

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

肖凯* 沈竹莺**

摘要:2022年9月29日,上海金融法院对鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案作出一审判决。该案系全国首例主板市场交易型与信息型操纵混同的证券操纵赔偿责任纠纷案件,开创了交易型操纵民事赔偿的实践先河,也是首例落实民事赔偿责任优先的证券侵权案件。该案判决对证券市场操纵的基础性法律问题,包括复杂证券操纵的认定,投资者交易损失与操纵行为的因果关系判断,投资损失计算方法以及信息型操纵与虚假陈述混同的处理等逐一进行了深入分析论证,总结归纳了一定的司法裁量标准,对同类案件的处理具有借鉴意义。

关键词:证券操纵 民事赔偿 损失认定

* 上海市虹口区人民法院党组书记、院长,二级高级法官,原上海金融法院党组成员、副院长。

** 光明食品(集团)有限公司合规风控部副总经理,原上海金融法院研究室负责人、三级高级法官。

一、案件裁判的背景

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。建立操纵证券市场民事赔偿制度对资本市场的健康有序发展具有重要意义。从域外实践看,已基本形成了对操纵证券市场行为进行规制的刑事、民事、行政责任法律体系,但目前世界范围内的操纵证券市场民事赔偿法律责任的构建从理论基础到实际运作都还有待进一步完善。

我国操纵证券市场民事责任制度的建立经历了一个渐进过程:从2001年9月最高人民法院的《关于涉及证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》(已失效)到2002年1月15日的《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(已失效),人民法院迈出了证券民事赔偿的第一步。2005年修订的《证券法》首次明确规定:“操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。”这使投资者因证券市场被操纵遭受损失寻求救济有了法律依据。

2008年汪某中案是我国法院正式受理的首个操纵市场民事赔偿纠纷案件,投资人要求参照虚假陈述司法解释计算其损失。北京第二中级人民法院认为证券操纵与虚假陈述是两种不同的违法行为,在违法主体、行为表现、持续时间、影响范围方面均不同,参照虚假陈述司法解释缺乏依据。虽然《证券法》规定,操纵证券市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任,但对于操纵市场与损害结果之间的因果关系的确定以及行为人承担赔偿责任数额的范围、损失的计算方法均无明文规定。最终判决驳回投资者诉讼请求。此后十年间,没有一起成功获得赔偿的证券操纵侵权案件,提起诉讼的中小投资者也很少,即使提起诉讼也因为认定难、举证难以及没有相关司法解释而被驳回起诉,所以大多操纵证券市场行为以行政处罚终结,但即使行政处罚罚款再多,但中小投资者损失也并未因此受到补偿。

2018年,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)支持投资者起诉恒康医疗利用信息优势操纵市场,法院判决首次支持了投资者的民事赔偿请求,在社会引发较大反响。该案中,投服中心提出以买入股票价格与股票“真实价格”之差计算交易损失的净损差额法,但未考虑操纵影响消除期间,致使计算的损失金额明显过高,被法院以无法律依据又缺乏实质合理性为由拒绝采纳。该案生效判决认为信息型操纵因果关系、损失计算均可参照虚假陈述司法解释,在一定程度上忽视了信息型操纵与虚假陈述之间的差异性,未对两者影响股价的机理作进一步分析,在证券操纵损失计算方法的探究上不免失于简单,难以对之后的证券操纵侵权案件尤其是复杂操纵案件提供有效参考。

二、鲜某操纵民事赔偿纠纷的案情、争议与裁判

(一) 基本案情

2017年3月30日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)作出[2017]29号《行政处罚决定书》,认定鲜某通过采用集中资金优势、持股优势、信息优势连续买卖,在自己实际控制的证券账户之间交易,虚假申报等方式,影响凹凸金融信息服务(上海)股份有限公司(系上交所主板上市公司,曾多次更名,以下简称标的公司)股票交易价格和交易量,操纵期间为2014年1月17日至2015年6月12日,期间内标的公司股价涨幅为260.00%,同期上证指数涨幅为155.29%。责令依法处理非法持有的证券,没收违法所得578,330,753.74元,并处以2,891,653,768.7元罚款。2020年12月21日,上海市高级人民法院作出生效刑事判决,认定鲜某利用信息优势操纵标的股票价格和交易量,构成操纵证券市场罪,处以有期徒刑3年4个月,罚金1000万元并追缴违法所得。

