

证券预测信息“安全港”制度：美国经验与中国镜鉴

高振翔

(深圳证券交易所科交中心有限责任公司，广东 深圳 518038)

摘要：证券预测信息“安全港”制度是一种旨在鼓励上市公司积极披露预测信息的免责安排。美国预测信息“安全港”制度包括美国证券交易委员会规则、判例法规则和《1995年私人证券诉讼改革法案》规则三部分，三者之间既递进升级又各有侧重。尽管美国预测信息“安全港”制度不断发展，但实践中也引发了关于警示声明是否有效、责任豁免是否应考察披露人的主观状态、“安全港”制度是否放纵了信息披露违法等争议。《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》创设了中国版的预测信息“安全港”制度，力图在鼓励预测信息披露和督促披露人规范、审慎披露之间取得平衡，但目前仍存在预测信息重大性标准尚待厘清、除外情形适用条件有待细化、行政和自律监管领域免责制度缺位等问题。优化我国预测信息“安全港”制度，可从完善以理性投资者为核心的重大性标准、明确免责条件适用安排和细节、构建行政和自律监管免责机制等方面探索。

关键词：证券预测信息；“安全港”制度；虚假陈述；责任豁免；风险提示

Abstract: The safe harbor rule of the forward-looking statements is an exemption arrangement aimed at encouraging listed companies to actively disclose prediction information. SEC rules, case law rules, and the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 rules make up the U.S. safe harbor rule, which are progressive and focused on each other. Although the U.S. safe harbor rule has continued to evolve, the practice has also led to controversies on whether the warning statement is effective, whether the subjective state of the discloser should be examined for the liability exemption, and whether the safe harbor indulges in information disclosure violations. The Chinese version of the safe harbor rule for the forward-looking statements was created by provisions of the Supreme People's Court on the Trial of Civil Compensation Cases for Misrepresentation Infringements in the Securities Market, attempting to strike a balance between encouraging the disclosure of forecast information and urging disclosers to make standardized and prudent disclosures. However, there are still problems such as the standard of the materiality of forecast information still needs to be clarified, the application of exclusions needs to be refined, and the absence of administrative and self-regulatory exemption systems. In order to optimize the safe harbor rule in China, it can be explored from several aspects, such as improving the materiality standard with rational investors as the core, clarifying the arrangement and details of the application of exclusion conditions, and constructing administrative and self-regulatory exclusion mechanisms.

Key words: forward-looking statement, safe harbor rule, misrepresentation, liability exemption, risk warning

作者简介：高振翔，法学博士，供职于深圳证券交易所科交中心有限责任公司，研究方向：证券法、公司法。

中图分类号：D922.287 **文献标识码：**A

一、引言

以信息披露的时间面向为标准，上市公司披露的信息可以分为预测信息和历史信息两类。预测信息是公司依据现有情况对未来财务状况和经营成果的估计和评

价，而历史信息则是公司对已经发生或正在发生的客观事实的陈述。预测信息对于投资者独立认识公司投资价值，减少其对证券分析师乃至市场谣言的盲目信赖具有重要意义。成熟市场监管者对预测信息多持宽容态度，通过构建规则性“安全港”(safe harbor)制度鼓励上市

公司积极披露预测信息，只要预测信息落入“安全港”范围，即使预测结果与实际情况不符，披露人也可避免承担证券欺诈责任。“安全港”制度一方面划定了预测信息披露行为的责任边界，为上市公司披露预测信息提供了法律保障；另一方面提出了预测信息披露的规范要求，上市公司须按照“安全港”规定谨慎、规范披露预测信息，才能获得责任豁免。该制度目的在于加强对预测信息披露的鼓励和引导，形成激励与约束相容的信息披露制度体系。

在借鉴成熟市场“安全港”制度基础上，《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，以下简称《虚假陈述司法解释》)创设了中国版的预测信息“安全港”制度，填补了预测信息虚假陈述民事责任认定的制度空白，力图在防范不实或者误导性披露同时，保护预测性披露的积极性。但《虚假陈述司法解释》规定尚存进一步完善的空间。美国在发展证券市场中形成了较为完备的预测信息“安全港”制度，积累了丰富经验与教训，值得深入研究并合理借鉴。

二、美国预测信息“安全港”制度的内涵与发展

在对预测信息的管制过程中，美国证券交易委员会(The U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)、法院系统和国会发展出了各自独立的规则。美国预测信息“安全港”规则可分为SEC“安全港”规则、判例法“提示注意规则”(bespeaks caution doctrine)和国会《1995年私人证券诉讼改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act, PSLRA)“安全港”规则三个部分。

(一)SEC“安全港”规则

自1934年成立后，SEC曾在很长一段时间内对预测信息披露采取禁止态度，规定公司注册文件不得包括预测信息。SEC认为，预测信息区别于表述客观、可证实的历史事实，本质上并不可靠，中小投资者没有足够能力判断预测信息风险，容易不当轻信预测信息。¹然而，自上世纪60年代开始，SEC绝对禁止披露预测信息的政策受到激烈批评，原因主要包括：一是投资者在决策过程中不仅考虑公司历史业绩，更多基于未来预期，预测信息对投资者利益具有重要影响；二是管理层对于公司未来表

现的预测无法由外部专业人士替代，因为管理层最了解公司真实情况；三是禁止公司披露预测信息不能确保中小投资者公平获取信息，机构投资者可以通过走访调研方式获得公司关键的财务预测信息并从中获利，但中小投资者却没有这个能力。²

在此背景下，SEC开始重新检讨预测信息监管政策，并最终认为预测信息有其正面价值。为鼓励公司积极披露预测信息，1979年SEC颁布了175规则(Rule 175)，率先为预测信息提供“安全港”规则。根据该规则，只要披露人披露预测信息是善意的并且具有合理依据，可以免除预测信息披露不实或者误导的法律责任。³但SEC“安全港”规则未能激发公司披露预测信息的热情。一是适用范围有限。“安全港”规则只适用于SEC注册文件，通过其他方式(如公开演讲、发布新闻稿等)披露的预测信息则不受保护。二是适用成本较高。披露人须通过事实举证向监管机构或司法机关辩解其主观状态为善意且预测内容具有合理依据。这导致执法或诉讼程序旷日持久，披露人最终承担大部分成本和不利。SEC也承认其“安全港”规则无法以便捷、低成本方式了结争议，披露人可能面临滥诉行为的威胁。⁴

(二)法院“提示注意原则”

历史上，美国法院也曾对预测信息抱有怀疑态度，但受SEC政策转向影响，法院开始为公司预测信息披露行为提供更多保护。在审理证券欺诈案件过程中，美国法院发展出了“提示注意原则”。根据该原则，如果披露人在预测信息中附有提示风险的警示性陈述(cautionary language)，就算预测信息最终未能实现，法院也不认为预测信息构成虚假陈述。⁵法院认为，警示性陈述从三个方面改变了预测信息的性质：一是使得预测结论不具有重大性(materiality)，无法对市场产生实质的负面影响；二是使得投资者对预测信息的信赖不合理，不存在合理信赖也就意味因果关系无法成立；三是使得投资者无法合理主张披露人欺诈，因为警示性陈述从法律性质上否定了预测信息存在的不实或误导性。⁶一个有效的风险警示必须与公司面临的实质风险有关，包括与风险有关的重要事实情况，概括告知投资存在风险的公式化免责声明是不够的。⁷

相较于SEC规则，“提示注意原则”为预测信息披露

人提供了更充分的保障。首先,该规则的适用范围不局限于SEC注册文件,包括了公司新闻宣传等与投资者正式或非正式沟通的其他情形。其次,该规则有效抑制了证券民事诉讼滥用,当披露人附带了有效的警示陈述,法院可以通过驳回诉讼(motion to dismiss)或者简易判决(summary judgement)的方式在诉讼早期了结争议,避免浪费司法资源。

