

信息型操纵交易因果关系的认定

——以“信赖利益”为判断核心

冯 果^{*}

摘 要：技术发展改变了信息的传递方式，信息型操纵作为一种以信息为手段的证券市场操纵行为，发生概率显著增加，而信息型操纵的交易因果关系认定路径的缺失已成为阻碍救济实现的关键一环。目前裁判实践中简单参照适用虚假陈述的信赖推定规则的做法，忽略了信息型操纵的特殊性。信息型操纵情景中的信赖利益由操纵者的交互行为与投资者的从众行为共同塑造形成，具有隐蔽性与或然性，原告投资者须经历信赖利益存在的举证步骤，不宜径直推定。信赖的合理性取决于投资者的分析能力，是否会根据信赖作出决策则与信息可信外观有关。基于此，在交易因果关系认定规则的设计中，应当以信赖为抓手，采取“有限推定”原则，着重从价格影响证明、时间节点识别、例外情形豁免等三方面进行综合分析和判定。

关键词：信息型操纵 证券欺诈 交易因果关系 民事责任 信赖利益

一、问题的缘起

与依靠资金坐庄来影响证券价量的交易型操纵（trade - based manipulation）不同，信息型操纵（information - based manipula-

tion）发生的场景十分广泛，是一个古老又新鲜的话题。一方面，证券市场本质上属于由信息驱动的公开市场，通过控制信息改变供求关系进而谋利乃最基础的操纵形态，被公认为世界上首个证券操纵判例的 *Rex v. De Berenger* 一案即采取了信息型操纵的

^{*} 冯果，武汉大学法学院教授，法学博士。

本文系国家社会科学基金重大项目“我国资本市场制度型开放的法律体系构建研究”（项目编号：22&ZD204）的阶段性成果。武汉大学法学院博士研究生郑乾为本文的完成做了不少基础性工作，在此特予以致谢。

手段。^[1] 另一方面,互联网技术兴起后,信息传播突破了时间与空间的限制,作为信息受众的投资者极易受到直接影响,信息型操纵的实施变得更为便捷和隐秘,具体方式愈加多元化,相关案件数量激增。目前,在《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》(法释〔2019〕9号,以下简称《操纵刑事司法解释》)等规则的约束下,操纵市场在众多的行政处罚与刑事判决中得到有效规制和震慑。然而,有关操纵市场行为的民事侵权责任,仅仅在《证券法》第55条第2款中原则性地一笔略过,裁判规则的缺失导致实践中以“操纵证券市场责任纠纷”为案由的民事诉讼较为鲜见,遑论“信息型操纵”这一子项,以至于投资者面临索赔无门的窘境,使得立体化追责体系缺失了重要一维。

裁判者欲认定信息型操纵侵权损害的成立,势必需从构成要件展开论证。民、行、刑三类责任之间呈现一种平行关系而非“前置—后置”关系。^[2] 单从主观意图与客观行为的分析来看,三者并无区别,且行政责任、刑事责任能够为民事责任提供充分的经验支持。在2019年证券法修订时增加了“意图影响”的情景之后,操纵市场

行为已从一种结果犯转向了具体的危险犯,加之过分强调操纵行为与危害结果间的因果关系会令执法机关付出巨额的无谓成本。因此,学界出现了摒弃行政责任与刑事责任因果关系要件证明的学术倾向。^[3] 但与行政责任和刑事责任不同,在民事责任中,因果关系揭示了操纵行为如何影响投资者决策,甚至导致最终损失发生的过程,该要件恰恰成为投资者能否胜诉获赔的关键判断。对因果关系认定逻辑存在差异是观点分歧之关键所在。

“汪建中案”^[4] 是我国第一起信息型操纵民事赔偿案。汪建中以其证券投资顾问公司负责人的身份,利用财经网站与报纸等媒介发布分析报告,对外推荐其先期买入的股票操纵证券市场。法院认为,股票买卖本身存在盈亏风险,价格的涨跌深受上市公司自身状况、社会经济环境与大盘指数等各种因素的综合作用,况且投资者作出的交易行为没有具有显著关联度的证据来证明是受到了被告所发布的信息影响,因此判决原告投资者败诉。之所以选择此种因果关系认定方法,是由于缺乏明确的法律规范依据,只能寻求侵权法的一般原理,适用直接因果关系。具体而言,直接因果关系的成立在于密切相关性,尽管不要求操纵行为是投

[1] See *Rex v. De Berenger* (1814) 3 Maule & S. 67, 105 ER 536.

[2] 参见张峰铭:《刑法是后置法吗?——法域冲突问题之体系反思》,载《法制与社会发展》2023年第4期,第147页。

[3] 参见贝金欣:《反思操纵证券市场结果及因果关系之构成要件地位——新修订〈证券法〉第55条“意图影响”要件之解释》,载卢文道、蔡建春主编:《证券法苑》(第30卷),法律出版社2020年版,第127页。

[4] 参见张冰:《股民告“黑嘴”汪建中要求赔偿被驳回》,载财新网, <https://finance.caixin.com/2011-12-16/100339232.html>, 2024年6月2日访问。

投资者损失的唯一原因，但至少需证明其是构成投资者损失的最主要原因。^{〔5〕}这意味着，即便中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）已经从“操纵端”得出了汪建中发布信息的行为造成了证券价格的异常波动，但在“投资端”并没有排除投资者利益受损是基于其他因素的可能。换言之，原告的举证重心不止是落在使其造成损失的信息，更需论证其他信息远远不能产生足够的影响力，而后者的证明需要投资者十分熟悉涉案证券的行业背景 and 变化趋势，因举证不力而索赔失败成为常态。鉴于直接因果关系科予原告的举证义务难度明显过高，有学者主张参考德日等国在审理操纵证券市场案件中采取的相当因果关系。^{〔6〕}该种因果关系认定方法实际上是在操纵行为与损失结果之间填筑了“相当性要素”的夹层，侧重于强调结果产生的概率，即可能大小而非必然与否。如此一来，通过扩大因果关系的范围，使操纵者不会被轻易免除责任。然而，证券市场中充斥着各种各样的信息，辨识信息型操纵的相当性具有很大难度。若将每项可能引起损失的信息都视作原因，便会使

