

君合专题研究报告



2019年11月26日

证券犯罪系列之二：操纵市场十年观察（上）

导语：

操纵市场是证券违法行为中最为复杂，也是最难认定的违法行为。操纵市场在资本市场也有悠久历史，自资本市场出现伊始，操纵行为就如影随行。此外，操纵行为对市场的破坏性也较大，因操纵行为导致市场崩溃、瘫痪的灾难性事件也时有发生。

操纵市场行为的核心是人为干扰市场正常的价格形成机制，通常表现为以不正当的交易行为影响市场交易价格、交易量，干扰市场正常价格的形成，或者以信息操控的方式，误导投资者决策，进而影响市场交易价格的形成。

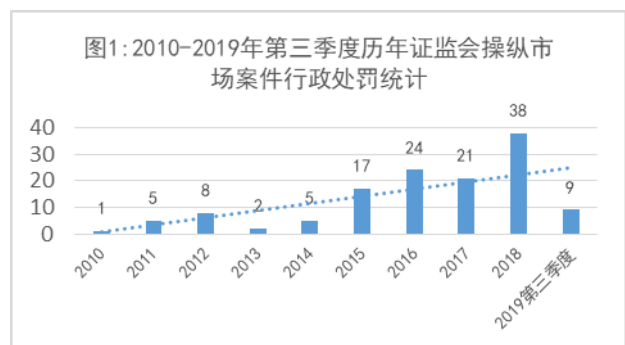
操纵市场也是我国资本市场最为常见的违法行为之一，在监管部门查处的证券违法行为中占有重要比例。随着我国资本市场的发展和交易技术的更新，操纵市场行为的表现形式也在不断变化，从传统的操纵公开交易的股票、债券、期货合约，到操纵新三板挂牌公司股票、衍生品ETF、程序化交易操纵、沪港通跨境操纵等新形式，甚至可以预见的是，随着市场的进一步变化与更新、交易产品的多样与丰富，操纵行为也会随之发生新的变化。但无论操纵行为的外在形式如何变化，操纵行为也有一定的核心模式可寻，本文望通过对近十年来操纵市场案件的梳理总结，对我国资本市场操纵行为进行全景展示与深入分析。

一、操纵市场行政和刑事处罚概述

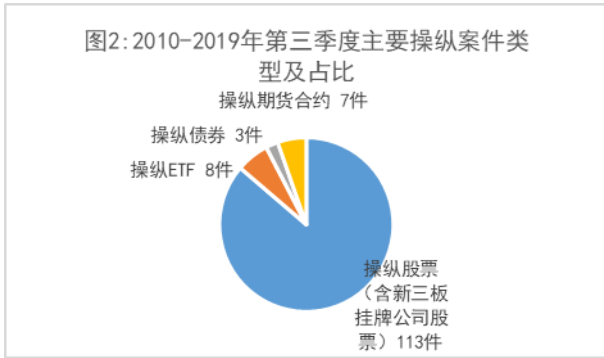
2010年至2019年第三季度，证监会及其派出机构总计对130件操纵市场案件作出行政处罚，占十年间证监会行政处罚案件总数的近十分之一。证监会处罚的操纵市场案件的数量仅次于内幕交易、

虚假信息披露案件，是监管部门重点关注的三大资本市场违规行为之一。

总体来看，证监会对操纵市场案件的查处力度在不断加强。2015年以前，证监会处罚的操纵市场案件数量较少，2010年至2014年期间，总计约有21件操纵市场案件受到行政处罚，平均每年约4件，仅占同期证监会处罚的资本市场违规案件总数的5%。2015年以后，证监会对操纵市场案件的查处力度明显加强，2015年至2019年第三季度，证监会总计对109件操纵市场案件作出行政处罚，平均每年处罚操纵市场案件约21件，是2015年以前操纵案件年平均处罚数量的5倍，其中2018年处罚的操纵市场案件数量最多，达到38件。

