



法治圆桌·对话

编者按

预测性信息作为连接公司现状与未来前景的“软信息”，在注册制改革背景下日益成为投资者决策的重要参考。2022年，《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》引入预测性信息“安全港”规则，试图在鼓励自愿披露与规制信息欺诈之间寻求平衡。然而，实践中预测性信息的识别标准尚不统一，尤其是其与历史性信息、会计估计行为的边界仍存在模糊地带，给司法裁判带来挑战。本期邀请清华大学法学院汤欣、王雪川和北京金融法院审判第二庭三级高级法官李方，围绕“证券虚假陈述中预测性信息的识别与认定”进行“对话”，以期统一裁判尺度、完善信息披露规制提供参考。本栏目由《法治日报》理论部与《法律适用》编辑部共同推出，敬请关注。

证券虚假陈述中预测性信息识别的理论展开

□ 汤欣 王雪川

在现代资本市场中，信息披露制度被誉为证券法的基础与核心，其核心逻辑在于通过强制信息披露消除证券市场中的信息不对称，以此保障投资者的理性决策。随着注册制改革的全面推进，信息披露的范畴已不再局限于对过往经营业绩的静态描述，而是愈发倚重对公司未来前景的动态展望。2019年修订的证券法第八十四条第1款正式确认了信息披露义务人对投资者决策判断和投资决策有关信息的自愿披露空间，意在鼓励信息披露义务人提供更多有助于投资者决策的信息。2022年，《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《虚假陈述侵权司法解释》）通过在第六条中创设预测性信息“安全港”规则，使“某一陈述是否属于预测性信息”不再只是概念辨析，而直接决定责任构成、举证路径与抗辩结构，试图在鼓励披露与规制欺诈之间建立平衡。我国逐渐形成了以强制性披露为主、自愿性披露为辅的信息披露制度架构。

预测性信息，在美国法上又称为“前瞻性信息”，是对发行人未来情况进行展望、预测的信息，包括对未来经营业绩的预测以及未来经营计划和目标的披露。然而，实践中，如何科学识别预测性信息、如何划定其类型边界仍面临理论供给不足与规范衔接断层的困境。通过对预测性信息识别的类型化理论进行展开，以建立一套契合中国资本市场现实的预测性信息识别逻辑与规制体系。

预测性信息识别的规范意义

准确识别预测性信息并将其与历史性、事实性陈述予以区分，是证券法治走向精准化与专业化的必然要求。其意义不仅体现在微观的个案裁判中，更具有宏观的市场治理功能。预测性信息识别的规范意义，主要有三个方面：

其一，清晰划定强制披露与自愿披露的分界。在证券信息披露的二元结构中，重大性是划分强制披露与自愿披露的底线基准。通常而言，具有重

大性的信息属于强制披露的对象，主要涵盖对投资者决策或股票交易价格产生较大影响的客观事实。预测性信息则属于自愿披露的范畴，其关联性要求相对较低，本质上是对强制性披露信息的补充与深化。通过识别预测性信息，可以明确哪些信息应当遵循严格的“真实、准确、完整”标准，而哪些信息应因其不确定性而获得法律的容错空间。这种识别有助于建立以重大信息披露为核心的证券立法逻辑，界定自愿披露的合法性边界，从而避免监管权力的过度扩张或缺失。

其二，预测性信息的识别是“安全港”规则适用的逻辑前提。预测性信息披露是一把“双刃剑”。如果法律要求预测必须绝对准确，任何与实际结果的差异都可能导致巨额的民事赔偿，那么理性的管理层必然会选择“噤声”，以规避诉讼风险。识别预测性信息的特质，并为其设定合理的“安全港”豁免条件，本质上是给诚实、勤勉的发行人吃了一颗“定心丸”。“安全港”规则的首要步骤是判断诉讼信息是否属于预测性信息。有研究表明，预测性信息披露水平较高的公司，其内部治理更规范，且这种主动的信号传递能够有效吸引市场资金，提升融资效率。通过类型化识别，让诚实披露者免于因客观风险导致的预测偏差承担民事赔偿责任，有助于构建激励与约束相统一的信息披露体系。

其三，矫正实践中的“后见之明”偏见。在证券虚假陈述诉讼中，投资者往往倾向于根据最终“预测未实现”的负面结果反推发行人在信息披露时存在误导意图。然而，预测性信息的本质特征在于：其准确性在披露时尚无法被合理验证，信息的不确定性无法在披露时被完全消除。通过科学识别预测性信息的识别要素（如编制基础、假设前提等），法官能够将审查重点从“结果的准确性”转向“过程的合理性”，从而防范因对预测性信息适用过度严苛的事实陈述标准而导致的司法误判。这种从结果导向向程序导向的转型，是证券民事责任制度成熟的标志。

