

投资者保护系列研究报告之五

# 市场操纵监管与投资者保护

---

研究中心：傅浩

2002 年 1 月



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

市场操纵是一种严重的证券市场欺诈行为，它的实质是以谋取不正当利益为目的，采用各种手段人为地提高或者降低证券的市场价格，引诱他人参加证券交易，从中获利。市场操纵严重损害投资者权益，破坏证券市场的公平性，必须予以严厉的打击。本文从投资者保护的角度出发，介绍各国市场操纵监管的概况，分析我国市场操纵监管中存在的问题，并提出相应的政策建议。

## 一、市场操纵监管对投资者保护的重要意义

所谓市场操纵，根据我国《禁止证券欺诈行为暂行办法》的规定，指的是行为人（包括机构和个人）“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”的行为。

在各种证券市场不当行为中，市场操纵是最为严重的一种犯罪行为，它严重损害了投资者的利益，损害了市场的公平性。因此，证券市场发展成熟的国家和地区，都明确立法禁止市场操纵。

### 1、市场操纵破坏了市场公平

从经济理论来看，证券市场应该是一个“完全竞争”的市场，任何想要进入这个市场的投资者，随时都可以进来，而想要离开的投资者，也随时都可以离开。由于市场对参与者是完全开放的，任何人都可以自由进出，参与者自然也就非常众多。因此在证券市场上，每一个有价证券交易价格的形成，都应该完全取决于市场的“供求”，每一个投资者都应该是价格的“接受者”，而不是价格的“制定者”。只有这样才能够使得每一个投资者都处于一个公平的地位上进行交易。如何人或机构如果想要操纵任何一种有价证券的价格从而获得利益，都会造成不公平的后果，损害其他投资者的利益。在证券市场上，有人获利，也有人亏损，只有当所有市场成员都是在公平的地位上进行交易时，遭受亏损的投资者才会甘心接受亏损，否则必将使其心生愤懑，最终退出市场，导致市场成交量萎缩，甚至导致市场失去流动性乃至消失。有研究指出，正是由于捷克证券市场监管过于宽松，导致市场操纵和内幕交易泛滥，最终使得捷克证券市场几乎完全崩溃。1995年，捷克布拉格证券交易所已经拥有 1716 家上市公司，但到 1999 年初，由于上市公司大面积退市，上市公司数目下降到仅剩 301 家。同时，布拉格证券交易所 50 种主要股票指数也下降了 60%，投资者数量也大幅减少，证券市场几乎完全崩溃。

### 2、市场操纵剥夺了投资者的权益

市场操纵行为直接剥夺了投资者的权益，严重破坏了证券市场运行的基础。投资者是证券市场运行的最重要的基础，其中尤其是广泛的中小投资者，他们的投资行为对于市场的健康发展具有重要的意义。许多研究结果表明，受证券市场操纵行为损害最大的是中小投资者。由于操纵者利用资金优势、持股优势或信息优势人为地制造股票价格的波动，中小投资者据此作出投资决策往往招致严重的损失。在中小投资者与市场操纵者的博弈中，中小投资者处于严重不利的地位。特别是绝大多数市场操纵行为都属于知情操纵<sup>①</sup>，也就是操纵者与内幕人士相勾结的市场操纵，在这样的情况下，中小投资者基本上难以摆脱投资亏损的结局。由于操纵者手法不断创新，操纵的隐蔽性也不断提高，即便证券监管严格，也很难能完全在证券市场上将操纵行为完全消除。但是如果操纵行为过于严重，中小投资者在证券市场上就会遭到全面的剥夺。

### 3、市场操纵扭曲了市场机制

市场经济从一定意义上来讲就是参与市场者通过竞争机制来达到优胜劣汰，充分体现市场机制的规律。在市场经济条件下，垄断是竞争的天敌，它表现为经济生活中的排他性控制和价格的操纵。从这种意义上讲，证券市场操纵行为就是垄断行为在证券市场上的表现形式之一。它人为地扭曲了证券市场的价格形成机制，扭曲了有价证券的价格，使得投资者无法或者难以做出正确的投资选择，使得市场竞争机制难以发挥积极的作用。由于市场机制被扭曲，有价证券的价格难以反映真实的供求因素，最终会使得证券市场的资源配置机制被扭曲。被操纵的股票价格与上市公司的经营情况相脱离，误导资金流向，对整个国民经济都带来难以估量的损害。此外，市场操纵还削弱了投资者对上市公司进行深入分析的动力，因为既然股票价格遭到人为操纵，规范的市场研究也难以带来更高的收益。投资者会转而关注操纵者的交易情况，“跟庄”、“与庄共舞”等现象成为市场的主流。其后果是，投资者难以通过研究获得收益，证券研究减少，证券市场的效率被削弱了。

### 4、市场操纵增大了市场风险

市场操纵者的投机行为会推动股票市场虚假繁荣，股票价格持续上涨，但最终市场的泡沫会破灭，股票价格会发生剧烈的波动，甚至会引发金融危机。1929年10月24日星期四，美国纽约股市突然以惊人的速度狂跌，这一天被称作“黑色星期四”，它点燃了美国 and 全球股市的崩溃，引发了30年代资本主义世界的大危机。导致市场崩溃的主要原因之一就是当时的证券市场被操纵，大的操纵者和

---

<sup>①</sup> 在美国战后 SEC 查处过的 400 多起股价操纵案件中，87.25%涉及到潜在的知情交易者，如大股东、公司内部人、经纪人、做市商、承销商、等，34.89%发生在 IPO、SPO (Second Public Offering) 和购并等信息事件过程中。

机构投资者利用欺诈手段，人为地抬高股价，在其他公众投资者跟进后悄悄抛出，获取暴利，导致普通投资者损失惨重。虚假的股票价格最终难以维持，引发了市场的暴跌。

## 二、市场操纵的过程及主要类型

### 1、市场操纵的目的

操纵的目的在于通过影响价格而直接或间接地获取利润，实现该目的的方法包括：

第一，影响股票的价格，使操纵者得以以更低价格买入，或以更高价格卖出，或影响并购报价或其他大型交易，或在交易中击败竞争对手。

第二，影响衍生合约或基础资产的价格。包括影响某指数或成份股票的价格，影响公募或私募中的股票认购价格，影响并购价格或并购中的转换比率，影响与某并购行动有关的价格，促使某人认购、购买或出售某种资产或资产权利，或者阻止此类行为，影响机构投资者的资产负债表，影响即将到期的来自债权人的强迫出售，影响对某项财务建议或安排的印象。

### 2、市场操纵的过程

市场操纵从行为性质上讲，是一种欺诈行为。其操作的基本思路是：低位建仓，拉升引诱，高抛获利。通常都要经过以下几个过程：吸货建仓阶段，拉升造市阶段，振荡洗盘阶段，高抛获利阶段，股价暴跌阶段。虽然具体到某一个市场操纵，未必都按照这五个阶段进行，有的“庄家”常用短线手法，在短时间内完成吸货、拉升、出货的全过程，有的“庄家”则耐心操作，整个过程反复多次，甚至持续多年，市场操纵者也不见得总是赢家，常有在完成前面一个或几个阶段后，中途即因故失败，而且每一个操纵个案的手法也都有变化，操纵者总是以匪夷所思的想象力来制造股价陷阱。但万变不离其宗，一般而言，一个完整的市场操纵案件，通常要包括以下的五个步骤：

