

刘伟、獐子岛集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷民事一审民事判决书

审 理 法 院:辽宁省大连市中级人民法院

案 号:(2023)辽 02 民初 328 号

裁 判 日 期:2023. 04. 23

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

当事人

原告:刘伟,男,1963年4月1日出生,汉族,住重庆市南岸区。

委托诉讼代理人:古东,重庆远沐律师事务所律师。

委托诉讼代理人:郭燕池,重庆远沐律师事务所律师。

被告:獐子岛集团股份有限公司,住所地辽宁省长海县獐子岛镇沙包村。

法定代表人:李卫国,该公司董事长。

委托诉讼代理人:尹航,北京市中伦律师事务所律师。

审理经过

原告刘伟与被告獐子岛集团股份有限公司(以下简称獐子岛)证券虚假陈述责任纠纷一案,本院于2023年3月9日立案后,依法适用普通程序,公开开庭进行了审理。原告刘伟的委托诉讼代理人古东,被告獐子岛的委托诉讼代理人尹航到庭参加诉讼。本案现已审理终结。

诉讼请求

刘伟向本院提出诉讼请求:1、请求贵院依法判令被告向原告赔偿股票投资差额损失13751.8元;2、请求贵院依法判令被告向原告赔偿佣金(损失的万分之三)、印花税(损失的千分之一)损失共17.88元;3、本案的诉讼费用均由被告承担。以上合计:13769.68元。事实和理由:原告系投资者,在阅读被告的信息披露文件后,出于对被告的信任,购买了被告发行在外的股份。被告系上市公司,股票简称獐子岛,交易代码002069,2006年9月28日在深圳证券交易所A股上市。2018年2月10日,獐子岛股份有限公司发布了《关于公司收到中国证监会立案调查通知的公告》,2020年6月23日,公司收到中国证监会下发的《中国证券监督管理委员会行政处罚决定书》【2020】29号,公告载明被告存在以下违规行为:一、獐子岛公司内部控制存在重大缺陷,其披露的2016年年度报告存在虚假记载;二、獐子岛公司内部控制存在重大缺陷,其披露的2017年年度报告存在虚假记载;三、獐子岛公司披露的《关于2017年秋季底播虾夷扇贝抽测结果的公告》存在虚假记载;四、獐子岛公司披露的《年终盘点公告》和《核销公告》存在虚假记载;五、獐子岛公司未及时进行信息披露。因被告虚假陈述、信息披露违规行为被曝光,獐子岛股价下跌,致使投资者权益受到损失。现原告特根据法律的相关规定,向贵院提起诉讼,以维护自己的合法权益。另根据司法解释,原告认为虚假陈述实施日为自起算点或者触及披露时点的两个交易日

内，即2017年3月21日，虚假陈述揭露日为2018年2月10日。自揭露日起集中交易累计换手率在30个交易日内未达到可流通部分100%的，基准日为2018年3月29日，基准价为4.46元/股。

辩方观点

被告獐子岛公司辩称，就大连市中级人民法院（下称“贵院”）受理的原告诉被告獐子岛集团股份有限公司（下称“獐子岛”或“被告”）证券虚假陈述责任纠纷案（下称“本案”），被告现发表答辩意见如下，恳请贵院充分考虑，并予以采纳。

一、本案虚假陈述实施日应为獐子岛《2016年年度报告》发布之日，即2017年3月21日；揭露日应为獐子岛发布关于收到《调查告知书》公告之日，即2018年2月10日；基准日为2018年3月29日，基准价为4.46元。

（一）本案虚假陈述实施日应为獐子岛发布《2016年年度报告》之日，即2017年3月21日。《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，下称“新《虚假陈述司法解释》”）第七条第一款规定：“虚假陈述实施日，是指信息披露义务人作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。”司法实践中，案件涉及到多个虚假陈述行为，虚假陈述行为之间具有连续性、一致性的，法院一般会以首个虚假陈述行为的实施之日作为虚假陈述实施日。案涉虚假陈述行为中，最早为2017年3月21日披露的《2016年年度报告》存在虚假记载，因此，本案虚假陈述实施日应认定为2017年3月21日。

