

上市公司信息披露豁免制度的完善路径

侯东德

《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定（征求意见稿）》（以下简称《管理规定》）以实现维护国家安全和利益与维护证券市场秩序的平衡、实现维护上市公司发展权益和维护投资者基本权益的平衡为基本面向，以突出系统性和规范性为重点有效推进了上市公司信息披露暂缓与豁免制度从形式披露向精准披露的转化，具有重要的实践价值和现实意义。然而，囿于国家秘密和商业秘密的模糊性、信息披露程序的局限性以及信息披露监管的有限性，制度的落地落实落细仍存在不足，需要进一步的具化和完善。

从形式披露到精准披露

在穿透式监管和差异化管理相结合的基本思路下，《管理规定》有效推进了信息披露从形式披露向精准披露的转化。

在全面披露的基本原则下，《管理规定》确定特殊情形下的暂缓与豁免制度，其下又设置特殊的消除暂缓或豁免制度，实现了原则性规定和特殊规范的结合。《管理规定》明确并强化了披露事项的差异化，将国家秘密信息和商业秘密作为暂缓与豁免的法定情形加以明确，为上市公司实现差异化披露提供了基本依据。同时，细分暂缓或豁免方式及程度，国家秘密仅可依法豁免披露；商业秘密则可以暂缓或豁免；临时报告可暂缓或豁免其部分信息乃至全部内容；定期报告仅可豁免其部分信息。此外，还明确了已被暂缓、豁免的商业秘密转为应当及时披露事项的法定情形。

从程序角度而言，《管理规定》分别从内外两个方面建立暂缓、豁免的程序规范。在内部程序上，提出了内部审核、登记入档、保存等程序要求，对内部审核程序的制定和审议主体、登记的事项、责任主体及确认程序、保存的时限等进行了明确规定。在外部程序上，建立了定期报送制度，明确了报送的具体时间、对象及范围。

《管理规定》从实体和程序两个维度强化内幕信息管控。在实体维度，明确上市公司和其他信息披露义务人不得滥用暂缓或者豁免披露，不得以任何形式泄露国家秘密，不得以信息涉密为名进行业务宣传；在程序维度，明确了因涉及商业秘密暂缓或者豁免披露情形下内幕信息知情人的登记制度。与此同时，确立了消除暂缓后及时披露暂缓披露期限内相关知情人买卖证券情况的要求。

落实“规定”的三个关键点

落实《管理规定》还需注意三个关键点：暂缓与豁免条款适用泛化风险、信息披露暂缓与豁免的程序规范以及信

- 在穿透式监管和差异化管理相结合的基本思路下，《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定（征求意见稿）》有效推进了信息披露从形式披露向精准披露的转化。
- 落实《管理规定》需注意三个关键点：暂缓与豁免条款适用泛化风险、信息披露暂缓与豁免的程序规范、信息披露豁免的监管效能。
- 完善《管理规定》可以从以下几方面着手：细化商业秘密的认定标准，进一步完善暂缓与豁免程序，明确证券监督管理机构和证交所对信息披露暂缓、豁免审查权，完善公司内部审核的一般规定等。

息披露豁免的监管效能。

1. 暂缓与豁免条款适用泛化风险

在防范暂缓与豁免条款适用泛化风险方面，需要区分考量国家秘密和商业秘密。《保密法》中“国家秘密”的含义并不明确，其概念边界相对模糊。而《管理规定》中的“国家秘密信息”不仅包含了“国家秘密”，还将可能涉及国家保密规定的其他信息也纳入其中，其内涵相较于“国家秘密”更为开放、内容进一步扩张、边界更为模糊。缺乏明确的标准不仅会导致规则适用受阻，还可能导致企业滥用豁免权利，将普通技术问题包装为“国家安全”问题、逃避信息披露义务，损害投资者知情权。

就商业秘密而言，虽然《管理规定》列举了允许商业秘密豁免的前提条件，对商业秘密信息暂缓或豁免做出了一定的限制。但是，无论是《管理规定》还是《反不正当竞争法》对“商业秘密”定义，都同样存在判断标准较为主观、认定边界不清的问题。在侵犯商业秘密的民事诉讼中，民事侵权的抗辩过程让“商业秘密”的个案认定更为严谨。而在上市公司信息披露豁免申请中，上市公司更有动机去创造所谓“商业秘密”，但当前的制度规范却反而缺乏相应的论辩程序，使得利用商业秘密滥用豁免制度的行为缺乏约束。

2. 信息披露暂缓与豁免的程序规范

首先，《管理规定》将信息披露豁免的决定权完全下放至上市公司内部审核程序，要求公告后十日内报送，但并未对报送后证监局与证券交易所的职责予以明确，所以其性质应为备案而非审核。由此，《管理规定》赋予上市公司完全的信息披露暂缓与豁免决定权，缺乏一定的外部程序规范对公司权利予以限制。此外，《管理规定》并未对公司内部审核程序参加人员、表决方式等进一步提出要求。加之国家秘密与商业秘密概念边界不清，可能加重暂缓与豁免条款的泛化风险，甚至导致滥用。

其次，《管理规定》要求暂缓与豁免事项范围原则上应当与首次上市时一致，增加事项需有充分的证据。根据相关规定，首次上市对国家秘密及商业秘密的豁免申请标准更为细致、严格，且需要中介机构对其申请依据进行充分审查，在此前提条件之下，信息披露的暂缓与豁免范围经审查确认，具体事项确认的权利下放至上市公司是较为合理的。但需追问，增加事项按照《管理规定》仍只需公司内部审核，缺乏外部审查与监督的情形，是否将导致“需要充分证据”这一要求沦为空谈。本条要求

