

我国证券虚假陈述被揭露规定的反思： 以公告证监会立案调查通知书为中心

樊 健

摘 要：规定虚假陈述被揭露的重要意义在于使投资者在相对“真实、准确、完整”信息的基础上作出理性的投资决策，使股价恢复到没有虚假陈述的状态。《九民会议纪要》和《虚假陈述若干规定》规定如果发行人公告立案调查通知书并且发行人股价出现明显波动，则应当认定虚假陈述已经被揭露。然而，由于立案调查通知书的内容既不准确也不完整，投资者仅仅“知悉、了解”可能存在虚假陈述，但对其具体内容一无所知，无法作出理性的投资决策。并且，虚假陈述被揭露与股价明显波动之间也并无必然联系。据此，法院除了要求原告提供立案调查通知书、股价明显波动证据外，还须提供其他能够揭露虚假陈述具体内容的证据。

关键词：九民会议纪要；虚假陈述若干规定；揭露日；立案调查

[中图分类号] D922.287 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180(2022)03-0099-16

一、问题的提出

在证券虚假陈述民事诉讼中，准确地判断虚假陈述是否被揭露（即判断虚假陈述揭露日），对于适格原告的确认、因果关系的推定、投资者损失的计算^{〔1〕}以及诉讼时效的起算等都具有重要作用。对此，《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《虚假陈述若干规定》）规定了两种不同的揭露情形：一是由虚假陈述行为人自行更正虚假陈述；二是由虚假陈述行为人之外的第三方，例如证监会或者权威媒体等揭露虚假陈述。

就证监会对于虚假陈述的揭露而言，《虚假陈述若干规定》“更侧重于虚假陈述揭露的表现形式（例如揭露载体、揭露方式等），但对于更重要的包括揭露日的具体认定原则、标准等在内的实体内容未加以规定”。^{〔2〕}因此，当存在多个可能的虚假陈述揭露日时，到底以哪一个为准，也就成

〔作者简介〕樊健，法学博士，上海财经大学法学院副教授。

〔基金项目〕上海市哲学社会科学规划课题“我国证券市场信息型操纵民事责任研究”（项目批准号：2018BFX005）；上海财经大学法学院“互联网与大数据法治问题研究”项目。

〔1〕李国光、贾纬：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社2003年版，第90页。

〔2〕陶雨生、刘磊：《投资人索赔的风水岭：关于“虚假陈述揭露日”的确定》，载《中国律师》2009年第7期，第60页。

了司法实践中的难点⁽³⁾和焦点问题，这也是理论界研究的重点问题。⁽⁴⁾

在司法实践中，多数法院以上市公司公告证监会立案调查通知书之日作为虚假陈述揭露日⁽⁵⁾，然而也有不少法院认为立案调查通知书的内容不准确、不完整而拒绝将该日作为揭露日。⁽⁶⁾不同揭露日的认定对于投资者和虚假陈述行为人的利益将产生直接影响，兹事体大。所以，为了解决司法实践中“同案不同判”的问题，切实维护诉讼当事人的合法权益，《全国法院民商审判工作会议纪要》（下称《九民会议纪要》）第84条规定，“虚假陈述的揭露和更正，是指虚假陈述被市场所知悉、了解，其精确程度并不以‘镜像规则’为必要，不要求达到全面、完整、准确的程度。原则上，只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应，对一方主张市场已经知悉虚假陈述的抗辩，人民法院依法予以支持”。据此，“若无其他情节，原则上立案调查通知书公告日作为揭露日”。⁽⁷⁾《虚假陈述若干规定》第8条第2、3款同样规定，“人民法院应当根据公开交易市场对相关信息的反应等证据，判断投资者是否知悉了虚假陈述。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……”。因此，就上市公司公告立案调查通知书是否构成对虚假陈述的揭露，《九民会议纪要》和《虚假陈述若干规定》确立了两个要件：一是上市公司公告立案调查通知书；二是该公司股价出现明显波动（公开交易市场的明显反应）。⁽⁸⁾

笔者认为，《九民会议纪要》和《虚假陈述若干规定》的规定值得商榷，主要问题有二：一是立案调查通知书的内容既不准确也不完整，投资者除了“知悉、了解”可能存在虚假陈述之外，对于其具体内容一无所知，投资者无法根据该信息作出理性的投资决策。这样，无法使股价恢复到没有虚假陈述的状态，规定虚假陈述揭露日的意义与功能也就无法实现。二是股价的明显波动并不能代表投资者掌握了虚假陈述的具体内容，有可能是立案调查通知书公告的同时，有其他信息出现影响股价或者是投资者认为公司的投资风险增大等。相反，虚假陈述被揭露之后股价也可能不发生明显波动，但是这并不代表虚假陈述的具体内容没有被投资者所掌握，例如虚假陈述不会对投资者产生实质性影响或者虚假陈述在被揭露前已经得到改正等。事实上，考察发行人股价是否明显波动，主要解决的是虚假陈述是否具有重大性的问题，与虚假陈述是

(3) 孙超：《证券虚假陈述中三个时间基点的意义与认定》，载《人民司法》2018年第17期，第15-16页。

(4) 张勇健：《论虚假陈述侵权行为的几个时间点》，载《法律适用》2003年第4期；曹明哲：《证券虚假陈述纠纷中更正日的判定》，载《人民司法》2018年第17期；李有星、潘政：《证券市场虚假陈述揭露日的再认识》，载《投资者》2018年第2期。

(5) 有研究统计，在57件虚假陈述民事诉讼案件中，有27件案件的法院以上市公司公告立案调查通知书之日作为虚假陈述揭露日。参见曹明哲：《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》，载《证券法苑》2019年第1期，第343页。

(6) 曹明哲：《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》，载《证券法苑》2019年第1期，第343-344页。

(7) 最高人民法院民事审判二庭编著：《〈全国法院民商审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第447页。

(8) 例如，浙江祥源文化股份有限公司等与朱炜证券虚假陈述责任纠纷上诉案，浙江省高级人民法院民事判决书（2019）浙民终1312号。本案中，法院认为：“祥源文化公司于2017年2月28日在上海证券交易所网站发布的……《关于收到中国证监会调查通知书的公告》系祥源文化公司包括案涉虚假陈述在内的违法违规问题在全国范围发行媒体首次被公开揭露，且证券监管机构的立案调查通知书公告后祥源文化公司的股价当日即下跌10.02%，可以认为祥源文化公司公告立案调查通知书的行为已对证券市场具有强烈的警示作用，对市场价格也产生了影响，该时点确定为祥源文化公司虚假陈述的揭露日更符合全案现有情形。”

