

# 连续交易操纵行为的主观要件 及与市值管理的区分

文/葛翔 徐佳云

【裁判要旨】 市值管理是以维护证券市场正常价格发现机制为前提，以遵循信息披露等监管要求为基础，与操纵证券市场的违法行为存在本质区别。连续交易操纵行为的构成应当具备主观要件，证券监管机关通过全面调查，结合交易资金流向、行为人自述、交易方式等客观证据可以推定违法行为人的操纵意图。证券监管机关在行政处罚立案前对违法行为开展检查、调查的，属于违法行为的发现，行政处罚追责期限中断计算。

□案号 一审：(2025)沪74行初5号

## 【案情】

原告：上海某橙咨询管理有限公司（以下简称上海某橙）、刘某宇。

被告：中国证券监督管理委员会上海监管局（以下简称上海证监局）。

第三人：金某顺。

原告刘某宇于案涉操纵行为发生期间在上海太某汇资产管理有限公司（以下简称上海太某汇，后更名为上海某橙）担任总裁，并在上海太某汇旗下私募基金管理机构担任实际负责人。第三人金某顺在案涉操纵行为发生期间任精某集团有限公司（以下简称精某集团）法定代表人、董事长。为了维持会某山股价，应对股票质押风险，金某顺与刘某宇进行对接。为保证上海太某汇增持会某山等股票，经金某顺审批，精某集团等先后向上海太某汇

实际控制的公司提供资金。

2017年12月19日至2019年4月8日期间，上海太某汇控制使用其管理的私募投资基金账户组交易会某山股票。

2018年12月26日，被告上海证监局向上海太某汇发出监督检查通知书，决定对其进行检查。随后，上海证监局对金某顺、刘某宇以及精某集团、上海太某汇等工作进行了询问，并调取了私募基金账户交易记录、上海太某汇等账户流水以及合同文本等证据。在笔录中，金某顺、刘某宇分别自述2017年起为了维护会某山股价，避免质押风险，由刘某宇具体操作会某山股票交易，金某顺提供资金支持。

2023年6月7日，上海证监局向上海太某汇发出立案告知书，其中载明：因涉嫌操纵会某山股票，上海证监局于2023年5月11日决定对上海太某汇立案。经过事先告知和听证等程序，

上海证监局于2024年9月10日作出沪〔2024〕32号行政处罚决定书。

行政处罚决定书中认定：2017年12月19日起，金某顺、上海太某汇集中资金优势、持股优势连续买卖，影响会某山股票交易价格和交易量。（1）2017年12月19日至2018年7月10日，案涉账户组持股总数占总股本比例从0上升至1.02%。（2）2018年7月11日至2018年10月17日，案涉账户组持股总数占总股本比例上升至4.05%，案涉账户组持流通股数占流通股本比例上升至5.03%。2601笔共1835.89万股的申报价格不低于申报前市场最新成交价，占该时段账户组同向申报量的70.51%；2034笔共1612.66万股的申报价格不低于申报前市场卖一价，占该时段账户组同向申报量的61.94%。在65个交易日中，案涉账户组有39个交易日申报数量排名市场第一，在43个交易日内连续竞价买入

成交数量排名市场第一。该阶段内,会某山股价上涨12.62%,偏离上证指数22.03%。(3)2018年10月18日至2019年2月19日,案涉账户组持股总数占总股本比例上升至4.89%,案涉账户组流通股数占流通股本比例上升至6.08%。

(4)2019年2月20日至2019年4月8日,案涉账户组持股总数占总股本比例逐步下降至0。

经计算,案涉账户组在前述期间买入会某山股票43207438股,并全部卖出,合计亏损约1734936.2元。

上述行为,违反了2005年证券法第七十七条第一款第(一)项的规定,构成2005年证券法第二百零三条所述操纵证券市场行为。刘某宇作为时任上海太某汇总裁,与金某顺对接商讨,参与了上海太某汇投委会审议,并下达具体投资指令,是上海太某汇操纵行为直接负责的主管人员。上海证监局根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度,遂依据2005年证券法第二百零三条的规定,决定:一、对金某顺、上海某橙处以240万元罚款,其中对金某顺处以120万元罚款,对上海某橙处以120万元罚款;二、对刘某宇给予警告,并处以50万元罚款。

