

订单型操纵的新发展及监管

孔东民¹ 王茂斌² 赵婧³

(1.华中科技大学经济学院, 湖北 武汉 430074; 2.对外经贸大学金融学院, 北京 100029;
3.厦门大学王亚南经济研究院, 福建 厦门 361005)

摘要: 本文考察了一类新的操纵类型——订单型操纵及其监管。研究发现, 对于订单型操纵而言, 订单提交频率较高且撤单速度非常快, 以避免成交风险; 申报买入笔数很多且提交订单额度巨大, 但成交笔数极少; 买入申报撤单量占该股票当日市场买入总申报比例极高。进一步, 操纵者选择的股票往往具有低股价和小市值的特征; 操纵行为对价格和流动性仅有短暂的影响。比较发现, 中国和美国订单型操纵在制度上存在差异。本文研究对于如何在中国更好地加强这一类新型操纵的监管有着借鉴意义。

关键词: 订单型操纵; 市场价格; 流动性

Abstract: This paper examines a new type of market manipulation, order type manipulation and its supervision. We found that for the order type manipulation, the order submission frequency is high and the cancellation is very fast as well, therefore the transaction risk is avoided. Usually many orders with huge value are submitted, but the actual transaction amount is very little and the cancelled orders have an extremely high proportion of the total order submission. Furthermore, the manipulators often choose stocks with low price and small market value, and the manipulation of price and liquidity is of short-term only. It is also found that the order type manipulation is different in the U.S. and China market. This paper might be a good reference to strengthen the supervision of this new type manipulation in China market.

Keywords: order type manipulation, market prices, liquidity

作者简介: 孔东民, 金融学博士, 华中科技大学经济学院硕士生导师, 研究方向: 行为金融、微观结构。王茂斌, 对外经贸大学金融学院硕士生导师, 研究方向: 微观结构。赵婧, 女, 厦门大学王亚南经济研究院硕士生, 研究方向: 金融计量。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

“……对于订单型欺骗的传统定义主要是涉及参与者在大量订单提交后快速取消, 以此触发市场价格趋势, 而该参与者能够在相反方向上进行交易来获利。例如, 在闪电卖单(flash quote to sell)所创造的低价上买入(或闪电买单所创造高价上卖出)的行为。最近, 对于订单型欺骗的定义已经进行了更大的扩展, 其中包括通过提交订单来获得不合理的市场优势。……”

——见NASD前主席Mary L. Schapiro (2001) 给美国众议院院长John D. Dingell的公开信

订单型操纵简介

长期以来, 股票市场的操纵以及如何合理识别的问题吸引了实务、学术研究者以及监管部门的注意。操纵

行为不但干扰市场供给和需求的正常状态, 而且还破坏价格公平与公正, 并逐渐腐蚀投资者信心和市场公平。尽管此议题如此重要, 但是因为数据的限制, 相关的研究却大都限于理论探讨, 经验性的研究并不多见 (Jiang, Mahoney, and Mei (2005)^[4]; Khwaja and Mian (2005)^[5]; Aggarwal and Wu (2006b)^[1]。

在本文中, 我们探讨一类新出现的操纵行为——订单型操纵(Order-based manipulation), 有时候, 也称之为欺骗型订单(spoofing order)或者虚假订单操纵(fictitious order manipulation)。这种类型操纵最近才随着电子化系统的发展变得普遍起来。各国的证券监管部门也在近期给予这一类型操纵更多的注意。

例如, 2010年6月8日, 为了识别和阻止市场中的操纵

行为,美国证券交易委员会(SEC)在《联邦公报(Federal Register)》上发布了一项旨在巩固审计核查的提议。在该提议的条款中,一个很重要的论点是:私人订单或报价中隐含的哪些信息将有助于识别欺骗型订单?欺骗型订单是指市场参与者基于改变国家最优买卖报价(National Best Bid and Offer, NBBO)的意图而提交的订单,该订单提交后会快速取消。对于现在的市场参与者来说,他能够同时在多个市场,利用不同的账户来从事操纵行为。因此,要识别订单的来源进而判断该订单是否属于操纵行为更加困难。事实上,全世界的监管者已经开始禁止订单型操纵行为,在第二节中我们会对此进行简单的回顾。

对于一个典型的订单型操纵行为而言,参与者以一个比现有的NBBO更好的价格,提交100股(这是可以在订单簿上显示的最低要求)购买(出售)某个成交量很少的证券的小额订单,从而改变该证券的买(卖)价,进而改变NBBO。当新的NBBO出现后,参与者立即通过不同的账户在相反方向进行大量的交易获利,并取消之前的订单。¹例如,被美国证券交易委员会起诉的Alexander Pomper案件中,Pomper在当时市场买方报价11.0625美元,卖方报价11.4375美元时,提交了一个以11.375美元购买Gumtech International(“GUMM”)300股的订单。根据订单显示规则,Pomper所提交的11.375美元的买价立即成为最新的买方报价。马上,Pomper通过另外做市商提交以11.375美元卖2000股GUMM股票的订单,因为其他做市商现在以Pomper刚刚制造的11.375美元买价为准,所以Pomper的卖单立即以11.375美元执行,同时,Pomper取消之前提交的11.375美元的买单。按照这个策略,Pomper的每股卖价提高了0.3125美元,整体卖价提高了625.00美元。Pomper的行为之所以构成欺骗是因为他试图利用虚假交易来改变市场NBBO。

