

# 操纵市场民事责任因果关系认定： 类型化分析与利益衡量

阎维博\*

**摘要：**由于操纵市场行为类型多样，并且具有不同于其他证券侵权行为的特殊性，操纵市场民事责任落实需要基于对操纵行为的类型化分析，进而制定契合操纵行为特性的因果关系认定规则。首先，从虚假陈述案件中构建起的“欺诈市场理论”并不完全适用于操纵市场，操纵市场案件中实行因果关系推定的正当性应当从法政策层面利益衡量角度找寻，并因此需要配套严格的赔偿数额计算规则以调试利益平衡。其次，因果关系认定中定量层面涉及赔偿范围的确定，应当在个案中把握操纵市场行为特殊的致损逻辑以准确界定投资者损失范围。再者，应当通过时点的灵活选择与反驳推定的合理设置，防止因果关系认定规则的僵化，避免行为人责任范围扩张。

**关键词：**操纵市场 因果关系推定 欺诈市场理论 操纵期间

操纵市场行为人利用交易行为与信息手段营造证券市场的虚假表象，干预证券市场的真实供需关系，扭曲正常证券价格形成机制，以此引诱他人参与证券交易，为自己谋取不正当利益或转嫁风险。追究操纵市场行为人的民事责任，强调通过民事责任补偿受损投资者旨在保护投资者的合法权益，有助于矫正被扭曲的市场机制，实现对失衡利益的恢复调整；有助于维护投资者对于证券市场的信心，促导投资者与监管者形成合力共同维护市场机能健全性与资源配置有效性。尽管近年来证券市场稽查力度不断加强，操纵市场行政责任不断强化，行政处罚金额屡创新高，但民事责任却始终缺位。值得注意的是，近年来随着对我国证券支持诉讼制度的持续深入探索，

---

\* 武汉大学法学院博士研究生，武汉大学资本市场法治研究中心研究人员。

投资者支持诉讼模式在虚假陈述民事赔偿中取得了良好的示范效果。2018年8月,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)首次针对操纵市场违法行为提起了民事赔偿诉讼,让沉寂已久的操纵市场民事赔偿问题再度回归到我国证券市场视野。当前操纵市场民事赔偿责任仍存在诸多理论难点与实践障碍,尤其缺少契合证券市场欺诈行为特性的因果关系认定规则。本文拟详细考察我国操纵市场因果关系认定困境的成因,基于对操纵市场行为的类型化分析,解构操纵市场行为的复杂性,以期根据操纵市场行为特有的致损逻辑构建契合操纵市场行为特性的因果关系认定规则,尝试针对交易型、复合型操纵市场行为引发的民事赔偿的难点案件提供因果关系认定新的思路。

## 一、实践困局:操纵市场民事责任因果关系认定障碍

尽管我国《证券法》第77条明确了市场操纵行为人的民事责任,但我国尚未出现投资者成功获偿的案例,求偿均受阻于因果关系认定环节。因果关系是连接操纵市场行为与投资者损失的纽带,是操纵市场民事赔偿标准的核心问题。正是由于契合操纵市场行为特点的因果关系认定标准缺失,操纵市场民事责任始终虚置于法律文本。

2010年“中核钛白案”是我国第一例操纵市场民事赔偿案件。该案原告主张参照最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《若干规定》)中因果关系认定标准认定被告操纵市场侵权责任,法院并未支持。法院认为,股票的价格变化还受到上市公司的财务状况、经营情况、所属行业的景气程度,以及大盘指数等诸多因素影响,原告虽然有投资损失,但不能认定该损失与操纵行为具有直接关联性。在二审,北京市高级人民法院维持原判,同样认为不具有直接关联性。<sup>①</sup>在2011年“汪建中案”中,投资者王某起诉汪建中操纵市场侵权,同样主张参照虚假陈述司法解释。法院则认为,现行法律法规、司法解释对操纵市场与损害结果之间的因果关系的确定以及行为人承担赔偿责任数额的范围、损失的计算方法等均无明文规定,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

---

<sup>①</sup> 在二审中,股民提出操纵行为实施期间中核钛白股价跌幅远远大于同期大盘跌幅,且同期中核钛白的财务经营状况、所属行业景气程度和大盘指数等均没有显著变化,应认定投资损失与操纵行为之间存在因果关系的上诉理由,北京高院也并没有采纳。参见程春林:《股民维权步履艰难 首例操纵市场案二审败诉》,载南方网:[http://finance.southcn.com/f/2012-05/15/content\\_45395672.htm](http://finance.southcn.com/f/2012-05/15/content_45395672.htm),最后访问日期:2018年8月1日。

法主体、行为表现、持续时间、影响范围方面均不同,参照虚假陈述司法解释缺乏依据。

操纵市场民事责任因果关系所要解决的关键问题为:操纵市场行为与投资者损失之间有无引起与被引起的关系?或者说投资者的损失是否是由操纵市场行为所致?考虑到证券市场交易的复杂环境,市场系统性风险与操纵市场导致的市场扭曲是同时存在的,两类情形导致的投资者损失的可能性并存,使不同原因导致的损害混同。实践中投资者与操纵市场行为人各执一词,然而法院又缺乏明确的操纵市场因果关系认定规则,最终只能通过侵权法的一般理论,保守地采用了必然、直接因果关系观点。

