

## 预测性信息披露责任与安全港制度探究

张保生 牛馨雨\*

**内容提要：**预测性信息属于影响投资者投资决策的重要信息，但因其是对未来的主观预测与评价，具有相当的不确定性，故不宜也不应适用传统信息披露的“真实、准确、完整”的判断标准。美国在 20 世纪已制定安全港制度，为符合规定的预测性信息披露人提供责任豁免空间。我国最高人民法院 2022 年颁布的《虚假陈述司法解释》首次确立了预测性信息安全港制度。此前已有部分司法案例开启初步探索，积累了有益的审判经验。但在既往监管实践中，证券监管机构和交易所仍倾向于根据预测内容与实际情况差异较大的客观事实认定行为人应承担责任。为完善我国预测性信息披露制度，建议通过修改《证券法》明确预测性信息披露的特殊标准，将安全港制度的适用范围延伸至行政责任认定层面，明确除外情形举证责任的合理分配，着重考察披露主体的主观状态，并就其他“软信息”设立相应的安全港制度。

**关键词：**预测性信息 证券虚假陈述 安全港制度

### 一、引言

伴随注册制时代全面来临，信息披露成为监管执法与投资者保护的重中之重。预测性信息作为资本市场中一类重要信息，是对历史信息的有益补充，对于投资者全面、深入了解证券价值具有不可或缺的意义。我国高度重视预测性信息的披露价值，经历了从 20 世纪 90 年代初强制披露到后来原则上鼓励自愿披露、个别情形下强制披露的立法变迁。不过，既往立法与执法实践对预测性信息特殊性的考量稍显不足，往往将预测性信息与普通的历史信息等同视之，适用相同的监管规则与责任判断标准。此外，相较域外，我国缺乏明确的安全港制度，对预测性信息披露的责任认定欠缺合理性，也导致发行人自愿披露预测性信息的动力不足。

\* 张保生，北京市中伦律师事务所权益合伙人、争议解决部负责人；牛馨雨，北京市中伦律师事务所律师。

在学术界与实务界长期呼吁下，在虚假陈述民事诉讼前置程序废除、部分司法案例已对预测性信息虚假陈述民事责任认定积累审判经验的背景下，2022年1月21日最高人民法院发布《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》（下称《虚假陈述司法解释》），首次规定预测性信息披露安全港制度，明确预测性信息与实际经营情况存在重大差异的，原则上不构成虚假陈述，同时规定了三种除外情形，为发行人准确把握预测性信息披露标准提供了参考尺度和安全指南，填补了现行法空白，有利于鼓励发行人主动披露预测性信息，丰富信息披露内容。<sup>〔1〕</sup>

鉴于《虚假陈述司法解释》施行时间尚短，司法实践中适用预测性信息安全港制度的案例尚不多，对司法解释关于该制度相关规定如何理解、如何把握，仍需要结合丰富的个案情况进一步细化。本文拟结合域外安全港制度规定分析预测性信息的性质、价值和特殊性，回顾我国此前关于预测性信息披露的监管规则、行政执法实践与司法实践，对《虚假陈述司法解释》新增的安全港制度进行分析，并对预测性信息安全港制度在立法、行政执法、自律监管和司法层面的完善提出建议。

## 二、预测性信息的价值与特殊性：以美国安全港制度为例

### （一）从禁止到鼓励：预测性信息的价值探寻

预测性信息属于“软信息”的一种，是指对未来发展的预测性意见或主观评价，包括：（1）对收入、盈利（或亏损）、每股盈利（或亏损）、资本支出、股利、资金结构或者其他财务事项的预测性陈述；（2）公司管理层对未来经营（包括有关发行人产品或服务）的计划与目标的陈述；（3）对未来经济表现的陈述；（4）上述事项所依据的假设前提及相关事项的陈述；（5）发行人保留的外界评论（如果其评价了发行人作出的预测性陈述）等。<sup>〔2〕</sup>

根据预测性信息的上述内涵与外延，可以看出其相较于普通信息具有两方面显著特点：一是预测性信息主要面向未来，是对未来可能发生情况的假设与预测，而一般的信息披露着眼于过去或现在，是对已经发生的事实作出的陈述，属于“历史信息”或“事实性陈述”；二是预测性信息属于信息披露人的主观评价，系行为人在披露时点根据其掌握的信息所作出的主观判断，而历史信息均是对已经发生的“客观事实”的描述。因此，预测性信息存在较大的不确定性和主观性，可能与现实的发展情况存在较大差异。

基于上述特点，是否应允许发行人向投资者披露预测性信息，在美国历史上曾一度存在争议，经历了曲折的演进过程。<sup>〔3〕</sup> 20世纪70年代以前，美国证监会（下称“SEC”）禁止发行人在公开发行申请等提交的文件中披露预测性信息，甚至在1956年为规则14a—9中的“误导性信息”所作注释中包含针对未来市场价值、盈利和分红的预测信息。其主要考量包括：预测性信息不具有可靠性，存在过度乐观披露的风险；预测性信息很容易被行为人操纵；不成熟的投资者无法意识到预测性信息的不确定性从而可能产生不合理依赖；预测性信息的准确性难以核实，监

〔1〕 参见李有星、钱颖瑜、孟盛：《证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述》，载《法律适用》2022年第3期。

〔2〕 参见美国1933年《证券法》第27A条、1934年《证券交易法》第27E条。

〔3〕 参见李玲：《上市公司预测性信息披露研究》，载《审计与经济研究》2003年第2期。

管难度较大；投资者自身可以根据已披露的文件形成对公司未来的判断；允许披露预测性信息可能为发行人带来更高的竞争成本和诉讼成本等。<sup>〔4〕</sup>

之后大量研究证实，预测性信息构成投资者作出投资决策的重要基础信息，且当时的证券市场已广泛披露预测性信息，禁止披露预测性信息反而使投资者无法获得充分保护。<sup>〔5〕</sup> SEC开始逐渐转变监管政策：1972年开始考虑制定有关收入和盈利预测的特殊规则，<sup>〔6〕</sup> 1973年举行听证会后决定为预测性信息的披露设立标准，<sup>〔7〕</sup> 1975年公布了一系列规则建议稿，<sup>〔8〕</sup> 1976年宣布其“既不鼓励也不抑制预测性信息的披露”，<sup>〔9〕</sup> 最终在1979年建立安全港规则，<sup>〔10〕</sup> 鼓励发行人自愿披露预测性信息。上述过程体现出SEC从禁止到允许再到鼓励披露预测性信息的巨大转变。

目前已普遍认为，预测性信息具有重要价值。对投资者而言，投资决定是面向未来的决定，只有投资者认为未来预期收益高于现在买入成本时才会作出买入决策。部分研究甚至认为，预测性信息是对投资者最有价值的信息，有助于缓解证券市场信息不对称、降低交易成本。<sup>〔11〕</sup> 对发行人而言，披露预测性信息有助于降低投资者决策的不确定性、降低融资成本、提升股价，还会使发行人为实现预期目标提高经营管理水平。<sup>〔12〕</sup> 对证券市场而言，证券价格反映相关信息的能力决定了市场的有效性程度，预测性信息的披露使得证券价格更真实地反映出上市公司的未来前景和证券价值，可以提高证券市场有效性，还有利于防止内幕交易、促进信息的公平披露。<sup>〔13〕</sup>

## （二）预测性信息的特殊性：披露标准与投资者信赖程度不同

预测性信息是对未来可能发生情况的主观预测和评价，其与普通的历史信息存在较大不同，主要体现在真实性判断标准和对投资者投资决策的影响程度两方面。

### 1. 预测性信息不适用“真实、准确、完整”的披露标准

历史信息或事实性陈述建立在已发生的事实基础上，因此可以通过将披露的信息与客观事实进行对比的方式客观判断信息披露的真实性，信息披露标准为“真实、准确、完整”<sup>〔14〕</sup>，如有违反，则可能构成虚假陈述。然而，预测性信息并非对现实已存在的事实进行的客观陈述，其本质是基于诸多假设对未来有可能出现的发展趋势进行的预测，无法适用一般信息披露所遵循的“真实、准确、完整”的判断标准。

〔4〕 See Janet E. Kerr, *A Walk through the Circuits: The Duty to Disclose Soft Information*, 46 Maryland Law Review 1071, 1073 (1987); Ted J. Fiklis, *Soft Information: The SEC's Former Exogenous Zone*, 26 UCLA Law Review 95, 97 (1978); Bruce A. Hiler, *The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views*, 46 Maryland Law Review 1114, 1116 (1987).