的充分证据的标准如何，谁来判断证据是否充分，还需进一步明确。

最后，《管理规定》关于信息披露恢复的相关规定（第八条、第十条）缺乏明确的程序规范，难以实施。一来，如“难以保密”“出现传闻”这些条件要求比较主观，缺乏认证的客观标准与程序。二来，对于及时披露的起算日或是触及披露时点，谁来判定是否符合恢复条件，均缺乏细致规范。若没有外力干涉，上市公司对负面信息通常缺乏动机主动恢复披露，导致相关规定无法落实。抑或是，上市公司可能滥用信息披露豁免与披露恢复规则，实施信息型操纵市场行为。

3. 信息披露豁免的监管效能

虽然《管理规定》规定了相应的处罚措施，将暂缓、豁免披露制度纳入《证券法》信息披露制度的整体构建之中。但由于注册制下信息披露制度仍存在“信息披露不充分”“不及时”的问题。加之，《管理规定》暂缓披露的规则侧重事前要求，又赋予上市公司极大的自由裁量权，缺乏对暂缓与豁免披露决定的真实性、合理性常态化审查机制，以及暂缓期结束后或豁免原因消失监管机构对豁免合理性的复核机制。如此，可能会加重目前信息披露的问题，增加证监会的执法负担，影响信息披露的监管效能。

《管理规定》的完善建议

首先，应细化商业秘密的认定标准。信息披露豁免制度是对全面信息披露的例外，必然有限度。公开价值依然应当优于其他价值选择，所以要谨慎地实施信息披露豁免。这就要求细化与限缩认定标准。一方面，国家秘密的认定通常存在相关部门的参与，有固定的流程和标准文件，通过部门联动以及证明文件要求即可限制国家秘密的认定，但需要在《管理规定》中明确。另一方面，对于商业秘密披露豁免规则，可以依据行业特性实施类型化分级豁免标准，并通过《管理规定》确立基础性框架。在具体操作中，可以由行业协会协同行政监管部门联合制定《行业豁免披露指南》细化核心要素的认定规则。同时，《管理规定》应为上市公司援引第三方指南设置开放性条款，通过动态授权机制实现法定规则与市场实践的良性互动。此外，建议《管理规定》可通过列举负面清单以及设置限制性条件的方式，对上市公司的信息披露豁免范围进行限缩。例如，全球 ESG 披露规则普

遍将公共安全事件、生态环境违法、公司治理重大瑕疵列为强制披露事项，无法通过商业秘密豁免披露。

其次，应进一步完善暂缓与豁免程序。第一，衔接国家秘密、商业秘密的相关审查规则。实际上，证券监督管理机构缺乏有关国家秘密、商业秘密审查和评估的制度授权，需要强化《管理规定》与有关国家秘密、商业秘密认定法律制度之间的衔接与统一。不仅要通过直接、间接援引的方式建立《管理规定》与《保密法》《反不正当竞争法》等规则的衔接，还需要通过建立衔接机制的方式推进外部审查程序和结果的内嵌。

第二，重申证券监督管理机构及证交所的外部审查。证券监督管理机构和证交所对信息披露义务人的信息披露行为具有监督审查权，这一审查权限当然包括信息披露暂缓和豁免的审查。《管理规定》应当据此明确证券监督管理机构和证交所对信息披露暂缓、豁免审查权。审查主要是对证明材料真实性、证明力和程序合法性的审查。但针对商业秘密，由于缺乏特定的认定和审查机构，其泛化的潜在风险更加缺乏前置防范。因此，由证券监督管理机构和证交所认定上市公司提交的“商业秘密”是否值得受保护是合理的。

第三，还应完善公司内部审核的一般规定。除了要明确公司内部审核制度应包括审核的责任主体、审核方式、审核文件等，还要统一首次公开和上市后增加暂缓、豁免事项的基本要求。结合证监会有关首次公开发行股票的相关规定，明确上市后增加暂缓、豁免事项应当参照首次公开发行股票规定的程序和要求予以确定。

第四，完善信息披露暂缓、豁免事项消除规则。新修订的《保密法》强化了国家秘密年度审核制度，《管理规定》亦应予以回应，明确应及时披露依据《保密法》解密的事项。对于涉及因商业秘密暂缓、豁免的消除情形，建议改为“暂缓、豁免披露原因已消除以及证券监督管理机构或证交所认为不再具有暂缓、豁免必要的其他情形”将更具可操作性。

信息披露豁免制度并非对上市公司法定信息披露义务的简单限缩，而是基于制度互补性对信息披露体系的结构完善。该制度在投资者知情权与国家秘密、商业秘密保护之间建构动态平衡机制，故其监管要求与效能必然与基础性披露制度呈现同源性特征。但不可否认，由于职权限制与实践经验的缺失，《管理规定》与其他制度的衔接与统一尚待更高层面的制度指引和更进一步的实践探索。值得注意的是，《管理规定》中呈现的差异化监管思维具有其现实意义，但部分差异性规范背后的逻辑仍有待进一步的讨论和说明。例如《管理规定》第十四条对豁免方式和报送材料的差异性规定，证监会是否基于更深一层的考虑还有待商榷。

（作者系西南政法大学民商法学院教授、博导，中国法学会证券法学研究会副会长）