

## 操纵新三板证券市场行为 民事赔偿的司法认定

——定向增发投资者诉上海阿波罗机械股份有限公司、邵某等操纵证券交易市场责任  
纠纷案评析

林晓镍\* 朱颖琦\*\* 李瑶菲\*\*\*

**摘要:**《证券法》几经修改后对证券违法行为人的行政责任和刑事责任的规定日趋完善,而相关民事责任规定则相对缓进。相较于虚假陈述民事赔偿制度的完善和实践的丰富,操纵市场民事责任在操作层面缺乏法律法规、司法解释配套规定,支持投资者索赔案例更是寥寥。本文从全国首例定向增发投资者胜诉的操纵证券市场民事赔偿案件切入,对投资者损失因果关系归责原则、交易型操纵证券市场行为的损失计算进行了分析探讨,以期丰富操纵市场民事赔偿领域的司法实践。

**关键词:**操纵证券市场 新三板 定增投资者  
推定因果关系 损失赔偿计算

---

\* 上海金融法院副院长。

\*\* 上海金融法院综合审判一庭副庭长。

\*\*\* 上海金融法院综合审判一庭法官助理。

操纵证券市场是资本市场严厉打击的违法行为典型形式之一,也是严重损害投资者合法权益的易发多发行为,依法追究操纵证券市场行为人的民事责任是投资者权益保护的重要环节。我国司法实践长期面临操纵证券市场民事责任具体法律适用规则缺失的问题。2022年7月,上海金融法院对全国首例涉新三板操纵证券交易市场民事赔偿案进行公开审理并宣判,判决后双方均未上诉,判决生效。该案是新三板定向增发投资者向操纵行为人(也是挂牌公司实际控制人)索赔的案件,案件涉及定向增发投资者在操纵证券市场交易民事侵权认定中可否适用推定因果关系以及如何证明存在因果关系的热点问题,同时作为首例涉交易型操纵证券交易市场行为的民事赔偿责任案,该案对交易型操纵市场行为作了有别于证券虚假陈述赔偿损失认定规则的探索。该案还根据新三板市场的交易特点,通过专业支持努力寻求新三板股权公允价值的科学方法,具有一定前瞻性、实践性和典型意义。

## 一、案情及裁判理由介绍

被告阿波罗公司是一家经相关部门批准可以从事民用核安全设备设计安装、特种设备制造加工以及技术开发、技术咨询、技术转让的企业。2015年6月17日起,被告阿波罗公司成为新三板市场挂牌公司。2015年8月3日起,被告阿波罗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。2015年7月,6家证券公司作为机构投资者认购阿波罗公司首次发行的股票,在2014年12月31日每股净资产(1.24元/股)的基础上根据公司未来盈利预期协商得出发行价格为每股14.21元。2015年8月7日至9月30日,阿波罗公司股价从20.26元增长至30.79元,其间最高价格为36.50元。

2017年11月20日,被告阿波罗公司发布《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,中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)决定对阿波罗公司实际控制人陆某、邵某进行立案调查。2020年9月7日,中国证监会作出〔2020〕61号行政处罚决定书,认定被告邵某、案外

人左某、案外人胡某于2015年8月7日至9月30日对被告阿波罗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%,而同期阿波罗公司股价从20.26元上升为30.79元(期间成交价最高为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大量买卖阿波罗公司股票,其成交量占同期市场交易量的比率为54.03%。被告邵某影响阿波罗公司交易量和交易价格的主要手段是通过连续主动买入,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。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。行政处罚决定书认定,邵某与案外人胡某存在沟通串联,胡某利用做市商报价即为成交价的定价优势,使用广发证券做市专用账户多次在尾盘操纵阿波罗公司收盘价格,从2015年9月14日(阿波罗公司定增投融资对接会召开时间为2015年9月17日)开始,共8个交易日,有7个交易日的申买价最终成为当日收盘价,造成收盘价明显上涨,收盘价较前一笔成交价格的上漲幅度最高达7.79%。结合行为人违法事实、性质、情节与社会危害程度,中国证监会对被告邵某处以150万元的罚款,对其他案外人亦有相应处罚。行政处罚决定书还认定,被告邵某等行为人利用控制账户在操纵期间买入的股份已全部卖出,“刘某某”账户组产生亏损5,860,795.04元,“小左1号”账户组产生亏损1,142,066.92元。

