

操纵证券市场民事赔偿损失认定问题研究

复旦大学许多奇课题组*

摘要:本文基于操纵证券市场民事赔偿责任的理论基础及制度规范,进一步厘清操纵证券市场行为的法律概念范畴,分析操纵证券市场民事赔偿责任的构成要件,比较现有操纵证券市场民事赔偿的计算方法和域外实践,初步构建精细化的损失计算方法。

关键词:操纵证券市场 民事赔偿 构成要件 损失计算

一、引言

投资者是资本市场健康发展的基石,保护投资者合法权益是资本市场建设的重要主题。操纵证券市场行为扰乱资本市场的健康发展,破坏投资者对资本市场的信任基础,抑制资本市场正常功能的发挥。对操纵证券市场行为进行法律规制是保障资本市场正常运行的必然要求。建立操纵证券市场民事赔偿制度,明确科学合理地操纵证券市场民事损害赔偿计算方法,可以有效弥补投资者损失,威慑违法操纵者,对资本市场的健康有序发展具有重要意义。

二、操纵证券市场民事赔偿责任的基本理论

(一)操纵证券市场的定义

关于操纵证券市场的定义,学界尚无定论。本课题组认为,操纵证券市场,是指

* 课题组负责人:许多奇,复旦大学法学院教授。课题组成员:沈竹莺,上海金融法院申诉审查及审判监督庭副庭长;杨晖,上海金融法院申诉审查及审判监督庭四级高级法官助理;金琪睿,复旦大学法学院博士研究生。

利用资金优势、持股优势或者信息优势等操纵证券交易价格或交易量,使证券交易价格严重偏离其真实价值或真实价格,诱导投资者交易,意图从中获利的行为。

(二) 操纵证券市场的具体方式和类型

根据证券市场实践,操纵证券市场行为从操纵手段角度可分为交易型操纵和信息型操纵。此外,跨市场操纵^①作为期货市场发展到金融期货时代的产物,也应当被纳入操纵证券市场行为的研究范围。

信息型操纵和虚假陈述都是通过控制信息发布的内容和时间节奏来达到操纵市场的目的,容易混淆,但两种行为的构成要件存在不同。一是行为主体不同,虚假陈述的行为主体必须是特定的信息披露义务人,而信息型操纵的主体是不特定的人,只要其存在操纵证券市场的主观动因和客观行为。二是行为方式不同,虚假陈述,是指通过包括虚假记载、误导性陈述、重大遗漏、不正当披露等虚假的信息影响证券市场的价格,而信息型操纵在发布信息之外还必须有反向交易行为,通过控制这些信息发布的内容和时间节奏,吸引中小投资者跟进操作或者配合资金炒作达到跟风操作,而使操纵人可以实现反向操作获利的目的。需要注意的是,在信息型操纵中,发布的信息不一定是虚假信息,操纵行为人可能利用真实信息优势,控制信息发布的内容及时间节奏,配合其交易行为,从而达到操纵目标股票价格的不法目的。

从我国现行法律体系来看,涉及操纵证券市场具体类型的相关规定散见于《刑法》《证券法》《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》《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》等。其中,2019年7月1日起施行的《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》不仅明确了连续交易操纵、约定交易操纵、洗售操纵、蛊惑交易操纵、“抢帽子交易”操纵、虚假申报操纵六种操纵证券市场类型,还新增重大事件操纵和利用信息优势操纵两种类型(见表1)。

^① 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。

表 1 我国法律规定的操纵证券市场的具体类型统计

类型	具体操纵行为
交易型操纵	连续交易操纵
	约定交易操纵
	洗售操纵(对倒交易)
	虚假申报操纵(订单型操纵、恍骗交易操纵)
信息型操纵	蛊惑交易操纵
	“抢帽子交易”操纵(抢先交易、“黑嘴”)
	重大事件操纵(编故事、“画大饼”)
	利用信息优势操纵
跨市场操纵	市场力量型跨市场操纵
	价格关联型跨市场操纵

(三) 操纵证券市场民事赔偿责任的性质

对操纵证券市场民事法律责任的性质存在多种解读,主要存在违约说、侵权责任说、独立责任说等。本课题组认为应适用特殊侵权民事责任,理由如下:其一,操纵证券市场行为的侵权行为人和被侵权行为人主体都是特定的金融市场主体。操纵证券市场行为不仅会导致投资者损失,而且会扰乱金融市场公共秩序,违背证券交易诚信基础,亦会侵害金融市场的整体利益。其二,一般侵权行为适用“谁主张,谁举证”原则,将过分加重投资人的举证责任。而特殊侵权行为适用无过错责任原则或者过错推定原则,能够减轻原告投资者的举证责任,间接保护处于弱势地位投资者的合法权益。因此,采用特殊侵权行为说能更有效地保护中小投资者的合法权益,也更有利于证券市场的稳定性。