所谓必然因果关系,强调只有行为与损害结果之间具有内在的、本质的、必然的联系,才能认定违法行为与损害后果之间存在法律上的因果关系。所谓直接因果关系,是指“原因行为与损害结果之间自然连接、没有被外来事件打断,尽管也有其他条件的介入,但可以确定这些条件并不影响原因行为作为直接原因的,应当认定其与损害事实之间具有因果关系”。无论是直接因果关系还是必然因果关系,这种或许能够适用于一对一传统交易环境的因果关系认定规则显然难以适用于证券市场环境。证券交易的复杂特性使得当事人在因果关系的证明存在巨大障碍。如果采用直接、必然因果关系理论,则无疑对提起赔偿请求的原告施加严苛的举证责任,几乎完全阻却了投资者成功获偿的可能。

与实践中操纵市场民事赔偿案件陷入的困局不同的是,针对证券交易特点,借鉴欺诈市场理论的虚假陈述因果关系认定规则的制定极大地推动了虚假陈述民事责任的落实。包含明确的因果关系认定与赔偿数额计算规则的赔偿标准能够促使市场各方形成相对稳定预期,不仅使虚假陈述民事赔偿案件能够得以有序解决,也使先行赔付等多元化的投资者求偿模式稳步发展。可见,操纵市场民事赔偿标准的制定是落实操纵市场民事责任的关键,因果关系认定规则即为其中重点。

## 二、破解路径:通过因果关系推定实现的倾斜性保护

### (一) 因果关系二元划分的理论考察

因果关系的核心问题是判断操纵市场行为与投资者损失之间有没有引起和被引起的关系。操纵市场行为本质上属于侵权行为,其因果关系植根于侵权法上因果关

系理论。在大陆法系,因果关系分为责任成立上的因果关系与责任范围上的因果关系。前者用以判断可归责的行为与权利受侵害之间是否具有因果关系,进而判断责任是否成立;后者用以判断权利受侵害和损害之间是否具有因果关系,进而界定责任范围。在英美法系,因果关系分为事实上的因果关系(factual causation)与法律上的因果关系(legal causation),也可以分别被称为交易上因果关系(transaction causation)与损失上因果关系(loss causation)。前者通常通过“but-for”标准判断被告行为是否为原告损害的原因。该标准通过提出假设问题“如果没有被告的侵权行为,原告的损害是否会发生”,来判定被告的侵权行为是否属于造成损害的必要条件。同时,为了防止事实因果关系判断的宽松导致原因过于宽泛,因此需要通过法律上因果关系限缩范围。后者实际上解决的是被告应当对原告受到权利侵害而遭受的那些损失负赔偿责任,其本质就是损害赔偿数额的确定。所以,损失上因果关系在很大程度上直接影响到赔偿数额计算,更倾向于一个定量问题。

两大法系对于侵权法中因果关系的分析路径并非彼此对立,尽管有所差异,但都一致采取了二分法,其中分析路径的差异只是体现在具体论证过程中,实际上殊途同归。这种二元划分一致体现出因果关系从事实认知到法律认知的过程,包含定性与定量两个层面。其中,责任成立因果关系与事实因果关系更多涉及事实判断问题,而责任范围因果关系与法律因果关系则更多关涉价值判断问题。前者旨在先解决责任是否成立,再通过后者针对性地限缩责任范围,最终确定被告在多大范围内承担赔偿责任。

## (二)美国与我国台湾地区的实践观察

在大陆法系国家,操纵市场民事赔偿案件较罕见,较高的因果关系证明要求使操纵市场民事责任面临很大障碍。有学者指出,德国民法对因果关系和损害事实方面的证明要求较高是个人通过诉讼途径实现民事权利还存在权利保护漏洞的原因之一。相较而言,美国则在普通法欺诈行为禁止之上确立了证券欺诈特有的因果关系认定规则,使投资者求偿获得便利。对于操纵市场的行为,理论上原告既可以依照《证券交易法》第9条规定的明示诉权提起诉讼,也可以根据《证券交易法》第10b条、证券交易委员会规则10b-5及《证券交易法》第17条规定的默示的诉权提起诉讼。不同诉讼依据对因果关系证明的要求存在差异。其中《证券交易法》第9条因果关系证明要求明显更加严格,实践中诉讼更依赖于第10(b)条款反欺诈规定。具体

而言,规则 10b-5 上证券欺诈禁止与普通法欺诈禁止上要件类似<sup>①</sup>,其中“请求权人信赖被告之陈述”与“请求权人经济上损失与被告行为之间,具有因果关系”的要件联系紧密,实际上共同针对因果关系问题,并在司法实践中,逐步从独立的两要件演化为因果关系要件项下的交易上因果关系与损失上因果关系两个组成部分。

