

# 预测性信息披露安全港规则研究与制度探索

余元彤

武汉工程大学法商学院, 湖北 武汉

收稿日期: 2026年3月6日; 录用日期: 2026年3月17日; 发布日期: 2026年4月14日

## 摘要

预测性信息是上市公司对不确定性事项的展望,其披露有助于激发证券市场活力。为鼓励此类披露,2022年《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》引入了安全港规则,明确当预测性信息与实际经营情况存在重大差异时,原则上不构成虚假陈述,并设置了三项除外条款。然而,该规则表述原则化,缺乏配套制度。本文从基础概念、规则适用出发,探讨安全港规则的具体内容、不足,并提出完善路径。

## 关键词

预测性信息, 安全港规则, 预测性信息披露, 法律路径

# Research and Exploration of Predictive Disclosure Security Harbor Rules

Yuantong Yu

School of Law and Business, Wuhan Institute of Technology, Wuhan Hubei

Received: March 6, 2026; accepted: March 17, 2026; published: April 14, 2026

## Abstract

Predictive information refers to listed companies' outlook on uncertain future events, and its disclosure helps to stimulate the vitality of the securities market. To encourage such disclosures, the 2022 "Provisions on Several Issues Concerning the Trial of Civil Compensation Cases for Misrepresentation in the Securities Market" introduced the safe harbor rule, clarifying that when predictive information significantly deviates from actual operating conditions, it does not constitute misrepresentation in principle, while setting forth three exclusion clauses. However, the rule's wording is overly principled and lacks supporting systems. This paper starts from basic concepts and rule application, explores the specific content and shortcomings of the safe harbor rule for predictive information

disclosure, and proposes pathways for improvement.

## Keywords

Predictive Information, Safe Harbor Rule, Predictive Information Disclosure, Legal Pathways

Copyright © 2026 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. 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>。信息披露制度是防范金融风险、保障证券市场健康运行的重要基石。其中，预测性信息着眼于未来，是公司对自身发展前景的估计与预测，具有主观性和不确定性，对投资者决策至关重要。为平衡信息披露的真实性要求与鼓励公司披露前瞻性信息的需要，2022年最高人民法院发布的《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《虚假陈述若干规定》)引入了预测性信息披露的安全港规则及其三种例外情形。这一制度创新旨在激发市场主体的披露热情，但规则的原则性表述使其在司法实践中的适用面临挑战，有待进一步探讨和完善。

## 2. 预测性信息披露的理论基础

证券市场作为金融市场的重要组成部分，实现资金融通，合理配置社会资源、推动经济发展。数字经济时代下，信息数量呈现爆炸式增长，证券市场的信息具有不对称，不充分、不准确、不适当披露等典型问题，信息披露制度是解决这一问题的有效之策，预测性信息披露是信息披露制度的重要组成部分。

### 2.1. 预测性信息涵义

#### 2.1.1. 预测性信息的概念特征

预测性信息，是指在决策有用观念指导下，企业在传统的以面向过去为主体的财务报告或者公司报告中，增加对未来期间的财务或者非财务信息的披露。核心特征为 Forward-Looking，译为预测性，或前瞻性。“预”即事前，“测”即主观评测。

这一内涵决定了预测性信息具备以下特征：(1) 前瞻性：区别于描述过去的历史信息，它是对公司未来可能状况的预判。(2) 主观性：基于披露者的专业知识、经验和对内外部环境的理解作出的主观评价。(3) 不确定性：未来事件受多种因素影响，其是否发生及影响程度均难以完全预测。(4) 风险性：因其不确定性，对投资者而言具有高度相关性，但可靠性相对较低，风险较大。[1]

#### 2.1.2. 预测性信息与其他信息的区别

预测性信息区别于描述性信息和事实性信息。后者主要反映客观、已发生的事实，具有真实性和不可变性。一般虚假陈述主要涉及历史信息真伪。若直接套用适用于历史信息的规则来处理具有不确定性的预测性信息，将对发行人过于严苛。因此，我国为预测性信息披露设计了专门的安全港规则。我国相关司法解释曾指出，预测性信息一般包括对利润、收入、管理层未来经营计划、未来经济表现等方面

<sup>1</sup>[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content\\_6912992.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm)。