〔5〕 参见前引〔4〕，Bruce A. Hiler文，第1120页。

〔6〕 See *Public Proceedings in the Matter of Estimates, Forecasts or Projections of Economic Performance*, Exchange Act Release No. 9844.

〔7〕 See *Disclosure of Projections of Future Economic Performance*, Securities Act Release No. 5362.

〔8〕 See *Proposed Rules on Earnings Projections*, Securities Act Release No. 5581.

〔9〕 See *Earnings Projections and Rule 14a-9 Amendment*, Securities Act Release No. 5699.

〔10〕 See *Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No. 6084.

〔11〕 See Suzanne J. Romajas, *The Duty to Disclose Forward-Looking Information: A Look at the Future of MD & A*, 61 Fordham Law Review 245, 247 (1993).

〔12〕 参见谭立：《证券信息披露法理论研究》，中国检察出版社2009年版，第27页。

〔13〕 参见张保华：《上市公司预测性信息披露制度研究》，载《法律适用》2003年第4期。

〔14〕 《中华人民共和国证券法》第78条。

具体而言，一方面，预测性信息在披露时不存在可以与之对照的客观事实，因此在信息披露时无从判断面向未来的预测性信息是否“真实”；另一方面，预测性信息具有“固有的不确定性和模糊性本质”<sup>〔15〕</sup>，任何主体都不可能保证其预测百分之百符合实际发展情况。如预测依据的公司内外部假设前提、基础条件发生变化，都有可能导致现实情况与预测趋势不同，甚至相去甚远，但这是预测性信息披露必然存在、无法避免的情形。如在未来时点回溯判断预测性信息是否真实，则不具有合理性，也有违信息披露制度的初衷。

因此，预测性信息基于其特殊性，无法适用“真实、准确、完整”的判断标准，否则不仅欠缺公平合理性，而且无法改变预测性信息的特殊本质，无法促使责任主体“准确”披露预测性信息，故应适用特殊的披露标准或责任认定标准。我国监管规则已指出预测性信息应适用“合理、谨慎、客观”的披露标准。<sup>〔16〕</sup>从民事责任认定角度来看，预测性信息并不因与后续发展情况不符而必然构成“虚假陈述”，在责任认定时也需结合信息披露义务人在披露预测性信息时的主观状态，而不应适用事实性陈述的“严格责任”。

## 2. 投资者对预测性信息的信赖有限

在有效市场，对于历史信息或事实信息，在没有相反证据的情况下，只要其具有重大性，则通常推定证券投资者信赖该等信息作出投资决策。然而，预测性信息是对尚未发生的未来情况的展望，投资者通过其表述即可知悉预测性信息披露的内容并非目前客观存在的事实，未来是否发生具有重大不确定性。投资者面对预测性信息，理应保持更高层次的谨慎，充分意识到其存在的重大不确定性，并对其实现可能性进行充分、合理、全面的衡量。

并且，预测性信息通常伴随风险提示等警示语言，提示相关信息仅为管理层的初步判断，是否能够实现具有不确定性，存在经营环境变化等相关因素导致预测内容无法实现的情况。在此情况下，投资者对预测性信息与未来实现情况可能存在差异是有预判且知悉的，理性投资者应正确对待预测性信息对其投资决策的影响，不应将投资决策的作出完全建立在具有重大不确定性的预测性信息上。

基于预测性信息的不确定性和主观性，投资者对预测性信息的“信赖”应当弱于事实信息，不能过分依赖其预测结果。<sup>〔17〕</sup>这体现在民事责任层面交易因果关系要件问题，投资者原则上对于充分提示风险和不确定性的预测性信息不构成“合理信赖”。如投资者在预判可能存在风险的基础上仍基于预测性信息作出投资决策，则构成“自甘风险”，应自行承担该投资决策导致的损失。

## （三）美国预测性信息安全港制度

基于预测性信息的重要价值、难以适用传统真实性判断标准及投资者的有限信赖，美国在吸收先前司法判例标准基础上，专门建立安全港制度鼓励并规范预测性信息披露，以“逆向规制”方式明确，符合安全港制度规定的情形不构成违法，当事人无需承担责任。<sup>〔18〕</sup>美国的预测性信

〔15〕 蒋尧明：《上市公司财务预测信息的真实性与虚假陈述研究》，载《当代财经》2011年第11期，第120页。

〔16〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》及《深圳证券交易所股票上市规则》第2.1.5条第2款、《北京证券交易所股票上市规则（试行）》第5.1.5条、《上海证券交易所科创板股票上市规则》第5.1.4条第2款。

〔17〕 参见王佩：《上市公司预测性信息披露问题探讨》，载《财会通讯》2010年第11期。

〔18〕 参见魏俊：《证券法上的安全港及其制度价值——以前瞻性信息披露为例》，载《证券法苑》第12卷，法律出版社2014年版，第134页。



息安全港制度既包括 SEC 制定的监管规则,也包括国会针对证券民事诉讼制定的规则,二者存在一定区别。

### 1. SEC 的安全港规则:合理基础与最大诚信

1979 年,SEC 发布预测性信息安全港规则,并在 Rule 175 和 Rule 3b—6 下均强调:“符合条件的预测性信息不构成欺诈,除非能证明它是在缺乏合理基础上作出或重申,抑或非诚信披露。”<sup>〔19〕</sup>

SEC 的上述安全港制度适用范围有限,仅适用于提交给 SEC 文件中出现或被再次确认的预测性信息、在提交 SEC 文件中作出后又再次确认的预测性信息和年度报告包含的预测性信息,而不适用于发行人通过新闻公布、口头披露的预测性信息或证券分析师披露的预测性信息。SEC 限制安全港制度范围的初衷在于促使发行人在更规范的框架下谨慎披露预测性信息。但由于适用范围受限,且有观点认为“合理基础”和“最大诚信”两个条件并不明确,<sup>〔20〕</sup>信息披露人担心其作出的预测性信息披露仍可能导致潜在风险,SEC 的安全港制度并未带来证券市场预测性信息数量的显著增加。<sup>〔21〕</sup>

