



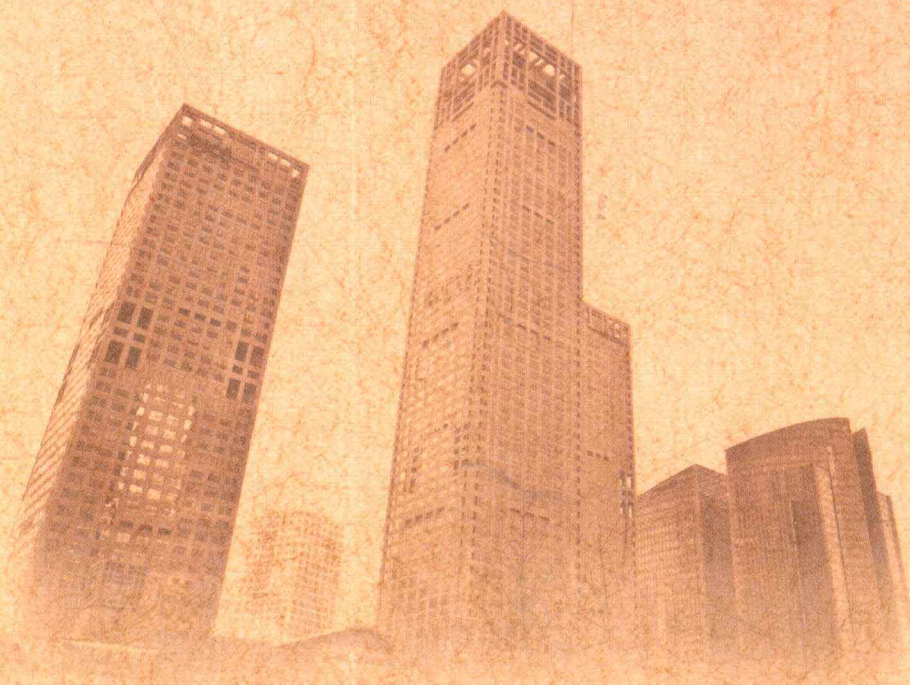
经济法文库 (第二辑)

Economic Law Library

证券价格操纵 及监管研究

Research on Stock Price Manipulation and Its Supervision

© 刘凤元 著

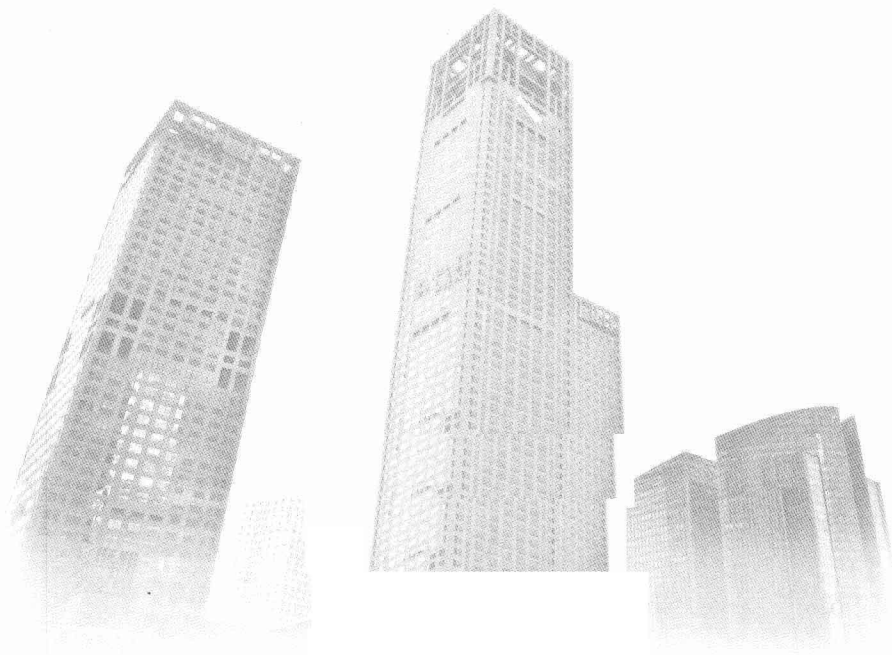


北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

证券价格操纵 及监管研究

Research on Stock Price Manipulation and Its Supervision

© 刘凤元 著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券价格操纵及监管研究/刘凤元著. —北京:北京大学出版社, 2011. 12
(经济法文库·第2辑)

