

证券市场操纵行为法律规制之国际 比较研究

——以民事法律责任为重点

李明良* 陈洁**

引 言

市场操纵行为是一个古老的话题,从证券市场诞生的第一天起,市场操纵行为就伴随着市场的发展应运而生,可以说市场操纵行为与证券市场的历史一样悠久。但是相对于虚假陈述与内幕交易这两大证券违法行为而言,市场操纵行为的法律责任,尤其是民事责任的具体认定和追究一直处于相对较为滞后的阶段。同时由于市场操纵行为自身的复杂性,以及交易模式和交易品种的不断衍生,市场操纵行为形式的多样化和隐蔽性已经远远超出了传统的市场操纵行为,因此借鉴世界各个国家和地区对市场操纵行为的立法经验,综合考察各国立法对市场操纵行为立法规制的演进,可以很好地指导我国对证券市场的发展和法制健全。

各国和地区对于市场操纵行为的法律规制,存

* 中国金融期货交易所信息部负责人,法学博士。

** 中国农业银行总行董事会办公室,法学博士。

在着一个共性的特征,即大多数国家的立法例往往倾向于采取行政处罚或者刑事制裁的方式,而对市场操纵行为民事责任的追究相对存在着欠缺与不足。当投资者的合理权益受到市场操纵行为的侵害时,仅仅对操纵行为人进行行政或者刑事的制裁,虽然会起到暂时的警示和遏制的作用,但是却无法对投资者的经济损害予以合理的补偿,没有了民事赔偿措施,法律就像失去了牙齿,其惩治力度会大打折扣,因此加强市场操纵行为的民事救济措施,是目前各个国家和地区证券市场亟须完善的重点。

我国对于证券市场操纵行为的法律规制过去也一直存在着以刑事或者行政责任为主,民事责任的救济措施相对不足的现象。如果没有很好的民事救济措施,不能对投资者因市场操纵行为所受到的损失进行及时有效的赔偿,投资者的信心将会受到沉重打击,势必会影响我国证券市场的稳健发展。

波德·斯坦指出:“法律规则的首要目标,是使社会中各个成员的人身和财产得到保障,使他们的精力不必因操心自我保护而消耗殆尽。为了实现这个目标,法律规则中必须包含和平解决纠纷的手段,不论纠纷是产生于个人和社会之间,还是个人与个人之间。”^①因此,对市场操纵民事赔偿责任的认定和承担予以明确的规定,使得投资者的合法权益受到有效的保护,是我国证券立法急需解决的重要问题。

本文较为系统地考察了世界主要国家和地区对于市场操纵行为的立法规制,将着眼点放在市场操纵行为民事责任的认定和追究上,同时结合我国证券立法对市场操纵行为法律规制的现状、对我国立法的未来走向提出相关建议,旨在抛砖引玉,引起共鸣。

一、市场操纵行为法律规制之国际比较概述

对于市场操纵行为的法律规制,各国和地区的处理模式主要概括

^① 彼得·斯坦:《西方社会的法律价值》,王献平等译,中国人民公安大学出版社1989年版,第41页。

为以下两种:民事损害赔偿,以及行政或者刑事责任的救济方式。在证券立法相对最为发达的美国,其将市场操纵行为视为民事侵权行为的一种,通过类型化的列举,对市场操纵行为的表现形式分别进行详细规定。此外,在普通法的欺诈侵权理论的基础之上,结合市场操纵的特征进行新的理论衍生和阐发,形成了较为完善和独立的证券欺诈民事损害赔偿诉讼机制。

无独有偶,日本在市场操纵行为的规制上采取了与美国类似的立法模式。日本在其《证券交易法》以及《金融期货交易法》中分别对市场操纵行为采取了列举的形式,并对受害者赋予民事救济措施。我国台湾地区亦采取了与美国和日本相同的立法模式,也分别在其“证券交易法”以及“期货交易法”中采取了列举的方式对市场操纵行为进行了禁止性规定,同时也赋予受害的投资者以民事救济的权利。

然而对于市场操纵行为的规制模式,更多的国家从维护市场秩序角度出发,往往采取行政或者刑事责任的处罚。英国将市场操纵行为视为一种市场滥用行为,专门针对市场滥用行为制定了1998年的《市场滥用:市场行为守则》,并于2000年颁布了《金融服务与市场法》,正式详细规定了市场滥用行为的要件,但依旧没有对市场操纵行为的概念予以明确。我国香港地区也将市场操纵行为纳入到了“不正当交易行为的防治”的行列,同时立法将不正当的交易行为正式纳入到了《证券条例》,详细列举了不同的表现形式。相较而言,英国更多地将市场操纵行为置于市场监管和市场运作的角度进行规制,带有明显的市场行政管理的色彩,市场操纵行为者面临的更多是刑事或者行政的处罚,对受害者的民事救济则略显滞后;而具有英国立法特征的香港则将市场操纵纳入到证券法案中,这就为市场操纵行为的民事损害赔偿提供了很好的契机,在法律依据上奠定了基础。

与英国相似,欧盟也是从维护市场秩序的角度出发,将市场操纵行为视为市场自有功能失灵的一种表现,通过《市场失灵指令》,以一般性描述和具体操纵行为相结合的形式对市场操纵行为进行了定义。欧盟指令的最大特征就是对市场操纵行为的概念进行了新的发展,形成了独具特色的市场操纵的概念,将指令分为两个层次对市场操纵行为进行了规定:一是框架性的原则规定;二是操作性较强的实施细则。这