### 2. 美国国会的安全港规则:充分警示或善意披露

1995 年,美国证券民事诉讼的滥诉问题已十分严重,极大限制了管理层向市场披露预测性信息的热情,需要在民事诉讼中设立安全港制度以鼓励披露预测性信息并抑制滥诉。<sup>〔22〕</sup>在此背景下,美国国会通过《私人证券诉讼改革法案》(The Private Securities Litigation Reform Act of 1995),在民事诉讼中设立了预测性信息安全港制度,同时涵盖书面和口头形式的预测性信息披露,为预测性信息披露人构建了两条安全路径。路径一是行为人在披露预测性信息时附加充分的警示性语言,行为人的主观状态则在所不问。对于口头披露的预测性信息,如适用该路径免责,行为人还需提醒投资者在可获得的书面资料中包含更多风险提示。<sup>〔23〕</sup>路径二是原告无法证明行为人知晓该信息虚假或具有误导性,即无法证明行为人具有故意披露虚假预测的主观恶意。当然,投资者要求预测性信息披露人承担责任还必须证明相关预测性信息具有“重大性”,对非重要事件作出的预测不承担虚假陈述责任。该法案出台后,美国的证券诉讼数量有所降低,尤其是针对预测性信息的虚假陈述诉讼显著减少,抑制滥诉的效果显著。<sup>〔24〕</sup>

相比 SEC 的安全港规则,国会的安全港制度更加体现出预测性信息披露的两大特殊性:其一,由于预测性信息不适用传统的“真实、准确、完整”标准,法案并未将与后续发展情况不同的预测性信息定义为虚假陈述,而是规定仅在披露人主观非善意的情形下才构成虚假陈述,体现

〔19〕 See *Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No. 6084; 17 C. F. R. § § 230.175 (a), 240.3b-6 (a) (1992).

〔20〕 See John S. Poole, *Management Forecasts: Do They Have A Future in Corporate Takeovers?* 42 SMU Law Review 765, 792 (1988).

〔21〕 See Douglas J. Skinner, *Do the SEC's Safe Harbor Provisions Encourage Forward-looking Disclosures?* 51 Financial Analysts Journal 38, 38 (1995).

〔22〕 See Chuck Pier, *The Effect of Securities Litigation Reform and Regulation Fair Disclosure on Forward-looking Disclosures*, 2 Advances in Business Research 138, 139 (2011).

〔23〕 “预先警示”理论 (bespeak caution) 在美国司法实践中已广泛存在,法院普遍认为信息披露人使用警示性语言进行预先警示不构成欺诈。

〔24〕 参见前引〔22〕, Chuck Pier 文,第 138-148 页。

出预测性信息真实性判断标准的特殊性；其二，鉴于投资者对充分提示风险的预测性信息不存在“合理信赖”或交易因果关系，法案允许披露人在附加有效警示性语言的情况下，对所披露的预测性信息免责，体现出预测性信息披露交易因果关系层面的特殊性。

### 三、我国预测性信息披露的既往责任认定

#### （一）我国预测性信息披露的监管规则

《中华人民共和国证券法》（下称《证券法》）自颁布以来未明确规定预测性信息的披露要求，仅在2019年修订时通过第84条规定“信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”。我国关于预测性信息的规定散见于多个规章、规范性文件和自律监管规定中，包含盈利预测、业绩预告、业绩快报等财务类预测性信息，以及管理层讨论与分析、风险因素等非财务类预测性信息。

关于披露原则，我国财务类预测性信息经历了以强制披露为主到以自愿披露为主的变化过程。20世纪90年代初，《股票发行与交易管理暂行条例》及其他规范性文件均要求申请公开发行上市的公司提交下一年度盈利预测文件。1997年取消了盈利预测强制性规定，但如果发行人认为披露盈利预测有助于投资人判断且有信心能够进行合理预测的，可以在招股说明书中披露。<sup>〔25〕</sup>自1998年起，上市公司需要对可能出现的连续亏损或重大亏损进行披露。2004年正式确立业绩预告制度，上市公司在特定情形下需在年报、半年报、季报中进行业绩预告。目前则仅要求在特定情形下就年度、半年度经营业绩进行业绩预告。<sup>〔26〕</sup>业绩快报原则上为自愿披露，但特定情形下亦要求强制披露。<sup>〔27〕</sup>对于非财务类预测性信息，目前仍存在较多强制披露要求，例如，上市公司应在年度报告中“对未来发展进行展望，应当讨论和分析公司未来发展战略、下一年度的经营计划以及公司可能面对的风险”，包括行业格局和趋势、发展战略、经营计划及可能面对的风险。<sup>〔28〕</sup>

关于披露标准，《证券法》仅规定信息披露应当“真实、准确、完整”，自愿性信息披露“不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者”，而未对预测性信息披露标准作出特殊规定。自2008年起至今，证券交易所股票上市规则明确规定“披露预测性信息及其他涉及公司未来经营和财务状况等信息，应当合理、谨慎、客观”<sup>〔29〕</sup>，这明显有别于事实信息披露的“真实、准确、完整”标准。同时，还要求发行人提示风险并及时更正差异信息。例如，发行人应当在业绩预告中披露不确定因素（如有）的具体情况及其影响程度，若经营业绩或者财务状况与已披露的业绩预告存在重大差异，应及时披露业绩预告更正公告。<sup>〔30〕</sup>

〔25〕 参见《中国证券监督管理委员会关于发布公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第一号〈招股说明书的内容与格式〉的通知》（证监〔1997〕2号，现已失效）。

〔26〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.1条。

〔27〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.6条。

〔28〕 参见《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》第26条。

〔29〕 《上海证券交易所股票上市规则》及《深圳证券交易所股票上市规则》第2.1.5条第2款、《北京证券交易所股票上市规则（试行）》第5.1.5条、《上海证券交易所科创板股票上市规则》第5.1.4条第2款。

〔30〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.4条、第5.1.5条。

关于责任认定, 尽管交易所规则认可预测性信息的真实性判断标准与事实信息不同, 但仍然要求公司及其董事、监事和高级管理人员对业绩预告、业绩快报、盈利预测及其更正公告的准确性负责, “确保披露情况与公司实际情况不存在重大差异”<sup>[31]</sup>, 并且曾一度要求上市公司就业绩预告、业绩快报不准确向市场致歉, 并说明对公司内部责任人的认定情况。<sup>[32]</sup> 如果盈利预测与利润实现情况相差较大, 则除“不可抗力”原因外, 证券监管机构还可对发行人、责任人员及注册会计师采取监管措施甚至作出行政处罚。<sup>[33]</sup>

## (二) 我国预测性信息披露的监管实践

在我国既往的监管实践中, 大量案例以“与实际情况是否一致”作为预测性信息是否构成违规披露的判断依据。例如, 陕西建设机械股份有限公司 2016 年被证券监管机构出具警示函, 违法理由仅写明其收购的标的公司“2015 年实现净利润未达到资产评估报告预测金额的 50%”<sup>[34]</sup>。该公司 2018 年再次被出具警示函, 主要原因为 2017 年业绩预告预测的净利润与年报存在重大差异, 且子公司 2015 年至 2017 年实现净利润金额不足盈利预测金额的 50%。<sup>[35]</sup> 根据公司在后续公告中的解释, 其标的公司未实现盈利预测系受到国内塔式起重机行业市场需求容量大幅下降等行业环境的客观影响。该案例体现出监管实践以结果为导向的责任追究机制。

研究显示, 我国与业绩预告违规有关的惩处效果不理想, 并未降低后续业绩预告违规概率, 甚至出现了反作用。<sup>[36]</sup> 相比之下, 境外市场鲜有针对自愿性信息披露违规行为的处罚案例。根据北京大学法学院“自愿性信息披露制度比较研究”课题组的研究, 截至 2021 年, 未发现美国证监会、英国金融管理局和财报委、香港证监会、市场失当行为审裁处和联交所对自愿性信息披露违规行为的监管案例。<sup>[37]</sup> 从实践情况看, 我国行政执法实践对预测性信息更为严格的责任追究制度不但未实现“重典治乱象”的预期效果, 反而加剧了市场主体与投资者之间的信息不对称。<sup>[38]</sup>