即使操纵很难被精确定义,但是操纵的基本特征是“故意干扰市场供给和需求的正常状态”、“攻击自由市场经济体系的基础和完整性”(Pagel, Inc., 48 S.E.C. 223, 226(1985))。显然,因为Pomper的操纵行为,做市商们在一个虚假的价格上交易。这种行为无疑破坏了市场价格完整性,它把一个并没有反映交易者真实意图的价格植入到NBBO中,这违反了证券法的基本目标。

订单型操纵是1997年美国引入NBBO后才出现的,至

今很少有正式的论文讨论这个新现象,但是轶事报道层出不穷。²

订单型操纵的国际监管

1997年,美国证券交易委员会要求纳斯达克做市商显示所有来源的最优报价后,欺骗型订单开始出现。所有后面讨论的欺骗案例中,参与者都是使用电子交易系统,这个系统会自动撮合买家和卖家,允许参与者匿名提交订单,并且在订单没有成交时立即取消。对于大多数人来说,订单型操纵是一个新型的操纵类型,因为它是在电子交易系统采用后才飞速发展的。在某种程度上,可以说是电子交易系统模糊了操纵行为和正常交易行为的边界。例如,O'Hara (2010)^[8]认为“……现在,很多情况下,我们并不清楚什么是(或什么应该是)真正的报价。这些情况的发生是因为,在电子交易系统中,订单可以非常快速地提交,从而为潜在的滥用提供了条件……”

在当前市场情况下,许多交易所和监管者已经在为监管这类新型的操纵行为而努力。2007年3月21日,芝加哥证券交易所(CSE)提议修改它的两条规则,从而更好地识别价格操纵行为。其中一个方面是扩展认定操纵的基础,把之前基于成交来认定操纵扩展为基于订单,比如说订单型操纵行为。芝加哥证券交易所声称,改变后的规则可以更好地判定操纵行为。因为在某些情况下,比如说当订单陆续以更高或更低价格提交时,价格操纵也会发生,现在的价格操纵不再仅仅限于以更高或更低价格成交的情形。芝加哥证券交易所认为操纵性订单的目的是改变买价或卖价,因此,该参与者可能会通过提交并无成交意图的订单,来制造虚假的交易情形改变市场的价格趋势,从而误导其他参与者。该提议很快就于2007年5月24日被美国证券交易委员会(SEC)通过。

近期,为了评估市场规则与交易技术是否与现实发展保持了同步,美国证券交易委员会(SEC)于2010年1月21日在《联邦公报》上发布了一系列的市场结构议题,邀请公众对此发表意见。关于操纵性订单方面,提议侧重于惯性激发策略(momentum ignition strategies, MIS),比如,交易者通过迅速提交和取消订单来“欺骗”其他交易者进行交易,并使他们买(卖)更加激烈。而该交易者因为建仓很早,所以如果他可以成功地制造一个价格趋

势，那么他就可以通过清仓马上获利。提议指出：“该操纵对很少受到股票分析师和公众的注意的、交易量不活跃的股票危害最大。这类股票的价格很容易被一个相对较小的交易量改变。”因此，美国证券交易委员会(SEC)很关心的是，如果MIS已造成伤害，那么是否有客观的标准来可靠地识别这类行为？是否有监管方法可以有效地减少或杜绝MIS的使用，并且对其他有利于长期投资者和市场质量的策略没有影响？同时，美国证券交易委员会也关注机构投资者潜在的不正当行为，比如，机构投资者通过申报一个小额订单达到短时间改变NBBO目的后，马上提交一个大额订单的行为。

近期，世界各地的监管机构已经开始禁止订单型操纵活动。Cumming and Johan (2009)^[3]发现，欺骗型订单已经被大多数交易所明令禁止(如纳斯达克交易所、伦敦、加拿大、中国等)。Kuk, Liu, and Pham (2009)^[6]基于澳大利亚的欺骗研究中也提到了孟买股票交易所(参与者已经在2007年8月被印度证券交易委员会起诉)和越南股票交易所(参与者已经在2008年6月被越南国家证券委员会处罚)的几个案例。此外，瑞士交易所(SIX Swiss exchange)把欺骗型订单定义为“为大宗交易提交的立即取消的虚假订单”，该规则是瑞士交易所2008年的第22号指导意见，并在2009年1月1日已经实施。

然而，尽管自1998年以来监管机构已经加紧监督和立案起诉经纪人及投资者，但是利用欺骗型订单操纵价格的行为一直在持续(即使在美国股票市场也是如此)。例如，2001年8月，全美证券交易商协会(NASD)调查了11起经纪人试图利用虚假报价操纵股票价格的欺骗案件。同时，协会还向证券交易委员会(SEC)提交了两年半以来发生的其他21起欺骗案件。基于这类操纵行为，协会2000年对4名经纪人实施了总共177,353美元的金融犯罪处罚。事实上，监管者的这些努力已经引起了国会的注意。John D. Dingell，密歇根州的著名民主党代表人，曾要求美国证券交易委员会和全美证券交易商协会定期汇报它们对欺骗行为的监管情况(见“股票价格的操纵行为”，《纽约时报》，2001年8月23日；“NASD调查11起“欺骗”案例，《洛杉矶时报》，2001年8月23日)。³

