

赵 威 孟 翔◎著



经|济|法|文|丛

赵 威◎主编

证券信息披露标准比较研究

以“重大性”为主要视角

THE COMPARATIVE STUDY OF
THE STANDARDS OF SECURITIES
INFORMATION DISCLOSURE



中国政法大学出版社

013050929

D922.287.4

67

经|济|法|文|丛



证券信息披露标准比较研究

以“重大性”为主要视角

THE COMPARATIVE STUDY OF
THE STANDARDS OF SECURITIES
INFORMATION DISCLOSURE

赵 威 孟 翔◎著



D922.287.4

67



北航

C1657700



中国政法大学出版社

2013·北京

图书在版编目 (C I P) 数据

证券信息披露标准比较研究:以“重大性”为主要视角/赵威, 孟翔著. —北京:中国政法大学出版社, 2013. 6

ISBN 978-7-5620-4819-0

I. ①证… II. ①赵… ②孟… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第130434号

- 书 名 证券信息披露标准比较研究——以“重大性”为主要视角
Zhengquan Xinxu Pilu Biaozhun Bijiao Yanjiu yi Zhongdaxing wei Zhuyao Shijiao
- 出版发行 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路 25 号)
北京 100088 信箱 8034 分箱 邮编 100088
<http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
58908325(发行部) 58908334(邮购部)
- 编辑统筹 第六编辑部 010-58908524 dh93@sina.com
- 承 印 固安华明印刷厂
- 规 格 880mm×1230mm 32 开本 8 印张 190 千字
- 版 本 2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷
- 书 号 ISBN 978-7-5620-4819-0/D·4779
- 定 价 26.00 元

- 声 明
1. 版权所有, 侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题, 由出版社负责退换。

内容摘要

在世界各国各地区的证券法律体系中，信息披露制度作为证券市场得以建立和发展的基础，是证券法律体系的核心内容，既是政府实施证券监管的重要且行之有效的手段，也是证券投资者行使知情权的有力保障，对保护投资者的合法权益具有极为重要的意义。随着我国证券市场逐步走上法制化、规范化发展的道路，证券立法者和监管者愈加认识到维护广大投资者的信心、利益与建立公开、公平、公正的证券市场秩序的重要性。

信息披露标准是信息披露制度应有价值理念的最重要的体现之一，尤其是其中的“重大性”标准更是基础性标准，存在于信息披露制度的各个方面。要保证社会公众对证券发行和交易市场充满信心，首要的是必须让所有投资者尤其是处于信息获取劣势地位的中小投资者都能及时、公平、准确地获得与发行人有关的重大信息。显然，很好地确立“重大性”标准自然成为题中应有之义，没有哪个国家和地区要求发行人披露所有信息，而只有对投资者的投资决策或者对证券的市场价格构成有显著影响的“重大”信息才要求披露。“重大性”标准于是成为了界定内幕信息的要点和难点，以什么样的标准确定什么样的信息是“重大”的，即“重大性”的概念是信息披露制度中的一个基础性概念，同时也是内幕交易法律责任制度中的一个关键问题。只有信息具有

“重大性”，发行人才有义务予以公开披露，也只有所利用或泄露的信息具有“重大性”，相关主体才需承担内幕交易的法律责任。与信息披露的基本宗旨相适应，界定“重大性”的标准要寻求两方面的平衡：即投资者要得到影响其投资决策的全部有用信息，从而有利于其作出理性的投资决策；发行人可以据此合理地决定何为重大信息，从而使其明晰披露信息的范围。

本书的研究首先是从信息披露的角度入手，探讨了信息及证券信息的基本概念，并对与信息披露标准相关的内幕信息进行着重阐述。具体来讲，本书介绍了信息的几种不同定义及各自的基本特征；接下来对证券法上的信息做了阐述，包括其含义、分类以及某种信息之所以能成为证券法上的信息的标准之争，其争论主要源于两种不同的认定标准：一类是“重要的信息”，只有那些重要的信息才是证券法意义上的信息，如美国、日本等国；另一类是“价格敏感信息”，如欧盟、中国香港特别行政区等。前者强调判断的主观性，后者则相对强调信息的客观性。然后，本书对信息披露制度做了扼要论述，主要包括信息披露制度的含义、特征、意义和体系以及理论依据（经济学依据和法学依据），由此展开对信息披露标准这一问题的比较研究。在此基础上，对信息披露标准的相关基础性问题 and 信息披露的普遍性标准进行较为详尽的介绍，为下文的比较研究做好铺垫。