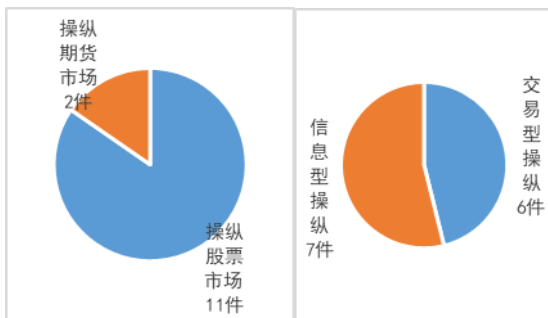


从操纵对象来看，受到行政处罚的操纵案件主要以操纵证券市场为主，2010年至2019年第三季度，证监会总计对123件操纵证券市场案件作出行政处罚，占证监会操纵市场案件行政处罚总量的超过90%，其中包括股票操纵案件113件（含新三板操纵案件7件），ETF操纵案件8件，债券操纵案件3件，此外，证监会还对7件操纵期货市场案件作出了处罚。



刑事处罚方面，2010年至2019年期间，各级人民法院总计对13件操纵市场案件作出刑事判决，对21名个人进行了刑事处罚。在被追究刑事责任操纵案件中，操纵股票市场案件11件，操纵期货市场案件2件。在操纵手法上，除连续交易、在自己实际控制的账户之间交易、虚假申报等常见操纵手法外，上市公司实际控制人利用信息优势与他人合谋进行操纵，以及证券从业人员“抢帽子”交易等信息型操纵案件数量相对较多，2010年至2019年第三季度期间，总计有7件信息型操纵案件受到刑事处罚，占到所有被追究刑事责任的操纵案件的一半。

图3: 2010-2019年第三季度操纵市场刑事处罚案件类型及占比



二、2010年至2019年第三季度操纵市场案件总体趋势

通过对2010年至2019年第三季度操纵市场行政处罚和刑事处罚案件的分析比较，近十年来，操纵市场案件总体呈现以下趋势：

1、操纵手法日趋复杂，多种操纵手法混用较为常见。

现行《证券法》第77条、《刑法》第182条主要列举了连续买卖、约定交易、在自己实际控制的账户之间交易（简称“对倒”）三类法律禁止的主

要操纵行为，并以兜底条款“其他方法操纵证券、期货市场的”以应对操纵手法的更新与变化。2019年7月施行的《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》（简称“《操纵市场司法解释》”）又对法律禁止的操纵行为类型进行了扩展，将蛊惑交易、抢帽子交易、重大事件操纵、利用信息优势操纵、虚假申报、跨期现货市场操纵等六种操纵手法纳入刑法规制的范畴。

目前，实践中已有处罚先例的操纵手法包括：连续交易、约定交易、对倒、虚假申报、抢帽子交易、利用信息优势操纵、跨期现货市场操纵，以及证监会认定的尾市操纵等类型。从操纵手法来看，连续买卖、对倒、虚假申报、尾市操纵的使用最为频繁，约有近90%的操纵案件涉及上述操纵手法的使用。此外近年来，抢帽子交易以及上市公司或新三板挂牌公司高管、实际控制人利用信息优势与他人联合进行操纵的案件数量也有所增加，2010年至2019年第三季度，证监会及司法机关总计对8件抢帽子交易、8件涉及利用信息优势操纵的案件作出了行政或刑事处罚，两类案件占到操纵案件总数的约十分之一。

从操纵手法的复杂程度来看，近年来操纵案件存在同一案件中多种操纵手法混用的特点，有超过一半的案件涉及两种或两种以上操纵手法的混用，其中连续交易、对倒、虚假申报的混用最为常见，无论是尾市操纵、单日操纵的短线操纵案件中，还是操纵周期长达几十个交易日的长线操纵案件中，此类操纵手法的混用都较为常见。此外，在信息型操纵案件中，上市公司、新三板挂牌公司高管、实际控制人利用信息优势，控制上市公司、挂牌公司信息披露节奏、内容的操纵手法通常与连续交易、对倒、虚假申报等交易型操纵行为相结合。

2、操纵主体以个人为主，法人操纵案件也占有一定比例。

2010年至2019年第三季度，证监会总计对涉及操纵市场行为的185名个人、32家法人作出行政处罚，其中个人实施的操纵案件约102件，占证监会处罚的操纵案件总量的近80%，法人实施的操纵

案件约 28 件，占证监会处罚的操纵案件总量的近五分之一。

在个人实施的操纵案件中，由一个行为人单独实施的操纵案件数量最多，总计约 88 件，占证监会操纵案件行政处罚数量的超过六成，而由多名个人联合操纵的案件约有 15 件，占证监会处罚操纵案件总数的约十分之一。

