

## 契合债券属性的信息披露规则研究\*

南玉梅\*\*

**摘要:**信息披露制度通过赋予发行人强制的信息披露义务,消除证券市场上发行人与投资者之间的信息不对称,是预防融资过程中利益冲突的制度性基础。现阶段我国《证券法》内关于公司债券信息披露规则依附于股票信息披露规则,未能反映公司债券在信息披露规则上的特殊性。基于公司债券本质,信息披露范围“重要信息”指影响投资者形成理性投资判断的信息,部分情形下包括未确定的信息;披露标准“充分披露”指主观上不存在不实披露的故意、披露内容不存在“半真实”披露。

**关键词:**公司债券 信息披露 重要信息 充分披露

### 一、引言

信息披露制度从制度层面上切断发行人保持

---

\* 本文系教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究”(项目批准号:14JZD008);中国博士后科学基金面上资助项目(2015M582253)。

\*\* 武汉大学法学院讲师,法学博士,法学博士后研究人员。

沉默的可能性,形成以“规制欺诈行为”为核心的法律体系。信息披露制度的目的在于通过赋予发行人强制的信息披露义务,消除证券市场内发行人与投资者之间的信息不对称,以制度的方式预防融资过程中的利益冲突。然而股票与债券虽同为公司外部直接融资工具,但股票所建立的是股东与公司间的股权关系,在法律属性上与债券投资关系中的债权债务关系有所不同。可以说,由股权的劣位请求权性质决定,股票更多地依靠公司未来的经营业绩,而由债权的固定收益请求权性质决定,债券更多地取决于公司在债券到期时的偿还能力,两者虽有重要联系,但不宜等同视之,更不能取而代之。<sup>〔1〕</sup> 公司债持有人与发行人之间的债权债务关系受债券合同调整,但其有价证券属性决定公司债券可以通过二级市场自由流通,因此公司债券兼具证券属性与合同属性。本文基于公司债券证券属性与合同属性,探讨如何建立契合债券本质的信息披露制度。

## 二、公司债本质与信息披露

公司债投资者作为公司的债权人,与股权支配权能不同,其请求权性质决定债券持有人原则上无权参与公司经营,属于公司外部人范畴。作为外部人,债券投资者与发行人之间存在天然的信息不对称,而信息不对称又极易导致债券交易中的利益冲突。然而债券投资者作为公司的外部人,其权益的实现除了清偿期届满后行使请求权之外,还可在未届清偿期内通过流通市场转让,以牺牲期限利益为代价提前实现债权。<sup>〔2〕</sup> 因此契合公司债券本质的信息披露制度应当兼顾公司债券的

---

〔1〕 洪艳蓉:“《证券法》债券规则的批判与重构”,载《中国政法大学学报》2015年第3期。

〔2〕 此处所称“通过二级市场以贴现的方式提前实现投资者权益”,是指债券持有人在债券未届清偿期之前,通过二级流通市场以转让债券的方式提前实现投资者权益,债券投资者不用等到清偿期届满后行使固定收益请求权。由于公司债券属于固定收益类证券,因此未届清偿期的债券,债券投资者不能获得全部收益(本金+利息),以牺牲期限利益为代价提前受偿债权。

流通性与债权债务关系导致的投资者外部人特性。

### (一) 基于证券属性的信息披露:平等披露原则

从投资风险的角度来看,公司债券与股票同属于投资证券的范畴,只是债券投资者作为固定收益请求权人对发行人享有还本付息请求权。然而债券与股票收益权的实现均建立在公司责任资产基础之上,债券持有人的固定收益请求权不能抹杀债券固有的投资属性。由此证券市场领域内,以融资为目的,发行人为了吸引投资者对外披露信息时,应当适用于股票相同的披露规则,即平等披露原则。<sup>[3]</sup> 证券市场中的平等披露源于债券的投资证券性。债券与股票从投资的角度具有同质性,《证券法》中的信息披露制度以“投资者”为对象,发行人信息提供的对象是投资者而非债券或股票等投资载体,因此当投资者的投资判断以信息提供为前提时,信息提供义务的存在与否与投资者的投资目的无关,投资者享有获取信息上的平等权利。<sup>[4]</sup> 随着远程交易方式在证券市场中的普及,平等披露原则源于所有投资者对平等接近重要信息问题上享有正当而又合理的期待。<sup>[5]</sup>