考虑到证券交易环境下信赖要件证明的难题,法院认可了“市场效率假说”(Efficient Market Hypothesis)及立足于此的“欺诈市场理论”(Fraud-on-the-Market Theory),在 Basic 案<sup>②</sup>中确立起信赖推定方式,以可被反驳推定(rebuttable presumption)应对事实因果关系证明问题,实际上重新分配了当事人的举证责任,在很大程度上减轻了原告的举证负担。投资者无须证明自己是基于对瑕疵信息的信赖才做出投资决定,只需要证明其所投资者的证券价格受到了下跌价格的影响而不公正,即可被认定存在事实上因果关系。

对于损失上因果关系而言,信赖推定在证券欺诈民事赔偿中的广泛应用使损失上因果关系亦有在实践中被适用于推定的情况。尽管能否在损失上因果关系层面实行推定,仍存在巨大争议,但实践中法院实际上在一定程度上减轻了证明难度。例如,操纵市场行为具有不同于虚假陈述行为的隐蔽性,所以操纵市场的行为结束之时并不一定意味着操纵市场行为对市场造成的扭曲消除。正是基于这种操纵行为对股价存在不同于虚假陈述的灌水效应(inflationary effect),实践中产生了举证责任上的区别:对于虚假陈述,需要证明不实的信息公开,对于投资者信赖产生影响;但对于操纵市场而言,只需要达到证明要求“证据证明积极的信息已经进入市场”。

我国台湾地区同样缺乏明确的操纵市场民事责任因果关系认定规则,传统通说采用相当因果关系理论。所谓相当因果关系,是指被告的行为不仅是原告损害发生不可或缺的条件,同时也增加了原告损害发生的可能性。<sup>③</sup>在实践中,面对证券欺诈行为所处高度复杂性的证券市场环境,相当因果关系的“相当性”具有很大不确定性,投资者很难成功证明因果关系。2002年,我国台湾地区通过“证券投资人及期货交

---

<sup>①</sup> 需要符合的六项要件为:被告对重要事实存在虚假不实陈述或遗漏、被告行为属于故意或有重大过失、被告行为与证券买卖相关、请求权人信赖被告的陈述、请求权人遭受经济上的损失、损失与被告之间的行为具有因果关系。

<sup>②</sup> Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224(1988).

<sup>③</sup> 我国台湾地区“最高法院”2011年台上字第141号民事判决对相当因果关系有过如下阐释:“损害赔偿责任之债,以有损害之发生,及有责任原因之事实,并二者之间有相当因果关系为成立要件。……所谓相当因果关系系指,无此行为,虽必不生此损害;有此行为,通常即足生此损害,是为有相当因果关系。无此行为,必不生此种损害;有此行为,通常亦不生此种损害者,即无因果关系。”

易人保护法”,确立由“财团法人证券投资人及期货交易人保护中心”(以下简称“投保中心”)主导的市场操纵民事赔偿模式,取得了令人瞩目的成就,出现了一批操纵市场索赔成功的案例。在操纵市场民事责任案件中,对原告施加的因果关系证明难度似有逐步降低的迹象,但实践中仍存在对因果关系及其举证责任分配上的分歧,主要存在以下四种观点:

其一,明确表示应由原告负举证责任的见解。<sup>①</sup>其二,认为应减轻原告举证责任,法律依据在于台湾地区“民事诉讼法”第277条中规定的但书——“当事人主张有利于己之事实者,就其事实有举证之责任。但法律别有规定,或依其情形显失公平者,不在此限。”<sup>②</sup>其三,认为应采用举证责任倒置,论证中采用“欺诈市场理论”,并援引“民事诉讼法”第277条但书。<sup>③</sup>其四,认为应适用于台湾地区“民法”第184条第2款——违反保护他人之规定,致生损害于他人者,负损害赔偿。但能证明其行为无过失者,不在此限。依此推定行为人有过失,应负赔偿责任。<sup>④</sup>

值得注意的是,有主张第一种观点的判决在上诉中被否定,尽管法院并未明确指出其中举证责任分配存在问题,只是指出存在“判决不备理由之违误”,进而从程序法上否定此判决,但在此案发回重审后,法院认可了第二种观点,采用了举证责任倒置。<sup>⑤</sup>对于我国台湾地区法院认定方法的纷繁不一,有观点认为,实务中似有渐从“相当因果关系”走向“欺诈市场理论”的趋势,并主张明确规定对“欺诈市场理论”的适

<sup>①</sup> 我国台湾地区高等法院台中分院2008年年度金上字第6号民事判决。该案法院认为:上诉人既未能举证证明渠某某、曾某某等人之操纵股价行为而买卖顺大裕公司股票(交易因果关系),因而受有多少损害(损害金额),及其所受损害与曾某某等人之操纵股价行为间具有因果关系等情,自难认渠等得依前述规定……请求损害赔偿。

<sup>②</sup> 我国台湾地区高等法院台中分院2010年年度金上字第6号民事判决。该案法院指出:“若责由授权人就其确因被告之操纵股价行为而受有损害之事实,负完全举证责任,实有违正义原则,亦显失公平,故此部分本院主张用证明度减低之方式,减轻其举证责任”。

