

## 上海金融法院

微信公众号消息，8月5日上午，上海金融法院对原告投资者诉被告A公司及其实际控制人邵某操纵证券交易市场

责任纠纷一案作出一审判决并公开宣判。该案系全国首例新三板市场操纵证券交易市场责任纠纷，也是首例涉交易型操纵证券交易市场行为的民事赔偿责任案，案件涉及新三板市场定向增发投资者在操纵证券交易市场民事赔偿中的因果关系认定、损失计算规则等诸多新颖法律问题，具有一定前瞻性和典型意义。

被告A公司是一家新三板市场挂牌公司。2015年8月3日起，A公司在新三板市场的股票转让方式由协议转让变更为做市转让。2017年11月20日，被告A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，中国证监会

决定对A公司实际控制人进行立案调查。2020年9月7日，中国证监会作出[2020]61号《行政处罚决定书》，认定实际控制人邵某、案外人左某等于2015年8月7日至2015年9月30日期间对A公司进行了股价操纵，上述期间内，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A公司股价从20.26元上升为30.79元（期间成交价最高36.50元），涨幅为51.97%。邵某通过其控制的证券账户在操纵期间连续主动买入，主动与做市商成交，大量买卖A公司股票，迫使做市商不断提高双向报价中枢，推动成交价格不断上升，其成交量占同期市场交易量的比率为54.03%。上述交易行为，影响了该股交易量，也对其价格走势产生了重大影响。《行政处罚决定书》还认定，邵某等从2015年9月14日（A公司定增投融资对接会召开时间为2015年9月17日）开始连续8个交易日进行了尾盘操纵。结合行为人违法事实、性质、情节与社会危害程度，中国证监会对邵某处以150万元的罚款，对其他案外人亦有相应处罚。

原告于2015年9月17日作为定增意向投资者参加了A公司组织召开的定增投融资对接会。通过线上线下多轮谈判，2015年11月，原告与A公司签订《股票发行认购协议》，以20元/股的价格购入A公司发行的股份150万股，共计投资3,000万元。

停牌。期间A公司首次公开发行A股

股票并上市的应用被中国证监会受理，后又于2018年8月20日撤回首次公开发行A股股票并上市申请。2017年8月，A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，A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，A公司股票价格为5元。

原告因参与A公司定向增发投资产生巨额亏损，遂将A公司及实际控制人邵某诉至上海金融法院，要求两被告承担操纵证券交易市场民事赔偿责任，原告诉请判令两被告连带赔偿经济损失人民币22,598,795.28元。

庭审中，原被告就原告的投资损失与操纵证券交易市场行为是否存在因果关系、投资损失应当如何认定及A公司是否需要承担共同赔偿责任等问题展开辩论。在损失认定方面，为充分听取专业意见，法院两次委托专业机构对损失进行核定、对股权价值进行追溯评估。

上海金融法院经审理认为，根据2014年

《中华人民共和国证券法

》第七十七条，操纵证券市场行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。该案为新三板市场定增投资者索赔的案件，存在特殊性，具体认定包括如下方面：

### 01

新三板市场定向增发投资者的证券侵权求偿不适用因果关系推定原则。

证券侵权中依据欺诈市场理论、旨在保护不特定投资者合法权益而确立的因果关系推定原则对于新三板定向增发投资者并不适用。原告系以“面对面”签订认购协议方式参与投资，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。该案原告通过其定增投资与操纵行为高度关联等具体事实证明了邵某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，邵某拉升股价的行为影响了原告参与投资的定价，法院据此认定因果关系成立。

### 02

操纵证券交易市场民事赔偿责任的损失计算有别于证券虚假陈述民事赔偿。

在损失认定方面，证券虚假陈述侵权行为造成投资者的差额损失既包括行为实施后投资者买入价格虚高的损失，还包括虚假陈述行为揭露后股价下跌造成的投资者损失。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，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。法院充分考虑交易型操纵证券交易市场行为的特点，选取净损差额法原理作为基础，通过比较原告投资A公司股票的实际价格与公允的基准价格之间的差值计算原告的投资差额损失。

### 03

对新三板市场证券侵权的损失计算，应充分听取专业意见，以对相关行业企业进行投资时的科学估值方法等为参考。

该案最终采信资产评估机构

资产基础法

和市场法两种评估方法，充分考虑A公司在当年的盈利能力、行业前景、管理水平、竞争优势等综合情况，最终选用市场法

的结果作为评估结论。在市场法评估中，该报告将A公司与同行业同类A股企业进行对比，并对财务

指标和非财务指标上的差异进行

数据纠正，同时以期权定价模型

计算新三板市场挂牌公司与A股上市公司的折扣率，最终还原A公司合理的股权价值为17.88元/股。法院认为该评估逻辑完整，分析较为全面，专业可信，予以采纳。

综上，上海金融法院最终认定原告投资差额损失为318万元，故判令被告邵某承担赔偿责任，A公司因并非操纵市场行为人而不承担共同侵权责任。