

商事法专题研究文库

王保树/主编

# 商事法

Information Disclosure Regulations on the Stock Market

## 证券市场信息披露法律监管

齐斌/著

法律出版社

■ 商事法专题研究文库

清华大学商法研究中心 王保树 主编

# 证券市场信息披露法律监管

齐斌 著

法律出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

证券市场信息披露法律监管/齐斌著. —北京:  
法律出版社, 2000. 9  
(商事法专题研究文库/王保树主编)  
ISBN 7-5036-3198-8

I. 证… II. 齐… III. 资本市场—法制—概况—中国  
IV. D922.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 68576 号

---

出版·发行/法律出版社	经销/新华书店
责任印制/李跃	责任校对/杜进
印刷/海日印刷厂	
开本/850×1168 毫米	1/32 印张/11.125 字数/291 千

---

版本/2000 年 12 月第 1 版 2000 年 12 月第 1 次印刷  
印数/0,001—5,000

---

社址/北京市西三环北路甲 105 号科原大厦 A 座 4 层(100037)  
电子信箱/pholaw @ public. bta. net. cn  
电话/88414899 88414900(发行部) 88414121(总编室)  
出版声明/版权所有, 侵权必究。

---

书号: ISBN 7-5036-3198-8/D·2917

定价: 19.00 元

(如有缺页或倒装, 本社负责退换)

# 总 序

---

《商事法专题研究文库》是一套大型系列丛书，入选书目由清华大学商法研究中心和法律出版社共同确定，主要是商事法的专题研究著作。商事法研究中心虽属于并依托于清华大学法学院，但它是面向社会、开放的研究机构。因此，入选书目的作者不限于清华大学法学院的学者，而是包括学院内外的商事法学者，主要是中青年商事法学者。

无疑，书店里陈列的各类丛书已不算少。现在，我们也编写丛书之类的大型文库，很有凑“热闹”之嫌。然而，这只是就形式上而言。如就其实质而言，嫌疑就自然解除了。我本人热衷于两大研究领域，一是经济法，一是商事法。前者，需另作讨论。仅就商事法而论，如荀况在《劝学》中所云：“故不登高山，不知天之高也；不临深溪，不知地之厚也；不闻先王之遗言，不知学问之大也”。当我接触商事法的时候，深感如临浩瀚大海一般。从事对它的研究工作，当然要花“锲而不舍”之功，然而一旦略有收获，就会带来无穷的乐趣。就整个学界的商事法研究状况而言，不难发现有许多可喜之处，但也不容乐观。如何进一步繁荣商事法的研究？我以为应着眼于扎扎实实的基础工作，而不是盲目地追求轰动效应。正是从这一意义上考虑，商事法研究中心已着手做三件事：一是编写《商事法文库》，包括一套系统阐述商事法理论的著作；二是编写《商事法论集》，每年出版一卷，及时发表商事法学者的学术论文；三是编写本专题研究文库，陆续出版商事法学的专著。无疑，这三件事的目的是一致的，都是为了有效地

促进学界对商事法的研究,加强商事法学的学科建设。但是,其具体宗旨又有不同。以编写商事法专题研究文库而论,它主要是为了倡导和推动人们对商事法的专题进行深入、系统的研究,从宏观和微观的结合上精心解决商事法各领域的具体理论问题。没有对专题的认真研究,商事法学不可能有雄厚的基础,它也不可能具有活力。当然,专题研究要难于教科书的撰写,它需剖析商事法某一具体领域的历史、现状、不同学术观点的争议,尤其须要有作者对该领域的自己的见解,纵然是一两点也好。然而,困难往往是同需要并存的。因此,解决这些困难的必要性是不言而喻的。

本文库不采用“命题作文”的做法,即不是先拟定选题再分配予作者,而是根据商事法研究的现状和发展趋势,选择含有某一领域相对成熟的研究成果(当然,并不要求已成定论)的著作列入本文库。本文库的选题标准是:(一)应是学术著作;(二)须是对商事法专题进行认真研究的论著;(三)须是符合学术规范的著作。选入本文库的著作不限于仅研究中国商事法,可以是商事法的比较研究著作,也可以是某个国别的商事法的专题研究著作。但不论是上述哪一类著作,都应是对商事法前沿课题和重大课题有深入研究的,都须有利于人们对商事法认识的深化,有利于人们对商事法的进一步思考。需要提及的是,经济法专题研究的著作也将依上述标准选入。但是,这并不意味着经济法属于商事法,它正如商事法不属于经济法一样。并且,选入本文库的经济法专题研究著作也应有利于经济法学的学科建设。一俟条件成熟,再另编《经济法专题研究文库》。