《证券法》多个条文体现了发行市场与流通市场中的信息平等披露原则。如发行市场披露中,第25条第1款中规定证券公开发行前的公告公开发行募集文件、第64条第1款中规定依法公开发行股票或公司债券时公告招股说明书、公司债券募集办法;流通市场披露中,第65条规定按期公告中期报告、第66条规定按期公告年度报告等。上述披露,适用于股票与债券的所有“证券”,同时又以对外投资者为披露对象,含证券市场内所有的潜在投资者。然而仔细观察现行《证券法》规定的信息披露条款,可知第67条规定的临时报告仅适用于股票,而不

[3] [韩]Kim-Hwajin:《资本市场法理论》,韩国博英社2014年版,第208页。

[4] 证券法内的平等原则与公司法内的比例性平等具有本质差别:证券法内的平等原则是“基于投资者的概括性平等”,而公司法内的比例性平等是“基于控制权的比例性平等”,是由股份的比例性利益决定的,如公司增资时的新股认购优先权(《公司法》第34条、第133条);证券法内信息提供的平等原则是“基于投资”而形成的对外性平等,而公司法内信息提供的平等原则是“基于股份”而形成的对内性平等,如信息提供范围仅限于公司本身,具体可以区分为公司机关间的信息提供与公司对股东的信息提供。

[5] SEC V. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848(2d Cir, 1968).

适用于债券。依该条款,“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司立即向证监会与交易所报送临时报告,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”,并罗列了属于“重大事件”的十二种情形。临时报告制度仅适用于股票,究其原因可能是股东无权要求公司“出资返还”,只能以分红的形式或通过二级市场流通市场转让股票来实现其投资收益,因此股东相对于债券投资者更加关注影响股价的重大事件。

随之而来的问题是,债券交易是否需要临时报告制度?答案显然是肯定的。如前所述,基于债券的流通性,债券投资者可在未届清偿期内,通过二级市场转让债券而提前实现债权。由于发行人清偿能力的变化导致债券市场价格波动,因此债券投资者有权知晓影响发行人偿债能力的信息,便于其履行债权保全措施又或及时转让债券而实现债权。2015年1月证监会颁布的《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)第45条首次规定了债券发行中的临时披露制度,以规章的形式要求发行人及时披露债券存续期内发生可能影响其偿债能力或债券价格的重大事项,并罗列了十三项具体情形。可以说,随着我国债券市场的日渐繁荣,监管部门意识到债券投资者的固定收益请求权不能等同于债券的投资属性,亦不能抹杀债券的风险性,通过规章的形式落实了债券领域内的信息平等披露原则,以便债券投资者及时知晓影响债权实现的相关信息,可谓立法上的一大进步。修订《证券法》之时,应将债券临时披露制度上升为《证券法》层面的临时报告制度,以法律的形式明确债券的投资证券性,真正实现证券市场内信息的平等披露。

## (二) 基于合同属性的信息披露:约定披露事项

基于发行人与债券投资者之间的债权债务关系,两者权利义务主要受债券合同的调整。债券的合同属性导致债券发行人不仅应当披露法律规定的事项,还应当披露当事人约定的事项。约定事项的披露导致债券市场价格的波动,从而影响债券的流通价格。

债券合同中的限制性约定即为约定披露事项。约定披露事项是发行人为了落实保护债券投资者权益的实际效应,在债券合同中附加的限制条款(covenants),通过控制发行人偿付能力实现预防违约风险的

目的。<sup>[6]</sup> 限制条款始于美国 2006 年修订的《模范限制条款及其关联定义》(Model Negotiated Covenants and Related Definitions),<sup>[7]</sup> 以债券交易过程中的利益冲突发生原因为标准, 限制条款区分为强制条款 (affirmative covenant) 与禁止条款 (negative covenant)。强制条款以限制发行人的不作为, 强制发行人的作为义务。如提供偿付能力相关信息、提供追加担保、维持财务比例等, 均属于强制条款的规制范畴; 禁止条款是以限制发行人的作为, 事前防止发行人作出有损于偿付能力的行为, 如限制负债、限制分配、限制资产处分行为、限制担保行为等, 均属于禁止条款的规制范畴。<sup>[8]</sup> 我国《管理办法》第 56 条第 2 款第 4、5、6 项首次以内部增信机制的形式对限制条款作出了规定, 但均为禁止条款且内容过于简单, 不能涵盖实践中债券合同中的所有限制条款。因此《管理办法》中规定的内部增信机制无法对债券合同的限制条款起到指引作用, 亦无法完全涵盖所有发行人的约定披露范围。

