

操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用

刘东辉*

内容提要：操纵市场具有不同于虚假陈述的股价影响机理。以理性投资者及完全套利为前提的有效市场假说否定操纵行为与股价影响之间的关联，故欺诈市场理论无法证成操纵案件的因果关系推定，而且会产生“保护过度”和“保护不足”的适用困境。行为金融学表明，证券市场存在非理性投资者的系统性认知偏差和套利机制的失灵，操纵行为更可能干扰普通投资者的决策，从而影响股价。在受规制的证券市场，操纵案件的因果关系推定同样可以适用间接信赖的法理：投资者因合理信赖证券价格的真实性而交易，而操纵行为影响了证券价格。前者应由法律推定，而后者在操纵案件中具有不确定性，需由投资者举证证明。因操纵行为一般不影响公司内在价值，专业投资者的理性决策独立于操纵行为，原则上不适用因果关系推定。

关键词：操纵市场 欺诈市场理论 有效市场假说 间接信赖 行为金融学

一、问题的提出

操纵市场侵权责任构成要件中因果关系的认定问题长期困扰证券法理论与实践，成为投资者索赔的主要障碍。在匿名的证券市场，投资者通常难以证明因信赖操纵行为而交易的因果关系（简称“交易因果关系”）以及因操纵行为而遭受损失的因果关系（简称“损失因果关系”）。部分学者基于遏制操纵及保护投资者的立场，主张操纵市场案件应采用因果关系推定。这种观点虽符合证券法的原则，但在法理构成和具体适用上失之宽泛，可能导致民事责任成为投资者投机的“保险”工具。有学者从更具体的法理出发，认为我国虚假陈述民事诉讼借鉴有效市场假说基础

* 刘东辉，中国政法大学民商经济法学院讲师。

本文受中国政法大学青年教师学术创新团队支持计划（20CXTD08）资助。

上的欺诈市场理论,采纳了交易因果关系与损失因果关系的双重推定,操纵市场与虚假陈述具有相似性,同样应该适用欺诈市场理论,推定操纵行为与投资者损失存在因果关系。^{〔1〕} 欺诈市场理论也在司法实践中得到了部分法院的支持,如四川省成都市中级人民法院在“恒康医疗案”中认为,信息型操纵与虚假陈述具有类似性,应该参照适用虚假陈述案件中的欺诈市场理论。^{〔2〕} 而上海金融法院在“鲜言操纵市场案”中则进一步认为,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是否存在交易因果关系。^{〔3〕} 该案的说理将欺诈市场理论的适用范围扩张到交易型操纵案件。因缺乏具体的司法解释,操纵市场侵权责任案件中因果关系的认定问题仍然处于司法探索阶段,也有学者主张操纵市场不同于虚假陈述,对操纵市场民事责任的功能和适用提出了质疑。^{〔4〕} 因此,有必要进一步探究投资者保护与投资者自我负责在操纵案件中的边界,通过对操纵市场行为特殊性的剖析,探究欺诈市场理论能否适用于操纵案件的因果关系认定,操纵市场案件因果关系的推定是否存在其他法理基础,是否需要区分交易型操纵和信息型操纵,是否需要区分保护普通投资者与专业投资者。本文尝试从法与金融学的方法出发,构建操纵市场案件因果关系推定的法理基础和适用规则,为后续操纵市场案件的司法适用及代表人诉讼的展开提供理论支持。

本文集中探讨操纵市场侵权责任中的因果关系推定问题,而交易因果关系是损失因果关系的前提,而且在操纵案件中交易因果关系与损失因果关系的判断密切相关,因此本文主要聚焦交易因果关系的推定问题。首先,本文通过对欺诈市场理论相关前提与假设的分析,论证为何适用于虚假陈述案件的欺诈市场理论并不支持操纵案件的因果关系推定。其次,本文借鉴行为金融学的理论,论证在特定条件下,操纵案件同样适用间接信赖的法理。第三,本文重点分析了为何原告投资者适用信赖推定应以举证证明存在价格影响为前提。最后,本文论证了为何专业投资者原则上不应在操纵市场案件中适用因果关系推定。

二、操纵市场案件适用欺诈市场理论的困境

(一) 欺诈市场理论的适用前提及内在逻辑

欺诈市场理论认为,在一个有效率的证券市场,所有公开信息能够迅速反映在股价变化中,重大虚假陈述会导致股价失真,而投资者通常因信赖市场价格真实性(rely on the integrity of market price)而交易,因此,即使未曾阅读公告文件的投资者,信赖市价的投资决策同样受到了虚假陈述的影响,并且会因买入“虚高”的股票而遭受损失。欺诈市场理论由此为虚假陈述案件中交易因果关系和损失因果关系的推定提供了坚实的理论基础。但是,该理论成立的两个条件依赖于有效市场假说。首先,有效市场假说认为,虚假陈述产生价格影响(price impact)是一

〔1〕 参见贾纬:《操纵市场行为的认定及其民事责任》,载《人民司法》2007年第17期。

〔2〕 参见四川省成都市中级人民法院(2018)川01民初2728号民事判决书。

〔3〕 参见上海金融法院(2021)沪74民初2599号民事判决书。

〔4〕 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。

种高概率事件。价格影响在因果关系推定中居于核心地位，若虚假陈述无法快速影响股价，则虚假陈述借由欺诈“市场”影响投资者决策的交易因果关系就无法成立，投资者因购买“失真”股票而遭受损失的损失因果关系也无法成立。^{〔5〕}其次，有效市场假说表明，投资者对市场价格真实性的信赖是合理的。在半强式有效的市场，无论投资者是否阅读公告文件，这些信息都已经反映在股价中。有效市场假说基础上的欺诈市场理论借助“被欺诈”的市场价格这一“中介”构建了间接因果关系的逻辑。^{〔6〕}

但是，有效市场发挥上述作用是有前提的。若所有投资者都不阅读和分析公司公告，虚假陈述不可能影响股价。有效市场假说莫基于三个相互关联的假定之上。假定一：投资者是理性的，可以理性、正确地估算出证券的基本价值。一旦市场出现与基本价值相关的信息，理性的投资者能够迅速做出正确的调整，使价格总是与基本价值保持一致。假定二：即使存在非理性投资者，他们的交易也是随机的，不同交易方向的非理性投资者对价格的影响可以相互抵消，故不会对价格产生影响。假定三：理性投资者的套利机制是完美有效的，即使非理性投资者会犯同样的错误，套利交易可以消除非理性交易对价格的影响，套利者的充分竞争使得证券价格不可能大幅度偏离其基本价值。“在有效市场中，金融资产的价格是由理性投资者决定的，非理性投资者的行为是微不足道的。”^{〔7〕}如图1所示，对于上市公司披露的重大虚假信息，正是理性投资者的竞争性交易及套利机制使得市场能够迅速、“准确”反映虚假陈述中所包含的与基本价值相关的信息，从而使得虚假陈述通常影响价格这一欺诈市场理论的前提得以成立。虚假陈述损害了理性投资者对公开信息的信赖，欺骗了知情交易者（informed trader）。

