

中国证券市场违法违规行为的特征及防范

史永东¹, 蒋贤锋²

(1. 东北财经大学金融学院和金融工程研究中心, 辽宁 大连, 116025;

2. 深圳证券交易所博士后流动站, 广东 深圳, 518010)

摘要: 本文以中国证券市场历年所发生的内幕交易、价格操纵案例为样本, 详细分析中国证券市场违法违规行为的主要特征。我们发现多种违法、违规行为掺杂在一起使得违法违规行为异常复杂, 对违法违规行为的处罚过轻则助长了这种行为。本文的案例研究和国际、国内关于证券违法违规行为大样本实证分析相互支持, 为国际、国内研究内幕交易、价格操纵提供了原始的参考资料。同时, 针对中国现实, 本文从加强对交易的监管和信息披露两方面提出了相应的防范措施。

关键词: 内幕交易; 价格操纵; 防范措施

中图分类号: F224.0 **文献标志码:** A

作为证券市场的主要违法违规行为, 内幕交易与价格操纵不仅严重干扰了证券市场的正常秩序, 更使证券市场的基本功能难以正常发挥。从市场功能来看, 内幕交易和价格操纵歪曲了市场价格对实际价值的反应, 破坏了证券市场的资源配置功能; 从国际竞争能力来看, 内幕交易和价格操纵影响了市场环境建设, 削弱一国证券市场的国际吸引力; 从市场效率来看, 内幕交易和价格操纵削弱了市场信心, 加大了市场波动, 在极端情况下甚至可能导致市场崩溃。因此, 各国政府一直致力于对内幕交易和价格操纵行为的防范, 如美国制定了《1934年证券交易法》; 韩国在1995年时秘密建立了一个计算机辅助监视系统(CASS); 中国证监会于2001年在上海、深圳等九大区的证管办成立了稽查局。

尽管各国政府一直致力于对内幕交易与价格操纵行为的监管防范, 但内幕交易与价格操纵行为却仍时有发生, 有时甚至非常严重。如, 1996年11月6日, 希腊的证券公司联合操纵案导致了希腊股票交易所的清算系统几近瘫痪(Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 2000); 2000年2月, 一宗涉及菲律宾前总统埃斯特拉(Estrada)的内幕交易和操纵股价案使得BW¹的股价从最高107比索(Pesos)猛跌至0.95比索, 并且大市也连跌五天, “引发类似两年前金融危机爆发时的信心危机”(联合早报, 2000年9月3日); 2001年底, 由于涉及股票内幕交易丑闻, 美国第六大有线电视公司阿德菲亚传播公司前董事长、前首席财务官和前运营副总裁被迫辞职(千龙新闻网, 2002年7月26日)。在中国股票市场上, 内幕交易和价格操纵也不少见。截至2003年4月底, 中国证监会已经查处并公布结果的内幕交易和价格操纵案例²总共涉及到24个股票次和1个基金次(见后文表1)。在25个股票、基金次中, 涉及到内幕交易的股票次为11, 涉及到价格操纵的股票次为16³、基金次为1。

为了寻找有效防范内幕交易和价格操纵的方法, 国内外学者已经对其进行了较为深入的理论研究和实证分析。但是, 无论是国外的专家还是国内的学者, 专门以具体案例为样本进行详细考察的并不多, 尤其缺乏以案例为样本对内幕交易和价格操纵特征的研究。因此, 本文试图以中国证券市场的内幕交易和价格操纵案例为样本, 进行案例分析, 详细考察中国证券市场中内幕交易和价格操

纵的具体特征，并与国际、国内的大样本研究相比较，弥补国内外在案例研究方面的不足，为防范内幕交易和价格操纵提供详细的原始资料，同时，也可以对国际上研究内幕交易和价格操纵也提供原始的参考资料。

1 相关文献简短回顾

内幕交易不仅受到经济学家的关注，而且还引起法学家、历史学家和伦理学家的注意，即使仅着眼于经济学⁴的有关内幕交易文献也非常多。不仅如此，国际上关于价格操纵的研究也日益丰富⁵。因此，本文不可能回顾所有关于内幕交易和价格操纵的重要文献。下面仅对与本文密切相关的文献进行综述。

尽管国际上关于内幕交易的研究多如牛毛，但是对真实的内幕交易案例进行分析的并不多，Meulbroek是这些少数人中比较有影响的一个。Meulbroek（1992）利用美国SEC查处的内幕交易案例发现，内幕交易会导致股票价格发生变化并促使市场对价格的发现。

在价格操纵方面，Allen和Gale（1992）对其进行了经典性的分类：行为操纵（Action-Based Manipulation）、信息操纵（Information-Based Manipulation）、交易操纵⁶（Trade-Based Manipulation），并且证明在理性预期下不知情者可以实现交易操纵。Aggarwal和Wu（2002）在Allen和Gale的基础上引入信息搜寻者，认为防范价格操纵的一个途径是政府强制（Government Enforcement），主要是提高对操纵事件调查的概率和对操纵者的罚金水平。Aggarwal和Wu还分析了美国历史上的所有被操纵股票，发现被操纵的股票具有低流动性、高波动性的特点。此外，Yadlin（1999）以以色列市场的操纵股票为样本认为，如果监管者不能区分知情操纵者（Informed Manipulator）和不知情操纵者（Uninformed Manipulator）⁷，监管者应该禁止所有的操纵行为；如果能从不知情操纵者中区分知情操纵者，监管者则不应该禁止知情操纵者，因为知情操纵者促进了市场效率。Park（2001）研究韩国三只被操纵的股票后认为，KOSDAQ市场股价波动的部分原因可能是价格操纵。

国内有关内幕交易和价格操纵的经济学研究近几年刚刚开始⁸。在内幕交易方面，汪贵浦（2002）证明了基于内幕信息的价格操纵，并对内幕交易过程中的信息含量进行了测量、建立了内幕交易的判别体系；何佳、何基报（2002）主要研究重大事件前后的价格变化；何基报（2002）从一线监管的角度提出了判别内幕交易的方法；张新、祝红梅（2003）对中国证券市场中的内幕交易从经济学角度进行了假设检验的实证分析；施东晖、傅浩（2002）在PPD方法的基础上提出了内幕交易预警系统，并在一定程度上判别出了600878的内幕交易。这些研究中，汪贵浦从案例的角度对内幕交易进行了初步考察，其他的研究则没有专门针对内幕交易案例进行仔细分析。因此，正如张新、祝红梅指出的：“细致深入的案例研究可以弥补大样本研究的不足”，从案例角度具体考察中国证券市场内幕交易的特点将会弥补国内在这方面的不足，同时，也可以对国际上研究内幕交易提供原始参考资料。

在价格操纵方面，刘胜军（2001）对操纵的目的、方法及反操纵的具体措施进行了详细介绍；汪贵浦（2002）认为中国证券市场对违规行为（内幕交易、操纵市场、虚假陈述和欺诈客户）监管的首要任务是操纵市场，同时应该区分信息公告日前后的操纵；何基报（2002）提出根据交易过程中的一些异常行为或非理性行为来推测行为人的目的或动机，并且根据行为结果（如价格的异常波动或交易量的异常放大）来判断行为人操纵股价的客观依据；林伟萌等（2002）提出以股票的股权集中度为线索的监管和警示方法，其中重点监控持股数5万股以上的账户⁹。国内学者的这些提议与Aggarwal和Wu（2002）在本质上是一致的，即加强对交易的监控以提高操纵被发现的可能性。同时，和内幕交易方面的研究一样，中国缺乏对价格操纵的具体案例分析，本文在价格操纵方面的案例研究同样可以弥补国内的不足，同时为国际范围内研究价格操纵提供原始参考资料。

