

证券虚假陈述揭露日的司法认定

——基于中美比较的考察

王涛* 叶子**

摘要:证券虚假陈述揭露日的认定在法律上规定并不明确。对我国司法实践中有关揭露日认定的案例进行检索梳理后发现,各地司法裁判中法律适用不统一现象较为明显。对美国判例法中更正披露的认定标准进行归纳分析,得以厘清中、美两国认定规则之异同。在合理借鉴美国法相关规则的基础上,我国应坚持揭露信息具有相对确定性并为投资者广泛周知的标准,将股价剧烈波动作为市场知悉相关证据的主要依据,扩大虚假陈述信息揭露渠道,根据个案具体情况判断揭露日之数量。

关键词:证券 虚假陈述 揭露日 司法
美国

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20条第2款的规定,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

* 华东政法大学法律学院讲师,法学博士。

** 上海对外经贸大学法律硕士,曾任上海市第一中级人民法院金融审判庭实习法官助理。

刊、电台、电视台等媒体上,首次被公开揭露之日。根据该条,认定虚假陈述揭露日有三个要件:揭露虚假陈述行为、首次公开和全国性的媒体报道。司法实践中的争议主要是对具体情况中揭露内容的全面性、媒体权威性、揭露的警示强度等方面认识不一。揭露日定义不明,将增加投资者维权障碍,同时增加了法院审理难度,也可能让行为人抓住法律漏洞,故意发布隐晦的“警示性”公告,使自己免遭起诉等。本文将从我国虚假陈述揭露日的认定标准及争议出发,结合美国证券虚假陈述更正披露的司法判例,对在揭露日揭露信息之内容、揭露之形式、揭露日之数量等问题进行研究,归纳两国规则之异同,提出认定揭露日的完善性意见,以期为解决我国司法实践中证券虚假陈述民事纠纷案件揭露日的认定提供助力。

一、我国揭露日认定的法律标准及立法缺陷

虚假陈述行为的揭露及更正,均属于虚假陈述行为的揭示,只是被揭示的途径不同,前者属于被他人揭露,后者属于自行更正。^{〔1〕}《若干规定》第20条第2款、第3款分别定义了证券虚假陈述的揭露日和更正日。更正日和揭露日虽然表现形式不同,但二者具体作用均为确定投资损失与虚假陈述是否存在因果关系、确定投资损失额的计算时点,都视为向证券市场发出了警示,提醒投资者重新判断股票价值。自我更正与被动揭露在功能上殊途同归,因此,实践中对于更正日与揭露日存在一定程度的混用。

(一) 揭露日

《若干规定》第20条揭示了揭露日的三个基本特征:第一,揭露行为的时间性,强调虚假陈述被首次揭露;第二,揭露的内容是披露义务人的虚假陈述行为;第三,揭露信息的传播性,强调该信息需是在全国范围内发行或传播的媒体上被公开披露。《若干规定》对揭露日认定

〔1〕 参见中华全国律师协会《律师办理证券虚假陈述民事赔偿诉讼业务操作指引》第33条第3款第1项。

的规定定义不清,且范围过于宽泛。其中,揭露的信息需满足何种标准,如何认定首次揭露,全国性媒体的范围,法律均未作出明确规定。司法实务中对如何把握揭露日的三个要件,仍存在诸多不确定性因素。

第一,关于首次公开,是指对虚假陈述行为的客观事实的首次公开披露,还是对虚假陈述行为的定性的首次公开披露?在新闻报道中常见有涉嫌虚假陈述,此后又出现了类似于澄清涉嫌虚假陈述或辟谣等,再后来或有经查澄清报道不实,或是所谓的谣言又成为现实等,又如何认定?

第二,关于揭露的虚假陈述行为的内容,揭露行为的认定是指实质上的揭露还是形式上的揭露法律并未没有作出具体规定。实质揭露要求揭露的内容同行政机关作出的行政处罚决定的内容一致,即是官方判定的,这无可非议;形式上的揭露又如何认定?新闻报道的真实性向来存在争议,揭露的内容与后期查明的虚假陈述行为有部分一致,部分不一致,如何认定也值得深思。

第三,关于全国性的媒体,全国性是指媒体发行的实际覆盖面,还是指媒体发行单位的级别也有待研究。此外,《若干规定》主要从形式上对揭露日提出要求,如揭露时间、揭露媒介、揭露方式等方面的规定,但对于揭露信息本身的实体内容未作出具体规定。

(二)更正日

根据《若干规定》第20条第3款的规定,虚假陈述更正日,是指虚假陈述行为人在中国证监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。更正日包含4个要件:一是披露主体是虚假陈述行为人;二是披露媒介是证监会指定媒体;三是披露主体自行更正公告,而非强迫行为;四是按规定履行停牌手续。

根据《若干规定》,对更正日的认定,仍存在以下不确定性因素:第一,《若干规定》将公告更正虚假陈述与停牌强制联系在一起,但如果公告日为非工作日,则何谈停牌问题。即使在交易日,也并不是所有的更正公告都要停牌;第二,在虚假陈述行为人自行更正前,证券已被交易所停牌,此时更正日的认定将陷入困局;第三,关于披露主体自行更正公告信息的内容,是否需要与证监会之认定相一致,《若干规定》也未作出具体规定;第四,当更正行为人的更正公告内容存在恶意隐瞒或

更正行为人对虚假陈述行为进行多次部分更正披露,更正日的认定也存在困难。

二、我国司法实践中揭露日的认定标准及争议

据不完全统计,自2013年1月至2018年11月,全国法院共审结证券虚假陈述责任纠纷案件12,905件,共涉及50余家上市公司。^{〔2〕}在法院的司法裁判中,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、上市公司的自我揭示日、收到监管措施决定公告日等,这些行为之日都有可能被认定是揭露日。各地法院结合个案具体案情,存在不同的标准判断,对揭露日的认定缺乏统一的认识标准。

(一) 揭露日的实质标准和形式标准

司法实践中,法院对揭露日的判定存在“实质揭露”与“形式揭露”两种认定标准。

实质揭露,是指与证券监管机构官方处罚认定的虚假陈述内容基本一致的揭露行为。例如,最高人民法院在创兴资源案^{〔3〕}上海市高级人民法院在安硕公司案^{〔4〕}浙江省高级人民法院在宋都公司案^{〔5〕}中对揭露日的认定就是采取了“实质揭露”的标准。法院在采用“实质标准”来认定揭露日时,主要结合以下几个方面来考量:第一,揭露虚假陈述所涉信息是否具有具体性、全面性、准确性。第二,揭露后市场反应的剧烈程度,主要基于股价波动来判断。如果证监会的《立案调查通知书》未明确上市公司“涉嫌信息披露违法”涉及的虚假陈述具体

