

## 我国证券市场信息披露 制度的法律分析

——以法律规范文义解释为基础的研究\*

郑 彧\*\*

**摘要:**证券市场信息披露的最终目的应该存在于两个方面:第一,要使得信息披露义务主体能够方便、准确、完整地按照信息披露的义务规则做出信息披露,这是信息披露规则价值实现的存在基础;第二,确保投资者(包括潜在投资者)能够或充分、方便、完整、及时地获得,以便其进行证券投资的判断和决策。基于以上原因,为了全面评估我国证券市场信息披露制度的有效性,本文以2000年1月1日至2014年3月31日期间我国证券市场信息披露法律规范为样本,在“投资者需求导向”为基础的价值导向下,对近14年来我国证券市场信息披露法律制度的框架、结构、体系和主要问题进行梳理,以期能

---

\* 本文为2014年度国家社会科学基金项目“‘负面清单’背景下金融产品创新与金融监管改革研究”(批准号:14BFX092)的中期研究成果,同时也是中国社会科学院法学研究所承接的“我国资本市场信息披露规则评估报告”课题之部分内容,本文文责由笔者自负。在此一并感谢华东政法大学2012级法律硕士研究生黄欢和李荣森对相关信息披露法律法规的收集、整理及对本文的文字校对工作。

\*\* 华东政法大学国际金融法律学院副教授,法律博士。

够对未来我国资本市场信息披露规则的改革和提升有所启示与帮助。

**关键词:** 证券市场 信息披露 法律分析

## 一、2000~2014年我国证券市场信息披露规则体系建设的总体评价

### (一) 信息披露的立法成果显著,信息披露法律规范的体系已经初步形成

自2000年1月1日至2014年3月31日期间(以下简称样本期间),全国人大常委会、中国证监会和上海证券交易所等立法机关、行政机关和市场自律组织在信息披露方面总计发布和修订了320件法律规范(以下简称样本)。<sup>[1]</sup>其中截至2014年3月31日,总计仍有228件信息披露法律规范现行有效。在现行有效的信息披露法律规范中,全国人大常委会颁布的法律为4部,占总样本数的1.75%;中国证监会颁布的规章总计100部,占总样本数的43.86%;上海证券交易所颁布的规则总计121部,占总样本数的53.07%(相关样本数量和占比分析数据请分别参见图1和图2)。由此可见,我国证券市场虽尚处发展的初期,在信息披露规范方面却已经取得较为可喜的成绩。

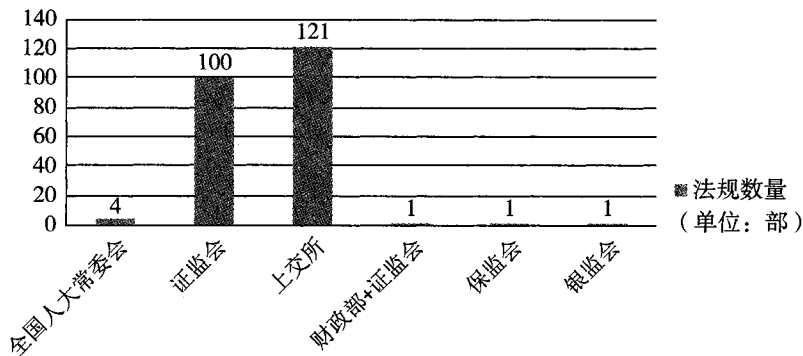


图1 现行有效信息披露法律法规汇总分析(一):按照颁布机关的数量分析

[1] 法律规范的数据来源于:中国证监会网站([www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn))、上海证券交易所网站([www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn))、北大法律信息网([www.chinalawinfo.com](http://www.chinalawinfo.com))和新法规速递。

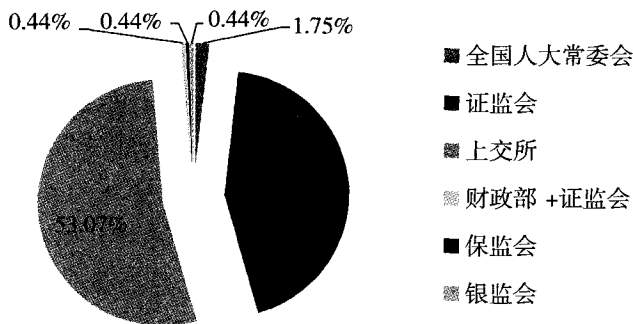


图2 现行有效信息披露法律法规汇总分析(二):  
按照颁布机关的占比分析

### (二) 信息披露监管规则不断完善,监管要求与时俱进

以半年度报告的信息披露监管演进为例,相比2000年《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第三号——中期报告的内容与格式》,2002年6月22日经修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告》中少了对于“总资产”、“资产负债率”的披露要求,新增了“每股经营活动产生的现金流量净额”的披露要求,新增了“管理层讨论与分析”这一节用来披露管理层对于公司经营的分析。2003年该项准则进一步修订时,除原有披露要求外,又对半年度报告增加了“流动资产”与“流动负债”的披露要求;2002年中期报告准则对于重大事项的兜底定义是“公司应当披露在报告期内发生的除上述第三十七条至第四十四条规定之外,且未曾在临时报告中披露过的其他重要事项信息”,到了2003年对于重大事项的定义增加了“公司应当披露在报告期内其他对公司产生重大影响的重要事项,包括:公司、公司董事会及董事受中国证监会稽查、中国证监会行政处罚、通报批评、被其他行政管理部门处罚及证券交易所公开谴责的情况,说明接受稽查及处罚的次数、原因及处罚结论;公司董事、管理层有关人员被采取司法强制措施的情况”;而且在2007年半年度报告准则修订时,将原半年度报告中的“管理层报告”修改为“董事会报告”,这使得报告的义务主体和法律责任主体更为明确,同时要求上市公司披露“比较式利润表”以清晰、明确反映利润变化情况。

再如,就信息披露的审核方式而言,上海证券交易所从最初的“对

定期报告实行事后审查,对临时报告实行事前审查”和“对上市公司年度报告实行事前登记、事后审查”(《上海证券交易所上市规则(2000年修订)》第4条第6款、第6条第3款)放松为“对定期报告实行事前登记、事后审核;对临时报告依不同情况实行事前审核或者事前登记、事后审核”(《上海证券交易所上市规则(2004年修订)》第2条第10款)。2013年开始,上海证券交易所还针对绝大多数事项的信息披露采取上市公司直接披露,交易所事后监管的“信息披露直通车”制度,明确了交易所不对上市公司的公告进行事前审核。这些规则的变化充分证明了过去14年间我国信息披露监管内容和监管方式的与时俱进与不断发展。

但即便如此,基于本次信息披露效果评价的目的,我国信息披露制度的既存优点不是本文的研究重点,我们仍将围绕不足与问题展开外部评价。

### **(三) 信息披露规则数量众多、体系层次复杂,不利于准确、有效地检索、引用相应的信息披露规则**

在前述数据中,我们可以很明显地看到中国证监会及上海证券交易所的法律规范是我国证券市场信息披露规范体系的中流砥柱,发布的信息披露法律规范在全部法律规范的占比数达到96.5%。但就这两家主体所颁布的信息披露法律规范而言,其在颁布主体、形式类型和监管类型等方面又呈现多元化和复杂化的特征:

第一,信息披露规范的发文主体呈现多元化特征。

从样本数据上看,为了确保行政监管文件的效力,多数行政监管文件都是以“中国证券监督管理委员会”(以下简称中国证监会)的名义发布,但细究这些行政性规章的文号,我们可以通过文号发现不同监管规范所对应的主管部门存在不同,比如“令第\*\*\*号”、“证监发行字[\*\*\*]\*\*\*号”、“证监公司字[\*\*\*]\*\*\*号”、“证监会计字[\*\*\*]\*\*\*号”、“证监基金字[\*\*\*]\*\*\*号”等分门别类的文号分别代表着证监会、发行监管部、上市公司部、会计部和基金部主导制订过程的文件,相关信息披露规范所涉及的监管内容也是由各自对应的发文部门承担(有关发文责任主体的分类请参见图3和图4的分析)。同理,在2014年上海证券交易所规范并统一其对外发文的文

号标准之前,以上海证券交易所名义发布的规则也是按照“交易所”、“发行上市部”、“上市公司监管部”、“市场监察部”、“债券基金部”等对口负责部门进行文号分类(如“上证上市公字[2009]69号”、“上证交字[2010]24号”等)。

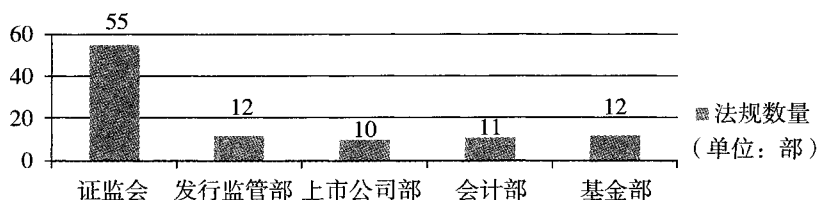


图3 中国证监会信息披露法律法规分析(一):  
按照发文责任主体的数量分析

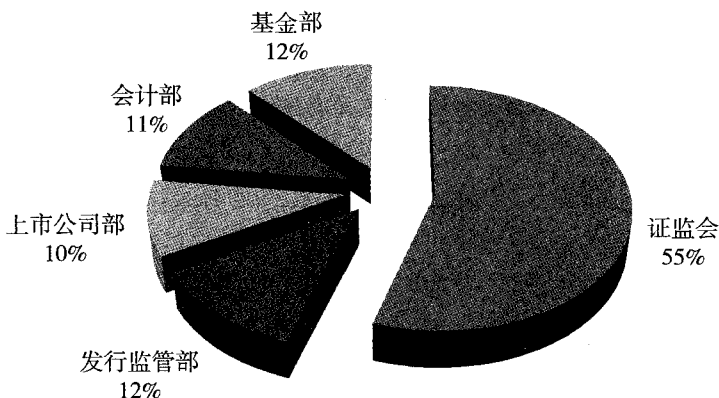


图4 中国证监会信息披露法律规范分析(二):  
按照发文责任主体的占比分析

第二,信息披露法律规范的形式类别呈现复杂化的特征。

仅就中国证监会颁布的信息披露规范的形式而言,在过去14年中,信息披露规范体系不仅包含有行政规章(比如《上市公司重大资产重组管理办法》)、行政规范性文件(比如《上市公司非公开发行股票实施细则》),还存在着诸如解释性公告(比如《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第2号——财务报表附注中政府补助相关信息的披露》)、备忘录(比如《股票发行审核标准备忘录第1号》)和问答(《公

开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益》)等在行政法体系中并非属于行政性规范文件的法律规范。正是基于法律规范形式的多样化导致以中国证监会名义颁布的有关信息披露法律规范的标题名称也呈现复杂化的趋势,存在着“办法”、“规定”、“规则”、“通知”、“规范”、“意见”、“细则”、“要求”、“备忘录”、“指引”、“准则”等数十余种规范形式(参见图5和图6分析)。同样地,在交易所这个层面,上海证券交易所有关信息披露的规则也因为起草部门层级的不同而分为“规则”、“通知”、“规定”、“指引”、“备忘录”等形式。

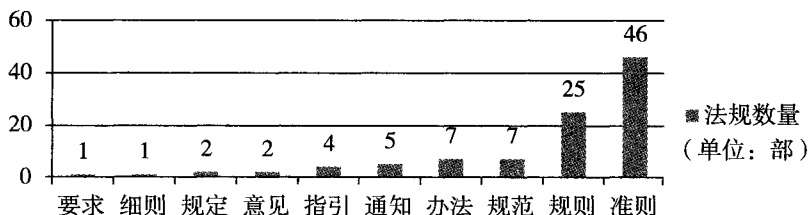


图5 中国证监会信息披露法律规范形式类别的数量分析

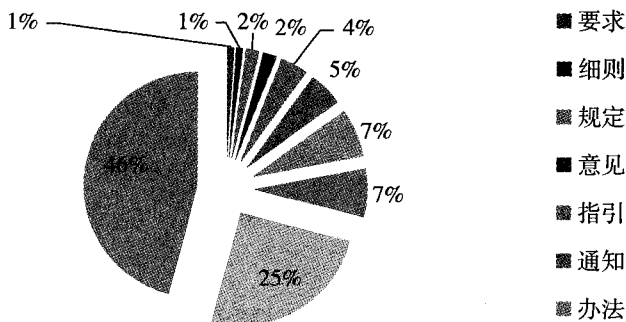


图6 中国证监会信息披露法律规范形式类别的占比分析

第三,信息披露法律规范监管类型呈现多样化的特征。

在中国证监会层面,信息披露法律规范涵盖了首次公开发行、上市公司收购监管、日常信息披露监管、资产重组监管、会计准则监管、财务监督监管、债券发行监管、期货市场监管、基金监管和业务管理等类型(参见图7分析)。

