

## 操纵市场民事赔偿责任因果关系 认定的法理与适用

赵 畅\*

**摘要:**操纵市场与虚假陈述在行为主体、损害法益及责任构成等方面存在差异,运用欺诈市场理论认定操纵市场因果关系存在重大局限。操纵市场破坏了证券市场的价格形成机制,导致投资者无法行使其法定交易权利,遭受不同程度的损失。因此,需要考虑不同投资者在因果关系认定和推定中的规则适用;在推定因果关系的基础上,被告可以投资决策不在操纵期间或其他阻却事由推翻推定;损失因果关系的认定则需要基于操纵市场对投资者造成的实际损失加以判断。

**关键词:**操纵市场 因果关系 民事责任

### 引 言

虚假陈述、内幕交易和操纵市场是我国证券市场发展至今长期存在的痛点。随着最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的

---

\* 华东政法大学经济法学院经济法学博士研究生。

若干规定》(以下简称《虚假陈述民事赔偿规定》)的公布与施行,促进操纵市场民事赔偿责任的配套制度完善也日益迫切。《证券法》第55条和《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(已废止)第2条禁止任何人以不正当手段操纵证券市场,影响证券交易价格或者证券交易量,扰乱证券市场秩序。但就操纵市场民事赔偿制度尤其是因果关系的认定问题依然存在争议,有关规定始终未予明确。

实践中,鉴于虚假陈述与操纵市场行为存在一定的相似性,有观点认为操纵市场的本质亦属欺诈、误导,故可以适用欺诈市场理论(fraud-on-the-market theory)作为操纵市场民事赔偿因果关系认定的依据。然而,欺诈市场理论能否作为操纵市场民事赔偿因果关系认定的理论基础和适用依据仍存质疑。自2006年《刑法修正案(六)》将“操纵证券、期货交易价格罪”修改为“操纵证券、期货市场罪”起,罪名表述的转变体现出我国《刑法》已经进一步扩大了对操纵市场行为所侵害法益的界定及保护范围。同时表明我国对操纵市场的认识逐渐从“价格中心说”转向“秩序中心说”,从关注市场价格是否合理转向关注市场秩序是否公平。<sup>〔1〕</sup>可见,欺诈与误导虽然能够作为操纵市场的行为表现之一,但从侵害的法益来看,操纵市场通过影响证券交易价格或交易量,严重破坏了证券市场的价格形成机制,阻碍了其他交易者交易权利的行使,给不特定主体造成了更大范围的秩序损害。<sup>〔2〕</sup>因此,基于法益受损范围,厘清与完善交易因果关系和损失因果关系的认定及推定规则,是保护投资者合法权益以及维护证券市场交易秩序的精神体现。

## 一、操纵市场民事赔偿因果关系认定之困境

操纵证券市场与其所造成投资者损失之间的因果关系认定一直是

---

〔1〕 参见焦增军、李铭:《幌骗交易:类型化解释与期货市场操纵规制》,载《中国社会科学院研究生院学报》2019年第2期。

〔2〕 参见张守文:《经济法学》(第4版),中国人民大学出版社2018年版,第83页。

操纵市场民事赔偿制度的难题。一方面,由于操纵行为与损失之间的相互关系、影响力有所不同,投资者的损失并不一定由操纵市场的单一因素所致。另一方面,传统侵权责任的认定规则是否会提高操纵市场因果关系的认定难度,是否会加重投资者的举证责任,均对因果关系的原有认定路径提出了适当性与技术性的质疑。尽管有基于有效市场假说的相同前提,但由于操纵市场和虚假陈述在侵害对象和受损害益等方面的差异,欺诈市场理论能否解决所有操纵市场因果关系的认定问题尚且存疑。

### (一) 操纵市场行为及其因果关系认定的复杂性

实践中,行为人通过故意抬高或压低证券交易价格,制造证券行情,破坏证券市场自我调节的供求关系,使操纵后的价格与证券的真实价值发生偏离,诱使投资者进行证券交易,而后再操控证券价格逆向涨跌,导致投资者遭受以不真实价格高价买进证券或低价卖出证券的损失。操纵市场行为导致投资者损失的直接原因系证券价格的异常升降,但造成证券价格涨跌的原因多且复杂,进而导致对操纵市场因果关系的认定较为困难。