的陈述。2022年《虚假陈述若干规定》虽未明确定义，但列举了“盈利预测”和“发展规划”作为典型。

## 2.2. 预测性信息披露的法理基础

### 2.2.1. 信息披露制度价值

信息披露制度始于英国<sup>2</sup>，成熟于美国<sup>3</sup>。制度初衷在于解决证券市场固有的信息问题，以实现投资者利益保护、节约交易成本和维护公共利益。

信息披露制度与证券行业的发展息息相关，最初在于规制证券市场乱象，保护投资者利益，防止系统性金融风险，存在着近乎苛刻的强制性信息披露措施，随着证券市场的进一步发展完善，证券行业高质量发展和投资者保护应当并重，科学合理责任划分有助于打造更好的营商环境。建设金融强国，必须加快构建结构合理的金融市场体系<sup>4</sup>，发挥预测性信息积极导向作用，有助于推动我国金融高质量发展。

### 2.2.2. 预测性信息披露理论证成

#### (1) 有效市场假说理论

有效市场假说理论对预测性信息披露与资本市场有效性之间的联系进行了解释。有效市场假说衍生于新古典经济学的市场经济经典理论，其认为，在完美市场条件下，证券价格能够充分反映证券信息，证券价格能够迅速应对市场上出现的信息进行调整以至正确的定价水平，形成新的均衡[2]。在证券投资领域，市场的有效性与市场信息披露的充分性息息相关，预测性信息披露得越完善、充分，证券市场就愈加臻于一个强式有效市场。

#### (2) 信号理论

信号理论则指出，预测性信息披露与证券市场主体产生优劣分级之间存在关联。信号理论认为，投资者与上市公司之间存在明显的信息不对称性，当投资者无法获得公司完全信息时，就无法辨别优劣，最终将会基于保护自身利益的考量选择以平均价格支付公司的股票[3]。因此，预测性信息的自愿披露可以释放市场信号，对于区分证券市场中的优劣上市公司、形成良好的市场区分度有所裨益，具有良好的指示作用。

#### (3) 委托代理理论

委托代理理论是制度经济学的主要内容，现代企业所有权与经营权相分离的制度模式，在建立了现代公司治理体系的同时，也因利益冲突与信息不对称而产生了道德风险与代理成本增加问题[4]。一方面，受限于上市公司的报酬机制，企业将利润中的一小部分作为薪水或其他激励形式发给管理层，剩余利益均归属于股东。在大多数情形下，股东与管理层在企业事务中的付出与收获通常不成正比，管理层积极履行信息披露义务的积极性必然受挫。

另一方面，上市公司预测性信息由管理层发布，负向信息的披露会导致市场波动并带来股价下跌的风险，此时管理层会遭受股东的质疑，背负经营不善的罪名，或会牵动管理层自身的激励。因此，管理层缺乏披露预测性信息的积极性。

### 2.2.3. 现实诉求：实现资本市场高质量发展

#### (1) 预测性信息有效供给激发证券市场活力

企业通过披露预测性信息展示发展潜力，引导社会资源向高效益企业集中，实现优化配置；其不确

<sup>2</sup>1720年发生的“泡沫事件”导致了“泡沫法案”的出台，该法案1825年被撤销，却为信息披露制度的确立提供了思想蓝图。

<sup>3</sup>1929年金融危机过后，美国《1933年证券法》明确规定，公司发行证券必须以公开说明书的形式将有关事实说明，以便投资者决定是否购买，以防止欺诈和操纵行为，保护投资者利益。

<sup>4</sup>[https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202401/content\\_6926302.htm?sih=true](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202401/content_6926302.htm?sih=true)。

定性有助于缓解信息不对称，增强市场透明度，帮助投资者形成合理预期；同时，披露内容涵盖未来财务数据、经营成果及风险机会，提升信息全面性，使投资者决策更科学，从而激发投资热情。

### (2) 预测性信息披露有助于证券监管效能提升

预测性信息披露要求监管不断创新。针对实践中存在的“越位”与“缺位”问题——过度监管抑制自愿披露，重合规轻质量背离有效供给目标——安全港规则实施后，政府作为看门人应立足市场需求，坚持“防治未病”，提前识别潜在风险，及时采取监管措施，实现激发市场活力与维护市场秩序的平衡。

