

证券市场虚假陈述揭露日的再认识

李有星* 潘政**

摘要:证券市场虚假陈述揭露日,直接关系到投资者的原告资格、胜诉权和损失赔偿等权益。揭露日的确定,在理论和司法实践多有争议。虚假陈述揭露日满足法定要件、能够相对确定地揭露虚假事实相关“信息真相”,揭示的内容应当具有指向性和相当的确定性。因此,可以从揭露信息的重大性、指向确定性、首次性、公开性和股价异常波动性等角度判断揭露日。揭露日的数量存在一个或数个,抽象性的被立案调查公告不宜认定为揭露日,揭露日与诱多型或诱空型虚假陈述无关。虚假陈述的揭露日认定,应着眼上市公司的公众投资者的整体利益考量,避免过度的“二次伤害”发生。

关键词:虚假陈述 信息真相 揭露日 投资者 确定性

引 言

在我国的处理证券虚假陈述案件中,虚假陈述日、揭露日^①和基准日是三个独创的时间点,其直接关系到原告资格、胜诉权、赔偿范围和损失计算。其中,虚假陈述日争议较少,基准日也比较明确,但是揭露日最有争议。争议涉及揭露日的认定理论、认定标准以及揭露日的标志、揭露日的数量、股价异动与揭露日认定的关系、诱多型

* 浙江大学光华法学院教授、博士生导师。

** 浙江大学光华法学院博士研究生。

国家社科基金重点项目“互联网融资的法律制度创新构建研究”(15AFX020)部分成果。

① 准确的表达应该是揭示日,包括揭露日和更正日,但从公众接受的方便性和司法裁判文书中所表达的术语看,对虚假陈述行为所掩盖的事实真相被他人揭露,或是自行公告更正的时点,统称为揭露日,而很少用揭示日。本文从广义理解揭露日,有时也可能混用,具体意思看文义理解。

虚假陈述与诱空型虚假陈述对揭露日认定的影响等问题。^①下文以西藏龙薇文化传媒有限公司(以下简称龙薇传媒)收购上市公司祥源文化(原万家文化)的控制权案件为例(以下简称“收购案”)展开讨论。

一、收购案中虚假陈述揭露日的时点争议

2017年11月10日祥源文化发布公告称,公司及相关当事人收到中国证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》,中国证监会认定龙薇传媒与祥源文化涉嫌信息披露违法。^②拟对赵薇夫妇、祥源文化以及相关责任人给予警告、罚款等措施,并拟对赵薇夫妇采取5年证券市场禁入措施。

中国证监会认定:2016年12月23日万家文化(600576,现更名为祥源文化)的控股股东万好万家集团有限公司(以下简称万家集团)与龙薇传媒签订《股份转让协议》,拟向龙薇传媒转让其持有的1.85亿股万家文化无限售条件流通股,占万家文化已发行股份的29.135%。交易完成后,龙薇传媒将成为万家文化的控股股东。在股权转让过程中,龙薇传媒通过万家文化在2017年1月12日、2017年2月16日公告中披露的信息存在虚假记载、误导性陈述及重大遗漏。具体为:(1)龙薇传媒在自身境内资金准备不足,相关金融机构融资尚待审批,存在极大不确定性的情况下,以空壳公司收购上市公司,且贸然予以公告,对市场和投资者产生严重误导。(2)龙薇传媒关于筹资计划和安排的信息披露存在虚假记载、重大遗漏。(3)龙薇传媒未及时披露与金融机构未达成融资合作的情况。(4)龙薇传媒对无法按期完成融资计划原因的披露存在重大遗漏。(5)龙薇传媒关于积极促使此次控股权转让交易顺利完成的信息披露存在虚假记载、误导性陈述。

在收购案的整个过程中,案件的实质性信息发布过程和揭露日争议情况见表1:

^① 2003年1月9日,最高人民法院发布的《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》所设计的是诱多型虚假陈述,没有考虑在诱空型虚假陈述下的民事赔偿问题,原因是诱空型虚假陈述比较罕见,制定该规定时没有出现案例。有关诱空型的虚假陈述不适用该规定,如机械适用结论是错误的。

^② 因本文写作时,以中国证监会的《行政处罚及市场禁入事先告知书》内容为准,信息源自公开资料,本文引用这些资料不代表对收购案当事人行为以及整个事实的正确与否的评价,2018年4月16日,中国证监会官网发布《行政处罚决定书》认定事实没有变化。

表 1 案件的实质性信息发布过程和揭露日争议情况

时间	事件	股价情况	备注
2016.11.28	停牌,公告签订《股份转让协议》及收购 29.135% 股份事项	18.83 元	—
2017.01.12	复牌	持续收涨,最高涨至 25.00 元,涨幅高达 32.77%	虚假陈述日
2017.02.08	停牌。公告股东股份转让比例由 29.135% 变更为 5%	20.13 元	—
2017.02.16	复牌	当日跌 8.49%,次日跌 6.89%	虚假陈述日
2017.02.28	中国证监会以“涉嫌违反证券法律法规”对其立案调查	—	揭露日(争议)
2017.03.31	当事人签订《解除协议》	13.8 元	
2017.04.01	公告《解除协议》,收购停止	次日下跌 2.39%	揭露日(争议)
2017.11.10	公告中国证监会发布《行政处罚及市场禁入事先告知书》	—	揭露日

根据表 1 所列,假定监管机构的认定事实正确,有关虚假陈述揭露日的争议性认识是:(1)该事件涉及 2 个虚假陈述日,那么揭露日是 2 个时间,还是一个时间?(2)虚假陈述揭露日的认定原则和标准是什么?不同标准决定“收购案”中的揭露日日期的不同,2017 年 2 月 28 日、2017 年 4 月 1 日和 2017 年 11 月 10 日均存在可能。^①其中 2017 年 11 月 10 日因中国证监会对虚假陈述的基本事实作了披露,而且上市公司发布了公告,该日作为虚假陈述揭露日没有争议。但对其他 2 个时间(2017 年 2 月 28 日、2017 年 4 月 1 日)是否可以作为揭露日存在争议。(3)证券虚假陈述揭露日如何认定有利于保护个别投资者,有利于保护市场公众投资者或者说有利于公平对待市场参与者?

