

# 资本市场信息披露双层规范体系的基本建构

郭 锋

【作者简介】郭锋，成都理工大学文法学院教授。

【原文出处】摘自《中国法学》(京)，2024.3.245~265

## 一、引言

我国资本市场建设30余年来，最引人注目的成果是形成了公开发行人信息披露规范体系。但是，对一个融投资功能齐备的资本市场而言，除了公开发行人信息披露规范体系外，私募发行信息披露规范体系也同样重要。证券法对私募发行缺少定义性规范和体系化安排，在理论上和实务中造成极大困扰。在我国私募市场融资量远远高于公开发行人市场的情况下，信息披露规范仍以公开发行人主体，对私募发行缺少系统性规定这一规范结构失衡、制度供给不足现象，既与资本市场高质量发展、现代金融体系建设的国家战略不符，也无法实现“活跃资本市场，提振投资者信心”的政策目标。

## 二、信息披露双层规范体系的形成与理论解释

信息披露双层规范体系是随着公司类型化区分而发展起来的。在股权资本形成过程中，公众公司可以向社会公众公开发行人募集，而封闭公司只能在一定范围内向特定对象发行募集。在公开发行人情况下，为了便于人数众多的投资者进行投资决策，识别投资风险，防止被欺诈，立法者发明

了证券发行注册和信息公开披露制度。在私募发行情况下，由于投资者与发行人彼此具有一定信任基础，且投资者数量较少，可以通过协商、缔结合同形成相互之间的权利义务关系，法律遂规定对信息披露采取定向私下提供方式，且对证券发行豁免注册。

无论是证券公开发行人市场还是私募发行市场，都存在严重的信息不对称情况。发行人拥有公司经营和财务的完全信息，投资者获知信息的多少主要取决于发行人在多大程度上遵守信息披露法规要求。由此导致作为融资者的发行人在信息披露中发生逆向选择和道德风险。为消除信息不对称现象而产生的逆向选择和道德风险，契约经济学提出了激励机制和风险缓释机制两种理论工具。在证券法中，激励性规范旨在对双层市场中作为代理人的发行人进行目标激励，将公司利益、股东利益与发行人利益紧密捆绑，使发行人为了最大利益而自愿披露客观真实信息，按照投资者利益行事。风险缓释规范旨在将证券法视为解决投资风险的一种手段，通过在双层市场中建立“委托人与代理人共同分担风险契约”，使保护各类投资者的制度条款可以根据其所解决的风险类

型进行分类,监管机构可以据此简化监管,减少资本形成成本,更有效保护投资者。

### 三、信息披露双层规范体系的立法逻辑

建构信息披露双层规范体系的立法逻辑应当是:就激励性规范而言,基于不同的融资方式考量,对公开发行人,从融资条件、注册程序、信息公开等方面予以激励,增加注册透明度,提高融资可预期性;只要披露信息真实、准确、完整、公平,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,就进行免责激励,提供安全港保护。对私募发行人,进行豁免注册、豁免披露激励,降低披露成本,提高融资效率。就风险缓释规范而言,通过对风险的合理分配,在公开发行情况下,增强股份流通性,方便投资者自由购买或退出,防止代理人虚假陈述和内幕交易,缓释股份集中和投资者被欺诈风险;在私募发行情况下,限制证券转让,实行合格投资者制度,防止私募风险外溢。

进入资本市场融资的发行人,在披露信息时,会更多考虑边际量的成本和收益。比如,管理层经过对任职期限、薪酬、职业声誉获得的正收益与信息披露引发的风险和成本比较后,往往愿意披露好消息。基于此,信息披露激励性规范,应当有助于发行人按照对成本收益的考量选择适合的募集方式。如果募集资金数量巨大,投资者须达到一定规模,就需要进入公开发行市场;反之,低成本的私募市场就可以满足需求。为此,公众性和公开性作为区分公开发行与私募发行的基本标准,就成为证券法为发行人选择不同融资市场、不同信息披露类型而创制的两种激励性规范。

为了平衡收益与风险的关系,控制风险,发行人进入资本市场选择融资方式时,高度关注两个问题:一是证券的流通性。如果希望证券具有高度流通性,必然选择公开发行方式;如果试图对证券流通性进行限制,则会采取私募方式。二是投资者适格性。发行人必须了解证券法、监管规章

对公开发行与私募发行中投资者资格的不同要求,以确定证券发行对象,其底层逻辑正是对投资风险的风险的考量。据此,证券法重点围绕股份流通与投资者适格对公开发行与私募发行设计不同的风险配置规范,并构成信息披露的核心内容。