就使得市场操纵行为的概念不但具有详细的实践操作规则,同时配以原则性指导,从而保证了定义自身的灵活与开放性。

德国综合了英国与我国香港地区的做法,分别在《违法秩序法》以及《证券交易法》中对市场操纵行为进行了规定。《违法秩序法》将市场操纵行为视为违法秩序的行为,处罚主要适用于《违法秩序法》的罚款程序,准用于刑事诉讼程序的证明方法。《证券交易法》第20条对市场操纵行为进行了三种基本的列举。此后,德国继续对市场操纵行为立法进行了修葺完善。2004年10月德国将欧盟的与市场失灵指令相配套的“认定指令”(2003/6/EC)引入德国证券法,该指令对市场操纵的征兆进行了描述,采用禁止性规定的方式对市场操纵行为的概念进行了全新的演绎,同时还借鉴了欧盟的排他性条款的规定。

澳大利亚在2001年《公司法》的第7.10部分《与金融产品与服务相关的市场不当行为与其他被禁止行为》中,对市场操纵行为以及其他各种市场不当行为与被禁止行为进行了列举式规定,但是在制裁措施上,主要还是采取了行政或者刑事的方式。

具体到我国,对于市场操纵行为的规制也是存在着证监会的行政处罚与刑罚的刑事制裁为主的特征,投资者的民事救济是相对薄弱的环节。我国刑法中早就存在着专门针对市场操纵行为的条款,证监会也发布过一些行政处罚规定。而对于民事责任的追究,新修改的《证券法》第77条在“禁止的交易行为”一节以列举的方式规定了四种类型的市场操纵行为,同时指出操纵市场行为给投资者带来损害的,行为人应当依法承担赔偿责任,这就赋予投资者取得民事救济的权利。

本文的核心将详细介绍各国立法对于市场操纵行为的规定,并在此基础上对我国《证券法》中的市场操纵行为的民事救济的规定提出一些具体的建议和意见。

二、各国和地区对市场操纵行为的法律规制

如前所述,在对市场操纵行为的责任认定和追究中,大多数国家往往采取行政或者刑事的制裁措施,即便如此,以美国为代表的一些国家

还是在民事责任的追究上取得了实质性的进展。本文以下主要介绍各国和地区的立法对于市场操纵行为的禁止性规定,旨在对我国证券市场操纵行为的民事责任追究,起到很好的借鉴意义。

(一) 美国 1934 年《证券交易法案》关于市场操纵行为的专门规定

美国证券立法中设有很多的欺诈条款,这些条款概括性较强,但缺乏具体的认定标准。为了减少一般性反欺诈条款带来的含义上的混淆,美国专门规定了针对操纵市场行为的专门条款,以此来减少在行为认定上的含混性。

1934 年《证券交易法》中有关市场操纵行为的核心部分就是第 9 章和第 10 章,其中包括了两种完全不同类型的规定。第一种类型的规定是对一些存在争议的操纵模式赋予证券交易委员会(SEC)自由裁量的权利以及必要的调查权。例如第 9 章(a)(6)款禁止关于固定价格的操纵行为,第 10(a)款规定了卖空以及止损令的发出,10(b)款规定的是法案没有明确禁止的其他市场操纵行为。此种类型的条款保证了行政执法的灵活性,并针对不同的案件因地制宜,避免了统一规定的僵化。第二种条款则将某些不存在疑问的特定市场操纵行为直接规定为违法,其立法目的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,从而实现对证券市场的改革。^②

1934 年《证券交易法案》的第 9 条(a)款作为针对市场操纵行为的专门条款,详细列举了不同表现形式的市场操纵行为:

(a)直接或间接利用邮递、任何州际商业手段或工具或直接或间接利用国内证券交易所任何设施的任何人,或国内证券交易所的任何会员,从事以下行为的,均属违法:

(1)为了就全国性证券交易所注册的任何证券制造交易活跃的假象或误导性表象,或任何该等证券市场的假象或误导性表象:

(A)以不涉及其受益所有权变动的方式进行该等证券的交易;

(B)在知道由或为相同或不同的当事人在基本相同的时间、以基

^② *Hearing before committee on banking and currency to Sen. Res. 84 (72 Cong. 1st Sess.) and Sen. Res. 56 and 97, 73d, Cong. 2d. Sess. (1934), at 6465.*

本相同的价格就任何证券的出售已经或将要达成数额基本相同的指令的情况下,就该等证券达成购买指令;或

(C)在知道由或为相同或不同的当事人在基本相同的时间、以基本相同的价格就任何证券的购买已经或将要达成基本相同的指令的情况下,就该等证券达成出售指令。

(2)为诱使他人买卖在全国性证券交易所注册的任何证券,单独或与他人一起就该证券进行系列交易,或就与该证券有关的任何基于证券的互换协议进行系列交易,造成有关证券交易实际或表面活跃,或抬高或打压该证券价格。

(3)出售、发售、购买或要约购买证券或与该证券有关的基于证券的互换协议的交易商、经纪商或其他人,通过在正常业务过程中散布或传播信息,诱使他人购买或出售在全国性证券交易所注册的任何证券或与该证券有关的任何基于证券的互换协议,使任何该等证券的价格因一人或多人进行抬高或打压该证券价格的市场操作而将要或可能上涨或下跌。