(三)PSLRA“安全港”规则

1.PSLRA“安全港”规则的特点与限制

为进一步鼓励预测信息披露,1995年美国国会在吸收SEC“安全港”规则和判例法“提示注意原则”经验的基础上,颁布了《1995年私人证券诉讼改革法案》,其中第102条为预测信息提供了立法性“安全港”规则。⁸相较SEC规则和判例法规则,PSLRA法案“安全港”规则更广泛、明确和有力。

一是涵盖信息广泛。PSLRA法案规定的预测信息既包括公司对自身经营情况、发展目标的展望,也包括对外部行业和经济形势的预测。同时,口头预测信息也可获得“安全港”保护,只要披露人声明预测信息与实际结果可能存在重大差异,并指明一份包括有意义警示声明的易于获取的书面文件。

二是保护主体广泛。除公司外,公司代理人、公司聘请的外部审查机构、承销商(要求信息来源于公司)披露的预测信息均适用“安全港”规则。但对于口头预测信息,仅公司及其代理人可以获得“安全港”保护,其中代理人范围仅包括公司董事、高级管理人员和其他雇员。

三是免责情形广泛。PSLRA法案规定,只要披露人满足三个条件之一即可适用“安全港”规则豁免责任:(1)有意义的警示声明(meaningful cautionary statement)条件。披露人明确申明相关信息为预测信息,同时附带有意义的警示性陈述,以列出可能导致预测结果与实际情况存在重大差异的重要因素。(2)不重要(immaterial)条件。披露信息为不重要的预测信息。(3)心理确知(actual knowledge)条件。披露人在披露预测信息时并不确知该信息是虚假或误导的。

四是避免滥诉有力。PSLRA法案要求原告承担证明披露人明知预测信息错误或误导而仍故意披露的责任,提高了原告主张被告构成虚假陈述的举证难度。同时,被

告可以就“安全港”规则的适用单独向法院申请简易判决,并申请搁置其他争点的证据揭示(stay of discovery),以减轻被告诉讼负担。⁹

PSLRA“安全港”规则也存在适用限制。不适用的行为人包括:(1)披露预测信息前三年有犯罪记录或受特定司法或行政制裁的披露人;(2)发行垃圾股的披露人;(3)与滚动交易(rollup)或私有化交易(going private transaction)陈述有关的发行人等。不适用的预测信息包括:(1)根据财务会计准则要求编制的财务信息;(2)与要约收购、首发上市相关的信息;(3)与“空白支票”公司(blank check company)发行相关的信息;(4)与合伙企业、有限公司、直接参与投资计划(direct participation investment program)的要约或运作相关的信息;(5)与提交SEC备案的受益所有权(beneficial ownership)报告相关的信息等。

2.PSLRA“安全港”规则的构成条件

(1)有意义的警示声明

PSLRA有意义的警示声明规则建立在判例法“提示注意原则”的基础上。这一规则的要求有:一是警示声明必须针对预测性陈述,不适用于对现有事实或历史事实的陈述;二是警示声明必须附带于预测信息中;三是警示声明必须有意义,列出可能导致预测结果与实际情况存在重大差异的重要因素。但PSLRA法案未具体解释何谓“有意义”。国会曾在立法报告中表示,笼统的、模糊的、概括的、模板化的警示性陈述不能构成有意义的警示声明,披露人须在警示声明中具体披露影响预测结果实现的实质性重要因素。但国会又同时澄清,不是所有与公司风险相关重要因素都需要在警示声明中披露。¹⁰这导致司法实践对有意义的标准存在理解偏差。如在In re PLC Systems, Inc. Securities Litigation案中,法院认为披露人所作“由于美国食药监局审批程序的不确定性,公司不能保证医疗激光设备能够获得审批同意”的警示声明符合“安全港”规则要求。¹¹但在In re Amylin Pharmaceuticals, Inc. Securities Litigation案中,法院却判定“美国食药监局在开展进一步测试前,可能不会允许公司新药上市”的警示声明是无效的。尽管两个案件的警示声明均向市场传递了美国食药监局的审批结果具有不确定性的风险,法院在任一案件中却认为这样

的警示声明对风险提示不充分, 审批不确定的风险是众所周知的风险。¹²因此, 对警示声明“有意义”的具体标准, 美国司法界还存在争论。

(2) 预测信息的重大性

PSLRA法案规定, 无论预测信息是否附带了有意义的警示声明, 也无论披露人在披露时是否存在欺诈故意, 不具有重大性的预测信息都可以适用“安全港”规则豁免责任。不具有重大性的预测信息难以对投资者利益造成实质性影响, 不构成证券欺诈的基础。自《1933年证券法》和《1934年证券交易法》颁布以来, 美国证券法设定的信息披露责任范围基本以重大性为依据, 但成文立法一直未就重大性给出明确定义。1976年, 美国最高法院在TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.案中建立了判断重大性的原则规范——如果有充分的可能性表明理性投资者认为该信息对其投资决策是重要的, 显著改变了现有信息的整体组合(total mix), 那么该信息满足重大性。¹³此后, 美国在司法实践中逐步发展出了定性与定量相结合的重大性判断规则。定性规则被称为“投资者决策标准”, 即如果有充分可能性表明理性投资者认为该信息对证券是重要的, 该信息满足重大性标准。定量规则被称为“价格敏感性标准”, 即如果信息对证券价格产生显著影响, 该信息具有重大性。¹⁴但实践中, 不同投资者、公司和法院关注的重大事项不同、对重大性理解不一, 重大性标准始终以一种模糊的形式存在, 不存在一个绝对确定的公式。

(3) 披露人的主观状态

若预测信息不满足前述有意义的警示声明条件和预测信息不具有重大性的条件, 披露人仍可通过心理确知条件寻求免责。根据PSLRA法案, 心理确知条件要求原告证明披露人在披露预测信息时确知该信息是虚假或误导的。若披露是公司作出的, 原告还要同时证明: 其一, 该信息由公司管理层作出或经其批准后作出; 其二, 该公司管理层作出或批准陈述时实际知悉该信息是虚假或误导的。根据这一规定, 如果预测信息由管理层以外的员工或第三方作出, 且未经管理层授权或批准, 原告将无法证明公司存在心理确知。此外, 心理确知条件要求法院查明披露人的主观故意(scienter)状态, 表明预测信息虚假陈述是一种过错责任而非无

过错责任, 并排除了一般过失情况。评论者认为, 相比证券法上的其他严格责任情形(如《1933年证券法》要求发行人对招股说明书虚假陈述行为承担无过错严格责任), PSLRA“安全港”规则更多偏向于披露人利益保护。¹⁵

3. PSLRA“安全港”规则的具体适用

(1) 预测信息的判断

披露信息属于预测信息是适用“安全港”规则的前提。然而, 由于披露人常常“打包”披露预测信息和历史信息, 区分预测信息和历史信息往往成为规则适用的焦点问题。实践中, 预测信息和历史信息存在两种混淆情形: 一是实质混淆, 同一项信息同时包含预测成分和历史事实成分; 二是形式混淆, 信息本质上是历史信息, 但采取了预测信息的描述口吻。

对实质混淆情形, 法院有必要仔细甄别信息性质, 将“安全港”规则准确适用于预测信息。¹⁶在In re Stone & Webster, Inc., Securities Litigation案中, 联邦地区法院对发行人所作的陈述“拥有足够的资金来源满足公司未来发展需要”认定为与公司未来经营情况相关的预测信息。但联邦上诉法院却对信息进行了仔细区分, 认为发行人的陈述包含了对现有资金情况的评估和对未来资金情况的预测两部分。尽管发行人对未来资金的预测受“安全港”规则保护, 其关于目前拥有充足资金来源的陈述为历史信息, 不能适用“安全港”规则豁免责任。¹⁷当然, 若混淆信息难以区分, 法院也可以将信息整体上判定为预测信息适用“安全港”规则, 但应十分慎重。¹⁸

对形式混淆情形, 法院应当穿透分析信息本质, 发掘真正预测信息。在No.84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust Fund案中, 披露人因涉嫌违法行为, 与美国联邦航空管理局达成了一项行政执法和解。法院认为, 披露人所作的“和解协议对公司未来经营情况和融资情况没有重大不利影响”“公司预计和解协议不会显著增加现在和未来的运营成本”等陈述尽管采取了预测口吻, 本质上是关于和解协议对公司当前经营状况影响的信息。虽然公司过去的行为会对未来经营产生不利影响, 但不当行为已经实际发生, 关于不当行为及其影响的陈述不能作为预测信息受到“安全港”规

