

分类号 DF4/192  
U D C D912.29

密级  
编号 10741



# 硕士学位论文

论文题目 注册制下上市公司自愿性信息披露法律规制研究

研究生姓名: 陈星灿

指导教师姓名、职称: 李长兵 教授

学科、专业名称: 法学 经济法学

研究方向: 企业与公司法

提交日期: 2024年5月30日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 陈星灿 签字日期： 2024年5月30日

导师签名： 李长岳 签字日期： 2024年5月30日

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 陈星灿 签字日期： 2024年5月30日

导师签名： 李长岳 签字日期： 2024年5月30日

# **Research on legal regulation of voluntary information disclosure of listed companies under registration system**

**Candidate : Chen Xingcan**

**Supervisor: Li Changbing**

## 摘要

注册制下的证券市场治理权能从行政控制迈向市场选择,而市场主体进行投资选择依赖于其所获取的信息,作为信息主要来源的上市公司信息披露制度重要性不容忽视,自愿性信息披露制度作为信息披露制度的重要组成部分,在信息披露制度的发展演进中占有一席之地。

本文认为上市公司自愿性信息披露为强制性信息披露以外上市公司为了提升公司形象、吸引投资者投资、降低企业的融资成本等目的所主动进行的信息披露,自愿性信息披露制度有效地弥补了强制性信息披露制度的局限性,在现阶段推进注册制改革落地的背景下,确立自愿性信息披露制度有其必要性。由于自愿性信息披露制度不仅建立在信息不对称、信号传递、有效市场等经济学理论之上,其理论基础还应当包含公正公平公开、反欺诈等法学理论,所以在进行上市公司自愿性信息披露法律规制设计时应当坚持对投资者利益进行保护、兼顾公平与效率、适度干预的价值导向。

《中华人民共和国证券法》(后文简称《证券法》)2019年修订后首次以专章的形式对信息披露制度进行了规定,其中第84条从原则上确立了自愿性披露制度,是立法工作对自愿性信息披露现实需求的回应。但从实践来看,仍然存在自愿性信息披露质量不佳的问题,这与自愿性信息披露法律规制不完善有关。当前我国上市公司自愿性信息披露法律规制存在立法上对自愿性信息披露认定标准存在偏颇、法律责任体系不健全,在监管上缺乏有效性,为此可以结合我国实际对域外经验中较为成功的“安全港规则”与预先警示理论、信息更新义务、中介机构辅助监管进行借鉴。针对上市公司自愿性信息披露法律规制存在的问题,首先明确应以“真实性”为核心制定自愿性信息披露的双阶认定标准,并通过弥补认定标准合规性漏洞来规范上市公司披露行为;其次通过设置差异化法律责任、借鉴“安全港规则”完善免责制度健全自愿性信息披露法律责任体系;最后通过实施差异化监管加强对自愿性信息披露监管的有效性,同时发挥中介机构的辅助监管作用,汇聚监管合力,进一步转变监管模式,提升自愿性信息披露的监管效果,最终对上市公司自愿性信息披露法律规制进行完善。

**关键词:** 注册制 自愿性信息披露 差异化 法律规制

## Abstract

The regulatory power of the securities market under the registration system shifts from administrative oversight to market selection, and the investment decisions of market participants rely on the information they receive. The significance of the information disclosure system of listed companies, as the primary source of information, cannot be overstated. As an integral component of the information disclosure system, the voluntary information disclosure system contributes to the advancement and refinement of the overall information disclosure framework.

The voluntary information disclosure of listed companies refers to the proactive release of information by listed companies, beyond mandatory disclosure requirements, with the aim of enhancing corporate image, attracting investment, and reducing financing costs. The voluntary disclosure system effectively complements the limitations of mandatory disclosure. Against the backdrop of promoting registration system reform, it is imperative to establish a voluntary information disclosure system. This system's theoretical foundation should not only be rooted in economic theories such as information asymmetry, signal transmission, and efficient markets but also encompass legal theories like justice, fairness, openness, and anti-fraud. Therefore, the legal framework for regulating voluntary information disclosure should uphold investor

protection as its core value while considering fairness and efficiency through moderate intervention.

After the Securities Law of the People's Republic of China (hereinafter referred to as the Securities Law) was amended in 2019, it provided for the information disclosure system in the form of a special chapter for the first time, of which Article 84 established the voluntary disclosure system in principle, which is the legislative work's response to the realistic demand for voluntary information disclosure. However, from the perspective of practice, there is still the problem of poor quality of voluntary information disclosure, which is related to the imperfect legal regulation of voluntary information disclosure. At present, the legal regulation of voluntary information disclosure of listed companies in China is biased in the identification standard of voluntary information disclosure in legislation, imperfect legal liability system, and lack of effectiveness in supervision. Therefore, we can draw lessons from the successful "safe harbor rule" in foreign experience, advance warning theory, information update obligation, and auxiliary supervision of intermediary agencies based on the actual situation in China. In view of the existing problems in the legal regulation of voluntary information disclosure of listed companies, it is first clear that the two-stage identification standard of voluntary information disclosure should be formulated with "authenticity" as the core, and the disclosure behavior of

listed companies should be regulated by making up the loopholes in the compliance of identification standards. Secondly, by setting up differentiated legal liability and referring to the "safe harbor rule" to improve the exemption system and improve the legal liability system of voluntary information disclosure; Finally, differentiated supervision should be implemented to strengthen the effectiveness of voluntary information disclosure supervision, and at the same time, the auxiliary supervision role of intermediaries should be brought into play to gather regulatory forces, further change the regulatory model, improve the regulatory effect of voluntary information disclosure, and finally improve the legal regulation of voluntary information disclosure of listed companies.

**Keywords:** Registration system; Voluntary disclosure; Differentiating;  
Legal regulation

# 目 录

<b>1 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 选题背景及研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外研究综述	2
1.2.1 国内研究综述	2
1.2.2 国外研究现状	6
1.2.3 国内外研究现状评述	8
1.3 研究方法	9
<b>2 上市公司自愿性信息披露制度概述</b>	<b>10</b>
2.1 上市公司自愿性信息披露的内涵	10
2.1.1 上市公司自愿性信息披露的概念	10
2.1.2 上市公司自愿性信息披露的内容	10
2.2 上市公司自愿性信息披露与强制性信息披露的关系	11
2.2.1 自愿性信息披露与强制性信息披露的联系	11
2.2.2 自愿性信息披露与强制性信息披露的区别	12
2.2.3 自愿性信息披露与强制性信息披露的发展演变	13
2.3 上市公司自愿性信息披露制度的理论基础	14
2.3.1 经济学理论基础	14
2.3.2 法学理论基础	15
<b>3 注册制下上市公司自愿性信息披露法律规制的价值基础</b>	<b>18</b>
3.1 核准制与注册制的价值差异	18
3.1.1 异化为管制市场的核准制	18
3.1.2 放权于市场的注册制	19
3.2 注册制下自愿性信息披露法律规制的必要性	20
3.2.1 保障投资者合法权益	20
3.2.2 促进上市公司合规披露	21

3.2.3 维护证券市场稳定发展 .....	21
3.3 注册制下自愿性信息披露法律规制的价值目标 .....	22
3.3.1 鼓励高质量的自愿性信息披露 .....	22
3.3.2 强化对违规自愿性信息披露的规制力度 .....	22
3.4 注册制下自愿性信息披露法律规制遵循的价值理念 .....	23
3.4.1 坚持对投资者利益保护 .....	23
3.4.2 坚持公平与效率相协调 .....	23
3.4.3 坚持适度干预 .....	24
<b>4 注册制下我国上市公司自愿性信息披露法律规制现状检视 .....</b>	<b>25</b>
4.1 我国上市公司自愿性信息披露法律规制现状 .....	25
4.1.1 我国上市公司自愿性信息披露立法现状 .....	25
4.1.2 我国上市公司自愿性信息披露监管现状 .....	27
4.1.3 我国上市公司自愿性信息披露司法现状 .....	30
4.2 自愿性信息披露认定标准存在偏颇 .....	30
4.2.1 认定标准不统一 .....	30
4.2.2 认定标准存在合规性漏洞 .....	31
4.3 自愿性信息披露法律责任体系不健全 .....	31
4.3.1 缺乏法律责任承担特别规定 .....	31
4.3.2 免责规定缺位 .....	32
4.4 自愿性信息披露监管效果不佳 .....	33
4.4.1 监管缺乏针对性 .....	33
4.4.2 监管体系单一 .....	33
4.4.3 监管模式尚未转变 .....	34
<b>5 域外注册制下上市公司自愿性信息披露法律规制经验借鉴 .....</b>	<b>35</b>
5.1 美国自愿性信息披露法律规制 .....	35
5.2 欧盟自愿性信息披露法律规制 .....	36
5.3 英国自愿性信息披露法律规制 .....	37
5.4 域外自愿性信息披露法律规制的启示 .....	37
5.4.1 “安全港规则”与预先示警理论 .....	37

5.4.2 信息更新义务 .....	38
5.4.3 中介机构辅助监管 .....	38
<b>6 注册制下我国上市公司自愿性信息披露法律规制完善建议 .....</b>	<b>40</b>
6.1 健全自愿性信息披露认定标准 .....	40
6.1.1 以“真实性”为核心建构统一的自愿性信息披露双阶认定标准	40
6.1.2 弥补认定标准合规性漏洞 .....	41
6.2 健全自愿性信息披露法律责任体系 .....	42
6.2.1 设置差异化法律责任 .....	43
6.2.2 完善自愿性信息披露免责制度 .....	43
6.3 强化自愿性信息披露监管有效性 .....	44
6.3.1 实行差异化监管 .....	44
6.3.2 发挥中介机构的监管辅助作用 .....	45
6.3.3 转变监管模式 .....	46
<b>7 结语 .....</b>	<b>47</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>48</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>54</b>

# 1 绪论

## 1.1 选题背景及研究意义

### 1.1.1 选题背景

2022年8月1日,证监会主席易会满在《求是》上发文称,经过近3年的试点工作,可以说注册制以信息披露为核心的架构经受住了市场的初步考验,相应的政策与法律制度不断完善,已基本具备全面实行股票发行注册制的条件<sup>①</sup>。2023年2月17日,中国证监会及各交易所发布全面实行股票发行注册制制度规则,这标志着注册制的制度安排基本定型,全面实行股票发行注册制正式实施<sup>②</sup>。注册制改革在很大程度上克服了原核准制难以适应证券市场发展需要的弊病,是全面深化改革,健全市场经济体制的必由之路。

注册制下的证券市场治理权能从行政控制迈向市场选择,而市场主体进行投资选择依赖于其所获取的信息,作为信息主要来源的上市公司信息披露制度重要性不容忽视,在注册制改革中具有不可替代的作用,因此在注册制下对于上市公司信息披露制度应当提出更高的要求。

信息披露制度由强制性信息披露和自愿性信息披露共同组成,两者有机结合才能构建起行之有效的信息披露制度体系。随着我国证券市场的发展,强制性信息披露已逐渐成为对上市公司的基本要求。然而,投资者对上市公司强制披露的信息已不再满足,而是期望通过上市公司的自愿性信息披露获取更多有价值的信息。同时,上市公司也希望通过自愿性信息披露来塑造良好的企业形象。在这种互利共赢的情况下,自愿性信息披露在证券市场中的受欢迎程度与日俱增。但在实际操作中,自愿性信息披露却遇到了诸多问题,比如受到原核准制的影响,在监管动机上对上市公司自愿性信息披露偏离了初衷,局限于监管需求而忽视投资者真正需求与市场规律。此外,由于自愿性信息披露相关的制度还不够完善,现有的信息披露制度更侧重于强制性信息披露,对自愿性信息披露缺乏针对性规定,仅在《中华人民共和国证券法》第84条对自愿性信息披露概念进行了界定,但对于其免责条款和监管都没有明确的规定。现有的监管规则散见于各种文件中,未能形成对自愿性信息披露的有效监管。因此,为了更好地适应注册制改革,

<sup>①</sup> 易会满. 努力建设中国特色现代资本市场[J]. 求是杂志, 2022(15).

<sup>②</sup> 姚均芳, 刘羽佳. 全面实行股票发行注册制正式实施[N]. 人民日报海外版, 2023-02-18(003).

满足投资者的需求,推动证券市场的可持续发展,我们需要重新确立自愿性信息披露的价值导向,调整和完善相关法律制度,以期形成健全的规制体系。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

本文通过分析自愿性信息披露存在的问题,同时对域外经验进行检视,结合我国的实际情况进行比较分析,有助于进一步清晰界定强制性信息披露与自愿性信息披露的理论区别,明确自愿性信息披露的认定标准,为构建符合注册制价值追求的自愿性信息披露法律规制,实现良好的法治化证券市场环境提供有效的理论支撑。

#### (2) 实践意义

本文通过对上市公司自愿性信息披露实践问题进行分析,提出法律规范具体化、转变监管体系、完善法律责任体系等完善建议,以此为自愿性信息披露监管部门执法提供可行指引,有助于形成自愿性信息披露良性监管格局,在实践中助推企业积极进行非强制性信息的披露与高质量披露,为我国构建法治化、国际化的证券市场提供帮助。

## 1.2 国内外研究综述

### 1.2.1 国内研究综述

#### (1) 自愿性信息披露相关理论研究

学界关于自愿性信息披露概念研究存在一种二元零和辩论,认为信息披露非此即彼,强制披露与自愿披露之间必须且只能选其一。故对自愿性信息披露概念的研究多基于与强制性信息披露概念的比较分析,如深交所于2003年发布的《上市公司自愿性信息披露研究报告》首次正式提出自愿性信息披露的概念,指出这是指上市公司在强制性披露信息之外,出于塑造公司形象、维护投资者关系、规避诉讼风险等动机,所主动选择披露的信息。梁飞媛(2016)认为上市公司主动披露强制性披露信息以外的合法合规信息的行为是自愿性信息披露行为<sup>①</sup>。李有星(2020)认为不同于强制性信息披露,市场激励应该是自愿性披露的动机,是出于吸引各方投资者,通过主动披露便于投资者进行价值判断和决策的信息<sup>②</sup>。

<sup>①</sup> 梁飞媛.中国上市公司自愿性信息披露与监管[M].第2版.北京:经济管理出版社,2016:180-200.

<sup>②</sup> 李有星,康琼梅.论证券信息自愿披露及免责事由[J].社会科学,2020(09):104-111.

随着理论研究深入,学界亦有学者在研究自愿性信息披露概念时不再基于二元零和辩论,认识到两者的并非割裂,如陆瑶(2023)认为自愿披露与强制披露之间存在着紧密的联系性与互补性,上市公司自愿披露信息的行为,为强制披露提供了有力补充;而强制披露则对自愿披露的内容进行了深化与扩展,能够确保披露信息的全面性和准确性,在自愿披露与强制披露之间应当形成一个流动的反馈循环<sup>①</sup>。

从经济学理论依据来看,证券市场自愿性信息披露制度以信息不对称理论为主要理论依据,如龙立(2013)指出合理地引导自愿性信息披露能够缓解我国资本市场中存在的信息不对称问题<sup>②</sup>。除信息不对称理论以外,代理理论、信号传递理论等其他理论也被学者认为是自愿性信息披露的理论依据。苏淑艳(2007)认为基于代理理论,为了实现利益最大化,代理人会主动减少冲突成本,会通过主动向委托人披露自己的情况;而根据信号理论,业绩好的公司亦会通过自愿信息披露优化形象,以此提高自身的竞争实力;根据投资行为理论,为提升投资者的主观投资概率,上市公司会进行充分的自愿性信息披露<sup>③</sup>。于团叶、张逸伦、宋晓满(2013)基于信号传递理论指出,在公司的经营状况与自愿性信息披露意愿之间存在正相关关系,经营情况好的公司进行自愿性信息披露的意愿更强烈,因此这些公司会通过主动披露较好的治理信号给投资者以求塑造良好公司形象和提升公司价值<sup>④</sup>。

而探究自愿性信息披露制度的法学理论依据时,学者们更多地着眼于对于公平公正的追求。王从容、李宁(2009)认为信息披露制度的法学理论基础涵盖了受托责任理论、反欺诈理论以及公平理论等多个方面,受托责任理论体现在证券投资行为中,基于上市公司与投资者之间存在的类委托关系,处于较强势地位的上市公司应当受到管制,而反欺诈理论则要求上市公司应当遵守市场准则,保持诚实信用,努力维护证券市场的诚信发展<sup>⑤</sup>。万国华、杨海静(2015)对证券法基本原则中的诚实信用进行反思,指出诚实信用原则并不能对证券市场的客观规律和本源之理做出合理反映,提出应该以反欺诈原则进行代替,如此更符合证券

<sup>①</sup> 陆瑶. 金融机构 ESG 信息披露的法律制度研究[J]. 南方金融, 2023(08): 73-85.

