

反思操纵证券市场结果及因果关系 之构成要件地位

——新修订《证券法》第55条“意图影响”

要件之解释

贝金欣*

摘要:操纵结果及因果关系的证明是操纵证券市场案件的难题之一,其必要性问题一直存在争议。2019年《证券法》第55条将“意图影响证券交易价格或交易量”作为操纵成立的构成要件,明确了操纵的成立无须证明操纵结果及因果关系的观点。据此,可以将操纵证券市场解释为具体危险犯。虽然不需证明因果关系,但仍要证明相关行为具有扭曲证券价格的现实危险,需结合具体操纵手段,判断行为人是否具备市场优势,以及是否构成对市场优势的滥用,避免不正当扩张处罚范围。

关键词:操纵证券市场 因果关系 具体危险

2019年修订的《证券法》第55条增加“意图影响”证券价格或证券交易量这一要件,与“影响”并列作为操纵证券市场的构成要件,涉及操纵证券市场认定的基本问题:操纵结果是不是操纵证券市场

* 最高人民检察院三级高级检察官,法学博士。

成立的必要条件,以及是否必须证明操纵行为与操纵结果之间的因果关系。在《证券法》修订之前,关于问题的理论和实践中争议较多,影响到具体操纵行为的认定。本文根据2019年修订的《证券法》第55条的变化,对操纵证券市场结果及因果关系在构成要件中的地位作进一步解释。

一、问题的提出

2019年修订之前,原《证券法》第77条仅规定“影响”或“操纵”证券交易价格或交易量的行为构成操纵证券市场。2007年证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《操纵认定指引》)第14条在解释“影响证券交易价格或者证券交易量”时,明确要求“行为人的行为致使证券交易价格异常或形成虚拟的价格水平,或者行为人的行为致使证券交易量异常或形成虚拟的交易量水平”,同时又指出“致使”是指“行为人的行为是证券交易价格异常或形成虚拟的价格水平,或者证券交易量异常或形成虚拟的交易量水平的重要原因”。按照该规定,认定操纵证券市场,需要证明两个层面的问题:首先是结果是否发生,即证券交易价格(交易量)异常或形成虚拟的交易量水平;其次是行为与结果之间存在因果关系,而且还需证明行为是证券交易量或交易价格变动的重要原因。

但是学者们的理解并不一致。有的刑法学者认为,操纵证券市场罪属于结果犯,对于操纵证券市场行为与结果之间的因果关系,依据法律的规定,根据普遍的经验法则或者证券市场的常识进行判断,具有抽象性。^[1]有的学者指出,修订前《证券法》第77条规定的“操纵”与“影响”在因果关系强度以及刑事证明程度上的要求存在显著的差异,“操纵”的因果强度与证明力度必须超过“影响”。^[2]有学者考虑到操

[1] 参见李兰英:《操纵证券市场罪因果关系的认定》,2019年10月29日在石狮证券期货违法犯罪的防范与治理研讨会(由泉州市人民检察院主办)的报告。

[2] 参见刘宪权、谢杰:《市场操纵犯罪的实质解构:法律与经济分析》,载《现代法学》2014年第6期。

纵证券市场案件中证明因果关系的复杂性,提出了降低证明难度的方案,指出可以借助司法解释制定相关司法推定规则,重新分配证明责任,适当降低控方的证明责任。^{〔3〕}与之相对的是,我国还有一些学者认为,《证券法》(修订前)要求必须产生“成功操纵”结果的观点是狭隘的;^{〔4〕}没有必要证明因果关系,操纵证券市场罪在我国都是具体危险犯,而非结果犯。^{〔5〕}行为的成立不以造成异常的证券价格波动等现象为必要,这些现象可以作为行为社会危害性大小、情节严重与否的考量内容。^{〔6〕}

2019年修订的《证券法》第55条足以解决上述争论,相较于修订前的《证券法》有两方面的变化:一是修订前《证券法》对连续买卖规定的“操纵证券交易价格或者交易量”,引起学者们关于“操纵”与“影响”内涵的争论,2019年修订的《证券法》摒弃了“操纵”的提法。二是增加了“意图影响”要件。“意图影响”不仅表明了主观方面的要求,而且其文义直接表明,行为人只要有影响证券交易价格或者证券交易量的意图,即使没有造成影响的结果,也可以构成操纵证券市场。但在具体适用条文时,仍需要进一步理解立法调整背后的目的以及具体适用的方法,以防止“意图影响”要件的滥用,导致操纵证券市场认定的主观归责倾向,影响正常的市场交易行为。

〔3〕 参见泉州市人民检察院:《名家观点集成:石狮“证券期货违法犯罪的防范与治理”研讨会综述》,载 https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_4913668,2020年3月1日访问。

