

## 欺诈市场理论在操纵证券市场 民事案件中的适用及其限制

樊 健\*

**摘要:**操纵市场行为与虚假陈述对证券价格与市场机制的损害并无本质区别。因此,欺诈市场理论能够适用于操纵证券市场民事案件,中小投资者应当被推定为因为信赖操纵证券市场行为而进行了投资。这有利于减轻中小投资者的举证责任,有助于开展证券示范诉讼或者代表人诉讼等团体诉讼。不少学者质疑欺诈市场理论是否能够适用于操纵证券市场民事案件,但是这些反对意见不足以否定欺诈市场理论的适用性。

**关键词:**操纵证券市场 欺诈市场理论 交易  
因果关系 中小投资者

### 一、问题的提出

操纵证券市场行为民事责任的构成要件之一是投资者的投资行为与操纵证券市场行为之间存

---

\* 上海财经大学法学院,副教授,博士生导师。

在交易因果关系。<sup>[1]</sup> 如果交易因果关系不能被证明,投资者就无法获得赔偿。在我国为数不多的操纵证券市场民事案件中,<sup>[2]</sup> 投资者诉请被法院驳回的一个主要原因就是投资者无法证明存在交易因果关系。例如,在王某强与北京首放投资顾问有限公司诉汪某中操纵证券交易市场赔偿纠纷案(以下简称“汪某中案”)中,<sup>[3]</sup> 法院认为投资者没有证据表明受到了操纵证券市场行为的影响而从事股票交易,因而驳回了投资者的诉请。但是,在最近判决投资者胜诉的“阙某彬案”和“鲜某案”中,法院都认为基于欺诈市场理论,可以直接推定投资者的投资行为与操纵证券市场行为之间存在交易因果关系。该种推定极大地减轻了操纵证券市场民事案件中投资者的举证难度,同时为示范诉讼或者代表人诉讼等团体性证券纠纷解决机制扫清了程序上的障碍。这“对于维护广大投资者合法利益,打击操纵证券市场的违法行为,维护证券市场秩序以及保障我国证券行业的健康发展,具有非常重要的作用”<sup>[4]</sup>。

[1] 《证券法》第55条第2款规定,“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”。本条作为投资者起诉操纵证券市场行为人的请求权基础,显然包含了因果关系要件,包括了交易因果关系和损失因果关系(投资者的投资损失与操纵证券市场行为之间存在因果关系)。对于证券市场违法行为民事责任要件中的因果关系要件(例如虚假陈述和操纵证券市场等),我国多数学者支持交易因果关系与损失因果关系的二分法,参见樊健:《我国证券市场虚假陈述民事责任理论与实践的新发展》,法律出版社2021年版,第1~3页;阎维博:《操纵市场民事责任因果关系认定:类型化分析与利益衡量》,载《投资者》2019年第1期;贾纬:《操纵市场行为的认定及其民事责任》,载《人民司法(应用)》2007年第17期。但是,也有学者认为,该二分法源于美国法,在我国尚缺乏理论与实践,因此不可贸然采用,参见廖升:《操纵证券市场侵权责任之因果关系》,载《法学评论》2017年第1期。对此,《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《虚假陈述民事赔偿规定》)明确区分了交易因果关系和损失因果关系。

[2] 目前,在两起操纵证券市场民事责任的案件中,法院支持了中小投资者的诉讼请求,即四川省高级人民法院:阙某彬等诉杨某辉操纵证券市场民事责任纠纷二审民事判决书,案号:(2020)川民终1532号,2021年1月15日(以下简称“阙某彬案”);上海金融法院:曹某兵等诉鲜言操纵证券市场民事责任纠纷一审民事判决书,案号:(2021)沪74民初2599号,2022年9月29日。

[3] 参见北京市第二中级人民法院(2011)二中民初字第6936号民事判决书。

[4] 王洪光:《论操纵证券市场民事责任之构成》,载《人民司法(应用)》2009年第15期。

然而,有学者认为欺诈市场理论主要适用在证券虚假陈述的场合,<sup>[5]</sup>对该理论是否能够适用于操纵证券市场民事案件存在疑问。<sup>[6]</sup>甚至,有学者认为在证券虚假陈述民事案件中适用欺诈市场理论也值得反思。<sup>[7]</sup>因此,充分地论证欺诈市场理论如何能够适用于操纵证券市场民事案件以及其适用的边界在何处,在司法实践中不仅能够有效地减轻投资者(主要是中小投资者)的举证难度,维护其合法权益,便于开展团体诉讼;而且还可以避免诉讼双方当事人对该问题进行“策略性”的对抗,提升操纵证券市场民事案件的审判效率。在理论上,也能进一步拓宽欺诈市场理论的适用范围,明确排除适用该理论的情形。

## 二、欺诈市场理论的功能与争议

在面对面交易的情况下,投资者和操纵证券市场行为人直接进行磋商和交易,因此投资者证明是因为相信了操纵证券市场行为而进行了投资较为容易。然而,在非面对面的证券市场交易中,投资者与操纵证券市场行为人之间并没有磋商的可能,并且所有的证券交易都是通过证券交易所的集中竞价系统撮合完成,因此投资者难以证明其是因为相信了操纵证券市场行为所以进行了投资。<sup>[8]</sup>进而,在民事案件

---

[5] See Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, William and Mary Law Review, No. 4, 2011.

[6] 参见缪因知:《操纵证券市场民事责任的适用疑难与制度缓进》,载《当代法学》2020年第4期。

[7] 参见耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。

[8] 在“阙某彬案”中,法院认为,“股票交易实行集中竞价交易机制,买卖双方难以一一对应,杨某辉(投资者)不能也无须证明买卖之间的对应关系”。在顾某锋诉鞍山重型矿山机器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案中[辽宁省高级人民法院(2019)辽民终456号民事判决书],法院认为,“证券虚假陈述侵权行为与传统意义上的一般侵权行为有着重大的区别,即侵权行为人与受害人并无‘面对面’的接触,而这种‘面对面’事实的缺失,给认定侵权责任的构成要件之一‘因果关系’带来了无法回避的难题。由于证券交易主要采取集中竞价、交易所主机撮合成交的方式进行,不可能将虚假陈述行为人与受害人之间的联系特定化,使得遭受损失的投资人难以就其损失与侵权人行为之间的因果关系举证证明”。

中,如果一定要由投资者来举证证明存在交易因果关系,则几乎所有的投资者(主要是中小投资者)将无法完成该举证义务,败诉成为必然。《证券法》第1条开宗明义所规定的保护投资者利益的立法目标将形同具文。<sup>[9]</sup>“为避免这一证明窘境和负担,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。此即为推定信赖与实际信赖,推定信赖主要是根据信息披露时点和交易时点等客观证据判断;实际信赖则以个体投资者的实际知情程度为准,由被告提出反证。”<sup>[10]</sup>当然,“这种‘推定信赖’属于‘可抗辩的信赖’,如果虚假陈述行为人能够提出反证,证明投资者的投资决策并未受到虚假陈述行为的影响,则应当认定,投资者因该投资决策导致的损失与虚假陈述行为没有因果关系”<sup>[11]</sup>。例如,投资者明知是虚假陈述依旧买入证券的(如公司高级管理人员为了提升投资者信心而买入股票),则交易因果关系不能被推定成立。<sup>[12]</sup> 欺诈市场理论虽然多用于证券虚假陈述的场合,但是下文会详细分析,该理论同样适用于操纵证券市场的场合。

