

# 论证券市场自愿性信息披露制度及免责事由

李郭波

浙江理工大学法政学院, 杭州 浙江

收稿日期: 2023年10月20日; 录用日期: 2023年11月3日; 发布日期: 2024年1月23日

## 摘要

信息披露制度是证券市场中最为重要的制度之一。我国《证券法》首次规定了自愿性信息披露, 鼓励披露义务人主动披露与投资者投资决策和价值判断有关的事项, 有助于投资者合法权益的维护。但过于严格的披露者的义务规定不仅有悖于该制度设立的初心, 也忽视了披露者合法权益的维护, 出现了自愿披露违法事件频发和披露者自愿披露积极性不高的矛盾。结合美国的“安全港规则”, 我国应该通过免责事由规则的制定解决该矛盾, 综合不可抗力这个现有的免责事由, 将“警示性声明”确定为预测性信息披露的免责事由; 将非重大性信息确定为所有自愿披露者的免责事由。恰当的信息自愿披露免责事由才能保证投资者和披露者权益平衡。

## 关键词

自愿信息披露, 安全港规则, 警示性声明, 重大性信息标准

# On the Voluntary Disclosure System in the Securities Market and Exemptions from Liability

Guobo Li

School of Law and Politics, Zhejiang Sci-Tech University, Hangzhou Zhejiang

Received: Oct. 20<sup>th</sup>, 2023; accepted: Nov. 3<sup>rd</sup>, 2023; published: Jan. 23<sup>rd</sup>, 2024

## Abstract

The information disclosure system is one of the most important systems in the securities market. For the first time, China's Securities Law provides for voluntary disclosure of information, encouraging disclosure obligations to proactively disclose matters related to investors' investment

decisions and value judgments, which helps to safeguard the legitimate rights and interests of investors. However, the overly strict obligation of the discloser not only contradicts the original intention of the system, but also ignores the protection of the legitimate rights and interests of the discloser, resulting in the contradiction between the frequent occurrence of voluntary disclosure violations and the low motivation of the discloser to voluntarily disclose. Combined with the U.S. "Safe Harbor Rules", China should solve the contradiction through the formulation of exemptions, comprehensive force majeure as the existing exemptions, the "cautionary statement" as a predictive disclosure of exemptions; non-materiality of information Establishing an exemption for all voluntary disclosers. Appropriate exemptions from liability for voluntary disclosure of information would ensure a balance between the interests of investors and disclosers.

## Keywords

Voluntary Information Disclosure, Safe Port Rules, Warning Statement, Material Information Standards

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 上市公司自愿性信息披露概述

### 1.1. 自愿信息披露的内涵

信息披露又称“信息公开制度”，是指上市公司以书面形式，向投资者和社会公众公开信息的行为，主要形式包括定期报告、临时公告和招股说明书等。依据披露的要求不同，将信息披露分为强制性信息披露与自愿性信息披露。自愿性信息披露是一般认为是在强行信息披露基础上，上市公司基于公司形象、投资者关系等动机而主动披露的信息。根据 2001 年美国财务会计准则委员会(FASB)发布的《改进财务报告：增加自愿信息披露》报告，“自愿信息披露是指上市公司主动披露的，而非公认会计准则和证券监管部门明确要求的基本财务信息之外的信息” [1]。

我国《证券法》首次对自愿信息披露制度做出了明文规定，其第八十四条规定，信息披露人可以自愿披露部分信息，该信息的范围为“与投资者做出价值判断和投资决策有关”，但不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者。

随着证券市场的蓬勃发展，越来越多的公司选择上市发行，这使得证券投资者面临更加激烈的竞争。在这个新的经济形势下，上市公司自愿披露信息的概率越来越大，而且披露的适用范围和空间也在逐渐增长。这些公司更加愿意主动披露相关信息，以吸引投资者的关注和投资，从而促进公司的长远发展。

### 1.2. 我国证券法关于自愿信息披露与强制信息披露的差异

自 2019 年《证券法》颁布以来，自愿性信息披露与强制性信息披露制度共同构筑成我国信息披露制度的两大披露模式，但二者在披露动机、披露内容和披露方式等方面也存在差异，如表 1 所示。

