

## 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

范林波\*\*

**摘要:**自2015年股市异常波动以来,证监会对操纵证券市场违法行为的执法力度空前。本文从实证角度,对证监会2015~2017年三季度期间作出的涉及操纵证券市场的55份行政处罚决定书进行了全面分析,力图还原证监会在“操纵主观故意”“账户控制关系”“违法所得”等问题上的基本观点。同时,对决定书中新出现的虚假申报操纵、单次申报操纵、利用信息优势操纵等操纵类型也进行了分析介绍,以便准确反映操纵证券市场行为监管执法的全貌。

**关键词:**操纵市场 实际控制账户 违法所得

证券市场功能的有效发挥有赖于公开、公平、公正的市场环境,操纵证券市场行为扭曲市场价格形成机制,影响资源配置效率,损害投资者利益和

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

\*\* 范林波,现供职于中国证监会行政处罚委员会。

国家监管秩序,一直是各个国家和地区打击的重点违法行为。中国证监会作为维护证券市场秩序,保障证券市场合法运行的监管部门,是履行反操纵职责最为重要的机构。本文从实证角度,就中国证监会(包括其派出机构,下同)在2015~2017年三季度期间,对操纵证券市场行为作出55份行政处罚决定书进行分析,研究现阶段操纵证券市场行为认定处罚中面临的新趋势、新情况、新问题,全景展示证监会对操纵证券市场行为的执法现状,并提出相关的意见和建议。

## 一、证监会对操纵证券市场行为处罚的概况

2015~2017年9月30日,证监会共对操纵证券、期货市场行为作出59份行政处罚决定,其中除4份为操纵期货市场违法行为外,<sup>[1]</sup>其余55份均为操纵证券市场行为的行政处罚决定书。55份行政处罚决定书共对94人作出行政处罚,罚没金额高达88.60亿元。

整体而言,证监会对操纵证券市场行为的处罚,呈现以下特点。

### (一) 罚没金额屡创新高,惩治力度逐步加大

2015年、2016年、2017年前三季度,证监会分别作出行政处罚决定书16份、23份、16份,处罚人数24人、40人、30人,罚没金额5.80亿元、25.88亿元、56.94亿元,单份决定书平均罚没金额0.36亿元、1.13亿元、3.56亿元。每名当事人平均被罚没2415万元、6469万元、18,980万元。

2015年至2017年三季度,单份行政处罚决定书罚没金额超过1亿元的共有12份,其中2015年1份,<sup>[2]</sup>2016年5份,<sup>[3]</sup>2017年前三季

[1] 包括姜为操纵“甲醇1501合约”案([2015]31号),陶锡、傅湘南操纵“胶合板1502合约”案([2016]6号),刘增铨操纵“聚氯乙烯1501合约”案([2016]119号),廖山焱操纵“普麦1601合约”案([2017]58号)。

[2] 张春定操纵“中国卫星”案([2015]71号),罚没金额3.99亿元。

[3] 深圳市中鑫富盈基金管理有限公司和吴峻乐操纵“特力A力有得利斯”案([2016]41号),罚没金额11.11亿元;黄信铭等操纵“首旅股份”等3只股票案([2016]61号),罚没金额6.53亿元;任良成操纵“龙洲股份”等17只股票案([2016]121号),罚没金额3.00亿元;瞿明淑操纵“恒源煤电”等4只股票案([2016]75号),罚没金额1.25亿元;唐隆操纵“渤海活塞”案([2016]51号),罚没金额1.22亿元。

度6份。<sup>[4]</sup>2015年至2017年,大额罚没出现次数增多,且最大金额的罚没(34.70亿元)也出现在2017年。

从罚款倍数看,2015年的16份行政处罚决定书,有3份因没有违法所得而未适用倍数罚款,其余13份行政处罚决定书的罚款倍数介于1倍至5倍之间,<sup>[5]</sup>平均罚款倍数2.08倍;2016年的23份行政处罚决定书,有3份因没有违法所得或者违法所得不足30万元而未适用倍数罚款,其余20份行政处罚决定书的罚款倍数介于1倍至3倍之间,<sup>[6]</sup>平均罚款倍数1.95倍。2017年前三季度的16份行政处罚决定书,有4份因没有违法所得而未适用倍数罚款,其余12份行政处罚决定书的罚款倍数介于1倍至5倍之间,<sup>[7]</sup>平均罚款倍数2.46倍。

从罚款与违法所得的比值看,2015年的罚款额(4.09亿元)是违法所得额(1.70亿元)的2.41倍,2016年的罚款额(16.86亿元)是违法所得额(9.02亿元)的1.87倍,2017年前三季度的罚款额(44.20亿元)是违法所得额(12.73亿元)的2.41倍。整体上,证监会的罚款额介于违法所得额的2倍到3倍之间。

---

[4] 鲜言操纵“多伦股份”案([2017]29号),罚没金额34.70亿元;唐汉博等操纵“同花顺”等5只股票案([2017]20号),罚没金额9.90亿元;朱康军操纵“铁岭新城”“中兴商业”案([2017]39号),罚没金额5.36亿元;唐汉博、王涛跨境操纵“小商品城”案([2017]21号),罚没金额2.51亿元;蝶彩资产管理(上海)有限公司和阚文彬操纵“恒康医疗”案([2017]80号),罚没金额1.52亿元;徐留胜操纵“天瑞仪器”等36只股票案([2017]69号),罚没金额1.11亿元。

[5] 13份行政处罚决定书中,7份适用1倍罚款,5份适用3倍罚款,1份适用5倍罚款。适用5倍罚款的案件为唐汉博操纵“银基发展”案([2015]34号)。

[6] 20份行政处罚决定书中,9份适用1倍罚款,3份适用2倍罚款,7份适用3倍罚款,1份同时适用2倍罚款和3倍罚款,即在深圳市中鑫富盈基金管理有限公司和吴峻乐操纵“特力A力有得利斯”案([2016]41号)中,证监会对深圳市中鑫富盈基金管理有限公司适用3倍罚款,对吴峻乐适用2倍罚款。

[7] 12份行政处罚决定书中,3份适用1倍罚款,2份适用2倍罚款,4份适用3倍罚款,2份适用5倍罚款,1份同时适用1倍罚款和2倍罚款,即在蝶彩资产管理(上海)有限公司和阚文彬操纵“恒康医疗”案([2017]80号)中,证监会对阚文彬适用1倍罚款,对蝶彩资产管理(上海)有限公司适用2倍罚款。适用5倍罚款的案件为唐汉博和王涛跨境操纵“小商品城”案([2017]21号)和鲜言操纵“多伦股份”案([2017]29号)。

## (二) 案件类型多样化,操纵行为涉及新产品新业务的情况不断涌现

2015~2017年前三季度涉及操纵证券市场行为的55份行政处罚决定书(以下简称“55份决定书”)中,50份是发生在沪深证券交易所的操纵股票案件,与此同时,操纵证券市场行为也在不断涉及新产品、新业务。

55份决定书中,有1份为操纵债券的行政处罚决定书;<sup>[8]</sup>有3份为操纵全国中小企业股份转让系统(以下简称“新三板”)股票的行政处罚决定书;<sup>[9]</sup>有3份为利用融券业务操纵股票的行政处罚决定书,<sup>[10]</sup>其中的金建勇操纵“国海证券”案([2015]69号)系国内认定利用融券交易操纵证券市场的首起案件,有1份为跨境操纵案件;<sup>[11]</sup>该案系国内处理的首宗跨境操纵案例;有3件为利用信息优势联合或者连续买卖操纵的行政处罚决定书;<sup>[12]</sup>有1份为利用信息操纵的行政处罚决定书;<sup>[13]</sup>该案系国内首次单纯利用信息操纵证券市场的案例。可见,在新业务、新产品不断涌现的情况下,市场操纵的范围和类型也在相应扩大。

