

证券信息披露法 理论研究

谭立 著

Research on the Law of
Securities Information Disclosure



九鼎财税金融法文库

图书馆

7.4

2007年度浙江省哲学社会科学规划课题项目

证券信息披露法 理论研究

Research on the Law of
Securities Information Disclosure

谭立著



九鼎财税金融法文库

中国检察出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券信息披露法理论研究/谭立著. —北京: 中国
检察出版社, 2009. 6
ISBN 978 - 7 - 5102 - 0040 - 3

I. 证… II. 谭… III. 证券法 - 研究 - 中国
IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 201187 号

证券信息披露法理论研究

谭 立

出 版 人: 袁其国
出版发行: 中国检察出版社
社 址: 北京市石景山区鲁谷西路 5 号 (100040)
网 址: 中国检察出版社 (www. zgjccbs. com)
电子邮箱: zgjccbs@vip. sina. com
电 话: (010)68630385(编辑) 68650015(发行) 68636518(门市)
经 销: 新华书店
印 刷: 保定市中国画美凯印刷有限公司
开 本: A5
印 张: 9.625 印张
字 数: 266 千字
版 次: 2009 年 6 月第一版 2009 年 6 月第一次印刷
书 号: ISBN 978 - 7 - 5102 - 0040 - 3/D · 2020
定 价: 30.00 元

检察版图书, 版权所有, 侵权必究
如遇图书印装质量问题本社负责调换

总 序

财税金融事关国计民生，是一国现代经济生活的核心。金融危机，特别是2008年由美国次贷危机引发的史所罕见的国际金融风暴，其沉痛教训警示世人，国家适度管理与监督经济是必要的。法律作为国家管理经济之有力与有效手段，必须规制金融、财政与税收行为，将其纳入法治轨道。

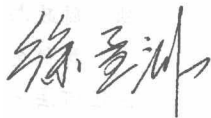
财税金融法是财政法、税法与金融法的总称。在任何法治国家，财税金融法均为其法律体系的重要支柱之一。作为调整财政关系的财政法，是正确处理国家与公民、中央政府与地方政府财力分配矛盾的准绳。当代税法遵循税收法定原则，以维护纳税人权利、保障国家税收为根本任务。金融法赋予国家机关金融监管与调控权力，保护金融经营机构与金融消费者合法权利。加强财税金融法治是巩固国家经济基础、保障民主政治与构建和谐社会的客观需要。

财税金融法治的建立与完善，需要培养财税金融法之优秀人才，创新与实施适应社会主义市场经济发展的财税金融法律制度，向人民大众传播财税金融法知识，提高法治意识。为此，我们推出“九鼎财税金融法”大型综合系列项目，包括九鼎财税金融法文库、论丛、教材、通俗读物与网络载体

(www.jdflaw.com.cn) 等。希冀通过团队的共同努力, 创建一个稳定与持续发展的财税金融法交流平台。

本文库采开放之选稿思路, 凡观点新颖, 论证严密, 具有理论与应用价值的财税金融法创作成果, 尤其是青年博士论文, 均有机会入选。作品的高品质是准入本文库的实质要件。

本文库标识取“九鼎”之形意, 上部为数字“9”与跳跃之鱼形, 似太极两仪之一, 预示物之丰富与制化; 下部为三足鼎之造形, 有稳如泰山之势。动静结合, 稳定与变化相辅相成, 体现了财税金融法与时俱进的品质。标识之眼形, 意为财税金融法之“法眼”、“慧眼”, 关注现实与未来。放远望去, 标识上部形如逗号, 象征本文库源源不断之无限生命, 生生不息。



2009 年 4 月 11 日

于中国人民大学明德法学楼

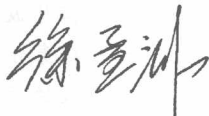
序 言

证券信息披露制度是一个涉及法学、经济学、会计学等多学科交叉融合的课题。谭立同志以证券信息披露法理论研究为其博士论文选题，运用法学、经济学与会计学等多学科知识系统地研究了证券信息披露法律制度的产生原因、基础理论、规范体系、运行机制以及包括经济法责任的法律责任体系等内容，这对于全面深入地理解、制定、实施与评价证券信息披露法律制度具有重要意义。本书是谭立同志在其博士论文基础上，根据博士论文答辩委员会委员的建议和实践的发展，经过一年的努力修改而成。

谭立同志以经济法理念为指导，以社会整体利益为基点，以资源优化配置和保护投资者利益为目标，坚持效率优先、兼顾公平的价值观，按照证券信息披露法律制度的逻辑体系依次展开研究，并对证券信息虚假陈述的法律责任等专题进行了较为深入的经济分析，提出了较多有价值的观点，主要体现在以下几个方面：第一，证券市场的信息不对称、不充分等问题，不能仅依赖国家权力强制上市公司等信息披露义务人履行披露义务，还必须建立促使信息披露义务人乐于自愿披露信息的机制，从而使投资者能够及时获得决策所需的充分信息。第

