

## 立案调查通知公告之日作为虚假 陈述揭露日的正当性解释

曹明哲\*

**摘要:**在司法实践中,证监会立案调查通知公告之日经常作为虚假陈述行为揭露日,但是亦存在争议,此争议源于揭露日判断中是否应有内容一致性和股价波动性要件。立案调查通知本身有三种形式,其内容的繁简程度应对揭露日判断产生影响;揭露内容的一致性要件中的“一致”具有“弹性”,非绝对完全一致,故可对立案调查通知的内容作宽泛和概括性解释以满足该要件;股价波动与揭露日认定并不存在充分必要关系,但若在立案调查通知公告后发生了股价波动,则应成为揭露日。股价波动性弥补了立案调查通知内容上的欠缺性,故立案调查通知公告之日作为揭露日有其正当性。揭露日的判断应为各因素综合衡量的过程,人民法院应判定的是“最合适”的揭露日。

**关键词:**证券虚假陈述 揭露日 证监会 立案调查 股价波动

---

\* 北京市第一中级人民法院民事审判第四庭法官助理,中国人民大学民商法法学硕士。

## 一、问题的提出:立案调查通知的“独占鳌头”

### (一) 立案调查通知作为揭露日的司法考察

目前,在因发行人、上市公司虚假陈述而引发的证券民事赔偿责任纠纷中,投资者起诉以及人民法院审判的依据均为最高人民法院《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》)。根据《若干规定》所确立的投资差额损失赔偿与计算规则,投资者投资差额损失的计算前提是确定发行人、上市公司虚假陈述的实施日、揭露日(更正日)、基准日。而在其中,揭露日(更正日)无疑是最重要和最具决定性作用的时点,其直接决定了可索赔的投资者范围以及投资者获赔金额的多少,因此,在此类纠纷中,揭露日(更正日)的认定多成为司法实践中的关键以及争议问题。<sup>[1]</sup>

为解决在证券虚假陈述责任纠纷案件中对于揭露日(更正日)认定的争议,明晰司法裁判规则,妥当解释《若干规定》第20条的含义,更为完善证券侵权类案件司法解释的相关规定,笔者从中国裁判文书网、北大法宝、威律先行案例数据库中已公开的案件<sup>[2]</sup>以及由刘俊海、宋一欣主编的《中国证券民事赔偿案件司法裁判文书汇编》中编入的案件进行检索,剔除不涉及揭露日(更正日)认定的案件,<sup>[3]</sup>共有57

---

[1] 揭露日(或更正日)的争议也可从相关报道中可见一斑,如王立杰:《大唐电信案二审虚假陈述揭露日成认定焦点》,载《中国经营报》2009年11月2日;杜舒:《揭露日不好定》,载《证券时报》2003年2月28日;刘国华:《两个焦点问题永远是个谜——记天津磁卡虚假陈述证券民事赔偿案》,载《中国证券报》2006年10月19日;庄会:《欣泰电气被立案调查未被认定为虚假陈述揭露日——兴业证券赔付方案关键节点认定又起争议》,载《中国经营报》2017年6月19日。

[2] 由于和解、调解、撤诉等原因,并非所有的证券虚假陈述责任纠纷案件均有生效判决可查。

[3] 在这些案件中,主要有以下两类:一类由于法院不认为虚假陈述行为具有重大性,所以此类案件涉及不到投资差额损失的计算,也就没有揭露日的认定问题,如友利控股案、华闻传媒案;另一类是法院裁判文书中并未涉及揭露日的具体阐述。

件案件涉及揭露日(更正日)的认定。<sup>[4]</sup>

在这 57 件案件中,以行政机关、司法机关对上市公司的立案调查通知公告之日作为虚假陈述揭露日的案件共有 27 件,<sup>[5]</sup>这其中以中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)的立案调查通知公告之日为绝大多数。可以看出,证监会的立案调查通知公告之日在揭露日的表现形式中“独占鳌头”,其占到了研究样本的 47%;而在这 27 件案件中,又有 14 件案件在当事人以及人民法院看来,立案调查通知公告之日作为揭露日是没有任何争议的,双方当事人径直将立案调查公告日作为揭露日。

## (二) 立案调查通知公告之日作为揭露日的司法歧见

从司法实践的结果看,证监会立案调查通知公告之日作为虚假陈述行为的揭露日似乎具有“先天性”,这不禁令人反思与疑惑,仅仅是一个立案调查通知的公告,未说明任何问题,未来是否被处罚也悬而未决,那么其作为虚假陈述揭露日的正当性为何?而对于立案调查通知公告之日到底能不能作为揭露日,无论在理论中还是实践中,均存在争议。

第一种观点认为,立案调查通知公告之日不能作为虚假陈述行为的揭露日。主要理由在于仅仅是立案调查并没有揭露虚假陈述行为的内容,“仅宣布‘开始调查’亦不能给公众投资者一个‘类型化的、可信赖的’答案”;<sup>[6]</sup>“其缺乏了信息披露中最基本的要素——虚假陈述行为,且在我国的司法实践中,常发生证监会对某上市公司立案调查后又无下文之情形。投资者无法基于该消息得出被立案调查者一定实施了

