

操纵证券市场民事赔偿损失测算方法

——基于金融视角的观点

赵 羲*

摘要：本文从金融视角研究操纵证券市场民事赔偿损失测算方法中的关键问题，以弥补现有法律视角研究的不足。文章界定了信息型与交易型操纵的金融原理及其与市场有效性的关联，明确了操纵行为重大性、关键日期的认定标准，区分了两类操纵下交易与损失因果关系的判定规则，对比了净损益法与毛损益法的测算逻辑与适用差异，旨在为司法实践中该类案件的损失核定提供金融层面的理论参考与实操指引。

关键词：操纵证券市场 有效市场 影响消除 因果关系 损失计算

操纵证券市场民事赔偿案件中，投资者损失的精准测算既是司法审判的难点，亦是平衡市场秩序修复与投资者权益保护的关键。尽管证券法明确了相关民事责任，但相较于已形成系统化裁判规则的证券虚假陈述民事赔偿，操纵市场行为因其手法多样、机理复杂，其民事赔偿的损失计算在理论上与实践中均面临更多悬而未决的问题。现有学术探讨虽已起步，但多集中于法律构成要件分析，而较少从操纵行为本身的金融逻辑出发，系统性剖析损失测算的底层原理与技术路径。有鉴于此，本文试图转换视角，将分析基点置于金融市场运行规律之上，旨在厘清操纵市场行为的作用机制，并在此基础上系统探讨相关重要问题，以期为构建更具解释力与操作性的损失核定框架，提供源自金融学理层面的参考与支撑。

* 上海交通大学中国金融研究院研究员。

一、操纵证券市场的类型

操纵证券市场的分类已有多项学术研究,国外学者最经典的研究成果^①将操纵证券市场行为分为信息型、交易型和行动型三类。信息型操纵指通过散布虚假信息或隐瞒真实信息,误导市场投资者形成错误预期以影响证券价格;交易型操纵则仅通过异常买卖行为(如拉高出货、对倒交易)人为改变证券价格,不依赖信息传播;行动型操纵则通过干预上市公司经营活动(如资产注入、业务重组)等非交易行为间接影响证券价格。

国内学者的最新研究成果^②结合中国 A 股市场特征与证券法修订实践,对 Allen-Gale 框架进行了本土化优化,提出“二元基础分类 + 内部细分”的重构体系。其核心是将证券价格操纵简化为交易型操纵与信息型操纵两大类,并对两类操纵进行精细化拆分:交易型操纵可分为虚假交易型(对倒、虚假申报)、真实交易型(自主力量型、他人力量型)、半真半假交易型(利用尾市交易、特定时点炒作);信息型操纵可分为编造虚假信息型、利用信息优势型、“抢帽子”交易型。

虽然现实案例中多种手法混合操纵的情形也较为常见,但为便于解释说明,本文将主要针对信息型和交易型操纵分别论述投资者损失的计算方法。

二、操纵证券市场金融原理与市场有效性

操纵证券市场得以实现的原理和机制是计算相关投资损失的核心基础。信息型和交易型操纵的实现原理及获利来源存在明显差异,以下分别论述。

(一) 信息型操纵证券市场

国外学者早期研究^③认为,内部知情者、财经记者和股评专家这三类人可以通过误导性陈述操纵公开信息和证券价格,而这种操纵能力只有在投资者长期持续评估他们的可信度之后才会受到限制。理性的投资者之所以可能相信以上三类人所发布

^① Franklin Allen and Douglas Gale, “Stock Price Manipulation”, *The Review of Financial Studies* 5, 1992, pp. 503 - 529.

^② 缪因知:《操纵证券市场行为的类型重构》,载《法学研究》2025年第1期。

^③ Roland Benabou and Guy Laroque, “Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility”, *The Quarterly Journal of Economics* 107, 1992, pp. 921 - 958.

