

信息披露重大性要求的判断标准 与路径选择*

李文莉** 李子为***

摘要:信息披露制度是证券发行注册制的核心,其中重大性要求是对信息披露内容的要求。重大性制度设计过程中,应综合考虑制度实施的效率与成本,综合运用定量标准与定性标准,筛选出对投资者作出投资决策具有重要性的信息,进而实现通过信息披露保护投资者利益,帮助企业资本形成的目的。通过对成熟资本市场的重大性制度的比较研究,我国应完善重大性判断标准体系,探索适合我国的理性人标准,并通过行业披露指引及证券示范判决等方式提高判断标准的可实施性。

关键词:注册制 信息披露 重大性 定性标准 定量标准

证券发行注册制是以信息披露为核心的证券发行审查机制。信息披露旨在通过对发行人信息真实、及时、完整的披露,降低发行人与投资者之间

* 本文系 2016 年国家社科基金一般项目“注册制下证券发行信息披露有效监管研究”(16BFX133)阶段性成果。

** 上海对外经贸大学法学院教授,法学博士。

*** 上海对外经贸大学法学院 2018 级硕士研究生。

的信息不对称,保护投资者利益,并且通过市场的作用,在投资者知情判断的基础上对证券定价,实现社会资本的有效分配。信息披露过程中的重大性要求能够筛选出对投资者作出决策具有重要影响的信息,对于实现投资者保护与证券公允定价的目的具有重要意义。新《证券法》于2020年3月1日开始实行,预示我国资本市场将进入注册制时代,然而,我国对于重大性的判断标准的规范仍存在不足,对该问题的研究具有理论及现实意义。

一、信息披露“重大性”的法律界定:判例与法理

信息披露是证券市场法律规制的核心,及时、充分、完整和可理解是信息披露的形式要求,而真实、准确、公正是信息披露的实质要求。但实践中信息披露的不足与过量并存、不准确、不公正同在严重干扰投资者的价值判断。同时,信息披露是有成本的,高成本的信息披露也不利于资本市场持续健康发展。因此,并不是信息披露越多越好,而是真正能够影响投资者价值判断的信息,即具备“重大性”的信息才是证券市场信息披露的基石。何为“重大性”信息,重大性的标准如何确定是一个信息披露制度的核心理论与实践问题。有关重大性标准的法律界定及其历史演变,境外各国均经历了一段较长时间的发展演变。本文考察资本市场最为发达的美国证券监管与司法判例,探寻重大性标准背后的法理基础与监管逻辑。

(一)“重大性”的法律界定:以 TSC 案为基础

境外各国证券监管皆要求信息披露需遵循重大性要求,但重大性的法律界定却迟迟未得到确认。美国司法实践经历了较长的判例演变过程,最后确定了“重大性”判断的判例规则体系。^[1]

TSC 案最先界定“重大性”的概念,提出如果一个理性投资者很可能在决定如何投票的时候认为该事实是重要的,那么,该遗漏的事实便

[1] 参见汪其昌:《科创板信息披露重大性标准:司法视角》,载 <http://www.thfr.com.cn/post.php?id=84493>,2020年6月29日访问。

是重大的,而具有重大性则是指在任何情况下,理性投资者会认为对于遗漏事项的披露将明显改变其所掌握的有效“信息整体”(total mix)信息。^[2]

Basic 案在 TSC 案基础上进一步讨论“重大性”的判断标准应由个案具体情境和事实决定,简单的判断标准在适用上的方便不能成为忽略证券法目的和立法者政策考量的借口。将单一事件作为一成不变的决定性因素必然会造成适用范围的过宽或过窄(over - or under inclusive)。^[3]

Matrixx 案指出负面事件的存在本身不足以使之成为重大信息,而应满足一些额外条件才能称其为“重大”,如报告的出处、内容、背景等。^[4]

Black Stone Group 案讨论预测性信息的重大性问题,只要预测性信息披露是基于善意(good faith)并具有合理基础(reasonable basis),那么即使预测结果与最终事实不符合,披露人也无须承担欺诈责任。^[5]

Basic 案、Matrixx 案与 Black stone Group 案皆是在 TSC 案基础之上,对重大性判断依据、负面信息、预测性信息等问题的细化,对于重大性的判断标准,是以 TSC 案为核心的,因此笔者在此主要以 TSC 案为核心,展开对重大性的法律界定及判断标准的讨论。

National Industries, Inc. (以下简称 National 公司)欲收购 TSC Industries, Inc. (以下简称 TSC 公司),并从该公司原始股东手中购买了 TSC 公司 34% 的有投票权的股票。之后, National 公司在 TSC 公司的董事会中安排了 5 名成员。TSC 公司的董事会在 1969 年 10 月 16 日投票通过决议(National 公司股东未参与表决),决定通过股份互换的方式,清算 TSC 的资产并出售给 National 公司。之后, TSC 与 National 共同发布委托征集书,向股东征集代理权以通过该决议。代理权征集完成后, TSC 得已清算并解散,股份互换亦发生效力。原告是 TSC 的股东之一,其提起诉讼请求赔偿。原告主张 TSC 与 National 共同发布

[2] See TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 448 (1976).

[3] See Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 231 (1988).

[4] See Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 131 S. Ct. 1309, 1318 (2011).

[5] See Litwin v. The Blackstone Group, 634 F. 3d 706 (2d Cir. 2011).

的委托征集书违反美国证券交易法第 14(a) 条和 Rule 14a-9, 隐瞒了具有重大性的信息, 就 National 公司对 TSC 公司已经形成的控制的情况以及该并购是否对股东有利的情况未予以充分披露。例如, 代理权征集文件中记载了一家投资银行出具的有利意见, 但投行另外出具的不利信息未披露; 以及在该征集代理权期间有迹象表明 National 公司与一家共同基金有操纵 National 公司普通股股价的可能, 该情况未予以披露。^[6] 地方法院未支持原告请求, 上诉法院推翻地方法院判决, 主张“任何理性股东‘可能’(Might) 认为重要的事实”是具有重大性的事实。被告上诉至最高法院, 最高法院未更改判决结果, 但详细讨论了重大性的定义。

为了界定委托征集书中的信息的重大性范围, 最高法院对先例中采用的各种重大性判断方法进行了评估。最高法院拒绝使用第七巡回上诉法院对“重大性”的解释, 即上诉法院所接受的重大性标准。最高法院指出, 要求披露“任何理性股东‘可能’(Might) 认为重要的事实”的重大性标准, 会建立一个非常低的标准, 而这种重大性标准“可能弊大于利”, 可能诱发信息披露义务主体过度披露导致披露无效率, 因为为了遵守联邦证券法, 发行人倾向于披露多余的, 甚至披露重大性并不确定的信息。^[7] 最高法院随后建议, 基于影响投资者投资决策的“重大可能性”(而不仅仅是可能性)的重要性门槛可能更合适。

基于以上考虑, 最高法院对重大性作出如下定义: 具有重大性的信息必须存在实质可能性(substantial likelihood)使理性投资者(reasonable investor)认为该信息对于其作出买入、卖出或持有的投资决定或投票具有重要性(significance), 即理性投资者认为该项事实会改变其对现有信息的信息整体(total mix)判断。^[8]

最高法院的定义包括重大性判断的三要素:

首先, 理性投资者因素。信息披露旨在保护投资者的知情判断, 但不同投资者的判断能力是不同的, 因此对于重大性的判断需考虑投资

[6] See TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 448 (1976).