<sup>②</sup> 龙立. 上市公司自愿性信息披露研究进展评述[J]. 财会通讯, 2013(03): 34-36.

<sup>③</sup> 苏淑艳. 上市公司自愿性披露信息问题研究[J]. 财会通讯(学术版), 2007(12): 14-16.

<sup>④</sup> 于团叶, 张逸伦, 宋晓满. 自愿性信息披露程度及其影响因素研究——以我国创业板公司为例[J]. 审计与经济研究, 2013, 28(02): 68-78.

<sup>⑤</sup> 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[J]. 金融研究, 2009(03): 178-190.

市场的运行规律<sup>①</sup>。

关于信息披露制度的价值导向问题,郭建军(2015)与甘培忠、夏爽(2017)都提出信息披露应当在以保护投资者利益为导向的同时兼顾上市公司的合理发展需求<sup>②</sup>。邢会强(2019)指出推进注册制改革必须调适我国资本市场改革的深层逻辑,要转变原先帮助企业顺利融资的逻辑,逐步靠向保护投资者利益<sup>③</sup>。徐瑜璐(2020)认为在注册制下应当有限回归市场机制,减少政府对于证券市场的干预力度,通过完善信息披露制度来协助投资者做出自主选择<sup>④</sup>。程海宁(2020)同样认为自愿信息披露在本质上是基于市场作用的公司自利性行为,应当由市场机制引导,如果不加以区分地要求所有信息披露内容都满足强制性信息披露中简明性的要求,反而会导致企业为规避违规风险,不愿进行自愿性信息披露<sup>⑤</sup>。

学者对于自愿性信息披露具体包含的内容有着大同小异的观点。程茂军(2017)将自愿性信息披露的内容主要划分为公司治理类信息、较重要的生产经营信息、财务信息、公司的一般信息、中介机构文件的公告、社会责任报告和环境报告书、对交易所监管关注函的回复披露情况<sup>⑥</sup>。巫文勇(2022)指出中国证监会分别于2015、2016、2020年在相关文件中<sup>⑦</sup>对自愿性信息披露进行了阐述,其内涵和外延应当包括财务信息或数据、业务信息或数据、其他前瞻性信息<sup>⑧</sup>。

## (2) 自愿性信息披露制度存在问题研究

关于自愿性信息披露制度存在的问题,学者也多有研究。如张学勇、廖理(2010)指出自愿性信息披露的水平已在股权分置改革下得到提升,但是因现有制度中缺乏对于自愿性披露的激励措施,目前上市公司的财务信息方面进行自愿性信息披露的积极性仍较低<sup>⑨</sup>。郑彧(2014)认为我国证券市场信息披露制度同

<sup>①</sup> 万国华,杨海静.论反欺诈原则在证券法中的确立——对诚实信用作为证券法基本原则的反思[J].南开学报(哲学社会科学版),2015(01):119-129.

<sup>②</sup> 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[J].河北法学,2015,33(09):182-190,甘培忠,夏爽.信息披露制度构建中的矛盾与平衡——基于监管机构、上市公司与投资者的视角[J].法律适用,2017(17):35-40.

<sup>③</sup> 邢会强.我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应[J].河北法学,2019,37(05):26-39.

<sup>④</sup> 徐瑜璐.论注册制下的证券市场治理权能转向[J].河北法学,2020,38(12):163-175.

<sup>⑤</sup> 程海宁.信息披露的简明性要求——比照美国简明英语规则经验[J].证券法苑,2020,30(03):274-312.

<sup>⑥</sup> 程茂军.试论上市公司自愿性信息披露的法律规制[J].证券法苑,2017,20(02):176-201.

<sup>⑦</sup> 相关文件包括《信息披露内容与格式准则1号——招股说明书》《信息披露内容与格式准则38号——公司债券年度报告的内容与格式》和《信息披露内容与格式准则28号——创业板招股说明书》。

<sup>⑧</sup> 巫文勇.互联网平台金融的信息披露规则与法律责任重叙[J].法律科学(西北政法大学学报),2022,40(05):50-63.

<sup>⑨</sup> 张学勇,廖理.股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J].经济研究,2010,45(04):28-39+53.

时存在立法精细化程度不够、政府管制过度与市场自律不足等问题。<sup>①</sup>周友苏、杨照鑫（2015）指出在我国证券市场中信息披露质量不高、立法规制不力等问题也一直存在，对我国证券市场的正常经营产生了诸多不利影响<sup>②</sup>。李冀、杨忠孝（2017）指出由于政府干预过多、制度滥用等使得强制性信息披露的价值受到严重影响，格式化模板化的上市公司强制性信息披露内容无法满足投资者的需求，无法提供有效的市场信号，因而将强制性信息披露作为基础进行投资判断是存在问题的<sup>③</sup>。程茂军（2017）认为判定标准不明确，证券市场的信息缺乏足够的供给，导致披露的信息质量也参差不齐。<sup>④</sup>方红星、楚有为（2019）认为自愿性信息披露规制体系并未在我国真正形成，无法在信息披露制度中供给增量价值<sup>⑤</sup>。冯果、吕佳欣（2022）指出自愿性信息披露存在流于形式，内容匮乏，信息披露存在徒有框架，内容及指标不全面的缺陷<sup>⑥</sup>。不难看出，学者们认为自愿性信息披露制度存在的问题普遍集中在法律规范与监管两个领域。

### （3）自愿性信息披露制度完善路径研究

对于如何完善自愿性信息披露制度，梁飞媛（2011）认为对强制性信息披露应当进行适度控制，在遵循市场价值的基础下，鼓励引导上市公司自愿性信息披露。梁清华（2014）提出基于对投资者合法权益保护的考量，应该在证券发行领域实行自愿性信息披露与强制性信息披露并举的制度，对发行人恶意进行的自愿信息披露予以惩处，同时建立“安全港”保护发行人合法的自愿性信息披露<sup>⑦</sup>。许多奇、唐士亚（2017）认为应当根据不同业态的特征和风险特点，制定有针对性的信息披露制度，需要明确虚假披露行为和未按照要求披露行为的法律责任<sup>⑧</sup>。李有星、康琼梅（2020）认为不能孤立地看待强制性信息披露和自愿性信息披露，应该以追求二者的有机结合为出发点进行相关制度的建构<sup>⑨</sup>。张文瑾（2020）认

<sup>①</sup> 郑彧. 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[J]. 证券法苑, 2014, 13(04): 351-398.

<sup>②</sup> 周友苏, 杨照鑫. 注册制改革背景下我国股票发行信息披露制度的反思与重构[J]. 经济体制改革, 2015(01): 146-150.

<sup>③</sup> 李冀, 杨忠孝. 政府干预在证券市场强制信息披露中的边界[J]. 南方金融, 2017(02): 49-56.

<sup>④</sup> 程茂军. 试论上市公司自愿性信息披露的法律规制[J]. 证券法苑, 2017, 20(02): 176-201.

<sup>⑤</sup> 方红星, 楚有为. 自愿披露、强制披露与资本市场定价效率[J]. 经济管理, 2019, 41(01): 156-173.

<sup>⑥</sup> 冯果, 吕佳欣. 绿色债券募集资金用途异化的法律防范——以信息披露制度完善为中心[J]. 河北法学, 2022, 40(11): 72-88.

<sup>⑦</sup> 梁清华. 论我国私募信息披露制度的完善[J]. 中国法学, 2014(05): 149-159.

<sup>⑧</sup> 许多奇, 唐士亚. 运动式监管向信息监管转化研究——基于对互联网金融风险专项整治行动的审视与展望[J]. 证券法苑, 2017, 22(04): 21-37.

<sup>⑨</sup> 李有星, 康琼梅. 论证券信息自愿披露及免责事由[J]. 社会科学, 2020(09): 104-111.

为在注册制改革推进过程中,应当以构建更加高效和完善的差异化信息披露制度为目标,同时满足不同投资者的信息需求,可以从多层次市场、行业细分、风险评级等维度展开,从而凸显差异性结构<sup>①</sup>。中国人民银行长沙中心支行课题组、侯加林(2021)提出为与以信息披露为核心的证券发行注册制改革相适应,应当建立自愿性信息披露的引导和激励机制,鼓励自愿披露非强制重要信息<sup>②</sup>。林益(2021)就实践中上市公司“蹭热点”是否属于自愿性信息披露内容进行分析,得出在进行信息披露制度完善的过程中必须明确上市公司自愿信息披露的审慎义务<sup>③</sup>。唐应茂(2021)认为我国证券市场当前正肩负着同时强化和深化强制性信息披露制度及自愿性信息披露制度的双重使命,必须界定清晰两者的边界,在信息披露政府主导模式与市场选择模式进行完善<sup>④</sup>。综上所述在自愿性信息披露制度的完善路径上学者们提出了很多建议,主要包括对于强制性信息披露与自愿性信息披露需要建立差异化制度,对法律责任体系需要进行完善,以及需要明确强制性信息披露与自愿性信息披露的边界。

## 1.2.2 国外研究现状

### (1) 自愿性信息披露相关理论研究

最早对自愿性信息披露的概念作出界定的是 Lev(1992),在 Lev 眼中自愿信息披露是在相关规则无规定的要求下上市公司的自主性披露,具有改善上市公司形象的积极作用;在之后的研究中 Meek、Robert、Gray(1995)进一步补充提出在强制性信息披露之外的其他项目均可视为上市公司所进行的自愿披露,其实质是公司对于利好自身信息的积极传递意愿<sup>⑤</sup>。

William Vickery、James Millis(1960)最早提出了“激励相容”理论,根据该理论,代理人往往利用与委托人之间存在的信息不对称,借助信息优势地位做出侵犯委托人利益的行为,如果不加以限制,必将导致不利后果出现,可以通过捆绑代理人与委托人的利益,激励代理人尽职尽责服务<sup>⑥</sup>。George A.(1970)

<sup>①</sup> 张文瑾.注册制改革背景下上市公司差异化信息披露制度探究[J].中国应用法学,2020(01):168-187.

<sup>②</sup> 中国人民银行长沙中心支行课题组,侯加林.公司信用类债券法律制度的完善研究[J].金融经济,2021(02):74-79.

<sup>③</sup> 林益.上市公司“蹭热点”争议及其监管[J].金融法苑,2021(02):195-207.

<sup>④</sup> 唐应茂,北京大学法学院课题组.自愿性信息披露制度比较研究[J].证券法苑,2021,23(03):163-194.

<sup>⑤</sup> Meek,Robert,Gray. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US,UK and European multinational corporations[J]. Journal of International Business Studies,1995:555-572 .

<sup>⑥</sup> William Vickrey. Utility, Strategy, and Social Decision Rules[J]. The Quarterly Journal of Economics,1960,74(4).

提出了信息不对称理论重要组成部分的“柠檬原理”<sup>①</sup>，该理论与“激励相容”理论的考虑类似，都认为由于信息不对称的存在，管理者对经营效益的追求会基于效益最大化的考量，作出最有利于自己的披露选择，故该原理被大量学者用来分析信息披露问题。

信息披露的主要目的是减少上市公司与潜在投资者之间存在的信息不对称，关于选择自愿性信息披露还是强制性信息披露在学界出现了分歧。Healy、Palepu（2001）认为政府干预进行强制披露缺乏必要性，以自愿性信息披露为主的信息披露模式在实践中能够满足投资者需要，为实现自身利益最大化，上市公司会主动通过自愿披露与公司发行上市相关的重要信息<sup>②</sup>。通过对比美国和欧盟的信息披露制度，Ido Baum、Dov Solomon（2020）发现两者对自愿性信息披露的态度存在显著差异。在美国，自愿性信息披露被视为信息披露的主要形式，而强制性信息披露则被视为特殊情况下的补充措施，常态化的自愿性信息披露更好地应对了内幕交易行为，也解决了大量强制性信息披露冲淡重要信息的投资者需求的问题<sup>③</sup>。

Meek、Roberts、Gray（1995）基于信息披露的内容将上市公司自愿披露的信息划分为战略性信息、财务信息和非财务信息三种<sup>④</sup>。美国财务会计准则委员会有关美国证券市场中对于“透视自愿披露”的报告则把公司在实务中自愿披露的信息分为以下几类：商业秘密、管理层讨论与分析、盈利预测性信息、所有者信息、公司发展前景信息、新增的无形资产信息。美国特许会计师协会认为除财务报表之外的其他披露项目都属于自愿性信息，例如管理层讨论与分析、管理层信息、上市公司战略合作伙伴的信息、公司利益相关者信息等<sup>⑤</sup>。

## （2）自愿性信息披露制度完善路径研究

关于自愿性信息披露的“安全港”规则最早于1973年在美国确立，规则旨在鼓励公司主动披露预测性财务信息，以通过发布此类信息来提升市场效率。规

<sup>①</sup> George A. Akerlof, The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics[J], 1970, No. 3, pp. 488-500.

<sup>②</sup> Healy P.M & Palepu K.G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, Journal of Accounting and Economics[J], 31(1/3), 2001, pp. 405-440.

<sup>③</sup> Ido Baum & Dov Solomon, The Case for Voluntary Disclosure of Uncertain Information in Securities Regulation, Virginia Law and Business Review[J], 14(2), 2020, pp. 171-220.

<sup>④</sup> Meek, Robert, Gray. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and European multinational corporations[J]. Journal of International Business Studies, 1995: 555-572.

<sup>⑤</sup> 王妍媛. 我国上市公司自愿性信息披露法律制度研究[D]. 东北财经大学, 2023.

则规定，只要公司发布的预测性财务信息满足一定的条件，即使出现不利后果公司也可减免法律责任的承担。然而，1990年后投资市场频发的私人股票诉讼案件导致市场环境受到严重影响。为了改善投资市场的环境，美国国会在1995年批准通过《私人证券诉讼改革法案》进一步强化了“安全港”规则，在规则中创新引入了‘预先警告’原则，在法律层面对上市公司自主披露预测性信息提供了更大的保障。此外，为确保所有投资者能够公平地获取未公开的重要信息，美国证券交易委员会于2000年进一步制定了《公平披露规则》。

随着对于投资者保护的重视，国外亦有学者从此角度提出完善路径。如 Charles R. Korsmo (2017) 认为在信息披露制度中，投资者应当作为受益者而非受损者，自愿性信息披露制度的完善应当更多考量投资者情况，进行投资者的差异化安排，监管者在设计信息披露制度时也需要充分考虑投资者差异<sup>①</sup>。

值得注意的是国外研究中信息披露中介机构在自愿性信息披露监管中也发挥着重要作用，最为典型的是隶属于伦敦证券交易所的信息提供商 RNS 公司推出的 RNS reach 服务，英国采用的法定信息提供服务商制度增强了监管主体的力量，允许经过认可的信息服务提供商协助上市公司发布除强制披露要求以外的其他信息。这样做不仅减轻了政府的监管压力，同时也为日后规范自愿信息披露行为奠定了实践基础。

### 1.2.3 国内外研究现状评述

随着注册制改革的推进以及证券监管理念的转变，上市公司自愿性信息披露制度也受到更多地关注。通过分析自愿性信息披露方面的国内外学者研究发现，学者多从非法学角度进行讨论，关于自愿性信息披露的法学研究取得了一定的成果，但仍然落后于实践发展需要。关于自愿性信息披露的法学研究偏重于对制度条款的解释和运用，或探讨实践中存在的问题并给予针对性的措施，对法理基础的研究较少，法律规制的完善策略也多为原则性论述，可操作性意义较小。对于国外有关自愿性信息披露法律规制存在的问题及完善路径研究已较为成熟，我国学者针对借鉴国外相关制度进行了研究，但往往强调对国外成熟经验的借鉴与移植，缺乏与中国实际相结合的研究，尤其在注册制落地背景下，相关的域内外结合研究有所欠缺。

<sup>①</sup> Charles R. Korsmo, The Audience for Corporate Disclosure, Iowa Law Review[J],102(4),2017,pp.1581-1632.