### (一) 欺诈市场理论的重要作用

#### 1. 减轻中小投资者的举证责任

依据欺诈市场理论,投资者的交易行为被推定为信赖了虚假陈述等违法行为,因此其就无须证明存在交易因果关系,这样将极大地增加这些投资者在民事诉讼中获胜的概率。相反,在前述“汪某中案”中,法院判决原告败诉的主要理由之一就是原告无法证明存在交易因果关系。因此,也就难怪在我国证券虚假陈述民事案件中,投资者的胜率相对较高。“在59个案件中(占案件总数的90.7%),原告都通过各种方

[9] 参见于莹、潘林:《证券虚假陈述侵权责任中信赖推定之证成:欺诈市场理论局限性的克服》,载《法制与社会发展》2011年第2期。当然,专业投资者等依据其投资决策报告等能够完成其举证义务,后文详述。

[10] 林文学、付金联、周伦军:《〈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〉的理解与适用》,载《人民司法(应用)》2022年第7期。

[11] 辽宁省高级人民法院:《顾某锋诉鞍山重型矿山机器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书》,案号:(2019)辽民终456号,2019年12月9日。

[12] See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

式成功地获得了赔偿,而且赔付率整体较高。”<sup>[13]</sup>需要指出的是,欺诈市场理论所要保护的投资者主要是善意的中小投资者(非专业投资者或者普通投资者),通俗地讲即“散户”。<sup>[14]</sup>

事实上,这样的推定不仅仅是基于保护中小投资者的立法政策考量,也符合证券市场的实际运行情况。因为,中小投资者通常并不关注发行人等所披露的公开信息,其投资决策通常是基于推荐或者证券价格的变动等而作出。但是,在中小投资者投资的同时,所有公开(甚至未公开)的信息已经被机构投资者等专业投资者所消化吸收并反映到了证券价格上,因此投资者此时所支付的证券价格中即已经包含了包括虚假信息等在内的信息。<sup>[15]</sup>所以,中小投资者基于被扭曲的证券价格而买入相关证券,显然与虚假陈述等违法行为之间存在交易因果关系。

## 2. 有助于形成团体诉讼

在证券市场违法行为中,多数投资者的损失通常不会太大,具有小额化的特点。因此,从成本收益的角度来说,其单独提起民事诉讼并不划算。相应地,对于法院和被告而言,应对如此众多的证券市场违法案件和原告也是巨大的负担。<sup>[16]</sup>

在此背景下,在我国证券市场违法行为民事案件的审判实践中,出现了示范诉讼机制和代表人诉讼机制等新型审判方式,这些方式减轻了投资者和被告的诉讼负累以及法院的审判负担。然而,进行示范诉讼或者代表人诉讼的前提条件是,原告投资者之间应当具有共同的法律事实,<sup>[17]</sup>交易因果关系即为其中一项。可以想见,如果不以证券价格作为“桥梁”将投资者信赖与证券市场违法行为之间的因果关系连

---

[13] 黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载《证券法苑》2013年第2期。另参见汤欣、陈旺:《虚假陈述民事司法的实践:回顾与思考》,载《投资者》2018年第1期。

[14] 参见贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

[15] See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, *Virginia Law Review*, No. 4, 1984.

[16] 参见林晓镡、单素华、黄佩蕾:《上海金融法院证券纠纷示范判决机制的构建》,载《人民司法》2019年第22期。

[17] 参见最高人民法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第5条。

接起来,而要求投资者自行证明其信赖情况,则由于投资者的信赖不尽相同,显然不可能构成共同的交易因果关系,因而共同的法律事实也无法形成,示范诉讼或者代表人诉讼等团体诉讼也就无法开展。

总之,欺诈市场理论不仅符合证券交易市场的实际运行情况,而且也能够减轻中小投资者的举证负担,便于形成投资者之间的共同事实,有利于开展证券团体诉讼。

## (二) 对于欺诈市场理论的批评及其简要回应

本部分针对耿利航教授关于欺诈市场理论的批评,提出本文的简要回应,以便明确适用欺诈市场理论的正当性依据,为其适用于操纵证券市场民事案件中奠定基础。<sup>[18]</sup>

### 1. 批评意见

#### (1) 欺诈市场理论开启滥诉之门

该意见认为,采用欺诈市场理论后,投资者的举证义务大为减轻,因此产生了投资者滥诉的后果。<sup>[19]</sup> 这将极大地增加发行人的经营管理成本,并且对公司的声誉等也造成不小打击。

更为严重的是,证券诉讼会产生所谓“自我赔偿”或者“循环赔偿”的问题。“公司对外赔偿实质是投资者之间自我支付,即曾为公司股东的原告和公司现有股东这两类投资者群体之间的财富‘循环’游戏。财富循环不会增进反而会大幅减损投资者整体福祉,因为投资者要为原、被告双方律师提供的服务付费。”<sup>[20]</sup> 然而,真正的违法行为主体,例如实控人或者公司或企业的董事、监事和高级管理人员等,几乎没有被追究民事赔偿责任。<sup>[21]</sup>

#### (2) 市场效率缺乏普遍的定义

由于欺诈市场理论的适用前提是该交易市场须具备半强势有效市

---

[18] 当然,限于本文的主题与篇幅,只能择其要点进行简单的介绍与回应。

[19] 同前注[7]。

[20] 同上注。See Elizabeth Chamblee Burch, *Reassessing Damages in Securities Fraud Class Actions*, *Maryland Law Review*, No. 2, 2007.

[21] “在美国实践中,案件在进入实体审理前一般会达成和解。公司(或责任保险机构)总是支付和解款的主体,公司董事、高级管理人员等个人出钱平均仅占和解金额的0.4%。因此,真正实施欺诈行为者将逃脱惩戒(威慑失灵)。”同前注[7],耿利航文。

场的条件。<sup>[22]</sup> 但是如何判断一个市场是否属于半强势有效市场,并没有普遍的标准。“效率市场是 FOMT 成立的前提,但 Basic 案对效率市场没有定义。通说一般认为,FOMT 可适用之市场是股价能够立即和充分反映公司新公开信息的所谓‘信息有效率’的市场。然而,市场效率看不见摸不着,也不存在可靠的测量标准——如果没有所谓的股票‘真实’价格作为对照物,又如何认定股价及时反映了最新信息并快速向真实价格靠拢?法官们实际上只能凭直觉对市场效率有或没有进行‘自由’判断。”<sup>[23]</sup>

### (3) 投资者的非理性行为

中小投资者由于心理方面的原因,例如风险厌恶、过度自信等,他们并非全是理性的投资者。<sup>[24]</sup> 甚至,“行为经济学的研究表明,即使是机构投资者也经常非理性,市场中充满各种噪音,投资者对股票价值判断各有标准,并不存在能够完美体现股票内在价值‘(真实价格)’的市场”<sup>[25]</sup>。证券市场并非理性的市场,而非理性的市场又谈何有效率?<sup>[26]</sup>

## 2. 本文的简要回应

### (1) 滥诉的应对

确实,由于欺诈市场理论大大减轻了投资者的举证难度,1988 年 Basic 案生效后,美国证券市场欺诈案件的数量大大增加,滥诉的情况

---

[22] 在 Basic 案中,美国联邦最高法院没有明确指出欺诈市场理论适用于半强势有效市场,但是从法院的推理逻辑和下级法院对该理论的适用情况来看,欺诈市场理论应当只适用于半强势有效市场,参见 Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud - on - the - Market Theory*, *Stanford Law Review*, No. 4, 1990.

