

尔康制药案

董某等诉帅放某、湖南尔康制药股份有限公司等 证券虚假陈述责任纠纷案

尹湘南* 刘 雨**

2019年12月28日,第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《证券法》(以下简称新《证券法》),新《证券法》已经于2020年3月1日起正式施行。其中,有几大亮点,如“全面推行注册制、投资者保护及信息披露独立成章、加大对违法行为的惩罚力度、首次确立投资者的集体诉讼制度”等。投资者保护独立成章的出现,意味着将直接按照不同风险识别和风险承受能力来划定投资者的投资范围,要求投资者理性投资;同时,强化信息披露义务人的信息披露要求,其披露的信息应当真实、准确、完整等,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;对违法行为的加重惩罚,将是对发行人、上市公司等主体的重磅警示。此外,首次确立的投资者集体诉讼制度重在着力保护中小投资者,这意味着投资者的维权成本将进一步降低,新《证券法》规定的“明示退出、默示加入”将为后续的投资者带来极为便利的维权方式,同时也在一定程度上为法院在个案投资者的适格主体身份的识别工作提供了更为便捷的模式。2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)在关于证券纠纷案件的审理中也相应提出可以在传统的“一案一立、分别审理”的基础上根据《民事诉讼法》第54条之规定逐步开展代表

* 投服中心公益律师、上海兰迪(长沙)律师事务所主任,尔康制药虚假证券支持诉讼案件代理人。

** 上海兰迪(长沙)律师事务所律师,尔康制药虚假证券支持诉讼案件代理人。

人诉讼方式试点工作。距新《证券法》实施不到一个月的时间,上海金融法院于2020年3月24日也发布《上海金融法院关于证券纠纷代表人诉讼机制的规定(试行)》,进一步对新《证券法》中的集体诉讼进行明确规定,这给保护中小投资者,加强市场投资信心,促进证券市场的良好运行打了一剂强心针。

案情简介

(一) 本案的主要诉讼参加人

本案主要被告——帅放某,任湖南尔康制药股份有限公司(以下简称尔康制药公司)的董事长,亦系尔康制药公司法定代表人和实际控制人。

本案被告之一——尔康制药公司,系在深圳证券交易所上市的一家上市公司,涉诉时的法定代表人为帅放某。^①

本案原告均为尔康制药公司的中小投资者,系从二级市场购买该公司股票的散户,因尔康制药公司证券虚假陈述导致股价下跌而受有亏损。

本案原告方的诉讼代理人为投服中心公益律师、湖南省律师协会常务理事、副秘书长、上海兰迪(长沙)律师事务所主任尹湘南律师及其团队。

(二) 诉讼的起因

2016年4月6日,尔康制药公司发布《2015年年度报告》。

2017年4月21日,尔康制药公司发布《2016年年度报告》。

2017年8月10日,尔康制药公司在巨潮资讯网发布《关于收到中国证监会调查通知书的公告》(以下简称《调查通知书》),披露尔康制药公司收到证监会《调查通知书》。《调查通知书》的内容为:因尔康制药公司涉嫌信息披露违法违规,根据2014年《证券法》的有关规定,证监会决定对尔康制药公司进行立案稽查。

2017年11月23日,尔康制药公司发布《关于媒体报道自查报告的公告》,就之前媒体质疑的关联交易、中国海关关于木薯淀粉及改性淀粉的进口数据等问题进

^① 该公司的基本信息:股票简称:尔康制药,股票代码:300267,上市时间:2011年9月27日,住所地:湖南省浏阳市浏阳经济开发区康平路167号,主营业务:医药产品的研发、生产和销售。相关信息源于国家企业信用信息公示系统(<http://www.gsxt.gov.cn/index.html>)和巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn>)。

行了澄清,并对尔康制药公司2016年年度财务报告出现的重大会计差错进行了说明。尔康制药公司在该公告称,本次自查发现的问题将对公司2016年度的业绩造成一定影响,净利润预计将减少231,030,762.00元。同日,该公司还发布了《关于公司股票复牌的提示性公告》,披露公司将于2017年11月23日开市起复牌。

2018年4月18日,尔康制药公司发布《关于收到中国证监会行政处罚事先告知书的公告》,该公告披露了尔康制药公司的下列违法事实:(1)2015年涉嫌虚增营业收入18,058,880元,虚增利润15,859,735.04元,占当期合并报表披露营业收入的1.03%,净利润的2.62%;(2)2016年涉嫌虚增营业收入255,075,191.84元,虚增净利润232,254,448.80元,占当期合并报表披露营业收入的8.61%,净利润的22.63%。

2018年6月11日,中国证券监督管理委员会湖南证监局(以下简称湖南证监局)作出(2018)2号《行政处罚决定书》,其主要内容为:(1)2015年,尔康制药公司全资子公司湖南尔康(香港)有限公司(以下简称尔康香港公司)将从另一全资子公司湖南尔康(柬埔寨)投资有限公司(以下简称尔康柬埔寨公司)购入的200吨改性淀粉通过广州某食品公司、上海某实业公司等中间商间接销往尔康制药公司,为此,尔康香港公司确认营业收入18,058,880元,确认净利润15,859,735.04元。(2)2016年,尔康香港公司将从尔康柬埔寨公司购入的1878吨改性淀粉通过广州某食品公司、上海某实业公司等中间商间接销往尔康制药公司,为此,尔康制药公司确认营业收入229,315,853.50元,确认净利润208,981,130.18元。以上两点所述经济业务不应确认为销售收入,因尔康制药公司从全资子公司全额现款购入原料不具有商业合理性,商品所有权上的主要风险和报酬没有发生转移,相关经济利益没有实际流入,商品的实际控制权没有发生转移。尔康香港公司的会计处理不符合现行《企业会计准则第14号——收入》的规定。(3)尔康制药公司全资子公司尔康柬埔寨公司存在216吨改性淀粉销售退回未确认,虚增营业收入25,759,338.34元,虚增净利润23,273,318.62元。因企业已经确认销售商品收入的售出商品发生销售退回的,应当在发生时冲减当期销售商品收入,尔康制药公司的会计处理不符合《企业会计准则第14号——收入》第9条的规定。综上,尔康制药公司2015年年度财务报表虚增营业收入18,058,880元,虚增净利润15,859,735.04元,占当期合并报表披露营业收入1,755,998,915.76元的1.03%,披露净利润604,578,672.02

元的 2.62%。2016 年年度财务报表虚增营业收入 255,075,191.84 元,虚增净利润 232,254,448.80 元,占当期合并报表披露营业收入 2,960,896,815.03 元的 8.61%,披露净利润 1,026,434,494.30 元的 22.63%。帅放某时任尔康制药公司的董事长、法定代表人、公司负责人。刘某某时任该公司董事、总经理,负责公司日常运营。帅放某、刘某某是信息披露违法行为直接负责的主管人员,二人均在该公司 2015 年、2016 年年度报告上签字。证监会认为,尔康制药公司的上述行为违反了 2014 年《证券法》第 63 条、第 68 条之规定,构成了 2014 年《证券法》第 193 条第 1 款所述违法行为。根据尔康制药公司和帅放某、刘某某等相关责任人员违法行为的事实、性质、情节和社会危害程度,依据 2014 年《证券法》第 193 条第 1 款之规定,证监会决定:对尔康制药公司责令改正,给予警告并处以 60 万元罚款;对直接负责的主管人员帅放某、刘某某给予警告并分别处以 30 万元罚款;处罚决定书还对其他相关责任人员分别给予了处罚。

以上事实,早在 2017 年 5 月 9 日,微信公众号“市值风云”发布的标题为《强烈质疑尔康制药涉嫌严重财务舞弊:中国海关喊你来对账!》的文章中,就有媒体质疑尔康制药公司财务报表造假。文章对尔康制药公司的子公司尔康柬埔寨公司 18 万吨药用木薯淀粉生产项目的实际盈利能力、公司固定资产扩增、已缴纳房产税与房建项目不匹配等情况进行质疑。2017 年 12 月 4 日,帅放某在面对媒体时,也豪言称“只要我活着,就要把它全部赔掉”,当天,尔康制药公司股价回升,收盘时大涨 5.43%。

(三) 诉讼的发生

自尔康制药公司财务造假事件被证监会于 2018 年 6 月处罚后,投资者马上反应并立即诉至湖南省长沙市中级人民法院(以下简称长沙中院)。2018 年 8 月 13 日,尔康制药公司收到长沙中院出具的《应诉通知书》等相关法律文书,涉及 125 起证券虚假陈述责任纠纷案件,诉讼金额共计 35,841,641.10 元;2018 年 8 月 16 日,尔康制药公司又公告其收到长沙中院出具的《应诉通知书》等相关法律文书,涉及 130 起证券虚假陈述责任纠纷案件,诉讼金额共计 83,044,812.96 元……自此之后,投资者便踏上了维权之路,均先后向长沙中院提起诉讼,要求尔康制药公司就信息披露违法行为承担民事赔偿责任。此时,投服中心为帮助更多中小投资者依法维权,通过委派证券公益律师的方式,向公益律师团成员尹湘南发送《尔康制药

虚假陈述民事赔偿支持诉讼公益律师指派函》,后公益律师代理董某等4位投资者在长沙中院向尔康制药公司及帅放某提起索赔诉讼。2019年1月24日,长沙中院对尹湘南律师代理的4个案件分别进行立案。

索赔方案确定

(一) 索赔前提:虚假陈述信息披露内容重大性标准

2015年12月24日,《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中提到,立案登记制实施后,证券案件的审理在程序及实体方面发生变化,强调在实体方面要正确理解证券侵权民事责任的构成要件,要在传统民事侵权责任的侵权行为、过错、损失、因果关系四个构成要件中研究证券侵权行为重大性、交易因果关系的特殊的质的规定性。因此,在代理尔康制药公司证券虚假陈述纠纷案件中,我们首先研究尔康制药公司的信息披露行为是否构成虚假陈述,并且是否具有重大性,再而研究其行为在侵权四要件上的具体构成。

