

# 延安必康制药股份有限公司、吴燕芬证券欺诈责任纠纷民事一审民事判决书

审 理 法 院:陕西省西安市中级人民法院

案 号:(2021)陕 01 民初 310 号

裁 判 日 期:2021. 09. 29

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:吴燕芬,女,1967年1月10日出生,汉族,住广东省中山市。

委托诉讼代理人:葛宗萍,浙江方广律师事务所律师。

委托诉讼代理人:孔聪,浙江方广律师事务所律师。

被告:延安必康制药股份有限公司,住所地陕西省延安市宝塔区新区。

法定代表人:韩文雄,该公司董事长。

委托诉讼代理人:宋思宇,北京市金杜(深圳)律师事务所律师。

委托诉讼代理人:陆震廷,北京市金杜(深圳)律师事务所律师。

## 审理经过

原告吴燕芬与被告延安必康制药股份有限公司(以下简称:延安必康)证券虚假陈述责任纠纷一案,本院于2021年1月22日立案后,依法适用普通程序,于2021年3月15日、4月21日召开庭前会议,于2021年6月15日、9月15日两次公开开庭进行了审理。本案现已审理终结。

## 诉讼请求

原告吴燕芬向本院提出诉讼请求:1. 被告延安必康赔偿原告吴燕芬投资差额损失42513.10元,佣金和印花税损失85.03元,合计42598.13元;2. 被告延安必康承担本案诉讼费用。事实和理由:被告延安必康系发行A股的上市公司,股票代码为002411,原告吴燕芬系二级市场的普通投资者。2020年10月16日,被告延安必康发布公告称收到了中国证券监督管理委员会陕西监管局(以下简称:陕西证监局)《行政处罚决定书》,根据该决定书,被告延安必康存在两个严重的虚假陈述行为。其中第一个虚假陈述的实施日为2016年4月26日,揭露日为2020年3月26日,基准日为2020年5月15日,基准价为8.3元;第二个虚假陈述的实施日为2020年2月5日,揭露日为2020年2月7日,基准日为2020年3月10日,基准价为13.14元;原告吴燕芬基于对被告延安必康虚假陈述的信任投资其股票,其间遭受的损失依法应由被告延安必康赔偿。损失计算方法:一、投资差额损失(基于第一个虚假陈述行为)实施日前持有股票存量0股。实施日至揭露日前买入144800股,买入总金额为2291939元;卖出132600股,卖出总金额为

2145819.9 元；可索赔股数为 12200 股，买入平均价为  $(2291939 - 2145819.9) \div 12200 = 11.98$  元。揭露日至基准日期间卖出 12200 股，卖出总金额为 103606 元，卖出平均价为 8.49 元。基准日后仍持有 0 股。基准价为 8.3 元。投资差额损失为： $12200 \times (11.98 - 8.49)$ 。其中实施日至揭露日前以及揭露日至基准日期间卖出的股票均按先进先出的原则先行抵扣实施日前已持有的股票存量，揭露日至基准日期间卖出的股票按时间顺序累计达到可索赔股数后的部分不作考虑。二、佣金和印花税以投资差额损失为基数，佣金、印花税各按千分之一计算。综上所述，为维护原告吴燕芬的合法权益，特向贵院提起诉讼。

### 辩方观点

被告延安必康辩称，一、延安必康实施的定期报告信息披露违规行为没有对延安必康市场交易价格及交易量产生重大影响，不会影响投资者的交易决定，故不具有重大性，不构成证券市场虚假陈述。首先，根据《行政处罚决定书》认定，延安必康在定期报告中存在信息披露违规，即隐瞒控股股东非经营性占用资金。该等信息披露违规在定期报告中的表现形式为将延安必康资产科目的对控股股东的“其他应收款”记载为“货币资金”，是资产负债表中资产科目的记载错误并未虚增资产或利润，也未夸大延安必康的资产规模或盈利能力，与市场多发的财务造假存在本质区别。其次，案涉信息披露违规行为是否具有重大性，需要根据该行为是否能够对理性投资者的决策产生影响来进行判断，并且客观上应当通过是否影响交易量及交易价格予以佐证。案涉定期报告并未构成对证券交易市场的利多影响，表现在延安必康发布 2015 年至 2018 年四份年度报告后，延安必康股票的交易价格未明显上涨、交易量未明显放大，客观上佐证了定期报告信息披露违规行为不具有重大性。再次，控股股东非经营性占用的资金，是为了加快和推动与延安必康产业链配套的项目建设、做好以商业连锁为核心的项目并购储备，本质上有利于延安必康降低与上下游的合作成本、扩展产业规模，最终促进延安必康未来发展。需要强调的是，控股股东及其关联方已经以全现金方式向延安必康归还所占用的全部资金，客观上也没有对延安必康造成任何实际损失。因此，延安必康关于定期报告的信息披露违规行为没有对理性投资者的投资决策产生重大影响，客观上也没有对延安必康市场交易价格及交易量产生重大影响，不具有重大性，不构成“证券市场虚假陈述”。二、案涉临时报告信息披露违规行为发生后的交易价格及交易量波动系其他因素导致，不构成案涉临时报告信息披露违规行为具有重大性的客观认定依据，其不构成“证券市场虚假陈述”。首先，就两份临时报告披露的内容而言，第一份公告已披露“上述医护级口罩和防护服生产线项目尚待公司完成内部规划和决策，……敬请广大投资者理性投资，注意投资风险”，第二份公告也已披露“本次签署的上述协议属于协议双方合作意愿性的框架约定，后续具体合作事项仍需双方根据实际情况共同协商确定。本次合作的具体实施尚存在不确定性因素，……目前，双方并未对具体合作内容达成正式协议，暂不会对公司业绩产生影响，……敬请广大投资者理性投资，注意投资风险”。因此，该两份临时报告已披露相关事项存在重大不确定性，充分提示投资人投资风险，客观上不构成对延安必康投资价值的误导性陈述，不会对投资者的投资决策产生重大影响。其次，就交易市场的股价表现来看，虽然延安必康股价在两份临时报告发布期间（主要为 2020 年 2 月 5 日、6 日两个交易日）存在一定上涨。但在 2020 年 2 月 4 日至 6 日期间，无论是大盘指数还是延安必康所属板块指数均经历了大涨，延安必康股价 2020 年 2 月 5 日、6 日的上涨更多与大盘因素及行业因素有关。况且，延安必康股价在两份临时报告发布前刚刚经历了剧烈的下跌，2020 年 1 月 15 日至 2020 年 2 月 4 日期间下跌幅度高达 43.63%，即使延安必康股价在 2020 年 2 月 5 日、6 日出现