二，证券信息披露制度，是国家从社会整体利益出发对证券市场行为进行规制与监管的市场规制法，是一种典型的经济法具体制度，因而它反映了经济法对证券市场的信息披露关系进行综合调整的特点。第三，根据主导价值取向的不同，法律可分为两类，一类是效率主导型法律，主要追求效率价值；另一类是公平主导型法律，主要追求公平价值。各种法律部门应当相互配合，运用整个法律体系的合力来追求公平与效率的全面实现。证券信息披露制度作为促进资源优化配置和保护投资者利益的法，应当以效率为导向，是一种效率主导型法律，其产生的财富不均之结果不公平，可通过所得税法、社会保障法等主要追求公平的法律进行矫正。第四，证券信息披露违法行为的法律责任属于经济法责任体系范畴，除可以采用行政、民事、刑事等责任形式外，还可以有其特殊的经济法责任形式，如行业禁入、信誉降级等。第五，证券信息披露规范的制定、实施与评价必须符合效率的要求，这正好与经济学的效率分析相契合。因此，成本收益分析、博弈分析等经济分析方法应成为研究证券信息披露制度的重要方法。

谭立同志提出并充分论证的上述观点，具有较强的理论创新和应用价值，体现了作者较为深厚的法学、经济学理论功底与严谨的治学风格。我作为他的导师，见到自己学生的研究成果公开出版，感到十分高兴，并且希望他继续努力，拓展这一课题的深入研究，发表更多的成果。



2009年4月于北京

内容摘要

证券信息披露法是调整人们在证券信息披露过程中发生的各种社会关系的法律规范体系，人们通常称其为信息披露法律制度。本书全面系统地研究了证券信息披露法的产生原因、基础理论、规范体系、运行机制及其法律责任，并将以效率为导向的经济分析思路贯彻始终。本书在研究过程中坚持经济法的社会本位理念，十分注重将法理学、经济法学、会计学与经济学等多学科知识加以融会贯通，以构建科学的证券信息披露法理论体系。

本书的主要观点是：（1）证券信息披露法是一种典型的经济法部门。证券信息披露法的目的在于消除或减少证券市场的信息不对称、信息欺诈等现象，以保护广大投资者和社会公众的利益，维护市场的公平竞争秩序，实现社会资源的最优配置。从性质上看，证券信息披露法作为市场规制法是国家从社会整体利益出发对市场进行干预、参与和管理的一种典型的经济法部门。（2）效率优先、兼顾公平是证券信息披露法的根本价值观。不同法律的功能有所不同，我们可以将其分为两种类型，一是效率主导型法律，二是公平主导型法律，两者分别主要追求效率或公平价值。证券信息披露法作为促进资源优化配置和保护投资者利益的法，应当以

效率为导向,其产生的财富不均的不公平现象,可通过所得税法、社会保障法等主要追求公平的法律进行矫正。换言之,法律应当以整个法律体系来追求公平与效率的全面实现。所以,证券信息披露法的根本价值观应当是效率优先、兼顾公平。(3) 证券信息披露违法行为的法律责任是一个经济法责任体系,除可以采用传统的行政、民事、刑事等责任形式外,还可以有其特殊的经济法责任形式,如行业禁入、信誉降级等。并且,该法律责任体系是一个开放体系,可根据证券信息披露法的目的因时因地创设相应的责任形式。(4) 证券信息披露法以社会整体利益为本位,但该目的的实现应正确平衡和协调社会整体与个体的利益,不能片面否定或牺牲个体利益。实际上,证券信息披露法的重要任务就是要协调和处理好社会整体与证券市场的企业、投资者等个体之间的意志、行为和利益的矛盾,实现社会整体与个体利益的共同增长,促进证券市场的协调稳定发展。

本书的创新主要体现在三个方面:(1) 从本体论、价值论、规范论到运行论全面系统地构建了证券信息披露法的理论体系,其中本体论与运行论是国内在这方面的首次探索。(2) 全面系统地探讨了证券信息披露法的经济法责任体系,提出只有将传统的行政、民事、刑事等责任形式与独特的经济法责任形式相结合,才能实现证券信息披露法综合调整的经济目的。(3) 对证券信息披露的法律责任进行了系统的经济分析,特别是将各种责任形式及制裁措施综合在一个模型中综合考察证券市场主体违法行为与法律责任或制裁的相互关系,属国内外的初次尝试,具有较大的理论与实践价值。

本书共分六章,其主要内容如下:

