

论证券信息自愿披露及免责事由

李有星 康琼梅

摘要:在证券市场中,自愿披露是信息披露中的重要组成部分,强制披露和自愿披露模式相结合才能构建一套完整的信息披露制度体系。我国新《证券法》第84条规定了自愿披露制度、自愿披露信息的内容和标准。该规定与证券监管机关、证券交易所制定的规则构成了我国证券市场信息自愿披露规则体系。我国自愿披露制度对披露者的义务规定过于严格,这虽有利于防范披露者违法披露、保护投资者利益,但很可能忽视披露者的合法权益保护,出现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。我国应该通过免责事由规则的制定解决该矛盾。首先,应当将警示性声明确定为预测性信息披露者的免责事由。其次,应当具体化“重大性”信息标准,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:证券法;自愿披露;预测性信息;免责事由

中图分类号:D923.996 文献标识码:A 文章编号:0257-5833(2020)09-0104-08

DOI:10.13644/j.cnki.cn31-1112.2020.09.011

作者简介:李有星,浙江大学光华法学院教授;康琼梅,浙江大学光华法学院经济法博士研究生(浙江 杭州 310008)

2020年3月15日晚间,泰和科技、秀强股份、雅本化学均公告称,其收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)决定对公司进行立案调查。当时正处全世界疫情焦灼时期,泰和科技披露称其产品可大量用于环境消毒工作。雅本化学亦称其子公司生产的产品是疫情期间某些重要药品的主要供应商,但事实上两家公司的业务涉及疫情防控的比例很小,与其所披露的信息大有出入。类似地,秀强股份在互动平台中曾对投资者表示该公司为当前热门的特斯拉新能源汽车充电桩用玻璃的国内唯一供应商,但实际上能否接到特斯拉太阳能屋顶订单尚存在不确定性。三家公司“蹭热点”的行为使其股价异常上涨,甚至出现多次涨停板的记录,证监会认为其违反自愿披露的有关规范,对其立案调查,三家公司成为新《证券法》自3月1日实施以来首批被立案调查的上市公司^①。这些案例的出现意味着我国证监会开始加强对信息

收稿日期:2020-05-20

^① 王雪青:《股价“虚假繁荣”的背后总有代价!三家蹭热点公司遭立案调查》, <https://mp.weixin.qq.com/s/xVkWtMclHhK-SprOG6yCwg>, 2020-05-13。

披露公司自愿披露事项的监管,自愿披露制度的理论和实践将成为我国证券市场的热点问题。

一、证券信息自愿披露的理论探讨

新《证券法》专设章节对信息披露进行详细规定,更是在第84条新增了自愿披露的相关内容^①。在此之前,我国立法上对信息披露者的规制侧重于信息的强制披露,即信息披露义务人必须根据法律规定,履行信息披露义务,且披露的信息必须满足法律规定的所有条件。相较于强制披露,自愿披露是一种以市场激励为动机的披露形式,其是指出于吸引投资者的目的,证券发行人或者其他证券市场主体主动向投资者披露与投资者价值判断和投资决策有关的信息。自愿披露具有以下特征:一是披露方式自愿,即可以披露,也可以不披露;二是所披露信息的内容不能是强制性披露信息,强制性披露信息必须披露,没有决定是否披露的自由;三是披露的信息与投资者价值判断和投资决策有关联^②。随着证券市场的发展,上市发行的公司日益增多,其对证券投资者的竞争日益激烈。尤其在新经济、新业态、新模式的不断涌现下,自愿披露的需求和空间越来越大。公司主动披露其经营数据、竞争优势、长期战略报告,能够更好地塑造公司的形象,满足投资者对信息的高需求,提高公司证券产品和服务对投资者的吸引力,进而提升公司的整体竞争力^③。

在理论上,学者们对证券市场信息披露的模式采用强制披露还是自愿披露有着不同的观点和思考^④。在实践中,在不同的国家和地区在其不同的历史时期对信息披露模式的选择和信息披露要求的标准也会变化^⑤。有理论认为在市场中不需要法定的强制性信息披露,因为公司管理层有充分的激励来自愿披露相关信息,该理论建立在诸如有效市场假说或投资组合等金融理论基础^⑥,但证券市场信息披露者极有可能为获取不法利润进行违法披露,另外受侵害的投资者索赔成本较高,在尚不健全的证券市场中,激励机制下的市场自愿披露难以确保投资者获得完全充分有效的信息,从而全面保护投资者的利益。且自愿披露信息缺乏判定标准,所披露的信息往往存在供给不足和质量参差不齐等缺点^⑦。因此,法定的信息强制披露制度必不可少。