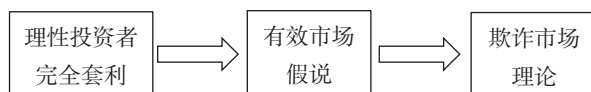


图1 欺诈市场理论的金融学前提

总之，在有效市场假说的图式下，理性投资者对于虚假陈述影响股价发挥了重要作用，理性投资者的力量越强，虚假陈述案件采用信赖推定越具合理性。^{〔8〕}

（二）欺诈市场理论与操纵案件中因果关系推定的矛盾

欺诈市场理论以虚假陈述误导理性投资者并导致价格失真为前提。那么，在有效市场假说下，操纵行为是否能够误导理性投资者呢？操纵市场通过制造交易活跃的表面或散布虚假、不确定消息，诱使他人产生认识错误而交易，从而人为抬高或压低证券价格，扰乱证券市场通过自然

〔5〕 美国最高法院在 Halliburton 案中也认为，价格影响是规则 10b-5 集团诉讼的核心前提，若被告能够证明虚假陈述事实上没有影响股票价格，可以反驳信赖推定。See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc. 573 U. S. 258 (2014).

〔6〕 See Charles R. Korsmo, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, 52 William & Mary Law Review 1111, 1128 (2011).

〔7〕 崔巍主编：《行为金融学学科地图》，北京大学出版社 2019 年版，第 25 页。

〔8〕 美国法院在判断某一市场或股票是否有效时，其中两个重要的考虑因素就是：（1）是否有相当数量的分析师对特定证券提出分析报告；（2）是否有套利者和做市商积极参与交易。由此也表明，理性投资者力量越强大，市场的效率程度就越高。参见樊健：《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。

的供求关系决定价格的机制。操纵市场大致可区分为“交易型操纵”与“信息型操纵”两大类，本文以此类型区分为前提，分析操纵行为是否足以误导理性投资者。

1. 对交易型操纵的分析

交易型操纵是指操纵者通过交易制造交易热络或价格走势等错误信号，诱导其他投资者跟风交易。无论是虚假还是真实的交易型操纵所制造的信号，本身并不包含任何与公司基本价值相关的信息，因而无法误导理性投资者。有效市场假说认为，证券价格反映证券的基本价值，如果没有影响证券基本价值的消息变化，就不会有价格变化。即使在弱式有效市场中，股价也已经反映了所有历史信息，投资者无法根据历史的交易量或价格走势等过时信息获取超额收益。因为这些信息并不会影响公司的风险和未来现金流，理性投资者不会依据交易量或价格趋势等历史数据做出投资决策。即使有部分非理性投资者被操纵者所制造的噪声所误导，引发股价上涨或下跌，根据有效市场假说的第三个假定，这种价格背离价值的现象也很快会因套利交易而消失。在有效市场中，证券价格通常不会受到供需关系的影响，不适用普通商品需求曲线向下倾斜的一般规律。操纵者很难通过影响供求关系扭曲价格，市场效率越高，操纵行为对市价的影响就越难。费希尔（Fischel）和罗斯（Ross）教授更是据此提出，交易型操纵具有自我阻滞（self-detering）效应，无须法律监管。^{〔9〕}

2. 对信息型操纵的分析

信息型操纵中操纵者通过公开发布与上市公司及其证券价值相关的错误信息或建议，诱使投资者对股票价值产生认识错误。实践中，信息型操纵主要包括“蛊惑交易”“抢帽子交易”和上市公司内部人利用信息优势操纵等案型。与交易型操纵类似，前两类操纵所提供的错误信息或意见难以误导理性投资者，因为这些信息或建议不是来源于发行人等信息披露义务人，具有高度不确定性，^{〔10〕}大多属于真伪不明的“小道消息”。^{〔11〕}以机构投资者为代表的理性投资者通常有独立的来源和专业的判断验证这些信息的真伪。他们甚至会揭穿这样的谎言，或者通过套利交易挫败这些操纵行为。因此，有效市场假说同样不能为这两类操纵市场的因果关系推定提供任何支持。

上市公司实际控制人等内部人利用上市公司发布信息的操纵则可能有所不同。这类操纵利用了上市公司的强制性信息披露制度，进行“不当披露”，披露的信息不一定是典型意义上的虚假信息，有些属于重复性的信息，有些属于上市公司制造的“热点”故事，一般也不足以误导理性投资者。但是，不排除有些信息属于很可能改变公司基本价值的新信息，如发布利好的资产重组等信息，这种信息型操纵与重大的虚假陈述行为在信息发布主体、信息内容、市场影响等方面具

〔9〕 See Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 Harvard Law Review 503 (1991).

〔10〕 汤欣、高海涛：《操纵市场行政处罚案例全景观察》，载《证券法苑》第18卷，法律出版社2016年版，第57页。

〔11〕 例如，在“廖英强操纵市场案”中，证监会认定廖英强利用其知名证券节目主持人的影响力，在其微博、博客上公开评价、推荐股票，在推荐前使用其控制的账户组买入相关股票，并在荐股后的下午或次日集中卖出。参见中国证监会〔2018〕22号行政处罚决定书。

有相似性，可以称为准虚假陈述型的操纵市场，在特定情况下，这类操纵可能对理性投资者的价值评估和套利产生干扰，从而影响价格。在“恒康医疗案”^{〔12〕}这一单纯利用上市公司信息优势的操纵案件中，某些披露行为事实上已经构成典型的虚假陈述，如未披露收购三家医院需支付的3000万元中介费。在此意义上，“恒康医疗案”属于操纵市场与虚假陈述竞合的特殊案件，可以准用欺诈市场的法理。但是，也并非所有的信息型操纵都能影响股价，根据有效市场假说，这种操纵也仅发生在有效程度不高的市场，分析师与套利者越多，很多“忽悠式”的信息披露产生误导的难度就越大。而且，虚假陈述的民事赔偿需符合“重大性”要件，即相关信息很可能影响理性投资者的决策或者很可能影响股价。若信息型操纵要类推适用虚假陈述的因果关系推定规则，仍然需要由投资者证明信息型操纵中的信息符合重大性要件。

总之，除个别信息型操纵外，在有效市场假说的图式中，操纵行为通常无法欺诈理性投资者，不会产生价格影响，无法满足欺诈市场理论的适用条件。而且，与虚假陈述不同，市场效率程度越高，操纵市场的行为越不可能“欺诈”整个市场，可见有效市场假说不仅不支持操纵案件适用信赖推定，反而会成为推翻操纵市场案件因果关系的论据。司法裁判对欺诈市场理论的援引应严格限定在个别信息型操纵案件上。

