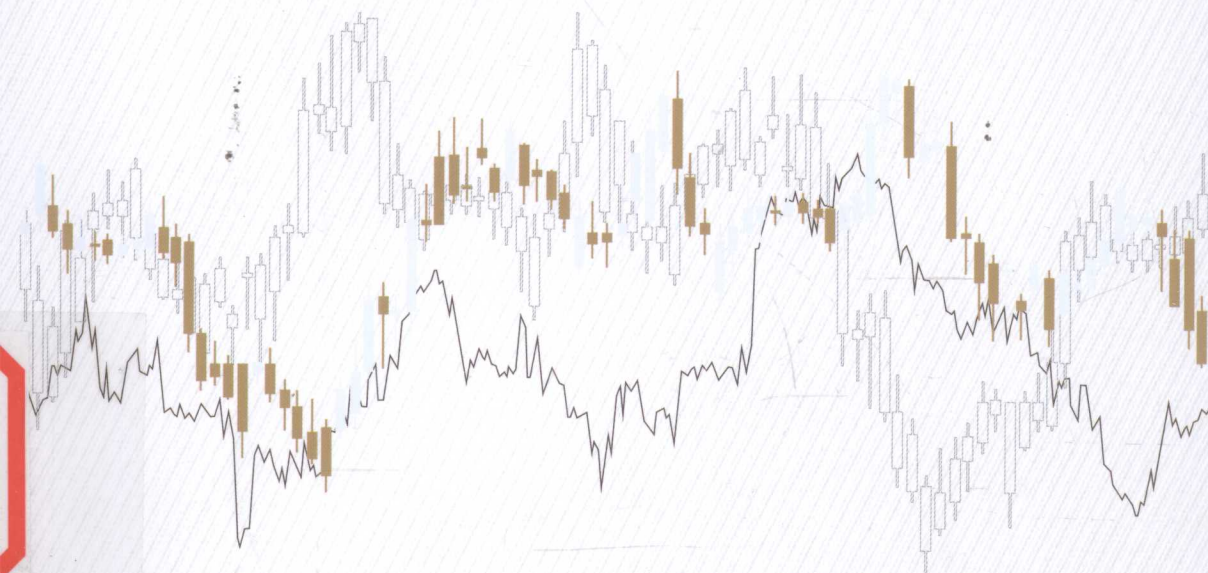



*A Study on Investment Behavior
of Institutional Investors
and Its Impact on Asset Price Volatility:
From the Perspective of Noise Trading*

机构投资者投资行为 及其对资产价格波动的影响研究

—— 基于噪声交易的视角

耿志民 著



 中国金融出版社

机构投资者投资行为 及其对资产价格波动的影响研究

——基于噪声交易的视角

耿志民 著



中国金融出版社

责任编辑：张怡姮

责任校对：刘明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

机构投资者投资行为及其对资产价格波动的影响研究 (Jigou Touzizhe Touzi Xingwei Jiqi dui Zichan Jiage Bodong de Yingxiang Yanjiu) ——基于噪声交易的视角/耿志民著. —北京: 中国金融出版社, 2016. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8379 - 4

I. ①机… II. ①耿… III. ①机构投资者—投资行为—影响—资本市场—经济波动—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 011063 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16.25

字数 266 千

版次 2016 年 6 月第 1 版

印次 2016 年 6 月第 1 次印刷

定价 46.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8379 - 4/F. 7939

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

目 录

第1章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究目标与研究意义	2
1.2.1 研究目标	2
1.2.2 理论价值与实践意义	3
1.3 概念界定	3
1.3.1 机构投资者	3
1.3.2 噪声、噪声交易与噪声交易者	6
1.3.3 操纵行为	7
1.3.4 反馈行为	11
1.3.5 羊群行为	12
1.3.6 资产价格波动、泡沫与崩盘	14
1.4 研究思路、研究内容与框架结构	18
1.4.1 研究思路	18
1.4.2 研究内容	19
1.4.3 框架结构	21
1.5 研究方法	22
1.6 学术创新	22
第2章 文献综述	24
2.1 机构投资者噪声交易行为研究	24
2.2 机构投资者操纵行为研究	27
2.3 机构投资者反馈行为研究	31
2.4 机构投资者羊群行为研究	37