鲜某前述信息型操纵中发布虚假信息的行为同时构成了证券虚假陈述,对此,证监会于2017年5月12日作出[2017]52号《行政处罚决定书》,对标的公司和作为实际控制人的鲜某作出相应处罚。之后,陆续有投资者向标的公司提起证券虚假陈述责任纠纷诉讼。相关生效判

决认定,投资者损失的50%归因于自身非理性投资行为,20%由市场系统风险导致,10%归因于鲜某操纵行为,最终判定投资者损失的20%由标的公司赔偿。

本案13名原告投资者主张在鲜某操纵期间买卖了标的公司股票发生损失,要求鲜某赔偿包含投资差额损失、佣金、印花税等在内的全部经济损失。

鲜某因操纵证券市场行为被追究行政责任和刑事责任后,表示无力承担本案民事赔偿责任。为此,上海金融法院依据《证券法》关于民事赔偿责任优先的规定,对鲜某操纵证券市场刑事案件中相应款项进行相应保全。

在案件审理中,上海金融法院依职权委托上海交通大学中国金融研究院对案涉投资者的投资差额损失进行核定。

(二) 争议问题

鲜某对《行政处罚决定书》所认定的事实无异议,但对投资者主张的赔偿金额不予认可,认为其操纵行为最晚于2015年6月12日结束,此后投资者的交易行为与其操纵行为无因果关系;标的股票价格波动主要受到2015年股灾等系统性风险的影响,在损失计算时应当相应扣除;其实施信息型操纵同时构成证券虚假陈述,相关证券虚假陈述责任纠纷生效判决认定投资者存在非理性投资行为,应当对投资损失自担50%的责任,同时认定投资者损失的10%归因于其操纵行为,本案对其赔偿责任的认定应与该生效判决保持一致。

综合投资者的诉讼请求和鲜某的答辩意见,双方的争议焦点在于以下四个方面:一是如何认定鲜某操纵证券市场行为的方式、类型,以及操纵行为的开始日、结束日、影响消除日;二是投资者买卖标的股票遭受的损失是否与鲜某操纵证券市场行为具有因果关系;三是投资者因鲜某操纵证券市场行为所导致的损失应如何计算;四是本案与投资者诉标的公司证券虚假陈述责任纠纷案应如何衔接。

(三) 司法裁判

上海金融法院认为,鲜某采用了连续买卖、洗售或对倒交易、虚假申报和利用信息优势操纵四种操纵手法,其中前三种手法属于交易型操纵,后一种手法属于信息型操纵。上述四种操纵手法皆服务于同一

目的,在时间上相互交织,在作用上彼此叠加,共同影响了标的股票的交易价格和交易量,彼此之间难以区分,应当在本案中整体视为一个操纵证券市场行为。

结合鲜某操纵的具体方式、标的股票的价格波动情况,可认定其操纵行为属于拉高型操纵。《行政处罚决定书》关于操纵行为起止时间的认定符合证券操纵行为的要件特征,应予确认,故操纵行为开始日为2014年1月17日,结束日为2015年6月12日。交易型操纵与信息型操纵制造人为价格的方式不同,其影响消除所需要的时间也不同,交易型操纵影响何时消除取决于操纵力量、操纵时长等多种因素,信息型操纵影响何时消除取决于其发布之信息的影响何时消除。鲜某控制标的公司信息披露的节奏与内容,同时构成证券虚假陈述。为衔接操纵和虚假陈述民事责任,考虑到虚假陈述的司法解释已经对虚假信息的影响消除时间作出明确规定,故可在本案中予以参考。确认2016年11月14日作为信息型操纵影响消除之日,该日距整个操纵行为结束长达一年多之久,期间标的股票多次累计换手率超过100%,应当能够涵盖交易型操纵的影响消除合理期间,可以作为整个操纵行为影响消除之日。

