

## 操纵证券期货市场罪定罪量刑标准 之违法所得的计算原则和方法

贝金欣\*

**摘要:**2019年“两高”出台的关于操纵证券期货市场的司法解释将违法所得数额作为判断犯罪情节的标准。违法所得数额的计算成为部分案件中区分罪与非罪、罪轻与罪重的关键。目前对违法所得数额的计算方法尚缺乏统一明确的标准。对具有定罪功能的违法所得数额的计算,应当以度量操纵违法程度作为价值取向,以操纵行为对证券市场的影响范围作为计算区间,不能以不让违法者得利作为计算标准。在此基础上,赋予执法司法者合理的自由裁量权。

**关键词:**操纵证券市场 违法所得 计算方法 定罪量刑

操纵证券市场的违法所得,是指行为人通过操纵证券市场非法获取的利益,主要是因股价涨跌变化获取的收益或者避免的损失,包括直接违法所得和间接违法所得,行政法律和刑事法律均规定应当予以没收,并且构成确定行政罚款或刑罚罚金的基础。

---

\* 最高人民法院第四检察厅三级高级检察官。

准。2019年“两高”联合下发了《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》(以下简称《操纵刑事司法解释》),将违法所得单独作为判断“情节严重”的独立定罪标准予以规定,实施操纵证券、期货市场行为,违法所得数额在100万元以上的,可以认定为《刑法》第181条规定的“情节严重”,1000万元以上则可以认定“情节特别严重”,在特殊情形下500万元以上也可被认定为“情节特别严重”。该司法解释实施后,作为区分罪与非罪的要件,违法所得计算方法的公正、有效且科学意义更为重大。<sup>[1]</sup>当前,《操纵刑事司法解释》及其他有关规定未对违法所得计算方法作相应规定,具体认定也尚未形成统一共识,有必要予以统一明确,以确保刑法适用的一致性。

## 一、违法所得功能的演变

在2019年《操纵刑事司法解释》实施以前,违法所得数额大小与刑法规定的“情节严重”没有关联,只是作为确定罚金数额的基准,违法所得数额不具备定罪标准的功能。刑事司法机关主要以最高人民检察院、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》(以下简称《立案追诉标准(二)》)作为定罪的标准。但是,立案追诉标准存在两个方面的漏洞,给执法司法活动造成较大障碍。

第一,在涉及交易型操纵的规定中,立案追诉标准侧重于通过持股占比和交易量占比来判断情节严重;在信息型操纵,实际上未规定明确的情节严重标准。以连续买卖操纵为例,《立案追诉标准(二)》第34条第1项规定,行为人持有或实际控制流通股份数占比达到10%以上,且在连续10个交易日内累计成交量占比达到20%以上。只有符合上述量化标准的连续买卖行为,才能认定为情节严重。反之,即使证监会认定连续买卖行为构成操纵,但未达到上述标准,不论违法所得多少,均不能作为犯罪处理。这一量化标准在早前以坐庄方式为主的案件中有适用空间,但随着证券市场成交量不断放大,符合该标准的操纵

---

[1] 参见谢杰:《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》,载《法学》2020年第1期。

案件越来越少,特别是短线交易操纵无任何可适用空间,导致许多作出行政处罚的重大案件无法进入刑事程序。例如,在北八道公司操纵“江阴银行”案中,北八道在52个交易日内累计买入4.6亿余股(成交额84.7亿余元),累计卖出4.49亿余股(成交额86.5亿余元),即使如此,仍然没有达到前述立案追诉标准。<sup>〔2〕</sup>按照罪刑法定原则,尽管操纵情节及其社会影响十分恶劣,此案仅被证监会作出行政处罚,没有追究刑事责任。

第二,在涉及信息型操纵的规定中,并无关于情节严重的具体标准,以至于难以区分行政违法与刑事犯罪的界限。例如,关于信息优势操纵,《立案追诉标准(二)》第39条第6项规定,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。第7项对抢帽子操纵则规定,证券公司、证券投资咨询机构、专业中介机构或者从业人员,违背有关从业禁止的规定,买卖或者持有相关证券,通过对证券或者其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议,在该证券的交易中谋取利益,情节严重的。可见,上述规定仅仅明确了相应操纵行为的成立条件,并没有涉及“情节”。行政处罚中认定操纵成立,也需要符合上述规定。但如果将符合上述构成条件的行为直接认定为操纵,显然会过度挤压行政处罚的空间,不符合刑罚谦抑性的要求。这也导致利用信息优势连续买卖操纵立案追诉标准争议的产生,即利用信息优势连续买卖,可直接适用《立案追诉标准(二)》第39条第7项规定,还是仍应符合该条第1项关于连续买卖的量化要求?