例如,信息型操纵的行为人多以利好信息的发布与证券价格的波动不存在直接关联或证券交易还受到市场固有风险和投资者决策失误的影响作为抗辩理由。但对于操纵市场行为及其所造成损失之间因果关系的认定显然不能孤立看待,而应予以整体分析。<sup>〔3〕</sup>申言之,操纵行为破坏了市场自发形成的交易条件,导致本应由买者自负的市场风险转变为受人为操控的非市场风险,因此,在认定操纵市场因果关系的过程中,需要对相关因素展开分析。

又如,跨市场操纵的本质是价格关联操纵,即利用两个或以上市场之间的价格关联实施操纵行为,<sup>〔4〕</sup>而价格关联则一般通过合约设计、交易机制或价格决定关系等形式建立联系。<sup>〔5〕</sup>2019年最高人民法院、

---

〔3〕 参见张泽辰:《信息型操纵证券市场行为模式探究及风险控制——以大额持股变动与因果关系为视角》,载《法治研究》2020年第2期。

〔4〕 参见谢杰:《跨市场操纵的经济机理与法律规制》,载《证券市场导报》2015年第12期。

〔5〕 参见钟维:《跨市场操纵的行为模式与法律规制》,载《法学家》2018年第3期。

最高人民法院《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》规定了有关跨期、现货市场操纵行为。实际上,跨市场操纵因果关系的认定之所以困难,是因为跨市场操纵行为涉及多层次资本市场,作为金融衍生品,期权的价值由股票价格的变动所决定,从而扩大了行为人操纵市场的对象与范围。

## (二)“若非”标准适用于操纵市场的技术缺陷

实践中,不同国家对民事赔偿责任因果关系的认定标准不同。在证券侵权案件的因果关系认定体系下,英美法系采用“二分法”进行操纵市场民事赔偿责任因果关系的认定:第一步为事实因果关系认定,即认定操纵行为与投资者权利损害之间存在因果关系,使用“若非”标准(but for test)进行判定;第二步为法律因果关系认定,即认定投资者受损权利与实际损失之间存在因果关系。<sup>[6]</sup>大陆法系在“二分法”的基础上,通过对事实因果关系的认定标准加以限制,形成“相当因果关系说”(proximate cause)。只有同时满足“条件关系”和“相当性”的要求,才能认定操纵市场行为与投资者损失之间的因果关系成立。“条件关系”通常采用“若非”的证明标准,“相当性”一般通过“经验法则标准”或“合理人标准”进行判断。<sup>[7]</sup>

可见,无论是英美法系的“二分法”还是大陆法系的“相当因果关系说”,“若非”标准都是因果关系认定过程中不可或缺的环节。在“若非”标准下,认定操纵市场民事赔偿责任的因果关系,需要论证:如果没有操纵行为,投资者的损失就不会发生。然而,从熟人社会到陌生人社会,在“非面对面”的证券交易模式下,非人际化的证券市场以时间优先、价格优先为交易配对原则,<sup>[8]</sup>基于匿名化的自动报价系统,买卖双方之间一般不存在直接的沟通或协商行为。故传统侵权理论下“若非”的证明标准对原告而言显然难度过高,如果不嵌入举证责任倒置

[6] 参见[荷]施皮尔:《侵权法的统一:因果关系》,易继明等译,法律出版社2009年版,第172页。

[7] 参见王泽鉴:《侵权行为》,北京大学出版社2009年版,第186页;王利明、周友军、高圣平:《中国侵权责任法教程》,人民法院出版社2010年版,第242页。

[8] 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。

或信赖推定规则,仅凭原告对操纵市场因果关系的论证,几乎不可能达到“操纵市场行为是影响投资者决策并造成投资者损失的必要条件”的要求,导致处于弱势地位的投资者因无法达到举证标准而完全丧失对其合法权益的救济可能。

### (三) 欺诈市场理论应用于操纵市场的逻辑桎梏

对于操纵市场的本质,实践中存在多种解读,<sup>[9]</sup>理论与实务中普遍采取“欺诈说”。<sup>[10]</sup>针对操纵市场民事赔偿责任的制度空白,有学者提出,以虚假陈述为例,我国《虚假陈述民事赔偿规定》参照美国欺诈市场理论确立了交易因果关系推定规则,作为虚假陈述因果关系成立与否的标准,以此类推,操纵市场能否参照虚假陈述因果关系的信赖推定规则加以适用。实践中存在诸多争议。