何谓虚假陈述,根据2014年《证券法》第69条之规定,即在证券发行及交易过程中,对招股说明书、公司债券募集办法、财报等重大事件的信息披露资料中,有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。在尔康制药公司案件中,证监会作出的《行政处罚决定书》中已经就尔康制药公司虚假陈述的事实作出调查结果认定,尔康制药公司在2015年、2016年年报中虚增收入及利润,作出违背事实真相的披露,违反2014年《证券法》等相关规定,构成法律规定的虚假陈述。何谓重大性?《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》也明确规定了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。但代理人认为,证券交易价格和交易量并非判定虚假陈述行为具有重大性的唯一标准,因为“重大性”的概念本身就是相对的,只有将与“重大性”相关的事实放置在“周围环境”^①中予以审查的时候,才能够定义虚假陈述行为是否足以对股票市场产生实质性影响。因此,在虚假陈述和重大性分析的前提下,代理人也依据证券虚假陈述的四要件对本案的代理思路进行阐述。

^① 参见杨旭、何积华编:《证券虚假陈述民事案件裁判规则研究》,北京大学出版社2018年版,第66页。

1. 存在侵权行为

如前所述,尔康制药公司披露的2015年、2016年年报中存在虚增收入及利润的情形,该行为已经被证监会查处并处以顶格罚款。因此,尔康制药公司违背2014年《证券法》第63条信息披露应当真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的规定,构成证券虚假陈述,存在侵权行为。

2. 存在过错

证券虚假陈述案件作为特殊的侵权案件,2014年《证券法》第69条对不同的虚假陈述行为人的归责原则作出了不同的规定。该条规定了发行人、上市公司对虚假陈述承担无过错责任;发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司对虚假陈述承担过错推定责任,如果其能证明自己没有过错,则不承担相应的民事责任;发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。在本案中,尔康制药公司作为上市公司应当对其虚假陈述行为承担无过错责任,只要其损害他人民事权益,不论是否具有主观上的过错,均应当承担侵权责任。帅放某作为公司董事及其负责人适用的是过错推定责任,在其无法举证证明自己没有过错的情况下,则应当承担侵权责任,而且帅放某在收到证监会的行政处罚决定后,其并未通过行政复议或行政诉讼的方式举证证明自己是沒有过错的,就应当按照《侵权责任法》之规定承担侵权责任。

3. 投资人具有损失

在本案中,根据在诉前进行的研讨,4位投资者按照我们认定的“两日”(实施日和揭露日)均可落入适格投资者的范围。因法院经常在案件中将投资者的实际损失与是否具有因果关系一同论证,该点将在因果关系中详细阐述。

4. 侵权行为与损失之间具有因果关系

证券虚假陈述纠纷因果关系中的“因”包含多种因素,是投资者在法律上获得民事赔偿的核心问题。但资本市场的多样化及证券投资行为并非像一般交易能够面对面进行,要举证证明信息披露行为人的虚假陈述行为与投资者的损失之间具有因果关系是非常不现实的。因此《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《若干规定》)第18条规定了投资者损

失与虚假陈述行为之间的“推定信赖原则”^①,即要满足因果关系,必须满足三个条件:(1)投资者所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(2)投资者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;(3)投资者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。对于该条规定的虚假陈述实施日、揭露日或者更正日的确定则为因果关系中的另一核心问题,在尔康制药公司案件的代理中,可以通过以下方式确定日期。

(1) 虚假陈述实施日

根据《若干规定》第20条第1款的规定,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。确定实施日的目的,是判断信息披露义务人的虚假陈述行为何时对股票市场产生影响。在本案中,证监会的《行政处罚决定书》中已经认定尔康制药公司在2015年、2016年年报中均有虚假陈述行为,两份年报中虚增的情节一致,均为虚增收入及利润,可以推定在2016年年报披露的内容中是涵盖2015年虚增收入及利润的,可见,2015年的财务造假并非只是偶然出现,就如前所述的应当将案件重大性标准放置于“周围环境”中,因此不能割裂2016年年报与2015年年报之间的重大联系。此点早在2015年绿大地(云投生态)案中就有体现,法院认为:“经云南省昆明市中级人民法院(2012)昆刑一初字第73号刑事判决书认定,绿大地公司在其2007年12月6日公布的《招股说明书》及其后的2007年年报、2008年半年报、2008年年报、2009年半年报、2009年年报中均存在不同程度的虚增资产、虚增收入的事实,上述事实构成证券市场虚假陈述。从事实上来看,绿大地公司虚假陈述行为内容均为虚增资产和虚增收入,其实施时间具有连续性和一贯性;在逻辑上,绿大地公司在《招股说明书》中的虚增资产、虚增收入行为必在其后续的半年报、年报中予以体现。故绿大地公司的一系列虚假陈述行为内容一致、性质相同,其虚假陈述实施日应为其一系列虚假陈述行为首次实施之日,即其发布《招股说明书》之日。本院确认绿大地公司虚假陈述实施日为其一系列虚假陈述行为最早发生时间。”

^① 参见南京市中级人民法院(2015)宁商初字第161号,法院对投资人的损失与虚假陈述行为之间因果关系总结为推定信赖原则:投资人无须证明自己信赖了虚假陈述行为才作出投资,只要证明其所投资证券的价格受到虚假陈述行为的影响,即可予以认定。如果信息披露义务人认为投资人的损失与其虚假陈述行为之间不存在因果关系的,应提出相应的反证。

因此,投服中心认为尔康制药公司发布 2015 年年报之日,即 2016 年 4 月 6 日为本案实施日。

(2) 虚假陈述揭露日

根据《若干规定》第 20 条第 2 款的规定,虚假陈述揭露日的认定标准包括:①范围的全国性;②公开的首次性。界定揭露日主要在于限定索赔的范围,通过揭露被掩盖的事实真相,达到警示投资者的目的。而在司法实践中,法院的裁判标准不一,往往会有不同的揭露日认定标准。通过对已生效判决案例的统计,法院通常会将《立案调查通知》公告日、《行政处罚事先告知书》公告日、《行政处罚决定》公告日、《行政监管措施决定书》公告日、刑事判决生效日、媒体揭露报道日等日期作为虚假陈述揭露日。

在本案中,代理人认为,尔康制药公司公告证监会《调查通知书》之日即 2017 年 8 月 10 日为揭露日。其一,法律规定的揭露日旨在向股票市场发出警示信号,要求投资者对其投资行为及其投资价格重新审视并作出谨慎的决定。《调查通知书》中已经明确载明“敬请广大投资者理性投资,注意投资风险”的警示标语,就在一定程度上提醒了投资者,并切断了投资者在《调查通知书》公告后再行投资虚假陈述所关联的股票之间的因果关系,并被《若干规定》第 18 条排除在外;其二,《调查通知书》虽然未列明详细具体的信息披露违法违规行为,但证监会在作出初步的立案调查时,应当是建立在信息披露义务人出现信息披露违法违规端倪的情形下立案稽查的,否则不足以达到证监会立案调查之标准;其三,尔康制药公司披露的信息网站为巨潮资讯网,而巨潮资讯网为证监会指定的上市公司信息披露网站,完全具备《若干规定》中“全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上”的要求。因此,将《调查通知书》公告日定为揭露日完全符合法律之规定,同样也能对投资者产生足够的警示。

(3) 系统性风险的排除

证券虚假陈述纠纷案件作为特殊的侵权案件,不同于一般的侵权案件,行为人抗辩阻却因果关系的重要因素“系统性风险”在案件的审理中往往成为被告的有利“法宝”。《若干规定》第 19 条规定了当损失或部分损失是由证券市场系统风险等其他因素所导致的,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。因此,实务中被告往往会从大盘指数、行业指数、流通市值、国内外经济环境、政治

环境、自然灾害等多方面举证投资者受有的损失源自于此,以此达到证明投资者的损失并非因虚假陈述行为所造成的目的。而在本案中,代理人通过分析尔康制药公司所属医药行业及深证成指的走势图发现,2016年4月6日(实施日)至2017年8月10日(揭露日),尔康制药公司股价虽呈现轻微下跌趋势但其走势与涨跌幅基本与大盘保持一致,但2017年8月10日至2019年1月23日(基准日,下文所指同),在深证成指和医药行业股价均呈上涨趋势时,尔康制药股价却暴跌42%,与大盘及同行业股价涨幅趋势相背离,即表明在揭露日至基准日期间,尔康制药公司股票不存在因系统性风险导致股价下跌的情形。

因此,本案投资者在2016年4月6日后、2017年8月10日前购买尔康制药公司股票,又在2017年8月10日后出售或继续持有股票而遭受的亏损与尔康制药公司的虚假陈述行为存在因果关系。

综上分析,代理人认为,帅放某等人及尔康制药公司的信息披露违法违规行为满足侵权行为的构成要件,应当对符合条件的投资者承担损害赔偿责任。

(二)适格原告及索赔区间的确定

根据《若干规定》第18条的规定,适格原告应符合三个法定条件:(1)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(2)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;(3)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。因此,在上述已经确定证券虚假陈述实施日、证券虚假陈述揭露日的前提下,通过对投服中心支持诉讼的4个投资者的证券交易流水进行分析,进而确定选取的索赔区间为2016年4月6日至2017年8月10日买入尔康制药公司股票并于2017年8月11日之后卖出或继续持有尔康制药公司股票,并因此产生亏损的。

