虚假陈述揭露日认定的方法及思考

李亚鹏*

摘要：揭露日的认定是证券虚假陈述民事赔偿案件审理的关键环节，直接影响交易因果关系认定、适格原告范围确定、投资者损失计算及诉讼时效起算。2022年，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（出台）对揭露日认定标准做了更具操作性的规定。在揭露日的认定中，应把握“首次性”“全国性”和“警示性”三大构成要件，并采用“假定—排除—确定”的路径进行认定。针对司法实践中的争议

和完善，优化了虚假陈述认定中的实施日、揭露日、重大性和交易因果关系等内容，有力地推动了司法实践的发展。

本文旨在深入探讨虚假陈述揭露日的认定标准、方法及存在的争议，并提出相应的完善建议。具体而言，将从构成要素（需满足“首次性”“全国性”“警示性”三个必要条件）、认定方法（采用“假定—排除—确定”路径）以及对常见争议的分析入手。其一，针对立案调查信息公开日信息量不足的质疑，司法解释强调其警示性已足够，符合保护理性投资者的立法目的；其二，对于是否应分段认定揭露日的观点，本文支持司法解释的“一行为一揭露日”原则，认为这更符合行为本质，并能遏制“知假买假”；其三，面对公司否认媒体报道（“揭露抵抗”）的现象，建议认定揭露日时应更侧重理性投资者视角，避免因公司否认导致投资者诉权受损，必要时可考虑认定诉讼时效中止。

一、虚假陈述揭露日的构成要素

《若干规定》第　条第　款以及第　款规定：“虚假陈述揭露日，是指虚假陈述在具有全国性影响的报刊、电台、电视台或监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站、行业知名的自媒体等媒体上，首次被公开揭露并为证券市场知悉之日。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。”认定揭露日应重点把握以下三点[①]：

（一）“首次性”

虚假陈述行为属首次被公开，不要求达到全面、完整、准确的程度。虚假陈述的揭露日应以虚假陈述被证券市场所知悉、了解为标准，其精确程度并不以“镜像原则”为必要。强调“首次”，因根据“推定信赖”的假设，从虚假陈述行为被首次揭露起，投资者所持股票即受到虚假陈述事件的影响并造成损失，基于证券市场对信息的敏感性，只要市场对此已有所反应，即应认为构成揭露，这样揭露不可能要求未达到全面、完整、准确的程度。

（二）“全国性”

揭露应在全国范围内发行、传播。虚假陈述应当揭露在全国性媒体上，揭露载体

① 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈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　年版，第　页。

具有权威性、公众性才能达到虚假陈述被揭露的实际效罐罐

据“举轻以明重”的原则，行政监管措施的信息公开之日也应当被推定为揭露日。因此，根据目前司法解释，立案调查信息公开日、自律管理措施公布日、行政监管措施公布日均具有揭露日推定效力。

2. 自行更正日

信息披露义务人在证券交易场所网站或者符合监管部门规定条件的媒体上，自行更正虚假陈述之日，可认定为揭露日（更正日）。作为虚假陈述行为的主体，信息披露义务人最了解自己的虚假陈述行为，若其通过不明显的方式来更正自己的虚假陈述行为，无法起到警示作用，则不能被认定为揭露日。

3. 媒体报道披露日

除了监管部门及自律监管组织外，媒体（包括自媒体）等社会力量若对其虚假陈述进行指向性披露，只要其满足首次性、全国性、警示性要件，亦可认定为揭露日。

（二）假定—排除—确定的认定路径

从《若干规定》第8条第3款规定“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：……”来看，认定揭露日是采用假定（推定）后再排除的方式。第一步假定：找出所有可能的“揭露”日期（立案调查信息公开日、更正日、媒体报道日、行政处罚公开日等）。第二步排除：逐一用“全国性”、“警示性”两个要件（首次性通过时间顺序自然筛选）去检验这些日期，不符合任一要件的日期排除。第三步确定：在剩余的符合要件的日期中，选择最早的那个作为揭露日（满足首次性）。