例如,2011年\*ST钛白投资者诉程某水、刘某泽操纵证券市场,请求民事赔偿,北京市第二中级人民法院以“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,原告要求参照《虚假陈述民事赔偿规定》认定操纵证券市场的民事赔偿责任和损失的计算数额,缺乏依据”为由驳回原告诉讼请求。同样的理由也被用于“汪某中案”。但也有法院作出完全不同的判决结果。在杨某辉诉阙某彬、蝶彩资产管理公司证券纠纷案中,成都市中级人民法院认为,证券交易欺诈行为可分为虚假陈述、内幕交易和操纵市场三类,三者之间相互联系,虚假陈述是表象,内幕交易和操纵市场才是问题的核心与根本。阙某彬、蝶彩资产管理公司的操纵行为与虚假陈述行为具有类似性,因此,杨某辉的损失与阙某彬、蝶彩资产管理公司的操纵行为之间的因果关系均可参照《虚假陈述民事赔偿规定》予以认定。<sup>[11]</sup>

[9] “垄断说”认为操纵市场是一种人为制造的价格垄断;“引诱说”强调操纵市场是行为人通过制造市场假象,诱使投资者在不真实、不公平的交易条件下作出投资决策;“欺诈说”主张操纵市场旨在伪造市场行情,迫使投资者在对市场存在误解的情况下做出投资决策。

[10] 参见陈晨:《证券市场信息型操纵认定难点及监管对策研究》,载《证券市场导报》2017年第8期。

[11] 参见四川省成都市中级人民法院:杨某辉诉阙某彬、蝶彩资产管理(上海)有限公司证券纠纷一审民事判决书,案号:(2018)川01民初2728号,2019年12月27日。

虽然操纵市场行为通过虚构交易制造市场假象引诱投资者按照行为人的预期进行交易,具有一定的欺诈性,但操纵市场行为的直接指向对象并非特定投资者,而是证券市场本身。<sup>[12]</sup> 诚如路易斯·罗斯所言,操纵市场与欺诈的领域相连,但在法律分析上,操纵市场并非欺诈的一部分。<sup>[13]</sup> 另外,虚假陈述和操纵市场的确存在诸多不同。比如,虚假陈述的主体一般为负有信息披露义务的发行方,而操纵市场的行为人则可以包括证券市场上所有的机构或个人参与主体。又如,虚假陈述的行为对象通常限于与上市公司相关证券存在交易关系的投资者,而操纵市场的侵害对象既包括同时反向交易者又包括所有同时交易者,是对整个证券市场交易秩序的破坏。再如,操纵市场侵犯的权益也远大于虚假陈述,操纵市场可能构成犯罪,而虚假陈述并未入罪,且民事责任的构成强调虚假陈述内容的重大性,较之操纵市场具有更高的责任构成标准。由此,欺诈市场理论的局限在于其并非不能适用于操纵市场民事赔偿责任因果关系的认定,而是其难以涵盖操纵行为及其损害结果之间全部的因果关系认定可能。

## 二、操纵市场民事赔偿责任因果关系认定再证成

操纵市场民事赔偿制度的缺位,导致司法案例所持观点各异,同案不同判的矛盾日益激化。部分法院在审理操纵市场民事赔偿案件时,援引《虚假陈述民事赔偿规定》的条款,参照虚假陈述的理论基础进行操纵市场因果关系的认定,这对于司法实践的推进确实存在积极意义,也在一定程度上缓解了原告的举证压力,但将欺诈市场理论机械地套用至操纵市场实属不妥。事实上,无论是对市场价格机制的影响还是对交易诚信的破坏,操纵市场都损害了投资者参与证券交易活动所信赖的客观前提。

---

[12] 参见刘宪权、林雨佳:《操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定》,载《国家检察官学院学报》2018年第4期。

[13] See L. Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (2nd ed.), Little Brown & Company, 1988, p. 876.