二、证券市场虚假陈述揭露日的理论认识

证券市场虚假陈述日之所以有争议,既有理论上的模糊不充分,也有法律规定的

^① 2017 年 2 月 28 日是中国证监会对万家文化涉嫌违反证券法律法规为由的立案调查日标准,4 月 1 日是该股权转让项目公告停止之日,11 月 10 日公告中国证监会的《行政处罚及市场禁入事先告知书》日为标准。

不完善,更有评判标准上的不统一。揭露日是与虚假陈述紧密联系在一起,没有虚假陈述也就没有揭露和揭露日,揭露日与诱空型还是诱多型虚假陈述无关,揭露日也与股价涨或跌没有直接联系,揭露日就是客观上相对明确地揭示虚假陈述的“信息真相”的时间点。

(一) 揭露日定位在虚假陈述的“信息真相”被揭露之时

在证券虚假陈述中,往往涉及多个可能构成揭露日的争议时点,如新闻报道之日、公司自行更正之日、^①中国证监会立案调查或行政处罚公告之日等,这些时点可能或多或少地涉及真相或具有某种程度的警示意义。但通常而言,单个虚假陈述行为所涉及的信息,只有一个揭露日,在一次虚假陈述,如发布的招股说明中可能涉及多个证券信息,在不同时点披露时,对应的披露时点构成多个披露日。比如,同一个虚假陈述行为涉及利润信息造假,同时包括重大资产处置造假和重大业务合同造假等。也就是说,一个虚假陈述行为涉及多个虚假信息,而有关利润造假信息、重大资产处置造假信息以及重大业务造假信息,分别在三个不同时间被揭露或自行更正,那么按照虚假陈述日与揭露日“一一对应”的原则处理。

我国对投资者因虚假陈述而造成的损失赔偿的因果关系,是建立在“欺诈市场理论”基础上的。“在一个公开有效的证券市场中,公司股票价格是由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,也会受反映了虚假陈述的价格的影响而为投资。”^②在诱多型的虚假陈述中,揭露日的“信息真相”揭示的主要意义在于,使市场知悉虚假陈述所掩盖或扭曲的事实和信息真相,从而能够结合已有的公开信息对股价作出重新评估,挤压出因虚假信息导致的人为灌水,使股价回复到真实价值。因此,应当将“市场据此能否知悉且实际知悉虚假陈述相关真相确定为一项检验标准”。^③反之,如果从某一“更正公告”或“揭露报道”中,市场根本无法知悉先前陈述是虚假的事实,那么市场必然无法对股价作出重新评估而投资决策,股价灌水被刺破或挤压的应有效果难以出现,股价难以回归到真实价值

^① 也包括公司自行更正时采用的“挤牙膏式”的披露方式。

^② 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第249页。

^③ 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》(2015年卷),中国法制出版社2015年版,第105页。

位置。即便出现,也无法归结于虚假陈述的“信息真相”的揭露,而只能归结于市场的多因素组合形成,包括背后的内幕交易、操纵市场等因素。

(二) 揭露日为“信息真相”揭示相对确定日

对于虚假陈述行为的揭露,无论是媒体的揭露,还是上市公司自身的更正,通常都没有能够达到理想的准确、全面地揭示“虚假陈述信息”的全部真相。事实上,虚假陈述被揭示常常有一个过程。例如,首先有媒体报道,然后有当事人自己的披露;媒体报道之后,交易所根据规则予以停牌(上市公司信息虚假的传言导致市场异常波动时,交易所亦得予以停牌);当事人若否认媒体报道,监管机关可能立案稽查;稽查若认定虚假陈述行为存在,则监管机关会作出并公布处罚决定。也有未经媒体报道,当事人自己直接更正或监管机关直接立案稽查的情形。^① 特别是有些上市公司,为避免股价异常波动,有意回避一次性揭示虚假陈述行为的事实真相,采用分解的“挤牙膏”式的更正信息。须对系列化的碎片信息集合、整理、加工,方能准确理解虚假陈述行为的事实真相。在真实的证券市场中,既存在对虚假陈述信息的敏感性,也存在虚假陈述行为被揭穿的过程性,还存在虚假陈述行为的信息泄露,提前被一部分人知道的情形。因此,实践中所看到的揭露日股票价格不会是诱多型的最高价,也不会是诱空型虚假陈述中的最低价。我们认为,虚假陈述揭露日不追求虚假陈述真相被完整揭示,不追求完整真相,只要是信息真相能够“相对确定”地被揭示即可。基于揭露日是让市场能够根据揭示日披露的真相信息,回溯虚假陈述信息并结合已有的公开可得信息,重新估量股票的价值,并对股价作出及时回应以避免或减少损失的时间点。因此,股价反映对比原则通常可以佐证虚假陈述揭露日的成立,但股价波动不是认定“揭露日”的检验标准。申言之,揭露日的检验标准就是公开揭示了虚假陈述行为的“信息真相”(包括相对确定和绝对确定),揭露日通常会引起该股票股价的异常波动,但没有发生异常波动也不影响揭露日的成立。

这种所谓的虚假陈述行为的“信息真相”被揭露,应当满足一定程度的“指向性”和“确定性”。一定程度的“指向性”,也可以理解为“针对性”,即“揭示日披露的信息只要大致指向某一虚假陈述行为即可,并不需要全面、准确而具体地揭示真相”,如“公司因年报中应收账款涉嫌造假被证监会立案调查”。^② 指向性的具体标准是:应

^① 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。

^② 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》(2015年卷),中国法制出版社2015年版,第105页。

