

编者按:为推动新《证券法》实施机制研究,前期上海证券交易所启动 2020 年“上证联合研究计划”法制系列专题,聚焦落实证券发行注册制、提高证券违法违规成本、加强投资者保护、强化信息披露等领域,开展课题研究。本卷起将陆续推送相关课题的研究成果。需要说明的是,相关论文均属课题组研究成果,不代表上海证券交易所观点。

自愿性信息披露制度比较研究

北京大学法学院课题组*

摘要:2019 年修订的《证券法》第 84 条将自愿性信息披露制度正式纳入中国证券信息披露的框架体系。为了提升自愿性信息披露的有效性,规范“炒概念”“蹭热点”等不当自愿性信息披露行为,本文梳理了自愿性信息披露制度的理论、概念、规则、实践和监管等问题。在对美国、英国和中国香港特区等世界主要证券市场开展比较研究的基础上,提出了完善我国自愿性信息披露制度的建议:对自愿性信息披露的概念界定保持开放态度;通过积累监管实践经验来逐步确定自愿性信息披露的

* 本文是上海证券交易所联合研究法制专题“自愿性信息披露制度研究”课题的最终成果,出版时内容有删减。课题组负责人:唐应茂;课题组成员:包康赞、李昂、吴俞阳、李佳成、宋熠雯。

范围;充分利用《证券法》第78条第2款关于信息披露的一般性规定于自愿性信息披露监管;规范自愿性信息披露的披露渠道、内容和格式,便于投资者快速有效地获取信息;借助市场力量推进自愿性信息的披露和规范。在自愿性信息披露制度建设初期,宜采取“弱监管”模式,鼓励和引导上市公司进行自愿披露信息。

关键词: 证券法 信息披露 自愿性信息披露 强制性信息披露

2019年修订的《证券法》(以下称为新《证券法》)首次引入“自愿性信息披露”概念。新《证券法》第84条规定:“除依法需要披露的信息之外,信息披露义务人可以自愿披露与投资者作出价值判断和投资决策有关的信息,但不得与依法披露的信息相冲突,不得误导投资者。”2020年9月,上海证券交易所发布了《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》,针对科创板上市公司的自愿性信息披露作出了较为具体的规定。可以说,随着新《证券法》的颁行,自愿性信息披露制度正式成为我国证券信息披露制度的重要组成部分。

虽然自愿性信息披露制度2019年才被引入中国《证券法》,但相关实践在中国资本市场中存在已久。^[1] 监管部门对自愿性信息披露的重要性和监管必要性也有一定的认识,并作出了有益的监管探索。比如,早在2002年,中国证监会制定的《上市公司治理准则》就对上市公司提出了“除按照强制性规定披露信息外,应主动、及时地披露所有可能对股东和其他利益相关者决策产生实质性影响的信息”的要求。目前,中国关于自愿性信息披露的规定散见于各类法律法规和规范性文件,且集中表现为对信息披露的原则性规定,缺乏指导公司实践和监管部门监管的具体规则。

[1] 参见张保华:《上市公司预测性信息披露制度》,载《法律适用》2003年第4期;张宗新、张晓荣、廖士光:《上市公司自愿性信息披露行为有效吗?——基于1998-2003年中国证券市场的检验》,载《经济学(季刊)》2005年第2期;于团叶、张逸伦、宋晓满:《自愿性信息披露程度及其影响因素研究——以我国创业板公司为例》,载《审计与经济研究》2013年第2期;王荏、刘昱沛:《自愿性信息披露等于选择性信息披露吗?——以宝利国际违规披露案为例》,载《财务与会计》2018年第19期。

这些规则层面的问题体现在市场一侧,就表现为上市公司自愿性信息披露意愿不强、自愿披露的信息质量不高、诸如“炒概念”“蹭热点”等选择性披露现象频现等问题。长此以往,自愿性信息披露难以作为投资者决策提供有效的信息辅助。^[2] 为了更好贯彻落实新《证券法》,也为提升我国证券市场信息披露的有效性、防范自愿披露中的不当行为,本文将从自愿性信息披露的理论渊源、概念内涵、制度规则、公司实践以及监管实践等方面展开分析,并将其与美国、英国和我国香港特区市场等全球主要领先证券市场的相关制度与实践进行比较,为自愿性信息披露制度的优化和完善提出若干政策建议。

一、自愿性信息披露的理论

(一) 理论渊源

在中外理论文献中,不乏自愿性信息披露的理论基础或思想渊源,而且直接涉及证券法的核心问题:各国证券法所引入的强制性信息披露制度是否有存在的必要?耶鲁大学法学院的罗马诺教授(Roberta Romano)是反对证券法强制适用效力的自由派法学学者。在她看来,整个证券法制度,包括公开发行的政府审批制度、强制信息披露制度以及信息披露的法律责任制度,都可以是非强制性的,或者说自愿性的,应该由公司自由选择——自由选择适用联邦的证券法还是不同州的证券法;或者在国际层面,自由选择适用不同国家的证券法——并通过市场竞争(如投资者“用脚投票”决定是否投资选择某个证券法制度的上市公司)的机制来形成最优的证券法制度。^[3]

[2] 参见魏俊:《证券法上的安全港及其制度价值——以前瞻性信息披露为例》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版;程茂军:《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第20卷),法律出版社2017年版;杜勇波、吴文光:《证券市场“讲故事”行为的认定与识别——兼谈上市公司信息披露原则》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第21卷),法律出版社2017年版。

[3] See Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, The Yale Law Journal, Vol. 107, No. 8, 1998.