(三)赔偿责任人及首要被告的确定

证券虚假陈述案件作为特殊的侵权案件,2014年《证券法》第69条对不同的虚假陈述行为人的归责原则作出了不同的规定。该条规定了发行人、上市公司对虚假陈述承担无过错责任;发行人、上市公司的董事、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,对虚假陈述承担过错推定责任,如果其能证明自己没有过错,则不承担相应的民事责任;发行人、实际控制人有过错的,应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。虽然在上述规定中将实际控制人纳入过错

责任的范围内,但从公司的实际经营过程来看,实际控制人一般是公司幕后的实际掌控者,实际控制人的意志一般直接通过公司行为进行体现。在尔康制药公司发生证券虚假陈述行为时,时任法定代表人为帅放某,其同时为公司董事长、公司负责人。证监会作出的《行政处罚决定书》中明确记载帅放某是信息披露违法违规行为直接负责的主管人员,其在尔康制药公司 2015 年、2016 年年度报告上均进行签字,且湖南证监局据此对其进行罚款。

因此,根据上述的规定及投服中心“追首恶”的原则,投服中心将帅放某及尔康制药公司列为本次诉讼的被告。

(四)投资损失——损害赔偿的计算方法

在确定信息披露义务人存在虚假陈述行为且具有重大性,同时投资损失与虚假陈述行为之间具有因果关系后,接下来就是计算具体投资损失的数额。根据《若干规定》第 30 条的规定,投资损失包括:(1)投资差额损失;(2)投资差额损失部分的佣金和印花税;(3)前两项总和的利息。《若干规定》第 31 条、第 32 条进一步明确损失索赔的计算方式为买入均价减去卖出证券平均价格之差,乘以投资者所持证券数量。如投资者在基准日之前未卖出全部或任何股票,则计算该部分股票对应的投资损失时,应首先以《若干规定》第 32 条所规定的方式计算截至基准日的基准价,再以买入均价减去基准价之差乘以投资人在基准日未售出的股票数量计算得出。基准日则是依据《若干规定》第 33 条之规定确定。基准日一般系指,自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的 100% 之日。而在本案中,尔康制药自揭露日 2017 年 8 月 9 日起至 2018 年 1 月 23 日,其股票换手率达到 101.34%,股票成交量达到其可流通部分的 100%,因此,代理人将 2018 年 1 月 23 日确定为本案的基准日,基准价为 6.81 元/股。

在司法实践中,法院在判决中存在以下 6 种计算方法,具体个案不尽相同:(1)先进先出法:投资人最先卖出的股票推定为其最先买入的股票,两者进行冲抵,将未冲抵的买入股票依据买入价进行均价计算;(2)后进先出法:投资人最先卖出的股票推定为其最后买入的股票,两者进行冲抵,将未冲抵的买入股票依据买入价进行均价计算;(3)简单算数平均法:不考虑投资人每次买入股票数量,单纯考虑每次买入股票的单价,将所有单价根据投资人买入股票次数作平均化处理,确定买入均价;(4)综合算数平均法:不考虑卖出股票,将买入股票的总金额与买入股票的总

数量相除得出买入平均价格;(5)普通加权平均法:投资人将其所购买的所有股票总价与其在揭露日前出售的所有股票总价相减,同时,将其所购买的股票总量与卖出股票总量相减,最后,将股票总价之差与股票总量之差相除,计算出每一股对应的均价;(6)移动加权平均法:将投资人每笔买入与下一笔买入进行加权计算,将得出的结果再与下一笔买入进行加权计算,如此循环,直至计算至最后一笔买入。

代理人在分析上述 6 种计算方式的利弊之后,最终选择第 6 种方法即移动加权平均法作为本案的索赔计算方式,虽然该方法计算相当繁杂,但计算结果是更加贴近投资者人实际损失的。本案的损赔计算借助投服中心已有的计算机数据模型,并且投服中心也认为:“移动加权平均法下,卖出证券的成本以前买入证券的加权平均价格来确定,并且每买入一次都会重新计算平均价格,卖出证券的成本以前一次计算所得买入平均价格为计价依据,因此卖出证券的成本确定最合理,买入平均价的计算也就最科学。”^①

综上所述,在确定好索赔方案后,代理人一一梳理了 4 位投资者的买进卖出情况,并对买入均价、卖出均价之间的差额进行合理的投资损失计算,以期得到更为贴近投资者实际损失的数据。

支持诉讼过程

(一)立案受理

尔康制药公司注册地址为长沙市浏阳经济开发区,故根据《若干规定》第 8 条的规定,确定管辖法院为长沙中院。代理人通过与投服中心及投资者的多次沟通及精心准备后,于 2019 年年初向长沙中院递交材料并成功立案。此次代理案件的两项诉请为,由两被告承担各项投资损失、由两被告承担本案全部诉讼费用。

(二)审理过程

2019 年 6 月 13 日,尔康制药公司发布《关于涉及诉讼事项及诉讼进展的公告》:截至公告日,共有 826 名原告以证券虚假陈述责任纠纷为由,分别向长沙中院

^① 参见投服中心:《权益 360:证券支持诉讼的投资差额损失计算(二)》,载微信公众号“投服中心”2017 年 5 月 17 日。

提起诉讼,要求公司就前述信息披露违法行为承担民事赔偿责任,累计诉讼金额为523,694,189.043元。此前长沙中院已对其中8件案件开庭审理,因案件数量众多,长沙中院遂于2019年6月27日对该上述案件进行集中开庭审理,整个庭审持续了两天。在开庭审理过程中,原告根据尔康制药公司的虚假陈述行为,确定的实施日包括但不限于尔康制药公司《2015年年度报告》公布之日、《2015年年度报告》内容上载明之日、《2015年业绩快报》公告之日等日期,确定的揭露日包括但不限于上述微信公众号“市值风云”发布文章之日、尔康制药公司自行公布停牌之日、证监会《调查通知书》公布之日等日期,基准日则根据不同的揭露日按照换手率达到100%进行确定。综合整个原告的诉请来看,法院将不同的三日一价进行综合整理,并根据不同的索赔计算方式分别选取10位代理人参与集中的意见发表,庭审焦点归纳为:(1)关于尔康制药公司涉案信息披露违法违规行为是否构成重大性以及是否构成虚假陈述;(2)关于本案证券虚假陈述的三日一价的确定及基准价的计算方式;(3)尔康制药公司的涉案信息披露违法违规行为与原告主张的投资损失之间是否具有因果关系;(4)尔康制药公司是否应当承担责任以及责任大小,是否有系统风险或非系统风险;(5)帅放某是否应对原告的损失承担民事责任。原被告在长沙中院的庭审安排下对上述庭审争议焦点进行了充分辩论,因该案涉及标的金额巨大,且具有极为重要的社会效应,故法院并未当庭作出判决,择日宣判。

(三) 法院判决

2019年8月15日,投服中心收到长沙市中级人民法院的判决书。法院对于归纳庭审焦点作出如下认定。

第一,是否构成虚假陈述。2015年年度财务报表虚增收入、虚增净利润仅占当期合并报表披露应收及净利润的1.03%、2.62%,占比微小,不会对公司的业绩及重要财务指标产生实质性的影响,也不会误导投资者对公司业绩产生错误的判断。反观2016年年度财务报表虚增营业收入及虚增净利润占当期合并报表披露应收及净利润的8.61%、22.63%,占比较大,对公司的业绩及重要财务指标产生了实质性的影响,易误导投资者对公司产生错误的判断,因此认定尔康制药公司2016年的信息披露违法违规行为构成重大事件,构成2014年《证券法》中规定的证券虚假陈述。

第二,三日一价的确定。因2016年年度财务报表中虚增的数据对投资者影响

大,因此实施日为2016年年报公告之日,即2017年4月21日。因证监会的《调查公告》内容仅表述尔康制药公司涉嫌信息披露违法违规,但并未指出违法的具体表现,该公告仅提示尔康制药公司有违规嫌疑,但并不必然将其与2016年年报建立联系,也无从知晓该信息披露违法违规行为是诱多行为还是诱空行为,更无法判断公司股票价格走向,客观上不具备收到足够警示的条件,因此该立案公告调查日不应作为涉案虚假陈述的揭露日。而2017年11月23日,尔康制药公司发布的《关于媒体报道自查报告的公告》首次较为完整地披露尔康制药公司2016年年报存在的信息披露违法行为及违规性质,该披露内容与湖南证监局作出的《行政处罚决定书》内容具有高度对应性,能够充分揭示投资风险,能够对市场起到足够的警示作用,因此,认定该公告日为证券虚假陈述揭露日。基准日及基准价则根据《若干规定》第33条之规定,揭露日或更正日起,虚假陈述的证券累计换手率达100%来进行确定,因此基准日确定为2018年1月23日,基准价为6.85元。

第三,因果关系。根据《若干规定》第18条之规定投资者只需要承担基本的举证责任,在2017年4月21日及之后至揭露日即2017年11月23日买入尔康制药公司股票,在揭露日即2017年11月23日及以后,因卖出或持续持有该股票而产生亏损的,可以认定该类投资者与尔康制药公司的涉案证券虚假陈述行为存在因果关系。

第四,赔偿责任范围及是否存在系统性风险。根据《若干规定》第30条的规定,法院认定赔偿责任范围包括投资差额损失、佣金、印花税以及利息等投资损失,但原告主张的红利股票损失根据《若干规定》第18条第2项之规定不应纳入索赔损失范围。同时,法院认为2017年11月23日至2018年1月23日,尔康制药公司连续发布多份利空公告并被深圳交易所问询,对尔康制药公司的股价下跌产生了一定影响,而且在同一时间内深圳综指、创业板指数、申万医药指数等相关指数也存在下跌情况,综合考虑,尔康制药公司对此承担90%的赔偿责任。

第五,帅放某是否承担责任。根据《若干规定》第21条的规定,上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员承担民事赔偿责任的归责原则为过错推定原则。根据《行政处罚决定书》的内容,帅放某时任尔康制药公司董事长、法定代表人及公司负责人,是信息披露违法违规行为直接负责的主管人员,其在2016年年报上签字。证监会对帅放某给予警告,并处以30万元罚款。因此,综合推定作为

