证券市场自愿信息披露的法律界定及规范构造

方　乐*　吴仕鑫**

摘要：证券市场自愿信息披露制度自2020年新证券法确立法律效力后，虽经后续监管文件细化指引，仍面临法律界定模糊、规范构造原则化、责任追究失衡等问题。法律界定层面，因非重大性标准存有争议，需通过类型化概括，将自愿披露信息划分为“强制披露信息的补充信息、前瞻性信息、企业评价类信息”，并明确其与“非披露即解释”类信息、“公开承诺”类信息的界分。规范构造层面，需针对三类自愿披露信息制定差异化的行为规范指引。其中，补充性信息可弹性调整披露内容与时限，前瞻性信息需细化合理假设、风险警示与及时更正要求，企业评价类信息应引入社会重大性标准；鉴于责任规范存在“重行轻民”倾向，需着重完善民事责任主体界定、责任构成要件认定及免责事由设置。

关键词：证券法　自愿披露　重大性　披露规范　免责事由

证券市场自愿信息披露的制度创设由来已久，自2002年起，证监会及证券交易所已出台系列规范文件与披露指引鼓励上市公司主动披露自身信息，但直至2020年，新证券法方将自愿信息披露写入法律文本，正式确立其法律效力。此后，《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》（简称《上交所自愿信息披露指引》）、《上市公司信息披露管理办法》等规范文件在承继现有规定的基础上，分别给出更为细致的实践操作指引。由此，自愿信息披露成为信息披露制度中的关键一环，并呈现出“以强制性信息披露为主，自愿性信息披露为辅”的特征。

*　上海大学法学院讲师、上海大学法学院司法研究中心研究员，法学博士。

**　上海大学法学院司法研究中心助理研究员。

然而,相较于发展成熟的强制信息披露制度,自愿信息披露仅存有证券法第 84 条第 1 款这一单一法律规范,这无疑导致其在法律适用层面存有诸多疑虑。具言之,一方面法律文本将自愿披露信息的法律内涵界定为:除强制披露信息之外的,与投资决策相关的信息。据此可知,自愿披露信息的法律范围与强制披露信息紧密相连,然而针对强制披露信息,除不属于法定重大事件的信息及不符合法定重大标准的信息可明确排除外,余下信息同样需要加以审慎判断。法律边界的模糊正导致披露主体面临不确定性的合规风险,进而抑制其披露意愿,并最终影响中小投资者获取更为全面客观的市场信息。另一方面,自愿信息披露的规范指引多停留于原则性规定层面,仅要求其遵照信息披露真实、准确、完整等基本原则,而忽略其在披露内容、披露形式方面的具体需求。同时,由于自愿信息披露责任条款空缺,实践中基于强监管的立法思路,对于自愿信息披露通常参照适用强制信息披露的惩戒规范,但这一参照适用既缺乏法源正当性,也无法律可苛责性方面的合理证成。在自愿披露信息重大程度低于强制披露信息的前提下,课以同等程度的惩戒力度,势必会造成披露意愿降低并且违背合比例性、公平性等法价值。基于此,为充分发挥自愿信息披露的证券市场价值,强化中小投资者的基本权益保护,本文拟从自愿信息披露的法律界定、规范构造两大维度切入,以期助益于证券法第 84 条第 1 款的具体适用。

一、证券市场自愿披露信息的法律界定

鉴于证券法第 84 条第 1 款将自愿披露信息确立为强制披露信息以外的投资信息,理论中常将此二类概念作为相对概念一并提及与比较,并由此衍生出自愿披露信息属于非重大性信息与自愿披露信息仍属重大性信息的论争。此外,自愿披露信息同样可能与“不披露即解释”的信息、“公开承诺”类信息相混淆。对此,反思并确立自愿披露信息与其他信息的法律边界殊为必要,范围的准确厘定是披露行为合法作出与责任追索的前提所在。

(一)对“非重大性”标准作为自愿披露信息判断标准的商榷

证券法第 80 条、第 81 条对需要强制披露的重大事件加以细致列举,且明确指出其判断标准为“可能对股票交易价格产生较大影响”。据此,理论层面将强制披露信息的判断标准抽象概括为“重大性标准”。循此标准并结合第 84 条文本规范,有观点指出:鉴于重大性是判断强制披露信息的基准,则自愿披露信息的判断标准即可反

向推导为“非重大性”。[①] 但亦有反对观点认为：为避免信息噪声，重大性标准应当作为信息披露与否的判断标准，而非自愿披露信息与强制披露信息的分野。[②]

