

## 从“结果主义”转向“行为主义”

——论连续交易型市场操纵的认定\*

郑 彧\*\*

**摘要:**现有《证券法》第 77 条第 1 款将连续交易型市场操纵界定为“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,操纵证券交易价格或者证券交易量”,这是一种典型的“结果主义”认定标准,其包含了主观要件、客观要件、损害结果和因果关系的“四要件分析法”。用“四要件分析法”认定连续交易型操纵市场行为虽具备传统法律责任归责原则所蕴含的逻辑严谨性,但由于以“操纵证券交易价格或者证券交易量”的损害结果为前提标准,导致在监管和司法实践中,往往难以对那些已经实际损害证券市场公平交易的新型操纵行为进行界定。如何对新型操纵行为进行违法认定,已成为监管部门必须面对的一个具有争议的话题。因此,本文拟从现有连续

---

\* 本文为作者参与中国证监会上海专员办与华东政法大学国际金融法律学院联合课题之“操纵市场认定问题研究”的中期研究成果。

\*\* 法学博士,华东政法大学国际金融法律学院副教授,中国证券法学研究会理事,美国宾夕法尼亚大学法学院国际访问学者。

交易型市场操纵认定“四要件分析方法”所存在的问题出发,结合成熟证券市场对于连续交易型市场操纵认定标准的经验,建议我国连续交易型市场操纵的认定应由“结果主义”转为以构成法定违法性的客观行为为标准的“行为主义”,并就此对现有证券法修订草案的二读稿相关条款提供修改建议。

**关键词:**连续交易型市场操纵 结果主义 行为主义

“操纵”一词在现代汉语中的语义包含有“随着自己的意向来把持支配”〔1〕“用不正当的手段支配、控制”〔2〕等意思。从中可见,“操纵”一词在词面上呈现出需要有体现“把持”“支配”“控制”等通过行为所实现后果的状态。基于这样的语义,对照现行《证券法》第77条第1款“禁止任何人以下列手段操纵证券市场:(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,操纵证券交易价格或者证券交易量……”(以下简称“连续交易型操纵”)的规定,我们就不难理解何以在现有的反市场操纵监管实践中,对于连续交易型操纵的认定会被分解为“手段(资金、持股、信息优势)+行为(联合或者连续买卖)+后果(操纵价格或者交易量)”的构成要件。其中,从法条上看,操纵市场非常重要的一项构成要件在于需对价格或者交易量产生支配或者控制的“后果”。

由于受到大陆法系传统法律责任归责理论的影响,前述“手段+行为+后果”的三要件在证成模式上又往往被细化成主观要件、客观要件、损害结果和因果关系的“四要件分析法”。〔3〕在实务中,通常对

〔1〕《新华字典》(第11版),商务印书馆2017年版,第43页。

〔2〕《现代汉语词典》,商务印书馆2017年版,第101页。

〔3〕有关对于操纵行为认定要素的分析可参见何基报、徐洪涛:《市场操纵行政法律责任构成要件比较研究》(深圳证券交易所综合研究所“深圳综研字第0129号报告”),载 <http://www.szse.cn/aboutus/research/research/report/P020180328428914628528.pdf>,2018年7月19日访问。就现实例子而言,中国证监会于2018年7月4日发布的《中国证监会行政处罚决定书》(王仕宏、陈杰)[2018]51号非常典型地反映了四要件说的运用:“(二)关于操纵行为。我会认为,第一,主观方面,王仕宏具有打压或锁定相关股票交易价格的意图,而故意实施涉案交易行为(即‘四要件说’中的主观要件)……我会认为……为达到压低相关股票价格的目的,王仕宏操控账户通过连续交易、并与陈杰控制的账户之间约定交易等行为,影响了相关股票交易价格,客

于一项操纵市场行为的认定需证明以下完整的证据链条:第一,要证明行为人主观上存在操纵的故意(主观要件);第二,要证明行为人在主观故意下单独连续或者联合他人从事了操纵的行为(客观要件);第三,要证明行为人的行为产生了操纵的结果(后果要件);第四,要证明行为与结果之间存在因果关系(因果关系要件)。<sup>[4]</sup>但由于市场行为千变万化,在运用“四要件分析法”认定连续交易型操纵时,监管部门不免遇到诸如“只从事一次交易,但价或量发生异常变化”“存在连续交易,但价或量未异常变化”无法套用“四要件分析法”进行认定是否存在操纵的问题。因此,如何科学地认定连续交易型操纵的要件则是值得在监管理念和监管理论层面得到澄清的问题。为了避免歧义,本文有关连续交易型市场操纵认定的方式仅围绕行政违法性的认定展开,暂不涉及刑事违法性的认定。

一、证券市场反市场操纵监管:我们反对的是“行为的本身”还是“行为的结果”?