直接责任人员的帅放某对于尔康制药公司的虚假陈述行为给原告造成的损失存在过错,并对原告的各项投资损失承担连带赔偿责任。

综上,本次代理的4位投资者的股票购买及卖出期间均未落入法院认定的索赔范围内,因此法院驳回了本次代理的4位原告的全部诉请。2019年8月13日,尔康制药公司发布公告,其于2019年8月13日收到长沙中院就公司818名原告诉公司证券虚假陈述责任纠纷案件的一审判决,判决公司向原告赔偿损失合计70,306,009.43元,承担案件受理费868,414元。同时,尔康制药公司表示,公司已经就相关诉讼事项计提,预计负债7560万元。令人关注的是,该批案件的索赔金额高达5.23亿元,但最终法院判决赔付金额仅为7030.6万元,相当于法院仅支持了13.44%的额度。

案件评析

投资者作为证券市场的信息接收者,信息的不对称使其处于弱势地位。《若干规定》旨在保护投资者利益,通过信赖推定原则、举证责任倒置等条款进一步降低投资人的举证责任,使投资者获得赔偿的比率大概率提升。新《证券法》提到的投资者保护、证券代表人诉讼制度等将进一步降低投资人维权成本,构建了多元化的纠纷解决机制,也强化了信息披露义务人应当履行的道德诚信义务。虽然本案的代理思路并未得到一审法院的支持,但借此也想表达中小投资者应当积极主动维权,不应将此类损失视为投资过程中应当承担的风险,应当注意在出现风险苗头时,重新审慎投资行为,以避免损失的进一步扩大。

本案律师及律所介绍

尹湘南

先后在湖南省第一律师事务所、湖南天津韵达律师事务所担任副主任、主任,现为上海兰迪(长沙)律师事务所主任。自2015年9月起获得深圳证券交易所第1506414664号独立董事任职资格证,并担任湖南丽臣实业股份有限公司独立董事。

上海兰迪(长沙)律师事务所

上海兰迪律师事务所成立于2009年,是一家集合专业优势团队、全球重点布局的国际化律师事务所。兰迪以“人合”为先导,以“重点”为优选,以“绝对专业化、强势国际化、相对规模化”为办所理念,坚持律师专业“一主两辅”的发展原则,目前已逐渐在专业化、综合性上显现优势。

兰迪(长沙)律师事务所为兰迪在全球近30家办公机构中的一家,设立于2018年10月。兰迪(长沙)目前拥有专职律师、辅助人员共近40名,其中法学博士、国家一级律师等多人,本科以上学历100%,合伙人均系执业10年以上资深律师,律师大部分具有5年以上执业经验。

本案相关行政处罚决定书

中国证券监督管理委员会湖南监管局行政处罚决定书

(〔2018〕2号)

当事人:湖南尔康制药股份有限公司(以下简称尔康制药),住所:(略)。

卢放某,男,1966年7月出生,时任尔康制药董事长,住址:(略)。

刘某某,男,1974年9月出生,时任尔康制药董事,总经理,住址:(略)。

王某某,男,1967年8月出生,时任尔康制药董事,副总经理,住址:(略)。

杨某某,男,1970年2月出生,时任尔康制药董事,总工程师,住址:(略)。

帅友某,女,1961年6月出生,时任尔康制药董事,行政总监,住址:(略)。

帅瑞某,女,1971年10月出生,时任尔康制药董事,采购总监,住址:(略)。

高某某,男,1970年10月出生,时任尔康制药财务总监,住址:(略)。

张某某,女,1982年4月出生,时任尔康制药财务部经理,住址:(略)。

罗某,男,1980年9月出生,时任尔康制药董事会秘书,副总经理,住址:(略)。

王某,男,1962年6月出生,时任尔康制药独立董事,住址:(略)。

许某某,男,1975年3月出生,时任尔康制药独立董事,住址:(略)。

左某某,女,1965年3月出生,时任尔康制药独立董事,住址:(略)。

周某某,男,1966年9月出生,时任尔康制药监事,住址:(略)。

陈某某,女,1966年12月出生,时任尔康制药监事,住址:(略)。

李某某,男,1965年10月出生,时任尔康制药监事,住址:(略)。

依据2014年《证券法》的有关规定,我局对尔康制药信息披露违法违规一案进行了立案调查、审理,并依法向当事人告知了作出行政处罚的事实、理由、依据及当事人依法享有的权利。应部分当事人的要求,我局举行听证,听取了当事人的陈述、申辩。本案现已审理终结。

经查明,当事人存在以下违法事实:

1. 2015年,尔康制药全资子公司湖南尔康(香港)有限公司(以下简称尔康香港)将从尔康制药另一全资子公司湖南尔康(柬埔寨)投资有限公司(以下简称尔康柬埔寨)购入的200吨改性淀粉通过广州某食品公司、上海某实业公司等中间商间接销往尔康制药,为此尔康香港确认营业收入18,058,880.00元,确认净利润15,859,735.04元。

2. 2016年,尔康香港将从尔康柬埔寨购入的1878吨改性淀粉通过广州某食品公司、上海某实业公司等中间商间接销往尔康制药,为此尔康香港确认营业收入229,315,853.50元,确认净利润208,981,130.18元。

尔康制药从全资子公司全额现款购入原料不具有商业合理性,商品所有权上的主要风险和报酬没有发生转移,相关经济利益没有实际流入,商品的实际控制权没有发生转移。尔康香港的会计处理不符合现行《企业会计准则第14号——收入》的规定,上述经济业务不应确认为销售收入。

3. 尔康制药全资子公司尔康柬埔寨存在216吨改性淀粉销售退回未确认,虚增营业收入25,759,338.34元,虚增净利润23,273,318.62元。2016年,尔康柬埔寨销售给加拿大S公司一批改性淀粉,发货不久,客户提出产品存在均一度指标不达标,要求退货,在得到同意补偿损失的口头承诺后,2016年12月,加方将其中216吨低价处理,尔康制药对销售退回未作账务处理。

企业已经确认销售商品收入的售出商品发生销售退回的,应当在发生时冲减当期销售商品收入。尔康制药的会计处理不符合《企业会计准则第14号——收入》第9条的规定。

综上,尔康制药2015年年度财务报表虚增营业收入18,058,880.00元,虚增净利润15,859,735.04元,占当期合并报表披露营业收入1,755,998,915.76元的1.03%,披露净利润604,578,672.02元的2.62%。2016年年度财务报表虚增营业收入255,075,191.84元,虚增净利润232,254,448.80元,占当期合并报表披露营业收入

2,960,896,815.03元的8.61%,披露净利润1,026,434,494.30元的22.63%。

尔康制药于2016年4月、2017年4月分别公告了2015年年度报告、2016年年度报告,存在虚假记载。

帅放某时任尔康制药董事长、法定代表人,公司负责人。刘某某时任尔康制药董事、总经理,负责公司日常运营。帅放某、刘某某是信息披露违法违规行为直接负责的主管人员,二人均在尔康制药2015年、2016年年度报告上签字。时任财务总监高某某是尔康制药主管会计工作负责人,时任财务部经理张某某是尔康制药会计机构负责人,高某某和张某某均在尔康制药2015年、2016年对外披露的财务报表上签字,时任董事会秘书、副总经理罗某分管披露工作,以上三人是信息披露违法违规行为的直接责任人员。王某某、杨某某、帅友某、帅瑞某,李某某、周某某、陈某某分别为时任董事、监事,是信息披露违法违规行为的直接责任人员。其中王某某、杨某某、帅友某、帅瑞某、李某某在尔康制药2015年年度报告上签字,王某某、杨某某、帅友某、帅瑞某,王某、许某某、左某某、周某某、李某某、陈某某在尔康制药2016年年度报告上签字。

以上事实,有当事人询问笔录、当事人提供的情况说明、当事人提供的相关资料、相关银行账户流水、相关单位提供的资料、相关单位提供的情况说明、相关证人证言、相关企业工商登记资料等证据在案证明,足以认定。

尔康制药的上述行为违反了2014年《证券法》第63条、第68条的规定,构成了2014年《证券法》第193条第1款所述违法行为。

当事人罗某在听证会和陈述、申辩材料中提出如下申辩意见:第一,本人未任公司董事,董事会上没有投票权,受任职分工所限,无法全面了解相关信息,履职期间已尽责完成了本职工作,不存在主观欺骗和恶意隐瞒情形;第二,本人积极配合调查取证工作。

经复核,我局认为,综合考虑当事人的履职情况和积极配合调查情节,决定部分采纳其申辩理由。

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2014年《证券法》第193条第1款之规定,我局决定:

- 一、对尔康制药责令改正,给予警告,并处以60万元罚款;
- 二、对直接负责的主管人员帅放某、刘某某给予警告,并分别处以30万元罚款;
- 三、对其他责任人员王某某、杨某某、帅友某、帅瑞某、高某某、张某某给予警告,并分别处以10万元罚款;
- 四、对其他责任人员王某、许某某、左某某,罗某、周某某、陈某某、李某某给予警告,

并分别处以 3 万元罚款。

上述当事人应自收到本处罚决定书之日起 15 日内,将罚没款汇交中国证券监督管理委员会(财政汇缴专户),开户银行:中信银行总行营业部,账号:××××××××××××××××,由该行直接上缴国库,并将注有当事人名称的付款凭证复印件送我局备案。当事人如果对本处罚决定不服,可在收到本处罚决定书之日起 60 日内向中国证券监督管理委员会申请行政复议,也可在收到本处罚决定书之日起 6 个月内向有管辖权的人民法院提起行政诉讼。复议和诉讼期间,上述决定不停止执行。