我们收集了自1999年以来美国证券交易委员会起诉的相关案件(见表1)。虽然被起诉的操纵行为多数发生

在2000年左右，但是美国证券交易委员会的公布日期从2000年持续到2007年。显然，起诉的过程非常缓慢并且耗费时间。根据美国证券交易委员会发布的文件，所有的操纵型订单均违反了美国《证券法》的第10条(b)和条例10b-5(购买或出售证券时禁止使用“任何操纵或欺骗性的策略和计谋”)、美国《证券法》的第17条(a)(禁止购买或出售证券时存在此类行为)。同时，这类案件大多数违反了NASD行为法规的2110条(需要遵守交易的公正公平原则)和2120条(禁止购买或出售证券时存在欺诈行为)。这些反欺诈的条款禁止人为影响证券市场价格的交易行为。事实上，美国证券交易委员会一直坚持，第10(b)和条例10b-5条禁止任何以操纵股票价格为目的的交易，因为这类交易“扭曲了市场反映买卖双方真实意图的功能”(Halsey, Stuart & Co.,美国证券交易委员会发布第34-4310号(1949))。

美国订单操纵案例

为了更好地理解这类操纵行为，我们对美国地区法院存档的，由美国证券交易委员会起诉的近期发生的操纵性订单案件进行一个案例分析。

一、Terrance Yoshikawa的订单操纵

2006年4月26日，美国证券交易委员会发布了一份关于Yoshikawa案件的17页报告。报告陈述了委员会的意见并介绍了详细的证据。Terrance Yoshikawa，曾任证券经纪人，KO 证券公司的首席交易员。他1999年4月20日在VSIO股票的19笔订单操纵行为是一个很好的案例。具体如下：

1) 下午2点21分23秒，VSIO股票的全国最优报价(NBBO)是买价23.0625美元，卖价23.25美元。

2) 下午2点25分25秒，Yoshikawa用其在Roth IRA 的账户向Instinet经纪公司⁴提交了一个以23.1875美元买入VSIO股票100股的订单，使得VSIO的NBBO变为买价23.1875美元，卖价23.25美元。

3) 3秒钟后，也就是下午的2时25分28秒，Yakushijin(她是Yoshikawa的助手)给Paine Webber经纪公司发出以23.1875美元卖出1000股VSIO股票的指令。其中500股来自于Yoshikawa的私人账户，另外500股来自于Yoshikawa在Roth IRA 的账户。

4) 下午2时25分28秒，Bear Sterns以23.1875美元的价

格成交该卖单。

5) 卖单成交8秒后,也就是下午的2时25分36秒, Yoshikawa取消在其通过Instinet经纪公司所提交的100股买单,这导致VSIO股票的NBBO重新返回到买价23.0625美元,卖价23.25美元。

6) Yoshikawa的这个交易策略使他在这8秒钟内获得了每股0.125美元的价格优势。

二、评论

根据证券交易委员会的调查, Yoshikawa 19个订单中

的16个是在最初的小额订单进入Instinet公司系统后的15秒内取消的,其他3个订单是在43秒内取消的。因此,这类欺骗型订单都是闪电订单,它们的提交和取消都非常迅速,从而尽可能地避免成交风险。但是,需要注意,此类型操纵并非完全无风险,例如, Yoshikawa的一个订单在进入Instinet公司系统后17秒被成交,当然,他在反方向提交的大额订单已经成交(操纵成功)。实际上,只有极少数的情况这些欺骗型订单会被成交,所以对于操纵者来说,这类风险相对较小。而且,即使最初的订单被执行,参与