### (3) 预测性信息披露有助于培育理性投资者

预测性信息披露使投资者能多维度了解企业，减少信息不对称，提升决策能动性，引导其关注长期价值与基本面，而非短期波动。成熟的投资者对信息质量提出更高要求，这种反馈机制促使企业持续提升披露水平；同时，投资者积极运用法律手段维权，并对监管提出改进建议，推动资本市场健康发展。

## 3. 预测性信息披露安全港规则制度检视

### 3.1. 安全港规则基本内容

《虚假陈述若干规定》创新性地为上市公司预测性信息披露设立了虚假陈述民事安全港条款，第6条规定：原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持，但有下列情形之一的除外：（一）信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示的；（二）预测性信息所依据的基本假设、选用的会计政策等编制基础明显不合理的；（三）预测性信息所依据的前提发生重大变化时，未及时履行更正义务的。前款所称的重大差异，可以参照监管部门和证券交易场所的有关规定认定。

#### 3.1.1. 适用对象——书面预测性信息

根据新规定，安全港规则对形式做出了要求，仅适用于书面预测性信息，口头披露不在此列。其次，预测性信息采用列举式界定，但并未给出明确定义，如“盈利预测”，根据《上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第2号——自愿信息披露》（简称《规则指引》）是指公司未来在财务方面的预测，包括基本的财务指标如收入等，也包括具体某个项目中对收购资产的盈利预估等，但在实践当中，业绩快报、业绩预告是被归类于预测性信息当中的。“发展规划”类似于《规则指引》中的“业务前瞻信息”，更多的是对未来企业的经营规划，如在业务领域的开发和投入，产品的推出与市场的选择等，这些规划最终会对企业价值产生影响，因此其作为预测性信息对投资者决策也可能产生较大影响。最后，举例后的“等”可参照《证券虚假解释》相关规定。

#### 3.1.2. 适用前提——与实际经营情况存在重大差异

重大差异是适用安全港的前提，但《虚假陈述若干规定》未直接规定其认定标准，而是明确可参照监管部门及交易所规定。实践中，不同类型预测性信息的重大差异标准不统一，同一类型在不同板块的标准亦不同。例如，对于业绩快报，深主板、创业板、沪主板相关规则要求，业绩快报预测数据与定期报告实际数据偏离幅度达到20%以上的应发布更正公告；而科创板相关规则要求，业绩快报偏离幅度达到10%以上，就应当发布更正公告<sup>5</sup>。也就是说，未来司法实践需结合监管细则进行重大差异认定。

#### 3.1.3. 适用主体——限于发行人

《虚假陈述若干规定》仅规定安全港原则的适用主体为发行人，当下我国并未设置独立专家预测体

<sup>5</sup>参见《深圳证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所创业板上市公司自律监管指南第1号——业务办理》《上海证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所科创板股票上市规则》。

系，独立专家预测是指由独立于公众公司和投资者的第三人——财务预测专家根据其所搜集的财务资料作出的预测<sup>[5]</sup>。我国现实中涉及盈利预测、发展规划等信息的发布还需要经过会计师事务所等中介机构进行核查审计、公司董监高等责任人签字认证，但规则未给予其他信息披露义务人责任豁免，基于利益考量和风险负担，可能不利于预测性信息的披露。

#### 3.1.4. 适用例外

##### (1) 未进行充分风险提示

规则仅指明未充分风险提示属于例外，但未明确“充分性”的具体要求。实践中，部分上市公司使用模糊、无针对性的风险提示，如“此为预测性结果，请投资者注意风险”，对具体风险要素、预测依据、不利情况不作说明，使风险提示流于形式，反而成为逃避责任的工具。

##### (2) 编制基础不合理

该例外要求信息披露义务人能够“自圆其说”，预测应有合理依据。例如会计方法的选择，若无特殊理由，对同一或类似事项应保持一致，不一致时需作出合理说明。预测性信息的客观性集中于预测基础，基础不合理将导致重大偏差，由此造成的投资损失应由信息披露者承担责任。合理性评价需采取“事中”角度，而非事后，加大了证明难度。

##### (3) 未履行更正义务

预测性陈述负有更正、更新的“披露后义务”。作为预测基础的现实情况发生重大变化，足以导致预测前提出现重大不一致时，发行人应及时更新、更正。但“及时”的认定缺乏明确规定，司法实践中可参照《上市公司信息披露管理办法》关于“两个交易日内”的定义。