（二）本案虚假陈述揭露日应为獐子岛发布《关于公司收到中国证监会立案调查通知的公告》之日，即2018年2月10日。

1. 新《虚假陈述司法解释》明确将立案调查通知书公告日作为虚假陈述揭露日的推定情形。司法实践中，各地人民法院通常以上市公司被立案调查公告日作为虚假陈述揭露日。“新《虚假陈述司法解释》”第八条第一款规定：“虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上，首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。”新《虚假陈述司法解释》第八条第三款进一步规定：“除当事人有相反证据足以反驳外，下列日期应当认定为揭露日：（一）监管部门以涉嫌信息披露违法为由对信息披露义务人立案调查的信息公开之日；（二）证券交易场所等自律管理组织因虚假陈述对信息披露义务人等责任主体采取自律管理措施的信息公布之日。”根据上述规定，虚假陈述揭露日是指虚假陈述在权威媒体首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。在认定虚假陈述行为揭露日时，应着重考察揭露时间的首次性、揭露主体的权威性以及揭露内容的相关性。新《虚假陈述司法解释》明确规定了虚假陈述揭露日的推定规则，即监管部门以涉嫌信息披露违法为由对信息披露义务人立案调查的信息公开之日，应当被认定为揭露日。司法实践中，各地人民法院通常以上市公司被立案调查公告日作为虚假陈述揭露日。例如，武汉市中级人民法院在“武昌鱼案”中认定，上市公司于立案调查的公告“已写明‘因信息披露问题被证监会立案调查’、‘请广大投资者注意投资风险’，属于具有较强警示性的投资信息，从投资人的角度出发，可提醒投资人重新判断股票价值，足以影响投资者的投资判断，注意证券市场投资风险，符合虚假陈述揭露的要求”，立案调查公告之日应为虚假陈述揭露日。此外，在最高人民法院审理的“亚太实业案”、“汉王科技案”、云南省高级人民法院审理的“云投生态案”、上海市高级人民法院审理的“上海物资案”、“上海顺灏案”、“上海普天案”、广东省高级人民法院审理的“保千里案”、“科龙电器案”、山东省高级人民法院审理的“恒天海龙案”、河北省高级人民法院审理的“金牛化工案”等数十起证券虚假陈述责任纠纷案件中，人民法院均将立案调查公告日作为虚假陈述揭露日。

2. 本案虚假陈述揭露日应为獐子岛发布《关于公司

收到中国证监会立案调查通知的公告》之日，即 2018 年 2 月 10 日。2018 年 2 月 10 日，獐子岛在“巨潮资讯网”发布《关于公司收到中国证监会立案调查通知的公告》，披露獐子岛收到中国证监会下发的《调查通知书》（编号：连调查字[2018]001 号），因公司涉嫌信息披露违法违规，中国证监会决定对公司立案调查。上述公告系獐子岛首次在权威媒体对公司涉嫌信息披露违法违规行为进行公开揭示。并且，上述立案调查公告不仅向投资者揭示了獐子岛涉嫌信息披露违法违规的行为性质，还重点提示投资者，如公司存在重大信息披露违规行为，公司股票交易可能被实施退市风险警示并暂停上市，敬请投资者密切关注，注意投资风险。上述风险提示具备较强的警示性和相关性，足以提醒投资者重新判断股票价值。因此，本案虚假陈述揭露日应为獐子岛发布《关于公司收到中国证监会立案调查通知的公告》之日，即 2018 年 2 月 10 日。（三）本案基准日应为 2018 年 3 月 29 日，基准价为 4.46 元。新《[虚假陈述司法解释](#)》[第二十六条](#)规定：“……在采用集中竞价的交易市场中，自揭露日或更正日起，被虚假陈述影响的证券集中交易累计成交量达到可流通部分 100%之日为基准日。自揭露日或更正日起，集中交易累计换手率在 10 个交易日内达到可流通部分 100%的，以第 10 个交易日为基准日；在 30 个交易日内未达到可流通部分 100%的，以第 30 个交易日为基准日……”本案揭露日 2018 年 2 月 10 日当天，獐子岛可流通股股数为 686,746,319 股。经计算，自揭露日 2018 年 2 月 10 日至 2018 年 3 月 29 日，獐子岛股票累计成交量达 690,881,581 股，达到其可流通股股数的 100%，且未超过揭露日后第 30 个交易日。因此，根据新《[虚假陈述司法解释](#)》[第二十六条](#)的规定，本案的基准日应为 2018 年 3 月 29 日。本案虚假陈述行为揭露日 2018 年 2 月 10 日至基准日 2018 年 3 月 29 日期间，每个交易日收盘价的平均价格为 4.46 元。根据新《[虚假陈述司法解释](#)》[第二十六条第四款](#)的规定，本案的基准价应为 4.46 元。二、虚假陈述行为被揭露前的股价下跌所造成的投资损失，与虚假陈述行为被揭露无关，依法应予剔除。（一）虚假陈述被揭露之前，如果股价持续下跌，由于虚假陈述行为并未被揭示，股价的波动显然是虚假陈述之外的其他因素所导致，与虚假陈述没有因果关系，在此情况下，投资者的损失应属于因证券市场风险等其他因素所造成，不应由虚假陈述行为人赔偿。最高人民法院在《关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》（下称“《理解与适用》”）一书中对应当由虚假陈述行为人赔偿的投资损失进行解读，“所谓投资差额损失，就是指投资人在证券交易市场投资因虚假陈述行为使得买卖证券发生价格差额而遭受的投资利益损失。该损失形成的基本原理为：当诱多型虚假陈述发生或实施后，被虚假陈述影响的证券价格必然发生偏离正常价格围绕价值波动的曲线而产生‘泡沫’……当虚假陈述的事实被揭露或更正，市场必然对此作出反应，证券价格的‘泡沫’部分将随着虚假陈述曝光而蒸发……投资人因卖出‘泡沫’受蒸发后的证券或仍持有该证券所产生的损失，即为投资差额损失”。同时，最高人民法院《理解与适用》一书在分析诱多型虚假陈述对股价影响时指出，受诱多型虚假陈述影响产生投资差额损失并应由虚假陈述行为人赔偿的基本原理为，股价因受虚假陈述的影响在实施日后（A 点）持续上涨，产生“泡沫”，直至被揭露后（B 点）才开始下跌，恢复真实水平，因此投资者在 A 点后“高买”、在 B 点后“低卖”或“持有”所产生的损失与虚假陈述有因果关系，应当由虚假陈述行为人赔偿。（《理解与适用》的插图：“诱多型虚假陈述对股价影响的示意图”）根据上述解读，虚假陈述行为给投资者造成的损失，是指揭露日之后因虚假陈述被揭露导致股价下跌而产生的损失。虚假陈述被揭露之前，如果股价持续下跌，由于虚假陈述行为并未被揭示，股价的波动显然是虚假陈述之外的其他因素所导致，与虚假陈述没有因果关系，在此

