论证券市场信息披露误导性陈述的界定

王通平 钱松军

(南京大学法学院，江苏 南京 210093)

摘要：《证券法》上的信息披露违法违规行为分为虚假记载、误导性陈述和重大遗漏三类。实践中，虚假记载和重大遗漏在性质上比较容易界定。但理论界和实务界对误导性陈述的界定和构成尚无清晰认识，给证券市场监管带来了很大困扰。本文通过考察误导性陈述的立法演变，总结其特点及表现形式，分析其构成要件，对误导性陈述作出界定，以期对证券市场监管带来实益。

关键词：误导性陈述；重大性；理性投资者标准；预测性信息

Abstract: The Securities Law of the People's Republic of China states three categories of violation behaviors on information disclosure: false record, misleading statements and significant material omissions. In practice, false record and significant material omissions are relatively easy to define. However, academic and practical fields have not reached clear understanding on the definition of the misleading statements, which resulted in significant problems on the securities market's regulations. This article goes through the discussion on the evolvement of the legislation on the misleading statement, summarises its characteristics, and analyses its components, in order to provide the definition on the misleading statement. The goal is to contribute actual benefits to the regulation of the securities market.

Key words: misleading statements, materiality, rational investor standard, forward-looking information

作者简介：王通平，南京大学法学院经济法学博士生，研究方向：公司法、证券法。钱松军，南京大学法学院硕士生，研究方向：证券法。

中图分类号：D922.287　**文献标识码：**A

信息披露规制是世界各国证券市场监管制度的基石，无论在崇尚公开信息披露监管哲学的国家，还是在崇尚实质性审查监管哲学的国家，这一基本理念都无可争议。[1]证券市场监管最为核心的是对信息披露的监管。《证券法》将信息披露违法违规行为概括为虚假记载、误导性陈述和重大遗漏三类。[2]实践中，虚假记载和重大遗漏在性质上比较容易界定，例如财务造假、虚构交易等。但理论界和实务界对误导性陈述的界定和构成尚无清晰认识，给证券市场监管带来了很大困扰。误导性陈述隐蔽性强，欺骗性大，对市场的危害程度高，亟需统一认识并从严惩治。

误导性陈述的立法演变

信息披露中的误导性陈述一词，最早在1993年4月国务院发布的《股票发行与交易管理暂行条例》(国务院令第112号)中涉及。[3]1999年《证券法》从法律层面正式确立误导性陈述为信息披露违法行为之一。[4]此后，《上市公司信息披露管理办法》等部门规章、规范性文件、沪深证券交易所自律规则均沿用了误导性陈述的表述。

《证券法》虽然明确规定了误导性陈述，但并未对其作出定义。证监会部门规章中，也仅规定上市公司信息披露文件不得存在误导性陈述，没有对误导性陈述明确定义。[5]随着司法判例和行政监管案例的积累，司法界和行政监管中逐渐形成了对误导性陈述的一般性认识。如最高人民法院认为，“误导性陈述是指虚假陈述行为人在信息披露文件中或者通过媒体，作出

使投资者人对其投资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述”。[6]行政监管实践中，证监会于2011年出台的《信息披露违法行为行政责任认定规则》(证监会公告[2011]11号)对误导性陈述的法律构成进行了界定，“信息披露义务人在信息披露文件中或者通过其他信息发布渠道、载体，作出不完整、不准确陈述，致使或者可能致使投资者对其投资行为发生错误判断的，应当认定构成所披露的信息有误导性陈述的信息披露违法行为”。[7]

但司法和行政监管实践中，仍未对误导性陈述构成的核心要素进行分析，如误导性陈述是否需要以重大性为前提，误导性陈述和虚假记载、重大遗漏如何区分等，对误导性陈述的认定仍较大程度依赖主观判断，容易出现监管尺度把握不一的问题。这些问题亟待理论界予以研究明确。

