

注册制下我国上市公司信息披露制度的重构与完善

郭 雳

(北京大学法学院,北京 100871)

摘要:注册制改革把对公司进行价值判断的权利更多地交还投资者,而要避免可能随之而来的“柠檬市场”,则须进一步完善我国的信息披露制度。从信息披露系统内部看,我国资本市场信息尚未实现有效流动,存在“信息堆积”现象;从信息披露系统外部看,机制参与主体单一,对信息披露质量的监督力量匮乏。重构上市公司信息披露制度,需要进行披露内容形式简明化与有效化改革,完成信息披露由“监管者导向”向“投资者导向”的逻辑转变;同时,有必要引导证监会之外的市场多元主体力量在信息披露机制中发挥更大作用,推动注册制下的中国证券市场持续革新。

关键词:投资者导向信息披露;简明有效披露;多元互动监管;注册制;中概股

中图分类号:DF438 **文献标志码:**A **文章编号:**1000-2154(2020)09-0092-10

DOI:10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2020.09.008

Restructuring and Upgrading of the Information Disclosure System for Chinese Listed Companies within the Registration—Based IPO Reform

GUO Li

(School of Law, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: The registration-based IPO system reform ongoing in China has rendered the decision making power back to the investors on where and how to invest, yet an upgraded disclosure regime is required to avoid some possible “lemon market” for listed companies. Currently the information flow is oftentimes either inadequate or redundant, and the checking market powers are largely missing aside from the regulator. Therefore the underlying philosophy for disclosure should be retuned from the regulator-oriented paradigm towards the investors-oriented one, where the focus is placed upon the plain and effective information disclosure. At the same time, it is necessary to guide the multiple market forces outside the CSRC to play a greater role in the information disclosure mechanism and promote the continuous innovation of China’s securities market under the registration system.

Key words: investors-oriented disclosure; plain and effective disclosure; multiple-parties interactive regulation; registration-based IPO system; China concept listed companies (in the U. S.)

新《证券法》的实施令我国股票发行进入注册制时代。与此同时,作为资本市场核心制度之一的信息披露制度也会面临新的挑战。由核准制向注册制的转变,意味着监管者需要在政府干预与市场调控之间寻求新的平衡。这种转变也对信息披露的质量、结构及运行逻辑提出更高的要求。

信息披露制度是一个巨大而精细的系统,由一系列基本原则及各式具体规则交织而成,涉及披露义务人、信息使用者、监管者等多方主体,并贯穿企业设立、上市、运营、(甚而有时)退市乃至破产清算的整个

收稿日期:2020-07-11

基金项目:国家社会科学基金研究专项(18VSJ050)阶段性成果

作者简介:郭雳,男,教授,博士生导师,法学博士,教育部“长江学者奖励计划”青年学者,主要从事经济法学、国际法学研究。

阶段。注册制实施背景下,信息披露理念亟待完成由“监管者导向”向“投资者导向”的逻辑转变,信息披露应充分考虑信息使用者需求,由此带动信息披露制度规则实现整体革新,提高发行人、投资者、监管部门、中介机构等多方主体的参与程度。完善注册制下的信息披露制度,不是一味地强调信息“越多越好”,而应当着力提高信息披露质量,疏解存在于各主体间的信息不对称,促进资本市场良性发展。

一、现阶段我国信息披露领域存在的问题

信息披露制度是金融法中的重要制度之一。由一系列原则及规范构成的信息披露制度,是消除存在于市场参与主体间的信息不对称,实现证券市场配置效率,保护投资者利益的基础制度。基于证券产品的复杂性、虚拟性以及交易方式的特殊性,信息不对称问题尤为突出,这决定了信息披露在整个资本市场运行过程中处于中心和基础地位。^①2020年3月,经第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过的新修订的《证券法》(以下简称新《证券法》)正式开始实施,标志着我国证券发行制度由“核准制”迈入“注册制”时代。注册制改革是一项系统性工程,需要与之匹配的新型信息披露制度的支撑。

(一) 信息输出与信息接受的双重障碍

“一部证券法,洋洋洒洒万言,归根结底就是两个字:公开”^[1]。从法经济学的角度来看,信息披露制度通过打破横亘在企业与投资者之间的信息不对称,帮助投资者通过“用脚投票”这一市场化手段实现资源配置。从证券监管的角度来看,信息披露制度看似是一项很轻微的政策^[2],却可成为重要的监管入口。想要落实信息披露功能,实现信息浓度从高处向低处的流动,好的“信息输出”与好的“信息接受”缺一不可。然而在网络环境下,我国信息披露制度中的“信息输出”和“信息接受”,均存在一定问题。

依托信息载体和技术的迅猛发展,人类社会早已进入“信息爆炸”时代。但是,信息只有被有效利用才能成为资源,无法被有效利用的信息不仅不能成为资源,还会白白浪费另一种更稀缺的资源,即人的注意力。因此,对特定的人、特定的任务而言,信息并不是越多越好^[3]。我们应当避免落入这样一个怪圈:投资者可以拥有一切“信息”,但事实上无法获取真正所需要的东西。遗憾的是,在“越多越好”传统信息披露理念的指引下,我国证券市场披露的信息整体篇幅越来越长,表述也颇为晦涩艰深。