否被揭露并无必然联系。

二、虚假陈述被揭露在证券市场中的意义与功能

（一）虚假陈述被揭露后股价恢复到没有虚假陈述的状态

在我国证券市场常见的“诱多型”虚假陈述⁽⁹⁾中，虚假陈述行为人通过披露一个虚假的利好信息或者隐瞒一个利空消息从而促使股价上涨或者维持股价不跌（price maintenance）。⁽¹⁰⁾随后，不明真相的投资者在较高的价位（相比于没有虚假陈述）买入该股票。⁽¹¹⁾等虚假陈述被“真实、准确、完整”地揭露之后，投资者会对该虚假陈述的性质（“诱多”还是“诱空”）和对股价的影响（导致股价下跌、上涨还是维持，具体下跌和上涨的数额又是多少）等作出判断，进而作出投资决策（买入、卖出还是持有）。正是通过数量巨大的投资者共同的理性投资决策，在虚假陈述被揭露后的一段合理时间内，股价中的虚假陈述因素被剔除，恢复到没有虚假陈述的状态。

在有效的证券市场（efficient market）⁽¹²⁾中，股价对新消息作出反应的时间一般在一天以内，最长不会超过两天。当然，如存在跌停板制度，则需要更长的合理时间来消化新信息。⁽¹³⁾对此，《虚假陈述若干规定》设置了虚假陈述基准日，统一了剔除虚假陈述影响的最长时间。⁽¹⁴⁾司法实践中，通常以从揭露日起至被虚假陈述影响的股票累计成交量达到其可流通部分 100%之日作为虚假陈述基准日。⁽¹⁵⁾

（二）投资者如何决策以剔除虚假陈述的影响

“虚假陈述行为造成投资者损失的一般情形是：从虚假陈述行为被公开揭露或更正之日起，其

(9) “诱多型”虚假陈述是指“虚假陈述者故意违背事实真相发布虚假的利多信息，或者隐瞒实质性的利空信息不予公布或及时公布，使得投资者在股价处于相对高位时，进行‘投资’追涨的行为”。相反，“诱空型”虚假陈述是指“虚假陈述者发布虚假的利空信息，或者隐瞒实质性的利好信息不予公布或者及时公布，使得投资者在股价向下运行或相对低位时卖出股票，在虚假陈述被揭露或者被更正后股价又上涨而投资者遭受损失的行为”。参见李国光、贾纬：《证券市场虚假陈述民事赔偿制度》，法律出版社 2003 年版，第 140—145 页。

(10) Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Onasch, *The Maintenance Theory of Inflation in Fraud-on-the-Market Cases*, 40 Securities Regulation Law Journal 27 (2012).

(11) 如果投资者明知虚假陈述而购买股票，就不具备交易因果关系，因此不能向虚假陈述行为人索赔。参见《虚假陈述若干规定》第 12 条第 2 项。

(12) 《虚假陈述若干规定》的理论基础是“有效市场假说”（efficient market hypothesis）和“欺诈市场理论”（fraud-on-the-market theory）。参见樊健：《我国证券市场虚假陈述交易上因果关系的新问题》，载《中外法学》2016 年第 6 期。

(13) “当虚假陈述行为人实施诱多型虚假陈述行为被披露或更正之后，股票虚涨的市值被蒸发掉，引起股价的下跌，但实践中股价的下跌很大程度上还受市场的过度反应、各类非虚假陈述的违法行为等因素的影响，故需要确定一个期间，通过这段期限内的股票交易，虚假陈述行为对证券市场的影响逐步减小并至消失，原先受虚假陈述影响而变动的股价可能逐步恢复至未受虚假陈述影响时的状态。”参见贾月与山西路桥股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，山西省太原市中级人民法院民事判决书（2019）晋 01 民初 145 号。

(14) 《虚假陈述若干规定》第 26 条第 1 款规定：“投资差额损失计算的基准日，是指在虚假陈述揭露或更正后，为将原告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。”

(15) 《虚假陈述若干规定》第 26 条第 2、3 款规定：“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。”

股票价格因受到该披露行为影响，出现较大幅度或涨或跌的明显波动，严重偏离其本来价值；投资者因股价异常涨跌而受到损失。”⁽¹⁶⁾ 一般情况下，股价之所以会出现明显波动，正是由于数量巨大的投资者共同理性投资决策的结果。那么关键问题就在于，投资者如何作出理性投资决策，从而实现股价的回归呢？

大体上，投资者通常被分为信息投资者（例如私募基金等）、组合投资者（消极管理型的指数基金等）与噪音投资者（大多数普通投资者）。⁽¹⁷⁾ 信息投资者通过收集、核实、定性、定价以及交易信息，来获得超额回报，同时促进市场效率的提升。⁽¹⁸⁾ 组合投资者并不十分在意关于上市公司的公开信息，其主要是进行组合投资而非价值投资，故这些投资者并不关注虚假陈述是否被揭露。噪音投资者虽然热衷于探听证券市场的信息，但是限于自身能力和经济水平等，其多数依靠他人推荐、新闻报道等来进行投资，同样并不十分关注上市公司所披露的信息，尤其是年报等冗长和复杂的公开信息。就我国证监会对于虚假陈述的揭露而言，其真实性毋庸置疑，并且揭露的内容并不会特别冗长，也较为明确，还会被财经新闻等所广泛报道和解读，故噪音投资者可能会去查阅、参考这些揭露信息进而作出相应的投资决策。因此，考虑到证监会揭露虚假陈述的特殊性，笔者认为噪音投资者同样会依据该揭露作出投资决策，与信息投资者相同。

在潘胜利与银基烯碳新材料集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽¹⁹⁾中，辽宁高院正确地指出，“在非人格化的证券市场上，股票的价格能够及时反映发行公司的一切公开信息（真实的和虚假的），而一般投资者的投资决定是基于所掌握的公开信息及对股票价格的信赖而作出的，因此信息公开原则尤为重要。信息公开原则要求有关证券发行、交易的信息要依法如实披露、充分披露、持续披露，让投资者在充分了解真实情况的基础上自行作出投资判断”。据此，只有基于“真实、准确、完整”的揭露信息，投资者才能对该信息进行准确的定性与定价，并据此进行交易，从而促使股价恢复到没有虚假陈述的状态。⁽²⁰⁾

相反，如果认可不“真实、准确、完整”的揭露同样构成对于虚假陈述的揭露，那么投资者如何去作出理性的投资决策？在信息具体内容无法被掌握的情况下，有的投资者可能会采取多种手段、耗费大量成本来打探虚假陈述的真相，以期在其他投资者作出充分反应之前先下手为强。有的投资者可能考虑到未来的巨大不确定性（例如上市公司可能会出现巨额亏损）而卖出股票，因而产生重大损失。还有的投资者由于不知道虚假陈述的真相，故采取持有并观望的态度，但是相应地也丧失了调整自己持仓标的和数量的宝贵交易机会。因此，如果认可不“真实、准确、完

(16) 黄其安与宝安鸿基地产集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案，广东省高级人民法院民事判决书（2015）粤高法民二终字第1034号。

(17) Charles R. Korsmo, *The Audience for Corporate Disclosure*, 102 Iowa Law Review 1581 (2017); Merritt B. Fox et al., *The New Stock Market: Law, Economics and Policy*, Columbia University Press, 2019, p.60-64.