误导性陈述的特点和表现形式

一、误导性陈述的特点

学界普遍认为误导性陈述具有两大特点：一是多解性，即对披露的信息有多种理解与解释。二是非显见性，即披露的信息在内容上的不准确并非显而易见。[8]笔者同意上述观点，多解性，即对披露的信息内容，可能有多种理解或解释的空间，各种理解或解释均有一定理由。如果仅有一种解释的可能，则不属误导性虚假陈述之范畴。非显见性，即披露的信息不容易被发现，这决定了误导性陈述与虚假记载和重大遗漏相比，认定难度更大。此外，误导性陈述还具有载体多样性的特点。不同于虚假记载和重大遗漏重在“隐瞒事实”，误导性陈述重在利用信息误导投资者。因此，与虚假记载、重大遗漏相比，误导性陈述的表现载体除指定媒体外，还增加了一种信息传播的途径——“媒体”，如各类报刊、广播电视乃至互联网等传播媒体。现代传媒事业发达，信息传播更为迅捷，传播范围更广、程度更深，这决定了误导性陈述与虚假记载和重大遗漏相比，影响力更为深远。

二、误导性陈述的表现形式

在不同的国家或地区，误导性陈述的内涵不同，其表现形式并不一致。根据布莱克法律词典，误导性陈述即misrepresentation，通常指某人通过语言或者其他行为方式向另一个人所作的与事实不符的断言或主张[9]，其表现形式涵盖我国法律上的虚假记载、重大遗漏和误导性陈述等违法情形。美国1933年《证券法》将虚假陈述的行为描述为重大事实的不实陈述、对重大事实的遗漏和误导。[10]1934年《证券交易法》也详细规定了禁止欺诈、操纵及其他不法行为。SEC1942年在规则10(b)-5中将“对于当时情况而言必须记录的重要事实，作不实陈述或予以隐瞒，以致产生引人误解的效果”界定为非法行为。针对披露文件中太多过分堆积的、复杂难懂的信息致使投资者很难找到决策有用的信息，SEC在1998年3月制定了“简明英语规则(Plain English rule)”，要求发行人在招股说明书的某些章节，特别是封面和风险披露部分使用浅显易懂的语言，包括使用主动语态，避免长句，采用日常用语，多用图表表述，不用法律和商业的专业性用语，以增强传递给投资者的信息的易解性，不得对投资人产生故意的误导或隐瞒。[11]香港地区《证券及期货条例》将误导性陈述与虚假披露并列作为市场失当行为，其第571章第277条规定，该资料在某事关重要的事实方面属虚假或具误导性，或因遗漏某事关重要的事实而属虚假或具误导性，即可认定为披露虚假或具误导性的资料诱使进行交易。[12]

我国法律法规没有关于误导性陈述表现形式的规定。实践中，通过对中国证监会近几年公开的行政处罚和媒体报道的案例的梳理，概括起来可分为以下几种：

1. 语义歧义型

语义歧义型即夸大对公司有利的部分信息，或者避重就轻，淡化对公司有重大影响的因素；或者故意将关键信息“碎片化”分别隐藏在冗长的披露内容当中，使其呈现出与原有之义不同的披露效果。此种披露造成投资者对同一事实存在不同的理解，且投资者理解往往与事实不符但有利于信息披露义务人。在海润光伏(600401)误导性陈述一案中，海润光伏及其前三大股东于2015年1月23日，即在法定业绩预告截止期前的敏感时点，采用模糊性的语言，对2014年经营状况进行描述，并作为高比例转增提议的理由，结合资本市场上业

绩良好才会高转增的惯性思维，使投资者对公司2014年经营业绩产生错误判断，而海润光伏当年度经营利润经审计为负值，属于利用投资者的惯性思维误导投资者决策的情形。[13]杭萧钢构(600477)2007年2月15日发布的公告属于典型的语义歧义型陈述，该公告称“公司正与有关业主洽谈一境外建设项目，该意向项目整体涉及总金额折合人民币约300亿元，该意向项目分阶段实施，建设周期大致在两年左右。若公司参与该意向项目，将会对公司2007年业绩产生较大幅度增长”，这与安哥拉项目合同草案实际约定的“各施工点现场具备施工条件后二年内完工”内容存在严重不符，足以对投资者产生误导，使投资者以为该项目的实施条件不存在重大不确定性，能够在约两年左右的时间内完工，会使公司2007年业绩产生较大幅度增长。[14]

2. 选择披露型

选择披露型即在财务数据选取、会计科目记载、计算方法或者公式运用方面，选择性运用对信息披露义务人有利的因素。此种披露导致投资者只能依照选择性信息做出决策，并将因此受到误导。在珠海中富(000659)误导性陈述一案中，珠海中富应当披露48家子公司2012年1月至10月的最新经营业绩，但珠海中富披露的是48家子公司前三季度的经营业绩。珠海中富48家子公司2012年1月至10月净利润较1月至9月净利润有较大幅度的下降，属于有选择性使用有利财务数据误导投资者决策的情形。[15]