针对立案追诉标准的虚置,2019年《操纵刑事司法解释》调整了相关量化指标,在连续(联合)买卖操纵中,其规定操纵者持有或实际控制的流通股份数量占比达到10%以上,并且在连续10个交易日累计成交量占比达到20%以上;在约定交易、洗售操纵中,没有规定持股占

---

〔2〕 参见中国证监会行政处罚决定书〔2018〕29号。据统计,北八道公司操纵期间,42个交易日买委托量市场排名第一,41个交易日卖委托量市场排名第一。从买入成交占比看,35个交易日超过10%,23个交易日超过20%,10个交易日超过30%,3个交易日超过40%;从卖出成交占比看,27个交易日超过10%,16个交易日超过20%,11个交易日超过30%,3个交易日超过40%。

比标准,但也要求连续 10 个交易日的累计成交量占比达到 20% 以上。<sup>〔3〕</sup>实际上,对特定交易行为所反映的有关供求关系的信息对于股票价格产生的具体影响,根本无法精确量化,只是一种基于“常识”判断的政策定位,免不了被诟病过于机械化。<sup>〔4〕</sup>而且,上述规定仍然未解决操纵者刻意规避造成标准虚置的可能性。为此,《操纵刑事司法解释》又专门单独设立了违法所得标准,只要实施操纵证券市场行为,违法所得在 100 万元以上的,均应追究刑事责任。由此便有效地解决了上述两个问题:交易型操纵违法所得 100 万元以上的,即使不符合交易量化标准,也可定罪处罚;其他操纵违法行为则需要达到违法所得 100 万元以上,才能定罪处罚。据此,违法所得数额便不只是确定罚款或罚金的基准,还具备了独立的定罪功能,其对于刑事案件的重要性不可同日而语。

## 二、违法所得计算中的主要问题

违法所得计算方法涉及罚款或罚金数额问题,常常成为控辩双方的争论焦点,但是由于不涉及罪与非罪问题,无论是法律规定还是理论研究都关注不多。虽然证监会在行政处罚案件中经常需要计算违法所得,但目前的规定仍较为原则,具体案件中也并未形成一致观点。2007 年证监会制定的《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(已废止)就违法所得认定作了规定。该规定指出,违法所得包括持有的现金和持有的证券;违法所得的计算应以操纵行为的发生为起点,以操纵行为的终止、操纵影响消除、行政调查终结或其他适当时点为终点;计算可参考以下公式:违法所得 = 终点日持有证券的市值 + 累计卖出金额 + 累计

---

〔3〕 最高人民法院解释指出,连续 10 个交易日是指证券市场开市交易的连续 10 个交易日,而非对行为人存在交易行为的交易日的累计。参见姜永义等:《〈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〉的理解与适用》,载《人民法院报》2020 年 3 月 12 日版。

〔4〕 参见谢杰:《资本市场刑法——市场滥用犯罪规制》,法律出版社 2016 年版,第 271 页。

派现金额 - 累计买入金额 - 配股金额 - 交易费用。证监会的规定主要涉及直接违法所得,不涉及间接违法所得。虽然上述规定明确了直接违法所得的计算方式,但在执法司法实践中,关于具体区间和价格的确定,并未确立规范一致的标准,有时成为案件争论焦点。在执法司法实践中,计算起点和计算终点均面临较大争议。

### (一) 违法所得计算起点

操纵行为的起点及股票价格的认定,直接影响操纵股票成本价格的计算,是计算违法所得的基准之一。在具体案件中,被调查人有时对操纵行为起点的计算提出异议,而证监会在计算时所采取的标准也不完全一致。本文选取了2个行政处罚案件以供讨论。