三、操纵市场案件适用因果关系推定的法理重构

欺诈市场理论虽不适用于操纵案件，但对操纵案件中因果关系推定的证成仍具有方法论上的启示意义。在非面对面交易的证券市场，欺诈市场理论在一般欺诈的直接因果关系之外，运用了间接因果关系（indirect reliance）推定的方法。^{〔13〕}原告投资者除了证明直接受到欺诈影响而交易外，还可以在一定条件下推定间接受到欺诈的影响而交易并遭受损失。而且，与一般交易领域通过第三人实施间接欺诈不同，市场价格在间接因果关系的构成上发挥核心作用。在虚假陈述中，投资者即使不知虚假陈述的内容，仍然可以通过受扭曲之“市场价格”这个中介因素（agent）表明其间接受到了虚假陈述的影响。如图2所示，作为证券交易领域的欺诈行为，操纵案件同样可以适用间接因果关系的法理推定因果关系，核心是操纵案件是否能够像虚假陈述一样符合如下条件：（1）操纵行为影响了市场价格；（2）在操纵案件中，投资者通常信赖市场价格的真实性而交易。在满足上述前提时，即使投资者未直接信赖操纵行为制造的信号或信息而交易，仍然会因信赖失真的市价而间接受到操纵行为的影响。

若按照有效市场假说的逻辑，操纵案件显然无法符合上述前提。但是，就我国现实的证券市场而言，有效市场假说得以成立的假定显然过于理想化，不符合证券市场投资者决策的实际，也难以解释证券市场中的诸多价格异象。相较而言，行为金融学理论与实证分析对投资者的描述更加符合我国证券市场现状。行为金融学研究表明，在操纵市场案件中，除了有效市场假说强调

〔12〕 参见中国证监会〔2017〕80号行政处罚决定书。

〔13〕 在一般民事欺诈中，也存在间接信赖的情形。如欺诈方明知交易对手方的妻子会将相关信息传递给丈夫，而对妻子实施虚假陈述，最终导致交易对手方因间接知道相关虚假陈述而交易。

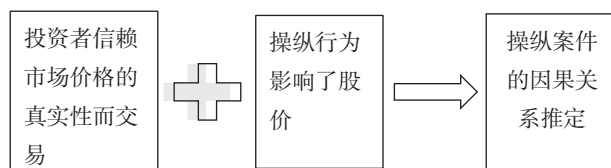


图2 操纵案件因果关系推定的逻辑

的知情交易者外，至少还有操纵者（manipulator）、非理性噪声交易者（noisy trader）及流动性交易者（liquidity trader）在价格形成中发挥作用。行为金融学理论能够解释操纵行为为何以及如何能够较容易地使股价长期偏离基本价值。下文将结合行为金融学的理论及我国证券市场的实际，论证我国操纵案件适用间接信赖推定的正当性及前提。

（一）投资者因信赖市场价格的诚实性而交易

间接信赖的第一个假定是多数投资者信赖市场价格的真实性而交易，因而间接受到欺诈行为的影响。^{〔14〕}在虚假陈述案件中，有学者认为这是司法优待（juristic grace）下赋予投资者的一种“特权”（entitlement），旨在维护证券市场的效率与公平。^{〔15〕}那么，在操纵案件中，投资者是否应该被推定为信赖市场价格的真实性而交易呢？借鉴行为金融学的理论，可以对流动性投资者和非理性投资者进行分别讨论。

1. 流动性投资者对市场价格真实性的信赖

除了理性的信息投资者和非理性投资者外，证券市场还存在大量流动性投资者。这类投资者既不像理性的信息投资者那样实时追踪证券市场信息而交易，也不像非理性噪声交易者那样凭借交易量或价格趋势而追涨杀跌，他们通常不会轻信操纵者人为制造的错误信号而跟风交易。换言之，流动性投资者通常对操纵信号或信息没有产生事实上的直接信赖。典型的流动性投资者有被动式指数基金、因风险偏好改变或消费需求等而调整证券组合的个人投资者。流动性投资者是价格的被动接受者，通常基于对市场价格真实性的信赖而依据市价买卖某一股票，他们并不期待战胜市场，获得超额回报，而只是想获得与某一股票风险相称的市场收益。他们相信，在一个公开的、组织良好且受到严格监管的证券市场，股票价格通常没有受到操纵行为的扭曲（price free of manipulation），自己购买之股票的价格是市场自然供求关系作用的结果，因而愿意快速依据市价购买相关股票，并根据自己的风险承受能力的变化随时调整投资组合。若流动性投资者以操纵之高价买入后股价下跌，将无辜遭受长期被套牢之风险。而且，在一个采用集中竞价或做市交易的公开证券市场，流动性投资者信赖市场价格的真实性而交易是合理的，应该得到证券法的保护。换言之，流动性投资者有权信赖市场价格的真实性，在操纵案件中，至少应该假定流动性投资者是因信赖“市价没有受到操纵”而交易的，除非被告能够举证

〔14〕 根据 Basic 案及美国各巡回法院的判例，这一假定也是可以推翻的，如被告证明即使投资者知道欺诈，仍然会选择交易。See Douglas A. Smith, *Fraud on the Market: Short Sellers' Reliance on Market Price Integrity*, 47 William & Mary Law Review 1003, 1014 (2005).

〔15〕 See Donald C. Langevoort, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud on the Market*, 2009 Wisconsin Law Review 151, 195 (2009).

推翻这一假定。

首先，不同于一般商品买卖，公开证券市场的价格对于普通投资者的决定具有重要意义。普通商品的交易市场随处可见，即使个别价格虚高，也不会对市场整体构成影响，而证券并非必需品，证券市场的发展有赖于投资者的信任。有学者认为，在普通商品欺诈中，若一个行人向过往的司机欺诈性地推荐当地轮胎，导致当地出售轮胎的商店能以一个过高的价格出售商品（例如 100 元，若没有这种欺诈的话，该轮胎平时的售价是 50 元），那些没有直接或间接依赖行人的陈述而以 100 元价格交易的轮胎购买者无权主张 50 元的损失赔偿，因为普通民法欺诈规则预设，那些不喜欢这一价格的购买者可以去别处购买或进行价格协商，而且普通商品的购买理由是相当主观的，甚至可能和价格高低无关。但是，在公开证券市场，普通投资者面临的是单一证券市场，股票价格是市场给定的，无法协商，投资者购买证券的唯一目的就是获得投资回报。^{〔16〕}因此，不同于普通商品，普通投资者更加依赖证券价格没有受到人为操纵。

其次，流动性投资者对市场价格真实性的信赖是合理的，流动性投资者一般不知道市场价格已经被扭曲，也无法探查市场价格涨跌的原因，这种对市场的怀疑只会减弱市场流动性。而且，即使认为流动性投资者信赖市场无操纵存在不合理之处，相比于操纵者的恶意，流动性投资者的善意更值得保护。

