

# “超级牛散”案： 报完价就跑，图的是什么

此次被判刑的“超级牛散”，都采取了不以成交为目的的频繁申报撤单这种不正当手段，制造虚假价格（人为价格）或者虚假的交易量，向市场释放标的证券在特定时间段内虚假的供求关系信息。

文 | 夏木



不久前，上海市第一中级人民法院宣判，认定曾经的“牛散”唐某利用频繁申报和撤销申报的手段，误导其他投资者跟进买入或卖出，牟取不正当利益，构成操纵证券市场罪。唐某被判处有期徒刑三年六个月，并处罚金 2450 万元。

我国对于操纵市场行为的监管，始终存在三难：识别难、取证难、认定难，特别是虚假申报行为，很难与真实交易意图区分，其诱导行为与投资者后续交易的因果关系难以证明，非法获利的金额在计算时也存在不同口径。加上唐某等行为人“经验丰富”，一度躲在香港利用沪港通账户实施操纵。这一切，都给监管稽查工作造成了不小的困难。

### “一代牛散”终谢幕

其实此次被判刑，已经不是“唐家班”第一次受罚。早在 2015 年，证监会就对唐某的行为进行过处罚。处罚决定书披露了唐某的操作手法：唐某控制杨某、王某等人的 9 个账户，于 2012 年 2 月 27 日至 3 月 2 日期间采取虚假申报、在自己实际控制的账户之间进行交易等方式，影响“华资实业”证券交易量和价格，致使“华资实业”收盘价从 2012 年 2 月 27 日的 6.02 元上升至 3 月 2 日的 6.36 元，实际盈利 649.40 万元。证监会当时决定，对唐某予以“没一罚五”的处罚，罚没款共计 3896.43 万元。

2015 年被罚后，唐某并未收手，仅几个月后，他就再度出手，对多只股票采取了同一手法的操纵。只不过，这次他的手法更高明：绕道境外，采取更为隐蔽的违法手段对境内市场实施反向操纵。除了此前常用的控制他人账户、下单地点遍布各大城市、使用多台电脑企图逃避监控等手法外，唐某利用香港账户认购“沪股通”清单上的“小商品城”等股票，随后“自买自卖”，锁定前期价格上涨趋势，拉高到一定的股价高度之后，再进行股票抛售。

为了避免大量抛出后无人接盘，唐某先用明显高出市场价的买单作诱饵，以略低的大买单托盘，制造需求旺盛的假象，吸引跟风买入做高价格，再逐步撤掉买单，迅速卖掉手中股票。通过这种方式，仅 2016 年 4 月 15 日一天，卖出成交金额就达 4.3 亿元。

然而，这些操作同样没有逃过监管的眼睛。2017 年 3 月 10 日，唐某接到了他投资生涯中最大一笔罚单：因控制账户跨境操纵“小商品城”，他被“没一罚五”，合计罚没 2.51 亿元。对此，唐某曾辩称，该案全部证据来自香港证监会，对证据本身取证的合法性、有效性存在疑问。他还认为，违法行为发生地在香港，中国证监会没有管辖权。其实，早在 2014 年 10 月，中国证监会与香港证监会就已签署《备忘录》，建立全方位合作机制。这一起操纵市场案的查处，也正是双方紧密合作的结果。

此外，该案还牵出唐某及其“亲友团”涉嫌操纵同花顺、杰赛科技、广发证券、新希望、博云新材等 5 只股票的另一宗操纵案。证监会对两案合并处罚，罚没款合计超过 12 亿元。在这次天价重罚之后，唐某及其团队渐渐消失在公众视野。直到今年 3 月，八年前的旧案被司法机关定罪量刑，人们才重新想起当年在证券市场“兴风作浪”的一代“牛散”。