缺乏法律约束的信息披露制度不可取,纯粹的信息强制披露亦不能从根本上保护投资者的利益,原因在于以下两个方面。一是不能形成有效的市场信号。根据信号传递理论,信号本身需要具有自愿性和不易模仿的特点,而强制披露信息往往具有高度的一致性和统一性,所承载的信号不能形成有效的市场信号,不能作为投资者判断和决策的甄别机制^⑧。二是无法轻易辨出实用信息。强制披露的信息数量极其庞杂,非专业投资者难以在众多的相似信息中分辨出实用信息。在强制披露制度之外,自愿披露信息更能披露针对潜在投资者的相关信息,实现信息的个性化和有效性。因此,自愿披露在完备的信息披露体系中必不可少。

自愿披露者主动将相关信息披露,整体上有利于投资者的利益和证券市场的有效运行。但很可能因为缺少法律的明确规定,披露者滥用自愿披露的权利,故意披露虚假、误导性的信息侵害投资者利益,本文最开始的三个案例就是最好的证据。因此必须以法定形式确定自愿披露、规范自愿披露的具体程序。新《证券法》将自愿披露形式法定化,建立起两种信息披露模式相结合的信息披

① 《证券法》第84条第一款:“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。”

② 贾纬:《证券市场侵权民事责任之完善》,《法律适用》2014年第7期。

③ 程茂军:《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》,《证券法苑》2017年第20期。

④ 厉潇逸:《证券市场信息披露制度研究》,《人民法治》2017年第12期;李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,《法商研究》2014年第5期。

⑤ 程茂军:《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》,《证券法苑》2017年第20期;廖凡:《钢丝上的平衡:美国证券信息披露体系的演变》,《法学》2003年第4期。

⑥ 李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,《法商研究》2014年第5期。

⑦ 王惠芳:《信息强制披露与自愿披露的重新界定与监管》,《宏观经济研究》2010年第12期。

⑧ 方红星、楚有为:《自愿披露、强制披露与资本市场定价效率》,《经济管理》2019年第1期。

露制度体系,有利于实现优势互补,给市场投资者提供使其进行投资决策和价值判断的有效信息。这对于证券市场而言,是信息披露制度的重大完善,但自愿披露的本质特征是自愿性,体现了披露者的自由权,如果将自愿披露严格限制,很可能弱化自愿性,成为本质上的强制披露。同时,如果对该种披露形式进行过多的限制,披露者很容易因为自愿披露承担过重的责任,缺乏自愿披露的积极性,自愿披露无法实现其应有功能。

二、我国证券信息自愿披露的现行制度分析

(一)《证券法》第84条第1款

根据《证券法》第84条第1款的规定,自愿披露的披露内容要求为:“投资者做出价值判断和投资决策有关”的信息。在理论上,这样一种披露标准属于主观性标准,即根据投资者的状态来判断信息的“重大性”,与强制披露以“重大事件”为指标的客观性标准相对^①。两者的区分在学界并无定论,准确说是上述两种标准的含义均无定论^②。但笔者从字面上理解认为,基于主观标准的属性,投资者作出价值判断和投资决策的信息比重大事件的范围更广,这也是自愿披露和强制披露的重要区别所在,那些较为重大的但不包含在强制披露范围内的信息,如果能够影响投资者的价值判断和投资决策,上市公司等披露义务人可以将其披露。范围广就意味着一定的模糊性,上市公司在日常管理运营过程中产生的信息数量极为庞大,其中可能影响特定投资者作出价值判断和投资决策的事项非常多,以致上市公司在自愿披露时获得极大的自由权,甚至意味着,上市公司有权根据自愿披露的上述标准自由选择将公司的大部分信息进行披露。