的信息,原因有三:第一,投资者相信这些人具有信息优势;第二,这些人有可能诚实或真实地发布信息;第三,即使他们不诚实,也可能出于信誉考虑而发布真实信息。

另一种学术观点^①认为,关于股票的谣言通常来自交易规模小的知情交易者,他们希望通过操纵证券价格来提高基于信息交易的利润。这类小规模知情交易者包括有经验的业余股票分析师、能够获取上市公司业务上下游信息的投资者,以及能够获取内幕信息的投资者。理性期望模型可以证明,知情交易者通过向追随者提供有价值但不准确的交易建议来操纵证券价格,从而实现更高的交易利润。

国内学者研究^②发现,内部人减持期间存在明显的信息操纵迹象,主要方式包括在减持前发布“高送转”“业绩预增”“并购重组”等利好信息。减持完成前公司证券价格异常上涨的概率显著上升,减持完成后证券价格异常下跌的概率也显著上升。

综合相关文献研究结果可知,信息型操纵证券市场是指具有信息优势的主体,利用自身优势操纵所发布信息的内容或时点来影响证券价格,从而实现获利目的。信息型操纵能够实现的一个重要前提是,新的公开信息能够对证券价格产生影响,这符合半强式有效市场假设。在弱式有效市场中,价格只反映历史价格和成交量信息,对其他公开信息没有反应,不满足信息型操纵的前提。在强式有效市场中,所有未公开的内部信息已经反映在价格中,知情交易者不再具备信息优势,无法通过信息操纵证券价格。

(二) 交易型操纵证券市场

金融理论模型^③可以证明,纯交易型操纵可以获利,条件是其他投资者认为操纵者可能是知情交易者,拥有他们不知道的信息,并且投资者相信这种情况存在的可能性(概率)越大,操纵者能够获取的利润就越多。另一种改进模型^④能够证明操纵者可利用买入和卖出流动性对证券价格的非对称性影响来获利。

一般而言,信息挖掘者会提升市场效率,而操纵者则会降低市场效率。然而,当市场中同时存在操纵者和主动挖掘股票真实价值信息的交易者时,增加信息挖掘者的数量反而可能导致市场效率下降^⑤。这是因为信息挖掘者会争夺股票份额,其数量

① Jos Van Bommel, “Rumors”, *The Journal of Finance* 58, 2003, pp. 1499 - 1520.

② 徐龙炳、李琛、陈倩雯:《信息型市场操纵与财富转移效应研究》,载《财经研究》2021年第5期。

③ Franklin Allen and Douglas Gale, “Stock Price Manipulation”, *The Review of Financial Studies* 5, 1992, pp. 503 - 529.

④ Franklin Allen and Gary Gorton, “Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information”, *European Economic Review* 36, 1992, pp. 624 - 630.

⑤ Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu, “Stock Market Manipulations”, *The Journal of Business* 79, 2006, pp. 1915 - 1953.

的增加会提升操纵者的收益,进而提高操纵行为发生的可能性。由此可见,证券价格操纵的潜在风险可能会大幅削弱套利活动的有效性,在某些情况下,甚至会产生适得其反的效果。

通过分析美国 142 个操纵证券市场的真实案例发现^①,大多数交易型操纵案例发生在相对无效的市场中,而信息型操纵更容易发生在有效市场中。抬高证券价格是最为常见的交易操纵类型,而且操纵者往往通过对倒交易和利用名义账户的方式,人为推高证券价格。这些交易均发生在实际归属于同一人或同一群体控制的账户之间。交易量的放大与证券价格的抬升往往会吸引投资者或信息挖掘者的关注。事实上,在全部被操纵股票样本中,操纵期间的日均换手率远高于操纵发生之前的水平。在这类情形下,投资者很可能会误以为该股票存在利好消息,却没有意识到大部分交易活动并未伴随着实际所有权的变更。