情况下，投资者的损失应属于因证券市场风险等其他因素所造成，不应由虚假陈述行为人赔偿。例如，石家庄市中级人民法院在“宝硕股份案”中认定，“原告在2001年2月19日后以较高价格买入的宝硕股份的股票价格在虚假陈述揭露日前就已经下跌至一个较低的价格，因此产生的损失系市场风险所致”，据此认定案涉虚假陈述与原告的投资损失之间不存在因果关系。又如，沈阳市中级人民法院在“鞍重股份案”中认定，“受重大资产重组预期的影响，鞍重股份的股价逆势暴涨，被推至虚高的价位……至本案虚假陈述揭露日前，鞍重股份股价又重新跌至《重组预案》发布前基本相同的价位。由于此时鞍重股份股价的大幅回落尚未受到本案虚假陈述揭露的负面影响，其股价的变化也充分反应了此前的股价具有虚高的成分及证券市场固有的风险。因此，这部分不是由本案虚假陈述行为导致的股价‘泡沫’日后被挤出导致的投资者的损失，与虚假陈述行为不具有损失因果关系。……经测算，本案虚假陈述实施日至基准日期间鞍重股份股价累计下跌51.23%，本案揭露日至基准日期间鞍重股份股价累计下跌15.24%，本案揭露日至基准日期间鞍重股份股价跌幅占实施日至基准日期间股价跌幅的比例为29.75%（ $15.24 \div 51.23 \times 100\%$ ）……结合前述测算结果，本案酌情确定投资者投资损失的30%与本案虚假陈述行为存在损失因果关系，该部分损失应由鞍重股份承担赔偿责任”。（二）獐子岛股价在虚假陈述行为被揭露前已经持续下跌至低位，由于虚假陈述行为并未被揭示，股价的持续下跌显然是虚假陈述之外的其他证券市场风险因素所导致，与虚假陈述行为没有因果关系，由此造成的损失不应由被告赔偿。通过对比本案“獐子岛股价波动图”与上述“诱多型虚假陈述对股价影响的示意图”可以看出，本案情形与“诱多型虚假陈述对股价影响”的经典模型存在本质不同。本案的实施日为2017年3月21日，揭露日为2018年2月10日。上述实施日至揭露日期间，獐子岛股价从12.11元的高位连续下跌至4.56元的低位。显然，在揭露日2018年2月10日前，因信息披露违法行为未被揭露，獐子岛股价的下跌与信息披露违法行为没有因果关系，实际是虚假陈述之外的证券市场风险与上市公司内外部经营环境等非系统风险因素所造成。因此，投资者在高位阶段买入獐子岛股票，在揭露日之前因獐子岛股价下跌而产生的投资损失，与案涉信息披露违法行为之间没有因果关系，依法应当予以扣除，不应由被告承担赔偿责任。三、本案原告的投资损失，绝大部分是受证券市场风险、上市公司内外部经营环境等虚假陈述行为之外的其他因素影响所致，与案涉虚假陈述行为没有因果关系，被告仅应在6.52%范围内对原告的损失承担赔偿责任。（一）根据2003年《虚假陈述司法解释》及司法实践，证券市场系统风险与上市公司经营状况恶化等非系统风险因素造成的投资者损失，与虚假陈述行为之间没有因果关系，依法不应由虚假陈述行为人承担赔偿责任。2003年《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》第十九条规定：“被告举证证明原告具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系：……（四）损失或者部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致……”最高人民法院在《理解与适用》中进一步明确：“投资人在受到虚假陈述侵权的同时，也很可能同时受到其他风险，包括来自于市场系统风险和非系统风险在内的各种风险的损害。尤其是在我国目前尚不十分规范的证券市场，虚假陈述行为之外的其他风险在所难免。那么在确定投资损失与虚假陈述因果关系时，应当将其他风险导致投资人的损失排除在外。…如果虚假陈述行为人举证，投资人的损失或部分损失是由系统风险或者其他因素所导致，且投资人无相反证据证明，则系统风险或者其他因素产生的损失不应在赔偿范围之内。”在司法实践中，依法剔除证券市场系统风险因素造成的投资损失已被各地法院裁判认可，并且，人民法院通常将公司的生产

