

学校编码：10384
学号：13020131150290

分类号_____ 密级 _____
UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

论信息披露制度的“重大性”标准

A Study of the Materiality Standard of Information
Disclosure System

赵军磊

指导教师姓名：肖伟 教授

专 业 名 称：法律硕士

论文提交日期：2016 年 月

论文答辩时间：2016 年 月

学位授予日期：2016 年 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2016 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为()课题(组)的研究成果，获得()课题(组)经费或实验室的资助，在()实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

信息披露制度是世界各国证券法确立的一项重要制度，是推动证券市场发展、投资者保护的基础性制度。“重大性”标准是信息披露制度的基础性制度之一，并且贯穿信息披露的始终。在我国竭力推行证券市场改革的当下，需要补充完善上市公司信息披露的“重大性”标准，避免证券市场充斥过多的噪音，使投资者陷入众多细小琐碎却无关紧要的信息之中。

第一章探讨信息披露制度“重大性”标准的基础理论问题。首先分析“重大性”标准的内涵及与之相关的学说制度，“重大性”标准与信息披露制度其他标准之间的关系。其次提出当前研究信息披露制度“重大性”标准的价值。

第二章研究当前我国信息披露制度下的“重大性”标准。首先从法律法规和自律规则两方面分析信息披露制度“重大性”标准的现状。其次从执法和司法两方面论述信息披露制度“重大性”标准的现状。

第三章引入域外信息披露制度“重大性”标准的规定。本文选取具有较强代表性的美国、日本、中国台湾地区的有关信息披露重大性的法律规定，介绍其各具特色的“重大性”标准，总结有关重大性规定的特点、内容、优缺点等，并在分析比较的基础上，对其作出评价，为后文提出完善我国信息披露制度的“重大性”标准作铺垫。

第四章提出完善我国信息披露制度“重大性”标准的建议。在总结我国当前信息披露制度“重大性”标准的现状和比较域外信息披露“重大性”标准的基础上，提出在资本市场改革进程中，要对信息披露制度的“重大性”标准予以再定位，并就当下及未来注册制改革时信息披露制度的“重大性”标准构建提出如下建议：确立双重“重大性”标准；合理界定重大事件的范围；构造简明清晰的重大事件编排体系。

关键词：信息披露；重大性；标准

ABSTRACT

Information disclosure lays a solid foundation for the security management. An effective security market relies on the sufficiency of information disclosure. Information disclosure system is an important system in the world which has been established in the Securities Act, and it is the base system to promote the development of securities markets, investor protection. Materiality, one of the fundamental part of information disclosure regulation, extensively implants itself into information disclosure. Under the background of the intensive implement of the reform of security market, it is of great necessity to supplement and integrate the standard of materiality so as to filter bootless and irrelevant information for investors.

In chapter I, for the introduction of basic theory about the standard of materiality, we firstly, summarize the connotation and theory of the standard of materiality, analyze the relations between materiality with other major standards of disclose system. Secondly we state the value of the materiality.

In chapter II, we generally introduce the situation of the standard of materiality in the current information disclosure of China, on one hand, in the view of the legislation and self-discipline regulation; on the other hand, based on the administration and enforcement of law.

In chapter III, based on the summery of the regulation of the standard of materiality in the United States, Japan and Chinese Taipei, we highlight the characteristic, analyze their advantages and disadvantages and thus pave a way for putting forward the standard of materiality of China.

In chapter IIII, we aim at the suggestion of the standard of materiality. After the summarization of the current the standard of materiality of information disclosure of China and the comparison of the counterpart of foreign countries, we clarify the standard of materiality of information disclosure during the reform

of capital market, and propose the following advice according to the current and future reform of the registration system: to build the standard of dual-materiality; to define the scope of major events reasonably; to construct arrangement system for the major events in clear and concise.

Key words: Information disclosure; Materiality; Standards

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

引 言	1
第一章 信息披露制度“重大性”标准基础理论研究	3
第一节 信息披露制度“重大性”标准的内涵和学说	3
一、“重大性”标准的内涵	3
二、“重大性”标准的学说	4
三、“重大性”标准与信息披露制度其他标准之间的关系	8
第二节 “重大性”标准的研究价值	9
第二章 我国现行信息披露制度“重大性”标准	12
第一节 我国信息披露制度“重大性”标准的立法现状	12
一、法律法规的规定	12
二、规章及规范性文件的规定	15
第二节 我国信息披露制度“重大性”标准的执法和司法现状	17
一、执法现状	17
二、司法现状	19
第三章 域外信息披露制度“重大性”标准评析	22
第一节 美国信息披露制度“重大性”标准	22
一、“重大性”标准的内容	22
二、“重大性”标准的确立历程	23
第二节 日本信息披露制度“重大性”标准	25
第三节 中国台湾地区信息披露制度“重大性”标准	27
第四节 域外法律规定的小结	28
第四章 我国信息披露制度“重大性”标准的完善	31
第一节 信息披露制度“重大性”标准的再定位	31
一、监管者角度	31

