

夏正标与加加食品集团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:湖南省长沙市中级人民法院

案 号:(2020)湘 01 民初 515 号

裁 判 日 期:2021. 04. 02

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:夏正标,男,1955年4月15日出生,汉族,住上海市虹口区。

委托诉讼代理人:胡鹏,北京盈科(上海)律师事务所律师。

委托诉讼代理人:向娟,北京盈科(上海)律师事务所律师。

被告:加加食品集团股份有限公司,住所地湖南省宁乡经济技术开发区站前路。

法定代表人:杨振,执行董事。

委托诉讼代理人:薛琴,湖南迈旭律师事务所律师。

委托诉讼代理人:宋霜,湖南迈旭律师事务所律师。

原告夏正标诉被告加加食品集团股份有限公司(以下简称加加食品公司)证券虚假陈述责任纠纷一案,本院于2020年4月22日立案受理后,依法组成合议庭公开开庭进行了审理。原告夏正标的委托诉讼代理人向娟和被告加加食品公司的委托诉讼代理人薛琴、宋霜均到庭参加了诉讼。本案现已审理终结。

原告夏正标向本院提起诉讼请求:1、判令被告赔偿原告投资差额损失、佣金及利息损失共计10,851.16元;2、判令被告承担本案的诉讼费用。事实和理由:加加食品公司系A股上市公司(股票代码:002650),原告系A股二级市场的普通投资者。2020年2月3日,加加食品公司发布公告(公告编号:2020-011),因其信息披露违法违规收到中国证券监督管理委员会湖南监管局(以下简称湖南证监局)出具的《行政处罚决定书》([2020]1号)。根据该处罚决定书公布的调查结果,加加食品公司存在如下信息披露违法行为:(一)未及时披露控股股东非经营性资金占用情况;(二)未按规定披露与控股股东关联方交易情况;(三)未及时披露为控股股东提供担保情况。根据中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)对加加食品公司信息披露违法行为的调查以及相关公告的发布时间,加加食品公司虚假陈述行为实施日为2017年3月7日,揭露日为2018年4月28日,基准日为2019年1月2日(自揭露日后第一个交易日起股票换手率达到100%之日),此外,在揭露日至基准日期间,加加食品公司股票每个交易日收盘价的平均价格(即“基准价”)为3.93元。原告出于对加加食品公司的财务业绩及经营状况的看好而买入其股票,又因加加食品公司虚假陈述行为被揭露,导致公司股票价格大幅下跌,给原告造成重大投资差额损失。加加食品公司作为证券市场信息披露义务人。未严格履行信息披露义务,其行为构成虚假陈述,并直接导致原告产生重大投资差额损失,理应承担相应的法律责任。

被告加加食品公司辩称:一、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》)第六条之规定,原告在提起本案诉讼时,应当

提交身份证明文件原件或经公证证明的原件。如未提交，法院应当依法裁定驳回起诉。请法院依法审查原告是否提交前述身份证明材料。二、本案虚假陈述实施日为2017年3月9日，揭露日为2018年4月28日，基准日为2019年1月2日，基准价为3.93元/股。（一）本案的虚假陈述实施日应为2017年3月9日。根据《行政处罚决定书》对本案信息披露违规行为的认定，加加食品公司最先实施的信息披露违规行为是“未按规定披露与控股股东关联方交易情况”。该违规事项是消极的沉默即未在法定期限内披露信息，法定期限的最后一个日期就是虚假陈述的实施日。根据《深圳证券交易所股票上市规则》，加加食品公司于2017年3月7日的关联交易金额达到了“及时”披露的义务，因《上市公司信息披露管理办法》对“及时”进行了明确“是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内”，所以法定期限的最后一日为2017年3月9日，即实施日为2017年3月9日。（二）本案的虚假陈述揭露日应被认定为2018年4月28日《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项的提示性公告》公告之日。2018年4月28日，加加食品公司在巨潮资讯网公开发布《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项的提示性公告》，该公告内容与湖南证监局作出的《行政处罚决定书》载明的加加食品公司信息披露违规行为内容具有高度对应性，首次完整披露了《行政处罚决定书》认定的加加食品公司存在的以下三项违规事实，包括：1、未及时披露控股股东非经营性资金占用情况；2、未按规定披露与控股股东关联方交易情况；3、未及时披露为控股股东提供担保情况。该公告发布之后，加加食品公司被《行政处罚决定书》认定的违规事实已被市场全面知悉、了解。因此《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项的提示性公告》公告之日即2018年4月28日应被认定为本案虚假陈述揭露日。（三）本案的基准日为2019年1月2日，基准价为3.93元/股。本案揭露日2018年4月28日，加加食品公司的可流通股股数为945401800股，自揭露日至2019年1月2日，加加食品公司股票累计成交量达947180496股，达到可流通股股数的100%，因此基准日应该为2019年1月2日。在虚假陈述揭露日至基准日期间，每个交易日收盘价的平均价格为3.93元/股，即基准价为3.93元/股。（四）本案的平均买入价的计算方法应当采用先进先出加权平均法。三、原告的投资决策与案涉信息披露违规行为之间没有交易因果关系，其投资差额损失不应由加加食品公司承担赔偿责任。《证券虚假陈述若干规定》对因果关系适用的是“推定信赖”原则，这种推定的因果关系是可以抗辩的，同时根据《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》对交易因果关系的解读，“交易因果关系是指违法行为影响了投资者的交易决定，当违法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”。由此可知，虚假陈述行为与投资者的交易决策及损失之间存在因果关系是证券虚假陈述民事责任成立的要件之一。投资者的交易决策必须是受到了虚假陈述行为的影响造成投资者损失，才构成交易上的因果关系。（一）案涉信息披露违规行为仅是未及时披露信息，投资者不可能依据未知晓的信息做出交易决策，同时加加食品公司主动揭露案涉信息披露违规行为、及时解决违规事项，使其业绩与利润均未受到影响，不会影响投资者对“加加食品”股票价值的判断，进而影响投资者的交易决策。本案中，案涉信息披露违规行为是未及时披露信息，对外表现是消极沉默的，所以原告在交易决策时不知晓加加食品公司未及时披露的信息内容，客观上不存在信赖案涉信息披露违规行为而作出交易决策的可能性，显然原告的交易决策是基于对其他信息的信赖而作出。案涉信息披露违规行为不同于虚增收入、虚增利润等积极诱导投资者买入股票的诱多行为，仅是未及时披露信息，上市公司在发现违规事项后主动向社会披露并采取了快速解决违规事项并消除影响的方式。同时加加食品公