ISBN 978-7-301-19721-9

I. ①证… II. ①刘… III. ①证券市场-监管机制-研究-中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 231572 号

书 名: 证券价格操纵及监管研究

著作责任者: 刘凤元 著

责任编辑: 杨丽明 黄 蔚 王业龙

标准书号: ISBN 978-7-301-19721-9/D·2984

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn> 电子邮箱: law@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

出版部 62754962

印 刷 者: 北京富生印刷厂

经 销 者: 新华书店

730 毫米×980 毫米 16 开本 15.5 印张 287 千字

2011 年 12 月第 1 版 2011 年 12 月第 1 次印刷

定 价: 38.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

《经济法文库》总序

我国改革开放三十余年来的经济法制状况,可以用“突飞猛进”这几个字形容。仅从经济立法看,在完善宏观调控方面,我国制定了预算法、中国人民银行法、所得税法、价格法等法律,这些法律巩固了国家在财政、金融等方面的改革成果,为进一步转变政府管理经济的职能,保证国民经济健康运行提供了一定的法律依据。在确立市场规则、维护市场秩序方面,制定了反不正当竞争法、消费者权益保护法、城市房地产管理法等法律,这些法律体现了市场经济公平、公正、公开、效率的原则,有利于促进全国统一、开放的市场体系的形成。

然而,应该看到,建立与社会主义市场经济相适应的法制体系还是一个全新的课题。我们还有许多东西不熟悉、不清楚,观念也跟不上。尤其是面对未来逐步建立起的完善的市场经济,我们的法制工作有不少方面明显滞后,执法、司法都还存在着许多亟待解决的问题。

三十余年的经济法研究呈现出百家争鸣、百花齐放的良好局面,各种学术观点和派别不断涌现。但是,总体来说,经济法基本理论的研究还相当薄弱,部门法的研究更是分散而不成系统。实践需要我们回答和解释众多的疑难困惑,需要我们投入精力进行艰苦的研究和知识理论的创新。

在政府不断介入经济生活的情况下,我们必须思考一些非常严肃的问题:政府介入的法理依据究竟是什么?介入的深度与广度有没有边界?政府要不要以及是否有能力“主导市场”?我们应如何运用法律制度驾驭市场经济?

在国有企业深化改革过程中,我们不能不认真研究这样一些问题:国有的资本究竟应当由谁具体掌握和操作?投资者是否应与监管者实行分离?国有企业应当覆盖哪些领域和行业,应通过怎样的途径实现合并和集中?如何使国有企业既能发挥应有的作用,又不影响市场的竞争机制?

加入 WTO 以后,我国经济、政治、社会生活的方方面面都会发生重大影响。我们必须研究:市场经济法制建设将面临什么样的挑战和机遇?在经济全球化

的背景下,我们的经济法制将如何在国际竞争中发挥作用?国外的投资者和贸易伙伴进入我国,我们会提供一个什么样的法律环境?我们又如何采取对策维护国家的经济安全和利益?

面对环境日益恶化和资源紧缺的生存条件,循环经济法制建设任务繁重。如何通过立法确定公众的权利义务,引导和促进公众介入和参与循环经济建设?怎样增强主动性和控制能力,以实现经济发展与环境资源保护双赢,实现利益总量增加?如何发挥法律的鼓励、引导、教育等功能,通过受益者补偿机制,平衡个体与社会之间的利益?

在市场规制与监管方面,如何掌握法律规制监管的空间范围、适当时机和适合的力度?在法律上,我们究竟有什么样的有效规制和监管的方式、方法和手段?对各类不同的要素市场,实行法律规制和监管有什么异同?

.....

我们的经济法理论研究应当与经济生活紧密结合,不回避现实经济改革与发展中提出的迫切需要解决的问题,在观念、理论和制度等方面大胆创新。这是每一个从事经济法科学研究者与实际工作者应尽的义务和光荣职责。我们编辑出版《经济法文库》,就是要为经济法研究者和工作者提供交流平台。

《经济法文库》的首批著作汇集的是上海市经济法重点学科和上海市教委经济法重点学科的项目成果,随后我们将拓展选择编辑出版国内外众多经济法学者的优秀研究成果。我们坚信,这些优秀成果一定会引起社会各方面的广泛关注,一定会对我国的经济法制建设起到推动和促进作用。