#### （1）吸货建仓阶段

要操纵股价，通常必须使得市场流通之筹码减少，减轻操纵的难度，积聚股价拉升后的盈利基础。因此，市场操纵的第一步必须是以较低的成本购入大量流通股股票，将市场筹码集中。吸货建仓的过程通常缓慢进行，以不引起市场投资者及监管部门的注意。“庄家”一般会通过分散在多家证券公司营业部的大量虚假个人帐户买进，买进的笔数很多，但单笔金额通常不大，以保证隐蔽性，一方面摆脱监管部门的注意，另一方面也防止引起其他投资者的关注，降低建仓成本。

#### （2）拉升造市阶段

当“庄家”已经吸收足够的筹码后，上市公司及有关机构会配合发布公司利好消息，制造“题材”。主力资金一面开始从事虚假的洗售交易（也称为“对敲”或“对倒”），增加该股票的成交量，以制造该股票市场交投活跃的假象，吸引其他投资者介入，一面配合缓慢拉升股价，以吸引一般散户投资者跟庄购买。同时，通过拉升造市，还可以抓住机会卖出部分低价买入的股票，从中获利，进一步降低持仓造市成本。由于市场上散户对“庄家”动向极为关注，当一个股票成交量放大，而且股价逐渐上升，就被视为有主力介入，股价容易上涨，散户投资者通常愿意追高买进。所以拉升造市阶段中市场操纵者必须制造交投活跃、市场繁荣的假象。

### （3）振荡洗盘阶段

市场操纵通常会有一个振荡洗盘阶段，这一阶段里“庄家”常常继续对倒交易，出现股价大幅震荡的情形。主力资金通常会先开始拉高股价，出现连续数日盘中达到涨停或者以涨停收盘，使得股价达到不合理的价位，然后又有一至数日出现盘中跌停或者以跌停收盘的情形，让一般散户投资者产生股价无法继续冲高的错觉。在这样的情况下，一些信心不足的散户会被震荡出局。

### （4）高抛获利阶段

“庄家”振荡洗盘后，股价会迎来一个高速上涨的阶段。这一阶段内股价会上涨到很高的水平，上市公司也发布相应的“题材”等利好消息，推动股价持续上扬，“庄家”则趁机高抛出货，获取利润。

### （5）股价暴跌阶段

当股价冲高，“庄家”出货到一定程度，“庄家”已经获利，手中剩下的股票无论如何卖都是获利，因此开始大量以低价卖出剩余股票。这一阶段，股价每日都是大跌，那些未追随主力在高位卖出的散户，只有眼睁睁地看着股价下滑而卖不出去。随着“庄家”手中的筹码大部分出尽，股价也就跌至谷底，“庄家”撤离后，股价迎来一个漫长的低谷期。

## 3、市场操纵的主要类型及方法

从有股票市场的那一天开始，市场操纵就出现了。在证券市场发展的漫长历史上，市场操纵者创造了种类繁多的市场操纵类型和方法，并且随着市场的发展而不断创新。综合起来看，市场操纵大体可以分为“虚伪交易型”、“实际交易型”、“恶意散布、制造虚假信息型”与“其他操纵行为”等四大类。其中虚假交易行为可以细分为洗售、相互委托等类型，实际交易型的操纵行为可以细分为轧空、连续交易、稳定操作、联合操纵等。具体分析，市场操纵主要有以下的类型及方法：

(1) 洗售（也称对倒或者对敲，也称为虚买虚卖，wash sales）。所谓洗售（wash sale），也称为“冲洗买卖”，是指不发生股票所有权的真实转移的不当交易。它是最古老的证券市场的操纵形式，即以影响证券市场行情为目的，人为地创造证券交易虚假繁荣，从事所有权非真实转移的交易行为。我国证券实践中也称为“对倒”，即自己买卖自己的股票，目的是制造虚假的成交量。这是机构交易者利用大额资金和持股量优势所采取的恶劣行为，在任何股市中都会被指为操纵市场甚至欺诈，在我国《证券法》中也有明确的界定和判断。在西方国家证券市场，洗售手法有多种，最早的手法是交易双方同时委托同一经纪商，于证券交易所相互申报买进卖出，并作相互应买应卖，其间并无证券或款项交割行为。第二种手法是投机者分别下达预先配好的委托给两位经纪商，经由一经纪商买进，另一经纪商卖出，所有权并未发生实质性转移；第三种手法是洗售的做手卖出一定数额的股票，由预先安排好的同伙配合买进，继而退还证券给做手，取回价款。洗售实际上就是一种不改变实质所有人而对同一证券卖出后又买回的操纵行为，就象东西从一个人的左手换到右手，右手换到左手。

(2) 相互委托（也称相对委托，通谋买卖，improper matched orders）。相互委托，也称为相对委托或合谋，是指行为人意图影响市场行情，与他人同谋，由一方作出交易委托；另一方依据事先知悉的对方委托内容，在同一时间、地点，以同等数量、价格委托，并达成交易的行为。(1) 相互委托必须是两个或两个以上的行为人共同实施的且这些人相互之间已经达成意思联络的行为。如果两个以上的行为人之间并没有串通、合谋或其他的意思联络，只是出于偶然而在同一时间、以同一价格、就同一数量的证券相互进行交易的，不构成相互委托；(2) 相互委托行为人必须事先就时间、价格、数量等达成一致。但这种一致是说价格、时间与数量上的大致相同，并不要求绝对的一致。美国证券立法力图简化客观要素，不考虑数量、价格的一致性，只要求时间上相近就可以了。在美国证券法上，关于时间的大致相同，是容许买卖双方在时间顺序上有少许的差异，但在这种买卖委托的时间差中，只要买卖的要约依然有效存在就可以了。(3) 相互委托中的行为人必须具有主观上的故意，所谓主观上的故意是指，行为人从事的目的就是为了抬高或压低证券交易市场中某种证券的交易价格，并籍此谋取非法利益或转移风险。这里所谓的价格的压低或抬高是相对于自由市场机能供需产生的合理价格。

从行为的效果都是制造证券市场的虚假繁荣这一角度上看，洗售与相互委托具有目的上的相同性，但两者依然存在一定的差别：首先，相互委托要求证明买方或卖方知悉对方委托内容，并以此作为判定相互委托的依据，而就洗售行为而言，如果当事人串通以及操纵目的的证明非常困难时，可以交易者之间没有转移

所有权作为依据加以确定。其次，洗售行为不发生实质性所有权的转移，相互委托的双方当事人的证券所有权是确实发生了转移的。但由于交易双方已经勾结，因此其行为后果与洗售相同。第三，相互委托是操纵人通过两个券商进行的，且对于知悉对方委托内容的情形又审慎的进行了掩饰，因此更富隐蔽性。