以首次公开发行所必须披露的招股说明书为例,中国人寿保险股份有限公司(以下简称中国人寿)^②于2006年披露的A股招股说明书共计18章243页,软件字数统计逾14万字;招股意向书摘要共计七节25页,亦超过4万字。中国石油天然气股份有限公司(以下简称中国石油)^③于2007年披露的招股说明书共计326页,总字数近20万字;招股意向书摘要略短于中国人寿,但也达到2万字。再以强制性持续信息披露所要求的上市公司年报为例,中国人寿2019年年报长度与其招股说明书相若,共255页;中国石油2019年年报则有306页。冗长的材料很容易使投资者产生畏难情绪,或囫圇吞枣或干脆放弃阅读,“信息超载”会耗尽读者有限的精力,令其迷失在信息的汪洋中。

证券法上,信息披露既是手段也是目的^[4]。在完美模型中,理性投资者在具备流动性的市场中,依据他们所获取的信息进行投资或退出投资,最终使证券市场达到经济效率的状态。成就该模型的重要条件之一,是投资者能够获取充分的信息,并理解其所获取的信息。换言之,信息披露制度旨在消除信息不对称,而在消除信息不对称的过程中,投资者对信息的接受理解与信息传递具有同样重要的意义。

现阶段我国资本市场中,个人投资者仍是绝对多数,且近年来的占比变化并不明显。以上海证券交易所为例,2016年沪市自然人投资者占比为99.79%,并以23.7%的持股市值份额贡献了85.62%的交易;^④

^①参见肖钢:《确立以信息披露为中心的监管理念》,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/t/20140122/193618048306.shtml>,2020年6月25日访问。

^②公司简称:中国人寿(沪市A股股票代码:601628;纽交所股票代码:LFC)。

^③公司简称:中国石油(沪市A股股票代码:601857;纽交所股票代码:PTR)。

^④上海证券交易所:《上海证券交易所统计年鉴(2017卷)》,第625页。

2017年,沪市自然人投资者占比为99.78%,以21.17%的持股市值份额贡献了82.01%的交易。^①综合而言,2019年我国股票投资者中,个人投资者占比仍高达99.76%。^②尽管机构投资者正在逐步成长发展,但在可以预见的将来,我国股票市场仍将以个人投资者为主。

相比专业的机构投资者,个人投资者在信息获取、行业知识、技术支持等方面均存在短板,在信息处理及理解接纳程度上也居于劣势。而且,个人投资者的投资行为更容易受到情绪干扰^[5]。情绪作为一种重要影响因素,常常引导投资者做出非理性行为。此外,由于个人投资者易受市场情绪感染,其投资具有较高的集中度和系统相关性^[6]。因此以个人投资者为主的投资市场,面临更突出的信息接受障碍。

(二) 以监管为导向的单一信息披露制度运行逻辑

核准制下,监管部门实际上代替投资者对证券价值做出预先判断。不但如此,长期以来“新股不败”,投资者申购“中签”后基本不存在投资亏损的可能。投资者对发行人信息披露的关注度很低,同时由于是监管部门掌握着允许谁上市融资的权力,发行人也并不关注投资者对信息披露的要求^[7]。因此,在我国传统的信息披露运行机制中,主要参与主体是发行人和监管者,而非彼此之间存在天然信息鸿沟的发行人和投资者,信息披露的指向对象是监管部门而非市场投资者。

以《招股说明书》为例,其基本框架是由制式的准则框定的;^③招股书内容必须依据证监会内容指引来填充,而这些内容指引也是证监会依照其审查所需确定的。^④具体来看,中国人寿A股招股说明书可以分为发行人介绍、风险因素与风险管理、业务和技术、募投、财务会计信息等方面,其中发行人介绍与风险因素等需被证监会重点审核的部分,处于招股书最前端,占据近三分之一的篇幅;而募投相关信息,除技术与业务模块外,基本都被置于招股书的尾部,篇幅不足五分之一。反观中国人寿美股招股说明书(F-1),企业经营风险、资本化、分红政策等投资者关心的内容被放置在最前端,而且将前瞻性预测(forward-looking statement)、预计财务情况(prospective financial information)等预测性信息单独列示供投资者参考。由核准制向注册制转变的重要影响之一,是监管者不再作为“守卫者”,替代投资者来评判公司价值与发展前景,投资者需要对募股公司的未来价值形成自己的判断。显然,今后投资者对于相关信息的自发需求会不断增加,传统单一的审核导向型信息披露框架必须改变。

在另一端,与美国等成熟资本市场相比,我国对信息披露质量的监管较为薄弱。信息披露制度的安排减少了投资者与企业间因披露责任划分带来的交易成本;而确保信息披露的质量旨在减少投资者因确认信息真伪而产生的稽查成本。如果不能确保信息质量,则信息披露制度事实上也不能起到降低交易成本的作用。目前我国上市公司信息披露质量的主要监管维护者仍是证监会,然而无论从人力还是物力上,证监会(包括其系统)想要对沪深两市所有公司进行全面的信息披露监管,还是显得捉襟见肘。

考察中国证监会处罚的信息披露违法类案件,2018年处罚数量为56起,^⑤2019年处罚数量为29起。^⑥2018年美国证监会(以下简称SEC)共对54家企业提起虚假陈述诉讼。^⑦乍看之下我国监管部门执法力度