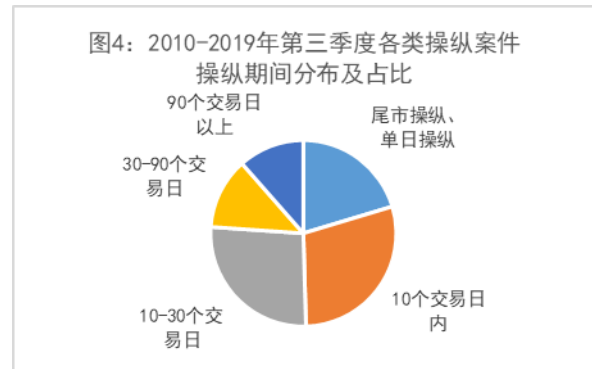
在个人单独实施的操纵案件中，操纵周期和操纵股票、债券、期货合约的数量上情况各异。在操纵周期上，尾市操纵、单日操纵等短线操纵案件与其他长线操纵案件的数量比例约为 1:1，即个人单独实施的短线操纵与长线操纵的情形约各占 50%。在操纵对象上，除个人单独集中操纵 1 只证券、期货合约外，个人单独操纵多只证券、期货合约的情形也较为常见，有超过一半的案件涉及操纵 2 只以上股票、债券或者期货合约，其中个人使用连续交易、虚假申报等手法操纵股票数量最多的达到 33 只，使用抢帽子交易操纵股票数量最多的达到 132 只。此外，控制使用多个账户在个人操纵案件中也较为常见，有超过 80% 的个人操纵案件涉及控制使用多个账户，有个别案件行为人控制使用的账户数量超过 100 个，最多的达到 344 个。¹

在法人操纵案件中，实施操纵的法人主体类型多样，但主要集中在资管产品管理人、投资顾问，以及上市公司、新三板挂牌公司及其股东、实际控制人等主体之中。其中，资管产品管理人、投资顾问包括基金公司 1 家、资产管理公司 3 家、投资管理公司 11 家、投资公司 4 家；上市公司、新三板挂牌公司及相关主体包括上市公司 1 家、新三板挂牌公司 1 家、上市公司股东及实际控制人 2 家、新三板挂牌公司实际控制人 1 家；其他法人 8 家。

3、操纵期间长短不一，操纵多只股票情形较为常见。

在近十年证监会处罚的操纵案件中，各类案件的操纵周期长短也有所不同，操纵周期最短的不到 1 分钟，最长的达到 332 个交易日。² 根据操纵周

期长短，大致可以划分为尾市操纵、单日操纵、操纵周期在 10 个交易日以内、10 到 90 个交易日以内以及 90 个交易日以上等几种情形。其中，尾市操纵、单日操纵的案件数量约为 23 件，占近十年操纵案件总数的约 17%，操纵周期在 10 到 90 个交易日内的案件数量约为 92 件，占近十年来操纵案件总数的约 70%，操纵周期在 90 个交易日以上的案件约为 16 件，占近十年来操纵案件总数的约 12%。



在操纵对象上，集中操纵 1 只股票、债券或期货、衍生品合约的情形约有 41 件，占近十年操纵案件总数的约 30%，操纵 2 只及 2 只以上股票、债券或期货、衍生品合约的案件约有 89 件，占近十年操纵案件总数的近 70%。其中，单独一个行为人使用连续交易、虚假申报、对倒等交易手法操纵股票数量在 10 只以上的案件有 9 件，操纵数量最多的为 2017 年处罚的“徐**操纵案”，行为人在 24 个交易日内使用连续交易、封涨停等手法操纵了 33 只股票。³ 使用抢帽子交易手法操纵股票数量最多的为 2016 年处罚的“朱**操纵案”，行为人操纵股票数量达到 132 只。⁴

4、控制使用多个账户为常态，配资账户的使用加大了调查认定难度

控制使用多个账户在操纵案件中较为常见，近十年来，无论操纵期间的长短，被操纵股票、债券、期货合约数量的多少，同一案件中行为主体控制使用多个账户实施操纵行为的案件数量占比较高，有超过 80% 的操纵案件涉及使用多个账户，且在操纵案件中单个行为人控制的账户数量较多。其中控制