披露信息内容的广泛性和模糊性可能会带来弊端,轻则使得证券市场里充满了过多的垃圾信息和噪音信息,增加投资者的成本^③,重则可能让披露的公司有机可乘,利用自愿披露信息误导投资者获取不法利益。因此我国新《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”。依法披露的信息必须具有真实性、准确性和完整性^④,如果自愿披露的信息与之冲突,则必然是不符合证券法律规定的,会误导投资者,在实践当中这一标准比较容易认定。但与法定披露内容无关或者与之不存在冲突,同时又可能误导投资者的自愿披露信息便难以认定,因为无法从新《证券法》的规定中找到具体的误导性标准。误导性信息披露是虚假陈述的一种。有学者将误导性陈述分为三种类型:即以偏概全型、矫枉过正型、语义模糊或晦涩型^⑤。但这样的分类建立在强制披露的基础上,需要利用法定披露的全面披露、语言简明等要求解决,但是自愿披露制度并没有这些要求,因此自愿披露的误导性标准需要与此区分。还有学者认为误导与准确相对,信息只有满足准确性要求,才不会出现误导性陈述^⑥。与前述理论逻辑类似,新《证券法》中的自愿披露并没有准确性的要求,亦难以以此作为标准。由此可见,作为首次出现在《证券法》上的自愿披露,并不能沿用现有理论中适用于强制披露的标准,即必须从专门针对自愿披露的法律规定和理论出发,探讨其适用标准。

(二)其他法律规定

除《证券法》的总体性规定外,有关信息自愿披露的规定散见于各证券交易所制定的规则和证监会等有权机关的规范性文件当中,没有形成一套体系化的自愿披露规定。这些规定分为两类,第

① 参见《证券法》第80—81条,其中规定必须披露的信息的内容为:可能对公司的股票交易价格、公司债券价格产生较大影响的重大事件。

② 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。

③ 郭峰:《虚假陈述侵权的认定及赔偿》,《中国法学》2003年第2期。

④ 刘云亮:《上市公司股权转让诚实信用原则扩张适用研究——以上市公司股权转让信息披露为视角》,《东方法学》2018年第6期。

⑤ 郭峰:《虚假陈述证券侵权责任赔偿》,法律出版社2003年版,第187页。

⑥ 刘慧娟:《国际证券市场信息披露监管制度研究》,对外经济贸易大学2014年博士论文。

一类是在《证券法》增加自愿披露规定前,承认自愿披露信息的合法性,并简要明确披露的内容和禁止性情形。这类规定主要在于鼓励上市公司主动披露信息,尤其是盈利预测报告。另一类是在新《证券法》规定信息自愿披露后,证券交易所等有权机关就贯彻实施该规定,对信息自愿披露事项进行的具体化规定。

第一类文件的数量不少,但是其规定的内容各异,存在三个层次。第一层次的法律文件主要在于明确自愿性披露的合法性。比如《上市公司治理准则》第91条第1款^①、《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第13条第1款^②、《非上市公众公司信息披露管理办法》第9条第1款^③的前部分等。这些文件是自愿披露制度法定化的初步尝试,将能够进行自愿披露的内容范围进行概括性的规定,只要有关投资者利益的信息皆可披露,这与新《证券法》的规定一脉相承,鼓励披露义务人主动披露信息。

第二层次的法律文件则在上述鼓励性规定的基础上确定自愿披露的具体内容和披露禁止性规定。这些法律文件对自愿披露信息中的预测性信息,尤其是盈利预测性信息的披露要求进行专门规定。比如《上市公司重大资产重组管理办法》第22条^④,该条款规定相对简单,并没有提出审计的具体要求。而《非上市公众公司信息披露管理办法》第9条第2款^⑤和《上市公司治理准则》第91条第2款^⑥则对披露禁止性规定进行了明确,比如不得利用自愿披露信息不当影响公司股票价格,从事市场操纵、内幕交易等。对于自愿披露信息中的预测性信息,则要求提示可能出现的不确定性和风险信息。

在此需要对预测性信息进行简要介绍。预测性信息,习惯上也称为“软信息”,区别于表述客观可证实的历史性事件的“硬信息”。一般认为预测性信息包括对利润、收入、亏损等财务事项的预测;对未来经营计划与目标的陈述等^⑦。预测性信息只是自愿披露信息中的一部分,但于投资者而言,该信息比定期强制披露的信息更能反映公司的潜力,从而影响投资者的决策;于信息披露者而言,披露预测性信息是争取投资者的重要手段,同时也极有可能利用制度漏洞损害投资者利益。因此,我国对预测性盈利信息进行了重点规定,笔者也将在下文重点就预测性信息进行讨论。

