

上市公司

信息披露法律规制研究

以中小投资者信息需求为视角

程茂军◎著

RESEARCH ON
LEGAL REGULATIONS REGARDING DISCLOSURE OF
INFORMATION OF LISTED COMPANIES

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

上市公司

信息披露法律规制研究

以中小投资者信息需求为视角

程茂军◎著

RESEARCH ON
LEGAL REGULATIONS REGARDING DISCLOSURE OF
INFORMATION OF LISTED COMPANIES

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司信息披露法律规制研究：以中小投资者信息需求为视角 / 程茂军著 . — 北京：中国法制出版社，2019.1

ISBN 978-7-5093-9997-2

I. ①上… II. ①程… III. ①上市公司—公司法—研究—中国 IV. ①D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 018099 号

策划编辑 袁笋冰

责任编辑 王林林

封面设计 杨鑫宇

上市公司信息披露法律规制研究：以中小投资者信息需求为视角

SHANGSHI GONGSI XINXI PILU FALÜ GUIZHI YANJIU: YI ZHONG XIAO TOUZIZHE XINXI XUQIU WEI SHIJIAO

著者 / 程茂军

经销 / 新华书店

印刷 / 北京京华虎彩印刷有限公司

开本 / 710 毫米 × 1000 毫米 16 开

版次 / 2019 年 5 月第 1 版

印张 / 19 字数 / 251 千

2019 年 5 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-9997-2

定价：65.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码：100031

网址：<http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话：010-66033393

值班电话：010-66026508

传真：010-66031119

编辑部电话：010-66067369

邮购部电话：010-66033288

(如有印装质量问题，请与本社印务部联系调换。电话：010-66032926)

致 谢

本书出版获“华东政法大学博士毕业生
后续学术发展支持计划”资助，特此感谢！

序 言

国际资本市场 400 多年的发展历史说明，资本市场日益成为一个国家核心竞争力的重要体现。在我国处于“三期叠加”“三大失衡”的特定阶段，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，充分发挥资本市场有效配置资源的功能，对于服务实体经济转型升级和防范系统性风险，具有十分重要的意义。

资本市场是一个信息市场，证券产品的特殊性导致信息不对称问题更加突出。相关市场主体只有充分地披露有效信息，才能全面地揭示和评估风险，形成合理的市场定价，投资者才能作出理性决策，从而提高市场运行的稳定性。因此，信息披露质量直接影响市场的运行效率和运行效果，是资本市场的核心问题。

提高信息披露质量关键是提升信息披露的有效性，以投资者决策需求为导向，提供更多有价值的增量信息。本书即以此为主线，从基础理论、框架设计和具体制度等层面逐次展开，既有一定的理论深度，实务操作性又比较强。特别是在研究首发披露和持续披露的相关制度时，大量采用实证研究方法，总结历次修订得失，分析提炼披露定位，具有较强的说服力，提出的监管建议也富有针对性。

值得一提的是，本书在研究过程中提出了一些有意义的问题。例如，信息披露是否应以促进社会目标为目的；重大性标准适用于强制披露和自

愿披露时有何不同考虑；行业披露如何更好地融合不同政府部门的披露要求；等等。尽管对于有些问题，本书并没有给出有说服力的答案，但却引人思考。在《中华人民共和国证券法》修订之际和注册制即将落地之时，相信能为进一步完善相关制度提供较好的启示和借鉴。

茂军博士严格要求自己，始终以认真的态度进行阅读和写作，下了笨功夫，花了大力气，这尤为难能可贵。我想，通过这次系统的学术训练，他提高了理论素养，也锻炼了理性分析问题的能力。在此，希望和祝愿他：继续辛勤工作，勤于思考，善于积累，努力成为一名关注实务的专家型监管干部！

徐明

2019年2月11日

导 言	1
一、选题背景及研究意义	1
二、文献综述	2
三、研究思路及研究方法	18
四、主要创新与不足	19
第一章 上市公司信息披露制度的法理与逻辑	21
第一节 投资者主体身份的历史演变	21
一、演变过程	22
二、简要评析	24
第二节 上市公司信息披露制度的信义义务基础	26
一、公司向投资者信息披露的信义义务	27
二、公司是否对利益相关者负有信息披露信义义务的分析	30
三、信义义务作为信息披露理论基础的局限性	32
第三节 上市公司信息披露制度的效率基础	33
一、效率优先视角下向投资者信息披露的内在逻辑	33
二、信息披露制度法理基础的简要评析	35

