

上市公司临时报告之重大交易披露标准研究

——基于股票上市规则的监管实践与思考

项剑 王萌 肖少坤

(上海证券交易所, 上海 200120)

摘要: 重大性标准是股票上市规则中持续信息披露制度的核心要素。目前部分上市公司资本运作频繁, 偏离主业、盈余管理问题突出, 同时亦存在通过拆分交易等规避披露要求之情形, 导致当前重大性标准未能充分适应市场变化的需要, 上市公司商业效率、决策效率以及投资者知情权之间的平衡难以维系。本文在归纳总结上市公司交易事项披露之重大性标准表现形式及内在逻辑的基础上, 梳理了我国现行规则的特点及应用难点, 研究了成熟资本市场的做法, 就股票上市规则中重大性标准测试指标体系的优化、累计计算规则中“标的相关”条件的适用以及上市公司证券投资行为的披露等方面提出完善建议。

关键词: 持续信息披露; 重大性标准; 上市规则; 累计计算规则

Abstract: Materiality Standard is the core element of continuous information disclosure requirement of stock listing rules. Nowadays, some listed companies focus more on capital investment, which caused deviation from the main business and abnormal profit management. The companies also try to circumvent above information disclosure obligation through intentionally split transactions. Therefore the current Materiality Standard is difficult to be adapted to the needs of market change, and the balance among listed companies' commercial efficiency, decision-making efficiency and investor's right to know is hard to maintain. On the basis of summarizing the standard forms and internal logic of the Materiality Standard of the listed company transactions' information disclosure, the paper analyzes the characteristics and application difficulties of current listing rules, studies the Materiality Standard for listed company transactions in mature capital market, and makes suggestions about optimization of Materiality Standard test indicators, application of "subject-related" condition of cumulative calculation rules and information disclosure of listed companies' securities investment.

Key words: continuous information disclosure, materiality standard, stock listing rules, cumulative calculation rules

作者简介: 项剑, 法学博士, 上海证券交易所监管执行部总经理, 研究方向: 证券法、公司法。王萌, 任职于上海证券交易所监管执行部, 研究方向: 上市公司监管。肖少坤, 任职于上海证券交易所监管执行部, 研究方向: 证券法。

中图分类号: DF438.7 **文献标识码:** A

一、引言

我国股票上市规则¹对上市公司应当履行信息披露义务的各类交易事项进行了规定。上市公司日常经营相关的交易事项通常依赖于公司的经营性业务, 具有常规性和普遍性, 信息披露的操作性较强, 易于投资者理解。而非日常经营相关的交易事项则具有较强的不可预期性,

可能对公司业绩及未来持续经营产生当下或潜在的较大影响, 及时保障投资者知情权尤为重要。为此, 股票上市规则设立专章“第九章 应当披露的交易”对上市公司非日常经营相关的资产购买或出售行为、对外投资、提供担保等交易事项予以专门规范, 以提高此类事项信息披露的及时性与有效性, 更好地保障投资者知情权。重大性标准是上市公司持续信息披露制度的核心要素, 涉及信息披露的

范围、内容和方式的确定²，对于投资者至关重要，对于此类交易事项的临时报告披露要求，明确遵循重大性标准。实践中沪深交易所现行股票上市规则对于此类交易事项的规范，是在“列举式”模式的基础上设置了量化的重大性测试指标。这一标准和相关指标的确定，结合了我 国资本市场的特 点及既有的监管经验，基本能够满足投资者对上市公司信息披露的要求。但随着市场的不断深化，我们在监管实践中发现，上述重大性标准和相关指标已存在规则滞后、内涵模糊等问题，亟需完善以适应监管需求，更好、更及时地反映上市公司发生的重大交易，提供高质量的信息以满足投资者的决策需求。

二、上市公司临时报告之重大性标准的表现形式与内在逻辑

(一)表现形式：“概括义务”模式、“列举式”模式与重大性测试指标

国际证监会组织2002年制定的《上市实体持续信息披露和重大进展报告的披露原则》(以下简称《2002年持续信息披露原则》)明确提出了持续信息披露义务的若干原则，将重大性原则作为其核心要素原则，并且总结出不同法域对持续信息披露重大性原则所采取的两种立法模式，即“概括义务”模式和“列举式”模式。在“概括义务”模式下，证券法律未明确列举哪些事件、信息属于重大事件或重要信息，而是根据以下条件进行认定：该信息对相关股票价格或价值的可能影响或者市场中的理性投资者对该信息影响的预估。³在“列举式”模式下，证券法律则会列举具体事件或信息，推定其属于重大事件或重要信息，需要向投资者和其他公众披露。⁴