---

[4] 同时,因证券虚假陈述责任纠纷属于群体性纠纷,因目前投资者分散起诉,司法实践未采取集团诉讼或代表人诉讼,故以同一虚假陈述行为人为被告的案件数量较多,每一案件中当事人的诉辨请求,对揭露日的认定可能均不相同,本文仅以具有代表性的投资者案件为例进行研究,特此说明。

[5] 这 27 件案件分别是:大庆联谊、亚太实业、康达新材、上海物贸、协鑫集成、海润光伏、南纺股份、勤上股份、宝安地产、金牛化工、武昌鱼、三峡新材、ST 中基、恒天海龙、亚星化学、鲁北化工、青海春天、恒邦股份、湖北生态、粤美雅、海信科龙、闽粤花雕、大唐电信、汉王科技、中电广通、京天利、云投生态。为方便表述,仅用股票简称代替案件名称,后文引用具体案件时具体阐明。

[6] 梁爽:《日本证券虚假陈述责任法律适用对我国的启示》,载《法学》2011 年第 1 期。

某虚假陈述行为的结论,如果要求投资者必须判断该信息并作出反应,实质上是对虚假陈述者的惩罚转嫁到投资者身上,使投资者处于风险之中”〔7〕

在笔者研究的样本中,亦有5例案件采此观点,〔8〕典型如大智慧案,如“虽然大智慧公司于该日公告其被中国证监会立案调查,但公告的内容仅提及‘公司信息披露涉嫌违反证券法律规定’,并未指出信息披露涉嫌违法的具体表现,而依照证券法律法规规定,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不相同。现该公告仅提示市场大智慧公司有违规嫌疑,并未明确相关信息披露的具体内容,故对于普通市场投资者而言,仅阅看该公告并不必然将其与大智慧公司2013年年度报告建立联系,亦无从知晓大智慧公司可能存在的信息披露违法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”〔9〕

第二种观点认为,立案调查通知公告之日可以成为虚假陈述行为的揭露日。理由有二:其一,证监会调查的权威性,“证监会通常是在已经掌握大量事实依据、极有可能认定该行为违法的情况下,才对上市公司进行立案调查,而且中国证监会的权威性、专业性也足以令市场相

---

〔7〕 林一青:《证券虚假陈述中揭露日之确定问题刍议》,载《公司法律评论》(2012年卷),上海人民出版社2012年版,第156~157页。

〔8〕 当然,在一些案件中,当事人也提出了该主张,但最终未被法院采信,如“金牛化工”案、“贤成矿业”案,详见“秦忠泽与河北金牛化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案”,河北省高级人民法院(2014)冀民二终字第56号民事判决书;“王永成与青海春天药用资源科技股份有限公司(原青海贤成矿业股份有限公司)上诉案”,青海省高级人民法院(2017)青民终186号民事判决书。

〔9〕 采此观点的案件还有:创兴资源、彩虹精化、宋都股份、欣泰电气,详见徐德禄、周晓娴与上海创兴资源开发股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案,上海市高级人民法院(2016)沪民终109号民事判决书;丁振平与深圳市彩虹精细化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第1058号民事判决书;宋都基业投资股份有限公司与王萍证券虚假陈述责任纠纷上诉案,浙江省高级人民法院(2016)浙民终879号民事判决书;石雪峰与兴业证券股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,福建省福州市中级人民法院(2017)闽01民初459号民事判决书。

信,被立案调查的事项很有可能真实、从而比较确定地引起灌水被挤压”。<sup>[10]</sup>其二,从理性投资者的认知角度,“鉴于证监会的职能(其负有揭露瑕疵信息的义务)及权威性,其立案调查的公告发布以后,足以说明被调查的股票存在虚假陈述的可能。对于理性的投资者,已经起到了充分的风险提示作用,具有高度的警示性,足以影响投资决策”。<sup>[11]</sup>司法实践中采此观点的案例占多数。

从上述司法分歧可以看出,立案调查通知公告之日能否作为揭露日的争议主要在两个方面:第一,立案调查通知未明确揭露具体额虚假陈述行为是否仍然可以成为揭露形式?第二,立案调查通知是否具有警示性?或者说,股价波动在认定立案调查公告成为揭露日中的作用为何?本文以下就将上述问题进行研究,以实现证监会立案调查通知公告之日作为揭露日的正当性解释。

## 二、立案调查通知内容之繁简对判断揭露日的影响

### (一) 立案调查通知的三种表现形式

从司法实践看,证监会立案调查通知的表述,实际上共有以下三种形式和内容上具有递进关系的方式:第一种:某公司因涉嫌违反证券法及相关法规或违反证券法律法规被立案调查;<sup>[12]</sup>第二种:某公司因涉嫌信息披露违法违规(或未按规定披露信息或涉嫌虚假陈述)被立案调查;<sup>[13]</sup>第三种:直接涉及虚假陈述行为类型,前两种表述形式实际