第三层次的法律文件旨在规定披露者的免责事由。其在自愿披露禁止性规定的基础上,进一步明确披露者的免责事由,即使投资者因自愿披露的信息存在损失,信息披露的公司也不需要承担责任。该类文件的数量不多,且仅针对自愿披露信息中的预测性信息。经笔者的查找,只搜寻到了《上市公司证券发行管理办法》第67条和《首次公开发行股票并上市管理办法》第57条的类似规定,对于披露盈利预测性信息的公司,其所确定的法定免责事由只有不可抗力。换言之,除了不可抗力,由于自愿披露盈利预测性信息给投资者带来损害的,披露的公司必须承担相应的责任。

① 《上市公司治理准则》第91条第1款:“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。”

② 《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第13条第1款:“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。”

③ 《非上市公众公司信息披露管理办法》第9条第1款:“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。”

④ 《上市公司重大资产重组管理办法》第22条:“上市公司自愿披露盈利预测报告的,该报告应当经符合《证券法》规定的会计师事务所审核,与重大资产重组报告书同时公告。”

⑤ 《非上市公众公司信息披露管理办法》第9条第2款:“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。”

⑥ 《上市公司治理准则》第91条第2款:“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。”

⑦ 张保华:《上市公司预测性信息披露制度研究》,《法律适用》2003年第4期。

第二类法律文件是指与新《证券法》相对应的其他法律文件的修订或者新增。《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露规则》(2020年修订)第6条与新《证券法》的规定基本类似^①。上海证券交易所和深圳证券交易所在各自制定的《关于认真贯彻执行新〈证券法〉做好上市公司信息披露相关工作的通知》中一致规定:“信息披露义务人按照新《证券法》第八十四条规定,自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息,不得与依法披露的信息相冲突,不得误导投资者。信息披露义务人披露自愿性信息,应当符合真实、准确、完整、及时、公平等信息披露基本要求。此后发生类似事件时,信息披露义务人应当按照一致性标准及时披露。”《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020年修订)则用更为具体严格的规定完善自愿性信息披露相关规定^②。对于预测性信息,要用明确的警示性文字列明相关的风险因素以起到提示的作用,对于其他自愿披露信息,不仅需要保证信息的完整性、持续性和一致性,不得误导投资者,还要对所披露的信息进行及时公告更新。可以看出,第二类法律文件整体上是第一类中的第二层次法律文件的加总和扩充,但对第三层次法律文件中规定的免责事由并未提及。因此,在我国证券市场,对于自愿披露盈利预测性信息,仍只有不可抗力这一种免责事由。

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进一步趋于严格,一旦选择自愿披露便意味着要满足类似于强制披露信息标准,这很容易在实施过程中与自愿披露的用意相背离,其结果很可能损害披露者自愿披露的积极性。对于证券监管部门和证券交易所而言,其规定的严格性具有一定的合理性,因为严格的规定有利于证券市场的稳定,也能大幅度降低其监管成本。在我国自愿披露制度尚不完善的情形下,“蹭热点”等违法披露者很容易借用自愿披露来获取不法利益,因此必须采取严格标准来制止此种行为,从而维护证券市场的稳定并保护投资者。但物极必反,如前述分析,只有真正准确自愿披露的信息才能在实质上的保护投资者,有利于其做出价值判断和投资决策。此外,披露者并非绝对的强势方,其合法权益的保护亦不能忽视,不能使其承受过于严格的责任。证券市场应设置充分的自愿披露激励机制,免除善意自愿披露者的责任。

三、证券信息自愿披露的免责事由探究

免除责任的法定机制便是法律上的免责事由,由上可知我国法律规定的免责事由仅有不可抗力这一种情形。但从我国法律体系上分析,不可抗力是一种普遍适用的免责事由^③,即使在证券法的法律规范中没有再次强调,也应当适用^④,因此不可抗力作为证券法上的特定免责事由的资格存疑。多年前就有学者对我国的自愿披露免责事由进行了广泛讨论,尤其对自愿披露预测性信息的免责事由进行了研究,预测性信息是自愿披露信息中的重要部分,制定预测性信息自愿披露的免责事由至关重要。有不少学者主张引进美国“安全港规则”^⑤。但也有学者认为与美国相比,我国缺

