

证券市场自愿性信息披露的规制

陈 洁 *

内容提要：自愿性信息披露制度允许并鼓励信息披露义务人自愿披露依法需要强制披露之外的与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息。证券信息的重大性是强制性信息披露与自愿性信息披露的分界线。由于社会环境、市场发展阶段以及证券监管目标等的变化，强制性信息披露与自愿性信息披露之间可能发生转化。自愿性信息披露义务人除了应遵守与强制性信息披露相同的行为规范之外，还应满足不得与强制性信息披露相冲突、不得误导投资者、禁止不当行为的特殊规范要求。对于自愿性信息披露的违法违规行，信息披露义务人应该承担相应的行政责任。自愿性信息披露瑕疵因具有重大性而构成虚假陈述时，信息披露义务人应承担民事赔偿责任。对于预测性信息安全港规则，应扩展免责主体的适用范围，并区分作为预测性信息之前提基础的历史性信息与纯粹的预测性内容的虚假情形，分别适用重大性判断标准和重大偏差判断标准。

关键词：信息披露 虚假陈述 重大性 预测性信息 安全港规则

一、问题的提出

信息披露是证券市场有效配置资源和投资者作出投资决策的基础，为此，强制性信息披露成为各国证券法律制度的核心构成。我国 2019 年证券法在完善强制性信息披露制度的同时，引入了自愿性信息披露制度，允许并鼓励信息披露义务人（主要指发行人或上市公司）自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息，〔1〕从而使我国证券市场信息披露制度由单一的强制性披露转为强制性披露与自愿性披露并存，并以强制性披露为主、自愿性披露为辅。

自证券法正式确立自愿性信息披露制度以来，虽然证券市场中利用自愿性信息披露“蹭

* 中国社会科学院法学研究所研究员。

本文系中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划（DF2023YS32）的阶段性成果。

〔1〕 2019 年证券法第 84 条第 1 款规定：“除依法需要披露的信息之外，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，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。”

热点”误导投资者的行为并不鲜见，〔2〕但因此受到行政处罚的案例屈指可数。据统计，2024年证监会及其派出机构作出的信息披露违法处罚案例共计219个，但自愿性信息披露违法处罚案例仅1个，2023年也仅有1个。〔3〕与此同时，司法审判实践中对自愿性信息（主要是预测性信息）披露不实是否构成虚假陈述的认定思路也存在分歧。〔4〕在我国证券市场全面推行注册制的背景下，厘清以重大信息披露为核心的证券法立法逻辑，界定自愿性信息披露的范围和边界，确定自愿性信息披露瑕疵的行政责任与民事责任等问题，亟需体系性的梳理和规范化的阐释。

二、自愿性披露信息的界定

在强制性信息披露占据主导地位的基本框架下，逻辑上自愿性披露信息的界定依赖于强制性披露信息之内涵和外延的确定。

（一）自愿性披露信息的内涵厘定

我国2019年证券法第84条第1款将自愿性披露信息确定为“依法需要披露的信息之外”的“与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”。至于如何准确把握该规范表达背后的自愿性披露信息的界定逻辑，仍要结合证券法上信息披露制度的基本法理，尤其是证券信息重大性要件的判断标准。

界定自愿性披露信息性质的关键是理解“依法需要披露的信息之外”的信息。在证券法中，“依法需要披露的信息”是指必须公开披露的信息，即强制性信息披露的对象。这些信息之所以需要强制性地披露，核心就在于其具有“对投资者决策或者股票交易价格产生较大影响的”重大性特征。〔5〕重大性决定了一项信息是否重要，从而影响到上市公司信息披露的范围进而决定了上市公司是否具有披露义务。〔6〕这一概念表明，在证券法上，并非所有信息都处于平等地位，“重大性”划定了有可能合理影响投资决策的信息与其他信息之间的界限。〔7〕强制性信息披露制度要求，公开的信息只能是那些对投资者的投资判断具有实际意义的信息，或者是能够对证券的市场价格产生较大影响的信息。一个信息可能在某些方面（如技术、新闻等）具有重大影响，但如果对证券市场价格没有影响，就不属于强制性信息披露制度所界定的重大信息。〔8〕鉴于重大性是强制性信息披露的底线基准，自愿性信息披露的对象只能是

〔2〕 参见2025年《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第2号——自愿信息披露》（以下简称“上市公司自律监管指引2号”）第5条。

〔3〕 参见国浩金融证券合规业务委员会暨法律研究中心：《证券行政处罚2024年度观察（一）：信息披露篇》，<https://www.grandall.com.cn/ghsd/info.aspx?itemid=30467>，2025年4月5日最后访问。

〔4〕 例如，2019年10月31日，上海证监局对飞乐音响作出行政处罚决定，认定其2017年半年度报告虚增利润、2017年半年度业绩预增公告不准确等，从而构成虚假陈述。投资者将飞乐音响诉至法院，要求其承担虚假陈述民事责任。该案由上海金融法院一审、上海市高级人民法院二审。尽管二审维持原判，但两审法院对预测性信息不实是否构成虚假陈述采取了不同的认定思路。参见丁某等315名投资者与上海飞乐音响股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案，上海市高级人民法院（2021）沪民终384号民事判决书。

〔5〕 参见2019年证券法第19条、第80条和第81条等规定。

〔6〕 参见齐斌：《证券市场信息披露法律监管》，法律出版社2000年版，第157页。

〔7〕 See Richard C. Sauer, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, 62 Bus. Law. 318 (2007).

〔8〕 参见陈甦主编：《证券法专题研究》，高等教育出版社2006年版，第108页。

非重大信息，重大性也就成为强制性披露信息与自愿性披露信息的分界线。

至于“与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息”这一要求，是对自愿性披露信息范围的限定。同时，“有关的”这一措辞与证券法第80条第1款、第81条第1款等关于对股票或债券的“交易价格产生较大影响的重大事件”以及证券法第19条第1款关于“充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”相较，显然降低了自愿性披露信息与投资者决策和股票交易价格之间内在关联性的要求，本质上就是信息重要性程度的降低。可以说，这种关联性要求与“依法需要披露的信息之外”的性质要求共同确定了自愿性披露信息在内涵上区别于强制性披露信息的非重大性特征。

关于证券信息重大性的判断标准，美国通过司法判例逐步确立了“理性投资人标准”和“价格敏感性标准”。其中，理性投资人标准亦称“影响决策”标准或主观标准，是指“如果理性投资者在投资决策时极可能视之为重要”，则该信息具有重大性。该标准由“TSC工业公司诉北路公司案”（以下简称“北路案”）所确立。^[9]审理该案的法院认为，最符合法律政策的重大性标准应当是：如果存在实质的可能性使一个理性投资者在作出决定时认为该信息是重要的，或者一个理性投资者认为该信息将会显著改变可获取信息的完整组合（total mix of information），该信息就具有重大性。^[10]尽管“北路案”确立的标准是一般性的和抽象的，但该标准获得了实践的普遍认可，美国联邦最高法院在首次处理涉及1934年证券交易法第10条（b）和10b-5规则中重大性标准之构成要素的“贝斯克公司诉莱茵森案”中，^[11]就采取了与该案同样的观点。价格敏感性标准亦称“影响市场”标准或客观标准。^[12]该标准采取定量方式，只要某种信息的公开可能对证券交易价格产生较大影响，该信息就具有重大性。在最初出现该标准的“美国证券交易委员会诉得克萨斯湾硫磺公司案”中，^[13]法院将“相关信息的披露会导致股票价格大幅度涨跌”作为判定重大性的标准之一。

我国立法和实践对证券信息重大性判断标准的选择并不一致。从2019年证券法第19条第1款来看，公开发行信息的重大性采取的是理性投资人标准。^[14]但在持续性信息披露阶段，2019年证券法第80条和第81条采取的是价格敏感性标准。^[15]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》（法释〔2022〕2号，以下简称“虚假陈述侵权司法解释”）则提出影响证券交易价格或者交易量的“价量敏感性标准”。^[16]总体而言，只要符合影响投资者决策的“理性投资人标准”或者对证券市场价格有较大影响的“价格敏感性标准”的信息，就属于必须公开的重大信息而纳入强制性披露信息的范畴。

[9] See *Tsc Indus. v. Northway*, 426 U. S. 438, 449 (1976).