则保护。¹⁹

(2) 预测信息的更新义务

SEC“安全港”规则未明确规定披露人有义务及时更正或修改预测信息。从减轻披露人负担角度，PSLRA法案明确规定“安全港”规则未课以披露人更新预测信息的义务。但评论者指出，立法者的意图是消除披露人更新预测信息的任何义务，还是仅仅表明不能从该条中寻求更新义务的依据，在这里不是特别清楚。²⁰

实践中，披露人是否具有信息更新义务(duty to update)，取决于法院的解读。部分案件法院认为不存在预测信息更新义务，如Stransky v. Cummins Engine Company案中，法院指出，披露人没有义务更新预测信息，因为有意义的警示声明已经使得预测信息的不实或误导内容在法律上不构成重大性。²¹又如Pittiglio v. Michigan National Corporation案中，法院拒绝更新义务的理由是披露人并未承诺实现预测结果，预测信息仅体现了披露人对未来的期待。²²但也有许多案件支持了信息更新义务，如Moss v. HealthCare Compare Corporation案中，法院指出，如果实际结果与预测存在重大差异，披露人有义务在合理期限内披露差异，因为尽管警示声明使得预测信息不具有重大性，后续发生的重大差异本身构成重大性。²³又如Asher v. Baxter案中，被告公司发生了工厂关闭的重大不利事实，但警示的措辞没有任何改变。法院指出，如果公司的客观经营环境发生了变化，导致与预测信息相关的风险与披露时存在重大不同，公司有义务及时更新警示语言，否则原有警示声明将没有意义。²⁴

总的看，否定更新义务的观点主要基于实用主义，希望尽量减少披露人负担，鼓励预测信息披露。但支持更新义务的观点在法理上更站得住脚。及时更新义务建立在保护投资者信赖利益的基础上。投资者对披露人做出的一项在披露时是正确的陈述产生了信赖，由于随后客观情况变化导致信息准确性发生了变化，披露人有义务保障投资者的信赖利益不受损害。只要投资者仍然合理信赖披露人的陈述，披露人就始终存在及时更新信息的义务。²⁵虽然在个别案件中法院否定了信息更新义务，但在更多的案件中法院倾向于认为这种义务存在。²⁶

三、围绕美国预测信息“安全港”制度的争论

美国预测信息“安全港”制度不断发展，有效减轻了披露人法律责任压力，鼓励了预测信息披露，但也引发了质疑和讨论。

(一) 警示声明能否向市场有效传递风险信息？

法律意义上的警示声明一般存在于高风险的活动、场所或产品中，如民法上高度危险场所管理者的风险提示责任、产品生产者的产品缺陷警示义务等。证券法之所以要求预测信息披露者作出有意义的警示声明，正是考虑到预测信息实现与否具有高度不确定性，其目的在于向市场传递与预测信息相关的风险因素，让理性投资者作出最有利的投资决策。SEC鼓励上市公司充分披露预测信息，一个基本假设是投资者是成熟、理性的，投资者能够根据公司披露的风险信息认识到预测信息的固有局限性，并将这种认识反映到证券价格。但受限于信息、能力和认知等因素局限，投资者并不总能注意或正确理解预测信息的警示声明，并有效识别其中的风险因素。

评论者指出，“安全港”制度的立法者过分强调了预测信息警示声明的作用，忽视了投资者理解和消化这些警示信息的能力。面对预测信息，投资者的局限性包括：一是过于自信的偏见(overconfidence bias)，投资者往往过高估计了自己的投资能力，轻信自己能够判断公司披露的预测信息准确与否，对相关警示声明视而不见。二是盲目乐观的偏见(optimism bias)，投资者常常对市场和公司表现秉持没有根据的乐观情绪，认为自己的投资组合能够战胜市场趋势，这种乐观情绪容易让其忽视或低估了预测信息的风险因素。三是先入为主的偏见(confirmation bias)，投资者容易采信符合其固有想法的信息，排斥陌生的新信息，这表现为投资者往往不愿意承认投资失败、接受新产生的风险、以及转变投资策略。²⁷值得关注的是，投资者的这些局限性，披露人也同样存在，如公司可能过高估计了自己的预测能力，对困难和挑战估计不足、风险披露不充分；或者乐观认为自己的能力可以克服困难，而对相关的风险避而不谈；又或者在外部环境发生变化后仍然坚持事先披露的经营目标，拒绝承认预测犯错等。投资者和披露人存在

的这些局限性因素解释了为什么预测信息常常具有误导性：一方面，信息披露人在传递风险信息上存在偏差；另一方面，信息接收者也未能准确理解其中的风险含义。

面对警示声明在传递风险信息上的缺陷问题，美国法律界提出了相应完善措施。²⁸一是在立法文件中统一“有意义的警示声明”标准，避免司法实践的“同案不同判”。二是转变披露人对警示声明的认识。有效的风险警示在帮助投资者理性投资的同时，也帮助了公司更为理性、客观地看待未来发展，让其更准确地评估潜在风险，有必要让披露人更深入认识风险警示的作用，提高充分披露风险的自觉。三是针对理性人假设的局限性，完善警示声明的内容和形式。内容上，强调对重要风险因素的完整披露，除了说明具体风险外，还要披露风险发生的可能性、发生风险时造成损害的严重程度等。形式上，要能够引发投资者注意风险，如将警示声明置于披露文件的显著位置，按照重要性程度对风险因素进行排序，针对特定中小投资者使用更形象的表达方式等。

（二）责任豁免是否应以披露人善意披露为前提？

美国“安全港”制度设置的诸多免责条件中，有意义的警示声明条件适用最为频繁。这是因为该条件对披露人最为友好，法院可以在查明相关信息为预测信息并附带有意义的警示性陈述后，在证据开示(discovery of evidence)阶段前便驳回原告起诉。但PSLRA法案未规定适用有意义的警示声明条件须同步考虑披露人的主观故意，司法实践中存在不同观点。

一种观点认为，有意义的警示声明条件与披露人是否善意披露无关。首先，从PSLRA法案规定看，豁免预测信息民事赔偿责任的三个“安全港”条件独立适用。当披露人不满足有意义的警示声明条件或预测信息不具有重大性的条件时，才能适用心理确知条件，探求披露人的欺诈故意。²⁹其次，有关PSLRA的立法报告也指出，PSLRA法案要求警示声明列出导致预测结果不实的重要风险因素，并达到“有意义”标准，目的在于为法院提供一个判断警示性陈述是否落入“安全港”保护范围的客观标准，避免法院陷入判断披露人主观违法故意的难题。³⁰再次，由法院事后探求披露人在披露时是否

存在欺诈故意，很可能存在先入为主的偏见，极易将披露人的无心之失与故意违法相混淆，造成法律适用的不确定性。³¹最后，有意义的警示声明条件目的在于让法院得以在诉讼早期了结争议，鼓励预测信息披露行为。如果将主观善意作为免责前提，法院和当事人需要耗费大量时间用于厘清披露人在披露时点的主观状态，带来诉讼程序的冗长费时。而为避免陷入诉讼纠缠，被告很可能被迫与原告和解。故此，不少法院适用有意义的警示声明条件时拒绝考虑披露人是否为主观善意。如Harris v. Ivax案中，法院指出被告的预测信息附带了有意义的警示声明，其在披露预测时的主观心理状态与是否豁免责任无关。³²Miller v. Champion Enterprises, Inc.案中，法院也表示，当预测信息附带了有意义的警示声明，法院无需调查被告披露时是否善意。³³

