
中国A股上市公司 行政刑事法律风险年报(2025)



导读篇

纵深追责时代， 上市公司如何筑牢证券合规防线

2019 年，随着注册制在科创板试点，证券监管也开启了监管与追责体系的重构，而我们的上市公司行政刑事法律风险系列报告的研究从 2018 年开始也已有 8 个年头。

时间行进到 2025 年，这一年，证监会罚没总额突破 81 亿元、证券市场禁入决定同比翻倍、16 家上市公司因财务造假退市。从严监管已全面进入“深水区”，“精细化”和“严处罚”已成为监管执法的核心特征。

对上市公司及董监高而言，要在这一监管周期下筑牢合规防线、规避风险，需要先了解监管的最新执法逻辑，识别高发的合规风险点，才能实现合规风险的前置化防控。

精细化：全链条精准与差异化追责

2025 年案件总量继续维持高位（472 宗）的同时，处罚当事人增至 1556 人，增幅 19.14%，呈现“一案多罚、全链追责”态势，监管逻辑已从“以上市公司为核心”转向“追首恶”与“惩帮凶”并重，配合造假的第三方、中介机构员工、内幕信息外围传递者均被纳入追责范围。

从行刑衔接角度，行政与刑事追责链条全面贯通，最高检对 43 件重大案件挂牌督办，最高法和证监会联合发文确立“刑事移送优先”原则，证券刑事风险前置化趋势显著。行政调查阶段如何防范和控制刑事风险，也成为上市公司及董监高需要重点关注的问题。

针对市场普遍关注的责任边界认定、处罚尺度问题，2025 年证监会发布《中国证监会行政处罚裁量基本规则》，这是证监会首次在证券期货领域建立统一、量化的处罚裁量基准。使董监高等市场主体在履职中能够更精准地把控合规底线，稳定市场预期。

严处罚：资格罚与财产罚两手并重

2025 年是新《证券法》施行的第六年，基本处于新旧法交替适用期的末尾。新《证券法》大幅提升各类违法行为的处罚标准，是 2025 年违法成本呈倍数级跃升的直接原因。

2025 年罚没总额达 81.93 亿元，创历史新高，同比增长 18.02%，首次出现 A 股个人罚款超过五亿元的案件。500 万元以上大额信披违法罚款同比翻倍，出现内幕交易处罚金额达获利额 270 倍的案件。“惩防并举”的监管导向下，顶风作案的经济成本已达到前所未有的高度。

在资格准入方面，全年共作出禁入决定 127 次，较 2024 年的 64 次增长 98.4%，传递出监管部门对上市公司“关键少数”等严重违法者坚决出清的明确信号。

本报告为信达律师发布的第 39 期《中国 A 股上市公司刑事行政法律风险观察报告》，立足 2025 年监管新局，我们试图回应上市公司及其董监高、证券专业机构等几个关切的问题：

- 本年度上市公司及“关键少数”面临的高发证券违法风险有哪些？监管风向发生了哪些新变化？
- 上市公司及相关人员最容易触犯哪些刑事罪名？

- 财务造假与资金占用, 2025 年有哪些容易被忽视的新“坑”?
- 上市公司内幕信息管理的防线在哪些环节容易失守?
- 什么情况下操纵证券市场会从行政违法上升到刑事处罚?
- 上市公司面对证监机构行政调查应该怎么办?

我们希望通过扎实的数据梳理与案例剖析, 为上市公司构建“合规-内控-应对”三位一体风险防火墙提供实证支撑, 助力企业在强监管环境下识别防范事前风险、妥善应对事中危机, 实现基业长青。

年报课题组

2026 年 3 月

目 录

导读篇	1
第一部分 证券监管与刑事风险总览篇	7
一、 证券违法六大核心监管动向	7
(一) 案件总量保持高位, 追责链条更加纵深完整, “严” 监管与“精细”监管两手抓	7
(二) 资格罚与财产罚双创新高, A 股实控人个人罚款首 破五亿	8
(三) 信息披露违法、内幕交易稳居违法风险前二, 中介 机构“看门人”责任压实进入深水区	9
1. 并购重组、破产重整活跃期, 上市公司须构建“信披+内 幕+操纵”三位一体合规体系	9
2. 证券服务机构未勤勉尽责跃居第三大违法类型, 新《证 券法》实施后首现审计机构禁业罚单	11
(四) 上市公司“关键少数”仍为违法风险高发人群, 中介 机构员工、内幕人的合规风险同步凸显	12
(五) 陈述、申辩的实效略有提升, 行政处罚当事人应利 用申辩机会防控后续的刑事风险	13
(六) 16 家上市公司因严重造假而退市, 数量远超往年 14	
二、 2025 年度上市公司刑事法律风险趋势	16
(一) 刑事风险概览	16
(二) 重点防范的刑事风险及其应对	19
1. 证券犯罪追责规模持续扩容, 证券刑事风险更为前置, 上市公司应做好两方面的应对	20

2.职务犯罪风险占比过半，其中董监高自我交易的合规误区值得警惕	21
3.子公司成为上市公司经营端刑事风险高发区	21
第二部分 高发违法犯罪行为特别观察篇	22
三、 【违规信息披露】案件特别观察	22
(一) 行政处罚风险	22
1.财务造假、资金占用持续高发，对违规担保、未披露重大诉讼的监管力度增强，三大风险不容忽视	22
2.罚款大幅提升，首次追责配合财务造假的第三方，审计委员会履职要求趋严	25
(二) 刑事风险：重点防控信披违规“积少成多”的刑事风险	27
四、 【内幕交易或泄露内幕信息】案件特别观察	29
(一) 行政处罚风险	29
1.法定知情人直接交易的占比明显下降，传递型案件成为绝对多数，泄露内幕信息将成为风险预防重点	29
2.新旧法交替适用期接近尾声，内幕交易违法成本大幅增长，顶风作案愈发“得不偿失”	30
3.“内幕信息”作为交易“外挂”盈利比例却不足 75%，市场参与者应当以价值投资为本	32
4.重大资产重组和控制权变更等重大利好成为内幕交易高发的“投机时刻”	32
(二) 刑事风险：司法认定争议亟待明确	33

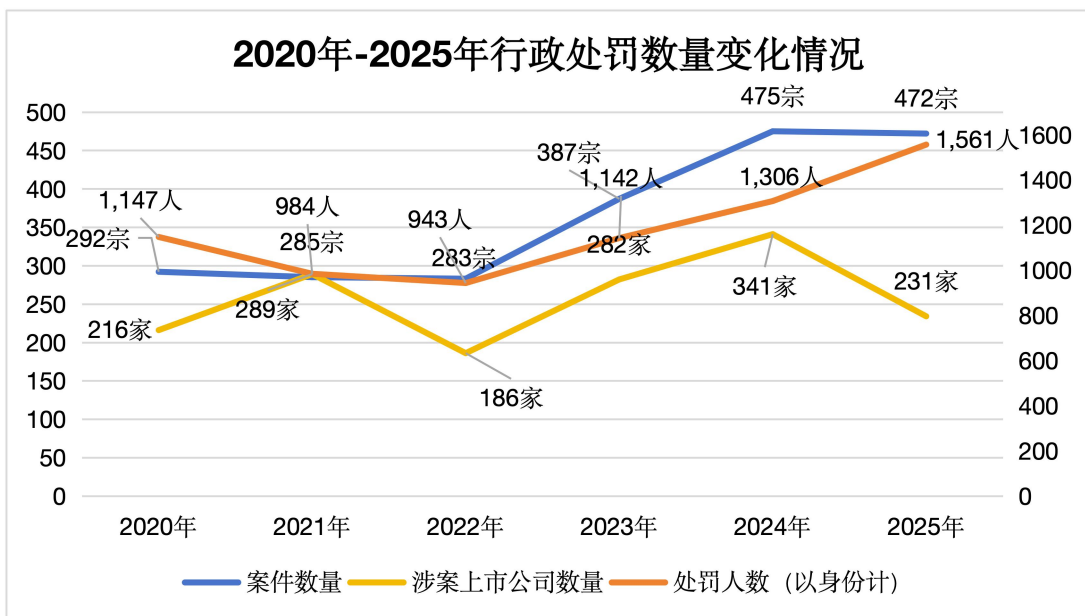
五、 【操纵证券市场】案件特别观察36**(一) 行政处罚风险 36****1.“零容忍”不设限，查积案、净环境 36****2.“虚假申报”被“盯上”，兜底条款全面出击 37****3.个案刑事风险亮红灯，行刑衔接不留空 38****(二) 刑事风险:伪市值管理遭“重刑” 39**

第一部分 证券监管与刑事风险总览篇

一、证券违法六大核心监管动向^[1]

(一) 案件总量保持高位，追责链条更加纵深完整，“严”监管与“精细”监管两手抓

2025 年证监会及其派出机构共披露上市公司证券监管类行政处罚案件 472 宗，数量与 2024 年（475 宗）基本持平。已披露的涉案上市公司数量为 231 家，较 2024 年的 341 家下降了 32.26%，主要原因在于证监部门的部分处罚决定未披露涉案上市公司信息。实际涉案公司数量并未显著减少，证券执法持续严监管态势。



同时，案件数量没有明显变化情况下，行政处罚当事人从 2024 年的 1306 人上升至 1561 人（增幅 19.53%），案均被处罚主体增多，凸显监管部门对单一个案责任主体的深挖力度。