[10] 参见赖英照：《股票游戏规则——最新证券交易法解析》，中国政法大学出版社2006年版，第295页。

[11] See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 232-234 (1988).

[12] 欧盟《反内幕交易和市场操纵（市场滥用）指令》第16条、英国1985年公司证券（内幕交易）法第10条以及我国台湾“证券交易法”第157条都是采用该标准的典型代表。

[13] See *SEC v. Tex. Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968).

[14] 2019年证券法第19条第1款规定：“发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，内容应当真实、准确、完整。”

[15] 2019年证券法第80条和第81条均规定，发生可能对上市公司股票（债券）的交易价格产生较大影响的重大事件，上市公司应当予以公告。

[16] 从市场实践考察，证券成交量放大而证券价格不变的情况并不鲜见。更为关键的是，证券虚假陈述损害赔偿问题最终要落实到证券价格的变化上。即便有交易量变化，只要证券价格无波动，就不会导致投资者损失，投资者的赔偿请求也就无从谈起。因此，交易量的变化不应成为虚假陈述内容重大性与否的衡量尺度。参见陈洁：《虚假陈述民事赔偿制度的新发展理念及其规范实现》，《法律适用》2022年第3期，第50页。

因此，在理论上，这两个标准之外的信息就是“非重大信息”，即可自愿披露的信息。

（二）自愿性披露信息的外延划定

尽管自愿性披露信息在理论上可以界定为非重大信息，但依赖于重大性标准的内涵界定方式存在以下问题，导致信息非重大性的判断仍具有不确定性。

首先，重大性判断标准的抽象性可能引发自愿性披露信息的不确定性。尽管各国证券法大都从定性、定量两个角度确立了重大性的判断标准，但“理性投资人标准”和“价格敏感性标准”都过于抽象，实践操作难度较大。在前者，理性投资人的界定、特定信息是否会影响投资者决策的识别以及是否应基于行业特殊性设置不同的重大性门槛等问题一直悬而未决。在后者，“重大影响”和“较大价格幅度”等均是不确定的，实践中往往需要结合具体情形加以判断。重大性判断标准的抽象性反映在立法层面就是重大信息的不确定性。例如，美国证券交易委员会虽然在 10-K 年报和 20-F 年报中列明了公司可以在定期报告中进行自愿披露的事项，但在 20-F 年报第 5 项关于预测性信息披露的规定中，如果某已知数据会对未来公司运营结果产生影响，则应属于强制性信息披露的范畴。^[17] 我国香港证监会 2012 年发布的《内幕消息披露指引》在第 36 条列举了可能产生“重大影响”的事件并同时指出，“然而，上述事件或情况列表不代表有关消息一旦披露，即会对股价产生重大影响。以上清单并非详尽无遗，纯属指示性质，列举可能构成内幕消息的事件或情况类别。如某项事件或某组情况并无出现在清单上，并不代表其绝非内幕消息；反之，载于清单上的事件或情况亦不一定会自动成为内幕消息。决定有关消息或数据是否属于内幕消息，须视乎其重要程度而定。凡相当可能对证券价格产生重大影响的消息或数据，均应予以披露”。由上可见，由于重大性标准的抽象性以及具体情形的复杂性，立法上很难绝对地将具有重大性的强制披露信息和不具有重大性的自愿披露信息泾渭分明地区分开。

其次，某一信息是否具备重大性特征并非恒定不变，而是可能发生转化。对于信息重大性的判断，除了上述两个标准外，很大程度上还取决于信息披露当时的社会现实状况、政策目标的设定与考量以及其他因素。^[18] 事实上，由于社会环境、市场发展阶段以及证券监管目标等的变化，信息的重大性程度可能随之发生变化，某些曾经属于自愿性披露信息的，可能转化为强制性披露信息，反之亦然。前者如环境、社会与公司治理（ESG）信息。在证券市场发展早期，其属于自愿性披露信息范畴。随着该信息越来越受到投资者的重视，部分域外立法开始将其列入强制性信息披露范畴，如 2012 年我国香港联交所《环境、社会及管治报告指引》第 31 条鼓励上市公司“自愿”披露 ESG 报告，但 2019 年修订时在第 1 条明确，“本指引涵盖两个层次的披露责任：（a）强制披露规定；及（b）‘不遵守就解释’条文”，从而替代了之前的“建议披露责任”。我国深圳和上海证券交易所关于 ESG 信息披露的规则处于强制性与任意性相结合的状态，^[19] 准确地说是从自愿性信息披露向强制性信息披露转化的过程中。具体而言，一方面，证券法第 81 条第 2 款并未将 ESG 信息列入“重大事件”范畴，但另一方面，2021 年证监会《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

[17] See SEC, *From 20-F General Instructions*, <https://www.sec.gov/files/form20-f.pdf>, last visited on 2025-02-22.

[18] 参见北京大学法学院课题组：《自愿性信息披露制度比较研究》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第 33 卷，法律出版社 2021 年版，第 163 页。

[19] 参见李燕、肖泽钰：《强制与自愿二元定位下〈证券法〉ESG 信息披露制度的体系完善》，《重庆大学学报（社会科学版）》2024 年第 2 期，第 198 页。

格式》(证监会公告〔2021〕15号)第41条第1款又要求被环境保护部门纳入重点排污单位名单的上市公司应披露证监会规定的具体环境议题,2018年《上市公司治理准则》(证监会公告〔2018〕29号)第95条也要求上市公司披露环境与履行扶贫等社会责任情况。与ESG信息相反,拟上市企业盈利预测披露则经历了由强制性披露到自愿性披露的转化过程。1993年国务院证券委《股票发行与交易管理暂行条例》(国务院令112号)第34条要求,发行人在招股说明书中必须披露盈利预测信息。然而,2001年证监会《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则第9号——首次公开发行股票申请文件》(证监发〔2001〕36号,已失效)在“首次公开发行股票申请文件目录”中确认,盈利预测信息的披露不再是强制性要求;2006年证监会《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》(证监发行字〔2006〕5号,已失效)第84条延续了盈利预测信息自愿披露的规定,但该条同时规定,在本次募集资金拟用于重大资产购买的特定条件下,应当强制性披露盈利预测信息。

最后,前瞻性信息因内容的不确定性而难以判断其是否具有重大性。以信息披露的时间着眼点为标准,信息披露义务人披露的信息可以分为两大类:一类着眼于历史,是对既成事实的陈述,可以称为“历史性信息”;另一类着眼于未来,是对将来发展的预期,被称为“前瞻性信息”,〔20〕涵盖了前景性信息和预测性信息。〔21〕前景性信息是基于现在确定的事项来合理推测公司的未来情况,不确定性较小,通常属于强制披露的信息。预测性信息则是建立在一定前提下对公司未来情况的猜测,不确定性较大,属于鼓励披露的信息。〔22〕

通常而言,证券法上强制披露的信息都是已经发生的事实性信息,这是应公开信息的真实性和客观性的要求,即公开披露的重大事件必须是公司经营过程中实际发生的客观事实。这种反映客观事实的事实性信息在时间维度上就是历史性信息。证券法上信息重大性标准主要就是针对历史性信息设置的,以重大性为标准对强制性披露信息与自愿性披露信息的区分也是如此。由此似乎可以推断出,前瞻性信息应该属于自愿性披露信息范畴。但是,前瞻性信息涵盖范围甚广,包括公司对未来经营和盈利状况的预测、对特定资产持续性价值的估计和看法等。美国证券法就将与公司财务事项相关的预测陈述、对公司未来经营计划与目标的陈述、对公司未来经济表现与运营结果的陈述以及外部审验机构对上述陈述的评估等全部纳入前瞻性信息。〔23〕因此,前瞻性信息是否具备重大性的判断相当复杂。尤其是,其中的预测性信息作为对公司未来经营、财务以及盈利情况的预测,对于投资者判断企业价值和风险可能具有重大影响。2023年证监会《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》(证监会公告〔2023〕4号,以下简称“信息披露准则57号”)第64条第1款规定:“发行人尚未盈利的,应披露未来是否可实现盈利的前瞻性信息及其依据、基础假设等。”依此规定,前瞻性信息原则上属于自愿性披露信息,但对尚未盈利的发行人而言又属于强制性披露信息。此规则的监管逻辑似乎是,对已经盈利的发行人而言,其未来是否盈利的信息不具有重大性,

〔20〕 参见廖凡:《鼓励与强制之间——美国证券法对前瞻性信息披露的规定》,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》2003年第3期,法律出版社2003年版,第34页。

〔21〕 这两类信息的区别在于未来实现的可能性大小。参见前引〔6〕,齐斌书,第179页以下。

〔22〕 参见彭雨晨:《误导投资者该由谁背锅?——安硕信息误导性陈述案评析》,载彭冰主编:《法律与新金融》2017年第10期,法律出版社2017年版,第47页。

〔23〕 See Securities Act of 1933, Sec. 27. A; Securities Exchange Act of 1934, Sec. 21. E.