3. 语义模糊型

语义模糊型即在披露时故意使用艰涩难懂、模棱两可的语词。此种披露虽从文义上看正确，但对一般投资者而言，则属不知所云，难以理解。此种披露实质上违背了信息披露简明易懂性的要求，实践中出现该等情形时，一般由信息披露义务人进行解释。例如九州通(600998)2014年2月20日和3月25日公告事宜，因公司发生股价异动且有媒体持续报道，公司两次发布澄清公告，否认“与互联网巨头腾讯密谋战略合作”及“排他性合作”。4月29日，公司年报披露，下属子公司好药师大药房存在与微信业务合作的情况，包括第一个开展从微信商城到线下药店的O2O“药急送”业务等，引发市场对公司前期澄清公告是否准确的质疑。后九州通解释称，公司开设的微信服务号业务为腾讯与任意第三方的开放式合作，不是独家和排他性的合作安排。[16]

4. 先披露后终止型

如有些上市公司迎合市场热点，连续披露利好，随后又找借口随意终止，这些信息披露背后往往隐藏市值管理、高管减持等动机。其中最为典型的便是“忽悠式重组”，部分公司从一开始就没打算重组成功，其重组目的主要是大股东等相关方忽悠股价。例如，有公司在重组预案公布后股价上涨，大股东等相关方借机减持套现，随即宣告重组失败。[17]此时，误导性陈述往往还与大股东减持、内幕交易、二级市场操纵等等相互交织，极大地增加了发现和认定难度。

误导性陈述的构成要件分析

一般来讲，信息披露违法行为行政责任的认定，需要根据其违法行为的客观方面和主观方面等综合审查认定其责任[18]，其中，准确界定违法违规行为是否构成误导性陈述是认定行政责任的关键。结合误导性陈述的特点和表现形式，在认定误导性陈述时，应重点考虑以下要件：

一、误导性陈述的认定前提是信息应真实、完整

我国现行《证券法》将“误导性陈述”与虚假记载、重大遗漏并列规定为信息披露违法情形。从制度的一般逻辑来理解，上述三种形态应为性质相同、但具体所指有所区别的行为。虚假记载违背了信息披露的真实性要求，重大遗漏违背了信息披露的完整性要求，较易判断。但如果陈述内容为虚假、不完整，是否可以认定为误导性陈述？尤其是对信息披露实践中普遍存在的“半真半假”和“不完整陈述”如何认定？

“半真半假”是对披露的信息部分为真、部分为假的概括性描述。一般认为，此类情形实质上违背了信息披露的真实性要求，应被认定为虚假记载。“不完整陈述”是指披露信息不完整，一般表现为“说一半留一半”。通常认为，此类情形造成了信息的缺失，违背了信息披露的完整性要求，应当被认定为重大遗漏。因此，陈述内容是否真实、完整是区分误导性陈述和重大遗漏的关键，认定误导性陈述，应建立在信息披

露义务人所披露信息基本真实、完整的前提下，对其的认定应主要集中在信息披露内容呈现方式上有无使用误导性的方式、手段，导致真实、完整的信息不能准确地传达给投资者的情形。

二、只有具有重大性才构成误导性陈述

对于误导性陈述是否需以重大性为构成要件，目前有两种观点：

一种观点认为，从误导性陈述的立法演变看，现行法律体系下，认定误导性陈述并不以其重大性为前提。1999年《证券法》颁布以前，相关法律条款对误导性陈述一律采用“严重误导”的措辞。例如，《股票发行与交易管理暂行条例》第17条中规定，有关义务人应当保证招股说明书没有“虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏”；《禁止证券欺诈行为暂行办法》第11条关于虚假陈述的具体措辞是“作出不实、严重误导或者含有重大遗漏的、任何形式的虚假陈述或者诱导”等。1999年《证券法》删除了相关法条所采用“严重误导性陈述”或者“严重误导”概念中的“严重”二字，一律表述为“虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏”。由此可见，遵从文义解释考量，除重大遗漏以外，虚假记载和误导性陈述并不以其重大性为前提。