传统上,对连续交易型操纵行为进行惩处的监管逻辑在于因为存在因“控制”或者“支配”所产生的不公后果,使得市场操纵行为具有“社会危害性”。因此,如前文对“操纵”一词的解释,《证券法》第77条第1款“操纵证券交易价格或者证券交易量”在文义上需要有因为操纵行为而导致“把持、控制、支配”证券交易价、量的后果要件。这种后果要件呈现出的是要么对于交易价格、要么对于交易数量的控制或者

---

观上构成市场操纵(即‘四要件说’中的客观要件);第二,客观方面,2015年12月31日,王仕宏利用国泰君安做市商地位,通过日内连续买卖,并在交易日尾盘以大幅低于投资者买入申报的价格卖出。陈杰控制的账户在特殊时点对国泰君安做市户低价卖出的股票进行买入,买入股票情况与国泰君安做市账户重点减仓股票清单高度重合,买入顺序与重点减仓清单的排序完全一致。上述行为影响了‘福昕软件’等14只股票的交易价格,其中,12只股票当日跌幅达到10%以上,导致12只股票当天收盘跌幅与新三板做市指数的偏离度均在10%以上,上述行为构成市场操纵(即‘四要件说’中的结果要件和因果关系)”。

[4] 参见廖升:《操纵证券市场侵权责任之因果关系》,载《法学评论》2017年第1期。

支配。但问题在于,交易作为一种行为只是进行“操纵”的手段,其在“四要件分析法”下只能构成“操纵市场”的客观要件而非全部要件,仅有交易“行为”但如果没有形成控制或支配价格或者交易数量的“结果”,在操纵市场的证成形式上就无法满足对于操纵的法定构成要件,因此现有的连续交易型操纵的认定要件在条文形式可谓呈现出一种“结果主义”导向。

“结果主义”的证成模式在逻辑形式上能够满足监管机构和人民法院对被处罚对象进行行政或刑事处罚的合理性和合法性问题,但这种以“四要件分析法”为基础的结果主义也在实践中对正常交易行为项下的异常结果和操纵行为的准确认定带来不小的困惑:

第一,从其构成要件上,连续交易型交易除了操纵的后果外,还需要有“联合”或者“连续买卖”的行为要件。但问题在于,这种“联合”或者“连续”买卖的要件无法涵盖操纵市场的全部行为类型,比如通过集中报单、撤单(如“堆单”“先报单后撤单”)或者在单个时点的“砸单”行为可能构成对证券交易价格或者证券交易量的异常,但并不满足“联合”或者“连续”要件,这类行为是否可被合法界定为操纵市场而进行追责?对此问题,中国证监会事实上已经在实践中超越“联合”或者“连续”标准,对那些已经构成异常报价的单个申报行为也认定为是“市场操纵”,<sup>[5]</sup>在中国证监会2015年至2017年9月底总共55例的操纵市场行政处罚案件中,就有4起涉及单次申报操纵的处罚。<sup>[6]</sup>可见,在监管实践中,对于单次申报操纵行为的认定标准在事实上已经超越了法律规范文义。

第二,“结果主义”通常要求达到足以影响市场价格或者交易量的时候才构成操纵,这导致规制市场操纵的监管实践中比较关注“价”“量”异常变化背后的交易行为,只有产生异常价、量的交易行为才会被纳入监管人员调查的视野。进而导致某些具有操纵故意但没有引起

---

[5] 例如,彭旭操纵案[中国证监会行政处罚决定书(彭旭)][2016]76号],穗富投资案[中国证监会行政处罚决定书(穗富投资)][2017]27号]。

[6] 参见范林波:《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究——以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚决定书为视角》,载《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第433页。

价、量异常,或者当事人提出价、量并未异常的抗辩时,监管机构因认定要件上的“结果主义”而无法追究那些具有主观故意但未产生价量影响的恶意交易行为,或者即便强行认定属于操纵市场的行为而在现有行政裁量标准体系下未必得到司法机关的司法承认。

第三,在结果主义下,如何评估当事人行为对证券价量的影响是非常难以衡量的。目前看来,证监会在认定当事人行为对证券价量的影响时,通常以操纵市场交易天数的占比、对倒量占比等“比对因素”的计算来认定行为的“危害结果”,即试图通过证明操纵行为人对交易趋势的影响能力来推定其行为对证券交易价量实施了影响效果。<sup>[7]</sup>但事实上,何谓价量异常,何谓对市场价格、数量的支配和控制,何谓产生实质影响都缺失客观的标准,只能通过监管部门在个案处理中进行单独的抽象和因果关系认定,无法产生普遍适用性和参照性。<sup>[8]</sup>

第四,在“四要件分析法”中最难的就是对“操纵”的主观故意的证明。<sup>[9]</sup>因为主观故意是一种存在于当事人脑海中的意识,除非当事人自认或者出现法定直接认定情形,否则难以直接证明。通过对既有中国证监会行政处罚决定书的实证分析可以看出,目前中国证监会对于难以直接证实的“主观故意”事实上引入了“高度盖然”的间接认定标准,即通过分析当事人的动机、行为、事后状态等事项来综合判定当事

---

[7] 参见汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究——行政处罚案例的视角》,载《当代法学》2016年第4期。

