



2025 年 6 月 第六期

# 金融工具与金融基础设施业务

## 法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW  
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

## 金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主 任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委 员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁  
茹 林 嵯 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬  
王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆

干 事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠

本期编辑： 张伟华 周红节



## 目 录

◎ 政策法规 .....	4
会计师事务所从事证券服务业务备案指南（2025 年） .....	4
关于发布《深圳证券交易所自律监管听证程序细则（2025 年修订）》 的通知 .....	9
◎ 专业文章 .....	17
操纵证券市场民事责任的因果关系认定 .....	17
操纵证券市场罪的法律认定及辩护要点 .....	36
◎ 市场动态资讯 .....	67
低利率时代银行转型加速，从传统存贷到多元化布局 .....	67
黄金又跳水！已连跌两周刷新近一个月低位，牛市还在吗？ .....	72
央行：要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节 .....	74





## ◎ 政策法规

### 会计师事务所从事证券服务业务备案指南（2025 年）

2025 年 4 月 14 日，财政部、中国证监会修订印发《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法》（财会〔2025〕5 号，以下简称《备案办法》），自印发之日起施行。为便于有关会计师事务所做好从事证券服务业务备案相关工作，财政部、中国证监会近期修订了会计师事务所从事证券服务业务备案指南，供有关会计师事务所对照使用。

#### 一、备案渠道

为便于会计师事务所提交备案信息相关材料，财政部建设了注册会计师行业统一监管平台（<http://acc.mof.gov.cn>，以下简称财政部备案平台），中国证监会在政务服务平台（<https://neris.csrc.gov.cn/>）建设了会计师事务所备案系统（以下简称中国证监会备案系统）。财政部、中国证监会通过系统间信息推送的方式实现备案信息共享。会计师事务所只需在一个系统填报备案信息，并在另一个系统确认，无需重复填报。

通过财政部备案平台办理备案的，具有本会计师事务所管理员权限的人员登录平台后，即可访问“证券服务业务备案”模块办理备案。通过中国证监会备案系统办理备案的，会计师事务所应在中国证监会政务服务平台首页“组织机构注册”栏目注册账号，成为政务服务平台用户后登录备案系统，点击“统一备案——会计师事务所备案”办理备案。

会计师事务所可在财政部备案平台、中国证监会备案系统下载



备案填写示例和系统操作指南，对照做好备案工作。

## 二、备案时间

按照《备案办法》规定，会计师事务所从事证券服务业务备案包括首次备案、重大事项备案和年度备案，为公开募集基金的基金管理人、期货经营机构及其发行的产品等制作、出具财务报表审计报告、内部控制审计报告、内部控制鉴证报告、验资报告、盈利预测审核报告的会计师事务所备案，参照适用《备案办法》。

（一）首次备案。会计师事务所从事《备案办法》第四条所列证券服务业务，应当按照《备案办法》规定进行首次备案。

会计师事务所通过财政部备案平台报送备案信息的：财政部备案平台自动导出已有信息，会计师事务所核对、补充后提交；财政部备案平台将备案信息推送至中国证监会备案系统；会计师事务所登录中国证监会备案系统进行确认。

通过中国证监会备案系统报送备案信息的：会计师事务所按要求填报备案信息后，中国证监会备案系统将备案信息推送至财政部备案平台；备案信息与财政部备案平台中已有信息不符的，将予以退回，会计师事务所需在中国证监会备案系统中核对更正。

（二）重大事项备案。已完成首次备案的会计师事务所，发生《备案办法》第十条第（一）至（六）项重大事项的，按照有关规定向省级以上财政部门履行相关程序后，财政部备案平台同步将相关变更信息推送至中国证监会备案系统，无需重复报送；发生其他重大事项的，在有关事项发生之日起 10 个工作日内在财政部备案平台或中国证监会备案系统中完成备案。

（三）年度备案。已完成首次备案的会计师事务所应于每年 5 月 31 日前在财政部备案平台或中国证监会备案系统中完成年度备



案，并按照《会计师事务所从事证券服务业务信息披露规定》（财会〔2023〕10号）披露基本情况、上一年度从事证券服务业务情况和受到处理处罚情况等相关信息。披露信息涉及年度备案信息的，应与年度备案信息内容保持一致。

### 三、备案核验

会计师事务所应当按照《备案办法》第九条至第十一条要求报送备案材料，涉及内部管理和质量管理体系等备案要求相关材料的，需提交《会计师事务所备案自评表》（附件1，备案系统可下载）。收到备案材料后，财政部、中国证监会对备案材料组织开展核验。备案核验包括非现场核验和现场核验，会计师事务所可在财政部备案平台、中国证监会备案系统查询核验进展。

（一）非现场核验。会计师事务所在财政部备案平台、中国证监会备案系统提交首次备案、重大事项备案、年度备案材料后，财政部、中国证监会将组织开展非现场核验。核验方式包括审阅材料、面谈会计师事务所、征询相关单位意见等。非现场核验发现会计师事务所提交的首次备案材料不完备的，财政部、中国证监会将在收到材料之日（不含）起10个工作日内告知会计师事务所作出补正。会计师事务所应当在被告知之日（不含）起10个工作日内补正，补正后方可继续核验；逾期未按要求补正的，视同未提交首次备案材料。

（二）现场核验。经非现场核验认为有必要开展现场核验的，财政部、中国证监会将向会计师事务所发出现场核验通知，会计师事务所需提前做好准备工作并配合开展现场核验。现场核验重点关注会计师事务所内部管理、质量管理体系、执业人员配备、职业责任风险承担能力、诚信记录等是否满足《备案办法》有关规定。





（三）完成核验公告。会计师事务所首次备案通过核验的，财政部、中国证监会将在完成核验之日（不含）起 20 个工作日内予以公告。

#### 四 、 核 验 整 改

已备案会计师事务所需接受财政部、中国证监会持续监管。财政部、中国证监会对其是否持续满足《备案办法》第八条有关要求组织开展核验。经核验，会计师事务所未持续满足《备案办法》第八条第（一）至（五）项要求的，需在 6 个月内完成整改，并自整改结束起 10 个工作日内通过财政部备案平台、中国证监会备案系统向财政部、中国证监会报送整改报告。财政部、中国证监会将组织整改验收。其中，未整改或者整改后仍未符合有关要求的，财政部、中国证监会将向社会公告，并对相关会计师事务所实施重点监管。

已备案会计师事务所被依法暂停经营业务或者暂停从事证券服务业务的，应当按规定及时整改。财政部、中国证监会将组织核验。在被暂停经营业务或者暂停从事证券服务业务期间以及按规定整改完成前，财政部、中国证监会将其列示为异常机构并予以公告。

#### 五 、 注 销 备 案 与 再 次 备 案

会计师事务所依法终止，或者执业许可被依法撤销、撤回、公告失效的，财政部、中国证监会将注销其备案，并在网站上公告。

会计师事务所不再从事证券服务业务的，可在财政部备案平台或中国证监会备案系统自行申请注销备案，并就已停止承接证券服务业务且不存在未完成的证券服务业务合同等有关情况作出说明。财政部、中国证监会将注销其备案，并在网站上公告。

会计师事务所涉及《备案办法》第十五条中其他注销情形的，财政部、中国证监会将注销其备案，并在网站上公告。



被注销备案的会计师事务所再次备案的，应当符合《备案办法》第八条的要求，按照首次备案要求报送备案材料。

#### 六、咨询联系方式

备案过程中，会计师事务所可向所在辖区省级财政部门或证监局咨询备案有关问题，联系方式详见附件 2。





## 关于发布《深圳证券交易所自律监管听证程序细则 (2025 年修订)》的通知

深证上〔2025〕489 号

各市场参与者：

为进一步提高本所自律监管时效性，切实保障市场主体合法权益，本所对《深圳证券交易所自律监管听证程序细则》进行了修订，现予以发布，自发布之日起施行。

本所于 2023 年 8 月 18 日发布的《深圳证券交易所自律监管听证程序细则（2023 年修订）》（深证上〔2023〕769 号）同时废止。

附件：1. 深圳证券交易所自律监管听证程序细则（2025 年修订）

2. 《深圳证券交易所自律监管听证程序细则》修订说明

深圳证券交易所

2025 年 5 月 16 日

附件 1：

深圳证券交易所自律监管听证程序细则（2025 年修订）

第一条 为了提高深圳证券交易所（以下简称本所）自律监管的公正性和透明度，保护当事人合法权益，根据《[深圳证券交易所股票上市规则](#)

[》《深圳证券交易所创业板股票上市规则](#)

[》《深圳证券交易所上市审核委员会和并购重组审核委员会管理办法》《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分实施办法》及本所其他相关业务规则，制定本细则。](#)

第二条 本所作出下列决定前，应当向当事人送达事先告知书，



载明当事人享有申请听证的权利。当事人申请听证的，按照本细则组织听证，听取当事人的陈述及申辩意见：

- （一）公开谴责；
- （二）公开认定不适合担任相关职务；
- （三）暂不接受发行上市或者挂牌转让申请文件；
- （四）暂不受理专业机构或者其从业人员出具的相关业务文件；
- （五）收取惩罚性违约金；
- （六）暂停或者限制交易权限，但为维护市场秩序紧急采取的除外；
- （七）取消交易权限；
- （八）取消会员或者其他交易参与人资格；
- （九）终止股票、存托凭证上市，但主动申请终止上市的除外；
- （十）本所规定可以申请听证的其他决定。

听证申请涉及前款第一项至第八项纪律处分决定的，由本所自律监管纪律处分委员会（以下简称自律处分委员会）履行听证职责。听证申请涉及前款第九项终止上市决定的，由本所上市审核委员会（以下简称上市委）履行听证职责。

第三条 本所依据已经生效的行政处罚决定书、行政监管措施决定书或者司法裁判文书所认定的违规事实，拟对相关当事人实施纪律处分的，可以不组织听证。

第四条 听证可以通过现场会议或者视频、电话等非现场会议形式举行。

第五条 听证会由相应委员会的委员参加。每次听证会的听证委员为五名，其中一名为听证召集人。

听证会秘书负责会议组织、会议记录等事务。



第六条 听证委员、听证会秘书存在下列情形之一的，应当回避：

（一）本人与听证当事人有亲属关系；

（二）本人担任听证当事人的董事、监事、高级管理人员或者当事人的代理人，或者与前述人员有亲属关系；

（三）本人或者其亲属为持有听证当事人 1%以上股份的股东、实际控制人，或者担任持有听证当事人 1%以上股份的股东、实际控制人的董事、监事、高级管理人员；

（四）与听证当事人有利害关系或者其他关系，可能影响对听证事项的公正处理；

（五）本所规定的其他应当回避的情形。

前款所称亲属，是指配偶、父母、子女、兄弟姐妹、配偶的父母、子女的配偶、兄弟姐妹的配偶。

第七条 当事人认为听证委员、听证会秘书存在本细则第六条规定情形的，可以在听证开始前申请其回避，并说明理由。

听证委员、听证会秘书是否回避，由听证召集人决定；听证召集人是否回避，由相应委员会主任委员决定；委员会主任委员担任听证召集人的，其是否回避由分管听证事项相关业务的本所高级管理人员决定。

被申请回避的人员在决定作出前，应当暂停参与听证相关工作。

第八条 当事人申请听证的，应当在收到本所事先告知书或者本所公告送达有关事先告知书之日（以在先者为准）起五个交易日内以书面形式向本所提出听证申请。

听证申请应当载明当事人的身份信息，电话号码、电子邮件等联系方式，听证事项等内容。





当事人逾期未书面提出听证申请的，视为放弃听证权利。

第九条 当事人申请听证的，应当在收到本所事先告知书或者本所公告送达有关事先告知书之日（以在先者为准）起十个交易日内向本所提交书面陈述和申辩意见、证据等材料。

第十条 本所事先告知书涉及多个当事人，部分当事人放弃听证权利的，不影响其他当事人申请听证。

多个当事人申请听证的，本所原则上组织一次听证，安排其共同参加，每位当事人均有独立陈述的权利。本所以收到最后一份听证申请的日期作为组织听证期限的起算点。

本所公告送达事先告知书的，以收到当事人听证申请或者当事人申请听证权利届满之日（以在先者为准）作为组织听证期限的起算点。

第十一条 听证申请符合本细则第二条和第八条第一款规定的，本所收到听证申请后原则上二十个交易日内组织听证，并在举行听证的五个交易日前（听证会召开当日不计入，下同）书面通知当事人。

听证申请不符合规定的，本所不予组织听证，在收到听证申请后及时通知当事人并说明理由。

第十二条 听证通知书应当载明下列事项：

- （一）听证的时间、地点；
- （二）听证的程序；
- （三）听证的纪律；
- （四）其他相关事项。

第十三条 当事人应当按期参加听证。除出现本细则第十四条第一款第二项所述情形外，当事人未按期参加听证的，视为放弃听



证权利。

第十四条 存在下列情形之一的，本所可以延期举行听证：

（一）因不可抗力、意外事件，致使听证无法按期举行；

（二）当事人因正当理由申请延期且经本所同意；

（三）当事人在听证开始前对听证委员提出回避申请，致使听证无法按期举行；

（四）本所认为其他需要延期的情形。

当事人可以依据前款第二项申请一次延期举行听证。当事人申请延期举行听证的，应当在收到听证通知书后三个交易日内书面提出，且延期时间原则上不得超过十个交易日。

第十五条 本所决定延期举行听证的，应当向当事人书面告知延期事由和重新举行听证的时间。

延期情形消除后，本所及时举行听证。

第十六条 当事人可以亲自参加听证，也可以委托一至二名熟悉听证事项情况的代理人参加。

当事人及其代理人可以一并参加听证。

第十七条 当事人为自然人，亲自参加听证的，应当出示本人身份证明文件；委托代理人参加听证的，应当向本所提交加盖当事人本人签名或者盖章的授权委托书及代理人的身份证明文件。