### (一) 操纵市场因果关系二元划分的理论考察

《虚假陈述民事赔偿规定》的公布与施行加速了完善操纵市场民事赔偿责任制度的迫切需求。事实上,操纵市场与虚假陈述因果关系的认定既有共通点也存在区别。《虚假陈述民事赔偿规定》第11条和第31条明确了对虚假陈述采用交易因果关系认定和损失因果关系认定的“二分法”标准。从条款表述可知,我国对虚假陈述因果关系采取全面推定。对于交易因果关系,《虚假陈述民事赔偿规定》参照美国欺诈市场理论建立了推定规则。对于损失因果关系,信赖推定原则要求上市公司就“投资者所受损失系除虚假陈述行为以外的其他因素所导致的因果关系阻却”承担举证责任。

与虚假陈述相似,在认定操纵市场民事赔偿责任因果关系的过程中,也应分为交易因果关系和损失因果关系两个方面进行分析。对于投资者而言,交易因果关系属于事实层面的认定,只要投资者能够证明操纵行为已经引起证券交易价格发生异动,即可判定民事赔偿责任成立。同时,为了防止事实因果关系的认定标准过于宽松而导致原因广泛,还需要通过法律层面的因果关系加以限缩,以确定民事赔偿责任范围。但由于操纵市场行为人与投资者之间市场地位的悬殊差距,在绝大多数案件中,投资者要想证明损失因果关系的成立并非易事,从而导致投资者的诉讼请求无法得到支持。基于此,在损失因果关系的认定上,出于对投资者合法权益的保护,可以考虑采用因果关系的推定理论。

### (二) 操纵市场因果关系推定规则的法理支持

#### 1. 操纵市场破坏了投资者所信赖的价格机制

操纵市场的本质就是操纵证券的市场价格。在证券价格没有人为操纵,社会公众投资者对各种证券的总需求和总供给通过市场价格的自然调节趋向平衡的前提下,<sup>[14]</sup>投资者基于其对资本市场价格发现机制的信赖,从事证券交易活动并进行投资决策所带来的盈利或亏损结果,应当按照“买者自负”原则由投资者自行承担。然而,操纵行为破坏了投资者原本所信赖的价格形成机制。例如,交易型操纵的行为人通过对目标证券连续买卖,使价格攀升,造成目标证券交易活跃、持续

[14] 参见朱锦清:《证券法学》(第4版),北京大学出版社2019年版,第266页。

盈利的假象,引诱其他投资者出于对价格形成机制的信赖买入目标证券。达到预期获利目标后,行为人便会在价格高位将所持证券全部抛售,使投资者遭受损失。又如,信息型操纵的行为人往往扮演噪声交易者的角色:如果想抬高股价则发布利好消息,如果想压低股价则发布利空消息。新的利好或利空消息一旦出现,就会立即被市场所吸收,调整原来的估值,给出新的报价。另外,交易型操纵和信息型操纵也经常结合使用,比如行为人同时进行买入和推荐,以达到快速拉抬价格的效果。

我国证券市场属于半强式有效市场(semi-strong form efficiency market),即当前的证券价格既完全包含了所有历史信息,也充分反映了与上市公司证券有关的即时披露的所有公开信息。而操纵市场扭曲了证券价格对信息的客观真实反映,企图通过连续交易或利用信息优势等方法人为制造出另一种完全不真实的证券行情,打造非市场的价格形成机制,并企图获取投资者的信赖,影响投资者的决策。如果投资者因对操纵行为所生成的市场价格形成了合理信赖,并以此作出投资而遭受损失,应当认定操纵市场与投资者损失之间成立因果关系。此外,由于价格机制本身的基础性和广泛性,可能会出现没有直接买入目标证券却受到价格异动影响的投资者,此时,需要根据操纵市场对投资决策的影响力以及二者之间的关联度,综合考虑能否推定因果关系成立。

## 2. 操纵市场损害了交易诚信与公平交易环境

在有效的证券市场中,理性投资者参与证券交易活动的前提是出于对证券市场公平交易环境的合理信赖。然而,操纵市场却侵害了证券交易的诚信原则与公平交易环境。有观点认为对操纵市场的规范应建立在“自由公开市场”(free and open market)的理论基础上,即所有市场参与者均有权合理信赖证券市场是自由且公开的,是通过大量真实交易构建而成,而非操纵来反映证券价格。<sup>[15]</sup> 操纵市场行为人通过

---

[15] See B. Black, *Fraud on the Market: A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transactions*, North Carolina Law Review, No. 3, 1984.



