价的波动可能会诱导买方的购买预期，促成买方的购买动机和意愿。

第三，市场份额的集中程度。市场优势力量的交易活动将会导致市场份额较为集中；非市场化行为则是通过定价交易(price-making trades)诱导价格变化，相比之下市场份额的集中度并不明显。

第四，流动性情况。市场优势力量会导致证券交易的供需关系会发生变化，交易流动性会逐步降低；非市场化交易则是会在短时间内造成市场交易的供需及流动性下降，中期来看交易的总体流动性会逐步恢复或增加。

二、交易型操纵的“目标”(Target)

1. 交易型操纵的“目标”概念

持仓或头寸获利结果能够出现，是因为交易者利用了“触发”，牟取了高于操纵成本的收益。在Amaranth Adviosr案中，FERC认定市场操纵的构成包含了“打压NYMEX交易所证券价格”和“从其他交易所的互换头寸中获利”两个方面。前一行为构成操纵的“触发”，后一行为可视为操纵的“目标”。

Amaranth操纵案、Sumitomo集团操纵案和ETP操纵案表明，操纵行为中获利的持仓或头寸，与触发行为相关联。在交易型操纵行为的主观认定要件体系中，明确“目标”与“触发”的因果关系，是认定操纵者的主观意图的充分必要条件。

2. “目标行为”的实施

在人为价格的时效范围内进行买卖交易获取利益，

是实现操纵“目标”的基本行为类型，其要点在于利用价格异动获利。例如，Sumitomo集团操纵案中交易员Hamanaka在高位卖出累积的头寸从中获利。

但是，在“触发”基础上实施“目标行为”，不应以获利与否作为判断实行的标准，而需要考察持仓或头寸因人为价格发生价值变化的客观事实，以及“触发”与“目标”之间的关联性。例如2015年的袁海林操纵证券市场案中监管部门作出了操纵认定并处以300万元的罚款。本案中袁海林通过集中资金优势、持股优势连续买卖，以多种操纵手段影响“苏宁云商”和“蓝光发展”价格并反向卖出，亏损约2.78亿元。²⁶其中，反向卖出属于“目标”行为的实施，盈利或亏损均并不影响操纵行为的认定。

3. “目标行为”的测定

由于“触发”的成本难以评估，因此对“目标行为”获利进行量化判断难度极大。随着《多德—弗兰克法案》的出台，美国证券市场机构报告和市场透明度有所提升，监管部门加强了对潜在的牟利头寸进行事前事中的监管。但是这也无法做到全面，更多是依靠事后的追溯发现其持仓或头寸。

因此，应当结合“触发行为”来测定“目标行为”，并考察其中的关联。例如，风险管理与对冲交易策略可能在价格波动之前就已经建仓，但是如果不存在“触发行为”与之关联，也无法认定其之后的高位抛售具有操纵嫌疑。

反之，缺少“目标”的测定，也难以判断“触发”的行为类型。非市场化行为的“目标”在于人为价格下的持仓或头寸价值变化。而资金优势交易行为则有所不同，优势主体通过垄断性抛售或买入直接形成超额收益。一方面，优势行为对价格影响的机理与非市场化行为存在差异；另一方面，优势行为在进行建仓的同时，就可能因资金或份额的集中直接影响了其持仓价值。因此，无法用“触发”与“目标”的因果关系逻辑来认定其建仓或出仓行为的主观性。而更需要依靠大宗交易机制和股东权益变动规则，调整和规制市场优势行为。

构建“触发—目标”为基础的主观认定规则

从刑事惩治的角度来看，“触发行为”引发了人为价格，即可能构成扰乱市场秩序的行为犯。但是，“触发行

为”与价格异动的因果关系认定并不能排除反向交易策略或对冲交易策略等，行为人也可能以疏忽大意或市场效果无法预测为由进行抗辩。因此，无论是行政规制还是刑事惩治，都需要更加合理的主观认定办法和规则。

