

## 操纵市场行政处罚案例全景观察\*

汤欣\*\* 高海涛\*\*\*

**摘要:**中国证监会自成立以来截至2016年6月底公开披露的80起操纵证券市场行政处罚法律文书,一定程度上反映了证监会打击操纵行为的政策规律,特别是结合法律规范和市场实践、监管经验形成了认定不同种类操纵行为的处罚标准。通过样本案例分析发现,虽然针对蛊惑交易、约定交易、抢帽子交易等操纵行为的违法属性认定和规制的思路还需要处罚经验的积累和丰富,但针对连续交易、虚假申报、特定期限价格操纵等违法行为已经通过相当数量的处罚案例明确了认定思路和标准,并在判罚文书中开始深入探讨操纵行为的主观意图、欺诈的属性及表现方式、违法所得的算定等疑难问题。

**关键词:**操纵行为 欺诈 证券市场 行政处罚 案例研究

---

\* 本文部分观点和内容载于作者在《当代法学》2016年第4期上发表的《证券市场操纵行为认定研究》一文。本文仅代表作者个人观点与所任职单位无关。

\*\* 清华大学法学院教授,法学博士。

\*\*\* 中国证券监督管理委员会干部,法学硕士。

## 一、认定操纵证券市场的法律依据

1993年以来,国务院先后颁布《股票发行与交易管理暂行条例》(简称《股票条例》)、<sup>[1]</sup>《禁止证券欺诈行为暂行办法》(简称《禁止欺诈办法》)、<sup>[2]</sup>中国证券监督管理委员会(简称证监会)颁布《关于严禁操纵证券市场行为的通知》(简称《操纵通知》)、<sup>[3]</sup>逐步开始规制各种操纵证券市场行为(下称操纵或操纵行为)。《禁止欺诈办法》曾将操纵行为界定为“以获取利益或者减少损失为目的,利用其资金、信息等优势或者滥用职权操纵市场,影响证券市场价格,制造证券市场假象,诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定,扰乱证券市场秩序”,但“操纵市场”、“影响价格”、“制造假象”、“诱导

---

[1] 《股票条例》(国务院令第112号,1993年4月22日颁布)第74条:“任何单位和个人违反本条例规定,有下列行为之一的,根据不同情况,单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款:……(三)通过合谋或者集中资金操纵股票市场价格,或者以散布谣言等手段影响股票发行、交易的;(四)为制造股票的虚假价格与他人串通,不转移股票的所有权或者实际控制,虚买虚卖的;(五)出售或者要约出售其并不持有的股票,扰乱股票市场秩序的……(十)其他非法从事股票发行、交易及其相关活动的……”

[2] 《禁止欺诈办法》(国务院1993年9月2日批复,2008年3月7日废止)第8条:“前条所称操纵市场行为包括:(一)通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格;(二)以散布谣言等手段影响证券发行、交易;(三)为制造证券的虚假价格,与他人串通,进行不转移证券所有权的虚买虚卖;(四)出售或者要约出售其并不持有的证券,扰乱证券市场秩序;(五)以抬高或者压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券;(六)利用职务便利,人为地压低或者抬高证券价格;(七)其他操纵市场的行为。”

[3] 《操纵通知》[证监(1996)7号,1996年10月31日颁布,1999年12月21日废止]第1条:“……操纵市场行为包括:1.通过合谋或者集中资金操纵证券市场价格;2.以散布谣言、传播虚假信息等手段影响证券发行、交易;3.以制造证券的虚假价格,与他人串通,进行不转移证券所有权的虚买虚卖;4.以自己的不同账户在相同的时间内进行价格和数量相近、方向相反的交易;5.出售或者要约出售其并不持有的证券,扰乱证券市场秩序;6.以抬高或者压低证券交易价格为目的,连续交易某种证券;7.利用职务便利,人为地压低或者抬高证券价格;8.证券投资咨询机构及股评人士利用媒介及其他传播手段制造和传播虚假信息,扰乱市场正常运行;9.上市公司买卖或他人串通买卖本公司的股票;10.中国证监会认定的其他操纵市场的行为。”

投资者”及“目的”、“优势”等要素的内涵不甚明确,且有循环定义之嫌。

1997年《刑法》和1999年《证券法》设立了禁止操纵证券交易价格条款,试图将操纵证券市场的表现形态概括为操纵证券市场行为的手段,并列举了连续交易〔4〕、约定交易〔5〕、洗售交易〔6〕三种操纵手法。2005年《证券法》和2006年《刑法修正案(六)》在立法上进行了表述方式的技术性修改〔7〕,但行文仍然高度简练,所列举的违法行为构成要件表述含糊,未能对操纵行为的准确内涵予以揭示。

值得关注的是,证监会2007年内部试行的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(简称《操纵指引》)〔8〕、最高人民法院、公安部2008年颁布的《关于经济犯罪案件追诉标准的补充规定》及2010年5月7日颁布的《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(简称《追诉标准二》),分别从行政和刑事责任角度扩充了操纵行为手段类型及行为要件的界定要素。最高人民法院曾起草过《关于办理利用未公开信息交易,操纵证券、期货市场刑事案件具体应用法律若干问题的解释(2012年征求意见稿)》,以及在2015年4月提交全国人大常委会审议的《证券法修订草稿》(简称《证券法修法一读草案》),进一步丰富、拓展了操纵行为的定义及手段类型。此外,证监会在2016年度

〔4〕 连续交易操纵又称连续买卖、联合买卖或连续买卖操纵,是指单独或者合谋,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证券交易量的行为。参见1997年《刑法》第182条第1款第1项和1999年《证券法》第71条第1项。

〔5〕 约定交易操纵俗称相对委托、对倒或对敲操纵,是指与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易或者相互买卖并不持有的证券,影响证券交易价格或者证券交易量的行为。参见1997年《刑法》第182条第1款第2项和1999年《证券法》第71条第2项。

〔6〕 洗售交易操纵俗称冲洗买卖、对倒或对敲操纵,是指以自己为交易对象,进行不转移证券所有权的自买自卖,影响证券交易价格或者证券交易量的行为。参见1997年《刑法》第182条第1款第3项和1999年《证券法》第71条第3项。

〔7〕 主要是删除了原《证券法》第71条、184条“制造证券交易的虚假价格或者证券交易量”,“获取不正当利益或者转嫁风险”的表述,将操纵“证券交易价格”改为“证券市场”。

〔8〕 中国证监会关于印发《证券市场操纵行为认定指引(试行)》及《〈证券内幕交易行为认定指引(试行)〉的通知》[证监稽查字(2007)1号],2007年3月27日。

立法计划中明确提出制定《证券期货市场操纵行为行政违法认定规则》,加大监管执法力度,规范并保障监管执法行为。<sup>[9]</sup>

虽然操纵行为态样复杂,法律规范又语焉不详,但证监会和人民法院已作出了一定数量的行政处罚和刑事判决,相关监管机构、司法机关、学术理论和具体案件中的利害关系人都在根据各自的法律适用实践和市场经验,提出、扩充、完善对操纵行为的认识和理解。特别是在以行政执法为主导的规制操纵行为的现行体制下,证监会依法作出的行政处罚决定,为研究我国操纵行为法律适用实践提供了丰富的样本。本文力求通过行政处罚法律文书的整理研究,以行政处罚决定书中的事实和论述来重构证监会根据市场实际及普遍的经验法则认定操纵行为的过程,厘清当前操纵行为模式特征及行政处罚认定的思路,为学界更深入的专题研究夯实基础。

## 二、操纵证券市场行政处罚综述

查阅证监会官网、文献资料、互联网数据库及媒体报道可知,证监会早在国内证券市场初创未久的1995年1月就处罚了山东渤海集团和君安证券深圳发展中心营业部两起操纵证券市场案件,<sup>[10]</sup>自此以后,除部分已处罚未公开的案件之外,<sup>[11]</sup>截至2016年6月底,证监会

---

[9] 中国证监会:《证监会印发2016年度立法工作计划》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201604/t20160429\\_296705.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201604/t20160429_296705.html),2016年8月28日访问。

[10] 1995年1月12日,山东渤海集团股份有限公司和君安证券深圳发展中心营业部分别因操纵市场、非法获利被证监会处以罚款100万元。参见李樟:《证券市场39起违规案大曝光》,载《北京青年报》2000年11月11日版;《证券市场大事记》,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/company/memorabilia/78.shtml>,2015年6月15日访问。

[11] 证监会基于各种原因,并未将行政处罚的案件全部及时公开。例如,证监会2014年8月22日通报近年来市场操纵案件的执法工作情况时称,2008年至2014年8月22日期间作出有关操纵市场的行政处罚决定41起,但从证监会官网仅能查询到33起案件的行政处罚决定书。

已公布的操纵证券市场处罚案件共 80 起,<sup>[12]</sup>其中以行政处罚决定书形式披露的案件 76 起(包括 1 起证监会上海监管局处罚的案件),以市场禁入决定书形式披露的案件 4 起,<sup>[13]</sup>以上行政处罚法律文书大体反映了近二十年来证监会查处操纵证券市场违法行为的情况(见表 1)。<sup>[14]</sup>

表 1 操纵市场行政处罚案件统计表

序号	年份	违法主体	操纵证券标的	文书编号
1	1995	山东渤海集团	渤海集团股票	未知
2	1995	君安证券深圳营业部	厦海发 A 股票	未知
3	1996	金昌公司、李石	郑百文股票	证监发字(1996)65 号
4	1997	广发证券	南油物业股票	证监查字(1997)16 号
5	1997	申银万国证券	陆家嘴股票	证监查字(1997)17 号
6	1997	海通证券	上海石化股票	证监查字(1997)18 号
7	1997	南山基金	国际大厦股票	证监查字(1997)20 号
8	1998	华天实业集团	华天酒店股票	证监查字(1998)21 号
9	1998	中远置业	众诚实业股票	证监查字(1998)23 号

[12] 虽然近年来证监会公布了宝尔胜操纵螺纹钢 1107 期货合约[证监罚字(2012)22 号]、胶南粮库操纵硬麦 105 期货合约[证监罚字(2012)15 号]、海南大印等 3 单位操纵天然橡胶 RU1010 期货合约[证监罚字(2013)67 号]、姜为操纵甲醇 1501 期货合约[证监罚字(2015)31 号]、陶暘、傅湘南操纵“胶合板 1502”合约价格[证监罚字(2016)5 号]等 5 起案件行政处罚决定书。但期货市场与证券市场交易机制有较大区别,本文讨论仅限于操纵证券市场案件,如无特别说明,下文所提及案件均指操纵证券市场行为。

[13] 该类案件或者因操纵违法主体已被注销解散而免于处罚,只对责任人员采取市场禁入措施,或者因只公布市场禁入决定而未公开行政处罚决定书,但市场禁入决定书均已认定操纵的违法事实,因而可作为操纵案例样本纳入统计分析。

[14] 证监会调查的一部分操纵市场案件达到刑事追诉标准而被移送公安机关追究刑事责任,已有文献抽样分析了 2001~2012 年 10 起操纵证券市场罪刑事判决案件,但通过公开渠道目前仅能搜寻到少数案件法律文书,因此本文不专门统计分析刑事案件情况。参见吴波:《操纵证券市场犯罪法律适用疑难问题研究——基于实证的视角》,载《中国刑事法杂志》2014 年第 3 期。

续表

序号	年份	违法主体	操纵证券标的	文书编号
10	1998	民源海南公司等 2 单位	琼民源股票	证监查字(1998)32 号
11	1998	余昌力	河北威远股票	证监查字(1998)47 号
12	1998	苏州信托投资公司	东大阿派股票	证监查字(1998)48 号
13	1998	人保上证等 3 单位	万里电池股票	证监查字(1998)52 号
14	1999	南方证券	北大车行股票	证监罚字(1999)28 号
15	1999	辽宁建设集团	金帝建设股票	证监罚字(1999)29 号
16	2000	信达信托	陕国投 A 股票	证监罚字(2000)32 号
17	2000	西安航标	广东海鸥封闭式基金	证监罚字(2000)53 号
18	2001	广东欣盛投资等 4 单位	亿安科技股票	证监罚字(2001)7 号
19	2001	浙江证券	钱江生化股票	证监罚字(2001)31 号
20	2006	董宗祺、何平等 人	正虹科技股票	证监法律字(2006)19 号
21	2007	王紫军	中国纺机股票	证监罚字(2007)29 号
22	2007	周建明	大同煤业等 15 只股票	证监罚字(2007)35 号
23	2007	北方证券	泰山石油股票	证监禁入字(2007)7 号
24	2007	兴安证券	三精制药股票	证监禁入字(2007)11 号
25	2008	新疆证券	天利高新股票	证监罚字(2008)18 号
26	2008	方圆投资等 5 单位	方向光电股票	证监罚字(2008)27 号
27	2008	汪建中、北京首放	工商银行等 38 只股票和权证	证监罚字(2008)42 号
28	2008	武汉新兰德、陈杰	东风汽车等 37 只(次)股票	证监罚字(2008)44 号
29	2009	程文水、刘延泽	中核钛白股票	证监罚字(2009)13 号
30	2009	张建雄	ST 源药股票	证监罚字(2009)15 号
31	2009	卢道军	四维控股股票	证监罚字(2009)37 号