预测性信息识别的理论分类

预测性信息涵盖了从具体的财务数据预测到

抽象的战略愿景描绘。对其进行类型化分类，是确立差异化规制标准的基础。根据信息的内容属性、确定性程度以及监管要求的差异，预测性信息可分为以下几种典型类型：

第一类是财务预测性信息。此类信息直接涉及公司的估值与投资者的盈亏预期，是市场敏感度最高的一类预测信息，主要包含盈利预测和业绩预告。盈利预测系指上市公司在一定的合理假设基础上，以内部预算为依据，对公司未来期间的利润、营收、每股收益等财务指标进行的预估。盈利预测通常包含预测基准、基本假设、预测表及说明四部分，由于其直接影响估值模型，通常受到监管的高度关注。业绩预告系指公司在会计（半）年度结束后，正式报告公布前，预先披露的业绩大致情况，旨在缓解预亏或业绩突变等情形对市场的冲击。尽管此类信息涉及的期间已部分经过，但由于其准确性需经审计程序核定，因此，在性质上仍属于财务预测性信息。

第二类是战略规划信息。此类信息通常不以具体数字呈现，而是体现为管理层对公司未来路径的主观描绘，包含发展规划与战略目标以及管理层讨论与分析。发展规划与战略目标涉及公司对行业趋势的判断、新产品的研发计划、市场扩张战略等。这类信息具有极强的计划性与主观性，其实现依赖外部宏观政策与市场环境的配合。在定期报告中，管理层对已知趋势、事件及不确定性因素进行的讨论与分析也属于战略规划信息。监管机构通常要求在管理层讨论与分析中强制披露某些确定性较高的前瞻性因素。

预测性信息识别的判断要素

在虚假陈述侵权司法解释第六条的框架下，识别预测性信息是否构成虚假陈述，需要从预先警示、编制基础以及动态更新三个维度进行精细考量。

第一，预先警示的针对性、显著性和有意义性。预先警示是预测性信息获得“安全港”保护的适用前提。有效的预先警示必须针对特定的预测内容，详细列举出可能干扰预测实现的具体商业

风险或环境变动。预先警示还应当被置于披露文件的显著位置，确保一般理性投资者在浏览信息时能够轻易捕捉风险信号，从而调整其对预测信息的信赖程度。法官应审查警示语言是否足以使理性人意识到，该预测并非是对未来业绩的保证。如果警示已达到“有意义”的程度，则预测内容的瑕疵在法律上便失去了重大性。

第二，编制基础的合理性。预测必须建立在披露时点可获得的客观事实之上，如上一年度经审计的财报、已签署的订单或官方发布的产业政策。如果基础事实存在造假，则不能适用“安全港”规则。此外，编制基础要求所采用的基本假设、会计政策及预测模型应符合商业常识与行业惯例。评估合理性时必须坚持“时点一致性原则”，即根据披露那一刻的环境去判断假设是否审慎。不能因后期发生了不可见的“黑天鹅”事件导致预测失败，就反推当初的编制基础不合理。

第三，针对重大差异更新的义务。预测性信息的“有效期”随着环境变化而波动。当预测所依据的重大假设或事实基础发生实质性变动时，发行人必须履行更新义务。实质性变动即预测与实际结果之间存在重大差异，该差异需要足以改变理性投资者的投资逻辑。虽然我国法律并未明确差异的量化比例，但实务中可参照监管部门的标准。例如，盈利预测实现数未达80%或者最终实现的财务指标差异幅度超过20%时，通常被视为存在重大差异。因情势发展而时产生误导的信息应及时更新。在我国持续披露的制度环境下，发行人应负有在两个交易日内及时发布修正公告的义务。

我国证券虚假陈述中预测性信息的识别与规制，正处于从粗放式监管向类型化、精细化治理转型的关键节点。预测性信息作为连接公司现在与未来的桥梁，其识别过程不应局限于对“结果准确性”的验证，而应深入到对“过程合理性”与“主观诚信度”的审视。预测性信息“安全港”规则，应通过司法实践的不断磨合与理论研究的持续展开，真正成为激活我国证券市场高质量发展的重要制度保障。（作者单位：清华大学法学院）