当事人为法人或者非法人组织，由其法定代表人或者主要负责人出席，并出示法定代表人或者主要负责人证明文件、本人身份证明文件；委托代理人参加听证的，应当向本所提交加盖法人或者非法人组织公章的授权委托书及代理人的身份证明文件。

第十八条 当事人及其代理人在听证程序中应当遵守下列要求：



- (一) 按时参加听证；
- (二) 如实陈述相关事实和回答提问，举证客观、真实；
- (三) 遵守听证纪律，服从听证召集人的要求；
- (四) 对获知的国家秘密、商业秘密和个人隐私予以保密；
- (五) 本所业务规则规定的其他要求。

第十九条 听证会按照下列程序进行：

(一) 听证会开始前，听证会秘书查明听证当事人及其代理人、本所与听证事项有关的业务部门承办人员（以下简称承办人员）等听证参加人是否到场；

(二) 听证召集人核对听证参加人，宣布出席听证的委员、听证会秘书名单，告知听证参加人在听证中的权利义务，询问听证当事人及其代理人是否申请回避；

(三) 听证召集人宣布听证开始和案由；

(四) 承办人员提出听证事项的具体事实、证据以及作出决定的建议、规则依据；

(五) 当事人及其代理人进行陈述和申辩，并提出相关事实、理由和证据；

(六) 听证委员可以向当事人或者其代理人、承办人员等提问，相关人员回答；

(七) 听证召集人询问各方是否有补充意见；

(八) 听证召集人宣布听证结束。

第二十条 听证过程中，听证参加人应当遵守听证纪律，保证听证有序举行。

听证召集人对违反听证纪律、妨碍听证秩序的人员，有权予以制止；情节严重的，可以责令其退场。





第二十一条 听证结束后，当事人及其代理人应当当场将听证现场的陈述、申辩材料及其他有关材料提交听证会秘书。

听证会通过非现场会议进行的，当事人及其代理人应当在听证结束后五个交易日内提交上述材料。

第二十二条 听证会秘书应当将听证的内容记入笔录，并交由当事人及其代理人、承办人员等确认无误后当场签字确认。听证会通过非现场会议进行的，听证笔录送达当事人及其代理人后，前述人员应当及时签字确认并提交至本所。

相关人员认为本人陈述的记录有遗漏或者错误的，可以要求补充或者改正。相关人员拒绝签字的，听证会秘书将相关情况记入听证笔录予以存档。

听证会全程录音。

第二十三条 在听证过程中出现下列情形之一的，本所可以中止听证：

- （一）因不可抗力、意外事件，致使听证无法继续；
- （二）本所认为需要中止听证的其他情形。

中止听证的情形消除后，本所应当及时恢复听证。

第二十四条 存在下列情形之一的，本所可以终止听证，将相关情形记录在案：

- （一）当事人书面撤回听证申请；
- （二）当事人及其代理人无正当理由不按期参加听证；
- （三）当事人及其代理人未经听证召集人允许中途退场；
- （四）当事人及其代理人严重违反听证纪律，被听证召集人责令退场；
- （五）收到纪律处分听证申请后，本所业务部门决定不向自律



处分委员会提出纪律处分建议；

（六）本所认为应当终止听证的其他情形。

本所因前款第五项情形终止听证的，应当及时通知当事人或者其代理人。

部分当事人被终止听证的，不影响其他当事人继续参加听证。

第二十五条 本所自律处分委员会或者上市委对听证涉及事项的后续审议，原则上由听证委员参与。

本所自律处分委员会或者上市委审议听证涉及事项时，应当参考听证笔录、当事人提交的陈述、申辩意见及其他有关材料。

听证事项为纪律处分事项的，不得因当事人申辩和申请听证而加重纪律处分。

第二十六条 当事人提出听证申请之日起至听证结束的期间，不计入本所作出有关决定的期限内。

第二十七条 本所发送听证通知书、听证笔录等相关文件，可以采用本所业务专区、电子邮件、邮寄、传真、即时通讯工具等方式送达当事人。

采用业务专区、电子邮件、即时通讯工具等方式进行电子送达的，以送达信息到达受送达人电子地址所在系统的日期为送达日期。

第二十八条 本所举行听证，不向当事人收取费用。

第二十九条 本细则由本所负责解释。

第三十条 本细则自发布之日起施行。本所于 2023 年 8 月 18 日发布的《深圳证券交易所自律监管听证程序细则（2023 年修订）》（深证上〔2023〕769 号）同时废止。



## ◎ 专业文章

### 操纵证券市场民事责任的因果关系认定

#### ——中美操纵证券市场民事赔偿司法实践之比较

Causality of Civil Liability for Manipulation  
of Securities Market -- Comparison of Judicial  
Practice between China and the U.S.

鲍晓晔

（上海师范大学商学院，上海 200234）

**摘要：**不同的因果关系理论影响着侵权责任的认定标准，并直接导致截然不同的诉讼结果。从中美两国的立法和司法实践来看，都在制度实践过程中探寻价值平衡，从而优化完善操纵证券市场民事责任的理论基础和认定标准。立足于我国市场现状和民事责任制度初衷，应在因果关系二分法的基础之上，推定交易因果关系，降低原告的举证责任，同时在损失因果的认定上，采用净损差额法精确计算操纵行为导致的实际损失。

**关键词：**操纵证券市场；民事责任；认定标准；因果关系

**Abstract:** Different theories of causality have influences on the standards of identifying liabilities of torts, which leads to different outcomes of securities litigation. From the legislative and judicial practices of China and the United States, both countries seek to balance values, thereby optimizing and improving the theoretical basis and





identification standards for civil liability for securities market manipulation. Based on the current market situations in China, we should presume transaction causality on the basis of the dichotomy of causation, so as to reduce the burden of proof on the plaintiff, and adopt the Out-of-Pocket Measure to accurately calculate the actual losses caused by manipulations.

**Key words:** securities manipulation, civil liability, standards of identification, causality

## 一、引言

操纵证券市场行为侵害了投资者合法权益，扰乱了市场正常秩序，一直是我国监管机构严厉打击的对象，保护中小投资合法权益是资本市场践行“以人民为中心的发展思想”的直接体现。《证券法》明确了操纵证券市场的民事责任，第 77 条规定“操纵证券市场行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任”。2021 年 1 月，全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼“恒康医疗案”获得胜诉，此后，2022 年 8 月首例涉新三板交易型操纵案宣判，9 月受广泛关注的“匹凸匹案”操纵者鲜言被判民事赔偿 470 万。而在此之前，我国操纵证券市场民事诉讼偶有发生，却无一胜诉。尽管目前在学界对操纵证券市场民事责任的观点尚存分歧，但立法和司法实践已然不断推进，观察这些实践背后的逻辑及价值取向，并揆诸法理和发达资本市场实践，从制度设计初衷与制度实践过程中探寻价值平衡，从而总结操纵证券市场民事责任的认定标准。



## 二、因果关系理论及其在我国证券操纵民事赔偿案中的应用

### （一）操纵证券市场民事责任的法律依据和理论基础

我国现有的法律、行政法规和规章中，对操纵证券市场的规定主要集中于规制方面。关于操纵证券市场的民事责任，只在《证券法》第 77 条做出了原则性规定。司法解释中，最高人民法院、最高人民检察院于 2018 年通过了《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》，但该司法解释仅针对刑事案件，目前尚无有关操纵证券市场民事责任的司法解释和赔偿标准。

在理论界和司法实践中，对操纵行为民事赔偿责任的法律性质普遍认同侵权说的观点<sup>1</sup>，但对其构成要件中的因果关系认定并未行成统一标准。《民法典》第七编“侵权责任”没有对证券市场侵权行为做出具体规定，因此，仍需援用一般侵权责任标准进行认定。侵权责任的一般构成要件包括四个方面：违法行为、损害后果、因果关系和主观要件。本文假设已存在操纵证券市场行为，并在此基础上研究其民事责任，因此对操纵行为本身这个复杂的命题不展开讨论。在主观要件方面，操纵证券市场违法行为的认定要求操纵者具有主观故意，可以推导出操纵者存在主观过错。投资者的证券交易出现损失，这一点并不难举证，但关键在于——损害后果是否由操纵行为所导致、损失中有多少金额范围有权请求赔偿，即因果关系。

因果关系在操纵证券市场民事案件中起到关键作用。相关理论有直接因果关系理论、相当因果关系理论、推定因果关系理论、因

---

<sup>1</sup> 参见程啸：《论操纵市场行为及其民事赔偿责任》，载《法律科学》2001 年第 4 期。



果关系二分法等。起初，我国法院将证券操纵侵权视为一般侵权行为，根据直接（必然）因果关系理论，采用较为严苛的标准进行界定。行为直接侵害权益的，为直接因果关系。<sup>2</sup>由于证券市场具有交易主体人数众多、成交量巨大、集中竞价撮合交易方式、股票价格影响因素复杂性等特点，要举证是操纵行为直接导致投资损失几乎不可能。相当因果关系理论继承了直接因果关系理论的“条件说”，但不要求证明是侵权行为造成损害后果的必然性，而是强调后果发生的可能性，从而降低原告对侵权行为与损害后果间因果关系的举证难度，又通过责任的“相当性”对赔偿责任范围作出限制。<sup>3</sup>但在实践中，由于“相当性”本身就是一个抽象的概念，加之证券价格的影响因素错综复杂，无法论证侵权行为对损失的影响范围究竟是多少，导致赔偿标准难以明确和固化。

于是有学者主张采用推定因果关系，以减轻原告的举证难度。推定因果关系理论的核心是举证责任倒置，原告只要初步证明有损害后果，就推定被告的侵权行为与损害后果之间存在因果关系，将因果关系不成立的举证责任分配给了被告。近年来，我国法院对操纵证券市场民事纠纷案的审判结果，反映了因果关系推定逐渐接受，并且出现了原告胜诉获赔的案例。但因果关系推定标准与欺诈市场理论在证券操纵赔偿案中的应用，在学术界受到不少质疑。在我国，推定因果关系主要适用于环境侵权、医疗纠纷、共同危险行为等，

---

<sup>2</sup> 参见王泽鉴：《损害赔偿》，北京大学出版社 2017 年第 87 页。

<sup>3</sup> 相当因果关系理论由德国生理学家冯·克里斯首创，他首次将概率论的思想用于侵权行为法上的因果关系研究领域。之后，大陆法系诸多学者在此基础上对相当性的判断问题作了进一步研究，从而形成了侵权法上因果关系判断领域的相当因果关系理论。参见[美]H.L.A.哈特、托尼·奥诺尔著：《法律中的因果关系》，张绍谦、孙战国译，中国政法大学出版社 2005 年，第 425 页。





而证券操纵赔偿案件是否能够适用并无明确法律规定，其适用性和正当性仍需严格论证。

## （二）我国操纵证券市场民事案件的司法观察

表 1：操纵证券市场民事纠纷案件判决

序号	案件名称	审理法院	审判程序	审判日期	审判结果	操纵类型	因果关系认定标准
1	投资者诉鲜某操纵证券市场纠纷案（匹凸匹案）	上海金融法院	一审	2022 年 9 月 29 日	判决被告鲜某赔偿原告 13 名投资者合计 470 万余元。	信息型操纵和交易型操纵	交易因果关系推定，损失因果关系由专业第三方核定
2	东莞中科中广创业投资有限公司、广东中科白云新兴产业创业投资基金有限公司、上海朱雀玉橙投资中心诉邵某等操纵证券市场纠纷案（新三板交易型操纵案）	上海金融法院	一审	2022 年 11 月 30 日、2022 年 8 月 5 日	判决被告邵某分别向原告支付损失赔偿款 106 万元、212 万元和 318 万元。	交易型操纵	原告应对其交易损失与被告操纵间的因果关系进行举证
3	朱某与九州证券股份有限公司操纵证券市场责任纠纷案	北京市朝阳区人民法院	一审	2022 年 5 月 19 日	驳回原告的全部诉讼请求。	原告未能证明被告实施了操纵行为	/
4	冉某、浙江天成自控股份有限公司操纵证券市场责任纠纷	浙江省天台县人民法院	一审	2021 年 7 月 28 日	驳回原告的全部诉讼请求。	原告未能证明被告实施了操纵行为	/
5	阙文彬/蝶彩资产管理（上海）有限公司操纵证券市场纠纷案（恒康医疗案）	四川省高级人民法院	二审	2021 年 1 月 15 日	驳回上诉，维持原判。一审判决，被告向原告支付损失赔偿款 5632 元。	信息型操纵	因果关系推定
6	史某、董某、安徽省凤形耐磨材料股份有限公司操纵证券市场责任纠纷案	安徽省高级人民法院	二审	2019 年 4 月 12 日	驳回上诉，维持原判。一审判决，驳回原告的全部诉讼请求。	原告未能证明被告实施了操纵行为	/
7	中核钛白案	北京市高级人民法院	二审	2012 年 5 月 11 日	驳回上诉，维持原判。一审判决，驳回原告的全部诉讼请求。	交易型操纵	直接因果关系
8	股民王某起诉首放公司、汪某操纵证券市场侵权案	北京市第二中级人民法院	一审	2011 年 12 月 16 日	驳回原告的全部诉讼请求。	信息型操纵	直接因果关系
9	贺某、钟某诉国信证券案	上海市高级人民法院	二审	裁判文书未公开，具体日期不详	驳回上诉，维持原判。一审判决，驳回原告的全部诉讼请求。	裁判文书未公开，具体内容不详	必然直接因果关系

说明：对于投资者基于同一操纵事实而对相同被告提起的诉讼，本表整合为同一案件。

尽管立法中尚未明确标准，理论观点仍存争议，但司法实践已然不断前行，探索和反思操纵证券市场民事责任的认定标准。通过



威科先行法律信息库，以操纵证券交易市场责任纠纷为案由，裁判日期为1994年1月1日至2023年8月30日为检索条件，共检索到民事裁判文书54份，结合相关公开媒体报道，整理出操纵证券市场民事案件如表1。<sup>4</sup>