表1 被SEC起诉的操纵型订单案例

#	被告人和被告日期	被告人行行为概述
1	被告: Ian Fishman和Laurence Fishman 操纵日: 1997年1月27, 28 诉讼发布日期: 1998年6月24	被调查对象的交易分为四个步骤: 1)通过某纳斯达克做市商提交限价卖单,一般是100股,并且报价低于目前的NBBO卖价。根据订单显示规则,这个订单会有效地降低NBBO卖价; 2)Lawrence Fishman提交500股或者更多的市价买单,在刚刚生效的较低卖价上与经纪自营商成交。买单成交后, Ian Fishman立即取消之间提交的限价卖单; 3)Lawrence Fishman的买单低价成交后, Ian Fishman再次通过某纳斯达克做市商提交一个新的限价买单,通常是100股,报价高于当前NBBO买价。这样,该买单提高了NBBO买价。4)Lawrence Fishman提交卖出他最近购买的所有股票的市价卖单,该卖单最终以刚刚生效的较高买价与经纪自营商成交。当Lawrence Fishman的卖单成交后, Ian Fishman迅速取消之前提交的买单。 被调查人操纵的股票有: Men's Wearhouse, Inc. (成功), Arbor Software Corp. (失败), DII Group, Inc. (成功), Pacificare Health Systems, Inc. (成功)以及Remedy Corp. (成功)。
2	被告: Robert J. Monski 操纵日: 1997年10月至11月 诉讼发布日期: 2001年5月3	Monski通过提交若干小额买单卖单影响交易量较小股票的NBBO。 Monski试图利用小额订单改变NBBO使他之前提交的反方向的“要么完全成交要么不成交”的订单成交。他利用小额订单改变NBBO来达到“要么完全成交要么不成交”的订单的成交价格。 当反方向订单成交后, Monski立即取消之前的小额订单。通过这种方式, Monski操纵公开报价并为成百笔订单获得了更好的执行价格。
3	被告: Terrance Yoshikawa 操纵日期: 1999 2月至5月 诉讼发布日期: 2006年4月26日	在19起交易中,被Yoshikawa提交100股小额订单的纳斯达克上市的证券共有三只: Anadigics, Inc. ("ANAD"), VSI0 Corporation ("VSI0"), and Advanced Digital Information Corp. ("ADIC")。这些订单由Yoshikawa亲自通过Instinet经纪公司提交。 在这19起交易中,提交100股订单后的几秒钟内, Yoshikawa 命令其助手Yakushijin提交相反方向的订单,大小从1000股到2500股不等,这些订单以刚刚生效的NBBO成交。
4	被告: Alexander M. Pomper 操纵日: 1999年 诉讼发布日期: 2001年11月5日	Pomper在当时市场买方报价11.0625美元,卖方报价11.4375美元时,提交了一个以11.375美元购买Gumtech International("GUMM")300股股票的订单。根据订单显示规则, Pomper所提交的11.375美元的买价立即成为最新的买方报价。马上, Pomper通过另外做市商提交以11.375美元卖2000股GUMM股票的订单,因为其他做市商现在以Pomper刚刚制造的11.375美元买价为准,所以Pomper的订单立即以11.375美元执行(而不是11.0625美元)。Pomper在每股卖价提高了.3125美元或者说是625.00美元后,立即取消之前提交的11.375美元的买单。
5	被告: Stanley Awdisho, Michael Kundrat, 以及 Kristopher Smolinski 操纵日: 1999年9月至12月 诉讼发布日期: 2004年10月7日	Awdisho, Kundrat和Smolinski通过提交小额的期权合约来人为提高(降低)某一期权的买价(卖价)。然后, Awdisho, Kundrat以及 Smolinski在其他交易所提交相反方向的大额订单,以之前人为制造的新价格成交。 当大额订单成交后, Awdisho, Kundrat and Smolinski 立即取消之前的小额订单。
6	被告: Leonard T. Sheehan 操纵日: 2000年11月至2001年2月 诉讼发布日期: 2003年3月18日	Sheehan提交了至少25个买单卖单来改变某些纳斯达克小盘股的NBBO。当他提交的小额订单报价成为新的NBBO后,他马上通过不同的经纪人提交反方向的大额订单。当大额订单成交后, Sheehan立即取消之前提交的小额订单。通过这种方式, Sheehan操纵公开报价获得了更好的执行价格。在操纵期间, Sheehan成交了大约43笔大额订单,成功取消了25笔中的17笔小额订单,获利10,625美元。
7	被告: Israel M. Shenke R 操纵日: 2000年1月 诉讼发布日期: 2001年11月5日	Shenker提交了至少31个买单卖单来人为影响某些纳斯达克小盘股的NBBO。当他提交的小额订单成为新的NBBO后,他马上通过NASDAQ'S computerized Small Order Execution System ("SOES")提交反方向的大额订单。他提交的订单一般是500股或者更少,他的目的是利用通过ECN提交的小额订单改变NBBO。在大额订单成交后, Shenker立即取消之前提交的小额订单。通过这种方式, Shenker操纵公开报价获得了更好的执行价格。
8	被告: Joseph R. Blackwell, Bradford D. Blackwell, 以及Timothy R. Blackwell 操纵日: 2000年1月 诉讼发布日期: 2001年11月5日	2000年1月期间, Joseph Blackwell提交了至少22个买单卖单来人为影响某些纳斯达克小盘股的NBBO。当他提交的小额订单成为新的NBBO后, Joseph Blackwell或者他的儿子们马上通过多个其他账户提交反方向的大额订单。Joseph Blackwell通过短信通知他的儿子们他操纵市场的精确时间。 当反方向订单成交后, Joseph Blackwell要么取消之前的小额订单,要么不做任何处理。
9	被告: Jason Frazee 操纵日: 2000年3月6日至8日 诉讼发布日期: 2003年3月18日	Frazee提交了大约16个买单来人为影响某些纳斯达克小盘股的NBBO。 Frazee首先通过ECN提交一个小额的买单,然后该买单报价成为最新的买价。接下来的几秒钟内, Frazee通过其他经纪人账户提交大额卖单。 当该反方向大额订单成交后, Frazee立即取消之前的小额订单。通过这种方式, Frazee操纵公开报价获得了更好的执行价格,共达成大约96笔获利交易。
10	被告: Cary R. Kahn 操纵日: 2002年3月至6月 诉讼发布日期: 2004年4月29日	Kahn提交了至少52个买单卖单来改变纳斯达克若干股票的NBBO。当他提交的小额订单成为新的NBBO后, Kahn马上通过其他账户提交反方向的大额订单。 当反方向订单成交后, Kahn立即取消之前的小额订单。通过这种方式, Kahn操纵公开报价获得了更好的执行价格,共达成大约52笔交易,成功取消52笔小额订单中的49笔,获利12,188美元。