2 机构投资者投资行为及其对资产价格波动的影响研究

2.5 机构投资者投资行为对资产价格波动的影响研究	42
2.6 小结	51
第3章 机构投资者的投资行为逻辑	53
3.1 信息市场、信息不完全与证券市场有效性	53
3.2 信息不对称性的形成及加剧	55
3.2.1 信息搜寻、信息解读与信息不对称性	55
3.2.2 投资者有限理性与信息不对称性	58
3.2.3 证券市场制度与信息不对称性	60
3.3 信息优势与机构投资者的噪声交易决策	62
3.4 机构投资者噪声交易的风险与收益分布	66
3.5 小结	68
第4章 机构投资者投资行为的实施机理	70
4.1 噪声交易与机构投资者的投资行为模型	70
4.1.1 机构投资者的投资过程	70
4.1.2 机构投资者操纵行为模型	75
4.1.3 机构投资者反馈行为模型	77
4.1.4 机构投资者羊群行为模型	79
4.2 噪声交易与机构投资者的投资行为策略	81
4.2.1 机构投资者策略性的噪声交易行为	81
4.2.2 机构投资者操纵行为、反馈行为与羊群行为的关系	85
4.3 小结	88
第5章 机构投资者操纵行为的实证检验	89
5.1 研究假设	89
5.2 研究设计	93
5.2.1 模型设定与变量选取	93
5.2.2 数据来源	95
5.3 实证研究	97
5.3.1 描述性统计	97

5.3.2 实证结果及其分析	99
5.4 小结	112
第6章 机构投资者反馈行为的实证检验	113
6.1 研究假设	113
6.2 研究设计	115
6.2.1 模型设定与变量选取	115
6.2.2 数据来源	116
6.3 实证研究	117
6.3.1 描述性统计	117
6.3.2 实证结果及其分析	119
6.4 小结	138
第7章 机构投资者羊群行为的实证检验	139
7.1 研究假设	139
7.2 研究设计	141
7.2.1 模型设定与变量选取	141
7.2.2 数据来源	142
7.3 实证研究	143
7.3.1 描述性统计	143
7.3.2 实证结果及其分析	146
7.4 小结	154
第8章 机构投资者投资行为对资产价格波动的影响	155
8.1 机构投资者投资行为对资产价格波动的影响机制	155
8.1.1 机构投资者投资行为的波浪效应	155
8.1.2 机构投资者投资行为对资产价格波动的反馈机制	158
8.2 基于机构投资者噪声交易的行为资产定价模型	163
8.2.1 假设条件	163
8.2.2 模型结构	164
8.2.3 模型求解	165

8.3 小结	169
第9章 机构投资者投资行为对资产价格波动影响的实证检验	170
9.1 研究假设	170
9.2 研究设计	172
9.2.1 模型设定与变量选取	172
9.2.2 数据来源	175
9.3 实证研究	176
9.3.1 描述性统计	176
9.3.2 实证结果及其分析	179
9.4 小结	226
第10章 研究结论及政策含义	227
10.1 研究结论	227
10.2 政策含义	232
参考文献	235
后记	249

第1章

绪论

1.1 问题的提出

金融体系演化及由此形成的投资者结构的机构化 (Davis and Steil, 2001), 使机构投资者在证券市场上发挥着越来越重要的作用, 成为证券市场的主导力量。鉴于机构投资者对证券市场微观结构的影响, 机构投资者的投资行为在很大程度上决定了资产定价的机制, 对机构投资者投资行为及其对资产价格波动的影响进行研究因此具有重要的理论价值和实践意义。