最后，虽然不以有效市场为前提，在操纵案件中，证券法仍然有必要保护流动性投资者对市场价格真实性的信赖，以维护市场信心。美国联邦第二巡回法院在 Fezzani 案^{〔17〕}等判决中多次表明，操纵案件中投资者的信赖是指投资者相信一个有效的市场中不存在操纵的假定，而且这里的“有效市场”不要求存在一个实时公告价格的有效市场，而仅意味着投资者相信自己投资的是一个善意交易的无操纵市场。由此可见，在操纵市场案件中，即使不符合半强式有效市场，仍然应该保护公开交易市场中投资者对价格未被操纵的信赖。

流动性投资者是操纵活动破坏市场价格机制的主要受害者，因操纵行为遭受了额外风险。在操纵案件中，若流动性投资者知道该股票价格是因操纵而虚高的，很可能就不会选择购买此股票。对于操纵市场这一恶意欺诈，更应该在法律上推定流动性投资者信赖市场价格的真实性而购买了被操纵的股票。

2. 非理性投资者的信赖保护

非理性普通投资者通常对操纵所制造的信号存在直接信赖这是否意味着应该由非理性投资者通过举证证明直接信赖，否定信赖推定的适用呢？本文认为，虽然从理性投资者的标准而言，投资者对操纵信号或信息的信赖不一定具有合理性，但仍然应推定非理性投资者也是基于信赖市场价格的诚实性而交易。

首先，非理性投资者虽然错误地相信存在利好消息而交易，但另一方面，这种交易仍然是以其相信市场不存在操纵为前提的，准此而言，非理性投资者仍然可以被推定信赖市场价格的

〔16〕 See Nicholas Georgakopoulos, *The Logic of Securities Law*, Cambridge University Press, 2017, pp. 101–102.

〔17〕 See *Fezzani v. Bear, Stearns & Co.*, 716 F.3d 18 (2d Cir. 2013).

真实性,从而与流动性投资者适用一样的信赖推定规则。实践中非理性投资者与流动性投资者的界分并不像理论上那么清晰,而是需要考察投资者较长时间的投资策略,为了简化法律适用,司法上应该推定所有起诉的投资者都是流动性投资者,将识别非理性投资者的责任分配给被告。

其次,与虚假陈述不同,操纵市场民事赔偿必须以操纵者具有主观故意为前提,相比于交易相对人的非理性,故意欺诈者更具有可归责性。利用非理性投资者的认知偏差是行为人完全可以预见和积极追求的,法律对受害人的保护不会产生过度遏制的问题。因此,受欺诈者的信赖是否合理应采取主观标准,需结合交易者自身的认知、偏好和知识进行判断,而不是客观的理性人标准。民法理论也支持“某些时候,欺诈人的谎言可能相当拙劣,一般理性人并不会相信,但这一合理理性人的标准并不能适用于对欺诈的判断”^[18]。从主观标准看,缺乏专业能力的个人投资者信赖操纵制造的信号仍然是合理的。若担心信赖推定会造成对非理性投资者的过度保护,完全可以从损失因果关系、损害赔偿范围等其他要件予以限制,如承认被告基于个案事实反驳非理性投资者对市场价格真实性的信赖,也可以对非理性交易者主张与有过失,减少操纵者的损害赔偿额。

最后,非理性投资者虽然从事噪声交易,但对于维持市场流动性仍然具有重要意义,完全没有噪声交易的市场将是一个流动性极差的市场,也无法吸引理性投资者的参与,假设投资者对股票定价不存在分歧,就不会发生任何交易。^[19]故我国证券法仍有必要保护非理性普通投资者对市场的信心。

(二) 操纵行为容易产生价格影响的行为金融学基础

1. 操纵者对非理性交易者系统性认知偏差的利用

在现实金融世界,普通投资者的决策难以达到完全理性、完全信息等标准金融学的严格假设。行为金融学将行为和认知心理学的成果运用到金融领域,对现实中投资者的交易行为进行了更加准确的刻画。心理学的实验表明,除了理性思维系统外,还有直觉思维系统,^[20]在复杂和不确定环境中做决策时,大脑通常不能满足贝叶斯概率方法所要求的准确评估和动态优化,而是大量采用启发法(heuristic)处理信息和做出决策。人类采用启发法做出决策时容易产生各种认知偏差,包括过度自信、代表性偏差、框架偏差、损失厌恶、锚定效应等认知缺陷。^[21]而且,这些认知偏差源于人类特有的思维方式,属于系统性偏差,表现出严重的趋同性,不能通过交易相互抵消。操纵者正是通过各种操纵手段利用和强化了非理性投资者的认知偏差,成功误导数量众多的非理性交易者,达到扭曲市场价格获利的目的。

交易型操纵就是操纵者通过利用非理性交易者的有限注意、过度自信、代表性偏差等认知缺陷,实现对非理性投资者的误导。首先,操纵者利用了个人投资者的有限注意,个人投资者的信

[18] 许德风:《欺诈的民法规制》,载《政法论坛》2020年第2期,第10页。

[19] 噪声交易使得理性投资者能够在纠正错误市价的过程中获得回报,可以说,非理性投资者的噪声交易为理性投资者的参与市场提供了补偿,而理性投资者的参与是市场效率的保障。

[20] 参见〔美〕理查德·塞勒、卡斯·桑斯坦:《助推:如何做出有关健康、财富与幸福的最佳决策》,刘宁译,中信出版社2018年版,第23-24页。

[21] 参见饶育蕾、彭叠峰等编著:《行为金融学》(第2版),机械工业出版社2018年版,第16-17页。

息获取和处理能力是有限的，无法在成千上万只股票之间进行理性选择，因而只关注那些能够吸引其注意的股票，有着极端高交易量的股票或极端高收益的股票在接下来的交易日里更可能被买入，^{〔22〕}有学者对 A 股市场 21476 个“股票交易龙虎榜”事件的实证研究也发现，上“龙虎榜”这一与公司价值无关的事件能够成功引起投资者的注意，影响股价，在个股上“龙虎榜”后 10 个交易日内，其累积超额收益率呈上升趋势。^{〔23〕}而在证监会查处的大多数交易型操纵中，操纵都造成了交易量或价格的异常，偏离行业和大盘可比指数，这些信号即使不如“龙虎榜”显眼，也足以在操纵期间引起个人投资者的广泛关注，尤其是那些以涨停价持续拉抬股价的操纵手法。其次，操纵行为利用了个人投资者的代表性偏差及过度自信的心理。代表性偏差是指在不确定情况下，人们的判断会依照“倾向于观测小样本”而形成的“小数定律”行事，忽视符合科学的大数定律。由于代表性偏差，投资者通常急于用有限的小样本去预测价格规律或趋势，将股价在一段时间内的上涨看作将来上涨的一种证据，对那些因操纵而成功引起个人投资者注意的股票，他们很容易相信股价会继续上涨，这种代表性偏差会因过度自信的存在而强化，个人投资者通常夸大或高估自己的判断能力及信息含金量，容易将操纵者制造的噪声误认为是有价值的信息，过度自信主要源于投资者的自我归因（self-contribution）偏差，即将自己的“成功预测”归因于自己的能力而非运气，认为这是自己早已预料之中的。此外，投资者的信念保持偏差能够固化这种偏见，即一旦形成对某事物的观点，就不愿意去寻找与自己观念相反的证据。正是这些系统性的认知偏差使得个人投资者很容易看到并相信操纵者所制造的错误信号是真实的、有价值的信息，并据此买入股票。行为金融学的实证研究也表明，非理性投资者的行为受到同样的认知偏差影响，表现出明显的正反馈交易（positive feedback trading），即通常所谓的“追涨杀跌”。