[8] 在涉及操纵市场刑事犯罪认定时,最高人民检察院、公安部2010年颁的《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》通过对特定交易达成的累计成交量在该证券同期总成交量的占比作为刑事立案标准,但这也仅是代表刑事追诉案件的立场,无法适用于证监会系统的行政查处。

[9] 有人认为《证券法》第77条关于操纵证券市场行为的规定并未出现“故意”字样,故操纵证券市场行为不需要主观要件,仅需要客观行为即可,即只要当事人的行为对证券价量造成影响,即构成操纵证券市场行为。但是从证监会作出的行政处罚决定来看,主观故意仍是操纵证券市场行为的必备要件之一。从行政处罚决定书看,证监会对于难以直接证实的“主观故意”采取了间接认定的思路,即通过分析当事人的动机、行为、事后状态等事项来综合判定当事人是否具有操纵的故意。参见范林波:《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究——以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚决定书为视角》,载《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第424页。

人是否具有操纵的故意。<sup>[10]</sup> 高度盖然性标准实际上是一种推测性标准,是用某种事实去反推故意性并进行合理排除。不能说“高度盖然性”标准不合理,但这里面隐含的一个实际问题是它实际上改变了现行“四要件分析法”中证明责任的分配规定。一般而言,“四要件分析法”下,监管机关需要对每一要件的构成进行证成;在主观要件上,对于主观故意需要一系列的具有能够佐证加害行为发生的意图的证据。而目前的做法是把行为本身的异常性直接作为证据反推行为人在主观上的故意性,这就混淆了主观要件和客观要件各自应有的证据认定规则。以刑法中的故意伤害罪的证成为例:在故意伤害的认定中,犯罪嫌疑人的“主观故意”应该通过当事人之间的过节、购买凶器的行为、踩点等这些事实来证明伤害的意图,而不是通过行为人存在加害行为的本身来反推定其具有伤害的故意,“故意”的证据与“行为”的证据是两组不同证明力的证据,不能用伤害的行为或者死亡的结果去证明伤害的意图。在此背景下,如果仅仅只是为了解决所谓监管到位问题而在没有进行适当法律调整的背景下,继续大规模通过行为本身与主观意图之间的“高度盖然性”怀疑标准作为行为人主观故意的证明,显然在法院、学界还是市场内部都存在不同的观点和争议。<sup>[11]</sup>

简而言之,本文认为,对操纵市场进行监管的主要目的在于对于市场公平性的维护,这种公平性的维护并不应该以“后果是否严重”作为惩罚标准。市场操纵中的行政监管应是基于市场自我博弈项下约束不足而衍生出的外部性监管。对于市场操纵应基于操纵行为的本身而非操纵行为的结果进行惩处的道理,可借用马克思主义政治经济学中价格形成规律中对于双方当事人博弈的要求加以阐释:证券市场上证券产品的价格同样需要遵循价格基于价值而随着供求关系的变化上下波

[10] 参见范林波:《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究——以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚决定书为视角》,载《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第424页。

[11] 最新一个典型的例子是2018年7月17日北京市高级人民法院就苏嘉鸿诉中国证监会内幕交易行政处罚和行政复议一案的终审判决,北京市高级人民法院虽然认可了行政机关在行政处罚认定中依据“高度盖然性”标准使用推定,但也要求这种推定应该是能够构成“高度吻合”而非“较为吻合”。因此,同样的证明标准和执法矛盾也会在操纵市场的认定中碰到且会是一个非常棘手的裁断选择。

动的规律。证券的价值指向基础证券背后所代表的权利价值,其通过上市公司信息披露制度反映;影响价格的另一个变量则是市场供求关系的变化或者趋势,价格与数量变动形成一个联动的机制,投资者根据价格或者数量的变化判断供求关系的发展方向并作出投资决策。基于这样的价格形成机制,考虑到证券二级市场处于“彼之所得乃我之所失”的交易特点,如果供求关系真实存在,则一切的交易后果理所应当由市场主体自主承担。但如果在这个过程中,有人试图用不当手段误导其他人对于供求关系的判断与理解,则这种不当手段就因为其“欺诈性”而具备了追责的法理依据,因为操纵行为的恶劣性体现在其直接破坏了“市场真实的供求关系”而非对市场价量的影响。在澳大利亚,澳大利亚联邦最高法院就新南威尔士州《1970年证券法》第70条<sup>[12]</sup>作出解释,认为该条款是禁止任何人造成或致使造成,或做任何事情故意就任何证券的市场或价格造成虚假或误导性表象。<sup>[13]</sup>由此可见,证券市场的反操纵监管的本质应在于“反欺诈行为”,操纵行为通过虚假改变供求关系的变化影响潜在交易者的判断并误导他人做出交易决定,是其危害性所在。所以,从行政和刑事处罚监管上,对于操纵行为的规制并不在于补偿交易对象的损失,而是通过严格的规制措施加大违法犯罪的成本从而减少这些不公平行为的出现机会,所以,对于市场操纵的监管应是一种对“行为的规范”而非对“结果的约束”,监管应打击的是“操纵行为的本身”而非“操纵行为的后果”。

## 二、反市场操纵监管的国际经验:以“意图”(intent)作为要件的行为主义监管模式

首先,在英文语义下,“操纵”(manipulate)一词的解释大体存在

---

[12] 该条款规定:“任何人不得造成或致使造成,或作出任何事情蓄意就该省的任何证券市场上的证券造成虚假或者误导性的活跃交易表象,或就任何证券的市场或价格造成虚假或者误导性表象。”

[13] North vs. Marra Development Ltd., (1981)37 ALR 341.