三、我国操纵证券市场民事赔偿的实践

(一) 操纵证券市场行为法律责任的逻辑架构

总体而言,对操纵证券场所引发的法律责任,我国形成了行政责任、刑事责任和民事责任的法律责任体系,三种不同的责任各有分工,每种责任的侧重点也各不相同。只有发挥行政处罚、刑事处罚和民事赔偿三者的合力,形成立体追责,才能更高效地治理证券市场,恢复市场正常秩序。

我国在证券市场民事责任赔偿制度设计时过度依靠行政权力,由行政机构对证

券市场进行主导,缺乏私人诉讼观念,忽视了民事责任制度在操纵行为法律责任的地位。2019 年修订的《证券法》虽然规定了操纵证券市场行为的赔偿责任,但没有对遭受损失的投资者在举证责任分配、赔偿计算范围及操纵行为认定等方面设计出有利于投资者私力救济的民事责任承担制度,导致操纵行为人因民事责任救济制度的不完善而逃脱责任,投资人的合法权益无法得到保障。

(二)我国有关操纵证券市场责任的行政处罚及司法审理情况

就行政处罚而言,2016 年至 2021 年,证监会作出的操纵证券市场相关的行政处罚数量呈现逐年上升的趋势,操纵证券市场行为也正逐步成为证监会的监管重点。而在诉讼领域,截至目前,我国操纵证券市场民事索赔相关案例极少,且鲜有投资者成功获赔的案例。由于我国证券市场发展时间短,法律发展不完善,信息型操纵市场行为屡禁不止,再加上证券民事法律制度长期滞后于证券业的发展,在一定程度上损害了中小投资者的利益,间接纵容了操纵证券市场行为的存在。

囿于篇幅限制,本文简要介绍恒康医疗案(见表 2)。

表 2 恒康医疗案案情梳理

项目	内容
原告	杨某辉
支持起诉	投股中心
被告	阙某彬、蝶彩资产管理(上海)有限公司(以下简称蝶彩资产)、谢某荣
类型	信息型操纵(拉高型)
案情简介	根据行政处罚认定,操纵开始日 2013 年 5 月 9 日,操纵结束日 2013 年 7 月 4 日。杨某辉于 2013 年 7 月 4 日持有的 51,200 股恒康医疗股票买入均价为 19.84 元。杨某辉于 2013 年 7 月 5 日将持有的 51,200 股恒康医疗股票全部卖出,卖出均价 19.73 元
诉讼请求	原告请求判令阙某彬、蝶彩资产管理公司、谢某荣赔偿杨某辉经济损失 231,159.45 元
判决结果	2019 年 12 月 27 日,四川省成都市中级人民法院作出一审判决,确认三被告实施操纵恒康医疗股价的违法行为,判决赔偿投资者杨某辉 5632 元,其中阙某彬承担 40% 责任,蝶彩资产承担 60% 责任,两被告承担连带清偿责任。2021 年 1 月 15 日,四川省高级人民法院作出二审判决,驳回上诉、维持原判
评价	该案是全国首例法院判决支持投资者申请民事赔偿的操纵证券市场案件,为中小投资者维权提供了很好的范例和样板,在社会引发较大反响。虽然成都中院在判决的时候,没有支持中小投资者服务中心主张的点差法的损失赔付计算方式,以既无法律依据又缺乏实质合理性不予采纳,而是借鉴了虚假陈述的计算方式,在赔偿计算方法上存在较大争议,但为今后操纵市场案件的裁判提供重要参考。我们通过研究明确,操纵证券市场跟虚假陈述对证券市场的影响并不相同,操纵行为对股价的影响是波动的、震荡的,因此“点差法”计算方式会更加接近投资者的真实损失,能更好地保护中小投资者的合法权益

(三) 我国操纵证券市场民事责任的司法困境

我国操纵证券市场民事责任的司法困境主要体现在操纵市场行为认定难、侵权损害因果关系证明难、损失金额计算难等方面(详见表3)。

表3 操纵证券市场民事责任的司法困境梳理

要点	司法困境
操纵市场行为认定难	无论是交易双方还是证券监管部门,都很难根据2019年修订的《证券法》对是否构成操纵行为进行具体判断,法院审判和行政执法参照的体系具有不确定性
侵权损害因果关系证明难	该类案件的司法实践中依然遵循“谁主张,谁举证”原则,采用过错责任原则,使本就处于弱势一方的原告对操纵证券市场侵权行为与损害结果之间的因果关系承担举证责任,证明难度高
民事赔偿范围确定难	由于证券真实价格的不稳定性,导致价格异常波动的因素很多,证券的真实价格难以确定
损失金额认定难	证券法未明确规定操纵证券市场民事损害赔偿的具体计算方式,在具体操纵中难以对投资损失进行准确计算

四、域外操纵证券市场民事赔偿责任实践及评析

通过探讨美国、德国等欧美国家以及日本和韩国等亚太国家及地区的立法体例,对全球金融市场发展过程中各国(地区)证券市场的操纵证券市场民事赔偿责任实践进行梳理,以期对我国证券市场民事赔偿责任制度构建提供参考。

(一) 适格原告

美国确定适格原告的方法,^①最开始为“直接交易对手法”规定,即仅与操纵者作交易对手的人才能作为适格原告。后改进为“同时期交易法”,^②明确适格原告包括与操纵者交易同时期进行相反交易的所有投资者。最后又发展出“揭露后一段时间法”,明确适格原告包括从操纵行为开始到操纵行为结束或被揭露为止,与操纵交易反向交易的投资者。上述三种方法逐步拓宽了适格原告的范围,故学者评价其有利于投资者针对证券市场操纵行为提起民事诉讼,在很大程度上提升了投资者主张民

^① See Alkhamees, Ahmad A., *Private Action as a Remedy Against Market Manipulation in the USA* (February 2, 2012). *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 20, Iss: 1 p. 41 - 55.