二、投资者角度	32
三、上市公司角度	33
第二节 完善信息披露制度“重大性”标准的建议.....	33
一、确立双重“重大性”标准.....	34
二、合理界定重大事件的范围	35
三、构造简明清晰的重大事件编排体系	36
结 语.....	38
参考文献	39
致谢语	42

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

Preface	1
Chapter 1 Introduction of basic theory about the standard of materiality	3
Subchapter 1 The connotation and theory of the standard of materiality	3
Section 1 The connotation of the materiality	3
Section 2 The theory of the materiality	4
Section 3 The relationship of the materiality and other criteria	8
Subchapter 2 The value of the materiality	9
Chapter 2 Introduction of the standard of materiality in the current information disclosure of China	12
Subchapter 1 The legislation of the standard of materiality	12
Section 1 Laws and regulations.....	12
Section 2 Rules and self-discipline regulation	16
Subchapter 2 The administration and enforcement of law on the materiality	17
Section 1 Administration law enforcement present situation	17
Section 2 The judicial situation.....	19
Chapter 3 Comment on the standard of materiality in the abroad information disclosure	22
Subchapter 1 The standard of materiality in the United States	22
Section 1 The content of the standard of materiality	22
Section 2 The establishment history of the standard of materiality.....	23
Subchapter 2 The standard of materiality in Japan	25
Subchapter 3 The standard of materiality in Chinese Taipei	27
Subchapter 4 The summarization of the standard of materiality	28

Chapter 4 The perfection of the standard of materiality	31
Subchapter 1 The repositioning of the standard of materiality	31
Section 1 The angle of the regulators	31
Section 2 The angle of the investors.....	32
Section 3 The angle of the listed companies	33
Subchapter 2 The suggestions to perfect the standard of materiality	33
Section 1 To build the standard of dual-materiality	34
Section 2 To define the scope of major events reasonably	35
Section 3 To construct arrangement system for the major events in clear and concise	36
Conclusion	38
Bibliography	39
Acknowledgement	42

引 言

信息披露制度是当下发展证券市场的重要组成部分，也是证券监管和投资者权益保护的核心制度。随着当下我国证券市场的发展完善，强调信息披露和保护证券投资者合法权益越来越受到相关立法者和监管者的重视，成为证券市场改革中的重要议题。

2013年11月，中共中央十八届三中全会形成《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，^①着力推行股票发行注册制。2015年12月27日，第十二届全国人大常委会第十八次会议表决通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》，明确授权国务院对拟在深交所、上交所上市交易的股票的公开发行实行注册制。由此，注册制改革已经从学术研究层面正式转为法律制度层面。股票发行注册制改革，其核心就是让市场“无形之手”发挥其应有价值，充分迸发市场活力。实现注册制并非最终目的，股票发行改革的目的是将资本市场中的造假、欺诈行为降至最少。^②即其本质是以信息披露为中心，由市场参与各方对发行人的资产质量、投资价值作出判断，发挥市场在资源配置中的重要角色。在证券市场注册制改革的风口，“重大性”制度主要解决何种信息需要披露的问题，一方面，发行人乃至上市公司不可能事无巨细地披露所有信息；另一方面，证券市场若是充斥过多的信息，难免使投资者陷入信息的汪洋而无所适从，最终反而减损重要信息应有之价值。

从国外研究进展来看，美国学者对“重大性”标准的研究较早，也较为深入，主要表现为三权分立、强调相互制衡的体制下，通过不断的判例积累建立灵活的重大性认定方法。其中，比较典型的司法案例是1968年的SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.案，该案中美国第二巡回法院创设性的提出了认定事

^① 新华社.中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定[EB/OL].

http://www.sn.xinhuanet.com/2013-11/16/c_118166672.htm, 2015-12-04.

^② 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,(5):4.

实重大性的“性量测试法”；1982年的 *Staffin v. Greenberg* 案，该案中美国第三巡回法院首次提出“原则一致测试标准”；1988年的 *Basic Inc. v. Levinson* 案，美国联邦最高法院最终确立“性量测试标准”。欧盟学者在对内幕信息的“重大性”标准认定的司法实务和学术理论中同时存在两种观点，一种是将信息影响金融产品市场价格的变化幅度确定为 5% 的确定性标准，一种是赋予法官裁断的非确定性标准。台湾地区“证券交易法”中虽然以法令的形式明确了重大信息的内涵，但有的学者在比较分析美国、日本立法后认为，应补充量式的规定。