司主动揭露违规事项的时间正处于重大资产重组停牌阶段，复牌之前，案涉全部违规事项均已得到解决。结果上该违规事项没有对加加食品公司的业绩和利润造成影响，也不会导致公司资产的虚增或减少，不会给公司造成实质性损失，这也可以从最终较轻的行政处罚结果上得到有效的印证。因此，案涉信息披露违规行为不会影响投资者对“加加食品”股票价值的判断，进而影响投资者的交易决策。此外，2019年9月18日，加加食品公司发布关于收到湖南证监局《行政处罚事先告知书》的公告，首次披露中国证监会拟对案涉违规行为进行行政处罚的事实。但该公告披露后，在深证综指、中小板综指分别仅微涨0.26%、0.28%的情况下，“加加食品”股价反而逆市涨停9.94%，加加食品公司因案涉信息披露违规行为拟被行政处罚时的股价走势也进一步证明案涉信息披露违规行为不会影响投资者的交易决策，与投资者交易决策没有因果关系。（二）原告在加加食品公司未披露案涉信息时买入公司股票，在加加食品公司披露未及时披露的案涉信息后仍继续买入公司股票，可见案涉信息披露违规行为客观上不会影响原告的交易决策。原告的具体交易情况亦证明其交易决策是基于其他原因，与案涉信息披露违规行为不存在因果关系。1、原告实施日的首笔买入时间表明原告买入加加食品公司的股票主要是基于抄底的投机心理和受到利好公告的影响。本案中原告实施日后的首笔买入时间是在2018年3月5日，平均买入价格在4.68元/股左右。而在2018年年初，即2018年1月1日至2018年1月31日期间，大盘与个股走势平稳，在该阶段内，“加加食品”的股价还一直稳定在7元/股左右。直至2018年1月31日开始，受“美股暴跌”及“金融去杠杆化”等系统性风险影响，导致大盘指数异常波动出现巨幅震荡下跌，大盘的大幅下跌又导致证券市场个股普遍下跌，“加加食品”的股价走势也不可避免的出现了大幅度下跌。从2018年1月31日—2月27日期间，“加加食品”在短短10个交易日的跌幅就高达34.44%，股价从7.2元/股跌至4.72元/股。在此阶段，“加加食品”股价与其它个股均处于受系统性风险因素的影响下的不合理底部价位，但在此期间，加加食品公司先后发布了“实际控制人计划在未来6个月内增持公司股份”与“2017年业绩增长6.98%”的公告，上述利好公告的影响虽然在普跌行情下无法从当下的股价上立刻反映，但仍然增加了投资者投资“加加食品”股票的信心，为将来普跌行情过去后的反弹阶段奠定了基础。而原告实施日后首笔买入时间正处于加加食品公司受系统性风险影响股价持续下跌至底部但因利好公告股价即将反弹的阶段。因此可以认定原告的交易决策主要是基于抄底的投机心理和受到利好公告的影响。2、原告买卖股票的操作规律表明原告的交易决策并不会受到案涉信息披露违规行为的影响。原告揭露日后仍继续买入加加食品公司的股票，其交易决策不会受案涉信息披露违规行为的影响。原告买入加加食品公司股票的交易行为从实施日后一直持续至揭露日后，即使案涉信息披露违规行为披露后，原告仍然继续买入2700股加加食品公司的股票，参照最高人民法院关于“宝安鸿基”与“江苏哈工机器人”的裁定，可见原告的交易决策不会受到案涉信息披露违规行为的影响，与案涉信息披露违规行为不存在因果关系。四、原告的全部损失均由证券市场系统风险和非系统风险影响所致，与案涉信息披露违规行为不存在因果关系，加加食品公司无需承担赔偿责任。根据《证券虚假陈述若干规定》第十九条的规定，证券虚假陈述行为人如能举证证明投资者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，则应当认定该部分损失与证券虚假陈述之间不存在因果关系。2018年，受“中美贸易战”、“金融去杠杆化”、“人民币汇率贬值”、“股权质押平仓风险”等一系列系统性风险诱因的影响，造成大盘和板块异常波动。中国证券市场出现千股跌停、市场流动性严重缺失等异常情况，各大股指也出现了不同程度的下跌。其中加加食品公司所属中小板指2018年全年下

