

虚假申报操纵问题实证研究

张 兵 崔丽琨*

摘要:本文梳理了证监会2007~2019年作出的所有涉及虚假申报手段操纵共计55份案例。根据样本案例,详细阐述虚假申报操纵3个构成要件的具体认定标准及判断指标体系。同时,结合证监会系统首例虚假申报操纵诉讼案件的司法判决,分析案件争议焦点和裁判逻辑,并提出意见建议。

关键词:虚假申报 操纵认定 争议焦点 判决

对于证券市场操纵行为,我国现行《证券法》第77条第1款以列举加兜底条款的形式予以规定。中国证监会内部发布的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(以下简称《认定指引》)明确其他操纵证券市场的手段包括蛊惑交易操纵、虚假申报操纵等。《认定指引》对虚假申报操纵的定义为,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。换言之,虚假申报操纵至少包含3个构成要件,即行为

* 作者均任职于中国证监会安徽监管局。本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

人存在不以成交为目的的主观故意,实施了频繁申报和撤销申报的客观行为,造成了证券交易价格或交易量影响的行为后果。但是,具体到案件查处中,现有的法律规范难以满足执法实践的需求,如何证明行为人的主观意图、频繁报撤行为的具体标准、影响证券交易价格或交易量的因果关系、违法所得的计算等均存在诸多难点。本文在整理中国证监会(不含其派出机构,下同)历年相关案例的基础上,结合相关司法判例,试图对上述问题进行梳理分析。

一、证监会对虚假申报操纵处罚案例概况

虚假申报操纵不同于传统的坐庄手法,属于典型的短线操纵,周期短、频率高、风险小、成本低、短时影响大是其鲜明的特点。正因为此,近年来发生的形态各异的虚假申报操纵行为层出不穷。经统计,自2007年证监会作出首单虚假申报操纵处罚以来,^[1]截至2019年11月底,证监会累计作出涉及利用虚假申报手段操纵市场的案件共55件(见表1)(另附文末)。

从年份来看,2014年以前利用虚假申报手法操纵市场的案件相对较少。从2015年开始,虚假申报操纵案件开始增多,其中2016~2018年案件量达到高峰,年均案件量均在10件以上,2019年案件量又出现急剧下降的现象,截至统计日仅2件。根据处罚决定书显示,涉案操纵期间主要集中在2014~2016年,每年分别为11起、23起、13起,2017年的涉案操纵仅3起,2018年、2019年均无。可见,2019年案件量的下降与证监会自2016年以来的高压处罚密不可分。

表1 2007~2019年每年案件数量

单位:件

年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
数量	1	0	3	1	2	1	1	3	7	12	10	12	2

[1] 参见周建某案(证监罚字[2007]35号)。

从利用虚假申报手法操纵市场的行为主体看,由自然人实施的共 50 件,占比为 90.9%,由法人实施的有 3 件,法人和自然人共同实施的有 2 件(见表 2)。可见,在虚假申报操纵市场案件中自然人实施主体属于“中坚力量”。

表 2 利用虚假申报手法操纵市场的行为主体分析

行为主体	自然人	法人	法人自然人共同实施
案件数量(件)	50	3	2
占比(%)	90.9	5.5	3.6

从证监会的作出处罚的 55 例案件中,单独虚假申报操纵手法或以虚假申报操纵手法为主的案件共 17 件,以其他手法操纵为主,虚假申报操纵为辅的案件共 38 件(见表 3)。可见,市场操纵案件中,虚假申报手法无论是“主攻”还是“辅助”,均已是常用手法。

表 3 涉及虚假申报操纵手法的主次分析

操纵手法	单独虚假申报操纵手法或以虚假申报操纵手法为主	以其他手法操纵为主,虚假申报操纵为辅
案件数量(件)	17	38
占比(%)	30.9	69.1

二、虚假申报操纵认定

(一) 不以成交为目的的论证

1. 推定主观故意

在统计的历年案件中,除个别案件[如张某雄案(证监罚字〔2009〕15 号,如无特殊说明,以下均为“证监罚字”)、任某成案〔2015〕85 号]当事人承认交易时存在不以成交为目的的主观意图外,其他均是通过当事人的客观行为,推定存在不以成交为目的的主观故意。推定的基本逻辑是:第一步,判断行为人是否实施了法律所禁止的操纵行为或其他异常行为,如果满足相关特征要件;第二步,判断该行为本身是否具有经济上