〔4〕 参见张子学:《首例上市公司增发股份操纵股价处罚案分析与启示》,载《清华金融评论》2014年第12期。

〔5〕 参见田宏杰:《操纵证券市场罪:行为本质及其司法认定》,载《中国人民大学学报》2014年第4期。

〔6〕 参见陈煜:《证券信息操纵行为法律规制之比较研究——兼论〈证券法〉第七十七条一款之修改》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第11卷),法律出版社2014年版,第68页。

二、因果关系证明在反操纵执法司法中的具体实践

尽管理论上存有争议,但由于修订前《证券法》第77条和《刑法》第182条对操纵证券市场构成要件采取结果犯的表述,执法司法实践通常认为操纵结果的存在以及操纵行为与价格变化结果之间是否具有因果关系,属于需要证明的要件之一。由于证明难度很大,行为人往往以证券价格变动与操纵行为之间没有因果关系为由提出辩解。特别是在一些操纵失败的案例中,证券价格并未如操纵者期待发生变化,行为人没有通过操纵证券市场获利,更容易产生操纵结果以及因果关系是否存在的争议。^[7]对这些辩解,法院和证监会的认识并不完全一致,在不同案件中采取了不同的态度。

案例1:薛某聪等人操纵股票案。薛某聪等人采取连续买卖、洗售交易、虚假申报、尾盘操纵等方式操纵多只证券。薛某聪等人提出不具有因果关系的理由包括:(1)操纵期间与股价因其他客观原因上涨时间重合:上市公司在此期间发布了2个利好公告;(2)操纵行为终止后股价仍然维持高位。因此股价波动符合市场规律,与被调查人交易行为没有直接因果关系,归责于被调查人并不公平。证监会则认为,行为人利用资金优势影响个股价格走势,通过操纵期间总股本和流通股有无变化、有无重大公告发布、股价涨幅,与相应板块指数和行业指数的偏离度等要素,证明操纵行为对同期被操纵证券价量的影响情况。法院对此予以确认。^[8]

案例2:高某操纵股票案。高某采取连续买卖、封涨停等方式操纵“精华制药”。高某提出的不具有因果关系的理由是:其交易行为发生在股票停牌之后,由于股票停牌期间股市普涨,“精华制药”后续连

[7] 在程某水等操纵“中核钛白”案中,程某水和刘某泽利用持股优势、资金优势以连续买卖和在自己实际控制的账户组中买卖“中核钛白”股票的方式,操纵和影响“中核钛白”交易价格和交易数量,但账户组在操纵期间交易“中核钛白”股票账面亏损达580余万元。参见中国证监会行政处罚决定书[2009]13号。

[8] 参见北京市第一中级人民法院(2016)京01行初545号行政判决书。

续涨停现象属于停牌后的正常补涨,不是其交易行为所致,两者之间没有因果关系。证监会则是通过对高某账户组操纵期间高买成交量占比(36.57%)、高于市场成交价的申报价格、买入交易量与交易期间卖申报总量对比等具体行为的异常性,以及操纵期间股价涨幅与同期中小板指数涨幅的对比等因素,推定高某的连续买入行为对股价变动具有显著影响。同时证监会还指出,“精华制药”股价是否显著偏离大盘指数,不影响交易行为异常性的判断,也不影响对操纵行为的认定。^[9]

案例3:蝶彩资产管理(上海)有限公司、谢某华、阙某彬等人操纵证券市场案。蝶彩公司等利用信息优势操纵股票。被调查人否定因果关系的理由是:“公告发布后股价走势不存在异常状况,公司公告与公司在涉案期间股价大幅上涨的结果无关。”证监会在行政处罚决定书中未对此作出直接回应,但从对其他申辩理由的回应中可以看到证监会的证明路径,即认为被调查人主观目的、客观行为、实际效果形成完整的逻辑链条,因此,可以认定发布利好消息的行为最终导致“恒康医疗”股价异常上涨。^[10]

案例4:汪某中“抢帽子”操纵证券市场案。汪某中否定因果关系的理由是:其实际交易的资金量与涉案股票股流通市值相比,不可能对相关证券的交易量和交易价格产生影响。证监会则基于“抢帽子”交易的特点,没有从交易量进行分析,而是从发布信息的影响力作出判断,认为由于汪某中任职的北京首放投资顾问有限公司具有社会影响力,其向社会公众发布咨询报告的行为对投资者产生了比较广泛、重要的影响,存在影响投资者决策并引起股票股价波动的可能性。^[11]在该案刑事判决中,法院进一步认为“抢帽子”操纵的证明要求作了明确阐释:只有行为引起或者足以引起市场明显波动,行为人才可能会获得不法收益,投资者才可能会受到较大损害,达到情节严重的入刑标准,因此相关行为必须具有引起市场明显波动的较大可能性。同时认定汪某

[9] 参见中国证监会行政处罚决定书[2018]47号。

[10] 参见中国证监会行政处罚决定书[2017]80号。

[11] 参见中国证监会行政处罚决定书[2008]42号。

中的行为是相关证券交易价格或者交易量变动的重要原因。^[12]