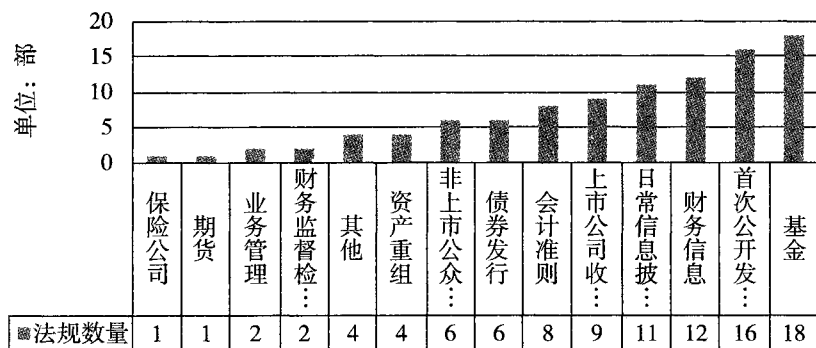


图7 中国证监会信息披露法律监管类别的数量分析

而在上海证券交易所层面,其信息披露规则同样也大体被分为上市规则、新股发行、日常信息披露、股权分置改革、资产重组、资产评估、债券发行、异常交易行为指引和业务管理等方面(参见图8分析)。

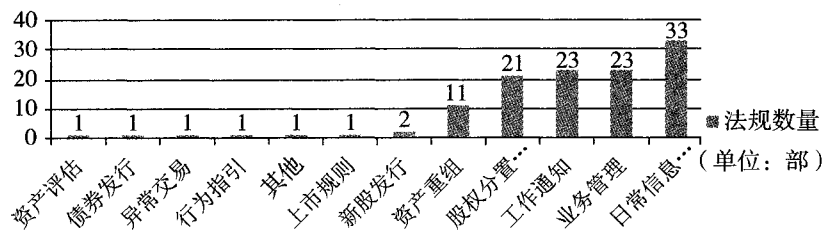


图8 上海证券交易所信息披露法律监管类别的数量分析

(四) 信息披露法律规范的修、改、废频率过高,不利于保持市场预期的稳定性和守法、执法的连续性

针对截至2014年3月31日现行有效的228条信息披露法律规范的分析显示,总共有104部法律规范在样本期间内被修、改、废(以下简称修订),被修订的样本数量占总样本数的46.49%(参见图9所示)。其中,在样本期间内修订频率最多的样本对象的是《上海证券交易所上市规则》,在样本期间内总计被修订7次,平均每2年修订1次;其次是《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》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式》,总计修订6次。而样本修订间隔时间最短的则为上海证券交易所颁布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备

备忘录第12号——上市公司重大资产重组预案公告格式指引(试行)》，其于2012年4月颁布，但不到4个月就被废除。

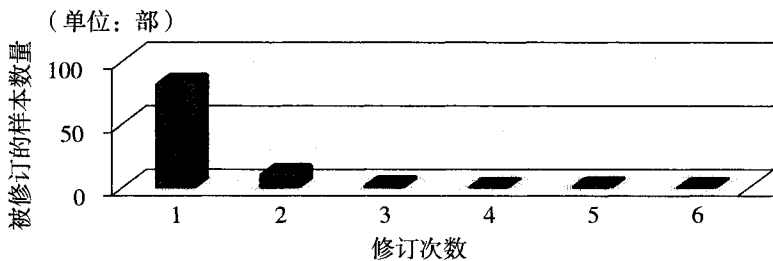


图9 2000~2014年信息披露法律规范修、改、废情况分析

我们认为,虽然源于现代法治理念,证券市场的监管需要实现系统化和透明化,但就新兴证券市场国家而言,制定出详尽周密的证券法技术规范几乎没有可能。为避免市场秩序失控,多数国家都会采取原则性与灵活性相结合的方法,权衡各方参与者的利益关系,划定市场参与者活动的最大外延,此时立法者为避免对法律漏洞被利用的担心,不得不频繁修改规则,以适应变动中的需求。<sup>〔2〕</sup>我国信息披露的立法也是如此,如同大多数与经济有关的立法一样,监管层秉承“急用先立”的原则,在“有总比没有强”的想法下,为处于“新兴”+“转轨”发展阶段的证券市场推出了诸多的信息披露规则。但正因为“急用先立”的价值导向使得我们在规范的制定与实施方面仍存在许多问题。比如,缺乏明细、可操作和公平执行的具体规范;透明度不高,有的规范已不执行,但未能出台新的规范替代,或者在实践中已有新的做法,却未形成规范对外公布,给人造成“黑箱操作”的印象;口头意见代法现象严重,法随人意,法随人变,造成了“政策多变”的错觉;部门立法,部门分割,有关措施缺乏照应或相互交叉,或存在遗漏和抵触现象;规范的制定与执行没有适当分离,造成根据需要立法或执行的现象,随意性较大。<sup>〔3〕</sup>由此造成目前的信息披露监管规则在改革的名义下不时变动,在法律

〔2〕 中国人民大学民商事法律科学研究所:“证券市场诚信、自律和法治原则研究”,载《上证研究(2005)法制专辑》,复旦大学出版社2005年版,第29页。

〔3〕 参见《关于完善公开发行证券公司信息披露规范的意见》。



上立、改、废的周期和频率大大高于世界平均水平,这会使得相当一部分法律要么被市场所架空成为一纸空文,要么被市场所规避造成法律适用的虚无。

## 二、我国资本市场信息披露规范体系的外在评价:立法精细化的挑战与考验

就美国证券立法的经验而言,其证券立法的精细化有助于市场参与主体方便、简易地搜索和适用法律法规。比如,无论是《1933年证券法》还是《1934年证券交易法》及二者的配套规则(包括规定与规则),其在立法例中有两个特别好的经验:第一,每一条立法都会显示变化的过程以便检索者知晓立法的过程,便于传承与发展(参见图例一示意);第二,如果相关法条不适用而被删除,其相关文号将被保留,以保持立法的连贯性和衔接性(参见图例二示意)。

### 《1934年美国证券交易法》(摘录):

#### 第3B条 证券相关衍生品

(a) 商品期货交易委员会根据《商品交易法》第4(c)(1)条[《美国法典》第7编第6(c)(1)节]豁免的任何或者任何一类协议、合约或者交易,在委员会对该协议、合约或者交易享有共同管辖权时,应当被视为证券法项下的证券。

(b) 对于商品期货交易委员会根据《商品交易法》第4(c)(1)条[《美国法典》第7编第6(c)(1)节]豁免的任何或者任何一类协议、合约或者交易,在委员会对该协议、合约或者交易享有共同管辖权时,在证券法中提及“购买”或者“出售”某一证券,根据文义要求,应当被视为包括该协议、合约或者交易项下权利或者义务的执行、终止(在其计划到期日前)、让与、交换或者类似转让、让渡或者清偿。

[1934年6月6日立法第404章第一部分第3B条,经2010年7月21日《第111-203号公法》第7章第717(b)条增加,即《美国制定法大全》第124编第1651节。]

图例一:美国证券法律立法规范示例之一

### 1933年美国证券法配套法规之第230部分(摘录):

第230部分第439章 使用以引注方式加入的材料的不同意

若法案或者委员会的规则和规定要求申报针对使用任何有关于注册登记表的材料的书面同意,则即使材料是以引注方式加入,该书面同意也应作为注册登记表的附录进行申报……

[联邦公告,1982年3月16日出版,第47卷第11441页,分别修订于1995年5月17日,第60卷第26615页;联邦公告,2005年8月3日第70卷第44818页。]

第230部分第445章-230部分第447章[留白备用]

第230部分第455章 申报地点

所有注册登记表和其他向委员会申报的纸质文件都应在委员会的主要办公地址进行申报。此类文件可以以向委员会报送的方式申报……

图例二:美国证券法律立法规范示例之二

美国证券立法例前述技术处理的好处在于这样的立法形式有利于市场主体通过同一个法规文号检索到同一篇的法律规范,并且很方便地通过一篇法律规范的检索知晓该篇法律法规的立法过程,不仅方便当事人查询、了解法律规范的本身,还有助于从立法发展的背景准确地理解法条本身的含义。但反观我国,无论是中国证监会层面还是交易所层面,对于信息披露规范的文号编制显得随意性比较大,不仅形式上不规范,还存在体例不统一、编号不系统等问题,从而给信息披露义务人和其他信息披露规范的使用者造成很大不便:

#### (一)法律规范文号的编排不合理

第一,同样的文号存在于针对两个不同监管性质的事项。比如,2001年3月6日中国证监会发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——首次公开发行股票申请文件》(证监发[2001]36号),<sup>[4]</sup>但研究资料显示,2001年12月7日中国证监会以同

---

[4] 该文于2007年3月6日被《中国证券监督管理委员会关于废止部分证券期货规章的通知(第六批)》所废止。

样的文号发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——上市公司股东持股变动报告》,<sup>[5]</sup>这两个准则的文号完全一致,但适用的信息披露内容却完全不一样:一个是适用于首次公开发行股票申请文件,另一个是适用于上市公司上市后的持股变动。

第二,相同监管事项的法律规范没有使用相同的文号。比如,2006年5月18日,中国证监会颁布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——首次公开发行股票并上市申请文件(2006年修订)》(证监发行字[2006]6号),很明显,通过标题中的“2006年修订”,我们很容易理解“证监发行字[2006]6号”文无论是从内容还是从文义上应该是承接《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——首次公开发行股票申请文件》(证监发[2001]36号)而对首次公开发行申请文件的内容和格式进行规范的,因此后文理论上其文号应承接“证监发[2001]36号”进行编排。但囿于我国传统的行政机关发文习惯,这类属于同一监管事项且前后内容具有相互连贯性的法律规范不得按照年份以编年体的方式对外颁布,这明显增加了当事人检索相关法律规范的难度。

第三,同一发文机关就同一事项(信息披露)发文的文号不连续。由于监管机构在其内部采取的是“条块管理”(如按发行监管、重大资产重组、上市公司监管等确定管理部门)，“条块管理”所对应的监管部门就相关事项负有较大的管理权限。因此在信息披露规范问题上,为了回避由证监会或者交易所的某个部门发布规范效力层级不足的问题,绝大多数由证监会或者交易所职能部门在其监管职能范围内牵头起草的法律规范都会以“中国证监会”或者“上海证券交易所”的名义

---

[5] 此处法规数据来源于北大法宝的数据库([http://www.pkulaw.cn/fulltext\\_form.aspx?Db=chl&Gid=37986&keyword=%e4%b8%8a%e5%b8%82%e5%85%ac%e5%8f%b8%e8%82%a1%e4%b8%9c%e6%8c%81%e8%82%a1%e5%8f%98%e5%8a%a8%e6%8a%a5%e5%91%8a&EncodingName=&Search\\_Mode=accurate](http://www.pkulaw.cn/fulltext_form.aspx?Db=chl&Gid=37986&keyword=%e4%b8%8a%e5%b8%82%e5%85%ac%e5%8f%b8%e8%82%a1%e4%b8%9c%e6%8c%81%e8%82%a1%e5%8f%98%e5%8a%a8%e6%8a%a5%e5%91%8a&EncodingName=&Search_Mode=accurate))。需要说明的是,2002年11月28日,就上市公司股东持股变动的披露事项,中国证监会颁布了一个几乎同名但文号不同的另一个准则:“公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——上市公司股东持股变动报告书”,二者之间的区别仅在于:(1)标题中“公开发行证券公司”与“公开发行证券的公司”;(2)文号“第9号”和“第15号”及;(3)副标题最后一字是否有“书”之别。