案例1:孟某龙操纵证券市场案。孟某龙于2016年3月5日、3月10日通过大宗交易买入股票,并于3月6日至12日实施操纵行为,随后迅速卖出大宗交易买入的股票,从中获利。该案违法所得的计算起点为大宗交易之时。对此,孟某龙认为,违法所得计算应当以操纵行为的发生为起点。证监会则认为,孟某龙买入股票后短时间内操纵市场并卖出,大宗交易买入价格就是计算违法所得的成本价格。孟某龙提起了行政诉讼,一审、二审法院均认可将大宗交易之时作为计算起点,并进一步阐释了认定理由:大宗交易显然是为了建仓,故应排除建仓与拉抬之间受其他因素影响的可能性,大宗交易之时即操纵证券行为的起点。法院在判决书中充分阐明了计算违法所得起点的依据,即相关时间节点与操纵证券市场行为之间是否存在因果关系,是否属于操纵证券市场行为的组成部分。在持有股票时间节点属于操纵证券市场行为的组成部分,建仓行为与操纵证券市场之间存在因果关系的情形下,可以作为违法所得计算起点,因此获取股票的时间即计算违法所得的起点。<sup>[5]</sup>

案例2:蝶彩资产管理公司等操纵证券市场案。蝶彩资产管理公司实际控制人谢某华与恒康医疗集团股份有限公司实际控制人阙某彬合谋通过“市值管理”的方式操纵股价,帮助阙某彬减持股票。证监会采纳了被调查人的申辩意见,将双方合谋操纵签订“市值管理”协议生

---

[5] 参见北京市高级人民法院(2019)京行终字5211号行政判决书。

效前一日收盘价格作为计算起点。<sup>〔6〕</sup> 实际控制人阙某彬长期持有股票,其操纵目的是高位减持,在这种情形下无法以建仓时间作为计算起点。比较以上两个案例,就会发现认定计算起点的标准并不完全一致。在孟某龙案中,建仓行为实际上是进行操纵的预备行为,并非实行行为,因此操纵行为的预备行为付诸实施之时即属于计算违法所得的起点。而在蝶彩资产管理公司操纵证券市场案中,双方合谋通过市值管理之时,实际上也可以视为操纵行为预备行为,若按孟某龙案的做法原则上也可以作为计算起点,何以需要等到协议生效之时。由此可以看出,在计算时点上两个案例存在不一致之处。

禁止操纵行为,意在防止操纵证券市场行为扭曲自由公平证券价格形成机制,从而形成“人为价格”。操纵行为违法所得计算,应符合禁止操纵行为的立法目的。当操纵行为尚未实际发生作用时,虽然操纵行为人的行为具有可责性,但合谋、签订协议等预备行为,对证券交易价格和交易量并不存在任何影响可能性,操纵的实行行为尚未真正发生,将此时点作为违法所得的计算起点,其合理性值得商榷。

## (二) 违法所得的计算终点

操纵证券市场行为实施后,行为人为了获取非法利益,通常需要借助抛售股票来套现,但由于各种因素影响,抛售的时机选择不一,有的在操纵行为实施过程中存在买入卖出同时进行的情形,有的在操纵行为结束后立即抛售套现,有的会继续持有等待合适时机或者改变主意继续持有,一些案件在立案调查时行为人仍继续持有股票。对这些情形,如何确定计算违法所得的卖出价格,在实践中也颇具争议。

证监会《操纵认定指引》列举了操纵行为的终止、操纵影响消除、行政调查终结或其他适当时点为终点。从规定来看,似乎这四个时点都可以作为计算获利的时间节点。在涉及违法所得争议的行政处罚案件中,确定计算终点的基准也不一致。

案例1:在新理益集团操纵“京东方A”案中,证监会采取了实际所得标准,且此种实际所得计算有利于被调查人。新理益集团提出,两个操纵账户在证监会调查结束后,卖出了余下的“京东方A”股票,应当

---

〔6〕 参见中国证监会行政处罚决定书〔2017〕80号。

重新计算。证监会在复核后,按照实际成交情况对违法所得进行调整。<sup>[7]</sup>

案例2:在吕某、陈某龙操纵证券市场案中,证监会则采取操纵影响消除的标准,采纳了被调查人的意见,在盈利计算中将操纵行为影响消除后卖出剩余股票所得予以扣除,根据被调查人提供的证据对交易费金额进行调整,并对违法所得重新计算。<sup>[8]</sup>