[23] 同前注[7]。

[24] See Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, *Journal of Corporation Law*, No. 4, 2003.

[25] 同前注[7]。

[26] 讨论行为金融学与投资者行为关系的文献甚多。See Frederick C. Dunbar & Frederick C. Dunbar, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, *Delaware Journal of Corporate Law*, No. 2, 2006.

比比皆是。<sup>[27]</sup>

但是,对此需要从两方面来说明:一是美国国会针对投资者滥诉的情况,特别制定了私人证券诉讼改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995, PSLRA),大幅度提高了原告投资者的举证要求。例如,投资者在起诉时,需要证明被告存在恶意(scienter),<sup>[28]</sup>从效果上看,滥诉的情况大为减少。<sup>[29]</sup>此外,被告也被允许在案件受理阶段,以虚假陈述对证券价格没有影响为由推翻信赖推定,<sup>[30]</sup>但是被告需要提供具有说服力的证据来证明(defendants bear the burden of persuasion to rebut price impact),而不是仅仅提供证据来证明。<sup>[31]</sup>二是证券民事诉讼作为“私人检察官”,对于遏制证券市场违法行为确有助益,应当予以维持。<sup>[32]</sup>

就股东“自我赔偿”的问题,事实上这与欺诈市场理论无关,将之怪罪到欺诈市场理论头上,似乎是“欲加之罪”了。<sup>[33]</sup>真正的问题在于,法律规定将非实际从事虚假陈述的发行人等作为被告,是否是个好的选择。<sup>[34]</sup>就我国而言,发行人就虚假陈述承担无过错责任,这更是加重了发行人的赔偿责任。<sup>[35]</sup>这样的规定是否有利于追究实际从事违法行为的“首恶”,遏制证券市场违法行为,值得商榷。因此,本文同

---

[27] See A. C. Pritchard, *Halliburton II, A Loser's Story*, *Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy*, No. 2, 2015.

[28] See Robert N. Rapp, *Plausible Clause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims under Securities Exchange Act Sec. 10(b) and SEC Rule 10b-5*, *Ohio Northern University Law Review*, No. 2, 2015.

[29] See Robert H. Klonoff, *The Decline of Class Actions*, *Washington University Law Review*, No. 3, 2013.

[30] See *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 134 S. Ct. 2398(2014).

[31] See *Goldman Sachs Grp., Inc. v. Ark. Teachers Ret. Sys.*, 141 S. Ct. 1951 (2021).

[32] 参见汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期。

[33] 有学者认为“自我赔偿”或者“循环赔偿”的问题并没有经济学上的证据。See James Cameron Spindler, *We Have a Consensus of Fraud on the Market - And It's Wrong*, *Harvard Business Law Review*, No. 1, 2017.

[34] See John C. Coffee, Jr., *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, *Columbia Law Review*, No. 7, 2006.

[35] 《证券法》第85条。

意耿利航教授的观点,应当将发行人排除在被告之外。<sup>[36]</sup>

就我国实际情况而言,滥诉问题在我国证券市场中并不严重。考虑到操纵证券市场民事案件不存在自我赔偿的问题,并且被告是操纵证券市场行为人自身,因此在此类案件中适用欺诈市场理论,相比于虚假陈述民事案件,其赔偿投资者,阻却违法行为的效果更佳,从而能够真正实现操纵证券市场行为民事责任的功能。

## (2) 市场效率的证明

在美国,司法实践已经确立了多种标准来判断证券市场是否具有效率。<sup>[37]</sup> 在著名的 *Cammer v. Bloom* 案中,<sup>[38]</sup> 美国法院认为,可以从每周证券的换手率或交易量(average weekly turnover or trading volume)、分析师的分析、评论以及推荐(the coverage of the securities by investment professionals)、做市商或者交易商(the number of market makers or dealers)、是否向美国证监会提交 Form S-3 文件以及就发行人出现的新信息,证券价格是否能够做出快速的反应(cause-and-effect relationship between news and price movement)等五个方面进行判断。对此,我国学者和美国学者已经有详细的讨论,足供参考。<sup>[39]</sup>

## (3) 投资者非理性行为并不会影响整个证券市场的效率

中小投资者的非理性行为固然会对其个人投资决策产生影响,然而是否会根本性改变证券市场的效率,值得怀疑。主要理由有以下三个方面。

---

[36] 同前注[7]。美国有学者认为,引入股东派生诉讼一定程度上能减少证券诉讼预防功能不彰的问题。See Richard A. Booth, *The End of the Securities Fraud Class Action as We Know It*, *Berkeley Business Law Journal*, No. 1, 2007.

[37] 完全有效市场可能并不存在于现实世界中,否则就没有专业投资者会耗费信息收集和处理成本来从事交易。因此,大体而言,如果证券市场能对信息做出快速的反应,可以说这个市场是信息有效的。See Bradford Cornell and John Haut, *How Efficient Is Sufficient: Applying the Concept of Market Efficiency in Litigation*, *Business Lawyer*, No. 2, 2019.

[38] See 711 F. Supp. 1264 (D. N. J. 1989). 美国其他进一步细化该标准的案例,请参考 Krogmanv. Sterritt, 202 F. R. D. 467 (N. D. Tex. 2001) 和 *In re Polymedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1 (1st Cir. 2005)。

[39] 樊健:《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》,载《财经法学》2020年第2期。

第一,中小投资者依据投资顾问的推荐,甚至仅依据证券价格的变动等来做出投资决策,事实上并不是非理性投资。相反,是在考虑专业性和时间成本之后的理性决策,因为人类的理性总是有限的。事实上,由于在专业投资者的参与下市场价格已充分反映了公开信息,中小投资者已受到了市场机制的间接保护。<sup>[40]</sup>

第二,由于在证券市场中存在大量专业的投资者和分析师等,他们可以矫正中小投资者的非理性行为,使证券市场有效。<sup>[41]</sup>

第三,中小投资者群体之间存在的非理性投资行为可能会互相抵消,从而不会对整个证券市场产生实质性的影响。<sup>[42]</sup>

总之,中小投资者的非理性行为固然有其现实证据支持,但是就对整个证券市场的影响而言,本文认为并不能根本性改变证券市场的效率。<sup>[43]</sup>

### 三、欺诈市场理论与操纵证券市场民事案件的契合性

#### (一) 操纵证券市场行为的类型与本质

我国《证券法》第 55 条规定了若干种常见的操纵证券市场行为,但是没有就操纵证券市场行为的概念进行界定。

---

[40] See Holger Spamann, *Indirect Investor Protection: The Investment Ecosystem and Its Legal Underpinnings*, *Journal of Legal Analysis*, No. 4, 2022.