证券操纵行为在因果关系上应遵循交易因果关系与损失因果关系两重判断,在公开交易的证券市场中,应适用欺诈市场理论和推定信赖原则,来判断投资者的投资决策与操纵行为之间是否存在交易因果关系。从鲜某操纵行为开始日到信息型操纵之虚假信息揭露日,原告买入标的股票的行为与操纵行为具有交易因果关系,此后原告再买入标的股票则与操纵行为无交易因果关系。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,不属于操纵者的赔偿范围。损失因果关系的判断可由专业第三方机构在投资者损失核定中加以解决。

投资者损失计算是证券欺诈侵权责任案件审理的重点和难点,侵权人仅应对其不法行为造成的损害承担赔偿责任,然而证券价格的波动受多重因素影响,要较为准确地界定证券欺诈行为对投资者造成的损害,须排除其他因素对证券价格的影响,客观上需要借助专业人员的

知识与技能。因此,委托专业第三方核定投资者损失具有必要性。净损差额法揭示了证券操纵的侵权本质,证券价格天然具有波动性,采用“净损差额法”和“价格同步对比法”,以投资者的实际成交价格与同时期股票的真实价格之差来计算损失金额具有合理性。

按照目的吸收手段的原理,信息型操纵吸收虚假陈述行为,既可以主张证券操纵赔偿责任,也可以主张虚假陈述赔偿责任。对投资者已在证券虚假陈述责任纠纷案件中获偿的部分,在本案中予以相应扣除。

上海金融法院于2022年9月29日作出(2021)沪74民初2599号民事判决,判决鲜某赔偿原告13名投资者合计470万余元。判决同时明确,若鲜某的财产不足以履行民事判决所确定的赔偿责任,则可以执行已依法保全的刑事案件罚没款,最大限度地实现中小投资者权利救济。判决后,双方当事人均未提出上诉,判决已发生法律效力。

三、鲜某操纵民事赔偿纠纷判决解析

(一) 证券操纵行为的定义及多手法操纵的认定

一般认为,操纵证券市场是指以交易活动或交易策略为手段,通过影响证券交易价格或者证券交易量,破坏证券市场的价格形成机制,从而误导或扭曲投资者的投资决策,以实现非法获利之目的。本质上,操纵行为的危害性在于破坏了证券市场的价格形成机制,使投资者无法依据证券的真实市场价格进行买卖决策,进而影响了证券市场的定价准确性和市场流动性,损害了证券市场有效配置资源、促进资本形成和保护投资者的社会功能。因此,操纵行为所产生的是人为价格,有别于基于真实买卖的真实市场价格。随着金融市场的不断深化和发展,操纵证券市场的行为也不断变化,法律除了明确禁止的操纵手段之外,亦专门设置兜底条款,以涵盖不同类型的操纵。通常,操纵行为可以分为交易型操纵、信息型操纵,以及其他滥用优势的操纵。虽然在理论上,所有正常的证券交易或相关信息均可能影响证券价格,但在判断操纵行为之构成时,除了行为人主观上欠缺正当性理由之外,应主要考量操纵行为对证券市场价格形成机制的破坏,即对市场上真实交易之供需

关系信号的扰乱。实践中,容易影响价格形成的操纵行为包括:连续买卖形成影响股价的交易量、不改变实际所有权的交易、短时间内的反向交易、不以成交为目的的虚假报撤、影响开盘价或收盘价的交易、事前或事后发布虚假信息的交易,以及与误导性或虚假性投资建议存在实质利益的交易等。