未届清偿期内, 限制条款成就而发行人予以披露时, 客观上会导致债券市价的波动, 进而影响债券流通价值的实现。但债券市场中的价格发现机制不仅源于信息披露, 还源于市场对债券合同内容的合理期待。当市场对债券合同的期待发生变化时, 便会导致债券评价的变化, 从而使债券价格产生波动。<sup>[9]</sup> 债券合同约定的事项成就时, 发行人有义务予以披露, 不披露则构成违约行为, 发行人的违约影响发行人对外信用, 从而导致债券市价的下跌。反之, 未约定的影响债券流通价的事实, 原则上不属于约定披露事项, 此时发行人是否有披露义务? 此时仅

---

[6] Lee, Choong Kee, *Bond Contracts and Covenants: With particular reference to Debt Restriction Covenants*, 载《弘毅法学》2012 年第 13 卷第 2 号。

[7] 1965 年美国律师协会制定的《模范公司债管理合同》(The Corporate Trust Indenture Project) 于 1983 年修订为《模范简化公司债管理合同》(Model Simplified Indenture), 直至 2000 年美国律师协会意识到限制条款在债券合同中的重要性, 将其独立出来单独立法, 并在 2006 年颁布了《模范限制条款及其关联定义》(Model Negotiated Covenants and Related Definitions)。

[8] E. Wise, *Covenants: A Brief Guide to Survival*, 124 *Banking L. J.* 529 (2007).

[9] Bratton, W. William, *The Interpretation of Contracts Governing Corporate Debt Relationships*, 5 *Cardozo Law Review* 376.

从债券合同约定内容来看,发行人无义务披露未约定的事项,债券市价下跌的原因是发行人行为违反市场对债券合同的合理期待。实践中,因信息披露而导致债券市价下跌,多为后一种情形。

虽说不能以债券市价的波动作为发行人行为合理性的唯一标准,但合同缔结时发行人的优势地位以及投资者预见能力的欠缺,应结合市场的合理期待解释债券合同。尤其是为了交易的便捷性,公司债券合同多为发行人为了重复使用而预先拟定的格式条款,具有定型化特点。基于此,约定披露义务应适当扩大至合理的市场期待,而这又是契约的社会属性在债券流通性上的体现。债券的流通性使得债券合同本身涉及他方当事人的理解及信赖,因此导致债券市价不正常波动的发行人行为,即便不属于债券合同的约定事项,也应当属于发行人信息披露义务的范围。

### (三) 种类债的信息披露:诚信披露事项

债券的结构特点导致发行人与持有人之间的权利义务关系较为复杂,发行人发行种类债券时,更是如此。债券合同中的限制条款是以发行人偿付能力为核心的内容构成,大体上属于约定披露范畴,而基于公司债结构性特点的披露事项集中体现在种类债之中。如转换公司债中,当转换条件成就时,发行人有义务披露转换条件,保障债券持有人能够及时行使转换权;又如衍生结合债券中,<sup>[10]</sup>基础资产的变动直接影响债券偿还价额,使之成为投机性极高的证券。衍生结合债券高风险性要求发行人向债券投资者充分披露基础资产的内容以及偿还价额的计算方式。当发行人对基础资产的选定存在过失时,应当承担赔偿责任;<sup>[11]</sup>又如次级债发行中,发行人的先顺位债券额、后顺位债券额以及次级债到期前追加发行的债券额等信息,对投资者预估发行人责任承担能力的风险性具有参考价值;又如永续债以提前偿还条款或利率上浮条款发行时,提前偿还或利率上浮“条款”(trigger)的成就与否影响投资者对债券偿还的期待,因而该信息的披露便于投资者及时作出理性的投资判断。