案例 5:北八道操纵证券市场案。北八道公司否定因果关系的主要理由是:被指控操纵期间涉案股票存在其他影响股价的重大事项。该案被调查人向法院提起行政诉讼,北京市高级人民法院在终审判决中对交易行为与结果之间因果关系的证明要求进行了深入阐释。法院认为,认定操纵证券市场应当符合两个条件:一是行为人客观上实施了可能影响证券交易价格或者证券交易量的行为;二是行为人主观上具有操纵证券交易价格或者证券交易量的意图。但是,客观性的价量变动并非必要条件,仅仅是判断行为本身具有影响力的佐证。^[13]

案例 6:吴某健操纵证券市场案。吴某健否定因果关系的主要理由,也是股价受到了案外其他因素的影响。证监会则认为,操纵行为之外因素对证券交易价格的影响,并不影响对操纵行为本身的判断。只要吴某健连续买卖和洗售操纵行为已经对涉案股票价格产生影响,其他市场因素对股价的影响,并不能作为排除吴某健行为构成操纵证券市场行为的合理理由。^[14]

上述行政处罚决定书或法院判决呈现出观点的差异,与前述理论界的争议本质相同:(1)行为存在影响股价的可能性。在汪某中案的刑事判决中,虽然法院从股价上涨的结果推定汪某中的行为是引起股价上涨的重要原因,但同时的说理时指出只要行为人的行为具有引起股价明显波动的较大可能性即足以认定,也就是说,不需要证明行为与股价实际波动之间的因果关系。在北八道案的行政判决中,法院也认为只要行为具备影响证券交易价格的可能性即可。(2)由行为推定操纵结果及因果关系的存在。在其他 4 个案例中,证监会都从结果推定行为与结果之间具有法律上的因果关系,所采取的推定规则又不相同。蝶彩资产案中未作详细展开,而薛某聪案将结果的偏离度作为重要指标,高某案却又指出偏离度并非必要指标,并且从大量买入行为直接推

[12] 参见白波、刘月:《汪建中操纵证券市场案——抢先交易行为性质的认定》,载 <http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=2800>,2019年12月10日访问。

[13] 参见北京市高级人民法院(2019)京行终字4186号行政判决书。

[14] 参见中国证监会行政处罚决定书[2019]68号。

定得出对股价变动具有显著影响这一结论。在吴某健案中,对于操纵行为与案外因素可能共同影响股价的情形下,证监会认为案外因素不影响操纵行为与操纵结果之间因果关系的认定,但没有具体展开因果关系成立的论证过程。

三、操纵结果及因果关系证明的困境

判断因果关系的标准是什么,本身就是一直困扰法学家们的难题,以至于有学者将此称为“因果关系的折磨”,不同法系、不同国家的学者们形成了丰富多样的理论体系和理论表达。^[15] 认识分歧部分源自因果关系问题的复杂性,但更为重要的原因是,证券市场交易量和交易价格的原因极为复杂多样,宏观政策、地缘政治、经济形势、上市公司动态以及交易行为等,都可能对证券交易量和交易价格产生影响,至于究竟哪些属于证券交易价格和交易量出现异常波动的真正原因,只能从概率上进行判断,操纵结果及因果关系的证明也都存在现实困难。现有因果关系理论不足以解决上述困境,有必要另辟蹊径。

(一) 操纵结果“人为价格”的判断难题

禁止操纵证券市场的立法目的,是为了制止操控市场的活动,以维护市场自由的自然的供求关系,以形成公平价格。^[16] 但是,由于影响证券市场的因素复杂多样,证券价格或交易量是否异常,或者说是否受到人为扭曲,无法通过价格自身来证明。若要证明“人为价格”的存在,前提是存在一个可供参照的“真实价格”,但“真实价格”在实践中很难证明。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,为此实践中主要通过过错推定的方法,基于交易行为与价格异动的关联性进行主观推定。^[17] 我国

[15] 参见叶金强:《相当因果关系理论的展开》,载《中国法学》2008年第1期。

[16] See Thomas Lee Hazen, *Treaties on the Law of Securities Regulation*, 5th edition, St. Paul, MN: Thomson/West, 2005, p. 151.

[17] 参见陈煜:《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》,载《证券市场导报》2017年第8期。

证监会行政处罚决定书和法院行政判决书对此说理并不充分。美国的法院往往采用经济分析方法进行论证。最终“人为价格”的证明过程往往陷入行为与结果之间的循环证明之中。比如,在前述高某案中,被调查人辩解:“‘精华制药’后续连续涨停现象属于停牌后的正常补涨,不是其交易行为所致。”该辩解看似否定因果关系的存在,实则亦否定了连续涨停的价格系受操纵影响的“人为价格”,只是“正常补涨”。证监会的理由实则是从行为的操纵性推导出操纵结果的存在。薛某聪案、蝶彩公司案采取的也基本属于这样的循环推导过程。如果无法证明操纵结果的存在,因果关系的证明就无从谈起。