原告上海某橙、刘某宇不服行政处罚决定,诉称:首先,被告认定原告与第三人金某顺合谋、操纵证券市场的证据严重不足。原告与金某顺之间不存在合谋操纵的故意及行为。双方并未签署任何书面合作协议。原告也不具备资金优势、持股优势,交易结果也未影响股价。案涉账户组持有会某山股票流通股本占比最高仅在5%左右,不存在持股优势。其次,被告未全面核实当时的交易背景及资金往来,

调查程序存在重大错误。相关资金系定向融资债务工具项下的款项,与会某山股票市值管理无关。被告未结合当时经济背景与政策导向,逕行将“维护股价”等同于“操纵证券市场”。当时相关政策均鼓励和支持上市公司、大股东回购,并鼓励各类基金积极响应增持上市公司股票,原告行为并无操纵行为。最后,被告于2023年才立案,行政处罚决定已经超过行政处罚追责期限。故请求撤销案涉行政处罚决定。

#### 【审判】

上海金融法院认为,本案争议焦点有如下三项:一、原告刘某宇、上海太某汇与第三人金某顺是否存在实施操纵证券市场的主观故意;二、在案涉操纵期间,上海太某汇对会某山股票的交易量价是否存在异常;三、被诉行政处罚决定是否超过法定追责期限。

关于第一项争议,原告与第三人是否存在实施操纵会某山股票的主观故意。2005年证券法第七十七条第一款第一项规定:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场:(一)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,操纵证券交易价格或者证券交易量……”该项虽然没有明确规定主观要件,但对交易量价“操纵”之文意本身隐含了违法行为实施主体的主观可责性。本案中,原告刘某宇、第三人金某顺在多份询问笔录中自述,为了避免会某山股票质押平仓风险,双方商议通过上海太某汇增持会某山股票以维持股价。故在2017年,刘某宇、金某顺对于通过公开市场交易实现维持会某山股票市

值的共同意图是明确且清晰的。从精某集团及其关联公司与上海太某汇的资金流水看,相应资金转账时间与私募基金账户投资时间高度一致。故从证据盖然性角度,被告在行政处罚决定中认定相应资金系为保证上海太某汇增持会某山等股票,由金某顺审批后经精某集团及其关联公司向上海太某汇予以提供,并无不当。是否提供资金并非认定操纵行为的条件,但本案中通过资金流转可以进一步证明原告与第三人之间存在操纵之合意。

关于第二项争议,案涉操纵期间上海太某汇对会某山股票的交易量价是否存在异常。根据统计数据和被诉行政处罚决定的认定,在2018年7月11日至2018年10月17日期间,基金账户组累计竞价买成交量占期间市场累计竞价成交量比例为33.8%。案涉账户组累计申买3520笔共2603.76万股,其中,2601笔共1835.89万股的申报价格不低于申报前市场最新成交价,占该时段账户组同向申报量的70.51%。2034笔共1612.66万股的申报价格不低于申买前市场卖一价,占该时段账户组同向申报量的61.94%。在65个交易日中,案涉账户组有39个交易日申买数量排名市场第一,其中申买量占市场总申买量比例超过10%的有41个交易日,超过20%的有30个交易日,超过30%的有18个交易日。该阶段内,案涉账户组在43个交易日内连续竞价买入成交数量排名市场第一,竞价买入成交量占市场竞价买成交量比例超过10%的有44个交易日,超过20%的有36个交易日,超过30%的有27个交易日,超过40%的有20个交易日。而案涉账户组在该阶段持有会某山股票比例占流通股本比例上升至

## 案例

5.03%。且在操纵期间，会某山股价上涨12.62%，偏离上证指数22.03%。结合上述数据，被告根据原告交易申报量、成交量占比，以及所占实际流通股份总量的比例等因素，综合判断其交易会某山股票的量价处于非合理区间，有客观证据予以证明。

关于第三项争议，被诉行政处罚决定是否超过法定追责期限。本案中，被告对原告以涉嫌操纵证券市场为由进行行政处罚立案虽然为2023年，但对相关违法线索的调查于2018年12月已经开展，且在前述2019年、2020年笔录中反映出被告已经于当时对会某山股票交易进行调查，并在2019年调取了私募基金流水和交易记录，应当视为此时被告已经发现违法线索，故本案行政处罚并未超出追责期限。

