

论我国上市公司信息披露制度 On Information Disclosure System of Listed Companies in China

黄洁^{1*} 张芸²
Jie Huang Yun Zhang

摘要

上市公司信息披露制度,有利于资本市场的稳定发展。尽管在信息披露方面,已有相应的法律法规,但由于我国证券发展较晚,披露制度在一些方面仍有不足,违规事件屡有发生,既损害中小股东、投资者的利益,又影响证券市场的发展。因此,有必要从我国信息披露制度中的不足之处出发,借鉴美国的有关规定,对上市公司信息披露制度作出一定的修改。

关键词: 上市公司、信息披露、证券市场

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. 信息披露制度的意义

证券市场的信息披露制度是经济市场健康发展的基础,是证券法律制度的核心(李丽冰,2015)。指的是公司依照法律法规规定的形式,主动地将与本公司有关的信息对外公开的制度,以保障投资者及其他社会公众的知情权,并通过披露的信息对该公司进行监督。信息披露制度对于证券市场的发展至关重要。

1.1 信息披露保护投资者的利益

证券市场上,大多数投资者投资的目的都是希望能够获得更多的投资收益。为确保收益,投资者们都希望能投资经营状况良好、有收益前景的上市公司,而他们做出决定的依据就是公司所公开的信息。在证券市场上,相对于公司,投资者处于弱势地

¹ 厦门大学嘉庚学院法学院副教授 kit@xujc.com*通讯作者

² 厦门大学嘉庚学院法学院本科生

位，难以获得完整的公司信息；而资本市场瞬息万变，公司的经营状况、发展战略以及风险都处于不断变化中，若上市公司不及时进行信息披露，则有可能影响到一般投资者的利益。有效的信息披露制度可以保障证券市场健康发展，减少信息不对称的问题，上市公司真实、完整、及时地公开公司相关信息，有利于投资者做出正确的分析判断。

1.2 信息披露有助于优化公司内部管理

信息披露不仅要求上市公司将自己的经营情况、财务状况向公众公开，同时要求上市公司将内部股东股权变动、内部重要人员流动以及内部交易等信息一并公开，这种强制性的公开内容对公司内部管理有一定的压力，因其所披露的信息始终处于阳光下，上市公司必须重视内部管理，并采取改进措施以提高公司治理水平，提升公司经济效益；同时，有效的信息披露在一定程度上，使公司的交易信息受到社会公众的监督，对公司内部人员的行为起到监管作用，能促使公司内部人员加强自我管理，内部管理体制得以优化。

1.3 信息披露有利于证券市场的资源配置

投资者依据信息披露人公布的上市公司相关信息做出投资决策，发展前景广阔、具有良好收益的公司能获得投资者的支持，而经营效益差，不符合社会需求的公司则只能退出市场，从而实现资源的优化配置；但如果投资者无法获得真实、准确、及时的信息，那么投资者无法判断所要投资的公司是否具有盈利价值，投资者有可能误将资金投入低盈利的公司，致使投资者亏损，从而造成资本市场不景气、效率低下。因此，合法合规的信息披露要求公司更加注重投资者的投资安全，并促进公司优化内部管理结构；同时，信息披露制度在市场资源配置中也发挥着重要作用，尤其是当投资者需要依据公司披露的内容来进行选择投资时，规范信息披露制度就显得尤为重要。

2. 我国上市公司信息披露制度存在的问题

在我国，信息披露的相关规定日渐成熟，《公司法》、《证券法》确定了信息披露的基本规则，规定了在信息披露的内容，以及违反信息披露义务所带来的法律责任，《上市公司信息披露管理办法》等行政法规、部门规章则在上位法的范围内，对公司信息披露制度的程序、格式等作出了更为详细的规定；但由于我国证券市场较为年轻，上市公司信息披露制度仍有不足，各种违反信息披露制度的行为层出不穷，严重影响了证券市场的稳定性并损害投资者利益。