^② See *Fridrich v. Bradford*, 542 F.2d 307 (6th Cir 1976).

事赔偿的积极性。但即便如此,美国就适格原告范围的规定仍限于“与操纵交易反向交易的投资者”。在日本,日本《金融商品交易法》并未就适格原告加以明文规定,学界推断投资人及接受投资人委托之证券经纪商可以主张权利。综上,针对操纵市场民事赔偿诉讼的请求权人,各国(地区)均未对适格原告作严格限缩解释,而是在原则上设定一些条件以界定请求权人的范围。

(二) 因果关系认定

在长期的司法实践中,美国在证券侵权案件中对因果关系认定采用“两分法”。^①在此基础上,又逐步演变成交易因果关系与损失因果关系。^②这两个因果关系是递进关系,投资者要获得赔偿,首先需证明交易因果关系,然后再证明损失因果关系,两者缺一不可。与此同时,美国在司法实践中采用“市场欺诈理论”,^③投资者只要证明自己的投资决策是根据被影响的证券交易价格或者证券交易量作出的,不需要证明自己的损失是由于证券市场操纵行为人的行为造成的,即可推定存在损失的因果关系。而在德国、日本等国,目前仍依据传统民法领域的“相当因果关系理论”确定因果关系,^④即在操纵证券市场案件中不仅需要受害人证明行为人的行为产生了损害结果,同时还要证明损害产生的因素。^⑤

综观上述立法与司法实践,可以看出制定操纵证券市场的法律需要充分考虑与民事法律制度与诉讼制度的衔接。德国、日本等基于传统的民事侵权责任因果关系,认定操纵市场行为。因证券操纵案件复杂,往往涉及金融证券专业知识与电脑网络科技,原告证明因果关系的存在必须具有一定专业知识,同时损害产生的因素众多,因果关系证明难度大,原告很难胜诉,不利于实现公平正义。因此,可以与我国目前虚假陈述民事侵权责任因果关系认定的司法实践保持一致,运用“两步走”认定方法。在认定交易因果关系时,参酌“市场欺诈理论”,在特定情形下适用因果关系推定。在认定损失因果关系时,法院结合操纵行为发生的时间和损失发生的时间、操纵行为的

① “两分法”又称“两步走”,即对因果关系分两步进行考察和认定:首先运用事实上的因果关系理论(cause in fact),确定行为人的行为或者依法应当由其负责的事件是否在事实上属于造成损害发生的原因;二是运用法律上的因果关系理论(legal cause),确定已构成事实上原因的行为或事件是否在法律上成为应对该损害负责的原因。参见范利平:《侵权行为法中的因果关系理论和实践》,中山大学出版社2004年版,第1页。

② 参见曾世雄:《损害赔偿法原理》,中国政法大学出版社2001年版,第96页。

③ Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)。

④ 参见傅长禄:《证券民事赔偿诉讼——最高人民法院证券民事赔偿司法解释的评述与展开》,法律出版社2003年版,第157页。

⑤ 参见杨峰:《操纵证券市场民事责任因果关系认定规则之完善——对美国、日本的相关规定的比较出发》,载《法商研究》2006年第6期。

潜在作用、连续性、影响股价变动的其他因素及其各自的作用力、作用范围等参考因素进行综合判定。

(三) 损失及计算方法

就损失范围而言,德国立法明确损害赔偿原则为“让受害投资者回到未受到损害的状态”。美国的司法实践存在一定分歧,有法院指出,投资者不能获得惩罚性赔偿。^①也有法院认为,在强因果关系的情况下投资者可获赔间接损失。^②为避免损失范围过于宽泛,美国就单个投资者的赔偿金额设置了上限^③,但未限制赔偿金额总额的上限。对此,有学者主张参考内幕交易行为的惩罚性赔偿规定进行设限,即被告获利数额的三倍。^④但也有批评者认为,这种限制会导致原告实际获赔不足,而失去起诉救济的动力,故应持审慎态度。

就损失计算方法而言,目前欧盟、日本、韩国等国家(地区)的法律没有明确规定具体的计算方法。美国的司法实践中,各地法院在确定具体损失金额时,因为对实际损失有不同理解,所以在司法实践中采用不同的损失计算方法。^⑤主要采用“毛损益法”和“净损差额法”等损失计算方法。其中,“净损差额法”作为美国司法实践普遍采用的方法,其核心在于“真实价格”的确定(详见表4)。即没有操纵行为情况下,股票的正常价格,并以此为基础计算出操纵证券市场行为给投资者造成的损失,符合侵权因果关系理论。由于认定真实价值的困难,美国法院有少数判决表面上虽采“净损差额法”,但却以揭露日后的价格或拟制的“真实价格”作为股票在交易时点的真实价值,这种“简易的”“净损差额法”掺杂了买入时点后发生的损失,其内核仍是“毛损益法”。由此,不难发现两种计算方式在司法实践中有逐步趋同的迹象。

① Stone v. Kirk, 8F. 3d 1079 (6th Cir. 1993).