根据证监会[2017]29号《行政处罚决定书》认定的事实,鲜某具体采用了以下四种手法实施操纵证券市场行为:(1)连续买卖,即通过集中资金优势、持股优势连续买卖操纵标的股票价格;(2)洗售或对倒交易,即通过在自己控制的账户之间进行证券交易操纵标的股票价格;(3)虚假申报,即不以成交为目的,通过频繁申报、撤单制造涨停价买单众多假象,操纵标的股票价格;(4)利用信息优势操纵,即利用信息优势控制信息披露节奏及内容操纵标的股票价格。相关刑事判决书以鲜某连续交易的数量未达到刑事案件立案追诉标准为由,认定鲜某不构成刑事上的连续交易操纵,仅构成利用信息优势操纵的犯罪。究其原因,刑法、行政法和民法各自保护的法益不同,同一违法行为有可能被追究刑事、行政与民事三种不同性质的法律责任,其构成要件相互独立,具体认定某一行为的民事责任应依据相应的民事责任标准予以判断。因此,鲜某实施的不同操纵手法是否构成刑事犯罪,不影响认定相应操纵行为的民事责任。

本案所涉四种操纵手法中,前三种操纵手法属于交易型操纵,后一种操纵手法属于信息型操纵。交易型操纵是指行为人通过交易活动,制造证券价格变动的误导性或虚假信号,影响证券交易价格的形成,误导投资者作出投资决策,从而获取不法利益;信息型操纵是指行为人通过制造、传播对证券市场价格有重要影响的信息,或者控制该类信息披露的方式,制造证券价格变动趋势,误导投资者作出投资决策,从而获取不法利益。虽然采用了多种操纵手法,但皆服务于同一目的,在时间上相互交织,在作用上彼此叠加,共同影响了标的股票的交易价格和交易量,彼此之间难以区分,应当整体视为一个操纵证券市场行为。

(二)人为价格存在期间的判断——操纵行为开始日、结束日和影响消除日的认定

操纵行为的有责性,表现为扭曲真实市场价格所形成之人为价格

的欺诈性,从而误导不知实情的投资者买入标的股票,额外支付了人为价格与真实市场价格之间的差价,由此产生投资损失。要准确界定此类操纵行为侵权赔偿责任的范围,就必须准确界定人为价格存在的时间,也即标的股票价格受操纵行为影响的起止时间,包含三个关键时点:操纵行为开始日、操纵行为结束日和操纵行为影响消除日。

由于操纵行为包含制造人为价格和交易股票获利两个步骤,前者是手段,后者是目的,两者缺一不可,因此判断操纵行为的开始与结束,就要通盘考虑手段行为和目的行为的开始与结束。交易型操纵的手段行为和目的行为均体现为鲜某控制账户组进行交易,信息型操纵的手段行为表现为其控制信息披露的节奏及内容,目的行为表现为其控制账户组进行交易。根据《行政处罚决定书》查明的事实,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5月11日,其所控制账户组的交易结束于2015年6月12日,可以认定鲜某操纵行为开始日为2014年1月17日,操纵行为结束日为2015年6月12日。

关于操纵行为影响消除日,指的是因操纵行为而产生的人为价格回归至真实市场价格所需的合理时间。由于交易型操纵与信息型操纵制造人为价格的方式不同,其影响消除所需要的时间故也不同。交易型操纵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。信息型操纵通过发布信息来制造人为价格,操纵行为结束后,其影响何时消除则取决于其发布之信息的影响何时消除。

本案中,鲜某是标的公司的实际控制人,属于《证券法》规定的信息披露义务人,因此其控制标的公司信息披露的节奏与内容,同时构成了证券虚假陈述,被证监会立案调查并受行政处罚。尽管本案中发布虚假信息这一行为,在法律上存在操纵和虚假陈述两种定性,但在民事

赔偿上应择一而处。为衔接本案操纵与前案虚假陈述的民事责任,考虑到虚假陈述的司法解释已经对虚假信息的影响消除时间作出明确规定,故可在本案中予以参照。

在本案中,虽然交易型操纵影响消除的合理时间取决于个案裁量,但信息型操纵之虚假信息揭露日距整个操纵行为结束长达一年多之久,期间标的股票多次累计换手率超过100%,应当能够涵盖交易型操纵的影响消除合理期间,可以将信息型操纵影响消除之日作为整个操纵行为影响消除之日。