## (三) 我国预测性信息披露的民事责任

### 1. 2003 年《虚假陈述若干规定》的处理逻辑

2003 年最高人民法院颁行的《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》(下称“2003 年《虚假陈述若干规定》”)未明确区分预测性信息与事实信息的虚假陈述民事责任。根据最高人民法院的解读, 这是因为 2003 年《虚假陈述若干规定》设立了“前置程序”, 只要相关陈述已被作出行政处罚或刑事判决, 则无论是预测性陈述还是事实性陈述都具备了产生民事责任的重大性特征。但最高人民法院在解读中已经指出, 预测性信息与事实陈述在民事责任产生的条件方面有很大的不同, 预测性信息具有内在不确定性和风险, 不应损伤诚实守信

[31] 《上海证券交易所股票上市规则》第 5.1.10 条。

[32] 参见《上海证券交易所股票上市规则》第 11.3.3、11.3.8 条;《深圳证券交易所股票上市规则》(2018 年修订)第 11.3.7 条。

[33] 参见《首次公开发行股票注册管理办法》第 65 条;《上市公司证券发行注册管理办法》第 79 条。

[34] 《关于对陕西建设机械股份有限公司及王志荣采取出具警示函措施的决定》(陕证监措施字〔2016〕6 号)。

[35] 参见《关于对陕西建设机械股份有限公司采取出具警示函措施的决定》(陕证监措施字〔2018〕10 号)。

[36] 参见宋云玲、李志文、纪新伟:《从业绩预告违规看中国证券监管的处罚效果》, 载《金融研究》2011 年第 6 期。

[37] 参见北京大学法学院课题组(负责人:唐应茂):《自愿性信息披露制度比较研究》, 载《证券法苑》第 33 卷, 法律出版社 2021 年版, 第 189 页。

[38] 参见方重:《上市公司自愿性信息披露监管》, 载《中国金融》2021 年第 9 期。

的善良发行人披露预测性信息的积极性，今后随着证券市场日趋成熟完善、人民法院审理相关案件水平逐渐提高，前置程序将被取消，对预测性信息虚假陈述问题的研究必不可少。<sup>〔39〕</sup>

过去二十年，我国因预测性信息披露引发的证券虚假陈述民事纠纷数量总体上仍较为有限。部分案例以不符合“前置程序”为由直接驳回原告起诉或认定预测性信息不构成虚假陈述。例如，广州市中级人民法院“勤上光电”案、<sup>〔40〕</sup>郑州市中级人民法院“森源电气”案、<sup>〔41〕</sup>北京市第三中级人民法院“弘高创意”案<sup>〔42〕</sup>均以对预测性信息作出的行政监管措施或自律管理措施不符合前置程序为由裁定驳回起诉，广州市中级人民法院“粤美雅”案<sup>〔43〕</sup>以“预盈提示公告”未被《行政处罚决定书》认定属于虚假陈述为由，认定其不构成虚假陈述民事侵权行为。

但是，在缺乏行政处罚决定或刑事裁判的前置程序前提下，亦有法院直接认定预测性信息构成虚假陈述。例如，在某电子技术公司案中，武汉市中级人民法院、湖北省高级人民法院以业绩快报披露的财务数据与被处罚的半年报财务数据基本一致为由，认定未被处罚的业绩快报构成虚假陈述。<sup>〔44〕</sup>尽管该案判决指出“业绩快报所披露的数据虽允许与正式报告所披露数据存在一定差异，但并不意味着业绩快报可以随意编报”，但判决并未对业绩快报是否系“随意编报”进行审查，而仅依据业绩快报数据偏离实际情况认定构成虚假陈述，未体现出对预测性信息适用特殊审查标准。

## 2. 安全港制度的初步实践探索

值得肯定的是，在安全港制度尚为空白的时代，已有案例对预测性信息与事实性陈述的区别进行分析。例如，在“康芝药业”案中，海口市中级人民法院认为，监管规定允许业绩快报披露的信息与实际情况存在差异，如存在重大差异，应及时发布修正公告进行调整，而不应以此认定业绩快报构成虚假陈述。海南省高级人民法院认为，案涉业绩快报已在显著位置特别提示相关财务数据为未经审计的初步核算数据，因此不构成虚假陈述。<sup>〔45〕</sup>该案已涉及预测性信息的披露标准问题和“警示语言”免责问题，但尚未提炼出预测性信息虚假陈述责任认定的通用标准。在“尔康制药”案中，最高人民法院再审裁定从投资者信赖角度出发，指出业绩预告从性质上对数据准确性的要求并不等同于正式业绩报告，其记载的数据仅为参考数据，一般理性投资者能够区分二者的区别，进而认定案涉业绩预告不构成虚假陈述。<sup>〔46〕</sup>

2020年，深圳市中级人民法院在“中航三鑫”案中首次明确提出预测性信息的审查标准。有观点认为该案系从“重大性”角度进行解释，“未能切中鼓励自愿性披露的制度肯綮”<sup>〔47〕</sup>。但

〔39〕 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《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201-215页。

〔40〕 参见广州市中级人民法院（2020）粤01民初第1866号民事判决书。

〔41〕 参见郑州市中级人民法院（2019）豫01民初第1509号民事判决书。

〔42〕 参见北京市高级人民法院（2019）京民终第346号民事判决书。

〔43〕 参见广东省高级人民法院（2010）粤高法民二终字第64号民事判决书。

〔44〕 参见武汉市中级人民法院（2018）鄂01民初第3799号民事判决书；湖北省高级人民法院（2021）鄂民终第157号民事判决书。

〔45〕 参见海南省高级人民法院（2016）琼民终第123号民事判决书。

〔46〕 参见最高人民法院（2020）最高法民申第4220号民事裁定书。

〔47〕 汤欣、李卓卓：《新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析》，载《法律适用》2022年第3期，第67页。



重大性仅是该案分析视角之一，该案判决明确认定预测性信息具有不确定性，实践中不可能做到与后来发生的事实一一对应，应从下述两方面对预测性信息进行审查：一是上市公司披露预测性信息时的主观心理状态，即上市公司当时是否有理由真实地相信预测性信息，是否有意出具虚假预测信息误导投资人；二是上市公司在披露预测性信息时是否做了预测具有不确定性的警示性提示。法院认定案涉预测性数据建立在合理性推断基础之上，以善意方式予以披露，且以明确的警示性语言告知了预测的不确定性，故不构成虚假陈述。<sup>〔48〕</sup>可以说，该案判决的认定已具有安全港制度雏形。

2021年，成都市中级人民法院在“迅游科技”案中进一步明确，预测性信息本身的特殊性决定其披露标准不适用“真实、准确、完整”的一般信息披露标准，预测内容与实际情况存在较大差异是预测性信息无法避免的情形，不能据此认定预测性信息披露违法，而应从以下三方面进行判断：其一，预测信息是否有充分的警示性提示；其二，预测信息的依据是否明确、充分、合理；其三，预计实际业绩与已披露的业绩预告存在较大差异时，是否及时修正。法院认定案涉上市公司在发布业绩预告、业绩快报时伴随充分的警示性提示，使投资者的合理信赖有了一定程度的弱化，预测内容有相应合理依据，且在发现与实际情况存在差异后及时进行了修正，故不构成虚假陈述。<sup>〔49〕</sup>该案判决形成的预测性信息审查标准已十分接近《虚假陈述司法解释》规定的预测性信息安全港制度。