反弹补涨也实属合理。因此，不能将延安必康当时的股价及交易量波动归结于案涉临时报告信息披露违规行为的影响，该事实未达到高度盖然性的证据证明标准，不能证明案涉临时报告信息披露违规行为已构成“证券市场虚假陈述”。三、案涉信息披露违规行为已被监管机构处罚，但并不等同于已构成“证券市场虚假陈述”，仍要结合信息披露违规行为的内容以及客观上是否影响股价和交易量综合进行认定。首先，就法律规定而言，根据《[中华人民共和国证券法](#)》第七十八条、第一百九十七条、第二百一十七条规定，只要信息披露义务人未履行真实、准确、完整、及时的法定信息披露义务，该行为即具备违法性，应受到行政处罚，否则，监管部门人员存在被认定不履行法定职责、玩忽职守的风险。故《[中华人民共和国证券法](#)》未规定仅对“重大”信息披露违法行为实施行政处罚，更未规定监管部门处罚时应考虑信息披露违法行为对市场交易价格所产生的影响。行政处罚关注的是行为的违法性及应受处罚性，而证券虚假陈述责任纠纷案件关注的是行为的“重大性”及与投资人损失的因果关系，两种程序审查同一行为的目的及标准均存在本质区别。因此，行为人无法通过行政复议、行政诉讼解决“重大性”问题，该问题只能通过民事诉讼审查认定。其次，就监管实践而言，在证券强监管的大背景下，监管部门对上市公司实施的信息披露违规行为均会施以行政处罚，但不同行业、不同规模的上市公司即便因相同形式的信息披露违规行为被处罚，该行为的严重性需要个案分析，对投资者投资决策产生的影响亦大相径庭。因此，在证券虚假陈述民事诉讼案件中，人民法院应当依法独立审查该行为符合重大性构成要件，不能仅凭行政处罚“一刀切”作出认定。再次，就司法实践而言，各地法院也并非仅以虚假陈述已被处罚为由直接认定相关行为具有“重大性”，而是通过独立审查综合判断。在（2019）最高法民再95号“顺灏股份”案中认为法院应“全面考量顺灏公司实施的两项虚假陈述行为（注：即未依规披露关联交易，以及未及时披露《股权转让意向协议》签订情况）与投资者交易决定之间的因果关系”，相当于最高院认为法院应考量虚假陈述行为是否具有“重大性”。进一步而言，在（2020）最高法民申6845号、6848号“尔康制药”案中也认为，“对于重大事件的认定主要应从理性投资者的决策标准和价格走向标准进行判断”，即使相关定期报告因存在虚假陈述被行政处罚，法院仍应结合虚假陈述的内容、所涉金额、股价波动等情况综合考量虚假陈述行为是否构成“证券市场虚假陈述”。基于前述案例，最高院在司法实践中也坚持应审查虚假陈述行为是否具有“重大性”，是否构成“证券市场虚假陈述”。综上所述，本案中审查案涉虚假陈述行为是否具有“重大性”，是否构成“证券市场虚假陈述”，是本案是否满足民事赔偿的前提要件。案涉信息披露违规行为不具有“重大性”，不构成“证券市场虚假陈述”。四、定期报告信息披露违规行为的实施日、揭露日、基准日及基准价应结合四份年度报告的发布日及延安必康公告收到《调查通知书》之日认定。因定期报告信息披露违规行为涉及延安必康四份年度报告，各报告对应信息披露违规行为的实施日应分别认定。陕西证监局认定延安必康在2015年至2018年四份年度报告中存在信息披露违规行为，四份年度报告对应信息披露违规行为的实施日应根据各报告的发布日期分别认定为：2016年4月26日、2017年4月27日、2018年4月17日、2019年4月29日，相对应的会影响交易因果关系的认定及排除。定期报告信息披露违规行为的揭露日应统一认定为延安必康公告收到《调查通知书》之日，即2020年3月26日。定期报告信息披露违规行为的基准日应认定为2020年5月18日，基准价应认定为8.28元/股。根据《行政处罚决定书》，虽然两份临时报告均因披露内容不准确、不完整导致存在信息披露违规行为，但两份临时报告的内容之间本身不具有关联性，不属于同一个信息披露违规行为，而且两份临时报告对应被揭露/更正的情况



也各有差异，因此，两份临时报告相应的日期及基准价应分别认定。对于《关于收到加快口罩等疫情防控防护用品生产紧急通知的公告》，实施日应认定为2020年2月5日，更正日应认定为2020年2月6日，基准日应认定为2020年3月3日，基准价应认定为13.47元/股。对于《关于签署战略合作协议公告》，实施日应认定为2020年2月7日，揭露日应认定为2020年2月7日，基准日应认定为2020年3月6日，基准价应认定为13.28元/股。五、部分投资者并非基于对案涉信息披露违规行为的信赖进行投资，即便其投资产生损失，也与案涉信息披露违规行为不具有交易因果关系。本案中应审查原告是否确实基于对案涉信息披露违规行为的信赖进行了投资。结合原告的交易记录、买入时点、区间利好因素判断，如原告并非基于对案涉信息披露违规行为的信赖进行投资，其投资产生的损失与案涉信息披露违规行为不具有交易因果关系。首先，原告在其主张揭露日后的2020年3月27日大量购入延安必康股票5000股，而该笔买入交易系原告全部111笔买入交易中交易量最高的一笔。并且，在2020年2月6日、2月7日，即案涉临时报告信息披露违规行为被揭示后，原告仍就延安必康股票进行了37笔买入交易。因此，前述交易情况足以证明无论延安必康是否存在信息披露违规，原告均会基于其他考虑而投资交易。换言之，案涉信息披露违规行为在客观上没有影响原告的投资决定，原告的投资交易与延安必康案涉信息披露违规行为之间不存在交易因果关系。其次，原告的交易记录显示，其存在频繁买入并卖出的行为。自原告于2019年3月12日首次买入延安必康股票至其所主张定期报告信息披露违规行为揭露日约一年期间内，原告110次买入延安必康股票，81次卖出延安必康股票，且在2019年7月18日，更是就所持股票进行了清仓。从其操作频率、操作风格（短时间内高频率低位补仓并高位卖出）来看，其系以超短线交易手法进行操作，意图借股票短期波动牟利，其投资行为完全与延安必康信息披露违规行为无关，不存在交易因果关系。为排除投资人与案涉信息披露违规行为不具有交易因果关系的投资损失，请求贵院委托上海交通大学中国金融研究院，采用“多因子模型法”等方式，计算出不受案涉信息披露违规行为影响时股票的模拟成交量，将模拟成交量与延安必康实际成交量相比，得出投资人非基于对案涉信息披露违规行为的信赖而买入股票的比例，最终将该比例对应的投资损失从投资人总体投资损失中扣除。六、投资者的投资损失受到案涉信息披露违规行为以外的证券市场系统性风险、个股特异性风险等因素影响，应予排除。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：《虚假陈述若干规定》）第十九条第（一）、（二）项，对于投资人在信息披露违规行为揭露/更正日之前已经卖出，或在信息披露违规行为揭露/更正日以后再行买入的延安必康股票，应当认定该部分股票产生的投资损失与信息披露违规行为之间不存在因果关系。基于前述规定，应采取“先进先出+加权平均法”作为投资差额损失的计算方法。根据《虚假陈述若干规定》第十九条第（四）项，如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的，该部分损失应由投资人自行承担。因信息披露违规行为实施日至基准日期间，延安必康受“股灾”、新冠肺炎疫情等系统风险因素的影响，并受到业绩下滑、大股东质押平仓、重组失败等非系统风险因素的影响，其股价出现大幅下跌，原告的投资损失很大程度上受前述因素的综合影响。应将该等因素造成的损失予以扣除。七、本案需要考虑的其他因素。延安必康作为革命圣地延安地区唯一一家医药上市公司，对地方经济的发展作出了卓越贡献，热心公益扶贫事业，持续奋战在抗疫前线。案涉信息披露违规行为与市场多发的财务造假存在本质区别，且延安必康已采取有效措施迅速消除资金占用的影响。因市场环境变化，延安必康目前已陷入巨大的债务危机和资金困难，恳请贵院采纳延安必康答辩意见，驳回原