(三) 证券操纵侵权责任因果关系的认定

欺诈是指故意告知虚假情况,或者负有告知义务的人故意隐瞒真实情况,致使当事人基于错误认识作出意思表示。欺诈的定义明确了欺诈行为与受欺诈人表意错误之间存在因果关系。这一因果关系投射到证券领域,就要求欺诈行为与投资者决策之间必须具有因果关系,即投资者基于对欺诈者的信赖而作出交易(此为交易因果关系)。由于证券市场投资者众多、情况各异,投资者往往对此难以举证证明。为此,证券法在经济学有效市场假说的基础上发展出欺诈市场理论,确立了一个可以反驳的推定:市场受到了欺诈即推定投资者受到了欺诈,但实际情况证明投资者并未受到欺诈的除外。此即为推定信赖原则。此外,民事侵权责任还要求侵权人仅应对其违法行为导致的损害承担赔偿责任,投射到证券欺诈法律关系,就要求欺诈行为与投资者的损失之间也必须具有因果关系(此为损失因果关系)。截至目前,我国证券欺诈民事案件最常见的类型是证券虚假陈述责任纠纷,其审判实践在近年来普遍使用交易因果关系与损失因果关系两重分析框架,该实践经验也被相关司法解释吸收,即将因果关系拆分为交易因果关系与损失因果关系两个要件。操纵证券市场行为同为证券欺诈行为,在因果关系上亦应遵循交易因果关系与损失因果关系两重判断。

就交易因果关系而言,证券市场以价格发现为重要功能,证券价格的真实性和准确性取决于各影响因素的真实性。在公开交易的证券市场中,影响股票价格的因素不仅包括上市公司披露的信息,还包括供求关系、成交量、以往价格走势等。操纵证券市场者通过交易策略,影响特定证券的市场价格,从而误导或扭曲投资者的投资决策,这与证券虚

假陈述行为通过发布虚假信息扭曲股票价格具有相同的欺诈本质。因此,在公开交易的证券市场中,亦应适用欺诈市场理论和推定信赖原则,来判断投资者的投资决策与操纵行为之间是否存在交易因果关系。如果投资者能够证明行为人实施了操纵证券市场的行为,投资者在操纵行为开始日之后、操纵行为影响结束日之前交易了与操纵行为直接关联的证券,即在拉高型证券操纵中买入了相关证券,或者在打压型证券操纵中卖出了相关证券,则应当认定投资者的投资决策与行为人的操纵具有交易因果关系。对于交易因果关系,操纵行为人可以提出反证推翻,即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,则交易因果关系不成立。信息型操纵中,如果虚假信息被揭露,投资者再行交易标的证券则为明知或应知欺诈,不构成交易因果关系。交易型操纵因具有隐蔽性,如无相反证据,投资者在操纵影响消除前交易标的证券的行为均与操纵具有交易因果关系。

具体到本案,从鲜某操纵行为开始日(2014年1月17日含当日),到信息型操纵之虚假信息揭露日(2016年10月18日不含当日),原告买入标的股票的行为与操纵行为具有交易因果关系,此后原告再买入标的股票则与操纵行为无交易因果关系。

就损失因果关系而言,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。应在查明证券操纵与投资者损失之间的因果关系,以及导致投资者损失的其他原因等基本事实的基础上,综合判断。操纵者能够举证投资者的损失部分或全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场对待特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,应当相应减轻或者免除其责任。要准确认定损失因果关系,就须合理剥离与操纵行为无关之因素对股价的影响,这涉及金融资产定价问题,也与投资者损失核定紧密相关。被告鲜某虽然主张存在导致投资者损失的其他因素,但对“其他因素”的影响程度及相应扣除金额如何确定,并未提出合理的计算方法,此问题宜由专业第三方机构在投资者损失核定中加以解决。

(四) 投资差额损失计算的方法

证券投资者损失计算是证券欺诈侵权责任案件审理的重点和难点,根据侵权责任的法理,侵权人仅应对其不法行为造成的损害承担赔偿责任,然而证券价格的波动受多重因素影响,要较为准确地界定证券欺诈行为对投资者造成的损害,须排除其他因素对证券价格的影响,这涉及金融学、数学、统计学等专业学科,客观上需要借助专业人员的知识与技能。因此,委托专业第三方核定投资者损失具有必要性、合理性,近年来也在证券虚假陈述等证券欺诈责任纠纷案件的审理中所普遍采用。