## (三) 当事人控制使用账户数量稳定,但账户结构愈加复杂化

55份决定书中,当事人共使用账户683个,单份行政处罚决定书使用的账户介于1~56个,且分布较为均匀,其中最常见的是使用1个账户(共7份),其次是使用4个账户(共6份)和3个账户(共5份)。使用其他数量账户的情况,往往只出现在1份或者2份行政处罚决定书中。单份行政处罚决定书平均使用账户12个。

需要专门指出的是,当事人实施操纵使用的账户,除了个人实名账

[8] 北京艾亿新融资本管理有限公司操纵“资本兴林业”等17只债券案([2015]90号)。

[9] 陈宏庆操纵“国贸酩酊”案([2015]43号)、冼锦军操纵“华恒生物”等18只股票案([2015]88号)、薛黎明操纵“中海洋”股票案([2015]98号)。

[10] 金建勇操纵“国海证券”案([2015]69号)、陈岑宇操纵“西部证券”案([2016]70号)、江泉操纵“国元证券”“吉林敖东”案([2016]71号)。

[11] 唐汉博、王涛跨境操纵“小商品城”案([2017]21号)。

[12] 陈宏庆操纵“国贸酩酊”案([2015]43号)、上海永邦投资有限公司和朱德洪合谋操纵“宏达新材”案([2016]32号)、鲜言操纵“多伦股份”案([2017]29号)。

[13] 蝶彩资产管理(上海)有限公司和阚文彬操纵“恒康医疗”案([2017]80号)。

户外,往往还包括他人账户。55份决定书中,当事人单纯使用本人实名证券账户或者由其担任投资顾问产品账户的仅有10份,其他45份行政处罚决定书均存在利用他人账户的情况。在使用的他人账户中,除了传统的个人普通账户外,也包括了个人的信用账户。同时,一个更为明显的倾向是,当事人开始逐步使用有利于隐藏真实投资者背景,且具有资金杠杆的信托产品账户、资产管理账户等实施操纵。近年来,在越来越多的行政处罚决定书中出现了该类账户的“身影”。2015年的16份行政处罚决定书中,有3份涉及资产管理账户、信托计划账户(包括普通信托计划账户和结构化信托账户),<sup>[14]</sup>2016年的23份行政处罚决定书中,有8份涉及结构化信托产品账户(包括下挂交易子账户的信托账户)、<sup>[15]</sup>集合信托产品账户、收益互换产品账户、<sup>[16]</sup>资产管理账户、私募产品账户。2017年前三季度的16份行政处罚决定书中,有7份涉及结构化信托产品账户(包括下挂交易子账户或者交易单元的信托产品账户)、<sup>[17]</sup>资产管理计划账户、私募基金产品账户、基金专户。

#### (四) 单独操纵和操纵单只证券,是最普遍情形

从操纵实施主体数量上看,55份决定中,共涉及单独操纵46份、共同操纵12份。<sup>[18]</sup> 上述可见,近3年的案件中约有80.90%的案件系

[14] 比如,在北京艾亿新融资本管理有限公司操纵“京艾兴林业”等17只债券案((2015)90号)中,北京艾亿新融资本管理有限公司使用了3个包含优先级、劣后级投资人的结构化信托产品账户。

[15] 比如,在深圳市中鑫富盈基金管理有限公司和吴峻乐操纵“特力A力有得利斯”案((2016)41号)中,中鑫富盈控制10个信托计划证券账户下挂的11个交易日子账户,吴峻乐控制10个信托计划证券账户下挂的18个交易日子账户。

[16] 比如,在上海永邦投资有限公司和朱德洪合谋操纵“宏达新材”案((2016)32号)中,上海永邦投资有限公司使用“千石资本——海通MOM私募精选之永邦2募”等11个结构化信托产品和券商收益互换产品。

[17] 比如,在鲜言操纵“多伦股份”案((2017)29号)中,鲜言使用了14个信托账户下的28个HOMS交易单元。

[18] 同时涉及共同操纵和单独操纵3份,即王如增等操纵“北海港”“宝泰隆”案((2016)26号)中,王如增、钟仁志、任斌海共同操纵“宝泰隆”,任斌海单独操纵“北海港”;上海永邦投资有限公司等操纵“宏达新材”“金禾实业”案((2016)32号)中,上海永邦、朱德洪合谋操纵“宏达新材”,上海永邦单独操纵“金禾实业”;唐汉博等操纵“同花顺”等5只股票案((2017)20号)中,唐汉博和唐园子共同操纵“新希望”“博云新材”,唐汉博单独操纵“同花顺”“杰赛科技”,唐园子单独操纵“广发证券”。

由当事人单独实施操纵,仅 19.09% 的涉及合谋操纵或共同操纵。

从单份行政处罚决定书操纵数量上看,55 份决定中,单份行政处罚决定书操纵的证券数量介于 1~36 只,其中操纵 1 只证券的 27 份,操纵 2 只证券的 10 份,操纵 3 只证券的 5 份,操纵 4~36 只证券的共 13 份,<sup>[19]</sup>单份行政处罚决定书平均操纵证券数量为 4 只。上述可见,操纵单只证券,仍是目前操纵证券市场的主要情况,整体占比接近五成(49.09%)。

#### (五) 操纵短期化趋势明显,日内操纵成为常态

55 份决定中,当事人共对 229 只证券实施了操纵行为。该 229 只证券被操纵的时间长短介于 1 分 16 秒<sup>[20]</sup>至 1 年 5 个月,<sup>[21]</sup>其中 110 只证券的操纵时间在 1 个交易日以内,50 只证券的操纵时间在 2~5 个交易日,24 只证券的操纵时间 6~10 个交易日,45 只证券的操纵时间超过 10 个交易日。单只证券的平均操纵时间为 38 天。在 1 个交易日内发生的操纵行为成为常态,占比达 48.03%,操纵短线化特征明显。

#### (六) “兜底条款”引用多,约定交易操纵条款从未引用

经统计,55 份处罚决定书中,有 40 份适用《证券法》第 77 条第一款第一项所规定的联合或者连续买卖操纵行为,有 24 份适用《证券法》第 77 条第 1 款第 3 项所规定的自买自卖操纵行为、对倒操纵行为、有 37 份适用《证券法》第 77 条第 1 款第 4 项所规定的即以其他手段操纵证券市场,<sup>[22]</sup>但没有行政处罚决定书适用《证券法》第 77 条第 1 款第 2 项,即约定交易操纵行为、对敲操纵行为。在适用“兜底条款”的 37 份行政处罚决定书中,有 25 份为涉及虚假申报操纵的情形。可见,2015 年至 2017 年前三季度,证监会认定的虚假申报操纵情形,已成为仅次于连续买卖的操纵类型,其数量已经超过自买自卖操纵。

[19] 单份行政处罚决定书操纵证券数量最多的为徐留胜操纵“天瑞仪器”等 36 只股票案((2017)69 号),操纵股票数量达到 36 只。

[20] 江泉操纵“国元证券”“吉林敖东”案((2016)71 号)中,2015 年 7 月 2 日 11:06:10~11:07:26 操纵“国元证券”。

[21] 鲜言操纵“多伦股份”案((2017)29 号)的操纵期间为 2014 年 1 月 17 日至 2015 年 6 月 12 日。

[22] 55 份行政处罚决定书中有 36 份同时适用了 2 个以上的条款,故会出现将适用特定条款的行政处罚决定书数量简单累加后大于 55 份的情况。

对于约定交易操纵条款未被使用的情况,笔者认为可能是因为合谋操纵本身数量较少,且可以被自买自卖操纵吸收(从共同操纵的角度,当事人合谋后的约定交易,本就可以纳入自买自卖的范畴)。