(二) 相当因果关系说之局限性

面对“因果关系的折磨”,学者们经过不断求索,对一般的行为与结果之间法律因果关系的判断,已经形成诸多理论上的共识。^[18]从理论发展的进程来看,大陆法系经历了从条件说、原因说到相当因果关系说,再到客观归责说这样一个学说的演进过程。^[19]

无论学说如何发展,普遍认为,判断行为与结果之间是否存在因果关系,首先需要接受条件关系的检验,即行为与结果之间,是否存在“如无前者,即无后者”的关系,即是否符合“but - for”规则,这也被称为“条件说”。根据条件说的立场,一切行为凡是在逻辑上属于发生结果的条件,就是结果发生的原因。此说主张在行为与结果之间,如果存在逻辑上必然的条件关系,即存在因果关系。^[20]但是“条件说”的缺陷在于,有可能在具体认定中无限扩大原因的范围,导致因果关系认定的虚置。为了解决这一问题,因果关系学说得到了进一步发展,出现了许多修正条件说的学说,其中相当因果关系说的影响较大,其主张通过经验常识判断条件与结果之间的相当性,以排除不具有相当性的偶然事

[18] 一些学者痴迷于对统一、明确规则的探寻,一些学者则认为这种探寻是徒劳的,试图放弃对统一规则的追求。参见韩强:《法律因果关系理论研究——以学说史为素材》,北京大学出版社2008年版,第2页。本文只就当前关于因果关系的主流学说在操纵证券市场认定中应用试图进行适当展开。

[19] 参见陈兴良:《从归因到归责:客观归责理论研究》,载《法学研究》2006年第2期。

[20] 参见王泽鉴:《侵权行为法》(第1册),中国政法大学出版社2001年版,第191页;陈兴良:《刑法因果关系研究》,载《现代法学》1999年第5期。

实作为原因。随后出现的客观归责论等学说,则从另一个维度对造成结果的可归责的行为进行界定。客观归责论主张,当行为制造了法所禁止的危险,符合构成要件的结果被实现,且该结果在构成要件效力范围之内,该行为造成的结果才归属于行为人,它是判断构成要件符合性、限定处罚范围的规范方法。^[21] 客观归责在因果关系的界定中,也可理解为判断相当性的规则。

但具体到操纵证券市场,多种因素支配下,特定行为与证券价格和交易量变动之间是否符合“若无一则不”的条件法则,便属难题。虽然对于证券市场而言,行为人的交易行为和与证券紧密关联的信息,都会对证券交易价格和交易量产生影响。比如,在前述北八道案、吴某健案中,被调查人均声称被指控操纵期间涉案股票存在其他影响股价的重大事项,如若确实存在其他重大事项,如何判断因果关系的成立。在这种情形下,并不必然能够证明若没有行为人的行为,就不会产生证券交易价格明显波动,也就是说,无法证明行为与结果之间存在“若无一则不”的条件关系,更无须讨论相当性的问题。

(三) 疫学因果关系说之局限性

相当因果关系说的局限性,不仅是证券市场面临的难题,也是当前社会风险不断演变所产生的普遍性难题。随着当前社会风险因素不断增加,给人类生活带来诸多不确定性与危险,因果关系的判断正在日益的复杂化。^[22] 由于风险的不确定性和人类认识的局限性,对某些结果的发生与风险之间的关系是否符合“若无一则不”的判断要求也是问题。如何确认行为与结果之间存在“若无一则不”的关系?为了在法律上作出因果关系的判断,形成了疫学因果关系的学说,以可观察的统计资料显示的盖然性为标准,判断因果关系之存在。^[23] 这一学说是借用疫学上所采用的因果关系的认识方法,某因子与疾病之间的关系,即使不能够从医学、药理学等观点进行详细的法则性的证明,但根据大量

[21] 参见周光权:《客观归责论与实务上的规范判断》,载《国家检察官学院学报》2020年第1期。周光权认为,客观归责论具有规范思考的特色,通过规范方法限制因果关系的存在范围,这是相当因果关系说所不具备的。

[22] 参见劳东燕:《风险社会中的刑法》,北京大学出版社2015年版,第89页。

[23] 参见陈兴良:《刑法因果关系研究》,载《现代法学》1999年第5期。

的统计观察,认为两者之间具有高度的盖然性时,就可以肯定因果关系。^[24] 疫学因果关系实际上是在条件说无法解释因果关系的情形下所做的一种退让,是为了维护公共利益减轻受害人举证责任的一种不得已之举。它被用于对那些详细的科学机理尚不清楚,其事态发展的因果过程目前还无法逐一进行说明的特别对象,充其量只能得出若行为存在,则危害结果的发生概率会升高的结论。从逻辑上讲,它表明的只是行为与危害结果发生的概率的提升之间存在条件关系,而不是行为与危害结果的发生本身存在条件关系,该概念的提出本质上代表着降低因果关联认定标准的事实。^[25] 比如,疫学因果关系通常被用于公害行为的损害赔偿案件中,在无法证明没有公害就没有疾病的情形下,通过基于统计资料的分析,对于具有引发疾病的高度盖然性的公害,就径直认定为两者之间具有法律意义上的因果关系,而不再去论证是否符合“若无一则不”的规则。