[7] Id.

[8] Id.

者的标准。^[9]若不设定一般标准,而要求结合具体场景下投资者的认知能力为判断标准,则会对公司带来过重披露负担,因此,应以客观的理性投资者为标准,此时所应解决的问题即客观的理性投资者应如何确定?但理性投资者的界定也是一个主观判断,需予以进一步标准化。

其次,信息的改变投资判断的“实质可能性”因素。信息需存在改变理性投资者判断的实质可能性。“实质可能性”的要求过于抽象,如果没有具体的判断标准,也会存在披露负担过重的问题。因此,实践中逐渐形成以量化的界限值判断“实质可能性”,即定量标准规则。^[10]

最后,信息需具有改变理性投资者“信息整体判断”因素。这仍是一个抽象的标准,需要结合对具体情况的进一步解释进行判断。^[11]由于信息披露是通过市场反映投资者在知晓公司信息后对公司价值的评价的,因此,实践中形成以披露后的市场价格变动来确定信息对信息整体的重要性的判断方法。^[12]

明确重大性的定义对于信息披露制度的发展具有重要意义,不仅《1933年证券法》405规则(The Securities Act of 1933 Rule 405)^[13]以及《1934年证券交易法》12b-2规则[The Securities Exchange Act of 1933 Article 12(b)]^[14]皆接纳了该定义,各国的证券监管规范中也皆吸收了TSC案的重大性定义。

(二)“重大性”披露标准的确定:基于成本与效率的考量

在法定披露的披露理念下,信息的公开是规避不法行为最好的方式。投资者是公司的所有者与资本提供者,因此,证券法要求公司告知投资者公司的各方面信息。

[9] See *Thomas v. Duralite*, 524 F. 2d at 584 (1975).

[10] See Kenneth C. Fang and Brad Jacobs, *Clarifying and Protecting Materiality Standards in Financial Statements: A Review of SEC Staff Accounting Bulletin 99*, 55 *Business Lawyer* (ABA) 1039 (2000).

[11] See James D. Redwood, *Qualitative Materiality Under the SEC Proxy Rules and the Fifth Amendment: A Disclosure Accident Waiting to Happen or Two Ships Passing in the Night?* *Wisconsin Law Review* 315, 335 (1992).

[12] See *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F. 2d 156, 166 (2d Cir. 1980).

[13] See 17 CFR § 230.405.

[14] See 17 CFR § 240.12b-2.

证券发行审核制下的证券监管是以实质审核为基础的(merit-based),而证券发行注册制下的证券监管体系是以信息披露为基础的(disclosure-based)。^[15]因此,在注册制下,监管关注的是信息应公平、及时、真实地提供给投资者,至于投资者投资决策本身的合理性,则不在监管范围内。以信息披露为核心监管体系的规范逻辑在于:掌握发行人信息知情的投资者,会基于经济理性,作出符合自身利益的投资判断,而不是由政府代替投资者作出判断,同时,在市场机制的作用下,资本会被有效率地分配到发行人手中。^[16]

然而,现实的商业环境具有复杂性,企业在运营过程中产生的信息纷繁复杂,如果不作引导,企业的披露容易陷入不效率,投资者无法有效获取有助于投资决策的信息。因此,信息披露义务往往受到两方面的约束:一方面,披露义务要受到一系列披露要求(信息披露规则)的规范;另一方面,披露的内容应授予投资者决策相关的“重大性”标准的约束。^[17]

披露规则及要求反映证券监管的投资者保护与资本形成的目的与宗旨。例如,安然事件后,《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act)更加严格地要求上市公司披露审计相关事务的信息,即体现证券监管对财务信息披露的重视。^[18]随着实践中的问题不断出现,强制披露的要求也会不断增加。增加披露要求对于监管部门来说,成本较低但监管效率高,这会使监管部门要求公司披露越来越多的信息。但与此同时,不断增加的披露要求会加重公司的合规成本负担,投资者从披

[15] See John Coffee Jr, Hillary Sale, M. Henderson: *Securities Regulation: Cases and Materials*, 5 - 6, (13th ed. 2015).

[16] See David Monsma & Timothy Olson, *Muddling through Counterfactual Materiality and Divergent Disclosure: The Necessary Search for a Duty to Disclose Material Non - Financial Information*, 26 *Stanford Environmental Law Journal* 137, 139 (2007).

[17] See Amy Deen Westbrook, *Sunlight on Iran: How Reductive Standards of Materiality Excuse Incomplete Disclosure under the Securities Laws*, 7 *Hastings Bus. L. J.* 13 (2011).

[18] See 15 U. S. C. § 7264 - 65.

露信息中筛选信息的效率也会降低,最终会导致信息过载。^[19]

因此,披露事项的设计与信息本身的披露均要受到“重大性”的约束。重大性要求的作用是对需披露的信息进行筛选,将应披露的信息限制在投资者需要知道的信息中,从而实现证券监管、公司合规成本及投资者决策三者的效率兼顾。

如前所述,披露项目与披露内容都会受到重大性限制。设计披露项目的重大性判断由监管机构完成,以强制披露规则的形式,要求企业在发行注册文件、年度报告、半年度报告等文件中披露特定的项目。但除了监管部门在事前可以判断的具有重大性的事件外,在企业运营过程中也会出现能够影响投资者判断企业价值的事件,此时,应如何判断重大性。TSC案确定的重大性定义中包含的理性投资者、实质可能性与影响信息整体三点要素,但这三点要素仍具有抽象性,如何在证券监管实践中总结出确定可行的上市公司重大事项的披露规范,各国在证券法律规制中不断摸索出以原则导向的定性标准与以规则导向的定量标准,并逐步形成适合自己国情的重大性信息披露规范的路径。

二、重大性披露判断标准:从定量到定性

重大性的判断需将一定的法律标准应用于特定的事实之中。^[20]寻找一个科学的标准来判断某个信息是否具有重大性,即是重大性问题的关键。信息披露的成本与效率的考虑是衡量标准,由此证券监管与证券司法判例演变中发展了定量与定性两种规范标准。

(一) 定量标准:规则导向下的成本考量

信息披露监管体系的建立始终关注两个问题:准确性与成本。^[21]

[19] See Amy Deen Westbrook, *Sunlight on Iran: How Reductive Standards of Materiality Excuse Incomplete Disclosure under the Securities Laws*, 7 *Hastings Law Journal* 13 (2011).

[20] See *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 448 (1976).

[21] See James J. Park, *Assessing the Materiality of Financial Misstatements*, 34 *Journal of Corporation Law* 513 (2009).