第二章 上市公司信息披露制度的法律构架	37
第一节 上市公司信息披露制度的建构理念	37
一、我国信息披露制度理念应实现由监管者导向到投资者导向 的转变	38
二、我国建构投资者导向信息披露制度的客观条件已经成熟	40
第二节 上市公司信息披露制度的披露原则	41
一、信息披露的基本原则	42
二、信息披露基本原则之间的冲突与平衡	47
第三节 上市公司信息披露法律关系	48
一、信息披露的权利主体	48
二、信息披露的义务主体	50
三、信息披露的内容范围	54
四、信息披露的法律责任	59
第四节 上市公司信息披露制度的特征	60
一、信息披露制度的差异化	60
二、强制披露和自愿披露的互补性	62
三、首发披露和持续披露制度的综合性	63
四、特定信息披露内容的例外豁免	64
五、注重外部增信措施	65
第三章 上市公司强制性信息披露的法律规制	66
第一节 强制性信息披露规制的基本问题	66
一、基本披露内容	67
二、基本披露模式	70
第二节 首发信息披露的法律规制——以招股说明书为中心	72

一、招股说明书的内容与格式准则历次修订的实证分析	72
二、招股说明书披露的法律定位	79
三、招股说明书内容与格式的规制模式和内容	81
四、我国招股说明书内容与格式的规制建议——以东方证券为例	91
第三节 定期披露的法律规制——以年度报告为中心	95
一、年度报告内容与格式准则历次修订的实证分析	95
二、年度报告披露的法律定位	107
三、年度报告内容与格式的规制现状	110
四、年度报告内容与格式的规制建议	113
第四节 临时披露的法律规制	119
一、临时披露的法律定位	119
二、临时披露项目及认定程序	122
三、保密性重大合同披露的法律规制	130
四、澄清公告的法律规制	135
第四章 上市公司自愿性信息披露的法律规制	151
第一节 自愿性信息披露规制的基本问题	151
一、自愿性信息披露的法律定位	151
二、自愿性信息披露的内容确定程序	156
三、自愿性信息披露的标准	158
第二节 自愿性信息披露内容的法律规制：以行业信息披露为例	160
一、自愿性信息披露内容实证分析	160
二、自愿性信息披露是否应当符合重大性标准	169
三、自愿性信息披露的更新义务	173
四、法律规制建议	178
第三节 自愿性信息披露的法律规制：以盈利预测为例	180

一、概述	180
二、主要市场国家或地区盈利预测制度比较分析	181
三、我国三种类型盈利预测实证分析	184
四、法律规制建议	191
第四节 行业信息披露的法律规制	193
一、行业信息披露内容实证分析	193
二、行业信息披露监管逻辑与框架	201
三、法律规制建议	210
第五章 上市公司信息披露监管权配置与民事责任制度构建	213
第一节 信息披露监管权合理配置	213
一、信息披露监管权配置现状	214
二、信息披露监管权合理配置	218
三、证券交易所是否需要审核披露信息的真实性	226
第二节 信息披露民事责任制度：责任条款重构	232
一、证券法第 69 条之法条分析	232
二、证券法第 69 条之重构	235
第三节 信息披露民事责任制度新发展：调解制度	243
一、上市公司虚假陈述民事赔偿调解制度的现状	243
二、上市公司虚假陈述民事赔偿调解制度的实施困境	246
三、上市公司虚假陈述民事赔偿调解制度对金融争议非诉处理 模式的借鉴	247
四、完善我国虚假陈述民事赔偿调解制度的具体建议	251
第四节 信息披露民事责任制度新发展：先行赔付制度	258
一、先行赔付制度的功能及其引入必要性	258
二、先行赔付的案例	260

三、先行赔付制度的实践评析	265
四、先行赔付制度的构建思路与规则设计	270
结 语	273
参考文献	277
一、著作与译著类	277
二、论文类	278
三、英文论著、报告类	283
四、英文论文类	284
后 记	289