中国股票市场存在非充分理性投资者以及卖出限制,相关研究^②发现,正是因为“行为驱使交易者”具有处置效应行为偏好,操纵者卖出股票导致证券价格下降的速度才小于其买入股票导致证券价格上升的速度,因而使得操纵者能够获得操纵利润。研究还发现,在证券价格被操纵的过程中,存在一个建仓期和抛盘期;操纵期内证券价格波动更大、换手率更高;在建仓期,回报率与换手率、换手率与回报波动率之间存在正相关关系。

综合以上研究可见,交易型操纵证券市场得以实现,主要依赖于买卖交易对价格影响的非对称性以及市场中特定类型投资者的认知和交易行为。交易型操纵不需要以有效市场为前提,操纵行为主要针对市场有效性较差的证券,而且操纵行为本身还会降低市场的有效性。

三、关于重大性

证券虚假陈述司法解释规定了虚假陈述行为的重大性是承担民事赔偿责任的前提,并明确了重大性的判断标准。在操纵证券市场案件中,重大性同样应作为民事赔偿的前提条件。

^① Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu, “Stock Market Manipulations”, *The Journal of Business* 79, 2006, pp. 1915 – 1953.

^② 周春生、杨云红、王亚平:《中国股票市场交易型的价格操纵研究》,载《经济研究》2005年第10期。

由于信息型操纵证券市场的原理与虚假陈述相似,因此涉案信息对证券价格和成交量产生的显著影响同样可以作为判断其重大性的依据之一。在交易型操纵证券市场中,由于投资者在交易时并不知道存在操纵行为,而是依据操纵行为产生的结果(如价量异动)做出交易决策,因此操纵行为对证券价格和成交量的影响同样可以作为判断重大性成立的依据之一。在行政处罚或刑事判决中,通常以操纵行为对证券价格和成交量的影响作为处罚标准,这本身已经确认了操纵市场行为的重大性。

四、操纵证券市场的区间及关键日期

计算操纵证券市场案件中投资者损失,首先需明确操纵行为的时间区间。与虚假陈述的实施日、揭露日和基准日相似,操纵证券市场行为的关键日期包括操纵起始日、操纵结束日、操纵揭露日以及影响消除日,以下分别论述。

(一) 操纵起始日

如前文所述,信息型操纵证券市场的原理与虚假陈述相似,因此其操纵起始日类似于虚假陈述的实施日,应是操纵性信息首次发布之日。操纵起始日在行政处罚决定中通常有明确认定,司法判例也大都以此为准。

交易型操纵证券市场的操纵起始日在司法判例中主要有以下两种认定方式:

1. 合谋操纵者达成协议之日。在“投资者诉王某东操纵证券市场责任纠纷案”中,操纵行为的开始日是2019年3月21日,结束日是2021年1月13日。根据判决书^①所述,“浙江省湖州市中级人民法院查明,2019年3月21日,王某东在与李某合谋操纵赢合科技股票后,共同前往云南与黄某进一步合谋并达成三方协议。”

2. 操纵者开始首次交易之日。在“投资者诉鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案”中,根据判决书^②所述,“《行政处罚决定书》查明,鲜某所控制账户组的交易开始于2014年1月17日,其控制信息披露节奏及内容的行为发生在2015年4月9日至2015年5月11日,其所控制账户组的交易结束于2015年6月12日;最终认定鲜某实施操纵行为的期间为2014年1月17日至2015年6月12日。”

以上认定方式各有其合理之处。然而,由于交易型操纵证券市场的原理是通过交易行为影响证券价格或成交量,从而诱使投资者交易,因此从交易因果关系(本文

^① 参见广东省深圳市中级人民法院(2024)粤03民初2627号民事判决书。

^② 参见上海金融法院(2021)沪74民初2599号民事判决书。

下一章将论述)的角度看,操纵起始日的选择还需要考虑操纵者达成合谋协议或首次交易是否已显著影响了证券价格或成交量。如果操纵者达成合谋协议或首次交易后的一段时间内,证券价格和成交量均未出现显著变化,那么这段时间内投资者的交易将难以证明与操纵行为之间存在因果关系。

