

# 预测性信息披露背景下的安全港规则： 适用障碍与制度完善

齐萌<sup>1</sup>, 韩晴晴<sup>2</sup>

(1. 上海政法学院 国际法学院, 上海 201701; 2. 上海政法学院 经济法学院, 上海 201701)

**摘要:** 安全港规则为未来证券市场上预测性信息的披露行为提供了一定程度的豁免, 该制度本质上是为了激发证券市场的活力, 为预测性信息披露者打上一剂“强心针”。作为一项法律技术, 安全港规则的主要作用在于缓解激发证券市场活力与维持证券市场秩序两个价值取向之间的冲突与张力, 其制度设计需要满足明确性、适当性和灵活性的要求。然而, 当前我国预测性信息披露的安全港规则面临制度构建断层、内容过于原则和配套制度缺乏等问题。这些问题或将阻碍安全港规则预期目标的达成, 进而导致“制度空悬”的不利后果。因此, 有必要在明确安全港规则旨在鼓励预测性信息披露, 以“保护中小投资者”为底线的基础上, 立足我国证券市场的实际情况, 有选择地借鉴美国安全港规则的制度经验, 接续制度断层, 厘清安全港规则的适用主体、适用对象和行为类型, 适当放宽其适用条件, 并强化配套制度支持以促进其应用于司法实践。

**关键词:** 预测性信息披露; 安全港规则; 技术原理; 适用范围; 适用条件

**中图分类号:** D922.287 **文献标识码:** A **文章编号:** 1009-0150(2024)02-0137-16

## 一、引言

服务实体经济是金融市场的根本宗旨, 防范风险是金融工作的永恒主题,<sup>①</sup>二者不可偏废。为此, 证券监管和治理工作也要肩挑两担, 一是全力维护资本市场平稳运行, 二是提升资本市场服务高质量发展的质效<sup>②</sup>。作为高度依赖信息的市场, 资本市场的平稳运行和资本市场服务功能的发挥依靠证券信息的高质量流通。而预测性信息披露制度作为我国证券信息披露制度的重要组成部分, 对于促进市场信息有效流通、激发市场活力有着不可或缺的作用。为了进一步推动证券市场信息的流通, 《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》(以下简称《新若干规定》)规定了预测性信息披露的安全港规则, 用以解决我国当

收稿日期: 2024-01-11

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“重点领域、新兴领域、涉外领域立法研究”(23ZDA075); 上海市“曙光计划”项目“数字经济时代金融机构个人信息处理法律问题研究(22SG57)”。

作者简介: 齐萌(1982—), 男, 山东淄博人, 上海政法学院国际法学院教授;

韩晴晴(1997—), 女, 河南焦作人, 上海政法学院经济法学院硕士研究生。

① 新华社:《中央金融工作会议在北京举行, 习近平李强作重要讲话》, [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content\\_6912992.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm), 2024-01-05 14:03访问。

② 证监会:《中国证监会党委传达学习贯彻中央经济工作会议精神》, <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7449381/content.shtml>, 2024-01-05 16:30访问。

前证券信息披露主体积极性不高、披露信息有用性不强等问题。但是《新若干规定》出台之后,多数披露主体对主动披露预测性信息仍持观望态度,安全港规则实施效果不达预期,前述证券市场信息披露存在的问题仍未得到有效改善。经过对安全港规则的检视发现,该规则在制度内容和配套支撑方面存在的不足正制约着其作用的发挥。在制度内容层面,一是安全港规则制度构建存在断层,立法支撑不足;二是其条文内容过于原则,存在适用范围模糊、适用条件过于严格和灵活性欠缺等问题。在配套制度方面,预测性信息披露对投资者素质的高要求与当下我国缺乏成熟理性投资者且投资者教育制度建设不足的现状不相适应。因此,为了避免安全港规则被束之高阁、促进信息高质量披露、激发证券市场活力,有必要探究问题产生的根源。

针对预测性信息披露背景下安全港规则的国内研究大致可以分为两个阶段。第一阶段可以追溯到世纪初,主要采用比较法的研究方法,聚焦在对美国预测性信息披露制度及其安全港规则的介绍和制度借鉴,大多主张借用美国预测性信息披露的经验以构建我国的预测性信息披露制度。<sup>①</sup>这一阶段的研究多从美国预测性信息披露制度形成及发展的历史出发,讨论的内容涵盖预测性信息的披露方式<sup>②</sup>、安全港规则的适用对象和适用条件<sup>③</sup>,呼吁我国引入安全港规则。概言之,第一阶段的讨论聚焦论证在我国构建预测性信息披露规则的必要性,而缺乏对构建安全港规则的专门讨论,仅将安全港规则作为完善预测性信息披露制度的对策与手段简单提及。第二阶段则是《新若干规定》颁布前后。一部分学者从完善证券市场信息披露及民事责任的角度出发,指出了我国上市公司预测性信息的披露与监管面临着法律制度不完善、预测性信息披露成本高、有效信息供给不足和安全港规则的适用范围较窄等问题。<sup>④</sup>另有部分学者从完善安全港规则适用性的角度,主张明确预测性信息披露的标准,呼吁将安全港规则的适用范围扩大至行政责任认定中,强调对安全港规则的适用条件进行细化并明确举证责任分配。<sup>⑤</sup>这就明确了当前安全港规则所面临的任务,指出了安全港规则在适用方面所面临的具体问题。

但是,现有研究对于安全港规则的讨论仍存在以下不足:第一,现有研究对预测性信息披露的安全港规则的论证存在逻辑断层。由于对安全港规则作为制度工具的运行原理、客观作用和功能局限的认识不充分,现有研究缺乏用以评价我国预测性信息安全港规则的理论工具。第二,现有研究对安全港规则适用障碍的分析过于粗糙,针对制度的体系化检视不足。现有研究缺乏对安全港规则目的的衡量与厘清,因而未能从促进制度实现的角度系统检视当前安全港规则所面临的首要问题。第三,研究视角单一。目前对安全港规则的研究仍仅侧重于对披露者行为的规制,而缺乏对预测性信息披露者与投资者互动关系的系统性看待。因此,本文在结合现有研究成果的基础上,尝试补足和完善我国预测性信息披露背景下安全港规则的技术路径

①鞠雪芹:《美国预测性信息披露制度及其对我们的启示》,载《山东社会科学》2006年第2期;李晓钟:《美国预测性信息披露制度的形成及其借鉴》,载《前沿》2007年第12期;万燕:《中美上市公司自愿披露盈利预测信息比较》,载《财务管理》2018年第9期;蒋尧明:《美国财务预测信息披露与监管的经验及借鉴》,载《当代财经》2007年第12期。

②粟裕霞:《中美预测性信息披露制度的比较研究》,载《会计之友》2008年第3期;谢仍明、唐跃军:《预测信息披露制度的有效性及其选择:基于博弈的视角》,载《南开经济研究》2013年第4期;李霞、陈玲:《中美预测性财务信息披露制度比较研究》,载《财会通讯》2010年第1期。

③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;李士萍:《试论我国预测性信息披露制度的完善》,载《社会科学战线》2003年第6期;蒋尧明:《上市公司财务预测信息虚假陈述民事责任若干问题研究》,载《会计研究》2006年第6期。

④蒋尧明:《证券市场虚假陈述民事责任研究:回顾与展望》,载《会计之友》2024年第1期。

⑤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;张保生、牛馨雨:《预测性信息披露责任与安全港制度探究》,载《财经法学》2023年第5期;高振翔:《证券预测性信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴》,载《证券市场导报》2023年第6期。