若信息披露是不准确的,投资者的决策会出现偏差,则股价无法反映公司的经济价值,信息披露的制度理念将无法实现。但由于商业环境的复杂性、上市公司的复杂性以及信息披露标准的模糊性,事无巨细地将所有信息都恰当地全部披露的合规成本高昂。因此,为平衡准确性与成本,监管实践中演化出以定量标准来判断信息披露的重大性,即确立了确定性的规则导向的规范体系。^[22]

在 TSC 案确立重大性的定义后,上市公司的管理层及财务人员开始思索如何在公司信息披露中适用重大性要求。实践中逐渐形成了重大性判断的定量标准。定量标准,即通过测算财务报告中相关事实对公司整体的业绩及其股价的影响,判断该事实的错误陈述(misstatement)的重要性。^[23] 具体而言,重大性的定量标准是一种客观的,以会计为基础的评估方式,其对一系列财务标准的披露的潜在影响作出评估,这些财务标准包括收入、净利润、税前净收入、总资产、所有者权益等。

在定量评价体系中,某项信息的重大性通过观察该信息对公司业绩造成的影响的百分比数值判断,该百分比由公司及审计人员设定,旨在确定某一事实是否具有重大性。在信息的影响量化后,若在所设定的临界值以下的,则将不被视为具有重大性。逐渐在财会领域形成了某种经验判断:当不存在诸如自我交易或高级管理人员的不当行为时,若某披露事项所造成的影响在 5% 以下时,则该信息不被视为具有重大性。^[24] 即不具有重大性的信息不需要披露,从而减少公司的披露成本。

定量标准的优势在于易操作,具有确定性,可以降低公司的合规成本。但定量标准的弊端也很明显,主要体现在三方面:

1. 以定量标准判断容易以偏概全。重大性的判断需结合公司的具

[22] See Nicholas Kappas, *A Question of Materiality: Why the Securities and Exchange Commission's Regulation Fair Disclosure is Unconstitutionally Vague*, 45 New York Law School Law Review 651 (2001).

[23] See Glenn F. Miller, *Staff Accounting Bulletin No. 99: Another Ill - Advised Foray into the Murky World of Qualitative Materiality*, 95 Northwestern University Law Review 361 (2000).

[24] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

体场景,考虑各方面因素而后判断,^[25]定量只能作为重大性判断的初步手段,但不能取代对重大性因素的全面分析。例如,虽然量化影响在界限值之下,但结合其他因素而具有重大性的情况,也存在虽然量化影响在界限值之上,但结合其他因素而不具有重大性的情况。^[26]因此定量标准虽然在合规成本上具有优势,但准确性却不足。

2. 定量标准的适用范围具有局限性。定量标准只能用于可量化的披露项目,而无法量化的非财务信息无法确定其重大性。如定量标准无法量化管理层忠实程度,企业的环境责任等信息。而这些非财务类信息对于投资者作出投资判断也是具有重要性的。^[27]

3. 定量标准会诱发故意操纵。定量标准作为判断财务报告重大性的主要标准会诱发收入操纵(earnings manipulation)的问题。^[28]公司为了调节或迎合定量标准,可以通过故意调整收入以符合定量标准,使之无法触发披露义务及其法律责任,即故意的信息误述。同样的,对于能够量化的非财务类信息,亦可能会出现公司故意调整所应披露事项以使其符合定量标准的情况,如故意将持股比例控制在特定数值以下而通过其他方式掌握公司实质上的控制权的行为。^[29]

因此,美国证券监管委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)亦没有将这种定量分析标准作为唯一判断重大性的方法。SEC认为,对重大性的判断从来不会是纯粹机械性的。因此,在判断重大性的过程中除定量标准外,还需考虑定性标准。^[30]

(二) 定性标准:原则导向下的准确性考量

如果仅以定量标准判断重大性会忽视作出披露的具体场景,会偏离重大性要求。尤其是在实践中出现了收入操纵的情况,因此,SEC于2000年发布SAB No. 99,提出在判断重大性时需综合考虑定量标准与

[25] See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

[26] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

[27] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

[28] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

[29] See James J. Park, *Assessing the Materiality of Financial Misstatements*, 34 *Journal of Corporation Law* 513 (2009).

[30] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

定性标准。定性标准关注的不是披露信息的量化影响,而是对该披露本身是否具有重大性作出判断,即判断该信息是否会影响投资者的投资决策。^[31] 例如,某项事实会揭露管理层的不法行为或某项事实会表明管理层有将财务信息披露错误陈述的影响控制在特定百分比界限下的主观故意,则该事实的披露对于投资者而言即具有重大性,可以用以判断管理层的勤勉尽职程度。因此,定性标准将非量化的其他标准,如管理层的忠诚度等作出投资判断时需考虑的因素纳入重大性的考察范围内。^[32]

但即使将定性标准亦纳入考察范围,重大性判断操作困难的实践难题仍未解决,定性标准亦受到众多批评:

1. 定性标准的披露成本高。定性标准会迫使公司披露与披露目标无关的额外信息。模糊的定性披露标准会极大增加合规成本,SAB 发布后很多律师注意到他们的客户提出,SEC 并未对定性标准给出一个精确的、可理解的定义。^[33] 在 TSC 案中,法院也在提到定性标准的缺陷时即指出,某些信息的重要性是十分模糊的,坚持披露可能会利大于弊。^[34]

2. 定性标准难以验证。在定性标准下,对于不可量化的重大性判断因素,模糊的定性标准使定性因素的重大性难以得到客观验证。在最早提及定性披露的 Franchard 案中,SEC 承认,由于某些重大性的定性判断标准(如管理能力)很难得到客观验证,如果放在招股说明书中,很可能造成不可靠的外观。^[35]

3. 定性标准容易被规避。定性标准的抽象性会给大公司以规避披露的机会。从重大性的定义角度看,具有重大性的事件需改变投资者

[31] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

[32] See Nicholas Kappas, *A Question of Materiality: Why the Securities and Exchange Commission's Regulation Fair Disclosure is Unconstitutionally Vague*, 45 New York Law School Law Review 651 (2001).

[33] See Glenn F. Miller, *Staff Accounting Bulletin No. 99: Another Ill - Advised Foray into the Murky World of Qualitative Materiality*, 95 Northwestern University Law Review 361 (2000).

[34] See *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 448 (1976).

[35] See *In re Franchard Corp.*, 42 S. E. C. 163 (1964).

掌握的公司“信息整体”,但公司的规模越大,单个事件对公司信息的整体影响即越小。^[36] 大公司的规模及复杂性形成了一个庞大的“整体信息”,使能改变“信息整体”的要求很高。模糊的定性标准给大公司更大的空间解释某披露事项不具有重大性的空间。

微软(Microsoft)公司的披露规避实践,说明了定性标准如何给大公司的规避空间。在2006年9月1日至2016年8月31日的10年,微软收购了80家公司,其中76家为封闭公司,4家为上市公司。^[37] 在76宗对封闭公司的交易中,2011年5月收购Skype的交易因其规模之大而引人注目。当时美国第三大上市公司微软同意以85亿美元的价格进行收购,这是该公司36年历史上最大的一笔交易。^[38] 收购价格占微软总资产的7.8%,是2011年美国最大的并购交易之一。然而,尽管交易规模如此之大,微软既没有提交关于Form 8-K收购协议关键条款的概要信息,也没有按照S-K条例第601(b)(2)项的要求提交合同全文,其原因是微软认为该协议不具有重大性。重大性判断定性标准允许微软避免披露收购Skype的协议。相比之下,除了标准普尔500指数中几家规模最大的公司外,其他任何一家公司都会认为这笔价值85亿美元的交易视为具有重要性信息而需披露。^[39]

综观定量与定性两种标准,各有利弊。定量标准因明确的披露阈值设置而减轻了公司的披露成本,从而也提高了投资者的决策判断效率,但正是刚性的单一的披露阈值,容易被规避或缺乏包容度从而影响披露的有效性;以披露事项本身是否具有影响投资者判断为依据的定性标准,具有较大的包容性和灵活性,从而使信息披露的重大性判断更加充分准确,但也会衍生信息披露过载、成本增加和缺乏客观性等诸多问题。

[36] See George S. Georgiev, *Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation*, 64 UCLA Law Review 602 (2017).