② Zeller v. Bogue Elec. Mfg. Corp., 476 F. 2d 795 (2d Cir. 1973).

③ 美国《1934年证券法》第21D条(e)款规定,不超过交易价格与揭露日后90日内每日收盘均价(未卖出)/揭露日至卖出日每日收盘均价(90日内卖出)之差。

④ 参见朱伟一编著:《美国证券法判例和解析》,中国政法大学出版社2013年版,第135页。

⑤ Kevin P. McCormick, *Untangling the Capricious Effects of Market Loss in Securities Fraud Sentencing*, 82 TUL. L. Rev. 1145 (2008).

表 4 不同的损失计算方法的定义与司法实践

方法	定义	司法实践
毛损益法(又称完全价差法)	以买入价与卖出价之间差额计算,即假设如没有操纵行为,投资者不会购入该公司股票,法律效果等同撤销契约,使赔偿权利人恢复至交易缔结前之状态	实践中,计算难点为投资者买入成本如何计算、证券市场系统风险如何扣除、是否扣除非系统风险等问题
净损差额法(又称实际损失法、真实价差法)	以买入价与买入时点还原的真实价值之间差额计算,假如有操纵行为,投资者应当以真实价值购入该公司股票	实践中,经修正的实际损失法一般以操纵行为结束后 90 日的平均收盘价计算真实价格,故也被称作真实价值不变法
取消法	不考虑外部因素对价格的影响,将原告或受害人恢复至欺诈交易发生之前所处的位置	实践中,该方法由简单的取消法发展为修正取消法
市场调整法	在排除外部因素的基础上,计算欺诈行为带来的损失	实践中,多以基准价为基础还原真实价值,在扣除外部因素时,采取恒差法、恒比法、指数法等不同的方法

五、操纵证券市场民事赔偿损失认定的关键要素

(一) 适格投资者

就适格投资者而言,本课题组认为,操纵证券市场民事赔偿诉讼的适格投资者的范围不限于与操纵行为人做反向交易的投资者,而是在拉抬型操纵中,有买入行为的投资者;在打压型操纵中,有卖出行为的投资者。从法理上看,操纵证券市场行为扭曲市场的方式是影响证券交易价格或者证券交易量。操纵证券市场行为的外部性影响不仅在于对手交易,还在于扭曲了操纵行为时期市场的整体交易情况和证券价格,使投资者以扭曲后的证券价格进行了投资交易。从技术上看,股票交易实行集中竞价交易制度,操纵市场者与受损投资者之间通过交易所匿名撮合成交机制而发生实际买卖关系,买卖双方难以一一对应,投资者不能也无须证明买卖之间的对应关系。

(二) 交易因果关系认定

1. 交易方向

根据价格扭曲的方向,基于操纵市场下“真实价格”与实际交易价格的互相关系,对操纵行为定性可以分为拉抬型操纵和打压型操纵。如果是拉抬型操纵市场,在操纵期间买入交易而受损的投资者可以主张赔偿;如果是打压型操纵市场,在操纵期间

卖出交易而受损的投资者可以主张赔偿。相反地,如投资者在拉抬型操纵中卖出受损或在打压型操纵中买入受损,其交易行为与操纵行为不具有因果关系,系因个人投资决策等其他原因导致,对该损失不予赔偿。例如,在拉抬型操纵市场行为中,一般而言交易价格是高于股票“真实价格”的,投资者在操纵期间卖出股票的,可能由于卖出时点不佳,其实际卖出股票的价格低于股票的“真实价格”而造成损失,因为该卖出损失与操纵行为不具有因果关系,损失不应由操纵行为人承担。

2. 交易时段

本课题组认为,具有交易因果关系的交易时段包括操纵行为期间和行为影响消除期间,即影响消除期间为操纵行为结束后,市场价格回落到“真实价格”的期间。具体理由有以下几点。

只要市场价格因为操纵行为产生了扭曲,即市场价格与“真实价格”不一致,投资者因为对价格的信赖而进行了投资,在该时间段内投资者的交易与操纵行为具有因果关系。具体而言,在拉抬型操纵市场行为中,适格投资者的买入时间是在操纵市场行为开始到影响力消除前;在打压型操纵市场行为中,适格投资者的卖出时间是在操纵市场行为开始到影响力消除前(参考虚假陈述民事赔偿责任纠纷中基准日的概念。在恒康医疗案中,法院虽然没有提出影响消除日的具体概念和计算方式,但是认为投资者在操纵期间结束次日的交易价格与操纵具有关联,在损益相抵中将操纵结束次日投资者的卖出股票纳入损益相抵的考虑范畴)。