[41] See Rajeev R. Bhattacharya & Stephen J. O'Brien, *Arbitrage Risk and Market Efficiency – Applications to Securities Class Actions*, *Santa Clara Law Review*, No. 3, 2015.

[42] See William T. Allen, *Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, *Journal of Corporation Law*, No. 4, 2003.

[43] See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, *Journal of Corporation Law*, No. 4, 2003.

大体而言,可以将操纵证券市场行为分为两种:[44]一是交易型操纵证券市场行为(trading based manipulation),例如《证券法》第55条规定的连续或联合交易、洗售交易、对倒交易以及虚假申报等;二是信息型操纵证券市场行为(information based manipulation),例如《证券法》第55条规定的蛊惑交易和“抢帽子”交易等。当然,由于证券市场操纵行为的日新月异,《证券法》第55条还规定了兜底性条款来应对将来可能出现的新型操纵证券市场行为。

就操纵证券市场行为的本质或其危害性而言,学者之间的争议不小。有学者认为,操纵证券市场行为的本质是行为人通过散布虚假信息或者从事虚假的交易等,人为地影响了证券的价格或者供需关系,误导投资者。[45]有学者则认为,操纵证券市场行为的本质是行为人利用了其支配地位影响了证券的价格或者供需关系。[46]还有学者认为,操纵证券市场行为的本质是操纵行为致使证券价格无法反映发行人的基本面,影响了证券市场定价的有效性,损害了证券市场的效率。[47]最后,按照美国著名学者 Fischel 教授和 Ross 教授的观点,操纵证券市场

---

[44] See Franklin Allen and Douglas Gale, *Stock - Price Manipulation*, *The Review of Financial Studies*, No. 3, 1992. 两位作者还列举了另外一种操纵证券市场行为,行动型操纵证券市场行为(action - based manipulation),即通过实际地改变证券的价值来实现操纵的目的。从实务的角度看,这种操纵证券市场行为较为罕见。关于操纵证券市场行为的其它分类,参见 Merritt B. Fox et al., *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, *Yale Journal on Regulation*, No. 1, 2018.

[45] 例如,汤欣、高海涛:《操纵市场行政处罚案例全景观察》,载《证券法苑》2016年第2期;缪因知:《信息型操纵市场行为执法标准研究》,载《清华大学》2019年第6期。有法院也同样认为,“操纵市场本质上是一种证券欺诈行为,其目的是以异常的交易行为,影响市场价格,制造交易假象,诱导或致使其他投资者在不了解真实情况下作出证券投资……”参见北京市高级人民法院:薛文聪等诉中国证券监督管理委员会二审行政判决书,案号:(2019)京行终1928号,2019年5月20日。

[46] 参见刘宪权:《操纵证券、期货市场罪司法解释的法理解读》,载《法商研究》2020年第1期。有法院也认为,“操纵市场的违法行为人通常利用自身优势,采取不正当的手段,操纵或影响证券市场的价格。这种行为会导致市场机制失灵,侵害投资者的合法权益”。参见北京市第一中级人民法院:谢一峰诉中国证券监督管理委员会行政责任纠纷一审行政判决书,案号:(2019)京01行初387号,2019年12月26日。

[47] See Fox et al., *supra* note 44; Gina - Gail S. Fletcher, *Macroeconomic Consequences of Market Manipulation*, *Law and Contemporary Problems*, No. 1, 2020; 樊健:《禁止操纵证券市场的理论基础:法律与金融的分析》,载《财经法学》2022年第3期。

行为只能从行为人的主观意图方面进行界定。他们认为,所谓操纵证券市场行为是指具有坏意图的获利交易(Manipulative trades could be defined as profitable trades made with “bad” intent)。具体而言,违法的操纵证券市场行为需要满足下列三个条件:(1)交易的目的是将证券价格引向某个方向(the trading is intended to move prices in a certain direction);(2)行为人并不相信证券价格会朝向该方向,除了交易行为导致证券价格朝向该方向之外(the trader has no belief that the prices would move in this direction but for the trade);(3)行为人获利仅仅来自其引导价格的能力,而非其掌握了私人信息(the resulting profit comes solely from the trader’s ability to move prices and not from his possession of valuable information)。〔48〕

抛开不同学者就操纵证券市场行为本质的争议,有一点显然是各位学者的共识,即操纵证券市场行为使得证券价格被扭曲,其已经不能反映发行人的基本面,进而使证券市场的有效性被破坏。〔49〕就此而论,操纵证券市场行为与虚假陈述类似,而与内幕交易不同。〔50〕

## (二) 欺诈市场理论同样能适用于操纵证券市场民事案件

### 1. “阙某彬案”与“鲜某案”的判决要旨

操纵证券市场行为扭曲了证券价格,使之不能反映发行人的基本

〔48〕 See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets*, Harvard Law Review, No. 2, 1991.

〔49〕 See Fezzani v. Bear, Stearns & Co., Inc., 716 F.3d 18 (2d Cir. 2013). 此处需要说明的是,关于证券市场的有效性,到底指什么有效?是信息有效(information efficiency)还是基本面有效(fundamental efficiency)?前者是指,有效市场仅指证券价格对公开信息做出迅速反映,至于该价格是否反映了发行人的基本面在所不论;后者是指,有效市场不仅包括信息有效,还包括价格能够反映公司基本面。本文认为,在众多专业投资者的参与下,基于市场博弈后的证券价格能够反映发行人的基本面。相比于这种客观的定价方式,目前似乎还没有比这更能反映发行人基本面的评价方式。“Market prices are typically viewed superior to other valuation techniques because, unlike, e. g., a single person’s discounted cash flow model, the market price should distill the collective judgment of the many based on all the publicly available information about a given company and the value of its shares. Indeed, the relationship between market valuation and fundamental valuation has been strong historically”, see DFC Global Corp. v. Muirfield Value Partners, 172 A.3d 346 (Del. 2017).

〔50〕 同前注〔6〕。

面,损害了证券市场的效率,这与虚假陈述对于证券价格的影响极为类似。

在“阙某彬案”中,一审法院认为,“在一个公开有效的证券交易市场中,公司股票的价格是由公司基本面和供求关系所决定的,操纵证券市场行为扭曲了公司基本面或供求关系,前者主要表现为信息型操纵,后者主要表现为价量型操纵。不管是哪种类型的操纵证券市场行为,最终都会导致公司股票价格偏离真实价值,此时的股票价格对投资者而言是不公平的,因信赖该股票价格为公正价格而交易的无辜投资者将因此遭受损失”。二审法院在一审法院说理的基础上进一步认为,“关于操纵行为对证券交易价格或者证券交易量产生影响的可能性,需考虑到证券市场的价格形成往往是多个因素促成的结果,精确判断各要素作用发挥程度及作用大小几无可能。因此,一审法院根据证券市场实际状况或证券市场发展规律,依据普遍的经验法则和证券市场常识予以综合判断,最终得出二者之间存在因果关系的判断。从而认定杨某辉的损失与阙某彬、蝶彩资产管理公司、谢某荣的操纵行为之间存在因果关系,认定事实清楚,适用法律正确,本院依法予以维持”。虽然,在该案中法院并未明确区分交易因果关系和损失因果关系,但是有一点是清楚的,其参考了《虚假陈述民事赔偿规定》的欺诈市场理论和信赖推定,并“依据普遍的经验法则和证券市场常识”来推定操纵证券市场行为与投资者损失之间因果关系的成立(包括交易因果关系和损失因果关系)。