而对尚未盈利的发行人而言，其未来是否盈利的信息就具有重大性。这种以发行人的盈利状况作为确定前瞻性信息属性的逻辑显然有些荒诞。事实上，并非所有尚未实现盈利的发行人都可以披露前瞻性信息。^[24] 某些初创企业尚未开发出可供销售的产品，自然欠缺对盈利状况进行预测的前提基础。^[25] 如果其对未来的经营利润作出精确的预测，反而可能被认为欠缺合理依据而构成虚假陈述。^[26] 从这个意义上说，我国监管层面的前瞻性信息披露规则亟需理论上的澄清和制度层面的调整。

综上所述，即便同一个信息，因不同证券市场信息重大性判断标准的不同，可能具有不同的属性，如前述 ESG 信息；即便在同一个证券市场，因不同时期监管目标的变化，也可能具有不同的属性，如前述盈利预测信息；即使是同一时期、同一信息、同一证券市场，因不同的行业以及不同的企业发展阶段，其也可能具有不同的属性，如企业社会责任信息。^[27] 但是，如果因此认为某一信息究竟属于自愿性披露信息还是强制性披露信息必须“一事一议”的话，^[28] 也夸大了自愿性披露信息的不确定性。我国证券法第 84 条第 1 款关于自愿性披露信息的界定也是对其外延的限定，可能影响投资者决策或者证券交易价格的法定重大事件之外的信息具体包括以下两类：

一类是不属于法定重大事件列举范围的信息。这类信息主要是证券法第 80 条第 2 款和第 81 条第 2 款列举之外的不与所有者权益直接或间接相关的信息，^[29] 如战略信息、非会计准则下的财务信息、预测信息、研发信息、业务信息、行业信息、社会责任信息等预测类或规划类信息、关涉公司形象的信息。^[30] 此外，发行人也可以披露一些关于企业的个性化信息，并根据实际情况对监管规则规定的披露事项作出适当调整。^[31]

另一类是性质上属于法定重大事件列举范围但未达到法定披露标准的信息。例如，根据 2019 年证券法第 80 条第 8 项和第 63 条的规定，实际控制人持有股份或控制公司的情况发生较大变化的属于重大事件，持股 5% 以上的大股东“所持该上市公司已发行的有表决权股份比例每增加或者减少百分之一，应当在该事实发生的次日通知该上市公司，并予公告”。因此，公司实际控制人或持股 5% 以上的大股东增持或减持低于 1% 的有表决权股份的，就不属于强制披露的范畴。此外，结合 2019 年证券法第 80 条第 2 款第 2 项的规定，公司的非重大投资行为以及公司在一年内购买、出售重大资产低于公司资产总额 30%，或者公司营业用主要资产

[24] 例如，美国 1933 年证券法第 27 条 A 在对有权作出预测性陈述的主体进行正面列举的同时，以反面列举的方式将存在经营风险的发行人排除在外。

[25] See Carl W. Schneider, *Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings*, 121 *University of Pennsylvania Law Review* 281 (1972).

[26] See SEC, *In the Matter of Thomas Bond, Inc.*, Securities Act of 1933, Section 8 (d), Release No. 1980, 5 S. E. C. 60 (1939).

[27] 依据《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》（深证上〔2020〕125号）第 8.3 条和《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 67 号——可持续发展报告（试行）》（深证上〔2024〕284 号）第 3 条关于社会责任报告的规定，纳入“深证 100 指数”的上市公司要强制单独披露社会责任报告，其他公司则是自愿披露。

[28] 参见前引〔18〕，北京大学法学院课题组文，第 163 页。

[29] 有学者以特定信息是否导致所有者权益产生重大变动为标准，将强制性披露信息分为三类：（1）会直接造成所有者权益重大变动的事件，如公司发生重大债务或者未能清偿到期重大债务的违约情况。（2）可能会直接造成所有者权益重大变动的事件，如公司增资计划、重大投资行为。（3）可能会间接造成所有者权益重大变动的事件，如公司解散或申请破产等。参见萧鑫：《内幕信息重大性标准及其投资者设定》，载黄红元、卢文道主编：《证券法苑》2017 年第 2 期，法律出版社 2017 年版，第 202 页。

[30] 参见“上市公司自律监管指引 2 号”“目的”部分。

[31] 参见王琦：《全面注册制下如何提升企业信息披露的有效性》，《金融监管研究》2024 年第 2 期，第 109 页。

的抵押、质押、出售或者报废一次不超过该资产的30%的，都属于未达到法定披露标准的信息。

（三）自愿性信息披露的功能证成

证券市场信息披露制度经历了由自愿性披露到强制性披露，再到自愿性披露和强制性披露相结合的发展过程。这种发展过程实际上是以信息不对称理论、反身法理论、信号理论和有效市场理论等作为支撑的。^[32]在我国，由于对强制性信息披露的持续强化监管，“信息披露规则的叠加已经出现了过犹不及的局面”，^[33]而且强制披露的标准越来越严苛，导致信息披露义务人的责任不断加重。为弥补强制性信息披露制度之缺陷，提升信息披露的有效性，应鼓励信息披露义务人自愿披露依法需要强制披露之外的信息，作为强制性信息披露的有益和必要补充。当然，鉴于强制性信息披露发挥的重要功能，自愿性信息披露尚不足以取代之，以“强制披露为主、自愿披露为辅”凸显了自愿性信息披露的辅助性。

1. 为信息披露制度提供更为全面的模型

基于对现代法律演化危机的思考，德国著名法社会学家贡塔·托依布纳提出了反身法理论，其核心思想可概括为，在不同社会子系统内，后现代法律秩序必须导向于自我反思的过程。^[34]就证券市场信息披露制度而言，如果说传统的单一强制性信息披露模式的根本局限在于对法律认知能力的自负和对其他社会子系统的独特运作逻辑的忽视，^[35]那么，自愿性信息披露就是在“现行的实在法系统不能胜任功能分化社会的复杂性”的情形下，为寻求“法律秩序的相应转变”提供了新的可能，^[36]即将法律发展的“内在动力”与外在的监管规则联系在一起，以应对证券市场信息披露的复杂性。就内部而言，反身法理论强调法律实质理性的局限和直接控制手段的谦抑，转而诉诸组织、程序、授权等间接、抽象的规制手段；就外部而言，反身法理论尊重外在于法律的其他子系统的运作逻辑，在法律治理中引入其他社会子系统的有益力量，并试图实现它们的协调与整合。^[37]循此，以“强制披露为主、自愿披露为辅”，能够构建一个“内部”变量和“外部”变量共同发展的更为全面的模型。

2. 作为缓解信息不对称的有效机制

证券市场是典型的信息不对称市场。信息不对称理论认为，公司内部管理层通常要比外部投资者拥有更多的关于公司真实情况以及未来发展前景的信息。如果不能解决这种信息不对称，公司进行外部融资的成本就会比较高。因此，公司管理层倾向于通过自愿披露来减少信息不对称，从而降低公司外部融资成本。信号传递理论认为，在证券市场上，由于存在信息不对称问题，一些企业为了将自己与其他企业区别开，通常会采取一系列的行动，以向市场传递相关的信息，并且这些行动通常具有一定的成本，使其他企业难以轻易模仿。这样，投资者和其他利益相关者就可以识别出那些释放信号的企业。^[38]自愿性信息披露就是向投资者传递企业