交易型操纵行为和信息型操纵行为的影响消除日的界定,根据两种操纵行为的影响方式而有所不同。在交易型操纵中,操纵行为人通过操纵交易,扭曲市场供求关系,交易型操纵的影响完全消除的时点为操纵行为人反向交易结束后,受到影响的证券交易价格和交易量回落到真实状态的时点。对信息型操纵的影响完全消除的时点的界定,则需要考虑在信息型操纵中,存在两部分行为:虚假陈述等滥用信息优势行为和反向操纵交易行为。反向交易结束后真实信息不会主动被揭露,操纵行为中的虚假信息对价格的影响仍然存在,该虚假信息被揭露后,证券交易价格才会逐渐回落到真实价格。因此,信息型操纵对市场价格的影响完全消除的时点为虚假信息被揭露后价格回落到真实价格的时点。

3. 交易因果关系的切断

在两种特定情况下,投资者的交易与操纵行为之间的交易因果关系应被切断:一是投资者明知操纵行为存在而进行投资的,如在信息型操纵市场行为中,投资者如果

是在信息被揭露后买入,投资者明知证券价格不真实仍然购买,则不能获赔;二是投资者存在恶意投资、操纵证券价格的。

4. 交易因果关系证明责任

推定因果关系,即由被告承担因果关系不成立的举证责任,主要从证明责任分配的角度分析应采因果关系推定标准。采用推定因果关系主要基于五个方面的考虑。一是从双方当事人距离证据远近的角度考虑。在操纵市场侵权中,操纵行为人处于优势地位,其具备证券专业知识,精通证券交易有关技术,对其操纵市场行为所引起的证券价格变动的信息掌握得更加充分,且拥有财力和专业技术设备。受害者距离证据较远,难以接近该证据。故由操纵行为人承担不具备因果关系的证明责任更加合理。二是从举证能力的角度考虑。在价格影响因素众多、价格波动的内在作用机制复杂、专业性和技术性极强的证券市场中,普通投资者客观上难以获得材料证明操纵市场行为对价格变动的确产生了作用且其他因素对价格变动无影响,也就无法证明直接因果关系或者条件关系的存在。三是从法益保护的角度考虑。操纵市场行为危害性严重,应当严厉打击操纵市场违法行为,保护在证券市场中处于弱势地位的中小投资者的合法权益。如果参考传统民事侵权行为诉讼采相当因果关系理论证明,则要求较高,无法有效遏制该违法行为,且不利于保护投资者。四是从理论基础的角度考虑。操纵市场以“欺诈市场理论”为理论基础,股票价格常随着市场信息的变化而变化,操纵行为的基本特征是使股价偏离真实价格,导致投资者根据扭曲价格进行判断进行了交易,故推定该交易行为系因为操纵行为诱导的结果。五是参考虚假陈述的因果关系推定规则。操纵证券市场侵权中投资者受到的损失和操纵行为之间的因果关系,与虚假陈述侵权中的因果关系具有可参考性。因此,综合以上考量,宜采用因果关系推定原则,实现价值平衡。

(三) 损失因果关系认定

损失因果关系,是指操纵行为系投资者产生特定数额之损失的原因。操纵行为导致投资者购买股票时的实际交易价格偏离“真实价格”,导致投资者买入价格偏高或卖出价格偏低。因为受同一操纵行为影响的不同投资者,会由于已有持股仓位和成本的不同以及对受操纵行为影响的市场交易价量信号含义的判断不同,而对同一操纵市场行为产生不同的反应,在不同的时段实施买卖行为,从而产生不同的损失,甚至不产生损失。在投资者交易方向、操纵市场的方式和操纵行为实际作用力之下会产生多种匹配结果,应当分门别类予以考察。

1. 系统性风险损失部分不予赔偿。投资损失与操纵证券市场行为之间因果关系的推定是建立在“欺诈市场理论”的逻辑基础之上,故对于因大盘指数或板块指数大跌而引起的个股股价波动,所造成的投资者损失系由市场风险所致,不应由操纵行为人承担赔偿责任。侵权损害赔偿的计算应有效剔除系统风险的“干预”。

2. 其他风险因素损失部分不予赔偿。其他风险因素包括案涉证券真实价值变动等,主要为上市公司经营管理中的重大变故、重大挫折。该部分风险因素与操纵行为无关,却导致了价格发生波动,故应当在损失赔偿中予以扣除。可以通过对上市公司的重大事件影响纳入“真实价格”曲线,实现影响扣除。

(四) 损失及赔偿范围

《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)“总则编”和“侵权责任编”确定了侵权损害赔偿补偿性质,即“填平”原则,损失赔偿范围包括直接损失和可得利益。对于操纵证券市场民事赔偿的损失及赔偿范围应当考虑损益相抵原则和损失赔偿范围限制。

