论违反临时报告义务的监管机制与行政责任优化

陈学辉* 留锦霞**

摘要：我国证券市场已全面实施注册制，完善的信息披露制度是维持证券市场秩序的关键。违反临时报告义务的行政责任认定包括临时披露标准、责任承担方式、主观过错以及违法行为人之间的责任分配等要素。“重要性”与“及时性”是判断临时信息披露的标准，信息掌握优势地位的主体应承担披露重大事件信息的义务。在监管权配置上，以行政监管为主，协调行政监管与自律监管的监管方式。在违反临时报告义务的行政责任设置中，应丰富行政处罚工具，将信息来源作为义务人主观过错的认定标准，并完善内部责任人之间的责任认定规则。

关键词：注册制 临时报告 披露义务 自律监管 行政责任

随着证监会于2023年2月发布全面实行股票发行注册制的相关制度规则，相关机构同步发布实施配套制度，我国证券市场进入全面注册制时代。证券发行注册制下，证券市场的平稳运行依赖于完善的信息披露制度。信息披露的服务对象由监管部门转向了市场，上市公司的投资价值也不再完全由监管部门把关，而需要由投资者自身依据上市公司所披露的信息进行独立判断。因此，信息披露义务主体及时、准确、公正地对外公布信息成为证券市场赖以存在和发展的基础。自20世纪90年代以来，我国坚持从实际出发，吸收域外先进经验制定证券制度，坚定市场化、法治化、国际化改革，不断助力我国证券市场的平稳发展。2019年修订的《证券法》首次设置专章规定了信息披露规则并提升了行政处罚力度，彰显了立法部门对新形势下证券交易信息披露的重视。2021年修订的《上市公司信息披露管理办法》（下称《信息披露

* 法学博士，浙江理工大学经济法研究所研究员。

** 浙江理工大学经济法研究所研究人员。

办法》)则更为详细地规定了信息披露的范围、标准、类型以及法律责任等具体规则。上海、深圳、北京交易所发布的《股票上市规则》(下称《上市规则》)亦均用专章的形式详尽规定了信息披露规则。由此,我国建立起了多层次、且较为全面的信息披露法律规则。

信息披露形式中的定期报告和临时报告作为证券上市后的持续性信息披露制度,所披露的信息能反映上市证券的价格走势。其中临时报告制度可以有效弥补定期报告面对突发性事件反应不及时的特点,对投资者尤其是不具备信息优势的中小投资者意义重大。然而,我国既有临时报告制度在对上市公司违反信息披露义务的行政责任规定较为模糊,导致实践中监管机构进行行政处罚时出现法律适用困惑。理论界与实务界尤其对违反临时报告义务产生的行政责任分歧较大,具体体现在承担该责任的客观标准、承担主体以及主观过错的认定与责任分配等方面。^①笔者将从临时报告义务制度的客观标准这一最关键点问题出发,归纳我国现行临时报告义务的行政责任中存在的问题,进而针对我国当前证券市场临时报告规则从宏观监管框架与微观规则两个大方面提出完善建议。

一、违反临时报告义务的客观标准

在认定上市公司是否违反了临时报告义务进而需要承担行政责任时,首先应当判断上市公司及其相关人员是否有违法行为,即是否实施了违反临时报告义务的行为。临时报告是因发生了可能影响其证券市场价格与投资者决策的重大事件时,上市公司立即向证券主管机关提交并向社会公开说明事件实际情况的报告。^②《信息披露办法》第22条规定:“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。”分析与证券价格有影响的相关信息是否达到披露的标准,是认定违反披露义务法律责任的前提。

(一) 临时报告义务的标准

临时报告能在一定程度上避免不同投资者因地位、知识、能力差异造成的信息收

^① 如学界质疑保千里案件中监管部门并未审查被处罚人是否尽到注意义务,而对无过错的行为人进行处罚。参见中国证监会行政处罚决定书(江苏保千里视像科技股份有限公司、庄敏、陈海昌等12名责任人员)[2017]78号。

^② 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,北京:法律出版社2000年版,第151页。

集和处理上的不平等,促进证券市场公平交易。但并非所有与上市公司运营相关的信息均需要进行披露,而是要衡量与证券价格及影响投资决策的紧密度进行判断。国际证监会组织(IOSCO)2002年发布了《上市机构持续信息披露和重大进展报告的披露原则》(下称《临时信息披露原则》),该文件从宏观上归纳了持续信息披露的一般原则,其核心在于强调信息披露的重要性原则与及时性原则。^①这两个原则在美国证券法中早有规定,我国证券法亦吸收了这两个原则。即临时报告义务的标准可以从“重要性”与“及时性”两个方面分析。

1. 信息构成披露的重要性原则

如若上市公司在运营过程中产生的所有信息都需要向公众披露,重要性标准过低可能造成披露的信息泛滥,加大临时披露义务人的信息披露负担。对于何种信息应当临时披露,理论与立法一般以信息是否构成“重要性”信息作为判断依据。临时报告的信息要求更高的“重要性”,即只有符合重要性程度判断的信息才应当予以临时披露。美国《证券法》中的“重要性”信息指的是直接影响证券价值与投资决策的信息,只要与此相关的信息都要进行披露。^②《临时信息披露原则》将重要性的界定模式分为两种:一种是一般义务模式,以欧盟为代表,即通过一般性的概括方式界定何谓“重要性”信息;一种是列举式模式,以美国为代表,即通过列举的方式罗列“重要性”信息的种类。一般义务模式下,立法要求上市公司对证券价格有敏感性的信息进行临时报告,具体披露哪些信息则根据监管部门的指引确定。在列举式模式的界定方式下,立法则直接将具有重要性的信息进行类型化并分别将其列出,符合这些具体类型的信息应当进行临时披露。需要注意的是,这两种方式并非完全对立,很多国家和地区均同时用两种方式进行界定。

