

上市公司“市值管理”中的操纵市场、内幕交易风险及其防范

作者：邓晓明 | 何春艳 | 刘虹璐

“十五五”开局之年，“防风险、强监管、促高质量发展”是资本市场发展的主线。近年来，中国证监会多次明确提出严厉打击操纵市场、内幕交易等违法违规行为，彰显了监管层“零容忍”的执法决心与“行政、刑事、民事”立体化追责的坚定立场。与此同时，操纵市场、内幕交易的违法犯罪形态不断迭代升级，呈现出更隐蔽、更复杂、更具迷惑性的新特征。基于此，本系列文章聚焦操纵市场、内幕交易领域的潜在风险与违法犯罪前沿问题，立足最新监管政策、典型案例与司法动态，探讨合规风险、法律责任与解决方案。

上市公司“市值管理”是资本市场高质量发展的重要议题。随着中国证监会《上市公司监管指引第10号——市值管理》（“《市值管理监管指引》”）等规则的实施，监管层在鼓励上市公司通过合法路径提升投资价值与股东回报的同时，也对“伪市值管理”持续保持高压态势，严厉打击借市值管理之名实施的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。基于此，本篇文章立足监管动向与实践问题，聚焦上市公司市值管理中的操纵市场、内幕交易典型表现与认定边界，并探讨风险防范路径。

一、围绕“交易证券”，上市公司市值管理的监管要求与行为边界

根据《市值管理监管指引》等规定，上市公司的市值管理手段包括并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露以及股份回购等多种方式。其中，由上市公司一方主动参与证券交易、直接干预股价表现的行为，最易触及内幕交易与操纵市场风险。

就以“交易证券”形式进行市值管理的场景，监管规则已经提供了较为清晰的行为框架。

- 2021年9月，中国证监会在新闻发布会中提出了市值管理的“三条红线”和“三项原则”。在市值管理主体、市值管理账户、信息披露、禁止内幕交易或操纵市场行为等几个方面提出了框架性的要求¹。
- 2022年1月，中国证监会《上市公司股份回购规则》（“《股份回购规则》”）开始实施，明确将“为维护公司价值及股东权益所必需”作为股份回购的情形之一，并明确了上市公司一方“交易证券”的条件、主体、信息披露标准、回购证券的处理等要求²。
- 2024年11月，《市值管理监管指引》正式实施，进一步明晰了市值管理的概念与适用场景，并压

¹ 参见：<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100029/c1494133/content.shtml>。

² 本文以现行《上市公司股份回购规则（2025修订）》为准。

实了上市公司市值管理的主体责任。

具体而言，监管规定对于“交易证券”形式进行市值管理的具体要求包括：

“交易证券”的主体	上市公司
“交易证券”的条件	《股份回购规则》第8条：股份回购的一般条件 《股份回购规则》第2条：市值管理回购的特殊要求
“交易证券”的信息披露要求	《股份回购规则》第22、23条：在作出回购股份决议后两个交易日内披露回购股份方案等
“交易证券”的账户	《股份回购规则》第13条：证券交易所监控的回购专用账户
“交易证券”的处理	《股份回购规则》第17条：在三年内按照依法披露的用途进行转让或注销

从监管规定以及执法实践的情况来看，上市公司进行市值管理应当按照《股份回购规则》《市值管理指引》等规定进行操作，超出规定范围的“市值管理”主体、形式、手段均可能被定性为操纵市场、内幕交易等证券违法违规行为。上海金融法院在上海市首例操纵市场行政诉讼案件中明确表示“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，被告上海证监局据此依法作出行政处罚决定，依法应予支持”³。即对于不符合监管规定的市值管理形式，在符合《证券法》上操纵市场的客观标准时，即可认定为市场操纵行为。

尽管前述监管规定已经提供了相对明确的行为边界与操作指引，但从实践情况来看，以“市值管理”为名，有意或无意违反监管规则，从而招致操纵市场、内幕交易风险的情况并不鲜见，是上市公司及其实控人、董监高，以及私募基金等投资机构所面临的典型风险。

二、市值管理构成“操纵市场”的主要风险场景与责任认定标准

（一）以“市值管理”为名义，为其他挂钩证券价格的交易做铺垫

“伪市值管理”最为典型和常见的场景是，上市公司的实控人、大股东等主体（同时可能借助“白手套”“资金通道方”），为了在其他挂钩上市公司证券价格的交易中获利或避损，以“市值管理”为名义从事操控股价的行为。该场景是上市公司“市值管理”构成操纵市场被处罚最多的情形。