续表

序号	年份	违法主体	操纵证券标的	文书编号
32	2009	莫建军	南方汇通等 7 只股票	证监罚字(2009)43 号
33	2009	崔峻山	金德发展股票	证监禁入字(2009)5 号
34	2010	林忠	山煤国际股票	证监罚字(2010)26 号
35	2010	沈昌宇	深深房 A 等 2 只股票	证监罚字(2010)31 号
36	2011	邓晓波、邓悉源	美都控股等 47 只股票	证监罚字(2011)4 号
37	2011	陈国生	中捷股份等 2 只股票	证监罚字(2011)10 号
38	2011	徐国新	ST 科健等 2 只股票	证监罚字(2011)18 号
39	2011	袁郑健	科冕木业等 2 只股票	证监罚字(2011)42 号
40	2011	新理益集团	京东方 A 股票	证监罚字(2011)44 号
41	2012	叶志刚	中联重科等 12 只股票	证监罚字(2012)2 号
42	2012	中投新亚太	ST 洛玻股票	证监罚字(2012)13 号
43	2012	王国斌	ST 波导股票	证监罚字(2012)28 号
44	2013	王建森	ST 中冠 A 股票	证监罚字(2013)40 号
45	2012	陈玉憬	10 芜投等公司债、企业债券	证监罚字(2012)41 号
46	2012	唐建平	航天动力股票	证监罚字(2012)43 号
47	2012	周武秀	成飞集成等 2 只股票	证监罚字(2012)44 号
48	2013	柳宏	捷成股份股票	证监罚字(2013)73 号
49	2014	赵清波、赵波林	天保基建股票	证监罚字(2014)3 号
50	2014	苏颜翔	中联重科等 13 只股票	证监罚字(2014)12 号
51	2014	禧达丰	粤富华等 61 只股票	证监罚字(2014)15 号

续表

序号	年份	违法主体	操纵证券标的	文书编号
52	2014	余凯	ST金花等105只股票	证监罚字(2014)16号
53	2014	蔡国澍	13只(次)股票	证监罚字(2014)17号
54	2014	袁郑健	中茵股份股票	证监罚字(2014)30号
55	2014	恒逸集团	恒逸石化股票	证监罚字(2014)41号
56	2014	唐汉博	华资实业股票	证监罚字(2014)54号
57	2014	李国东	长春一东股票	证监罚字(2014)78号
58	2014	吕小奇	天伦置业股票	证监沪字(2014)2号
59	2015	李军、张永东	辉煌科技股票	证监罚字(2015)33号
60	2015	唐汉博	银基发展股票	证监罚字(2015)34号
61	2015	陈宏庆	国贸酩酊股票	证监罚字(2015)43号
62	2015	吕美庆	西安饮食等3只股票	证监罚字(2015)56号
63	2015	刘长鸿、冯文渊	南通锻压等2只股票	证监罚字(2015)58号
64	2015	相建康	宝鼎重工股票	证监罚字(2015)61号
65	2015	任良成	沙钢股份等19只(次)股票	证监罚字(2015)85号
66	2015	涂忠华等5人	九鼎新材等2只股票	证监罚字(2015)89号
67	2015	艾亿新融	13津滨投等17只债券	证监罚字(2015)90号
68	2015	薛黎明	中海阳股票	证监罚字(2015)98号
69	2016	胡捷	银基发展股票	证监罚字(2016)3号
70	2016	陈明贤	上工申贝等3只股票	证监罚字(2016)10号
71	2016	王如增等3人	北海港等2只股票	证监罚字(2016)26号
72	2016	上海永邦、朱德洪	宏达新材等2只股票	证监罚字(2016)32号



续表

序号	年份	违法主体	操纵证券标的	文书编号
73	2016	李宁	元力股份股票	证监罚字(2016)39号
74	2016	中鑫富盈、吴峻乐	特力A等2只股票	证监罚字(2016)41号
75	2016	叶兆平	飞马国际股票	证监罚字(2016)42号
76	2016	唐隆	渤海活塞股票	证监罚字(2016)51号
77	2016	黄信铭等	首旅酒店等3只股票	证监罚字(2016)61号
78	2016	胡坤明	九洲电气等3只股票	证监罚字(2016)68号
79	2016	彭旭	美都能源等2只股票	证监罚字(2016)76号
80	2016	穗富投资	国光股份等6只股票	证监罚字(2016)77号

### (一) 操纵案件涉及的证券种类多样

样本案件操纵行为涉及证券种类广泛,包括股票、权证、封闭式证券投资基金、企业债券和公司债券等主要在二级市场(交易所集中交易市场)交易的证券品种,<sup>[15]</sup> 尚未发现一级市场上新发行证券被操纵的案例。<sup>[16]</sup> 此外,2015年已出现新三板市场挂牌公司的证券被操纵的行政处罚案件,<sup>[17]</sup> 也有操纵上海证券交易所上市的180ETF这类交易型开放式指数基金的案件拟被处罚。<sup>[18]</sup>

[15] 见表1,如汪建中案操纵了“上港CWB1”股票权证,陈玉憬案操纵了在上海证券交易所交易的2010年芜湖市建设投资有限公司公司债券,西安航标案操纵了“广东海鸥”封闭契约型基金。

[16] 但存在质疑新股询价过程中涉嫌操纵发行价格的媒体报道,参见《景顺长城回应证监会处罚:新股询价不存在操纵价格嫌疑》,载 <http://finance.ifeng.com/zq/zqyw/20090212/365485.shtml>,2015年8月22日访问。

[17] 例如,陈宏庆案、薛黎明案。

[18] 中国证监会2015年9月18日通报,已对青岛东海恒信投资管理有限公司涉嫌操纵180ETF价格案调查审理完毕,并拟作出行政处罚。参见中国证监会:《证监会拟对5宗操纵证券市场案件作出行政处罚》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150918\\_284091.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201509/t20150918_284091.html),2016年9月8日访问。

从样本中操纵单只或两只股票的案件看,上海相比深圳证券交易所被操纵的上市公司股票数量少 8 起,沪深交易所主板上市公司股票被操纵的案件占比达 82.5%。有观点认为,主板上市公司因流通股份数量多、股东人数多,不易操纵,中小板、创业板公司股本规模较小、控盘资金成本低且更多“利好”题材信息,更容易成为操纵行为人猎寻的目标。<sup>[19]</sup>但按照本文的统计,目前,行政处罚案件中的操纵行为仍然主要指向主板上市公司股票,其他板块上市公司的股票交易高度活跃且投机色彩浓重,使得交易行为的合法性边界更为模糊,调查和认定困难,可能是针对这些公司的操纵行为不易确证的原因之一。

### (二) 操纵行为主体由机构向个人转变

不同时期操纵案件违法行为主体身份种类差异变化较大。样本案例中单纯由自然人实施的操纵比以单位为主实施的数量多出近一半,但 2008 年及以前处罚的操纵案件以单位实施为主(占同期案件数量 85.7%),2008 年之后处罚的案件以自然人实施为主(占同期案件数量 84.6%)。

在单位实施的操纵行为中,包括证券公司、证券投资咨询机构、私募基金在内的证券投资机构实施 22 起,占全部样本案件的 27.5%。有观点认为,类似从事证券业务的经营单位相比自然人更具有资金、信息等方面的优势,而单位实施操纵行为的案件的确也在国外市场司法实践中占据了相当比例。<sup>[20]</sup>但从证监会公开的行政处罚案件看,虽然证券类机构作为操纵主体占单位操纵类案件的比重高达 68.8%,但此类操纵案件中 81.8% 于 2008 年以前做出处罚,其操纵行为集中发生在 1994 年至 2005 年期间,即证券类机构处于相对不规范经营的阶段。经过多年规范治理后,<sup>[21]</sup>近年披露的操纵案件中已很少涉及证券经营机构。<sup>[22]</sup>

### (三) 证监会查处操纵案件的变化情况

中国证监会自 1995 年以来,平均每年公布的处罚案件数为 3.5 件,

[19] 向中兴:《关于股价操纵的股本规模实证研究》,载《西南农业大学学报》(社会科学版)2006 年第 3 期。

[20] 谢杰:《操纵资本市场犯罪刑法規制研究》,上海人民出版社 2013 年版,第 111 页。

[21] 《证券公司综合治理完成》,载《人民日报》2007 年 9 月 3 日版。

[22] 曾有观点认为光大证券 816 案件涉嫌构成操纵市场,但证监会最终将其定性为内幕交易。

不同年份案件数量波动较大(见图1),且与当时证监会的执法政策具有明显的相关性。

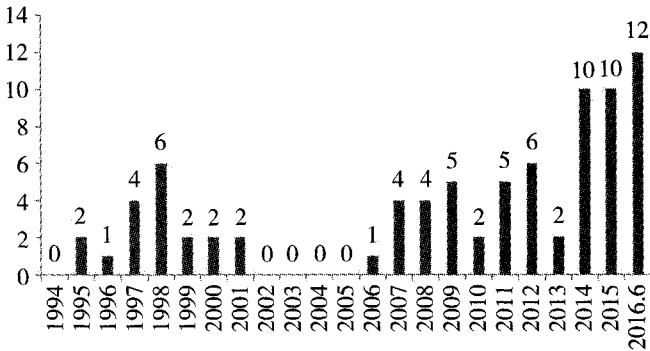


图1 历年公布处罚的操纵案件数

1995~1997年,随着证券市场逐步活跃,为抑制过度投机,证监会集中开展查处券商、机构大户利用各种形式联手造市操纵市场的执法行动,<sup>[23]</sup>1997~1998年期间公布处罚的操纵案件迅速增加到10起,且操纵行为主体多为证券经营机构。《证券法》颁布后的1999~2001年期间,证监会集中查处了一批市场操纵行为,<sup>[24]</sup>中科创业、亿安科技等恶性坐庄操纵案件得以曝光,<sup>[25]</sup>每年公布行政处罚案件数量稳定在2起。

[23] 《中国证券监督管理委员会关于印发第一次稽查工作碰头会会议纪要的通知》[证监发字(1995)100号],1995年6月8日。1996年10月,证监会连续发布了《关于严禁操纵市场行为的通知》、《关于加强证券市场稽查工作、严厉打击证券违法违规行为的通告》等规定。参见中国证监会:《强化监管、严惩证券市场违法行为的重要举措》,载 [http://www.txsec.com/view/content\\_page\\_law.asp?id=1999](http://www.txsec.com/view/content_page_law.asp?id=1999),2015年8月19日访问。

[24] 中国证监会:《加强市场监管、查处违规行为、保护投资者利益》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/scb/gzdt/200711/t20071102\\_69823.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/scb/gzdt/200711/t20071102_69823.html),2015年8月14日访问。

[25] 坐庄的特征主要是“长线集中操纵模式”,行为人利用巨额资金、高比例持股优势,长期控制上市公司流通股的大部分交易,对一只证券进行长期集中炒作,从而操控证券价格。在持续多年的执法行动压力下,以“庄股”为特征的操纵行为在证券市场上已基本消失。中国证监会:《查处操纵行为、维护市场秩序》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201107/t20110728\\_198210.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201107/t20110728_198210.html),2015年8月14日访问。

但在2002~2005年期间内,证监会一直未公布有行政处罚的操纵案件。其中可能的原因是,我国股市自2002年开始进入长达四年的熊市,证监会也正忙于证券公司风险集中处置、上市公司规范治理及推进股权分置改革,针对操纵行为的查处力度因此受到了影响。<sup>[26]</sup>与之形成鲜明对照,2006年出现牛市行情以后,伴随《证券法》的修订、《操纵指引》的出台以及证券行政执法体制改革的完成,<sup>[27]</sup>证监会查处的操纵案件数量明显大幅上升,年均公布处罚的案件数上升至5件。2015年证监会开展了“证监法网专项执法行动”,以及针对2015年6月以后的证券市场剧烈波动过程中涉嫌操纵市场违法违规行为的执法行动,案件查处数量进一步增加,<sup>[28]</sup>仅2016年上半年公布处罚的操纵案件就达12起。可见,虽然证监会宣称一直对操纵行为保持高压打击态势,但实践中的查处力度不可避免地受到监管政策重心的变化、法律规范的发展甚至是股市行情的涨跌等一系列因素的影响。

#### (四) 操纵与其他证券违法案件的查处比较

从公布的操纵与内幕交易、虚假陈述三类证券违法行为案件的处罚数量对比来看(见图2),<sup>[29]</sup>总体而言,在我国证券市场上,虚假陈述是证监会处罚的主要类型,在全部公布的处罚案例中占比达49.8%,而操纵案件占全部处罚案件数量比值仅15%。

---

[26] 有经济学家专门研究了我国市场牛熊市行情、监管重点与证券违法违规行为查处效率的相关性。See Z. Chen, *Capital Markets and Legal Development: the China Case*, *China Economic Review*, 2003, 14(4): 451-472.