各种方式和手段影响上市公司股票的公平市场价值,使相关证券的交易价格或交易量产生非市场性波动。一方面,操纵市场破坏了证券价格“随机游走”的特点,导致证券价格的变动路径及其收益率完全按照行为人的主观意志发生变化。另一方面,操纵市场违反了证券交易应当遵循的诚实信用原则,行为人系在损害投资者合法权益、市场经济秩序的前提下追求自身利益。有学者根据美国《全国市场系统管理规则》和欧盟《金融工具市场指令》归纳了公平市场应当具备的属性,“交易诚信”居首位,即市场参与者输入的所有指令都应当表达诚实的交易意图,不得人为影响交易量、价格或其他市场活跃指数。<sup>[16]</sup> 尽管是负有注意义务的机构投资者,但倘若操纵市场超出机构投资者所应承担的注意义务范围,则对于行为人而言,机构投资者与普通投资者并无二致,此时,应当认定操纵行为与机构投资者的投资决策之间成立交易因果关系。

### 3. 因果关系推定体现对投资者的倾斜性保护

在操纵市场民事责任纠纷案件中,被告常以“买者自负”作为抗辩理由,认为原告按照自己的判断从事证券交易活动,应当对其投资结果承担责任,操纵行为与投资者损失之间不存在因果关系。但“买者自负”应当建立在交易双方力量对等、能够合理预见并承受交易风险的基础上,<sup>[17]</sup> 操纵市场显然已经打破“买者自负”适用的前提条件。因此,为了实现证券交易的实质公平,矫正行为人对交易价格的操纵,需要加强被告的法定义务与责任,运用因果关系推定规则等规则设计加大被告的举证责任,强化对投资者的倾斜性保护。概言之,在证券侵权领域,因果关系的认定从政策方针到法律制度不可避免地体现了利益平衡理念。由于因果关系推定规则突出了对投资者的倾斜性保护,所以对于适用情形也应予以相应限制,从而最大限度地保证各方利益、价值取向与立法目标的平衡。<sup>[18]</sup>

---

[16] See V. Mavroudis, *Market Manipulation as a Security Problem*, *Cryptography and Security*, Mar. 29, 2019.

[17] 参见何颖:《金融交易的适合性原则研究》,载《证券市场导报》2010年第2期。

[18] 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》2019年第1期。

### 三、操纵市场民事赔偿责任因果关系的规则适用

基于操纵市场因果关系二元划分的理论基础,认定操纵市场与投资者损失之间存在因果关系,需要分别证明交易因果关系和损失因果关系的成立。此外,还需要根据证券交易活动的具体情形,分析是否涉及对操纵市场因果关系推定规则的适用。下文将从交易对手、操纵期间和损害结果三个方面展开对操纵市场交易因果关系与损失因果关系的认定以及因果关系推定规则的具体阐述。

#### (一) 基于交易对手的交易因果关系认定

##### 1. 实际交易对手与拟制交易对手的分析

实务中认定操纵市场交易因果关系成立的多数案件,其交易对手普遍为操纵行为人的实际交易对手。以“上海朱雀珠玉橙投资中心诉邵某等操纵证券交易市场责任纠纷案”为例,原告上海朱雀珠玉橙投资中心是新三板市场定向增发投资者,其以“面对面”签订《股票发行认购协议》的方式参与投资。作为特定投资者,原告应对行为人实施的操纵证券市场行为与其所遭受损失之间的因果关系进行举证,且不适用信赖推定原则。<sup>[19]</sup>上海金融法院基于定增投资与操纵行为的关联性确定操纵期间,根据被告在操纵期间拉高股价影响原告参与投资的定价,认定操纵市场交易因果关系成立。

然而,实际交易对手并不能完全涵盖操纵市场行为对有关投资者合法权益的侵害。实际上,由于行为人操纵倾向的不确定性,投资者面对受操纵的价格信号而做出的投资决策也有所不同。<sup>[20]</sup>在“非面对面”的证券市场中,同时进行同一证券交易的投资者人数众多,虽然操纵市场的侵害对象系首次交易的实际对手,但如果实际交易对手在操纵行为的揭露日前又将该证券再次转手交易,此时,操纵市场侵害的具

---

[19] 参见上海金融法院:《上海朱雀珠玉橙投资中心诉邵某等操纵证券交易市场责任纠纷一审民事判决书》,案号:(2021)沪74民初146号,2022年8月5日。

[20] See B. Wang & S. Zheng, *Public Information Manipulation in the Financial Market*, *Finance Research Letters*, Vol. 51, 2023.