<sup>③</sup> 我国台湾地区高等法院台南分院2008年年度重诉字第4号民事判决。该案法院指出:揆诸民事诉讼法第277条之制定意旨,若责由附表甲授权人就其确因被告丁某某等五人之操纵股价行为而受有损害之事实,负举证责任,实有违正义原则,亦显失公平。从而,本院认定除非被告举证证明其等之虚伪诈欺行为与附表甲授权人之损害无因果关系,否则即证券市场之特性,推定其因果关系存在,盖以在证券市场中,所有重大之不实讯息均会影响股价,市场投资人普遍以股价作为其价值之表征,是投资人因信赖股价已充分反应所有可得之信息,等于投资人已阅读了公开资料而信赖之。

<sup>④</sup> 我国台湾地区高等法院台中分院2001年年度重上字第68号民事判决。该案法院指出:被上诉人丙某某及原审被告张某某为达护盘台樱公司股票之目的,利用自己及他人账户大量购买关系企业股票,以维持股价,业属从事影响集中交易市场某种有价证券交易价格之操纵行为,显系违反保护他人之规定……依上开条文规定,均应推定有过失。

<sup>⑤</sup> 我国台湾地区高等法院台中分院2011年年度金上更(一)字第2号民事判决。该案法院指出:是依台湾地区“民事诉讼法”第277条但书之制定精神,并考量当事人间之能力、搜证之难度、因果关系证明之困难及举证难易等情,认本件应由被上诉人就如附表所示投资人就其主张操纵拉抬股价与其等所受股价下跌损失间并无因果关系负举证之责。

用,减少法院判决的歧义。总而言之,操纵市场民事责任的落实在相当大程度上需要通过给予原告投资者较在一般侵权民事赔偿诉讼中更多的便利。

### (三) 实行因果关系的推定的共识与分歧

考虑到证券侵权的特殊性,无论是采取直接因果关系标准,还是相当因果关系标准,实际上都对原告施加了严苛的举证责任。2003年出台的《若干规定》在一定程度上借鉴了美国“欺诈市场理论”和信赖推定原则,并且有了更进一步的突破,确立了推定虚假陈述与投资人交易行为和损失之间存在因果关系的规则,只要是在特定时期买入证券、在特定时期卖出证券的,因果关系即可被认定成立。推定的意义在于当事人只用证明难度较低的基础事实,将减轻原告所负举证责任,便于当事人维护自身权利。即有观点指出,对于操纵市场民事责任构成要件的因果关系,同样可以和虚假陈述、内幕交易一样适用推定因果关系。学界对在操纵市场民事赔偿案件中实行因果关系推定并无太大争议,基本已达成共识,但对于在何种层面进行这种因果关系推定则不无争议。

有观点认为,应当划分交易上因果关系与损失上因果关系,前者可以依据“欺诈市场理论”为基础的信赖推定规则进行推定,但对损失上因果关系则应当区分故意侵权和过失侵权,分别采用直接结果判断标准和合理预见标准。也有观点认为,我国与美国在理论研究和司法实践上都差异巨大,不宜在操纵市场侵权案件中贸然移植交易上与损失上因果关系两分法,并认为,我国采用的是因果关系一元论,不存在分别认定交易上因果关系与损失上因果关系,因此适用于对交易上因果关系认定的“欺诈市场理论”在我国没有适用空间,但能够通过运用证明责任分配的有关理论,在操纵市场侵权案件中实行因果关系推定。

分歧的落脚点在于如何对待因果关系的二元划分。这种分歧的产生与《若干规定》对因果关系的笼统表述不无关系,这种不清晰的表达容易造成认知上的混乱——交易上因果关系与损失上因果关系混淆。但实际上,正如有学者指出,尽管《若干规定》没有明确划分交易上因果关系与损失上因果关系,但这种表达上的省略并不意味着最高人民法院取消了两者的区别,而是采用了同时推定交易上因果关系与损失上因果关系的方法。简言之,尽管我国在技术上采用了对因果关系的全面推定,但这种全面依然是建立在对因果关系二元划分的基础上,实则是对交易上因果关系与损失上因果关系的双重推定。对于证券侵权责任而言,这种两分思路是因果关系认定的必由路径。因果关系两部分的功能定位与认定标准均不相同:无论是交易上因果关

系,还是责任成立上因果关系,在此因果关系部分解决的更多是事实判断问题,侧重于定性;无论是损失上因果关系,还是责任范围因果关系,在此因果关系部分解决的更多是价值判断问题,侧重于定量。我国《若干规定》采用的因果关系推定方法在世界范围内具有“领先性”,尽管在一定程度上存在认定标准僵化的问题,但这种双重推定模式也使虚假陈述民事责任因果关系认定得到了诸多便利。司法解释的制定需要立足于法律、法规的既有规定,也有结合我国证券市场的实际状况与审判实践的特点。无论未来操纵市场民事赔偿司法解释如何体现交易上因果关系与损失上因果关系的差异,对于操纵市场等证券侵权民事责任而言,这种因果关系的区分都是必不可少的分析步骤。