“以相对人不知情或未意识到的不诚实方式进行控制或者影响(‘某人’或‘某物’)”(to control or influence sb/sth, often in a dishonest way so that they do not realize)<sup>[14]</sup>或者“以聪明、不公平或者不择手段的方式控制或者影响(某人或某事)”[control or influence (a person or situation) cleverly, unfairly, or unscrupulously]<sup>[15]</sup>的定义。如果将英文语义与前文中文语义相对照,很明显,在英文中对于“操纵”的定义多了一个非常重要的变量——“影响”(influence)。“影响”一词在英文中意指“对于事物、发展或者行为或自身产生效果的能力”(the capacity to have an effect on the character, development, or behavior of someone or something)<sup>[16]</sup>。从“影响”一词在英文“操纵”定义中的出现可以探知:对于操纵的定义而言,它可能是一个既成的结果(控制),也可能是一个希望导致结果的企图或能力(影响)。换句话说,“操纵”一词可被解读为一个以“操纵的意图”为主线,同时包含意图的实现(形成结果的“控制”)和意图未实现(行动了但未形成“控制结果”的影响)的两个可能。

在此背景下,英美法系(包括欧盟)的证券法律均立足于“意图”为基础,以法定禁止性行为为出发点而对证券市场的操纵行为进行界定:

### (一) 美国

美国《1934年证券交易法》第9条“禁止操纵证券价格”中规定“直接或者间接利用邮递、州际商业手段或工具的任何人或者任何全国性证券交易所成员通过全国性证券交易所从事下述行为均属违法行为:(1)为了(for the purpose of)就政府证券之外的任何证券制造交易活跃的假象或者误导性表象,或者任何该证券市场的假象或者误导性

[14] 《牛津高阶英语词典》,商务印书馆2016年版,第947页。

[15] Edited by Angus Stevenson and Christine A. Lindberg, *New Oxford American Dictionary* (3 ed.), Oxford University Press 2010, p. 1064.

[16] *Ibid.*, p. 891.



表象:(a)实施不涉及……(列举了具体的行为);<sup>[17]</sup>(2)为了(for the purpose of)诱使他人买卖政府证券之外的证券、未进行此等注册的证券,单独或者与他人共同实施该证券的系列交易,或者与该证券相关的任何以证券为基础的互换或者以证券为基础的互换协议所涉的系列交易,造成该证券交易实际或者表象活跃或者提高、压制该证券的价格……”<sup>[18]</sup>基于美国法项下的“为了……”之定语,有美国学者总结出在操纵市场的认定中是“通过交易的意图来判定是否为操纵,对于这种意图的认定标准包括:(1)交易仅是为了使证券的价格向特定的方向发展;(2)交易者自身充分认知市场真实的走势并非真正的走向,而是由其交易所导致;(3)通过操纵的获利仅仅是因为操纵者推动价格向特定方向发展的努力而非其对有价值信息的占有”。<sup>[19]</sup>

## (二) 欧盟(包括英国)<sup>[20]</sup>

早期欧盟在其《关于内幕交易和市场操纵(市场滥用)的第2003/6/EC号指令》(2003/6/EC号指令)中并未采用“意图”要件,而是采用更为严格的“行为认定标准”,该指令第一条将“市场操纵”界定为:(a)符合以下情况的交易或交易指令:发出或可能发出关于金融工具的供应、需求或价格的虚假或误导性信号,或一人或多人串通确保一项或数项金融工具的价格,导致该价格处于异常或人为的水平……(b)采用虚假手段或任何其他形式的欺骗或诡计开展的交易或签发的

---

[17] 这些行为包括:(1)实施不涉及证券受益所有权变动的证券交易;或者(2)在知道由相同、不同的当事人或者为相同、不同的当事人就任何证券的出售,已经、将要在实质相同的时间、以实质相同的价格达成规模实质相同指令的情况下,就该证券达成购买指令;或者(3)在知道由相同、不同的当事人或者为相同、不同的当事人就任何证券的购买已经、将要在实质相同的时间、以实质相同的价格,达成规模实质相同指令的情况下,就该证券达成出售指令。

[18] Sec. 9 (a) (1) - (2) of Securities Exchange Act 1934, 15 U. S. C. 78 (i).

[19] See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Market?* Harvard Law Review, Vol. 105, 1991.

