

张怀玉与国民技术股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书

审 理 法 院:广东省深圳市中级人民法院

案 号:(2018)粤 03 民初 1519 号

裁 判 日 期:2019.06.04

案 由:民事/与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷/证券纠纷/证券欺诈责任纠纷/证券虚假陈述责任纠纷

原告:张怀玉,男,汉族,1959年1月22日出生,身份证住址:黑龙江省北安市,

委托诉讼代理人:刘宁,四川鼎众律师事务所律师。

被告:国民技术股份有限公司。住所地:广东省深圳市南山区高新技术产业园区深圳软件园**301、302。统一社会信用代码:914403007152844811。

法定代表人:孙迎彤,董事长。

委托诉讼代理人:郑坦明,广东深天成律师事务所律师。

委托诉讼代理人:杨长禄,广东深天成律师事务所律师。

原告张怀玉诉被告国民技术股份有限公司(以下简称国民技术)证券虚假陈述责任纠纷一案,本院于2018年5月11日立案受理后,依法适用普通程序,公开开庭进行了审理。原告张怀玉委托诉讼代理人刘宁,被告国民技术委托诉讼代理人郑坦明、杨长禄到庭参加了诉讼。本案现已审理终结。

原告向本院提出诉讼请求:判令被告向原告赔偿损失合计9787.25元。事实与理由:被告国民技术因未依法披露其全资子公司深圳前海国民投资管理有限公司(以下简称国民投资)与深圳前海旗隆基金管理有限公司(以下简称前海旗隆)于2015年11月27日签订的《关于设立深圳国泰旗兴产业投资基金管理中心(有限合伙)的补充协议》(以下简称《补充协议1》),于2016年3月签订的《关于设立深圳国泰旗兴产业投资基金管理中心(有限合伙)的补充协议》(以下简称《补充协议2》),被中国证券监督管理委员会深圳监管局(以下简称深圳证监局)以(2018)4号《行政处罚决定书》对国民技术及罗昭学、喻俊杰、刘红晶予以行政处罚。国民技术于2017年12月15日公告收到深圳证监局《调查通知书》,公司股价急剧下跌,原告因之前买入国民技术股票而发生亏损。根据《[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](#)》(以下简称《[证券虚假陈述若干规定](#)》)的相关规定,原告提起本案诉讼,请求判令被告承担赔偿责任。

被告国民技术辩称:一、根据《[证券虚假陈述若干规定](#)》的规定,认定存在虚假陈述是民事赔偿的前提,法院应对《行政处罚决定书》中认定的事实和行为是否属于《[证券虚假陈述若干规定](#)》中的虚假陈述即其是否具有《[中华人民共和国证券法](#)》(以下简称《[证券法](#)》)意义上的重大性进行司法审查。1.单纯依据《行政处罚决定书》即认定相关事实和行为具有重大性存在局限性和不公平性,其忽视了被处罚行为本身与投资者的投资决策之间可能并不存在因果联系的客观事实,若行政处罚认定的内容对上市公司业绩、股价不会产生重大影响,该种直接认定加重了上市公司的赔偿责任,对上市公司不公平。2.法院应

当对重大事件进行独立的审查认定，应根据《[证券法](#)》的相关规定对是否存在虚假陈述、相关事件和行为是否具有《[证券法](#)》意义上的重大性进行审查认定。3. 最高人民法院在《[关于当前商事审判工作中的若干具体问题](#)》中认为：“重大性，是指违法行为对投资者决定的可能影响，其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。重大性、交易因果关系是为了限制或减轻行为人责任的制度安排。侵权行为不具有重大性或者侵权行为与投资者的交易决定没有因果关系时，行为人不负赔偿责任。”4. 行政监管和司法审查是两种不同的行为，不能将两者简单等同。