对外发布,但为了有利于发文机关内部监管职能和责任的分工,相应法律规范在发文的编号上又是以该部门的简称及编号作为相应规范的简称及编号,这就导致同一发文机构就同一监管事项(如信息披露)在同年所发布的规范编号完全不连续的问题。比如,同样是2010年由上海证券交易所发布的规则,就会存在“上证交字[2010]24号”和“上证公字[2010]46号”等不同的编号规则,由此增加了市场相关主体和研究人员完整检索相关信息披露规范的难度。<sup>[6]</sup>

## (二) 法律规范文号的设计不科学

以信息披露内容与格式准则为例。按照我们的排序,中国证监会颁布的现行适用的“信息披露内容与格式准则”应该总共有33号的准则指引。根据法律文号编排的基本规则,如果这些准则都适用于同一类的主体,那么这些准则的主名称至少应该是一个相同的名称(比如“公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第\*号——\* \* \* \* \*”<sup>[7]</sup>),这样会有助于监管主体和市场主体简便地了解 and 查询信息披露的监管要求。但就我国立法实践而言,以前述准则为例,我们发现该项准则指引迄今为止一共有3个主名称,比如第1号-第6号、第8号准则曾经使用的主名称是“公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则”,后于2001年被改为“公开发行证券公司信息披露的内容与格式准则”。再其后,对于所有涉及公开发行证券的信息披露,中国证监会又以“公开发行证券的公司信息披露的内容与格式准则”作为该准则(包括既有序号准则的修订和新序号准则的实施)的主名称。我们可以看到,这三个主名称不同的准则在本质、内容和历史沿革上都是指向同一个准则(有关该准则文号不同的表述请参见表1说明)。由此可见,同一系列的准则指引却存在不同的名称已经给信息披露义务主体和市场相对人在适用、检索信息披露法律规范时造成了严重的困惑。前述规则内容连贯但文号不一的问题也存在于“信息披露编报规

[6] 根据我们的调研,上海证券交易所自2014年以来对外发文已经改变原来按照部门监管职能就对外发文进行编号的做法,而是统一以“上证发”或“上证函”作为统一的类别进行对外发文的编号,这就非常有利于法律规范的识别与比较。

[7] 在这样的文号命名规则中,“公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则”就是这个准则的主名称。

则”文号的编制过程中(比如编报规则曾使用的名称为“公开发行证券公司信息披露编报规则”,现在使用的名称为“公开发行证券的公司信息披露编报规则”,两者所对应的编报规则的排序是可以连贯、先后衔接的)。

表1 公开发行证券的公司信息披露的内容与  
格式准则文号历史沿革的分析

旧准则名称		新准则名称	
公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则	公开发行证券公司信息披露内容与格式准则	公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则	备注
第一号——招股说明书的内容与格式	—	第1号——招股说明书	
第二号——年度报告的内容与格式	—	第2号——年度报告的内容与格式	
第三号——中期报告的内容与格式	—	第3号——半年度报告(半年度报告的内容与格式)	
第四号——配股说明书的内容与格式	(旧准则已失效,未检索到新准则)		
第五号——公司股份变动报告的内容与格式(试行)	—	第5号——公司股份变动报告的内容与格式	
第六号——法律意见书的内容与格式	(旧准则已失效,相关内容被移至公开发行证券的公司信息披露编报规则第12号)		
(未检索到旧准则的内容)		第7号——股票上市公告书的通知	已失效
第八号《验证笔录的内容与格式》(试行)	—	(被新准则第9号替代)	
—	第9号——上市公司股东持股变动报告	第9号——首次公开发行股票并上市申请文件	
—	第9号——首次公开发行股票申请文件		
—	第10号——要约收购报告	第10号——上市公司公开发行证券申请文件	

续表

旧准则名称		新准则名称	
—	第 11 号——要约收购中被收购公司董事会报告	第 11 号——上市公司公开发行证券募集说明书(该号准则之前的名称是“第 11 号——上市公司发行新股招股说明书”)	
—	—	第 12 号——上市公司发行可转换公司债券申请文件	已失效,2006 年纳入第 10 号“上市公司公开发行证券申请文件”
—	—	(旧)第 13 号——可转换公司债券募集说明书	已失效,2006 年纳入“第 11 号——上市公司公开发行证券募集说明书”
—	—	(新)第 13 号——季度报告内容与格式特别规定	
—	—	第 14 号——可转换公司债券上市公告书的通知	已失效
—	—	第 15 号——上市公司股东持股变动报告书	已失效
—	—	第 15 号——权益变动报告书	
—	—	第 16 号——上市公司收购报告书	
—	—	第 17 号——要约收购报告书	
—	—	第 18 号——被收购公司董事会报告书	
—	—	第 19 号——豁免要约收购申请文件	
—	—	第 20 号——证券公司发行债券申请文件	

续表

旧准则名称		新准则名称	
—	—	第 21 号——证券公司公开发行债券募集说明书	
—	—	第 22 号——证券公司债券上市公告书	
—	—	第 23 号——公开发行公司债券募集说明书	
—	—	第 24 号——公开发行公司债券申请文件	
—	—	第 25 号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书	
—	—	第 26 号——上市公司重大资产重组申请文件	
—	—	第 28 号——创业板公司招股说明书	
—	—	第 29 号——首次公开发行股票并在创业板上市申请文件	
—	—	第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式	
—	—	第 31 号——创业板上市公司半年度报告的内容与格式	
—	—	第 32 号——发行优先股申请文件	
—	—	第 33 号——发行优先股预案和发行情况报告书	

### (三) 法律规范文号的使用不严谨

从我们统计分析的过程来看,我国信息披露法律规范体系形式上的另外一个问题在于我们对于法律规范文号的使用不太严谨,较为明显的问题有:

### 1. 特定文号被明文废止后又通过“修订”的方式“重生”

以上海证券交易所2011年2月22日颁布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第11号——上市公司现金选择权业务指引(试行)》为例,2012年8月3日该指引已被《上海证券交易所关于清理并公开上市公司信息披露监管规范性文件的通知》所废止,但在同一天上海证券交易所就颁布了《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第11号——上市公司现金选择权业务指引(试行)(2012年8月修订)》的文件。在上海证券交易所相关文件的表述中,原指引被表述为“废止并修订”为“上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号——上市公司现金选择权业务指引(试行)”。同样地,上海证券交易所《上市公司股东及其一致行动人增持股份行为指引》修订过程也存在这样一个废止原规范,但又以继续延用原规范文号的修订版形式重新发布的问题。依照简单的法律逻辑,一个已经被“废止”的法律文件怎么可能还以“修订”的方式出现,“皮之不存,毛将焉附”的道理同样适用于法律规范文号的废、改、立过程。

### 2. 同一系列法律规范的序号不具有连贯性

在现有的信息披露规范体系中,为了强调监管事项的同质性,我们就监管事项相似的信息披露采用了相同主名称但按照需要以不同序号编排的文号编制方法。比如,中国证监会发布的“公开发行证券的公司信息披露解释性公告”就总计有5号公告,上海证券交易所颁布的“股权分置改革工作备忘录”系列共计有18个备忘录。逻辑上,这些归属同一系列的各个规范的序号应该保持连贯性,以方便信息披露义务人和市场主体的检索与引用。但在我国的立法实践中,对于这些系列规范的文号编制还较为随意。比如,在某一系列的规范中,特定序号所对应的文号被废止后又会以同一序号的不同监管事项予以重新颁布(如“公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——上市公司股东持股变动报告”在废止后,中国证监会又以同样的准则序号颁布了“公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第9号——首次公开发行股票申请文件”,这两个规范在“信息披露内容与格式准则”系列中的序号相同,但所监管的对象完全不同);再如,“公开发行证券的公司信息披露编报规则”的文号编排也值得商榷:编报规则第1号、第2号、第4号、第



6号在已经被第18号替代的情况下,相应编报规则的序号是“留存备用”还是自动作废在法律规范中并没有明确说法。如果我国也采取像美国立法那样空出废止的文号序号以“留存备用”的话,该编报规则相关文号的序号可以不作变更,但法律规范的制订者需要在立法说明中予以明确交代。如果我们采用的是“规范作废、文号作废”的传统,那么相应规范被作废以后,原有后续规范的编制序号都应得到相应的修正以反映法律规范修订的状态(比如,在第1号、第2号作废的情况下,原第3号在文号编排上就应该递增为第1号)。

表2 新旧信息披露编报规则的比较

公开发行证券的公司信息披露编报规则(旧规则)	公开发行证券的公司信息披露编报规则(新规则)	两者关系	新规则效力	问题分析
第1号——商业银行招股说明书内容与格式特别规定		被新规则第18号替代		1. 因为整个法律规范被编报规则第18号替代,那编报规则的起始序号是否还是第1号、第2号?
第2号——商业银行财务报表附注特别规定		被新规则第18号替代		2. 新规则第18号又被新规则第26号替代
第3号——保险公司招股说明书内容与格式特别规定	第3号——保险公司招股说明书内容与格式特别规定	替代关系	部分失效(特别审计部分)	
第4号——保险公司财务报表附注特别规定	第4号——保险公司信息披露特别规定	被新规则第3号替代		新规则第4号原来用于替代旧规则第4号,但其自身修订时又被新规则第3号所替代,这样等于又废除了新规则第4号的规范

续表

公开发行证券的公司信息披露编报规则(旧规则)	公开发行证券的公司信息披露编报规则(新规则)	两者关系	新规则效力	问题分析
第5号——证券公司招股说明书内容与格式特别规定		部分失效		
第6号——证券公司财务报表附注特别规定[失效]			失效(被《证券公司年度报告内容与格式准则(2013年修订)》替代)	
第7号——商业银行年度报告内容与格式特别规定		被新规则第18号替代		
第8号——证券公司年度报告内容与格式特别规定				
第9号——净资产收益率和每股收益的计算及披露	第9号——净资产收益率和每股收益的计算及披露	替代关系	有效	
第10号——从事房地产开发业务的公司招股说明书内容与格式特别规定		现行有效		
第11号——从事房地产开发业务的公司财务报表附注特别规定		现行有效		

续表

公开发行证券的公司信息披露编报规则(旧规则)	公开发行证券的公司信息披露编报规则(新规则)	两者关系	新规则效力	问题分析
	第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告	现行有效		
	第13号——季度报告内容与格式特别规定(2013修订)			
	第14号——非标准无保留审计意见及其涉及事项的处理		有效	
	第15号——财务报告的一般规定(2010年修订)			
	第16号——A股公司实行补充审计的暂行规定		失效	
	第17号——外商投资股份有限公司招股说明书内容与格式特别规定		有效	
	第18号——商业银行信息披露特别规定		失效,已被第26号替代	
	第19号——财务信息的更正及相关披露			

续表

公开发行证券的公司信息披露编报规则(旧规则)	公开发行证券的公司信息披露编报规则(新规则)	两者关系	新规则效力	问题分析
	第20号——创业板上市公司季度报告的内容与格式(2013年修订)			
	第21号——年度内部控制评价报告的一般规定			
	第26号——商业银行信息披露特别规定(2014年修订)			

### 3. 同一序号的法律规范的名称不同

2000年6月15日,中国证监会颁布了《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第3号——中期报告的内容与格式(2000年修订稿)》,第3号准则为中期报告的内容与格式指引。2002年6月22日,中国证监会将该第3号准则进行修订,并以《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告》的名称进行发布。我们理解原来的中期报告仅指半年报,由于新规中新增了“季度报告”的披露要求,而半年度报告仅为中期报告的一种,因此需将原来的第3号准则的文号名称由“中期报告的内容与格式”改为“半年度报告”。但在2003年6月24日,中国证监会再次修订该准则时,适用于同样内容的第3号准则其名称又变为《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告的内容与格式》,且这一名称沿用至今。因此,就一个具有连贯效力的法律条文而言,这样的命名方式是非常不严谨的,完全不利于法律规范的检索、汇编和适用。