在我国证券司法实践中，中核钛白案、股民诉首放公司、汪某操纵证券市场侵权案和贺某、钟某诉国信证券案这三起发生时间较早的证券操纵民事赔偿案件，都由于原告不能证明操纵行为与其投资损失间的直接因果关系而败诉。2009年7月至2011年3月，中核钛白股民起诉操纵者要求承担损失赔偿责任，成为全国首例操纵市场民事责任案件。<sup>5</sup>该案原告主张适用《虚假陈述司法解释》第18条进行因果关系推定，但一审和二审法院均未支持原告请求，理由是“买卖股票系投资行为，投资本身即存在盈亏风险。股票的涨跌受该上市公司的财务、经营状况、所属行业景气程度以及大盘指数等因素影响，原告投资中核钛白股票产生的损失，不能认定是由

---

<sup>4</sup> 在威科先行法律信息库中，以操纵证券交易市场责任纠纷为案由，裁判日期为1994年1月1日至2023年7月30日为检索条件，共检索到裁定书45份，判决书9份。判决书中包括新三板交易型操纵案的判决书3份，朱某与九州证券股份有限公司操纵证券交易市场责任纠纷案判决书1份，恒康医疗案判决书1份，史某、董某、安徽省凤形耐磨材料股份有限公司操纵证券交易市场责任纠纷案判决书3份，冉某、浙江天成自控股份有限公司操纵证券交易市场责任纠纷判决书1份。中核钛白案、王某诉首放公司、汪某操纵证券市场案、贺某诉国信证券案和钟某诉国信证券案的裁判文书未在中国裁判文书网中公开，也未收入威科先行法律信息库，仅在媒体网站中搜索到相关新闻报道。

<sup>5</sup> 2011年12月15日，18名原告诉程文水、刘延泽二人操纵中核钛白民事赔偿案作出一审判决，北京市第二中级人民法院驳回原告的诉讼请求，案件受理费由原告承担。该案是2005年10月《证券法》规定操纵证券市场行为民事赔偿责任后，最早起诉到法院，并由法院最早以操纵证券交易赔偿纠纷案由作出民事判决的案件。





涉案操纵行为直接造成的”。<sup>6</sup>2011年，股民王某起诉首放公司、汪某操纵证券市场侵权，同样希望适用《虚假陈述司法解释》，但被北京二中院驳回，理由与中核钛白案相似。<sup>7</sup>上述两案都采用了直接因果关系标准。在贺某诉国信证券案和钟某诉国信证券案中，法院对因果关系标准提出了更高的要求，原告不仅要证明是操纵行为直接导致了所涉权证交易的亏损，还要举证二者是必然的因果关系。<sup>8</sup>

2021年1月，全国首例操纵市场民事赔偿支持诉讼“恒康医疗案”获得胜诉，法院首次参照适用了《虚假陈述司法解释》，认为原告在被告操纵恒康医疗公司股价期间买入恒康医疗公司股票，并在操纵期结束后卖出而实际产生投资损失，其投资损失与被告的操纵行为显然具有因果关系，原告胜诉获赔投资差额损失5632元。二审法院指出，证券市场的价格形成往往是多个因素促成的结果，精确判断各要素作用发挥程度及作用大小几无可能，一审法院依据普遍的经验法则和证券市场常识予以综合判断，推定因果关系，二审法院予以维持。<sup>9</sup>2022年9月29日，广泛关注的“匹凸匹案”操纵者鲜言被判赔偿原告13名投资者合计470万余元。上海金融法院认为，证券操纵行为在因果关系上应遵循交易因果关系与损失因果关系两重判断。对于投资者的投资决策与操纵行为之间的交易因果关

<sup>6</sup> 参见文雨：《中核钛白股民维权遭遇滑铁卢 首例操纵证券市场民赔一审被驳回》，载《证券时报》2011年12月17日第A4版。参见文雨：《驳回上诉 维持原判 首例操纵市场案二审遭驳回》，载《证券时报》2012年5月12日第A4版。

<sup>7</sup> 参见王铮：《汪建中一审躲过股民索赔 将向高院继续上诉》，载《证券时报》2011年12月19日第A4版。

<sup>8</sup> 上海市高级人民法院（2010）沪高民五（商）终字第8号民事判决书。上海市高级人民法院（2009）沪高民二（商）终字第65号民事判决书。

<sup>9</sup> 四川省高级人民法院阙文彬、蝶彩资产管理（上海）有限公司证券纠纷二审民事判决书（2020）川民终1532号。





系，适用欺诈市场理论和推定信赖原则，推定交易因果关系；对于损失因果关系，侵权人仅应对其不法行为造成的损害承担赔偿责任，因此要排除除操纵以外其他因素对股价的影响，法院委托专业第三方采用净损差额法和价格同步对比法，以投资者的实际成交价格与同时期股票的真实价格之差来计算损失金额。<sup>10</sup>但在“新三板交易型操纵案”中，法院没有适用因果关系推定标准和欺诈市场理论，要求原告对交易因果关系举证。最终，原告对操纵与其遭受的损失之间存在因果关系成功完成了举证，获赔 318 万元。<sup>11</sup>该案涉及新三板市场具有一定特殊性，法院在针对交易型操纵案民事赔偿的因果关系认定和损失计算方法上进行了探索和创新。

### 三、美国操纵证券市场民事责任制度的立法和司法发展

投资者保护是各国证券法共同的初衷，尽管中美两国资本市场发展和证券法律规则有所不同，但美国在一百多年的司法实践中形成了许多判例，就证券操纵赔偿的证明责任形成了一些普遍标准，其经验教训仍可供扬弃借鉴。

#### （一）美国反证券操纵及其民事责任的立法

目前美国证券反操纵条款主要有 1934 年《证券交易法》第 9 条“禁止操纵证券价格”和 10(b)“禁止使用操纵和欺诈的工具”及 SEC 规章 10b-5。<sup>12</sup>受损投资者对操纵者提出民事赔偿诉讼的法律

<sup>10</sup> 上海金融法院（2021）沪 74 民初 2599 号民事判决书。

<sup>11</sup> 上海金融法院（2021）沪 74 民初 146 号民事判决书。

<sup>12</sup> Daniel R. Fischel & David J. Ross, Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?[J]. 105 Harv. L. Rev. (1991) 503, 506. 立法中并未对“操纵”一词的含义给予明确定义。操纵一词在美国证券立法中多次出现，有时是名词（manipulation），



依据有二：一是依据《证券交易法》9(f)下的“明示诉权”；二是10(b)及10b-5下的“默示诉权”。9(f)对操纵行为的民事责任做出了原则性规定，“任何人故意从事任何违反9(a)(b)或(c)的行为或交易的，应当对任何以受到此等行为或交易影响的价格买卖任何证券并受损的人承担责任；该等买卖者可以在任何具有适当管辖权的法院起诉要求就此等行为或交易导致的损失获得赔偿。”<sup>13</sup>但原告只有诉权，基于民事一般侵权责任原理，并无证明责任方面的特别便利。<sup>14</sup>10(b)及10b-5原本都只是单纯的概括性禁止规定，但自1946年起联邦法院纷纷确认该条款下有“默示诉权”。<sup>15</sup>10b-5成为了证券民事赔偿诉讼的有力武器，被不计其数的SEC行政执法和民事赔偿诉讼引为法律依据。

## （二）9(a)和10(b)下证券操纵民事赔偿的司法实践

投资者可以依据《证券交易法》9(a)，也可以依据10(b)及10b-5向操纵者提出赔偿请求。以违反9(a)为由提出的赔偿诉讼中，举证责任包括五个方面。<sup>16</sup>第一，操纵行为。第二，明知（scienter），包括被告主观故意或重大疏忽。第三，被告意图诱导他人出售或购

有时是其形容词（manipulative）。

<sup>13</sup> Securities Exchange Act § 9(f).

<sup>14</sup> 受损投资者可在操纵行为被发现后一年内（不迟于该行为发生后三年）对由此产生的损失求偿。参见廖因知：《操纵证券市场民事责任的适用疑难与制度缓进》，载《当代法学》2020年第4期。

<sup>15</sup> 美国最高法院最终在1971年确认，“如果被告违法了以保护他人为目的的法律时，该法律保护的对象即对被告享有损害赔偿请求权”。参见汤欣：《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》，载《证券法苑》（2010）第二卷，第192-215页。

<sup>16</sup> In re January 2021 Short Squeeze Trading Litigation 案中，法院对依据第9条提起的证券操纵赔偿诉讼的举证责任进行了总结，包括五个方面要素。In re January 2021 Short Squeeze Trading Litigation, F.Supp.3d (2022) WL 3682083.



入该证券。法院指出，在评估操纵意图时将援引《私人证券诉讼改革法案》（PSLRA）中的辩护要求，综合考虑所有事实是否会得出任何非欺诈意图的相反推论。第四，信赖（reliance），即原告从事交易行为是基于对虚假信息的信赖。第五，影响了原告出售或买入的证券价格。

其中，第四和第五个要素就是证明操纵行为与损害后果间存在因果关系的关键所在。从这些实践标准来看，依据《证券交易法》9(a)提出的赔偿诉讼中，原告既要证明操纵行为与原告交易行为之间的关系（交易因果关系），也要证明操纵行为与投资损失之间的关系（损失因果关系）。Zlotnick v. TIE Communications 案<sup>17</sup>中，原告认为被告违反了 9(a)，并提出了集团诉讼，但由于原告不能证明自己是基于对虚假信息的信赖而从事了交易行为，所以法院没有支持原告依据 9(a)提出的赔偿请求。9(a)对影响股价的标准要高于 10(b)，10(b)只要求触及股价变动，而违反 9(a)则必须达到实质上影响了证券价格的效果。

10(b)及 10b-5 的证明责任有别于 9(a)。在实践中，美国逐步发展出了平等获取信息理论、欺诈市场理论等，从信赖原则向推定信赖原则转变。起初，原告必须证明被告的操纵行为与原告的交易及其损失之间存在因果关系。例如在 1987 年 Zlotnick v. TIE Communications 案<sup>18</sup>中，原告未能证明被告的虚假陈述或误导与原告买空交易之间的因果关系而败诉。而自 1988 年 Basic Inc. v.

---

<sup>17</sup> Zlotnick v. TIE Communications, 665 F.Supp. 397 (1987).

<sup>18</sup> 原告声称如果自己知晓被告造假就不会再去卖空该股。但从其诉状中只能合理推定，原告怀疑市场上存在未周知的重大信息导致价格扭曲，是根据自身的投资经验和市场分析做出交易决定的，无法通过评估交易因果关系的“若不是”（but for）测试。Zlotnick v. TIE Communications, 665 F.Supp. 397 (1987).





Levinson 案<sup>19</sup>后，美国最高法院正式采纳了欺诈市场理论，采用推定信赖原则，从而降低了因果关系证明的难度。由于推定信赖原则的使用，原告只需证明操纵行为、损害后果、对不存在操纵的有效市场假说的信赖和明知。<sup>20</sup>具体而言，在客观行为方面，原告要证明被告实施了操纵行为，及有欺诈的存在。在信息型操纵中，一个市场行为要构成操纵，应当涉及虚假陈述或未适当披露信息。<sup>21</sup>但仅仅虚假陈述或遗漏信息本身并不足以构成操纵。<sup>22</sup>还需证明被告从事了洗售、对敲、锁定价格或通过制造人为市场活动，且旨在误导投资者的其他操纵行为。<sup>23</sup>在主观方面，必须证明被告明知。<sup>24</sup>包括一是被告有实施欺诈的动机和机会，二是有充分的间接证据证明被告故意违法或疏忽大意。<sup>25</sup>鲍威尔（Powell）大法官阐述到，基于违反 10(b) 及 10b-5 的赔偿诉讼中，原告仅证明了被告疏忽大意是不够的。<sup>26</sup>

### （三）对欺诈市场理论应用于操纵案件的质疑

综上，依据 9(a) 提出的赔偿诉讼并无证明责任上的特别便利，

<sup>19</sup> Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. at 247.

<sup>20</sup> ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd., 493 F.3d 87 (2007); Sharette v. Credit Suisse Intern., 127 F.Supp.3d 60 (2015).

<sup>21</sup> Wilson v. Merrill Lynch & Co., Inc., 671 F.3d 120 (2011).

<sup>22</sup> ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd., 493 F.3d 87 (2007).

<sup>23</sup> Cohen v. Stevanovich, 722 F.Supp.2d 416 (2010).

<sup>24</sup> 在 1976 年 Ernst & Ernst v. Hochfelde 案中，上诉法院认定被告实施了操纵行为，构成违法，但由于原告没有能够证明被告具有误导、操纵或欺骗的主观故意，因此不能支持原告民事诉讼的赔偿请求。Ernst & Ernst v. Hochfelde, 96 S. Ct. 1375 (1976).

<sup>25</sup> Sharette v. Credit Suisse Intern., 127 F.Supp.3d 60 (2015).

<sup>26</sup> ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd.案中，由于原告未能证明被告主观上明知故犯，法院认为，即使被告从事了可转换证券交易或同时进行卖空，并不能推定其构成操纵，因此判决原告败诉。ATSI Communications, Inc. v. Shaar Fund, Ltd., 493 F.3d 87 (2007)



而以违反 10(b) 及 10b-5 为由的赔偿诉讼将根据欺诈市场理论推定信赖，从而减轻了原告对因果关系的举证责任。但对欺诈市场理论能否适用于操纵案件学界提出了质疑。

欺诈市场理论本身就存在一定争议。一方面，欺诈市场理论建立在“有效市场假说”<sup>27</sup>之上，其逻辑前提是“证券价格能够反映信息”。<sup>28</sup>但现实中并不存在能完美体现股票“真实”价值的市场，市场中充满了各种噪音，任何证券市场只能说是介于有效和无效两节之间的一点。<sup>29</sup>另一方面，投资者对市场价格也不是百分百信赖，事实上部分投资者交易行为的逻辑恰恰在于，他们认为市场价格被低估或高估了，并基于此从事买卖行为，以求“战胜市场”。<sup>30</sup>

并且，有效市场假说作为欺诈市场理论的前提，在证券操纵案中可能无法成立。费希尔（Fischel）的研究局限于证券欺诈，并没有对操纵行为进行讨论。<sup>31</sup>实践中，证券操纵也不同于虚假陈述、内幕交易等欺诈行为。对于操纵证券市场而言，缺乏有效性的市场环

---

<sup>27</sup> 1965 年，美国著名经济学家尤金·法玛（Eugene Fama）在其发表的论文中首次提出了“有效市场假说”（Efficient Markets Hypothesis），并将市场分为强式有效、半强式有效和弱式有效三类。芝加哥大学法经济学教授丹尼尔·费希尔（Daniel R. Fischel）将有效市场假说理论运用于证券市场欺诈行为研究。理论上，只有在半强式有效市场中，投资者对披露信息的信赖才可直接体现为对市场价格的信赖，从而推定基于市场价格的买卖行为与影响市价的违法行为具有交易因果关系。Daniel R. Fischel. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities[J]. 38 Bus. L1, 9-10 (1982).