〔2〕 资料来源:中国裁判文书网。

〔3〕 最高人民法院:钱季平等诉上海创兴资源开发股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案民事裁定书,案号:(2016)最高法民申3202号,2016年12月20日。

〔4〕 上海市高级人民法院:上海安硕信息技术股份有限公司与侯湘证券虚假陈述责任纠纷案民事判决书,案号:(2017)沪民终457号,2018年3月8日。

〔5〕 浙江省高级人民法院:宋都基业投资股份有限公司与尹亚平证券虚假陈述责任纠纷判决书,案号:(2016)浙民终948号,2017年3月6日。

内容,且揭露的行为与之后的《行政处罚决定书》认定的虚假陈述行为不能完全一一对应,那么该日不一定会被认定为揭露日。第三,自我更正可揭示虚假陈述行为,但并非所有的自我更正均已达到揭示的程度,法院判断的关键点仍在于虚假陈述行为人的自我更正信息是否是对虚假陈述事实准确、充分的更正,且须立足于虚假陈述揭示的立法本意,无论是自我揭示或是他方揭示,法官裁判的最终落脚点均在于向市场发出警示信号,提醒投资者重新考虑股票价值,审慎进行后续投资。

形式揭露,是指虽没有明确指明虚假陈述内容,没有全面、具体披露其虚假陈述的细节,但是在形式上符合《若干规定》揭露日认定的法律特征,具有较强警示性,足以影响投资者的投资决策的揭露行为。例如,金牛公司案〔6〕汉王科技案〔7〕云投生态案〔8〕等,法院采用形式标准认定揭露日。

(二) 揭露后股价波动的剧烈性

综观近年来的虚假陈述行为揭露过程,有的是先被新闻媒体报道,然后再被监管部门以涉嫌违规被立案调查,如紫鑫药业案;〔9〕有的是先自我揭露或自我更正,然后再被立案调查,如ST墨龙案;〔10〕但更多

〔6〕 河北省高级人民法院: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案民事判决书,案号:(2014)冀民二终字第56号,2014年9月29日。

〔7〕 最高人民法院:张杰诉汉王科技股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案民事裁定书,案号:(2017)最高法民申2547号,2017年9月14日。

〔8〕 最高人民法院:宣绍钧诉云南云投生态环境科技股份有限公司公司证券虚假陈述责任纠纷案民事裁定书,案号:(2017)最高法民申1882号,2017年6月29日。

〔9〕 该案中,2011年7月8日,金融界网站、华股财经网站等网站分别刊登了《紫鑫药业涉嫌空买空卖人参大肆造假》等类似内容的新闻报道;2011年8月16日,《中国证券网》刊出了标题为《紫鑫药业炮制惊天骗局自导自演上下游客户》的报道,经新华网转载后被大量传播;次日,《中国证券报》刊登并被各网站转载的标题为《自导自演上下游客户,紫鑫药业炮制惊天骗局》的报道;2011年10月21日,紫鑫药业发布《关于证监会对公司立案稽查的公告》。

〔10〕 2017年2月2日,山东墨龙公司公告业绩预告修正,由预盈转为预亏。2017年3月21日,公司发布公告,称已经遭到证监会立案调查。2017年5月15日,公司公告了收到证监会行政处罚事先告知书的情况。根据济南市中级人民法院在2018年8月的一审判决,2017年3月21日为该案揭露日。截至2018年11月,该案仍处于二审阶段。

的案件是直接被监管部门立案调查,如金牛公司案。^[11]

对于立案调查前违规行为已被新闻报道或自我更正的上市公司来说,其股票价格下跌大多发生在首次被新闻报道或者自我更正后。例如,在紫鑫药业案^[12]中,2011年8月16日《中国证券网》的报道,内容详尽而且有记者的实地踏查和亲自调研,经新华网转载后被大量传播。紫鑫药业于2011年8月17日停牌,至2011年10月24日复牌日,复牌后股价连续三日跌停,此后股价仍持续下跌,正反映出虚假陈述被揭露后市场对于侵权行为的剧烈反应,故法院认定《中国证券网》报道日为该案揭露日。

对于在立案调查前没有任何利空信息的股票来说,最大跌幅往往发生在因涉嫌违规被监管部门立案调查之后,真正到了调查完毕处罚告知日股价的跌幅反而很小。换句话说,上市公司的违法违规行在其被证监会立案调查阶段就已经导致了重大的投资者损失,在正式的行政处罚作出阶段,引发的投资者损失已经比较有限。^[13]如在方正科技案^[14]中,2015年11月19日为立案调查日,随后几个工作日股价下跌。2016年12月19日为《行政处罚事先告知书》公布之日。2017年5月10日,方正科技发布关于收到《证监会行政决定处罚》的公告,次日股价下跌1.6%。在上述几个日期中,立案调查日之后的股价下跌最为剧烈。

各地法院在判断揭露行为是否对市场和投资者具备足够的警示强度时,通常会将揭露后股价波动的剧烈程度作为最主要的标准。如果该揭露行为后股价大幅下跌或者是相对跌幅较大,即认定该揭露行为

[11] 同注[6]。

[12] 吉林省高级人民法院:杨海坚与吉林紫鑫药业股份有限公司证券虚假陈述纠纷案民事判决书,案号:(2017)吉民终435号,2017年9月11日。

[13] 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。该文作者通过阅读处罚公告原文提及的立案调查日期,在样本中共识别出50例立案公告存在明确对应的处罚公告。在立案公告日附近的市场反应为-6.42% ($p < 0.001$),而在对应的处罚公告日附近的市场反应则为-2.02% ($p = 0.034$)。相应地,该文样本公司所受行政处罚的市场负反应幅度与以往文献(Chen et al., 2005; Firth et al., 2009)记录的幅度基本一致。