2015年9月17日,阿波罗公司召开定增投融资对接会,各机构投资者参加会议。2015年11月,23家机构投资者及2名自然人投资者与阿波罗公司签订《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,股票发行数量为2500万股,其中该案原告朱雀珠玉橙投资中心购入150万股,共计投资3000万元。

原告朱雀珠玉橙投资中心是一家从事证券及股权投资的私募基金。2015年7月,原告员工黄某向阿波罗公司发送朱雀珠玉橙投资中心投资简介。2015年9月17日,原告参加定增投融资对接会,同期原、被告展开线上线上多轮谈判,2015年9月21日,原告员工黄某向阿波罗公司发送邮件,提及:“在价格方面,目前的做市交易量非常小,并且公司股东人数较少,因此将做市价格作为增发价格的标准,参照意义不

大……20元的发行价格相对于做市商成本已经溢价40%,时间仅为半年,价格的上涨幅度已经比较大,投资机构在筹码上的劣势已经非常明显。”

2015年9月15日,阿波罗公司与东北证券股份有限公司签订了《关于上海阿波罗机械股份有限公司首次公开发行境内人民币普通股(A股)并上市之辅导协议》。2015年10月8日至2016年1月28日期间,阿波罗公司股票处于停牌状态,2016年1月29日,复牌后第一个交易日的股票价格为20.2元。2016年3月24日起阿波罗公司第二次停牌,并至2018年11月13日长期停牌。2016年4月7日,阿波罗公司领取了中国证监会行政许可申请受理通知书(160695号),公司首次公开发行A股股票并上市的申请被中国证监会受理。2017年8月17日起,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8月20日,阿波罗公司向中国证监会递交了撤回首次公开发行A股股票并上市申请的材料。2018年11月14日,阿波罗公司复牌,第一个交易日的股票价格为2.4元。2020年9月7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。

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阿波罗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,原告主张按照虚假陈述民事赔偿方法,以定增价格每股20元与基准价5.22元的差值乘以相应股数计算投资差额损失,具体为22,170,000元加佣金、印花税和利息等。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。

法院经审理认为,根据2014年《证券法》第77条,操纵证券交易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。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。本案中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,法院据此认定原告的投资损失与被告邵某操纵市场行为之间存在因果关系。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,通过比较原告投资阿波罗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。据此,法院以专业评估机构评估的每股17.88元作为基准价格计算原告的投资差额损失,判决由行为人邵某承担318万元赔偿责任。阿波罗公司因并非操纵市场行为人而不承担共同侵权责任。

## 二、操纵证券交易市场行为民事赔偿的理论基础及法律依据

操纵证券市场与证券市场的兴起和发展如影随形,世界主要发达经济体都通过立法的方式禁止任何人操纵证券市场。通说认为,操纵市场本质上是一种证券欺诈行为,其目的是以异常的交易行为影响市场价格,制造交易假象,诱导或致使其他投资者在不了解真实的情况下作出证券投资,其本质特征在于制造虚伪的市场行情从而诱使投资者在对行情误解的情况下作出错误的投资决定。<sup>〔1〕</sup>多数操纵行为在根本上通过诱导他人交易来实现非法牟利目的,而其他人被诱导交易是由于被欺诈,即对交易价量产生误判,而非屈服于操纵人的市场力量。<sup>〔2〕</sup>由于操纵证券市场行为违背公平原则,扰乱市场秩序、引发市场波动,侵害市场投资者的权益,世界各国规定禁止操纵证券市场行为,并制定了行政、刑事方面的罚则。美国《1934年证券交易法》在第9节、第10节第b款以及第15节第c款规定了反操纵行为条款,禁止

---

〔1〕 参见汤欣、高海涛:《操纵市场行政处罚案例全景观察》,载上海证券交易所编:《证券法苑》(第18卷),法律出版社2016年版。

〔2〕 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。

对交易所挂牌股票的交易活动进行操纵;禁止洗售和相对委托交易;禁止连续交易引诱他人买卖证券;禁止恶意传播信息引诱他人买卖证券;禁止虚假陈述误导投资者;禁止限制价格(pegging)、固定价格(fixing)或者稳定价格(stabilizing)等。