[20] 根据英国金融行为管理局(FCA)的表态,即使英国脱欧,先前已转换为英国国内法的欧盟有关金融市场的指令会先被予以评估且在通过国内立法程序变化之前会得以维持。资料来源:<https://www.fca.org.uk/news/speeches/fca-approach-brexits-preparations-and-our-vision-future?from=singlemessage&sappinstal=0>, 2018年7月21日访问。

交易指令……(c)在明知或应知信息具有虚假或误导性情形下,通过媒体(包括互联网)或以其他方式传播信息(包括散布谣言和虚假或误导性消息),且该信息发出了或可能发出关于金融工具的虚假或误导性信号。……市场操纵主要包括以下几种情形:一人或多人串通行事以确保取得对某项金融工具供需的支配地位,从而得以直接或间接地决定买入或卖出价格或创造其他不公平交易条件;在临近收市时买卖金融工具,以误导投资者基于收盘价行事;已持有某项金融工具头寸的人,定期或不定期地利用其接触传统媒体或电子媒体的机会,发表关于该金融工具的意见(或间接发表关于其发行人的意见),并从该等意见所造成的对金融工具价格的影响中获益,但其没有同时以适当有效的方式向公众披露该等利益冲突。市场操纵的定义应适时调整,以确保将实践中出现的新形式的市场操纵活动纳入市场操纵的定义之中。

但是在2014年欧洲议会和理事会新制定的《市场滥用指令实施守则》[Regulation (EU) No. 596/2014]<sup>[21]</sup>中,欧盟改变了2003/6/EC号指令的认定方式,在操纵市场的认定中新引入了“意图”(attempt)作为构成要件,其第15条规定“个人不得从事或意图从事操纵证券市场”。在满足第15条的约束条件下,《市场滥用指令实施守则》第12条规定市场操纵包括以下活动:“(a)从事交易,下单或者其他任何行为以致(i)就一项金融产品、相关现货商品合约或者其他基于排放额度的拍卖型产品的供应、需求、价格产生虚假或误导的信号;(ii)维持或很可能维持一个或多个金融产品、相关现货商品合约或其他基于排放额度的拍卖型产品的价格在一个异常或人为的水平上……(b)使用虚假方式或者其他欺诈性手段从事交易、下单或者其他任何活动和行为,以影响或很可能影响一个或多个金融产品、相关现货商品合约或其他基于排放额度的拍卖型产品的价格。”

### (三)我国香港地区

我国香港地区也采用“意图”为主线的操纵认定标准。比如,香港

---

[21] 该守则于2014年4月16日颁布,替代了早先的欧洲议会与欧盟理事会颁布的《关于内幕交易和市场操纵(市场滥用)的第2003/6/EC号指令》及与其有关的2003/124/EC号指令、2003/125/EC号指令和2004/72/EC号指令。

《证券及期货条例》第 274 条“虚假交易”认定中使用了“如任何人意图使某事情具有或相当可能具有造成以下表象的效果,或罔顾某事情是否具有或相当可能具有造成以下表象的效果……”的表述;第 275 条“操纵价格”认定中使用了“意图使任何虚构或非真实的交易或手段具有以下效果,或罔顾该宗交易或该手段是否具有以下效果……”在第 278 条“操纵证券市场”条款中,操纵证券市场行为的认定标准是“任何人意图诱使另一人购买(售卖)或认购或不售卖(不购买)某法团或其有联系法团的证券,而在香港或其他地方直接或间接订立或履行 2 宗或多于 2 宗买卖该法团的证券的交易,而该等交易本身或连同其他交易提高或相当可能会提高任何证券的价格(不论后述的证券是在有关认可市场或是透过使用认可自动化交易服务交易的);与此同时,《香港联合交易所交易规则》第 545 条第 1 款有关虚假交易行为规定“交易所参与者不得意图使某事情具有或相当可能具有造成以下表象的效果……”第 545 条第 6 款规定,“(操纵证券市场是指)交易所参与者不得意图诱使另一人购买或认购或不售卖某法团的证券,而直接或间接订立或履行 2 宗或多于 2 宗买卖该法团的证券的交易……”

#### (四) 大陆法系国家对于“意图”标准的借鉴

除了前述普通法系外,大陆法系的日本、我国台湾地区也引入了以“意图”为核心的操纵认定机制:在日本,《金融商品交易法》第 159 条承接了原日本《证券交易法》第 159 条的内容,规定:(1)任何人不得为使他人误解在有价证券买卖、市场金融衍生品交易或场外金融衍生品交易中的某一交易正在繁荣地进行等,实施下列行为:……(2)任何人不得为了诱导有价证券买卖、市场金融衍生品交易或场外金融衍生品交易中的某一交易而实施下列行为……<sup>[22]</sup>

#### (五) 小结

使用“意图”为要件的好处在于在行政处罚上有利对市场操纵行为认定的证据规则设计,因为“既然探究人的主观动机是不可能的,将

---

[22] 参见中国证券监督管理委员会编译:《日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律》,法律出版社 2015 年版,第 759 ~ 761 页。