“列举式”模式也仅仅是以描述性语言列举应当披露的重大事件或信息，如“公司收购或处置大量资产”等定性语言，对于何为“大量”则仍存在较大模糊空间。《2002年持续信息披露原则》指出，上市规则可以通过重大性测试来规定需要立即以临时报告的形式进行披露的事项或信息。⁵因此，在“列举式”模式基础上设置量化的重大性测试指标，能够进一步增强规则的明确性，弥补列举信息的局限性。在各市场的监管实践中，量化的测试指标在上市公司交易事项重大性衡量方面应用得最为广泛。设置重大性测试指标的理论前提在于，

相应的指标能够较为准确地衡量上市公司交易事项对于上市公司财务状况、经营情况及市场价值的影响。因此，对于采取“列举式”模式并设置量化衡量指标的市 场，指标体系的科学性显得尤为重要。

(二)内在逻辑：规则明确性与灵活性的冲突与平衡

关于不同模式对重大事件或重要信息的界定，“概括义务”模式最为灵活，“列举式”模式较为明确，在“列举式”模式的基础上设置量化的重大性测试指标则最为明确。在实践中，对以上模式的选择源于不同资本市场的特征及法律习惯的差异，这些差异最终体现为规则的明确性与灵活性之间的冲突与平衡。就“列举式”模式而言，一方面可以提高信息披露义务人对于披露行为的可预期性，减少监管机构及司法机关对于自由裁量权的滥用；但另一方面，由于规则制定者本身的有限理性及认知偏差，“列举式”模式难以涵盖所有股价敏感信息或对于投资者决策有用的信息，在应对资本市场新变化时也容易略显“迟钝”。“概括义务”模式较为模糊的内涵则体现了规则的灵活性，可以有效应对“列举式”模式无法预见的复杂情况，但同时也存在导致信息披露义务人难以判断信息披露行为后果等弊端。因此，重大性标准模式反映了不同市场对规则明确性与灵活性的认识与平衡。

三、沪深市场交易事项披露重大性标准的特点与应用难点

(一)重大性标准的设置特点

目前，我国沪深交易所对于上市公司交易事项重大性的衡量，在采取“列举式”模式的基础上设置了量化衡量指标，体现了规则的明确性，以“股价敏感性”原则作为补充条款，体现了规则的灵活性。

表1 股票上市规则关于上市公司交易行为的重大性测试指标

测试项目	相对值指标	绝对值指标 (沪深主板)	绝对值指标 (创业板)
资产总额测试	交易涉及的资产总额占上市公司最近一期经审计总资产的10%以上	/	/
营业收入测试	交易标的在最近一个会计年度相关的营业收入占上市公司最近一个会计年度经审计营业收入10%以上	绝对金额超过1000万元	绝对金额超过500万元
净利润测试	交易标的在最近一个会计年度相关的净利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润10%以上	绝对金额超过100万元	绝对金额超过100万元
成交金额测试	交易成交金额占上市公司最近一期经审计净资产10%以上	绝对金额超过1000万元	绝对金额超过500万元
交易产生利润测试	交易产生的利润占上市公司最近一个会计年度经审计的净利润10%以上	绝对金额超过100万元	绝对金额超过100万元

1.重大性测试指标具有多重维度

股票上市规则规定了上市公司交易行为⁶的重大性测试指标(详见表1)。首先,上市公司交易行为的重大性测试指标包括资产总额、营业收入、净利润、成交金额及交易产生利润等测试指标,满足任一测试指标即构成重大交易,需履行临时信息披露义务。其次,上市公司交易行为的重大性测试指标中,除资产总额测试之外,其他测试指标均在同时达到相对值指标和绝对值指标时才需要披露临时报告。相对值指标的设置,是为了防止上市公司规模差异导致上市公司信息披露义务不公平。绝对值指标的设置,是为了减轻规模、财务指标较小的上市公司的信息披露负担,同时也可以避免由于上市公司披露的信息过多导致信息泛滥。

2.重大性标准因交易行为类别不同而异

区分交易类别设置不同的重大性测试,蕴含的理论前提是不同的交易行为对公司的影响不尽相同,其重大性程度不可一概而论,重大性标准的制定者对交易类别的风险高低作出了初步判断,提高对较高风险交易事项的披露要求,使风险得到充分披露。

以提供担保为例,上市公司提供担保一旦履约将会影响上市公司资产及现金流,属于重要的表外负债,同时提供担保易被大股东操纵输送利益,不利于中小股东的权益保护。因此,提供担保构成重大交易的门槛最低,披露要求最为严格,上市公司发生的所有提供担保的行为都需履行临时信息披露义务。