我国《证券法》自1998年颁布以来便对虚假陈述、内幕交易、操纵证券市场三大危害证券市场正常秩序的违法行为作出明令禁止,《证券法》几经修改后对证券违法行为人的行政责任和刑事责任的规定日趋完善,而相关民事责任规定则相对缓进。从法律功能的角度上说,行政与刑事责任更侧重于规制、惩戒违法,而民事责任最主要的功能是补偿受害人的损失。在证券市场上,投资者损失能否得到合理补偿、投资者权益能否得到有效维护不仅关系到证券市场的公平公正交易机制的构建,也关乎市场平稳发展的信心。因此,从这个意义上讲,证券和资本市场不可缺少民事赔偿机制。

近年来,我国证券领域侵权赔偿司法实践有了长足发展。2001年最高人民法院曾发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》,规定对于内幕交易、欺诈、操纵市场等行为,“受目前立法及司法条件的局限,尚不具备受理及审理这类案件的条件。经研究,对上述行为引起的民事赔偿案件,暂不予受理”。2003年,最高人民法院首次出台了《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》(以下简称《证券虚假陈述司法解释》),人民法院开始受理并审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件。随着我国证券市场的飞速发展以及资本市场法治建设的日益完善,特别是2015年中央加大对证券市场违法行为打击力度后,全国各地中级人民法院陆续审理了大量证券虚假陈述责任纠纷案件,并不断在损失与侵权行为的因果关系认定、专业化损失核定、系统风险等其他因素扣除等方面积累经验。全国各级法院还通过探索“示范判决机制”“代表人诉讼规则”等在证券群体性纠纷的程序规则领域不断实现突破。2020年至2022年,最高人民法院出台《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》,并对《证券虚假陈述司法解释》进行了全面修订和完善。至此,证券民事赔偿领域新阶段的规则基本形成。

相较于虚假陈述民事赔偿制度的完善和实践的丰富,我国操纵证

券市场民事责任主要体现在《证券法》中的原则性规定,《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”,而具体到操纵行为民事赔偿的归责原则、因果关系认定、损失赔偿计算则无其他法律法规、司法解释配套规定。审判实践中首次尝试是在2021年1月四川省高级人民法院对恒康医疗案作出的二审判决,实现了操纵市场民事赔偿审判实务领域投资者获赔“零的突破”。但该案属于“信息型”操纵市场行为,法院在判决时更多沿用了虚假陈述民事赔偿的规则逻辑,并未真正体现操纵证券市场行为特殊的赔偿规则。操纵市场行为分信息型、交易型等多种表现形式,不同类型操纵市场行为导致投资者损失的原理和逻辑存在差异,不能一概而论,这也是相应配套规则难以出台的一大原因。司法实践中,投资者损失因果关系认定、损失计算规则等法律问题始终是操纵市场行为民事赔偿责任案件的核心争议焦点,本文研究的案例为典型的交易型操纵市场民事索赔案件,同时由于投资者身份、交易方式和所处交易市场的特殊性,在探索操纵证券行为司法认定共性问题的基础上又面临诸多复杂方面。

### 三、投资者损失与操纵市场行为之间因果关系的司法认定

#### (一) 因果关系推定规则的适用及例外

操纵市场行为人实施操纵行为往往主观上存在过错、客观上具有违法性,而认定其是否需要投资者损失承担赔偿责任主要在于因果关系的判断。因为并非证券市场投资人的所有损失都与证券侵权行为关联,只有那些直接由侵权行为造成的损害才是侵权行为人承担民事责任的范围。<sup>〔3〕</sup>关于证券侵权行为与投资者损失之间因果关系的认定,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》(以下简称《证券虚假陈述若干规定》)承继了2003年《证券虚假陈述司法解释》规定的推定因果关系原则,即虚假陈述行为对市

〔3〕 参见贾伟:《证券市场侵权民事责任之完善》,载《法律适用》2014年第7期。

场产生的诱导影响始于实施日,终于揭露日,只要是在此期间买入与虚假陈述直接关联的证券的,推定其受到虚假陈述行为的诱导,交易因果关系成立。该原则渊源于美国证券法律制度中的“欺诈市场理论”,旨在保护以集中竞价方式进行交易的证券市场上不特定的市场投资者的权益。