[14] 2018年11月1日,投资者诉方正科技虚假陈述索赔案在上海金融法院开庭,这是金融法院首次开庭此类案件。截至2018年11月,该案仍在审理阶段。

已经对市场和投资者产生了足够的警示强度;但如果一个揭露行为之后股价并没有下跌,甚至还会上涨,此时如果再认定该揭露行为对市场和投资者产生了足够的警示强度,从逻辑上就无法说得过去。例如,在京天利案^[15]中,“价值线”、新浪财经等相关网络媒体对于京天利关联关系以及同业竞争问题进行一定程度的报道,报道后10个交易日的价格走势涨跌幅度正常,未出现陡峭波动。因此,北京市高级人民法院认定上述媒体的报道对证券市场尚未起到足够的警示作用,以上媒体报道日不应被认定为该案的揭露日。在京天利发布收到证监会立案调查的公告后的12个交易日,股价呈现了连续12个跌停板,构成陡峭波动,足以对市场起到了足够的警示作用,故法院确认该日为该案揭露日。

但是,个别案件的判决不但没有把引起股价大幅下跌的揭露行为日作为揭露日,反而把引起股价上涨的揭露行为之日作为揭露日。例如,在大智慧案^[16]中,2015年5月1日,大智慧发布关于收到证监会《立案调查通知书》的公告,随后连续两个交易日其股票跌停。2015年11月7日大智慧发布关于收到证监会《行政处罚及市场禁入事先告知书》的公告,完整披露了涉案虚假陈述的事实以及证监会拟作出的行政处罚决定,披露内容与《行政处罚决定书》内容具有高度对应性,随后两个工作日股价涨幅分别为9.99%和4.47%。法院认定该公告日作为涉案虚假陈述揭露日。

此外,法院还主张将揭示信息的具体内容和方式与揭示后股价波动程度相结合作出判断。例如,在安硕公司案^[17]中,上海市高级人民法院认为,不能仅将价格下跌作为确定揭露日的充分条件,而应综合考虑揭示行为的内容、方式、强度和 market 反应等因素作出判断。

(三) 揭露媒介——全国性媒体的界定

对于揭露媒介——“全国性媒体”的认定,法院存在不同观点。对

[15] 北京市高级人民法院:北京无线天利移动信息技术股份有限公司与王燕证券虚假陈述责任纠纷案民事判决书,案号:(2017)京民终667号,2017年12月29日。

[16] 最高人民法院:上海大智慧股份有限公司与冯志雄证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2018)沪民终28号,2018年9月17日。

[17] 同注[4]。

比宋都公司案^{〔18〕}康芝药业案^{〔19〕}紫鑫药业案^{〔20〕}三案,媒体主办者是中央部门还是地方部门,并不是判断是否在全国范围内被揭露的唯一理由。法院在判断媒体报道日是否能作为虚假陈述揭露日时,一般会综合考量报道媒体的广泛性、报道内容的可信度以及从市场的反应加以判断媒体报道揭露的警示程度。

实践中,媒体报道负面信息后,上市公司并非立即接受,可能会出现矢口否认的情况。并非所有对上市公司不利的新闻报道均可被认定为是对虚假陈述行为的揭露,法院将根据各种具体情形判断媒体报道是否具有首次性和广泛性。如果在媒体报道之后,上市公司否认该报道的真实性并以公告等方式主动“澄清”,消减该报道的可信度,且该报道未引起股价异常波动的,该日不作为揭露日。例如,在京天利案^{〔21〕}中,北京市高级人民法院从报道媒体的广泛性、可信度和警示度来判断是否构成揭露日。首先,最先发布京天利关联关系以及同业竞争问题的媒体“价值线”系微信公众号,但其并非全国性媒体;其次,针对媒体的不利报道,京天利随即发布了《澄清公告》,对于相关关联关系予以否认,大大降低了媒体报道的可信度;此外,在各网络媒体进行上述报道后,京天利股票价格走势平稳,涨跌幅程度正常,未出现陡峭波动。故法院认为上述媒体的报道对证券市场尚未起到足够的警示作用,以上媒体报道日不应作为该案揭露日。

反之,若是在全国范围内公开发布、播放的媒体上首次报道上市公司虚假陈述行为,且该媒体报道引发相应证券 market 价格的异常波动导致股价急剧下跌或致其停牌,反映出虚假陈述被揭露后市场对于侵权行为的剧烈反应,该媒体报道日可能会被法院认定为揭露日。例如,在紫鑫药业案^{〔22〕}中,吉林省高级人民法院认为应当根据各种具体情形判断媒体报道是否具有首次性和广泛性,并结合客观上市场反应来判

〔18〕 同注〔5〕。

〔19〕 海南省高级人民法院:谢辉与海南康芝药业股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案民事判决书,案号:(2016)琼民终123号,2016年6月6日。

〔20〕 同注〔12〕。

〔21〕 同注〔15〕。

〔22〕 同注〔12〕。

断媒体报道揭露的警示强度。2011年8月16日《中国证券网》刊登的报道,内容详尽并被大量传播,随后公司股价持续下跌,法院认定该日为该案揭露日。

(四) 揭露日数量的认定——能否存在多个揭露日/更正日

证券虚假陈述发生后,所涉真相的揭露或更正,常表现为多次部分揭示,较少出现立法者设想的一次性完整披露。在司法实践中,同一虚假陈述中的多个揭示时点可能被区分认定为多个揭示日,或者被合并认定为一个揭示日。综合各法院观点,法院对同一虚假陈述纠纷案件是否存在多个揭露日的判断主要从以下几个方面来考量:

第一,如果之后的揭露行为只是对之前揭露信息的证实,那么,之后的揭露就不是一次新的揭露。如在欣泰电气案^[23]中,法院认为,欣泰电气于2016年6月2日发布的《关于收到证监会〈行政处罚和市场禁入事先告知书〉的公告》以及2016年7月8日发布的《关于收到证监会〈行政处罚决定书〉及〈市场禁入决定书〉的公告》中对该虚假陈述的违法行为予以了揭露,但该虚假陈述内容早在2015年11月27日《欣泰电气关于对以前年度重大会计差错更正与追溯调整的公告》中就予以了公开及更正,故此时的揭露已不是“首次被公开揭露”。

第二,如果存在多次、连续揭露的情况,之后的揭露是在之前揭露内容的基础上的进一步揭露,只能将首次披露日定为虚假陈述揭露日,该案仅存在一个揭露日。例如,在潍坊亚星案^[24]中,山东省高级人民法院认为,应以潍坊亚星首次公告其收到《行政监管措施公告》之日为该案揭露日,第二次行政监管措施公告是对潍坊亚星存在的虚假陈述行为进一步的披露,不应认为是另外的揭露日。