#### (七) 当事人申辩、听证比例维持在高位

在证监会罚没金额屡创新高,惩治力度逐步加大的大环境下,当事人要求申辩和听证的比例维持在较高水平,在被处罚的94人中有61人提出申辩或者要求听证,当事人申辩率达64.89%。具体情况为:2015年的16份行政处罚决定书处罚的24人中,有12人提出申辩意见或者要求听证,当事人申辩的比例为50%。2016年的23份行政处罚决定书处罚的40人中,有29人提出申辩意见或者要求听证,当事人申辩比例为72.50%。2017年前三季度的16份行政处罚决定书处罚的30人中,有20人提出申辩意见或者要求听证,当事人申辩比例为66.67%。

#### (八) 操纵行为收益高,部分当事人屡教不改

55份决定书中,46份盈利,9份亏损,盈利比例高达81.81%。盈利金额23.45亿元,单份行政处罚决定书平均盈利5098万元,平均每个交易日盈利98.58万元。部分情况下,当事人实施1秒的操纵行为,既可获得上万元的收益,比如在瞿明淑操纵“恒源煤电”等4只股票案([2016]75号),瞿明淑操纵“中科英华”4分5秒,获利6,547,141.04元,平均每秒获利26,723.02元。

在高额收益驱动下,部分当事人反复实施操纵行为。2015年至2017年三季度,证监会对唐汉博行政处罚3次,<sup>[23]</sup>对任良成行政处罚2次。<sup>[24]</sup>其中唐汉博早在2014年即已被证监会处罚过1次,<sup>[25]</sup>即在短短3年时间内,唐汉博即先后被证监会行政处罚4次。从行政处罚决定书记载的内容看,唐汉博、任良成二人实施操纵行为的收益可观,比如在唐汉博等操纵“同花顺”等5只股票案([2017]20号)中,唐汉博和唐园子在2个交易日内操纵“新希望”获利3635万元,平均每日获

[23] 参见[2015]34号、[2017]20号、[2017]21号行政处罚决定书。

[24] 参见[2015]85号、[2016]121号行政处罚决定书。

[25] 唐汉博操纵“华资实业”案([2014]54号)。

利 1817 万元;在任良成操纵“龙洲股份”等 17 只股票案([2016]121 号)中,任良成在 2 个交易日内操纵“巨力索具”获利 2965 万元,平均每日获利 1483 万元。唐汉博、任良成二人在被行政处罚后,并未吸取教训,反而采取更为隐蔽的方法,唐汉博转到香港实施跨境操纵,任良成则将操纵手段改变成盘中拉抬和虚假申报操纵。<sup>[26]</sup>笔者认为,对上述“累犯”,唯有将其纳入刑事制裁的范畴,才可能有效遏制其再次实施操纵的冲动。

## 二、行政处罚决定书涉及的重点问题分析

55 份决定书,反映了证监会作为监管部门对于部分问题的观点和做法,笔者择其重点予以分析:

### (一)关于账户控制关系认定

账户控制关系是认定操纵证券市场行为的基础,可以毫不夸张地说,操纵行为的认定都始于实际控制账户的认定。只有在确定账户由当事人实际控制的情况下,才能分析账户的交易行为是否影响了价量。实践中,出于趋利避害的本能,当事人否认对账户的控制关系是一种常态,除非案件出现特殊情况,<sup>[27]</sup>否则一般难有客观证据直接证实账户的控制关系。在 55 份决定书中,当事人承认账户控制关系的有 22 份,其余 33 份当事人并未承认其控制相关账户,其中更有 9 份行政处罚决定书的当事人明确否认控制涉案账户。

面对多数案件难以“毫无异议”地确认账户控制关系的现状,证监会采取了一种迂回认定的思路,即分析案件的主客观证据,综合判定账户是否由当事人控制。从公开的行政处罚决定书看,除了当事人自认外,证监会认定账户控制关系的证据主要包括:(1)账户开户信息、交

---

[26] 任良成在接受调查时承认:“由于有了前次被调查的教训,从 2013 年 4 月以后我们护盘的操作方式有所改变,个别股票是在盘中进行拉抬,有时是虚买,有时是真实买入,目的都是为了保证不低于我的成本。”

[27] 比如,在薛黎明操纵“中海洋”案([2015]98 号),证监会获取了可以显示账户由薛黎明作出决策的短信。

易终端、资金、下单地址、账户名义所有人等事项与当事人的关联；(2)拟认定账户与当事人控制账户之间交易的趋同性；(3)账户名义所有人等案外人员的指认等。例如，在唐汉博等操纵“同花顺”等5只股票案（〔2017〕20号）中，证监会根据涉案账户交易股票品种相似，下单电脑、下单地址、网银转账地址高度重合，账户之间的资金关联度高，资金主要来源于涉案当事人，账户下单地点与当事人迁徙痕迹一致（账户于特定日期在酒店下单，而当事人当时恰好入住该酒店）、下单电脑藏匿在唐汉博家中，部分涉案人员的指认等证据，认定唐汉博控制相关账户。除了“正向认定”的思路外，证监会还注重听取当事人对账户控制关系的解释，若当事人能够作出合理解释或者提供证明账户实际由他人控制，则可以免责。例如，在朱炜明抢帽子交易操纵案（〔2016〕87号）中，证监会先是基于客观情况初步认定朱炜明控制涉案账户，朱炜明对此提出异议，并指出账户由其父亲控制，但是在听证阶段，朱炜明父亲陈述的账户情况与客观事实不符，在此情况下，朱炜明的解释即不属于合理解释，证监会最终也未采纳其解释。

除了上述实际控制账户的认定路径外，证监会2015年以来作出的行政处罚决定书，还明确了以下事项：(1)当事人控制账户并不一定需要自行下单，指令他人下单也可以构成实际控制。比如，在刘俊峰操纵“理工监测”案（〔2016〕73号）中，刘俊峰将控制的账户交由他人按其指令交易，刘俊峰以电话告知他人用于交易的账户名称、股票代码、交易方向和交易价格，他人按照刘俊峰的指令下单。(2)当事人对账户交易具有实质性影响，即可以认定实际控制账户。比如，证监会在肖海东操纵“通光线缆”等12只股票案（〔2016〕110号）中，基于“陈某秀账户根据肖海东建议操作，且肖海东承认对该账户操作决策有重要影响”的事实，认定陈某秀账户由肖海东控制。(3)账户的实际控制权的本质是交易决策权，只要当事人能够决定账户交易，即应认定其控制账户，而无论账户额资金、收益是否归当事人。比如在相建康操纵“宝鼎重工”案（〔2015〕61号）中，他人出于对相健康的信任，将账户委托给相建康交易，账户中的资金由他人投入。证监会在行政处罚决定书中仍将该账户纳入相建康控制的账户中，并明确记载“账户资金是否为当事人相建康所有，不影响操纵行为的成立”。(4)账户控制关系的认

定秉持“实质重于形式”的原则,不能简单以外在形式否认内在实质。比如在北京艾亿新融资本管理有限公司操纵债券案([2015]90号)中,北京艾亿新融资本管理有限公司系涉案的3个信托计划的投资顾问,按照法律规定,投资顾问仅有交易的“建议权”,交易决定权在信托公司手上。但实际上,涉案的3个信托账户的投资指令均由北京艾亿新融资本管理有限公司下达,信托公司只审核交易指令的合规性内容,而不涉及交易价格是否公允等涉及操纵的事项,因此证监会在最终将实质上下达交易指令的主体即北京艾亿新融资本管理有限公司作为违法主体,而未将信托公司作为违法主体。

## (二)关于操纵的主观故意

行政违法行为一般并不强调主观要件,《证券法》第77条关于操纵证券市场行为的规定,并未出现“故意”字样,故有观点认为操纵证券市场行为不需要主观要件,仅需要客观行为即可,即只要当事人的行为对证券价量造成影响,即构成操纵证券市场行为。但是从证监会作出的行政处罚决定来看,主观故意仍是操纵证券市场行为的必备要件之一。但主观故意作为存在于当事人主观意识中的一种状态,除非当事人自认或者出现特殊情形,否则难以直接证明。也正是基于此,当事人常常将“不具有操纵故意”作为辩解理由。在55份决定中,有19份的当事人否认其具有操纵的主观故意,主要申辩理由为:(1)交易具有证券基本面、技术面支持,并不存在影响证券价量,进而误导其他投资者决策的故意;(2)以高价买入相关股票,是为了不错过交易机会,而非为了实施操纵;(3)涉案行为是为了保住管理产品的净值,或者是为了减少自身的亏损,而非恶意操纵;(4)相关交易是根据行情变化作出的选择,而非为了影响他人。