我国信息披露法律制度即同时运用了这两种不同界定方式。我国《证券法》第80条第1款概括了应当临时报告的信息要求,即这些信息对证券价格有重大影响;第二款则列举了12种具体情形。《信息披露办法》第22条第一款亦做了与《证券法》第80条类似的规定;第2款则在《证券法》第80条规定的12种具体情形基础上,又增加了18种内容。从这些条款规定可知,衡量信息重要性的标准是价格敏感标准,即对证券价格有较大影响的信息应当临时报告。价格敏感标准更具客观性亦最为关键,

^① IOSCO: Principles for On going Disclosure and Material Development Reporting by listed Entities[Z], 2002.

^② 美国《证券法》颁布的C规章(Regulation C)首先确立了“重要性”标准,但该规章对“重要性”并未界定。1988年的Basic vs. Levinson案确立的标准兼顾了证券价格考量和投资者决策的平衡,确立了“重要性”的多元标准,由此,对股票价格的变化与对投资者决策的影响逐渐成为两个重要变量。

对投资者的证券交易行为影响较大。价格敏感标准避免上市公司将一些公司自身认为无关轻重但投资者认为是重大的信息排除在外。在具体类型方面,《证券法》列举的12项加上《信息披露办法》列举的十八项具体的临时报告信息类型,可为监管部门提供更明确的指引,亦可使上市公司与投资者形成明确的披露预期。相较于美国与欧盟的相关规定,我国临时报告制度中的披露标准是原则与具体规则相结合,总体上更为明确具体。

2. 信息披露符合及时性要求

相较于定期报告披露,临时报告对信息的披露要求更高的“及时性”。证券市场瞬息万变,在重大事件发生后,只有及时披露信息才能在最大程度上确保投资者公平地获取信息。《临时信息披露原则》规定的“及时性”指的是对上市公司发生的重大事项应当立即进行披露。我国《证券法》第80条亦规定临时报告应当在重大信息发生时立即报告,并公告。对于立即指的是多长时间,则需要结合具体的披露文件确定最快的时间或者规定的时间内披露。例如,美国规定的披露时间是相关事件发生之日起两个工作日内。^①解释上,一般应在构成披露条件时的第一时间进行披露。

如若对上市公司有重大影响的事项信息未能迅速公开,利害关系人就有可能利用该信息进行内幕交易等违法行为,从而严重损害其他投资者利益。以投资者为导向的披露制度要求,披露义务主体不仅需要迅速反映重大事件,对于之前披露的信息还应当根据形势变化及时补充和修改,确保投资者获得的信息真实、完整、有效。^②信息披露的时间点与信息的有效性往往呈反比——随着披露时间的增长,信息对参与者的有效性降低。

综上所述,为发挥临时报告制度的价值,需要把握“重要性”与“及时性”标准,确定何种信息应当被披露。这也是判断上市公司是否违反临时报告义务的前提和客观方面的表现,是对相关主体的违法披露进行行政处罚时的核心要素。

(二) 不同临时披露义务类型的披露标准

在《证券法》与《信息披露办法》规定的标准基础上,由于不同上市公司在公司治理、公司规模上的差异,各个交易所发布的《上市规则》又进行了披露规则的细

^① 唐应茂:《临时报告的国际披露原则与内国法适用——存托凭证临时报告的披露原则和主要问题》,载《证券法苑》2018年第2期。

^② 包兰:《我国上市公司重大事件信息披露有效性研究》,载《税务与经济》2013年第5期。

化。但《上市规则》是自律监管依据,违反该规定并不一定导致行政处罚。笔者根据既定法所列举的30项具体披露信息的特点,将临时报告信息分为重大交易类、财务类、处罚类、人员变动类、其他类型共五个类型,并分别对这五个类型进行披露标准解释。

1. 重大交易类

上市公司的重大交易行为需要披露的主要理由是公司的交易行为可能给公司盈利能力带来变化,进而影响证券价格。《证券法》第80条规定的重大交易包括两种情形:重大投资行为、购买或出售重大资产以及营业用资产的抵押、质押、出售、报废;订立重要合同、提供重大担保和关联交易。该条仅规定了第一种情形中30%的比例作为判断是否重大的标准,对于其他情形则需要由监管部门灵活判断。为此,各交易所《上市规则》中均规定了应当披露的重大交易行为。如上交所与深交所均在其《上市规则》第六章规定了“应披露的交易”,将这些交易分为重大交易、日常交易与关联交易三个类型,分别针对上市公司设定具体的披露标准。

2. 财务类

财务类信息涉及影响公司的资产、负债、收入、投资者权益或利润等变化。高质量财务类信息可以向投资者传递企业真实的经营情况,提高企业透明度。在企业经营过程中,突发性事件可能对企业的经营造成重大影响,若投资者无法及时、充分地掌握投资对象的财务信息,会造成财务信息不对称,影响投资决策判断。^①这就要求披露义务主体第一时间为投资者提供准确、可靠的财务信息。除了定期报告对财务信息进行披露之外,临时发生的财务信息则由临时报告披露。例如当上市公司在诉讼过程中,可能被人民法院等部门冻结股权或者不动产,亦可能影响公司经营活动,导致公司证券价格大幅波动。