第三,就不同的虚假陈述行为分别作出披露,允许存在多个与之对应的揭露日。例如,在大庆联谊案^[25]中,大庆联谊分别实施了两个不

[23] 福州市中级人民法院:吴成文与兴业证券股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案民事判决书,案号:(2017)闽01民初834号,2017年11月10日。

[24] 山东省高级人民法院:杨佳申与潍坊亚星化学股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷二审民事判决书,案号:(2015)鲁商终字第313号,2015年10月10日。

[25] 《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二审案》,载《最高人民法院公报》2005年第11期。

同性质的虚假陈述行为,两行为在不同的时间点被揭露。法院认定,1999年4月21日,大庆联谊首次在《中国证券报》上对1997年年报涉嫌虚假的问题进行了公告,该日为1997年年报虚假陈述行为的揭露日;2000年4月27日,《中国证券报》上公布了证监会对大庆联谊虚假陈述行为作出处罚的决定,处罚范围不仅包括1997年年报中的虚假陈述,还包括欺诈上市的虚假陈述,该日为欺诈上市虚假陈述行为首次被披露日。

此外,对于上市公司的自我更正行为,法院采取更为严格的标准。若上市公司前后自我揭露的信息包含不同的虚假陈述内容,从保护投资者利益角度,设定第二个更正日可扩大投资者获赔范围,法院会认定一案有多个更正日。例如,在欣泰电气案^[26]中,福州市中级人民法院认定欣泰电气发布《关于对以前年度重大会计差错更正与追溯调整的公告》之日为该案第一个更正日。而后,欣泰电气发布《关于2015年半年度财务报告会计差错更正的公告》,法院认为,虽然该更正公告所揭露的虚假陈述内容虽是欣泰电气在兴业证券保荐其上市过程中所作出的,且证监会此后的《行政处罚决定书》认定的违法事实也未包含此项,但兴业证券自愿增加该日为第二个更正日,可扩大赔付范围,更有利于保护投资者的利益,故认定该公告日为第二个更正日。

三、美国虚假陈述更正披露的认定标准

美国证券成文法对于如何确定或计算证券民事侵权损害赔偿额并没有提供十分详尽的指引。具体而言,美国1933年《证券法》第11条(e)款和第12条以及1934年《证券交易法》第28条(a)款,涉及损害赔偿计算方法以外,其他一些重要的反欺诈条款,如1933年《证券法》第17条(a)款和1934年《证券交易法》第10条(b)款、第18条(a)款以及10b-5规则等,既未指出对原告适用何种法律救济方式,又未明确计算损害赔偿额的方法。在证券虚假陈述民事救济方面留下的空白

[26] 同注[23]。

为美国联邦法院的自由裁量提供了空间。美国法上将虚假陈述“相关真相的揭示”表述为更正披露(corrective disclosure),我国所谓“揭露日”的概念在美国法语境中即为“更正披露”,一旦某一更正披露的事实被法院确定,其发生之日即成为虚假陈述的揭露日。相较于我国对于虚假陈述损失的计算着眼于时间维度上的节点,美国则更多强调法律事实发生的特征标准。事实上,美国证券成文法和美国证监会(SEC)规则均未对更正披露(进而何日构成中国法语境中的揭露日)作出具体规定。更正披露的认定标准主要围绕以下几个方面,随美国法院判例发展而逐步得以确认和完善。

(一) 损失因果关系是确定揭露日的重要基石

在“Dura”案(2005年)^[27]中,司法界、学术界就该案有关损失因果关系形成两大对立观点:(1)以联邦高等法院(第九巡回法院)和Merritt B. Fox教授支持“股价灌水推定说”,主张虚假陈述导致投资者支付了比不存在虚假陈述时更高的灌水股价,故购买时多支付的灌水量就是投资者遭受的损失,股价事后是否下跌与其损失无关。^[28]原告仅需证明“购买股票当日,股价波动是受虚假陈述行为的影响”,即完成了损失因果关系的举证。^[29](2)以John C. Coffee教授为代表的“严格标准说”,认为只有在虚假陈述更正披露后股价明显下跌,才能证明存在损失因果关系。因为法官和陪审团认定损失大小的能力有限,况且,没有被更正的市场作出反应的证据所认定的损失仅是虚幻的损失。^[30]

联邦最高法院在该案中,明确否定了联邦高等法院的观点,主张人为性股价灌水只是证明损失因果关系的必要非充分条件。以灌水股价购买股票的投资者在购买之时并没有遭受现实的损失。投资者支付的

[27] Dura Pharmaceuticals Inc. v. Broudo, 544 U. S. 336 (2005).

[28] Merritt B. Fox, *Understanding Dura*, Business Lawyer, Vol. 60, 2005.

[29] 何况:《美国证券虚假陈述因果关系认定的法律标准研究》,华东政法大学2013年硕士学位论文。

[30] John C. Coffee, *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, (January 2005), Columbia Law and Economics Working Paper No. 264, available at <http://ssrn.com/abstract=648624>.

股价虽然包含了灌水部分,但作为等值对价也获得了相应股票的所有权,如果购买者在相关事实被揭露之前迅速出售股票,则虚假陈述不会导致任何损失。故股价灌水只是可能“触发”(touch on)而非必然“导致”(cause)后来的经济损失。此外,法院要求原告证明虚假陈述所涉真相被揭露后,立即导致了股价下跌,且与被告欺诈行为以外的其他因素无关,如经济形势变化、投资者预期变化、公司特定事实等。

美国法院在判定虚假陈述更正披露时,主流意见采纳“Dura”案中确立的“严格的损失因果关系”证明标准。根据有效市场假说,将股价立刻下跌作为市场知悉相关证据的主要依据。但有效市场假说是在资本市场没有出现系统性故障的前提下,在技术层面上研究正确市场接受、反映信息的有效程度,对于真相公开披露之后的股价反应还会受到多方条件和因素的干扰,如公众获取的信息的隐晦程度、信息发布的时间、发布信息的载体的可读性、披露信息的专业程度等,导致普通投资者无法解读,证券价格无法立即反映更正揭露的影响,投资者想证明虚假陈述披露信息对股价的影响十分困难。巡回法院少数派主张“损失因果关系推定标准”,原告只需证明虚假陈述导致其以不公平的价格买入证券,就已完成损失因果关系的举证责任。至于之后股价的波动,仅作为衡量损害赔偿的参考。^[31]

此外,在“Gilead”案(2008年)^[32]中,法院主张具体情况具体分析,对揭露的具体信息结合个案进行分析,从普通投资者而非具有专业知识的专家视角去理解其含义。

虽然在损失因果关系认定上,“Dura”案引发不同的意见标准,但对于判定揭露日的依据美国法已经明确,即虚假陈述所涉相关真相公开揭示后,立即导致了股价下跌,并且这一下跌不能归因于其他事件或消息。^[33]换言之,只要真相公开后导致股价立即下跌,则公开之日即

[31] 同注[29]。

[32] *Hartman v. Gilead Scis., Inc. (In re Gilead Scis. Sec. Litig.)*, 536 F.3d 1049 (U.S. App. 2008).