期望《经济法文库》在繁花似锦的法学苑中成为一株奇葩。

华东政法大学 顾功耘

CONTENTS 目 录

第一章 导论	1
第一节 研究动机	1
第二节 研究意义	2
第三节 研究综述	8
第四节 研究方法	19
第五节 全书框架	20
第二章 证券价格操纵的定义、特点与过程	22
第一节 价格操纵概念辨析	22
第二节 价格操纵的分类、表现以及过程	29
第三节 本章小结	47
第三章 特殊交易日价格操纵与股市规则性现象	48
第一节 特殊价格操纵	48
第二节 特殊交易日、股市规则性现象与价格操纵	61
第三节 收盘价格操纵行为实证研究	76
第四节 本章小结	97
第四章 价格操纵监管例外研究	98
第一节 国家层面价格稳定工具:稳定基金	98
第二节 公司层面的稳定工具	104
第三节 本章小结	113
第五章 价格操纵监察的国际经验	114
第一节 防范和监察价格操纵的工具	114
第二节 美国市场	117

CONTENTS 目 录

第三节	日本市场	122
第四节	英国市场	124
第五节	其他市场	126
第六节	本章小结	129
第六章	价格操纵政府监管的国际经验	130
第一节	价格操纵监管与执法面临的挑战	130
第二节	全球主要证券市场稽查监管体制概述	131
第三节	全球主要证券市场对价格操纵的监管	133
第四节	国际证券委员会组织关于价格 操纵监管的建议	149
第五节	各国对价格操纵监管总结	155
第七章	中国证券市场对价格操纵的监管	157
第一节	中国证券市场历史与现状	157
第二节	中国市场对证券监管的历史沿革	162
第三节	价格操纵的监察及政府监管	169
第四节	中国证券价格操纵与监管问题探讨	180
第五节	反价格操纵建议	190
第八章	总结	195
附录		197
附录一	美国证券市场价格操纵案例数据	197
附录二	美国、日本和我国台湾地区稳定操作和 稳定基金规定	199

CONTENTS 目 录

附录三	各国或地区对价格操纵的惩罚	206
附录四	我国证券市场监管大事记	209
附录五	我国证券市场价格操纵知名案例	211
附录六	我国香港地区价格操纵知名案例	224
附录七	命题的证明	228
主要参考文献		229

第一章 导 论

第一节 研究动机

自证券开始交易以来,价格操纵就随之出现。从各国对证券价格操纵监管的历史看,证券市场发展初期,监管者并没有意识到价格操纵对整个资本市场的危害,因此并没有立法对其进行监管与处罚。而随着价格操纵的盛行,价格操纵对中小投资者的伤害,对整个资本市场的破坏,监管层才逐步制定法律法规对其进行监管。早期,价格操纵的手段较为简单,随着监管力度的加大,操纵者在与监管者和价格操纵受害者之间的博弈中手段更加隐蔽与复杂。

与其他市场类似,我国证券市场初期也没有统一的法规对价格操纵进行禁止与处罚,这种局面一直持续到 1999 年《证券法》的正式实施。《证券法》开始实施后,对价格操纵的监管虽然有法可依,但在实际操作中,由于执法不严、处罚过轻等原因,我国市场的证券价格操纵仍然十分猖獗,特别是 20 世纪末至 21 世纪初。

近年来,随着国内证券市场的发展,在交易所挂牌交易的上市公司越来越多,公众对证券投资的参与度也越来越高,监管层也不断更新或发布新的法律法规对价格操纵进行监管与打击。但我国市场的证券价格操纵仍然十分盛行,并且有大量疑似价格操纵却并没有受到处理的案例。而价格操纵的盛行最终会影响投资者对股市的信心,并“用脚投票”离开证券市场,近年来导致股市大起大落的部分原因就是严重的股价操纵与内幕交易。

因此,本书拟通过对价格操纵的特点、过程和国内著名操纵案例进行梳理,同时对国外成熟证券市场价格操纵监察、监管进行对比分析,探讨我国市场价格操纵监管的不足和有待改进之处,以期为政策制定者和监管者提供建议,减少国内市场价格操纵现象。