和设计原理,从厘清安全港规则的制度目标出发,把对安全港规则的适用性评估在规则内容和适用逻辑两大维度上进一步细化为对其明确性、适当性和灵活性的检视,认为提高安全港规则适用性的关键在于以其制度目的为统领,确保安全港规则适用范围和适用条件明确、适当并兼具灵活性,同时从前述角度对当前阻碍安全港规则适用的潜在隐患进行全面检视,以防止安全港规则的适用与其目标相背离。此外,研究还将从预测性信息披露者与投资者的互动关系角度切入,从维系市场主体良性互动和动态平衡的角度探索阻碍安全港规则发挥效用的制度性障碍,并有针对性地提出解决对策。

## 二、安全港规则的结构性功能与设计原理

### (一) 功能主义视角下的安全港规则

应当认识到,证券市场所面临的最本质的价值对抗是市场活力和市场秩序之间的张力。证券监管的目标并不在于确认哪一价值更重要,而是在尊重客观规律的基础上依照经济社会发展的阶段性要求正确处理两个价值之间的矛盾,进而发挥证券市场对经济的正向促进作用。为此,期待安全港规则发挥作用的前提是在审视安全港规则在更普遍意义上的结构性功能的基础上,明确当前证券市场发展的阶段性要求,进而合理厘定规则制定所要实现的具体目标。

首先,安全港规则的核心功能在于对预测性信息披露制度的适度调整与纠偏。无论哪个领域的安全港规则,其共性作用都在于作为一个制度补丁以提升法律实施的精确性和灵活性。当然,“既要又要”总是困难的。如何妥善应对一系列既蕴含风险又具有创新价值的活动,对于当代规制政策而言是常见的挑战,也无法都靠“一刀切”的方式加以解决。如果决策者寻求在两类价值间作更精细的权衡,兼顾制度的一般性和客观预期,那么安全港规则是一个有吸引力的方案。<sup>①</sup>

其次,安全港规则功能的发挥有赖于对现实环境的顺应。正如功能主义法学派所言:“规则为了保持其现实性和生命力,必定要依靠适当的历史环境。”<sup>②</sup>在预测性信息披露的背景下,只有安全港规则的设计符合当下证券市场的发展要求,才有被广泛接受和适用的余地。根据宏观政策指向可知,当前针对我国证券市场的调整与变革服膺于服务实体经济这一根本宗旨,改革以切实提高直接融资比重为主要目的。<sup>③</sup>因此,虽然主流观点认为保护投资者利益是证券监管改革的重点与方向,<sup>④</sup>但也应当认识到证券监管目标与宏观经济目标内在的一致性,即证券监管旨在通过恢复投资者信心,促进证券市场的良性互动来增强证券市场活力,并非为了保护而保护,为了监管而监管。因此,为了避免证券监管的矫枉过正从而对上述宏观政策目标的实现形成实质性阻碍,就需要用微观调控工具来对证券监管进行适时纠偏。而具体到对预测性信息披露的监管,这一重任则将由法定的安全港规则来承担。

最后,结合当前证券市场信息披露的现实要求,可以将安全港规则现阶段的首要目标设定为鼓励证券信息披露、激发证券市场活力。一方面,从我国信息披露的发展阶段来看,我国由此前对预测性信息披露的模糊态度转向明确鼓励预测性信息披露。然而,相对应的法律制度却尚未作出足够的适应性调整以回应这一现实需求。在《新若干规定》颁布之前,有学者就将我

<sup>①</sup>戴昕:《作为法律技术的安全港规则:原理与前景》,载《法学家》2023年第2期。

<sup>②</sup>[美]P. 诺内特、P. 塞尔兹尼克:《转变中的法律与社会:迈向回应型法》,季卫东、张志铭译,中国政法大学出版社2004年版。

<sup>③</sup>新华社:《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》, [https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content\\_5592681.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm), 2024-01-04 14:33访问。

<sup>④</sup>陈洁、孟红:《我国证券市场政府监管权与市场自治的边界探索——基于监管目标及监管理念的重新厘定》,载《南通大学学报(社会科学版)》2020年第3期。

国信息披露制度的发展阶段与美国进行比较,认为我国虽早已放开自愿披露,但披露标准趋于严格,类似于美国证券市场1972—1979年之间的立法形态。<sup>①</sup>另一方面,从结果层面可以看出,于2019年修订的《证券法》所规定的允许自愿性信息披露并没有对预测性信息披露形成充分的正向激励。有研究表明,自2021年将预测性财务会计信息更改为自愿披露后,上市公司披露该类信息的积极性不高,仅有5%的企业持积极态度,其余或是勉强或是不愿配合。<sup>②</sup>另有实验表明,新《证券法》的出台对市场主体披露预测性财务会计信息形成了负向激励,且这一效应在民营企业中更为显著。<sup>③</sup>由此可见,此前的法律修订未能对市场主体主动披露预测性信息形成足够的有效激励,市场主体的披露积极性仍有待进一步激活。

## (二)作为制度工具的安全港规则

如前所述,鼓励证券信息披露、激发证券市场活力是安全港规则的首要制度目标。而要实现这一目标就必须厘清构建安全港规则的底层逻辑,明确其作为一种法律技术的设计原理。安全港规则作为预测性信息披露制度的重要组成部分,是鼓励高质量信息披露的主要工具。“每个国家对预测性信息披露的监管都不可避免地面临着一些共性问题:一是必须鼓励发行人向投资者提供充分的预测性信息;二是不能对恶意提供虚假或误导性的预测性信息以欺骗投资者的行为置之不理,而必须施以法律制裁;三是要考虑如何保护诚实和善良的发行人披露预测性信息的积极性和动力。”<sup>④</sup>事实上,解决这些问题的关键仍在于缓解激发市场活力与维持市场秩序两个价值取向之间的冲突与矛盾。虽然现阶段安全港规则的主要目标在于激发市场活力,但这并不代表其可以完全忽视对投资者的保护。如果说,鼓励信息披露是安全港规则的行动旗帜,那么保护中小投资者、不过分扰乱市场秩序就是安全港规则的行动底线。

要激发证券市场活力,安全港规则就必须具有可操作性,能够为披露主体提供预期与安全,并激励其安全投入。<sup>⑤</sup>这一目标主要通过两大机制来实现:一是为安全港规则划定明确适当的适用范围,对特定预测性信息披露主体及特定预测性信息披露行为豁免民事法律责任,从而为披露者提供相对稳定的行动预期,抵消预测性信息披露的“寒蝉效应”。二是设置适当的免责条件与门槛,促使披露者主动对所披露的预测性信息进行合规,以确保所披露预测性信息的质量。因此,安全港规则的适用范围、适用条件是否明确和适当共同决定了该项制度能否发挥预期的作用。如果安全港规则的适用范围过于狭窄、适用条件过于严格,难以在诉讼实践中为当事人所援引,则将削弱该规则的适用性,使其无从发挥应有的作用,最终导致立法目的落空。因此,对安全港规则适用范围和条件是否明确、适当进行考察应是探讨该制度的应有之义。

同时,安全港规则还应关注对风险的控制。就预测性信息披露而言,其可能引发风险的来源主要有三方面:一是预测性信息披露行为本身的风险。预测性信息与事实性信息截然不同,其主要特点是陈述者往往缺乏现有数据来证实其陈述的准确性<sup>⑥</sup>,通常具有不确定性、模糊性和风险性<sup>⑦</sup>。换言之,相比于事实性信息的披露,预测性信息披露具有更大的不确定性,因而投资者和整个证券市场面临着承担更大风险的可能。二是制度变革的潜在风险。与美国已然成熟