### 三、我国资本市场信息披露规范体系的内在评价：政府管制的过度与市场自律的不足

#### （一）政府监管主导信息披露的形式标准，市场主体进行主动性、竞争性披露激励机制效果有限

在我国证券市场监管制度整体呈现出强烈的“强制性变迁路径”〔8〕的特征下，我国信息披露规范体系的建立和发展也遵从了这样的强制性变迁路径。它的特征在于中国证监会作为法定的证券监管机关推动了整个中国证券市场信息披露方式、内容的变化与发展过程。强制性变迁路径的好处在于一方面它能够迅速推进我国资本市场有关信息披露规范制度的建立和发展，快速建立起我国证券市场信息披露的规范体系。但另一方面，在行政主导变迁的背景下，这种政府主导制度演进的方式也加剧了我国信息披露的“形式化”倾向：表面上看，我们的证券市场似乎已经存在对市场主体或市场行为施加诸多条条框框的信息披露法律规范；然而事实上，这些条条框框在现实监管中都转变为监管机关在行使监管过程中对被监管对象的书面材料考核。因此，不难看到，虽如本文第二部分所言，我国资本市场已经形成系统的信息披露法律规范体系，但总体而言，信息披露的意愿和效果评价仍然不佳：

第一，政府监管的有形之手遍布信息披露法律规范的各个层面，“信息披露管理”多于“信息披露监管”。

虽然在信息披露监管体系中少不了证券监管机关作为行政监管部门所进行的外部监管。但对成熟市场国家而言，信息披露的监管多是确定信息披露的义务主体和信息披露义务人所对应的信息披露义务的范围

---

〔8〕 所谓“强制性变迁路径”，是相对于“诱致性变迁路径”而言。新制度经济学通常假定新制度经济学假定制度的创新或变迁总是各种市场组织在环境变化时对成本和收益进行理性分析以确认收益大于交易成本具有潜在利润后才付诸行动，所以诱致性制度变迁是指现行制度安排的变更或替代，或者是新制度安排的创造，是由一个人或一群人在响应获利机会时自发倡导、组织和实行。与之相反的是，若一项新的制度并非由市场主体而是由政府主导，那么这种制度的变化过程就是一种在“市场因素”以外的强制性变迁过程。“强制性变迁”最为明显的方式是依靠行政命令和行政意志推动体制的创立、变化和变革。

围,很少有其他国家或地区的监管机关像中国证监会那样就信息披露的内容、形式、方法、格式进行那么“细致”、“周到”的立法和监管活动。比如,在被我国证券法专家所称道的美国证券发行注册制度下,SEC也仅是依据《1933年美国证券法》和《1934年美国证券交易法》的授权规定信息披露义务人应予对外披露的信息范围,而如何就这些信息进行全面、准确、及时的披露,SEC并没有做更为统一的事前规定,而是力图通过发行人、证券交易所、中介机构等自律组织的披露竞争和价值引导实现信息披露义务主体进行信息披露的细致化。以适用于首次公开发行注册的表格F-1(FORM S-1)为例,该表格只是要求发行人在招股说明书中披露“简要信息、风险因素和收支比”。而且就“风险因素”一节而言,SEC只是简单地要求注册人提供“有关导致发售具有投机性或者风险性的显著风险因素的讨论……这种讨论不能是呈现那些对于所有发行人或者任何发售都会存在的风险,并且解释这些特定的风险是如何影响发行人或者所发售的证券”,〔9〕因此就拟在SEC进行注册的招股说明书而言,各发行人招股说明书中的“风险披露”必须依赖于发行人及发行人所聘请的中介机构依据自身业务的特点进行披露(当然从免责的角度而言,有关风险因素的声明越多越好,这也是为什么我们看到在SEC注册的招股说明书中有关风险因素的披露条款比重相当之大,大到一国金融政策的调整,小到消费观念的变化的影响)。这种“模糊立法”的目的是鼓励信息披露义务主体进行个性化、有针对性的风险披露,通过“避风港原则”鼓励当事人将现有或潜在的风险因子暴露于公众,以便让具有不同风险偏好的投资者可自由根据自我投资策略进行投资选择。

反观我国,在“扶持市场”、“规范市场”和“发展市场”的监管心态下,我国行政监管机关可谓事无巨细地对信息披露的范围、内容、格式、标准进行规范。在“强制性变迁”的监管路径下,大至信息披露的具体内容和格式,小到监管对象财务数据的引用标准,中国证监会都会制订相关的办法、规定、规则、指引或者备忘录来具体“指导”、“帮助”信息披露义务人的披露。因此,我们可以看到,类型繁多的信息披露法规涵盖了我国资本市场信息披露的方方面面。这些事无巨细的规则虽然某种

〔9〕 Item 503 of Regulation S-K.

程度上有利于监管机关统一信息披露的监管标准和推动信息披露的实施,但更多的时候,行政监管层面的信息披露规范规则制订的越细,反而越不能达到“绩效监管”的目标。因为在行政监管主导的背景下,信息披露义务人对于信息披露的要求反而只追求只要能够满足最低的监管标准即可,习惯于应付监管机关(构)的“书面审核”和“形式审核”,这样反而降低了信息披露规范的监管效果。比如,对照首次公开发行的披露要求,我国《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(2006年修订)》第27条虽然已经规定为“发行人应当遵循重要性原则,按顺序披露可能直接或间接对发行人生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素”,但在“发行核准制”的行政许可模式下,作为被监管人的发行人习惯于按照行政机关颁布的标准而按部就班地披露,因为如果超出“指定动作”以外的披露反而会因为来自监管机关更多的反馈意见和质疑而给自己平添麻烦(比如,在价值判断和形式审查并重的情形下,申请人在招股说明书中披露的风险越多越详细,其越容易被站在“保护投资者利益”立场审核招股文件的发审委认为投资风险过高而被否决上市申请)。基于这样的原因,我们不难发现,在目前绝大多数经披露的招股说明书中,有关风险因素的披露多只是集中于第1号准则所列的那七个方面,<sup>[10]</sup>很少能够看

[10] 第1号准则第28条规定:“发行人应披露的风险因素包括但不限于下列内容:(一)产品或服务的市场前景、行业经营环境的变化、商业周期或产品生命周期的影响、市场饱和或市场分割、过度依赖单一市场、市场占有率下降等;(二)经营模式发生变化,经营业绩不稳定,主要产品或主要原材料价格波动,过度依赖某一重要原材料、产品或服务,经营场所过度集中或分散等;(三)内部控制有效性不足导致的风险、资产周转能力较差导致的流动性风险、现金流状况不佳或债务结构不合理导致的偿债风险、主要资产减值准备计提不足的风险、主要资产价值大幅波动的风险、非经常性损益或合并财务报表范围以外的投资收益金额较大导致净利润大幅波动的风险、重大担保或诉讼仲裁等或有事项导致的风险;(四)技术不成熟、技术尚未产业化、技术缺乏有效保护或保护期限短、缺乏核心技术或核心技术依赖他人、产品或技术面临被淘汰等;(五)投资项目在市场前景、技术保障、产业政策、环境保护、土地使用、融资安排、与他人合作等方面存在的问题,因营业规模、营业范围扩大或者业务转型而导致的管理风险、业务转型风险,因固定资产折旧大量增加而导致的利润下滑风险,以及因产能扩大而导致的产品销售风险等;(六)由于财政、金融、税收、土地使用、产业政策、行业管理、环境保护等方面法律、法规、政策变化引致的风险;(七)可能严重影响公司持续经营的其他因素,如自然灾害、安全生产、汇率变化、外贸环境等。”

到发行人主动披露格式准则以外对于投资者投资决策有重大影响的其他风险因素。因为对于发行人和董事会秘书而言,只有按照相关监管指引的指定动作进行披露才是“最为保险”的信息披露,至于这样的披露内容是否可以给投资者带来准确、全面的披露效果,那就只能退而求其次了。

第二,处于一线监管地位的证券交易所没有发挥初级行动主体的功能,交易所成为行政监管机构的“传声筒”。

在市场经济中,初级行为团体是指一个决策单位(可能是个人或单位)作为行动团体,其认识到存在一些在现有收入以外的收入(这些收入是他们的成员现在不能获得的),只要它们能改变现有安排的结构,就可获得这些额外的收入,从而增加它们本身的总收入,也即这些团体可以通过它们的决策从而支配安排创新的过程。同样,在证券市场也应存在有能够促进市场创新的这些初级行动团体。海外股市的发展经验表明,市场主体、证券交易所和政府是股市三个不同层次的参与者,他们具有不同的利益取向和功能,其中市场参与主体与证券交易所作为博弈参与者与博弈市场的组织者,其本身具有为发现交易价值、创造财富的动力与基础,即具备推动证券市场发展的“初级行动团体”功能。行政监管原本只承担对这种初级行动团体的创新行为合法性的监管工作,三者应该各司其职,相互合作和制衡,只有这样的证券市场才能既有旺盛的活力又能保持高度的稳定性。然而,我国的证券交易所虽名为“会员制”的证券交易所,但在以政府主导为特征的市场定位下,我国证券市场体现出了“强监管机关,弱交易所”的特点,证券交易所几乎完全丧失了制度供给的自主权限,政府的意志压倒了市场的需求,制度变迁基本上围绕政府的政策目标以强制性制度变迁的形式进行,这就压制了证券交易所作为初级行动团体进行市场创新活动的功能。作为证券市场基本法的《证券法》根本没有规定交易所的法律性质及地位,甚至也没有提及交易所是否可以为自律性管理的组织。名义上,证券交易所虽然是以会员大会为其最高权力机构,独立承担责任的法人,而交易所实际能够行使的权力却极为有限,大部分监管职能归作为国务院证券监督管理机构的中国证监会直接行使。这样的立法现状导致的负面结果是:一方面,交易所原本理应有的组织、管理市场的权力没有到位,不能很好地服



务于市场的需要;另一方面,交易所可能依据监管机构的指令承担着现有行政监管框架下承担的行政监管的部分职能,从而导致不同层面的监管职能有的重叠、有的缺位。这种模式的结果就是使得政府一方面不断干预和挤占交易所自律监管的权力,并最终使交易所监管弱化并流于形式(比如,交易所的处罚权、规则制定权部分由政府监管机构执行或者共同执行);另一方面,由于监管部门自身意识到仅依靠政府部门力量也无法独立承担起监管重任而重新以行政转授权的方式(通过行政规章或在实践中直接授权)委托交易所行使原本应由监管机关享有的权力,从而使交易所部分地承担了应由政府监管机构承担的监管任务。<sup>[11]</sup> 比如,在本次研究的过程中,我们就发现在信息披露法律规范体系中,上海证券交易所颁布的规范虽然总量比中国证监会颁布的规范还要多,但其多数规范只是在汇总、照搬中国证监会的相应规范,是对中国证监会信息披露规范的“拾漏补遗”,并没有体现太多的自律监管的因素。比如,上海证券交易所《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第7号——借壳上市的标准和条件》仅仅是因为“由于借壳上市的相关规定分散在多个规则中”而将中国证监会的有关规定进行归纳。再如,在对上市公司收购、出售资产进行信息披露要求时,上海证券交易所发布的《上市公司临时公告指引》适用于“达到《上海证券交易所股票上市规则》(以下简称《股票上市规则》)规定的收购、出售资产标准,但未达到中国证监会《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)规定的重大资产重组标准的交易事项”。因此,如果按照法律的文义解释方法,临时公告所涉及的资产收购、出售标准应该不同于“重大资产重组”,但从《上市公司临时公告指引》的规范内容上看,有关“上市公司收购、出售资产公告”的资产评估要求与中国证监会颁布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第六号——资产评估相关信息披露》所述的资产评估要求如出一辙,并无二致。