但另一种观点指出，豁免披露人责任却不考虑其主观故意，相当于提供了披露人“欺诈许可(license to defraud)”。³⁴只要预测信息附带了PSLRA法案所要求的警示性声明信息，哪怕事先知道预测信息存在虚假或误导性内容，披露人依然可以获得责任豁免。立法为披露人的故意欺诈行为大开“绿灯”，与证券法所要求的保护投资者利益宗旨背道而驰。Schaffer v. Evolving Systems, Inc.案中，法院指出“安全港”规则不能为预测信息披露的故意欺诈行为提供责任豁免。³⁵In re SeeBeyond Corp. Securities Litigation案中，法院认为如果披露人确知预测信息是虚假或误导的，披露人应在风险提示中明确告知投资者虚假或误导的情形，否则不构成有意义的警示性声明。事实上，评价警示性声明是否有意义，是否反映了与预测信息有关的重要风险因素，不可避免地须考察披露人的主观心理，如披露人在披露时注意到了何种风险，如何认识风险的重要性水平等。³⁶

有关预测信息责任豁免是否应考察披露人主观违法故意的讨论，展现了各方对管制预测信息的目标到底是鼓励披露还是强调限制不实或误导性信息的不同观点。尽管后一种观点更符合严惩市场欺诈的正义观，考虑到PSLRA法案的立法背景在于应对证券民事赔偿的滥诉现象，立法也未明确将披露人的主观状态作为适用有意义的警示声明条件的前提，实践中，大部分法院仍认为

就算披露人确知预测信息虚假或误导，也可通过“安全港”豁免责任。³⁷这种实用主义的“安全港”规则路径，虽然提高了司法效率，保护了市场预测信息披露的积极性，却也可能削弱了司法对证券欺诈违法的威慑作用。以下将对这一问题作更深入讨论。

(三)“安全港”制度是否放纵了信息披露违法？

本质上，“安全港”制度是以保护发行人利益，鼓励其充分披露预测信息为目标的免责安排，这一制度的立法目的在于有效阻止当合法的预测没有实现时，披露人面临的诉讼威胁。但过分强调保护发行人利益，可能纵容了违法行为，给投资者利益保护带来不利影响。

预测信息制度应更多偏向保护发行人利益还是投资者利益，是市场监管者不可避免的两难选择。一方面，鼓励所有发行人向市场提供充分的预测信息，使市场更为有效，使证券价格更好反映证券价值，离不开一个宽容的信息披露机制，通过免责制度避免对无辜披露人的不当惩罚。但这种容错机制事实上又可能放弃了对一些信息披露违法行为的追责，导致投资者利益受损，如预测信息披露人主观上存在过错，客观行为也给市场带来损害，但形式上符合“安全港”规则得以免责。另一方面，保护弱势的中小投资者利益，有必要对虚假或误导信息的披露者严加惩治，畅通投资者事后通过民事诉讼主张损害赔偿的途径。但严苛的预测信息披露制度，却又可能挫伤发行人披露预测信息的积极性。在巨大的虚假陈述赔偿责任威胁和诉讼压力下，诚实信用的预测信息披露人也可能因为投资者滥诉而无辜受损。类似的两难困境选择在其他部门法领域同样存在，如刑事司法的“疑罪从无”就是指司法机关面对证据达不到证明标准时，宁愿“放过坏人”也不能“错怪好人”，背后法理在于对当事人财产权、自由权甚至生命权的人权保障要比公众对司法系统的信心更为重要。

因此，要具体分析预测信息披露制度应更偏向发行人利益保护(宁愿“放过”部分违法行为的追责，也不能“错怪”无辜的披露者)，还是更偏向投资者利益保护(宁愿“错怪”善意的披露者，也不能“放过”任何市场欺诈的追责)，有必要从成本收益的视角展开分析。³⁸PSLRA“安全港”规则的成本在于限制了投资者的民事求偿权，放弃了对部分信息披露违法行为追责，

损伤投资者对证券市场的信心；其收益在于减少了市场上的无用、轻率诉讼，节省了司法成本，促进了预测信息充分披露和资本形成。尽管责任豁免带来了公众对于PSLRA“安全港”规则放纵违法行为的质疑，研究指出“安全港”规则总体上还是“利大于弊”。³⁹一是披露人准确披露预测信息所带来的“良好声誉”将正向反馈到证券价格中，披露人能够从中获益。二是PSLRA“安全港”规则的适用情形有限，程序上不适用于SEC行政执法，对象上不适用于3年内有违法犯罪记录等特定发行人，内容上不适用于财务报表、IPO注册文件信息等特定信息。三是就算投资者不能通过“安全港”制度追偿损失，其也可以通过寻求证券法上的其他反欺诈条款获得救济。这是因为预测信息的不实或误导性往往同步体现在历史信息上，披露人需承担历史信息的欺诈责任。四是PSLRA“安全港”规则所要求的有意义警示性声明，客观上向市场传递了关于预测信息不能实现的重要风险因素，有利于证券价格机制的有效运行。综上，尽管“安全港”规则放弃了对部分违法行为的追责，损害了投资者的求偿权，但这种不利影响相对有限，对公共利益带来的益处显著大于其坏处。

四、我国预测信息“安全港”制度现状与问题检视

早在2003年，我国最高人民法院出台《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》(法释〔2003〕2号)时，就已注意到预测信息与历史信息在民事责任认定上的不同，之所以未单独规定预测信息的民事责任认定标准，是因为原告提起虚假陈述民事诉讼须依据生效的行政处罚决定或者刑事裁判文书。存在前置条件的情况下，进入民事诉讼程序的披露信息，无论是预测性还是历史性，都具备产生民事责任的重大性。不过，彼时最高人民法院也指出，法院应了解预测信息与历史信息的不同，以便更准确认定被告的过错程度及所应承担的责任。⁴⁰而随着我国虚假陈述民事赔偿司法实践的不断丰富，法院开始在对个案审判中对预测信息的虚假陈述认定标准进行有益探讨。实践中，法院认为应当针对预测信息的不确定性特点，从披露人是否有意误导(如预测依据是否明确、充分、合理)、是否尽到合理义务(如是否进行充分警示、与实际业绩出现重大差异

是否及时修正)等方面综合判断预测信息是否构成虚假陈述。⁴¹

2022年最高人民法院新出台的《虚假陈述司法解释》取消了前置程序,并完整地对预测信息“安全港”制度作了规定。根据《虚假陈述司法解释》第6条,“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测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。”总的看,我国预测信息“安全港”制度的特点包括:在适用对象上,仅适用于具有预测性质的盈利预测、发展规划等信息;在适用前提上,预测信息须与实际经营情况存在重大差异;在豁免规定上,预测信息披露行为原则上不构成虚假陈述,但特定情形除外。

相较美国,我国预测信息“安全港”制度的差异在于:一是规定模式不同。美国“安全港”制度采取“正面清单”式规定,落入“安全港”内的预测信息披露行为豁免责任,以外的披露行为合法性待定;而我国“安全港”制度则采取“负面清单”式规定,落入“例外情形”内的预测信息披露行为构成虚假陈述,以外的披露行为豁免责任。二是适用范围不同。美国“安全港”制度包括SEC规则、判例法规则和国会立法规则三个层次,其国会立法仅适用于证券民事诉讼领域,在行为人和预测信息上存在限制,而SEC规则和判例法规则可同时适用于证券监管领域和民事诉讼领域;我国《虚假陈述司法解释》“安全港”制度仅适用于证券民事诉讼领域,在行为人和预测信息上则没有进一步限制。三是免责条件不同。美国“安全港”制度的免责条件包括SEC规则中的“善意的并且具有合理依据”条件、判例法中的“提示风险的警示性陈述”条件和PSLRA法案中的“有意义警示声明”“信息不具有重大性”“心理确知”三个独立条件,披露人只要符合一种条件即可免责;而我国“安全港”制度的免责条件为“充分风险提示”“预测基础合理”和“及时履行更新义

务”,披露人须同时满足所有条件才能免责,免责要求更为严格,有利于减少公众对我国“安全港”制度放纵违法的质疑。

总的看,我国和美国“安全港”制度各有特点,都能发挥鼓励预测信息披露的作用,避免上市公司单纯因信息披露的不准确而承担不当责任。但目前我国“安全港”制度仅由《虚假陈述司法解释》的一个条文进行规范,缺乏必要的适用指引以明确规则适用的主客观标准。此外,我国“安全港”制度适用范围较窄,未能在行政和自律监管层面发挥作用。