2 中国证券市场内幕交易和价格操纵的特征

表 1

1993-2002 年中国股票市场的内幕交易和价格操纵案例样本的简单描述

	股票名称	股票代码	起始日	结束日	距上市年份	类型	相关文件
1	津国商	000537	19990622	19990622	5.5	I	证监罚字[2000]12 号
2	钱江生化	600796	19981201	20010320	1.5	M	证监罚字[2001]31 号
3	亿安科技	000008	19981005	20010205	5.5	M	证监罚字[2001]7 号
4	海鸥基金	550552	19980409	19990209	5	M	证监罚字[2000]53 号
5	陕国投 A	000563	19980408	19990209	4	M	证监罚字[2000]32 号
6	攀枝花	000629	19980419	19980517	1.5	I	证监罚字[1999]13 号
7	延中实业	600601[1]	19980210	19980415	7.5	I	证监罚字[1998]73 号
8	延中实业	600601[2]	19930917	19931007	3	I	证监罚字[1994]13 号
9	川长征	000583	19971127	19971223	2	I	证监罚字[1999]6 号
10	琼海药	000566	19970816	19980115	3	I	证监罚字[1999]20 号
11	济南轻骑	600698	19961101	19970224	3	I	证监罚字[1999]20 号
12	河北威远	600803	19970417	19970516	3.5	M	证监罚字[1998]47 号
13	众城实业	600641	19970311	19971229	4.5	M	证监查字[1998]23 号
14	东大阿派	600718	19970117	19970227	0.5	M	证监查字[1998]48 号
15	国际大厦	000600	19961106	19961231	0.5	M	证监查字[1997]20 号
16	金帝建设	600758	19961101	19970409	0	M+I	证监罚字[1999]29 号
17	北大车行	600878	19961017	19970425	1.5	M+I	证监罚字[1999]28 号
18	南油物业	000046	19961011	19961230	2.5	M	证监查字[1997]16 号
19	陆家嘴	600663	19960908	19961031	3.5	M	证监查字[1997]17 号
20	张家界	000430	19960902	19961121	0	I	证监会 1997 年 1 月 17 日新闻稿
21	上海石化	600688	19960927	19961226	3	M	证监查字[1997]18 号
22	华天酒店	000428	19960808	19961213	0	M	证监查字[1998]21 号
23	万里电池	600847	19960705	19970314	3	M	证监查字[1998]52 号
24	琼民源	000508	19960405	19970228	4	M+I	证监查字[1998]32 号
25	郑百文	600898	19960424	19960509	0	M	证监发字[1996]65 号

注: 1. 编号依据为事件起始时期、股票、违规主体; 2. 事件起始日和事件结束日为参考了证监会和汪贵浦(2002)后的结果, 格式为年+月+日, 距上市年份精确到 0.5 年; 3. M 指该案例为操纵案例, I 指该案例为内幕交易案例, M+I 指同时是内幕交易、价格操纵的案例。

截至 2003 年 4 月底，中国证监会已经查处并公布结果的内幕交易和价格操纵案例总共涉及到 25 个股票、基金次（见表 1），其中，涉及到内幕交易的股票次为 11 个；涉及到价格操纵的股票次为 16、基金次为 1。最早的价格操纵案例是 600898 案¹⁰，最早的内幕交易案例是 1993 年的 600601 案¹¹。其中 600601¹²发生了两次内幕交易，分别为北大方正的一名副总裁于 1998 年 2 月 10 日到 1998 年 4 月 15 日对 600601 进行的内幕交易（以下简称 600601[1]案），以及农行襄樊市信托投资公司于 1993 年 9 月 17 日到 1993 年 10 月 7 日对 600601 进行的内幕交易（以下简称 600601[2]案）。000566 和 600698 的违规主体人相同，皆为中国轻骑集团公司。发生操纵行为的 550552 目前在市场上已不存在，它与另外三只基金合并成现在的 500028。证监会对 000430 的查处结果是唯一以新闻稿形式公布的。证监会对 600898 的查处最为成功，“上海证交所和中国证监会及时发现了他们的违规行为”（证监发字[1996]65 号）。600878 被证监会认定为既是内幕交易案例又是价格操纵案。600758 和 000508¹³被证监会认定为价格操纵案，但是有充分的证据表明它们应该也是内幕交易案。因为 600758 和 000508 的违规主体都是上市公司的控股股东或大股东，在违规过程中有内幕信息发生，并且这些违规者在内幕信息公告前后交易剧烈。如，600758 的违规者“利用金帝建设董事会决议公布分配预案的利好消息大量出货”（证监罚字[1999]29 号），000508 的违规者“有条件提前接触、获得琼民源中期报告和年度报告的内容及分红方案等内部信息，民源海南公司与深圳有色于琼民源公布 1996 年中期报告‘利好消息’之前大量买进琼民源股票”（证监查字[1998]32 号），等等。因此，我们认为这两个案例应该属于内幕交易和价格操纵的混合案例。

2.1 中国证券市场内幕交易的特征

（1）如果按个人和机构投资者来划分，内幕交易的主体人以个人为主，尤其自 1997 年以后的内幕交易，其主体人几乎都是个人；如果按基本内幕人¹⁴（Primary Insider）和第二内幕人（Secondary Insider）来划分，内幕交易主体人以基本内幕人为主（杨亮，2001；郑顺炎，2002）。表 2 给出了中国股票市场内幕交易主体人的简单描述。

表 2 1993-2002 年中国股票市场中内幕交易的主要主体人

股票代码	违规主体人	违规主体人特征	股票代码	违规主体人	违规主体人特征
000537	高法山	控股股东法人代表	600758	辽宁省金帝建设集团	大股东
000629	俞梦文	控股公司科技管理处副处长	600878	南方证券	证券公司
600601[1]	王川	收购方法定代表人	000430	张家界公司	上市公司本身、大股东
600601[2]	农行襄樊信托	信托投资公司（证券公司）	000508	民源海南公司、深圳有色公司	大股东
000583	戴礼辉	收购方总裁	600698	轻骑集团	集团公司，大股东
000566	轻骑集团	收购方			

按照国际证监会组织（IOSCO）的报告（Emerging Markets Committee of International Organization of Securities Commissions, 2003），基本内幕人是能够直接接触内幕信息的人，包括公司管理人员及为公司提供服务的与公司有密切关系的外部人，如收购与被收购方、承销商等。与

基本内幕人相对应的是第二内幕人，指不能直接接触内幕信息而是从基本内幕人或其他人处获取内幕信息的人¹⁵。

在最早的内幕交易案中，华阳公司为基本内幕人，违规主体人——农行襄樊市信托投资公司——从华阳公司处得知华阳公司将大量购入 600601 股票这一内幕信息后并利用该信息交易 600601 股票。因此，该案例的主体人是第二内幕人。第二内幕人进行内幕交易主要由内幕信息泄漏所造成。这反映了中国证券市信息披露方面存在的一些问题：不仅中国信息披露制度本身缺乏对后续信息的持续监管，上市公司本身在信息披露方面做得也不够。

除了最早的内幕交易案以外，其他的内幕交易案例都是由基本内幕人进行的，这可能与中国证券市场的功能定位有关。尽管中国证券市场的功能日益完善，但是在成立初期，证券市场的主要功能定位为为国有企业筹资服务，这与发达证券市场大不一样。不少上市公司往往以圈钱为唯一目的，在招股说明书中可能会有“天花乱坠”的项目，但是在筹集到资金后却不知如何处置大量的现金，于是各种所谓的资本运营就可能出现，而对本公司上市股份进行炒作，无疑占有天时、地利和人和，不少公司乐此不疲（郑顺炎，2002）。在每年公布的年度报告中，不少公司的主要利润竟来源于所谓的股票买卖，就是明显的例证。

(2) 内幕信息以兼并收购和利润分配为主。从表 3 中可以看出，11 个内幕交易案中有 6 个案例的内幕信息涉及到资产兼并和收购重组，占总数的 55%，另外 5 个与利润分配有关。此外，000629 的内幕信息还涉及到增发。

表 3 1993-2002 年中国股票市场上内幕交易案例的主要内幕信息

股票代码	主要内幕信息	股票代码	主要内幕信息
000537	MA	600698	R
000629	MA+SEO	600758	R
600601[1]	MA	600878	R
600601[2]	MA	000430	R
000583	MA	000508	R
000566	MA		