(4)出售、发售、购买或要约购买证券或与该证券有关的基于证券的互换协议的交易商、经纪商或其他人,为诱使他人买卖该等证券或与证券有关的任何基于证券的互换协议,就在全性证券交易所注册的任何证券或与该证券有关的任何基于证券的互换协议进行当时依据具体情况在重大事实上属于虚假或误导性的陈述,且其知道或有合理的理由相信该陈述虚假或具有误导性。

(5)作为出售、发售、购买或要约购买证券或与该证券有关的基于证券的互换协议的交易商、经纪商或其他人直接或间接获得的对价,通过散布或传播信息,诱使他人购买在全国性证券交易所注册的任何证券或与该证券有关的任何基于证券的互换协议,使任何该等证券的价格因一人或多人进行抬高或打压该证券价格的市场操作而将要或可能上涨或下跌。

(6)违反证券交易委员会为维护公共利益或保护投资者而制定的必要或适当规则和条例,为限定、固定或稳定在全国性证券交易所注册

的任何证券的价格而单独或与他人一起对该等证券进行系列买卖交易。^③

其中,9(a)第(1)条款对最为古老的洗售和对敲这两种行为进行了明确禁止;第(2)款禁止对在证券交易所注册的证券的扭曲其真实的市场供求关系、背离证券真实价值的交易量和价格的市场操纵;第(3)款禁止交易商、经纪商及其他人以散布或传播消息的方式从事的操纵证券市场价格的行为;第(4)款禁止以虚假或者误导性陈述为手段的市场操纵行为;第(5)款禁止以兜售为模式的市场操纵行为;第(6)款禁止违反证券交易委员会规则的证券稳定行为。其中第(2)款是个总括性的“兜底性”,其他的禁止性规定的包容性相对较低,仅仅适用于特定类型的市场操纵行为。第9(a)(3)条款以及第9(a)(5)款还明确规定:通过散布信息诱使他人购买或者销售证券,因而影响证券价格的操纵中,无需考虑信息的真实性与否以及散布信息的目的为何,违反其他条款的行为都要求具有特定的目的。

(二) 英国的市场失灵指令

英国长期以来没有针对市场操纵问题的成文法规定,此问题的处理往往依赖于法官对个案的自由裁量和审慎判断。直到1998年英国金融服务管理局(FSA)颁布《市场滥用:市场行为守则》,2000年颁布《金融服务与市场法》之后,才将市场操纵行为纳入到市场滥用行为的行列。但是依旧没有对市场操纵行为的概念予以明确的界定,仅仅在第118条中规定了市场滥用的概念:市场滥用是指一人单独或者多人串通或合谋进行的扰乱市场秩序的行为,具体应符合下列条件:(1)发生于特定市场中的适格投资交易行为;(2)行为是基于不为市场所公知的信息而作出,该信息的知悉与否足以影响正常投资者的投资决策;(3)该行为可能使正常投资者产生关于投资品种供给状况、价格或价值的错误或误导;(4)正常投资者认为或可能认为该行为是扰乱市场秩序的行为;(5)该行为可能对市场上正常投资者的投资决策造成不利影响。其中(2)、(3)、(4)是备选条款,正常投资者是指在特定市场上有规律地参与相关投资交易的理性投资者。

^③ 《1934年美国证券交易法》,张路译,法律出版社2006年版,第151~155页。

根据1998年的《市场滥用:市场行为守则》的规定,市场操纵行为分为三大类别:拟制交易、价格操纵和不恰当传播信息。其中在拟制交易中,投资者的交易决策容易受到公开的交易数据的影响,当投资者确信交易是因为某一原因或以某一方式进行时,他可能会因此而参与交易,但实际上交易的数据可能被市场操纵行为所扭曲,从而对投资者造成误导。其中典型的虚假交易是没有实质利益变化的交易,在此交易中,对手方之间的交易行为并未导致一方利益的实际变化。这就是美国法中所谓的“洗售”。

价格操纵包括挤榨和狭义的价格操纵两种。挤榨一般是利用当事人对交易所统计交易量的依赖而进行的,即在某种证券短缺时,故意控制其需求,并利用市场的拥挤制造虚假价格。此种模式与轧空行为相似,不同的是英国规定的“挤榨”中“某种证券的短缺”是由于当事人人为操纵造成的结果。狭义的价格操纵,就是所谓的价格固定行为,但是该规则仅仅禁止投资者将证券价格维系在专断和不正常的水平上。

不恰当传播信息是指不法行为人通过散播不准确的或误导性信息,来干扰市场价格的走势,影响投资者的投资判断。此规定的目的在于确保所传播信息的真实准确性,惩戒那些通过散播不准确或误导性信息牟利的市场主体,并不在于对既有的信息披露和传播途径作出进一步规范。

(三) 欧盟的市场失灵指令的引入

2001年2月15号,由Baron·Alexandre·Lamfalussy领导的专家组公布了《专家委员会关于欧洲证券市场规制的最终报告》,报告中引进了调整欧洲证券市场的四步法。^④ 第一步,首先在欧洲理事会以及欧洲议会的通力合作下,制定出与欧洲大部分立法相同的“框架性原则”;第二步,根据需要,欧盟委员会采取新成立的欧洲证券管理者委员会(简称CESR)的建议,^⑤制定出更为详细的实施性规则;第三步,更

^④ 有关该四步法的进一步讨论和评估,参见Guido Ferrarini, *Contract Standards and the Market in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture*, Institute for Law and Finance Working Paper Series, No. 39 (2005), available at http://www.ilffrankfurt.de/publication/ILF_WP_039.pdf.