因果关系的链条过长、过多，判断操纵行为与损失结果之间的客观距离过于遥远，事实联系过于间接，相当性证明成为一个十分抽象的问题。“恒康医疗案”^{〔7〕}中，控股股东及实际控制人出于高价减持股票的目的，控制公司密集发布利好消息，人为操纵信息披露的内容和时点，并通过一系列公告误导了投资者。法院提出应当参照《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》（法释〔2003〕2号）^{〔8〕}的做法，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者损失与操纵市场行为存在因果关系，确定了被告承担相关的民事赔偿责任，该案成为第一起原告投资者胜诉获赔的信息型操纵民事案件。

不过，虚假陈述的规则在扩张至信息型操纵之际，需要进行充分的合理化论证。^{〔9〕}“在侵权行为的发生过程上，信息型操纵与虚假陈述都可以被理解为行为人实施的欺诈行为使投资者作出错误决策后遭受损失，二者具有类似性”。细言之，因果关系包括两部分：一为交易因果关系，二为损失因果关系。从逻辑来看，交易因果关系是损失因果

〔5〕 See Rosa M. Abrantes - Metz, Gabriel Rauterberg & Andrew Verstein, Revolution in Manipulation Law: The New CFTC Rules and the Urgent Need for Economic and Empirical Analyses, 15 Urgent Need for Economic and Empirical Analyses 370 (2013).

〔6〕 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，第119页。

〔7〕 参见四川省高级人民法院（2020）川民终1532号民事判决书。

〔8〕 本案当时的审理依据为《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》（法释〔2003〕2号），该规定目前已被《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》（法释〔2022〕2号）取代，后者明确区分了交易因果关系与损失因果关系，并在第11条更加细化了以“信赖推定”原则来确定投资决策行为与虚假陈述之间因果关系存在与否的判断标准，故当时的裁判逻辑在新司法解释下仍然成立。

〔9〕 参见杨婷、王琦：《“参照”规则视角下的证券虚假陈述侵权适用范围之辨》，载《财经法学》2022年第4期，第34页。

关系的前提,二者在判断上有很大程度上是重叠的,交易因果关系成立后,便可以直接推定损失因果关系的成立。^[10]从作用来看,交易因果关系指的是投资者是否因为操纵者发布的虚假或误导性信息而进行了交易,属于定性的范畴;损失因果关系则关注的是操纵行为所形成的投资者损失范围,属于定量的层面。损失是客观存在的,故对后者的认定,往往是通过聘请专业机构运用“收益率曲线同步对比法”“多因子模型法”“事件分析法”等进行复杂的经济分析和市场评估,计算损失差额即可查明。因此,信息型操纵中因果关系认定的疑难关键在于由“操纵行为——投资行为”形成的交易因果关系证明比较复杂,故采取推定。但是,交易因果关系推定的底层逻辑是“信赖推定”,唯有证成信息型操纵与虚假陈述在信赖利益的判断上具有同质性,“参照”才可成立。

二、交易因果关系认定的判断核心:信赖利益存在与否

(一) 信息型操纵情景中的信赖利益

脱胎于传统民法理论上“信赖利益系指基于被告之允诺内容,原告改变了他的处境”^[11]的概念设定,在 *List v. Fashion Park*,

Inc. 一案^[12]中,法院确立了信赖(reliance)要件作为检验交易因果关系的标准,即原告应当证明其确实是在信赖被告的证券欺诈行为的基础上作出投资决策。此后,美国联邦最高法院在 *Basic Inc. v. Levinson* 一案^[13]中,继续重申信赖利益,并为了解决非个体化的市场交易涉及的举证困难,根据欺诈市场理论对虚假陈述的交易因果关系采用了推定的方法。除虚假陈述以外,根据美国1934年《证券交易法》第10条(b)项而制定的“反欺诈条款”,即10b-5规则,操纵市场与内幕交易也被视为“证券欺诈行为”来进行同等适用。^[14]然而,虽然虚假陈述与信息型操纵的信赖利益均指向信息本身,但信息型操纵的作用机理是直接向投资者传播瑕疵信息,达到引导其参与证券交易的目的。这决定了在价格与信息的双向互动关系上,价格未必能够及时反映信息,信息并非能够绝对影响价格,由欺诈市场理论来推导出交易因果关系推定的进路失灵,故需重新阐释信息型操纵语境下的信赖利益所具有的特殊内涵。

信息型操纵中信赖利益具有隐蔽性。证券市场的有效性从程度上可以划分为弱式市场、半强式市场、强式市场三个层次。在弱式市场中,市场价格已经完全反映了全部的历史信息;在半强式市场中,市场价格已经

[10] 参见陈洁:《证券虚假陈述侵权损害赔偿中因果关系的认定机制》,载《中国社会科学院大学学报》2023年第10期,第54页。

[11] 参见[美]L.L.富勒、小威廉R.帕杜:《合同损害赔偿中的信赖利益》,韩世远译,法制出版社2004年版,第14-20页。

[12] See *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 464 (2d Cir. 1965).

[13] See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 225, 108 S.Ct. 978, 980, 99 L.Ed.2d 194 (1988).

[14] 参见冯果:《内幕交易与私权救济》,载《法学研究》2000年第2期,第91页。

反映了全部的公开信息；在强式市场中，市场价格已经完全反映了相关信息，包括未公开的信息。^[15] 互联网一方面加快了信息传播的速度，提高了信息更新的频率，不能期待参与证券市场交易的普通投资者对非法定途径传播的信息无动于衷，在海量信息中发现操纵的异常信息十分困难；另一方面催生了自媒体行业的发展，降低了利用信息的门槛，任何人无需具备持券优势或资金优势均可通过信息来谋求操纵，而投资者基于时间成本或自身能力等因素，不会轻易地比较和甄别多元的信息发布主体。^[16] 因此，与虚假陈述不同，市场效率程度越高，信息型操纵市场的行为越不可能“欺诈”整个市场。虚假陈述的信赖利益只有在半强式市场中才能够实现，但信息型操纵的信赖利益则往往隐藏在法定信息披露渠道外的信息中，投资者不相信市场价格的合理性，而是信赖信息本身，从而得出市价被低估或高估的结论。

