

操纵证券市场民事赔偿责任探究

南京市中级人民法院金融庭课题组*

摘要：当前，操纵证券市场行为数量不断增加，复杂性、隐蔽性特征凸显，但操纵证券市场民事赔偿责任缺乏审理细则和司法指引，已公布支持投资者索赔的生效案件数量较少，急需厘清该类型民事案件审理思路。本文从证券法第 55 条操纵证券市场民事赔偿请求权基础出发，结合一般侵权理论并参照《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若干规定》，重点讨论操纵市场民事赔偿中因果关系、损失确定、上市公司责任认定。在因果关系方面，应当采用有条件的信赖推定规则公平分配举证责任，投资者应证明操纵行为具有重大性，操纵行为人应证明投资者损失系由操纵行为以外的其他因素导致。在损失确定方面，参照虚假陈述相关规则，以投资差额损失、佣金、印花税作为可赔偿范围，在投资差额损失计算上以操纵行为实施日前二十个交易日与前一个交易日平均值确定基准价，在操纵行为实施日至影响消除日间逐日计算拟制真实价格，并采用净值差额法进行损益相抵。在上市公司责任方面，若上市公司明显缺乏内部控制机制发布操纵信息，沦为操纵行为人的工具，并因此受到行政处罚，可能证明其具有过错，应当承担共同侵权责任，但其承担责任后有权向其实际控制人“首恶”追偿。

关键词：操纵证券市场 因果关系推定 拟制真实价格 共同侵权

一、问题的提出

作为一种古老的证券交易违法形态，操纵市场行为的历史可以追溯到 16 世纪的

* 课题主持人：姚志坚，南京市中级人民法院党组成员、副院长。课题组成员：张晗庆、王瑞煊、李喆、高迪。

葡萄牙。^① 在现代社会,操纵证券市场行为人利用交易行为与信息等手段,扭曲证券市场价格,掩盖证券市场真实供需关系,以此引诱他人参与证券交易,为自己谋取不正当利益或者转嫁风险,违反证券市场公平、公正原则。操纵证券市场与内幕交易、虚假陈述并列被视为证券交易三大违法形态,各国均予以规制和严惩,也一直是我国行政执法工作重点之一。近年来,监管机构对操纵证券市场行为稽查力度不断加强,行政处罚金额屡创新高,但作为对矫正被扭曲的市场机制、保护投资者合法权益有巨大促进作用的民事赔偿责任仍有所缺位,相关索赔案件屈指可数,缺乏审理细则和司法指引,投资者的民事赔偿需求难以得到满足。本文在厘清我国操纵证券市场民事责任规制范式和司法现状的基础上,对民事赔偿责任三大核心问题即因果关系、损失计算和责任承担提出认定思路和裁判路径,以期完善对操纵市场民事赔偿责任的司法规制。

二、操纵证券市场民事赔偿责任检视

(一) 我国操纵证券市场行为概况

现行证券法第55条^②对于操纵证券市场行为模式规定为“影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量”,包含了实践中常见的七种具体情形。根据操作方式不同,大致可分为四种类型:一是真实交易型,包括联合或者连续买卖、特定时间的价格或价值操纵、尾市交易操纵;二是虚伪交易型,包括约定交易操纵、洗售操纵、虚假申报操纵;三是信息型,典型代表为蛊惑交易操纵和抢帽子操纵^③;四是跨市场操纵。为进一步分析我国操纵证券市场行为特征,笔者统计了2015年至2023年证监会(不

^① 葡萄牙国王由于战争需要拟到安特卫普金融市场购买银币,一群投机者事先收购了当时市场流通的几乎所有银币,形成了市场短期短缺,迫使葡萄牙国王以高价购买。投机者采取的是一个典型的操纵行为即“轧空”行为。参见胡华勇:《从行为特征角度论股票市场操纵行为之有效监管》,对外经济贸易大学2005年博士学位论文。

^② 《中华人民共和国证券法》第55条:禁止任何人以下列手段操纵证券市场,影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量:(一)单独或者通过合谋,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;(二)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;(三)在自己实际控制的账户之间进行证券交易;(四)不以成交为目的,频繁或者大量申报并撤销申报;(五)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;(六)对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易;(七)利用在其他相关市场的活动操纵证券市场;(八)操纵证券市场的其他手段。操纵证券市场行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。

^③ 抢帽子交易操纵,是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,买卖或者持有相关证券,并对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价、预测或者投资建议,以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。另《中华人民共和国证券法》第55条第1款第6项,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1条第2项,证监会《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(2020年10月30日废止)均将该行为纳入操纵市场行为之列。

包括地方监管局)作出的 160 个操纵证券市场行政处罚案例^①中涉及的操纵类型,结果如图 1 所示:

