

论上市公司信息披露制度体系的建立

程 乐^{1, 2a}, 周海挺^{2b}

(1. 香港城市大学人文与社会科学学院, 香港; 2. 浙江工商大学 a. 外语学院; b. 法学院, 浙江杭州 310035)

摘 要: 信息披露制度体系是上市公司正常运营、投资者理智投资与主管部门有效管控的前提。本文认为, 完整的信息披露体系应该包括初次信息披露制度与持续信息披露制度, 以及法律责任及救济制度。信息披露应该是贯穿上市公司全过程(包括其组建), 重要性则是信息披露的核心词汇, 可以综合考虑投资者决策标准与证券价格标准, 以列举的方式明文规定应依法予以披露的重大信息、允许不予公开披露的信息、保密性披露的信息以及后两种信息应予以公开披露的情形。至于衡量未经列举的信息是否重大时, 则以证券价格标准为一般原则进行筛选。责任与权利的一体化则是法律的应有之义, 建议启动多层面的责任体系。

关键词: 上市公司; 信息披露; 重要性; 制度体系; 责任体系

一、引 言

完整的信息披露制度体系应该包括上市公司初次信息披露制度、上市公司持续信息披露制度和法律责任及救济制度。笔者认为, 上市公司初次信息披露、持续信息披露所涉及的信息对于投资者而言, 具有同等重要的意义, 都是其投资决策的依据, 因而两者所引起的法律义务应具有同质性, 所以应有统一的法律责任及救济制度予以支撑。

关于信息披露体系, 笔者认为, 完整的信息披露体系应该包括初次信息披露制度与持续信息披露制度。披露责任, 如同披露内容、时间、手段一样, 可以归到披露制度下, 这正好可以体现义务与责任的一体性; 至于发行人身份信息初次信息披露, 应该归入初次发行披露。初次发行披露包括发行申请材料、招股说明书、上市承诺、上市公告书以及已上市公司发行新股的信息披露等; 持续披露包括定期报告和临时报告。定期报告包括年度报告、半年度报告、季度报告, 其他报告为临时报告。

二、初次信息披露

初次信息披露即证券发行披露, 主要是指证券发行人或上市公司的证券发行和上市是依照法律规定进行的信息披露。在法律上, 证券发行是一个整体性的概念, 它所包含的是公司初次申请发行证券; 初次发行证券公司申请挂牌上市; 已经上市公司发行新股以及已上市公司大股东转让大批股份等交易行为。¹ 证券发行信息披露制度“不完全等同于公司信息继续公开, 它侧重于为一般投资者在对发行证券投资价值做出合理判断是提供基本条件”。²

【作者简介】

程乐(1976-), 男, 硕士, 香港城市大学人文与社会科学学院哲学博士候选人, 浙江工商大学外语学院讲师; 研究方向: 法律与语言, 法律哲学。

周海挺(1971-), 男, 浙江工商大学法学院讲师, 民商法硕士; 研究方向: 法学。

¹ 齐斌. 证券市场信息披露法律监管[M]. 法律出版社, 2000: 124.

² 王保树主编. 商事法论集(一)[M]. 法律出版社, 1996: 268.

沪深新股票上市规则要求上市公司向本所申请办理新股发行事宜时，应当提交新股发行、上市的预计时间安排，新股发行具体实施方案和发行公告，配股说明书、增发招股意向书或者增发招股说明书。³上市公司申请新股的可流通股部分上市时，应当按照证监会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第五号——公司股份变动报告的内容与格式》编制股份变动报告及上市公告书。⁴

比较海外证券上市公司的初次信息披露制度，主要有以下三个特点：一是以招股说明书为主要形式，而且招股说明书所要求的内容框架基本一致。二是上市公司初次信息披露在具体做法上存在着细微的差别：如多数市场要求上市公司在上市前发布上市公告，部分市场无这一要求；有的上市公司在正式招股前须发布初步招股说明书，而多数市场只需发布正式招股说明书即可；个别市场如台湾采取较为独特的方式进行上市前的信息披露例如召开上市前业绩发布会，而其他市场则没有这一要求。三是不同层次的市场对上市公司招股说明书的要求并不完全相同，总的来说，创业板市场对招股说明书的要求更为严格，不仅表现为需要披露的内容多，而且在部分内容上如对公司业务发展目标的详细描述、公司董事及主要管理人员的情况、风险因素分析、风险警告说明等的要求较主板市场更为严格。⁵