告全部诉讼请求。如贵院经审理，认定延安必康确需向原告承担民事赔偿责任，恳请贵院充分考虑延安必康负债及资产情况，结合延安必康的实际清偿能力等因素对赔付金额予以裁决，或者尽量促成调解、和解。

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。

原告吴燕芬为证明其主张，向本院提供了其身份信息、被告延安必康收到《行政处罚决定书》的公告、巨潮资讯网查询材料、深交所中小板公司管理部《关于对延安必康制药股份有限公司的关注函》、原告吴燕芬证券公司股票账户明细对账单，上述证据用以证明延安必康存在虚假陈述行为，应当赔偿原告的投资损失。

被告延安必康为证明其主张提供了下列证据：

第一组：1. 中国证监会（2015）63号《行政处罚决定书》、中国证监会《[关于核准广东联泰环保股份有限公司首次公开发行股票批复](#)》、《[最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题](#)》；2. 延安必康《2015年年度报告》、《2016年年度报告》、《2017年年度报告》、《2018年年度报告》及公告截图、上述年度报告公告后三个交易日的交易数据及股价走势图、延安必康《关于控股股东及其关联方全部归还非经营性占用资金的公告》、《关于收到加快口罩等疫控防护用品生产紧急通知的公告》、《关于签署战略合作协议的公告》及公告日期截图、2019年12月20日至2020年3月17日延安必康股价与大盘指数、行业指数走势对比图、2020年1月15日至2020年2月4日延安必康股票交易数据；3. 延安必康《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》及公告日期截图、延安必康收到调查通知书之日以及之后三个交易日的交易数据和股票走势图、延安必康《2019年年度报告》、延安必康股票2020年3月26日至5月18日的交易数据及大宗交易查询结果、《关于收到加快口罩等疫控防护用品生产紧急通知的补充公告》及公告日期截图、延安必康股票2020年2月6日至3月3日交易数据及大宗交易查询结果、《关于对延安必康制药股份有限公司的关注函》及公告日期截图；4. 财经网、中金在线财经号、资本帮关于延安必康收到关注函的新闻报道、延安必康股票2020年2月6日至2月11日交易数据及股价走势图、2月7日至3月6日的交易数据及大宗交易查询结果，本组证据的主要证明内容为案涉信息披露违规行为在内容上并不构成投资者作出投资的决策依据，客观上也未对延安必康股票交易价格和交易量造成重大影响，不具有重大性，不会影响投资者的交易决定，不构成证券市场虚假陈述。

第二组：1. 2016年4月26日至5月18日期间深证综指、深市中小板综、全指医药、新能源指数、化学制药指数、新材料概念指数、锂电池指数的情况表，延安必康股价所涉指数走势对比图；2. 延安必康2020年发布的《关于分拆子公司上市的一般风险提示性公告》等18份公告；3. 延安必康《关于延安必康股份有限公司2019年度报告更正事项的专项说明鉴证报告》，延安必康扶贫、捐款、抗疫公益活动汇总及获奖照片，延安必康《2020半年度报告》《2020年第三季度报告》，关于延安必康多款产品入选新型冠状病毒肺炎诊疗方案推荐处方的官方公示信息，时代周报公告的大股东53亿债务逾期限制消费令延安必康资金困局难解的新闻，本组证据的主要证明内容为延安必康股票交易价格受大盘、行业等因素影响，原告主张的投资损失中的部分损失系证券市场本身固有的系统风险所致，依法应当在原告主张的投资差额损失中进行扣除。

第三组：1. 2016 年以来中医药概念股板块、PPP 概念股板块截图；2. 钱江晚报、新浪财经、同花顺综合、中国证券网、网易财经、中国经济网、证券日报、央广网等相关媒体的新闻报道；3. 2016 年 4 月 26 日至 2020 年 3 月 26 日延安必康重大利好公告及同期延安必康股价与中小综指交易数据对比，本组证据的主要证明内容为投资者决定买入延安必康股票并非完全出于对案涉信息披露违规行为的信赖，而是受到延安必康相关行业板块、概念及个股等利好消息的影响，与案涉信息披露违规行为不具有交易因果关系，应当扣除该部分股票交易对应的损失。

第四组：1. 2020 年 8 月 18 日延安必康《关于收到中国证券监督管理委员会陕西监管局〈行政处罚事先告知书〉的公告》；2. 延安必康 2020 年 8 月 17 日、18 日交易数据；3. 延安必康《2018 年度业绩快报》、《2019 年度业绩快报》、《2019 年第一季度报告》、《2019 年半年度报告》、《2019 年第三季度报告》、《2020 年第一季度报告》；3. 延安必康《2015 年年度权益分派实施公告》、《2016 年年度权益分派实施公告》、《2017 年年度权益分派实施公告》、《2019 年度股东大会决议公告》；4. 同花顺金融数据终端关于延安必康所属概念板块截图，本组证据的主要证明内容为延安必康全面披露控股股东非经营性占用资金、错误记载货币资金情况后，股价不降反升，说明延安必康所隐瞒的占用资金信息不必然属于利空信息、所披露的记载货币信息不必然属于诱多信息，且定期报告信息披露违规行为不具有重大性，不构成证券市场虚假陈述。2018 年度至 2020 年第一季度期间，延安必康的经营情况持续走弱，在此期间买入延安必康股票的投资者纯粹出于投机目的，与案涉信息披露违规行为不具有交易因果关系。延安必康曾经三次现金权益分派，原告投资者买入、卖出延安必康股票的价格应当按照其所收取的现金分红复权计算。《损失核定意见书》确定“3+X”组合参考指标体系时，应当选取代表热点比较突出的反映延安必康股票特点的概念指数“X”。