另一观点认为，只有具有重大性才构成误导性陈述。强制信息披露的逻辑是股东有权知悉完整信息，但完整信息绝非泛指一切信息，如果将那些对证券市场价格并无影响的信息予以公开，既会增加公司信息公开的成本，也无助于投资者作出投资判断，所以全部完整信息是指有效信息。[19]因此，无论法律是否明文规定，误导性陈述的认定隐含“重大性”这一要件。

笔者认为，从成熟市场信息披露标准来看，均以重大性为前提。例如美国信息披露标准为“向公众发布后能够影响公司股票价格，或者能改变投资者投资决策的信息，必须广泛公平地向公众发布”。国际证监会组织(IOSCO)在《国际证监会组织证券监管目标和原则》“发行人原则”一章中，也明确“应充分、准确、及时披露对投资者决策关系重大的财务结果、风险及其他信息”。[20]实务中，“非重大信息可以在任何时候、以任何方式对外发布”，只有构成“重大性”的信息才属于法定信息披露制度中的“信息”。因此，误导性陈述作为信息披露违法违规行为的一种，应当遵循信息披露的一般原则，其内涵本身就应包含重大性标准。问题在于如何判断重大性？

美国《证券法》规则第405条将重大性定义为“一个正常的、谨慎的投资者在其购买注册证券之前应被适度告知的事件”，判例法中的解释“某项若被正确陈述或披露即会阻止或可能阻止理性投资者购买其证券的事实”可与之互为印证。所以“重大性的标准”实际上是以一般标准来判断的，即是否会对一个正常而谨慎的投资者购买该证券产生影响而引起不同的投资判断。[21]我国未明确界定信息披露的重大性标准。实践中借鉴了美国的“股价影响性”和“决策有用性”的二元标准：发行阶段和定期报告实际采取投资者“决策有用性”标准，交易阶段则实际采取“股价影响性”标准，并用列举法对重大事项进行了规定。因此，误导性陈述中重大性判断可结合信息披露的阶段，进行综合判断。

三、误导的判断应遵从“理性投资者标准”

误导性陈述的认定难点在于有无产生误导效果的认定标准。我国证券市场中，投资者类型具有多样性，不同投资者的类型千差万别、千变万化，有机构投资者和个人投资者；有银行金融机构和证券、信托、保险等非银行金融机构，还有一般实业企业等非金融机构；根据风险偏好的不同，有激进型、积极型，还有稳健型、保守型的投资者。投资者类型的多样性决定了不同投资者对信息理解程度的不同，误导性判断无从着手。

笔者认为，误导性判断可借鉴在民商法领域广泛运用的“理性人”标准。如合同法中，是否已经产生要约或者承诺要根据理性之人在同样情况下是否得出同样结论来判断。英美法中判断当事人是否存在“疏忽”就涉及“合理注意”(reasonable care)标准，并且根据一个理性者在具体条件或者特定场合下将如何行事进行判断。“理性投资者理论”为证券机构认定误导性陈述的误导程度提供了统一的判断原则，但是，在实际运用这一标准时仍然有必要把握其准确内涵。

对于“理性投资者理论”的具体内涵可以借鉴美国TSC案的阐述。在该案中，美国联邦最高法院对以往判例中过于宽松的标准予以修正，法院针对代理表

决权案件中的“重大性”作出如下解释：当存在以下显著的可能性，即一个理性投资者在决定如何投票时将认为该事实是重要的，那么陈述内容是重大的。由此可知，即如果一个具有同样知识技能的理性的投资者在同样的环境下通常会认为陈述内容对于其投资决策具有显著影响，那么这种陈述就是“重大”的。具体而言，“理性投资者”并不是特定的个人，他代表的是具有一般知识技能和判断能力的一般意义上的投资者，因此这一标准是从第三人角度做出的判断，具有客观标准的特点；同时，理性投资者的判断必须是在同样情况下通常会做出的判断，如果仅有微弱的可能性做出某种判断，那么不能因此而确认重大性。例如，在海润光伏误导性陈述案中，证监会认为，“海润光伏及其前三大股东于2015年1月23日，即在法定业绩预告截止期前的敏感时点，采用模糊性的语言，对2014年经营状况进行描述，并作为高比例转增提议的理由，结合资本市场上业绩良好才会高转增的惯性思维，足以使投资者对公司2014年经营业绩产生错误判断，从而影响其投资决策”。[22]该案中，“资本市场上业绩良好才会高转增的惯性思维”显然是针对大部分个人投资者，尽管专业机构投资者不一定被惯性思维误导，但中国证监会大胆采用了“理性投资者”理论对公司作出处罚，值得肯定。