本文库的问世得益于中青年商事法学者的积极参与,编入文库的每一部著作都分别渗透着他们的心血。他们对商事法学的贡献,人们是不会忘记的。本文库的出版更得益于法律出版社的积极支持,当我向该社提出本文库选题的时候,他们立即欣然接受并给予了积极的合作。该社繁荣学术之举,使我和本文库所有作者都为之感动,谨在此表示诚挚的谢意!我衷心欢迎读者阅读本文库的每一部著作,并恳请学界同仁不吝赐教,提出您的宝贵意见。

万事开头难,但良好的开端就是成功的一半。本文库第一本著作的出版就预示着文库的美好未来,我对本文库的前景充满了信心。

王保树

# 本书序言

---

齐斌君的博士论文《证券市场信息披露法律监管》就要正式出版了，他请我作序，我欣然应允并忆起同他相识，相互切磋谈心的六年历程。

1993年春天，他报考中国人民大学法学院民法学专业的硕士研究生，在众多考生的激烈竞争中以优异的成绩名列榜首。令我惊异的是他在华东政法学院读本科时，选修的专业多为刑法学专门化，写了几篇论文也不是民法方面的。从当年秋天入学相识后逐步了解到他是一位勤奋学习，广泛猎取法学专业理论知识的青年。对考取民法学专业不仅为兴趣所引，而且具备较为聪颖的悟性和研究能力。

在他攻读硕士课程的三年里，研究方向是商法理论与实践，申请答辩的学位论文以《股份有限公司小股东权益保障研究》为论题，重点阐述了小股东对管理者的权力制衡、小股东与大股东的权力均衡等内容。这一论题直到今日也是具有重要的理论和现实意义的。

他在写作博士论文的过程中，以孜孜不倦的精神克服了重重困难。他面对我国的证券市场起步较晚，同世界发达国家相比，在立法、学理、研究和实际操作诸方面均有不小的差距的客观条件，注意深入调查研究，尽力搜集和掌握中外有关论题框架的资料并上升到理论加以分析，为写好论文打下坚实基础。还应提及的是，他以扎实的学术功底和外语水平在国外发表了论文并于1997年赴加拿大研习证券法律制度。异国他乡的学习与工作对他论文的写作大有帮助。

论文的写作者运用历史唯物主义观察分析信息披露制度的产生和发展以及证券监管的目标,引用参选一些国家地区有关的立法和成功的经验,意在推动我国相关立法和实务操作的健全发展。作者结合我国《证券法》阐述若干个人的深入体会和创新见解。对信息披露民事责任的研究是论文中具有创造性的内容。

作者毕业后任职于西门子(中国)有限公司法律部,从事法律实务工作,并在实务操作过程中汲取营养,充实自己。期望他立足于新的起点,继续对新课题的探讨,进一步展示自己拥有的理论研究才华。

赵甲子

2000年8月于中国人民大学林园



## 中文摘要

---

与其他有着成熟资本市场的国家一样,信息披露也是中国证券管理制度的基石。信息披露原理在证券立法中有如此深刻的体现,以至于有效的证券市场依赖于充分的信息披露的说法都成了一种陈词滥调。如果证券市场参与者能获得足够信息来做出理智的投资决策,他们就能得到最好的保护。最重要的是,对招股说明书强制性的信息披露要求会使第一次公开发售的证券的价格更加趋于合理;而定期不断或连续的信息披露将有助于二级市场在某一时间点形成当时合理的证券价格。证券的市场价格在理论上体现了所有可获得的关于该证券及其发行者的全部信息这一事实,意味着即使单个投资者并未得知某一信息或理解其重要性,所有的投资者作为一个整体也一定会从信息披露中间接地受益。

资本主义社会的证券市场管理长期以来一直建立在这样的理念之上,即信息披露是保持该市场可信度和有效性的重要机制。因此,即使将信息披露与避免误导和欺诈行为同视为发达的证券市场得以建立和规范的基石,也并不为过。律师们一般用信息披露一词,而经济学家则用一个类似的理念——实现更大的市场透明度——来描述有效资本市场。当然,一个有效的证券市场还有其他应关注和实现的目标。其中之一就是一个能有效实施政府制定的标准与规则的机制。然而,实施规则的问题尽管重要,但就每天都进行的交易而言,却远比不上合理的信息披露这一概念的重要程度。这是因为在很多国家,一种可称为民法文化的东西深深地影响了对公司的管理和证