3. 处罚类

处罚类信息主要针对公司、控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员因违法、违规行为受到有权机关的惩处。违规处罚事件会损害企业声誉,并引发声誉风险和合法性威胁,破坏各利益相关者对企业的信任,使投资者降低对该公司的预期,下调估值,造成公司股价下跌。^②信息披露主体需要及时公告违规处罚的起因、目前

^① 宋琳、李鹏:《上市公司财务造假的负面影响及其防范路径》,载《新视野》2022年第3期。

^② 吴珊、邹梦琪:《社会责任文本信息披露是否具有价值保护效应——基于企业违规处罚冲击的研究场景》,载《现代财经》2022年第9期。

状况以及可能发生的法律后果,使投资者在充分了解事件情况后,对上市公司价值作出谨慎判断,防止在缺少足够信息条件下的过度恐慌。因此,对于此类信息,上市公司应当自收到生效处罚文书之日起尽快披露。具体的披露时间,交易所一般都规定为2个工作日内。

4. 人员变动类

人员变动类信息主要指涉及公司的经营管理主体和履职发生变动或因各种原因造成无法履职的结果发生以及会计事务所的变更。由于公司所有权和经营权相分离,董监高以及经理作为管理层应当承担对股东的受托责任。公司管理人员在公司的经营决策中具有重要作用,此类信息的变更对投资者决策有重大影响。高管的变更以及履职不能将造成公司治理结构的变化,从而影响投资者对投资对象的信心,导致证券价格的波动。为此,《证券法》将公司的董监高与经理层发生人员变动或者因为其他原因而暂时无法履职的情形作为应当披露的法定情形。

5. 其他类型

《证券法》和《信息披露办法》规定的重大事件除了上述四种类型以外,还包括公司经营情况的重大变更,影响公司的外部条件、内部决策或法律法规相关政策的重大变更,有关股东、实际控制人持有股权或控制公司的重大问题以及重大诉讼和会议的撤销和无效等。这些信息均与证券价格紧密相关,亦可使投资者对公司的未来经营、政策变化以及其他重大问题的应对措施有所了解,便于投资者理性作出判断。

对临时报告的信息进行类型化,可以根据不同类型的信息,结合前述“重要性”与“及时性”标准,形成更为详尽的披露标准规则。将披露信息类型化可以提升信息披露的科学性,便于违规披露主体的责任认定,更好保护投资者权益。

二、我国违反临时报告义务的行政 责任制度中存在的问题

上市公司违反信息披露义务承担的行政责任方式以各类行政处罚为主。相较于英、美等国分别规定违法发行信息披露与违法持续性信息披露的标准和救济措施不同,我国上市公司临时报告所披露的信息与其他信息披露文件不作严格区分,适用相同的法律责任。当前我国追究信息披露违法行为行政责任的主要法律依据是《行政处罚法》《证券法》与《信息披露违法行为行政责任认定规则》(下称《披露认定规

则》),尤其2021年修订的《行政处罚法》对违法信息披露行为行政责任的认定与承担有新规定。监管部门在监管实践中,适用这些规范做出行政处罚时,存在对临时披露标准有疑义,处罚效果不佳等问题。

(一) 临时报告标准缺乏弹性

我国在一般概括性条款规定了临时报告标准的重大性与及时性要求,虽然该概括性标准均蕴含着较大的解释空间,但亦规定了共计30项具体的列举式情形。这些规定因为重大性与及时性的判断并未结合具体临时报告的文件与义务主体确立具体的披露标准,给监管机构的监管实践带来了难题。^①一方面,监管机构在适用临时报告义务标准时,运用行政裁量权进行解释,具有一定灵活性。但另一方面,列举式的规定对临时报告的条件进行了严格规定,导致披露标准较为刚性,而又显得弹性不足。尤其在具体判断披露标准中,各个交易所制定的《上市规则》中列举的具体情形起到了主要作用,这些规定更为明确具体,一般均规定了特定营收数额或者资产比例。^②这些确定的数额与比例规定导致了标准的僵化。

虽然交易所在我国当前的监管体系中的定位是自律监管机构,但其监管权无论在理论上抑或在实务中均得到重视,其制定的披露标准明确具体,但也导致了披露标准缺乏弹性。在监管实践中,存在较多证监会直接依据交易所《上市规则》作为行政处罚依据的情形。如在澄星股份、澄星集团、李兴违反临时报告义务行政处罚案中,证监会直接援引《上海证券交易所股票上市规则》(2020年12月修订)第11.1.1条“上市公司应当及时披露涉案金额超过1000万元,并且占公司最近一期经审计净资产绝对值10%以上的重大诉讼、仲裁事项”,以及《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(2017年修订)》(证监会公告〔2017〕17号)第31条、第40条规定,认定澄星股份未及时披露澄星集团对澄星股份的非经营性资金占用形成关联交易和相关诉讼、仲裁事项的行为,违反《证券法》第80条规定,构成《证券法》第197条第一款所述违法行为。^③

总体上,我国关于临时报告义务标准的规定偏向于刚性,其优点在于便于监管部门直接适用,但过于刚性的另一面是导致弹性不足。虽然有观点认为概括性的标准的缺点在于因缺乏更为具体的披露标准,导致信息披露义务人难以判断信息披