执法逻辑已从传统的“以上市公司为核心”转向“全链条追责”，不仅聚焦上市公司实际控制人、董监高，更延伸至实施违

[1] 本报告所称证券违法风险，指因中国证券监督管理委员会及其派出机构依法作出的行政处罚所引发的上市公司及其相关主体的法律风险。

法行为的关键岗位人员、配合造假的中介机构及外部第三方，实现“追首恶”与“惩帮凶”的双重震慑，呈现“从严监管”和“精细定责”的特征。

（二）资格罚与财产罚双创新高，A 股实控人个人罚款首破五亿

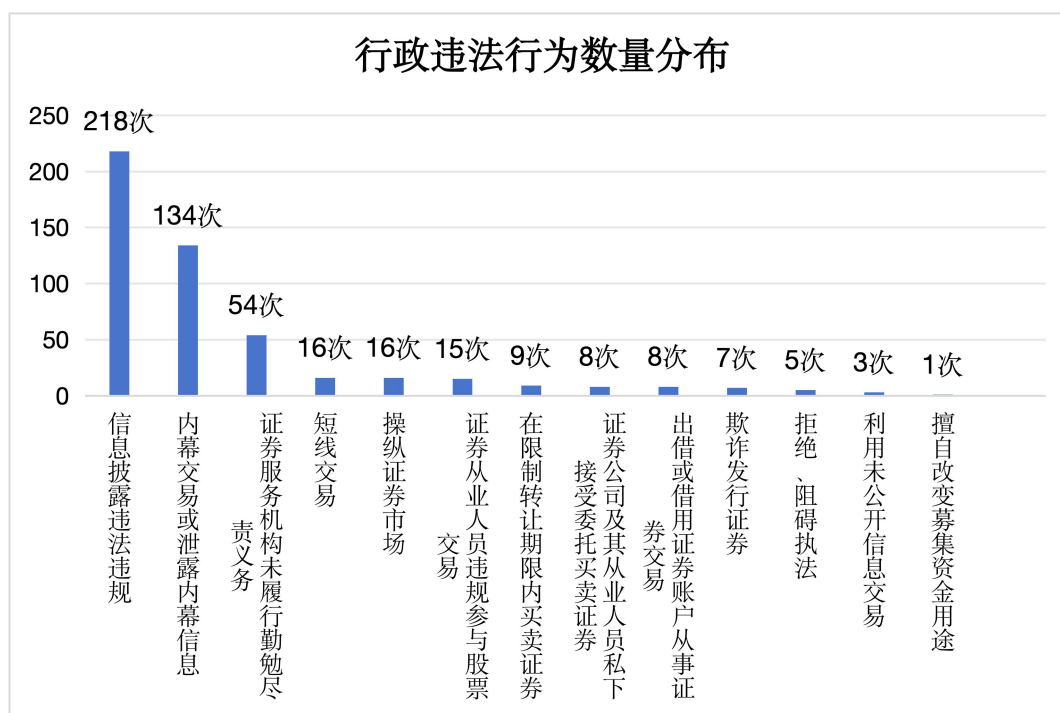
2025 年证监会及其派出机构罚没总额达 81.93 亿元，较 2024 年（69.42 亿）增长 18.02%，较 2023 年（52.24 亿）增长 56.83%，违法成本连年攀升，再创历史新高。

与此同时，证券市场禁入处罚数量大幅增长，全年共作出禁入决定 127 次，较 2024 年的 64 次增长 98.40%，禁入年限的严厉程度也有大幅提升，传递出监管部门对上市公司“关键少数”等严重违法者坚决出清的明确信号。

值得关注的是，往年罚没金额最高的案件多集中于操纵证券市场，而 2025 年的最高金额罚单则来自欺诈发行证券及信息披露违法领域——东*集团因欺诈发行证券、信息披露违法，被处以罚款 5.8324 亿元；其实际控制人李某被罚款 5.8854 亿元，同时终身禁入证券市场。^[2]该案为 A 股公司实控人个人罚款首次突破 5 亿元，成为财务造假“零容忍”、“追首恶”的代表性案例。

^[2] 河北证监局行政处罚决定书〔2025〕1 号

(三) 信息披露违法、内幕交易稳居违法风险前二，中介机构“看门人”责任压实进入深水区



1. 并购重组、破产重整活跃期，上市公司须构建“信披+内幕+操纵”三位一体合规体系

报告期内，472 宗行政处罚案件中，共录得 13 类合计 494 次违法行为。^[3]与过往信息披露、内幕交易、操纵市场三类违法行为高发的格局不同，2025 年信息披露违法、内幕交易稳居前两大违法行为，合计占比达 71.26%。

其中【信息披露违法违规】案件共 218 次，占比 44.13%，位列所有违法行为类型之首，财务造假依然是该领域的惩治重点。【操纵证券市场】案件数量明显回落，从上一年度的 42 次降至 16 次（降幅达 61.90%），与短线交易并列第四。

结合 2025 年并购重组、破产重整等资本动作频发的市场背景，证监会年内发布的《上市公司监督管理条例（征求意见稿）》《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》

^[3] 对同一宗案件出现多种行政违法行为的情况，在不同违法行为数量统计过程中进行单独计算。

中均强调规范收购、资产重组、破产重整行为，防范利用资本运作损害投资者利益。

本年度多起违法案件在并购重组或破产重整阶段发生，包括利用破产重整（预重整）重大进展信息实施内幕交易^[4]，并购重组期间内幕信息泄露、重组终止^[5]，上市公司购买标的股权披露的《重组报告书（草案）》存在虚假记载等^[6]。

从案发特征梳理，两类合规风险上市公司需要重点防控：

一是并购重组环节的信息披露不完整不准确、内幕信息知情人管理疏漏导致的信息泄露、交易定价不公允引发的利益输送、借机“炒信息”操纵证券市场等问题；

二是破产重整环节的信息披露不合规（如未如实披露退市风险、历史资金占用/违规担保情况）、重整方案损害中小股东利益、隐匿转移核心资产等情形。

可见，对上市公司而言，并购重组、破产重整等资本运作不是单纯的市场化交易行为，而是对上市公司全流程合规管控能力的考验。

^[4] 中国证监会行政处罚决定书〔2025〕150号

^[5] 上海证监局行政处罚决定书〔2025〕38号

^[6] 安徽证监局行政处罚决定书〔2025〕5号

2. 证券服务机构未勤勉尽责跃居第三大违法类型，新《证券法》实施后首现审计机构禁业罚单

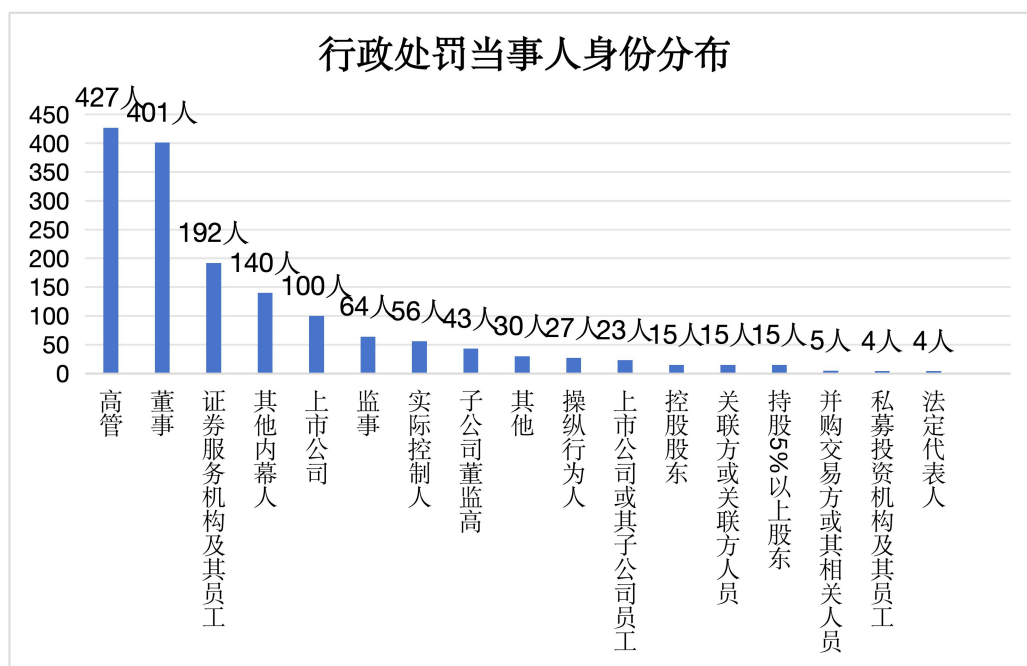
2025 年证券服务机构未勤勉尽责案件共计 54 次，占比 10.93%，超过操纵证券市场案件，跃居第三大违法类型。可见中介机构“看门人”责任压实已进入落地深水区，监管部门在严打上市公司端违法行为的同时，将中介机构执业质量作为防控证券风险的另一核心。

代表性案例为永*会计师事务所未勤勉尽责案^[7]——该所因在多家上市公司年报审计工作中存在审计程序严重缺失、关键审计证据未核实等重大执业缺陷，甚至出现项目组成员主动配合上市公司造假的恶性行为，最终被证监部门罚没合计 7660.38 万元，并被禁止从事证券服务业务，成为新《证券法》实施以来首家被禁入证券服务业务的审计机构。

为进一步完善中介机构监管的规则体系，2025 年国务院发布《关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》，财政部、中国证监会修订《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法》，规制中介机构证券行业准入和执业收费两大核心痛点。一方面抬高行业准入门槛，强化执业资质动态核查，清理“带病”执业机构；另一方面遏制中介机构“低价竞争、减配服务”的恶性经营模式，从根源上杜绝中介机构为逐利放松执业标准、趋利履职。