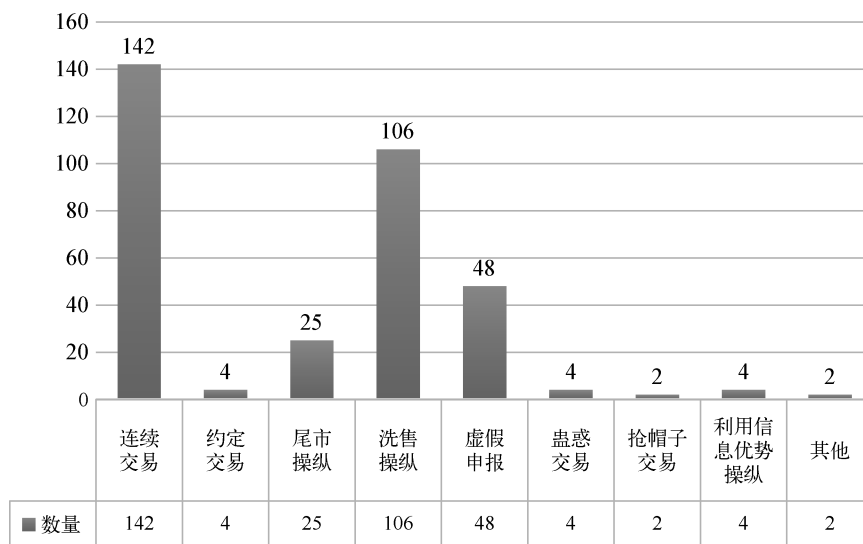


图 1 证监会 2015—2023 年查处的操纵证券市场行为分布情况

如图 1 所示,160 份处罚决定书中,认定为连续交易、洗售交易、虚假申报三种操纵类型为主,约定交易、蛊惑交易、信息优势操纵及抢帽子交易发生频次较低。其中连续交易方式操纵行为占比最高,达到了 142 份,占比 88.75%。洗售交易和虚假申报次之,分别达到了 106 份和 48 份,占比分别为 66.25%和 30%。由于样本案例总共只有 160 份,所以上述三种类型大部分会在一份处罚决定中同时认定其中两类或三类。可以说自 2015 年我国证券市场经历巨大震荡后,操纵证券市场行为明显呈现操纵手法多样、在一个案件中同时采用多种操纵手段的特征,操纵行为更加复杂和隐蔽,由此导致操纵行为揭露到投资者获赔的时间间隔时间较长。

(二) 我国关于操纵证券市场民事责任的规范演进

操纵证券市场民事责任以侵权责任为基础,要求操纵行为人在造成投资人损失的情况下,通过赔偿损失承担其民事责任。我国操纵证券市场民事责任的规范随着我国证券市场发展的三个历程,也经历了从无到有的演进。

自 1990 年沪、深两家证券交易所建立至 1998 年证券法审议通过,系我国证券市场起步阶段。为应对操纵行为对市场的危害,国务院证券管理委员会(已撤销)于

^① 该 160 份行政处罚决定书均来自中国证监会官方网站。

1993年发布《禁止证券欺诈行为暂行办法》,中国证监会于1996年发布《关于严禁操纵证券市场行为的通知》,均禁止利用资金、信息优势,影响证券市场价格,诱导投资者在不了解事实真相的情况下作出证券投资决定的操纵证券市场行为。1998年证券法对操纵证券市场进行目的性阐述,分类为连续交易操纵、约定交易操纵、洗售操纵和其他操纵,但并未有民事赔偿责任相关条款。

1999年至2005年为我国证券市场规范发展阶段。最高人民法院于2000年印发《民事案件案由规定(试行)》,首次将“操纵证券交易市场纠纷”纳入民事案由,肯定了投资者追究操纵者民事责任的可能性。但在2001年,最高人民法院发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》(该司法解释性质文件于2013年2月6日被废止),表示:“受目前立法及司法条件的局限,尚不具备受理及审理这类案件的条件。经研究,对上述行为引起的民事赔偿案件,暂不予受理。”2003年最高人民法院发布《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》,打破了2001年涉证券民事案件不予受理的桎梏。2005年证券法修订,将证券交易量纳入连续交易操纵的认定要件,并首次明确规定操纵证券市场行为人需承担赔偿责任。

2005年至今,随着股权分置改革、创业板上市、证券投资基金法的通过、沪港通的启动、注册制的试点和实施,我国证券市场进入快速蓬勃发展阶段。2007年证监会发布《证券市场操纵行为认定指引(试行)》,进一步丰富、拓展了操纵行为的定义及手段类型。2019年修订的证券法,在操纵证券市场民事责任表述上删除了“行为人”三个字。2022年,最高人民法院发布《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述若干规定》),该规定虽不能当然适用于操纵证券交易市场责任纠纷,但对完善证券市场侵权行为民事赔偿意义重大。