湖南证监局

2018 年 6 月 11 日

本案相关判决书

湖南省长沙市中级人民法院民事判决书

(2018)湘 01 民初 2626 号等 266 案

原告:刘某某等 266 人和法人(详见附表)

委托诉讼代理人详见附表

被告:湖南尔康制药股份有限公司(以下简称尔康制药公司),住所地:(略)。

法定代表人:帅放某,董事长。

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。

被告:帅放某(身份信息略)。

委托诉讼代理人:张晓武,湖南迈旭律师事务所律师。

原告诉被告尔康制药公司、帅放某证券虚假陈述责任纠纷 266 案,本院立案受理后,依法组成合议庭公开开庭进行了审理。原告及原告的委托诉讼代理人、被告的委托诉讼代理人均到庭参加了诉讼。本案现已审理终结。

原告向本院提起诉讼请求:(1)依法判决被告尔康制药公司赔偿原告各项经济损失(每案原告的诉请金额详见附表)。被告帅放某承担连带赔偿责任。(2)依法判决本案全部诉讼费用由被告承担。事实和理由:尔康制药公司系一家在深圳证券交易所上

市的公司(股票代码:300267),原告系二级市场的投资者。2017年8月9日,尔康制药公司公告:该公司于2017年8月8日收到中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)的《调查通知书》。2018年6月14日,尔康制药公司发布了《关于收到中国证监会湖南监管局〈行政处罚决定书〉的公告》,称其收到《中国证券监督管理委员会湖南监管局行政处罚决定书》([2018]2号)。根据该行政处罚决定书,尔康制药公司于2016年4月6日公告的《2015年年度报告》、2017年4月21日公告的《2016年年度报告》均存在虚假陈述行为。原告因为尔康制药公司发布虚假年报,误认为其业绩优良而买入其股票,现因尔康制药公司虚假陈述行为被揭露而遭受重大投资损失,该投资损失与尔康制药公司虚假陈述行为之间存在因果关系。尔康制药公司作为一家上市公司,应严格履行法定的信息披露义务,因其虚假陈述行为给原告造成了重大投资损失,应承担赔偿责任。帅放某作为尔康制药公司的董事长是信息披露违法违规行为的直接负责的主管人员且在上述年度报告上签字,因此,应对原告投资的各项损失承担连带赔偿责任。

被告尔康制药公司辩称:

1. 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《若干规定》)第6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复印件。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。对于云南国际信托有限公司(以下简称云南国际信托)、陕西省国际信托股份有限公司(以下简称陕西国际信托)等机构投资者不符合起诉条件,请求人民法院依法驳回起诉。

2. 2015年年报信息披露违法违规行为不具备重大性,不构成虚假陈述。根据《若干规定》第17条的规定,信息披露违法违规行为涉及重大事件时,才会被认定为是虚假陈述行为。在此基础上结合最高人民法院民二庭庭长在全国商事会议上的讲话中明确指出的“判断重大性应该结合股价一起去看,侵权行为不具有重大性时,行为人不负赔偿责任”,对比尔康制药公司在2015年年报公布前后10个交易日期间股价变动情况,尔康制药公司股价在2015年年报公告前10个交易日股价涨幅为8.58%,而在年报公告后10个交易日,在大盘及行业指数均上涨的情况下,股价不涨反而下跌了2.62%,同时成交量也一直平稳未出现异常波动,由此可见,2015年年报没有发生诱多的效果,并未对尔康制药公司的股价产生重大影响。同时,2015年年报涉及的虚增收入和虚增利润的金额分别只占收入总额和利润总额的1.03%和2.62%,占比极小,即使扣除上

述虚增收入和利润,公司 2015 年的主营收入达 1,737,940,035.76 元,利润总额也达 630,429,901.92 元,业绩依然优良并未亏损。2015 年年报信息披露违法违规行为并不会对公司的业绩及重要财务指标产生实质性的影响,不会误导投资者对公司的业绩产生错误的判断。所以,2015 年的案涉行为不具备“重大性”,不构成虚假陈述。

3. 假如法院认定案涉行为均构成虚假陈述,三日一价应为:实施日 2016 年 4 月 6 日,揭露日 2018 年 4 月 18 日,基准日 2018 年 8 月 20 日,基准价 4.96 元/股。理由如下:(1)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)对尔康制药公司作出的《行政处罚决定书》仅认定尔康制药公司 2015 年年报和 2016 年年报存在信息披露违法违规行为,并未认定尔康制药公司其他的公告存在信息披露违法违规行为。因此,假设法院认定 2015 年年报构成虚假陈述,本案的虚假陈述实施日也应认定为 2016 年 4 月 6 日。(2)本案的揭露日应被认定为 2018 年 4 月 18 日《行政处罚事先告知书》公告之日而不是原告主张的自媒体报道之日或《调查通知书》公告之日。首先,2018 年 4 月 18 日,尔康制药公司在证监会指定披露媒体巨潮资讯网上发布关于收到证监会《行政处罚事先告知书》的公告,首次完整披露了《行政处罚决定书》事后认定的尔康制药公司 2015 年年报及 2016 年年报存在的信息披露违法违规行为及其违法性质,披露内容与湖南证监局作出的《行政处罚决定书》内容具有高度对应性,能够充分揭示投资风险,足以影响投资者的投资决策,提醒投资者重新判断股票价值,符合揭露日的认定条件。其次,本案虚假陈述揭露日不应被认定为自媒体报道之日。2017 年 5 月 9 日作出相关报道的媒体并不是全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体,而是一个微信公众号即自媒体,其报道不具有权威性。最后,《调查通知书》首次对外公告的时间是 2017 年 8 月 10 日,《调查通知书》公告内容较为笼统,仅表述为“因公司涉嫌信息披露违法违规,根据 2014 年《证券法》的有关规定,证监会决定对公司进行立案稽查”,其中“涉嫌”只是存在可能,结果不确定。且该公告未指出尔康制药公司涉嫌信息披露违法违规的具体表现,违法事实不明确,投资者知晓该公告不能与尔康制药公司 2015 年、2016 年年报信息披露违法违规相联系并进行判断,也不能以该公告判断尔康制药公司股价未来的走势,客观上对投资者无法起到足够的警示作用。《调查通知书》公告后,公司股票尚处于停牌期间,该公告不会对公司股价产生影响。并且 2017 年 11 月 23 日公司股票复牌当天下跌是受 A 股全线大跌的影响(11 月 23 日当天创业板有 598 只股票收跌,数量高达创业板块股票总数的 85.06%),受市场情绪变化影响,创业板综指连续 3 天下跌,跌幅高达 4.5%。同时,金证券又于 2017 年 11 月 28 日至 29 日连续

两天发文质疑尔康制药公司拒绝泄露主要客户名单及实控人违背同业竞争承诺。所以,尔康制药公司在此期间股价下跌主要是受创业板综指连续下跌以及部分媒体连续发布尔康制药公司负面报道影响所致,后因深圳交易所又就上述负面报道向尔康制药公司问询进而引发公司股价进一步下跌。因此,尔康制药公司复牌后股价下跌不能作为客观认定揭露日的充分条件。(3)本案的基准日为2018年8月20日,基准价为4.96元/股。本案揭露日2018年4月18日,尔康制药公司的可流通股股数为1,105,315,745股,自揭露日至2018年8月20日,尔康制药公司股票累计成交量达1,122,399,924股,达到可流通股股数的100%,因此基准日应该为2018年8月20日,基准价为4.96元/股。(4)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。

4. 即使法院认定案涉行为构成虚假陈述,部分投资者的交易决策与案涉行为不存在交易因果关系,尔康制药公司无须承担赔偿责任。本案存在以下三种情况是可以认定投资者交易决策与案涉行为不存在交易因果关系,分别是:(1)原告在实施日(2016年4月6日)前即买入尔康制药公司股票且持续到实施日之后,则原告在实施日之后买入尔康制药公司的股票是基于之前的交易习惯而非案涉行为的影响;(2)原告在揭露日后仍然买入股票,参照最高人民法院的生效判例,该部分原告投资损失与案涉行为没有交易因果关系;(3)原告存在频繁买卖尔康制药公司股票的情形,显然是为了进行短线波动交易,其证券账户在案涉行为发生后存在多次沽空的情况,即使其实施日(2016年4月6日)后有买入的股票是受案涉行为的影响,但该部分的股票在其频繁交易的操作下也已经沽空。其再次买入股票的交易决策显然并未受案涉行为的影响。在原告告诉尔康制药公司虚假陈述案中,较多案件存在上述情况,并且均可通过其交易记录以证实其投资交易决策与案涉行为不存在交易因果关系。

5. 即使法院认定案涉行为均构成虚假陈述,投资者的部分损失也是由证券市场系统风险和非系统风险造成的,该部分损失与案涉行为不存在损失因果关系。根据《若干规定》第19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。涉案揭露日2018年4月18日到基准日2018年8月20日,在“人民币汇率贬值”“金融去杠杆化”“股权质押平仓风险”等一系列系统性风险诱因的作用下,中国股市出现千股跌停、市场流动性严重缺失等异常情况,在此期间,尔康制药公司股价与大盘指数、行业指数一致均处于下跌的趋势,可见尔康制药公司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。因此,应当认定原告的部分投资损

失是由系统风险导致。同时,在上述期间,尔康制药公司连续发布净利润大幅下降、重大建设项目延期、控股股东及实际控制人质押股份存在平仓风险等一系列重大利空公告,深圳交易所对尔康制药公司2017年的年报还进行了问询,这些利空消息也对尔康制药公司的股价下跌造成了一定影响。

6. 即使法院认定案涉行为构成虚假陈述,且部分投资者的投资损失与案涉行为存在一定交易因果关系,根据专家意见及专业机构的测算结果,本案揭露日2018年4月18日到基准日2018年8月20日,原告受系统性风险及非系统性风险因素影响产生的投资差额损失至少应当剔除的比例为53.79%,该部分的投资损失与案涉虚假陈述没有损失因果关系,尔康制药公司依法无须承担赔偿责任。