从行政处罚决定书看,证监会对于难以直接证实的“主观故意”,采取了间接认定的思路,即通过分析当事人的动机、行为、事后状态等事项,来综合判定当事人是否具有操纵的故意:(1)当事人操纵动机分析。即相关事实是否表明当事人具有操纵的动机。比如,在蝶彩资产管理(上海)有限公司、阙文彬操纵“恒康医疗”案([2017]80号)中,证监会作出的行政处罚决定书记载,当事人蝶彩资产管理(上海)有限公司、阙文彬双方签订了协议确定了双方在不低于20元/股减持“恒康医

疗”的合作关系,蝶彩资产管理(上海)有限公司收费按照减持成交金额的12.5%计提,双方具有共同的利益,存在利用“市值管理”拉抬股价并减持获利的共同动机。证监会最终结合其他证据,认定当事人具有操纵故意。(2)以当事人的交易行为来分析其主观故意。当事人的客观行为是反映其主观状态的最好证据。通常情况下,操纵行为表面上都会呈现出一种不符合经济理性的状态,比如在刘长鸿、冯文渊操纵“南通锻压”“北京旅游”股票案([2015]58号)中,当事人将排队在前的涨停价买入申报撤单,同时再以涨停价申报买入,这并不符合正常交易者的逻辑,因为根据“价格优先、时间优先”的成交原则,同为涨停价的申报,时间在先的申报将更容易成交。这些客观情况表明,当事人申报并非是为了成交,而是为了向市场传递虚假的供求关系信号,诱导其他投资者进行交易。(3)当事人在交易结束后的表现。当事人在接受调查时的表现,也可间接印证其对调查事项是否构成操纵的主观状态。比如当事人故意在调查阶段销毁用以交易的电脑,对相关事项的陈述与客观事实不符等。

需要说明的是,为了避免“错误的认定操纵故意”,证监会在作出初步认定后,会听取当事人的辩解,如果当事人能够做出合理说明,则可以免除其具有操纵的故意。当然,由于证监会公布的案件都是最终作出行政处罚的案件,较少能在行政处罚决定书中看到证监会采纳当事人辩解意见的情况,但在部分案件的相关表述中,可以反映出上述做法。<sup>[28]</sup>至于哪些理由可能被证监会认定为合理说明,目前尚难从案例中获知。笔者认为,在判定当事人的说法是否属于合理说明时,必须结合案件的具体情况进行判断,比如当事人账户在股价跌停的情况下仍大量申报卖出,若其只是为了履行强制平仓义务,则可能构成合理说明。

证监会2015年以来作出的行政处罚决定书,还明确了以下涉及主观故意的事项:(1)操纵的主观意图,是当事人影响证券价量的意图,

[28] 比如,在广州穗富投资管理有限公司操纵“宁波富邦”案行政处罚决定书([2017]27号)中,证监会明确回应“当事人提出的看好股价、保证买入量的理由不足以解释其异常交易”。笔者认为该表述的潜台词为,若当事人能够合理解释其异常交易,则不予认定为操纵。

而非一定是“谋利”意图。多起案件中当事人实施操纵,都是为了维持或者提高管理产品的净值,<sup>[29]</sup>但这并不能否认其具有影响证券价量的意图。(2)操纵的主观故意既包括直接故意,也包括间接故意,比如在广州市创势翔投资有限公司操纵案([2016]120号)中,证监会对当事人提出的“不具有操纵故意”的说法,明确指出:“当事人明知或应当知道相关的交易行为足以导致相关股价的波动,而故意放任该行为的发生,其操纵意图明显。”

### (三)关于操纵对证券交易价量的影响

如何证明当事人行为对证券价量的影响,是一个值得讨论的难题。除极个别情况外,<sup>[30]</sup>当事人行为对证券交易价量的影响,是非常难以衡量的。55份行政处罚决定书中,有10份的当事人对此提出了辩解,主要理由包括:(1)本人交易指标较低,期间证券价格变动幅度低,不应认定构成操纵。(2)当事人交易的资金量大,交易任何证券都会影响其价量,不应将此认定为操纵行为。(3)证券价格变动是当事人之外的原因导致,如市场整体行情波动、上市公司发布重大公告。(4)大盘与个股的偏离是正常现象,即使是同一板块,个股差异巨大,证监会不能简单将涉案证券与大盘指数、行业指数进行类比。(5)在新三板做市交易机制下,由于做市商的存在,普通投资者不具有操纵股价的基础和条件。

证监会在认定当事人行为对证券价量的影响时,采取了“比对”认定的思路,即将涉案证券价格的变动与其他“参照物”进行比较,从而证明当事人的行为对证券价量造成影响。证监会在分析证券价格变动情况的同时,也会选取相关的指标作为“参照物”,主要包括:(1)大盘指数,即分析涉嫌被操纵证券在操纵期间的价格波动,与同期大盘指数

[29] 比如,广州穗富投资管理有限公司操纵“宁波富邦”案([2017]27号)中,当事人实施拉升行为的目的是在股市异常波动期间维持产品净值,避免产品被强制平仓。

[30] 比如,在北京艾亿新融资本管理有限公司操纵“资本兴林业”等17只债权价格案([2015]90号)中,由于债券交易不活跃,当事人交易1手债券即占到了全天交易量的100%,在此情况下,当事人对证券价量的影响较为直接和明显。

波动的偏离情况；<sup>[31]</sup> (2) 行业指数,同大盘指数类似,也主要用于分析涉嫌被操纵的证券在操纵期间的价格波动,与行业指数波动的偏离情况；(3) 操纵开始前,证券价格的变动情况；<sup>[32]</sup> (4) 操纵期间结束后,证券价格回落情况；<sup>[33]</sup> (5) 发行人同期是否发布影响证券价格的重大事件；<sup>[34]</sup> 此外,对于当事人行为对证券交易量影响的论证,证监会也采取了类似的思路。<sup>[35]</sup>

证监会 2015 年以来作出的行政处罚决定书,还明确了以下涉及影响判定的事项:(1) 证券标的不同,选取的比较指标也不同。比如,在债券类操纵案件北京艾亿新融资本管理有限公司操纵“12 兴林业”等 17 只债权价格案([2015]90 号)中,证监会即针对债券的特点,选取了债券估值和债券前一交易日收盘价作为比较基准。(2) 新三板特殊的交易机制,并不能否定操纵行为的存在。比如在薛黎明操纵“中海洋”案([2015]98 号)中,虽然当事人只能与做市商直接交易,但做市商的报价会根据投资者的报价和申报数量进行调整。当事人申报量巨大,

[31] 比如,在吕美庆操纵“西安饮食”等三只股票案([2015]56 号)中,证监会分析了在拉抬股价阶段,股价上涨数据、偏离大盘和行业指数的情况。

[32] 比如,在胡坤明操纵案([2016]68 号)行政处罚决定书中,证监会统计分析了操纵开始前证券价格的变动情况,即“该期间内(操纵期间),‘九洲电气’从账户组第一笔买入申报前的 6.28 元上涨到 6.84 元,涨幅 8.92%,偏离创业板涨幅 11.6%。经查,2014 年 4 月 21 日至 25 日(即操纵前),该股一直呈下跌趋势。2014 年 4 月 24 日晚间,上市公司发布 2014 年第一季度报告,报告显示,主要财务指标与上年同期相比均有不同幅度下降,4 月 25 日该股继续下跌。2014 年 4 月 25 日至 28 日,上市公司未发布重大信息”。