^[7] 中国证监会行政处罚决定书〔2025〕113 号、江苏证监局行政处罚决定书[2025]24 号

(四) 上市公司“关键少数”仍为违法风险高发人群，中介机构员工、内幕人的合规风险同步凸显



2025 全年包括自然人、法人、其他组织在内的行政处罚当事人合计 1252 人，以身份计合计 1561 人^[8]。

上市公司“关键少数”^[9]仍是证券违法风险的高发群体，处罚人数达 963 人，占总处罚身份的 61.69%，占比与 2024 年基本持平。

在中介机构和签字合伙人、项目负责人等具体执业人员被同步追责的“双罚制”下，证券服务机构及其员工合计被罚 192 人，位列第三位。

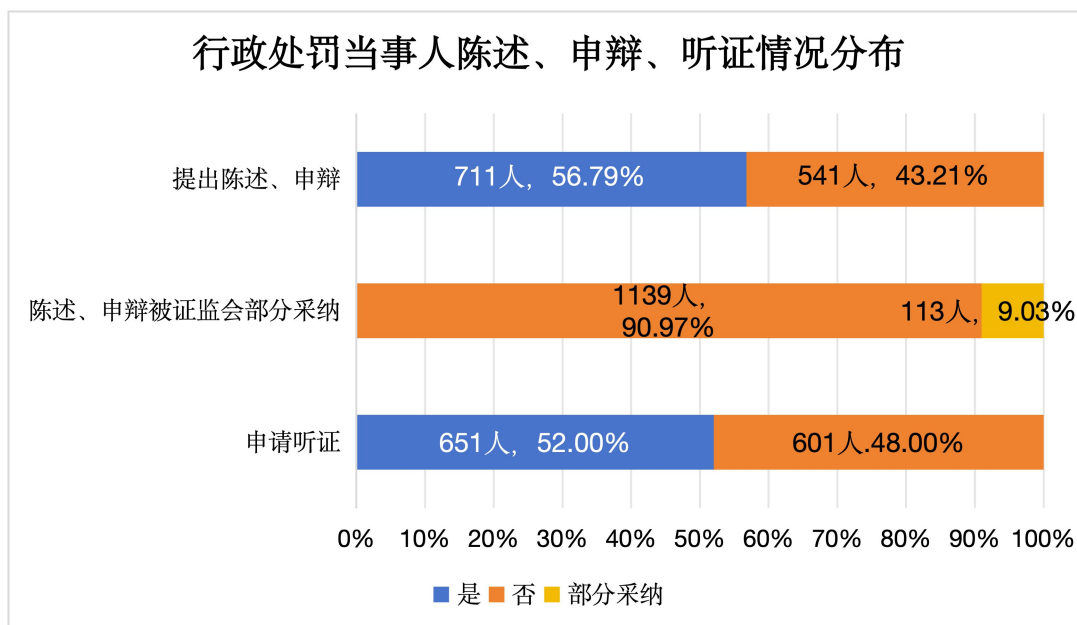
被处罚的其他内幕人达 140 人，说明监管对于内幕信息传播的排查链路从上市公司内部延伸至上下游合作方、内幕信息知情人亲友等外围主体，实现全链条覆盖，内幕人的违法风险不断抬升。

^[8] 笔者注：如无特殊说明，本报告下文所指“行政相对人人数”均以当事人身份类型计算。

^[9] 关键少数范围包括：上市公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高管。

(五) 陈述、申辩的实效略有提升，行政处罚当事人应利用申辩机会防控后续的刑事风险

报告期内，1252 名行政处罚当事人中，711 人行使陈述申辩权，占比 56.79%。陈述申辩部分采纳率为 9.03%，相较 2024 年（7.34%）略有提升。



从申辩意见被部分采纳的案例看，被采纳的多为关于量罚的申辩意见，关于定性的申辩意见被支持的情况罕见：

信息披露违法案件中，陈述申辩被采纳的主体 74.14% 为上市公司董监高，采纳理由集中于“积极履职、配合调查”与“参与程度”上。如王某、杨某在 ST*道信息披露违法案中，因能提供多次现场履职、参加会议的证据，证明其已尽到合理注意义务，获得部分认可，调减罚金^[10]。

内幕交易被部分采纳的意见集中在量罚调整^[11]，而操纵证券市场案件申辩焦点在于“账户控制关系认定”和“股票认定”上^[12]，此类事实问题如被采纳，可影响违法所得的计算基数，进

^[10] 深圳证监局行政处罚决定书〔2025〕9号

^[11] 中国证监会行政处罚决定书〔2025〕124号、〔2025〕99号

^[12] 中国证监会行政处罚决定书〔2025〕65号、〔2025〕59号

而改变处罚尺度。但该类申辩需要扎实的证据链支撑，往往依赖专业的证据组织与法律分析。

值得注意的是，行政处罚案件陈述申辩的价值不止于降低行政处罚力度，更在于防范后续的刑事风险。如信息披露案件中，被监管采信的“未实际参与财务造假”、“主动配合调查”等情节，会直接作为后续刑事程序中责任认定的参考，甚至可以直接排除刑事责任的适用（是否具有犯罪故意）。因此，在行政调查初期即聘请专业律师介入，不仅是为了应对行政处罚，更是为了在刑事风险到来前，争取有利的事实和责任认定基础。

（六）16 家上市公司因严重造假而退市，数量远超往年

2025 年，退市公司达 29 家，相较于 2024 年（52 家）下降 44.23%，但值得注意的是，29 家退市公司中，有 16 家上市公司因为严重造假而退市，占比过半，数量远超往年^[13]。其中 5 家上市公司触发重大违法强制退市情形，占强制退市总数的 20.83%，较 2024 年（2 家）增长 2.5 倍。

16 家造假退市公司中仅 5 家归入“重大违法类”，原因在于财务造假退市通常存在三条路径：一是直接触发重大违法退市；二是财务造假该年度的相关财务指标实际已达到财务类退市条件，触发财务类退市；三是财务造假曝光后引发股价崩盘，触发交易类退市。因此，剩余 11 家公司或通过后两条路径出清市场。

^[13] 吴清主席在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上答记者问，来源：中国证监会官网，<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c7618555/content.shtml>，最后访问日期：2026 年 3 月 13 日。

退市情形分类		一季度	二季度	三季度	四季度	合计
主动退市		1	2	2	0	5
强制退市	财务类	0	1	7	0	8
	交易类	3	5	0	2	10
	规范类	0	0	1	0	1
	重大违法类	2	1	0	2	5
合计		6	9	10	4	29

吴清主席提出，2026 年证监会将多措并举提升财务造假综合惩防效能，推出上市公司监管条例，严惩造假。^[14]可以预见，2026 年因财务造假退市的上市公司数量仍将保持高位。

^[14] 吴清主席在十四届全国人大四次会议经济主题记者会上答记者问，来源：中国证监会官网，<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c7618555/content.shtml>，最后访问日期：2026 年 3 月 13 日。

二、2025 年度上市公司刑事法律风险趋势

(一) 刑事风险概览

课题组在《中国上市公司刑事法律风险蓝皮书(1996-2018)》中,根据刑事法律风险对上市公司影响程度的不同,分为以下三类:

A 类刑事法律风险:上市公司或其子公司作为被告单位被追究刑事责任的法律风险。

B 类刑事法律风险:上市公司强相关人员^[15]作为被告人被追究刑事责任的法律风险。

C 类刑事法律风险:上市公司或其子公司作为刑事诉讼被害单位的法律风险。

本年度上市公司的刑事风险覆盖范围和影响程度均有所升级。全年共录得 128 起上市公司刑事法律风险案件,风险频次合计 137 次^[16]。

其中,超八成为 B 类风险,即董监高、实控人等强相关人员,仍是刑事风险高危人群(占比 83.94%, 115 次);A 类风险同比增长 250%(占比 10.22%, 14 次),上市公司及子公司被刑事追责的案件明显增多;C 类风险录得 8 次,占比 5.84%。全年涉案人员身份频次达 246 次,较 2024 年的 214 次增长约 15%。

^[15] 上市公司强相关人员是用来说明上市公司人员的职务地位和行为后果与上市公司之间关联性强弱程度的专用术语,其中关联程度较高的,称为强相关人员,关联性较弱的,称之为弱相关人员。参见洪灿:《中国上市公司刑事法律风险蓝皮书(1996-2018)》,中国检察出版社 2018 年版。

^[16] 笔者注:法律风险频次合计为 137 次,与上市公司刑事法律风险案件数量不一致。原因:部分案件同时涉及两类以上法律风险时,将所涉类别的法律风险分别计算。

序号	类别	案由	案由频次	涉案人员身份	频次
1	A 类	欺诈发行证券罪	4	上市公司	4
2		骗取出口退税罪	3	子公司	3
3		污染环境罪	2	子公司	2
6		非法买卖爆炸物罪	1	子公司	1
7		破坏计算机信息系统罪	1	子公司	1
8		合同诈骗罪	1	子公司	1
9		串通投标罪	1	上市公司	1
10		内幕交易罪	1	上市公司	1
11	B 类	其他未披露罪名（被采取“留置” ^[17] 或刑事强制措施)	79	董事	57
				实际控制人	50
				高管	30
				控股股东	24
				子公司董监高	2
				监事	1
				法定代表人	1
12		操纵证券市场罪	7	实际控制人	5
				控股股东	4
13		违规披露、不披露重要信息罪	4	董事	4
				高管	7
				实际控制人	2
				控股股东	1
14		职务侵占罪	4	公司或子公司员工	1
				实际控制人	2
				董事	2
				子公司董监高	1
15	内幕交易罪	2	控股股东	1	
			实际控制人	2	
16	挪用资金罪	2	实际控制人	1	
			子公司董监高	1	
17	串通投标罪	2	董事	1	
			公司或子公司	2	