(二) 操纵结束日、揭露日

操纵结束日是指操纵证券市场行为停止的时间,通常由刑事判决或行政处罚决定认定。需要说明的是,信息型操纵证券市场过程中若包含操纵者通过交易获利的行为,则操纵结束日应在操纵者交易获利完成之后。揭露日是指操纵证券市场行为被首次公开的时间,其认定逻辑与虚假陈述行为的揭露日相似。操纵结束日和揭露日的认定相对比较清晰,本文不做过多讨论。

(三) 影响消除日

影响消除日是指操纵证券市场行为对证券价格或成交量的影响得以消除的时间点。此处“影响消除”的定义是,被操纵证券的价格和成交量恢复到假设没有操纵行为时的“真实”状态,即由操纵导致的价格偏离或成交量偏离消失。目前司法判例中对影响消除日的认定,主要参考虚假陈述司法解释中对基准日的认定方式。然而,不同类型和方式的操纵证券市场案件中,操纵影响消除的时间可能存在较大差异,通过实证研究及对具体案例的分析计算可得到更为准确的结果。下面结合理论分析和实证研究结果,说明不同情况下影响消除日可能存在的差异。

1. 信息型操纵证券市场

信息型操纵证券市场基于有效市场的前提假设,该假设认为证券价格反映了所有已知的公开信息。影响消除日的认定可分为以下两种情况分别讨论:

(1) 利用真实信息操纵:此时操纵者只是操纵真实信息的发布时间。操纵结束时,依据有效市场假设,证券价格已经反映了该真实信息,操纵的影响在操纵结束后应很快即可消除。一般情况下,操纵行为结束时尚未被揭露,影响消除日可设定在操纵结束后较短时间内。如遇特殊情况,操纵揭露日早于操纵结束日,那么在操纵行为被揭露时,操纵的影响应很快消失,影响消除日设定在操纵被揭露后还是操纵结束后应是具体情况而定。

(2) 利用虚假信息操纵:如果虚假信息在操纵行为结束前被证伪,依据有效市场假设,虚假信息被证伪时,其对价格的影响应很快消除。但由于此时操纵行为本身可能尚未结束,因此影响消除日可与操纵结束日相同或在其后较短时间内。如果虚

假信息被证伪发生在操纵行为结束之后、操纵行为被揭露之前,那么影响消除日应在虚假信息被证伪之后较短时间内。如果虚假信息直至操纵行为被揭露才被证伪,则影响消除日应在操纵行为被揭露之后的较短时间内。

信息型操纵影响消除发生在操纵结束后多长时间可参考已有实证研究。以2008—2016年A股上市公司为样本实证研究发现^①,内部人减持期间存在明显的信息操纵现象,操纵者利用信息拉抬证券价格涨停主要发生在减持前30天内。在减持前30天内,样本公司发布利好公告数量的均值为3.954篇,在减持后30天内,均值为2.177篇,平均降幅高达44.94%。利好信息披露在减持前能够刺激证券价格大涨,30个交易日内的平均累计超额收益率高达4%,且在减持当日达到峰值。减持后30个交易日证券价格呈现持续下跌趋势,而且减持前的总体累计超额收益率在减持后15个交易日左右全部归零,说明操纵导致的证券价格偏离在减持后15个交易日内已基本消除。

2. 交易型操纵证券市场

交易型操纵证券市场不以有效市场为前提,即操纵期间的证券价格和成交量无法完全对应已知的公开信息。由于交易型操纵行为本身并非公开信息,操纵结束时投资者并不知情。操纵结束后,交易者结构恢复正常,操纵对成交量的影响应逐渐消退,而操纵对价格影响的恢复时间可能存在较大差异。交易型操纵过程中通常需要通过方向相反的交易获利,例如在拉抬证券价格型操纵中,操纵者在买入拉升证券价格后,需要高位卖出以实现利润。由于大量卖出导致的价格下跌,可能会部分或全部抵消此前大量买入导致的价格上涨,使得证券价格在操纵结束时可能已接近或回到无操纵时的“真实”价格水平。