¹ 中国证监会行政处罚决定书【2018】104号。

² 中国证监会行政处罚决定书【2016】77号对广东**投资管理公司操纵行为认定中，对“鸿特精密”、“科恒股份”两只股票的操纵期间均少于1分钟。中国证监会行政处罚决定书【2017】39号对朱**操纵市

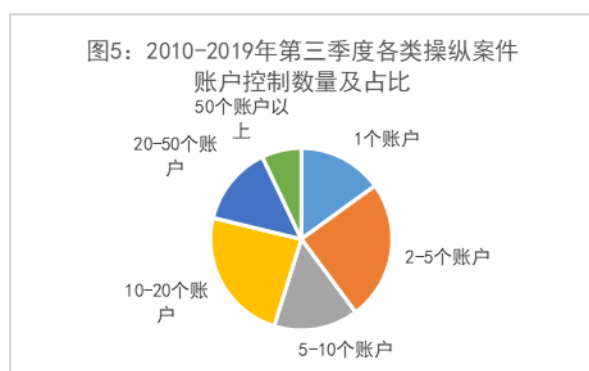
场行政处罚决定中，认定朱**对“中兴商业”实施的操纵期间为332个交易日。

³ 中国证监会行政处罚决定书【2017】69号。

⁴ 中国证监会行政处罚决定书【2016】87号。

使用 5 个以上账户实施操纵的案件占比达到 60%，即超过一半以上的操纵案件行为人使用 5 个以上账户实施操纵，有近三分之一的案件控制使用的账户数量在 10 到 50 个之间，有近十分之一的案件行为人控制使用的账户数量超过了 50 个。

此外，有 5 件案件行为人控制使用的账户数量到超过了 100 个，且都涉及配资账户的使用，加大了行政处罚调查和认定的难度，在此 5 件案件中，行为人操纵每只股票平均使用的账户数量达到了 333 个。



在控制使用的账户类型中，个人证券账户与资管产品账户混用的情形近年来有所增加。在个人操纵案件中，有近五分之一的个人操纵案件中涉及同时使用个人证券账户和资管产品账户的情形。在法人操纵案件中，法人控制使用多个个人证券账户与资管产品账户的情形多见于上市公司股东、实际控制人与他人联合，利用市值管理操纵上市公司股价的案件中，如 2016 年处罚的“永*投资、朱**操纵案”、2018 年处罚的“阜***控股、李**操纵案”都涉及法人控制使用多个个人证券账户和资管产品账户、与他人合谋操纵上市公司股价。

账户控制使用的认定对操纵市场行为的认定有重要影响，在许多操纵案件中，账户控制的认定直接影响操纵行为的认定以及违法所得的计算，在操纵主体使用账户数量日趋增加、账户结构日趋复杂的情况下，操纵市场行为的调查与认定难度也在明显增加。

5、信息型操纵逐渐显现

信息型操纵和交易型操纵是操纵市场行为最主要的两大表现形式。交易型操纵是指行为人通过

不正当的交易行为，如连续交易、虚假申报、对倒等交易方式，影响相关证券、期货品种的交易价量，而信息型操纵是指行为人通过控制信息发布的时点、内容、方式或发布误导性信息，影响市场参与者——投资者的交易决策，进而影响市场价量的形成。2019 年 7 月实施的《操纵市场司法解释》将抢帽子交易、蛊惑交易、重大事件操纵、利用信息优势操纵等四种信息型操纵纳入了法律禁止的范畴。

2010 年至 2019 年第三季度期间，证监会查处的操纵案件总体以交易型操纵案件为主，交易型操纵案件约占操纵案件总数的超过九成，而信息型操纵案件，行政处罚案件数量总计为 11 件，占操纵案件行政处罚总数的不到十分之一。相比同期操纵案件司法判决中，司法机关处以刑事责任的信息型操纵案件为 5 件，占同期操纵市场刑事处罚案件总数的近一半。

在证监会及司法机关查处的信息型操纵案件中，抢帽子交易案件数量最多，2010 年至 2019 年第三季度共有 8 件抢帽子交易案件被追究行政责任或刑事责任，其中“朱**抢帽子交易案”被同时追究了行政责任和刑事责任。⁵