对于“欺诈市场理论”能否作为操纵市场民事责任因果关系推定的理论基础问题,本文认为不可直接套用。但原因并不在于我国不存在因果关系两分,所以针对交易上因果关系的推定的“欺诈市场理论”在我国没有适用空间,而是因为该理论并不完全适合操纵市场民事责任案件。“欺诈市场理论”的理论基础在于“有效市场假说”,强调证券价格能够有效反映公开信息。然而,若证券市场不满足此条件时,能否依然适用因果关系的推定就成为问题。从近年来证监会关于操纵市场的处罚决定来看,受操纵市场行为影响的对象不仅包括 A 股市场中的股票,同样包括在“新三板”挂牌的股票。<sup>①</sup> 采用做市商进行交易的“新三板”市场相较于 A 股市场,流动性明显欠缺,并不具有“半强式”效率型市场特点。正如学者指出,如果投资者提起虚假陈述民事赔偿,不能适用《若干规定》所采用的交易上因果关系的推定。但对于操纵市场而言,缺乏有效性的市场环境反而更有利于操纵行为人实行交易型操纵。实际上,即有美国学者所指出,“欺诈市场理论”的诞生与发展建立于虚假陈述的诉讼实践,美国法院在司法实践中笼统地使用“依据规则 10b-5 的诉讼”的提法,可能并没有结合操纵市场的特点建构信赖推定规则。由此容易导致支撑“欺诈市场理论”的“市场效率假说”在实体与程序上都构成操纵市场民事赔偿的障碍。<sup>②</sup> 对于操纵市场而言,尤其是交易型操纵市场而言,实行因果关系推定的正当性基础应当从举证责任分配理论上找寻。

总之,基于证券市场交易的特殊性,出于实现社会公平与诉讼公平的考虑,在操

<sup>①</sup> 参见“上海易所试案”([2017]100号行政处罚决定书)。

<sup>②</sup> 例如,美国证券诉讼采用集团诉讼模式,其中集团认定(class certification)旨在解决众多求偿主体是否具有事实与法律上的共通性,其中对不同成员是否满足信赖要件就存在要求。

纵市场民事责任中同样可以借鉴已有的《若干规定》所采用的因果关系推定模式,推定满足一定条件时因果关系成立。但同时应当注意到,在证券侵权领域,因果关系的认定不可避免融入了法政策层面利益平衡的考量,尤其是因果关系推定鲜明体现出了对投资者的倾斜性保护,所以需要尽可能严格地确定可适用因果关系推定的条件,并通过赔偿数额计算规则的精细化设计,最大程度保持各方利益、价值取向与立法目标的平衡。申言之,操纵市场民事责任因果关系认定与赔偿数额计算并非彼此孤立,两者应当予以统筹安排:如果采用因果关系推定的方式,实际上是给予原告投资者给予倾斜性“照顾”,同时也存在放大操纵行为人责任范围的可能,所以在赔偿数额的计算方式的选取上,应该相应采取更严格的计算标准,并适当限制赔偿数额。<sup>①</sup>

### 三、操纵市场行为的类型化与致损范围界分

实行因果关系推定是落实操纵市场民事赔偿的现实选择,因果关系推定的应当满足的条件就成为此时问题的关键,同时这也事关操纵市场民事责任案件中适格原告的范围。只有充分结合操纵市场行为的具体样态,厘清其致损逻辑,合理划定行为致损范围,才能避免武断地推定因果关系,保证利益平衡。

#### (一) 操纵市场行为的类型化分析

“操纵市场”实际上是一个包含各种具体行为种类的集合概念,项下具体行为导致证券市场扭曲的方式与效果存在差异。我国《证券法》具体列举了四项操纵市场行为类型,《证券市场操纵行为认定指引(试行)》也对包括连续交易等八类操纵行为进行分别规范,但证券市场的发展日新月异,操纵市场行为类型也在不断翻新,对操纵市场法定类型的列举式规范无法穷尽所有的操纵行为,实践中仍然需要使用兜底条款予以涵盖。因此,从学理上对行为进行分类就尤为重要,有必要首先对操纵市场行为进行类型化分析。

市场操纵行为可分为交易型操纵与非交易型操纵。交易型操纵是在证券市场交易规则框架下通过交易行为直接影响证券价格与成交量。具体可分为真实交易型和虚假交易型,前者旨在通过产生真实的交易制造假象,引诱投资者交易,使证券价格产生特定方向的变化,典型行为有连续交易、约定交易、洗售交易;后者则是意图不产

---

<sup>①</sup> 由于损失上因果关系更多是一个定量问题,不可避免涉及赔偿数额计算,本文在此不作详细展开,具体民事赔偿数额的计算规则设计将另行撰文讨论。

生实质上的交易,主要通过订单的分布制造假象,如虚假申报。非交易型操纵最主要的类型是信息型操纵。广义上的信息型操纵是操纵市场行为人利用信息优势,影响投资者决策,亦可与交易型操纵市场存在交集,如利用信息优势配合连续交易。狭义上的信息型操纵则是单指一种独立情况:上市公司董事、监事、高级管理人员或控股股东、实际控制人等通过控制上市公司信息披露事项,操纵证券交易价量等形式。