第三,信息披露主体进行主动性披露的意愿较低,仅仅愿意按照满足证券监管机关要求的最低标准进行披露。

---

[11] 北京大学光华管理学院—上海证券有限责任公司联合课题组:“证券交易所管理市场职能的法律性质研究”,上证联合研究计划第五期(法制系列)之课题成果。

证券市场信息披露的一个重要目的是通过施加法定的强制性披露的义务让信息披露义务人有义务主动披露对于投资者投资决策具有重要影响的信息。就美国信息披露的监管经验而言,他们在法律层面只是明确信息披露义务人对信息披露的真实、准确、全面和公平的义务,即行为人不得进行“欺诈性”和“误导性”的披露,SEC本身并不对信息披露义务人所披露的信息进行内容上的判断,SEC也不会干涉信息披露义务人以什么样的方式和什么样的内容进行披露,只要信息披露义务人符合法定的基本的披露事项即可,对于披露内容或者披露本身可能存在的欺诈或者误导则通过加大事后的行政责任、民事责任或者刑事责任予以补救,这是美国信息披露监管制度的一个重要特色。这种体制设计的好处在于虽然它没有事无巨细地规定信息披露义务人怎么进行披露,但法定的“注册”的要求使得信息披露义务人在进行注册过程中和完成注册后对SEC产生一种义务,如果一旦发现披露不实,SEC在行政监管层面就可以代表国家追究信息披露义务人的法律责任。这就使得即使在没有信息披露的标准和披露程度的要求的背景下,信息披露义务人在信息披露的过程中也愿意更多地披露相关信息,因为“买者自负”(caveat emptor)只有在义务人已经“充分披露”的前提下才能得以适用原则,否则任何因公开披露中的文件存在的误导(misrepresent)、错误陈述(misstatement)、遗漏(omission)而造成投资者投资的损失才是“卖者有责”。在此前提下,对于一些可能影响投资者从事证券交易价值判断的信息披露问题,则由交易所层面进行解释和统一标准。

与美国监管特点不同的是,我国的信息披露监管更偏向于“家长式”的信息披露“管理”,在监管机关掌控诸多“行政许可”权力的前提下,基于“规范”和“发展”的名义,证券监管部门对于如何进行信息披露处处定标准、设准则,并且以这些标准和准则作为行政许可审核的依据材料。这种监管方式倒逼着市场主体进行信息披露仅仅是为了应付监管部门的审核,这导致信息披露的目标不是基于“市场的需求”而是“监管者的需求”。所以我们可以看到我国证券市场的信息披露质量普遍不高,甚至存在千篇一律的披露内容和披露方式。虽然在立法层面,监管层明确要求其所要求的披露仅是“最低要求”,对于投资者投资决

策有重大影响的信息,均应披露。<sup>[12]</sup> 但就实际效果而言,信息披露义务人愿意进行主动性披露的很少,根本原因在于因为相关的信息披露是与行政许可直接挂钩的,因此如何顺利地通过监管部门的行政许可才是信息披露义务人首要关注的重点。无论是发行审核、并购重组还是日常信息披露,信息披露义务人首先是考虑监管部门是如何看待拟进行披露的信息内容,判断这些信息披露内容在监管层面的认可程度。如果在监管层既有的信息披露框架以外进行披露可能节外生枝,相关行政许可无法顺利通过,因此对于信息披露义务人而言,最为保险的披露办法就是严格按照现有披露规则内容和格式进行披露,绝不“逾越雷池一步”。因此,信息披露义务人在进行信息披露时最为关注的是怎么最为简单和顺利地通过政府部门的审批或审核,而不是投资者的信息需求。这就导致了我们在先进的“主动性披露”的立法理念下存在大量的“被动性信息披露”的事实。从本文写作过程中调研了解到的情况是:一些对于投资者决策具有影响的信息因为不在法定的信息披露内容范围内,信息披露义务人不愿意在法定的公告中进行主动性披露,反而会在与大机构投资者的沟通、调研会或者业绩交流会上进行个别披露,从而加剧了信息披露的不公平性。

## (二) 政府监管主导着信息披露的价值判断标准

在美国《1934年证券交易法》项下,SEC被赋予“对于依据本法编制的报告,证监会可以规定所需信息的说明格式,需在资产负债表和收益表中显示的项目或者详情,编制报告、评估资产或者进行资产估值、确定折旧及摊销、区别经常收入和非经常收入的方法,以及编制证监会认为所需或者需要的直接或者间接控制发行人、被发行人控制或者与发行人一起受共同控制的任何人员的独立和/或合并资产负债表或者收益表的方法;但是,对于任何人员的报告,其会计方法已为美国法律或者依据美国法律颁布的规则和条例所规定的,与报告有关的证监会规则和条例应当与该法律、规则或者条例就同一标的所规定的要求保持一致”。换句

---

[12] 比如,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书》第3条规定,“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,凡对投资者投资决策有重大影响的信息,均应披露”。

话说,SEC 仅负责对信息披露义务人披露的结果进行监管,它不会对信息披露义务人如何进行信息披露进行干预,有关信息披露过程中可能涉及的专业问题也不会是由 SEC 直接进行监管,而是由专业机构依据相关的法律规范或者行业准则自行决定。如果专业机构或者发行人在准备信息披露的过程中适用法律错误或者违反行业准则,则通过行政或者民事程序承担相应的法律责任。反观我国,中国证监会不仅在形式上对信息披露的规范进行要求,而且在信息披露的内容上也进行“婆婆式”的领导。比如,我们不仅会在信息披露规范中强调“上市公司不得为粉饰财务状况和经营成果,利用资产减值及会计估计变更调节各期利润。不得利用资产减值准备的机会‘一次亏足’,在前期巨额计提后大额转回,随意调节利润;也不得不计提或少计提关联方欠款可能发生的坏账损失;不得随意变更计提方法和计提比例。如果公司滥用各项损失准备的计提、转回调节利润,有关责任人应承担相应的责任”<sup>[13]</sup>等这些现有财务准则已经有明确规定的事项,我们还会通过证监会的规范性文件对某些只在信息披露文件准备过程中涉及的具体业务问题规定。比如,在会计适用方面,《公开发行证券的公司信息披露规范问答第 1 号——非经常性损益》不仅对于“非经常性损益”进行了界定,而且还明确指明上市公司中其他非经常性损益的认定应按照“中国证监会认定的符合定义规定”,《上市公司股权分置改革信息披露工作备忘录第八号》也通过交易所规则的方式允许从事股权分置改革的上市公司“股改相关费用会计核算上可直接冲减‘资本公积’”。这些规定(则)对上市公司有关财务信息的处理直接提出了专业性的、具有价值审查判断的要求,这些要求虽然有助于统一市场主体在信息披露过程中的标准,但其并不符合“证券监管机关”应该作为中立的独立监管机关进行外部监管的标准。

### (三) 信息披露要求的宽泛性与信息披露内容的空泛性并存

在政府主导的信息披露法制建设的过程中,从形式上看,我们有关信息披露的规则要求已经是比较完备和齐全,无论是涉及首次公开发行、上市公司收购、资产重组还是定期报告、临时报告,无论是证监会层

---

[13] 《关于进一步提高上市公司财务信息披露质量的通知》第 1 条第 2 款。

面还是证券交易所层面都已经从上至下制订了一系列的信息披露规则,那些针对信息披露义务人应予披露的内容和事项的规定更是无处不在、无所不包。可是虽然目前信息披露规范看上去要求比较周全,但一方面,因为“大而全”的信息披露方式导致信息披露量过大,很多信息披露只是形式上满足信息披露的要求,对于投资者真正用以投资判断的意义不大;另一方面,对于投资者投资所亟须的具有实质意义的信息披露并不充分,信息义务人要么想方设法在规则体系下回避对投资者投资决策有重大影响的信息披露,要么将重要信息以各种方式隐藏在公开披露的信息之中,淡化具有实质性意义的信息。比如,我们有要求上市公司需要披露业绩亏损的原因,但现实是我们可以看到各类“奇葩”的业绩亏损原因,我们既可以看到将业绩亏损归结于国家相关补贴未能在上半年到位的公告,我们也可以看到将业绩下滑归结于国家出台严打酒后驾车政策的解释。再如,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2007年修订)》第二章专节规定了“公司治理结构”,并对“内部控制”进行了要求。但从本文调研反馈回的数据来看,各上市公司的年报披露在“公司治理”和“内部控制”部分存在的突出问题表现在“披露内容形式化,没有提供实质性内容”、“重复论述,没有提供新的信息”;“披露内容不全面,相关信息缺失”和“披露形式单一、文字晦涩,缺乏可读性”等方面(参见图10分析)。

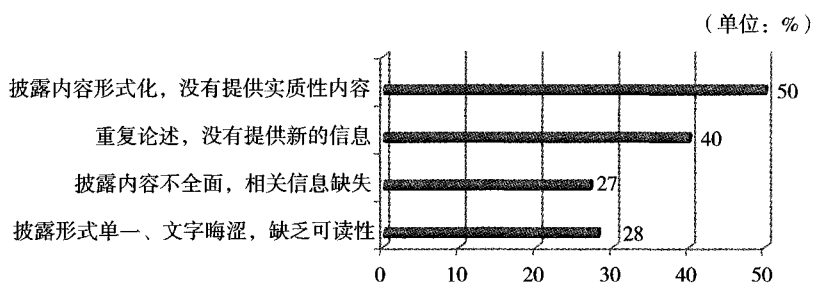


图10 上市公司年报“公司治理”与“内部控制”披露效果评价

根据中国上市公司协会就相关课题汇总的问卷结果,“信息披露针对性不强,内容繁杂不易懂”也被排在我国信息披露存在问题的首位(参见图11)。这个结论的潜台词可以被理解为“我国信息披露体系

中的披露监管规则虽多,但对于投资者而言实效并不明显”。此外,有67.1%的投资者认为现有信息披露“突发事件、敏感事件的披露机制不灵活,存在滞后性”;有63.5%的投资者选择“披露内容专业性太强,不够通俗易懂”;有56.9%的投资者选择“披露内容冗长,重点不突出”;而“对公司主要经营风险的披露不明确”、“公司未来经营计划披露太少或太含糊”分列第四位和第五位,选择比例均超过50%(参见图12分析)。

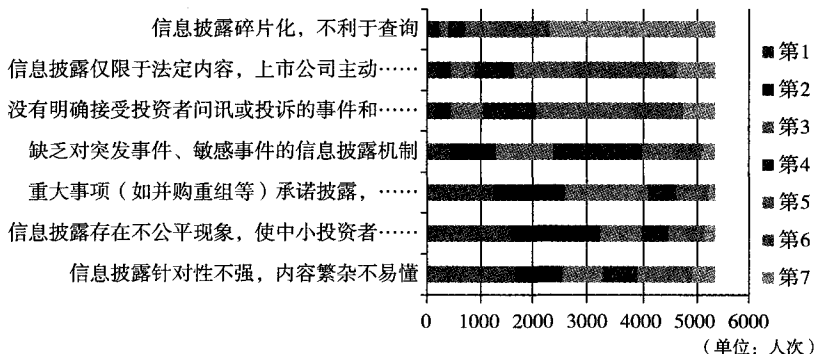


图11 上市公司信息披露急需改进的问题排序

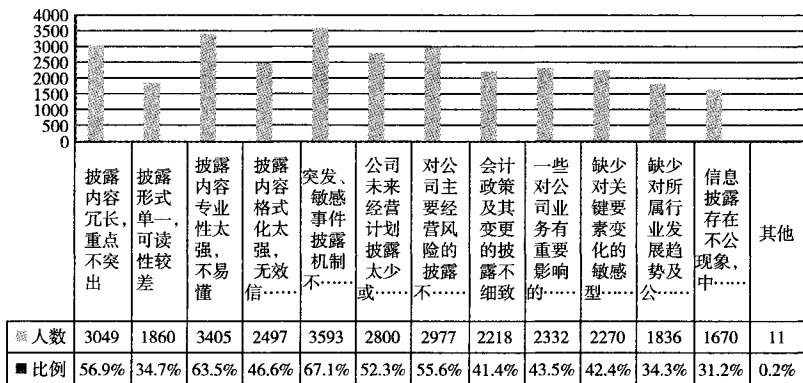


图12 定期报告存在的问题调查

(四) 关联方的界定与适用标准并不统一

关联方和关联交易的界定属于“多头管辖”,适用标准并不统一。现行适用于上市公司关联方和关联交易界定的法律规范多元,法律

规范的层级不同,效力不一,现一一列表如下:

表3 关联方和关联交易适用法律规范汇总

法律规范名称	效力层级
《中华人民共和国公司法》	法律
《中华人民共和国证券法》	法律
《上市公司信息披露管理办法》	行政规章
《规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》	行政规章
《上市公司治理准则》	行政规范性文件
《企业会计准则第36号——关联方披露》	行政规范性文件
《上市公司章程指引》	上市公司章程指引
《股票发行审核标准备忘录第14号——对重大关联交易等事项的审核要求》	内部性规范文件
《上海证券交易所股票上市规则》	交易所规则
《上海证券交易所上市公司内部控制指引》	交易所规则