①上海证券交易所:《上海证券交易所统计年鉴(2018卷)》,第531页。

②参见中国证券投资者保护基金有限责任公司:《2019年度全国股票市场投资者状况调查报告》,载 http://finance.sipf.com.cn/finance/app/page/detail/dryw?a_id=e728998bfc4b46f3ac9c3d61c18632e7&m_id=3,2020年6月25日访问。

③参见《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(证监会公告[2015]32号)。

④例如《第5号——证券公司招股说明书内容与格式特别规定》(证监发[2000]76号);《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书财务报告审计截止日后主要财务信息及经营状况信息披露指引》(证监会公告[2013]45号);《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书中与盈利能力相关的信息披露指引》(证监会公告[2013]46号)。

⑤参见证监会:《2018年证监会行政处罚情况综述》,载 http://www.csre.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201901/t20190104_349383.html,2020年6月30日访问。

⑥参见新浪财经:《证监会:2019年全年共作出行政处罚决定296件》,载 <http://finance.sina.com.cn/stock/y/2020-04-17/doc-iirczymi6916045.shtml>,2020年6月30日访问。

⑦参见SEC,Annual Report Division of Enforcement 2018,载 <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2018.pdf>,2020年6月30日访问。

似乎与美国相当,但2018年同期,美国投资者针对虚假陈述共提起近120场私人诉讼。^①监管博弈研究模型显示,信息披露义务人的行为策略主要取决于监管力量的稽查策略^[8]。在我国目前单一的信息披露逻辑下,稽查者即证监会的稽查策略,在很大程度上决定着信息披露的质量。落实以信息披露为核心的理念是注册制改革的灵魂,但我国目前信息披露的质量差强人意,避重就轻、延迟披露乃至对财务报表上下其手的现象时有发生,仅凭证监会一己之力对信息披露违法行为进行监管,并不足够。

二、成熟市场信息披露制度的多元互动机理与实践

成熟市场(尤其是美国)的信息披露机制给我们很多启示。第一,行之有效的信息披露制度不能流于表面,而应注重落实“打破信息壁垒”的实际作用。第二,除监管部门外,会计监督机构、做空机构、法院等多方主体,都在信息披露制度中发挥积极作用。不难发现,市场力量将与监管策略一道,成为影响企业信息披露行为选择的重要因素。换言之,信息披露质量在很大程度上是由市场力量、监管力量、规范力量等多方因素共同作用的结果。^②

(一) 以投资者为导向的简明英语披露规则

美国的信息披露制度在信息爆炸时代同样面临信息堆积与传导不畅的问题。1998年,SEC开始推行“简明英语规则”(Plain English Rule),帮助投资者免受冗长披露文书的困扰,更好地了解公司财务状况并增强投资者信心。该规则最初适用于公司招股说明书,随后逐渐推广开来。^③简明英语规则的基本要求是信息披露在结构上清晰明确,在句式上直白简洁,在用词上不自盲目使用术语。

国外学者的实证研究表明,对发行人而言,信息披露遵循简明英语规则能够带来额外的收益。此外,即使简明规则旨在服务“普通水平的投资者(ordinary investors)”,成熟投资者(sophisticated investors)也能够从中获益^[9]。另有研究显示,简明英语规则明显提升了美版招股说明书、其他强制性信息披露乃至自愿信息披露文件的阅读体验,同时整体而言,披露材料并未因其专业性的降低而使投资者利益受损。此外,披露语言质量较好的公司在发行股票时能够获得投资者更高的关注度。^④美国简明英语规则体现了以投资者(信息使用者)为中心和导向的披露理念,并取得了较好的实施效果。

相比以机构投资者为主的美国证券市场^[10],以个人投资者为主的资本市场结构,使我国面临更为严峻的信息壁垒问题。事实上,鲜有个人投资者真正去阅读连篇累牍的招股说明书与财务报表,更遑论“理解”公司所披露的信息。审批制或核准制下的“新股不败”神话是造成该现象的重要原因之一,也映射出我国信息披露制度的尴尬现状。新《证券法》将“简明清晰,通俗易懂”的要求与此前一直坚持的“真实、准确、完整”要求相并列,^⑤反映了我国监管者正在逐渐认识到信息堆积与投资者精力之间存在的深刻矛盾。

(二) 更多主体参与的多元互动机理

业务建基于国内而筹资上市于美国的中概股,为观察美国信息披露制度提供了一个独特的切入点。包括阿里巴巴、中国石油、拼多多、京东、兰亭集势等在内的多家中概股公司都曾因信息披露问题被SEC处罚或遭遇集体诉讼。类似案例表明,美国市场的信息披露制度是由多方主体参与互动,信息披露质量由多个主体共同监督,发行人经受包括SEC在内的多重稽查制衡机制约束。

^①参见 Cornerstone Research, Securities Class Action Filings 2019 Year in Review,载 <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2019-Year-in-Review>, 2020年6月30日访问。

^②参见 LEUZ C and WYSOCKI P, Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research, 2008, Available at SSRN 1105398.

^③参见 SEC, A Plain English Handbook, New York: SEC, 1998, p4.