最后，对原告提出的相关监管政策允许进行市值管理，鼓励上市公司回购、大股东增持的主张，上海金融法院认为市值管理是上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值 and 股东回报能力而实施的战略管理行为，虽然也存在股份回购、分红等多种形式，但仍以维护证券市场正常价格发现机制为前提，以遵循信息披露等监管要求为基础。而操纵股价、内幕交易等行为本身就是市值管理过程中应当严格禁绝的行为。案涉操纵行为既不符合市值管理的监管要求，又客观扰乱了证券市场正常交易秩序，被告据此依法作出行政处罚决定，依法应予支持。

上海金融法院作出判决：驳回原告的诉讼请求。现该判决已生效。

## 【评析】

2019年以来随着资本市场监管体制不断完善，对操纵市场、内幕交易等违法行为的监管力度也随之提高。本案虽然适用2005年证券法（2005年修订），但2024年《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》中更明确提出，“依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为”。一直以来，操纵市场违法行为较为隐蔽，在行政处罚过程中取证认定困难，难以直接判定违法行为人的主观意思；此外，操纵市场行为的构成要件和处罚标准等也存在一些争议，客观上也加剧了该类违法行为的处罚难度。笔者在下文对于如何认定连续交易操纵行为的主观故意、行为要件等作出分析，为同类证券行政处罚的司法审查提供参考。

### 一、连续交易操纵行为的主观故意认定

操纵证券市场行为一般而言可以分为交易型操纵和信息型操纵。<sup>①</sup>2005年证券法第七十七条规定的“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，操纵证券交易价格或者证券交易量”，即所谓连续交易操纵行为，通常意指当事人利用特定优势，通过一定交易模式进行连续交易，以此实现对证

券交易量价的控制，并据此实现盈利等不正当目的。2019年证券法修订后，第五十五条第一款第（一）项删除了“操纵证券交易价格或者证券交易量”，弱化了连续交易操纵的结果要件。参照刑法理论，对操纵市场行为本质的认识早期沿用美国证券法中的“欺诈”理论，但这一认识在近些年已经发生变化，多数意见认为操纵市场是利用市场优势地位所实施的人为控制特定证券、期货市场行情行为。<sup>②</sup>但是从“欺诈”理论转向“滥用优势地位”理论后，是否需要判断行为人的主观过错就产生了一定争议。<sup>③</sup>而在行政处罚领域，以往一般采取客观归责原则，主观过错判断问题并不凸显。但2021年行政处罚法修订后，第三十三条第二款中规定，“当事人有证据足以证明没有主观过错的，不予行政处罚。法律、行政法规另有规定的，从其规定”。因此，修订后的行政处罚法确立了行政违法行为的主观要件。相应地，结合行政处罚法第三十三条第二款，需要根据证券法的规定，来确定连续交易操纵行为的构成是严格责任还是过错责任，以及主观要件证明责任如何分配等问题。

考虑2019年证券法修订情况，以及交易型操纵与一般正常交易行为的必要区分等因素，笔者认为操纵市场行为应当以主观故意作为构成要件之一。首先，2019年证券法第五十五条第一款增加“影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量”。“意图”这一用语显然包含了主观评价要素。如美国

①朱伟一：《证券法》，中国政法大学出版社2018年版，第372页。

②陈庆安：“操纵证券、期货市场罪的历史流变、犯罪本质及刑法完善”，载《现代法学》2022年第6期。

③刘宪权、林雨佳：“操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定”，载《国家检察官学院学报》2018年第4期。

学者认为,“通过交易的意图来判定是否为操纵,对于这种意图的认定标准包括:(1)交易仅是为了使证券的价格向特定的方向发展;(2)交易者自身充分认知市场真实的走势并非真正的走向,而是由其交易所导致;(3)通过操纵的获利仅仅是因为操纵者推动价格向特定方向发展的努力而非其对有价值信息的占有。”<sup>①</sup>虽然2005年证券法中没有明确使用“意图”一词,但从长期以来对操纵市场的行政处罚实践来看,也基本将操纵意图作为构成要件之一。<sup>②</sup>其次,主观要件是区分一般交易行为与连续交易操纵行为的必要条件,无论是一般市场交易还是连续交易操纵行为,行为人都具有预判交易价格的主观期待,并据此实施相应交易行为。但是连续交易操纵行为与一般交易行为的主观区别在于,其充分认识到市场交易走向不是真实的,而是由其操纵交易所推动的,即使尚未实现该交易走向,行为人也通过市场优势地位来积极推动该走向的发生。此外,操纵市场违法行为属于行为犯而非结果犯,如果在不发生结果的前提下,仅以实施交易行为或者具备市场优势地位就实施处罚,而不考虑主观要件,则将进一步模糊交易型操纵与一般正常交易之间的界限。<sup>③</sup>