从已有研究文献来看, 国内外理论界对机构投资者投资行为及其对市场波动性影响的研究成果比较丰富, 但研究结论存在很大争议。之所以出现这种情况, 是因为理论界一直未能找到一个合适的方法将不同机构投资者各种各样的投资行为之间的关系理清楚, 更没有一个主线能够把所有的机构投资者投资行为都连接起来, 无法完整、清晰地给出机构投资者投资行为的内在逻辑、实施机理及其特征, 以至于割裂机构投资者投资行为与证券市场整体行为, 孤立地对某一机构投资者投资行为进行研究, 难以揭示机构投资者投资行为及其对资产价格波动影响的内在机制。

考虑到信息对于证券交易决策的决定性影响, 信息优势为机构投资者充分发挥其资金优势、在最大程度上获取超额收益提供了可能和保证, 信息优势成为机构投资者资金优势得以实现的前提条件, 而机构投资者制度所派生的人才与管理优势为机构投资者形成并发挥信息优势提供了必要条件和组织基础。由此出发, 我们可以认为, 信息优势为机构投资者获取超额收益提供了前提条件。由于信息具有不完全性, 证券市场并非有效市场, 在机构投资者套利存在限制

的情况下，充分利用信息的不对称性实施有限理性的投资行为决策便成为机构投资者的合理选择。试想，如果机构投资者能够充分利用其信息优势实施策略性的交易行为，加剧个人投资者的认知心理、情绪和投资行为偏差，就能在进一步强化机构投资者与个人投资者之间信息不对称性的情况下，在更大程度上提高私有信息利用的效率，实现自身投资收益的最大化。一方面，机构投资者组织制度及由此派生的资金、信息、人才和管理优势使机构投资者天然地具有噪声交易的行为能力及内在冲动，往往诱发机构投资者利用信息的不对称性进行噪声交易决策；另一方面，作为追求投资收益最大化的资产管理机构，机构投资者非常清楚，噪声交易决策能够在最大程度上发挥机构投资者制度效用及由此派生的信息、资金、人才和管理优势，能够为机构投资者策略性交易行为的实施提供市场基础和条件，从而降低机构投资者的交易成本、改善机构投资者的收益空间。那么，机构投资者会在拥有信息优势的情况下实施噪声交易投资决策吗？如果实施噪声交易决策，机构投资者怎样才能把噪声交易融入到各种投资行为之中，并使各种机构投资者投资行为之间形成一个联动机制，从而能够不断强化个人投资者的认知心理、情绪和投资行为偏差，影响资产价格波动的过程，在最大程度上获取超额收益呢？

在此基础上，如果能够证明噪声交易是机构投资者投资行为的内生性策略，我们就可以揭示机构投资者投资行为的噪声交易机理及其性质，进而找到机构投资者投资行为的内在逻辑和实施机理，刻画各种机构投资者投资行为之间的相互关系，建立一个完整的机构投资者投资行为理论体系，从根本上揭示机构投资者投资行为及其对资产价格波动影响的机制。

基于上述认识，本书就机构投资者投资行为及其对资产价格波动的影响进行理论和实证研究，讨论信息结构对机构投资者噪声交易决策的影响，分析机构投资者的投资行为逻辑及实施的机理，揭示机构投资者投资行为对资产价格波动的影响。

1.2 研究目标与研究意义

1.2.1 研究目标

根据对机构投资者投资行为及其对资产价格波动影响的理论和实证研究，

本书旨在找到机构投资者投资行为的内在逻辑，揭示机构投资者投资行为的实施机理及其特征，阐释不同牛、熊市场条件下整体及不同种类机构投资者的各种投资行为之间的相互关系及演化与转变的机制和约束条件，并将机构投资者投资行为及其心理机制纳入资产定价分析框架，勾画机构投资者投资行为对资产价格波动的影响及其机制，提出基于机构投资者噪声交易的行为资产定价模型，从而建立一个完整的机构投资者投资行为及其对资产价格波动影响的理论分析框架体系。