在“鲜某案”中,上海金融法院同样认为,“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,也包括供求关系、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”。

## 2. 反对论者的观点

### (1) 欺诈市场理论本身的问题

有学者认为,欺诈市场理论本身就存在诸多问题,不应该适用于操纵证券市场民事案件。例如,缪因知教授认为,欺诈市场理论“较为简单,但是否符合证券市场的实际情况,却显然令人怀疑,这也是其在实务适用中的困难之处。……我国 A 股市场的历史短,散户投资者占据主导地位,机构投资者的风格亦呈现出散户化、短视化、市场规范性弱、成熟度低的特点,投资者对各类信息缺乏基本的甄别与吸收能力”<sup>[51]</sup>。

### (2) 中小投资者的信赖并无正当性基础

例如,缪因知教授认为,“操纵市场的实施人可以是各类在市场上显形或隐形的、有公信力或无公信力的主体,表现形式则包括真实交易、虚假交易、发布真实信息、发布虚假信息等各类行为。在交易型操纵市场中,投资者只能观察到证券交易价量的变化,而不能知悉价量变化的原因为何。2020年3月起施行的新《证券法》第55条将‘意图影响’增列为认定操纵市场的标准,更是意味着一项被认定的操纵市场行为不一定产生影响市场的后果。在多数情况下,投资者对操纵行为人及其行为不存在合理信赖的理由”。

### (3) 我国证券市场并非有效市场

有不少学者认为,我国证券市场并非半强势有效市场,因此不符合欺诈市场理论的适用条件。<sup>[52]</sup>

### (4) 被操纵证券所在的交易市场通常缺乏效率性

美国学者 Charles R. Korsmo 教授认为,仅就交易型操纵证券市场行为而言,其通常发生在流动性比较差的证券市场中,因此仅需要数量不多的资金即可以操纵某只证券;相反,在有效率的证券市场中,操纵证券市场行为往往不能成功。因此,欺诈市场理论天然地不能适用于操纵证券市场民事案件。<sup>[53]</sup>

### (5) 在操纵证券市场民事案件中适用欺诈市场理论没有境外借鉴

---

[51] 同前注[6]。

[52] 同前注[1],廖升文;同前注[6]。

[53] See Korsmo, *supra* note 5.

有学者认为在操纵证券市场民事案件中适用欺诈市场理论,并没有成熟的境外司法实践可供借鉴。例如,“在实证法上,主流法域均未对操纵市场民事责任轻易进行因果关系推定。原则上,各国操纵市场民事诉讼的原告须就全部要素包括因果关系进行举证”<sup>[54]</sup>。

#### (6) 不同投资者类型的信赖推定

有学者认为,不同类型的投资者对于证券市场价格真实性的信赖是不同的。例如,指数基金等专业投资者不能直接适用信赖推定。<sup>[55]</sup>

### 3. 本文对反对意见的回应

#### (1) 欺诈市场理论的支持

本文在第二部分已经充分地论证了欺诈市场理论的现实性及其重要价值,此处不再赘述。需要再次强调的是,正如“阙某彬案”中二审法院所言,欺诈市场理论符合“普遍的经验法则和证券市场常识”,具有坚实的实证面支持。<sup>[56]</sup>

#### (2) 投资者的信赖推定有其正当性

信息型操纵证券市场行为是通过控制信息披露的内容或者时间等来影响发行人的证券价格,例如“阙某彬案”。交易型操纵证券市场行为则是通过虚假买卖等方式,人为地创造出虚假的证券价格,例如“鲜某案”。<sup>[57]</sup> 不论哪种操纵证券市场行为,都扭曲了证券价格,使证券价格不能真实反映发行人的基本面。投资者因为信赖了被扭曲的证券价格而进行投资,显然是受到了操纵证券市场行为的影响,投资者的信赖

---

[54] 同前注[6]。

[55] 参见樊健:《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》,载《中外法学》2016年第6期。

[56] 关于欺诈市场理论的实证研究及其总结,参见 Eugene F. Fama, *Efficient Capital Market II*, the *Journal of Finance*, No. 5, 1999。

[57] See *ATSI Communs., Inc. v. Shaar Fund, Ltd.*, 493 F.3d 87 (2d Cir. 2007).

推定有其非常坚实的正当性基础。<sup>[58]</sup> 正如有学者所言,“从操纵行为及证券市场的特性来看,将举证责任全归原告实有未妥”<sup>[59]</sup>。当然,如果操纵证券市场行为没有成功,没有对证券价格产生影响,那投资者的信赖也就失去了基础,这与美国法上的“价格影响理论”如出一辙。<sup>[60]</sup>

### (3) 我国的 A 股市场已经达到半强势有效

针对我国 A 股市场是否已经达到半强势有效的水平,从而能够适用欺诈市场理论的问题,在股权分置改革之前,多数实证研究持否定意见。<sup>[61]</sup> 但是,股权分置改革之后,我国证券市场的流动性大大增加,机构投资者和专业的证券分析机构等的数量也快速增加。<sup>[62]</sup> 目前,就我

[58] 例如,在 *DeMarco v. Robertson Stephens Inc.* 案[318 F. Supp. 2d 110 (S. D. N. Y. 2004)]中,美国法院认为,研究机构的专业意见对于市场而言具有相当的分量。虽然被告抗辩其只是众多买入建议中的一种,但是如果被告能够表达真实看法,那么就有可能阻止股价虚高,至少能挽回部分投资者损失。或者,如果被告选择不公开发表意见,那么市场上买入的建议就不会那么多,这样也能挽回部分投资者损失。(The opinion of analysts trained to research and review public information about companies carries significant weight in the market. While defendants argue that Robertson Stephens was merely one voice in a chorus of buy recommendations, it is certainly plausible that had RS chosen to sing out of tune by publicly uttering its true opinion about Corvis stock, the resulting disharmony would have prevented the artificial inflation of the stock price and saved at least some of plaintiffs' losses. Alternatively, had Robertson Stephens chosen not to sing at all, it is possible that the chorus of buy recommendations would have been that much more muted, likewise saving at least some of plaintiff's losses.)相反,在前述“汪某中案”中,法院却认为,经查,在 2007 年 1 月 1 日至 2008 年 5 月,同期还有其他证券公司在互联网上推荐“中信银行”“中国石化”“万科 A”股票。“现王某强没有证据证明其是受到首放公司发布的‘掘金报告’影响而进行上述股票交易”。仅仅因为还有其他机构推荐涉案股票就认为不存在交易因果关系,显然将交易因果关系的分析过于简单化。

[59] 戴铭升:《证券市场操纵行为损害赔偿之因果关系与举证责任》,戴铭升:《证券交易法物语(一)》,台北,元照出版有限公司 2016 年版,第 110 页。

[60] See Allen Ferrell & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, *Washington University Law Review*, No. 2, 2015.