## 2. 我国证券信息自愿披露的现行制度分析

### 2.1. 《证券法》第 84 条第 1 款

2019 年修订的《证券法》，首次引入“自愿性信息披露”的概念，明确了自愿性信息披露的重要性。

**Table 1.** Comparison of voluntary versus mandatory information disclosure systems**表 1.** 自愿性信息披露与强制性信息披露制度对比

|      | 自愿性信息披露   | 强制性信息披露  |
|------|---|--|
| 法律规定 | 《证券法》第 84 条   | 《证券法》第 80-81 条   |
| 披露动机 | 以市场激励为动机，以吸引投资者为目的。   | 属于公司法定义务的一部分。  |
| 披露内容 | 自愿性信息披露所涉及的范围非常的广泛，且具有极大的自主性，可能涉及企业的运营信息、企业未来融资机制与财务风险、预测性财务信息、社会责任信息、人力资源信息、企业治理信息等。 | 强制披露信息的内容严格遵从法律的相关规定，强制性信息披露内容主要涉及企业资本介绍、主营业务信息、基本财务数据情况、重大关联交易事宜、对主要关联股东和董事会情况的揭示、审核与建议等事宜。 |
| 披露方式 | 既可采用年度报告、临时公告的方式公布，又可在企业网络、媒体上公布，披露的渠道与形式更灵活广泛一些。                                     | 内容发布于依法规范的证监会、股票交易所等网络和报刊等平台上，通常如企业年报中报、季报等形式进行披露，同时要遵守法定的发布程序和发布方式                          |

根据《证券法》第 84 条第 1 款的规定，上市公司可以在法律规定的强制性信息披露制度之外，根据自己的需要自愿披露部分信息，以满足投资者的需求。但这仅仅是原则性的规定，我国的自愿信息披露仍然存在问题，存在诸多问题。

从披露的内容上看，证券法对披露的要求是非常严格的，并且要求披露的内容必须是与投资者做出价值判断和投资决策密切相关的。很明显，这是一种主观性标准，即根据投资者的状态来判断信息的“重大性”。从上文来看，强制性信息披露的“重大性”标准是客观性标准，主观性标准的范围是远远大于客观性标准的，即自愿披露信息的范围远大于强制信息披露的范围[2]。

从披露信息的禁止性规定来看，新《证券法》对自愿披露的信息内容进行了禁止性规定，即自愿披露的信息“不得与依法披露的信息相冲突，不得误导投资者”。如果披露的信息并不与依法披露的信息相冲突，但是却对投资者产生了一定程度上的误导，致使投资者因此做出了错误的决策，此种情形下对于信息披露人的责任如何认定是一个难题。

从信息披露者的免责事由上看，《证券法》并没有规定信息披露人在何种情况下享有免责事由。因此，上市公司为了减少相应的诉讼风险，选择尽可能少的不进行自愿信息披露甚至完全不自愿披露，这也是我国的自愿信息披露制度存在的问题之一。

可以说，尽管自愿性信息披露制度已经在我国法律上明文出现，但在披露的内容和禁止性规定以及免责事由上都存在问题，必须要专门针对自愿披露的规定和理论，具体问题具体分析。

## 2.2. 其他法律规定

除《证券法》的原则性规定外，其他有关自愿信息披露的规定散见于证监会的规范性文件和各交易所制定的规则中，没有形成一套自愿信息披露体系化的规定。这些规定分为两类：第一类是重申《证券法》中的规定，属于原则性规定，即承认自愿信息披露的合法性，明确企业应当实施自愿性信息披露，以不可抗力作为信息披露者的免责事由，以鼓励上市公司积极地进行自愿披露；第二类是在第一类原则性规定的基础上，证监会以及证券交易所等有权机关就自愿信息披露实施的具体事项做出的规定。

第一类的文件数量繁多，主要分成三个方面。第一个方面，主要是关于自愿信息披露的原则性规定，即通过法律文件的方式明确自愿性信息披露的合法性。例如《科创板上市公司持续监管办法(试行)》(2019

年)第13条<sup>1</sup>、《上市公司治理准则》(2018年修订)第91条<sup>2</sup>、《非上市公众公司信息披露管理办法》第九条(2021年第二次修正)<sup>3</sup>的前部分等。这些文件规定的内容都是对《证券法》内容的重复性说明,重申了证券法中关于自愿信息披露的规定,以鼓励上市公司自愿的进行信息披露。

第二个方面的法律文件在上述原则性规定的基础上确定自愿披露的具体内容和禁止性规定。这一部分的内容在上述第一方面里面也有规定,主要还是重申了《证券法》中的原则性要求,但也有具体规定。如《非上市公众公司信息披露管理办法》第9条第2款<sup>4</sup>和《上市公司治理准则》第91条第2款<sup>5</sup>中都对“预测性信息”做出了规定,要求披露的预测性信息必须进行提示,以明示其中的风险。对于自愿信息披露的禁止性内容,则要求不得利用其操作市场,不得违反公序良俗、损害社会利益等。