(18) 对此详细的分析，参见 Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 Duke Law Journal 711, 726-732 (2006); Kevin Haerberle, *Stock-Market Law and the Accuracy of Public Companies' Stock Prices*, 2015 Columbia Business Law Review 121 (2015).

(19) 辽宁省高级人民法院民事判决书，（2019）辽民终550号。

(20) 类似观点，参见李有星、潘政：《证券市场虚假陈述揭露日的再认识》，载《投资者》2018年第2期，第113-114页。

整”的揭露同样构成对于虚假陈述的揭露，不仅会增加大量的社会成本，同时也不能够促使股价回归到没有虚假陈述的状态。

总之，由于证券监管的主要目标就是减少投资者获得信息和核实信息的成本，帮助投资者作出理性的投资决策。认可不“真实、准确、完整”的揭露同样符合《虚假陈述若干规定》的要求，显然违背了证券监管的主要目标，规定虚假陈述被揭露的意义也就失去大半了。当然，笔者同意《九民会议纪要》的规定，即对虚假陈述的揭露无须达到“镜像规则”的标准，即和最终行政处罚决定书所认定的行为完全一致，但是其内容至少应当是相对准确和完整的⁽²¹⁾（例如虚假陈述性质和内容等），这样才能使投资者掌握虚假陈述的具体内容，并据此作出理性的投资决策，使股价恢复到没有虚假陈述的状态。⁽²²⁾

（三）规定虚假陈述被揭露的功能

在司法实践中，虚假陈述被“真实、准确、完整”地揭露具有以下三个主要功能。

1. 适格原告的确认为

虚假陈述被揭露后，由于投资者已经掌握了虚假陈述的具体内容，其再买入股票就不是由于虚假陈述所导致，因此其就不是适格的原告。“虚假陈述被揭示之后，其欺诈性已经不复发生作用，其对股市的影响已经转化为完全的市场风险，投资人应自己承担其基于风险判断而进行的交易行为的后果。”⁽²³⁾但是，如果虚假陈述没有被“真实、准确、完整”地揭露，那么投资者再买入股票就很难说没有受到欺诈了。

2. 因果关系的推定

基于“欺诈市场理论”，《虚假陈述若干规定》推定虚假陈述实施日至揭露日之间买入股票的投资者其交易行为受到了虚假陈述的影响，其损失由虚假陈述所导致，故其不用自己证明交易因果关系和损失因果关系的存在。理由在于，“在一个公开有效的证券市场中，公司股票价格是由与该公司有关的所有可获知的重大信息决定的。虚假陈述作为一种公开信息必然会在相关的股票价格中得到反映。投资者信赖市场价格的趋势进行投资，而其所信赖的市场价格反映了虚假陈述的信息。所以，投资者即使不是直接信赖虚假陈述而作出投资决策，也是受反映了虚假陈述的价格的影响而为投资”。⁽²⁴⁾因此，如果投资者是在虚假陈述被揭露之后再买入股票，则不能适用因果

〔21〕就真实性而言，由于本文主要讨论上市公司公告立案调查通知书是否构成对虚假陈述揭露的问题，真实性不存在争议。在上海大智慧股份有限公司与彭帆等证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督民事裁定书（最高人民法院民事裁定书（2019）最高法民申6375号）中，最高人民法院认为，“揭露日的确定，除上述规定的应当满足首次性、全国性的要求外，一般理解还应当具备揭露内容相对具体明确、揭露力度足以对投资者产生警示以及揭露后股价有明显反应等相关条件”。在林善寿与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案（安徽省高级人民法院民事判决书（2019）皖民终1081号）中，安徽省高级人民法院认为，“在确定虚假陈述揭露日时，应全面考虑揭露内容、方式以及揭露后股票价格的波动等因素，并着重考察揭露行为能否充分提示投资风险，揭露内容与虚假陈述行为是否具有一致性等方面”。

〔22〕曹明哲：《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》，载《证券法苑》2019年第1期，第347-351页。

〔23〕张勇健：《论虚假陈述侵权行为的几个时间点》，载《法律适用》2003年第4期，第16页。

〔24〕陈康磊等诉上海大智慧股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷案，上海市第一中级人民法院民事判决书（2017）沪01民初943号。

关系的推定。然而，如果虚假陈述没有被“真实、准确、完整”地揭露，则虚假陈述依旧影响着股价，那么投资者即使是在揭露日之后买入股票，则欺诈市场理论依旧适用，相应地，因果关系的推定依旧成立。

3. 投资者损失的计算

《虚假陈述若干规定》根据“事后观点”来计算投资损失，据此真正造成投资者损失的并不是平均买入价的虚高，而是虚假陈述被揭露后，平均卖出价或者基准价的减少（相比于没有虚假陈述）。⁽²⁵⁾ 所以，“证券虚假陈述责任纠纷案件索赔限于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的部分”。⁽²⁶⁾ 如果投资者在揭露日之前就卖出股票，即使遭受损失，被告也无须赔偿，属于正常的投资风险。⁽²⁷⁾ 但是，如果虚假陈述被错误地认为已经揭露，那么在此之后至虚假陈述被“真实、准确、完整”地揭露之前卖出股票的投资者也能获得赔偿，这无异于将投资风险转嫁于被告，使证券虚假陈述民事责任在某种意义上成为投资保险，反而失去了民事责任应有的功能。⁽²⁸⁾

三、最高人民法院的三个理由以及分析

在证券市场中，上市公司公告收到立案调查通知书的内容通常为，该公司于何年何月何日收到证监会对公司的《立案调查通知书》，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，证监会决定对公司进行立案调查。如果违规被认定重大而被行政处罚或者被移送公安机关等，公司可能面临暂停上市风险，敬请投资者注意风险。在个别案件中，上市公司公告的内容更为具体。例如，在北京无线天利移动信息技术股份有限公司等与张爱凤证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽²⁹⁾中，上市公司公告的内容为：“无线天利公司于2015年6月19日收到中国证监会《调查通知书》，因无线天利公司关联关系及相关事项未披露，中国证监会根据《证券法》的有关规定，决定对无线天利公司进行立案调查。……请广大投资者注意投资风险。”（但是关联交易的数额、对手方等没有披露。）总之，“立案调查通知书一般为固定格式，内容限于证监会因公司信息披露涉嫌违反证券法律规定而对其立案调查，并提醒广大投资者注意投资风险”。⁽³⁰⁾

(25) 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。

(26) 谢瑞华与华闻传媒投资集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷申请再审案，最高人民法院民事裁定书(2013)民申字第1808号；美国司法实践也持相同立场，Dura Pharm. v. Broudo, 544 U.S. 336 (2005)。

(27) 王兵克与南京纺织品进出口股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，南京市中级人民法院民事判决书(2015)宁商初字第161号。

(28) 证券虚假陈述民事责任的功能有二：一是赔偿投资者损失；二是预防违法行为的发生。如果本来不应当获得赔偿的投资者因为民事诉讼而获得了赔偿，那么民事责任就变相地成为这些投资者的投资保险。John C. Jr. Coffee, *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, 106 Columbia Law Review 1534 (2006)；林郁馨：《从美国证券集团诉讼谈证券欺诈诉讼的填补损害及吓阻功能》，载《月旦财经法杂志》2008年第14期。