^⑤ 参见CESR的网站<http://www.cesr-eu.org/>。

为贴近市场参与者, CESR 可以就某些与投资者意见一致的事项作出公告;第四步, 各国有机关可以联合确保证券法规的实施。其中关于市场操纵行为的规则是上述“Lamfalussy 法律框架”从抽象过渡到具体实施的最为恰当的代表。

2003 年 1 月 28 号, 欧洲理事会以及国会颁布了《关于内部交易以及市场操纵行为的指令》, 简称为《市场失灵指令 (2003/6EC)》, 并要求各成员国截至 2004 年 10 月 12 号必须结合各自立法实施。

欧盟此次立法的最大变化是对市场操纵行为的概念进行了新的发展, 形成了独具特色的市场操纵的定义。欧盟对于市场操纵行为的界定主要分为两个层次: 一是框架性的原则规定; 二是操作性较强的实施细则。在框架性规定方面, 涉及的指令主要是 2003 年 1 月颁布的《市场失灵指令》。在实施细则方面, 涉及的指令主要有 2003 年 12 月由欧盟委员会颁布的与市场失灵指令相配套的对市场操纵的征兆和被许可的市场行为的详细说明,^⑥即第 2003/6/EC 号指令和第 2003/72/EC 号指令, 简称“认定指令”和“综合指令”。

市场操纵的原则性定义主要集中在“市场失当指令”第 1(2)条, 定义的方式表现为一般性描述和具体操纵行为相结合的形式。首先, 该条将市场操纵行为划分为三种类型, 并对每种类型的市场操纵采取一般性描述的方式进行定义; 其次, 列举了三种由定义衍生出的操纵行为作为对定义的补充。此外, 该条还规定市场操纵的定义应当是可调整的, 以确保市场操纵的定义能够适应市场环境的变化。

第一种类型的市场操纵, 是指给出或可能给出关于金融工具供给、需求或价格的虚假或误导性信号, 以及单独或者合谋将一个或者多个金融工具的价格固定在一个非正常或虚假水平的交易或委托。这种类型的市场操纵主要是指那些对金融工具的价格形成机制造成影响的行为。

第二种类型的市场操纵, 是指使用虚假手段, 或其他欺骗手段或阴谋的交易或委托。根据“认定指令”中的相关规定, 这类操纵行为包括那些与散布虚假信息相关的交易或委托, 或是与有偏见的研究报告相

^⑥ 刘凤元等:《现货市场与衍生品市场跨市监管研究》, 上证联合研究计划第 16 期课题, 第 11 页。

联系的交易或委托等。

第三种类型的市场操纵,是指散布虚假信息,即通过包括因特网在内的媒体或以其他方式,散布那些给出或者可能给出关于金融工具虚假或误导性征兆的信息,包括散布谣言以及虚假或误导性的消息。

在对不同的市场操纵行为给出描述性定义后,“市场失当指令”的第1(2)条列举了三种具体的操纵行为。这三种行为并不与市场操纵行为的三种类型一一对应,而是对市场操纵的定义作出了进一步说明。这三种行为类型如下:一是为了达到控制金融工具供给或需求的目的而采取的行为,该行为将直接或者间接固定金融工具的价格,或产生其他不公平的交易条件;二是在收市时买卖金融工具,误导投资者根据收市采取行动;三是根据媒体对某种金融工具或金融工具发行人发表观点,随后利用发表的观点对金融工具价格产生的影响获利,但与此同时,行为人未向公众披露存在的利益冲突。

针对第一种和第二种以交易或委托为表现形式的市场操纵行为类型,“认定指令”分别在第4条和第5条列举了操纵的征兆,并强调征兆应当是不可穷尽的。市场操纵征兆的提出可以看作是欧盟在市场操纵定义立法方面的一项创新,主要有以下两种类型:

1. 第一种市场操纵行为类型的征兆

“认定指令”第4条共列举了7个征兆,具体包括:相关交易或委托在日交易量中所占的比重,具有显著头寸的个人进行的交易或委托对价格的影响、金融工具受益权的变化,短时期内投资者头寸发生逆转的程度,集中在短时间内完成并导致价格随后发生反转变化的程度、对委托簿的改变程度,包括撤单的行为、在某个特定时间或某个特定时间附近,交易或委托导致价格变化的程度等。

2. 第二种市场操纵行为类型的征兆

“认定指令”第5条共列举了两个征兆,即相关交易或委托与行为人散布虚假或误导性信息在时间上是否相近,相关交易或委托与行为人进行的研究或发布的投资建议在时间上是否相近。

概括言之,2003/6/EC指令中包含了在立法和法律文献中常见的三个类别的市场操纵行为:即基于信息、基于行为以及基于交易的市场操纵行为。其中第1条(2)(c)款规定了基于信息的市场操纵:违反的