实证研究分析美国51个股票操纵案件的真实交易数据,并将其与可对标的正常股票参照组进行对比^②。研究结果显示,被操纵股票在操纵期间的收益率和换手率都显著高于对标参照组,而在操纵期之前一年和之后一年,被操纵股票的收益率和换手率与对标参照组相比均无显著差异。研究同时发现,虽然被操纵股票的证券价格在操纵期间平均是上涨的,但部分股票的价格在操纵结束前已经跌回到操纵前的水平。

对中国股市中27个实际发生的交易型操纵证券市场案件进行实证研究^③发现,

① 徐龙炳、李琛、陈倩雯:《信息型市场操纵与财富转移效应研究》,载《财经研究》2021年第5期。

② Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu, “Stock Market Manipulations”, *The Journal of Business* 79, 2006, pp. 1915 - 1953.

③ 周春生、杨云红、王亚平:《中国股票市场交易型的价格操纵研究》,载《经济研究》2005年第10期。

这些操纵存在明显的建仓期和抛盘期。如果以操纵期间的股票最高价时点作为建仓期和抛盘期的分界点,那么建仓期的平均累计超额收益率(剔除大盘收益影响)为62.4%,抛盘期的平均累计超额收益率(剔除大盘收益影响)为-41.8%,操纵结束后半年内的平均累计超额收益率(剔除大盘收益影响)为-26.2%。假设建仓期开始前的证券价格为P,那么建仓期结束时操纵导致证券价格平均值上涨至1.624P,抛盘期结束时则下跌至0.945P。可见,抛盘卖出导致的证券价格平均下跌幅度几乎完全抵消了建仓买入导致的证券价格平均上涨幅度。以上结果表明,在这些案例中,操纵对证券价格的影响在操纵结束时可能已消除,操纵结束日即可被认定为影响消除日。当然,若认为操纵结束后证券价格延续的下跌趋势也是操纵带来的后续影响,则意味着操纵的影响在结束时尚未完全消除。但这需要重新界定“影响消除”的概念,并且需要定义和评估操纵结束后的下跌趋势及其与操纵行为之间的因果关系。

五、交易因果关系

(一) 推定信赖原则在操纵证券市场案件中的适用性

因果关系推定信赖原则是否适用于操纵证券市场民事责任,在理论与实务界都存在争议。有审判专家^①认为:“推定因果关系适用于以集合竞价方式进行交易的证券市场,旨在保护公开有效证券市场上不特定投资者的权益,这点与虚假陈述行为并无二致,但不同类型的操纵行为对投资者交易及损失的影响存在逻辑差异,需进行具体分析。”本文结合金融原理和域外司法实践,具体分析信赖推定原则在不同类型操纵证券市场民事案件中的适用性。

首先,推定信赖原则以欺诈市场理论为基础,而欺诈市场理论成立的核心假设是市场有效。投资者信赖市场价格的前提,是假定市场价格能够快速、无偏地反映所有公开可得信息^②。欺诈市场理论的这一核心前提,即证券价格的有效性,已为大量实证研究所证实。但当时欺诈市场理论主要应用于误导性陈述类的证券欺诈案件,并未明确提及适用于操纵证券市场案件。

信息型操纵证券市场行为对证券价格的影响机制与虚假陈述相似,都是通过信

^① 林晓镜、朱颖奇、李瑶菲:《操纵新三板证券市场行为民事赔偿的司法认定——定向增发投资者诉上海阿波罗机械股份有限公司、邵某等操纵证券交易市场责任纠纷案评析》,载《证券法苑》第37卷,法律出版社2023年版。

^② Daniel R. Fischel, “Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities”, *The Business Lawyer*, 1982, pp. 1-20.