[37] See Acquisition History, Microsoft Inv. Rel., <https://perma.cc/L67U-CNU8>.

[38] See Financial Times, FT Global 500 Index (2011), <http://im.ft-static.com/content/images/33558890-98d4-11e0-bd66-00144feab49a.pdf>.

[39] See George S. Georgiev, *Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation*, 64 UCLA Law Review 602 (2017).

定量标准与定性标准分别代表了规则导向与原则导向的两种规范体系,规则导向更具体但缺乏适应性,因此监管机构需负担较高的立法成本以制定周全的规则;原则导向的适应性更强但缺乏确定性,虽然立法成本较低但在原则执行的过程中的成本较高,需不断结合具体场景判断原则的适用性。^[40] 由于规则导向与原则导向的不同特点,定量标准可以有效降低合规成本,而定性标准则可提高披露的准确度。如何发挥这两种标准各自的优势,建立科学的境内市场重大事件信息披露规范体系,是各个证券市场需解决的问题。

三、重大性判断标准的实证考察:重大性判断要素比较

重大性是信息披露的核心要求之一,在判断重大性的过程中,应综合考虑定量标准与定性标准。然而定量标准会招致管理层故意操控规避重大性,定性标准则缺乏明确性使合规负担过高。因此,考察域外各国的证券监管框架,如何确定一个具有可操作性的、能真实反映企业价值的重大性的信息披露体系成为各国监管规制的重点。本部分将实证考察域外发达资本市场的成功监管经验,将从重大性的界定、类型化的重大事项、理性投资者标准、重大性的整体判断标准及与重大性披露有关的其他实践措施五个问题的不同解答,以探索各证券市场对重大信息披露体系问题的解答。

(一)重大性的法律界定

TSC 案确定重大性的定义后,各国证券监管规则大都接受该定义模式,虽然在具体表述上有所差异,但核心皆为对投资者判断会产生影响的事项,然而,我国《证券法》对重大性的定义却未循此例。

东京证券交易所(Tokyo Stock Exchange, TSX)在其上市规则中对上市公司重大信息披露项目作出列举,并通过兜底条款要求“与上市公司的经营、业务或者资产有关的事项,或者与上市股票有关的对投资

[40] See Tash Bottum, *Material Breach, Material Disclosure*, 103 *Minnesota Law Review* 2095 (2019).

者投资决策有显著影响的重要事项”亦需要披露,^[41]该定义未对投资者作出进一步要求,对信息整体界定在“与上市公司的经营、业务或者资产有关的事项,或者与上市股票有关的事项”范围内,其核心与 TSC 案具有一致性。

澳大利亚证券交易所(Australian Stock Exchange, ASX)在其《上市规则》第 3.1 条中规定“一旦公司发现任何理性人认为会对该公司证券的价格或价值产生重大影响的信息,该公司必须立即将该信息告知 ASX”。^[42]同时,澳大利亚在其《公司法》第 677 条提出:“当判断某个信息是否会对披露主体的证券的价格或价值产生重大影响时,会考虑理性人标准,以判断该信息是否会或可能会影响经常投资证券的人决定购买或处置证券。”^[43]可见,澳大利亚的重大性定义的重点在于理性人对信息的判断,核心亦与 TSC 案一致。

我国《证券法》第 19 条规定发行人“应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。”第 80 条将重大事件定义为“会对股票的交易价格产生较大影响的”事件。由此可见,我国《证券法》以影响投资者判断及交易价格影响定义重大性。

通过以上对比可以看出,各国在重大性影响投资者判断上具有共识,而在具体判断方法上具有不同倾向。日本的监管规则列举具有重大性的事项,包括与经营、业务或者资产有关,通过类型的划定提高确定性;澳大利亚的监管规则通过证券的价格表现作为判断依据,信息披露制度在投资者知情判断的基础上,通过市场为证券合理定价,因此澳大利亚通过证券的价格作为判断依据具有其合理性,同时在以证券价格判断重大性时引入理性人标准,使该判断更加具有操作性。我国在定义重大性时也采用了以价格变动作为判断标准的方法,但未进一步提高判断的可操作性,仅通过事项的部分列举判断略显不足。在此,可参考同样以证券价格变动判断的澳大利亚的理性人标准做法。

[41] See TSX, Securities Listing Regulations, Rule 402 (2018).

[42] ASX, Listing Rules, ch. 3: Continuous Disclosure, [https://www.asx.com.au/documents/rules/Chapter 03. pdf](https://www.asx.com.au/documents/rules/Chapter%2003.pdf), accessed April 5th, 2020.

[43] Corporations Act, 2001, § 677 (Austl.).

(二) 理性投资者标准

理性投资者是 TSC 案确定的判断重大性的三大要素之一,亦是多个证券市场关注的重点。

澳大利亚在《上市规则》第 3.1 条的指导意见中进一步解释“重大性”的理性投资者标准。^[44] ASX 将通常“投资”证券的人理解为通常购买和持有证券较长时间,基于他们对证券内在价值的看法进行投资的人。因此,在 ASX 看来,理性投资者不包括交易员(trader,通常指的是高频交易员 high frequency traders),即寻求利用非常短期的价格波动和交易的证券,而不是通过证券的内在价值获得盈利,亦没有长期持有的意图的人。^[45] ASX 也承认,在界定理性人标准时,会考虑到上市规则所依据的原则,平衡市场需求和公司利益。“理性人”一词表明这是一种客观的检验。然而,随着市场实践和预期的发展,理性人标准会发生改变。^[46]

欧盟监管框架下的理性人标准与澳大利亚存在区别,欧洲证券监管委员会(The Committee of European Securities Regulators, CESR)在适用规制内幕交易的规范《市场滥用行为监管规定》(Market Abuse Regulation, MAR)的指引中指出,理性投资者是以理性的方式思考与行为的人,较澳大利亚的标准低一些,无经常投资于证券的要求。^[47]

同样适用 MAR 及 CESR 的指引规范的英国在其披露规则《披露指引与透明性规则》(Disclosure Guidance and Transparency Rules, DGTR)中进一步明确,理性投资人是会利用该信息作出投资判断以最大化个人利益的人。^[48]

通过以上对比,可以发现各证券市场的理性人标准存在较大区别。澳大利亚的理性人标准相对严格,结合证券投资这一环境对投资者提

[44] See ASX, Continuous Disclosure; Listing Rules 3.1 – 3.1B, https://www.asx.com.au/documents/rules/gn08_continuous_disclosure.pdf, accessed April 5th, 2020.

[45] See ASX, Continuous Disclosure; Listing Rules 3.1 – 3.1B, 4.2, When is information market sensitive?

[46] See ASX, Continuous Disclosure; Listing Rules 3.1 – 3.1B.

[47] See CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (2007).

[48] See FCA, Disclosure Guidance and Transparency Rules, 2.2.5.