① 《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露规则》(2020年修订)第6条:“除依法或者按照本规则和相关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规则和相关规则披露的信息相冲突,不得误导投资者。”

② 《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》(2020年修订)5.2.23条:“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。进行自愿性信息披露的,应当遵守公平信息披露原则,保持信息披露的完整性、持续性和一致性,避免选择性信息披露,不得与依法披露的信息相冲突,不得误导投资者。当已披露的信息情况发生重大变化,有可能影响投资者决策的,应当及时披露进展公告,直至该事项完全结束。”5.2.24条:“自愿披露预测性信息时,应当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。”

③ 在理论界,对不可抗力属于法定免责事由还是阻却过错及因果关系的成立从而不构成侵权存在争议,参见袁文全《不可抗力作为侵权免责事由规定的理解与适用》,《法商研究》2015年第1期。

④ 魏俊:《证券法上的安全港及其制度价值》,《金融法苑》2014年第12期。

⑤ 张保华:《上市公司预测性信息披露制度研究》,《法律适用》2003年第4期;李晓钟:《美国预测性信息披露制度的形成及其借鉴》,《前沿》2007年第12期;陈帆:《论我国上市公司预测性信息披露制度的完善》,《中财法律评论》2012年第4期。

乏相应的制度规定和理论基础,该规则不宜过早引入^①。在将信息自愿披露正式列入新《证券法》之际,笔者认为该问题必须再次引起重视,正因为我国法律文件对信息自愿披露的规定过于严格,因此可以制定对预测性信息的免责事由来平衡证券市场中主体的利益冲突,信息确保自愿披露制度的实行。

美国“安全港规则”也被称为前瞻性信息(forward-looking statement)披露的安全港制度,是指信息披露者自愿披露前瞻性信息的行为虽然给投资者造成了损失,但由于一些“情形”的存在而不被认定为违法行为,无须承担赔偿责任。前瞻性信息与已经得到证实的、客观确定的历史性事实不同,比如基于数据统计分析对公司的利润、收入或亏损、每股盈利或亏损等财务事项预测的陈述,即我们所称的预测性信息。“安全港规则”在美国证券立法上一波三折,自《1993年证券法》颁布之后,为了保护投资者的利益,全面禁止预测性信息的披露。1972年该态度发生转变,将预测性信息披露纳入到整个信息披露系统中来,预测性信息成为法定的自愿披露形式。但是由于标准过于严格,披露者的积极性受挫,实践效果不佳。直到1979年安全港规则的出现才使得这样的情形得到改善,随后《1995年私人证券诉讼改革法案》进一步明确披露者豁免的具体情形,此外,司法判例也对安全港规则的具体要求予以明确^②。美国安全港规则逐步完善,实现了保护投资者、信息披露者以及维护证券市场运行的平衡,兼顾了公平与效率^③。

从上文对我国法律制度的分析来看,我国早已放开自愿披露,且披露标准趋于严格,类似于美国证券市场1972年至1979年之间的立法形态,将自愿披露直接或间接归入强制披露为主的信息披露系统中,美国上市公司在此期间的自愿披露状况不佳,我国亦出现此种情形。经国内权威机构调查发现,自2001年起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^④。在违法性自愿披露事件频发,善意披露者又不愿意披露有效信息的矛盾下,一方面,我国可以保留自愿披露信息的严格标准,以此打击证券市场中利用自愿披露损害投资者利益的行为,但是在另一方面,可以借鉴美国的经验,逐步根据我国实践,明确披露者的免责事由,尤其是预测性信息的免责事由。