国内研究中，随着理论界对信息披露制度研究的深入，逐渐认识到信息重大性认定在信息披露制度中的重要作用，并给予了足够的重视和关注。对于“重大性”标准的研究，多数学者的论述是在核准制的背景下，针对已有的学说观点从不同侧面和角度来界定和划分“重大性”标准，其中比较有代表性的是：齐斌学者在《证券市场信息披露法律监管》中开创了“重大性”标准研究的先河，对信息披露制度“重大性”标准进行了系统阐述，主张采用“投资者决策影响”标准；叶林学者在《证券法》中指出在发行披露与持续性信息披露阶段应遵循不同的标准，不同阶段对应不同的披露内容；彭真明学者在《论注册会计师不实财务报告民事责任的认定》中从立法目的解释的角度出发，认为我国应从理性投资者决策和信息对股价的影响两个方面综合考虑“重大性”标准；赵万一学者在《证券交易中的民事责任制度研究》中在分析美国、英国、日本的“重大性”标准的基础上，主张采用统一的“投资者决策”标准，并赋予法官一定的自由裁量权。

相比于国外对重大性问题的研究，国内该领域的讨论尚需进一步深入，且未就“重大性”标准形成统一意见。考虑到当前我国证券市场正在大力推进注册制改革，非常有必要在此背景下对完善我国信息披露制度的“重大性”标准问题进行进一步梳理和分析，借此为新形势下信息披露制度的完善提供笔者粗浅的建议。但鉴于笔者知识水平有限，论述过程中难免有不当甚至错误之处，恳请各位老师不吝指正。

第一章 信息披露制度“重大性”标准基础理论研究

第一节 信息披露制度“重大性”标准的内涵和学说

一、“重大性”标准的内涵

“重大性”标准是信息披露的基础性制度之一，对重大性的争论来源于对其内涵的不确定，来源于对重大性可能导致的投资者权益保护的疏漏，因而非常有必要通过界定“重大性”标准的内涵，使信息披露范围、内容和方式等方面更加明确，不至于在确定虚假陈述、内幕交易等民事责任时捉摸不定。

“重大性”一词源于英美普通法制度，是伴随 1929 年的美国资本市场的大崩溃以及随之而来的大萧条而引起美国国会对证券监管哲学的反思与批判而产生的。在 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》等一系列证券法律中，均要求公司如实披露重要的相关信息以便杜绝证券欺诈行为。诚如美国联邦最高法院所述，证券法律共同具备的基本目的，就是转换立法理念，以充分披露的哲学代替过去买者自慎的哲学，从而在证券行业内达到一种高度的职业道德标准。立法理念的重要转换，直接影响就是通过法条的形式对重大性加以界定。美国 1937 年的 Regulation C 中将“重大性”定义为，“普通的谨慎的投资者在购买注册证券之前必须被合理地告知的信息”。^①此后，SEC 修改了该条例，并将“重大性”标准加以限定，将上述条文中“普通的谨慎的投资者”修改为“理性的投资者”，将“合理地告知信息”的范围明确为“重要、实质可能性的信息”。美国联邦最高法院也在一系列审判案例中对“重大性”加以特别解释，认为重大性需要从理性投资者角度仔细分析案件事实并作出客观判断。

^① 盛学军.证券公开规制研究[M].北京:法律出版社,2004.174.

根植于我国的本土汉语文化，“重大”的基础含义有以下几项：“物体大而沉重；大而重要；高而重要的官位；诗文风格凝重，气象阔达。”结合我国现行证券相关法律法规及该词的汉语释义，本文认为，对“重大”的基础含义应取“大而重要”之意，即“重大”应同时具备两层含义：一是客观层面的“大”，就信息本身而言，相对于整个披露信息整体，所披露的信息应是重大的，并且足以对信息的真实性、准确性、客观性等性质产生或可能产生实质性影响；二是主观层面的“重要”，对所有可能的信息使用者而言，该部分信息实质是重要的，会对投资者的投资决策产生重要影响，甚至决定投资者的投资决策。

此外，由于证券市场上的投资行为是秉持盈亏自负的原则，由投资者自主投资决策，其他单位或个人无权干涉该个体的投资行为。因此，为了营造公平的证券市场环境，创造资金融入方与融出方的信息对等，使实际上的不平等趋于平等，应更多地赋予投资者获取信息的渠道和途径，从制度上保障投资者获取的信息具备重大性，特别是在推行注册制后政府监管部门审核“放手”的情形下。

因此，在借鉴国外经验，顺应资本市场注册制改革的要求及重大性的语义基础，本文认为“重大性”标准的内涵应兼具客观与主观要素，同时吸收“投资者决策影响”和“价格敏感”两层含义，如此方符合当前本土汉语使用习惯，既符合客观实际，又不至于造成语义上的混乱。

