



(2023 年 10 月，第十期)

编委会

主 编：屠磊

副主编：丁峰、王竞、刘蓉蓉

责任编辑：刘蓉蓉、张政

目录

一、新法速递	3
最高人民法院关于优化法治环境促进民营经济发展壮大的指导意见 ——最高人民法院	3
二、观点速递	13
公司控制权争夺背景下的公章证照返还之诉 ——摘自微信《高杉 LEGAL》	13
三、实务研究	23
陈树森：《民法典》时代公司对外担保的五个新理念 ——摘自微信《中国法律评论》	23
彭冰：交易型操纵的民事责任认定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某 案分析 ——摘自微信《中国法律评论》	33

一、新法速递

最高人民法院关于优化法治环境 促进民营经济发展壮大的指导意见

——最高人民法院

发文机关：最高人民法院

发布时间：2023.09.25

生效时间：2023.09.25

效力状态：现行有效

文号：法发〔2023〕15号

为深入贯彻落实《中共中央、国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，充分发挥人民法院职能作用，全面强化民营经济发展法治保障，持续优化民营经济发展法治环境，结合人民法院审判执行工作实际，提出如下意见。立董事作用，经党中央、国务院同意，现提出以下意见。

一、总体要求

坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻习

近平法治思想，坚决贯彻落实党中央决策部署，坚持“两个毫不动摇”，围绕加快营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，找准把握法治保障民营经济发展壮大的结合点和着力点，以高质量审判服务高质量发展。坚持全面贯彻依法平等保护原则，加强对各种所有制经济的平等保护，将确保各类市场主体享有平等的诉讼地位、诉讼权利贯彻到立案、审判、执行全过程各方面，运用法治方式促进民营经济做大做强。坚持能动司法理念，围绕“公正与效率”工作主题，依法审慎审理涉民营企业案件，强化促进民营经济发展壮大的司法政策措施供给，在持续优化民营经济发展法治环境中做实为大局服务、为人民司法。

二、依法保护民营企业产权和企业家合法权益

1. 加强对民营企业产权和企业家合法财产权的保护。依法认定财产权属，加强对民营经济主体的物权、债权、股权、知识产权等合法财产权益的保护。研究制订司法解释，依法加大对民营企业工作人员职务侵占、挪用资金、行贿受贿、背信等腐败行为的惩处力度，加大追赃挽损力度。强化涉企产权

案件申诉、再审工作，健全冤错案件有效防范和依法甄别纠正机制。民营企业和企业家人因国家机关及其工作人员行使职权侵害其合法权益，依据国家赔偿法申请国家赔偿的，人民法院依法予以支持。

2. 依法保障民营企业和企业家人人格权。加强对民营企业名誉权和企业家人身自由、人格尊严以及个人信息、隐私权等人格权益的司法保护，充分发挥人格权侵害禁令制度功能，及时制止侵害人格权的违法行为。依法惩治故意误导公众、刻意吸引眼球的极端言论行为，推动营造有利于民营经济发展的舆论环境、法治环境。对利用互联网、自媒体、出版物等传播渠道，以侮辱、诽谤或者其他方式对民营企业和企业家人进行诋毁、贬损和丑化等侵犯名誉权行为，应当依法判令侵权行为人承担相应的民事责任；因名誉权受到侵害致使企业生产、经营、销售等遭受实际损失的，应当依法判令行为人承担赔偿责任；因编造、传播虚假信息或者误导性信息扰乱企业发行的股票、债券市场交易秩序，给投资者造成损失的，应当依法判令行为人承担赔偿责任。构成犯罪的，依法追究刑事责任。

3. 严格区分经济纠纷与违法犯罪。严格落实罪刑法定、疑罪从无等刑法原则，全面贯彻宽严相济刑事政策，该严则严，当宽则宽。依法认定民营企业正当融资与非法集资、合同纠纷与合同诈骗、参与兼并重组与恶意侵占国有资产等罪与非罪的界限，严格区分经济纠纷、行政违法与刑事犯罪，坚决防止和纠正利用行政或者刑事手段干预经济纠纷，坚决防止和纠正地方保护主义，坚决防止和纠正把经济纠纷认定为刑事犯罪、把民事责任认定为刑事责任。

严格规范采取刑事强制措施的法律程序，切实保障民营企业家的诉讼权利。对被告人采取限制或剥夺人身自由的强制措施时，应当综合考虑被诉犯罪事实、被告人主观恶性、悔罪表现等情况、可能判处的刑罚和有无再危害社会的危险等因素；措施不当的，人民法院应当依法及时撤销或者变更。对涉案财产采取强制措施时，应当加强财产甄别，严格区分违法所得与合法财产、涉案人员个人财产与家庭成员财产等，对与案件无关的财物，应当依法及时解除；对于经营性涉案财物，在保证案件审理的情况下，一般应当允许有关当事人继续合理使用，最大

限度减少因案件办理对企业正常办公和生产经营的影响；对于依法不应交由涉案企业保管使用的财物，查封扣押部门要采取合理的保管保值措施，防止财产价值贬损。

4.深入推进涉案企业合规改革。坚持治罪与治理并重，对于依法可判处缓刑、免于刑事处罚的民营企业，与检察机关共同做好涉案企业刑事合规改革，充分利用第三方合规监管机制，确保合规整改落到实处，从源头预防和减少企业重新违法犯罪。积极延伸司法职能，在民商事、行政、执行过程中引导企业守法合规经营，强化防范法律风险、商业风险意识，推进民营企业在法治轨道上健康发展。

5.健全涉案财物追缴处置机制。对于被告人的合法财产以及与犯罪活动无关的财产及其孳息，符合返还条件的，应当及时返还。涉案财物已被用于清偿合法债务、转让或者设置其他权利负担，善意案外人通过正常的市场交易、支付了合理对价，并实际取得相应权利的，不得追缴或者没收。对于通过违法犯罪活动聚敛、获取的财产形成的投资权益，应当对该投资权益依法进行处置，不得直接追缴投入的财产。

进一步畅通权益救济渠道，被告人或案外人对查封、扣押、冻结的财物及其孳息提出权属异议的，人民法院应当听取意见，必要时可以通知案外人出庭。被告人或案外人以生效裁判侵害其合法财产权益或对是否属于赃款赃物认定错误为由提出申诉的，人民法院应当及时受理审查，确有错误的，应予纠正。

三、维护统一公平诚信的市场竞争环境

6.依法保障市场准入的统一。依法审理涉及要素配置和市场准入的各类纠纷案件，按照“非禁即入”原则依法认定合同效力，加强市场准入负面清单、涉企优惠政策目录清单等行政规范性文件的附带审查，破除区域壁垒和地方保护，遏制滥用行政权力排除、限制竞争行为，促进市场主体、要素资源、规则秩序的平等统一。

7.依法打击垄断和不正当竞争行为。完善竞争案件裁判规则，研究出台反垄断民事诉讼司法解释。依法严惩强制“二选一”、大数据杀熟、低价倾销、强制搭售等破坏公平竞争、扰乱市场秩序行为，引导平台经济向开放、创新、

赋能方向发展。依法审理虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争纠纷案件，保障和促进民营企业品牌建设。强化商业秘密司法保护，处理好保护商业秘密与自由择业、竞业限制和人才合理流动的关系，在依法保护商业秘密的同时，维护就业创业合法权益。

8.保护民营企业创新创造。完善算法、商业方法、文化创意等知识产权司法保护规则，促进新经济新业态健康发展。加强民营企业科研人员和科创成果司法保护，依法保护民营企业及其科研人员合法权益，激发原始创新活力和创造潜能。依法运用行为保全等临时措施，积极适用举证妨碍排除规则，保障民营企业和企业依法维权。依法严惩侵犯知识产权犯罪，正确把握民事纠纷和刑事犯罪界限，对于当事人存有一定合作基础、主观恶性不大的案件，依法稳慎确定案件性质。

9.加大知识产权保护力度。持续严厉打击商标攀附、仿冒搭车等恶意囤积和恶意抢注行为，依法保护民营企业的品牌利益和市场形象。当事人违反诚信原则，恶意取得、行使权利并主张他人侵权的，依法判决驳回其诉讼请求。被告举证证明原告滥用权利起诉损害其合法权益，请求原告赔偿合

理诉讼开支的，依法予以支持。严格落实知识产权侵权惩罚性赔偿制度，坚持侵权代价与其主观恶性和行为危害性相适应，对以侵权为业、获利巨大、危害国家安全、公共利益或者人身健康等情节严重的故意侵权，依法加大赔偿力度。推动知识产权法院审理知识产权刑事案件。推动优化调整知识产权法院管辖案件类型，完善知识产权案件繁简分流机制。

10.依法遏制恶意“维权”行为。既要依法保护消费者维权行为，发挥公众和舆论监督作用，助力提升食品药品安全治理水平，又要完善对恶意中伤生产经营者、扰乱正常市场秩序行为的认定和惩处制度。对当事人一方通过私藏食品、私放过期食品、伪造或者抹去标签内容等方式恶意制造企业违法生产经营食品、药品虚假事实，恶意举报、恶意索赔，敲诈勒索等构成犯罪的，依法予以严惩。

11.依法严厉惩治虚假诉讼。充分利用信息技术手段，加强对虚假诉讼的甄别、审查和惩治，依法打击通过虚假诉讼逃废债、侵害民营企业和企业合法权益的行为。当事人一方恶意利用诉讼打击竞争企业，破坏企业和企业家商誉信誉，谋取不正当利益的，

依法驳回其诉讼请求；对方反诉请求损害赔偿的，依法予以支持。依法加大虚假诉讼的违法犯罪成本，对虚假诉讼的参与人，依法采取罚款、拘留等民事强制措施，构成犯罪的，依法追究刑事责任。

12.弘扬诚实守信经营的法治文化。依法审理因“新官不理旧账”等违法失信行为引发的合同纠纷，政府机关、国有企业、事业单位因负责人、承办人变动拒绝履行生效合同义务的，应当依法判令其承担相应的违约责任，依法维护民营企业经营发展的诚信环境。综合运用债的保全制度、股东出资责任、法人人格否认以及破产撤销权等相关制度，依法惩治逃废债务行为。充分发挥司法裁判评价、指引、示范、教育功能作用，加大法治宣传力度，通过发布典型案例等方式促进提高企业家依法维权意识和能力，积极引导企业家在经营活动中遵纪守法、诚实守信、公平竞争，积极履行社会责任，大力培育和弘扬企业家精神。

13.支持民营企业市场化重整。坚持市场化、法治化原则，完善企业重整识别机制，依托“府院联动”，依法拯救陷入财务困境但有挽救价值的民营企业。引导民营企业充分利用破产重整、

和解程序中的中止执行、停止计息、集中管辖等制度功能，及时保全企业财产、阻止债务膨胀，通过公平清理债务获得重生。推进破产配套制度完善，提升市场化重整效益。

14.营造鼓励创业、宽容失败的创业氛围。不断完善保护和鼓励返乡创业的司法政策，为民营企业在全面推进乡村振兴中大显身手创造良好法治环境。采取发布典型案例、以案说法等方式引导社会公众对破产现象的正确认知，积极营造鼓励创业、宽容失败的创业氛围。完善民营企业市场退出机制，便利产能落后、经营困难、资不抵债的民营企业依法有序退出市场，助力市场要素资源的重新配置。积极推动建立专门的小微企业破产程序和个人债务集中清理制度，探索在破产程序中一体解决企业家为企业债务提供担保问题，有效化解民营企业债务链条，助力“诚实而不幸”的民营企业东山再起，重新创业。

15.推动健全监管执法体系。监督支持行政机关强化统一市场监管执法，依法审理市场监管领域政府信息公开案件，修改完善办理政府信息公开案件司法解释，促进行政机关严格依照法定权限和程序公开市场监管规则。

依法审理涉市场监管自由裁量、授权委托监管执法、跨行政区域联合执法等行政纠纷案件，监督行政机关遵守妥当性、适当性和比例原则合理行政，以过罚相当的监管措施落实教育与处罚相结合原则。加强与检察机关协作，通过审理行政公益诉讼案件、提出司法建议等方式，共同推动市场监管部门健全权责清晰、分工明确、运行顺畅的监管体系。

四、运用法治方式促进民营企业发展和治理

16.助力拓宽民营企业融资渠道降低融资成本。依法推动供应链金融健康发展，有效拓宽中小微民营企业融资渠道。对中小微民营企业结合自身财产特点设定的融资担保措施持更加包容的司法态度，依法认定生产设备等动产担保以及所有权保留、融资租赁、保理等非典型担保合同效力和物权效力；对符合法律规定的仓单、提单、汇票、应收账款、知识产权、新类型生态资源权益等权利质押以及保兑仓交易，依法认定其有效。严格落实民法典关于禁止高利放贷的规定，降低民营企业的融资成本，依法规制民间借贷市场“砍头息”、“高息转本”等乱象，金