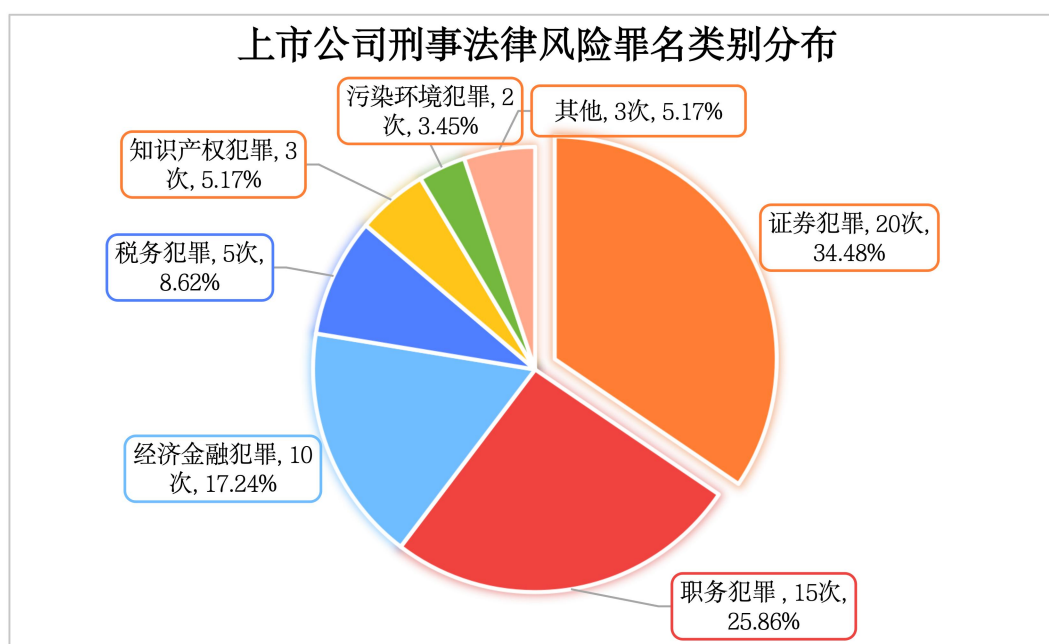
^[17] 从程序上对比监察机关立案调查并采取留置措施的案件和公安机关立案侦查案件,《监察法》第四十五条列举了监察案件调查结束后的处理程序,其中第一款第四项规定:对涉嫌职务犯罪的,监察机关经调查认为犯罪事实清楚,证据确实、充分的,制作起诉意见书,连同案卷材料、证据一并移送人民检察院依法审查、提起公诉。根据前述规定,被调查人被追究刑事责任是监察机关根据调查结果作出的处理方式之一,并不是所有的监察案件均会被追究刑事责任,但不可否认的是,监察程序是我国追究职务犯罪犯罪嫌疑人刑事责任的法定途径,监察程序的启动也意味着职务违法犯罪行为追责程序的启动。因此在监察案件发案频率较高的情况下,为了保证刑事风险观察数据的全面性,课题组对被监察机关立案调查并采取留置措施的“类刑事风险”案件纳入刑事法律风险的观察范围,以期给市场更加全面的风险数据参考。

序号	类别	案由	案由频次	涉案人员身份	频次
				员工	
18		挪用公款罪	2	董事	2
19		滥用职权罪	2	董事	2
20		骗取出口退税罪	2	子公司董监高	2
21		违法发放贷款罪	1	董事	1
22		受贿罪	1	董事	1
				法定代表人	1
23		伪造公司印章罪	1	高管	1
24		危险驾驶罪	1	高管	1
25		合同诈骗罪	1	子公司董监高	1
26		对非国家工作人员行贿罪	1	子公司董监高	1
27		背信损害上市公司利益罪	1	实际控制人	1
				董事	1
				高管	2
28		欺诈发行证券罪	1	董事	1
				高管	5
29		侵犯商业秘密罪	1	子公司高管	1
				公司或子公司 员工	1
30	C 类	合同诈骗罪	4	子公司	1
31		侵犯商业秘密罪	2	子公司	2
32		职务侵占罪	2	上市公司	1
	子公司			1	

(二) 重点防范的刑事风险及其应对

那么, 上市公司的刑事风险主要集中在哪些罪名呢? 从 2025 年已披露明确罪名的涉刑案例来看, 共涉及 7 大类罪名。其中证券类犯罪为最高发的风险类别, 占比达 34.48%; 其次为职务类犯罪, 占比 25.86%, 两类风险合计占比超六成, 是上市公司合规体系需要优先筑牢的两道防线。

此外, 2025 年刑事风险的多样性有所提升, 非法买卖爆炸物罪、破坏计算机信息系统罪等以往被认为和资本市场主体关联度较低的“冷门”罪名均有出现。这意味着上市公司既要守住证券合规、反舞弊反腐败、财税规范等传统红线, 也需警惕生产经营各环节的合规问题累积引爆的刑事风险。



1. 证券犯罪追责规模持续扩容，证券刑事风险更为前置，上市公司应做好两方面的应对

2025 年对证券犯罪的刑事追责已常态化：全国检察院起诉财务造假、内幕交易等证券犯罪 418 人^[18]；公安部侦办上市公司涉刑案件 70 余起，证监会移送涉刑线索 130 余起。^[19]可以预见，随着行刑衔接机制不断深化，证券犯罪追责的广度和深度将持续拓展，上市公司面临的刑事合规压力将进一步加大。

值得一提的是，过往证券犯罪追责普遍遵循“行政先行、刑事后置”程序，公安直接受理未经证监会前置审查的证券犯罪案件较为少见。但 2025 年最高法、证监会联合发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》，明确在证券执法领域更好落实“刑事移送优先”原则。这代表着上市公司及其“关键少数”面临的证券刑事风险将更加前置化。

从具体罪名来看，操纵证券市场（7 次）、违规披露、不披露重要信息（4 次，多为保壳类财务造假）、内幕交易（3 次）为最高发三类罪名。为此，本报告在第二部分分别对该三大罪名进行专门分析。

对上市公司而言，如遇证券犯罪风险，需重点做好两方面应对：一是抓住行政调查的黄金缓冲期，在证监会处罚阶段通过听证、申辩等程序尽量化解风险，提前研判证据做好刑事应对准备；二是建立董监高涉刑后的经营权交接、舆情应对预案，最大限度降低刑事风险对企业正常经营的冲击。

^[18] 最高人民检察院工作报告（审议稿），<https://mp.weixin.qq.com/s/lprZEzj-Rn1ivJdYytLzKA>，最后访问日期：2026 年 3 月 16 日。

^[19] 公安经侦部门依法严打证券期货犯罪 切实净化市场生态，<http://www.csrrc.gov.cn/xiamen/c105636/c7612914/content.shtml>，最后访问日期：2026 年 3 月 16 日。

2. 职务犯罪风险占比过半，其中董监高自我交易的合规误区值得警惕

2025 年 58 名上市公司强相关人员被留置（或解除留置），15 起已披露罪名的职务犯罪刑事风险，合计占案件数量比例 57.03%。随着部分行业的持续反腐整顿，可以预计上市公司相关人员的职务犯罪风险也将在这段时间内持续。

在诸多职务犯罪类型中，董监高利用职务便利让上市公司与自己实际控制的公司进行交易（即“自我交易”）是实务中最为常见、也最容易被忽视的风险点。

以“宝*能源前高管涉嫌职务侵占案”为例，该高管被指控将公司资产低价出售给其控制的公司，并虚构财务顾问费名义转移资金。辩方的主要辩点在于，上述交易已获实控人同意，并履行了相应审批程序。

然而，自我交易的关键是董监高在事前是否向公司披露交易对手方由其实际控制。虽然该高管辩称实控人知情，但根据公司章程规定，董监高自我交易需符合章程规定或经股东会决议同意。上市公司实控人个人知情不等于公司法人意志，更无法替代公司的决策程序。如未履行自我交易的披露义务和股东会决议，仅履行了一般大额交易的审批程序，董监高的自我交易行为还是存在职务侵占的风险。^[20]

3. 子公司成为上市公司经营端刑事风险高发区

A 类风险中子公司涉案占比超 60%，案由覆盖骗取出口退税、非法买卖爆炸物、合同诈骗等生产经营环节；C 类被害风险中，子公司也是合同诈骗、侵犯商业秘密的主要受害主体，暴露出多数上市公司对子公司的合规管控存在明显短板，导致子公司的刑事风险传导至上市公司。