二、《补充协议1》、《补充协议2》不具有《[证券法](#)》意义上的重大性，被告未及时披露的行为不属于《[证券虚假陈述若干规定](#)》规定的虚假陈述行为。1. 根据《[证券法](#)》[第六十七条](#)、《[上市公司信息披露管理办法](#)》[第三十条](#)、[第三十二条](#)、[第三十三条](#)的规定，重大事件是指可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的事件，即重大性的衡量指标指事件对上市公司证券及其衍生品种交易价格的影响。2. 根据披露主合同内容对公司股票交易价格和成交量的影响有限的事实，结合《补充协议1》、《补充协议2》系从合同的性质分析，证明其不具有《[证券法](#)》上的重大性。《补充协议1》、《补充协议2》的签署主体是国民投资与前海旗隆，协议内容仅是保证人前海旗隆对国民投资的投资本金和投资收益提供保证担保，其法律性质不是对主合同的变更。在主合同约定的内容对公司股价和成交量未产生较大影响的情况下，从合同的签署也不可能对股价产生异常的、较大的影响。3. 根据国民技术之前披露的购买前海旗隆发行的与《补充协议1》、《补充协议2》约定的收益保障性质相似的“前海旗隆量化分级基金”产品对国民技术股票交易价格和成交量的影响有限的事实，可以证明《补充协议1》、《补充协议2》不具有重大性。4. 《补充协议1》、《补充协议2》约定的5%的固定收益率，与同期国债的收益率基本相当，难以对公司股票交易价格、对投资者的投资决策产生重大影响。5. 根据国民技术披露其收到涉案的深圳国泰旗兴产业投资管理中心（有限合伙）（以下简称国泰旗兴）支付的收益率约16%的分红5000万元对其股票交易价格和成交量的影响有限的事实，可证明《补充协议1》、《补充协议2》不具有《[证券法](#)》上的重大性。6. 根据国民技术于2018年1月30日首次公开《补充协议1》、《补充协议2》内容对其股票交易价格和成交量的影响有限的事实，可以证明《补充协议1》、《补充协议2》不具有《[证券法](#)》上的重大性。因此，《补充协议1》、《补充协议2》不属于《[证券法](#)》[第六十七条](#)规定的可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件，不具有重大性。

三、退一步讲，即使认定《补充协议1》、《补充协议2》具有重大性，国民技术未及时披露的行为构成证券虚假陈述，但自虚假陈述实施日至基准日期间，国民技术的股价下跌系由证券市场系统性风险和企业经营风险等因素影响所致，原告损失与国民技术的虚假陈述不具有因果关系，国民技术对原告损失不应承担赔偿责任。1. 国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》的行为不会诱使原告等投资者作出积极的投资决定，不属于《[证券虚假陈述若干规定](#)》所规范的虚假陈述行为，与原告的投资决定之间不存在交易因果关系。（1）原告的投资决定并未受到国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》行为的影响。原告等投资者的交易决定，必须是受到了虚假陈述行为的影响或者误导并错误交易才构成证券交易欺诈因果关系。（2）国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》的行为不属于《[证券虚假陈述若干规定](#)》所调整的对象。《[证券虚假陈述若干规定](#)》调整的对象是投资者因受虚假陈述行为影响买入上市公司股票，并在虚假陈述行为揭露后卖出受损的情形。《补充协议1》、《补充协议2》旨在保障国民技术