净损差额法,或称净损益法、真实价值计算法等,即以投资者的实际成交价格与股票的真实市场价格之差来计算损失金额。所谓真实市场价格,是指在没有被操纵的情况下,股票应有的价格,是一种法律拟制的价格。净损差额法揭示了证券操纵的侵权本质,即操纵行为使股价偏离真实市场价格,使投资者额外承担了被操纵后的人为价格与真实市场价格之间的差额部分,该部分即为侵权人应赔偿的因其侵权行为所导致的投资损失。

确定真实市场价格是净损差额法的核心,亦是难点。证券价格天然具有波动性,真实市场价格并非一个恒定不变的值,而是一条不断变化的价格曲线。随着操纵手法和力量的变化,股票价格被扭曲的幅度也会相应发生变化,实际成交价格与真实市场价格之间的差值也并非恒定不变,而是处于不断变化之中。理论上讲,采用净损差额法应当确定投资者每笔交易发生时的股票真实市场价格,但考虑到股票结算和大部分的股票定价都以日为单位,因此比较合理与可行的方式是以交易日为单位模拟股票真实市场价格,单一交易日确定一个真实市场价格。

采用净损差额法计算投资损失时应注意适用损益相抵原则,并以投资者账面损失作为损失核定的上限。侵权损害赔偿的目的在于填补实际损失,使权利恢复到侵权行为发生前的状态,超过账面实际损失的部分不应当属于投资者可获赔的范围,投资者因操纵行为获利缺乏合法依据,应当根据公平原则,在损失中予以抵扣。

本案中,投资损失核定的具体方法是:以操纵行为影响标的股票价

格的期间作为损失核定期间,构建损失量化计算模型,结合运用多因子模型法和重大事件分析法,对影响股价的各种因素定量分析,在不考虑操纵因素的前提下,以其他各种因素所形成的标的股票收益率曲线模拟计算真实市场价格,将其与投资者在交易中的实际成交价格进行同步对比,按照损益相抵的原则得出投资者的投资差额损失,该损失金额扣除了与被告操纵行为无关的其他因素对股价的影响,可确定为鲜某操纵证券市场行为所导致的投资损失。

通过计算标的股票日收益率来模拟其每日真实市场价格。就标的公司而言,除操纵因素外,影响其股价的主要因素包括大盘因素、行业因素、个股风格因素和其他重大事件。基于以上因素的量化计算构建模型,模拟除操纵因素外,其他因素影响形成的标的股票日收益率(t 代表不同日期),再以操纵行为开始日的前一交易日标的股票实际收盘价为模拟初始价格,根据模型计算的日收益率模拟出标的公司每日股票价格 $P_t = P_0 \times (1 + (r_{-1}) \sim) \times (1 + (r_{-2}) \sim) \times \dots \times (1 + (r_t) \sim)$ 。

第一步:采用多因子模型法来计算标的股票因大盘因素、行业因素、个股风格因素引发的模拟日收益率。该模型除了考虑市场风险之外,还采用行业因素考虑行业对企业股票收益的影响,采用风格因素考虑各种基本面因素对企业股票收益的影响。其中,包括多因子模型中常见的影响因素,即规模因素(大、小市值的收益差),价值因素(估值高低的收益差),盈利因素(公司不同盈利水平的收益差),投资因素(公司不同投资比例的收益差),动量因素(股票收益历史表现好坏的收益差),流动性因素(股票换手率大小的收益差)。

第二步:采用重大事件分析法来计算标的股票因其他重大事件引发的模拟日收益率。通过梳理损失核定区间标的公司发布的公告,筛选出显著影响标的股票价格且与操纵因素无关的两个重大事件。具体计算上,首先,利用资本资产定价模型估计重大事件引发的日超额收益率;其次,选取与标的公司发生过同类重大事件的其他上市公司作为基准;再次,判断重大事件影响标的股票价格的窗口长度;最后,将同类事件中其他上市公司日超额收益率的均值作为该事件对标的股票价格的影响。