[32] 参见齐莹：《上市公司自愿性会计信息披露研究》，天津财经大学2009年博士学位论文，第3页。

[33] 缪因知：《论证监会信息披露规则的不足》，《法治研究》2016年第2期，第141页。

[34] 参见[德]图依布纳：《现代法中的实质要素和反思要素》，矫波译，载《北大法律评论》编委会编：《北大法律评论》第2卷第2辑，法律出版社2000年版，第586页。

[35] 参见谭冰霖：《环境规制的反身法路向》，《中外法学》2016年第6期，第1513页。

[36] 前引[34]，图依布纳文，第611页。

[37] 参见前引[35]，谭冰霖文，第1519页。

[38] 参见谭雪：《行业竞争、产权性质与企业社会责任信息披露——基于信号传递理论的分析》，《产业经济研究》2017年第3期，第17页。

质量和治理水平的信号。^[39] 其赋予上市公司依据公司状况、行业状况等选择披露信息的自由裁量权，^[40] 具有灵活性与供给充足的特征，可以实现信息的个性化和有效性，从而形成更有效的市场信号。^[41] 这样，自愿性信息披露就能缓解企业与投资者之间的信息不对称，影响投资者决策，并增加外部有效监督，进而提升对企业的投资效率。^[42]

3. 作为降低代理成本的关键工具

根据信号传递理论和代理理论，自愿性信息披露能向市场传递企业潜在价值信息、避免逆向选择带来的折价并减少所有者因监督管理者而产生的代理成本，这解释了自愿性披露行为的基本动因。^[43] 具体而言，如果企业信息不透明，股东（委托方）就无法观察企业管理层的全部行动，无法充分了解管理层的能力，也无法获知企业真实的经营信息，这样就给管理层滥用内部信息或不勤勉尽责创造了机会。管理层作为代理人，通过财务报告等形式向股东报告受托责任的履行情况，不仅能够获得更多的认可，也能够使代理成本最小化。据此，股东逐渐认识到自愿性信息披露对企业是有益的，管理层也有动机通过自愿性披露展示其业绩及核心竞争力。综上，从代理理论出发的研究者将自愿性信息披露作为管理层降低代理成本的一种手段，代理成本越高，管理层自愿披露的动机越强。^[44] 由此，自愿性信息披露成为企业的一种内生性需求。

4. 满足投资者多元化信息需求的根本路径

在继承传统理论的基础上，新制度主义结合利益相关者理论强调的企业通过信息披露行为来满足不同利益相关者利益诉求的观点，以及企业行为应与社会规范、价值、信念相一致的观点，为企业自愿性信息披露的研究提供了有益的思路。^[45] 在新制度主义下，企业信息披露虽受到来自不同层次各类组织或角色的不同程度的关注，但应更加关注个人理性和选择行为。^[46] 投资者是证券市场资金的提供者，从满足投资者需求的角度出发，只要有利于投资者作出价值判断和投资决策的信息，立法上就应当允许乃至鼓励披露。此外，证券市场投资者众多且具有不同的信息偏好，单一的强制性信息披露模式难以满足投资者的不同需求。自愿性信息披露通过提供多元化、差异化的信息，满足不同投资者的风险偏好、投资目标和关注重点，从而提升投资者的决策效率和信任度。

三、自愿性信息披露的特殊规范

自愿性信息披露是证券市场信息披露制度的组成部分，也应符合证券法关于信息披露的规

[39] 参见范小雯：《上市公司自愿性信息披露影响因素研究》，《证券市场导报》2006年第4期，第72页。

[40] 参见前引〔19〕，李燕等文，第198页。

[41] 参见李有星、康琼梅：《论证券信息自愿披露及免责事由》，《社会科学》2020年第9期，第105页。

[42] 参见薛宇婷等：《前瞻性信息披露与投资效率：“言之无物”还是“确有其事”？》，《证券市场导报》2022年第9期，第15页。

[43] 参见龙立：《上市公司自愿性信息披露研究进展评述》，《财会通讯》2013年第1期，第34页。

[44] 参见前引〔39〕，范小雯文，第72页。

[45] 参见杨汉明、吴丹红：《企业社会责任信息披露的制度动因及路径选择——基于“制度同形”的分析框架》，《中南财经政法大学学报》2015年第1期，第61页。

[46] 参见张立国：《理性选择制度主义的基础共识和理论范式述评》，《当代中国价值观研究》2024年第1期，第35页。

范要求，^[47]即内容上遵守“真实、准确、完整”的一般性要求，^[48]形式上力求“简明、易懂”，程序上秉持“及时、公平”的立场。除此之外，自愿性信息披露是对强制性信息披露的补充、延伸或细化而非替代或否定，因此必须遵守特殊的规范要求。

（一）与强制性信息披露保持一致性

自愿性信息披露的事项与影响投资者作出投资决策的事项具有高度的关联性，且对投资者理解强制性披露信息起到支撑和补充作用，^[49]因此，为了明确投资者预期，自愿性信息披露必须与强制性信息披露保持相同的披露逻辑，并在披露内容与披露形式上保持一致性。

首先，自愿性信息披露必须与强制性信息披露保持内容上的一致性，确保上市公司披露信息的确信性和可信度，这在本质上是对信息真实性和市场公平性的保护。就强制性披露与自愿性披露的关系而言，前者是信息披露的法定底线，后者则是对前者的进一步丰富。因此，自愿披露内容需与强制披露内容交叉验证，确保二者逻辑上的一致性以及相应的体系解释效果。例如，上市公司自愿披露相关财务指标时，该指标应当与强制性披露指标的前提假设、计算口径保持一致性，避免隐含冲突。当自愿性披露信息所依据的事实发生变化时，自愿性信息披露也应进行必要的更新，以与强制性披露信息保持持续的一致性。

其次，自愿性信息披露形式上要与强制性信息披露相区分。通常而言，自愿性信息披露的形式包括公司公告、管理层业绩预测、业绩说明会、公司新闻、公司官网、公司年报中的管理层讨论与分析等。^[50]其中，独立的综合性报告或登载在公司年度报表中的报告是两种最为普遍的披露形式。^[51]在我国，自愿性披露的形式和公告格式缺乏统一标准，上市公司大多只能根据信息内容的相关性和重要性，将自愿性披露信息掺杂到强制性披露信息之中，参照强制性信息披露的格式执行，从而出现了不同公司对同一类信息采用的披露格式不一致，以及同一公司对同类信息随意变更披露方式的情况，加大了投资者辨别和分析信息的难度，^[52]投资者实际上难以根据标题识别特定的信息披露究竟属于强制性还是自愿性。从域外经验看，美国证券交易委员会是在其发布的各类上市公司定期报告或临时报告的格式和内容指引中直接列明“可以”或“鼓励”披露的信息，即自愿性披露信息。英国是由专门的中介机构为上市公司提供信息披露服务。为区分强制披露的“监管信息”与自愿披露的“非监管信息”，2000年英国金融服务与市场法案第六部分“英国披露指引和透明度规则”第6.3.7条规定，发行人将待披露的信息告知中介机构时，应明确表示该信息为监管信息，同时标明发行人、信息主题以及披露时间。该中介机构协助上市公司发布监管信息以外的信息时，同样应明确标注该类信息的性质。

由此可见，在披露方式上，自愿性信息披露与强制性信息披露应予区分。属于法律规范列

[47] 2019年证券法第78条规定：“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人，应当及时依法履行信息披露义务（第1款）。信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏（第2款）。”

[48] 有观点认为，预测性信息并非对现实中存在的事实进行的客观陈述，其本质是基于诸多假设而对未来有可能出现的发展趋势进行的预测，故无法适用一般信息披露“真实、准确、完整”的判断标准。参见张保生、牛馨雨：《预测性信息披露责任与安全港制度探究》，《财经法学》2023年第5期，第20页。