通过梳理操纵市场行为相关制度的规范演变可以发现,当前虽然对投资者合法权益重视程度不断提高、对操纵市场行为的行政监管措施不断收紧,但相关民事赔偿责任制度尚无法回应实践需求:除因果关系问题外,包括但不限于可提起诉讼的原告范围、基准日的确定、被告可用的抗辩等^①均尚缺乏明确规定。2024年4月,国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(国发〔2024〕10号),明确提出要推动出台背信损害上市公司利益罪的司法解释、内幕交易和操纵市场等民事赔偿的司法解释,充分说明了完善操纵证券市场民事责任制度对于加强

^① 详见中华人民共和国证券法(2019年修订)第55条释义。

资本市场法治建设的重要性,相关司法解释的出台指日可待。

(三) 我国操纵证券市场民事赔偿责任司法案件现状

纵观近年来的我国操纵证券市场民事索赔案件,呈现出案件数量少、投资者获赔难度大、审理思路呈现阶段性等特点。如表 1 所示。

表 1 操纵证券市场民事赔偿典型案例表

| 裁判时间 | 案件名称 | 判决结果 | 主要理由 |
|---------|--------------------|----------|---|
| 2001.06 | 亿安科技案 | 裁定不予受理 | 缺乏法律依据 |
| 2011.12 | 中核钛白案 | 驳回原告诉讼请求 | 该类案件没有明确法律规定和司法解释、投资者遭受的损失与操纵证券市场行为之间因果关系无法认定 |
| 2019.04 | 凤形耐磨案 ^① | 驳回原告诉讼请求 | 原告没有证据证明被告有操纵市场行为和因果关系 |
| 2020.01 | 恒康医疗案 ^② | 支持原告索赔请求 | 推定原告损失与被告操纵证券市场行为之间构成因果关系 |
| 2021.07 | 天成自控案 ^③ | 驳回原告诉讼请求 | 不能证明被告存在操纵市场行为 |
| 2022.08 | 阿波罗案 ^④ | 支持原告索赔请求 | 原告举证证明其投资与操纵行为之间存在因果关系,但定增相对方不承担赔偿责任 |
| 2022.09 | 鲜言案 ^⑤ | 支持原告索赔请求 | 推定原告损失与被告操纵证券市场行为之间构成因果关系 |
| 2024.06 | 王宝元案 ^⑥ | 支持原告索赔请求 | 原告在王宝元操纵期间买入卖出股票,由此产生损失应由王宝元等被告承担。 |

具体说来:一是公开案件少,即使在证监会公布对操纵行为人的行政处罚决定后,也鲜少有投资人提起民事诉讼。虽然 2015 年以来证监会查处立案的操纵证券市场案件高达 160 余件,但自 2001 年以来能公开查询到的操纵证券市场民事赔偿案件

① 参见安徽省高级人民法院(2019)皖民终 111 号民事判决书。

② 参见四川省高级人民法院(2020)川民终 1532 号民事判决书。

③ 参见浙江省天台县人民法院(2021)浙 1023 民初 2346 号民事判决书。

④ 参见上海金融法院(2021)沪 74 民初 146 号民事判决书。

⑤ 参见上海金融法院(2021)沪 74 民初 2599 号民事判决书。

⑥ 参见《全省首例操纵证券市场民事赔偿案件审结生效》,载微信公众号“法治福州”,2024 年 9 月 2 日。另根据人民法院公告网显示,生效案例为(2023)闽 01 民初 1187 号民事判决书,目前尚未公开该裁判文书。

不足10件。二是投资者获赔难,如前所述,2001年后该类型案件在一段时间内都无法进入审理程序,随后即使放开此类案件审理,也多因投资者无法举证证明其损失与操纵市场之间存在因果关系,判决投资者败诉。三是审理思路呈现阶段性变化,以2020年的恒康医疗案为转折点,其后公开的案件数量显著增加,且裁判依据多为参照适用证券虚假陈述民事赔偿制度规则,裁判结果为支持投资者的索赔请求,上海金融法院审理的阿波罗案和鲜言案还就操纵证券市场损失测算方面提出了新的审理思路,丰富了司法实践。

由此,操纵证券市场民事赔偿案件的起诉、受理等程序问题不再成为桎梏,案件实体审理中的重点和难点问题逐渐显现。

三、操纵证券交易市场民事赔偿重点问题

证券法第55条第2款规定,操纵证券市场行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。该条为当前操纵市场案件中原告主张的请求权基础。从侵权损害赔偿的构成要件角度来看,操纵市场侵权作为特殊的侵权责任,也应满足的一般侵权要件,即包括:有明确的侵权主体、行为人主观有过错并存在操纵市场行为、受害人财产利益受损、损失与操纵市场行为之间存在因果关系^①。对于操纵市场行为主体、过错等相关事实,一般有在先的行政处罚或是刑事判决予以认定,在民事赔偿案件中可以依法采纳。因此,在民事赔偿案件审理过程中,认定投资者的投资损失与操纵行为之间是否存在因果关系、投资者损失数额的计算、被操纵上市公司的责任承担成为核心的问题。