在秀强股份虚假陈述案中[①]，法院在判决中指出“原则上将信息披露义务人公告收到立案调查通知书之日作为虚假陈述揭露日”，“通过对照信息披露义务人主张的更正内容与虚假陈述是否相关，考察更正形式是否满足首次性、全国性要件，重点分析更正信息是否具有警示作用，结合证券市场反应和关注度等辅助因素，判断更正信息是否足以影响投资者的投资决定，进而对更正日作出认定。”

在康美药业虚假陈述案[②]中，法院将媒体报道日认定为揭露日。“揭露信息是对投资者具有较强警示性的信息，有理由怀疑被告存在虚假陈述行为，该行为可能被定性为虚假陈述，对投资者足以产生警示作用。①揭露信息属于对投资者具有较强警示性的信息；②揭露信息具体明确，揭露主体权威可信，投资者有理由怀疑虚假陈述行为的存在；③事后的客观化指标可以印证揭露信息对投资者产生了警示作用。”

① 南京市中级人民法院 2024 苏民终741号民事判决书。
② 广州市中级人民法院 2020 粤01民初2171号民事判决书

（三）多项虚假陈述行为揭露日的认定

《若干规定》第8条第4款对多项虚假陈述行为揭露日的认定进行明确规定，即多项虚假陈述呈连续状态的，则合并认定，以首次被公开揭露并为证券市场知悉之日为揭露日；多项虚假陈述相互独立的，则应当分别认定其揭露日。

在同时受几个虚假陈述行为影响的情形时，首先应当从行为内容、行为时间、行为性质三个方面判断是否存在几个独立的、诱多型虚假陈述行为同时影响证券的情况。① 如在北汽蓝谷虚假陈述案②中，案涉公司涉及未披露重大担保和重大诉讼两个虚假陈述行为，两项虚假陈述行为揭露日相距较近，中间仅隔两个交易日，市场对于前一项重大担保的反应

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。

1. 突出“警示”作用

从《若干规定》来看，只要披露“涉嫌信息披露违法”就达到了信息量的最低要求，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。”①

因此，揭露更强调其“警示性”，而不是准确描述虚假陈述行为。而随着《若干规定》的相关规定及司法实践，又进一步强化了立案调查信息公开日“警示性”属性，大大强化警示作用。

2. 凸显保护“理性投资者”价值取向

由于揭露日承载了阻却交易因果关系的功能，即揭露日后买入的投资者因不存在交易因果关系而不予赔偿。在虚假陈述侵权案件中，法院对揭露日的认定首先决定了哪些投资者具备适格原告资格。若将行政处罚事先告知书日认定为揭露日，则无法保护那些在立案调查信息公开日后感知风险并卖出股票的投资者，而这部分投资者通常更具理性。立法者在取舍之后，更倾向于保护这部分理性投资者。

若采用行政处罚事先告知书为揭露日，则立案调查信息公开日后，投资者可以趁着股价下跌进行低位买入，若盈利可卖出获利，若亏损则可以获得虚假陈述赔偿，这样反而可能会鼓励“知假买假”。而采用立案调查信息公开日作为揭露日，强化其警示作用，可以让更多投资者知道其风险，尽早卖出使股价更快回到公司的真实价值，对资本市场发展更为有利。

3. 信息量少阻碍股价回到应有价值

当然，必须承认，选择立案调查信息公开日作为揭露日对于股价回到没有虚假陈述的状态有所影响，但揭露日认定首要是解决“赔谁”的问题，其次才是“赔多少”的问题。立案调查日作为揭露日的主要功能在于“警示风险”和“切断因果关系”，其引发的股价下跌已反映了市场对该重大风险事件的初步定价，已较好实现司法解释立法目的。

① 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈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。

(二)“一行为一揭露日”的争议与坚持

部分学者主张对一个虚假陈述行为多次揭露可分段认定多个揭露日①,揭露日后继续持有证券的投资者多次损失与虚假陈述行为之间都可以构成因果关系,与虚假陈述行为被多次揭露、“投资者多次受损且损失因虚假陈述而产生的事实相一致,可以更大限度地保护因虚假陈述行为受到损害的投资者。”②而从司法解释文义解释看,人民法院坚持“一行为一揭露日”。