主观动机的发现基于客观事实证据的推断是必要的”〔23〕 由于意图是可以用行动证明的(没有行动的意图不可证明,有交易就必留痕,违反法定化的禁止性行为的特定交易行为本身就可以作为行为人具有“意图”的证明),在此背景下,执法部门可以直接用法定类型化的那些交易行为的存在事实来证明行为人的意图,除非行为人能够反证其行为的合理性以推翻法定类型化交易行为所事先打上具有操纵性标签的“意图”,否则就存在承担相应法律后果的风险。比如,在美国,《1934年证券交易法》第9条针对操纵市场行为的不同表现形式进行了列举,将不存在疑问的特定市场操纵行为直接规定为违法,旨在通过控制投机行为,保护投资者避免受到市场操纵或者其他市场权利滥用行为的损害;〔24〕在欧盟,《市场滥用指令实施守则》第12条第2款开宗明义规定就“如无相反证据,以下行为将被视为市场操纵……(iii)制造或者可能制造产生有关金融产品供应、需求或者价格的虚假或者误导的信号,特别是通过下单方式发起或者加剧某种趋势”;在我国台湾地区,司法部门也采取了“客观行为相似性”来佐证主观故意的证明方法,即通过市场上的异动来判断操纵行为的存在,进而通过操纵行为来推定嫌疑人的主观故意。〔25〕 这种通过法定类型的行为确定意图,同时要求行为人自证清白的方式反过来又会促进行为人从事交易行为时考虑行动的审慎与合理,包括促进对于其从事交易合理性的证据的留存。此外,对于“意图”的证明并不需要证明操纵行为所产生的后果,只要证明有破坏“秩序”的企图就可以,有后果的意图可产生进一步入罪或加重处罚的效果,未产生后果的意图基于行为的存在而就应该受到处罚,这样的“行为罚”远比“结果罚”对操纵市场所涵盖的打击范围更广,也会更加有效地震慑潜在行为人进行操纵市场的企图或意图。

---

〔23〕 参见李明良、陈洁:《证券市场操纵行为法律规制的国际比较》,载《证券法苑》(第1卷),法律出版社2009年版,第247页。

〔24〕 Hearing on S. Res. 84 (72 Cong. ) and S. Res. 56 and S. Res. 97 Before the Senate Comm. on Banking and Currency, 73d, Cong. 2d. Sess. 6465 (1934).

〔25〕 参见蔡奕:《我国台湾地区对证券市场操纵行为的法律界定与规制》,载《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第355页。

### 三、我国市场操纵认定的要件转换:从“结果主义”向“行为主义”的转变

对于我国这类新兴证券市场而言,在证券市场发展早期制定出详尽周密的证券法技术规范几乎没有可能。因此如同大多数与经济有关的立法一样,我们在遵循“急用先立”的原则下推出了相关法律,打下了证券市场规范监管的制度性基础。虽然本文认同“法律来源于现实,是高度精练的行为规范,在法律的稳定连续与现实的复杂多变之间,经常存在矛盾。跳开行政诉讼案件,回到资本市场的复杂现实,可以发现各种违法违规行为还普遍存在,即便究尽行政资源也难免留下死角”的观点,<sup>[26]</sup>但这并不代表着行政机关在现代法治理念和社会主义法治建设进程中为了“正义”而可以跳出法律条文的约束而享有自由裁量权。在中国证券市场经过三十多年监管摸索后,还再以所谓的监管需要突破法律条款设计的滞后来实现所谓“强监管”,并不是一个在社会主义法律体系基本建成阶段下的最优监管选择。本文主张,在涉及金融市场的立法中,从上(立法者)到下(监管者)都应该改变原先“宜静不宜动”“宜粗不宜细”的立场,对于出现的市场新问题、新思路应该在认识清楚的前提下尽早、及时地打上“补丁”,不能因为立法程序的复杂或者利益关系的牵扯而放任行政监管权力的扩大;同时,法律条款应该精细,尽量涵盖已知的问题,使监管者能够很明确地在法律条款下客观执法,即使在监管中遇到法律条款不能涵盖的、新的重大问题,则及时启动修法程序,以最大限度地给予市场各主体清晰、明确的行为边界。即使存在百年稳定的市场,市场自身的条件也是不断变化的——可能是市场主体结构的变化,也可能是市场资金来源的变化——这种变化决定了原先固有的监管制度并不会永远适应市场监管

---

[26] 这是中国证监会指定信息披露媒体之一的《证券时报》在北京市高级人民法院就“苏嘉鸿诉中国证监会内幕交易行政处罚和行政复议一案”终审判决后的社评观点。参见贾壮:《打击内幕交易需调和法律与现实的矛盾》,载《证券时报》2018年7月19日,第1版。

的要求,需要监管制度必须及时改进,做到监管程序与监管要求的简单、透明和简捷,有助于增加市场主体对监管要求的认知程度和遵守意愿,并减少市场参与主体遵守博弈规则可能碰到的“未知成本”,从制度本身上引导市场主体自愿以最小的“合规成本”换取因遵守博弈规则所可能获得的最大利益。在此认知背景下,对于连续交易型市场操纵的法律完善,完全有机会依据市场已有的发展现状、监管经验和问题总结,借鉴国外成熟市场的经验对现有法律进行完善。本文在此主张将原来《证券法》第77条第1款有关连续交易型市场操纵的认定由原来的“结果主义”转向“行为主义”。