1.2.2 理论价值与实践意义

本书在讨论机构投资者噪声交易决策机理的基础上，分析机构投资者的投资行为逻辑，揭示机构投资者投资行为的实施机理及其特征，阐释机构投资者投资行为对资产价格波动的影响及其机制，提出基于机构投资者噪声交易的行为资产定价理论。

从理论上说，本书提出了一个完整的机构投资者投资行为及其对资产价格波动影响的理论分析框架体系，将填补机构投资者投资行为理论研究的空白，是对资本市场理论及行为金融理论的突破和发展。

从实践上看，这将为机构投资者的投资管理及资产定价决策提供理论依据，并为政府监管部门认识机构投资者投资行为及其决策机理、了解资产价格波动机制，进而为有限理性框架下的制度安排及市场监管提供政策建议。

1.3 概念界定

1.3.1 机构投资者

受证券市场制度及金融监管政策的影响，不同国家及不同时期机构投资者的投资目标、投资产品、投资方式、投资政策存在较大差别，在一定程度上增加了界定机构投资者的难度，以至于国内外理论界对机构投资者还没有一个通用、权威的定义。

按照《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》（1992）的定义，机构投资者是管理长期储蓄的专业化金融机构。这些机构管理着养老基金、人寿保险基金和投资基金或单位信托基金，其资金的管理和运用都由专业化人员完成。该

定义揭示了机构投资者的金融机构属性，但把投资银行、商业银行排除在外是不恰当的。经济合作与发展组织（OECD，1997）提出机构投资者为保险公司、养老基金、投资公司以及其他机构投资者，这种列举性定义无法揭示机构投资者的内涵。耿志民（2000）认为，机构投资者是指以其所能运用的资金在资本市场上进行投资的金融机构，包括共同基金、养老保险基金、保险公司、信托公司和投资银行等。这一定义说明了机构投资者的投资领域，但未给出机构投资者的资金来源。Davis 和 Steil（2001）认为，机构投资者可以定义为一种特殊的金融机构，代表小投资者的利益，将他们的储蓄集中起来管理，为了特定目标，以可接受的风险形式，追求投资收益的最大化。尽管这一定义对机构投资者进行了比较详尽的描述，但其将机构投资者视为一种集合投资显然是不全面的。在耿志民（2000）的基础上，耿志民（2002）提出机构投资者是指运用自有资金或通过各种金融工具筹集资金进行投资管理的金融机构，既包括共同基金、投资银行等投资中介机构，又包括养老基金、保险基金等契约性储蓄机构，还包括商业银行等存款机构。这一定义对机构投资者的资金来源进行了区分，并严格划分了机构投资者的类型，但对机构投资者性质的分析不够深入。何基报和王霞（2006）指出，机构投资者可区分为广义和狭义的机构投资者，认为广义的机构投资者指除了个人投资者之外从事投资经营活动的投资者，工商企业被看作机构投资者；狭义的机构投资者是专门投资于证券业并积极管理证券投资组合的金融中介机构。由于机构投资者不同于战略投资者，也非一般意义上的财务投资者，更非平准基金，将非金融企业甚至政府视为机构投资者明显不妥。何基报和王霞（2006）认同狭义的机构投资者定义，但未能对机构投资者进行严格界定。再者，积极抑或消极的投资策略不能作为机构投资者的认定依据。

根据以上分析，笔者认为，所谓机构投资者（Institutional Investors），是相对于个人投资者而言的，指以自有资金或通过各种金融工具集中社会资金进行证券投资的金融机构。机构投资者既包括共同基金、投资银行等投资类金融机构，又包括养老基金、保险公司等契约类金融机构，还包括商业银行等存款类金融机构。

