对外经济贸易大学法学院

博士申请学位科研成果考核折算科研文献

文献形式（文献综述/读书报告）：文献综述
文献题目：操纵证券市场行为认定及赔偿责任研究的文献综述
博士论文题目：操纵证券市场行为认定及赔偿责任研究

导　　师：梁清华
学生姓名：张亦铭
专　业：经济法学
学　号：202200540114

文献综述

摘要：该文献综述围绕“操纵证券市场行为认定及赔偿责任”展开系统梳理，重点涵盖操纵行为违法性基础、行为认定标准、民事因果关系与损害赔偿等问题。现有研究表明，操纵行为的违法性认识已逐渐由传统“欺诈说”转向“市场损害说”。除欺诈理论外，学界还提出“破坏市场机制说”“市场效率减损说”“公平交易机会剥夺说”以及“滥用市场优势说”等观点，强调操纵行为通过制造人为价格、扭曲价格发现机制、降低市场流动性及滥用市场优势，损害市场效率、公平与诚信。

在行为认定方面，研究重点集中于交易型操纵、信息型操纵及行为型操纵的区分与认定。大量实证研究基于证监会处罚案例，围绕连续交易、洗售交易、虚假申报、尾市操纵、抢帽子交易等典型行为，提出了“人为价格”“整体要件分析”“行为主义”等认定路径，推动认定模式由“结果主义”逐渐转向重视行为目的与市场影响的综合判断。

在民事责任领域，交易因果关系与损害赔偿问题成为研究核心。围绕欺诈市场理论能否适用于操纵案件，学界存在分歧：支持者主张通过市场价格扭曲推定投资者信赖，反对者则认为操纵与虚假陈述存在本质差异，应结合行为金融学构建“间接信赖”理论。与此同时，部分研究提出针对不同操纵类型建立差异化因果关系与损失计算规则，并主张采用净损差额法、有限推定规则及赔偿上限制度，以平衡投资者保护与防止滥诉。

总体而言，现有研究虽已形成较丰富成果，但仍存在分类体系不统一、主观故意认定困难、合法交易与操纵边界模糊、新型操纵研究不足以及行政监管与民事责任衔接不完善等问题，未来仍需构建统一、系统的操纵行为认定与民事责任理论体系。

关键词：操纵证券市场，行为认定，交易因果关系，赔偿责任，责任分配方式

国内外文献中尚无针对操纵证券市场民事责任的系统研究。域外围绕操纵行为民事责任的研究鲜见，而是在证券市场欺诈行为法律规制领域有所涉及。国内相关研究集中在操纵刑法罪名解释、操纵行为监管认定、操纵行为民事责任交易因果关系推定、操纵侵权损害赔偿额计算四个方面，且多为实务案件分析研判的视角。以下是对现有文献的梳理评述。

（一）操纵证券市场行为之违法性认识的研究综述

对操纵行为违法性的认识存在争议。关于操纵行为违法性根源的理论学说主

要包括欺诈说、破坏市场机制说、市场效率减损说、剥夺公平交易机会说。

（1）欺诈说。欺诈说是影响力较大的理论学说。美国 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、美国《商品交易法》均围绕证券市场“欺诈”来解释操纵行为的含义，但未对操纵行为进行定义，导致其缺乏客观的、明确的法律内涵。[1]在相关理论研究中，Hazen 认为任何操纵行为都具有欺诈要素，因为操纵者促使投资者相信股票价格是市场自发形成的，而不是被人为控制的；[2]Fischel & Ross 认为操纵证券市场行为应被限定为欺诈行为，而不应被确立为一项独立法律概念。各类型操纵的共同点都在于扭曲证券或衍生品价格信号并形成人为价格。实践中的虚构交易行为，如对敲、洗售等操纵手段，均应当被视为欺诈行为。而实际交易行为即便包含所谓的“操纵意图”，本质上仍为市场行为，不构成独立违法。鉴于此，法律应当聚焦于明确禁止的行为，如欺诈、垄断等，而非内涵模糊的“操纵”。而且市场机制与私人合约足以抑制有害的操纵行为，比如交易所规则和私主体之间的合同设计，如果政府强行干预往往成本高于收益。[3]美国法关于操纵的认识相对较为统一，这或许与英美法中影响深远的“欺诈市场理论”密切相关。

欺诈说在我国同样占据主流地位。我国证监会对操纵作出行政处罚的案件中，借助欺诈说解释操纵行为已成为共识，但同时又缺少针对欺诈性的详尽论证。[4]我国法院在操纵案件的判决书中也有相关说理，即操纵市场本质上属于欺诈行为，目的在于制造交易假象，诱导其他不了解真相的投资者作出投资决策，以期从中获取非法利益。[5]

其他关于操纵行为违法性的学说各有其合理性。（1）破坏市场机制说。该观点认为，禁止操纵证券市场的理由在于预防自然形成证券价格的机制被破坏。有学者从法律实务和监管实践的角度，深入论证了“价格人为性”是认定操纵行为违法性的基石。《美国商品交易法》（CEA）的立法基础在于承认衍生品市场具有公共利益属性，其核心功能是价格发现和风险管理。操纵行为的违法性，从根本上源于其对这一核心公共利益的侵害——扭曲价格发现过程，使得价格不能反映供需情况，从而破坏市场完整性，损害生产者、分销商和消费者依赖该价格

---

[1] 参见《美国 1933 年证券法》，张路译，法律出版社 2006 年版，第 85-87 页；中国证券监督管理委员会：《美国<1934 年证券交易法>及相关证券交易委员会规则与规章（第一册）》，法律出版社 2015 年版，第 173-331 页。

[2] See Thomas Lee Hazen,*Treatise on the Law of Securities Regulation* ,WEST GROUP, 150-161(2005).

[3] See Daniel R. Fischel, David J. Ross, *Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Market?* 105 HARVARD LAW REVIEW 510 (1991).

[4] 参见汤欣、高海涛：《证券市场操纵行为认定研究--行政处罚案例的视角》，载《当代法学》2016 年第 4 期，第 103-117 页。

[5] 参见北京市第一中级人民法院（2016）京 01 行初 545 号行政判决书。

信号进行决策的利益。《美国商品交易法》第 9（a）（2）条直接禁止“操纵价格”，其文义指明操纵对价格造成了非法影响。[6]

在破坏市场机制说的理论构成中，价格人为性是区分合法行为与违法操纵的标尺。一个完整的操纵指控，必须证明四个要素：一是影响市场的能力，二是存在人为价格，三是行为导致了该人为价格，四是具有造成人为价格的特定意图。破坏市场机制说反对那种人为仅凭交易者意图即可定罪的观点，必须证明行为人几乎不可能没意识到其欺诈行为将很可能导致人为价格。换言之，“欺骗”必须与造成价格扭曲的危险概率相联系。否则就只能被认定为普通的欺诈，而非操纵。该学说另一亮点是借鉴了反垄断法原则。文章援引美国联邦最高法院在 Spectrum Sports 案中的判决，强调“意图垄断”的指控必须证明存在实现垄断的“危险概率”。[7]同理，意图操纵的指控不应仅仅基于交易者“希望影响价格”的意图和相应行为，而必须评估该行为是否具有造成价格人为性的“危险概率”，这是保护合法交易、避免法律模糊性的关键。如果不要求“危险概率”或价格人为性证明，任何旨在影响价格的交易都可能面临操纵指控的风险。如此将不合理地扩大法律适用范围，阻碍合法的价格发现行为（如依托基本面分析的投机、套利），损害市场流动性和效率，这也与《美国商品交易法》的立法目的背道而驰。[8]

（2）剥夺公平交易机会说。有学者系统性地批判了以主观意图作为公开市场操纵唯一违法性基础的模式，创造性提出并论证了以“市场伤害”（效率与诚信损害）为锚点的复合认定标准，深刻揭示了操纵行为形式合法但实质危害市场根本功能、剥夺公平交易机会的违法性本质。从投资者的角度出发，禁止操纵意在保护广大普通投资者的公平交易机会。

公开市场操纵的突出特征在于，其完全通过表面上合法的交易实施，不涉及虚假陈述、欺诈等传统违法行为，这引发了一个问题：在缺乏客观不当行为的情况下，如何认定一种行为的违法性？而美国监管机构所采取的借助交易者操纵意图将合法交易转化为操纵行为的做法是存在缺陷的。其将导致法律的不确定性，因为相同的市场行为可能因主观意图的推定不同而受到不同对待，市场参与者无法明确预知其行为的法律边界；还将脱离反操纵法的立法目标，因为反操纵法的目的是保护市场功能和投资者信心，而非惩罚不良动机，仅凭意图定罪，未能触及行为是否实际损害市场这一核心问题。

该学说与以上“破坏市场机制说”相似的是，均对操纵违法性的本质进行重构--从“主观意图”转向“客观伤害”。具备操纵意图仅仅是构成非法操纵的一

---

[6] See Section 9 of the Commodity Exchange Act.