注：MA 表示兼并、收购和资产重组；SEO 表示增发；R 表示利润分配，包括分红、送股和配股。

兼并收购和利润分配公告前后阶段易发生内幕交易不仅是案例研究的结论，也得到了大样本研究的支持。在何佳、何基报（2002）对深圳证券交易所 1999 年和 2000 年发生了利润大幅度波动、高送转、重大投资事件和控制权转移等重大事件的 A 股上市公司的研究中，发现除了 2000 年净利润同比减少超过 50% 的样本公司外，其他公司股价在公告前较长一段时间内就出现异常反应，并认为“重大事件的信息在公告前可能就已经泄露”。张新、祝红梅（2003）利用同样的数据也得出了相同的结论。

不仅如此，除中国大陆证券市场外的其他证券市场也表现出类似现象。例如，台湾证券柜台买卖中心（1999，转引自郑顺炎（2002））的研究报告表明，1999 年柜台买卖交易市场进行经营权转移或者争夺的股票价格在事件日前的价格确实存在明显变动，并且部分新、旧公司内幕人员及其关系人有于事前买卖的情况。因此，研究人员认为公司经营异动的效果最大可能就是内幕人泄露内幕信所造成的，只不过没有其他直接的相关证据确认。此外，Keown 和 Pinkerton（1981）的分

析发现，美国资产重组过程中目标企业最终股价上升的 40-50%发生在实施重组的公告之前，他们因此认为内幕交易在资产重组过程中非常普遍。

(3) 其他违规事实与内幕交易相伴发生。从表 4 中可以看出，11 个内幕交易案中有 3 个没有发生其他的违规行为（000537、000629、000583）。在发生了其他违规行为的案例中，相同违规事实发生次数比较少。此外，超比例持股多发生在既是内幕交易又是价格操纵的案例中，单纯内幕交易过程中的超比例持股行为相对较少。我们在后文对超比例持股进行了进一步的分析。

表 4 与内幕交易相伴随的违规事实

股票	其他违规事实	股票	其他违规事实	股票	其他违规事实	股票	其他违规事实
600878	M+A+G	600758	M+E+J+A	600698	P+Q+E	000566	P+Q+E
000508	M+A+D	600601[1]	A	600601[2]	B+S	000430	C+T+A

注：A——超比例持股；B——挪用客户交易结算资金、保证金；C——为客户融资买入证券；D——利用银行资金包括贷款炒股；E——国有企业炒股；G——证券公司以个人名义开设股票账户；M——价格操纵；J——虚假陈述；P——非法从事代理业务；Q——违规参与股权交易；S——自营业务与代理业务混合操作；T——违规回购。

表 5 1993-2002 年中国股票市场上内幕交易案例的主要处罚

股票代码	主要处罚	因内幕交易受处的罚款 (万元)	因内幕交易的非法所得 (万元)	内幕交易的罚款倍数
000537	A+E	0	0	NA
000629	F+E	5	8	0.63
600601[1]	A+F+E	10	61	0.16
600601[2]	F+责令停业进行内部整顿+E	50	1671.18	0.03
000583	F+E	15	67.57	0.22
000566	F+市场禁入+建议撤销主要负责人职务	50	2805	0.02
600698	F+市场禁入+建议撤销主要负责人职务+E	50	2805	0.02
600758	A+F+建议撤销主要负责人职务+E	50	6343.2	0.01
600878	A+F+暂停有直接责任的管理人员从业资格+E	50	7455.89	0.01
000430	A+F+建议撤销主要负责人职务+E	50	1180.5	0.04
000508	A+F+E	50	6651	0.01

注：1. “主要处罚”栏中，A 为警告，F 为罚款，E 为没收非法所得，“+”表示并处，NA（包括其他栏中 NA）表示不详或无意义；2. “罚款”一栏指违规者因内幕交易受处的罚款，单位为万元；3. “非法所得”一栏指违规者因内幕交易获取的非法所得，单位为万元。它与内幕交易者所获取的总收益并不相等。对于证监会文件中没有详细列出内幕交易者因内幕交易受处的罚款时，我们认为其罚款按照《股

票发行与交易管理暂行条例》和《禁止证券欺诈暂行办法》等相关规定执行，并且取其最高罚款 50 万元；

4. “罚款倍数”的数字为“罚款”栏与“非法所得”栏相除的结果。

多种违规事实与内幕交易相伴随发生表明了中国证券市场的初级阶段。在发达的证券市场中，证券公司具有完善的内部管理机制；在成熟的监管体制中，证券公司在防范违法、违规行为方面起着重要作用。而在中国证券市场中，一些证券公司几乎成了内幕交易的帮凶。如，在这些内幕交易案例中，涉及到证券公司的行为有 4 种，分别是挪用客户交易结算资金、保证金、为客户融资买入证券、以个人名义开设股票账户、自营业务与代理业务混合操作，占所涉及的其他行为总数中的 33%。因此，加强证券公司的内部管理对中国证券市场的发展具有重要作用。

此外，与内幕交易伴随发生的其它违规行为也表明了中国证券市场的制度变迁。如，在 1999 年以前的一段时间内，国有企业不允许投资股票。但在 1999 年后，国有企业则可以投资股票。

(4) 内幕交易者所受的处罚以罚款为主，此外还受到取消或暂停营业资格、市场禁入等其他处罚。由于高法山(000537 的内幕交易者)在内幕交易 000537 时只买入一次而未卖出，没有实现利润，因此，高法山仅受到警告处罚。在受到罚款处罚的内幕交易者中，000629 的内幕交易者所受的罚款最少，仅为 5 万元。

由于发生的时间比较早，所有内幕交易者所受处罚主要适用于《股票发行与交易管理暂行条例》和《禁止证券欺诈暂行办法》。按照这两个规定，内幕交易者的罚款范围为 5 万元到 50 万元。因此，对于那些证监会公告中没有详细列出因内幕交易而处罚款的案例，我们认为违规者因内幕交易受处的罚款为最高(50 万元)。因此，不仅从个案还是从总体上看，因内幕交易所受罚款的金额及罚款倍数都比因价格操纵所受罚款的金额及罚款倍数低得多(参见后文)。

内幕交易违法行为的成本可以表述为： $成本 = 必然成本 + 法定成本 \times 受罚率$ (丁一升，1996；转引自郑顺炎(2002))。必然成本是违法主体本身为了完成违法行为所必须支付的成本，法定成本是法律规定主体实施特定违法行为应当承担的成本。因此，提高内幕交易者的成本应该通过提高对内幕交易的查处和处罚力度来实现。Aggarwal 和 Wu (2002) 及史永东、蒋贤锋(2003) 也提出了类似的结论。

中国《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)之前的相关法律、法规规定内幕交易者最高的罚款额为 50 万元，这种不视具体情况而定的罚款相比较内幕交易者的非法所得非常少，即法定成本过小。因此，《证券法》改变了对内幕交易者罚款的方式，规定罚款额为内幕交易者非法所得的 1 倍到 5 倍。法定成本提高了，但是证监会还没查处一例自《证券法》实施以来内幕交易案例¹⁶。中国证券市场中大量的内幕交易可能没有被查处(游士兵，吴圣涛，2001)，内幕交易的受罚率太低了。这样，内幕交易者的总成本可能相对很低，内幕交易者有激励进行内幕交易。因此，不仅要提高对内幕交易者的罚款额，而且还应该提高对内幕交易的查处力度。

2.2 中国证券市场价格操纵的特征

(1) 价格操纵的主体人主要是机构投资者，包括证券经营机构、内部人和投资咨询公司，其中以证券经营机构和内部人为主。这里，证券经营机构包括信托投资公司、基金管理公司和证券公司；内部人包括大股东、关联方(主要是收购方)。

证券经营机构的操纵案例最多，共有 9 个，占总操纵案例的 53%。这反映了中国证券经营机构发展中的不规范。在证券经营机构操纵的案例中，证券公司操纵的案例占绝对比重。信托投资公司操纵的案例占 2 家。南山基金管理公司是违规主体人中唯一一家基金管理公司。

违规的内部人中主要以大股东为主，如 000428、000508 和 600758。此外，还有收购方的价格操纵，如中远(上海)置业对 600641 的操纵；投资咨询公司操纵的案例比较少，仅有 000008、