2.1 上市公司信息披露内容不规范

2.1.1 上市公司信息披露不真实

上市公司所公布的信息能否真实的反映公司的实际情况，是投资者能否正确做出投资的基础，没有真实的信息，投资者谈何选择。信息披露人为了公司形象，为了经营利益的增加，虚假披露或者隐藏重要信息的现象屡增不减。个别公司为了取得上市资格，在证券发行阶段就违反法律、法规，虚假披露；某些公司不愿意面临退市风险，用“良好”的数据来“粉饰”会计账簿，使投资者误认为该公司经营状况依旧良好、发展前景乐观，因此错误判断并对其投资。虚假的信息披露，使投资者收益减损，对证券市场丧失信心，同时还严重影响市场的资源配置，使得真正可以做大做强的企业没有得到应得的资金投入。信息披露的关键是提高证券信息的充分性、真实性（李东方，2013）。

2.1.2 上市公司信息披露不完整

不完全信息披露主要表现在上市公司在进行信息披露时，大多都以简单陈述为主，披露信息内容不足，不充分披露重要信息，故意隐瞒信息，特别是在财务报表方面，对重要的财务信息经常简而略之。从公司的角度考虑，全面的信息披露在很多情况下不利于公司利益的提升，同时会将自己的运营缺陷暴露在其他公司的视野中，容易在市场竞争中处于被动态势；并且，对于企业发展中的困境和不利因素，例如公司负债情况、公司偿债能力、公司环境责任、公司社会责任等等，信息披露义务人在公开信息时往往三言两语，甚至有些公司避而不谈，使投资者无法全面了解公司的实际情况，不能真正权衡利弊地进行投资。

2.1.3 上市公司信息披露不及时

信息披露不及时也问题之一。公司经营是一个持续动态的过程，投资者不可能像管理者那样清楚公司经营的变化，而信息披露的及时与否与股票价格息息相关（赵红，2015）。如果公司信息披露及时，基于对价格利益的追求，投资者能够迅速获取到信息，快速做出是否改变投资项目的决策；但是一旦信息披露不及时，不仅使投资者无法及时做出投资判断，而且会使得一些心怀不轨的内幕人员从中利用时间差进行交易，以牟取暴利，这对于投资者来说，显然是不公平的。

2.2 上市公司信息披露监管处罚不到位

2.2.1 上市公司信息披露监管不严

监管力度影响上市公司信息披露的有效性，从我国实际情况来看，信息披露监管力度仍显不足。首先，证券交易所监管权限界限不清，导致证券监管效力低下（白江，2015）。根据《证券法》第115条的规定，证券交易所负责监督上市公司信息披露的内容，但由于处罚权的规定较为原则，没有明确证券交易所在监管过程中具体拥有的权力，可以制止哪些主体的行为，导致证券交易所的监管权在实际操作中难以实施，一旦发现问题，无法采取相应的措施，使监管效力大打折扣。

其次，第三方监督机构没有发挥出应有的监管作用。作为证券市场的重要参与者，会计事务所、律师事务所等第三方机构，对公司披露信息的认可说明有利于增强投资者的信心；但是这些机构若没有发挥好监督作用，甚至为上市公司逃避法律责任而出谋划策，容易发生虚假报告，严重影响证券交易的行为。

最后，上市公司信息披露的目的，考量出现偏差。从上市公司信息披露的目的来看，应以保护投资者利益优先，再通过信息披露这种方式，使得上市公司的内部治理得到提升；但实际上，证监会和证券交易所在对于上市公司的监管方面，出发点和落脚点都在上市公司的发展上，对于实际上是否能保护投资者的利益往往未予以重视，使得上市公司有时会“肆无忌惮”，披露信息不规范。

2.2.2 信息披露违规惩戒力度不足

上市公司信息披露违规惩戒力度不足，无论是刑事责任、行政责任还是民事责任，责任都过轻。在刑事责任方面，法律制度设计偏差，违法成本低（郝旭光与黄人杰，2014）。对于严重违法的信息披露人很少采用刑事责任，这使信息披露人抱有侥幸心理，在一定程度上增加了犯罪率；在行政责任方面，一般不会受到严重的制裁，只有简单的行政处罚，比如警告、罚款，并不会对信息披露义务人产生实质性的影响；在民事责任方面，法律虽有明确规定在何种情况下，投资人可以根据实际损失来确定

赔偿标准，但是由于程序设计繁琐，诉讼时间长，而受害人得到的赔偿金额少，维权成本高，导致许多投资者的损失只能由自己买单。

可见我国上市公司信息披露制度存在两个问题：一是公司信息披露内容不规范；二是公司信息披露监管不严，惩处力度不足（李文华，2015），因此有必要进一步完善上市公司信息披露制度。