案例3:在冯某浩操纵证券市场案中,证监会的标准并不清晰。冯某浩采取尾市封涨停、次日反向卖出的方式实施操纵,在涉及“紫光股份”相关违法所得的计算中,冯某浩提出其次日反向卖出时间在10时32分至11时24分卖出,该时间距离开盘时间较长,且不存在影响开盘价格的行为,应予扣除。证监会则认为,“冯某浩”账户在开盘前集中竞价阶段实施虚假申报行为并全部撤销,随后在9时42分至11时24分间陆续卖出,卖出申报是影响股价后的连续过程,应当计算违法所得。<sup>[9]</sup>影响股价后的连续过程意义为何,并不明确。

可见,《操纵认定指引》和具体案件中所反映的不同计算时点和基准,对于违法所得的计算结果影响巨大,且价值标准也不一致。不同时间节点对违法者的处罚意义存在明显区别,这就需要考察立法者对于没收违法所得的立法目的。如果基于不让违法者获利目的,应当以实际卖出的收入计量;如果以违法者对市场秩序的扰乱程度为判断基准,则应计算操纵行为停止时的余股账面价值。<sup>[10]</sup>从证券法和刑法以及有关司法解释对操纵违法所得的计算缺乏统一规定,处罚的目的也就不甚明了,以至于《操纵认定指引》同时规定了四种完全不同的四种计算标准。

### (三) 计算方法产生争议的关键

通过上述案例分析可以看到,以不同的标准确定计算违法所得的起点和终点,对结果影响巨大。从规范性文件和具体案件处理方法来看,目前关于违法所得的计算方法,存在以下两个方面的关键问题:一

[7] 参见中国证监会行政处罚决定书[2011]44号。

[8] 参见中国证监会行政处罚决定书[2019]125号。

[9] 参见中国证监会行政处罚决定书[2018]13号。

[10] 参见陈舜:《操纵市场违法所得的计算方法》,载《中外法学》2005年第6期。

是欠缺统一的价值标准。法学方法不能仅拘泥于对法律概念和逻辑的形式性探讨,而且需要通过法律关系所涉及的社会、经济和道德多重因素进行理性价值判断,从而得出正当解释结论。<sup>[11]</sup>但是,同时规定多个计算时点恰恰反映了价值取向的混乱,且在具体案件处理中,虽有价值取向方面的端倪,但未见关于计算方法取向的价值标准方面的深入探讨。实则这是统一规范计算方法的基石,也是回应不同意见的有力论据。二是欠缺统一明确的计算方法。由于价值标准的缺失和法律规定的粗疏,个案差异不可避免地显现出来,增加了法律执行的不确定性。对上述关键问题的缺乏足够重视,在个案中就呈现为处罚逻辑的混乱,使定罪量刑成为缺乏价值导向的机械活动,一旦面对正当性的质疑,便无从作出令人信服的合理解释。

### 三、违法所得计算的价值标准和基本原则

《操纵刑事司法解释》实施后,违法所得数额计算方法的差异直接关乎操纵者罪与非罪、罪轻与罪重的问题。刑法涉及对被告人的生杀予夺,兹事体大,有必要将理论体系建构得很精巧。<sup>[12]</sup>首先需要明确的是,计算违法所得不是单纯的技术方法,同样蕴含着价值判断,与禁止操纵行为的立法目的直接相关。特别是,考虑到违法所得具备定罪量刑功能,违法所得的计算方法应当符合定罪的立法目的,不宜出现明显的价值取向偏差;同时,出于保护国民期待利益的考虑,违法所得的计算方法应当尽可能稳定并予以公开。

关于计算方法价值标准的探讨,在操纵证券市场问题上研究不多,但在内幕交易案件中已经有很多研究,观点也未能一致。内幕交易违法所得数额的计算,主要有实际所得法和市场吸收法,前者以实际所得为内容,后者是关注根据内幕交易不法行为影响范围。<sup>[13]</sup>对此,我国