息影响价格,并以有效市场为前提。因此,欺诈市场理论在此类案件中成立,推定信赖原则可以适用。

对于交易型操纵证券市场案件,操纵行为的成功并不以有效市场为前提,甚至在市场无效时更易得逞,而在有效市场中则难以实施。相关研究^①已证明交易型操纵会降低市场有效性。若要在交易型操纵案件中适用欺诈市场理论,首先需要证明案涉证券所在市场满足有效性假设,但这从原理上就存在困难。在交易型操纵案件中,如果投资者买入的原因是看到证券价格上涨后预期其继续上涨,这种决策逻辑本身就与有效市场假说不一致。美国有两个经典操纵证券市场案件,*In re IPO Securities Litigation* 和 *Desai Vs Deutsche Bank Securities*, 均因无法证明市场有效而最终未能通过集体诉讼的认证阶段^②。

本文认为,在交易型操纵证券市场案件中不应直接适用欺诈市场理论,因为有效市场理论考虑的是信息对价格的影响,而交易型操纵与信息无关。即使在以集合竞价方式交易的证券市场中,被成功操纵的证券也可能不满足有效市场假设。交易型操纵证券市场可采用“诚信市场理论”(Integrity of Market Theory)及证券价格变化来推定交易因果关系^③。由于交易型操纵破坏了市场公平诚信的基本原则,而投资者在不知情的情况下,仍相信市场是公平诚信的。此时,如果交易型操纵行为导致证券价格或成交量发生明显异常变化,投资者基于此等变化做出投资决策,则可推定交易因果关系成立。本文认为,基于“诚信市场理论”和被操纵股票价量异常变化来推定交易因果关系,更适合于交易型操纵证券市场案件。

(二) 具有因果关系的交易

依据前文所述的操纵证券市场关键日期及交易因果关系原理,可以界定应纳入损失赔偿计算的、与操纵行为有因果关系的交易范围。

信息型操纵证券市场的交易因果关系认定逻辑与虚假陈述案件有相似之处,区别在于操纵行为结束时市场(投资者)并不一定知情,甚至在影响消除时,投资者也可能不知道操纵行为的存在。在操纵结束日之后至影响消除日期间,投资者仍有可能依据操纵行为及其对市场造成的持续性影响做出投资决策。因此,对于通过释放利

^① Rajesh K. Aggarwal and Guojun Wu, “Stock Market Manipulations”, *The Journal of Business* 79, 2006, pp. 1915 - 1953.

^② Charles R. Korsmo, “Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions”, *Washington University Law Review* 52, 2011, p. 1111.

^③ 与上一篇引用相同。

好消息拉升股价的操纵,投资者在操纵起始日至影响消除日之间买入该证券的交易,原则上应认定与操纵行为具有因果关系。如果有证据表明投资者在此期间已经知晓操纵行为,则知情日之后的交易不应视为具有因果关系。影响消除日之后,操纵行为对投资者交易决策的影响应已显著减弱,且此时交易产生的损失与操纵行为的关联性已很弱,因此影响消除日之后的交易不应再纳入损失赔偿计算。信息型操纵导致的股价波动可能促使投资者卖出证券,因此,投资者在买入后,即使在操纵结束日或影响消除日之前卖出,仍然可以认定与操纵具有因果关系。

对于交易型操纵证券市场,如果基于“诚信市场理论”和价量异常变化来推定交易因果关系,则自操纵行为开始且显著影响证券价格或成交量之日起,直至操纵影响消除日止,期间投资者的买卖交易原则上都可被认定为具有因果关系。交易型操纵通常同时包含大量买入和大量卖出,证券价格有涨有跌,对投资者的交易决策产生双向影响,因此投资者在交易操纵起始日至影响消除日之间买入或卖出都应具有因果关系。与信息型操纵类似,揭露日之后的买入以及影响消除日之后的交易原则上不应纳入损失赔偿计算。