针对“非重大性”可否作为自愿披露信息界定基准的理论分歧，或可从法的正当性与合理性角度一窥究竟。就法的正当性而言，细观法律文本，自愿披露信息的法律界定除却要求与强制披露信息相斥之外，其同样要求该信息需与“投资者作出价值判断和投资决策相关”。因此自愿披露信息的范围实则受到法规范的二次圈定，与强制披露信息并非处于“非此即彼”的全然对立关系。即某类信息即便不属于强制披露信息，但亦不能直接推断其便为自愿披露信息，若与投资决策并无关联，则不在证券披露讨论范畴之内。而就法的合理性而言，欲想明确自愿披露信息的边界，则应从目的解释出发，探究自愿披露的制度价值所在，继而从顶端设计出发确立其具体披露范围。有关自愿信息披露的理论解释主要包括：有效市场理论、信号传递理论及委托代理理论。有效市场理论将市场划分为“弱式市场、半强式市场、强式市场”，并认为在行之有效的市场之下，市场价格即可全面直观地反映各类市场信息。[③] 该理论为自愿信息披露提供了理论支撑，一方面其重点凸显了市场的自我调节功能，当前证券市场为追求公平交易，过度强调强制披露信息的建设，愈发严苛的强制披露要求在使市场不堪重负的同时，亦使投资者面临信息过载困境，而在有效市场理论下，自愿信息披露无疑提供更优解法，通过传递企业个性化信息，企业价值将更精准地为投资者所获知，过度披露问题将获缓解；另一方面，该理论进一步表明自愿披露信息有利于提振投资者信心，促进企业融资。就此而言，其与信号传递理论一般，揭示出企业自愿披露的动因所在。信号传递理论指出通过主动披露高质量的投资决策信息，企业可以塑造良好市场形象并从同类市场之中脱颖而出，与之相反，信息隐匿型企业则将进一步失去市场投资信心，并渐趋市场边缘化。[④] 因此自愿披露虽会提升运营成本，但是在其所获收益较为可观的情形下，企业亦会主动寻求额外的信息披露。至于委托代理理论则更多从中小投资者权益保护角度切入，认为代理方（企业）出于维护委托人（即投资者）的利益考量以及降低代理成本的现实需求，理应主动披露信息以缩小二者间的信息差距，并最终形成投资者对企业的有效监管。[⑤]

---

① 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。

② 参见曾洋：《证券法信息披露规则的体系解释》，载《南大法学》2024 年第 1 期。

③ See Eugene Fama, Efficient Capital Market, 46 J. of Fin. 1575 (1991).

④ 参见方红星、楚有为：《自愿披露、强制披露与资本市场定价效率》，载《经济管理》2019 年第 1 期。

⑤ See Steven Ross, The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, 63 American Economic Review 134 (1973).

基于理论分析,可见自愿信息披露制度目标有二,一则在于催生企业信息披露的内在动力,二则在于保护中小投资者权益,弥补其信息劣势。那么,此时若是将“非重大性”作为自愿披露信息的判断标准,则可预见的是,因“非重大性”标准的广泛性及模糊性,自愿披露信息的边界将无限宽广,由此将会引发信息披露过度与信息披露不足并存的实践乱象。具言之,信息披露过度体现在若是遵从非重大性标准,则自愿披露信息将陷入多而不精的现实窘境,进而混淆投资者的投资决策,甚至成为企业欺瞒市场,谋取私利的潜在工具,显然这与制度设立本意相背离;而信息披露不足则体现在信息界定范围宽泛,为避免不必要的合规风险,企业或将选择不予披露或仅加以选择性披露,如此,中小投资者亦将无法获益于自愿信息披露制度。申言之,从法的正当性及合理性角度考量,“非重大性”标准不宜作为判断自愿披露信息的单一标准。

(二)对“自愿披露信息”法律界定路径的权衡

既然“非重大性”标准存有适用困境,那么是否意味着自愿披露信息与强制披露信息同属重大信息的这一论断即为正确?支持该论断的主要理由在于:为避免噪声交易,自愿披露信息同样需符合重大性标准,非重大性的信息披露既无必要也无实益。但随之而来的疑问在于:既然同属重大信息,那么自愿披露信息与强制披露信息的区分标准究竟为何?对此,通说认为我国对强制披露信息,采用的是“价格敏感性标准”,而对自愿披露信息,从法律文本观之,则采用的是“投资者决策标准”。然而,这是否表明即可依循此两类标准加以明确界定?事实上,揆诸域外,投资者决策标准更多属于美国司法判例对信息重大性的判断标准,而价格敏感性标准则属于欧盟判断标准。[①] 二者仅是从不同角度观测信息重大程度,并不存在显著差异,因而仍然难以对信息强弱作出准确界分。