信息型操纵中信赖利益具有或然性。其一，“信息”的概念更加宽泛，不限于是否属于披露义务的内容，也无论是观点性信息还是事实性信息，覆盖了从信息来源到信息传播、信息接受、信息分析、信息报告、信息建议等各个环节。其二，不仅关注“信

息内容”的价值，更侧重于考虑“利用”这一行为对信息所产生的附加价值，既包括获取、了解的先占行为，也包括制造、拆分、加工等发布行为。其三，在同一时段内，真实信息与虚假信息可以交织互补，共同作用；在不同时段内，信息对价格和交易量的影响既可以表现为拉抬，也可以表现为打压，实现断续交替进行。因此，虚假陈述具有引起市场注意的外部形式，相关信息由信息披露义务人作出，大概率会对理性投资者形成误导，影响市场价格。虚假信息自发布之日起，即构成欺诈，而一旦被揭露，即损失既成。^[17] 但信息型操纵是通过对非理性投资者诱导而实现的，当信息的来源具有高度不确定时，散布信息可能无法得到操纵结果。^[18] 散布信息的时点并不一定与操纵时点重合，投资者信赖利益的产生难以依据信息发布的行为而简单地认定。

（二）“信赖利益”作为判断核心的依据

1. 投资者对操纵者的合理信赖是信息实现操纵之基础

证券市场的基本运行离不开证券信息，证券信息依附于证券市场，二者共生共存。具有价格敏感性的信息既能够提高市场效率，亦能为操纵市场推波助澜。因此，信息实现

[15] See Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review Of Empirical Work On Romanian Capital Market, 25 The Journal of Finance 413 (1970).

[16] 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128-129页。

[17] 参见徐文鸣、莫丹：《证券虚假陈述投资者损失的理论模型与实证研究——基于有效市场假说》，载《广东财经大学学报》2019年第6期，第93-94页。

[18] 参见汤欣、高海涛：《如何认定市场操纵？——基于中国证监会行政处罚文书的研究》，载陈洁主编：《商法界论集》（第11卷），中国金融出版社2023年版，第21页。

操纵不可能仅凭单独一方的主观恣意，而是需要通过市场参与者的行为动静反映出来。

操纵者的交互行为塑造了合理信赖。在纷繁嘈杂的证券市场中，单个信息难以一经制造就发生操纵市场的作用，而是一个长期的过程。在投资者针对操纵者发布的信息选择采取或不采取某种行动后，操纵者亦会根据投资者的行动决定是否发布下一条信息以及继续发布何种信息。根据重复博弈理论，与交易型操纵制造虚假的交易繁荣不同，信息型操纵中信赖的形成需要围绕信息进行大量的博弈，才能使投资者对操纵者产生信赖。重复博弈实质是一种特殊的动态博弈，指把相同结构的博弈重复进行，其中把每次重复进行的博弈称为“阶段博弈”，其具有两个基本特征：下一次博弈开始之前，所有参与者都可以观察到以前的博弈历史；参与者的总收益，为所有阶段博弈收益的简单求和。^[19]在每一阶段中，操纵者都在不停地利用信息组合的方式影响市场，使投资者在信息的相互印证后自觉得出值得合理信赖的结论。对信息的合理信赖是在历史性观测的前提下所建立起的可信度，一旦投资者能够推断虚假信息源于同一个操纵者，则合理信赖的链条断裂。

投资者的从众行为强化了合理信赖。我国证券市场发展历史短、规范性较弱、成熟度较低，投资者结构以散户投资者为主，同时机构投资者也呈现短视化的倾向。信息型

操纵正是利用投资者群体对信息的有限注意、过度自信、代表性偏差等认知缺陷，实现了对投资者的误导。信息型操纵这一操纵形态自证券市场萌生之日起即已存在，而当前信息型操纵爆发的原因则是基于媒体网络放大了信息效果，对市场交易和价格产生超量的影响，从而决定了投资者的资金走向。因为各类市场信息所包含的人为主观性因素，信息化下的投资者不得不承受更多的信息风险，付出额外的成本去应对复杂的信息环境，需要甄别更有市场价值的信息资源。^[20]因此，一些投资者可能会认为同一群体中的其他投资者的信息来源更有优势，投资者往往陷入了“羊群效应”之中，出于识别信息困难等原因，导致跟风从众行为成为投资者最优策略。如是，将对信息的个别性信赖传导至整个市场，使操纵市场变得更加容易。

2. “信赖利益”在民事责任承担中必不可少

因果关系是纽带，目的是解决责任追究的问题。信赖利益的关键意义在于，更侧重保护投资者利益而非规制操纵者，强调如何在行为和结果之间建立联系，防止在诉讼中落入主观归责的陷阱。

一方面，信赖利益有助于区分不同侵权主体。证券法修改后，信息型操纵的实施主体不再局限于特定身份，而拓展至一般主体，既可以是发行人及其董事、监事、高

[19] 参见徐龙炳、颜海明、张肖飞：《信息型市场操纵行为研究进展》，载《经济学动态》2018年第7期，第133页。

[20] 参见傅穹、廖原：《证券发行注册制中信息披露对投资者的法律适应性分析》，载《江西财经大学学报》2016年第6期，第112页。

管、实际控制人，也可以是证券投资咨询机构、新闻媒体人、网络主播等，各类主体的获利出发点与运用信息的能力、方式截然不同，在操纵中的作用位置迥异，加之发布信息往往需要彼此共谋来补强可信度。例如，“恒康医疗案”两名被告相互配合，利用市值管理的方式操纵股价，法院酌定按照40%和60%来分配二者的内部责任。在面对信息型操纵中“多因一果”的现象时，若在裁量范畴内，厘清对不同主体的信赖程度，将能够确定适格的被告并合理划分共同侵权人的责任比例，促进信息型操纵民事诉讼的精细化审理。另一方面，信赖利益有助于落实损失填平功能。在取消证券民事诉讼前置程序的大势所趋之下，只要投资者能根据信赖利益发现造成损失的源头，即自身的交易损失是由于信赖了操纵者的信息干预，便可以不必等待行政处罚决定作出，迅速提起诉讼展开求偿。^[21]此外，基于“无损失则无救济”理念的民事责任指向的是恢复投资者受损部分，不应异化为对操纵者的过度惩戒。^[22]不成功的信息型操纵原因多种多样，可能是因为操纵信息被其他信息淹没或转移，也可能是因为相关市场条件的变化抵消了操纵效果等等。由于此时投资者并未对信息产生信赖利益，操纵者便无需进行赔偿。