的合理性,若行为人实施了不正常行为且不具有经济上的合理性,则推定行为人存在主观故意;第三步,将举证责任转移由行为人承担,若行为人不能证明自己具有合法目的时,就认定其存在主观故意〔2〕。

2. 判断指标体系

在证监会作出处罚案例中,逐步建立起一套比较完善的认定不以成交为目的指标体系,包括基础指标、时间指标和核心指标。基础指标包括撤单比例较高、成交比例较低、申报价格比前一刻市价略低或比市场反方向一档价格略低、申报档位处于2~5档、频繁报撤后反向交易、行为人在多只股票的交易中重复出现前述类似行为。时间指标包括订单驻留时间短、在开盘集合竞价可撤单期间大量高价报撤单、在尾盘期间封涨停并重复报撤单行为。核心指标包括申买(卖)量明显大于市场上卖(买)方前五档总量、订单申报档位上升后却撤单重新申报、多轮频繁的同价报撤单〔3〕可以看出,基础指标和时间指标更多地指向行为人为人的异常性,核心指标则更进一步反映该异常行为本身不具有经济上的合理性,更有力证明行为人不以成交为目的的主观故意。

在考量行为人申报的虚假性时,是否存在反向交易或其他目的是重要判断指标。在无相关证据证实投资基本面发生明显变化的情况下,短时间内行为人对交易方向的迅速反转基本难以给出合理解释。反向交易行为不仅是区分虚假申报操纵与降低交易成本等而实施的申报撤单行为的重要指标,也是辨别行为人真实意图的重要指标。在证监会处罚的案例中,大多数案件中反向交易行为特征十分明显,个别案件如湖北洋丰股份有限公司案([2016]100号)中行为人为维持股价、避免价格下跌遭受损失等其他目的而采取的操纵市场行为,与反向交易判断同理。

3. 当日反向交易

虽然2005年《证券法》修订删除了旧法中关于“获取不正当利益或者转嫁风险”的规定,反向交易获利或者其他目的等真实意图并不是市

〔2〕 参见中国证券监督管理委员会行政处罚委员会编:《证券期货行政处罚案例解析》(第一辑),法律出版社2017年版,第177页。

〔3〕 参加夏中宝:《算法交易对虚假申报操纵法律认定逻辑的新挑战》,载《证券市场导报》2017年第10期。

场操纵案件需要论证的构成要件之一,但是,对于单独以虚假申报手法操纵市场案件而言,基于其影响力延续时间,笔者认为,当日反向交易行为(封涨停例外)是必备要件。一般来说,传统坐庄式操纵从建仓、拉抬到出货,经历的时间较长,大量的资金和成交量对市场产生的影响也较久,第二交易日甚至更长时间后的反向交易都有可能是因前期操纵而取得的获利,操纵当日有无反向交易不影响对其的认定。而在短线操纵案件中,由于资金、操纵手法等原因,其影响力延续时间普遍较传统操纵短,需要更加谨慎的论证。连续交易、尾市拉抬、封涨停等手法一般认为可以影响到下一个交易日或者涨跌停板打开以后的时间,如果操纵当日无反向交易,其后一到两个交易日内有反向交易,仍然可以作为认定操纵的证据之一,但更久以后的反向交易就不宜囊括在内。而开盘、盘中虚假申报型市场操纵一般以当日为主,如果当日没有反向卖出,即便交易数据显示当事人不断申报撤单的行为对涉案股票的交易价格、交易量产生了一定的影响,由于虚假申报的手法对个股的影响在当日结算后基本消除,很难再对第二个交易日持续产生影响,因而不宜以第二个交易日的反向交易为标准去论证操纵行为。证监会处罚的单独的虚假申报操纵案例中仅将虚假申报当日反向交易获利视为违法所得,不计算余股账面价格,也反映出对于虚假申报操纵的影响力证监会系统一般以当日为准。

(二) 频繁申报和撤单

1. 次数认定标准

《认定指引》规定,频繁申报和撤销申报是指行为人在同一交易日内,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。这一认定标准显然过低,在证监会处罚的案例中基本不会仅以作了3次申报和撤销申报就认定虚假申报操纵,就单独虚假申报操纵手法或以虚假申报操纵手法为主的案例而言,有6例仅操纵了1只股票,有11例是操纵2只股票以上,任某成案([2015]85号)操纵股票最多,达18只。在仅操纵1只股票的6个案例中,除王某斌案([2012]28号)行政处罚决定书未体现具体报撤次数外,最低申报和撤销次数是卢某军案([2009]37号),达10次报撤,其余案例中当事人的申报和撤销次数均达10次以上。可见,在具体认定中并不刻意强