具体分析，共同基金是对证券投资基金的科学称谓，是指通过发行基金份额，集中投资者的资金，由基金托管人托管、基金管理人进行投资组合管理，实现利益共享、风险共担的集合投资制度。对于共同基金，我们可以从

不同角度将其划分为多种类型。按组织形态,可分为公司型基金和契约型基金;按募集设立的方式,可分为公募基金与私募基金;按基金单位可否增加或赎回,可分为开放式基金与封闭式基金;按投资风格,可分为成长型基金、价值型基金和平衡型基金;按投资对象,可分为股票型基金、债券型基金、混合型基金、货币市场基金、衍生基金;按资金来源和运用渠道,可分为国内基金、国际基金、离岸基金、海外基金;按组织结构及投资理念,可分为对冲基金、套利基金、雨伞基金、指数基金、保本基金、分级基金、交易所交易基金、上市开放式基金、基金的基金。

投资银行作为专业从事资本市场业务的金融机构,可利用其资本金投资法律及政策允许的权益类、固定收益类及现金类金融产品。在中国,证券公司往往被视为投资银行的代表。

从社会保障制度的性质和结构出发,只有社会养老保险制度能够形成养老基金。基于中国的社会保障财务结构,养老基金包括全国社会保障基金、基本养老保险个人账户基金、企业年金基金三种。全国社会保障基金在很大程度上是中国经济转型的产物,指由中央财政拨入资金、国有股减持和股权划拨资产、经国务院批准以其他方式筹集的资金及投资收益所形成的基金,由全国社会保障基金理事会统一管理。根据中国社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度,企业缴纳本企业所有职工工资总额的20%左右,进入统筹账户;个人缴纳本人工资的8%左右,进入个人账户。省级统筹仍是中国养老金制度改革的政策目标,现阶段地方统筹的养老基金由隶属于各地人力资源和社会保障局的社会保险基金管理中心负责管理,在增加管理难度的同时也降低了管理效率,难以发挥规模效应,并因分散管理造成管理层次过多,监督机制缺乏,养老基金被挪用、挤占和贪污的现象屡有发生,利用养老基金进行关联交易的问题比较严重。由于个人账户长期空转,基本养老保险个人账户基金积累很少,并且地区差距较大。除广东省开展地方性养老基金投资股市的试点外,中国地方统筹养老基金和基本养老保险个人账户基金的投资限制特别严格。企业年金作为一项企业与职工共同协商的制度,由职工和企业共同缴费,实施个人账户管理,国家给予一定税收优惠,采取信托管理模式,具有收入分配、员工激励、投资和养老保障等方面的功能。在中国,企业年金基金主要来源于央企的年金计划。

保险公司作为销售保险合约、提供风险保障的金融机构,可分为人寿保

险公司、财产保险公司两种类型。由于保险公司在收取保险费和支付保险金之间存在时间差，保险公司可以利用保费收入从事投资活动。从保险公司的资产负债结构来看，由于财产保险公司理赔支付的不确定性更大，使其对资产流动性的要求高于人寿保险公司，长期资金的积累及投资策略安排因而受到较大制约。在中国，符合中国保监会规定的条件，允许从事股票、债券和证券投资基金投资的保险公司和保险资产管理公司被称为保险机构投资者。

鉴于商业银行是以货币市场存款、贷款为本源业务，具有信用创造功能的金融机构，投资产品受到很大限制，但表外业务加大了商业银行的投资风险。

毋庸置疑，不同种类机构投资者的制度结构不同，在资金来源、契约性质、投资产品、投资目标、投资限制、投资风格、组织管理等方面存在较大差别，从而使不同机构投资者的性质不同。