跌 37.75%，位居 A 股股指跌幅首位，上证指数累计下跌 24.59%、深证成指下跌 34.42%，均创下历史第二大幅跌幅。A 股总市值全年蒸发 13.76 万亿元，创下最近四年之新低，市值蒸发之大在 A 股市场自 1990 年问世以来 28 年历史上仅次于 2008 年。2018 年的 A 股市场超过 90% 的股票都呈现出下跌的趋势，其中跌幅超过 20% 的个股数量占比则超过 75%。由此可见 2018 年系统性风险对证券市场的影响远超过 2016 年两次熔断对证券市场的影响，是近十年以来最大的系统性风险。而本案揭露日 2018 年 4 月 28 日至基准日 2019 年 1 月 2 日期间，正处于证券市场受上述系统性风险影响大幅下跌的期间。在该期间内，与“加加食品”关联性最高的所属成分股指中小板综指和深证综指分别下跌了 30.65% 和 29.26%。所在板块的关联指数中小板指和深证成指分别下跌了 33.59% 和 30.75%。与此同时，按照中国证监会 2018 年第 2 季度的行业分类，与“加加食品”同属食品制造业和中小板块的“皇室集团”下跌 42.40%、“庄园牧场”下跌 38.73%、“ST 科迪”下跌 36.60%、“金达威”下跌 32.17%、“双塔食品”下跌 29.07%、“燕塘乳业”下跌 28.76%、“云南能投”下跌 26.68%。在此阶段证券市场股票价格总体呈下跌趋势，因此该系统风险显然是整个市场或者市场某个领域所有参与者所共同面临的，“加加食品”的股价下跌并非其个股所独有，而是当时证券市场普遍存在的现象。在此期间，加加食品公司股价下跌 27.57%，其走势反而稍强于大盘及同行业大部分股票的走势。而司法实践中，通常以与案涉股票关联性较高的大盘指数的波动情况作为判断系统性风险是否存在以及影响大小的参考数据，现采用相对比例法，以与“加加食品”关联度最高的中小板综指和深证综指为参考依据计算，本案可扣除风险比例已达到 100%，因此原告的投资差额损失全部因系统风险影响所致，与案涉信息披露违规行为不存在因果关系。加加食品公司无需承担赔偿责任。同时，加加食品公司在揭露日至基准日期间，连续发布“业绩大幅下降”、“控股股东及实际控制人所持公司股份被司法冻结”、“公司资产被冻结、查封”、“业绩预告大幅修正从同比增长变更为同比下降”、“延期回复深圳证券交易所重组问询函”、“延期向中国证监会报送重大资产重组文件”等一系列重大利空公告。同时深圳证券交易所还就加加食品公司部分银行账户、子公司股权被冻结及部分土地房产资产被查封的相关事宜对加加食品公司进行了问询，这些利空公告与问询也对加加食品公司的股价下跌造成一定影响。综上，本案揭露日至基准日期间，加加食品公司股价下跌均是因证券市场系统性风险及非系统性风险因素影响所致，本案应扣除的系统性风险影响比例为 100%，原告的投资差额损失与案涉信息披露违规行为没有损失因果关系，加加食品公司依法无需承担赔偿责任。

诉讼中，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。对当事人无异议的证据，本院予以确认并在卷佐证。对于当事人有异议的证据，本院结合全案情况综合予以认定。

根据当事人陈述和经审查确认的证据，本院认定事实如下：

2012 年 1 月 6 日，加加食品公司在深圳中小企业板上市。加加食品公司系深圳证券交易所 A 股上市的公司，证券代码 002650，原告系二级市场的普通投资者。

2017 年 4 月 20 日，加加食品公司发布《重大事项停牌公告》，公告加加食品公司股票因筹划食品行业资产收购重大事项于 2017 年 4 月 20 日开市起停牌。

2017 年 10 月 12 日，加加食品公司发布《关于终止重大资产重组公告》及《关于公司股票复牌提示性公告》，公告加加食品公司股票终止了自 2017 年 4 月 20 日筹划的重大资产重组事项并于 2017 年 10 月 12 日开市起复牌。

2018年2月12日，加加食品公司发布《停牌公告》，公告加加食品公司因近日公司股价跌幅较大，实际控制人质押的公司股票已部分触及平仓线或低于预警线，为避免公司股票价格异常波动，于2018年2月12日上午开市起停牌。

2018年2月24日，加加食品公司发布《复牌公告》，公告加加食品公司股票于2018年2月26日开市起复牌。

2018年3月12日，加加食品公司发布《停牌公告》，公告加加食品公司股票因筹划重大资产重组于2018年3月12日上午开市起停牌。

2018年4月28日，加加食品公司发布《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项的提示性公告》，公告首次披露加加食品公司存在部分交易未履行审批程序及信息披露义务等违规行为，具体如下：1、公司违规开具商业承兑汇票的事项，加加食品公司存在未履行正常审批流程以公司的名义对外开具商业承兑汇票的情形；2、公司违规对外担保的事项，加加食品公司存在未履行相关内部审批决策程序的情况下，违规对外担保的情况；3、公司资金占用情况，加加食品公司存在未履行相应内部决策程序即提供借款用于解决公司实际控制人的资金周转情况。