原告吴燕芬对于被告延安必康提供的四组证据中部分证据的真实性有异议，认为全部四组证据不能证明相关的证明内容，具体理由与诉称一致。

被告延安必康对原告吴燕芬提交的证据真实性无异议，但不认可证明目的，认为案涉信息披露违规行为构成《[行政处罚法](#)》上的行政违法行为并不等同于构成《[证券法](#)》上的证券市场虚假陈述。案涉信息披露违规行为不构成影响投资者投资决策的重大性，不构成《[证券法](#)》上的证券市场虚假陈述。案涉信息披露违规行为在客观上没有影响原告的投资决定，原告的投资交易与延安必康案涉信息披露违规行为之间不存在交易因果关系。

结合双方质证意见，本院对原告吴燕芬提供证据的真实性、合法性予以认可，原告吴燕芬虽对被告延安必康提供部分证据的真实性不予认可，但是并未进一步提供反驳证据，由于被告延安必康提供证据有合法来源，故本院对于被告延安必康提供证据的真实性、合法性予以认可。

为准确获取原告吴燕芬的延安必康股票交易记录，本院依职权从深圳证券交易所调取了相关的交易记录数据。双方均认可该交易记录数据的真实性与权威性，并同意以调取的交易记录数据作为核定损失的依据，本院对此予以认可。

对当事人无异议的证据，本院予以确认并在卷佐证。对有争议的证据和事实，本院认定如下：

1. 延安必康成立于 2002 年 12 月 30 日，经批准于 2010 年 5 月 25 日在深圳证券交易所上市，股票简称原为九九久、必康股份，现称延安必康，股票代码 002411。



2. 2016年4月26日，延安必康发布《2015年年度报告》。2017年4月27日，延安必康发布《2016年年度报告》。2018年4月17日，延安必康发布《2017年年度报告》。2019年4月29日，延安必康发布《2018年年度报告》。

3. 2020年2月5日，延安必康发布《关于收到加快口罩等疫控防护用品生产紧急通知的公告》。2月6日，延安必康发布《关于收到加快口罩等疫控防护用品生产紧急通知的补充公告》。2月7日，延安必康发布《关于签署战略合作协议公告》。同日，深圳证券交易所向延安必康发出《关注函》，要求延安必康披露《关于签署战略合作协议公告》涉及的相关药物研制的有关事项，2019年以来披露的战略或框架协议内容，补充披露实际控制人、控股股东、董监高、其他5%以上股东近期是否存在减持计划，自查近期接待机构和個人投資调研的情况，说明是否存在违反公平信息披露原则等问题。2月11日，延安必康发布《关于与图微安创签署战略合作协议的补充公告》，称尚未对具体合作内容达成正式协议，暂不会对公司业绩产生影响。

4. 2020年3月26日，延安必康对外发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》，称公司于2020年3月25日收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》（陕证调查字2020001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》等有关规定，中国证券监督管理委员会决定对公司进行立案调查。

2020年8月18日，延安必康对外发布《关于收到中国证券监督管理委员会陕西监管局调查通知书的公告》，称公司于2020年8月17日收到陕西证监局下发的《行政处罚事先告知书》，公司涉嫌信息披露违法违规，已经调查完毕。拟对公司作出行政处罚。

2020年9月18日，延安必康对外发布《关于控股股东及其关联方全部归还非经营性占用资金的公告》，称截至2020年9月17日，公司累计已收到公司控股股东及其关联方现金归还的44.97亿元非经营性占用资金，至此，公司控股股东及其关联方已通过现金的方式全部归还非经营性占用资金。

2020年10月16日，延安必康对外发布《延安必康制药股份有限公司关于收到中国证券监督管理委员会陕西监管局〈行政处罚决定书〉的公告》，称公司于2020年10月15日收到陕西证监局下发的《行政处罚决定书》（[2020]5号）。《行政处罚决定书》主要内容是对延安必康、实际控制人李某乙、公司时任董事、监事、高级管理人员香某某、谷某某、周某某、董某某、伍某某、刘某甲、邓某某、杜某甲、黄某某、杜某乙、柴某某、郑某某、邵某某、朱某某、雷某某、何某某、刘某乙、郭某某、夏某某、陈某甲、李某甲、苏某某、陈某乙、王某某等相关责任人作出行政处罚，认为延安必康等具有信息披露违法行为。认定的违法事实有：一、相关年度报告存在重大遗漏，未披露控股股东及其关联方非经营性占用资金情况。新沂必康为延安必康的控股股东、关联方，李某乙为延安必康的实际控制人、关联方，李某乙控制的江苏北松健康产业有限公司为延安必康的其他关联方。2015年2月11日和2016年1月15日，新沂必康分别向延安必康实际控制人李某乙提交《关于为新沂必康解决短期资金需求的申请》和《关于解决陕西必康向新沂必康调拨资金解决短期资金需求的报告》，称为加快和推动与公司产业链配套的新沂必康项目建设，做好以商业连锁为核心的项目并购储备，申请延安必康全资子公司陕西必康向新沂必康进行资金调拨和拆借，以解决短期资金需求，李某乙在上述申请和报告上分别签字。2015年至2018年，陕西必康按照李某乙指示，向陕西天佑连锁药店管理有限公司和陕西松嘉医药有限公司累计转出43.40亿元，扣除用于