操纵市场民事责任中是否能类推适用因果关系推定原则在理论与实务界存在争议。主张在操纵证券民事责任认定中采用推定因果关系的理由在于,操纵行为对价格造成了影响,误导了投资者,但投资者对此很难举证,故应对举证责任进行重新分配,降低操纵市场案件原告的举证难度。相反观点则认为推定因果关系的正当性在于基础事实之间具有因果关系的客观逻辑性,而不能仅因为一方难以举证而作出。操纵市场行为与投资交易行为之间的关联实际上是模糊的、不确定的,因此操纵市场民事责任中推定因果关系的正当性较弱。<sup>[4]</sup> 本文认为,推定因果关系适用于以集合竞价方式进行交易的证券市场,旨在保护公开有效证券市场上不特定投资者的权益,这点与虚假陈述行为并无二致,但不同类型的操纵行为对投资者交易及损失的影响存在逻辑差异,需进行具体分析。就信息型操纵行为来说,由于行为人以信息误导操纵股价,信息的发布类似于虚假陈述行为,该信息必然会在相关的股票价格中得到反映,所以投资者受信息误导而投资可视为受操纵行为的影响。信息型操纵行为可适用因果关系推定原则,即认为信息误导直到信息更正的时期为信息操纵期间,在此期间交易的投资者交易损失与操纵行为之间存在因果关系。而交易型操纵行为系以行为影响股价,具体表现为以各种交易手段拉高或打压股价,行为人对投资者的欺诈体现在对价格的影响上,在证券市场上,股票价格是公司各项经营指标的集中反映,行为人对价格的影响会误导投资者作出投资决策。并且,交易型操纵行为中,如果没有行为人对价格的人为影响,投资者就有可能不会买入或卖出股票,说明在交易型操纵证券市场行为上存在符合“but...for...”特征的交易因果关系,也可以适用因果关系推定原

---

[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。

则。具体而言,在交易型操纵证券行为中,可以操纵证券市场交易影响时期作为因果关系判断标准,即认定在交易影响时期内进行相应交易的投资者其交易损失与操纵行为之间存在因果关系。

当然,因果关系推定规则的适用存在例外情形。一般认为,“欺诈市场理论”仅适用于股价能够立即并且充分反映公司所有公开信息的“信息有效率”的市场,虽然市场效率很难存在可靠的测量标准。<sup>〔5〕</sup>同时,对于通过协议转让方式进行的证券交易,由于投资者主体确定且通常为大宗交易,往往存在单独议价磋商过程,也一般不认为适用交易因果关系的推定。2003年《证券虚假陈述司法解释》第3条第2项规定,其适用范围不包括通过协议转让的方式进行的交易。尽管2022年《证券虚假陈述若干规定》不再将协议转让、定向发行等交易方式排除在外,但考虑到《证券虚假陈述若干规定》在适用范围上的广阔性,并非纳入《证券虚假陈述司法解释》适用范围的交易均适用因果关系推定的规则。《证券虚假陈述若干规定》对于以实施日到揭露日区间判断因果关系认定的情况,只限于以集中竞价方式进行的证券交易。

2020年,广东省高级人民法院审理的“保千里案”<sup>〔6〕</sup>直接体现了非公开进行的证券交易不适用因果关系推定的规则。该案判决明确指出,公开募集股份的发行市场和通过证券交易所报价系统进行的“非面对面”证券交易才需要适用交易因果关系推定原则,以减轻不特定投资者的举证责任,实现实质公平。向特定投资者发行股票、协议转让等“面对面”证券交易属于普通侵权,应由原告自行举证证明交易决策受到虚假陈述行为影响。

本文所举之案例也沿用了该判决的观点,并认为这一观点在学理上也有足够的支持性论据。研究指出,在“推定信赖原则”发源的美国,该原则本就是用来解决在“非面对面交易”(impersonal market)的证券市场上,投资者经由交易所的集中竞价系统或者做市商交易机制

---

〔5〕 参见耿利航:《欺诈市场理论反思》,载《法学研究》2020年第6期。

〔6〕 广东省高级人民法院:《中车金证投资有限公司、江苏保千里视像科技集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书》,案号:(2019)粤民终2080号,2020年12月15日。被评为2020年全国人民法院十大商事案例之一。

进行证券交易,此时其客观上无法负担举证交易因果关系这一问题。<sup>〔7〕</sup> 而从另一角度,在“面对面交易”中,价格是由双方自行磋商决定的,不存在竞价系统中价格与公开信息/行为的高度关联性。在本文所举案例中,原告是新三板市场参与挂牌公司定向增发的机构投资者,其系以“面对面”签订《股票发行认购协议》的方式参与投资。与中小投资者相比,机构投资者具有专业的投资背景和资金信息优势,在投资前对目标公司进行了全面尽职调查并对价格进行磋商。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定增投资者并不适用。在这类案件的索赔中,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。