者的损失也是微不足道的。因为最初的订单往往只有100股，这与反方向成交的大额订单相比是非常小的。

虽然Yoshikawa通过这些操纵只获得了5,375.00美元的利润，但是证券交易委员会认为，他的行为更多的是破坏了NBBO的权威、完整和可靠，还有整个证券市场供给和需求的正常状态。事实上，结合购买或出售证券的目的，根据10b-5条例，Yoshikawa的行为已经足以被认定为操纵。投资者是否因该操纵行为蒙受损失并不是构成纪律处分的必要条件。

Yoshikawa曾为自己从以下两点辩护：第一点是，他只是想检验“隐藏订单(hidden order)”的存在。然而，事实上更有效的检验“隐藏订单”的方法是：提交“立即执行或取消”型委托单(Immediate Or Cancel, IOC)。在没有“隐藏订单”时，提交IOC订单可以完全消除订单取消之前的任何成交风险。此外，IOC订单不会改变相关股票的NBBO，因为这类订单要么被立即成交，要么立即取消(没有“隐藏订单”时)，因此，NBBO不会发生变化。作为一个熟练的交易员，Yoshikawa不可能忽略这种更有效的方式。除此以外，Yoshikawa也无法解释为什么“隐藏订单”会对他随后在相反方向提交的大额订单造成损害。

Yoshikawa的第二点辩护是，如果把他的每一个订单单独来看的话，它们都是合法的交易。因此，NASD不能证明他在进行欺诈操纵。

但是，看似孤立的无辜的行为，如果当作为一个整体来看，就构成了操纵活动的详细证据。SEC指控到，“大量的事实”说明Yoshikawa试图首先用小额订单来改变NBBO，然后在反方向上成交大额订单获利。这重复的模式说明Yoshikawa在从事人为操纵某特定证券NBBO的操纵行为。的确，“操纵行为的认定总是需要依赖于大量的事实细节推论，必须从收集到的行为模式，从明显的违规行为，从交易数据来得到结论。当把所有的这些一并考虑时，它们的确会成为指证“干扰市场供给和需求正常状态”的证据”(Pagel, Inc., 48 S.E.C. 223,226 (1985))。

在Yoshikawa的交易活动中，Yoshikawa把订单提交给Yakushijin需要时间，Yakushijin输入证券的名称、价格、代码以及校对同样需要时间，所以，除非第二个大额订单是在小额订单提交之前就已经准备好的，否则，在提交了第一个订单后如此迅速提交第二个大额订单几乎是不可能

的。Yoshikawa不断重复的交易行为以及这三项交易(小额订单、反向大额订单、取消小额订单)极短的间隔时间均说明，Yoshikawa的交易行为是有意安排的。

中国股市的订单操纵案例

一、中国股市的订单型操纵

到目前为止，中国股市也披露了两起典型的订单型操纵案例。2008年1月7日，中国证券监督管理委员会(证监会)发表了一份关于周建明(个人投资者)的公开行政处罚决定。证监会指控，周建明从2006年1月至2006年11月，曾通过频繁申报和撤销大额订单来操纵上海证券交易所(上交所)上市的15只股票。另外，证监会还发布了被操纵的股票的名称、操纵日期、订单数量和订单提交的价格。

证监会指控到，周建明利用频繁申报和撤销申报手段操纵“大同煤业”等15只股票价格的违法所得为1,762,239.85元。基于在证券营业部调取的周建明交易“大同煤业”等15只股票的股东账户、资金划转凭证，上海证券交易所提供的周建明交易“大同煤业”等15只股票的计算数据，相关人员的谈话笔录等，证监会提供了充足的证据证明周建明违法操纵，并认为周建明的行为违反了《中华人民共和国证券法》第七十七条第一款第四项的规定，构成了操纵证券市场。

2009年10月30日，证监会又披露了一个更为详细的关于莫建军利用订单型操纵非法获利的案例。莫建军的行为同样违反了《证券法》第七十七条第一款第四项关于禁止“以其他手段操纵证券市场”的规定，构成了《证券法》第二百零三条规定的“操纵证券市场”的行为。我们选取一次典型的操纵行为进行说明，具体如下：

2007年4月9日，该账户申报买入“泰豪科技”股票26笔，共计10,007,600股，全部申报撤单，并成功撤单，成交0股，成交数量占申报量的0%。买入申报撤单量占该股票当日市场买入总申报量的54%。

(1)当日集合竞价阶段，该账户在9:15:12以17.35元(该股票当日涨停板价格)申报买入37,900股，9:18:45以16.48元申报买入39,900股，以上2笔交易分别在9:18:27和9:19:05撤单，成交0股。集合竞价阶段该股票市场买入总申报213,500股、总撤单78,800股，该账户买入申报量占市场总申报量的36.44%；买入申报撤单量占市场总撤单