经营、财务状况等其他因素，作为影响投资损失的其他因素予以考量。例如，在山东省高级人民法院审理的“渤海股份案”、新疆生产建设兵团第六师中院/新疆维吾尔自治区高级人民法院生产建设兵团分院审理的“中基健康案”等案件中，审理法院均认可非系统风险的存在，并认为原告的损失系由系统风险和非系统风险因素造成的，依法不应由上市公司赔偿。在辽宁省高级人民法院审理的“大福控股案”中，辽宁高院亦认可非系统风险因素造成的损失应予以扣除。（二）2022年新《[虚假陈述司法解释](#)》更加明确地规定了证券市场的风险、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造成的投资者损失不属于虚假陈述行为人的赔偿范围，该等损失依法应予扣除。新《[虚假陈述司法解释](#)》[第三十一条第二款](#)规定：“……被告能够举证证明原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、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所导致的，对其关于相应减轻或者免除责任的抗辩，人民法院应当予以支持。”最高人民法院在《〈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〉的理解与适用》（下称“新《理解与适用》”）一文中进一步指出：“对‘系统风险’的表述，审判实践存在不同认识，如有的法院曾将系统风险理解为金融体系危机，这种认识可以通过概念澄清得到解决。为防望文生义引发的歧义，本次修订将‘系统风险’的表述改为‘证券市场的风险’。从审判实践看，系统风险和非系统风险因素已经得到越来越多的重视和承认，如上海金融法院与中证中小、上海高金合作开发的系统中，均将系统风险和非系统风险扣除作为考量因素。”根据上述规定，第一，证券市场的风险，并不是指系统性、体系性金融风险或金融危机；第二，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非系统风险因素所导致的投资者损失，也明确被排除在虚假陈述行为人的赔偿责任范围之外。如果虚假陈述行为人能够举证证明投资者损失部分或者全部是由证券市场的风险、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所导致的，则该部分损失不应由虚假陈述行为人赔偿，依法应予扣除。（三）本案实施日至基准日期间，大盘和行业存在大量利空因素，獐子岛也遭遇了前所未有的严重自然灾害，在原告主张的投资损失中，因前述证券市场风险因素和非系统风险因素导致股价下跌而造成的损失，与案涉虚假陈述行为之间没有因果关系，依法不应由被告赔偿。

1. 从整体经济形势来看，2017年上半年受货币政策收紧、金融去杠杆节奏加快等政策影响，市场流动性压力增大，大盘指数连续下挫，投资者据此产生的投资损失系由证券市场系统风险因素导致，不应由被告承担赔偿责任。受货币政策收紧、去杠杆不断加强等政策因素影响，从2017年二季度开始，A股不断下跌：2017年3月，在全国两会央行记者会上，央行行长周**表达了紧货币和紧信用的态度，3月份央行已经分别上调逆回购和MLF操作利率10个基点，一季度央行整体呈现回笼资金状态，我国货币宽松的政策已经结束。2017年4月，政治局会议将金融安全上升至XX安全的高度，银监会发布一系列监管文件整治“三套利、三违反、四不当、十乱象”，掀起一场监管风暴。券商资金池及理财业务、保险公司的投资业务均被收缩或清理，相关资金流出股票、债券市场，直接导致股市、债券价格下跌。2017年5月，国内宏观经济数据出现回落，全国制造业PMI回落至2016年10月水平，PPI指数低于市场预期，引发市场对经济阶段性复苏结束的担忧。总体而言，2017年上半年受货币政策收紧、金融去杠杆节奏加快等政策影响，市场流动性压力增大，大盘指数连续下挫，投资者据此产生的投资损失系由证券市场系统风险因素导致，不应由被告承担赔偿责任。