[61] 例如,龙小波、吴敏文:《证券市场有效性理论与中国证券市场有效性实证研究》,载《金融研究》1999 年第 3 期;宋文光:《中国证券市场的有效性分析》,载《统计与决策》2005 年第 11 期;王晓芳、刘凤根:《中国证券市场弱势效率的实证检验》,载《统计与决策》2007 年第 1 期。

[62] 相关数据参见中国证券监督管理委员会编著:《中国资本市场三十年》,中国金融出版社 2021 年版,第 110 ~ 122 页。

国 A 股市场而言,基本上达到了半强势有效的水平。<sup>[63]</sup> 相比之下,“新三板市场”在交易量、分析师数量等方面与 A 股市场存在较大差距,因此本文认为发生在“新三板市场”的操纵证券市场民事案件不能直接适用欺诈市场理论。当然,不排除个别通过连续竞价的精选层股票(即将并入北京证券交易所)具有较好的效率性,此时投资者应该自己予以证明其具有效率性,从而能够适用信赖推定。

#### (4) 半强势有效市场中的证券依旧可能被操纵

Charles R. Korsmo 教授多举微软等股票来说明操纵效率市场中证券的难度之高,但是效率市场中的证券并不都是大盘蓝筹股,还有诸多中小市值的股票,其也容易被操纵。美国和我国诸多实践都能印证这一点。<sup>[64]</sup>

#### (5) 境外的丰富司法实践经验

##### ① 美国的司法实践

美国投资者通常会依据美国《证券交易法》第 10(b) 条和美国证监会制定的 10(b) - 5 规则提起操纵证券市场的民事诉讼。在这类案件中,美国法院通常会采用欺诈市场理论来推定交易上因果关系的成立。例如,在 *Desai v. Deutsche Bank Sec. Ltd.* 案中,<sup>[65]</sup> 法院认为操纵证券市场行为所导致的虚假市场交易,与虚假记载或者重大遗漏类似,都使得证券市场价格失真,因而同样可以适用欺诈市场理论(The artificial market activity that constitutes manipulative conduct, no less than misrepresentations of, or misleadingly incomplete statements about, a company's earnings, is also information that the market price either does or

---

[63] 例如,刘维奇、牛晋霞、张信东:《股权分置改革与资本市场效率——基于三因子模型的实证检验》,载《会计研究》2010 年第 3 期;叶志强、冯怡、张顺明:《股权分置改革后我国证券市场有效性研究——基于非预期非流动性新信息视角》,载《投资研究》2013 年第 5 期。

[64] 参见 Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes - The Mechanics of Securities Manipulation*, Cornell Law Review, No. 2, 1994; 中国证监会行政处罚决定书[上海阜兴金融控股(集团)有限公司、朱一栋、李卫卫等 5 名责任人员]201877 号(操纵深交所股票大连电瓷集团股份有限公司)。

[65] See 573 F.3d 931 (9th. Cir. 2009).

does not reflect)。又如,在 *DeMarco v. Robertson Stephens Inc.* 案中,[66] 法院认为,“抢帽子”操纵行为人的研究报告足以扭曲证券价格,投资者购买该证券时相信该证券价格的正直性即已经能够证明交易上因果关系的存在(Plaintiffs have adequately pled transaction causation by alleging that fraudulent opinions published in the RS research reports distorted the Corvis share price set by the market, and that the plaintiffs relied on the integrity of that price when purchasing Corvis stock)。再如,在 *CP Stone Fort Holdings, LLC v. Does* 案中,[67] 法院认为,虚假申报被公众投资者所知悉,影响了证券价格,因此原告投资者能够适用欺诈市场理论(The defendants' deceptions were communicated to the investing public when defendants placed the Deceptive Orders onto the order book, thereby affecting the price of the security ... the court concludes that plaintiff is entitled to the fraud - on - the - market presumption of reliance)。

## ②我国台湾地区的司法实践

在我国台湾地区的操纵证券市场民事案件中,绝大多数法院会采用欺诈市场理论来推定交易上因果关系的成立。例如,在唐某操纵股价案中,[68] 法院认为,“操纵股价行为所造成股价上涨或下跌之不实资讯,不仅是对个别投资人的欺骗,且是对整体证券市场的欺骗,个别投资人虽未取得特定的资讯,但因信赖市场,依市价买卖,应推定其买卖与操纵股价行为不实信息之间,存有交易相当因果关系”。又如,在怡华股价操纵案中,[69] 法院认为“如行为人于特定期间就某特定股票以人为方式操纵其股票价格,将破坏该股票透过市场供需决定价格之机能,亦使投资人因误信人为操纵之股价信息,进场买进股票而蒙受日后股价下跌之损失。换言之,倘被告对证券市场确有操纵情事,原告毋须再就因果关系负积极举证之责任,而应由被告举证证明其操纵情事与原告授权人之损害间无因果关系,否则被告仍不得免除其责任。综此,

[66] See 318 F. Supp. 2d 110 (S. D. N. Y. 2004).

[67] See 2017 WL 1093166 (N. D. Ill., 2017).

[68] 参见我国台湾地区台北地方法院 2012 年度金字第 6 号判决书。

[69] 参见我国台湾地区桃园法院 2013 年度金字第 1 号判决书。

被告操纵股价之行为与授权人买进怡华股票之行为二者间,应推定有因果关系,当由被告举证证明其操纵股价之行为与原告授权人之损害间无因果关系,始可免责”。再如,在升贸公司股价操纵案中,<sup>[70]</sup>法院认为,“升贸公司股价既于操纵期间因被告李某某不法操纵行为发生不正常上涨及下跌之结果,而股票涨跌之行情即为投资人判断是否进场之重要凭据,故本件投资人确均系受升贸公司于操纵期间错误盘势走向之误导,而善意买入升贸公司股票。审酌证券交易市场之特性,并考量投资人系因信赖公平、公开及诚实之证券交易市场,且相信有价证券适正价格之形成过程并未遭受不法行为影响,始愿意进场为买卖交易行为之常情,足认本件投资人确系善意信赖集中市场之正常交易及股价之适正价格,致为错误之买卖交易行为。揆诸‘台湾地区民事诉讼法’第277条之立法理由,若责由受害人就其确因行为人之操纵股价行为而受有损害之事实,负举证责任,有违正义原则,亦显失公平。被告李某某既未能举证证明其操纵行为与投资人买卖升贸公司股票并无因果关系,则关于投资人于操纵期间买入升贸公司股票,与被告李某某不法操纵股价间之因果关系,应堪予认定”<sup>[71]</sup>。

总之,依据欺诈市场理论推定操纵证券市场行为与投资者投资决策之间存在交易因果关系具有足够的司法实践支持。

#### (6) 部分投资者的排除

欺诈市场理论的作用之一就是保护中小投资者利益,减轻其举证负担。因为这些投资者通常并不直接依据发行人所披露的信息进行投资,而是依据他人推荐或者证券价格变动进行投资。相反,对于投资基金等专业投资者而言,其做出投资之前,通常需要进行投资分析,对投资标的进行研判,因此其投资决策是基于发行人所披露的公开信息等而作出的,证券交易价格仅仅是作出投资决策的一个考量因素而已。