此外,在界定累计计算的应用规则(详见表2)时,对不同类别交易行为的计算要求也有差异。⁷现行股票上市规则在对“提供担保”、“提供财务资助”、“委托理财”以外的其他交易行为进行规定时,要求“应当对相同交易类别下标的相关的各项交易,按照连续12个月内累计计算”,强调标的具有相关性;而对“提供财务资助”、“委托理财”的规定则要求“按照交易类别在连续12个月内累计计算”,并无标的的相关的要求。对比可见,披露标准对“提供财务资助”、“委托理财”等特

表2 股票上市规则对于重大交易的累计计算规则

交易类别	累计计算的交易标的范围
“提供担保”	不需累计,发生即披露
“财务资助”“委托理财”	相同交易类型的各项交易
除“提供担保”“提供财务资助”“委托理财”等之外的其他交易行为	相同交易类别下标的相关的各项交易

殊交易未强调“标的相关”,其披露门槛相对其他交易行为明显较低,披露范围更广,披露要求更高。

3.设有原则性条款作为补充

股票上市规则基于“股票价格敏感”标准,对上市公司的信息披露义务规定了原则性条款,即第2.3条“上市公司和相关信息披露义务人应当在本规则规定的期限内披露所有对上市公司股票及其衍生品种交易价格可能产生较大影响的重大事件”,一定程度上弥补列举式条款及重大性测试衡量的不周全。

(二)现行重大性标准的应用难点

随着资本市场环境的快速变化、资本市场主体的行为创新,现行重大性标准在监管实践中存在一定滞后,部分上市公司信息披露有效性不足,沪深交易所“列举式”模式下的重大性测试指标部分内涵较为模糊,明确性有待提高。

1.以净资产作为成交金额测试分母可能难以对企业的价值变化作出快速反应

如前文所述,上市公司发生交易应当进行成交金额测试,其中相对值指标为交易的成交金额(包括承担的债务和费用)占上市公司最近一期经审计净资产的10%以上,该指标应用存在一定难点。一是测试指标分子和分母会计计量属性不同,衡量角度不一致,交易成交金额体现交易标的公允价值,而上市公司最近一期经审计净资产则为账面价值;二是当出现重要产品迭代、严重产品质量问题、重大安全事故、新增巨额负债或者严重财务舞弊时,上市公司最近一期经审计的净资产将严重偏离企业价值。

2.以扣非前净利润进行测试可能难以完全反映某项交易的重大性程度

股票上市规则第9.2条要求“交易产生的利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上,且绝对金额超过100万元”时应当及时披露。但对一些依赖于非经常性损益增加利润、扭亏为盈的公司,仅以净利润作为基准,反而降低了这些公司的披露责任。在现行股票上市规则的要求下,可能存在着上市公司利用非经常性交易来调节利润但又避免披露临时报告的情况。

3.以最近一期或最近一个会计年度经审计的财报数据进行测试,可能难以体现上市公司财报期后发生的重大变化

上市公司交易事项发生时的经营条件或财务情况,

可能较上市公司最近一期或最近一个会计年度接受外部机构审计时发生较大变化，导致以最近一期或最近一个会计年度经审计的财报数据作为基数进行测试时，难以准确衡量交易事项的重大性程度。比如，上市公司在交易事项发生当年进行回购股票，可能导致上市公司资产总额或者净资产发生较大变化，进而导致上市公司的经营条件发生较大变化。

4. 累计计算规则中“标的相关”条件较难认定

上市公司进行“提供担保”“提供财务资助”“委托理财”以外的其他交易时，必须同时符合“相同交易类别”和“标的相关”的条件，才需要将连续12个月内发生的多次交易累计计算。设置累计计算规则，是为了防止上市公司通过多次交易规避信息披露义务。“相同交易类别”的判断较为容易，即同属于股票上市规则列举的其中一种交易类别即是“相同交易类别”。而股票上市规则未对“标的相关”作出明确解释，较为模糊的规定使得信息披露义务人难以判断是否需要履行信息披露义务。

5. 难以充分揭示上市公司证券投资行为的风险

现行股票上市规则对于上市公司证券投资行为的披露要求低于“提供担保”“委托理财”“提供财务资助”等交易类别，与上市公司其他对外投资行为披露标准一致，满足“标的相关”条件才需要适用累计计算规则，且“标的相关”规定较为模糊。若将基于同一份决议进行的证券投资即视为“标的相关”进行累计计算，上市公司易通过拆分金额作出多份决议的方式规避披露义务；若仅将多次交易的同一上市公司股票认定为“标的相关”进行累计计算，则无法充分揭示上市公司进行大量分散证券投资所带来的证券市场系统性风险。