### 四、信息披露双层规范体系的监管机制

为适应公开发行与私募发行这两种不同的筹资制度及其有差异的信息披露规范体系设计,信息披露监管采取区分式监管机制。基于激励性规范,在公开发行情况下,采用注册制实施监管,以信息披露为核心,确保投资者获得充分信息;在私募发行情况下,以效率优先为理念,采用豁免制实施监管,降低交易成本。基于风险缓释规范,在公开发行情况下,监管致力于明晰有关主体责任界限,把信息披露质量交给披露义务人负主责,着重维护公众投资者利益;在私募发行情况下,厘清私募范围,有限度采用公开劝诱规则,用功能监管覆盖所有私募证券,采包容监管鼓励竞争、激发市场活力。

注册制监管的政策目标是以信息披露为核心,确保投资者权益。围绕信息披露这一注册制监管的核心,证券法的披露规范主要指向三个方面。一是设计体系化的披露规则。二是将披露的主体责任授予披露义务人。三是建立“看门人”机制。证监会通过行使注册职能,不仅决定发行申请人是否可以公开发行证券,而且还对证券交易所履行发行审核、证券上市职能加以监督,突出交易所审核主体责任。

对私募发行及其信息披露豁免注册,其政策考量是:对一些范围有限、金额不大的证券发行,符合公共利益和保护投资者的要求较低,对公众利益影响不大,风险可控。一些信用价值高的证券,如政府债券,有国家信用担保,由相关主管机构审核把关,投资者利益有相当保障。对中小企业来说,与高成本的公开发行相比,豁免注册下的

私募发行具有筹资速度快、融资成本低、监管环节少等独特优势和激励效应。对私募发行豁免注册监管,在理论上主要涉及两个核心问题:一是如何界定私募范围,二是怎样对待“公开劝诱”规则。

可以考虑依功能主义监管理念界定私募范围。我国私募发行监管应当立足于特定对象公开劝诱、合格投资者认购、投资者人数限定这三重功能属性,进行豁免范围界定。修改完善证券法及相关法律中的私募发行条款,对金融监管机构、自律组织有关私募发行规章制度进行以统一规则为目的的修订整合,以明确私募性质、厘清私募范围边界、覆盖所有私募发行。尽管法律对私募发行公开披露信息持禁止态度,但在实际运行中是否应当允许公开劝诱一直困扰着监管者。我国有必要在私募监管中“取消对私募发行的公开劝诱禁止”,而改革为有限度的公开劝诱允许。只要坚持最终购买人须是合格投资者,即使以公开劝诱方式发行证券,本质上还是私募,不会损害公众投资者利益。

#### 五、信息披露双层规范体系的司法适用——以请求权基础为视角

公开发行中的虚假陈述主要表现为特殊侵权行为;“私募发行中存在广泛的合同关系”,因而虚假陈述大都表现为违约行为。在公开发行虚假陈述案件中,法官应当按照《虚假陈述司法解释》,实行因果关系推定,按照买卖价差计算投资者损失;在私募发行虚假陈述案件中,法官一般应当按照民法典合同编和相关司法解释判定违约责任和计算损失。但由于现行证券法律规范体系中未清晰界分公开发行与私募发行虚假陈述民事责任,在司法实践中出现了将私募发行与公开发行虚假陈述相混淆的裁判案例。运用信息披露双层规范体

系理论,可以有效识别和区分这两类不同性质的案件。由于虚假陈述民事案件司法适用的核心是请求权问题,因此有必要以此为视角,厘清信息披露双层规范体系下民事责任的不同请求权基础。

投资者对公开发行中虚假陈述特殊侵权行为人提起诉讼的请求权基础,一是《证券法》第85条;二是《证券法》第163条。以我国为代表的“区分”学说认为,基于公开发行与私募发行信息披露、投资者结构等方面的差别,以及由此形成的不同权利义务关系,应当对公开发行与私募发行侵权责任适用的请求权基础予以严格区分。公开发行的证券是具有广泛公众性特征的证券。这是适用证券法侵权赔偿责任的前提。由于私募发行限于特定范围和合格投资者,认购人不具有公众性,其虚假陈述自然不适用公开发行虚假陈述民事责任条款。

私募发行中的虚假陈述主要是发行人违反约定义务的行为。作为合同基础上产生的责任,一方面应当受民法典合同编和证券法调整,不违背法律强制性规范;另一方面应遵循意思自治原则,允许当事人在合意基础上依法自主选择责任形式,确定责任大小。我国法律对私募发行虚假陈述民事责任没有专门条款,但在民法典、证券法及相关私募法律规范中可以寻找到间接或默示的请求权基础。

虚假陈述中的请求权基础竞合,原则上应当适用民法典规定。因此,在一般意义上,虚假陈述致使投资者遭受损失时,投资者既可依照民法典中的合同规范主张违约责任,也可根据民法典和证券法中的侵权规范主张侵权损害赔偿。但如果作为特别法的证券法、投资基金法等有明确规定时,得排除当事人的自由选择权。