证券虚假陈述中预测性信息的司法识别

□ 李方（北京金融法院审判第二庭三级高级法官）

2022年，《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《虚假陈述侵权司法解释》）第六条确立的预测性信息“安全港”规则，已完成了立法落地并经受司法实践检验。实践中，在审理证券虚假陈述责任纠纷案件过程中，由于预测性信息尚未明确定义，应厘清“面向未来的预测”与“反映当下的事实”的法律评价差异，认定预测性信息应符合“未来指向性、可推理性、不可验证性、主观性”四要素。在此基础上，应进一步系统研究预测性信息的司法识别逻辑，当前司法识别困境、提炼清晰的识别要素，以期为司法审判中预测性信息的法律适用提供明确指引。

预测性信息的内涵与逻辑

我国现行法律法规及规则中，均未对预测性信息进行明确、统一的界定，相关概念的内涵与外延主要依赖学理阐释与司法实践的归纳。从概念的外延来看，预测性信息仅属于前瞻性信息的一种，前瞻性信息是对发行人、上市公司等信息披露义务人未来财务情况、非财务情况进行展望、预测的信息，属于信息披露中的“软信息”。进一步从信息披露的类型和实质属性上看，强制披露的前瞻性信息和自愿披露的预测性信息在实质上都是预测性信息，区别只是可预测性的程度不同。

预测性信息与历史性信息存在本质上的区别，具有自身独有的信息特征。预测性信息的主要特点在于：第一，其是一种预测性陈述，如预测、预计以及对未来期望的陈述；第二，陈述者缺乏现有数据能证实其陈述的准确性；第三，是一种主观评价和估计；第四，具有一定时效性的特征。

对预测性信息的识别，不仅是事实认定问题，更是涉及信息披露制度价值、“安全港”规则适用、投资者与发行人利益平衡的法律适用问题。虚假陈述侵权司法解释第六条确立的预测性信息“安全港”规则，对于合理、审慎、附有风险提示

示的前瞻性陈述免于承担虚假陈述责任。但适用“安全港”规则的前提需要进行准确识别是否属于预测性信息。因此，进行司法识别的核心价值在于把预测性信息从海量的信息中筛选出来，划定免责规则的适用范围，避免将合理预期错误纳入虚假陈述追责范畴。

实践中预测性信息的识别困境

实践中，预测性信息尚未形成统一、体系化的司法识别标准，裁判规则仍处于持续完善和细化阶段，实务识别多呈现偏粗放化判断、形式化审查、侧重事后结果评判的阶段性特征。在边界界定、类型区分等方面仍面临实践难点。另外，监管层面对于预测性信息的认定与法院的认定标准存在差异，监管规则与司法裁判的认定分歧，进一步加剧预测性信息识别在实践中的难度。

第一，预测性信息与历史性信息混合披露已成为证券虚假陈述案件的典型样态。实践中，上市公司通常将历史经营状况、现有情况、未来业绩预测一并行进行表述，从而形成事实叠加预测的混合披露。由于两类信息在事实基础、判断逻辑与审查标准上存在本质区别，二者高度混同的信息结构极易形成司法认定上的模糊地带，导致法院在个案中难以对预测性信息作出精准界分与有效识别。

第二，部分前瞻性表述隐蔽化，缺少直观的识别标识。实践中，上市公司为了规避可能存在的风险，不再使用“预计”“预测”等显性标识词语，转而使用“持续向好”“有望改善”“稳步增长”等模糊乐观的表述。这种表述不仅使投资者难以直观识别信息性质，更无法有效评估公司未来的风险，也给司法机关在审判中区分事实陈述和未来预测带来极大的识别障碍。

第三，风险提示形式化，导致识别难度进一步加大。绝大多数上市公司在发布预测性信息时，通常在文中附有统一格式的风险提示，但是该风险提示内容较为笼统，且并非针对本次预测事项。部分法院对于该风险提示条款予以认可从而认定上市公司可以免责，这也进一步强化了实质识别的必要性。

上述识别困境不仅直接影响预测性信息虚假陈述的构成判定，还可能引发同类案件在事实认定与法律适用上的尺度分歧，进而对金融审判的裁判精准性与统一性形成现实制约。在此基础上，预测性信息自身的不确定性与前瞻性特征，又进一步叠加了重大性标准判断、投资者信赖关系认定以及因果关系证明等层面的司法难题。

预测性信息司法识别的核心要素

对于预测性信息的判定，可以从未来指向性、表述推理性、现时不可验证性、形成主观性四个方面进行综合考量。

第一，未来指向性。该特征要求预测性信息的内容具有明确的指向性，即该信息是否针对未来事项，如财务数据、经营计划、经济表现等。如果是已经完成的交易或者已经签订的合同，则属于事实性信息。