出较高的要求,需要投资者能够识别证券的内在价值。而欧盟对理性投资者的要求相对较低,具有一般经济理性人的投资理性,为最大化个人利益而投资即可。基于理性人标准严格程度的不同,可推知澳大利亚证券市场中具有重大性的信息的范围会小于欧盟监管框架下的重大信息范围,因此欧盟的监管更倾向于对投资者的保护。虽然科创板注册制提出“合格投资者”标准,资产额与两年投资经验并足以说明“合格投资者”具有足够的专业性,并且随着注册制全面化,我国证券市场散户居多的情况更加放大了专业性不足的缺点。因此,如果要借鉴成熟市场的经验,欧盟的理性人标准更适合我国引入。

(三) 改变信息整体

具有改变信息整体(total mix)的重要性是 TSC 案确定的判断重大性的三大要素之一,亦是重大性判断的重点。改变信息整体的要求是 SEC 不支持定量标准作为唯一标准的原因之一,在判断重大性时需考虑影响投资者判断企业价值的所有因素,仅以量化手段判断信息的影响无法对难以量化的因素予以评价,因此需同时将定性标准纳入。然而如何判断某个信息具有改变信息整体的重要性? 这个问题是“具有改变信息整体的重要性”要素的核心问题,也是适用定性标准的核心问题。

美国在 SAB99 中即列举了可能使财务信息的错误陈述具有重大性的情况,包括该错误陈述:

1. 隐瞒了公司收入或公司其他的未来趋势;
2. 是隐瞒了公司未能达到分析师对公司的预期;
3. 将收入转化成损失,或将损失转化成收入;
4. 涉及被认定为公司盈利能力具有重要性的部门;
5. 影响公司符合相关的监管要求;
6. 会影响公司的贷款合同或其他合同义务的履行能力;
7. 会产生提升管理者薪酬的结果;
8. 涉及隐瞒非法交易。^[49]

然而这样的列举无法穷尽所有情况,而且没有具体的举例或量化

[49] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45150 (Aug. 12, 1999).

的标准,因此在应用时仍存在困难,即仍存在前文指出的定性标准的缺陷。

欧盟对此问题的解决更具操作性。与美国等国家不同,欧盟将重大性的判断与证券的市场价格联系在一起,即对公司证券的价格会产生重大影响的事件具有改变信息整体的重要性。于是问题即转化为,什么因素可能会对价格产生重大影响?对此,CESR指出,对价格影响的因素不存在硬性的标准。价格影响因素取决于多方面因素,包括公司的规模、公司近期的发展、市场的敏感程度以及公司所处的行业等,因此不同的公司会有不同的价格影响因素。但CESR也提出一些经验指标,可以帮助判断某信息是否可能有重大的价格影响,包括:这类信息与过去对价格有重大影响的信息是相同的;已有的分析师研究报告和观点表明,这类信息是具有价格敏感性的;该公司本身已将类似事件视为内幕信息的。^[50] 由于该因素因公司的不同而产生差别,因此,相关规则亦提出发行人最适合对特定的信息进行初步评估。^[51]

即使通过对美国与欧盟实践的对比,仍很难归纳出体系化的判断公司信息整体的方法,可以发现“信息整体”是重大性判断标准中最具抽象性的要素。美国采用列举式,但因为无法穷尽列举,弊端是很明显的。欧盟否定了列举要素的做法,指出不存在可以一般适用于所有公司的硬性标准,并且在操作性方面提出经验指标以供判断。^[52] 虽然欧盟与美国判断信息整体的方法原则性较强而不具体,但由于判例法传统,可以通过判例机制在实践过程中逐步完善重大性规范体系。而我国以成文法为传统,倾向于采取列举式,对具有重大性的事项予以列举。具体而言,我国《证券法》第80条列举的应及时通过临时披露予以披露的重大事项共11项,《上海证券交易所股票上市规则》通过第七章、第八章、第九章、第十章、第十一章对临时报告制度予以细化,要求披露包括董事会、监事会和股东大会决议、具有重大性的交易、关

[50] See CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (2007).

[51] See FCA, Disclosure Guidance and Transparency Rules, 2.2.7.

[52] 参见项剑、王萌、肖少坤:《上市公司临时报告之重大交易披露标准研究》,载《证券市场导报》2020年1月号。

联交易、重大诉讼仲裁、募集资金投资项目变更、业绩预告、业绩快报和盈利预测、利润分配和资本公积金转增股本、股票交易异常波动和传闻澄清、回购股份、吸收合并、可转换公司债券涉及的重大事项、权益变动和收购、股权激励与破产等信息的披露。同时,在《上海证券交易所股票上市规则》第十一章第十二节列举了12项具有重大风险,13项具有重大性的情形。对于涉及具体金额的事项,皆规定了量化判断的标准。尽管必然存在无法穷尽的不足,但现已作出的详细列举值得肯定。

四、我国证券市场重大性披露实践与问题

(一) 我国信息披露重大性的立法实践与问题

我国现行的信息披露制度中已引入重大性标准。《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等多部证券法律法规对上市公司信息披露的重大性作出规定(见表1)。我国采取的重大性标准包括影响投资者决策标准以及影响证券价格标准。

表1 我国现行信息披露重大性立法情况

| 名称 | 影响投资者决策标准 | 影响证券价格标准 |
|-------|--|---|
| 《证券法》 | 第19条:发行人报送的证券发行申请文件,应当充分披露 投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息 ,内容应当真实、准确、完整 | 第80条:发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的 股票的交易价格产生较大影响的重大事件 ,投资者尚未得知时,公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果 |

续表

| 名称 | 影响投资者决策标准 | 影响证券价格标准 |
|--|--|--|
| 《上市公司信息披露管理办法》 | 第 11 条:发行人编制招股说明书应当符合中国证监会的相关规定。凡是对投资者作出投资决策有重大影响的信息,均应当在招股说明书中披露 | 第 30 条:发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响 |
| 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》 | 第 3 条:本准则的规定是对招股说明书信息披露的最低要求。不论本准则是否有明确规定,凡对投资者做出投资决策有重大影响的信息,均应披露 | — |
| 《深圳证券交易所关于制定信息披露业务备忘录第 19 号——临时报告实时披露》 | — | 要点三:上市公司出现下列紧急情形的,可向本所申请其股票及其衍生品种临时停牌,在市场交易期间通过指定网站披露临时报告: (一)公共传媒中传播的消息可能或已经对上市公司股票及其衍生品种价格产生较大影响,需要进行澄清的…… (三)上市公司及相关信息披露义务人发生可能对公司股票及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件(包括处于筹划阶段的重大事件),有关信息难以保密或已经泄漏的 |

影响投资者决策标准是重大性标准的核心。我国《证券法》第 19 条、《上市公司信息披露管理办法》第 11 条及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》等规范中皆有相关表述。

影响证券价格标准以对于证券价格是否会产生较大影响作为判断重大性的标准。从规范条文表述可以看出,该标准主要适用于上市公司的持续披露阶段。但证券价格标准与投资者决策标准并非独立的两种

标准,二者之间存在密切联系。在强制披露的制度环境下,投资者根据公司披露的信息,基于理性筛选出优质的上市公司股票,作出投资决策,决策的结果在市场的的作用下反映在证券的价格上。影响投资者作出投资决策是重大性的本质,而影响证券价格则是信息具有重大性的表现。