在前述法律规范体系的约束下,我们可以明显地发现仅就“关联方”和“关联交易”本身的定义和认定标准而言,除了上海证券交易所和中国证监会的定义趋于一致外,相关法律规范对于关联方和关联交易的界定并不相同。从法律效力而言,财政部是法定的会计准则主管机关,原本有关关联方和关联交易的界定只应使用财政部颁发的标准,但由于涉及上市审批和再融资审批等因素,我国上市公司事实上采用证监会和交易所的标准从事关联方和关联交易的界定,这就使得我们对于“关联人”和“关联交易”存在两种不同的界定标准,不利于信息披露立法和执法标准的统一。

表4 关联方和关联交易的界定比较

	《上海证券交易所股票上市规则》	《上市公司信息披露管理办法》	《企业会计准则第36号——关联方披露》
关联交易	关联交易是指上市公司或其控股子公司与上市公司关联人之间发生的转移资源或义务的事项	关联交易是指上市公司或者其控股子公司与上市公司关联人之间发生的转移资源或者义务的事项	关联方交易,是指关联方之间转移资源、劳务或义务的行为,而不论是否收取价款

续表

	《上海证券交易所股票上市规则》	《上市公司信息披露管理办法》	《企业会计准则第36号——关联方披露》
关联方	关联人包括关联法人和关联自然人	关联人包括关联法人和关联自然人	一方控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响,以及两方或两方以上同受一方控制、共同控制或重大影响的,构成关联方
母公司	直接或间接地控制上市公司的法人或其他组织	直接或者间接地控制上市公司的法人	该企业的母公司
同被控制的兄弟公司	由前项所述法人直接或间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织	由前项所述法人直接或间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人	与该企业受同一母公司控制的其他企业。(相同)
被关联自然人控制的公司	上市公司的关联自然人直接或间接控制的、或担任董事、高级管理人员的,除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织	关联自然人直接或者间接控制的、或者担任董事、高级管理人员的,除上市公司及其控股子公司以外的法人	该企业主要投资者个人、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制、共同控制或施加重大影响的其他企业 <sup>[14]</sup>
法人股东	持有上市公司5%以上股份的法人或其他组织	持有上市公司5%以上股份的法人或者一致行动人	对该企业实施共同控制的投资方。(50%) 对该企业施加重大影响的投资方(20%以上)
自然人股东	直接或间接持有上市公司5%以上股份的自然人	直接或者间接持有上市公司5%以上股份的自然人	该企业的主要投资者个人及与其关系密切的家庭成员
本公司高管	上市公司董事、监事及高级管理人员	上市公司董事、监事及高级管理人员	该企业或其母公司的关键管理人员及与其关系密切的家庭成员

[14] 证监会的关联方界定比会计准则的要广,因为证监会有关关联自然人还包括了母公司的高管;但会计准则的标准有兜底条款,包括了任何施加重大影响的“人”。



续表

	《上海证券交易所股票上市规则》	《上市公司信息披露管理办法》	《企业会计准则第 36 号——关联方披露》
母 公 司 高 管	直接或间接地控制上市公司的法人的董事、监事及高级管理人员	直接或者间接地控制上市公司的法人的董事、监事及高级管理人员	该企业或其母公司的关键管理人员及与其关系密切的家庭成员
股 东 和 本 公 司 高 管 的 亲 属	直接或间接持有上市公司 5% 以上股份的自然人和上市公司董事、监事及高级管理人员的关系密切的家庭成员,包括配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、年满 18 周岁的子女及其配偶和子女配偶的父母	直接或间接持有上市公司 5% 以上股份的自然人和上市公司董事、监事及高级管理人员的关系密切的家庭成员,包括配偶、父母、年满 18 周岁的子女及其配偶、兄弟姐妹及其配偶,配偶的父母、兄弟姐妹,子女配偶的父母	该企业的主要投资者个人及与其关系密切的家庭成员。该企业或其母公司的关键管理人员及与其关系密切的家庭成员 <sup>[15]</sup>
兜 底 条 款	根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系,可能造成上市公司对其利益倾斜的法人和自然人	根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系,可能造成上市公司对其利益倾斜的法人和自然人	该企业的子公司、该企业的合营企业、该企业的联营企业 <sup>[16]</sup>
时 效 条 款	在过去 12 个月内或者根据相关协议安排在未来 12 月内,存在上述情形之一的	在过去 12 个月内或者根据相关协议安排在未来 12 月内,存在上述情形之一的	实际原则,侧重于会计核算

[15] 母公司关键管理人员的家庭成员是证监会和会计准则的实质性差别,会计准则包括在内,证监会规则不包括在内。

[16] 证监会规定存在兜底条款,范围更广;会计准则则只明确指明子公司、合营公司和联营公司标准。

续表

	《上海证券交易所股票上市规则》	《上市公司信息披露管理办法》	《企业会计准则第36号——关联方披露》
其他	受同一国有资产管理机构控制而形成兄弟公司的,不因此构成关联关系,但该法人的董事长、总经理或者半数以上的董事是上市公司董事、监事及高级管理人员的除外		仅仅同受国家控制而不存在其他关联方关系的企业,不构成关联方
公司法	关联关系,是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系,以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是,国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。(侧重于股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员的责任)		
税收征管法实施细则	关联企业,是指有下列关系之一的公司、企业和其他经济组织:(一)在资金、经营、购销等方面,存在直接或者间接的拥有或者控制关系;(二)直接或者间接地同为第三者所拥有或者控制;(三)在利益上具有相关联的其他关系		

### (五)上市公司收购信息披露要求不尽合理

#### 1. 上市公司收购的类型划分不甚合理

我国《证券法》第四章专章规定了“上市公司的收购”,但《证券法》本身没有对何为“收购”进行界定,除了协议收购、要约收购以外,《证券法》还针对“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五”进行了披露要求。2002年《上市公司收购管理办法》曾对“收购”以“是否获得控制权”为标准尝试过定义,比如它规定“上市公司收购是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度,导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的为行为”。由于它只是以“直接持有”作为标准,不能涵盖实践中信息披露义务人通过“代持”、“信托”、“母公司持有”等间接方式持有上市公司的股权的市场规避行

为,因此《上市公司收购管理办法(2006年修订)》中放弃了对“上市公司收购”进行界定的努力,只是含糊地规定“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东,可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人,也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权”(第5条)。这样,在《证券法》放弃对“收购”进行界定时,我们可以看到:除了通过证券交易所或协议方式取得上市公司发行股份30%以上的交易行为可构成上市公司收购外,那些通过证券交易所或以协议方式取得的30%以下股份的行为也构成法定的“收购行为”。因此,《证券法》实际上是将某些不以获得实际控制权为目的的“阶梯式披露”放在了“上市公司收购”章节。虽然强制要约收购临界点之下的重大交易行为不能完全排除收购方存在获得控制权的意图,但这并不能证明只要存在重大的交易(如5%以上股份)就必然构成“上市公司的收购”。现实生活中,我们不能排除某些在短期内持有超过5%股份的投资者只以短期套利为目的,他们不希望成为上市公司的实际控制人或第一大股东,也不希望参与上市公司的经营管理活动,如果把此类购买行为也视同上市公司的收购行为,就使得收购制度与客观事实存在严重不符。<sup>[17]</sup>

## 2. 上市公司收购报告书的审核程序不甚合理

有关收购信息的披露原本旨在向证券持有人及市场公布收购的状态与意图,以使得足以改变市场供求关系或供求预期的博弈变量信息平等地传递给收购方以外的博弈主体。“发起公开要约收购的信息公开制度的目的除了在于使证券监管部门及证券自律性组织能够及时监督、管理即将发生的收购之外,更重要的是目标公司股东能够在获取充分信息基础上作正确的投资决策,保护目标公司的股东利益是这一制度的核心”。<sup>[18]</sup>因此,有关披露信息的服务对象应以“证券持有人”和“证券市场”为主,即使存在信息披露或强制要约的监管也仅是确保信息披露程序的正当性与完备性,监管机关不应对披露过程作过多的干预。2002

---

[17] 隋艳坤、尚浩东:“上市公司收购概念的界定”,载《经济师》1999年第12期。

[18] 许德平、吴云松:“论上市公司要约收购中对股东利益的保护”,载《经济科学》2000年第2期。

年之前,有关涉及上市公司收购的披露程序还能按照正常的市场规律进行,比如1993年《股票发行与交易管理暂行条例》仅是要求“收购要约人在发出收购要约前应当向证监会作出有关收购的书面报告;在发出收购要约的同时应当向受要约人、证券交易场所提供本身情况的说明和与该要约有关的全部信息,并保证材料真实、准确、完整,不产生误导”,要约收购的内容无须证监会的审查同意。1999年通过的《证券法》也仅是要求“依照前条规定发出收购要约,收购人必须事先向国务院证券监督管理机构报送上市公司收购报告书,并载明以下事项……”以作为要约收购披露前的程序要求,此时的收购监管还没有赋予证券监管机关过多的干预权力,义务人只要满足报告程序即可“发出收购要约”。但2002年颁布的《上市公司收购管理办法》突破了1999年《证券法》的“报送”要求,而是赋予中国证监会对要约收购报告额外的“异议权”,即“中国证监会在收到要约收购报告书后十五日内未提出异议的,收购人可以公告其收购要约文件;提出异议的,收购人应当就有关事项做出修改或者补充”。这意味着未经过中国证监会官方审查认可的《上市公司收购报告书》不能予以披露,相应的收购行为也不得进行。2005年《证券法》修改时,这种异议程序被立法者采纳,规定“上述期限内,<sup>[19]</sup>国务院证券监督管理机构发现上市公司收购报告书不符合法律、行政法规规定的,应当及时告知收购人,收购人不得公告其收购要约”,2006年经修订的《上市公司收购管理办法》细化为“在15日内,中国证监会对要约收购报告书披露的内容表示无异议的,收购人可以进行公告”。这使得证券监管机关对收购报告书的审核程序上升为收购报告制度必不可少的法定行政程序。但我们可以发现在所谓的异议程序期内,监管部门负有“发现上市公司收购报告书不符合法律、行政法规规定”的职责,但对于证监会是否可以对收购报告书内容进行实质性审查似乎难以找到答案。<sup>[20]</sup>证监会到底是在“主体资格”、“实体条件”、“实体+程序要求”抑或仅为“内容(格式)规范”方面对上市公司收购报告书进行审核则没有明确的法律答案,这就给证监会行使审核权留下过多的权力范围。

[19] 指收购人向上市公司报送上市公司收购报告书的期间。

[20] 朱谦:“论公开要约收购与中小股东利益之保护”,载《法学》2003年第8期。

笔者认为,对于上市公司收购报告书披露内容的真实、有效应由披露义务人自行负责,证券监管机关只应负责披露义务或报告人是否按照法定形式披露即可,证券监管机关不应在收购报告的内容判断或价值上进行过多的干预。无论是美国的自由要约收购,英国的全面要约收购还是德、法的收购披露,尊重收购自由外加适当限制才是收购监管理念的主旋律。虽然从我们的证券监管机关看来,现行异议程序的设计可以有利于监管机关加强对收购行为的监管,<sup>[21]</sup>但这却使得进行要约收购报告书备案监管的外延非常宽泛,无异于由中国证监会对要约收购的报告内容及披露完整性行使实质审查责任,偏离了行政备案程序作为程序性手段确保信息准确性的监管原旨。正确的监管方式是只应通过法律、法规明确证券监管机关对大宗交易持股变动信息披露和收购报告书的格式、规范和披露程序进行监管,证券监管机关不负责对信息披露和收购报告书的内容进行实质审查,有关披露内容与要约收购实行“文责自负”的原则。

