

操纵证券市场侵权责任中因果关系的适用

王雨恒

华东政法大学经济法学院, 上海

收稿日期: 2024年11月20日; 录用日期: 2024年12月18日; 发布日期: 2024年12月27日

摘要

在操纵证券市场侵权领域, 应采纳何种因果关系是理论和实务界一直争论的话题。操纵市场因果关系具体包括交易因果关系和损失因果关系两个方面。“欺诈市场理论”无法作为推定交易因果关系的理论基础, 但是可以借鉴以市场价格为中介的思想, 通过不同类型投资者投资机理的分析, 证成证券操纵案件中的推定交易因果关系。推定交易因果关系的适用应当以投资者初步证明价格影响为前提, 但是操纵者可举证推翻。就损失因果关系来说, 从平衡双方利益的角度, 应当由投资者进行具体举证加以认定。

关键词

操纵市场, 证券民事责任, 因果关系推定

The Application of Causality in Tort Liability for Manipulation of Securities

Yuheng Wang

School of Economic Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Nov. 20th, 2024; accepted: Dec. 18th, 2024; published: Dec. 27th, 2024

Abstract

In the field of manipulation of stock market infringement, what kind of causality should be adopted is a topic of debate in theory and practice. Market manipulation causality includes trading causality and loss causality. “Fraudulent market theory” can not be used as the theoretical basis for presumptive transaction causality, but we can learn from the idea of taking market price as the intermediary and analyze the investment mechanism of different types of investors to establish the presumptive transaction causality in securities manipulation cases. The application of presumptive transaction

文章引用: 王雨恒. 操纵证券市场侵权责任中因果关系的适用[J]. 争议解决, 2024, 10(12): 217-222.

DOI: 10.12677/ds.2024.1012497

causality should be premised on the investor's initial proof of price impact, but the manipulator can prove to overturn. As for the causality of loss, from the perspective of balancing the interests of both sides, investors should be identified by specific evidence.

Keywords

Market Manipulation, Securities Civil Liability, Presumption of Causation

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

我国证券市场发展迅速, 相关法律规范也不断发展完善, 但操纵市场侵权案件中投资者成功索赔的案例却寥寥无几。其主要原因在于, 《证券法》第 55 条虽然规定了行为人操纵市场造成投资者损失需要承担民事责任, 但对作为侵权构成要件的因果关系未予明确。由于股价的影响因素是多样的, 不仅包括操纵行为, 还有上市公司财务、经营状况, 行业发展状态等, 必然、直接或直接或相当因果关系标准对投资者来说都过于苛刻, 要求投资者排除其他因素对股价的影响举证难度过大, 对证券操纵行为因果关系的认定现多主张推定的方式, 但在具体内容上学界确有较大争议。

在交易因果关系的认定方面, 少数学者在特定情境下认为应当由投资者承担证明责任。如彭冰认为, 新三板市场中交易型操纵的因果关系应由定增投资者证明^[1]。学者们和司法实践中多支持投资者的投资行为与证券操纵行为之间存在信赖关系, 可以适用推定因果关系, 但证成理论和方式却有着较大的不同。支持市场欺诈理论观点学者认为, 证券操纵行为与证券虚假陈述行为本质上都是证券欺诈行为, 因此证券操纵因果关系的认定可以以欺诈市场理论和信赖原则为理论基础^[2]。在“鲜言案”¹中, 上海金融法院认为在公开交易的证券市场中, 交易因果关系应适用欺诈市场理论和推定信赖原则来判断。但也有不少学者对欺诈市场理论在操纵证券市场侵权因果关系中的适用持否定态度。冯果则以信息型市场操纵为讨论对象, 认为欺诈市场理论来推导出交易因果关系推定的进路失灵, 操纵者的交互行为和投资者的从众行为是合理信赖的基础所在^[3]。彭冰也认为在操纵市场行为中适用欺诈市场理论不具备正当性, 投资者只需要证明操纵影响了相关股票价格, 即可推定其投资行为与操纵具有交易因果关系。在推定交易因果关系具体设计上, 有学者认为投资者需要证明行为人实施了操纵行为, 通过行为人欺诈了市场推定对投资者购买行为的欺诈^[2]。有学者认为推定交易因果关系的适用需投资者先证明证券价格受到了操纵行为的影响, 但是对于证券价格受到影响如何认定、需要证明到什么程度的问题, 目前理论界讨论较少。

在损失因果关系的认定方面, 林晓镍等未区分操纵证券市场侵权责任中的交易因果关系和损失因果关系, 而是直接认为因果关系应采推定方式^[4], 刘东辉也持此种观点, 以保护投资者对市场的合理信赖^[5]。但是, 彭冰认为为平衡诉讼双方利益, 损失因果关系应当由原告承担证明责任^[1]。

