

操纵市场侵权民事赔偿案件中的损失认定方法探析

文/江苏省南京市中级人民法院课题组*

证券法第五十五条第二款明确,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,此为原告主张权利的请求权基础。然而,相关法律对操纵市场民事赔偿范围与损失认定方法未作明确规定,随着操纵市场引发的民事赔偿案件逐渐增多,这一法律空白亟需填补。

一、操纵市场中投资者损失来源的理论界定与核心差异

依据有效市场假说,有效的证券市场中所有信息均体现在证券价格中。操纵证券交易市场与证券虚假陈述同属证券市场欺诈行为,通过扭曲证券市场价格形成机制,导致证券价格在特定区间内严重偏离实际,并均需一定时间才能被消化吸收。投资者在证券市场受欺诈、证券价格失真的区间内,因证券实际交易价格与客观真实市场价格存在差异而遭受损失。因此,操纵行为造成投资者损失与证券虚假陈述有共通之处,可参考最高人民法院《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》(以下简称《虚假陈述若干规定》)中“以投资者损失为赔偿范围”的规则。

但操纵市场和虚假陈述的损失计算逻辑存在本质差异,核心体现为是否需考量交易方向。虚假陈述的损失认定需结合交易方向,以虚假陈述的揭示作为价格回归节点。多数虚假陈述体现为隐瞒信息型,该类行为实施后并不会导致证券价格发生剧烈变动。因此,理论上仅在实施日至揭露日/更正日期间,因虚假陈述而实施“诱空型卖出”或“诱多型买入”的投资者才属于保护范围。其损失体现在虚假陈述影响期间的“买卖差价”。而操纵市场是行为人利用资金、持股和信息等优势直接控制价格走势,投资者所有交易均建立在人为扭曲的价格之上,其损失与交易方向无必然关联,而是以每笔交易与拟制真实价格之差,经损益相抵后确定投资差额损失,因此操纵市场无需考量交易方向。

二、操纵市场中损失认定的关键要素拆解

操纵市场中的损失认定需围绕“股票真实价格的合理期间”“操纵行为的类型”“真实价格拟制”3个递进要素展开,其中“真实价格拟制”是平衡投资者保护与市场公平的核心环节。

(一) 股票真实价格的合理期间:以“影响消除日”为核心边界

确定合理期间的功能在于推定投资者交易与操纵行为之间的因果关系。由于操纵行为的隐蔽性与持续性,即便操纵行为终止,被扭曲的证券价格仍需时间通过市场交易消化,直至回归正常波动范围。但从实践看,操纵行为被揭示时被操纵股票价格已不再受操纵。为避免因期间界定过短或过长导致损失遗漏或增加引发责任泛化,合理期间应界定为“操纵行为开始日至操纵影响消除日”,而非“操纵行为结束日”或“操纵行为揭示日”。

(二) 操纵类型:影响消除日的差异化认定

操纵行为的类型差异决定了“影响消除日”的认定规则需要分类适配。在认定影响消除日时,应结合操纵行为的模式和对市场的影响等要素综合认定。

信息型操纵中,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。该类行为与虚假陈述行为的信息传导机制相似,可参照《虚假陈述若干规定》中对

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。

交易型操纵中,行为人通过连续交易等方式直接影响股票量价,无明确的行为终止信号,需要结合操纵资金规模、持股比例、行为持续时长等个案因素综合酌定。在“鲜言案”中,上海金融法院认为“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

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”。法院最终通过分析操纵力量衰减过程确定了影响消除日。

实践中还存在利用信息优势与账户组连续交易等手段的复合型操纵。虽需额外考量信息可信度、交易配合度等因素,但实践中仍可沿用“换手率+交易天数”作为基础标准。

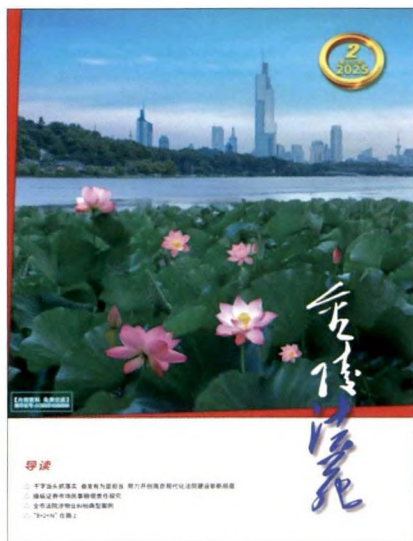
(三) 真实价格拟制:“前取法”的理论与实践优势

在金融领域,股票真实价格涉及数学、统计、金融等多学科知识,不同金融模型算法之间优劣难辨,^①为兼顾效率与公平,司法实践中通常采用统一标准拟制股票在正常市场环境形成的公允价格。拟制真实价格的核心难题,在于如何剥离操纵因素与市场自然波动的叠加影响。

虚假陈述案件中,基准价的拟制方法采用的是“后取法”。该方法便捷简单、可操作性强,利于法院高效解决诉讼案件。^②但“后取法”存在显著缺陷:以基准日固定股价为依据,未考虑大盘、行业等系统性因素的自然浮动,导致拟制价格与真实交易场景严重背离。

对于真实价格的拟制,“前取法”以股票未被操纵之前的市场交易价格作为基准,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。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》中关于定向增发的股票价格计算方式,以操纵开始日前20个交易日平均收盘价与前1个交易日收盘价的算术平均值作为基准价格,再结合当日大盘及行业指数涨跌幅作为赋权指标,计算每日的真实价格。“前取法”的优势在于,以未受操纵的历史交易价格为基准,可避免主观臆断;而且,通过指数赋权将市场正常波动纳入系统性因素,无需额外扣除系统风险,计算过程依托公开交易数据,结果也较为公允。

(原载《金陵法苑》2025年第2期 李莉摘编)



*课题主持人:江苏省南京市中级人民法院党组成员、副院长姚志坚;课题组成员:张吟庆、王瑞琰、李喆、高迪

①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。

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。