550552 和 600898。但是，由广东四家投资咨询公司进行的操纵（000008 案）却是中国股票市场上最严重的操纵案例之一。因此，在我们倡导“大力培育机构投资者”的同时，应该注意机构投资者可能存在的问题。

赵涛、郑祖玄（2002）把中国证券市场中操纵严重归结为机构投资者数量太少。他们认为，由于散户和机构投资者间信息不对称的原因，市场被操纵程度与机构投资者在投资者所占比例的关系呈 U 型。随着机构投资者的比例从 0 开始上升，散户和机构投资者间的信息不对称程度加剧，从而市场被操纵的程度也随之变得严重；当机构投资者的比例达到一定时（我们称该点为“转折点”），市场被操纵的程度最严重；随后，随着机构投资者数量的进一步增加，散户数量下降，博弈主要在机构投资者间展开，从而信息不对称程度减弱，市场被操纵的程度也随之减弱。他们认为，中国证券市场操纵之所以很严重，其原因正是在于机构投资者的数量太少，机构投资者的比例还远没有达到“转折点”。

从某种角度讲，机构投资者数量的增加可以在一定程度上减少市场被操纵程度。但这仅仅是“量”的方面，并非“质”的方面。设想一个完全由机构投资者组成的市场，按照赵涛和郑祖玄的观点，市场不存在操纵。但是，假如每个机构投资者的内部管理极其混乱，并且所有的机构投资者都不守法。结果可能不是不存在操纵，相反，操纵可能更加严重，出现“大鱼吃小鱼”的现象，即大机构投资者吃掉小投资者。这样循环下去，市场将不存在。因此，在发展机构投资者的过程中，增加机构投资者的数量固然重要，但是提高机构投资者的质量更加重要。我们在发展机构投资者的过程中，应该特别注意加强机构投资者的内部管理。

表 6 中国股票价格操纵的主要主体人

股票代码	违规主体人	违规主体人特征	股票代码	违规主体人	违规主体人特征
600796	浙江证券	证券公司	600878	南方证券	证券公司
000008	广东四家公司	投资顾问公司	000046	广发证券	证券公司
550552	西安航标投资公司	投资咨询公司	600663	申银万国	证券公司、上市推荐人、承销商
000563	信达信托公司	信托投资公司	600688	海通证券	证券公司
600803	余昌力	个人	000428	华天集团	集团公司、大股东
600641	中远（上海）置业	收购方	600847	中保上证等三家公司	证券公司及相关公司
600718	苏州信托公司	信托投资公司	000508	民源海南公司、深圳有色金属公司	大股东
000600	南山基金管理公司	基金管理公司	600898	北京金昌投资咨询公司、李石	投资咨询公司、个人
600758	辽宁省金帝建设集团	大股东			

此外，涉及个人操纵的案例只有两个。余昌力对 600803 的操纵以及李石和金昌公司对 600898 合谋操纵。

（2）操纵的类型主要是交易操纵和信息操纵，行为操纵非常少。除中远（上海）置业对 600641

的操纵可以看做是行为操纵外，其他的操纵都属于交易操纵或信息操纵。

按照 Allen 和 Gale (1992) 的文章，交易操纵指主要以买卖的交易方式改变价格以获取利润；信息操纵指主要以散布虚假信息改变价格获取利润；行为操纵指主要以改变公司实际价值来改变股价而获取利润，如一般收购过程中的操纵。从中国《证券法》第七十一条和《禁止证券欺诈暂行办法》第八条规定来看，中国在有关操纵方面的条款明文禁止交易操纵。对行为操纵和信息操纵的禁止则在其他相关条款中进行了规定。

现实中的操纵基本可以按照 Allen 和 Gale 所说的来分类，但远比这复杂。如，亿安科技操纵案的过程中，各种利好消息不断公告，但是这些信息不是虚假的，因为上市公司确实进行了一些投资，因此这不能算作信息操纵。从后来的情况来看，投资并没有改变公司价值，因此这也不能算作是行为操纵。因此，该案例只能属于交易操纵。尽管不能从证监会的相关公开文件中推断该案例的违规主体进行内幕交易，但从实际的操纵过程来看，股价上升和利好消息公布相配合，违规者显然有进行内幕交易的嫌疑。而且，不仅从本文中所有违规案例的事件分析中可以推测内幕交易和操纵的混合（蒋贤锋，2003），大样本的分析也得出类似的结论，即“中国股市可能存在比较严重的利用内幕消息操纵股价的现象”（何佳、何基报，2002）。正是包括内幕交易在内的其他违法、违规行为与操纵相混合才使得中国证券市场中操纵显得非常复杂，同时也加剧了操纵对市场的破坏作用。

表 7 1993-2002 年中国股票价格操纵案例的主要特征

股票代码	使用的总帐户数	机构帐户数	自营帐户数	个人帐户数	主要操纵方式	最高持仓量	最高持仓比率 1(%)	最高持仓比率 2(%)
600796	56	1	2	53	C+W	1830.87	17.19	56.35
000008	630	3	0	627	C+W	3001	NA	85
550552	179	0	0	179	C+W	NA	87	NA
000563	103	2	0	101	C+W	4389	25	NA
600803	NA	NA	NA	NA	C+I	38.17	5.51	NA
600641	46	2	0	44	C+W	NA	NA	29.45
600718	10	1	0	9	C+W	NA	NA	47.47
000600	16	NA	NA	NA	C+W	521	8.8	35
600758	51	4	0	47	C+I	979	12.26	48.95
600878	18	2	1	15	C+I	1711	16.23	60.61
000046	153	0	153	0	C+W	2684.4	23.6	NA
600663	3	NA	NA	NA	C+W	1843	NA	NA
600688	36	NA	NA	NA	C+W	NA	NA	NA
000428	24	4	0	20	C+I	NA	NA	NA
600847	37	NA	NA	NA	I+P	951.51	13.95	NA
000508	NA	NA	NA	NA	C+P	1970	NA	10.51

600898	2	1	0	1	C+P	1491.02	14.32	NA
--------	---	---	---	---	-----	---------	-------	----

注：1. 在“主要操纵方式”中，C 指连续买卖，I 指对敲，W 指虚售，P 指合谋；2. 最高持仓量的单位为万股。最高持仓比率 1 指最高的持仓量总股本的比例，最高持仓比率 2 为最高持仓量占流通股本的比例。
3. NA 指数据不详。

(3) 操纵的主要方式是连续买卖、合谋 (Pool)、洗售 (Wash Sale)、对敲等 (何基报, 2002)。连续买卖是指《证券法》第 71 条 (一) 中规定的行为：“通过单独或者合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势连续买卖、操纵证券价格”；合谋是指《证券法》第 71 条 (二) 中规定的行为：“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或相互买卖并不持有的证券，影响证券交易价格或证券交易量”。洗售是指《证券法》第 71 条 (三) 中规定的行为：“以自己为交易对象，进行不转移所有权的自买自卖，影响证券交易价格或者证券交易量”；买卖方为同一账户的洗售构成了对敲。

从表 7 中可以看出，中国股票市场的操纵方式主要是连续买卖和洗售。所有案例的违规者都采取了连续买卖方式，10 个案例采用了洗售手段。此外，对敲、合谋案例各占 4 个。并且，操纵者通常采取几种不同的操纵手法。表 7 的数据仅是从证监会的公开性文件中获得的，现实中价格操纵可能要复杂得多。