### 3. “预警式披露”的制度异化与政策偏离

“预警式披露”也称为“大股东报告义务”,其最为基本的含义在于“当投资者直接或间接持有上市公司发行在外的有表决权股份达到一定比例或达到该比例后持股数量发生一定比例的增减变动时,其负有向上市公司、证券交易所及证券监管部门披露有关情况的义务”。<sup>[22]</sup> 预警式披露的目标主要有两个:第一,小比例的股权变化(如达到5%或之后的1%变化)本身不会造成上市公司控股权的转移,一般情况下通常也不意味着将来一定会因收购发生控制权的转移,但基于这种变化在一定程度上暗示着进一步收购股份从而发生控制权转移的可能性,而这种可能会对目标证券的供求关系造成影响,也会影响目标公司资产价值的预判,因此有必要及时提醒公众以注意股份交易变化的动向,让他们对可能发生的收购产生合理预期;第二,由于交易量增大往往引起市场价格的剧烈波动,通过预警式的披露可以让公众及时了解大股东的交易行

---

[21] 桂敏杰主编:《中华人民共和国证券法、中华人民共和国公司法新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第88页。

[22] 吴弘主编:《证券法论》,世界图书出版公司1998年版,第153页。

为,作为防止因收购产生的内幕交易和市场操纵的重要预防手段。<sup>[23]</sup>因此持股预警披露的意义只在于通过制度方式寻求保护投资者博弈公平与鼓励公司收购行为之间的平衡:一方面,披露制度应该要求收购方尽早披露尽可能多的情况,使投资者能够掌握更加充分的信息对证券价值作出判断;另一方面,也要确保披露制度不会导致目标证券价格变动过快,增加收购方的收购难度和收购成本。

我国目前对上市公司收购预警式披露在法律条文上呈现的是“阶梯式披露”要求,即“通过证券交易所的证券交易,投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时,应当在该事实发生之日起三日内,向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告,通知该上市公司,并予公告;在上述期限内,不得再行买卖该上市公司的股票”,“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后,其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内,不得再行买卖该上市公司的股票”。<sup>[24]</sup>从字面上看,法律只是要求达到5%时进行披露,并没有限定说收购人不可以是一次交易中收集超过5%以上的股份。在交易操作的技术层面,通过协议收购,甚至在交投活跃的市场通过一次下单以竞价方式购入超过5%的股份(或者原先已持有5%以下一定比例股份而通过一次性交易获得超过5%以上股份)是完全可能的。因此,若从法律行文表述的字面理解,《证券法》仅规定了“阶段式披露”的要求,并没有对因为交易而可能导致超过5%股比的交易限定说按照“购买至5%——停止收购、进行披露——以5%为限继续收购——收购比例再次达到5%则再次停止收购并进行披露——继续以5%为幅度进行收购……”的“阶梯式收购”程序进行。但在实践中,法律表述上的“阶梯式披露”被扩展成了严格的“阶梯式购买”要求,这使得任何意图通过一次性交易直接达成超过5%或低于5%的某个特定比

---

[23] 王化成、陈晋平:“上市公司收购的信息披露——披露哲学、监管思路和制度缺陷”,载《管理世界》2002年第11期。

[24] 2005年《证券法》第86条,2006年《收购办法》第13~14条的表述大同小异。

例的收购或出售都可成为违法、违规事件。<sup>[25]</sup>除此以外,在交易所的一线监管过程中,上海证券交易所事实上还要求每跨越“5%”、“10%”、“15%”、“20%”、“25%”和“30%”这些整数比例时,收购方均需要遵守上市公司收购披露中“一停(停止交易)、二看(停牌、公告)、三通过(继续交易)”的监管惯例。<sup>[26]</sup>

这种将阶梯式的披露要求演化成阶梯式收购的监管背景来源于监管层对在我国第一起恶意并购事件“宝延风波”的态度:1993年9月深圳宝安(集团)上海公司(宝安上海)对上海延中实业股份有限公司(“延中实业”)的股票进行收购。截至当年9月29日,宝安上海及其关联公司合计持有的延中实业股份比为10.65%。1993年9月30日,通过一系列的操作,宝安上海及其关联公司合计持有的延中实业达到17.07%。在此之前,深圳宝安及宝安上海未做出任何披露,直至9月30日才发出持有延中实业发行在外的普通股达5%以上的简要公告。由于此前的

[25] 最近的一个例子是深圳证券交易所对北京嘉利九龙商城有限公司“违规减持”的处罚:嘉利九龙2008年8月20日通过深交所证券交易系统采用大宗交易方式出售中核钛白股份1742万股,占中核钛白股份总额的9.1684%,当日嘉利九龙通知上市公司中核钛白。8月21日,上市公司中核钛白对股东减持情况刊发公告,嘉利九龙也公布了《简式权益变动报告书》公告其减持9.1684%比例股份的情况。但针对嘉利九龙一次性减持9.1684%的行为,深交所认为依据《上市公司收购管理办法》第13条第2款的规定:“投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后,通过证券交易所的证券交易,其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%,应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和做出报告、公告后2日内,不得再行买卖上市公司的股票”,而嘉利九龙在出售中核钛白股份达到5%时,在未及时刊登权益变动报告书情况下继续出售中核钛白股份。上述行为已经违反规定,由此予以公开谴责并限制其减持其余股份三个月的处罚。有关处罚决定可参见《关于对北京嘉利九龙商城有限公司给予处分的决定》(深证上[2008]129号),资料来源:深圳证券交易所网站,[http://www.szse.cn/UpFiles/cfwj/2008-09-04\\_00214566.doc](http://www.szse.cn/UpFiles/cfwj/2008-09-04_00214566.doc)。

[26] 这种每跨一个“整数比”进行披露的做法我们猜测可能来源于借鉴英国和香港的传统。比如,《1985年英国公司法》规定任何人在获得一个公司有投票权的股份权益超过3%时,该等人士必须在两个营业日内通知该股份的发行人,并且在以后增加和减少的数量达到或跨越每个整数百分点(不是指增持超过1%)时都需要进行披露。香港《公司收购与合并守则》要求首次持有上市公司5%以上股份或下降至5%以下的权益时,收购人必须就其持有的权益向SFC进行披露;而当收购人的持股量百分比数字超过某个处于5%以上的百分率整数时(如由6.8%增至7.1%,则意味着跨越7%这个整数比)时也应做出变动披露。

《股票条例》没有相关一致行动人的概念,因此深圳宝安当时通过二级市场收购延中实业的行为是否存在违规行为在当时存在较大的争议,后来中国证监会确认了深圳宝安购买延中实业股权行为的有效性。<sup>[27]</sup>“宝延风波”虽以证监会调解下的“股东和解”形式结案,但中国证监会却基于此案而对《股票发行与交易管理暂行条例》第47条的执行限定为“自法人直接或者间接持有有一个上市公司发行在外的普通股达到5%的那一时刻起,其作出报告和停止买卖该种股票的义务随即产生”。<sup>[28]</sup>基于此等监管认识,假设一个未触及披露义务的收购人意图收购目标公司发行在外15%的股份,其根本不被允许通过竞价交易系统(证券交易所)一次性购入目标公司特定比例股份后才进行持股披露(假设市场条件允许的话)。从事收购活动的收购方必须先购入5%的股份然后停止购买行动以披露其持股情况,待披露义务完成后才可以继续以5%为上限分两步购买、两次披露才能完成对目标公司总计15%股份的收购。我们理解监管层的监管意图虽是想限制因买方“突然袭击”或卖方“大量抛售”而给股价带来的暴涨或暴跌,但其这种对《证券法》扩大理解的做法也限制了通过市场手段和供求关系评估证券价格合理性的机会,加重了那种不以获得控制权为目的的收购方进行收购的成本与披露的负担,不利于市场正常的、不以获得控制权为目的的收购或出售活动。

#### (六) 信息披露监管方式过于呆板,披露的实际效果不佳

总体来看,我们认为自2000年以来中国证监会就信息披露的法制建设的推进力度不可谓不强,立法效果也很明显,但相较于市场的反馈而言,我们认为目前的信息披露法律效果的执行并没有达到最为有效的状态。比如,无论是监管层还是交易所都认同“最大程度披露”的理念,因此,在其信息披露监管规则中除了明文列项地设置披露内容和监管指标外,其还用于倡导式的规范鼓励信息披露义务主体超越“法定动作”以外的披露,比如《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28

[27] 中国证券监督管理委员会:《中国上市公司并购重组发展报告》,中国经济出版社2009年版,第147页。

[28] 中国证监会:“中国证监会发言人就宝安上海公司大量买入延中股票一事发表谈话(1993年10月22日)”,载《中国证券监督管理委员会公告》(1993年下册),第163页。



号——创业板公司招股说明书》要求“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,凡对投资者投资决策有重大影响的信息,均应披露”。《上海证券交易所上市公司信息披露事务管理制度指引》第14条也曾明确“信息披露事务管理制度应当确立自愿性信息披露原则,在不涉及敏感财务信息、商业秘密的基础上,应鼓励公司主动、及时地披露对股东和其他利益相关者决策产生较大影响的信息,包括公司发展战略、经营理念、公司与利益相关者的关系等方面”。但目前的问题在于,能够响应监管层这种主动披露的上市公司寥寥无几,主要原因在于:第一,主动披露的激励机制设计不足。因为在确保信息披露质量的名义下,我们的监管层对于信息披露的管理过细,交易所层面对于信息披露义务主体的约束反而较弱,由于证监会主要是以“行政许可”的行政威权制约信息披露义务主体,所以信息披露义务主体倾向于在监管上能够通过证监会的审核要求,而交易所的披露规则又基本是遵从作为“上一级主管机关”的证监会的规则,因此满足证监会的规则要求就几乎满足交易所层面的要求,这样信息披露义务主体就不愿多进行披露,只要满足最低要求即可。第二,给予信息披露义务主动披露的“试错空间”太小,信息披露义务人进行主动性披露意愿不强的根本原因还在于因为没有可参考的披露规范标准,无论是上市公司还是董事会秘书都怕犯错,也怕因此承担的责任,因此既然信息披露的监管现状是以监管机关颁布的“披露模板”为准,只要按照“模板”披露就至少不会存在监管机关的特别关注或引发新的问题,没有人愿意越过雷池一步进行更多的披露,多数信息披露义务人抱着“少做少错,不做不错”的心态。比如,有关对于招股说明书中有关“风险因素”的描述,虽然有关招股说明书内容与格式的披露准则中要求“发行人应当遵循重要性原则,按顺序披露可能直接或间接对发行人生产经营状况、财务状况和持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素”。但在申报材料过程中,绝大多数的申请人还是按照相关准则所列的风险进行有关的“风险披露”,超过准则范围的风险则不愿意进行披露,因为如果披露风险过多有可能反而导致预审员和发审委委员认为公司所处的行业 and 经营风险过大,从而无法通过预审员和发审委的审核。

对于信息披露有效性方面,西方证券市场信息披露的监管特点其实

可以给予我们一定的启示:虽然西方成熟证券市场也会对信息披露的内容、项目进行指导,但其对于立法机关、行政机关和市场一线主体(证券交易所)的监管分工还是比较科学:立法层面和行政监管层面要求较粗,只是要求信息披露的真实性、完整性和及时性,反而是市场一线的自律组织(如交易所)对于信息披露的具体要求较多。这样做的好处是一方面交易所层面的信息披露要求虽然不是具有法律强制性,但基于对上市契约的遵守,信息披露义务人之间可以存在披露真实性的竞争,遵守交易所的规则有助于树立良好的市场形象以吸引投资者投资;另一方面,这种分层次的披露规则要求也给予了监管层和司法机关以足够的空间来认定和解释信息披露的遵守程度,因此如果信息披露义务人被认定相关主动性披露的信息不充分,即使该等信息披露义务人已经满足交易所和其他自律机构的信息披露规则,它也可能因为“行为的违法性”而被追责。这样的制度安排会促使信息披露义务人无论是从信息披露的竞争角度还是从信息披露的法律责任层面都愿意进行主动性披露,因为只有做到了充分和主动的披露才可以适用相关的“避风港原则”而被免责。

#### (七) 信息披露文本字面规则与监管实践的现实差异

在现有复杂的信息披露体系中,我们也发现了就同一披露事项而存在截然相反的披露监管要求的理解。比如,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》第41条第3款规定“如实际控制人通过信托或其他资产管理方式控制公司,应披露信托合同或者其他资产管理安排的主要内容,包括信托或其他资产管理的具体方式、信托管理权限(包括公司股份表决权的行使等)、涉及的股份数量及占公司已发行股份的比例、信托或资产管理费用、合同的期限及变更、终止的条件、信托资产处理安排、合同签订的时间及其他特别条款等”。这个条款似乎表明在创业板上市公司中允许以“信托方式”进行股东的持股安排。但在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书》中,中国证监会明确要求“发行人曾存在工会持股、职工持股会持股、信托持股、委托持股或股东数量超过二百人的,应详细披露有关股份的形成原因及演变情况。进行过清理的,应当说明是否存在潜在问题和风险隐患,以及有关

