

君合专题研究报告



2021年2月25日

期货交易中虚假报撤单及市场操纵行为认定

2019年6月，最高人民法院、最高人民检察院联合发布了《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》（下称“《**操纵市场司法解释**》”）。2019年11月，证监会发布了《关于〈期货交易管理条例〉第七十条第五项“其他操纵期货交易价格行为”的规定》（下称“《**其他操纵期货交易价格行为的规定**》”）以及相关起草说明（下称“《**起草说明**》”）。《操纵市场司法解释》和《其他操纵期货交易价格行为的规定》均将虚假申报列为操纵期货市场的行为予以禁止。

由于程序化交易具有产生频繁或大量报撤单的特点，程序化交易者需要特别关注虚假申报操纵市场行为的行政处罚或刑事责任风险。本文将对虚假申报操纵行为的法律规定以及交易所对频繁报撤异常交易行为的自律规则进行分析和说明，以期明确报撤单行为合法与违法的边界。

一、报撤单与虚假申报操纵期货市场行为的认定

《操纵市场司法解释》与《其他操纵期货交易价格行为的规定》对虚假申报操纵期货市场的行为作出了相似的规定，即虚假申报是指“不以成交为目的，频繁申报、撤单或者大额申报、撤单，影响期货交易价格或者期货交易量，并进行与申报方向相反的交易或者谋取相关利益的”操纵市场行为。

根据《起草说明》对虚假申报操纵行为的进一步解释，以及证监会、司法机关在过往行政及刑事处罚案例中对虚假申报行为的认定，我们认为，在中国法下，报撤单构成操纵意义上的虚假申报行为需具备以下三个要件：

(1) 不以成交为目的；

(2) 频繁或者大额报撤单；以及

(3) 影响期货交易价格或者交易量。

以上三个要件需同时具备，且在认定是否具备某一要件时需要综合考虑另外两个要件。

1、不以成交为目的

“不以成交为目的”是虚假申报的主观要件。根据《起草说明》对虚假申报行为意图的解释，“不以成交为目的”可以“结合申报、撤单情况及其他行为特征综合判断”，且“在满足前述各行为特征的情况下，行为人存在少量成交或者部分成交的，不影响对‘不以成交为目的’的认定”。我们认为，这意味着虚假申报的主观要件可以从交易行为本身进行认定，这与证监会、司法机关在以往操纵案件中对操纵主观故意的认定方式是一致的。

由于允许从交易行为本身认定主观意图，导致要件(2)“频繁”或“大额”报撤单的认定显得尤为重要。但这并不意味着达到一定报撤单量的交易行为就一定构成虚假申报，即不应将报撤单量指标作为认定虚假申报的唯一标准。

我们认为，报撤单行为是否构成操纵市场意义上的虚假申报需要根据交易策略整体的设计、执行情况、获利模式，结合报撤单行为的特点，以及同期期货合约价格波动情况进行综合认定，即报撤单指标只是认定虚假申报的重要因素，但不是唯一要件。

此外值得注意的是，无论是《操纵市场司法解释》还是《其他操纵期货交易价格行为的规定》，在虚假申报行为模式的界定上，都将“进行与申报方

向相反的交易”或者“谋取相关利益”作为虚假申报行为的特点之一。这意味着程序化交易策略在执行过程中，如果发生大量报撤单指令的同时，存在与申报方向相反交易的，可能被认定为构成虚假申报。

其次，在不存在与申报相反的交易的情况下，如果大量、频繁的报撤单指令诱发了期货合约交易价格的波动，或者为程序化交易者提供给了相较其他投资者不公平的交易优势的，也可能被认定为虚假申报，但这需要根据个案具体情况来进行判断。

2、 频繁或大额报撤单

频繁或大额报撤单是认定虚假申报的重要条件，因为“频繁”或“大额”本身就可能对期货合约的交易价格或交易量产生直接影响。但是由于不同期货合约在不同时间段、不同交易日所面临的市场环境不同，因此报撤单行为不是达到某一数值就可以认定同时具备(i)“频繁”或“大额”；(ii)“不以成交为目的”；和(iii)“影响期货交易价格或者交易量”这三个条件。换言之，仅通过对“频繁”或“大额”进行定量并不足以排除虚假申报操纵市场的风险。

《起草说明》对“频繁”和“大额”的认定提供了以下说明：(1)对于是否“频繁”，可结合行为人撤单次数及其占同期市场总撤单次数比例、各次撤单的时间间隔等综合判断；(2)对于是否“大额”，可结合行为人涉案期间(i)单笔撤单量；(ii)撤单总量；(iii)撤单总量占申报总量比例；(iv)撤单量占同时段市场总撤单量比例；以及(v)特定时段撤单量占申报量比例等综合判断。

结合证监会以及司法机关在操纵市场案件中的认定，特别是对虚假申报操纵市场手法的认定，我们认为，以下参考指标可以更为完整地体现报撤单行为的特征，从而判断此类频繁和大额的报撤单是否具有“不以成交为目的”并且可能造成“影响期货交易价格或者交易量”的结果：

- (1) 在特定时间段内，行为人单笔撤单量、撤单笔数、撤单总量；
- (2) 在特定时间段内，行为人撤单总量占其申

报总量比例、行为人撤单总量在同时段市场总撤单量中占比、行为人撤单总量在同时段市场总申报量中占比；

(3) 在一个或连续数个交易日内，行为人成交总量占同期市场总成交量比例；

(4) 在一个或连续数个交易日内，行为人反向交易笔数、反向交易成交量。

但需要注意的是，这些比例不是孤立存在的，而是各指标之间是否能够相互印证，以证明行为人在特定时间段或交易日内，具有影响期货交易价格和交易量的优势，同时需要结合交易策略的整体设计、执行、获利情况，以及同期期货价格是否出现明显波动、交易量是否明显放大进行综合判断。

