

論我國上市公司資訊披露制度 On Information Disclosure System of Listed Companies in China

黃潔^{1*} 張芸²
Jie Huang Yun Zhang

摘要

上市公司資訊披露制度，有利於資本市場的穩定發展。儘管在資訊披露方面，已有相應的法律法規，但由於我國證券發展較晚，披露制度在一些方面仍有不足，違規事件屢有發生，既損害中小股東、投資者的利益，又影響證券市場的發展。因此，有必要從我國資訊披露制度中的不足之處出發，借鑒美國的有關規定，對上市公司資訊披露制度作出一定的修改。

關鍵字：上市公司、資訊披露、證券市場

Abstract

A listed company's lawful and compliant disclosure of relevant information in a true, accurate and timely manner is conducive to the stable development of the capital market. Although there are relevant laws and regulations on information disclosure, due to the late development of China's securities, there are still deficiencies in some aspects. Illegal disclosure by listed companies occurs frequently, which not only damages the interests of small and medium shareholders and investors, but also affects the development of the securities market. Therefore, it is necessary to make certain modifications to the information disclosure system of listed companies based on the violation of information disclosure regulations in China and the relevant regulations in the United States.

Keywords: Listed Companies, Information Disclosure, Securities Market

1. 資訊披露制度的意義

證券市場的資訊披露制度是經濟市場健康發展的基礎，是證券法律制度的核心（李麗冰，2015）。指的是公司依照法律法規規定的形式，主動地將與本公司有關的資訊對外公開的制度，以保障投資者及其他社會公眾的知情權，並通過披露的資訊對該公司進行監督。資訊披露制度對於證券市場的發展至關重要。

1.1 資訊披露保護投資者的利益

證券市場上，大多數投資者投資的目的都是希望能夠獲得更多的投資收益。為確保收益，投資者們都希望能投資經營狀況良好、有收益前景的上市公司，而他們做出決定的依據就是公司所公開的資訊。在證券市場上，相對於公司，投資者處於弱勢地

¹ 廈門大學嘉庚學院法學院副教授 kit@xujc.com*通訊作者

² 廈門大學嘉庚學院法學院本科生

位，難以獲得完整的公司資訊；而資本市場瞬息萬變，公司的經營狀況、發展戰略以及風險都處於不斷變化中，若上市公司不及時進行資訊披露，則有可能影響到一般投資者的利益。有效的資訊披露制度可以保障證券市場健康發展，減少資訊不對稱的問題，上市公司真實、完整、及時地公開公司相關資訊，有利於投資者做出正確的分析判斷。

1.2 信息披露有助於優化公司內部管理

資訊披露不僅要求上市公司將自己的經營情況、財政狀況向公眾公開，同時要求上市公司將內部股東股權變動、內部重要人員流動以及內部交易等資訊一併公開，這種強制性的公開內容對公司內部管理有一定的壓力，因其所披露的資訊始終處於陽光下，上市公司必須重視內部管理，並採取改進措施以提高公司治理水準，提升公司經濟效益；同時，有效的資訊披露在一定程度上，使公司的交易資訊受到社會公眾的監督，對公司內部人員的行為起到監管作用，能促使公司內部人員加強自我管理，內部管理體制得以優化。

1.3 資訊披露有利於證券市場的資源配置

投資者依據資訊披露人公佈的上市公司相關資訊做出投資決策，發展前景廣闊、具有良好收益的公司能獲得投資者的支援，而經營效益差，不符合社會需求的公司則只能退出市場，從而實現資源的優化配置；但如果投資者無法獲得真實、準確、及時的資訊，那麼投資者無法判斷所要投資的公司是否具有盈利價值，投資者有可能誤將資金投入低盈利的公司，致使投資者虧損，從而造成資本市場不景氣、效率低下。因此，合法合規的資訊披露要求公司更加注重投資者的投資安全，並促進公司優化內部管理結構；同時，資訊披露制度在市場資源配置中也發揮著重要作用，尤其是當投資者需要依據公司披露的內容來進行選擇投資時，規範資訊披露制度就顯得尤為重要。

2. 我國上市公司資訊披露制度存在的問題

在我國，資訊披露的相關規定日漸成熟，《公司法》、《證券法》確定了資訊披露的基本規則，規定了在資訊披露的內容，以及違反資訊披露義務所帶來的法律責任，《上市公司資訊披露管理辦法》等行政法規、部門規章則在上位法的範圍內，對公司資訊披露制度的程式、格式等作出了更為詳細的規定；但由於我國證券市場較為年輕，上市公司資訊披露制度仍有不足，各種違反信息披露制度的行為層出不窮，嚴重影響了證券市場的穩定性並損害投資者利益。