### 1.3 研究方法

本文以上市公司自愿性信息披露法律规制作为研究对象,通过对于自愿性信息披露法律规制存在立法保障不足与监管规则缺位的双重问题进行分析,结合域外相关制度经验提出完善建议,以期在注册制落地背景下,通过完善我国上市公司自愿性信息披露法律规制,助推我国证券市场法治化、国际化发展。

根据研究目标与内容,本文主要采取以下研究方法:

#### (1) 文献分析法

通过对期刊、报纸、论文、数据库资料进行收集整理,掌握注册制下自愿性信息披露法律规制问题的相关基础理论,为下一步的研究奠定理论基础。研判国内外研究现状,形成对我国自愿性信息披露制度的进一步认知与思考。

#### (2) 规范分析法

通过对我国《证券法》《上市公司信息披露管理办法》《信息披露内容与格式准则》等与自愿性信息披露相关的规范进行研究,从中得出我国现阶段自愿性信息披露制度未成体系且操作性欠缺的问题。

#### (3) 案例分析法

通过对我国上市公司自愿披露的相关案例进行分析,一方面说明我国自愿性信息披露存在信息披露质量低、披露主动性差等现实问题,另一方面指出监管环节存在的问题,为后文进行问题分析提供论据支撑。

#### (4) 比较分析法

通过对域外美国、英国及欧盟自愿性信息披露相关制度的研究,吸收其中值得借鉴的经验,并与我国国情结合进行分析,找寻其中值得借鉴的内容,提出完善我国自愿性信息披露法律规制的建议。

## 2 上市公司自愿性信息披露制度概述

### 2.1 上市公司自愿性信息披露的内涵

#### 2.1.1 上市公司自愿性信息披露的概念

上市公司信息披露是上市公司为满足投资者利益需要以及社会公众的监督需求,依照法律及相关规定将各种与公司运行状况相关的信息及时准确地向社会公众公开的制度,信息披露贯穿于证券发行、上市、交易流通的各个环节。

根据信息披露的要求不同可分为强制性信息披露与自愿性信息披露。现有研究范式一般通过先界定信息披露是否为强制性信息披露,在得到否定的答案后进而推断该信息披露属于自愿性信息披露。因此,遵循该逻辑研究自愿性信息披露必须以明确强制性信息披露的概念为先决条件,强制性信息披露是指以《证券法》为核心,各行政法规、部门规章、交易所相关规则中规定的上市公司于证券发行、上市、交易流通的各个环节所必须进行披露的信息。因此自愿性信息披露应当界定为上市公司在强制性信息披露以外,为了改善提升自身形象、吸引投资者进行投资等利己目的所主动进行的信息披露。

#### 2.1.2 上市公司自愿性信息披露的内容

自愿性信息披露的内容界定关系着信息披露类型的实质性判断,对于披露内容在《证券法》中并没有做出明确规定,关于自愿性信息披露内容的规定散见于各证券交易所指引中。笔者认为《上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第2号——自愿信息披露》是其中较为系统的规定,其中规定自愿性信息披露的内容应当包括:战略信息、财务信息、预测信息、研发信息、业务信息、行业信息、社会责任信息<sup>①</sup>。

《证券法》未作出具体规定有其考量的独到之处,因为自愿性信息披露的界限如果过于明确具体,很容易导致自愿性信息披露走入“名为自愿性、实则强制性”的误区,既无法保证信息披露的价值,又加重了企业的负担。并且针对不同类型的上市公司,自愿性信息披露的内容可能不尽相同,故在《证券法》对自愿性信息披露内容原则性规定下,更多地应当将法律规制重心转移到自愿性信息披

<sup>①</sup> 参见《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第2号》中“准确把握自愿信息披露的范围”部分。

露制度中包括认定标准、责任等其他方面，自愿性信息披露内容可以交由各证券交易所根据实际情况进行规定。

## 2.2 上市公司自愿性信息披露与强制性信息披露的关系

### 2.2.1 自愿性信息披露与强制性信息披露的联系

自愿性信息披露与强制性信息披露共同构成了我国上市公司信息披露制度，两者之间存在密切的联系。两者在目标及价值追求具有一致性，并且在内容上互为补充，在一定条件下能够相互转化。

#### (1) 二者目标及价值追求具有一致性

无论是自愿性信息披露还是强制性信息披露都是信息披露制度的组成部分，两者的目标是一致的，都是通过提供对投资者有价值的信息供其判断，以期助力证券市场平稳高效发展。具体而言，强制性信息披露通过法律的强制性规定对上市公司信息披露进行干预，限制企业对重要信息进行虚假披露等违法行为，以此保障投资者权益，进而维护证券市场健康运行，更突出对于公平的价值追求。而自愿性信息披露在追求公平价值外，更重视对于效率的价值追求，自愿性信息披露鼓励企业在强制性信息披露要求外主动作为，增加信息披露的数量，提高信息披露的灵活性，为投资者提供更多有价值的信息。两者在公平与效率的价值追求上虽各有侧重，但内在具有同一性，都追求信息披露质量的提高。

#### (2) 二者在内容上互为补充

在内容上自愿性信息披露与强制性信息披露互为补充，强制性信息披露的内容基于法律规定，是上市公司被要求应当披露的重要信息，对投资者了解公司运行状况具有重要意义。但公司在实际运行中，所产生的信息纷繁复杂，很多信息并未包括在强制性信息披露的内容内，却对投资者具有重要价值。

自愿性信息披露与强制性信息披露的内容并非一成不变，两者之间存在相互的转化。内容由自愿性信息披露向强制性信息披露转变方面，以当下讨论较多的ESG信息披露作为例子，从2003年《关于企业环境信息公开的公告》鼓励企业进行环境信息以来，ESG信息披露呈现出自愿性信息披露向强制性信息披露的转变趋势，虽然ESG信息还没完全成为强制性信息披露的内容，但是也已是大势所趋。内容由强制性信息披露向自愿性信息披露转变，以盈利预测为例，盈利预测原属于强制性信息披露，1994年证监会发布了《信息披露的内容与格式准则第2

号》后,其中将年度报告中关于盈利预测由强制性信息披露改为自愿性信息披露。因此在内容上自愿性信息披露与强制性信息披露互为补充,不可偏废,均为投资者进行决策判断提供了依据,共同助力证券市场发展。

## 2.2.2 自愿性信息披露与强制性信息披露的区别

### (1) 二者披露动机不同

强制性信息披露并非企业的自发行为,而是企业履行在规定的时问、渠道披露指定信息的法律义务。而自愿性信息披露是企业为实现自身利益主动向投资者披露强制性信息披露之外的信息,其中披露的信息包括但不限于提高自身形象、吸引投资等。披露动机的不同也体现了两者相比较而言,上市公司进行自愿性信息披露的自由度高于强制性信息披露。

### (2) 二者披露时间与渠道不同

在披露时问方面,强制性信息披露的披露时问由法律规定较为固定,其中证券发行阶段的首次披露除证监会规定的预先披露外应当在公开发行人前进行披露,在证券交易阶段的信息披露通常在规定的会计年度时问段结束之日起规定时问以年度报告或中期报告形式进行,发生法律规定的重大事件时需及时以临时报告形式进行信息披露。自愿性信息披露自由度较高,不受限于强制性信息披露的时问规定,上市公司可以根据自身情况选择披露时问。

在披露渠道方面,多数强制性信息披露必须在证监会指定的报刊上刊登且在证监会官网公告,其他强制性信息披露也必须在指定渠道进行<sup>①</sup>。自愿性信息披露的披露渠道较为随意,可伴随强制性信息披露进行,亦可在公司门户网站、各媒体平台进行。

综上所述,笔者认为两者之间的关系不应当是“非此即彼,零和博弈”,而是相互促进,协调发展的,两者之间的相互转化、目标一致与追求价值的同一性都共同证明了这一点。但需要承认自愿性信息披露与强制性信息披露之间的差异,自愿性信息披露自身的披露动机及高自由度决定其无法同强制性信息披露简单地适用相同的法律规制,必须针对其特点对相应法律规制架构进行调适。

<sup>①</sup> 强制信息披露的形式包括公告、置备和网上推介三种形式。其中,公告是指必须在中国证监会指定的报刊上或者专项出版的公报上刊登,并在中国证监会指定的网站上公告;置备是有关重要信息文件存放在指定场所供公众查阅;网上推介的强制性只适用于证券发行前,帮助证券发行人通过互联网宣传发行信息。

### 2.2.3 自愿性信息披露与强制性信息披露的发展演变

纵观信息披露制度的发展过程,自愿性信息披露与强制性信息披露发展呈现从互相交替到互为补充的趋势。在第一个阶段,自愿性信息披露占据主导地位,由上市公司自主决定信息披露的时间、内容、地点,在此阶段也存在少量的强制性信息披露,例如英国于1844年制定的《公司法》首次对信息披露进行强制性规定,规定公司必须向社会公开其注册登记情况等信息。进入第二阶段后,强制性信息披露逐渐占据主导地位。这一阶段的重要标志是美国先后制定的1933年《证券法》和1934年《证券交易法》。随着大量相关规则的出台,世界上主要国家和地区的信息披露制度也逐步转向以强制性信息披露为核心。进入20世纪60年代后,随着对于强制性信息披露制度的批判兴起,以及证券市场投资者对于自愿性信息披露的需求不断增大,信息披露制度进入了以强制性信息披露为主,自愿性信息披露为辅的新发展阶段。

我国的证券市场发展较晚,在我国资本市场建立初期以行政为主导的审批制作为证券发行制度,此时受行政干预较大影响,公司只需按照要求作出信息披露即可,信息披露制度尚处于萌芽阶段。进入新世纪后,随着资本市场的进一步活跃,证券发行制度开始实行核准制,核准制以强制性信息披露为核心,证券主管部门对IPO的发行进行形式审查和实质审查,上市公司信息披露的范围进一步扩大,信息披露义务人必须按照法律规定进行信息披露。2019年《证券法》修订后,证券发行制度开始由核准制转向注册制,随着2023年A股开始全面实行发行注册制,注册制正式取代核准制,注册制以信息披露为核心,在充分信息披露基础上,IPO审查转变为形式审查,对于信息披露提出了更高的要求。在新修订的《证券法》第84条对自愿性信息披露进行了首次规定,自此在法律层面确立了自愿性信息披露与强制性信息披露相结合的信息披露制度。

综上所述,信息披露制度的演变与注册制改革的思路紧密相连,呈现出一种相互呼应、共同发展的态势,都是通过强化市场主体职能,将监管重心从繁琐的事前环节转移,加强事中和事后的监督与管理,以优化监管效率。前端限制一旦减少,便等于拓宽并缩短了发行上市和信息披露的通道,可以有效提升效率,但与此同时,为了减少监管后置风险,就必须对发行阶段和上市后的信息披露质量

提出更高的要求。因此在注册制落地的背景下，必须对信息披露规则进行细化，对自愿性信息披露违规行为加强惩处。

## 2.3 上市公司自愿性信息披露制度的理论基础

### 2.3.1 经济学理论基础

上市公司自愿性信息披露制度是信息披露制度的重要组成部分，在理论基础方面，自愿性信息披露制度也建立在信息披露的理论基础之上，其经济学理论基础包括信息不对称理论、信息传递理论、有效市场理论等。

#### (1) 信息不对称理论

信息不对称理论由经济学家斯彭斯等最早提出。该理论通过深入分析交易双方信息的不均衡分布现象，揭示了这种不均衡对交易市场产生的深远影响。信息不对称在证券市场中体现得淋漓尽致，不论是证券发行阶段，还是证券交易阶段都存在大量信息不对称的现象<sup>①</sup>。

证券市场产生信息不对称的原因多种多样，首先由于投资者个体之间存在差异，对于信息的获取渠道与分析能力都不尽相同，由此产生投资者间信息的不对称；其次因为专业投资机构在人力物力上拥有绝对优势，可以超越个人能力对信息进行收集分析，加剧了投资者之间的信息不对称；但证券市场产生信息不对称最重要的原因仍在于交易双方在实质上存在地位的不平等，上市公司作为信息的生产者，信息优势地位不言而喻，投资者对于信息的接收基本来源于上市公司的信息披露。信息披露制度在缓解证券市场信息不对称问题方面扮演着关键角色，然而，在强制性信息披露制度的框架内，上市公司在进行信息披露时仍存在一定的顾虑。而在自愿性信息披露方面由于自由度高且法律规制薄弱的原因，出于商人的逐利性，上市公司进行选择性披露、差异披露的现象时有发生，处于信息劣势地位的投资者在信息求证上更显无力。

故而法律规制在自愿性信息披露中不可或缺，加强对上市公司自愿性信息披露的监管，有助于显著减少证券市场投资者与上市公司之间的信息不对称现象，推动证券市场健康高效运行。

<sup>①</sup> George A. Akerlof, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics[J], 1970, No. 3, pp. 488-500.

## （2）信号传递理论

信号传递理论最早由经济学家迈克尔·斯彭斯提出，该理论建立在信息不对称理论之上，对解释上市公司进行自愿性信息披露的动机提供了经济学原因分析。信号传递理论的核心逻辑是因为信息不对称的存在而导致处于信息劣势的一方无法了解到信息优势一方的真实情况，为了实现自身的目的处于信息优势的一方会主动将部分信息传递给劣势一方<sup>①</sup>。

在证券市场中，上市公司进行信息披露即信号传递的过程，不仅能够让投资者更好地了解上市公司的运行状况，塑造企业良好的形象，提升企业的竞争力，助力企业的发展。随着信息披露制度的不断完善，上市公司强制性信息披露由于欠缺实质差异而成为投资者眼中的底线要求，投资者越来越希望上市公司在强制性信息披露之外主动进行信息披露以满足其信息需求，此时若上市公司局限于强制性信息披露的范围，较少进行自愿性信息披露，企业形象也将会受到严重影响，给投资者以企业因自身运行状况困难之虞。故此自愿性信息披露对传递上市公司自身信息，摆脱同质化信息披露困境，提高竞争力具有重要意义。

## （3）有效市场理论

有效市场理论由芝加哥学派代表人物、经济学家尤金·法玛提出，有效市场理论提出证券市场的效率高低与否取决于证券价格能否准确地反映证券市场中全部的相关信息，在有效的证券市场中，信息披露的水平直接影响证券价格<sup>②</sup>。

基于此理论，证券市场中理性的投资者在进行投资前会不遗余力地获取与上市公司相关的信息，对搜集到的信息进行分析判断，最终决定是否进行投资。上市公司为提升自身股价必须提高自身的信息披露水平，尽可能满足投资者的需求，增加自愿性信息披露力度，同时对投资者可能搜集的错误信息进行纠正，维护企业形象，提高企业的竞争力。

## 2.3.2 法学理论基础

诚如尹亚军博士在其毕业论文中所提到的，20世纪以来法学方法论的革新给法学研究带来了新的方法，通过经济分析的思维来探讨法律制度的效用、探究

<sup>①</sup> Spence A M. Market Signaling: The Informational Structure of Job Markets and Related Phenomena [D].PhD thesis, Harvard University Press, 1972.

<sup>②</sup> Eugene F .Fama,Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.The Journal of Finance[J],Vol.25,No.2,Paper and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, 1970,pp.383-417.

经济发展与法律制度之间的关系，使得法学在逻辑上更加清晰明了，易于理解。我们必须肯定经济学理论为经济法学做出的巨大贡献，但经济学理论并不等同于法学理论自身，《反托拉斯法——一个经济学视角》第二版修订去掉副标题时波斯纳曾说过，反托拉斯法讨论的视角中只剩下经济学的视角了。因此我们在研究上市公司自愿性信息披露法律规制问题时不仅需要重视其经济学理论基础，也应当重视其法学理论基础，笔者认为自愿性信息披露的法学理论基础应当包括公平、公开、公正原则与反欺诈原则。

### （1）公平、公开、公正原则

公平、公开、公正原则作为法的基本原则在《证券法》中的体现，贯穿于证券发行、交易的全过程，该原则包括公平、公开、公正三方面的要求。

公平原则要求各投资者在同等条件下享有平等的投资机会，禁止任何机构或者个人利用获取的内幕信息从事证券交易，禁止知情人违法发布证券信息。除却对于投资者的公平保护外，对于上市公司也应当进行公平对待，对于违法行为的法律规制需要保持高度的一致性。公开原则表现为上市公司在进行自愿性信息披露时，应当将重大信息向所有投资者公开披露，而非仅对投资机构或部分投资者进行披露，并且上市公司在进行信息披露时不应当进行选择性的披露，基此保障投资者对上市公司证券发行与交易能够全面、准确地了解。公正原则是对于证券监管机构的要求，监管者应当居中监管，不偏不倚，在尊重市场规律的前提下对证券发行、交易过程中的行为进行监管。自愿性信息披露对于投资者利益的保护和对市场规律的遵循与公平、公开、公正原则天然契合<sup>①</sup>。

### （2）反欺诈原则

值得注意的是，当前《证券法》确立的基本原则中并无反欺诈原则，与之相接近的原则是诚实信用原则，而诚实信用原则作为民法基本原则能否在《证券法》中适用值得思考，学者对此进行反思，提出以反欺诈原则取代诚实信用原则在《证券法》中基本原则的地位，本文亦赞同该观点<sup>②</sup>。

反欺诈原则是指在证券发行、交易的过程中，上市公司不得有欺诈行为，否则将承担由于欺诈行为带来的不利后果。反欺诈原则主要被运用在对证券市场中

<sup>①</sup> 唐军. “三公”理论再认识与证券监管制度重塑[J]. 云南师范大学学报(哲学社会科学版), 2019, 51(05): 146-156.