2. 行业方面，受渔业资源总量管控、“最严休渔期”等政策因素以及环境保护督察行动导致饲料价格上涨等因素影响，水产养殖业初期产量和销量均明显下滑，成本

不断上涨，相关行业指数不断下跌，由此导致的投资者损失不应由被告赔偿。2017年2月，农业部发布《关于进一步加强国内渔船管控实施海洋渔业资源总量管理的通知》，拟通过压减海洋捕捞渔船船数和功率总量、减少海洋捕捞总产量控制目标的方式，改善渔业资源利用方式粗放的问题。2017年5月，海洋渔业迎来史上最严伏季休渔期（5月1日至9月1日），此次调整是中国伏季休渔制度实施以来幅度最大的一次，各海区的休渔时间均有所延长，休渔作业类型较之以往有所增加，上述政策直接导致短期内海洋渔业的总产量与销量下滑。2017年8月，为解决水产畜禽养殖及上下游产业环境污染问题，中央环境保护督察小组进驻到全国各省区市，近8个省份部分饲料生产厂家因环保问题面临停产整顿危机，直接导致养殖业饲料产量下降，水产养殖成本大幅上升。2017年11月24日，财政部关税司发布《我国将调整部分消费品进口关税的通知》，自2017年12月1日起，部分消费品进口关税降低，涉及鲍鱼、北方长额虾等海产品的进口关税再次下调，国内海水产品价格受到抑制。受上述渔业政策紧缩、环保风暴等因素影响，申万三级水产养殖业指数从2017年3月21日的1,365.74点，震荡下跌至2018年2月9日的964.32点，下跌幅度高达29.39%。

3. 2017年底，包括獐子岛海域在内的北黄海等海域遭遇了前所未有的重大自然灾害，獐子岛的生产经营面临巨大打击，经营状况严重恶化，这是导致獐子岛股价下跌进而使投资者遭受损失的主要原因，由此导致的投资者损失是投资者应当承担的投资风险，与案涉虚假陈述行为之间没有因果关系，依法不应由被告赔偿。2017年底，受海域气候环境异常、底播扇贝养殖过量、海区饵料严重不足等因素共同影响，包括獐子岛海域在内的北黄海等海域发生了大规模的自然灾害，此次全海域受灾造成獐子岛底播虾夷扇贝大面积绝收、减产，獐子岛因此遭受巨额亏损，经营状况严重恶化。上述自然灾害的发生原因与灾情状况，得到了相关部门和研究机构的分析和确认。2018年2月6日，农业部官方网站转发了《中国水产》发布的报道《獐子岛扇贝死亡凸显海洋牧场建设系统性风险》，该报道指出，“近日出现的獐子岛扇贝事件，的确出现了扇贝大面积死亡……是实实在在的系统风险”。2018年3月4日，海洋牧场贝类增养殖风险预警与应对策略研讨会在青岛召开，3月6日，“中国水产流通与加工协会”发布了《海洋牧场贝类增养殖风险预警与应对策略研讨会会议纪要》，明确指出2017年黄海北部滤食性贝类出现大规模消瘦并死亡，中国水产流通与加工协会会长崔和综合专家意见指出，此次海洋牧场灾害不是发生在一个企业，而是发生在黄海北部及渤海部分海域，属于区域性的灾害；受灾品种不局限于虾夷扇贝，同期，蛤仔、牡蛎也出现大量死亡情况，属于贝类全产业的灾害。2018年3月20日，农业部渔业渔政管理局副局长李书民带队在调研了山东、辽宁等贝类主产地后，在调研组撰写的《贝类产业发展情况专题调研报告》中指出，由于过度养殖、过度透支海区生产力，导致了2017年局部海域贝类大规模死亡和消瘦。獐子岛于2018年1月30日晚间披露遭受自然灾害事件后，股票价格连续走出五个跌停板，从2018年1月30日的7.73元下跌至2月9日的4.56元，累计下跌41.0%。上述股价下跌完全是獐子岛遭受自然灾害、自身经营情况严重恶化所导致的，均发生在本案虚假陈述揭露日之前，与案涉虚假陈述行为之间并无因果关系，由此造成的投资者损失不应由被告承担赔偿责任。此外，本案实施日至揭露日期间獐子岛还先后发布公司第二大股东减持公司股票、公司控股股东被大连市人民检察院提起公诉等利空公告，上述利空消息也导致獐子岛股票价格持续下跌，由此造成的投资者损失与虚假陈述行为无关，不应由被告承担赔偿责任。（四）本案实施日至基准日期间，獐子岛股价下跌绝大部分是由证券市场风险、证券市场对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所致，与案涉虚假陈述行为无