2.1 上市公司資訊披露內容不規範

2.1.1 上市公司資訊披露不真實

上市公司所公佈的資訊能否真實的反映公司的實際情況，是投資者能否正確做出投資的基礎，沒有真實的資訊，投資者談何選擇。資訊披露人為了公司形象，為了經營利益的增加，虛假披露或者隱藏重要資訊的現象屢增不減。個別公司為了取得上市資格，在證券發行階段就違反法律、法規，虛假披露；某些公司不願意面臨退市風險，用“良好”的資料來“粉飾”會計帳簿，使投資者誤認為該公司經營狀況依舊良好、發展前景樂觀，因此錯誤判斷並對其投資。虛假的資訊披露，使投資者收益減損，對證券市場喪失信心，同時還嚴重影響市場的資源配置，使得真正可以做大做強的企業沒有得到應得的資金投入。資訊披露的關鍵是提高證券資訊的充分性、真實性（李東方，2013）。

2.1.2 上市公司資訊披露不完整

不完全資訊披露主要表現在上市公司在進行資訊披露時，大多都以簡單陳述為主，披露資訊內容不足，不充分披露重要資訊，故意隱瞞資訊，特別是在財務報表方面，對重要的財務資訊經常簡而略之。從公司的角度考慮，全面的資訊披露在很多情況下不利於公司利益的提升，同時會將自己的運營缺陷暴露在其他公司的視野中，容易在市場競爭中處於被動態勢；並且，對於企業發展中的困境和不利因素，例如公司負債情況、公司償債能力、公司環境責任、公司社會責任等等，資訊披露義務人在公開信息時往往三言兩語，甚至有些公司避而不談，使投資者無法全面瞭解公司的實際情況，不能真正權衡利弊地進行投資。

2.1.3 上市公司資訊披露不及時

資訊披露不及時也問題之一。公司經營是一個持續動態的過程，投資者不可能像管理者那樣清楚公司經營的變化，而資訊披露的及時與否與股票價格息息相關（趙紅，2015）。如果公司資訊披露及時，基於對價格利益的追求，投資者能夠迅速獲取到資訊，快速做出是否改變投資項目的決策；但是一旦資訊披露不及時，不僅使投資者無法及時做出投資判斷，而且會使得一些心懷不軌的內幕人員從中利用時間差進行交易，以牟取暴利，這對於投資者來說，顯然是不公平的。

2.2 上市公司資訊披露監管處罰不到位

2.2.1 上市公司資訊披露監管不嚴

監管力度影響上市公司資訊披露的有效性，從我國實際情況來看，資訊披露監管力度仍顯不足。首先，證券交易所監管許可權界限不清，導致證券監管效力低下（白江，2015）。根據《證券法》第115條的規定，證券交易所負責監督上市公司資訊披露的內容，但由於處罰權的規定較為原則，沒有明確證券交易所監管過程中具體擁有的權力，可以制止哪些主體的行為，導致證券交易所的監管權在實際操作中難以實施，一旦發現問題，無法採取相應的措施，使監管效力大打折扣。

其次，協力廠商監督機構沒有發揮出應有的監管作用。作為證券市場的重要參與者，會計師事務所、律師事務所等協力廠商機構，對公司披露資訊的認可說明有利於增強投資者的信心；但是這些機構若沒有發揮好監督作用，甚至為上市公司逃避法律責任而出謀劃策，容易發生虛假報告，嚴重影響證券交易的行為。

最後，上市公司資訊披露的目的，考量出現偏差。從上市公司資訊披露的目的來看，應以保護投資者利益優先，再通過資訊披露這種方式，使得上市公司的內部治理得到提升；但實際上，證監會和證券交易所對於上市公司的監管方面，出發點和落腳點都在上市公司的發展上，對於實際上是否能保護投資者的利益往往未予以重視，使得上市公司有時會“肆無忌憚”，披露資訊不規範。

2.2.2 資訊披露違規懲戒力度不足

上市公司資訊披露違規懲戒力度不足，無論是刑事責任、行政責任還是民事責任，責任都過輕。在刑事責任方面，法律制度設計偏差，違法成本低（郝旭光與黃人傑，2014）。對於嚴重違法的資訊披露人很少採用刑事責任，這使資訊披露人抱有僥倖心理，在一定程度上增加了犯罪率；在行政責任方面，一般不會受到嚴重的制裁，只有簡單的行政處罰，比如警告、罰款，並不會對資訊披露義務人產生實質性的影響；在民事責任方面，法律雖有明確規定在何種情況下，投資人可以根據實際損失來確定