向有关方支付陕西必康销售费用的 10.95 亿元，剩余 32.45 亿元中 8.17 亿元用于支付相关收购款，由陕西松嘉医药有限公司根据新沂必康授权在指定区域内搜集符合条件的标的企业，约定达到并购条件后由延安必康予以收购，但截至调查结束，约定的收购事项并未实施，且相应转出的款项亦未返还延安必康，其余资金主要用于新沂必康投资建设的新医药产业综合体项目。此外，2017 年 4 月 12 日至 4 月 20 日，陕西必康以预付工程款方式向新沂市远大建筑安装工程有限公司转款 12.52 亿元，由新沂市远大建筑安装工程有限公司以提供借款形式通过中间方最终转给关联方江苏北松健康产业有限公司。上述行为违反了《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》（证监会公告〔2017〕16 号），实质构成控股股东及其关联方非经营性占用上市公司资金。经测算，2015 至 2018 年延安必康的控股股东及其关联方非经营性占用上市公司资金累计 44.97 亿元，其中，2015 年发生额为 7.05 亿元，占当期披露净资产的 13.42%，期末余额为 6.71 亿元；2016 年发生额为 13.72 亿元，占当期披露净资产的 16.21%，期末余额为 18.85 亿元；2017 年发生额为 16.48 亿元，占当期披露净资产的 17.70%，期末余额为 20.73 亿元；2018 年发生额为 7.72 亿元，占当期披露净资产的 8.06%，期末余额为 27.46 亿元。根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》（证监会公告〔2015〕24 号、证监会公告〔2016〕31 号、证监会公告〔2017〕17 号）第三十一条的规定，延安必康应当在相关年度报告中披露控股股东及其关联方非经营性占用资金的相关决策程序，以及占用资金的期初余额、发生额、期末余额、占用原因、预计偿还方式及清偿时间等。延安必康《2015 年年度报告》《2016 年年度报告》

《2017 年年度报告》《2018 年年度报告》未进行披露，存在重大遗漏。二、相关年度报告存在虚假记载，虚增货币资金。延安必康通过虚假财务记账、伪造银行对账单等方式，掩盖上述关联方非经营性占用上市公司资金情况，导致上市公司相关年度报告披露的货币资金账实不符，存在虚增货币资金情形。通过上述方式，延安必康《2015 年年度报告》虚增货币资金 794326924.96 元，占当期披露的经审计总资产的 8.99%和净资产的 15.18%；《2016 年年度报告》虚增货币资金 2057005338.69 元，占当期披露的经审计总资产的 11.40%和净资产的 24.31%；《2018 年年度报告》虚增货币资金 811866582.26 元，占当期披露的经审计总资产的 3.94%和净资产的 8.47%。三、相关临时报告信息披露内容不准确、不完整，存在误导性陈述。2020 年 2 月 5 日，延安必康披露《关于收到加快口罩等疫情防控防护用品生产紧急通知的公告》，称将尽快完成医护级口罩和防护服生产线的改造，提前做好上游原材料采购、运输等生产保障工作等。2 月 5 日收盘后，延安必康披露补充公告，称目前尚无口罩生产业务，尚未取得口罩生产许可资质，并提示存在不能及时获取生产许可资质等相关风险。2020 年 2 月 7 日，延安必康披露《关于签署战略合作协议公告》，称拟与深圳市图微安科技开发有限公司（以下简称：图微安创）“建立紧密的战略合作伙伴关系”，称肺纤维化是新型冠状病毒疾病的重要特点，是重要临床表现之一等，还称图微安创已经开发出对肺纤维化具有良好治疗逆转作用的多肽药物，并表示其药物治疗“相关的生物指标逆转在 80%以上，属于全球首创”“未来有望成为治疗肺纤维化领域的明星药物”，图微安创设计并研发的多肽药物“在应对当下新型冠状病毒肺炎患者的治疗以及未来出院病人进一步的康复治疗具有重要临床价值”。2 月 10 日收盘后，延安必康披露补充公告，称该项目属于新药研发，目前处于临床前研究阶段，预计 2021 年完成临床前开发工作，2022 年一季度申报临床，2025 年完成临床 II 试验，绿色通道申请生产上市，并提示存在实现商业利润需要较长时间、本次合作的具体实施尚存在不确定性因素等风险。延安必康披露接到加快口罩生产的



通知及开展肺纤维化治疗等战略合作后，上市公司股价于2月5日、6日连续涨停，2月7日最高涨幅9.62%；在深圳证券交易所2月7日问询关注及公司补充披露相关内容后，上市公司股价由涨转跌，2月7日涨幅1.53%，2月10日、11日跌幅达9.98%、5.65%（2月8日和9日为周末），反映延安必康披露的上述相关信息对股价产生较大影响。延安必康2月5日、2月7日披露的相关临时公告不准确、不完整，对上市公司股价产生较大影响，构成误导性陈述。陕西证监局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、第三款的规定，决定：一、对延安必康制药股份有限公司责令改正，给予警告，并处以60万元罚款；二、对李某乙给予警告，并处以60万元罚款；三、对香某某、谷某某给予警告，并分别处以30万元罚款；四、对周某某、董某某、伍某某给予警告，并分别处以10万元罚款；五、对刘某甲、邓某某、杜某甲、黄某某、杜某乙、柴某某、郑某某、邵某某、朱某某、雷某某、何某某、刘某乙、郭某某、夏某某、陈某甲、李某甲、苏某某、陈某乙、王某某给予警告，并分别处以3万元罚款。

5. 自2020年3月26日起，延安必康A股累计成交量至2020年5月18日达到可流通部分的100%。自2020年3月26日至2020年5月18日之间的交易日，延安必康A股收盘价平均价是8.284元。

6. 原、被告双方确认，如果认定延安必康构成证券侵权、需要承担相应民事责任，原告吴燕芬认为本案年度报告存在重大遗漏、虚假记载的虚假陈述行为实施日为2016年4月26日，揭露日为2020年3月26日。临时报告信息披露内容存在误导性陈述的虚假陈述行为实施日为2020年2月5日、揭露日为2020年2月7日。被告延安必康认为本案年度报告存在重大遗漏、虚假记载的虚假陈述行为实施日及临时报告信息披露内容存在误导性陈述的虚假陈述行为实施日应当分别认定，2015年年度报告的实施日为2016年4月26日，2016年年度报告的实施日为2017年4月27日，2017年年度报告的实施日为2018年4月17日，2018年年度报告的实施日为2019年4月29日。揭露日统一认定为2020年3月26日。对于发布内容涉及口罩的临时性公告实施日为2020年2月5日、揭露日为2020年2月6日。对于发布内容涉及签署战略合作协议公告实施日为2020年2月7日，揭露日为2020年2月7日。

7. 在有效考察期间原告吴燕芬于2019年3月12日第一次有效买入延安必康股票，2020年4月3日最后一笔卖出。相关交易记录以本院向深圳证券交易所调取的交易数据为准。2020年2月5日、2月6日、2月7日没有买入或者卖出延安必康股票。

8. 本案审理中，本院依法职权委托中证资本市场法律服务中心（以下简称：中证法律服务中心）对本案原告吴燕芬的投资损失、是否存在证券市场系统风险及相应扣除比例进行核定。中证法律服务中心是经中国证监会批准设立的、我国唯一跨区域、跨市场的全国性证券期货纠纷公益调解机构。中证法律服务中心为全国司法机关提供公益性证券投资者损失核定服务。截止2020年底，累计受理全国16家法院损失核定委托，核定23起上市公司虚假陈述案逾1万名投资者损失，核定损失18.57亿元。