^④参见 LOUGHRAN T and MCDONALD B, Regulation and Financial Disclosure: The Impact of Plain English, 2013, Available at SSRN 1131643.

^⑤参见《中华人民共和国证券法》第78条。

1. 会计行业监管:保障会计信息质量的外部监管力量。高质量的信息披露被视为资本市场良性运转的重要基石^[11]。尽管会计信息被一些学者认为“位处公共物品和私人物品之间”^[12],但就信息披露制度而言,被披露的会计信息服务于广泛的投资者,具备非竞争性和非排他性,因此其公共物品属性超过私人物品属性,事实上进入公共物品范畴。深交所近年来推出的多份上市公司行业信息披露指引,提高了相应行业上市公司的信息披露要求^[13]。伴随会计信息公共物品属性而来的外部性,使得纯粹的市场力量难以维系会计信息质量。安然事件后,美国会计信誉曾遭受严重打击,独立的外部监管开始取代纯粹的行业自律。

在《萨班斯法案》的推动下,美国公众公司会计监督委员会(Public Company Accounting Oversight Board,以下简称 PCAOB)正式成立。PCAOB 隶属于 SEC,负责监督为美国上市公司提供独立审计服务的会计师事务所,其职权包括:制定用于信息披露的审计报告所应当遵守的标准及流程规范、独立督查公众会计师事务所以及对会计师事务所或会计师进行制裁。由此可见,PCAOB 实际承担政府对会计行业的监管职能,将美国会计行业带入公共监督的新纪元。一方面,处于监管约束下的会计师,更有动力遵循职业道德,规范自身职业行为;另一方面,由于投资者对信息披露人及会计师之间是否存在俘获行为可能存在疑问,对会计行业进行外部监管,能够增强投资者对披露信息的信赖。此外,作为 SEC 的下属机构,PCAOB 能够在一定程度上分担 SEC 的监管压力。

实践表明,PCAOB 通过监管会计行业,为企业信息披露真实性提供了一道“防火墙”。2019年,PCAOB 处罚案件共计30起,27个自然人(其中23人被禁止执业)和19家会计师事务所(包括名列四大会计师事务所的德勤与普华永道)被处罚。^①尽管 PCAOB 所进行的行业监管可能带来额外的监管成本,就其效果而言,依旧是收益远大于成本的:投资者更倾向于相信受到行业监管的会计师事务所出具的审计报告,证券市场信息披露的质量得到优化,投资者信心进而增强,市场最终获得发展。^②

我国会计行业监管目前仍以行业自律为主,会计信息质量不尽如人意。2020年4月,作为中概股之一的瑞幸咖啡^③承认财务造假约22亿人民币,随后被纳斯达克交易所责令停牌并准备退市。该事件令中概股再次陷入美国投资者的信任危机。不久前,美国国会参议院通过《外国公司问责法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act),依据该法案,外国发行人连续三年不能满足 PCAOB 对会计师事务所检查的,其证券将被禁止在美国交易。^④该法案如通过,将使中概股公司的信息披露质量进一步对标美国本土公司,这也反映了美国市场对处于弱监管状态(尤其是我国的)会计行业信用的担忧。

2. 做空机制:追踪信息披露问题的敏锐市场力量。最初掀开瑞幸咖啡虚假财报面纱的,是知名做空机构浑水公司。做空机构因从他人亏损中获利的经营模式而饱受指责,其报告的资料来源和可信度也时起争议,甚至不免有捕风捉影、断章取义之嫌^[14]。然而就瑞幸咖啡事件来看,做空机构有着普通投资者所不具备的强大的执行力、信息搜寻能力及数据处理能力,正是这些能力使做空机构成为检验信息披露质量的又一关卡。据浑水公司称,其共派出近1500名调查员,收集超过25000张购买单据,拍摄覆盖营业全时间段的视频以跟踪记录900家店铺的日客流量,甚至获取了管理层内部聊天记录。^⑤过人的调研分析能力既是做空机构赖以生存发展的基础,也是监督上市公司信息披露水平的重要武器。

往前追溯,2008年金融危机后赴美上市的中概股曾经历过一波做空狂潮。2010年下半年起至2012年底,从美国证券市场退市的中概股共计75家,约占中概股总数的四分之一,其中56家被强制退市^[14]。东南融通、分众传媒、多元环球水务等多家公司都曾因财务造假或者内部控制问题遭做空机构做空。中概股面

^①参见 PCAOB, 2019 Annual Report, 载 <https://pcaobus.org/About/Administration/Documents/Annual%20Reports/2019-PCAOB-Annual-Report.pdf>, 2020年7月2日访问。

^②参见 GIPPER B and LRUZ C and MAFFETT M, Public Oversight and Reporting Credibility: Evidence from the PCAOB Audit Inspection Regime, 2019, Available at SSRN 2641211.