在学界和实务界已有的研究基础上, 下文将从交易因果关系和损害因果关系两方面对操纵证券市场侵权责任中因果关系的认定问题展开探讨。

2. 推定交易因果关系的正当性探究

证券交易市场是一个专业性和技术性极强、价格波动影响因素和内在机制复杂的市场, 涉及金融、

¹(2021)沪 74 民初 2599 号民事判决书。

计算机操作等复杂领域。直接因果关系和相当因果关系都对投资者，特别是普通投资者，苛以了过重的举证责任。操纵市场侵权案件中究竟应采取何因果关系类型，离不开价值衡平理念的底线把控。具体来说，一是要注意投资者保护与投资者自我负责的合理边界，既要使受损的投资者获得合理的补偿，又要防止民事责任成为投资者“刚性获益”保险的平衡[6]。二是要平衡投资者和行为人之间的利益，虽然投资者多处于弱势地位，需要相应的制度倾斜。但是也不能过于偏向对投资者的保护，操纵行为人所承担的责任要与其操纵行为相适应，合理的为双方设定权利义务。

（一）欺诈市场理论不能适用于操纵市场案件的因果关系认定

1、欺诈市场理论的逻辑基础

欺诈市场理论是证券虚假陈述中常用的理论，学界存在将其移植到操纵证券市场认定中。操纵市场理论是指，对于证券所有在市场中公开的信息，都能体现在证券价格中，证券价格是对其的完全、迅速反映。因此，即投资者无需阅读上市公司的相关公告文件，只需信赖市场价格的真实性进行了证券交易，就是对上市公司所有虚假陈述的信赖。但是欺诈市场理论存在适用前提是“有效市场假说”，即只有在半强式有效市场中才能应用。半强式有效市场是指市场价格能够将所有披露的公开信息反映到价格中，不论披露的时间。与之相对的概念是强式有效市场和弱式有效市场，在前者中与证券有关的所有信息都反映在价格中，包括真实的、虚假的、历史的、现在的，因此虚假信息不会对证券价格和投资者产生影响。在弱式市场中价格只能反映与证券相关的历史信息，现在公开的对证券价格不会产生影响，因此无论被告是否有欺诈行为都不足以影响股票的价格。综上所述，只有在半强式市场中才会产生投资者因信赖价格而推定出对虚假信息的信赖的情况，从而推定基于市场价格的买卖行为与影响市价的违法行为具有交易因果关系。

2、欺诈市场理论的适用困境

我国证券市场的有效性程度不足，投资者对被操纵证券在市场中的价值信号的信赖难以推定。传统理论在认定欺诈行为因果关系时的必备要件是，被欺诈人对欺诈人的意思表示具有合理信赖，并基于此做出了错误判断。而欺诈市场理论则对传统的欺诈理论进行了突破，以被欺诈投资者对市场价格及市场价格反映的信息具有的合理信赖替代了对欺诈人意思表示的合理信赖。因此原告只需要证明对证券价格合理信赖，无需证明是对欺诈行为的直接信赖[7]。但是如前所述，欺诈市场理论的适用前提必须是该证券市场已经达到半强式有效的状态，而我国证券市场的实际状况令人存疑。美国证券市场的发达程度远超我国，但是美国司法实践中仍对是否应当应用“有效市场假说”存在较大争议。更不用说我国散户主导、短视化、成熟度低的证券市场，弱式有效更加符合我国当下的证券市场状态。

虚假陈述与市场操纵虽都是证券欺诈，但行为方式存在差异，市场操纵案件中难以直接依市场欺诈理论推定对操纵行为的信赖。虚假陈述和市场操纵行为表面上都是依据相同的机理对投资者进行欺诈，即行为人通过言辞或者行为等实施欺诈，通过影响供需间接导致价格异常变化，吸引大批投资者交易后，欺诈行为暴露，证券价格回落，致使投资者遭受损失。但是实质上二者的行为构成存在显著差异。相比于操纵市场行为，虚假陈述具有两个特殊的要件：一是虚假陈述的行为主体是特定的信息披露义务主体，如上市公司、发行人、实际控制人等，其所披露的信息多具有权威性，具有引起市场注意的外部形式由此可以推定投资者对虚假陈述的信赖。但是信息型操纵可以由任何主体实施，行为主体具有隐形性。交易型市场操纵投资者只能看到证券交易在价格和数量在变动，但并不会直接知道是因为某操纵行为所导致变动。二是虚假陈述所涉及的信息必须具有“重大性”，因而该信息误导投资者使其做出相应的证券交易行为在市场中属于高概率事件，可以通过价格推导虚假陈述与证券买卖的损失因果关系。但是操纵市场行为对证券价格的影响机制具有复杂性，部分价格变动是由于操纵策略导致的，但是市场结构、多方博弈等也都会对价格变动产生较大影响。