[7] See Spectrum Sports, Inc. v. McQuillan, 506 U.S. 447 (1993).

[8] See Karen Bruni,Daniel A.Mullen,A Hunter Hodges,*The Necessity of Price Artificiality in Manipulation and Attempted Manipulation Claims*,37 FUTURES AND DERIVATIVES LAW REPORT,1-13 (2017).

个条件，表明行为是故意而非过失，另一个条件是必须对市场造成实质性伤害，即损害了市场效率与市场诚信。就市场效率而言，是指交易行为扭曲资产价格，使其偏离由真实供求关系决定的价值，这种扭曲干扰了市场的价格发现功能和资本有效配置。即使交易本身合法，也可能通过市场支配、利用市场波动性或流动性不足等条件，创造出人为价格；就市场诚信而言，主要是指交易行为破坏了市场的公平性，导致了不公正的财富转移。特别是利用衍生品的“覆盖操纵”，交易者可以创造一种不公平的优势，使得其盈利几乎确定，而交易对手的成功概率被人为降低，被剥夺了公平交易机会，违背了市场参与者对公平竞争环境的合理期待，侵蚀市场信任。[9]

（3）市场效率减损说。该观点由樊健教授提出，认为操纵可被责难的原因在于其导致了证券价格失真和流动性降低，进而减损市场效率。他从我国证券市场语境出发，系统性探讨了操纵市场行为的违法性本质。其认为当前学界与实务界关于禁止操纵市场的理论基础存在分歧，且这些理论均存在适用范围过宽或过窄的问题，无法为操纵行为的违法性提供统一自洽的解释，尤其在面对金融基准操纵、公司股份回购等复杂案例时显得乏力。樊健教授指出，判断行为是否构成操纵的关键标准，在于该行为是否减损了证券市场的效率。市场效率由两个要素构成，一是证券价格的真实性，价格应反映发行人的基本面和内在价值；二是证券流动性的充分性，即市场能以较低成本迅速完成交易。操纵行为的违法性本质，正是因为它同时损害了此两项要素。一方面，操纵导致价格失真。无论是通过交易行为还是信息行为的操纵，均向市场注入了错误信号，使得证券价格偏离基本面；另一方面，降低了市场流动性。操纵行为特别是短线操纵，通常会加剧市场波动，扩大买卖价差，进而增加市场参与者的交易成本，抑制交易意愿。

市场效率减损说为操纵违法性认识提供了清晰、统一的标准。首先，该理论具有统一性与解释力。能够解释典型操纵行为的违法性，如洗售、对敲、蛊惑交易等，制造的虚假供求导致价格失真。尤其是对于正当化的合法市场行为也具有解释力，如上市公司股份回购、“救市”安排等行为之所以合法，是因为这些行为的意图是纠正因信息不对称或市场恐慌而引发的价格偏离，促进价格向基本面回归，是提升而非减损市场效率。其次，该理论提供了清晰的合法与非法之界限。对于“浑水式”做空而言，该行为通过揭露公司的虚假陈述，促使价格回归真实，提升市场效率，故应属于合法。对于短期套利和短线操纵的区分而言，二者关键区别在于短线套利是基于公司基本面分析，其交易行为能够缩小价差、提升流动性、促进价格发现；而短线操纵则意图制造价格波动，扩大价差、降低流动性、造成价格扭曲。对于连续交易、频繁报撤单、信息控制等行为而言，行为本身并

[9] See Gina-Gail S.Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative:The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 Duck LAW JOURNAL 479,492-493(2018).

不必然违法，其违法界限在于是否最终减损了市场效率，需要结合主观意图、反向操作行为、事后价格走势等多种因素综合判断。

概言之，“市场效率减损说”认为，操纵证券市场行为的违法性本质，不在于其形式上的欺诈、优势滥用或者结果上的不公平感，而在于其对证券市场核心运行机制--价格发现与资源配置效率的实质性损害。该理论将认定重心从主观恶意转向行为对市场功能的损害，提供了一个包容且精细的分析框架，既能够涵盖传统操纵类型，又能为金融创新和复杂交易策略的合法性判断提供准则。[10]

（4）滥用市场优势说。近来，滥用市场优势说呈现发展之势。耿佳宁教授主张从“存在论二分”到“规范机能归属”的刑法教义学重构，其认为传统上将操纵行为分为“交易型操纵”和“信息型操纵”的存在论二分法在司法实践中面临涵摄困境与评价混乱，应从规范机能的归属逻辑出发，将操纵证券市场罪重新划分为基于组织管辖的欺诈操纵与基于体制管辖的优势滥用操纵。前者是指行为人违反不得欺骗投资者的消极义务，通过虚假交易或虚假信息支配虚假价量信号的生成，欺骗投资者对市场的合理预期；后者是指行为人因具备资金、持股、持仓或信息等相对优势地位，负有维护市场定价过程自由竞争性的积极义务，违反该义务即构成操纵，无需证明欺诈意图。耿佳宁教授在论证中强调操纵的违法性在于行为人是否违反了相应的义务（消极义务或积极义务）。试图突破交易型、信息型操纵的传统二分范式，从功能主义刑法观的角度，将操纵罪划分为基于组织管辖的欺诈操纵与基于体制管辖的优势滥用。[11]除此之外，另有刑法学者同样认为滥用证券市场优势或影响力、人为控制或影响证券市场行情，属于操纵罪的本质特征。[12]

杨松教授等从资本市场系统性风险防范的监管视角出发，认为传统的对操纵本质的认知已经无法应对跨市场操纵与系统性风险的挑战，操纵的本质是滥用市场优势地位。对操纵行为本质的认识应由关注操纵结果的欺诈，向关注操纵实施条件和实施手段转变。首先，市场优势是操纵证券市场的前提。在复杂、互联的资本市场中，操纵者必须具备资金、信息、技术等市场优势，才能实施有效的价格控制。其次，市场优势本身是中性的，滥用才构成违法。市场优势是自由竞争的结果，但利用信息优势控制信息披露、利用技术优势频繁申报订单等滥用行为才构成操纵。最后，强调风险预防与监管前移。传统的事后惩治与微观行为监管不足，应建立事前风险预防机制，如差异化的合格投资者制度、投资者分类监管

---

[10] 参见樊健：《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，第 110-127 页。

[11] 参见耿佳宁：《操纵证券市场罪归属根基的重塑--以控制信息操纵的评价困境切入》，载《法学家》2022 年第 4 期，第 103-114 页。

[12] 参见田宏杰：《操纵证券市场罪：行为本质及其司法认定》，载《中国人民大学学报》2014 年第 4 期，第 85-93 页；刘宪权：《关于证券、期货市场技术交易行为刑法规制的思考》，载《法商研究》2024 年第 4 期，第 88-102 页。

制度、跨市场大额交易登记制度等。[13]

相较而言，耿佳宁教授从刑法教义出发，通过精细划分“义务违反”，为司法实践中操纵行为认定提供了更为清晰的归责路径，更侧重于司法认定中的归责逻辑与主体限缩，属于解释性、限权性理论；而杨松等从金融监管视角出发，将操纵本质归结为滥用市场优势，更侧重于监管制度的前瞻建构与风险防范，属于建构性、扩权性理论。