[10] 衍生结合债券为基础资产(A)的价格变动(AV)为变数确定偿还额又或支付价额(P),计算公示为 $P=f(AV)$ 。

[11] [韩]李哲松:《公司法讲义》(第22版),韩国博英社2014年版,第1036页。

种类债发行中,即便债券募集说明书中未约定种类债券特点的披露事项,发行人也应当披露种类债特点导致的影响投资者权益的内容。此时的披露即为诚信披露事项。尤其是投资者的实体性权利的实现需通过程序性权利行使为条件时,发行人有义务告知公司外部人之债券投资者其程序性权利的行使条件。<sup>[12]</sup>此外,诚信披露事项应当限定在合理范围内,种类债信息披露中诚信披露事项的合理边界应限定在发行人无权阻碍债券持有人获取契约成果,而非保障其责任财产的安全。<sup>[13]</sup>即便债券合同中未约定反映种类债特点的披露事项,但种类债特殊性下的发行人基于诚信义务仍有应当披露影响债券投资者获取契约成果的事项。

### 三、公司债券信息披露的范围及履行标准

信息披露制度的目的在于打破交易人保持沉默的可能性,通过遏制交易人的信息优势地位达到消除信息不对称的效果。为了达到上述效果,发行人披露的信息必须能够客观地反映其偿付能力,并有利于投资者形成理性的投资判断。因此,债券信息披露中,影响投资判断的信息以及影响偿付能力的信息均属于“重要信息”,且信息披露履行过程中,不应存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏等。现行《证券法》中,缺乏以发行人偿付能力,兼顾债券价格变动规则的信息披露制度。

---

[12] 如 *Van Gemert v. The Boeing Co.* 案中,债券合同仅记载发行人的通知义务而未记载通知方法,这导致发行人虽然履行了通知义务却未达到通知效果,此时发行人是否构成违约取决于发行人是否充分履行了通知义务。法官认为,虽然被告公司按照债券合同中的约定履行了通知行为,但从债券投资者的立场来看,不能视为合理的通知,其原因在于投资者无义务通读长达 113 页以上的债券合同来知晓发行人的通知方式。债券投资者认购可转换公司债的原因在于,该证券具有还本付息的债权性权利之外,还具有转换为公司股票的权利[520 F.2d 1373(2<sup>nd</sup> Cir. 1975)]。

[13] 债券发行中,发行人作为债务人以其全部资产为债券持有人提供一般担保,公司全部资产即为发行人对债权人的责任财产。债券持有人能否实现其债权最终取决于发行人责任财产的大小,因而债务人责任财产的减少,对于债权人便有直接的利害关系。然而保持及维持责任财产是债券合同限制性条款及债权保全的规制内容,而非发行人诚信义务的范畴,因而也不属于诚信披露事项。

公司债券信息披露范围之“重要信息”以及披露标准之“充分披露”有赖于股票信息披露规则,但是两者存在差异,虽有所交叉但侧重点不同,不能以股票披露规则替代公司债券披露规则,应针对公司债券属性规定具体化的公司债券信息披露规则。下面以“重要信息”与“充分披露”为中心,探讨契合公司债券属性的信息披露规则。

### (一)“重要信息”之标准

信息披露义务的范围是“重要信息”。信息披露制度的本意在于遏制交易人利用信息优势地位而影响投资者形成理性的投资判断。发行市场中,影响投资者投资判断的信息是能够客观反映发行人偿付能力的信息;流通市场中,影响投资者投资判断的信息是发行人偿付能力的变动信息。倘若仅从投资者的角度探讨何为“重要信息”,可能造成“信息披露=公开全部信息”的误解;若仅从发行人的角度,披露信息不应当涉及商业秘密及经营战略等内容,对于商业秘密及经营战略等关乎公司生死存亡的信息,发行人有权保持沉默。<sup>[14]</sup> 此时的沉默,不构成披露义务的违反。“重要信息”涉及双方当事人的利益,判断何为“重要信息”时,难免掺杂主观因素。只有以发行人披露义务为核心,通过明确披露义务的范围界定“重要信息”才能避免主观因素的干扰。

#### 1. 信息披露义务范围之“重要信息”

哪类信息属于发行人应当披露的“重要信息”,又或发行人对哪类信息存在披露义务?基于披露义务界定“重要信息”,应当一并考虑内幕交易行为中的“未公开重要信息”。信息披露范围内的“重要信息”是发行人应当披露的信息,不披露则构成欺诈;“未公开重要信息”是发行人有权保持沉默的信息,利用内幕信息的原则是“不公开则放弃”(disclose or abstain),不公开而利用时则构成内幕交易。<sup>[15]</sup> 由此可知,

[14] Marcel Kahan, *Games, Lies and Securities Fraud*, 67 NYU law Review 750 (1992).