^① 葛其明、徐冬根:《多层次资本市场建设下的差异化信息披露制度——兼论科创板信息披露的规制》,载《青海社会科学》2019年第3期。

^② 《上海证券交易所股票上市规则》(2023年2月修订)6.1.2条、6.1.3条、6.1.10条、6.2.2条等规定。

^③ 参见中国证监会行政处罚决定书(澄星股份、澄星集团、李兴等13名责任主体)[2022]47号。

露的后果。^①但是,列举式的规定不可能穷尽所有情形,其本身亦存在外延不明确的问题。并且这些具体的营收与资产金额、比例等存在滞后性,完全依赖于形式要件可能导致披露标准与实际情形不符。

(二) 行政处罚威慑力不足

证券监管机构对违法临时报告行为可采取两种惩戒手段:第一种是声誉罚,包括警告、通报批评、公开谴责、责令改正等形式;第二种是对相关单位或个人处以罚金。声誉罚是证券监管机构对违规临时报告最常见的行政处罚。警告、通报批评、公开谴责、责令改正等制裁措施通过降低上市公司声誉发挥监管作用,最终影响上市公司的价值。在资本市场中,投资者对负面信息较为敏感,证券监管机构对上市公司的声誉罚势必影响投资者对上市公司的投资评级,对上市公司产生不利影响。但声誉罚在实践中威慑力不足,如对某些资产质量差、不在乎自身企业形象的上市公司,声誉罚很难发挥有效作用,这些企业即使受过处罚,其再次违法的概率仍然较高。

就罚金而言,现行《证券法》在罚款力度上有大幅度提升,并且区分了不同类型信息披露违法行为的行政法律责任层次。《证券法》第197条规定,相较于一般违规披露的五十万元以上五百万元以下的罚款,虚假记载、误导性陈述与重大遗漏等违规披露行为被重点打击,对此处以一百万元以上一千万元以下的罚款。罚款金额上限达到修订之前相关规定罚款金额的10倍。对违规披露企业进行罚款增加了违规信息披露成本,但顶格罚金的处罚并不多见,导致证券监管机构的震慑降低。即便是顶格处罚,相对于违法行为人对证券市场秩序的破坏,抑或相对于投资者所遭受的损失,顶格处罚亦难以对违法行为人产生足够的威慑。此外,我国《证券法》对罚款金额也仅规定了一个区间,缺乏具体计算标准,应罚不罚、惩处不当时有发生。

综上所述,我国对违规披露的临时报告义务主体实际处罚力度较小,行政处罚对上市公司而言类似于警告,难以对其产生有效的震慑作用。

(三) 主观归责原则模糊

就证券行政违法责任的归责原则问题,《披露认定规则》第11条规定:信息披露义务人行为构成信息披露违法的,应当根据其违法行为的客观方面和主观方面等综合审查认定。而《证券法》在行政处罚责任上并非强制所有信息披露违法行为有主

^① 项剑、王蒙、肖少坤:《上市公司临时报告之重大交易披露标准研究——基于上市规则的监管实践与思考》,载《证券市场导报》2020年第1期。

观过错的要求,其第197条规定了无过错归责和过错归责两种归责方式。在信息披露义务人未按照规定披露信息以及所披露信息内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏时,即会受到行政处罚,并不要求违法行为人存在主观过错。信息披露义务人组织、指使违法行为,隐瞒相关事项导致发生违法行为,会受到行政处罚。但“组织”、“指使”、“隐瞒”都带有较强的主观恶意,表明行为人在主观上积极追求违法结果的发生。并且在披露义务人对应当临时报告的信息是否以应当知情作为认定条件上,监管部门亦存在不同的理解。例如,在朱利民申请中国证券监督管理委员会厦门监管局行政复议一案中,申请人朱利民认为其在担任三维丝股份公司总经理时,对三维丝股份公司应当披露的信息不知情,故而不应当承担违反临时报告义务的责任。厦门监管局则认为其已充分考虑了申请人职务及其在信息披露违法行为发生过程中所起到的作用等相关因素;申请人并未提交证据证明其已勤勉尽责,不知情也非法定责任减免事由。最终中国证监会驳回了朱利民的复议申请。^①

模糊的法律规定导致证券监管机关有较大的裁量权,行政处罚结果存在较大争议。如在保千里案中,证券监管机关做出行政处罚时并未将违法行为人的注意义务作为考量要素,而直接采用无过错归责原则认定被处罚人的行政责任,在学界引发了较大争议。^② 行政处罚决定书也呈现监管部门对主观归责要件上的回避。新修订的《行政处罚法》确立了行政责任主观归责原则,即只有行为人具有主观过错才承担行政责任。^③ 这意味着监管机关在执法过程中,需要考虑行为人是否存在过错。因此,《证券法》对违法信息披露行为的主观过错认定标准亟待改进。监管部门在之后的监管实践中,亦需直面行为人的主观过错问题,对是否存在过错进行分析论证,不能再以“无过错不能作为免责的理由”进行说理。

(四) 行政处罚内部责任人之间责任划分不合理

信息披露义务主体是在证券发行与交易过程中,负有向社会、管理机关或自律机构公开有关信息的义务,是证券市场信息披露法律关系中承担义务的一方。未按规定要求履行信息披露的义务人应当承担法律责任,但是各个主体对信息披露报告义务的要求不同,承担责任时应当考察其是否尽到其注意义务或者勤勉义务。《信息披露办法》附则中规定的信息披露义务人包括上市公司及其董事、监事、高级管理人员、