疫学因果关系学说的提出,以统计概率代替了条件关系,有助于解决风险社会中条件关系无法确认的难题,在处理环境污染赔偿等特定领域的案件中具有重要价值。在操纵结果可以确定时,疫学因果关系学说更适合用于证明操纵证券市场行为与结果之间的因果关系,可以根据证券市场相关统计资料来测算因果关系存在的高度盖然性,这足以弥补相当因果关系学说中“若无一则不”规则在操纵证券市场案件中的证明难题。但这只解决一部分问题。首先,判断行为与结果存在高度盖然性标准如何设定? 如果统计上以 100% 的概率关系作为确认自然律的标准,那么这个世界上没有任何因果关系可能被确认出来,但是如果认为统计上 60%、50%、40% 或者甚至 30% 的概率关系就可以作为确认自然律的标准,那么相对的受损害的将是所有社会生活参与者的自由。^[26] 特别是在影响因素多元的证券市场,除非制定明确规则,否则根本无法在个案中建立共识。其次,如前所述,当操纵结果本身无法确定时,根本无法开启因果关系证明程序。这是因为,应对风险

[24] 参见陈兴良:《刑法因果关系研究》,载《现代法学》1999年第5期。

[25] 参见劳东燕:《风险社会中的刑法》,北京大学出版社2015年版,第138~139页。

[26] 参见黄荣坚:《基础刑法学》(上),中国人民大学出版社2008年版,第192页。

社会发展起来的疫学因果关系理论,虽然可以通过运用统计学概率相关理论追溯环境污染公害的原因并证明两者之间的因果关系,但其前提必须时客观上存在环境污染公害的后果。

四、对操纵结果及因果关系构成要件地位的反思

面对操纵证券市场认定中“因果关系的折磨”,我们需要反思经历这种折磨的必要性。法律禁止操纵证券市场,是否仅需惩治产生操纵结果的操纵行为,而无须关注那些没有产生“人为价格”的操纵行为?主张操纵结果及因果关系必要性的观点与监管目的不相符。

(一) 强调结果要件和因果关系不符合操纵的危险本质

操纵者对非法利益的获取,主要透过破坏自由公平的证券价格形成机制来实现,即通过操纵刻意拉抬、压低或者维持证券价格,从而形成虚假的控制之下的价格。无论是交易型操纵还是信息型操纵,均是透过扭曲价格形成机制来实现操纵目的。禁止操纵证券市场,就是要确保证券价格能在自由市场正常供需竞价下产生,避免遭受特定人操纵。^[27] 证券价格形成因素复杂,操纵行为所产生的扭曲力可能与市场中正常的同向或反向作用力互相叠加或抵消,操纵的作用便隐而不显。在“人为价格”难以判断的情形下,也不表明操纵行为没有对证券价格形成机制形成破坏作用,只是其破坏作用难以被发现和描述。因此,即使操纵行为没有造成实际后果,或者实际后果尚未被察觉或者证明,操纵行为损害自由、公开的证券市场秩序的风险始终存在,有必要对具有扭曲自由公平价格形成机制危险的滥用市场优势行为予以禁止。欧盟委员会清晰地指出,认定操纵证券市场应当结合整个市场的相关因素加以考虑,包括整个市场的透明度水平,保护市场运行效率的必要性和相关证券供给、需求的适当互动,相关市场行为对市场流动性和效率的影响程度,相关行为对相关市场交易机制的影响程度等,只有市场行为

[27] 参见赖英照:《最新证券交易法解析》,中国台湾元照出版有限公司2011年版,第635页。

和操纵结果之间有一定的必然联系才能够认定相关市场行为构成操纵,但是证券价格出现不正常波动不是操纵的必要要件,可以通过其他标准来判断。^[28]这也逐渐成为境外证券监管的共识。

(二) 强调结果和因果关系不符合预防金融风险的监管目的

金融风险与其他违法犯罪行为的社会危害不同,一旦系统性风险转化成实质危害,就可能造成无可挽回的损失,因此防范金融风险更为重要。对于可能造成重大金融风险和社会风险的操纵证券市场行为,应当以抓小抓早、防微杜渐为原则,只要实施相应行为,就予以禁止。基于刑事政策必要性以及惩治严重经济犯罪的需要,立法者对于如此超个人法益的保护,常借由抽象危险的犯罪构成要件,以防范该种行为可能造成的潜在危险,无须做因果关系上的判断。^[29]在证券法的条文中,立法者大量运用“行为犯”的规则,来实现防范风险的目的,如禁止短线交易、权益披露规则等,并不是因为这些行为对证券市场造成了实质危害结果,而是因为这些行为具有造成危害结果的现实危险性。由此可见,在证券监管中,保障个人交易自由的制度利益需适当让位于维护市场秩序制度利益。相对而言,滥用市场优势扭曲证券价格形成机制的行为社会危害更大,举轻以明重,更应作为具体危险犯认定。