1. 损失范围为投资差额及其佣金、印花税、资金利息

就损失范围为投资差额及其佣金而言,其与虚假陈述原理相似。关于印花税,可以投资差额损失为基数,按照印花税千分之一的征收标准,确定印花税损失金额,若是印花税仅对卖出方单边收取,则投资差额损失部分无佣金损失。关于佣金,可以投资差额损失为基数,参照当时券商收取佣金的一般标准,以及该投资者的实际佣金标准予以确定。关于利息损失计算,可以投资差额损失为基数,参照投资者第一笔有效交易至行为影响消除日或基准日,按银行同期活期存款利率计算。

2. 损益相抵原则的适用

若投资者在操纵开始到操纵影响消除期间存在多笔交易,则投资者可能因操纵行为中交易而获利,基于公平原则和损益相抵原则,其中盈利的交易所得利益应当在损失中抵扣。如在拉抬型操纵市场行为中,投资者在操纵期间卖出股票的,其实际卖出股票的价格高于股票的“真实价格”的差额,是投资者因操纵市场行为获得的利益。同理,在打压型操纵市场行为中,投资者在操纵期间买入股票的,其实际买入股票的价格低于股票的“真实价格”的差额,是投资者因操纵市场行为获得的利益。因获得利益与交易损失基于同一原因,根据公平原则和损益相抵原则,在损失中应当扣除所得的利益。

但是,拉抬型操纵投资者买入或打压型操纵中投资者卖出盈利的,该盈利与操纵

行为不具有损失因果关系。例如,拉抬型操纵影响的交易价格高于“真实价格”,但这种情况下投资者却因为买入时点等其他因素导致买入价格低于“真实价格”,该笔交易获利与操纵行为不具有损失因果关系,不适用损益相抵原则,该部分利益不应抵扣。

3. 损失赔偿范围限制

对于操纵市场民事损失赔偿是否需要设置限额,本课题组认为,应当对侵权行为人的损失赔偿范围设定上限。具体赔偿限额根据案件情况确定,以投资者的实际损失为基础,兼顾操纵行为人过错、清偿能力、投资者受害程度、损害结果等因素,同时参照 2019 年修订的《证券法》罚则部分的规定,将赔偿数额限制在违法所得或罚金的一定倍数以此协调各方利益的协调。具体理由有以下几点。

操纵行为人对投资者的侵权通过市场影响投资者,民事赔偿的适格原告包括全部交易投资者,但适格原告与操纵行为人可能并非交易对手方,原告投资者的损失也不必然表现为操纵行为人的非法获利。部分投资者的损失可能表现为其他投资者的获利,对于该部分单纯获利并未要求投资者返还,故如果由操纵行为人对该部分损失进行全部赔偿有失公允。如果受侵害的投资者众多,总体损失金额巨大,操纵行为人交易数量有限且违法获利并不多,若让操纵行为人承担所有受损投资者的损失而不设上限,会使操纵行为人责任过重。基于价值衡平的考虑,应对最终损失赔偿数额进行必要的限制。对证券欺诈行为的民事责任设置上限,以避免过分赔偿,也是法治发达国家的通行选择。同时,在民事赔偿损失认定中,司法审查已经采用全部投资者为适格原告、因果关系推定等倾向保护投资者的裁判规则,使证券侵权赔偿的主体和范围均已扩大,但这可能会使证券侵权赔偿数额存在过大的后果,故应当在损失范围限定中予以修正限定。

关于操纵市场民事损失赔偿应否设限,需要对虚假陈述和操纵市场综合考虑。我们认为,目前虚假陈述民事赔偿中并未设置赔偿上限,而信息型操纵行为是虚假陈述行为与反向交易获利行为的叠加,如果欺诈行为人在有反向交易获利时赔偿需要设限,而无反向交易获利时反而需要赔偿投资者所有损失,有失公允。上文关于操纵市场损失赔偿限制的说理同样适用于虚假陈述,因此建议就虚假陈述问题而言,今后立法中也应当引入设置赔偿限额的规定。同时,根据 2019 年修订的《证券法》第 220 条的规定,违法行为人的财产不足以支付的,优先用于承担民事赔偿责任。在实践中,或者因为行政处罚多领先于民事诉讼,违法所得已经被收缴国库,受害人民事赔

偿无法被执行。这需要进一步理顺民事赔偿和行政处罚的关系,在行政执法中对没收违法所得进行特殊处理,与民事诉讼的执行进行有机衔接。

六、损失计算的具体方式

操纵市场民事赔偿应以填补为原则,计算操纵行为给原告带来的损失。所以操纵市场民事赔偿的核心是对操纵行为定价,具体量化操纵行为对原告利益的影响。

(一) 确定损失计算区间

确定损失计算区间是计算损失的前提,在不同的操纵类型中,影响股价偏离正常价格的行为方式不同。例如,交易型操纵中影响股价的行为方式往往是通过操纵交易量而实现的,而信息型操纵中影响股价的行为方式包含利用信息优势和进行反向交易,所以二者的损失计算期间也不尽相同。