[15] “未公开重要信息”常常与“内幕信息”混淆使用。随着证券市场的发展,内幕交易行为类型变得十分丰富,以往的“内幕信息”仅指公司内幕人利用“内幕信息”的交易行为,但实践中利用“内幕信息”的主体不仅仅限于公司内幕人,还包括公司外部人利用“内幕信息”与投资者交易的情形(outsider trading)。为了规制证券市场日益多样化的内幕交易行为,将以往“内幕信息”的范围扩大至关联公司间的信息利用行为,以“未公开重要信息”代替“内幕信息”,强化内幕交易行为的监管。参见[韩]金建植、郑顺燮:《资本市场法》,斗圣社2013年版,第387页。



内幕交易中的“未公开重要信息”与信息披露中的“重要信息”,在“重要性”(materiality)的问题上具有同一性。<sup>[16]</sup>

债券发行与交易中,“重要信息”是指影响投资者形成理性投资判断的信息。此处所称投资判断包括债券投资者的投资决定、继续持有或转让决定等,因此涵盖发行市场与流通市场中影响发行人偿付能力变动的全部信息。如发行市场中,发行人应当在债券募集说明书中如实记载现阶段客观的偿债能力以及未来一定时间内影响其偿债能力的经营行为;又如流通市场中,发行人应当在中期报告、年度报告中如实记载发行人偿付能力以及未来一定时间内影响其偿付能力的经营行为。基于公司债本质,债券的信息披露应当包括平等披露、约定披露及诚信披露。三大事项均属于公司债券信息披露制度中的“重要信息”范畴:平等披露是从信息披露制度层面上,要求债券与股票适用相同的披露规则;约定披露是以债券合同属性为基础,结合流通属性,从信息披露导致债券市价波动的层面,界定发行人信息披露义务;诚信披露是以种类债特殊性为基础,要求发行人披露影响债券投资者获取契约成果的相关信息。

首先,平等披露从披露规则角度,通过要求证券(含债券)适用同一的披露规则而将临时报告制度中的影响证券价格的重大事件纳入“重要信息”范畴之内。公司债券作为固定收益类证券具有流通属性,影响证券交易价格的重大事件,仍会对债券的流通价格产生影响,进而影响债券持有人的利益。基于此,《管理办法》第45条中明确了债券发行人对影响其偿债能力或债券价格的重大事项的披露义务。虽然《管理办法》作为部门规章,其效力远远小于《证券法》,但作为首次明确债券发行人持续性信息披露义务,摆脱了以往债券信息披露依附于股票信息披露的问题,对完善流通市场中债券投资者的权益保护具有重要意义。证券法修订之时,有必要将临时报告制度扩大适用至公司债券,通过明确发行人对重大事件的披露义务来确立其“重要信息”的地位。其次,约定披露结合债券的同属性与流通属性,债券合同中约定的限制发行人行为的条款属于“重要信息”的范畴。当发行人违反债

---

[16] [韩]金建植、郑顺燮:《资本市场法》,斗圣社2013年版,第411页。

券募集说明书、中期报告、年度报告等记载,超出投资者预期从事负债行为、投资行为、担保行为等经营行为时,应当认定构成违约而承担损害赔偿赔偿责任。此外,约定条款以外,债券的流通性使得债券合同涉及他方当事人的理解及信赖。适用《合同法》第125条第1款解释债券合同时,应结合市场的合理期待“确定该条款的真实意思”。基于此,违反市场期待的发行人行为,即便不属于债券合同的约定事项,但也会导致债券市价的不正常波动,应当属于“重要信息”。最后,种类债发行中,种类债特点导致的影响投资者权益的事项也应当属于“重要信息”。此时的披露源于发行人与投资者之间存在的关于种类债特点的信赖关系。原则上,除债券合同约定事项以外,发行人对其他事项不承担披露义务。但发行人与债券投资者之间关于特殊权利的实现存在信赖关系时,<sup>[17]</sup>如可转换公司债中的转换权,发行人有义务披露影响其信赖关系的信息。<sup>[18]</sup>