(3) 轧空 (corner)。控制某种衍生合约及其基础资产的需求，以获得控制性头寸。多方在积累起控制性头寸后，要求空头清算合约，空头被迫从多方操纵者手中购买相应的资产或按照扭曲的价格在衍生市场上进行冲销，以完成交割。我国台湾学者也称为“垄断证券来源而形成压迫”。这种操纵行为盛行于 19 世纪末至 20 世纪初的美国证券市场，当时这种操纵行为危害性之严重程度，被认为已达到破坏美国开发的经济效应的地步。但美国 1934 年的《证券交易法》却未对之加以明确的禁止，只有纽约证券交易所对之有规定。依据纽约证券交易所的规章，如果垄断证券价格的情形已经发生，而股票持有人所要求的股价确实是对不幸的空头的一种勒索时，交易所的董事会可以取消该种股票的上市，或对该类股票所有未解决的合同寻求双方都同一的价格，如果价格上无法达成合意，则董事会在听取双方意见后，可以决定依据当时之情形被认为是合理的价格以及交付时间。

轧空多发生在空头交易的情形，一般来说，卖空交易可以获得证券涨跌差价的利润，然而，空头 (bears) 一旦预测失误或受人为因素制约，则其必然损失惨重。“早期美国证券交易市场，卖空交易盛行，当股票价格上涨超过其价值时，部分投机者即认为该股价上涨过头可能下跌。于是，投机者借券卖空。借券来源是证券市场上的操纵集团。证券价格上涨后，卖空者继续卖空。操纵者将证券市场上卖出的股票继续收购，收购的股票再提供卖空者继续卖空，最后形成融券股数超过流通在外股数的情形，当此情形继续到卖空者开始警觉或感到绝望试图补回卖空股票时，操纵者也同时要求收回借出的股票。此时，卖空者已无其他证券来源，只好与操纵者了解，价格由操纵者随意决定。

(4) 连续交易操纵。所谓连续交易操纵，也称为连续买卖，它是指行为人为了抬高或压低集中交易的有价证券的交易价格，自行或以他人名义，对该证券进行连续高价买入或 低价卖出的行为。连续交易操纵行为必须符合以下三个要件：(1) 连续的交易 (a series of transactions)；究竟多少次交易才能构成连续交易，对此美国证券交易委员会认为有三次交易记录即已构成，我国台湾地区学者及法院认为两次即可构成交易的连续性。(2) 伪造该证券交易活跃的表象或抬高或压低证券的价格。(3) 诱使他人买进或卖出的意图。

(5) 稳定操作 (stabilizing)。稳定操作是指为了使有价证券的募集或卖出容易进行，在不违反主管机关所颁布的规定下，在证券市场连续买卖有价证券，

或委托或受托买卖有价证券，以钉住（pegging）、固定（fixing）、或稳定（Stabilization）证券价格的行为。美国证券交易委员会认为，稳定操作是为了防止或减缓证券价格在对公众发行时发生跌落或有跌落的可能性，从而对该证券价格加以钉住（pegging）或固定（fixing）的操作。稳定操作原来是属于操纵市场行为的一种类型，但是美国与日本的法律原则上允许稳定市场操作行为，只是必须遵守主管机关有关的规章命令而已。如果违反了主管机关的规章命令，则属于违法行为。关于稳定操作究竟是违法的操纵市场行为，还是合法行为，人们存在争论。在美国与日本的证券立法中，基本上是肯定稳定操作的正面意义的，只是颁布特别的规则加以规范以防其被滥用。我国证券法律、法规与规章都没有明确禁止或允许稳定操作的规定，因此在我国证券法上是否允许进行稳定操作值得研究。依据我国《证券法》第26条第2款的规定，“证券公司在代销、包销期内，对所代销、包销的证券应当保证先行出售给认购人，证券公司不得为本公司事先预留所代销的证券和预先购入并留存所包销的证券”。《股票发行与交易管理暂行条例》第24条第2款规定，“在承销期内，承销机构应当尽力向认购人出售其所承销的股票，不得为本机构保留所承销的股票。”因此，尽管对于稳定操作没有明文的禁止性规定，但根据这两条规定，可知稳定操作是为我国证券法所禁止的。

（6）渲染（painting the tape）。渲染是指以制造某种股票交易活跃或价格波动印象为目的而进行一系列交易，同时这些交易的信息又能在公开媒介上获得<sup>①</sup>。在渲染中，操纵者常常会采用洗售和相互委托这两种手段来制造股票在二级市场交投活跃的假象。

（7）联合操纵（pool operation）。联合操纵是指两个或两个以上的人、组成临时性的组织，联合运用手段操纵证券市场。该组织可以集合资金、交易技巧、经验以及相关人才、信息等进行合作，以达到操纵市场的目的。通常联合操纵需要操纵者与证券发行公司的高级管理人员或董事会中的重要成员联手才能完成。联合操纵有两种形式：一是联合交易操纵（Trading Pool），即联合操纵者所需股票由操纵人直接在公开市场上以最有利的价格买进，然后高价出售；二是期权联合操纵（Option Pool），即操纵者首先将某一供应量有限，信誉较好且对客户有吸引力的股票期权购入，以控制该股票的交易权；然后，透过经纪商不同的帐户交易股票，造成卖单居多趋势，并通过公司董事、经纪商以及投资顾问刊物的宣传，造成股票价格上涨势态。最后，由操纵者行使选择权将股票价格抛售或进一步卖空，迫使股价下跌，再乘机补回股票。在我国，联合操纵行为是受到法律明确禁

---

<sup>①</sup> 其英文名称的来由就在于过去美国证券市场的信息是打印在自动收报机的纸条带上的，操纵者制造股票交投活跃的假象最终要反映到这些传播证券交易信息的纸条带上，就好像有人故意在纸条带上描绘一样，目的是引诱不知情的投资者进行股票买卖。

止的操纵行为。

(8) 挤榨 (squeeze)。在某种资产短缺时, 控制该资产的需求, 并利用市场的拥挤 (congestion) 制造虚假价格。

(9) 拉抬 (advancing the bid)。不断提高对某种股票的报价以拉高其价格。

(10) 拉高出货 (pumping and dumping)。指以不断提高的价格购买某股票, 然后在高位抛售 (通常抛售给散户投资者)。

(11) 做尾盘 (marking the close)。以影响某股票的收盘价为目的, 在接近收盘前买/卖某种股票。

(12) 散布虚假信息 (Dissemination of false or misleading market information)。以影响股价并使其按有利于散布者所持头寸或拟进行交易的方向运动为目的, 借助媒体或其他手段传播虚假或误导性信息。

(13) 其他的操纵市场行为。所谓其他操纵市场的行为, 是较上述操纵行为不太常见或不太典型的行为, 通常包括, 违约交割 (即没有实际成交的意思而空报价格)、公司及其关系人买回自己公司发行的股份、出售或者要约出售其并不持有的证券, 扰乱证券市场秩序等。正所谓“道高一尺, 魔高一丈”, 只要证券市场存在一天, 就会出现各种新型的操纵市场行为, 我国《证券法》第 71 条第 4 项的“以其他方法操纵证券交易价格”正是针对这种情形的概括性规定。