7. 印花税损失不应予以支持。鉴于2008年9月18日公布的《财政部、国家税务总局关于调整证券(股票)交易印花税征收方式的通知》规定,自2008年9月19日起,印花税调整为单边征收,即仅在投资者卖出股票时予以征收,所以原告受虚假陈述影响而买入尔康制药公司股票时并未产生印花税损失,故不应支持原告关于印花税的诉求。

被告帅放某辩称:答辩人对案涉虚假陈述不存在过错,不应承担连带赔偿责任。根据2014年《证券法》第69条的规定,上市公司信息披露违法违规致使投资者在证券交易中遭受损失的,发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员承担民事赔偿责任的归责原则为过错推定原则,即相关责任人员能够证明自己没有过错的,依法不承担民事赔偿责任。《若干规定》第21条亦规定,在虚假陈述民事赔偿案件中,上市公司董事有证据证明无过错的,无须承担连带赔偿责任。尔康制药公司虚假陈述案中,答辩人之所以被行政处罚是基于答辩人作为公司的董事履行工作职责,在2015年、2016年年度报告上签字的缘故,证监会在《行政处罚决定书》中并未认定答辩人未勤勉尽责,也未认定答辩人对上市公司信息披露违法违规行为存在过错。且尔康制药公司之所以2015年年报和2016年年报存在信息披露违法违规行为,是因为公司的业务部门和财务部门及公司总部信息传递和沟通不及时导致公司财务部在合并报表时发生重大会计差错,并不是主观故意。答辩人虽然是公司负责人,但并未直接管理公司业务部门与财务部门的信息对接工作,也不熟悉相关财务知识,而董事审慎审查义务应以一个合理谨慎的人在相似情形下所应表现的谨慎、勤勉和技能履行职责为标准。答辩人已经履行了合理的审慎审查义务,但囿于财务知识的匮乏,答辩人没有能力发现2015年年报和2016年年报中的会计差错问题。但答辩人主观上并不存在侵害投资者权益的故意和过失。因信息披露行政违法行为的行政责任不同于证券虚假陈述民事侵权行为的民事责任,答

辩人被证监会行政处罚,并不等于具有证券虚假陈述民事侵权责任的过错。人民法院应对相关责任人员是否存在民事侵权责任的过错依法审查,现证监会在《行政处罚决定书》中并未认定答辩人对信息披露违法违规行为存在过错,答辩人依法不应承担连带赔偿责任。

在诉讼中,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:2011 年 9 月 27 日,尔康制药公司在深圳创业板上市,尔康制药公司系深证交易所上市的公司,证券代码为 300267,原告系二级市场的投资者。尔康制药公司上市的保荐机构为西部证券股份有限公司。

2016 年 4 月 6 日,尔康制药公司发布《2015 年年度报告》。2017 年 4 月 21 日,尔康制药公司发布《2016 年年度报告》。

2017 年 5 月 9 日,微信公众号“市值风云”发布《强烈质疑尔康制药公司涉嫌严重财务舞弊:中国海关喊你来对账!》文章,对尔康制药公司 2016 年年报以下内容提出质疑:湖南尔康(柬埔寨)投资有限公司(以下简称尔康柬埔寨公司)年产 18 万吨药用木薯淀粉生产项目、尔康制药公司固定资产和房产税。次日,尔康制药公司发布《关于临时停牌的公告》,记载:2017 年 5 月 9 日,由于网络上出现一些关于公司的媒体报道,对公司二级市场股价产生较大影响,尔康制药公司拟在 2017 年 5 月 10 日开市起停牌。

2017 年 5 月 10 日至 2017 年 11 月 22 日,尔康制药公司股票一直停牌。

2017 年 8 月 10 日,尔康制药公司在巨潮资讯网发布《调查通知书》,披露尔康制药公司收到证监会《调查通知书》。《调查通知书》的内容为,因尔康制药公司涉嫌信息披露违法违规,根据 2014 年《证券法》的有关规定,证监会决定对尔康制药公司进行立案稽查。尔康制药公司指定的信息披露媒体为巨潮资讯网,该公司所有信息均以在上述指定媒体刊登的信息为准,敬请广大投资者理性投资,注意投资风险。

2017 年 11 月 23 日,尔康制药公司发布《关于媒体报道自查报告的公告》,就之前媒体质疑的关联交易、中国海关关于木薯淀粉及改性淀粉的进口数据等问题进行了澄清,并对尔康制药公司 2016 年度财务报告出现的重大会计差错进行了说明。尔康制药公司在该公告称,本次自查发现的问题将对公司 2016 年度的业绩造成一定影响,净利

润预计将减少 231,030,762.00 元。同日,该公司还发布了《关于公司股票复牌的提示性公告》,披露公司将于 2017 年 11 月 23 日开市起复牌。

2018 年 4 月 18 日,尔康制药公司发布《关于收到中国证监会行政处罚事先告知书的公告》,该公告披露了尔康制药公司的下列违法事实:(1)2015 年涉嫌虚增营业收入 18,058,880 元,虚增利润 15,859,735.04 元,占当期合并报表披露营业收入的 1.03%,净利润的 2.62%。(2)2016 年涉嫌虚增营业收入 255,075,191.84 元,虚增净利润 232,254,448.80 元,占当期合并报表披露营业收入的 8.61%,净利润的 22.63%。

2018 年 6 月 11 日,湖南证监局作出〔2018〕2 号《行政处罚决定书》,其主要内容为:(1)2015 年,尔康制药公司全资子公司湖南尔康(香港)有限公司(以下简称尔康香港公司)将从另一全资子公司尔康柬埔寨公司购入的 200 吨改性淀粉通过广州某食品公司、上海某实业公司等中间商间接销往尔康制药公司,为此,尔康香港公司确认营业收入 18,058,880 元,确认净利润 15,859,735.04 元。(2)2016 年,尔康香港公司将从尔康柬埔寨公司购入的 1878 吨改性淀粉通过广州某食品公司、上海某实业公司等中间商间接销往尔康制药公司,为此,尔康香港公司确认营业收入 229,315,853.50 元,确认净利润 208,981,130.18 元。以上两点所述经济业务不应被确认为销售收入,因尔康制药公司从全资子公司全额现款购入原料不具有商业合理性,商品所有权上的主要风险和报酬没有发生转移,相关经济利益没有实际流入,商品的实际控制权没有发生转移。尔康香港公司的会计处理不符合现行《企业会计准则第 14 号——收入》的规定。(3)尔康制药公司全资子公司尔康柬埔寨公司存在 216 吨改性淀粉销售退回未确认,虚增营业收入 25,759,338.34 元,虚增净利润 23,273,318.62 元。因企业已经确认销售商品收入的售出商品发生销售退回的,应当在发生时冲减当期销售商品收入。尔康制药公司的会计处理不符合《企业会计准则第 14 号——收入》第 9 条的规定。综上,尔康制药公司 2015 年年度财务报表虚增营业收入 18,058,880.00 元,虚增净利润 15,859,735.04 元,占当期合并报表披露营业收入 1,755,998,915.76 元的 1.03%,披露净利润 604,578,672.02 元的 2.62%。2016 年年度财务报表虚增营业收入 255,075,191.84 元,虚增净利润 232,254,448.80 元,占当期合并报表披露营业收入 2,960,896,815.03 元的 8.61%,披露净利润 1,026,434,494.30 元的 22.63%。帅放某时任尔康制药公司的董事长、法定代表人,公司负责人。刘某某时任该公司董事、总经理,负责公司日常运营。帅放某、刘某某是信息披露违法违规行为直接负责的主管人

员,二人均在该公司2015年、2016年年度报告上签字。证监会认为,尔康制药公司的上述行为违反了2014年《证券法》第63条、第68条的规定,构成了2014年《证券法》第193条第1款所述违法行为。根据尔康制药公司和帅放某、刘某某等相关责任人员违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度,依据2014年《证券法》第193条第1款之规定,证监会决定:对尔康制药公司责令改正,给予警告,并处以60万元罚款;对直接负责的主管人员帅放某、刘某某给予警告,并分别处以30万元罚款;处罚决定书还对其他相关责任人员分别给予了处罚。2018年6月14日晚上8时,尔康制药公司公布收到上述《行政处罚决定书》。

原告在二级市场买入尔康制药公司的股票。其认为尔康制药公司2015年年报、2016年年报虚增收入、虚增利润的行为构成“虚假陈述”,尔康制药公司的虚假陈述行为给原告投资造成了较大的经济损失,应依法承担赔偿责任;其他被告构成共同侵权,均对原告投资的各项损失承担连带赔偿责任。原告为维护自身合法权益,遂诉至法院。

另查明:(1)2017年11月23日,尔康制药公司的可流通股股数为1,162,551,914股。至2018年1月23日,尔康制药公司股票累计成交量达1,165,456,142股。在此期间,尔康制药公司股票每个交易日收盘价的平均价格为6.85元/股。(2)2017年11月23日起连续3天,深圳综指呈整体下跌趋势,深圳综指显示:2017年11月22日1982.28点,2017年11月23日1924.45点,下跌2.92%;2017年11月24日1917.12点,下跌0.09%;2017年11月27日1892.82点,下跌1.56%。同期,创业板综指逐步呈整体下跌趋势,创业板综指显示:2017年11月22日2314.42点,2017年11月23日2250.23点,下跌2.77%;2017年11月24日2241.13点,下跌0.40%;2017年11月27日2210.25点,下跌1.38%。同期,医药板块亦逐步呈整体下跌趋势,医药生物(申万)显示:2017年11月22日8239.77点,2017年11月23日7974.34点,下跌3.22%;2017年11月24日7972.94点,下跌0.18%;2017年11月27日7867.90点,下跌1.31%。同期,尔康制药公司股价呈整体下跌趋势。尔康制药公司股价显示:2017年5月9日为11.41元/股,2017年11月23日为10.26元/股,2017年11月24日为9.24元/股,2017年11月27日为8.31元/股,2017年11月28日为7.48元/股,2017年11月29日为7.25元/股,2017年11月30日为6.86元/股,2017年12月1日为6.23元/股。2017年11月23日至2018年1月23日,深圳综指、创业板指数、申万医药指数等相关指数在同一时间段亦存下跌情况。(3)经本院调取原告交易信息,按照“先进先出+加