### “虚假申报”型操纵难逃法网

看了唐某的“光辉战绩”，人们不禁要问，他到底是什么样的人，为何能折腾这么长时间仍能“屹立不倒”？

唐某是一名“70 后”，曾有多年机构从业经历，先后担任过联合证券有限责任公司基金经理助理、深圳宝盈基金管理公司行业研究员、深圳国诚投资咨询公司研发总监等职务。

从其交易团队来看，“唐家班”中还包括他的亲友，如胞弟、表叔、校友等人。据称，

除了团队专业、替身众多、手法隐蔽外，证券市场操纵犯罪的认定本身也困难重重。

不同于传统坐庄连续操纵交易等长线操纵，虚假申报操纵是典型的短线操纵，实施时间一般仅几分钟或几十分钟，通过短频快的方式影响证券交易并获取非法利益。

其胞弟也是“专业人士”，曾在华泰联合证券、中银国际证券有过从业经历。据证监会稽查人员介绍，他的很多操盘手都是他比较亲密的，相互之间比较信任的亲友。

为什么操纵市场犯罪难以发现？因为唐某总是“藏在幕后”。他们知道，要操纵市场，先要控制账户。2012年5月至2013年1月间，唐某和同伙控制了杨某、王某、苏某、张某等人的证券账户，进行操作。经认定，在八个月内，“唐家班”对“华资实业”“京投银泰”“银基发展”等股票频繁申报、撤单或大额申报、撤单，影响股票交易价格与交易量，并在多个交易日内的撤回申报量分别达到当日该股票总申报量的50%以上，撤回申报金额达到人民币1000万元以上。关联时间内，唐某甲、唐某乙控制账户组通过实施与虚假申报相反的交易行为，违法所得共计2580余万元。其中，唐某控制账户组违法所得2440万余元。

除了团队专业、替身众多、手法隐蔽外，证券市场操纵犯罪的认定本身也困难重重。特别是“虚假申报型”操纵，更是存在立案难、取证难、审理难、定罪难的问题。加上过去只在刑法第182条明确了操纵证券、期货市场罪，缺乏具体规定，监管稽查工作缺乏法律依据。直到2019年7月1日，最高人民法院、最高人民检察院发布了《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》（以下简称法释【2019】9号），明确将虚假申报列为操纵证券市场的违法行为之一，查处这类案件才真正有了抓手。

具体来看，法释【2019】9号第一条第五款规定：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、期货交易量，并进行与申报相反的交易或者谋取相关利益，可以认定为刑法第一百八十二条第一款第

四项规定的“以其他方法操纵证券、期货市场”。事实上，近年来，随着科技创新发展，计算机应用能力提升，很多高智商的犯罪，通过大数据分析，打时间差，频繁通过虚假申报来操纵股价，牟取暴利，已经严重影响到资本市场的健康发展。

