

解读：《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》的八大重点

作者：肖波、荣焜 昌言（上海）律师事务所

【作者简介】

肖波 昌言上海办公室 执行主任

邮箱：xiaobo@changyanfirm.com

肖波律师获得中国人民公安大学硕士和复旦大学刑诉法学博士学位，之前曾在上海市浦东新区法院工作 13 年多，审理过 1000 多件案件。后又作为合伙人加盟中伦律师事务所，积累了大量的刑事案件和危机处理经验。肖律师业务聚焦于金融、互联网及经济领域犯罪、白领犯罪的刑事辩护、反商业贿赂、企业危机处理、民商事争议解决等。肖律师在刑事犯罪领域发表了大量的专业论文。



荣焜 昌言上海办公室 律师（实习期）

邮箱：rongguo@changyanfirm.com

荣焜律师获得中山大学法学硕士学位和南开大学法学学士学位，具有五年以上法律工作经验，曾在网易集团、合景泰富集团从事法务工作，主要专业领域在于互联网、电商物流、房地产行业法律服务及争议解决业务。



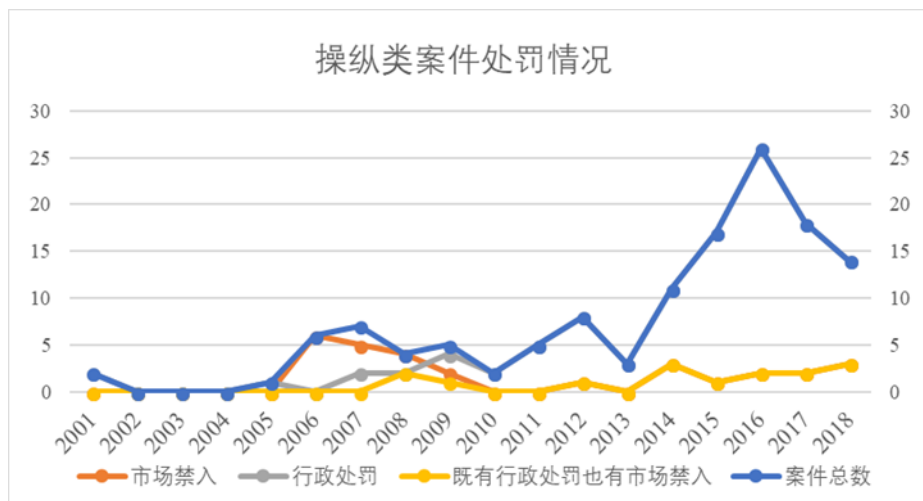
【摘要】此次司法解释的出台必将深刻影响资本市场行为模式。我们以近十年来操纵市场的违法犯罪案例为实证基础，重点分析司法解释在操纵“其他方法”、入罪标准、违法所得、从重和从轻处罚情节等八个方面的规定和变化，尤其是入罪门槛细化和违法所得成为犯罪构成要件，值得大家充分重视。

两高《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》（以下简称解释）的出台，前后修改历时三年，其间笔者两

次参与论证会，深刻体会到司法解释的制定，是一个凝聚各方智慧的过程，其间司法机关和行政主管部门、专家学者和律师代表均畅所欲言、凝聚共识；最终定稿时司法解释不仅回应了打击证券犯罪的社会需求，也增加了认罪认罚和不予处罚的规定，体现了刑法宽严相济的一面。笔者理解，两高颁布操纵市场犯罪司法解释背景深远，意义重大：

意义之一：是规范证券期货市场、严厉打击证券犯罪缓解“入罪难”的需要

司法解释出台之前，由于对于市场操纵类犯罪设置了较高的追诉标准，导致一方面操纵类行政违法案件大量出现（如下图），新型大案又频频发生，而连续交易等操纵类型的犯罪面临被虚置、“入罪难”的尴尬境地。被移送司法机关处理的仅是少数具有重大影响的案件，例如徐翔操纵股票市场案，伊世顿公司操纵期货市场案等不得不处理的案件。