其次，上市公司、新三板挂牌公司及其股东、实际控制人单独或者与他人合谋，操纵上市公司或新三板挂牌公司股票的情形在信息型操纵案件中也占有重要比例。证监会及司法机关总计对 8 件此类案件作出行政或刑事处罚，占有信息型操纵案件总量的一半。在相关案件中，上市公司及新三板挂牌公司股东或实际控制人出于高位减持或者获取其他个人利益的目的，通过控制上市公司、挂牌公司信息披露内容、时点与节奏，再配合二级市场连续买卖、虚假申报、对倒等交易方式，拉抬上市公司或挂牌公司股价进而获利。

目前，在《操纵市场司法解释》新纳入法律规制的四种信息型操纵方式中，抢帽子交易、利用信息优势操纵已有处罚先例。2015 年证监会曾对一起编造传播虚假信息案作出行政处罚，其中涉案当事人不仅编造了某上市公司的虚假信息并在网站上

⁵ 中国证监会行政处罚决定书【2016】87号、朱**操纵证券、期货市场罪一审刑事判决书(2017)沪01刑初49号。

进行公开发布与传播，同时在编造传播虚假信息前借用他人账户买入相关股票，在股价上涨后卖出获利，在《操纵市场司法解释》实施后，此类行为应当构成蛊惑交易。⁶ 随着《操纵市场司法解释》的实施，信息型操纵也将成为监管部门重点查处的操纵行为类型。

6、市场和交易技术的变化催生新型操纵案件

操纵市场是一种古老的、历史悠久的行为，自资本市场的诞生之初，以及伴随市场转变的重大事件中都有操纵行为的身影。例如 1814 年的 Berenger 股票操纵案，导致美国证监会 SEC 诞生的 1929 年股灾，以及 2010 年闪电崩盘事件都与操纵行为有关。在我国资本市场的发展过程中，操纵行为也从未淡出过人们的视野，且随着我国资本市场结构变化、交易品种的丰富，操纵行为也在演变、更新，从传统的操纵场内股票、债券、期货市场衍生出新三板操纵、沪伦通跨境操纵、ETF 操纵等新型操纵案件。2010 年至 2019 年第三季度期间，证监会总计对 7 件新三板操纵案件，1 件沪伦通操纵案件，8 件 ETF 操纵案件作出行政处罚。

值得注意的是，在这些新型操纵案件中，无论操纵行为的外在表现形式如何变化，操纵行为的一些核心手法也在不断重复，例如新三板操纵案件中，行为人通过连续买卖、在自己实际控制的账户之间交易，或者公司实际控制人通过控制公司信息披露以配合二级市场的交易行为等手法也常见于上市股票的操纵之中；在沪伦通跨境操纵案件中，虽然行为人在香港境内实施了操纵，但操纵手法主要为拉抬、对倒、虚假申报等典型操纵手法；在 ETF 操纵案件中，行为人在具备资金优势、持股优势的基础上，通过大量对倒交易行为，虚增相关 ETF 品种的交易量，从而影响了相关品种正常交易价格的形成。虽然新型案件实施在不同的市场环境中，亦或是操纵不同的交易品种，但其核心操纵手法在以往操纵案件中已有先例。

此外，交易技术的变革也为操纵手法的更新带来契机，最受关注的就是程序化交易操纵案件。目前，我国司法机关已对 1 起程序化交易操纵案件作

出刑事判决，但在操纵行为的认定上还是以传统的对倒交易作为认定依据。程序化交易是伴随信息技术革命而出现的新的交易方式，其速度与复杂性是传统交易方式所无法比拟的。在境外规范程序化交易的过程中，已被认定的程序化交易操纵方式包括尾市操纵、分层与虚假申报。⁷ 欧洲证券与市场管理局（The European Securities and Markets Authority）曾认为有四种程序化交易手法可能构成操纵，例如试探性指令（Ping Orders）、误导簇交易（Quote Stuffing）、动量引发（Momentum Ignition）、分层与虚假申报（Layering and Spoofing）。但任何操纵行为也是依附于市场而存在，程序化交易有其特殊性，对于程序化交易操纵的认定无论是在境内还是在境外市场都有待实践的进一步明确。