### 3.2. 安全港规则已有贡献

#### 3.2.1. 完善信息披露制度，促进信息有效供给

安全港规则的出台将预测性信息披露纳入法治轨道，从制度层面区分了预测性信息与事实性陈述，明确了二者在虚假陈述民事责任认定上的区别。通过不同制度规制不同类型的虚假陈述，有利于完善信息披露制度，提高信息质量，增加预测性信息有效供给。

#### 3.2.2. 提供裁判依据，引领证券司法实践

作为新规，安全港规则的司法实践会影响发行人的披露意愿，法院通过对安全港规则的适用，可以发挥典型示范作用，鼓励证券市场发行人的披露意愿和创新实践。2023年上海金融法院十大金融法案例之一朱某诉某软件公司证券虚假陈述责任纠纷案<sup>6</sup>，上市公司提前披露的业绩预测信息与最终年报存在重大偏差，经法院审查不存在所依据的基本假设和选用的会计政策等编制基础明显不合理、对重要因素未作充分风险提示、未履行及时更正义务的情形的，上市公司不构成虚假陈述。法院从“三个除外”情形出发对案涉财务预测信息发布过程进行了全面审查，在查明信息披露内容充分揭露风险、没有误导性的情况下认定诚实守信的善良发行人免于承担民事赔偿，从而对重大差异的预测信息与虚假陈述作了区分，明确了该类案件的司法审查标准，发挥了积极的规则导向作用。

安全港规则的司法实践影响发行人披露意愿，法院通过规则适用可发挥示范作用。在相关司法案例中，上市公司披露的业绩预测与最终年报存在重大偏差，法院从“三个除外”情形出发进行全面审查，在查明信息披露充分揭露风险、无误导性的情况下，认定诚实守信的发行人不构成虚假陈述，免于承担民事赔偿。

<sup>6</sup>(2022)沪74民初2814号。

### 3.3. 安全港规则不足之处

#### 3.3.1. 内部：适用范围模糊、条件严格

安全港规则的适用对象为书面预测性信息，适用条件是与实际经营存在重大差异，适用主体是发行人，适用例外是未进行充分风险提示、编制基础不合理和未履行更正义务。

##### (1) 预测性信息定义不明确

法律层面缺乏对预测性信息的明确定义。若预测性信息与事实性信息混合发布，如何适用法律存在疑问。数字时代下，若发行人通过发布会、网络平台进行数据预测，实质上影响投资者决策，却因不符合书面形式无法适用安全港规则，有悖于立法初衷。明确预测性信息的内涵及形式是规则有效适用的基本前提。

##### (2) 重大差异认定标准滞后且单一

“重大差异”缺乏明确的评判标准。前置程序取消后，过往依赖行政处罚认定重大性的方法不再适用[6]。《虚假陈述若干规定》虽规定了认定重大性的三种情形，但核心仍采用价格敏感标准。然而证券市场价格变动因果关系复杂，多种因素共同导致价格变动，单一的“影响市场价格”标准不够严谨合理。

##### (3) 适用主体范围过窄

预测性信息由发行人公布，但预测性信息作为信息披露的组成部分，对披露行为承担责任的主体不仅包括发行人，还包括上市公司的董监高以及会计师事务所、律师事务所等中介机构，将适用主体限定为发行人，在面临诉讼时会不当扩大其他主体的责任范围，一方面违背权利义务一致性，另一方面在需要董监高签署相关文件或会计师事务所做出信息合规审查时，抬高预测性信息公布的门槛，违背立法初衷。

##### (4) 例外情形表述过于原则化且适用严格

“充分风险提示”缺乏明确的指示标准或原则表述，需依赖实践具体分析。“编制基础合理性”要求站在事中角度分析，存在客观举证难度，同时将部分非典型预测信息排除在外，再次模糊适用范围。“及时履行更正义务”同样存在原则化表述问题，学界对应表述为更正义务还是更新义务存在争议。安全港原则的适用需同时满足不触发所有三项例外，即三项条件必须全部满足，实际抬高了适用门槛。