投资的本金安全和每年 5% 的固定收益，该行为可使企业利润稳步增长，该消息对投资者而言属于一般利好消息。国民技术未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为并不会诱使投资者积极买入国民技术股票，该行为不属于《[证券虚假陈述若干规定](#)》所规定的情形。2. 虚假陈述实施日至基准日期间，国民技术股票的价格受多重不利因素的影响，原告的投资损失与国民技术的虚假陈述行为之间不具有损失因果关系。（1）影响证券价格相关因素。影响股票价格变动的主要相关因素有国家宏观经济状况的变化，国家经济、金融政策的变化，以及公司经营状况等。上述因素的综合作用，既决定了股票价格的起伏，又会对投资者的投资决定带来重大影响。（2）2015 年 11 月 27 日至 2017 年 11 月 28 日期间，中国股市受各种客观因素影响，尤其是创业板的股票损失惨重。创业板指数从 2649.55 点跌至 1793.87 点，期间一直处于下跌趋势；国民技术股价则从 39.19 元/股跌至 15.66 元/股（注：2016 年 4 月 1 日每 10 股转增 10 股并每 10 股派 1 元、2016 年度每 10 股派 0.2 元）。在创业板证券市场普遍低迷的背景下，国民技术股票价格的下跌与证券市场系统风险因素造成的指数下跌构成正相关关系。（3）公司经营风险和可能形成的损失是其股票复牌后价格下跌的重要原因。国民技术股价下跌除前述证券市场系统性风险外，亦与 5 亿元失联事件有关。2017 年 11 月 29 日，因 2017 年 11 月 28 日投资合作方前海旗隆、北京旗隆医药控股有限公司（以下简称北京旗隆）相关人员的失联事件导致国民技术临时停牌。该失联事件涉及国民投资 5 亿元的投资可能无法收回，从而导致国民技术出借给国民投资的前述 5 亿元借款可能成为损失，影响 2017 年度的经营业绩和利润。在停牌期间，公司多次发布与失联事件有关的进展情况和向公安机关报案情况，以及失联事件可能对 2017 年度净利润产生重大不利影响，并致使 2017 年度业绩亏损，计提坏账准备 5 亿元。受失联事件利空因素影响，2017 年 12 月 20 日，国民技术股票复牌，股价陡峭下行，由停牌之前的收盘价 15.66 元/股，跌至当日收盘价的 14.09 元/股；之后的股价连续大幅下行，股票的下跌是投资者在心理上对公司当前可能损失和未来业绩的担忧所致。（4）深圳证券交易所（以下简称深交所）关于信息披露格式条款内容要求对投资者的投资决定和心理产生重大不利影响。国民技术根据《[深圳证券交易所创业板股票上市规则（2014 年修订）](#)》第 11.11.3 条和 13.1.2 条之规定，按照深交所对信息披露格式的要求于 2017 年 12 月 15 日进行披露，在该公告披露中，国民技术按规定和要求进行了“股票存在被实施暂停上市风险的提示性公告”，并明确“若构成重大信息披露违法情形，将在知悉作出行政处罚决定或者移送公安机关决定是向深圳证券交易所申请停牌……直至作出是否暂停本公司股票上市的决定”。该披露格式条款内容对投资者的心理和投资决定产生了不利影响。（5）国民技术公告收到《行政处罚事先告知书》后的股价走势进一步证明原告损失与国民技术未披露行为之间不具有关联性和因果关系。2018 年 4 月 23 日，国民技术发布《关于收到中国证监会〈行政处罚事先告知书〉的公告》，首次确认国民技术仅因为未履行披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为而遭受行政处罚，根据当日及之后国民技术股票价格、涨跌幅与创业板指数、涨跌幅对比，走势基本趋同，说明国民技术股价的涨跌与国民技术未履行披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为没有关联关系，与 2017 年 12 月 20 日公司股票复牌后的股价大跌没有因果关系。

四、在《[证券虚假陈述若干规定](#)》所规定框架和原则下，则涉案虚假陈述实施日为 2015 年 11 月 27 日，揭露日为 2017 年 12 月 15 日，基准日为 2018 年 1 月 5 日，基准价为 11.02 元/股。就本案而言，国民技术认为不应适用《[证券虚假陈述若干规定](#)》的规定，原告损失与国民技术未披露《补充协议 1》、

《补充协议 2》的行为无关，被告不负赔偿义务。国民技术对于实施日、揭露日、基准日、基准价的表述，不代表国民技术对于赔偿责任的认可与确认。综上所述，请求驳回原告的诉讼请求。

本院经审理查明：国民技术于 2010 年 4 月 30 日在深交所上市，证券代码为 300077.SZ。

2015 年 11 月 23 日，国民技术全资子公司国民投资与北京旗隆签订《深圳国泰旗兴产业投资基金管理中心（有限合伙）合伙协议书》（以下简称《合伙协议》），国民投资作为有限合伙人出资 3 亿元，北京旗隆作为普通合伙人出资 50 万元，共同投资成立国泰旗兴，约定了收益分配及亏损分摊机制。

2015 年 11 月 27 日，国民投资与前海旗隆签订《补充协议 1》，协议内容为：经双方友好协商，就国民投资与北京旗隆依其签订的《合伙协议》而合作设立国泰旗兴合作事宜达成以下补充共识：在合伙企业有效期限内，前海旗隆为国泰旗兴的有限合伙人国民投资资金本金安全提供担保，前海旗隆承诺在合伙企业到期或者合伙人一致同意退伙时，若国民投资认购出资的本金出现亏损，则由前海旗隆对相应亏损进行等额补偿；在合伙企业有效期限内，前海旗隆承诺，保障国民投资资金自缴纳之日起每年 5% 的固定收益，如合伙企业未能实现上述收益，则由前海旗隆补足，且按年支付。