权平均法”，以基准价 6.85 元计算原告的投资差额损失。为计算方便及统一，对于原告主张了交易佣金、印花税及利息，并缴纳了诉讼费用的，本院对交易佣金、印花税酌定以交易金额的 2‰标准计算，主张利息按相关司法解释规定计算。本院认定的每案原告的投资实际损失详见附表《法院认定损失金额》（略）。

再查明：2017 年 8 月 10 日，尔康制药公司发布《2017 年半年度业绩预告修正公告》，披露公司 2017 年 7 月 14 日公布的 2017 年半年度业绩预告的估算结果需要调整，实际 2017 年半年度的净利润同比并未增长而是预估减少 25%~0%。2017 年 8 月 23 日，尔康制药公司发布《关于延期披露 2017 年半年度报告的公告》，披露公司需延期披露 2017 年半年度报告。2017 年 8 月 30 日，尔康制药公司发布《2017 年半年度报告》，披露公司上半年度净利润同比减少 19.81%。2017 年 9 月 1 日，尔康制药公司发布《关于控股股东部分股份解除质押及进行补充质押的公告》。披露控股股东帅放某补充质押 6,700,000 股，解除质押 100 股，占其持有公司股份 49.53%。2017 年 9 月 11 日，尔康制药公司发布《关于控股股东部分股份质押的公告》，披露控股股东帅放某质押股票 33,300,000 股，占其持有公司股份的 53.42%。2017 年 9 月 30 日，尔康制药公司发布《关于减少并购基金投资额的公告》，披露公司减少了之前设立的医药及大健康产业的产业并购基金规模。2017 年 11 月 28 日，金证券发布文章《尔康制药的“大客户”之谜》，质疑尔康制药公司隐瞒前五大客户。2017 年 11 月 29 日金证券发布文章《尔康制药公司又现违背同业竞争承诺》质疑尔康制药公司董事长违背同业竞争承诺。2017 年 11 月 29 日，创业板公司管理部对尔康制药公司下发《关于对尔康制药公司的问询函》，要求尔康制药公司对媒体报道的董事长违背同业竞争承诺的相关事项进行说明。2017 年 12 月 27 日，尔康制药发布《关于控股股东部分股份质押的公告》，披露控股股东帅放某质押股票 3,000,000 股，占其持有公司股份的 48.15%。2017 年 12 月 28 日，尔康制药公司发布《关于控股股东部分股份质押的公告》，披露控股股东帅放某质押股票 87,650,000 股，占其持有公司股份的 58.40%。2018 年 1 月 10 日，尔康制药公司发布《关于控股股东部分股份质押的公告》，披露控股股东帅放某质押股票 23,900,000 股，占其持有公司股份的 62.37%。2018 年 1 月 26 日，尔康制药公司发布《关于控股股东部分股份质押的公告》，披露控股股东帅放某质押股票 200,000,000 股，占其持有公司股份的 85.77%。

本院认为，根据当事人诉辩主张和答辩意见，双方当事人的争议焦点如下：（1）关于原告主体资格的问题；（2）关于尔康制药公司涉案信息披露违法违规行为是否构成

重大性以及是否构成虚假陈述的问题;(3)关于本案证券虚假陈述的实施日、揭露日、基准日如何确定以及基准价的计算方法问题;(4)关于尔康制药公司涉案信息披露违法违规行为与原告主张的投资损失之间是否存在因果关系的问题;(5)尔康制药公司应否承担责任及责任大小,是否有系统风险或非系统风险;(6)帅放某是否应对原告的损失承担民事责任。现分述如下:

关于焦点一。经审查,根据《若干规定》第6条第2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。对于云南国际信托、陕西国际信托等机构投资者是否符合起诉条件的问题,参照《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)关于“以基金管理人名义,代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”规定的形式要件,云南国际信托、陕西国际信托等机构投资者有权代表信托计划份额持有人利益行使诉讼权利,因此,被告尔康制药公司关于云南国际信托、陕西国际信托等机构投资者不符合起诉条件的答辩意见不能成立。鉴于此,原告诉讼主体身份适格。

关于焦点二。经审查,《若干规定》第17条规定:“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。”其特别强调的是“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”才构成证券虚假陈述,因此该规定在2014年《证券法》相关规定的基础上,对证券虚假陈述的认定范围进行了进一步限定和明确。《若干规定》第17条第2款规定:“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。”该条中所涉及的证券法条款对应2014年《证券法》第63条、第65条、第66条、第67条和第78条的规定。其中,与本案事实密切相关的是修改后《证券法》第63条。第63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。”对于财务会计报告中有关事项和数据是否构成重大事件,应当从所涉金额、事件性质、影响力等方面进行综合判断。在尔康制药公司案中,尔康制药公司2015年度、2016年度从全资子公司全额现款购入原料不具有商业合理性,商品的

实际控制权没有发生转移,而该公司将其确认为销售收入,2016 年度存在对销售退回未确认,导致该公司 2015 年、2016 年的年度财务报表虚增营业收入,虚增净利润。尔康制药公司于 2016 年 4 月、2017 年 4 月分别公告了 2015 年年度报告、2016 年年度报告,存在虚假记载。证监会认为,尔康制药公司的上述行为,违反了 2014 年《证券法》的有关规定,构成信息披露虚假记载。但是,尔康制药公司 2015 年年度财务报表虚增营业收入 18,058,880 元,虚增净利润 15,859,735.04 元,仅占当期合并报表披露营业收入 1,755,998,915.76 元的 1.03%,披露净利润 604,578,672.02 元的 2.62%。由此可见,尔康制药公司 2015 年年度财务报表中虚增的营业收入和虚增的净利润在该公司的营业收入和净利润中占比微小,不会对公司的业绩及重要财务指标产生实质性的影响,也不会误导投资者对公司的业绩产生错误的判断。对比尔康制药公司在 2015 年年报公布前后 10 个交易日股价变动情况,尔康制药公司股价在 2015 年年报公告前 10 个交易日股价上涨,在年报公告后 10 个交易日,且在大盘及行业指数均上涨的情况下,股价不涨反跌,股票成交量也未出现异常波动,由此可见,2015 年年报没有发生诱多的效果,并未对尔康制药公司的股价产生重大影响。因此,尔康制药公司 2015 年的信息披露行为不构成重大事件。故对于被告尔康制药公司提出的 2015 年的信息披露行为不构成证券虚假陈述的抗辩意见,本院予以采信。而该公司 2016 年年度财务报表虚增营业收入 255,075,191.84 元,虚增净利润 232,254,448.80 元,占当期合并报表披露营业收入 2,960,896,815.03 元的 8.61%,披露净利润 1,026,434,494.30 元的 22.63%。其虚增的营业收入和虚增的净利润在该公司的营业收入和净利润中占比较大,对公司的业绩及重要财务指标产生了实质性的影响,易误导投资者对公司的业绩产生错误的判断。因此,对于尔康制药公司 2016 年的信息披露违法违规行为,可以认定构成重大事件,构成 2014 年《证券法》及《若干规定》中规定的证券虚假陈述。

关于焦点三。经审查,对于本案诉争的三日一价分析认定如下:第一,关于虚假陈述实施日的确定。《若干规定》第 20 条第 1 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。2014 年《证券法》第 63 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。”《上市公司信息披露管理办法》第 5 条规定:“信息披露文件主要包括招股说明书、募集说明书、上市公告书、定期报告和临时报告等。”依据上述法律规定可知,信息披露义务人披露信息应当符合以上法律规定的原则。在尔康制药公司虚假陈述案中,根据对焦点二的分析,尔康制药公司 2016 年年度报告的信息披露违法违规行为构成证券虚假陈述,因