#### 3.3.2. 外部：立法断层、配套制度不完善

安全港规则作为预测性信息披露制度的重要组成部分，其确立具有示范性意义，但是缺乏上位法引领和相应配套制度发挥协同功效，安全港规则的作用难以真正发挥。

##### (1) 外部立法出现断层化

安全港规则目前仅规定于《虚假陈述若干规定》这一司法解释中，缺乏上位法支撑。一方面，《证券法》作为统领证券市场的法律，仅规定了信息披露制度，并未区分预测性信息与事实性信息，未对预测性信息作出专门规定。另一方面，证监会作为主要监管部门，也缺乏对预测性信息披露的系统性规定，仅在特定情况下就某类预测性信息作简要提及，如要求业绩预告的披露。此外，各项规定之间缺乏系统性和协调性，不同时期颁布的文件存在效力重叠与冲突。在安全港规则本身表述过于原则化、其他参照适用文件缺乏明确指引的情况下，该规则的适用容易出现矛盾或空白，不利于在证券司法实践中真正落地。

##### (2) 配套制度不完善

安全港规则通过对预测性信息披露的豁免，旨在激发证券市场活力，缓解市场激励与秩序维护之间的张力。其制度设计须满足明确性、适当性和灵活性要求，并与外部法律法规相衔接，以构建完善的市场与政策环境。

从市场环境看，不仅需要规制披露者，更需完善投资者教育。我国市场以中小投资者为主，仅靠信息披露和投保机构保护不足以治本，必须从根本上转变投资者盲目跟风、投机性强的理念，才能遏制预

测性信息可能引发的非理性市场行为。同时，政府与市场需协同发力，但当前行政监管目标不明确，“越位”与“缺位”现象频发，政策性干预突出，加剧了市场波动，不利于培育成熟的投资主体和对市场风险的有效认知。

## 4. 完善预测性信息披露安全港规则的法律路径

### 4.1. 形成完善的预测性信息证券披露法律体系

#### 4.1.1. 发挥以《证券法》为核心的统领作用

《证券法》为证券市场提供法律保障，但缺乏对预测性信息的专门规定。预测性信息的特点决定了传统“真实、准确、完整”标准难以适用，而现有“合理、谨慎、客观”的披露标准散见于部门规章和交易所文件，效力层级较低。若能在《证券法》层面区分预测性信息与事实性陈述，将为安全港制度提供更明确的法律依据。

#### 4.1.2. 增强其他规范性文件的针对性和协调性

《证券法》为预测性信息披露制度起到总领作用，《证券法》之外的其他规范性文件则要增加规定的针对性和各自文件之间的协调性。

##### (1) 增强针对性

首先，聚焦发行、交易、信息披露、投资者保护等重点领域，制定或修订相应规范性文件，实现精细化规制。其次，紧跟市场变化，针对金融科技等新业务模式、交易品种及时制定规则，明确监管要求。同时，对违法违规行制定更具针对性的处罚措施，提高违法成本。

##### (2) 增强协调性

制定或修订规范性文件时，注重与《证券法》及其他法规的衔接，确保规则统一一致，避免冲突。加强监管部门间的信息共享与沟通协作，建立联合监管机制，形成监管合力。完善投资者保护、纠纷解决等配套制度，为规范性文件实施提供保障。

#### 4.1.3. 发挥指导性案例的示范作用

Table 1. Applicable cases of the predictive information security harbor principle

表 1. 预测性信息安全港原则适用案例

年份	案例名称	法院	案号	裁判意义
2023	李某与某公司、窦某等证券虚假陈述责任纠纷一审民事判决书 <sup>7</sup>	甘肃省兰州市中级人民法院	(2023)甘 01 民初 161 号	预测性信息属于自愿披露，为鼓励披露人自愿披露盈利预测和发展规划等前瞻性信息，不应对披露人施以较重的法律义务。若预测性信息披露人是以善意的主观心态，基于诚信原则作出预测的，所依据的各项基本假设都是合理的，并履行了预先警示和及时更新预测信息义务，即使所作出的陈述与未来实际情况之间有所出入，预测性信息披露人也不必承担证券虚假陈述民事责任。
2019	前置程序取消/预测性信息安全港制度适用案 <sup>8</sup>	深圳市中级人民法院	(2019)粤 03 民初 2031 号	首次实践中适用“预测性信息安全港”制度，明确预测性信息应遵循的审查标准，与新的司法解释相衔接。
2018	诱空型虚假陈述司法认定案 <sup>9</sup>	深圳市中级人民法院	(2018)粤 03 民初 1519 号	对诱空型虚假陈述的认定及因果关系分析，与新的司法解释规定一致，为类似案件提供裁判依据。