融机构和地方金融组织向企业收取的利息和费用违反监管政策的，诉讼中依法不予支持。

17.依法保障民营企业人才和用工需求。妥善审理民营企业劳动争议案件，既要鼓励人才的合理流动，也要维护民营企业的正常科研和生产秩序，依法确认民营企业为吸引人才在劳动合同中约定股权激励、年薪制等条款的法律效力。依法规范劳动者解除劳动合同的行为，加大调解力度，引导民营企业与劳动者协商共事、机制共建、效益共创、利益共享，构建和谐劳动关系。

依法保障灵活就业和新就业形态劳动者权益，依法支持劳动者依托互联网平台就业，支持用人单位依法依规灵活用工，实现平台经济良性发展与劳动者权益保护互促共进。畅通仲裁诉讼衔接程序，完善多元解纷机制，依法为新就业形态劳动者提供更加便捷、优质高效的解纷服务。

18.推动完善民营企业治理结构。严守法人财产独立原则，规范股东行为，依法追究控股股东、实际控制人实施关联交易“掏空”企业、非经营性占用企业资金、违规担保向企业转嫁风险等滥用支配地位行为的法律责任，依

法维护股东与公司之间财产相互独立、责任相互分离、产权结构明晰的现代企业产权结构。对股东之间的纠纷，在尊重公司自治的同时，积极以司法手段矫正公司治理僵局，防止内部治理失序拖垮企业生产经营，损害股东和社会利益。

以法治手段破解“代理成本”问题，依法追究民营企业董事、监事、高管违规关联交易、谋取公司商业机会、开展同业竞争等违背忠实义务行为的法律责任，细化勤勉义务的司法认定标准，推动构建企业内部处分、民事赔偿和刑事惩治等多重责任并举的立体追责体系，提高“内部人控制”的违法犯罪成本，维护股东所有权与企业经营权分离的现代企业管理制度。

19.促进民营企业绿色低碳发展。依法保护合同能源管理节能服务企业、温室气体排放报告技术服务机构等市场主体的合法权益，保障民营企业积极参与推进碳达峰碳中和目标任务。创新惠企纾困司法举措，兼顾当事人意思自治、产业政策和碳排放强度、碳排放总量双控要求，依法明晰交易主体权责，有效化解涉产能置换纠纷案件，助力民营企业有序开展节能降碳技术改造。

20.助力民营企业积极参与共建“一带一路”。健全“一带一路”国际商事纠纷多元化解机制，推动最高人民法院国际商事法庭高质量发展，充分发挥国际商事专家委员会作用，进一步深化诉讼、仲裁、调解相互衔接的“一站式”国际商事争端解决机制建设，打造国际商事争端解决优选地，为民营企业“走出去”提供强有力的司法保障。

五、持续提升司法审判保障质效

21.强化能动司法履职。落实落细抓前端治未病、双赢多赢共赢、案结事了政通人和等司法理念，努力实现涉民营企业案件办理政治效果、社会效果、法律效果有机统一，同时坚持办理与治理并重，积极融入社会治理、市场治理、企业治理，切实增强司法保障民营经济发展壮大的主动性实效性。充分发挥司法定分止争作用，增强实质性化解涉民营企业矛盾纠纷的成效，坚决防止因“程序空转”而加重民营企业诉累。及时总结涉民营企业案件暴露出来的政策落实、行业监管、公司治理等问题，推动建立健全民营企业风险评估和预警机制，积极运用府院联动等机制，充分发挥司法建议作用，促

进从源头上预防和解决问题，形成促进民营经济发展壮大的工作合力。充分运用审判质量管理指标体系及配套机制，强化对涉民营企业案件审理的管理调度，持续提升司法审判保障质效。

22.公正高效办理民刑行交叉案件。不断完善人民法院内部工作机制，统一法律适用，妥善办理涉民营企业的民商事纠纷、行政违法和刑事犯罪交叉案件。积极推动建立和完善人民法院与公安机关、检察机关之间沟通协调机制，解决多头查封、重复查封、相互掣肘等问题，促进案件公正高效办理。

依法受理刑民交叉案件，健全刑事案件线索移送工作机制。如刑事案件与民事案件非“同一事实”，民事案件与刑事案件应分别审理；民事案件无需以刑事案件裁判结果为依据的，不得以刑事案件正在侦查或者尚未审结为由拖延民事诉讼；如果民事案件必须以刑事案件的审理结果为依据，在中止诉讼期间，应当加强工作交流，共同推进案件审理进展，及时有效保护民营经济主体合法权益。

23.完善拖欠账款常态化预防和清理机制。完善党委领导、多方协作、法

院主办的执行工作协调联动机制，依法督促政府机关、事业单位、国有企业及时支付民营企业款项，大型企业及时支付中小微企业款项，及时化解民营企业之间相互拖欠账款问题。严厉打击失信被执行人通过多头开户、关联交易、变更法定代表人等方式规避执行的行为，确保企业及时收回账款。

将拖欠中小微企业账款案件纳入办理拖欠农民工工资案件的快立快审快执“绿色通道”，确保农民工就业比较集中的中小微企业及时回笼账款，及时发放农民工工资。与相关部门协同治理，加大对机关、事业单位拖欠民营企业账款的清理力度，符合纳入失信被执行人名单情形的，依法予以纳入，并将失信信息纳入全国信用信息共享平台。加大平安建设中相关执行工作考评力度，促推执行工作更加有力、有效，及时兑现中小微企业胜诉权益。

24.严禁超权限、超范围、超数额、超时限查封扣押冻结财产。严格规范财产保全、行为保全程序，依法审查保全申请的合法性和必要性，防止当事人恶意利用保全手段侵害企业正常生产经营。因错误实施保全措施致使当事人或者利害关系人、案外人等财产

权利受到侵害的，应当依法及时解除或变更，依法支持当事人因保全措施不当提起的损害赔偿请求。

25.强化善意文明执行。依法灵活采取查封措施，有效释放被查封财产使用价值和融资功能。在能够实现保全目的的情况下，人民法院应当选择对生产经营活动影响较小的方式。对不宜查封扣押冻结的经营性涉案财物，采取强制措施可能会延误企业生产经营、甚至造成企业停工的，应严格审查执行措施的合法性和必要性。被申请人提供担保请求解除保全措施，经审查认为担保充分有效的，应当裁定准许。

在依法保障胜诉债权人权益实现的同时，最大限度减少对被执行企业权益的影响，严格区分失信与丧失履行能力，对丧失履行能力的，只能采取限制消费措施，不得纳入失信名单。决定纳入失信名单或者采取限制消费措施的，可以给予其一至三个月宽限期，对于信用良好的，应当给予其宽限期，宽限期内暂不发布其失信或者限制消费信息。加快修订相关司法解释，建立健全失信被执行人分类分级惩戒制度及信用修复机制。

26.高效率低成本实现企业合法权益。充分考虑中小微民营企业抗风险能力弱的特点，建立小额债权纠纷快速审理机制，切实提升案件审判效率。通过合理确定保全担保数额、引入保全责任险担保等方式，降低中小微民营企业诉讼保全成本。进一步规范审限管理，全面排查梳理违规延长审限、不当扣除审限的行为，切实防止因诉讼拖延影响民营企业生产经营。加强诉讼引导和释明，对当事人依法提出的调查收集、保全证据的申请，应当及时采取措施；对审理案件需要的证据，应当在充分发挥举证责任功能的基础上，依职权调查收集，切实查清案件事实，防止一些中小微民营企业在市场交易中的弱势地位转化为诉讼中的不利地位，实现实体公正与程序公正相统一。

27.深化涉民营企业解纷机制建设。持续优化诉讼服务质效，为民营企业提供优质的网上立案、跨域立案、在线鉴定、在线保全等诉讼服务，切实为涉诉企业提供便利。尊重当事人的仲裁约定，依法认定仲裁协议效力，支持民营企业选择仲裁机制解决纠纷。完善仲裁司法审查制度，在统一、严格司法审查标准基础上，营造仲裁友好型的

司法环境。坚持和发展新时代“枫桥经验”，坚持把非诉讼纠纷解决机制挺在前面，充分发挥多元解纷效能，加强与相关单位协作配合，依法支持引导相关主体构建协会内和平台内的纠纷解决机制，为民营企业提供低成本、多样化、集约式纠纷解决方式。深化与工商联的沟通联系机制，畅通工商联依法反映民营企业维权诉求渠道。保障商会调解培育培优行动，优化拓展民营企业维权渠道，不断提升民营经济矛盾纠纷多元化解能力水平。

推广，为民营经济发展壮大营造更加良好的舆论和法治氛围。

六、加强组织实施

各级人民法院要把强化民营经济法治保障作为重大政治任务，加强组织领导和推进实施，及时研究解决工作落实中的新情况新问题。最高人民法院各审判业务部门要加强条线指导，各地法院要结合本地区经济社会发展实际，细化完善保障措施，确保务实管用见效。要强化对已出台司法政策措施的督促落实，及时听取社会各方面特别是工商联、民营企业家等意见建议，以问题为导向做好整改完善工作。要认真总结人民法院保障民营经济发展的好经验好做法，做好总结、宣传、

二、观点速递

公司控制权争夺背景下的公章证照返还之诉

——摘自微信《高杉LEGAL》

公司控制权争夺中，由于公司公章证照是公司开展日常治理与经营所必须的重要物件，各方常常围绕公司公章证照展开激烈的争夺，强抢公章证照的戏码也并不新鲜。在由非诉、行政程序、民事司法程序等手段所构成的武器库中，公章证照返还之诉是实控人、股东应对公章失控的有力武器。本文就公司控制权争夺背景下公章证照返还之诉的典型争议问题及实务要点予以阐述。

1、请求权基础是什么？

公章证照返还之诉中，可供选择的请求权基础主要有两个，一是《民法典》第 235 条关于返还原物请求权之规定，二是《民法典》第 1165 条关于一般过错侵权之规定。

建议首选《民法典》第 235 条作为请求权基础，理由在于该条构成

要件相对简单，对构成要件的证明也相对容易。具体而言，主张返还原物请求权需要论述、证明：（1）享有返还原物请求权的权利人为物权人；（2）须有他人现在无权占有动产或不动产的事实。而如果选择第 1165 条主张侵权责任，则需要论述、证明：（1）侵权行为；（2）行为人存在过错；（3）产生了损害结果；（4）侵权行为与损害结果之间具有因果关系。相较而言，前者构成要件更为简单。

以《民法典》第 235 条为请求权基础符合司法实践中公章证照返还之诉的主流裁判思路。虽然很多法院处理在管辖权争议时，将案件认定为是侵权纠纷，但从实体判决来看，《民法典》第 235 条关于返还原物请求权的规定才是主流的裁判依据。

2、以谁为原告？

公章证照返还之诉的原告可以是目标公司。《民事诉讼法》第 122 条规定，提起诉讼的原告应当是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织。公章证照返还之诉讼中，公章证照是目标公司的财产，所

有权归属于公司，因此，目标公司是公章证照返还之诉的适格原告。

公章证照返还之诉的原告还可以是目标公司的股东，股东可按照《公司法》第 151 条关于股东代表诉讼的规定提起诉讼。（参见最高人民法院（2015）民申字第 2767 号正源中国地产有限公司与富彦斌公司证照返还纠纷民事裁定书。）需要注意的是，提起股东代表诉讼的主体应为有限责任公司的股东，或股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东。一般情况下，还应履行书面请求公司有关机关提起诉讼的前置程序，只有在情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害，以及不存在由公司有关机关提起诉讼可能性的情况下，才可以不履行该前置程序，本文在此不予详述。

3、以谁为被告？

直接侵占、控制目标公司公章证照的主体（可能是前法定代表人、高管等）作为被告，自无疑问，而从诉讼策略的角度，还可以考虑将该主体背后的股东方一并作为被告，一方面有助于查明案情、施加压力，

另一方面有利于应对有关主体将公司公章证照向背后的股东方移交的局面。

4、诉讼请求是什么？

公章证照返还之诉中，首要的诉讼请求应为判令被告向目标公司返还其持有的公司印章、证照。该项请求在具体的写法可能可以更灵活一些，例如要求被告向目标公司返还公司印章、证照，并向新法定代表人移交（参见北京市第二中级人民法院（2022）京 02 民终 10087 号牛某公司证照返还纠纷二审民事判决书）。

其次，还可以一并请求判令被告于判决生效之日起一定期限内协助办理法定代表人工商登记变更手续。（司法实践中的主流观点认可原告在公章证照返还之诉中一并提出这一诉讼请求的做法，例如北京市第二中级人民法院（2022）京 02 民终 10087 号牛某公司证照返还纠纷二审民事判决书，广东省中山市中级人民法院（2021）粤 20 民终 1445 号闻某、中山市新帮建房地产开发有限公司等与公司有关的纠纷民事二审民事判决书，安徽省合肥高新技术产业开发区人民法院（2018）皖