賠償標準，但是由於程式設計繁瑣，訴訟時間長，而受害人得到的賠償金額少，維權成本高，導致許多投資者的損失只能由自己買單。

可見我國上市公司資訊披露制度存在兩個問題：一是公司資訊披露內容不規範；二是公司資訊披露監管不嚴，懲處力度不足（李文華，2015），因此有必要進一步完善上市公司資訊披露制度。

3. 美國上市公司資訊披露制度

資訊披露制度確立于英國，完善在美國。美國作為當今世界上資訊披露法律制度最成熟的國家之一，在某些規定方面，值得我們學習和借鑒。

3.1 持續性資訊披露規定細則

持續資訊披露主要有年度資訊披露報告和臨時資訊披露報告。在年度報告中，美國對於公司管理財務報表、會計帳簿等方面的要求較細，特別是在財務狀況這方面，要求上市公司必須披露過去 5 年的財務資訊，並且規定了董事、高級管理人員等資訊的披露，以防止關聯交易。在臨時資訊披露報告中，應遵循重要性和及時性兩項標準，在影響上市公司股票市場價格或者影響投資者決策的情況下，及時地進行資訊披露。

3.2 披露資訊不實的法律責任

美國對於虛假資訊披露，處罰力度是極大的，除依法追究主要責任人，同時還要求其將公司通過虛假資訊所取得的非法收入加倍賠償給投資者，以彌補投資者的損失；這不但彌補了投資者的損失，還起到了一定的震懾作用。

4. 完善我國上市公司資訊披露制度的思考

我國應加強資訊披露制度的建設，借鑒美國關於上市公司資訊披露的相關規定，結合我國的實際情況，嚴厲打擊違法資訊披露行為。

4.1 健全有效的公司資訊披露制度

有效的公司資訊披露體系，在一定程度上可以保障披露資訊的品質，完善公司治理結構、建立公司資訊披露時效制度，可以緩解公司資訊不真實、不完整、不及時地披露。

4.1.1 完善董事會結構—促進資訊披露的真實性

從公司治理的角度出發，董事會治理是公司資訊披露的重要因素之一，良好的董事會運作模式可以促進公司真實的披露資訊。

第一，完善獨立董事制度，引入聲譽機制。雖然證監會已經發佈了關於獨立董事的指導意見，實際上獨立董事的獨立性還遠遠不夠。要提高獨立董事的獨立性，應將獨立董事的債權債務關係納入其考察範圍，同時引入聲譽機制，使獨立董事更加謹慎披露資訊；一旦獨立董事發生違規披露的情況，可以對該名董事的違規行為進行公告，聲譽機制可以有效的約束獨立董事，使他們更加關注公司資訊披露。

第二，設立股權激勵機制。公司設立股權激勵機制，可以顯著提高董事對於公司的責任感，當董事的利益更加趨同於股東，則會對公司未來的發展更為上心，便會加強對公司的管理，認真披露公司的有關資訊，以免由於資訊披露違法而給公司帶來不好的影響。

4.1.2 增強監事會的獨立性—保證資訊披露的完整性

監事會作為公司內部的主要監督機構，目的在於監督董事會、高層管理人員的行為，是公司治理結構的重要組成部分；加強監事會的獨立性，能有效監督公司的資訊披露。在現階段，監事會成員的薪酬由管理層決定，監事會在經濟上無法保持獨立，也就決定了監事會的監督行為受制於管理層。因此可以單列監事成員的薪酬，只有當監事經濟不受公司管理層的控制，才能更好發揮監事會的監督作用。

4.1.3 建立公司時效制度—提高資訊披露的時效性

第一，細化資訊披露的時長。根據相關規定，上市公司會計年報的披露時長為120日，相對於國外的年報時長60日、90日來說，披露時間較長，對資訊披露的時效性產生一定的影響，不利於投資者在第一時間進行調整分析決策。建議根據上市公司的規模，具體劃分年報資訊披露的時長，例如中小型上市公司的披露時間為60日，大型上市公司的披露時間為90日，嚴格把控時效性，有利於防止人為利用資訊披露時間而操縱市場。

第二，規範資訊披露的途徑。根據相關規定，上市公司需要在指定的網站或者報刊披露財務資訊，而每日報刊的版面有限，有可能出現即使上市公司提交報告，但公眾無法知曉的局面。應當統籌規劃好各地區上市公司的主要披露報刊，這樣不僅使得公眾更方便查閱，也可以緩解披露資訊多報刊版面少的局面；同時，在互聯網高速運行的時代，完善好資訊披露網站的功能建設，分類篩選資訊，都將為公眾帶來便利。

4.2 完善監管體系並加大懲戒力度

4.2.1 構建多層次資訊披露監管體系

上市公司規模大小不一，為保護中小股東、投資者以及公眾利益，應構建全方位多層次的資訊披露監管體系，政府監督、行業監管、企業自管、社會監督四位一體，以確保我國證券市場的穩步運行。