<sup>7</sup>(2023)甘 01 民初 161 号。

<sup>8</sup>(2019)粤 03 民初 2031 号。

<sup>9</sup>(2018)粤 03 民初 1519 号。

朱某诉某软件公司证券虚假陈述责任纠纷案作为 2023 上海金融法院十大典型案例，涉案公司选用正常的会计政策，对重要因素做了充分的风险提示，在获知《修正意见》后，第一时间发布了《更正通知》，法院从“三个除外”情形出发对案涉财务预测信息发布过程进行了全面审查，在查明信息披露内容充分揭露风险、没有误导性的情况下认定诚实守信的善良发行人免于承担民事赔偿，从而对重大差异的预测信息与虚假陈述作了区分，明确了该类案件的司法审查标准，发挥了积极的规则导向作用，如下案例也为安全港规则的实施提供指导示范意义和理论证成。(表 1)

## 4.2. 细化安全港规则的适用条件

### 4.2.1. 明确规则适用相关问题

针对适用对象，建立开放的预测性信息规则体系，通过“列举 + 兜底”方式明确其法律内涵。扩大适用主体，将会计师事务所等中介机构和董监高纳入规则援引范围，使其权利义务相匹配，更好发挥“民间看门人”作用。

### 4.2.2. 重大性的判断标准——引入投资者决策标准

《证券法》及《虚假陈述规定》将虚假陈述自身重大性的认定标准限定为单一的影响市场交易价格或者交易量标准，但因预测性信息的特殊性，我们认为不应当局限于单一认定标准，证券市场因果关系复杂，价格的变动可能由多种因素共同导致，此时，单一的以“影响市场价格”为标准难以实行，也不够严谨合理，对此，可以考虑由法官在具体案件中，根据所需情况，综合判断是否需要引入投资者决策标准予以辅助。

第一，在涉及因素和考虑范围方面，与价格变动标准相比，投资者决策标准其内涵更为全面、广泛。价格的变动涉及到两个时间点的价格对比，投资者决策时会考虑衡量价格变动因素，但绝不是唯一因素，例如公司的未来前景等可能会与当前的交易价格走向并不一致，证券的投资价值无法由交易价格这一项全面反映，并且还可能出现一些特殊情况，导致交易暂停，使我们无法获得相应的交易价格或交易量，此时自然也无法审查交易价格的变动差异是否明显。对此，投资者决策标准是一个很好的补充，其可以有效地对证券价格变动标准进行相应的辅助。

第二，在适用投资者决策标准时，需要满足以下要件：首先，预测信息的确定性与可信度，足以引起理性投资者的注意。其次，对于前瞻性陈述，重大性体现为实际结果与预测结果之间的差异是否显著。如果差异巨大，足以改变投资者对公司未来盈利能力的预期，则即使股价未立即波动，也应认定具有重大性。最后，需考量该预测信息是否涉及公司的核心业务、关键业绩驱动力等。如果预测信息关乎公司的持续经营能力或核心价值(如重大合同的履约前景、新药研发的预期)，则其对理性投资者的决策具有天然的重大性。

第三，虽然新的立法强调维护证券市场各方主体平衡，不再过多地向投资者倾斜，但不可否认的是，相较于上市公司等信息披露者，投资者处于弱势地位，且这种弱势应当是需要加以保护的。投资者决策标准就是更加站在投资者的角度去审查重大性，其对信息披露的要求要比价格变动标准更为严格，这一点仍是符合证券法保护投资者，维护市场平衡的精神的。其证明标准与责任分配可采用如下模式，投资者提供初步证据，证明该预测信息(或其后来的重大偏离)足以影响理性投资者的判断。例如，行业惯例、分析师报告或者该预测信息发布时媒体的广泛关注度等客观化证据。原告无需证明其实际阅读并信赖了该信息，只需证明其具有重大性即可。被告可以举证证明该预测不具有重大性，例如，涉及的金额或事项规模极小，不会对任何理性投资者产生影响；该预测属于安全港保护范围；该信息属于市场当时已经存在充分的公开信息，足以纠正该预测信息的偏差，理性投资者不可能仅凭该预测作出决策等。