## 2. 信息的确定与“信息的重要性”

“重要信息”一定是能够客观确定的吗,又或预测信息一定不属于“重要信息”吗?实践中,容易将“重要信息”等同于临时报告中的“重大事件”,然而,“重大事件”作为发行人披露义务对象,一般限定在客观确定的事实。如并购协商的事实、破产的可能性、预估的业绩等缺乏确定性的事实,往往不属于临时报告的披露范围而被排除在“重要信息”范围之外。<sup>[19]</sup>但是不可否认,能够影响证券市场价格波动的信息,并不限于客观确定的信息,客观上不能确定的信息仍会造成证券市场的价格波动。因此不能将“重要信息”简单地等同于临时报告中的“重大事件”,也不能以信息能否确定来判断信息的重要性。

“重要信息”并非一定是能够客观确定的,其原因在于,公司经营过程中,“重要信息”的形成需要一定的过程,信息经过多个环节方能

[17] [韩]Yoon - Youngshin:“股东与债券持有人的利益冲突及债券持有人利益的保护”,载《商事法研究》1998年第17卷第1号。

[18] Restatement(Second) of Contracts § 161(d)(1981):合同双方当事人之间存在信赖关系时,有义务披露影响信赖关系的信息。

[19] [韩]金建植、郑顺燮:《资本市场法》,斗圣社2013年版,第409页。

逐步确定为客观信息。信息的形成过程中,每个阶段的信息对不同的人具有不同的意义,因此信息的重要与否,不能仅从信息本身能否确定去判断。由于未披露“重要信息”的结果是造成债券持有人权益的损害,因此从投资者的角度,只要未确定的信息能够影响其投资决定时,便可认定为“重要信息”。即“重要事实”的形成时点并不是事实能够客观确定的时候,应当基于对投资者形成理性投资判断的影响以及信息发生的概率、市场价格的波动来综合判断。<sup>[20]</sup>

围绕何为“重要信息”,结合境外判例得出下列标准:首先,未发生的事情并不代表不重要,因此未披露未发生的事情,也可能构成虚假陈述。判断未实际发生的事情是否属于重要信息时,应当综合考量实际发生的概率与该事件在公司中的比重,判断是否应当披露。<sup>[21]</sup> 即未实际发生的事情也可能构成重要信息。其次,从债券交易环节看,披露的信息能够决定认购债券、继续持有或转让债券时,该信息即为“重要信息”。<sup>[22]</sup> 最后,信息披露不仅指披露行为,还应当伴随信息准确传递所需的所有补充措施,以便消除信息披露时的误导性。<sup>[23]</sup> 披露信息伴随其他补充措施时,补充措施一并构成“重要信息”。

## (二)“充分披露”之标准

信息披露义务的履行标准是“充分披露”。充分披露即披露内容不存在虚假记载、误导性陈述及重大遗漏。信息披露义务履行过程中,

---

[20] 韩国大法院 2008 年 11 月 27 日宣告 2008DO6219 判决:本案中,2003 年 7 月 21 日 L 集团 A 公司法定代表人向副会长递交的非公开文件——“营业计划及主要经营事项”报告书中记载的公司赤字规模以及对外融资规模等信息,即使该信息还不能确定是否属实,但却不能否认其对投资者的投资判断的影响。因此本案中“重要信息”的形成时期可确定为 2003 年 7 月 21 日。

[21] *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988): 本案中法官采取“概率性/比重理论”判断未发生的事情是否应当披露,以及未披露时是否构成虚假记载的标准。本案中法官认为:测量未发生事件的发生概率性时,应当关注管理层对该事件的关注程度,如董事会决议、与投行的联系、协商的次数等;判断事件在公司经营的比重时,应当关注公司规模及对股市市盈率的影响等。

[22] 韩国大法院 1994 年 4 月 26 日宣告 93DO695 判决;韩国大法院 1995 年 6 月 29 日宣告 95DO467 判决。

[23] Dale Arthur Oesterle, *The Inexorable March Toward a Continuous Disclosure Requirement for Publicly Traded Corporations: “Are We There Yet?”*, 20 *Cardozo Law Review* 135, 144 (1998 - 1999).