在以谣言为核心的信息型操纵中，操纵者同样利用了非理性交易者的代表性偏差和羊群效应。当投资者看到某个“股评人士”接连几次都言中了个股行情的走势，就倾向于认为这个分析师具有很高的水平，对其产生信赖，但实际上只是这个分析师的运气较好。非理性投资者在交易时容易受到市场情绪的影响，表现出明显的从众心理。有学者通过事件研究发现，我国股市的谣言主要是通过报纸和网络传播的，以利好谣言为主，谣言对股价能够产生显著的异常冲击。相比于英美市场平均不超过 2% 的 5 日累计异常收益率，我国股市谣言的 5 日累计异常收益率高达 3.5% 以上。而且，不管是传谣前还是上市公司辟谣后，换手率都比一个月前出现了显著的增加，传谣极大地提升了公司的短期关注度，显著地增加了交易的活跃程度。由此表明，谣言的确可以诱使投资者交易。

总之，行为金融学的理论与实证表明，操纵行为虽难以误导理性投资者，但能够利用非理性投资者的系统性认知偏差，通过制造错误信号或信息使非理性投资者跟风交易。证券市场短时期内的价格完全可能是由操纵行为及其影响下的非理性投资者的交易方向所主导的。在操纵期间，随着操纵者及非理性投资者需求的显著增加，操纵行为能够扭曲股价。而且，操纵者的操纵手法

〔22〕 参见前引〔7〕，崔巍主编书，第 136 页。

〔23〕 参见冯旭男：《注意力影响投资者的股票交易行为吗？——来自“股票交易龙虎榜”的证据》，载《经济学（季刊）》2017 年第 1 期。

越精巧，股价偏离越明显。

2. 理性交易者套利机制的局限性

有效市场假说认为，理性投资者的竞争性套利交易能使操纵行为对 market 价格的扭曲被快速消除。但是，“在现实中，套利行为是有限的。用来修正错误定价的套利行为存在一定风险和成本，使得套利行为不再那么具有吸引力，导致错误定价得以长期存在”〔24〕。

行为金融学的研究表明，理性投资者套利交易发挥作用的前提是存在完全套利机制。但实践中，套利机制的作用是有限的，无法在短时间内纠正价格对价值的偏离。首先，完全套利以某一股票存在完全的替代品为前提，但是实践中找到具有相似风险与收益的股票的交易成本很高；其次，由于非理性交易的普遍及难以预测性，套利者面临“噪声交易者风险”〔25〕，套利者无法准确预测非理性交易的程度和持续时间，未来再次出让价格具有不可预知性，价格错误可能持续很长时间。例如，一个被高估的股票价格因投资者乐观情绪而持续走高，做空的套利者不得不面临暂时的账面损失，直至股价最终回归正常，若套利者的资金成本较高（如来自融资融券），在某些情况下甚至不得不强制平仓止损。很多机构套利者的资金存在业绩及期限压力，长期亏损会引发基金购买人的赎回清算，这些成本和风险大大削弱了理性投资者套利的意愿和作用。而且，在一些短期的操纵中，价格偏离价值的程度并不明显，套利交易就更不可能发生。

由于我国非理性交易的普遍性以及做空机制的不健全，经常出现单边行情，套利面临更高的风险和成本，很多机构投资者不仅不会选择套利机制使市场回归理性，而且会充分利用市场缺陷，把握追涨杀跌的趋势，在股价上涨时买入，下跌前卖出获利，机构投资者不仅不能成为反操纵的理性力量，而且会利用操纵者所制造的非理性价格谋利。有了机构投资者的推波助澜，操纵行为更容易影响价格。〔26〕

当然，在不同的投资者结构及市场环境下，操纵行为影响价格的可能性存在差异，就我国证券市场的现状而言，操纵行为影响股价的概率更高。第一，我国股市散户数量众多，个人投资者的认知偏差明显强于机构投资者。第二，股票市场实证研究也表明，我国证券市场尚未达到半强式有效的程度，机构投资者和分析师的理性投资力量有限，理性套利机制发挥作用的空间受到抑制，在这样的市场中，操纵行为长时间扭曲股价的可能性远大于有效程度高的英美证券市场。有学者通过对1998年至2016年证监会查处的80个操纵市场案件涉及的181只股票的研究发现，市场操纵案件主要发生在流通市值较小的股票。案例中的公司样本日均流通市值显著小于全部公司样本日均流通市值。〔27〕由此表明，被行政处罚的操纵市场案件多发生在效率较低的板块。操纵者的交易与股价短期内高度偏离之间的关联性强，证监会的行政处罚也是据此认定操纵行为影响了交易量或股价。在新三板市场这样有效程度更弱、成交量小的市场板块，单日或周的成交量

〔24〕 前引〔7〕，崔巍主编书，第109页。

〔25〕 前引〔21〕，饶育蕾、彭叠峰等编著书，第33页。

〔26〕 我国很多操纵市场行政处罚案例中，私募基金等机构投资者本身就是操纵的发起者或积极配合者。

〔27〕 参见李志辉、邹谧：《中国股票市场操纵行为测度与影响因素研究——基于上市公司特征角度》，载《中央财经大学学报》2018年第12期。

有限，即使操纵行为没能成功误导其他投资者，操纵者自身的大单交易就足以在短期内造成明显的流动性压力，从而显著拉抬股价。因此，在行为金融学框架下，市场有效程度越低，操纵行为影响股价的概率反而越高，此时适用信赖推定更具有合理性。概言之，在行为金融学的基础上，操纵市场案件同样可以满足间接信赖推定的两个前提，应该适用信赖推定。在此意义上，操纵案件的信赖推定与虚假陈述信赖推定在结构与功能上具有相似性，都借助欺诈“市场”证立了投资者因价格失真而受到影响。不同之处在于，虚假陈述对市价的影响是通过上市公司的重大信息对理性投资者的误导而实现的，在有效市场中属于高概率事件，可以推定价格影响甚至损失因果关系，而操纵行为对市价的影响是通过操纵策略对非理性投资者的诱导而实现的，还会受到市场结构及多空博弈的左右，直接推定价格影响的统计学依据不足，因而需要投资者在个案中对价格影响提供一定证据，以强化操纵市场案件信赖推定的正当性。因此，两个版本的“欺诈”市场在理论假设和适用条件上存在差异，不能等而视之。