三、信息型操纵中“信赖利益存在”的考察逻辑

（一）类型化分析下的信赖二要件

抽象的一般概念只能大致勾勒信息型操纵的轮廓，对实践中的具体类型进行分析，才可以较为直观地理解其背后所共同遵循的信赖利益。目前证券法虽然纳入了信息型操纵的内涵，但条文未将各种情形周延、明晰地列举，而是散落在诸多既有规范中。主要包含重大事项操纵、蛊惑交易操纵、抢帽子交易操纵、控制信息操纵四种不同表现样态。

重大事项操纵^[23]的信息内容看似为真，实则假。发行人的股东、董事、高管等主体，虚假地策划与实施诸如资产收购或重组计划、投资新业务、股权转让、上市公司收购等重大事项，能够引起市场反应，实现操纵。故域外有研究认为，相对于利用信息达到使他人误判的目的，重大事项操纵是通过自身行动改变资产的公允价值，应视为一种与信息型操纵不同的行为型操纵。^[24]但虚假行动仅仅是操纵者为制造虚假信息所做的准备工作，是加深投资者信任的必要成本。因信息本身依托的事实基础即为虚假，于是

[21] 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，第118-119页。

[22] 参见郭锋：《新虚假陈述司法解释适用探讨》，载《法律适用》2023年第9期，第19页。

[23] 重大事项操纵体现在《操纵刑事司法解释》第1条第3项：“通过策划、实施资产收购或者重组、投资新业务、股权转让、上市公司收购等虚假重大事项，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的”。在证券法中没有直接列明，但根据《上市公司股份回购规则》第39条：“利用上市公司股份回购，从事《证券法》第五十五条禁止行为的，中国证监会依照《证券法》第一百九十二条进行处罚”隐约流露。

[24] See Franklin Allen, Douglas Gale, Stock - Price Manipulation, 5 Review of Financial Studies 503 (1992).

信息本身便不可能为真。

蛊惑交易操纵^[25]的信息内容基本为假或不确定是否为假。与前一类型不同,该类型一方面直接将效果作用于信息本身,另一方面也无关乎何种传播媒介。操纵者散布不实信息,诱导投资者进行证券交易,扰乱价格并凭此获利。投资者除了对明显虚假的信息能够加以辨别外,对证券市场上大量的不确定信息至多保持合理怀疑。基于保障言论自由的原则,如果已经明示传播的信息是未经证实或无从证实,那么投资者在知悉后所进行的交易则完全是基于自身考量,这时价格和交易量的变动与市场的价值规律是保持一致的,不构成操纵。^[26]

抢帽子交易操纵^[27]的信息内容基本为真或不确定是否为真。该类型以“公开作出评价、预测或投资建议”和“利用信息反向交易”两个模块为组成要素。操纵者从事抢帽子交易关键依托于一种抢先交易,使信息本身充其量成为主体预测能力之内的“不确定为真”即可。只要发布信息所关联的证券产品与操纵者提前建仓所持有的证券产品是相同的,之后再实施反向交易行为从而谋取利

益,就意味着已经达成了操纵目的。^[28]所以评价内容虽然为一种主观判断,但需符合客观情况,并保持一定的推理逻辑,不能过于夸大,否则就沦为了蛊惑交易。

控制信息操纵^[29]的信息内容绝对为真,但发布过程存在误导。英国谚语“Half the truth is a whole lie”(一半真话是谎言),揭示了仅仅利用信息优势地位,不对信息内容做任何更改,也能够操纵市场的原理。其一,控制信息发布的节奏。操纵者一方面通过调整信息披露的顺序,实现各类信息的提前或延后披露,将利空信息推迟到与利好信息同时披露,或推迟利空信息披露以避免冲击利好信息等。另一方面也会故意挑选一些特定时点、异常时点、敏感时点,控制信息披露的密度,集中向市场传递利好信息,渲染看涨气氛等。^[30]其二,控制信息发布的内容。操纵者对信息内容的完整性进行切割。例如着重发布投资者关切的利好信息,炒作热点题材,模糊化甚至刻意隐瞒重大风险,规避不利信息,干扰投资者判断。

在信息型操纵的类型化光谱上(参见

[25] 蛊惑交易操纵体现在《证券法》第 55 条第 1 款第 5 项:“利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者进行证券交易”;《操纵刑事司法解释》第 1 条第 1 项:“利用虚假或者不确定的重大信息,诱导投资者作出投资决策,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量,并进行相关交易或者谋取相关利益的”。

[26] 参见樊健:《论蛊惑交易操纵行为的构成要件》,载《华东政法大学学报》2023 年第 2 期,第 126 页。

[27] 抢帽子交易操纵体现在《证券法》第 55 条第 1 款第 6 项:“对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议,并进行反向证券交易”,以及《操纵刑事司法解释》第 1 条第 2 项:“通过对证券及其发行人、上市公司、期货交易标的公开作出评价、预测或者投资建议,误导投资者作出投资决策,影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量,并进行与其评价、预测、投资建议方向相反的证券交易或者相关期货交易的”。但需注意的是,证券法取消了主体的特定身份限制。

[28] 参见时方、冯雨宁:《“抢帽子”交易操纵证券市场行为的刑法规制》,载《河北法学》2024 年第 2 期,第 131 页。

[29] 控制信息操纵体现在《操纵刑事司法解释》第 1 条第 4 项:“通过控制发行人、上市公司信息的生成或者控制信息披露的内容、时点、节奏,误导投资者作出投资决策,影响证券交易价格或者证券交易量,并进行相关交易或者谋取相关利益的”。但在证券法中没有直接写明。

[30] 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 112 - 113 页。

图1), 重大事项操纵、蛊惑交易操纵、抢帽子交易操纵、控制信息操纵依次排列, 以“对信息的怀疑度”和“信息本身的真实度”构建坐标系可以精准定位具体运用信息实现操纵的手法。由此得出, 若要判断投资者是否信赖信息, 不仅在于能否影响其自