7、高额违法所得案件频出，行政处罚力度加大

获取高额利润也是操纵行为的主要诱发因素，在证监会及司法机关处罚的操纵案件中，有超过 80% 的案件获利，其中有 26 件案件获利在一百万元以上，有 27 件案件获利在一千万元以上，有 12 件案件获利达到一亿元以上。高额获利案件在操纵市场案件中占比较高，达到近 50%，而内幕交易案件同比仅为 10%。⁸ 除去亏损案件，在 2010 年至 2019 年第三季度期间，操纵市场案件的平均获利达到了 5684 万元。

与此同时，随着高获利案件数量的增加，证监会对操纵市场案件的处罚力度也在相应加强。在近十年证监会处罚的 130 件操纵案件中，有 15 件案件被处以没一罚二，29 件案件被处以没一罚三，1 件案件被处以没一罚四，8 件案件被处以没一罚五，多倍罚案件占操纵案件总量的 40%，而内幕交易案件同比仅为 22%，证监会对操纵市场案件的处罚力度明显高于其他类型案件。

⁷ 如 Athena Capital Research 纳斯达克尾市操纵案；Panther Energy Trading 操纵期货市场案；萨劳(Navinder Singh Sarao)操纵迷你标普 500 股指期货案。

⁸ 高获利案件指获利达到一百万元以上的案件。

⁶ 中国证监会行政处罚决定书【2015】20 号

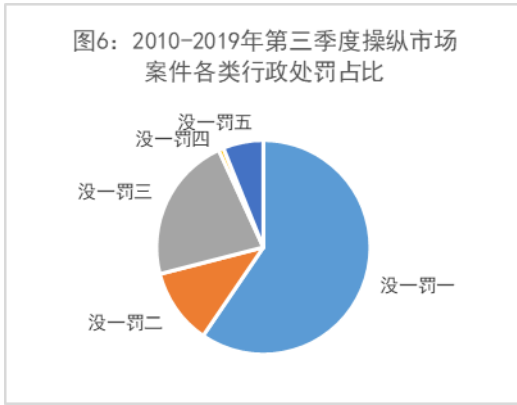


图 7:2010-2019 年第三季度罚没款总额最高的十件操纵市场行政处罚案件

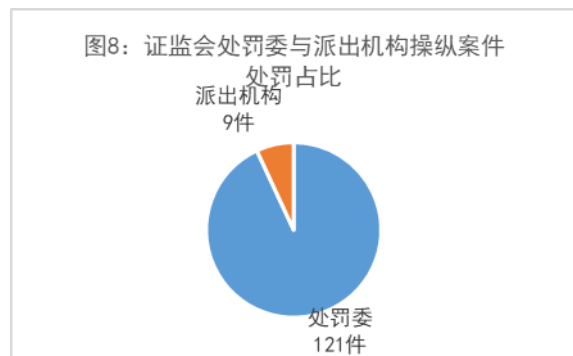
处罚决定书	被处罚人	获利金额	罚款金额	罚没款合计金额
证监会【2017】29号	鲜*	5.78 亿元	28.91 亿元	34.69 亿元
证监会【2018】27号	北**、林**等	4.66 亿元	23.34 亿元	28 亿元
证监会【2018】29号	北**、林**等	3.39 亿元	16.96 亿元	20.35 亿元
证监会【2018】47号	高*	8.97 亿元	8.97 亿元	17.94 亿元
证监会【2018】104号	王**	3.46 亿元	10.38 亿元	13.84 亿元
证监会【2016】41号	深圳中***等	3.2 亿元	7.89 亿元	11.09 亿元
证监会【2017】20号	唐**、唐**等	2.46 亿元	7.38 亿元	9.84 亿元
证监会【2018】28号	北**、林**等	1.38 亿元	6.93 亿元	8.31 亿元
证监会【2016】61号	黄**、张**等	3.24 亿元	3.24 亿元	6.48 亿元
证监会【2017】39号	朱**	2.67 亿元	2.67 亿元	5.34 亿元

值得注意的是，操纵行为也伴随着高风险，在 2010 年至 2019 年第三季度证监会作出行政处罚的操纵案件中，有 25 件案件的操纵行为最终导致亏损，占操纵案件行政处罚总量的近五分之一，而内幕交易案件的同比仅为 3.6%。其中，操纵行为导致亏损最高的达到 5.51 亿。⁹