总言之，建议在监管与司法实践中，考察操纵的“触发”与“目标”两个行为要件，采用“触发—目标”的主观认定方法。

一、以“触发”人为价格作为事实前提

在交易型操纵行为影响下，市场价格无法反映合法秩序下的供需关系，从而产生人为价格现象。因此，应当重点关注价格异动背后的非市场化交易行为，及时、有效地甄别非市场化行为所“触发”的人为价格现象。例如，非市场化行为借助杠杆效应，加大流动性对竞价机制的影响，在短时间内制造出人为价格。

二、以“目标”甄别“触发行为”类型

区分非市场化行为与市场优势行为，排除市场优势行为。除了直接考察“触发行为”的行为构成和经济指标之外，还应当以“目标”甄别其类型。与市场优势行为不同，非市场化交易行为“触发”人为价格，目标是提高相应持仓或头寸的价值，而不是直接获取超额收益。

三、区分不同类型“触发行为”的违法程度

如果人为价格背后，操纵者实施了不同类型的“触发行为”，也会导致几种行为类型出现混同。建议在操纵行为的主观认定过程中，重点关注“触发行为”是否

满足欺诈行为和非市场化行为的典型特征，并按照主观违法程度适用相应的规则。

从主观违法性程度来看，当行为具有欺诈行为特征时，应优先适用欺诈行为的认定规则；不属于欺诈行为的，再进一步测定是否属于非市场化行为，并排除一般市场优势行为。对于构成利用非市场化手段实施交易型操纵的，应加大违法惩治力度。

四、围绕“触发—目标”因果关系的证明进行举证

证明“触发—目标”之间的因果关系，将有效帮助监管者进行主观方面的认定。建立“触发—目标”证据链条，重点在于两个层次因果关系的成立：其一，证明非市场化行为触发价格异动的因果关系，明确价格异动的“人为性”；其二，证明“触发—目标”之间的因果关系，即证明非市场化行为与行为人(直接或间接)的持仓或头寸价值变化之间的因果关系，明确行为人的操纵主观意图并排除合理怀疑。

结语

要挖掘可靠的“触发”人为价格线索，并证明“触发—目标”因果关系，除了确凿的客观证据(例如录音、文件、消息、邮件或是举报线索等)，还需要运用市场数据监测系统对交易数据进行事中事后分析，收集可疑线索并进行测定和取证。因此，完善价格异动和非市场化交易行为的测定规则和标准，是实现事中事后监管的要

(上接第41页)

参考文献：

- [1] Miller, M., Modigliani, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares[J]. Journal of Business, 1961, 34(4), 411-433.
- [2] Bhattacharya, S.. Imperfect information, dividend policy, and “the Bird in the Hand” fallacy[J]. Bell Journal of Economics, 1979, 10(1), 259-270.
- [3] Aharony, Joseph, & Itzhak Swary. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholder returns: An empirical analysis[J]. Journal of Finance, 1980, 35, 1-12.
- [4] Miller, M., & Rock K. Dividend Policy under Asymmetric Information[J]. Journal of Finance, 1985, 40 (4), 1031-1051.
- [5] Easterbrook F H.. Two agency-cost explanations of dividends[J]. American Economic Review, 1984, 74(4), 650-659.
- [6] Shleifer, A., & Vishny, R. W.. A Survey of Corporate Governance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(2), 737-783.
- [7] 李常青, 魏志华, 吴世农. 半强制分红政策的市场反应研究[J]. 经济研究, 2010, (03): 144-155.
- [8] 安青松. 中国上市公司分红现状与趋势研究[J]. 证券市场导报, 2012, (11): 15-19.
- [9] 劳兰珺, 余沿福. 上市公司首次股利与股票长期收益——股利政策的信号传递效应检验[C]. 第三届(2008)中国管理学年会论文集, 2008年.
- [10] 刘海源. 我国上市公司股利政策市场反应的实证研究[D]. 北京: 北京大学, 2010.
- [11] 吕俊杰. 上市公司现金股利政策与企业价值相关性研究[D]. 北京: 中央民族大学, 2013.
- [12] 王志强, 张玮婷. 上市公司财务灵活性、再融资期权与股利迎合策略研究[J]. 管理世界, 2012, (07): 151-163.
- [13] 于瑾, 张婷, 吕东锴. 强化现金分红政策是在迎合投资者么——来自中国内地和台湾的经验证据[J]. 当代财经, 2012, (02): 58-66.
- [14] 朱敏. 中国上市公司股利政策对股价影响的实证研究[D]. 四川: 西南财经大学, 2012.
- [15] 石大林, 何晓峰, 李天慧. 公司治理机制、替代效应与风险承担[J]. 贵州财经大学学报, 2015, (01): 77-88.