①李有星、康琼梅:《论证券信息自愿披露及免责事由》,载《社会科学》2020年第9期。

②程波清:《论上市公司预测性财务会计信息披露制度建设》,载《审计与理财》2018年第12期。

③唐雪松、廖强、白静:《法律基础建设与上市公司信息披露决策——基于新《证券法》的准自然实验》,载《当代经济科学》2023年第3期。

④鞠雪芹:《美国预测性信息披露制度及其对我们的启示》,载《山东社会科学》2006年第2期。

⑤戴昕:《作为法律技术的安全港规则:原理与前景》,载《法学家》2023年第2期。

⑥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。

⑦蒋尧明:《上市公司财务预测性信息的真实性与虚假陈述研究》,载《当代财经》2011年第11期。

的证券民事诉讼制度不同,我国证券民事诉讼制度正处在制度变革与完善的成长阶段,设立中小投资者服务中心、确立集体诉讼制度、取消行政前置程序等一系列制度尚处在逐步确立的动态发展过程之中,这就要求安全港规则保持前瞻和灵活性,以确保其与我国证券民事诉讼制度的发展程度相匹配,发挥其制度补丁应有的结构性功能。三是我国证券投资者的复杂情况或将放大上述潜在风险。我国证券市场上有着为数众多的中小投资者,他们相较于机构投资者,信息收集和辨别能力更弱而投机性更强。同时,因为他们人数众多而力量分散,所以在各种市场欺诈、内幕交易、操纵市场的黑色漩涡中总是受人宰割和欺负。<sup>①</sup>如果无法处理好投资者保护与信息披露的关系,则会增强证券市场的系统性风险。因此,为了应对瞬息万变的证券市场,安全港规则需要具备一定的灵活性,主要包括制度的灵活性和监管的灵活性。在这方面,美国的做法是通过判例对安全港规则进行解释、漏洞填补和规则续造,同时授予证券交易委员会增设豁免情形的立法权限来实现对制度的保障<sup>②</sup>。而由于我国证券法律制度的发展轨迹与美国证券法律制度存在一定的相似性,故在探讨安全港规则的适用范围和适用条件时,可以考虑参考美国的经验与教训。

### 三、安全港规则的制度现状与问题检视

基于前述对安全港规则的制度定位、技术原理和客观功能的分析,可以得出鼓励预测性信息披露是安全港规则的首要任务的结论。应当认识到,安全港规则本质上是为预测性信息披露者额外创设的一种法定免责事由,其所能承载的制度功能相对有限,需要进行取舍。期待“安全港规则”既能鼓励披露,又不会挑战既有秩序,无疑是不现实的。因此,应当旗帜鲜明地将鼓励信息披露放在制度构建的优先顺位。同时,从合理控制风险的角度出发,将维持证券市场秩序这一价值取向作为安全港规则的适用底线,关注预测性信息披露对投资者提出的挑战。因此,对安全港规则的探讨不应仅局限于该规则内部,更应将之放到整个虚假陈述民事责任制度中进行思考,关注证券信息披露制度和投资者教育制度的关联和互动,从而促进安全港规则的渐进完善。

#### (一) 安全港规则制度构建存在断层

预测性信息披露并非陌生概念,只是以往我国法律通常并不将其与事实性信息披露进行区分,我国立法亦没有重视其独特性,不同位阶的法律规范还存在着不完善的地方。具体来说,现行法律制度中直接或间接涉及预测性信息披露的规范性文件主要分为四类(见表1):第一类是法律,即现行《证券法》,其明确了虚假陈述的行为类型、责任主体及其赔偿责任,但并未明确区分预测性信息和事实性信息。第二类是司法解释的直接规定,其虽然正式将安全港规则作为预测性信息虚假陈述的法定免责事由加以规定,却存在三个方面的问题:一是内容过于原则,适用主体、适用对象、行为类型均不甚明确;二是适用条件过于严格,适用逻辑存在扭曲;三是缺乏对行为人主观状态的考量,适用安全港规则时是否必须考察行为人的主观意愿尚不明确。第三类则是证监会颁布的部门规章,该类规定仅就特定情况下特定类型的预测性信息披露作了简单提及。如《上市公司信息披露管理办法》第17条,要求上市公司在预计经营业绩

<sup>①</sup>朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2019年版,第96页。

<sup>②</sup>15 U.S.C. §§ 78u-5 (g) (2000). In addition to the exemptions provided for in this section, the Commission may, by rule or regulation, provide exemptions from or under any provision of this chapter, including with respect to liability that is based on a statement or that is based on projections or other forward-looking information, if and to the extent that any such exemption is consistent with the public interest and the protection of investors, as determined by the Commission.

发生亏损或巨大变动时,应及时披露业绩预告。第四类是证监会以公告形式颁布的其他规范性文件,如年报、季报、中报等信息披露内容格式的具体要求,但不同公告中要求披露的预测性信息不尽相同,缺乏系统性和协调性。由此观之,我国预测性信息披露法律制度建设在较长时间内处于实质的停滞状态,作为上位法的《证券法》对预测性信息披露合法性问题的规定不够明确,《新若干规定》对安全港规则的规定过于笼统,预测性信息披露缺乏系统化、体系化规制的问题仍未改善。

表 1 预测性信息安全港规则的立法现状

名称	性质	功能
《证券法》	法律	创设信息披露的制度框架
《新若干规定》	司法解释	明确将安全港规则作为法定免责事由
《上市公司信息披露管理办法》等	部门规章	信息披露的具体内容
证监会发布的公告文件	其他规范性文件	对前述法律文件进行细化

## (二) 安全港规则的适用范围模糊

安全港规则的引入明确了我国对预测性信息披露的基本态度,进而改变了既往证券信息披露的制度框架,使之由以披露意愿和披露形式为主的二元架构升级为以披露意愿、披露形式和披露内容为主的三维架构(见图1、图2),这在一定程度上促进了信息披露制度的完善,但也对信息披露监管提出了新的挑战。详言之,适用安全港规则的首要步骤是判断所披露的信息是否为预测性信息,其次是该信息能否被纳入安全港规则的豁免范畴之内,这就要求安全港规则的适用范围要足够明确和适当。而目前法律中有关虚假陈述的认定规则主要围绕规制事实性信息披露的对象、主体和行为类型展开,将之直接照搬并用以对预测性信息虚假陈述进行认定难免牵强。因此,就有必要结合安全港规则的目的,对预测性信息披露安全港规则的适用对象、适用主体和行为类型予以明确。

证券市场信息披露的二元架构

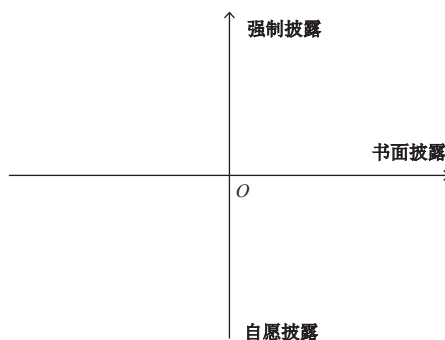


图 1 原有信息披露框架

证券市场信息披露的三维架构

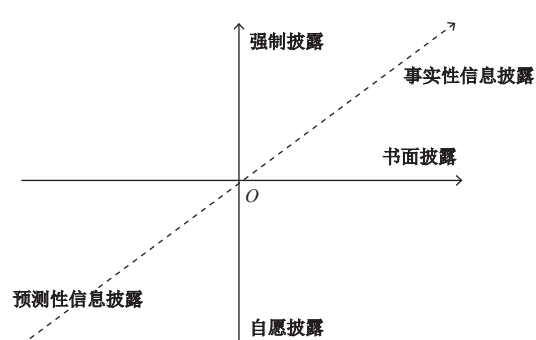


图 2 新信息披露框架

在适用对象层面,《新若干规定》第6条仅对安全港规则的适用对象作简单列举,范围狭窄且判定标准模糊。而判断所披露的信息是否属于预测性信息是能否适用安全港规则的首要前提,只有在诉争的信息被认定为预测性信息时才有适用安全港规则的余地。而能够适用安全港规则的预测信息范围大小也影响着该项制度功能的发挥。如果被允许适用安全港规则的预测性信息类型过少,则无法给予信息披露者足够的动力进行预测性信息的披露;而如果适用安全港规则的预测性信息范围过于宽泛,则可能导致信息冗余,不利于投资者的理性判断。因此,