<sup>28</sup> 参见缪因知：《操纵证券市场民事责任的适用疑难与制度缓进》，载《当代法学》2020 年第 4 期。

<sup>29</sup> 参见耿利航：《欺诈市场理论反思》，载《法学研究》2020 年第 6 期。

<sup>30</sup> 参见缪因知：《操纵证券市场民事责任的适用疑难与制度缓进》，载《当代法学》2020 年第 4 期。

<sup>31</sup> Daniel R. Fischel, Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities, 38 Bus. L1, 9-10 (1982).



境反而更有利于操纵者实行交易型操纵。<sup>32</sup>因此，操纵行为和有效市场在一定程度上具有天然的不兼容性。

起初，美国议会在立法时没有严格区分操纵与欺诈，同样美国法院在认定这两类违法行为时也不加以区别，相反，所有适用 10(b) 及 10b-5 的案件都要求，根据证券欺诈的构成要素进行类推。<sup>33</sup>原告只要证明了有效市场，就可以依据“欺诈市场理论”直接推定信赖，从而免于举证欺诈行为与原告损失之间的因果关系。理由是在有效市场中虚假信息将被快速准确地反映在证券价格，而投资者对该价格具有信赖，因此推定投资者间接地信赖了前述虚假信息。<sup>34</sup>

近年来，不断有学者对欺诈市场理论应用于证券操纵案提出质疑。他们认为，美国法院关注的是基于 Basic Inc. v. Levinson 案的重大虚假陈述或信息遗漏，而忽略了操纵行为中的另一种类型交易型操纵，甚至会直接将虚假陈述和操纵混为一谈，不对案件是否适合采用“欺诈市场理论”加以分析。<sup>35</sup>司法实践中，美国法院已经开始限制欺诈市场理论在证券操纵赔偿中的应用。如 2009 年 Desai v. Deutsche Bank Securities 案<sup>36</sup>中，法院认为操纵无法建立在有效市场上，因此不适用欺诈市场理论推定信赖，也不能推定因果关系的成立，对原告提出的集团诉讼请求不予确认。可见，美

---

<sup>32</sup> 参见阎维博：《操纵市场民事责任因果关系认定：类型化分析与利益衡量》，载《投资者》第 5 辑（2019）。

<sup>33</sup> Jeffrey L. Oldham. Taking "Efficient Markets" Out of the Fraud-on-the-Market Doctrine After the Private Securities Litigation Reform Act[J]. 97 Nw. U. L. Rev. 995, 1003 (2003).

<sup>34</sup> Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. at 247.

<sup>35</sup> Charles R. Korsmo. Mismatch: the Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions[J]. 52 Wm. & Mary L. Rev. 1111.

<sup>36</sup> Desai v. Deutsche Bank Securities, 573 F.3d 931 (9th Cir. 2009).





国法院已意识到欺诈市场理论在证券操纵案中适用的问题。失去了欺诈市场理论作为理论支撑，推定信赖也不能成立，导致集团诉讼不能被确认，但个人仍可基于一般侵权责任提起赔偿诉讼。

#### 四、操纵证券市场民事责任制度的功能定位、价值平衡与标准选择

中美两国在操纵证券市场民事责任方面的立法和司法实践并不相同，但对欺诈市场理论在证券操纵案中的应用都发生了从接受到反思的转变。究竟操纵证券市场民事责任制度应当如何确立构成标准和赔偿范围，不是一个算法固定的技术问题，而是要立足于其功能定位进行价值判断与利益平衡，并据此选择适当的理论分析框架和具体判断标准。

##### （一）操纵证券市场民事责任制度的功能定位

操纵证券市场的民事责任同时具有损失补偿和惩戒功能，是刑事责任和行政责任的有力补充。第一，操纵证券市场侵害了投资者的公平交易权，民事赔偿可以弥补投资者因此导致的损失，从而保障其合法权益。将剥夺的违法所得用来填补原告的损害，是民事责任制度本身所担负的损失补偿功能的体现，也是《证券法》第77条第二款的应有之义。诚然，股价波动的影响因素繁多，但并不能因为投资损失除了受到操纵行为的影响之外，还存在其他影响因素，就排除了操纵者承担相应的赔偿责任。损失金额的具体计算应是法院自由裁量的职责范围。第二，民事责任对操纵行为具有遏制和预防的作用。民事赔偿通过对违法者苛以沉重的经济负担，起到杀一儆百的作用。操纵者具有以获取不当利益或转嫁风险的主观目的，从返还不当得利的视角考量，民事赔偿责任将使得操纵者获取不当



利益的目的是无法实现，从而遏制违法者操纵市场的动力。民事赔偿制度调动整个证券市场投资者共同参与监督，增加了操纵者的机会成本，对操纵证券市场违法行为会起到抑制作用。第三，强化民事责任，可以充分发挥司法在最终解决纠纷中的功能。<sup>37</sup>“无救济则无权利”。民事赔偿责任制度通过司法救济补偿损失，保护投资者合法权益，有利于提振证券市场投资者信心。

## （二）操纵证券市场民事责任制度的价值平衡

如上所述，操纵证券市场民事责任具有损失补偿和惩戒功能，以保护投资者合法权益和提振市场信心为目的，因此立法和司法都应立足于此功能和目的，并做到以下价值间的平衡：一是，保护投资者民事赔偿请求权与防止滥诉间的平衡。操纵证券市场行为并非在一瞬间完成，可能经历一个较长的时间周期，涉及投资者人数众多，而司法资源是有限的，因此要兼顾考虑保护投资者诉权和抑制滥诉。美国证券集团诉讼就曾出现过滥诉和恶意诉讼现象。我国虽无集团诉讼制度，但在保护投资者民事赔偿请求权的同时，也需从原告资格、证明责任等方面考量抑制过度诉讼。二是，弥补投资者损失与防止民事责任成为投资保险间的平衡。操纵侵害了投资者公平交易权，投资者在人为制造价格的市场中遭受损失，应当得到补偿，但不能将民事赔偿作为投资保险。投资风险受诸多因素影响，在计算赔偿金额时需要加以区分和扣减，尽管操纵证券市场违法行为涉案金额可能很高，但具体到单个投资者应赔偿的损失却可能很小。三是，操纵证券市场民事责任诉讼中原告与被告间利益的平衡。在防止滥诉、防止被告的赔偿成为原告投资保险的过程中，就体现

---

<sup>37</sup> 参见王利明：《我国证券法中的民事责任制度完善》，载《法学研究》2001年第4期。



了原被告之间的利益平衡。<sup>38</sup>民事责任制度为原告请求赔偿提供便利的同时，也要对赔偿金额应加以限制。

### （三）操纵证券市场民事责任因果关系认定的标准选择

操纵证券市场民事责任因果关系的理论基础与标准选择，应当既反映市场现状和当事人诉求，又符合民事责任制度的初衷。

首先，证券民事侵权责任因果关系的分析框架应建立在因果关系二分法的基础之上。<sup>39</sup>操纵证券市场侵权行为与日常生活中的“由因生果”不同，往往是损害结果已经造成，但原因尚不确定，需要追根溯源。传统一元论的因果关系理论无论是直接因果关系，还是推定因果关系，这种全有或全无式的因果关系判断标准都过于绝对。其中，直接因果关系标准对原告的证明责任最为严苛。采用一般侵权的直接因果关系标准来认定操纵侵权，原告举证责任要求过高。而推定因果关系则又走向另一个极端，如果被告不能证明因果关系不成立则要承担全部赔偿责任。因此，因果关系二分法是一种价值平衡后的技术选择。

大陆法与英美法上的因果关系二分法虽存差异，但二者实际效果殊途同归。通过推定交易因果关系（责任成立因果关系），降低了原告的举证责任，让原本几乎为零的胜诉成为可能，又基于相当因果关系理论在损失因果（责任范围因果关系）的认定上对赔偿金额加以限制和扣减。

第二，对操纵证券市场民事责任推定交易因果关系，是出于对投资者公平交易权的保护，而非欺诈市场理论。欺诈市场理论是虚

---

<sup>38</sup> 参见赵旭东：《内幕交易民事责任的价值平衡与规则互补——以美国为研究范本》，载《比较法研究》2014年第2期。

<sup>39</sup> 参见曾洋：《内幕交易侵权责任的因果关系》，载《法学研究》2014年第6期。





假陈述民事赔偿集团诉讼的基础，在美国立法和司法实践中起初并没有区分操纵与虚假陈述，而是在证券操纵赔偿案中借鉴欺诈市场理论，采用与虚假陈述相同方式推定因果关系。如前文所述，该理论在美国证券操纵案中的应用已经遭到不少质疑，并在司法实践中加以限制。虚假陈述与操纵证券市场是两种不同的违法行为，两者在违法主体、行为表现、持续时间、影响范围方面均不同。因此，在我国对所有操纵行为均参照适用虚假陈述司法解释也缺乏理论依据。

在“非面对面”证券交易中，仍应对采用推定交易因果关系标准。原因主要有三：一是，从操纵行为的影响逻辑分析，操纵会对投资者交易行为产生影响。操纵证券市场的手段多种多样，主要可以分为信息型操纵和交易型操纵两大类。<sup>40</sup>其中，信息型操纵的影响逻辑与虚假陈述类似，操纵者在市场中发布信息误导股价，如蛊惑交易中利用虚假或不确定的重大信息诱导投资者进行交易，“抢帽子”操纵中操纵者公开作出评价、预测或投资建议误导投资者，同时进行反向证券交易。投资者的交易行为受到该信息以及由于信息误导而变化的股价影响，因此，可以适用推定交易因果关系标准。交易型操纵行为故意拉高或压低股价，制造了市场假象。由于被扭曲了的证券价格或交易量会对投资者交易行为造成影响，因此，也可以适用推定交易因果关系标准。两类操纵行为均符合“要不是”测试对交易因果关系的要求。二是，在“非面对面”公开交易的证券市场中，原告对于因果关系举证困难。交易所市场中，投资者人数众多，成交量巨大，交易方式采用集合竞价撮合成交，操纵者和

---

<sup>40</sup> 信息型操纵行为主要包括蛊惑交易操纵、“抢帽子”操纵等。交易型操纵行为主要包括联合或者连续买卖操纵、对倒操纵、洗售操纵、幌骗交易操纵等。



受损投资者的交易并不一一对应或直接接触。因此，投资者客观上无法负担举证交易因果关系的责任。<sup>41</sup>三是，采用推定交易因果关系标准符合我国证券法立法目的和价值选择。目前我国操纵证券市场行为还时有发生，从预防惩戒角度考虑，民事赔偿责任作为刑事责任和行政处罚的补充，加重了操纵者违法成本，起到威慑效果，并且通过对受损投资者实施经济补偿，提振市场信心。

第三，民事赔偿范围应采用净损差额法精确计算操纵行为导致的实际损失。一方面，侵权责任以损失填补为原则，因此要计算因操纵行为而实际发生的损失。根据《虚假陈述司法解释》，虚假陈述民事赔偿的损失金额为投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。被告能够举证原告的部分或全部损失是由其他因素所导致的，对其关于相应减轻或免除责任。即采用毛损益法计算，推定损害赔偿范围为投资者损失差额，对扣减的部分由被告对其他原因致损金额承担举证责任。虚假陈述与操纵的影响逻辑不同，损失计算方式应有所区别。操纵的损害赔偿通常采用的是净损差额法，即计算投资者买入被操纵股票的价格与该股未被操纵状态下的“真实价格”间的差额。“真实价格”的计算一般采用多因子量化模型精确计算，排除各类除操纵行为外的系统性风险和非系统性风险。因此，无须判断操纵者是拉抬还是压低证券价格，通过统合计算投资人在操作行为被扭曲期间以不实价格买入股票受到的损害与卖出股票受到的损害，将二者相加即为合计的损失。<sup>42</sup>另一方面，为了原告

---

<sup>41</sup> 参见樊健：《我国证券市场上交易因果关系的新问题》，载《中外法学》，2016年第6期。

<sup>42</sup> 参见冯果、张阳：《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》，载《证券法苑》，2019年第3期。



与被告间的价值平衡，如果在交易因果关系的举证责任上对原告倾斜，则应当为这种倾斜保护设定一个度。因此，在损失因果关系上应由原告举证哪些损失属于操纵导致的实际损失，并以操纵者违法所得为赔偿金额上限。

## 五、结语

我国证券操纵侵权责任构成要件的主要焦点集中于因果关系。实践中，不同的因果关系理论影响着侵权责任的认定标准，并直接导致截然不同的诉讼结果。司法实践背后的逻辑及价值取向，是基于我国资本市场现状与民事责任损失补偿和惩戒功能之制度设计初衷，应在因果关系二分法的基础之上，基于对投资者公平交易权的保护，推定交易因果关系，降低原告的举证责任，同时根据相当因果关系理论在损失因果的认定上，采用净损差额法精确计算操纵行为导致的实际损失。反观美国证券操纵民事案件的司法实践，对欺诈市场理论在证券操纵案中应用从接受到质疑的转变，是对该理论的一次理性反思，实质上也是在保护投资者赔偿请求权与滥诉之间寻求价值平衡。从两国立法与司法实践来看，在确定操纵证券市场民事赔偿标准时，既要技术评估，更要进行价值判断。在制度实践过程中探寻价值平衡，从而优化完善操纵证券市场民事责任的认定标准。