第二节 研究意义

一、证券市场功能

一般而言,根据功能不同,证券市场可以分为两大类:一是证券发行市场(issue market)或称初级市场(primary market),是证券发行人以筹集资金为目的,按照一定的法律规定和发行程序,向投资者出售新证券所形成的市场;另一为证券交易市场(trading market)或称次级市场(secondary market),是已发行证券通过买卖交易实现流通转让的市场。我国分别称其为一级市场和二级市场。^①虽然这两类市场功能不同,但两者互相影响,缺一不可。

1. 证券发行市场

证券发行市场指企业或政府机构公开发行人新股票或新债券,第一次委托投行、券商包销或代销,将证券卖给投资者,或融资的企业或政府直接将证券销售给投资者所形成的市场。证券发行市场上的发行对象,可以是从未发行过证券的发行人发行的证券,也可以是证券发行人在前次发行后增加发行的新证券,还可以是因证券拆细或合并等行为而发行的证券。我国目前最常见的,是企业通过股份制改造并发行人新股票,或上市公司为了增加股本,以送股或配股等方式发行新股票。

2. 流通市场

证券流通市场也称证券交易市场,指证券发行后,投资者将所购买的证券在市场出售所形成的市场,即依法发行有价证券的买卖市场,故又称证券交易市场。在规定的交易时段,有价证券可以自由转让,因此具有流动性,使现金与证券间能够自由转换,降低投资风险,提高资金使用效率。

证券交易市场与证券发行市场相互依赖。证券交易市场对发行市场的依赖在于证券交易市场的交易对象是已发行在外的证券,而不是尚未发行的证券。^②发行市场对交易市场的依赖主要体现在发行过程中,其所发行证券的种类、价格、数量及规模等因素,均在一定程度上受制于证券交易市场的现状。

本书后文所探讨的证券价格操纵,主要发生在交易市场,但根据各国法规的不同,在流通市场也存在价格操纵现象。例如,为使新发行的证券价格上涨或避

^① 根据是否在交易所挂牌交易也可分为交易所市场和 OTC 市场。随着 IT 业的发展,近年来出现了新的市场:另类交易系统(Electronic Communication Networks, ECN)。另外,也可按照品种分为股票市场和债券市场。

^② 在我国,非上市公司股权转让一般在各地产权交易所进行。

免其下跌而进行的稳定操作,在美国、我国台湾地区、日本及欧盟是合法的,而在其他国家和地区则被认定为非法操纵证券价格。

随着全球经济的发展,公众的可支配收入越来越多,资金盈余者可以借助证券市场买入证券获得收益,而资金短缺的机构则获得了资金支持企业进一步发展,此时证券市场作为中介使得双方需求都得到满足,促进了金融市场的发展;通过公开市场交易,供需理论决定了能够产生高回报的股权价格相对高,反之则低,此时证券市场为资本提供了定价场所;上市公司通过媒体公开相关信息,投资者根据这些信息进行判断并将资金投入经营好、发展潜力巨大的企业,此时,资本市场起到了资本配置的作用。总之,证券市场促进了一个国家金融市场和经济的整体发展,并成为各国竞争的重要工具。

具体而言,证券市场有如下功能:

第一,为证券产品提供连续交易市场。

证券市场的集中交易为证券产品提供了随时买入和卖出的机会,即为证券产品提供了流动性。而流动性是金融风险控制中最重要的变量之一,一般来说,流动性越高的金融产品风险越低。通过证券市场提供的流动性,投资者可以根据经济状况或自身偏好决定是否持有现金或证券产品,从而降低投资风险。^①随着金融全球化和各国金融改革,全球通过证券市场挂牌交易的证券数量越来越多,世界证券交易所联合会(World Federation of Exchanges, WFE)^②公布的数据显示,2000年至2010年底的十年间,全球证券挂牌交易数量从29353只增长到45508只,增长了55%左右(见图1.1所示)。

第二,形成公平合理的证券交易价格。

虽然在投资实务中,可能因为投资者对政治因素、经济发展前景、公司基本面预测等的看法不同而导致证券价格没有真正体现其本身价值,但在没有受到操纵的证券集中交易市场,最终的成交价是由买卖双方根据各自所报的卖出价和买入价,在交易所实行证券价格优先时间优先的成交原则下,达成交易的。这个成交价的形成是由“看不见的手”所支配,由供需关系决定的,即证券市场具有对证券进行定价的功能。^③