[33] 比如,在蝶彩资产管理(上海)有限公司和阙文彬操纵“恒康医疗”案([2017]80 号)中,证监会统计了操纵结束后股价回落,其价格变动偏离大盘和行业指数的情况。

[34] 比如,在涂忠华等五人操纵“九鼎新材”“新海股份”案([2015]89 号)中,证监会对操纵期间“九鼎新材”总股本、非限售流通股数量、上市公司重大公告发布情况进行说明,并据此说明,在上市公司未发布重大公告、总股本和非限售流通股未发生变化的情况下,“九鼎新材”股价的变化明显偏离大盘指数和行业指数,是当事人行为导致的。

[35] 比如,在陈赞操纵案([2016]69 号)中,行政处罚决定书记载:“操纵之前四日均成交量为 4179.25 手,操纵期间日均成交量激增了 4.7 倍多,操纵结束后四日均成交量下降了 57%。同期创业板成交量情况为:12 月 11 日至 14 日日均成交量为 88.91 万手,12 月 17 日至 20 日增加了 8%,12 月 21 日至 12 月 26 日较前期增加了 55%。科新机电在账户组操纵周期前后未发布有关公司的重大利好或利空消息。”

必然影响到做市商的报价,进而影响到市场交易价格和交易量。(3)证监会并不否认证券基本面向好、市场整体趋势对证券价量的影响,但也会关注当事人的行为是否“强化”了这种趋势。如果当事人的行为足以强化着这种趋势,则可能表明其对证券交易价量具有影响。比如在陈岑宇操纵“西部证券”案([2016]70号)中,证监会认为当事人陈岑宇融券卖出的行为强化了“西部证券”下跌趋势,构成操纵行为。(4)证券在一段时间内的涨跌,以及由此导致的与大盘指数、行业指数、可比公司价格变动的偏离,仅仅是操纵行为的结果表现,是认定操纵行为的考虑因素之一,而非唯一因素。大盘或者行业板块涉及的企业较多,个股之间可能存在巨大差异,简单比对有时候并不一定能够反映客观情况。(5)时点对于操纵效果具有明显的影响。比如在任良成操纵“和顺电气”等16只股票案([2015]85号)中,任良成在接受调查时说明:“如果在尾盘时候买入,对股价的惯性上涨会起到四两拨千斤的作用。”巧合的是,该案中所有在尾盘阶段实施的操纵,最终都是盈利的,而发生在非尾盘阶段的操纵,既有盈利的,也有亏损的。

笔者认为,实践中影响证券价量的因素多种多样,既有宏观因素、行业因素、发行人基本面,也有市场情绪、个股价量等技术原因,甚至当事人本身的名气,也会对证券价量产生影响,比如在孙国栋操纵“全通教育”等13只股票案([2015]73号)中,孙国栋在操纵的13只股票上全部获利,这在其他操纵多只证券的案件中是非常罕见的,除了孙国栋实战经验丰富并严格执行交易策略外,还有一个重要的原因是因为其利用了自身名气,孙国栋作为知名的“牛散”(当时有人将其称为“游资一哥”),有很多人跟风操作。由于影响证券交易价量的因素众多,不能简单将当事人的行为视为证券交易价量变动的“唯一”因素。

#### (四)关于违法所得认定

操纵证券市场案件中违法所得的认定直接涉及最后的经济制裁金额,不仅违法所得要被没收,而且通常还要根据违法所得金额处以1~5倍的罚款。当事人对违法所得的认定问题提出辩解是常见的情况。经统计,55份行政处罚决定书中有15份的当事人对违法所得认定提出辩解,主要理由为:(1)违法所得应当是违法者的所得,因此对资产管理账户、信托账户等理财账户的交易盈利,因其属于投资人,不应当

作为违法所得予以没收。证监会没收的违法所得,应当是当事人作为管理人收取的业务费用(包括管理费用、业务提成或者盈利分成)。(2)认定违法所得时,除了应当扣减所有的“成本”,不仅应当扣除证券买入成本、交易税费,还应当扣除支付给中间人的介绍费、融资成本等。(3)当事人操纵多只证券既有盈利也有亏损的,应当将交易盈利抵扣亏损后的金额作为违法所得。

证监会在行政处罚决定书中,对上述辩解作出了明确回答:(1)违法所得是操纵证券市场行为产生的全部收益,该收益无论是属于操纵者,还是操纵者之外的第三人,均不影响违法所得的认定。比如,在广州市创势翔投资有限公司操纵案([2016]120号)中,证监会对当事人提出的“违法所得的计算标准应以创势翔实施涉案交易行为实际获得的收益为准”的说法,明确回应:“《证券法》第二百零三条规定的‘没收违法所得’的范围,应当包括违法行为所产生的全部收益,至于这种收益是否属于违法行为主体创势翔,不影响本案操纵行为违法所得的认定。创势翔对产品的收益是否具有处分权,不影响我对创势翔违法行为的认定和处罚。”(2)与交易无直接关系的其他成本费用,不能作为认定违法所得的扣减项目。比如,在涉及任良成操纵证券市场行为的2份行政处罚决定书([2015]85号、[2016]121号)中,证监会对任良成提出的应当在扣除股票交易成本的基础上,进一步抵扣大宗交易介绍费用、融资成本等辩解,均未采纳。证监会在行政处罚决定书中明确回应:“任良成提出的应当在成本中扣除大宗交易介绍费用、盈利分成、资金成本,上述费用与涉案操纵行为本身无关,不属于证券执法应考虑的因素。”(3)当事人操纵多只证券,有盈利也有亏损的,在认定违法所得时不能将亏损从盈利金额中抵扣。比如,在陈贇操纵市场案([2016]69号)中,陈贇操纵的12只股票中,5只盈利,7只亏损。当事人在申辩意见中提出应采取“盈利减去亏损”的违法所得计算方法。证监会在该案行政处罚决定书中明确说明了采取“盈亏不相抵”的理由:“我会认为,本案系陈贇连续多次操纵多只股票,属于连续多次实施同种行政违法行为,在违法所得金额计算上,行政处罚采取‘盈亏不相抵’原则,于法并非无据,于理并无不合。其一,连续多次操纵多只股票,属于实质上的数个行政违法行为,对每次操纵行为的社会危害

性,均可单独评价,对每次操纵行为的违法所得金额,也可分别认定、分别计算。其二,从《证券法》的现行规定看,在计算内幕交易、操纵市场等交易型违法行为违法所得时,实际上将违法所得为负数也即交易亏损的情况视为‘没有违法所得’,也即视同违法所得为零,相应处以较低数额、限定幅度的罚款。其三,连续多次、在多只股票上实施操纵市场的违法行为,其主观恶性与社会危害性,均比单次、在一只股票上的违法行为要严重;如果进行盈亏相抵,相当于用亏损的违法行为去抵消、减轻另外一个盈利的违法行为,违反‘过罚相当’原则,不符合社会一般认知,也给违法行为人以恶意逃避或者减少法律制裁的机会。我会在2014年处罚结案的‘苏颜翔连续多次操纵市场案’(行政处罚决定书〔2014〕12号)、2015年处罚结案的‘任良成连续多次操纵市场案’(行政处罚决定书〔2015〕85号)等案件中,均是采用“盈亏不相抵”的方式。我会认为,对于连续多次操纵行为的违法所得采取‘盈亏不相抵’的方式进行计算,符合行政处罚的比例原则与合理性原则。”