1. 事实上的多次揭露并不构成司法上“揭露”的定义

此观点认为,除信息披露义务人外的第三方如媒体等属于外部人,对虚假陈述的认识是逐步加深的,多次部分披露后才能最终披露真相,若认定多个揭露日,股价会随着披露内容的更新而逐步回归到正常状态,损害赔偿也会更为精确,更有利于保护投资者。③

若由监管部门揭露违法行为,往往是在掌握充分事实后再进行披露,不会“分阶段披露”。媒体在揭露时,调查手段是有限的,很难在报道后获得更新的证据进行全新的报告,即便媒体揭露可能是系列报道,随着报道的深入而逐步加深,但若采用司法解释的“警示性”标准,在前期媒体报道揭露性不足的情况下,市场反应较小,不构成“揭露日”的认定标准,而若市场明确反应,表示已起到警示效果,此日期可认定为揭露日。之后若有进一步深入报道,也只是对此虚假陈述行为的具体描述而不改变虚假陈述的性质,若揭露出新的虚假陈述行为,则可以采用司法解释中多个虚假陈述的认定方法了。

从“推定信赖”理论看,虚假陈述行为对市场的影响是一个整体。首次有效揭露打破了投资者对该整体虚假信息的信赖基础。后续的深入揭露是对该信赖破裂状态的确认和细化,而非建立新的信赖破裂点。因此,法律上只需认定一个“信赖被打破”的时点(即揭露日)。

2. 一个行为认定多个揭露日不利于司法裁判

一次虚假陈述行为认定多个揭露日影响司法确定性和效率。多个揭露日会导致损失计算区间划分复杂化(需要为每个“揭露日”计算对应的基准日/价),极大增加

① 参见杨洋:《证券虚假陈述揭示日认定规则再考察——围绕多次部分揭示情形展开》,载《证券法律评论》2018 年卷,中国法治出版社 2018 年版。

② 吕山珏:《证券虚假陈述民事案件中“揭露日”的司法认定研究》,中央财经大学 2023 年硕士学位论文。

③ 参见杨洋:《证券虚假陈述揭示日认定规则再考察——围绕多次部分揭示情形展开》,载《证券法律评论》2018 年卷,中国法治出版社 2018 年版。

案件审理难度和周期，不利于投资者权益的及时、有效救济。法院倾向于将认定投资者损失最大的时间点定为揭露日以最大限度保护投资者①，虚假陈述行为的首次揭露对于证券市场的刺激最为强烈，以其为揭露日有利于最大限度地把因虚假陈述行为被揭露导致股价波动而产生的损失的投资者纳入可索赔范围当中②。

（三）信息披露义务人行为对揭露日认定的影响

在司法实践中，信息披露义务人的声明及公告等往往会影响第三方的揭露情况，除了自行披露更正被认定为更正日外，引起争议的情况主要有两种：一是“否认揭露”，虽然部分媒体已经揭露了公司的虚假陈述行为，但公司多次发澄清公告否认，后才被监管部门或者其他证据完全证实；二是“抵抗揭露”③，指信息披露义务人通过选择性地披露部分虚假陈述信息，试图弱化或抵消已揭露信息的警示效果或掩盖剩余虚假陈述的行为。如华锐风电案④中，公司于2013年更正公告承认年报造假并停牌，但仅承认2011年营业收入虚增9.29亿，利润虚增1.68亿，与实际虚增营业收入超2亿元，实际虚增净利润超2.7亿元，属于“抵抗揭露”情形。

有观点认为⑤，可以将“否认揭露”或者“抵抗揭露”认定为新的虚假陈述行为，这样可以确定多个揭露日，不仅保护更多投资者，还避免鼓励公司专门通过“抵抗披露”而降低赔偿金额。

1. 公司澄清公告不影响揭露日的认定逻辑

无论面对“否认揭露”还是“抵抗揭露”，判断相关日期（媒体日、更正日）能否构成揭露日的核心标准始终是其是否实质性地满足了“警示性”要件（结合市场反应综合判断），澄清公告或更正行为本身的瑕疵不能一概否定该日期的揭露性质，关键在于其对市场（理性投资者）产生的实际影响。例如，在康美药业案中，虽然上市公司发布了《关于媒体报道的澄清公告》，但其并未影响到公众的质疑，原被告均未提出对揭露日的质疑。在京天利案中，法院认为媒体报道内容对证券市场尚未起到足够的警示作用，而将立案调查信息公开日认定为揭露日。因此，判断标准在于澄清公告是否实质性地削弱了原揭露信息的警示效果。