^[20] 该案目前仍在审理过程中，暂无生效判决。

第二部分 高发违法犯罪行为特别观察篇

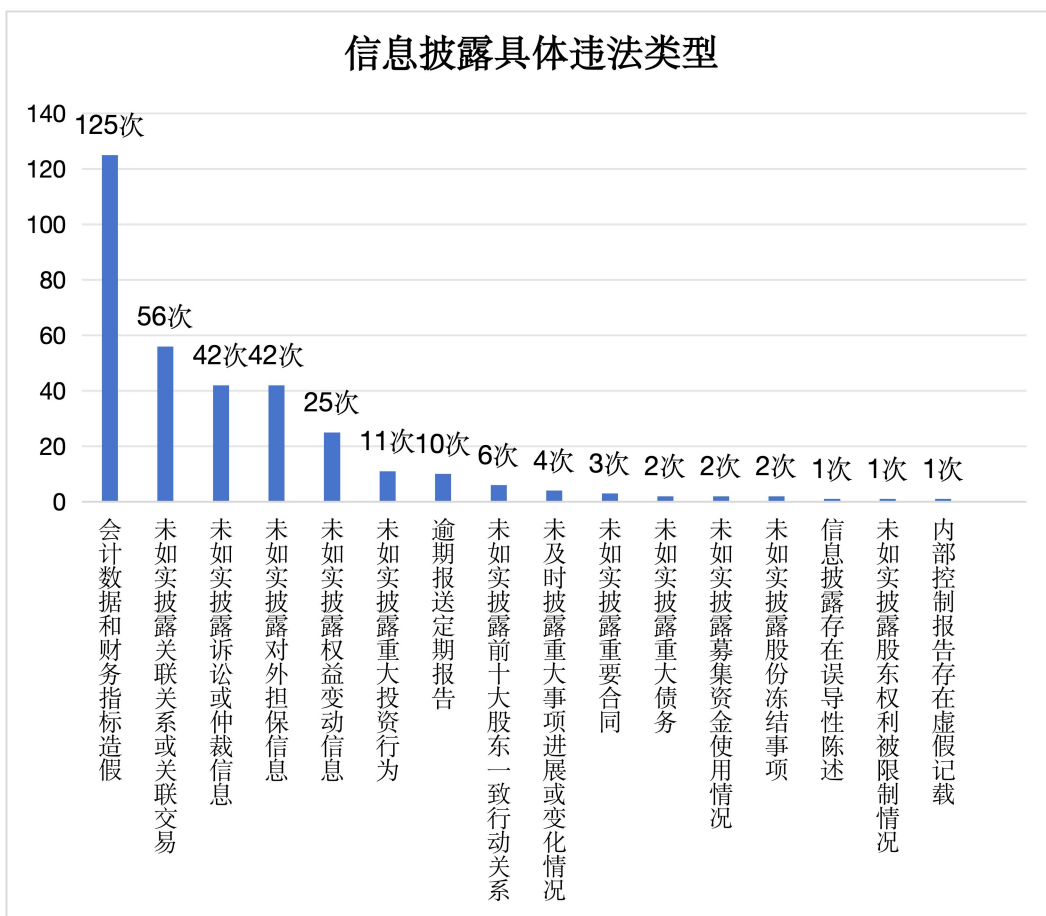
三、【违规信息披露】案件特别观察

(一) 行政处罚风险

1. 财务造假、资金占用持续高发，对违规担保、未披露重大诉讼的监管力度增强，三大风险不容忽视

2025 年，信息披露违法依然是上市公司面临的核心违规风险。在全部 218 宗【信息披露违法】案件中，违规类型集中于前四类，分别为：

(1) 会计数据和财务指标造假（占比 37.54%），（2）未如实披露关联关系/交易（占比 16.82%），（3）未如实披露诉讼或仲裁信息（占比 12.61%），（4）未如实披露对外担保信息（占比 12.61%）。



与 2024 年对比,财务造假和关联交易/资金占用两类传统高发情形仍占据半壁江山(合计占比 54.36%),但较 2024 年占比下降 16.88%。重大诉讼、对外担保的占比则从 2024 年的 5.11%、2.69%大幅提升至 12.61%,成为监管重点。

总体而言,2025 年有以下三个的风险趋势值得关注:

(1) 财务造假仍以虚构业务、空转贸易为主流,此外,采用“总额法”虚增收入,成为 2025 年的突出风险点。

根据《企业会计准则第 14 号——收入》第三十四条规定,只有承担存货、定价、信用风险的「主要责任人」可按已收或应收对价总额确认收入,仅赚取佣金的「代理人」需按净额确认收入。总额法造假的本质,是上市公司在仅扮演代理人角色时,错配总额法确认收入,以做大营收规模。

如华*传媒因子公司广告代充值业务采用总额法,虚增营收、成本合计超 4 亿元^[21];海*能源^[22]、广*药业^[23]、创*信息^[24]等多家企业也因此类操作被罚。

监管机构在认定时,采取了“穿透式”审查,重点核查商业实质——即公司是否实际承担存货风险、是否拥有定价自主权、是否承担信用风险等。同时压实了董监高,尤其是财务负责人的责任。因此,上市公司的财务人员需穿透判断业务实质,代理人角色业务必须严格采用净额法确认收入,避免被追究“未审慎判断业务性质”的责任。

^[21] 海南证监局行政处罚决定书〔2025〕1 号

^[22] 浙江证监局行政处罚决定书〔2025〕9 号

^[23] 湖北证监局行政处罚决定书〔2025〕7 号

^[24] 四川证监局行政处罚决定书〔2025〕5 号

(2) 资金占用呈现明显的“交易掩盖”趋势，具备真实交易背景的往来，也可能因资产交割拖延等原因构成资金占用

2025 年资金占用已从简单粗暴的直接划转往来款，演变为更隐蔽的“交易掩盖”模式。易被上市公司忽视的是，即便交易具备真实商业背景，若履约过程偏离商业合理性，也可能被穿透认定为资金占用。

结合 2025 年的监管案例，“交易掩盖”资金占用可分为两种模式：

一是通过虚构业务、预付款的方式套取资金。即通过签订采购、工程合同，以“预付款”名义向供应商付款，资金经多层流转最终流向关联方。华*电子^[25]、ST*利^[26]、海*能源^[27]等案均属此类。监管核查重点在于预付款支付节奏是否匹配合同约定、供应商是否具备对应履约能力、资金最终流向是否与关联方资金需求重合等。

二是真实交易，但付款后资产交割拖延，形成变相占用。这类模式迷惑性最强，通常具备股权收购、资产购买等真实交易背景，但上市公司提前支付远高于行业惯例的预付款甚至全额款项，关联方长期拖延资产交割，导致变相占用。

如在爱*科技案^[28]中，上市公司向控股股东支付 2.49 亿元（总价的 95%）股权转让款，但股权过户手续拖延近一年半才完成。尽管交易最终落地，监管认定资金滞留期间构成资金占用。

^[25] 吉林证监局行政处罚决定书〔2025〕1 号

^[26] 湖南证监局行政处罚决定书〔2025〕5 号

^[27] 浙江证监局行政处罚决定书〔2025〕9 号

^[28] 浙江证监局行政处罚决定书〔2025〕21 号

(3) 诉讼、担保两类信披违规行为高度交织，两类事项即便存在因果关联，也会被认定为独立违法行为分别追责

2025 年多家上市公司同时因未对外披露重大诉讼、违规担保被处罚。该两类违规往往相伴而生，未披露的对外担保属于上市公司隐性表外负债，一旦债务人无法履约、债权人起诉主张担保责任，该风险便会转化为须披露的重大诉讼。如鹏*士案^[29]中，上市公司先后隐瞒 17 亿元关联担保及对应 11.2 亿元违约诉讼，最终被处以 600 万元罚款。

监管定性上，二者为独立违法行为。在鸿*兴业案^[30]中，该上市公司董秘提出“二者构成想象竞合”的申辩未获采纳。法理在于，前者违反的是担保发生时“应审议披露”的义务，后者违反的是诉讼发生后“应知悉披露”的义务，触发时点与义务类型均不同，故不能合并。

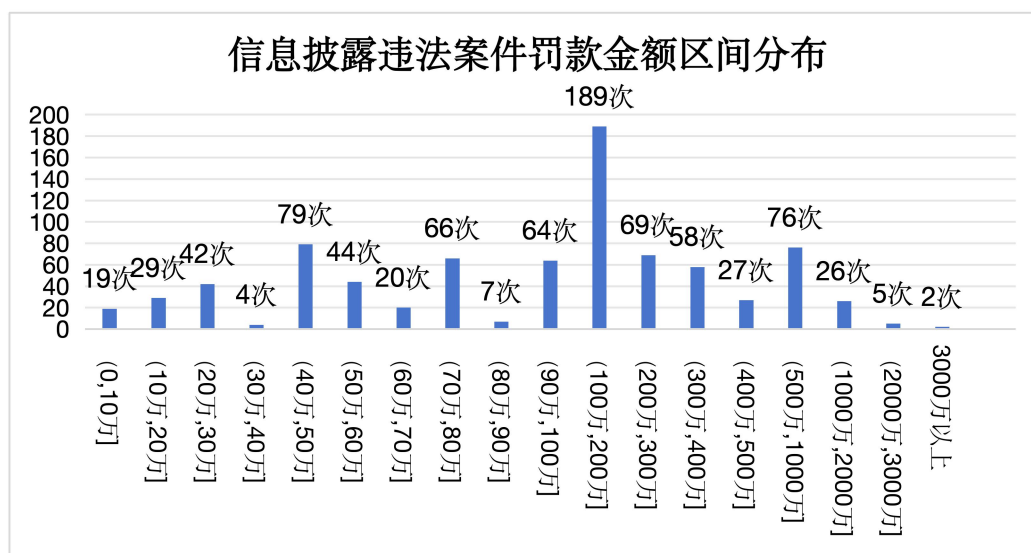
对上市公司而言，即便存在内部控制疏漏、直至诉讼发生才知晓违规担保事项的，也应当第一时间披露诉讼信息，再同步推进担保的整改补救，避免因“一错再错”被叠加追责。

2. 罚款大幅提升，首次追责配合财务造假的第三方，审计委员会履职要求趋严

2025 年 218 宗信披违法案件累计罚款达 22.29 亿元，为 2024 年的 1.71 倍；其中 500 万元以上大额罚款从 2024 年的 52 次翻倍增长至 109 次，上市公司及董监高等责任人员违法成本大幅上升。

