

构建利益相关者信息披露的 艰难历程

曾 斌*

信息披露到底为谁而服务?从美国证券法确立信息披露制度开始,公众公司向投资者作出的强制性信息披露被视为证券市场的基石性制度。但是随着公司目标的多元化趋势,特别是随着公司目标要兼顾利益相关者理念的兴起,有关公司需要向非投资者群体进行强制披露的建议逐渐引起了美国各界的关注,安·M. 利普顿教授的《并非只与投资者相关:利益相关者强制性披露依据》(以下简称该文)一文,对这一问题进行了详尽的理论和历史解读。

一、构建利益相关者信息披露的理论起源

自 19 世纪末期大公司崛起以来,关于公司的根本目的的探讨一直是公司治理研究的核心话题,公司是为了最大化其投资者的财富,还是应该更关注雇员、社区、债权人等利益相关者的利益?该文

* 中国公司治理研究院兼职研究员,法学博士。

认为,不会有人质疑公司管理者要为投资者赚取回报,同时遵守社会责任的基本原则,比如缴纳应缴税款、保护消费者、提供安全的工作场所,以及尽量减少对环境的损害。真正的分歧在于如何安排法律制度从而最好地实现这些结果,其中一项重要的制度就是通过强制信息披露的方式提高企业运作的透明度,有效降低股东和社会监督成本,使公司进行披露本身具有了更重要的现实意义。

既然披露具有极为重要的意义,但是公司如果不能自主披露,应当通过怎样的法律和机构来要求公司披露呢?从美国的实践来看,这一力量主要来源于联邦的证券法律(主要是美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》),同时美国的证券交易委员会(SEC)监督和执行相关制度落实。而在美国的联邦证券法律体系中,主要通过规范“公众公司”实现对信息披露的监督,要求公众公司履行其报告义务以落实强制信息披露制度的要求。而一旦公司成为公众公司,就必须遵守证券披露制度,就需要向公众披露有关“现金流;资本结构;可能影响资产流动性、利润和资本来源的趋势;支付给高管人员的薪酬和薪酬方案的目标”等相关的信息。

证券信息披露的宗旨以投资者为中心,对于整个社会而言,只是依靠信息披露“溢出”的正外部性获益是远远不够的,该文认为加强对非投资者的信息披露在三个方面具有重要意义:一是信息披露将有助于市场竞争的形成,使得依赖于财务信息的市场主体能够快速了解一个行业的基本情况,帮助他们判断这个行业的进入机会;二是信息披露有助于社区活动和政治参与,一方面信息披露产生了“蒙羞”效果,通过对企业的不良行为曝光,形成企业对社会责任以及自身声誉的珍视,另一方面信息披露使很多与美国选举有关的政治活动得以曝光,形成充分的监督;三是信息披露有助于一些新兴领域的法律制度形成,允许公众参与到整个行为监管过程中,反过来促进相关领域的规范形成。

该文针对信息披露在不同维度之下的制度差异,折射出投资者和其他利益相关者对信息披露需求的差异:

第一,针对不同类型公司的信息披露要求存在差异。美国的公众公司必须承担相应的报告义务,对社会影响较大的企业几乎都是公众公司,相关的业务模式、股权结构、服务对象、盈利情况等可能涉及公司

各方面的信息,都将按照证券市场规模披露。但是,很多对社会有巨大影响的企业,比如我们熟悉的网约车公司优步,由于一直没有上市,虽然估值已经高达 820 亿美元,但与该公司相关的大部分信息都无法为社会大众知悉,暴露了仅依靠证券信息披露体系存在的弊端。

第二,披露内容本身的差异,即有关可持续信息披露与传统的财务信息披露的差异。部分 ESG(环境、社会和治理)支持者认为,可持续信息披露能够反映出公司在社会运行中的良好“操守”,这些负责任的公司通常也是更值得投资的。因此,ESG 披露有效地将投资者的信息披露需求和非投资者的信息披露需求进行了链接。但是,质疑的声音也从未停过,特别是可持续信息到底能否帮助投资者实现价值发现,还是单方面地增加了公司的披露成本,以满足一些“虚无”的良好愿望。这些分歧可能会导致关注可持续信息的工会、社会团体等非投资者群体与投资者群体更加“分道扬镳”。

第三,因为规模差异而产生的重大性差异。“重大性”的概念在证券监管领域,与所披露信息相对于整体业务规模的重要性有关,对小公司来说可能很重大的信息,对大公司来说几乎没有影响,因此证券法规定的信息披露的重大性标准通常是与投资者密切相关的,但不足以满足整个社会的信息需求。随着上市公司规模的不断提升,已经出现了明显的聚集效应,使得小型公司的生产空间不断被压缩,在可持续信息披露方面,很多大公司会进行选择性的披露,特别是倾向于回避对很多财务贡献影响较小但是对社区和公众影响较大的业务情况的披露,导致了人们越来越难以通过传统的信息披露体系去完整地了解一家公司的运作。

二、美国公司信披制度发展演进的脉络

美国将公司信息披露与公众投资完全结合的制度是非常特殊的,因为从世界上大多数公司的披露要求来看,他们都必须披露基本信息以供公众查阅。

该文分析了美国信息披露制度演进的过程,将其称为一系列历史

妥协的结果,即以投资者为导向的强制性信息披露,用来平息要求更广泛信息披露的诉求。但是,这一方向显然没有办法达到其预想中的目标,这种以投资者为导向的披露制度,使公司行为更多地倾向于财富最大化而远离社会责任,最终增加了公众对公司履行社会责任的诉求。