第三,协助企业融资。

① 具体风险还包括证券交易制度,如能否采用信用交易, $T+0$ 交易还是 $T+n$ 交易,以及经济宏观基本面和公司基本面等。

② 具体参见世界证券交易所联合会网站:<http://www.world-exchanges.org>。

③ 证券的交易价格与该公司股份的真实价值有区别,交易价格体现了投资者对该公司价值的预期。因此,市场上经常会出现股价并没有完全反映真实信息的现象,从而导致股价相对公司前景而言过高或过低的情况。理论上,根据市场所有的信息反映到证券价格上的程度,Fama(1970)将效率市场分成弱式效率市场、半强式效率市场和强式效率市场三种。

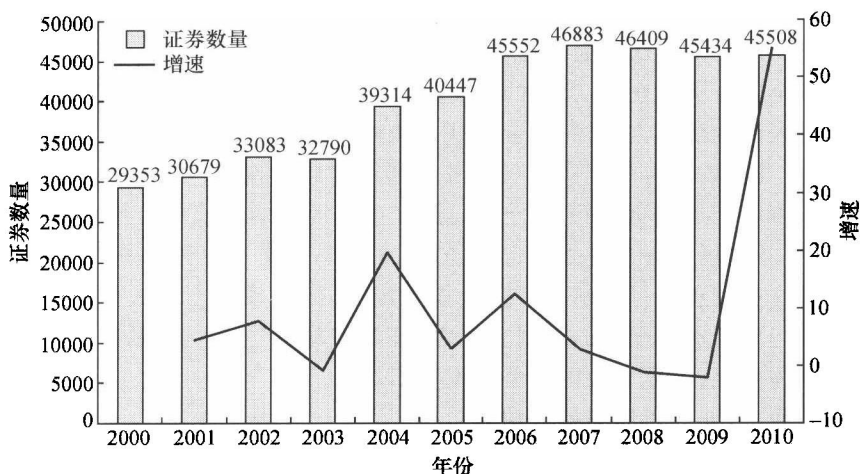


图 1.1 2000—2010 年间全球证券交易所挂牌交易证券数量及增速

一个公司在发展的过程中,可能因为各种原因需要融资。而融资的具体途径包括间接融资,即向银行等中介机构贷款;通过证券市场直接融资,具体方式为发行股票或债券等。公司通过证券市场融资一方面解决了公司资金难题,另一方面为投资者提供了更多的选择机会。在现代社会,特别是 20 世纪 90 年代以来,各国都大力发展证券市场,一些久经战乱的小国也纷纷成立证券交易所^①,因为证券市场能够促进经济发展,以及提升一国的资本市场竞争力和国力。近年来,全球各国证券交易所融资金额越来越大,从 1990 年至 2010 年底,全球通过证券交易所每年平均融资 2986109 亿美元,融资的总额增长了 5.38 倍(见图 1.2)。

第四,经济和行业前景预测功能。

股市是经济的晴雨表,即投资者根据经济前景、公司基本面、直接状况等预期股票价格变化,并作出买入、继续持有还是卖出的决定。^② 因此,证券市场能够提前反映宏观经济和公司基本面变化,成为分析和预测宏观经济的重要指标。在美国的领先指数(Leading Economic Index)的 10 个构成指标中,其中一项就采用了 500 只普通股票价格,以反映证券市场宏观经济的领先预测作用。^③

① 参见《同为与韩证券行合作 老挝股市先东开市》, <http://www.sinchew-i.com/cambodia/node/20024>, 2010 年 12 月 20 日访问。