四、境外市场交易事项披露重大性标准的梳理与分析

对于上市公司交易事项披露的重大性标准，我国香港地区、台湾地区及英、美等国均采取了“列举式”的模式。其中，我国香港、台湾及英国针对上市公司的交易事项设置了重大性量化指标体系，而美国市场设置的量化指标较少。

(一) 港交所《主板上市规则》规范

1. 设置多重测试项目且均为相对值指标测试

根据港交所现行《主板上市规则》的规定，上市公

表3 港交所《主板上市规则》关于交易事项的重大性标准

测试项目	测试内容
资产比测试	交易所涉及的资产总值除以上市公司资产总值 ⁸
盈利比测试	交易所涉及资产应占盈利除以上市公司盈利 ⁹
收益比测试	交易所涉及资产应占收益除以上市公司收益 ¹⁰
代价比测试	交易代价除以上市公司市值总额 ¹¹
股本比测试 ¹²	上市公司发行作为代价的股份数目除以进行有关交易前上市公司已发行股份总数 ¹³

司发生各种类别的交易，并非都要进行披露，而是先进行五项测试，如表3所示，测试项目包括资产比、盈利比、收益比、代价比以及股本比，均为相对值指标。

2. 代价比测试以上市公司市值总额作为测试依据

港交所代价比测试也是以交易金额为参考因素设置的重大性测试项目，选取的是上市公司市值总额。港交所作为成熟资本市场已经将市值指标融入到信息披露的具体规则中。根据港交所《主板上市规则》的规定，市值总额指上市发行人证券于有关交易日期之前五个营业日的平均收市价。

3. 收益比测试以主营业务收益作为测试依据

根据港交所《主板上市规则》的规定，作为收益比测试依据的上市公司收益一般指有关公司主营业务所产生的收益，不包括那些附带的、偶然产生的收益或收入。公司主营业务产生的收益，更能体现上市公司的持续盈利能力，以此作为测试项目的依据，能够更加准确地衡量上市公司交易事项产生的收益对上市公司持续盈利的重大性程度。

4. 可对作为重大性标准计算依据的财务数据进行调整

根据港交所《主板上市规则》的规定，对交易事项进行重大性测试时可对作为测试指标的财务数据进行调整。港交所《主板上市规则》规定，若上市公司在前一个会计年度已停止其一项或者多项营业活动，并已于财务报表内另行披露已停止业务的盈利及收益，则港交所或可接受在进行盈利比及收益比测试时，所用财务数据不包括该已停止营业活动的盈利及收益。¹⁴另外，若上市公司按港交所《主板上市规则》就交易或证券发行公布及向股东提供充分的资料，而有关交易及证券发行已经完成，则该等交易及证券发行的价值须计入上市公司的资产总值内。¹⁵允许对作为测试基数的财务数据进行调整，可以使其更贴近交易发生时上市公司的经营情况或财务情况。

5. 明确相关交易的认定标准

根据港交所《主板上市规则》的规定，港交所决定是否将交易合并计算时，会考虑的因素包括：有关交易是否为上市公司与同一方或构成关联方的多方进行的；有关交易标的是否涉及收购或出售为某一特定公司或集团公司的证券或权益；有关交易标的是否涉及收购或出售一项资产的组成部分等。¹⁶港交所《主板上市规则》以列举的方式明确了相关交易的范围。

(二)台交所“重大讯息之查证暨公开处理程序”规范

1.以实收资本或股本作为重大性标准的测试依据

台湾证券交易所(以下简称台交所)上市公司非日常经营性信息披露的重大性标准散见于“台湾证券交易所股份有限公司对有关证券上市重大讯息之查证暨公开处理程序”(以下简称“公开处理程序”)与台湾地区“金融监督管理委员会”(以下简称“金管会”)所订立的“公开发行公司取得或处分资产处理准则”(以下简称“资产处理准则”)。¹⁷“公开处理程序”第五条第十五款规定，上市公司董事会或股东会决议直接或间接进行投资计划达公司股本20%或新台币10亿元以上的，应当及时办理相关信息公开程序。“资产处理准则”第三十一条第七款规定，除前六款之外的资产交易、金融机构处分债权或从事大陆投资，其交易金额达公司实收资本额20%或新台币3亿元以上的应当披露临时报告。“公开处理程序”及“资产处理准则”未见以市值总额、营业收入、净利润作为测试项目基数的规定，仅在关联交易重大性标准中见到以资产总额作为测试项目基数的规定，指标体系较为单一。