(一)预测信息的重大性标准尚待厘清

《虚假陈述司法解释》将预测信息与实际经营情况存在重大差异作为原告主张披露人实施虚假陈述的前提,并规定重大差异可以参照监管部门和证券交易所的有关规定进行认定。需要指出的是,预测信息虚假陈述的重大性标准与一般虚假陈述的重大性标准存在差异,前者强调的是预测信息与实际经营情况的重大差异,而后者强调的是公司日常经营中发生,投资者尚未得知并满足一定标准的重大事件或重要事项。尽管两者指向的重大内容并不相同,在判断相关差异或信息是否构成“重大”的问题上却存在共通性。这是因为,预测信息虚假陈述之所以对证券市场造成危害,在于预测内容与实际情况产生了重大偏差,这种偏差程度足以对投资者决策产生负面影响,而最直观的表现即是证券价格或交易量发生明显变化。投资者通常是基于对证券市场信息真实性和证券价格公正性的确信而进行投资,预测信息虚假陈述行为扭曲了证券价格和交易量,价量变化的剧烈程度一定程度上反映出投资者受到干扰的严重程度。这与判断一般虚假陈述重大性所使用的“投资者决策标准”或者“价格敏感性标准”并无差异。因此,对预测信息虚假陈述重大性的分析可以置于一般虚假陈述重大性的分析框架内。对重大性标准,我国证券法规采取了一般规定和列举法相结合的立法体例。

一般规定方面,《证券法》同时规定了“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”。其中,第19条关于证券发行信息披露要求、第84条关于自愿性信息披露的规定采取了“投资者决策标准”,而第52条关于内幕信息认定、第80条关于临时报告披露要求的规定则采

取了“价格敏感性标准”。然而,《证券法》并未明确揭示两种重大性标准之间的关系。“投资者决策标准”和“价格敏感性标准”各有优势:前者从投资者决策角度出发,外延相对较广,执法灵活性较强;而后者更为关注证券价格的实际变化,客观性和证明力更强。⁴²与此同时,两种标准也有其适用“盲区”:对“价格敏感性标准”来说,一是部分信息对投资者利益保护具有重大影响,却可能不会造成价格的剧烈波动;二是披露人可能“打包”披露信息,导致控方或原告难以证明到底哪一项信息引发价格变动。对“投资者决策标准”来说,判断重大性存在更大主观性和不确定性,披露人、投资者、监管机构和司法机关面对同样的信息,可能得出迥异结果。实践中,我国法院倾向于同时适用两种标准作出判断。一项针对2012—2019年证券虚假陈述民事赔偿案件的统计分析表明,我国法院在242件案件同时采用了“价格敏感性标准”和“投资者决策标准”判断虚假陈述信息是否达到重大性,68件案件仅采用了“价格敏感性标准”,15件案件仅采用了“投资者决策标准”。⁴³

列举式规定方面,《证券法》第80条、第81条和《上市公司信息披露管理办法》第22条在重大性一般性规定的基础上,还规定了一套详实的信息清单,以涵盖重要信息类型。证券交易所的股票上市规则等自律规范也专门划定了重大事件的量化指标,特别是在预测信息方面规定了业绩预告、业绩快报和盈利预测三类信息的披露标准和发生差异时的修正标准。⁴⁴当预测信息事项属于清单规定的特定类型,或者达到一定比例/数值,相关信息即满足重大性标准。列举式规定让披露人通过回答“判断题”方式明确信息披露义务,增强了重大性标准的客观性和确定性,减少了潜在重大性争议。⁴⁵因此,实践中列举式规定适用的优先级往往高于一般性规定。但我国关于重大性的一般规定尚有模糊之处,执法机构和司法机关可能过度依赖列举式规定,甚至以列举式规定取代一般性规定,即仅根据列举式规定判断重大性,对不符合列举式规定的信息不再适用一般性规定作判断,造成重大信息遗漏。学者对2012—2019年1077件证券虚假陈述民事诉讼案件的研究表明,法院在752件案件中根据列举式规定判断重大性,在287件案件中根据一

般性规定判断重大性,仅在38件案件中同时适用了一般性规定和列举式规定判断重大性。⁴⁶

(二)“安全港”除外情形的适用要求有待细化

准确理解除外情形的要求,对适用“安全港”制度至关重要。目前《虚假陈述司法解释》的规定还较为原则,可操作性不足。

一是如何认定风险提示的充分性。《虚假陈述司法解释》将风险提示不充分的预测信息排除于“安全港”制度的适用范围,但未说明充分性的具体标准。目前,我国证券法规和证券交易所自律规范都对预测信息的“警示声明”提出了要求,如证监会《上市公司治理准则》第91条规定,“自愿披露有一定预测性质信息的,应当明确预测依据,并提示可能出现的不确定性和风险。”《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第11号——信息披露工作考核》将“自愿披露预测性信息时,以明确的警示文字,具体列明相关的风险因素,提示可能出现的不确定性和风险”作为上市公司信息披露考核的加分情节。但实践中,上市公司多以概括性语言提示风险,对于影响预测结果实现的不确定因素含糊其辞,甚至只字不提。这种缺乏针对性、模糊不清的“警示声明”容易让风险提示流于形式。如上市公司业绩预告中的“风险提示”大多仅有“业绩预告是基于公司财务部门自身专业判断进行的初步判断”“尚未经注册会计师审计”“公司不存在影响本次业绩预告内容准确性的重大不确定性因素”等寥寥数语,内容高度同质化、模板化,能否真正向投资者提示预测信息风险存在疑问。

二是如何认定预测基础的合理性。《虚假陈述司法解释》明确规定,不具有合理编制基础的预测信息不适用“安全港”制度。依据诉讼法理,主张法律关系存在、变更、消灭或者权利受到妨碍的当事人,应当对法律关系存在、变更、消灭或者权利受到妨碍的基本事实承担举证责任。现行《民事诉讼法》并未明确规定证券民事诉讼案件的特殊举证责任分配;根据《虚假陈述司法解释》第2条规定,原告主张被告存在虚假陈述,须提供“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”。照此逻辑,预测信息虚假陈述中,原告也须提供预测信息不具有合理基础的证据。但原告完成此举

证责任的难度较大。一方面，处于不同行业、不同上下游环节、不同发展阶段的企业在预测自身经营情况时选用的预测基础不同；同时，预测基础受经济环境和监管政策影响较大，不确定性强。另一方面，预测信息的相关资料掌握在披露人手中，披露人通常只公开披露预测结论，对得出预测结论的假设前提、预测方法、所选用的会计政策等预测基础信息一笔带过，原告投资者与被告披露人之间的信息严重不对称，形成证据偏在。因此，尽管《证券法》第85条规定了发行人实施虚假陈述的严格责任和相关责任人员的推定过错责任，一定程度上降低了投资者的举证难度，但事实上，投资者可能连最基本的预测信息是否存在虚假陈述、是否具有合理基础的举证能力都不具备，更遑论证明披露人的主观过错。而这也让不当披露人在实践中有机可乘，未经过严谨论证便轻率发布预测信息，如屡禁不止的业绩预告“变脸”现象。

三是如何认定更正义务的及时性。披露人持续更新义务对避免预测信息失真必不可少。美国判例法和我国《虚假陈述司法解释》也都确认了预测信息披露人具有及时更正预测信息义务。关于及时更正的时间要求，《上市公司信息披露管理办法》第62条对“及时”的定义是自起算日起或触及披露时点的两个交易日内。根据这一规定，披露人应当在预测信息所依据的事实情况发生重大变化之日起两个交易日内履行更正义务。虽然这一时限要求有助于督促披露人时刻关注预测信息进展情况，但毕竟预测信息与历史信息不同，预测信息的变化往往是一个发展过程，披露人难以在事中准确认定触发更正时点，如果更正过于频繁，不仅给披露人带来过大负担，也容易让投资者产生误判。因此，有必要针对预测信息特点对信息更正的时限作特别安排。