如前所述,在“结果主义”项下,基于对结果要件的需求,在操纵市场监管中要么可能出现对已经侵害证券市场交易秩序、危害市场交易公平的恶意行为无法依据法律要件进行认定(“合法但不合理”),要么出现监管者在朴素的监管正义观下超越法律规定的要件进行入罚惩处(“合理但不合法”)的双面困境。但当把连续交易型市场操纵的认定由“结果主义”转变为“行为主义”时,就有机会在程序上简单地将行为人的行为与法定禁止行为进行对比从而得到是否操纵市场的认定:

1. 围绕是否具有操纵的“主观意图”进行操纵市场的认定。因为意图必须通过行动呈现,这样行为就可以成为意图证明的证据,而不需要另行证明行为人的主观故意(因为只臆想不行动不构成操纵行为)。

2. 由法律明确规定哪些可被判定具有主观故意的操纵行为,即操纵行为的法定化。为了确保法条的周延性,可以设定兜底条款,但适当加入兜底条款的限制性条件。比如,“合理怀疑”标准,通过合理怀疑标准所认定的操纵行为可由当事人提出复议和司法审查,通过复议和司法审查结果作为先例将认定标准类型化。

3. 在意图标准项下,对于行为所产生的后果(比如,达到了支配、控制或者影响证券价格或者证券价量)只会影响处罚的轻重而不影响处罚的认定(结果要件只是“惩处”的度量尺度而非入罚的度量尺度),产生支配、控制或者影响效果的,从重或者加重处罚。

4. 所谓操纵意图,应该是以控制、支配或者影响为目的而从事交易,因此有关连续交易型市场操纵的认定仍应固守“联合”“连续”等这些行为特征。对于单个主体单次交易所产生的严重影响市场的交易行

为,不宜直接认定为操纵市场行为,因为从证券市场价格形成机制的规律而言,证券市场反操纵反的是通过行为对价、量的控制影响其他投资者对于市场未来趋势的判断和交易决策;虽然单个主体单次的异常交易行为在某个时点可能产生了对价格或者交易量的实质影响,但市场上出现单个主体一次性的、有异于市场现时报价的信息是有机会被市场识别为价格或信息的“市场噪声”而在决策中予以排除,我们也应当让市场主体承担自我排除异常交易的风险与意识,故此也无须纠结对于单人单次异常交易是否构成市场操纵的认定(当然,不排除监管部门将这种异常交易行为作为操纵的线索,从而找到其他关联性线索以证明行为人联合他人或者利用其他账户进行了操纵行为)。

在此理念下,本文关注到了《〈证券法〉修订草案》(二审稿)(以下简称二读稿)第71条的修改建议中,对于连续交易型操纵的认定试图引入更为科学的“操纵意图”标准,但在本文所主张的“行为主义”认定标准下,该条款在行文上仍有值得改进的地方。比如,二读稿第71条有关市场操纵的修改建议原文为,“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。但是依法履行法定或者约定义务而进行的交易除外:(一)单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势联合或连续买卖;(二)违反规定利用信息优势、技术优势进行证券交易;(三)与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行交易;(四)在自己实际控制的账户之间进行证券交易;(五)不以成交为目的,频繁或者大量申报并撤销申报;(六)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;(七)对证券及其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或者谋取相关利益;(八)利用不同证券品种的价格相关性或者不同市场的关联性,通过拉抬、打压、维持或者锁定等手段,影响证券交易价格或者交易量,谋取不正当利益;(九)操纵证券市场的其他手段”。

第一,在对操纵市场行为的界定原则方面,二读稿引入了“意图”的要件,但问题在于目前这稿将意图要件与结果要件并列呈现(原文表述为“影响或意图影响”),这也就意味着对于操纵既以结果(影响)又以主观恶意(意图影响)作为并列的双重认定要件(在法律上呈现操纵既遂与操纵未遂的两种可能都属于操纵),这在立法逻辑上并不严

谨。本文建议,直接围绕“意图”要件界定操纵行为即可。比如,可作如此规定:“任何意图引诱他人从事证券交易,或者意图就证券价格、证券交易量产生误导性行情信息的,构成操纵市场行为。”因为以“意图影响”为单一的决定因素既可涵盖意图的实现情况,也可涵盖意图未实现的情形,且以意图为出发点还可清晰划分操纵市场的法律后果的处罚层次:如若操纵证券价格或证券数量的意图实现,则类似于刑法中的“结果加重犯”,可加重或从重处罚;仅有操纵的意图并且实施了操纵行为但未形成证券价格或证券数量操纵结果的,虽构成操纵,处罚责任上可弱于造成操纵后果的行为,这样在立法逻辑和归责体系上就有衔接性。