对于上述有关操纵行为违法性本质的文献梳理，可作出几点简要总结：其一，现有主流观点共同批判“意图中心论”，都反对将主观意图作为认定操纵的唯一或者主要标准。理解操纵行为的违法性，正经历由行为人的主观心理状态，向行为对市场效率、诚信所造成的客观损害转变；其二，现有观点共同主张“损害本位论”，均认为操纵行为违法性根基在于对市场造成的客观伤害。樊健教授的“市场效率减损说”[14]（价格失真、流动性降低）与 Gina-Gail S. Fletcher 提出的“市场伤害说”[15]（损害市场效率、损害市场诚信）在损害市场效率这一维度上趋于一致。其差异在于前者更聚焦于“效率”这一核心，并将“公平”问题（如优势滥用）内化于对效率损害的分析中，而 Fletcher 则明确将“损害市场诚信”（不公平、不公正财富转移）作为独立于效率损害的另一个重要维度；其三，就滥用市场优势说的兴起之势来看，其合理性不言而喻，操纵并非局限于个人欺诈或价格扭曲，更是对市场公平竞争机制与系统稳定性的侵害，操纵之违法性根植于对市场优势地位的滥用与对市场核心功能的破坏；其四，域外文献对操纵行为的探讨大多没有脱离欺诈性理论，而肯定滥用市场优势属性的观点大多是从刑法视角讨论，而从私法归责视角阐释滥用市场优势具体内涵的论述，未说明该违法性认识相较于欺诈性的合理性。相应的，操纵行为的法律界定也未达成一致。最后，基于违法性实质的操纵侵权责任基础研究仍为空白，现有研究并未结合侵权行为、主观过错、因果关系、损害结果之四项构成要件，对操纵侵权责任承担正当性进行论证。

（二）操纵证券市场行为认定的研究综述

在美国证券法的理论研究中，有学者指出对操纵行为的认定存在较大困难，主要缘于三点：一是无客观认定标准。所有尝试定义操纵的常见标准，例如干扰供需、引诱他人交易、制造人为价格等，均存在循环论证或过于宽泛的问题；二是依赖主观意图：有意义的认定方式是依据交易者的主观意图，即考察交易是否

---

[13] 参见杨松、石启龙：《市场操纵本质的新认知及监管制度创新》，载《江西社会科学》2019 年第 3 期，第 167-175 页。

[14] 参见樊健：《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，第 110-127 页。

[15] See Gina-Gail S.Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative:The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 DUCK LAW JOURNAL,497(2018)

旨在通过人为影响价格获利，而非基于真实信息；三是实际交易难以区分：在真实证券交易中，操纵意图与正常的投资意图在行为表现上无法清晰地区分，导致执法困难与错误风险高。[16]

有学者在分析公开市场操纵行为的违法性本质的同时，还创造性地引入“伤害”标准，为操纵提供了客观的、功能性的认定基础。首先是区分合法竞争与非法操纵。将分析重心从难以证明的主观意图，转向交易对市场功能的实际影响。有助于区分基于信息分析的激进交易，和旨在扭曲市场功能以谋取不公平利益的交易。其次是弥合形式合法性与实质违法性之间的鸿沟。承认表面上合法的交易工具和交易策略，也可能被滥用于损害市场。即违法性的实质不在于交易形式，而在于其被使用的方式和造成的后果。将市场流动性、波动异常性、短期市场控制等因素作为判断价格是否“人为”的重要指标。如此可以将责任认定链接反操纵法旨在防止的损害，使得法律执行更贴合其立法目的。[17]

郑佳宁教授以证监会处罚的 43 起行政处罚案例为样本，借助实证研究方法系统梳理并反思了操纵行为的法律认定标准，并针对具体操纵行为提出了认定标准的优化建议。一是洗售交易操纵，其认定核心在于界定“自己实际控制的账户”。作者建议从技术一致性（IP、终端）、资金关联（资产管理协议、划转记录）、交易相似性、人际关系这四个维度进行综合认定；二是虚假申报操纵。同一交易日同方向申报撤单大于等于三次的标准过于严苛，可能会误伤合法投资者。作者建议引入交易日因素，考察多个交易日内是否持续存在此类行为，并结合其对价格、交易量的实际影响来判断；三是尾市交易操纵。应根据收盘价形成机制（比如深交所集合竞价最后 3 分钟，上交所集合竞价最后 1 分钟）和 K 线周期，将尾市认定时段限缩至最后 5 分钟，以更精准地认定行为与价格异常变动的因果关系；四是抢帽子交易操纵。当前的责任主体范围过窄，难以规制具有网络影响力的“大 V”。可将责任主体扩展至“具有相当社会影响力”的人，包括证券专业人士与公众人物，以应对数字经济时代的信息操纵风险。此外，郑佳宁教授还对操纵行为后果的认定进行了研究，支持采用价格与交易量双重标准。操纵后果应同时考察交易价格与交易量的异常波动，并引入交易日因素进行持续性分析。因为单日波动可能误判正常交易为操纵行为，故应当考察多个交易日内连续、协同的异常影响。交易量认定应综合多项比例指标，比如账户组成交量占比、对倒比例等。价格认定应以涨跌幅为核心，辅以板块偏离度、行业指数偏离度等参考指标。[18]

---

[16] See Daniel R. Fischel, David J. Ross, *Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Market?* 105 HARVARD LAW REVIEW 503-552 (1991).

[17] See Gina-Gail S.Fletcher, *Legitimate Yet Manipulative:The Conundrum of Open-Market Manipulation*, 68 DUCK LAW JOURNAL 479,480-554 (2018).

[18] 参见郑佳宁：《操纵证券市场行为法律认定标准的实证研究与再审视》，载《政法论丛》2016 年第 5 期，

陈煜博士针对交易型操纵的主观认定问题展开研究，提出了以“人为价格”为核心，以“触发-目标”因果关系为分析框架的认定思路。交易型操纵利用资金、持仓等市场要素影响供需关系，但其行为与价格波动之间的联系在复杂市场“噪声”中难以界定。其中关键难点在于“人为价格”的验证困境，陈煜博士认为可以借鉴美国《商品交易法》与《多德-弗兰克法案》，确立人为价格的四要件：行为人实施特定行为、有意制造人为价格、客观上形成了人为价格、行为与人为价格之间存在因果关系。在此基础上，其提出监管与执法建议：一是完善非市场化行为监测体系。建立基于交易数据的事中与事后分析机制，识别异常报价、成交量与价格偏离模式；二是区分行为类型与违法程度。欺诈型操纵优先适用欺诈认定规定，而非欺诈型操纵则通过“触发-目标”框架分析，重点考察行为的非市场化特征；三是强化跨市场协同监管。在现货、期货、衍生品市场之间建立联动监控机制，防范利用市场传导效应实施的复合型操纵；四是推动立法明确“人为价格”标准，在后续《证券法》修订中引入“人为价格”概念，并明确认定方法与举证责任分配。[19]以上建议首次以“非市场化行为”为切入点，为证券期货市场操纵行为的精准识别和有效规制提供了重要理论支撑与方法参考。但是也存在一定局限，该分析模型依赖较强的数据监测与经济分析能力，实践中存在较大举证难。而且，该理论未涉及高频交易、算法操纵等新型复杂操纵形态的认定。

缪因知教授聚焦信息型操纵行为，系统分析了信息型操纵的行为主体、主观故意、责任划分等核心难题。所提出的“两分法”分类标准，将信息型操纵分为两大基本类型：（1）编造传播虚假信息型操纵。行为主体为具有市场公信力的特殊群体，如国家工作人员、媒体从业人员等。认定关键在于主体身份的特殊性，因为顺利误导其他投资者取决于行为人是否具有市场影响力。执法中避免主体泛化，普通散户编造的虚假信息通常不足以构成市场操纵，因为普通投资者缺乏操纵市场所需的信息影响力；（2）利用信息优势型操纵。可进一步分为三个亚类，一是上市公司发布信息--关联主体配合买入，二是上市公司发布信息--无关联主体配合买入，三是无上市公司信息发布--但关联主体利用未公开信息买入。

不正当信息发布行为认定要遵循科学方法。信息发布行为本身未必虚假，但需要具有不正当性，比如控制披露节奏、选择性披露、炒作热点等。该类操纵的口供、操纵计划书等直接证据难以获得，一般要借助间接证据证明，包括发布过程的草率性（决策匆忙、缺乏合理依据）、发布时点的反常性（与内部交易或重大事件高度同步）、发布内容的草率性（信息虽然真实但欠缺重大性，或明显具有炒作意图）。对于信息发布与外部事件配合关系的认定，需要证明信息发布与