2018年9月29日，加加食品公司发布《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项解决的进展公告》，公告披露针对加加食品公司违规事项相关的债务已经得到偿还，上市公司的违规事项已经得到解除，具体情况说明如下：1、关于公司控股股东、实际控制人资金占用事项已解决，加加食品公司于2018年5月28日收到卓越投资公司及杨振的通知及转账付款凭证，卓越投资公司已经归还公司5,400万元；2、关于公司违规开具商业票据、对外担保等所涉债务已经得到清偿，2018年7月，中国东方资产管理股份有限公司与上述违规事项债权人签署了债务清偿协议，2018年8月13日至8月15日，违规事项的相关债权人与中国东方资产管理股份有限公司天津市分公司、公司控股股东在天津确认了债务本金、还款账户等信息，并签署了相关的确认文件。2018年9月28日，中国东方资产管理股份有限公司天津市分公司根据签署的债务清偿协议和相关确认文件代卓越投资公司向违规事项债权人进行了债务清偿。

2018年10月24日，加加食品公司发布《关于公司股票复牌的提示性公告》，加加食品公司股票自2018年10月24日开市起复牌。

2019年6月6日，加加食品公司发布《关于公司及控股股东收到调查通知书的公告》，披露加加食品公司及公司控股股东卓越投资公司于2019年6月5日收到中国证监会下发的《调查通知书》（编号：湘证调查字0897号、0898号），立案原因为“涉嫌信息披露违法违规”。

2019年9月18日，加加食品公司发布《关于收到湖南证监局〈行政处罚事先告知书〉的公告》，公告披露了加加食品公司的违法事实为：1、未及时披露控股股东非经营性资金占用情况；2、未按规定披露与控股股东关联方交易情况；3、未及时披露为控股股东提供担保情况。

2020年2月3日，湖南证监局作出[2020]1号《行政处罚决定书》，其主要内容为：1、2018年2月9日、2月11日，因迫于外部债务压力，加加食品公司、卓越投资公司实际控制人、时任董事长杨振指示加加食品公司财务人员将加加食品公司2,400万元转给其指定的自然人刘某渝，将3,000万元转给加加食品公司控股股东卓越投资公司控制的湖南派仔食品有限公司，上述两笔转账金额合计5,400万元，占公司2017年年报经审计净资产的2.62%，未经公司董事会、监事会、经理办公会审议。在事项发生时，未通

过临时公告予以及时披露，截至 2018 年 5 月 28 日前述资金占用已全部归还；2、2017 年 3 月 7 日至 2018 年 1 月 30 日，为向外部保理等机构融资或帮助卓越投资公司对外借款提供质押，杨振指使加加食品公司财务人员收集公司出纳保管的银行 U 盾、密码，公司财务副总监保管的复核 U 盾、密码，交给卓越投资公司财务总监蔡某珍，由蔡某珍指使卓越投资公司会计周某铭使用加加食品公司的银行 U 盾、密码，通过网上银行向关联方宁夏可可美生物工程有限公司、宁夏玉蜜淀粉有限公司开具商业承兑汇票合计金额 69880 万元，向杨振指定的深圳市农耕世纪农业科技开发有限公司开具商业承兑汇票 2,000 万元。上述合计开具 71880 万元商业承兑汇票的关联交易事项，占公司 2017 年经审计净资产 34.91%，未经加加食品公司董事会、监事会、经理办公会审议，不具有真实的交易背景，在事项发生时，均未按照规定予以披露。截至 2018 年 9 月 28 日，前述商业承兑汇票已全部结清；3、2017 年 11 月杨振使用加加食品公司的公章，以加加食品公司的名义为卓越投资公司对外借款提供担保，合计金额 29500 万元，占公司 2017 年年报经审计净资产的 14.33%，未经加加食品公司董事会、监事会、经理办公会审议，在事项发生时，未通过临时公告予以及时披露。截至 2018 年 9 月 28 日，前述违规担保已全部解除。中国证监会根据加加食品公司和相关责任人员违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度，决定依据《[证券法](#) [第一百九十三条](#)》之规定，对加加食品公司和卓越投资公司分别给予警告，并处以 40 万元罚款，对杨振给予警告、并处以罚款 20 万元，对杨子江、段维嵬给予警告，并分别处以罚款 5 万元；对刘永交、彭杰、王彦武给予警告，并分别处以罚款 3 万元。

2020 年 2 月 13 日，加加食品公司对收到湖南证监局下发的《行政处罚决定书》有关情况进行了公告。

原告在二级市场买入加加食品公司的股票，其认为加加食品公司未及时披露控股股东非经营性资金占用情况、未按规定披露与控股股东关联方交易情况以及未及时披露为控股股东提供担保情况的行为构成“虚假陈述”，加加食品公司的虚假陈述行为给原告造成了较大的经济损失，加加食品公司应依法承担赔偿责任，卓越投资公司作为责任人应对原告承担连带赔偿责任。原告为维护自身合法权益，遂诉至本院。

另查明：2018 年 4 月 28 日，加加食品公司可流通股股数总计 945401800 股。至 2019 年 1 月 2 日，加加食品公司股票累计成交量达 947180496 股。在此期间，加加食品公司股票每个交易日收盘价的平均价格为 3.93 元/股。

2018 年 1 月 31 日开始，“加加食品”股价短时间内巨幅震荡下跌，股价(不复权)下跌情况如下：2018 年 1 月 31 日为 7.18 元/股、2018 年 2 月 9 日为 5.15 元/股，2018 年 2 月 12 日至 2 月 24 日期间加加食品公司停牌，2018 年 2 月 26 日为 5.01 元/股、2018 年 2 月 27 日为 4.72 元/股。