(三) 强调结果和因果关系抬高执法司法成本

不切实际的执法司法标准,必将提高执法司法成本,影响对市场操纵的惩治效果。即使执法司法部门可以通过股价的上涨以及与相关指数的偏离度等要素推定“人为价格”这一危害结果是否发生,但由于作用于证券市场的因素复杂,有时候这种波动并不明显,更难判断理论价格与操纵价格之间的偏离度。在前述案例中,为了应对因果关系之辩,证券监管部门采取了诸多说理论证的方式,但体现在行政处罚决定书中并不都令人满意,这并不表明这些行为不构成操纵,只是强调因果关系的观念造成了执法人员的论证困境,在一定程度上也无助于执法司

[28] 参见盛学军主编:《欧盟证券法研究》,法律出版社2005年版,第215~216页。

[29] 参见廖大颖:《证券市场与企业法制论》,中国台湾元照出版有限公司2007年版,第36~37页。同时指出,我国台湾地区在“证券交易法”之草创时期“立法院”说明其立法原意指出,操纵规定旨在防止该行为有意图操纵行情、控制市场价格及扰乱秩序,强调该规定无须考虑结果,如此立法寓有防患于未然之意。

法权威的确立和对违法犯罪活动的震慑,增加了社会成本。

(四) 强调结果和因果关系不符合境外的立法司法实践

许多国家和地区也都没有将实际危害结果作为操纵证券市场的成立要件。如前所述,欧盟委员会明确指出,操纵成立不以出现操纵结果为必要。欧盟法院也支持这样的观点,认为基于交易而操纵并不要求证明证券价格处于异常或虚假的水平。^[30] 在美国也是如此,指控操纵成立并不需要证明证券价格低于或高于公平价格。^[31] 2011年7月,美国CFTC根据《多德—弗兰克法案》的授权,发布了最新的“反操纵实施细则”(anti-manipulation final rules),市场操纵行为被分为两类:“使用或者试图使用操纵手段和欺诈手段的操纵行为”和“价格操纵行为”。^[32] 德国《有价证券交易法》第20a条和《市场操纵定义条例》第4条规定,在违反秩序的层面,行为人只要实施了该条文所禁止的行为,即使没有对股票价格造成实际影响,也构成操纵证券市场,有学者将上述规定归入抽象危险犯之中。^[33] 我国台湾地区“证券交易法”对不履行交割、约定交易、连续买卖、自买自卖、蛊惑交易等操纵手段,均使用了“足以影响市场秩序”“意图影响集中交易市场有价证券价格”等表述,并未将操纵结果作为构成要件,有法院判决明确指出操纵行为不以股票价格客观上产生急剧变化为必要,股价也不必达到行为人操纵所预期的价格。^[34]

由此可见,过于强调操纵结果和因果关系必要性的观点,违反了操

[30] See Mathias Siems, Matthijs Nelemans, *The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?* Maastricht J. Eur. & Comp. L. Vol. 19, 2012.

[31] See Thomas Lee Hazen, *Treaties on the Law of Securities Regulation*, 5th edition, St. Paul, MN: Thomson/West, 2005, p. 155.

[32] 参见宋澜:《金融基准操纵的法律规制问题研究》,华东政法大学2018年博士学位论文。

[33] 参见高基生:《德国市场操纵证明之研究》,载《证券市场导报》2005年第8期。我国也有学者认为约定交易、洗售属于抽象危险犯,不以证券市场的行情确实因相对委托行为而受到实际影响为必要。参见于莹:《论以虚伪交易方式操纵证券期货市场》,载《国家检察官学院学报》2003年第5期。但抽象危险犯不考虑行为本身是否具有扭曲证券价格形成机制的现实危险,不符合操纵本质,不当扩大处罚范围。

[34] 参见赖英照:《最新证券交易法解析》,中国台湾元照出版有限公司2011年版,第660~661页。

纵证券市场的本质,并不契合惩治和预防操纵的执法司法实践需要,与境外立法司法实践相脱节。2019年新修订的《证券法》第55条对操纵证券市场构成要件的修改,较好地回应了这一要求,对操纵结果及因果关系的构成要件地位进行重新认识和设计,参照刑法中具体危险犯之原理,^[35]从而得以将部分意图影响证券交易价格和交易量并产生现实危险的操纵行为直接认定为操纵证券市场追究法律责任。这是在适用2019年新修订的《证券法》时需要特别注意的方面。