0191 民初 5496 号安徽省携众融资担保有限公司与邵某公司证照返还纠纷一审民事判决书。但是，也存在不同意见，北京市第二中级人民法院在（2021）京 02 民终 11021 号北京睿雨佳酿酒业有限公司等与王某公司证照返还纠纷二审民事判决书中即认为：原告“据以变更的《股东会决议》本身尚存在争议，且该诉讼请求的实质为请求变更公司登记纠纷，标的公司应为该案由之适格被告，该项诉讼请求与其第一项诉讼请求在法律关系性质、诉讼主体方面均存在明显差异，不能合并审理”。需要注意的是，这一立场与该院在前述（2022）京 02 民终 10087 号案中的处理也是相矛盾的。）

关于律师费，由于公章证照返还之诉并非法定可以要求被告承担律师费的案件类型，实践中，目标公司要求被告承担律师费的主张往往难以得到法院支持（法律明确规定律师费由败诉被告承担的情形主要包括：债权人行使撤销权案件、担保类纠纷案件、人身侵权类案件、知识产权侵权、不正当竞争案件、网络侵权案件、人脸信息侵权案件、环境或

消费民事公益诉讼案件、滥用诉讼权利案件）。

但是，如果是股东按照股东代表诉讼的方式提起诉讼，根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定（四）》（以下简称“《公司法解释（四）》”）第 26 条的规定，可以要求法院判令作为第三人的目标公司承担律师费。

5、如何确定管辖法院？

对公司公章证照返还纠纷的管辖问题，目前实务上还没有形成统一的见解，司法实践中主要呈现三种观点。

第一种观点认为，公司公章证照返还纠纷属于“与公司有关的诉讼”，因此应当适用《民事诉讼法》第 27 条规定，由公司住所地法院管辖。

《民事诉讼法》第 27 条规定：“因公司设立、确认股东资格、分配利润、解散等纠纷提起的诉讼，由公司住所地人民法院管辖。”《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（以下简称“《民事诉讼法解释》”）第 22 条规定：“因股东名册记载、请求变更公

司登记、股东知情权、公司决议、公司合并、公司分立、公司减资、公司增资等纠纷提起的诉讼，依照民事诉讼法第二十七条规定确定管辖。”

《民事诉讼法》及《民事诉讼法解释》一共列举了 12 种与公司有关的纠纷由公司住所地人民法院管辖，并用了“等”字作兜底。公司公章证照返还纠纷虽然不属于明确列举的 12 种案结案类型，但《民事案件案由规定》中将“公司证照返还纠纷”规定为“与公司有关的纠纷”项下的案由。因此，很多法院因此适用《民事诉讼法》第 27 条，认定由公司住所地法院管辖。（持此种观点的案件如北京市高级人民法院（2022）京民辖终 70 号陈志伟、北京以太物业开发有限公司公司证照返还纠纷民事管辖案，青海省西宁市中级人民法院（2023）青 01 民辖 9 号陕西达禹建设工程有限公司青海分公司、黄某公司证照返还纠纷民事管辖案。同时，亦有法院明确否定这一观点，认为适用民诉法 27 条的案件类型适用于明确列举的 12 种案件类型，而返还公司证照纠纷不属于 12 中之列，故不适用民诉法 27 条，如上海市高级人民法院（2020）沪民辖 256 号莱

比信（上海）智能科技有限公司与上海莱比信仪器仪表科技发展有限公司公司证照返还纠纷案。）

第二种观点认为，公司公章证照返还纠纷，本质上属于侵权纠纷，应该适用侵权纠纷管辖权的规定，由侵权行为地或被告住所地人民法院管辖（参见北京市高级人民法院（2019）京民辖终 296 号张某与中广华通信息科技（北京）有限公司公司证照返还纠纷民事裁定书，浙江省高级人民法院（2020）浙民辖终 261 号黄某、李某公司证照返还纠纷管辖民事裁定书，天津市高级人民法院（2020）津民辖 54 号天津市德意西锅炉技术咨询有限公司与邢某公司证照返还纠纷民事裁定书）。采此种观点的法院一般认可目标公司住所地法院是侵权行为地法院，具有管辖权。

第三种观点认为，应当适用《民事诉讼法》第 22 条的一般管辖规则，即由被告住所地法院管辖（参见北京市第一中级人民法院（2022）京 01 民辖终 470 号李某与北京蓝海中天科技有限公司公司证照返还纠纷民事裁定书，（2021）粤 01 民辖终 1876 号广东省广州市中级人民法院李某、

广东银信投资有限公司公司证照返还纠纷民事管辖上诉管辖裁定书。))。

应当认为，公司控制权争夺背景下的公章证照返还之诉，属于应当由公司住所地法院管辖的“与公司有关的纠纷”。理由在于，“对于与公司有关的诉讼是否由公司住所地法院管辖，要进行综合判断和分析，包括‘纠纷是否涉及公司利益、对该纠纷的法律适用是否适用公司法’。”（参见沈德咏主编：《最高人民法院民事诉讼法司法解释理解与适用》，人民法院出版社 2015 年版，第 167 页）公司控制权争夺背景下的公章证照返还之诉，虽然是给付之诉，但实质上深入地涉及公司内部组织关系，法律适用上，也主要适用《公司法》组织法规范，故此类纠纷应当属于由公司住所地法院管辖的与公司有关的纠纷。

例如，青海省西宁市中级人民法院（2023）青 01 民辖 9 号陕西达禹建设工程有限公司青海分公司、黄跃立公司证照返还纠纷案中，西宁市中级人民法院指出：“公司的营业执照、公章、合同专用章、财务专用章等，对外代表公司的意志，是公司的表象，因公司证照返还引发的

纠纷，其实质往往涉及公司内部管理中对公司控制权的争夺等问题，因此，本案有别于普通的损害公司权益的财产返还诉讼案件，属于与公司有关的纠纷，故应根据《中华人民共和国民事诉讼法》第二十七条‘因公司设立、确认股东资格、分配利润、解散等纠纷提起的诉讼，由公司住所地人民法院管辖’的规定确定管辖。”持该种观点的还有北京市第一中级人民法院（2022）京 01 民辖终 282 号朱北平等与北京金湖国际度假村有限公司公司证照返还纠纷案，湖北省武汉市中级人民法院（2022）鄂 01 民辖终 869 号郑睿妮、武汉新纬度汽车服务有限公司公司证照返还纠纷案等。

抛开上述观点之争，从实务操作的角度，亦建议向目标公司住所地法院起诉。原因在于：第一，无论法院持上述第一种观点还是第二种观点，公司住所地法院的管辖权均得到认可，向目标公司住所地法院起诉法律风险小；第二，在目标公司住所地而非被告住所地展开诉讼，便于己方开展诉讼工作。

6、公司经内部决议变更法定代表人后未变更工商登记，前法定代

表人等对立股东阵营的有关主体拒不交出公章证照，目标公司如何提起诉讼？

公司提起诉讼，法院在立案审查阶段通常要求起诉状上须有公司公章、公司现任法定代表人签字，以此判断起诉确系代表公司意志，确认原告主体资格。当公司控制权争夺中，一方阵营通过目标公司内部决议更换对立阵营法定代表人，目标公司的公章如仍被对立阵营所控制，此时，目标公司如欲提起公章证照返还之诉，可能会发现一个尴尬的局面：其无法满足在起诉状等起诉文件上加盖公章的法院立案要求，并且，由于新选任的法定代表人由于并非公司工商登记的法定代表人，其在诉讼文件上签字也难以获得法院的认可。

针对上述僵局，目前的司法实践逐渐发展出了较为统一的解决方案，即目标公司可以通过新任法定代表人代表公司签署起诉文件，一并提交变更法定代表人的有效公司决议文件（《董事会决议》《股东会决议》）、公司章程的方式，提起诉讼。其理由在于，尽管签字的新法定代表人并非工商登记的法定代表人，

但工商登记意义在于对外公示公司意志代表权的基本状态，而股东会决议等公司内部决议代表公司的真实意思，对于公司内部纠纷，应以公司内部有效决议为准。与前法定地表示人等主体之间的公章证照返还纠纷，属于公司内部纠纷，因此，应当以公司决议为准认定公司现任法定代表人，由其代表公司签署起诉文件，代表公司真实意志。（参见北京市第一中级人民法院（2022）京 01 民终 4043 号北京网秦天下科技有限公司与许某公司证照返还纠纷二审民事判决书，广东省中山市中级人民法院（2021）粤 20 民终 1445 号闻某、中山市新帮建房地产开发有限公司等与公司有关的纠纷民事二审民事判决书，最高人民法院（2020）最高法民申 2125 号孔某、达森生物药业有限公司与公司有关的纠纷再审审查与审判监督民事裁定书。）

需要注意的是，上述解决方案并未在规范层面得以确立，不同法院乃至不同法官的具体处理可能都存在不同，因此，立案过程中，应当积极与法院沟通，说明情况，根据法院的要求准备立案材料，对于仍存

疑虑的法官，可以提供书面说明文件并附类案供其参考。

7、原告如何组织证据？

公章证照返还之诉中，基于《民法典》第 235 条返还原物请求权的构成要件，原告应证明以下三要件事实：（1）目标公司是公章证照的物权人；（2）公章证照目前系由被告所占有；（3）被告对公章证照的占有是无权占有。

就第（1）项而言，《公司法》第 3 条规定，有限责任公司作为独立法人，有独立的法人财产，享有法人财产权。公司的印章、证照、账册等属于公司财产，应属于免证事实范畴。

就第（2）项而言，原告可从公章证照管理规范等内部制度文件、公章证照交接记录、用章审批记录，以及相关刑事或者行政案件材料等资料中搜集、整理证明公章由被告保管的证据。

就第（3）项而言，原告可提交公司内部公章证照管理规范等内部制度文件，变更公章证照保管人的决议、决定文件等。在公章由前法定代表人保管控制的情况下，目标公

司应当向法院提交根据公司章程规定作出变更法定代表人的董事会决议或股东会决议。该项证据可证明公章持有人已丧失其职务身份，也即丧失了持有公司公章证照的权利基础，系无权占有。（参见北京市第二中级人民法院（2022）京 02 民终 10087 号牛某公司证照返还纠纷二审民事判决书，安徽省蚌埠市中级人民法院（2022）皖 03 民终 2632 号赵某、施普瑞德材料科技（蚌埠）有限公司公司证照返还纠纷民事二审民事判决书。）

8、对方针对变更法定代表人的决议效力问题另行起诉，是否导致公章证照返还之诉中止审理？

变更法定代表人的公司决议效力争议，是公章证照返还之诉中的典型争议问题。如前文所述，如果目标公司通过公司决议更换法定代表人后，公司的公章证照仍被前法定代表人或对立股东阵营的其他主体所控制，其可以通过新法定代表人在起诉文件上签字、提交公司决议文件的方式，提起公章证照返还之诉。在此种诉讼中，变更法定代表人的公司决议效力既决定了原告的主体资格的程序问题，也决定了被告

是否是无权占有的实体问题。因此，对立股东阵营往往会对该等公司决议效力提出强力挑战。

实践中，对立股东阵营另行提起公司决议效力诉讼后，可能会在公章证照返还之诉中以本诉应当等待公司决议效力诉讼的审理结果为由，要求公章证照返还之诉中止审理。

《民事诉讼法》第 153 条规定，本案必须以另一案的审理结果为依据，而另一案尚未审结的，中止诉讼。有观点指出：“一个案件的事实认定或者法律适用，要以另一案件的审理结果为依据，如果不等另一案件审结而急于裁判，就有可能出现两个案结案事实不清，适用法律失当，出现矛盾判决”，但“需要注意的是，中止诉讼不能过于随意。是否必须以其他案件的审理结果为前提，取决于案件审理的需要，彼此关联的两个案件是否具有先决关系或前提关系。”（参见江必新主编：《新民事诉讼法条文理解与适用》，人民法院出版社 2022 年 2 月第 1 版，第 695 页。）

从实践来看，法院对《民事诉讼法》第 153 条规定的适用往往从严

掌握，通常要求同时符合两个条件：

（1）另一案审理的问题是本案的先决性、前提性问题；（2）该问题无法在本案得到审理解决，而只能由另案审理。一般导致民事诉讼中止的往往是涉及刑事、行政的交叉诉讼，以及专利诉讼中的交叉诉讼。

在公章证照返还之诉中，公司决议成立与否、效力几何，直接决定了原告主体资格、公司是否有权主张返还的问题，确实构成本案的先决问题。但是，该问题本就可以作为公章证照返还之诉争议的焦点，而可以在本案中得到审理解决，并不必须等待另案的审理结果。因此，应当认为，对立股东阵营另行提起该等公司决议效力诉讼，并不导致公章证照返还之诉中止审理。