2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日，加加食品公司处于停牌期间，在此期间，中国股市出现全面持续的下跌，深证综指显示：2018 年 3 月 9 日为 1885.38 点、2018 年 3 月 12 日为 1908.84 点、2018 年 10 月 23 日为 1300.29 点、2018 年 10 月 24 日为 1297.22 点、2018 年 10 月 25 日为 1292.80 点、2018 年 10 月 26 日为 1290.62 点、2018 年 10 月 29 日为 1264.58 点、2018 年 10 月 30 日为 1276.45 点，其中 2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日，深证综指的跌幅是 31.03%。同期，中小板综指亦呈整体下跌趋势，中小板综指显示 2018 年 3 月 9 日为 11187.87 点、2018 年 3 月 12 日为 11345.36 点、2018 年 10 月 23 日为 7615.31 点、2018 年 10 月 24 日为 7587.91 点、2018 年 10 月 25 日为 7553.34 点、2018 年 10 月 26

日为 7543.86 点、2018 年 10 月 29 日为 7403.06 点、2018 年 10 月 30 日为 7452.31 点，其中 2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日，中小板综指的跌幅是 31.93%。中小板指显示 2018 年 3 月 9 日为 7665.17 点、2018 年 3 月 12 日为 7781.58 点、2018 年 10 月 23 日为 5114.42 点、2018 年 10 月 24 日为 5077.53 点、2018 年 10 月 25 日为 5056.92 点、2018 年 10 月 26 日为 5027.15 点、2018 年 10 月 29 日为 4909.62 点、2018 年 10 月 30 日为 4923.80 点，其中 2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日，中小板指的跌幅是 33.28%。“加加食品”所属行业指数食品饮料指数亦呈整体下跌趋势，食品饮料指数显示：2018 年 3 月 9 日为 1881.77 点、2018 年 3 月 12 日为 1872.83 点、2018 年 10 月 23 日为 1511.61 点、2018 年 10 月 24 日为 1477.75 点、2018 年 10 月 25 日为 1442.84 点、2018 年 10 月 26 日为 1415.16 点、2018 年 10 月 29 日为 1294.70 点、2018 年 10 月 30 日为 1271.00 点，其中 2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日，食品饮料指数的跌幅是 19.67%。“加加食品”股价（不复权）在 2018 年 10 月 24 日复牌后受停牌期间系统风险影响亦出现大幅度补跌并持续下跌的情形，2018 年 3 月 12 日为 4.86 元/股、2018 年 10 月 24 日为 4.37 元/股、2018 年 10 月 25 日为 3.93 元/股、2018 年 10 月 26 日为 3.75 元/股、2018 年 10 月 29 日为 3.67 元/股、2018 年 10 月 30 日为 3.77 元/股。

2018 年 4 月 28 日至 2019 年 1 月 2 日期间（因 2018 年 4 月 28 日休市，实际发生交易阶段为 2018 年 5 月 2 日至 2019 年 1 月 2 日），大盘指数发生了大幅度的波动，深证综指显示：2018 年 4 月 27 日为 1776.13 点、2018 年 5 月 2 日为 1774.90 点、2019 年 1 月 2 日为 1256.39 点，2018 年 5 月 2 日至 2019 年 1 月 2 日，深证综指跌幅为 29.26%。中小板综指显示：2018 年 4 月 27 日为 10486.15 点、2018 年 5 月 2 日为 10505.83 点、2019 年 1 月 2 日为 7271.67 点，2018 年 5 月 2 日至 2019 年 1 月 2 日，中小板综指跌幅为 30.65%。中小板指显示：2018 年 4 月 27 日为 6998.77 点、2018 年 5 月 2 日为 7038.24 点、2019 年 1 月 2 日为 4647.54 点，2018 年 5 月 2 日至 2019 年 1 月 2 日，中小板指跌幅为 33.59%。食品饮料指数显示：2018 年 4 月 27 日为 1742.98 点、2018 年 5 月 2 日为 1764.80 点、2019 年 1 月 2 日为 1395.00 点，2018 年 5 月 2 日至 2019 年 1 月 2 日，食品饮料指数跌幅为 19.96%。“加加食品”股价（不复权）显示：2018 年 4 月 27 日为 4.86 元/股，2018 年 5 月 2 日为 4.86 元/股，2019 年 1 月 2 日为 3.52 元/股，2018 年 5 月 2 日至 2019 年 1 月 2 日，“加加食品”跌幅为 27.57%。

2018 年 4 月 28 日，加加食品公司发布《关于控股股东及实际控制人所持公司股份被司法冻结的公告》，披露公司第一大股东及一致行动人卓越投资公司持有的公司股份 216419200 股被湖南省高级人民法院冻结、杨振持有的公司股份 117777653 股被湖南省高级人民法院冻结、肖赛平持有的公司股份 70560000 股被湖南省高级人民法院冻结、杨子江持有的公司股份 82440000 股被湖南省高级人民法院冻结，其各自持有公司股份的 100%被冻结。2018 年 4 月 28 日，加加食品公司发布《2018 年第一季度报告》，披露公司 2018 年第一季度净利润同比减少 8.23%。2018 年 6 月 2 日，加加食品公司发布《关于公司部分银行账户、部分子公司股权被司法冻结及部分土地房产资产被查封的公告》，披露公司共有 16 个银行账户被司法冻结、2 家全资子公司股权被司法冻结、4 宗土地及 19 处房产被司法查封。2018 年 6 月 2 日，加加食品公司发布《关于控股股东及实际控制人所持公司股份被司法轮候冻结的公告》，披露公司第一大股东及一致行动人卓越投资公司、杨振、杨子江、肖赛平持有的公司股份被司法轮候冻结。2018 年 6 月 5 日，深圳证券交易所中小板公司管理部对加加食品公司下发《关于对加加食品集团股份有限公司的关注函》，要求加加

