

汉坤法律评述

2026 年 7 月 16 日

北京 | 上海 | 深圳 | 杭州 | 武汉 | 海口 | 香港 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷 | 伦敦

操纵证券市场行为的行政监管实务解析（中）：构成要件与申辩事由

作者：何春艳 | 高明豪 | 马倩芸 | 黄炎 | 刘毅

前言

操纵证券市场行为是资本市场的“毒瘤”，严重扰乱公平交易秩序、损害投资者合法权益，甚至威胁金融稳定。随着我国资本市场深化改革开放，此类行为呈现出手段隐蔽化、模式复杂化、跨市场联动化等新特征，对行政监管的精准性、有效性提出了更高要求。我国对此的行政监管呈现查处力度持续加码、责任主体不断扩容、认定标准日趋精细的鲜明态势。同时，通过大量案例实践，监管机构在实际控制账户认定、主观故意推定、异常交易行为识别及价量影响因果关系判断等方面，已形成系统、严格且可操作性强的认定标准，有效打击了违法操作。

对于上市公司、机构投资者及证券从业人员而言，趋严的监管形势意味着法律风险空前。一方面，必须将合规视为生命线，着力构建覆盖“账户与资金、交易行为、信息披露”的全流程防火墙，通过穿透式账户管理、交易限额监控与信息披露审批，从源头杜绝资金优势、持股优势与信息优势被滥用于影响证券交易价量的可能。另一方面，在面临调查时，应专业、审慎地应对，依法行使陈述、申辩及听证权利，围绕主体资格、主观故意、客观行为与违法所得计算聚焦抗辩，依法维护自身合法权益。

归根结底，操纵证券市场行为监管的核心，是捍卫证券价格形成机制的真实性与资本市场公平交易的根基。构建清朗健康的市场生态，既需要监管的持续高压威慑，更依赖于每一家市场主体、每一位从业者将“诚实守信、合法交易”的理念内化于心、外化于行。唯有以前瞻性的合规内控为基石，方能行稳致远，共同推动资本市场向着更加公开、公平、公正的方向稳健前行。

本篇作为系列文章中篇，将深入拆解“操纵证券市场行为”的构成要件，梳理监管认定逻辑，并系统总结相应申辩事由，为市场主体提供参考及警示。文章仅为概要性陈述，如遇具体项目需结合案情进一步分析。

一、监管层面“操纵证券市场行为”的构成要件

（一）主体要件：一般主体

操纵证券市场行为的主体要件为一般主体，只要行为人具备足够的市场影响力，能够误导投资者决策，即可成为该类违法行为的主体，包括个人和单位。

1. 个人主体

个人主体包括个人投资者，上市公司董事、监事、高级管理人员、实际控制人及控股股东，具备专业金融知识的从业者（如证券分析师、投资顾问），以及借助自媒体等渠道形成影响力的非持牌人员等。

2. 单位主体

单位主体包括各类证券投资机构、基金公司、上市公司及其关联企业等。上市公司及其董事、监事、高级管理人员、实际控制人、控股股东可能通过控制信息披露节奏、联合外部机构交易等方式实施操纵行为。

3. 交易账户控制主体

认定操纵证券市场行为的“主体”，核心在于穿透相关交易账户的名义归属，锁定账户的实际控制人。换言之，相关交易账户的控制主体才是真正的违法主体，而非单纯依据账户名义人来确定。行为人实际控制的账户是连接违法行为与违法主体的关键载体。

具体而言，能够用来认定行为人作为实际控制主体的账户，主要包括以下四类：**第一**，行为人以自己名义开立并实际使用的实名账户，此时名义主体与控制主体合而为一；**第二**，行为人虽非名义开户人，但向账户转入或从账户转出资金，并实际承担账户损益的他人账户，该账户背后的资金与风险归属人均指向行为人；**第三**，行为人通过投资关系、协议等方式对账户内资产行使交易决策权的他人账户，行为人借此成为实际支配交易的主体；**第四**，行为人以其他方式管理、支配、使用的他人账户，或对其享有交易决策权的账户。