## 操纵证券市场罪的法律认定及辩护要点

朱伟琳（北京德和衡律师事务所）

谢婧（北京德和衡律师事务所）

当前，资本市场改革日趋深化，上市公司监管规则持续、高频更新，形成“法律-法规-自律规则”三级监管体系，交易所问询函中法律合规事项占比显著攀升，上市公司董监高履职风险防控需求凸显。由此，上市公司法律服务需求已从传统 IPO、并购重组向 ESG 合规、刑事和行政风险防控等领域延伸，相关法律问题呈现出专业化、复杂化、多领域交叉复合的特点。

鉴于上述现状与需求，2025 年 3 月 6 日，德和衡研究院上市公司法律政策研究分院正式宣告成立，标志着北京德和衡律师事务所对上市公司相关业务的研究迈入了一个崭新的阶段。德和衡研究院上市公司法律政策研究分院的核心宗旨在于提升律师在专业领域以及学术层面的素养与能力，进一步整合并优化德和衡体系内涵盖证券及相关领域的专业资源与学术力量，通过学术研究的深度开展来有效带动和引导法律实务工作，进而增强为上市公司提供优质服务的质效。

回溯 2024 年 3 月至 6 月期间，刑民交叉业务中心、证券业务中心以及刑事业务中心联合主办了六期证券领域实务案例交流研讨活动，旨在为业内同行提供一个深入交流证券犯罪案件办案方法的平台，进而全面提升在办理此类案件时的专业能力。如今，基于这些前期研讨活动中所关注和深入研究的各类问题，我们对相关内容进行了



系统性的整理与总结，并将其撰写成系列文章，以飨读者，希望能够为证券领域法律实务的发展贡献一份力量。

摘要：本文首先从规范考察与类型提炼出发，梳理了刑法介入操纵证券行为的正当性及立法沿革，将操纵行为划分为“交易型操纵”与“信息型操纵”两大类型，涵盖连续交易、虚假申报、蛊惑交易等八种具体模式。其次，围绕构成要件展开法律界定，强调行为需具备“优势滥用”特征，结果需影响证券价量并达到“情节严重”，主观故意则通过违法性认知与目的因素综合推定。再次，本文分析了行刑衔接中的证据转化与处罚协调问题，区分了“罪与非罪”“此罪彼罪”“罪轻罪重”的认定难点，结合典型案例阐明操纵行为与合法操作、内幕交易等罪的区别。最后，提出辩护要点，包括利用行政前置程序救济、关注行刑认定差异、依托客观证据否定因果关系或主观故意，以及通过违法所得计算争取轻判。

关键词：操纵证券市场罪；法律认定；辩护要点；行刑衔接

## 一、操纵证券市场罪的规范考察与类型提炼

### （一）操纵证券市场罪的规范考察

#### 1. 操纵证券市场罪的刑法介入

针对市场操纵犯罪的刑法介入问题，美国学者费什和罗斯曾在《哈



佛法律评论》中提出了批判性的观点，其从经济学的角度出发，认为对操纵证券市场行为进行法律规制的成本大于收益。而随着科学技术的发展日新月异，人工智能、大数据等新技术在促进金融产业创新的同时亦为犯罪分子提供了新的手段，从而衍生出形态各异的新型犯罪形式，进行法律规制的成本进一步加大。

但即便如此，不能仅从法律监管成本大于收益的角度就否定刑法介入的正当性，由于操纵证券市场行为人为地扭曲了证券的正常价格，违反证券市场“公开、公正、公平”的基本原则，损害众多投资者的合法投资利益，追究其刑事责任仍有其必要性。首先，价格围绕价值波动是市场的一般规律，一般情况下，证券的供求关系会受到发行公司的资产、经营状况等因素的影响，而操纵证券行为改变了这一规律，误导投资者作出错误的判断。其次，操纵证券交易价格的行为本质上是一种垄断，其行为改变了市场的根本属性，使得市场在运行过程中受到经济活动者排他性的控制与操纵。最后，操纵证券市场的行为虚构了市场的供求关系，严重影响资本这一重要市场资源的优化配置，轻则损害部分投资者的合法权益，重则可能会危害国家金融体系，引发经济危机。为此，有必要对严重操纵证券市场的行为以犯罪论处。

## 2. 操纵证券市场罪的立法沿革

我国的证券市场于 1984 年开始恢复，在当时的条件下，证券还属于新兴领域，行政机关乃至司法机关未能对操纵证券市场行为的危害性形成统一认识，1997 年《刑法》仅规定“操纵证券价格罪”，将





操纵行为明示为“连续交易”“约定交易”“自买自卖”三种。20世纪末期，席卷亚洲的金融风暴敲响了我 国资本市场的警钟，1999年《刑法修正案（一）》将该罪名修改为“操纵证券、期货交易价格罪”，构建起“一体两翼”的规范体系。伴随着实践中资本市场的逐步发展，2006年《刑法修正案（六）》为契合证券犯罪行刑一体化的政策，将罪名修改为“操纵证券、期货市场罪”，删除了原法条中“获得不正当利益或者转嫁风险”的主观要件，并在客观方面进行了一定的修改以保证法秩序的统一性。此后，最高检与公安部在2010年发布《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》（以下简称《立案标准（二）》）中除了明确三种传统行为的立案标准外，还增加了三种操纵手段，分别为“虚假申报”“抢帽子”和“信息操纵”。

其后，最高人民法院与最高人民检察院于2019年发布了《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《解释》）针对操纵证券市场犯罪的行为类型与量刑标准进行了系统化的归纳与梳理，前述的《立案标准（二）》中的相关内容也被正式废除。此后，2021年《刑法修正案（十一）》再次对该罪的内容进行了一定的修改，明确了七种操纵行为。而2022年最高检、公安部发布生效的《立案标准（二）》重新对《解释》中的入罪标准予以确定。

纵观我国操纵证券市场罪的发展历程，可以发现，刑事法律的发展往往落后于实践，刑法对操纵证券市场的行为也逐渐从行政违法的依附性向刑事违法的独立性转变。为应对证券市场层出不穷的操纵



手段，在今后相当长的时期内，依法从严打击证券犯罪会是重要的刑事政策。

## （二）操纵证券市场罪的类型提炼

现行《刑法》第 182 条规定：“有下列情形之一，操纵证券市场，影响证券交易价格或者证券交易量，情节严重的：（1）单独或者合谋，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；（2）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；（3）在自己实际控制的账户之间进行证券交易；（4）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；（5）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；（6）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；（7）以其他方法操纵证券市场的。”同时，《解释》第一条通过对“其他方法”进行列举又增加了两种，构成了我国刑法体系中八种操纵证券市场的具体行为模式，从类型上大体可以分为“交易型”操纵与“信息型”操纵两种。

### 1. “交易型”操纵

在这类操纵中，行为人的优势地位主要表现在资金、持股、持仓和信息等方面，实行行为多表现为滥用上述优势地位进行证券、期货交易，结果要件表现为特定证券、期货产品的价格及交易量因受到控制或影响而呈现出异常性。[\[1\]](#)具体有如下几种：



第一是连续交易操纵，又称“坐庄操纵”，指行为人单独或者合谋，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。其中“联合买卖”是指操纵行为人联合多人在一段时间内共同对某种股票进行买进或卖出的行为；“连续买卖”是指行为人在短时间内对同一股票反复进行买进又卖出的行为。

第二是约定交易操纵，又称“对敲”，是指行为人与他人串通，分别扮演买方和卖方角色，以事先约定的时间，价格和方式相互进行证券交易。这种虚假造势行为会使得其他投资者对市场产生极大误解，导致错误判断而受损，在计算机竞价撮合成交的现代交易模式下，串通双方的买进和卖出数量几乎不可能完全一致，只要时间上和价格上具有相似性，数量上具有一致性，即可成立。

第三是洗售交易操纵，又称“对倒”，是指在自己实际控制的账户之间进行证券交易，实际上是一种自我交易行为，所买卖的证券实际所有权并没有发生转移，但是也会对市场交易价量产生重大影响。

第四是虚假申报操纵，又称“诱骗交易”，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。通过这种方式制造虚假行情，诱骗其他投资者，从而实现对证券交易价格或者交易量的影响。特别是计算机程序交易已经普及，行为人可以通过计算机程序快速下单、撤单，最终不成交，实现高频交易或大量申报，抬高股价。

## 2. “信息型”操纵





在这类操纵中,行为人的优势地位主要表现在其信息或影响力方面,实行行为表现为滥用此种优势地位对信息的发布进行控制与关联交易。结果要件表现为特定证券、期货产品的价格、交易量受到控制或影响而表现出偏离常规。具体有如下几种:

第一是蛊惑交易操纵,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。行为人一般通过公开传播公司投资、重组、行业内幕等所谓重大信息,引起证券市场关注和反应,误导投资者跟风交易,从而影响证券的交易价格和数量,以达到操纵证券市场的目的。

第二是“抢帽子”交易操纵,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。这类操纵主体虽然并不特定,但一般为在财经领域有一定影响力的人员或专业机构,包括各种“财经大V”“炒股专家”、证券咨询机构的工作人员等。其往往先建仓买入,然后利用其影响力在互联网等公众平台对其买入的股票、公司进行公开评价、预测及推荐,影响证券交易价格、交易量,并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易。

第三是重大事件操纵,指通过策划、实施资产收购或者重组、投资新业务、股权转让、上市公司收购等虚假重大事项,误导投资者作出投资决策,影响证券交易价格或证券交易量,并进行相关交易或者谋取相关利益。它与蛊惑交易操纵不同,蛊惑交易是编造并购、重组等虚假信息,而此种操纵是策划相关虚假事项。



第四是控制信息操纵，指通过控制发行人、上市公司信息的生成者控制信息披露的内容、时点、节奏、误导投资者作出投资决策、影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的行为。

## 二、操纵证券市场罪的法律界定

### （一）客观构成要件

#### 1.行为认定

目前，操纵证券市场犯罪的行为的本质学界众说纷纭，主要代表学说有“引诱说”“垄断说”“操纵说”“欺诈说”“滥用优势说”等，具体的行为类型，前文已有所叙述，通过分析仍然能得出各个行为的“最大公约数”。其中，操纵行为前提需要具有某种优势，包括资金、持股、地位、信息、技术等方面，换言之，如果行为人不具有某种优势，则难以对证券市场造成影响，也不可能达到入罪标准。而操纵的核心则是指优势下的滥用行为，即行为人为了达成目的滥用其优势以实现操纵目的。

在具体办理案件时，对于不同的操纵行为，则需要结合其构成要件分别判断。上海一中院发布的《操纵证券市场犯罪案件的审理思路和裁判要点》中归纳总结了各个操纵行为的审查要点。首先是“交



易型”操纵：联合、连续交易操纵案件中，主要审查行为人是否具有资金、持股的优势，是否利用上述优势对证券交易进行干预和引导；约定交易操纵、自买自卖操纵案件中，主要审查行为人实际控制的账户范围及对倒交易方的共谋情况；虚假申报操纵中主要涉及操纵标准的适用问题，计算撤回申报比例时，应分别以证券总申报买入量或者总申报卖出量为基础进行计算，而非以总申报买入及卖出量之和为基础计算。其次是“信息型”操纵：针对蛊惑交易操纵、重大事件操纵，主要审查行为人是否利用虚假或不确定的重大信息，是否策划或实施虚假重大事项；抢帽子交易操纵涉及非持牌机构及一般公民实施抢帽子交易操纵的认定，着重审查行为人的影响力、个人持股信息的披露情况、反向交易情况。控制信息操纵案件中主要审查行为人对信息生成、披露的控制情况及相关交易情况。

## 2. 结果认定

操纵市场犯罪保护的法益是正常的证券市场交易秩序，这种秩序直观表现在交易价格和交易量两个方面。现行刑法第 182 条中不乏“影响证券价格或者交易量”的表述，因此可以认定，市场操纵犯罪性质的确定是“定性”与“定量”的结合。

目前，我国主要以交易价格和交易量两个标准进行替代性认定。交易价格和交易量因素的具体认定因个股不同，故而在认定时无法形成单一固定的标准。在实践中，对证券交易量的认定应将各种标准结合进行综合考察，包括“账户组当日总成交量与同日该股总成交量的比例”“账户组申买（卖）委托总量与该时段委托买（卖）成





交易量的比例”“账户组总成交量与同期该股总成交量的比例”“账户组的对倒交易量占全天交易量的比例”“对倒交易量占账户组同期成交量的比例”。

而对影响交易价格的衡量标准，《中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引（试行）》第14条第3款曾提出了相关认定参考因素，但该文件已被废止，在实践中，主要通过“被操纵个股的交易价格的涨跌幅度”“被操纵个股涨跌幅度与同期该股所在板块的偏离情况”“被操纵个股涨跌幅度与同期行业指数的偏离情况的比较”等因素来认定。[\[2\]](#)

除此之外，虽然目前学界仍有一定的异议，但是理论和实务中多将操纵证券市场罪归类为情节犯，所谓情节犯，指的是不法行为必须满足一定的情节要求方可构成犯罪，而具体的情节既可以是特定的犯罪后果，亦可以是行为人的违法所得等，故而情节犯通常涵盖结果犯的内容。就本罪而言，情节的具体内容大部分仍体现为彰显法益侵害的特定犯罪后果，譬如“连续十个交易日的累计成交量达到同期该证券总成交量百分之二十以上的”，能够认定为“情节严重”进而追究刑事责任，当然也存在违法所得较大的情节，行为人若违法所得在一百万元以上的，亦能认定为情节严重。鉴于《解释》第2条、第3条就对本罪“情节严重”的具体情形作出了颇为繁杂的规定，故不在此全文列举。