二、“重大性”标准的学说

目前，学术界对“重大性”标准的界定存有争议，各执一词，主要存在三种学说，分别是“投资者决策影响”标准、“股票价格影响”标准及“发行人品质不利影响”标准。

（一）“投资者决策影响”标准

“投资者决策影响”标准来源于美国证券法律制度，主要从投资者界定及决策行为两方面对重大性加以规范。

1. 投资者界定

关于“投资者决策影响”标准中“投资者”的界定，目前尚无争议，一般是以具有正常分析能力的普通投资者为准。但是，美国 SEC 早先在信息披露相关法规中界定的“理性投资人”却仅包含能够有效利用信息判断进行分析的证券分析人士，在虚假陈述、内幕交易等司法判决中也是站在证券分析师的角度来认定信息是否重大。但是，考虑到美国立法机构和司法部门实践的意图在于保护一些不具备专业判断的投资者，即一些所谓的“不精明的投资者”。^①故而，此后美国司法审判中对投资者范围的界定更加宽泛，多采用抽象定义的方法予以界定。而日本和中国台湾地区在投资者的认定方面，一般是通过列举的方式认定重大性，并无对投资者范围的特别说明。总体而言，当前流行的观点就是将此处的投资者限定为一般理性投资者。

2. 决策行为的范围

投资者作为资本市场资金提供方，通过证券投资以实现其投资收益，主要投资行为包括投资决策权和证券投票权等。投资决策权一般包括买入、卖出和持有证券的行为，投票权包括股东投票或委托投票权、股东异议权等。上述的投资决策权是证券市场上的基本行为，构成市场上交易双方的共同活动。具体而言，主要体现在一级市场和二级市场上的首次主动买入证券行为，及后续因发行人在证券上市后根据获取的信息而决定买入、卖出和持有证券的行为。除了上述行为之外，投资者决策行为还包括与持有证券相关的股东投票权、股东异议权等。虽然当前市场上的投资者以中小投资者为主，投资者参与投票热情度并不高，但投票权和异议权的创设有利于在制度层面上堵住权利缺口，从而有效防止权利流失，有时甚至能在公司决策中起到至关重要的作用。例如，在股权相对分散的万科宝能股权之争中，中小股东就可起到至关重要的投票作用，可以决定公司未来经营发展方向。

以上是对投资者和决策行为的分析，从中我们可以看到“投资者决策影响”标准始终坚持着投资者导向理念，从一个旁观者的角度去审查披露的信息，极富主观性地把投资者对信息的理解和投资者行为的反应放在首要位

^① [美]Alan R.Palmiter. 证券法[M].徐颖等译,北京:中国方正出版社,2003.64.

置，故而在出现信息披露违法违规时可以以一种更宽泛的姿态去维护可能的受害者权益。

（二）“股票价格影响”标准

相比于“投资者决策影响”标准，“股票价格影响”标准更为直观，是指如果拟披露的信息可能对股票的价格产生重大影响，使股票价格短期内产生重大波动，那么该信息便是重大信息。这个标准主要是从客观价格变动的角度对“重大性”标准予以认定，多体现在股票进入二级市场交易后，证券市场成为买卖双方的交易中介，买卖双方根据上市公司基本面分析及获取的其他信息综合判断后形成买卖报价从而形成股价。此时股票价格波动的影响因素不仅包括公司自身因素，还包括宏观因素、行业和区域因素、人为操纵因素、股市政策的影响、股票内在价值的影响及投资者心理预期。^①这些影响因素又可以细分为发行人或上市公司披露信息，非披露信息两类。正是诸如公司重大资产重组、定向发行股份、股票分红、盈利预测、重大诉讼、监管处罚及各种市场谣言等披露信息的影响，才造成股票价格的波动。

而何谓股票价格的较大波动，对股票价格的日常波动如何甄别排除，学术界和实务部门至今尚未形成共识，也没有一种直接的计量工具或模型将日常波动和非正常波动区分开来。但是为了解决实践中具体定罪量刑的问题，一般的参考思路是结合最近一个时间范围内大盘指数涨跌幅度和同行业股票价格波动来加以综合识别，剔除正常波动因素，确认股票价格较大波动的范围。

（三）“发行人品质不利影响”标准

该标准起源于 2003 年证券法学界的理论探讨，主要是以有关事实是否会对发行人的经营、财务等反映其综合“品质”的指标产生严重不利影响，来判断该信息是否具有重大性。^②对发行人品质产生不利影响的信息一般会影 响投资者对发行人的股价预期，从而影响投资决策，故此标准可以归为“投资者决策影响”标准的范畴，是对该标准的发展与完善。^③该理论来源于对

^① 柏丹,孙方方.股票价格波动问题研究[J].改革与战略,2013,(4):55-56.

^② 李君临.证券市场信息披露重大性标准研究[J].特区经济,2007,(11):112.

^③ 基于此种考虑，后文仅就“投资者决策影响”标准和“股票价格影响”标准展开讨论。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.