2016 年 3 月，国民投资、北京旗隆和国泰旗兴签署《深圳国泰旗兴产业投资基金管理中心（有限合伙）追加投资协议书》（以下简称《追加投资协议》），约定国民投资向国泰旗兴追加投资 2 亿元。

针对《追加投资协议》，国民投资和前海旗隆签订《补充协议 2》，就国民投资的 2 亿元追加资金进行了补充约定，协议内容基本与《补充协议 1》相同。

国民技术分别于 2015 年 11 月 9 日、2016 年 3 月 2 日将《合伙协议》、《追加投资协议》事项公告披露，但未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》相关事项。

2017 年 11 月 29 日，国民技术发布《关于重大事项停牌的公告》，称前海旗隆、北京旗隆的相关人员失去联系，国民技术于 2017 年 11 月 28 日晚间已紧急安排向公安机关报案，截至本公告披露时，公司尚未收到公安机关是否予以立案的通知。鉴于该事项尚存在不确定性，为维护广大投资者的利益，避免公司股价异常波动，经公司向深交所申请，公司股票于 2017 年 11 月 29 日上午开市起停牌。

2017 年 12 月 15 日，国民技术发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书暨股票存在被实施暂停上市风险的提示性公告》，称因为涉嫌信息披露违法违规，被深圳证监局立案调查，并收到了相关《调查通知书》（深证调查通字〔2017〕140 号）。国民技术按照《[深圳证券交易所股票上市规则（2014 年修订）](#)》11.11.3 条的要求，每月至少披露一次风险提示公告，说明立案调查的进展情况和公司股票可能被暂停上市的风险。

2017 年 12 月 19 日，国民技术发布《关于股票复牌且继续推进重大事项的公告》，称公司股票于 2017 年 12 月 20 日上午开市起复牌；如前海旗隆、北京旗隆相关人员的失联事件进一步明确并且发生减值的客观证据后，可能导致上市公司计提资产减值损失，将对 2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润产生重大不利影响，并致使 2017 年度业绩亏损。

2017 年 12 月 20 日，国民技术发布《关于对全资子公司其他应收款计提坏账准备暨全资子公司对可供出售金融资产计提减值准备的公告》，称国民投资向国泰旗兴的出资 5 亿元，均来源于向国民技术的借款。国民技术预计未来无法收回国民投资对国民技术的 5 亿元借款，根据公司会计政策的规定，国民技术拟计提其他应收款坏账准备 5 亿元。经测算，本次对国民投资上述可供出售金融资产计提减值准备，对国

民技术上述其他应收款计提坏账准备，经合并抵销后，将减少 2017 年公司归属于母公司所有者的综合收益 5 亿元。

2018 年 4 月 22 日，国民技术发布《关于收到中国证监会〈行政处罚事先告知书〉的公告》。

2018 年 5 月 2 日，国民技术发布《关于收到中国证监会〈行政处罚决定书〉的公告》。

深圳证监局（2018）4 号《行政处罚决定书》认定，国民技术未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》相关事项，直到 2018 年 1 月 30 日，才通过深交所官网“监管信息公开”栏目，以《国民技术：关于深圳证券交易所关注函的回复》对上述两份补充协议相关事项进行说明。《补充协议 1》、《补充协议 2》分别作为《合伙协议》、《追加投资协议》的补充，与《合伙协议》、《追加投资协议》为一揽子协议。根据两份补充协议约定，公司 2015 年、2016 年分别至少享有 125 万元、1991.78 万元的固定收益，分别占公司 2014 年、2015 年经审计净利润的 12.32%、23.16%。补充协议约定事项属于《证券法》第六十七条第二款、《上市公司信息披露管理办法》第三十条、第三十三条规定应当及时披露的重大事件，但公司未依法披露。国民技术上述行为违反了《证券法》第六十七条的规定，已构成《证券法》第一百九十三条所述违法行为。罗昭学作为公司董事长，筹划并主导上述投资事项，授权喻俊杰签署涉案两份补充协议；董事、常务副总经理喻俊杰负责投资事项的具体实施，签署涉案两份补充协议，二人均未依法及时报告董事会并督促公司披露，系对上述违法行为直接负责的主管人员。时任董事会秘书刘红晶负责组织协调公司信息披露事务，其知悉、参与了涉案补充协议的签订，却未依法及时报告董事会并督促公司披露，系上述违法行为的其他直接责任人员。根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度，依据《证券法》第一百九十三条第一款的规定，决定：一、对国民技术给予警告，并处以 30 万元罚款；二、对罗昭学给予警告，并处以 20 万元罚款；三、对喻俊杰给予警告，并处以 20 万元罚款；四、对刘红晶给予警告，并处以 10 万元罚款。