[49] 参见程茂军：《上市公司信息披露法律规制研究》，中国法制出版社2019年版，第61页。

[50] 参见王智灏、徐慢：《自愿性信息披露的动机及经济后果研究综述》，《国际商务财会》2022年第15期，第85页。

[51] 参见冯果：《企业社会责任信息披露制度法律化路径探析》，《社会科学研究》2020年第1期，第18页。

[52] 参见方重：《上市公司自愿性信息披露监管》，《中国金融》2021年第9期，第43页。

举的重大事项范围，但未达到规定的披露标准的，可以参考强制性披露事项对应的公告格式指引的要点，制作自愿性信息披露公告文件；不属于法律规范列举的重大事项范围的，可以参考信息披露公告文件的一般格式以及证券交易所监管指引列示的公告要点，制作自愿性信息披露公告文件。^[53]但是，为了便利投资者知悉和识别，不管上市公司采用临时公告方式还是定期公告方式，都应当在公告标题中标注“自愿披露”字样。若自愿性披露内容涉及可能对股价产生较大影响的“重大事件”（如重大技术突破），须及时转为临时公告披露。此外，对内容相关联的自愿性披露信息和强制性披露信息，应该尽量保持标题一致，以便将来判断自愿性信息披露是否应转化为强制性信息披露。

（二）不得误导投资者

自愿性披露信息虽然不具有重大性，但可能影响投资者决策，因此，自愿性信息披露不得误导投资者，并应避免产生误导市场预期的不利影响。值得说明的是，禁止误导性陈述是证券法上信息披露制度的基本要求，但2019年证券法第84条第1款针对自愿性信息披露特别规定“不得误导投资者”，其实具有特殊的意涵和要求。

首先，信息披露义务人主观上必须基于善意。所谓善意，是指信息披露义务人在自愿披露时，必须基于自己的认知确信该信息不会误导投资者或者不应知道该信息会误导投资者。自愿披露的信息具有选择性和个性化的特征，客观上很难以强制性信息披露要求的“陈述的完整或准确”作为判断标准，^[54]只有以“善意”为标准，才能一方面缓和信息披露义务人自愿性披露瑕疵可能承担的责任，同时确保该信息披露不会产生误导投资者的效果。而通常的虚假陈述行为针对的是具有重大性的强制性披露信息，依据证券法第85条之规定，信息披露义务人承担无过错责任，无需考虑主观过错问题。

在具体行为上，这种善意主要体现在，信息披露义务人不存在选择性披露、“蹭热点”等情况。所谓“热点”，通常是指在一定时间内引起市场高度关注，进而引起相关股票交易价格波动较大的重大政策、公共事件、科技进展、商品价格变动等事项。信息披露义务人认为确有必要自愿披露与市场热点相关事项的，除须尽到一般提示外，还应在公告中对相关风险进行必要的警示说明。例如，考虑到研发通常存在很大不确定性，应当结合研发阶段、商业化前景、市场需求等具体情形，向投资者提示可能存在的失败风险。

其次，自愿性信息披露客观上不能产生误导投资者的效果。与强制性信息披露要求的禁止误导性陈述不同的是，“不得误导投资者”更强调自愿性信息披露与强制性信息披露的内容一致性，从而避免产生误导投资者的效果。例如，在“上海安硕信息技术股份有限公司误导性陈述案”中，^[55]证监会认为，安硕信息自愿披露的与互联网金融有关的业务信息属于其对公司未来发展的预测。该业务仅处于初期筹划阶段，公司既未制定详细规划，也未安排充足的资金和人员，但安硕信息并未将上述情况向投资者作出完整说明。此外，安硕信息在与前来公司调研的机构投资者的交流过程中存在遗漏信息、混淆概念等情况。鉴于这些行为可能影响投资

[53] 参见“上市公司自律监管指引2号”第4条。

[54] 2011年证监会《信息披露违法行为行政责任认定规则》（证监会公告〔2011〕11号）第9条规定，误导性陈述是指信息披露义务人在公开披露信息时作出的陈述不完整或不准确，致使或者可能致使投资者对此陈述产生误解从而影响其投资决策的信息披露违法行为。强制性信息披露是发行人的法定义务，因此，判断发行人是否违反信息披露义务是以客观结果为标准的。

[55] 参见《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、高某、曹某）》（〔2016〕138号）。

者作出正确的投资分析，证监会认定安硕信息的行为违反了2019年证券法第63条关于禁止误导性陈述的规定。由上可见，信息披露义务人自愿披露的信息应当基于一定的客观事实或者具备实施的基础条件，避免投资者产生不合理的预期，同时应当尽量使用明确、贴切的语言和文字，不得有误导性陈述。信息披露义务人自愿披露的信息引起市场重大误解或对公司股票交易价格产生较大影响的，需要及时澄清。

（三）禁止不当行为

自愿性信息披露不是随意披露和任性披露，除了需要遵循信息披露的基本要求，还要防范各种不当行为的发生，尤其是不得利用自愿性信息披露不当影响股票交易价格，干扰投资者价值判断，扰乱证券市场秩序，甚至从事市场操纵、内幕交易或者其他违法违规行为。^[56] 实践中常见的是，上市公司利用自愿性披露，发布故意夸大所披露事项对公司生产、经营、研发、销售、未来发展等方面影响的公告，意图误导投资者过高评估公司股票的投资价值。这些故意夸大的自愿性披露行为干扰了投资者理性决策，也容易引起股票交易价格异常波动，可能构成虚假陈述、操纵市场或其他证券违法行为的竞合。

如果自愿性信息披露引发股价大幅波动，该自愿性披露信息在性质上可能因具有影响股价的重大性特征而转化为强制性披露信息，上市公司应当转为通过临时公告等方式加以披露。我国香港联交所2013年修订的《常问问题系列3「披露易」》第30问指出，若发行人拟刊发的“不属监管方面”的资料（即自愿性披露信息）载有内幕消息，此资料应当作“监管资料”（即依法披露信息），并根据《上市规则》的规定刊发。^[57] 自愿性披露信息中“载有内幕信息”，实际上就是通过影响股价的表征来体现的。2020年《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》（深证上〔2020〕125号）第5.3条和2025年《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——业务办理》（深证上〔2025〕396号）第4条第1款鼓励上市公司主动披露业绩快报，但如果在定期报告披露前业绩被提前泄漏，或者因业绩传闻导致公司股票及其衍生品种交易发生异常波动，则上市公司必须及时披露业绩快报。

（四）预测性信息披露的规范要求

预测性信息固有的不确定性使其显著区别于历史性信息，因此不能像历史性信息一样设置统一的、刚性的披露标准，而应该针对其不确定性设置特殊的规范要求，既鼓励发行人披露，又避免误导投资者。

1. 警示性陈述的规范表达

预测性信息是对企业未来业务或财务等作出的预期和推测，存在较大的不确定性和风险。因此，信息披露义务人在披露预测性信息时应当合理、谨慎、客观，充分披露相关信息所涉及的风险因素。深圳证券交易所早在2003年《上市公司投资者关系管理指引》中首次引入自愿性信息披露这一概念时就明确规定：“上市公司在自愿披露具有一定预测性质的信息时，应以明确的警示性文字，具体列明相关的风险因素，提示投资者可能出现的不确定性和风险。”^[58]

[56] 参见2025年证监会《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第226号，以下简称“信披办法”）第5条第3款、2025年《深圳证券交易所股票上市规则》（深证上〔2025〕393号）第2.2.12条。

[57] See Frequently Asked Questions Series 3 (Update No. 17-23 June 2014) Electronic Disclosure, p. 15, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Archive/Frequently-Asked-Questions/FAQ_3.pdf, last visited on 2025-5-14.