## (二) 定增投资者对其损失和行为之间因果关系的证明

在推定因果关系不适用的情况下,特定投资者在民事索赔中要举证证明存在因果关系,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。这种证明应当特定并具体,并符合逻辑和一般交易常识。在该案中,原告证明了以下事实。

首先,原告证明了其定增投资与邵某的操纵行为在同时期同步进行,高度关联。根据中国证监会的行政处罚决定书,行为人邵某在2015年8月7日至9月30日与案外人合谋拉升了阿波罗公司股价。原告系于2015年7月起开始与被告阿波罗公司开展投资接洽,从双方往来邮件看出,2015年9月是定增投资谈判及投资决策作出的最关键时期,原告参与被告阿波罗公司定增投融资对接会的时间是2015年9月17日,而几乎同一时期,邵某与案外人串联,自2015年9月14日开始连续8个交易日进行了尾盘操纵。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,股价长期间定格在31元,直至2016年1月复牌后股价才回落到20元左右,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。

---

〔7〕 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。

其次,原告还证明了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。各方证据显示投融资各方前期进行了沟通,原告参与阿波罗公司定增投融资对接会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。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增对其自身利益关系密切。证据显示,邵某实施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。中国证监会也在行政处罚决定书中将邵某与案外人连续 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。可见,目标公司实际控制人在同期不断拉升股价的行为客观上造成了公司在新三板市场股价走势强劲、交易热络的表象,对正在考虑定增决策的原告产生了心理影响,导致其作出投资决定。

最后,原告还证明了操纵行为影响了它的投资定价。原告系专业的投资机构,在该轮定向投融资中,原告与阿波罗公司经过“面对面”接洽、充分协商最终确定定增价格。这一投资价格受到公司基本面、财务指标、行业前景及成长性等多种因素综合影响。但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,一旦该时期公司股票交易频率稳健、流动性高,股票市场价格就会成为影响投资者协议定价的参考因素之一。邵某在定增同期的操纵行为恰好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,此时的市场价格会使投资者产生合理信赖。案件证据显示,双方在谈判过程中也相互提及了二级市场价格,并对此展开价格谈判。在其他原告投资者的案件中,还有专业机构提供证据证明其在内部的投资意见决策书中将目标公司同期的二级市场价格纳入了考量范围,并作为公司投资前景预测的依据。法院由此认定,被告邵某在定增定价的关键时期,长达近两个月的过程中一直主动维持股票交易量、不断拉升公司股价,影响了同期的定向增发价格。关于被告主张原告投资完全是因为看好公司前景和 A 股转板预期的抗辩,法院认

为,当时阿波罗公司仅仅是进行上市辅导,A股转版的预期可靠性还很薄弱,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。综合上述因素,法院最终认定原告投资损失与被告邵某操纵证券交易市场行为之间存在因果关系。

值得一提的是,关于专业投资者在证券侵权的认定中是否应考虑其负有更高注意义务的问题,实践中存在争议。该案中,被告律师围绕这一观点也展开论证,他们反复指出原告作为专业投资者,在对新三板挂牌公司的股权投资中应自行展开调查独立决策,对新三板市场价格无法反映真实股价的情况应有充分认识,甚至应当觉察出当时股价存在人为操纵的情况。本文认为,在证券虚假陈述侵权中,对于集中竞价方式开展的证券交易,一般不区分专业投资者和普通投资者,这是因为虚假陈述行为人公开进行的信息误导对于整个市场的全部投资者都是一样的,专业投资者的投资决策也是基于对公开信息的信赖。而交易型操纵市场行为主要是通过操控证券交易价格和交易量对投资者形成误导和欺诈,投资者的注意义务因其专业能力、所处的交易市场和交易方式而有所差别。与普通投资者相比,专业投资者在证券交易量价判断上能力更高,注意义务应与其专业能力相匹配。同时,新三板市场流动性和定价功能的特点也影响投资者在价格判断上的注意义务。对于向特定投资者发行股票的“面对面”证券交易,因投资者的交易决策主要通过财务分析、前景预测、尽职调查等方式对投资可行性进行分析,同时由于投资门槛高、期限长,定增投资者在投资时应负有更高的注意义务。需要指出的是,一旦原告完成对交易因果关系的举证证明义务,则举证责任发生相应转移,如果操纵市场行为人认为专业投资者未尽到注意义务,应由操纵市场行为人承担举证证明义务,从而推翻投资者合理信赖的主张。该案中,法院认为被告并未提供证据证明原告作出投资决策系因自身的重大过错,原告作为专业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造的虚假交易所引起。由此,对于行为人造成的股价拉升,该案认为原告虽为专业投资者,但是对该股价情况产生了一定的合理信赖,影响了投资决策和定价。