<sup>②</sup> 万国华, 杨海静. 论反欺诈原则在证券法中的确立——对诚实信用作为证券法基本原则的反思[J]. 南开学报(哲学社会科学版), 2015(01): 119-129.

存在的内幕交易行为进行法律规制,信息披露和反欺诈制度作为证券法两大重要领域并非绝对独立,正如学者指出的两者可以在信息确定性视角下实现一体性<sup>①</sup>。反欺诈原则亦应当为自愿性信息披露法律规制所重视。

为避免投资者受到上市公司虚假信息披露的误导,上市公司应基于确定信息做出信息披露,虚假披露的行为被法律所禁止,强制性信息披露自不待言,虽然自愿性信息披露的自由度更高,但上市公司在进行自愿性信息披露时也应当保证信息的真实性,即使是对于未来企业盈利情况的预测也应当基于可靠的数据支撑,而非主观臆造。

综上所述,自愿性信息披露制度在经济学理论方面有着深厚的基础,其中信息不对称理论可以明晰自愿性信息披露制度存在的意义,信号传递理论与有效市场理论可以解释上市公司进行自愿性信息披露的动机与目的所在。随着证券市场的发展,自愿性信息披露制度对市场运行效率的作用日渐展现,上市公司进行自愿性信息披露的水平高低关乎证券市场的高质量发展。但并不存在“绝对的自由”,高自由的自愿性信息披露亦需法律规制,自愿性信息披露制度需在法治的轨道运行,我们需要重视自愿性信息披露的法学理论基础。公平、公开、公正原则作为自愿性信息披露所必须遵守的原则,表明了对于各方证券市场参与主体的保护与规制;反欺诈原则作为对《证券法》原基本原则诚实信用原则的调适,更加契合《证券法》证券监管法的“公法”属性。

<sup>①</sup> 缪因知. 信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性[J]. 中外法学, 2023, 35(05):1324-1344.

### 3 注册制下上市公司自愿性信息披露法律规制的价值基础

#### 3.1 核准制与注册制的价值差异

我国证券发行审核制度经历了从审批制到核准制，再到如今注册制的发展过程，在不同的审核制度下，自愿性信息披露制度的价值也有所差异。审批制是我国证券发行审批制度的初始阶段，此时行政力量占据绝对主导，证券市场并不成熟，信息披露制度也处于探索阶段，故不做过多介绍。

##### 3.1.1 异化为管制市场的核准制

1997年《中华人民共和国证券法》确立了证券发行核准制，自此我国证券发行由政府干预为主的审批制迈向市场初步介入的核准制。审批制向核准制的转变本意是为了更好地发挥市场在资源配置中的优势作用，可实践证明，核准制并未很好地提升市场作用，反而由于审核制对于上市公司发行证券的价值判断增添了投资者的“思维惰性”，即认为能够通过审核发行的证券由政府进行了价值背书，无需担心投资风险。市场的自我约束机制无法形成，核准制的价值由发挥市场优势作用异化为管制市场。

在核准制发展中，更是出现过度包装、证券定价畸高、退市受阻等不良现象，过度包装表现为上市公司为增加通过发行审核的概率，会对自身提交的数据进行优化，通过各种方式包装自身，使得上市公司在外观上颇具投资潜力，但实则不然；证券定价畸高则表现为上市公司利用审核机制使得自身的风险被低估，或保荐机构为获取更多利益对股价进行调高；退市受阻的原因很大程度上是基于核准制下上市公司上市难，由于核准制下上市要求较为严格，且审核通过实质上体现了政府的价值背书，如若退市对政府公信力也必然产生负面影响。总览核准制发展中出现的各类问题，其核心都在于市场作用受到限制，审核机关产生权力寻租以及政府的价值背书的不利影响。

审核制下自愿性信息披露制度在整个信息披露制度中存在意义十分有限，投资者更倾向于了解经过政府背书的强制性信息披露，自愿性信息披露沦为对强制性信息披露的细化补充，增量意义受限，在付出与回报不成比例的情况下，上市公司进行自愿性信息披露的主观意愿也受严重影响，在实践中表现为大量上市公司不进行自愿性信息披露或仅进行质量低下的信息披露。

### 3.1.2 放权于市场的注册制

注册制经历了初步试点到全面放开的过程，是我国证券市场走向成熟的表现，也是与世界证券市场接轨的制度改革。从制度建构之初，注册制就以放权于市场为价值基础。此时审核机关对证券发行不再进行上市公司投资价值的判断，仅对于上市公司进行形式审查，由投资者自主判断投资风险。除对投资者的影响外，在原核准制下饱受弊病的退市机制也得到了进一步的疏通，据中国金融新闻网统计数据，2021年初至2022年末我国A股退市的上市公司占近30年来的比重高达四成以上。

在注册制下，信息披露制度的重要性被空前提高，因为市场发挥作用离不开信息渠道的畅通，不论是投资者进行风险判断，还是机构进行市场定价，都需要基于上市公司对外公布的信息。

强制性信息披露作为信息披露制度的重要组成部分，在证券市场发展过程中有着不可替代的作用，甚至被学者冠以“从不失败的神”<sup>①</sup>，正是因为有强制性信息披露制度的存在，很大程度上缓解了投资者与上市公司之间的信息不对称，让投资者能够根据搜集的信息作出决策。但随着证券市场的进一步发展，强制性信息披露制度暴露出在信息披露质量与规制区域等方面存在局限性。

对于证券市场信息不对称的弥补是信息披露制度正当性的理论基础，但也正是信息不对称成为强制性信息披露有效性无法充分发挥的桎梏<sup>②</sup>。立法者与监管者在信息披露关系中同投资者一样处于公司管理者以外，没有办法因为其主体身份的特殊而掌握比投资者更多的信息，对于上市公司拥有的信息无法得知。在此情况下证券监管部门只能要求上市公司进行部分重要信息的强制性信息披露，导致披露信息格式化、形式化甚至同质化越来越严重，加之网络科技变革带来的信息泛滥，高质量的信息披露淹没在海量信息之中，信息披露质量不佳情况愈发突出，投资者难以获取可供参考判断的信息。

信息披露的质量同信息披露成本之间呈现负相关，强制性信息披露过多时会增加上市公司的信息披露成本，尤其在差异化信息披露没有得到很好推广的当下，普适性的强制性信息披露标准更进一步加重了上市公司的信息披露成本，导致了信息披露质量的下滑。

<sup>①</sup> [美]欧姆瑞·本·沙哈尔, 卡尔·E. 施耐德. 过犹不及: 强制披露的失败[M]. 北京: 法律出版社, 2015版:6.

<sup>②</sup> 王惠芳. 信息披露监管: 强制披露与自愿披露的协调[J]. 审计与经济研究, 2007(05):97-101.

强制性信息披露制度存在适用的无效区域，由于信息披露内容确定性的要求，强制性信息披露的内容往往需要有可核实的信息支撑。在信息经济学上根据信息的确定性为信息提供了两个分类：“可观测信息”与“不可观测信息”“可核实信息”与“不可核实信息”。观测可否的判断标准在于外人能否得知信息披露义务人是否掌握信息及其披露信息的动机，核实与否的判断标准则是披露信息的真实性能否得到验证<sup>①</sup>。

在此分类下，强制披露只能适用于“可观测”且“可核实”的信息，对于其他类型的信息，如“不可核实”的盈利预测及上市公司发展规划，由于无法得知信息披露义务人对信息是否掌握以及信息的真实与否，强制性信息披露制度存在规制的困难<sup>②</sup>。

在注册制下因强制性信息披露的内容仅为较为基础的信息，若上市公司想要吸引投资者的投资意愿，提升自己的市场定价，就必须在增量价值更高的自愿性信息披露上下功夫，以高质量的自愿性信息披露形成自身的比较优势。注册制同样给投资者提出了更高的要求，需要投资者增强自身的判断能力，能够正视并接受投资风险。

## 3.2 注册制下自愿性信息披露法律规制的必要性

注册制下信息披露制度的重要性被不断提升，作为其中重要组成部分的自愿性信息披露也日益显露其增量价值，成为投资者和监管者了解上市公司的又一渠道，然而自愿性信息披露制度并非无懈可击，亦存在诸多问题亟待解决，后文将会详细介绍，因此对自愿性信息披露进行法律规制具有必要性。对自愿性信息披露法律规制的必要性表现为首先可以保障投资者合法权益，其次可以促进上市公司合规披露，最后维护我国证券市场的平稳发展。

### 3.2.1 保障投资者合法权益

自愿性信息披露作为强制性信息披露的有效补充，其信息价值超越上市公司依法强制披露的信息，能够为投资者进行科学决策提供依据。然而在注册制下对于投资者提出了更高的要求，不再有政府为证券进行价值背书，同时上市公司纷繁复杂的自愿披露信息也鱼龙混杂，投资者处于信息不对称的弱势地位，易被

<sup>①</sup> [美]唐纳德·E·坎贝尔.激励理论：动机与信息经济学[M].北京：中国人民大学出版社，2013版：119.

<sup>②</sup> 杨淦.上市公司差异化信息披露研究[M].北京：商务印书馆，2021版：111.

处于强势地位的上市公司所利用。此时放任自愿性信息披露“野蛮生长”无异于背离了《证券法》公平、公正、公开的基本原则，也不符合对投资者合法权益保护的价值导向。

故而为保障投资者的合法权益，法律规制应当介入到自愿性信息披露的过程中，以此去除自愿性信息披露的违规行为，真正地提升投资者的价值判断能力与投资风险承担能力。

### 3.2.2 促进上市公司合规披露

注册制带来的自愿性信息披露发展不仅为投资者带来了诸多益处，同样也对上市公司带来了发展机遇。在原核准制下上市公司自愿性信息披露意愿较低，自愿性信息披露的增量价值并未得到充分认识，但在注册制下市场作用被强调，越来越多的投资者转变思维，开始追求更高价值的自愿性信息披露；为在市场竞争中形成比较优势，上市公司自愿性信息披露的意愿也不断提升，违规披露行为也随之增多。对自愿性信息披露进行法律规制不仅能够有效地解决违规披露的行为，而且法律规制所确立的标准对上市公司的合规披露具有规范指引作用，符合法律规制标准要求的上市公司自愿性信息披露能够提升自身形象，反之则会降低对投资者的吸引力。

### 3.2.3 维护证券市场稳定发展

注册制下证券市场的平稳运行取决于多方主体的共同努力，投资者需要不断强化自身风险识别与承担能力，上市公司需要确保自身的信息披露真实且完整，监管部门同样需要提高自身的监管能力。上述三方主体进行市场行为或监管行为时都离不开增量价值更高的自愿性信息披露，此时不对自愿性信息披露进行法律规制无异于“临深履薄”，各方主体做出的行为带来的不确定性大大增加，不利于证券市场的稳定发展。因此为维护证券市场的平稳运行，对自愿性信息披露进行法律规制势在必行。

综上所述，随着注册制下自愿性信息披露的重要性不断提升，面对发展过程中不断出现的问题，为了让自愿性信息披露发挥其应有价值，必须在其中介入法律规制进行规范。

### 3.3 注册制下自愿性信息披露法律规制的价值目标

对于自愿性信息披露进行法律规制并非出于强化监管的价值考量,而是立足于更好地发挥自愿性信息披露制度对于注册制的辅助作用,更好地发挥市场的主导作用,因此注册制下自愿性信息披露应以“鼓励高质量的自愿性信息披露”与“强化对违规自愿性信息披露的规制力度”为价值目标。

#### 3.3.1 鼓励高质量的自愿性信息披露

为了发挥注册制下市场的主导作用,我们必须清楚地认识到应当对自愿性信息披露进行法律规制,以此倒逼自愿性信息披露质量的提升。不同于强制性信息披露,增量价值的程度决定了自愿性信息披露的质量。在实践中,自愿性信息披露的信息质量良莠不齐,有些上市公司对于合作意向协议进行连续披露,做到让投资者充分了解事项进展,在提升公司形象的同时获取了投资者的好感,此为高质量的自愿性信息披露;然而有些上市公司则在自愿性信息披露中夹杂大量无关信息,不仅没有展现出自愿性信息披露的增量价值,反而使得投资者与监管者陷入“信息泥沼”,徒增信息筛选的成本,此为低质量的自愿性信息披露。

以“鼓励高质量的自愿性信息披露”为价值目标是对自愿性信息披露进行法律规制的基本要求。笔者认为进行自愿性信息披露法律规制并非“为了规制而规制”,规制的出发点和落脚点都应当是发挥市场的优势作用,这要求我们在后续的制度设计中需要考虑对上市公司的自愿性信息披露积极性与高质量披露进行鼓励。

#### 3.3.2 强化对违规自愿性信息披露的规制力度

市场发挥主导作用固然是注册制的要求,但我们也不能忽视市场本身存在的诸多弊病。资本具有天然的逐利性,正如后文中介绍的案例所述,有些上市公司会基于谋求不当利益,采用选择性与误导性陈述等违规方式进行披露,抑或表现为“蹭热点”的违规披露。诸如此类的违规披露行为不仅无法发挥自愿性信息披露的积极作用,相反会严重影响投资者对于信息真实性的判断,平稳的市场秩序也被打破。

自愿性信息披露中频发的违规披露行为说明了自愿性信息披露存在法律规制的必要性。在注册制下,形式审查并非意味对于证券发行放任不管,而是将权

力进行划分，即“归市场管理的还于市场，归政府管理的强化监管”，故针对违规行为应当秉持的是“零容忍”的态度。故而在进行自愿性信息披露法律规制设计时需要将“强化对违规自愿性信息披露的规制力度”作为价值目标。

### 3.4 注册制下自愿性信息披露法律规制遵循的价值理念

在注册制背景下，信息披露的重要性不言自明，自愿性信息披露不同于强制性信息披露有自身存在的价值，推动自愿性信息披露法律规制首先应当明确其价值导向，在确定的价值导向下进行相应的制度调适方能不偏离初心。笔者认为注册制下自愿性信息披露法律规制应遵循的价值理念包括：坚持对投资者利益的保护、坚持公平与效率相协调、坚持适度干预。

#### 3.4.1 坚持对投资者利益保护

保护投资者的利益是证券监管的重要目的，自愿性信息披露应当以投资者的利益为首要的价值导向，辅助投资者进行价值判断与决策。注册制改革后，证券发行时证券监管部门仅对申报文件进行形式审查，而不再对发行人的资质进行实质性审查。不同于原核准制证券发行进行的实质审查，上市公司证券的价值需要投资者根据自身的收集分析的信息来进行判断，为了提升决策的准确性，投资者对自愿性信息披露产生了更强烈的需求。然而作为信息拥有者的上市公司处于绝对的优势地位，上市公司可能会产生选择性披露抑或披露内容不客观等问题。因此必须正视在投资者利益方面存在的问题，在进行自愿性信息披露的法律规制时，应将坚持将投资者利益的保护作为首要的价值导向，在此基础上进行上市公司自愿性信息披露法律规制的设计。

#### 3.4.2 坚持公平与效率相协调

在一个健康的证券市场中，应当协调好投资者利益与上市公司发展之间的关系，即需要做到公平与效率相协调。对投资者利益的保护虽然是自愿性信息披露的首要价值导向，但在产生利益冲突时，我们亦不能绝对地偏向投资者一方，否则将会导致上市公司积极性受损，最终导致自愿性信息披露制度设计的初衷难以实现。

公平与效率并非对立存在，实质公平在证券市场中以资源配置效率的提高为前提。对上市公司利益的诉求的适当考虑有助于营造良好的证券市场氛围，上市

公司进行自愿性信息披露的积极性将会得到提高,投资者亦能够降低信息获取的难度,投资者进行决策时有据可依,这也不失为对投资者利益的一种保护。证券市场是由投资者与上市公司双方共同组成的,两者不论缺少谁都会导致证券市场难以运行,只有协调两者关系才能实现双赢的目标。因此在进行自愿性信息披露时法律规制时必须坚持公平与效率相协调的价值导向。

### 3.4.3 坚持适度干预

注册制改革的本质是对政府与市场之间的关系进行调整,以信息披露为核心,将选择权交还给市场,减少政府的干预<sup>①</sup>。在进行自愿性信息披露法律规制设计时必须尊重市场规律,摒弃原来的“父爱监管”模式<sup>②</sup>,在原模式下不仅监管成本高居不下,亦导致上市公司进行自愿性信息披露的积极性较低,信息披露的质量得不到保障。

因此应当区分对待自愿性信息披露与强制性信息披露,对于上市公司主动的自愿性信息披露应予以鼓励,若将其披露标准等同强制性信息披露标准,无疑会过度加重上市公司的披露成本,严重挫伤自愿性信息披露的积极性,因此采用不同标准的法律规制更为合理,坚持对于自愿性信息披露的适度干预的价值导向,避免其落入“名为自愿,实为强制”的尴尬境地,发挥自愿性信息披露的积极作用。

综上所述,我国正处于以强制性信息披露为主,自愿性信息披露制度为辅的发展阶段,在当下注册制落地,相应制度进行调适的阶段,信息披露制度任重道远,我们必须认识到注册制与原核准制在价值上存在差异,不同于核准制的管制市场,注册制强调放权于市场,期望更好地发挥市场在证券交易中的主导作用,在此基础上增量价值较高的自愿性信息披露优势得以释放。当然需要明确自愿性信息披露并非尽善尽美,其同样需要进行法律规制。在注册制下自愿性信息披露制度进行法律规制调适时,应当以“鼓励高质量的自愿性信息披露”与“规制违规的自愿性信息披露”为价值目标。并且明确法律规制的价值导向,即应在强调投资者利益保护的同时协调公平与效率价值,并保持对市场规律的遵循,坚持对自愿性信息披露适度干预的价值导向。

<sup>①</sup> 全面实行注册制,把选择权交给市场[Z]. <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1756684292667729474&wfr=spider&for=pc>.