1.3.2 噪声、噪声交易与噪声交易者

噪声 (Noise)，也称为噪音，原本是物理学中的一个概念，是指随机产生、不可预测的无用信号或信号畸变。Black (1986) 在 Kyle (1985) 的基础上，提出噪声是与信息 (Information) 相对的概念，是人们用于当做信息一样作为交易决策基础的信号。在 Black 看来，噪声是虚假或失真的信号，是与投资价值无关的“信息”，可能来源于市场参与者主动制造的虚假信息，也可能是被市场误判的信息。由此出发，Black (1986) 认为人们以噪声为基础所进行的交易即是噪声交易，而把“噪声”当作信息进行交易的人便成为噪声交易者。显然，Black 关于噪声以及由此派生的噪声交易、噪声交易者的定义，相对比较简单和模糊。

要给出噪声的严格定义，我们首先必须对信息做出界定。关于信息，Arrow (1982) 从一般意义上将其定义为根据条件概率原则能有效地改变后验概率的任何可观察结果。从证券投资的角度分析，由于不同投资者对证券市场客观信息的理解常常因人而异，从而使信息内容带有主观性的特征，但从严格意义上说，笔者认为信息仅是与证券基本面相关的“信号”，是指信息内容的客观性的一面。与此相应，噪声是与资产的内在价值无关，但可能影响资产价格、使其偏离内在价值的信号。这里的价值包括过去的价值、现在的价值和对未来价值的预期。

对于噪声交易 (Noise Trading), Friedman (1953) 虽未给出其定义, 但明确提出“使价格偏离内在价值”是噪声交易的本质特征。这实际上为我们理解噪声交易的内涵和外延提供了理论依据。客观分析, 噪声交易的范围非常广泛。且不说个人投资者, 即便是机构投资者也未必能够将信息和噪声区分开来, 也未必总是能够做出理性的决策, 也会受到各种非理性因素的干扰。更何况, 除了 Black (1986) 所指投资者因获取和分析信息的能力有限而将噪声作为真实信息被动进行噪声交易的情况外, 拥有有效信息的投资者为了赚取更多超额收益, 会主动利用噪声进行个体理性、但集体非理性的噪声交易, 这就要求我们对理性交易者有一个深层次上的认识, 并非理性交易者就不会进行噪声交易。换言之, 噪声交易并非一定是非理性的, 这也是有限理性构成了噪声交易理论分析起点的原因所在。由于噪声交易根源于投资者对于信息的认知与处理过程, 不论投资者的交易行为是否理性、投资者有无信息以及投资者是依据零噪声、随机性噪声或者群体性噪声, 其结果都是资产价格对其内在价值的实质性偏离 (De Long et al., 1990a), 笔者将噪声交易界定为使资产价格偏离其内在价值的交易行为。

关于噪声交易者 (Noise Traders), 与 Black (1986) 的定义不同, Kyle (1985) 提出噪声交易者是没有获得信息但随机进行交易的投资者。De Long et al. (1990a) 认为, 噪声交易者是指对风险资产未来收益分布形成错误理念的投资者。Shefrin 和 Statman (1994) 把噪声交易者定义为因犯认知错误而不能理性处理信息的交易者。Ramiah 和 Davidson (2007) 认为, 得到的是信息但在理解信息时犯错误造成价格偏离价值的信息交易者同样属于噪声交易者。不难发现, 理论界并没有考虑拥有有效信息但并不完全根据信息进行交易, 而是散布虚假消息或操纵市场作图骗线, 故意制造噪声, 干扰价格反映价值的噪声交易者的情况, 这种情况下的噪声交易者往往是机构投资者。但不论是按决策信息界定噪声交易者, 还是根据决策结果给出噪声交易者的定义, 投资者进行噪声交易的最终结果都是资产价格偏离了其内在价值。由此出发, 笔者提出噪声交易者的定义, 即噪声交易者是使资产价格偏离其内在价值的投资者。

1.3.3 操纵行为

基于证券市场操纵行为的复杂性, 国内外理论界一直都没有对其给出严

格的界定，有关立法则因难以在避免法律调整上的疏漏和防止操纵者有机可乘之间寻求平衡，大都是在列举操纵行为典型类型的基础上辅以兜底条款，属于例证定义，内涵和外延并不是很严谨，从而在一定程度上影响到反操纵监管的有效性。