券法规 为实现信息披露这一政策的目标,就必须避免与证券有关的误导和欺诈行为,因为如果公开披露的信息是误导的或是欺诈性的,就可能对市场及对市场的信心造成损害

本书总体共分三大部分。第一部分是“信息披露与证券管理”,介绍一些构成全书理论基础的概念和思想。第一部分包括第一章和第二章。

第一章的第一节将试图着探讨一些早期发展起来的、在今天也许仍然沿用的概念。这一历史的分析将限于英国和美国,因为这是两个在经济立法领域建立完善管理体系方面有着长期传统的法域。本章第二节将评介证券管理体系得以建立的理论基础,这样在以后几章讨论相关法律制度时,就能根据其指向的法律目标来加以理解。在这一部分将要阐述的是:证券管理的两个主要目标是投资者保护和资本资源的最优配置。在资本市场中确立起能最好地服务于投资公众的交易条件和习惯作法,一般来说也将符合整个经济的最大利益。通过证券管理纠正市场不完善的地方,将建立公众信心,而公众信心正是筹资这一复杂过程中最强大的单股力量之一。但正如已指出的那样,实现投资者保护和资本资源的最优配置这两大目标应避免带来过高的成本。由此得出结论:证券管理体系试图通过信息披露机制来向投资者提供保护,建立公众信心,增强市场效率,因为证券管理体系的目标就是为所有投资者提供获得相关信息的平等机会,从而使其可以权衡与证券投资有关的风险与收益。

第二章第一节将紧接着研究证券管理模型与公开信息披露原理的内在关系。此部分将分别对完全信息披露管理制度和实质审查管理制度进行讨论和比较,并指出有一种趋势将这两个体系融为一体,以满足资本市场不断提出的新的要求。虽然建立市场信心的关键机制是信息披露,但市场本身由于逆向选择的原因无法提供这种能建立信心的信息披露机制。针对该问题,本章第二节重新考察了强制性信息披露的制度理论。这一部分对支持强制性信息披露制度及证明其良好效果的证据加以研究,并对似乎不需要强制信息披露制度

的几种理论进行了总结。在一个有效的市场,价格能很快反映有关该市场上出售的此商品内在价值的任何最新信息。第三节指出了研究证券市场的效率问题的相关因素,讨论了证券市场效率的含义,提出了关于证券市场效率的一些证据,考察了其潜在的含义,并评价了对追求证券市场效率的批评。第四节集中对中国目前实行的信息披露机制进行实证的研究,并作出简短的评论

第二部分,“信息披露制度的结构和体系”考察了管理公开上市公司信息披露法规同管理公司和证券事务的政府机构的作法与规定之间的内在融合机制。第二部分包括第三章和第四章。第三章着重讨论与信息披露有关的一般原则、体系、结构、形式与内容。一个重要的论题是引入一个对分析是很有帮助的概念——公司登记制度。该制度允许证券发行者在同意履行保持一份不断更新的向公众公开的文件记录的义务之后,进入资本市场融资。这一制度将促进一级和二级市场的信息披露要求的融合与统一。在第三章第二节,本书试图勾勒出称之为信息披露制度的主要轮廓。信息披露这一概念显然有多层含义,这些含义尽管逻辑上可以分开,但都构成对社会保护这一整体概念的一部分。第一层含义是指在管理证券发行的法规及其他各种法规中要求信息披露的全部内容;第二层含义与第一层紧密相连,是指要求信息披露的全部或部分内容所指向的焦点,公开披露信息的接受者的要求及其利益的性质将在很大程度上决定应对该接受者信息披露的程度;第三层含义是指将已公开披露的信息以可以理解的方式向这些焦点以有效的方式传播出去。这层含义引伸开来则要求将信息传播到比最初的焦点更广泛的人群中,这也许是基于一种信念,认为社会中的其他因素,尤其是新闻媒体可以发现以前没有注意到的问题;第四层含义是指信息披露的时间,过时的新闻不是新闻;第五层含义是指救济、诉讼和信息披露制度与信息披露要求分别可能带来的其他结果。正是这儿层含义的总和构成了我们称为信息披露的概念,而不仅限于公开可获得的信息的范围。