明确预测性信息的认定标准并确定恰当的适用范围是安全港规则适用的制度前提。

当前《新若干规定》仅列举“盈利预测”和“发展规划”两种典型的预测性信息作为安全港规则的适用对象显然不够周延。其既未完全囊括当前信息披露实践中出现的典型预测性信息类型,也回避了非典型预测性信息的界定问题,这无疑会给司法实践带来困扰。通过对2019年至2022年证监会公布的信息披露相关规范进行统计发现:2019年到2022年间,证监会规定信息披露的公告文件共41件,其中明确对预测性信息披露进行规定的公告文件为28件,文件类型包含了年报、半年报、中报和季报等多种类型,涉及的预测性信息包含盈利预测、发展规划、业绩预告、管理层讨论与分析等(见图3)。前述统计可以从侧面说明证券监管实践已然为预测性信息披露作了一定程度的铺垫,对典型预测性信息的披露规制已经走入证券监管的视野,如不对前述预测性信息能否适用安全港规则这一问题加以明确,可能导致新制度与已有信息披露法律制度之间在衔接上不流畅。另外,除了上述典型的预测性信息之外,对于非典型预测性信息的界定是讨论安全港规则适用对象的另一重要内容。在美国,由于披露人常常“打包”披露预测性和事实性信息,因此区分预测性信息和事实性信息往往成为规则适用的焦点问题。<sup>①</sup>而“打包”的做法在我国证券市场中也时常出现,甚至现实中还存在通过“讲故事”的方式来吸引投资者的预测性陈述<sup>②</sup>。因此,结合美国安全港规则的实践经验和我国预测性信息的披露实际,有必要明确预测性信息的评判标准。

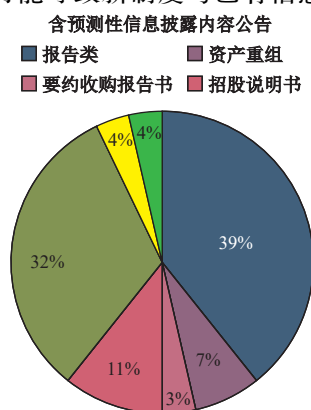


图3 证监会公告对预测性信息披露的规定

现行安全港规则的适用主体范围过于狭窄,并未涵盖当前虚假陈述民事责任的主要主体。《新若干规定》将安全港规则适用主体限于发行人的做法可能造成各被告之间诉讼权利的不平等,既不符合证券法的公平、公正和公开原则,也不利于安全港规则与既有信息披露制度衔接。预测性信息的披露主体和事实性信息的披露主体并无本质不同,对披露行为承担责任的主体不仅包括发行人,还应包括一众内外部连带责任人。《新若干规定》仅允许发行人根据本条主张免责,却将董事、监事、高管(以下简称“董监高”)和中介机构等主体排除在外,显然不够周延。一些预测性信息,特别是典型预测性信息披露通常和事实性信息披露一样并不由发行人单独作出,而往往经过多个主体的签字确认。以包含在管理层讨论与分析中的预测性信息为例,其通常经过发行人的董监高签字保证真实,经过注册会计师等中介机构的合规审查。而依据《新若干规定》,当原告就预测性信息披露行为同时向发行人、董监高、中介机构等主体提起民事诉讼主张赔偿责任时,只有发行人有资格援引安全港规则,而其他主体无法通过本条获得相同保护,这实际上扩大了其他潜在主体的责任范围,而没有给予相应的诉讼权利保障。在强调夯实主体责任的背景和趋势下,权利义务的错配也将对诸如独立董事制度的实施产生不利影响。因此,如果安全港规则的适用主体仅限于发行人,将导致被告方内部在诉权上的不平等,从而对预测性信息的披露造成不必要的掣肘。

最后,《新若干规定》并未明确哪些预测性信息披露的虚假陈述行为可以适用安全港规则,这将导致适用安全港规则的行为类型模糊,进而无法为司法裁判提供明确指引。《新若干规

<sup>①</sup>高振翔:《证券预测性信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴定》,载《证券市场导报》2023年第6期。

<sup>②</sup>杜勇波、吴文光:《证券市场“讲故事”行为的认定与识别——兼谈上市公司信息披露原则》,载《证券法苑》2017年第21卷。

定》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“重大差异”是虚假陈述的结果而非具体行为,虚假记载、误导性陈述和重大遗漏均会导致所披露的预测性信息与实际不符。因此,能否将围绕事实性信息披露规制而产生的虚假陈述行为类型直接应用于对预测性信息披露虚假陈述的认定,《新若干规定》并未规定。

### (三)安全港规则的适用条件过于严格

安全港规则本质是预测性信息虚假陈述的法定免责事由,是调节证券市场信息披露的工具。因此,其适用条件的适当性必然会影响到这一工具所能发挥的效果。如果安全港规则的适用条件过于宽松,则不利于对投资者权利的保护;而如果其适用条件过于严格,则可能导致规则难以为有关主体援引,进而造成制度空悬。而通过对现行安全港规则适用条件及其逻辑的分析可以发现,我国安全港规则适用条件中的关键要素的内涵较为模糊,整体规定也较为严苛。

首先,从内容上看,我国预测性信息披露的安全港规则为披露主体创设了“风险提示不充分”“编制基础不合理”“信息更新不及时”三项例外情形。故该规则的底层逻辑在于,只有对诉争的预测性信息披露行为进行了充分的风险提示,同时具备了合理的编制基础,并且在披露依据发生重大变化时对所披露信息进行了及时更新,有关主体才得以根据安全港规则获得责任豁免。因此,该三种情形名为免责例外,实为适用安全港规则的条件和门槛。具体而言,“对披露文件中重要因素进行充分风险提示”条款显然借鉴了美国证券法中“有意义的警示性语言”规则<sup>①</sup>。该项规则的实质在于通过指明可能使实际结果与预测结果出现重大偏差的各种重要因素,形成对投资者决策的实质提醒,使得所披露的信息不再具有重大性。因此,对“重要因素”的界定问题至关重要。然而,现行法律并未对何为“重要因素”这一问题进行必要的阐释和展开,这或将成为阻碍安全港规则适用的潜在隐患。

其次,适用安全港规则要求预测性信息披露具备“合理的编制基础”,这意味着将有较大比例的非典型预测性信息被排除于安全港规则的保护范围之外,在一定程度上压缩了预测性信息的适用空间。与之类似的举措是美国证券预测性信息披露的Rule-175,其要求主张免责的预测性信息披露行为必须有合理依据并且出于善意。<sup>②</sup>而由于其严苛的适用条件,作为被告的披露者很少援引这些规则用以抗辩,反而是转向援引预先警示规则(Bespeaks Caution Doctrine)。<sup>③</sup>也正因为Rule-175缺乏操作性,无法缓解滥诉问题,美国国会才在《私人证券诉讼改革法案》(PSLRA)中扩大了安全港规则的适用范围,放宽安全港规则的适用条件。并且在实践中,评判预测性信息的编制基础是否合理的标准存在较大争议空间,监管政策、裁判者的事后视角和历史环境的不可复原性都增加了证明难度,难以形成统一权威的客观化标准。<sup>④</sup>因此,将“合理的编制基础”标准作为安全港规则的适用条件仍有待商榷。

<sup>①</sup>15 U.S.C. §§ 78u-5(c)(1)(A)(i) (2000),the forward-looking statement is identified as a forward-looking statement,and is accompanied by meaningful cautionary statements identifying important factors that could cause actual results to differ materially from those in the forward-looking statement.