调次数,更加注重的是行为本身的异常性和影响。

2. 基本手法

从证监会行政处罚决定书来看,根据所处时间不同,虚假申报操纵可以分为开盘虚假申报操纵、盘中虚假申报操纵和尾盘虚假申报操纵。以拉抬型为例,开盘虚假申报操纵发生在集合竞价可撤单阶段,即9时15分至9时20分,行为人通常大量高价申报,制造买盘汹涌的假象,引诱其他投资者买入,并在进入不可撤单期间前迅速撤单,而其他投资者因被误导高价买入来不及撤单而进入交易系统撮合成交,进而导致开盘价拉升,行为人此时卖出获利。典型案例如徐某新案([2011]18号)、刘某案([2018]108号)等。盘中虚假申报操纵与开盘阶段不同,行为人通常用少量买单以市价或高于市价的价格申报并很快成交,而大部分买单集中在2~5档,股价上涨后行为人撤销底部买单再进行更高价位的申报,以此逐渐推高股价后反向卖出获利。典型案例如张某雄案([2009]15号)、陈某生案([2011]10号)、马某琪案([2015]72号)等。尾盘虚假申报操纵手法与盘中阶段基本相同,但在实践中更多地体现为“尾盘封涨停”,行为人针对处于涨停价位的股票,在尾盘阶段以涨停价大量申报和撤单,重复出现同价报撤单行为,营造买盘汹涌的假象,并于次日卖出股票获利。典型案例如沈某宇案([2010]31号)、王某森案([2013]40号)、冯某浩案([2018]13号)等。打压型中的典型案例如褚某江案([2018]59号)。

3. 撤销申报非必要条件

一般情况下,撤单行为是认定虚假申报操纵行为的组成部分,但值得注意的是,证监会已处罚案例中已不将撤销申报作为虚假申报操纵的必要条件,虚假申报操纵的类型亦可分类为有撤单的虚假申报操纵和无撤单的虚假申报操纵。^[4]无撤单的虚假申报操纵主要包括行为人在已有大量未成交申报、同方向申报明显无法成交的情况下,仍然以涨(跌)停价大量堆单;当事人意志以外的原因未能撤销等。典型案例如张某雄

[4] 参见范林波:《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究——以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚决定书为视角》,载《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第431页。

案([2009]15号)、沈某宇案([2010]31号)、徐某新案([2011]18号)、孙某栋案([2015]73号)、盛某案([2017]6号)、刘某金案([2018]14号)等。可见,执法实践已经对《认定指引》的规定进行了丰富和发展。

(三)影响证券交易价格或者证券交易量的认定

《认定指引》第14条指出,影响证券交易价格或者证券交易量,是指行为人的行为致使证券交易价格异常或形成虚拟的价格水平,或者行为人的行为致使证券交易量异常或形成虚拟的交易量水平。换言之,对于虚假申报操纵而言,对操纵者行为后果的认定包括两个层面:一是证券交易价格(量)出现异常或形成虚拟的价格(交易量)水平的认定;二是虚假申报行为与证券交易价格或者交易量的异常或形成虚拟的价格(交易量)水平的因果关系。

1.对证券交易价格或交易量变化的认定

对证券交易价格或交易量的认定,《认定指引》虽然给出了相关参考因素,但是在具体应用中还存在一定的差异。在证监会处罚的案例中,论证影响股价的占绝大多数,认定的指标主要包括个股股价的涨跌幅度、振幅,个股涨跌幅度与行业板块、同行业指数、大盘等偏离程度。个别案例中还采用了区间判定指标,如陈某案([2016]69号),将操纵期间的股价涨幅和均价与操纵前后相应天数的股价均价相比较,并与对应的创业板或中小板等指数价格及变化幅度相比较。论证影响证券交易量的案例相对较少,认定的指标主要包括当日市场成交量比前一交易日市场成交量增加比例(陈某生案[2011]10号)、其他投资者买入申报总量及涨幅(徐某新案[2011]18号)、与操纵期间日均成交量相对应的之前及之后相应期间的日均成交量比较(王某森案[2013]40号、陈某案[2016]69号)等。