第四章重点讨论信息披露的一些基本法律概念、制度和规则,包

括对信息披露这种证券管理制度的一些设计。第一节分析了重大性标准。因为关于重大性的定义决定了证券发行者信息披露义务的标准,所以该定义就成为了保持我们的证券市场可信度和对投资者进行保护的关键。它同时也是信息披露报告中构成义务体制的重要因素。因此,我们采用的重大性标准应当在发行者为满足它们的信息披露义务而做出合理努力的能力与投资者为作出合理投资决定而需要的信息要求之间实现一种平衡。既不应造成过重的信息披露义务负担,又不允许作出投资决定所必须的信息被遗漏。总之,该标准若要是有效,则必须明确,但同时必须具有足够的灵活性,以保证在不同的情况下形成不同的合理信息披露标准。第二节简要回顾了法定的和可选择的对预测性信息的公开披露要求,其中包括1995年美国私人证券诉讼改革法中规定的可选择信息披露的机会,并回顾了对已公开披露信息事后更正与更新的义务。鉴于预测性信息在信息披露制度中的中心地位,我们将考察警示性表述规则,其重点并不放在其程序性的含义上,而主要在于研究什么构成适当的警示性的语言。第三节考察了关联交易所适用的基本信息披露规则。对关联交易进行完全、直接和适当的信息披露是为投资者提供可靠投资信息的一种解决方案。该解决方案宗旨是:为所有一定规模的关联交易中的小股东和非关联股东提供实质性和程序性的保护,其中关联交易和关联方的概念也将被讨论。此外,本节将讨论目前中国关联交易的实际情况和潜在问题。第四节是考察在公司控制权交易中的信息披露标准。公司控制权交易的信息披露标准建立在以下原理之上:所有股东应被平等的对待;目标公司的股东应能够按期获得适当的相关信息。为有关公司收购立法提出的任何建议的首要目标都应是保护被收购公司善意股东的利益。股东们在法律上应能够获得足够的最新相关信息,从而可以就是否接受收购其股权的要约作出合理的决定。在作出其结论和建议时,本书试图做到的是相对一个顽固的且充满敌意的被收购公司董事会而言,这些建议并不会不适当地阻碍了潜在的收购计划或使其处于商业上不利的地位。

本书的第三部分也是最后一部分,即第五章“不实陈述的民事责任和救济”。该章考察了一系列可供选择的民事责任形式,并为中国证券立法提出相关建议。一个成熟的证券管理体系要求对因发行者未能满足证券管理者的信息披露要求而向受到损失的投资者提供充分的救济和赔偿。要求一家上市公司对所有因不实陈述而受到损害的投资者进行完全的赔偿,往往会导致公司、其董事、高级职员及可能的其他人承担与其过错不成比例的过重的责任。在考察应为实行法定民事责任提出怎样的建议时,此部分分析了每一种可能的民事救济的理论基础,包括依据合同法和依据侵权法的救济方式,并讨论了法定民事责任和救济的价值。本章还通过尝试着回答以下问题来为中国证券管理者提供一些关于不实陈述民事责任和救济的立法建议:1)谁应具有诉因;2)公司应对怎样的信息披露负责;3)谁应承担责任;4)责任的性质如何;5)举证责任由谁承担且应允许哪些抗辩;6)是否应为预测性信息制订特别规定;7)损失如何计算。得出的结论是:尽管我们的建议将在威慑和赔偿之间实现一种合理的平衡,但民事责任的主要目的仍然是赔偿。

本书的核心主题在于寻找并回答中国证券市场监管应当建立在何种基础的信息披露制度之上。为了回答这个问题,作者考察了西方证券监管制度的理论基础,包括对于强制性信息披露制度合理性的论证和市场有效性理论对信息披露法律制度的含义。中国证券市场的现实可能为目前采用的实质性审核制度提供了一定期限内的合理基础,但这无论如何不能解释证券管理机构过分干涉包含二级市场在内的市场活动行为的合理性。投资者对证券管理者的过分倚重无疑使正常的信息披露理念受到了扭曲和低估。“红光实业”案件的曝光及其处理结果至少应当引起人们的三个思考:第一,证券监管者的实质性审查在什么前提下是有效的,这种有效性的含义是否应受到限制;第二,因不实陈述而欺骗上市的股份公司是否真正具备上市公司的资格以及如何对受害的投资者提供救济;第三,证券监管者对违规者行使行政处罚时,民事赔偿责任应当如何考虑