五、“意图影响”型操纵行为的准确认定

根据2019年新修订的《证券法》第55条的规定,证明操纵证券市场的成立,并不一定需要证明操纵行为形成了影响证券价格的实际结果,只要证明操纵行为具有影响证券价格的意图。但是这并不是说,只要有操纵意图,一切行为即构成操纵证券市场。有观点指出,对于连续买卖等证券交易中的常态化交易手段,如果对该种危险行为一律进行刑事处罚,恐株连甚广,法律应当规定客观处罚条件且唯有在客观处罚条件出现时才能追究刑事责任。^[36]这一观点体现具体危险犯制度设计所反映出的个人交易自由与市场秩序之间的制度利益冲突,在无法证明操纵结果或因果关系的情形下,必须实质地判断行为是否具有现实危险性,不能唯主观意图论,从而避免操纵认定范围的不当扩大,侵蚀市场交易的合法空间。本文认为,操纵证券市场的本质是对资本优势、信息优势等足以影响证券价格形成机制的市场优势的滥用,且这种滥用行为具有造成证券交易价格异常或形成虚拟的价格水平,或者造成

[35] 刑法中的具体危险犯,是指只要行为人实施了符合刑法条文规定的构成要件的行为,且这种行为具有产生社会危害的现实危险,无论危害结果是否实际发生,即构成犯罪;所谓结果犯,行为人实施了符合刑法条文规定的构成要件的行为,必须产生实际的侵害危害结果,才能认定为犯罪,否则构成犯罪未遂。过失犯罪必须存在危害结果。

[36] 参见廖大颖:《证券市场与企业法制论》,中国台湾元照出版有限公司2007年版,第8页、第37页。

证券交易量异常,或者形成虚拟的交易量水平的现实危险性。因此,判断具体危险是否发生,应当基于对滥用市场优势行为严重性的评价作出。不具有现实危险性的行为,即使行为人意图操纵,也不会客观上对证券市场运行产生人为干扰,无须法律禁止。判断行为是否具有现实危险时应当从操纵证券市场的本质出发,重点考察以下两个方面的要素:

(一) 行为人必须具有市场优势

在操纵证券市场时,操纵者通常利用其他市场参与者心理上或者信息上的弱势地位,不正当的利润往往来自对其他弱势市场参与者的围猎。^[37] 有效控制或者影响其他证券市场参与者投资决策的市场优势或影响力,是操纵者操纵证券市场不可缺少的前提。^[38] 操纵证券价格透过影响基本价值面和供求关系来实现,因此操纵者的优势也必然体现在与基本价值面和供求关系改变方面具有特定的优势,即资本优势和信息优势,这是实施操纵的前提。

我国修订前后的《证券法》在规定连续(联合)买卖型操纵时,列举了资金优势、持股优势和信息优势三种优势,较为全面地概括了影响证券价格的市场优势。最高人民法院、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(以下简称《立案追诉标准(二)》)、《操纵认定指引》以及2019年“两高”《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《操纵刑事司法解释》)中,对市场优势作了相对具体的描述。无论是资本优势、信息优势还是技术优势,市场优势都是一个相对概念,是对操纵者与其他交易者比较而作出的结论,在判断时需要结合具体事实作出评价。

以资本优势为例,资本优势作为一个相对概念,行为人在交易时是否具有资本优势,关键在于行为对自由公正的证券价格形成机制的作用力之大小,应当结合具体证券交易行为进行综合分析。《操纵认定指引》所确定的判断方法,以及诸多行政处罚案件所确立的标准,均具

[37] See Benjamin P. Edwards, *Conflicts & Capital Allocation*, Ohio State Law Journal, Vol. 78, 2017.

[38] 参见田宏杰:《操纵证券市场行为的本质及其构成要素》,载《国家行政学院学报》2013年第3期。

有一定合理性。但是,具体交易手段不同,资本优势对证券价格影响的作用也存在明显区别,不应适用同样的标准。这在《操纵刑事司法解释》对连续买卖和虚假交易作出不同规定的做法中已有所体现。判断交易型操纵的滥用资本优势,需要进一步对交易型操纵进行类型化,并根据各种具体类型的交易特点分别制定判断规则。比如:(1)根据交易行为的性质进行类型化,对基于真实交易的连续买卖和基于虚假交易的洗售、虚假申报等作不同处理。连续买卖的资金优势认定标准应当适当高于洗售、虚假申报的认定标准。在兼具两种行为的场合,应采取就低不就高的标准。较真实交易而言,约定交易、洗售、虚假申报等虚假交易行为直接制造交易活跃假象形成人为价格,对资本的要求相对较低,《立案追诉标准(二)》对连续买卖操纵和虚假交易操纵分别规定了不同的指标,后者略低于前者,应出于上述考虑。(2)根据操纵期间的长短进行类型化,对于长线操纵和短线操纵、超短线(日内或隔日操纵)分别设置不同的判断标准。长线操纵中,总成交量占比、单日成交量占比是判断资金优势的重要指标;短线操纵中,单日成交量占比仍应作为重要判断指标;而在超短线操纵中,特定时段的成交量占比可以作为判断指标之一,同时需结合交易行为所处的时间段、操纵者的获利途径等其他因素进行综合判断。