第 101-108 页。

[19] 参见陈煜：《证券期货市场交易型操纵行为主观认定问题探讨--以非市场化交易手段为视角》，载《证券市场导报》2017 年第 8 期，第 72-78 页。

交易行为之间存在时间轴上的关联性、对应性，形成操纵合力。执法文书应详细说明配合机制，而非简单罗列事实。同时作者还指出，当前的执法文书大多堆砌客观数据，缺乏“信息--交易”配合机制的论证。[20]缪因知教授从行为认定角度深入剖析了信息型操纵的复杂性与执法认定难点，强调应以主体身份为切入、以主观故意为核心、以责任适配为原则，构建逻辑自洽、标准统一的认定体系。该研究不仅对于完善证券违法规制具有指导意义，也为上市公司治理、信息披露制度优化提供了重要参考。

汤欣教授等以行政处罚案例为样本，系统研究了操纵行为执法实践中的认定路径。操纵行为在论述中被区分为交易型操纵、信息型操纵、行为型操纵三类，并对常见操纵手段的认定进行了分析。对于连续交易操纵认定思路，“优势”认定通常包括资金优势、持股优势、信息优势，资金优势多以成交金额、成交量占比等量化指标认定，持股优势以持仓占流通股比例为指标，而信息优势欠缺明确标准。其中，集中资金或持股优势、利用信息优势本身不具有违法性，关键在于是否用于制造虚假市场信号。认定路径包括客观指标推定（如高价买入、低价卖出等异常交易模式）、主观意图判断（从行为目的推断操纵故意，如维持股价以配合定向增发）；对于约定交易、洗售交易的认定思路，二者均为虚假交易，并不转移所有权，易推定出制造虚假交易活跃的欺诈意图；对于虚假申报操纵的认定思路，关键在于证明行为人不以成交为目的，可通过典型特征判断之：撤单频繁度与驻留时间、堆单行为（如涨停后继续大量申报）、申报价格与数量的异常性；对于抢帽子交易操纵的认定思路，主体范围应扩大解释为具有公众影响力的主体，所利用的信息为主观评价或建议，并不必然要求真实性，关键在于其未披露利益冲突（比如隐瞒自有持股）；对于特定期间价格操纵的认定思路，该类操纵表现为操纵开盘价与收盘价，以影响衍生品结算、质押融资等为目的。认定难点在于行为人通常具有双重意图，即操纵市场和实现其他金融目标，这将导致违法所得计算复杂，比如盈亏相抵、关联收益难以量化。[21]该研究系统梳理了证监会行政处罚案例，解释了操纵行为认定的实践逻辑与演变趋势，强调应以操纵的欺诈本质为统领，推动认定标准向精细化、统一化发展。

汪青松教授与张汉成博士同样采取实证分析方法，大量研判证监会的生效行政处罚文书，提出了“整体要件分析+类型化指标”的操纵认定路径。该研究指出，现行《证券法》进一步细化了操纵类型，将“意图影响”价量纳入认定范围，体现了“结果主义”向“行为主义”的发展趋势。同时新增了虚假申报、蛊惑交易、抢帽子交易、跨市场操纵等手段。但问题也较为突出，仍缺乏内在逻辑统一，

---

[20] 参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019 年第 6 期，第 159-176 页。
[21] 参见汤欣、高海涛：《证券市场操纵行为认定研究--行政处罚案例的视角》，载《当代法学》2016 年第 4 期，第 103-117 页。

导致认定范围扩大与认定难度并存。对此，论述指出应当引入整体要件分析框架。首先应从“列举+兜底”转向“概括+列举+兜底”，在类型认定前增设抽象要件框架，统一界定操纵行为的主观故意、客观行为、可能结果。其中，主观故意是前提，可以采用异常交易推定，也可采用直接证据。客观行为是必要条件，欠缺行为将不成立操纵。损害结果只是作为处罚所考察的要素，并非成立要件。并且，论述认为应当重构操纵类型体系并明确认定指标。为有效应对操纵手段的快速发展，应动态调整类型目录，剔除滞后类型，比如约定交易操纵。暂缓纳入未成熟类型，比如跨市场操纵。同时应当整合重叠的操纵类型，将利用信息优势连续交易操纵并入蛊惑交易操纵，避免条文上的竞合。[22]该研究通过实证检视，揭示了新《证券法》下操纵行为认定的实践争议与制度缺陷，提出了兼具理论性与操作性的完善方案，回归了欺诈本质与主客观相统一的要件逻辑。但是仍未解决主观故意的证明难题、类型边界模糊、兜底条款滥用等认定困境。

孙宝玲博士针对现有操纵认定模式的局限，提出了二分之后再分类的理论框架，意在解决操纵行为与合法交易行为区分模糊的难题。这种分类体系以违法性根源与获利模式为基础：第一层分类为欺诈型操纵和交易型操纵，区分标准在于行为手段是否具有外在欺诈性，比如虚假交易、编造信息等。如此可以将外观明显异常的欺诈行为分离，简化认定流程，进而聚焦外观合法的交易型操纵。欺诈型操纵的认定以行为为导向，只要实施了欺诈手段，且主观为故意，即构成操纵，损害结果并非必要要件。第二层分类为交易型操纵的再分类，可进一步区分为公开交易型操纵和外部利益型操纵。公开交易型操纵是指通过预测并利用市场不对称价格反应，以“低买高卖”方式直接获利。其违法性在于制造人为价格扭曲市场供求关系，认定关键在于证明行为人有意利用特定市场条件制造不对称价格反应，市场条件包括资金、信息等市场优势地位、严重异常波动、市场流动性低。实践中可以综合市场结构、交易行为与价格波动模式，推断行为人利用并强化了市场脆弱性。外部利益型操纵是指通过操纵股价获取独立于交易价差的额外利益，比如薪酬激励、衍生品合约收益等。其违法性本质为合同欺诈，即通过操纵股价获取外部利益，造成不公正的财富转移。需要考察是否存在与股价挂钩的外部利益、行为人是否在关键时点进行影响股价的交易。[23]该研究突破了传统的以手段列举或单一要件为核心的认定逻辑，从行为与获利机制出发构建了层次分明的类型化体系。该体系将认定难题分解为对不同类型违法性根源与关键市场条件的证明，实现了从主观意图猜测向客观行为分析的范式转变，为构建更精准、更具解

---

[22] 参见汪青松、张汉成：《新<证券法>下市场操纵行为规制的实证检视与完善》，载《学术研究》2023 年第 2 期，第 73-79 页。

[23] 参见孙宝玲：《操纵市场类型化认定的理论审思与制度构造》，载《财经法学》2024 年第 2 期，第 116-130 页。

释力的操纵认定制度提供了理论基础。

郑彧教授针对我国《证券法》中的连续交易型市场操纵的认定标准展开了深入分析，并提出了以结果为前提的“结果主义”向以行为手段为核心的“行为主义”转型的理论主张。由于我国 2019 年《证券法》第 55 条第 1 款新增了“意图影响”的表述，[24]除原有的以损害结果为中心的认定标准之外，以行为手段为中心的认定标准应运而生。作者通过比较美国、欧盟、我国香港地区等成熟市场的监管实践，指出普遍采用以行为意图（intent）为核心的“行为主义”认定模式。比如美国《1934 年证券交易法》第 9 条强调“为制造虚假货误导性表象”而实施的行为即构成违法；[25]再如欧盟《市场滥用指令实施守则》明确将“意图从事操纵”纳入规制范围；[26]又如我国香港《证券及期货条例》多项条款以“意图具有或相当可能具有误导效果”作为认定标准。[27]这类模式的核心在于，只要行为人具有操纵市场的意图，并实施了法定禁止的行为，即构成违法，无需证明其行为实际影响了证券价量。“结果主义”向“行为主义”的转型，将认定重点从是否影响价量转向是否具有操纵意图，操纵意图可通过具体行为推定，减轻了举证负担。损害结果仅作为处罚轻重的依据，操纵后果不再作为定性的必要条件。[28]该研究在理论上进一步明确了操纵行为的违法本质为破坏市场公平机制，而非仅在于造成价量异常。系统批判了我国现行连续交易型操纵认定中的“结果主义”模式的局限，通过比较法研究肯定“行为主义”模式的监管灵活性与法律确定性，同时还具有降低证明难度、扩大识别范围等优势、增强监管力度等优势，为我国《证券法》后续修订和解释提供了理论支持与具体方案参考。

通过对现有研究的综合分析可以看出，操纵行为认定与监管的论文成果较多，对于本文研究命题具有一定参考价值。实证研究成为主流，多数研究基于证监会的行政处罚案例，通过量化编码、类型统计、行为特征归纳等方法，揭示了操纵行为的实践样态与执法逻辑。但同时也存在不足之处：

其一，理论整合不足，分类标准不统一。现有的操纵行为学理分类较为混乱，且未明确各类型的内涵与外延。不同学者按照不同标准提出不同的分类体系，但缺乏逻辑贯通、层级清晰、被广泛接受的框架，使得学术对话和执法参考存在一定混乱；其二，主观故意的认定仍缺乏可操纵的标准。尽管普遍认同主观故意是操纵构成要件，但如何证明、证明到何种程度、可否推定、举证责任如何分配等

---

[24] 参见《证券法》第 55 条第 1 款：禁止任何人以下列手段操纵证券市场，影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量。

[25] 参见《美国<1934 年证券交易法>及相关证券交易委员会规则与规章》，中国证券监督管理委员会组织编译，法律出版社 2015 年版，第 173 页。

[26] See Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council.