<sup>②</sup>17 C.F.R. §§230.175 (a) (2011),A statement within the coverage of paragraph (b) of this section which is made by or on behalf of an issuer or by an outside reviewer retained by the issuer shall be deemed not to be a fraudulent statement (as defined in paragraph (d) of this section), unless it is shown that such statement was made or reaffirmed without a reasonable basis or was disclosed other than in good faith.

<sup>③</sup>See Matthew Brinker,Adding Meaning to Meaningful Cautionary Statements,Protecting Investors with a Narrow Reading of the PSLRA's Safe Harbor for Forward-Looking Statements, 84 Temple Law Review 481, 488(2012).

<sup>④</sup>张保生、牛馨雨:《预测性信息披露责任与安全港制度探究》,载《财经法学》2023年第5期。



最后,《新若干规定》还要求披露者对其所披露的预测性信息进行及时更新。这一规定可能过分加重信息披露主体的义务,导致安全港规则被“绕行”。作为一项增信措施,对披露人附加及时更新义务从形式上有利于增强对投资者知情权的保障。但值得注意的是,如果预测性信息的更新负担过重也会压抑披露主体的披露热情,导致安全港规则制度的目的落空。这也是PSLRA改变以往安全港规则的要求,明确规定不应使任何人承担对前瞻性说明进行更新的义务的原因所在。<sup>①</sup>就我国而言,规定及时更新义务可能会产生排除或限制竞争的效果。详言之,及时更新义务可能对不同类型的企业形成不同的激励,大型企业合规能力更强,承担披露预测性信息成本的能力更强,更有能力满足现行安全港规则的高要求,从而切实获取安全港规则的庇护。但对于真正需要融资的初创企业和中小企业而言,及时更新义务可能会使之承担过高的披露成本和合规风险。如此一来,安全港规则对于这些企业来说就显得过于“高不可攀”。在这种情况下,安全港规则将只能为大企业“锦上添花”而无从对中小企业“雪中送炭”。此外,要求披露主体对于所披露预测性信息进行及时更新的公平性也值得质疑。主要理由在于,过度保护无法为投资者留足成长空间。保护投资者的知情权不等于要确保其知情。<sup>②</sup>如果忽视对理性合格投资者的培育,而一味苛求披露者,则只会造成投资者始终弱势、信息披露者畏首畏尾的“双输”局面,进而扭曲证券市场。因此,要吸取美国预测性信息披露实践的教训并结合我国的实际情况,对“及时更新义务”加以审视。

在适用逻辑上,我国安全港规则的适用条件是“并行”的逻辑,而非“择一”的逻辑,这无疑抬高了安全港规则的适用门槛。反观美国,其通过PSLRA将Rule-175和司法实践中的预先警示规则加以整合,形成了两个相互独立的抗辩分支:分支一为狭义的安全港规则,规定了如果预测性信息披露附带有意义的警示性语言或被认定是不重要,则不应被认定为虚假陈述;分支二则聚焦对行为人实际意图的认定。当被告援引分支一寻求豁免时,法院将不再对发行人的主观意图进行审查<sup>③</sup>。前者由被告举证其在披露文件中附有充分的警示性语言,足以使得诉争预测性信息失去重大性,从而实现免责。后者则将举证责任分配给原告,如原告无法证明有关主体在进行预测性信息披露时实际知道该信息是错误的或具有误导性的,则被告亦可实现免责。择一行使的逻辑给予了披露主体更为宽松的免责空间。即使这一制度选择随着美国证券市场的发展演变逐渐面临争议,但其在鼓励预测性信息披露方面发挥的历史性作用是毋庸置疑的。

综上所述,从证券信息披露的基本原理出发<sup>④</sup>,考虑到我国投资者的特殊结构,通过对规范条文的检视,不难得出安全港规则的适用条件过于严格的结论。如果说主张适用安全港规则的预测性信息必须具有合理的基本假设、选用合理的会计政策是立足立法者对我国证券市场信息披露不规范现状的洞察,是立法对广大投资者的关怀,“及时更新义务”的附加则将安全港规则向着确保证券市场秩序一端过度倾斜,而无从发挥激发证券市场活力这一主要作用。此外,不同于美国证券法,我国法律并未规定“善意”免责的要件,也就是说我国预测性信息虚假陈述的发行人无法通过主张其披露预测性信息的“善意”心态免责。如此一来,我国安全港规则的构建在避免美国预测性信息安全港规则适用争议的同时,已然提高了安全港规则适用的条件。若

<sup>①</sup>15 U.S.C. §§ 78u-5(d) (2000), Duty to update: Nothing in this section shall impose upon any person a duty to update a forward-looking statement.

<sup>②</sup>朱锦清:《证券法学》,北京大学出版社2019年版,第110页。

<sup>③</sup>See Ann Morales Olazabal, False Forward-Looking Statements and the PSLRA's Safe Harbor, 86 Indiana Law Journal 595, 602-603 (2011).

<sup>④</sup>证券信息披露的基本原理就是通过公开的手段,减少信息披露者与投资者之间的信息差,帮助投资者进行科学决策,以达到保护投资者的目的。

再额外附加“及时更新义务”，则将大大增加预测性信息披露主体的行动成本，降低安全港规则的可操作性。因此，有必要将“及时更新义务”放在整个预测性信息披露制度体系下，对其适当性再次进行综合权衡和审视。

#### （四）安全港规则的配套制度有待完善

良好的信息披露秩序应建立在披露者、监管者和投资者三方的有序互动之上。要想有效发挥安全港规则的作用，使之免于沦为证券欺诈的庇护所，则必然要求市场主体之间的良性互动和强度适中的证券监管。因此，仍有必要审视当前证券监管工作和投资者教育制度构建中所存在的阻碍预测性信息高质量披露的问题。

由于监管目标的不明确与不坚定，我国证券监管“越位”现象与“缺位”现象并存。一方面，一贯的高强度监管以及对平等主体民事权利的过分干预不利于营造鼓励预测性信息披露的政策环境。我国证券市场“政策市”显著，“行政化”倾向严重等特点与证券市场横向、以平等民事权利为基础的内在要求的冲突从未停止。<sup>①</sup>来自公法层面的“强监管”并不利于合格市场主体的培育。具体来说，在“强监管”理念下，我国信息披露长期呈现以应对监管合规为导向的特征，信息披露的关注点在于披露义务人是否真实、准确、及时履行了相关义务，至于披露对投资者而言是否易懂且具有可参考性，均在所不问。<sup>②</sup>强监管下信息披露受众和披露目的的潜在偏移使得我国证券市场上投资者和信息披露者的自主空间更少、行动成本更高、对市场风险的认知更加扭曲。这样的监管理念不利于为培育合格的市场主体营造充足的成长空间，还可能使得我国证券市场投机性过高，“劣币驱逐良币”效应更加显著。