② 一些研究者认为,部分原因是因为公司内部人(董事、经理人或大股东等)掌握内幕信息并据此买卖证券,因而带动股价变动先于公司基本面或宏观经济基本面。

③ 详见 <http://www.conference-board.org>。

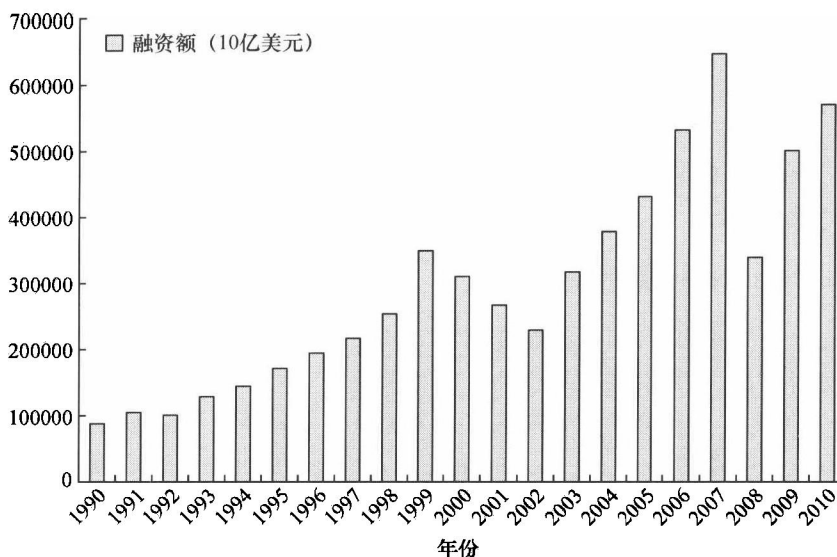


图 1.2 1990—2010 年间全球证券交易所融资金额

表 1.1 美国经济领先指标成分及权重

组成成分	权重
制造业平均每周工作时间 (average weekly hours, manufacturing)	19.65%
平均每周申请失业救济金人数 (average weekly initial claims for unemployment insurance)	2.52%
制造业新订单——消费品和材料 (manufacturers' new orders, consumer goods and materials)	5.88%
供应商出货指数 (index of supplier deliveries-vendor performance)	2.92%
制造业新订单 (非国防资本品) (manufacturers' new orders, nondefense capital goods)	1.46%
建筑许可数 (新私人住房) (building permits, new private housing units)	2.02%
500 只普通股票价格 (stock prices, 500 common stocks)	2.91%
货币供应量——M2 (money supply, M2)	27.74%
10 年期国债与联邦利率的利率差 (interest rate spread, 10-year Treasury bonds less federal funds)	33.03%
消费者预期指数 (index of consumer expectations)	1.88%

资料来源:美国咨商会 (Conference Board) 网站, <http://www.conference-board.org>。

第五,传播上市企业信息。

对通过证券市场公开上市交易的企业,交易所在上市前和上市后会根据一定的标准要求企业提供财务信息、高管人员现状、行业基本情况,以及上市后的

股票交易量、股东情况等。通过包括上述信息的季报、半年报、年报以及一些突发的公告等资料,投资者能够了解企业的营运状况,分析预测所持股票风险,从而使证券市场具有向社会传播企业信息的功能。

总之,维持证券市场的上述功能,建立公平、公开、公正的证券交易市场,使“看不见的手”真正发挥效用,是大部分投资者所期待、各国监管机构一直努力试图达成的目标。

二、禁止价格操纵的原因

在立法实践中,每项法律制度都有立法政策作为基础。证券交易法或相关的投资者保护法,特别是交易市场上的相关法规,重点维护的是市场的公平、公开、公正原则。而价格操纵者却通过人为操纵价格破坏交易市场的三公原则,达到获取非法收益的目的。^①从大的角度看,价格操纵因为下述原因使得监管者必须对其禁止:

(1) 破坏市场自然供需平衡的价格形成机制

影响在公开交易市场进行交易证券的价格因素很多,如全球和所处经济体的经济发展状况、政治因素,以及该企业自身运营状况、行业发展预期等。在证券交易过程中,投资者由于对上述前景的预期不同分别作出买入或卖出该证券的决策。如果看涨者多,看跌者少,则市场中需求大于供给,该证券价格上涨。反之则下跌。上述没有人为操纵的交易完全由市场供需决定价格,但价格操纵者往往通过一定的手段虚假地增加需求或供给,人为扭曲供需局面,诱使其他市场参与者买入或卖出,破坏市场自然形成价格。

(2) 打击投资者信心,降低市场效率

股票价格被操纵,操纵者获取了暴利,但其他市场参与者会损失惨重。遭受损失的参与者接受教训,会离开不公平的市场,最终导致证券市场参与者减少,市场效率降低。

孙开连等(2002)用经济学理论的方法,从投资者、上市公司和社会资源层面对股价操纵的危害性进行了比较系统的论述,认为股价操纵严重地侵害了中小投资者的利益,扭曲了上市公司价格,破坏了证券市场的资源配置功能,造成了社会资源的浪费,从而影响了经济的健康发展。^②

^① 不过 Hanson & Oprea(2004)的研究认为:充分反映信息的市场由于缺乏必要的流动性,难以吸引理性的投机者,而操纵者由于他们的交易决策不是基于对资产基本面价值的估计,在某种意义上充当了这类市场中的噪声交易者,提高了市场的流动性,从这个意义上讲操纵行为反而有利于市场发展。