身的内心权衡, 也在于投资者认为该信息能否起到影响证券交易价格与交易量的作用。因此, 考量信息型操纵的“信赖利益是否存在”的证成需要经历两要件的判定, 即“投资者信赖是否具有合理性”以及“是否基于信赖实施投资决策”。

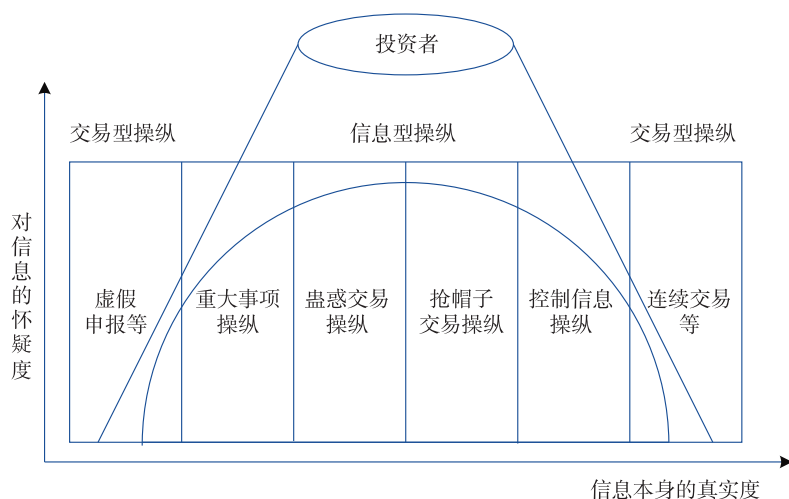


图1 信息型操纵的类型化光谱

(二) 信赖具有合理性：与投资者的分析能力有关

信赖的合理性体现为信赖者的内心状态, 外化为投资者是否足够谨慎地接收并处理信息。^[31] 在行为金融学构造的基本金融模型中, 信息与噪声是对应的一组概念, 且市场中的噪声远比信息多。通常来说, 投资者希望围绕信息进行交易并借此获利, 但同时又可能将噪声误认为信息而交易。根据对信息的分析能力不同, 能力欠缺者被称作噪声交易者, 而能够基于自身专业知识独立分

析信息者则称作信息交易者。^[32] 对应到我国《证券法》第89条第1款的投资者分类上, 以中小投资者、散户为代表的普通投资者往往是噪声交易者, 其在理解和运用信息方面能力较弱, 热衷于追逐炒作题材或进行短线投资。而以机构投资者为代表的专业投资者则属于信息交易者, 有能力对来源广泛的各种信息进行分析解读, 应当予以区分保护。^[33] 因此, 在信息型操纵中, 前者在信赖合理性的证明上较容易成就, 而后者则须慎重。

[31] 参见胡若溟:《信赖保护原则的中国化建构》, 中国社会科学出版社2022年版, 第46页。

[32] 参见姚远、钟琪、翟佳:《噪声交易、动量效应与动量策略》, 载《管理评论》2021年第2期, 第45页。

[33] 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, 第30-31页。

具言之，专业投资者有时会出现即便明知操纵者利用信息的行为，也仍然积极主动展开交易的情形。其一，操纵行为未对投资计划产生干扰。借用学者的举例，虽然操纵者利用信息实现将原先 10 元的股价操纵到 15 元，但专业投资者通过自己的估值认为 25 元的股价才是合理的，因此决定在 15 元的价位买入了该股票。^[34] 这意味着，该投资者并未信赖操纵者的信息，而是依据了自己的估值模型，交易实际上是按照市价进行的。其二，投资者自愿风险错配套利。专业投资者通常不可能有足够大的头寸来消除噪声，于是利用操纵者发布信息所造就的价格趋势，以“搭便车”的方式谋取超额利益，从事一种自甘冒险的投机行为。故当投资者了解证券的基本面与真实价值的前提下，有能力检验信息的真伪，此时继续认为其会信赖信息显然是不合理的，反过来，他们甚至会刺破虚假信息，或通过套利交易来挫败操纵行为。

侵权法设定的原理是通常参照所属群体的一般水平，专业投资者与普通投资者的分属明显，不宜将二者同等视之。^[35] 如果在交易因果关系中信赖合理性的证明方式完全一致，将与信息型操纵作用发挥的本质相悖，不仅不利于保护受操纵的中小投资者，而且科予了操纵者更重的民事责任，最终危害了民事赔偿诉讼制度。在信息型操纵中，要求专业投资者承担更高的注意义务，并不

会对其带来明显负担。不过，信息交易者永远无法绝对地确定他们是在进行信息交易，而不是在进行噪声交易。若其掌握的信息已经反映在价格上，那么利用这些信息交易和利用噪声交易进行交易并无区别，不能将该类投资者信赖合理性的可能完全抹杀。

（三）基于信赖实施投资决策：与信息
的可信外观有关

信息型操纵中虽然信息本身有真有假，但操纵者向投资者营造的一项信息越真实，操纵就越容易成功。但当投资者的决策并未基于此信赖，明知信息是受到操纵的结果，那么其作出的交易则是一种自行作出而非接受信息影响后的举动，信赖利益就无从产生，交易因果关系便被切断。实践中，信息的可信外观一般由以下三方面构成。

首先，传播的可控度。可以被控制的信息，才能被操纵。如果不能控制，那么操纵也不能达到预期意图影响证券价量的结果。有学者根据可控度将证券市场信息分为“零可控度信息”“低可控度信息”和“高可控度信息”。^[36] 高可控度信息就是发行人及其内部人对相关信息的产生及发布、内容与形式具有很高自由度的信息，这些信息往往关乎公司的经营决策，向市场发布的环节由内部人主导掌控。例如重大资产重组信息、公司业务转型信息、定期报告、送转股信息等等。编造信息本身

[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 81 页。

[35] 参见冯果、张阳：《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》，载蒋锋、卢文道主编：《证券法苑》（第 25 卷），法律出版社 2018 年版，第 122 页。