### 三、各国 (地区) 禁止市场操纵立法概览

操纵证券交易价格行为是对我国证券市场影响最严重的行为之一, 操纵证券交易价格罪是最典型的证券交易犯罪。从世界各国立法的通例看, 所有规定有证券犯罪的国家, 都规定有操纵证券交易价格的犯罪。

#### 1、美国

美国关于禁止市场操纵的立法, 主要见于《1934 年证券交易法》。在制定该法律时, 操纵股价被美国人认为是美国证券市场最大的罪恶行为, 人们普遍认为二十年代猖獗的市场操纵是导致股市崩溃的重要原因。因此《1934 年证券交易法》有很大一部分内容涉及市场操纵行为, 其有关禁止操纵行为的规定, 不仅适用于所有证券经纪商和自营商, 而且适用于其他一切运用邮件或全国性证券交易所的设施的个人, 即所有的证券市场参与者。

《1934 年证券交易法》中关于反操纵的一般条款是第 9 条 (a) 款、第 10 条 (b) 款和第 15 条 (c) 款中。其中, 第 9 条的反操纵条款对其他国家和地区的反操纵立法影响极深, 例如日本、我国台湾地区基本上都以美国法的规定为蓝本制定了自己的反操纵法律。

第 9 条 (a) 款禁止洗售和对敲买卖证券, 防止在证券交易所上市的证券被

创造一种虚假的或表面的交易繁荣现象。该条还规定禁止恶意传播信息、禁止传播虚假误导资料、禁止任何人单独或与他人联手影响某一证券的交易活动，或制造上市证券的实际或表面的交易繁荣现象或造成该种证券价格的上升或下降，或从事引诱其他人买卖的行为。

第 10 条 (b) 款规定禁止利用任何操纵、欺诈性手段，从事注册或非注册证券的买入或出售行为；或者从事违反 SEC 规则的行为。据此，美国联邦证券交易委员会发布了一系列禁止欺诈行为或禁止操纵行为的规则，其中最重要的是规则 10b-5<sup>①</sup>。该规则是美国证券法中最广泛的反欺诈法规。

第 15 条 (c) 款规定禁止证券商利用任何操纵、欺诈、其他欺骗手段，影响任何证券的交易，引诱或试图引诱他人进行任何证券的买卖，禁止证券商作出任何虚假的报价。

从《1934 年证券交易法》的规定来看，法律明文禁止的操纵行为有五种，即洗售、配对委托、伪造交易活动、为获利而散布操纵消息和对证券作出虚假或误导性的陈述。除了明文禁止的操纵行为外，《1934 年证券交易法》还规定证券交易委员会对于其他任何形式的操纵或诈骗手法，都有权加以规范，以保障公众利益，从而赋予了美国证券交易委员会极大的权力和灵活性，可以根据证券市场的发展变化调整监管的方法和重点，有效地打击市场操纵行为。

## 2、《欧盟内幕交易和市场操纵指引》

随着欧洲金融市场的发展和欧洲一体化进程的深入，欧盟建设统一证券市场必须首先建立统一证券市场法律体系，因此欧盟制定了统一的禁止证券市场不当行为的准则《欧盟内幕交易和市场操纵指引》，以对证券市场不当行为的两种基本形式——内幕交易和市场操纵制订一个单一的欧盟准则。有关建议已经于 2001 年 5 月 30 日被欧盟理事会采纳，这将进一步对欧洲各国内幕交易的立法统一带来深远的影响。

《欧盟内幕交易和市场操纵指引》第一条对市场操纵的定义是：“(a) 对金融工具的供给、需求或价格产生或可能产生错误或误导性信号，或一人或多人通谋将一种或几种金融工具的价格维持在不正常或人为的水平上，或使用欺骗性工具或其他任何形式的诡计或方法的交易或交易订单；(b) 通过互联网或其他任何方式的媒体传播向金融工具的供给、需求或价格产生或可能产生的错误的或误导性信号的信息，包括传播谣言或错误的或误导性的新闻。”<sup>②</sup>

<sup>①</sup> 10 b-5 规则的详细内容，请参见本课题另一份研究报告“内幕交易监管与投资者保护”。

<sup>②</sup> 其原文为：“‘Market manipulation’ shall mean : (a) Transactions or orders to trade, which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply, demand or price of financial

《欧盟内幕交易和市场操纵指引》第五条规定，“成员国应禁止任何个人或法人从事市场操纵。”

在该指引附录B中，还列出了对第一条定义进行解释的市场操纵例子，主要分之四类：（1）试图产生错误行为解释的基于交易的行动，包括洗售、不当相互交易（improper Matched orders）、渲染、拉高价格（pumping the financial instruments on the market）、拉高出货（Pumping and dumping）、拉抬（Advancing the bid）；（2）试图产生短缺的基于交易的行动，包括轧空、不当挤榨（Abusive squeezes）；（3）特定时间的基于交易的行动，例如做尾盘、专门干扰衍生合约现货价格或结算价格的交易、试图影响某种公认决定某一交易价值的金融工具的现货价格的交易；（4）与信息有关的行动，包括在向他人推荐谋金融工具前自行购买并在推荐后出售谋利的行为、传播谣言以引诱他人买卖、对关键事实做不实陈述、对关键事实或关键利益不作披露。

### 3、日本

#### （1）旧版《证券交易法》的规定

日本《证券交易法》禁止在有价证券买卖及其他交易中采取不正当手段、计划或技巧，或以引诱有价证券买卖及其他交易为目的而制造虚假行情等操纵市场行为。该法第 125 条规定：（1）任何人都不得与他人通谋制造上市公司有价证券买卖繁荣的假象，以及他人对有价证券的买卖情况产生误解为目的，而进行下列行为：a、对该有价证券并不转移所有权而伪装进行买卖；b、在自己出售有价证券时，与他人通谋以约定价格使其作购买有价证券之行为；c、在自己购买有价证券时，与他人通谋依约定价格使其作出出售该证券的行为；d、进行以上各项行为的委托或接受委托。

日本《证券交易法》还规定，任何人都不得在有价证券市场上以引诱买卖有价证券为目的而进行下列行为：a、单独或与他人共谋使之对该有价证券产生买卖繁荣的误解，或行情将有变化而进行买卖交易，或进行委托或受托行为；b、自己或他人共谋，散布有价证券行情将变动的流言；c、进行有价证券买卖时，对主要事项故意制造虚假的或能够产生误解的表示。该法还规定，任何人都不得单独或与他人共谋违反政令规定，以固定或稳定有价证券行情为目的，在证券市

---

instruments, or which secure, by one or more persons acting in collaboration, the price of one or several financial instruments at an abnormal or artificial level, or which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance. (b) Dissemination of information through the media, including the Internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply, demand or price of financial instruments, including the dissemination of rumours and false or misleading news.”