^① 中国证券监督管理委员会行政复议决定书(朱利民)[2019]96号。

^② 中国证监会行政处罚决定书(江苏保千里视像科技股份有限公司、庄敏、陈海昌等12名责任人员)[2017]78号。

^③ 章志远:《作为行政处罚总则的〈行政处罚法〉》,载《国家检察官学院学报》2020年第5期。

股东、实际控制人,收购人,重大资产重组、再融资、重大交易有关各方等自然人、单位及其相关人员,破产管理人及其成员,以及法律、行政法规和中国证监会规定的其他承担信息披露义务的主体。当出现上市公司违反披露义务的情形时,通常涉及不同的责任主体,需要对这些不同责任人处以行政处罚。

对于临时报告违法责任人的认定,《证券法》延续《股票发行与交易管理暂行条例》“签字即担责”的责任认定逻辑,并最终形成全体负责认定逻辑与全部受处罚模式。^①同时,依据《证券法》第197条的规定,临时报告违法行为人区分为直接负责的主管人员和其他直接责任人员,分别承担不同的行政责任。此种区分的优势在于建立各信息披露义务主体相互尽责与监督的预防体系,形成良好的信息披露秩序。其缺点在于责任主体之间承担的责任大小缺乏区分度,可能使特定义务人,如签字者承担的责任过重。《证券法》与证监会的其他披露文件也并未进一步解释说明该划分的依据。

《披露认定规则》第19条规定了监管部门对内部责任人处罚时应当考量不同主体的责任大小,并规定了较为具体的四个考量要素:即在信息披露违法行为发生过程中所起的作用;知情程度和态度;职务、具体职责及履行职责情况以及专业背景。由于《披露认定规则》颁布于2011年,此时无论《证券法》还是《行政处罚法》均并未规定对违法披露责任人的行政处罚应当以过错作为承担责任的构成要件,导致该第19条亦未明确区分对披露信息的主观过错与无过错。在《行政处罚法》明确行政处罚应当以过错作为前提要件的情况下,该第19条的规定便显得不够精确。诚然,前述四个考量因素其实本质上是对内部责任人的过错大小进行判断的依据,但判断内部责任人过错大小的因素并不限于这四个要素,例如还包括责任人的勤勉程度,事后的补救措施等要素。因此,对责任人内部责任划分的规定还有进一步改进空间。

三、临时报告制度中监管机构职能和 监管方式完善进路

信息披露监管是解决信息不对称以及市场机制弊端的重要一环,需要监管主体发挥监管职能保障信息披露透明和准确,维护投资者权益和公共利益。我国对违反

^① 邢会强:《上市公司虚假陈述行政处罚内部责任人认定逻辑之改进》,载《中国法学》2022年第1期。

临时报告义务的相关主体进行行政处罚的主体是证监会,因为只有证监会是具有行政处罚的主体。但是其他自律监管机构,特别是交易所的自律监管权在认定违法信息披露的过程中亦发挥极其重要的地位。为了提升对违法披露处罚的准确性,有必要加强不同监管部门之间的协调与联动。并且在事前就要设计相关制度,预防违法行为的发生,这就要求在宏观上优化监管方式。

(一) 证监会和自律监管机构的监管权协调

我国信息披露监管体系由证监会的行政监管以及以证券交易所、证券业协会为主的自律监管构成。证监会主要负责研究和拟订证券市场的政策、规章、制度,代表政府对全国证券市场进行集中统一管理;证券交易所和证券业协会等对证券公司和证券市场进行自律管理。其中,证券交易所主要承担制定自律规则、提供交易场所和信息披露渠道职能;证券业协会负责监督、检查会员行为,对违反法律、行政法规或者协会章程的会员给予纪律处分。行政监管与自律监管的监管职能存在一些交叉。例如,证监会和交易所同时对信息披露义务人的披露信息负责,容易造成重复行权,降低监管效率。^① 自律监管权限绝大多数来自法律、行政法规、证监会授权立法的规定以及证监会的委托,证券交易所和证券业协会在监管实践中发挥了积极作用,但该积极作用并未充分释放。为形成更科学有效的监管体系,应当协调行政监管与自律监管的作用。

首先,增强自律监管机构监管职能与独立性。当前自律监管组织独立性不强,如自律监管组织在人事任免权和财务审查权一定程度受证监会影响,可能抑制了交易所和证券业协会职能发挥。自律组织监管权也受到一定限制,如《证券交易所管理办法》第四章和第六章规定,证券交易所在处理异常交易活动、情节严重的信息披露问题等违法违规事件时,按照业务规则、章程采取监管措施和纪律处分减少不法行为对证券市场的影响,以上事项均要向证监会报告,即证券交易所调查权来自证监会的委托。《中国证监会委托上海、深圳证券交易所实施案件调查试点工作规定》第三条规定,证监会委托交易所对部分涉嫌欺诈发行、内幕交易、操纵市场、虚假陈述等违法行为,实施调查取证;采用一事一委托的方式,委托交易所对涉嫌重大、新型、跨市场等特定违法行为,实施调查取证。证券交易所在实施调查时,通常需要先得到证监会委托。这导致执法的滞后性,不仅信息披露的效率会降低,不法行为人也有了充足的时