2.对取得或处置非供营业使用资产适用更严格的披露要求

根据“资产处理准则”的规定，上市公司取得或处分资产，区分供营业使用或非供营业使用，设置不同的重大性测试结果衡量指标。上市公司取得或处分供营业使用的设备或其使用权资产，且交易对手为非关联方时，当交易金额达到以下规定之一时应当履行临时信息披露义务：实收资本额未达新台币100亿元之公开发行公司，交易金额达新台币5亿元以上；实收资本额达新台币100亿元之公开发行公司，交易金额达新台币10亿元以上。¹⁸而对于非供营业使用资产交易，当交易金额达到公司实收资本总额的20%或新台币3亿元以上时，即需履

行临时信息披露义务。¹⁹“资产处理准则”对于有关证券买卖的披露标准的规定，也遵循了取得或处置非供营业使用资产适用更为严格披露要求的原则。对于以投资为主的上市公司进行有关证券买卖，披露标准等同上市公司取得或处分供营业使用的设备或其使用权资产。对于非以投资为主的上市公司进行有关证券买卖，披露标准等同于非供营业使用资产交易。可见，台湾地区对于上市公司从事非供营业使用资产的交易提出了更高的披露要求，需要履行更多的披露义务。

3.明确交易金额累计计算规则

根据“资产处理准则”，下列事项的交易金额应当累计计算：一是上市公司一年内于同一相对人取得或处置同一性质标的；二是上市公司一年内取得或处置(取得、处置分别累计)同一开发计划之下的不动产；三是一年内取得或处置(取得、处置分别累计)同一有关证券。²⁰可见，台湾地区对于交易金额累计计算的范围主要为同一标的或同一交易对手方的交易。

(三)英国金管局《上市规则》规范

1.设置多重测试项目且均为相对值指标测试

英国金融行为管理局(以下简称金管局或FCA)《上市规则》²¹要求对高级市场(Premium Listing)²²上市公司交易事项的重大性进行四项测试，且均采用相对值测试(如表4所示)²³。当测试比率大于等于5%但小于25%时，该交易为二类交易，上市公司应及时履行信息披露义务；当测试比率达到25%或以上时，该交易为一类交易，除满足二类交易的要求外，还应在交易前提交股东大会审议。²⁴作为成熟资本市场，英国亦将市值指标作为重要

表4 英国《上市规则》对于交易事项的重大性标准

测试项目	测试内容
资产比测试	交易所涉及的资产总值除以上市公司资产总值
盈利比测试	可归属于该资产的利润除以上市公司盈利
对价比测试	交易对价除以上市公司市值总额 ²⁵
资本比测试 ²⁶	被收购公司或业务的总资本除以上市公司总资本

的信息披露标准，对价比测试采用市值总额予以衡量。

2.可对作为重大性标准计算依据的财务数据进行调整

根据英国《上市规则》规定，可对作为依据的财务数据进行调整。比如，当对一家资产全部或主要为现金或短期证券的公司的收购交易进行百分比测试时，在计算其资产和市值时，必须扣除现金和短期证券²⁷；在资

产测试比中,可能会要求计入其他涉及“或然资产”的数额。²⁸英国《上市规则》一般要求资产和利润应采用最新公布的经审计合并报表中的数据,但对于特殊情况亦允许进行调整,规则具有一定的灵活性:若发行人已经或将会在商定交易条件时进行下一年度的预披露,则应采用预披露中的数据;若公司已披露最新一期半年报,则总资产及总资本应采用最新一期资产负债表中的数据。²⁹说明英国允许对相关财务指标或指标来源进行调整,使相关测试指标更为灵活,更能有效反映上市公司实际情况及满足信息披露的有效性要求。

3.明确相关交易的认定标准

英国《上市规则》决定是否将交易合并计算时,会考虑的因素包括:有关交易是否为上市公司与同一方或构成关联方的多方进行的;有关交易标的是否为某一特定公司的证券或权益;有关交易是否共同导致上市公司大量参与某一项业务,而该业务以往并不属于上市公司主要业务。若交易满足上述条件,则在进行百分比测试时,需将在最近一次交易之日前12个月内完成的交易与该交易加以汇总计算。³⁰可见,英国《上市规则》既考虑了交易对手方及交易标的的同一性,也考虑了交易对公司业务产生的实质影响。

(四)美国证券交易委员会及交易所的实践

1. 8-K表格对资产购入或处置设置了一定的量化指标

美国上市公司在发生重大资产购入或处置时,应当以8-K表格的形式提交临时报告。^{31、32}根据8-K表格的规定,满足以下条件之一,购入或处置资产将被认为是具有重大性的:(1)上市公司及其子公司在该项资产的净账面价值,或者取得该资产所支付的金额、或者处置该资产所得到的金额,超过上市公司总资产的10%;(2)涉及一项重大业务;(3)不要求报告对个别无足轻重的企业的收购,除非这些企业具有相关性,并且总体上是相当大的。³³尽管8-K表对于资产购入和处置事项的重大性认定设置了一定的量化指标,达到量化指标即需要披露临时报告,但是未满足量化指标时,仍需要进一步判断交易事项是否会影响一个理性投资者的投资决策。