[27] 中国证监会2007年年底实行查审分立的证券执法体制改革,单设专司大要案调查的稽查总队和负责行政处罚的行政处罚委员会。参见中国证监会:《我国证券执法体制做出重大改革》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200711/t20071116\\_68535.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200711/t20071116_68535.html), 2015年8月18日访问。

[28] 仅2015年1~6月中国证监会新增市场操纵类案件共计31起,创近年来历史新高。参见中国证监会:《证监会2015年上半年稽查执法综述》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150724\\_281439.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150724_281439.html), 2015年8月14日访问。

[29] 中国证监会2010年11月开始在派出机构试点行政处罚工作,并于2013年7月扩大到全部派出机构,部分派出机构已公布以自己名义作出的内幕交易、虚假陈述类行政处罚决定书,但操纵市场类行政处罚决定仍主要由中国证监会行政处罚委员会作出。图2中内幕交易、虚假陈述等违法行为的处罚数量仍以中国证监会名义作出的案件为准,未考虑派出机构处罚的案件。

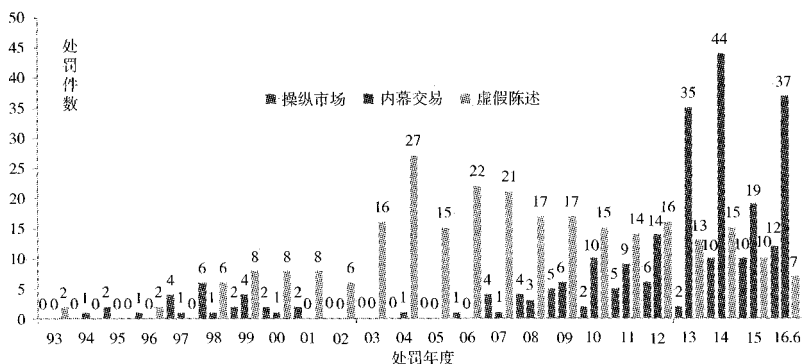


图2 证券违法行为历年公布的处罚数量

1993~1999年期间,证监会处罚的证券违法行为一度曾以市场操纵为主。<sup>[30]</sup>2000~2008年期间,虚假陈述成为行政处罚的主要案件类型。近十年来,虚假陈述类处罚案件数基本保持稳定,操纵案件数缓慢增长,内幕交易案件数则急速增加,操纵案件处罚数量明显少于其他两类违法行为。有观点认为,操纵案件处罚数量的减少主要归功于股权分置改革完成后,流通股数量大幅增加导致股价操纵的难度加大。<sup>[31]</sup>考虑到一方面,处罚数量并不必然准确反映实际发生的操纵行为数量,且如前文所述,证监会处罚的操纵案件仍主要涉及流通股份规模较大的主板上市公司,此种论断值得推敲;另一方面,2010年以来中国证监会持续开展的打击内幕交易违法犯罪专项行动虽取得了显著成效,<sup>[32]</sup>但也占用了主要的执法资源,至少从处罚案件数量上进行观察,明显限制了该会对于操纵等其他证券违法行为的执法力度,也可能是导致操纵案件处罚数量偏低的原因之一。

[30] 白建军:《证监会60个处罚决定的实证评析》,载《法学》1999年第11期。

[31] 邢会强:《中国证券市场二十年违法行为之变迁——基于中国证监会577份行政处罚决定书的实证分析》,载《证券法律评论》(2015年卷),中国法制出版社2015年版。

[32] 证监会前任主席郭树清在2012年内幕交易警示教育展中指出,严厉打击内幕交易已经成为当前证券执法工作的重中之重,打击和防控内幕交易取得了显著成效。参见中国证监会:《内幕交易警示教育展在京举办》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201209/t20120924\\_215254.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201209/t20120924_215254.html),2015年8月18日访问。

### (五) 证监会处罚的操纵行为类型和手段

现行《证券法》把操纵行为区分为四种类型,包括连续交易、约定交易、洗售交易和其他手段。<sup>[33]</sup> 中国证监会则进一步将“其他手段”界分为虚假申报、<sup>[34]</sup> 抢帽子交易、<sup>[35]</sup> 特定期间的价格操纵、<sup>[36]</sup> 蛊惑交易、<sup>[37]</sup> 尾市交易等。<sup>[38]</sup> 以操纵手段的类型来分析样本案件,<sup>[39]</sup> 在 75% 的案件中出现了连续交易操纵,61.2% 的案件中出现了洗售交易,两种操纵手段贯穿了我国证券市场发展各个阶段,且连续交易往往伴随有其他操纵手段,成为操纵行为的惯常模式。<sup>[40]</sup> 数量位居第三的虚假申报操纵占比为 27.5%,特定期间的价格操纵和抢帽子交易的占比则分别为 18.8%、8.8%,这三类主要是 2006 年以来新出现的操纵手段。<sup>[41]</sup> 值得

[33] 2005 年《证券法》第 77 条第 1 款。

[34] 虚假申报操纵,是指行为人做出不以成交为目的的频繁申报和撤销申报,误导其他投资者,影响证券交易价格或交易量。参见《操纵指引》第 38 条。

[35] 抢帽子交易操纵,是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,买卖或者持有相关证券,并对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价、预测或者投资建议,以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。但上述机构及其人员依据有关法律、行政法规、规章或有关业务规则的规定,已经公开做出相关预告的,不视为抢帽子交易操纵。参见《操纵指引》第 35 条。

[36] 特定期间的价格操纵,是指行为人在计算相关证券的参考价格或者结算价格或者参考价值的特定时间,通过拉抬、打压或锁定手段,影响相关证券的参考价格或者结算价格或者参考价值的行为。参见《操纵指引》第 41 条。

[37] 蛊惑交易操纵,是指行为人进行证券交易时,利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息,诱导投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定,影响证券交易价格或交易量,以便通过期待的市场波动,取得经济上的利益的行为。参见《操纵指引》第 31 条。

[38] 尾市交易操纵,是指行为人在即将收市时,通过拉抬、打压或锁定手段,操纵证券收市价格的行为。参见《操纵指引》第 45 条。

[39] 由于中国证监会多数行政处罚决定书主文并未明确涉案行为人的操纵手段具体类型,本文主要根据行政处罚决定书描述的违法事实情节进行操纵手段的划分,判断的依据为《操纵指引》列举的操纵手段类型。

[40] 例如,连续交易操纵样本案件中的 74.68% 伴随有洗售交易操纵,占全部样本案件的 55.7%。

[41] 鉴于尾市交易操纵及连续交易操纵案件中出现的“操纵开盘价(收盘价)”行为实质乃为通过拉抬、打压或锁定手段影响相关证券在特定时间的参考价格或者结算价格或者参考价值,本文均纳入“特定期间的价格操纵”类型进行统计分析。

关注的是,约定交易操纵在处罚案件中的数量极少,<sup>[42]</sup>《操纵指引》列举的蛊惑交易操纵则暂无行政处罚的先例。此外,近年来证监会开始查处利用程序化交易<sup>[43]</sup>和跨市场手段<sup>[44]</sup>进行的新型操纵行为,但尚无相关认定的案例公布。

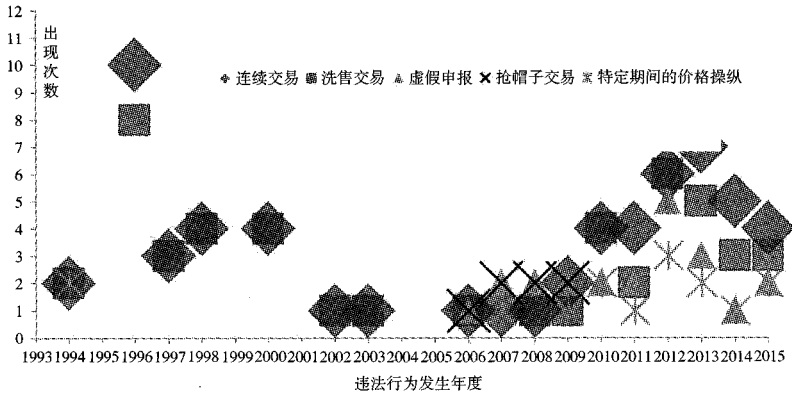


图3 处罚案件涉及的操纵手段类型及发生年度

从证监会处罚案件中操纵行为发生所处的年代来看(见图3),2005年之前的案件多为连续交易和洗售交易操纵,此两种手段也是该时段内坐庄操纵的主要手法。在证监会持续多年的执法行动压力下,以“庄股”为特征的操纵行为在证券市场上本来已经逐渐式微,但2009年以来

[42] 例如人保上证案。刑事判决的中科创业案[北京市第二中级人民法院刑事判决书(2002)二中刑初字第541号],虽描述了约定交易操纵的手段,但未明确以该条款定罪。

[43] 证监会于2015年7月核查部分具有程序化交易特征的账户并采取限制交易措施,公安机关2015年10月也破获一起以高频程序化交易操纵股指期货的刑事案件。参见金陵:《伊世顿操纵期货案背后:高频交易系统违规直连交易所》,载《证券时报》2015年11月2日版。

[44] 期货市场首例跨市场操纵的案例见海南大印等3单位操纵天然橡胶RU1010期货合约案[证监罚字(2013)67号]。

的“短线操纵”模式兴起之际,该类手法又有所翻新抬头。<sup>[45]</sup>而2007年《操纵指引》颁布之后,虚假申报、抢帽子交易和特定期限的价格操纵等新型操纵手段开始走向前台,处罚案件数增多,总量接近于同期连续交易和洗售交易操纵案件数的一半,这些案件目前全部依据《证券法》第七十七条第四款“其他操纵市场的行为”处罚,显示现行法律条文的规定已有某种“落伍”的迹象。在此方面,《证券法修法一读草案》将虚假申报撤单、抢帽子交易甚至证监会尚未处罚过的蛊惑交易操纵均明确列举为禁止的操纵手段,并授权国务院证券监督管理机构认定其他操纵手段,<sup>[46]</sup>不仅具有前瞻性,还及时呼应了执法实践的发展,值得加以肯定。

### 三、各类操纵行为的认定思路和问题研究

#### (一) 连续交易操纵

根据《刑法》和《证券法》的规定,连续交易操纵即集中资金、持股优势或利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或证券交易量。但对于资金、持股、信息等“优势”的类型及“集中”、“利用”状态的认定,操纵作用下证券交易“价”和证券交易“量”二者之间关系的理解,以及操纵行为人是否必须具备某种主观意图及该种意图的认定问题,《刑法》、《证券法》及《追诉标准二》并未给以明确规定。学理上虽然已

---

[45] 中国证监会在案件发布时还将“短线操纵”归纳为一种新型操纵市场手段,即短时间内集中资金优势,采取盘中拉抬股价、虚假申报、尾盘巨量堆单等方式操纵市场,影响股价,并高位出货牟利。鉴于该行为仅是在特定时间内综合采用了多种现行的操纵手段叠加的效果,并非创造了新的操纵违法行为模式,本文将其纳入连续交易操纵手段分析。参见中国证监会:《查处操纵行为 维护市场秩序》,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201107/t20110728\\_198210.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201107/t20110728_198210.html), 2015年8月18日访问。

[46] 《证券法修法一读草案》第94条规定:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量:……(四)不以成交为目的的频繁申报和撤销申报;(五)利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者进行证券交易;(六)对证券及其发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易;(七)国务院证券监督管理机构认定的其他手段。”



有一些具体探讨,<sup>[47]</sup>《操纵指引》也试图进行细化解释,但还需要通过实践案例进行研究把握。

### 1. 资源优势的认定

在证券市场中,通过合法或非法的方式实现资金、信息、持股、经营决策权等资源优势,是操纵行为得以实施的前提。《操纵指引》首次将“资金优势”、“持股优势”和“信息优势”做了具体解释。<sup>[48]</sup>关于资金优势,渤海集团案等5起1998年之前的案件描述过“动用资金在10亿元以上”等情形,<sup>[49]</sup>实际反映的是操纵行为买入相关证券的成交金额大小,并且是相对市场其他投资者,具有明显资金优势。<sup>[50]</sup>大部分案件逐步通过操纵行为所申报或成交的金额占市场同期的比值或排名来认定“资金优势”,且各项指标的列举日益细致具体。<sup>[51]</sup>而“持股优势”往往和“资金优势”并行认定,主要是操纵账户持股量占上市公司总股本或流通股的比值情况。<sup>[52]</sup>

[47] 相关讨论多为刑事法学领域,可参见于莹:《论以连续交易的方式操纵证券市场价格罪》,载《法学家》2002年第6期;刘宪权:《操纵证券、期货交易价格罪行为方式之解读》,载《法商研究》2005年第1期(总第105期);谢杰:《市场操纵犯罪的机理与规制——法律与金融分析》,华东政法大学博士学位论文,2014年。

[48] 《操纵指引》第17条:“本指引所称资金优势,是指行为人为买卖证券所集中的资金相对于市场上一般投资者所能集中的资金具有数量上的优势。证券执法人员可以对行为人在行为期间动用的资金量及其所占相关证券的成交量的比例、同期市场交易活跃程度以及投资者参与交易状况等因素综合地分析判断,认定行为人是否具有资金优势。”第18条:“持股优势,是指行为人持有证券相对于市场上一般投资者具有数量上的优势。证券执法人员可以对行为人在行为期间持有实际流通股份的总量及其所占相关证券的实际流通股份总量的比例、同期相关证券的投资者持股状况等因素综合分析判断,认定行为人是否具有持股优势。”第19条:“信息优势,是指行为人相对于市场上一般投资者对标的证券及其相关事项的重大信息具有获取或者了解更易、更早、更准确、更完整的优势。前款所称重大信息,是指能够对具有一般证券市场知识的理性投资者的投资决策产生影响的事实或评价”。