对比前文所述成熟资本市场中的重大性标准,我国现行规范中采取的重大性标准已向成熟市场的标准靠拢,但是现行的相关规范仍存在可操作性不足的问题。适用影响投资者决策标准首先需明确“投资者”的理性标准,然而,这一问题在现行规范中并未得到解答。这直接导致执法与司法过程中说理不明确,标准不统一。“投资者”的理性标准是判断影响投资者决策的前提,需在立法层面予以明确,而非在执法过程中自由裁量。为提高证券监管的规范性,提升信息披露执法效率,同时保证信息披露义务人合规运营的可预期性,笔者建议在立法层面确立客观的理性人标准要件,同时在执法过程中总结实践经验,通过实践指引的规范形式细化理性人判断的执行标准。

(二) 我国信息披露重大性的执法实践与问题

我国证券信息披露监管的执法实践包括对发行过程的监管与对上市公司的持续监管。对发行过程的信息披露监管体现为发行审核部门对发行人招股说明书等信息披露文件的反馈意见;对上市公司的持续监管主要体现为对上市公司在经营期间出现的如虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券违法行为的处罚。随着我国全面推行注册制,对发行过程的监管将由证监会转移至交易所,证监会的监管重心亦将从发行过程转移至对上市公司的持续监管。

在内幕交易违法行为监管中,涉及对未公开披露的信息是否具有重大性的判断,进而判断利用该信息交易股票的行为是否构成内幕交易。虽然内幕交易规范的是内幕信息的知情人利用重大未公开信息进行交易的行为,而非信息披露的义务人未履行对重大信息的披露义务的行为,但内幕交易执法中对信息是否具有重大性的判断对于梳理信息披露重大性判断标准的实践具有借鉴意义,因此,本文在此通过对我国的内幕交易处罚实践讨论信息披露重大性的执法实践。

通过对表2的监管实践与我国现行规范的实践比较,可以看出我国立法与执法的进步,同时也可以发现证券监管仍存在定量标准不明晰,

定性标准尚不明确的问题。

表2 信息披露重大性执法案例

| 案号 | 内幕信息重大性认定 |
|--|---|
| 中国证监会行政处罚决定书(吴某快)[2019]115号 | 根据上述预案,三维股份拟通过发行股份的形式收购广西三维100%股权,交易价格为14.7亿元。该交易价格超过三维股份上一年度期末净资产的50%。上述事项属于《证券法》第67条第2款第2项规定的“重大投资行为和重大的购置财产的决定”,具有重大性 |
| 中国证监会行政处罚决定书(苏某华、孔某永)[2019]31号 | 根据《上市公司重大资产重组管理办法》第12条第1款第1项规定,交易构成重大资产重组。参照《上海证券交易所股票上市规则》第9.2条第2项规定,“交易的成交金额(包括承担的债务和费用)占上市公司最近一期经审计净资产的10%以上的,且绝对金额超过1000万元”的,属于“应当披露的交易”。因此,万家文化购买上海快屏100%股权均属于“应当披露的交易”,具有重大性,属于《证券法》第67条第2款第2项规定的重大事件 |
| 中国证监会行政处罚决定书(陶某)[2019]127号 | 隆平高科拟实施股权激励的信息具有重大性,属于《证券法》第75条第2款第8项所述“国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”,在信息公开前,为内幕信息 |
| 中国证监会行政处罚决定书[越野一族(北京)投资管理有限公司、辛某、任某青][2019]49号 | 任某青作为顾地科技实际控制人,为上市公司31位员工认购激励股份提供借款并分享股票收益,但未履行告知义务。借款对应股份数额达到上市公司股本总额的8%。该事实具有重大性,属于应当披露的重大事件。任某青的行为违反《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)第35条第3款的规定,构成《证券法》第193条第1款所述违法行为 |

首先,我国证券监管存在定量判断标准不明晰的问题。吴某快案中涉及对重大购置资产的判断,在说理部分说明交易价格超过公司上一年度期末净资产50%,以说明案涉信息具有重大性,可见,监管部门采取

的是定量标准进行判断。^[53] 然而,该决定书中所适用依据仅为《证券法》,在本案中适用的2014年《证券法》并未明确“重大购置资产”的定量标准,监管部门仅以《证券法》为依据,说理的充分性不足,其亦体现执法机关的执法标准不透明,会导致信息披露义务人对市场的可预期性减弱。

针对此问题,苏某华、孔某永案中的说理过程值得参考。同样对于“重大购置资产”行为进行认定,该案援引证监会发布的《上市公司重大资产重组管理办法》及上海证券交易所制定的《上海证券交易所股票上市规则》中的定量标准进行判断。^[54] 证监会监管过程以及交易所的自律监管过程中对于重大性的定量标准会有更具体的认识,在具体认定重大性时采用证监会或交易所的标准更具有可操作性,亦更符合市场的实际情况。现行《证券法》第80条第2款第12项中以“国务院证券监督管理机构规定的其他事项”为重大事件的兜底条款,即为此实践提供制度准备。笔者建议可通过证监会规章的形式明确在信息披露监管过程中可以援引交易所的业务规则等规范作为判断重大性的参考。

其次,我国证券监管存在定性标准尚不明确的问题。陶某案中涉及认定实施股权激励信息是否构成重大性的问题。但实施股权激励信息并非2014年《证券法》直接列举的重大事件,本案援引2014年《证券法》第75条第2款第8项“国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”进行判断。^[55] 然而,该认定方式标准模糊不透明,监管机关的自由裁量范围极大,为市场主体的法律地位带来很大的不确定性。因此在2019年《证券法》中删去了该标准。

越野一族案亦出现相同的问题,处罚决定中援引的《上市公司信息披露管理办法》第35条第3款中,实际控制人对拟发生的股权转让、资产重组或其他重大事件负有披露义务,显然本案中仅可认为案涉信息是“其他重大事件”,同样是执法机关的模糊判断。^[56]

[53] 参见中国证监会行政处罚决定书(吴某快)[2019]115号。

[54] 参见中国证监会行政处罚决定书(苏某华、孔某永)[2019]31号。

[55] 参见中国证监会行政处罚决定书(陶某)[2019]127号。

[56] 参见中国证监会行政处罚决定书[越野一族(北京)投资管理有限公司、辛某、任某青][2019]49号。

陶某案与越野一族所揭示的问题即重大性的定性标准尚不明确。我国现行《证券法》对重大信息临时披露的规范采取“列举加兜底”的模式,包括 11 项重大事件的列举加国务院证券监督管理机构规定的其他事项。然而规范的列举具有局限性,无法穷尽所有对投资者决策产生影响的事件,当判断列举之外的事项是否具有重大性时,即需适用定性标准。我国现行的重大性规范框架下,虽已兼采影响投资者判断及影响证券价格标准,然而“投资者”应采取何种标准确定,可能影响证券价格的“重大事件”应如何判断,皆未明确,存在较大的裁量空间。如何提高监管的透明性,将监管标准明确化、成文化,减少监管部门的口袋规则、隐形门槛是立法与执法共同的重点。

(三)我国信息披露重大性的司法实践与问题

通过前文论述,可以发现在我国信息披露重大性的立法与执法实践过程中,虽然已有较为成熟的标准,但在执行过程中仍存在可操作性低,执法口径不统一的问题,该问题的症结在于“投资者”标准的不明确。完善信息披露重大性规范一方面应完善定量标准,提高执法效率,提高市场主体对行为的可预期性;另一方面则应完善定性标准,定性标准的完善不仅体现于对定义本身的完善,还在于明确“投资者”的标准。影响投资者判断是影响股票价格的原因,而判断影响投资者决策的核心则是“投资者”的理性标准,因此完善重大性判断标准的重点即在于明确“投资者”的理性标准。