市场操纵行为包括散布对金融投资工具产生或者将会产生虚假或者误导性理解的信息;条款1(2)(b)通过禁止采用虚假性手段或者其他任何形式的欺诈或阴谋,禁止了基于行为的市场交易;条款1(2)(a)采用较长的篇幅描述了较为难以把握的基于交易的市场操纵行为:禁止下列交易或者交易性指令——已经或者将会对金融性投资工具的市场供求关系或者价格产生虚假或者误导性的信息,或者通过一个人或数人的一致行动,将金融性投资工具的价格维持在不正常或者虚假的水平,并且还规定了基于主观动机以及市场自身运作的一个重要的排他性条款,“除非从事上述交易或者发布交易性指令的当事人能够证明其行为具有合法的理由,上述行为或者交易性指令符合相关市场的交易惯例”。^⑦

欧盟关于市场操纵行为的上述规则,清除了美国著名证券学者 Loss 以及 Seligman 所称的 1934 年《美国证券交易法》第 9(a)(2) 款所要求的“诱使他人从事购买或者销售行为的目的”这个具有难度的对于主观动机的要求标准。^⑧ 正如美国经济学者 Fischel 和 Ross 指出“操纵性交易行为的确认发现是极其困难的,从某种程度上讲几乎是不可能。这种困难源于一个简单的事实——即人的主观状态是很难读懂的。”^⑨ 针对上述问题,1947 年美国证券交易委员会 (SEC) 通过对客观证据采取谨慎的审查,作为对此问题的回应。SEC 认为“既然探究人的主观动机是不可能的,因此在通常情况下,将主观动机的发现基于客观事实证据的推断是必要的。”^⑩

50 多年后,欧盟的 CESR 同样建议采取此种方法。为了使得 2003/6/EU 中的市场操作行为的概念变得有血有肉,2003/124/EC 的实施指令将大部分笔墨都着眼于基于交易的市场操纵行为,在判断市场操纵行为在事实上是否存在时,将客观性因素纳入了考虑范畴。

^⑦ 2003/6/EC 的第一款(2),转引自刘凤元等:《现货市场与衍生品市场跨市监管研究》,上证联合研究计划第 16 期课题,第 11~14 页。

^⑧ 《美国证券交易法》,张路译,法律出版社 2006 年版,第 151~153 页。

^⑨ Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets?*, 105 Harv. L. Rev. at 503, 519 (1991).

^⑩ In the Matter of the Federal Corporation, 25 SEC, at 227, 330 (1947).

(四) 德国对于市场操纵行为条款的改进

德国行政法将市场操纵行为视为违法秩序的行为,适用于《违法秩序法》。行为人只要实施了市场操纵禁令所禁止的行为,即使没有对行情引起实际影响,也符合市场操纵违反秩序的客观构成要件,处罚主要适用于《违法秩序法》的罚款程序,准用于刑事诉讼程序的证明方法。^①

德国《证券交易法》第20条对市场操纵行为进行了三种基本的分类,包括虚假陈述型操纵、交易操纵以及其他欺诈行为。虚假陈述型操纵,指行为人通过虚假陈述而对行情和市场价格造成影响的操纵方式;交易操纵,是行为人通过具体的交易活动而对行情和市场价格造成影响的操纵方式;其他的欺诈行为则涵盖了除上述行为之外的对行情和市场价格造成影响的操纵方式。^②

2004年10月德国将欧盟2003/6/EC中关于市场操纵行为的条款引入德国证券法中,修改了《证券交易法》20a款的规定,并将20b废除。新规定将市场操纵行为归纳为以下情形,“禁止将会导致关于金融投资工具的供求关系、价格的虚假或者误导性信息,或者炮制出虚假价格水平的交易行为或者发布买卖指令”。此规定中的“金融投资工具”源于欧盟《关于内幕交易和市场操纵的指令(2003/6/EC)》第一款的规定,德国将其纳入《证券交易法》的20a(1)款,其范畴包括证券、货币市场的投资工具、期权、互换协议,在德国证券交易所上市或者在德国场外交易的其他多种投资工具、衍生品以及在欧盟成员国的证券交易所上市的证券。

同时德国还借鉴欧盟的做法,在20a(2)规定了排外条款:如果某交易遵守了相关的组织良好的市场或者场外市场所允许的市场交易惯例,从事该交易或者发布交易指令的当事人有合法的理由从事该行为,则上述禁止性规定不适用于此。分条款通过进一步的定义对上述排外规定进行了限制:被允许的市场交易惯例仅仅包括那些在相关市场上具有合理判断力的交易模式,以及联邦金融服务监管委员会所认可的

^① 高基生:“德国证券市场行政执法机制研究”,载《证券市场导报》2005年04期。

^② 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报告,<http://financel.jrj.com.cn/news/2007-01-30/000001963159.html>。

在本款含义之内的市场交易惯例。任何交易行为不能仅仅因为实施之前没有被认可而被视为是未经许可的。

(五) 日本对美国的相关规定的借鉴

日本借鉴了美国的立法经验,在其有关证券法律中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市场操纵行为。日本《证券交易法》第 159 条规定,任何人对于证券交易所上市的有价证券或柜台买卖的有价证券,不得有以下行为:

1. 致使他人误解以为某有价证券的市场交易十分活跃或以致使他人误解有价证券交易状况为目的进行下列行为:(1)对有价证券不转移所有权而佯装进行买卖交易;(2)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该有价证券之行为;(3)在自己购买有价证券时,与他人通谋以约定价格使其作卖出该有价证券的行为;(4)进行以上各款行为的委托或受托。