[49] 此后直到最近2年公布的相建康案和德富投资案的处罚决定书才又使用“动用资金量”、“最大资金投入量”等指标描述资金优势。

[50] 例如胡捷案。

[51] 例如王建森案、相建康案等,逐日描述了特定时段买、卖申报和成交量占当日该账户及同期市场总量的比值,且合计的买、卖申报量和成交量排名多次占据市场第一。

[52] 例如北方证券案,涉案账户组在统计期间的持股量超过流通股20%、30%、50%等不同比例的天数及占总交易天数的比值,以及持股量达到最高值的状态等事实,是处罚决定书认定其“持股优势”的依据。

关于信息优势,证监会仅在2015年以后的2起样本案件中有所涉及。<sup>[53]</sup> 陈宏庆案中,证监会认为新三板挂牌公司董事长利用其掌握的包括所有股东持股情况这一信息优势进行连续大量买卖构成操纵证券市场。上海永邦案中,证监会认为,上市公司宏达新材董事长兼实际控制人朱某某在明知上海永邦持有、交易本公司股票时,提前把实施的一系列并购重组信息传递给上海永邦,且未及时披露相关重大敏感信息,上海永邦则通过连续交易和洗售交易方式配合,双方通过利用信息优势连续买卖共同影响“宏达新材”股价。可见操纵行为人大都是凭借其对上市公司的内部管理权、实际控制权、信息披露决策权等优势更早、更易、更准确地获取重大敏感信息,并利用这种优势来配合其影响股价的交易行为。并且具有这种信息优势的人多为上市公司管理层或实际控制人等,因而《追诉标准二》第39条第6项将其单独列为可以追究操纵市场刑事责任的情形,<sup>[54]</sup>但其与利用信息优势连续交易操纵是否为一类手法还需另文专门辨析。

此外,早期的《禁止欺诈办法》曾禁止“利用职务便利”的优势进行操纵,<sup>[55]</sup>上海永邦案和《追诉标准二》第39条第6项中上市公司内部董事、监事、高级管理人员利用信息优势实施的操纵实际也属于“利用职务便利”的情形之一,只是前者的范围相比信息优势更为宽泛。中国证监会处罚的样本案例中出现过行为人利用个人影响力在博客上发表文章,推荐股票并配合连续交易操纵的情形,<sup>[56]</sup>域外还有通过程序化交易、算

---

[53] 但操纵市场的刑事判决案件早有涉及。例如中科创业案,被告通过入主上市公司董事会、委派董事、更改上市公司名称、利用股东优势、董事会决议发布新投资方案、资产重组、股权转让等利好消息,影响和操纵中科创业股票价格,是“庄股”时代利用信息优势连续交易操纵的典型手法。

[54] 《追诉标准二》第39条:“操纵证券、期货市场,涉嫌下列情形之一的,应予立案追诉:……(六)上市公司及其董事、监事、高级管理人员、实际控制人、控股股东或者其他关联人单独或者合谋,利用信息优势,操纵该公司证券交易价格或者证券交易量的……”

[55] 《禁止欺诈办法》第8条:“前条所称操纵市场行为包括:……(六)利用职务便利,人为地压低或者抬高证券价格……”

[56] 例如2011年处罚的袁郑健案,中国证监会认为由于袁郑健连续交易数量较大,在自己实际控制的证券账户之间交易的数量较大,博客文章阅读次数较多,操纵了“科冕木业”等两只股票的交易价格。

法交易和高频交易等“技术优势手段”进行操纵的案例,<sup>[57]</sup>但国内尚无相当数量的案例可以验证此种操纵行为的认定思路。

## 2. “集中”和“利用”优势的本质是欺诈意图

根据《证券法》的规定,连续交易操纵还存有“集中”资金和持股优势或“利用”信息优势的特征。有观点认为,包括操纵市场在内的证券欺诈犯罪是一种滥用资源优势而损害他人利益、破坏市场秩序的行为,<sup>[58]</sup>但其未明确何为“滥用”资源优势,以及据此认定与操纵证券交易价格或交易量的内在逻辑关系。由于连续交易与基于真实投资目的的短线买卖或者以博取短线差价为目的的投机行为之间的界限不甚清晰,<sup>[59]</sup>买卖行为在时间上具有连续性和持续性只是外在表现形式,具有某种优势本身并不必然说明连续交易操纵行为的违法性。本文认为,连续交易操纵之所以具有违法性,不在于涉及哪种优势,关键在于行为是否反映了操纵的本质,<sup>[60]</sup>即在借助资源优势而连续买卖的外在形式背后,是否具有制造证券交易活跃的假象或诱使他人跟风买卖证券的主观动因。在证券市场上,借用合法或非法的方式实现资源优势,并在此基础上进行不公平的交易行为,是行为人进行证券欺诈并牟取利益的惯用方式。因此,“集中”和“利用”应从操纵的欺诈本质来理解。

按照文义解释,“集中”乃把分散的人、物或事集合在一起,由于操

[57] 例如2013年7月Panther能源因用高频交易操纵WTI原油价格而被美国商品期货交易委员会(CFTC)处罚,参见中国证监会2013年课题研究报告:《中国资本市场操纵行为发展趋势及监管执法对策研究》。

[58] 白建军:《资源优势的滥用与证券犯罪》,载《法学》1996年第3期;邢颖:《禁止证券欺诈法律问题研究》,中国政法大学博士学位论文,2001年。

[59] 金泽刚:《操纵证券交易价格行为的认定及其法律责任》,载《华东政法学院学报》2002年第1期;汤欣:《操纵市场行为的界定与〈证券法〉的修改建议》,载《中国金融》2004年第19期。

[60] 关于操纵的本质,存在多种见解。“垄断说”认为操纵市场是一种人为制造的价格垄断行为;“引诱说”则强调制造市场假象,诱导或者致使投资者在不理解事实真相的情况下做出错误的证券投资判断;“欺诈说”认为其本质特征在于制造虚伪的市场行情从而诱使投资者在对行情误解的情况下做出错误的投资决定。各种见解侧重点不同,但并无实质区别,本文立场采“欺诈说”。相关讨论参见朱亚芬:《操纵市场行为的法律规制财经问题研究》,载《财经问题研究》2003年第9期(总第238期);符启林:《证券法学》,中国金融出版社2003年版,第169页;傅卞强:《论操纵市场行为的性质与定位》,载《云南行政学院学报》2003年第4期。

纵行为人在集中交易市场中的单笔委托申报受到买卖价格、数量的限制及自身资金规模约束,<sup>[61]</sup>不得不逐次进行交易,或者行为人为隐蔽持股行为而使用多个证券账户分仓交易,<sup>[62]</sup>必然呈现反复、多次的买入卖出申报,集合数笔甚至成百上千笔交易,使有限的股票和资金发挥规模效应。但尤其在投机气氛浓厚的中国证券市场上,投资者特别是基金等机构投资者也可能因真实交易目的而需要进行大笔的反复买卖,<sup>[63]</sup>“集中”的中性词义,并不足以反映出相关行为合法与违法的边界。从实践案例来看,证监会处罚决定书在描述连续交易操纵行为时虽间或提及“集中巨额资金”、“大量买入”等词句,但无从得知“集中”和“利用”在操纵市场中的具体表现形式。也有观点认为,集中资金优势是指集中了大量的资金入市,通过一定的技术操作,制造虚假的交易量,或者直接影响证券价格;集中持股优势,是指行为人同时大量抛售自己所持有的股票或其他证券,造成其价格的下跌。<sup>[64]</sup>这种见解关注到了“集中”与制造虚假交易量或大量抛售打压股价的异常行为的关联性,但并未进一步从“集中”的内涵来阐述操纵证券交易价格或交易量的违法行为本质。

此外,“利用”虽有借助外物以达到某种目的的含义,但利用信息优势也未突出违法行为的特征。内幕信息知情人员同样具有信息优势,其利用内幕信息的敏感性而抢先交易牟利,往往被认定为内幕交易。如不对两种“利用”的情形加以区分,则内幕交易与利用信息优势的连续交易操纵行为两者之间难以区分把握。<sup>[65]</sup>正如前述的上海永邦案,中国证监会未直接阐述如何利用信息优势,但结合证监会认定“寻找并购重组题材和热点,未及时披露相关信息,并提供信息、资金等支持”等情形及操纵主体有关“对相关信息已经依法披露”、“其没有控制信息披露的节奏和内容”、“对……买卖股票行为不知情”的抗辩意见,本文推测证

---

[61] 例如,《上海证券交易所交易规则》(2013年10月18日修订)第3.4.9款:“股票、基金、权证交易单笔申报最大数量应当不超过100万股(份)”。

[62] 早期的坐庄操纵市场案件行为人使用大量他人证券账户交易,如广发证券案,即以153个人名义开设自营账户交易南油物业股票。

[63] 高海涛:《指数型基金调仓交易引发尾市异动的分析与思考》,载《证券法苑》2014年总第11卷。

[64] 刘为民主编:《商事案例分析》,中国政法大学出版社2012年版,第278页。

[65] 叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2013年版,第229页。

监会认为故意控制重大敏感信息披露的节奏和内容来配合股票买卖行为的情形应是“利用”的应有之意。因此，“利用信息优势”并不等同于知悉信息并交易，还应包括为了达成操纵目的而人为决定发布重大信息的时机、内容甚至主动制造、发布重大信息的行为，而此种主观方面的动因实际体现了操纵行为所具有的诱使他人跟风交易的欺诈性。

### 3. 认定“操纵”证券交易价格或交易量的路径

“集中”和“利用”本应凸显的“操纵”意图，但如前文所述文义的局限性，并未直接显现连续交易操纵的违法特征，无法准确识别操纵的欺诈本质并以此来区分连续交易操纵与合法投资或投机行为的界限。证监会的焦点往往又回到对“操纵证券交易价格或交易量”这一要素的分析。虽然《操纵指引》仅从操纵行为的效果来界定“操纵证券交易价格或交易量”，<sup>[66]</sup>但从样本案例来看，证监会既关注“操纵”意图的存在，还有“操纵”行为的具体表现和实施效果。且往往通过“操纵”的行为与效果推定意图的存在，或者将“操纵”的行为与意图同时认定。

#### (1) 人为的大量、高价申报买卖

证监会在大部分样本案例中，通过认定操纵主体连续高价大量申买（或低价申卖）的行为模式具有操纵性，并通过特定的指标进行比较分析，认为这些指标反映其连续交易的行为“拉抬”或“操纵”了证券交易价格或交易量。例如吕小奇案，操纵主体采用了在盘中多次以明显高出前一刻成交价格的委托价格大量买入天伦置业股票，推高股票价格，随即反向卖出部分持有股票的手法；柳宏案，操纵主体的连续大额买卖中申报买入价格往往较大幅度高于当时的市场成交价格，被认为具有推高股价的意图，证监会通过认定行为人先买入后大量减持的行为，佐证其推高价格意在卖出；刘长鸿案，处罚决定书详细列举了其在某一时刻的

[66] 《操纵指引》第14条第3款：“……行为人的行为致使证券交易出现下列情形之一的，可认定为影响证券交易价格或者证券交易量：（一）致使新股或者其他证券上市首日出现交易异常的；（二）致使相关证券当日价格涨跌幅限制价位或跌幅限制价位或形成虚拟的价格水平，或者致使相关证券当日交易量异常放大或萎缩或形成虚拟的交易量水平的；（三）致使相关证券的价格走势明显偏离可比指数的；（四）致使相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面情况的；（五）证券交易所交易规则规定的影响证券交易价格或者证券交易量的情形；（六）中国证监会认定的影响证券交易价格或者证券交易量的其他情形。”

申买价比前一秒市场成交价高出的价位值,虽然当事人辩解称“建仓时发现相关股票价格明显异动,为不错失机会而高价申报买入”,但证监会认为其“以明显高于市场成交价的价格和巨大的申报买入量,打破市场买卖平衡格局,将股价拉升至涨停,人为改变了市场供求关系,扭曲了市场成交价格”。<sup>[67]</sup>可见,证监会在该类连续交易操纵案件中,主要通过观察行为人申报价格是否明显偏离于市场正常供需所反映的价格,来认定其连续大额的买卖并非一般投资者的合理交易行为,而是人为的拉抬或打压价格。

另有部分案件虽不存在高价申报的情形,但其申报成交量占市场比重较高,因不同于正常投资的虚假性而被认定为“操纵”的行为。“连续以高价买入或低价卖出”并非连续交易操纵行为的必要特征,股价可以在行为人不提高委托价格的情形下被炒高,追随以前的市场价格增加买申报,也能促成价格上扬,因此在认定违法行为时并无必要证明行为人以高于市价的价格进行买入委托。<sup>[68]</sup>例如彭旭案,账户组在操纵期间并无申报价格的异常性,但其申买数量明显大于市场供应量,买入成交量几乎占该股同时段总成交量的100%。虽然基于真实投资需求也可能大量集中买入,但操纵主体在大量买入之后随即反向卖出的行为,说明其并非基于真实的买入需求,而可能是为制造交易活跃的假象或诱使他人跟风买入。但这种市价委托的情形确实难以与基于真实需求的集中买卖相区分,易将合理的投资与操纵行为混淆,彭旭案之所以认定处罚,可能还与当事人同时存在集合竞价阶段虚假申报、洗售交易等较易认定操纵的行为方式综合影响有关。