导 言

一、选题背景及研究意义

随着资本市场二十余年的发展，我国上市公司信息披露体系，经历了从无到有、逐步完善的发展过程。目前，已经初步建立了一套包括法律、行政法规、部门规章和自律性规则等在内的多层次信息披露法规体系，基本上满足了监管要求和投资者的信息需求。然而，近年来证券市场迅速发展，投资者类型进一步丰富，不同投资者信息需求的差异性日趋明显，以及上市公司行业和治理结构的更加多元化，给提供统一信息供给的传统信息披露制度带来了巨大挑战。

总体而言，我国目前的信息披露规则体系还是偏重监管需要，强调信息披露的真实、准确和完整，对于合法性、合规性问题关注较多，而对于公司核心优势、未来发展等投资决策型信息要求不足。投资者是信息的最终使用者，信息的价值在于满足投资者的需求。以投资者导向建立信息披露体系就是要解决差异化的投资者需求和统一的信息供给之间的矛盾，以提高信息披露的有效性，保护投资者合法权益。特别是在信息披露监管向事中、事后转移的背景下，以投资者为导向对于提高上市公司信息披露整体质量、厘清监管边界具有重要意义，也是落实《国务院关于进一步促进

资本市场健康发展的若干意见》，保护中小投资者权益的具体要求。

本书以投资者信息需求为导向，立足于提供有效的信息供给，结合首发披露和持续披露制度中存在的问题，借鉴先进国家或地区的信息披露规定制订经验，提出相关具体制度的完善建议。这种建立在问题意识之上的研究和建议，无论是对于既有信息披露理论的认识深化，还是有针对性地解决实际问题，都具有重要意义和指导作用。

二、文献综述

（一）国内文献综述

目前，国内研究上市公司信息披露的专著和论文相当丰富，大多是从会计、金融、投资等学科出发，以内部控制信息、会计信息及其对融资成本影响、信息披露和公司治理、股权结构、市场反应等之间的影响关系为切入点，往往采用实证的研究方法并提出简明扼要的监管建议。从法学角度研究上市公司信息披露的著作和论文数量相对较少，但经过二十余年的学术积累，目前研究领域也涵盖了信息披露的基本理论、制度设计的价值取向、强制披露和自愿披露的相关问题、具体披露制度的修订完善、信息披露法律责任等方面。

信息披露的基础理论方面，高西庆详细阐述了美国经济和法学界关于强制性信息披露制度支持派和反对派的观点，并建议我国证券立法和监管部门应当更多关注强制性信息披露制度及其相关问题；张忠军认为我国信息披露制度的设计在价值选择上必须兼顾效率与公平的双重目标，实现二者和谐内在的统一；王从容、李宁认为从法学的角度，信息披露的依据主要有受托责任、反欺诈理论和公平理论；邢会强认为针对信息不对称问题，经济法打破了传统民商法的平等主体假设，灵活多样地运用各类信息工具

和非信息工具规制信息不对称,丰富了强制性信息披露的分析视角;郭建军认为上市公司信息披露制度的价值取向在于以投资者需求为导向,兼顾上市公司利益。^①

根据信息披露性质划分的两大信息类型,关于强制性信息披露的研究比较深入,而自愿性信息披露的相关研究尚处于起步阶段。杨树明、杨联明认为信息强制披露有助于股东有效行使股权,迫使管理者履行信托义务,提高管理者的管理意识以及对公司管理的间接影响;范婷婷、赵旭在从法经济学的角度对强制性信息披露规则的产生动因进行揭示的基础上,对强制性信息披露规则的限度进行探讨;王惠芳从信息的经济实质出发,在分析强制披露对不同信息有效程度的基础上,重新界定了强制披露及自愿披露的范围和涵义,为提高信息披露的有效性提供了全新思路;吴秀尧建议除应依据“基于偏差完善法律”的传统策略,还应依据行为法经济学视角下的“通过法律消除偏差”策略,以较为温和的“助推”式监管完善强制性信息披露制度;李冀、杨忠孝认为政府干预过多、制度滥用等使证券市场强制性信息披露的目标未能有效实现、价值未能充分体现,因此需要厘定政府对证券市场强制性信息披露进行干预的边界。^②