另查明：2015 年 11 月 27 日，国民技术股票收盘价为 19.53 元/股，创业板指数为 2649.55 点；2017 年 11 月 28 日，国民技术股票收盘价为 15.66 元/股，创业板指数为 1793.87 点。上述国民技术股票价格，根据国民技术《2015 年度权益分派实施公告》和《2016 年度权益分派实施公告》中的权益分派方案，已进行前复权处理。

2015 年 11 月 27 日至 2017 年 12 月 15 日期间，原告买入国民技术股票，截至 2017 年 12 月 15 日原告持有国民技术股票 2700 股，截至 2018 年 1 月 5 日原告持有上述国民技术股票 0 股。

以上事实，有国民技术各项公告、原告股票交易记录、国民技术股票交易数据等公开信息以及双方在庭审中的陈述等证据在卷为证。

本院认为：本案系证券虚假陈述责任纠纷。本案争议焦点为：一、国民技术未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为是否构成证券市场虚假陈述行为；二、国民技术未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为与原告损失之间是否存在因果关系；三、如国民技术的所涉行为构成证券市场虚假陈述，且该行为与原告损失之间存在因果关系，则原告损失应如何认定。

一、关于国民技术未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为是否构成证券市场虚假陈述行为的问题。《证券法》第六十三条规定：“发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”《证券虚假陈述若干规定》第十七条第一款规定：“证券市场

虚假陈述，是指信息披露义务人违反证券法律规定，在证券发行或者交易过程中，对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述，或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。”深圳证监局（2018）4号《行政处罚决定书》认定，国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》相关事项，根据两份补充协议约定，国民技术2015年、2016年分别至少享有125万元、1991.78万元的固定收益，分别占国民技术2014年、2015年经审计净利润的12.32%、23.16%。深圳证监局认定，补充协议约定事项属于《证券法》第六十七条第二款、《上市公司信息披露管理办法》第三十条、第三十三条规定应当及时披露的重大事件，但国民技术未依法披露。国民技术上述行为违反了《证券法》第六十七条的规定，已构成《证券法》第一百九十三条所述违法行为。故对国民技术及相关责任人员给予行政处罚。因此，根据上述法律规定及行政处罚事实，本案应当认定国民技术构成证券市场虚假陈述。

根据《证券虚假陈述若干规定》第二十条、第三十三条的规定，涉案虚假陈述实施日为2015年11月27日，即国民投资与前海旗隆签订《补充协议1》的时间；揭露日为2017年12月15日，即国民技术公告因涉嫌信息披露违法违规，被深圳证监局立案调查，并收到了相关《调查通知书》的时间；基准日为2018年1月5日，即国民技术流通股股票换手率达到100%的时间；基准价为11.02元/股。

二、关于国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》的行为与原告损失之间是否存在因果关系的问题。在虚假陈述民事赔偿案件中，虚假陈述行为与投资者的投资决策及损失之间存在因果关系，是虚假陈述行为人承担民事责任的前提之一。即投资者的投资决策和损失，必须是受到了虚假陈述行为的影响才构成证券交易因果关系与损失因果关系。结合本案，本院对此具体评析如下：

首先，根据虚假陈述对市场影响、对投资者主观判断和投资行为的影响，证券法理论将虚假陈述分为诱多型和诱空型。诱多型虚假陈述是指虚假陈述行为人故意违背事实真相发布虚假的利多信息，或者隐瞒实质性的利空信息不予公布或不及时公布等，以使投资者在股价处于相对高位时，持有积极投资心态并进行投资追涨。诱空型虚假陈述，是指虚假陈述行为人发布虚假的消极利空信息，或者隐瞒实质性的利好信息不予公布或不及时公布等，以使投资者在股价向下运行或处于相对低位时，因受其虚假陈述影响持有消极心态而卖出股票。