如上图¹所示，自 2001 年以来，行政处罚案件为 129 起，已经判决的刑事处罚案件（从中国裁判文书网上查询）仅 12 起，形成较大反差。司法解释的出台将一定程度上加大刑事打击力度，缓解入罪难的压力，加强对中小投资者的刑事保护，规范和指引市场操作行为。

意义之二：是保障科创板顺利推行、规范证券期货市场的需要

最高院 2019 年 6 月 21 日刚刚颁布《关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》，其中第 8 条规定：严厉打击干扰注册制改革的证券犯罪和金融腐败犯罪，维护证券市场秩序。依法从严惩治违规披露、不披露重要信息、内幕交易、利用未公开信息交易、操纵证券市场等金融犯罪分子，严格控制缓刑适用，依法加大罚金刑等经济制裁力度。推动完善证券刑事立法，及时制定出台相关司法解释，为促进市场健康发展提供法律保障。本周，“两高”又联合发布惩戒市场两大主要违法行为的司法解释，在“科创板”开板交易之际，司法层面密集出台多项政策，既是护航科创板，也是借机回应资本市场关注的热点问题，完善资本市场制度建设的举措。

意义之三：是对相关犯罪追诉标准、证监会《操纵行为认定指引》承继和发展

新的司法解释吸收、完善了此前散见于犯罪追诉标准、证监会指导意见中操纵市场行为的认定规则。现行刑法条文中明确规定的市场操纵犯罪行为和证券法 77 条的规定保持了一致，仅列明了连续、联

¹ 肖波、李群、荣焜等：《证券操纵行为的红线在哪里——本世纪操纵证券市场违法犯罪行为实证研究》，载于 www.changyanlawfirm.com

合操纵，约定交易操纵，洗售操纵三种。而根据证监会在 2007 年出台的內部文件《证券市场操纵行为认定指引（试行）》，其他操纵证券市场的手段主要包括：蛊惑交易操纵（31 条）、抢帽子交易操纵（35 条）、虚假申报操纵（38 条）、特定时间的价格或价值操纵（41 条）、尾市交易操纵（45 条）。2007 年修订的《期货交易管理条例》中也将以下行为认定为是操纵：连续交易操纵、约定交易操纵、洗售操纵、囤积现货操纵。

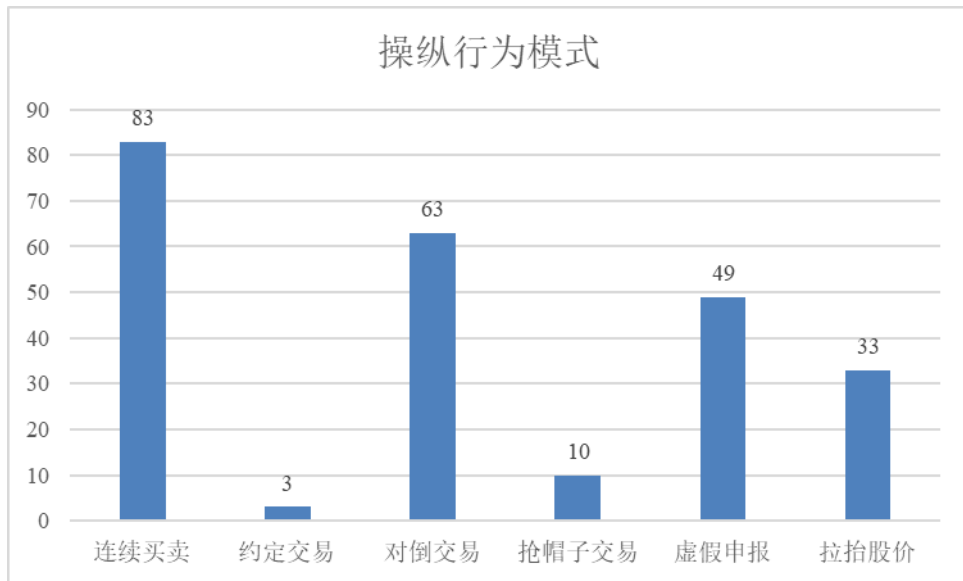
2010 年颁布的《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》（以下简称犯罪追诉标准）在刑法条文的基础上扩充规定了虚假申报、抢帽子交易、利用信息优势操纵三种其他操纵方式。现在司法解释结合司法实践和实际案例，具体明确了六种操纵证券、期货市场的其他方法。这是对犯罪追诉标准、证监会操纵指引的吸收和完善。