在司法实践中,已有法院尝试采用并界定“理性投资者”的标准(见表 3)。

表 3 信息披露重大性司法判例

| 案号 | 判决内容 |
|-----------------|---|
| (2020)黔民终 651 号 | 事件性质:案涉公司 2016 年的盈亏状况直接关系到案涉公司的退市风险,退市风险是投资者在判断是否考虑投资该公司股票的重要因素。案涉公司 2016 年的业绩实际为亏损,而案涉公司在业绩预告中发布 2016 年的业绩为盈利,在理性投资者判断该股票的退市风险时造成重大误导。 定量分析:参照《上海证券交易所上市规则》相关定量标准,案涉公司业绩预告公布的数据和业绩更正预告公布的数据存在重大差异,从定量的角度对理性投资者考虑投资该股票时构成重大的影响 |

续表

| 案号 | 判决内容 |
|------------------|--|
| (2019)京行终7590号 | 股权激励计划可能对该公司证券交易价格产生重大影响。信息公开后影响投资者的投资决策并进而对公司证券交易价格产生重大影响并非一种实然状态,而是通常情况下,基于一般理性投资者判断的高度盖然性。通常,股权激励方案对公司股价的影响存在以下逻辑关系:股权激励方案—激励管理层提升工作效率—公司业绩上升—股价上涨,因此,股权激励方案一般会对公司证券交易价格产生较为明显的影响 |
| (2020)京02民终3525号 | 投资者适当性的要求系公开规定,原告作为理性投资者,应对投资条件和投资风险有充分的认知,作出与自身经济能力和风险承受能力相适应的投资决定 |

(2020)黔民终651号案中,法院结合案件的具体情况,通过定性分析与定量分析讨论所涉信息是否会影响理性人的投资判断;^[57](2019)京行终7590号案中,法院通过展现案涉信息对证券价格影响的逻辑路径,说明信息会影响理性人判断的高度盖然性。^[58](2020)黔民终651号案与(2019)京行终7590号案皆结合案件具体情况分析案涉信息是否会对理性人的判断产生影响,但并未对理性人的标准作出界定。(2020)京02民终3525号案中,法院对理性投资者作出界定,指出理性投资者应对投资条件和投资风险有充分的认知,并作出与自身经济能力和风险承受能力相适应的投资决定,^[59]然而该案为全国中小企业股份转让系统中的合格投资者的投资纠纷,是否能将此标准推广适用仍存疑问。

在适用法律进行裁判的过程中,法院已发现适用重大性定性标准应先界定“投资者”,因此各地法院作出相应尝试。司法实践的尝试具有先进性,但仍存在不足。一方面,由于法律中尚无规定,司法机关在裁判中论述理性人标准可能有“法官造法”之嫌;另一方面,司法实践中多为各地方法院在裁判过程中对标准进行论述,最高法院暂时无指导案例确定标准,各地法院相互独立,我国亦无判例法传统,因此,可能会产生标

[57] 参见贵州省高级人民法院(2020)黔民终651号。

[58] 参见北京市高级人民法院(2019)京行终7590号。

[59] 参见北京市高级人民法院(2020)京02民终3525号。

准确定不统一的情况,进而导致司法不平衡。我国正在探索示范判决机制,笔者建议可以通过示范判决机制确定事实相同或类似的案件中的理性投资者标准,从而提高标准的统一性。

五、我国上市公司重大事项披露路径选择

《证券法》与沪深两市的上市规则构成我国重大事项的监管框架。由《证券法》规定重大事项的披露要求并列举具有重大性的事项,由交易所的上市规则规定重大事项信息披露的具体要求。具体而言,《上海证券交易所股票上市规则》^[60]第九章、第十章、第十一章对重大事项的认定标准、披露要求予以详细的规定,能够量化的事项皆有具体的定量标准,可见,我国重大事项判断的定量标准已较为完善。然而,我国现行监管体系下对重大性的定性标准的规定尚存在不足,结合前文对重大性信息披露的法理分析与比较研究,在此提出几点建议:

(一)完善重大性判断标准体系

在我国规范体系下,交易价格是重大性判断的依据,这与欧盟和澳大利亚的判断标准相类似。但我国对重大性的定义止步于此,并未进一步细化,体现了我国重大性判断的定量标准倾向。如前文所述,我国在重大事项的列举方面也作出详细列举。然而,缺乏定性判断的规范框架,在出现未列举事项的重大性判断上会出现问题。

《上海证券交易所股票上市规则》第11.12.7条第1款第14项规定:当上市公司出现本所或者公司认定的其他情形,应当及时向本所报告并披露。该条是重大事项披露的兜底条款,此时“重大性”的定义即为公司认定是否应当披露的定性标准。然而,结合我国《证券法》第80条规定中的定义,仅交易价格的变动是重大性判断的依据。CESR指出,对以交易价格作为单一标准的分析,蓝筹股价格的波动性通常低于流动性较差的小型股,仅以交易价格作为判断依据并不合理。加之《证

[60] 《上海证券交易所股票上市规则》与《深圳证券交易所股票上市规则》的规范模式相近,本文仅以《上海证券交易所股票上市规则》为例。

券法》将第 80 条的信息披露要求扩大至流动性不强的新三板市场,会导致监管不平衡的情况。因此,我国现行证券监管体系下重大性的定义仍存在不足,应予以完善。在选择重大性标准的时候,可以综合运用定性标准,即以对理性投资者具有重要性作为判断标准,与证券价格变动标准。以定性标准考虑各种可能出现的重大事项并予以列举,而当需要考虑某件未规定的事项是否具有重大性时,以证券价格标准这一客观标准来衡量是否重大。^[61] 因此,建议借鉴成熟市场经验,在以交易价格为判断重大性的依据的前提下,需对定性标准进一步细化,使判断标准更周密且具备操作性。

(二) 探索适合我国国情的理性人标准

通过前文的比较研究可以看出,在分析各国如何细化重大性定性标准的过程中,理性人标准是重点关注的因素之一。在澳大利亚的规范框架下,理性人为经常进行证券投资,关注证券内在价值的投资者,而欧盟则以一般的经济理性人为标准。我国现行信息披露重大性规范中已采用投资者判断标准,但在执行投资者判断标准时仍会遇到困难,问题的症结即在于规范中并未明确投资者的理性人标准。笔者认为,应在立法层面确定抽象的一般理性人标准,并且在实践的过程中不断完善提高该标准。

我国现行规范中仅有影响投资者判断标准,然而并未明确应以哪类投资者作为判断的对象,因此何种信息会对投资者产生多大程度的影响难以确定。构建信息披露重大性制度需首先解决前提性问题,应先在立法层面确定一般理性人标准。在完善立法的过程中需考虑到,我国的证券市场正逐步完善,但市场中的投资者总体素质还不高,呈现散户居多的样态。散户投资者对信息披露的关注往往呈现对行情类等投机性信息关注较多,而由于金融知识储备不足,对真正影响上市公司价值的信息缺乏关注。因此,以散户投资者为判断重大性的理性标准,会导致标准混乱不清,无法有效指引上市公司披露信息。具备专业知识的投资者对信息的判断更为准确,亦更符合市场运作规律。然而仍需注意我国的