场不断进行买卖交易或委托或受托行为。

日本《证券交易法》规定，违反上述有关规定，而造成他人受到损失的，应当负赔偿责任。大藏大臣如果认为某些人员的交易行为（如过量的买卖交易）有害于有价证券市场的秩序，为了公共利益和保护投资者利益，可以作出限制。

## （2）新版《证券交易法》的规定

日本新版《证券交易法》第 157 条至 159 条对市场操纵作出了禁止性规定：

第 157 条规定，任何人不得进行下列行为：（1）以不正当的手段、计划或技巧，从事有价证券买卖或有价证券指数期货、有价证券选择权、外国市场证券指数期货或柜台市场衍生产品交易；（2）以取得金钱或其他财产为目的，在从事有价证券买卖或有价证券指数期货、有价证券选择权、外国市场证券指数期货或柜台市场衍生产品交易时，对于重要事项作虚假陈述或使用文书或其他足以使人产生误解的表示；（3）以引诱他人从事有价证券买卖或有价证券指数期货、有价证券选择权、外国市场证券指数期货或柜台市场衍生产品之交易等为目的，制造虚假的行情。

第 158 条规定，任何人不得意图为了有价证券的募集、出售或为了有价证券买卖或有价证券指数期货、有价证券选择权、外国市场证券指数期货或柜台市场衍生产品之交易、或以影响有价证券行情为目的，散布流言，使用诡计、暴行或胁迫等行为。

第 159 条规定，任何人都不得与他人以致使他人误解证券交易所上市有价证券（以下简称有价证券）买卖、或有价证券指数期货交易、有价证券选择权交易、或以上市有价证券价格为基础计算出来有价证券柜台指数及有关的有价证券柜台衍生产品交易为繁荣，或以致使他人误解有价证券等买卖交易状况为目的，而进行下列行为：（1）对上市有价证券并不转移所有权而伪装进行买卖；（2）不以金钱之授受为目的，对有价证券等的指数期货或与上市有价证券柜台指数等有关的有价证券柜台指数预约交易或有价证券柜台指数等的 SWAP 等，作虚假买卖；

（3）不以不以选择权之交付或取得为目的，对有价证券选择权交易或与上市有价证券柜台指数等有关的有价证券柜台指数选择权进行虚假买卖；（4）预先与他人通谋，约定于自己出售同时，由他人以同一价格购买，而出售有价证券；（5）预先与他人通谋，约定于自己买进同时，由他人以同一价格出售，而买进有价证券；（6）预先与他人通谋，于自己申请有价证券指数期货交易同时，由他人以约定的指数或约定数值，作相对的交易申请；（7）预先与他人通谋，于自己申请有价证券指数期货交易的同时，由他人以约定的指数或约定数值，作相对的交易申请；（8）预先与他人通谋，于自己申请有价证券选择权或上市有价证券柜台指数等有关的有价证券柜台指数选择权交易的同时，由他人一约定的对价，作相对的

交易申请；(9) 预先与他人通谋，对自己申请上市有价证券柜台指数等有关的有价证券柜台指数的 SWAP 交易的同时，由他人以约定的条件，作相对的交易申请；(10) 前述各款之行为的委托及受托。

任何人从事上市有价证券的买卖、有价证券指数期货的交易、有价证券选择权的交易、或上市有价证券柜台指数有关的有价证券柜台指数衍生产品的交易时，不得以引诱他人之目的，进行下列行为：(1) 意图使人误解上市有价证券的买卖交易处于繁荣状态，或意图影响在证券交易所有价证券市场上市的有价证券的行情变动而连续买卖，或委托或受托买卖；(2) 散布在证券交易所有价证券市场上市的某种有价证券的行情，将因自己或他人的市场操作而变动的流言；(3) 从事有价证券买卖交易时，就其重要事项，进行虚假陈述或故意作误导性的陈述。

无论何人，不得违反政令的规定，意图固定或稳定在证券交易所有价证券市场上市的有价证券的行情，而在有价证券市场连续买卖，或委托或受托连续买卖。

#### 4、香港

香港《证券条例》第 12 章对防止不正当交易作了专门规定，将造市、欺诈、操纵价格和散布虚假信息等行为列为违反行为。所谓造市是指以营利为目的，故意采取一些措施，抬高、压低或稳住某一证券的价格，制造该种证券的虚假或引起误解的活跃交易或其他价格的反常波动。造市的主要手段包括：几个人联手操作，作不实之交易，以使某一证券达到一定价格，但这一价格不足以反映该证券发行公司资产和盈利情况；或者采取足以阻止或妨碍他人就证券交易进行自由洽谈的行动；或者使用其他欺骗手段制造市场假象。造市通常还要借助于散布有关可能影响证券价格的信息。《证券条例》规定的不正当交易行为还包括：故意以各种欺骗手段或借助错误、误导性的陈述，诱使他人进行某种证券的交易；单独或与他人联合将证券价格钉在某一价位，垄断证券交易价格；为发行证券而出具在内容上具有虚假性或能令人产生误解或有重大遗漏的信息，以欺诈投资者等行为。由于这些行为明显违反了经济活动和证券市场公平、公正、公开和诚实信用的原则，不仅损害了其他投资者的利益，而且破坏了证券市场正常的价格形成机制，扰乱了市场秩序，使投资者对市场本身的信心发生动摇，因此法律对这种行为的打击很严厉，凡经审查被认定为不正当交易行为的当事人将被处以罚款港币 5 万元和监禁 2 年，并必须赔偿投资者因此所受的损失。

除《证券条例》外，香港其他有关证券立法也有大量有关防止证券欺诈和市场操纵的规定。例如在《公司收购与合并守则》对公司收购作出了严格的规定，确立了强制收购制度，这不仅仅体现了对中小投资者的股东权利的保护，也反映了证券监管当局防止股东利用持股优势操纵证券市场价格意图。《证券（权益

公开) 条例》要求股东或与其关联人的持股比例达到 5%，即应将其有关权益公开，这既是为了防止内幕交易，也是防止联手操纵的需要。

## 5、中国台湾

台湾《证券交易法》第 155 条规定，对于在证券交易所上市之有价证券，不得有下列各款之行为：(1) 在集中交易市场报价，业经有人承诺接受而不实际成交或不履行交割义务，足以影响市场交易秩序者；(2) 在集中交易市场，不转移所有权而伪做买卖者（已删除）；(3) 意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券的交易价格，与他人通谋，以约定价格于自己出售，或购买有价证券时，使约定人同时为购买或出售之相对行为者；(4) 意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格，自行或以他人名义，对该有价证券，连续以高价买入或以低价卖出；(5) 意图影响集中交易市场有价证券交易价格，而散布流言或不实资料者；(6) 直接或间接从事其他影响集中交易市场某种有价证券交易价格之操纵行为者。

台湾《交易所法》第 52 条规定，意图变动交易所之市价，而散布流言或行使诡计或施暴行或加胁迫者，处二年以下之徒刑，或六千元以下之罚金。

台湾《证券商管理办法》第 57 条规定，经纪人不得为自己或代理他人，作下列各种行为：(1) 无实际成交意思而空报价格；(2) 通谋不作实际交割之买卖；(3) 含有冲销性之买卖；(4) 对某种证券不断以高价买入或以低价卖出，意图造成利己之供求趋势或价格变动；(5) 直接或间接参加其他由计划之操纵垄断行为。该办法第 58 条规定，经纪人不得散播谣言，影响市场。

## 6、我国禁止市场操纵的有关法律规定

### (1) 《刑法》中的有关规定

《中华人民共和国刑法》第一百八十二条规定：有下列情形之一，操纵证券交易价格，获取不正当利益或者转嫁风险，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金：