[27] 参见香港特别行政区《证券及期货条例》。

[28] 参见郑彧：《从“结果主义”转向“行为主义”--论连续交易型市场操纵的认定》，载《证券法苑》2019 年第 1 期，第 232-250 页。

问题，仍未形成共识性方案；其三，操纵行为与合法交易的边界问题未根本解决。虽然多数研究均指出市值管理、信息披露等行为与操纵易混淆，但未提出有效的区分标准和判断流程，监管执法仍然依赖“结果倒推”、“动机推定”；其四，对新型复杂操纵形态覆盖不足。现有研究对高频交易、算法操纵、跨境跨市场操纵等新型隐蔽形态的分析不够充分，缺乏前瞻性规制思路；其五，行民衔接及民事责任认定研究薄弱。多数研究聚焦监管认定与行政处罚，对行政处罚与民事司法之间的标准衔接研究存在不足，对民事赔偿中的侵权行为认定与因果关系证明等问题探讨不足；其六，目前的操纵行为认定标准并不是依托学理分类确定的，交易型操纵与信息型操纵的证券价量影响机制存在显著差异，基于各自特征选用适宜的行为认定标准才更具科学性，然而现有研究未能对此作出回应。概言之，现有操纵行为分类、认定方法及相关结论呈现碎片化特征，无论是对行政监管优化还是民事责任落实，均缺乏统一指导性与普遍适用性。

（三）操纵行为侵权因果关系与赔偿数额确定的研究综述

国内针对证券虚假陈述侵权因果关系的研究比较丰富，此处不赘。专门围绕操纵侵权因果关系的研究在近几年开始兴起，代表性成果的关注点主要集中在交易因果关系推定和损害赔偿额计算。

美国学者在证券法理论研究中指出，若要证明交易行为与价格变动之间存在“操纵性”因果关系几乎不可能，因为存在三点困境。其一，价格影响机制极为复杂。交易对价格的影响并非简单和线性的，其中涉及替代假说、信息假说、流动性假说与价格压力假说，难以实现归因；其二，难以证明“人为价格”。“人为价格”缺乏客观明确的标准，证券价格异常可能源于真实供需变化、信息不对称或流动性需求改变，而并不一定归因于操纵；其三，自我抑制性质。即使存在操纵意图，由于买卖价差、信息揭示、资本需求等市场机制的存在，操纵策略往往难以盈利甚至自损，降低了其实际危害性与因果关系的显著性。[29]

彭冰教授以上海金融法院 2022 年审理的“朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案”[30]为切入点，分析了操纵民事赔偿责任中的因果关系认定难题，重点探讨了交易因果关系与损失因果关系。作者指出，与虚假陈述民事责任制度相比，操纵民事赔偿在实践中难以实现，核心障碍在于因果关系的证明困难。对于交易因果关系的认定，应当区分一级发行市场与二级交易市场，不应简单套用欺诈市场理论。操纵行为实质是直接影响证券价格，无需通过“市场有效性”和“信息重大性”间接推定因果关系。只要证明操纵行为对股价产生了影响，即可推定在该期间内交易的投资者之决策受到操纵影响，除非被告能举证投资者明知操纵行为存在仍

---

[29] See Daniel R. Fischel, David J. Ross, *Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Market?* 105 HARVARD LAW REVIEW 503-552 (1991).

[30] 参见上海金融法院（2021）沪 74 民初 146 号民事判决书。

自愿参与。就定向增发参与人等一级发行市场投资者而言，应自行证明其投资决策受到操纵行为影响。在朱雀投资案中，法院结合二级市场价格、操纵期间与定增谈判重叠等事实，认可了交易因果关系。就二级市场投资者而言，在竞价或做市交易中，投资者被动接受市场价格，如果能证明操纵行为影响了股价，则可推定交易因果关系成立。当然，如果被告能够证明投资者明知操纵仍投机交易，则可推翻交易因果关系推定。[31]该案判决及分析为操纵民事责任的因果关系判断提供了重要参考，未来立法与司法应进一步细化操纵民事责任的因果关系认定规则，兼顾投资者保护与防止滥诉。

樊健教授在探讨操纵交易因果关系推定问题中，核心论点为欺诈市场理论可以适用于操纵证券市场民事案件。其认为操纵行为与虚假陈述中的投资者信赖“价格反映信息”类似，并列举“鲜某案”、“阙某彬案”法院判决，指出法院已经运用欺诈市场理论推定操纵与投资者交易之间的因果关系。而且，美国和中国台湾地区的经验表明，在操纵民事案件中适用欺诈市场理论具有司法共识。对于学界质疑欺诈市场理论的意见，作者逐一反驳。首先，欺诈市场理论本身不存在问题，该理论符合普遍经验法则与市场常识，且已有成熟的判断标准，如换手率、分析师覆盖、价格对信息的反应等。其次，操纵行为扭曲价格，投资者信赖的是市场价格机制本身，此为正当信赖。再次，我国 A 股市场在股权分置改革后，A 股市场已基本达到半强式有效水平，具备欺诈市场理论的适用条件。即便是在有效市场，中小市值股票仍可能被操纵，欺诈市场理论核心是“价格被扭曲”，而非市场绝对效率。当然，作者也强调欺诈市场理论并非普遍适用，其适用对象和场景均有明确限制。一是投资者类型限制，基金公司等专业机构投资者的投资决策大多基于专业的、独立的研究，而非被动接受市场价格，故需要自行证明信赖关系。而且，操纵行为人关联方如亲属、配资账户提供者，发行人内部人员如控股股东、董事等，均为明知操纵内情存在的主体，此类非善意投资者，不可适用该理论。二是市场类型限制，新三板市场和债券市场不具备适用条件，主要是因为市场流动性差、交易效率低。[32]樊健教授的研究意在减轻中小投资者举证负担，提升索赔可行性。也有助于为司法实践提供明确的理论依据和适用边界，减少裁判分歧。同时，因果关系推定便于构建共同事实基础，促进示范诉讼、代表人诉讼的开展。

刘东辉教授基于行为金融学与间接信赖法理重构了操纵案件中因果关系推定的适用规则，核心观点为欺诈市场理论无法适用于操纵民事案件的因果关系认

---

[31] 参见彭冰：《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》，载《中国法律评论》2023 年第 4 期，第 19-30 页。

[32] 参见樊健：《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》，载《证券法苑》2024 年第 40 卷，第 126-150 页。

定。其适用困境有两点：一是理论前提不适配。欺诈市场理论依赖市场价格迅速反映所有公开信息，而操纵行为（尤其是交易型操纵）通过制造虚假交易信号影响非理性投资者，并不依赖信息效率。有效市场假说下，操纵行为难以持续影响股价，理性套利会迅速纠正价格偏离；二是操纵行为特性与虚假陈述存在本质差异。操纵行为与虚假陈述在股价影响机理上不同，有效市场假说假定理性投资者已完全套利，而操纵行为通常不包含影响公司基本价值的信息，难以误导理性投资者。就具体类型而言，交易型操纵中的连续买卖、虚假申报，其信号不含公司价值信息，理性投资者无法受到误导。而信息型操纵中的蛊惑交易、抢帽子交易，多数信息真伪不明，理性投资者一般也难以受到误导。仅有少数涉及上市公司不当披露行为的操纵可能近似虚假陈述，可例外适用欺诈市场理论。[33]