随着信息披露制度研究的深入,对于具体制度的探讨也逐渐增多,特别是近年来监管制度改革和产品创新速度的加快,相应的信息披露问题也

① 参见高西庆:《强制性信息披露制度的理论根据》,载《证券市场周刊》1996年第10期;张忠军:《证券市场信息披露制度基本问题探讨》,载《中国人民大学学报》1996年第1期;王从容、李宁:《法学视角下的证券市场信息披露制度若干问题的分析》,载《金融研究》2009年第3期;邢会强:《信息不对称的法律规制——民商法与经济法的视角》,载《法制与社会发展》2013年第2期;郭建军:《注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现》,载《河北法学》2015年第9期等。

② 参见杨树明、杨联明:《信息强制披露对公司管理的促进作用》,载《法学杂志》2002年第4期;范婷婷、赵旭:《强制性信息披露规则产生动因的法经济学分析——兼论强制性信息披露的限度》,载《河南司法警官职业学院学报》2006年第3期;王惠芳:《信息强制披露与自愿披露的重新界定与监管》,载《宏观经济研究》2010年第12期;吴秀尧:《上市公司强制信息披露及监管措施——基于行为法经济学视角》,载《财经理论与实践》2014年第3期;李冀、杨忠孝:《政府干预在证券市场强制信息披露中的边界》,载《南方金融》2017年2期。

引起了广泛关注。曲冬梅探讨了环境信息披露制度的理论基础、对象、内容与方式，并建议我国应在证券法领域及早确立环境信息披露制度；汪翠荣、马传刚在分析上市公司实际控制人主体的多元性、内容的层级性和结果的终极性特点的基础上，针对存在的主要问题提出了若干建议；张子学对合格机构投资者的大额持股披露制度提出了相关建议；王欣新、丁燕提出了构建与完善破产法上信息披露制度的相关建议；梁清华建议应当建立私募区分信息披露制度，并在强制性信息披露的基础上增加自愿性信息披露内容；李有星、冯泽良针对披露义务主体范围过小、信息披露数量过多、法律责任设置不够等问题，提出重大资产重组中的定期公告改为分阶段公告、引入“简明性规则”，重点提示投资风险、追加有关决策机构为信息义务人等建议；张春丽认为我国信贷资产证券化信息披露规则既要完善基础资产、流动性安排和资产支持证券的信息披露规则，也要针对发起人和证券化主体的信用扩张，建立以风险预警为核心的信息披露规则；邱永红从纯实务角度对我国特殊机构投资者和证券创新产品持股变动的信息披露和交易限制问题进行研究和探讨，并提出解决这些问题的建议；李光禄、段鹿杰建议我国应当从强化原则、细化规则、优化体系和硬化奖惩等方面，构建我国的压裂液信息公开制度；傅穹、杨硕针对股权众筹信息披露制度的特殊性，提出了弱化高标准信息披露保护投资者的事先路径，选择强化中介机构责任及制定合理投资额上限等监管建议；黄韬、乐清月认为，在监督上市公司环境信息披露的过程中，证券法与环境法这两套制度系统的协调适用存在不小的难度；同时，在既有的公司法关于董事信义义务制度之下，上市公司环境信息披露规则会引发股东保护和利益相关者保护之间的制度目标冲突；李贺通过总结境内外非公开发行股权交易市场信息披露

规则，对交易市场信息披露规则的制定提出了具体建议^①。

在信息披露的法律责任方面，目前，研究成果主要是探讨民事赔偿责任的归责原则、因果关系、责任主体的范围、损害赔偿的数额计算等问题，也有对特殊主体或特定产品的披露责任的探讨。例如，巫文勇（2005）讨论证券发行中由于会计信息披露不实导致投资者损失，会计师事务所承担责任的归责原则和抗辩事由，可得到民事权利救济的主体范围和除外条款；唐炳洪、虞嵘在确定信息披露不实民事责任性质的基础上对因果关系的理论基础进行探讨，并对现行证券法及相关司法解释中有关因果关系的认定提出了完善意见；王培新探讨了会计师事务所对第三人侵权责任因果关系的认定问题；甘培忠、周淳认为中国证监会在对董事行政责任中责任主体的认定、归责原则的确立、具体行为标准的产生和应用等方面，补充和完善了现有法律规定的不足，丰富了我国信息披露制度和上市公司治理规则；石一峰提出，在信赖责任框架下，违反信息披露义务责任中的交易因果关系属于信赖关系判断，此种判断以特定条件下存在信赖合理性而进行推定；南玉梅认为公司债券的证券属性中，卖者责任体现为信息披露义务，具体包括信息披露制度中要求的信息披露义务与投资劝诱阶段的说明义务；在合同属性中，卖者责任体现为合理范围内基于默示诚信义务对债