[11] 参见王利明:《法学方法论》,中国人民大学出版社2012年版,第53页。

[12] 参见周光权:《刑法学习定律》,北京大学出版社2019年版,第55页。

[13] 参见汤欣、高海涛:《证券市场操纵行为认定研究——行政处罚案例的视角》,载《当代法学》2016年第4期。



最高人民法院曾经在内幕交易刑事案件采取以下做法:对已抛售的股票按照实际所得计算,对未抛售的股票按照账面所得计算,但对为逃避处罚而卖亏的股票,应当按照账面所得计算。对于涉案股票暂不宜抛售的,按照查封股票账户时的账面所得计算,但在具体追缴财产或退赔财产时,按最终实际所得认定获利或者避免损失数额。<sup>[14]</sup> 这一观点代表了我国涉及内幕交易案件中的主要做法,该计算方法表面上采取了双重标准,实际上则强调追缴最终获利,而非根据内幕交易信息影响范围内的获利。内幕交易违法所得数额长期以来作为定罪量刑的标准,个案中不考虑内幕信息的影响范围、单纯以实际所得作为违法所得数额的做法也正在面临挑战,本质上仍然是价值取向混乱所致。

从操纵案件来看,违法所得计算方法也可主要归纳出两种取向:一是不让违法者得利,吐出所有的收益;二是根据违法行为的实际影响确定收益,违法所得的计算应以被滥用优势的价值转化衡量为基本原则。<sup>[15]</sup> 目前大多数案件都将不让违法者得利作为计算的价值标准。但这样价值标准的正当性值得商榷。

首先,操纵定罪量刑标准的设立应当符合刑法设置操纵证券市场罪的立法目的。不让违法者获利的定罪倾向,不符合禁止操纵证券市场规定的立法目的。禁止操纵证券市场的规定,目的在防范并处置人为干扰证券交易的行为,对于证券市场中正常波动并无处罚之必要。否则就会出现不合理现象,违法者是否被处罚、是否犯罪,不取决于操纵行为本身,而取决于与操纵行为无关的查处行为和股价变化的程度。

其次,操纵定罪量刑标准应充分体现罪责刑相适应的基本原则。罪责相适应,是适应人们朴素的公平正义意识的法律思想,罪责越重、刑罚越重,要求对犯罪分子判处的刑罚与犯罪分子所犯罪行和承担的刑事责任相适应,而罪行本身的轻重是由犯罪的主客观事实所决定。<sup>[16]</sup> 作为定罪量刑标准的违法所得,应当具备准确评价犯罪嫌疑人

---

[14] 参见裴显鼎等主编:《证券期货违法犯罪案件办理指南》,北京大学出版社2014年版,第20页。

[15] 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》,载《法商研究》2020年第1期。

[16] 参见张明楷:《刑法格言的展开》,北京大学出版社2013年版,第94页。

罪责的作用。在操纵行为影响消除后,股票价格的变动已经超出了操纵行为的影响范围,同时也超出了操纵行为人主观故意范围。在这种情形下,要求行为人对超出主观故意和客观影响范围之外的结果承担行政责任或刑事责任,特别是当违法所得与刑法上的定罪量刑标准相关联时,基于不让违法者获利的价值考量计算违法所得的观点,值得商榷。比如,某行为人买入股票实施操纵行为后,没有卖出全部股票,在操纵影响消除之后,相关股票价格因其他客观原因出现上涨,如果按操纵影响消除后的时间节点计算违法所得,可能不符合定罪标准;如果按立案侦查时计算违法所得,可能已经符合定罪标准,让行为人因其意志外的因素造成的结果承担刑事责任。

最后,操纵定罪量刑标准应当维护法律适用的可预测性。不确定的违法所得计算方法,会造成司法的随意性。犯罪的成立,应当随着实行行为终结和犯罪后果的产生而确定,不会应后续与犯罪实行行为完全无关联的客观事实再度发生变化。在行为人操纵行为结束后继续持有股票的情形下,因证券市场的客观变化、立案侦查的时机的不同以及行为人事后买卖股票时点的选择不同,一个操纵行为因违法所得计算方法的问题,可能不断面临罪与非罪状态之间的切换,这是不可思议的。可见,基于不让违法者获利的价值取向,在计算具有定罪功能的违法所得数额时,将与操纵行为并无关联的收益均计算在内,不能准确地评价操纵者的罪责。且容易因客观市场环境的变化、犯罪嫌疑人的处理时点、公安司法人员的执法时点等差异,造成罪名成立与否的不确定性。

解决刑法适用中认识和实践分歧,应当结合违法所得在定罪量刑中的功能和刑法立法目的,明确计算方法的价值取向,在此基础上根据证券市场特点确定合理的计算方法。违法所得数额的计算方法应当立足于实现对操纵行为违法程度的合理度量,以操纵行为对证券市场的影响范围作为计算违法所得的区间,这才能使违法所得数额恰如其分地发挥其定罪功能,这也符合禁止操纵的立法目的。