其次是本书的重点，即对信息披露标准问题以两条主线进行比较研究：一条是纵向比较，即以美国法为例，考察了证券市场最为发达的美国在信息披露标准，尤其是关于“重大性”标准问题的历史沿革、学说、判例及相关的理论问题，其定性和定量的分析方法是在传统“重大性”标准基础上发

展而来的新的“重大性”判断方法；另一条是横向比较，即将“重大性”这一信息披露标准中的最重要标准贯穿始终，以反内幕交易制度为切入点，比较了各主要发达国家和地区证券市场在内幕信息界定的“重大性”标准问题上的立法取向和司法实践。经过比较，我们对这一问题可以形成较为全面的认识。在此过程中，最重要的是对“重大性”标准的认定进行考察，分析相关的学说、判例及各国对此问题的规定，分别从理论与实践两方面对“重大性”标准进行论述：扼要介绍“重大性”标准的由来，包括“重大性”的概念和“重大性”标准的意义；重点对美国法中关于“重大性”标准的学说及判例进行了梳理；比较研究了各国反内幕交易法律制度中关于“重大性”标准的立法例与其理论取向。

再次，本书考察了上市公司“管理层讨论与分析”的信息披露和社会责任信息披露两个问题。两者作为信息披露内容的新发展，在制度设计上有别于传统的信息披露制度，其信息披露的原则和标准也有很大差异。本书从理论和实践两方面对这些问题进行了讨论，也对我国目前的监管规定和理论研究现状进行了初步的探讨。

最后，本书对我国证券市场的发展进行了回顾，就信息披露标准问题的不同看法（以立法的相关规定为主要对象）进行了列举对比，进而对我国学者关于此问题的争论进行了介绍。作为结语，本书的结论是：对于证券信息披露的重大性标准，我国应当施行“证券价格标准”和“投资决策标准”并行的双轨制，同时应借鉴美国所采用的定量和定性分析相结合来判断“重大性”的方法；对于内幕信息的界定标准，一方面要采取概括性规定与列举性规定的有机结合，另一方面将“投资决策标准”纳入内幕信息的界定标准中；对