下面我们分析一下此次司法解释的八大重点内容。

重点之一：明确六种刑法认定的“操纵证券、期货市场的其他方法”。

解释第一条明确了六种操纵证券、期货市场的“其他方法”：第一项是“蛊惑交易操纵”；第二项是“抢帽子交易操纵”，也就是利用“黑嘴”荐股操纵；第三项是“重大事件操纵”，主要是指“编故事、画大饼”的操纵行为；第四项是“利用信息优势操纵”；第五项是“恍骗交易操纵”（也称虚假申报操纵）；第六项是“跨期、现货市场操纵”。

根据对过去 9 年的统计，操纵市场的行政违法行为模式分布如下²：



司法解释颁布后，大量的抢帽子交易、虚假申报等行为将可能纳入司法解释打击的范围，连续交易和对倒交易等常见手法也降低了入罪门槛，操纵市场犯罪的大部分违法行为模式将面临刑法规制。

重点之二：入罪门槛降低，各种行为模式入罪标准根据实践进行了调整

解释第二条规定了“情节严重”的标准，构成犯罪的起点标准大幅降低，并且又增加了“违法所得”这一兜底的追诉条款。我们梳理了 2010 年犯罪追诉标准和现在司法解释的规定，对比如下：

操纵证券、期货市场罪入罪标准				
违法行为类型		入罪标准		
行为	对象	最高检、公安部追诉标准规定 2010	司法解释新规	
		单项标准	单项标准	违法数额及其他标准

² 肖波、李群、荣焯等：《证券操纵行为的红线在哪里——本世纪操纵证券市场违法犯罪行为实证研究》，载于 www.changyanlawfirm.com

1. 联合、连续交易操纵	证券	单独或者合谋，持有或者实际控制证券的流通股份数达到该证券的实际流通股份总量 百分之三十 以上，且在该证券连续 二十个交易日 内联合或者连续买卖股份数累计达到该证券同期总成交量 百分之三十 以上的；	持有或者实际控制证券的流通股份数量达到该证券的实际流通股份总量 百分之十 以上，实施本项操纵证券市场行为，连续 十个交易日 的累计成交量达到同期该证券总成交量 百分之二十 以上的	<p>实施操纵证券、期货市场行为，违法所得数额在一百万元以上的；或违法所得数额在五十万元以上，具有下列情形之一的：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 发行人、上市公司及其董事、监事、高级管理人员、控股股东或者实际控制人实施操纵证券、期货市场行为的； 2. 收购人、重大资产重组的交易对方及其董事、监事、高级管理人员、控股股东或者实际控制人实施操纵证券、期货市场行为的； 3. 行为人明知操纵证券、期货市场行为被有关部门调查，仍继续实施的； 4. 因操纵证券、期货市场行为受过刑事追究的； 5. 二年内因操纵证券、期货市场行为受过行政处罚的； 6. 在市场出现重大异常波动等特定时段操纵证券、期货市场的； 7. 造成恶劣社会影响或者其他严重后果的。
	期货	单独或者合谋，持有或者实际控制期货合约的数量超过期货交易所业务规则限定的持仓量 百分之五十 以上，且在该期货合约连续 二十个交易日 内联合或者连续买卖期货合约数累计达到该期货合约同期总成交量 百分之三十 以上的	实施本项操纵期货市场行为，实际控制的账户合并持仓连续 十个交易日 的 最高值 超过期货交易所限仓标准的 二倍 ，累计成交量达到同期该期货合约总成交量 百分之二十 以上，且期货交易 占用保证金数额 在 五百万元 以上的	
2. 约定交易操纵	证券	实施本项操纵证券、期货市场行为，且在该证券或者期货合约连续 二十个交易日 内成交量累计达到该证券或者期货合约同期总成交量 百分之二十 以上的	实施本项操纵 证券 市场行为，连续 十个交易日 的累计成交量达到同期该证券总成交量 百分之二十 以上的	
	期货		实施本项操纵 期货 市场行为，实际控制的账户连续 十个交易日 的累计成交量达到同期该期货合约总成交量 百分之二十 以上，且期货交易 占用保证金数额 在 五百万元 以上的	
3. 自买自卖操纵	证券	实施本项操纵证券、期货市场行为，且在该证券或者期货合约连续 二十个交易日 内成交量累计达到该证券或者期货合约同期总成交量 百分之二十 以上的	实施本项操纵 证券 市场行为，连续 十个交易日 的累计成交量达到同期该证券总成交量 百分之二十 以上的	
	期货		实施本项操纵 期货 市场行为，实际控制的账户连续 十个交易日 的累计成交量达到同期该期货合约总成交量 百分之二十 以上，且期货交易 占用保证金数额 在 五百万元 以上的	
4. 虚假申报操纵	证券、期货	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	不以成交为目的，频繁申报、撤单或者 大额 申报、撤单，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易数量， 并进行与申报相反的交易或者谋取相关利益的 ，当日累计撤回申报量达到同期该证券、期货合约总申报量 百分之五十 以上，且 证券撤回申报额 在 一千万元 以上、 撤回申报的期货合约 占用保证金数额在 五百万元 以上的	