三、持续信息披露

持续信息披露制度分为两类：一是定期披露，即信息披露是在可预见的固定的使劲间隔内做出的；二是临时披露，其所披露的信息是无法实现预见的，因为该信息披露往往是因为发行人的重大变动而引起的，这种变动情势绝不会表现为周期性或完全重复性。持续信息披露制度要求发行人在证券发行后仍然依照法定规则持续提供信息，具有双重目的：使二级市场持续地拥有评估公司证券投资价值的信息；同时使所有市场参与者能公平地获取公司的重大信息。该制度的存在使证券定价及其投资价值评估具有基础：对现有证券持有人而言，这关系到是出售还是继续持有证券；对潜在投资者而言，这关系到是否购买证券。持续信息披露还能增加对上市公司商业运作的公众监管，加强股东权利的行使，限制和阻止管理者不当行为和欺诈的发生，增强上市公司的透明度，维护市场信心，同时也促进投资的公平性。⁶

1. 定期报告

定期报告主要包括年度报告、半年报告（即中期报告）、季度报告和月度报告。报告的性质不同，所要求披露的内容不完全相同。市场不同，对定期报告披露的频率即报告间隔也不一样。其中，年度报告和中期报告的内容最为全面，也是各主要上市公司定期报告的主要形式，部分证券市场要求上市公司提供季度报告，但在内容上略少于年度报告和中期报告，而月度报告的披露内容为最少，且只有个别市场要求上市公司披露月度报告。

沪深新股票上市规则明确上市公司定期报告包括年度报告、半年度报告和季度报告。年度报告的披露时限为会计年度结束之日起的四个月内（即次年的4月30日之前），半年度报告的披露时限为上半年结束之日起的二个月内（即当年的8月31日之前）。上市公司需要披露的季度报告分别为第一季度报告（当年4月30日之前完成）和第三季度报告（当年10月31日之前完成）。上市公司无法在上述规定时限内完成定期报告的编制、报送和披露工作的，应及时向沪深证交所报告，并履行相应的信息披露义务。此外，新

³ 上海证券交易所股票上市规则[S]，2004：5.2.1。

⁴ 上海证券交易所股票上市规则[S]，2004：5.2.4。

⁵ 中国证监会、深交所课题组关于“改进我国上市公司信息披露制度问题”的政策建议报告[J]. 中国金融资本政策情报研究，2002，7（140）。

⁶ 齐斌. 证券市场信息披露法律监管[J]. 法律出版社，2000：130 - 131。

规则确立了上市公司定期报告披露中的均衡披露原则⁷，建立了及时进行业绩预告的制度，并要求上市公司在出现业绩提前泄露情况下，及时进行业绩初步披露。

2. 临时报告

临时报告是指上市公司按有关法律法规及规则规定，在发生重大事项时需向投资者和社会公众披露的信息，是上市公司持续信息披露义务的重要组成部分。在实际中，上市公司临时报告制度主要应解决的问题是其披露标准。

临时报告的披露标准主要有两个：一是重要性标准；二是及时性标准。前者衡量的是上市公司所需披露事项的性质，后者解决的是上市公司披露重大事项的择时。及时性对于信息披露的重要意义已是不言而喻，各国证券立法与证券主管部门都已对此予以特别的关注。所以，本文在此主要探讨重要性标准。确定适宜并明确的重要性标准一直是各国或地区证券立法的理想，但是这一工作绝非易事。一方面，信息是否重要本身就具有相对性，一件具体事项的发生对于不同的主体，因其规模、利润、资产、商业运营性质及其它因素的不同，重要性的意义并不等同；另一方面，确定重要性标准还存在一个平衡问题，即重要性标准既要使上市公司披露一切投资者做出合理投资决策所需要的信息，同时又不能事无巨细全部披露，否则既增加公司成本又增加投资者选择负担。

美国证券立法与实践采用“投资者决策标准”，即重大性的标准并不取决于对陈述的完全字面理解，而是取决于合理的投资者准确获知信息的能力，即一个合理的投资者是否认为该项事实具有重要意义，而不必证明投资者本来会有不同的做法。⁸美国学者 David L. Ratner 认为，所谓“重要事实”是指一个谨慎的投资人在做出一个明智的投资决策前应当知道的事实，不管该投资人是否购买该证券。⁹联邦最高法院在一系列关于代理说明的案件中特别强调了“重大性”问题，为美国联邦法院引用最多的是 TSC 案中所确立的确实可能性原则，即只有理性的投资者确实认为某一信息非常重要、并影响其投资决策时，该信息才具有重要性。¹⁰