《证券法》以披露义务主体为基础,将违反信息披露义务的责任人划分为发行人与其他证券市场相关人(详见《证券法》第 78 条),并进一步将发行人承担责任的范围限制在公示文件内(详见《证券法》第 69 条),对于非文件类型的披露责任则归类至其他证券相关人之中。可以说,《证券法》以披露义务人为核心,确立了违反披露义务的标准。但从投资者角度看,无论哪个主体违反披露义务,对其投资判断造成的影响是相同的,因此第 69 条与第 78 条在违反披露义务的标准上具有同一性。下面以投资者为标准,界定何为信息的“虚假记载、误导性陈述及重大遗漏”。

### 1. 虚假记载之“虚假”的内涵

虚假记载也被称为“不实表述”,即披露不真实的内容。<sup>[24]</sup> 债券发行人或其他信息披露义务人违反《证券法》第 69 条、第 78 条构成信息的“虚假记载、虚假陈述”等“虚假披露”时,应当具有主观上的故意,披露义务人应已知披露信息的真伪。因此当披露义务人已知信息为虚假,仍予以披露时,则存在主观上欺诈的故意,构成证券欺诈行为(欺诈发行、欺诈交易)。<sup>[25]</sup> 当披露义务人对虚假信息的披露,主观上不知其真伪时,不构成虚假披露。

虚假记载,虽然表述为“记载”,但其对象不应限于发行人或其他证券相关人对外公示的文书类载体,还应当包括演讲、电视、广播等形式,对外宣传的非文书类载体。依我国《证券法》第 69 条的规定,发行人与上市公司仅对“公司债券募集办法、财务会计报告、年度报告、中期报告以及其他信息披露资料”等文书类载体因虚假记载而承担损害赔偿;而证券市场其他主体,如国家工作人员、传播媒介从业人员、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券业协会、证监会、传播媒介等,依第 78 条规定对于非文书类载体也承担虚假披露的责任。现行《证券法》对发行人虚假记载的载体规定得较为单一,考虑到发行人作为信息源头,法律上应当强化其责任。《证券法》

[24] [韩]Kim - Hwajin:《资本市场法理论》,韩国博英社 2014 年版,第 33 页。

[25] [韩]郑顺燮:“不公正交易法制的现状与解释学方法”,载《BFL: Business Financial Law Review》2010 年第 43 号。

修订过程中,可将发行人虚假记载责任载体扩大到“以融资为目的”的所有披露行为之中,强化发行人虚假披露的责任。

判断披露信息是否“虚假”时,应当针对信息本身,不应当过多地考虑披露义务人主观上是否愿意又或客观上是否有能力实现披露信息。如发行人通过股东大会决议变更公司章程,将披露信息记载至公司章程内,即便该信息不具有实际可操作性,但也不能因此而认定发行人构成“虚假披露”。<sup>[26]</sup> 实践中,虚假披露大多通过“虚假交易”的方式来体现。如虚构明星收购控制权的事实并予以披露时、虚构海外上市并予以披露时、控股股东与公司间交易伪装成其他公司出资行为等。

基于信息披露的对象及信息获取的渠道,披露适当夸张的信息不构成虚假披露。随着远程交易方式的兴起致使投资者获取信息的渠道变得日益丰富,投资者获取信息时,应当有所甄别,不能将所有信息均视为发行人以融资为目的发布的消息。如发行人对外宣传新产品时,适当夸张公司业绩以及未来发展方向的信息,又或故意未记载公司销售业绩不佳的事实,不应视为虚假披露行为。<sup>[27]</sup> 此外,濒临破产的公司对外宣称“公司将会继续创造历史的辉煌”,又或面对全球经济危机,公司发文称“公司具有完备的风险管理系统”等适当扩张且可能不符合公司实际情况的信息,大多数为行业习惯用语,理性投资者有能力判断乐观的预测信息,不属于虚假披露行为。

## 2. 不存在“半真实”披露(half-truth)

所谓“半真实”(half-truth)是指披露的信息是真实的,但因存在遗漏或未完全披露而造成投资者误解的情形。如面临三项知识产权诉讼的上市公司,对外仅公布两项纠纷时,属于“半真实”披露。<sup>[28]</sup> 法院对于上述“半真实”披露行为,根据具体案件事实及披露内容,只