鉴于此,为补足证券法第84条第1款对自愿披露信息的内涵界定,通常可以择取两类修正路径:其一,在立法文本中增添评价要素,以便进一步合理限缩自愿披露信息的范围,尽可能避免概念的界定模糊;其二,通过列举式方法,对典型性自愿披露信息加以列举,使得概念界定得以穿梭于抽象概括与具体列举之间,满足市场对自愿披露信息规范指引的现实需求。针对第一条路径,考虑到自愿披露信息本质属于“软信息”,其定义本身即应保有一定的开放性与解释弹性,以便实现证券市场下市场选择模式与政府主导模式间的有效衡平。因此,欲想通过丰富评价要素以精准定位自

① 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《证券法苑》2021年第3期。

愿披露信息的具体边界既不现实也无必要。且鉴于自愿信息披露的制度建设尚处发展阶段，当前实践无法为立法文本修改提供科学完备的参考依据，因而第一条路径暂难推行成功。而反观第二条路径，其更具可操作性且司法者在后续裁判说理之中还可运用类比解释方法，基于已列举事项对尚未明确的披露信息加以判定。对此，如《上交所自愿信息披露指引》等监管文件已然付诸实践，其较为全面详尽地列举了当下证券市场鼓励自愿披露的信息，包括战略信息、财务信息、预测信息、研发信息、业务信息、行业信息以及社会责任信息。[①] 应当说，细致的信息罗列可为市场判断提供必要指引，但不可忽略的是，由于我国对自愿信息披露的规范指引大多散落于证监会规章、交易所规则以及业务指南之中，因此导致列举事项既细致又繁杂，如针对业务信息，实践中又可能细分为生产信息与经营信息。这种既多样又混合的列举方式势必会造成新一轮的市场混乱，因而针对自愿披露信息的界定既需从抽象走向具体，亦需对具体事项加以新的抽象概括，这一概括应当属于对当前庞杂列举事项的类型化概括，其目的在于促进证券市场参与方深入理解并清晰掌握自愿披露信息的法律内涵。

（三）对“自愿披露信息”具体列举事项的类型化概括

依托于既有的实证研究报告，在2020年证券法修订以前，证监会及证券交易所出台的系列规范指引中，自愿披露事项可分为财务信息（如主要客户名单以及具体销售数据）、业务信息（如关键业绩指标分析）、预测类信息（如企业盈利预测）、社会责任信息（如公益捐赠）。[②] 而《上交所自愿信息披露指引》等新近文件则在承继先前规范的基础上，另行增列了战略信息（如企业向某领域纵深发展的战略规划）、研发信息（如企业新兴产品进展）及行业信息（如国家政策支持）。同时，通过检阅、分析企业披露实践中的自愿披露信息，其又可划分为：企业治理信息（如部门经理辞职）、生产经营信息、财务信息、业务信息、中介机构报告信息（如定期现场检查报告）、社会责任信息以及针对监管关注函的回复信息等。综合既定规范与实践现状，自愿披露信息的具体列举事项可以统计如下：企业治理信息、战略信息、生产经营信息、财务信息、业务信息、研发信息、预测信息、中介机构报告信息、针对监管关注函的回复信息、行业信息、社会责任信息。

其中，对于企业治理信息、战略信息、生产经营信息、财务信息、业务信息，因其与

① 参见《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》第1条。

② 参见程茂军：《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》，载《证券法苑》2017年第2期。

公司现行经营状况紧密相连,并与证券法第80条、第81条所列举的强制披露信息在信息种类方面相互交叠,可以总结概述为强制披露信息的补充性信息。此类自愿披露信息与强制披露信息存在互动效应:首先,较高质量的强制披露信息将为自愿披露信息奠定可靠的判断基础,使投资者产生先验式信任;其次,补充性的自愿披露信息亦将为投资者深入了解强制披露信息提供全方位、多层次的观测渠道。具言之,就企业治理信息而言,证券法第80条要求针对公司董事、三分之一以上监事、持股百分之五以上股东等人员变化应予披露,那么对于诸如三分之一以下监事、持股比例低于百分之五的股东变化信息即可划归为自愿披露信息,此类信息将对投资者更好地了解公司治理结构起到良好的补充作用;而针对战略信息、生产经营信息、财务信息、业务信息,同理可知,如战略微调、日常性的经营计划调整、低于公司资产总额百分之三十的重大资产出售、一般性的担保合同签订亦可归为自愿披露信息。原因在于:此类信息单次来看或许并不足以对投资者决策产生较大影响,但若结合已有的强制披露信息,投资者或可推断出披露企业在一定时间段内的投资价值变化,而这显然与证券法第84条第1款所要求的"与投资者作出价值判断和投资决策相关"相契合。