2.因果关系

对行为人的行为致使证券交易价格(量)出现异常或形成虚拟的价格(交易量)水平的认定,也即虚假申报行为和证券交易价格或交易量之间的因果关系的认定,这一问题也是一直困扰整个市场操纵案件认定的难点之一。从市场角度看,影响证券交易价格或交易量的因素有很多,有短期诸如市场情绪、热点事件、重大利好等因素,亦有长期诸如公司基本面、国家政策等因素,那么,如何判断虚假申报行为对特定时段内

证券交易价格或交易量的影响?首先,在证明标准上,应当采用高度盖然性标准而非排除一切合理怀疑,不需要证明具有直接因果关系,只用证明产生了影响。其次,应当考虑所认定的操纵时段内行为人行为与证券交易价格或交易量之间的相关关系。^[5]梳理证监会处罚案例,一般较少直接论证上述相关关系,更多是通过对行为人客观行为的描述直接认定虚假申报与证券交易价格或交易量之间存在因果关系。但在当事人提出申辩意见时,会进行充分论证相关关系,如苏某翔案([2014]12号)。相关案例论证的指标主要包括申买量占同期市场申买量、占申买前期订单簿上前5档价位其他投资者申买量比例,申买排名,撤单量、尾市涨停价未成交量较同期比例,申买后较申买前其他投资者申买量等的比值等。

在证监会派出机构处罚案例中,中国证监会安徽监管局(以下简称安徽证监局)在虚假申报操纵案件中首次引入“委比”数值指标。从每笔申报前后该股委比数值的明显正向大幅变化,反映该账户的买入申报对申报当时该股市场买卖双方力量对比产生的明显影响。

三、虚假申报操纵案件争议焦点及司法裁判评述——以阮某案为例

阮某案^[6]是中国证监会派出机构安徽证监局作出的处罚案件,也是证监会系统首例虚假申报操纵行政处罚引发的行政诉讼代理人。该案例历经行政复议、行政诉讼一审、二审程序,最终法院判决驳回阮某的诉讼请求,支持安徽证监局的处罚决定。该案当事人阮某提出的多项诉讼意见,在证监会处罚案例中亦多次涉及,具有代表性。该案实体方面的争议焦点主要为:一是法律适用问题;二是虚假申报操纵的认定问题;三是违法所得的计算方法问题。

[5] 冒智桥:《虚假申报操纵市场的认定规则探究》,载《法律适用》2019年第18期。

[6] 参见安徽证监局行政处罚决定书[2017]5号、中国证监会行政复议决定书(2018)15号、北京市西城区人民法院行政判决书(2018)京0102行初262号、北京市第二中级人民法院行政判决书(2018)京02行终1755号。

（一）法律适用

当事人提出,安徽证监局认定操纵证券市场行为依据的是《证券法》第77条第1款第4项即兜底条款,但没有法律明确规定“其他手段操纵证券市场”中的其他手段包括什么,安徽证监局的行政处罚没有法律依据。安徽证监局辩称,其根据法律授权有权对包括虚假申报操纵在内的操纵市场行为进行查处。法院判决指出,兜底条款是法律文书中常见的法律表述,主要是为了弥补列举式立法模式的不足,防止法律的不周延性。安徽证监局援引兜底条款作为认定的法律依据,符合《证券法》关于操纵证券市场的立法本意。

笔者认为,上述法律适用的争议实际上是现行证券法滞后于实践发展的表现,不同程度上在其他领域行政执法中均有体现。现行《证券法》明确禁止操纵证券市场行为,兜底条款的立法本意也是适应社会发展的需要,在符合操纵市场认定原则的基础上,适用兜底条款无可厚非。而且,最高人民检察院、公安部2008年3月发布的《关于经济犯罪案件追诉标准的补充规定》、2010年5月发布的《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》均明确将虚假申报操纵相关严重情形列入刑事追责范围,虚假申报行为作为操纵证券市场的手法之一基本已达成共识。

2019年12月28日,《证券法》修订案已获全国人大常委会通过,将于2020年3月1日施行。新法第55条已明确操纵证券市场的手段包括虚假申报操纵,虚假申报操纵的法律依据问题将得到彻底解决。