^③公司简称:瑞幸咖啡(纳斯达克交易所股票代码:LK)。

^④参见《外国公司问责法案》第二部分。

^⑤参见 Muddy Waters Research Report, Luckin Coffee: Fraud + Fundamentally Broken Business, 载 https://cdn.gmtr-research.com/public-ckfinder/Short-sellers/Unknown%20author/Luckin%20Coffee_Anonymous.pdf, 2020年7月2日访问。

临做空机构的痛击,部分可能归因于中概股公司对做空机制的陌生、复杂且具有不确定性的协议控制模式、中美两地不同的会计标准,但发端于我国本土市场企业信息披露质量不佳的普遍现实仍然值得审视。

如上所述,目前我国证券市场仍以“散户”为主,普遍缺乏财务专业知识,囿于人力、物力、财力,几乎不可能对企业进行“浑水对瑞幸咖啡”式的实地探查。市场中没有成熟专业的做空机构,对信息披露的监管仍主要由中国证监会等行政机关来承担。对上市公司而言,面对非专业的“投资者”,其虚假陈述或信息披露质量重大瑕疵被发现的概率更低,违法成本更小。相比之下,专业做空机构通过寻找上市公司信息披露问题伺机营利,拥有足够敏锐的嗅觉发现瑕疵信息、足够充足的资本开展追踪调研、足够强大的动力进行紧逼施压,因此成为信息披露制度的重要监督者与参与者。当然,做空机制不值得一味鼓吹,做空机构通过其所建立的“话语霸权”,操控投资者心理甚至恶意中伤绩优公司,需要谴责或惩处。但作为有效市场体系的一部分,做空机制确实增强了市场对上市公司披露信息的监督能力。

3. 集团诉讼制度:为信息披露瑕疵提供事后矫正力量。集团诉讼制度肇始于衡平法下英国的代表人诉讼,即由具有“相同利害关系”的多数人推选诉讼代表人,判决适用于全体被代表人;法院对是否构成集团诉讼享有审查权。在美国市场中,几乎所有的信息披露人在虚假披露事件被查处或揭发后,都会遭遇蜂拥而来的证券集团诉讼。美国1934年《证券交易法》(Securities Exchange Act 1934)项下 Rule 10(b)-5禁止发行人在提供信息时使用任何“修饰、编造、掩饰”等欺骗手段,如有不实陈述或因疏忽而造成的重大信息遗漏则应当承担法律责任。自实施以来,Rule 10(b)-5已成为美国证券反欺诈的基石条款。

证券集团诉讼风头之盛,占据美国集团诉讼的半壁江山。由于律师往往能从证券集团诉讼的补偿或和解金额中分得高额的律师费,美国律师对于集团诉讼的热情十分高涨,乃至煽动、组织投资者对上市公司进行集团诉讼。以中概股为例,2015年晶科能源与起诉股东达成总金额超500万美元的和解协议;2012年新东方同意支付股东475万美元的和解金;2013年东南融通因涉及发布虚假陈述报告,被判决需赔偿投资者超10亿美元。

从趋势上看,2012年起美国集团诉讼案件数量呈增长态势。2019年,美国证券集团诉讼案件数量再创新高,投资者一共提出428起新的证券集团诉讼案件,几乎是1997到2008年间同类诉讼平均数量的两倍。^①事实上,美国证券市场集团诉讼的威力之大,已使其在实践中逐渐成为一些律所和投资者的“收益工具”,部分专业的律师团队负责紧盯公司动态并随时准备提起诉讼。然而,这并非没有负面作用,理由有四:其一,此时的美国证券集团诉讼已与其“维护资本市场秩序”的初衷相悖;其二,“滥诉”使部分公司尤其是小公司疲于应诉,不得不在其内部控制与发展战略上如履薄冰;其三,由于诉讼进程漫长,公司的辩护成本也较高,很多公司被迫选择让步而与投资者达成和解协议^[15];其四,随着和解赔偿商业保险的发展,证券集体诉讼朝向商业风险转化,和解沦为分配机制^[16]。

尽管美国证券集团诉讼存在上述弊端,然而不可否认的是,集团诉讼机制是对行政监管和市场监督的补充,是与事前事中监管相呼应的事后救济措施。除了补偿投资者外,复杂的诉讼程序以及高额的赔偿金或和解金,对上市公司信息披露违规会起到一定的威慑作用。集团诉讼制度为投资者提供了相比“一对一”诉讼模式更为高效的求偿渠道,“明示退出”则较“明示加入”进一步扩大了集团诉讼使用主体的规模,由此增加了上市公司虚假陈述的行为成本。此外,在高额酬金的激励下,专业律所有极强的动力“盯梢”公司动态,成为上市公司信息披露活动的又一积极监督者,促使信息披露质量进一步提高。

三、完善信息披露制度,助推注册制整体变革

作为资本市场的“牛鼻子”,注册制改革牵一发而动全身。注册制的健康发展需要以完善的信息披露制度作为支撑。在注册制下,发行人与投资者能够在更大的范围内进行互相选择。投资者希望以尽可能低

^①参见 Cornerstone Research, Securities Class Action Filings 2019 Year in Review,载 <https://www.cornerstone.com/Publications/Reports/Securities-Class-Action-Filings-2019-Year-in-Review>,2020年6月30日访问。

的风险获取尽可能高的投资收益,而企业希望以尽可能低的成本进行融资,于是投资者和企业间矛盾的利益取向,^①加之固有的信息不对称,容易导致“柠檬市场”^[17]的出现,使资本市场运作失灵。想要缓解“柠檬市场”问题,让优质公司脱颖而出,迫切需要行之有效的信息披露机制。为此,有必要推动信息披露内容简明化改革,完成信息披露由“监管者导向”向“投资者导向”的逻辑转变;有必要引导除证监会以外的主体力量在信息披露中发挥积极作用,提供有效的激励和惩戒。