按《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》（1992）的解释，证券市场操纵是指这样一些活动，其目的是通过利用导致非自然市场价格的技术来改变证券的价格，比较常用的技术是进行虚假交易或散布虚假信息。该定义在一定程度上揭示了操纵行为的特征，但分析过于简单。Allen 和 Gale（1992）在将市场操纵分为基于行动的操纵（Action - based Manipulation）、基于信息的操纵（Information - based Manipulation）和基于交易的操纵（Trader - based Manipulation）的基础上，指出基于行动的操纵以某种行动为特征，这种行动必须能够改变资产的实际或可观测的价值；基于信息的操纵以发布虚假信息或散布谣言为特征；基于交易的操纵则指既不采取改变公司价值的行动，也不散布能够改变价格的虚假消息，只是进行单纯的证券买卖的操纵行为。尽管 Allen 和 Gale（1992）分别给出了基于行动的操纵、基于信息的操纵和基于交易的操纵的定义，但并未就操纵行为提出一个统一的定义。Cherian 和 Jarrow（1995）认为，当个体（或群体）对证券的交易在某种程度上影响了证券价格并使之对自己有利时，市场操纵就发生了。显而易见，Cherian 和 Jarrow（1995）对操纵行为的概括过于粗略。

鉴于此，我们可采取统一界定与列举界定相结合的方式提出操纵行为的定义，在对操纵行为进行一般性描述的基础上，列举典型的操纵行为，从而既不失禁止市场操纵条款的确定性，又保证了其适应性。

根据对证券市场操纵行为理论的研究以及国内外典型案例的考察，笔者认为，所谓操纵行为（Manipulation Behavior），是指行为人利用信息、资金等优势，影响资产价格，制造市场假象，诱发投资者的认知心理、情绪和投资行为偏差，以此谋取不正当利益或转移风险的证券欺诈行为。

由此出发，基于行动的操纵可分为公司价值增加型行动操纵、公司价值减少型行动操纵、虚假的公司价值变化型行动操纵三种类型。公司价值增加型行动操纵指采取的行动能够使公司的实际或可预测价值增加的操纵行为，常用手法是上市公司高管与会计师事务所合谋，虚增利润，增加公司价值，改善公司的基本面，提高投资者对该公司的预期，从而抬高股票价格并在高

位出货。公司价值减少型行动操纵指采取的行动是使公司的实际或预测价值减少的操纵行为，通常的做法是上市公司高管故意做亏公司，出现大量的应收账款，对公司优质资产进行转移，并与会计师事务所合谋，对上市公司的各项财务指标进行处理，降低投资者对上市公司的预期，造成股价下跌，以此操纵公司价值，低成本实施 MBO。虚假的公司价值变化型行动操纵指采取的行动对公司的实际价值没有影响，但对投资者判断具有误导性作用的操纵行为，既可通过重组并冠以新的公司名称进行操作，给投资者焕然一新的感觉，提高投资者的预期，操纵者则以此在理想价位套现；也可先行宣布对公司进行并购并发出收购要约，导致股价上涨，而当股价上涨到一定程度后出售股票并宣布退出并购，以此获取操纵利益。

基于信息的操纵主要包括蛊惑交易、抢先交易、内幕信息操纵。蛊惑交易是指行为人故意编造、传播、散布足以影响市场行情的虚假重大信息，误导投资者的投资决策，使市场出现预期中的变动，借此获取利益或避免损失的行为。抢先交易，又称先行交易、老鼠仓，指相关信息尚未公布，行为人在执行他人交易指令之前自己抢先买卖以图利。内幕信息操纵是指内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人围绕内幕信息运用各种不正当手段进行市场投机，以获取不正当利益或者转嫁风险，其典型特征是股价先于信息披露出现异常波动。