---

[70] 参见我国台湾地区高等法院2015年度金上字第5号判决书。

[71] 另参见我国台湾地区台湾高等法院2014年度金上字第16号判决书;我国台湾地区台中法院2010年度金字第23号判决书。我国台湾地区学者的相同观点参见王志诚等:《实用证券交易法》,台北,新学林出版股份有限公司2018年版,第572页;赖英照:《股市游戏规则:最新证券交易法解析》,2020年自版发行,第591页。

因此,针对专业投资者,欺诈市场理论不能直接适用。<sup>[72]</sup>此外,如果投资者非善意,例如明知或者应当知道证券价格被操纵,依旧进行投资,显然也不能适用欺诈市场理论。对此,本文第四部分将进行详细分析。

总之,本文认为欺诈市场理论能够适用于操纵证券市场民事案件。在操纵期间(主要是诱多型操纵行为)买入证券并持续持有至操纵行为结束后的善意中小投资者应当被推定为信赖了操纵证券市场行为而进行投资,即推定成立交易因果关系或者说信赖推定。<sup>[73]</sup>因此,对于“阙某彬案”和“鲜某案”的裁判要旨,本文表示赞同。<sup>[74]</sup>同时,本文也肯定两案法院在这个问题上具有开拓性的司法裁判,有助于今后类似案件的审理。正如有律师所指出的那样,“从维护投资者合法权益,减轻投资者诉讼负担,便于法院审理角度出发,推定因果关系理论更符合目前司法实践,可以更好实现法律效果和社会效果的统一”<sup>[75]</sup>。

#### 四、欺诈市场理论在证券市场操纵民事案件中的适用限制

欺诈市场理论适用的市场条件是半强势有效市场,由于我国“新三板市场”并非半强势有效市场,不能直接适用该理论。此外,由于股票和债券有相当大的差异,通常认为债券市场并不具有效率性,因此操纵

---

[72] 同前注[6]。

[73] 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——从对美国、日本相关规定的比较出发》,载《法商研究》2006年第6期。

[74] 其他学者也有类似观点,例如汤欣教授认为,投资者损失和操纵市场行为的因果关系认定向来是同类案件中原告面临的法律难点,值得称道的是,相关案件法院提出参照最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第18条关于因果关系的认定,推定原告在操纵期间买入,操纵结束后卖出标的股票产生的投资损失与操纵市场行为存在因果关系。参见汤欣:《投资者诉恒康医疗相关主体 证券市场操纵民事赔偿案二审判决初评》,载中证中小投资者服务中心,<http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20210303/3617.html>,2021年9月6日访问。

[75] 洪鹏:《阙某等操纵证券市场民事赔偿案件评析》,载中证中小投资者服务中心,<http://www.isc.com.cn/html/zxxw/20210303/3616.html>,2021年9月6日访问。

债券市场民事案件也不能直接适用欺诈市场理论。<sup>[76]</sup> 本部分主要讨论在操纵证券市场民事案件中,哪类投资者不能直接适用欺诈市场理论,即投资者适用限制的问题。

### (一) 专业投资者

#### 1. 一般的专业投资者

专业投资者并非证券价格的接受者,而是证券价格的决定者。这些专业投资者通过分析发行人所有公开的信息,并且集合自身所收集到的非公开信息等,作出买卖决定,从而改变证券的交易价格。<sup>[77]</sup> 事实上,发行人的公开信息不可能自动地反映到证券价格上,能对这些公开信息做出快速反应并在短时间内获得收益的正是这些专业投资者,因此该类投资者是价格的决定者而非接受者。<sup>[78]</sup> 信赖推定真正的适用对象应当是那些价格接受者,即本文一再强调的中小投资者(非专业投资者或者普通投资者)。主要原因是对于中小投资者而言,其投资者决定通常基于投资顾问推荐或者证券价格的变动,而非发行人所披露的公开信息;并且,其也难以证明是因为相信了发行人所披露的信息才进行了投资(直接信赖),因为其通常不会保存投资决策的证据材料。“中小投资者处于信息末端,由于资金弱小,许多规避风险的交易机制如股指期货和融资融券无权运用,他们在证券市场属于弱势群体。……对于机构投资主体,只有充分证明自己是善意投资人的前提下,才能适用信赖推定原则确定其损失与虚假陈述的因果关系。”<sup>[79]</sup> 司

---

[76] 同前注[39]。

[77] See *Asher v. Baxter Intern. Inc.*, 377 F.3d 727 (7th Cir., 2004).

[78] See John M. Newman Jr. et al., *Basic Truths; The Implications of the Fraud-on-the-Market Theory for Evaluating the Misleading and Materiality Elements of Securities Fraud Claims*, *Journal of Corporation Law*, No. 4, 1995.

[79] 贾伟:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

法实践对此也表示认可。<sup>[80]</sup>

事实上,从举证能力的角度来看,专业投资者通常有投资决策报告等来作为直接信赖的依据;相反,让被告来推翻机构投资者的信赖推定则要困难很多,因此从举证责任分配的角度来看也应当由专业投资者举证真实信赖。<sup>[81]</sup> 正如有法院所指出的那样,“从权利与义务相平衡的角度,公众投资者、专业个人投资者和专业机构投资者应当承担的注意义务也应当依次增加”<sup>[82]</sup>。

综上所述,在操纵证券市场民事案件中,专业投资者不能直接适用

---

[80] 例如,上海雨浩投资咨询有限公司诉浙江祥源文化股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中[浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书],浙江高院认为,“虚假陈述赔偿的规定采用‘市场欺诈’和‘推定信赖’原则确定因果关系的目的在于保护我国证券市场中不具备专业投资知识的中小投资者,而对于专业投资机构,因其应当具备高于普通证券市场投资人的投资技能和专业研究分析能力,不能仅凭其买入受虚假陈述影响的股票即认定其投资损失与虚假陈述存在因果关系,应分析辨别其投资损失是受虚假陈述影响还是其他因素导致。原审法院根据雨浩投资咨询公司主体身份的特殊性,认定在判断雨浩投资咨询公司‘推定信赖’能否成立的问题上,对其应适用高于普通证券市场投资人注意义务的标准,并无不当。该注意义务对外一般表现为对上市公司公开文件的分析、对上市公司进行实地考察和提出可行性研究报告等,对内则表现为按照公司章程规定履行了相应的审批、讨论、决策程序等。如果没有证据证明专业投资机构尽到审慎注意义务,则不能当然依据‘推定信赖’原则认定投资损失与虚假陈述之间存在因果关系”。但是,在中车金证投资有限公司、江苏保千里视像科技集团股份有限公司诉庄某等证券虚假陈述责任纠纷上诉案中[广东省高级人民法院(2019)粤民终2080号民事判决书],二审法院却认为,“无论是机构投资者,还是普通投资者,在证券交易中的身份均是投资者。投资者是否应负有更高注意义务,不应因其身份有所差别,而应根据交易市场和交易方式来确定。对于公开募集股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的‘非面对面’证券交易,投资者均是信赖上市公司披露的信息进行交易,机构投资者和普通投资者负有的注意义务一致,并不负有更高的注意义务……”。在美国 *GAMCO Investors, Inc. v. Vivendi, S. A.* 案[927 F. Supp. 2d 88 (2nd Cir., 2013)] 中,法院认为,由于原告的决策依据并非来自被告的证券价格而是来自其独特的估值方式,因此原告并不信赖“证券价格的正直性”,因此不能适用信赖推定。当然,法院同时指出,这是非常例外的情况。

[81] See Grigori Erenburg et al., *The Paradox of Fraud – on – the – Market Theory: Who Relies on the Efficiency of Market Prices*, Journal of Empirical Legal Studies, No. 2, 2011.