[33] 参见杨祥:《论证券虚假陈述诉讼中揭示日的认定》,载《证券法律评论》(2015年卷),法律出版社2015年版。

为虚假陈述揭露日(更正披露之日)。然而,从判例中推出的标准难免过于抽象,需要在真相的内容、公开的方式以及公开后对市场的负面影响等几个方面进一步得到解释。

(二)更正披露的内容——相关真相

“Dura”案解决了美国法院长期以来就“股价灌水”的分歧,但之后美国法院又开辟了新的争论点,即相关真相的揭示问题成为虚假陈述诉讼案件的新的核心争议焦点。美国法院在判定更正披露时,要求揭示的真相是对市场而言的新信息,且内容具有一定程度的指向性和确定性。

首先,披露的需是新信息,即首次向市场公开披露的内容。如“FindWhat”案(2011年)^[34]中,法官明确,更正披露可以在具体情况下得到证实,且必须向市场提供新的事实,也即需是首次公开披露的内容。毕竟,如果该信息依赖于形成的意见是先前就被市场知悉的,那么当该意见发布时,实际向市场披露的唯一事实就是意见本身,而这种意见,单独存在,无法向市场揭示公司之前陈述事实的虚假性。仅仅由分析师或卖方重新包装的已公开信息不足以构成更正披露。以前已披露的事实的负面特征不足以构成更正披露。将不正当目的归因于之前披露的事实并不是一项更正披露。

其次,更正披露需有一定的指向性,应当涉及虚假陈述行为的性质,SEC的披露调查公告若没有实际揭露欺诈行为不足以作为构成更正披露的法律条件。从事后角度来看,更正披露的信息还应与公司的其他不利信息无关,原告需要将更正披露的信息的影响与可能导致股价下跌的其他任何干预因素隔离开来。例如,在“Williams”案(2009年)^[35]中,法官主张,更正披露应在某种程度上向市场揭露案涉行为的欺诈性质,该披露不一定能够准确地反映早期的虚假陈述,但它必须至少与虚假陈述有关,且与公司的其他负面信息无关。当更正披露向公众揭露欺诈行为并且价格随后下降时,损失因果关系最容易显示。当然,前提是原告可以将这些影响与可能导致股价下跌的其他任何干预

[34] Find What Investor Group v. FindWhat. com, 658 F. 3d 1282 (11th Cir. 2011).

[35] In re Williams Sec. Litig. WCG Subclass, 558 F. 3d 1130, 1140 (10th Cir. 2009).

因素隔离开来。在“Meyer”案(2013年)^[36]中,法院认为,SEC的调查,没有更多的信息,不足以构成第10(b)条所规定的更正披露,调查的公布只是揭示了一项调查——仅此而已。股价可能会随SEC的调查公告的公布而下跌,但这是因为调查可以预示未来的纠正措施会增加风险。但这并不意味着该调查向市场揭露了公司先前的陈述是错误的或虚假的。SEC调查的披露可能是“风险的指标,因为它揭示了未来修正信息的潜在可能性”,但它们是不能用来证明存在损失因果关系的更正披露。SEC调查的披露不足以作为构成更正披露的法律条件。

最后,揭露的真相除了大致指向虚假陈述外,还应是令市场认为其很可能是真实的,且如果比较确定会引发股价灌水挤压,即具有一定程度的确定性。美国法院通常将“真相揭示”与“股价下跌”相结合,判断是否存在损失因果关系。例如,在“FindWhat”案(2011年)中,^[37]法官明确,原告在证明证券欺诈案件中损失因果关系需要满足以下条件:(1)更正披露,即向公众发布的信息是向市场揭露之前因公司欺诈隐瞒或掩盖的相关事实;(2)在更正披露发布后,股票价格随即迅速下跌;(3)消除导致股价下跌的其他可能的解释,以便事实调查者可以推断出它。如果通过发布真实信息最终纠正错误信息,也即通过更正披露,市场将重新校准股票价格以解释信息的这种变化,从而消除它对价格产生的任何人为价值影响。也就是说,股价的“通货膨胀”将“消散”。

(三) 揭露形式

美国经典判例确定的规则确立,即使没有或无法识别正式作出的更正披露,若原告能够通过以下两种途径来认定真相揭示,仍能主张损失因果关系的成立:一是虚假陈述掩盖的真相已持续泄露到市场中,即“真相泄露理论”;^[38]二是虚假陈述掩盖的风险已现实发生,即“风险

[36] Meyer v. Greene, 710 F. 3d 1189 (11th Cir. 2013).

[37] 同注[34]。

[38] 同注[35]。该案对真相泄露与风险现实呈现等理论进行了阐述,并以原告未能举证真相被揭示的具体途径为由驳回了原告主张。为了满足Dura案中对于损失因果关系的证明要求,任何理论,甚至是真相泄露理论,都假定欺诈事实的揭露是一个逐渐暴露的过程,而不是完全和立即的披露。

现实呈现理论”^[39]

此外,有学者认为,在可以吸收信息并作出反应的市场上,更正披露可以来自任何渠道,或可以采取任何形式。^[40]除了被告正式的更正披露,随后股票价格急剧下跌之外,市场可能会从许多来源获悉可能存在的欺诈行为。例如,他人举报、分析师对财务报表的质疑、CFO或审计师的辞职、公司公告未来会计处理方面的变化、报纸和期刊的报道等。^[41]

根据“Lapin”案^[42]中的观点,并没有要求更正披露的信息必须来自公司本身。更正披露无须采取特定形式或具有特定质性(there is no requirement that the disclosure take a particular form or be of a particular quality),只要有关真相以一定的方式被披露即可。