^① 柯湘:《中国证券市场监管权配置——基于不同监管模式的比较》,载《中南财经政法大学学报》2014年第4期。

间销毁证据,无异于加大了投资者的交易风险。^①

其次,构建行政监管与自律监管二元结合的监管模式,实现协调规制的效果。在证券市场监管中,实现行政监管与自律监管和谐的分工协作关系,发挥二者优势,是维护证券市场良好运行的必要措施。^② 行政监管是维护市场稳定的强有效力量。保证证监会的主导地位,发挥其对自律组织的指导和纠偏作用,证监会应当将其重心放在规章的制定和违法行为的处理上。而作为自律组织的交易所和证券业协会更接近一线的市场主体,更具灵活、及时的优势,对临时报告披露的监管工作应交由自律组织执行。交易所和证券业协会更加贴近市场,能更好地发挥一线监管作用,不仅对于信息披露相关问题的回应更能及时,也能够及时发现违规披露案件,提高效率,保障投资者权益。证监会可以推动立法,从法律层面上明确自律组织的第一位监管职能,将部分监管职能下放至证券交易所和证券业协会,使其执法行为更为灵活。此外,从域外的经验看,英国所有具有监管职能的组织,不管是否属于行政机关或者有明确的成文法授权,都可以成为司法审查的对象。^③ 因此,我国可以考虑对自律监管部门监管权的授权立法,保证证券交易所享有违规信息披露的独立调查权,及时开展对异常行为的相关调查,可及时发现违法披露行为。

最后,增加行政监管与自律监管的转致条款。理论上,自律监管权是基于契约关系而产生的监管,自律监管机构制定的监管规范旨在自律组织内部产生效力。换言之,行政监管机构在立法没有授权的情形下,无法直接援引自律监管机构制定的自律规则作为行政处罚的依据。我国当前《证券法》《披露管理办法》规定的披露标准与交易所制定的《上市规则》中的披露规则是两套并行的规则,在没有相关其他连接规范或转致规范的前提下,监管机构直接依照自律规则做出行政处罚,不仅可能带来行政程序上的挑战,更使既有披露标准显得模糊,容易导致理论纷争与监管实践的困惑。转致条款是连接公法规范与私法规范的法律规范,其目的是将私法规范介入公法规范中,保证法益的实现。正如有学者提出的,在公法规范与私法规范之间,走出政治国家领域的公法也已打破单一管制思维的束缚,并以刚柔相济的理念加强与市场主体的协同治理。^④ 通过设置转致条款,可将证监会的监管权与交易所的监管权进

① 梁伟亮:《科创板实施下信息披露制度的两难困境及其破解》,载《现代经济探讨》2019年第8期。

② Stephen Craig Pirrong, *The Self-Regulation of Commodity Exchanges: The Case of Market Manipulation*[J]. *J. L. & ECON*, 1995, 38.

③ H. W. R. Wade, C. F. Forsyth, *Administrative Law*, Oxford[M]. University Press, 2014.

④ 宋亚辉:《风险立法的公私法融合与体系化构造》,载《法商研究》2021年第3期。

行衔接与协调,对于违反临时报告义务行政责任的认定至关重要。

(二) 对临时报告宜采用灵活的监督审核方式

事后审查和事前审查是域外证券交易所对上市公司临时报告审查的主流模式。事后审查指的是在出现重大事项时,上市公司需要在披露临时报告的同时向证券交易所及主管机关申报;事前审查指的是上市公司需要向证券交易所申报并在批准过后才可以披露临时报告。^① 上交所与深交所主要采取以事前审查为主,事前登记、事后审核为辅的混合审查程序。此种审查模式综合了事前审查和事后审查的优点,但以事前审查为主的混合审查程序给交易所造成了越来越重的负担。随着上市公司业务多元化,所披露的公告数量繁多可能造成负责事前审核的交易所处理不及时,使得临时报告披露不及时。故而,有必要使证券交易所对信息披露的监管模式向以事后监管为主、事前审核为辅转变。

我国划分审查程序的标准是以上市公司为对象,这种单一标准有其弊端。我国证券交易所通过历年信息披露执行情况作出对上市公司的信用评价,产生所谓的优质公司,仅对该部分上市公司的临时报告实行事前登记、事后审核的制度。^② 但这一基于信用评级的审查模式对所谓优质公司监管明显存在漏洞。我国证券市场尚处于发展阶段,上市公司披露信息的自愿性不强、规范性不高,即使是被交易所同意免于事前审核的上市公司,在面对一些重大信息时,也很难采取最佳的披露程序达到最好的披露效果。此外,不完善的事后处罚机制也会造成临时报告披露的乱象。牺牲对上市公司的审慎监管换取信息的及时公布,可能为一些不法行为人违规临时报告提供可乘之机。

借鉴我国香港地区审查程序,以信息的形式或重要性程度作为划分对象来确定事前事后审查范围更合理。一般性的事项可以不经监管机构审核直接在指定报刊或指定网站上披露,以保证信息的及时公布。对于须予公布的交易及关联交易,上市公司则需要向联交所申报审查过后才可以披露,保证重要关键信息的准确、完整披露。^③ 绝大多数上市公司都能够及时、准确、公正地披露一般性信息,如股东会议、董事会会议,证券交易所对这方面的信息不用再花费过多精力去处理。而重大关键信息是违规披露的重灾区,上市公司股本变动、关联交易、重大资产重组、停复牌、涉及

^① Hans Tjio, Enforcing Corporate Disclosure[J]. Sing. J. LEGAL Stud, 2009(2).