例如，在（2018）皖 0191 民初 5496 号安徽省携众融资担保有限公司与邵某公司证照返还纠纷一案一审民事判决书中，安徽省合肥高新技术产业开发区人民法院指出：“邵某认为快乐大本营公司已于 2018 年 10 月 23 日提起确认之诉，诉请确认《临时股东会决议》、《董事会决议》不成立，故申请中止审理。本院认为处理案涉纠纷时，《临时股东会决议》、

《董事会决议》的效力本就属于本案审查范围，故本院可依据双方当事人提供的证据对案涉协议效力作出认定。”

9、对立阵营针对变更法定代表人的决议效力问题另行起诉，是否可能构成重复起诉？

《民事诉讼法解释》第 247 条第 1 款规定：“当事人就已经提起诉讼的事项在诉讼过程中或者裁判生效后再次起诉，同时符合下列条件的，构成重复起诉：（一）后诉与前诉的当事人相同；（二）后诉与前诉的诉讼标的相同；（三）后诉与前诉的诉讼请求相同，或者后诉的诉讼请求实质上否定前诉裁判结果。”该条实际上规定了当事人、诉讼标的、诉讼请求均相同型的重复起诉，以及后诉请求实质否定前诉裁判结果型的重复起诉（以下简称“实质否定型重复起诉”）。

第一，实质否定型重复起诉，包括两种情况：（1）后诉的诉讼请求直接否定前诉的判决主文（针对前案已经作出生效判决的情况），或直接否定了前诉的诉讼请求（针对前案尚处于诉讼进程中的情况）；（2）后诉的诉讼请求否定了前诉的实体

性先决问题。（《民事诉讼法解释》第 247 条实际上规定了既判力和诉讼系属两种制度功能下的禁止重复起诉，本文基于篇幅原因与实务目的，不展开讨论。）

第二，就诉讼标的而言，表面上看，《民事诉讼法解释》第 247 条规定针对实质否定型重复起诉，规定了“诉讼标的相同”的要件。但是，司法实践中，对实质否定性的重复起诉进行认定时，本身会对“诉讼标的”进行扩张解释。在后诉的诉讼请求否定前诉的实体性先决问题的案件中，即使后诉的诉讼标的与前诉的诉讼标的并非是完全相同的，仍可被解释为具有同一性，进而认定后诉构成重复起诉。

公章证照返还之诉中，目标公司向所谓“前”法定代表人等被告主张返还，其请求得以成立的前提性问题就是变更法定代表人的公司决议是有效的、“前”法定代表人系无权占有。因此，变更法定代表人的公司决议效力问题，是公章证照返还之诉的实体性先决问题。被告在后提起公司决议诉讼，其诉讼请求否定该等公司决议效力状态，构成“后

诉的诉讼请求实质上否定前诉裁判结果”。

例如，在上海市第二中级人民法院（2021）沪02民终4581号王某与上海瑞和会计师事务所有限公司公司决议效力确认纠纷二审民事裁定书中，法院指出，“本案的争议焦点在于王某提起本案诉讼是否构成重复诉讼的问题。王某在本案中起诉请求确认瑞和会计2005年6月6日作出的《股东会决议》不成立，故本案的诉讼标的为该决议的效力状态之认定。然而在11450号案中，案涉《股东会决议》的效力问题恰是该案的核心争点，被该案双方当事人作为主要争点予以争执，双方围绕该争点进行了举证和辩论，一审法院也对该争点进行了审理并做出判断。而11450号判决的作出也正是建立在一审法院对《股东会决议》效力认定的基础之上。由此可见，本案的诉讼标的完全包含于11450号案件的审理之中，且已经在该案中得到了法院的处理，王某在本案中的诉请如得到支持，会产生实质性否定11450号判决的效果。因此，关于案涉《股东会决议》成立与否、效力如何的问题，应当在11450号案

件的一、二审程序中予以认定和处理，王某再行提起本案诉讼，确属重复诉讼。”

第三，就当事人而言，即使是未参加公章证照返还之诉的其他主体提起公司决议效力诉讼，仍可能被法院认定为与前诉“当事人相同”。

《民事诉讼法解释》第247条所要求的“当事人相同”，并非机械地要求后诉与前诉当事人完全一致，而是同样存在相当的解释空间。司法实践中，法院在判决公司决议效力争议是否构成重复起诉时，“相同当事人”会扩张至未参加前诉其他主体，例如目标公司其他股东、董监高。

例如，四川省成都市中级人民法院在（2021）川01民终12380号莫某、成都国腾电子集团有限公司公司决议纠纷民事二审民事裁定书中指出：“本院认为，前诉柏某等人诉请撤销案涉董事会决议，人民法院对该决议的效力及是否具备撤销事由作出认定后，所作出的民事判决对国腾公司全体股东及董事均具有既判力，而不以股东、董事是否参加诉讼或具体诉讼地位作为既判力所及标准。”

基于上述分析，对立股东阵营针对变更法定代表人的公司决议另行提起公司决议纠纷诉讼，有较大可能构成重复起诉而被法院裁定驳回。

结语

以上，我们阐述了公司控制权斗争背景下公章证照返还之诉的几个典型问题与实务要点，以供参考。“凡战者，以正合，以奇胜”，需要说明，公司控制权斗争中，不同阵营往往综合诉讼、非诉等多种手段，集政治、经济、舆论多种资源，围绕公司人、财、物开辟多个战场。立足于实现、保有控制权的最终目标，公章证照返还之诉战役发起，还应当充分结合具体实际，并和其他措施形成联动。

三、实务研究

陈树森：《民法典》时代公司对外担保的五个新理念

——摘自微信《中国法律评论》

目次

一、倡导合同有效，压缩合同无效和效力待定的制度空间

二、重视合同效力，关注合同履行

三、注重明晰责任形态，避免责任复杂化

四、担保形式更丰富，效力认定更灵活

五、强调实质担保，消解隐形担保

相较于《民法典》，《公司法》属于民商法中的特别法。对公司对外提供担保的合同效力以及公司责任形态等方面的考量，离不开在《民法典》制度框架体系下的综合分析。2020年5月28日，《民法典》正式通过。据统计，《民法典》中有220处提及“法人”（含“营利法人”28处），

并在第 71 条、第 76 条和第 268 条五次提及“公司”；刨除婚姻家庭和继承等家事法律规则，《民法典》其余诸编几乎都普适于公司。

同时，作为 21 世纪的民法典，我国《民法典》在法律理念方面有更多的创新和发展，尤其在担保问题上体现出了一些新理念、新观念，创设了一些新制度。这些制度规范和内容变化都对公司对外提供担保的合同效力认定以及担保合同不发生法律效力后责任承担等问题产生了相当的影响。

一、倡导合同有效，压缩合同无效和效力待定的制度空间

合同是交易的主要表现形式，鼓励合同交易是提高商业效率、增进社会财富的重要方式，更是促进市场经济健康发展的重要手段。而鼓励合同交易的前提是保护市场的交易安全。1999 年出台的《合同法》将保护交易安全、促进合同交易作为立法的主要目标，从加强对当事人权益的保护、限制合同无效范围、区分合同无效和可撤销制度、区分合同无效和效力待定制度、区分合

同成立和合同生效等方面作了相应的制度安排。此次《民法典》合同编在《合同法》的基础上，进一步体现了保护交易安全、鼓励合同交易的精神，以刺激经济发展。

一是尽量减少行政管理举措对合同效力的影响。如《民法典》第 706 条规定，当事人未依照法律、行政法规规定办理租赁合同登记备案手续的，不影响合同的效力。第 738 条规定，依照法律、行政法规的规定，对于租赁物的经营使用应当取得行政许可的，出租人未取得行政许可不影响融资租赁合同的效力。这大大减少了行政监管手段对民商事合同效力的影响。

二是《民法典》中有关无效合同的类型在《合同法》基础上进一步消减。《合同法》规定因欺诈损害国家利益的合同无效，而这种无效情形在《民法典》中被统一归摄到可撤销合同的范畴。根据《合同法》第 51 条（已废止，对应《民法典》第 311 条）的规定，无权处分合同被认定为是效力待定合同，而《民法典》第 597 条则规定，因出卖人未取得处分权致使标的物所有权不能转移时，买受人可以解除合同并请求出卖人承

担违约责任。根据这一规定，无权处分合同属于有效合同，至于买受人事后基于有效合同无法取得标的物的所有权，可以基于合同有效向出卖人主张违约责任。

三是确认了无效合同的效力转化规则。当前随着经济社会的发展，人们交易模式、交易形态的内容发生了较大变化，越来越多复合型合同出现，这就使针对某一民事法律行为的效力难言绝对无效，使对于合同效力的评判更加开放、包容。

《九民会纪要》第71条在有关让与担保的问题上就采取了无效合同转换的思路，提出当事人之间订立的买卖合同或者股权转让协议因当事人之间的虚伪意思表示而无效，债权人不能据此请求确认房屋所有权或者股权，但当事人提供担保的意思表示是真实的，在符合抵押权或者质权设立条件的情形下，债权人有权请求参照法律关于担保物权的规定对财产拍卖、变卖、折价优先偿还债权。

这种思路在《民法典》第401条、第428条有关流押、流质问题上得到进一步体现。当事人约定流押、流质的，债权人虽然不能直接获得担

保财产的所有权，但可以“依法就担保财产优先受偿”。这从另一角度进一步解放了合同效力的制度空间，有利于避免因合同无效造成的社会资源浪费。

二、重视合同效力，关注合同履行

无论是考察《民法典》的相关规定，还是分析《九民会纪要》，当前民商事领域从之前比较注重评判相关合同的效力逐渐向在关注合同效力的同时关注合同履行转变。如前述流押合同的效力，《物权法》第186条规定，抵押人在债务履行期届满前，不得与抵押人约定债务人不履行到期债务时抵押财产归债权人所有，即禁止流押。

而《民法典》第401条规定，抵押权人在债务履行期限届满前，与抵押人约定债务人不履行到期债务时抵押财产归债权人所有的，只能依法就抵押财产优先受偿。从该条文字表述来看，《民法典》就流押合同的无效评价作了一定的缓和处理，不再直接规定流押合同无效，而明确如果当事人签订流押合同后只能

就抵押财产优先受偿，而不能直接取得抵押财产标的物的所有权。又如，民商事审判领域的“对赌协议”的效力也体现了这一变化。

围绕对赌协议的效力问题，尤其是投资人与目标公司之间签订对赌协议的效力问题，司法机关经历了从关注协议效力到关注协议履行可能性的变化过程。最初在有关对赌协议的典型案例——苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司、陆某等增资纠纷案中，最高人民法院通过该案明确：在民间融资投资活动中，融资方和投资者设置估值调整机制（投资者与融资方根据企业将来的经营情况调整投资条件或给予投资者补偿）时要遵守《公司法》和《合同法》的规定。投资者与目标公司本身之间的补偿条款如果使投资者可以取得相对固定的收益，则该收益会脱离目标公司的经营业绩，直接或间接地损害公司利益和公司债权人利益，故应认定无效。但目标公司股东对投资者的补偿承诺不违反法律法规的禁止性规定，是有效的。在合同约定的补偿条件成立的情况下，根据合同当事人意思自治、诚实信

用的原则，引资者（目标公司股东）应信守承诺，投资者应当得到约定的补偿。

这一判决在相当长时间内影响了各地司法机关对待对赌纠纷的裁判倾向，以至于被业内简单归结为“与公司股东对赌有效，与目标公司对赌无效”的观点；后来最高人民法院在“强静延、曹务波股权转让纠纷再审民事判决书”中又明确：目标公司为原股东与投资者之间的对赌提供担保，程序上经公司内部权力机构决议确认，投资资金亦投入目标公司供其经营发展使用，有利于提高目标公司盈利能力，该等担保不违反《公司法》的立法目的，应为有效。

通过这两个案例可以看出，在就目标公司能否成为对赌协议的相对方上，司法观点是存在一定变化的，这一定程度上影响到合同效力的评判。直到2019年江苏省高级人民法院在“江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘某虎等请求公司收购股份纠纷再审民事判决书”中认为，“对赌协议”中关于股份回购的条款内容是当事人设立的保护投资者利益的条款，

属于缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排，是各方真实意思表示。

“对赌协议”下的投资安排对公司经营有利，回购价格亦公平合理，“对赌协议”经目标公司及全体股东签署且经法定决策程序确认，实质上亦不违反公司章程关于股份回购的规定，且“对赌协议”具备可履行性，目标公司可通过公司章程规定的减资方式履行回购义务，依法定程序进行的减资并不违反公司资本维持原则，亦不会损害公司债权人利益，该约定应为有效。