(4) 从表 7 中还可以看出，操纵者利用多个账户，其中主要是个人账户，并持有大量股票进行操纵。在 17 个操纵案例中，除了 600898 的操纵者利用 2 个账户和 600663 的操纵者利用 3 个账户外，其他 15 个股票、基金的操纵者利用的帐户数都大于等于 10，平均帐户数为 79.6。其中，550552、000563 和 000046 的操纵者利用的账户数都大于 100，而 000008 的操纵者则利用了高达 630 个账户。在操纵者利用的账户中，绝大多数是个人账户。如 000008 的操纵者利用的 630 个账户中有 627 个是个人账户，550552 的操纵者利用的 179 个账户全是个人账户。极个别的操纵者采用了大量分散的自营账户的做法，如 000046 的操纵者使用了高达 153 个自营账户。这也从一个侧面反映了中国缺乏交易实名制的现状。尽管中国已经实行开户实名制，但在交易过程中，并不是“谁开户谁使用”，市场上也因此存在比较普遍的“庄家”购买身份证开立股票账户的事实。大多数“庄家”使用的账户都是用私下购买的身份证开立的，由于对代办人开户次数没有限制，那么，只要代办人愿意，他可以同时开立多个坐庄账户。“庄家”以这种方式来控制多个不同的账户。此外，操纵者往往还通过控制大部分的流通股来实现操纵。如果我们用最高持仓率 2 表示操纵者曾经持有的最多股票数占被操纵股票流通股本的比率，那么在 13 个可从证监会公告中得到数据的被操纵股票中，这个比率最低为 0.98% (000428)，最高为 85.04% (000008)，平均为 40.43%，其中有 12 个股票的最高持仓率大于 10%。即使以股票总股本为分母计算，000008 的持仓率也高达 40.75%。操纵者成为几乎可以绝对控股的大股东。

(5) 与内幕交易相同，操纵者所受的处罚以罚款、没收非法所得为主，并且罚款数额非常低。此外，操纵者所受的处罚还包括警告、取消或暂停执业资格和市场禁入等。

表 8 描述了中国股票市场中的操纵者所受的主要处罚。17 个操纵案例中的操纵者都受到了罚款的处罚，其中 15 个案例中的操纵者非法所得被没收。在罚款中，最高罚款额为 44900 万元 (亿安科技)，最低罚款额为 5 万元 (郑百文)，平均罚款额为 7416.81 万元。但是，相对于操纵者所获取的巨额利润而言，其所受的罚款数额非常少。如琼民源操纵者的非法所得为 6651 万元，而其所受的罚款仅为 200 万元，为其非法所得的 0.0301 倍，是所有操纵者受处罚款倍数最低的，最高罚款倍数的案例为亿安科技和钱江生化，罚款数额都是其非法所得的 1 倍。

操纵者所受的罚款不仅与他们的非法所得有关，而且还与中国相关法律、法规的规定有关。在《证券法》颁布和实施前，《股票发行与交易管理暂行条例》等规则、条例对操纵没有规定具体的罚

款数额（《禁止证券欺诈行为暂行办法》只对个人操纵的罚款进行了规定。如果个人操纵市场，则其所受的罚款在 5 万元以上 50 万元以下），这段时期的操纵者所受的实际罚款不超过因操纵非法所得的 0.3 倍。《证券法》规定对操纵者的罚款倍数为因操纵非法所得的 1 倍到 3 倍。在《证券法》颁布并实施后被查处的案例有钱江生化和亿安科技，这些操纵者的实际罚款则都为非法所得（因操纵而得）的 1 倍，为《证券法》规定的最低罚款。

除了罚款和没收非法所得外，不同的操纵者还因各自不同的情况而受到不同的处罚。由于证券公司的操纵者在多数情况下使用了自营账户，因此它们受到阶段性取消或暂停自营业务的处罚，个别的还受到责令加强管理的处罚，相关的主要负责人受到被撤销从业资格或被建议免去职务以及市场禁入等其他处罚。

表 8 中国股票市场中操纵者所受的主要处罚

股票代码	主要处罚	罚款	非法所得	罚款倍数
600796	A+F+E+取消自营业务资格	4233.18	4233.18	1
000008	F	44900	44900	1
550552	A+F+E	200	4678	0.0428
000563	A+F+E+取消总经理从业资格 12 个月	300	10322	0.0291
600803	F+E+市场禁入	40	829.89	0.0482
600641	F++E 建议免去主要负责人职务	200	900	0.2222
600718	A+F+E	200	2914.21	0.0686
000600	A+F+E	200	NA	NA
600758	A+F++E 建议撤销主要负责人职务	400	6343.2	0.0631
600878	A+F+E+暂停有直接责任的管理人员从业资格	500	7455.89	0.0671
000046	F+暂停自营业务一年	500	NA	NA
600663	F+E+暂停自营业务一年	500	2343.8	0.2133
600688	F+E+暂停自营业务一年	500	2193	0.228
000428	A+F+E	500	8129	0.0615
600847	A+F+E+责令加强管理	400	1942.18	0.206
000508	A+F+E	200	6651	0.0301
600898	A+F	5	NA	NA

注：1. “主要处罚”栏中，A 为警告，F 为罚款，E 为没收非法所得，“+”表示并处，NA（包括其他栏中 NA）表示不详或无意义；2. “罚款”一栏指违规者因操纵受处的罚款，单位为万元。由于操纵者同时还违反了其他规定，因此操纵者所受的总罚款有时要远远大于因操纵的罚款，如钱江生化（600796）；3. “非法所得”一栏指违规者因操纵所获取的非法所得，单位为万元。它与操纵者所获取的总收益并不相等；4. “罚款倍数”的数字为“罚款”栏与“非法所得”栏相除的结果。

(6) 相对于内幕交易，价格操纵过程更加复杂。多数操纵行为伴随其他违规事实发生，其中主要是超比例持股。从表 9 中可以看出，每一个操纵主体都超比例持股。具体地，超比例持股可分为 5 类：(1) 超比例持股未按规定公告；(2) 证券公司持有同一证券超过本公司资本的 30%；(3) 个人持股比例超过上市公司 0.5% 以上发行在外的普通股¹⁷；(4) 法人在超比例持股并公布后，在规定不允许交易期间内买卖股票；(5) 其他证监会没列出违规行为但已形成事实上的超比例持股。表 10 列出了违反《股票发行与交易管理暂行条例》¹⁸第 47 条的规定而超比例持股并且未进行公告的案例，从中可以看出，信息披露不畅是价格操纵的一个特征。

除了超比例持股外，另一类相伴随的主要违规事实是利用银行资金炒股。这类事实主要违反了《关于进一步加强同业拆借管理的通知》(银发字[1993]27 号) 第 4 条、《贷款通则》第 20 条(四) 的规定。

表 9 与价格操纵相伴随的违规事实

股票	其他违规事实	股票	其他违规事实	股票	其他违规事实	股票	其他违规事实
600796	A+B+C	000008	A	550552	A	000563	A
600803	A+C	600641	A+J	600718	A+B+G	000600	A+D
600758	A+E+I+J	600878	A+I+G	000046	A+B+D	600663	A+D+F
600688	A+D+F	000428	D+C+K	600847	A+C	000528	A+I+D
600898	A						

注：A——超比例持股；B——挪用客户交易结算资金、保证金；C——为客户融资买入证券；D——利用银行资金包括贷款炒股；E——国有企业炒股；F——利用清算规则漏洞；G——证券公司以个人名义开设股票账户；H——上市公司挪用募集资金；I——内幕交易；J——虚假陈述；K——伪造银行凭证。

涉及到证券公司的违规行为比较多，如表 9 中的挪用客户交易结算资金、保证金，为客户融资买入证券，利用清算规则漏洞，证券公司以个人名义开设股票账户，伪造银行凭证和内幕交易。这说明证券公司操纵起了推波助澜的作用。涉及到清算机构的有 2 起，他们都涉及到工行上海分行和上海证券中央登记结算公司¹⁹。这说明中国的清算制度仍然有待完善。涉及上市公司的行为有上市公司挪用募集资金和内幕交易。此外，还有一类比较特殊的违规行为——国有企业炒股。在《关于法人配售股票有关问题的通知》(证监发行字[1999]121 号) 中，国有企业被允许投资股票。

表 10 操纵案例中超比例持股状况

股票	超比例状况	股票	超比例状况	股票	超比例状况	股票	超比例状况
600796	D	000008	D	550552	D	000563	A
600803	C	600641	D	600718	D	000600	A
600758	D	600878	A	000046	A	600663	B
600688	D	000428	D	600847	A	000528	D
600898	C+E						

注：A——超比例持股未按规定公告；B——证券公司持有同一证券超过本公司资本金的 30%；C——个人持股比例超过上市公司 0.5%以上发行在外的普通股；D——其他证监会没列出违规行为但已形成事实上的超比例持股；E——法人在超比例持股后公布期内买卖股票。