[10] 杨祥:《论证券虚假陈述诉讼中揭示日的认定》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版,第112页。

[11] 邓见智:《证券虚假陈述实施日和揭露日法律分析——以陈锦棠、莫川东分别诉广东美雅案为例》,载《法商论坛》2011年第1卷。

[12] 采用此种表述方式的案件有16件:创兴资源、国能集团、南纺股份、彩虹精化、宏磊股份、三峡新材、恒天海龙、亚星化学、鲁北化工、青海春天、欣泰电气、兰光科技、海信科龙、闽粤花雕、中电广通、华锐风电。

[13] 采用此种表述方式的案件有20件:亚太实业、康达新材、神开股份、上海物贸、协鑫集成、海润光伏、宁波富邦、勤上股份、宝安地产、佛山照明、金牛化工、武昌鱼、岳阳兴长、ST中基、大智慧、恒邦股份、粤美雅、大唐电信、汉王科技、云投生态。

上均没有涉及具体的虚假陈述行为类型,而此种形式直接表明虚假陈述行为的内容,如京天利案中,“因京天利关联关系及相关事项未披露,证监会根据《证券法》的有关规定,决定对京天利进行立案调查”〔14〕

既然具有以上三种形式,而且三种形式的表述不同,那么由此引发的问题及争议是,上述三种方式,是否在被认定成揭露日上存在不同?

在本文研究的57件样本案件中,无一件案件对二者进行了明确的区分适用,只有在个别案件中,当事人对此提出应区别对待。例如,在刘辉与中电广通股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷案,当事人提出,“中电广通的立案调查公告仅笼统说明因‘涉嫌违反证券法律法规’,对虚假陈述的行为只字未提,而科龙电器、大唐电信、ST美雅均披露了立案调查的原因是虚假信息披露,而中电广通的行为与前述情形截然不同”〔15〕

## (二) 立案调查通知之内容繁简与揭露日认定

第三种方式直接表明虚假陈述行为的内容,其作为揭露日应无疑义,对于前两种方式,本文认为,其内容的繁简程度在人民法院认定揭露日时应有所不同。

首先,从表述内容看,第二种表述方式显然比第一种表述方式更具体,因为违反证券法律法规的行为不仅仅有虚假陈述行为,还可能是操纵市场、内幕交易等违法行为,“中国证监会立案调查的公告通常满足了‘确定性’要求,但诸如‘因涉嫌违规被调查’的信息,则欠缺‘指向性’”〔16〕

其次,从司法实践看,尽管人民法院没有明确将二者区分适用,但从案件的认定结果看能够得出二者实际上有所区别。在本文研究的样

---

〔14〕 北京无线天利移动信息技术股份有限公司与李铭春、钱永耀证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2017)京民终751号民事判决书。还有大庆联谊案,陈丽华等23名投资人诉大庆联谊公司、申银证券公司虚假陈述侵权赔偿纠纷案,【法宝引证码】CLI.C.67383。

〔15〕 刘辉与中电广通股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷案,北京市第一中级人民法院(2010)一中民初字第17839号民事判决书。

〔16〕 杨祥:《论证券虚假陈述诉讼中揭示日的认定》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版,第112页。

本中,采用第一种立案调查表述方式的案件有16件,在这16件案件中,立案调查通知公告之日成为揭露日的案件有9件,占比56%;采用第二种立案调查表述方式的案件共有20件,其中立案调查通知公告之日成为揭露日的案件有16件,比例为80%。显然,由于后者的内容更为具体,在司法实践中被认定为揭露日的可能性更大。<sup>[17]</sup>

因此,笼统地说立案调查通知这种形式能否作为虚假陈述行为的揭露形式并不准确,因为立案调查通知本身就具有内容详尽程度上的区别,所以,该项因素成为人民法院判断揭露日时应考量的因素。但与此同时,即便是后者,即证监会的立案调查公告表明上市公司涉嫌存在虚假陈述行为或者信息披露问题,该通知也没有像前述第三种形式那样直接表明违法行为的具体内容,其在内容上仍然存在不具体的问题,那么,虚假陈述行为的揭露到底是否需要揭露形式的内容完整准确?