5. 蛊惑交易操纵	证券		利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益，证券交易成交额在一千万元以上的
	期货	/	利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者作出投资决策，影响期货交易价格或者期货交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益，实际控制的账户连续十个交易日的累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的
6. 抢帽子交易操纵	证券	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	通过对证券及其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易，证券交易成交额在一千万元以上的
	期货	/	通过对期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议，误导投资者作出投资决策，影响期货交易价格或者期货交易量，并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的相关期货交易的，实际控制的账户连续十个交易日的累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的
7. 重大事件操纵	证券	/	通过策划、实施资产收购或者重组、投资新业务、股权转让、上市公司收购等虚假重大事项，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益，证券交易成交额在一千万元以上的
8. 利用信息优势操纵	证券	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	通过控制发行人、上市公司信息的生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益，证券交易成交额在一千万元以上的

9. 跨期、现货市场操纵	期货	/	通过囤积现货，影响特定期货品种市场行情，并进行相关期货交易，实际控制的账户合并持仓连续十个交易日的最高值超过期货交易所限仓标准的二倍，累计成交量达到同期该期货合约总成交量百分之二十以上，且期货交易占用保证金数额在五百万元以上的	
10. 其他	证券、期货	其他情节严重的情形	/	

可以看到：

1、蛊惑交易操纵、抢帽子交易操纵、重大事件操纵、利用信息优势操纵等其他操纵证券方法的入罪标准，增加规定了以证券交易成交额作为入罪标准。

2、连续交易操纵的入罪标准中，将持股比例由 30%调整为 10%。将“连续二十个交易日”调整为“连续十个交易日”，将累计成交量占比由 30%调整为 20%。主要是考虑到当前短线操纵越来越普遍，调整标准后将规制越来越普遍的短线交易。

3、对于虚假申报操纵的入罪标准，将单一的比例标准（回撤量占申报总量 50%）调整为比例（回撤占 50%）+数额标准（1 千万元）。

上述规定，既有利于打击常见违法形态的调整，也有考虑实际情况，增加入罪难度的规定。

重点之三：明确“情节特别严重”的标准

解释第四条不仅对两个罪名的入罪标准进行了调整，而且对“情节特别严重”的情形构成标准也作了明确。对于操纵证券、期货市场

罪，本次司法解释颁布前，并没有规范性文件规定该罪进档“情节特别严重”的构成标准。根据我们的统计调研³，自2006年《刑法修正案(六)》对该罪名进行了调整后至2018年中，公开发布的操纵证券、期货市场案刑事裁判文书仅有12份，这12起案件中，只有两起案件作出了对应“情节特别严重”的5年以上(含五年)有期徒刑的判罚。而如果按照现在的“情节特别严重”的标准，此前判处不满5年有期徒刑的案件如果放到现在，有可能达到情节特别严重。