量的98.73%。

(2)连续竞价阶段, 9:41:28至10:04:00, 该账户连续3笔申报买入, 申报价格从15.60元至15.80元不等, 共计187,600股, 申报前前5档未成交买单总计99,850股。上述买入申报全部撤单, 撤单时间距申报时间平均26秒(最短5秒)。此时段买入申报撤单量占市场买入总申报量的20.07%, 该股票市场成交价格从申报前的15.84元下降到申报后的15.70元。

(3)从9:43:44至10:07:35, 该账户以均价15.75元卖出9笔, 共计62,700股。

(4)从10:12:17至10:41:07, 该账户连续4笔申报买入, 共计754,500股, 申报价格从第1笔的15.54元逐笔提高到第4笔的15.68元, 申报前前5档未成交买单总计232,156股。上述买入申报全部撤单, 撤单时间距申报时间平均26秒(最短14秒)。此时段买入申报撤单量占市场买入总申报量的31.33%, 该股票市场成交价格从申报前的15.58元上升到申报后的15.72元。

(5)从10:13:16至10:47:55, 该账户以均价15.65元卖出21笔, 共计245,000股。

(6)从10:52:53至11:17:42, 该账户连续5笔申报买入, 共计1,815,300股, 申报价格从第1笔的15.60元逐笔提高到第5笔的15.80元, 申报前前5档未成交买单总计430,907股。上述买入申报全部撤单, 撤单时间距申报时间平均1分14秒(最短20秒)。此时段买入申报撤单量占市场买入总申报量的76.22%, 该股票市场成交价格从申报前的15.68元上升到申报后的15.83元。

(7)从10:55:15至11:29:17, 该账户以均价15.81元卖出13笔, 共计90,000股。

(8)从13:05:05至13:42:41, 该账户连续8笔申报买入, 共计4,252,400股, 申报价格从15.68元至15.77元不等, 申报前前5档未成交买单总计261,970股。上述买入申报全部撤单, 撤单时间距申报时间平均35秒(最短9秒)。此时段买入申报撤单量占市场买入总申报量的86.72%, 该股票市场成交价格从申报前的15.79元下降到申报后的15.77元。

(9)从13:06:42至14:07:25, 该账户以均价15.75元卖出21笔, 共计170,405股。

(10)从14:07:33至14:18:55, 该账户连续4笔申报买入, 共计2,920,000股, 申报价格从15.54元至15.61元不等, 申报前前5档未成交买单总计293,790股。上述买入申报全部撤单, 撤单时间距申报时间平均57秒(最短33秒)。此时段买入申报撤单量占市场买入总申报量的89.35%, 该股票市场成交价格从申报前的15.66元下降到申报后的15.65元。

(11)从14:09:40至14:26:01, 该账户以均价15.60元卖出8笔, 共计191,895股。

二、实证分析

根据证监会针对莫建军操纵案例的公告, 我们整理了其操纵主要的特征表现。具体如表2所示。

根据表2, 我们可以发现订单型操纵的一些订单提交特征: 第一, 提交订单频繁且撤单速度非常快, 避免成交风险。例如在莫建军的操纵案中, 根据其提交的订单以及撤单时间, 可以看到其撤单时间大部分都分布在3秒至30秒的期间内。这类似于国外的闪电订单。因为中国股市的订单只显示了5档, 如果提交的订单在5档之外, 不会被其他投资者看到, 也就失去了意义, 但是在5档之内报价, 会有一定程度的成交风险。因此, 操纵的一个

表2 莫建军订单型操纵的基本统计

代码	名称	操纵日期	申报买入笔数	申报买入总股数	撤单数量(比例)	成交股数(比例)	买入申报撤单量占该股票当日市场买入总申报比例
000920	南方汇通	2007.2.16	16	11,732,600	11,688,000(99.62%)	44,600(0.38%)	32.70%
600770	综艺股份	2007.3.9	29	10,730,100	10,730,100(100%)	0(0%)	57.07%
000657	中钨高新	2007.3.26	34	14,489,300	14,458,114(99.78%)	31,186(0.22%)	52.68%
600590	泰豪科技	2007.4.9	26	10,007,600	10,007,600(100%)	0(0%)	54.00%
000851	高鸿股份	2007.5.9	25	14,874,500	13,550,047(91.1%)	334,453(2.25%)	32.01%
600192	长城电工	2007.6.8	14	11,380,700	10,903,552(95.81%)	477,148(4.19%)	40.86%
600192	长城电工	2007.6.11	37	28,519,800	26,699,800(98.74%)	360,000(1.26%)	65.39%
600192	长城电工	2007.6.12	5	2,020,000	2,020,000(100%)	0(0%)	11.32%
600160	巨化股份	2007.6.19	26	20,022,900	20,022,900(100%)	0(0%)	42.23%
均值			24	13,753,056	13,342,234(98.34%)	138,598(0.92%)	43.14%