监管机构对操纵市场的处罚，通常围绕操纵行为、操纵结果、操纵目的几方面予以认定。就操纵行为和结果而言，行为人（通常由上市公司的股东、董监高及其“合作方”实施）未遵守监管规则对于“股份回购”市值管理的要求，且买卖证券的客观行为及其效果符合《证券法》上操纵市场行为的构成要件。就操纵目的而言，监管机构倾向于对“伪市值管理”的操纵目的进行明确查明和认定，该场景下常见的操纵目的包括高位减持、避免融资融券或股票质押风险、避免承担对赌协议等“抽屉协议”的不利后果等。近期的部分典型处罚案例总结如下：

³ 参见 https://mp.weixin.qq.com/s/o6DaftzN_uM6Qv-M87YW5A。

处罚文号	处罚对象	操纵目的	有关“市值管理”的情节	操纵行为和结果
上海证监局 沪(2024)32号	上市公司大股东的董事长 上市公司“合作方”相关人员	维持股价，应对股票质押风险	行政诉讼申辩意见： 交易股票系正常投资和市值管理	集中资金优势、持股优势连续买卖，影响股票交易价格和交易量
中国证监会 (2024)58号	上市公司董事长 上市公司“合作方”相关人员	股价连续多日低于面值，缓解公司退市风险	处罚对象申辩意见： 属于二级市场的投资行为，带有市值管理性质	操控信息披露 集中资金优势、持股优势连续买卖，在自己实际控制的账户之间进行证券交易，影响股票交易价格和交易量
中国证监会 (2023)77号	上市公司多位董监高 上市公司“合作方”相关人员	应对股权质押爆仓风险	监管机构查明：上市公司提供“市值管理”的保证金并支付相关费用	利用资金优势、持股优势，通过连续买卖、在自己控制的账户之间交易、反向交易等，影响股票交易价格和交易量
中国证监会 (2023)27号	上市公司股东及其配偶 上市公司“合作方”相关人员	抬高股价，使得限售股在解禁后获得更好的回报	处罚对象申辩意见： 所从事的行为是“市值管理”，不等同于“操纵证券市场”	利用资金优势、持股优势，连续集中交易，影响股票交易价格和交易量
中国证监会 (2021)125号	上市公司股东 上市公司“合作方”相关人员	应对股权质押危机	处罚对象申辩意见： 为防止质押爆仓进行适当的市值管理措施，以保障大股东和股民共同利益	资金优势、持股优势，通过连续买卖、在自己实际控制的账户之间进行交易等，影响股票交易价格和交易量

(二) 以“市值管理”为目标，但未遵守监管规则关于股份回购的要求

正如监管规则所规定的，违规“市值管理”区别于合规“市值管理”的核心标准是，是否按照监管规则有关市值管理、股份回购的要求执行。现实中，仍存在上市公司一方没有为了其他挂钩上市公司股价的交易“推波助澜”的目的，而是以维护上市公司市值为目标，但采取了监管规则所不允许的“市值管理”方式，进而构成操纵市场的情况。在责任认定标准上，操纵市场并不要求具备获取私利的目的，只要操纵行为符合客观的操纵构成要件和结果，且当事人存在利用对应手段影响股价的目的，即构成操纵市场行为。

从资本市场的逻辑来看，证券价格是整个市场吸收公开信息之后对上市公司投资价值的最终反映，本质上是市场定价。如果说虚假陈述行为是通过向市场释放错误信息，干扰了市场定价的判断依据；那么操纵市场行为则是行为人向市场施加了额外的力量，干扰了市场定价的执行过程。如果上市公司一方直接进行股票交易，那么其自身成为了“市场”的一部分，将导致市场的偏离和不透明。也正因如此，《股份回购规则》《市值管理指引》等规定对于上市公司购买自己的证券作出了严格的条件限制和信息

披露要求。换言之，监管和市场的逻辑是，违规“市值管理”并不需要具备特殊目的，未按照市值管理、股份回购的要求执行，且客观上满足操纵市场构成要件，均可能构成市场操纵行为。

实践中，该种情形主要集中于上市公司实控人、大股东、董监高，以及私募基金等上市公司“合作方”主体，为了提高上市公司市值而客观上实施了操纵市场的行为。例如，在中国证监会（2023）83号行政处罚决定中，上市公司大股东与合作方共同出资并通过配资成立信托计划，并通过二级市场操作拉升股价，提升公司市值，符合操纵市场的客观构成要件，最终被认定为操纵市场。在中国证监会（2022）61号行政处罚决定中，上市公司多位董监高及合作方在申辩意见中提出，不具有操纵证券市场的主观故意，也不存在不合理的交易行为，但因符合操纵市场的客观构成要件，仍被认定为操纵市场。