中国对于信息重要性所采取的是二元标准，即对招股说明书和定期报告适用“投资者决策标准”，而对临时报告适用“股价敏感标准”。¹¹笔者认为，这种立法考虑具有一定的合理性，两种判断标准也各有自身的利弊。投资者决策标准涉及的因素及考虑的范围远比股价敏感标准广泛，投资者决策标准要求上市公司站在投资人的立场上评价信息的重要性从而决定是否披露，此时公司必须考虑的不完全是某信息披露对自身的影响，而更多的是考虑对投资者的影响，更能体现现代证券法保障投资利益的精髓¹¹，但该标准具有较大的主观性，在司法实践中也容易产生法官的自由裁量，裁判标准的不确定性容易滋生权力滥用近而是利益关系人的信心受挫和司法失威；股价敏感标准仅仅要求上市公司考虑信息对证券价格的影响，虽然价格是影响投资者决策的主要因素，但由于侧重的是价格，因此体现的是买者自负风险原则¹¹，不过该标

⁷ 《上海证券交易所股票上市规则》6.2条明确本所对上市公司定期报告的披露采用均衡披露的原则，规定“在每次定期报告披露前，上市公司应当通过本所外部网上市公司专区向本所预约定期报告披露时间。对于逾期未进行预约的公司，本所将根据情况指定其披露日期。本所将于预约完成后在本所网站公布定期报告的披露顺序。上市公司应当按照约定的日期安排定期报告披露工作”。

⁸ 如，McMaha公司诉Wherehouse Entertainment公司案，900F. 2d 576,579（第二巡回法院1990），拒绝调查令501 U.S. 1249,111 S. Ct. 2887, 115 L. Ed. 2d 1052（1991）（“一些字面上真实的陈述也有可能通过其上下文和陈述的形式变成误导投资者的工具”）。

⁹ David L. Ratner. (1990) Securities Regulation: Selected Statutes, Rules and Forms. West Pub. Co., 172。

¹⁰ TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438,449（1976）。在该案中，双方就公开收购所涉及的授权委托书说明中的不完整及误导信息是否具有重要性发生争议。法院认为如果理性投资者将会在决定如何投票时认为该事实是重要的，并且遗漏的信息对于该投资者而言，将会显著改变可以获得的全部信息的含义，则该信息是重大的。法院将必须披露的信息的标准规定得较为严格，主要是为了防止管理者害怕自己负担民事责任而将投资者淹没在琐碎信息中，不利于其做出投资决策。

¹¹ 张瑞彬. 中外上市公司信息披露制度体系比较[C]. 中国证券市场前沿理论问题研究，2002。

准具有客观性，以证券价格作为一个有力的客观参照物来衡量信息是否重大，不失为一个更客观的选择。

鉴于以上考虑，笔者建议在确定信息的重要性时，证券立法与司法实践不妨在评析证券交易实践的基础上，综合考虑投资者决策标准与证券价格标准，以列举的方式明文规定应依法予以披露的重大信息、允许不予公开披露的信息、保密性披露的信息以及后两种信息应予以公开披露的情形。至于衡量未经列举的信息是否重大时，则以证券价格标准为一般原则进行筛选。

四、信息披露法律责任及救济

从证券发展的历史来看，海外证券监管的重点在于初次信息披露，主要是初级市场招股说明书的审查与评价，而对于法定持续信息披露则缺乏较为典型的责任规定。若招股说明书中存在虚伪陈述，购买证券的投资者可以获得有效的法定民事救济，而在二级市场上购买同类证券的投资者则不然。类似地，在自愿性持续信息披露（如在新闻发布会、股东说明会或公司网站上公司发言人所作的口头陈述）中，没有关于虚伪陈述的法定诉讼权利。但是，对于投资者而言，一级市场上的初次信息披露于二级市场上的持续信息披露应该没有太大的区别，因为作为投资者判断依据的是信息本身。“由于历史的原因而导致把招股说明书披露和持续性及时披露视为互相独立的制度并不符合现代政策，将一个单一的主题——信息披露进行分隔是违反逻辑的，并且损害了由现代科技所带来的信息交流优势的实现”。¹²并且，证券监管的主要目标之一，是通过保障投资者充分、完整、准确、及时获取与上市公司证券相关的信息基础上做出投资决策，从而促进市场有效运转，而两种信息披露制度尤其是与其相关的责任制度的分隔是与该监管初衷有所背离的。更何况海外主要证券市场有关数据显示，现今绝大部分的交易是在二级市场进行的。¹³

因此，笔者建议可以考虑建立统一的责任制度，对违反披露义务的行为进行统一规制。在美国，上市公司信息披露的法律责任主要由联邦证券法规范；在加拿大，在英国为金融服务法、证券公开发行规章及公司法；在日本主要是证券交易法、公司法和有限公司法；在德国为有价证券交易法、证券发行说明书法和证券交易所法；在法国主要为民法典；在香港主要有保障投资者条例、证券条例、公司条例、失实陈述条例、盗窃罪条例等；在台湾主要体现在证券法和公司法中。除法律法规和行政规章外，证券交易所的市场规则及（或）其与上市公司签订的上市协议中也规定了上市公司违反信息披露规定应负的责任，以及证券交易所可采取的处罚。