特征是提交频繁，且撤单速度快。

第二，申报买入笔数较多，提交订单额度巨大。操纵者通过大额的买单诱使其他投资者误以为有信息(中国股市卖空限制)，为了强化这种情况，操纵者通过多次提交大额买单来误导投资者。例如，其申报买入笔数，每次操纵中平均提交24次(注意到，因为撤单非常迅速，这些买单最后98.34%的比例被成功撤销)。进一步结合每日平均申报买入总股数(均值为13,753,056股)，可以大致算出操纵者每次提交订单的数额为573,044股(=13,753,056/24)。对于规模较小的公司而言，这是相当大的委托单，足以引起投资者的注意，并吸引他们参与进来。

第三，可以看到买入申报撤单量占该股票当日市场买入总申报比例也相当大，其均值为43.14%。这意味着当日所有的提交的买入订单中，有一半的订单来自于操纵者(尽管其成交量非常少，仅占其全部买入订单的0.92%)。

最后，操纵者不会持续在一只股票上操纵。在周建明和莫建军的操纵案中，所有的操纵都是以当天为单位。也就是说，操纵者在选定股票之后，很快进入操纵，获利之后在当日离开，并不会持续在某一股票上停留太久。这也是符合直觉的，因为中国股市缺乏卖空机制。因此，订单型操纵必然是单向操纵，即先拉升股价，然后趁高卖出以前所累积的仓位。如果成功操纵之后，操纵者手中已经不会再有或者仅有少量该股票持仓，所以在随后的交易日，操纵者自然不会再参与该只股票。

相对于美国的情况，我们可以看到，操纵者的内在逻辑是一致的，即都是要通过虚假订单来影响最优报价或者其他投资者的看法，在此基础上，操纵者通过相反的操纵进行获利。但是因为制度的不同，美国和中国的订单型操纵也存在一些差别。例如，在美国股票市场，买入或者卖出都可以误导投资者；但是在中国，操纵者无一例外都是通过大额买入订单，误导投资者，拉升股价，然后出货清仓。另外，美国的NBBO也跟中国5档报价不尽相同。在美国NBBO的制度下，存在通过一个很小订单来影响NBBO的可能；但是在中国的股市上，可能效果更好的做法是

频繁提交大额的买入委托单，这样引入其他投资者，推高股价从而也起到类似于改变NBBO的结果。在价格达到操纵者的预期之后，其挂入大量市价卖出委托单获利。

接下来，我们考察我国两起操纵案例中被操纵股票是否存在一些基本类似的特征。为此，我们定义操纵发生日为日期0，然后根据标准的事件研究法，选取[-10, +10]的事件窗口。

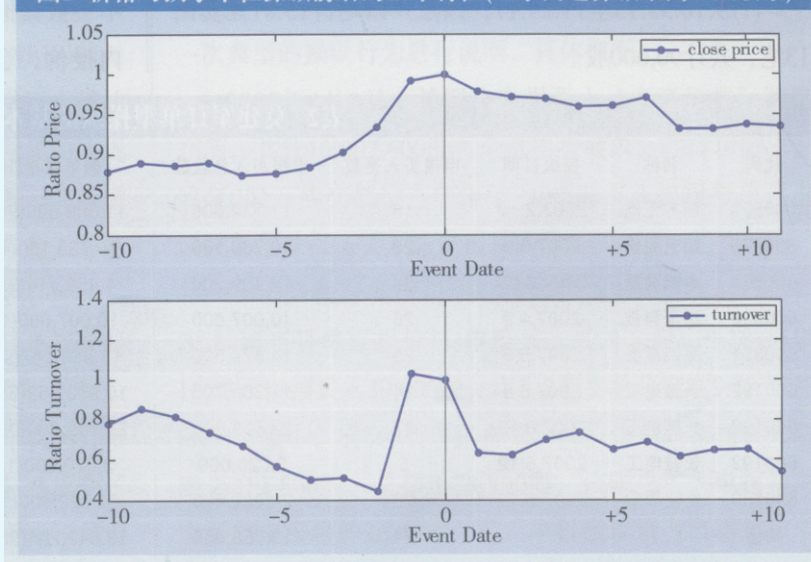
因为表2中已经报告了操纵都发生在短期(单日的操纵)，因此这样的事件窗足够涵盖操纵事件。首先选取操纵发生前第10个交易日的数据进行描述性统计。结果如表3所示。

可以看到，所有股票的收盘价都较低(相对于2007年中国股市大涨这一阶段而言)，流通市值和流通股本也相对较小，显然，这一类的股票操纵者操纵起来会具有更大的市场力(market power)，从而会降低其操纵风险。此外，换手率和收益率相对变异较大，无法得到具体的结论，这可能和操纵者会选择不同的时机操纵有关系，在某些事件前后，可能会有比较合适的时机，但是这些事件可能会影响我们对换手率和收益率的判断。今后在有更

表3 操纵股票事件前期的基本特征统计

	均值	标准差	最小值	最大值
收盘价	7.57	5.35	2.28	16.13
交易量	9928578	1.35E+07	1074329	5.83E+07
换手率	0.0573	0.0603	0.0022	0.2408
收益率	0.0009	0.0534	-0.0998	0.1005
流通市值	1.30E+09	9.02E+08	2.21E+08	3.00E+09
流通股本	2.73E+08	3.84E+08	4.56E+07	1.75E+09

图1 价格与换手率在操纵前后的基本特征(基于两起操纵案例21只股票)