第一章导论在简要介绍证券信息及其披露的有关内容后,概括并评述了国内外证券信息披露法的研究现状,同时指出了本书研究的意义。然后,说明了本书的研究内容、主要观点与创新,以及本书的研究思路和方法,并特别阐述了对证券信息披露法进行经济分析的必要性及可行性。

第二章是证券信息披露法的产生原因。本章首先分析了证券市场效率,根据证券信息与价格之间的关系说明了有效市场的三种形态。然后,指出了证券市场的信息不对称、不充分、不准确、不适当披露等信息问题,并论述了其产生的原因。虽然自愿信息披露的信息主动传递机制、甄别机制、声誉机制等,可在一定程度上解决证券市场面临的信息问题,但可能出现所谓的市场失灵,如造成社会资源浪费、产生新的信息不对称、引起信息供给不足等。因此,需要政府以行政权力介入,强制特定当事人披露相关的证券信息。尽管该种制度会带来监管成本、行政权力滥用等问题,但其具有节约交易成本、维护公共利益、树立投资者信心、打破“囚徒困境”、确保交易公平等功能,因而不失为行之有效的一项法律制度。

第三章是证券信息披露法的基础理论与方法。本章介绍了证券信息披露法的含义、性质、基本特征和作用,阐述了证券信息披露法的市场适度透明、投资者平等保护和资源优化配置的目标,并论述了其保障信息质量、重大充分、及时正当、效率优先、公平披露、社会本位的平衡协调及成本收益等七项原则。然后,介绍了证券信息披露法的调整对象,法律关系的含义、特征、主体、内容与客体,以及法律关系的产生、变更与消灭。同时,讨论了公平与效率两项重要的法律价值及其相互关系,提出效率优先、兼顾公平应作为证券信息披露法的根本价值观。最后,本章探讨了证券信息披露法经济分析的主要方法。

第四章是证券信息披露法的规范体系(一)。本章首先介绍了与证券信息披露法密切相关的证券信息披露管理体制,它涉及证券监管体制、证券发行审核制度和监管机构的职责划分等内容。然后,论述了证券信息披露法的多层次的结构体系,并探讨了我国证券信息披露法规范体系的建设状况,指出了已取得的成绩和存在的不足。在此基础上,探讨了招股说明书、募集说明书和上市公告书等初始信息披露规范,同时阐述了年度报告、中期报告和临时报告等持续信息披露规范。

第五章是证券信息披露法的规范体系（二）。首先，本章阐述了预测信息披露的理由、安全港规则、我国的预测信息披露规范，并细致考察了我国业绩预告和盈利预测信息披露规范的具体规定。其次，介绍了关联交易的含义、作用和特征，论述了实质重于形式、重大性、相关可靠性等关联交易信息披露原则，并考察了我国对关联交易信息的有关披露规范。

第六章是证券信息披露法的运行及法律责任。证券信息披露法的运行是指从其创制到执行、遵守，再到适用的整个过程及贯穿于这一过程的法律监督的动态系统。本章阐述了证券信息披露法的运行原理、过程及相关的程序制度。对于违反证券信息披露法的法律责任，本章首先讨论了虚假陈述的含义、类型、特点及其当事人，然后研究了虚假陈述法律责任的构成及其具体内容，其中特别强化了经济法责任与民事责任的分析。此外，本章对证券信息披露的法律责任以经济分析方法进行了相关研究和论证。

目 录

第一章 导论 / 1

第一节 证券信息及其披露 / 1

一、证券信息的特征 / 1

二、证券信息披露 / 6

第二节 国内外研究现状评述、选题的意义 / 7

第三节 研究内容、主要观点与创新 / 12

第四节 研究思路与方法 / 16

第五节 经济分析的必要性及可行性 / 18

一、经济分析的必要性 / 19

二、经济分析的可行性 / 21

第二章 证券信息披露法的产生原因 / 24

第一节 证券市场效率 / 24

一、有效市场理论的提出 / 25

二、有效市场理论的假设前提 / 26

三、有效市场的三种形态 / 27

第二节 证券信息问题 / 30

一、普遍的信息矛盾 / 30

二、证券信息问题 / 32

第三节 证券信息问题的产生原因 / 37

一、专业化和社会分工 / 38

二、信息的搜寻成本 / 38

三、信息的公共产品属性 / 39

- 四、信息的外部性 / 40
- 五、人的有限理性 / 41
- 六、理性经济人的自利行为 / 41
- 七、证券的内在不确定性 / 42
- 第四节 自愿信息披露及其缺陷 / 43
 - 一、信息主动传递机制 / 43
 - 二、信息甄别机制 / 45
 - 三、声誉机制 / 46
 - 四、市场机制的缺陷 / 46
- 第五节 强制信息披露及其评述 / 48
 - 一、强制信息披露的功能 / 49
 - 二、关于强制信息披露的质疑与评述 / 55