(四) 市场知悉程度

此外,越来越多法院指出,无论原告是否主张更正披露理论,其证据最终都必须证明市场在股价下跌前已知悉相关真相。^[43]市场知悉的具体程度也逐渐成为案件争议焦点。

在“Hunt”案^[44]中,争议焦点是,参与定价的大部分市场主体在公司内部会议中知悉了该虚假陈述,能否满足“市场知悉”的要件。原告称,被告的投资银行在一份对机构投资者大范围披露的私募备忘录(以下简称PPM)中,记载了与股东大会上陈述相矛盾的言论。虽然

[39] 同注[35]。根据风险现实呈现理论,原告须证明被告的虚假陈述行为导致原告实施了证券交易,而且在进行此行为的过程中该风险一直未被揭露,原告却因该未被揭露风险的出现而产生交易损失的结果。风险实现说着重点在原告“交易时”所承受的是不是被告虚假陈述行为的风险,原告必须举证证明其损失是因该风险实现所致,而如果其损失是因为其他风险所致,如金融风暴的实现所致,则不能认定与虚假陈述行为间有因果关系的存在。

[40] Matthew L. Fry, *Pleading and Proving Loss Causation in Fraud - on - the - market - based Securities Suits Post - Dura Pharmaceuticals*, Securities Regulation Law Journal, Vol. 36, 2008.

[41] *In re Enron Corp. Sec. , Derivative & ERISA Litig.*, 511 F. Supp. 2d 742, (S. D. Tex. 2005).

[42] *Lapin v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 506 F. Supp. 2d 221 (U. S. Dist. 2006).

[43] *Ray v. Citigroup Global Mkts.*, 482 F. 3d 991, 995 - 96 (7th Cir. 2007).

[44] *Hunt v. Enzo Biochem, Inc.*, 530 F. Supp. 2d 580 (U. S. Dist. 2008).

PPM 并非公开可得,但由于市场上大部分投资者都知悉了真相,并随即导致股价下跌,故构成更正披露。法院支持了该观点,指出虽然没有要求更正披露来自特定来源或采取特定形式,但该披露必须至少是足够公开以至于市场对涉嫌虚假陈述的真相揭露得以作出消极反应;PPM 被机构投资界的实质范围知悉,且披露之日股价交易数量激增、股价下跌,满足损失因果关系的要求。

(五) 多次揭露

在“Unwired”案中,^[45]最早引起市场警觉的是由与被告情况相同的公司的公告,一周后一些分析师下调了被告评级,信用评估机构也考虑下调评级。在真相逐步明朗后,被告公司不得不作出披露,但并不是一次性作出,而是分为两次作出。法官认为,原告不需要依赖单一的完整纠正披露,而是有可能通过一系列的部分披露表明事实逐渐泄漏到市场中的,如果能证明这一系列的部分揭示的整体导致了股价下跌,则损失因果关系成立。

在“PERSM”案中,^[46]原告称通过五次部分揭示^[47]知悉了被告的虚假陈述行为并引起股价反应,故导致了原告的经济损失。地区法院并未采纳原告观点,认为原告所述之披露没有一件是可证明损失因果关系的更正披露。美国联邦第五巡回上诉法院指出,地区法院错误地适用了一个过于严格的规则,即在发现实际欺诈行为的情况下,政府调查永远不会构成更正披露。除被告正式披露外,市场知悉真相的信息源是非常广泛的,只要呈现的真相与虚假陈述之间有一定的关联性,即可满足损失因果关系的要求。上诉法院逐次审查和分析了原告诉称的五个部分披露中的每一项披露,但在确定是否发生了更正披露时共同考虑它们。上诉法院认为,更正披露并不必然要求是一个单一的披露,若以上部分揭示作为一个整体的意义大于单个影响的数量之

[45] Lormand v. U. S. Unwired, Inc., 565 F.3d 228, 261 (5th Cir. 2009).

[46] Public Empls. Ret. Sys. of Miss. v. Amedisys, Inc., 769 F.3d 313, (U. S. App. 2014).

[47] 包括:(1) Citron Research 在网络报告中对被告财务、医疗账单操作的质疑;(2) 被告发布的两位高管辞职的公告;(3) 华尔街报发表的文章,指出被告可能利用医疗报销系统的漏洞;(4) 三份有关 SEC 等政府机构已介入被告账单操作调查等公告;(5) 被告向股东发布的糟糕的第二季度经营业绩。

和,可成立损失因果关系,那么其整体构成更正披露。

综上,美国法院并未规定一个证券虚假陈述案件仅能存在一个更正披露日或可以存在多个更正披露日。法院在对各案更正揭露数量进行判定时,只要该披露能够达到揭示相关真相的客观效果,那么,其形式上究竟是一次或多次揭露,存在一个或多个揭露日,关系都不大。

四、我国揭露日认定的完善性建议——以美国法为借鉴

笔者在分析和探讨我国证券虚假陈述揭露日的立法缺陷,归纳司法裁判观点的基础上,结合美国司法判例对更正披露的认定标准,对我国揭露日的认定提出以下完善性建议:

(一) 揭露的信息应具有一定程度的指向性和相对确定性

所谓信息被揭露的内涵,是揭露的信息应当指向先前某一虚假陈述行为,被掩盖的信息与被揭示的信息应当具有前后一致性,否则不存在“揭示”一说。在证券监管机构作出正式处罚决定前,媒体或是行业专家等非官方人士无法对行为人的虚假陈述的真相作出完全精准且全面的揭露。故笔者认为,揭露之真相是大致指向先前虚假陈述的即可。而对于指向性的程度性问题,笔者建议,采纳上文“Williams”案^[48]中的标准,即须在一定程度上揭露案涉行为的欺诈性质,不一定要准确地反映先前的虚假陈述,但它必须至少与虚假陈述有关,且与公司的其他负面信息无关,那么揭露之日就可以被认定为揭露日。

此外,揭露的虚假陈述信息应当具有确定性,其必须令市场认为揭示真相的信息很有可能是真实的,市场比较确定会根据该消息对股票作出重新评估和股价反应。但就实践的角度而言,无论是更正日更正的信息还是揭露日揭示的信息,不能完全要求其证监会认定的虚假陈述行为具有完全的一致性,具有高度确定性。一方面,若确定性标准过高,则虚假陈述行为的揭露日就只剩下一种可能,即证券监管机构作出的处罚决定书或处罚事先告知书公布之日。但若此,揭露日必定会