(29) 北京市高级人民法院民事判决书，(2017)京民终535号。

(30) 最高人民法院民事审判二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第447页。

根据《九民会议纪要》第 84 条和《虚假陈述若干规定》第 8 条的规定，发行人公告立案调查通知书并且发行人股价出现明显波动可以认为虚假陈述已经被揭露。最高人民法院就发行人公告立案调查通知书为何构成对虚假陈述的揭露给出了三个理由，但是没有分析股价明显波动的问题。具体而言，这三个理由是立案调查通知书具有警示性、公告内容已提示风险以及防止非理性投资，笔者对这三个理由皆持有不同意见，分述如下。

（一）立案调查通知书具有警示性

最高人民法院认为：“根据相关行政法规规定，证券监管机构只有在掌握较为确定充分的证据的前提下，才能对涉嫌证券市场违法违规者进行立案稽查，行政监管强度已比较高。上市公司发布的证券监管机关对其涉嫌违法违规事项进行立案调查通知的公告内容，对于所有投资者都应属于具有较强警示性的投资信息，足以影响投资者的投资决策，符合有关虚假陈述‘揭露’之客观要求。”⁽³¹⁾ 这个理由也被不少法院所采纳。⁽³²⁾ 笔者并不怀疑证监会立案调查的权威性，而且证监会确实也是在掌握了大量证据的情况下才会进行立案调查。就这点而言，投资者确实“知悉、了解”到了可能存在虚假陈述，需要注意该只股票。

然而，公告立案调查通知书仅仅表明可能存在虚假陈述，但并不表明必然存在虚假陈述以及该虚假陈述最终会被科以行政处罚。例如，2016 年 2 月 3 日，恒康医疗公司发布《关于收到中国证监会调查通知书的公告》，称恒康医疗公司、阙文彬分别收到中国证监会《调查通知书》，因恒康医疗公司信息披露涉嫌违反证券法律法规，阙文彬涉嫌违反证券法律法规，中国证监会决定对公司及阙文彬进行立案稽查。2017 年 5 月 12 日，中国证监会作出（2017）20 号结案通知书，认为恒康医疗公司信息披露违法行为轻微，决定对恒康医疗公司不予处罚。⁽³³⁾ 在林善骞与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽³⁴⁾ 中，一审法院认为（该观点为二审法院所支持），“《调查通知书》的内容较为笼统，仅表述为‘因你公司涉嫌违反证券法有关规定，根据证券法的有关规定，我会决定对你公司进行立案调查，请予以配合’，该信息不是确定性消息，‘涉嫌’只是存在可能，‘违法’事实不确……”。又例如，在李节雄与成都华泽钴镍材料股份有限公司等虚假陈述责任案⁽³⁵⁾ 中，成都市中级人民法院认为，“2015 年 11 月 24 日成都钴镍被立案调查虽然具有一定程度的揭露意义，但其警示程度不足以达到证券法所列举的揭露日的认定标准”。因此，仅仅是公告可能的或者潜在的虚假陈述，不足以构成对虚假陈述的揭露（the disclosure of a “risk” or

(31) 最高人民法院民事审判二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年版，第 447 页。

(32) 例如，张妍与湖北武昌鱼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民事判决书（2014）鄂武汉中民商初字第 00061 号；前述北京无线天利移动信息技术股份有限公司等与张爱凤证券虚假陈述责任纠纷上诉案等。

(33) 杨绍辉与阙文彬、蝶彩资产管理（上海）有限公司证券纠纷案，四川省成都市中级人民法院民事判决书（2018）川 01 民初 2728 号。

(34) 安徽省高级人民法院民事判决书，（2019）皖民终 1081 号。

(35) 四川省成都市中级人民法院民事判决书，（2019）川 01 民初字 2208 号。本判决的生效日期为 2019 年 12 月 25 日。

“potential” for fraud cannot stand as the revelation of fraud”。⁽³⁶⁾

(二) 公告内容已提示风险

最高人民法院认为：“上市公司关于收到立案调查通知书的公告内容，已经明确写明‘敬请投资者注意投资风险’，故其足以对理性投资者起到重新判断股票价值、注意证券市场投资风险的警示作用。因此，从理性投资者的角度出发，当投资者获悉证监会等机构的决定立案调查通知书内容时，应当预料到其中所涉上市公司的行为可能被定性为虚假陈述，进而影响自身的投资决策，防范投资风险。因此，若无其他情节，原则上公告立案调查通知书公告日作为揭露日。”⁽³⁷⁾有法院同样认为，虽然立案调查通知书的“内容没有全面、具体披露金牛公司虚假陈述的细节，但法律、法规或司法解释对此并无特别规定，只要符合在全国范围内发行或播放的媒体上披露并对投资者起到警示作用即可构成首次揭露”。⁽³⁸⁾也有法院认为，被告“首次公告因信披违规被证监会立案调查，虽然公告没有具体信披违规行为，但是公告提到立案调查的原因是信披违规，而且证监会其后公布的处罚与立案调查事项对应一致。就当前市场而言，上市公司被证监会立案调查是非常严重的事件，对具体上市公司股价属于重大利空，初次发布之日消息朦胧之时，对市场投资者心理影响较大，足以警示投资者并影响投资决策”。⁽³⁹⁾然而，由于该揭示内容“不全面和具体”，投资者除了“知悉、了解”该公司可能存在虚假陈述之外，其他信息一无所知，其不能够“据此合理判断该公司股票价格之后的走向”，并作出相应的理性投资决策。

首先，证监会最后的行政处罚决定书可能会认定数种虚假陈述行为，但投资者不能仅凭立案调查通知书本身就能掌握上市公司从事了几种虚假陈述行为。“仅仅依靠证监会调查通知就确定揭露日并不妥当，因为仅宣布‘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。”⁽⁴⁰⁾例如，在林善骞与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，安徽证监局认定新力金融从事了四种虚假陈述行为，包括：2015年年报虚增收入和利润；未按规定履行关联交易信息披露义务；未按规定履行重大诉讼信息披露义务；2015年重大资产购买报告书披露不准确。⁽⁴¹⁾在投资者无法掌握到底存在几种虚假陈述行为的情况下，其如何作出理性投资决策？

其次，即使假设只存在一种虚假陈述行为，该虚假陈述到底是“诱多型”还是“诱空型”？

(36) John Loos v. Immersion Corporation, 762 F. 3d 880 (9th Cir. 2014). 本案是公司自行公告对医药部门收入确认操作问题进行内部调查 (internal investigation)，但没有具体指出发生了什么问题，公告后公司股价下跌 23%。该内部调查并不是美国证监会的立案调查，但是由于两者所披露的内容相差无几，司法实践中同等对待。相关问题分析，参见 Matthew L. Mustokoff & Margaret E. Mazzeo, *Loss Causation on Trial in Rule 10B-5 Litigation a Decade After DURA*, 70 Rutgers University Law Review 175 (2017).