本文认为,从普遍的经验法则看,高价申买模式背后的欺诈性的确更为明显,但仅仅反映了基于资金或持股优势而为之的操纵特征之一,而连续交易操纵能够实现“制造交易活跃的假象”的途径并非仅有这一种模式,如利用信息优势的操纵手段显然可通过先买入股票、制造发布利好消息诱导投资者跟风买入推高价格、待股价上涨卖出获利,并不需要通过高价买入的方式来拉抬股价。正因为现行法规对于操纵的欺诈本

[67] 描述类似情况的还有叶兆平案、胡坤明案等。

[68] 于莹:《论以连续交易的方式操纵证券市场价格罪》,载《法学家》2002年第6期。

质并未阐明,执法实践才会把“高买或低卖”作为在认定连续交易操纵时相对稳妥的核心指标。

## (2)其他因素辅助证明操纵意图的存在

证监会在另一部分案例中,并不纠缠于申买量、成交量等技术指标中的操纵特征,转而综合各种因素判断行为人是否具有操纵的主观意图,从而认定行为具有“操纵”证券交易价格或交易量的属性。

例如赵清波、赵波林案,行为人“采取集中时间段拉抬或打压股价等方式”连续交易,操纵股票交易量、交易价格的意图明显,但如何“拉抬”、“打压”并就此认定操纵意图明显,处罚决定书未具体阐述;薛黎明案,证监会认为,行为人所发送的交易指令短信中“须收在8元以上”等内容已经表明其有明显的股价操纵意图。涂忠华案,证监会认为,相关人员组织账户对倒、股吧荐股炒作及事后两次销毁电脑规避调查等情形,能够证明其主观上具有人为影响股价诱骗投资者的欺诈意图,也足以认识到其行为的操纵性、异常性及违法性。陈明贤案,操纵主体在拉抬股价之后的卖出获利阶段所采取的高价申报买入并低价申报卖出行为也被认为是影响股票交易价格和交易量的手法之一,以较低价格卖出获利的结果说明其同期的高价申报买入并非真实的投资需求,反映了其可能存在为拉抬股票价格而制造虚假供求关系的欺诈意图。还有恒逸集团案,证监会认为恒逸集团“动用3000万元巨资集中买入恒逸石化的行为”目的是维持、拉抬“恒逸石化”股价,帮助实现公司拟定的定向增发计划,因此主观上操纵“恒逸石化”交易价格的意图明显。虽然本案中行为人的交易金额、持股比例、对市场价格影响的统计结果等交易指标均处于较低水平,相关交易委托均为真实委托,但其买入行为仍被认定为集中资金优势的连续交易操纵行为。

此外,大量的案件通过分析操纵期间证券交易价格或交易量异常或形成虚拟的价格水平或交易量水平,认定“操纵”的效果,进而推定操纵的意图及行为的操纵属性。例如胡坤明案,通过比较被操纵股票的涨跌幅度与大盘综合指数或行业指数的偏离幅度,以及操纵期间上市公司是否发布重大事项公告,来论证《操纵指引》第14条第3款列举的“致使相关证券的价格走势明显偏离可比指数的”、“致使相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面情况的”情形。这种思路同样在洗售交易、虚假

申报、特定期限价格的操纵等手法的认定中出现。但依照《操纵指引》第14条的规定,若从结果推定操纵属性,关键要证明行为人的行为“致使”证券交易价格异常或处于虚拟状态的重要原因,即行为人的交易对市场价格有重要影响,则又回归对大量、高价申报的分析或结合其他要素对操纵意图的认定。

比较上述两种路径,前者侧重于从具体指标来推定行为的操纵意图,后者则从抽象的动机、目的来认定行为的操纵意图。前者更为具体形象,但拘泥于若干特定指标会使得违法行为的认定范围相对狭窄;后者虽然主观,但可以跳出指标的束缚而使得认定具有灵活性。但无论哪种路径,均暗含了对操纵行为的主观要素的把握,操纵的欺诈性虽然可从行为外观把握,但本质上仍需观察行为人是否具有可归责的主观意图,否则极易混淆合法的投资与具有违法性质的操纵行为。

#### 4. 连续操纵的新形态:短线操纵

随着市场迅速发展、监管不断加强,操纵行为的短线化趋势越来越突出,监管机构逐渐形成了认定“短线操纵”的思路,甚至将其定义为一种新型的操纵手法。<sup>[69]</sup>

短线操纵不同于传统坐庄操纵,行为人以资金优势在较短时期内操作影响一支或几支证券的价格,快进快出,将股价迅速推高甚至封于涨停,在第二日或较短时期内反向卖出,以赚取短线差价。从证监会行政处罚的案例看,短线操纵具有综合性特点,行为人多同时采用拉抬或打压、虚假申报、封涨停申报、<sup>[70]</sup>尾市交易、操纵开盘价或收盘价等手段。例如,2011年前后集中处罚的林忠案、沈昌宇案、陈国生案、袁郑健案、徐国新案等短线操纵特征明显的案件,行为人在多个交易日的多个时段内,在连续交易过程中,同时出现了倒拉抬、虚假申报、影响开盘价、尾市封涨停等情形,借股价的短期波动反向交易牟利。再如叶兆平案,操纵主体一个交易日中不到20分钟的时段内利用资金优势、持股优势盘

[69] 同注[45]。

[70] 封涨停是指证券的市场成交价已达涨幅限制,市场仍有大量未成交申报,新增加委托明显无法成交的情况下,行为人仍继续以涨停价大量申报买入,使得涨停价位买委托量急剧放量,将证券价格锁定在涨停价位一段时间甚至当日收盘,误导其他投资者对股票走势判断,为其后续交易牟利创造条件。



中拉抬即操纵股票交易价格涨幅4.48%。

目前,无论是国内还是域外可知的法律规则体系,均未将短线操纵认定为一类独立的操纵类型,而仅是对短线操纵涉及的某些具体情形和手段作出规定,根据行为的具体性质、特定的手段和市场影响将操纵行为细分,纳入不同的规制体系。<sup>[71]</sup> 短线操纵相比传统操纵手段,与正常投资、投机行为更难区分,操纵意图及价量影响的证明标准更加复杂。现有证监会案例仅是笼统认定为“以其他手段操纵证券市场”,并未在处罚决定书中明确其特征和属性。对短线操纵的连续处罚,反映了监管机构对操纵市场行为认识的发展,立法、司法和学理有必要积极跟进研究,推动对操纵行为违法性认识的不断深化。

## (二) 约定交易与洗售交易操纵

约定交易和洗售交易操纵行为模式基本相似,即按事先约定的时间、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。虽然《证券法》使用“在自己实际控制的账户之间进行的证券交易”规定洗售交易操纵,但在集中竞价交易市场,若要证券在自己控制的账户之间实现交易,必须保证价格相近、方向相反。因此,约定交易与洗售交易操纵之间的主要实质性区别即在于,操纵行为是单一主体还是多个合谋主体。

### 1. 行为特质:制造交易活跃假象的典型代表

约定交易和洗售交易行为模式相对简单,无论是相互串通进行证券交易,还是以自己为交易对象连续进行自买自卖,行为均明显有别于合法的证券投资,可以推定其“具有不当控制该种证券交易价格的意图”,<sup>[72]</sup> 美国、日本等国家法律将这种欺诈意图的结果认定为“产生不真实或足以令人误解的证券交易处于活跃状态,足以致使或者诱导他人误解证券交易状况”。<sup>[73]</sup> 我国证券法律虽未对此主观意图予以明确规定,但证监会的行政处罚案例是否事实上表述了类似的逻辑则值得分析。

[71] 蔡奕:《证券市场短线操纵的界定与规制法律难点分析——海外经验与比较借鉴》,载《金融服务法评论》(第2卷),法律出版社2011年版。

[72] 汤欣:《操纵市场行为的界定与〈证券法〉的修改建议》,载《中国金融》2004年第19期。

[73] 同注[14]。

证监会在涉及该类操纵的多数案例中仅提及及行为人利用不同账户做价格、数量相近,方向相反的交易,并未阐述异常交易的违法性实质。<sup>[74]</sup>但也有案例描述了行为人采用先高价申报卖出、再高价申报买入相对成交的交易方式。<sup>[75]</sup>行为人以明显高于市场价格的卖委托申报,既没有被其他投资者的买委托申报撮合成交的风险,又具有时间优先的优势,待其再以同样的高价买申报时,则能优先与之前的高价卖申报撮合成交,从而最大限度地保证在自己控制的账户之间实现高价成交,使瞬间市场成交价受到影响甚而大幅上涨,这种高价申报一定程度反映了行为人影响证券交易价格的意图。

值得注意的是,证监会在部分案件中还明确指出这种异常的交易方式“形成虚假交易量,造成买卖活跃的假象,引诱他人买卖”,<sup>[76]</sup>“将股票价格一直维持在较高价位上”,<sup>[77]</sup>“制造成交活跃的假象”。<sup>[78]</sup>可见,证监会在处罚这种操纵行为时,同样认为行为人具有制造交易活跃假象诱导他人买卖证券的欺诈意图和客观效果,秉持了与域外法律相近的立场。只是在样本案例中,证监会并未将这种违法性要素作为构成要件予以充分论证,亦有学者认为这种行为的操纵意图显而易见,无须再行证明。<sup>[79]</sup>

## 2. “影响”与“操纵”证券交易价量的差别

根据《证券法》的规定,约定交易、洗售交易操纵要求“影响”证券交易价量。从样本案例来看,相关行政处罚决定书通常统计洗售交易的天数占比,<sup>[80]</sup>对倒量占同期市场总成交量的比值,<sup>[81]</sup>试图通过证明操纵行为人的影响能力来推定其行为对证券交易价量实施了影响效果。虽然《追诉标准二》对于洗售交易、洗售操纵均以连续20个交易日异常交易的成交量累计达到该证券同期总成交量20%以上作为刑事追诉的

---

[74] 例如海通证券案。

[75] 例如林忠案、李国东案、陈明贤案。

[76] 例如柳宏案。

[77] 例如南方证券案。

[78] 例如西安航标案。

[79] 同注[72]。

[80] 例如兴安证券案、唐汉博案。

[81] 例如方圆投资案、崔峻山案。

标准,但证监会行政处罚案例并未凸显出其认定的统一量化指标。如柳宏案,行为人的日对倒量占同日市场总成交量的比例主要在5%~10%区间,方圆投资操纵方向光电案,同类指标数值主要在10%以上,崔峻山操纵金德发展案,同类指标数值主要在30%以上。证监会均按照洗售交易操纵进行了认定处罚,但并未阐明为何不同量级的影响力指标,同样可以认定其影响了证券交易价量。虽然证监会在部分案例中同时还关注了洗售交易操纵期间股价涨幅及与同行业指数偏离度等指标,<sup>[82]</sup>似乎股价偏离度越大,操纵行为对证券交易价量的影响越明显,但证监会并未通过论证分析来建立操纵行为与价格变动结果之间的关联性。

值得关注的是,约定交易、洗售交易操纵与连续交易操纵的条文存在“影响”与“操纵”证券交易价量的字面区别。<sup>[83]</sup>有观点认为,“影响”仅指行为人的行为客观上影响证券交易价格或交易量,“操纵”则不仅有客观上的影响,而且指行为人主观上有操纵证券市场的故意。<sup>[84]</sup>样本案件的法律文书对此未刻意予以区分,如相建康案,只是笼统地强调“账户组存在连续大额买卖、日内大量反向交易和对倒交易,影响交易价格和交易量的行为”。但《操纵指引》第14条有意模糊了可能的区别,统一使用“影响”证券交易价格或者证券交易量的表述,且这种“影响”是指行为人的行为“致使”证券交易价格或交易量异常或出现虚拟水平的客观结果,“致使”说明行为是结果的重要原因。

本文认为,首先,立法上区别“操纵”和“影响”证券交易价量的不同用词,说明在行为人主观恶性程度存在差别。约定交易以行为人串通为前提,洗售是缺乏合理性的交易,两种行为均较为清晰地体现了行为人的欺诈意图。但连续交易操纵因其交易形式与合法投资(投机)不易区分,主观恶性要小于约定交易和洗售交易操纵。

其次,连续交易与约定交易、洗售交易操纵在导致证券交易价量异

[82] 同注[76]。

[83] 《证券法》第77条第1项为“操纵证券交易价格或者证券交易量”,第2~3项均为“影响证券交易价格或者证券交易量”。

[84] 参见深圳证券交易所2006年《关于〈操纵证券市场行为认定指引(草案)〉的起草说明》。

动的因果关系强度上存在差异。操纵行为是致使证券交易价格(交易量)异常或形成虚拟的价格(交易量)水平的重要原因,因果关系越直接、越紧密,行为的危害性越大,也更容易证明操纵行为破坏了证券市场正常的交易秩序。监管机构在评价这两类操纵行为对交易秩序侵害的严重程度时标准也明显不同,如《追诉标准二》要求连续交易操纵需在涉案证券连续20个交易日内买卖股份数累计达到同期总成交量的30%以上,而约定交易、洗售交易操纵的同一追诉指标仅需达到20%以上。<sup>[85]</sup> 监管机构(控方)认定约定交易、洗售交易操纵时采用比连续交易操纵较低的影响力指标,说明前者对证券交易价格形成机制更具有破坏力,对证券交易价格的影响力更明显,社会危害性更大。