2.交易所业务规则量化指标较少

纽交所、纳斯达克等全国性证券交易所并未对涉及上市公司重大交易披露标准设置量化指标。例如,纽交所现

行《上市公司手册》规定,上市公司及其所控制的任何公司出售任何财产或其任何受管制公司的任何股票权益,如该出售严重影响该公司的财务状况或其业务范围,则须立即通知交易所。虽然纽交所《上市公司手册》明确了上市公司重大资产处置需要披露临时报告,但并未对资产处置事项的重大性设置量化指标。³⁴再如,纳斯达克现行《市场规则》对判断有可能影响上市公司证券价值或影响投资者决策的重要信息的事项进行了规定,比如兼并购并或合资企业、分股或股利、不正常的利润或红利、获得或失去重要订单、一项重要的新产品或新发现、控制变化或管理层的重大变化、证券赎回要求、公开或私下出售大量额外证券、购买或出售重要资产、重大的劳务纠纷、制定购买上市公司自己股票的计划、收购另一家上市公司证券的股权以及需要根据有关法案规定提交现行报告的事件等,但未对相关事项设置明确量化标准。³⁵

五、对完善我国上市规则交易事项披露重大性标准的思考与建议

基于对我国现行股票上市规则特点及应用难点的分析,以及对境外各地上市规则的借鉴,笔者建议股票上市规则可在原有重大性测试体系基础之上,结合我国资本市场主体特点及市场环境,进一步明确重大性测试在财务数据调整、累计计算等方面的应用规则,包括优化重大性标准的测试指标依据,多维度把握累计计算规则中“标的相关”的适用条件及提高对证券投资行为的披露要求,从而弥补重大交易的信息披露漏洞,提高信息披露的有效性。

(一)优化重大性标准的测试指标依据

1.以净资产和市值总额孰低作为成交金额测试的依据

现阶段沪深交易所股票上市规则均仅以上市公司净资产作为成交金额测试的依据,而英国、香港等国家或地区的交易所均以上市公司市值总额作为代价比测试的基数,两者差异的深层次原因在于净资产额与市值总额何者更能体现上市公司的价值。随着我国资本市场有效性的增强,当前市场供求逐渐平衡,壳价值回归正常市场价值,市值公允性进一步增强。因此,当上市公司外部经营环境、内部经营条件发生重大不利变化,或上市公司最近一期经审计的财务报表有待信赖时,上市公司市值往往更能反映出上市公司真正的内在价值。但估值越高的上市公司,往往

蕴含着更高的投资风险。如仅以市值总额作为代价比测试的基数，将导致估值越高的上市公司信息披露义务越轻，不利于加强对高风险上市公司的监管。因此，建议以净资产和市值总额孰低作为成交金额测试依据。其中市值总额应当以合同订立之日的前五个交易日的平均收盘价为准。

2.以净利润和扣非后净利润孰低作为净利润测试和交易产生利润测试的依据

股票上市规则中作为交易重大性衡量标准的财务指标包括“资产总额”“营业收入”“净利润”“交易金额”“交易产生的净利润”等，但不包括“扣除非经常性损益后的净利润”。近年来，某些上市公司由于主业不振，为规避退市风险，频频进行资本运作，非经常性损益占净利润的比重越来越高。扣除非经常性损益后的净利润更能说明上市公司的持续盈利能力。笔者建议，借鉴港交所以扣除偶然性收益后的收益作为测算依据的规定，以净利润和扣除非经常性损益后的净利润孰低作为交易事项重大性测试的依据。

3.对作为重大性测试依据的财务数据进行调整

英国、香港等国家或地区均允许上市公司对作为重大性测试依据的财务数据进行调整，以使其更贴近相关交易事项发生时上市公司的现状。笔者建议，股票上市规则应当规定允许上市公司对作为测试指标的财务数据进行调整，以充分体现上市公司现有的经营条件或财务情况。第一，股票上市规则可要求上市公司根据最近一期经审计财务报表日至交易事项发生日之间的股本回购、派发现金股利等事项，对作为测试指标的净资产及资产总额进行调整。2018年10月26日修订并生效的我国《公司法》对股份回购条款作出重大修改，允许上市公司出于维护公司信用及股东权益需要实施股份回购，可预期上市公司进行股份回购的情形将日益增加，对测试指标进行调整具有现实意义。第二，若上市公司在前一个会计年度已停止一项或多项业务，并且在其编制的经审计年度财务报告中另行披露了已停止业务的收入及成本，可要求上市公司在进行营业收入测试、净利润测试以及交易产生的利润测试时，将作为测试的收入及利润扣除相关业务的影响。