### 三、揭露日判定中的“一致性”要件

#### (一) 揭露内容中是否应与虚假陈述行为一一对应

从揭露的本身含义讲,现代汉语词典中意为“揭示隐蔽的、掩盖的事物,使显露出来”,<sup>[18]</sup>因此,只有揭露的内容就是之前虚假陈述行为人所实施的且被掩盖的虚假陈述行为,才算得上真正意义的揭露,“媒体揭露信息中披露的虚假陈述行为应与事后证监会或其他有权机关作出行政处罚决定所认定的虚假陈述行为相吻合”,<sup>[19]</sup>故揭露内容的一致性应当是在虚假陈述行为中应该考量的因素。换言之,虚假陈述揭露形式的内容中应当有具体的虚假陈述行为。

对此,司法实践中有不少法院在认定揭露日时均采此标准,认为确定虚假陈述揭露日“应当着重考虑揭露的内容与证券监督管理机构行

---

[17] 也正是因为其内容的更为详尽,导致在该日之后的市场反应更为明显,被认定为揭露日的概率提高。

[18] 董大年主编:《现代汉语分类大词典》,上海辞书出版社2007年版,第440页。

[19] 陶雨生、武峰、刘磊:《投资人索赔的分水岭——关于“虚假陈述揭露日”的确定》,载《中国律师》2009年第7期。

政处罚决定书中认定的虚假陈述行为相一致”,<sup>[20]</sup>如在京天利案中,法院认为,“此结论性事实与无线天利公司于2015年6月23日发布的《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书暨复牌公告》的内容前后呼应,且完全相符,是国家行政监管机构对无线天利公司存在虚假陈述行为的最终证实和确定”。<sup>[21]</sup>同时,若揭露的内容与证监会行政处罚决定书中认定的揭露事实不一致,则难以构成揭露。<sup>[22]</sup>

在此标准之上,有的法院即认为,立案调查通知并没有揭示出任何的虚假陈述行为,故其不应作为揭露日。如前述的创兴资源与大智慧案。但是,也有法院认为,“《若干规定》第二十条中所规定的虚假陈述揭露日其核心在于虚假陈述首次被公开揭露,对市场产生了影响及该违法行为被中国证监会认定等因素,对其是否揭露了全部违法事实并未作强制性规定”。<sup>[23]</sup>

## (二) 具有“弹性”的内容一致性标准

本文认为,虚假陈述行为揭露日的判断中,揭露内容的一致性应当考量的重要因素,也即揭露形式中应当有虚假陈述行为且能够对实施的虚假陈述行为相一致、相对应,但是,此种的内容一致性具有“弹性”,非绝对的完全一致。

首先,一致性的对比标准决定了完全一致性的不可能。

揭露内容一致性的对比标准是证监会最终的行政处罚决定书中所认定的虚假陈述行为,而证监会认定的虚假陈述行为实际上是一种“法律事实”而非“客观事实”,就如同人民法院的裁判认定事实亦非客观事实一样,“法律事实一般应当与客观事实相符合,但由于种种原因,也可能产生不一致的情况,包括无奈的、不一致、错误的、不一致和有

---

[20] 黄明江诉海南亚太实业发展股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,海南省海口市中级人民法院(2016)琼01民初160号民事判决书。

[21] 北京无线天利移动信息技术股份有限公司与李铭春、钱永耀证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2017)京民终751号民事判决书。

[22] 对此可参见张杰与汉王科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2016)京民终277号民事判决书。

[23] 王永成与青海春天药用资源科技股份有限公司(原青海贤成矿业股份有限公司)上訴案,青海省高级人民法院(2017)青民终186号民事判决书。

意的不一致”<sup>[24]</sup>。既然是一种“法律事实”，就表明与原始的客观虚假陈述行为存在差别，在此情形下，要求揭露日揭露的内容去符合“法律事实”的虚假陈述行为，要求苛刻，甚至是不可能的。

其次，证监会自身对虚假陈述行为的认定也存在变动，要求其他的虚假陈述揭露形式在内容上完全一致并不合理。

由于在证监会具体调查过程中的各种情况，如发现新的证据、事实，或者基于对违法行为和事实的考量，证监会决定进行处罚的具体违法行为与其先前立案调查时认为上市公司存在的虚假陈述行为可能存在差异，即证监会最终的处罚结果与先前公布的（无论是自行更正还是揭露）信息不一定一一对应。以证监会自身作出的行政监管措施决定书为例，在前述提及，证监会的行政监管措施决定书同样作为可以作为揭露形式，但是即便是证监会自行作出的行政监管措施决定书，也无法做到内容上的完全一一对应。

在前述笔者考察的将行政监管措施决定书公告之日作为揭露日的案件中，几乎没有能够与证监会行政处罚决定书认定违法行为内容完全一致的情况。例如，在天津磁卡案中，行政监管措施决定书确认，公司2006年7月24日受让天津环球化学科技有限公司73%股份，成为其控股股东，该事项始终未予披露；公司2012年12月28日与天津港保税区管委会签订了土地款补偿《补充协议》，涉及金额19560万元，该事项未及时披露；公司2012年10月20日与控股股东天津环球磁卡集团有限公司、天津福源木业有限公司签署《三方转债协议》，涉及金额500万元，该事项涉及关联交易未经审议且未披露。而行政处罚决定书确认则认定，公司2006年半年报至2013年半年报期间均未披露天津环球化学科技有限公司是其子公司；未将控股子公司天津环球化学科技有限公司纳入合并财务报表的合并范围，虚计2006~2012年各期年报合并利润。<sup>[25]</sup>因而，二者内容并不一致。