多数据的情况下,我们希望能深入考察这一问题。

最后,为了说明操纵行为对股价(或收益)和流动性的影响,我们进一步考察价格和换手率(流动性)在操纵发生前后的基本特征。为了消除不同股票之间数量级的差别,我们令操纵事件日的相应变量标准化为1,然后再令其他日期的值以此为基准进行标准化。最后,我们对两起案例中所有被操纵股票按照事件日进行平均。结果如图1所示。可以看到,股票价格在操纵前期已经有上升的趋势,这意味着,可能操纵者会故意选择一些恰当的时机操纵,比如在公司的利好消息发布后进入市场,以更容易地拉升股价。但是也可以看到,在操纵日股价平均而言并没有显著的增加。这说明,尽管投资者被操纵者的大额订单所诱惑,但是实际上股价并没有上涨(因为操纵者撤销其买入委托,并提交大额卖出委托),甚至在操纵以后的时间里股价出现了持续的下跌形态。

对于换手率的时间变化,也出现了类似的规律。即在操纵日因为操纵者大额的虚假买入引诱投资者,并在合适价位上卖出大额委托。这使得换手率在操纵日相对较高。但是这种影响都是暂时性的,随着操纵的结束,第二个交易日换手率又出现了下跌,并大致恢复了历史平均水平。

小结

本文考察了一类新的操纵——订单型操纵。首先,介绍了西方国家(比如美国)对于这一类操纵的最新关注和进展。其次,我们细致考察了一例美国订单操纵的案例并加以分析。接下来,结合中国的两例同类案件,我们进行更细致的分析并发现操纵行为的一些基本特征,比如:提交订单频繁且撤单速度非常快,避免成交风险;申报买入笔数较多,提交订单额度巨大;买入申报撤单量占该股票当日市场买入总申报比例也相当大;以及操纵者不会持续在一只股票上进行订单型操纵。在此基础上,我们进一步发现,操纵者选择的股票往往具有低股价和小市值的特征。此外,操纵行为对市场价格和流动性仅有短暂的影响,随着操纵的结束,价格和流动性又大致会回到正常水平。

在文章中,我们对中国和美国订单型操纵的差异,从两国的制度区别上进行了一些分析对比。本文的研究对于如何在中国更好地加强这一类新型操纵的监管有着一定程度的借鉴意义。 ■

[基金项目:本研究是国家自然科学基金项目“投资者行为与资本市场稳定性研究”(70803013)以及“股权类衍生产品市场操纵行为与监管制度研究”(70703024)的研究成果]

注释

1. 注意到,操作性订单并不是无风险,例如,NASD的市场监管部门最初指控Yoshikawa涉嫌20笔操纵交易,包括一笔最初的小额订单未被取消的交易。而中国股市的莫建军在操纵的七只股票中也有类似的情况,共5只股票盈利176.24万元,同时2只股票亏损98.76万元,合计盈利77.48万元。详见后文。

2. Allen and Gale (1992)^[2]把操纵分为三类:基于行动的操纵、基于信息的操纵以及基于交易的操纵。然而,订单型操纵和这三种类型都不同。

3. 即使有些金融经济学家并不认为订单型操纵具有普遍性,但是很多实务界人士并不这么认为。例如,Morgenson (1999)^[7]报告

说:“……对于是什么驱动了股价,一些资深交易员有许多有趣的理由。他们认为,许多大的价格波动是交易员操纵导致的,这些交易员通过电子交易系统提交大批量的订单,然后在几秒钟内取消。这吸引了其他参与者,他们以为看到了新的机会,于是不顾一切地买入。然而,即使是不知情的投资者涌入股市并且继续推高股价,但是操纵者已经悄悄卖掉了他们的仓位。于是,股价又急剧下跌……近几年欺骗型订单已经大大增加,交易员这么说到。……”

4. Instinet是一家提供电子交易服务和客户代理经纪服务的公司。

参考文献:

- [1] Aggarwal, R. K., and G. J. Wu. "Stock market manipulations." *Journal of Business*, 79 (2006b), 1915-1953.
- [2] Allen, F., and D. Gale. "Stock-price manipulation." *Rev. Financ. Stud.*, 5 (1992), 503-529.
- [3] Cumming, D., and S. Johan. "Exchange Trading Rules." working paper, (2009).
- [4] Jiang, G. L., P. G. Mahoney, and J. P. Mei. "Market manipulation: A comprehensive study of stock pools." *Journal of Financial Economics*, 77 (2005), 147-170.
- [5] Khwaja, A. I., and A. Mian. "Unchecked intermediaries: Price

- manipulation in an emerging stock market." *Journal of Financial Economics*, 78 (2005), 203-241.
- [6] Kuk, J., W.-m. R. Liu, and P. K. Pham. "Strategic Order Submission and Cancellation in Pre-opening Periods and Its Impact on Price Discovery: the Case of IPO Firms." Working paper, (2009).
- [7] Morgenson, G. "Chasing Ghosts at Nasdaq." In *The New York Times*. New York (1999).
- [8] O'Hara, M. "What Is a Quote?" *Journal of Trading*, 5 (2010), 10-16.