责任的承担主体等”,结合2008年4月由深圳证监局组织的IPO辅导企业培训会议所透露的“不允许委托持股、信托持股,历史上有的,申报前必须落实到明确的个人;有些准备信托计划投资持股的,将不会被允许。公司申报材料后,不宜再发生股权转让,若发生,中介机构重新履行尽职调查责任”<sup>[29]</sup>的信息,中国证监会在审核首次公开发行股票要求发行人股权清晰,不能存在委托和信托持股的情况,存在信托持股的,必须清理。我们并没有能够找到首次公开发行披露要求和年报披露要求差异的原因,但我们发现这样的披露监管的实际经验与披露监管制度的文本内容不能吻合的并不是孤例。比如,为了防止内幕信息知情人利用未公开的信息从事非法活动,我国已经逐步推广建立内幕信息知情人登记制度。内幕信息知情人不仅包括上市公司实际控制人及相关知情人,还包括可以接触到非公开信息的行政管理部门的相关人员。原本依据《中国证券监督管理委员会关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》,上市公司在披露前按照相关法律法规政策要求需经常性向相关行政管理部门报送信息的……“上市公司应当按照一事一记的方式在知情人档案中登记行政管理部门的名称、接触内幕信息的原因以及知悉内幕信息的时间”。这个规定原本只是将有可能接触到非公开信息的行政官员本身列为“内幕信息知情人”并要求其遵守相关法律法规。但在上海证券交易所颁布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第四号——重组内幕信息知情人名单登记及提交》中,交易所在日常监管中不仅要求上市公司提供可知晓内幕信息的行政部门官员名单,而且要求上市公司提交作为内幕信息知情人的这些官员的“配偶”、“子女”和“父母”的信息。这样的要求似乎非常的周全和严谨,但如果从日常基本的生活经验和我国现实国情出发,我们可以想象让一个处于被监管者或者被管理者地位的上市公司向对其行使管理权或监管权的行政机关经办人索取“配偶”、“子女”和“父母”的信息是会多么的困难!虽然交易所层面可以通过制度简化其自身的监管难度(名单披露),但如果一个制度在现实中无法“落地”,那么设计得再好的制度也会成为一个“花

---

[29] 张友、刘振盛:“18要素定IPO成败,股权、占款成终极杀手”,载《21世纪经济报道》2008年6月13日第14版。

瓶”和“空架子”。

#### (八)上市公司信息披露的时间节点僵化

原本根据信息披露及时性的原则,任何对于市场交易有影响的消息都应该在第一时间得以公布或者澄清。我国信息披露监管的目标也是在朝着这个方向在走,但在信息披露的某些具体制度设计过程中,还存在不能吻合市场信息披露需要的现象。比如,为了最大限度地降低对市场主体信息披露的事前干预,推进市场主体自我归位尽责的过程,交易所放松了原来信息披露过程中的“事先审核”要求,大力推进“信息披露直通车业务”。其目标在于促使上市公司更加及时了解投资者的信息需求,及时发现网络舆情,迅速采取行动,发布相关公告或澄清相关情况,推动临时报告实时披露的发展,从而有助于解决生产经营连续性和信息披露间断性之间的矛盾。但在“信息披露直通车”的具体实施过程中,我们可以看到:根据《上市公司日常信息披露工作备忘录第二号——信息披露业务办理指南》,对于“属于直通车披露的信息”,上市公司应当在披露日的前一交易日 19:00 之前完成直通车公告的提交;对于“非属直通车披露”的信息(即需交易所审核的信息),上市公司应当在披露日的前一交易日 15:30 之前提交含有非直通车公告的信息披露申请,并于 17:00 之前对本所已审核通过的公告予以确认发布。在信息披露义务人于披露日的前一交易日完成直通车公告提交的前提下,根据《上海证券交易所上市公司信息披露直通车业务指引》,上海证券交易所的信息披露系统自交易日当日 15:30 起,将上市公司在规定时间内完成登记的直通车公告及相关信息披露文件自动发送至交易所网站,交易所网站即予刊载。由此可见,尽管在因技术先进所带来的披露便利的条件下,信息披露义务人实际上也无法在现有规则项下做到于应当披露的信息发生的第一时间对外进行披露或者公告,特别考虑到《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录第一号》中“本所公司管理部在相关股票交易时间不接受上市公司重大资产重组涉及的股票停牌申请、相关信息披露文件的接收和审核”的相关规定,我们可以看到目前我国信息披露规则中并不接受“交易时段”内的披露。我们理解监管层将信息披露直通车的公告放在非交易时间公布主要有两个目的:一是尽可能减少在交易时间内因信息披露而频繁停牌而对个股交易的影响;二是通过在非交易时

段的披露,尽量使得所有投资者都平等地获得接收信息的机会,以保护投资者合法权益。因为如果信息是在交易时间公布且会产生重大影响,那么信息的发布将导致股价瞬间剧烈波动,一部分投资者很可能在不知情的情况下因交易而受损。但这样的规则设计的漏洞在于会真正妨碍那些特殊情况下确实需要及时停牌予以及时披露的特定信息的公开。最为典型的例子是发生不久的“三精药业”的例子:2014年5月19日下午,有媒体报道,三精药业的董事长因涉嫌受贿被检察机关带走协助调查期间自杀身亡,三精药业股价因传闻而发生较大波动,对于此种传闻,三精药业的对外披露是“现在不方便对此进行回应,一切以公告为准”。根据2014年5月19日晚上三精药业对外发布的公告,三精药业的母公司哈药集团股份有限公司已于2014年5月18日就已经接获黑河市人民政府有关三精制药董事长跳楼自杀的消息。虽然三精药业没有表明其获悉消息的时间,但根据上海证券交易所有关“信息披露直通车”的披露时间设计,我们有理由相信三精药业应该在2014年5月18日知晓相关消息,但遗憾的是,即便这样,公司在第二天市场出现广泛传闻并涉及股价波动的情况下,还是做出“澄而不清”的表态,而这样的表态在现行披露规则下却是合规的,不得不说这是现有“信息披露直通车”业务以来最为明显的规则漏洞。因此,我们建议需要重新考量“信息披露直通车”的披露时点问题,不妨将直通车的信息披露与“临时停牌”制度结合起来,确保信息披露的实时性和有效性,减少对于投资者的误导,我们并不能仅仅因为“信息披露直通车”系统的设计而在事实上导致任何可能已经泄密的信息只能僵化地在信息提交后的交易日收盘后予以公告。

#### (九) 信息披露渠道的监管更新

在信息披露的方式方面,早在《股票发行与交易管理暂行条例》,当时的国务院证券委要求“上市公司应当将要求公布的信息刊登在证监会指定的全国性报刊上”。历年来,中国证监会也根据科技的进步和时代的发展,在信息披露的媒介上也与时俱进,在保持相关信息披露“应当将刊登于至少一种中国证监会指定的报刊的前提”下,也开始将指定的互联网站作为对外披露的指定媒体。比如,就年报披露而言,2012年9月19日修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2

号——年度报告的内容与格式》规定“公司应当在每个会计年度结束之日起4个月内将年度报告全文刊登在中国证监会指定网站上;同时将年度报告摘要刊登在至少一种中国证监会指定报纸上,刊登篇幅原则上不超过报纸的1/4版面,也可以刊登在中国证监会指定网站上”。而《创业板上市公司年度报告的内容与格式(2012年修订)》则规定“公司应当在每个会计年度结束之日起4个月内将年度报告全文和摘要刊登在中国证监会指定的网站和公司网站上;同时在至少一种中国证监会指定报纸上刊登‘本公司×××年度报告及摘要已于×年×月×日在中国证监会指定的创业板信息披露网站上披露,请投资者注意查阅’的提示性公告”。

因此,我们可以看到在保留有纸质媒体作为指定信息披露的方式外,能够满足信息披露“实时性”的互联网披露已经成为主流。但同时,在本文的调研过程中,我们也了解到一些信息披露渠道所存在的问题:

1. 从调研的结果来看,我们发现一个有趣的现象:多数被调研的上市公司认为目前的指定披露报纸对于信息披露的作用不大,一是因为电子媒体的发展导致报纸的发行量和阅读量越来越少,二是报纸披露渠道增加了上市公司的成本,形成垄断收益;但专业投资者和个人投资者对于指定披露报纸的作用却存在肯定的意见,多数的问题认为指定披露报纸具有存在的价值(参见表5和图13):

表5 机构投资者获取信息渠道统计表

序号	选项内容	选择次数	占比
1	中国证券报、上海证券报、证券日报、证券时报	45	76%
2	大智慧、同花顺等交易系统平台	36	61%
3	东方趋势、万德等专业财经网站或系统	33	56%
4	证监会和交易所网站、巨潮资讯网	25	42%
5	新浪等综合网站的财经频道或其他综合类的财经网站	23	39%
6	证券公司推介	16	27%
7	股吧、微信、微博等社交网络平台	15	25%
8	电视台财经频道	8	14%

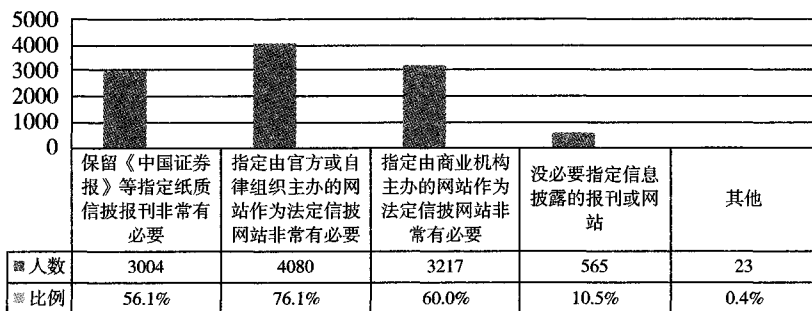


图 13 个人投资者对上市公司信披渠道的建议

因此,未来如何选择信息有效的披露渠道可能是监管层面临的新问题。

2. 对于信息的受众者而言,除了从指定媒体获得上市公司披露的信息以外,越来越多的投资者从微信、论坛、微博、社交圈、股吧、短信、交易软件获得上市公司的相关信息。由于这些新型发布平台所传播的信息可能经过加工、编辑或者剪辑,而我国目前又没有确立统一的监管规则以约束这些新型发布平台发布涉及上市公司信息的方式、内容和标准,由此导致这些非证券信息披露指定媒体进行信息传播的过程中,不能确保投资者获得全面、真实、准确的信息,甚至有些非指定媒体故意制造、传播、利用不实信息误导投资者进行投资以获取非法利益。因此,如何监管和约束非指定媒体的披露也是未来我国信息披露渠道监管的一个重要课题。

#### 四、代结论

证券市场的“价格波动”仍然遵循着“以价值为基础,受供求关系影响”的价格规律。也即,证券价格的变化取决于投资者对其所对应的标的资产基础价值好坏的判断,同时受制于市场上其他投资者对于该类证券需求情况的影响。证券所对应的标的资产价值高,证券价格就高,反之亦然;在此价值规律基础上,若证券供过于求,则证券价格下跌,反之若证券供不应求,则证券价格上涨。就此价格变动规律而言,证券价格

的特殊性体现在与普通商品能够通过外观、质量检测而获得商品价值判断不同,证券价格波动中无论是“标的资产”的价值体现(如盈利能力、发展远景)还是证券“供求关系”(如股份变动报告)的变化都需要取决于相关义务主体的信息披露。从这个意义上而言,信息披露制度设计与执行的好坏对于我们监管机关所标榜的“维护投资者特别是中小投资者合法权益”具有切实且至关重要的意义。因此,我们希望通过对于我国证券市场过往 14 年有关信息披露制度的立法进程、历史沿革和制度内容的剖析以对未来树立“以投资者需求为导向”的信息披露制度改革有所反思、借鉴和启示。