本案中，依据深圳证监局（2018）4号《行政处罚决定书》的认定，《补充协议1》、《补充协议2》分别作为《合伙协议》、《追加投资协议》的补充，与《合伙协议》、《追加投资协议》为一揽子协议，国民技术未依法披露两份补充协议，违反《证券法》相关规定，故对国民技术予以行政处罚。《行政处罚决定书》同时查明，《补充协议1》的主要内容为，前海旗隆为国民投资依《合伙协议》而出资的资金本金安全提供担保，前海旗隆承诺在合伙企业到期或者合伙人一致同意退伙时，若国民投资认购出资的本金出现亏损，则由前海旗隆对相应亏损进行等额补偿；在合伙企业有效期限内，前海旗隆承诺保障国民投资资金自缴纳之日起每年5%的固定收益，如合伙企业未能实现上述收益，则由前海旗隆补足，且按年支付。

《补充协议2》就国民投资的2亿元追加资金进行了补充约定，协议内容基本与《补充协议1》相同。根据《行政处罚决定书》的查明认定，两份补充协议主要系由前海旗隆对国民投资投入国泰旗兴的本金和每年5%的固定收益提供担保。依据《补充协议1》、《补充协议2》的约定，国民技术2015年、2016年分别至少享有125万元、1991.78万元的固定收益，分别占国民技术2014年、2015年经审计净利润的12.32%、23.16%。在证券市场，对投资者而言增加收益及利润系利好消息，利好消息的披露一般会引发证

券价格的上涨。即便考虑到《补充协议 1》、《补充协议 2》约定的保底固定收益比例为年 5%，不属于重大利好消息，但其同样明显有别于虚增业绩、隐瞒亏损等诱多型虚假陈述行为。故国民技术的涉案虚假陈述行为不属于诱多型虚假陈述，国民技术未及时披露两份补充协议的行为，不会诱使投资者作出积极的投资决策。

其次，证券市场虚假陈述具体包括虚假记载、误导性陈述、重大遗漏、不正当披露等行为。其中，对于应当及时披露而未依法披露的重大遗漏行为，其是否会对投资者的投资决策产生影响，需要考量各方面信息进行综合判断。对此，不仅需要考虑未披露信息本身，还需考虑已经披露的信息。只有综合考量相关信息之后，才能判断未披露信息是否对既有信息有明显的改变。如果未披露信息并不会使投资者改变对既有信息的判断状况，那么可以认定未披露信息在很大程度上不会对投资者的投资决策产生影响。

本案中，依据《行政处罚决定书》的认定，《补充协议 1》、《补充协议 2》分别系《合伙协议》、《追加投资协议》的补充，与《合伙协议》、《追加投资协议》为一揽子协议。国民技术虽未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》，但国民技术分别已于 2015 年 11 月 9 日、2016 年 3 月 2 日将《合伙协议》、《追加投资协议》事项公告披露。即对于国民投资向国泰旗兴投资 5 亿元，国民技术已按规定予以公告披露，投资者在投资买入国民技术股票时已了解国民投资的 5 亿元投资情况。作为一名理性投资人，在作出投资决策时应考虑到国民投资的 5 亿元投资可能存在的投资风险。且国民技术未披露的《补充协议 1》、《补充协议 2》主要约定由前海旗隆对国民投资依照《合伙协议》、《追加投资协议》投入国泰旗兴的本金和每年 5% 的固定收益提供担保，其实际系保证国民技术的固定保底收益及利润。故国民技术未披露的信息与已经披露的信息趋势相同，未披露信息未增加国民技术的负担或风险。因此，综合考量国民技术已披露信息及未披露信息的性质、内容，可以认定在国民技术已披露国民投资 5 亿元投资的情况下，如国民技术及时披露《补充协议 1》、《补充协议 2》可能会对投资者产生积极买入国民技术股票的影响，但其未披露两份补充协议的行为不会使投资者改变对既有信息的判断状况，未披露信息的行为亦不会对投资者产生积极买入国民技术股票的影响。

再次，证券交易活动中，影响投资者投资决策及证券交易价格的因素众多。国际经济和国家宏观经济状况、国内外突发事件、各项政策（货币政策、财政政策、产业政策、监管政策、行业政策、金融政策）等系统风险会综合影响股价。除了系统性风险外，公司发展战略、经营状况、自身声誉、预期发展前景、投机炒作行为、投资者心理因素等非系统风险也会影响股票价格。