---

[26] 韩国大法院 2003 年 11 月 14 日宣告 2003DO686 判决:华盛公司以股东大会决议的方式变更公司章程,将“通讯信息相关产业”列为公司经营范围之内,即便事后有证据表明华盛公司主观上不存在从事“通讯信息产业”的意图,又或客观上不存在从事“通讯产业”的事实,也不能因华盛公司对外公布公司章程的事实视为信息的虚假披露。

[27] Backman v. Polaroid Corp., 910 F. 2d 10(1<sup>st</sup> Cir. 1990).

[28] Leo Katz, *All Deceptions Are Not Equal*, New York Times, Aug, 19, 1998, A29.

有当告知内容本身是真实的,但告知义务人未告知部分事实或有所保留,致使交易相对人产生重大误解时,才构成欺诈行为。<sup>[29]</sup>因此,当债券发行中信息披露义务人存在“半真实”披露时,即便披露的信息是真实的,但遗漏信息可能引起债券投资者误解,进而影响投资判断时,可认定构成欺诈行为。

“半真实”披露并不否认发行人对公司信息的自由处分权。信息属于公司财产,公司作为独立法人有权自由处分公司财产。披露行为是处分行为的一种表现形式,倘若融资时,法律允许公司自由决定披露内容,则会造成公司以最少的信息披露又或最有利于投资者的信息披露来实现融资目的。<sup>[30]</sup>信息披露作为限制发行人信息处分权的制度,其立法目的在于通过防范证券市场欺诈行为,实现证券市场的诚信机制。信息披露与规制证券欺诈行为之间存在密不可分的联系。欺诈作为意思形成过程中的违法性干预,若要披露不构成欺诈,则意味着披露的信息不应当干预理性投资决定的形成。但这并不意味着披露一定是发行人公开其全部信息,对于不影响投资判断的信息,发行人有权保持沉默。沉默之边界即为不因沉默而产生误解。这也同样适用于“半真实”披露中,发行人遗漏信息的行为是否构成欺诈的判断标准。可以说,并不是所有遗漏信息行为均构成欺诈行为,只有当遗漏信息造成误解进而影响投资判断时,才构成欺诈。

此外,语言因其多义性,有解释的必要,披露的信息也是如此。“半真实”的信息虽然相比一般信息,需要投资者更多更深的解读,但本质上与其他信息一样,需解读才能理解。因而投资判断依赖的是经投资者主观解读后的信息。评价“半真实”信息时,也应当考虑投资者对信息的自我认识过程,而不仅仅基于信息的“半真实”而将信息披露直接归类为欺诈行为之中。

---

[29] Restatement(Second) of Torts § 529(1977).

[30] James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, Securities Regulation: Cases and Materials 239(7<sup>th</sup> ed.), Wolters Kluwer, 2013.

#### 四、结语

信息披露制度通过赋予发行人强制的信息披露义务,消除证券市场中发行人与投资者之间的信息不对称,以制度的方式预防融资过程中的利益冲突。现阶段我国《证券法》内关于公司债券信息披露规则依附于股票信息披露规则,未能反映公司债券作为固定收益类证券的信息披露规则上的特殊性。公司债券作为固定收益类证券,兼具证券属性与合同属性。信息披露制度构建中应当基于公司债券区别于股票的属性,对披露范围之“重要信息”与披露标准之“充分披露”重新解释。披露制度上,应当将《管理办法》中的临时报告制度上升至《证券法》领域内的临时披露制度;披露内容上,“重要信息”应当从披露义务的角度切入,披露范围界定为影响投资判断的信息、市场合理期待内的影响债券市价波动的信息以及反映种类债特殊性的事项;披露标准上,“充分披露”不应存在不实披露及半真实披露。不实披露中,披露义务人应当有披露虚假信息的故意且虚假信息的判断应当针对信息本身,不应过多的考虑披露义务人主观上是否愿意又或客观上是否有能力实现披露信息,披露适当夸张的信息不构成虚假披露。“半真实”披露中,应当理清半真实披露与欺诈的关系,判断半真实披露是否构成欺诈时,应结合投资者对信息的自我认识,只有能够产生投资者误解时,才构成欺诈。