当在某种程度上向市场揭示案涉行为的欺诈性质,并且该披露必须至少可回溯到该虚假陈述的信息。一定程度的“确定性”,是指应当使市场投资者认为揭露的“信息真相”是确定真实的。这种确定性标准既是对揭露者的基本要求,也是对整个证券市场投资者保护的基本要求。这种标准意味着,相关主体不宜以揭露“虚假陈述行为”为由进行缺乏一定程度确定性的行为,以免影响市场和给投资者带来损失。因此,如“因涉嫌违反证券法律法规立案调查”的信息既缺乏指向性,也缺乏确定性,不宜认定为“揭露日”。在司法实践中,过度机械地解读了“监管机关有关立案稽查或决定处罚的消息,以这样的消息作为揭露日的标志是没有什么疑义的”^①这句话。一般而言,对决定处罚的信息发布日作为揭露日没有异议,但对监管机关的立案稽查日是否可以作为揭露日,要看其立案稽查的信息是否具备指向性和确定性而综合判断。

(三) 揭露日是必须满足“法定要件”的时点

由于虚假陈述揭露日的特殊地位,是总体保护投资者利益的具体化标准,因此,投资者受到保护抑或没有资格受保护,则完全取决于揭露日。揭露日的法定性十分重要,揭露日必须满足法定条件。

《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20条第2款、第3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。”在此,虚假陈述揭露日和更正日的认定标准基本清晰,只是在如何满足这些标准的判断上产生争议。在司法实践中,人民法院通常将如下日期认定为揭露日:上市公司被立案调查公告日、处罚事先告知书公告日、收到处罚决定公告日、媒体揭露报道发布日、上市公司自我揭示日、收到监管措施决定公告日,等等。

有关揭露日认定应该满足的条件,可以参考日本《金融商品交易法》中的规定,在其第21条第3款中对认定揭露日必须具备的条件作了如下具体的规定:(1)揭露主体为“信息披露的义务人(上市公司)或对公司业务或财产在法律上有(管理或处分)权限的人”。(2)揭露内容必须为“公司披露的信息(文书)中是否存在虚假陈述,或是否遗漏了为避免一般投资者产生误解而有必要披露或有必要记载的重要事项”。

^① 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第256页。

(3) 揭露的必要条件为“使揭露处于可被公众阅览,或能被不特定多数人获知的状态中”。^① 也就是说,虚假陈述揭露日的认定,应综合考虑揭露主体资格、揭露内容、揭露方式等方面,使指向确定性的虚假陈述信息被不特定多数人获知。也如有学者提出的揭露日应定义为“虚假陈述为市场和投资者广泛所知之日”。^②

三、证券市场虚假陈述揭露日构成要件的认识

虚假陈述的揭露日的构成要件包括:揭露信息的重大性、指向确定性、首次性、公开性和股价异常波动性。

(一) 揭露的虚假陈述信息具有重大性

虚假陈述揭露日标准之一,就是所揭露的虚假信息具有重大性,而不是一般的信息。证券市场中虚假陈述的信息是否重大非常重要,这不仅是证券民事赔偿诉讼中证明事实因果关系的必备要素,而且也决定了证券立法中强制性信息披露的要求。^③ 证券信息重大性标准主要有美国的“理性投资人标准”和欧盟的“价格敏感性标准”。美国的信息重大性标准经由法院的各种判例而不断地变化,在1976年的“TSC工业公司诉北路公司案”(TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.)中确立。其含义为:“如果存在这样一种重大可能性,即一位理性的股东在决定如何投票的时候认为该事实是重要的,那么此项被遗漏之事实就属于重大事实。”^④ 换言之,遗漏的事实从一个理性投资者看来,将会显著地改变可以获得的全部信息的含义,那么这一遗漏的事实就具有重大性。到了20世纪80年代,美国证券交易委员会采用综合信息披露制度,对1937年制定的规则C(Regulation C)作了重大修改,将信息重大性标准界定为“一个理性投资人在决定是否购买注册证券时会认为该信息是重要的实质可能性”,同时,法院也可能将某种信息被披露将会对相关股票的市场价格产生实质性影响的信息认定为重大信息。在欧盟,信息的重大性判断采用的是“价格敏感性标准”,即如果信息的披露可能影响相关股票的市场价格,其即具备重大性。因此,信息重大性的理解可以从两个层面:一是投资人决策影响层面,即如果该信息的披露将会实质性地影响投

① 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。

② 彭真明:《论注册会计师不实财务报告民事责任的认定》,载《法学评论》2006年第4期。

③ 郭锋:《从大庆联谊股东诉讼案谈中国证券民事赔偿制度的构建》,载《法学杂志》2006年第1期。

④ TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., See James D. Cox, Rober w. Hillman & Donald C. Langevoort, *Securities Regulation, Cases and Materials*, pp. 52 - 53.

资人的投资交易决策,那么该信息具备重大性。二是从证券市场股票价格影响层面,即如果该信息的披露将会对相关股票的价格产生实质性的影响,那么该信息具备重大性。^①

目前,在我国的证券立法中,采用的是价格敏感性标准,这一标准类同于欧盟的“价格敏感性标准”。^②如现行《中华人民共和国证券法》第67条第1款规定:“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。”该条所确立的重大事件包括:(1)公司的经营方针和经营范围的重大变化;(2)公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;(3)公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响……(12)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。而公司招股说明书、公司中报、年报、临时性公告等内容基本上可以确定为重大性信息。《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。