中证法律服务中心于2021年9月9日出具了（202151）号《证券投资者损失核定意见书》（以下简称：《损失核定意见书》）。《损失核定意见书》采用移动加权平均法计算投资者买入均价，采用“第一笔有效买入”概念参与计算。在计算损失前，先按先进先出原则确定可索赔股票范围，逐日考察投资者在实施日至揭露日期间交易记录的“证券余额”情况，若收盘后“证券余额”为“0”的，推定该日前买进的股票已全部卖出，该日前的交易记录不参与损失计算（包括差额损失和证券市场风险扣除计算），该日

后的首笔买入交易为“第一笔有效买入”，参与损失计算。据此，在虚假陈述行为实施日为2016年4月26日，揭露日为2020年3月26日，基准日为2020年5月18日，基准价为8.284元，以及采用移动加权平均法计算买入均价的情况下，中证法律服务中心核定了本案原告首笔有效买入日期、买入均价、揭露日至基准日卖出的延安必康股数以及基准日仍持有的延安必康股数，并计算出原告的投资差额损失。投资者投资差额损失的计算公式为：投资差额损失=（买入均价-卖出均价）×揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间卖出股数+（买入均价-基准价）×揭露日有效持股余额在揭露日至基准日期间未卖出股数。具体到本案原告吴燕芬2019年3月12日买入1000股延安必康股票的行为是其第一笔有效买入，至揭露日证券余额为12200股，2020年4月3日最后一笔卖出。原告吴燕芬买入均价为10.564元，卖出均价为8.517元，揭露日到基准日期间卖出12200股。采用移动加权平均法计算原告吴燕芬投资差额损失为24973.40元。

《损失核定意见书》采用同步指数对比法对本案证券市场系统风险扣除比例进行计算。具体方法是从投资者第一笔有效买入日起，以与个股买入均价、卖出均价及基准价格相同的计算方式，同步计算相应买入期间的指数均值、卖出期间的指数均值和揭露日到基准日期间的指数均值。指数均值的计算对应投资者交易记录，取投资者每笔交易当天的收盘指数和交易数量，以个股均价计算方式进行移动加权或加权。通过各交易期间的指数均值可以得出指数跌幅，将深证综合指数、申万一级行业指数和申万三级行业指数的跌幅一一计算后，获取指数平均跌幅。再将指数平均跌幅与个股跌幅进行对比。计算公式是证券市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅。本案原告吴燕芬持有延安必康股票期间，深证综合指数下跌0.514%、申万医药生物行业指数上涨4.805%、申万化学制剂行业指数上涨5.841%，个股跌幅19.377%，不存在系统性风险。

原告吴燕芬对《损失核定意见书》无异议。被告延安必康对《损失核定意见书》的损失核定方法、核定结果有异议，主要认为《损失核定意见书》未扣除延安必康个股重大利好、利空事件的影响，也未考虑规模因素、价值因素、beta因素、盈利因素、杠杆因素、成长因素、动量因素、波动率因素、流动性因素等造成的影响。《损失核定意见书》仅以延安必康其中两项主营板块确定行业参考指数，忽略了延安必康的业务跨行业、多元化发展的事实，未考虑其他行业系统风险对延安必康股价的影响。核定方法不够客观、科学、全面，核定结果不够准确。

## 本院认为

本院认为，本案属于证券虚假陈述责任纠纷。根据《虚假陈述若干规定》第十七条的规定，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。对于重大事件，应当结合证券法第五十九条、第六十条、第六十一条、第六十二条、第七十二条及相关规定的内容认定。虚假记载，是指信息披露义务人在披露信息时，将不存在的事实在信息披露文件中予以记载的行为。误导性陈述，是指虚假陈述行为人在信息披露文件中或者通过媒体，作出使投资人对其投资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述。重大遗漏，是指信息披露义务人在信息披露文件中，未将应当记载的事项完全或者部分予以记载。陕西证监局作出的《行政处罚决定书》（[2020]5号），认定延安必康已经构成了《证券法》第一百九十三条第一款所规定的虚假陈述违法行为，并对延安必康、实际控制人李某乙、公

司时任董事、监事、高级管理人员给予了行政处罚，因此对于延安必康实施了虚假陈述违法行为的事实予以确认。

被告延安必康是否应当承担民事赔偿责任以及应当承担赔偿责任的大小，应当适用《[证券法](#)》和《虚假陈述若干规定》等相关法律和司法解释予以认定。根据双方的诉辩意见以及本院查明的案件事实，本案的争议焦点是：一、案涉虚假陈述行为是否具有“重大性”，是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格；二、如何确定案涉虚假陈述行为的实施日、揭露日、基准日；三、如何确定原告损失与案涉虚假陈述行为之间的因果关系，包括交易因果关系和损失因果关系及是否存在证券市场系统风险等其他因素；四、如何确定原告损失的赔偿金额，包括采用何种计算方法。