食品公司对公司部分银行账户、部分子公司股权被司法冻结，部分公司土地房产被查封的相关内容进行说明。2018年6月9日，加加食品公司发布《关于公司部分银行账户、部分子公司股权被司法冻结及部分土地房产资产被查封的进展公告》，披露公司新增2家全资子公司股权被司法冻结。2018年7月14日，加加食品公司发布《2018年半年度业绩预告修正公告》，披露公司2018年4月28日公开披露的《2018年第一季度报告全文》、《2018年第一季度报告正文》的估算结果需要调整，实际2018年半年度的净利润同比并未增长而是预估减少20%-0%。2018年7月25日，加加食品公司发布《关于延期回复深圳证券交易所重组问询函暨继续停牌的公告》，披露公司需要延期回复深圳证券交易所对重组的问询及继续停牌。2018年8月22日，加加食品公司发布《2018年半年度报告》，披露公司2018年上半年度净利润同比减少18.48%。2018年10月24日，加加食品公司发布《2018年第三季度报告》，披露公司2018年第三季度净利润同比减少23.49%。2018年12月22日，加加食品公司发布《关于延期向中国证监会报送重大资产重组文件的公告》，披露公司需要延期向中国证监会报送重大资产重组文件。

再查明：2020年10月5日，为了改善上市公司经营和治理不规范的问题，提高上市公司质量，国务院发布了《[国务院关于进一步提高上市公司质量的意见](#)》（国发〔2020〕14号）。2020年12月2日，湖南证监局为贯彻落实上述文件发布了《关于进一步推动化解辖区上市公司资金占用、违规担保风险的通知》（湘证监公司字〔2020〕28号）。

本院认为，根据当事人的诉辩主张和答辩意见，双方当事人的争议焦点为：一、关于原告主体资格的问题。二、关于本案虚假陈述的实施日、揭露日、基准日、基准价如何认定的问题。三、关于加加食品公司的虚假陈述行为与原告主张的投资差额损失之间是否存在因果关系及如何赔偿的问题。现分述如下：

关于焦点一，根据《证券虚假陈述若干规定》第六条第二款的规定，投资人提起证券虚假陈述民事赔偿诉讼，除提交行政处罚决定或者公告，或者人民法院的刑事裁判文书以外，还须提交以下证据：（1）自然人、法人或者其他组织的身份证明文件，不能提供原件的，应当提交经公证证明的复印件；（2）进行交易的凭证等投资差额损失证据材料。本院已依照以上规定审查了原告提交的相关身份证明文件，原告诉讼主体身份适格。

关于焦点二，1、关于虚假陈述实施日。《证券虚假陈述若干规定》第二十条第一款规定，“虚假陈述实施日是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日”。在本案中，加加食品公司在2017年3月7日实施关联交易金额即达到了210,000,000元，达到了《[深圳证券交易所股票上市规则（2014年修订）](#)》第10.2.4规定的应当及时披露的金额，加加食品公司在当日已知悉该关联交易属于应当及时披露的重大事件。根据中国证监会《上市公司披露管理办法》第七十一条第二款规定：“及时，是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内”。依据前述规定，加加食品公司应当自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内披露上述信息。而2017年3月7日之后的第二个交易日为2017年3月9日，加加食品公司应当最迟于2017年3月9日披露上述信息。故本案的虚假陈述实施日应认定为2017年3月9日。

2、关于虚假陈述揭露日。虚假陈述的揭示，是指虚假陈述行为所掩盖的事实真相被披露，或是被他人揭露，或是自行公告更正。根据《证券虚假陈述若干规定》第二十条规定：“虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上，首次被公开揭露之日”。因此，认定揭露日须满足三个条件，一是虚假陈述行为属于首次被公开，但并不要求达到全面、完整、准确的程度。二

是在全国范围发行、传播。三是揭露对证券交易产生了实质性的影响。从本案查明的事实来看，加加食品公司于2018年4月28日在巨潮资讯网公开发布的《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项的提示性公告》，明确指出：“本次加加食品公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项，公司未履行审批程序及信息披露义务”。该公告首次对《行政处罚决定书》中确认的加加食品公司的信息披露违规行为予以披露，对投资风险进行提示，足以对理性投资者起到注意投资风险的警示作用，其公布平台巨潮资讯网系上市公司使用的全国性的权威信息披露媒体。因此，本案的虚假陈述揭露日应认定为2018年4月28日。

3、关于虚假陈述基准日。《证券虚假陈述若干规定》第三十三条第一款第一项规定：“投资差额损失计算的基准日，是指虚假陈述揭露或者更正后，为将投资人应获赔偿限定在虚假陈述所造成的损失范围内，确定损失计算的合理期间而规定的截止日期。基准日分别按下列情况确定：（一）揭露日或者更正日起，至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日。但通过大宗交易协议转让的证券成交量不予计算……”。鉴于上述论述，因2018年4月28日已确定为本案虚假陈述揭露日，且该日加加食品公司的可流通股股数为945401800股，至2019年1月2日股票累计成交量达947180496股，达到可流通股股数的100%。因此，本案虚假陈述基准日应认定为2019年1月2日。