^② 参见孙开连、杜娟、陈金贤、刘宽虎:《股价操纵危害性的经济学分析》,载《武汉科技大学学报》2002年第12期。

George Steven Swan(2004)基于对通过内幕信息操纵价格的研究,提出了“反淘汰理论”,即专业投资者将因为内幕交易而调整他们买入卖出股票的价格决策区间。当专业投资者预期内幕交易的消息是利多时,将以较高的价格卖出,而当预期内幕交易消息是利空时,将以较低的价格买进,如此才能弥补将来内幕交易可能带来的损失。而与其交易的相对人(忠实的投资者)必定因此遭受损失,导致长期亏损,进而被淘汰离开证券市场。如此恶性循环将导致正当经营、无内幕交易的公司无法通过证券市场筹集资金,反而被淘汰。^①

Yu Chuan Huang et al(2006)使用手工数据收集设备,研究我国台湾地区证券交易所挂牌股票的价格操纵问题。结果显示,被操纵的股票一般都是小盘股,在操纵期间,股票价格会上涨,但随后会反转。被操纵股票平均累计非正常收益率高达80%,远高于成熟市场股票收益。另外,在被操纵期间,交易量和波动性会提高,但股票的市场深度会恶化,从而降低了市场质量。^②

Franklin Allen, Lubomir Litov, Jianping Mei (2006)提出了一个理性预期的理论模型,将投资者分为无信息者、套利者和操纵者三种,利用1863—1980年股价和交易量的数据,检测了美国历史上股市操纵的价格和交易量模式。研究结果显示,操纵使股价不能很好地反映股票价值,降低了市场的有效性,增加了市场波动,而且对其他相关资产的价格也产生了不良影响。^③随着操纵研究的深入,越来越多的学者在研究如何衡量、辨别股票是否被操纵。类似地,Carole Comerton-Forde and Tālis J. Putniš (2011)的研究结果显示,市场操纵的存在对市场流动性产生了不利的影响,减少了外部流动性,增加了交易成本,从而导致价格发现功能的低效。^④

近年来兴起的法金融学从更宏观的角度对价格操纵进行了研究,LLSV(1998)开创性的研究结果显示,法律对金融市场的重要性成为研究的新热点。大部分的研究结果显示,法律环境的提高、法律对中小投资者较好的保护,往往伴随着较大规模、较高价值、较好流动性,以及较快的新股发行速度、更好的外部

① See George Steven Swan, *The Law and Economics of Insider Trading and The Talented Tenth: Who is Deprived by Insider Trading?*, 5 Fl. Coastal L. J. at 67(Spring, 2004).

② See Huang, Y. C., Roger C. Y. Chen and Yao Jen Cheng (2006), "Stock Manipulation and its Impact on Market Quality", the 14th Conference on the Theories and Practices of Securities and Financial Markets, Kaohsiung.

③ See Allen, Franklin, Lubomir Litov, and Jianping Mei, 2006, *Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: Anatomy of Market Corners*, Review of Finance (2006).

④ See Carole Comerton-Forde and Tālis J. Putniš, *Measuring Closing Price Manipulation*, Journal of Financial Intermediation, Volume 20, Issue 2, April 2011, Pages 135—158.

融资、较高的股票收益率等。^① Lombardo and Pagano (2002)^②, Wissam Abdallah et al (2008)^③等的研究也得出了类似的结论。因此,打击价格操纵等使法律环境提升有利于提高资本市场的竞争力。

国内证券市场经过二十来年的发展取得了巨大的成果,同时监管也达到了新的水平,但价格操纵、内幕交易等违法交易仍未得到有效监管与打击。为进一步高效打击价格操纵,提高市场参与者信心,需要学界从理论和实证等多角度对价格操纵及其监管进行研究。本书对我国证券市场价格操纵监管具有较强的理论和现实意义:通过对各国价格操纵监管的分析与对比,为我国价格操纵监管提供借鉴;对我国证券价格操纵监管历史沿革和现状进行分析,为进一步提高监管效率提供参考。