(37) 最高人民法院民事审判二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年版，第 447 页。

(38) 秦忠泽诉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民事判决书（2014）冀民二终字第 56 号。

(39) 江苏保千里视像科技集团股份有限公司与麦剑伟证券虚假陈述纠纷上诉案，广东省高级人民法院民事判决书（2018）粤民终 835 号。

(40) 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，第 109 页。

(41) 安徽证监局《行政处罚决定书》（〔2017〕4 号）。

不同类型的虚假陈述，对于投资者的投资决策是不同的。如果投资者对虚假陈述的类型定性不准，就可能会作出错误的投资决策。例如，如果事实上是“诱空型”虚假陈述，但是由于投资者无法从立案调查通知书中知道这一情况，而依据经验被证监会立案调查的虚假陈述多为“诱多型”，是故投资者决定卖出股票，此时该投资者就会因不知真相而遭受损失。

最后，假设投资者依据经验，证监会通常调查的虚假陈述为“诱多型”虚假陈述，那么到底是哪种具体的“诱多型”虚假陈述行为（财务造假、关联交易等）？即在具体虚假陈述类型明确的情形下（例如关联交易），其具体会对公司产生多大影响（例如其数额究竟有多大，发生在何年何月，对公司现在的影响究竟有多大等）。针对这些重要信息，投资者完全不知情，其又如何作出理性的投资决策？股价又怎么能够恢复到没有虚假陈述的状态？规定虚假陈述被揭露的意义和功能又如何能够实现？

对此，在《九民会议纪要》生效之前的多份裁判文书（包括最高院的裁定书）皆认为立案调查通知书不准确、不完整，因此不能认为上市公司公告立案调查通知书揭露了虚假陈述。例如，在钱季平、钱晓雯与上海创兴资源开发股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案⁽⁴²⁾中，最高人民法院认为，立案调查通知书“未完整、全面地披露具体的涉嫌违法内容，更未涉及虚假陈述行为，亦未提示投资者注意相关持股情况，尚不足以引起投资者的充分注意。该公告发布之日，包括钱季平、钱晓雯在内的证券市场投资者并不必然知晓涉讼虚假陈述事实的存在……”。又如，在上海安硕信息技术股份有限公司与孙宝玲等证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁴³⁾中，上海市高级人民法院认为，立案调查通知书“仅提及‘公司涉嫌违反证券法律法规’，并未指出涉嫌违反证券法律法规的具体内容，投资者仅通过该公告并不能知晓安硕公司存在虚假陈述行为，……故2015年8月17日的公告内容未明确揭示安硕公司违反证券法律法规的内容，不具有足够的警示强度，不应以该日作为揭露日”。最后，在林群霞与丹东欣泰电气股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁴⁴⁾中，辽宁省高级人民法院认为，立案调查通知书“并未就虚假陈述的具体内容进行公示，投资人不能基于该公告的内容对股票价值进行重估，不能起到对投资人的警示作用，股票价格的波动与虚假陈述行为之间没有形成相对应的因果关系”。

需要特别指出的是，在《九民会议纪要》生效（2019年11月8日）之后，包括最高人民法院裁定在内的三份裁判文书，依旧以立案调查通知书不准确、不完整为由否认公告立案调查书之日为揭露日。例如，在上海大智慧股份有限公司与彭帆等证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督民事裁定书⁽⁴⁵⁾中，最高人民法院认为：“因《调查通知书》公告的内容相对简单、原则，……

(42) 最高人民法院民事裁定书，(2016)最高法民申3202号。

(43) 上海市高级人民法院民事判决书，(2017)沪民终456号。

(44) 辽宁省高级人民法院民事判决书，(2018)辽民终782号。在顾小锋与鞍山重型矿山机器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案（辽宁省高级人民法院民事判决书（2019）辽民终456号）中，沈阳中院（被辽宁高院所支持）同样认为，“虚假陈述行为的揭露应当是其虚假陈述的内容被充分、具体、有效地揭露，对证券市场投资人起到足够的警示作用，使投资人重新评估股票价值，对股票价格作出判断。鞍重股份公司2016年5月28日公告的《调查通知书》，仅提示鞍重股份公司涉嫌违反证券法的规定，未明确涉嫌违法的具体性质，更未明确涉嫌违法的具体行为，投资人无法将其与《行政处罚决定书》认定的虚假陈述行为建立联系”。

(45) 最高人民法院民事裁定书，(2019)最高法民申6375号。本裁定的生效日期为2019年12月17日。

若对照虚假陈述揭露日确定的一般标准或者条件，该公告揭露的内容显然不够具体明确，甚至没有涉及作为案涉虚假陈述载体的2013年年度报告。就此而言，本案一、二审判决结合案件实际情况，没有将《调查通知书》公告日确定为虚假陈述揭露日有相应的理据。”又如，在林善骞与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁴⁶⁾中，安徽省高级人民法院认为，立案调查通知书“内容并未指出新力金融公司涉嫌违反《证券法》的具体性质。故对于普通投资者而言，仅通过阅看该公告并不能清楚地判断出新力金融公司是否实施了虚假陈述行为，该公告的内容不符合揭露内容与虚假陈述行为一致性的要求。……（《九民会议纪要》第八十四条）规定虽对于涉及虚假陈述的行为被公开揭露的程度未要求达到精确的程度，但亦明确市场所能够知悉、了解该行为构成虚假陈述系认定揭露日的前提条件。而上述《调查通知书》并未涉及‘虚假陈述’的表述及内容，故对立案调查的公告并不构成认定揭露日的前提条件”。最后，在引人注目的德邦证券股份有限公司等与李江浩证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁴⁷⁾中，浙江省高级人民法院认为：“大公报评估公司主张揭露日应为五洋建设公司发布《关于收到中国证券监督管理委员会调查通知书的公告》之日。但据该公告，仅载明因公司涉嫌违反证券法律法规，中国证监会决定进行立案调查。未明确具体涉嫌违法违规的具体内容，也难以将其认定为揭露日。纵观五洋建设公司信息披露情况，五洋建设公司于2018年1月19日发布的《关于收到中国证监会〈行政处罚事先告知书〉的公告》明确载明五洋建设公司涉嫌主要违法事实包括后被行政处罚的案涉虚假陈述，系案涉虚假陈述在全国范围被首次公开揭露。一审将该日认定为虚假陈述揭露日并无不当。”

可见，由于《九民会议纪要》和《虚假陈述若干规定》对于虚假陈述揭露日规定的不合理，司法实践中“同案不同判”的问题依旧存在。关于虚假陈述揭露日判断的争议，依旧会成为司法实践中的难点和疑点问题。

（三）防止非理性投资

最高人民法院认为：“若以行政处罚事先告知书公告日作为揭露日，则会导致在立案调查通知书公告之后至行政处罚事先告知书公告日期间内卖出股票的投资者不能得到赔偿，而在此期间内买入的投资者能够得到赔偿，其导向是鼓励投资者在上市公司被调查后买入股票，这与理性投资理念是背道而驰的。”⁽⁴⁸⁾