关于什么是“预测性信息”?在此特作介绍,预测性信息也称“软信息”,是一种主观上对于未来不确定事项的预期评价。齐斌在《证券市场信息披露法律监管》一书中指出:“如果说信息披露所创造的公司形象是一个影子,那么软信息告诉人们的却可能是一种夸大的无生命的甚至有时是扭曲的形象”。预测性信息虽然只是自愿披露信息中的一小部分,但对于投资者来说却比定期强制披露的信息更有吸引力,也更能影响投资者的决策,正因如此,我国专门对预测性信息进行了规定,也是本文论述的重点。

第三个方面,该部分的法律文件主要涉及对信息披露者的免责事由进行规定,旨在鼓励更多的公司和个人自愿披露信息。该部分的法律文件,经笔者查明,仅发现有《上市公司证券发行注册管理办法》第七十九条<sup>6</sup>和《首次公开发行股票注册管理办法》第六十五条<sup>7</sup>两处类似规定,对于披露盈利性预测性信息的公司,其在没有达到预测性信息的要求时,法定免责事由只有不可抗力一种。

第二类法律文件是指与《证券法》相对应的其他法律文件的修订或新增,主要是指各个证券交易所自己制定的关于自愿性信息披露制度的具体适用规定。如上海证券交易所发布的《上海证券交易所股票上市规则(2023年8月修订)》、深圳证券交易所发布《深圳证券交易所股票上市规则(2023年修订)》以及北京证券交易所发布的《北京证券交易所股票上市规则(2023年修订)》中都对自愿性信息披露制度做出了规定,上市公司以及相关信息披露人可以在依法的基础上,自愿的选择披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息。为了保障投资者的利益和市场的公平性,这些信息必须真实、准确、完整,并且遵守公平原则。这意味着,公司及相关信息披露义务人必须保持信息披露的持续性和一致性,不得进行选择披露,以免影响投资者的判断和决策。与之相关的还有《深圳证券交易所上市公司自律监管指

<sup>1</sup>《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第十三条规定,科创公司和相关信息披露义务人认为相关信息有助于投资者决策,但不属于依法应当披露信息的,可以自愿披露。科创公司自愿披露的信息应当真实、准确、完整,科创公司不得利用该等信息不当影响公司股票价格,并应当按照同一标准披露后续类似事件。

<sup>2</sup>《上市公司治理准则》第九十一条第一款规定,鼓励上市公司除依照强制性规定披露信息外,自愿披露可能对股东和其他利益相关者决策产生影响的信息。

<sup>3</sup>《非上市公众公司信息披露管理办法》第九条第一款规定,除依法或者按照本办法及有关自律规则需要披露的信息外,挂牌公司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,但不得与依法或者按照本办法及有关自律规则披露的信息相冲突,不得误导投资者。

<sup>4</sup>《非上市公众公司信息披露管理办法》第九条第二款规定,挂牌公司应当保持信息披露的持续性和一致性,避免选择性披露,不得利用自愿披露信息不当影响公司股票及其他证券品种交易价格。自愿披露具有一定预测性质信息的,应当明确预测的依据,并提示可能出现的不确定性和风险。

<sup>5</sup>《上市公司治理准则》第九十一条第二款规定,自愿性信息披露应当遵守公平原则,保持信息披露的持续性和一致性,不得进行选择披露,不得利用自愿性信息披露从事市场操纵、内幕交易或者其他违法违规行为,不得违反公序良俗、损害社会公共利益。自愿披露具有一定预测性质信息的,应当明确预测的依据,并提示可能出现的不确定性和风险。

<sup>6</sup>《上市公司证券发行注册管理办法》第七十九条规定,上市公司披露盈利预测,利润实现数如未达到盈利预测的百分之八十的,除因不可抗力外,其法定代表人、财务负责人应当在股东大会以及交易所网站、符合中国证监会规定条件的媒体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。利润实现数未达到盈利预测百分之五十的,除因不可抗力外,中国证监会可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等监管措施。

<sup>7</sup>《首次公开发行股票注册管理办法》第六十五条规定,发行人披露盈利预测,利润实现数如未达到盈利预测的百分之八十的,除因不可抗力外,其法定代表人、财务负责人应当在股东大会以及交易所网站、符合中国证监会规定条件的媒体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。利润实现数未达到盈利预测百分之五十的,除因不可抗力外,中国证监会可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等监管措施。