四、误导性陈述倾向于使投资者对未来作出误判，但有别于预测失实

误导性陈述大多发生在对未来事实的预测。甚至有学者认为，误导性陈述是指在没有合理根据的情况下，就未来事实所作的虚假陈述。[23]事实上，任何未来的事实都是不确定是否发生的，而发生的结果也可能比较接近或远离预测的结果，实际结果与前景预测之间的差距始终可能存在，或大或小。因此，在误导性陈述的判断上，要充分考虑预测性信息的自身特点，准确区分误导性陈述和预测失实之间的边界。

一是区分“硬信息”和“软信息”。信息披露理论上，一般将证券市场披露的信息分为“硬信息”和“软信息”，前者包括招股说明书、上市公司公告书、配股说明书、年度报告和中期报告、重大事件披露报告、分红配股政策、收购兼并决定等；后者主要集中在前瞻性说明，如盈利预测、估算、前景展望等。对于不同的信息，误导性判断有不同的标准。对于“硬信息”，准确性的要求相当严格，即要求信息披露者意图表达的信息必须与客观事实相符，用某种表达方式呈现的客观信息必须与信息接受者所理解或感知的结果相一致。而“软信息”则因具有对未来判断的或然性，其准确性要求不同于“硬信息”。[24]

二是坚持“主客观相统一”认定原则。在监管实务中，区分误导性陈述和预测失实可有两种方式：一是主观标准。如果某人明知不可能实现其预测，或不打算实践其预测，或根本就不相信自己能够实践其允诺，则预测应构成误导性陈述。二是客观标准。结合信息披露义务人在信息预测时是不是足够合理、谨慎、客观，来判断是否构成误导性预测。[25]如果信息披露义务人对所披露预测信息不能提供必要的依据，将具有重大不确定性或者未经检查验证的信息当做确定性信息或者已核查信息对外披露，或者引述其他机构或个人的结论性信息时，未对其科学性、客观性、准确性进行必要核查，就应当认定为构成误导性陈述。笔者认为，主观标准可准确反映行为人陈述时的心理状况，但客观上，主观心理状态较难度量，以此认定误导性陈述存在与否难度较大。监管实务中，应坚持主客观相统一的原则，以客观标准判断为主，辅之于主观标准加以验证，以准确作出界定。

三是考察信息披露义务人是否履行提示注意和及时更正义务。第一，是否履行必要的提示注意义务。理论上，基于预测性信息具有不确定性的天然特点，在预测性信息披露的同时，必须用警示性语言提醒投资者未来的结果可能会与预测有较大出入，投资者不应过度依赖这种信息，即需履行必要的提示注意义务。提示注意义务(bespeaks caution doctrine)是美国联邦法院在证券欺诈诉讼审理过程中形成的基本原则。[26]该原则明确，泛泛地告知投资存在风险的公式化的免责条款是不够的，为了达到“有意义”的标准，警戒性声明必须具有实质内容，并且必须针对具体的预测、估计或意见量身定做。[27]实践中，可结合信息披露义务人作出的警戒性声明的具体内容，对是否构成误导性陈述作出综合判断。第二，是否及时披露并更正预测性信息。

预测性信息一旦由于客观条件变化，导致原先预测的合理假设基础出现变化或不存在，使预测性信息变得不真实或具有误导性时，披露人有义务及时披露并更正预测性信息，使其不具有误导性。如果披露人未及时作出更正行为，其行为性质就可能从预测失实向误导性陈述转变。

结语

经济社会最大的价值在未来，投资者投资看重的是证券的未来价值。在信息披露违规行为中，不同于着眼点在掩饰过去的虚假记载和重大遗漏，误导性陈述则意在粉饰公司未来价值，因而危险性更大，更易引起股价波动，证券市场对此领域的认知和监管应更加深入。误导性陈述具有自身独特的特点，且在实践中表现形式多样，在监管实务中容易“雾里看花”，难以判断。但只要正确认识误导性陈述独特的特点及表现形式，在披露信息为真实、完整且具有“重大性”的基础上，遵从理性投资者标准考量误导效果，区分与预测失实之间的差异，对误导性陈述行为作出准确界定并非难事。■