最后，完全的一致性要求与司法实践不符、不利于保护投资者。

---

[24] 孔祥俊：《论法律事实与客观事实》，载《政法论坛》2002年第5期。

[25] 详情参见王顺文诉天津环球磁卡股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，天津市第二中级人民法院（2016）津02民初702号民事判决书。

客观来说,若要求高度的一致性,则虚假陈述行为的揭露日可能就只能剩下一种可能,就是在证监会行政处罚决定书(或行政处罚事先告知书)公告之日,而若将此作为揭露日,根据司法实践以及证券市场运行规律看,股价多数情况下仅发生极小的变动甚至没有变动,原因在于证监会的行政处罚决定书被公告之日相对于虚假陈述行为首次被揭示往往时间靠后,在此之前,关于上市公司涉嫌虚假陈述的利空消息在市场中早就存在并出尽,在前期利空消息出尽的情况下,行政处罚决定书被公告之日股价已经难以发生波动,甚至出现上涨的情况,在此种情况下,依照当前投资差额损失的计算方法,投资者的损失则无法得到完全弥补,前期因真正的揭露导致股价下跌而产生的损失,投资者在案件中无法索赔,“如果坚持认为只有真相被完整揭示才构成揭示日,显然是罔顾市场实际、股价反应,必然放纵虚假陈述,鼓励信息操纵,损害众多投资者利益”〔26〕

### (三)小结:立案调查通知中违法内容的概括性解释

综上,虚假陈述行为揭露日的判断中,揭露内容的一致性应当考量的重要因素,但是,此时的一致性具有“弹性”,非绝对的完全一致,“并不是说要从严格意义上必须要将事实完全揭露,为消除对该证券价格的错误认识,进行了必要程度的事实揭露就足够了”〔27〕

由此,此种具有弹性的内容一致性要求,便给立案调查通知公告之日作为揭露日留下了解释的空间,也即,尽管立案调查通知公告之日在揭露违法行为内容上有所欠缺,但是可将前述第一、第二种立案调查通知的形式理解为“内容概括性”,其毕竟在最低限度上明确了违法行为。在司法实践中,也有法院作此解释,如在云投生态案中,法院认为,“2010年3月18日中国证监会的立案调查通知书的内容表述为‘涉嫌信息披露违规’,并未特指针对的是绿大地公司某个阶段或某个文件

〔26〕 杨祥:《论证券虚假陈述诉讼中揭示日的认定》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2017年卷),中国法制出版社2017年版,第111页。

〔27〕 [日]三井秀范:《罚金制度与民事赔偿责任一条解证券交易法》,载《金融财政研究会》2005年版,第159页。转引自刘晓杰:《虚假陈述损害赔偿范围的认定探讨——以日本LiveDoor公司证券诉讼案为借鉴》,华东政法大学2011年硕士学位论文,第10页。

的虚假陈述行为,具有不特定性,应当涵盖虚假陈述的所有行为和内容”。<sup>[28]</sup>又如,闽越花雕案中,“神龙发展于2003年10月24日在《上海证券报》刊登的《被立案调查的公告》虽仅记载神龙发展因涉嫌违反证券法规,证监会决定对该公司立案调查,但虚假陈述行为亦属违反证券法规行为之一,且2004年9月16日中国证监会作出证监罚字(2004)34号行政处罚决定书,亦是认定闽越花雕公司在2001年、2002年年报中存在虚假陈述”。<sup>[29]</sup>

但是,仅凭此种对内容一致性的宽泛和概括性解释就认定立案调查通知公告之日作为揭露日仍显不足,那么,是否仍然有其他因素共同影响人民法院对揭露日的判断呢?前述提及的股价是否对揭露日的判断有影响?

#### 四、股价波动、揭露日与立案调查公告

##### (一) 股价波动性与揭露日的关系之争议

前述提及,绝大多数立案调查公告其实均在内容上具有欠缺性,法院拒绝将其作为揭露形式的观点亦均持此理由。与此同时,法院接受其作为揭露日的案例理由基本同一,除了前述证监会的立案调查具有权威性等原因,立案调查通知公告后涉案上市公司的股价发生了波动(主要是指诱多型证券虚假陈述中股价的下跌)则是更为重要的因素,在司法实践中,在很多以立案调查通知公告之日作为揭露日的案件中,股价往往都发生波动(见下表)。

---

[28] 魏玉东与云南云投生态环境科技股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案,云南省高级人民法院(2015)云高民二终字第144号民事判决书。

[29] 葛某诉福建省闽越花雕股份有限公司、上海上会会计师事务所有限公司、中勤万信会计师事务所有限公司上诉案,福建省高级人民法院(2007)闽民终字第356号民事判决书。