另一方面，对投资者群体培养的缺位还会使我国证券市场长期缺乏成熟理性的投资者。良性的证券信息披露，不仅需要诚实的披露者，还需要成熟理性的投资者。预测性信息天然的不确定性决定了其披露行为更具有投机性和风险性。而长期以来我国投资者散户化、跟风化现象严重，证券监管对于投资者投资理性和投资能力的培养和教育不足，这就需要完善投资者教育制度，使之发挥提升投资者理性、引导投资者行为的功能，进而对可能由预测性信息披露扩大的市场非理性加以遏制。一个成熟的证券市场不仅要求“卖者尽责”，还要求“买者自负”，二者不可偏废。而要落实“买者自负”则需投资者群体有所成长。当前，中小投资者居多是我国证券市场特有的情况。相比于机构投资者，个体投资者专业知识欠缺且投机性强是实务界与理论界的共识。<sup>③</sup>然而，现实中我国对投资者的教育和培养并不充分。一方面，在立法理念上，我国存在着将对投资者的保护完全等同于对信息披露行为规制的倾向，缺乏对投资者教育重要性的全面认识。另一方面，制度构建不完善、缺乏法律支撑也严重制约着投资者教育工作的开展。目前，合格投资者制度规范效力层级较低，多是部门规章，且立法上存在与投资者适当性管理制度相混淆等问题。<sup>④</sup>因此，在完善预测性信息披露行为规则的同时，有必要思考投资者教育存在的不足，以期填补监管漏洞。

## 四、完善安全港规则适用性的法律建议

提升安全港规则适用性的主要手段是增强安全港规则在适用范围、适用条件方面的明确

<sup>①</sup>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。

<sup>②</sup>甘培忠、夏爽：《信息披露制度构建中的矛盾与平衡——基于监管机构、上市公司与投资者的视角》，载《法律适用》2017年第17期。

<sup>③</sup>蒋大兴：《国民性、资本市场与法律的深层结构——民众的“好赌性”与市场调控法则》，载《北方法学》2009年第3期；陆蓉、李金龙、陈实：《中国投资者的股票出售行为画像——处置效应研究新进展》，载《管理世界》2022年第3期。

<sup>④</sup>邵朱珂：《合格投资者制度中国实践之反思》，载《齐鲁金融法律评论》，中国人民大学出版社2020年版。

性和适当性。同时,任何制度从产生到成熟,必然一个随着实践不断完善发展的过程。因此,对制度的设计无疑面临着确定性和灵活性的永恒博弈。而安全港规则本身作为一种增强制度灵活性的法律技术,在自身的设计上也应保有灵活性以适应我国证券市场的快速发展。现阶段,安全港规则的首要任务是确立起市场主体对该项规则的共识与认同,提升其可适用性。为此,就需要针对当前安全港规则内部与外部潜在的问题提出解决方案。

### (一)以《证券法》统率安全港规则的完善

要解决我国预测性信息披露法律体系中存在的上位法缺乏、法律法规之间存在断层和预测性信息披露指引混乱的问题,就需要在法律层面明确预测性信息的具体内涵和预测性信息披露的合法地位。应当明确的是,没有预测性信息披露,就没有安全港制度的诞生。<sup>①</sup>因此,在完善安全港规则之前,一方面要对预测性信息披露的规范体系进行完善,促使其支撑充分、衔接有序。为此,要强化安全港规则的法律建设,在现有法律体系中明确预测性信息披露的合法性,即在《证券法》中明确规定预测性信息的具体内涵,并允许预测性信息披露,进而为下位法的完善提供依据和支撑。另一方面,《新若干规定》虽然在内容上填补了预测性信息披露的空白,但在效力上难免具有瑕疵。因此,为避免不必要的立法形式争议,保持立法的一致性和系统性,宜由《证券法》承担创设预测性信息披露相关条款的功能。

而前述对证监会信息披露规范相关规定的统计与分析表明,证监会颁布的相关披露要求大多涉及预测性信息披露,但存在流于形式、缺乏体系化和可操作性等问题。事实上,美国证券监管也曾遭遇类似问题,其对策是构建体系化的信息披露等级表格,将以往分散的披露要求统一整理,使得披露主体有清晰的披露指引。<sup>②</sup>我国证监会可以考虑借鉴该做法,立足证券监督执法的实践需要,通过对既往披露规定的整合和完善来具体化预测性信息披露的内容。从公司类型、所处阶段、披露主题、是否强制披露等角度编制系统化的预测性信息披露等级指南,从而增强预测性信息披露的可操作性,为信息披露者提供确定性的指导。

### (二)进一步明确安全港规则的适用范围

首先,要构建统一开放的预测性信息类型体系。只有明确了我国预测性信息披露制度所要规范的对象范围,才能进一步对各类预测性信息分别进行清晰的规范。<sup>③</sup>为此,建议在《证券法》中将现有的典型预测性信息进行整合并明文列举,厘清各类典型预测性信息的具体内涵。同时,对证监会进行授权,允许其根据监管实践对预测性信息适用安全港规则的种类依据现实需求加以调整。对预测性信息披露的合法性确认属于创设法律的范畴,应由《证券法》承担。而鉴于金融市场的不断发展和创新,可以预见的是证券市场上预测性信息的种类和数量会越来越多。因此,可以考虑以兜底条款授权证监会根据执法监管实践调整预测性信息的种类,从而确保制度的灵活性。

其次,应对排除适用安全港规则的情形进行明确。安全港规则在鼓励信息披露的同时,也发挥着引导披露者诚信披露的作用。因此,应当将缺乏诚信意识、无视自身信誉的市场主体排除在安全港规则的保护范围之外。与此同时,还应当认识到并非所有证券业务都适合安全港规则的豁免,安全港规则的适用应当顺应证券市场发展规律。部分证券业务本身具有较高的风险性和投机性或并不具有公开性,出于风险控制考量,需要将针对这类业务的预测性信息披露排除在安全港规则的适用范围之外。此外,由于信息披露贯穿于证券市场活动的各个阶段,不同

<sup>①</sup>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。

<sup>②</sup>余元瑾、张崇胜:《注册制改革背景下我国预测性信息披露制度的构建》,载《天津商业大学学报》2017年第5期。

<sup>③</sup>陈帆:《论我国上市公司预测性信息披露制度的完善》,载《中财法律评论(第四卷)》2012年第4期。

阶段的信息披露对于投资者决定的参考价值不同,一些预测性信息披露无法通过警示性声明取消或实质降低其重大性,因而也应被排除在安全港规则的适用范围之外。

再次,应扩充安全港规则的适用主体。为了促进安全港规则的周延适用,应对安全港规则的适用主体进行目的性扩张解释,即除发行人可据安全港规则免责之外,也应允许对预测性信息披露负有勤勉义务的发行人的“董监高”和出具鉴证报告的中介机构等主体依据《新若干规定》主张免责。从法理上看,我国虚假陈述民事责任多为连带责任或比例连带责任等形式,“董监高”和中介机构通常与发行人共同承担赔偿责任。因此,根据权利与义务相当原则,“董监高”和中介机构亦应享有通过主张安全港规则而寻求免责的权利。而随着证券虚假陈述民事纠纷审判实践对中介机构责任的不断夯实,中介机构作为虚假陈述民事纠纷被告的数量逐渐增加。除最近康美药业虚假陈述案件中广东正中珠江会计师事务所承担完全连带责任外,此前的大智慧、五洋债、华泽镍钴等案件中的中介机构均承担完全连带责任。<sup>①</sup>因此,如若针对预测性信息虚假陈述的民事诉讼中仅有发行人可主张安全港规则,那么或将出现原告方出于胜诉概率考量滥诉中介机构的情况,这将使得中介机构承担与其义务不相匹配的法律风险,显然有违证券法公平公正的原则。因此,基于对本条款目的的理解,应当将“董监高”和中介机构纳入安全港规则的适用主体范围之内。从制度目的上看,安全港规则的目的在于,激励信息披露主体主动披露有利于投资者做出准确判断的高质量信息,从而促进投资者和信息披露人的正向互动,在这一过程中,独立董事、中介机构等主体可能通过签字、出具鉴证报告或意见等作为增信角色存在。因此,为确保最大限度地实现本制度的设计目的,避免前述主体因权利义务错配而怠于履行其“看门人”责任,从而推动安全港规则与其他信息披露制度的良性互动,应在具体司法实践当中对安全港规则适用主体的范围做广义理解。