(一) 因果关系的认定

1. 操纵行为与损失之间的因果关系认定困境

对操纵行为与投资者损失之间的因果关系的认定等问题,当前法律规范尚属空白,但早在2007年,最高人民法院就提出“审理内幕交易和操纵市场民事赔偿案件是民商事审判领域一项全新的工作,受理此类案件的人民法院应当加强调查研究和信息沟通,根据法律规定并注意参照《虚假陈述若干规定》确定的因果关系、归责原则、共同侵权、赔偿范围和损失计算等进行审理”^②,初步确立操纵市场民事赔偿案件参

^① 最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组编著:《中国民法典适用大全·商事卷·证券法(一)》,人民法院出版社2023年版。

^② 宋晓明:《关注证券市场的发展变化:逐步完善证券侵权民事责任制度》,载《人民司法(应用)》2007年第17期。

照虚假陈述民事赔偿规则进行审理的导向。根据《虚假陈述若干规定》，我国虚假陈述民事诉讼借鉴有效市场假说基础上的欺诈市场理论，采用推定信赖原则，即虚假陈述行为的发生，欺诈的是整个证券市场^①，投资人因相信证券市场真实、证券价格公正合理而进行投资，因此其无须证明自己信赖了虚假陈述行为才作出投资，只要证明其所投资证券的价格受到虚假陈述行为影响而不公正，即可认定投资人的损失与虚假陈述行为之间存在因果关系^②。基于欺诈市场理论采用的因果关系推定规则能否同样适用于操纵市场行为民事赔偿案件，目前存在以下两种观点：

一种观点认为，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^③。操纵证券市场行为与虚假陈述相比更为复杂：在违法主体方面，虚假陈述的责任主体一般为发行人，而操纵证券市场责任主体可以是发行人，也可以是与发行人无关的机构或个人；在行为表现方面，虚假陈述主要表现在发布的信息不实或遗漏，而操纵证券市场行为中的信息型操纵与虚假陈述行为部分重合，操纵市场可以虚假陈述为手段并涵盖虚假陈述，但对于交易型操纵和跨市场操纵行为明显与虚假陈述行为不同；在侵害法益方面，操纵市场行为指向的并非购买发行人股票的特定投资者，而是整个证券市场；在时间跨度方面，操纵证券市场行为目的在于控制一定期间内股票量价走势以达到意图水平，理论上操纵行为结束影响后逐渐被市场吸收直至消除。该观点亦在前述“中核钛白案”及“凤形耐磨案”中采用，法院认为投资者应当举证证明其损失受到操纵证券市场行为的影响。另外，也有理由认为，中小投资者无法知悉交易型操纵行为或实际未造成价量变化的操纵行为，因此中小投资者的信赖并无正当性基础，无法推定交易因果关系存在^④，因此应当限定推定因果关系的适用范围。

另一种观点认为，欺诈市场理论能够同样适用于操纵证券市场民事案件，并可以适用虚假陈述的因果关系推定规则。主要理由在于，根据公开市场理论，证券价格的真实性准确性受多种因素影响，主要是公司基本面及供求关系、成交量等。而虚假陈

^① 林文学、付金联、周伦军：《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定的理解与适用》，载《人民司法（应用）》2022年第7期。

^② 贾伟：《证券市场侵权责任之发轫——解析〈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〉》，载《法律适用》2003年第3期。

^③ 赵畅：《操纵市场民事赔偿责任因果关系认定的法理与适用》，载《证券法苑》第40卷。

^④ 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。

述与操纵证券市场行为的违法结果具有类似性,即扭曲了证券价格,使之不能反映发行人的基本面及正常成交量,损害了证券市场效率^①,而且,中小投资者在通过交易所系统实施非面对面交易,无沟通与协商过程,也就无法证明投资决策完全基于某项操纵行为而非市场上其他信息,达到一般因果关系证明标准中的“相当性”。在前述“恒康医疗案”及“鲜言案”中,法院均推定投资者的投资决策与操纵行为之间存在交易和损失上的因果关系。采用这种方式能够减轻中小投资者的举证责任,与当前我国“半强势有效市场”相匹配^②。因此,推定操纵行为与投资者损失存在交易因果关系,成为目前司法主流观点。

2. 交易因果关系中有条件的信赖推定规则

不同于证券虚假陈述,操纵市场案件的因果关系推定有其特殊的法理构成,在具体规则上既需要考虑投资者的信赖保护及举证能力,也要避免操纵市场民事责任沦为非理性投机的工具。