---

① 参见吴澄、江雨佳、王彦超：《信息披露违法追责与中小投资者保护——来自证券虚假陈述民事诉讼的证据》，载《经济研究》

②

③

④

⑤

2.“抵抗揭露”应区分其信息实质

对于“抵抗揭露”，应区分其是揭露行为，还是仅仅是虚假陈述行为的连续。若其更正信息已明确指向特定虚假陈述，往往引起市场的明显反应，其信息量也高于立案调查通知书，并不会带来投资者索赔金额的减少，同时，还会引起监管关注。若其更正力度很小（如仅修正部分），市场反应很小，未能有效揭示风险，则仍需等待后续的有效揭露日（如立案调查日）。在华锐风电案中，法院根据《更正公告》后收盘价均处于连续下跌状态，虽然更正财务数据存在差异，但因其更正行为已起到了提示和警示作用，认定其为虚假陈述更正日。这里的关键在于，即使公司“抵抗”（只承认部分），只要其更正行为首次、在全国性媒体、并引发了实质性市场反应（警示性），指向了同一个虚假陈述行为（即使未完全揭露全貌），那么该更正日就应认定为该整个虚假陈述行为的揭露日。后续监管处罚或更完整揭露只是对事实的确认和细化，不构成新的“首次”揭露，这与坚持“一行为一揭露日”是逻辑自洽的。

难点在于，在连续性财务造假中如何认定揭露日。笔者认为，关键在于严格界定该行为是否构成“连续性状态”，若允许“抵抗揭露”构成新虚假陈述，将违背“一行为一揭露日”原则，导致司法碎片化。仅允许在虚假陈述行为不存在“行为逻辑关联性”时，方可认定为一个虚假陈述行为，便利司法审判尺度统一，区分适格投资者。

如连续多年虚增收入，属于一个具有内在连续性和掩盖意图的单一欺诈计划（行为逻辑强关联）

主观过错、因果关系等，起诉的话胜诉可能性不足，可能选择暂不起诉。

在上述“证据不足导致的起诉犹豫期”，客观上消耗了法定的诉讼时效期间。由于揭露日起算的时效规则未充分考虑投资者举证困境，部分投资者可能在等待证据充分或监管结论的过程中，因时效届满而丧失胜诉权，形成“权利保护真空”。

四、完善揭露日认定的建议

在认定虚假陈述揭露日的过程中，应着重从立法目的来理解司法解释的裁判逻辑，即揭露日的确定起到阻却因果关系的作用，虚假陈述构建的理论框架基础亦是资本市场的目的，建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，促进理性投资理念，加强司法裁判便利性考虑，揭露日更看重警示性，“一虚假陈述行为一个揭露日”基本能满足各方期待，但也确实有待完善之处。基于上述对揭露

人不能行使请求权”事由,在事由消失之日起仍有 6 个月诉讼时效。实现路径可先通过指导性案例确立裁判规则,再逐步完善司法解释,从而在填补投资者“知悉风险却无充分证据起诉”之权利真空的同时,维系现有诉讼时效体系的稳定性,最终实现投资者保护与秩序价值的平衡。

(四)细化立案调查公告的信息披露内容

《若干规定》出台后,当前立案调查公告已满足基本的“警示性”要求,但仅笼统提及“涉嫌信息披露违法”,投资者难以判断具体风险。建议监管部门考虑逐步探索立案信息披露内容,如在立案调查通知书中概括披露涉嫌违法的具体类型(如“涉嫌虚增利润”“隐瞒重大关联交易”),或者在立案调查信息公开时,同步发布案情新闻稿,揭露案情调查进展(如“发现 XX 公司系关联公司”“XX 年 XX 业务存在异常”),提升公告风险信息含量和警示精度,引导市场形成合理预期。

虚假陈述揭露日的认定,需在保护投资者权益、维护市场秩序与司法效率之间寻求平衡,在实践中不断细化完善,唯有如此,方能切实发挥虚假陈述民事赔偿制度的作用,助力建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

(责任编辑:刘霄鹏　沙　含)