需要指出的是,在民事赔偿或者经济处罚层面,违法所得的追缴可以作为另一层面的问题,进行价值选择,基于不让违法者获利的立场,按照实际所得确定基准日,也具有正当性。例如,《刑法》第64条规定

“犯罪分子违法所得的一切财物,应当予以追缴或者责令退赔”,最高人民法院《关于刑事裁判涉财产部分执行的若干规定》第10条第2款规定:被执行人将赃款赃物投资或者置业,对因此形成的财产及其收益,人民法院应予追缴。不问由此产生的收益是否来源于合法活动。这体现了刑法不让犯罪分子从经济上获得利益的价值考量。在美国涉及赔偿的操纵证券市场案件中,赔偿或者没收违法所得目的就是要剥夺违法者基于违法行为获得的任何不公正收益,从而使其违法行为无利可图。<sup>[17]</sup>为此,立法者可以通过对违法所得的两种功能予以适当区分和剥离,即在判断是否构成操纵时,只能以操纵行为影响消除之时作为计算终点;但在作出经济处罚时,可采取不让违法者获利的原则计算违法所得。

#### 四、违法所得计算的基本方法

基于以度量操纵行为的违法程度作为计算违法所得的目的,操纵违法所得的计算方法应当围绕操纵行为的具体实施而展开。比如,在以拉抬证券价格为目的的操纵中,应当以行为人具体实行操纵行为前一日收盘价格作为买入成本,以行为人操纵行为影响消除之日为基准。<sup>[18]</sup>但在具体案件中,由于具体情形的不同,计算区间的选择可以根据犯罪嫌疑人的行为特征具体认定,但任何计算区间的选择,都不应脱离具体操纵行为的影响范围。

##### (一) 计算的起点

操纵违法所得计算起点的选择应当以操纵行为对股票价格可能产生实质性影响之时,即操纵行为实行之日的前一日收盘价为准。以操纵实行行为之日的前一日作为计算起点,并不一定造成对行为人的放纵,因为行为人在持有股票之后、实施操纵行为之前,股票的价格仍会

---

[17] See SEC v. Rosenfeld, 2001 U. S. Dist. LEXIS 166.

[18] 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》,载《法商研究》2020年第1期。

自然波动,有可能实施操纵行为之时计算的成本更低,这也是行为人应当承担的后果。在蝶彩资产管理公司案中,计算违法所得的起点应当以“市值管理”约定的具体操纵措施实行之日前一日收盘价格为准,不宜将“市值管理”协议生效之日作为计算起点。在孟某龙案中,法院最终认定的起点没有错误,但理由所涉时间点过于宽泛。法院在孟某龙案判决中所提出的“大宗交易的目的显然是为了建仓,故应排除建仓与拉抬之间受其他因素影响的可能性”理由,存在可商榷之处。该案的特殊之处在于孟某龙在大宗交易买入股票的次日即开始着手实施操纵行为,行为较为连贯,在认定上不易产生争议。但若是孟某龙买入股票后,隔若干时日后再行实施拉抬行为,在证明大宗交易目的是建仓的情形下,以大宗交易之日作为计算违法所得起点就会出现問題,实际上与蝶彩公司按中减持前的状态一样。在大宗交易之后,孟某龙虽然有操纵意图,但未实施操纵行为,此阶段的证券价格亦未受任何人为干扰,若在此阶段孟某龙因持有股票获取收益,难以归责。《操纵认定指引》规定操纵影响消除之日作为计算终点之一,同理可推,在确定起点时也应当以操纵影响产生之日作为计算起点,否则两者的法理基础就会产生冲突。

## (二) 计算的终点

计算终点的选择应当以操纵行为对市场的影响消除为界限。原则上,在操纵行为影响消除之日前卖出的,按实际卖出股票价格和股票数量作为卖出金额计算;在操纵行为影响消除之日后卖出的,则需要执法人员结合行为人的操纵手段及市场情况予以判断,确定用于计算的影响消除之日。在操纵行为影响消除日之前被立案调查、侦查或因其他原因被披露的,则以该事件发生之日作为计算基准。操纵影响之日的确定,一定程度上属于执法司法人员的自由裁量范围,但自由裁量应当具备合理性。在信息型操纵的场合,应当根据信息的影响力持续时间进行判断;在交易型操纵的场合,一般而言,交易行为的结束后期影响力便逐渐消失,间隔不宜过长。比如,有观点指出,对于发生在开盘集中竞价阶段或者盘中阶段的操纵行为,应当限定在日内影响;对于