之后，《九民会纪要》更是明确指出，投资方与目标公司订立的“对赌协议”是否有效以及能否实际履行，存在争议。

对此，应当把握如下处理规则：投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张“对赌协议”无效的，人民法院不予支持，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合《公司法》关于“股东不得抽逃出资”及股份回购

的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。

投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

由此可见，自2019年江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘某虎等请求公司收购股份纠纷再审案和《九民会纪要》开始，司法实践更弦易张，从关注“对赌协议”的法律效力转向合同的可履行性。当然，这并不意味着合同效力的评价不再重要，而是在考量合同效力的同时，合同的可履行

性也成为司法评价某一法律行为的重要因素。

三、注重明晰责任形态，避免责任复杂化

以往《民法通则》《合同法》《物权法》《侵权责任法》等民商事部门法中，不乏较多连带责任形态的存在。而《民法典》则尽量让法律关系简单化、民事责任清晰化，不动辄苛以当事人以连带责任，让众多市场主体捆绑在一起，进而激发市场主体的活力。这一点体现在，《民法典》将共有形态推定为按份共有，将保证推定为一般保证，共有或者连带份额难以确定的视为“等额”或“相同”。

对于相互追偿或者连带责任等责任方式，除非法律规定或者当事人明确约定，一般不宜由法官直接确认。例如，《民法典》第308条规定，共有人对共有的不动产或者动产没有约定为按份共有或者共同共有，或者约定不明确的，除共有人具有家庭关系等外，视为按份共有。

第309条规定，按份共有人对共有的不动产或者动产享有的份额，

没有约定或者约定不明确的，按照出资额确定；不能确定出资额的，视为等额享有。

第517条第2款规定，按份债权人或者按份债务人的份额难以确定的，视为份额相同。

第518条第2款规定，连带债权或者连带债务，由法律规定或者当事人约定。

第519条第1款规定，连带债务人之间的份额难以确定的，视为份额相同。

第521条第1款规定，连带债权人之间的份额难以确定的，视为份额相同。

第686条第2款规定，当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担保证责任。这些条款都体现了这一变化。

针对民事主体的责任形态，之所以在《担保法》等法律及司法解释中采取推定为连带责任等制度安排，有其特殊的社会背景，如《担保法司法解释》出台时，我国正处于清理频发的“三角债”时期，司法解释更多地体现了对债权人的保护，加重担

保人的责任。例如，保证方式约定不明的，推定为连带保证等，彰显了在当时经济发展背景下从有利于债权人保护角度对法律进行解释的倾向。当时这样规定是有一定道理的，但实施以来，对该规定一直就有不同意见。《民法典》修改了相关的规则。

这种修改可以从两个方面观察：

第一，从理论上讲，连带责任保证是一种加重保证人责任的保证方式，对于这种加重责任的保证方式宜由当事人明确约定；没有约定或者约定不明确的，在没有足够正当充分理由的情况下，法律不宜推定为连带责任保证。

第二，实践中，个人和企业因相互担保或者连环担保资不抵债或者破产的情形大量存在，给正常的生活和经营秩序造成了较大影响。当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的直接推定为一般保证，有利于防止债务风险的扩散，有利于防控金融风险、维护经济社会稳定。这一变化体现在公司对外担保上就是担保合同被认定为不发生效力后，作为担保人的公司是否应当承担责任以及承担什么类型的责任。

根据《担保法司法解释》第7条的规定，主合同有效而担保合同无效，债权人无过错的，担保人与债务人对主合同债权人的经济损失，承担连带赔偿责任；债权人、担保人有过错的，担保人承担民事责任的部分，不应超过债务人不能清偿部分的1/2。《民法典担保制度司法解释》第17条虽然是由《担保法司法解释》第7条发展演变而来，但在责任形态上又作了变化发展：《民法典担保制度司法解释》第17条第1款第1项与《担保法司法解释》第7条后半部分是一致的，但在债权人无过错的情况下，《担保法司法解释》第7条前半部分要求担保人和主债务人承担连带责任，而《民法典担保制度司法解释》改为补充责任，即担保人对债务人不能清偿的部分承担赔偿责任。

四、担保形式更丰富，效力认定更灵活

此次《民法典》制定过程中，正值我国积极营造市场化、法治化、国际化营商环境之际。因应世界银行对优化营商环境的要求，着力构建现代动产担保制度，成为《民法典》

的重要内容。在《民法典》出台前，原有的《担保法》《物权法》等设置的抵押、质押、留置以及保证等传统的担保形态已经难以完全适应经济社会发展的需要，尤其是难以适应企业融资的需要。为此，《民法典》对我国的担保制度作了较大幅度的调整完善。

一是扩张了担保财产的范围，鼓励担保交易，促进物尽其用。随着现代社会财产的范围和形态不断扩张和涌现，法律难以对财产进行穷尽式列举，如果没有列举就不能担保，无疑会阻碍担保交易的新发展，特别是会阻碍新兴财产的担保功能的发挥。

《民法典》在此背景下，积极扩张了担保财产的范围。例如，《民法典》第 440 条在债务人或者第三人权利出质的范围中规定“将有的应收账款”可以出质，这就将未来财产纳入担保的范畴。同时，针对以往禁止抵押的财产适当放松管制，扩展了可供抵押的财产范围。

如以往民事立法中并未允许学校、医院、幼儿园以自己的设施进行担保，对此《民法典》结合《民办教育促进法》等新规定以及当前民办

教育机构的发展现状，对此作了较大程度的放宽，在第 399 条第 3 项规定“学校、幼儿园、医疗机构等为公益目的成立的非营利法人的教育设施、医疗卫生设施和其他公益设施”不得抵押。但通过对该条款的反向解释，登记为营利法人的民办学校、医疗机构、幼儿园等可以将自己所有的财产用于担保。同时，《民法典担保制度司法解释》第 6 条进一步对学校、幼儿园、医疗机构、养老机构等法人或者非法人组织提供担保问题作出规定，进一步对相关财产设立担保问题进行解禁。

二是激活了动产和权利担保制度。以往由于缺乏统一的动产登记制度，动产担保的安全性不可靠，银行等债权人一般不愿意接受动产担保。但现代社会中，动产可以实现大规模、批量化生产，其价值不断得到社会认可，且随着互联网智能化时代的到来，不少财产类型如数据、信息、网络虚拟财产的交换价值不断刷新人们的认知，动产和权利的担保价值的功能越来越得到各国的重视。

而在世界银行营商环境评估报告中，有一项重要的指标就是对担

保制度的评估。在这项指标中，我国目前得分不太理想，因为这项指标包括了担保设立的公开透明度、是否存在统一担保登记、设立担保的效率和执行成本、当事人设立担保物权的自由度等，这些内容在《民法典》颁布之前确实存在较大需要改善的空间。加之要着力破解中小企业“融资难、融资贵”问题，针对中小企业缺乏不动产等现实情况，《民法典》在 403 条确立了动产抵押制度，规定“以动产抵押的，抵押权自抵押合同生效时设立；未经登记，不得对抗善意第三人”。

这为动产统一登记制度留下了制度空间。国务院根据《民法典》发布了动产和权利担保统一登记制度；《民法典担保制度司法解释》根据立法变化，对法院认定动产担保效力、权利顺位问题以及司法救济问题等作出了相应规定，这些都有助于推动动产担保制度越来越发达，呈现与不动产担保并驾齐驱的态势。

三是承认非典型担保，缓和物权法定原则。随着当前经济社会发展变化，允许当事人根据实际需要创设具有担保功能的物权的需求越来越强烈。实践中，诸如让与担保、

融资融券、保兑仓交易、股权回购以及第三方提供的其他能够增加债务人信用和保障债权人实现的措施或者方式，包括但不限于债务加入、第三方差额补足、到期回购以及流动性支持等增信文件或者增信措施不断涌现。

对此，《民法典》不仅在第 388 条为非典型担保的设立预设了制度空间，同时在第 414 条规定“其他可以登记的担保物权，清偿顺序参照适用前款规定”，为创设新的担保形态提供了制度便利。2020 年 7 月 20 日，最高人民法院、国家发展和改革委员会发布的《关于为新时代加快完善社会主义市场经济体制提供司法服务和保障的意见》（法发〔2020〕25 号）第 14 条指出，要“准确把握物权法定原则的新发展、民法典物权编扩大担保合同范围的新规定，依法认定融资租赁、保理、所有权保留等具有担保功能的非典型担保合同的效力。结合民法典对禁止流押规则的调整和让与担保的司法实践，进一步研究细化让与担保的制度规则和裁判标准，尊重当事人基于意思自治作出的交易安排……”这更

为非典型担保制度的发展提供有力的制度支撑和宽阔的发展空间。

五、强调实质担保，消解隐形担保

隐形担保是相较于实质或者显性担保而言的，主要指由当事人之间的意思表示就可以设定对第三人产生优先效力的具有担保性质的权利（无公示），或者虽然形式上要求公示但这种公示却不能为第三人所查知（伪公示）的担保形态。

一直以来，诸如所有权保留、融资租赁以及担保性的债权让与（无公示）等隐形担保，不仅使除当事人以外其他人无从得知当事人之间设定了担保，无法使第三人产生合理预期，影响交易安全；同时也容易引发系统性的金融风险。因此，隐形担保并不符合现代交易实践的发展需要，现代民法的发展趋势也是尽可能地消除隐形担保。根据传统民法原理，包括担保在内的物权都需要公示。

此次《民法典》则通过物权编第 403 条、第 404 条、第 414 条、第 415 条、第 416 条以及合同编第 641

条、第 745 条、第 768 条等条文，对动产和权利担保制度进行了重大修改，初步形成了动产和权利担保体系。其中，至关重要的一步在于通过第 641 条、第 745 条等在隐性担保中引入登记对抗制度，使担保得以显形。如《民法典》第 641 条第 2 款规定：“出卖人对标的物保留的所有权，未经登记，不得对抗善意第三人。”第 745 条规定：“出租人对租赁物享有的所有权，未经登记，不得对抗善意第三人”。

为了贯彻落实《民法典》的新规定和新精神，2020 年 12 月 22 日国务院颁布《关于实施动产和权利担保统一登记的决定》，自 2021 年 1 月 1 日起，在全国范围内实施动产和权利担保统一登记。第 2 条规定：“纳入动产和权利担保统一登记范围的担保类型包括：（一）生产设备、原材料、半成品、产品抵押；（二）应收账款质押；（三）存款单、仓单、提单质押；（四）融资租赁；（五）保理；（六）所有权保留；（七）其他可以登记的动产和权利担保，但机动车抵押、船舶抵押、航空器抵押、债券质押、基金份额质押、股权质押、知识产权中的财产权质押除外。”

统一纳入登记范围的动产和权利担保，由当事人通过中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统自主办理登记，并对登记内容的真实性、完整性和合法性负责。登记机构不对登记内容进行实质审查。

为贯彻落实国务院上述决定要求，2021年12月28日中国人民银行又发布了《动产和权利担保统一登记办法》（中国人民银行令〔2021〕第7号）。该办法着眼于规范动产和权利担保统一登记服务，进一步明确了动产和权利担保统一登记范围、登记机构及职责，细化登记内容，优化登记和查询操作流程，将进一步引导市场主体规范开展动产和权利担保登记与查询活动，进一步提高动产和权利担保融资效率，优化营商环境。这些都为消除隐性担保、保障交易安全提供了有力制度支撑，也对公司对外提供担保制度的发展和变迁带来了重要影响。

彭冰：交易型操纵的民事责任认定——朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案分析

——摘自微信《中国法律评论》

操纵的民事责任制度在中国步履维艰，其中最为困难的关键在于因果关系的认定。2022年，上海金融法院在对朱雀投资诉阿波罗公司、邵某案中对新三板交易型操纵的因果关系做出了认定，要求定增投资者应该证明交易因果关系和损失因果关系，而损失的计算应当采用净损差额法，计算定增价格与没有受到操纵影响的真实价格之间的差额。上海金融法院在这两点上的认定颇有合理性，可以适度修改扩展至一般交易型操纵的民事责任认定中。不过，对于二级市场投资者的损失，则可以在原告证明操纵影响了股价的情况，对交易因果关系进行推定，而由原告证明损失因果关系。本案同时揭示了一种特殊的操纵类型——基于外部利益的交易型操纵，该种操纵行为有其特殊性，需要进一步研究。

目 次

一、案情简介和判决

（一）基本案情和双方诉请

（二）法院判决

二、操纵民事赔偿中的交易因果关系

（一）本案中的交易因果关系

（二）一级市场的投资者

（三）二级市场的投资者

三、操纵行为民事赔偿的损失因果关系

（一）本案的损失因果关系认定

（二）一般交易型操纵案件中的损失因果关系认定

四、追求独立利益的操纵行为——一种特殊的操纵类型

五、结论

操纵证券市场一直是证券法严格禁止的证券欺诈行为，近年来，中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）也一直将操纵证券市场列为行政执法的重点，查处了不少证