四、操纵市场案件中因果关系推定的适用前提

不同于虚假陈述，操纵市场案件的因果关系推定有其特殊的法理构成，在具体规则上既需要考虑投资者的信赖保护及举证能力，也要避免操纵市场民事责任沦为非理性投机的工具。

（一）投资者主张因果关系推定的前提：证明价格影响

虚假陈述案件的双重因果关系推定以重大虚假陈述通常影响股价为前提，在有效市场中，虚假陈述影响股价具有类似民事证据法上“经验法则”的地位，因而无须原告举证。但是，对于操纵行为，虽然行为金融学理论支持操纵市场较容易影响股价的观点，但无法先验地确保达到一个很高的概率。实践中，市场价格是操纵者、非理性投资者与理性投资者共同博弈的结果，操纵者能否利用投资者的认知偏差影响股价存在个案差异，不同个案中，操纵者所采取的策略及强度不同，市场规模和流动性也存在差异，并非所有的操纵行为都能产生价格影响。无条件地推定投资者对操纵行为存在信赖，既不符合间接信赖推定的法理，也会造成操纵案件与虚假陈述案件法律评价上的不一致。事实上，虚假陈述的信赖推定也需以重大性要件及有效市场为前提。因此，应该要求原告投资者在个案中提供初步的证据证明操纵行为事实上产生了价格影响，从而补强操纵行为在价格影响方面的不确定性。首先，要求投资者举证证明价格影响可以减少非理性交易，操纵行为若只是增加了交易量而没有影响价格，即使非理性投资者跟风买入而遭受损失，此时也不能援引信赖推定，需要举证证明直接信赖，从而为操纵市场民事索赔设置必要的门槛，避免操纵市场民事索赔沦为投机者的保险工具；其次，从证据远近和举证能力的角度而言，操纵行为是否影响股价所需证据都是证券市场中公开可获得的数据信息，并非被告操纵者所专有，有些直接被证监会的行政处罚所认定，有些可以申请法院依职权向证券交易所调取，由原告投资者或投资者保护机构举证，不会产生过度负担；再次，新修订的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）采取了“行为主义”的立法模式，操纵市场行政处罚不再以“影响交易量或价格”为前提。若完全由被告承担举证责任，可能造成一些因企业自身、行业变化或市场系统性风险所造成的股价变动也由操纵者承担损失的不合理情形；最后，在操纵案件中，操

纵行为是否产生价格影响是所有投资者的共同法律问题，要求原告承担举证责任不会影响特别代表人诉讼的成立。

那么原告如何完成对价格影响的举证责任呢？虚假陈述案件同样存在虚假陈述是否影响股价的问题，价格影响不是指简单的价格变动，而是指价格扭曲。这是一个相对概念，即投资者买入时的股价相比于若没有欺诈时的股价是否存在差异。在虚假陈述案件中，既可以观测虚假陈述做出时股价的涨跌状况（front-end impact）判断，也可以观测虚假陈述揭露或更正时股价的变动（back-end impact）判断。^{〔28〕}类似地，操纵市场行为是否影响股价同样应该采用相同的原則，即相比于无操纵时的股价，操纵行为是否拉抬或压低了股价。这是一个可以用证据证明的事实问题。为了符合信赖推定的价格影响要件，原告投资者无须证明操纵市场是引起价格上涨的唯一原因，只要提交初步的证据证明操纵行为是引起操纵期间股价异常的因素之一。换言之，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。在此标准下，操纵行为影响价格具有了高度盖然性，符合间接信赖推定所要求的价格影响。

在交易型操纵中，可以参照《证券法》修订前关于操纵市场“影响价格”的判断标准，要求原告在起诉时提供初步证据，证明在操纵期间，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。证监会在《证券市场操纵行为认定指引（试行）》^{〔29〕}及相关行政处罚案例已经概括了一些认定股价影响的标准，可资借鉴。例如：（1）相关证券当日价格达涨幅限制价位或跌幅限制价位；（2）相关证券的价格走势明显偏离可比指数；（3）相关证券的价格走势明显偏离发行人基本面情况等。借鉴上海证券交易所披露每日公开交易信息的标准，有价格涨跌幅限制的日收盘价格涨幅偏离值达到7%，非ST、*ST和S证券连续三个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计达到20%就有资格上所谓的“龙虎榜”，就操纵案件中的价格影响而言，可以适当低于这一要求。原告投资者还可以提出，在操纵期间公司并未披露重大利好消息或存在其他基本面变化。此外，还可以通过观察操纵者暂停或结束操纵性交易后一段时间的股价变动情况进一步说明操纵对股价的拉抬和维持效应。通常而言，由操纵所引起的股价上涨缺乏基本面的支持，一旦结束操纵，股价就会有较明显的下降趋势。在“孟庆山、杨慧兴操纵梅花生物案”中，证监会提出的证据就足以证明操纵行为显著影响了股价：首先，在操纵期间，被操纵的梅花生物股价上涨71.48%，股价增幅偏离上证指数60.67%，同期，“梅花生物”股价增幅偏离中信、申万等一级食品饮料行业指数超过50%；其次，在操纵期间，操纵者曾几次暂停操纵性交易，股价就随之发生明显下跌，而当再次启动操纵性交易，股价又恢复到较高水平。^{〔30〕}这些数据足以说明操纵行为是引起股价上涨的重要原因。总之，原告可以提供综合的证据证明操纵市场影响了股价。

对于信息型操纵而言，原告除了提供直接证据证明价格影响外，相关信息的重要性或影响力也是考量价格影响的间接证据。具体而言，可以通过分析个案中信息发布主体的权威性，信息在

〔28〕 See Wendy Gerwick Couture, *Price Impact Possibilities*, 44 Securities Regulation Law Journal 255, 258 (2016).

〔29〕 因《证券法》的修订，该指引已被废止。

〔30〕 参见《中国证监会行政处罚决定书》（〔2020〕93号）。

媒体、网络的传播、转载情况等综合判断这些信息是否引起了非理性投资者的广泛关注。此外，与虚假陈述类似，相关虚假或不确定信息被揭露或被权威主体辟谣时的股价反映也是判断操纵行为是否影响股价的重要因素。

总之，在我国证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所（协议转让除外）这样公开的证券交易场所，善意的普通投资者在操纵期间买入或卖出股票等相关证券，并且能够通过直接或间接证据证明被告的操纵行为影响证券价格的，即可适用信赖推定，无须证明操纵行为与投资决定之间的交易因果关系。

鉴于我国操纵市场民事诉讼处于探索阶段，原告对于价格影响的证明标准可以适当降低，一般的原则是：所在市场的有效性程度越高，要求的股价偏离程度就越高。而且，操纵市场案件的行政处罚前置程序仍然有一定的意义。首先，证监会做出处罚的案件大多具有典型性，操纵者的主观故意较为明显；其次，证监会查处的案例大多属于价格变动异常明显的案件，而且处罚数量有限，法院在这些典型的操纵案件中适用信赖推定，不会产生过度保护投资者的问题，这与美国律师推动下的私人操纵市场诉讼存在较大差异。在我国，普通投资者缺乏识别和调查操纵案件的能力，集团诉讼也主要由投资者保护机构发起，操纵市场民事责任的追究很难发生滥诉的不利后果。中小投资者服务中心也可以从已经处罚的一些案件中选择股价明显被抬升的案件，提起证券支持诉讼或特别代表人诉讼，聘请金融领域专家证人就操纵市场是否影响股价发表专家意见，逐步通过司法裁判明确原告需要达到的价格影响标准。