首先,投资者主张因果关系推定的前提是证明价格影响。正如证券虚假陈述的信赖推定也需以重大性要件及有效市场为前提,操纵证券市场案件中也需要投资者提供初步证据证明操纵行为产生了价格影响。价格影响不是指简单的价格变动,而是指价格扭曲,指投资者买入时的股价相比于没有欺诈时的股价是否存在差异,即相比于无操纵时的股价,操纵行为是否拉抬或压低了股价。这是一个可以用证据证明的事实问题,投资者提起操纵市场诉讼应当完成初步举证。从证明程度看,为了符合信赖推定的价格影响要件,投资者无须证明操纵市场是引起价格上涨的唯一原因,只要提交初步的证据证明操纵行为是引起操纵期间股价异常的因素之一即可。证监会曾在《证券市场操纵行为认定指引(试行)》及相关行政处罚案例已经概括了一些认定股价影响的标准可以作为参考,比如相关证券当日价格达涨幅限制价位或跌幅限制价位、相关证券的价格走势明显偏离可比指数、相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面情况等。此外,通常而言,由操纵所引起的股价上涨缺乏基本面的支持,一旦结束操纵,股价就会有较明显的下降趋势。故投资者还可以通过观察操纵者暂停或结束操纵性交易后一段时间的股价变动情况进一步说明操纵对股价的拉抬和维持效应。对于信息型操纵而言,投资者也可以通过分析个案中信息发布主体的权威性,信息在媒体、网络的传播、转载情况等综合判断这些信息是否引起了非理性投资者的

^① 樊健:《欺诈市场理论在操纵证券市场民事案件中的适用及其限制》,载《证券法苑》第40卷。

^② 赵畅:《操纵市场民事赔偿责任因果关系认定的法理与适用》,载《证券法苑》第40卷。

广泛关注。此外,与证券虚假陈述类似,相关虚假信息被揭露或更正时的股价反映也可以作为判断操纵行为是否影响股价的重要因素。

其次,操纵案件中投资者对价格影响的证明标准不宜过高,即使投资者完成了价格影响的初步举证责任,仍不排除操纵期间的股价变动源于其他因素的可能。因此被告也同样可以以更精确的方法证明股价没有受到操纵行为的影响,推翻信赖推定。比如被告可以提供基于事件研究法的专家意见,选取操纵期间及操纵前后一段时间作为事件研究法的窗口期^①,判断操纵期间的股价是否存在异常回报率,从而更精确地判断市场价格异常是否受到操纵的影响。另外,被告也可以提出反证证明投资者明知或应知存在欺诈而交易,或投资者出于其他目的而交易,则交易因果关系亦不能成立。

最后,操纵行为通常不会影响股票的内在价值和长远的价格走向,理性的专业投资者一般也不会对操纵制造的信号产生直接信赖,有理由认定专业投资者通常是独立进行交易,并未直接或间接受到操纵的影响。因此,操纵案件中专业投资者一般不应该适用信赖推定。专业投资者“通常指具有专业知识、技能和投资经验或者拥有高额财富,具备自我保护能力而无须证券法专门保护的投资者”^②。专业投资者的投资情绪能够明显影响、引领普通投资者,且其投资行为对于被投公司的公司治理和信息披露本身也具备促进作用。^③ 专业投资者正是基于其收集和分析的证券市场信息而非单纯的证券价格开展交易,是“价格的制造者、调整者,而非被动接受者,可谓有效市场假说的真正的基石。所以专业投资者并不理所当然地完全适用欺诈市场理论的保护”^④。基于此,不允许专业投资者直接适用信赖推定,也是倒逼其重视投资的研究和决策过程、尽到法律要求的勤勉尽责义务,这最终会使其投资者受益,也会对持股公司的治理和业绩起到提升作用,有利于整个市场环境的优化。同时司法实践也普遍认为专业投资者在证明其是否受到操纵影响的问题上与普通投资者并不面临同样的举证困难情境,专业投资者具备对信赖要件的举证能力。在此情况下,应要求专业投资者证明自身合理地受到操纵市场的影响,并基于对操纵信息的分析和信赖作出投资决策,不宜直接适用信赖推定规则。

① 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。

② 参见洪艳蓉:《从雷曼迷你债券案看香港证券业专业投资者制度》,载《金融服务法评论》第1卷,法律出版社2010年版,第116页。

③ 参见谭劲松、林雨晨:《机构投资者对信息披露的治理效应——基于对机构调研行为的证据》,载《南开管理评论》2016年第5期。

④ 缪因知:《证券虚假陈述与投资者损失因果关系否定的司法路径》,载《证券法苑》第30卷。

(二) 投资者损失的计算:以拟制真实价格为中心

1. 操纵市场行为中投资者损失范围

侵权损害赔偿以补偿性赔偿为基础,目的在于填平投资者的直接损失。从结果来看,不论通过什么方式,操纵证券市场行为和虚假陈述都是将错误的信息反映到了证券价格上,扭曲了证券价格,释放了虚假的市场信号,最终使证券价格不能真实地反映基本面^①。证券价格一旦失真,上市公司、投资者以及其他证券市场参与者等无法再以证券价格作为发行新股、确定行权价格、投资公司或者确定股权质押合同核心条款的参数。而证券客观真实市场价格与实际交易价格之间的差额,即为投资者的直接财产损益金额。这种投资差额损失的计算方式,也符合民法典第1184条中规定的财产损失“差额算法”的内涵。而且,投资者交易股票必然发生佣金和印花税两项费用,操纵行为人赔偿损失的范围也应包括与操纵行为相关的投资差额损失部分的佣金和印花税。因此,对投资者因操纵行为导致的损害赔偿范围,可以参照《虚假陈述若干规定》第25条确定的损失赔偿范围,即投资差额损失、投资者差额损失部分的佣金、印花税。