关。经计算，本案虚假陈述行为对投资者损失的影响比例为6.52%，被告仅应在6.52%范围之内承担赔偿责任。投资者的损失既受到虚假陈述的影响，也受到证券市场风险和非系统风险等其他因素的影响，系多重因素共同作用的结果。獐子岛股价下跌绝大部分是由证券市场风险、非系统风险等其他因素所致，与案涉虚假陈述行为无关。虚假陈述对原告投资损失造成的影响比例，可以根据本案揭露日至基准日期间獐子岛股价的跌幅与本案虚假陈述实施日至基准日期间獐子岛股价的跌幅的占比进行确定，即虚假陈述行为对投资者损失的影响比例=揭露日至基准日期间獐子岛股价的跌幅/实施日至基准日期间獐子岛股价的跌幅 100%。具体计算方法和过程如下：揭露日至基准日期间獐子岛股价的跌幅=（4.37-4.56）/4.56 100%=4.17%；实施日至基准日期间獐子岛股价的跌幅=（4.37-12.11）/12.11 100%=63.91%；虚假陈述行为对投资者损失的影响比例=4.17%/63.91% 100%=6.52%。因此，獐子岛股价下跌绝大部分是由证券市场风险、非系统风险等其他因素所致，与案涉虚假陈述行为无关，对于该部分损失，不应由被告承担赔偿责任，本案虚假陈述行为对投资者损失的影响比例为6.52%，被告仅应在6.52%范围之内承担赔偿责任。四、本案应以先进先出加权平均法作为平均买入价的计算方法；并且，实施日前投资者买入并持有的存量股与虚假陈述并无任何关联，在计算投资者损失时不应纳入考虑范围，本案应以不考虑存量股的先进先出加权平均法计算投资损失。（一）獐子岛股票价格在实施日之后整体呈持续下跌趋势，投资成本法将投资人在实施日至揭露日期间的正常投资亏损也转嫁由上诉人承担，不符合新《[虚假陈述司法解释](#)》的规定，依法应予纠正。根据新《[虚假陈述司法解释](#)》[第二十七条](#)的规定，只有在实施日至揭露日期间买入、并且在揭露日之后因卖出或持续持有该股票而产生的亏损，才与虚假陈述行为具有因果关系。揭露日之前卖出股票时由于虚假陈述行为尚未被揭露，相应损失应属投资者需自行承担的正常投资风险，不应由虚假陈述行为人赔偿。反观投资成本法的计算逻辑，其是用实施日至揭露日期间投资人每次买入价格和数量计算出买入股票总成本，减去投资人在这期间收回资金得到余额，再除以投资人在揭露日尚持有的股票数量。显然，这一方法会将投资人在虚假陈述实施日至揭露日期间买卖股票产生的不应由虚假陈述行为人承担的正常投资亏损摊入平均买入价，导致计算出的平均买入价畸高。而本案中，獐子岛股票价格在实施日之后整体呈持续下跌趋势，投资者在实施日至揭露日期间因频繁高买低卖而产生投资损失的情况十分普遍。如果投资者在实施日左右买入獐子岛股票并在揭露日前卖出大部分，在采用投资成本法计算投资损失的情况下，会得出畸高的平均买入价，对被告严重不公。（二）以不考虑存量的先进先出加权平均法作为平均买入价的计算方法，能够将在揭露日前卖出股票所产生的与虚假陈述无关的投资损失排除在外，符合新《[虚假陈述司法解释](#)》的规定，计算结果科学、合理。以先进先出加权平均法计算平均买入价，是先以“先进先出的原则”，即先买入的股票也先被卖出，将实施日至揭露日期间买入但被卖出的股票进行剔除，确定可索赔的股票范围后，再按照可索赔股票的实际买入价格以加权平均的方法（可索赔股票的买入总金额/可索赔股票的数量）计算平均买入价格。因此先进先出加权平均法能够将投资者在揭露日前卖出股票所产生的投资损失排除在外，符合新《[虚假陈述司法解释](#)》[第二十七条](#)的规定，计算结果合理。并且，在以先进先出法剔除揭露日之前已经卖出的股票时，人民法院通常也不会考虑实施日前买入并仍持有的存量股。因为在实施日之前买入并持有的存量股因其交易行为本身并未受到虚假陈述的任何影响，与虚假陈述并无关联，所以即使该部分交易行为发生投资损失，也与虚假陈述行为之间没有因果关系，不应当纳入个案的投资损失计算中。司法实践中，在以先进先出法剔除揭露