（三）其他市值管理方式中的潜在信息型操纵风险

除上市公司回购股份外，信息披露、并购重组等市值管理行为也可能滋生信息型操纵风险。该种信息型操纵主要体现为上市公司一方通过控制信息披露节奏、选择性披露利好、夸大题材概念，并配合自媒体渲染或配合交易型操纵拉抬股价，误导投资者形成错误判断。例如，中国证监会（2023）83号行政处罚决定认定，上市公司实控人与其合作方的市值管理手段包括“利用信息优势地位，通过密集发布利好公告，联系证券分析师配合发布研究报告，以及组织员工在股吧发帖等方式”，构成利用信息优势影响股价的操纵行为。

三、市值管理引发“内幕交易”的主要风险场景与责任认定标准

（一）“市值管理计划”的知情人利用该信息实施内幕交易

“市值管理计划”可能被具备信息优势的内部知情人视为牟利的“捷径”，进而引发内幕交易风险。这类知情人可能包括上市公司的控股股东、核心管理层及参与方案制定的中介机构人员等。内幕交易的核心目的是利用尚未对外披露的、关于未来市值管理具体举措的非公开信息，提前买入锁定超额收益，或者泄露信息使他人买卖证券。即此类内幕交易行为人存在利用未来的“市值管理”计划信息获取不正当利益的主观故意。

上述情形满足内幕交易构成要件的，则构成内幕交易行为，实践中也不乏这一情况。在中国证监会（2018）106号、中国证监会（2019）54号、北京证监局（2024）9号行政处罚案件中，均是当事人在知悉有关上市公司并购重组等市值管理计划后，利用未公开信息进行内幕交易。

（二）以“市值管理”为目标，交易证券配合利好信息助推股价

现实中，还存在上市公司一方没有利用内幕信息获取私利的目的，而是以维护上市公司市值为目标，但采取了交易股票“协助”实现市值管理目标的方式，进而构成内幕交易的情况。该类行为高发于上市公司董监高、控股股东、实际控制人等主体。与操纵市场类似，在责任认定标准上，该情形下的内幕交易并不要求当事人具备利用市值管理有关的未公开信息获取私利的目的，只要符合客观的内幕交易构成要件，且当事人应当对自身利用了重大未公开信息存在认识，即构成内幕交易行为。例如，在浙江证监局（2023）24号行政处罚案件中，上市公司的董事会秘书在公司决定回购股份的背景下买入股票，“目的是作为公司员工、在公司股价面临减持压力的情况下适量买入，无意依据或利用内幕信息使用他人账户进行交易或获利”，最终因内幕交易受到行政处罚。

内幕交易以行为规制为核心，保护的是信息公平公开与市场定价机制，“市值管理”的动机不能阻却违法性。内幕交易的成立以主体、内幕信息、对内幕信息的知悉和利用、信息敏感期、客观行为等作

为构成要件，监管与司法均不将个人牟利的目的或结果作为追责前提。即便行为人主观上没有交易获利故意而是仅为“善意”帮助抬升股价、实现市值管理目标，只要满足内幕交易的构成要件，也应当被认定为内幕交易行为。更何况，监管实践中，当事人的真实意图是“善意”还是“谋取私利”几乎无法准确分辨。

四、风险防范建议

规范的市值管理是上市公司提升市场认可度、实现价值合理回归的重要路径，但市值管理过程中可能暗藏内幕交易、市场操纵等违法违规风险。在责任认定逻辑上，监管与司法坚持客观归责逻辑，不以主观无牟利故意、意在维护公司市值等动机阻却违法性。因此，上市公司、控股股东、实际控制人、董监高及私募基金等各类合作机构应当严守外规要求，在合法合规框架内开展市值管理活动，主动识别并防范各类法律风险。

基于前述，我们对各类主体提供以下风险防范建议：

上市公司：上市公司是市值管理的唯一适格主体和责任人，应当严守“三条红线”和“三项原则”，按照《股份回购规则》《市值管理指引》等规定进行市值管理，不可逾越监管边界。

上市公司的控股股东、实际控制人、董监高：应推动上市公司采用合法合规方式进行市值管理，防止“好心办坏事”；同时远离监管红线，避免侥幸心理。

私募基金、投资咨询、财富管理公司等第三方机构：第三方机构不是市值管理的适格主体，参与、配合、协助进行“市值管理”面临巨大的操纵市场与内幕交易风险；对于非主动管理型交易或产品，应仔细审查投资者的身份与投资目的，避免成为违法违规行为的“帮凶”。

最后，“市值管理”本身并非法律概念，其与操纵市场、内幕交易的边界存在模糊地带，在实践操作与监管认定层面亦存在多种理解可能。相关主体在开展市值管理过程中，可能因操作尺度、信息披露、管理方式等把握不当而引发监管关注。因此在应对监管调查时，特别需要具备资本市场风险处置与证券监管应对经验的律师尽早介入，协助精准理解监管红线、有效定位行为性质，谨慎描述行为方式，以最大限度防范风险。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com

何春艳

电话： +86 10 8525 4631

Email: chunyan.he@hankunlaw.com