[48] 同注[35]。

往后推移,由此可能产生不利的社会效果。另一方面,揭露信息的内容与证监会认定的不一致的情况也很常见。证监会具体调查过程中的各种情况,如若发现新的事实、证据,又或者证监会基于对违法行为和事实的考量,决定进行处罚的具体违法行为与其立案调查认为上市公司存在的虚假陈述行为可能存在差异,证监会最终的处罚结果与先前揭露的信息不一定一一对应。

此外,对更正日中的“更正”信息确定性,应提出更高的要求。对实施虚假陈述行为的发行人、上市公司在更正虚假陈述行为时必须真实准确,更正的相关内容不应与证监会最后行政处罚的结果相差过大。如果不要求更正的信息准确,实施虚假陈述行为的上市公司存在利用更正日来减少对投资者的赔偿的可能。

(二) 揭露行为后的股价波动作为确定揭露日重要的因素而非唯一因素

虚假陈述被揭露后,市场出现剧烈反应。在诱多型虚假陈述中,揭露的信息导致股价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,这是向投资者发出警示,提醒其重新考虑股票价值。故衡量揭露行为是否对市场和投资者具备足够的警示强度,离不开股价的走势。

尽管股价立即下跌可以作为认定揭露日的主要证据,但股价走势不能作为判断揭露日的唯一指标,因为真相揭示并不必然引起股价波动。原因是,欺诈市场理论主要适用于“半强式有效”的市场中。^[49] 一般认为,美国证券市场已经基本达到了半强式有效市场的效率状态,所有的公开信息都会及时反映在证券市场价格中;我国证券市场仍处于“弱式有效”(甚至更低)市场的效率状态。^[50] 我国证券市场的投机性较强,证券价格只能反映历史交易价格和交易量所包含的信息,而对当前的信息的反映具有一定的滞后性,股票价格的异动到底是由虚假陈述行为还是其他因素造成的在很多时候判断难度较大。揭示信息半真

[49] 郭璐等主编:《证券投资学》,西南交通大学出版社 2015 年版,第 309 页。半强式有效市场假说认为证券价格除了充分反映历史信息外,还反映了市场上所有已公开的有关公司的信息。

[50] 同注[49]。弱式有效市场,是指证券市场价格已充分反映了所有过去历史的可以获得的证券价格信息。

半假传播,也会有碍股价对信息作出及时有效的反应。此外,当行为人“挤牙膏式”揭露时,可能其任一揭露行为对股价影响微乎其微,投资者无法识别,但若将这些部分揭露结合成一个整体来看,则其对股价的影响重大。无论是何种层次的市场,重大信息都将对市场价格起关键作用,区别只是起效时间的前后。具体而言,虽然弱式有效市场对新信息的反应迟钝,但即使是新的信息也会随时间的变化变为历史信息,迟早都会市场中体现出来。笔者认为,可以借鉴美国法院多数派坚持的“严格损失因果关系”证明标准,根据有效市场假说,将股价立刻下跌作为市场知悉相关证据的主要依据(但非唯一依据),对个案进行综合判断以确定揭露日。可以将股价剧烈波动(诱多型虚假陈述体现为股价立刻下跌)作为市场知悉相关证据的主要依据,同时要结合个案具体情况分析,要排除被告欺诈行为以外的其他无关因素对于股价波动的影响。比如,同期股市风险因素、大盘走势、公司特定事实、投资者心理等。

(三) 揭露信息为市场和投资者广泛所知

《若干规定》对于虚假陈述的揭露具有广度性要求,揭露行为的信息应在全国性媒体上进行发布,这是因为此类媒体具有受众广、传播快、可信度高等特点,能够最大限度地起到警示作用,以致在最广的范围内让更多的投资者知晓虚假陈述的信息,从而避免再行投资造成损失;如果虚假陈述是公司自我更正的,上市公司必须在证券监管机构指定的网站或报刊上进行披露公告。

结合实践经验,除了上市公司或有关传媒人士等在全国性或指定媒体上更正或揭露外,还存在其他公布真相信息的媒介。在以上规定的揭露日或更正日前,证券市场上往往已经开始对虚假陈述有所传闻,有关证券的价格有时已发生波动。因此,此时投资者处于“止损”目的卖出所持证券时,有可能已经受损。若将揭露日的认定狭隘地限缩在《若干规定》所述要件中,将有违揭露日之立法本意,可能导致大量的受损投资者无法得到赔偿。

美国判例可以为我们构建广泛意义的揭露日提供参考。根据美国“Bristol Myers”案,^[51]揭露日的认定与具体的揭露形式与途径无关。

[51] In re Bristol Myers Squibb Co. Securities lit. 586 F. Supp. 2d at 148 (S. D. N. Y. 2008).

笔者建议,可以“虚假陈述为市场和投资者广泛所知”这一更为灵活的标准来取代《若干规定》规定的僵化标准。就算揭露之情形并未完全符合《若干规定》规定之要件,如若在虚假陈述实施后,投资者和市场广泛知悉有关真相,市场作出股价反应,也可判定该日为揭露日。比如,一些地方媒体发布的消息通过互联网等各种通讯手段,迅速传达至全国各地。作为非全国性媒体对某虚假陈述行为进行了揭露,当该报道被各大门户网站广泛转载,被投资者和市场知悉,进而引发了股价大幅波动,表明以上报道极具广泛甚至全国性的影响力,故该报道亦可作为确定揭露日的依据。法院在审理案件时,应结合个案具体案情,综合以下几点来判断市场对揭露信息的知悉程度:一是媒体本身发行的范围和发行量;二是揭露行为的影响力;三是揭露后市场的反应程度;四是所揭露的行为在事后是否得到证监会的认证。

此外,揭露的信息应被投资者广泛知悉,且会显著改变投资者已知的信息的汇总。而对于此处投资者的界定,笔者建议,应结合信息披露重大性标准中的“投资者标准”^[52]和美国证券法中的“理性投资者标准”^[53],采纳一个“客观的理性人”的标准:投资者不仅是一般的理性人,还是参与证券市场活动的人,拥有基本的投资常识和观念,其认知

[52] 对于“重大性标准”,我国目前主要存在“证券价格标准”和“投资者决策标准”两种主张。前者是指以能否对上市公司股价产生较大影响作为判断重大性的标准,如《证券法》第67条、第75条;《上市公司信息披露管理办法》第30条等;后者又称“价格敏感标准”是指是否对投资者对投资决策产生较大影响作为判断重大性的标准,如《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(2006年修订)第3条;《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》(2005年修订)第3条。