最后,应当明确预测性信息虚假陈述的行为包括虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。一方面,只有在确定信息披露行为构成虚假陈述时,才有适用安全港规则的余地。因此,明确预测性信息虚假陈述的行为类型是厘清安全港规则适用范围的前提,同时也有利于实现对投资者的保护和与既有预测性信息披露体系的有效衔接。另一方面,还应认识到对预测性信息的“重大遗漏”只存在于预测性信息的强制披露情形之下。预测性信息披露不同于事实性信息披露,前者以自愿披露为主,后者以强制披露为主,该种差异由两者法律属性不同所致。对预测性信息的披露,法律采取允许并鼓励的态度,允许预测性信息披露是一种授权行为。而要求对事实性信息进行强制性披露则是法律基于交易公平的考量对证券发行人的要求,是法律规定的义务。相比于“虚假记载”和“误导性陈述”,“重大遗漏”更依赖于这种作为义务的存在。因此,只有在预测性信息因被要求强制披露而成为一种积极作为义务时,披露主体才有因“重大遗漏”构成虚假陈述的可能。故而,在将预测性信息的虚假陈述行为理解为虚假记载、误导性陈述和重大遗漏的同时,也要明确“重大遗漏”适用的特殊前提,从而为实践提供明确指导。

### (三)以预测性信息自愿披露为原则,降低安全港规则的适用门槛

明确预测性信息披露原则是正确看待“及时更新义务”的前提。不同于事实性信息披露,预测性信息披露是一种经授权的任意行为,其存在基础并不是公平、公正、公开原则下的积极信息披露制度。事实上,对于是否应当将预测性信息披露作为发行人的义务这一问题,学界并未达成共识。具有代表性的观点有两种:支持一方认为在一定情况下必须披露这类信息。是否必须披露,取决于权衡比较这类信息对股东的潜在帮助与危害。而反对者拒绝承认披露预测信息

<sup>①</sup>冷静:《康美启示:证券集团诉讼首案的制度突破与未尽议题》,载《中国法律评论》2022年第1期。

的强制性义务,认为除非这种预测“实质上是确定的”。<sup>①</sup>在美国预测性信息虚假陈述审判实践中,该两种观点均有一定的市场,为不同法院所采纳。鉴于我国实际上将预测性信息披露作为一种对证券市场的激励措施,采取的态度是允许并鼓励预测性信息披露,而非将其作为发行人必须履行的义务,且预测性信息披露撮合交易的制度功能也决定了其本质是一种市场行为而不应被作为一种义务附加给所有预测性信息披露行为。因此,应当明确以预测性信息的自愿披露为原则,以强制部分预测性信息在特定情形下的披露为例外。

在明确预测性信息披露以自愿为主的情况下,结合另外两项安全港规则的适用条件可以看出,当前要求披露主体对所披露信息进行及时更新过分加重了披露主体的免责代价,不利于对预测性信息披露形成有效激励。因此,考虑删除“及时更新义务”不仅是为了提升安全港规则的适用性,更是将安全港规则放在整个信息披露制度中进行权衡之后的结果。更新义务本质上是披露义务的延伸,在预测性信息的义务属性存疑的情况下,要求对所有披露的预测性信息进行强制更新并不具有坚实的法理基础。而《新若干规定》对安全港规则附加“及时更新义务”的初衷在于预防预测性信息披露助长市场非理性这一潜在可能。这一初衷固然有其合理性,但该种制度安排并未建立在对预测性信息与更新义务关系的科学理解上。

因此,将“及时更新义务”与安全港规则的适用进行绑定显然是对两者关系的误读。在该逻辑下,如不对预测性信息披露进行更新即无法适用安全港规则,实质上是在先披露行为与在后的一个或多个更新行为混为一谈。申言之,如果预测性信息披露在其作出时没有瑕疵,则其并不因为客观情况的变化而沦为虚假陈述,自然也无需适用安全港规则。同时,无论是预测性信息的首次披露,还是后续的每一次更新,都构成彼此独立的信息披露行为。对后续变化的披露并不能否定在先披露行为的正确性;而如果在先披露本身就是错误的,后续的更新行为也无从改变在先披露构成虚假陈述的客观事实。由此可知,更新义务产自在后客观情况发生变化而导致在先陈述不真实的情形,而其产生的前提是在先的披露行为仍持续影响着投资者<sup>②</sup>。适用安全港规则的前提是所披露的预测性信息附带了充分的风险提示从而降低该预测性信息对投资者决策的重要性,也即附带充分风险提示的预测性信息对投资者的影响自始有限,因而无须通过实质性附加“及时更新义务”来保护投资者。因此,如果对两者叠加适用,无疑过分加重了披露主体的负担。

#### (四) 转变证券监管职能,加强投资者教育

在完善预测性信息披露制度内部构造的同时,仍要转变证券监管理念,优化证券监管职能。只有平衡好监督预测性信息披露者与保护中小投资者之间的关系,才能为预测性信息披露创造良好环境。只有内外机制共同作用、相互配合,才能顺应当下证券市场发展的需要,使信息披露行为向着鼓励信息披露、提高披露质量的目标稳步前进,从而真正促进我国证券市场的发展。诚然,将“保护中小投资者”作为监管目标在当下仍有其必要性和独特性,但这一目标的实现不应仅依靠对信息披露者过分严格的管制,还依赖于对投资者的教育和培养。唯有“两条腿走路”,才能实现证券信息的良性传播,从而真正推动证券市场的可持续健康发展。当前,随着证券市场发展进入新阶段,完善投资者教育变得日渐紧迫。而在鼓励预测性信息披露、增强证券市场活力的过程中,安全港规则的高质量适用和投资者教育的有效改进犹如鸟之两翼,两者相辅相成,缺一不可。在完善安全港规则、避免其制度功能“越位”的同时,还需要在投资者

<sup>①</sup>黄振中:《美国证券法上的民事责任与民事诉讼》,法律出版社2003年版,第86页。

<sup>②</sup> See Sarah Pyun, *Updating the Duty to Update: Harmonizing a Continuous Duty with a Periodic Disclosure Regime*, 2 *Columbia Business Law Review* 1030, 1046-1047(2021).