监管实践中，对他人账户实控关系的认定是确定违法主体的难点。常见的需要重点识别实际控制主体的特殊账户类型，包括违规使用的亲友账户、与场外衍生品业务相关的自营账户、伞形配资账户、跨境账户等。认定行为人是否系涉案账户的实际控制主体，通常综合参考以下因素：账户网络轨迹（MAC地址、IP地址）与行为人上网轨迹的重合度、资金往来记录、交易行为的趋同性，以及行为人与账户开户人之间的关联关系等。通过上述账户载体与控制关系的综合判断，可以将账户背后的控制主体归位为操纵证券市场行为的违法主体。

（二）主观要件：故意

操纵证券市场行为的主观要件为故意，包括直接故意和间接故意，核心是行为人明知自身行为会影响证券交易价格或交易量，仍积极追求或放任该结果发生，以谋取不正当利益或避免损失。

1. 主观故意的内涵

一般认为，操纵证券市场的主观故意可分为三个层次：**第一**，认知因素：行为人明知其行为会形成虚假的市场交易信号，影响证券的交易价格或交易量；**第二**，意志因素：行为人有意识地利用该虚假市场信号误导其他投资者的决策；**第三**，目的因素：行为人实施操纵行为是为了获取不正当利益，如拉高出货、打压吸筹，或避免自身损失，如防止股权质押平仓、规避减持损失等。

2. 主观故意的证明

监管实践中，主观故意的认定多采用推定方式，通过客观行为反向推导行为人主观状态，主要从场内因素和场外因素两方面进行证明：

第一，场内因素，即行为人在证券市场中的客观交易行为，包括：异常交易行为，如短期大额频繁

交易、反向交易与公开言论不符、虚假申报后大量撤单等；规避监管行为，如使用他人分散账户交易、刻意隐瞒账户实际控制关系、收到监管警示后仍继续异常交易等。

第二，场外因素，包括行为人的自认或相关人员证词、聊天记录等书面证据，以及其他异常行为，如销毁交易设备、删除通讯记录等。

3. 典型案例中的主观认定

在证监会〔2020〕18号《市场禁入决定书》中，证监会通过当事人的操纵动机（为确保信托产品不亏损）、设定的交易目标（约定10元/股的卖出价格）、控制信息披露节奏配合交易的行为，综合认定其具有操纵主观故意。

在证监会〔2016〕120号《行政处罚决定书》中，当事人辩称部分违规交易是交易主管擅自作出、存在投资决策分歧，但监管机构认为行为人明知相关交易行为会导致股价波动，仍放任该行为发生，具有间接故意，未采纳其申辩意见。

（三）行为要件：交易型、信息型和其他类型

新《证券法》第五十五条规定的操纵证券市场行为，基本可分为交易型操纵、信息型操纵和其他操纵三大类，各类行为存在相应认定标准。

1. 交易型操纵

第一，联合、连续交易操纵：是指行为人单独或合谋，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证券。认定时一般需审查行为人是否具备资金、持股优势，以及是否利用该优势干预证券交易价格或交易量。一般标准包括：持有或实际控制证券的流通股份数量达到该证券实际流通股份总量10%以上（持续1个交易日以上）；连续10个交易日的累计成交量达到同期该证券总成交量20%以上。

第二，约定交易操纵（俗称“对倒”）：是指行为人与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易。认定时一般需审查行为人实际控制的账户范围，以及交易双方是否存在共谋。如果交易在时间、价格上具有相似性，数量上具有一致性，一般可认定构成该行为。

第三，自买自卖操纵（俗称“洗售”“对敲”）：是指在自己实际控制的账户之间进行证券交易，证券所有权未发生实质转移，但会制造虚假交易活跃的假象。认定时一般需重点审查行为人对交易账户的实际控制关系，以及交易是否以影响价量为目的。