4、关于基准价。《证券虚假陈述若干规定》第三十二条规定：“投资人在基准日之后卖出或者仍持有证券的，其投资差额损失，以买入证券平均价格与虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间，每个交易日收盘价的平均价格之差，乘以投资人所持证券数量计算”。根据上述规定可知，虚假陈述揭露日起至基准日期间，每个交易日收盘价的平均价格即为基准价，且该价格就是按算数平均法计算即揭露日到基准日每日收盘价的平均值。经核算，本案虚假陈述的基准价应为3.93元/股。

关于焦点三，1、《证券虚假陈述若干规定》第十八条规定：“投资人具有以下情形的，人民法院应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系：（一）投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券；（二）投资人在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入该证券；（三）投资人在虚假陈述揭露日或者更正日及以后，因卖出该证券发生亏损，或者因持续持有该证券而产生亏损”。《证券虚假陈述若干规定》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：（一）在虚假陈述揭露日或者更正日之前已经卖出证券；（二）在虚假陈述揭露日或者更正日及以后进行的投资；（三）明知虚假陈述存在而进行的投资；（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；（五）属于恶意投资、操纵证券价格的”。根据上述规定，如有证据证明“加加食品”股价下跌系受证券市场系统风险、非系统风险等其他因素的影响，则受到上述因素影响的对应损失与案涉虚假陈述行为不存在因果关系，加加食品公司不应就上述因素影响的损失承担赔偿责任。

股票作为一种有价证券，其特征决定了投资股票既可能获得高收益，又可能面临高风险。作为投资者，不仅要面临外部客观因素所带来的风险，还要面对自身行为因素所造成的风险。外部客观因素所带来的风险主要是作为系统风险的市场风险及作为非系统风险的公司风险。鉴于证券市场的复杂性、相关政治、经济变动等诱因对证券市场是否存在影响、影响大小的衡量和认定存在一定的困难。现行法律和司法解释并未对系统风险的认定及扣除方法作出明确规定，司法实践中，以大盘、行业板块等指数的波动情况

作为判断系统风险因素是否存在以及影响大小的参考依据，是一种常见的方式。本案中，自 2018 年 4 月 28 日揭露日至 2019 年 1 月 2 日基准日期间，受“中美贸易战”、“金融去杠杆化”、“信用风险爆发”、“人民币汇率持续贬值”等因素影响，沪深股市发生大幅波动，出现千股跌停、市场流动性严重缺失等异常情况，对整个证券市场产生全面性、整体性重大影响，并非影响个别股票或者一类股票走势。这种风险极少发生，难以预期，对市场上几乎所有投资者而言，都难以抵抗，故属于证券市场系统风险因素。在此期间，以在深圳证券交易所上市的所有股票为计算范围并以发行量为权数的加权综合股价指数深证综指以及“加加食品”所属的其他大盘、行业板块指数，中小板指、中小板综指、食品饮料指数均出现了大幅度的下跌现象，上述指数的整体持续大幅下跌反映了该时期证券市场所有股票价格的基本趋势，对加加食品股票价格的下跌产生了影响，可以作为判断证券市场系统风险的参考指数予以考虑。

本案中自揭露日至基准日期间，深证综指下跌幅度为 29.26%（2018 年 4 月 27 日收盘 1776.13 点，2019 年 1 月 2 日收盘 1256.39 点），中小板综指下跌幅度为 30.65%（2018 年 4 月 27 日收盘 10486.15 点，2019 年 1 月 2 日收盘 7271.67 点），中小板指下跌幅度为 33.59%（2018 年 4 月 27 日收盘 6998.77 点，2019 年 1 月 2 日收盘 4647.54 点），食品饮料指数下跌幅度为 19.96%（2018 年 4 月 27 日收盘 1742.98 点，2019 年 1 月 2 日收盘 1395.00 点），而“加加食品”股价在该期间内跌幅为 27.57%（2018 年 4 月 27 日停牌期间收盘价为 4.86 元 / 股，2019 年 1 月 2 日收盘价为 3.52 元 / 股）。将深证综指、中小板综指、中小板指和食品饮料指数的平均跌幅与“加加食品”股价跌幅相比较，采用相对比例法，可以计算得出证券市场系统性风险在“加加食品”股票价格下跌中所占影响比例已超过 100%。

本案中，加加食品公司于 2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日停牌，但在此期间，受系统性风险影响，深证综指、中小板综指、中小板指与食品饮料指数分别下跌了 31.03%、31.93%、33.28% 和 19.67%，大盘及行业板块指数下跌对加加食品公司股价的影响虽因加加食品公司的停牌不能立即反映在股价上，但该系统性风险影响却不会因加加食品公司停牌没有交易而消弭。相反加加食品公司在该系统性风险影响下的下跌动能在停牌期间不断的积聚，直至加加食品公司复牌后一并释放才致使其出现大幅度补跌的情况。由此可见，“加加食品”股价下跌全系证券市场系统风险影响所致。