^[29] 青岛证监局行政处罚决定书〔2025〕1 号

^[30] 江苏证监局行政处罚决定书〔2025〕12 号



全部处罚对象中，上市公司“关键少数”占比达 82.43%，累计处罚董监高 845 人次，监管靶向压实信披违规核心人员责任。

另，随着 2025 年《上市公司治理准则》修订落地，未设监事会的上市公司审计委员会需承接原监事会职责，对兼任审计委员会成员（尤其是召集人）的董事履职要求明显趋严。全年已有 7 名审计委员会主任/委员因财务造假、资金占用案件中未勤勉尽责被罚，罚款区间 50-120 万元，当事人提出的“已履行审议义务”、“无相关专业背景”等申辩理由均未被采纳。

此外监管追责已延伸至全链条，2025 年证监会在越*动力案中首次对配合财务造假的第三方主体直接处罚，同年 12 月公布的《上市公司监督管理条例（征求意见稿）》进一步明确配合造假的第三方最高可处 1000 万元罚款。2026 年证监会将继续“对第三方配合造假一体打击，破除财务造假生态圈”。^[31]

^[31] 证监会主席吴清：“进一步加大财务造假查处力度，对第三方配合造假强化一体打击”，来源：第一财经，<https://www.yicai.com/news/103074457.html>，最后访问日期：2026 年 3 月 11 日。

(二) 刑事风险：重点防控信披违规“积少成多”的刑事风险

2025 年，信息披露违规的刑事风险有所抬升。全国检察机关在 2025 年 1 月至 11 月起诉财务造假犯罪 102 人，同比增加 21%。最高检对 43 件重大财务造假案件挂牌督办，占比近半，释放出对资本市场违规信披“全链条从严追诉”的强烈信号。^[32]

仅在 7 月，就有四家上市公司高管被追究违规披露、不披露重要信息罪的刑事责任。锦*港因连续 4 年财务造假触及退市，副总裁等 2 人被逮捕^[33]；瑞**达董事长因参与专网通信业务被采取刑事强制措施^[34]；ST*步前董事长等 6 人被以欺诈发行证券罪、违规披露重要信息罪提起公诉^[35]；金*灵 6 名高管被以欺诈发行股票罪、违规披露重要信息罪提起公诉^[36]，“行刑衔接”机制正在实质性发力。

除财务造假案件常态化刑事追责外，未按规定披露重大信息类案件的刑事风险同样值得上市公司高度警惕。该罪立案追诉标准之一为“未按规定披露的重大事项所涉数额或连续 12 个月累计数额达到最近一期披露净资产 50%以上”。对该标准，有两个实务要点需重点关注：

一是不同类别重大事项应合并计算。最高检在《关于办理财务造假犯罪案件有关问题的解答》中明确，采用“先并后合”方法：将诉讼、担保、仲裁等不同类别事项数额合并后，再对任意连续 12 个月内的未披露数额累计计算（可跨年度）。

二是临时披露义务与定期披露义务应分别计算。其中一个比例达到标准即应立案追诉。这意味着，即便某笔诉讼单独未

^[32] 最高人民检察院：“财务造假综合惩防体系不断深化 法治护航资本市场健康发展”，来源：最高人民检察院官网，https://www.spp.gov.cn/spp/zdgz/202601/t20260110_715566.shtml，最后访问日期：2026 年 3 月 11 日。

^[33] 《关于公司部分高级管理人员被采取刑事强制措施的进展公告》，公告编号：2025-084

^[34] 《关于部分董事、高级管理人员被采取刑事强制措施的公告》，公告编号：2025-020

^[35] 《关于公司收到起诉书的公告》，公告编号：2025-059

^[36] 《关于收到检察机关起诉书的公告》，公告编号：2025-027

达临时披露门槛,但 12 个月内累计超净资产 50%而未临时披露,或虽已临时披露但在年报中遗漏,均可能触发刑事风险。因此,上市公司须建立动态的重大事项累计监测机制,对诉讼、担保等事项设立专项台账,避免“多笔小额”累积触碰红线。

四、【内幕交易或泄露内幕信息】案件特别观察

(一) 行政处罚风险

2025 年，内幕交易行政处罚案件^[37]达到了创纪录^[38]的 134 宗，涉案人员达到了 166 人次。在从严监管的大趋势下，历经新旧法轮换，内幕交易领域呈现多个鲜明的监管特征：

1. 法定知情人直接交易的占比明显下降，传递型案件成为绝对多数，泄露内幕信息将成为风险预防重点

根据《证券法》对于内幕人的划分，内幕人分为法定的内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人，二者的区别在于其获取内幕信息的正当性。

法定的内幕信息知情人在正常获取内幕信息后负有严格的法定保密义务，同时一般情况下其也是非法获取内幕信息的人的信息来源。因此从监管角度，只有做好对信息源头（内幕信息知情人）的监管，才能实现有效监管。

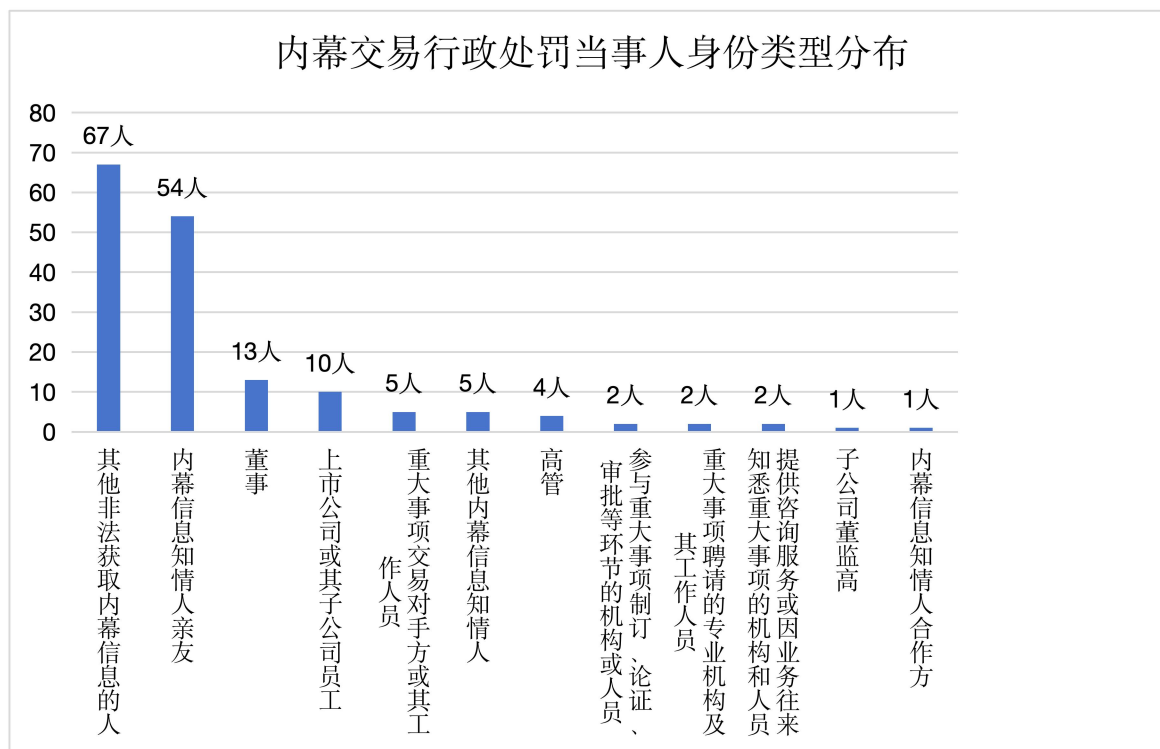
课题组根据多年来的监管数据沉淀，发现 2021 年-2024 年被处罚的内幕信息知情人占比普遍在 40-50%之间，但 2025 年内幕信息知情人占比仅为 26.50%（44 人次），较往年有明显下降，同时泄露内幕信息的案件数量剧增至 15 个。

以上数据变化说明，从严监管背景下上市公司的内幕信息管理水平有了较为明显的提升，以关键少数为代表的内幕信息知情人对违规交易的敏感性有所提高；同时监管的重点转向内幕信息泄露环节，这也符合监管的客观规律。