（三）行政和自律监管“安全港”制度缺位

“安全港”制度为预测信息披露提供法律保障的同时，也对预测信息披露提出了规范要求，目的在于引导上市公司充分、负责任地向投资者披露预测信息。遗憾的是，在行政和自律监管层面，我国仅将不可抗力作为预测信息不能实现的免责事由，如《首次公开发行股票并上市管理办法》第57条规定，“发行人披露盈利预测的，利润实现数如未达到盈利预测的80%，除因不

可抗力外，其法定代表人、盈利预测审核报告签字注册会计师应当在股东大会及中国证监会指定报刊上公开作出解释并道歉；中国证监会可以对法定代表人处以警告。”⁴⁷我国证券法规将不可抗力作为盈利预测披露的行政和自律责任豁免事由，目的在于促使发行人及相关中介机构更严肃、谨慎地披露盈利预测。但仅有不可抗力一种抗辩事由，无疑范围过窄。《民法典》第180条规定，“因不可抗力不能履行民事义务的，不承担民事责任。不可抗力是指不能预见、不能避免且不能克服的客观情况。”根据民法通说，不可抗力规范所指出的给付障碍事由仅限于社会公认的客观现象，如洪水、台风等自然灾害，罢工、战争等社会异常事件和征收、征用等政府行为等。⁴⁸作为一种不履行民事义务的抗辩，预测信息披露的不可抗力也应当限制在民法通说的有限范围。但预测信息涉及对未来趋势、事件和不确定因素的猜测，受到包括不可抗力在内的多种因素影响，仅有不可抗力一种抗辩事由无法避免对善意披露人的不当惩罚。因此，有必要体系化构建我国预测信息披露的行政和自律“安全港”制度。

五、完善我国预测信息“安全港”制度的建议

完善我国预测信息“安全港”制度，可在借鉴美国“安全港”制度经验和教训的基础上，从完善重大性标准、明确适用安排等方面探索优化。同时，尝试在行政和自律监管领域引入“安全港”制度。

（一）完善以理性投资者为核心的重大性标准

重大性标准是划定证券市场信息披露义务边界的基础，也是判定预测信息披露是否适用“安全港”制度的重要前提。预测信息虚假陈述重大性标准的完善，有赖于一般虚假陈述重大性标准的完善。我国关于预测信息重大性标准的列举式规定尽管可操作性强，但也存在以下问题：一是局限性明显，难以穷尽所有符合重大性的信息类型；二是滞后性突出，难以满足金融创新发展需要；三是灵活性不足，未达到列举式规定标准的信息可能对投资者决策是重要的。在法定信息披露清单未能覆盖的情况下，对预测信息重大性判断仍然需要回归一般标准，避免列举式规定侵占一般性规定的适用空间。然而，我国《证券法》并未明确规定应如何适用一

般标准,存在一元理论、二元理论和新二元理论等不同观点。一元理论主要指“价格敏感性标准”单一标准,2019年《证券法》修订以前,“价格敏感性标准”是《证券法》唯一认可的重大性标准。二元理论以首发上市为界,在完成首发上市前,由于证券不存在市场价格,适用“投资者决策标准”,证券进入二级市场持续交易后,适用“价格敏感性标准”。⁴⁹新二元理论主张,首发上市和持续交易两个阶段均可适用两种标准,“价格敏感性标准”操作性更强、优先适用,“投资者决策标准”更为原则、兜底适用。⁵⁰

对预测信息重大性的判断,本文认同新二元理论主张,无论是首发上市还是持续交易均应结合两种标准作综合判断,但更应突出的是“投资者决策标准”。首先,预测信息披露的目的在于为投资者决策提供更充分信息,特别是历史信息所不能涵盖的预测信息。不当的预测信息披露行为是否具有可责性,是否应受“安全港”保护,判断标准在于是否实质上影响了投资者决策。其次,“价格敏感性标准”本质上是将“投资者决策标准”中对投资者决策的影响客观化,将信息对证券价格的影响程度体现为对投资者决策的影响程度。两种标准是特殊和一般的关系。最后,“价格敏感性标准”体现的“买者自负”原则没有有效保护中小投资者,“投资者决策标准”涵盖的重大信息内涵更广,可以有效覆盖“价格敏感性标准”以外的重大信息,填补了投资者保护的空白地带。本文主张,对预测信息重大性的判断应以“投资者决策标准”为主,同时辅以“价格敏感性标准”,价格变动只是判断投资者决策是否重要的参考,归根到底要适用“投资者决策标准”。

目前,我国《证券法》关于“投资者决策标准”的规定还较为笼统,需要更为清晰的指引以降低适用结果的不确定性。其中的关键在于如何界定理性投资者。投资者在投资决策中会受到情绪、偏见等非理性因素影响,“投资者决策标准”并非假设投资者绝对理性,而是反映具有一般证券知识、中等程度理性思维能力的投资者经过思考判断后的投资决策。“投资者决策标准”的选择应当符合中国市场语境。我国证券市场投资者以散户为主,个人投资者证券知识相对匮乏、投资能力相对不足,对特定信息的敏感程度较低,因此立法对理性

投资者的认定标准不宜设定过高,应当为一种弱化的理性投资者标准,具有一般常识即可。⁵¹同时,考虑到证券市场分层特点和各板块投资者准入标准,结合上市公司所处板块、行业特征以及股权结构理解理性投资者的投资决策,不失为一种好方法。⁵²如科创板、创业板的理性投资者标准应结合各自板块定位和投资者准入门槛进行规定,考虑到两个板块的上市公司具有科创属性和高风险,对投资者的财力、经验有一定要求,其理性投资者标准应当高于主板。

(二)明确“安全港”制度的具体适用安排和细节

进一步细化“安全港”制度的适用规则,可通过最高人民法院出台关于《虚假陈述司法解释》的理解与适用指引、公布指导性案例等方式予以实现。

1.规范风险提示要求

通常而言,警示效果与风险提示的内容是否具有针对性、语言是否清晰明了、表达方式是否易于接受等因素密切相关。风险警示信息既不能过量,也不能过少。过量的风险警示信息使得重要风险被“淹没”在不重要的风险中,而过少的风险警示信息又难以引起投资者的足够注意。在我国以散户为主的投资者结构背景下,风险警示应针对中小投资者偏好和局限性作个性化设计,充分考虑投资者有效消化这些风险信息的能力。具体而言,我国可在借鉴美国PSLRA“有意义警示声明”规则和判例法“提示注意”规则基础上,对风险提示作出规范要求:一是形式上应当清晰易懂、直白明了。风险提示应当置于信息披露文件的显著位置、单独章节并用斜体或黑体标识。警示用语应当易于理解,避免采用晦涩专业术语,鼓励通过举例、图标等方式形象说明。二是内容上应当具有针对性,与重要风险相联系。风险提示应当针对特定预测信息,风险内容应当完整、具体,同时具体分析这些风险是如何对预测结论产生影响(如说明风险发生可能性,一旦发生对预测结论的影响程度等)。此外,警示内容应与重要风险相联,避免琐碎、无用的风险信息影响投资者决策。司法机关判断风险提示的充分性和有效性,应从内容和形式两方面考察风险提示能否引起一般投资者的足够注意。