引第 11 号——信息披露工作评价(2023 年修订)》第十五条<sup>8</sup>的规定，其重点是对信息披露内容的有效性评价。

从上述分析来看，在《证券法》最新修订后，我国证券市场对自愿披露信息内容和标准越来越严格化处理，即不属于强制性信息披露的属于自愿性信息披露，而对于自愿性信息披露又做出了过于严格的规定，使其变相成为新品种的“强制性信息披露”。最终导致与自愿信息披露的立法用意相背离，结果损害了披露者的合法权益和积极性。因此，应当在严格自愿信息披露的基础上，设置相应了免责事由，给予信息披露人更多的保护。

### 3. 自愿性信息披露的免责事由

从上文所述可以得知，我国法律规定的自愿性信息披露的免责事由有且仅有不可抗力这一种情形。但从民法上看，不可抗力是普遍适用的免责事由，即使证券法律规范中没有明确规定，其也应当适用。这样看来，我国《证券法》虽然规定了自愿性信息披露，但实际上并未规定自愿披露人的免责事由，这很大程度上削弱了上市公司自愿披露的积极性。所以需要建立合理的免责条款，才能保障上市公司的预测性信息发布。正如前文所说，预测性信息更加受到投资者的青睐，规范预测性信息的免责事由是重中之重。在此情形下，美国的“安全港规则”能否引入则成为学界新一轮的争论焦点。

#### 3.1. 美国“安全港规则”

美国“安全港规则”，又称为前瞻性信息披露的安全港制度，在该规则范围内，只有披露人满足规定的要件，即便给投资者造成了损失，也不用承担相应的披露不实责任<sup>[3]</sup>。1933 年的《证券法》为了保护投资者的利益，禁止了预测性信息的披露。这一规定的目的在于防止市场操纵和欺诈行为，然而，这也给投资者带来了信息不足和不确定性的问题。为了解决这一问题，1972 年，预测性信息披露被正式纳入信息披露体系中，成为法定的自愿披露形式。然而，在预测性信息披露制度设置初期，由于相关规则的标准过于严格，导致上市公司对于披露的积极性受到了严重打击，披露效果也不尽如人意。为了解决这一问题，1979 年，对于部分信息披露设定了“安全港”规则。这一规则的目的是鼓励上市公司积极披露预测性信息，只要这些信息具有合理的基础，并且披露人主观上诚实可信，即使预测的结果与实际发生的结果存在不一致的情况，该预测性声明也不会被认为是欺诈声明，信息披露人也不需要承担虚假披露的责任。这一规则的设定对于提高上市公司信息披露的透明度和准确性具有重要意义。随后《1995 年私人证券诉讼改革法案》进一步明确了披露者责任豁免的情形，其具体规则逐步完善，兼顾了效率和公平。总结一句话，《1933 年证券法案》中明确的豁免标准是“有意义的警示性声明”和“非重大性标准”。这两个标准不仅在法律上有着严格的定义和要求，而且在实践中也具有非常重要的意义。

从上文我国目前证券法律制度的分析来看，我国正处于一个非常特殊的阶段，即逐步放开自愿信息披露，但同时也在提高披露标准，以确保市场透明度和投资者权益。这种情况类似于美国证券市场在 1972 年至 1979 年之间的情形。当时，美国上市公司对于自愿信息披露的意愿并不高，而现在我国也出现了类似的状况。

因此，借鉴美国的经验，明确披露者的免责事由，尤其是预测性信息的免责事由，是我国证券市场发展的一种可行路径。这不仅可以提高市场的透明度，增强投资者的信心，还可以为我国证券市场的健康发展打下坚实的基础<sup>[4]</sup>。

<sup>8</sup>《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 11 号——信息披露工作评价(2023 年修订)》第十五条规定，本所对上市公司信息披露的有效性进行评价，重点关注下列方面：……自愿披露的信息是否遵守公平披露原则，是否保持信息披露的完整性、持续性和一致性，是否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，是否存在选择性信息披露、误导投资者的情形。

### 3.2. 安全港规则的具体适用

上文所示，“安全港”规则为信息披露者设置了一道保护墙，当其满足相应条件时，无须承担法律责任。具体而言，对于“警示性声明”，在我国目前已出现雏形，在包括《上市公司治理准则》和《非上市公众公司信息披露管理办法》等多部法律文件中都有所规定。以最新成立的北京证券交易所公布的关于发布《北京证券交易所股票上市规则(试行)》的公告(2023 修订)<sup>9</sup>(以下简称“北交所规则”)中为例，其与美国安全港规则中的“警示性声明”存在异同点[5]。