券市场操纵案件。《证券法》第 55 条第 2 款明确规定：“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。”但与虚假陈述民事赔偿诉讼风起云涌不同的是，实践中针对操纵者追究民事责任并获赔的案件却极为稀少，主要是因为很难认定操纵行为与投资者损失之间存在因果关系。

2022 年，上海金融法院对上海朱雀珠玉橙投资中心（以下简称朱雀投资）诉上海阿波罗机械股份有限公司（以下简称阿波罗公司）、邵某操纵证券交易市场责任纠纷案作出了生效判决，原告诉求部分获得了判决支持。该案被上海金融法院列为 2022 年度典型案例之一，判决对操纵行为与投资者损失之间的因果关系作出了详尽分析，值得研究。

一、案情简介和判决

（一）基本案情和双方诉请

被告阿波罗公司是我国新三板挂牌公司，2015 年 8 月 3 日其股票在新三板的转让方式从协议转让变更为做市转让。原告朱雀投资是一家从事证券及股权投资的私募基金。

2015年9月17日，原告作为定增意向投资者参加阿波罗公司组织召开的定增投融资对接会，同期原告与阿波罗公司进行了线上线下多轮谈判。2015年11月，原告与阿波罗公司签订《股票发行认购协议》，以20元/股的价格购入阿波罗公司发行的股份150万股，共计投资3000万元。此次股票发行数量总计为2500万股，参与发行的投资者包括原告在内的23家机构投资者及2名自然人投资者。

2017年，阿波罗公司发布《关于收到中国证券监督管理委员会对控股股东、实际控制人调查通知书的公告》，内称因涉嫌证券市场操纵，证监会决定对阿波罗公司的实际控制人陆某某、邵某进行立案调查。

2020年9月7日，证监会作出《行政处罚决定书》（〔2020〕61号），认定邵某、左某某、胡某某于2015年8月7日至2015年9月30日期间对阿波罗公司进行了股价操纵。

证监会认定，邵某联合左某某，通过其控制的证券账户，连续主动买入阿波罗公司的股票，主动与做市商成交，迫使做市商不断提高双向报价中枢，进而推动成交价格不

断上升。而胡某某则利用做市商报价即为成交价的定价优势，使用广发证券做市商专用账户多次在尾盘操纵阿波罗公司股票的收盘价格。上述操纵行为影响了阿波罗公司的股票交易量，也对其价格走势产生了重大影响。

证监会认定，在上述操纵期间，新三板市场做市指数从1515.4点下跌到1322.15点，跌幅为12.75%，而同期阿波罗公司股价则从20.26元上升为30.79元（期间成交价最高36.50元），涨幅为51.97%。证监会据此对邵某处以150万元罚款，对左某某处以80万元罚款，对胡某某处以40万元罚款。证监会还认定，邵某等人在操纵期间买入的股票已经全部卖出，邵某控制的该账户组合计亏损5,860,795.04元，左某某控制的账户组合计亏损1,142,066.92元，胡某某操作的账户合计亏损26,494.69元。

原告参与定向增发后，阿波罗公司股票在2015年10月8日至2018年11月13日期间两次停牌。其间阿波罗公司首次公开发行A股股票并上市的申请被证监会受理，后又于2018年8月20日撤回该申

请。2017年8月，阿波罗公司股票转让方式由做市转让变更为协议转让。2018年11月14日，阿波罗公司再次复牌后第一个交易日的股票价格跌至2.4元。2020年9月17日，即《行政处罚决定书》公告之日，阿波罗公司股票价格为5元。

原告朱雀投资认为阿波罗公司于2015年11月向原告等投资人发行股份前，为了抬高股价，邵某等人对阿波罗公司的股价进行了操纵，该操纵行为严重影响了阿波罗公司的股价，严重误导了原告，影响了原告的投资决策。操纵行为被查处后，阿波罗公司的股价迅即下跌，原告因此遭受了巨大损失。原告认为，其损失与操纵行为有明显的因果关系，因此要求阿波罗公司与邵某连带向原告赔偿经济损失人民币22,598,795.28元，其中投资差额损失22,170,000元、佣金损失17,736元、印花税损失22,170元、利息损失388,889.28元。

被告阿波罗公司辩称：

（1）其不是《中国证监会行政处罚决定书》所认定的操纵行为人，不应该承担对投资者的赔偿责任；

（2）原告朱雀投资作为专业投资机

构，负有更高注意义务，其在投资前已经对阿波罗公司进行了充分的尽职调查，双方是一对一询价协商，即便投资发生损失，原告自身也应该对于投资损失承担责任；（3）原告的投资损失主要是因阿波罗公司业绩下滑、撤回首次公开发行A股股票申请及证券市场系统风险因素造成的，因此其损失与操纵行为无因果关系；（4）即便邵某的操纵行为与原告损失存在因果关系，原告诉讼请求金额的计算方式也不具备合理性，应以操纵行为发生第一天市场的起始交易价格20.26元作为真实价格计算损失，该价格高于原告的实际投资价格，因此原告不存在差额损失。

被告邵某赞同阿波罗公司的辩护意见，并补充认为：

（1）邵某等人的操纵行为与案涉定增无交易因果关系，操纵行为并不会使原告在内的投资者对阿波罗公司的定增价格产生误判；（2）新三板挂牌公司股价的变化受到公司和市场的多种因素影响，即使交易因果关系成立，朱雀投资也并没有证据证明其投资损失与被告操纵市场行为之间存在因果关系。

（二）法院判决

上海金融法院于 2022 年 8 月 5 日作出（2021）沪 74 民初 146 号民事判决：被告邵某应向原告支付损失赔偿款人民币 318 万元；驳回原告的其余诉讼请求。一审宣判后，双方均未上诉，判决现已生效。

本案的争议问题主要有三个：第一，原告朱雀投资的投资损失与被告邵某的操纵证券交易市场行为是否存在因果关系，涉及的是操纵行为民事赔偿中的交易因果关系；第二，若被告邵某对证券侵权行为承担民事责任，原告的投资损失应当如何认定，涉及的是损失的因果关系；第三，被告阿波罗公司是否需要作为共同侵权方承担赔偿责任。

法院对第一个问题的回答是肯定的；对于第二个问题，法院委托了专业机构来核定原告的投资差额损失；对于第三个问题，法院的回答则是否定的。第三个问题涉及本案操纵行为的特殊性。本案的操纵行为其实是一种特殊的操纵类型，即基于外部利益的交易型操纵（Open Market Manipulation with an External Interest）。对于这种特殊类型的操纵，

其民事赔偿责任与一般操纵不同，应该有特殊安排。

本文认为，上海金融法院在第一个和第二个问题上的判断是合适的，但在第三个问题上的判断还存在争议。法院在本案中对于操纵因果关系的认定，如何扩展到一般的交易型操纵的民事责任中，也还值得进一步讨论。因此，在下文中对此三个问题逐一展开分析。

二、操纵民事赔偿中的交易因果关系

《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。”显然，投资者要想请求操纵者赔偿损失，就必须证明其投资损失与操纵行为之间存在因果关系。不过，与一般操纵行为的民事赔偿案件中投资者是在二级市场购买股票不同，本案中原告是在阿波罗公司的定向增发中，一对一询价协商购买的股票，其购买行为与操纵行为所影响的二级市场股价并没有直接关系。

因此，本案首先需要证明原告参与定增的投资决策与被告操纵行

为的因果关系，这一因果关系往往被称为交易因果关系。本部分首先分析本案中交易因果关系的证明问题，然后再分析在其他两种情况下的因果关系问题，区分为一级市场和二级市场投资者的不同。

（一）本案中的交易因果关系

本案原告认为，被告邵某的股价操纵行为严重误导了原告，影响了原告的投资决策，原告因此遭受了巨大损失。被告邵某与阿波罗公司则辩称，原告系定向增发投资者，其投资决策主要受公司基本面和发展前景的影响，定增价格为双方的协商价格，新三板市场挂牌公司的市场价格不会作为定增时的考量因素。

法院认为，本案原告是参与新三板市场定向增发的投资者，其系以“面对面”签订《股票发行认购协议》的方式参与投资，因此，因果关系推定原则对于原告并不适用。原告作为特定投资者，应对行为人实施的操纵证券交易市场行为与其遭受的损失之间存在因果关系进行举证。具体在交易因果关系上，原告应举证证明其投资决定受到了操纵行为的影响。

法院进而认为，本案中原告朱雀投资已证明其投资决策受到了被告操纵行为的影响。

首先，原告朱雀投资的定增投资与被告邵某的操纵行为在同时期同步进行，高度关联。根据《中国证监会行政处罚决定书》，被告邵某对阿波罗公司股价的操纵发生在2015年8月7日至2015年9月30日。而原告与被告阿波罗公司定增投资谈判及投资决策作出的最关键时期就是2015年9月，9月17日原告参与了被告阿波罗公司的定增投融资对接会。尽管双方最终签署《股票发行认购协议》是在同年11月，但由于被告阿波罗公司的股票于2015年10月8日起就一直处于停牌状态，股价长时间定格在31元，直至2016年1月才复牌，因此原告定增入股时正处于操纵行为结束后的影响期内，操纵行为对市场产生的影响尚未消弭。

其次，法院认为，操纵市场行为对投资者的诱导是导致原告最终决定投资的重要因素之一。从双方前期沟通可见，原告参与被告阿波罗公司定增投融资接洽与看好目标公司的行业前景和A股上市转板预期

有关，同时原告还对公司基本面经营情况等展开尽职调查，但未有证据表明原告在操纵行为开始前已经决定投资。而由于阿波罗公司当时为新三板市场挂牌公司，且已经采用做市转让方式交易，具备一定价格发现功能。被告邵某在定增同期的操纵行为造成了公司股票在新三板市场挂牌交易中量价齐升、走势稳健的局面（而这也很可能是邵某操纵的主要目的），此时的市场价格会使投资者产生合理信赖。

最后，本案中，双方在谈判过程中也相互提及了二级市场价格，并对此展开了价格谈判，说明双方在定价过程中对于市场价格并非完全没有考虑。

被告主张操纵行为与原告认购股票之间没有交易因果关系，认为原告投资完全是因为看好公司前景和 A 股转板预期。法院则认为，投资者对公司前景的预测系基于公司当前的整体情况，其中公司的市场交易情况很难被排除。通过 A 股发行并上市退出是机构投资者投资新三板市场挂牌公司的普遍投资目的，当时，阿波罗公司刚刚处于上市辅导阶段，能否 A 股上市尚存在诸多

不确定因素，因此阿波罗公司 A 股转板的预期不足以阻断原告投资行为与操纵证券交易市场行为之间的因果关系。

本案中法院从逻辑和事实两方面支持了原告对交易因果关系的证明，合情合理。不过，若要发掘本案判决对未来的指导意义，还需要从本案具体情况扩展至一般情况，下文分别从一级市场和二级市场的投资者角度来分析。

（二）一级市场的投资者

本案的投资者是在新三板挂牌公司定向增发中购买的股票，其主张该投资决策受到操纵行为的影响，就需要证明其在做出投资决策时确实考虑到了被操纵的二级市场股票价格，后者是影响其投资决策的重要因素之一。本案中原告朱雀投资提供了谈判中的一些证据，说服法院确认了该因素的重大性。对于没有这些证据的投资者，要想证明交易因果关系就会比较困难。这种困难主要是因为定增行为发生在新三板市场中，是由新三板市场的特性所决定的。

新三板的正式名称为全国中小企业股份转让系统，是经国务院批

准，依照证券法设立的全国性证券交易场所，其地位虽然在《证券法》中与证券交易所一样，但其流动性与有效性远不能与证券交易所相提并论。一级市场和二级市场的价格也没有像证券交易所那么密切相关。

首先，按照《全国中小企业股份转让系统股票发行规则》，挂牌公司的定向发行对于发行价格没有任何限制，完全由挂牌公司与发行对象协商确定。

其次，从现实来看，由于挂牌公司的股票交投并不活跃，流动性极差，其二级市场的股价与定增发行价往往在实践中也没有密切的关联。以本案中的阿波罗公司来说，其在案涉定增之前4个月，即2015年7月刚刚完成了一次定向增发，当时向三家做市商增发的价格是14.21元，是当时二级市场交易价格的7倍。发行报告宣称：该次增资价格每股14.21元的定价依据是在2014年12月31日每股净资产（1.24元/股）的基础上协商得出。而在仅仅四个月后的本案定增发行中，发行价提高为20元，当时的二级市场价格则为31元，发行报告同样声称：“该次增资价格每股20元的定价依据是在

2014年12月31日每股净资产（1.24元/股）的基础上协商得出。”