日之前已经卖出的股票时，人民法院通常也不会考虑实施日前买入并仍持有的存量股。例如，最高人民法院在“祥源文化案”再审裁定中明确认定，“二审法院认为以虚假陈述实施日至揭露日期间作为一个单独的周期计算可以最大程度上体现虚假陈述的补偿性赔偿原则，符合法律规定，客观上亦是投资者因虚假陈述行为而获得的额外收益予以综合考虑，便于计算投资者的实际损失。孙文光主张应依据‘先进先出法’将虚假陈述实施日前购买的存量股票予以扣除，实际上未考虑该股票因虚假陈述而获得的收益，并不符合证券虚假陈述案件中以实际损失为赔偿范围的法律规定，本院不予支持”。因此，本案应以不考虑存量股的先进先出加权平均法计算投资差额损失。五、根据新《[虚假陈述司法解释](#)》[第二十五条](#)规定，虚假陈述民事赔偿责任的范围，以原告因虚假陈述而实际发生的损失为限，包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。因此，獐子岛依法不应就利息承担赔偿责任。综上所述，被告认为，本案虚假陈述揭露日应为獐子岛发布关于收到《调查告知书》公告之日，即2018年2月10日；本案原告的投资损失绝大部分是证券市场风险和上市公司内外部经营环境等虚假陈述行为之外的其他因素所致，该等投资损失不应由被告承担赔偿责任，被告仅应在原告投资损失6.52%的范围之内承担赔偿责任；本案应以不考虑存量股的先进先出加权平均法计算投资损失。被告恳请贵院依法驳回原告超出该范围之外的诉讼请求。

当事人围绕诉讼请求依法提交了证据，本院组织当事人进行了证据交换和质证。对原告提供的处罚决定书及对账单，被告提供的中国证券监督管理委员会[2020]29号行政处罚决定书、獐子岛在“巨潮资讯网”发布《2016年年度报告》网页截图、獐子岛发布的《关于公司收到中国证监会立案调查通知的公告》及“巨潮资讯网”网页截图、基准日与基准价计算表、獐子岛发布的《大股东减持股份预披露公告》及《关于控股股东收到大连市人民检察院〈起诉书〉的公告》，因与本案相关联，依法予以采信。

根据当事人的陈述和经审查确认的证据，本院认定事实如下：

被告獐子岛系在深圳证券交易所发行股份的上市公司，股票代码为002069，股票名称为獐子岛。

2017年3月21日，獐子岛在巨潮资讯网发布《2016年年度报告》。2017年9月2日，獐子岛发布《獐子岛集团股份有限公司大股东减持股份预披露公告》（公告编号：2017-47），披露獐子岛的股东北京吉融元通资产管理有限公司一和岛一号证券投资基金计划在公告之日起十五个交易日后的3个月内以大宗交易及集中竞价方式减持公司股份，减持数量不超过公司总股本比例3%。2018年1月20日，獐子岛发布《关于控股股东收到大连市人民检察院〈起诉书〉的公告》（公告编号：2018-02），披露公司控股股东长海县獐子岛投资发展中心收到大连市人民检察院《起诉书》，《起诉书》称公司2014年1-9月发生重大亏损的情况在公开披露前属于《[证券法](#)》规定的内幕消息，因在敏感期内减持股票的行为，避损金额11,316,006.04元，现由大连市人民检察院对长海县獐子岛投资发展中心提起公诉。

2018年2月10日，獐子岛在巨潮资讯网发布《关于公司收到中国证监会立案调查通知的公告》（公告编号：2018-14），内容为：獐子岛于2018年2月9日收到中国证券监督管理委员会《调查通知书》（编号：连调查字[2018]001号）。因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《[中华人民共和国证券法](#)》的有关规定，中国证监会决定对公司立案调查。目前，公司生产经营情况正常，经公司财务部门初步核算，2018年1月营业收入保持同比增长态势。在调查期间，公司将积极配合中国证监会的调查工作，并依法履行信息披露义务。

2020年6月15日，中国证券监督管理委员会发布《中国证监会行政处罚决定书（獐子岛集团股份有限公司、吴厚刚等16名责任人员）》（〔2020〕29号），主要内容为：“经查明，獐子岛公司存在内部控制存在重大缺陷，其披露的2016年、2017年度报告、《关于2017年秋季底播虾夷扇贝抽测结果的公司》（简称《秋测结果公告》）、《年终盘点公告》和《核销公告》存在虚假记载，以及未及时进行信息披露等违法事实，獐子岛公司及相关当事人的上述行为违反了2005年《证券法》第六十三条、第六十七条第二款第十二项、第六十八条的规定，构成2005年《证券法》第一百九十三条第一款所述的信息披露违法行为。獐子岛公司在听证过程及听证会后，提出申辩意见，证监会经复核，对獐子岛的申辩意见不予采纳。吴厚刚、梁峻等人在听证过程中，提出申辩意见，证监会经复核，认定，吴厚刚作为公司董事长、总裁，是公司主要负责人和信息披露第一责任人；梁峻作为公司董事、常务副总裁，分管海洋牧场业务群，涉案采捕、秋测、年终盘点均由该业务群负责，獐子岛用于成本结转的采捕区域和面积随意、秋测流于形式，其对此具有不可推卸的责任。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2005年《证券法》第一百九十三条第一款规定，证监会决定：对獐子岛集团给予警告，并处以60万元罚款；对吴厚刚、梁峻给予警告，并分别处以30万元罚款”。