(一) 单独或者合谋，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，操纵证券交易价格的；

(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或者相互买卖并不持有的证券，影响证券交易价格或者证券交易量的；

(三) 以自己为交易对象，进行不转移证券所有权的自买自卖，影响证券交易价格或者证券交易量的；

(四) 以其他方法操纵证券交易价格的。

单位犯前款罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役。

## **(2)《禁止证券欺诈行为暂行办法》有关规定**

第七条 禁止任何单位或者个人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。

第八条 前条所称操纵市场行为包括:

- (一) 通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格;
- (二) 以散布谣言等手段影响证券发行、交易;
- (三) 为制造证券的虚假价格,与他人串通,进行不转移证券所有权的虚买虚卖;
- (四) 出售或者要约出售其并不持有的证券,扰乱证券市场秩序;
- (五) 以抬高或者压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券;
- (六) 利用职务便利,人为地压低或者抬高证券价格;
- (七) 其他操纵市场的行为。

## **(3)《证券法》有关规定**

《中华人民共和国证券法》第七十一条规定:禁止任何人以下列手段获取不正当利益或者转嫁风险:

- (一) 通过单独或者合谋,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,操纵证券交易价格;
- (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或者相互买卖并不持有的证券,影响证券交易价格或者证券交易量;
- (三) 以自己为交易对象,进行不转移所有权的自买自卖,影响证券交易价格或者证券交易量;
- (四) 以其他方法操纵证券交易价格。

## **四、国际证监会关于市场操纵监管的建议**

在成熟证券市场上,明目张胆的市场操纵现象已经很少,但市场操纵行为仍然存在,操纵的动机和手段也在不断发展。随着新产品和新技术的进展、新参与者的加入和全球市场的一体化,跨国界和跨市场操纵不断增多。衍生金融工具的发展强化了操纵基础资产之价格的动机,互联网的出现,创造了低成本、迅捷的信息传播渠道,为配合操纵而散布虚假信息提供了无与伦比的机会。

为促进各国对市场操纵的监管,国际证监会组织(IOSCO)技术委员会执法

和信息交换工作组（TCWG—4）在 2000 年 4 月出版了《调查和起诉市场操纵》的专题报告，对如何加强对市场操纵的监管提出了系统的建议。这些建议包括：如何预防市场操纵？如何发现市场操纵？如何调查市场操纵？如果在执法过程中应对挑战？如何加强监管中的合作？

### 1、如何预防市场操纵？

无论是在现货市场，还是衍生品市场，证券市场的监管当局都有许多可以预防或阻碍市场操纵的手段。监管市场操纵的核心应该是保护股票价格的真实性，确保股价由不受阻碍的买卖双方的集体判断决定，同时阻止误导性信息的传播，防止对市场力量的滥用。加强信息披露和透明度要求是防止市场操纵的重要手段，它有助于降低股票市场的信息不对称程度。同时，还应该制定惩罚市场操纵的严格法律，并通过严格的执法来强化威慑。但还有其他一些法律条款也可对操纵产生影响，主要包括：

（1）卖空规则（short-selling rule）。卖空是指出售方在不拥有股票的情况下出售证券，或出售方虽拥有股票但不交割给买方的股票出售行为。为完成交割，卖空者通常从经纪人或机构手中借入股票，然后在某个时间从市场上买入股票还给债权人，实现平仓。一些国家或地区的法律禁止卖空行为，从而限制了市场操纵者通过卖空来获取暴利。在一些国家或地区的法律中，卖空规则禁止卖空者从事导致或加速股票价格下降的行为，而不论其动机如何。此外，还要求卖空者向监管者及市场披露其卖空行为，以防止操纵性卖空。

（2）股票发行中的限制性规则。股票发行为操纵提供了特殊的机会和动机。在发行前后，操纵可以增加发行收入或提高发行价格，或稳定价格以免发行失败。由于在发行中真实性至关重要，一些法律禁止利益相关者制造虚假价格，以维持定价机制的独立性。由于这类规则在于防止操纵的发生而非事后惩罚，因而不要要求当事人具有操纵的动机。

（3）指数计算方法。股票指数的调整（reshuffling）可能产生操纵机会，因而有关规则特别规定了指数计算和公布的时间。为保证成份股被充分地资本化和具有充分流动性，法律应规定成份股的最低市值、每月交易量、平均收盘价和权数等指标。而且在指数的初试和后续公布中，加权计算的方法必须有明确的定义和客观的标准，并采取手段力保指数充分地平衡和多样化，以提高市场操纵的难度。

在衍生金融商品市场上，类似的措施有合理地设计衍生品合约结构，设定衍生品交易仓位限制，等等，都可以起到一定防止市场操纵的作用。

### 2、如何发现市场操纵？

发现市场操纵的主要手段是建立有效的市场监察制度（market surveillance），

具体包括：

(1) 股权和控制权报告制度。监管当局应该制定规则，要求报告公司的所有权和控制权情况，这样有助于监管者确定那些当事人（机构）可能处于进行市场操纵的地位或者可能从市场操纵中获得巨大的利益。监管当局应该具备获得这方面信息的能力。

(2) 建立有效的市场监察系统（market surveillance systems）

市场监察计划包括一个能使监管当局获得大额头寸信息的报告制度，相关信息包括现货市场可交割的供给、参与者在其他市场中的头寸、头寸的集中度、实际交割能力和财务风险状况。监察系统与这一头寸报告制度可以获得信息进行以下的分析：跟踪现货或期货合约和它们的基础资产以及相关现货或期货合约以及它们的基础资产的价格和交易量的变动情况；确认所有权集中度及市场参与者之间潜在的勾结行为或一致行动；确认证券商自营交易或者其他大型市场参与者通过证券商进行交易可能引致的巨大潜在损失或收益。市场监察系统应该与技术 and 市场的演变保持同步。在监察系统中，交易所发挥关键的作用。

此外，媒体也是监察的重要对象，包括互联网、报纸、杂志、电视、时事传报和分析报告等。随着互联网的快速发展，互联网的信息传播速度和广度对监管者在确定和保存证据方面制造了巨大障碍，市场操纵行为越来越多地利用互联网传播虚假信息，已经构成对市场监管的巨大挑战。监察系统必须加强对互联网的检察。

### 3、如何认定市场操纵行为？

由于各国（地区）的法律制度不同，对认定市场操纵对取证要求也各不相同。下面的内容不可能适用于所有的国家（地区），但它们是要证明市场操纵所需的要素。

#### A. 对虚假价格或价格影响的取证。

如果某种股票的价格和（或）交易量突然上升，则可能存在操纵现象。调查者应对其进行分析并寻找原因。若非新发行股票，则应对其历史价格进行分析，要点包括：该股票何时达到最高价格？最高价格是多少？有无对该价格的合理解释？如果价格出现急剧下降，那么价格的下降是否发生在内部人抛售之后？抑或操纵者蓄意打压所致？此外，对类似公司股价在同一时期内表现的对比分析，也可提供有用的信息。调查还要考虑市场的整体状况：目前是熊市还是牛市？该股票相对于大市的表现如何？在操纵行为之前，该股票的交易是否不活跃？其价格和成交量是否反常？如果反常，其交易模式是否与潜在操纵者的行为相符？调查应关注相应时期内的公开信息，以确定股票价格的上升是否具有合理的基本面支撑。若无此类信息，但股价却显著上升，则可能存在操纵行为；若价格的上升不