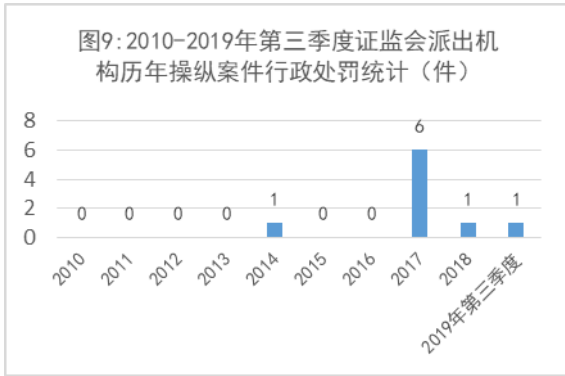
8、 派出机构查处的操纵案件数量整体较少，证监会处罚委处罚占主导

虽然自 2013 年起，派出机构行政处罚在证监会 36 家派出机构全面开展，但由于操纵市场案件的复杂性，证监会派出机构鲜有操纵市场案件的处罚案例，2013 年至 2016 年期间，仅有上海证监局在 2014 年对 1 起操纵案件作出行政处罚。

自 2017 年起，广东证监局、浙江证监局、安徽证监局等少数几家派出机构对总计 8 件操纵市场案件作出行政处罚。因操纵案件的复杂性，证监会派出机构对操纵市场案件的处罚数量总体较少，从 2013 年至 2019 年第三季度，证监会派出机构总计对 9 件操纵市场案件作出行政处罚，仅占操纵市场案件行政处罚总数的不到十分之一。



⁹ 中国证监会行政处罚决定书【2018】77号



9、 操纵市场刑事追责有限

2010年至2019年第三季度期间,司法机关总计对13件操纵市场案件作出刑事判决,与行政处罚相比,操纵市场案件刑事处罚数量总体较少,刑事责任与行政责任的追责比例约为1:10。在被追究刑事责任的主体中,刑事处罚主要以个人为主,操纵市场案件尚未有单位被追究刑事责任的案例。

在量刑上,除个别案件裁判文书未对外公开以外,在被追究刑事责任的21名个人中,有15名被处以三年及三年以下徒刑或缓刑,2名个人被处以五年及五年以上徒刑。

总体来看,无论是内幕交易还是操纵市场案件的刑事追责力度都有限。但2019年7月实施的《操纵市场司法解释》对《刑法》第182条操纵证券、

期货市场罪(简称“**操纵市场罪**”)作出了重要说明,其中,对于操纵市场罪“情节严重”与“情节特别严重”的适用情形作出了明确规定,对于操纵行为的成交量、成交金额、违法所得数额等方面都设定了清晰的衡量标准。根据《操纵市场司法解释》第2条、第3条、第4条的规定,操纵行为的成交金额在一千万元以上的或者违法所得在一百万元以上的,以及在特定情况下,违法所得在五十万元以上的,就可能触发刑事责任。

从2010年至2019年第三季度操纵市场行政处罚的案件情况来看,有至少50%的案件在成交量、成交金额、违法所得等方面达到了《操纵市场司法解释》设置的刑事处罚标准。

操纵市场是对市场秩序危害较大的不当行为,在我国资本市场对外开放进一步加大,监管部门倡导构建良好的资本市场生态环境的大背景下,对操纵市场等违法行为的查处力度也会持续加强。在境外发达市场中,刑事处罚是相比行政处罚更具威慑性的惩戒方式,加之新近出台的《操纵市场司法解释》完善了我国刑法操纵证券、期货市场罪在认定、量刑等方面的规定,预计操纵案件刑事处罚的力度可能会进一步加强¹⁰。

武雷 合伙人 电话: 86 21 2208 6316
肖娴 律师 电话: 86 21 2283 8288
叶阳天 律师 电话: 86 21 2283 8317

邮箱地址: wul@junhe.com
邮箱地址: xiaoxian@junhe.com
邮箱地址: ye@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息,敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。



¹⁰ 根据证监会新闻发布,为加强打击证券期货违法犯罪,加强与公安机关的执法协作,证监会与公安部联合组织了打击证券期货违法犯罪执法培训班,就上市公司财务造假、操纵市场、内幕交易等证券期货违法犯罪进行了研讨培训。《证监会与公安司法机关联合组织打击证券期货违法犯罪执法培训班》, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201911/t20191122_366373.html, 2019-11-22.