IV 证券信息披露标准比较研究

于证券信息披露标准在 MD&A 和社会责任信息披露领域的新发展，我国则要从立法层级、具体披露标准、责任体系等多个方面加以完善。

目 录
Contents

内容摘要	I
------------	---

导 论	1
-----------	---

- 一、问题的提出 /1
- 二、本书的研究意义 /3
- 三、本书的研究方法 /4
- 四、本书的创新之处 /5

第一章 证券信息和证券信息披露制度的基本问题	7
------------------------------	---

第一节 证券信息的基本问题 /7

- 一、信息的基本概念 /7
- 二、证券法意义上的信息 /8

第二节 证券信息披露的基本问题 /15

- 一、信息披露的含义 /15
- 二、信息披露的特征、意义和体系 /16
- 三、证券信息披露制度的理论依据 /23
- 四、强制性信息披露制度 /29

第二章 证券信息披露标准综述 40

第一节 证券信息披露标准的依据和意义 /40

第二节 各国信息披露标准的共性 /42

一、真实性 /43

二、准确性 /46

三、完整性 /49

四、及时性 /51

五、易得性 /55

六、重大性 /56

第三章 美国证券信息披露的“重大性”标准

——关于“重大性”标准的纵向研究 66

第一节 “重大性”标准的历史考察 /66

第二节 规则 10b-5 /68

一、默示救济 /70

二、重大性 /72

第三节 关于“重大性”标准的相关经典判例 /73

一、SEC v. Texas Gulf Sulphur (1968) /74

二、TSC Industries v. Northway (1976) /77

三、Basic Inc. v. Levinson (1988) /79

四、小结 /80

第四节 关于“重大性”标准的判例法新发展 /81

一、Ganino v. Citizens Utilities Co. (2000) /81

二、JP Morgan Chase (2009) /85

三、Landmen Partners Inc. v. Blackstone Group,
L. P. (2011) /87

四、总结 /93

第五节 与“重大性”标准相关的理论 /96

一、“重大性”标准与预测性信息 /96

二、“重大性”标准与“预先警示”理论 /99

三、“重大性”标准与信赖推定原则 /102

四、小结 /104

第四章 证券信息披露“重大性”标准与反内幕交易法律制度

——关于“重大性”标准的横向研究 106

第一节 反内幕交易的基本问题 /106

一、反内幕交易与信息披露制度的关系 /106

二、内幕交易的构成要素 /109

第二节 各国内幕信息界定标准的横向比较研究 /110

一、美国的内幕信息界定标准 /110

二、欧盟的内幕信息界定标准 /113

三、英国的内幕信息界定标准 /124

四、日本的内幕信息界定标准 /128

五、我国香港特别行政区的内幕信息界定标准 /132

六、我国台湾地区的内幕信息界定标准 /138

第三节 各国“重大性”标准的规定方式 /144

一、抽象式 /145

二、列举式 /147

三、综合式 /148

四、小结 /149

第五章 证券信息披露标准的新发展 150

第一节 上市公司“管理层讨论与分析”的信息
披露标准问题 /150

4 证券信息披露标准比较研究

- 一、MD&A 信息披露制度的产生与发展 /152
- 二、我国有关 MD&A 信息披露的现行规定 /160
- 三、我国现行的 MD&A 信息披露标准 /164
- 四、我国有关 MD&A 制度的研究现状及改进建议 /167
- 五、小结 /174
- 第二节 社会责任信息披露标准问题 /176
 - 一、社会责任信息的涵义 /176
 - 二、社会责任信息披露的必要性与可行性分析 /178
 - 三、我国的社会责任信息披露制度 /186
 - 四、社会责任信息披露的比较研究 /195
 - 五、小结 /200

第六章 我国的证券信息披露标准、评价和立法建议 202

- 第一节 我国证券信息披露制度概述 /202
 - 一、我国证券市场的历史考察 /202
 - 二、我国信息披露制度的回顾 /203
 - 三、我国信息披露制度存在的问题 /205
- 第二节 我国的证券信息披露标准 /206
 - 一、公平、公正、公开、诚实信用原则 /206
 - 二、真实性、准确性、及时性、完整性和重大性标准 /208
- 第三节 我国证券信息披露标准的评价和立法建议 /216
 - 一、我国证券信息披露“重大性”标准评价和立法建议 /217
 - 二、我国内幕信息界定标准的评价和立法建议 /228
 - 三、证券信息披露标准新领域的评价和立法建议 /229

参考文献 232

导 论

一、问题的提出

证券市场的健康、有序发展离不开先进的证券监管体制，这一体制的核心正是证券法律中的信息披露制度。信息披露制度的核心是披露（disclosure）与反欺诈（anti-fraud），两者相辅相成，是发达的证券市场赖以建立和发展的基石。信息披露制度涉及两方面的问题：①上市公司有意隐瞒重大信息；②上市公司故意发布虚假信息。这两种情形都会对投资者的合法权益造成损害，进而妨碍证券发行和交易的正常运行，不利于维护社会经济秩序和社会公共利益。鉴于此，各国证券立法无一例外地均要求发行人必须及时、准确、完整地披露有关公司业绩等的重要信息，以使投资者能够据此作出合理的投资决策。由此，信息披露便成为保证证券市场可信度和有效性的重要机制，成为证券法的核心制度。

信息披露标准是信息披露制度的重要组成部分，信息要披露，总要有个标准：发行人可以据此决定应当披露怎样的信息，投资者基于该信息可以作出合理的投资决策。本书研究的信息披露标准包含两部分：一是信息披露的普遍性标准，包括及时性、真实性、准确性、完整性等；另一个是“重大性”标准，信息披露制度要求发行人所披露的必须是重大信息，即对投资者的投资决策或者对证券的市场价格构成重大影响的信息。“重大性”标准是本书的研究重点。目前，在对“重大性”标准的认定上，各国规定并不一致，主要存在两种主张：“证券价格标准”和“投资决策标准”。发达的证券市场通过一系列判例