因此，对于一般的新三板市场投资者，其在参与定增时的定价并不一定会考虑该公司股票在二级市场的价格，法院没有对定增投资者的投资决策与操纵行为的交易因果关系进行推定，具有相当的合理性。不过，这当然会带来投资者在向操纵者索赔时的举证困难。未来，投资者需要注意留存相关证据。

不过，本文认为，不推定交易因果关系的结论应该不适用于证券交易所上市公司的发行。这是因为在证券交易所上市的公司，其股票往往具有较为活跃的二级市场，而相关规则也明确要求上市公司的发行价格应当与二级市场的股价挂钩。

按照中国证券监督管理委员会发布的《上市公司证券发行注册管理办法》第54条的规定：“上市公司增发的，发行价格应当不低于公告招股意向书前二十个交易日或者前一个交易日公司股票均价。”第56条规定：“上市公司向特定对象发行股票，发行价格应当不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十。”在上述规定下，如果

操纵行为对相应期间的二级市场股价有影响，显然会直接影响到上市公司在一级市场的发行定价。

实践中，证监会也曾经在证券交易所市场查处过意图通过影响二级市场股价而影响定增的操纵行为。在恒逸集团操纵股价案中，恒逸石化在 2011 年 6 月 25 日公告非公开发行 A 股股票预案，拟向不超过 10 名的特定对象发行 6500 万股，定增价格为 46.40 元。但在该次发行完成前，即 2011 年 11 月中旬至 12 月初，公司的股价一路下跌至 30 元左右，与 46.40 元的定增价格差价非常大。为了按照定增价格发行以便筹集到预计的资金，公司控制人决定动用母公司 3000 万元资金，对恒逸石化的股价进行操纵。当然，按照证监会的认定，最终操纵者损失 700 余万元，也未能对股价产生显著影响。

在这种情况下，只要投资者不知晓操纵行为的存在，其在一级市场的投资决策必然会受到操纵行为的影响，因此，本文认为，在这种情况下，该等操纵行为应该可以被推定交易因果关系的存在，而不用像本案中这样，由投资者举证证明操

纵行为对一级市场的投资行为产生了重大影响。

（三）二级市场的投资者

相比一般的操纵行为的民事赔偿案件，本案原告的身份比较特殊，操纵行为影响的是二级市场的股价，而本案原告是在一级市场进行的投资，其投资行为与操纵行为只有间接关系。而在一般的操纵行为的民事赔偿案件中，原告往往是二级市场的投资者，其直接买卖的就是股价受到操纵的股票，这个时候，原告是否还需要证明交易因果关系？一般认为，这要根据证券交易所市场和新三板市场的差异而进行区分，前者可以推定而后者需要证明，本文对此则有不同意见。

在证券交易所市场，上海金融法院在 2022 年“投资者诉鲜言操纵证券交易市场责任纠纷案”中认为：“在公开交易的证券市场中，应适用欺诈市场理论和推定信赖原则，来判断投资者的投资决策与操纵行为之间是否存在交易因果关系。如果投资者能够证明行为人实施了操纵证券市场的行为，投资者在操纵行为开始日之后、操纵行为影响结束日之前交易了与操纵行为直接关联

的证券……则应当认定投资者的投资决策与行为人的操纵具有交易因果关系。对于交易因果关系，操纵行为人可以提出反证推翻”。

尽管也有反对意见认为，在 A 股市场运用欺诈市场理论的正当性甚弱。本文则认为，与虚假陈述不同，对于操纵行为不应当适用欺诈市场理论，而应该在原告能够证明操纵行为对市场价格的影响后，直接推定因果关系。

在虚假陈述案件中适用欺诈市场理论推定交易因果关系，是因为虚假陈述对投资者投资决策的影响，在证券交易市场（二级市场）的非面对面交易中，是间接的，很难直接证明。

在传统的言辞欺诈中，受害人被直接欺骗而受到损害，其财产损失与言辞欺诈有直接的因果关系。而在证券二级市场中，虚假陈述往往是公开做出的，虚假陈述行为人与投资者没有直接接触，因此，投资者要证明其损失与虚假陈述之间的因果关系很困难。而由于投资者的个体差异，若要求每个投资者都证明各自对虚假陈述的合理信赖，则

很难满足民事诉讼法上对集团诉讼中原告的共同性要求。

因此，美国最高法院在 **Basic** 案中采用了欺诈市场理论，用重大性替代了合理信赖要素，推定了交易因果关系。其基本逻辑是：在证券市场有效的基础上，股票价格会迅速反映所有公开信息，因此虚假陈述的信息若具有重大性，就会被立刻反映在股票价格中。投资者依据股票价格做出的投资行为，当然也就必然会受到虚假陈述的影响。这一理论的采用，便利了投资者对虚假陈述展开证券集团诉讼，但相应也带来了滥诉的困扰，欺诈市场理论因此在美国理论界和实务界也受到了广泛批评。美国最高法院在 2014 年的哈里伯顿（**Halliburton**）系列案件中差点废除该理论。

因此，在美国普遍流行的“虚假陈述 10b-5 诉讼”中，原告只需要证明证券市场有效，然后再证明虚假陈述的信息具有重大性，就可以推定交易因果关系，被法院批准进入证券集团诉讼程序。但将这一方式运用到操纵行为的民事赔偿诉讼中则会遇到极大的困扰。

美国证券法上对于操纵行为的民事责任条款，主要有专门针对操纵行为的 1934 年《证券交易法》的第 9（a）条。不过，第 9（a）条规定的操纵行为较为狭窄，运用其追究民事责任有很多限制。在美国实践中，追究操纵行为的民事责任，投资者往往适用的是针对一般证券欺诈行为的 1934 年《证券交易法》第 10（b）条和美国证监会据此发布的规则 10b-5，与虚假陈述的民事赔偿诉讼相同。

因此，在美国实践中，对操纵行为的民事赔偿诉讼与对虚假陈述的民事赔偿诉讼，往往都同样适用 10b-5 规则，而法院也因此要求原告投资者必须首先证明证券市场的有效性。但这就产生了一个悖论：如果原告指控被告的操纵行为成功，则同时证明了证券市场不够有效。而在美国实践中，操纵也更容易发生在不那么有效的证券交易市场中，例如粉单市场或者场外市场。因此，在美国实践中，迄今为止几乎没有投资者能够利用集团诉讼成功起诉操纵者获得赔偿，原告往往因为不能证明市场有效而无法被法院认可成立集团诉讼。

从逻辑上来看，对操纵案件适用欺诈市场理论是错误的。在虚假陈述案件中，要证明虚假陈述对投资者的影响，需要在市场有效的基础上，通过证明重大性，证明虚假陈述能够反映在股价中。而在操纵案件中，因为操纵的定义本身就是对股票价格的影响，完全不需要经过市场有效和重大性的证明，只要能够证明操纵行为影响了股价，就可以直接推定操纵与投资者的投资行为之间存在交易因果关系。

在二级市场的竞价交易或者做市交易中，投资者并不能协商定价，其要想成交就只能被动接受市场价格。如果该市场价格被操纵行为影响，则投资者的投资行为必然会被该操纵行为影响。而任何一个有组织的证券市场，其基本功能就是价格发现，参与该市场的投资者当然有合理理由信赖该市场价格发现机制的真实性。假设投资者甲本来就要买上市公司 A 的股票，而因为乙的操纵行为，A 公司的股票价格从原来的 6 元上升到 10 元，甲因此以 10 元价格买入了 A 公司股票。甲只要能够证明 A 公司的股票价格确实受到了乙操纵行为的影响，其就应当

可以直接请求乙赔偿其多支付的 4 元，而不需要证明该市场的有效性。

即甲是以 10 元价格买入真实价值应该是 6 元的股票，只要甲对乙的操纵行为不知情，推定其损失与乙的操纵行为之间存在因果关系都是合理的。

当然，这仍然只是一种因果关系推定，被告可以通过反证推翻。这是因为：

（1）操纵行为并不必然影响股价。现行《证券法》对操纵的界定以“影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量”作为标准，在意图影响的情况下，操纵行为也可以被认定，但并不一定影响价格成功。

在上述恒逸石化操纵案中，证监会就认定：（操纵者）主观上操纵“恒逸石化”交易价格的意图明显。虽然其交易金额、持股比例、对市场价格影响的统计结果等交易指标均处于较低水平，相关交易委托均为真实委托，未能对“恒逸石化”股票的交易价格或交易量产生“显著影响”，但并不影响对操纵行为的认定和处罚。同时，影响或者意图影响证券交易量也可能构成操纵，而证券

交易量的变化并不一定会带来交易价格的变化。

（2）若被告能够证明投资者明知操纵行为存在，当然可以推翻对交易因果关系的推定。投资者在明知交易价格是被操纵的情况下仍然买卖，可能是出于投机心理：借助操纵对股价的影响，搭操纵者的便车，在操纵行为结束前反向交易获利。这属于投资者自甘风险的行为，显然不应允许其在投机不成的情况下转而从操纵者处获赔。虽然从实践来看，在中国证券交易所市场中可能存在这种情况，但该证明责任应该交给被告，是其操纵行为为投资者提供了投机冒险的机会，应该由其承担举证不能的不利后果。

因此，本文认为，在证券交易所市场，若投资者是在竞价交易系统中买入的二级市场股票，投资者只需要证明操纵影响了相关股票价格，即可推定其投资行为与操纵具有交易因果关系。

至于新三板市场，挂牌公司的股票交易模式可以分为竞价交易、做市交易和协议转让三种模式。在竞价交易和做市交易中，基于上面的论述，投资者应该同样可以在证

明操纵行为影响了相关股票价格后被推定交易因果关系。

尽管普遍认为新三板市场流动性差，有效性较弱，但也正因如此，操纵行为更容易成功。新三板投资者“即便能够注意到股价和交易量的异常波动，也无法完全排除个股市场行情造成量价齐升的可能性，更无法辨别该异常波动是因人为的虚假交易所引起”，其当然可以合理信赖新三板价格发现机制的正常运作；而应由被告来证明投资者明知操纵行为的存在而自甘风险，或者自身投资存在过错，以推翻投资者合理信赖的主张。

三、操纵行为民事赔偿的损失因果关系

股票价格往往受到多重因素影响，因此，即使原告证明了操纵行为影响了股价，由此推定了交易因果关系的存在，但原告的损失具体有多少是操纵行为直接导致的，仍然需要进一步证明，这可以称为损失因果关系的证明。在本案中，法院采用了净损差额法，计算投资者实际买入价格与没有操纵行为影响时股

票的真实价格的差额。该方法具有一定合理性。本部分先讨论本案中的损失因果关系问题，然后再扩展至一般交易型操纵案件的处理。

（一）本案的损失因果关系认定

原告认为，被告的操纵行为推高了定增价格，违法的操纵行为的揭示导致公司股价大幅下跌，因此，原告的差额损失为定增价格每股 20 元与基准价 5.22 元差值乘以相应股数，具体应为 22,170,000 元。被告则认为，定增价格不受操纵后股价的影响，公司股价的下跌完全是因公司重大经营变化等因素造成的。

法院认为，本案被告的操纵行为属于交易型操纵。该操纵行为扭曲了证券价格，导致投资者受操纵行为误导而买入虚高价格的股票。从这一角度上讲，投资者的投资差额损失应为其实际买入价格与没有操纵行为影响时股票的真实价格的差额。

对于原告认为投资差额损失还应包括操纵行为被揭示后的股价下跌损失，法院则不予认可。法院认为，交易型操纵对股价的影响与虚假陈

述不同，“在交易型操纵市场行为下，操纵行为对投资者损失产生的影响集中在操纵行为实施期间及随后的影响时期，操纵行为结束后，经过一定的消弭时期，操纵行为带来的影响会被市场所消化”，不会等到操纵行为被揭露。

本案中，被告邵某的操纵行为集中发生于2015年8月7日至9月30日期间，随后公司停牌至2016年1月，第一次复牌后股价回落到20元左右，此时操纵行为的影响已近消弭。后阿波罗公司股票自2016年3月24日至2018年11月13日长期停牌，并经历从首次公开发行A股股票并上市的申请被证监会受理到递交撤回申请、交易方式从做市转让到协议转让等重大变动。因此，公司股价在2018年第二次复牌后直接下跌至2.4元并长期缺乏流动性，并非由操纵市场行为造成，而是受到阿波罗公司重大经营环境变化的影响。

在认定方式上，法院没有依赖原告举证，而是由法院分别委托两家专业机构出具了专业意见，法院在充分听取原被告意见和专业机构解释的基础上，选择了逻辑较为合

理的专业意见予以采信，最终认定阿波罗公司的“真实股价”为每股17.88元，原告的投资差额损失为318万元。

法院在本案中对原告损失的计算方式有相当的合理性。在一般的交易型操纵案件中，应该也可以适用该方法，即净损差额法，但其中比较困难的是如何认定未被操纵影响的真实股价。

（二）一般交易型操纵案件中的损失因果关系认定

我国司法解释对虚假陈述民事赔偿的规定，在损失计算上采取了“事后观点”，即以投资者受虚假陈述影响买入股票的价格，与虚假陈述揭露后的股价之间的差价，推定为投资者的损失；然后由被告来抗辩，排除“他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应、上市公司内外部经营环境等其他因素”对股价的影响。