基于此，刘东辉教授认为操纵案件仍可依托间接信赖原则推定因果关系，其法理源于行为金融学对市场的描述：其一，投资者信赖市场价格的正当性。对于非理性投资者，虽然存在认知偏差，但其交易仍以信赖市场价格为前提，且操纵者故意利用此偏差，法律应推定其信赖。其二，操纵行为能够影响股价的现实基础。非理性投资者的系统性偏差，如过度自信、代表性偏差、羊群效应。套利机制作用有限，实践中套利存在成本、风险、期限约束，难以迅速纠正价格偏离，尤其是在散户主导的弱式有效市场。并且，适用因果关系推定的前提是投资者举证价格影响。因为特定操纵行为是否影响股价存在个案差异，无法类同虚假陈述作为“经验法则”直接推定。原告提供的初步证据应达到优势证据标准，如价格走势偏离指数、偏离基本面、操纵期间与股价波动同步等。作者强调专业投资者原则上不适用因果关系推定，因为机构投资者具备专业能力，理应承担更高的注意义务，如果允许机构投资者轻易获赔，可能助长其搭便车投机的心理，削弱市场理性力量。[34]该研究立足于行为金融学，将价格影响证明作为推定前提，体现出“半推定”的特点，兼顾了投资者保护、市场效率与司法秩序。

冯果教授同样聚焦信息型操纵这一特定操纵类型的民事责任认定，提出应以信赖利益为核心构建交易因果关系认定规则。信息型操纵与虚假陈述同属信息欺诈，但在信息传递机制、市场作用路径、投资者信赖基础等方面存在显著差异。信息型操纵中的“信赖利益”具有隐蔽性与或然性。对前者而言，信息型操纵常通过自媒体、互联网等非法定渠道传播信息，投资者难以辨识信息来源和真伪。投资者信赖的是信息本身，而非市场价格的有效性，这与虚假陈述中投资者所信赖的“价格反映信息”不同。对后者而言，操纵信息内容真伪混杂，传播时点灵

---

[33] 参见 [美] 理查德·塞勒、卡斯·桑斯坦：《助推：如果做出有关健康、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。

[34] 参见刘东辉：《操纵市场民事索赔中因果关系推定的法理与适用》，载《财经法学》2023 年第 5 期，第 67-83 页。

活，不一定与价格影响同步。信赖是否产生、是否诱导交易决策存在较大不确定性，不能仅凭信息发布行为直接推定。作者提出，判断信息型操纵因果关系是否成立，需要考察两个要件：其一，投资者的信赖是否具有合理性。合理性的判断应分别结合不同类型投资者自身认知能力，而非统一采用理性人标准。普通投资者（噪声交易者）的分析能力较弱，容易受到误导，信赖成立条件较低；而专业投资者（信息交易者）具备独立分析能力，除非能证明其决策受操纵信息影响，否则不宜推定信赖。其二，是否基于该信赖作出投资决策。这与信息的可信外观直接相关，即信息传播的可控度，信息是否易于被操纵者控制并广泛传播；[35]内容确定性，信息是否明确、可验证，是否具有引导性；主体影响力，信息发布者是否具有权威性和公信力。

基于信息型操纵中“信赖利益”的特殊性和因果关系认定双要件，冯果教授进一步探讨了因果关系认定的具体方案：“有限推定”原则。区别于虚假陈述的完全推定，信息型操纵采取有限推定，大致可分为三个步骤。第一步，证明价格受到影响。原告应提供初步证据，证明操纵行为对证券价格产生了异常扭曲。普通投资者应证明其买入股票时价格已受到影响，专业投资者应证明操纵者反向交易时价格受到影响；第二步，识别信赖的时间区间。仅当信息已发布并可能影响投资者决策时，才进入“信赖区间”。要综合识别信息发布日、反向交易完成日、影响消除日、信息揭露日等多个时间节点，以精确界定可索赔的交易范围；第三步，设置安全港规则（豁免情形）。对于浑水式做空行为，如果做空机构基于公开信息发布客观调研报告，并披露自身持仓与交易计划，旨在促进价格发现，故不属于操纵行为。对于预测性信息发布行为，如果附有适当风险警示，并及时履行更正或更新义务，同样可以豁免民事责任。[36]冯果教授的该研究兼具理论价值和实践意义，所提出的“有限推定”既能减轻投资者举证负担，又可以防止因果关系链条无限延伸。而且，区分普通投资者与专业投资者的信赖合理性，体现了权责一致的基本要求。

陈煜博士通过典型案例分析，总结出非市场化交易行为的突出特征：以较小市场份额影响短期供需、承担“高买低卖”的异常成本（具有明显的非经济理性）、利用跨市场传导效应获利、短期内形成价格杠杆效应。对此，其提出了“触发-目标”分析模型：一是“触发行为”（Trigger），指通过异常报价、虚假申报、尾盘操纵等非市场化交易人为制造价格异动。应借助经济分析将交易区分为市场优势行为与非市场化行为，从边际成本、购买预期、市场份额集中度、流动性变

---

[35] 参见朱庆：《证券高可控度信息的相关法律问题--以股份回购为视角》，载《法学》2015 年第 1 期，第 35-43 页。

[36] 参见冯果：《信息型操纵交易因果关系的认定--以“信赖利益”为判断核心》，载《法律适用》2024 年第 10 期，第 71-86 页。

化等维度综合判断；二是“目标行为”（Target），指行为人利用价格异动为其持仓或头寸谋取价值变动，目标行为强调“触发”与“目标”之间的因果关系，而非以实际获利为必要条件；三是“认定路径”，首先证明非市场化行为触发了人为价格，进而证明该行为与行为人持仓价值变动之间存在因果联系，以推定主观操纵故意。[37]

范正阳博士在其论文中主张，传统上按照行为手段对操纵进行分类对于民事赔偿而言缺乏实质意义，应基于因果关系不同处理方式进行分类，并据此提出差异化的因果关系证明模式。（1）在交易型操纵中，按因果关系成立时点的不同，将其区分为交易价格操纵和交易量操纵。对于交易价格操纵（如连续买卖操纵、洗售操纵），交易因果关系与损失因果关系在投资者购买瞬间重合，即操纵行为制造的人为价格诱使投资者买入，投资者以虚高价格买入时，损失即刻发生。对于该种因果关系，应采用“事前”证明模式。原告仅需证明存在人为价格，即可推定因果关系存在，无需区分交易与损失因果关系。损失计算以买入价格与未受操纵时的“公允价格”之差为准。对于交易量操纵（以虚假申报为典型），交易因果关系与损失因果关系分阶段成立。投资者被虚假交易量误导后交易，此时仅交易因果关系成立，但人为价格并非立即形成，而是随着后续众多受误导投资者跟风交易推高价格，此时损失才发生，即损失因果关系成立。由于价格影响并非由操纵行为直接、及时造成，故证明模式应回归双重因果关系证明模式，不能直接推定。（2）在信息型操纵中，作者认为信息型操纵与虚假陈述均涉及信息披露的内容与时点，客观行为高度相似。而且两类违法行为均要求信息具有重大性，均可基于欺诈市场理论解释信息的影响力，法律要件相近。故信息型操纵可参照适用虚假陈述的因果关系推定模式。同时，作者强调应严格区分信息型操纵与利用信息优势的交易型操纵，后者本质上仍属于交易型操纵范畴。[38]该研究着眼于因果关系处理的类型化，更贴合民事赔偿诉讼案件的司法需求，为法院审理操纵民事案件提供了新的视角和分析框架。

关于操纵侵权责任主体的认定。对于信息型操纵的责任主体确定，上市公司作为信息发布主体，应承担首要责任。外部配合者如交易者的责任应轻于上市公司，例如单纯提供市值管理方案者的责任较轻。然而执法实践中责任分配存在不足，目前行政处罚多重外部人、轻上市公司，甚至豁免上市公司责任。对此，缪因知教授提出，上市公司应就其信息披露失范承担不可推卸的责任，而实际控制人责任应与其实际操纵过错程度相匹配，外部人的责任应低于信息发布主体。[39]