(一) 信息披露的简明化有效化改革

新《证券法》中,信息披露的地位得到进一步强化。新法新增第五章“信息披露”,从结构体系上,将其与“证券发行”“证券交易”“上市公司的收购”等章节并列,凸显了信息披露在证券市场运行中的重要地位。不仅如此,新《证券法》还围绕信息披露作了几点扩充:扩大信息披露范围,增加应当进行临时报告的重大事项,^②鼓励披露人进行自愿性信息披露;^③将“上市公司”统一归入“发行人”加以规范,扩大了信息披露义务主体范围;^④丰富了披露义务人披露信息的媒体渠道。^⑤

在现代资本市场模型中,上市公司与投资者之间的信息不对称是一组基本矛盾,信息披露制度的基本思路应当是促进可靠信息在这二者之间的流动,而不是单方面的信息堆积。信息交流的重要作用在注册制下尤其凸显,因为监管部门不再代替投资者对证券价值做出判断,而将判断的权利交还投资者手中。权利和义务总是相伴而生。对上市公司而言,企业获得了较此前核准制下更为自由的融资权利,同时需承担更为严格的信息披露义务;此外,注册制的实行降低了企业发行上市的门槛,选择上市融资的企业数量因而上升,在愈发激烈的市场竞争中吸引有限的投资者和宝贵的资金,信息披露的“信号”和“声明”作用尤为关键。对投资者而言,其投资选择更加丰富多元,但失去了此前监管者“父爱”式的保护,在市场中面临的风险也随之增加,更需要获取企业经营信息以决定自己资金的去向。换言之,投资者对于所获信息的使用效率变得越发重要^[18]。

有关信息披露简明化改革,已在法律位阶较低的规范性文件中,以零散的方式体现。例如《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定“招股说明书……语言浅白平实,便于中小投资者阅读”^⑥;《上海证券交易所科创板股票上市规则》要求“保荐机构、保荐代表人应当……确保其信息披露内容简明易懂,语言浅白平实,具有可理解性”^⑦。新《证券法》将“简明清晰,通俗易懂”的要求与“真实、准确、完整”这一信息披露核心标准并列,将简明化规范擢升至法律的高度。在此基础上,可进一步考虑如下辅助措施。

其一,参考美国“简明英语规则”,结合汉语特点,形成引导手册。我国信息披露制度已运行近三十载,有关披露内容及披露模式的路径依赖也已形成,因此在实施之初这可能会给披露人带来额外的成本,也可能面临来自披露人的阻力。如果监管者能够提出切实可行的实施标准,如在用词、句式、逻辑上给予必要指引,或提供简明披露规范模版,将有效降低政策推行成本,争取披露人配合执行简明披露要求。

其二,倡导披露内容图表化、标准化。大脑结构决定人类在进行长时间阅读时,容易产生疲惫感,注意力下降,接受能力降低。图表化的内容能够提高阅读者兴趣,打破信息材料“连篇累牍”之感,这一展示方式较文字也更为直观,可以形象化地传递信息。标准化的内容结构模式能够提高投资者阅读文件时的信息检索能力,减少不必要的时间浪费;同时增强信息在横向上的可比较性,即便投资者对行业缺乏整体认知,仍可从数字上将目标公司与行业内其他竞争者进行对比和感知。

①参见 HEALY P and PALEPU K, Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, 2000, Available at SSRN 258514.

②参见《中华人民共和国证券法》第八十条。

③参见《中华人民共和国证券法》第八十四条。

④参见《中华人民共和国证券法》第八十二条。

⑤参见《中华人民共和国证券法》第八十六条。

⑥参见《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第142号)第三十条。

⑦参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》(上证发[2019]53号)第三十七条。

其三,提高信息可自动化处理的水平。随着信息技术的持续进步,机器学习、数据挖掘等算法程序越成熟普遍。简化披露可以引导披露内容向适宜进行算法处理的方向靠拢,例如做清晰明确的段落划分,固定表格所在的章节、位置和内容,对重要数字进行特殊标记,提供计算机程序广泛支持的文件格式,方便具备能力的机构或个人投资者进行数据处理等。相比人类有限的注意力,计算机显然更适合进行信息筛选、计算、比较等基础性工作,因此在确定简明披露规则辅助手段的过程中,注重规则对算法程序的包容性,有助于提高市场主体对信息数据的分析利用效率,实现信息流动。

(二) 发挥多元主体在信息披露中的积极作用

新《证券法》的一大亮点,是提高了信息披露违规方面的责任人范围及责任后果。新法增加了公司控股股东、实际控制人未按照规定履行披露义务时的过错推定责任;^①将欺诈发行罚款金额从原来“非法募集资金的1%至5%”调整为“10%至100%”;^②对虚假陈述的处罚金额则从“三十万元以上六十万元以下”提升至“一百万元以上一千万元以下”。^③显然,立法者认识到了我国在信息披露方面存在的质量缺陷,并着力对其进行改善。加大对虚假陈述行为的处罚力度,的确有助于提高违法成本,遏制违法行为。然而,违法后果并不是决定企业披露行为的唯一因素,如果稽查检出概率低,企业仍会恃侥幸心理逃避监管。