^① 参见曲冬梅：《环境信息披露中的矛盾与选择》，载《法学杂志》2005年第6期；汪翠荣、马传刚：《上市公司实际控制人信息披露问题研究》，载《证券市场导报》2006年第8期；张子学：《完善我国大额持股披露制度的若干问题》，载《证券法苑》（2011）第五卷；王欣新、丁燕：《论破产法上信息披露制度的构建与完善》，载《政治与法律》2012年第2期；梁清华：《论我国私募信息披露制度的完善》，载《中国法学》2014年第5期；李有星、冯泽良：《论重大资产重组信息披露制度的完善》，载《浙江大学学报》（人文社会科学版）2015年第3期；张春丽：《信贷资产证券化信息披露的法律进路》，载《法学》2015年第2期；邱永红：《特殊机构投资者和证券创新产品——持股变动的信息披露和交易限制问题研究》，载《证券市场导报》2015年第1期；李光禄、段鹿杰：《实然与应然：页岩气开发压裂液信息披露的法律策略》，载《法学论坛》2016年第4期；傅穹、杨硕：《股权众筹信息披露制度悖论下的投资者保护路径构建》，载《社会科学研究》2016年第2期；黄韬、乐清月：《我国上市公司环境信息披露规则研究——企业社会责任法律化的视角》，载《法律科学》2017年第2期；李贺：《非公开发行股权交易市场信息披露规则探讨》，载《证券市场导报》2017年第2期等。

券契约作出的解释。^①

上述关于信息披露的研究成果尽管没有明确提出以投资者为导向,但也部分地贯穿了这一理念。因此,就投资者导向信息披露的研究而言,很难准确界定从何时开始,但2010年之后,特别是2014年的“新国九条”提出上市公司应当以投资者需求为导向履行信息披露义务之后,^②这方面的理论和实务研究快速增长,并且出现了一批质量较高的研究成果。

1. 关于投资者导向信息披露的标准。谢清喜认为,及时性、完整性、真实性等三个方面能够较为明显地影响信息披露的有效性;杜心鹏提出,信息披露应具备完整、真实、及时等三个特征;刘建勇、朱学义实证研究发现,我国上市公司信息披露及时性与可靠性之间存在此消彼长的负相关关系,面临及时性与可靠性的两难选择;王延川提出,以“实质重要性”作为证券市场信息披露的标准,才会实现公平和成本的平衡;胡静波针对每一项披露制度都提出了有效性的评价标准,其中财务信息的为真实、完整、及时,公司治理的为真实、准确、及时、完整、规范,重大事件的为真实、及时,管理层讨论与分析的为完整、规范、真实,证券发行信息披露的为完整、真实、准确、规范;朱谦认为由于突发环境事件中的信息具有难以获取性、有限性、不确定性和时效性特质,这就决定了上市公司信息披露内容的真实具有相对性;赵立新、黄燕铭等明确提出上市公司信息有效性的内涵特征,包括重大性、相关性、变化性及关联性等四个信息披

① 参见巫文勇:《证券发行中会计信息披露不实的民事责任》,载《江西财经大学学报》2005年第2期;唐炳洪、虞嵘:《信息披露不实民事责任的因果关系刍议》,载《浙江工商大学学报》2005年第3期;王培新:《信息披露中会计师事务所侵权责任因果关系的判定》,载《财务与会计》2008年第17期;甘培忠、周淳:《上市公司定期报告信息披露违法董事责任认定研究》,载《北方法学》2012年第3期;黄勇:《资产证券化信息披露不实陈述之法律责任研究》,载《湖北社会科学》2014年第12期;石一峰:《违反信息披露义务责任中的交易因果关系认定》,载《政治与法律》2015年第9期;南玉梅:《债券交易人卖者责任探析——以信息披露义务与诚信义务为核心》,载《中国政法大学学报》2017年第1期等。

② 参见《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17号)二(六)。