综合海外主要证券市场的分析，笔者认为违反信息披露制度所引发的法律责任形式及救济主要表现为：

1. 准刑事责任

除非发行人或公司不知道并且也不应该知道所进行的披露是具有误导性或不真实的，否则应该承担准刑事责任。上市公司向证券交易监管部门或其授权部门所递交的任何材料、证据或其他依法应该提交的文件中若根据当时情势在重大信息方面存在误导、不实或未按规定陈述事实，则可处以一百万以下的罚款、两年以下的监禁或两者兼而有之。¹⁴准刑事责任也应适用于授权、允许或默许做出上述违法行为的董事或高级职员。¹⁵

2. 刑事责任

美国联邦证券法规定，在交易所上市的公司和在场外市场挂牌的公司，如果故意违反联邦证券法的注册与反欺诈条款，均可构成犯罪。美国 2002 年 7 月 30 日经美国总统布什签署生效的《2002 年萨班斯——奥克斯立法案》规定：故意提供虚假财务报告、故意销毁、隐匿、伪造财务报告、证券欺诈等犯罪行为处

¹² James Baillie. (1973). *Securities Regulation in the Toronto*. A studies in Canadian Company Law, Butterworths, p364.

¹³ TSE Canadian Shareowners Study (released June 1, 2000).

¹⁴ Subsection 122(2) of the Ontario Act.

¹⁵ Subsection 122(3) of the Ontario Act.

以重典（涉嫌财务报告的犯罪行为最高可处 20 年监禁，欺诈的犯罪行为则最高可处 25 年监禁）。

3. 行政责任

当上市公司某项行为涉嫌违法时，美国证券交易委员会可主动进行调查，若证据成立就可以提交司法部处理，也可直接在相关地区法院起诉，请求法院发出禁令，禁止行为人进一步违反联邦证券法，还可并处矫正性处罚，以使违法者对自己的行为有所警觉。根据法律授权，美国证券交易委员会还可以对任何违反证券法的人士发出“停止息念令”，令其停止违规行为并打消将来违反法规的念头。当上市公司的董事或高级职员违反联邦证券法时，美国证券交易委员会有权提出诉讼，禁止其继续担任该职务。

4. 民事责任

在美国证券法民事责任体系中，按起诉主体不同，可将民事责任分为由美国证券交易委员会提起诉讼的民事责任和由私人提起诉讼的民事责任。其中，由美国证券交易委员会提起诉讼的民事责任，委员会可对任何违反有关法律法规、或受到“停止息念令”行政处罚的人士，提起司法程序，对该人士施以从 5 万美元到 50 万美元不等的民事处罚。就举证原则而言，美国在证券诉讼中采用举证责任倒置原则；美国 1933 年证券法规定：（1）第三方投资者无须负担举证责任，投资者只需说明经审计的财务报表存在严重错报或遗漏即可。（2）管理当局与中介机构具有举证责任；说明已实施了适当的程序；被告的会计报表或审计报告没有错误，原告的所有损失或部分损失是由财务报表以外的原因引起的。就诉讼形式而言，美国确立了股东集体诉讼代位制。

5. 自律组织制裁

证券交易所的处罚是上市公司信息披露违规，特别是持续性信息披露违规的主体，证券交易所对于上市公司在信息披露中违反上市规则或上市协议有包括警告、罚款、行业内通报批评、变更证券交易方式、认定上市公司有关责任人不具备某些执业资格、停市、取消上市资格、报送上级主管机关处理等多种处罚手段，对上市公司具有相当的威慑力与约束力。

（责任编辑：裴中华、陆军香）

（上接第62页）

存在着一些重要的问题，比如：电子商务的安全、网上支付、法律以及商家信誉等方面的一些问题也应该引起足够的重视，这样才能适应企业电子商务发展，增强企业竞争力。

三、结束语

电子商务不仅改变了企业营销方式，而且推动了企业对管理理念、决策方式的战略性思考和变革。随着我国加入 WTO，中小企业应抓住这一有利时机，充分利用网络资源，增强自身的竞争力，实施和发展电子商务，为企业的发展创造新的契机。

参考文献：

- [1] 郑艳娟，任超杰等. 发展电子商务助推中小企业[J]. 企业纵横，2004（20）.
- [2] 朴春慧，成玉江等. 中小企业实施电子商务的策略[J]. 企业纵横，2004（24）.
- [3] 汪成. 企业电子商务存在的问题及对策[J]. 科技情报开发与经济，2005（2）.

（责任编辑：裴中华、闰渺）