<sup>②</sup> 唐应茂. 证券法、科创板注册制和父爱监管[J]. 中国法律评论, 2019(04): 130-140.

## 4 注册制下我国上市公司自愿性信息披露法律规制现状检视

### 4.1 我国上市公司自愿性信息披露法律规制现状

自愿性信息披露的出现伴随着证券市场的出现，但一直以来，信息披露法律规制的重心都在强制性信息披露，对于自愿性信息披露的法律规制内容相对较少且主要集中在立法与监管，少见的司法实践也援用的是证券虚假陈述进行法律规制，下文着重对我国自愿性信息披露法律规制在立法与监管方面展开分析。

#### 4.1.1 我国上市公司自愿性信息披露立法现状

立法中自愿性信息披露最早体现于 2002 年起证监会制定的规范性文件及各证券交易所制定的规则指引中。在《证券法》2019 年修订中，首次以专章规定“信息披露”，其中第 84 条从原则上对自愿性信息披露进行规定，证监会和各证券交易所有关上市公司自愿性信息披露的规定也进行了调整。

截至笔者写作时，以“自愿披露”为关键词于北大法宝、中国证监会官网中进行相应检索，目前我国自愿性信息披露法律规制形成以《证券法》相关规定为核心，以《上市公司信息披露管理办法》等证监会及其他部门制定的部门规章、规范性文件为辅助，以各证券交易所制定的行业规定为补充的制度体系。（详见表 4.1）

表 4.1 有关自愿性信息披露法律规范

效力层级	规范名称	规范条款
法律	《中华人民共和国证券法（2019 修订）》	第 84 条
部门规章	《上市公司信息披露管理办法（2021 修订）》	第 5 条
	《上市公司重大资产重组管理办法（2023 修订）》	第 22 条
	《创业板上市公司持续监管办法（试行）》	第 12 条
	《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	第 13 条
	《上市公司治理准则（2018 修订）》	第 91 条
	.....	
行业规定	《北京证券交易所关于发布〈北京证券交易所股票上市规则（试行）〉的公告（2023 修订）》	5.2.10

	《上海证券交易所关于发布〈上海证券交易所科创板股票上市规则（2023年8月修订）〉的通知》	5.2.4
	《上海证券交易所关于发布〈上海证券交易所股票上市规则（2023年8月修订）〉的通知》	第13条
	《上海证券交易所关于发布〈上海证券交易所上市公司自律监管指引第9号——信息披露工作评价（2023年8月修订）〉的通知》	第33条
	.....	

资料来源：北大法宝、中国证监会官网、北京证券交易所官网、上海证券交易所官网

### （1）《证券法》相关规定

2019年修订的《证券法》第84条<sup>①</sup>从原则层面对自愿性信息披露进行了规定，将自愿性信息披露内容界定为“与投资者做出价值判断和投资决策有关的信息”，相较于《证券法》第80条与第81条对强制性信息披露的内容为“重大事件”的界定，自愿性信息披露的内容范围明显更为宽泛。

除却原则层面的规定，《证券法》并未对自愿性信息披露的具体规范进行规定，这或许是立法者在立法时的有意之举，即通过原则性规定激励上市公司进行自愿性信息披露，在法律的原则性规定外通过部门规章、行业规定对自愿性信息披露进行细化规定。

### （2）部门规章、规范性文件以及行业规定相关规定

在《证券法》规定外，自愿性信息披露散见于部门规章、规范性文件以及各交易所的行业规定中<sup>②</sup>。这些文件对自愿性信息披露进行了细化规定<sup>③</sup>。各交易所的行业规定则更为详细<sup>④</sup>。

综上所述，我国已经基本形成上市公司自愿性信息披露法律规制体系，但在《证券法》仅进行原则性规定的情况下，其他法律规范分散于各个规范文件及行

<sup>①</sup> 参见《证券法》第八十四条。

<sup>②</sup> 行业规定的法律效力来源于《证券法》第一百六十六条的授权。

<sup>③</sup> 参见《上市公司信息披露管理办法(2021修订)》第五条、《上市公司重大资产重组管理办法(2023修订)》第二十二條。

<sup>④</sup> 参见《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第2号——自愿信息披露》。

业规定中，操作性仍存不足，自愿性信息披露与强制性信息披露规则存在杂糅不清的问题。

#### 4.1.2 我国上市公司自愿性信息披露监管现状

我国上市公司自愿性信息监管主要由中国证监会与各证券交易所主导，行业协会辅助进行。不同于强制性信息披露，鼓励与引导是自愿性信息披露的“主旋律”，但鼓励与引导并不等同于对自愿性信息披露采取“纵容”的监管理念，实则不然对于自愿性信息披露违规行为的惩罚并不少见。

笔者以“自愿性信息披露”“自愿披露”为关键词于证监会官网、上海证券交易所官网、深圳证券交易所官网及相关财经媒体报道中进行检索，共搜集相关案件 100 余件，汇总后发现自愿性信息披露监管案件的特征如下：首先监管措施的作出主体主要为证监会与各证券交易所，证券交易所在其中发挥了主要的监管作用；其次引发监管的原因大致可概括为选择性披露与违反信息披露真实准确的要求，最后在监管手段上程度较为轻微，多为通报批评与警告警示。下表对近年监管案例进行部分列举。

表 4.2 自愿性信息披露监管相关案例

公司名称	监管机构	监管原因	监管手段
宝利国际	中国证监会	宝利国际在相关业务明确终止时未及时进行披露，构成选择披露。	对公司：责令改正、罚款 对董事：警告、罚款
塞力斯医疗	上海证券交易所	塞力斯医疗对先前自愿披露信息进展披露不及时，且未及时更正预测性披露的信息。	对董秘：监管警示 对董事：监管警示
ST 鹏博士	上海证券交易所	ST 鹏博士在相关业务明确终止时未及时进行披露，构成选择披露。	对公司：通报批评 对董事：通报批评 对董秘：通报批评
罗曼股份	上海证券交易所	罗曼股份公司进行披露是为蹭空间计算技术热点，违反信息披露	对公司：通报批评 对董秘：通报批评

		真实性、准确性要求。	
百利科技	上海证券交易所	百利科技对同类事件进行披露时标准不一致，构成选择披露。	对公司：监管关注 对董秘：监管关注
中来股份	深圳证券交易所	中来股份对合作事项如实披露，存在误导性陈述，违反信息披露真实完整的要求。	对公司：通报批评 对董事：通报批评 对董秘：通报批评
中顺洁柔	深圳证券交易所	中顺洁柔自愿性信息披露时违规进行宣传推广。	对公司：监管函

资料来源：（1）中国证券监督管理委员会官网政务信息—行政处罚栏目（[www.csrc.gov.cn/csrc/c101971/zfxxgk\\_zdgc.shtml](http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101971/zfxxgk_zdgc.shtml)）；（2）上海证券交易所官网披露—监管信息公开栏目（[www.sse.com.cn/disclosure/credibility/supervision/measures/](http://www.sse.com.cn/disclosure/credibility/supervision/measures/)）；（3）深圳证券交易所官网监管信息公开栏目（[www.szse.cn/disclosure/supervision/measure/measure/index.html](http://www.szse.cn/disclosure/supervision/measure/measure/index.html)）；（4）相关财经媒体报道。

笔者选取案例中较为具有代表性的“宝利国际信披案”与“塞力斯医疗自愿信披案”进行介绍。

### （1）首例受行政处罚的自愿信披案件——宝利国际自愿信披案

作为证监会历史上首次对上市公司自愿性信息披露行为进行处罚的案件，“宝利国际自愿信披案”在自愿性信息披露监管发展中具有典型的意义。

宝利国际是一家经营沥青制造研发销售的民营上市公司，在传统制造业陷入低迷的背景下，积极谋求海外市场发展。宝利国际在2015年前五个月的股价累计涨幅超过270%，引发了多方关注，证监会在了解情况后对宝利国际进行立案调查，并在2017年对宝利国际进行了行政处罚<sup>①</sup>。

证监会作出处罚的原因是宝利国际在2015年1月至8月发布的五项涉及海外业务的意向协议未及时进行更新公告，并且具有选择披露的行为，违反信息披露义务，对投资者产生了误导，引发了股价的非正常波动。

宝利国际辩称相关合作项目虽遇到进展困难，但项目实际并未终止，且意向协议并不属于应当强制性信息披露的内容，其注意义务应当低于强制性信息披

<sup>①</sup> 参见中国证监会行政处罚决定书[2017]66号。

露，公司在 2016 年第三季度报告中有对相关事项进展进行披露，已履行了披露义务。

证监会对宝利国际的申辩不予认可，行政处罚书中指出自愿性信息披露也应当遵循公平信息披露原则，对于重大信息的变化应当及时进行披露，宝利国际不应当以在注意义务方面自愿性信息披露低于强制性信息披露为理由，进行选择披露，且宝利国际辩称在季度报告中所作的信息披露不能替代其应当及时履行的披露义务。

## （2）同主体多次自愿性信披违规——塞力斯医疗自愿信披案

“塞力斯医疗自愿信披案”同时涉及自愿性信息披露不及时与未履行更新义务，塞力斯医疗的自愿性信息披露违规可以分为“微伞医疗”“蚂蚁区块链”两部分。“微伞医疗”具体经过为：2018 年 5 月塞力斯医疗与襄阳市政府下属的汉江产投等共同出资成立微伞医疗，与襄阳市人民政府开展战略合作。2020 年塞力斯医疗对外转让微伞医疗股权，并终止与襄阳市人民政府的战略合作。对于股权转让塞力斯医疗在其年度报告中进行了披露，但战略合作终止事项始终未予披露。

“蚂蚁区块链”也同样涉及合作协议终止未予披露，2019 年塞力斯医疗与蚂蚁区块链签订合作协议，准备开展全方位的深度合作，2020 年 5 月合作协议期满终止后塞力斯医疗并未及时进行相关信息的披露。直至 2022 年 6 月 8 日，塞力斯医疗才对上交所 2021 年年度报告的信息披露监管工作函回复公告中作出披露。

上交所对塞力斯医疗的自愿性信息披露违规行为采取监管措施，对塞力斯医疗科技集团股份有限公司时任董事会秘书刘源、时任独立董事兼审计委员会召集人刘炜予以监管警示<sup>①</sup>。

综上所述，从相关案例我们可以得知自愿性信息披露监管具有以下特征：首先，监管措施作出的主体主要为证监会与证券交易所，证券交易所在其中履行了重要的监督职能，如前文所述的“塞力斯医疗自愿信披案”，全案由上交所进行

<sup>①</sup> 参见上证公监函[2022]0096 号。

监管；其次，引发监管的原因大致可概括为选择性披露、未及时更新与违反信息披露真实准确的要求，如“宝利国际自愿信披案”中宝利国际对于战略合作协议报喜不报忧，进行选择披露，又如“塞力斯医疗自愿信披案”中对于战略协议终止的行为迟滞更新；最后在监管手段上程度较为轻微，以“塞力斯医疗自愿信披案”为例，最终仅对相关责任人予以监管警示，在“宝利国际自愿信披案”中虽已经采取顶格处罚，但除警告外处罚金额累计仅为108万，与公司270%的累计股价波动相差甚远。

### 4.1.3 我国上市公司自愿性信息披露司法现状

笔者以“自愿性信息披露”“自愿信披”等作为关键词在裁判文书网与北大法宝司法案例库中进行检索，并未找到相应的司法案例。但事实上自愿性信息披露的司法并非处于空白阶段，前文监管部分提到的“宝利国际”一案造成了大量投资者的利益受损，循着此案笔者发现自愿性信息披露诉讼多以“证券虚假陈述”作为切入点。法院在审理自愿性信息披露案件时以信息披露一般性要求为依据，即所披露的信息必须真实可靠、准确无误、详尽无遗，严禁出现任何虚假信息、误导性表述或重大遗漏。

然而因为证券司法中存在的前置程序，即需以已生效的行政处罚决定书或刑事判决书为前提才能够提起民事诉讼，前置程序的设置是为了防止滥诉现象出现，在实践中则表现为自愿性信息披露的司法案件数量稀少，故本文不将司法作为自愿性信息披露的重点进行展开。

## 4.2 自愿性信息披露认定标准存在偏颇

同样作为信息披露制度的重要组成部分，强制性信息披露与自愿性信息披露制度在认定标准上存在较大差异，不同于具体罗列的强制性信息披露认定标准，自愿性信息披露在认定标准上同时存在认定标准不统一与认定标准存在合规性漏洞的问题。

### 4.2.1 认定标准不统一

《证券法》对于自愿性信息披露的认定标准并没有作出具体规定，只在原则上指出自愿信息披露的信息应当与投资者判断决策有关，相对具体的规定来源于

《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第2号》（下文简称《指引》），在《指引》中明确了自愿性信息披露的一般标准<sup>①</sup>，但从规定我们不难发现，不同于《证券法》对强制性信息披露采取的是列举式的客观判断，不论是《证券法》还是《指引》的规定都带有主观判断的因素。

在立法设计上不同的判断标准给上市公司留下了可乘之机，只要与投资者有关的信息，事无巨细，上市公司主观上都可以进行自愿性信息披露，这无疑会带来证券市场信息的泛滥，给投资者带来甄别真正有价值信息的难度，也对证券监管部门的监管工作提出了艰巨的挑战<sup>②</sup>。

#### 4.2.2 认定标准存在合规性漏洞

如前所述《证券法》并未对自愿性信息披露的认定标准进行具体规定，现有的原则性规定主观色彩较浓，故而在实践中监管部门存在套用信息披露一般标准的情形，即信息披露应当满足真实、完整、准确的标准。统揽自愿性信息披露的认定标准，无论是原则性标准认定还是一般性标准认定，都不难发现其存在合规性漏洞，上市公司可以使用披露技巧进行延时披露，此时上市公司披露的信息既不违反信息披露满足真实、完整、准确一般认定标准，也可使公司取得不菲收益。

值得注意的是，在《证券法》修订之后，上交所与深交所在贯彻执行上市公司信息披露相关工作的通知中增添了信息披露除需满足原一般标准外，还需满足“及时”“公平”的合规性要求，合规性规则虽然因此得到丰富，但配套制度设计仍存漏洞，即违反合规性要求的责任与处罚并无规定。

#### 4.3 自愿性信息披露法律责任体系不健全

法律责任承担与法律责任免除是法律责任体系的一体两面，两者缺一不可。自愿性信息披露法律责任体系在两者都有所欠缺，表现为缺乏法律责任承担的特别规定与自愿性信息披露免责规定缺位。

##### 4.3.1 缺乏法律责任承担特别规定

《证券法》在自愿性信息披露的法律责任承担上没有做出特别规定，目前自愿性信息披露法律责任承担的法律依据为《证券法》第78条第二款的原则规定<sup>③</sup>

<sup>①</sup> 参见《上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第2号》。

<sup>②</sup> 方重. 上市公司自愿性信息披露监管[J]. 中国金融, 2021(09): 43-45.