对于研发信息、预测类信息则可总结概括为前瞻性信息,此类信息是基于既定事实对企业前景所作出的合理预估,其虽具有较大的不确定性,但在一定程度上又能够反映企业的未来发展趋势,使投资者对企业价值有所把握,因此亦可归为鼓励自愿披露的信息。但需要注意的是,前瞻性信息并非天然属于自愿披露信息,如证监会【2023】4号文件即要求尚未盈利发行人应当披露盈利预测信息于公开市场;[①]又如我国台湾地区公开方式管理办法规定若盈利预测更新数值与原数值存有重大差异,即构成重大性信息,需强制披露。[②] 但此类规定并非绝对合理,因为无论是要求尚未盈利的发行人在企业经营数据匮乏的背景下作出预测,抑或要求对判断标准模糊的重大差异信息加以及时披露,都难谓合理正当。因此,结合前瞻性信息确定程度较弱的特质,宜采取"无法律明确规定即默认划归为自愿披露信息"的认定思路,并应对需要强制披露的前瞻性信息加以政策正当性与划归合理性的审慎评估。

对于中介机构报告信息、监管关注函回复信息、行业信息以及社会责任信息则可总结概括为企业评价类信息,此类披露信息意在树立企业正面形象、澄清污点并形成良好舆论生态。当然,需注意的是,近年来伴随ESG理念的广泛兴起,部分企业评价信息正

① 参见《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》第64条第1款。

② 参见中国台湾地区《公开方式管理办法》第2条第10项。

从自愿披露信息转化为强制披露信息，对此应予区别看待。[①] 如出于绿色发展考虑，可以要求强制披露环境治理信息，可对于灾区捐赠等公益信息，则实无强制披露之必要。

（四）对“自愿披露信息”与其他可能混淆信息的界分

基于证券法第 84 条第 1 款的概念阐发与列举事项的类型化梳理，自愿披露信息的法律内涵得以获得较为充分的判断。但同样也需进一步明确其与相似概念的联系与区别，以便准确划分其具体外延。其中，“非披露即解释”类信息以及“公开承诺”类信息常引发实务混淆，因而有其界分必要。

针对“非披露即解释”类信息，其与自愿披露信息的监管逻辑相类似，同属于弱监管模式，多交由市场自主选择而非行政强制干预。然而，二者首先在法律性质上有所区别，自愿披露信息的核心特征在于非法定强制性，披露与否完全取决于市场主体自主意愿，而“不披露即解释”类信息，法律虽不要求强制披露，但是设定了“披露或解释”的选择性义务，其本质当属“准强制性义务”；其次，二者在法律责任承担方面不尽相同，自愿披露信息即便不予披露，也无须承担任何法律后果，仅可能面临市场评价降级及投资信任降低的潜在风险，但“不披露即解释”类信息若不加披露且未履行解释义务，则可能构成直接违规，触发监管问询等反制措施，乃至承担相应行政责任。

至于“公开承诺”类信息，其可能发生认知混淆之处在于：证券法第 84 条第 2 款在第 1 款详细规定自愿披露信息的基础上，随即要求发行人、董监高、实控人对自身作出的公开承诺予以主动披露。但若从文本解释及体系解释观之，则不免令人疑惑。具言之，法律文本对公开承诺采“应当披露”要求，“应当”与“公开”二词表明公开承诺理应属于强制披露信息，然而置于体系解释角度，又为何与自愿披露信息同属证券法第 84 条之内，二者之间似乎并不相连，因此亦有观点认为应当删除或者变更第二条款为独立条款。[②] 对此，本文更倾向从解释论角度出发，厘清此二条条款关系。实则，第 2 款更适宜理解为第 1 款的例外规定，即除却法律所明确规定的发行人、董监高、实控人及《上市公司信息披露管理办法》第 6 条所新增的关联方、收购方等法定主体之外，一般主体所作出的公开承诺即属于自愿披露信息范畴，由此，这两条款将得以融洽共处于第 84 条之中。[③]

---

① 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》，载《重庆大学学报（社会科学版）》2024 年第 2 期。

② 参见曾洋：《证券法信息披露规则的体系解释》，载《南大法学》2024 年第 1 期。

③ 参见徐明、李敬宜：《证券市场公开承诺法律性质及民事责任再解》，载《中国政法大学学报》2025 年第 2 期。

此外还需澄清的一个概念在于：自愿披露信息中的前瞻性信息虽与公开承诺一般,皆属于对未来可能发生事件的披露,但仍存有实质区别。其一,前瞻性信息是基于既定事实的合理预测,而公开承诺不仅是预测,更是一种信义保证;其二,前瞻性信息即便未获实现,也未必会受到法律苛责,但公开承诺未履行或者履行不到位,则可能构成类似合同法上的违约责任或证券法上的虚假陈述责任。最后,虽然上文对自愿披露信息与强制披露信息、非披露即解释类信息以及公开承诺类信息加以明确的外延界分,但不可否认的是,自愿披露信息外延之弹性,解释之灵活当属众多信息之最,受国家政策影响或实际监管需求,不同信息之间仍可能发生动态转换。