^② 谭立:《证券信息披露法理论研究》,北京:中国检察出版社2009年版,第175页。

^③ 张瑞彬:《上市公司临时报告披露制度研究》,载《证券市场导报》2002年第2期。

收购的权益变动以及其他重大负面类等相关公告较为复杂和关键,披露义务主体在披露过程中可能存在不准确、不真实的情形,给投资者决策造成误导。^①因此,对此类信息实行事后审核程序容易造成重大差错,在证券交易所事前审查此类重大关键信息后,披露义务主体才能对外披露。

四、我国违反临时报告义务行政法律责任具体规则的完善建议

对违反临时报告义务的行政处罚是监管机构对违法行为的直接认定,亦是对行为是否违反法律规定做出的性质认定,设置公平、合理并且具有执行效果的行政责任体系有助保障临时报告能得到及时、准确、公正地披露。鉴于我国前述存在的问题,笔者从三个方面提出具体的规则方面的完善建议。

(一) 完善行政处罚种类

其一,构建“三振出局”制度作为声誉罚配合制度。声誉罚的监管实效在于其威慑效果。可借鉴域外经验,将声誉罚与上市资格挂钩,探索建立三振出局制度,即取消三次因违反临时报告义务被处以声誉罚的上市公司的上市资格。建立对被处以声誉罚的公司风险进行分析评价机制,能加重声誉罚在投资者心中的影响分量,从而使公司以审慎的态度履行义务。声誉罚的实施也需要配套机制,三振出局制度即是一种配套制度。监管机构在作出责令改正后,应进行事后跟踪,要求违规披露义务主体出示整改报告。对于拒不整改的,交易所将进一步加强惩治手段,依照实际情况作出股票停牌甚至取消上市资格的处罚。^②通过建立三振出局制度,将给上市公司带来更大的威慑,提升声誉罚的执法效果。

其二,建立累计罚款制。为保障罚金惩罚性功能的实现,证券监管机构可以考虑建立罚金加算制度,以确定更为合理的罚款金额比例标准。可借鉴我国台湾地区处罚方式,即对于临时报告行为存在多次违规的上市公司,采取累计罚款制予以惩戒。对上市公司的罚款力度随其违规次数的增加而增大,达到一定次数后可以施以更严厉的行政处罚,例如强制退市。同时,对于被要求补充临时公告的公司如

^① 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》,载《中国应用法学》2020年第1期。

^② 陈西婵:《中国上市公司信息披露违规的动因及监管处罚的经济后果研究》,重庆大学2019年博士学位论文,第31页。

未在规定时间内完成补充公告,则必须按照延误日期每日支付相应的违约金,至办理之日为止。^① 累计累罚制度是兼具惩罚与预防功能的一项处罚措施,对再犯的违法行为人具有良好的威慑效果。从境外的监管实践看,起到了良好的执行效果。

(二) 明确主观过错认定标准与主观心态

不区分信息披露义务人有无过错及过错大小,按照无过错责任原则对信息披露违法行为进行行政处罚,不符合《行政处罚法》的规定。因此,在行政责任的认定上,应当明确主观过错认定标准。首先,需要明确《证券法》关于违法信息披露的行政责任认定并未明确要求行为人有主观过错的原因。《证券法》关于违法披露的规定与内幕交易、利用非公开信息交易等行为认定上要求主观过错不同,主要原因在于,与其他证券违法行为不同,违法信息披露的类型多样,表现形态更是错综复杂,难以给每种违法信息披露设定统一的过错标准。由于《证券法》的模糊规定,在客观上给执法机关更大的自由裁量权,造成了在执法实践中对没有主观过错的行为人追究行政责任的现象。^② 虽然《认定规则》区分了主观故意与过失,但该区分较为简单,而且立法层级较低,并未在实践中起到应有的规范作用。建议对披露的信息根据信息来源的直接关联性,区分为公司能够直接获得的信息与必须通过其他负有信息披露义务的主体而获取的信息两类。对前者适用更为严格的过错推定原则,对后者则适用过错原则。由此,便可根据披露义务大小、披露责任大小合理设定行政责任,起到对症下药的效果。

在此基础上,再衡量各类违法行为人的主观心态。对于主观上故意进行不合规临时报告,积极进行临时报告违法行为或隐瞒有关重大事件信息的董监高,应作为直接负责的主管人员承担责任。因为董监高接受公司的授权,基于职务要求进行信息披露行为,负有高要求的注意义务。现代公司治理结构下,公司的日常运营实质上掌握在董事会以及管理层手中,享有公司所有权的万千投资者并不对公司直接管理,投资者对公司的运营情况知之甚少。参与公司运营的董监高处于信息生产和发布的优势地位,掌握大量未公开信息,其决策行为是在评估所有信息或未公开信息之后作出的,是投资者评估公司价值的重要风向标。控股股东作为公司的大股东,对上市公司的经营与运作具有实际控制力,该特殊地位决定其同样需要遵守信息披露规则。实际控制人在公司治理中往往处于间接控制位上,具有较强隐蔽性。控股股东、实际控制人与投资者之间存在潜在的利益冲突,如利用自身在公司的强势地位在有关重大

^① 蒋顺才、刘雪辉、刘迎新:《上市公司信息披露》,北京:清华大学出版社2004年版,第120页。

^② 丁鹤文:《新〈行政处罚法〉下信息披露违法主观要件研究》,载《证券市场导报》2021年第6期。

事项上隐瞒、造假,影响公司的信息披露事项,会加剧两者与其他市场主体的信息不对称,以致利用信息差进行不公平交易,不利于市场合理竞争。^①因此,对于前述几类违法行为人,在认定其过错时需要结合其主观心态,并且结合其在公司中的地位与职务进行综合判定。