<sup>③</sup> 参见《证券法》第七十八条。

与第 197 条信息披露义务人违反信息披露义务的法律责任的<sup>①</sup>。上述法律规定同样也为强制性信息披露法律责任承担的依据，无异于将二者的法律责任承担相等，忽视了强制性信息披露与自愿性信息披露的区别，披露成本与责任的不对称会极大地挫伤上市公司进行自愿性信息披露的积极性。各证券交易所在制定信息披露法律责任相关文件时也没有对此予以区别，仍采取的是统一规定，没有对自愿性信息披露的法律责任做出细化规定<sup>②</sup>。

但若不适用上述规定规制违规自愿性信息披露行为，欠缺特别规定的自愿性信息披露可能陷入违规现象愈演愈烈的境地，证券市场秩序将陷入混乱，“管死放乱”的尴尬情形将会再次上演。因此为了更好地发挥自愿性信息披露的积极作用，制定与强制性信息披露存在差异的法律责任承担特别规定是完善自愿性信息披露法律规制的应然之意。

### 4.3.2 免责规定缺位

《证券法》在自愿性信息披露法律责任的免除上也存在缺位，现行有效的文件中接近法律责任的免除的规定限于自愿性信息披露中的预测性信息，见于《首次公开发行股票注册管理办法》第 65 条<sup>③</sup>（以下简称《办法》），《办法》规定了在不可抗力发生的情况下，上市公司可以免除预测性信息披露的责任，将法律责任的免除限于其中的预测性信息披露是合理的制度设计，预测性信息披露带有的预测性导致信息披露结果最终是否实现有待观察。但这并不意味着有学者提出的预测性信息披露不需要满足真实、准确的原则性要求。对于免责事由是否只包括不可抗力值得思考，有学者指出不可抗力作为我国法律体系中广泛认可的免责情形，无需特别强调即可直接适用<sup>④</sup>，笔者亦赞同此观点。

免责规则存在的意义并非使得上市公司游离于法律责任之外，免责规则有严格的适用条件，其实质是对上市公司合法权益的保护，即上市公司在进行合法合规的自愿性信息披露时，不因轻微过失或其他情况承担过重责任。在免责规制的

<sup>①</sup> 参见《证券法》第一百九十七条。

<sup>②</sup> 以上交所对塞力斯医疗科技股份有限公司监管为例，其进行自愿性信息披露法律责任的依据为《上交所股票上市规则》《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 10 号——纪律处分实施标准》，三文件都未区分强制性信息披露与自愿性信息披露。

<sup>③</sup> 参见《首次公开发行股票注册管理办法》第六十五条。

<sup>④</sup> 袁文全. 不可抗力作为侵权免责事由规定的理解与适用——兼释《中华人民共和国侵权责任法》第 29 条[J]. 法商研究, 2015, 32(01):129-135.

保驾护航下，上市公司的自愿性信息披露积极性才能更好提升，注册制下市场的活力才能够被充分调动。

## 4.4 自愿性信息披露监管效果不佳

### 4.4.1 监管缺乏针对性

正如前文所述，我国针对自愿性信息披露的特别规则存在缺失，证券监管部门在进行监管时缺乏法律依据，《证券法》和各证券交易所的具体监管规定在设计时以强制性信息披露为中心，若适用相关规定将产生显失公平的现象，因此监管部门只能适用《证券法》的原则性规定或各交易所缺乏针对性的监管规定进行监管，在自愿性信息披露监管上缺乏针对性的措施。

针对自愿性信息披露的监管手段较为轻微，多为监管函与关注函，处罚限于通报批评与警告等纪律处分，导致上市公司自愿性信息披露违规成本较低，上市公司自愿性信息披露违规时有发生，以“炒概念”“蹭热点”为例，2022年证券市场有超过60家上市公司因“炒概念”“蹭热点”的自愿性信息披露被证券监管部门关注或采取监管措施<sup>①</sup>，缺乏针对有效的监管措施成为阻碍自愿性信息披露监管的重要原因。

### 4.4.2 监管体系单一

我国上市公司自愿性信息披露监管体系以法律法规为基础，以规章制度为具体要求，以证监会为主要的监管主体，证券交易所在其中履行重要监督职能。在国家行政机构体制改革后，国务院证券委员会与证监会合并，证监会成为唯一的证券监管部门，这种单一的监管体系在一定程度上受到了原证券发行核准制下证券监管部门“父爱主义”的影响，这与注册制回归市场规律的要求大相径庭，在注册制下我们必须厘清各证券监管机构之间的权力边界，明确各自的监管职责。过于偏重个别部门进行监管难免催生权力寻租，监管的效果也会大打折扣<sup>②</sup>。

如前文表4.2所列案件为例，近年来除“宝利国际信披案”等少量案件由证监会进行监管，大量的监管任务落到了各证券交易所的身上。与此同时在国外自愿性信息披露中发挥重要作用的中介机构<sup>③</sup>在我国监管体系中却不被重视，这或

<sup>①</sup> 金投网：花式“炒概念”被处理 逾60家A股公司被交易所关注[Z]. <https://stock.cngold.org/c/2022-12-16/c8448166.html>.

<sup>②</sup> 陈远星,陈明明.有限政府与有效政府:权力、责任与逻辑[J]. 社会科学文摘, 2022(01):28-32.

<sup>③</sup> 中介机构包括律师事务所、审计事务所、会计师事务所等。

许与中介机构违规乱象有关,然而中介机构在辅助监管时拥有证券监管部门不具备的优势,中介机构往往聚集大量具有专业知识的分析人员,对于信息的分析能够补偿证券交易所监管中因主体单一带来结果欠缺多样性的局面。并且针对不同行业上市公司之间存在的差异性,由中介机构进行专业审查更为高效。在信息大爆炸的时代中,强制性信息披露的内容难以涵盖上市公司与投资者的需求,自愿性信息披露必然会进入井喷式发展阶段,作为信息披露“一线”的证券交易所需要处理海量的信息,工作压力较大,面临人力物力紧缺问题。在注册制落地的背景下,必须厘清证监会、证券交易所、中介机构的监管责任,充分发挥各主体的优势,进一步压实中介机构作为资本市场“看门人”的职责。

#### 4.4.3 监管模式尚未转变

监管部门对于证券市场的监管模式可以分为事前监管、事中监管与事后监管,在原核准制下监管机关主要采取的是事后监管模式,即倾向于问题发生之后通过处罚等手段进行处理。注册制改革的总体思路是“放管结合”,在“放”的同时加大“管”的力度,对于证券市场加强事前事中事后全链条监管。

但无论是“宝利国际信披案”还是“塞力斯医疗自愿信披案”,抑或表 4.2 中并未详细介绍的案件,都采用的是事后监管的模式,存在监管滞后的问题。从自愿性信息披露违规行为发生到受到监管,中间往往需要间隔较长的时间,所造成的股价波动以及对于投资者的影响已经产生,在此时进行监管难免收效甚微,不利于形成良好的市场氛围,也不利于对于投资者利益的保护。

综上所述,自愿性信息披露法律规制存在诸多问题亟待解决。虽然我国在立法层面基本建立了上市公司自愿性信息披露法律体系,但在《证券法》仅进行原则性规定的情况下,其他法律规范分散于各个规范性文件及行业规定中,且不论是《证券法》还是其他法律规范中自愿性信息披露的认定标准都较为模糊,关于自愿性信息披露的法律体系规定亦存在不健全的问题,同时监管方面存在的缺乏针对性、体系单一、模式尚未转变等问题导致自愿性信息披露监管效果不佳。

## 5 域外注册制下上市公司自愿性信息披露法律规制经验借鉴

信息披露制度在各国证券法律制度中都发挥了不可替代的作用。随着信息披露制度的不断发展,传统的强制性信息披露制度的局限性暴露无遗,为符合论文注册制的背景限制,本文域外选择的美国、欧盟、英国证券发行制度都采取的是注册制,各国将目光聚焦于自愿性信息披露制度,无论是美国、英国,还是欧盟都对自愿性信息披露法律规制进行了积极的探索,“他山之石,可以攻玉”,通过对于域外各国自愿性信息披露法律规制的检视,或许能够为我们提供新的完善路径。

### 5.1 美国自愿性信息披露法律规制

美国的信息披露制度历经了多个发展阶段,起初以自愿性信息披露为主导,随后转向以强制性信息披露为核心,最终演变为强制性与自愿性信息披露相结合、共同发展的模式<sup>①</sup>。不同于我国证券市场发展的历史较短,美国的证券市场发展较早,相应的信息披露制度较为成熟,尤其受多次经济危机影响,对于强制性信息披露的规定较多,与之相对自愿性信息披露则较为少见,但监管部门并非对自愿性信息披露持抗拒心理,反而是一直鼓励上市公司主动进行自愿性信息披露,其自愿性信息披露的主要法律规制集中于预测性信息披露,诞生了其证券法重要规则之一的“安全港规则”。

“安全港规则”确定了预测性信息披露的免责事由及标准,当披露行为同时满足“有警示性说明”与“非重大性信息”条件时,预测性信息披露义务人即可豁免法律责任。“安全港规则”为上市公司善意的预测性信息披露提供了保护,免除了上市公司进行预测性信息披露时的后顾之忧。

但是“安全港规则”中对于警示性说明的认定标准较为宽松,由此带来的是上市公司披露的预测性信息质量下降严重,相关的诉讼泛滥的后果,为了改变这种不利情况,美国法院通过引入预先警示理论进行裁判对“安全港规则”进行了修正。在预先警示理论的要求下,进行预测性信息披露时披露义务人必须同时做出有意义的警示性语言,才能不被认为是欺诈行为。预先警示理论实质上对“安全港规则”的条件进行了调整,即将原要求中“有警示性说明”调整为“有意义

<sup>①</sup> 陶云燕,朱开悉.美国信息披露的发展及自愿性信息披露对我国的启示[J].南华大学学报(社会科学版),2013(03):56.

的警示性说明”，具体要求在美国法院作出的判例体现为警示性语言必须：（1）在内容上具备针对性，即警示性语言不能是模糊空谈；（2）在内容上必须根据风险变化及时更新，即警示性语言必须跟实际风险保持相对的一致性；（3）在内容上必须与重大风险关联，即上市公司在披露时不必对所有潜在风险事无巨细地进行警示，仅须对重大风险警示；（4）在形式上突出，容易为投资者所识别<sup>①</sup>。

在监管体系上，美国对于自愿性信息披露的监管部门为证券交易委员会、注册会计师协会与财务会计准则委员会<sup>②</sup>，除却上述监管部门外，美国金融业监管局以非政府的自律监管组织身份参与监管。美国自愿性信息披露的监管模式采取证监会与自律组织联合监管，具体为由证监会与自律组织各自对上市公司自愿性信息披露进行监管，同时自律组织受证监会的监管，被形象地比喻为“双阶梯”式监管机制<sup>③</sup>。

## 5.2 欧盟自愿性信息披露法律规制

欧洲资本市场起步早，证券市场的发展也较为完善，自欧盟建立之初对自愿性信息披露的制度设计就已开始，欧盟会计师联合会自1994年开始以指令的形式对于上市公司自愿性信息披露进行监管。欧盟会计师联合会2001年制定的《正式证券交易所上市证券准入及信息公布指令》成为欧盟信息披露制度的基础沿用至今，其中对自愿性信息披露的内容进行了界定，将自愿性信息披露的内容分为财务相关信息、战略信息与非财务信息。《正式证券交易所上市证券准入及信息公布指令》与《市场滥用指令》（2003）《透明度指令》（2004）《非财务信息披露指令》（2014）《公开发行公司和非上市公司信息披露指令》（2018）等指令共同构建了欧盟自愿性信息披露制度。

欧盟在自愿性信息披露制度中最为亮眼的是持续披露制度。欧盟将对上市公司自愿性信息披露的监管分为不同阶段，在每个阶段监管的要求有所区别，而持续披露是在项目进展阶段所进行的披露，由于此时项目处于不断变化中，所以持续披露被要求应当具有连续性，不得进行间断地披露。持续披露制度实质上给上市公司进行自愿性信息披露赋予了及时信息更新的义务，在很大程度上可以减少上市公司为了谋取不正当利益对信息进行间断披露或选择披露的行为。持续披露

<sup>①</sup> 李先波,戴华丰.美国对有意义的警示性语言的规制[J].时代法学,2011,9(06):73-79.

<sup>②</sup> 李风莲.美中两国上市公司自愿性信息披露的比较[J].求索,2011(12):36-38.

<sup>③</sup> 禄正平.证券法学[M].北京:商务印书馆,2019版:81.

制度同样规定了豁免情形,规定在获取股票仅为在短期结算系统结算或股票托管人的行为等情形下豁免信息披露义务<sup>①</sup>。

### 5.3 英国自愿性信息披露法律规制

英国在自愿性信息披露监管模式为自律性监管,重视证券交易所在证券监管中的作用。英国自愿性信息披露制度中较为特殊的是其信息披露渠道,英国金融行为监管局与英格兰银行制定的《英国披露指引和透明度规则》中规定上市公司在向公众披露监管信息时必须委托专门机构,以此保障披露行为的传播。在此影响下,英国上市公司形成了借助专门机构的平台进行自愿性信息披露的习惯。

最为典型的专门机构是伦敦证券交易所旗下的监管事务新闻服务(Regulatory News Service,简称RNS)。在伦敦证券交易所网站的信息披露页面,RNS拥有单独的标识“RNS Reach”用以提示该信息披露板块专属自愿性信息披露的非监管信息。英国自愿性信息披露制度借助信息披露的中介机构,在推进自愿性信息的披露和规范方面取得了较好的效果。

### 5.4 域外自愿性信息披露法律规制的启示

#### 5.4.1 “安全港规则”与预先警示理论

“安全港规则”与预先警示理论都是对预测性信息披露法律责任免除的规定。在学界“安全港规则”的引入之声一直不绝于耳,当然也有学者认为“安全港规则”存在不适宜我国国情的情况<sup>②</sup>。我国目前类似“安全港规则”的规定见于前文以及《首次公开发行股票注册管理办法》第六十五条,但规定的免责事由仅限“不可抗力”,仅限“不可抗力”事由与“安全港规则”中符合要求即可豁免的规定相距甚远,是否可以对免责事由进行扩展值得思考。

笔者认为随着注册制落地,配套设施不断完善,我国证券市场的整体环境总体趋势向好,学者认为我国中小投资者在引入“安全港规则”会处于更加弱势的地位的说法有其道理,但该说法所依据的投资者维权困难已然得到一定程度地解决,证券代表人诉讼制度已经建立,维权难度大大降低,因此担忧中小投资者劣势地位加剧过于保守,试想在上市公司在“安全港规则”下自愿性信息披露积极

<sup>①</sup> 汪蔚.论欧盟证券信息披露制度及其借鉴意义[D].北京:中国政法大学,2010.

<sup>②</sup> 张保生,牛馨雨.预测性信息披露责任与安全港制度探究[J].财经法学,2023(05):18-34,高振翔.证券预测信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴[J].证券市场导报,2023(06):15-27+38.

性提高,投资者亦更容易获取有价值的信息,实质上并没有造成中小投资者弱势地位的加剧,反而更有益于投资者完成决策判断。因此针对我国上市公司自愿性信息披露的积极性不高与自愿性信息披露质量不高的问题,引入“安全港规则”与之配套的预先警示理论不失为好的做法,当然我们需要根据实际情况对两规则进行适当调适,以期满足我国证券市场发展的实际需求。

#### 5.4.2 信息更新义务

检视域外自愿性信息披露制度的设计,无论是预先警示理论对“安全港规则”修正时提及的警示性语言在内容上必须根据风险变化及时更新,还是欧盟的持续披露制度都对信息披露的更新义务进行了规定。

对于上市公司进行自愿性信息披露是否负有更新义务,一直存在争议,支持者认为上市公司作出的自愿性信息披露对投资者判断决策产生影响,如果对于披露的信息发生变化后不需要及时更新,无疑会助长上市公司违规风险<sup>①</sup>;反对者则认为自愿性信息披露本就是自愿作出,如若附加太重的义务,无疑会挫伤上市公司进行自愿性信息披露的积极性,违背制度设计初衷<sup>②</sup>。笔者认为信息更新义务争议的核心在于“投资者利益”与“上市公司利益”的冲突,两者并非不可调和的矛盾,作为信息更新义务受益者的投资者自不再提,对于上市公司来说短时间内承担自愿性信息披露的更新义务加重了企业的负担,但从上市公司长期利益及发展的角度来说,承担信息更新义务无疑树立了良好的公司形象,并且积极的作为也能增强投资者的投资信心,减少很多诉讼纠纷,因此无论是出于对投资者利益保护的价值导向还是从上市公司自身的发展角度来看,上市公司承担信息更新义务更为合理。

#### 5.4.3 中介机构辅助监管

英国独特的信息披露渠道展现了在自愿性信息披露中,中介机构也大有可为。长期以来困扰我国自愿性信息披露的问题之一就是信息披露的质量不佳,格式不统一,披露渠道混乱,无价值低价值信息多。为此我国也做出了积极应对,

<sup>①</sup> 程茂军. 试论上市公司自愿性信息披露的法律规制[J]. 证券法苑, 2017, 20(02):176-201.