[36] 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 - 37 页。

并不能操纵市场，只有广泛的传播行为才能够影响市场。因此，可控度越高的信息，也代表着越容易被信息所有者从私言论转变为公言论，突破了有限的受众，从而培育市场的整体信赖。

其次，内容的确定性。相较于虚假陈述具有法定信息披露范围的要求，信息型操纵公布的信息不一定属于法定的重大事件，但必须能够明确。操纵者利用信息引诱投资者按照其预期的方向进行交易以实现操纵目的。一项信息只有在其所反映的事件发生概率达到一定程度，即具有确定性后，才真正会被投资者信赖。^[37] 操纵实现的作用力与信息本身的内容有关，偏离主流认知越远，论证越应当充分且丰富；越具有引导性的信息，越需要严谨的论述予以佐证。当信息内容涉及具体的数据和事实时，因为其可验证性会增强，将减少投资者面临的不确定性。同时，这样的信息具有巨大的估值想象空间，极易让普通投资者对公司未来经营业绩和发展前景产生错误认知，从而诱导其投资决策。

最后，主体的影响力。证券法虽然将实施操纵的主体扩展至一般人，但这只是避免责任逃逸而采取的一种尽可能涵盖的兜底做法，并不代表任何主体均具有同等的信息操纵影响力。通常而言，信息型操纵中具有影响力的主体有两类：一类与虚假陈述上的信

息披露义务人重合，如公司的董监高、控股股东、实际控制人、中介机构等。因为投资者认为他们具有信息优势且值得信赖，会更愿意相信他们发布的信息，其公布的信息天然具有一定的权威性。另一类则是具有公信力的专业化分析者，如股评家、网络财经主播等。借助其专业资格和能力作为背书，特别是通过平台、报纸等特定的公开渠道进行信息发布与传播时，更容易赢得投资者信赖。实证研究表明，尽管投资者往往对他人推荐有所提防，但对于拥有“明星效应”的信息发布者，依旧愿意采取信任态度。^[38]

四、我国信息型操纵交易因果关系认定的方案设计

考虑到投资者在接受信息过程中的弱势地位以及便利代表人诉讼的提起，信息型操纵与虚假陈述拥有推定交易因果关系的共同现实需求。^[39] 但是，由信息发布传导至投资者决策的操纵流程中，因信息型操纵的信赖利益具有隐蔽性和或然性，原告投资者需要结合信赖利益存在的两项要件先行举证部分事实，作为继续连接交易因果关系推定的桥梁。简言之，交易因果关系的认定路径在虚假陈述中表现为“完全推定”，而在信息型操纵中则是一种“有限推定”。

[37] 参见缪因知：《信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性》，载《中外法学》2023年第5期，第1343页。

[38] See Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosien & Gabriel V. Rautenberg, Stock Market Manipulation and Its Regulation, 35 Yale Journal on Regulation 67 (2018).

[39] See Charles R. Korsmo & Mismatch, The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions, 52 William and Mary Law Review 1111 (2011).

（一）信赖的产生：证明价格受到影响

虚假陈述中基于有效市场假说无需证明股价波动，但信息型操纵无法确保价格一定会受到影响。在未受操纵的情况下，投资者在证券市场上进行交易是基于所挖掘并获取的有效信息，判断和比对证券当前价格与实际价值之间的契合度。反过来，如果能够证明证券价格与实际价格发生了偏差，意味着投资者处于信息劣势地位，将承担更多风险，就可以证明操纵证券市场的行为存在。新证券法下，行政处罚不以“影响交易量或价格”为前提，但民事责任中投资者需证明在作出投资决策时价格受到影响。价格影响不是简单的价格变动，后者是遵循供求规律的正常现象，而前者是指价格被异常地扭曲。^[40] 价格影响证明了信息型操纵提高了投资者蒙受交易损失的客观可能性，使隐蔽的信赖利益以价格的形式显性化。

由于信息型操纵不同于虚假陈述的单向性，拉抬和打压的情形可能会在整个操纵过程中反复出现，故仅需证明交易时的价格相较于无操纵时的价格受到了影响，证明内容无需包含价格究竟是高于还是低于真实价格。当然，从诉讼实际来讲，可以根据事后受损的情形，反向辅助寻找价格被影响的方向，便于确定价格。^[41] 同时，操纵行为是否影响股价所需的证据都是证券市场可公开获得的数据信息，并非被告操纵者所独占，有些直接被证监会的行政处罚所认定，有些

可以申请法院职权依法向证券交易所调取，由原告投资者或投资者保护机构举证，负担不会过重。“恒康医疗案”中法院在事实认定时援引了证监会的处罚，而实践中得到证监会关注并遭到处罚的案件一定是价格变动极其异常的案件，看似是直接采用了交易因果关系推定，实际暗含的裁判逻辑依然经历了对价格影响证明的步骤。

市场价格是操纵者、噪声投资者与信息投资者共同博弈的结果，操纵能否利用投资者的认知偏差存在个案差异。虽然操纵行为是否产生影响是所有投资者面临的共同法律问题，但不同投资者的分析能力影响了合理信赖的判断，也决定了在证明价格影响方面的不同。具体如图 2 所示， L 为没有欺诈时的股价， L_t 为实施操纵行为后的股价。信息型操纵的特点是操纵者需要先期买入/持有并在后期反向交易，所以普通投资者只需证明在 t_1 ，即其自己买入之时，价格已经受到了影响。而专业投资者必须举证股价在 t_2 时，即操纵者卖出股票时，价格与正常情况不同。因为后者具有对目标证券真实价值独立分析的能力，不会轻易受到信息的干扰。如果在得知信息可能被操纵的情况下，仍然买入，则其目的主要是为了从事相反交易而进行套利。^[42] 例如，机构投资者认为当前的股价被高估，而股价未来一段时间会回落恢复，进而融券卖出该股票。但此后的期间却被信息型操纵进一步拉抬股价，导致其因