2、本案中，加加食品公司因重大资产重组于 2018 年 3 月 12 日至 2018 年 10 月 23 日期间停牌，在停牌期间，加加食品公司于 2018 年 4 月 28 日发布《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项的提示性公告》首次披露了案涉虚假陈述行为。但在加加食品公司复牌前即 2018 年 9 月 29 日，加加食品公司发布《关于公司违规开具商业票据、对外担保、资金占用等事项解决的进展公告》，披露了截止 2018 年 9 月 28 日加加食品公司违规开具商业票据已全部清偿、违规对外担保已全部解除、违规资金占用已全部归还的信息，该事实亦被湖南证监局 [2020] 1 号《行政处罚决定书》所确认。案涉虚假陈述行为的披露和改正均发生在加加食品公司股票停牌期间，在加加食品公司于 2018 年 10 月 24 日复牌之前，该公司未及时披露的违规事项已改正，将引起加加食品公司股价下跌的因素已消除，加加食品公司复牌后股价下跌已不受加加食品公司虚假陈述行为的影响。根据中国证监会发布的《关于进一步推动化解辖区上市公司资金占用、违规担保风险的通知》可知，为贯彻落实《[国务院关于进一步提高上市公司质量的意见](#)》要求，中国证监会对存在“资金占用”、“违规担保”风险的上市公司，给予整改时间和机会，对上市公

司在 2020 年年报披露前完成对 2020 年 11 月 11 日前发生的资金占用、违规担保行为整改的，不再对其作行政处罚。

3、个股的涨跌还要受到上市公司本身的声誉、经营状况、重要时间变化、预期发展前景及投资者的心理因素等多种因素影响。本案揭露日至基准日期间，加加食品公司于 2018 年 6 月 2 日发布的《关于公司部分银行账户、部分子公司股权被司法冻结及部分土地房产资产被查封的公告》和 2018 年 6 月 9 日发布的《关于公司部分银行账户、部分子公司股权被司法冻结及部分土地房产资产被查封的进展公告》载明：因保全申请人深圳兆邦基小贷、深圳市雅美整体家居有限公司、吴刚申请诉前财产保全，深圳市罗湖区人民法院、深圳前海合作区人民法院及武汉市中级人民法院对公司的 4 家全资子公司股权司法冻结，涉及投资权益的数额约为 283,961,200 元，对公司 16 个银行账户司法冻结，涉及金额 2,904,500 元，对公司 4 宗土地及 19 处房产司法查封。本院认为，加加食品公司发布的关于公司银行账户、全资子公司股权、土地、及房产被采取保全措施的相关公告中，公司涉及被采取保全措施的资产价值高达数亿元，且涉及多个保全申请人和法院，对于投资者而言，其根据公司资产保全情况无法预期公司会因可能面临的重大诉讼承担多少赔偿责任，上述公告势必构成实质性利空，影响投资者对公司投资价值的判断，必然导致“加加食品”股价下跌。同时，加加食品公司还陆续发布了《2018 年第一季度报告》、《2018 年半年度业绩预告修正公告》、《2018 年半年度报告》、《2018 年第三季度报告》等公告，披露加加食品公司 2018 年各季度的同比净利润均呈减少趋势，经营业绩出现大幅下滑。对于投资者而言，公司的业绩也是其作出投资决策的重要参考依据之一，公司的经营业绩下滑对投资者的投资意向和公司的股价势必会造成影响，构成实质性利空。在此期间，加加食品公司还发布了《关于控股股东及实际控制人所持公司股份被司法轮候冻结的公告》、《关于延期回复深圳证券交易所重组问询函暨继续停牌的公告》、《关于延期向中国证监会报送重大资产重组文件的公告》等一系列利空公告，这些利空公告同样对“加加食品”在揭露日至基准日期间的股价下跌产生了一定的影响。另加加食品公司是基于重大资产重组的原因进行的停牌，但在长达 7 个多月的停牌期间，公司的重大资产重组事项没有有效的推进。投资者对于加加食品公司的资产重组势必会产生怀疑的态度，影响投资者对加加食品公司的投资信心进而影响“加加食品”的股价。

另外，结合原告实施日后买入“加加食品”股票的时间可知，本案原告首次买入股票的时间主要集中在 2018 年 2 月 27 日之后。此时，“加加食品”股价（不复权）正受“美股暴跌”影响从 2018 年 1 月 31 日的 7.18 元 / 股下跌至 2018 年 2 月 27 日的 4.72 元 / 股，其股价已跌至前期低位，可见原告主要是基于抄底的投机心理买入“加加食品”股票，后期“加加食品”股价受系统性风险影响进一步下跌，原告由此产生的投资差额损失也主要是基于其抄底的投机心理所应承担的合理范围内的投资风险。

因此，“加加食品”股价的下跌，亦受公司资产被采取保全措施、经营业绩大幅下滑、重大资产重组未及时推进等利空因素、原告抄底的投机心理非系统风险因素的影响。

综上，本案虚假陈述揭露日至基准日期间，“加加食品”股价的下跌完全系受证券市场系统性风险和本案所阐述的非系统性风险因素影响所致，原告投资差额损失与被告加加食品公司的虚假陈述行为之间不存在因果关系。原告请求判令加加食品公司赔偿其投资差额损失的诉讼请求，没有事实和法律依据，本院不予支持。

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〉》第六条、第七条、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：

驳回原告夏正标的全部诉讼请求。

本案案件受理费 71.28 元，由原告夏正标承担。

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，上诉于湖南省高级人民法院。

审判长： 郭天剑

审判员： 张玉霞

审判员： 王红兰

二〇二一年四月二日

书记员： 熊文涛



扫一扫，手机阅读更方便