3 股票被操纵的因素分析

林毅夫（2003）认为上市公司业绩较差是发生操纵的一个重要原因，他的观点基于定性推理。但是张胜、陈金贤（2001）和林伟荫等（2002）从实证角度出发，发现业绩因素对股价的超额振幅没有影响。同时，张胜和陈金贤及林伟荫等都发现了股权集中度或者“庄家因素”和股价涨幅密切相关，推测股权集中度是操纵发生的一个原因。张胜、陈金贤实证分析中的样本从 1999-2000 年深圳市场中随机选取，林伟荫等的实证分析中的样本是 1998-2000 年整个深圳市场的股票。虽然随机样本和全样本能较客观地反映出整个市场的普遍情况，但是不排除这些样本中的一部分或大部分的股票并不是被操纵的股票。而且，1999 年和 2000 年的中国股市经历了长达两年的大牛市，这样的背景下高股权集中度或高程度的“庄家”行为可能是投资者对整体市场上涨的积极反应。因此，在分析股票操纵这个具体问题时，样本应该选取历史上确定为被操纵的股票，这样才能真实反映出股票被操纵程度的影响因素。结合林毅夫、张胜和陈金贤、林伟荫等的分析，下面我们从庄家因素、个股因素和基本面因素等三个方面对股票易被操纵的因素进行案例分析。

3.1 数据处理

表 11 影响股票被操纵的相关变量

股票代码	最高持仓率	总帐户数 (个)	流通股本 (万股)	操纵时间 (交易日)	日均超常换手率	年均每股收益 (元/股)	年均每股净资产 (元/股)	每股收益变化 (%)	每股净资产变化 (%)
600796	56.35	56	2763	543	-0.07	35.49	222.53	-30.37	3.38
000008	85.04	630	3529	552	2.13	25.15	126.85	-772.86	15.9
000563	62.64	103	7007	215	0.37	30	274	-54.67	-42.34
000641	26.45	46	3073	200	-0.96	47.72	200.67	11.81	9.92
000600	35	16	1497	40	-3.7	60.15	315.84	-64.84	-34.53
600758	48.95	51	2000	102	-3.34	34.16	287.86	-162.61	-12.25
600878	60.61	18	3493	125	-3.43	15.33	151.5	28.46	13
000046	49.86	153	5384	56	-4.31	35.96	292.56	-44.82	-37.66
600663	29.25	3	6300	36	-5.34	46.75	284.46	-28.6	11.54
600847	31	37	3062	167	-2.29	2.41	234.07	-1826.55	-40.88
000508	10.51	7	17213	220	2.35	86.73	403.21	NA	NA
600898	28.96	2	5149	11	-2.31	37.09	233.65	20.91	-3.88
600803	NA	10	3888	20	-3.56	60.93	251.32	-0.79	46.08
600718	NA	36	1700	62	-2.25	16.24	169.36	-37.86	3.27

000428	0.98	NA	1994	20	-2.68	32.14	255.51	-7.3	10.82
600688	NA	24	72000	89	-5.5	39.14	192.12	32.01	18.4
Mean	40.43	79.6	8753.25	153.63	-2.18	37.84	243.47	-195.87	-2.62
Max.	85.04	630	72000	552	2.35	86.73	403.21	32.01	46.08
Min.	0.98	2	1497	11	-5.5	2.41	126.85	-1826.55	-42.34

我们选取操纵者最高的持仓率、所利用的总帐户数为操纵者因素，即“庄家”因素。这些数据来源于证监会公告文件，其中最高持仓率为操纵者最高持有的股票数占该股票总流通股数的比例。选取被操纵股票在操纵期间的日均换手率与同期大盘换手率之差作为股票的超常换手率。换手率一般用来表示股票的流动性，它影响到衡量市场状况的一个重要指标——市场深度（Kyle, 1985; Madhavan, 1992），即价格对交易量的影响程度。超常换手率则可以代表排除了系统因素之外单只股票的流动性。由于换手率可能与股票的总流通股本相联系，我们也考察了被操纵股票的总流通股本（以万股为单位表示）。我们以超常换手率和流通股本作为反映股票的市场状况因素，即个股因素。

在基本面因素方面，我们选取上市公司操纵期间的经营业绩、盈利能力及操纵结束之后经营业绩、盈利能力变动的四个指标，即操纵期间的每股净资产、每股收益和操纵结束之后的每股净资产、每股收益的变化百分率。操纵期间每股收益、每股净资产为操纵期间的平均值。当整个操纵期间在一年内时，其值取该年的值。当操纵期间跨越 1 个年度，那么如果操纵起始时间在当年的 10 月以及 10 月以后，则认为该样本起始于下一个年度；如果操纵结束时间在当年的 3 月以及 3 月以前，则认为该样本结束于上一年度。如果按照上面的标准计算的操纵结束时间小于操纵起始时间，那么将这两者时间对调并取这两年的均值。操纵结束后每股收益变化、每股净资产变化按以上标准计算，具体计算方法为：操纵结束之后一年内的值减去操纵期间的值之后，再除以操纵期间的值并乘以 100%。其中，除了“庄家”因素中的总帐户数和操纵时间之外，其他变量都乘以 100。所有数据来自上海证券交易所。各变量的具体数值参见表 11。

3.2 分析结果

首先，我们对“庄家”因素进行了分析。在最高持仓率中，最低为 0.98%，最高为 85.04%，平均为 40.43%²⁰。其中，在可得到数据的 13 个案例中，12 个案例中的操纵者的最高持仓比率超过 10%。同时，我们发现操纵者大多是上市公司的大股东。操纵者在控制了上市公司的大多数股本后，可以在一定程度上控制该股票的市场供求关系、相关上市公司的基本面，并与上市公司的高层人员“勾结”起来，使上市公司的信息披露受到操纵。与前面对内幕交易成本分析类似，操纵者因信息披露导致的必然成本较低。这为操纵创造了便利条件。如 000008 操纵过程一直伴随着种种公司股权演变和资产重组的步骤，但是“许多重大事实事后才为市场知晓，而庄家们似乎是“先知先觉”，股价早在重大事件披露前就已上涨”（何佳、何基报，2001）。因此，高股权集中度的股票容易被操纵。这也得到了林伟荫等（2002）、张胜和陈金贤（2001）大样本研究的支持。

正如前面的分析一样，操纵者在操纵时大多利用了多个账户。尽管中国已经实行了开户实名制，但是交易却不是实名制，仍然存在着“你开户我使用”的现象。所以，即使某些账户标在交易时表现出某种共同特征，监管者也很难查处。尽管这样，监管层仍因该注意具有联动倾向的交易账户，因为被同一个操纵者控制的账户必然会表现出联动倾向。这也是林伟荫等（2002）大样本研究的结论。

其次，我们对个股因素进行了分析。日均超常换手率平均为-2.18%，最高为 2.35%，最低为-5.5%。其中，17 个操纵案例中，有 14 个被操纵股票、基金的日均超常换手率为负，占被操纵股票

数 82.35% 的比例。低流动性的股票容易受到操纵。这与 Aggarwal 和 Wu (2002) 的结论基本一致。因为相对于高流动性的股票，低流动性股票在信息披露方面存在着较多的问题，这减少了操纵者因信息披露导致的必然成本，从而使操纵容易发生。

与流动性密切相关的因素是总流通股本。通常情况下，小流通股本股票的流动性也较低。在 17 个操纵案例中，除了少数几个操纵案例（600688、000008、000563）外，其他低流动性的股票都是“袖珍型”的股票。因此，出于和流动性相同的原因，相对于大盘流通股，小盘流通股更容易受到操纵。同时，由于操纵小盘股所需的资金要少，如果一个一般的投资者倾注全力于这只股票，他就可以占有资金上的优势，600803 的操纵就属于这种情况。