发生在收盘集中竞价阶段的尾市操纵行为,则可以限定在翌日影响。<sup>[19]</sup> 刘宪权提出,信息优势操纵中只有来源于信息优势的交易利润才能被计算在内,受到其他因素影响的收益不能认定为违法所得。<sup>[20]</sup> 这一观点可能过于精细化,受多种因素影响的证券价格,可能操纵期间证券价格同时受操纵因素和非操纵因素共同影响,此时便难以从中区分出受操纵因素影响的利润。对于证券市场的复杂性,具体基准日乃至具体时间点的选择都不可能毫无争议,只要在相对合理的范围内,此种不确定的不利后果原则上应当由违法者承担,并可赋予执法司法机关以相应的自由裁量权,在此时不让违法者获利的价值取向可以有限展开。美国法院在涉及违反 10(b) 条款的案例中,便持此种观点。<sup>[21]</sup> 必要时,可以通过司法解释或行政命令进行拟制。在前述冯某浩案中,实则可以采取操纵影响消除的标准,进而认定冯某浩卖出交易行为发生之时影响尚未消除,可以作为认定违法所得的基准。

### (三) 违法所得计算的具体方法

操纵证券市场行为的起点和终点,仅是计算的最基本的基准。在实际操纵行为中,特别是交易型操纵中,操纵者买入、卖出异常频繁,无法形成清晰的一一对应关系,这就需要借助于计算方法。

首先需明确的是,在操纵多只证券的场合,我国证监会在行政处罚时的主要观点是,每只股票分别计算,盈亏互不相抵,违法所得即操纵盈利的综合。比如,在王某铜操纵证券市场案中,王某铜共操纵三只股票,每次操纵均具有独立性,故对其违法所得也应独立计算。<sup>[22]</sup> 也有被调查人提出申辩,认为应当对多只股票盈亏相抵后计算违法所得数额。这一观点不能成立,每一个操纵行为相互独立,且不受法律保护,因操纵行为造成亏损理应由操纵者承担,因操纵行为产生的获利则应

[19] 参见谢杰:《市场操纵犯罪司法解释的反思与解构》,载《法学》2020 年第 1 期。

[20] 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》,载《法商研究》2020 年第 1 期。

[21] See SEC v. Patel, 61 F. 3d 137 (1995).

[22] 参见中国证监会行政处罚决定书[2018]104 号。另参见廖某沛操纵证券市场案,中国证监会行政处罚决定书[2017]98 号;苏某翔连续多次操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2014]12 号;任某成操纵市场案,中国证监会行政处罚决定书[2015]85 号,等等。

悉数追缴,两者不应相抵。

在具体计算方法上,实践中计算差价存在先出先入法、后进先出法、加权平均法、最高最低法等多种方式。对此,有的观点则倾向于简化计算方式,把具体计算方法作为程序问题给控辩双方相互博弈的机会,找出相对合理的算法。<sup>[23]</sup> 在美国的一些判例中,法院认为其对于决定是否没收违法所得以及如何计算违法所得拥有广泛的自由裁量权,只需要基于对违法行为产生利润的合理评估即可,任何计算中的不确定风险应当由违法者承担。<sup>[24]</sup> 过度的自由裁量权不符合罪刑法定原则,但由于证券市场的复杂性,任何计算公式都不可能确保精准的结果。出于惩处和威慑的目的,自由裁量可能造成的计算上的合理差额由违法者承担,并不违反立法目的。具体计算方法的选择,实则属于会计学范畴,只要确定符合会计标准且相对公允的具体计算公式,一经明示,便具有法律约束力。对执法司法部门而言,至少应当公开计算方法,若计算公式飘忽不定且未予披露,反而容易遭受质疑。

(编辑:宋 澜)

---

[23] 参见陈舜:《操纵市场违法所得的计算方法》,载《中外法学》2005年第6期。

[24] See SEC v. First Jersey Sec., Inc., 101 F.3d 1450(1996).