虽然这一计算方法简便易行，有利于保护投资者，但也有其弊端：一是容易诱导发行人在揭露日进行信息操纵，如通过发布利好消息来抵消虚假陈述被揭露导致的股价下

跌；二是无法避免市场对虚假陈述被揭露的过度反应。因此，有学者针对虚假陈述民事赔偿提出用“事前观点”计算损失，即本案中法院所提出的净损差额法。实际上，在美国的虚假陈述民事赔偿诉讼中，比较通行的损失计算方法就是这种方式，称之为“out-of-pocket”。

交易型操纵案件与虚假陈述案件相比，采用“事前观点”或净损差额法，有其优点也有其缺点。优点体现在，如果交易型操纵的期间较短，则针对二级市场的投资者，真实价格就是操纵行为发生前一刻的市场价格，相对来说比较容易确定。此时比较困难的是计算操纵对股价的影响，以及操纵影响消弭的时间。前者要排除在操纵期间其他因素对股价的影响，后者是要确定一个期间，在该期间买卖的投资者才能有权获得赔偿。

另一个优点是，在虚假陈述案件中，事前观点的适用有其局限性：当虚假陈述表现为行为人消极隐瞒重大信息不披露时，由于市场价格没法反映不存在的信息，事前观点就没法适用，此时只能通过该虚假信息被揭露之后的股价反应，来计

算投资者的损失。而在操纵案件中，这种局限性并不存在，因为只有在操纵行为被证明影响了股价时，才能推定交易因果关系，才需要进而计算投资者的损失。如果操纵行为对股价影响不大，则投资者根本无权获得赔偿。

不过，在针对一级市场投资者时，上述优点并不存在，反而可能变成缺点。因为一级市场的真实价格并不能直接观察得到，特别是在像本案这样发生在流动性较差的新三板市场，只能通过专业机构的评估测算来估算真实价格，由此会带来巨大的诉讼成本。但在证券交易所市场，可以通过观察操纵影响消弭后的二级市场价格，简单测算一级市场真实价格——因为如前所述，现行规则上已经明确规定了上市公司再融资的发行定价标准是与二级市场价格挂钩的。不过，这么做必须消除操纵期间其他可能影响股票价格的因素。

因此，采用事前观点，如果不能以操纵前的二级市场价格作为真实价格来计算损失，则各方都需要聘请专业机构来提供专家意见，诉讼成本无疑会增加很多。在本案中，法

院主动委托了两家专业机构出具专业意见，而没有依赖原告举证。本文认为，这一方式虽然便利了原告，但并没有做到诉讼双方的平衡，尤其是考虑到本案中的原告也是专业投资机构，而非一般的公众投资者。

本文认为，在推定交易因果关系的前提下，原告还是应该负有损失因果关系的证明责任，这样才有利于平衡诉讼双方。当原告是公众投资者，无力聘请专业机构举证时，投保机构可以提供相应的支持。

四、追求独立利益的操纵行为——一种特殊的操纵类型

本案的第三个争议点，是被告阿波罗公司是否需要作为共同侵权方承担赔偿责任。原告认为，被告阿波罗公司是《股票发行认购协议》的相对方，被告阿波罗公司与被告邵某共谋操纵股价诱导原告投资，同时原告的投资款实际打入被告阿波罗公司账户，因此被告阿波罗公司应作为共同侵权方承担赔偿责任。法院则对此持否定态度，未予支持。

法院认为：“《行政处罚决定书》认定的操纵行为人为被告邵某和其

他案外人，阿波罗公司并未受到行政处罚。同时，原告亦未提供证据证明阿波罗公司存在参与操纵证券市场的行为与意图，且尚无证据证明阿波罗公司实际控制人的个人行为等同于公司行为。被告阿波罗公司虽为定增投资的相对方，但其吸引、接洽机构投资者谈判并最终落实增资扩股等行为均出于真实意思，未有证据证明与操纵行为直接相关。”

本文认为，法院的态度虽然有一定道理，但忽略了真实的商业逻辑。就如法院在本案判决中指出的，被告邵某的操纵意图即在于诱导或影响同期进行的定向投资。被告邵某作为阿波罗公司实际控制人，直接参与并主导定增计划，公司能否顺利完成定向增发对其自身利益关系密切。

证据显示，被告邵某大量主动买入迫使做市商提高双向报价的行为最终没有获利反而产生大额亏损，而其在庭审中对此行为意图亦未作出合理解释，很大程度上表明被告邵某操纵股价的行为意图即在于诱导或影响同期进行的定向投资。证监会也在《行政处罚决定书》中将被告邵某与案外人连续 8 个交易日拉

升尾盘的行为与原告参与的定增投融资对接会进行了关联认定。

同时，阿波罗公司的实际控制人、董事长、法定代表人陆某某与邵某为夫妻关系。在案涉定增发行之前，两人分别为公司第一大和第二大股东，共同持有公司 46.94% 的股份，在本次定增发行之后，两人合计持有公司股份 38.66%，仍然共同为公司实际控制人。本文认为，虽然证监会基于种种原因，没有在行政处罚中认定阿波罗公司和陆某某参与了操纵行为，但陆某某与邵某共同为阿波罗公司的实际控制人，而基于两人的夫妻关系，双方具有共同的财产利益，对于提升定增价格也具有共同利益，因此，阿波罗公司参与操纵市场的意图应该可以推定。

实际上法院判决的不合理之处，简单算账就可明白：阿波罗公司在案涉定增发行中以 20 元每股的价格一共发行了 2500 万股，而按照本案法院认定，其真实股价应为 17.88 元；也就是说，阿波罗公司在本次定增发行中因为邵某的操纵行为而多收入了 $(20-17.88) \times 2500$ 万元 = 5300 万元。

扣除邵某及其同伙的操纵损失（三人总计亏损：5,860,795.04 元 + 1,142,066.92 元 + 26,494.69 元 = 7,029,356.65 元，约等于 703 万元），扣除邵某等人因操纵而被处罚的金额 270 万元（150 万元 + 80 万元 + 40 万元），再扣除本案判决 318 万元，以及此后的两起投资者诉讼赔偿（212 万元 + 106 万元 = 318 万元），则阿波罗公司通过定增还净赚 3691 万元（假设将邵某的利益与公司利益合并计算的话）。

这净赚的 3691 万元，对于阿波罗公司来说，难道不是不当得利，不应该返还投资者？甚至更进一步，如果按照本案法院的说法，不能认定阿波罗公司参与了操纵行为，那阿波罗公司岂不是应该将 5300 万元因第三人操纵而带来的多余募集资金全额返还给投资者？其因第三方违法行为而获取的利益，难道不构成不当得利？

本文认为，法院在本案中的模糊认识，是因为没有认识到本案操纵行为的特殊性。实际上，本案并非典型的交易型操纵，而是一种特殊的操纵类型：基于外部利益的交易型操纵。这种特殊类型的操纵，其违

法所得的计算与其他操纵类型不同，在民事赔偿上应该有特殊的安排。

作为一种特殊的操纵类型，基于外部利益的交易型操纵早就被学者识别，只是早期人们将其称为基于合同的操纵（contract-based manipulation），即操纵者通过被操纵的市场之外的合同或者其他市场而获利。而梅里特·福克斯（Merritt B.Fox）教授在 2018 年将其明确命名为基于外部利益的交易型操纵，强调了操纵者希图获取的操纵利益是外在于操纵行为本身的，更明确地标识出该种操纵类型的特征。本文因此采用了这一名称。

福克斯教授认为，基于外部利益的交易型操纵，主要发生在操纵者有外在于交易股票价格之外的利益，而该外部利益又与该股票价格相关，因此，操纵者可以通过影响该股票价格而从外部获利。相比一般的交易型操纵，基于外部利益的交易型操纵更容易成功。由于股价经常被作为很多交易或者安排的定价基准或者参考，通过操纵股价而在这些合同或者交易中获利就成为一种可能的欺诈行为。在这种类型的操纵中，操纵者追求的主要是外部

利益，其操纵股价本身的交易是否获利并非关注重点，因此，对该类操纵行为的处理与其他操纵行为应该有所不同。

首先，在行政处罚或者刑事制裁时，对于基于外部利益的交易型操纵，其违法所得的认定就不能仅仅限于操纵行为本身，而这一点目前尚未引起人们的关注。

在上文提到的恒逸集团操纵案中，证监会尽管认识到恒逸集团操纵的目的是拉高股价以便高价定增成功，但只对操纵行为本身的盈亏进行了认定，确定其亏损，没有违法所得。当然，这可能是因为该案操纵并未成功。而对本案涉及的邵某操纵行为，证监会也认定邵某等三人操纵亏损，没有违法所得，只合计罚款 270 万元，忽视了邵某等人操纵行为本身虽然亏损，却通过影响股价而抬高了阿波罗公司的定增价格。

按照上文简单计算，阿波罗公司因此多收取了 5300 万元的资金。也可能正是因为证监会只关注于操纵行为本身而忽视了去调查操纵者所关注的外部利益，没有去调查阿波罗公司本身与操纵的关系，才导致本案原告最终没有足够证据要求

阿波罗公司与邵某共同承担操纵的赔偿责任。

但假设阿波罗公司与邵某的操纵确有关系，我们就可以看到证监会对邵某的行政处罚是失衡的：一方面是阿波罗公司因邵某的操纵而获利 5300 万元；另一方面是邵某等人因操纵而亏损约 703 万元，而证监会最终只进行了 270 万元罚款。因此，本文认为，对于基于外部利益的交易型操纵，在认定其违法所得时，不应该简单只以操纵行为本身的盈亏来计算，而应当考虑外部利益，毕竟此类操纵的目的就在于追求该外部利益。

其次，从民事赔偿角度来看，基于外部利益的交易型操纵也有特殊性。

以本案为例，在理论上，可能有两批投资者受到邵某操纵行为的影响而寻求赔偿。一类是如本案原告这样的一级市场投资者，其定增价格受到了操纵影响，相当于在外部利益中受损；而另一类是二级市场的投资者，因为邵某的操纵行为发生在二级市场，影响了阿波罗公司股票的二级市场交易价格，在二级市场上善意交易的投资者也可能

受到邵某操纵行为的损害，这相当于直接因操纵受损。

对于这两类投资者的交易因果关系和损失因果关系，上文已经分别有所分析，但若两类投资者针对同一操纵行为同时提出索赔，司法上应该如何处理，却引人遐想。

如果能够证明该外部利益获得者与操纵者为同伙或者共同侵权，显然两类原告可以要求他们承担连带赔偿责任。但如果像本案这样，原告无法证明两者有共同侵权，则二级市场投资者只能向操纵者索赔；而一级市场投资者除了向操纵者索赔外，是否还可以如上文所述向外部利益获得者请求不当得利返还？

在向操纵者索赔中，两类原告在计算损失所参考的“真实价格”应该也是不同的：一级市场投资者的损失，计算基准是未受操纵影响的“真实”定增价格，而二级市场投资者的计算基准则是未受操纵影响的“真实”交易价格。

虽然基于外部利益的交易型操纵早已被学者识别，但对其法律责任特别是民事责任的研究却相当匱

乏。本文限于篇幅只是简单分析，希望能够引发未来更多的研究关注。

五、结论

相比虚假陈述民事责任制度的完善，操纵行为的民事责任制度建设还步履维艰，其中最为困难的关键在于因果关系的认定。这主要是因为操纵行为具有多种类型，不同类型的操纵行为引发的投资者反应也有所不同。因果关系认定应该针对不同的操纵行为而有所不同。

2022 年，上海金融法院在对朱雀投资诉阿波罗公司、邵某操纵证券交易市场责任纠纷案的判决中对新三板交易型操纵的因果关系作出了认定，要求定增投资者应该证明交易因果关系和损失因果关系，而损失的计算应当采用净损差额法，计算定增价格与没有受到操纵影响的真实价格之间的差额。上海金融法院在这两点上的认定颇有合理性，应当可以适度修改扩展至一般交易型操纵的民事责任认定中。不过，对于二级市场投资者的损失，本文则认为可以在原告证明操纵影响了股价的情况下，对交易因果关系进行推定，而由原告证明损失因果关系。

同时，本案也揭示了一种特殊的操纵类型——基于外部利益的交易型操纵。本文认为该种操纵行为与其他操纵行为不同，其违法所得计算与民事赔偿有其特别之处，应当引发关注，需要进一步展开深入研究。

如您对本资料有任何意见或建议，请联系：徐倩倩 qianqian.xu@mhplawyer.com