值得注意的是，在部分案例中，法院认定信息披露主体的主观状态不构成善意，进而认定发行人作出的与实际情况不符的预测性信息构成虚假陈述。例如，江苏省高级人民法院在“高新张铜”案中判决认为，相关刑事判决认定上市公司高管在明知公司经营亏损的情况下，仍然采用虚假销售、虚构原材料让利等手段虚增利润，导致上市公司披露与实际情况严重不符的业绩快报，据此认定案涉业绩快报构成虚假陈述。<sup>〔50〕</sup>

上述案例体现出裁判者在2003年《虚假陈述若干规定》框架下对预测性信息披露进行公平合理责任认定的平衡与智慧，为2022年《虚假陈述司法解释》正式确立预测性信息披露安全港制度积累了宝贵的审判经验。

#### 四、我国预测性信息披露民事责任安全港制度

随着证券虚假陈述诉讼前置程序的废除，区分预测性信息与事实性陈述，明确预测性信息虚假陈述民事责任的认定标准，具有现实必要性。2022年《虚假陈述司法解释》第6条规定：“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：（一）信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；（二）预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；（三）预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履行更正义务的。前款所称的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。”该规

〔48〕 参见深圳市中级人民法院（2019）粤03民初第2031号民事判决书。

〔49〕 参见成都市中级人民法院（2021）川01民初第5152号民事判决书。

〔50〕 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民终第85号民事判决书。

定吸收此前司法案例积累的有益经验，首次正式确立我国预测性信息披露民事责任安全港制度。

### （一）我国预测性信息安全港的基本适用原则

上述规定明确预测性信息与实际经营情况存在重大差异时，原则上不构成虚假陈述，除非存在“但书”规定的除外情形，为我国预测性信息披露提供了明确的安全指南和责任豁免指引。该规定未以预测内容与实际情况不符的结果认定其构成虚假陈述，体现出对预测性信息的宝贵价值与特殊性的尊重，也与域外法预测性信息披露安全港制度相契合。

随着我国证券市场的发展，投资者需要更多预测性信息辅助作出投资判断。上述规定有助于鼓励预测性信息的自愿披露，充分释放其对投资者、信息披露人和证券市场可能产生的各项潜在价值。同时，该规定也与我国培育资本市场理性投资者的理念相契合，有助于抑制投资者对预测性信息的不合理信赖和非理性决策，使其更加审慎、理性地看待预测性信息。

值得注意的是，目前该规定仅适用于与实际经营情况“存在重大差异的预测性信息”，一方面排除了不具有前瞻性的主观评价等“软信息”，另一方面，按照举重以明轻的原则，对于与实际经营情况不存在重大差异的预测性信息，无需通过适用“安全港”制度豁免责任，即无论是否存在该规定的除外情形，行为人均不应就此承担虚假陈述民事赔偿责任。

### （二）我国预测性信息安全港的除外情形

#### 1. 关于警示性语言

我国安全港制度的第一项除外情形为“未充分进行风险提示”，即美国安全港制度所称的是否具备有效的“警示性语言”，<sup>[51]</sup> 此前“康芝药业”案、“中航三鑫”案、“迅游科技”案判决均体现出对警示性语言的审查。美国国会的安全港制度将警示性语言作为一项独立的责任豁免事由。对此，批评意见认为，这赋予了预测性信息披露人一张“撒谎牌照”（license to lie），使恶意披露预测性信息的主体获得了不当保护。<sup>[52]</sup> 美国部分法院亦对此持否定意见。例如，联邦第五巡回法院在2009年审理的 *Lormand v. US Unwired, Inc.* 案中一改此前态度，宣称主观善意是适用安全港规则的必要条件，仅附加警示性语言不能豁免责任。<sup>[53]</sup> 纽约南区联邦地区法院在2014年的一起案例中认为，安全港规则不保护那些明知是虚假却仍然作出或批准预测性信息的披露者。<sup>[54]</sup>

相比而言，我国安全港制度的适用条件更高，附加警示性语言不能单独构成一项责任豁免事由，只有同时满足不存在三项除外情形的条件才可适用安全港规则主张免责。因此，我国预测性信息披露人即使附加了警示性语言，仍有可能因触及其他两项除外情形而需要承担责任。我国的规定可有效避免恶意的预测性信息披露人利用警示性语言的豁免事由故意发布误导投资者的预测性信息，更有利于督促信息披露义务人规范、审慎地进行预测性信息披露。

关于何等警示性语言构成“有效的风险提示”，美国司法实践确立的规则是信息披露人无需披露所有潜在风险或最终引发争议的风险，但应针对特定的预测内容披露具体、实质的重要风险

[51] See *Harris v. Ivax Corp.*, 182 F.3d 799, 807 (11<sup>th</sup> Cir. 1999); Richard A. Rosen & Jessica S. Carey, *The Safe Harbor for Forward-Looking Statements after Twenty Years*, 30 *Insights* 8, 19 (2016).

[52] 参见前引[22]，Chuck Pier文，第138-148页。

[53] See *Lormand v. US Unwired, Inc.*, 565 F.3d 338 (5<sup>th</sup> Cir. 2009).

[54] See *In re ITT Educ. Servs., Inc. Sec. Litig.*, 34 F. Supp.3d 298, 306 (S.D.N.Y. 2014).

警示。我国预测性信息披露规则对警示性语言的要求详略不一，在个案中应当结合具体规定进行审查。例如，对于业绩预告，如存在可能影响准确性的不确定因素，应披露不确定因素的具体情况及其影响程度。<sup>〔55〕</sup>对于首次公开发行中的盈利预测，发行人需声明“本公司盈利预测报告是管理层在最佳估计假设基础上编制的，但所依据的各种假设具有不确定性，投资者应谨慎使用”<sup>〔56〕</sup>。年度报告、半年度报告如涉及未来计划等前瞻性陈述，需声明“该计划不构成公司对投资者的实质承诺，投资者及相关人士均应当对此保持足够的风险认识，并且应当理解计划、预测与承诺之间的差异”<sup>〔57〕</sup>。

## 2. 关于预测性信息编制基础

我国安全港制度的第二项除外情形为“预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理”。相较而言，美国 SEC 的安全港制度要求信息披露人同时满足“预测具备合理基础”和“披露人主观诚信”两项条件，而国会将主观善意作为豁免的绝对事由，并未就编制基础合理作出规定。

行为人的主观过错往往通过一定的客观行为反映出来，因此对于过错认定的客观化和典型化实践中已形成共识，即通过对外在行为的研究来判断有无过错或过错的大小、种类。<sup>〔58〕</sup>在考察预测性信息披露人的主观状态时，所依据的编制基础是否合理是判断披露人主观状态是否诚信、善意的重要因素。如披露人明知预测性信息依据的假设、编制基础不合理却仍要作出明知不合理的预测，则很难构成主观善意。因此，我国将“编制基础明显不合理”作为除外情形，有助于使“主观善意”的判断标准更为明确具体，给披露人和裁判者确立了更为清晰的判断规则。