二、自愿信息披露的法律规范构造

当前自愿信息披露的规范指引尚不完备,选择性披露以及误导式披露时有发生。以《上市公司信息披露管理办法》《深圳证券交易所股票上市规则》等规范文件为例,其虽对强制信息披露作出细致指引,但对自愿信息披露则多采用原则性规定,仅要求其需同样遵守信息披露"真实、准确、完整、及时、公平"等基本原则。原则性规定在为自愿信息披露创造宽松环境的同时,也潜藏着过度自由化下的违规风险。因此,亟待从行为规范与责任规范两大维度对自愿信息披露法律框架加以完善。承继上文,在行为规范方面,需进一步明确"强制披露信息的补充信息、前瞻性信息、企业评价类信息"三类自愿披露信息的具体操作指引;在责任规范方面,则应对自愿信息披露的追究机制加以探索,既需保有适度的责任威慑以遏制不当披露行为,也需加以必要的责任豁免以防自愿披露意愿降低。

(一)自愿信息披露的行为规范构造

1. 补充性信息的自愿披露规范构造

对于企业治理信息、战略信息、生产经营信息、财务信息、业务信息等强制披露信息的补充性信息,因其具备既定的强制规范基础,因而通常认为自愿信息披露可参照适用,一方面这有助于节约制度成本,另一方面通过适用高标准的强制信息披露规范,亦可确保高质量披露自愿信息。然而,不可忽略的是补充性信息的重要程度显然弱于强制披露信息,因此明晰二者的披露差别,于操作指引方面作适度调整殊为必要。具言之,就企业治理信息而言,强制披露规范要求诸如董事、经理变动需严格遵循监管细则,在披露内容方面,言明变动原因、新任人员具体资质等细节;在披露时限

方面，要求需在2个交易日之内披露并履行内部审议程序。而在诸如部门主管人员变动等自愿信息披露情境下，则可从三方面作出调整：其一，内容要素的弹性取舍，可剥离强制披露规范中的冗余要素，如无需详细披露变动人员的执业资格细节，而仅聚焦投资者所关切的核心内容，如变动人员的任职背景及履职方向；其二，披露时限的适时调整，自愿披露无需严格遵循强制披露的“即时性”要求，可结合信息成熟度与披露节奏灵活安排，但需保持同类信息披露的一致性，如涉及非核心治理层的人员变动均采用定期报告补充披露或者集中公告模式；其三，程序要求的简化调整，可不适用强制披露中“董事会审议、审计委员会监督”的严格内部程序，但需建立自愿披露内部备案机制，由信息披露事务负责人审核信息真实性，防范“蹭热点”等不当披露行为。

就战略信息而言，战略微调属于自愿披露信息范畴，其在内容要素方面，除遵照强制披露规范，言明战略背景、战略目的，具体规划安排以及可能存在的风险外，还应当着重披露其与公司前期战略的关系及调整后的主要差异，以便投资者精准把握信息主旨。至于在披露时限及程序要求方面，则同样可予以灵活安排。就生产经营信息、业务信息而言，鉴于各行各业的运营状况不尽相同，因此自愿信息披露指引不宜设定得过于细致，宜作方向性指引，放权于企业自主决定，仅需坚守“不冲突、不残缺、不误导”的底线原则。而就财务信息而言，依循丰富的会计准则，自愿披露传统财务信息同样可获较为充分指引，但此处需着重言及的是非会计准则下的财务信息。置身数据经济时代，因上市企业多聚焦于行业前沿且商业模式新颖，其价值创造与传统模式存在显著差异，在资产结构、收入确认等财务报表制作方面多呈特殊形态，因此仅依托于会计信息披露，投资者将难以全面评估其经营业绩。而鼓励企业自愿披露非会计类财务信息，则既能为投资者提供增量信息，也可为公司开辟传递投资价值的新路径，助力投资者结合两类信息多维度地解读业绩、制定决策。[①] 有鉴于此，可鼓励企业在定期报告之中，结合业务与经营情况自愿披露非会计准则量化下的业绩指标，如非准则净利润、息税前利润等。自愿披露此类信息时，一要依业务实质选取指标，并说明选取原因及对财务价值判断的作用；二要明确各非会计指标的特别计算标准，并列明最为相近的会计指标以便验证，同时在计算标准调整时说明原因、避免因信息披露的不一致性造成市场误导；三要避免非会计信息列报更