最后,证明责任分担也有所区别。因为约定交易、洗售交易操纵的主观恶性更为明显,监管机构(控方)在连续交易操纵中需要承担更高的证明责任来确认行为人的主观意图。证监会处罚的样本案件中,连续交易操纵的成交量占比数据同样也高于洗售交易操纵。<sup>[86]</sup> 交易量指标越高,越容易证明异常交易行为对证券交易价格变动的影响力。“影响”标准意味着可以采取相比连续交易操纵较低的客观危害标准来追究法律责任。

可见,操纵行为是否具有影响证券交易价格或交易量的能力、价格变动的结果与操纵行为的因果关系均是认定“影响证券交易价格或交易量”的核心因素,但证监会的处罚案例还只是从各种客观要素的量化指标比较,来笼统地证明这一结论,尚未形成从客观行为到主观意志的整体观察来论证操纵行为的欺诈性。

### (三) 虚假申报操纵

虚假申报操纵又称为订单型操纵(order-based manipulation)或欺

[85] 《追诉标准二》第39条第1~4项。

[86] 例如柳宏案,行为人在操纵期间买入“捷成股份”占市场同期买入量的21.19%,单日买入量占该股市场交易量最大达到55.99%,而洗售(对倒)交易量占同日“捷成股份”市场总成交量的比例在5%~10%之间,二者分别被认定构成连续交易操纵和洗售交易操纵。

骗型订单操纵 (spoofing order),<sup>[87]</sup> 各主要证券市场都开始禁止订单型操纵行为。<sup>[88]</sup> 《操纵指引》、《追诉标准二》先后明确了该种操纵手段的行为模式和追诉条件,<sup>[89]</sup> 证监会 2009 年依据《证券法》第 77 条“以其他手段操纵证券市场”的兜底条款连续处罚了 3 起以虚假申报单一手法操纵的案件后,<sup>[90]</sup> 虚假申报操纵开始和连续交易、洗售、特定期间的价格操纵相结合,主要成为后者行为实施的一种辅助手法。

### 1. 申报撤单的外在表现形式

《操纵指引》将虚假申报操纵的行为模式简单概括为同一交易日、在同一证券的有效竞价范围内,按照同一买卖方向,连续、交替进行 3 次以上的申报和撤销申报行为。从样本案例看,虚假申报撤单操纵案件主要发生在盘中连续竞价交易阶段。例如周建明案,<sup>[91]</sup> 行为人通过短时间内多次申报,委托价格逐步提高,迅速撤单后再以稍低价格择机申报卖出。近两年的案件中,行为人还采用“在每日集合竞价阶段,于可申报

[87] Spoofing is a type of market manipulation that involves placing certain non – bona fide order(s) . . . with the intention of triggering another market participant (s) to (place orders) , followed by canceling the non – bona fide order , and entering an order on the opposite side of the market. News Release, FINRA, FINRA Joins Exchanges and the SEC in Fining Hold Brothers More Than \$ 5. 9 Million for Manipulative Trading, Anti – Money Laundering, and Other Violations ( Sept. 5, 2012 ).

[88] 孔东民、王茂斌、赵婧:《订单型操纵的新发展及监管》,载《证券市场导报》2011 年第 1 期。2015 年 11 月 3 日,美国联邦法院裁定高频交易员米歇尔·科斯夏 (Michael Coscia) 在商品交易欺诈以及幌骗 (spoofing) 罪名成立,这是美国也是全球针对这种违法交易行为的首宗刑事起诉。参见 bloomberg 的报道,载 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-03/commodities-trader-coscia-found-guilty-in-first-spoofing-trial> < br > <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-19/chicago-trader-oystacher-accused-of-spoofing-in-futures-markets>。事实上,订单型操纵在美国联邦证券交易法下也是违法行为,但由于主观意图难以证明,以该法第 9 节有关“市场操纵”的规定提起的监控数量极为稀少。See D. Deniz Aktas, *Spoofing*, 33 Rev. Banking & Fin. L. 96 (2013) .

[89] 《追诉标准二》第 39 条:“……(五)单独或者合谋,当日连续申报买入或者卖出同一证券、期货合约并在成交前撤回申报,撤回申报量占当日该种证券总申报量或者该种期货合约总申报量百分之五十以上的”,但目前实尚无据此刑事定罪的案件公布。

[90] 只有 6 起样本案件单独采用虚假申报操纵手法,占涉及该类操纵手法全部案件的 26. 1%。

[91] 类似的手法还有王国斌案。

可撤单期间申报买入相关股票后撤单,于可申报不可撤单期间以低于之前申报买入价格申报卖出”的操纵手法。<sup>[92]</sup>

这种短时间内进行频繁的虚假买入申报,可以造成目标股票申买委托量在短期内迅速放大、买盘汹涌的假象,从而影响其他投资者对该股票供求和价格走势的判断,诱导其跟进买入,逐步推高股价。例如徐国新案,<sup>[93]</sup>在行为人账户组申报撤单期间,其他投资者买入申报总量和涨停价买入申报总量分别上涨了174.42%和148.33%。而当账户组最后1笔撤单后,虽然虚拟成交价格有所下降,但其他投资者买入申报总量和涨停价买入申报总量仍持续增加,增加幅度分别为36.41%和51.55%。可见,虚假申报撤单期间,其他投资者的交易行为受到了明显影响。证监会因此也认定其误导了其他投资者对股票供求关系的判断,影响股票交易量和开盘价。

## 2. 如何认定“不以成交为目的”

虚假申报操纵行为人并非真实的希望自己的申报在市场成交,同时为利用有限的资金实现最大的申报效果,需及时将原委托申报撤回以释放资金。因此,撤单成为判断不以成交为目的的首要标准。例如,《操纵指引》将同一交易日、在同一证券的有效竞价范围内,按照同一买卖方向,连续、交替进行3次以上的申报和撤销申报行为定义为虚假申报。但正常的投资行为可能因为先前的委托价格不具有优势而撤回申报,或委托后改变投资决策而申请撤回原申报,为避免打击合法的投资行为,可以观察到证监会在行政处罚时正在丰富认定“不以成交为目的”的思路。

(1) 撤单的频繁度。从张建雄案开始,证监会开始统计账户组从买入申报到撤销委托的间隔时间,似乎倾向于认为买入申报驻留时间越短,申报越频繁,委托申报就越不具有真实的交易目的。例如穗富投资案,当事人辩解部分撤单行为系正常调整申报价格再行买入,不存在以不成交为目的而误导其他投资者的虚假申报,证监会认为本案涉及的撤单比例较高,距离申报时间很短,具有明显的主观故意。但“频繁”只是体现交易行为非真实性的表象之一,硬性规定一个数字标准来衡量“频繁”并不

[92] 例如苏颜翔案、刘长鸿案、彭旭案等。

[93] 类似情况的还有卢道军案、陈国生案等。

科学,而应结合当时证券品种的交易活跃程度和市场行情走势判定。

(2)堆单行为的异常性。例如刘长鸿案,操纵主体在股票涨停期间,仍大量申报买入,居市场第一位,证监会认为“存在将排队在前的涨停价买单撤单,同时再以涨停价申买的情况,说明其不以成交为目的”。再如徐国新案,<sup>[94]</sup>股票已涨停、市场及涉案账户本身已有大量未成交申报、买入申报明显无法成交的情况下,行为人仍继续“以涨停价大量申报买入堆单”,使得涨停价位买委托量急剧放量,将该股股价锁定在涨停价位,导致该股始终维持涨停价位至当日收盘,误导其他投资者对股票走势的判断,为其下一交易日出货牟利创造条件。对这种堆单行为违法性的认定,也意味着证监会打破了《操纵指引》、《追诉标准二》以撤销申报为必要条件的固有思路。

(3)申报价格档位较低。比较常见的是低档位申报撤单。例如卢道军案,账户组为了避免买委托成交,故意以略低于市场成交价的价格申报,按照“价格优先”的规则,其申报的价格在即时行情系统所处的档位较低,既不会立刻成交,又明显增加了相应档位的委托数量,致使投资者以为市场买入需求放大,但其随后即撤销申报。这种低档位申报明显不同于普通投资者真实的买入需求,相比一般撤单行为更加凸显不以成交为目的的意图。

可见,虚假申报操纵通过不以成交为目的的频繁申报,实际制造了虚假的市场供求信息,误导其他投资者交易。尽管该种操纵行为对市场价格和流动性仅有短暂的影响,随着虚假申报的停止,市场价格和流动性又大致会回到正常水平,<sup>[95]</sup>但其仍能吸引其他投资人跟风交易,推动市场价格向预期方向波动,从而牟取非法利益。而证监会的行政处罚案例,在论证该种行为的违法性时,也明确指出了其与其他操纵行为所共有的制造交易活跃假象、诱导投资者跟风交易的欺诈本质。

#### (四)特定期间的价格操纵

##### 1. 特定期间价格操纵的两种类型

一种特定期间价格操纵常见于操纵证券开盘价、收盘价、尾市操纵

---

[94] 类似情况的还有沈昌宇案、莫建军案、王建森案等。

[95] 同注[88]。

等情形。例如任良成案,<sup>[96]</sup>操纵主体在大宗交易当日尾市阶段通过二级市场竞价系统买入大宗交易相关股票,以高于市场成交价的价格和大量的申报买入量拉抬股价,并于次日卖出,证监会认为其扰乱了证券市场正常交易秩序,构成以其他手段操纵证券市场。这种尾市阶段操纵收盘价,往往是为了诱骗投资者认为尾市阶段供需关系突然发生了变化,进而在第二天开盘时跟风交易,待价格发生有利变动时,操纵行为人反向卖出获利。

另一种特定期间价格操纵则相对复杂,行为人在计算相关证券的参考价格(价值)或者结算价格的特定期间,通过拉抬、打压或锁定等综合手段,操纵证券交易价格或交易量,以便在参考价格或结算价格的有利变动中牟利。这种表现形式也是特定期间价格操纵能成为一种独立风格的操纵手段的主要因素。例如艾亿新融案,以影响债券收市价格进而维持、提升信托产品单位净值为目的,利用交易所债券收盘价形成机制以及债券交易非连续性交易的特点,在即将收市时大幅抬拉债券价格,证监会认为构成操纵证券市场行为。证券的当日收盘价,是各种盘后场外交易、大宗交易、相关指数价格、上市公司市值、证券投资基金净值、下一交易日涨跌幅限制价格、并购重组和新股发行、配股派息的除权参考价的计算基础,<sup>[97]</sup>可谓“一发牵动全身”,极易成为该类操纵行为人所瞩目的对象。此外,股东将持有的上市公司股份向信托公司质押融资时,多以一定期间的股票收盘价格折算补仓警戒线或平仓线标准,一旦股价跌至警戒线,股东也可能以各种手段操纵标的证券收盘价格而解除融资违约爆仓风险。<sup>[98]</sup>

例如,以操纵股票涨跌幅限制价格为特征的新理益集团案,行为人在下跌行情中以相对高价减持,在收市前十分钟内集中资金优势连续高价买入“京东方A”股票,致使尾市期间股价涨幅达5.72%,通过拉高收盘价使得第二日的跌幅限制价格(跌停价)上升了0.39元,从而在

[96] 类似的情形还有李军案。

[97] 范利民、唐菁菁:《收盘交易机制的国际比较:特点、趋势与启示》,载《当代经济管理》2007年第3期。

[98] 《上海莱士大股东增持玄机:股价逼近股票质押警戒线》,载 <http://stock.caijing.com.cn/2012-12-10/112348343.html>,2015年8月19日访问。



第二日巨量减持股票时多实现收益 521 万元。本案行为人实际利用了涨跌幅限制以前一日收盘价为计算基础的交易机制,通过尾市期间集中拉抬买入操纵收盘价的方式,锁定后续卖出证券的价格成本。

## 2. 认定违法所得的困难

特定期间的价格操纵,直接目的是让证券交易价格(价值)达到预期目标,进而在以该价格(价值)为参考价格的交易中牟利,其不仅诱骗了以该证券供需关系变化为决策依据的市场投资者,同时也欺诈了以该证券价格为基础价格的相关衍生品或场外金融产品的交易参与人。如前文所述的恒逸集团案,行为人集中资金优势大量买卖“恒逸石化”的目的是让股价回复到上市公司拟开展的定向增发的发行价之上,其不仅改变了二级市场供需关系平衡,还可能使参与定向增发的一级市场投资者受到误导,严重干扰了价格形成机制和交易市场秩序。

正因为特定期间价格操纵行为人具有双重意图,实际是以操纵市场为手段去实现其他非法或合法的目的,认定违法行为后则进一步面临着违法所得计算范围的问题。在新理益集团案中,行为人通过人为拉高的收盘价而实现高价减持的获利实际为 1642 万元,但行为人前一日因操纵收盘价而高价买入的证券最后卖出亏损 1122 万元,证监会按照两种盈亏相抵的金额认定操纵市场违法所得数额。而在浙江恒逸集团案,虽然行为人拉高股价实际亏损 737 万元,但如因此股价维持在增发价格之上而保证了相关公司定向增发的顺利完成,不仅难以衡量行为人因增发带来的股权增值收益与操纵市场行为的相关性,进而确定这部分收益情况,两种收益结果能否相抵无从定论。在操纵市场手段更为复杂化、动机多元化的今天,违法所得本质、外延及计算方法还有待深入研究。