第二，表述推理性。这一要素要求发布的信息使用了预测、预计、期望等具有推理性前瞻性的表述，而非对历史事实的客观描述。换言之，预测性信息具有不确定性，在陈述时不可能得到如已发生事实那般精准的验证，因此，该要素强调了预测性信息的不确定性和推理性的本质。需要注意的是，对于隐性乐观倾向性的表述，需要结合上下文语境综合判断，而非孤立截取单句文义。

第三，现时不可验证性。根据该特点，在信息发布时具有不可验证性，即表明现阶段缺乏数据或事实可直接证实其准确性。预测性信息发布时，由于指向未来，因此，在发布时很难验证真伪，但需要注意的是，存在未来可能被证伪的风险。

第四，形成主观性。预测性信息本质上是陈述者基于假设的主观评价与估计，而非客观事实的呈现，即该信息的形成多依赖于判断、假设和估计。

完善优化预测性信息司法识别的路径

在当前证券虚假陈述责任纠纷数量保持高位的背景下，完善预测性信息司法识别规则体系，探索科学合理的司法识别路径，一方面，能够有效弥合监管认定与司法裁判之间的分歧，破解

当前识别困境；另一方面，在合理保障上市公司信息披露权益、鼓励前瞻性信息适度披露的同时，又严守虚假陈述侵权责任认定底线，切实保护投资者知情权。

首先，坚持先识别后定责，坚守事前识别时点原则。信息识别解决的是信息本身是什么性质，这一问题与该信息是否违法违规是完全不同的。对此，应当确立性质识别优先、归责评价后置的审查模式。这就要求法院在审理案件时，应首先独立完成涉案陈述是否属于预测性信息的司法识别。识别过程应当立足于信息披露发布时点，依据发行人当时可获知的信息、行业客观环境、合理判断基础对陈述属性进行界定，防止以事后业绩实现、经营变化等事后结果，反向倒推、反向识别涉案信息究竟是事实陈述还是预测性信息。

其次，确立对混合信息识别的标准化司法规则。对实践中混合信息认定难度大的问题，通过司法解释或发布指导性案例，确立可拆分离别的基本原则。对于混合披露内容进行拆解后分别认定。以此解决整体定性模糊的难题，赋予司法识别工作更强的可操作性与规范指引，避免因局部事实瑕疵而全盘否定预测性信息的法律属性。

最后，强化风险提示的实质性司法审查力度。实践中，司法机关要确立“实质重于形式”的审查导向。通过裁判向市场明确，概括性的风险提示不产生“安全港”规则的免责效力，从而倒逼上市公司在披露预测性信息时履行具体化、针对性的风险提示义务。通过实质审查机制，实现引导市场主体规范预测性信息披露行为，防止风险提示制度沦为虚假陈述的“避风港”。

预测性信息司法识别是注册制下证券审判的重要基础性问题，其核心在于理顺法理逻辑，严格划分定性识别与责任边界。在证券虚假陈述责任纠纷案件中，根据预测性信息四要素，严格区分历史事实信息与预测性信息的法律边界，既有利于统一裁判尺度，合理界定信息披露义务，也有助于规范市场主体认知，维护资本市场信息披露的真实性、准确性、完整性，平衡保护发行人与投资者的合法权益，营造公平、理性、法治化的资本市场环境。

实务精解

1. 刑事申诉与民事申请再审如何协调处理？

涉刑事案件的民事审判监督案件，有时需要协调好民事申请再审审查与刑事申诉、刑事判决执行等的关系，以保障民事审判监督案件的妥善处理。

刑事生效裁判认定的事实、定罪及追缴与退赔，足以推翻民事生效裁判认定的基本事实、法律关系性质与效力、权利义务关系的处理的，需要对民事生效裁判依法裁定再审。但因为刑事生效裁判对民事生效裁判再审判判的，需要刑事生效裁判不会被再审判判，否则可能引起反复再审，破坏社会秩序稳定，损害司法权威。因此，在对民事生效裁判启动再审时，就需要确认刑事判决不会轻易动摇。如果刑事被告人或其近亲属对刑事判决提出申诉，或人民法院在就民事申请再审案件进行审查时发现刑事判决存有疑点的，应该协调刑事申诉与民事申请再审案件的处理，避免刑事、民事案件处理的反复。