---

[37] 参见陈煜：《证券期货市场交易型操纵行为主观认定问题探讨--以非市场化交易手段为视角》，载《证券市场导报》2017 年第 8 期，第 72-78 页。

[38] 参见范正阳：《我国操纵证券市场民事赔偿诉讼中因果关系问题的类型化分析》，载《东北大学学报（社会科学版）》2025 第 3 期，第 106-114 页。

[39] 参见缪因知：《信息型操纵市场行为执法标准研究》，载《清华法学》2019 年第 6 期，第 159-176 页。

缪因知教授围绕操纵证券市场民事责任的制度构建和司法适用展开深入讨论，尤其对操纵损失范围的确定提出了审慎建议。由于操纵行为与投资者损失之间的因果关系具有高度复杂性和不确定性，故不能简单套用虚假陈述民事责任的损失计算模式。操纵手段形式多样，对不同投资者的影响路径各异，必须按照投资者买卖时点、操纵作用力方向、操纵模式等进行区分，比如减持型受损与增持型受损、拉抬股价与打压股价等。对于损失计算规则，作者坚持灵活多元观点，反对采用“统一基准日”简单推定损失，并建议依据不同情形采用实际差价损失与固定期间损失推定相结合的方式。最后，缪因知教授主张操纵市场民事责任应设置赔偿上限，以避免过度赔偿与滥诉。上限的基准应以违法所得额、投资者实际损失额或按照基准日计算的推定损失额中较低者为限，如此更加契合民事责任“填补损害”的本质，而非惩罚性赔偿。总额上限与个别赔偿的分离确定，总额上限宜以违法所得为限从宽确定，确保责任具有可预期性。个别赔偿数额宜从严确定，需要综合考虑行为情节、过错程度、因果关系贡献度、市场因素等。如果赔偿总额接近或达到上限，后续诉讼可能面临赔偿金重新分配的问题。[40]该研究核心观点在于操纵民事责任制度应缓进发展、稳步探索，在立法、司法、配套机制各方面均不宜推行简化推定规则。为相关制度建构提供了较为审慎、保守的理论框架，强调在保护投资者与维护市场活力之间寻求平衡。

彭冰教授在对“朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案”的分析中提出，操纵侵权损失的计算应采用“净损差额法”，即投资者实际支付价格与未受操纵影响的真实股价之间的差额。该方法符合“事前观点”，避免虚假陈述赔偿中“事后观点”可能引发的信息操纵或市场过度反应问题。该方法的认定难题是真实股价的确定，在操纵期间较短的情形中，可参照操纵行为发生前的市场价格。在以及市场或流动性较差的新三板市场，需要借助专业机构评估。即使交易因果关系可推定，但原告仍应承担损失因果关系的举证责任，以平衡诉讼双方的证明责任。此外，彭冰教授还探讨了基于外部利益的交易型操纵，该类型操纵属于特殊操纵类型，操纵者旨在通过影响股价，在外部关联交易或定增、并购、质押融资安排中获利，而非从操纵交易本身获利。外部利益型操纵的违法所得不应仅计算操纵交易本身的盈亏，还应纳入外部利益。外部利益型民事赔偿可能涉及两类投资受害者，一级市场投资者可向操纵者索赔，也可向获得外部利益的公司主张不当得利返还，二级市场投资者可向操纵者索赔，损失计算基准为未受操纵影响的二级市场真实价格。[41]

---

[40] 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，第 126-137 页。

[41] 参见彭冰：《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》，载《中国法律评论》2023 年第 4 期，第 19-30 页。

上述成果为本文提供了重要研究基础，也表明因果关系认定是操纵民事赔偿的难点。但以下几点仍有待商榷。其一，理论基础存在争议。欺诈市场理论的适用性尚无共识，支持与反对双方均未提出足以统一司法裁判的替代性理论依据。将欺诈市场理论用以推定交易因果关系的支持者忽视了欺诈与操纵的差别，而反对者未能充分论证交易因果关系推定的依据。尽管部分研究引入了行为金融学，但缺乏系统化的法律转化框架，所提出的“间接信赖”等概念在司法中操作性不强，欠缺足够的说服力；其二，因果关系证明标准与举证责任分配仍不明确。原告举证门槛高低不一，有的观点主张完全推定，有的观点要求先予证明“价格影响”，标准缺乏统一性；其三，投资者差异化对待也缺乏明确标准。专业投资者界定模糊，目前仅以“机构投资者”划分过于粗糙，未考虑其投资策略、分析能力、决策流程的差异。且对于做空者、套利者等特殊投资者的责任认定几乎空白；其四，各类操纵行为的时间节点（如操纵实施日、揭露日、影响消除日）认定方法不统一，不利于确定索赔范围和时效计算。而且，操纵违法所得或投资者损失额的计算尚无统一标准，实践中存在“实际买卖价差”与“基准日市价”等多种方式；其五，对责任范围进行限制的建议较为单一，缺乏针对性和体系性。比如损益相抵、过失相抵、信息型操纵与虚假陈述行为竞合的赔偿计算等，均须全面考量；其六，跨学科研究深度不足。虽引入金融学、行为经济学概念，但法律与金融实证的结合较浅，许多模型在司法中存在适用困境。

（四）操纵证券市场多数人侵权责任分配方式的研究综述

国内外目前尚无操纵证券市场多数人侵权责任的研究，本文尝试结合侵权法基本原理，从多数人操纵侵权责任的法理基础和责任形态两个方面展开研究。在多数人操纵侵权责任基础方面，涉及共同侵权行为理论的文献梳理，其中的理论争议体现在共同侵权行为的内涵阐释中。王利明教授认为，构成共同侵权行为的核心在于共同过错，共同侵权是指数人基于共同过错而侵害他人权益的行为。[42]杨立新教授认为，共同侵权行为成立的基础在于主观或客观的关联共同关系。该观点将共同侵权行为划分为主观的关联共同和客观的关联共同，前者要求行为人之间具有主观意思联络，后者要求加害行为之间具有客观关联性。[43]张新宝教授认为，共同侵权是指二人或二人以上对同一损害结果共同承担赔偿责任的行为，其成立基础是同一损害的存在。[44]此外，我国司法实务界的观点也值得考究，即共同侵权存有广义和狭义之分，广义的共同侵权包括四大类：主观的共同侵权（基于共同故意、共同过失实施的侵权行为）、拟制的共同侵权（教唆、帮助侵权）、准共同侵权行为（共同危险行为）、客观的共同侵权（分别侵权并导致同一损害）。

---

[42] 参见王利明：《侵权行为法研究（上卷）》，中国人民大学出版社 2004 年版，第 685 页。
[43] 参见杨立新：《侵权责任法》（第 3 版），法律出版社 2018 年版，第 121-123 页。
[44] 参见张新宝：《侵权责任法立法研究》，中国人民大学出版社 2009 年版，第 232 页。

[45]可见，关于共同侵权行为的内涵，尤其是《民法典》第 1168 条“共同实施”的解释，至今仍未达成统一。[46]

在多数人操纵侵权责任分配方式中，由于没有可供直接参考的文献资料，本文将依托侵权法基本理论，分别探讨数人操纵连带责任与按份责任的内涵、法律效果、法律依据。同时，参照证券虚假陈述民事责任形态的现有研究，分析连带赔偿责任、按份赔偿责任、比例连带责任等的适用空间及局限性。

邢会强教授针对虚假陈述案件中介机构的责任分配问题进行了系统性批判与重构。其认为我国《证券法》在“看门人理论”影响下，对中介机构的民事赔偿责任分配存在三大突出问题，一是未严格区分故意与过失，导致了“深口袋”现象，使得过错轻微的中介机构责任畸重，违背“过罚相当”原则；二是过度强调对投资者的单向保护，对资本市场供给方和中介方产生寒蝉效应，破坏资本市场生态平衡；三是严苛的连带责任将投资风险从投资者向中介机构不当转移，将助长投资者的非理性行为，诱发道德风险、抑制市场理性。为克服上述问题，作者提出了替代性的“追首恶”理论，内含一套全新的责任分配逻辑。首先是中介机构的定位问题，中介机构本质上属于发行人的专业顾问，主要功能是为发行人提供专业的资本市场服务，其责任应与其核心职能相匹配。作者基于该定位，提出了具体而系统的制度重构建议：限缩连带责任的适用。主张在解释和适用法律时，回归《民法典》关于共同侵权的原理，连带责任仅限于故意违法的情形；建立区分化的责任限额。借鉴国际经验，依据市场类型和责任主体设置差异化的赔偿上限。区分公开发行市场与公开交易市场的赔偿上限，前者以发行人募集资金总额为上限。对于存在过失的董事、高管及中介机构，责任上限应与其从业务中获取的收入或薪酬的一定倍数相联系。该研究的核心观点在于，以“看门人理论”为基石构建的严苛连带责任制度存在根本缺陷，应转向以“追首恶”理论为指导的责任配置新范式，实现风险与责任的科学公正分配。[47]邢会强教授的该研究提出的“区分故意与过失”、“按原因力确定份额”、“设置责任限额”等主张，为证券法修订与司法解释提供了重要的理论参考，也为操纵证券市场行为的民事责任认定提供了镜鉴。