(二) 推定因果关系的正当性重构

虽然欺诈市场理论难以作为操纵市场案中采取推定因果关系的法理基础，但是本文认为欺诈市场理论以市场价格为中介因素，表明投资者间接受到虚假陈述影响的思路可为操纵市场行为因果关系的认定所借鉴。若要采用此思路需要满足两个条件，一是投资者通常不会对证券市场价格产生质疑，其是因为信赖价格真实性而进行交易。二是操纵行为确实影响市场中的证券价格。满足上述条件的情况下，投资者虽然没有因为直接观察到操纵行为制造的信息而交易，但是可以由于信赖失真而间接受到影响[5]。

对于投资者对市场价格真实性的通常信赖问题，本文认为可以从投资者的类型出发，对不同类型投资者的投资机理进行分析。行为金融学表明，操纵市场案件中，知情交易者、操纵者、流动性交易者及非理性噪声交易者等在价格形成中发挥作用[8]。流动性投资者在证券市场被动的接受价格，其觉得股票价格通常是基于自然形成的供求关系产生的，因此其愿意信赖市场价格并根据自己的风险承受能力选择股票，其投资目的是获得一般的投资回报而不是超额回报。不同于普通商品，投资者可以针对同一商品多方向价选择最符合心理预期的，普通投资者面对的是单一的、价格给定的证券市场，被动接受投资价格的流动性投资者对证券的购买更加依赖证券价格没有受到人为操纵的真实性，且若其知道证券价格虚高，很大可能就不会选择购买该股票。同时，流动性投资者难以发现和了解股票价格的扭曲及原因，即使在认定过程中发现投资者对于市场价格无操纵的信赖可能有不合理之处，但是与操纵者扰乱证券市场的恶意相比，流动性投资者此点瑕疵并不显著，其善意更具有保护价值。

就非理性投资者来说，其直接盲目相信价格信号进行交易。如果按照理性投资者的标准考察，非理性投资者对于操纵信息真实性信赖的合理性存在一定疑问，但是仍不应过于苛责非理性投资者。一方面，操纵市场的行为人具有恶意扰乱股票市场价格的主观故意，并引导缺乏专业判断能力的非理性投资者交易，以实现行为人的获益需求。而非理性投资者虽然盲目错误的相信了市场价格，但其并不具有故意性，而是基于相信市场不存在操纵行为才进行的交易。相比之下，操纵者更具有可归责性，通过推定因果关系保护非理性投资者不会产生过度保护的问题。另一方面，非理性投资者在证券市场中具有重要作用，需要保护其对证券市场的信心。

在我国当前的市场条件下，个人投资者多为非理性或流动性投资者，具有专业能力的真正的理性投资者极为少见，因此为了简化法律适用，司法上应推定所有起诉的个人投资者都是流动或非理性投资者，由被告的操纵者来证明个人投资者理性做出投资决策，不应受到推定交易因果关系的保护。就机构投资者来说，其作为专业化机构，应保持理性投资状态，若允许机构投资者通过推定因果关系轻易的获得赔偿，会加剧机构投资者投资时的不谨慎心理，减少理性的套利交易，更加助长股票市场价格波动，损害市场秩序。

3. 推定交易因果关系适用的具体设计

(一) 适用前提：投资者应初步证明价格影响

行为人虽然有意通过操纵行为影响证券价格，但是操纵行为与股价变动并不是完全对应的，行业情况等多种原因可能会与操纵行为同时作用。因此无条件的推定投资者对操纵行为具有信赖是不合理的，应当由投资者初步举证证明操纵行为对股票市场价格事实上产生了影响，从而补强操纵行为对证券价格影响的不确定性。这样可以较好的平衡投资者与行为人双方的利益，一方面，完全免除投资者的举证责任容易使投资者将操纵市场民事责任作为投资“保险”，使市场中的非理性投资增加。另一方面，初步证明价格影响对投资者来说不会产生过度负担，股票的价格数据在市场中都是公开的。

“价格影响”就是指当市场中不存在操纵行为时的股价和投资者买入时的价格之间差异，股票价格是否被操纵行为所扭曲。投资者无需证明操纵行为是导致证券价格上涨的唯一原因，只需要证明是行为

人操纵期间股票价格异常的因素之一。即只要达到优势证据标准即可，无须排除所有的怀疑，这也是我国证监会在过往操纵市场行政处罚案件中举证证明价格影响所采用的标准^[1]。