(二) 揭露的虚假陈述信息具有指向确定性

无论是被他人揭露还是自身更正揭露,针对虚假陈述信息本身是必要的,即应当具有揭露虚假陈述行为“信息真相”的指向性和相对确定性。如果无法判断揭露的信息或更正的信息能够与虚假陈述信息具有直接联系,没有揭示虚假陈述行为的相关事实、警示投资风险,则不能认定为虚假陈述揭露日。比如典型的就是有关部门或监管机关对上市公司以“涉嫌违反证券法律法规被立案调查”这样的披露公告,由于没有具体的目标指向性,没有“信息真相”揭露的相对确定性。投资者无法对应地识别和判断公司从前何种行为、何种信息出现虚假陈述。在上海市第一中级人民法院审理的“大智慧案虚假陈述赔偿案”中,原告主张以立案调查公告日为揭露日,法院判决认为,该公告的内容仅提及“公司信息披露违法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和具体内容,故对于投资者而言,仅阅看该公告并不必然

^① 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第219~222页。

^② 理论界建议应引入理性投资人标准比较合理和公正,在虚假陈述民事纠纷案件处理的法院受理前置程序取消后,判断虚假陈述信息是否属于重大性时,采用理性投资人标准更为科学,价格敏感性影响因素太复杂。

会将其与公司2013年年报建立联系,客观上不具备受到足够警示的条件,因此,该公告日不应作为揭露日。^①又如2001年9月10日公告称,“本公司正接受中国证监会调查,公司将积极主动配合本次调查。目前公司生产经营情况正常。敬请广大投资者注意投资风险”。这些公告用词含糊,没有明确向投资者传达其虚假陈述等实质性的信息,更没有自行更正虚假陈述,不能算是揭露日或更正日。

(三) 揭露的虚假陈述信息具有首次性

《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》规定了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为虚假陈述揭露日。因此,首次揭露重大的虚假信息是揭露日的构成要件。确立首次公开标准的意义在于解决多媒体多次揭露报道或虚假陈述行为人采用“挤牙膏式”披露虚假陈述信息的揭露日确定问题,强调了揭露日的“首次性”,以最大限度地把因虚假陈述行为被揭露导致股价下跌而产生的损失计入可索赔范围,从而起到保护证券投资者的作用。^②特别是最新的欺诈发行案件,呈现虚假陈述时间跨度长、虚假陈述所涉及财务造假多,虚假陈述次数多、虚假陈述后的自我更正次数多、媒体报道质疑的次数多、媒体公开揭露虚假陈述的次数多等特征。实践中,对于边界十分清晰的虚假陈述,并且十分清晰的揭露或更正通常少有争议。争议的是同一事件、持续陈述,以及多个“似是而非”的揭露报道,或有多个揭露报道或自我更正,此时,需要确定同一虚假陈述行为(虚假信息)按照首次被公开揭露之日(或更正日)确定为揭露日。总体而言,揭露日的选择是综合比较的结果,在符合法律规定的基本构成要件后,选择合法而且最合理的时点就可以定为揭露日。这个具备揭露日特征的也就是唯一的首次,首次意味着一个虚假陈述行为仅有一个揭露日,不同的虚假陈述行为存在不同的时间的揭露日。虚假陈述行为应与虚假陈述内容一一对应,然后再单独确认不同虚假陈述所对应的各个时点。实践中,虚假陈述的行为主体可能会实施多个虚假陈述行为,这时只要各虚假陈述行为是独立的行为,相互之间并非包容关系(比如《招股说明书》当中所做的一系列虚假陈述),那么就应当认定为是多项不同的虚假陈述行为。在行为人同时实施多个虚假陈述的案件中,各项虚假陈述行为与其各自的实施

^① 参见上海市第一中级人民法院(2016)沪01民初679号民事判决书。

^② 张保生、朱媛媛:《证券虚假陈述揭露日的认定及判例分析》,载正保法律教育网:<http://www.chinalawedu.com/web/23182/jx1708188622.shtml>,最后访问日期:2018年3月26日。

日、揭露日等一一对应,都属于应予赔偿的情形。^①

(四) 揭露的虚假陈述信息具有公开性

日本《证券交易法》规定:“公开是已采取行政命令所定的,使多数人能获知的措施,或已供公众阅览的状态。”而“行政命令所定的措施”,就是指通过下列所揭示的媒体中两个以上的新闻媒体予以公开:(1)以贩卖报纸为业并报道综合性新闻为主的全国性日报,及传达信息与上述报社为业的通信社;(2)全国性的产经日报社所发行的日报;(3)日本《广播协会及广播法》第2条第3款之3所规定的一般广播业者。^②

在当时没有出现互联网、微信等技术情况下,《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》将虚假陈述公开要求在“全国范围发行或者播放的报刊、电台、电视台等媒体上”,这是因为全国性的媒体具有受众广、传播快、可信度高等特点,能够最大限度地起到揭露虚假信息、扩散和提醒投资者重新判断和作出买卖决策的警示作用。当然,这里具有公开性是必然的,例如书面的内部刊物、区域性刊物无法实现公开性要求的不能算为全国发行刊物,即便出现有揭露的内容也难以达到虚假陈述揭露日的公开标准,不能认定。如生态农业的弄虚作假问题是由2001年10月26日出版的《金融内参》最早披露的。^③但《金融内参》属内部刊物,这一日期不能作为“揭露日”。又如,“康芝药业虚假陈述案”的原告主张《21世纪网数字报》发布某篇报道的日期为揭露日,海口市中级人民法院判决认为,该媒体不符合“全国范围发行媒体”的要求而不予认定。^④在互联网时代,在网络虚拟世界中区域、全国性的概念需要重新考量,一些地方传媒发布的消息可以通过互联网等各种通信手段,迅速传达至全国各地的投资者。一家非全国性媒体公开揭露某一虚假陈述行为,该报道又被各大门户网站、微信等工具广泛转载,发生相关证券价格的异常波动,则该地方媒体的报道亦可确定为揭露日。互联网时代的公开性、全国性标准,除基本要素外,可以考虑阅读量、点击率等大数据统计结果,比如10万次以上阅读量标准等。上市公司自身采用公告方式对虚假陈述事项进行更正的,必须在证券监管机构指定的信息披露网站或报刊(如《中国证券报》、《证券时报》、《证券日报》、《上海证券报》、上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站、巨潮资讯网)上披露公告。这种公告满足揭露日的