（二）操纵的认定

1. 主观意图

从案情上来看,该案属于“典型虚假申报操纵的非典型性个案”,因为该案在“外形”上存在一些符合真实交易的特征,如长期使用反复申报撤单的手法交易,涉案时段的申报撤单异常性不强;实际成交比例高;一档撤单比例相对较低;买入申报撤单反向卖出后继续申报买入等,但仔细分析发现,其“内核”仍然是意图以虚假申报的方式操纵股价进而达到反向获利卖出的目的。

当事人提出,涉案当日快速大量的申报、撤单行为是为了达到成交的目的、追涨买入的一种操作方式,也是为了尽可能控制成本,快速完成

股票的建仓直至满仓,交易方式并无不当。安徽证监局辩称,当事人在涉案时段内存在买入申报频繁快速撤单、一档撤单等多种异常行为,随后又进行反向卖出申报,而当事人又无法合理解释上述行为。法院判决指出,判断行为人是否具有“不以成交为目的”的主观思想,需结合其客观行为予以推断认定。结合阮某频繁申报买入和迅速撤销以及拉高股价后反向卖出的客观行为,推定阮某具有“不以成交为目的”的主观思想符合一般交易习惯和普通金融常识。

笔者分析认为,证监会和司法机关对于虚假申报操纵的认定标准是从严把握的,该案涉及虚假申报操纵案件中两个重要的基本判断问题。

(1)利用变相“T+0”模式进行股票交易。由于我国证券交易规则要求必须进行“T+1”交易,投资者很难从个股当日短时波动中获利,因此,部分投资者通过“T-1”日买入、T日内买入并卖出前一日股票(买卖混合操作)、“T+1”日循环操作的方式,变相实现“T+0”交易效果。这种“T+0”交易中,投资者通过抓住个股当日短时波动,在波动前后低买高卖获利,如果选择的个股处于热点涨势,在结束一个交易周期时,只要最后一个交易日卖出的股价高于初始日,投资者就可以同时收获该个股短时波动收益和整体涨势收益。从现行的制度来看,笔者认为这种变相“T+0”操作方式本身并不违规,但是也为一些违法行为提供了遮掩。阮某案就是典型案例,阮某利用变相“T+0”交易不同于正常股票交易的特点,企图以“合法”操作掩盖虚假申报操纵行为的本质。由于这种短线操纵的手法与获利模式不同于以往常见的操纵形式,这些也就解释了该案那些不完全与操纵逻辑相吻合的交易现象。

(2)一定比例的成交并不影响虚假申报的本意。虚假申报操纵案件中并不完全排斥一定比例的成交,在部分已处罚案件中,行为人往往以少量高价的申报并成交制造股价的虚假迹象,或者不以行为人的主观意愿而发生的高比例成交。该阮某案中,其在强烈的虚假申报意愿中混合着一定程度的真实但不强烈的买入意愿。其虚假申报意图主要表现为部分申报在买1档位即将成交时撤单,位于前5档的申报撤单速度明显更快,最短6秒撤单,并在撤单后继续申报买入并快速撤单。真实买入的情况为,成交申报均为即时成交,为被动买进,而当事人1档撤单后的买入申报,多在2档以后,未进入前5档的申报撤单明显更长,这些均

反映出其买入意愿不强烈。由于进行变相“T+0”交易,当日买入的股票可以用于第二日的交易,所以当事人对其申报的成交并不是持完全排斥的态度的。因此,其快速撤单的手法表明其并不想所有申报全部成交,其少量的真实买入意愿不能否定其虚假申报的事实。

笔者认为,虚假申报操纵的认定的关键是证明当事人不以成交为目的的主观意图,虽然有些情况下行为人存在实际成交占买入申报比例较低,撤单时间相比同时期市场其他账户撤单时间明显过短的情况,但是若申报时档位靠前而撤单时档位已靠后,一般来说,这种情况下不宜认定其申报是不以成交为目的。因为若股票在某一时段内交易活跃,价格上涨较快,初始申报价格在客观上也难以成交,撤单存在一定合理性。