能由公开信息进行合理解释，则应调查公开信息是否存在误导或虚假。

在衍生金融商品市场上，价格被人为操纵就是价格偏离了合理的供求力量。为了证明价格受到操纵，就必须证明衍生品的价格不符合它的合理的供求因素决定的价格。要做到这一点，一个可行的方法是分析如果操纵者没有干预正常的供求关系，该衍生品的价格应该处于什么样的水平。在这样的分析中，要尽可能地考虑各方面的影响因素。

## **B. 对可能的扭曲供求规律行为的取证**

对市场操纵行为的取证，首先应确认潜在的操纵者是否具有影响股票价格或交易量的能力，即是否具备市场操纵能力。这种能力来源于：第一，操纵者对股票供给的控制；第二，通过市场或媒体散布虚假信息的能力。

### **(1) 确定嫌疑操纵者是否有能力控制股票的供给**

要确定嫌疑操纵者是否有能力控制股票的供给，必须先确认股票的有效供给规模，供给中有多少是公开交易的或可交割的。此外，还要确认该股票拥有者的分散度如何。股票的流动性越低，以较低持股比例控制股票供给就越容易。最后，要分析交易记录，弄清是谁控制了股票的供给，并调查假名 (nominee names) 背后的真相。当然，有时尽管表面上看股票的供给充足，而嫌疑操纵者可能已设计并进行了一系列交易，以限制公众持有的浮动筹码，并把相当比例的股票置于少数机构的控制手中。为准确评估嫌疑操纵者是否控制了有效供给，调查者还应该获得柜台市场 (OTC) 的交易数据。柜台市场可能被用于融资 (如通过回购, repo transaction)，或者购买相应的资产。在不少司法体系中，柜台市场没有向监管者报告的义务，这就给操纵者提供了机会。

操纵者控制股票之供给的途径是多样的。通常，操纵者先收购一家不引人注目的上市公司，即壳公司 (shell company)，然后与自己控制的其他公司合并。首先，壳公司进行缩股 (reverse stock split)，缩股的目的是减少有效股票数量，以方便内部人更好地控制，结果导致在外流动的的股权比例下降。另一种控制上市公司的方法是 IPO (首次公开发行)，例如，在“空头支票计划” (blank check scheme) 中，操纵者将股票出售给公众，但是公司业务和收入的运用却不同于 IPO 之前的声明。操纵者利用假名在 IPO 之前获得大量股票，该股票主要的做市商 (market maker) 与操纵者合作提高报价，做市商通过领导价格和控制筹码而操纵市场和价格。第三种操纵方法更为直接：如果操纵者是发行人的管理层或者操纵者与管理层合作，则只要让公司向其本人及同谋者大量发行不登记的股票即可获得控制。在这种场合，他们常歪曲利用登记豁免权，具体情形包括：第一，作为顾问的薪酬而发行的股票的登记豁免；第二，小额发行或私募的登记豁免；第三，在外国出售的股票的登记豁免。一旦价格被拉至目标价位，他们就可以抛售

获利。

## (2) 不控制有效供给或需求情形下影响市场价格之能力的证明

有时，操纵者在未控制有效供给的情况下，通过其他手段，例如散布虚假信息或利用市场的拥挤，也可达到操纵股价之目的。在这方面，互联网是很危险的工具，特别是为跨国界操纵提供了巨大便利。例如，操纵者可以建立一个网页，并发布虚假的财务和产品信息，然后利用在网上收集的众多电子信箱，将该网页兜售给众多上网者。而虚假信息又会通过新的使用者的加入和投资聊天室被快速传播。此外，随着网上的新闻通讯日益流行，一些被操纵者买通的新闻发布者就可能成为操纵者利用的工具。

在股价莫名其妙地上升时或可能虚假的信息出现时，调查者应分析发行人的财务状况，包括有什么样的资产支持其股票，这些资产是否真实；审查公司现在和过去的盈利状况，并分析财务状况是否支持当前的股价。此外，还要看发行人是否有能支持当前股价的既有的或待开发的产品，这种产品是否已通过测试，因为为给操纵者提供方便而夸大其辞是常有的现象。

### C. 操纵动机的取证

#### (1) 动机的本质

并非所有国家（地区）的法律都要求证实操纵动机的存在。在那些法律规定操纵动机是操纵行为构成要件的国家（地区），有的集中于证明嫌疑行为是否具有欺诈或误导动机，其他的则要求证实存在制造虚假价格的主观动机。

① 欺诈或误导动机（fraudulent or misleading intent）。在许多法律中，操纵被定义为蓄意欺诈或向市场参与者制造假象的行为，在有关操纵的刑事法律中体现更为明显。

② 制造虚假价格动机（intent to cause artificial price）。在有的法律中，即使不存在欺诈或欺骗，仅仅制造虚假价格的动机也被视为操纵。例如，在衍生证券的场合，若多头参与者故意减少可交割的供给或提高其多头头寸规模以加剧市场拥挤，即可被推定为操纵。

#### (2) 推翻合法商业动机

在证明操纵意图时，监管当局必须证实嫌疑人的行为并非出于合法经济目的。调查应该包括交易或报价与供求关系的比较。因为如果没有实际的需求，价格就不应上涨。监管者有权要求市场参与者解释其交易是否具有正当的经济理由。调查者还应检查市场参与者在相应时期内提高报价的次数；此外，与其他参与者相比，其报价是高、低还是一般。而且要调查拉高价格者是否有实际的订单支持。例如，若某交易者连续 20 天提高报价，却没有一笔实际的成交，则其市场行为就是没有经济内容的行为，存在操纵之嫌疑。此外，还要检查交易记录，

以确定是否存在报价之外的交易。例如，如某交易者自己报价自己购买，即可能预示着操纵，当它同时提高报价时嫌疑更大。

市场参与者的存货水平也应受到关注，包括新增和平仓的存货数量。如果公司对合理的隔夜存货水平有自己的政策，那么在操作中这种政策是否得到了遵守？另一重要问题是，是否有足够的订单支撑其存货水平？如果该参与者持有某股票的数量超过了正常的或合理的水平，则他可能正企图锁定该股票的浮动筹码。

### （3）影响市场价格或制造交易活跃假象之动机

在操纵中，操纵者通常通过抛售股票而获利。为证明该动机的存在，调查者应证明操纵者及其以假名持有的大量头寸被高价（inflated price）卖出。不同实体间在多次交易中合作关系的存在，导致了另一种可能的操纵动机。例如，某经纪人为了在将来的操纵中能得到另一经纪人的合作，可能会有动机协助后者的操纵计划。有时，为提高资产或基金价值，基金经理也可能操纵股价。在一些操纵计划中，发行人、操纵者及其他内部人可能贿赂经纪人。在被称为“电话交易所操作”（boiler room operation）的计划中，经纪人可能拿出贿赂的一部分雇佣缺乏经验的经纪人新手，以高压销售技巧（high pressure sales）或销售计划（sales script）向潜在的顾客打电话兜售。