2.明确合理预测标准

解决预测基础合理性的证明难题,除利用证券民事

诉讼中的程序规则(如推行律师调查令、允许专业人士担任案件陪审员等)弥补投资者举证能力不足外,有必要明确预测信息的合理预测标准。尽管预测信息所指向的预测结论存在不确定性,但预测信息的生成过程需遵循规定的标准、方法和格式。《虚假陈述司法解释》要求预测信息的编制基础具有合理性,背后逻辑在于只要预测信息所依据的基本假设、选用的会计政策合理,即可排除披露人故意欺诈的情形,最终预测结论也将合理可靠。明确合理预测标准,可考虑从预测依据和方法的规范性、一致性、公开性和中立性等方面提出要求。一是规范性,预测信息的假设前提和预测方法需遵循基本的财务估计、会计政策规范,预测时间跨度科学合理。二是一致性,预测信息需在会计政策、核算基础、数据格式等方面与历史信息保持一致,确保数据可比。三是公开性,重要的假设依据、选用的会计政策等需要公开,便于外部监督验证。四是中立性,需中立、客观地开展预测,不能过分乐观或悲观。此外,为提升预测信息的规范性和可靠性,可探索建立第三方中介机构审核预测信息制度。目前,我国在首发上市和再融资环节规定了发行人盈利预测由符合规定的证券服务机构审核,未来可探索在持续信息披露环节规定预测信息提交证券服务机构审核,同时将审核的信息类型扩展至非财务预测信息。证券服务机构审核的重点是把关预测信息生成过程的合规性,如发行人预测是否有充足的证据支撑、是否合理反映了假设前提、是否遵循了所有的信息披露要求等。

3. 优化及时更新规则

预测信息建立在一定的假设或事实基础上,预测信息发布后,披露人应当密切关注假设是否持续成立或相关事实是否发生重大变化,及时进行更新并披露。及时更新规则的优化思路有以下两种:一种是要求披露人每月或每季度对预测基础是否发生变化发布定期声明,但该要求加重了披露人负担,不利于鼓励其积极披露预测信息。另一种是针对预测信息的更新义务放宽《上市公司信息披露管理办法》的时间要求。披露人判断预测基础是否发生变化,是否会对预测结论产生重要影响,需经一段时间的观察、测试及确认,可要求披露人定期分析确认变化情况,一旦确认变化对预测信息产生重大影

响立即披露,在提高披露人更新预测信息谨慎性的同时,也避免更新不及时。

(三)构建行政和自律监管领域的预测信息披露免责制度

在美国,由私人提起的证券民事诉讼是解决证券纠纷的主流方式,因此,证券民事诉讼领域的“安全港”制度能够很好起到避免滥诉、鼓励预测信息披露目的。虽然我国近年来持续优化针对证券欺诈的私人证券民事诉讼机制,证监会主导的公共执法仍然是执法的主要方式,司法机构位置相对边缘化,这也符合大陆法系国家对证券市场干预的偏好。⁵³要充分发挥“安全港”制度作用,有必要在《虚假陈述司法解释》规定基础上,构建我国行政和自律监管领域的预测信息披露免责制度。

《虚假陈述司法解释》规定不符合特定情形的预测信息披露行为豁免民事责任,主要是考虑到预测信息虚假陈述存在取证难、因果关系证明难等问题。如果要求原告证明被告存在特定情形以外的预测信息虚假陈述行为,举证难度较大,也需耗费更多司法资源查实。但行政和自律监管机构拥有相比民事原告更强的取证核实能力,且认定行政违法和自律违规无需证明交易和损失因果关系等棘手问题。从强化信息披露监管、引导披露人高质量披露预测信息角度出发,我国行政和自律监管领域的预测信息披露免责制度可借鉴美国预测信息“安全港”制度,规定合法性“正面清单”,清单以外行为的合法性由监管机构查实。美国创设预测信息“安全港”制度的原因在于规则制定者难以全面、精确地界定预测信息披露行为是否符合法律要求,只能退而求其次,挑选出合法情形构成“安全港”。至于“安全港”以外的情形,不必然意味着合法或者非法,留待事后具体问题具体分析。

具体而言,可从主动免责事由和被动免责事由两个方面构建我国预测信息行政和自律免责制度。主动免责事由需要当事人的主动作为才能满足。借鉴《虚假陈述司法解释》经验,可将“充分警示声明”“具有合理依据”“及时更新信息”作为披露人须同时满足的主动免责条件。被动免责事由只需信息本身符合特定情形即可满足,不需要当事人的主动作为。如果披露人构成“预测信息不具有重大性”或“预测结论受不可抗力影响”

两种情形之一，则能免于承担信息不实的违法违规责任。若不符合免责范围，证券监管机构将进一步查清披露人的违法违规责任，消除社会对“安全港”制度姑息

纵容的质疑。我国可探索在证监会行政法规和证券交易所自律监管规则中对免责制度作出规定，待制度成熟定型后再写入《证券法》。

注释

※ 本文仅代表作者个人观点，与所在单位无关。

1. See Barondes R R. The bespeaks caution doctrine: revisiting the application of federal securities law to opinions and estimates[J]. Journal of Corporation Law, 1994, 19(2): 247-249.

2. 参见张琪. 试论盈利预测信息披露的管制[J]. 政法论坛, 2003, (8): 165.

3. 这一规则在《1933年证券法》下称175规则，在《1934年证券交易法》下称3B-6规则。See 17 C.F.R. § 230.175 (2004); 17 C.F.R. § 240.3b-6 (2004).

4. See Levine D M, Pritchard A C. The Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998: the sun sets on California's Blue Sky Laws[J]. Business Lawyer, 1998, 54(1): 43.

5. See Lurvey B J. Who is bespeaking to whom? plaintiff sophistication, market information, and forward-looking statements[J]. Duke Law Journal, 1995, 45 (3): 584-89.

6. 相关司法判例可参见In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 7 F.3d 357, 371 (3d Cir. 1993); In re Splash Technology Holdings, Inc. Securities Litigation, No. C99-00109 SBA, 2000 WL 1727377, 9 (N.D. Cal. 2000); Grossman v. Novell, 120 F.3d 1112, 1120 (10th Cir. 1997).

7. In re Donald J. Trump Casino Securities Litigation, 7 F.3d 357, 364 (3d Cir. 1993).

8. PSLRA法案第102条分别在《1933年证券法》和《1934年证券法》之下加入了内容完全一致的第27A条和第21E条。See 15 U.S.C. § 77z-2 (2000); 15 U.S.C. § 78u-5 (2000).

9. 美国民事诉讼实践中，证据揭示环节可能让原告获得其在提起诉讼以前未曾掌握的更多证据，如被告公司在抗辩过程中向法院和原告提供的未公开内部文件等。

10. Joint Explanatory Statement of the Committee of Conference, Statement of Mangers, House Conference Report No. 104-369, 43-44 (1995), reprinted in 1995 U.S.C.C.A.N. 730, 742-743.

11. In re PLC Systems, Inc. Securities Litigation, 41 F. Supp. 2d 106, 118 (D. Mass. 1999).

12. In re Amylin Pharmaceuticals, Inc. Securities Litigation, Case No. 01cv1455 BTM (NLS), 90872-90873 (S.D. Cal. Oct. 9, 2002).

13. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 375 (1970).

14. 参见马志健. 注册制背景下信息披露重大性标准探究[J]. 财会月刊, 2022, (8): 147.

15. See Schneider C W, Dubow J A. Forward-looking information-navigating in the safe harbor[J]. Business Lawyer (ABA), 1995, 51(4): 1087-1088.

16. 近年也有司法判例认为，历史信息与预测信息混淆情况下，若历史信息存在虚假陈述，预测信息将不能受“安全港”保护。这是因为警示声明所提示的风险须建立在历史信息基础上，若历史信息不实或具误导性，将不能认为警示声明是有意义的。See In re Quality Systems, Inc. Securities Litigation, 865 F.3d 1130, 1146-1148 (9th Cir. 2017).

17. In re Stone & Webster, Inc., Securities Litigation, 414 F. 3d 187, 212-213 (1st Cir. 2005).

18. 相关司法判例可参见In re Compuware Securities Litigation, 301 F. Supp. 2d 672, 684-85 (E.D. Mich. 2004); In re Smith Gardner Securities Litigation, 214 F. Supp. 2d 1291, 1306 (S.D. Fla. 2002); In re Unicapital Corporation Securities Litigation, 149 F. Supp. 2d 1353, 1374 (S.D. Fla. 2001).

19. 相关司法判例可参见No.84 Employer-Teamster Joint Council Pension Trust Fund v. America West Holding Corporation, 320 F. 3d 920, 936-937 (9th Cir. 2003); Police Retirement System of St. Louis v. Intuitive Surgical, Inc., 759 F.3d 1051 (9th Cir. 2014).