第四，虚假申报操纵：是指不以成交为目的，频繁或者大量申报买入、卖出证券并撤销申报的行为。认定时一般需审查行为人是否具有“不以成交为目的”的主观意图。撤单行为是重要的判断依据，但并非唯一依据，即使未撤单，若有其他证据证明行为人不以成交为目的，也可认定构成该行为。

第五，跨市场操纵：是指利用其他相关市场活动操纵证券市场。该类操纵属于交易型操纵的延伸，行为人利用不同市场之间的联动关系（如股票市场与股指期货市场、ETF成分股市场、现货与期货市场的联动），在相关市场进行交易活动制造人为价格，将操纵影响传导至目标证券市场，进而影响目标证券的交易价格或交易量。例如通过操纵股指期货价格影响对应A股股票价格，或通过交易ETF成分股影响ETF价格反向传导至成分股价格。

2. 信息型操纵

第一，蛊惑交易操纵：是指利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易。认定时一般需审查行为人利用的信息是否属于“虚假或者不确定的重大信息”，其中“重大信息”一般可参照新《证券法》第八十条规定的“重大事件”范围。

第二，反向交易操纵（俗称“抢帽子”）：是指对证券、证券发行人公开作出评价、预测或者投资建议，同时进行反向证券交易。对于非持牌机构及一般公民实施的该类行为，需着重审查行为人的市场影响力、持股信息披露情况、反向交易的同步性。如果行为人利用自身影响力误导投资者，并通过反向交易获利时，一般可以认定构成该行为。

3. 其他操纵行为

如借助技术优势，通过程序化交易、高频交易等特定交易策略或技术手段，影响证券市场正常交易机制或秩序，误导其他投资者并从中谋取利益的行为。一般认为认定此类行为需较为慎重，重点审查行为是否干扰交易系统正常运行、是否误导投资者决策、是否形成虚假价格水平等。

（四）结果要件：影响证券交易价格或交易量

操纵证券市场行为需满足“影响证券交易价格或者证券交易量”的结果要件。

1. 影响价量的认定要点

如果行为人实施了操纵行为，且该行为对证券交易价格或交易量产生了实际影响，即可认定满足该要件。实践中一般通过对比证券交易的异常波动与行为人交易行为的时间关联性、交易行为与价量变动的因果关系等进行认定。具体而言：

第一，异常波动的关联性：审查证券价格或交易量的异常变动与行为人操纵行为是否存在时间上的同步性、逻辑上的因果关系，排除市场正常波动、基本面变化等因素的影响。

第二，虚假信号的形成：审查行为人操纵行为是否制造了虚假的市场供求关系，误导投资者作出决策，如虚假申报通过大量挂单、撤单制造市场活跃假象，影响投资者的交易判断。

第三，反向交易的关联性：审查行为人是否通过操纵价量后进行反向交易获利，如拉抬股价后减持、打压股价后增持，反向交易是认定操纵行为与价量影响之间因果关系的重要依据。

2. 典型案例中的价量影响认定

在证监会辽宁监管局（2017）1号《行政处罚决定书》中，监管机构通过对比涉案证券价格与市场指数的偏离程度，结合行为人短时间内大额申报、撤单后反向卖出的行为，认定其行为造成了股价严重偏离正常水平，影响了交易价量。

二、“操纵证券市场行为”监管的有效申辩事由

根据相关规定及监管实践，当事人可以提出的申辩事由主要可分为两个层次：**第一**，否定构成的事由，即当事人不构成“操纵证券市场行为”，不应承担责任；**第二**，减免责任的事由，即当事人虽构成“操纵证券市场行为”，但依法应减轻或免除责任。如[上篇](#)所述，监管实践中申辩率超六成，但采纳率仅两成。因此，不论提出何种申辩事由，当事人均应充分举证予以证明，否则无依据的口头辩解基本无法得到采纳。