此,被告尔康制药公司2017年4月21日公告的2016年年度报告之日就是尔康制药公司最早作出虚假陈述之日,故应确认该日为涉案虚假陈述实施日。第二,关于虚假陈述揭露日的确定。《若干规定》第20条第2款规定:“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。”虚假陈述被揭示的意义在于其对证券市场发出警示信号,提醒投资者重新判断股票价值。因此,虚假陈述揭露的内容应与虚假陈述行为具有一致性。揭露的方式和范围应符合法律规定的要求,揭示力度应足以引起市场内理性投资者的注意和警惕。在尔康制药公司虚假陈述案中,(1)2017年8月10日,尔康制药公司发布《调查公告》,该公告的内容仅表述为尔康制药公司涉嫌信息披露违法违规,证监会决定对其进行立案稽查。该公告并未指出尔康制药公司涉嫌信息披露违法违规的具体表现,没有涉及尔康制药公司涉嫌的虚假陈述行为的实质内容。而依照证券法律法规的规定,上市公司就多种内容的信息均具有披露义务,不同内容的信息对证券价格的影响亦各有不同。现该公告仅提示尔康制药公司有违规嫌疑,仅阅看此公告并不必然将其与尔康制药公司2016年的年报建立联系,也无从知晓尔康制药公司可能存在的信息披露违法违规事项属于诱多行为还是诱空行为,更无法据此合理判断该公司股票价格之后的走向,客观上不具备收到足够警示的条件。据此,可以认定上述尔康制药公司发布的《调查公告》并未充分揭示投资风险,尚不具备足够的警示强度,该立案调查公告日不应作为涉案虚假陈述揭露日。此外,有的原告主张涉案揭露日为微信公众号“市值风云”报道之日2017年5月9日,有的原告主张涉案揭露日为《调查通知书》的落款日期2017年8月8日,有的原告主张涉案揭露日为尔康制药公司收到《调查通知书》的落款日期2017年8月9日,还有的原告主张涉案揭露日为2017年4月25日、8月11日、11月21日以及2018年4月18日、6月14日,经审查,上述主张不符合认定虚假陈述揭露日的法律规定,本院均不予采信。(2)2017年11月23日,尔康制药公司发布《关于媒体报道自查报告的公告》。该公告首次较为完整地披露了尔康制药公司2016年年报存在的信息披露违法违规行为及其违法性质,该披露内容与湖南证监局作出的《行政处罚决定书》内容具有高度对应性,能够充分揭示投资风险,且2017年11月23日尔康制药公司的股票复牌后连续4天跌停,对市场起到了足够的警示作用,故该日应认定为涉案虚假陈述揭露日。(3)关于虚假陈述基准日的确定。《若干规定》第33条第1款第1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2017年11月23日已确定为本案虚假陈述揭露日,且该日尔康制药公司的可流通股股数为1,162,551,914股,至2018年1月23日股票累计成交量达1,165,456,142股,达到可流通股股数的100%。因此,涉案基准日应确定为2018年1月23日。(4)关于基准价的计算方法问题。《若干规定》第32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,且该价格就是按算术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6.85元/股。

关于焦点四。经审查,《若干规定》第18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:(1)投资人所投资的是与虚假陈述直接关联的证券;(2)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;(3)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。”从以上规定来看,证券虚假陈述民事赔偿纠纷适用因果关系推定原则,投资者只需承担基本的举证责任,证明其在上述规定的时间范围内买入和卖出涉案股票存在损失,即应认定其损失与虚假陈述行为具有因果关系。根据上述规定,原告只要举证证明其在涉案实施日即2017年4月21日及之后至涉案揭露日即2017年11月23日买入尔康制药公司的股票,在涉案揭露日即2017年11月23日及以后,因卖出或者持续持有该股票而产生亏损,原告即已完成其举证责任,由此可以认定被告尔康制药公司的涉案证券虚假陈述与原告主张的投资损失之间存在因果关系。对于未在上述期间买入卖出尔康制药公司股票的原告诉,即使由此产生亏损,被告尔康制药公司的涉案证券虚假陈述与原告主张的该部分损失之间并不存在因果关系,故对于原告提出的该部分诉求,本院不予支持。

关于焦点五。经审查,第一,《若干规定》第30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:(1)投资差额损失;(2)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。”原告主张的投资差额损失、佣金、印花税以及利息等投资损失,未超出上述法律规定的范围;

原告主张并依法缴纳了诉讼费用的,本院对交易佣金、印花税酌定以交易金额的2‰标准计算,主张利息按相关司法解释规定计算。但部分原告主张的红利股票损失,根据《若干规定》第18条第2项的相关规定,不应计入索赔损失的范围,故对部分原告的该部分诉求,本院不予支持。第二,根据《若干规定》第19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。本诉争案件涉及2017年11月23日至2018年1月23日,尔康制药公司连续发布多份利空公告并被深证交易所问询。2017年度公司净利润同比大幅度下滑、重大项目延期、公司控股股东质押股份触及平仓线、深圳证券交易所问询函,对尔康制药公司的股价下跌产生了一定的影响。同时,深圳综指、创业板指数、申万医药指数等相关指数在同一时间段亦存下跌情况。综合考量证券市场系统风险因素、尔康制药公司2017年11月23日至2018年1月23日陆续发布的一系列利空公告等风险因素后,本院酌情确定尔康制药公司的虚假陈述行为对原告造成的投资损失承担90%的赔偿责任。对此,本院认定的尔康制药公司对每案原告的赔偿金额详见附表《法院认定赔偿金额》(略)。

关于焦点六。经审查,《若干规定》第21条规定:“发起人、发行人或者上市公司对其虚假陈述给投资人造成的损失承担民事赔偿责任。发行人、上市公司负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员对前款的损失承担连带赔偿责任。但有证据证明无过错的,应予免责。”上述规定表明,在证券虚假陈述责任纠纷案件中,上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员承担民事赔偿责任的归责原则为过错推定原则。即对于上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员,推定其对于上市公司的虚假陈述行为给投资者造成的损失存在过错,但其能证明自身无过错的除外。尔康制药公司虚假陈述案中,根据证监会《行政处罚决定书》认定的事实,在尔康制药公司案涉虚假陈述的过程中,帅放某时任尔康制药公司的董事长、法定代表人,公司负责人。帅放某是信息披露违法违规行为直接负责的主管人员,帅放某在该公司2016年年度报告上签字。证监会对帅放某给予警告,并处以30万元罚款。根据上述事实,推定作为直接责任人员的帅放某对于尔康制药公司的虚假陈述行为给原告造成的损失存在过错。被告帅放某提出的抗辩理由不能成立,本院不予采信。因此,对于原告提出的要求帅放某对其投资的各项损失承担连带赔偿责任的诉讼请求,本院予以支持。

综上所述,依照《侵权责任法》第8条、2014年《证券法》第63条、《若干规定》第7条、第17条、第18条、第19条、第20条、第21条、第30条、第31条、第33条之规定,并经本院审判委员会讨论决定,判决如下:

一、被告尔康制药公司应于本判决生效之日起十日内向原告赔偿损失合计16,801,515.54元(具体每案原告的获赔金额详见附表的《法院认定赔偿金额》);

二、被告帅放某对被告尔康制药公司的上述债务承担连带赔偿责任;

三、驳回原告的其他诉讼请求。

如果上述付款义务人未按本判决指定的履行期间履行给付金钱义务,应当依照《民事诉讼法》第253条之规定,加倍支付迟延履行期间的债务利息。

各案案件受理费承担详见附表。各案案件受理费已由原告预交,由被告尔康制药公司承担的部分应于本判决生效之日起十日内径付原告。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 李 晴

审 判 员 李祖湖

审 判 员 熊晓震

审 判 员 黎 蒙

审 判 员 王红兰

审 判 员 黄红萍

审 判 员 戴 静

审 判 员 龙付送

审 判 员 李雨佳

二〇一九年七月二十六日

书 记 员 刘佳林

本案相关新闻报道

尔康制药支持诉讼案获长沙中院受理

2019 年 1 月 24 日,由投服中心提起、公益律师尹湘南[上海兰迪(长沙)律师事务所]团队代理的尔康制药虚假陈述损害赔偿支持诉讼案件正式被长沙市中级人民法院受理。

确定虚假陈述揭露日

2018 年 6 月 15 日,尔康制药收到湖南证监局《行政处罚决定书》,其中认定 2015 至 2016 年,尔康制药通过从全资子公司全额现款购入原料等方式,虚增 2015 年、2016 年年度营业收入和净利润,使 2015 年、2016 年年报存在虚假记载。其中 2015 年虚增部分占当期披露营业收入的 1.03%、披露净利润的 2.62%;2016 年虚增部分占当期披露营业收入的 8.61%、披露净利润的 22.63%。

2017 年 5 月 9 日,某自媒体微信公众号发表了质疑尔康制药财务舞弊的文章,文章对尔康制药柬埔寨子公司 18 万吨药用木薯淀粉生产项目的实际盈利能力、尔康制药固定资产扩增及其已缴纳房产税与房建项目不匹配等情况提出疑问。文章发布之后尔康制药股票跌停,并自 2017 年 5 月 10 日开始进行临时停牌直至 11 月 23 日复牌。2017 年 8 月 9 日,尔康制药公告收到证监会立案调查通知书,称“因公司涉嫌信息披露违法违规”被正式立案调查。由于此前发表公众号文章的媒体属性使其在影响力和公信力方面缺乏权威性,不完全符合相关司法解释中对于揭露日的阐释,故投服中心出面,将 2017 年 8 月 9 日尔康制药公告证监会立案调查之日作为本案的揭露日。

揭露日的确定,是明确虚假陈述损害赔偿投资者损失的必要条件。明确涉案违法行为揭露日,能让中小投资者明晰损失,更恰当地作出维权选择,降低诉讼风险。

损失计算软件提升效率

投资者因虚假陈述造成的损失计算在虚假陈述损害赔偿案件中耗时耗力。而本案自 2016 年 4 月 5 日尔康制药发布存在虚假信息的 2015 年年报至 2017 年 8 月 9 日收到证监会立案调查通知书期间,进行了一次分红和两次派息,更加剧了手工计算基础价差损失的繁复性。投服中心通过证券虚假陈述损失计算软件在短时间内完成了基础价差损失的损失计算。本案公益律师尹湘南团队和投服中心工作人员同时人工计算核对与

软件测试,基本确认了软件测试结果的可靠。根据公开信息,截至2019年1月19日,长沙中院已经收到704位投资者提出的尔康制药民事诉讼请求,累计诉求金额超过4.13亿元。面对如此巨大的案件数量,投服中心建议未来通过广泛使用损失计算软件的方式,进一步减轻审判压力,提升审判效率。

保护中小股东,继续坚持“追首恶”

不同于“*ST”“退市”股票损害赔偿诉讼,尔康制药在被证监会处罚之后,生产经营活动正常进行,偿付能力有一定保障。帅放某是证监会行政处罚决定书中对虚假陈述行为负主要责任的管理人员。经投资者同意,投服中心将尔康制药董事长、实际控制人、法定代表人帅放某列为第一被告,要求帅放某承担主要赔偿责任,这既体现了投服中心“追责到人”的原则,也是减轻对上市公司生产经营的影响、保护中小股东利益的一种维护方式。