3. 美国上市公司信息披露制度

信息披露制度确立于英国，完善在美国。美国作为当今世界上信息披露法律制度最成熟的国家之一，在某些规定方面，值得我们学习和借鉴。

3.1 持续性信息披露规定细致

持续信息披露主要有年度信息披露报告和临时信息披露报告。在年度报告中，美国对于公司管理财务报表、会计账簿等方面的要求较细，特别是在财务状况这方面，要求上市公司必须披露过去 5 年的财务信息，并且规定了董事、高级管理人员等信息的披露，以防止关联交易。在临时信息披露报告中，应遵循重要性和及时性两项标准，在影响上市公司股票市场价格或者影响投资者决策的情况下，及时地进行信息披露。

3.2 披露信息不实的法律责任

美国对于虚假信息披露，处罚力度是极大的，除依法追究主要责任人，同时还要求其将公司通过虚假信息所取得的非法收入加倍赔偿给投资者，以弥补投资者的损失；这不但弥补了投资者的损失，还起到了一定的震慑作用。

4. 完善我国上市公司信息披露制度的思考

我国应加强信息披露制度的建设，借鉴美国关于上市公司信息披露的相关规定，结合我国的实际情况，严厉打击违法信息披露行为。

4.1 健全有效的公司信息披露制度

有效的公司信息披露体系，在一定程度上可以保障披露信息的质量，完善公司治理结构、建立公司信息披露时效制度，可以缓解公司信息不真实、不完整、不及时地披露。

4.1.1 完善董事会结构—促进信息披露的真实性

从公司治理的角度出发，董事会治理是公司信息披露的重要因素之一，良好的董事会运作模式可以促进公司真实的披露信息。

第一，完善独立董事制度，引入声誉机制。虽然证监会已经发布了关于独立董事的指导意见，实际上独立董事的独立性还远远不够。要提高独立董事的独立性，应将独立董事的债权债务关系纳入其考察范围，同时引入声誉机制，使独立董事更加谨慎披露信息；一旦独立董事发生违规披露的情况，可以对该名董事的违规行为进行公告，声誉机制可以有效的约束独立董事，使他们更加关注公司信息披露。

第二，设立股权激励机制。公司设立股权激励机制，可以显著提高董事对于公司的责任感，当董事的利益更加趋同于股东，则会对公司未来的发展更为上心，便会加强对公司的管理，认真披露公司的有关信息，以免由于信息披露违法而给公司带来不好的影响。

4.1.2 增强监事会的独立性—保证信息披露的完整性

监事会作为公司内部的主要监督机构，目的在于监督董事会、高层管理人员的行为，是公司治理结构的重要组成部分；加强监事会的独立性，能有效监督公司的信息披露。在现阶段，监事会成员的薪酬由管理层决定，监事会在经济上无法保持独立，也就决定了监事会的监督行为受制于管理层。因此可以单列监事成员的薪酬，只有当监事经济不受公司管理层的控制，才能更好发挥监事会的监督作用。

4.1.3 建立公司时效制度—提高信息披露的时效性

第一，细化信息披露的时长。根据相关规定，上市公司会计年报的披露时长为120日，相对于国外的年报时长60日、90日来说，披露时间较长，对信息披露的时效性产生一定的影响，不利于投资者在第一时间进行调整分析决策。建议根据上市公司的规模，具体划分年报信息披露的时长，例如中小型上市公司的披露时间为60日，大型上市公司的披露时间为90日，严格把控时效性，有利于防止人为利用信息披露时间而操纵市场。

第二，规范信息披露的途径。根据相关规定，上市公司需要在指定的网站或者报刊披露财务信息，而每日报刊的版面有限，有可能出现即使上市公司提交报告，但公众无法知晓的局面。应当统筹规划好各地区上市公司的主要披露报刊，这样不仅使得公众更方便查阅，也可以缓解披露信息多报刊版面少的局面；同时，在互联网高速运行的时代，完善好信息披露网站的功能建设，分类筛选信息，都将为公众带来便利。

4.2 完善监管体系并加大惩戒力度

4.2.1 构建多层次信息披露监管体系

上市公司规模大小不一，为保护中小股东、投资者以及公众利益，应构建全方位多层次的信息披露监管体系，政府监督、行业监管、企业自管、社会监督四位一体，以确保我国证券市场的稳步运行。