随着金融衍生品市场的不断创新及场外市场、黑池交易方式的兴盛,<sup>[99]</sup>越来越多的投资者并不直接通过集中交易市场证券买卖获取价格差,而是通过与其关联的衍生品投资结构来对冲风险或套利。行为人通过各种手法恶意影响证券品种的交易结算价格,进而在与其结算价格

---

[99] “黑池”(dark pool)是一种为买卖双方匿名配对大宗股票交易的平台,主要由机构投资者参与买卖,运作并不透明,不会展示买卖盘价及报价人士的身份,也不会向公众披露已执行交易的详情。

联动的金融衍生产品交易中获取非法利益,不仅可能是未来特定时间价格操纵的主要形式,也是跨市场操纵演化的一种具体路径,此时如何综合认定行为人的违法所得将更为复杂。

### (五) 抢帽子交易操纵

虽然学说中还在争论“抢帽子交易”行为能否适用操纵的兜底条款进行规制,<sup>[100]</sup>但事实上证监会自2007年处罚武汉新兰德案以来,已积累起一定数量的行政处罚认定案例,人民法院也已陆续做出了多起刑事定罪的判决。<sup>[101]</sup>从前述《操纵指引》和《追诉标准二》有关条款看,抢帽子交易操纵行为模式十分清晰,只要行为人实施了先交易、再推荐、后反向交易的行为,且未公开其持股事实,即可初步认定为抢帽子操纵行为。但此中仍有三个问题值得讨论。

#### 1. 特殊主体要件的实质是看荐股影响力

虽然《证券法》第77条禁止的是一般主体即“任何人”操纵市场,对于行为人并未作出明确的身份限定,但《操纵指引》和《追诉标准二》将抢帽子交易操纵的行为主体限定为证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员等特殊主体。证监会已处罚的抢帽子操纵案例中的违法主体,也多为证券投资咨询机构或证券公司具有证券投资咨询执业资格的从业人员(简称从业人员),在个别案例中还有专业机构或从业人员将其资质、名义出借给他人而被认定为共同实施了违法行为。<sup>[102]</sup>因此,一般认为抢帽子操纵行为人仅限于列举的几类特殊身份主体。

但从证监会处罚的个别抢帽子操纵案件看,证监会关注的并不仅限

---

[100] 相关讨论参见何荣功:《刑法“兜底条款”的适用与“抢帽子操纵”的定性》,载《法学》2011年第6期;王崇青:《“抢帽子”交易的刑法性质探析——以汪建中操纵证券市场案为视角》,载《政治与法律》2011年第1期;蔡正华、张延武:《抢先交易行为的刑法评价和刑法规制路径》,载《中南大学学报》(社会科学版)2011年第6期;黎琳:《案例四:股市黑嘴之罪与罚——对“中恒信操纵市场案”的思考》,载《公司法律评论》2012年卷;刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用——抢帽子交易刑法属性辨正》,载《中外法学》2013年第6期。

[101] 汪建中案是首例因例抢帽子操纵入罪的案例,参见北京市第二中级人民法院(2010)二中刑初字第1952号刑事判决书,北京市高级人民法院(2011)高刑终字第512号刑事裁定书。陆续判决的还有余凯案等,参见周芬棉:《余凯等操纵证券市场内幕披露 非法获利超5000万》,载《法制日报》2011年12月19日版。

[102] 例如余凯案、禧达丰案。

于抢帽子操纵行为主体的从业身份特征,而在于其推荐(买入)股票时对投资者交易决策的影响力。例如武汉新兰德案中,武汉新兰德公司与全国多家省级媒体合作,向社会公众提供咨询与荐股服务,其法定代表人朱汉东定期在“金融界”网站等媒体发表股评文章,具有证券投资咨询机构的专业优势及影响力,行为人利用武汉新兰德的股票推荐来影响公众投资者的投资判断,引起所推荐股票价格上涨,并通过反向交易牟取不当利益。<sup>[103]</sup>这种具有相当知名度和影响力的专业机构,通过公共媒体进行股票推荐活动,社会关注度高,更容易影响投资者的交易决策,实现诱使投资者跟进买入或卖出的效果。在叶志刚案中,行为人仅在特定投资机构和个人客户范围内发送研究报告,但作为相关行业的首席分析师,其知名度、受认可度较高,且接受其推荐的机构客户从事的交易行为对于市场供需的影响力更强,虽然本案中信息的传播范围相比汪建中案等略为狭窄,但其诱使投资者交易进而影响证券交易价量的效果可能更为明显,证监会同样认定了违法行为并给予处罚。

现行规范实质是将行为人的影响力简单等同于特定职业身份,即推定特殊身份主体推荐股票的行为当然对投资者决策具有影响力。这种认定思路的确减轻了监管机构对操纵主体荐股行为影响力的证明责任,但同时可能会使一部分行为人没有特殊主体身份的同质行为逃脱法律制裁。在投资者判断分析能力不足、跟风炒作投机性强、风险意识较弱的中国市场环境下,媒体记者、“最牛散户”、“炒股达人”、“知名投资家”或“股评家”等非专业机构从业人员,如能通过电视、电话或网络社交媒体等方式发表观点、意见来影响相当范围内投资者的决策,且同样使用先持股、后推荐再卖出的手法,也能实现诱骗投资者跟风交易的欺诈效果。

本文注意到,《证券法修法一读草案》已取消了这种对于从业身份的要求,<sup>[104]</sup>转而强调有影响力的荐股行为与买卖牟利的联动关系。值得关注的是,证监会在袁郑健案中,试图将这类具有一定民间影响力的

[103] 类似的情形如汪建中案。

[104] 《证券法修法一读草案》第94条:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量:……(六)对证券及其发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易。”

非专业机构人士在连续交易过程中通过博客文章推荐股票的行为认定为操纵市场,<sup>[105]</sup>但究竟其属于利用信息优势的连续交易操纵还是抢帽子交易操纵,仍可以进一步研究讨论。

## 2. 具有诱导性的荐股信息

抢帽子交易操纵依托于向投资者推荐买入卖出股票的信息,与利用信息优势连续交易操纵和蛊惑交易操纵存在相似之处,若要诱导投资者从事相应的证券交易行为,操纵主体所利用的信息应对投资者决策具有一定的影响力。

连续交易操纵所利用的信息多指能够对具有一般证券市场知识的理性投资者的投资决策产生影响的客观事实,<sup>[106]</sup>操纵主体往往是上市公司内部人或相关信息的知情人,其获取或者了解重大信息更易、更早、更准确、更完整,但一般不主动加工、刻意传播信息。此处的信息包括内幕信息、宏观信息和市场交易信息,信息内容的真假并不重要,关键在于信息的外部性质以及其直接或间接反映出来的上市公司内在价值对理性投资者决策具有显著或重大影响。蛊惑交易操纵所利用的信息是能够对证券市场上一般投资者的投资决策产生影响的不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息,<sup>[107]</sup>操纵主体一般并无身份、地位或职权优势,此类信息主要由操纵主体自己编造散布,虽然事实上虚假,重大性程度也可能低于连续交易操纵行为所利用的信息,但多与市场投资者关注的焦点、热点题材紧密相联,一经公布传播,往往对投机炒作氛围浓厚的市场上的投资情绪具有直接影响。而抢帽子交易中的信息主要是行为人公开做出的对交易证券投资价值的主观评价、预测或者建议,这种主观评判既可能符合客观事实,也可能夸大其词,推荐信息之所以能被投资者接受认可,关键是操纵主体身份的影响力。

总之,从信息真实性的角度看,利用信息优势连续交易操纵和抢帽子交易操纵均不关注相关信息内容的真假,而蛊惑交易则以信息虚假为前

---

[105] 2011年处罚的袁郑健案,证监会认为“在持有富临运业股票的情况下发表博客文章推荐富临运业股票。由于袁郑健连续交易数量较大……博客文章阅读次数较多……上述行为违反了《证券法》第七十七条关于禁止操纵股票价格的规定”。

[106] 《操纵指引》第19条。

[107] 《操纵指引》第33条。

提;从信息的来源看,抢帽子交易和蛊惑交易的信息由操纵主体自己制造,相当程度上带有主观色彩,而连续交易操纵利用的信息具有外部性。

### 3. 认定违法性的关键:未揭示利益冲突的欺诈

关于抢帽子交易操纵的违法属性,有观点认为是具有利益冲突信息披露义务的从业人员,通过未披露利益冲突的荐股信息,诱使投资者按照行为人的预期进行资金配置,(将此种行为)纳入操纵条款是为惩治专业机构及其从业人员隐瞒与投资者之间具有明显利益冲突的经济关系。<sup>[108]</sup> 这种观点有可取之处,因为秘而不宣的利害关系会影响到荐股信息的质量及荐股行为的中立性,极易引发相关主体为牟取个人利益蓄意发表有偏向性的甚至完全虚假的分析评论并由此造成投资者损失。《操纵指引》关于行为人如能事先披露买卖证券计划则不构成抢帽子交易操纵的规定,<sup>[109]</sup>也证明了抢帽子交易操纵的认定与相关的信息披露义务之间的内在关联。

在隐瞒持股信息的情况下先推荐后再卖出的交易模式,反映出行为人意图通过推荐信息诱使投资者从事能引起其所期待的价格波动的交易行为,行为人为了实现其主观目的必然要隐瞒自身交易背后的利益冲突,这也是抢帽子交易的违法属性之所在。德国法院在首例抢帽子操纵案中指出,行为人发出投资建议,在于诱使其他市场参与者作出相应的交易行为,目的在于对行情造成影响,是以“其他欺诈行为”操纵市场。<sup>[110]</sup> 美国法认为这种未充分的披露利益冲突的交易触犯了证券交易法的“欺诈”条款,甚至不以荐股后的反向交易为必要。<sup>[111]</sup> 中国证监会

[108] 刘宪权:《操纵证券、期货市场罪“兜底条款”解释规则的建构与应用——抢帽子交易刑法属性辨正》,载《中外法学》2013年第6期;谢杰:《市场操纵犯罪的机理与规制——法律与金融分析》,华东政法大学博士学位论文,2014年。

[109] 《操纵指引》第35条第2款:“但上述机构及其人员依据有关法律、行政法规、规章或有关业务规则的规定,已经公开做出相关预告的,不视为抢帽子交易操纵。”但这种豁免条款在《追诉标准二》和《证券法修法一读草案》中未见规定。

[110] 高基生:《德国最高法院“抢帽子交易”案的判决及其启示》,载《证券市场导报》2006年第9期。

[111] Jill I. Gross, *Securities Analysts' Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 631 2002, p. 675. 但本文认为,反向卖出是抢帽子交易的当然构成要件,否则难以说明其隐瞒利益冲突是为了影响证券交易价量而牟利的动机。

在部分处罚案例中,也强调了抢帽子交易行为人主观上具有利用咨询推荐活动的影响力实施操纵证券市场行为的意图。<sup>[112]</sup> 在现行立法上没有一般性反欺诈条款制度的背景下,将这种隐瞒持股信息、先推荐后再反向交易的交易模式认定为操纵市场,的确能够实现更为严厉的执法效果。在没有直接证据表明行为人的操纵意图时,虽然抢帽子交易的行为模式明显不同于合法的投资咨询活动或正常投资者的交易行为,其在不同程度上存在影响证券交易价量的主观意图或至少是放任不当荐股误导投资者的重大过失,但与连续交易、洗售交易操纵等力求控制证券交易价量的积极故意仍有明显区别,社会危害性相对较轻,在适用《证券法》第77条第4项追究行政责任甚至依据《刑法》第182条第4项追究其刑事责任时,应保持相对审慎的态度。

隐瞒利益冲突既是抢帽子交易的外在表现形式,更是其违法属性的核心特征。而信赖关系又成为认定利益冲突的前提基础。专业机构从业人员依法从事证券投资咨询服务,在荐股服务过程中与投资者形成了具有受托义务的信赖关系,因而负有避免利益冲突的信赖义务(fiduciary duty),应当如实地披露利益冲突信息,或至少不得利用信息不对称关系牟利。因此,现行规范及证监会处罚案例多将抢帽子交易操纵主体限定为这类具有明显信赖义务的专业机构及其从业人员。也有观点认为,新闻媒体记者与社会公众尚无法建立这种具有法律约束力的信赖义务关系,即使其实施的交易行为背后存在着某种利益冲突信息的隐瞒,也只是与其新闻执业准则存在冲突,仅须依据有关新闻媒体从业的禁止性规定给以处理,而不宜以操纵市场论处。<sup>[113]</sup> 但国外已有将新闻媒体记者纳入抢帽子操纵规范对象的案例,<sup>[114]</sup> 且美国也有认定实施抢帽子交易的专栏作者存在类似的准信赖义务而认定欺诈的案例。<sup>[115]</sup> 并且我国