[58] 2003年深圳证券交易所《上市公司投资者关系管理指引》第17条。

“信息披露准则 57 号”第 63 条第 1 款要求，发行人披露盈利预测信息时应声明：“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。”

在进行警示性陈述时，应当“对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示”。^[59]其中，影响预测实现的重要因素通常是指可能导致预测无法实现的各种风险因素，包括作出预测所依赖的假设或者其他背景信息以及可能导致预测结果出现重大差异的因素或具体信息。这里的“重要因素”是对 2023 年《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 9 号——信息披露工作评价》（上证发〔2025〕26 号）第 13 条第 5 项规定的“相关风险因素”的限缩。相关风险因素意味着警示性陈述中列明的风险因素必须与预测相关，重要因素则表明这些因素在本质上可以实际影响预测性陈述能否实现。^[60]至于“充分的风险提示”的认定标准，“虚假陈述侵权司法解释”以及相关监管规则并未明确。借鉴美国 1995 年《私人证券诉讼改革法案》（PSLRA）第 102 条针对预测性信息的警示性陈述的要求，其必须是有意义的警示声明（meaningful cautionary statement），并应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。至于警示声明“有意义”的具体标准，美国司法界并未达成共识。通常认为，如果预测性信息附有足够的警示性语言，且该警示性语言是实质性的，针对具体预测而言是特定的，就是有意义的。^[61]此外，该法案的立法报告强调：“警示性陈述必须传递实质性信息，以揭示可能现实地导致实际结果与预测信息严重不符的因素。”^[62]

在我国监管层面，预测性信息所附的警示性陈述应当包括两部分内容：一部分是证监会提供的警示性陈述的模板声明，如“该等预测性陈述仍有较大不确定性”；另一部分是信息披露义务人对于影响预测实现的实质性因素所作的风险提示。这些实质性因素本质上就是可能导致实际结果与预测性陈述存在重大差异的相关因素，为投资者判断在多大程度上可以信赖预测性信息提供基本依据。例如，“上市公司自律监管指引 2 号”第 4 条第 4 项就要求，科创公司披露业务前瞻信息时应当审慎考虑所披露信息的可靠性，所依赖的假设或者其他背景信息应当是合理的，避免让投资者产生不合理的预期。公告中可以重点提示下列事项：（1）相关信息的预测性质及存在的不确定性；（2）作出相关预测所依赖的假设或者其他背景信息，以及可能导致预测结果出现重大差异的因素和具体信息；（3）投资者准确解读前瞻性信息所需了解的其他信息。

2. 合理的编制基础

预测性信息是根据现有事实对未来一定时期公司经营和财务状况等作出的合理预测，因此，预测性信息披露必须具有合理的预测基础，包括客观数据、现有条件、基本假设等。可以说，预测性信息的可靠性很大程度上取决于其所依赖的假设或者其他背景信息的客观性和准确性。为此，“虚假陈述侵权司法解释”第 6 条第 1 款第 2 项规定，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，预测性信息披露义务人可能承担虚假陈述责

[59] “虚假陈述侵权司法解释”第 6 条第 1 款第 1 项。

[60] See H. R. Conf. Rep. No. 104 - 369, 104th Cong., 1st Sess. 43 (1995).

[61] See Richard F. Conklin, *Why “or” Really Means “or”*; In *Defense of the Plain Meaning of the Private Securities Litigation Reform Act’s Safe Harbor Provision*, 51 B. C. L. Rev. 1237-1238 (2010).

[62] 同上。

任。对此，虽然美国法院判例法和1995年《私人证券诉讼改革法案》设立的预测性信息安全港规则并未作出规定，^[63]但1979年美国证券交易委员会175规则（Rule 175）明确，预测性信息披露必须同时满足“预测具备合理基础”和“披露人主观诚信”两项条件。^[64]所谓“预测具备合理基础”，本质上要求预测性信息的生成过程遵循一定的标准、编制方法和格式，从而实现预测基础的合理性。

从市场实践来看，预测性信息编制基础不合理通常包括两种情形：一是编制基础存在虚假信息。预测性信息依据的基础资料属于历史性信息，如果该基础资料的虚假达到重大性程度，则信息披露义务人可能因此承担虚假陈述责任。^[65]二是编制基础选取不当。如同基础资料虚假，编制基础选取不当也会造成预测性信息的不合理或不可靠。编制基础选取不当客观上表明信息披露义务人存在过错，但基于自愿性信息披露的“自愿性”特征，还有必要考察其过错程度。不存在故意或重大疏忽的，应纳入免责范围，以鼓励信息披露义务人更积极地参与自愿性信息披露。反之，监管机构可以追究其行政责任。

3. 及时的更正

在预测性信息披露过程中，当情况发生重大变化，导致已披露的预测性信息不真实、不准确或不完整，或者已披露的预测难以实现的，信息披露义务人应及时进行更新。“虚假陈述侵权司法解释”第6条第1款第3项明确规定，预测性信息所依据的前提发生重大变化时，信息披露义务人应及时履行更正义务。对于已披露的尚未完结的事项，即预测性信息披露的内容有持续性的，信息披露义务人应持续地更新相关披露事项的进展和变动情况，直至该事项完全结束。

关于“及时”的时间要求，根据“信披办法”第63条第3项的规定，“是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内”。但作为预测性信息之基础的历史性信息和预测性内容本身应当区别确定：前者发生重大变化的，应以“两个交易日内”作为及时的时间要求；后者的变化可能涉及比较复杂的分析，要求信息披露义务人在“两个交易日内”履行更正义务显然过苛，可以改为在“两个交易日内”发布关于更正的提示性公告，并给信息披露义务人留出更合理的时间来更新内容。

关于“更正义务”与“更新义务”的差别，有学者指出，更正义务是指“对于原本提出之错误资讯进行修正”，更新义务则是“前瞻性陈述因其后出现之新事实而造成误导投资人时，公司及经营阶层应排除误导性资讯而言”。^[66]简言之，二者的区别在于适用对象，前者适用于历史性信息，后者适用于前瞻性信息。^[67]其实，从文义出发，信息披露义务人在作出披露后才知晓信息瑕疵的，应当对瑕疵信息予以更正，当披露的信息因为时间的经过或事件的发展而发生变化时，信息披露义务人有必要对变化的信息进行更新。因此，更正义务与更新义

[63] 在对预测性信息的规制中，美国证券交易委员会、法院和国会发展出了各自独立的规则，其中，国会立法仅适用于证券民事诉讼领域，而证券交易委员会规则和判例法可同时适用于证券监管和民事诉讼领域。参见高振翔：《证券预测信息“安全港”制度：美国经验与中国镜鉴》，《证券市场导报》2023年第6期，第16页。

[64] See 17 C. F. R. § 230.175 (a).

[65] See Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, 7th ed., MN: West Academic Publishing, 2017, pp. 148-149.

[66] 王志诚：《董事对财务预测之更新义务》，《月旦裁判时报》2019年第89期，第69页。

[67] 参见席珮琳：《论自愿性信息披露后的更新义务：法理解释及适用》，载李曙光主编：《法大研究生》2020年第2辑，中国政法大学出版社2020年版，第211页。

务的实质区别在于，前者是对历史性信息或者预测性内容错误的纠正，后者是对发生变化的信息进行的持续追踪。例如，长源电力公司披露《关于所属水电站溢洪道水毁修复工程进展情况的自愿性信息披露公告》后，对于后续处置事宜和保险理赔情况并未披露，湖北证监局以“自愿性信息披露未保持持续性”为由，对其采取出具警示函的监管措施。^{〔68〕}至于持续更新的范围，考虑到预测性信息的自愿披露属性以及披露的成本，只能要求信息披露义务人对包括历史性信息和预测性内容在内的“重大变化”承担持续更新义务，不宜将之扩大化。

四、自愿性信息披露瑕疵的责任

基于自愿性信息披露的自愿性和非重大性特征，如何在鼓励、保护上市公司自愿披露有关信息与防止其不当披露之间找到平衡，投资者能否要求信息披露义务人对自愿性信息披露瑕疵承担民事赔偿责任，自愿性信息披露瑕疵的行政责任与民事责任的关系如何厘清，“虚假陈述侵权司法解释”第6条是否构成自愿性信息披露的安全港规则等问题，均有待进一步澄清。

（一）自愿性信息披露瑕疵的行政责任

从证券法理出发，不管是强制性信息披露还是自愿性信息披露，只要存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，信息披露义务人就应当承担相应的法律责任。