<sup>②</sup> 席珮琳. 论自愿性信息披露后的更新义务:法理解释及适用[J]. 法大研究生, 2020(02):206-221.

如上海证券交易所在自律监管指引中对信息披露的渠道就进行了规定,允许在非规定渠道披露信息的类型仅限于宣传、广告类。

但可能受制于核准制,甚至是更早审批制的强监管理念的影响,我国在证券市场监管模式一直以证监会为主导,证券交易所作为自律组织参与监管,中介机构的作用一定程度上被忽视,而中介机构其实是上市公司自愿性信息披露第一梯队的“质检员”,拥有专业力量的中介机构往往能够很好地识别证券市场中的自愿性信息披露违规行为。同时参考英国 RNS 对自愿性信息披露的专门板块设计也很大程度上解放了监管者,监管者可以将重心从不同渠道搜集信息并进行监管转移到专心进行监管,如此监管的质量必然会得到提升。

综上所述,域外证券市场发展时间更为长远,在自愿性信息披露制度上做出了很多积极探索,其中有很多制度设计值得借鉴,如美国的“安全港规则”与预先示警理论,又如英国自愿性信息披露的特别渠道 RNS。但简单地移植域外经验难免出现水土不服,必须结合我国国情进行制度选择和改造,以期促进自愿性信息披露制度的发展,进而推动我国证券市场的健康发展。

## 6 注册制下我国上市公司自愿性信息披露法律规制完善建议

### 6.1 健全自愿性信息披露认定标准

#### 6.1.1 以“真实性”为核心建构统一的自愿性信息披露双阶认定标准

真实性是自愿性信息披露认定标准的核心，只有在保证信息真实的前提下，其他标准才有讨论意义，因此笔者建议在现行规定基础上对自愿性信息披露认定标准进行双阶改造，即先审核自愿性信息披露的真实性，在真实性得到确认后方才对自愿性信息披露的重要性与关联性等进行验证。

进行自愿性信息披露认定标准的双阶构造是在现行规定基础上进行的调适，双阶不仅在实际操作上提供了路径指引，而且在实质上关注到了注册制下自愿性信息披露制度的核心，即向市场传递真实的信息。除却“真实性”要求以外，自愿性信息披露本不该存在其他认定标准，但证券市场并非完美，若仅以“真实性”作为唯一判断标准，市场秩序将陷入“信息爆炸”的混乱境地。现阶段必须借助“重要性”与“关联性”等标准进行辅助认定。试想市场更成熟的未来，“真实性”作为唯一认定标准或将成为现实。

在真实性标准上，因为真实性是对上市公司自愿性信息披露的底线要求，自愿性信息披露作为投资者的重要判断依据，若难以保证其真实可靠无疑是对投资者利益的巨大威胁，虽然自愿性信息披露中存在部分信息（如预测性信息）存在不确定性，但上市公司在进行自愿性信息披露时必须做到言之有据，不能无的放矢，在信息可靠性丧失的情况下应当进行及时修正。具体表现在上市公司在进行自愿性信息披露时必须基于真实数据，在引用第三方资料时必须对资料的真实性、权威性予以确认，并标明资料的来源，做到全过程记录，便于投资者与监管部门对披露信息的可靠性进行验证。

在自愿性信息披露的真实性得到保障的前提下，认定标准进入到第二阶层，即自愿性信息披露的重要性与关联性等标准的考量。

在重要性标准上，《证券法》第84条明确了自愿性信息披露应当能够对投资者决策判断产生影响。上市公司在运行的过程中会产生大量的信息，除却强制性信息披露的信息外，并非所有的信息对投资者都有价值，如若将所有信息都进行披露，不仅会加重上市公司的披露成本，也会导致投资者难以找到真正有价值

的信息。强制性信息披露所针对的是投资者进行投资应当了解的基本信息，被要求满足重要性标准亦是为了防止产生任意披露的问题。在强制性信息披露满足投资者基本需求的情况下，上市公司在进行自愿性信息披露时必须站在投资者的立场上，分析对投资者能产生影响的具有重要影响的信息，在这种分析选择下，上市公司不仅可以节约与广泛披露相比的披露成本，亦可进行个性化的披露，避免由于强制性信息披露内容趋同带来的披露价值损失，进而形成相对竞争优势。

在关联性标准方面，上市公司在进行自愿性信息披露时，必须避免随意性和选择性披露，确保所披露的内容具有内在关联性。这不仅要求时间上连续的自愿性信息披露相互关联，而且作为强制性信息披露的重要补充，自愿性信息披露的内容也需要与强制性信息披露的内容保持紧密关联，共同成为投资者作出决策的依据，在保护投资者利益的价值导向下，上市公司在进行自愿性信息披露时应当对披露信息关联性进行充分的考虑。正如前文域外经验借鉴中的美国警示性语言规则内容所示，在进行自愿性信息披露的时候需要对关联性进行考量，不能够孤立地进行分析，自愿披露的信息应能辅助投资者更深入地理解强制披露内容，从而更全面、清晰地揭示上市公司信息披露的价值所在。

### 6.1.2 弥补认定标准合规性漏洞

自愿性信息披露认定标准的合规性漏洞，很大程度上是因为没有认识到注册制“放权于市场”并非减轻了对于市场的规制力度，相反，在注册制之下，原来囿于审批手续等低效监管的力量被真正解放，“要将该管的事管好”成为对证券市场进行规制的重点。为弥补自愿性信息披露认定标准的合规性漏洞，我们可以借鉴前文提到的上交所、深交所的有益尝试，进行自愿性信息披露合规性要求的设定，笔者认为设定可以分为两个部分，其一是为上市公司附加自愿性信息披露的更新义务，其二是完善合规性配套制度建构。

信息的价值在于它的时效性，若信息丧失时效性，不论之前价值几何，都失去了对于投资者的价值。笔者认为对于自愿性信息披露应当附加更新义务，但认为此种更新义务应当限缩于预测性信息披露。如前文所提，信息更新义务的核心在于“投资者利益”与“上市公司利益”的冲突，两者并非不可调和的矛盾，无

论是出于对投资者利益保护的价值导向还是从上市公司自身的发展角度来看,上市公司承担信息更新义务更为合理。

考虑到若要求上市公司对于所有自愿性信息披露履行更新义务加重了上市公司的披露义务,并且除却自愿性信息披露中的预测性信息因存在对未来发展情况的预判,可能发生较大的变化外,其他的自愿性信息披露本就应该符合信息披露真实性的要求。因此笔者认为对于自愿性信息披露应当附加更新义务,但应当将更新义务限缩于预测性信息披露。

在为上市公司附加自愿性信息披露的更新义务外,完善合规性配套制度构建也可有效弥补合规性漏洞,配套设施包括制定上市公司自愿性信息披露指南、完善自愿性信息披露违规责任等,因下文会对自愿性信息披露违规责任的完善进行介绍,故此处仅简单介绍上市公司自愿性信息披露指南。

信息披露指南并非新鲜事物,在信息披露发展过程中亦发挥了很好的规范引领作用,例如 ESG 信息披露指南在规范 ESG 信息披露方面就发挥了很好的辅助作用。但目前尚无分行业或分规模的自愿性信息披露指南,需要清楚认识到不同规模、不同行业的上市公司自愿性信息披露的水平存在差异,故而统一的标准可能造成对部分上市公司自愿性信息披露积极性的挫伤,此时可以依照不同行业或不同类型制定披露指南,形成不同规模上市公司之间的平衡,缓解中小上市公司在自愿性信息披露上的压力,此外指南还能够起到引领上市公司进行合规披露的作用。

自愿性信息披露指南的制定并非个体能够完成的工作量,笔者在此提出自己关于自愿性信息披露指南的制定的建议,不同于 ESG 披露指南分行业制定的方法选择,自愿性信息披露虽然存在行业差异,但并没有 ESG 行业差距显著,上市公司的规模应当是自愿性信息披露指南的制定的主要考量因素,需要综合评判不同规模的上市公司在披露能力与成本承担能力。

## 6.2 健全自愿性信息披露法律责任体系

作为法律责任体系一体两面的法律责任承担与法律责任免除在自愿性信息披露制度中都没有得到很好地落实,由此既导致了自愿性信息披露违规屡禁不止,又导致了上市公司自愿性信息披露的积极性不高,因此需要分别在法律责任体系上予以健全。笔者认为应当针对自愿性信息披露与强制性信息披露的主观恶

性及危害后果轻重不同,以及不同自愿性信息披露违规方式进行差异化的法律责任设计,并通过借鉴美国“安全港规则”进行自愿性信息披露免责制度的完善,对“安全港规则”中“警示性说明”与“非重大性信息”的要求进行调适。

### 6.2.1 设置差异化法律责任

由于《证券法》中并没有对自愿性信息披露制度的法律责任进行差异化设计,在很大程度上使得自愿性信息披露制度监管缺乏依据。我们必须看到在披露动机上自愿性信息披露不同于强制性信息披露,故而违反自愿性信息披露的主观恶性和危害后果都往往小于违反强制性信息披露,因此自愿性信息披露在法律责任承担上理应轻于强制性信息披露。但自愿性信息披露相对较轻的法律责任并不等同于没有法律责任,需要做到“过罚相当”才能真正规制自愿性信息披露违规行为。

但正如在前文监管实践中所列举案例中涉及的法律可以明显看出,较轻的处罚并没有对上市公司自愿性信息披露违规起到很好的规制效果。因此对于自愿性信息披露不同的违规方式,也应当承担相应的法律责任,可以根据违规披露行为的恶性进行区分,对恶性较强的选择性披露和“蹭热点”式披露仅适用声誉罚难以对违规的上市公司产生威慑力,此时应当适当地加重处罚力度,加处财产罚,通过增加上市公司的违规成本以达到制止违规披露的目的<sup>①</sup>;对于其他恶性程度较低的违规披露行为遵循现行处罚规定进行规制。

### 6.2.2 完善自愿性信息披露免责制度

美国通过不断完善‘安全港规则’和预先警示理论,成功地在投资者、上市公司和证券市场运行之间找到了平衡点,既确保了公平性又实现了效率性。在免责制度缺失的我国,可以考虑引入“安全港规则”对自愿性信息披露法律责任体系进行补充。“安全港规则”在经过预先警示理论修正后,要求应当将“警示性说明”调整为“有意义的警示性说明”,保留“非重大性信息”要求,在同时满足两要求时,预测性信息披露人可以豁免法律责任。

目前我国法律体系中关于“警示性语言”的规定较多,比如《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》中规定上市公司在进行自愿性信息披露时应当以明确的警示性语言表明风险。但诚如学者所说,对于警示性语言的严格要求,在我国是披露义务,而在美国却成为免责事由,这在无形之中严重阻碍了上市公司进行

<sup>①</sup> 目前违反强制性信息披露的法律责任规定在《证券法》第一百九十七条,主要包括声誉罚与财产罚。

自愿性信息披露<sup>①</sup>。并且“有意义的警示性说明”和我国相关规定中“有明确的警示性语言”在含义上也略有差别，“有意义的警示性说明”对说明的实质要求更高，相比之下，“有明确的警示性语言”更像是对说明的形式要求。

“安全港规则”还提出“非重大性信息”的要求，而在我国自愿性信息披露要求能够对投资者的判断决策产生影响，其本身即在主观上认定自愿性信息应当对投资者具有价值，具有“重大性”。这样看来“非重大性信息”的要求在我国无法满足，实则不然，我们需要对美国“非重大性信息”的要求进行研究。美国在判例中对“重大性”的标准进行了界定，即重大性是指“若该信息在理性投资者作出投资决定时被遗漏会使投资者觉得该信息是重要的，有影响的<sup>②</sup>。”显然美国对于“非重大性信息”的认定也采用的是主观标准。主观标准在成文法国家的我国天生具有适用的困难性，对此我们可以对自愿性信息披露的“重大性”准备进行客观化改造，参考域外客观标准的经验或借鉴强制性信息披露重大性的标准客观认定，笔者认为可依据信息是否影响股价的客观标准对“重大性”进行界定。

综上，笔者赞成引入“安全港规则”对我国自愿性信息披露免责制度进行完善，但在“非重大性信息”上必须进行调整，摒弃主观标准带来的不确定性，依据信息是否影响股价等客观标准对“重大性”进行界定，以保证“安全港规则”在我国具有现实的可操作性。

## 6.3 强化自愿性信息披露监管有效性

### 6.3.1 实行差异化监管

自愿性信息披露与强制性信息披露存在本质差异，因此不应采用相同的监管规则。在当前的法律体系中，针对自愿性信息披露的专门规定尚属空白，在现有条件下，监管部门可以通过充分发挥《证券法》第七十八条的原则规定进行监管，针对屡禁不止的自愿性信息披露违规行为利用《证券法》原则加大监管力度，对于合法合理的自愿性信息披露行为适当放松监管力度，鼓励其积极进行自愿性信息披露，重视发挥监管的引导作用。

<sup>①</sup> 李有星, 康琼梅. 论证券信息自愿披露及免责事由[J]. 社会科学, 2020(09):104-111.

<sup>②</sup> 李有星, 徐鹏炯. 内幕信息重大性标准探讨[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2017, 47(03):168-182.