[82] 辽宁省高级人民法院:周某某诉时空客集团股份有限公司虚假陈述责任纠纷上诉案,案号:(2021)辽民终字第309号,2021年5月21日。

欺诈市场理论或者信赖推定,其应当自行证明将信息型操纵证券市场行为中的虚假信息或者交易型操纵证券市场行为中的虚假供求关系等纳入到了投资决策中,才能被认为是信赖了操纵证券市场行为而进行的投资。例如,在信息型操纵案件中,专业投资者应当证明相关信息是其作出投资决策的依据之一;而在交易型操纵案件中,专业投资者应当证明相关证券的价量变化是其作出投资决策的依据之一。专业投资者有法定的谨慎投资义务(例如需要进行投资研究),因此其提供这些证据材料并不困难,不会给其带来严苛的举证负担。

## 2. 专业的做空交易者<sup>[83]</sup>

做空交易或者融券交易,是指投资者判断某只证券价格会下跌,所以其先向证券公司等借入证券再卖出,等约定归还证券的时间到来之前再买入证券归还给证券公司。卖出价与买入价之间的差额减去必要的费用,就是做空交易者的收益。通常而言,做空交易者并不认为证券价格是发行人基本面的反映,所以其才会做空该只证券。当然,也不能一概而论,因为也许做空交易者知道了发行人尚未披露的信息而去做空,这相反更加印证了其对于市场效率的信赖。因为只有其确信当利空信息出现时,证券市场会对之做出快速反应,其才能从中获利。<sup>[84]</sup>

在美国,对于做空交易者是否能直接适用欺诈市场理论有不少争议。<sup>[85]</sup>反对者的主要理由在于做空交易者并不相信证券价格已经充分反映了公开信息,即不相信证券市场的效率性,因此不能直接适用欺诈市场理论。但是,如前所述,做空交易者如果不相信市场的效率性,其无法从做空交易中获利。<sup>[86]</sup>因此,针对做空交易者,真正的问题不

---

[83] 本部分所要讨论的仅是专业做空交易者,对于非专业从事做空交易的投资者,例如从事融资融券交易的中小投资者,本文认为还是能够直接适用欺诈市场理论的。

[84] See *Schleicher v. Wendt*, 618 F.3d 679 (7th Cir., 2010).

[85] See Douglas A. Smith, *Fraud on the Market: Short Sellers' Reliance on Market Price Integrity*, William and Mary Law Review, No. 3, 2005.

[86] 在前述我国台湾地区的唐某操纵股价案中,法院认为,做空交易者“若知悉本件操纵股价情事,其等应不至于以融券方式购买唐某公司股票而使自己因唐某公司股价持续被炒作而蒙受损失,故融券回补交易之投资人所受损失亦得求偿”。同旨参见刘连煜:《现代证券交易法实例研习》,台北,元照出版有限公司2020年版,第709~713页。

在于证券价格是否最终能反映发行人的所有公开信息,而是这些投资者是否可以仅仅通过相信证券价格的公正性而被推定为信赖了发行人所公开的信息。专业的做空投资者在进行投资之前,会进行充分的调查研究,以便最终确定投资策略,因此其有足够的证据来证明其是因为相信了公司所有公开的信息而进行的投资。换言之,他们作为专业投资者不能仅仅因为相信证券价格的公正性而被推定为信赖了发行人所披露的所有公开信息。

## (二) 非善意投资者

如果投资者知道或者应当知道证券价格被操纵还继续购买证券,显然其投资决策与操纵证券市场行为无关,交易因果关系不能成立。<sup>[87]</sup>当然,对于投资者知道或者应当知道的情形,应当由被告来举证证明。<sup>[88]</sup>本文认为,下列两类投资者很可能是非善意投资者,至少从被告及其代理律师的角度来讲,应当予以注意。

### 1. 操纵证券市场行为人的关联方

操纵证券市场行为人的近亲属<sup>[89]</sup>或者为操纵证券市场行为提供配资账户的投资者等,由于存在特殊的关系(亲属关系或者账户借用关系等),衡诸常情,其明知或者应当知道行为人在操纵证券市场,如果在此期间其买入被操纵的证券,显然属于非善意投资者,其投资行为与操纵证券市场行为之间不存在交易上的因果关系。

### 2. 被操纵发行人的内部人员

被操纵发行人的内部人员,例如控股股东或者执行董事等,其对发行人内部的信息等知之甚详,因此其能够较为准确地判断发行人被操

[87] 参见《虚假陈述民事赔偿规定》第12条第2项的规定,“被告能够证明下列情形之一的,人民法院应当认定交易因果关系不成立:……(二)原告在交易时知道或者应当知道存在虚假陈述,或者虚假陈述已经被证券市场广泛知悉……”。

[88] 参见我国台湾地区台中法院2010年度金字第23号判决书、桃园法院2013年度金字第1号判决书。

[89] 在内幕交易中,内幕行为人的近亲属被视为“特定身份型非法获取内幕信息的人员”,如果其“在内幕信息敏感期内从事或者明示、暗示他人从事或者泄露内幕信息导致他人从事与该内幕信息有关的证券、期货交易的,必须对其明显异常交易或者泄露行为作出合理解释,不能作出合理解释的,应当认定为非法获取内幕信息的人员”。参见《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第2条第2项。

纵期间证券价格上涨的真实原因。所以,如果这类人员在操纵期间内购买证券,则应当推定为不具备善意。<sup>[90]</sup> 除非其能自己证明,其投资行为并未受到操纵证券市场行为的影响,例如其投资行为是基于操纵期间发行人所披露的利好信息等。

## 五、结论

由于虚假陈述与操纵证券市场行为的违法结果具有类似性,即扭曲了证券价格,使之不能反映发行人的基本面,损害了证券市场的效率。因此,欺诈市场理论同样能够适用于操纵证券市场民事案件。这样不仅有利于减轻中小投资者的举证责任,也有助于开展证券示范诉讼或者代表人诉讼等团体诉讼。虽然,不少学者对于欺诈市场理论是否能适用于操纵证券市场民事案件提出了质疑性意见,但是从本文的观点来看,这些意见都不能在根本上动摇欺诈市场理论在操纵证券市场民事案件中的适用性。欺诈市场理论主要是为了保护善意的中小投资者利益,因此在操纵证券市场民事案件中,专业投资者和非善意的投资者(包括操纵行为人的关联方和被操纵发行人的内部人员等),不能适用欺诈市场理论。

(编辑:徐伟浩 宋 澜)

---

[90] 同前注[82]。