^① 汤欣、杨祥:《虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例》,载《证券市场导报》2015年第3期。

^② 廖升:《虚假陈述侵权责任之侵权行为认定》,载《法学家》2017年第1期。

^③ 王祖志:《试析证券民事赔偿司法解释的局限性》,载《华东政法学院学报》2003年第3期。

^④ 参见海口市中级人民法院(2014)海中法民二初字第77号民事判决书。

公开标准要求。

(五) 被揭露的证券价格异常波动性

在司法实践中,人民法院通常也会将“揭露行为”是否对相关证券价格产生影响作为判断揭露日的标准之一,如果“揭露行为”发生后证券价格并无异常波动,就难以说明证券市场对该揭露行为有所反映,也就难以证明该揭露行为起到了足够的风险警示作用。

《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》没有将“导致证券价格异常波动”作为确定揭露日的条件。但实践中,如果虚假陈述被公开揭露,证券市场的该股票价格异常波动是必然发生,没有异常波动投资者就不会产生损失,投资者不会产生损失就不会形成索赔之诉。《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》是根据诱多虚假陈述对市场和投资人影响的模型,分析和确定了行为与损失之间的因果关系。由于目前证券市场上诱空虚假陈述极为罕见,而且未有一起受到行政处罚。因此,《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》没有对诱空虚假陈述对市场和投资人影响的行为模型,确定该行为与投资人损失之间的因果关系。人民法院需要审查的是,影响价格走势的媒体关于上市公司或者其他责任人的虚假陈述的报道是否真实,如是,则虚假陈述行为成立,行为人即应承担相应的赔偿责任,如否,投资人向上市公司或其他责任人的索赔主张将不能得到支持。^① 在“诱多型”虚假陈述中,^②揭露日或更正日后的股价通常为“挤泡沫”的回归证券真实价值过程,表现为股票价格通常为下跌过程,直到股票成交量达到 100% 或 30 个交易日的基准日为止,理论上虚假陈述揭露日(更正日)到基准日期间被称为“价值回归期”。此后,投资者卖出股票或持有股票的损失视为投资者的自我扩大损失,责任自负。减损原则在《中华人民共和国合同法》第 119 条也有规定,即当事人一方违约后,另一方应当采取适当措施防止损失的扩大;没有采取适当措施致使损失扩大的,不得就扩大的损失要求赔偿。^③ 因此,媒体揭露行为的时日可否认定为虚假陈述揭示日,可与相关股票价格异动挂钩综合认定。“某提示揭露行为是否

^① 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社 2015 年版,第 257 页。

^② 在持续信息披露中也应当区别“诱多”和“诱空”的虚假陈述,制定不同的因果关系条件。“诱多”虚假陈述的目的在于诱使证券价格高于其实际价值。该虚假陈述被揭露的消息一经公布必然会导致证券价格向其真实价值回落,在虚假陈述实施之后揭露之前高买,在虚假陈述揭露后低卖,必然给投资者造成损失。

^③ 贾伟:《审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的几个疑难问题》,载《人民司法》2002 年第 5 期。

可以作为虚假陈述揭示日,可与相关股票是否停牌挂钩,其引起价格急剧波动导致其停牌的,则可以认定其揭露行为的时日为虚假陈述揭露日。”^①当然,也有学者提出,将虚假陈述揭露后证券价格是否显著下跌,下跌趋势所持续的时间是否较长,下跌时成交量是否显著放大等特征作为判断揭露日的实质性标准,如果符合这些特征,则股价下跌趋势的生成日或股价下跌的转折时间点就是虚假陈述揭露日。^②如果市场出现诱空型虚假陈述并引发民事赔偿,受理案件的人民法院可以逐级请示,最高人民法院通过个案批复作出适用法律的解释。^③在某些情况下,股价没有出现异常波动也不影响满足法定要件的虚假陈述揭露日的成立。

四、证券市场虚假陈述揭露日争议的结论性认识

(一) 虚假陈述行为与揭露日数量关系

1. 一次虚假陈述行为仅一个揭露日,没有第二个揭露日。在一次虚假陈述行为中,揭露日应确定为虚假陈述信息首次揭露日或更正日,因此,单次虚假陈述行为,仅有一个揭露日。以“佛山照明案”为例,2012年7月6日佛山照明发布《关于收到广东证监局监管措施决定书的公告》,2012年11月5日,佛山照明董事会发布收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》重大事项公告,内容如下:本公司于2012年11月2日收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》,2013年3月6日佛山照明发布《关于收到中国证监会广东监管局行政处罚决定书的公告》。针对上述时间点,原告主张2012年7月6日为第一个揭露日,而后的2012年11月5日为第二个揭露日。

法院审理认为,虚假陈述揭露日是指陈述在全国范围发行或播放的报刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露日。2012年7月6日,佛山照明发布《关于收到广东证监局监管措施决定书的公告》,首次向投资者公布其因虚假陈述被行政处罚。而佛山照明于2012年11月5日发布重大事项公告,公告其收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》,因涉嫌信息披露违法违规,中国证监会根据证券法的有关规定,决定对佛山照明立案调查。该公告是对佛山照明虚假陈述公开披露的延续,并非首次

^① 李国光主编:《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》,人民法院出版社2003年版,第264~265页。