为了说明呈现在我们面前的这些问题,本书的视野必须立足并且超越现行我国信息披露具体规则,而扩张至包括基本原则、体系、结构、制度和规则在内的一整套信息披露法律基础的思考。作为一种必要的深入思考和学理研究,本书也必须关注一些最关键同时也是最易模糊的概念。在研究方法上,本书更倾向于采用一些典型的案例,因为这些案例比理论本身更有助于说明某些细微的差异。将信息披露制度作为一种完整的法律设计无论从理论上还是从实践上都是一种有意义的尝试和努力。因为它将使信息披露理念充分地体现在证券法规的各种环节。同时也使一级市场和二级市场的标准更为统一和谐。当然,作者也充分意识到信息披露制度并不是调整证券市场的惟一可行办法,虽然有可能是最核心的办法。在资料的采用上大部分取自英美国家的学说与判断,因为信息披露观念与制度在这些法域更加根深蒂固,也更加完善。

尽管本书大量内容都在论述上市公司发行股票的信息披露法律制度。但信息披露作为证券市场的基础性制度应当同样适用于债券、基金、金融产品,尽管他们有不同的侧重点。金融衍生工具如期权、期指的信息披露有其独特之处,美国直到最近才开始思考对金融衍生工具信息披露监管的必要性,这个问题有待于进一步研究。

对于中国证券监管实践而言最有意义的也同时最富挑战的可能是如何确立不实陈述民事责任制度以满足日益增加和成熟的投资者的要求。无论是合同法还是侵权法都部分地为此提供了答案的法律基础。但出于对证券市场整体性的考虑,同时也出于对投资者举证责任负担考虑,法定不实陈述民事责任制度可能是更为现实的立法选择。本书对民事法律责任制度的强调和设计希望能使证券监管者充分意识到民事责任制度的空白并从中寻找到出发点。

随着证券市场的变化,证券管理也相应发生变化。公众的利益仍需要保护。证券管理者必须始终清醒地认识到他们不应使市场参与者因遵循各种规则而付出过高的成本。这些在信息披露法律制度领域也许表现得最为明显。正是在这样的大环境下,中国的证券管

理者不得不提出在资本市场建立信息披露制度的问题。中国在国内和国际两个水平上都已经朝着合作与融合作出了重大进步。尽管如此,挑战犹存。这一挑战仍然是发现和实施一些不仅能反映新的全球现实而且能考虑到中国证券市场独特需要和利益的解决方案。这反映出:有效、竞争、创新的资本市场要求其证券管理者在为其国内的管理问题寻求适当的解决方案时应采取一种全球的眼光。



### 作者简介

齐斌，1970年2月生于福建省福州市。1993年7月毕业于华东政法学院。1993年9月起在中国人民大学法学院攻读法学硕士，于1996年6月获法学硕士学位。1996年9月起在中国人民大学法学院攻读法学博士学位，于1997年7月赴加拿大不列颠哥伦比亚大学法学院学习公司法和证券监管，并在加拿大证券学院学习加拿大证券管理课程。1999年6月获法学博士学位。主要著作有：《公司购并原理与案例》（合著）；《现代企业法律制度》；《股东权益保障研究》；《上市公司信息披露监管与中国》；《证券立法》等。现为西门子（中国）有限公司法律部法律顾问。



75540

Email地址: BinQi-BJ@yahoo.com



# 目 录

---

中文摘要 .....	( 1 )
<b>第一章 证券监管与信息披露制度 .....</b>	<b>( 1 )</b>
第一节 信息披露制度的历史发展研究 .....	( 2 )
一、早期的信息披露制度 .....	( 3 )
二、18 世纪的信息披露制度 .....	( 4 )
三、19 世纪的信息披露制度 .....	( 5 )
四、20 世纪上半叶的信息披露制度 .....	( 8 )
第二节 证券监管的根本目标与信息披露制度 .....	(10)
一、证券监管根本目标分析 .....	(10)
二、通过增强投资者信心实现上述目标 .....	(14)
三、信息披露是保障投资者的内在要求与有效 制度设计 .....	(17)
第三节 信息披露是证券监管的主导性制度创新 .....	(21)
第四节 结 论 .....	(24)
<b>第二章 信息披露制度的理论基础 .....</b>	<b>(26)</b>
第一节 信息披露制度与证券监管模式 .....	(26)
一、完全信息披露主义(Full Disclosure Philosophy) .....	(27)
二、实质性审核主义(Substantive Regulation Philosophy) .....	(34)
三、对两种证券管理模式的比较分析 .....	(39)