#### 一、案涉虚假陈述行为是否具有“重大性”，是否足以影响投资者的投资决策或市场交易价格

股票是一种特殊的金融商品，投资者对于股票价值的正确判断取决于能否及时准确地获取相关信息。上市公司定期发布的年度报告是中小投资者、债权人了解公司实际经营状况的重要渠道，如果年度报告中记载的大量信息失真甚至虚假记载，必然会实质性影响理性投资者的决策。对于案涉虚假陈述行为重大性的考察可以从两个方面判断：（1）从对投资人的决策产生影响的方面进行考虑，即如果该信息的披露将会实质性的影响投资人的交易决策，那么该信息具有重大性；（2）从对证券市场的价格影响方面进行考虑，如果该信息的披露会对相关证券的价格产生实质性影响，那么该信息具有重大性。上述标准满足其一就可以认定具有“重大性”。《行政处罚决定书》认定延安必康涉及虚假陈述行为包括其一未披露控股股东及其关联方非经营性占用资金情况，年度报告存在重大遗漏，其二虚增货币资金，年度报告存在虚假记载，其三存在误导性陈述，临时报告信息披露内容不准确、不完整。对上述虚假陈述行为具体分析，从关联交易的规模上看，非经营性占用资金累计 44.97 亿元，连续 3 年发生金额占当期披露净资产的 10%以上。虚增货币资金累计 36.62 亿元，在 3 期年度报告中均显示占当期披露的经审计总资产的 8.99%、11.40%、3.94%和净资产的 15.18%、24.31%、8.47%。非经营性占用资金和虚增货币资金等虚假陈述涉及的资金数额巨大。从关联交易的时间上看，非经营性占用资金在连续 4 年的年度报告中不同程度存在，虚增货币资金在 3 年的年度报告中亦有体现，非经营性占用资金和虚增货币资金等虚假陈述持续时间较长。从关联交易的内容上看，非经营性占用资金主要体现为延安必康直接或间接拆借给关联方及其附属企业大量资金、在没有商品和劳务对价情况下提供给关联方及其附属企业大量资金，并且为了掩盖上述未披露关联交易，通过虚假财务记账、伪造银行对账单等方式，在年度报告中虚增货币资金，导致连续数年年度报告财务数据失真。从虚假陈述对股票价格的影响上看，2020 年 2 月 5 日、2 月 7 日，延安必康发布的两个临时公告在内容上与新型冠状病毒疾病的防控具有直接关联性，临时公告发布后直接导致延安必康股价于 2 月 5 日、6 日连续涨停，2 月 7 日最高涨幅 9.62%，而在深圳证券交易所 2 月 7 日间询问关注及延安必康补充披露相关内容后，延安必康股价由涨转跌，2 月 10 日、11 日跌幅达 9.98%、5.65%。延安必康的误导性陈述已经严重影响了股价的正常涨跌。基于上述分析，本案中延安必康在年度报告中未如实披露与关联方、控股股东、实际控制人之间的关联交易，并且在年度报告中虚增货币资金，上述行为持续时间长且未如实披露资金高达几十亿的规模，发布的涉及疫情防控的临时性公告导致股票价格的剧烈涨跌。可以认定延安必康的上述虚假陈述行为不仅实质性的影响投资人的交易决策，而且对延安必康的股票价格产生实质性影响。本院确认案涉虚假陈述行为具有“重大性”，并且足以影响原告的投资决策和市场交易价格。《[全国](#)



《法院民商事审判工作会议纪要》第 85 条强调，重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息，虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为。在案件审理过程中，对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩，人民法院不予支持。值得注意的是，本案中延安必康虽然发布公告称控股股东及其关联方已经全部归还全部非经营性占用资金，但是该公告的发布时间是在证监机构立案调查之后，在此之前的数年时间非经营性占用资金持续存在，并且证监机构已经对此作出了顶格处罚。因此，延安必康认为案涉虚假陈述行为不具有“重大性”，不构成“证券市场虚假陈述”的抗辩意见，本院不予采信。

## 二、如何确定案涉虚假陈述行为的实施日、揭露日、基准日

《虚假陈述若干规定》第二十条规定：“本规定所指的虚假陈述实施日，是指作出虚假陈述或者发生虚假陈述之日。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。虚假陈述更正日，是指虚假陈述行为人在中国证券监督管理委员会指定披露证券市场信息的媒体上，自行公告更正虚假陈述并按规定履行停牌手续之日。”《行政处罚决定书》已经认定延安必康存在多个虚假陈述行为，涉及《2015 年年度报告》、《2016 年年度报告》、《2017 年年度报告》、《2018 年年度报告》未披露控股股东及其关联方非经营性占用资金及虚增货币资金。考虑上述虚假陈述行为均是由于延安必康与其控股股东及其关联方之间通过关联交易所引发，而年度报告虚增货币资金也是为了掩盖前述的非经营性占用资金情况，可以看出非经营性占用资金与虚增货币资金之间相互关联，时间上前后相继相互重合，非经营性占用资金与虚增货币资金已构成一个整体，可以视为同一虚假陈述行为的延续，因此应当以上述虚假陈述行为的首次实施日，即《2015 年年度报告》发布日期 2016 年 4 月 26 日为本案虚假陈述行为实施日。以最后一个揭露日，即延安必康对外发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》的 2020 年 3 月 26 日为本案虚假陈述行为揭露日。自 2020 年 3 月 26 日起，延安必康 A 股累计成交量至 2020 年 5 月 18 日达到可流通部分的 100%，本案虚假陈述行为的基准日确定为 2020 年 5 月 18 日。被告认为应当按照各年度报告的时间，分别认定案涉虚假陈述行为的实施日、揭露日、基准日的抗辩理由与《行政处罚决定书》认定的虚假陈述行为的特征不符，也不利于保护广大投资者的利益，本院不予采信。

《行政处罚决定书》还认定延安必康在 2020 年 2 月 5 日、2 月 7 日发布的内容为口罩和战略性合作的两份临时性公告，内容上存在误导性陈述。由于延安必康在 2020 年 2 月 5 日收盘后以及 2 月 7 日深交所发出问询函后都及时出面澄清上述临时性公告内容，误导性陈述时间持续较短，且误导性陈述发生的时间与前文所述年度报告虚假陈述行为的实施日至揭露日的时段部分重合，加之本案原告吴燕芬在 2020 年 2 月 5 日至 2 月 7 日之间也没有交易延安必康股票，故本案对两份临时性公告不再单独认定实施日、揭露日。

三、原告损失与案涉虚假陈述行为之间的是否存在因果关系，包括交易因果关系和损失因果关系；是否存在证券市场系统风险等其他因素

《虚假陈述若干规定》确立了推定信赖原则，即只要投资人是在虚假陈述实施日及以后，至揭露日或者更正日之前买入股票，也即推定投资人买入股票与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。具体到本案而言，延安必康虚假陈述行为从 2016 年持续到 2020 年，可以推定在上述时间段内原告是出于对延安必康定

期发布的年度报告的信赖，而买入延安必康股票。延安必康作为上市公司依法负有完整、准确、真实地披露相关信息供投资者决策的义务，但是延安必康未披露重大关联交易行为，导致虚假信息对股票价格产生了影响，扭曲了股票的真实市场价格。尽管原告买入延安必康股票可能出于多种原因，如对市场行情的判断，对公司经营情况的了解。但是无法否认延安必康的相关虚假陈述行为必然会影响到原告的投资决策。延安必康本案中提供的证据无法证明原告投资决策未受虚假陈述的影响，故本院认定在实施日到揭露日期间买入并一直持有延安必康股票的投资行为与虚假陈述行为之间存在交易因果关系。