立案调查通知公告后上市公司股价波动情况

序号	案件	股价跌幅
1	三峡新材 <sup>[30]</sup>	较前一交易日收盘价下跌 9.95%
2	恒天海龙 <sup>[31]</sup>	发布公告当天股价下跌 9.21% , 且此后的交易日股价持续走低
3	中电广通 <sup>[32]</sup>	较前一交易日收盘价下跌 9.83%
4	康达新材 <sup>[33]</sup>	较前一交易日收盘价下跌 10.03%
5	恒邦股份 <sup>[34]</sup>	较前一交易日收盘价下跌 4.62%
6	京天利 <sup>[35]</sup>	12 个跌停板
7	上海物贸 <sup>[36]</sup>	未有明确数字,但均表述股价下跌
8	海信科龙 <sup>[37]</sup>	
9	金牛化工 <sup>[38]</sup>	
10	佛山照明 <sup>[39]</sup>	

资料来源:作者自行整理。

- [30] 参见唐华与湖北三峡新型建材股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,湖北省武汉市中级人民法院(2016)鄂01民初3483号民事判决书。
- [31] 参见廖劲松与恒天海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,山东省高级人民法院(2016)鲁民终1682号民事判决书。
- [32] 参见刘辉与中电广通股份有限公司证券虚假陈述赔偿纠纷案,北京市第一中级人民法院(2010)一中民初字第17839号民事判决书。
- [33] 参见上海康达化工新材料股份有限公司与徐凤川证券虚假陈述责任纠纷上诉案,上海市高级人民法院(2015)沪高民五(商)终字第35号民事判决书。
- [34] 参见李开芹与山东恒邦冶炼股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,山东省青岛市中级人民法院(2016)鲁02民初1004号民事判决书。
- [35] 参见北京无线天利移动信息技术股份有限公司与李铭春、钱永耀证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2017)京民终751号民事判决书。
- [36] 参见上海物资贸易股份有限公司与王海宏等证券虚假陈述责任纠纷上诉案,上海市高级人民法院(2016)沪民终496号民事判决书。
- [37] 参见陈卫诉海信科龙电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,广东省广州市中级人民法院(2007)穗中法民二初字第221号民事调解书。
- [38] 参见秦忠泽与河北金牛化工股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案,河北省高级人民法院(2014)冀民二终字第56号民事判决书。
- [39] 参见佛山电器照明股份有限公司与汪建华证券虚假陈述责任纠纷案,广东省高级人民法院(2015)粤高法民二终字第13-967号民事判决书。

在上述案件中,法院均以立案调查通知公告后股价发生剧烈变动为由将立案调查通知公告之日作为揭露日。而据此引发的问题是,股价波动是否与认定揭露日相关?此问题在理论与实践均存在争议。

第一种观点认为,“市场反应是确定揭露日的首要判断标准”,<sup>[40]</sup>“揭露的信息导致该股票价格急剧下跌和交易数量激增,是揭露日之后市场反应的基本特征”。<sup>[41]</sup>“鉴于揭露日的主要意义在于对证券市场发出警示信号,提醒投资人重新判断证券价值,因此,在确定揭露日时尤其应当考虑该日期是否对市场产生了影响。”<sup>[42]</sup>

第二种观点认为,证券市场对揭露信息的剧烈反应不是判断虚假揭露日的要件,虚假陈述揭露并不必然导致证券市场波动。<sup>[43]</sup>“因为市场可能对瑕疵信息的揭露存在滞后反应,股价波动也可能是嗣后的其他因素导致的……从实际出发的角度来看,市场反应程度只能作为一项辅助指标来看待。”<sup>[44]</sup>“证券价格的涨跌受多种因素影响,价格下跌并非必然因市场收到警示信息所致,故该公告日之后,系争股票价格发生下跌,亦非判断揭露日的充分条件。”<sup>[45]</sup>《若干规定》“未将‘导致市场价格异常波动’或者‘对市场价格产生影响’作为认定虚假陈述揭露日的条件,故虚假陈述被揭露是否‘对市场价格产生影响’,在所不问”。<sup>[46]</sup>

---

[40] 陶雨生、武峰、刘磊:《投资人索赔的分水岭——关于“虚假陈述揭露日”的确定》,载《中国律师》2009年第7期。

[41] 同注[40]。

[42] 廖劲松与恒天海龙股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,山东省高级人民法院(2016)鲁民终1682号民事判决书;北京无线天利移动信息技术股份有限公司与李铭春、钱永耀证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2017)京民终751号民事判决书;张立生诉吉林紫鑫药业股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案,吉林省长春市中级人民法院(2016)吉01民初250号民事判决书。

[43] 参见莫涛:《虚假陈述揭露日确定问题研究——以徐某诉大唐公司证券虚假陈述赔偿纠纷案为例》,西南政法大学2011年硕士学位论文,第12页。

[44] 石一峰:《违反信息披露义务责任中损失计算的利益衡量》,载《法学评论》2017年第4期。持相同观点还有莫涛:《虚假陈述揭露日确定问题研究——以徐某诉大唐公司证券虚假陈述赔偿纠纷案为例》,西南政法大学2011年硕士学位论文,第12页。

[45] 刘坚诉上海大智慧股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,上海市第一中级人民法院(2016)沪01民初653号民事判决书。