第二,“但是依法履行法定或者约定义务而进行的交易除外”作为新增的除外条款在立法技术上有大大的进步,因为其明确了可通过法定方式进行相应的行为豁免。但是通过这种表述而提供的例外豁免的情形范围可能太窄。比如,“依法”的“法”是什么法,证券法还是其他法律?如果是依据其他法律中有关权利人的出售权利条款——比如,《物权法》项下的股票质押,则抵押权人为了私利故意压低价格进行抛单是否因符合《物权法》的规定而可以构成操纵豁免?因此,从立法技术角度出发,本文建议用“除非另有相反证据”的描述替代目前的写法。这样的好处是将当事人进行反证的范围扩大,但同时对于是否接受反证的认定仍然在监管机构和法院的裁量范围之内。这样的立法,一来会促使交易行为人谨慎从事交易或者充分保留交易意图的证据;二来仍未丧失行政监管机关和司法机关对当事人是否“故意”的判断主动权,使立法、执法与守法都具有相应的灵活度,给司法裁判的认定留足空间。

第三,二读稿把现有条文第一款中的“利用信息优势”单独拆分为“违反规定利用信息优势、技术优势进行证券交易”。本文觉得在法理上还是有值得商榷之处:其一,在立法技术层面,这里的“违反规定”的“规定”是何规定,是指法律的规定还是行政法规的规定?是所有行政部门发布的规定还是中国证监会自身发布的规定?所以这里的“规定”看似有规定,实则并不明确。其二,在立法精神上,本文理解本条款试图针对现有已经出现的高频交易策略、跨市场交易策略等新型交



易手段所带来的一些新问题。但诸如高频交易、跨市场套利交易等本身虽有不公平交易的嫌疑,但在“意图”为核心的操纵认定要件下,这些新兴的交易策略(如高频交易策略)所从事的交易意图是真实的,其所反映出的供求关系也是正常的,诸如高频交易策略只不过是提前发现市场的订单或者交易方向而提前“抢单”,这种行为在“严监管口径”下可以归入证券不当行为的类别,但将其单列一类而归入证券市场的操纵行为,则无论在法理层面还是在商业逻辑层面都显得并不妥当。

第四,应在“操纵证券市场的其他手段”中加一个限定语“证券监管机关合理认定的”的操纵证券市场的其他手段,目的在于将其他手段的认定权力交给证券监管机关,同时限定证券监管机关在前述法条情形以下进行认定时需“合理”作出,当事人不服证券监管机关的认定时可以通过行政诉讼的司法救济方式请求法院对证券监管机关在对新类型操纵手段认定时的证据合理性、推导合理性、结论合理性进行审查,实现“以案促定”的认定模式。同时,这样的界定在间接上明确了对于新型、特殊、非法定情形的操纵手段或者行为,应经过中国证监会认定的前置程序后转入民事或者刑事程序的审理(若有),它可在某种程度上保证在反操纵监管上标准的统一、科学和合理性。

为此,本文在现有《证券法》第77条、二读稿第71条的基础上提出对于二读稿71条的完善性建议,以供决策部门参考(见下表):

对比与建议表

现行证券法	证券法修正案二读稿	本文建议
<p>第77条</p> <p>禁止任何人以下列手段操纵证券市场:</p>	<p>第71条</p> <p>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。但是依法履行法定或者约定义务而进行的交易除外:</p>	<p>第71条</p> <p>任何意图引诱他人从事证券交易,或者意图就证券价格、证券交易量产生误导性信息的,构成操纵市场行为。除非有相反的证据,以下行为应被认定具有从事市场操纵的意图:</p>

续表

现行证券法	证券法修正案二读稿	本文建议
(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,操纵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、持股优势联合或连续买卖;	(一) 在特定期间,单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势、信息优势联合或连续买卖;
—	(二) 违反规定利用信息优势、技术优势进行证券交易;	—
(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,影响证券交易价格或者证券交易量;	(三) 与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行交易;	(三) 与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行交易;
(三) 在自己实际控制的账户之间进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;	(四) 在自己实际控制的账户之间进行证券交易;	(四) 在自己实际控制的账户之间进行证券交易;
—	(五) 不以成交为目的,频繁或者大量申报并撤销申报;	(五) 在特定期间无正当理由进行频繁或者大量的买卖申报并在成交前撤销或试图撤销申报;
—	(六) 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) 为获取自身利益发布虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者进行证券交易;
—	(七) 对证券及其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或者谋取相关利益;	(七) 对证券及其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或者谋取相关利益;

续表

现行证券法	证券法修正案二读稿	本文建议
—	(八) 利用不同证券品种的价格相关性或者不同市场的关联性,通过拉抬、打压、维持或者锁定等手段,影响证券交易价格或者交易量,谋取不正当利益;	(八)为谋取不正当利益,利用不同证券品种的价格相关性或者不同市场的关联性,单独或者通过合谋以拉抬、打压、维持或者锁定等手段从事跨品种、跨市场的交易;
(四) 以其他手段操纵证券市场。	(九) 操纵证券市场的其他手段。	(九) 证券监督管理机构合理认定的操纵证券市场。

(编辑:谢贵春)