一是政府应完善法规缺陷，从法规上约束证券市场的行为。政府对信息披露的监管主要是通过制定法规、政策，补充《证券法》、《公司法》中的空白，为信息披露制度建立一个相对完善的法规体系；进一步加强对信息披露内容的法规规定，明确违规界线，统一信息披露的格式，对披露内容作出明确要求，有利于保障信息披露的完整性，使政府在监管方面更加有效率，节省政府资源。

二是证券交易所应当强化监督管理，增加信息披露途径。首先，证监会作为国务院的直属机构，是我国证券监管的领导者，在监管上应注重主要问题，对于细枝末节应给予证券交易所更多的权力，明确交易所在监管过程中的具体权利，对于一些比较适合交易所执行的事项，可以将权力下放，使作为监管第一线的证券交易所更好地发挥其职能；其次，证券交易所应注重事前审查，强化事后管理，在对于不符合法律规定的信息披露上，及时进行通报批评，督促上市公司改正；最后，证券交易所可以通过在网站上设立专门的模块来进行违法信息披露报道，以此方便公众查阅和警示公司做好信息披露。

三是加强上市公司内部信息披露的监管，发挥公司部门的监管作用。强化公司内部审计，将审计部门独立出来，直接对公司的独立董事负责，由独立董事来监管公司的财务信息披露，保障财务信息的真实、完整。

四是提高社会公众参与的积极性，强化第三方机构的监督作用。公众作为证券市场的重要参与者，对证券市场的交易异动较为敏感，鼓励和提倡公众进行监督，拓宽

对上市公司的监督渠道,使得公众在发现公司信息披露不足时,可以通过提出建议、提起诉讼或者其他方式来监督上市公司,这在一定程度上有利于减轻监管部门的压力;同时,强化第三方机构的监督作用,例如完善会计师协会对于公司财务报告审计评价细则,提高注册会计师的监督意识,要求其对于自己所评估审计的报告负责,若有包庇、串通、制作虚假报告等违法、违规行为,应当一并处罚,明确其责任所在。

4.2.2 加大违法披露惩戒力度并完善民事诉讼制度

首先,在刑事责任上,法律虽然规定主要负责人的刑事责任,但由于违法信息披露本质上属于经济犯罪,一般都是以经济刑为主,限制人身自由的刑期短,不足以达到教化犯罪人的目的。因此,加重主要犯罪人的刑期处罚,使其人身自由受限,在一定程度上可以对犯罪人起到警示作用。

其次,行政责任过轻,对上市公司及其信息披露义务人来说不痛不痒,没有产生实质性效果,因此,对于违法违规的企业,应当加以苛责巨额罚款,从金钱赔偿上使之不敢越界(罗海燕,2017)。

最后,增加惩罚性的民事赔偿。对因违法违规的信息披露造成投资人的损失,可以设置惩罚性的赔偿机制,要求公司对投资人的损害承担双倍的赔偿责任;若投资人的损失无法计算,则以公司违法收入为依据,承担双倍的赔偿责任,以此增加上市公司信息披露的违法成本。

5. 结论

实施良好的信息披露行为是上市公司的一项基本义务(罗进辉,2014),健全的信息披露制度可以更好地促使公司依法依规披露公司信息,促进信息真实、及时地披露,全方位多层次的监管体系有助于提升公司披露的自觉主动性,完整的信息披露违法惩戒机制有利于信息公开透明,最终达到证券市场健康发展、稳步运行的状态。

参考文献

1. 李丽冰(2015)。浅析我国上市公司信息披露违规频发的原因。时代金融,12,178-179。
2. 李东方(2013)。上市公司监管法论。北京:中国政法大学出版社,1,136。
3. 赵红(2015)。上市公司信息披露的法律责任。企业改革与管理,11,150。
4. 白江(2015)。公司治理前沿法律问题研究。北京:法律出版社,1,223。
5. 郝旭光、黄人杰(2014)。信息披露监管问题研究。财经科学,11,41-48。
6. 李文华(2015)。我国上市公司信息披露违法违规监管执法问题研究。西南金融,1,56-60。
7. 罗海燕(2017)。浅析上市公司信息披露存在的问题、原因及对策。时代金融,12,162。
8. 罗进辉(2014)。上市公司的信息披露质量为何摇摆不定?投资研究,33(1),134-152。

收稿日期:2020-11-02
责任编辑、校对:秦依漫、张颖