2. 行为后果

阮某提出,安徽证监局没有提供充分的证据论证涉案股票的价格是受到当事人申买的影响,也没有调查和分析国家政策变化、股票本身价值变化等因素是否会对涉案股票股价和成交量造成影响,涉案股票走势并未有明显异常。安徽证监局辩称,当事人通过反复买入申报、撤单的方式循环使用资金,数倍放大了资金的使用效果和影响力。结合其申报量的市场占比、所处档位、引起的委比数值变化等多项指标,以及该股涉案时段内的涨幅情况,当事人的行为已经对市场产生较为明显的影响。法院判决指出,在行为后果上,如当事人所言,股票本身价值、国家政策、市场情绪等多种因素均有可能对短期内股票的价格和交易量产生重要影响,法院或许无法排除阮某的一切合理怀疑,无法认定阮某的行为是导致涉案股票交易价格和交易量变化的充要条件,但以当事人的申报量占同期市场申报总量的比值和涉案股票的委比数值和股票的价格正相关关系,可以认定阮某的行为对涉案股票涉案时段内的交易价格产生了重要影响。

从证监会和法院的观点来看,对虚假申报操纵行为后果的认定标准采取的是高度盖然性标准。对虚假申报操纵而言,行为人的目的是以影响个股短时走势而获利,其获利不需个股当日交易明显异常或者价格走势严重偏离上证指数,这种操纵手法本身的影响力也很难达到全天。因此,只要证明在特定涉案时段内,行为人的异常行为与证券交易价格或交易量存在一定的短时相关关系,即可认定影响的存在,涉案股票的整体走势以及国家政策等因素不影响对行为人操纵行为的认定。

(三) 违法所得的计算

阮某提出,2015年9月21日其卖出的股票购入的时间为2015年9月18日,购入时全天平均价格高于卖出时全天平均价格,所以卖出相关的股票并没有获利,行政处罚中违法所得计算错误。安徽证监局辩称,本案是对当事人操纵市场行为的行政处罚,违法所得的计算是以涉案时段为计算基础,与其全天卖出该股是否获利无关。法院判决认为,《证券法》对证券违法行为的违法所得如何计算问题没有作出明确规定。中国证监会作为证券监管领域的专门机构,法院对其行政执法中的专业判断应予尊重。

违法所得的计算一直以来也是市场操纵类案件的难点和争议焦点。从操纵类型上看,传统坐庄型操纵和虚假申报等短线操纵的违法所得计算存在明显差别。单就虚假申报操纵等某一类型而言,因案情差异,不同案件采取的计算方式亦有所不同。阮某案采用的是虚拟成本计算违法所得,盈利计算公式为:卖出交易的证券数量×(实际卖出成交价格-涉案时段前最后一笔成交价格)-税费。笔者分析认为,之所以采用虚拟成本,即涉案时段前最后一笔市场成交价格,主要原因是当事人阮某被认定为构成虚假申报操纵行为的仅是某一日的特定时段,而其在涉案时段外均有连续买入卖出行为,在这种情况下,如果采用实际成本法,一方面很难排除非操纵时间段(前一日买入股票后至涉案操纵时段前)市场正常波动对股票价格的影响;另一方面,也无法对应找出其实际买入价格。因而,选择涉案时段前最后一笔市场成交价格作为成本价更为合理。此外,阮某案采用实际卖出金额而非操纵行为结束时股票的价格为基础计算盈利,未计算余股账面盈利,这是证监会针对短线操纵类案件计算违法所得的执法惯例,也是更有利于操纵行为人的计算方式。

值得注意的是,在行为人操纵多只股票既有盈利也有亏损的情形,近期证监会处罚案例中不仅采取“盈亏不相抵”原则计算行为人的违法所得,对于亏损部分也视为没有违法所得并单独看待,另行单处一定额度的罚款,如郑某滨案([2018]127号)、舒某民案([2019]20号),其他类型操纵案件如王某铜案([2018]104号)。

四、完善虚假申报操纵认定的相关建议

一是建议尽快将《认定指引》修订升级,以部门规章的形式出台证券市场操纵行为认定办法。现行《认定指引》属证监会内部文件,但已在互联网广泛流传,阮某案一审法院基于此认定该《认定指引》已失去其内部属性,属于中国证监会规范性文件。但是《认定指引》的内容已不能完全适应于监管实践的需求,证监会系统在执法实践中也已突破了《认定指引》的诸多规定,并不断对其进行丰富和发展。因此,为避免争议,建议根据丰富的实践经验,尽快将《认定指引》修订升级。值得注意的是,新修订《证券法》第55条将操纵市场的行为后果调整为“影响或意图影响证券交易价格或交易量”,意味着“意图影响”行为也被纳入法律的规制范畴,这将进一步扩大操纵案件的查办范围。那么,在保持对操纵市场行为打击力度的同时,如何准确适用法律避免打击的扩大化,需及时明确认定逻辑,稳定市场预期。