唐某案作为首例“虚假申报型”操纵证券市场犯罪案件，正是在这一背景下“撞上”了法释【2019】9号第一条第五款的“枪口”。

### 虚报与否，关键在于是否“以成交为目的”

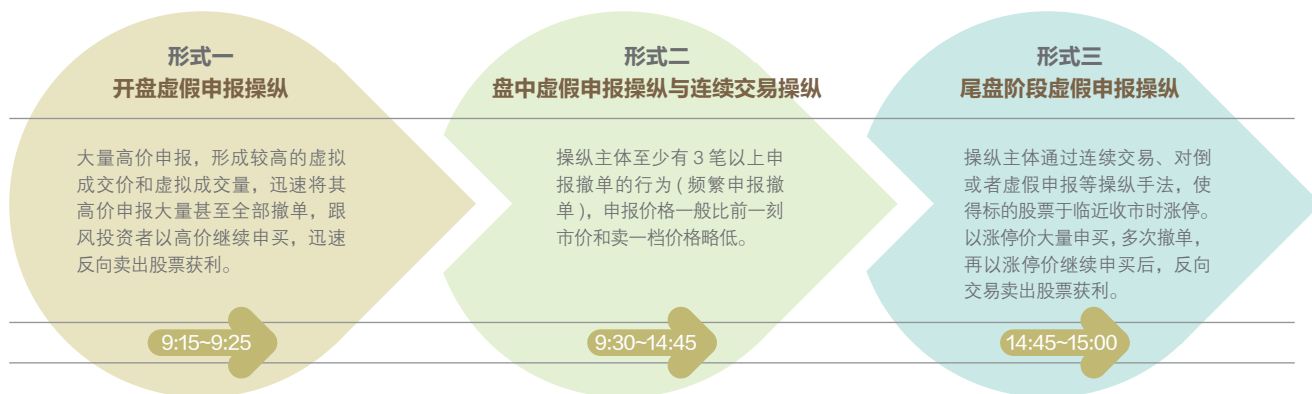
不同于传统坐庄连续操纵交易等长线操纵，虚假申报操纵是典型的短线操纵，实施时间一般仅几分钟或几十分钟，通过短频快的方式影响证券交易并获取非法利益。

无论如何操作，其核心都是通过不以成交为目的的频繁申报撤单这种不正当手段，制造虚假价格（人为价格）或者虚假的交易量，向市场释放标的证券在特定时间段内虚假的供求关系信息，损害资本市场秩序并获得非法收益的市场操纵行为。

应该说，在任何证券市场，这类行为都是一种违规操作。在我国香港地区被称作“搭棚”（Scaffolding），在英美等其他国家又被叫做“幌骗”（Spoofing）和“分层”（Layering）。实际上，虽然各国各地区关于虚假申报操纵的名称不同，但是其核心要素基本一致，即是否“以真实成交为目的”。

英国2000年《金融服务与市场法》第118条第5款即规定，“影响交易或者交易申报的行为（除去具备合理理由或与相关市场交易习惯相符的行为），这类行为（a）对市场会造成或很有可能造成有关金融产品的供给量、需求量、价格的误导；或者（b）使订单在不正常或人为设置的价格完成交易”，应予以处罚。我国香港地区《证券及期货条例》第295条（1）（b）款也规定，

## 国内虚假申报的三种形式



> 资料来源: 作者提供

以制造证券或期货合约在行情或买卖价格方面的虚假或具误导性的表象, 来规制包括虚假申报操纵在内的各种操纵行为, 应当予以禁止。

新西兰《证券交易法》1988-11b 条例将包括虚假申报操纵在内的各种操纵市场行为定义为“(a) 该行为或疏忽将会或有可能直接或间接造成: 公开市场上金融产品交易活跃的现象或者此类金融产品的流动性(供给量、需求量)、交易价格、基础价值的虚假或误导现象;(b) 该自然人知晓或者应当知晓其行为或者疏忽将会或有可能产生上述影响”。金融危机之后, 美国 2010 年《多德·弗兰克法案》直接将幌骗列为禁止交易行为之一, 在第 747 节第 4c(a)(5)(C) 条规定, “任何人实施具有幌骗特征或被普遍认定为幌骗的交易行为都是违法的”。

而在我国, 随着新《证券法》正式施行, 对操纵市场等证券违法行为的惩处力度将会大幅提高。新《证券法》第 55 条规定, “禁止任

何人以下列手段操纵证券市场, 影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量, 包括单独或者通过合谋, 集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖; 在自己实际控制的账户之间进行证券交易; 不以成交为目的, 频繁或者大量申报并撤销申报等。操纵证券市场行为给投资者造成损失的, 应当依法承担赔偿责任。”

构成这类行为的, 根据第 192 条的规定, “责令依法处理其非法持有的证券, 没收违法所得, 并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款; 没有违法所得或者违法所得不足一百万元的, 处以一百万元以上一千万以下的罚款。单位操纵证券市场的, 还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告, 并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。” 在新《证券法》加大了证券市场违法成本的背景下, 操纵市场行为将付出更大的代价。☐