例如王某甲操纵证券市场案⁴。2012年6月18日至2013年5月27日间，被告人王某甲以帮助他人炒股等方式实际控制了陈某、刘某甲、贾某甲等35个证券账户，并于聊城市昆仑宾馆等地在上述35个证券账户之间采用洗售交易的方式交易“山东如意”股票，影响“山东如意”股票的交易价格和交易量。其中2012年6月18日至2012年9月19日，“山东如意”股价上涨23.62%，期间深成指下跌14.71%，偏离38.33%。2013年3月21日至2013年5月27日，“山东如意”股价上涨18.31%，期间深成指下跌0.62%，偏离18.93%。经深圳证券交易所认定，上述35个账户中有26个账户在2012年8月8日至9月6日，连续22个交易日累计对倒量超过同期市场总成交量的20%，非法获利10368297.96元。王某甲具有自首、认罪、协助冻结个人账户的法定从轻情节。后法院认为，被告人王某甲在自己实际控制的账户之间进行证券交易，且在该证券连续二十二个交易日内成交量累计

³ 肖波、李群、荣焜等：《证券操纵行为的红线在哪里——本世纪操纵证券市场违法犯罪行为实证研究》，载于 www.changyanlawfirm.com。

⁴ 案号：(2016)鲁15刑初5号。

达到该证券同期总成交量 20%以上，影响该证券交易价格和交易量，“情节严重”，最终判处有期徒刑一年，缓刑一年零六个月，并处罚金。

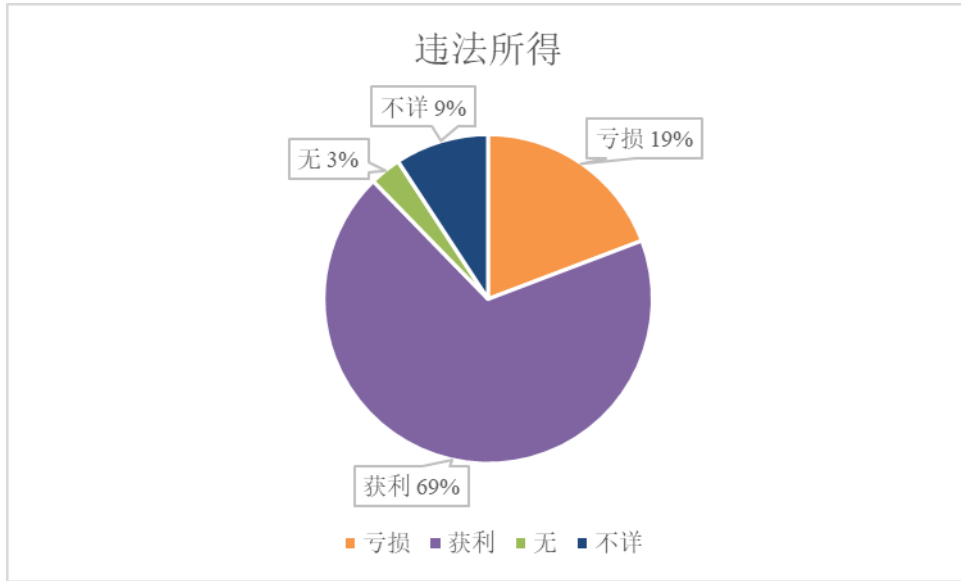
该案如发生在本次司法解释施行后，仅非法获利一项足以达到“情节特别严重”的标准，不判实刑的可能性比较小。

重点之四：“违法所得”计算将成为追究犯罪的“杀手锏”