实践中，预测性信息的编制基础是否合理存在较大争议空间。这源于预测性信息依据的基本假设、会计政策等编制基础极易受到经济环境及监管政策影响，相应标准处于不断动态调整中，不确定性极强，而在争议发生后监管者、裁判者往往容易站在“事后”的角度判断当时的编制基础是否合理，即使以“事中”角度评判，历史环境的不可复原性也增加了证明合理性的难度。在“安硕信息”行政处罚案中，针对上市公司向机构投资者介绍的“一横一纵”发展战略、拟合作成立互联网金融公司等计划，处罚决定书详细分析了互联网金融业务的收入占比情况和商业运营能力，从业务决策的随意性、资金计划的不充分和可行性研究的不足等方面论证公司“互联网金融业务缺乏未来实现的基础”<sup>〔59〕</sup>，为判断“编制基础是否合理”提供了有益的实践参考。

如果编制基础是否合理的认定边界不清晰，可能导致安全港制度失效。《虚假陈述司法解释》第6条采用的表述为“明显不合理”，在一定程度上有利于减少争议，也即在编制基础合理性存在一定争议的情况下，宜结合发行人的抗辩审慎评判，不宜轻易认定预测性信息构成虚假陈述。

## 3. 关于信息披露人的及时更新义务

我国安全港制度的第三项除外情形为“预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履

〔55〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.4条。

〔56〕 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第57号——招股说明书》（中国证监会公告〔2023〕4号）第63条。

〔57〕 《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》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告的内容与格式》第14条。

〔58〕 参见张新宝：《侵权责任法》（第2版），中国人民大学出版社2010年版，第39页。

〔59〕 《中国证监会行政处罚决定书（上海安硕信息技术股份有限公司、高鸣、曹丰）》（〔2016〕138号）。

行更正义务”。尽管采用“更正义务”的表述，但该规定的实质系预测性信息披露人具有“更新义务”。在美国证券法下，“更新义务”（duty to update）和“更正义务”（duty to correct）不同，更正义务的前提是作出信息披露时所披露的信息即为虚假或误导性陈述，而更新义务的前提是信息披露作出时不存在虚假陈述，但随着情况发展该信息变得不准确。更新义务不适用于历史事实，仅限于预测性信息。<sup>〔60〕</sup>

美国联邦证券法下，信息披露人始终存在更正义务，但对预测性信息披露人是否应施加更新义务却存在较大争议。《私人证券诉讼改革法案》明确声明，该法案不对预测性信息披露人施加任何更新义务（duty to update）。<sup>〔61〕</sup>美国联邦第七巡回法院在 *Stransky v. Cummings Engine Co.* 案中认为，Rule 10b-5 没有施加更新义务，证券法也不应向后回看，当一个陈述作出时是准确的，就不应根据后面发生的不可预计的事项决定它构成虚假陈述；<sup>〔62〕</sup>其在 *Gallagher v. Abbott Laboratories* 案中再次判决认为，美国证券监管系统建立在定期披露的基础上，该披露模式不要求更新义务。<sup>〔63〕</sup>

然而，美国部分法院认为对于符合以下两项要素的预测性信息，信息披露人存在更新义务。（1）该预测性信息的陈述足够具体、清楚且构成积极性预测。如果只是“寻求战略合作者投资”“分红情况稳定”或产品安全性描述等陈述，则不构成确定的、积极的预测，不存在更新义务。<sup>〔64〕</sup>（2）该预测性信息属于持续性信息。例如，在 *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation* 案中，美国联邦第三巡回法院认为，更新义务只存在于“预测的表述仍然活在投资者的心中、成为一项持续性表述”的情况下，对于经常性披露的季度报告，投资者一般不会将其中的盈利预测视为持续性表述，因而无需对其盈利预测进行更新。<sup>〔65〕</sup>

在我国证券监管规则下，发行人始终存在更新义务。例如，当已披露的重大事件出现可能产生较大影响的进展或变化时，上市公司应及时披露进展变化；<sup>〔66〕</sup>业绩预告发生方向性变化的、实际情况与预计金额差异较大的、实际情况与业绩快报的预计数据差异幅度达到一定比例以上等，均需要发布更正公告，并说明具体差异及造成差异的原因。<sup>〔67〕</sup>在“宝利国际”行政处罚案中，证监会即因行为人没有及时更新合作意向发生重大变化而作出行政处罚。<sup>〔68〕</sup>在“迅游科技”案中，成都市中级人民法院也将“预计实际业绩与已披露的业绩预告存在较大差异时，是否及时修正”作为预测性信息是否构成虚假陈述的一项判断标准。<sup>〔69〕</sup>

〔60〕 参见程茂军：《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》，载《证券法苑》第20卷，法律出版社2017年版，第199页。

〔61〕 See PSLRA Sec 21E (d).

〔62〕 See *Stransky v. Cummings Engine Co.*, 51 F.3d 1329 (7<sup>th</sup> Cir. 1995).

〔63〕 See *Gallagher v. Abbott Laboratories*, 269 F.3d 806 (7<sup>th</sup> Cir. 2001).

〔64〕 See *In re Time Warner, Inc. Securities Litigation*, 9 F.3d 259 (2d Cir. 1993); *In re International Business Machines Corporation Securities Litigation*, 163 F.3d 102 (2d Cir. 1998); *In re Sanofi-Aventis Securities Litigation*, S.D.N.Y. Mar. 30, 2011.

〔65〕 See *In re Burlington Coat Factory Securities Litigation*, 114 F.3d 1410 (3d Cir. 1997).

〔66〕 参见《上市公司信息披露管理办法》第25条。

〔67〕 参见《上海证券交易所股票上市规则》第5.1.5条、第5.1.8条。

〔68〕 参见《中国证监会行政处罚决定书（江苏宝利国际投资股份有限公司、周德洪、陈永勤等6名责任人员）》（〔2017〕66号）。

〔69〕 参见成都市中级人民法院（2021）川01民初第5152号民事判决书。



《虚假陈述司法解释》第6条要求预测性信息披露人在预测前提发生重大变化时进行信息更新,具有合理性。这是因为如果预测前提发生变化,意味着依据原先前提作出的预测已经不准确,理应依据变化后的前提更新预测内容。但在实践中,部分预测性信息依据的前提在不断变化发展的过程中,信息披露人在此过程中需要经过一段时间的观察、测试才可能确认是否影响此前的预测性信息以及影响程度。因此,《虚假陈述司法解释》第6条规定,前提发生“重大变化”才需更新。应将重大变化具有较高确定性之时作为起算时点,避免信息披露人在前提变化尚不确定时基于“及时调整”的压力贸然更新,进而可能对投资者产生误导。

### (三) 我国安全港制度建立后的司法实践

《虚假陈述司法解释》颁布后,已有法院适用预测性信息安全港制度作出裁判。2022年9月,沈阳市中级人民法院就某自动化公司案作出一审判决,成为《虚假陈述司法解释》颁布后首例适用预测性信息安全港制度的案例。该案中上市公司因业绩预告中净利润与经审计净利润存在重大差异,被交易所和证监局惩处,并引发投资者提起虚假陈述诉讼。沈阳市中级人民法院一审判决适用《虚假陈述司法解释》第6条规定,认为业绩预告与经审计净利润的盈亏性质发生变化,属于重大差异,并依次考察是否存在三项除外情形。就除外情形一,法院认为业绩预告提示“相关财务数据未经审计,是公司初步测算的结果,敬请广大投资者谨慎决策,注意投资风险”,并披露了不确定因素,足以使投资者的信赖有所降低,满足风险提示要件。就除外情形二,法院认为预测性信息的编制基础应根据制定时的客观情况和会计准则认定。公司基于现实情况调整会计政策,但不能据此推测此前编制基础明显不合理,原告应承担举证不能的后果。就除外情形三,法院认为公司在沟通会上确定收入确认的会计政策、完成业绩预告修正的财务核算后即发布了修正公告,属于及时修正。据此,沈阳市中级人民法院判决认为现有证据不足以证明案涉公司在发布预测性信息时未尽合理注意义务、误导投资者,于是驳回原告诉讼请求。<sup>[70]</sup>