#### 四、交易型操纵证券市场行为民事赔偿的损失计算规则

##### (一) 交易型操纵行为侵权赔偿损失计算宜采用净损差额法

《证券虚假陈述若干规定》采用了毛损益法作为证券虚假陈述侵权赔偿损失计算的基础方法,其逻辑在于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。因此投资者的投资差额损失应为其实施日到揭露日期间买入价与揭露日后卖出价(或基准价)的差额。本文所举案例中,原告也主张以此方法计算损失,原告认为,操纵行为推高了定增价格,操纵违法行为的揭示又导致公司股价大幅下跌,两项叠加造成了投资者损失。操纵行为揭露日为阿波罗公司公布《关于股东邵女士收到行政处罚决定书的公告》之日即2020年9月17日,基准日为揭露日后第30个交易日,原告主张其投资差额损失为20元/股的买入价格与揭露日至基准日期间每个交易日收盘价的平均价格5.22元之差乘以150万股。被告则指出操纵行为发生在2015年9月,而随后阿波罗公司股票长期停牌,股价下跌主要系因2017年公司撤回首次公开发行A股申请并在新三板市场长期无流动性所致,与操纵行为无关,因此原告的投资损失并非由操纵行为造成。

在损失认定方面,交易型操纵证券交易市场侵权与证券虚假陈述侵权存在不同,交易型操纵行为对投资者损失的影响主要在于交易行为的影响期,在该期间内,操纵行为影响了股价,导致投资者买入或者卖出股票的价格偏离了正常价格。而在交易行为影响期后,由于操纵行为不再继续进行,操纵行为的影响逐渐消弭,股价逐渐回归正常价格。本文所举案例中,行为人操纵证券交易的行为表现是在一定时期通过连续主动买入的方式单方面拉升股价,属于交易型操纵证券市场的行为。该行为将人为的错误信息反映到证券价格上,扭曲了证券价格,释放了虚假的市场信号,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。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。股价后期因其他经营性因素、市场因素以及操纵行为被监管处罚所产生的负面因素造成的影响,均非操纵行为对投资者需要承担的损失赔偿范围。

以本案例为例,邵某的操纵行为集中发生于2015年8月7日至9月30日,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中国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。由此,该案判决考虑到交易型操纵证券交易行为的特点,选取了净损差额法原理作为基础,通过比较原告投资阿波罗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,这是对交易型操纵市场行为民事赔偿损失计算基础方法的有益探索,实践中可以推广。

值得一提的是,该案中法院委托的第三方专业支持机构在损失核定中也运用了净损差额法的原理。法院曾委托中证资本市场法律服务中心对投资者损失进行核定,该中心出具的损失核定意见书载明:证券市场的股票价格遵循价值规律,受市场供求关系等因素影响围绕真实价值上下波动。受到操纵证券交易行为影响的股票,在行为操纵期间其交易价格并不是真实价格的反映。操纵证券交易行为致使阿波罗公司股价在操纵期间异常上涨,投资者原本应当以较低价格获取股票,因操纵行为不得不高成本获取股票,致使投资者买入成本被垫高而发生了损失。投资者因操纵行为所受到的损失应当为买入被操纵股票的实际价格与股票未被操纵状态下的“真实价格”之间的差值。该报告以同行业对比的方法拟制出剥离操纵行为影响后的“真实价格”作为净损差额的基准。尽管这份损失核定意见书最终因不符合新三板市场定增交易特点而未被采纳,但其中的净损差额基础方法是可