本案中，2015 年 11 月 27 日至 2017 年 12 月 15 日期间，国民技术股票从 19.53 元/股跌至 15.66 元/股（根据国民技术《2015 年度权益分派实施公告》和《2016 年度权益分派实施公告》中的权益分派方案，已对国民技术股票进行前复权处理），总体跌幅为 19.82%；同期，国民技术所属的创业板板块，板块指数从 2649.55 点跌至 1793.87 点，总体跌幅为 32.29%。在创业板股票普遍下跌的背景下，国民技术股票价格的走势与创业板指数的整体走势基本一致，但跌幅小于创业板指数。故上述期间国民技术股票价格的下跌与国民技术未披露《补充协议 1》、《补充协议 2》的行为不具有因果关系。

2017 年 11 月 29 日，国民技术发布《关于重大事项停牌的公告》，称前海旗隆、北京旗隆的相关人员失去联系，国民技术于 2017 年 11 月 28 日晚间已紧急安排向公安机关报案。2017 年 12 月 15 日，国民技术发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书暨股票存在被实施暂停上市风险的提示性公告》，

称因为涉嫌信息披露违法违规，被深圳证监局立案调查。2017年12月19日，国民技术发布《关于股票复牌且继续推进重大事项的公告》，称如前海旗隆、北京旗隆相关人员的失联事件进一步明确并且发生减值的客观证据后，可能导致上市公司计提资产减值损失，将对2017年度实现归属于上市公司股东的净利润产生重大不利影响，并致使2017年度业绩亏损。2017年12月20日，国民技术发布《关于对全资子公司其他应收款计提坏账准备暨全资子公司对可供出售金融资产计提减值准备的公告》，称国民技术预计未来无法收回国民投资对国民技术的5亿元借款，国民技术拟计提其他应收款坏账准备5亿元，经测算，将减少2017年公司归属于母公司所有者的综合收益5亿元。国民技术股票于2017年11月29日起停牌，至2017年12月20日起复牌，复牌后出现大幅下跌。本院认为，国民技术于2017年11月29日至2017年12月20日期间多次发布的关于前海旗隆、北京旗隆相关人员失联导致国民技术产生损失5亿元的相关公告属于重大利空消息，必然导致国民技术股票大幅下跌。故2017年12月20日至2018年1月5日期间，国民技术股票价格的下跌，其原因应主要归结于由失联事件引起的公司自身的非系统风险因素。

综上，本院认为，鉴于国民技术已将涉案5亿元投资的《合伙协议》、《追加投资协议》事项公告披露，证券监管机构未认定国民技术在《合伙协议》、《追加投资协议》披露中存在违反信息披露管理规定的情形，故对于因涉案5亿元投资损失导致国民技术股票下跌与深圳证监局（2018）4号《行政处罚决定书》认定的国民技术的虚假陈述行为之间不存在因果关系。国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》的行为，不属于诱多型虚假陈述，原告的投资交易与损失并非由国民技术未及时披露两份补充协议的行为所决定，其投资决策并未受虚假陈述行为影响。因此，原告的投资交易与国民技术的虚假陈述行为之间不存在交易因果关系，原告的投资损失与国民技术的虚假陈述行为之间亦不存在损失因果关系。

三、关于原告损失应如何认定问题。如前所述，虽然国民技术未披露《补充协议1》、《补充协议2》的行为构成证券市场虚假陈述，但原告的投资交易与国民技术的虚假陈述行为之间不存在交易因果关系，原告的投资损失与国民技术的虚假陈述行为之间不存在损失因果关系，故对原告要求被告承担其投资损失的赔偿责任的诉讼请求，本院不予支持，本院亦不再对原告的投资损失如何计算问题进行论述。

综上所述，依照《中华人民共和国证券法》第六十三条，《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》第一条、第二条、第六条、第十七条、第十八条、第十九条、第二十条、第三十三条，《中华人民共和国民事诉讼法》第六十四条、第一百四十二条之规定，判决如下：

驳回原告张怀玉的诉讼请求。

案件受理费50元，由原告张怀玉负担。

如不服本判决，可在本判决书送达之日起十五日内，向本院递交上诉状，并按对方当事人的人数提出副本，上诉于广东省高级人民法院。

审判长：康春景

审判员：王勇

审判员：林高峰

二〇一九年六月四日

书记员：成琳（兼）



扫一扫，手机阅读更方便