### 3.因果关系认定



在操纵证券市场案中，美国证券侵权案件中规定了明示私诉权和默示私诉权，我国部分学者在认定操纵市场侵权的因果关系时借鉴了这一划分方法，将因果关系分为交易因果关系与损失因果关系。在判断操纵证券市场案件中也可以参考使用此种推断方法。

交易因果关系指证券领域欺诈行为与投资者决策之间具有因果关系。证券市场以价格发现为重要功能，证券价格的真实性与准确性取决于各影响因素的真实性。公开交易的证券市场同样适用欺诈市场理论和推定信赖原则来判断投资者的投资决策与操纵行为之间是否存在交易因果关系。根据市场欺诈理论，“市场是充分竞争的 and 健全的，能够及时地吸收所有已经公开的信息，市场价格就是所有这些已经公开的真的和假的信息的综合反映。投资者在不知道失真真相的情况下，出于对市场的信赖，作出了投资的决定，自然也就包罗了对虚假信息的信赖。”<sup>[3]</sup>故而，如果投资者能够证明行为人实施了操纵证券市场的行为，投资者在操纵行为开始日之后、操纵行为影响结束日之前交易了与操纵行为直接关联的证券，即在拉高型证券操纵中买入了相关证券，或者在打压型证券操纵中卖出了相关证券，则应当认定投资者的投资决策与行为人的操纵具有交易因果关系。<sup>[4]</sup>

## （二）主观构成要件

目前，各国对操纵证券市场犯罪的主观要件为故意这一点已然达成共识，因此，在本罪中，主观要件的证明等同于主观故意的证明，即证明行为人明知自己的行为会操纵证券市场，并且积极追求这一



结果的发生。

### 1. 主观故意的证明内容

在美国“半强式有效资本市场假说”理论的指导下，操纵证券市场犯罪主观故意可以分解为三个层次内容：第一，认知因素上行为人明知其行为导致的成交价量可以形成被控制的虚假市场信号；第二，意志因素上行为人有意识地利用被控制的虚假市场信号引起其他市场交易方误判；第三，目的因素上行为人实施上述行为是为了谋取不正当竞争优势获利。

对认知与意志两个因素，通常认为，认知因素主要要求证明行为人对控制状态的认知，达到控制状态的交易行为有合法与违法之分，因而对行为是否合法存在能够认知和不能够认知的区别，故对其证明可以简化为“是否明知自身违法性”。而就意志因素而言，得益于高度固化的证券交易逻辑，证券交易行为被统一设计为单纯追求利益的商事行为，排除了民事行为中的非营利例外，故其证明被极大地简化。

对目的因素是否作为该罪的构成要素，理论和实务界则产生了不同的观点。诚然，2006年《刑法修正案（六）》中删除了“为获取不正当利益或转嫁风险”这一目的要件，但是仍然不能否定目的要素在合理认定市场操纵行为，维护市场秩序，激发市场活力等方面所起到的积极作用。首先，目的因素本身是区分操纵行为与其他市场行为的重要标尺，一些看似正当的操作行为因为具有操纵主观故意





而具有违法性，同理，正当性存疑的客观行为也可能因为操纵主观故意的缺失而丧失违法性。同时从既往的行政处罚案例中可以发现，操纵证券市场作为一个二次违法性的行为，证监会对其的认定往往通过多种客观方式以证明行为人的操纵意图[5]，由此可见行政监管对目的因素的肯定。

## 2. 主观故意的证明路径

在确定了主观故意的证明内容之后，需要进一步明晰其证明路径，以此构建起案件事实通向构成要件的桥梁。

结合操纵证券行为的行政处罚来看，目前针对主观意图的认定路径分为场内因素认定与场外因素认定两种：场内因素认定即以行为人在证券市场的客观行为作为认定依据，场外因素则是客观行为以外用于证明操纵主观意图的依据，包括自认等相关人员证词、聊天记录等书面证据和其他异常行为三种。[6]

从目前操纵证券相关的刑事判决中可以发现，司法机关均采用了刑事推定的认定方法，即根据所证明的基础事实来认定推定事实成立。其中，基础事实的成立，是认定推定事实成立的前提；而推定事实的成立，并不是根据证据事实所直接推导出来的结论，而是法官运用推定规则所作的法律认定。具体而言主要通过以下基础事实推定行为人具备主观故意：

第一，违法行为。在实践中，行为人很少会否认对使用他人账户、



对倒、虚假申报等行为的违法性认识，即便否认，根据“不知法律不免责”原则，只要能证明存在违法行为，即可推断出行为人具有主观故意。

第二，规避监管。一般而言，操纵行为人没有必要额外支付成本去规避监管措施，除非其主观上明知自身交易行为受到监管的限制，因此可以通过其采取规避监管的措施推断其主观故意。

第三，异常交易，在强监管市场中，规则外的利润等同于外发行为产生的利润，除非能提供反证，从异常交易中也可以推断出行为人对自身行为的主观故意。<sup>[7]</sup>由此观之，操纵行为的不合理性是判断的核心标准。

对主观故意的认定还需要证明行为人的不法目的以更精准地打击犯罪，具体可以通过以下途径判断：第一，分析操纵行为，如果行为中反映出操纵者短期获利，就可以认定其目的的不纯。第二，分析操纵行为时市场的具体情况、交易前后的状况综合判断。第三，分析受操纵的证券价格变化与行为人经济利益之间的联系。

### 三、操纵证券市场罪案件中的实务焦点

#### （一）操纵证券市场罪案件中的程序问题

我国《证券法》第 55 条第 1 款规定了“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”的行为。刑法第 182 条除了“利用在其他相关市场的活动操纵证券市场”的内容外，其他规定基本与证券法保持一致。由此可见，操纵证券市场的行为受到行政与刑事的双重规制。同时《证券法》第 219 条规定了“违反本法规定，构成犯罪的，依法追究刑事责任。”这一刑事责任追究的提示性条款，虽然当前绝大多数操纵市场案件仅被视为行政违法行为，但是仍有部分行为触犯了《刑法》第 182 条，此类案件往往涉及证监会与司法机关之间的衔接以及行政处罚与刑事处罚之间的协调问题。

### 1. 行政机关与司法机关的执法衔接

针对证券犯罪中的行刑衔接问题，相关部门早有规定。证监会在 2006 年 3 月 3 日发布实施《中国证券监督管理委员会关于在打击证券期货违法犯罪中加强执法协作的通知》，其中就证券监管机关与公安机关在打击证券期货犯罪方面执法协作方面的诸多问题作出了指示。2011 年最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证券监督管理委员会联合发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，就证券案件移送、证据收集调取、协调会商机制、专业问题认定等方面提出了程序性的意见以完善行政执法与刑事司法的衔接机制。2024 年 4 月 16 日，最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证券监督管理委员会联合发布了新《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，对案件移送、立案规定、刑行衔接等方面作出了完善规定。





行刑执法协作的优势在于，便于证监会与公安机关的及时沟通、交换不同看法，简化案情通报、案件移送程序，进而及时、有效地打击操纵证券市场行为，但是在办理相关案件时仍然不能忽视证券犯罪行刑衔接中的问题。受到当前严厉打击证券期货犯罪的刑事政策的影响，这类案件在取证、沟通、移交等程序方面多强调“一盘棋统一协作”，同时，根据法律规定，在公安机关接收到证监部门移送的线索后应七天内决定立案与否，这种过短的衔接期限会使得证监会一旦立案并移交，该案件则极大概率会进入到刑事诉讼阶段。在实践中，由于这类案件通常附有证监会的认定文件或处罚文件，其中对相关行为已经进行了界定，虽然理论界和实务界对该文件在刑事诉讼中的性质还存在一定的争议，但考虑到证券犯罪案件具有高度专业性的特点，一般情况下如果证监会对案件下了定性，司法机关很难推翻其认定，辩护律师在行为和事实成立的情况下就涉事行为是否属于操纵证券市场的辩护空间就受到了极大程度的压缩。

在行刑衔接中还存在一个重要的问题，即证据的转化与补足。一般而言，对于物证、书证、视听资料、电子数据等实物证据，由于其本身不容易受到人的影响的性质，在行政执法过程中收集的物证可以直接作为刑事证据使用，但这也只是肯定了它们的证据资格，并不意味着对它们证据能力和证明力的当然确认[8]；当事人陈述、证人证言等言词证据容易受到外界干扰，刑事司法程序一般应以重新收集为原则。

## 2. 行政处罚与刑事处罚的协调



由于行政责任和刑事责任在调整对象、责任形式、价值取向上既有相同也有不同，因此在对同一不法行为合并适用行政处罚和刑事处罚时，两者既不应该是“二选一”的互斥关系，也不应该是互不影响的并行不悖的关系，而应该是相互牵连、相互配合、有限吸收的关系。

在操纵证券市场犯罪中，根据《解释》第6条规定，两次以上实施操纵证券、期货市场行为，依法应予行政处罚或刑事处罚而未经处理的，相关交易数额或者违法所得数额累计计算。该规定涉及操纵证券市场行为处理中的刑行衔接问题。在处罚的问题上刑行衔接问题主要涉及以下层面：第一，操纵证券市场的刑行衔接为双向衔接，不仅涉及行政机关移送司法机关，也涉及司法机关移送行政机关。如司法机关对行为人不起诉或者免于刑事处罚的，可移送行政机关进行相应行政处罚。第二，已受过行政处罚的操纵证券市场行为达到入罪标准的，应当依法移送司法机关追究刑事责任，避免“以罚代刑”；行政机关已经给予行为人罚款的，应当折抵相应罚金。第三，操纵证券市场违法行为未达到入罪标准，已受过行政处罚的，一般不累计计算交易数额与违法所得数额后再行追究刑事责任。主要原因在于，根据一事不再罚原则，对当事人的同一违法行为，行政机关不得根据同一事实和同一理由进行两次以上的行政处罚，更加不能重复进行刑事处罚。第四，操纵证券市场违法行为未达到入罪标准，应予行政处罚而未处罚的，累计计算交易数额或者违法所得数额。[\[9\]](#)

## （二）操纵证券市场罪案件中的实体问题



## 1. “罪与非罪”的认定

证券市场本身的变动较大，在办理操纵证券市场犯罪案件中，需要正确把握“罪与非罪”的区分，不能混淆“操纵市场”与“操作市场”之间的区别。在办理相关案件时，应当正视许可的市场操作行为的存在。所谓“许可的市场操作”，主要是指证券发行人、证券发行人控股股东或其他市场参与者在法律法规规定或监管机构许可条件下所进行的证券回购、履行法定或约定义务、稳定价格等交易行为。此外在程序上，也应当允许当事人提出正当化的抗辩，如在短期内高频反复的交易如果是确定存在基于融资需求所提取的短期流动资金，这种存在真实交易目的的客观商业往来行为也不应认定为非法操纵证券市场。

当然，在当事人抗辩不合理的情况下，同样也不能轻易“放纵”犯罪。如在唐某博等人操纵证券市场案[10]中，检方指控唐某博等人控制多个证券账户，采取当日连续申报买入或卖出并在成交前撤回申报等手法，影响证券交易价格和交易量。辩护人认为，本案唐某博虚假申报股票不应认定为操纵证券市场行为，在虚假申报该股票过程中，违法行为没有发生与其所申报的相反的交易，也没有因其所申报的交易而获得利益，并且其已经受到了行政处罚，因此不能再加计。其次，与明示性操纵行为相比，虚假申报操作的影响是一种间接的方式，其影响强度小，持续时间短，对市场的控制能力较弱，且其实际危害小。然而法官认定了唐某博等人操纵证券市场的行为。本案明确区分了虚假申报操纵与合法撤单交易之间的区别，





要求在司法办案中着重审查判断行为人的申报目的、是否进行与申报相反的交易或者谋取相关利益，并结合实际控制账户相关交易数据，细致分析行为人申报、撤单和反向申报行为之间的关联性、撤单所占比例、反向交易数量、获利情况等，综合判断行为性质。

当然，随着时代的发展、技术的进步，司法实践中出现了诸多新型的操纵方式，需要结合具体情况进行分析。如张家港保税区伊世顿国际贸易有限公司、金文献等操纵期货市场案[11]中所使用的操纵方法在法律与司法解释中并没有明确的规定。在本案中，被告方隐瞒实际控制伊世顿账户组、大量账户从事高频程序化交易等情况，规避中金所以对风险控制的监管措施，将自行研发的报单交易系统非法接入中金所交易系统，利用逃避期货公司资金和持仓验证等非法手段获取的交易速度优势，大量操纵股指期货交易，影响期货交易价格或者期货交易量。最终，法院认定伊世顿公司的操纵行为严重破坏了股指期货市场的公平交易秩序和原则，与刑法规定的连续交易、自买自卖等操纵行为的本质相同，可以认定为“以其他方法操纵证券、期货市场的”情形。

## 2. “此罪彼罪”的认定

刑法规定的多个证券期货犯罪罪名与证券交易信息有关，但是具体构成要件有所不同，在实务中也需要进行区分。

在滕某雄、林某善编造并传播证券交易虚假信息案[12]中，法院对编造并传播证券交易虚假信息和虚假信息操纵证券市场（蛊惑交易



操纵)之间进行了明确的区分,虽然二者客观上均实施了编造、传播虚假信息的行为,且足以造成证券价格的异常波动,但构成操纵证券市场犯罪还要求行为人利用证券交易价格波动进行相关交易或谋取相关利益,且刑罚更重。利用虚假信息操纵证券市场是犯罪,编造并传播证券交易虚假信息同样应受刑罚处罚。对于不能证明行为人有操纵证券市场故意及从中谋取相关利益,但其编造并传播证券交易虚假信息行为扰乱证券市场秩序,造成严重后果的,可以以编造并传播证券交易虚假信息罪追究刑事责任,做到不枉不纵。