解释第二条规定：实施操纵证券、期货市场行为，违法所得数额在一百万元以上的，属于情节严重，构成犯罪。解释第四条规定：实施操纵证券、期货市场行为，违法所得数额在一千万元以上的，属于情节特别严重，依法在五到十年有期徒刑幅度内量刑。

笔者认为，这是本次修改中，影响最为深远的条款。违法所得已经是犯罪构成要件，并可能成为犯罪构成要件中的兜底条款。由于其操作简便，必将扫清追诉各种操纵市场犯罪的最后一道障碍。此前2001年以来证监会行政处罚案件中，超过60%的案件有违法所得（见下图⁵），其中超过一半案件的违法所得超过100万元。这意味着多数案件都将因为违法所得入刑。

⁵ 肖波、李群、荣焜等：《证券操纵行为的红线在哪里——本世纪操纵证券市场违法犯罪行为实证研究》，载于 www.changyanlawfirm.com



值得注意的是：

1、刑法上的违法所得计算与证监会行政处罚中违法所得的计算并不相同。在违法所得金额计算上，行政处罚采取“盈亏不相抵”原则⁶。证监会认为，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。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。

而刑法上的违法所得计算，指实际获利的结果。应当损益相抵，盈亏相抵。解释第九条规定本解释所称“违法所得”，是指通过操纵证券、期货场所获利益或者避免的损失。刑法处罚远比行政处罚严肃、严厉，行政处罚可以仅算盈利，但司法实践中刑事审判普遍遵循

⁶ 证监罚字〔2016〕69号案例。

的原则还是将违法所得看成一种结果犯，综合计算实际获利金额。

2、数次犯罪数额累计。解释第六条规定：二次以上实施操纵证券、期货市场行为，依法应予行政处罚或者刑事处罚而未经处理的，相关交易数额或者违法所得数额累计计算。

重点之五：规定“法定”的从重处罚情节

解释第三条列举了七项情节，属于从重处罚情节，即如果具有其中之一情形的，构成情节严重和情节特别严重的违法所得金额减半，即分别达到 50 万元和 500 万元人民币就入罪或者升格处罚。这七项情节可以分为三类：

第一类，上市或者并购重组的交易方的高管，利用信息优势操作市场的：（一）发行人、上市公司及其董事、监事、高级管理人员、控股股东或者实际控制人实施操纵证券、期货市场行为的；（二）收购人、重大资产重组的交易对方及其董事、监事、高级管理人员、控股股东或者实际控制人实施操纵证券、期货市场行为的；

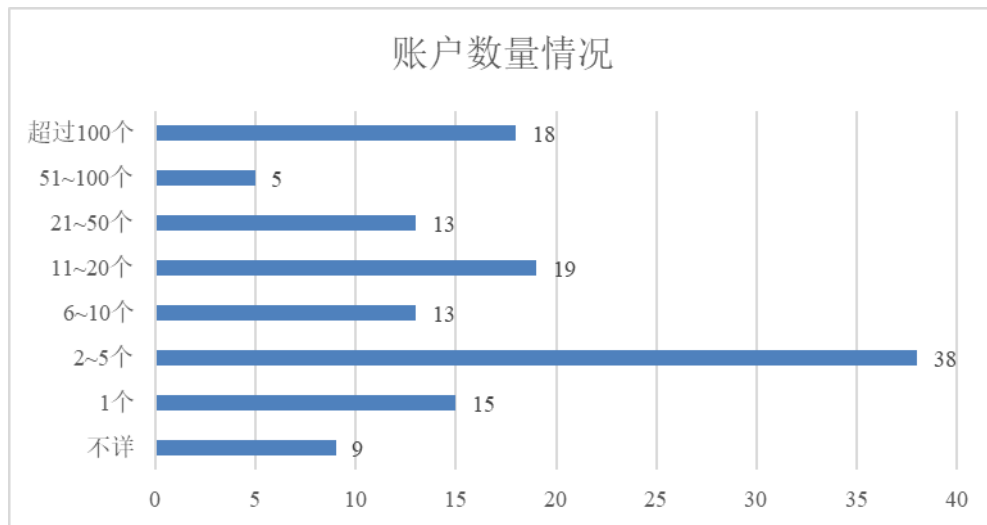
第二类，对抗调查或者曾经受过此类处罚的，包括：行为人明知操纵证券、期货市场行为被有关部门调查，仍继续实施的；因操纵证券、期货市场行为受过刑事追究的；二年内因操纵证券、期货市场行为受过行政处罚的；