20. 从理论上分析，PSLRA“安全港”规则仅能适用于披露人已经披露的预测信息，不能适用于未来应披露的更正信息，更不能为披露人应披露而未披露的更正行为提供豁免。See Schneider C W, Dubow J A. Forward-looking information-navigating in the safe harbor[J]. Business Lawyer (ABA), 1995, 51(4): 1087.

21. Stransky v. Cummins Engine Company, 51 F.3d 1329, 1332 (7th Cir. 1995).

22. Pittiglio v. Michigan National Corporation, 906 F. Supp. 1145 (E.D. Mich. 1995).

23. Moss v. HealthCare Compare Corporation, 75 F.3d 276 (7th Cir. 1996).

24. Asher v. Baxter International Corporation, 377 F. 3d. 727 (7th Cir. 2004).

25. 参见张保华. 上市公司预测信息披露制度研究[J]. 法律适用, 2003, (4): 18.

26. See Schneider C W, Dubow J A. Forward-looking information-navigating in the safe harbor[J]. Business Lawyer (ABA), 1995, 51(4): 1077-1078.

27. See Ripken S K. Predictions, projections, and precautions: conveying cautionary warmings in corporate forward-looking statements[J]. University of Illinois Law Review, 2005, 2005(4): 958-969.

28. See Brinker M. Adding meaning to meaningful cautionary statements: protecting investors with a narrow reading of the PSLRA's safe harbor for forward-looking statements[J]. Temple Law Review, 2012, 84(2): 506-521; Ripken S K. Predictions, projections, and precautions: conveying cautionary warmings in corporate forward-looking statements[J]. University of Illinois Law Review, 2005, 2005(4): 979-987.

29. See Ripken S K. Predictions, projections, and precautions: conveying cautionary warmings in corporate forward-looking statements[J]. University of Illinois Law Review, 2005, 2005(4): 948.

30. Joint Explanatory Statement of the Committee of Conference, Statement of Mangers, House Conference Report No. 104-369, 43 (1995), reprinted in 1995 U.S.C.C.A.N. 730, 742.

31. See Olazabal A M. False forward-looking statements and the PSLRA's safe harbor[J]. Indiana Law Journal, 2011, 86(2): 624.

(下转第38页)

的净资产收益率和独立董事比例与内幕交易收益率显著正相关。

(二)内幕交易对股价的影响

学界对不同类型市场中内幕交易对市场效率的影响仍存在争议。股票市场是信息密集型市场,股价变动对市场信息异常敏感(晏艳阳和赵大玮,2006)^[41],内幕信息在实践中不能及时公开披露,但通过交易者的主观信息泄露和客观交易行为部分流入市场,对市场信息量、信息不对称程度、股票价格产生影响。

为考察内幕交易对股价的影响,本文参考Ahern(2017)^[1]的研究,设计模型(3):

$$Dret_{i,t} = \alpha + \theta Insider_{i,t} + \beta Ctrl_{i,t} + Event_t + Time_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,被解释变量 $Dret$ 为个股日收益率,核心解释变量 $Insider$ 分别采用三种方式衡量,即交易内是否存在买入类型内幕交易(Buy)、是否存在内幕交易($Inside$)、交易日内的内幕交易股数($Voltrd$)。 $Ctrl$ 为控制变量,包

括股票日交易规模 $Lntrd$ 和Fama-French三因子(MKT 、 SMB 、 HML),并进一步控制了内幕交易事件($Event$)和时间固定($Time$)效应。由于积极型信息占样本比例超九成,且不同信息类型对股价的影响方向相反,因此本文剔除了内幕信息为消极型的样本。

为探究内幕信息公开前内幕交易对股价的影响,本文选取内幕信息公告日前120日作为研究窗口期,回归结果如表6所示。 Buy 和 $Inside$ 的回归系数在1%水平下显著为正,表明内幕信息公告日前,交易日内存在内幕交易会显著提高股票收益率,同时,变量 $Voltrd$ 的系数在1%水平下显著,即内幕交易的交易股数与个股日回报率正相关,进一步验证了内幕交易会显著提高股票收益率。在经济显著性方面,当交易日内存在内幕交易时,个股收益率将提高0.0053,能够解释样本均值的442%(0.0053/0.0012)(若仅保留买入型内幕交易,则交易日内存在内幕交易时,个股收益率会提高0.0052,可以解释样本均值0.0012的433%);

(上接第27页)

32. Harris v. Ivax, 182 F.3d 799 (11th Cir. 1999).

33. Miller v. Champion Enterprises, Inc., 346 F. 3d 660 (6th Cir. 2003).

34. See Kuehnle W H. On scienter, knowledge, and recklessness under the federal securities laws[J]. Houston law Review, 1997, 34(1): 132.

35. Schaffer v. Evolving Systems, Inc., 29 F. Supp. 2d 1224 (D.Colo.1998).

36. In re SeeBeyond Corp. Securities Litigation, 266 F. Supp. 2d 1150 (C.D. Cal. 2003).

37. See Ripken S K. Predictions, projections, and precautions: conveying cautionary warmings in corporate forward-looking statements[J]. University of Illinois Law Review, 2005, 2005(4): 944-947.

38. See Stout L A. Type I error, type II error, and the Private Securities Litigation Reform Act[J]. Arizona Law Review, 1996, 38(2): 711.

39. See Olazabal A M. False forward-looking statements and the PSLRA's safe harbor[J]. Indiana Law Journal, 2011, 86(2): 630.

40. 参见李国光,最高人民法院民事审判第二庭.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[M].北京:人民法院出版社,2015: 201.

41. 江苏省高级人民法院(2017)苏民终613号民事判决书;深圳市中级人民法院(2019)粤03民初2031号民事判决书;成都市中级人民法院(2021)川01民初5152号民事判决书。

42. 参见齐斌.证券市场信息披露法律监管[M].北京:法律出版社,2000: 170-176.

43. See Guo B Q. An analysis of the impact of the new voluntary disclosure on continuous disclosure in China: fool-proof or full of loopholes?[J]. Australian Journal of Asian Law, 2022, 22(1): 107.

44. 《深圳证券交易所股票上市规则(2022年1月修订)》第五章第一节,《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》第六

章第二节,《上海证券交易所股票上市规则(2022年1月修订)》第五章第一节,《上海证券交易所科创板股票上市规则(2020年12月修订)》第六章第二节。值得注意的是,达到交易所要求的业绩预告、业绩快报更正标准,是否就意味着相关预测内容与实际情况存在“重大差异”并不明确。《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》第6.2.5条规定,“上市公司董事会预计实际业绩或者财务状况与已披露的业绩预告或业绩快报差异较大的,应当及时披露修正公告”,可见更正标准的要求是“差异较大”而非“重大差异”。

45. 参见徐文鸣,刘圣琦.新《证券法》视域下信息披露“重大性”标准研究[J].证券市场导报,2020, (9): 73.

46. See Guo B Q. An analysis of the impact of the new voluntary disclosure on continuous disclosure in China: fool-proof or full of loopholes?[J]. Australian Journal of Asian Law, 2022, 22(1): 102.

47. 证监会《上市公司证券发行管理办法》和证券交易所相关自律规范也有类似规定。

48. 参见解巨.《民法典》第590条(合同因不可抗力而免责)评注[J].法学家,2022, (2): 184.

49. 参见黄立新,陈宇,吴姬君,刘灿辉.构建基于投资者需求的信息披露制度探讨[J].证券市场导报,2014, (7): 4-14.

50. 参见徐文鸣,刘圣琦.新《证券法》视域下信息披露“重大性”标准研究[J].证券市场导报,2020, (9): 74-75.

51. 参见汪青松,伍雅琴.强制信息披露制度重大性标准的认定[J].广西财经学院学报,2022, (8): 73.

52. 参见马志健.注册制背景下信息披露重大性标准探究[J].财会月刊,2022, (8): 153.

53. 参见缪因知.中国证券法律实施机制研究[M].北京:北京大学出版社,2017: 42.

(责任编辑:陈起阳)