(二) 行为人必须存在滥用行为

市场优势通常是市场竞争的产物,任何市场优势都可以成为影响证券交易价格和交易量的重要力量,成为形成自由竞争市场的基石,政府不应过度干预证券市场中各类竞争优势的形成,更不能轻易在法律上做负面评价。是否构成违法,关键在于相应市场优势是否存在滥用情形,即处于市场优势地位的主体不正当运用优势。

“滥用”包括欺诈和其他不具有欺诈特征的不正当利用行为。(1) 欺诈。行为人在明知事实真相的情形下,编造、传播虚假信息,自然是滥用行为。从欺诈的内容来看,既可以是市场信息,也可以是交易行为本身。蛊惑交易操纵、约定交易操纵、洗售交易操纵均属于典型的滥用行为,在判断上相对较为简单。(2) 非欺诈性滥用。滥用并不必然具备欺诈特征,在证券市场中也并非只有欺诈才能对证券价格产生人为干扰,资本优势、信息优势都存在不正当运用的可能性,损害其他

证券交易者的正当利益,成为行为人获取非法利益的工具。对于不具有典型欺诈特征的滥用行为,其与合法利用之间较为模糊,经常出现争议。这就需要透过其他的运行特征,结合证券市场的一般经验规律和相关法律规定,明晰判断路径,予以综合评价。

以连续买卖为例,其属于一种基于真实交易的操纵行为,是争议最大的一种操纵类型。原则上,任何真实交易行为都属于价格形成机制的一部分,何种真实交易行为具有扭曲证券价格的破坏作用?这就需要从证券监管的基本原理出发,判断交易是否系属滥用。申报价格的异常性、交易行为的垄断性、存在关联外部利益、违反禁止性规定通常被作为判断滥用行为的因素。在上述因素中,违反禁止性规定因素,是判断操纵的基准。例如,《证券法》关于违规减持、短线交易、违反权益披露规则交易、非法利用他人账户交易等与操纵具有一定关联性的禁止性规定以及交易所制定的一系列异常交易监控规则,都可以作为判断是否属于非正当交易的依据。但同时,还需要考察这些违反禁止性规定行为是否具有扭曲证券价格形成机制的作用,并结合交易行为特点对其他不正当因素的考察后进行综合判断,特别是要针对长线操纵、短线操纵、超短线操纵以及操纵动机、获利方式进行类型化分析。比如,在基于真实交易的尾市操纵中,行为人在特定时间段内大量申报行为具有明显支配地位,该种交易行为便可视为垄断交易,而无须考虑垄断持续时间,但同时必须具备外部利益或者次日反向交易等相关事实的支持综合认定;在日间交易中,行为人某个时间段的交易行为尽管在该时间段内具有绝对支配地位,若此时由于该“垄断”交易对价格影响不具有现实的影响力,则仍然需要判断日内所有交易量在当日交易量中的占比,甚至要考虑若干交易日内是否形成垄断地位,方能准确判断。不同交易行为、不同因素的组合,都会对判断形成影响。“滥用”一词虽没有确定标准,却有其特定的法律内涵,在运用具体要素进行综合判断的过程中,需恰当运用法律人的自由裁量和正义观使判断结论符合“滥用”一词的本来意义。

六、小结

扭曲自由公平证券价格的结果是否实际发生,不影响操纵证券市场行为的成立,只要操纵行为本身足以产生这一危险即可,相当于刑法中的具体危险犯在行政处罚和刑事追究中均应如此。在具体案件中,指控一方无须证明结果的成立以及行为与结果之间的因果关系,但必须结合具体案件事实证明行为存在具体危险。主观故意是构成操纵证券市场必要主观要件,行为人若不具备操纵的主观故意,便不构成操纵。以上关于具体危险犯的观点,适用于判断操纵证券市场的成立。在判断因操纵行为产生的损害赔偿时,原告仍然需要证明操纵行为与其他交易人的损失之间具有损害上的因果关系。^[39] 另需指出的是,从字面意义看,新修订《证券法》条文中使用的“影响”二字过于中性,并未反映出操纵的本质,正常情况下任何交易行为都能“影响”证券价格或证券交易量,只有非正常的影响以致扭曲自由公平证券价格才是操纵的违法本质,在一些国家的相关法律中则直接规定为“人为价格”,为此,《证券法》中的“影响”应作“人为影响”或“扭曲”解释更为贴切。

(编辑:宋澜)

[39] See Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, William and Mary Law Review, Vol. 52, 2011. 美国联邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson* 确立了“市场欺诈理论”(Fraud on the Market), 允许根据 1934 年《证券交易法》10(b) 以基于信赖市场有效进行交易为由提起损害赔偿的集团诉讼,这一原则也被适用于适用 10(b) 的操纵案件,主张损害赔偿需证明市场是有效的。See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988). 但 Korsmo 认为,操纵恰恰证明市场不是有效的,适用该条款的操纵案件应当替换为证明损失因果关系:(1) 证明原告信赖市场完整性与损害时间的必然因果联系;(2) 所诉操纵行为是否扭曲了市场价格。