形成了较为成熟的制度,如美国即通过:SEC v. Texas Gulf Sulphur (1968)、TSC Industries v. Northway (1976)、Basic Inc. v. Levinson (1988)这三个判例确立了以下基本标准:①美国在证券监管中对于“重大性”标准的看法基本形成了“投资决策标准”和“证券价格标准”两项标准,满足其中任何一项即是重大信息;②就“理性投资者”的界定而言,美国证券法规定“理性投资者”专指没有敏锐商业判断能力的一般投资者,不是指有敏锐商业判断能力的机构投资者;③鉴于个案的复杂性,美国没有将“重大性”标准限定为一个刚性的公式,而是根据具体案件的实际情况判断一项信息是否属于重大信息。近年来的判例显示,美国在实践中广泛采纳了定性和定量分析相结合的方法来作为界定重大信息的重要方法。其他如欧盟、英国以及我国台湾地区和香港特别行政区等在这一问题上的规定也各有特色,详见本书相关部分的论述。

我国的证券市场随着改革开放的启动而逐步恢复、发展,时间虽然不长,但发展较为迅速,尤其是步入20世纪90年代后,国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会相继成立,标志着我国的证券市场开始进入有序化、规范化发展的阶段,证券立法和监管部门对我国的信息披露制度建设给予了高度重视,相关法律法规的陆续颁布和施行,有力地促进了我国证券市场的健康发展。当前,我国对信息披露标准尤其是“重大性”标准的看法吸收借鉴了先进国家发达证券市场的经验,这既体现在相应的立法文件中,也体现在学界的热烈讨论中,这一标准代表了当今世界大多数国家对证券监管的普遍性理解。在我国现阶段,对于“重大性”标准的二分法是科学的,也是合理的,这一现象会在较长的一段时间里存在,基本符合我国证券市场发展的现状。“重大性”标准的二分化,是指在证券发行和交易市场中,“证券价格标准”和“投资决策标准”两种

标准并存。因为对证券价格有重大影响的信息总会影响投资者的决策；反之，对投资者的决策有重要意义的信息也总会直接或者间接地影响证券价格。本书的研究即专注于借鉴发达证券市场在这一问题上的立场并结合我国目前施行的《证券法》和《上市公司信息披露管理办法》等对此作一探讨，希冀寻求适合我国实际的“重大性”标准。

与此同时，近年来被普遍关注的 MD&A 制度和社会责任信息披露制度大大拓展了传统证券信息披露的完整性标准的要求，这属于对证券信息披露标准的新发展。以研究各国在这两个领域内的立法经验为基础，本书也对我国的现状做了简要的评价。

二、本书的研究意义

信息披露标准尤其是“重大性”概念为发行人提供了履行信息披露义务的标准，成为保障证券市场有效运转和保护投资者合法权益的重要手段。与信息披露的基本宗旨相适应，界定“重大性”的标准旨在寻求两方面的平衡：既使投资者得到投资决策所需要的全部真实信息，从而有助于其作出理性的投资决策；又必须让发行人能够合理地决定何为重大信息，从而不加重其信息披露负担。因而，“重大性”标准的确定也主要涉及两方面：①对于发行人自身来讲，其情况千差万别，同一信息对于资产规模、盈利能力、利润、行业不同的上市公司而言，其重要程度可能会大不相同，例如一个事件可能对小规模上市公司来说是重大的，但对于大规模上市公司来说却可能不是；②对于投资者来讲，由于存在个体差异，其决策判断能力不同，同一信息对不同投资者投资决策的影响程度在很多情况下也会不同。

因此，确定“重大性”标准的意义正是在于：如果“重大性”标准越低，那么便会有越多的信息必须披露，那么也就要求更大程度的准确性。“重大性”标准对信息披露制度的影响主

要体现在三个方面：①影响到招股说明书和其他法定披露文件中的披露义务的履行；②影响到防止内幕交易和内幕交易人的民事责任；③影响到对虚假陈述或误导性陈述的民事救济与民事责任制度。

与现有的大部分学术研究成果不同，本书对信息披露的标准问题既以美国为主线对其信息披露制度中的“重大性”标准进行了纵向的比较研究，又以欧盟、日本、我国香港等发达证券市场的反内幕交易制度为切入点进行了横向的比较研究，始终坚持辩证的方法论，揭示了信息披露标准，尤其是“重大性”标准的内在价值和意义。