教育一端发力,从转变监管理念和完善制度设计两方面着手改善投资者教育“缺位”的现状。

其一,证券监管要改变以往“家长式”的过度保护,认识到投资者自身成长的重要性。改变以往证券监管工作存在重披露行为监管而轻投资者教育的倾向。申言之,长期以来的“政策市”强化了投资风险,过度管制压抑了市场的自律功能,在一定程度上扭曲了市场信号的传导,挤压了市场主体的成长空间。在具有“政策市”底色的市场中,投资收益主要来自市场差价收益,投资者投资理念具有过度投机性、短期性和从众性等特点,缺乏独立分析和判断的能力,受市场消息面影响大。<sup>①</sup>即在披露者一端,以往强监管的倾向导致披露者出于合规动机,依监管要求而非市场需要进行信息披露,所披露的信息对投资者决策的有用性不高;而在投资者一端,由于缺乏有效的信息参考和充足的知识储备,其投资行为的投机性极大增加,一旦收益不符合预期,市场的情绪化反应就会明显增强,进而对监管部门形成更大的压力,从而导致监管越严,信息披露越发流于形式,市场投机性愈强的恶性循环。因此,转变信息披露监管理念,将一部分监管目光放到加强投资者教育上,是让各类制度工具各归其位、各司其职的必由之路。

其二,当前证券信息披露监管制度设计要为投资者成长留下空间,改变以往在制度构建层面面对信息披露者苛求,而对投资者教育过于忽视的倾向。这就意味着,对投资者的保护并不是将之完全庇护于羽翼之下,而在于培育其正确认知市场风险并理性作出判断的能力,实现“授人以渔”。为此,不应将安全港规则当作保护投资者的主要制度工具,而要加强投资者教育的制度构建,增强其立法支撑。我国金融监管自进入“一行一局一会”格局以来,将中国人民银行有关金融消费者保护职责、中国证监会的相关投资者保护职责划入金融监管总局,为投资者保护的体系化、制度化打造了良好开端。<sup>②</sup>为了保障投资者教育取得良好效果,更宜趁着机构改革的东风建立起一套自上而下、体系完善的证券市场教育法律法规,用法律法规的形式将证券市场教育的主体、对象和内容等加以规定,使得投资者保护有法可依。<sup>③</sup>

证券市场的良好运行不仅要有诚实守信的披露者,更需要成熟理性的投资者。因此,在我国证券诉讼制度方兴未艾之际,预测性信息披露制度的构建无疑是对当前证券监管的挑战,其要求证券监管的职能实现由重“管制”向重“监督”转变。与此同时,还要强化证券监管的“服务职能”,认识到投资者培养对于构建发达证券市场的重要性,在完善投资者救济体系的同时,更加重视对投资者的事前培养,将“保护中小投资者”的理念落实在证券市场运行的全过程,最终使得各类主体各展所长。

## 五、结 语

法律规则的适用以其制度目标明确为前提。就安全港规则而言,其首要的目标在于通过将信息披露范围扩大至预测性信息,并依照预测性信息的特性平衡和调节披露主体和投资者之间的关系,来确保激发证券市场活力这一目标的实现。为此,就需要评估当前安全港规则的可适用性。经过对安全港规则现状的探察发现,其适用面临着规则内和制度间的双重阻碍。一方面,其在整个证券法律体系之中缺乏权威法律支撑,存在规则断层;具体规则也存在适用范围不明确、适用条件严苛的问题。另一方面,安全港规则的适用还面临着投资者教育制度的缺位和信息披露监管制度越位的情况。为解决上述问题,就需要在《证券法》中对预测性信息披露

<sup>①</sup>贺玲、杨柳:《我国证券市场中小投资者保护问题研究》,载《海南金融》2012年第4期。

<sup>②</sup>新华社:《国家金融监督管理总局正式挂牌 金融监管机构改革迈出重要一步》,www.gov.cn/lianbo/bumen/202305/content\_6874797.htm,2024-01-10 10:23访问。

<sup>③</sup>胡双发:《中国证券市场教育体系构建研究》,载《当代经济管理》2017年第5期。

的具体内涵和实质要件进行明确规定,由各下位法依据《证券法》的规定对预测性信息披露的内容进行整理和分类,形成系统的信息披露指南。与此同时,还要明确安全港规则的适用对象、适用主体和行为类别,以厘清其适用边界。鉴于目前国内适用安全港规则的相关实践相对较少,具体的法律实效仍有待后续的观察,故本文总结和借鉴了美国发展安全港规则过程中的经验和教训,认为当前我国的安全港规则在逻辑结构上更接近Rule-175,有可能会因适用门槛过高而被信息披露主体“绕行”。因此,还要慎重评估安全港规则的适用条件,考虑删除“及时更新”义务,以适当降低安全港规则的适用门槛,避免造成制度空悬。此外,由于我国证券市场的个人投资者占比过高会影响安全港规则的构建和适用,故开展投资者教育,着重培育成熟理性的投资者是安全港规则发挥自身作用的重要制度支撑。只有存在成熟理性的投资者,安全港规则才不会因为过于向投资者倾斜而偏离其制度目的,甚至产生排除限制竞争的效果。因此,在完善安全港规则内容之余,还要完善投资者教育制度,使得披露者敢于披露、投资者理性决策,进而实现释放证券市场活力的终极目标。

## Safe Harbor Rules under Forward-looking Statements Disclosure: Applicable Obstacles and System Improvement

Qi Meng<sup>1</sup>, Han Qingqing<sup>2</sup>

(1. School of International Law, Shanghai University of Political Science and Law, Shanghai 201701, China; 2. School of Economic Law, Shanghai University of Political Science and Law, Shanghai 201701, China)

**Summary:** The main function of the safe harbor rules promulgated for forward-looking statements disclosure is to provide a certain degree of exemption for forward-looking statements disclosure behavior in the security market, so as to encourage more forward-looking statements disclosure, and enhance the vitality of the security market. However, it is undoubtedly necessary to be more cautious to avoid making the safe harbor rules fall into a “safe haven” for security fraud. Therefore, it is necessary to make clear that the main purpose of the safe harbor rules as a legal technology is to keep a balance between stimulating the vitality of the securities market and maintaining the order of the securities market. So the design of this system needs to meet the requirements of clarity, appropriateness, and flexibility to achieve its expected goals. Through the systematic inspection of the current rules, it is found that the current safety harbor rules of forward-looking statements disclosure in China are mainly faced with three problems: First, the fault of system construction. The safety harbor rules lack strong support of the upper law. Second, the hazy content of the safety harbor rules. The application scope of the rules is not clear, and the application requirements are strict. Third, the lack of supporting systems. The realization of the purpose of the safe harbor rules is based on mature and rational investors, and the lack of investor education system may restrict the safe harbor rules to promote the benign interaction of market subjects. If the aforementioned problems cannot be reasonably solved, it may make the implementation effect of the safety harbor rules unsatisfactory, and even cause the adverse consequences of “empty system suspension”. Therefore, from the perspective of enhancing the applicability of the safe harbor rules, it is necessary to adjust the rules to solve these problems.

Specifically, it is necessary to clear that the safe harbor rules are aimed to encourage forward-looking statements and regard protecting small and vulnerable investors as the bottom line. What's more, on the basis of the actual situation of our security market, we should selectively learn the experience from the US development history of safe harbor rules, improve the institutional system, clarify the safe harbor rules of applicable subjects, applicable objects, and behavior types, appropriately relax its application conditions, and strengthen system support to promote its application in judicial practice.

**Key words:** forward-looking statements disclosure; safe harbor rules; technical principles; application scope; application conditions

(责任编辑: 倪建文)

---

(上接第121页)

lower level of discussion and communication among the management, negative emotional tone among the management, and more negative media coverage. That is, non-financial information channels help to reduce the “information loss effect” brought about by digital development, and also provide new evidence for the “information governance effect” of digital development and the logic of investor confidence enhancement. In addition, the results of improving the value relevance of net profit information through corporate digital development are mainly reflected in regions with a lower level of marketization, but the effect of reducing the value relevance of net asset information is not affected by the level of marketization. By decomposing the actions of enterprise digitalization, it is found that the trade-off effect of digital development on the value relevance of net profit information and net asset information is mainly due to digital strategy guidance, technology drive, organizational empowerment, and digital application. The support of digital environment only shows an improvement effect on the value relevance of net profit information, while digital achievements only show a decrease in the value relevance of net asset information. From the perspective of specific items in financial statements, in projects related to digital development activities, period expenses, operating income, and net cash flow generated from operating activities demonstrate higher value relevance in the digital development process, while the value relevance of intangible assets and operating costs faces challenges.

**Key words:** digital development; value relevance; information governance effect; information loss effect; investor confidence

(责任编辑: 倪建文)