^② 陈谊军、宣伟华:《试论我国证券民事责任制度之完善》,载《政治与法律》2004年第6期。

^③ 宋晓明:《关注证券市场的发展变化逐步完善证券侵权民事责任制度》,载《人民司法》(应用)2007年第17期。

被公开揭露。原告主张2012年11月5日为第二个揭露日,没有事实和法律依据,二审法院不予支持。

2. 数个虚假陈述行为会出现数个揭露日。如果存在两个或以上不同的虚假陈述行为,就有二个或以上的揭露日。“大庆联谊案”就是一个典型例证。法院认为,该案存在两个虚假陈述行为与两个揭露日:欺诈上市虚假陈述表现在1997年4月26日公布的《招股说明书》和《上市公告》中,法院认定此虚假陈述行为的实施日为1997年4月26日。1997年年报虚假陈述表现在1998年3月23日公布的1997年年报,法院认定此虚假陈述行为的实施日为1998年3月23日。法院还认为,欺诈上市虚假陈述行为首次被披露日为2000年4月27日,因为该日《中国证券报》上公布了中国证监会对大庆联谊虚假陈述行为的处罚决定。而年报的揭露日则为1999年4月21日,大庆联谊于该日首次在《中国证券报》上对该公司1997年年报涉嫌虚假的问题进行了公告。法院认为该案存在欺诈上市和1997年年报虚假两个虚假陈述行为,并相应确立了两个不同的揭露日。案件中的欺诈上市虚假陈述的《招股说明书》《上市公告书》和1997年年报公告,是两个存在联系但有区别的虚假陈述行为。投资者索赔的损失被法院以“必须同时符合两个时间段”而锁定:买入时间——1997年4月26日以后买入的股票;卖出时间——2000年4月27日即公司公告中国证监会处罚决定有关内容日之后至基准日2000年6月23日卖出或仍持有的股票。^①通常,在数个虚假陈述行为出现时,按照虚假陈述实施日、揭露日或更正日、基准日分别一一对应处理。

3. 一次虚假陈述涉及数个虚假信息,数个虚假信息不同时点揭露(含更正),则形成数个揭露日。在一些情况下,同一次虚假陈述包含多个内容不同的虚假信息,特别是发行人的欺诈发行中的《招股说明书》,造假往往涉及多方面信息,因此,如果不是一次性揭示全部的虚假陈述涉及的“信息真相”,就会出现每次揭露或更正出现一个揭露日。也就是基本印证“挤牙膏式”的媒体揭露或自我更正,出现数个揭露日。

4. 同一虚假信息多次陈述,多次更正,可以形成多个虚假陈述日和对应的揭露日。这里的前提是虚假陈述行为人的自我更正行为揭露“信息真相”。《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》的虚假陈述更正日,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。其满足的要件是:(1)虚假陈述行为人。其

^① 叶可:《大庆联谊虚假陈述案若干实体法律问题探析》,载《金融法苑》2008年第1期。

他主体不成立。(2)直接指向确定性的虚假陈述“信息真相”。如果没有指向确定的虚假陈述,而是模糊不清,不构成更正揭示,不成立更正揭露日。(3)对虚假陈述进行了确定性更正,可回溯原虚假陈述内容比对,得出正确的证券信息。(4)按照规定履行停牌手续,如果交易规则不需要停牌,则是否停牌不影响。(5)在中证监会指定披露证券市场信息的媒体上公告达到法定形式公开。

(二) 揭露日认定与诱多型或诱空型虚假陈述无关

证券市场虚假陈述有诱多型和诱空型虚假陈述两大类,但市场经常发生的虚假陈述属于诱多型性质。诱多型虚假陈述是指虚假陈述行为人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等,以使投资人在股价处于相对高位时,持有积极投资心态并进行“投资”追涨的行为。同理,诱空型虚假陈述是指虚假陈述行为人发布虚假的消极利空信息,或者隐瞒实质性的利好信息不予公布或及时公布等,以使投资人在股价向下运行或处于相对低位时,因受其虚假陈述影响持有消极心态而卖出股票,在虚假陈述被揭露或者被更正后股价上涨而投资人遭受损失的行为。^①

诱多型虚假陈述和诱空型虚假陈述,对股价走向的影响是相反的。在诱多型虚假陈述中,投资者之所以有权主张赔偿,是因为其买入的股票包含了虚假陈述导致的灌水并多支付了灌水价款,在真相揭示后,灌水被挤出,股价下跌到真实价值附近,投资者无法再行出售而获得灌水补偿,从而产生投资损失。也就是说,其虚假陈述行为导致投资者高价买进低价卖出证券,造成了投资者损失。虚假陈述行为是造成投资者损失的原因,这是诱多型虚假陈述者应承担责任的的主要原因。诱多型虚假陈述对股票价格的影响是实施日之后导致股票价格在虚假信息推动下不合理上涨或应跌不跌,但揭露日或更正日之后,因为真相被揭露股票价格必然出现下跌。与此相反,在诱空型虚假陈述中,因为虚假陈述者的行为,使股票价格偏离其真实价值,导致股价本应上涨却没有上涨或者本不应下跌而大幅下跌,误导投资者以低于股票真实价值的相对低价卖出股票。当事实真相被揭露后,即揭露日或更正日之后,由于利好消息释放,股票价格通常不是应声下跌而是随之上涨。因此,不能用诱多型虚假陈述的因果关系分析路径,来套用诱空型虚假陈述因果关系分析。^②

^① 贾纬:《证券市场侵权民事责任之发轫——解析〈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〉》,载《法律适用》2003年第3期。

^② 冯果:《诱空型证券虚假陈述损害赔偿民事责任之认定》,载《法律适用》2016年第13期。

然而,虚假陈述揭露日本身与虚假陈述的诱多型或诱空型无关,揭露日所关注的是虚假陈述的“信息真相”是否已经被公开揭示,包括上市公司等信息披露义务主体的主动更正、说明事实真相,也包括媒体的公开报道等。只要符合实质性揭露虚假陈述、被投资者公开获悉以及达到警示功能的,就可以成为揭露日。甚至可以说,只要有相关的行为,或者虚假信息部分公开,不管这个信息是否已经完整肯定地公布出来,都可视为虚假信息已得到披露。^①