三、本书的研究方法

（一）比较研究法

比较研究的方法是本书的主要研究方法，主要在于对信息披露的标准，尤其是“重大性”标准分别进行比较研究。比较研究主要有两条线索：①纵向比较，强调在一个法域内部进行比较，比如重点比较了美国的信息披露标准在不同阶段的历史发展和演变；②横向比较，强调在各个法域之间进行比较，比较各国在反内幕交易领域的立法和实践方面的不同。

（二）历史考察法

本书进行了较为详细的历史考察，通过对各国尤其是美国在信息披露标准方面的学说和判例的演变历史，展现了信息披露标准从无到有、不断丰富、不断发展的历史过程，进而得出信息披露标准在制度起源、立法改进、实践演化等方面的法律特质，目的在于判断信息披露标准的未来发展方向。

（三）实证分析法

本书对有关信息披露标准的大量学说、判例和实践进行分析，或者将这些现实中的素材作为论据，考察多种信息披露的标准模式，提炼出世界各国对信息披露标准所体现和遵循的基

本原则与共性规则,进而提出我国的因应对策和完善建议。一切理论都需要实践的检验,将实例作为理论分析的辅助工具,灵活运用,作为各论点的支撑,是较为理想的社会科学研究方法。

(四) 规范比较法

本书对有关信息披露标准的各国立法、判例进行分析,通过对不同国家法律规范的比较和判例之间差异的深入研究,总结出各国在信息披露标准方面的共性与区别,进而探索更适合我国国情的立法模式。

(五) 经济分析法

证券立法既要运用法学的方法,亦要符合经济学规律。从这个意义上讲,法学和经济学融合的趋势在证券立法方面显得尤为突出。通过比较各国证券法律制度,探究不同利益群体的集体行动,以立法规制保护弱势群体的利益,协调利益群体之间的实然关系,进而实现博弈的纳什均衡和法律经济学上的帕累托最优状态。

四、本书的创新之处

本书对信息披露的标准问题以宏观和微观的视角进行了较为全面、深入的论述,通过对各国法律体制的比较和学说判例的考察,对现行的信息披露标准问题进行了较为详尽地分析和研究,同时对我国相关的立法体制和司法实践的完善与改进进行了探讨。本书的创新点主要体现在以下四个方面:

(一) 体例上的创新性

本书对信息披露标准的历史渊源、法理依据、经济学依据、判例实践以及学说发展等一系列问题进行了系统性研究。就目前国内外对信息披露标准的研究现状来看,这种比较是相当充分的,具有体例上的创新性。

(二) 比较研究的双向性

比较研究不是单纯的罗列,比较研究需要有一定的主线。

本书在比较研究方面采用了两条主线：①纵向主线，以证券市场最为发达的美国为例，考察了其在信息披露标准问题上的发展演变；②横向主线，比较了各主要发达证券市场在反内幕交易问题上的立法取向和司法实践。通过双向比较，我们对信息披露标准问题的认识更为全面和深入了。

（三）对中小投资者利益的格外关注

证券市场自诞生伊始，就是投资家的乐园，个中滋味，只有深入其中才能备感真切。在这一市场中，谁能在其中赚得盆钵满盈？大投资者自不必待言，因为其能够较为容易地掌握市场动态，尤其是对其作出投资决策具有决定意义的重大信息。然而，对于中小投资者来讲，由于其天然的劣势，很难和大投资者抗衡。那么法律就成为维护中小投资者利益的最后一道屏障，也就是说当今的法律之价值理念应该将充分保护中小投资者的利益作为追求目标。本书即以充分保护中小投资者的利益作为法律比较、评价及提出改进建议的重要目标。

（四）力图在分析比较的基础上，提出我国相关立法的完善建议

本书在最后一章对我国目前在信息披露标准问题上的立场进行了分析比较，提出了自己的看法。就我国证券市场目前的发展阶段来说，市场监管与自律组织尚不健全，为了切实有效地保护投资者的合法权益，应当施行“投资决策标准”和“证券价格标准”并行的二元机制，并借鉴先进的立法经验，在内幕交易、虚假陈述和重大遗漏等信息披露标准问题上，满足其中一条标准就属于重大信息，信息披露义务随即产生，相应的法律责任就可适用。