取且可行的。

## （二）新三板市场的投资差额损失计算具有特殊性

运用净损差额法计算操纵行为造成投资者投资差额损失的重点在于“真实价格”的拟制，一般认为，投资差额等于实际投资价格与“真实价格”的差值。在流动性强、定价充分有效的证券市场中，“真实价格”可以操纵行为消弭后一定时期股票的平均价格作为基准，也可根据该股票所在同行业同类相关股票进行收益率对比等方法计算获得。但在新三板市场，特别是定增交易过程中，真实价格的拟制方法需要考虑市场和交易的特点。2022年6月23日，最高人民法院印发《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》，意见指出要充分理解、深刻认识多层次资本市场“层层递进”市场结构的多层次司法需求，尊重新三板市场流动性及价格连续性与交易所市场存在较大差距的客观实际，在损失计算上应充分听取专业意见，以对相关行业企业进行投资时的通常估值方法等为参考，综合考量各项因素，合理确定投资者损失。

本文所举案例特殊之处在于被告阿波罗公司系新三板市场挂牌公司，法院充分考虑到了新三板市场在交易量、流动性及定价能力上与成熟的主板市场有较大差距。原告系定增投资者，其并非直接从新三板市场买入证券，而是通过“面对面”协商方式议定投资价格。基于此，法院在最终核定损失时，并未采纳中证资本市场法律服务中心的损失核定意见，认为新三板市场同类可比公司数量有限且类比公司在特定时期亦存在流动性较差、定价能力不强等情况，因此股价和收益率对比的方法从客观上无法保证“真实价格”的科学性和准确性。同时，损失核定意见书在计算得出阿波罗公司拟制的“市场真实价格”后，直接采用正向同比例计算方法换算出“真实定增价格”，容易放大市场交易价格对定增价格影响，不符合证券投资行业投资新三板挂牌公司的普遍实际情况，因此没有采纳其结论。法院认为，在对新三板挂牌公司的投资合理价格进行判断时，应参考对该行业企业进行投资时的通常估值方法，而资产评估公司对阿波罗公司在2015年11月的股权价值进行的追溯评估更符合新三板定增投资的现实情况。

股权价值追溯评估是资产评估的一种类型，其目的在于对目标公

司过去某一时期的股权价值进行综合性评定。负责股权追溯评估的机构必须是具有合法的证券类资产评估资质的资产评估公司,且必须依照相关资产评估行业准则,通过组成评估项目小组、收集资料、数据清查、财务分析、调查访谈、编制评估报告等步骤得出专业结论。实践中,资产评估机构的选定往往通过司法机关在具有资质的企业中随机抽取选定,权威性和可靠度较高。股权价值评估须根据企业特点,采用两种以上的评估方法。本文案例中评估公司用了资产基础法和市场法两种评估方法,最终根据阿波罗公司在2015年的盈利能力、行业前景、管理水平、竞争优势等综合情况,选用市场法的结果作为评估结论。在市场法评估中,该报告将阿波罗公司与同行业同类A股企业进行对比,A股企业的交易数据较为全面可靠;同时分别对类比公司在财务指标和非财务指标上的差异点进行数据调整纠正,其中在非财务指标中统筹考虑了公司当时的团队竞争力、发行A股转板预期及行业板块优势等综合因素,尽可能保持类比科学性;在估值结果上还考虑了新三板市场挂牌公司与A股上市公司的差异,通过建立期权定价模型计算两者的折扣率,最终还原阿波罗公司合理的股权价值为每股17.88元。法院认为这一评估过程逻辑完整,分析较为全面,相较于阿波罗公司在2015年7月6家证券公司定增入股时的协议价格每股14.21元和同年8月3日(开始做市转让之日)至6日(操纵行为发生前一交易日)阿波罗公司在新三板市场每日收盘价平均值为18.24元,评估结论尚在合理区间范围之内,由此认定该追溯评估具有公允性。

## 五、结语

与证券虚假陈述民事赔偿相对统一的执法标准相比,操纵市场民事赔偿案件的个案差异更大,需要法官综合运用法律逻辑,更加注重不同市场的交易规则和特点。本文所举案例发生在新三板市场的定增机构投资者和挂牌公司实际控制人之间,在规则判定、利益衡量等方面确实存在诸多复杂特殊的情形,并非典型的欺诈证券市场普通投资者的案件。作为首例新三板市场操纵证券交易市场责任纠纷,该案对操纵

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进行了前瞻性的探索和尝试。判决结果最终支持投资者索赔,体现了人民法院贯彻落实中央对资本市场违法行为“零容忍”要求,有效引导、教育证券参与主体敬畏市场、敬畏法律,共同构建中小企业健康发展的良性生态,维护新三板市场交易秩序。

(编辑:张越)