基于操纵市场行为类型化,可以看到具体行为彼此之间共性与特性并存。一方面,操纵市场行为的细分是根据操纵手段的差异,但无论是通过利用价量优势,还是信息优势,行为所欲达成的目的是一致的,都意图使证券价格产生特定方向的变化;另一方面,狭义上的信息型操纵具有突出的特殊性,尤其与交易型操纵有明显不同,具有类似虚假陈述行为的特点——单从行为上观察,行为人控制上市公司信息披露的时点和内容,即有可能出现上市公司未按规定披露信息,或者所披露信息有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏的衍生结果。在实践中,就存在虚假陈述与信息型操纵行为竞合的可能性。

事实上,在域外司法实践与学理讨论中,操纵市场与虚假交易、内幕交易一道被视为证券欺诈行为,也存在不少“误导性陈述式”操纵市场情形。正是基于虚假陈述与操纵市场在“欺诈”特性层面上确实具有的共通之处,即有观点认为,两种侵权行为的发展过程都可以总结为:行为人实施的欺诈行为引起了证券价格的异常波动,其他投资者不明就里地做出交易决策,后欺诈行为被揭露,证券价格回到正常状态,投资者受损。进而认为,虚假陈述与操纵市场“除了具体欺诈行为方式不一样,在欺诈行为做出后导致其他投资者受损这一后续过程几乎一样。”此种观点从整体上比较两者具有的相似性,并无错误,但抽象概括过程容易遮蔽操纵市场行为的复合性与复杂性。在实践中,操纵市场行为导致投资者损失的样态较虚假陈述更加复杂。

## (二) 操纵市场行为致损样态类型

为更加全面展现操纵市场致损样态,本文依照对虚假陈述的分类方法,根据最后行为人获利步骤的价格牵引方向将操纵市场行为分为诱多型与诱空型。<sup>①</sup>前者使投资者误判买入,导致投资者因增持而受损;后者使投资者误判卖出已持有股票,导致投资者因减持而受损。如表1所示,操纵市场与虚假陈述致损样态存在差异。

---

<sup>①</sup> 实践中已有诱空型操纵市场的案例,例如在“江泉案”([2016]71号行政处罚决定)中,操纵市场行为人大量连续委托卖出,对其他投资者的判断造成影响,加剧市场空头气氛,造成短时间多空力量失衡,强化所操纵股票价格的下跌趋势。在操纵期间,操纵市场行为人通过先卖空开仓,在股价下跌后买回平仓获利。

表1 致损样态类型比较

	虚假陈述	操纵市场
诱多型	虚假陈述导致证券价格扭曲,误导投资者以不真实的高价买进证券,在真相揭露后,灌水被挤出,证券价格下跌,从而产生投资者损失	操纵市场导致证券价格扭曲,误导投资者以不真实的高价买进证券,操纵市场行为(一般为拉抬步骤)结束后,证券价格下跌,从而产生投资者损失
诱空型	虚假陈述导致证券价格扭曲,误导投资者以低于股票真实价值的相对低价卖出股票,从而产生投资者损失	操纵市场导致证券价格扭曲,误导投资者以低于股票真实价值的相对低价卖出股票,从而产生投资者损失

其一,两者致损逻辑有区别。以诱多为例,虚假陈述的致损逻辑在于“灌水—挤出”,揭露日后虚假陈述导致的股价灌水将被挤出。所以,揭露日(或是更正日)的确定是确定责任范围的关键。揭露日的意义在于选择一个时间点,自此投资者应当对其行为决策自负责任,而不可再归咎于欺诈行为。例如,投资者“在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资”,此时推定包括投资者在内的整个市场已经知悉该虚假陈述背后的事实真相,若投资者依旧从事投资行为则显然不是基于对虚假陈述事实的信赖。相较于虚假陈述行为是由相对特定的、负有信息披露义务的主体做出的,操纵市场行为人身并不特定,其行为方式可能具有身份上的隐蔽特点。所以,在很多情况下,尤其是交易型操纵市场行为类型中并不存在一个揭露日,关键的时间节点是操纵市场行为结束之时,以及基于结束日拟制出的影响消除之时。

其二,两者步骤构成有区别。虚假陈述具有单向性,操纵市场则相对具有波动性。操纵市场诱多型与诱空型的划分是基于行为人最终获利步骤的价格牵引方向,但实际上操纵市场行为是一个能够包含不同股价牵引方向的行为组合。一般情况下,操纵市场行为包含三个行为步骤:买入建仓、制造有利条件(如拉抬股价)与卖出获益。在很多情形(尤其是交易型操纵市场)中,制造有利条件的行为与卖出获益行为是反向的。因此,操纵市场行为开始之日至结束之日此期间内,可能存在多个不同牵引方向的操纵行为,使股价呈现出波动特点。理论上,操纵市场行为并非不能将波动性解构成一系列单向性区间,分别套用虚假陈述的解构分段认定思路<sup>①</sup>,但考虑到