交易型操纵案件的损失计算区间是操纵行为开始日到操纵行为影响消除日,其中包含的时间参数为操纵行为开始日、操纵行为结束日、操纵行为影响消除日。

信息型操纵的损失计算区间应从操纵开始日到全部影响消除日,因为此时证券侵权行为的影响是由虚假陈述和反向交易两个影响因素共同引起,在反向交易行为影响消除后,信息型操纵的整体影响并没有全部消除,虚假信息仍然扭曲股价,直到虚假信息被揭露后的一段期间后,影响消除,股价才得以回归真实价值。因此,操纵案件的时间参数包括操纵行为开始日、反向交易结束日、反向交易影响消除日、虚假陈述揭露日、虚假陈述影响消除日(基准日)(见表5)。

表5 交易型操纵与信息型操纵时间参数对照

类型	作用力	时间参数				
		操纵行为开始日	操纵行为结束日	操纵影响消除日		
交易型操纵	交易	操纵行为开始日	操纵行为结束日	操纵影响消除日		
信息型操纵	交易 + 信息	操纵行为开始日	反向交易结束日	反向交易影响消除日	虚假陈述揭露日	虚假陈述影响消除日(基准日)

需要指出的是,在各类时间参数中可根据《行政处罚决定书》等行政机关审查的材料确定的包括操纵行为实施日、操纵行为结束日、虚假陈述揭露日。但是本操纵行为影响消除日(反向交易影响消除日)和基准日的确定却存在争议。本课题组认为,要确定这两个时间参数,应考虑其设置的目的,即使价格回归到较平稳的状态且趋

近于真实价格,当市场完成了 100% 的换手率就证明欺诈行为已经被市场吸收,影响接近消除,所以应以 100% 换手率作为判断标准。但是有时市场流通速度较慢,甚至出现长期停牌的情况,此时很难达到 100% 换手率的要求,故此时可以将时间参数限定为行为结束或虚假陈述揭露日后的 30 日^①较妥当。所以在确定影响消除日或基准日时应以 100% 换手率为原则,故若处于难以适用 100% 换手率的情况则再启用 30 日的标准。

(二) 交易型操纵的损失计算方法——“点差法”

本课题认为,在交易型操纵的损失计算上应适用“净损差额法”,并且对其进行合理的改良。本课题组在恒康医疗案件中原告提出的损失计算方法的基础上进行损失计算区间上的优化,设计出“点差法”,即根据行业类比法或多因子量化模型计算出操纵行为实施日到操纵影响消除日区间之内的模拟真实价格,采用投资者实际交易价格和模拟真实价格对比的方法来计算投资者因市场操纵导致的投资损益。

1. 拉抬型操纵的损失计算公式

在拉抬型操纵的情况下,计算出模拟真实价格后,通过以下两个步骤计算出每个投资者因操纵导致的投资差额损失。

第一步,计算单笔投资差额损失,公式如下所示:

单笔投资差额损失 = (真实成交价格 - 模拟价格) × 成交数量

其中,成交数量的符号体现交易的方向。对于买入交易,成交数量为正数;对于卖出交易,成交数量为负数。

第二步,计算投资者累计投资差额损失,公式如下所示:

投资差额损失 = 实施日至影响消除日期间单笔投资差额损失之和

如果计算结果为负数,则表明投资者获利,无索赔资格;反之,可索赔。

此外,考虑拉高型操纵的特殊性,即易导致投资者以高价买入股票,在买入交易中受损,或以高价卖出股票,在卖出交易中获利,因此有效交易行为仅包括“买入受损”和“卖出获利”两类行为。若出现以下两种情形,应认为投资损益与市场操纵无因果关系,不参与上述两步投资差额损失的计算:

买入获利:在买入交易中,真实成交价格低于模拟价格;

^① 30 个交易日是资产定价中常用的时间窗口期,本课题组认为,可以借鉴用于此处关于影响消除的合理期限量化上。根据《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》第 26 条关于基准日的确定也采 30 个交易日作为标准之一。

卖出受损:在卖出交易中,真实成交价格低于模拟价格。

2. 打压型操纵的损失计算公式

在打压型操纵的情况下,计算出模拟真实价格后,通过以下两个步骤计算出每个投资者因操纵导致的投资差额损失。

第一步,计算单笔投资差额损失,公式如下所示:

单笔投资差额损失 = (真实成交价格 - 模拟价格) × 成交数量

其中,成交数量的符号体现交易的方向。对于卖出交易,成交数量为正数;对于买入交易,成交数量为负数。

第二步,计算投资者累计投资差额损失,公式如下所示:

投资差额损失 = 实施日至影响消除日期间单笔投资差额损失之和

如果计算结果为负数,则表明投资者获利,无索赔资格;反之,则可索赔。

此外,考虑到打压型操纵的特殊性,即易导致投资者以高价卖出股票,在卖出交易中获利,或以高价买入股票,在买入交易中受损,因此有效交易行为仅包括“卖出受损”和“买入获利”两类行为。若出现以下两种情形,应认为投资损益与市场操纵无因果关系,不参与上述两步投资差额损失的计算。