点。尤其是在市场出现流动性下降、供需弹性受限的情形下,需要适时加强对市场操纵的测定,运用“触发—目标”证明规则,及时威慑和惩治“触发”人为价格的市场操纵行为。

另一方面,有效加强对证券期货市场操纵行为的依法监管力度,需要不断借助发展中的法律技术与信息技

术,以便更好地应对证券期货市场的发展与变化。唯有实施行之有效的市场监管与法律规制,才能够有效缩小市场交易中的买卖价差,抑制杠杆头寸操纵价格的动机,避免价格扭曲出现暴涨暴跌现象。否则,合法合规的市场交易成本将居高不下,投资者的合法权益将无法得到有效保障。 ■

注释

1. 2015年立案调查的操纵市场案件共计71起, 占立案总数的21%。2016年上半年立案52起, 比去年同期增长68%, 是数量增长最快的案件类型。参见中国证监会.《2015年度中国证监会稽查执法情况通报》[N].2016年01月15日. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201601/t20160122_290097.html; 中国证监会.《证监会2016年上半年稽查执法工作情况》[N].2016年07月01日. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201609/t20160921_303621.html
2. 参见中国证监会.《证监会通报打击市场操纵违法行为专项执法行动案件部署情况》[N].2016年11月25日. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201612/t20161205_307204.html
3. 注释: 2016年“首例沪港通跨境操纵案”认定的非法获利近3亿元。其他影响恶劣的交易型操纵案件还包括了美国2015年11月“首例高频交易幌骗案”, 被告被指控三个月内非法获利140万美元; 我国2015年的“伊士顿高频交易操纵案”非法获利20亿元。中国证监会.《证监会成功查处首例沪港通跨境操纵案件》[N].2016年11月18日. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201611/t20161118_306145.html
4. 注释: 本文对于证券期货市场操纵行为的分类主要参考Allen and Gale于1992年所提出的操纵类型分类, 包括了交易型操纵、信息型操纵和行为型操纵。Franklin Allen, Douglas Gale.《Stock price manipulation》[J].《Review of Financial Studies》, 1992, (5): pp. 503-529.
5. 注释: 例如2010年颁布的美国《多德—弗兰克法案》第753条扩充了反操纵的打击范围, 旨在转变期货市场惩治操纵不力的局面。参见李明良、李虹.《〈多德—弗兰克法案〉期货市场反操纵条款研究》[J].《证券法苑》, 2011年第5卷: 第1200-1201页。
6. 注释: 利用市场要素行为与利用市场优势概念难以简单区分, 交易者借助金融工具、技术或手段调动市场要素参与交易, 会短期内对市场供需产生影响, 很难借此评判优势与否, 以及是否失当。但是实施超出市场化的一般做法, 表现出滥用市场要素特征的特定行为, 则属于本文探讨的范畴。
7. 注释: 2016年我国A股市场数次出现了“概念股行情”事件。“概念股行情”表现为传闻驱动下短期内股价不断走高, 一定程度上构成了信息型操纵。其中, 值得关注的是, 行情的上涨背后存在短期的大额交易。这类市场优势力量能够短期内快速抬升股价。同时, 配合所谓“跨界并购”、“市值管理”等“题材”或“概念”, 诱导市场的流动性和交易量, 形成证券价格趋势性的异动(Directional Movement)。
8. Technical Committee of IOSCO.《Investing and Prosecuting Market Manipulation》.April 2013, pp.12.<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>.访问时间2016年11月23日。
9. 温观音.《如何认定期货操纵》[J].《人民司法》, 2008年第11期: 第73页。
10. 中国证券监督管理委员会稽查局编.《证券期货稽查典型案例(2008卷)》[M].科学出版社, 2012版: 第85页。
11. 见前引5, 第1203页。
12. 注释: 根据IOSCO的界定, 市场操纵行为包含一类利