而朱某某、杨某某、李某某、窦某某利用信息优势连续买卖案<sup>[13]</sup>中则区分了内幕交易与操纵证券市场两个行为。本案中,公诉机关以内幕交易罪对朱某某提起公诉,但是法院经审理,朱某某是基于使杨某某获得更多持股优势的目的,才将相关公司流动资金不足、净利润可能达不到已公告的业绩信息泄露给被告人李某某,并协助李某某将股票减持给杨某某,其行为属于操纵证券市场中的一环,因而构成操纵证券市场罪。虽然上述两个行为都是利用某类信息优势在证券市场进行交易,这两种行为的获利方式均源于信息发布后证券的供求变化和价格变化,具有一定的市场欺诈性,但是二者在主体类型、行为本质、信息范围等方面存在较大的区别,需要结合案情明确进行区分。

在部分案件中,操纵证券市场往往会利用到计算机技术,这就需要对两类犯罪进行一定的界限划分。在赵喆证券交易价格案中<sup>[14]</sup>,法院指出:破坏计算机信息系统罪所针对的客体,是国家对计算机信息系统设立的安全保护制度,而操纵证券交易价格罪(后修改为



“操纵证券、期货市场罪”）所针对的客体是国家对证券的管理制度和投资者的合法权益。被告人赵喆的整个行为，从现象上看是非法侵入了他人的计算机信息系统，修改了他人计算机信息系统中存储的数据，致使他人计算机信息系统的部分信息遭到破坏。这些表象，与破坏计算机信息系统罪相似。但是赵喆并非以破坏国家对计算机信息系统设立的安全保护制度为目的的实施犯罪行为，其行为主观上是想在引起股票价格异常上涨时抛售股票获利，客观上引起了股市价格的异常波动，结果也确实使自己及朋友获得了利益，而给三亚营业部造成 295 万余元的损失。赵喆的犯罪，虽然使用的手段牵连触犯了破坏计算机信息系统罪的规定，但是侵犯的客体是操纵证券交易价格罪所针对的的国家对证券的管理制度和投资者的合法权益，因此构成的是操纵证券交易价格罪，不是破坏计算机信息系统罪。

### 3. “罪轻罪重”的认定

《解释》中将违法所得数额作为判断犯罪情节的标准，行为人操纵证券市场违法所得在 100 万元以上，可以认定为“情节严重”，1000 万以上则可以认定为“情节特别严重”，在特殊情况下 500 万元以上也可被认定为“情节特别严重”。但是在司法实践中，对具体计算区间和价格的确定并没有形成统一的标准，其中主要涉及违法所得的起点与终点的认定。

首先，针对违法所得计算的起点，证监会在计算时所采取的标准并不完全一致。在孟祥龙操纵证券市场案[15]中，孟祥龙于 2016 年 3





月 5 日、3 月 10 日通过大宗交易买入股票，并于 3 月 6 日至 3 月 12 日间实施操纵行为，随后迅速卖出大宗交易买入的股票，从中获利。该案违法所得的计算起点为大宗交易之时。对此，孟祥龙认为，违法所得计算应当以操纵行为的发生为起点。证监会则认为，孟祥龙买入股票后短时间内操纵市场并卖出，大宗交易买入价格就是计算违法所得的成本价格。而在蝶彩资产管理公司操纵证券市场案中，阙文彬与蝶彩资产、谢风华合谋，利用作为上市公司控股股东及实际控制人具有的信息优势，控制恒康医疗密集发布利好信息，人为操纵信息披露的内容和时点，未及时、真实、准确、完整披露对恒康医疗不利的信息，夸大恒康医疗研发能力，选择时点披露恒康医疗已有的重大利好信息，借“市值管理”名义，行操纵股价之实。通过上述一系列信息披露的综合起效，客观上误导了投资者，影响了“恒康医疗”股价，实现了阙文彬高价减持“恒康医疗”的目的，经认定构成操纵证券市场行为。证监会将双方合谋操纵签订“市值管理”协议生效前一日收盘价格作为计算起点。

将两个案例进行比较分析就能看出当前司法实践对于违法所得起点认定存在的问题。在第一个案件中，建仓行为实际上是操纵的预备行为，并非实行行为，但其大宗买入的行为亦可对市场价格造成影响，因此将操纵行为的预备行为付诸实施之时认定为计算违法所得的起点具有一定的合理性。而在第二个案件中，双方合谋通过市值管理之时，实际上也可以视为操纵行为预备行为，若按第一个案件的做法原则上也可以作为计算起点。考虑到禁止操纵行为的立法目的，当操纵行为尚未实际发生作用时，虽然操纵行为人的行为具有可责性，但合谋、签订协议等预备行为，对证券交易价格和交易量



并不存在任何影响可能性，操纵的实行行为尚未真正发生，将此时点作为违法所得的计算起点，其合理性值得商榷。

其次，针对违法所得的终点也即基准日的认定亦极大地影响案件的结果，但是在实践处理中该问题也未能达成共识。部分案件以操纵影响消除日为操纵终点日。在李某某等操纵证券市场案[16]中，法院认定，操纵行为获利的本质是通过扭曲市场价格机制获取利益，操纵行为的终点原则上是操纵影响消除日，在交易型操纵中，如行为人被控制或账户被限制交易的，则应当以操纵行为终止日作为操纵行为的终点。同时，也有以行政调查终结日作为操纵终点日的做法，如证监会《关于操纵证券市场违法所得有关问题的会议纪要》规定，应以调查终结报告确定前调查部门请交易所进行计算的发函日为违法所得计算截止日。在阜兴集团操纵证券市场案[17]中，证监会认为“鉴于大连电瓷复牌后账户组存在继续卖出的事实，应以作出行政处罚前补充调查日为基准日对账户组收益重新计算。”

实践中与基准日确定相关联的司法难题，即认定违法所得是按照账面获利（浮盈）还是实际获利为准，对于这一点，目前法律和司法解释并没有明确的规定，理论和实践中都存在不同的观点与做法。人民法院案例库中收录的李某某等操纵证券市场案[18]中，法院认为“本案操纵证券市场的违法所得不宜以浮盈金额 2.81 亿余元认定，以实际获利情况认定违法所得更为妥当。理由如下：其一，根据被告人李某某等被控制日等日期，审计认定李某某、邱某某等人操纵股票账面浮盈合计 2.81 亿余元。其二，审计截止日后，李某某实际控制的证券账户组内仍持有大量股票未能出仓，主要持仓股票



“大连 A”与“C 科技”在审计截止日后连续数日跌停，持股股价大幅下跌。综上，李某某等人所持股票在审计日后总体出现大幅亏损。审计日后虽非操纵证券市场行为实行期间，但与操纵证券市场行为紧密相关，以实际获利情况认定其违法所得更为妥当。”而在刘某某等人操纵证券市场罪一案中，青岛市中级人民法院则以浮盈来认定违法所得，判决书是这样评判的“公诉机关以案发日为基准日计算刘某某和崔某某等人操纵南岭民爆的违法所得为 9000 余万元，能够客观反映该行为的社会危害性，指控该行为属于刑法规定的情节特别严重情形，本院予以确认。鉴于公安机关介入调查后，被羁押的各被告人已无法控制证券账户继续进行交易，账户组最终产生亏损，本院在决定追缴违法所得时将不再予以追缴，并在决定各被告人的罚金时酌情判处。其中，公安机关查扣在案的交易正川股份及南岭民爆所使用证券账户内归各被告人实际所有的资金，抵作违法所得。”

#### 四、操纵证券市场犯罪的辩护要点

##### （一）充分使用行政前置程序中的救济手段

操纵证券市场罪本身属于行政犯，行政犯具有“二次违法性”的特点，其行为构成犯罪必须以行为人违反了前置法的相关规定为前提。因此，在案件移送前，证监会首先对操纵证券市场的行为违法性进行确认，如果发现其调查的行为构成犯罪，再依法移送公安机关。





值得注意的是，在实践中并非只要达到了立案追诉标准的案件就进入到刑事诉讼程序。一方面，行政处罚的范围本身就大于刑事处罚的范围，即便行政违法行为涉及的金额较大，也不一定会构成刑事犯罪，且刑法过多的干预会限制市场经济的发展，不利于证券交易的创新与发展。另一方面，结合行为人的行为类型、认罚后退赃退赔的程度以及对证券市场的影响等因素，行政机关会与司法机关进行研讨协商，出于节约司法资源、维护市场自由等因素的考虑，也可能考虑不予移送。

因此，在案件进入到刑事诉讼程序之前，当事人一方面要积极利用已有证据进行申辩、沟通与协商，让案件尽可能在行政处罚阶段就消除刑事责任的风险，避免放弃行政救济手段而轻易接受行政处罚结果，案件之后就有移送至刑事诉讼阶段的可能。

## （二）准确把握行刑衔接中的事实认定差异

虽然由最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证券监督管理委员会于 2008 年 1 月 2 日联合发布的《关于整治非法证券活动有关问题的通知》中明确“非法证券活动是否涉嫌犯罪，由公安机关、司法机关”认定，但是事实上，证券监督机关移送的证据往往对后续的程序产生巨大的影响。以证券监督机构出具的认定函为例，虽就其性质实务中众说纷纭，有认定为鉴定意见、检验报告的，也有认定为专家意见的 [\[19\]](#)，但在当前我国司法实践中，法院均肯定其刑事诉讼的证据资格，这种认定函往往是由证券监管机构就操纵证券行为等专业性事项出具的意见和说明，在审判中权重占比较高。



不过在我国，行政执法程序中适用的主要证据标准为“具有明显优势”，而司法机关在刑事诉讼中适用的证据标准为“证据确实、充分，排除合理怀疑”。从这种差异中可以见得，证券监管机关作出的行政处罚决定未必会被司法机关照单全收。因此，如果案件进入到刑事诉讼程序，在辩护的过程中，重点在于在案证据能否达到刑事诉讼对证据标准的要求，即“排除合理怀疑”，如果存在冲突且无法解释的情况，即属于不能排除合理怀疑的情况。

### （三）合理利用客观证据所反映的法律事实

操纵证券市场罪名成立的条件前文已有所简析，对涉及本罪的案件的辩护也可以此为切入点，通过合理利用客观证据来进行辩护。

1.未达“情节严重”标准的辩护。由于本罪将“情节严重”纳入入罪条件，可以反推如果行为人实施了操纵行为，但是没有达到情节严重的程度，则不会构成操纵证券市场犯罪。因而在辩护时应当结合案件具体情况针对性地提出意见，譬如持有或实际控制的流通股份数量并未达总量的百分之十、连续十日累计成交量未达总成交量的百分之十等。

2.非行为人实控账户的辩护。《解释》第五条规定：“下列账户应当认定为刑法第一百八十二条中规定的“自己实际控制的账户”：

（一）行为人以自己名义开户并使用的实名账户；（二）行为人向账户转入或者从账户转出资金，并承担实际损益的他人账户；（三）



行为人通过第一项、第二项以外的方式管理、支配或者使用的他人账户；（四）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；（五）其他有证据证明行为人具有交易决策权的账户。有证据证明行为人对前款第一项至第三项账户内资产没有交易决策权的除外。”其中认定的核心在于“交易决策权”，也就是说，虽然行为人对某个账户存在实际使用，但如果有证据证明其并没有决策权，而是根据其他人的意思进行交易，则存在认定不是行为人实际控制账户的可能性。

3.因果关系的辩护。在信息性操纵案件中，操纵行为与交易价格、交易量之间的因果关系并不是非常明显，因此，信息公布之后普通投资者是否受到影响、市场反应是否过度、交易价格与交易量变动是否异常，也是辩方需要关注的内容。

4.主观故意认定的辩护。对当事人主观目的的审查需要运用部分主观言词证据，在对主观故意的认定进行辩护的过程中，需要根据言词证据之间的出入与矛盾，否定不利言词的真实性。同时，需要细致地分析、汇总、分析在案的客观证据，包括书证和电子数据等，通过客观证据的分析还原当事人的主观目的来认定其是否成立故意。

#### （四）重点关注违法所得认定争取轻罪判决

本罪中，对违法所得的认定关乎罪刑轻重的处理。首先，需要认识到操纵行为获利的本质是通过扭曲市场价格机制获取利益，故而应





当将证券交易价量受到操纵行为影响的期间，作为违法所得计算的时间依据。在辩护的过程中，需要重点关注违法所得的起算日与终止日，合理确定违法所得的金额。

其次，违法所得应当先确认操纵期间内的交易价差、余券价值等获利，而后从中剔除正常交易成本。配资利息、账户租借费等违法成本并非正常交易行为产生的必要费用，不应予以扣除。根据入库案例裁判要旨，对于受其他正常市场因素影响产生的获利，原则上不予以扣除<sup>[20]</sup>。但本文认为这一观点值得商榷，原因在于该部分所得与犯罪行为事实上不具有因果关系。譬如，行为人通过操纵市场将某只股票价格提升为 50 元，建仓时该只股票的起点价格为 35 元，但同时，此时市场平均涨幅为 10%，故而即便没有操纵市场的行为，平仓时股价也会上升至  $35 / (1 - 10\%) = 38.89$  元。行为人的违法所得也就仅为每股  $50 - 38.89 = 11.11$  元而非  $50 - 35 = 15$  元。

最后，以违法所得数额作为操纵证券市场犯罪情节严重程度的判断标准，是为了对行为人科处与其罪责相适应的刑罚，故应以操纵期间的不法获利作为犯罪情节的认定依据；而对行为人追缴违法所得，是为了不让违法者从犯罪行为中获益，故应按照亏损产生的具体原因进行区分认定，因行为人自身原因导致股票未能及时抛售的，按照操纵期间的获利金额进行追缴；因侦查行为等客观因素导致股票未能及时抛售的，按照实际获利金额进行追缴。