笔者认为,在违法所得的认定上,证监会采取了较为严格的标准,比如将当事人利用基金账户、信托账户、资产管理类账户实施操纵行为所获得的盈利全部作为违法所得予以没收。证监会的做法实际上传递了两个信息:一方面,监管部门将违法所得定义为操纵证券市场行为本身所产生的收益,而非操纵主体的收益,这显然区别于将违法所得限定为违法者的所得的观点。另一方面,监管部门在罚没时是直接向违法主体进行没收,而不向投资者罚没。有观点认为,由于当事人利用理财类账户获取的收益属于投资者,故应当向投资者而非向当事人追缴该部分违法所得。证监会显然没有采纳该观点,笔者分析认为,主要是基于以下理由:(1)体现“惩罚性”原则。《行政处罚法》将“没收违法所得”作为一类行政处罚,即表明没收违法所得是惩罚性措施,而非纠正性、还原性措施。既然实施操纵行为的是当事人,则作为惩罚性措施的没收违法所得,也应当向该当事人收取。(2)信赖利益保护原则。案外投资者并未实施任何违法行为,若对该类不知情的投资者也追缴“违法所得”,可能让投资者重新审视整个资产管理行业的风险,这对市场的发展是不利的。(3)可能的法律障碍。行政法是否可以借用民事上的“不当得利”概念去向第三人追缴违法所得,法律上并不明确,

根据“法无明文不可为”的行政理念,似乎不应当去实施。同时,向不知情的案外投资者进行追缴,可能还有侵犯公民宪法上财产权的嫌疑。(4)执法便利性考虑。资产管理产品的构成复杂,既有公募基金等公众投资的产品,也有私募类的产品;既有证券类产品,也有信托类、银行类产品;既有机构投资者,也有自然人投资者。很多情况下,这类产品的最终投资者可能难以确定(如嵌套式的账户结构),且投资者结构可能每天都处于变动之中(如公募基金的申购、赎回),操纵行为查处时的投资者可能与违法行为发生时的投资者完全不同,若向历史上的投资者进行追缴,实践中难以执行。此外,根据行政法上已有第三人理论,若对第三人采取不利措施,应给予其发表意见的机会,但这势必耗费大量的时间和资源。

### 三、新型操纵证券市场行为分析

在 55 份行政处罚决定书,出现了一些新类型的操纵证券市场行为。同时,即使是传统的操纵证券市场行为,也呈现出一些新特点。笔者择其重点予以分析:

#### (一) 虚假申报操纵行为

如前文述及,虚假申报操纵是当前仅次于连续买卖操纵之外的操纵类型。虚假申报操纵具有成本低(因无须真实成交,不需要占用资金)、风险小(没有买入证券后的持仓风险)、效率高(交易的任何时段都可以实施)等特点。从证监会作出的行政处罚决定看,虚假申报操纵包括两大类,即有撤单的虚假申报操纵和没有撤单的虚假申报操纵,其中有撤单的虚假申报操纵是最为常见的类型。

##### 1. 有撤单的虚假申报操纵

从证监会处罚的案件看,当事人不以成交为目的而进行频繁、大量申报,并撤单,可以达到影响证券交易价格或者交易量的目的。该类虚假申报操纵的主要做法有:(1)频繁、大量申报,并在申报档位提高、排名靠前或者部分成交后撤销申报以避免成交。比如,在马永威、曹勇操纵案([2017]57号)中,当事人在其买入申报即将成交时撤销申报:

“(2016年7月15日)14:14:33,账户组以跌停价申买1笔共100万股,申报后位于买6档;14:19:05,上述买单上升至买1档,在即将成交的情况下,账户组将该买单撤销。”(2)频繁、大量申报并在短时间内撤销申报。比如,广东证监局作出行政处罚决定的刘义君操纵案(广东局〔2017〕2号)中,刘义君以高于市场最新成交价的价格频繁申报买入,并在随后的2~3秒内撤单,并以此影响证券行情。

## 2. 没有撤单的虚假申报操纵

该类虚假申报的申报并没有撤单的行为,但相关事实表明其申报的目的是为了影响证券交易价格,而非为了成交,该类虚假申报操纵的主要做法有:(1)在证券交易价格已经涨停或者跌停,且同方向仍有大量未成交申报,新的同方向申报明显难以成交的情况下,继续大量申报,以维持证券交易价格。比如,在盛巍操纵“英威腾”案(〔2017〕6号)中,盛巍即在“英威腾”已经涨停,新的买入申报明显难以成交的情况下,仍然以涨停价大量申报买入,以使该股票处以涨停价格。(2)在市场行情较为稳定或交易不活跃的情况下,操纵者以较低档位的价格进行买入申报,既可以让市场投资者通过即时行情软件看到,又可以避免成交。比如,在唐汉博、王涛跨境操纵中(〔2017〕21号)中,当事人在第2档至第11档大量申报,在较低档位形成大量的申报,影响其他投资者对市场行情的判断。(3)当事人本拟撤销申报,但因当事人以外的因素而未能撤销。比如,在孙国栋操纵“全通教育”等13只股票案(〔2015〕73号)中,孙国栋在交易“中科金财”时,就存在因撤销时间晚于交易时间而未能撤销申报的情况,即“14:56:38、14:56:44、14:56:53,账户组分3笔以涨停价155.22元分别申报买入90,000股、79,000股、92,000股……14:57:05~14:57:06,账户组撤销上述3笔申报买入,由于已过连续竞价时间,该3笔撤单委托无效”。

笔者认为,认定虚假申报操纵的核心在于证明当事人的申报是为了影响行情,而非以成交为目的,因此需要关注以下问题:(1)并非只要有大量的撤单行为即构成虚假申报操纵,如果当事人的申报是以成交为目的,而只是因为无法成交等客观原因等而撤单的,则可以排除其构成虚假申报操纵行为。(2)因当事人意志以外的原因导致的高成交比例,不能作为否认申报“不以成交为目的”的判定。比如在孙国栋操

纵“全通教育”等13只股票案([2015]73号)中,孙国栋在交易“全通教育”时,即存在本拟撤销的申报已全部成交的情况,即“10:06:44,账户组以涨停价244.54元申报买入50,000股(‘全通教育’),申报买入前一笔市场成交价是244.54元;10:07:11,申报撤单50,000股,撤单时间距单笔申报买入时间27秒,申报撤单时已实际成交50,000股”。

## (二)关于单次申报操纵

《证券法》第77条第1款第1项关于“联合或者连续买卖操纵行为”的规定,往往要求当事人具有“联合或者连续”买卖证券的行为。但实践中,当事人既没有与他人合谋进行联合买卖,也没有连续买卖,只进行了一次申报或者交易。对该种情形能否构成操纵,实践中有不同的观点。从证监会作出的行政处罚决定看,当事人特定情形下的一次申报或者交易也可构成操纵证券市场行为。经统计,55份行政处罚决定书中有4份涉及单次申报操纵。

### 1. 一次明显偏离证券正常价格的大额买卖申报可以构成操纵

在广州穗富投资管理有限公司操纵“宁波富邦”案([2017]27号)中,证监会将广州穗富投资管理有限公司通过1笔大额申报拉抬证券交易价格的行为认定为操纵,即“2015年7月24日14:59:08,穗富投资使用广东粤财信托有限公司一穗富7号结构化证券投资集合资金信托计划证券账户,以买一档价格进行委托申报,申报价格较订单时间之前的最后一秒市场平均成交价上涨10%,委托数量为相同价格剩余委托量的11.59倍,为委托时刻前的市场待成交买单量1.79倍,买入申报价格、申报数量明显异常,拉升股价意图明显。该笔委托成交411,176股,成交金额为8,918,588元,成交价格上涨10%”。

### 2. 特定情形下的1手自买自卖交易可构成操纵

操纵行为通常需要交易达到一定的“量”,但是从证监会公布的行政处罚案例看,对某些交易不活跃的证券,当事人少量的交易即可影响交易价格,甚至出现1手交易即可影响证券交易价格的情况。比如,在北京艾亿新融资本管理有限公司操纵17只债券交易价格案([2015]90号)中,北京艾亿新融资本管理有限公司在操纵17只债券价格过程中,有4次被认定为操纵行为的交易都只自买自卖了1手,以北京艾亿