(二)多维角度规范累计计算规则中“标的相关”的适用条件

由前文可知，英国、香港、台湾等设置了累计计算

规则的国家和地区均对交易的相关性进行了列举式的定义。而沪深交易所的股票上市规则却未对交易的相关性进行解释，仅强调“标的相关”，属于一种概括式的定义，较为灵活。在监管实务中，较为模糊的规定往往留给被监管者讨价还价的空间，可能导致监管有效性降低。笔者建议，应当进一步明确当前累计计算规则中的标的相关条件，提高股票上市规则相关规定的明确性，使得信息披露监管工作有的放矢。

对于多次交易累计计算规则的理解，应当从其规则目的出发。股票上市规则对于多次交易实施累计计算的目的，一是防止上市公司利用多次交易规避信息披露义务，即应将构成一揽子交易的标的累计计算；二是强制上市公司披露高风险交易，即在同类型交易收益波动具有同向性的假设下，应将同类型高风险交易累计计算，对“一亏俱亏”的情形做好风险提示。现行股票上市规则以风险高低将上市公司的交易行为分为三组。首先，“提供担保”风险最高，一旦发生就应披露临时报告；其次，“提供财务资助”“委托理财”风险次之，要求同类型交易进行累计计算，达到披露标准就应当披露临时报告；再次，除“提供担保”“提供财务资助”“委托理财”等之外的其他交易行为风险最低，从防止上市公司利用多次交易规避信息披露义务角度出发，构成一揽子交易才需累计计算，即股票上市规则要求的“标的相关”。

基于上述分析，借鉴英国、香港、台湾等国家或地区对相关交易的认定标准，建议可以从以下四个维度规范“标的相关”的适用条件：首先，交易对手方为同一方及其关联方应属于“标的相关”，主要考虑交易对手集中度较高，可能导致上市公司抗风险能力脆弱，因此需要及时披露风险；其次，投资标的为同一资产或同一目标公司的股权也应明确为“标的相关”；再次，多项交易的影响具有联动性应明确为“标的相关”，如多项资产构成资产组，单项交易脱离其他交易难以发挥功效；最后，在上市公司同一全新业务领域的多次对外投资或资产收购，应明确为“标的相关”，主要考虑上市公司进入全新的业务领域通常蕴含着较高风险。

(三)提高对证券投资行为的披露要求

由前文可知，中国大陆和台湾地区均针对不同的交易类别或交易目的设置了不同的重大性标准，对于风险较高

的交易事项设置较高的披露要求，风险较低的交易事项设置较低的披露要求。台湾地区根据上市公司是否以投资作为主业，对上市公司的证券投资行为设置了不同的披露标准，对非以投资作为主业的上市公司的证券投资行为提出了更高的披露要求。现有股票上市规则对上市公司进行证券投资活动的信息披露要求低于“委托理财”等交易事项，但值得注意的是，证券投资与委托理财在风险特质上却具有许多相似之处：一是收益水平均与上市公司的主营

业务经营情况无直接关系；二是收益不确定性均较大；三是收益水平均受资本市场系统风险影响。可见，上市公司进行证券投资的风险与进行委托理财相近。尽管有些上市公司将公司股票行为定性为战略投资而非短期财务投资，但部分上市公司利用战略投资与财务投资性质的转换而获取大额非经常性损益的问题愈发突出。因此，对于主营业务不包含证券投资的上市公司，建议参考对“委托理财”等交易事项的要求，明确将其所有证券投资行为视为同一

注释

1. 此处股票上市规则包含《上海证券交易所股票上市规则》(2019年4月修订)、《深圳证券交易所股票上市规则》(2019年4月修订)、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(2019年4月修订)，后文所提及股票上市规则章节亦为对上述股票上市规则相关章节的泛指。

2. 参见陈勇. 论证券信息披露制度中的重大性标准[J]. 时代金融, 2015(04): 163-164.

3. IOSCO. Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities, 2002.

4. 同前注3.

5. 同前注3.