① 参见赵畅：《企业数据资产信息披露：理据、困境及出路》，载《南方金融》2024年第8期。

为突出或夸大其效用的情况出现,即可量化的会计指标仍应作为投资决策的主要判断依据。

2. 前瞻性信息的自愿披露规范构造

鉴于前瞻性信息具有较强的不确定性,以《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》为代表的现行规则重点强调披露主体的"风险提示与依据说明"义务,要求需明确列明预测所依赖的合理假设、清晰揭示可能影响预测实现的风险因素及误差范围、及时更正已然发生重大变化的预测信息。[①] 然而,当前针对"合理假设、风险警示、及时更正"三项要素的具体判断实则缺乏细致指引,这影响着责任豁免的认定,并可能造成自愿信息披露义务向更高标准演化,最终抑制前瞻性信息的主动披露意愿,故有必要细化其具体认定要素。

就合理假设而言,核心应关注三方面事项。首先,需保证假设与编制基础的适配性。编制基础以过往经审计的合并财务报表、审阅报表及实际经营业绩为依托,且融入了下一年度经营、投资、预算规划,判断时要核查假设是否与既定的历史信息相契合,避免脱离实际经营逻辑的假设。其次,要区分假设类型并验证合理性,对法律、利率、税率等一般假设,需判断其是否符合当前预测期内的宏观经济、政策环境等客观趋势;对营业收入、成本费用、研发投入等特定假设,要结合公司业务特点、历史数据及行业竞争格局,核查是否有充分依据支撑,而非主观臆断。最后,需参考专业审核意见,如盈利预测需经会计师事务所合规审计,判断假设合理性时,要重点关注审核报告中对假设条件的评价,若审核指出假设缺乏证据支持或与现实矛盾,则需警惕假设的不合理性,以此确保假设能为有关预测提供可靠前提,减少预测数据与实际结果的偏差。

就风险警示而言,可围绕两方面核心思路展开:一是将"充分性"作为风险警示合法有效的前提,避免仅用"存在风险请审慎判断"等笼统表述,需针对影响预测实现的重要因素,如经济环境、政策变动等进行明确警示,而非流于形式;二是从实质性角度判断,聚焦风险警示能否对投资者决策产生足够的警示作用,需说明风险不确定性及可能对预测结果产生的具体影响,如假设变动可能引发的盈利偏差程度,使投资者清晰把握风险。

就及时更正而言,以《上市公司信息披露管理办法》为典型,多数监管规范仅是笼

① 参见陈洁:《证券市场自愿性信息披露的规制》,载《法学研究》2025年第3期。

统要求披露人需保证信息披露的持续性，而未作区分判断。对此，其一，不应直接赋予披露人以泛化的更新义务，否则将会直接抑制自愿披露意愿；其二，应对不同类型的前瞻性信息做不同处理。具言之，首先，对于受时效特性而丧失信息重大性的前瞻性信息，披露人不负持续披露义务，如某研发产品在研发进程中，已为新近科学研究证伪或市场已然出现平替性优质产品，则无信息更正之必要。其次，若前瞻性信息所依托的历史信息在预测期内发生重大变化，则披露人应予以及时更新，如盈利预测信息预估了公司未来三年的业绩增长指标，但在第二年因受政策调控，预测基础发生显著变化，披露人即应及时告知投资者该盈利预测信息的不确定性程度正持续攀升，以便警示投资者审慎看待先前预测。最后，应当为前瞻性信息及时更正设置一定的触发条件，如预测指标发生超出20%的偏差，披露人方才负有及时更正义务。体现在时间维度，即如果某产品的预估研发时间为五年，但根据实时进展而拖延至七年以上，则应当予以及时更正；体现在价值维度，即如某公司某销售板块预测同比增长100%，后续可能调整至50%，则亦应及时更正。由此，预测程度的细微变化将不会过度增加披露人的持续披露成本。

3. 企业评价类信息的自愿披露规范构造

对于中介机构报告信息、监管关注函回复信息、行业信息、社会责任信息等企业评价类信息，由于其并不具备精准量化的现实基础，故无论采用投资者决策标准抑或价格敏感性标准，均无法准确判断其信息重要程度，而如前所述，为免除信息噪声干扰，自愿披露信息与强制披露信息均符合信息重大性这一特质，仅在信息重大程度上呈梯度差异。因此，在自愿披露企业评价类信息时，亟待回应的一大问题即在于：在价格敏感性标准与投资者决策标准等经济重大性标准难以充分适用的情况下，应如何将企业评价类信息合理纳入信息披露体系之中？对此，本文建议引入社会重大性标准加以综合判断，社会重大性标准建立在定性与定量相结合的基础之上：一方面，采用列举加兜底的方式划定社会重大性信息的基本范畴，具体可按企业评价类信息的类型分类明确。对于中介机构报告信息，可重点列举可能引发公共信任风险的内容，如审计报告中持续经营能力存疑结论、资产评估报告中的公共资源估值异常说明；对于监管关注函回复信息，列举与社会公益直接相关的回复事项，如涉及消费者权益保护的投诉处理方案、环境污染整改承诺的落实进展；对于行业信息，则列举可能影响行业秩序或公共安全的内容，如食品业原材料安全溯源体系缺陷、新能源行业的隐私数据泄露风险；对于社会责任信息，列举与利益相关者权益紧密关联的事项，