新融资本管理有限公司操纵“13渭城投”为例,行政处罚决定书记载:“2014年1月17日:13渭城投(124155)。2014年1月17日,全市场共交易13渭城投1手,其中艾亿新融11号在14时59分35秒以103元/张的价格卖给艾亿新融16号1手,对倒交易量占全天交易量的100%。该债券当日估值为98.99元/张,上一交易日收盘价为99元/张,当日收盘价为103元/张,收盘价较当日估值高4.05%、较上一交易日收盘价上涨4.04%。”

3. 特定情形下与第三方发生1手交易也可能构成操纵证券市场行为

这种情况仍发生在北京艾亿新融资本管理有限公司操纵17只债券交易价格案([2015]90号)中,北京艾亿新融资本管理有限公司操纵“12驻投资”过程中,仅与第三方交易1手。行政处罚决定书记载:“2014年2月12日:12驻投资(124060)。2014年2月12日,全市场共交易12驻投资1手,其中艾亿新融18号在14时59分17秒以105元/张的价格从第三方买入1手。该债券当日估值为97.60元/张,上一交易日收盘价为97.9元/张,当日收盘价为105元/张,收盘价较当日估值高7.58%;较上一交易日收盘价格上涨7.25%。”

需说明的是,由于符合特定情形的1次申报即可构成操纵证券市场行为,这也导致传统理论上的“操纵期间”理论受到考验,即除了“操纵期间”外,还可能存在“操纵时点”。比如,在彭旭操纵案([2016]76号),当事人彭旭通过即时成交的1次申报,即实现了拉抬股价的目的,这时的操纵行为是存在于1个时点上的。该案行政处罚决定书记载:“(2015年7月31日)14:15:13,账户组以26.12元申报买入333,300股,并即刻成交,成交金额8,511,768.00元,买入数量占该股该段时间总成交量的100%,股价由25.11元上涨至25.86元,涨幅为2.99%。”需要专门指出的是,因当日彭旭还有其他操纵行为,其主观故意已经证明,故可以对其该笔交易认定为操纵行为。

笔者认为,单次申报操纵作为新型的操纵证券市场行为,可能更多地适用于某些交易不活跃的证券。同时,为了避免对正常交易秩序可能导致的破坏,在认定该类操纵行为时务必审慎,既要证明当事人的主观故意,也要证明单次申报行为为足以影响证券交易价量。

### (三)关于操纵“新三板”股票

前已述及,2015年至2017年三季度,证监会针对“新三板”股票的行为作出3份行政处罚决定。新三板的市场定位、交易机制、流动性水平与沪深证券交易所有所不同,其主要为创新型、创业型、成长型中小微企业发展服务,在交易上采取做市方式和协议转让方式,交易不活跃,交易价格具有非连续、波动较大的特点。比如,在洗锦军操纵“华恒生物”等18只股票案([2015]88号)中,洗锦军2014年12月12日买入“华恒生物”18,000股,成交价格1元/股。2015年3月17日至27日,洗锦军操作账户组交易“华恒生物”7000股,账户组间交易6000股,占期间市场交易量85.71%。账户组间交易价格最低为100元/股,最高为1058元/股,与前一交易日收盘价相比最低偏离5.26%,最高偏离377.09%。洗锦军在部分交易日以99,999.99元的异常价格申报卖出“华恒生物”13笔,每笔1000股。

对新三板发生的操纵行为,有观点认为不应当适用《证券法》,理由为:《证券法》主要是针对在沪深证券交易所上市交易的股票适用,对操纵行为的认定也是建立在沪深证券交易所股票交易的特点之上(活跃连续竞价交易)。从目前的情况看,新三板并无连续竞价交易,而只有做市方式和协议转让方式,且其交易并不活跃。<sup>[36]</sup>不仅如此,证监会制定的规章《非上市公众公司监督管理办法》(证监会令第96号)在法律责任部分,对欺诈发行、信息披露违法、内幕交易等违法行为,明确可以依据《证券法》的有关规定进行处罚,但未对操纵市场行为作出规定,可见对于全国股权系统发生的操纵行为,不应当适用《证券法》的规定。从证监会公布的行政处罚案件看,证监会并未采纳上述观点,即证监会对于所有涉及新三板操纵的行政处罚案例,均直接以《证券法》作为的法律依据。

笔者认为,证监会以《证券法》作为新三板操纵案件的执法依据,符合相关规定:

---

[36] 全国股转系统2016年股票日均成交金额7.84亿元,沪深证券交易所日均成交金额5220.68亿元,平均到单只股票,全国股权系统单只股票日均成交金额仅7.71万元,沪深证券交易所单只股票日均成交额17,105.77万元(参见证监会2016年年报)。

其一,符合《证券法》和《公司法》的相关规定。《证券法》第2条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。”根据该规定,境内发行和交易的股票应当适用《证券法》的规定,而根据《公司法》125条有关“股份有限公司的资本划分为股份,每一股的金额相等。公司的股份采取股票的形式。股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证”的规定,新三板挂牌公司的股份表现为股票,且在境内发行和交易,故应适用《证券法》的规定。

其二,国务院的决定进一步明确了《证券法》对新三板股票操纵行为的适用。《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发[2013]49号)第五部分内容明确:“证监会应当比照证券法关于市场主体法律责任的相关规定,严格执法,对虚假披露、内幕交易、操纵市场等违法违规行为采取监管措施,实施行政处罚。”对于“比照”的意思,现行法律法规并未作出规范,但见于其他法律文件中,<sup>[37]</sup>如《刑法》第22~23条分别规定“对于预备犯,可以比照既遂犯从轻、减轻或者免除处罚”“对于未遂犯,可以比照既遂犯从轻或者减轻处罚”。最高人民法院《关于审理民事、行政诉讼中司法赔偿案件适用法律若干问题的解释》(法释[2016]20号)第15条第1款规定,“国家赔偿法第三十六条第七项规定的银行同期存款利息,以作出生效赔偿决定时中国人民银行公布的一年期人民币整存整取定期存款基准利率计算,不计算复利”,第3款规定“应当返还的财产系现金的,比照本条第一款规定支付利息”。根据多项涉及“比照”的法律文件,笔者认为,“比照”的核心意思在于,若无特殊情况,即应当直接适用被比照的规定。落实到操纵证券市场违法行为,国务院决定关于“比照”的规定:一方面,强调了《证券法》对全国股转系统发生的操纵市场违法行为的适用,即证监会必须遵循《证券法》的基本原则去查处该市场发生的操纵

---

[37] 经检索2017年9月9日全国人大官网的“中国法律法规信息库”,共有4部法律、38件行政法规及文件、416件地方性法规规章、187件部委规章及文件、67件司法解释及文件的内容涉及“比照”。

行为;另一方面,也要求证监会根据全国股权系统的特殊情况,作出适当的执法安排,避免生搬硬套。

笔者认为,“新三板”属于新生事物,挂牌企业的股票交易价格本身波动大,交易不连续,且市场参与度不高,故对新三板发生的操纵行为,应当秉持更严格的标准,证监会可以选择将损害交易秩序明显的情况认定为操纵行为,而将其他行为交由新三板采取自律措施或者以其他方式解决。