第三节 研究综述

一、国外研究文献

证券成熟市场对价格操纵的研究主要集中在美国,这得益于美国证券市场在全球的影响力。美国证券市场萌芽于18世纪末,1817年美国纽约证券交易所^④的建立标志着严格意义的美国证券市场真正形成。由于缺乏对价格操纵、内幕交易的监管,早期的美国股票市场是一个操纵现象严重的市场,但由于没有立法禁止价格操纵,学界对其关注也较少。进入20世纪,随着媒体和投资者对价格操纵的讨论,研究者开始对价格操纵相关问题进行探讨。较早的研究是Stedman (1905)在其著作中讨论股票价格操纵及其给证券市场带来的危害。^⑤随着1933年《证券法》的实施,一些学者开始探讨对价格操纵监管是否合理、应该如何处罚等。而对其理论研究则始于20世纪70年代,Hart (1977)第一次从纯理论角度提出操纵存在的可能性,通过建立资本市场动态模型,他认为在一定

① See La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998, Law and Finance, Journal of Political Economy 106, pp. 1113—1155.

② See Lombardo, D., Pagano, Marco, Law and Equity Markets: A simple model, Published in Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity, Oxford University Press, pp. 343—362, 2002.

③ See Wissam Abdallah, Marc Goergen (2008), Does Corporate Control Determine the Cross-Listing Location? Journal of Corporate Finance 14 (2008) 183—199.

④ 纽约证券交易所在1863年前一直被称为纽约股票和交易委员会(New York Stock & Exchange Board), 1863年美国内战时期被更名为纽约证券交易所(New York Stock Exchange)。

⑤ See Edmund Clarence Stedman, The New York Stock Exchange, New York: Greenwood Press, 1969.

的条件下,投机者可以获利。^① Allen and Gale(1992)对股价操纵进行了经典分类,并将信息经济学理论引入股价操纵的研究之中,有效地解释了交易型操纵存在的可能性。^② 同年,Allen and Gorton(1992)将价格操纵纳入资本市场微观结构中,同样使用信息经济学中的信息不对称理论对价格操纵进行研究。上述两个模型开创了股价操纵信息模型时代,后来众多学者对他们的模型进行了不同角度的深入研究。^③

(一) 关于价格操纵监管的研究

20世纪90年代,研究股票价格操纵的学者对操纵监管的对象与范围发生争论,涉及的主要问题是是否应该对通过交易进行价格操纵实施监管。Fischel and Ross(1991)认为前一些学者对股票市场价格操纵的定义值得商榷,他们认为价格操纵不存在完全客观的定义,必须根据情况考虑主观态度与交易者的心理状况;而无法客观定义价格操纵导致监管成本很高,由此对通过交易进行价格操纵的监管没有必要。目前,归类到价格操纵类别中的非交易型市场操纵行为和信息披露相关联的操纵,可以直接认定为欺诈;而联合操纵行为即 POOLS 的关键因素是洗售和对敲行为。^④ 最后,他们通过研究得出结论,认为对通过交易型操纵获利,即以交易行为影响价格而获利的行为不应当监管,对非交易型操纵行为则应当使用证券欺诈相关法规进行监管,因此没有必要对价格操纵进行定义。^⑤

对 Fischel and Ross(1991)的上述观点,Steve Thel(1994)结合具体案例进行了分析,认为实际案例和金融学理论以及模型理论分析结果都显示,操纵者能够通过具体交易行为影响价格并从中获利,应该对通过交易操纵股票价格的行为进行监管。^⑥

Kose & Narayanan(1997)对信息披露规定与价格操纵之间关系的研究表明,SEC 要求内部人进行交易前披露其交易,会促使知情内部人产生作反向交易的动机,即掌握好消息时卖出,掌握坏消息时买进,进而达到操纵股票市场的目

① See Hart, Oliver, 1977, On the Profitability of Speculation, Quarterly Journal of Economics 101, pp. 579—597.

② See Allen and Douglas Gale, Stock-Price Manipulation, The Review of Financial Studies, Vol. 5, No. 3, 1992, pp. 503—529.

③ See Allen, Franklin & Gorton, Gary, 1992, Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information, European Economic Review, Elsevier, Vol. 36(2—3), pp. 624—630.

④ 目前大部分证券市场区分了股票共享(Stock Pools)与合谋操纵,前者一般为合法,后者为非法。

⑤ See Fischel, D. R., Ross, D. T., Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Market?, Harvard Law Review, 1991, Vol. 105, pp. 503—553.

⑥ See Steve Thel, 1994, The Mechanics of Securities Manipulation, 79 Cornell L. Rev. 219.