（二）操纵者对信赖推定的反驳

鉴于操纵案件中原告对价格影响的证明标准不宜过高，即使原告完成了价格影响的初步举证责任，仍不排除操纵期间的股价变动源于其他因素的可能。正如美国最高法院在 Halliburton II 案中所言，虚假陈述可能对于公司的股价没有影响，也有可能真实信息已经通过各种渠道为理性投资者所知悉，应该允许被告通过证明虚假陈述没有产生价格影响反驳信赖推定。^[31] 对于操纵市场案件，同样应该允许被告以更精确的方法证明股价没有受到操纵行为的影响，反驳信赖推定。

根据美国 10b-5 规则提起的证券欺诈集团诉讼，被告反驳信赖推定的关键是提供基于“事件研究法”的专家意见。即使虚假陈述在信息更正当日发生了股价下跌，也可能是其他因素所致，单纯凭借这一事实不足以证明价格影响。而事件研究法能够通过统计学的方法，剔除其他因素，判断信息更正这一事件对股价下跌的影响程度，若事件研究结果具有统计学上的显著性，有 95% 以上的概率表明虚假陈述影响了股价。

在操纵案件中，被告同样可以提供基于事件研究法的专家意见，但具体运用上有所不同。在虚假陈述实施日至更正日，即使公司经营情况发生变化，虚假信息在更正之前仍然包含在股价之中，可以用信息更正时市场的反应来判断虚假陈述是否对股价产生影响。但是，操纵市场缺乏明确的更正日，对股价影响的周期较短，在交易型操纵中，短期坐庄操纵可能只有几天，而虚假申报可能只有几分钟。操纵结束后，操纵者通常会套现，产生价格压力，理性交易者也能在事后通

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

过交易纠正错误定价。因此,一般不能通过观察行政处罚作出之后股价变化判断操纵市场是否影响股价,而应该选取操纵期间及操纵前后一段时间作为事件研究法的窗口期,判断操纵期间的股价是否存在异常回报率,从而更精确地判断市场价格异常是否受到操纵的影响。

五、操纵案件因果关系推定的适用主体限制

操纵市场案件中信赖推定的目的是保护投资者对市场价格真实性的信赖,是否应将这种保护限于普通投资者,排除机构投资者的适用呢?这一问题同样存在于虚假陈述民事索赔中,下文将通过对比分析,说明机构投资者在操纵案件中适用交易因果关系的特殊性。

(一) 虚假陈述案件中机构投资者适用信赖推定的法理

有观点认为,机构投资者具有特别的经验和专业技能,在虚假陈述案件中适用信赖推定需以“合理信赖”为前提,要求机构投资者履行高于普通投资者的注意义务。^{〔32〕}“上海雨浩投资咨询有限公司、浙江祥源文化股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷”二审判决认为:“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。”^{〔33〕}因雨浩投资咨询有限公司未能提供其决策相关的内外部证据,法院认定虚假陈述与投资损失不具有因果关系。有学者也认为机构投资者主张信赖推定,需提交投资可行性调研或分析报告、投资决策报告,以证明其投资行为是理性和善意的。^{〔34〕}

上述观点混淆了两种法律关系,即机构投资者与其委托人之间的受信关系以及虚假陈述侵权关系。在机构与委托人之间,其可能因为未履行内部决策程序等而构成重大过失,违反受信义务,但这不构成虚假陈述侵权关系中受欺诈方的过失。

对于信息披露义务人披露的重大信息,除了个别情形,机构投资者就算善尽注意义务,作为外部人,通常也无法识破骗局,要求机构投资者承担更高的注意义务并无意义,反而增加机构投资者的验证成本。因此,即使机构投资者未提交分析报告,其仍然可以根据欺诈市场理论适用信赖推定,除非个案的证据表明,该机构明知或应知存在虚假陈述。

美国虚假陈述的判例同样认为机构投资者应适用信赖推定。实践中,很多机构投资者是根据股价是否被低估或高估而进行交易的价值投资者(value investor),美国最高法院在Halliburton II案中认为,价值投资者虽然在进行交易时不认为市场价格准确反映了公开信息,但还是间接信赖了虚假陈述,因为他们仍然因信赖市场价格会在合理期间内准确反映公开信息而交易。^{〔35〕}而且,价值投资者通常要评估某一特定股票被低估或高估的程度,而这种评估会受到虚假陈述内容的影响。例如,A上市公司公布的年报虚增净利润5个亿,股价价格从10元涨到15元,而某价值投

〔32〕 参见宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第74号民事判决书;浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

〔33〕 浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号民事判决书。

〔34〕 参见贾伟:《证券市场侵权责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。类似观点参见樊健:《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。

〔35〕 See Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398 (2014).

投资者基于公司净利润的增长率，认为市场对新信息反应不足，股价被低估了，准确的估值应该是20元每股，因而增持该股票。美国第二巡回法院在“GAMCO 投资者公司案”中认为，价值投资者同样适用信赖推定，但该案中发行人虚假陈述的内容主要涉及公司流动性问题，证据表明这不会影响原告对发行人的价值评估，而且原告预定的投资期限较长，虚假陈述也不会改变原告对股价最终走向的判断，即使原告知悉被告的虚假陈述内容，仍然会认为公司股价被严重低估而继续购买股票，因此被告反驳信赖推定的主张成立。^{〔36〕}

究其本质，上市公司发布的重大虚假陈述信息通常会影响理性投资者对公司价值的评估，影响其决策。就上市公司欺诈而言，机构投资者虽具有更高的专业能力，但和个人投资者没有本质区别，亦很难识破虚假陈述。故机构投资者对市价未受到上市公司虚假陈述的信赖度很高。

（二）操纵案件中专业投资者不适用信赖推定的法理

不同于虚假陈述，操纵市场案件中的机构投资者一般不应该适用信赖推定。

首先，有无操纵行为通常不影响机构投资者对公司价值的评估。操纵行为通常是通过对非理性投资者的误导而影响股价的，本身不包含影响公司未来现金流或风险的有价值信息，无论机构投资者采用何种方法对公司进行估值，都不会受到操纵行为有无的影响。操纵所制造的信号或信息与上市公司发布的重大虚假信息对于理性投资者的影响存在本质差异。