第三类，在市场出现重大异常波动等特定时段操纵证券、期货市场的；造成恶劣社会影响或者其他严重后果的。

上述情节成为法定的从重处罚情节，不仅在入罪或者升格的时候从重处理，还在一般量刑幅度下也可能遭到从重量刑。

重点之六：个人控制账户的计算

操纵类案件，大多采取的是多个账户操纵，以连续交易，自买自卖等行为影响股票价格和交易量。所以个人控制多个账户的认定是执法难点。在行政听证或者司法审判中，当事人也多以不是自己控制的账户作为抗辩点。根据统计，自 2001 年来操纵市场行政违法案件中，各行政违法案件所使用的账户数目情况如下图⁷，其中使用账户数目超过 100 个的 18 个处罚案例中，有 16 个案件发生在 2009 年之前，仅使用一个账户进行操纵行为的有 15 例。



执法实践中一般通过特定的技术手段，查明关联账户的使用情况，再结合司法解释的规定，认定当事人使用自己实际控制的账户交易，如果当事人有证据证明自己对关联账户内资产没有交易决策权的除外。

⁷ 肖波、李群、荣焜等：《证券操纵行为的红线在哪里——本世纪操纵证券市场违法犯罪行为实证研究》，载于 www.changyanlawfirm.com

重点之七：科创板应当正常适用、新三板参照“宽松”适用。

解释第十条规定，该解释适用于所有交易证券的市场，科创板应当适用。目前我国证券市场包括主板、中小板、创业板和“新三板”（全国中小企业股份转让系统），以及新设立的科创板。操纵主板、中小板、创业板、“新三板”、科创板证券，构成操纵证券市场犯罪的，依照“两高”《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》的规定定罪处罚。

而新三板则是宽松适用。目前“新三板”证券市场对合格投资者适当性有较高要求，市场流动性不高，特别是在一些交易稀少的证券中，一些轻微的操纵行为就可能达到本解释所规定的相关交易行为所占比例的入罪标准。据此，司法解释规定对操纵“新三板”证券市场行为，比照本解释的规定执行，不适用本解释第二条第一、二项和第四条第一、二项有关连续、联合交易、约定交易、洗售交易构成犯罪和升格量刑的比例标准，确保准确惩治操纵新三板证券市场犯罪。

重点之八：证券犯罪中的认罪认罚从宽处理制度

根据解释第七条的规定，本司法解释在坚持从严惩治证券、期货犯罪的同时，为体现刑罚的谦抑精神，对犯罪行为区别对待，规定对于行为人符合定罪处罚标准，如实供述犯罪事实，认罪悔罪，并积极配合调查，退缴违法所得的，可以从轻处罚；其中犯罪情节轻微的，可以依法不起诉或者免于刑事处罚。同时与2018年修订后的刑事诉讼法确立的认罪认罚从宽制度相衔接，刑事诉

讼法规定的认罪认罚从宽适用范围和条件的⁸，依照刑事诉讼法的规定处理。司法解释的这项规定，为犯罪行为人积极赔偿、促进刑事和解等留下了想象空间。

解释将于7月1日生效。事关证券、期货、基金、资管等各行各业市场操作的红线和底线，必将对资本市场运行和具体行业操作行为产生深远影响。我们希望相关行业、企业能深入学习相关司法解释，有效防范刑事风险，合规合法有序运作，共同促进证券、期货市场的良好运行。

⁸ 刑诉法第三编第二章第四节规定了一审速裁程序，当事人认罪认罚的使用速裁程序的，可以从轻处罚。