^[37] 包括内幕交易、泄露内幕信息、内幕信息知情人建议他人买卖证券。

^[38] 根据报告创作小组统计的 2021-2025 年内幕交易处罚数据，2025 年内幕交易行政处罚案件数量为近五年来最多。

以关键少数为代表的内幕信息知情人不但要自身尽到戒绝交易的义务，也要做好内幕信息的保密管理，这样才能避免风险的蔓延，促进市场的长治久安。



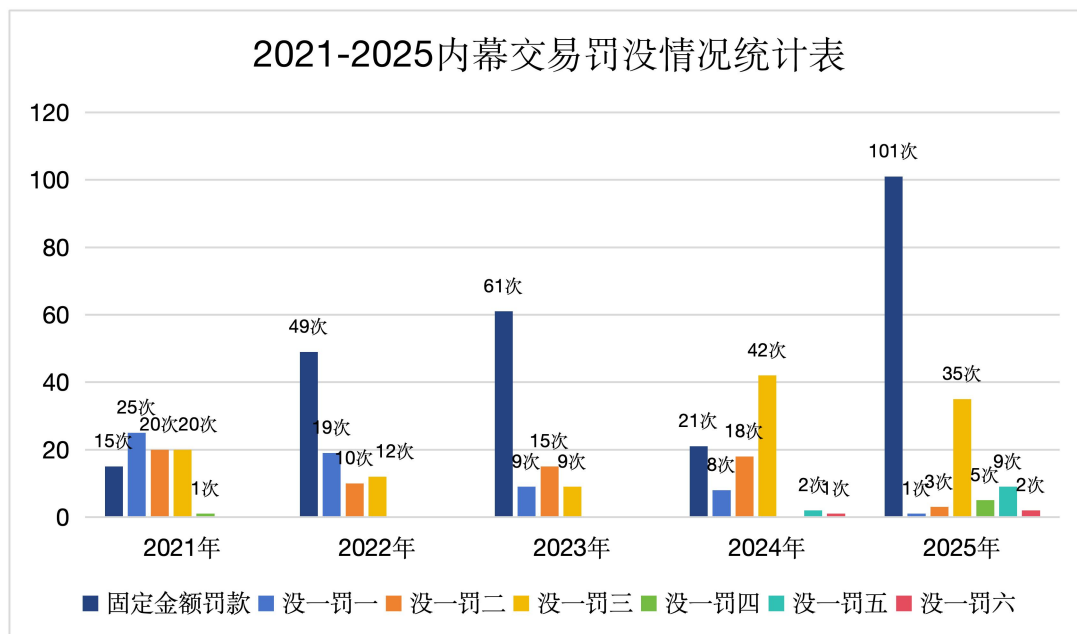
2. 新旧法交替适用期接近尾声，内幕交易违法成本大幅增长，顶风作案愈发“得不偿失”

新《证券法》从 2020 年 3 月 1 日开始施行，基于从旧兼从轻的原则，近年来在证券监管领域一直处于新旧法交替使用的过渡期。

2025 年是新《证券法》施行的第六年，基本处于交替适用期的末尾，仅有 7 人次适用 2005 年《证券法》进行处罚，也就是说 95.78% 的当事人适用新法被处于更加严厉的处罚，无论从罚没倍数还是固定罚款的金额来看，违法成本均有大幅增长。

2005 年《证券法》 第二百零二条	2019 年《证券法》 第一百九十一条	主要变化
违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款	违法所得 1 倍以上 10 倍以下的罚款	罚款倍数：最高罚款倍数从 5 倍提高到 10 倍
没有违法所得或违法所得不足 3 万元的，处以 3 万元以上 60 万元以下的罚款	没有违法所得或违法所得不足 50 万元的，处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款	固定金额罚款： • 门槛从 3 万元提高到 50 万元 • 罚款范围从 3-60 万元提高到 50-500 万元
对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 3 万元以上 30 万元以下的罚款	对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 20 万元以上 200 万元以下的罚款	单位责任人员：罚款幅度从 3-30 万元提高到 20-200 万元

首先，在 2024 年没一罚三占比已有明显增多，到了 2025 年，没一罚三成为了绝对的主流，占比达到了倍数罚中的 63.64%；同时 2024 年没一罚五、没一罚六仅有零星出现，但 2025 年倍数罚人次从 2024 年 71 人降低到 2025 年 55 人的情况下，没一罚五、没一罚六较 2024 年逆势增长了 300%，从 3 人次增加到了 11 人次。



其次，2025 年固定金额罚款的频次大幅攀升至 101 次，占比超过 60.84%，这既是因为新《证券法》的处罚规则将固定金额罚款的处罚基准从违法所得不足 3 万元提高到不足 50 万元，也

体现了监管对于内幕交易的零容忍态度——“不以恶小而罚”。本年度有 5 人违法所得在 2 万元以下，罚款金额在 50-80 万元不等，其中获利金额最少的案件为福建证监局查处的戴某内幕交易案，其作为内幕信息知情人内幕交易获利 2222.61 元，被罚款 60 万元，罚款金额为获利金额的 270 倍，惩戒不可谓不重。

3.“内幕信息”作为交易“外挂”盈利比例却不足 75%，市场参与者应当以价值投资为本

全部案件中，共有 156 人明确披露交易目的，其中意图【低买高卖获利】的当事人 131 人次，占比 83.97%；意图【在内幕消息影响证券价格下跌前，卖出避损】的当事人 25 名，占比 16.03%。

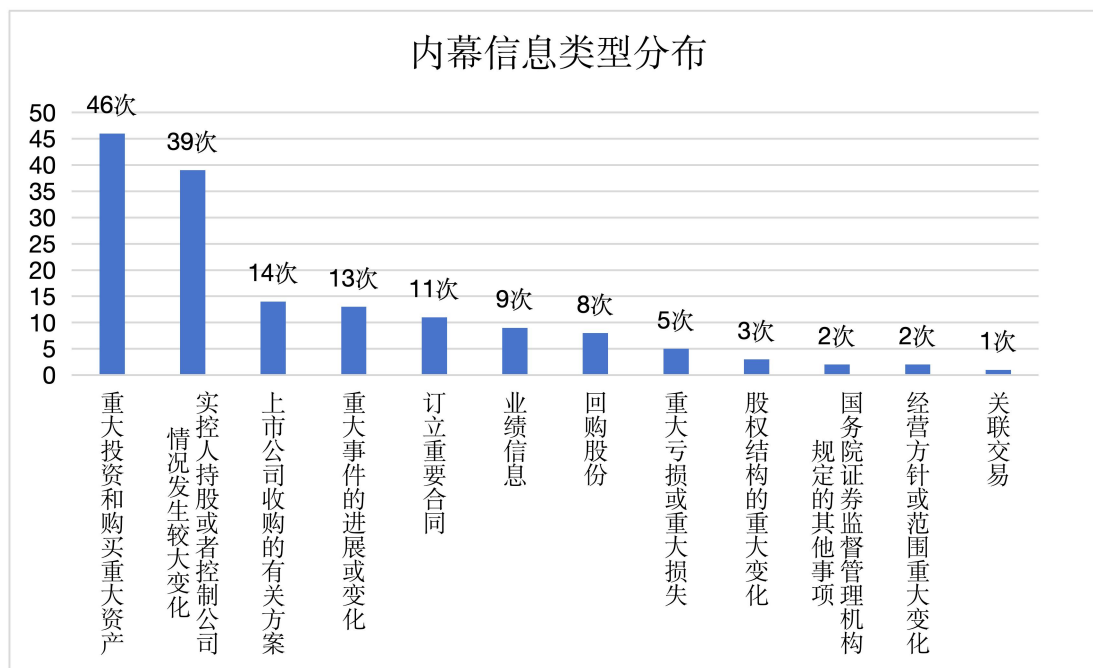
预期交易目的	实际盈利 (人次)	实际亏损 (人次)	合计 (人次)
获利	92	39	131
避损	22	3	25

无论当事人的交易目的是为了获利还是避损，其本质上都是利用提前获取内幕信息的便利，事先进行交易，严重违反了市场交易的公平性，对证券市场的正常交易秩序造成了冲击。但从最终的交易结果来看，依赖内幕信息进行交易并不一定能达到其交易目的，2025 年利用内幕信息进行交易的 156 人次中，最终盈利的有 114 人次，剩余 42 人次均为亏损，盈利比例为 73.08%。可见，市场参与者应当摒弃投机思维，真正回归价值投资，做市场秩序的维护者。

4.重大资产重组和控制权变更等重大利好成为内幕交易高发的“投机时刻”

2025 年已披露的内幕信息类型中，通常集中在上市公司对外的重大支出或控制权变更等重要周期，以“重大投资和购买重大资产”、“实控人持股或者控制公司情况发生较大变化”、“上市公

司收购的有关方案”为例，三者出现频次分别为 46 次、39 次、14 次，合计占比 64.71%，为绝对多数。



上市公司在重大事项的管理全过程中要做好内幕信息的管理工作，尤其是在重大事项发生变化的关键时刻，更要提高警惕，避免因内幕信息管理不当为公司生产经营和重大事项的推进带来不必要的障碍。

（二）刑事风险：司法认定争议亟待明确

基于证券违法犯罪行刑移送的特点，2024 年 4 月 16 日，最高人民法院、最高人民检察院、公安部、中国证监会联合发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，首次明确提出“应移尽移”的总体要求，近年来证监部门在案件移送范围和移送速度方面都全面提速。

而实务中，内幕交易刑事案件中“自首”和“情节特别严重”的认定问题是摆在案件当事人面前的难题。

一是“自首”的认定，根据刑法第六十七条第一款的规定，自首的两个必备要件是“主动投案”和“如实供述”。在应移尽移的大

背景下，对于内幕交易行政处罚当事人来说，在收到处罚决定后与刑事案件立案标准对照，基本可以预判案件是否会被移送，而且刑事律师往往会给出“自首”的建议。

对于内幕信息传递、泄露过程有客观证据证明的案件，当事人是否知悉内幕信息没有争议，但是对于推定型的内幕交易案件，当事人是否知悉内幕信息往往是案件争议的核心，当事人前往公安机关主动投案后，对于该部分的案件事实的供述是否与最终的刑事案件事实认定相一致，将会直接影响自首的认定。

如（2025）粤 19 刑初 97 号王某内幕交易案中，一审法院认定，王某虽然自动投案，但其在到案后第一次接受侦查机关讯问时，否认知悉内幕信息，没有如实供述自己的罪行，不能认定为自首。

根据课题组多年来办理内幕交易行政和刑事案件的实务经验，内幕交易的行政处罚当事人在自首前，要由对证券违法和证券犯罪均有丰富经验的律师团队对案件事实充分论证，明确辩护方向，方可最大限度维护当事人的合法权益。