一是政府應完善法規缺陷，從法規上約束證券市場的行為。政府對資訊披露的監管主要是通過制定法規、政策，補充《證券法》、《公司法》中的空白，為資訊披露制度建立一個相對完善的法規體系；進一步加強對資訊披露內容的法規規定，明確違規界線，統一資訊披露的格式，對披露內容作出明確要求，有利於保障資訊披露的完整性，使政府在監管方面更加有效率，節省政府資源。

二是證券交易所應當強化監督管理，增加資訊披露途徑。首先，證監會作為國務院的直屬機構，是我國證券監管的領導者，在監管上應注重主要問題，對於細枝末節應給予證券交易所更多的權力，明確交易所在監管過程中的具體權利，對於一些比較適合交易所執行的事項，可以將權力下放，使作為監管第一線的證券交易所更好地發揮其職能；其次，證券交易所應注重事前審查，強化事後管理，在對於不符合法律規定的資訊披露上，及時進行通報批評，督促上市公司改正；最後，證券交易所可以通過在網站上設立專門的模組來進行違法資訊披露報導，以此方便公眾查閱和警示公司做好資訊披露。

三是加強上市公司內部資訊披露的監管，發揮公司部門的監管作用。強化公司內部審計，將審計部門獨立出來，直接對公司的獨立董事負責，由獨立董事來監管公司的財務資訊披露，保障財務資訊的真實、完整。

四是提高社會公眾參與的積極性，強化協力廠商機構的監督作用。公眾作為證券市場的重要參與者，對證券市場的交易異動較為敏感，鼓勵和提倡公眾進行監督，拓

寬對上市公司的監督管道，使得公眾在發現公司資訊披露不足時，可以通過提出建議、提起訴訟或者其他方式來監督上市公司，這在一定程度上有利於減輕監管部門的壓力；同時，強化協力廠商機構的監督作用，例如完善會計師協會對於公司財務報告審計評價細則，提高註冊會計師的監督意識，要求其對於自己所評估審計的報告負責，若有包庇、串通、製作虛假報告等違法、違規行為，應當一併處罰，明確其責任所在。

4.2.2 加大違法披露懲戒力度並完善民事訴訟制度

首先，在刑事責任上，法律雖然規定主要負責人的刑事責任，但由於違法資訊披露本質上屬於經濟犯罪，一般都是以經濟刑為主，限制人身自由的刑期短，不足以達到教化犯罪人的目的。因此，加重主要犯罪人的刑期處罰，使其人身自由受限，在一定程度上可以對犯罪人起到警示作用。

其次，行政責任過輕，對上市公司及其資訊披露義務人來說不痛不癢，沒有產生實質性效果，因此，對於違法違規的企業，應當加以苛責巨額罰款，從金錢賠償上使之不敢越界（羅海燕，2017）。

最後，增加懲罰性的民事賠償。對因違法違規的資訊披露造成投資人的損失，可以設置懲罰性的賠償機制，要求公司對投資人的損害承擔雙倍的賠償責任；若投資人的損失無法計算，則以公司違法收入為依據，承擔雙倍的賠償責任，以此增加上市公司資訊披露的違法成本。

5. 結論

實施良好的資訊披露行為是上市公司的一項基本義務（羅進輝，2014），健全的資訊披露制度可以更好地促使公司依法依規披露公司資訊，促進資訊真實、及時地披露，全方位多層次的監管體系有助於提升公司披露的自覺主動性，完整的資訊披露違法懲戒機制有利於資訊公開透明，最終達到證券市場健康發展、穩步運行的狀態。

參考文獻

1. 李麗冰（2015）。淺析我國上市公司資訊披露違規頻發的原因。時代金融，12，178-179。
2. 李東方（2013）。上市公司監管法論。北京：中國政法大學出版社，1，136。
3. 趙紅（2015）。上市公司信息披露的法律責任。企業改革與管理，11，150。
4. 白江（2015）。公司治理前沿法律問題研究。北京：法律出版社，1，223。
5. 郝旭光、黃人傑（2014）。資訊披露監管問題研究。財經科學，11，41-48。
6. 李文華（2015）。我國上市公司資訊披露違法違規監管執法問題研究。西南金融，1，56-60。
7. 羅海燕（2017）。淺析上市公司資訊披露存在的問題、原因及對策。時代金融，12，162。
8. 羅進輝（2014）。上市公司的資訊披露品質為何搖擺不定？投資研究，33(1)，134-152。

收稿日期：2020-11-02
責任編輯、校對：秦依漫、張穎