美国安全港规则经过不同的法案和判例确定了不同的免责事由及标准。对于披露者,《1933年证券法案》安全港规则中明确的豁免标准主要是:“有意义的警示性声明”(meaningful cautionary statements)和非重大性标准(immaterial)^⑤。警示性语言是针对预测性信息而言的,即提醒投资者所披露的信息属于预测性信息,具有相应的风险。但这样的风险提示很容易变成一种格式条款,成为披露者逃避责任的手段,于是安全港规则要求该警示必须是有意义的。美国判例法为“有意义的警示性声明”创设了具体的评判标准,它要求:警示语言必须具有针对性,与重要的风险因素相联系,语言清晰且显而易见^⑥。非重大性标准衍生自信息披露整体的重大性标准,针对所有的自愿披露信息,如果披露主体披露的仅仅是不会给投资者带来明显影响的非重大信息,在提供证据证明后,即使披露的信息存在一定的瑕疵,也不需要承担证券欺诈责任。

对于“警示性声明”,在上述分析的包括《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》在内的多部法律文件中都有类似规定。以规定最为全面的《深圳证券交易所上市公司规

① 魏俊:《证券法上的安全港及其制度价值》,《金融法苑》2014年第12期。

② 李晓钟:《美国预测性信息披露制度的形成及其借鉴》,《前沿》2007年第12期。

③ 毛海栋:《通过豁免的规制——美国私募基金规制政策的变迁和启示》,《法学评论》2013年第1期。

④ 程波清:《论上市公司预测性财务会计信息披露制度建设》,《审计与理财》2018年第12期。

⑤ Section 27A, Securities Act of 1933:“(i) 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; (ii) immaterial”.

⑥ 李先波、戴华丰:《美国对有意义的警示性语言的规制》,《时代法学》2011年第6期。

范运作指引》为例来看^①,其与美国安全港规则中的“警示性声明”存在异同点。首先,效力层级有区别。我国仅在证券交易所或者证监会等市场监管机关制定的法律文件中进行规定,其效力有限,但是美国的警示性规则全面适用,且通过判例进行改进更新。第二,法律性质不同。我国的“警示性声明”是自愿披露时的法定义务,只要自愿披露预测性信息,就要以明确的警示性文字提示可能存在的风险,但是美国的“警示性声明”作为安全港规则中的一项,是披露者的一大免责事由。强制性的法定义务一方面加大了披露者的压力,如果没有满足该要求,即使信息合法也可能会受到交易所或者证监会的行政处罚。另一方面,统一性的规范难以区分预测性信息的优劣,换言之,如果所有披露者都被苛以警示的义务,投资者无法从中辨别出真正的“警示性声明”。第三,具体的标准具有相似性。首先,都是针对预测性信息,其次我国的警示性声明强调明确性,以提示所存在的相关具体风险。美国注重针对性,要求语言的简明性。在语境中相关性与针对性都是指警示的风险需要与所披露的信息存在联系,不能套用“警示模板”。总之,相似的严格标准,在我国属于披露者的普遍义务,而在美国却是披露者的免责事由。这无疑会让潜在的自愿披露者望而却步,最终损害投资者的利益。因此,为减少自愿披露严格标准所产生的弊端,且我国已经具有“警示性声明”雏形的前提下,可以在接下来的立法和实践中,将“警示性声明”确定为预测信息自愿披露者的法定免责事由。