此外,在成都市中级人民法院作出“迅游科技”案一审判决后,《虚假陈述司法解释》颁布,四川省高级人民法院二审适用该规定第6条认为,投资者就预测性信息主张发行人虚假陈述的,除非能够举证证明发行人存在法定除外情形,否则其主张不能支持。经逐项审查除外情况,四川省高级人民法院认为现有证据不足以证明行为人存在构成预测性信息虚假陈述的法定情形,因此维持一审判决。<sup>[71]</sup>

上述两案裁判思路均表明,原告应就“预测性信息构成虚假陈述”的除外情形承担举证责任。《虚假陈述司法解释》虽未明确规定该事项的举证责任分配规则,但其整体延续了2003年《虚假陈述若干规定》的举证责任分配体系,由原告就虚假陈述行为及其所致损失承担举证责任,被告就不存在因果关系、内部人及中介机构不存在过错等承担举证责任。由于“预测性信息安全港制度”规定在“虚假陈述的认定”一节,由原告就除外情形承担举证责任符合整体举证规则体系。不过,投资者对上市公司的信息来源主要依据公开披露信息,对预测性信息的形成、披露过程了解有限,如完全由投资者就除外情形承担举证责任,客观上存在较大难度。在投资者初步举

[70] 参见沈阳市中级人民法院(2022)辽01民初第309号民事判决书。

[71] 参见四川省高级人民法院(2022)川民终第1044号民事判决书。

证证明存在除外情形的情况下，信息披露人有必要积极举证，抗辩其风险提示的充分性、编制基础的合理性和信息更新的及时性。

#### （四）当前适用安全港制度的主要争议

在当前的行政执法、自律监管实践和司法实践中，能否适用安全港制度豁免信息披露人的责任，最主要的争议和常见情形为：上市公司在披露年度报告前先行披露未经审计的业绩预告、业绩快报，但随着年报审计工作的开展，审计机构对相关科目的会计处理与上市公司管理层的理解不一致，上市公司被迫根据审计机构的意见调整会计政策或会计处理，进行业绩预告或业绩快报的更正。实践中常见的业绩修正原因为增加计提各类资产减值，例如对收购子公司计提的商誉减值、无形资产减值等，调整递延所得税资产，修改收入确认期间及确认方式等。此类情形在当前资本市场中十分普遍，已有很多上市公司因此被采取行政监管措施或自律管理措施，并被投资者提起证券虚假陈述民事诉讼或面临诉讼风险。

例如，“芯海科技”在2022年年审过程中经“与会计师事务所充分沟通”后，发布业绩预告、业绩快报更正公告，调减递延所得税资产、调减在建工程资本化费用确认，被交易所出具监管警示。<sup>〔72〕</sup>“罗顿发展”在2021年年审过程中经“咨询相关专家”，将重要推广服务业务收入改按净额法核算并分期确认，导致业绩预告更正公告中营业收入、净利润大额调减，被交易所出具通报批评的纪律处分。<sup>〔73〕</sup>“科华控股”在出具2021年度业绩预告后，“经与会计师事务所深入沟通”，在业绩预告更正公告中补充计提存货跌价准备、补充确认递延所得税资产，被交易所出具通报批评的纪律处分。<sup>〔74〕</sup>“同方股份”在披露2018年业绩预告后，“因公司与审计机构对相关科目的处理方式存在分歧”，发布业绩预告更正公告，增加计提子公司商誉减值、无形资产减值、对持股公司股票计提减值、补充计提大额存货跌价损失，被交易所作出公开谴责的纪律处分。<sup>〔75〕</sup>

在以上述案例为代表的类似情形中，上市公司基于审计机构意见更正此前发布的业绩预告或业绩快报，是否构成预测性信息虚假陈述存在较大争议。从理论上进行分析，上市公司在作出业绩预测时采用的会计政策或/和作出的会计处理与年审过程中专业审计机构选用的会计政策或/和作出的会计处理不同，并不必然意味着上市公司此前的会计政策或/和会计处理“明显不合理”。因为在“压实看门人责任”的严监管背景下，审计机构在年报审计过程中通常采取更为谨慎、保守的会计处理方式，个别情形下甚至已超出一般谨慎的标准，达到“过度谨慎”的程度。但绝大多数上市公司在作出业绩预测时，往往根据此前年度一贯采用的会计政策或/和会计处理进行预测，公司管理层在主观上真实相信所采用的会计政策或/和会计处理可以恰当反映公司真实的经营情况，而非恶意选用明知不合理的会计政策或/和故意做出明显不合理的会计处理。

〔72〕 参见《上海证券交易所关于对芯海科技（深圳）股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》（上证科创公监函〔2023〕0019号）。

〔73〕 参见《上海证券交易所纪律处分决定书（关于对罗顿发展股份有限公司及有关责任人予以纪律处分的决定）》（〔2022〕150号）。

〔74〕 参见《上海证券交易所纪律处分决定书（关于对科华控股股份有限公司及有关责任人予以通报批评的决定）》（〔2022〕112号）。

〔75〕 参见《上海证券交易所纪律处分决定书（关于对同方股份有限公司及有关责任人予以公开谴责的决定）》（〔2020〕35号）。

例如,“罗顿发展”案当事人申辩提出,案涉“推广服务业务”属于创新类业务,按照现行《企业会计准则》的不同理解客观上确实会出现不同的会计处理,在后续向专家咨询论证后已进行更正,主观上不存在掩饰隐瞒;“同方股份”案当事人申辩提出,在发布业绩预告前已与年审会计师初步沟通,公司对会计科目的处理遵循以前年度的一贯政策,不存在主观故意和隐瞒。交易所在“芯海科技”案中亦认定上市公司在与审计机构沟通后“基于更严谨的角度”调整预测数据。尽管以上案例均未查明上市公司在业绩预测时存在故意选用不合理的会计政策或/和故意做出明显不合理的会计处理等主观恶意情形,但是交易所在最终进行责任认定时仍以“业绩预告不准确”为由对相关主体采取自律监管措施。

在民事责任层面,上述情形能否适用现行安全港制度豁免责任也可能存在极大不确定性。《虚假陈述司法解释》第 6 条规定的安全港制度第二项除外情形为“预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理”。在上述案例中,上市公司更正业绩预测的原因客观表现为修改会计政策,导致业绩预告与更正公告存在差异。如果仅从客观方面来看,上市公司业绩预测依据的会计政策与后续审计机构的会计政策不一致,也可能被法院认定其业绩预测期间选用的会计政策“明显不合理”,进而构成除外情形,无法适用安全港制度免除责任。

然而,不考虑相关主体的主观状态是否为恶意,仅从调整会计政策的客观行为认定其编制基础“明显不合理”,进而认定预测性信息构成虚假陈述,显然欠缺合理性,也使得预测性信息安全港制度无法适用于实践中此类最常见的业绩预告更正情形,无法真正鼓励上市公司自愿增加预测性信息的披露。借鉴域外经验,对于安全港制度的适用,一方面需要考察相关主体的客观行为,但另一方面更应着重考察其主观状态。如果相关主体在作出预测时不存在主观恶意,不宜仅因为其自身理解的会计处理与后续审计机构出于谨慎角度采用的会计处理不一致而当然认定“编制基础明显不合理”,并施加行政、自律管理或民事责任。在现行安全港制度缺乏对主观要件明确规定的前提下,宜谨慎认定主观状态为善意的当事人编制基础明显不合理,审慎进行责任认定。