在信息披露瑕疵的责任追究机制上，行政责任与民事赔偿责任具有显著不同。由于行政监管是从公法角度对信息披露义务人的违法行为进行处罚，因此，行政责任的核心构成要件就是“披露行为的违法性”，并基于不同程度的违法情节，匹配相应的处罚及监管措施。例如，2019年证券法第197条第1款规定：“信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，责令改正，给予警告……”。申言之，行政责任是以披露行为的违法性而非披露瑕疵的重大性为必要条件。但就民事责任而言，因自愿性披露信息是非重大信息，自愿性信息披露瑕疵通常不会给关联股票交易价格造成较大影响，也就不会导致投资者损失，故一般情况下不会产生民事赔偿责任。

对于自愿性信息披露的违法行为，按照证券法第197条及“信披办法”第53条、第55条等规定，信息披露义务人应该承担相应的行政责任。但在监管实践中，更多的是交易所层面实施的自律管理措施，行政处罚案例并不多见。原因主要在于自愿性披露信息与强制性披露信息的边界不清，而且自愿性信息披露公告混杂在强制性信息披露公告中，监管机构很难区分出纯粹的自愿性信息披露违法行为，故更多地通过强制性信息披露违法处罚的方式处理。以2017年“江苏宝利国际投资股份有限公司自愿性信息披露涉嫌违法违规案”为例，^{〔69〕}证监会认定宝利国际多次未如实披露与境外企业合作过程中的相关变更和变化情况，属于信息披露违规，故责令其改正，给予警告，并处以60万元罚款，对包括时任宝利国际法定代表人、董事长周某洪在内的相关当事人处以不同数额的罚款。证监会直接依据的是2005年证券法第193条第1款关于强制性信息披露的规定。值得说明的是，尽管2019年证券法引入了自愿性信息披露制度并确立了特殊的披露规范，但并未就违反强制性信息披露和自愿性信息披露分

〔68〕 参见《湖北证监局关于对国家能源集团长源电力股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（〔2023〕27号）。

〔69〕 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、周某洪、陈某勤等6名责任人员）〔2017〕66号》。

别规定不同的行政责任和监管措施,因此,自愿性信息披露违法处罚并无明显的变化。例如,中来光伏自愿披露技术进展公告时,未充分披露该技术进展对公司业绩的影响,未揭示相关风险,信息披露不完整,并对股价造成了显著影响,江苏证监局对该公司采取出具警示函的行政监管措施,并记入证券期货市场诚信档案。^[70]但从鼓励自愿性信息披露的目的出发,采取适当减轻行政处罚的方式可能更有利于构建约束与激励相容的证券市场信息披露制度体系。

(二) 自愿性信息披露重大瑕疵的民事责任

根据2019年证券法第85条和“虚假陈述侵权司法解释”第4条之规定,构成虚假陈述的核心是对重大信息的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。由于自愿性信息不应具有重大性,即便存在瑕疵,也不构成虚假陈述,自愿性信息披露义务人也不应承担虚假陈述民事责任。但是,如前所述,由于重大性判断标准的弹性,实践中重大性信息与非重大性信息的界限往往不易判断。而且影响股票价格的重大性标准具有滞后性,特定信息只有披露后才能展现其对股票价格的影响。因此,除了证券法明确规定的法定重大事件外,^[71]信息披露义务人在披露时很难对某些信息的重大性作出精准的判断。这样,客观上就存在自愿性信息披露义务人在披露时认为自己是自愿性披露,但披露后该信息对股票价格产生重大影响的情形。这其实表明,该自愿性披露信息已经具有了重大性。此时,自愿性披露应转化为强制性披露,并应按照强制性信息披露的形式要求进行披露。这就是自愿性信息披露与强制性信息披露转换理论在实践中的场景呈现。

自愿性信息披露后严重影响股票交易价格并导致投资者损失的,根据“虚假陈述侵权司法解释”第10条第1款第3项之规定,“虚假陈述的实施、揭露或者更正导致相关证券的交易价格或者交易量产生明显的变化”的,“人民法院应当认定虚假陈述的内容具有重大性”。^[72]申言之,当自愿性信息披露瑕疵因具有重大性而构成虚假陈述时,投资者可以就因此虚假陈述而遭受的损失要求行为人承担民事赔偿责任。以全国首例上市公司董监高违反公开承诺引发的证券侵权纠纷案为例,^[73]虽然深圳证券交易所A股上市公司金某泰的董事兼总裁袁某、控股子公司总经理罗某的公开增持承诺并不属于证券法规定的法定重大事件范畴,该披露在性质上应属于自愿性信息披露,但袁某、罗某的增持金额合计不低于3亿元,属于数额巨大,足以影响投资者决策并对股价产生重大影响。因此,该信息具有重大性,自愿性信息披露必须转化为强制性信息披露。也正因此,上海金融法院认定,袁某、罗某不履行公开承诺的行为构成虚假陈述,应向受损投资者承担民事赔偿责任。

(三) 预测性信息披露的安全港规则

为了鼓励上市公司披露预测性信息以增强证券市场效率,缓和投资者信息需求与上市公司潜在责任之间的矛盾,美国国会在吸收证券交易委员会和判例法经验基础上制定的《私人证

[70] 参见《江苏证监局关于对苏州中来光伏新材股份有限公司采取出具警示函措施的决定》([2021] 33号)。

[71] 实际上,因法定重大事件界定时存在兜底条款,且“重大变化”“重大影响”等概念具有不确定性,故法定重大事件的判断也是有弹性的。

[72] “虚假陈述侵权司法解释”在运用“虚假陈述”这个概念时,忽略了“虚假陈述”本身必须包含信息重大性要件。所以,准确而言,“信息不实的实施、揭露或者更正导致相关的证券交易价格产生明显变化的”,人民法院应当认定不实信息具有重大性,从而构成虚假陈述,而不是“虚假陈述的内容具有重大性”。

[73] 参见刘某某、郑某某与上海金某泰化工股份有限公司、袁某、罗某证券虚假陈述责任纠纷案, www.shjfy.gov.cn/jrfy/gweb/xx_view.jsp? pa=aaWQ9MTE4NDkPdcssz, 2025年5月9日最后访问。

券诉讼改革法案》第 102 条确立了最明确且最广泛的预测性信息安全港规则，并将之分别放置在 1933 年证券法第 27 条 A 和 1934 年证券交易法第 21 条 E。例如，1933 年证券法第 27 条 A 规定：“该预测性声明（i）被确定为预测性声明，并附有明显的警告性声明，声明中确定了可能使实际结果与预测性声明中的结果出现重大偏差的各种重要因素；或（ii）属于不重要的预测性声明；则声明人在相关预测信息虚假陈述引发的私人诉讼中概无责任。”^[74] 归结起来，美国《私人证券诉讼改革法案》确立的预测性信息安全港规则的核心内容是：当预测性信息本身重要时，包括上市公司及其代理人、聘请的外部审查机构、承销商等在内的行为人基于善意作出预测或者预测附随有意义的警示性陈述因而使预测性信息变得“非重大性”的，该预测性陈述将获得安全港保护，行为人将免于在私人证券诉讼中承担虚假陈述责任。预测性信息本身不重要的，则不会产生虚假陈述责任。安全港规则旨在提供一种确定性，凡是在安全港范围内的预测性信息披露均可排除虚假陈述责任，从而打消上市公司因披露预测性信息而承担包括虚假陈述责任、内幕交易责任等在内的欺诈责任的顾虑，确保其不必为欺诈之外的事情负责。^[75]

预测性信息是以历史性信息作为前提基础而作出的预测，因此，预测性信息虚假陈述的判断标准实际上包括两方面：一是“纯粹预测信息的重大偏差标准”。虽然预测结果与实际情况存在重大偏差，但警示性陈述已经达到了免责的标准。至于如何理解重大偏差，可以参考“上市公司自律监管指引 2 号”第 4 条第 5 项关于科创公司“最终实现的财务数据和指标差异幅度超过 20%”时应当披露差异原因之规定，将 20% 作为“重大偏差”标准。二是“历史性前提信息的虚假陈述重大性标准”。由于作为预测性信息前提基础的历史性信息本质上是客观信息，因此其要按照虚假陈述的重大性判断标准，即影响投资者决策或证券交易价格标准来判断。如果存在重大虚假的情形，则构成虚假陈述，信息披露义务人应承担民事赔偿责任。