[53] 美国信息披露制度中的“重大性标准”主要是由美国联邦最高法院通过“TGS”案(SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 401. F. 2d. 849)、“TSC”案(TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. ,426 U. S. 438)、“Basic”案(Basic Inc. v. Levinson,485 U. S. 224)得以确立的,即以理性投资者为判断中心的“重大可能性”标准。对于一个理性投资者而言判断什么信息重要是一个事实问题,只有该信息使得理性投资者几乎均能得出一致的投资决策时才会涉及法律问题。理性投资者是指没有敏锐商业判断能力的一般投资者,而非敏锐的机构投资者。理性投资者应具有评估不确定事件并对其发生可能性作出预测的能力,也能判断该事件对公司可能产生的影响。从某种程度上说,既肯定了理性投资者对公司事务的知悉能力,也肯定了理性投资者可以评估公司投资的风险性。

是理性的,其投资决策是理性思考、分析的结果,是非情绪化的,不受感情、偏见的影响。当然,他们并不是具有敏锐商业判断能力的机构投资者,而是没有敏锐商业判断能力的一般投资者。

(四) 扩大虚假陈述信息披露渠道,大力发展电子化信息披露

《若干规定》为了实现信息传播的范围,提高被揭露者之警示义务,对揭露媒体的性质作出了规定。近年来,随着电子技术和互联网技术迅猛发展,网络的应用领域逐步拓宽。笔者建议,报刊、电视台、电台这些曾经的主流媒体不宜继续作为主要揭露媒介,须更加重视新型媒体,扩大虚假陈述信息披露渠道的广度,引导电子化披露成为虚假陈述信息披露的重要方式。电子化信息披露更便于管理,为使用者提供更方便快捷的信息查询,同时也便于保存,且能极大提高上市公司信息披露的及时性。以美国为代表的普通法系国家,在面对网络给证券信息披露所带来的影响时,纷纷利用网络在证券市场的应用,构建证券信息存储和检索系统。^[54] 例如,美国 SEC 设立了 EDGAR 系统(electronic data gathering, analysis, and retrieval system),即电子化数据收集、分析及检索系统,并制定了《S-T 条例》和《EDGAR 手册》等,为系统的运行提供制度保障,并经常以发布公告的形式对系统的制度规范进行修订。1996 年,美国 SEC 规定所有的信息披露义务人(美国上市公司)都必须进行电子化存档。此外,SEC 一直在推动 XBRL 语言^[55]的运用,使普通投资者可以具备专业证券分析师所具有的能力,对信息披露文件进行分析、对比等。

为了适应网络信息时代的发展,应拓宽虚假陈述信息披露渠道,以全国性媒体的传播为原则,大力发展电子化信息披露,建立以电子信息网络为导向的信息披露制度,构建符合我国国情的证券信息电子化披露系统。具体包括以下几方面:(1) 建立统一的官方证券存储和检索系统,保证证券信息获取途径的权威性和法定性,解决证券信息在不同

[54] 参见冯果、武俊桥:《建构与信息时代相适应的我国证券信息电子披露系统》,载《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第273~290页。

[55] XBRL(extensible business reporting language),可扩展商业报告语言,是XML(extensible markup language 可扩展的标记语言)于财务报告信息交换的一种应用,是目前应用于非结构化信息处理尤其是财务信息处理的最新标准和技术。

网站之间公开散乱的特征,同时有助于防止证券欺诈;(2)披露的电子文件可以使用内部超链接和文件超链接,但不能使用外部超链接,对超链接的内容要作出声明性陈述;(3)发布的电子文件应为投资者易读取格式,若须特殊软件阅读,发布人应提供该软件;(4)推动 XBRL 在我国证券行业的进一步应用,实现证券业内、业间的上市公司信息共享和互操作,进一步推动我国上市公司信息披露和证券信息服务业的规范、有序发展,实现上市公司信息网上披露。

(五) 结合揭露日“首次性”要求,根据个案具体情况判断揭露日数量

揭露具有时效性要求,无论是美国证券市场还是我国《若干规定》,都强调了揭露日的“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。内容相同的信息,无论被重复揭露几次,对市场的影响都是一样的,不会因多次揭露而扩大其影响作用。一般来说,利空信息首次公开后对证券价格的影响最强烈,而在之后风险逐渐释放的过程中,即使该信息不断被重复或确认,市场反应一般也有限。在实践中,证券虚假陈述所涉真相的揭露或更正较少是立法者设想的一次性完整披露。虚假陈述行为发生后,可能会先后出现多次程度不同、来源各异的公告消息或者新闻报道。因此,有必要讨论一个虚假陈述案件中是否存在多个揭露日的问题。

有学者认为,在一个案件认定多个揭露日是人为切分虚假陈述行为的延续关系,^[56] 确认一个揭露日可以保证法律的统一性和投资者索赔的连贯性。^[57] 对于是否可以认定多个揭露日,笔者认为,应根据揭示程度的不同分情况讨论:首先,当行为人实施多个虚假陈述行为,对不同的虚假陈述行为分别作出披露或更正,允许存在多个与之对应的揭露日或更正日。其次,如果某一部分揭示事件揭露了相关真相的某一部分具有重大性,那么只要符合这一条件的所有揭露时间点均应认

[56] 参见叶可:《大庆联谊虚假陈述案若干实体法律问题探析》,载《金融法苑》2010年第2期。

[57] 参见方颖:《虚假陈述民事赔偿时间节点法律问题研究》,华东政法大学2014年硕士学位论文。

定为揭露日/更正日。再次,借鉴美国判例,当存在多次部分揭露,如果孤立地考量每一份揭示都不具有重大性,其对市场反应的影响都微乎其微,无法单独构成一个揭露日,应将以上若干部分揭示事件合并作为一个整体来看,认定一个揭露日。最后,对于某项虚假陈述,不是一次性被完整的揭示,而是行为人为了减轻或规避自身的责任,故意通过“挤牙膏”式分次逐步释放真实信息,应当采取更为严格的标准,每一部分揭露或更正之日均应视为独立的揭露日或更正日。在一个虚假陈述案件中认定多个揭露日,是对披露义务人提出更加严格的要求,对于规范证券市场,维护投资者合法权益具有重大意义。

(编辑:谢贵春)