根据《虚假陈述若干规定》第十八条、第十九条的规定，投资者在虚假陈述实施日之后至揭露日之前买入股票，在虚假陈述揭露日之前未卖出，应推定其主张的损失与虚假陈述行为之间存在因果关系。如虚假陈述行为人举证证明投资者的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的，应当认定虚假陈述与损害结果之间不存在因果关系。证券市场系统风险一般是指证券市场产生普遍影响的风险因素，其因共同因素引发，对证券市场或市场某个领域中所有证券价格均产生影响，并且这种影响不为个别企业所能控制，是整个市场或者市场某个领域的所有参与者所共同面临的，无法通过分散投资得以避免。目前我国法律、司法解释未对系统风险的认定以及扣除作出明确规定。证券市场系统风险是否存在，当前司法实践中通常可以通过证券市场大盘指数和行业板块指数的波动情况作出判断。本案中原告吴燕芬自第一笔有效买入延安必康股票的2019年3月12日至最后一笔卖出日2020年4月3日的考察期间，以深圳证券交易所挂牌上市的全部股票为计算范围并以发行量为权数的深证综合指数下跌0.514%、延安必康股票主要所属的医药生物行业指数上涨4.805%、化学制剂行业指数上涨5.841%，延安必康股票个股跌幅19.377%，延安必康股票的走势与大盘指数、行业板块指数走势不具有同向性。可以认定本案不存在证券市场系统风险。

证券市场中影响股票价格走势的主客观因素众多，既包括利空因素也包括利多因素，如果仅考虑利空因素对股价的影响而相应的扣除投资者损失，不利于保护广大投资者的信赖利益。本案中，延安必康主张股价下跌受公司业绩下滑、大股东质押平仓、重组失败等非系统风险因素，但是这些因素对延安必康股票价格产生何种影响并不明确。从保护投资者合法权益，规范证券市场行为，遏制证券市场虚假陈述，维护资本市场的公平、公开、公正角度出发，延安必康的上述抗辩理由，本院不予采信。

#### 四、如何确定原告损失的赔偿金额，包括采用何种计算方法

《证券法》第八十五条规定：“信息披露义务人未按照规定披露信息，或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任；发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”《虚假陈述若干规定》第三十条规定：“虚假陈述行为人在证券交易市场承担民事赔偿责任的范围，以投资人因虚假陈述而实际发生的损失为限。投资人实际损失包括：（一）投资差额损失；（二）投资差额损失部分的佣金和印花税。前款所涉资金利息，自买入至卖出证券日或者基准日，按银行同期活期存款利率计算。”证券领域具有极强的专业性，特别是证券虚假陈述损失的计算涉多个学科和领域，因此委托专业、中立的第三方进行损失核定，更符合程序正义和实体正义。本案诉讼中，参考全国范围内大多数法院的司法实践，本院依法职权委托专业核定损失机构中证法律服

务中心采用“同步指数对比法”对原告投资损失涉及证券市场系统风险扣除比例进行核算。“同步指数对比法”的原理，是从投资者第一笔有效买入开始，假设投资者买卖案涉股票时，同时买入卖出相同数量的指数，每一笔交易均同步对应指数的买入卖出，指数的价格取交易当日的收盘数值。揭露后卖出的或持有股票的，假设也同步卖出或持有对应的指数。其具体计算方法是，将每个投资者持股期间的大盘指数、行业指数的平均跌幅与个股跌幅进行对比，用“相对比例法”扣除证券市场系统风险的影响。个股跌幅=（个股买入均价一个股卖出均价或个股基准价）/个股买入均价。指数跌幅=（指数买入均价一指数卖出均价或指数基准价）/指数买入均价。证券市场系统风险扣除比例=指数平均跌幅/个股跌幅。该公式中，指数平均跌幅是将案件选取的参考指数分别计算出涨跌幅后，按“3+X”组合指数的判定规则判定纳入证券市场系统风险比例计算的指数涨跌幅数值，计算出参考指数的平均跌幅。“同步指数对比法”具有如下特点：一是充分考虑投资者买入股票数量和指数波动因素，将投资者每笔买入股票的数量与参考指数当日收盘数值相对应，买入股票数量的权重能够在指数上得到反映；二是损失计算“个性化”，充分考虑到不同投资者的交易实况，根据其揭露日后卖出及基准日持股情况扣除证券市场系统风险比例，计算结果更客观公正。本案选取的参考指数包括深证综合指数 399106.SZ，（申万）医药生物行业指数 801150.SL，（申万）化学制剂行业指数 851512.SL。上述选定指数从不同维度反映了整体市场与个股价格变化的相对关系，在市场风险影响程度的判定上更为严谨，据此本院确认中证法律服务中心作出的《损失核定意见书》可以作为认定原告损失的依据。《损失核定意见书》采用移动加权平均法计算原告买入延安必康股票均价，采用“第一笔有效买入”概念参与计算，经核算吴燕芬投资差额损失为 24973.40 元。原告吴燕芬持有延安必康股票期间，深证综合指数下跌 0.514%、申万医药生物行业指数上涨 4.805%、申万化学制剂行业指数上涨 5.841%，个股跌幅 19.377%，不存在系统性风险。证券市场股票交易印花税按千分之一单边征收，原告吴燕芬投资差额损失部分印花税是 24.973 元。此外证券市场 2002 年以后实行浮动佣金制度，但最高不得超过千分之三，参照目前证券公司的普遍收费标准，本院酌情认定本案按照万分之三计算佣金，原告吴燕芬投资差额损失部分的佣金是 7.49 元。《损失核定意见书》虽计算了获赔资金利息损失，但原告吴燕芬未主张，故本院不再计取。

综上所述，被告延安必康因重大关联交易未披露的行为，构成证券虚假陈述侵权，应对受侵权的投资者承担相应民事赔偿责任。原告吴燕芬在实施日到揭露日期间买入股票并持有至揭露日，存在投资差额损失，与被告延安必康的虚假陈述行为之间具有交易和损失的因果关系，有权要求被告延安必康予以赔偿。本院委托中证法律服务中心采用“移动加权平均法”计算原告吴燕芬的股票买入均价并采用“同步指数对比法”计算市场系统风险扣除比例，计算方法和计算结果公平合理。本院确认原告吴燕芬最终应获得的赔偿金额为投资差额损失 24973.40 元和佣金 7.49 元、印花税 24.973 元之和 25005.86 元。依照《[中华人民共和国证券法](#)》[第八十五条](#)、《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、被告延安必康制药股份有限公司自本判决生效之日起十日内向原告吴燕芬支付赔偿款 25005.86 元；



二、驳回原告吴燕芬的其余诉讼请求。

如果未按本判决指定的期间履行给付金钱义务，应当按照《中华人民共和国民事诉讼法》第二百五十三条之规定，加倍支付迟延履行期间的债务利息。

本案案件受理费 865 元，由原告吴燕芬负担 346 元，被告延安必康制药股份有限公司负担 519 元。

#### 权利告知

如不服本判决，可在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，上诉于陕西省高级人民法院。

#### 审判人员

审 判 长：张亚凤

审 判 员：张鹏

审 判 员：岳新文

二〇二一年九月二十八日

法官助理：张咪咪

书 记 员：汪靖朝

1



扫一扫，手机阅读更方便