既然主观要件是认定操纵市场违法行为的要件之一,则应当由行政机关负举证责任而非适用主观过错推定原则。只是该证明责任并非需要达到排除合理怀疑的程度,一般比照清晰且令人

信服标准,虽然证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(已失效)曾规定“操纵行为的认定,应当适用明显优势证明标准”。但在行政诉讼中的证明标准尤其是针对行政处罚行为,一般要高于优势证明标准。<sup>④</sup>同时,在操纵市场行为的认定中也应当允许通过相关事实和行为对当事人操纵市场的主观意图进行推定。这里需要说明的是,允许通过相关事实对操纵市场的主观意图进行推定,与主观过错推定原则是不同的,主观过错推定的举证责任在行政相对人,而推定主观意图的证明责任仍然在行政机关。本案中,被告通过充分调查,取得了当事人自认以及行为主体之间的资金流转情况,由此可以推知当事人存在操纵市场的意图。

## 二、市场优势地位与交易量价异常

虽然2019年证券法修订后不再强调连续交易操纵行为的交易量价结果,但并不因此否认交易量价异常对操纵行为的认定具有证明意义。根据原《证券市场操纵行为认定指引(试行)》第十七条和第十八条的规定,资金优势,是指相对于市场上一般投资者所能集中的资金具有数量上的优势,可以对行为人在行为期间动用的资金量及其所占相关证券的成交量的比例、同期市场交易活跃程度以及投资者参与交易状况等因素综合地分析判断。持股优势,是指相对于市场上一般投资者具有数量上的优势,可以对行为人在行为期间持有实际流通股份的总量及其所占相关证券的实

际流通股份总量的比例、同期相关证券的投资者持股状况等因素综合分析判断,认定行为人是否具有持股优势。从原先这两条规定看,实际上资金优势、持股优势与交易量价异常之间往往具有双向关系,既有可能通过优势地位获得量价异常的交易结果,也有可能借助资金优势通过交易量价异常进一步形成持股优势地位。

本案中,有资金优势、持股优势导致的量价变化是较为明显的,在2018年7月11日至2018年10月17日短短3个月期间,涉及操纵的基金账户组交易相应股票竞价成交量比例为33.8%。且以不低于申报前市场最新成交价交易成交的,占该时段账户组同向申报量的70.51%。以不低于申买前市场卖一价申报的,占该时段账户组同向申报量的61.94%。这显然是违法行为人通过资金优势先逐步形成持股优势,随后在股价操纵阶段试图维持股价在特定幅度内波动,以确保持有股票质押风险的目的。

## 三、操纵市场处罚的追诉期限

本案中另一争议在于,2018年行政机关就已经开始对上海太某汇交易相关股票的行为进行调查,但于2023年才对操纵行为正式立案,是否已经超过行政处罚追诉期限。操纵行为尤其是连续交易操纵,往往从建仓、持仓到清仓持续相当一段时间,有的操纵行为也不一定最终实施清仓,故如何计算追诉期限在实践中是值得关注的问题。