## 4、如何维护和收集证明操纵所必须的信息？

### （1）记录保存要求和自律组织、交易所及中介机构报告

在查处市场操纵方面，被操纵股票的交易记录具有特别价值。这些记录包括（但不限于）订单、确认函、月度账户报告、交易账簿、无线转让及任何相关文件。这些资料可从清算机构和中央托管机构获得。还应该确定账户持有人和股票的真正受益人，也有必要获得账户持有人或股票受益人的电话记录及中介机构与其顾客间的通话记录。此外，调查者也应获得可能卷入操纵计划的其他人的交易和电话记录，包括推销商、发行人、发行人的经理人员、买家、转让代理机构、投资者、其他经纪人和任何可能关联者。交易所和自律组织的记录和查账跟踪也是很重要的文件，包括：第一，做市商价格波动报告；第二，高买或低买分析；第三，总交易量和每一做市商交易量日（周、季）报；第四，交易比较报告，以确定每笔交易是否以最高卖价和最低卖价进行；第五，股票监测报告，提供那些引起了交易所或自律组织关注的股票的交易活动；第六，异常收盘报告，显示那些收盘价超出了一定参数值的报告。

### （2）银行记录

银行记录的重要性在于，它可能揭示操纵关联方的支付、贿赂、利润瓜分和共同融资安排。而且，这对跟踪操纵者的收益，最终处以罚金或冻结资产至关重要

要。

### （3）电话记录

经纪人、顾客、投资者、内部人和操纵者的电话、传真和电子邮件，都可能提供有关勾结或操纵的信息。

### （4）动用监管力量收集信息

监管当局的力量可能包括：第一，强制性头寸报告；第二，查看注册人和持执照者记录的权力；第三，要求投资者、顾客、第三方如银行或电话公司进行听证或举证的权力。

## 5、反操纵面临的挑战

### （1）证据的标准

就操纵而言，通常获得其直接证据是困难的，有时必须依赖于间接证据或推定。这些推定可能基于行为方式、被告对给定的股票享有金钱利益的事实、被告采取措施推动股票价格上升及从交易数据中分析出的交易方式或违规行为。

### （2）市场交易的重建

交易所的交易报告和检查追踪为重建交易提供了良好起点。这些报告可能证明谁在市场上、何种条件导致了价格波动、价格和交易量波动方式与外部因素（如政府报告、公司发展公告等）的关联性。而且，这些追踪应涵盖交易从收到指令到执行、确认和清算的全过程。

### （3）交易量数据的管理与分析

数据分析是组织证据的一种方法。通过数据分析，可以得出价格和交易量波动图表。此外，也可利用统计分析来证明操纵意图的存在或驳斥交易符合合法商业目的的托辞。

### （4）专家举证

监管机构内外的专家举证有助于解释交易方式及其与操纵之间的关联。而且，在一些特定法律中，专家是将交易数据转化成证据的便捷途径，并且其还可以提出自己的观点。当然，法律的程序规则也规定了专家举证可被用来得出结论的界限。

## 6、市场操纵监管中的合作

在许多情况下，监管当局为了获得有关市场操纵的信息都需要需求国内或者国际的帮助。例如有关市场操纵的信息可能在其他监管者或者权力部门手中，也有可能多个监管机构或部门会对同一个市场操纵行为提起诉讼，信息的共享可以更有效地利用信息。因此，在调查或起诉市场操纵行为中监管机构之间以及监管机构与有关部门之间的合作是非常重要的。

市场操纵监管中的合作在不同的层次上存在。就信息共享而言，合作有交易

所之间的合作，监管机构之间的合作，交易所与监管机构之间的合作，监管机构与其他类型的部门之间的合作。除了国内各机构之间的合作外，随着跨国市场操纵的增多，监管的国际合作越来越重要。

### 7、IOSCO 的三点建议

对于负责执行禁止市场操纵的法律、监管和各种规则的证券市场（包括衍生品市场）监管者，IOSCO 最后提出了三个方面的建议：

（1）监管者应该拥有阻止和发现市场操纵行为的有效工具，包括禁止市场操纵的法律，这些法律应该具备足够的清晰度和灵活性以便起诉各种新奇的操纵行为；

（2）监管者应该拥有足够的权力，并 / 或应该拥有与国内其他部门一起工作的能力，以调查取证、起诉和制止市场操纵；

（3）监管者还应该拥有跨市场和跨国界合作的能力，这种合作要涵盖监管的各个阶段——从市场监察，到调查取证，直至采取行动。

### 参考文献

Coffee, John C. Jr., 1999. “Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Market Failure”, *Journal of Corporation Law*, Vol.25, 1999.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2001. “Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on insider dealing and market manipulation (market abuse)”, (presented by the Commission). Brussels, 30.05.2001

Fischel, Daniel R. and David J. Ross, 1991. “Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?”, *Harvard Law Review*, Vol. 105, No. 2, December 1991.

IOSCO, 2000. *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, May 2000.

Johnson, Simon and Andrei Shleifer, 1999, “Coase v. the Coasians”, NBER Working Paper No.w7447, Issued in December 1999.

La Porta, Rafael., Florencio Lopex-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1997. “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance* 52.

La Porta, Rafael., Florencio Lopex-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1998, “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 106.

La Porta, Rafael., Florencio Lopex-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert

Vishny, 2000, "[Investor Protection and Corporate Governance](#)", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1, 1-25, October, 2000

Ratner, David L., 1996. *Securities Regulation*. West Publishing Co.

符启林等, 2000 年,《中国证券交易法律制度研究》,法律出版社 2000 年 5 月出版。

高如星,王敏祥,2000 年,《美国证券法》,法律出版社 2000 年出版。

何佳,何基报,2001 年,“深证股票市场重大事件信息披露与股价异动实证研究”,深圳证券交易所综合研究所研究报告。

胡英之,1999 年,《证券市场的法律监管》,中国法制出版社 2001 年出版。

华涛,2001 年,“证监会在纠举操纵证券交易价格犯罪中的责任”,工作论文。

李仕萍,2001 年,《证券法前沿问题案例研究》,中国经济出版社 2001 年 8 月出版

李朝晖,2000 年,《证券市场法律监管比较研究》,人民出版社 2000 年 12 月出版。

陈建宏,张雅湄,1998 年,“现货市场与期货市场监视制度中防止操纵与内线交易之研究”,台湾证券交易所研究报告,1998 年 12 月。

屠光绍,朱从玖,2001,《公司治理:国际经验与中国实践》,人民出版社 2001 年出版。

吴克昌,温祖德,2001 年,“我国集中交易市场股价操纵案例研究及查核业务之改进”,台湾证券交易所股份有限公司九十年度专题研究报告,2001 年 9 月。

吴弘,2001 年,《中国证券市场发展的法律调控》,法律出版社 2001 年 4 月出版。

游士兵,吴圣涛,2001 年,“中国证券违法犯罪的实证研究”,《证券市场导报》2001 年第 6 期。

郑顺炎,2000 年,《证券市场不当行为的法律责任》,中国政法大学出版社 2000 年 4 月出版。