另外,对于操纵市场民事责任,有学者主张应当设置赔偿上限,因为部分投资者因与操纵市场行为同项交易获利,所以投资者损失会超过侵权行为人的违法所得^②,进而导致违法行为与责任后果不匹配^③,故应参照证券法关于行政处罚标准一样,对民事赔偿责任设定限额。但对限额究竟是违法所得的一倍还是五倍目前尚缺乏有力的论证。本文认为,从审判实践来看,通过诉讼主张权利的中小投资者人数及金额尚未达到使其赔偿责任与违法行为严重不成比例的情况,更为多数情况是投资者缺乏索赔意识,上市公司或其他侵权行为人违法成本较低,民事赔偿责任无法对上市公司起到警示作用。而且,操纵市场行为民事赔偿限额涉及的是民事责任、行政处罚与刑事追缴三者之间资金分配问题,而民事赔偿具有法定的优先性,如果以违法所得为限,反而会限制投资者的权利救济^④,且在就操纵市场违法所得及投资损失计算方式尚未有统一的司法裁判标准的情况下,讨论民事赔偿限额客观条件并不成熟。

① 参见《2018年证监会行政处罚情况综述》,载中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn/csrc/e100028/c1001093/content.shtml>,2026年2月25日访问。

② 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。

③ 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。

④ 姜沅伯:《信息型操纵与虚假陈述异同》,载《中国金融》2020年第15期。

2. 操纵市场行为导致的投资损失计算方式

虽然操纵市场行为对市场的影响与证券虚假陈述行为有共通之处,但不同之处在于虚假陈述行为以不实信息被披露为影响消除的基点,理论上认为在不实信息被披露前市场始终受虚假陈述行为的影响,且多数案件中虚假陈述实施后并不会导致证券价格发生剧烈变动,投资者遭受的损失是通过揭露日或更正日前后的“买卖差价”来体现,即根据《虚假陈述若干规定》第27条、28条规定,以买入股票的平均价格与卖出股票的平均价格的差额计算损失,即使基准日前未卖出,仍应以基准价作为拟制的卖出价格计算差额。而操纵市场导致的投资差额损失不以“有买有卖”为前提条件,而是应以实际买入或卖出价格与真实市场价格之间的差额作为认定损失的依据。操纵市场行为导致的证券价格失真在开始日到结束日之间持续存在,到结束日后操纵影响逐渐消除,在影响消除日之前,因推定操纵行为影响期间内投资者所有交易行为均与操纵行为存在因果关系,则投资者可能因高于股票真实价格买入或低于真实价格卖出而亏损,也可能因高于真实价格卖出或低于真实价格买入而获利,故应以投资者期内每笔交易与真实价格之差,并进行损益相抵,最终如还有损失的,该损失即为投资差额损失。

鉴于上述虚假陈述与操纵市场价格形成机制与损失认定逻辑的差异,我们认为,在操纵市场行为损失认定应当把握以下三点:一是计算股票真实价格的合理期间;二是操纵行为的类型;三是股票真实价格。

(1) 关于计算股票真实价格的合理期间。由于操纵市场行为通常具有高度隐蔽性,操纵行为结束后,操纵市场行为对股价的扭曲影响往往不能立刻消除,而是需要逐渐被市场消化吸收。因此投资者损失计算的基础,必须确定操纵证券交易市场行为期间,以还原股票在没有被操纵时的真实价格。从实践来看,操纵市场行为被揭露的日期和行为对市场的影响期间一般有一定间隔,操纵行为被揭露时被操纵股票价格已不再受操纵市场行为影响,使市场脱离操纵行为带来的欺诈效应而回归正常的供需关系影响。因此,计算投资者损失的合理期间,应以操纵行为开始日为起点,并以操纵行为结束日为基准考量操纵影响的消除日,并推定在该期间内推定投资者交易损失与操纵市场行为之间存在损失因果关系。

(2) 关于操纵行为类型。操纵行为的类型决定了行为结束日的认定,进而导致影响消除日的认定方式上存在差异。对于影响消除日的设置,应结合操纵行为的模式和对市场的影响等要素予以认定。

信息型操纵行为中,侵权行为人实际控制信息发布的内容、节奏以及时间节点,集中发布利好或利空消息达到拉抬或压低股价的目的,这种方式与证券虚假陈述行为对市场的影响效果相类似,在虚假信息被揭露后使得市场知悉虚假陈述行为,故此情况下可参酌《虚假陈述若干规定》对基准日的规定,以股票换手率结合交易天数来确定影响消除日,并按照买卖价格差额计算投资损失。前述“恒康医疗案”即采用此种认定方式计算方式。