二是内幕交易罪的司法解释修改滞后于新立案标准，从而经常出现控辩双方对于情节特别严重的认定存在争议的情况。

内幕交易罪立案标准修改后，司法解释的修改滞后于立案标准，导致司法实践中对“情节特别严重”的认定存在显著争议。争议的核心在于：2022 年《立案追诉标准（二）》大幅提高了入罪门槛（如证券交易成交额从 50 万元提至 200 万元，获利/避损额从 15 万元提至 50 万元），而 2012 年《内幕交易解释》中“情节特别严重”的数额标准（如成交额 250 万元以上、获利 75 万元以上）却未同步调整。这造成立案追诉标准与“情节特别严重”标准之间的数额级差过小，甚至部分重叠。

控辩双方因此对是否应直接沿用旧司法解释的数额标准产生分歧：一方认为旧解释仍有效，应严格适用；另一方则认为，既然入罪标准已提高数倍，为保持量刑均衡，“情节特别严重”的标准也应相应调整。这种错位，客观上压缩了司法裁量空间，导致部分案件刚达新立案标准即逼近重刑区间，影响了罪责刑相适应原则的实现。

在（2025）渝刑终 52 号石某某、王某甲内幕交易、泄露内幕信息案中，辩护人建议将证券交易成交额达到 2000 万以上认定为“情节特别严重”（立案追诉标准 10 倍），认为石某某不构成“情节特别严重”。而二审法院认定 2012 年《内幕交易解释》是现行有效的司法解释，应适用该解释认定“情节特别严重”。

课题组认为，在实务辩护工作中，可以从行为的社会危害性、司法解释与立案标准的关系、关联罪名的类比等多角度出发进行论证，方能厘清司法解释和立案标准之间的内在逻辑和冲突关系。同时也呼吁新的内幕交易司法解释可以尽早出台，一锤定音。

五、【操纵证券市场】案件特别观察

(一) 行政处罚风险

本年度一共披露了 16 宗操纵证券市场处罚案例。操纵手法涉及联合、连续交易，自买自卖，虚假申报，抢帽子，尾市交易操纵等手段。罚没总金额达 21 亿余元，个案罚没金额最高达到 3.1 亿元^[39]，部分案件展现出更为细化的罚没档位，如【2025】34 号案中，区分获利部分罚款金额、不足特定数额罚款金额以及亏损部分罚款金额。

以下将从几个维度聚焦个案，以案释法，展现当前监管动态。

1.“零容忍”不设限，查积案、净环境

本年度“操纵案例”半数以上的处罚依据为 2005 年的《证券法》，少数依据为 2019 年修订的《证券法》。引用 2005 年《证券法》的原因即是操纵行为发生于 2019 年之前，根据行政处罚决定书披露的数据，本年度处罚案例中最早的操纵行为发生在 2017 年，距处罚之时长达 8 年^[40]。

根据《行政处罚法》（2021 年修订）第三十六条，行政处罚的追究时效为 2 年，涉及公民生命健康安全、金融安全且有危害后果的，上述期限延长至 5 年。那追诉 5 年及更久远的行为是否有法律依据？

监管实务中主要考虑两个因素：一是行为的持续性。操纵行为通常不是一个瞬时的时间点，而是一段持续的时间，故监管机构通常以行为终止日作为时效的起算点。二是时效中断。在违法行为发生后的 2 年或 5 年时效期内，监管部门就已经通

^[39] 中国证监会行政处罚决定书[2025] 79 号

^[40] 中国证监会行政处罚决定书[2025]147 号

过监控、举报等途径发现了线索。从发现之日起，追究时效的规定就不再适用，案件可以依法持续调查。

由于市场操纵案件通常非常复杂，涉及大量数据分析和人员询问，故调查周期可能长达数年。尤其通过利用现代大数据技术，可以对多年前的市场异常交易进行回溯分析，发现当时难以察觉的复杂操纵手法。所以任何违法行为都是埋下的一颗“定时炸弹”，行政处罚的追诉时效并非简单的“过期作废”。

2.“虚假申报”被“盯上”，兜底条款全面出击

往期报告中，占比最高的操纵手段为联合、连续交易和自买自卖，一种是“重金托盘”，一种是“托交易量”。而本次报告期内，使用“虚假申报”的操纵手段案例占比达 50%。“虚假申报”

【国际金融中更常使用“幌骗交易”（Spoofing）术语】是指“不以成交为目的，频繁申报、撤单或者大额申报、撤单，误导投资者作出投资决策，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量，并进行与申报相反的交易或者谋取相关利益”^[41]的操纵手段，核心即是通过制造虚假的市场供需表象来引诱其他交易者做出反应，然后在成交前迅速撤单为自己谋利。

对于“虚假申报”这种扰乱证券市场秩序的行为，交易所已经有非常成熟的监管规则，如《异常交易行为监控细则》中，对于监管的申报档位、申报的偏离度、累计撤销申报量占比等均有细致规定。交易所的核心技术监测系统通过大数据和人工智能可以对全市场扫描，对每一笔订单、成交、撤单进行毫秒级跟踪，覆盖所有证券、所有账户^[42]。对于“轻微”的“虚假申报”

^[41] 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》第一条第五款。

^[42] AI 赋能金融监管：深交所智能监测系统找到多项违法违规线索，第一财经，2025 年 12 月 28 日，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1850044652865400944&wfr=spider&for=pc>

采取分级预警和干预机制，达到一定严重程度则会移送至证监会进行立案稽查。

除此之外，“拉抬股价”“封涨停”“尾市交易”等操纵手法均被认定为违反了《证券法》（2019 年）第五十五条第一款第八条或《证券法》（2005 年）第七十七条第一款第四条的“操纵证券市场的其他手段”，以“扰乱证券市场交易秩序”作为核心判定标准，发挥了“兜底条款”的威慑之力。

3. 个案刑事风险亮红灯，行刑衔接不留空

证券犯罪是典型的行政犯，具有双重违法性，首先违反行政法，然后才是违反刑法^[43]。故而存在行刑衔接的问题，当违法情节和社会危害性达到了一定严重程度，即需要纳入刑法的规制中。而“刑事追诉指标”是衡量“严重程度”的重要标准。在本报告期内，存在两例行政处罚案件涉嫌触发刑事追诉指标，在此做重点提示。

其一是【2025】147 号行政处罚。该行政处罚涉及联合、连续交易和对倒两种操纵手段。其中，认定的对倒操纵数据为“账户组共有 214 天在自己实际控制的账户之间交易金*医药股票,成交量占市场成交量比例超过 10%的有 76 天,超过 20%的有 36 天,超过 30%的有 13 天,最高达到 45.65%。”根据《立案追诉标准（二）》（2010），对倒的立案指标为“2-2”，即连续二十个交易日内成交量累计达到该证券同期总成交量百分之二十以上。故该对倒行为可能触及刑事红线。

其二是【2025】45 号行政处罚。该行政处罚涉及的是“抢帽子”操纵手段。根据 2019 年操纵证券市场司法解释，证券交易成交额在一千万元以上的抢帽子操纵行为构成刑法 182 条操

^[43] 洪灿律师团队：《上市公司证券法律风险与合规管理》，2024 年 5 月版

纵证券市场罪的“情节严重”，而该处罚决定披露的“交易金额合计 630,594,337.30 元，违法所得合计 41,623,864.21 元。”已涉嫌达到“情节特别严重”。

以上两例个案存在证监会向司法机关移送引爆刑事追诉的风险。那么，“是否达到刑事追诉指标一定构成刑事犯罪？”对此我们的核心观点是“对于证监会作出行政处罚的违法行为，并不能仅仅因为其达到刑事立案追诉标准就判断该违法行为一定是犯罪行为”。具体原因在我们的专著中已做深入阐述，在相关专栏文章^[44]中亦有表达，在此不赘述。

（二）刑事风险：伪市值管理遭“重刑”

2025 年有 7 家上市公司披露了所涉的操纵证券市场刑事案件处理情况。从行为人身份来看均为上市公司的控股股东或实际控制人，从判决结果来看对于操纵证券市场罪的量刑也趋于严苛。

根据该 7 家上市公司此前相关的行政处罚来看，多数与维护股价、配合资本运作等“伪市值管理”动机有直接或间接的联系。其中卓*科技、古*科技、中*电气的案件是近年来监管打击的“以市值管理之名行市场操纵之实”的典型代表。其共同特点是：实际控制人深度参与，动机多与维持股价、便于质押融资、配合减持或再融资有关，并与外部机构（如私募、配资方）合谋。

2024 年和 2025 年，证监会分别出台《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》及《上市公司股东减持股份管理暂行办法》，监管层对上述两类“伪合规重灾区”的行为明确了合法边界。

^[44] 《专栏|证券违法与证券犯罪行为刑衔接的三个核心问题探究》，洪灿律师团队，https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1773301618&ver=6593&signature=jgKX2fiu6mnaZ*1x1u-S4fwFKVsDMNzqe7FY2M3yr49XtNffw4Sv6LD4wU5TBeRyNsigM3e80dkMaB7FbOQWiwe0xvZRZpNmofehmjOvQmgx6FuiA2gUX1nik1PoFNKE&new=1

市值管理与操纵市场的核心区别在于价值导向与行为逻辑，市值管理本质为“价值管理”，所有手段均以提升上市公司质量为核心，需秉持长期主义理念；操纵市场则属“价格管理”，人为制造短期价格波动，其本质与公司基本面脱钩，实为利用信息、资金优势进行的投机套利^[45]，上市公司应警惕陷入“伪市值管理”的误区。

^[45] 《专栏 | 从证监会执法综述看上市公司“关键少数”的履职风险》，信达律师事务所公众号，https://mp.weixin.qq.com/s/bOtiwI_O5P8R9u8SQFZW7Q