2. 以引诱他人买卖有价证券为目的而进行下列行为:(1)单独或与他人合谋,使之对有价证券产生买卖繁荣的误解或行情将有变动而进行买卖交易,或者进行委托或受托的行为;(2)自己或与他人合谋,散布有价证券行情将要变动的流言;(3)进行有价证券买卖时,对主要事项故意制造虚假的或会产生误解的表示。

3. 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,在有价证券市场不断地进行买卖交易,或者委托或受托连续买卖。

同时第 160 条还规定:违反证券交易法第 159 条规定者,须负责赔偿交易或委托者所承受的损失。

(六) 澳大利亚《公司法》对市场操纵行为的禁止性规定

2001 年澳洲联邦《公司法》的第 7.10 部分《与金融产品及服务相关的市场不当行为与其他被禁止行为》对市场操纵行为以及其他各种市场不当行为与被禁止行为进行了列举式规定。第 1041A 款首先规定了禁止市场操纵行为,该条规定:“任何人不得直接或者间接地参与或者从事下列行为:单个或者两个及其以上的已经或者可能会导致人为制造的金融商品的价格或者人为将金融商品的价格维持在某一水

平。”违反该规定,当事人应当承担相应的民事制裁,与 1317E 的民事制裁条款相联。

该部分的其他条款分别规定了其他的市场不当行为。1041B 款禁止虚假交易和稳定市场这两种制造虚假或者误导性的积极交易假象的行为,并详细规定了被禁止的虚假交易的表现、虚假或者误导性表象的含义以及收益所有权未变动的交易;1041C 禁止人为稳定市场价格的行为;1041 条禁止违法交易信息的传播;1041E 禁止虚假或者误导性陈述;1041F 禁止引诱他人交易的行为;1041G 禁止不诚信的行为;1041H 禁止仅仅导致民事责任的误导性或者欺诈行为;1041I 还专门规定了违反 1041E 到 1041H 条款的民事诉讼。

澳洲《公司法》的 1041A 对于市场操纵行为的界定是狭义的,与其他关于市场不当行为一起属于广义的市场操纵行为的范畴,其中与民事责任相关的规定包括民事罚款和民事诉讼。《公司法》的第 1317J 款规定:从事 1041A 款的市场操纵行为、1041B 款和 1041C 款的虚假交易和人为稳定市场的行为、1041D 款的传播不法交易信息、1043A 的内幕交易行为将处以民事罚款。1041I 款中规定的民事诉讼包括民事罚款、禁令救济、改正行动和补偿行为。澳洲证券管理委员会也可以介入民事程序,代表受害者申请因他人不遵守有关条款而遭受到的受害补偿申请。

此外,涉嫌违反法律的当事人可以向证券监督管理委员会 ASIC 作出保证采取改正措施或对受害人进行补偿等的由 ASIC 接受、且法庭可执行的承诺,ASIC 通常将其作为替代民事制裁的另一种处理方式。

(七)我国香港地区《证券条例》的专门规定

我国香港地区《证券条例》的第十二部分“不正当交易行为的防治”的第 135 条“虚假市场和交易”、第 136 条“欺诈或欺骗手段的运用等”、第 137 条“对确定证券价格的限制等”、第 138 条“有关证券的虚假或误导性陈述”分别涉及了市场操纵行为。

135. 虚假市场和交易

任何人不得故意创设或使之创设,或为任何行为旨在创设:

(a)任何证券在联合交易所的一种虚假或易致误导的表面频繁交易现象;或者

(b)有关任何证券在联合交易所的一种虚假市场。

(2)为施行第(1)(b)款,凡采取下列手段,提高或降低或固定或稳定证券市场价格者,即为创设有关证券的虚假市场——

(a)由若干人士彼此勾结,进行集卖和购买,旨在使此类证券确保一种市价,而该种市价无论就发行该证券的法人的资产抑或其利润(包括预期利润)而言,均为不合理者;

(b)对购买或出售证券的市场价格的自由议定,采取任何具有阻碍或禁止作用的行为者;或者

(c)采用任何虚构的交易或诡计或任何其它形式的欺诈和花招者。

(3)任何人不得以旨在降低、提高任何证券的市场价格或使之波动为目的而对此类证券进行不改变其受益所有权的任何购买或出卖。

(4)第(3)款内所指的意含不改变受益所有权的证券的购买和出售,是指在买卖证券以前即对该证券享有权益的人,或因有关上述证券而与之有关系的人在该证券购买或出售之后,仍然享有利益。

(5)任何人不得传播或散布,或提出正当理由或涉嫌传播和散布任何就其所知由于一人或数人违反第(1)款规定的市场操作而导致任何证券的价格将或可能上涨或下跌的任何陈述和信息。

136. 诈欺或欺骗手段的运用等

任何人在与其他人进行任何涉及证券的购买、出售或交换的交易时,不得直接或间接地:

(a)使用任何手段、诡计或伎俩欺骗该其他人;或者

(b)从事足以或可能构成诈欺或欺骗其该他人的任何行为、活动或业务计划。

137. 对确定证券价格的限制等

任何人不得单独地或伙同一人或数人从事旨在固定或稳定某种违反本条规定的证券价格任何引发购买或出售证券的一系列交易,或任何购买和出售证券的行为。

138. 有关证券的虚假或误导陈述

任何人不得为了诱使他人出售任何法团的证券,直接或间接地就此类证券或该法团的过去或未来的情况作:

(a)任何陈述,该陈述就其发表的时间和环境来看是对其所了解

的重要事实的虚假陈述或误导,或有合理的理由相信该陈述的虚假和误导;或者

(b)任何陈述,由于重要事实的遗漏,成为虚假的或误导的,并且其知晓或有合理的理由推知其由于遗漏了上述事实而成为虚假的或误导的陈述。

(八)我国台湾地区“证券交易法”的禁止性规定

我国台湾地区1968年《证券交易法》借鉴了美国1934年的《证券交易法》的第九章以及日本1948年《证券交易法》第125条(现行法为第159条)的规定,并经过1988年、2000年以及2006年的三次修订,在第155条对市场操纵行为进行了明确的禁止性规定:^⑬对于在证交易所上市之有价证券,不得有下列各款之行为:

1. 在集中市场委托买卖或申报买卖,业经成交而不履行交割,足以影响市场秩序;

2. (删除);

3. 意图抬高或压低集中交易市场某种有价证券之交易价格,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;

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,连续以高价买入或者低价卖出;

5. 意图造成集中交易市场某种有价证券活络之表象,自行或以他人名义,连续委托买卖或申报买卖而相对成交;

6. 意图影响集中交易市场有价证券价格,而散布流言或不实资料;

7. 直接或间接从事其他影响集中交易市场有价证券价格之操纵行为。

前项规定,于证券商营业处所买卖有价证券准用之。

违反前两项规定者,对于善意买入或卖出有价证券之人所受之损害,应负赔偿责任。

^⑬ 赖英照:《证券交易法逐条释义》(第3册),三民书局1986年版,第373~424页;《证券交易法逐条释义》(第4册),三民书局1991年版,第495~521页。

在我国台湾地区“证券交易法”的上述规定中,第一项的规定适用于集中交易市场,第二项适用于店头市场,包括上柜及兴柜市场。^⑭同时规定从事市场操纵行为侵害社会法益及个人法益,受到损害者可提起自诉并有权要求损害赔偿,而刑事责任则依据我国台湾地区“证券交易法”第171条的规定处罚。^⑮可见,该条所禁止的市场操纵行为既适用于集中交易的场内市场,也同时兼顾了场外交易的店头市场,并对民事责任进行了明确的规定。

我国台湾地区“证券交易法”中对市场操纵行为形态的列举,在具体的行为式样上针对操纵市场惯常使用的方法,包括以买卖行为直接左右市价,以散布流言及不实资料影响股价等,一一加以规范;其中第三款规定的是相对委托,第四款为操作股价,第五款禁止冲洗买卖,即对冲交易,第六款针对的是散布流言,^⑯第七款作为概括性条款,将可能发生的其他类型的市场操纵行为纳入其中,意在弥补列举规定的不足,保持了该禁止性规定的弹性和灵活度。这些规定均与美国和日本的规定相近,惟有第一款有关不履行交割的禁止,是美国、日本以及欧盟等国家的证券法律没有规定的。

对于不履行交割的市场操纵行为,台湾有学者对此也存在着疑问。“将投资人对证券商不履行交割的行为纳入处罚,固有明确依据,但适当性仍有疑义。”^⑰如果当事人没有影响市场秩序的意图,单纯的不履行交易的行为,并不属于市场操纵行为的范畴,“本款之立意系为防范恶意投资人不履行交割义务影响市场秩序,至于一般投资人若非属恶意违约,其违约金额应不致足以影响市场交易秩序,不会有本款之该当,自不会受本法相关刑责之处罚。”^⑱但是究竟何种行为能够满足“足

^⑭ 兴柜市场属于店头市场的一环,我国台湾地区“证券交易法”第62条为规范店头市场的基本法律依据,其相关管理规范以第62条第2项为依据。

^⑮ 参见1996年度台上字第3171号、1996年度台上字第4679号刑事判决(第1项第1款)及1993年度台抗字第26号民事裁定(第1项第1款、第3款、第4款);转引自赖英照:《最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第351页。

^⑯ 赖英照:《最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第351页。

^⑰ 赖英照:《最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第354页。

^⑱ 2005年7月13日院台财字第0940082600号函,转引自赖英照:《最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社2006年版,第354~356页。

以影响市场秩序”的要件,我国台湾地区“证券交易法”并未规定认定标准,法院在判决上也存在着分歧。“台湾最高院”曾经以案件的报价数量、金额多寡作为认定标准,明确指出违约金额之多寡与影响市场秩序之间,确有其关联性。但是大多数案件,均采取了宽松的标准,不管金额多寡,均成立犯罪;至于何种情形构成影响市场秩序的要件,除重大违约案件的判决有具体说明外,通常情形均未详细讨论。台湾政大法律研究所研拟之证券交易法修正草案,建议删除不履行交割之刑罚规定,理由为:“查美、日、英、法、香港各国和地区并无类似‘违约不履行交割’处以刑罚之规定,主管机关亦认为本款除行为人有操纵意图并以不交割为手段遂行其操纵目的外,现行法‘违约不履行交割’本身仅属民事不法行为,不宜科以刑责,故有建议修正。惟按‘违约’本身并非操纵行为类型,其本质应属民事责任范畴尚无科以刑责之必要,况且违约事故发生原因多系券商疏于征信所致,正本清源之道,应在责成券商加强征信,或预收款券,故有建议删除本款。”¹⁹因此,对于不履行交割的行为是否纳入到市场操纵行为的行列,还应该视案件的具体情形而定。鉴于其他各国对于此类型的市场操纵行为并未进行规定,而且台湾在其适用方面尚存在疑问。