体法益将从实际交易对手蔓延至后手购买者,直至操纵市场行为被揭露。<sup>[21]</sup> 故应当赋予后手购买者即拟制交易对手与实际交易对手同等的诉权和因果关系认定标准。另外,由于操纵行为一般在二级市场进行,而二级市场的股价波动必然会影响其在一级市场的发行定价,进而影响一级市场投资者的投资决策。<sup>[22]</sup> 故对于该部分受到操纵市场行为影响的一级市场投资者也应将其划分为拟制交易对手,适用交易因果关系推定规则。

## 2. 对机构投资者与非适格投资者的探讨

机构投资者能否适用交易因果关系的推定规则,司法实践中存在不同的观点。有学者认为机构投资者根据其估值模型对投资决策作出独立判断,不会对操纵行为制造的价格信号产生信赖,故不应适用因果关系推定规则。<sup>[23]</sup> 其实不然,在半强式有效市场中,估值模型和基本面分析的投资决策方法均已失效,投资者根据公开信息做出的投资决策无法带来超额收益。除非投资者通过非公开信息或内幕信息进行决策,否则即使是理性的机构投资者也无法免受人为制造证券交易行情的干扰。因此,机构投资者同样可以适用信赖推定原则,但考虑到机构投资者相较于普通投资者所具备的决策优势,应当判断机构投资者是否尽到了更高的注意义务,适当提高信赖推定原则的适用门槛。比如,若机构投资者主张信赖推定,则需要提交投资可行性分析报告或投资决策报告,以证明其投资行为是理性且善意的。<sup>[24]</sup> 否则,不能认定机构投资者尽到了审慎、善意地对待操纵市场的注意义务,<sup>[25]</sup> 因机构投资者未尽到审慎注意义务而造成的损失,与操纵行为不存在因果关系。

---

[21] See V. M. Dougherty, A [Dis]semblance of Privity: Criticizing the Contemporaneous Trader Requirement in Insider Trading, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 24, 1999.

[22] 参见彭冰:《交易型操纵民事责任的因果关系界定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案分析》,载《中国法律评论》2023年第4期。

[23] 参见刘东辉:《操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用》,载《财经法学》2023年第5期。

[24] 参见贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

[25] 浙江省高级人民法院:海雨浩投资咨询有限公司、浙江祥源文化股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2019)浙民终1414号,2019年12月20日。

对于非适格投资者来说,一般需要排除适用因果关系推定规则。我国《公司债券发行与交易管理办法》第16条规定未达到相关资信标准的公开发行人公司债券,仅限于专业投资者参与认购,此时,专业投资者以外的其他投资主体均属于非适格投资者。由于非适格投资者违法在先,可视为其自愿放弃了适当性保护。即非适格投资者不能因其过错行为产生的损失来寻求信赖推定原则的保护。

## (二) 基于操纵期间的交易因果关系认定

### 1. 操纵期间的确定:行为结束与影响消除

操纵期间的确定直接关系到操纵市场因果关系的认定。根据“法律因果性”,通过操纵行为与投资决策之间的关联性和紧密性来确定操纵行为对投资决策产生直接或间接影响的时间段,有助于操纵市场交易因果关系的认定。首先,操纵市场实施日是行为人制造证券行情,影响证券交易价格或交易量之日。操纵市场结束日是行为人停止实施操纵之日。行为实施日至结束日属于操纵期间,在操纵期间因买卖证券而受损的投资者,具有请求民事赔偿的权利。其次,由于操纵市场与虚假陈述的固有差别,操纵市场结束日并没有使证券交易价格立即回归“真实”,故《虚假陈述民事赔偿规定》中虚假陈述揭露日和更正日等时间标准不能完全适用于操纵市场。对于操纵市场结束日至基准日之间从事相关证券交易活动的投资者,需要根据公开交易市场对信息的反映来判断操纵行为的影响消除日,确定投资者的决策是否具有主观过错。影响消除日的时点主要有二:一是投资者主观知悉操纵行为;二是价格形成机制的市场化。也有学者提出可基于操纵行为的不同方式认定操纵期间,如交易型操纵需要关注交易量异常的最初和最末交易日,信息型操纵则需要关注信息传播的始末时点。<sup>[26]</sup>

### 2. 操纵期间在因果关系推定中的应用

根据因果关系推定规则,如果原告能够证明被告操纵市场且原告在操纵期间进行了相关证券交易,则可以推定操纵市场与投资者决策之间成立交易因果关系。当然,推定并非不可被推翻。如果被告能够