我国核准制下的信息披露制度以“监管”为导向,发行人按照监管要求披露信息,监管者考核企业经营风险,并做出是否允许其上市的决定;当信息披露质量出现问题时,也一般由监管者负责向企业追责。在该模式下,信息披露人与监管者之外,往往并没有更多的主体参与;即便是被视作资本市场“看门人”的会计师、律师甚至保荐人,也常异化为帮助企业通过审核上市融资并瓜分融资成果的得利者。观察中概股信息披露违规事件可知,依靠单一力量对企业披露信息进行控制是远远不够的。会计行业监管、做空机制与集团诉讼等多元主体力量,会在企业未严格履行信息披露义务或者中介机构未履行职责时,进行追责并使其付出沉重代价。一个良性发展的信息披露制度必然不是单纯的“披露义务人—监管者”对抗体系,发挥多元主体的监管力量才能弥补单一维度监管在监管力度、范围及稽查发现概率上的不足,提高信息披露质量,为注册制发展保驾护航。

1. 加强会计行业监管。财务会计作假是信息披露违法中较为常见的情形,会计信息质量一直以来也是信息披露监管的重点对象。2020年7月,《上市公司信息披露管理办法(修订稿)》(征求意见稿)(以下简称《征求意见稿》)对会计行业自律提出更高标准,要求会计师事务所建立并保持有效的质量控制体系和独立性管理。同时,《征求意见稿》第五十三条将鉴证标准要求适用主体范围从“注册会计师”扩大至“会计师事务所”,以期增强会计行业整体自律意识。^④然而,从21世纪初震惊世界的安然、世通案件,到涉嫌财务造假22亿人民币的瑞幸咖啡,再到国内利润造假近4亿人民币的佳电股份,以及令人瞩目的康得新、康美药业事件,接二连三的丑闻已经表明,仅靠会计行业自律约束是远远不够的。

长期以来,不同市场上的会计机构由财政部、证监会分头监管,监管职责不明,效率低下。美国设立PCAOB的改革实践为各国提供了一个很好范例。独立的会计行业监管委员会面向会计师行业开展广泛监管,在市场信誉驱动的行业自律之外,为会计师增添更为直接的行为约束动机。同时,“术业有专攻”的行业监管能够聚集专门人才,以更加敏锐的嗅觉监测行业动态,识别舞弊、造假等行为。独立、专业的监管实体可以分担证监会繁重的任务,提高对会计违法活动的稽查发现概率,提升会计信息披露质量。

2. 动员市场制衡力量。一个系统化、运转良好的信息披露制度,除了扮演基础性角色的披露义务主体、

^①参见《中华人民共和国证券法》第八十五条:信息披露义务人未按照规定披露信息,或者公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任;发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。

^②参见《中华人民共和国证券法》第一百八十一条。

^③参见《中华人民共和国证券法》第一百九十七条。

^④参见《上市公司信息披露管理办法(修订稿)》(征求意见稿)第五十三条。

维护信息披露质量的中介机构外,在整个市场机制中都应当发挥其作用。近年来,证券、基金、银保、资管、公募和私募投资机构快速发展,作为资本市场活跃的参与者,这些主体正成为使用、消化上市公司披露信息的主力军。它们具备解读市场信息的能力,同时通过投资在市场上获利,从原理而言应当能够部分发挥做空机构的作用。监管部门可以通过鼓励和引导这些富于评价、分析能力的市场参与者发布市场研究报告、公司调查报告,辅助监督上市公司披露行为,净化披露环境。

同时,证券信息披露违法的举报机制有理由继续加强,激励有关人员在发现问题后及时向监管部门进行举报,并获得足够保护和经济回报^[19]。更进一步,目前我国市场上还没有专业的做空机构,围绕做空机制效用的争议不小,但长期来看,有限度地逐步放开针对做空机制的限制或者至少对其开展更深入的专题研究,是很有必要的。总之,应当调动信息使用者的积极性,使其参与到信息监管过程中,成为完善信息披露制度的强大助力,而不只是被动地充当信息接受者。

3. 引导证券集体诉讼机制发展。我国投资者其实并不缺乏诉讼维权意愿。证券虚假陈述民事诉讼案件数量近年来持续上升,据不完全统计,2017年案件数量约7000件,2018年超过8000件,2019年则超过9000件。^①然而,单人或多人零敲碎打地起诉,不仅造成投资者的诉讼负担,也是对有限司法资源的浪费。同时,相比集体型诉讼,单个案件赔偿给虚假陈述人带来的痛感低,事后监督的效果不明显。长期以来我国证券民事诉讼发展存在两大阻碍,一是“行政/刑事处罚前置”要求,^②二是民事群体诉讼中的“明示加入”规则。随着立案登记制的落实,特别是新《证券法》有关证券诉讼“明示退出”的巧妙设计,^③这两大阻碍在法律层面逐步消失,标志着我国证券诉讼进入新的发展阶段。