首先,关于操纵市场行为的“发

①郑彧:“从‘结果主义’转向‘行为主义’——论连续交易型市场操纵的认定”,载《证券法苑》2019年第1期。

②郑佳宁:“操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视”,载《政法论丛》2016年第5期。

③萧鑫:“证券做市交易与市场操纵的界分”,载《比较法研究》2019年第1期。

④孔祥俊:《行政诉讼证据规则与法律适用》,人民法院出版社2005年版,第227页-第228页。

## 案例

现”。操纵市场与内幕交易、虚假陈述等行为往往存在一定关联,且具有隐蔽性的特征,如何认定操纵市场行为被行政机关发现是首要解决的问题。全国人大法工委曾经在《全国人民代表大会常务委员会法制工作委员会关于提请明确对行政处罚追诉时效“二年未被发现”认定问题的函的研究意见》(法工委复字[2004]27号)中认为,对于违法行为只要被有权处罚机关或其他行使社会公权力的机关发现,都视为行政处罚追诉期限的中断。因此,“发现”并非指行政机关正式立案,而是行政机关对违法线索的概括性认知,不以行政机关准确选择行政处罚案由为前提。行政处罚立案前的调查取证是行政程序的有机组成部分,立案不是行政调查的起点。《证券期货违法行为行政处罚办法》第六条规定:“中国证监会及其派出机构发现自然人、法人或者其他组织涉嫌违反证券期货法律、法规和规章,符合下列条件,且不存在依法不予行政处罚等情形的,应当立案:(一)有明确的违法行为主体;(二)有证明违法事实的证据;(三)法律、法规、规章规定有明确的行政处罚法律责任……”第十八条规定:“下列证据材料,经审查符合真实性、合法性及关联性要求的,可以作为行政处罚的证据:(一)中国证监会及其派出机构在立案前调查或者监督检查过程中依法取得的证据材料……”立案标准所要求的“有证明违法事实的证据”,必然以立案前展开调查、检查为前提,而行政机关在立案前的调查、检查中发

现违法线索的,则相应截断追诉期限的计算。尤其是针对操纵行为的调查有时以内幕交易、虚假披露、从业人员非法持有证券等行为为起点,如果将确定处罚案由作为“发现”的时点显然不符合行政处罚追诉期限的本意,也不利于证券违法行为的打击。

其次,关于操纵市场行为的实施终了。行政处罚法第三十六条规定了“违法行为有连续或者继续状态的,从行为终了之日起计算”。在连续交易操纵行为中,都存在对标的股票反复交易的过程,因此属于较为典型的连续违法行为。通常而言,清仓不是判断交易型操纵行为终了时点的必然标准,因为操纵行为并不皆能实现清仓获利,而继续持有相应股票也不意味着操纵行为未终了。从主客观相一致的基本原则出发,连续交易操纵行为的终了应当符合这样两项特征:一是操纵的量价、频次回落到市场一般水平;二是操纵的意图已经基本实现,或者虽未实现意图但已不具备继续实施的必要或可能性。此时即可认定连续交易操纵行为已实施终了,并就此计算追诉期限。

#### 四、市值管理与操纵市场的界限

本案中,原告认为其实施的是“市值管理”行为,并非操纵市场行为,由此引出市值管理与操纵行为的区分问题。市值管理不等于股价管理,更不等于股价操纵。股价是一个由市场供需决定的变量,受宏观经济、行业周期、投资者情绪等短期因素影响。市值管理的重心在于决定价格基础的内在价值,追求的是市值与内在价值的动态均衡。

2014年《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。市值管理与操纵市场不同。市值管理是“管好公司的市值”,通过股东权利、股本与股价良性关系等方面维护上市公司市值与实际运营之间的健康关系。<sup>①</sup>2024年以前,对于何为市值管理没有十分明确的规范定义。2024年《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》发布后,证监会发布了《上市公司监管指引第10号——市值管理》(以下简称《指引》),其中明确“市值管理,是指上市公司以提高公司质量为基础,为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为”。同时,《指引》中对市值管理形式作了具体规定。从区分市值管理和市场操纵角度,《指引》对市值管理的形式以及信息披露标准都作了明确要求,而以“市值管理”为名进行市场操纵往往既不符合形式要求,也在信息披露标准上存在明显差距。同时,市值管理是一项公司长期的战略过程,而市场操纵行为都是短期行为。区分市值管理和市场操纵的另一关键要素,就在于行为的主观方面。市值管理以提升公司质量和内在价值为目的,其交易方向和行为方向是与交易预期一致的;而如前所述,市场操纵行为对市场的预期和其交易行为之间是相互背离的。因此,操纵行为与市值管理的区别界限是明确的,本案原告的相关抗辩理由并不能成立。⚖️

(作者单位:上海金融法院)

①张子余、刘帅、张健:“论‘市值管理’名义下‘股价操纵’行为的治理”,载《经济体制改革》2017年第3期。