根据鲜某背信损害上市公司利益、操纵证券市场案<sup>[21]</sup>的判决，需要注意“交易型”操纵与“信息型”操纵在认定“情节严重”时的



标准差异，前者主要以持股占比、成交量占比来判断，后者则主要依据证券交易成交额、违法所得额。

### 参考文献

[1]参见陈庆安：《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。

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

[3]参见朱锦清：《证券法学》，北京大学出版社2022年版，第223页。

[4]参见“上海高院”公众号：《案例参考册》第74期。

[5]参见陈晨：《操纵证券市场犯罪要素认定的私法观察》，载《证券法苑》2017年第3期。

[6]参见堵温瑜：《操纵证券市场的主观意图要件》，载《清华金融法律评论》第6辑。

[7]参见王波、徐玲：《操纵证券市场犯罪主客观要件的司法认定》，载《人民检察》2022年第16期。



[8]参见陈瑞华：《刑事证据法》，北京大学出版社 2021 年版，第 256 页。

[9]参见上海市第一中院：《操纵证券市场犯罪案件的审理思路和裁判要点》。

[10]上海市第一中级人民法院 [（2019）沪 01 刑初 19 号](#)。

[11]上海市第一中级人民法院 [（2016）沪 01 刑初 78 号](#)。

[12]上海市第二中级人民法院 [（2018）沪 02 刑初 27 号](#)。

[13]上海市第一中级人民法院 [（2017）沪 01 刑初 86 号](#)。

[14]参见《中华人民共和国最高人民法院公报》2002 年第 2 期。

[15]中国证监会行政处罚决定书[2018]12 号。

[16]上海市第一中级人民法院 [（2022）沪 01 刑初 13 号](#)刑事判决。

[17]中国证监会行政处罚决定书[2018]77 号

[18]李某某等操纵证券市场案，入库案例编号：2024-04-1-124-001





[19]参见广东省高级人民法院 [\(2018\)粤刑申337号](#) 驳回申诉通知书，湖北省高级人民法院 [\(2018\)鄂刑终139号](#) 二审刑事裁定书、上海市第一中级人民法院 [\(2016\)沪01刑初78号](#) 一审判决书。

[20]李某某等等操纵证券市场案，入库编号 2024-04-1-124-001

[21]上海市第一中级人民法院 [\(2018\)沪01刑初13号](#)。



## ◎ 市场动态资讯

### 低利率时代银行转型加速，从传统存贷到多元化布局

自 2024 年 10 月以来，国有大型银行率先开启存款利率下调，这一趋势迅速蔓延至中小银行和民营银行，银行存款利率全面迈向“1 时代”。

与此同时，大额存单利率也大幅下调，甚至部分银行直接下架中长期限的大额存单产品。在揽储压力下，银行不得不通过创新手段吸引客户。

面对多重压力，银行加速推进转型之路。一方面，理财、保险和结构性存款成为存款的替代利器，银行通过拓展非利息收入业务，优化收入结构；另一方面，数字化转型成为银行提升效能、降低成本的关键手段。

#### 银行业务模式受冲击

目前，多家银行出现了存款利率“倒挂”的现象，例如 3 年期存款利率高于 5 年期存款利率，或者 2 年期存款利率高于 3 年期存款利率等。

大额存单的利率也进入了“1 时代”。一位来自上海的大额存单投资者曾告诉记者，她在 5 月初于中国银行购买了一笔 20 万元的 1 年期个人大额存单，当时的年利率为 1.45%。然而，当她在几天前查看手机银行时，发现 1 年期大额存单的年利率已经降至 1.2%。她表示，如今高利率、长期限的大额存单越来越少，而且很难抢到。

在降息潮的背景下，商业银行此前普遍下调了大额存单利率，甚至有的银行直接下架了 3 年期、5 年期的大额存单产品。记者注意到，工商银行、农业银行、中国银行最新发售的 3 年期大额存单



年利率已降至 1.55%，而 1 年期和 2 年期产品的年利率仅为 1.2%。与此同时，股份制银行和中小银行也纷纷下调了大额存单的利率，部分银行还对高利率产品实行了限额购买。

在银行存款利率不断下降的形势下，为了吸引更多存款，银行开始尝试各种创新举措。例如，平安银行在 6 月初推出一项“开卡并存入 5 万元即送 LABUBU 盲盒”的活动，而在 5 月末，兴业银行也推出了一项“存款达千万即可获得实习机会”的计划。上述活动一经推出便迅速受到广泛关注，同时也引发了诸多讨论。这背后，实际上反映出商业银行在存款利率持续下滑的背景下，所面临的揽储难题。

银行贷款业务也受到冲击。例如，在消费贷领域，银行为了推销贷款，纷纷在汽车、装修等大额消费场景中使出超低利率优惠。部分银行甚至推出了 5 年免息的汽车金融方案，装修贷利率也降至 2.4%，并搭配贴息优惠，或者赠送各种利率优惠券，将消费贷利率压低至 3% 左右。

在面临多重压力的情况下，银行通过积极创新获客方式来应对是情理之中的选择。然而，业内人士也指出，银行在采取这些措施时，必须考虑业务的可持续性。

上海金融与发展实验室主任曾刚认为，上述调整是银行业在利率市场化深入推进过程中，主动适应市场变化、优化经营策略的必然选择。当前，银行业面临着净息差收窄的压力，资产端收益持续下降，而负债端成本相对较高。中国邮政储蓄银行研究员娄飞鹏也表示，银行暂停发行中长期大额存单、不再提供中长期特色存款的主要目的是降低负债成本、稳定净息差。在银行业对息差收入依赖较高的情况下，银行需要通过降低负债成本来稳定净息差。





## 低利率时代倒逼银行转型

在存款利率下行和客户理财需求增加的背景下，商业银行正拓展多元化业务以自救。

理财产品等正成为存款的替代利器。记者注意到，在存款利率不断下行的背景下，多家银行大力推广理财产品和结构性存款，将其作为存款的替代选择。“这些产品的收益率普遍在2%~3%之间，既能满足客户在低利率环境下对更高收益的追求，又能帮助银行降低整体负债成本。”曾刚指出。

“随着利率的持续下行，存款的吸引力大幅下降，而能够锁定基础收益的保险产品正逐渐成为客户的新宠。”某股份行银行分支机构负责人在接受记者采访时表示，由于推广保险产品可以获得明确的手续费收入，客户经理的业务重心正在逐渐向代理保险、理财等非利息收入领域转移。

据记者调查了解，目前多家银行正在通过大力拓展代销业务收入来缓解净息差收窄的压力。长三角地区多家银行的地方分支机构人士向记者透露，他们正在通过业务转型、优化网点布局以及强化道德风险管控等多方面的综合措施，形成一套“组合拳”，以应对当前净息差持续缩窄的挑战。

今年，多家商业银行在业绩发布会上明确表示，将重点提高非利息收入的比重，以增强经营的稳健性和韧性，拓展“第二收入”。

中信银行研究团队指出，提升非利息收入对于银行而言，不仅是破解存贷款业务竞争困境的重要手段，更是实现多元化发展、增强抗风险能力的核心所在。在低利率环境下，传统存贷业务的盈利空间受到明显挤压，因此拓展中间业务、提升非利息收入已经成为银行的必然选择。



“随着我国居民收入的持续增长以及财富管理意识的逐步提升，财富管理业务的发展前景十分广阔。”在中国银行研究院银行业与综合经营团队主管邵科看来，银行在发展财富管理业务方面具有显著的竞争优势，包括庞大的客户群体、良好的信用基础以及强大的多元化服务能力。

“当前低利率环境下，传统存贷业务的盈利空间受到挤压，适度加大金融市场业务的布局，有助于银行优化收入结构，提升非息收入占比。”某国有行金融市场部人士对记者表示。

今年以来，多家银行通过加强金融市场业务的发展，有效缓解了业绩增长的压力。相关数据显示，今年第一季度，在 A 股上市的 42 家银行中，有 34 家银行的投资收益实现了同比增长。其中，约一半的银行投资收益同比增长率在 20%至 90%之间，更有 10 家银行的投资收益同比增速突破 100%。

### 拓展非息收入，数字化降本

尽管许多商业银行已经开始迈出转型的步伐，但低利率时代才刚刚拉开帷幕。对于未来如何更好地应对这一挑战，不少业内人士认为可以借鉴国际银行的经验。业内人士指出，国际大行的核心应对策略主要体现在两个方面：一方面，通过“非息收入多元化+资产负债结构调整”来稳固收益；另一方面，结合“数字化降本+战略区域布局”来提升竞争力。

“日本的经验无疑具有重要的借鉴意义。”浙商银行首席经济学家殷剑峰指出，低利率环境是一种长期趋势，对银行的直接影响就是净息差不断收窄。在这方面，日本的经验值得参考。

首先，日本银行业的应对策略主要是兼并重组以及减少分支机构，以此来降低成本、优化资源配置。



其次，日本银行业大力推动资金交易、同业业务、外汇等中间业务的发展。

中国建设银行研究院副院长宋效军表示，自 20 世纪 90 年代以来，日本进入了超 30 多年的低利率甚至负利率时期，净息差大幅下降，信贷投放和盈利增长面临巨大压力。面对这一挑战，日本大型银行主要采取了以下策略：

首先，降低信贷业务占比，同时拓展非利息收入来源。通过兼并证券和保险机构，发展投资银行、财富管理等多元化业务，增加佣金、手续费和交易费等收入。

其次，优化资产负债结构。日本推出了金融复兴计划，通过加大不良贷款的核销力度和资产的重组，化解不良贷款的压力。

第三，实施海外业务的战略性扩张。利用海外贷款较高的息差，增加海外净利息收入，提升海外业务在总收入中的占比。

最后，推动数字化转型以降低成本。通过精简网点、合并重组以及流程的数字化，持续压缩运营成本，提高运营效率。

业内人士指出，国外商业银行在优化资产负债结构、提升非利息收入占比以及降本增效等方面的思路和实践，对我国商业银行突破低利率时期的经营困境具有一定的借鉴和启发作用。但同时我国商业银行也具有中国特定环境下的独特差异，具体的实施举措仍需紧密结合我国的实际国情和市场环境。





## 黄金又跳水！已连跌两周刷新近一个月低位，牛市还在吗？

中东局势缓和等因素，令近期震荡走低的金价再度下挫。

当地时间 6 月 27 日，国际贵金属期货普遍收跌，COMEX 黄金期货跌 1.85% 报 3286 美元/盎司，盘中最低触及 3266 美元/盎司，刷新近一个月低位。

至此，国际金价已经连跌两周，近两个交易周累计下跌约 5%，再度失守 3300 美元/盎司关口。

东证衍生品研究院宏观首席分析师徐颖分析称，上半年美国经济在关税政策的扰动下波动增加，黄金在经历了投机炒作后，步入区间震荡阶段。中长期看，美国对外关税政策的反复、地缘政治博弈的增加，美联储降息临近、缩表接近尾声，黄金仍然受益于不确定性以及流动性的释放。

技术面看，金价三次冲刺 3400 美元～3500 美元的区间高点没能成功。徐颖认为，突破当前的震荡区间还需等待更多触发因素，下一波上涨行情的启动还需等待，预计后期走势先抑后扬。

宏观面上，美国经济数据表现疲软。美国商务部公布的数据显示，5 月 PCE 指数同比增长 2.3%，核心 PCE 指数同比增长 2.68%，高于预期，创 2 月以来新高，但个人支出和收入数据低于预期。

行业人士称，尽管“去美元化”交易逻辑（去美元化进程的加速和全球央行购金行为推动金价上涨）对金价走势的影响依旧存在，但市场已经消化这一情绪，随着美国经济放缓增加美联储降息预期，市场对美联储政策走向的分歧也导致金价波动加剧。



今年上半年，关税风险推动金价迭创新高，伦敦金一度站上 3500 美元/盎司，年内最高涨幅一度达到 35%。

“4 月份开始，黄金价格因避险资金集中配置而出现井喷式增长，但随后出现了调整，这主要是因为市场对于历史高点的对标和局部拥挤度过高所致。”博时黄金 ETF 基金经理王祥分析称，黄金市场的波动性上涨主要是由于逆全球化、美元信用减弱以及美国关税战等因素共同作用的结果。

资金流向上，美国商品期货交易委员会（CFTC）公布的数据显示，截至 6 月 24 日当周，投机客减持 COMEX 黄金期货和期权净多头头寸 6142 手，至 130484 手。

据世界黄金协会统计，5 月份全球黄金 ETF 需求大幅下降，为 2024 年 11 月以来首次出现月度资金净流出。受此影响，5 月份全球黄金 ETF 资产管理总规模环比下降 1%至 3740 亿美元，总持仓减少 19 吨至 3541 吨。

海外多重风险因素接连缓和，对金价形成短线的利空因素。永赢黄金股 ETF 基金经理刘庭宇认为，从中长期来看黄金价格驱动逻辑不变，即美元、美债信用走弱趋势下，金价获得支撑。随着美国关税不确定性和赤字率上行，全球“去美元化”趋势加剧，市场持续增加黄金资产配置趋势不变。

华安基金认为，虽然关税缓和，但商品价格易上难下，后续的通胀压力会逐步传导，长周期的滞胀压力仍对美国经济形成挑战。中长期看，美联储降息周期仍在进行，当前降息节奏虽有延后，但在美国经济压力尤其是财政承压背景下，黄金或受益于美联储降息大周期。



## 央行：要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节

6月27日，据央行网站，中国人民银行货币政策委员会2025年第二季度（总第109次）例会于6月23日召开。

会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济持续回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

会议分析了国内外经济金融形势，提出当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强





化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

会议研究了深化金融供给侧结构性改革相关工作，指出要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，充分发挥支持小微企业融资协调工作机制作用，进一步打通小微企业融资的堵点和卡点。着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十届三中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策协调配合，用好用足存量政策，加力实施



增量政策，充分释放政策效应，扩大内需、稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。

本次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席潘功胜主持，货币政策委员会委员李春临、廖岷、宣昌能、李云泽、吴清、康义、朱鹤新、谷澍、王一鸣、黄益平、黄海洲出席会议。徐守本因公务请假。中国人民银行上海总部、辽宁省分行、湖南省分行、云南省分行负责同志列席会议。