3、 影响期货交易价格或者交易量

《起草说明》就“对期货交易价格的影响”作出特别说明：“以价格为例，操纵行为对期货交易价格的影响主要表现为价格朝有利于行为人的方向变动，或者将价格维持在特定水平，尤其是封住停板直至收盘”。我们认为，如果在某一特定时间段或交易日，行为人做出大量、频繁的报撤单指令，且行为人撤单总量占其申报总量比例较高，占同期市场总撤单量、市场总申买量比例也较高时；并且在该特定时间段或交易日内，相关期货合约交易价格产生明显波动或者被维持在某一特定价格的，被认定为构成虚假申报操纵市场的风险较高。

二、 虚假申报操纵市场相关法律的理解与适用

《操纵市场司法解释》、《其他操纵期货交易价格的规定》以及交易所对异常交易行为的规定分别从三个层次规定了(i)虚假申报可能导致的刑事责任；(ii)证监会行政处罚责任；以及(iii)交易所自律监管责任。

其中，《操纵市场司法解释》第二条第(六)款对虚假申报刑事责任的起诉标准作出了明确规定：“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”，应当认定为刑法第一百八十二条第一款规定的“情节严重”，即构成刑事责任。

此外，各交易所也对报撤单构成异常交易行为制定了明确的数量标准。

以下将对《操纵市场司法解释》第二条第（六）款以及交易所异常交易行为规定的相关数量指标进行分析和解释。

1、《操纵市场司法解释》第二条第（六）款的理解与适用

《操纵市场司法解释》第二条第（六）款规定的报撤单比例是虚假申报刑事起诉和量刑的标准，但不是认定报撤单构成虚假申报的唯一标准。

对于是否构成刑法下以虚假申报操纵市场犯罪的，我们认为应当与认定行政违法行为一致，综合交易策略的设计与执行、相关账户获利情况，涉案时间段内报撤单行为的特征，以及同期期货合约交易价格或者交易量的变化进行综合判断。

在满足虚假申报构成要件的基础上，行为人当日累计撤单量和相关保证金占用金额达到《操纵市场司法解释》第二条第（六）款规定的比例时，就可能引发刑事处罚责任；而行为人撤单量和保证金占用金额未达到《操纵市场司法解释》第二条第（六）款规定时，可能面临证监会行政处罚的风险。

2、交易所异常交易规则的理解与适用

交易所异常交易规则中对于报撤单数额的规定，是交易所认定异常交易行为、采取自律监管措施的依据。交易所对于异常交易行为的认定标准可以作为《操纵市场司法解释》和《其他操纵期货交易价格的规定》下认定“频繁”、“大额”的参考数值，但不是决定数值。即行为人报撤单频率和数量达到交易所异常行为认定标准的，不一定能够认定为虚假申报操纵市场；未达到交易所异常行为认定标准的，也不必然免于对操纵市场行为的行政处罚。

除单笔撤单量、撤单笔数、撤单总量等参考因数外，行为人报撤单行为所发生的时间段、行为人撤单总量占其自身申报总量的比例、撤单量占同期市场总申报量、总撤单量的比例，以及行为人是否有反向交易、反向交易的成交量与报撤单的联系，行为人单个或多个交易日成交情况，涉嫌违规的报撤单行为是否在多个时间段、多个交易日重复发生

等，都是监管部门或司法机关在认定报撤单行为是否构成操纵市场行为时需要考量的因素。

3、证监会对操纵期货市场的行政处罚

在过去十年中，操纵案件的行政处罚案件数量一直远高于刑事处罚案件数量，操纵案件行政处罚案件数量与刑事处罚案件数量的比例约为 10:1。此外，期货市场操纵案件数量远低于证券市场操纵案件数量，期货市场操纵案件仅占近十年操纵案件总数的约 5%。

随着《操纵市场司法解释》和证监会《其他操纵期货交易价格规定》的出台，《其他操纵期货交易价格的规定》和《起草说明》对虚假申报操纵市场行为的认定提供了较为清晰的指引，我们认为，监管机关对期货市场操纵行为的关注度将有所提高。

此外，还需注意的是，在证监会处罚的操纵市场案件中，有近一半的案件涉及连续交易、在自己实际控制的账户之间交易以及虚假申报等不同操纵手法的混用。因此在具有频繁、大额报撤单行为的同时，如果还存在连续买卖拉抬、打压期货合约价格或者在自己实际控制的账户之间交易等行为的，并且造成该时段期货交易价格出现明显波动或者交易量明显放大的，被认定为构成操纵市场的风险更高。

参考文献：

- 1、杜惟毅、张永开：《期货市场操纵行为的类型及认定标准》，载《证券法苑》（第 9 卷），法律出版社（2013）。
- 2、刘宪权、林雨佳：《新型市场操纵行为的刑法认定》，载《证券法苑》（第 22 卷），法律出版社（2017）。
- 3、大连商品交易所法律与合规监督部：《美国期货市场操纵相关立法沿革及实施效果研究》，载《证券法苑》（第 24 卷），法律出版社（2018）。
- 4、2010 年至 2019 年中国证监会操纵市场行政处罚决定书，中国证监会网站：<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3313>。

(本页无正文)

谢 青 合 伙 人 电 话： 86 21 2208 6238 邮 箱 地 址： xieq@junhe.com
武 雷 合 伙 人 电 话： 86 21 2208 6316 邮 箱 地 址： wul@junhe.com
肖 娴 律 师 电 话： 86 21 2283 8288 邮 箱 地 址： xiaoxian@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