⁽⁴⁶⁾ 本判决的生效日期为2019年12月25日。在林扬与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案（最高人民法院民事裁定书（2019）最高法民申6424号，本裁定的生效日期为2020年3月19日），最高院认为，“一般认为揭露日还需具备揭露的内容相对确定，与虚假陈述内容或证券监督管理机构行政处罚决定书内容一致；揭露的力度足以向市场传递警示信号等条件。本案中，林扬主张新力金融公司发布《立案调查公告》日，即2017年4月1日为本案虚假陈述揭露日。但该《立案调查公告》仅记载了‘因你公司涉嫌违反证券法有关规定，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，我会决定对你公司进行立案调查，请予以配合’等内容，记载内容较为笼统，不够具体明确，也并未涉及到本案虚假陈述行为，尚不足以引起投资者对虚假陈述行为的警示。另外，《立案调查公告》属于重大利空信息，本身就会对股票价格造成一定程度的下跌影响，且大盘走势、投资人心理、庄家操控等因素均可能影响股价走势，故不能仅以《立案调查公告》发布后新力金融公司股价下跌为由，认定《立案调查公告》已经对案涉虚假陈述行为予以揭露”。

⁽⁴⁷⁾ 浙江省高级人民法院民事判决书，（2021）浙民终425号。本判决的生效日期为2021年9月22日。

⁽⁴⁸⁾ 最高人民法院民事审判二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社2019年版，第447页。

该理由更不具有说服力，投资者通过证券虚假陈述民事诉讼获得赔偿的难度是相当大的，很难想象会有投资者为了获得赔偿而去购买股票。⁽⁴⁹⁾况且，如果以立案调查通知书公告日作为揭露日，由于投资者并不掌握虚假陈述的具体内容，揭露日后的股价并未完全地剔除虚假陈述影响，因此揭露日之后买入股票的投资者是可能会遭受损失的，不允许这些投资者索赔，反而是损害了这些无辜投资者的合法权益。

将未公告虚假陈述具体内容的立案调查通知书作为对虚假陈述的揭露，反而会使投资者在缺乏充分信息的情况下，作出错误甚至是非理性的投资决策。例如，投资者将“诱空型”虚假陈述误认为是“诱多型”，从而在公告立案调查通知书后卖出股票，或者是因虚假陈述情况不明而作出过激反应。⁽⁵⁰⁾

综上所述，确定虚假陈述揭露日的意义在于投资者能够根据揭示内容“重新评估股票的价值”，从而作出理性的投资决策，促使股价恢复到没有虚假陈述的状态。投资者仅仅知道上市公司被立案调查，远远不足以使其“重新评估股票的价值”并据此作出建立在充分信息基础上的理性投资决策。显然，这种没有明确指向性的信息不构成对虚假陈述的揭露。⁽⁵¹⁾

四、股价的明显波动与虚假陈述被揭露之间并无必然联系

《九民会议纪要》和《虚假陈述若干规定》并没有解释为何将股价明显波动作为认定虚假陈述被揭露的构成要件之一。可能的原因是，上市公司公告了立案调查通知书，投资者已经“知悉、了解”虚假陈述，因此这些投资者会作出相应的投资决策，从而股价会发生较为明显的波动。根据股价的明显波动，可以“倒推”出投资者已经掌握了虚假陈述的具体内容，因此构成揭露。司法实践中，有法院持类似立场，例如在肖仙柏与海信科龙电器股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁵²⁾中，广州市中级人民法院认为，“从市场的反应来看，2005年5月10日科龙公司关于被中国证监会立案调查的公告，显示了比其他时间点更强的警示程度，使市场获得了足够的警示信号。综上，2005年5月10日为虚假陈述揭露日”。

然而，笔者认为，该理由存在两个问题：第一，上市公司公告立案调查通知书之后，股价出现明显波动，可能是由于其他因素所导致的，例如公告立案调查通知书的时候，又有其他重大信息出现；也可能是投资者基于历史信息作出投资决策而非基于揭露内容；又或者是投资者认为公司的投资风险增大等。第二，股价的明显波动与虚假陈述是否被揭露没有必然联系。实务中大量的案例表明，虚假陈述被揭露后，股价并未出现明显波动。因此，不能以股价出现明显波动来“倒

(49) 投资者维权遇到的主要困难：一是维权时间长，二是维权成本高。参见《证券集体诉讼机制破冰正当时：降低中小投资者维权门槛》，载中国财经网，<http://finance.china.com.cn/stock/20190912/5078770.shtml>。

(50) 黄建英与上海界龙实业集团股份有限公司、上海界龙集团有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案，上海市高级人民法院民事判决书（2019）沪民终275号，本判决的生效日期为2019年9月4日。本案中，上海高院已经意识到由于立案调查通知书的内容过于简略，投资者会作出过激性反应，然而还是认定上市公司公告立案调查通知书之日为揭露日，逻辑存在不一致之处。

(51) 李有星、潘政：《证券市场虚假陈述揭露日的再认识》，载《投资者》2018年第2期，第117-118页。

(52) 广东省高级人民法院民事判决书，（2010）粤高法民二终字第48号。

推”虚假陈述被揭露。事实上，股价是否发生明显波动主要解决的是虚假陈述是否具有重大性的问题。⁽⁵³⁾ 除了一些特殊情况（例如虚假陈述行为在被揭露前已经得到改正等）外，如果虚假陈述具有重大性，那么在被揭露之后，股价一般会出现明显波动；反之则否。

（一）股价明显波动并不必然表明虚假陈述已经被揭露

上市公司公告立案调查通知书之后，股价发生明显波动，并不必然表明该虚假陈述的具体内容已经被投资者所掌握，投资者据此可以作出理性的投资决策，股价的明显波动可能是由于其他原因所造成。⁽⁵⁴⁾ 正如有学者所言，“导致证券交易价格剧烈波动的因素较多，虚假陈述并不必然造成市场的陡峭反应或者剧烈波动，故交易价格剧烈波动仅为判断揭露日的辅助因素”。⁽⁵⁵⁾

1. 其他因素导致股价发生明显波动

股价明显波动可能基于多种因素而发生，我国司法实践中大量案例表明，上市公司公告立案调查书之后的股价明显波动可能是由于其他因素所导致，并不一定与虚假陈述被揭露这一信息相关。例如，在殷金舟与中水集团远洋股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案⁽⁵⁶⁾中，北京市中级人民法院认为：“虽然该日（公告立案调查通知书之日）中水渔业股票价格较此前有一定幅度的下降，6月3日当天跌幅甚至一度达到8.61%，但结合《中国证监会行政处罚决定书（马永威）》认定的事实，该段股票价格下行不排除受到马永威操纵自2016年5月31日至2016年6月1日净卖出中水渔业股票影响……”又如，在林善骞与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁵⁷⁾中，安徽省高级人民法院认为：“大盘走势、公告发布后投资者趋众和恐慌心态、庄家操控等其他因素都可能对新力金融股价造成影响，故市场反应不是虚假陈述揭露日的唯一判断标准。”最后，在张怀玉与国民技术股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁵⁸⁾中，广东省高级人民法院认为，揭露日至基准日期间，“国民技术股票价格下跌，这主要归结于失联事件引起的公司自身的非系统风险因素，并非由涉案虚假陈述行为所导致”。

将股价是否发生明显波动作为认定虚假陈述是否被揭露的构成要件之一，甚至可能会引发虚假陈述行为人的道德风险。例如在公告立案调查通知书的同时，披露一个利好信息甚至是虚构一个利好信息来抵消公告立案调查通知书对股价的影响，最终股价可能非但不下跌，甚至可能上涨，

(53) Allen Ferrell & Andrew Roper, *Price Impact, Materiality, and Halliburton II*, 93 *Washington University Law Review* 553 (2015).