其次，若机构投资者基于自己的估值模型，认为某公司的股价被低估，一段时间后股价能够回归到正常水平，从而决定以市价买入该股票，则意味着他们没有基于信赖市场价格的真实性而交易，而是根据个人信息作出独立的判断。换言之，即使知道存在操纵，他们仍然会选择交易。例如，操纵者通过交易或谣言，将股价从10元每股抬高到15元每股，机构投资者通过自己的估值，认为股价应维持在25元每股是合理的，而且未来两年，公司股价很有可能回归到25元，因而决定在15元的价位买入该股票，由此表明，股价上涨本身没有影响他们的判断，他们是根据独立的信息，认为股价在15元的市价仍然是低估的，因而决定买入。而且，机构投资者的投资周期较长，即使操纵结束后股价可能在一段时间内下跌，但由于操纵未从根本上改变机构投资者估值的基础假设，如果机构投资者的预期正确，股价仍然会在未来两年内跃升到机构投资者预估的25元。市场谣言或价量变化一般不影响机构投资者的决定。因此，机构投资者对“市价无操纵”的信赖度很低。

再次，我国非理性投资普遍、市场效率程度低，一些机构投资者在察觉股价显著偏离价值或基本面（高估）时，仍然选择买入，旨在利用操纵所制造的价格趋势，牟取超额收益，他们并不相信这些信号中包含利好消息，而是故意利用这样的信号，是一种自甘冒险的过度投机行为。不同于虚假陈述，鉴于机构投资者的专业能力和经验，可以要求机构投资者在识破操纵方面承担更高的注意义务，尤其对于谣言性质的信息型操纵，要求机构投资者善尽注意，并不会给其带来明显的负担，大多数机构投资者也能避免这种错误。因此，即使有机构投资者主张其对操纵所制造的信号或信息存在事实上的信赖，这种信赖通常也不符合理性投资者标准或者机构投资者的主观标准，不值得证券法的特别保护。

〔36〕 See GAMCO Investors, Inc. v. Vivendi Universal, S. A., 838 F.3d 214 (2d Cir. 2016).

最后,从证券法规范功能的角度而言,也不应该允许机构投资者推定信赖。机构投资者是准确评估公司价值、维护市场效率的“反操纵”力量。如果允许机构投资者较容易地在操纵案件中获得赔偿,他们将减少使股价恢复理性的套利交易,更青睐搭操纵者的便车,推波助澜,更加助长股市波动,有损市场效率。

操纵行为通常不会影响股票的内在价值和长远的价格走向,理性的机构投资者一般也不会对操纵制造的信号产生直接信赖,基于事实和法政策两方面的考虑,证券法应该假定机构投资者通常是独立进行交易,并未直接或间接受到操纵的影响。因此,操纵案件中机构投资者一般不应该适用信赖推定。

当然,这并非意味着操纵市场对所有机构投资者都没有影响。操纵市场对机构投资者的明显危害就是增加套利成本,这主要指与操纵者从事相反方向交易的机构投资者。例如,理性的套利者经过评估,认为50元每股的股价已经明显高估,股价在未来一段时间能恢复到30元,进而融券卖出该股票,但是紧接着遭遇操纵者通过连续交易或散布虚假利好消息误导非理性投资者,持续拉升股价,导致价格由50元上涨到75元,而套利者因融券杠杆交易无法提供足额保证金被证券公司要求平仓,不得不以损失25元每股的价格结束交易,虽然套利者对估值和最终股价走向的判断是正确的,操纵结束后股价确实回归到30元左右的正常水平,但由于操纵行为的介入,理性投资者不仅无法获得套利收益,而且不得不遭受每股25元的损失并承担融券利息成本。^{〔37〕}这是套利者因操纵行为额外承担的风险,具有不可预测性。在此情况下,从事相反方向交易的融资融券机构投资者的损失是由操纵行为造成的,且有利于市场恢复理性,应该允许这类融资融券的机构投资者适用信赖推定。此外,对一些明显采用被动性投资策略的机构投资者也应该区别对待,例如,被动型指数基金的机构投资者属于典型的流动性投资者,信赖市场价格的真实性而买入某一投资组合,若市场价格因操纵而失真,应该准其适用因果关系推定。

六、结 语

非面对面证券市场中证券欺诈的因果关系认定一直是证券法上的智识难题,我国操纵市场民事赔偿裹足不前的主要原因不是立法表达的抽象,而是操纵市场因果关系推定缺乏坚实的理论基础。操纵市场案件中因果关系推定的法理基础、适用前提及范围等重要问题既要正确借鉴金融学对证券市场价格机制的分析,也要考虑操纵市场侵权法律关系中操纵者故意及投资者的信赖合理性等要素,从而实现法律评价的科学化与精细化,避免对投资者的“保护不足”和“保护过度”。适用于虚假陈述案件的欺诈市场理论不能为操纵案件的因果关系推定提供理论支持,但可以采纳其关于间接信赖推定的方法内核。行为金融学理论表明,我国证券市场操纵案件采用因果关系推定是合理且必要的,这种因果关系推定以保护普通投资者(尤其是流动性投资者)对公开证券市场之价格真实性的信赖为目的,操纵市场涉及操纵者、非理性交易者、理性交易者及流动性交易

〔37〕 这种对套利者的损失类似于操纵期货市场中做多的操纵者对做空交易者的损害,其他的做多交易者不仅没有损失,还能意外获得收益。

者的复杂博弈，建立在间接信赖基础上的操纵市场因果关系推定应以投资者初步举证证明价格影响为适用前提。同时，操纵行为的特殊模式及机构投资者的专业性也意味着，操纵案件中的专业投资者一般不应该享有因果关系推定的“福利”。

操纵市场与虚假陈述行为同属证券欺诈，但存在明显差异，操纵市场因果关系推定的法理虽同样可以称为欺诈“市场”理论，但两者的理论基础和适用条件迥异。因此，在研究与完善操纵市场民事责任的损害赔偿计算以及是否设置赔偿上限等其他重要问题时，同样需要考察两者的差异性。

Abstract: Market manipulation has a different mechanism of stock price impact from misrepresentation. The efficient market hypothesis premised on rational investors and complete arbitrage denies the link between manipulation and stock price impact, so the fraud on the market theory cannot prove the presumption of causality in manipulation cases, and it will produce dilemma of “overprotection” and “under-protection”. Behavioral finance suggests that there are systematic cognitive biases of irrational investors and the failure of arbitrage mechanism in the securities market, and manipulation is more likely to interfere with the decision-making of ordinary investors, thus affecting the stock price. In regulated securities markets, the presumption of causation in manipulation cases can also apply the jurisprudence of indirect reliance: investors trade in reasonable reliance on the truth of the price of a security; manipulation affects the price of the security. The former should be presumed by law, while the latter is uncertain in manipulation cases and needs to be proved by investors. Because manipulation generally does not affect the intrinsic value of a company, rational decision-making by professional investors is independent of manipulation, and the presumption of causation does not apply in principle.

Key Words: market manipulation, fraud on the market theory, efficient market hypothesis, indirect reliance, behavioral finance

(责任编辑：缪因知 赵建蕊)