## 五、对我国预测性信息披露制度的完善与展望

《虚假陈述司法解释》首次规定预测性信息安全港制度及其除外情形,填补了此前我国相关规定的空白,为信息披露人提供了明确的预测性信息披露指引,意义重大。但鉴于《虚假陈述司法解释》颁行时间尚且不长,各地法院对预测性信息披露责任认定的司法经验积累尚不丰富,且安全港制度的覆盖范围仍然有限,配套规则也有待健全,本文尝试从以下方面提出完善预测性信息披露安全港制度的建议:

### (一) 在《证券法》层面明确预测性信息披露的特殊标准

《证券法》是证券领域的基本法,是证券法律制度的纲领和基石,是证券发行交易活动必须遵循的基本制度规范,是所有证券市场参与主体的行为准则,也是证券监管、证券司法的根本遵循。<sup>[76]</sup>《虚假陈述司法解释》开篇即称依据《证券法》等法律规定制定,但现行《证券法》缺乏

[76] 参见郭锋等:《中华人民共和国证券法制度精义与条文评注》,中国法制出版社 2020 年版,第 33 页。

对预测性信息披露的专门规定，导致预测性信息披露安全港制度欠缺上位法依据。如前所述，《证券法》规定的“真实、准确、完整”的信息披露标准不适用于预测性信息。尽管已有监管规则规定预测性信息的披露标准为“合理、谨慎、客观”，但目前预测性信息披露的相关规定主要散见于部门规章、规范性文件、交易所自律管理文件当中，层级较低。未来可考虑在《证券法》层面区分预测性信息与事实性陈述，明确预测性信息不适用“真实、准确、完整”的信息披露标准，而应适用“合理、谨慎、客观”的披露标准，给予预测性信息安全港制度明确的法律依据。

#### （二）将预测性信息安全港制度延伸至行政责任认定层面

尽管交易所自律管理规则已注意对预测性信息与事实性陈述进行区分，明确预测性信息的披露标准为“合理、谨慎、客观”，但在责任认定层面却并未体现出对预测性信息特殊性的充分考量。探寻既往监管实践，大量案例简单依据预测信息与实际情况差异较大即对信息披露人采取监管措施或自律管理措施，对预测性信息披露形成了较为严苛的行政责任。尽管《虚假陈述司法解释》规定了预测性信息披露安全港制度，但其仅在民事责任层面对信息披露人提供保护，在行政监管、自律管理层面，信息披露人仍有可能因预测不准确而被采取行政惩处措施。未来有必要在监管规则中引入预测性信息披露安全港制度，统一预测性信息披露的民事责任与行政责任、自律管理责任的认定标准，为发行人全方位构建鼓励预测性信息披露的制度环境。

#### （三）明确安全港除外情形的举证责任分配

《虚假陈述司法解释》第6条未明确规定预测性信息安全港制度的三项除外情形由哪方承担举证责任。如前所述，结合预测性信息安全港制度的规定章节及整体举证责任分配体系，由原告方就存在除外情形承担举证责任更为合理，在《虚假陈述司法解释》颁布后作出判决的“迅游科技”案、某自动化公司案亦支持上述观点，将举证责任分配至原告方。建议最高人民法院在发表《虚假陈述司法解释》解读文件或编著解读书籍时，明确预测性信息安全港制度除外情形的举证责任分配规则。

#### （四）着重审查信息披露主体的主观状态

《虚假陈述司法解释》设立的安全港制度除外情形缺乏对当事人主观要件的明确规定。如前文分析，在上市公司业绩预告选用的会计政策与后续审计机构不一致的情况下，如果完全不考虑上市公司的主观状态，仅以其变更会计政策的客观行为认定预测性信息的“编制基础明显不合理”，并据此排除适用安全港制度，这对于主观确实为善意的上市公司欠缺公平合理性，也不符合安全港制度的创设初衷，并与域外豁免善意披露者的制度经验相背离。建议在未来的监管和司法实践中适用主客观统一的标准，着重审查预测性信息披露主体的主观状态。特别是关于“编制基础是否合理”的问题，应在变更会计政策的客观情况发生后进一步结合行为人的主观状态进行认定。对于主观不存在恶意的行为人，宜谨慎适用“编制基础明显不合理”的规定对其施加责任，使得安全港制度真正起到为善意披露者提供责任豁免、防止寒蝉效应的重要作用。

#### （五）针对前瞻性陈述以外的“软信息”制定安全港制度

如前文分析，《虚假陈述司法解释》第6条明确规定仅适用于“盈利预测、发展规划等预测性信息”，而未包含前瞻性陈述以外的其他“软信息”。从涵盖范围来看，软信息泛指意见、预测、分析和其他主观评价，不仅包含前瞻性的预测性信息，还包括其他一切动机、目的、意图的



陈述和主观评价,比如使用“极好的”“高效的”“富有创新性的”等主观用语,或对公司管理层的能力、个人品格进行描述等。<sup>〔77〕</sup>这些动机意图和主观评价往往没有充分的客观数据作支撑,同样难以适用传统的“真实、准确、完整”的信息披露标准。针对该等陈述可能引发的争议,比如如何判断其是否构成虚假陈述、如何认定信息披露人的责任等问题存在制度空白。对此,未来可考虑为预测性信息以外的其他“软信息”制定安全港制度,根据信息披露人的主观状态是否善意、是否过分偏离客观基础、是否附加警示性语言等方面,来判断信息披露人能否获得责任豁免保护,从而完善不同类别信息披露标准和虚假陈述责任的认定。

---

**Abstract:** Forward-looking information is an important information that affects investors' investment decisions. Because it is a subjective prediction and evaluation of the future and has considerable uncertainty, it is not appropriate and should not apply the “true, accurate and complete” judgment standards of traditional information disclosure. In the 20<sup>th</sup> century, the United States has established a safe harbor system to provide exemption from liability for compliant forward-looking information discloser. The judicial interpretation of misrepresentation issued by the Supreme People's Court of China in 2022 established the forward-looking information safe harbor system for the first time. Previously, some judicial cases have started preliminary exploration and accumulated useful trial experience. However, in previous regulatory practices, securities regulatory agencies and securities exchanges still tend to determine the forward-looking information discloser to bear liability based on objective facts that the predicted content and the actual situation have significant differences. To improve China's forward-looking information disclosure system, it is recommended to amend the Securities Law to clarify the special standards for forward-looking information disclosure, extend the application of the safe harbor system to administrative responsibility, clarify the reasonable allocation of the burden of proof in exceptional circumstances, focus on examining the subjective element of the discloser, and establish corresponding safe harbor systems for other “soft information”.

**Key Words:** forward-looking information, misrepresentation in securities market, safe harbor system

---

(责任编辑:李 敏 赵建蕊)

---

〔77〕 See Janet E. Kerr, *A Walk through the Circuits: The Duty to Disclose Soft Information*, 46 Maryland Law Review 1071, 1071 (1987); A. A. Sommer, Jr. et al., *New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings*, 28 The Business Lawyer 505, 506 (1973); Neil Campbell, *Compulsory Disclosure of “Soft” Information*, 22 The Canadian Business Law Journal 321, 323 (1993).