(54) Richard A. Booth, *What Counts as Price Impact for Securities Fraud Purposes*, 10 *Virginia Law & Business Review* 37, 48–55 (2015).

(55) 李玉林：《虚假陈述民事责任因果关系的认定》，载最高人民法院民事审判第二庭编：《最高人民法院商事裁判观点》（总第1辑），法律出版社2015年版，第216页。

(56) 北京市第二中级人民法院民事判决书，（2018）京02民初262号。

(57) 又见林扬与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督案。

(58) 广东省高级人民法院民事判决书，（2019）粤民终1786号。在姚立忠诉怀集登云汽配股份有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案（广东省高级人民法院民事判决书（2018）粤民终1341号）中，广东高院同样认为，“在涉案虚假陈述行为被揭露之次日，登云股份的股价虽跌停，但同板块的宁波华翔、万安科技股价同样出现了跌停的情况，中小板指、深圳成指亦于同日出现了5.89%、5.87%的下跌……”。

此时投资者即不能索赔。⁽⁵⁹⁾

2. 投资者基于历史信息作出投资决策

我国有实证研究表明：“立案公告日附近 $[0, +1]$ 时窗的累计超额回报为 -6% 左右。这得益于立案公告一般仅披露笼统和定性的上市公司违反法规信息。与之相比，处罚公告中的违规嫌疑确认、具体违规行为、手段、金额以及监管处罚措施等新增信息的平均投资者损失幅度仅为 -2% 左右，在幅度上明显小于定性违规行为引发的投资者损失。在尝试解释立案公告日附近市场反应的截面差异时，我们发现立案公告前最近年度的盈余管理幅度（用可操控应计额绝对值替代）越大，市场负反应越强，这意味着投资者在面临模糊信息时可能参考了此前的会计信息质量特征进行投资决策。”⁽⁶⁰⁾

在沈万里与宁波圣莱达电器股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁶¹⁾中，浙江省高级人民法院依据相同的原理认为，在《立案调查通知书》公告后“连续四个交易日，圣莱达股价均以跌停板报收，公告日起三十个交易日涨跌幅约 -59.10% ，而同期深证成指涨跌幅约 10.58% ，圣莱达所属家用电器板块指数涨跌幅约 -1.70% ，其价格波动明显超过同期大盘及其所属板块波幅。而对比 2018 年 4 月 14 日，该日系圣莱达《关于收到证监会〈行政处罚事先告知书〉的公告》发布日……2018 年 4 月 14 日公告日起三十个交易日圣莱达涨跌幅约 -1.38% ，同期深证成指涨跌幅约 -3.16% ，圣莱达所属家用电器板块指数涨跌幅约 0% ，其价格波动与同期大盘及其所属板块波幅近似。故从首次公开、风险提醒、价格变动三个方面来看，2017 年 4 月 19 日（《立案调查通知书》公告日）应认定为虚假陈述揭露日”。但是，此时投资者的投资决策并非基于揭示内容而是依据之前的公开信息（历史信息）作出，该投资决策无法反映公司当前的内在价值。换句话说，虚假陈述被揭露后股价的明显波动并没有完全反映虚假陈述的具体内容，因此股价中的虚假陈述影响依旧存在。如果认定该日为虚假陈述揭露日，那么规定虚假陈述揭露日的意义与功能将无法实现。

3. 投资者认为公司的投资风险增大

股价下跌的原因可能是投资者认为该公司的投资风险增加，而不是调查本身揭示了公司之前的虚假陈述。⁽⁶²⁾ 例如，在林善骞与安徽新力金融股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案

[59] 对该问题的讨论，参考文献甚多，例如 James C. Spindler, *Why Shareholders Want Their CEOs to Lie More After Dura Pharmaceuticals*, 95 *The Georgetown Law Journal* 653 (2007); Allen Ferrell & Atanu Saha, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Causes of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals v. Broudo*, 63 *The Business Lawyer* 163 (2007); Robert N. Rapp, *Plausible Clause: Exploring the Limits of Loss Causation in Pleading and Proving Market Fraud Claims Under Securities Exchange Act Sec. 10(b) and SEC Rule 10b-5*, 41 *Ohio Northern University Law Review* 389 (2015).

[60] 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，第 17-18 页。两位作者认为公告立案调查通知书之日可以作为虚假陈述揭露日，主要原因是股价出现较大幅度波动。但是，作者也有疑问，即股价波动的结果多少是由于理性投资决策所造成，又有多少是由于恐慌性抛售等非理性投资者决策所造成。

[61] 浙江省高级人民法院民事裁定书，（2019）浙民终 794 号。

[62] Jill E. Fisch, *Cause for Concern: Causation and Federal Securities Fraud*, 94 *Iowa Law Review* 811, 849 (2009).

中，一审法院认为，“立案调查公告本身属于重大利空的不确定信息，无论最终是否认定上市公司存在虚假陈述行为，立案调查公告发布后对股票价格会造成一定程度的下跌”。又如，在 *Meyer v. Greene* 案⁽⁶³⁾ 中，美国联邦第十一巡回法院认为，公告立案调查书之后股价下跌（本案例中被告公告了两份立案调查通知书，股价分别下跌 7% 和 9%），并不是由于投资者掌握了虚假陈述的真相⁽⁶⁴⁾，而是由于预知到将来可能会增加的投资风险而卖出股票后的结果。显然，这种卖出股票的行为本身并不是基于准确、完整的信息基础之上作出的，而仅仅是市场投机行为（*market speculation*），并非投资者理性投资决策的结果。