最后，我们对基本面因素进行了分析。尽管有的学者认为基本面可能是操纵发生的一个原因，但是相关的理论和实证分析都没有提供类似的支持，中国市场上的操纵案例也没有提供这种证据。所有被操纵股票在操纵期间的每股收益和每股净资产都是正的。从操纵期间和操纵结束后期间的基本面变化来看，每股收益、每股净资产恶化和变好的股票大概各占一半。因此，基本面与操纵发生与否没有太大关系。这与国内其他大样本研究（林伟荫等，2002）的结论也是一致的。

4 内幕交易与价格操纵的防范建议

综上所述，中国现阶段的内幕交易和价格操纵非常复杂，总体上呈现出如下特点：（1）在内幕交易方面，内幕交易主体人以基本内幕人为主；内幕信息以兼并收购、利润分配为主；（2）在价格操纵方面，价格操纵的主体人主要是机构投资者，尤其是证券公司和内部人；操纵的类型主要是交易操纵或信息操纵；操纵的主要方式是连续买卖、洗售、合谋和对敲等；操纵者利用多个账户，其中主要是个人账户，并持有大量股票进行操纵。高股权集中度、小流通股本和高换手率股票容易被操纵。此外，其他多种违规事实伴随内幕交易和价格操纵发生，使内幕交易和价格操纵过程变得更加复杂。内幕交易者和价格操纵者所受的处罚以罚款为主，但是罚款额都较低，同时还可能受到取消或暂停营业资格、市场禁入等其他处罚。

基于本文案例分析的结论并结合史永东、蒋贤锋（2003）的研究成果，我们从加强对交易监管和信息披露制度建设两个方面提出如下的内幕交易和价格操纵防范措施。

第一，加强对兼并收购过程中及利润分配公告前后交易的监控。兼并收购和利润分配公告前后是内幕交易的多发地带，这不仅是案例分析的结论之一，也得到了大样本研究的支持。因此，在涉及兼并收购和利润分配消息公告时，监管层需要特别注意市场的反应，尤其应该注意有关各方交易账户的动向。

第二，加强监控股权集中度较高、小流通股本和低换手率的股票交易中各账户的行为。虽然股权集中度、流通股本、换手率对操纵程度的解释能力较差，但是被操纵的股票基本上具有高股权集中度、小流通股本和低换手率的特征。监管者应该加强对买卖这些股票账户的监控，尤其是监控具有联动倾向的多个账户，并尽快向真正的交易实名制转变。因为操纵者在操纵时通常采取多账户、分仓的手段。

第三，依靠证券公司加强对交易的监控。由于直接接受客户的委托并且和市场中的其他投资者保持着密切联系，证券公司容易知晓具有内幕交易和价格操纵意图的交易指令、账户。因此，大多数国家从法律上要求证券公司不接受该种意图的指令。但是，中国证券公司却成为了内幕交易者、操纵者，或为内幕交易者、操纵者提供便利，而且中国的法律现在还没有规定证券公司拒绝接受具有内幕交易和价格操纵意图的指令，也没有规定证券公司检举、揭发操纵和内幕交易行为。因此，完善制度上的规定，加强证券公司的内部管理对于防范内幕交易和价格操纵的发生有着重要意义。然而，这个问题的解决需要很长时间，因为中国人为因素在现实中普遍存在。

第四，加强对交易监控的另一个含义是加大对内幕交易者和操纵者的处罚力度，通过提高对内

幕交易者和价格操纵者的威慑来增加其违规成本。中国的内幕交易者和操纵者所受的处罚非常轻。实际处罚以罚款为主，但是罚款数额相对于违规者的非法所得显得微不足道，几乎是相关法律、法规规定的最低金额。并且，内幕交易者和操纵者很少有受到刑事处罚²¹。过低的处罚显然是对内幕交易和价格操纵行为的纵容。因此，监管部门应该增加对违法、违规者的罚款金额并对情节严重的违法者同时进行民事和刑事处罚。

第五，要求证券市场相关者建立严格的内部信息处理机制，加强对后续信息披露的持续监管。第二内幕人之所以能够进行内幕交易，其原因在于出现了重要、秘密信息的泄漏。因此，容易产生内幕信息的各方，主要是上市公司，应该建立严格的内部机制，确保信息不被无关人士所知。这也可以在一定程度上减少基本内幕人进行内幕交易的可能性。同时，如果后续信息披露出现不一致，很可能就会为操纵者进行欺诈性的交易提供条件。因此，监管者在严格监控上市公司首次信息披露时，更应该加强对上市公司的后续信息披露的持续监管。

此外，机构投资者的发展可以在一定程度上减少市场信息不对称的程度。我们应该在增加机构投资者数量的同时，也应该注意加强机构投资者的内部管理，提高机构投资者的素质。

参考文献

- [1] 白建军. 证券欺诈及对策[M]. 中国法制出版社, 1996.
- [2] 白建军. 金融犯罪研究[M]. 法律出版社, 2000.
- [3] 丁以升. 违法行为的经济学分析[J]. 法学, 1996 (5).
- [4] 顾肖荣. 证券犯罪与证券违规违法[M]. 中国检察出版社, 1998.
- [5] 东北财经大学金融工程研究中心课题组. 证券市场内幕交易与价格操纵防范体系研究[Z]. 上海证券交易所第八期联合研究计划课题, 2003.
- [6] 何基报. 证券交易中违法违规行为的监控研究[J]. 证券市场导报, 2002 (10).
- [7] 何佳, 何基报. 中国股市重大事件信息披露与股价异动[R]. 深圳证券交易所综合研究所研究报告, 2002.
- [8] 贺显南. 中国股市庄家操纵行为研究及其政策建议[J]. 中国软科学, 1998 (12).
- [9] 蒋贤锋. 中国证券市场内幕交易与价格操纵防范体系研究[D]. 东北财经大学硕士学位论文, 2003.
- [10] 菲华力抗排华潮 [N]. 联合早报, 2000-09-03.http://www.zaobao.com.sg/chinese/region/others/pages/phil_chinese_090300.html.
- [11] 林伟萌, 胡祖刚, 黄正红, 袁国良. 中国证券市场股票价格操纵与监管研究[Z]. 深圳证券交易所第四届会员研究成果评选获奖研究成果, 2002.
- [12] 林毅夫. 自生能力与中国金融市场问题[Z]. 中国证券市场与金融改革理论研讨会会议讲稿, 2003.
- [13] 刘胜军. 股价操纵与反操纵监管[J]. 证券市场导报, 2001 (7).
- [14] 千龙新闻网. 美“有线电视之父”被捕, 华尔街振奋布什叫好 [EB/OL]. <http://finance.21dnn.com/26/2002-7-26/65@345634.htm>, 02-07-26.
- [15] 施东晖. 券市场内幕交易监管: 基于法和金融的研究[R]. 上证联合研究第三期课题报告, 02.
- [16] 史永东, 蒋贤锋. 003 政府在防范股票价格操纵中的作用[J]. 中国金融学, 1(3).

- [17] 台湾证券柜台买卖中心. 壳上柜公司股票交易情形与不法交易关联性之研究[J]. 研究报告, 1999.
- [18] 吴志攀, 唐浩茫. 融法典型案例解析 (第一辑) [M]. 中国金融出版社, 2000.
- [19] 汪贵浦. 国证券市场内幕交易的信息含量研究[D]. 西安交通大学博士学位论文, 2002.
- [20] 杨亮. 内幕交易[M]. 北京大学出版社, 2001.
- [21] 游士兵, 吴圣涛. 国证券违法犯罪的实证研究 [J]. 证券市场导报, 2001 (6).
- [22] 张胜, 陈金贤. 深圳股票市场“庄股市场”特征的实证分析 [J]. 经济科学, 2001 (3).
- [23] 张新, 祝红梅. 内幕交易的经济学分析 [J]. 经济学季刊, 2003, 3(1).
- [24] 郑顺炎. 内幕交易规制的本土化研究 [M]. 北京大学出版社, 2002.
- [25] 赵涛, 郑祖玄. 信息不对称与机构操纵 [J]. 经济研究, 2002 (7).
- [26] Aggarwal K. Rajesh, Guojun Wu. Stock Market Manipulation-Theory and Evidence [W]. University of Michigan Business School Working Paper, 2002.
- [27] Allen Franklin, Douglas Gale. Stock-Price Manipulation [J].the Review of Financial Studies, 1992 (5):503-529.
- [28] Bainbridge Stephen. Insider trading, in Encyclopedia of Law and Economics III [M]. Cheltenham, U.K: Edward Elgar Publishing, 2000.
- [29] Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions [Z]. Insider Trading-How Jurisdiction Regulate It, 2003. <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>.
- [30] Keown Arthur J. and John M. Pinkerton. Merger Announcement and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation [J]. Journal of Finance, 1981 (36):855-869.
- [31] Kyle Albert S. Continuous Auctions and Insider Trading [J]. Econometrica, 1985 (53):1315-1335.
- [32] Madhavan Ananth. Trading mechanisms in securities markets [J]. Journal of Finance, 1992, 47(2):607-41.
- [33] Meulbroek L. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading [J]. Journal of Finance, 1992 (47):1661-1699.
- [34] Park Seong-Rok. Event Study on Stock Price Manipulation [Z]. Draft, KDI School, 2001.
- [35] Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions [Z]. Investigating and Prosecuting Market Manipulation, 2000. <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>.
- [36] Yadlin Omri. Is Stock Manipulation Bad? A Theoretical Note with an Empirical Support [Z]. Berkeley Olin Program in Law & Economics Working Paper, 1999.