交易型操纵行为中,行为人通过连续交易(无论是真实交易还是虚假交易)可以影响换手率、成交量,但这些指标的波动是市场环境以及公司内部经营状况等因素共同作用的结果。前述“鲜言案”中,上海金融法院认为“以交易制造人为价格,当交易行为结束,施加在股价上的人为力量不复存在,股价逐渐回归至真实市场价格。需要注意的是,因为交易型操纵手法具有隐蔽性,一般情况下行为结束不会向市场释放明显信号,投资者尚不知晓受到欺诈,可能还会继续实施于己不利的交易,操纵影响何时消除,取决于操纵力量、操纵时长等多种因素,需结合个案具体情形酌定,操纵者施加的力量越大,连续操纵的时间越长,影响消除所需要的时间可能越长”。虽然个案考虑有一定合理性,但缺乏客观参照标准。另外,实践中还存在侵权行为人利用信息优势及账户组连续交易等手段实施操纵行为的情况。对于这种信息与交易复合型的操纵行为,在确定影响消除日时所需要考虑的因素更为复杂。有学者提出按照操纵结束后换手率达到100%之日或停牌、摘牌之日作为影响消除日^①,但这种认定缺乏合理性。

因此,基于当前司法实践,对操纵行为的影响消除日仍可参照适用虚假陈述中关于换手率与交易天数结合的方式来确定。即原则上以操纵市场行为结束后股票集中交易累计成交量达到可流通部分的100%之日(换手率100%)为影响消除日;如集中交易累计换手率在10个交易日内达到可流通部分100%的,以第10个交易日为操纵影响消除日;经过30个交易日仍未达到可流通部分100%的,以第30个交易日为操纵影响消除日。

(3) 股票真实价格。投资者损失计算的重难点在于被操纵股票真实价格的拟制方法。在金融领域,股票真实价格涉及数学、统计、金融等多学科、多领域,不同金融模型算法之间优劣难辨^②,由此确定的股票真实价格尚无法形成一致意见。但为了司

^① 刘卫峰、马佳慧:《市场操纵行为中损失算定的检视与再造》,载《证券法苑》第40卷。

^② 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。

法效率和公平,只能人为地确定拟制的公允价格来反映股票的真实价格^①。虚假陈述中对于基准价的拟制方法实际上采用的是“后取法”,便捷简单、具有可操作性,利于法院高效解决诉讼案件^②。但有其明显缺陷:“后取法”采用的价格为基准日固定股价金额,未考虑在操纵行为实施日到影响消除日之间受市场以及行业因素影响造成的价格浮动情况,与股价有涨有跌的真实交易背离。因此,操纵市场行为对市场的影响与虚假陈述行为以不实信息被公开揭露为基准进行判断不同,不宜参照《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若干规定》对于真实价格的拟制方法予以认定。

对于民事赔偿案件中操纵证券市场期间真实价格的拟制,可采用“前取法”,以案涉股票未被操纵之前的市场交易价格作为基准。其理由在于,未被操纵前的股票能够较为客观地反映相对真实的股票价格,且便于在此基础上结合一定赋权算法,拟制出被操纵行为影响期间每日的股票真实价格,这种方式具有可操纵性,也便于投资者理解和核定投资者损失。在确定基准价方面,可以参照《上市公司证券发行注册管理办法》第54条规定:“上市公司增发的,发行价格应当不低于公告招股意向书前二十个交易日或者前一个交易日公司股票均价。”第56条规定:“上市公司向特定对象发行股票,发行价格应当不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十。前款所称‘定价基准日’,是指计算发行底价的基准日。”第64条规定:“向不特定对象发行可转债的转股价格应当不低于募集说明书公告日前二十个交易日上市公司股票交易均价和前一个交易日均价。向特定对象发行可转债的转股价格应当不低于认购邀请书发出前二十个交易日上市公司股票交易均价和前一个交易日的均价,且不得向下修正。”以被操纵股票在操纵行为开始日之前二十个交易日的平均收盘价与操纵行为开始日前一个交易日收盘价的算术平均值作为拟制真实价格的基准价格,符合市场规律和上市公司市值判断的一般标准。同时,在计算投资者在操纵行为影响期间每笔交易的股票真实价格时,为反映案涉股票正常情况下应有的价值波动,可在基准价格基础上,参考交易当日相关的大盘指数、行业指数涨跌幅作为赋权指标来计算,以确定每一交易日的股票真实价格,该方法无须额外再扣除系统风险,其结果也较为公允。

^① 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版。

^② 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。

(三) 被操纵的上市公司责任承担

证券法第55条第2款规定,操纵证券市场行为给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。对于操纵行为人应当对投资者损失承担全部赔偿责任,理论和司法实践均无异议,但对于在操纵行为人利用上市公司发布信息,尤其是上市公司实际控制人参与操纵行为时,上市公司是否应当承担责任以及承担何种责任,确有争议。在前述“鲜言案”中,投资者主张上市公司阿波罗公司诱导投资,与操纵行为人共同承担侵权责任,但法院认为上市公司未受到行政处罚,且原告未举证证明上市公司“存在参与操纵证券市场的行为与意图,且尚无证据证明阿波罗公司实际控制人的个人行为等同于公司行为”,认为并不构成共同侵权。