（二）虚假陈述被揭露后股价可能不发生明显波动

不论是在理论上还是实践中，即使虚假陈述被“真实、准确、完整”地揭露，股价也可能不发生明显波动。可能的原因有多种，以下列举我国司法实践中出现的两种情形。

1. 虚假陈述对投资者而言并不会产生实质影响

如果虚假陈述不会对投资者产生实质性影响，即使虚假陈述被揭露，投资者也不会依据该信息作出投资决策，因此揭露后股价不会出现明显波动。例如，在毛建民与上海游久游戏股份有限公司、代琳等证券虚假陈述责任纠纷案⁽⁶⁵⁾ 中，上海金融法院认为，上市公司实际控制人未变更的虚假陈述行为不会实质性地影响投资者的投资决策。“二人一致行动关系未改变公司第一大股东为天天科技的现状，刘亮、代琳未掌握公司的实际控制权，故二人因登记结婚而产生的一致行动关系对于公司的稳健持续经营无直接明显影响，难以得出可能会对投资者的投资决策产生实质影响，并致投资者损失的结论。”又如，在潘胜利与银基烯碳新材料集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，法院认为上市公司对外投资行为属于中性行为不会影响投资者决策。“烯碳新材的投资虚假陈述行为虽然侵害了投资者的知情权，但所隐瞒未披露的对外投资信息并不会影响一般投资者的投资决定。因为受投资的对象、性质等多种因素的影响，投资行为并不会必然导致股票的涨跌。因此，该投资虚假陈述行为是一个既不会创造供求关系，也不会影响到股票价格的中性消息。换言之，投资虚假陈述行为不会影响一般投资者做出错误的投资决定。”最后，在黄建英与上海界龙实业集团股份有限公司、上海界龙集团有限公司等证券虚假陈述责任纠纷上诉案⁽⁶⁶⁾ 中，上海市高级人民法院认为：“涉案期间无论是界龙实业公司的第一大股东界龙集团公司增持的虚假记载还是两被借用账户自然人股东及其持股的虚假记载，均并未对理性投资者的投资决策和界龙实业股票价格产生实质影响。”

(63) 710 F. 3d 1189 (11th Cir. 2013). 对于本案的简要分析，参见 Adam Hakk, *Court: Disclosure of SEC Investigation Insufficient to Plead Loss Causation*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/03/29/court-disclosure-of-sec-investigation-insufficient-to-plead-loss-causation/>.

(64) *Meyer v. Greene*, 710 F. 3d 1189 (11th Cir. 2013).

(65) 上海金融法院民事判决书，(2018)沪74民初1185号。

(66) 上海市高级人民法院民事判决书，(2019)沪民终275号。

2. 虚假陈述在揭露日前已经被更正

此外，如果虚假陈述在揭露前已经被更正，那么即使投资者知道该信息，其也不会依据该信息作出投资决策。例如，在汪婷与海南海药股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷再审审查与审判监督民事裁定书⁽⁶⁷⁾中，最高人民法院认为：“至揭露日2017年11月7日，构成本案虚假陈述的担保责任已经解除，关联交易资金已经返还。海药公司虚假陈述行为揭露日为2017年11月7日，但是11月7日、11月8日海药公司股价并未下跌，甚至存在小幅上涨，揭露日至海药公司股票停牌前一天即11月21日，股价跌幅为2.35%，跌幅并不明显。可见，虚假陈述揭露日之后几个交易日，股价并未因虚假陈述行为发生严重下跌。”又如，在潘胜利与银基烯碳新材料集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，辽宁高院认为：“银基公司在《2015年年度报告》更正披露信息时，银基公司的此项投资款已经全额收回，银基公司的投资虚假陈述行为并未造成投资者交易受损。”

总之，股价明显波动与虚假陈述被揭露之间并无必然联系。股价是否发生明显波动，主要取决于该虚假陈述是否具有重大性，即是否可能会对投资者的投资决策产生影响。⁽⁶⁸⁾

五、建议：代结语

如前所述，只有投资者掌握了相对“真实、准确、完整”的揭露内容，其才可能作出理性的投资决策。基于数量巨大的投资者之间共同的理性投资决策，股价才能恢复到没有虚假陈述的状态。因此，只有相对“真实、准确、完整”地揭露才符合《虚假陈述若干规定》的“立法”目的。当然，该揭露无须达到“镜像规则”的程度。

据此，就前文所分析的关于公告立案调查通知书构成对虚假陈述揭露所存在的问题，笔者建议法院在适用本条规定时，除了要求原告提供立案调查通知书、股价明显波动证据外，还要提供能够揭露虚假陈述具体内容的证据，例如媒体报道或者证券交易所的监管措施等，来证明虚假陈述已经被相对“真实、准确、完整”地揭露。⁽⁶⁹⁾否则，法院就应当将上市公司公告行政处罚事先告知书之日作为揭露日。有学者正确地指出：“在实际把握上，如果公告的立案调查通知书列明了调查事由为虚假陈述，则可以考虑把该日作为揭露日；如果公告的立案调查通知书只是模糊地说‘涉嫌违反证券法规’，则虚假陈述并未被‘首次’披露，因此尚不宜单纯据此公告认为虚假陈述已经被‘揭露’，还要综合考虑公告前后的媒体报道（包括有影响力自媒体的报道）、股价反应、市场评论以及被告的自行纠正性披露或者监管部门最终认定的虚假陈述情况与投资者担忧的一致

(67) 最高人民法院民事裁定书，(2019)最高法民申4674号。

(68) 《九民会议纪要》第85条规定，“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”。《虚假陈述若规定》第10条将证券交易量或者价格的变化作为判断虚假陈述是否具有重大性的主要标准。

(69) 美国联邦巡回法院也强调，上市公司仅仅公告立案调查通知书并且股价下跌，没有揭露更多内容，并不构成对虚假陈述的揭露，参见 Meyer v. Greene, 710 F. 3d 1189 (11th Cir. 2013); John Loos v. Immersion Corporation, 762 F. 3d 880 (9th Cir. 2014)。

性等因素。”⁽⁷⁰⁾ 例如，在北京无线天利移动信息技术股份有限公司等与张爱凤证券虚假陈述责任纠纷上诉案中，由于上市公司在公告立案调查通知书之前，已经有媒体披露该上市公司可能存在虚假陈述行为（虽然上市公司否认了该披露），有了相对具体的内容，再结合具有权威性的证监会的立案调查通知书，此时投资者才能相对“真实、准确、完整”地掌握虚假陈述。因此，笔者赞同将该公告立案调查通知书之日作为虚假陈述揭露日。

Rethinking and Suggestion on the Judicial Acknowledgment of Securities Fraud Corrective Disclosure: Based on the Investigation of CSRC

FAN Jian

Abstract: The function of corrective disclosure is to assist investors to make rational investments based on relatively true, accurate and complete information, which makes the stock price totally return to its situation without securities fraud. If the corporation discloses the investigation of the CSRC and the stock price fluctuates violently, the securities fraud will be seen to be disclosed according to the Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference ("the Minutes") and Judicial Interpretation on Securities Fraud. However, since the investigation itself is not accurate and complete, investors only know that there is existing securities fraud but without more concrete information, so they can not make rational investments. Besides, whether securities fraud is disclosed or not has no necessary connection with the stock price fluctuating violently. So, the courts shall demand more proofs besides government investigation and the stock price fluctuating violently.

Keywords: The Minutes; Judicial Interpretation on Securities Fraud; Corrective Disclosure Day; Government Investigation

（责任编辑：楼秋然 汪友年）

(70) 张子学：《虚假陈述案中民事司法与行政执法的协调衔接》，载《证券市场导报》2019年第4期，第70页。