如员工劳动权益保障情况、社区公益投入情况,同时设置“其他对社会公共利益、公众健康安全产生重大影响的事项”作为兜底条款,覆盖未列明的特殊场景。另一方面,由于评价类信息的社会重大性需根据实际情况确定,为避免参考依据的不统一,可以引入定量指标,按不同信息类型制定差异化数值基准。① 在环保领域,制定排污浓度以及排放总量的数值标准并允许地方监管部门结合区域产业特点微调定量指标,使定量判断既统一又贴合实际。

(二)自愿信息披露的责任规范构造

1. 自愿信息披露责任规范的供给不足

证券法以专章规定信息披露法律责任,理论层面已搭建起自愿信息披露虚假陈述的民事、行政、刑事三位一体的责任体系,但具体规则配置仍呈现明显的“重行政、轻民事”倾向。② 具言之,在涉及自愿信息披露虚假陈述的法律条款中,仅有第85条针对民事责任作出规定,其余第181条、第182条、第197条均聚焦行政责任,这一特征与证券法整体责任制度的失衡态势保持一致。对此应注意到我国资本市场长期以中小投资者为主体,这类群体普遍面临专业知识薄弱、投资经验不足、维权成本高昂等现实困境,行政责任的惩戒功能无法替代民事赔偿的补偿价值,更难以从根源上遏制自愿披露信息虚假陈述的违法行径。③ 因此,完善自愿信息披露民事责任制度势在必行。对此,可从责任主体界定、责任构成要件认定等维度作出系统性规定,为投资者权益保护与市场秩序规制提供有力制度支撑。

此外,当前我国证券市场对自愿披露信息的内容要求与标准正逐步收紧,实践中呈现出“自愿披露需对标强制披露标准”的倾向,即一旦上市公司选择主动披露非法定信息,往往需满足与强制披露信息同等严格的规范要求。从监管视角看,证券监管部门与交易所设定严格标准具有一定现实合理性:一方面,严格规制能够降低信息失真风险,助力维护证券市场稳定;另一方面,统一且高标准的披露要求可减少监管中的裁量空间,显著降低监管机构的核查与执法成本。但仍需警惕“过犹不及”的规制误区:其一,若因责任认定严苛导致优质信息披露者不敢披露,反而会加剧市场信息的不对称;其二,披露主体并非绝对的市场强势方,其合法权益亦需纳入考量,不应让其承担超出合理范围的责任压力。对此,需在“严格规制”与“激励披露”之间寻求

① 参见冯果、左进玮:《证券信息披露的公共性品格及其法律实现》,载《湖北社会科学》2024年第1期。

② 参见刘晓燕:《自愿信息披露虚假陈述的民事责任》,载《北京化工大学学报(社会科学版)》2022年第1期。

③ 参见蔡伟、黄韬、冷静等:《新〈证券法〉投资者保护机制实施的“中国问题”》,载《地方立法研究》2021年第4期。

平衡，既要通过严格规范打击违法披露行为，更要明确免责事由，降低合规风险，让披露主体敢于主动释放有价值的信息。①

2. 自愿信息披露责任规范的完善路径

在完善自愿披露信息民事责任制度方面，首先，就民事责任主体界定而言，证券法第85条明确规定了信息披露义务人、发行人控股股东及实际控制人、董监高及其他直接责任人、中介机构四类责任主体，但对有关主体仍有细化分析之必要。其一，就控股股东与实际控制人而言，在股权集中的上市公司中，其常直接主导自愿信息披露决策，乃至凭个人意愿决定披露内容，若存在虚假陈述或误导性表述，极易损害公司及中小股东利益。但此类主体侵权行为多通过董监高间接实施，损害具有隐蔽性，因果关系与举证责任的认定难度较大，因此在司法实务中需格外注意穿透式认定，避免追索对象错误。其二，中介机构的责任认定问题更为突出：一方面，证券法虽规定其承担连带责任与过错推定责任，但实践中中介机构单独实施虚假陈述的可能性较低，多为发行人隐瞒真实信息导致其难以核实，此时让中介机构承担连带责任缺乏合理基础。因此，更宜根据过错程度划分主次责任，由发行人承担主要责任、中介机构承担补充责任；另一方面，实务中常出现行民不分的责任认定倾向，如德邦证券案中，法院依据行政处罚中的程序违规直接认定中介机构及负责人员需承担民事连带责任，未着重审查勤勉义务履行情况以及因果关系是否存在问题。② 对此，需进一步明确裁判规则，要求法院从主观（中介机构是否明知）与客观（是否尽到专业核查义务）两方面认定勤勉尽责情况。其三，董监高的责任需要结合权责一致原则区分认定，不同岗位董监高的职责与专业能力存在差异，如非财务领域董监高难以辨别虚假财务信息，若不加区分要求其承担责任，将会不合理加重其负担，故应根据岗位分工确定责任范围。③