(三) 确定违规披露责任人内部责任分配认定规则

在违反临时报告义务,追究违规披露行政责任时,一般存在多个责任主体。在区分这些主体是否应当承担责任以及承担多大的责任,应当确立具体的认定规则。故而,我们还需要结合每个主体的临时报告义务的要求,对其承担的行政责任进行类型化分析。笔者认为以下几个方面应当作为衡量标准。

首先,对于仅在信息披露文件上签字,但主观心态上仅有过失的董监高,其是否应当承担行政责任应进一步结合其承担的注意义务进行判断,综合考虑其过失的大小。对临时报告内容没有直接关联的高管,因其主观没有过错而免责。对于有直接关系的高管,考察其是否履行了注意义务的关键在于有无尽到违法信息披露的内部控制义务。因为作为公司高管,其有义务构建诸如公司内部透明的信息披露规章制度,信息披露内部程序以及相关信息披露补救措施等等。若公司内部没有形成这些制度,应当认定高管未尽到注意义务而需要承担责任。

其次,信息披露的注意义务还包括对信息披露的实时监控义务。实时监控义务要求每一个董事、监事、主管高管不仅有发现重大异常或其相关征兆的义务,还应对此以积极态度面对并采取必要合理措施以应对。未履行这些义务的董事、监事、主管高管应当被认定为未尽到注意义务而需要承担责任。以上市公司并购为例,除上市公司必须将并购事项以临时报告的形式对外披露外,处于信息优势地位的收购人也负有将收购信息持续、不间断的披露义务。上市公司收购过程复杂、漫长且存在高度风险性,而相关当事人地位并不平等。收购人与中小股东信息不对称,中小股东缺乏联合谈判能力,因此内幕交易与市场操控问题层出不穷。^②上市公司并购行为作为重大证券交易活动,涉及公司控制权转移、目标董事会重组以及股票价格波动等问题。不透明的信息会导致收购过程中上市公司股价大幅度波动,信息滞后的中小投资者极易遭受损失。

再次,发行人、上市公司本身性质决定了二者应承担第一位的信息披露义务。^③

① Merritt B. Fox, Required Disclosure and Corporate Governance[J]. LAW & CONTEMP. PROBS, 1999(62).

② 李东方:《证券法学》,北京:中国政法大学出版社2017年版,第136—137页。

③ 湘财证券课题组,周卫青:《IPO注册制下发行人与中介机构虚假陈述民事责任研究》,载《证券市场导报》2021年第4期。

发行人和上市公司作为证券的提供者和资金的需求方,有义务将自己的财务状况、经营状况以法定形式向每一个投资者公布。注册制全面实行对发行人和上市公司提出了更高要求的披露义务,审核机构对首次申请上市发行的条件仅进行形式审查,投资者需要根据发行人所披露的信息自行判断是否申购该证券。发行人为了顺利发行证券,募集所需资金,有可能采取欺诈或隐瞒重大事件,损害投资者合法利益。^① 投资者对上市公司股票的价值判断不仅基于公司内在价值,也会受到重大事件影响。上市公司为了减少股票波动,往往只会披露对公司有益的信息。对于不良事态,公司可能会选择谨慎披露,使投资者无法及时了解重大事件而错失交易时机。当发行人、上市公司未及时将重要信息及时临时披露时,则应当承担相应法律责任。在行政责任方面,依据《证券法》第 197 条规定可对违反信息披露的义务人处以行政警告与罚款;《信息披露办法》在这两种处罚基础上增加了责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明以及其他监管措施。从对各个主体罚款的数额看,相较于其他披露义务人,发行人与上市公司所承担的责任最为直接且最为严厉。

最后,还要注意区分发行人、上市公司与股东披露义务的区别,不能加重发行人与上市公司的义务。因为无论是《证券法》还是《披露管理办法》均未明确区分前述二者的责任。例如,《证券法》第 80 规定列举了持股超过 5% 股份的股东发生变化时,上市公司应当进行临时报告。依照该规定,当股东的持股发生变化没有披露时,不仅股东应当承担违反信息披露义务的责任,上市公司也应承担责任。笔者认为该规定加重了上市公司的披露义务。因为股东向证券交易所报告或者证监会的报告已经足够,其是披露的第一义务人。此外,从披露成本上考虑,上市公司对股东已经披露的信息再次披露会增加上市公司成本。^② 重复的义务设置,可能导致上市公司怠于披露,反而无法达到信息披露制度的法益追求。

结 语

基于我国当前临时报告制度的不足,笔者着重分析了违法临时报告重大事件信息的行政责任。在宏观上论证监管权配置与披露模式的优化,在微观具体规则方面

^① 张竞博:《注册制改革视阈下我国股票发行信息披露监管之审视》,载《西南金融》2018 年第 7 期。

^② Campbell Heggen, Continuous Disclosure and the Harmonisation of International Securities Disclosure Regimes[J]. Corp. Governance L. Rev., 2005(1).

主要围绕临时报告的披露标准、行为人的主观过错以及责任分配认定方面进行。临时报告制度属于信息披露的一环,在实施全面注册制的市场环境下,完善的信息披露制度是保证良好证券秩序的关键。如何形成科学、合理的违规信息披露行政责任法律制度,以及保证监管机构依法有效履行监管职能是未来研究的重点。随着我国金融市场的逐渐繁荣和法律制度的不断完善,我国证券市场的临时披露规则一定会愈加完善,证券市场也一定会更繁荣。