(三) 监管机关无指向的立案调查公告日不是揭露日

当事人自己予以披露,或监管机构作出处罚决定,其确定性高,具有最高的警示强度。因此,如果事先没有报道或传言,当事人自己公告的日期或监管机构处罚决定的日期应可认定为虚假陈述揭示日。^② 监管机构的行政处罚决定公告日期成为揭露日没有争议,^③但监管机构发出的立案调查通知等时点,能否成为虚假陈述揭露日或称揭示日,是近年争议较大的问题。监管机构对虚假陈述行为人的立案调查通知大体有三种情况:一是最笼统的,如因“涉嫌违反证券法律法规”而被立案调查。二是有一定指向性的,如因“涉嫌虚假陈述”被立案调查或“涉嫌信息披露违法违规”被立案调查。三是有具体指向性的,如因“涉嫌公司股东收购中信息披露违反证券法律法规”或“涉嫌2017年年报财务信息虚假陈述”被立案调查。我们认为第一种情况,缺乏具体指向性,从公开信息而言,监管机构也没有能够确定到底是不是真有虚假陈述行为,而是无目标地立案调查,对于司法实践中将该立案公告日确定为揭露日,争议很大。第二种情况,可以结合具体情况予以认定,有争议但可接受。第三种情况,完全可以认定,基本没有争议。

有关上述第二种情况,实践中最为常见,往往结合揭露日后引起的股价异动而予以认定。如以“大唐电信案”为例,大唐电信于2005年11月8日在《中国证券报》公告了公司接到中国证监会关于公司涉嫌虚假陈述立案调查通知的情况;2007年8月20日,中国证监会下达了《处罚告知书》;2008年5月26日,中国证监会作出了《行政处罚决定书》。原告认为是2007年8月20日,在中国证监会的立案调查通知书只说大唐电信公司涉嫌虚假陈述,并不能算是真正的揭露,不能成立揭露日。被告认为虚

^① 吴伟央、普丽芬:《2009年中国证券法治评述》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第361页。

^② 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。

^③ 根据判例研究,人民法院通常将如下日期认定为揭露日:上市公司被立案调查公告日、处罚事先告知书公告日、收到处罚决定公告日、媒体揭露报道发布日、上市公司自我更正日、收到监管措施决定公告日,等等。

假陈述的揭露日为中国证监会进行立案调查的公告发布之日,即2005年11月8日。法院认为,上市公司在《中国证券报》刊登因“涉嫌虚假陈述”被立案调查的公告日(2005年11月8日)为虚假陈述揭露日。^①理由有:关于中国证监会调查的公告是第一次出现在全国流通的报纸上。虽然公告内容是中国证监会展开调查而不是最终的处罚决定,但这足以构成对于虚假陈述行为的揭露,因为调查是中国证监会正式发起的,这足以引起理性投资者的警觉,而且,在该公告之后,大唐电信的股价大幅跳水,表明该消息已经有效地传递到市场,并具有重大性影响。^②证券监管机构最终对大唐电信及其相关责任人作出行政处罚的结论性事实,与立案调查公告的内容前后呼应,完全相符,并且,立案调查公告已经明确写明“敬请投资者注意投资风险”。又如,在2016年年度上海法院金融商事审判十大典型案例中的“顾某诉甲公司证券虚假陈述责任纠纷案”中,甲上市公司在2008年至2011年年度报告中存在虚增资产和利润总额,虚减成本等不实记载。其于2013年1月26日公布的《2012年年度报告》中,将2008年至2011年隐瞒的所有亏损反映为2012年当年亏损。同日公布的《2012年年度业绩预亏公告》亦作相同记载。甲公司于2013年10月12日公告其因“涉嫌信息披露违法违规”被上海市证监局立案调查。公告后的第一个交易日,甲公司的股票发生盘中跌停,收盘跌幅达9.89%。2015年6月9日,上海市证监局认定甲公司存在虚假陈述行为,并对其进行了行政处罚。上海市第二中级人民法院于2016年8月26日判决认为:^③2013年10月12日,甲公司在中国证监会指定网站公布其收到上海市证监局对其信息披露违法违规的《调查通知书》。该公告足以达到在全国范围内揭示系争虚假陈述行为的效果,对投资者起到了警示作用,故应以该日作为虚假陈述揭露日。

争议最大的是上述第一种情况,即公司公告因“涉嫌违反证券法律法规”被监管机关立案的公告日,确定为虚假陈述揭露日。按照虚假陈述日的判断标准,这种公告最缺乏的是虚假陈述“信息真相”的揭示,以及对虚假陈述事实的指向性、确定性不足。尽管这种“涉嫌违反证券法律法规”被立案调查的公告信息也可能导致股票价格异常波动,但这种波动无法归结于是虚假陈述行为被揭露或者“相关真相”被揭示的结果。因为投资者公众根本无法知悉监管机关的“涉嫌违反证券法律法规”具体指的

^① 参见北京市第一中级人民法院(2009)一中民初字第5783号民事判决书。

^② 黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第967页。

^③ 参见上海市第二中级人民法院(2015)沪二中民六(商)初字第90号民事判决书。

是什么,投资者如何回溯过去的虚假陈述信息而进行比对,进行投资决策。

目前,在虚假陈述民事赔偿案件中,越来越多的法院感到以公司公告被中国证监会立案调查日期作为虚假陈述揭露日的牵强、不合理之处,开始转向以公告收到《事先告知书》的日期为揭露日。^①比如,上海市高级人民法院在“创兴资源虚假陈述民事赔偿案”中明确:“法院认为,被告发布的关于收到中国证监会《调查通知书》中仅提及被告因涉嫌违反《证券法》及相关法规被中国证监会立案稽查,该公告不仅对本案被告虚假陈述行为的实质内容完全没有涉及,甚至也未能反映出被告被稽查的行为性质系涉嫌未按规定披露信息,故该公告的发布并不符合揭露的内容应与证券监督管理机构行政处罚决定书中认定的虚假陈述行为相一致的要求,该公告发布之日不应认定为虚假陈述揭露日。”^②同理,在“祥源文化股份有限公司的收购案”中,监管机关也是以公司“涉嫌违反证券法律法规”立案调查,公司有关因“涉嫌违反证券法律法规”被立案调查的公告日,应排除在虚假陈述揭露日之外。较为准确的虚假陈述揭露日应该是2017年11月10日因中国证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》对虚假陈述的基本事实作了披露,而且上市公司发布了公告,以该日作为虚假陈述揭露日没有争议。