第三章 证券信息披露法的基础理论与方法 / 62

- 第一节 证券信息披露法的含义、性质和特征 / 62
 - 一、证券信息披露法的含义 / 62
 - 二、证券信息披露法的性质 / 63
 - 三、证券信息披露法的基本特征 / 65
- 第二节 证券信息披露法的目标和原则 / 69
 - 一、证券信息披露法的目标 / 69
 - 二、证券信息披露法的原则 / 73
- 第三节 证券信息披露法的作用 / 82
- 第四节 证券信息披露法的调整对象 / 86
 - 一、证券信息披露的法律调整 / 86
 - 二、证券信息披露法的调整对象 / 87
- 第五节 证券信息披露法律关系 / 91
 - 一、证券信息披露法律关系的含义和特征 / 91
 - 二、证券信息披露法律关系的主体 / 93
 - 三、证券信息披露法律关系的内容 / 94
 - 四、证券信息披露法律关系的客体 / 95

五、证券信息披露法律关系的产生、变更和消灭 / 96

第六节 证券信息披露法的价值观:效率优先、兼顾公平 / 97

一、证券信息披露法的公平价值 / 98

二、证券信息披露法的效率价值 / 101

三、效率优先、兼顾公平 / 106

第七节 证券信息披露法的经济分析方法 / 110

一、假设与基本理论 / 111

二、成本收益分析 / 119

三、博弈分析 / 127

第四章 证券信息披露法的规范体系 (一) / 132

第一节 证券信息披露管理体制 / 132

一、证券监管体制 / 132

二、证券发行审核制度 / 137

三、监管机构的职责划分 / 145

第二节 证券信息披露法的规范体系 / 147

一、证券信息披露法的规范体系 / 147

二、中国证券信息披露法的规范体系建设 / 149

第三节 初始信息披露规范 / 156

一、世界主要证券市场的初始信息披露形式 / 156

二、招股说明书 / 157

三、募集说明书 / 160

四、上市公告书 / 162

第四节 持续信息披露规范 / 164

一、定期信息披露的法定形式及比较 / 164

二、定期信息披露的内容与格式 / 166

三、临时信息披露标准与审查程序 / 170

四、临时信息披露的内容与格式 / 176

第五章 证券信息披露法的规范体系 (二) / 184

第一节 预测信息的披露规范 / 184

一、预测信息披露的理由 / 184

二、预测信息披露的安全港规则 / 185

三、我国预测信息披露规范 / 188

第二节 关联交易信息披露规范 / 197

一、关联交易及其作用、特征 / 197

二、关联交易信息披露原则 / 198

三、我国关联交易信息披露规范 / 200

第六章 证券信息披露法的运行及法律责任 / 207

第一节 证券信息披露法的运行 / 207

一、法的运行原理 / 207

二、证券信息披露法的运行 / 210

第二节 证券信息披露的虚假陈述 / 223

一、虚假陈述及其类型 / 224

二、虚假陈述的特点 / 226

三、虚假陈述的当事人 / 227

第三节 虚假陈述的法律责任概述 / 230

一、虚假陈述法律责任 / 230

二、虚假陈述法律责任的完善 / 234

第四节 虚假陈述的经济法责任 / 238

一、经济法责任的观点争论 / 238

二、虚假陈述经济法责任的具体分析 / 240

第五节 虚假陈述的行政责任 / 244

第六节 虚假陈述的刑事责任 / 245

第七节 虚假陈述的民事责任 / 246

一、虚假陈述民事责任的构成要件 / 246

二、虚假陈述民事责任性质的争论 / 255

第八节 证券信息披露法律责任的经济分析 / 258

一、证券信息披露法律责任的一般经济分析 / 258

二、虚假陈述民事责任性质的经济分析 / 267

三、虚假陈述民事归责原则的经济分析 / 272

参考文献 / 279

后 记 / 291

第一章 导 论

第一节 证券信息及其披露

信息是关于某事或某物的知识，它没有形体、不可触摸。信息犹如商品的说明书，没有它人们就难以认识事物。信息的利用一般需要通过一定的物质载体（如声音、书刊、磁盘等）传递给用户，这些信息载体也常被人们视为信息。在证券市场上，证券的相关信息是投资者的决策依据，也是市场进行资源优化配置的基本前提。可以说，证券市场本质上就是一个信息市场，信息披露是其良性运行的基础和灵魂。

一、证券信息的特征

（一）证券信息的高度流动性

可能没有任何一个市场像证券市场及其价格波动那样牵动千百万人的神经，引起千百万双眼睛的关注。因此证券信息（无论是通过各种传播媒介公布的正式消息，还是各种各样的传闻、小道消息）总是以比长了翅膀还要快的速度迅速传遍每一个角落，并且立即引起股价的反应。证券信息之所以传递如此迅速、范围如此广泛和以下几个因素密切相关：