我国台湾地区立法在扎根大陆法系的基础上,同时汲取了美国对市场操纵行为的经验。因此,我们可以借鉴我国台湾地区对于市场操纵行为形态的列举,以完善我国证券立法中对于市场操纵行为列举的不足之处。

三、我国市场操纵行为法律规则的完善与思考

(一)我国证券市场操纵行为民事责任立法的历史沿革

我国证券市场上曾经一度出现过投资者合法权益受到严重损害而又状告无门、不能或者难以得到及时充分救济的窘境。审视我国证券

¹⁹ 张秉心:“证券交易违约交割之法律责任”,载《证券暨期货管理》第15卷第12期(1997年12月),第15~16页。

立法对于证券法律责任的规定,仍然过多地强调了行政处罚或刑事责任的惩戒威慑功能,而忽视了民事责任的补偿功能以及民事责任在建立和规范证券市场秩序中的特有地位;过多地强调了执法者和监管者在维护证券市场秩序中的作用,而忽视了投资者个人权利的保护和救济。这种倾向“主要来源于一种模糊的认识,即认为法律责任主要是刑事责任,损害赔偿不过是一种经济补偿的方法,无须作为法律责任对待。此种观点在立法上的表现是,绝大多数设立追究刑事责任规定的单行法规,没有关于民事责任的规定,从而使公民在其权利受到侵害以后,常常缺乏捍卫自身权利的法律依据。”^②

因此,完善我国证券民事法律责任,采取行政和刑事制裁与民事救济并重的原则,在行政和刑事责任之外,建立充分有效的民事救济措施,切实保障投资者获得民事救济的权利,是我国证券立法完善的方向。

细究市场操纵行为民事责任的历程,还要追溯到2002年被称为中国股市第一案的股民状告“ST红光”民事侵权索赔案。2001年9月21日,最高人民法院曾经颁布过《关于证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,规定暂不受理虚假陈述、内幕交易、操纵市场三类民事赔偿案件,理由是当时我国有关证券侵权行为的民事责任法律制度尚不健全,证券及公司法律对证券侵权行为追究民事赔偿责任,在主体的确认、责任的构成、归责的原则、损失的计算等方面,规定的十分原则,或者基本上没有涉及。而这些问题又是审理这类案件所必须解决的,随后该案历时两年之久最终以调解结案。

早在2000年最高院发布的《民事案件案由规定(试行)》中,已有证券内幕交易和操纵证券交易市场纠纷两种案由,但是仍然缺乏具体的规定。而伴随着“ST红光”案件的审理,一系列司法解释陆续出台。2002年,最高院出台了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》的司法解释,2003年出台了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》。至此,在证券民事损害赔偿诉讼案件中,虚假陈述的案件有了救济渠道,而对内幕交

^② 王利明:《侵权行为法归责原则研究》,中国政法大学出版社1992年版,第7页。

易以及市场操纵行为的民事损害赔偿依旧缺乏明文规定。

针对内部交易和操纵市场行为缺乏明确的司法解释予以细化的问题,2007年5月30日,最高人民法院在南京举行了全国法院系统民商事审判工作会议上,最高人民法院副院长奚晓明对证券民事赔偿案件立案与审判工作强调说,修订后的证券法已明确规定了内幕交易、操纵市场的侵权民事责任。因此,对于投资者对侵权行为人提起的民事诉讼,法院应当参照虚假陈述司法解释前置程序的规定来确定案件的受理,并根据关于管辖的规定来确定案件的管辖。

2007年证监会颁布的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》、《限制证券买卖实施办法》、《内幕交易行为认定指引》与《证券市场操纵行为认定指引》业已内部试行,这是在现行法律基础上,借鉴发达市场经验,针对目前市场情况,制定的内幕交易和操纵市场的认定标准。

(二)我国证券立法对于市场操纵行为民事责任的完善

我国1998年《证券法》第71条曾经明确规定了法律所禁止的四种形式的市场操纵行为,并规定了刑事责任,但没有明确市场操纵者应当承担的民事责任。

2005年的新《证券法》第77条明确禁止了四种操纵市场行为：“(1)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;(2)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;(3)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;(4)以其他手段操纵证券市场。操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。”其中前三款是具体的行为表现,第四款的概括性规定意味着可以随时将新出现的市场操纵行为纳入到明确的禁止性规定中,为处理新类型的市场操纵行为提供了法律依据,保持了该禁止性规定的开放性与灵活性。此外,该条款明确规定了市场操纵者的民事责任,标志着我国首次将市场操纵行为的民事责任明确纳入了立法规定,为市场操纵行为的民事损害赔偿奠定了立法基础。

综上,随着证券市场的不断成熟,我国证券立法也在进行着不断的

改进和调整。对于证券市场操纵行为,在对世界各国和地区的立法进行综合考察和横向比较之后,结合我国的立法环境和市场背景,制定出行之有效的赔偿救济措施,使得民事赔偿救济有章可循、有法可依,从而将证券违法行为民事损害赔偿顺利纳入诉讼轨道,切实保护好投资者的合法权益,是我国证券立法根本目标得以实现的关键。