其次，就民事责任构成要件而言，需围绕证券法规定与证券市场实践特性展开。在主观过错认定上，结合证券法第85条，宜采用差异化归责逻辑：作为直接披露人，发行人需承担无过错责任，原因在于，投资者决策直接依赖其披露内容，即便发行人主观无过错，只要虚假陈述事实存在，投资者即可主张赔偿。这一规则既规避了投资者的举证困境，也强化了发行人的信息披露责任；而针对控股股东、董监高以及中介

① 参见李有星、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 参见中国证监会行政处罚决定书（德邦证券、周丞玮、曹榕等6名责任人员）【2019】121号。

③ 参见刘晓燕：《自愿信息披露虚假陈述的民事责任》，载《北京化工大学学报（社会科学版）》2022年第1期。

机构等主体,因其在自愿信息披露中承担审查、把关职责,故需承担过错推定责任。若其能举证证明已履行合理注意义务且对虚假陈述无主观认知,则可免除赔偿责任。如此,既倒逼相关主体勤勉履职,又可实现举证责任的合理分配。在违法行为与损害后果上,违法行为特指披露主体在自愿信息披露中存在虚假记载或误导性表述情形,损害后果则应严格限定为投资者因此遭受的客观财产损失,不仅精神损害等非财产损失不在赔偿范畴,证券市场固有的系统性风险所导致的损失因具有普遍性与不可归责性,也应被排除在外。因果关系的认定则分为"交易"与"损失"两个维度:前者要求自愿披露信息需对投资者决策产生实质影响,因此针对补充类信息及社会评价类信息需审慎判断,因其较难产生与法定重大事件同等重大的实质影响,而针对前瞻性信息,除判断自愿信息披露本身外,也应考虑投资者自身的影响因素,若投资者一味听信自愿披露信息,则不可将所有民事责任推究于披露方;后者则可依托"市场欺诈理论"简化举证,投资者只需证明虚假陈述行为存在、自身在信息披露至揭露期间交易并受损,即可推定因果关系成立。

最后,在免责事由设定方面,我国现行规则仅将不可抗力纳入免责范畴。相对偏小的适用范围同样存在影响企业主动披露积极性的可能。美国在该领域的制度实践具有参考价值,其通过"安全港"规则与"预先警示"规则构建了完善的免责体系:前者为企业基于善意或合理分析发布的前瞻性信息提供保护,即便预测未实现,只要披露时并无欺诈意图,便不认定为误导性陈述;后者要求企业披露预测信息时,需附带明确警告,详细说明可能导致结果偏差的具体风险因素,以此传递实质性风险提示,满足条件即可免责。[①] 对是否借鉴美国"安全港"规则,我国学界存在分歧:支持方认为美国证券市场成熟,其规则经实践检验具有合理性,可适配我国提升市场透明度的需求;[②]而反对方则强调我国与美国在市场环境、制度基础上存在差异,盲目引入可能面临落地难题。[③] 对此,我国在构建自愿性信息披露免责事由时,需立足本土市场实际,对美国规则加以适配改造。具言之,可以借鉴"安全港"规则的核心逻辑,但需通过行业指引以明确"善意与合理分析"的具体标准,如要求企业须以内部经营数据、第三方市场调研等为依据发布预测信息,若因政策变动、市场突发波动等非主观因素导致偏差,可纳入免责考量。同时,参考"预先警示"规则,制定统一的风险提示要素清

① 参见李有星、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 参见张保华:《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。
③ 参见魏俊:《证券法上的安全港及其制度价值》,载《金融法苑》2014年第12期。

单，要求企业披露预测信息时，明确列明行业竞争、技术研发等关键性风险及影响路径，避免模糊表述。

作为证券市场信息披露体系的重要补充，自愿披露信息的制度完善对于提升市场透明度、保护中小投资者权益意义重大。当前，证券法第 84 条第 1 款的适用存在法律界定模糊、规范构造缺失等问题。对此，既需以类型化思维明晰自愿披露信息的法律边界，亦需以精细化理念完善披露规范。针对补充性、前瞻性、企业评价类信息，需制定适配性的操作指引，以兼顾披露灵活性与合规性。同时，以平衡视角重构责任体系，强化民事责任补偿功能，且引入适配本土市场的免责机制，缓和中小投资者权益保护与自愿信息披露激励之间的内在张力。惟其如此，方可推动自愿性信息披露从“原则指引”走向“规则落地”，实现企业价值传递、投资者决策优化与证券市场高效运行的多元共赢。

（责任编辑：张鹏飞　万玉林）