第四，证券的交易价格是由多种因素综合产生的，是集合体的反映，而非单一行为或事项的反映，

司法实践中,案件整体认定并没有因此一项的简易而简化,只是把问题抛向别处。而投资者决策标准,虽然没有交易价格那么直观可量化,但其适用性更广,在说理时更加具有说服力,可以弥补价格变动标准的不足。

#### 4.2.3. 安全港例外原则适用标准具体化

##### (1) 风险提示的充分性具体表现

对于风险提示的具体标准,主要集中于风险提示的位置、风险提示包含的内容及风险提示的语言使用和形式。位置方面,应具有显著性,确保投资者获取的便利性,如置于开头或采用加粗、斜体、下划线等方式引起注意。内容方面,应具体准确列出风险要素,尽可能定量分析,无法定量的应作实质性定性分析,对最不利情形描述清楚。风险提示须具有针对性,不可笼统适用于所有情况。语言方面,必须精确确定,避免“一定程度上有风险”等模糊表述,用词应具有针对性。<sup>[7]</sup>

##### (2) 编制基础不合理的审查判断具体化

适用主客观统一标准,在审查编制基础客观合理性的同时,引入对披露主体主观状态的审查。对主观无恶意的行为人,谨慎适用例外情形。

针对利用“二次更正”规避法律的问题,即恶意发布信息后迅速更正以逃脱制裁,法院应结合案件具体情况引入主观要件审查。此种行为利用了例外情形三中的及时更正条款,在最终结果出现前通过更正免除责任,但首次发布与更正信息的市场反应不一致,可能损害投资者权益。引入主观审查可有效弥补此漏洞。

##### (3) 明确更正义务的履行前提

更新义务(duty to update)来源于美国判例法,是指在作出预测性信息后,该预测性信息因新事实之发生而有重大不实从而可能误导投资者时,信息披露人排除误导性信息之义务;而更正义务(duty to correct)则是指对于原本在作出时即存在重大错误的信息进行更正之义务。信息披露人就预测性信息并不负有独立的更正义务,因为如果预测性信息在披露时即存在错误,发行人基于错误的前提假设而主观臆测,其本身既已构成虚假陈述,而无须单独创设预测性信息更正义务。

《虚假陈述若干规定》中的“更正”义务指向预测信息所依据的前提发生重大变化时的履行义务,实质属于更新义务。该义务的履行前提限于涉及根本性公司变更的预测性信息,是法院在维护非持续性信息披露制度与保护投资者之间所作的平衡。只有当涉及发行人重大事项的预测信息依据的前提发生重大改变时,发行人才负有更新义务。<sup>[8]</sup>

## 5. 结语

法律规则的适用以制度明确为前提。预测性信息披露安全港规则能为市场参与者提供清晰指引,鼓励预测性信息披露,激发市场活力。作为舶来制度,须结合中国实际,以明确标准规范参与者与裁判者,并完善配套制度,方能实现制度初衷。具体而言,重大性的判断应结合价格因素与投资者决策因素,立足事中视角;风险提示的充分性需综合提示位置等形式要素与提示内容等实质要素;编制基础的合理性应引入主观状态审查;更正义务的适用则以重大事项变更为前提。预测性信息安全港制度是实现金融高质量发展的制度保障。面对政策、经济等多重因素影响,在变化的外部环境中寻求立法的稳定与灵活,方能释放证券市场活力。

## 参考文献

- [1] 张保生,牛馨雨. 预测性信息披露责任与安全港制度探究[J]. 财经法学, 2023(5): 18-34.
- [2] 徐文鸣,莫丹. 证券虚假陈述投资者损失的理论模型与实证研究——基于有效市场假说[J]. 广东财经大学学报,

---

2019, 34(6): 87-99.

- [3] Spence, M. (1973) Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, **87**, 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- [4] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- [5] 蒋尧明. 美国财务预测信息披露与监管的经验及借鉴[J]. 当代财经, 2007(12): 101-106.
- [6] 汤欣, 李卓卓. 新修虚假陈述民事赔偿司法解释评析[J]. 法律适用, 2022(3): 61-72.
- [7] 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.
- [8] 王从容, 李宁. 法学视角下的证券市场信息披露制度若干问题的分析[J]. 金融研究, 2009(3): 178-190.