此外由于自愿性信息披露事项繁杂，证券监管部门的监管任务较重，可以对上市公司进行差异化监管，设立自愿性信息披露的白名单与黑名单，将自愿性信息披露质量较好的上市公司列入监管白名单，适当地放松监管；而将自愿性信息披露质量不好的上市公司列入监管黑名单，加强对黑名单内上市公司的监管，对其自愿性信息披露违规行为提高处罚力度，必要时可以对其进行公司经营的限制。

### 6.3.2 发挥中介机构的监管辅助作用

证券中介机构在证券市场中扮演着举足轻重的角色，它们通过经营服务活动，强化了投资者与上市公司间的沟通与联系，有效推动了证券的发行与交易活动，并在维护市场秩序方面起到了重要作用。但在我国证监会和各证券交易所是自愿性信息披露的主要监管部门，中介机构的作用一直以来都被忽视，通过对域外制度的检视，无论是英国还是美国，中介机构都发挥了重要的作用。尤其是英国自愿性信息披露的中介机构 RNS，其实质上已经将自愿性信息披露商业化管理，中介机构 RNS 在自愿性信息披露的规范与传播上发挥了很好的作用，值得我国借鉴。

我国并不缺少具有辅助能力的中介机构，包括券商、会计师事务所、律师事务所、审计师事务所、资产评估机构等在内，我国在发挥中介机构的监管辅助作用上具有良好的基础。因此我国可以让中介机构适当介入自愿性信息披露的监管当中，首先可以开展中介机构与监管部门的合作或多中介机构协调合作，对于上市公司的自愿性信息披露进行多元化评级，借助多元的评级制度减轻证券监管部门的工作压力；其次还可以通过中介机构规划搭建自愿性信息披露的统一披露平台，对上市公司的自愿性信息披露进行集中规范；此外，中介机构可向上市公司提供自愿性信息披露的专业咨询服务与披露规划服务，在实现自身效益的同时提升自愿性信息披露的质量。总言之，中介机构在辅助监管方面大有可为。

当然在中介机构发挥辅助监管作用的同时，我们也应当认识到中介机构自身的局限性，作为非官方组织，其与上市公司相互勾结进行违规活动的案例亦不罕见，证券监管部门需要加大对中介机构的监管力度，健全中介机构的准入和退出机制，对监管辅助不合格的中介机构进行清理整顿，以期在发挥中介机构积极作用的同时，遏制其消极影响。

### 6.3.3 转变监管模式

正如证监会发行部推文中所提到的,监管部门要不断完善监管模式,形成对于自愿性信息披露的事前事中事后全链条监管。首先要加强事前监管,规范自愿性信息披露的渠道,在上市公司进行信息披露前,对信息进行初步的审核,确保信息的真实性与完整性,可借助强制性信息披露的信息审核部门或另设部门进行初步审核。其次要加强事中监管,在上市公司进行自愿性信息披露时,监管部门可与中介机构或相关新闻媒体进行合作,建立实时的监控体系,及时发现有误导消费者风险的违规披露行为,减少违规行为对证券市场及投资者带来的负面影响。最后要加强事后监管,对于违规行为坚决予以惩戒,采取与其违规程度相适应的监管手段。在违规自愿性信息披露方面努力让上市公司从“不敢”进行到“不能”进行,再到“不愿”进行,最终形成良性的证券市场自愿性信息披露氛围,助力证券市场的健康稳定发展。

综上所述,对于我国自愿性信息披露法律规制存在的问题,我们可以积极借鉴域外经验,通过结合我国国情进行调适。笔者认为可以通过细化标准,明确自愿性信息披露应当满足重大性、关联性、可靠性三方面的认定标准;对于自愿性信息披露法律责任体系存在的不足,我们应当建立与强制性信息披露有所差异的法律责任承担制度,也应当借鉴“安全港规则”对自愿性信息披露的免责制度进行建构;明确自愿性信息披露更新义务的范围限缩于预测性信息披露;针对监管中遇到的问题,可以建立差异化的监管制度,努力在规制违规自愿性信息披露与鼓励上市公司进行自愿性信息披露之间需求平衡;同时发挥好中介机构在自愿性信息披露监管中的辅助作用,使证监会、各证券交易所与中介机构汇聚监管合力;最后从根本上转变监管模式,形成对于自愿性信息披露的事前事中事后全链条监管,助推自愿性信息披露监管的不断完善。

## 7 结语

自愿性信息披露制度的动力并非来源于政府的制定与管理,而是源自投资者对于证券市场信息的进一步需求和上市公司追求形成自身的竞争优势的双向奔赴,这亦符合证券发行注册制对市场规律遵循的要求。但遵循市场规律并非意味着放弃规制,任其自由发展,现实中存在的违规自愿性信息披露屡禁不止充分说明了对之进行法律规制的必要性。

虽然《证券法》2019年修订后对自愿性信息披露制度进行了原则性规定,但是相应的法律责任与认定标准等法律规定仍存在缺位,缺乏针对自愿性信息披露的制度设计,导致监管部门在执行时依据不明,各证券交易所虽然做出了积极的规定,但在缺乏上位法规定的情况下,监管的手段程度有所偏差,同时导致上市公司自愿性信息披露违规频发和自愿性信息披露积极性不佳的尴尬境地。因此我们必须对自愿性信息披露法律规制进行完善,在立法和监管两个方面进行自愿性信息披露的针对性设计和差异化监管,完善自愿性信息披露法律规制中缺失的法律责任体系,拓宽监管体系,发挥各方主体的监管合力,转变监管模式,共同助力自愿性信息披露监管。随着注册制落地,配套设施制度必然需要进行调适,自愿性信息披露制度作为信息披露的重要组成部分,在注册制中发挥着不可替代的作用,鼓励和监管将是自愿性信息披露法律规制需要兼顾的发展方向,本文对上市公司自愿性信息披露法律规制存在的立法与监管问题进行了分析,提出了笔者的完善建议,希望通过在立法与监管层面共同发力来完善我国上市公司自愿性信息披露法律规制,助力证券市场的健康高效发展。

但受限于实务经验与理论水平,在分析时可能未达到全面深刻的标准,所提出的建议的现实可行性有待商榷;对于相关的金融证券知识了解并不深入全面,可能使得文章在专业性上有所欠缺。希望本文的研究思路及完善建议能够在今后为学者们的研究提供帮助,能够让更多的学者关注到自愿性信息披露法律规制这一问题,从而进行更多更深入的学术研究,最终实现信息披露法律制度的完善健全,以助力我国证券市场的发展。

## 参考文献

### 1 中文文献

#### 1.1 著作类

- [1]李慧云. 中国上市公司自愿性信息披露规律探寻与监管[M]. 北京: 中国统计出版社, 2012.
- [2]禄正平. 证券法学[M]. 北京: 商务印书馆, 2019.
- [3]梁飞媛. 中国上市公司自愿性信息披露与监管[M]. 北京: 经济管理出版社, 2011.
- [4]王雪. 上市公司自愿性信息披露策略研究: 动因与后果[M]. 四川: 西南财经大学出版社, 2015.
- [5]杨淦. 上市公司差异化信息披露研究[M]. 北京: 商务印书馆, 2021.
- [6]赵威, 孟翔. 证券信息披露标准比较性研究——以“重大性”为主要视角[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2013.
- [7][美]欧姆瑞·本·沙哈尔, 卡尔·E. 施耐德. 过犹不及: 强制披露的失败[M]. 北京: 法律出版社, 2015.
- [8][美]唐纳德·E·坎贝尔. 激励理论: 动机与信息经济学[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2013.

#### 1.2 期刊类

- [1]陈远星, 陈明明. 有限政府与有效政府: 权力、责任与逻辑[J]. 社会科学文摘, 2022(01): 28-32.
- [2]陈帆. 论我国上市公司预测性信息披露制度的完善[J]. 中财法律评论, 2012, 4(00): 103-113.
- [3]陈秧秧. 选择性披露的管制与内幕交易法的演变: 基于美国《公平披露条例》的研究[J]. 证券法苑, 2010, 3(02): 768-797.
- [4]程海宁. 信息披露的简明性要求——比照美国简明英语规则经验[J]. 证券法苑, 2020, 30(03): 274-312.
- [5]程茂军, 徐聪. 投资者导向信息披露制度的法理与逻辑[J]. 证券市场导报, 2015(11): 64-71+77.
- [6]程茂军. 试论上市公司自愿性信息披露的法律规制[J]. 证券法苑, 2017, 20(02): 176-201.

- [7]杜峥平,王扬雷.股票发行注册制下完善信息披露制度研究[J].经济纵横,2016(10):125-128.
- [8]杜萍,刘眷,台婷婷.我国上市公司自愿性信息披露现状分析及建议[J].财会月刊,2011(09):20.
- [9]方红星,楚有为.自愿披露、强制披露与资本市场定价效率[J].经济管理,2019,41(01):156-173.
- [10]方重.上市公司自愿性信息披露监管[J].中国金融,2021(09):43-45.
- [11]冯果,吕佳欣.绿色债券募集资金用途异化的法律防范——以信息披露制度完善为中心[J].河北法学,2022,40(11):72-88.
- [12]甘培忠,夏爽.信息披露制度构建中的矛盾与平衡——基于监管机构、上市公司与投资者的视角[J].法律适用,2017(17):35-40.
- [13]高振翔.证券预测信息“安全港”制度:美国经验与中国镜鉴[J].证券市场导报,2023(06):15-27+38.
- [14]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[J].河北法学,2015,33(09):182-190.
- [15]吉娜.注册制下完善证券发行信息披露制度的对策建议[J].行政与法,2015(12):121-124.
- [16]蒋大兴.隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整[J].法学评论,2014,32(02):39-53.
- [17]李东方.证券监管机构及其监管权的独立性研究——兼论中国证券监管机构的法律变革[J].政法论坛,2017,35(01):74-87.
- [18]李凤莲.美中两国上市公司自愿性信息披露的比较[J].求索,2011(12):36-38.
- [19]李晓钟.美国预测性信息披露制度的形成及其借鉴[J].前沿,2007(12):192-196,
- [20]李冀,杨忠孝.政府干预在证券市场强制信息披露中的边界[J].南方金融,2017(02):49-56.
- [21]李曙光.新股发行注册制改革的若干重大问题探讨[J].政法论坛,2015,33(03):3-13.
- [22]李先波,戴华丰.美国对有意义的警示性语言的规制[J].时代法学,2011,9(0

6):73-79.

[23]李有星,康琼梅.论证券信息自愿披露及免责事由[J].社会科学,2020(09):104-111.

[24]李有星,徐鹏炯.内幕信息重大性标准探讨[J].浙江大学学报(人文社会科学版),2017,47(03):168-182.

[25]林益.上市公司“蹭热点”争议及其监管[J].金融法苑,2021(02):195-207.

[26]龙立.上市公司自愿性信息披露研究进展评述[J].财会通讯,2013(03):34-36.

[27]陆瑶.金融机构ESG信息披露的法律制度研究[J].南方金融,2023(08):73-85.

[28]梁清华.论我国私募信息披露制度的完善[J].中国法学,2014(05):149-159.

[29]缪因知.论证监会信息披露规则的不足[J].法治研究,2016(02):141-150.

[30]缪因知.信息确定性视角下的披露与反欺诈制度一体性[J].中外法学,2023,35(05):1324-1344.

[31]施天涛,李旭.从“选择披露”到“公平披露”——对美国证券监管新规则的评介与思考[J].环球法律评论,2001(04):488-493.

[32]苏淑艳.上市公司自愿性披露信息问题研究[J].财会通讯(学术版),2007(12):14-16.

[33]唐军.“三公”理论再认识与证券监管制度重塑[J].云南师范大学学报(哲学社会科学版),2019,51(05):146-156.

[34]唐应茂.证券法、科创板注册制和父爱监管[J].中国法律评论,2019(04):130-140.

[35]陶云燕,朱开悉.美国信息披露的发展及自愿性信息披露对我国的启示[J].南华大学学报(社会科学版),2013(03):56.

[36]万国华,杨海静.论反欺诈原则在证券法中的确立——对诚实信用作为证券法基本原则的反思[J].南开学报(哲学社会科学版),2015(01):119-129.

[37]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[J].金融研究,2009(03):178-190.

[38]王惠芳.信息强制披露与自愿披露的重新界定与监管[J].宏观经济研究,2010(12):50-54.

- [39]王健忠.“能说就要说”还是“能不说就不说”——自愿性信息披露与企业创新[J].北京社会科学,2018(01):40-56.
- [40]王秋艳,万国华.我国证券发行注册制改革反思——发行与交易、证监会与证交所关系亟待厘清[J].开放导报,2023(01):76-84.
- [41]魏俊.证券法上的安全港及其制度价值——以前瞻性信息披露为例[J].证券法苑,2014,12(03):131-166.
- [42]巫文勇.互联网平台金融的信息披露规则与法律责任重叙[J].法律科学(西北政法大学学报),2022,40(05):50-63.
- [43]吴长波.上市公司自愿性信息披露的法律规制[J].政法学刊,2008(03):70-74.
- [44]席涛.《证券法》的市场与监管分析[J].政法论坛,2019,37(06):115-129.
- [45]席珮琳.论自愿性信息披露后的更新义务:法理解释及适用[J].法大研究生,2020(02):206-221.
- [46]邢会强.我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应[J].河北法学,2019,37(05):26-39.
- [47]徐聪.试论我国上市公司差异化信息披露制度之构建[J].证券法苑,2011,4(01):328-349.
- [48]徐瑜璐.论注册制下的证券市场治理权能转向[J].河北法学,2020,38(12):163-175.
- [49]许多奇,唐士亚.运动式监管向信息监管转化研究——基于对互联网金融风险专项整治行动的审视与展望[J].证券法苑,2017,22(04):21-37.
- [50]于团叶,张逸伦,宋晓满.自愿性信息披露程度及其影响因素研究——以我国创业板公司为例[J].审计与经济研究,2013,28(02):68-78.
- [51]袁文全.不可抗力作为侵权免责事由规定的理解与适用——兼释《中华人民共和国侵权责任法》第29条[J].法商研究,2015,32(01):129-135.
- [52]张文瑾.注册制改革背景下上市公司差异化信息披露制度探究[J].中国应用法学,2020(01):168-187.
- [53]张学勇,廖理.股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理[J].经济研究,2010,45(04):28-39+53.
- [54]张保生,牛馨雨.预测性信息披露责任与安全港制度探究[J].财经法学,2023

(05):18-34.

[55]张保华.上市公司预测性信息披露制度研究[J].法律适用,2003(04):17-2.

[56]赵树文.认缴资本制下公司信息披露的法律规制[J].法商研究,2020,37(03):169-182.

[57]郑彧.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[J].证券法苑,2014,13(04):351-398.

[58]中国人民银行长沙中心支行课题组,侯加林.公司信用类债券法律制度的完善研究[J].金融经济,2021(02):74-79.

[59]周友苏,杨照鑫.注册制改革背景下我国股票发行信息披露制度的反思与重构[J].经济体制改革,2015(01):146-150.

### 1.3 学术论文类

[1]江静怡.上市公司自愿性信息披露法律规制研究[D].浙江财经大学,2023.

[2]罗开裕.注册制视角下自愿性信息披露制度完善研究[D].江西财经大学,2022.

[3]沈佳佳.自愿性信息披露制度研究[D].华东政法大学,2022.

[4]王妍媛.我国上市公司自愿性信息披露法律制度研究[D].东北财经大学,2023.

[5]汪斟.论欧盟证券信息披露制度及其借鉴意义[D].北京:中国政法大学,2010.

### 1.4 报纸类

[1]姚均芳.全面实行股票发行注册制正式实施[N].新华每日电讯,2023-02-18(003).

[2]张娟.“增量+存量”改革稳步推进 A 股全面注册制水到渠成[N].经济参考报,2023-02-08(003).

## 2 外文文献

[1]Charles R. Korsmo, The Audience for Corporate Disclosure, Iowa Law Review[J],102(4),2017,pp.1581-1632.

[2]Christine A. Botosan, Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, The Accounting Review[J],Vol.72,No.3,1997.

[3]Eugene F .Fama,Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.The Journal of Finance[J],Vol.25,No.2,Paper and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, 1970,pp.383-417.

- [4] George A. Akerlof, The Market for “Lemons” : Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics[J],1970,No.3,pp.488-500.
- [5] Healy P.M&Palepu K.G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, Journal of Accounting and Economics[J],31(1/3),2001,pp.405-440.
- [6] Ido Baum & Dov Solomon, The Case for Voluntary Disclosure of Uncertain Information in Securities Regulation, Virginia Law and Business Review[J],14(2), 2020,pp.171-220.
- [7] J. Marschak. Elements for a Theory of Teams[J]. Management Science[J],1955,1(2).
- [8] Karen K Nelson & A.C. Pritchard , The shift from voluntary to mandatory disclosure of risk factors. Journal of Empirical Legal Studies[J],2,2016.
- [9] Meek, Robert, Gray. Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and European multinational corporations[J]. Journal of International Business Studies,1995:555-572 .
- [10] Spence A M. Market Signaling: The Informational Structure of Job Markets and Related Phenomena [D]. PhD thesis, Harvard University Press, 1972.
- [11] William Vickrey. Utility, Strategy, and Social Decision Rules[J]. The Quarterly Journal of Economics,1960,74(4).

## 后 记

从黄山到兰州，接近两千公里的路程，只需要二十四个小时的火车，十个小时的高铁，两个半小时的飞机。但从榆中到段家滩，不过二十公里的路程，我却走了七年。

春秋轮转，日月更替。还记得七年前在志愿填报时写下“兰州财经大学”时的好奇，也记得本科毕业时写下“兰州财经大学”的怅然若失，又将面对再一次写下“兰州财经大学”时，我不知该是什么心情。

在这一年又一年的时光里，太多的良师益友陪我走来，让我远在他乡竟难觉。无论是本科时谭曼、康玲、韩东、刘焱等老师的谆谆教诲为我打开法学学习的大门；还是研究生阶段张革新、杨利华、李萌、吕春娟、张桂芝、史正保等老师诲人不倦地引我进入法学研究大门，诸多良师指明我前进的方向，太多感谢的话想要诉说。

在其中，特别是对李长兵老师，想要表达由衷的感谢。长兵老师的学术水平高屋建瓴，是我学术路上敬佩的对象，作为我的导师，长兵老师不仅在学习方面给予我帮助，指导我进行法学研究；还在生活与工作规划方向我提供支持。

一路走来很不容易，也同样感谢一路走来所遇见的同学与朋友，老段、大胖、小胖、狗子、于姐，还有露露，感谢有你们的陪伴让我一直充满前行的动力。

说来也很残酷，在研究生入学时立下的豪言壮志还未实现，转眼就快要毕业了。长路险夷寻常事，信心定力最可贵，在以后的日子里，希望自己能够不断地丰富自己，保持前行初心，努力做更好的自己。同时也祝愿各位老师、同学、朋友身体健康，过得越来越开心。