[40] 参见陈晨：《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，第 38 页。

[41] 参见耿利航、朱翔宇：《证券虚假陈述民事责任纠纷中的价格影响》，载《法学论坛》2023 年第 6 期，第 94 页。

[42] 参见钟维：《期货市场操纵法律规制论》，北京大学出版社 2024 年版，第 175 - 177 页。

无法提供足额保证金而平仓，产生了损失。因此，普通投资者需证明的是其买入证券时的价格受到影响，而专业投资者证明的是操纵者卖出时价格受到了影响。在寻找影响价

格的客观证据时，无须证明操纵市场是引起价格变化的唯一原因，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即可。

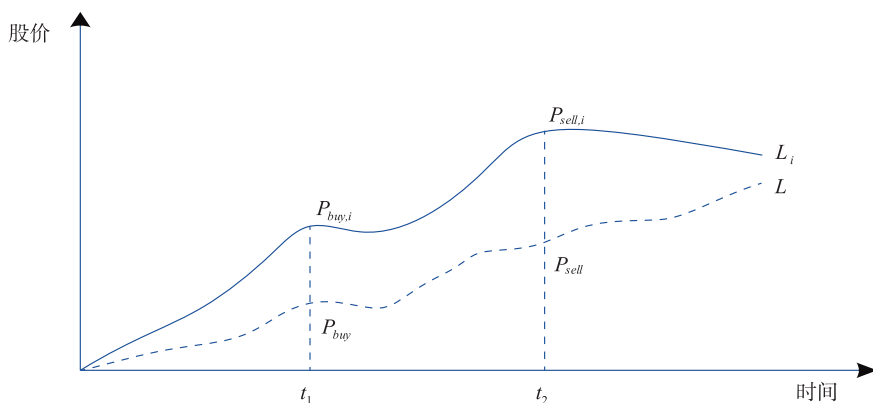


图2 信息型操纵“价格影响”下的走势比较

（二）信赖的区间：识别实施日与结束日

行政责任与刑事责任中认定的操纵行为实施期间，是以操纵者操纵市场违法行为扰乱金融秩序为导向，^[43] 既包括前期的筹划、合谋、建仓等预备阶段，也包括具体着手信息型操纵的实施阶段。但在民事责任的追究中，未向市场散布信息之前不会对投资者的决策产生影响，预备阶段时信赖还未产生。^[44] 只有在一定区间内，信息型操纵提高了投资者从事特定证券交易行为的客观可能性，或然的信赖利益才会必然实现，此时方可作为交易因果关系认定的范围。识别实施日与结束日的意义在于明确了投资者可主

张索赔的有效交易时间，划定了适格原告，防止被告承担过重的赔偿责任。

影响股价偏离正常价格的行为方式不同，交易型操纵与信息型操纵在信赖从无到有的时间参数也不尽相同。前者以交易为原因力，仅包括操纵行为开始日、操纵行为结束日与操纵影响消除日三个关键节点。后者的操纵可以拆分为虚假陈述与反向交易两部分行为，杂糅了信息和交易两种原因力，故区间的界定更加复杂。具体包括操纵行为开始日、反向交易完成日、反向交易影响消除日、虚假陈述揭露日、虚假陈述影响消除日（参见图3）。^[45]

[43] 参见商浩文：《证券操纵犯罪的法益侵害界定与定量标准审视》，载《政治与法律》2023年第7期，第64-66页。

[44] See David C. Donald, Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation, 6 National Taiwan University Law Review 55 (2011).

[45] 参见复旦大学许多奇课题组：《操纵证券市场民事赔偿损失认定问题研究》，载郭文英主编：《投资者》（第18辑），法律出版社2022年版，第55页。

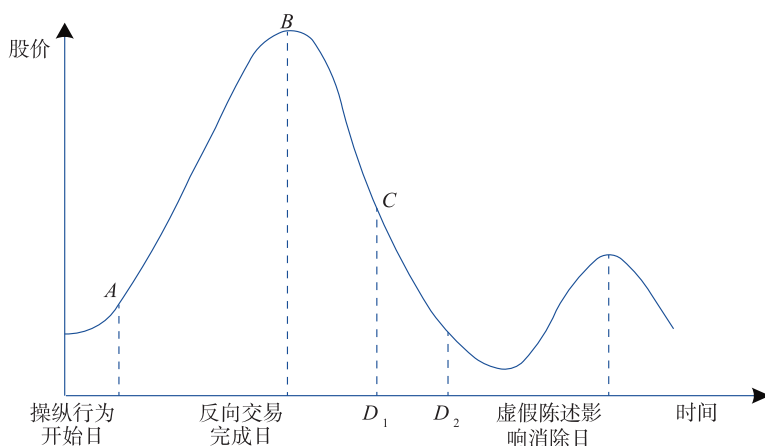


图3 信息型操纵的时间参数

一类是以信息为原因力的时间参数。操纵行为开始日应当以满足传播可控度强、内容确定性高和主体影响力大的信息的发布为起算点，因为该类信息具有足以引起市场注意的特征。与此同时，作为与之相对应的虚假陈述揭露日，既要确保是对错误内容的彻底且全面揭示，也要确保当初用于操纵的假信息与此后揭露出来的真信息涉及的内容是匹配的，Goldman Sachs Group Inc. v. Arkansas Teacher Retirement System 案^[46]中美国联邦最高法院即提出了此明确要求。无论是为了补强操纵的可信外观，还是通过控制信息发布节奏实现操纵，操纵中有时会出现多个具有作用力的信息，对此可以借鉴并存式虚假陈述的做法，为避免相距久远甚至已被市场所忽略的信息的交易因果关系认定无限延伸，需根据前后信息的间隔长短，以及各自的传播渠道、发布主体和内容等综合判断其

信赖是否已经消散或截断进行举证。^[47]

另一类是以交易为原因力的时间参数。反向交易完成日应当以“价格拐点”的方式确定。信息型操纵下证券价格呈现波浪状，因此在操纵行为开始的A点，随着操纵行为对价格的影响逐渐消失，价格回归到正常水平的C点，其间会出现小幅波动，但在操纵行为开始后A到C之间内的最高或最低价格出现的时间，也就是B点，说明操纵者已经反向交易后离开市场，故可以认定为反向交易完成日。反向交易影响消除日的判断标准可以根据价格回归到较平稳的状态且趋近于真实价格的方式确定，当市场完成了100%的换手率就证明欺诈行为已经被市场吸收，影响接近消除。

然而，证监会在认定一项操纵市场行为之时，可能已经是在行为终止很久之后，

[46] See Goldman Sachs Grp., Inc. v. Arkansas Tch. Ret. Sys., 594 U.S. 113, 113, 141 S.Ct. 1951, 1955, 210 L.Ed.2d 347 (2021).