<sup>①</sup> 根据虚假陈述行为的致损逻辑,可通过解构分段的思路划定投资者损失情形。诱多型虚假陈述为:投资者在虚假陈述行为实施日及以后,至揭露日之前买入证券,而在揭露日之后,因卖出证券发生亏损,或者因继续持有该证券产生亏损的。诱空型虚假陈述为:投资者虚假陈述实施日之前买入并持有证券,而在实施日及以后至揭露日之前卖出该证券产生亏损的。

操纵市场行为构成复杂、组成行为交替往复、不存在明确揭露日的可能性<sup>①</sup>,解构分段的成本高昂,且实效不足。

可见,对于操纵市场而言,虚假陈述采用的解构分段思路并不能一概套用。对于比单一型的信息型操纵市场更为复杂的复合型、交易型信息而言,应当采取更加契合操纵市场行为特性的整体期间型认定思路。

### (三) 操纵市场致损范围界分

如图 1 所示,可依据操纵市场行为开始之时与结束之时<sup>②</sup>,将操纵市场行为对证券价格的影响在时间横轴上划分为三个主要的时段:A 时段(操纵市场行为开始之前);B 时段(行为期间);C 时段(操纵市场行为后)。<sup>③</sup> 由于操纵市场行为结束之时,其对市场的影响并不会立即消失,仍会持续一段时间,实际上是操纵行为期间市场扭曲的延续。所以理论上,可以人为拟制出扭曲平复之时,从 C 时段中划分出 C1 时段(操纵市场行为影响持续期间)。

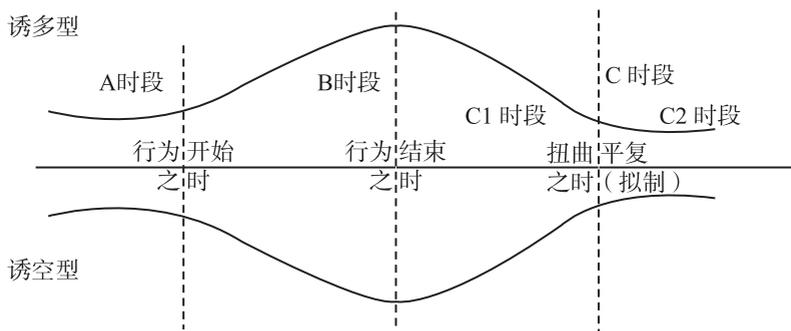


图 1 操纵市场中的时段与期间

整体期间型认定思路并不具体解构操纵市场导致的波动性,而将其视为受操纵市场影响的整体期间,有利于解决当操纵市场子行为众多、难以划分区间的问题。投资者损失的认定基础为 B 时段买入或卖出证券并产生损失。具体包含三种情况:其一,投资者在 A 时段买入并持有证券,而在 B 时段卖出该证券产生亏损的;其二,投资者在 B 时段买入并持有证券,而在 B 时段卖出并产生亏损的;其三,投资者在 B 时

<sup>①</sup> 例如,在“唐汉博案”([2017]20 号行政处罚决定书)中,执法部门将操纵行为人对“同花顺”股票的操纵分为三个阶段,涉及十个期间内及时点上的交易行为,每个阶段中再分为三个步骤:建仓、拉升与出仓。可见实践中操纵市场行为往往包含着众多具有不同价格牵引方向的项下子行为。

<sup>②</sup> 操纵市场行为在进行中被揭露或查处,操纵行为结束之时实为行为截止之时。

<sup>③</sup> 考虑到操纵市场期间存在越来越短的发展趋势,实践中存在众多以秒为单位反映操纵期间的情况,如“彭旭案”([2016]76 号行政处罚决定书)。所以,操纵市场应以“之时”代替“之日”为宜。

段买入证券,而在C时段卖出并产生亏损的。

整体期间型认定思路的优势在于不需要另行区分诱空与诱多,赔偿数额计算的基础都在于买入价格(或卖出价格)与通过“前取法”计算所得证券真实价格的差额。并且,计算过程中实际上包含了损益相抵的过程,实际上扣除了投资者期间卖出所获利益。尤其适合于操纵市场期间持续时间较长,操纵导致证券价格波动较大的情况,有利于避免单边计算投资者损失、忽视投资者在波动中拉抬获利的可能性,有利于防止投资者获得过度赔偿,避免对投资者产生不当诉讼激励。由此可见,在操纵市场民事责任案件中适格原告的范围应当是:在操纵市场期间及其后一段时间内,即在B+C1时段内交易证券,并扣除期间交易产生盈利部分仍有实际亏损的投资者。

#### 四、避免因果关系认定规则僵化

操纵市场民事赔偿责任不应缺位,客观上需要制定出明确的操纵市场民事责任因果关系认定规则,明确实行因果关系推定所需要满足的条件。同时也应当注意,规则制定应当尽可能避免制定过程超越个案的抽象化或将导致的规则僵化问题。关于操纵市场民事责任司法解释制定的最大难题也就在于此。证券市场在不断发展,操纵市场行为在不断翻新,其复杂性决定了应当在因果关系认定规则中预留足够空间,充分保证法院在审理操纵市场民事责任案件时的自由裁量,其中两个最为重要的关键点在于:合理设计操纵行为期间及时点的认定方法,与合理设置反驳推定的事由。