6. 《上海证券交易所股票上市规则》第9.2条规范的“交易行为”不包含“提供担保”，而《深圳证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第9.2条规范的“交易行为”并未明确排除“提供担保”，主要系现行《股票上市规则》均对“提供担保”规定了更为严苛的信息披露要求，此处的“交易行为”如未明确排除“提供担保”也不影响“提供担保”行为适用更为严格的信息披露要求。

7. 沪深交易所股票上市规则对于累计计算规则的规定并无实质性差异。沪深交易所股票上市规则均规定“上市公司进行‘提供财务资助’‘委托理财’等交易时，应当以发生额作为计算标准，并按照交易类别在连续12个月内累计计算。”《上海证券交易所股票上市规则》第9.10条则规定“上市公司进行‘提供担保’‘提供财务资助’‘委托理财’等之外的其他交易时，应当对相同交易类别下标的相关的各项交易，按照连续12个月内累计计算的原则，分别适用第9.2条或者第9.3条的规定。”《深圳证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第9.12条则规定“上市公司在十二个月内发生的交易标的相关的同类交易，应当按照累计计算的原则适用本规则第9.2条或者第9.3条规定。”深市股票上市规则此条规定未排除“提供担保”“提供财务资助”“委托理财”，主要系深市股票上市规则已于第9.10条、9.11条对上述交易行为规定了更为严苛的信息披露要求，此处如未明确排除上述交易行为也不影响其适用更为严格的信息披露要求。

8. 详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.09至14.12条、第14.16、14.18及14.19条。

9. 此处“盈利”指扣除税项以外的所有费用，但未计入非控股权益的纯利，详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.13条。

10. 此处“收益”一般指上市公司主营业务所产生的收益，不包括附带的、偶然产生的收益或收入，详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.14条。

11. 详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.07(4)条。

12. 股本比率只涉及上市发行人发行新股本时进行的收购事项(并不涉及出售事项)，详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.08条附注。

13. 分子包括上市发行人授权或授权作为代价的任何可转换证券或认购权获转换或行使时可能产生的股份；计算股本比率时，不得包括上市发行人的债务资本(如有)，债务资本包括任何优先股；详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.07(5)条。

14. 详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.17条。

15. 详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.18条。

16. 详见港交所《主板上市规则》(第一百二十五次修订)第14.22条、14.23条。

17. “资产处理准则”规定的资产适用范围，既包括股票、公债、公司债等证券、存托凭证、认购权证、受益证券及资产基础证券等投资，也包括不动产及设备、会员证、无形资产、使用权资产、金融机构之债权、衍生性商品、依法合并、分割、收购或股份受让而取得或处分之资产等，详见台湾地区“公开发行公司取得或处分资产处理准则”(2018年11月24日修订)第三条。

18. 详见台湾地区“公开发行公司取得或处分资产处理准则”(2018年11月24日修订)第三十一条第四款。

19. 见台湾地区“公开发行公司取得或处分资产处理准则”(2018年11月24日修订)第三十一条第七款。

20. 详见台湾地区“公开发行公司取得或处分资产处理准则”(2018年11月24日修订)第三十一条。

21. 英国金融行为管理局(FCA)2019年1月版《上市规则》(Listing Rules)。

22. 高级市场中的上市公司需满足英国最高级别的监管要求。

23. 详见英国《上市规则》(2019年1月版)第十章附录一第1G、2R、4R、5R、7R条。

24. 详见英国《上市规则》(2019年1月版)第10.2.2、10.4.1、10.5.1条。

25. 交易对价指支付给对手方的金额；若交易对价全部或部分为可在市场上交易的证券，则证券部分对价为证券的市场价值；若对价于未来递延支付或收取，则对价为协议项下应付或应收的最大总额。详见英国《上市规则》(2019年1月版)第十章附录一第5R(2)条。

26. 资本比测试仅适用于公司或业务收购的情形，详见英国《上市规则》(2019年1月版)第十章附录一第7R(2)条。

27. 详见英国《上市规则》(2019年1月版)第十章附录一第8R(5)条。

28. 详见英国《上市规则》(2019年1月版)第十章附录一第3G条。

29. 详见英国《上市规则》(2019年1月版)第十章附录一第8R(1)(2)条。

30. 详见英国《上市规则》(2019年1月版)第10.2.10(1)条。

31. 参见中国证券监督管理委员会组织编译.《美国<1934年证券交易法>及相关证券交易委员会规则及规章(第一册)》[M]. 法律出版社, 2015: 249.

32. 参见中国证券监督管理委员会组织编译.《美国<1934年证券交易法>及相关证券交易委员会规则及规章(第二册)》[M]. 法律出版社, 2015: 331-333.

33. 详见FORM 8-K Section 2 - Financial Information Item 2.01 Completion of Acquisition or Disposition of Assets.

34. 详见纽交所《Listed Company Manual》[EB/OL].[2019.5.31]. http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_2_7&manual=%2Ffcm%2Fsections%2Ffcm-sections%2F

35. 详见纳斯达克《MARKETPLACE RULES》[EB/OL].[2019.5.31]. http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_4_1&manual=%2Ffnasdaq%2Fmain%2Ffnasdaq-equityrules%2F