#### (四) 利用信息优势联合或者连续买卖操纵

2015~2017年三季度,证监会共对3件涉及“利用信息优势联合或者连续买卖操纵”作出行政处罚,分别是陈宏庆操纵“国贸酞领”案([2015]43号)、上海永邦投资有限公司和朱德洪合谋操纵“宏达新材”案([2016]32号)、鲜言操纵“多伦股份”案([2017]29号)。(1)在陈宏庆操纵“国贸酞领”案中,证监会将陈宏庆知悉公司的持股结构、持股数量作为信息优势,即陈宏庆作为“新三板”挂牌公司江苏国贸酞领智能科技股份有限公司(以下简称“国贸酞领”)的董事长、法定代表人,能够定期获得公司的股东名册,知悉包括做市券商在内所有股东的持股情况。(2)在上海永邦投资有限公司和朱德洪合谋操纵“宏达新材”案中,朱德洪作为江苏宏达新材料科技股份有限公司(以下简称“宏达新材”)的董事长、总经理、实际控制人为通过大宗交易获取现金,通过大宗交易将“宏达新材”股份减持到上海永邦投资有限公司(以下简称“上海永邦”)董事长、实际控制人杨绍东控制的账户,由上海永邦帮助进行“市值管理”,并将减持所得大额资金交由上海永邦用于投资和操作“宏达新材”。其间,朱德洪与上海永邦存在配合行为,朱德洪寻找并购重组题材和热点,未及时披露相关信息,提供信息、资金支持,上海永邦则通过连续交易和在自己实际控制的账户之间进行交易的方式配合,共同影响“宏达信息”股价。(3)在鲜言操纵“多伦股份”案中,鲜言为多伦股份的实际控制人、董事长、法定代表人、董事会秘书,具有决定相关信息生成、披露的优势地位,鲜言利用该信息优势,控制了涉案信息披露的节奏和内容(控制公司名称由“多伦股份”更名为“匹凸匹”披露节奏,控制“WWW.P2P.COM”网站域名特别授权公告的内容),配合其交易行为共同影响了“多伦股份”的价格。

证监会处罚的该三起案件,适用的法律规定是《证券法》第77条第1款第1项,即“联合或者连续买卖操纵”款项,而非第4项“兜底条款”。上述操纵行为的本质仍是“交易型操纵”而非“信息型操纵”。另需说明的是,2016年青岛中院作出司法判决的徐翔操纵案,适用的也是《刑法》第182条中的“联合或者连续买卖操纵”条款。这些事项都表明,证监会和司法机关目前对于该类“信息配合交易”来共同影响证券的,还是倾向于用交易型操纵的条款进行规制。

笔者分析认为,在此类利用信息优势联合或者连续买卖操纵类案件中,交易行为是影响证券交易价量的主角,信息只是辅助者、配合者的角色。信息对交易的配合,既可以体现在其本身协助交易行为共同影响价量,也可以体现在辅助操纵者选择操纵的时机。“利用信息优势联合或者连续买卖操纵”有别于单纯的利用信息影响证券价量的“信息型操纵行为”。在“信息型操纵行为”中,影响价量的唯一因素就是信息,“信息型操纵行为”中的后续交易,只是实现获利目的的行为,其本身并不会影响价量。

笔者发现,证监会在2017年对蝶彩资产管理(上海)有限公司和阙文彬操纵“恒康医疗”案([2017]80号)的行政处罚中,相关行政处罚决定书并未明确具体的款项。笔者分析,该案系利用了“兜底条款”,因为本案是单纯利用信息来影响股价的案件,而非利用信息来配合当事人的交易行为。本案行政处罚决定书记载:“阙文彬与蝶彩资产、谢风华合谋,利用作为上市公司控股股东及实际控制人具有的信息优势,控制恒康医疗密集发布利好信息,人为操纵信息披露的内容和时点,未及时、真实、准确、完整披露对恒康医疗不利的信息,夸大恒康医疗研发能力,选择时点披露恒康医疗已有的重大利好信息,借‘市值管理’名义,行操纵股价之实。通过上述一系列信息披露的综合起效,客观上误导了投资者,影响了‘恒康医疗’股价,实现了阙文彬高价减持‘恒康医疗’的目的。”上述可见,该案系真正意义上的“信息型操纵”第一案。因为本案是单纯利用信息本身对其他投资者交易决策的影响,来达到影响证券交易价量的目的。

#### (五) 首例跨境操纵案件

2017年,证监会对首例利用沪港通交易机制进行跨境操纵的案

件,即唐汉博、王涛跨境操纵“小商品城”案([2017]21号)作出行政处罚决定。该案系证监会与香港证监会合作办理的案件。虽然案件跨境,但在操纵手法上,仍采用的是传统手法,包括虚假申报、盘中拉抬、自买自卖等。当事人提出的申辩意见,也大都和其他境内案件一致,只是其在申辩中增加提出,本案违法行为发生在香港,证监会没有管辖权。证监会在行政处罚决定书中明确回应,根据香港《证券及期货条例》及附属法例,香港证监会有调查权。同时,《证券法》第179条规定,证监会可以和其他地区的证券监督管理机构建立监督管理合作机制,实施跨境监督管理。证监会公布了涉及内地与香港股票市场交易互联互通的相关文件和执法合作备忘录,建立执法合作机制,香港证监会调取的资料可以使用。此外,唐汉博、王涛系我国公民,其通过交易系统对上海证券交易所“小商品城”实施操纵,证监会有管辖权。

#### (六) 融券交易操纵

如前所述,2015~2017年三季度,证监会共对融券交易中发生的操纵行为作出3份行政处罚决定书,其中金建勇操纵案([2015]69号)系证监会认定利用融券交易操纵证券市场的第一起案件。

融券交易属于杠杆交易,投资者利用融券可以实现“以小博大”的目的。融券属于“做空式”交易,即唯有在证券价格下跌才能获利。为了防止融券者实施“砸盘”的行为,证券交易所会对融资融券的交易指令进行前端检查,对融券卖出的价格违反规定的交易指令,将予以拒绝,因此,投资者的所有交易指令,都是在既定的交易规则的范围内进行的。但是,从目前的案件看,在特定的市场环境下,滥用融券交易规则允许范围内的交易去不当打压证券交易价格,也可能构成操纵。以金建勇操纵案为例,金建勇即以“大量申报卖出”的方式实施了操纵行为,即其“以明显高于市场同时刻买一档量的卖单频繁委托,部分单笔委托卖出数量较同期市场行情显示的买一档数量呈多倍放大”的方式,影响“国海证券”的股票价格走势。金建勇明显超出市场接受能力的申报已经超出了正常做空的范畴,构成操纵行为。

有观点认为,因金建勇所有交易指令都是在交易所规则限定的范

围内进行,其申报价格和数量均符合交易所限定的条件,<sup>[38]</sup>其并未“以低于最近成交价”的价格申报融券卖出,并未“直接制造”涉案股票新的低价,后续股价的下跌,是其他投资者交易的结果,金建勇交易获利,乃是基于金建勇个人对股价走势的准确判断,而非操纵行为。但证监会并未采纳该观点,将金建勇的行为认定为操纵行为。实际上,金建勇本人在收到证监会的《行政处罚事先告知书》后,并未提出陈述申辩或者要求听证,也从侧面表明其认可证监会的认定。

笔者认为,证监会将金建勇的行为认定为操纵行为,主要是基于以下考虑:正常的市场价格,乃是买卖双方正常博弈产生的结果,而市场操纵则显示为对市场正常博弈秩序的破坏。本案中,金建勇正是通过“砸盘式”的融券卖出,破坏了正常的市场博弈,即通过短时间大量申报卖出,让卖方力量显著强于买方力量,并据此向其他投资者传递出一种信号,即市场属于“弱市”,股价很可能还要下跌。其他投资者基于上述虚假“信号”,产生了错误的判断,并据此进行卖出交易,进一步强化了市场多空力量的失衡,造成股价继续下跌。此后,金建勇利用当时融券交易可以实现“T+0”的特点,<sup>[39]</sup>在股价下跌后买回股票平仓。

---

[38] 《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》规定:“融券卖出的申报价格不得低于该证券的最近成交价;当天还没有产生成交的,其申报价格不得低于前收盘价。低于上述价格的申报为无效申报……本所不接受融券卖出的市价申报。”

[39] 当时的《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》(2015年7月1日修订)第2.13条规定,“投资者融券卖出后,可以通过直接还券或买券还券的方式向会员偿还融入证券”。2015年8月3日,深圳证券交易所发布《关于修改〈深圳证券交易所融资融券交易实施细则(2015年修订)〉第2.13条的通知》,将上述规定调整为“投资者融券卖出后,自次一交易日起可以通过直接还券或买券还券的方式向会员偿还融入证券”,将融券交易的“T+0”调整为“T+1”。