用市场要素影响市场供需关系, 从而形成“人为价格”的操纵行为。包括了价格挤压(Squeeze)、卖空(Short Sell)等典型手段。Technical Committee of IOSCO.《Investing and Prosecuting Market Manipulation》[R].April.2013:pp.6-9.<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>.访问时间2016年11月23日。

13. 注释: 当前, 针对操纵行为的市场监管主体包括了联邦贸易委员会(FTC)、联邦能源市场监管委员会(FERC)、美国证券交易委员会(SEC)以及美国商品期货委员会(CFTC)。

14. 7 U.S. Code § 6c - Prohibited transactions. <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/6c>

15. 17 CFR 240.10b-5 - Employment of manipulative and deceptive devices, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b-5>

16. 见前引14。

17. 7 U.S. Code § 6c(a)(2) - Prohibited transactions, <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/6c>

18. 注释:《商品交易法》第6(c)条款明确了对价格的人为影响是禁止性行为当中的一类重要要素, 详见条款6c(a)(2)(B)、6c(a)(3)。而仅仅在6c(a)(5)中对尾盘价格操纵行为的主观认定标准明确为“故意或轻率”(Intentional or Reckless), 以及幌骗操作的认定标准明确为“故意撤单”(Intent to cancel the bid or offer before execution)。这并非是降低或放宽操纵的主观认定标准, 也不是对传统四要件体系的实质性突破。

19. Shaun D. Ledgerwood、Paul R. Carpenter.《A Framework for the Analysis of Market Manipulation》[J].《Review of Law and Economics》, 8:1.2012: pp.262-263.

20. Suzanne Mcgee, Stephen E. Frank.《Sumitomo Debacle Tied to Lack Of Controls by Firm, Regulators》[N].《The Wall Street Journal》, June 17. 1996. www.wsj.com/articles/SB834953117121009000. 访问时间2016年11月5日。

21. 见前引19, pp.264-265.

22. 在近年来SEC指控的几起典型的操纵案中, 操纵行为人为利用非本人名下的数个账户实施复合型操纵, 欺诈型操纵行为的案例有2012年的SEC v. Dynkowski案, 三名被告被指控实施对敲买卖(matched orders)和洗售交易(washed sales), 人为地抬拉股票价格; 以及2015年的34名被告被指控使用“pump and dump”手段哄抬小市值股票, 制造人为价格。除了欺诈型操纵之外, 也不乏行动型操纵案例, 例如2016年SEC公布的Ryan Gilbertson操纵市场案。

23. 见前引19, pp.256.

24. 注释: 市场化竞争中, 买卖双方通过市场化手段(例如供需关系、成本收益、信息对称等), 调整买卖交易策略、促进市场繁荣、实现经济效率的改进。

25. FERC.《FERC Approves Record \$30 Million Settlement in ETP Market Manipulation Case》[N]. www.ferc.gov/Sep.21.2009. <https://www.ferc.gov/media/news-releases/2009/2009-3/09-21-09.pdf>

26. 中国证监会.《中国证监会行政处罚决定书(袁海林)[2015]70号》.2015年11月12日, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201605/t20160518_297427.htm?keywords=