二是完善虚假申报操纵的证明指标体系。根据上文梳理,目前虚假申报操纵的证明指标体系包括不以成交为目的的判断指标、频繁申报和撤单的认定标准、影响证券交易价格或交易量的判断指标。证监会系统已处罚的案件中,因案情的不同运用的指标均存在较大差异。证明指标体系的不统一,一方面不利于统一执法标准,另一方面影响定案结论的说服力。因此,建议整合现有的各类证明指标,统一设计虚假申报操纵的证明指标体系,明确虚假申报操纵行为的认定标准,不同案情的案件可以在范围内选择适用。

三是完善虚假申报操纵违法所得的计算标准。在没有明确法律依据或者指导意见的情况下,同一类型案件运用不同的违法所得计算方式,很难保证执法统一性和权威性。法院在判决书中亦指出,因违法所得计算公式涉及行政相对人的实体权益,建议中国证监会在《认定指引》中予以明确公布。因此,建议尽快完善虚假申报操纵违法所得的计算标准并发布指导意见,包括各类计算公式的适用情形、在行为人操纵多只股票既有盈利也有亏损的情形下的计算原则、单只股票不同时段操

纵的计算原则等。

撤单权是投资者进行证券交易的权利之一,但是随着人工智能的发展,自动化交易等高科技软件工具带来的频繁申报撤单的影响将逐渐加大,对于其他正常交易的投资者而言不可避免将受到影响。如何更好地规范撤单权的行使,除了进一步完善行政责任的认定和惩处,还需要从技术、规则等层面进一步提高频繁申报撤单的成本,适当限制撤单权的行使,降低频繁申报和撤单对市场的影响,维持证券市场投资交易的有序稳定。

附件:

年份	数量(件)	案 例
2007	1	周某明案 证监罚字(下同)[2007]35号
2008	0	无相关案例
2009	3	张某雄案[2009]15号 卢某军案[2009]37号 莫某军案[2009]43号
2010	1	沈某宇案[2010]31号
2011	2	陈某生案[2011]10号 徐某新案[2011]18号
2012	1	王某斌案[2012]28号
2013	1	王某森案[2013]40号
2014	3	赵某波、赵某林案[2014]3号 苏某翔案[2014]12号 唐某博案[2014]54号
2015	7	唐某博案[2015]34号 刘某鸿、冯某渊案[2015]58号 马某琪案[2015]72号 孙某栋案[2015]73号 袁某林案[2015]70号 任某成案[2015]85号 涂某华、王某力等案[2015]89号

续表

年份	数量(件)	案 例
2016	12	陈某贤案[2016]10号 唐某案[2016]51号 陈某案[2016]69号 江某案 [2016]71号 瞿某淑案[2016]75号 彭某案 [2016]76号 广州穗富投资管理有限公司等案[2016]77号 湖北洋丰股份有限公司等案[2016]100号 肖某东案[2016]110号 赵某案[2016]111号 广州市创势翔投资有限公司等案[2016]120号 任某成案[2016]121号
2017	10	盛某案[2017]6号 唐某博、唐某子、袁某林等案[2017]20号 唐某博、王某案[2017]21号 鲜某案[2017]29号 王某沃案[2017]30号 李某案[2017]37号 马某威、曹某案[2017]57号 徐某胜案 [2017]69号 廖某沛案 [2017]98号 吴某乐案[2017]96号
2018	12	朱某案[2018]3号 冯某浩案[2018]13号 刘某金案[2018]14号 谢某峰案[2018]60号 郁某高案 [2018]61号 褚某江案[2018]59号 上海阜兴金融控股集团有限公司、朱某栋、李某卫等案 [2018]77号 马某威案 [2018]88号 马某威案[2018]81号 广州市裕鼎投资有限公司、江某、胡某华、吴某玲案 [2018]96号 刘某案[2018]108号 郑某滨案 [2018]127号

续表

年份	数量(件)	案 例
2019	2	舒某民案[2019]20号 张某、孙某泽案[2019]38号

(编辑:滕玉琳)