就民事申请再审进行审查，认为刑事生效裁判不足以推翻民事生效裁判的，可以直接裁定驳回再审申请。经审查，认为刑事生效裁判足以推翻民事生效裁判的，审查法院应了解刑事案件有无申诉以及申诉的具体情况。如果刑事案件没有申诉，或刑事申诉内容与民事申请再审内容无关，可以直接裁定民事申请再审，一般无须等待刑事申诉处理情况。刑事申诉内容及民事再审查由审查内容的，可以裁定中止民事再审查，待刑事申诉最终处理结果：若刑事申诉被驳回，则对民事案件裁定再审；若刑事案件再审查，则依据刑事再审查判决确定民事案件是否还需要再审。

对民事申请再审进行审查，认为民事判决与刑事判决存在冲突，但民事判决并无不当，刑事判决相关处理可能不当的，若刑事终审法院即为民事审查法院，可以自行对刑事案件进行复查，最终决定对刑事案件或民事案件裁定再审。若刑事终审法院为民事审查法院之下级法院，民事审查法院依据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第四百五十三条等规定指令刑事终审法院或其上一级人民法院就刑事案件进行复查，必要时也可以自行复查。下级法院复查结果应该报上级民事审查法院。民事审查法院根据下级法院或本院对刑事案件的复查结果依法确定民事案件是否裁定再审。刑事终审法院为民事审查法院之上级法院，民事审查法院经本院审判委员会讨论后认为确有必要的，可以层报刑事终审法院。刑事终审法院决定是否对刑事案件进行复查，民事审查法院再根据复查与否或复查结论依法决定是否对民事案件裁定再审。刑事终审法院与民事审查法院不在上下级关系，民事审查法院经本院审判委员会讨论后认为确有必要的，可以层报其与刑事终审法院之共同上级法院，由该上级法院决定是否对刑事案件进行复查，民事审查法院再根据复查与否或复查结论依法决定是否对民事案件裁定再审。

——摘自全国法官培训统编教材之《审判监督实务（下册）》

2. 如何准确把握胎儿遗产继承、接受赠与的法律适用规则？

关于胎儿的遗产继承问题，依据民法典第一千一百五十五条规定，遗产分割时，应当保留胎儿的继承份额。胎儿娩出时是死体的，保留的份额按照法定继承办理。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉继承编的解释（一）》第三十一条规定：“应当为胎儿保留的遗产份额没有保留的，应从继承人所继承的遗产中扣回。为胎儿保留的遗产份额，如胎儿出生后死亡的，由其继承人继承；如胎儿娩出时是死体的，由被继承人的继承人继承。”对于此类情形，应当直接适用这两条规定。至于“遗产分割时”，应理解为既包括法定继承和遗嘱继承，也包括遗赠在内的遗产分割。法定继承、遗嘱继承、遗赠均属于单方行为，无须胎儿的意思表示。遗嘱和遗赠协议上亦无须胎儿签名。遗嘱、遗赠合法有效，且内容明确该胎儿享有继承权或受遗赠权利的，该胎儿即取得相应权利。遗产分割时，也将其继承份额作为“特留份”，出生时是死体的，保留的份额按照法定继承办理。

至于接受赠与，考虑到赠与合同是诺成合同，胎儿接受赠与可以由其父母即监护人作为法定代理人实施这一法律行为。但参照民法典第一百零五条的规定，这里的接受赠与原则上应当以纯获利益为限，即不得设定负担。

在此需要特别注意的，是在胎儿出生前已接受赠与或者取得继承遗产的情况下，如其娩出时为死体的，依据民法典第十六条“胎儿娩出时为死体的，其民事权利能力自始不存在”的规定，这时就会涉及有关财产的返还问题。由于娩出为死体的胎儿自始不具有民事权利能力，故而，其受法律保护的利益也自始不享有。例如，胎儿在接受赠与后，如果娩出时为死体的，则该赠与无效，应当将该财产返还赠与人。在涉及胎儿遗嘱继承、接受赠与的案件审理过程中，胎儿娩出为死体的，人民法院应当裁定驳回主张胎儿利益保护一方的起诉。在作出支持胎儿利益保护判决但尚未执行时，可通过终止执行避免返还问题。在已执行后，胎儿娩出为死体，向胎儿给付利益的当事人提起诉讼要求胎儿父母返还的，人民法院依法予以受理。符合执行回转条件的，可通过执行回转程序向给付方返还。

——摘自全国法官培训统编教材之《民事审判实务（第1册）》



全国法官培训统编教材重点内容摘要(十二)