基于交易的操纵可分为制造交易假象的交易型操纵、制造市场短缺的交易型操纵、特定价格的交易型操纵、特定时段的交易型操纵四类。制造交易假象的交易型操纵包括洗售、对敲、拉高出货、连续交易、安定操作、虚假申报等行为。洗售，又称虚买虚卖、冲洗买卖，是指进行所有权非真实转移的自买自卖，以影响股票的价格及交易量，制造市场的虚假繁荣。对敲，也称相对委托，指不同的行为人合谋，按照事先约定的时间、价格和方式相互进行股票的买卖，以影响股票的交易量或价格。拉高出货指利用资金优势不断提高对某种股票的报价以抬高其价格，并在股价达到目标价位后进行抛售的交易行为。连续交易是指对某只股票连续高价买入或低价卖出，从而抬高或压低股价，形成交易活跃的表面。安定操作又称为稳定操作，是指为了防止或减缓股票价格在对公众发行时发生跌落或有跌落的可能性，从而对该股票价格加以钉住或固定的程序。虚假申报是指进行不以成交为目的的频繁申报和撤销申报，制造虚假买卖信息，误导投资者以便获利的行为。虚假申报

又包括涨跌停板申报、垂钓式申报、对垒式申报。涨跌停板申报指行为人在股价涨停或跌停价位的反复申报和撤单行为，致使巨量封单堆积在涨停或跌停板上，封死涨停或跌停，或者迅速撤走封单使涨停或跌停被打开，以此迷惑投资者的买卖决策，达到高位出货或低位吸筹的目的。垂钓式申报指以连续多个价位的大额委托逐步推高或打压股票价格。对垒式申报是指行为人根据股票所处价位区间，在盘口申报价位上以大量的委卖盘和委买盘挂单形成上压板与下托板，并伴以隐性买卖盘，旨在压盘吸货或者诱多出出货。制造市场短缺的交易型操纵分为囤积和挤压轧空两种。囤积是指操纵者控制或支配可供交割的现货数量，使卖空者被迫只能以操纵者指定的价格结清其卖出头寸。挤压轧空指操纵者控制某种衍生合约及其基础资产的需求或报价，并在积累起控制性头寸后，迫使空头从其手中购买相应的资产或者按照扭曲价格在衍生市场上进行冲销交割。要进行囤积和挤压轧空，必须同时在现货市场与衍生品市场上实施。特定价格的交易型操纵指行为人通过拉抬、打压或者锁定手段，致使相关证券的价格达到一定水平的行为。特定价格操纵往往与利益输送有关。特定时段的交易型操纵主要有操纵开盘价和操纵收盘价。操纵开盘价是指行为人在开盘集合竞价时段提交或撤销大额订单，以拉抬、打压或者锁定开盘价的行为。操纵收盘价又称为做尾盘，指以影响某种股票或衍生产品合约的收盘价为目的，在接近收盘时买卖该股票或衍生产品合约。应该说，窗饰行为是操纵收盘价的一种引申。所谓窗饰行为（Window Dressing），是指证券投资基金等机构投资者在报告期末策略性地调整资产组合并拉升持仓股票的价格，以此修饰投资组合与业绩、欺骗和误导投资者的操纵行为。由于机构投资者的窗饰行为包括窗饰业绩和窗饰投资组合两种方式，作为机构投资者窗饰行为的结果，窗饰效应集中体现为机构投资者持股结构及重仓股价格的短期变化。

事实上，证券市场操纵行为方式多种多样，并且往往是上述操纵行为的某种变形。行为人会结合具体情况，运用不同的操纵行为方式，甚至于将基于行动的操纵、基于信息的操纵和基于交易的操纵有机结合起来实施复合型的市场操纵，从而使操纵行为呈现出复杂化、综合性特征。毕竟，市场操纵的行为方式越多样，操纵被识别或查处的难度就越大，行为人操纵成功的可能性也就越大。