对于“非重大性标准”,虽然我国自愿披露法律制度中没有明确表述,但从新《证券法》条文规定和理论上来看,只有影响投资者进行投资决策和价值判断的信息才是合格的自愿披露信息,这就是自愿披露信息的主观“重大性”,这也意味着我国自愿披露信息的重大性标准对所有自愿披露信息都适用,并不局限于预测性信息。美国在《1933年证券法》和《1934年证券交易法》多次提到重大性标准(material),但没有在成文法中给出其具体定义,后来通过判例的形式将重大性标准表述为“理性投资者标准”,即“如果一个理智的投资者做出投资决定时,可能认为这个被忽略的事实是重要的,那么它就是重要的”^②。该标准也着力于投资者自身的判断,亦是一种主观性标准。由此可知,我国和美国的重大性标准本质上是主观性标准的不同表达形式,一个理智的人认为是重要的,便是会影响其进行投资决策和价值判断的信息,反之亦成立。在其他国家,自愿披露的重大性标准认定中存在不一样的标准——客观标准,即以价格的变动来反映信息的重大程度,这类似于我国强制披露信息的客观重大性标准。笔者认为主观性标准过于抽象,虽然能契合以判例法为主、法官具有较大裁量权的美国法律体系,但是我国属于成文法体系,过于抽象的主观标准难以在实践中适用。且即使在美国也难已通过判例将该抽象标准具体化,因此我国应当借鉴强制披露中的客观列举标准,并通过扩大解释对“重大性”进行具体化。如果披露者所披露的信息非重大、不会影响投资者决策和价值判断的信息,则不需要承担责任。我国与美国规定的不同之处在于,美国将“非重大性标准”作为免责事由即意味着由披露者承担证明责任,但是从我国现有法律规定分析,非重大性信息认定的举证责任仍属于投资者。由于该标准现有的规定目前过于抽象,投资者所掌握的信息缺乏,由披露者承担证明责任显然能更好地保护投资者。同时,从侵权的构成要件来看,如果将非重大性信息认定为免责事由,即使满足了其他所有的责任要件,只要披露者证明自己的信息属于非重大性信息,就能免除民事赔偿责任。这样一种制度安排为善意的披露者增加了一层保护网,有利于自愿披露制度的实行。因此,我国的重大性标准需要参考“重大事件”的客观标准以明确具体情形,同时,明确“非重大性信息”作为我国证券法上所有自愿披露信息者的普遍免责事由。

结 论

自新《证券法》实施以来,证监会与各证券交易所都积极制定有关规则,加强信息自愿披露的监

① “《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》5.2.24 自愿披露预测性信息时,应当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。”

② 李有星、徐鹏炯:《内幕信息重大性标准探讨》,《浙江大学学报(人文社会科学版)》2017年第3期。

管,严格披露者的义务,这有利于防范披露者借口自愿披露进行违法披露的行为,严厉打击公司“蹭热点”误导投资者等违法行为,但同时很可能挫伤披露者自愿披露的积极性,证券市场难以通过自愿披露提供真正有利于投资者决策的有效信息。因此,对于善意的自愿披露者,我国需要根据实践的需求,明确除不可抗力之外的,专属于证券主体的免责事由。以预测性信息为例,预测性信息是自愿披露信息中的重要部分,对投资者的投资决策和价值判断具有重要作用,披露者自愿披露预测性信息应该设置必要的免责事由。我国的有关规定已经具有美国“有意义的警示性声明”的雏形,明确其作为免责事由之一是提高自愿披露的积极性的有效手段。此外,信息的“重大性”理论上属于所有自愿披露信息的前提条件,但目前其具体适用标准过于模糊,应当在将其进一步明确的基础上确定为所有自愿披露信息者的免责事由。我国自愿披露制度起步晚,体系不健全,其规则需要通过实践的探索逐渐更新完善,此次《证券法》的修订加大了证券侵权者的民事赔偿责任,这将改善我国长期注重行政处罚、民事责任缺位的现状,进一步推动投资者保护。但与此同时,这也对权益平衡提出了挑战,自愿披露中披露者免责事由规则的制定极有可能对证券市场主体间的权益平衡起到举足轻重的作用。

(责任编辑:李林华)

Study on Exemption Rules of Voluntary Disclosure of Securities Information in China

Li Youxing Kang Qiongmei

Abstract: In the securities market, voluntary disclosure is an essential part of information disclosure. Only a combination of mandatory disclosure and voluntary disclosure model can build a complete information disclosure system. Article 84 of Securities Law (2019 Revision) stipulates the voluntary disclosure system, the content and standards of voluntarily disclosed information. The regulations formulated by the securities regulatory authorities and stock exchanges constitute a voluntary disclosure system in China's securities market. In general, China's voluntary disclosure system has too strict obligations on the disclosers. Although this helps prevent illegal disclosures of disclosers and protects the interests of investors, it is likely to ignore the legal rights of the disclosers. The frequent occurrence of illegal voluntary disclosure contradicts the discourager's low enthusiasm. China should resolve this contradiction through the formulation of exemption rules. First of all, the cautionary statements should be determined as the exemption cause for predictive information disclosers. Second, the "material" information standard should be specified, and immaterial information should be determined as the exemption for all voluntary disclosers. The formulation of exemption rules is an important means of weighing the interests of investors and those of disclosers.

Keywords: Securities Law; Voluntary Disclosure; Predictive Information; Exemption