我国最高人民法院“基于实践需要，建立了‘预测性信息安全港’制度，鼓励并规范发行人自愿披露前瞻性信息等软信息”，^[76] 即依“虚假陈述侵权司法解释”第 6 条第 1 款之规定，预测性信息披露做到充分的风险提示、基本假设及编制基础合理、及时履行更正义务的，即便预测性信息与实际情况存在重大差异，发行人也免于承担虚假陈述赔偿责任。与美国相比较，我国司法解释确定的预测性信息虚假陈述免责标准相当严格，必须同时满足“基础合理+更正义务+警示性陈述”三个要件，而美国《私人证券诉讼改革法案》只要求“主观善意或警示性陈述”之一。^[77] 但我国是以客观行为标准代替对行为人主观状态的判断，因为这三个要件实质上是善意之人应尽的义务，故具有较强的可操作性。当然，由于这三个要件的原则性以及内在逻辑的不周延性，在司法实践中引发了诸多争议。例如，对于“业绩快报所披露的数据与正式报告所披露数据存在一定差异”能否适用安全港规则，法院判决既未以三要件标准

[74] 中国证券监督管理委员会编译：《美国 1933 年证券法及相关证券交易委员会规则与规章》，法律出版社 2015 年版，第 109 页。

[75] See *Wielgos v. Commonwealth Edison Co.*, 892 F.2d 509, 514 (1989).

[76] 参见《最高人民法院民二庭负责人就〈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〉答记者问》，<https://www.chinacourt.org/article/detail/2022/01/id/6497453.shtml>，2022 年 2 月 5 日最后访问。

[77] 值得说明的是，美国有三个独立的预测性信息安全港规则。其中，证券交易委员会 175 规则要求披露人善意且披露有合理依据，法院判例要求披露人在预测性信息中附有提示风险的警示性陈述，《私人证券诉讼改革法案》的规则最宽松，只要满足主观善意或警示性陈述之一即可。

对业绩快报的瑕疵进行逐一审查，也未对预测性信息适用特殊的审查标准，而仅依据业绩快报所披露的数据偏离实际情况就认定构成虚假陈述。^[78]

预测性信息披露是自愿性信息披露制度的核心。为实现自愿性信息披露制度的价值，应完善“虚假陈述侵权司法解释”第6条确立的预测性信息安全港规则：

一是，区分作为预测性信息之前提基础的历史性信息和纯粹的预测性内容，并适用不同的责任规则。历史性信息本质上是客观信息，预测性内容才具有不确定性。因此，预测性信息安全港规则是针对纯粹的预测性内容的责任豁免，不包括历史性信息的虚假陈述。这样，该安全港规则才真正契合了预测性信息的特质，即仅对未来事件的预测不能作为诉讼的基础。只有当错误的预测包含虚假的历史性事实时，才构成虚假陈述，从而可以作为提起诉讼的理由。^[79]

二是，厘清预测性信息“重大差异”与虚假陈述民事责任之间的逻辑关系。我国证券法条文中并没有出现“虚假陈述”这个概念，只是提到违反信息披露义务的三种形式，即虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。“虚假陈述侵权司法解释”第4条关于“虚假陈述的认定”中分别对这三种形式作了界定，即三者都必须符合重大性特征，并明确了“在披露的信息中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，人民法院应当认定为虚假陈述”。简言之，我国证券法中的虚假陈述是以信息重大性作为条件的。将“预测信息与实际经营情况的重大差异”与发行人承担虚假陈述责任联系起来，暗含着预测满足信息重大性要求。然而，一方面，自愿性披露信息都是非重大信息，即便预测信息与实际经营情况存在重大差异，也不能改变这一性质。另一方面，重大性的核心标准在于是否对股票价格造成较大影响，但该条并没有以此标准来考量，在虚假陈述民事责任构成要件的链条上是不严谨的。因此，有必要对预测结果与实际情况的差异达到何种程度可以视为“重大差异”作出界定，并适用“重大偏差标准”而非针对历史性信息的重大性标准来判断纯粹的预测性内容是否构成虚假陈述。

三是，对免责主体的适用范围作必要的扩展。因发行人作出预测性陈述可能涉及专家、承销商、出具文件的相关中介机构等，为实现安全港规则的功效，立法上有必要对免责主体的范围作必要的扩展。美国1933年证券法第27条A就适用于：（1）在预测性陈述作出时，根据1934年证券交易法第13条（a）或者第15条（d）的规定负有信息披露义务的发行人；（2）代表该发行人行事的人员；（3）由该发行人聘请的代表该发行人作出陈述的外部审查人；或者（4）与该发行人提供的信息或该发行人提供的信息所派生的信息相关的承销商。就我国而言，结合“信披办法”第62条的规定，发行人应扩大解释为发行人、上市公司及其董事、监事、高级管理人员、股东、实际控制人以及为信息披露义务人履行信息披露义务出具专项文件的证券公司、证券服务机构。值得注意的是，预测性信息安全港规则一定意义上是对诚信行为人的保护，并试图在鼓励预测性信息披露与督促披露义务人规范、审慎披露之间取得平衡。考虑到预测性陈述的作出取决于发行人的主观判断，发行人的诚信状况、经营状况等对其判断会产生直接影响，有必要如美国1933年证券法第27条A，在对有权作出预测性陈述的主体进行正面列举的同时，以反面列举的方式将存在经营风险的发行人排除在外，如在一定期限内受过刑事处罚或证监会行政处罚的发行人、经营状况不良的上市公司。当然，考虑到某些事项的可预测

[78] 参见涂某诉武汉凡谷电子技术股份有限公司虚假登记损害责任纠纷案，湖北省武汉市中级人民法院（2018）鄂01民初第3799号民事判决书。

[79] 参见前引[65]，Hazen书，第148页。

性并不取决于行为人的主观善意或编制基础的合理性，而且预测性信息主要是指对公司未来业务或财务等作出的预期和推测，故也需要限制安全港规则中预测性陈述所涉事项的范围。例如，正在进行的交易以及与要约收购、首次公开发行相关的预测等，应该排除在外。

结 语

我国证券法尽管在法律条文层面确立了自愿性信息披露的一般性规则，但自愿性信息披露内涵与外延的厘定及其与强制性信息披露之间的转化问题仍然存在相当大的自由裁量空间，给行政执法和司法活动中准确适用法律造成困扰。因此，理顺对自愿性信息披露的“鼓励但不放任”的规制逻辑，进而在整体结构与具体规则层面建构与完善自愿性信息披露规范，尤其是科学设计宽严适度的预测性信息安全港规则，推进自愿性信息披露规则与强制性信息披露规则的协调衔接，是保障自愿性信息披露制度的目标充分实现的关键。

Abstract: The voluntary information disclosure system allows and encourages disclosure obligors to voluntarily disclose information beyond the mandatory disclosure required by law, as such information is relevant to investors' value judgment and investment decision-making. The materiality of security information serves as the dividing line between mandatory and voluntary information disclosure. Due to changes in social environment, market development, and security regulatory objectives, mandatory disclosure and voluntary disclosure may interconvert. Voluntary disclosure should not only comply with the same behavioral norms as those of mandatory disclosure, but also adhere to special norms to avoid conflicts with mandatory disclosure, prevent the misleading of investors, and refrain from improper conducts. Obligors should bear corresponding administrative liability for illegal acts in voluntary information disclosure. If defects in voluntary disclosure constitute misrepresentation due to its materiality, obligors shall bear civil liability for damages. Regarding the safe harbor rule for forward-looking information, the scope of exempted subjects should be expanded, and the criteria of materiality and those of material deviation should be applied respectively to the false of historical information, which is the premise of forward-looking information, and the false of purely predictive content.

Key Words: information disclosure, misrepresentation, materiality, forward-looking information, safe harbor rule