[47] 参见贾海东、冯果：《多行为并存情形下证券虚假陈述的裁判规则研究》，载《证券市场导报》2023年第5期，第34页。

此时操纵影响早已消失。^[48]同时，操纵市场行为被确认也未必会引起市场价格的“修复”，所以信息型操纵中的反向交易影响消除日既有可能先于虚假陈述揭露日，也有可能晚于虚假陈述揭露日，但信赖的区间始终是从操纵行为开始日到 D_1 日。若 D_1 为反向交易影响消除日， D_1 之后的交易不能认定信息型操纵的交易因果关系，但由于真实信息还未揭露， D_1 到 D_2 之间的交易可以按照虚假陈述与信息型操纵竞合的民事责任承担。若 D_1 为虚假陈述揭露日，揭露行为在交易因果关系上遏制了投资者的买入行为，不过反向交易的影响还未消除，故到 D_2 前投资者卖出的损失仍应当计算价差。

（三）信赖的豁免：设置安全港规则

恰当地厘定责任承担与免责可能，是平衡民事诉讼两造利益与维护资本市场效率的应有之义。证监会 2007 年发布的《证券市场操纵行为认定指引（试行）》（以下简称《操纵指引》）曾流露出对交易型操纵的部分例外情形，但对于信息型操纵却几乎从未提及。安全港规则设置的目的是赋予特定对象免于赔偿责任后果的保护。^[49]面对某些场景，虽然已经符合信息型操纵中的信赖利益，但操纵者向市场传递的信息也承载了一定价值，已经通过某种方式实现了证券市场

信息对称的公平效果，操纵市场的违法性被阻却，导致交易因果关系被切断。

其一，对浑水式做空的限制条件。浑水式做空指不是投资顾问的做空机构，建仓并发布该上市公司的有关负面信息，对标的个股产生影响后卖空而获得盈利。事实上，专业的调研报告有助于打破投资者的信息壁垒，做空机制能够促进价格发现。从这层意义上来说，该行为是建立在信息基础上对市场价格的判断，通过反向的操作，将非理性的市场重新拉回理性状态，非但没有操纵投资者决策，反而是对投资者负责的表现，起到了弥补行政执法不足的“私人执法”效果。因此，不构成信息型操纵的浑水式做空，做空机构须知道或应当知道自己的行为会对市场产生影响，并且知道或应当知道风险能够被控制在合理幅度。^[50]在信息来源上，信息应当通过公开信息渠道获取，并在公开市场上发布其观点，否则会沦为内幕交易。在发布形式上，调研报告表现出一种对被做空公司客观事实状态的描述，不能令投资者误认为是投资决策建议。在必要内容上，报告中需披露自身的持仓以及交易计划，以彰显不存在利益冲突。在交易行为上，后续交易应当与其发布的报告内容保持同向，即如果在报告中看空特定证券，那么在发布报告后务必要卖出该证券。

[48] 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 128 页。

[49] 参见戴昕：《作为法律技术的安全港规则：原理与前景》，载《法学家》2023 年第 2 期，第 32 页。

[50] 参见王彦光：《做空报告监管的“南橘北枳”——论中国信息型操纵市场规则的建立》，载彭冰主编：《金融法苑》（第 102 辑），中国金融出版社 2020 年版，第 209 页。

其二，对预测性信息的容错空间。投资者在决策过程中不仅需要考公司历史业绩，还会基于未来预期。专业投资者能够借助多元信息对基本盘与价格走势进行分析，形成自主预测，而普通投资者不仅获取信息困难，更缺乏预测的能力，故预测性信息的发布有利于培育市场整体的价值投资氛围。^[51] 证券法修订后，投资者与操纵者之间不再要求必然存在信义关系，以信义义务为中心的虚假陈述预测性信息安全港规则将不完全适用于信息型操纵，需要在其基础上进行针对性的制度改造。《操纵指引》指出若证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员依据有关法律、行政法规、规章或有关业务规则的规定，已公开作出相关预告不视为操纵。但非持牌机构与一般公民必须在信息发布的同时附带警示声明，告知市场信息与本人存在的利益关系。值得注意的是，过量警示使得重要风险被覆盖在不重要的风险下，而过少警示又难以引起投资者的足够注意，同样会再次异化成操纵信息，故应保持警示声明中风险信息适当。此外，作为一种经操纵者自成逻辑地分析出的主观评价，一方面其内容上本不存在真实或者虚假的严格界限，另一方面投资者对其通常会保持高于一般状态的谨慎。在投资者对操纵者的荐股行为产生信赖到真正展开投资之间存在时间差，对于虚假信息在没有产生操纵效

果之前，如果操纵者进行了更正义务则交易因果关系不成立；对于有客观事实基础的信息，操纵者则须履行更新义务方可免于责难。

五、结语

我国证券市场的投资者群体独立思考意识较为匮乏，对信息缺少有效辨识力。信息型操纵褫夺了正常的信息传播渠道，使良莠不齐的信息迅速涌入市场，极易引起市场的非理性波动，扭曲自由、公平的证券价格形成机制，最终诱发系统性风险。在构建证券违法行为立体追责体系的背景下，信息型操纵的民事责任认定规则存在不足。以信赖利益为核心的交易因果关系，能够补齐当前信息型操纵民事责任承担问题的一块拼图，连接操纵行为与投资决策之间的底层逻辑。笔者认为，应当围绕信赖，适当提高原告证明标准，合理分配举证责任，精细化地确立起“有限推定”的交易因果关系认定规则。未来，亟需为操纵市场行为制定一部与《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》并列的司法解释，在其中给予信息型操纵更加细致的援引规范，打通投资者寻求救济进程的“最后一公里”。

（责任编辑：李国慧）

[51] 参见齐萌、韩晴晴：《预测性信息披露背景下的安全港规则：适用障碍与制度完善》，载《上海财经大学学报》2024 年第 2 期，第 145 页。