注释

1. 即便是实质性审查制度也必须以发行者提供真实、准确、完整的信息为前提。如果缺少这一基础，实质性审查便没有任何实质意义。

2. 《证券法》第63条：发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

3. 《股票发行与交易管理暂行条例》第17条：全体发起人或者董事以及主承销商应当在招股说明书上签字，保证招股说明书没有虚假、严重误导性陈述或者重大遗漏，并保证对其承担连带责任。

4. 1999年《证券法》第59条：公司公告的股票或者公司债券的发行和上市文件，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

5. 《上市公司信息披露管理办法》第2条：信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地披露信息，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

6. 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释[2003]2号)第17条。

7. 《信息披露违法行为行政责任认定规则》(证监会公告[2011]11号)第9条。

8. 范健, 王建文. 证券法[M]. 法律出版社, 2010: 188.

9. B1ack's Law Dictionary. Sixth edition. West Publishing Co. 1990.

10. 石晓波. 中国证券市场虚假陈述民事责任构成要件研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2004, (01): 105-111.

11. 杨郊红. 美国上市公司信息披露制度的变迁及启示[J]. 证券市场导报, 2005, (04): 48-51.

12. 《香港证券及期货条例》第571章第277条。

13. 中国证券监督管理委员会江苏监管局.中国证券监督管理委员会江苏监管局行政处罚决定书(海润光伏等)[EB/OL]. http://www.csrc.gov.cn/pub/jiangsu/jsxzcf/201510/t20151026_285587.htm,2015-10-26/2016-02-17.

14. 中国证券监督管理委员会.中国证监会行政处罚决定书(杭萧钢构及单银木等人[EB/OL]. http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/200804/t20080418_14210.htm,2007-04-30/2016-02-17.

15. 中国证券监督管理委员会.中国证监会行政处罚决定书(珠海中富实业股份有限公司、陈志俊、王玉玲、招镜炘、陈立上)[EB/OL]. http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201502/t20150228_269170.htm?keywords=,2015-01-27/2016-02-17.

16. 《牟璇.牵手腾讯“且行且否认”九州通被指涉嫌信披违规[EB/OL]. http://www.nbd.com.cn/articles/2014-04-30/830194.html, 2014-04-30/2016-02-17.

17. 王雪青. A股并购玄机: 忽悠式重组狂欢 虽败犹涨的逻辑[N]. 上海证券报, 2014-09-25.

18. 《信息披露违法行为行政责任认定规则》(证监会公告[2011]11号)第11条。

19. 蓝寿荣, 鲁志强. 论证券市场信息披露的重大事实遗漏[J]. 理论学刊, 2005, (07): 104-106.

20. 中国证监会.国际证监会组织证券监管目标和原则(参考译文)[EB/OL]. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gjb/gjzjhzz/ioscojgmbyyz/200507/t20050729_79388.html,2005-07-29/2016-02-17.

21. 石晓波. 中国证券市场虚假陈述民事责任构成要件研究[J]. 中南财经政法大学学报, 2004, (01): 105-111.

22. 中国证券监督管理委员会江苏监管局. 中国证券监督管理委员会江苏监管局行政处罚决定书(海润光伏等)[EB/OL]. http://www.csrc.gov.cn/pub/jiangsu/jsxzcf/201510/t20151026_285587.htm,2015-10-26/2016-02-17.

23. 叶姗. 论证券市场虚假陈述行为的界定[J]. 经济与社会发展, 2004, (11): 115-118.

24. 范健, 王建文. 证券法[M]. 法律出版社, 2010: 188-189.

25. 《上海证券交易所股票上市规则》第2.6条，《深圳证券交易所股票上市规则》第2.5条规定，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，应当合理、谨慎、客观。

26. 根据该原则，如果公司在披露前瞻性信息时伴以有意义(meaningful)的警戒性声明，表明该信息的前瞻性本质并指出可能导致预测无法实现的风险因素，那么法院将认为该项信息中的不实陈述或遗漏不具有重大性(materiality)，或者投资者对该信息的依赖是不合理的，从而免除公司的责任。参见廖凡.鼓励与强制之间——美国证券法对前瞻性信息披露的规定[J]. 金融法苑, 2003, (03): 34-39.

27. 廖凡. 鼓励与强制之间——美国证券法对前瞻性信息披露的规定[J]. 金融法苑, 2003, (03): 34-39.