陈洁教授聚焦虚假陈述民事赔偿责任的审验机构连带责任，从“法教义学”视角对现有法律规范进行体系化梳理和逻辑解构。其核心观点在于，现行《证券法》笼统的连带责任规定存在法理冲突与实践困境，应基于审验机构在虚假陈述

---

[45] 参见王胜明：《<中华人民共和国侵权责任法>解读》，中国法制出版社 2010 年版，第 37 页；陈现杰：《<中华人民共和国侵权责任法>条文精义与案例解析》，中国法制出版社 2010 年版，第 26 页；最高人民法院侵权责任法研究小组：《<中华人民共和国侵权责任法>条文理解与适用》，人民法院出版社 2010 年版，第 58 页。

[46] 参见《民法典》第 1168 条：二人以上共同实施侵权行为，造成他人损害的，应当承担连带责任。

[47] 参见邢会强：《证券中介机构法律责任配置》，载《中国社会科学》2022 年第 5 期，第 83-102 页。

中的行为样态，区分不真正连带责任与真正连带责任，并依据过错与原因力的综合考量，实现公平的责任分配。作者认为《证券法》第 163 条规定的审验机构与委托人的连带责任，并非传统意义上的共同侵权连带责任，而是一种法定的不真正连带责任。[48]不真正连带责任具有三个基本特征：一是责任的法定性，责任直接源于法律规定，而非民事主体之间的约定；二是最终责任人的法定性，发行人是信息披露的最终责任人，审验机构的责任具有附属性；三是追偿的单向性，审验机构向投资者赔偿后，有权向最终责任人全额追偿。通过类型化分析指出，《证券法》主要规制的是审验机构的过失与发行人故意造假相结合的客观关联共同侵权。在此形态中，双方无共同故意，但因行为结合造成同一损害。为修正笼统的连带责任所存在的弊端，作者构建了一个基于过错状态与原因力的双层精细化责任分配框架。第一层是按过错状态区分责任类型，如果行为人具有故意和重大过失，审验机构与发行人构成主观关联共同侵权，应承担真正连带责任；如果行为人具有一般或轻微过失，那么将构成客观关联共同侵权，承担不真正连带责任，但责任范围应受到限制。第二层是在过失范围内确定责任份额，在对外关系（对投资者）中，存在过失的审验机构仍与发行人承担连带责任，但该连带责任应限于“就其负有责任的部分”，即按过错和原因力划定的份额；在对内关系（责任人之间）中，根据各主体的过错大小和原因力强度确定最终分担比例。原因力需综合考量机构职责、专业领域、行为与损害的“远近”关系等。对于原因力的衡量，作者也提供了较为科学的思路。例如在信息披露链条中，发行人的造假行为是损害的根本原因（原因力强），而审验机构的过失是次要或辅助原因（原因力弱）。不同审验机构的原因力也不同，例如，在财务造假中，会计师事务所的原因力通常大于律师事务所。[49]

邹学庚博士围绕证券虚假陈述中比例连带责任的认定模式与体系构建展开，系统探讨了在过失虚假陈述情形下，如何合理分配民事责任，以平衡投资者保护与中介机构责任。作者从三个方面论证比例连带责任的正当性。一是符合比例原则。比例原则要求手段与目的相适应。对仅有轻微过失的中介机构苛以全额连带责任，可能过度限制市场活力，不符合“过责相当”。比例连带责任能更好地平衡投资者保护与中介机构责任，体现实质公平。二是契合激励相容原理。过度责任可能导致“寒蝉效应”，抑制中介机构正常履职，甚至诱发合谋造假。比例责任可引导行为人采取社会最优行动，避免责任畸轻畸重。三是与美国“比例责任”

---

[48] 参见《证券法》第 163 条：证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

[49] 参见陈洁：《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》，载《中国法学》2021 年第 6 期，第 201-221 页。

的内涵一致。美国《1934 年证券交易法》第 21D 条规定的“比例责任”实质是比例连带责任，其内外关系仍保留连带责任特征，非纯粹按份责任。[50]作者进一步提出了比例连带责任的认定方法，首先是区分不同虚假陈述事项，分别认定责任比例，若某行为仅与部分虚假陈述相关，则仅对该部分损失负责，避免责任泛化。其次是认定标准，一般通过主观过错衡量行为人的过失程度，通过客观因果关系评估行为对损害的作用力大小，二者结合实现主客观统一的责任比例认定。最后采用相对计算法，以所有责任人的总责任为分母，计算每个人的责任比例。责任比例总和应为 100%，避免原告超额受偿，内部责任比例与外部责任比例一致。[51]该研究借助比例连带责任，填补了数人侵权体系中“部分行为足以造成全部损害，部分行为不足以造成全部损害”的法律漏洞。

缪因知教授也围绕证券虚假陈述中的比例连带责任，系统探讨了其作为“叠加的分别侵权责任”的本质、责任结构的解释、追偿规则的设计以及责任增乘机制。比例连带责任的基本属性为叠加的分别侵权责任，其基本特征包括体现为，至少一名责任人责任比例低于 100%，所有责任人责任比例之和大于 100%，形成责任叠加。其本质是分别侵权责任的部分叠加，介于《民法典》第 1171 条（连带责任）与第 1172 条（按份责任）之间，属于“半叠加的分别侵权行为”。[52]此种责任结构更符合证券虚假陈述中多主体、多层级、过错与原因力各异的实际情况，避免了对非主要责任人的过度苛责。比例连带责任的责任结构主要是底端连带型结构，即责任比例越高，连带责任范围越广。每一责任人与责任比例低于自己者形成连带关系，形成“阶梯式”责任保障。清偿顺序应为“自上而下”，即先清偿各责任人独立责任部分，再清偿连带部分。此举确保债权人利益最大化，避免因某一责任人无力清偿而导致整体清偿不足。为保障债权人利益，还可以适用未足额清偿时的补充责任机制，对有余力但已履行自身比例的责任人适度增加责任。常用的为直接比例增乘法，即法院酌定增加责任比例（如不超过原比例的 2 倍），保留裁量空间，避免机械分配。该方法更符合比例责任的初衷，便于通过设定上限（如不超过原比例 50%）平衡各方利益。[53]该研究所确立的比例连带责任制度，通过叠加结构、顺位追偿、比例计算与适度增乘，构建了一个兼具债权人保护与债务人公平的责任分配框架。其核心在于区分责任层次、明确清偿顺序（自上而下）、设置合理追偿规则，并在保障债权的同时避免“深口袋效应”。这一体系不仅适用于证券虚假陈述，也为操纵证券市场行为侵权领域的责任分配

---

[50] 参见《美国<1934 年证券交易法>及相关证券交易委员会规则与规章》，中国证券监督管理委员会组织编译，法律出版社 2015 年版，第 673 页。

[51] 参见邹学庚：《虚假陈述比例连带责任的认定模式与体系展开》，载《法学研究》2023 年第 4 期，第 131-151 页。

[52] 参见《民法典》第 1171、第 1172 条。

[53] 参见缪因知：《比例连带责任的叠加责任属性与追偿规则设置》，载《政治与法律》2024 年第 4 期，第 162-176 页。

提供了理论参考。

以上研究集中探讨了比例连带责任，作为一种精细化、层次化的责任分配工具，比例连带责任在虚假陈述领域已陆续形成了初步的理论体系与裁判逻辑。其核心价值在于平衡投资者保护与责任人公平，实现“过责相当”。在操纵证券市场案件中，虽可参照适用，但应基于该行为的故意性强、因果复杂、政策严控等特点，进行适应性改造，确保制度不被滥用，同时维护市场诚信与秩序。未来可通过典型案例逐步探索，形成符合中国证券市场实际的裁判规则。