---

[112] 例如汪建中案。

[113] 同注[14]。

[114] 参见中国证监会行政处罚委员会编:《证券行政处罚案例判解》(第1辑),法律出版社2009年版,第36页。

[115] 美国第九巡回上诉法院在 *Zweig v. Hearst* 一案判决中认为专栏作者“买入、推荐、卖出”的交易模式构成欺诈,虽然本案中该作者对于报刊读者的义务并不是普通法上的信赖义务,但其地位类似于内幕人员(quasi-insider),参见 *Zweig v. Hearst*, 594 F. 2d 1261 (9<sup>th</sup> Cir. 1979)。

《证券法》第78条对于各种媒介从业人员甚至其他人员都明确了真实客观传播证券市场信息的义务,<sup>[116]</sup>证监会与国家新闻出版总署对新闻媒体记者报道证券市场信息也提出了具体的规范要求,<sup>[117]</sup>说明该类主体在某种程度上对于社会受众也承担了防范利益冲突的准信赖义务。因而,抢帽子交易操纵行为主体扩展至新闻媒体从业人员,甚至有限度地扩展至其他具有类似信赖义务的荐股主体,与规制该类操纵行为的法理基础并不冲突。

### (六) 蛊惑交易操纵

我国早期的证券立法如《股票条例》、《禁止欺诈办法》和《操纵通知》早已将传播虚假信息纳入禁止的操纵手段范围。<sup>[118]</sup>但后续规范的落脚点在于禁止证券经营机构损害客户利益的欺诈行为,如《证券法》第78条明文禁止证券经营机构在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导,禁止有关人员编造传播虚假信息扰乱证券市场。有观点即认为该条实际是有关散布虚假信息操纵的规定。<sup>[119]</sup>对于发布虚假信息扰乱市场秩序的行为,出现了反操纵和反欺诈两种规制思路。<sup>[120]</sup>

因此,虽然《操纵指引》明确了蛊惑交易操纵的构成要件,<sup>[121]</sup>但至今尚无据此认定操纵的行政处罚案例。实践中涉嫌蛊惑交易的行为也多

[116] 《证券法》第78条:“禁止国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员编造、传播虚假信息,扰乱证券市场。禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员,证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员,在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导。各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观,禁止误导。”

[117] 新闻出版总署、中国证券监督管理委员会《关于印发〈关于加强报刊传播证券期货信息管理工作的若干规定〉的通知》[新出联(2010)17号]。

[118] 《股票条例》第74条3项:“……或者以散布谣言等手段影响股票发行、交易的;”《禁止欺诈办法》第8条:“前条所称操纵市场行为包括:……(二)以散布谣言等手段影响证券发行、交易”;《操纵通知》第1条“……8. 证券投资咨询机构及股评人士利用媒介及其他传播手段制造和传播虚假信息,扰乱市场正常运行”。

[119] 朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2011年版,第222~223页。

[120] 同注[20],第246页。

[121] 《操纵指引》第31条:“本指引所称蛊惑交易操纵,是指行为人进行证券交易时,利用不真实、不准确、不完整或不确定的重大信息,诱导投资者在不了解事实真相的情况下做出投资决定,影响证券交易价格或交易量,以便通过预期的市场波动,取得经济上的利益的行为。”

以传播虚假信息违法认定。如早年的李定兴编造收购“苏三山”虚假信息案,最终以编造并传播证券交易虚假信息罪定案。<sup>[122]</sup>证监会2015年处罚的王之所编造传播虚假信息案,<sup>[123]</sup>行为人买入6万股“湖南发展”股票后,为使股价上涨而在互联网发帖编造并传播“湖南发展收购财富证券”的虚假信息,随后3个交易日湖南发展股票价格明显上涨,行为人趁机卖出股票获利。该案件的行为特征实际符合《操纵指引》蛊惑交易操纵的构成要件,但证监会最终按照《证券法》第78条第1款及206条关于“禁止国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员编造、传播虚假信息,扰乱证券市场”的规定进行了处罚。

本文认为,这种法律适用值得商榷。首先,蛊惑交易与传播虚假信息两种行为的主体不同,《证券法》第78条约束的主体应限于传播媒介或国家工作人员等具有一定信息传播话语权的个人,但事实上蛊惑交易操纵为一般主体,任何单位和个人都可以利用便利的信息传播平台散布不实消息;其次,第78条是针对影响了证券市场秩序的结果来进行规制,而蛊惑交易则须有通过散布信息影响证券交易价格的主观意图,所以第78条应针对掌握传播话语权的特殊主体,系对其规定的特别谨慎义务;最后,第78条规制的传播虚假信息的主观意图可能并不在于影响特定股票价格,也不必然有相应的证券交易活动,而蛊惑交易行为人直接目的则在于通过编造传播虚假信息去影响特定股票价格,配合自身的证券交易,借此价格波动获利。事实上,第78条规制下的行为人及其关联人根本不需要从事相关证券的交易活动即可能构成违法,而蛊惑交易行为人则必须进行了相关的交易活动。

#### 四、有待进一步观察的问题

##### (一) 操纵期间和行为个数的认定

“操纵期间”是证监会在认定操纵的法律文书中频频出现的一个术

[122] 参见湖南省株洲县人民法院(1997)株法刑初字第230号刑事判决书。

[123] 中国证监会行政处罚决定书(王之所)(2015)20号。



语,有时也采用“操纵××股票价格期间”的表述。特别是在连续交易、洗售交易类操纵案件中,“操纵期间”是中国证监会通过各种指标认定资金优势、持股优势的统计基础,也是统计操纵行为对证券交易价格或交易量的涨跌幅度及涉案账户盈亏计算的起始点。<sup>[124]</sup>但“操纵期间”是只限于拉抬影响股价的个别期间还是包括操纵主体从预备实施到实现获利的整个期间?证监会的样本案例并未形成一致的认定标准。在涂忠华案中,证监会认定的操纵期间包括操纵主体“建仓并拉抬”、“巩固维持价格”、“减持卖出”三个阶段。但在李宁案中,证监会只认定行为人在长达8个月的持续交易期间里的6个交易日中的特定时段分别存在操纵证券市场行为,这个时段只包括拉抬和卖出,并未涵盖所卖出股票在此前的建仓阶段。此外,大部分案件中,“操纵期间”成为认定操纵行为个数的依据。但在抢帽子交易操纵案件中,证监会虽认定构成操纵多只(次)股票,仍把所有股票的交易期间合并认定为一个操纵期间并计算盈亏金额,似乎基于一个操纵的“故意”实施的多次行为又可以视为一个行为来认定。

同一个违法事实如果存在认定“操纵期间”的不同标准,导致操纵行为个数的认定结果不同,操纵行为对证券交易价格的影响幅度的判定也不同,从而直接关系到违法行为情节轻重的判断,进而影响到违法所得的认定及处罚的结果。

## (二) 违法所得认定的特殊情形

近年来,部分操纵主体多采用杠杠融资放大资金优势,或作为投资顾问使用委托人的账户资产进行违法交易,涉嫌操纵的账户出现了证券投资集合资金信托计划、资产管理计划、结构化信托产品和券商收益互换产品等实际公开或私下募集的第三方资金。在认定账户交易盈亏及违法所得数额时,部分操纵主体要求区分受托管理资产的盈亏与实际获取的收益。例如,在涂忠华案中,当事人辩称受托账户盈利金额的80%已经由客户获取,违法所得应只是账户盈利的业务提成,“不当没收客户获取的盈利,否则就侵犯了客户合法权益”,证监会则强调“任何人不得因违法行为而获利,因违法行为而获取的所得,不论归于何人,均应予

---

[124] 例如胡捷案。

以没收”。再如,在穗富投资案中,当事人提出“其仅为相关产品的投资顾问,为相关账户的交易行为提供建议,不是产品的所有人或受益人,账户所得非公司所得,不应作为罚款的计算基础”,证监会同样未予采信。但证监会在2014年处罚的财富成长投资公司内幕交易案中,则只将行为人从信托产品涉及内幕交易的该笔交易提取的管理费和享有的特定信托利益,认定为行为人内幕交易实现的违法所得。<sup>[125]</sup>两种认定思路的差异,值得继续关注研究。

此外,针对实施多次操纵行为的案件,证监会在2015年以前的案例基本采用分别计算每次交易的盈亏金额,再进行盈亏相抵后的余额认定为违法所得。但在穗富投资案中却未进行盈亏相抵,当事人认为“证监会以往的处罚案例中被认定为市场操纵行为的操纵期间内相关账户的盈利与损失合并计算,基于行政法的信赖保护原则,本案亦应合并计算”,证监会不予采信的理由则是“不能因为操纵多支股票而获利”。有关多次操纵是否抵扣盈亏的问题还有待关注未来案件中证监会的法理依据。

### (三) 操纵意图的认定及行为竞合

如前所述,证监会在样本案件中努力通过各类丰富的指标或事实来论者行为人具有明显的操纵股价的主观意图。但这种操纵意图的内涵具体如何,证监会并未形成系统、明确的论述。在涂忠华案,证监会强调,认定某个交易行为是否构成市场操纵,主要是依据交易行为本身是否具有操纵性、异常性、违法性,如行为人交易方式是否违背了正常投资者的交易逻辑,是否制造股票交易活跃的假象,诱使其他投资者跟风买卖,造成个股价格异动,主观上是否具有人为影响股价诱骗投资者的欺诈意图。但操纵的欺诈本质如何通过行为人的主观心态、目的、意志进行展现认定,还需要更丰富的案例才能有助于证监会提出明确的认定标准。

与此同时,证监会还处罚了一批共同操纵证券市场的案件,包括多个自然人之间的合谋,自然人与公司法人的合谋,认定操纵意图更为复

---

[125] 中国证监会行政处罚决定书(深圳财富成长投资有限公司、唐雪来、肖猛)(2014)1号。

杂,主要依靠当事人自认、他人指证以及论证利益的相关性、交易行为的一致性等方式解决。涂忠华案中,证监会认为,认定共同行政违法,既要有涉案主体的共同故意,也要有共同行为。通过分析不同行为人在同一违法事实中的角色、地位、作用,证明5位当事人对操纵行为既有共同认知,也实施了共同行为。证监会进一步认为,“参照有关共同犯罪的刑事司法实践与共同行政违法的执法实践,认定共同违法,不要求每个涉案当事人均参与了违法活动的各个环节,或者均知悉违法行为的全貌,只参与了部分行为、知悉部分事实,亦可构成共同违法”。

此外,对于操纵期间因交易行为而并发产生的信息披露违规、短线交易等问题,大部分案件均只按照操纵市场这一个较重的行为认定处罚。但在李宇案中,<sup>[126]</sup>证监会却认为同时构成超比例持股未履行信息披露义务、持有上市公司股份5%以上的股东短线交易和操纵市场三种违法行为,并分别给以处罚,法律文书中也无法确认当事人是否存在独立实施三种违法行为的意图。证监会是否就此改变对于这类竞合状态下操纵市场与其他违法行为的认定思路,不再按照类似牵连吸收犯原则进行认定处罚,也需要进一步关注。

## 五、初步的结论

中国证监会以保护投资者为己任,对操纵证券市场等违法行为的执法力度不断加强,认识不断深化,通过丰富的案例和法律文书向社会展示违法行为的特征、规律,不局限于交易行为细节和相关具体数据的罗列,逐步将笔墨专注于描述操纵行为的具体违法属性和特征分析,强化对操纵行为的构成要件事实要素的描述,对当事人的抗辩事由也适当展开针对性分析,其发展轨迹值得肯定。现有处罚决定文书的进步,不仅有助于当事人、市场各方和学术界认识、理解监管部门对操纵市场行政处罚的认定逻辑,也推动了各界更深入地关注操纵行为的构成要件、违法本质,有利于操纵市场认定规则的成熟和确定。对于个别同类型案件

---

[126] 例如李宇案,类似的认定结果还有吕小奇案。

出现不同处理结果的情形,证监会可以有针对性的阐述其认定原则及依据,避免给当事人造成不遵循惯例、执法尺度不统一的误解,对于落实信赖保护原则、推动行政执法的法治化具有积极意义。

通过样本案例分析发现,虽然针对蛊惑交易、约定交易、抢帽子交易等操纵行为的违法属性认定和规制的思路还需要处罚经验的进一步积累和丰富,但针对连续交易、虚假申报、特定期间价格操纵等违法行为已经通过相当数量的处罚案例明确了认定思路 and 标准,并在判罚文书中开始深入探讨操纵行为的主观意图、欺诈的属性及表现方式、违法所得的算定等疑难问题。证监会在对各类操纵手段进行认定和处罚的过程中,根据执法政策、市场实践和监管经验形成了颇具特色的识别标准,市场操纵的本质,即通过操纵行为制造交易活跃的假象进而诱使投资者跟风交易的欺诈性,已在证监会查处的各类操纵案件中得以确认,并逐步体现为证监会认定处罚的基本态度。只是这种欺诈本质的具体表述、证明标准和证明路径,仍有待在未来的行政处罚说理中不断得到丰富和发展。此外,对于操纵意图的体现、行为竞合的处理规则、违法所得的范围和计算原则等问题,还有待结合证监会未来处罚案件的观察分析。反观相关主题的学术研究,本文建议改变目前以个别操纵手段为对象的研究范式,不断拓展整体研究的广度和深度。