The Characteristics and Precaution of the Illegal Actions in Chinese Security Market

SHI Yong-dong¹, JIANG Xian-feng²

(1.Finance Department and Research Center of, Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116024,China; 2.Shenzhen SE. postdoctoral liudongzhan, Shenzhen 518010, China)

Abstract: This paper analyses the characteristics of the illegal actions based on the samples of the insider trading and price manipulation in Chinese security market. We find many violations mixed together, which makes every violating action complex. The slight punishment against the violation seems to encourage the violator. Our study accords with the research with large samples on illegal actions in Chinese security market and other markets. It also provides the researchers home and abroad with the original references on insider trading and price manipulation. And based on the status quo in Chinese security market, we suggest doing something to strengthen the regulation on trading and information disclosure to precaution against the violation in the security market.

Key Words: Insider Trading; Price Manipulation; Precaution Methods

收稿日期: 2004-8-10

基金项目: 本文得到霍英东第八届青年教师基金《股市泡沫和操纵行为: 理论与计量分析》(81078)、国家社会科学基金(项目编号: 04BJY080)和上证联合研究第八期研究计划的联合资助

作者简介: 史永东, 男, 1968年生, 东北财经大学金融学院教授, 经济学博士, 博士生导师。蒋贤锋, 男, 东北财经大学金融学院和金融工程研究中心研究生。

¹ BW 为当时最佳世界资源有限公司 (Best World Resource Corporation) 的股票代码 (Symbol)。最佳世界资源公司后来改组为法尔蒙特控股公司 (Fairmont Holdings Inc.), 其代码相应地改为 FAIR。

² 本文的内幕交易与价格操纵案指在相关公告、新闻等公开性的资料中出现了“内幕交易”、“操纵”字样或被证监会按照与内幕交易或价格操纵相关法律、法规公开处罚的案例。除了特别说明外, 本文的数据皆来自中国证监会的公开文件及上海证券交易所, 其中的价格为经过除权调整后的价格。

³ 中科创业 (000048) 股票操纵刑事案的判处结果已于 2003 年 4 月 1 日在北京市第二中级人民法院宣布, 但是到目前为止, 证监会没有公布对该案件的调查结果。因此, 被操纵股票的样本不包括中科创业。

⁴ Bainbridge (2000) 介绍了历史上几乎所有与内幕交易相关的重要文献, 汪贵浦 (2002) 也对历史上有关内幕交易的文献进行了详细回顾。

⁵ 蒋贤锋 (2003) 对操纵方面的国际研究进行了较好地回顾。

⁶ 关于这三种操纵的进一步解释见后文。

⁷ 在 Yadlin (1999) 中, 操纵者是否知情的一个衡量标准是股票在操纵之后价格是否下降。

⁸ 国内已有的相关内幕交易的研究主要集中于法律和制度方面, 如白建军 (1996, 2000); 顾肖荣 (1998) 吴志攀、唐浩莽 (2000) 等。

⁹ 2002 年 2 月 25 日公布并实施的《深圳证券交易所大宗交易实施细则》及 2002 年 12 月 31 日公布并于 2003 年 1 月 10 日起实施的《上海证券交易所大宗交易实施细则》可看作是朝着这个方向前进了一步。

¹⁰ 在本文中我们以“股票代码+案”这样的名称代表所涉及股票的内幕交易及操纵案例。在下文中, 本文有时还以股票代码指代某只股票。

¹¹ 杨亮 (2001)、郑顺炎 (2002) 认为中国市场上最早的内幕交易案例为 1993 年深圳华阳公司、龙岗公司对 600601 的短线交易。但是证监会并不是按照有关内幕交易的规定对华阳、龙岗公司处罚。而证监会对与这次事件有关联的农行襄樊市信托投资公司对 600601 交易的处罚则是按照内幕的相关规定进行的。因此, 与杨亮 (2001) 和郑顺炎 (2002) 不同的是, 尽管我们认为中国市场上最早的内幕交易案涉及的股票是 600601; 但是我们认为最早的内幕交易事件应该是农行襄樊市信托投资公司对 600601 的交易, 而不是华阳、龙岗公司对 600601 的交易。我们这种处理与汪贵浦 (2002) 一致。同时, 农行襄樊市信托投资公司是在与华阳公司业务人员洽谈业务时得知华阳将大量购入延中股票这一内幕信息, 农行襄樊市信托投资公司的交易行为早于华阳公司、龙岗公司的交易行为。

¹² 由于一些股票已经改名并且深圳证券交易所的股票代码已经由 4 位升到 6 位, 因此本文涉及到的股票和基金 (除 550552、000508 外) 均以现在的代码来表示。550552 是海鸥基金在操纵期间的代码, 它现在在证券市场上已不存

在。琼民源在操纵期间的代码为 0508，目前这个代码也不存在。出于全文代码一致性的考虑，我们在琼民源的当时代码前加了 3 个 0。

¹³ 000508 于 1997 年 7 月 28 日停牌。两年后，北京住宅开发建设集团总公司（中关村）入住琼民源进行资产整体置换，琼民源作为非上市公司继续经营。1999 年 7 月 12 日，中关村上市，股票代码为 000931。

¹⁴ 基本内幕人有时也被称为第一内幕人、传统内幕人。

¹⁵ 划分基本内幕人和第二内幕人的原因主要有：第一，基本内幕人直接掌握内幕信息或容易接近内幕信息并对其重要性有基本的了解；第二，基本内幕人了解基于这些秘密信息交易的后果。这些特点使得基本内幕人所受的处罚通常比第二内幕人严厉。而且对基本内幕人进行的监管要相对容易得多。因此，在禁止内幕交易的绝大多数国家里，基本内幕人的交易受到严格限制。但是，有的国家对第二内幕人交易的限制却并不严。

¹⁶ 即使是证监会于 2000 年公布的 000537 案例，其违法行为发生时间和结束时间也早于《证券法》的实施时间。

¹⁷ 《股票发行与交易管理暂行条例》第 46 条禁止个人持有上市公司超过 0.5% 以上发行在外的普通股，但是《证券法》中没有类似的规定。

¹⁸ 由于大多数的内幕交易和价格操纵发生在 1999 年 7 月 1 日之前，因此大多数相关违规主体主要是违反了《股票发行与交易管理条例》和《禁止证券欺诈暂行办法》的相应规定，而不是违反了《证券法》。

¹⁹ 自 2001 年 10 月 1 日起，上海证券中央登记结算公司、深圳证券登记有限公司从事的证券登记结算业务均由中国证券登记结算有限责任公司承接，上海证券中央登记结算公司、深圳证券登记有限公司依法定程序注销。

²⁰ 即使以股票的总股本来计算最高持仓率，这个比率也比较高。如，000008 的这个比率也高达 40.75%。

²¹ 中国《刑法》第 180、182 条分别对内幕交易和价格操纵的处罚进行了相应的规定。