六、损失因果关系

操纵证券市场行为与投资者损失之间的因果关系(即损失因果关系),其原理与虚假陈述案件相似,目前文献中的观点基本一致。例如,在投资者诉鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案中,审判专家^①认为,“证券价格会受到各种因素的影响,例如大盘、行业以及发行人自身风格等,该等因素导致的损失是投资者交易标的证券应承担的投资风险,与操纵证券市场行为之间不具有损失因果关系,故不属于操纵者的赔偿范围。”在虚假陈述民事赔偿案件损失核定中,一般将与虚假陈述无关的风险因素分为两类:一类是系统性风险,如大盘、行业等;另一类是非系统性风险,如上市公司自身经营相关的重大事件。这两类风险因素导致损失的扣除原则,同样应适用于操纵证券市场民事赔偿案件。

需要注意的是,信息型操纵基于有效市场假设,非系统性风险事件对证券价格的影响机制与虚假陈述案件一致,事件分析方法的应用也可以保持一致。然而,在交易

^① 肖凯、沈竹莺:《全国首例涉主板市场多手法证券操纵侵权责任案裁判解析——投资者诉鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案》,载《证券法苑》第38卷,法律出版社2023年版。

型操纵证券市场案件中,由于不依赖于有效市场假设,且涉案证券的定价可能处于无效状态,特定事件不一定能对证券价格产生理论上应有的合理影响。事件影响与操纵影响可能存在叠加或相互干扰的情况,需要使用更专业的方法对两种影响加以区分和剥离。

七、损失计算方法

操纵市场民事赔偿案件的损失计算目前主要有两种方法。一种是“净损益法”(或称净损差额法),即以投资者的实际成交价格与股票在假设无操纵情况下的“真实”市场价格之差来计算损失金额。国内多个司法判例采用了此方法,例如“投资者诉鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案”和“定向增发投资者诉上海阿波罗机械股份有限公司、邵某等操纵证券交易市场责任纠纷案”。该方法的计算过程已有研究成果^①详细说明。另一种是类似虚假陈述司法解释中规定的方法,先计算投资者的账面损失,然后扣除与操纵证券市场无关的因素所导致的损失部分,从而得到因操纵行为导致的损失。与前一种净损益法相对应,此方法可称为“毛损益法”或账面损失扣除法。其计算过程与虚假陈述损失核定非常相似,在此不再赘述。虽然国内司法判例中采用净损益法居多,但现有文献中并未给出充分证据说明为何虚假陈述案件适合采用毛损益法,而操纵证券市场案件更适合采用净损益法,也缺少对这两种方法的深入对比。本文重点对比分析这两种方法的异同点,为司法审判选取更合适的方法提供参考。

首先,净损益法和毛损益法的基本原理都源于美国证券欺诈案件中采用的“价格线法”,其关键在于如何刻画模拟价格曲线,即假设没有证券欺诈(操纵)行为发生时股票的“真实”价格曲线。虽然可以用相同的方法刻画出相同的模拟价格曲线,但两种方法的基本出发点不同,导致结果也存在差异。净损益法旨在通过模拟无操纵下的“真实”价格,直接计算操纵行为给投资者在交易时点造成的损失。毛损益法则旨在将账面损失分解为与操纵行为有关及无关的两部分,并扣除无关部分,其衡量的是投资者持有证券期间因操纵行为所承受的损失。

其次,在计算过程中,净损益法直接使用模拟价格,而毛损益法使用模拟收益率,因此净损益法的结果相对更依赖于模拟价格本身的绝对准确性。模拟价格与模拟收

^① 参见许多奇课题组:《操纵证券市场民事赔偿损失认定问题研究》,载《投资者》2022年第2期。

益率的差别在于,模拟价格 P_t (t 代表日期) 的计算除了用到模拟收益率 (\tilde{r}_t) 之外,还用到了初始价格 P_0 , 公式如下所示:

$$P_t = P_0 \times (1 + \tilde{r}_1) \times (1 + \tilde{r}_2) \times \cdots \times (1 + \tilde{r}_t)$$