不同点有两点。从效力层级上看，我国北交所上市规则仅仅属于北京证券交易所自己制定的法律文件，只在北京证券交易所范围内有效，而美国“安全港规则”中的警示性规定在美国全国范围内都有权适用，且通过不断更新的判例加以完善。从法律性质上看，我国的“警示性声明”是自愿披露人的法定义务，只要信息披露人自愿披露相应的预测性信息，就需要以明确的警示性文字加以提示；而美国的“警示性声明”则是披露人的免责事由。

我国的北交所规则和美国“安全港规则”中的“警示性声明”也存在类似点，一方面，二者的目的都是针对信息披露人发布的预测性信息；另一方面，我国的警示性声明强调信息的明确性，美国的警示性声明强调信息语言的简明性，二者并无实质差别。

因此笔者建议将“警示性声明”确定为预测性信息自愿披露人的法定免责事由，以鼓励信息披露人敢于自愿披露相应信息。

对于“非重大性标准”，证券法条文规定看，只有影响投资者“作出价值判断和投资决策有关的信息”才是合格的自愿披露信息，属于自愿披露信息的主观标准。反观美国，其在法律中设置了一个“理性投资者标准”，即以一个理性投资者的视角来进行判断，该标准也是一个主观意味很强的标准。可见，我国与美国的重大性标准本质上都是主观性标准的不同表达形式，一个理性的人认为是重要的，便是会影响到他价值判断和投资决策的信息，反之亦然[6]。即要求信息披露人在发布预测性信息时主观上必须满足三点：确实认同该陈述、并且有充分理由认同该陈述、该陈述的信息发布人在当时不知道任何能够改变实现该陈述的事实。如果不符合以上三项要求中的任意一项，则预测陈述将遭到起诉。在符合以上三项要求的情况，如果预测性陈述将不能实现，此时责任人将无须承担责任。

综上，笔者认为，可以在我国适当引入“安全港规则”，并结合我国实际情况加以完善。即当上市公司有主观上的善意，运用客观合理的依据，并在披露时进行了充分的风险提示和警示性文字提醒，即便披露的信息与实际情况存在出入，也不承担法律责任。

## 4. 结论

自 2019 年我国《证券法》首次以法律形式规定自愿性信息披露以来，证监会和各证券交易所都积极制定有关规则，加强对信息自愿披露的监督管理，严格披露者的义务。但我国目前的自愿性信息披露体系尚不完善，相关规则模糊分散，在立法、实践和监管上均存在较多问题，且由于免责事由的欠缺，信息披露人自愿披露信息的意愿不高，制度面临失灵的风险。预测性信息是实务中投资者最为关注的信息之一，对于投资者的价值判断和投资决策有重要左右，规范预测性信息的免责事由对于自愿性信息披露制度的运行具有重要的意义。我国三大证券交易所关于自愿信息披露制度的最新规定都已经具备美国“安全港”制度的雏形，在此基础上，继续规范预测性信息披露的免责事由，明确“警示性声明”和既有的不可抗力标准为信息披露人的免责事由，不仅是对信息披露人权益的保护，也能提高他们自愿信息披露的意愿，促进证券市场的有序发展。

<sup>9</sup>关于发布《北京证券交易所股票上市规则(试行)》的公告(2023 修订) 5.1.5 公司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时，应当合理、谨慎、客观，并充分披露相关信息所涉及的风险因素，以明确的警示性文字提示投资者可能出现的风险和不确定性。

---

## 参考文献

- [1] 李晓钟. 美国预测性信息披露制度的形成及其借鉴[J]. 前沿, 2007(12): 192-196.
- [2] 李有星, 康琼梅. 论证券信息自愿披露及免责事由[J]. 社会科学, 2020(9): 104-111.
- [3] 李先波, 戴华丰. 美国对有意义的警示性语言的规制[J]. 时代法学, 2011, 9(6): 73-79.
- [4] 李有星, 徐鹏炯. 内幕信息重大性标准探讨[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2017, 47(3): 168-182.
- [5] 北京大学法学院课题组, 唐应茂. 自愿性信息披露制度比较研究[J]. 证券法苑, 2021, 23(3): 163-194.
- [6] 方红星, 楚有为. 自愿披露、强制披露与资本市场定价效率[J]. 经济管理, 2019, 41(1): 156-173.