[46] 郑建中诉大唐电信科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2009)高民终字第4807号民事判决书。

## (二) 股价波动与揭露日认定无法形成充分必要关系

本文认为,股价的波动性在绝大多数案件中均应作为判断揭露日的一个重要因素,但是不是单一因素,也不是判定揭露日的必要条件,二者之间无法建立起充分必要条件,具体而言。

首先,信息披露之后发生股价波动的一般应作为揭露日。

以本文所探讨的立案调查公告为例,支持立案调查通知公告之日作为揭露日的论者往往认为,立案调查公告对于理性的投资者,已经起到了充分的风险提示作用,具有高度的警示性,足以影响投资决策;而否认立案调查公告作为揭露日的观点则认为内容空泛的立案调查通知无法对投资者的判断起到作用。上述只是理论上的泛泛而谈,但是,在统计学上的研究证明,立案调查通知公告的确存在警示性。

一项针对 2002 ~ 2011 年共计 10 年间发生的证监会立案调查样本的研究表明,“立案公告事件已经使得市场投资者重新调整了其所投资公司的预期,并产生了足够重大的负而反应,且负反应程度已远远超过了监管机构处罚公告附近的市场负反应……因此潜在的虚假陈述行为与立案公告日附近的投资者损失之间体现出因果关系,因此该情形存在经验证据的支持”<sup>[47]</sup>

在上述统计学的证据支持下,立案调查通知公告之时已经确定对投资者财富发生影响,而根据当前《若干规定》对于投资差额损失的计算方式,如果不将立案调查公告作为揭露日,则投资者在立案调查公告之日因股价下跌而产生的损失很难得到补偿,若揭露日在立案调查公告之后,股价又往往波动不大,甚至出现所谓“利空即利多”的状况,投资者因虚假陈述行为而遭受的损失难以得到补偿。因此,在立案调查通知公告之日导致股价波动时,立案调查公告应作为揭露日。

其次,信息披露之后股价发生波动可能也无法作为揭露日。

前述提及,满足揭露日需要具备内容一致性的要件,若披露的虚假陈述行为不是证监会所认定和处罚的虚假陈述行为,则即便发生股价波动,也无法作为虚假陈述行为。如在张杰与汉王科技股份有限公司证券

---

[47] 吴溪、张俊生:《上市公司立案公告的市场反应及其含义》,载《会计研究》2014 年第 4 期。

虚假陈述责任纠纷案中,尽管2011年5月20日深圳证券交易所发出问询函,以及当日和之后几日媒体的相关报道导致汉王科技的股价下跌,但是由于该日披露的虚假成为并非证监会认定虚假陈述行为,所以无法作为揭露日。<sup>[48]</sup>

最后,是揭露日但未必伴随股价波动。

事实上,在揭露日股价未产生波动系因当前投资差额损失采取所谓“事后观点”所导致的,采“事后观点”,“在揭示日之后,如果有其他利好消息能够抵消虚假陈述被揭示所带来的股价下跌,虚假陈述行为人将少赔甚至不赔。面对这样的诱惑,虚假陈述行为人极有可能在虚假陈述被揭示的前后,通过披露利好(不论真假)消息来抵消虚假陈述被揭示所导致的股价下跌”<sup>[49]</sup>

也即在此种情形下,尽管股价没有发生下跌,但是揭露形式的要件仍然具备,此时股价未波动系因其他因素的影响,非揭露信息不够彻底,亦非揭露媒体不够权威。因而,在此种情形下,股价不是认定揭露日的必要条件。正是基于此,才有学者提出所谓投资差额损失的“事前观点”,“该方法计算出的是投资者在交易同时所多付出的价款,该价款即为投资者的损失,在交易当时即确定。因此,该损失不受交易之后其他因数的影响”<sup>[50]</sup>

之所以有观点认为只有股价发生波动才会成为揭露日,系因只有股价波动了才会有损失,才会衍生赔偿诉讼,但是,依据前述,实际上这只是在投资差额损失“事后观点”的框架下得出的结论。而依照“事前观点”,投资者损失是在交易时确定的,所谓揭露伴随的股价波动,对于投资差额损失计算没有影响。司法实践中,实际上也有裁判提出了该观点,如在上海丰华案中,法院认为,“证券市场虚假陈述行为造成投资者损失的主要原因并非虚假陈述行为被揭露后股票价格的下跌,而是投资者基于对上市公司或其他义务主体虚假陈述的信任,买入并持有了存在

---

[48] 详见张杰与汉王科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2016)京民终277号民事判决书。

[49] 樊健:《论证券虚假陈述投资者损失计算的“事前观点”》,载《清华法学》2017年第3期。

[50] 同注[49]。

虚假陈述因素的股票,故分析原告是否具有损失,应以原告买入并持有系争股票的行为动机为依据”。<sup>[51]</sup> 建立此种观点,就不会将股价的波动作为认定揭露日的必要条件。