初始价格 P_0 一般采用操纵起始日前一个交易日的收盘价,如在“投资者诉鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案”中即是如此。换言之,如果在净损益法和毛损益法中采用完全相同的模拟收益率序列,净损益法多使用了一个初始价格参数。选取不同初始价格,对净损益法的最终结果影响较大,而对毛损益法的结果没有影响。

再次,毛损益法以账面损失为计算起点,而净损益法则不同。在计算账面损失时,投资者的损失来源于买入与卖出的价差,且买入和卖出的证券需要按照一定的规则(如先进先出法或后进先出法)进行匹配。只有当卖出价格低于对应买入成本时,才会产生账面损失。如果卖出价格高于买入价格,即便买入价格因操纵而虚高,也不会产生账面损失。在账面损失基础上扣除无关因素导致的损失后,毛损益法计算的结果大概率落在零到账面损失的区间内。如果出现根据模拟收益率计算出的“模拟损失”超过账面损失,或“模拟收益”为正数的情况,则需要对计算结果加以限制,使其不超出上述合理区间。

净损益法直接计算买入或卖出成交价格与“真实”模拟价格之差,其结果可能与账面损失存在较大差异。即可能出现账面上有损失但净损益法计算无损失,或者账面上无损失但净损益法计算有损失的情况。净损益法计算本身虽无须考虑账面损失,但依据侵权损害赔偿的“填平”原则,净损益法的计算结果通常仍以投资者的实际账面损失为上限。

最后,投资者在操纵起始日前已有持仓的情况下,两种计算方法纳入损失计算的股票数量可能有差异。采用净损益法计算时,买卖的证券无须像毛损益法那样匹配。以拉抬型操纵为例,如果投资者在操纵起始日前持有股票,在操纵起始日至影响消除日之间因操纵者大量卖出获利导致投资者将该股票以低于“真实”价格卖出,按净损益法的逻辑应纳入损失计算。而毛损益法的计算逻辑要求卖出与买入对应,因此买入应在操纵起始日至影响消除日之间发生。操纵起始日至影响消除日之间的卖出应先抵扣操纵起始日前的持仓,抵扣部分不纳入损失计算。

操纵证券市场民事赔偿中的投资者损失测算,是一个融合金融原理与司法实践的复杂问题,其核心在于依据操纵行为的金融本质,准确界定损失与操纵行为之间的

因果关系。本文从金融视角出发,以信息型与交易型操纵的二元分类为基础,厘清了两类操纵行为所依赖的不同市场有效性基础、关键日期的认定逻辑,区分了各自的交易与损失因果关系判定原则,并对比了净损益法与毛损益法在测算逻辑与结果上的差异,以期弥补现有研究偏重法律视角的不足。

研究证实,两类操纵行为在金融原理上的根本差异,决定了损失测算必须遵循分类处理的逻辑。信息型操纵的半强式有效市场假设前提,与交易型操纵常发生的市场无效性特征,直接影响了从关键日期认定、因果关系判定到最终损失计算的全流程。而“诚信市场理论”的引入,为交易型操纵案件中交易因果关系的推定提供了更为适配的金融理论支撑,解决了直接套用“欺诈市场理论”所面临的理论困境。

当前司法实践中,损失测算方法的选择仍缺乏统一的金融理论依据,净损益法与毛损益法的具体适用场景,需要结合操纵类型、具体案情等因素进一步明确。本文的研究结论旨在为操纵证券市场民事赔偿案件的司法审理提供金融层面的理论参考,也为后续相关法律制度的完善与专业化量化测算工具的开发奠定基础,从而助力提升司法裁判中损失认定的科学性与公正性。

(责任编辑:王昕宸 沙含)