就交易型操纵而言，本文认为可以在操纵期间操纵行为与股价的变动具有同步性，而且交易价格出现了明显的异常为判断标准。具体情形可以借鉴证监会在《证券市场操纵行为认定指引(试行)》(因《证券法》的修订，该指引已被废止)中的内容，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。并且，因为通常来说交易型操纵结束后股价都会回归正常水平，与操纵行为实施期间的价格会发生反向变化，还可以将操纵行为结束后股票价格的变化情况作为参考证据之一。就信息型操纵来说，除上述证据外，还可以将操纵者散布的相应信息的重要性和影响力作为间接证明。相应的信息越重要、影响力越大，越容易被广泛的关注，越容易吸引投资者进行交易。具体可以通过发布主体的身份(如社会地位、公司职位、专业性等)、发布渠道的公众易接触性、发布的信息的关键性等方面判断。

同时，还应加强投资者保护机构在初步举证价格影响过程中的作用，当某些数据不易获取或投资者自己分析难度较大等情况下，为投资者提供必要的支持。

(二) 操纵者可推翻交易因果关系认定

对因果关系的推定只是一种大概率的可能，被告当然可以通过举证证明投资者交易时明知操纵行为的存在，来推翻对交易因果关系的认定。在民法的欺诈理论中，被欺诈人必须因为欺诈人的意思表示陷入错误认识，并基于错误认识而为相应的行为。当投资者在明知交易价格是被操纵时，其已不存在对市场价格的错误认识和认为市场价格为“真实价格”的合理信赖，不再具有被欺诈的可能性。若允许赔偿就相当于给投资者的投机行为提供了保障，鼓舞投资者实施搭操纵者便车并自甘冒险的不当投机行为，扰乱证券市场的市场秩序。就实践而言，在中国证券交易所市场中可能存在这种情况，但该证明责任应该交给被告，是其操纵行为为投资者提供了投机冒险的机会，应该由其承担举证不能的不利后果^[1]。

4. 损失因果关系应由原告证明

对交易因果关系的证明只是操纵市场民事赔偿中因果关系认定的一部分，其证明了交易行为是由操纵市场行为引起的。但是不可忽视的是，由于股票价格受到市场中的多种因素影响，因此还需要证明投资者所遭受的损失是由操纵市场行为直接引起的，即需要证明损失因果关系。

有学者主张对交易因果关系和损失因果关系实行双重推定^[9]，但本文认为对损失因果关系的认定应更慎重，不宜对投资者过度倾斜，应坚持各方利益衡平的原则和底线。在具体的认定上，有学者主张以净额损失法进行认定，即计算投资者实际买入价格与没有操纵行为影响时股票的真实价格的差额。但本文认为，不应当过于简化对损失的认定，证券市场情形复杂，应当综合考虑操纵行为、当时的市场情形、投资者买入及卖出的时间点等因素，以免违反公平原则，过于加重操纵者的民事责任。但是不可避免的是，这样会加大普通投资者的举证负担，首先可以借助专业机构对其进行认定，当投资者无力聘请时，投资者保护机构机构可以提供相应的支持。

5. 结语

目前操纵证券市场行为民事责任认定还在进一步发展，其中亟待解决的关键问题就是因果关系如何认定。本文认为，在交易因果关系的认定上，应在投资者提供初步证据证明的基础上，采用市场价格间接信赖的方法，推定投资者的购买行为与操纵行为之间的因果关系。在损害因果关系的认定上，应由原告举证证明其损失与操纵行为的因果关系。在坚持各方利益衡平的底线，实现法律评价的科学化与精细化。

参考文献

- [1] 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[J]. 中国法律评论, 2023(4): 19-30.
- [2] 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[J]. 证券法苑, 2022, 38(4): 342-355.
- [3] 冯果. 信息型操纵交易因果关系的认定——以“信赖利益”为判断核心[J]. 法律适用, 2024(10): 71-86.
- [4] 林晓镭, 朱颖琦, 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[J]. 证券法苑, 2022, 37(3): 179-195.
- [5] 刘东辉. 操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用[J]. 财经法学, 2023(5): 67-83.
- [6] 冯果, 张阳. 证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构[J]. 证券法苑, 2018, 25(2): 111-130.
- [7] 焦津洪. “欺诈市场理论”研究[J]. 中国法学, 2003(2): 108-112.
- [8] 廖升. 操纵证券市场侵权责任之因果关系[J]. 法学评论, 2017, 35(1): 109-120.
- [9] 贾纬. 操纵市场行为的认定及其民事责任[J]. 人民司法, 2007(17): 12-15.