卖出获利:在卖出交易中,真实成交价格高于模拟价格;

买入受损:在买入交易中,真实成交价格高于模拟价格。

(三) 关于信息型操纵损失计算的特别注意事项

信息型操纵对股价的扭曲包括两个原因力,即虚假陈述与反向交易,虽然损失计算区间与交易型操纵有所区别,但在损失计算方式上二者基本相同。需要注意的是,在揭露日之后到虚假陈述影响消除日之间的损失计算区间中,因为揭露行为实际上阻却了投资者买入交易的因果关系,所以买入行为在该区间不计算损失。此时虚假陈述影响股价的原因力虽正在被市场逐步吸收,但还没有完全消除,所以投资者的卖出行为仍要与模拟真实价值进行做差,计算损益并作相应扣除。

(四) 模拟计算结果展示——以 A 公司操纵市场案为例

首先,根据 A 公司收到的《行政处罚决定书》确定案件的操纵区间。以 2014 年 1 月 17 日为操纵行为开始日,2014 年 1 月 27 日为反向交易结束日,2014 年 2 月 27 日为反向交易影响消除日,2014 年 3 月 23 日为虚假信息揭露日,2014 年 5 月 18 日为基准日。

其次,根据行业类比法或多因子量化模型计算 A 公司股票的模拟真实价格(见

表 6)。

表 6 模拟价格对照

交易日期	模拟收益率/%	模拟真实价格/元
2014 年 1 月 17 日	-1.53	6.40
2014 年 1 月 20 日	-0.38	6.38
2014 年 1 月 21 日	1.64	6.48
2014 年 1 月 22 日	1.54	6.58
2014 年 1 月 23 日	0.41	6.61
.....
2014 年 5 月 18 日	-0.61	7.13

最后,逐笔计算交易盈亏,进行盈亏相抵汇总,根据计算结果判定投资者索赔资格和索赔金额(见表 7)。

表 7 投资者损益对照

姓名	交易日期	买卖方向	成交数量/股	成交价格/元	模拟真实价格/元	单笔盈亏/元	盈亏合计/元
张三	2014 年 1 月 20 日	买入	30,000	8.05	6.38	50,100	19,220
	2014 年 1 月 21 日	卖出	-20,000	8.624	6.48	-42,880	
	2014 年 1 月 22 日	卖出	-10,000	6	6.58	不计入	
	2014 年 1 月 23 日	买入	10,000	6	6.61	不计入	
	2014 年 2 月 23 日	买入	10,000	7	5.80	12,000	
李四	2014 年 1 月 20 日	买入	10,000	8	6.38	16,200	-2900
	2014 年 3 月 20 日	卖出	-18,100	6.33	5.06	-22,987	
	2014 年 3 月 28 日	买入	18,100	8.33	5.06	不计入	
	2014 年 3 月 29 日	卖出	-10,000	6.1	6	-1000	

所以投资者张三可以得到赔偿 19,220 元,投资者李四不应得到赔偿。

七、结 语

随着市场的发展和科技进步,操纵证券市场作为一种资本市场严重的违法犯罪行为,不仅对证券市场,而且对期货市场和衍生品市场均产生严重危害,操纵证券市

场一直是各国证券监管机关、投资者、上市公司关注的焦点。目前,我国关于操纵证券市场民事法律制度尚未形成完善体系,这给追究操纵证券市场民事赔偿责任带来一定的难度。本课题组从概念规范分析着手,对操纵证券市场行为的法律概念进行界定,分析操纵证券市场行为类型,并在对域外法律对操纵证券市场行为规制进行梳理分析的基础上,系统探讨了操纵证券市场民事法律责任构成、责任认定要件、因果关系及损失计算方法,以期构建完整的操纵证券市场民事赔偿责任的法律概念体系。

理论源于实践,进而指导实践。通过梳理现有理论观点、操纵证券市场民事赔偿责任立法及纠纷案件情况,本课题组发现,不同类型的操纵证券市场行为对股票真实价值的影响方式有所不同,尤其是在信息型操纵证券市场行为中,有可能操纵行为与虚假陈述行为交织在一起,共同对目标股票价值施加影响,因此在具体计算损失时,必须对两种行为发生的时段,以及不同损失计算方法加以协调,进一步细化完善操纵证券市场民事赔偿的损失计算方法。同时,在研究分析证券虚假陈述行为与操纵证券市场行为对市场价格扭曲的作用机制与作用结果的基础上,提出可将“点差法”作为证券虚假陈述与操纵证券市场两种行为所致投资者损失的统一计算方法。实践是检验理论的必经途径,在实践中,不断理清模糊概念,填补空白地带。希望本课题组的初步研究可以为不断完善操纵证券市场行为民事赔偿法律责任体系提供理论支持,从而对我国资本市场的规范健康发展有所裨益。