本案系投资者诉獐子岛公司证券虚假陈述责任纠纷案的平行案件，该系列案件中余某某诉獐子岛公司证券虚假陈述责任纠纷案件的裁判文书已生效[案号（2020）辽02民初1197号]。原被告双方该判决中认定的虚假陈述行为实施日为2017年3月21日、揭露日为2018年2月10日、基准日为2018年3月29日、基准价为4.46元/股和投资者在上述实施日至揭露日期间买入股票并持有至揭露日最终受到损失与虚假陈述行为存在因果关系以及投资者获得赔偿比例均予以认可。

原告刘伟买卖“獐子岛”股票的情况如下：实施日至揭露日期间合计买入2900股，揭露日至基准日期间合计卖出2900股。

自2018年2月10日至2018年3月29日，“獐子岛”股票的累计成交量达到其可流通部分的100%，每个交易日平均收盘价为4.46元/股。

本院认为

本院认为，被告獐子岛公司未按规定披露信息的行为构成证券虚假陈述，原告在虚假陈述行为实施日至揭露日期间买入股票并持有至揭露日最终受到损失与虚假陈述行为存在因果关系，应获得赔偿。

关于本案虚假陈述的实施日、揭露日、基准日、基准价的确定及投资者获得赔偿比例，本院平行案件生效判决已对此作出认定，本案对此予以采纳。根据《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》第二十八条关于“原告因虚假陈述卖出相关股票所造成的投资差额损失，按照下列方法计算：（一）原告在实施日之后、揭露日或更正日之前卖出，在揭露日或更正日之后、基准日之前买回的股票，按买回股票的平均价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以买回的股票数量；（二）原告在实施日之后、揭露日或更正日之前卖出，基准日之前未买回的股票，按基准价格与卖出股票的平均价格之间的差额，乘以未买回的股票数量。《虚假陈述若干规定》所指的买入证券平均价格是指投资人买入证券的成本。因此，投资人在虚假陈述实施日及以后至揭露日或更正日之前存在多次买进卖出的情况时，其在此期间卖出股票收回的相应资金，属于投资人提前收回的投资成本，应在总投资成本中予以扣

除。即买入证券平均价格为在揭露日或更正日之前以每次买进价格和数量计算出投资人买进股票总成本，减去投资人此期间所有已卖出股票收回资金的余额，除以投资人尚持有股票数量。

依据上述规定，本院经审核计算，在本案不存在证券市场系统风险的情况下，原告损失的具体计算：原告在实施日至揭露日期间，买入 2900 股，买入总金额 26279 元，买入均价 9.062 元，揭露日至基准日期间卖出 2900 股，卖出均价 4.32 元，投资差额损失：（买入均价 9.062 元-卖出均价 4.32 元）2900 股=13751.80 元。该投资差额损失部分的佣金 4.13 元、印花税 13.75 元，以上三项合计为 13769.68 元。本院酌情确定被告因虚假陈述而应向原告赔偿的损失数额为 4130.90 元（13769.68 元 30%）。原告主张金额在合理范围内的，本院予以支持。

综上所述，原告刘伟的诉讼请求部分成立，本院予以支持。依照《中华人民共和国证券法》（2005 年修订）第六十三条、第六十五条、第六十七条，《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》[第二条、第五条、第十七条、第十八条、第十九条、第二十条、第三十条、第三十一条、第三十二条、第三十三条](#)之规定，判决如下：

裁判结果

一、被告獐子岛集团股份有限公司于本判决生效之日起十五日内赔偿原告刘伟投资差额损失、佣金损失、印花税损失合计 4130.90 元；

二、驳回原告刘伟的其他诉讼请求。

如果未按本判决指定的期间履行给付金钱义务，应当依照《[中华人民共和国民事诉讼法](#)》[第二百六十条](#)之规定，加倍支付迟延履行期间的债务利息。

案件受理费 144 元（原告已预交），由原告刘伟负担 94 元，由被告獐子岛集团股份有限公司负担 50 元，于本判决生效之日起七日内向本院缴纳，逾期未予缴纳依法强制执行。原告预交的案件受理费 50 元应予退还。

权利告知

如不服本判决，可以在判决书送达之日起十五日内，向本院递交上诉状，并按照对方当事人或者代表人的人数提出副本，上诉于辽宁省高级人民法院。

审判人员

审判长： 侯学枝

审判员： 梁 爽

审判员： 何川

二〇二三年四月二十三日

书记员： 张文秀



扫一扫，手机阅读更方便