### (三) 小结

因此,通过上述论证可以看出,揭露日认定时,基于目前司法解释所采用的方法,应考虑揭露伴随的股价波动,一般而言,揭露日会随着股价波动,但是二者并非一一对应且充分必要。

在立案调查通知公告后,若在该日及之后交易日发生了股价波动,则立案调查通知公告成为揭露日,此时的股价波动弥补了立案调查通知内容上的欠缺性,立案调查通知符合内容一致性与股价波动性两项因素,大概率可以被认定成为揭露的表现形式,立案调查通知公告之日作为揭露日具有正当性。若立案调查公告之后未发生股价波动,加之内容上的欠缺,大概率不会被认定为揭露日。

## 五、内容一致性与股价波动性在其他揭露形式中的应用

基于本文的论证,立案调查通知公告之日在作为揭露日有其正当性。而以此延伸,基于对立案调查通知公告之日作为揭露日的考察,尤其是内容一致性标准和股价波动性标准的分析,在其他揭露形式上亦存在适用余地。

如若虚假陈述行为人自行更正的虚假陈述行为内容与证监会行政处罚决定书中的内容不一致时,能否认定为更正日? 此问题本质上就是本文所涉及的揭露日内容是否应当具有一致性要件,借助对内容一致性要件的解释和对股价波动的判断,可得结论,此也得到司法实践的认可。<sup>[52]</sup>

又如,对于媒体报道是否能够作为揭露日,“由于质疑性报道都是对

---

[51] 周斌诉上海丰华(集团)股份有限公司诉讼案,上海市第一中级人民法院(2007)沪一中民三(商)初字第51号民事判决书。

[52] 对此问题的争议,可参见华锐风电科技(集团)股份有限公司与李国林证券虚假陈述责任纠纷案,北京市高级人民法院(2017)京民终81号民事判决书。

公告瑕疵的一种边缘性猜测或者主观分析,并未对瑕疵内容进行确定的完整的公布,同时媒体以及专家学者本身没有揭露瑕疵的义务,其报道真正的目的也不在于去揭露瑕疵,而是通过对瑕疵的质疑来扩大媒体自身的影响。此种质疑对投资者虽然有一定的警示作用,但会因媒体性质,专家学者的水平等有差异,无法形成确定的类型化的信息揭露,因此实务上一般排除此种媒体(专家)的质疑作为揭露日标志,比较法上也因其不是确定化和类型化的信息而将之排除”。<sup>[53]</sup> 但司法实践仍有不少案件将媒体报道作为揭露日,<sup>[54]</sup> 其中的重要佐证因素就是在媒体报道后股价发生了波动,如紫鑫药业案中,媒体报道后的第二天即停牌,至2011年10月24日复牌,复牌后股价连续三日跌停,此后股价仍持续下跌,反映出虚假陈述被揭露后市场对侵权行为的剧烈反应。<sup>[55]</sup>

### 结论:选择“最合适”的揭露日

由上述分析可得出以下结论:第一,有些立案调查通知,尽管内容简略,但是借助对内容的宽泛解释与股价波动性对其的弥补,其作为揭露的表现形式不失正当性;第二,股价波动性因素在大多数案件中有揭露日相伴而生,但是二者之间并没有绝对的充分必要关系;第三,立案调查通知公告作为揭露日实际上并非一个简单因素的判断,而是一个多因素的综合衡量过程,包括但不限于立案调查通知本身的内容形式,立案调查公告之后股价的波动情况,立案调查公告前后其他揭露形式的时间及其市场影响。在具体案件中,因案情不同,各因素所占的权重不同,并进而影响法官判断。人民法院最终选择的揭露日并不是一个最正确的,而

---

[53] 石一峰:《违反信息披露义务责任中损失计算的利益衡量》,载《法学评论》2017年第4期。

[54] 本文的研究样本中共7件,分别是宋都股份、紫鑫药业、岳阳兴长、东盛科技(现广誉远)、三九医药(现华润三九)、东方电子、三联商社(现国美通讯)。

[55] 张立生诉吉林紫鑫药业股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案,吉林省长春市中级人民法院(2016)吉01民初250号民事判决书。

是在综合衡量之后,选择一个“最合适”的揭露日。<sup>[56]</sup>

本文认为,《若干规定》对揭露日(更正日)的规定不应仅限于列举揭露形式,更应着重于判断揭露日的实质因素,即证券虚假陈述责任纠纷中揭露日(或更正日)的判断应结合揭露形式所揭示的内容繁简程度、揭示内容与虚假陈述行为的对应程度、揭露信息之后的股价反应,对比与虚假陈述行为有关的各事件的发生时间及其影响等因素,以保护投资者利益为原则,进行综合衡量判断。

(编辑:谢贵春)

---

[56] 关于一个虚假陈述行为是否应当有两个及两个以上揭露日,理论与司法实践均存争议,目前采取“先行赔付”的案件,如“海联讯”“万福生科”“欣泰电气”均采取多个揭露日的方式。限于篇幅,本文暂不论。