（一）否定构成的事由

当事人可围绕“操纵证券市场行为”的四项构成要件，举证证明任一要件不具备，即不构成“操纵证券市场行为”。

1. 主体资格类事由

实践中主要存在以下事由：**第一**，申辩自身并非操纵市场的违法主体，仅执行上级指令，未参与操纵市场的决策过程，也未实施直接的操纵行为，对资金用途、操纵行为不知情，在操纵活动中未起到主要或较大作用。**第二**，申辩自身不属于《证券法》规定的应当承担责任的主体，比如只是普通员工，仅从事辅助性工作等。

2. 主观意图类事由

实践中主要存在以下事由：**第一**，申辩自身不存在操纵市场的主观故意，交易行为是基于对上市公司基本面、行业趋势、市场行情的合理分析，属于正常的投资行为，目的是获取合理的投资收益，而非影响股票交易价格或交易量。**第二**，申辩自身的交易行为是基于公开信息作出的投资决策，不存在利用信息优势或资金优势操纵市场的主观意图。

3. 客观行为类事由

实践中主要存在以下事由：申辩自身未实施操纵市场的典型行为，比如未集中资金优势、持股优势连续买卖以影响股价，未在自己实际控制的账户之间进行对倒交易，未实施频繁申报并撤单的虚假申报行为等。

4. 客观结果类事由

实践中主要存在以下事由：申辩自身的交易规模、交易频率未达到足以影响股价的程度，股价的波动是由市场整体行情、行业政策变动、公司公开信息发布等市场因素共同导致，与自身的交易行为无直接因果关系。

（二）减免责任的事由

法律层面，当事人即使构成“操纵证券市场行为”，也可以围绕违法事实、性质、情节、社会危害程度等，主张符合法定减免责任事由，应减轻或免除责任。

1. 特定主体状态

根据《行政处罚法》第三十条、第三十一条，以及《中国证监会行政处罚裁量基本规则》（下称“《行政处罚规则》”）第八条规定，不满 14 周岁的未成年人从事“操纵证券市场行为”的，不予行政处罚；已满 14 周岁不满 18 周岁的未成年人从事“操纵证券市场行为”的，应从轻或减轻处罚；尚未完全丧失辨认或控制自己行为能力的精神病人、智力残疾人从事“操纵证券市场行为”的，可从轻或减轻处罚；违法的个人死亡或违法的单位被撤销、注销的，免于处罚（单位的主管人员和其他直接责任人员仍承担责任）。

2. 违法情节轻微

根据《行政处罚法》第三十二条、第三十三条，以及《行政处罚规则》第七条、第九条、第十条规定，违法行为轻微（如涉案金额低等）并及时改正（如返还违法所得、赔偿损失、公开致歉等），没有

造成危害后果的，不予处罚；初次违法且危害后果轻微并及时改正的，可不予处罚；主动消除或减轻危害后果、主动供述或举报其他违法行为、或配合查处有立功表现的，应从轻或减轻处罚；危害后果轻微、积极配合查处、或签署认错认罚具结书的，可从轻处罚。

3. 违法所得错误

当事人可以申辩违法所得的计算存在错误，要求重新计算，比如部分交易所得属于正常投资收益，不应计入违法所得。

4. 已过处罚时效

根据《行政处罚法》第三十六条，以及《证券期货违法行为行政处罚办法》第六条规定，“操纵证券市场行为”行为在2年内未被发现的，不再给予处罚；涉及金融安全且有危害后果的，处罚时效延长至5年；处罚时效从“操纵证券市场行为”发生之日起算，若多次或持续从事“操纵证券市场行为”，从最后一次行为终了之日起算。

监管实践中往往对违法行为被发现的时间采取宽松认定，既可以由证券监管机构发现，也可以由其他有权机关发现；要求当事人提供相关材料，和相关当事人进行谈话，均可认定违法行为已被发现并进入监管视野。

下篇预告

系列文章下篇将梳理“操纵证券市场行为”违法行为的财产、资格、信用三类行政责任，并从“事前防范、事中应对、事后救济”三个维度，提供全流程合规建议，以助力于市场主体筑牢风险防线，实现合规经营。

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：

何春艳

电话： +86 10 8525 4631

Email: chunyan.he@hankunlaw.com