其一,操纵期间的认定应当把握各分阶段之间是否具有紧密的关联性。如前所述,整体期间型认定思路的核心在于确定操纵期间。从行政执法实践来看,行为人基于统一操纵目的而在不同时间所实施的行为,即使中间存在间隔,也不影响操纵期间的认定。但对于民事责任案件而言,需要通过考察各阶段关联紧密度来判断是否需要分为若干个操纵期间,防止行为人责任范围扩张。<sup>①</sup>此外,尽管操纵市场行为一般分为三步骤,但不同步骤之间的联系紧密程度是判断操纵期间是否需要划分的考量因素——如果建仓行为与拉抬行为间隔较大,具有相对独立性,则宜将导致股价灌水的拉抬行为开始视为操纵行为开始之时。这也即是说明,整体期间型认定思路并非

---

<sup>①</sup> 从证监会行政处罚决定书来看,实际上对操纵期间的划分并未形成统一标准。参见陈晨:《操纵市场犯罪要素认定的司法观察》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第21卷),法律出版社2017年版,第208~228页。本文认为,在操纵市场民事赔偿案件中,不可直接套用行政处罚决定书中所定的操纵期间,而应当结合操纵市场行为具体组成行为之间的联系紧密程度,具体判断是否需要划分期间。

完全排斥解构分段的方法,实际上通过在个案中具体认定操纵期间实现灵活性。

其二,操纵行为影响消除时点的确定需要以结束之时为基础具体考察价格波动情况。如前所述,操纵市场的致损范围是在 B + C1 时段交易股票的情形。C1 时段的确定关键在于对行为影响结束之时的确定。考虑到价格影响消除的证明难度,本文认为可以在操纵市场司法解释中拟制行为结束后一天作为操纵市场影响消除期间。同时允许原告与被告举证延长与缩减此区间,法院可根据操纵行为类型与操纵行为持续时间具体认定。

其三,基于价格影响的交易上因果关系推定反驳。近年域外虚假陈述民事赔偿案件中,事件分析方法扮演着越来越重要的角色。尤其是在 Halliburton II 案<sup>①</sup>中,虽然“欺诈市场理论”依然适用,但美国最高法院指出,可以根据“价格影响理论”来推翻交易上因果关系成立的推定——“如果不存在价格影响,Basic 案确立的欺诈市场理论和信赖推定就将崩溃”。判断价格影响是否因此受到影响就需要引入事件分析方法,即通过计算超额收益(excess return)来实证分析某一特定事件对某公司市场价值影响。同样,在操纵市场民事赔偿中,应当允许被告通过举证操纵市场行为对股票价格没有影响,从而推翻交易上因果关系成立的推定。

其四,基于介入原因的损失上因果关系推定反驳。所谓介入原因是指在被告行为发生之后介入原先因果关系链条的第三人行为或外界事件。正如前述,损失上因果关系的实质在于合理限制赔偿范围。因此,在损失上因果关系阶段需要考虑“介入原因”是否中断损失上因果关系。证券市场交易环境复杂,影响证券价格因素众多,因此操纵行为之后可能存在其他行为和事件的介入中断因果关系。《若干规定》中“系统性风险等其他因素”即属于对介入原因的规定。在操纵市场案件中,同样应当允许被告举证存在介入原因,减轻或免除赔偿责任。

总之,因果关系认定规则的制定需要将复杂现实情况抽象至一般情况,但操纵市场的复杂性需要充分保证法官针对具体情形的自由裁量权。因果关系认定规则需要合理设计操纵期间及相关时点的认定方法,并合理设置反驳交易上因果关系与损失上因果关系推定的理由,防止因果关系认定规则僵化,避免行为人责任范围扩张,以此追寻因果关系认定规则确定性与灵活性的统一。

---

<sup>①</sup> Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. (Halliburton II), 134 S. Ct. 2398(2014) (No. 13 - 317).

## 五、结 语

操纵市场行为的复杂性使得通过单一固定标准来进行操纵市场因果关系认定具有相当大的难度。法院需要在个案中具体考察操纵行为的类型与构成,进而判断应当选取何种因果关系认定思路。我国操纵市场民事赔偿司法解释的制定极为必要,但不可急于求成。操纵市场民事责任因果关系认定与赔偿数额计算的规则设计、利益平衡协调都需要司法实践的经验积累,尤其需要诱空型虚假陈述民事责任司法实践的经验总结。证券侵权民事责任制度的完善宜循序渐进,制定虚假陈述、内幕交易、操纵市场三合一式的司法解释并不现实,操纵市场民事责任可在现有虚假陈述司法解释进一步完善之后,在充分汲取实践经验的基础上再实现平稳推进。当前正在进行的我国首例操纵市场证券支持诉讼无疑具有标志性意义与重要理论研究价值,尽管该案中操纵行为仅是操纵行为类型中最简单的单一型的信息操纵,但此次实践将成为操纵市场民事责任制度完善千里之行中向前迈出的坚实一步。