根据民法典第1168条关于共同侵权的规定,在操纵市场行为中上市公司是否承担共同侵权的责任,应当结合以下几个方面进行判断:

(1) 上市公司行为以及作用地位

上市公司是否共同实施侵权行为,应当首先以上市公司在操纵市场行为的作用和地位判断。在信息型操纵中,若操纵行为人控制上市公司择机发布利好信息,通过掌握信息披露内容与时机的优势,使上市公司信息成为按照预定期间和效果诱导投资者买卖股票的有效工具。上市公司按照操纵行为人的指示,以公司名义在证券交易市场择机发布相关信息的行为,系行为人操纵证券市场行为的重要环节,与其他操纵行为共同形成一个统一的、不可分割的整体,是行为人通过操纵证券市场非法获利目的得以实现的重要因素。因此,若上市公司的行为与操纵行为人的行为客观上共同作用导致了投资者损失的产生,应当构成共同侵权行为。

(2) 上市公司主观意图

主观方面看,上市公司应健全内部控制,加强外部监督制衡,公司董事、监事、高级管理人员应当勤勉尽职,公司意思的形成理应反映其独立意志与商业判断。若上市公司被操纵行为人控制发布信息,操纵行为人利用信息优势获取巨额私利,表明上市公司内部控制机制失灵。证监会《上市公司治理准则》第8条规定:“在上市公司治理中,应当依法保障股东权利,注重保护中小股东合法权益。”在信息型操纵中,若上市公司未能有效建立内部控制制度,沦为实际控制人的工具,在发布相关信息时未按规定经过股东会或董事会等决议,实际未能平等保护全体股东特别是中小投资者的合法权利,可以认定上市公司对行为人实施的操纵证券市场行为目的的实现具有重大过错,在此种情形下,上市公司应对投资者的损失承担连带责任。另外,对于上市

公司是否依法履职尽责主观过错程度,还可以结合行政处罚或刑事判决中对操纵行为的具体事实进一步予以认定。

(3) 上市公司有权向“首恶”追偿

就上市公司与操纵行为人内部关系看,行为人系操纵市场行为的“首恶”,上市公司的行为是由行为人控制、指使实施。依照《中华人民共和国公司法》第20条^①、《上市公司治理准则》第63条,均明确控股股东、实际控制人不得利用其控制权损害上市公司及其他股东的合法权益,不得利用对上市公司的控制地位谋取非法利益。因此,在操纵市场行为“首恶”责任承担方面,可以参照《虚假陈述若干规定》第20条第2款规定^②,要求上市公司就操纵市场行为承担责任后,有权向操纵市场行为的“首恶”即操纵行为人追偿上市公司实际承担的赔偿责任和诉讼成本,但同时,针对其虚假陈述行为造成的投资者损失,应当由其自行承担损失。

四、结 语

操纵证券市场行为作为典型的证券违法违规行为,一直被各国证券法所严格限制。操纵行为人对投资者造成损失的,理应承担相应的民事责任,赔偿投资者损失。这是保障投资者合法权益,促进证券市场稳定良好运行的应有之义。虽然我国证券法明确规定了操纵证券市场行为的民事责任制度,但限于现实中的种种原因,相关配套司法解释、审判细则仍处于缺位状态,实践中可供研究的司法案例也屈指可数。如今,随着证券市场中小投资者保护力度的不断加大,开展操纵市场民事责任制度适用的研究势在必行。然而,操纵证券市场行为具有的高度复杂性,使得通过抽象出的某一固定标准来认定其民事责任具有一定的难度,在没有相关审理细则的情况下,司法机关只能在具体个案中考察操纵侵权行为。在此背景下,虽然相关审理细则、司法解释等的制定极为必要。实践中还需注意程序法上对操纵证券市场民事责任制度适用的有益探索,如代表人诉讼制度、举证责任倒置,在配套措施上

^① 公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程,依法行使股东权利,不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益;不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的,应当依法承担赔偿责任。

^② 《虚假陈述若干规定》第22条:“控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述,发行人在承担赔偿责任后要求该控股股东、实际控制人赔偿实际支付的赔偿款、合理的律师费、诉讼费用等损失的,人民法院应当予以支持。”

重视多种途径的投资者保护机制,可考虑建立罚金或罚款暂缓入库和回拨制度、追缴返还机制。事实上,操纵市场行为民事责任制度在适用中的具体规则设计、利益平衡协调都需要扎实的理论基础和丰富的司法实践经验积累,上述建议的意义和价值同样还有待进一步考察,在实务中更是需要对具体个案需进行针对性研究,避免将复杂的问题一刀切。

(责任编辑:夏雯雯 沙含)