第三步:将多因子模型法计算的日收益率与重大事件分析法计算的日收益率叠加,得到标的股票的模拟日收益率。

标的股票每日真实市场价格建立在模拟标的股票日收益率的基础上,采用多因子模型法和重大事件分析法模拟标的股票日收益率已在多个证券侵权案件的审理中采用,其科学性、合理性已为司法实践所认可。首先,该方法引入金融学领域中股票日收益率的概念,构建不同的损失量化计算模型对于各种致损因素的影响进行量化分析,进而计算投资者因与操纵行为无关的其他因素导致的投资差额损失,不仅逻辑自恰,还能够有效避免因各种风险因素重复计算而导致的结果偏差。其次,多因子模型法对股价造成持续性影响的共性因素的核定更为全面,既包括大盘因素、行业因素,还考虑了多个对股价具有影响作用的个股风格因素。核定方式上,通过定量分析的方式逐日考察各因素对于股价的影响,包括正面影响和负面影响,其核定结果更为精确。再次,重大事件分析法可以对与操纵行为无关的其他重大事件进行定量分析,包括影响时间区间和每日影响值,不同投资者在不同交易时间是否受到重大事件影响及其影响程度,均可得到较为客观准确的核定。

(五) 信息型操纵与虚假陈述的竞合

虚假陈述与信息型操纵都是证券欺诈行为,在信息型操纵通过发布虚假信息(包括隐瞒重大信息)的手段完成时,二者可能存在竞合。但是,虚假陈述的主体范围较小,限于发行人、上市公司及其他法律规定的信息披露义务人,只有在涉及信息披露义务人利用其优势地位通过公司发布信息时,二者才存在竞合可能,在此情形下还需满足两个条件:一是信息的内容属于披露义务的范围;二是发布信息的性质要满足虚假信息中的虚假或误导属性。而本案就正属于这种情况。

就信息型操纵和虚假陈述两种行为间的关系来看,虚假陈述只是手段,起辅助作用,操纵行为才是目的,起主要作用。按照目的吸收手段的原理,信息型操纵可以吸收虚假陈述行为,当事人可以选择不同的法律救济途径,既可以主张证券操纵赔偿责任,也可以主张虚假陈述赔偿责任。对同一行为追究不同法律责任,因行为主体、责任类型等差异亦会有所不同。如本案所涉之情形,若追究虚假陈述责任,则标的公司是信息披露义务人,鲜某则是实际控制人,投资者可就证券虚假陈述单

独或共同起诉标的公司和鲜某,若追究证券操纵赔偿责任,则只能起诉鲜某个人。考虑到本案中虚假陈述行为属于鲜某操纵行为的一部分,故投资者已在之前证券虚假陈述责任纠纷案件中获偿的部分,应当在本案中予以扣除,以避免重复受偿。当然,前案证券虚假陈述责任纠纷中标的公司与鲜某的责任分配也不影响本案证券操纵中鲜某应当对投资者的全部投资损失承担赔偿责任。

在投资者诉标的公司证券虚假陈述责任纠纷案件中,法院认定投资者损失的20%由证券市场系统风险等因素所致,损失的50%归因于投资者的非理性投资行为。然而,上述比例系法院酌定,本案已委托专业第三方机构核定投资者损失,对于证券市场系统风险等因素的扣除将更为精准,投资者的主观认知和判断在付诸交易之前并不能实际影响股价,其付诸交易后,则成为影响个股风格或大盘走势的因素,进而纳入多因子模型或重大事件分析的考察范畴,投资者非理性交易如果对投资损失发生影响,亦可体现在损失核定结果中。

四、结语

投资者诉鲜某操纵证券交易市场责任纠纷案是全国首例主板市场交易型与信息型操纵混同的证券操纵赔偿责任纠纷案件,该案判决对证券市场操纵的基础性法律问题进行了深入分析,为同类案件提供了有益参考。

(编辑:姜沅伯)