从美国信息披露制度的实践发展来看,总体上分为三个阶段:

一是在 19 世纪末至 20 世纪前半期,这一时期美国公司制度蓬勃发展,各州开始了公司注册“朝底竞争”,同时在联邦和州政府层面开始加强对财务和税收等信息的披露要求,这一阶段的披露目标主要就是投资者。来自联邦贸易委员会以及其他监管机构的信息披露要求,逐步被 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》所吸收,确立起了以投资者为目标导向的信息披露制度。由于证券披露制度本身是以投资者为导向的披露,虽然没有明确要针对其他利益相关者,但是对于信息披露的丰富产生了正向外部性,可以说间接地实现了向利益相关者披露的目标。

二是在 1970 年后,载有披露要求的法律涵盖了更多公司,并允许以向投资者披露的方式进行面向全社会的公益性披露,特别是在水门事件、五角大楼文件案和宾夕法尼亚中央铁路公司案等重大事件推动下,1974 年至 1975 年,美国国会通过了《信息公开法案》《住房抵押贷款披露法》等法律,允许公众申请获取联邦机构的记录和信息,以及允许对大型公司集团有关业务部门的详细信息进行查询等。与此同时,部分公众向 SEC 提出了进一步要求,提交了“上市公司披露有关其对环境影响的信息,以及有关其雇员当中种族和性别构成的统计数据”的请愿书。但是,这一请求最终没有得到 SEC 的采纳,SEC 以其“通常无权考虑促进与联邦证券法目标无关的社会目标……”为由否决了相关请求。最后,SEC 还是迫于压力在增加社会性披露问题方面进行了很多努力,因为从 20 世纪 60 年代开始一直持续到 20 世纪 70 年代初,国会通过了一系列旨在保护消费者、工人和环境免受工业发展带来损害的法律法规,每一项法律法规都产生了新的公司义务,从而触发了有关公司社会绩效的新的披露义务,即使只是为了提醒投资者关注对其财务带来的影响。

三是进入 21 世纪的最近 20 年,有关信息披露话题仍集中于关注

具备经济意义的信息,尽管各种组织都制定了反映 ESG 绩效的报告框架,但这些框架在美国通常都是自愿而非强制性措施。实际上,美国一个多世纪以来关于信息披露受众的争议核心,就集中到信息披露是只向投资者服务还是必须服务于一般公众的问题上。特别是随着越来越多拥有巨大社会影响力的大型公司出现,其股东获得了公司成长带来的巨大利益,但是如果完全游离于公众视线之外运行,则可能会对员工、供应商、客户等利益相关者造成重大影响。该文认为,我们不应扭曲证券法以达到其从未打算达到的目的,而应将精力集中在建立符合所有利益相关者需求的公司透明度体系上。这样一来,我们就可以使信息披露对所有群体,包括投资者和公众都更加有用,而不必强制披露公司承担零碎而又沉重的义务。

三、启示

《并非只与投资者相关:利益相关者强制性披露依据》一文为我们阐释了在证券市场中推行利益相关者强制披露的艰难历程。对于中国资本市场而言,关于利益相关者、ESG 信息披露的相关话题也在近年来得到了广泛的关注。2018 年修订的《上市公司治理准则》第 91 条第 1 款明确规定,“鼓励上市公司除依照强制性规定披露信息外,自愿披露可能对股东和其他利益相关者决策产生影响的信息”,这是从规则层面对利益相关者信息披露的基础性规定。

长期以来,我国企业自愿披露可持续性信息的意愿不强、披露质量参差不齐。截至 2020 年年末,上市公司参与 ESG 信息披露的比例只占不到 20%,企业自愿披露动力不足,即使披露也只是披露对自身有利的数据,披露成本较高和激励机制不足成为主要障碍。此外,可持续信息披露的口径和标准规范性没有得到统一,甚至同一上市公司不同年度披露的指标、范围和计算方法也不一致,造成数据可比性差、无法直接使用。

2020 年 9 月,沪深交易所通过完善信息披露考核和基本规定推动了利益相关者信息披露的进步。2020 年 9 月 4 日,深交所新修订《上

上市公司信息披露工作考核办法》,〔1〕正式将 ESG 报告作为加分项指标纳入考核当中;同月 25 日,上交所发布《上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第 2 号——自愿信息披露》,将 ESG 相关信息纳入了自愿披露的内容。2021 年 6 月,中国证监会对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 3 号——半年度报告的内容与格式》进行修订,形成了相应的新版征求意见稿:一方面,新版征求意见稿增加了环境和社会责任章节,将定期报告正文与环境保护、社会责任有关条文统一整合;另一方面,在新版第五节中,环境条文放在社会责任条文之前,环境条文中新增报告期内公司因环境问题受到行政处罚情况的披露内容,鼓励公司自愿披露在报告期内为减少其碳排放所采取的措施及效果。

长期以来,我国关于公司治理(G)的披露规范已经较为全面,但是涉及 E(环境)和 S(社会)的披露要求和实践仍然相对比较缺乏。随着注册制的深化实施,信息披露成为了关注核心,随着上市公司数量不断增加和对外开放程度的提升,上市公司有更强的意愿去发布非财务信息以更全面说明公司价值,期待中国资本市场能在可持续信息披露方面迈出关键一步。

(编辑:谢贵春)

〔1〕 2022 年 1 月更名修订为《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 11 号——信息披露工作考核》。