中国版证券集体诉讼机制随着最高院相关司法解释的出台即将起步,借鉴美式集团诉讼的经验教训,一些关键点值得重视。其一,应降低投资者与其代理律师之间的代理成本。作为信息披露制度监督者的诉讼机制,应以保护投资者利益为核心目标。人民法院要加强对证券集体诉讼活动的审查和干预,限制和纠正律师可能出现的不当行为、自利倾向。其二,应兼顾诉讼的赔偿和威慑两大功能。如果监管部门同时处罚了涉事企业及相关个人,那么民事诉讼中宜将企业和个人列为共同被告^[20]。公司不能成为挡在其控股股东、董监高身前的“替罪羊”,只有这样才能发挥集体诉讼对信息披露的监督作用,避免其沦为律师、保险公司等主体的牟利工具。

四、结 论

新《证券法》的实施对我国上市公司信息披露制度提出了更高的标准与更细的要求。回顾过往和现实,我国信息披露领域存在的缺陷主要表现为信息输出与信息接受上的双重障碍,以及信息披露机制运行逻辑的单一,仍旧以“监管者——披露人”为主线。中概股这一特殊群体将我们置于中美两国信息披露制度的观察交汇点上。中概股公司在美频频因信息披露问题而被诉,不得不缴纳大笔罚金乃至狼狈退市,归根结底是因为其披露意识不够、观念陈旧,不能够适应多元监管下的美国市场。从另一个角度讲,SEC之外,PCAOB、做空机构、法院等多重力量,都对美国市场信息披露杂质起着重要的净化作用。

借鉴境外经验和做法,接下来应继续完善我国信息披露制度,推动注册制改革环境下资本市场生态的持续改善。其一,应当对信息披露的内容和方式进行简明化、有效化改革。其二,应当树立“投资者导向”的披露机制基本逻辑,注意发挥多元主体在信息披露机制中的合力。其三,加大行政稽查力度,改革会计行业监管,鼓励市场机构参与披露监管,引导完善民事诉讼制度。综上所述,基本思路是在注册制下继续深化观念和逻辑的转换,通过信息披露系统内的优化与系统外的辅助,打破“信息堆积”“披露低效”的局面,形成

①中伦观点:《证券虚假民事诉讼案件2019年度观察与前瞻》,载 <http://www.zhonglun.com/Content/2020/03-07/1603081618.html>,2020年7月6日访问。

②参见《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释[2003]2号)第五条。

③参见《中华人民共和国证券法》第九十五条。

多方博弈协作的良性循环,提升上市公司质量,加强投资者保护。

参考文献:

- [1]朱锦清. 证券法学[M]. 2版. 北京:北京大学出版社,2004:80.
- [2]欧姆瑞·施奈德. 过犹不及:强制披露的失败[M]. 陈晓芳,译. 北京:法律出版社,2015:6.
- [3]李志昌. 信息资源和注意力资源的关系——信息社会中的一个重要问题[J]. 中国社会科学,1998(2):106-116.
- [4]LOSS L,SELIGMAN J. Securities Regulation[M]. Frederick:Aspen Law & Business,1998:82.
- [5]刘维奇,刘新新. 个人和机构投资者情绪与股票收益[J]. 管理科学学报,2014(3):70-87.
- [6]KUMAR A,LEE C. Retail investor sentiment and return comovements[J]. Journal of Finance,2006,61(5):2451-2486.
- [7]周友苏,杨照鑫. 注册制改革背景下我国股票发行信息披露制度的反思与重构[J]. 经济体制改革,2015(1):146-150.
- [8]谢识予. 经济博弈论[M]. 上海:复旦大学出版社,2002:70-91.
- [9]MCCLANE J. Regulating substance through form; lessons from the SEC's plain English initiative[J]. Harvard Journal on Legislation,2018,55(2):265-322.
- [10]ROSE P. The corporate governance industry[J]. Journal of Corporation Law,2007,32(4):101-141.
- [11]SUMMERS L. Distinguished lecture on economics in government; reflections on managing global integration[J]. Journal of Economic Perspectives,1999,13(2):3-18.
- [12]黄世忠,杜兴强,张胜芳. 市场,政府与会计监管[J]. 会计研究,2002(12):3-11,65.
- [13]陈蔚恒,李杲. 深市公司执行行业信息披露指引情况研究[J]. 证券市场导报,2018(11):60-65.
- [14]肖宇. 中国概念股在美国被做空探因及对我国证券注册制改革的启示[J]. 暨南学报(哲学社会科学版),2014(4):36-49.
- [15]SELIGMAN J. Rethinking private securities litigation[J]. Cincinnati Law Review,2004,73(1):95-138.
- [16]郭雳. 美国证券集团诉讼的制度反思[J]. 北大法律评论,2009(10):426-446.
- [17]AKERLOF G. The market of 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism[J]. Quarterly Journal of Economics, 1970,84(3):629-650.
- [18]武俊桥. 论证券信息披露简明性规则——以网络时代为背景[J]. 市场动态,2011(11):19-26.
- [19]郭雳. 证券违法活动检举人的激励与保护机制——美国的相关实践及启示[J]. 江汉论坛,2016(4):120-135.
- [20]徐文鸣. 证券民事诉讼与投资者赔偿——基于虚假陈述案件的实证分析[J]. 山东大学学报(哲学社会科学版),2017(3):67-75.



(责任编辑 郭宝才 张伟)