[61] 参见覃宇翔:《浅议证券法信息披露义务中的“重大性”标准》,载《商业研究》2003年第4期。

证券市场的散户居多的现状,散户投资者是信息披露的主要披露对象,若直接以科创板或创业板“合格投资者”作为标准,会由于大部分投资者无法理解,使信息披露保护公众投资者的作用降低。因此笔者建议参考澳大利亚的理性投资者标准,以经常从事证券投资者为理性人的标准。具体而言,与我国投资创业板、科创板的合格投资者标准相类似,以从事证券投资的时间为标准进行界定。例如,在立法中明确,“发行人报送的证券发行申请文件,应当充分披露理性投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,内容应当真实、准确、完整。理性投资者指从事两年以上证券投资,具有一般金融财会知识的投资者”。

同时,为增加抽象标准的操作性,可以通过列举的方式将“理性投资者”标准下,投资者应当了解的知识作出列举。例如,美国法院通过司法实践中判例的完善确定理性人标准,法院认为理性投资者应了解一般的经济运行规律,应了解分散投资的原则,了解货币的时间价值,理解保证金账户,亦需对证券行业内的薪酬结构有所了解。^[62]立法部门可以会同证监会、法院等机关,结合域内域外经验以及国内市场的情况,对理性投资者的具体标准予以列举。而该标准即可作为法院在适用理性人标准时的推理的大前提。例如,理性投资者应了解一般经济运作规律,股权激励方案的发布可以激励员工的工作积极性,提高工作效率,进而提高公司生产力,提升公司整体价值等,通过说理的方式将市场中新出现的信息认定为具有重大性的信息。因此,笔者主张“抽象+列举”的立法模式,在抽象的理性人标准下,对理性人所应了解的知识作出列举。

(三) 制定不同行业重大性披露指引

澳大利亚证券交易所在《上市规则》第五章中专门对矿产资源和矿石储量等特定行业的披露规则予以详细规定。如为编写勘探结果报告提供了核对表等细节规定。^[63]欧盟的相关判断指引中也提出,判断重大性需考虑公司所处的行业。例如,科创板的上市规则的上市标准中放

[62] See Barbara Black, *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, 44 Loyola University Chicago Law Journal. 1493 (2013).

[63] See ASX, Listing Rules, ch. 5: Additional reporting on mining and oil & gas production and exploration activities, [https://www.asx.com.au/documents/rules/Chapter 05. pdf](https://www.asx.com.au/documents/rules/Chapter%2005.pdf), accessed April 5th, 2020.

宽了对企业营业收入、盈利、现金流的要求,但提高了对科研成果与预计市值的要求,以体现对科创企业的支持,也体现了我国证券市场对于具有发展潜力企业的支持。^[64]对于科创板企业,会影响投资者判断的重大事项更倾向于知识产权等无形资产,与传统产业所关注的事项存在区别,仍以传统标准要求科创企业进行披露会导致披露效率低下的问题。同时,如前所述,我国的投资者以散户居多,会存在金融、财务知识较为薄弱的问题,可能无法判断企业的何种事项会影响其内在价值。因此,建议可以结合不同行业的特点发布专门的重大性披露指引,以提高披露效率与接受程度,降低企业的合规成本。

各行业有各自的特点,若皆发行专门的披露指引,会过度增加监管成本,因此,可先在重点行业中试行专门指引,平衡披露效率与监管成本的矛盾。

(四) 通过证券示范判决完善重大事件判断标准

美国通过 TSC 案确定重大性的定义后,实践中形成定量判断的标准,而后 SAB No. 99 提出应综合考虑定性因素与定量因素判断重大性,但未提供明确的判断标准,FD 规则虽提供了部分列举但标准依然模糊。但在实践中,基于判例法的传统,重大性标准仍能在诉讼过程中得以落实。而我国缺少判例法传统,对于实践性较强的信息披露重大性的监管,可能会出现原则性的立法与复杂多变的实践无法匹配的矛盾,各地法院各自的裁判标准不统一,导致各地司法不平衡的出现。笔者认为,可以通过证券示范判决制度缓解前述矛盾。

2019 年 1 月 16 日,上海金融法院制定发布了《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定》(以下简称《示范判决规定》),提出通过示范判决解决有共通的事实争点和法律争点的案件的纠纷解决机制。示范判决机制表现为“示范案件+平行案件”。在示范判决机制中,示范案件起到示范效果,在判决效力可得适当扩张,平行案件在一定程度上受到示范判决的约束,解决共通的问题,而平行案件解决自身特有的具

[64] 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条。

体问题。^[65]

以示范判决机制裁判信息披露重大性案件具有必要性。首先,信息披露重大性案件具有多、难、小、久的特点,若皆按照普通一审模式审理,则会造成无效和重复工作过多,产生过高成本。^[66]通过示范判决可以有效降低司法资源浪费,提升审判效率。其次,如前所述,信息披露重大性案件的裁决重点集中于理性人标准、影响投资者判断、影响证券价格等问题,裁量的自由度较大,会造成法律适用不统一的情况。通过选取具有代表性的案件作为示范案件,平行案件适用相同裁判标准,可以避免因案件众多而出现的法律适用不统一的现象。^[67]

笔者认为,可以通过上海金融法院的示范判决机制完善信息披露重大性制度。科创板与创业板试点注册制,其中与注册制相关的证券纠纷由上海金融法院与深圳市中级人民法院集中管辖,这为重大性标准的裁判标准统一提供了制度环境:

首先,可以通过示范判决完善信息披露重大性的定性标准。信息披露重大性的定性标准下,核心的要素即投资者理性标准的确定。科创板与创业板的合格投资者标准存在区别,为比较不同的理性投资者标准下的重大性标准提供机遇。上海金融法院可以在选取示范案件时着重选取涉及两地不同理性投资者标准的案件,对不同的理性人标准进行比较,总结更为科学的理性人标准,并影响证券行政监管与立法的完善。

其次,可以通过示范判决完善信息披露重大性的定量标准。科创板与创业板适用不同的上市规则,在上市规则中采用的定量标准也存在部分区别,上海金融法院可以选取典型案例,比较沪深证券交易所的定量标准,通过审判对自律监管机构的标准予以讨论,检验定量标准的合理性,并促进审判与监管的互相作用,以审判促进监管规则完善,以监管实践推动审判质效提升。

[65] 参见叶林、王湘淳:《我国证券示范判决机制的生成路径》,载《扬州大学学报》(人文社会科学版)2020年第2期。

[66] 参见曹明哲:《证券虚假陈述民事赔偿“示范判决+多元调解”的诉讼模式构建》,载《中国证券期货》2020年第1期。

[67] 参见林晓隼、单素华、黄佩蕾:《上海金融法院证券纠纷示范判决机制的构建》,载《人民司法(应用)》2019年第22期。

最后,可以通过示范判决促进信息披露重大性裁决标准的统一。科创板与创业板案件的集中管辖,为统一注册制下信息披露重大性案件提供了支持,两地法院可以加强沟通,总结注册制下证券纠纷案件的审理经验,归纳统一信息披露重大性案件的审理标准,为全面推行注册制做好准备。

(编辑:陈长青)