(四) 虚假陈述揭露日应着眼投资者整体权益的保护

在诱多型的证券市场虚假陈述中,合格的原告就是在虚假陈述实施日起到虚假陈述揭露日(更正日)买入股票的投资者,而且同时是在虚假陈述揭露日后卖出或继续持有的投资者。揭露日的确定直接决定基准日,决定投资者的赔偿额度。因此,不同的揭露日就有不同的合格原告范围和不同的赔偿金额,与投资该股票的所有投资者利益相关。同时,还要特别注意的是,在虚假陈述民事赔偿案件中,发起人、上市公司通常是共同被告,有的甚至是唯一被告,因为原告当事人宁可放弃对其他责任人的索赔而把所有赔偿责任让上市公司来承担,因为上市公司通常有能力赔偿。如果全部赔偿金都只由上市公司支付,那无异于用后来股东的钱去赔偿虚假陈述揭露时股东的损失;如果投资者持续持有股票,那就是用投资者自己的钱赔偿自己了。^③从实

^① 张子学:《公众公司应如何披露政府调查事项》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第22卷),法律出版社2017年版,第156页。

^② 金月:《立案稽查宣布日未必是虚假陈述揭露日——创兴资源案改变“揭露日”认定惯例》,载《金陵晚报》2017年1月13日,A06版。

^③ 汤欣、谢日曦:《从洪良国际案到证券民事赔偿》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版,第56页。

证看,在2003年至2016年的33起虚假陈述民事赔偿诉讼案件中,从已经裁判的情况看,8起原告败诉,5起由上市公司控股股东赔偿,有13起由上市公司作出赔偿。^①上市公司一旦承担着巨额赔偿,造成对上市公司全体股东或投资者的“二次伤害”,以损害现在和未来股东或投资者的利益满足过去上市公司投资者的利益。

从某种意义上说,虚假陈述揭露日是一个客观揭露虚假“信息真相”之日,让市场投资者知悉上市公司本来面目、对现行股价的证券进行合理的投资或出售。揭露日的确定是总体、抽象意义上保护投资者的利益,包括整个上市公司的公众利益。就某个具体的投资者而言,需要客观理解虚假陈述揭露日的认定要件,合理判断自己是否是虚假陈述行为的真正受害者。因此,对虚假陈述揭露日的判断,最好不要以保护投资者利益为由作出选择,而应从上市公司全体公众的利益出发考量法定要件的揭露日。揭露日的选择,要有利于解决诚信的投资者利益保护。

在公司欺诈发行上市的虚假陈述的先行赔付的案例中,万福生科投资者补偿基金和海联讯投资者补偿基金的揭露日选择都是很有价值的。在“万福生科案”件中,2012年9月14日、18日,创业板上市公司万福生科先后被湖南证监局、中国证监会稽查总队立案调查,揭开了财务造假黑幕。2013年9月24日,中国证监会发布(2013)47号《行政处罚决定书》,称万福生科IPO招股说明书披露的2008至2010年财务数据存在虚假记载,公司不符合公开发行股票的条件;另外,万福生科2011年年报、2012年半年报存在虚假记载和重大遗漏;2012年上半年停产事项也未履行及时报告、公告义务。此前的2012年11月22日、2013年3月15日,万福生科已经因为财务造假而两度遭到深圳证券交易所公开谴责。在万福生科投资者损害补偿基金分配方案中,将该公司“首次公开发行信息披露日”作为虚假陈述实施日,将“被立案稽查公告日”视同虚假陈述揭露日,同时还认定“中报虚假陈述更正日”和“2008年至2011年财务信息虚假陈述更正日”两个更正日为揭露日。^②

五、结 语

虚假陈述揭露日具有重要的法律地位,其在于揭示虚假陈述的“信息真相”,使证

^① 参见汤欣、陈旺:《虚假陈述民事司法的实践——回顾与思考》,载于郭文英、徐明主编:《投资者》(第1辑),法律出版社2018年版,第57页。

^② 汤欣、谢日曦:《从洪良国际案到证券民事赔偿》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版,第56页。

券市场公众回溯虚假陈述进行比对,通常在诱多型虚假陈述中引起股价的去泡沫、回归真实价值过程。揭露的虚假陈述信息,应当具有重大性、指向确定性、引发股价波动性和公开性。媒体揭露和虚假陈述行为人自我更正的揭露日法定要件有所不同,应当满足各自的要求,方可以成立揭露日。在虚假陈述行为案件中,由于虚假陈述的内容复杂而揭露或更正的过程更为复杂,需要按照案件实际判断不同的揭露日。但虚假陈述日与揭露日总是对应的,对于没有任何指向信息的监管机构的立案公告日,不宜确定为揭露日,具有一定指向性的立案公告日,结合其他要素可以确定为揭露日。采用监管机构的类似《行政处罚的告知书》等基本事实清楚的“信息真相”揭示日为揭露日,相对确定而且公平对待上市公司的公众,有利于整体保护证券市场的投资者。虚假陈述的揭露日是客观中性的事实真相揭露认定日,只要合法合理确定,都是抽象意义上保护投资者的举措。

基于上述的理解和分析,本文开篇提出的收购案的揭露日判断,公司有关因“涉嫌违反证券法律法规”被立案调查的公告日,应排除在虚假陈述揭露日之外,公司也没有发布过符合规定要求的虚假陈述更正公告,唯一的虚假陈述揭露日应该是 2017 年 11 月 10 日因中国证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》对虚假陈述的基本事实作了披露,而且上市公司发布了公告。