---

[26] 参见陈晨:《操纵证券市场“违法所得”认定的金融机理和法律解释》,载《证券市场导报》2023年第7期。

证明;原告的交易行为未发生在操纵期间;原告在交易时已经知悉或应当知悉存在操纵市场;原告的交易行为受到操纵市场结束日后发生的上市公司收购、重大资产重组等其他重大事件的影响,阻断了操纵行为与投资决策之间的因果关系;原告的交易行为构成内幕交易等证券违法行为或不具有交易因果关系的其他情形,推定可以被推翻。

### (三) 基于损害结果的损失因果关系认定

#### 1. 同时反向交易者遭受实际损失

基于证券市场的零和博弈特征,以诱多型操纵市场为例,行为人通过操纵证券交易价格或证券交易量,引诱投资者以不真实的高价进行多头交易,当拉抬价格的操纵行为结束后,投资者将被迫以更低价位卖出所持证券从而遭受损失。操纵市场的本质即在于行为人拉抬证券交易价格的行为与投资者卖出证券的行为呈反向变化,在诱空型操纵市场中亦是如此。在信息型操纵中,行为人通过散布虚假信息或利用内部信息优势操控证券交易价格,诱使投资者进行反向交易。<sup>[27]</sup> 跨市场操纵中,无论是通过操纵现货影响期货市场价格还是通过操纵期货影响现货市场价格,其价格关联的本质依旧是引诱投资者从事与行为人完全相反的证券交易活动,并以投资者的损失作为其获利的基础。

#### 2. 操纵市场民事赔偿的损失计算

《虚假陈述民事赔偿规定》第 27 条和第 28 条规定我国对虚假陈述民事赔偿的损失计算采用“事后观点”,即以投资者在虚假陈述实施日后、揭露日或更正日前买进或卖出证券的平均价格,与揭露日或更正日后、基准日前卖出或买回证券的平均价格之差额,为投资者的损失。然而,由于“事后观点”的损失计算方法易受到虚假陈述揭露后市场连锁反应的影响,<sup>[28]</sup> 故有学者提出采用“事前观点”即净损差额法(out-of-pocket)计算损失。<sup>[29]</sup> 净损差额是指原告从事证券交易活动时的市价

[27] 参见徐瑶:《信息型市场操纵的内涵与外延——基于行政和刑事案件的实证研究》,载《证券法苑》2017年第3期。

[28] 参见彭冰:《证券虚假陈述民事赔偿中的因果关系——司法解释的新发展评析》,载《法律适用》2022年第5期。

[29] 参见樊健:《论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”》,载《清华法学》2017年第3期。

与同时期证券真实价格之间的差额。“事前观点”的损失计算方法旨在将被告的民事赔偿限缩于对原告的损失填补,而不涉及期待利益。<sup>[30]</sup> 实践中有时也将其与信赖利益损失等同解释,即通过对投资者信赖利益的计算,确定投资者因操纵市场而产生的直接或间接的费用与损失,旨在恢复受损投资者至其交易前的应有状态。操纵市场采用“事前观点”进行损失计算的优势在于能够避免操纵市场行为结束日并非证券交易价格回归日的潜在可能,从而化解“事后观点”适用的局限性,更好地保护投资者合法权益。此外,为了克服“事前观点”对损失计算一成不变的缺陷,还可根据操纵市场结束日至基准日之间价格影响消除的时点修正净损差额,以保证损失计算的合理性。

#### 四、结语

操纵市场民事赔偿责任的制度设计已经超越民事侵权本身的价值衡量。由于操纵市场与虚假陈述的内在差异,故操纵市场因果关系的认定也不能够照搬《虚假陈述民事赔偿规定》的标准。操纵市场虽具有欺诈性,但操纵行为的直接指向并非特定投资者,而是整个证券市场。因此,根据侵害的法益设定交易因果关系与损失因果关系的双重标准,在横向上,针对不同交易对手,区分因果关系推定规则对机构投资者的适用条件和对非适格投资者应当排除适用,并以拟制交易对手实现对实际交易对手因果关系认定局限的补充;在纵向上,合理界定操纵期间,强化其在交易因果关系推定与推翻中的应用。交易因果关系成立后,根据投资者因操纵市场所遭受的实际损害结果认定损失因果关系,并采用“事前观点”进行损失计算,以确保受损投资者能够恢复至操纵行为未发生时的资金状况。总之,操纵市场因果关系的认定应当与证券市场的有效性内涵保持一致。

(编辑:张倩红 宋 澜)

---

[30] 参见李有星、杨楠:《论我国内幕交易损害赔偿计算方法的建构》,载《时代法学》2012年第6期。