证券法是否应该是强行法,还是可以由当事人自由选择法律,这一问题不完全等同于信息披露应该是强制性的还是自愿性的。但是,罗马诺教授认为证券法规则,包括其中的信息披露规则,可以由当事人自愿选择适用、通过市场竞争优化的观点,涉及自愿性信息披露制度的核心问题,即某一个信息披露规则究竟应该属于强制性要求,还是自愿性要求,两者是否可以区分以及区分界限的依据是什么?从这个角度来讲,罗马诺教授有关证券法可以自愿选择适用、不应该具备强制性的观点为自愿性信息披露制度提供了理论基础。同时,在美国学术界,与罗马诺教授持有类似观点的学者不在少数。^[4]

与此相对,罗马诺教授所批评的部分美国学者,如乔·塞利格曼(Joel Seligman)^[5]约翰·考菲(John Coffee)^[6]则持不同观点。他们认为,赋予发行人信息披露的选择权存在根本性弊端,美国20世纪30年代的股灾否定了自愿性信息披露实践,为美国政府通过证券法制度对信息披露实行强制管制提供了依据。他们为美国1933年《证券

[4] 有许多美国学者通过实证研究证明强制披露制度并没有好处或没有发挥预期效果。See George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, *The Journal of Business*, Vol. 37, No. 2, 1964. (在1933年《证券法》颁布之后,股价没有大幅度上涨,表明强制披露制度不会对投资者的福利产生任何影响); George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, *The American Economic Review*, Vol. 63, No. 1, 1973. (在1934年《证券交易法》设置强制披露制度之前,唯一明显减少披露的项目是销售,但是对受到《1934年证券交易法》影响而披露销售信息的公司进行研究后发现,强制性披露并未对股价产生重大影响); Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984. (没有令人满意的数据和令人信服的案例可以证明美国证监会的强制披露制度是有益处的); Ronald A. Dye, *Mandatory Versus Voluntary Disclosures: The Cases of Financial and Real Externalities*, *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, 1990. (用模型证明自愿披露与强制披露之间的差异取决于监管者不太可能获得的信息,因此监管者极有可能很难确定何时实施强制披露是最佳的。)

[5] See Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 9, No. 1, 1983.

[6] See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984; John C. Coffee, Jr., *Competition Versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation*, *The Business Lawyer*, Vol. 50, No. 2, 1995.

法》所建立起来的公开发行审批制度、强制信息披露制度以及信息披露法律责任制度进行辩护,强调证券法制度的必要性,强调强制信息披露的必要性,为强制信息披露持续提供理论基础。在中国,虽然不同学者论述的主题和背景不同,支持强制性信息披露规则的论述也相当多。^[7]

其实,观察信息披露制度在全球范围内的发展历程可知,任何一条证券信息披露的规则,它既可以成为强制性的披露规则,也可以成为自愿性的披露规则,两者可以相互转换,它们之间不存在一个明确清晰的界限。两种信息披露规则的界限不清、相互转换,也反映在证券法对“重大性”(materiality)这一概念的引入和发展中。因此,某一信息究竟应该属于强制性的,还是自愿性的,这并没有一个明确的、放之四海而皆准的答案,而在很大程度上取决于信息披露的社会现实状况、政策目标的设定与考量以及可能影响这一界定的其他因素。

(二) 制度模式

与特定信息的自愿或强制属性相对应,境内外各个证券市场的信息披露制度的发展现状都可以归入从“市场竞争下自愿性信息披露”向“政府主导下强制性信息披露”演进的序列。在这个序列中,美国的证券信息披露制度属于政府主导的强制性信息披露模式,具体表现为信息披露的强制性规则较多、信息披露的格式指引较为细致,信息披露的法律责任较为严格。大部分后发展证券市场,包括英国市场和我国香港市场,强制性信息披露制度仍然处在发展阶段,强制性规则相对不

[7] 参见彭冰、曹里加:《证券交易所监管功能研究——从企业组织的视角》,载《中国法学》2005年第1期(该文认为,交易所吸引投资者的工作重点在于增强投资者对市场的信心。因此,需要通过要求上市公司信息披露,为投资者提供更多的交易信息);彭冰:《信息披露是注册制的核心》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版(该文认为,强制信息披露是注册制的核心,投资者只有在获取充分信息,并对该信息的真实性予以确认的情况下,才能对证券的品质和价格是否合适予以确认);汤欣:《注册制的若干基础性配套机制》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第12卷),法律出版社2014年版(该文认为,注册制的实行要求监管机构确立以信息披露为基础、兼顾公司治理要求的统一监管规则和程序);冯果:《企业社会责任信息披露制度法律化路径探析》,载《社会科学研究》2020年第1期(该文认为,对于目前仍属于自愿披露的企业社会责任信息,也应当引入“不披露就解释”原则,建立强制性与任意性相结合的法律体系)。

太多、信息披露的格式指引也不如美国细致,而信息披露的法律责任也不如美国严格,整体上仍然处在强制性信息披露制度的建设和完善阶段。

这些后发展证券市场还未形成在美国市场看到的谨慎披露心态,或者在美国市场中形成的所有信息都可能是强制性披露信息的预期,其信息披露常常出现“信息披露不足”和“信息披露过度”这两个看似相互矛盾的现象。“信息披露不足”反映的是强制性信息披露规则缺失,或者强制性信息披露规则执行力度弱,导致对投资者重要的信息很难得到披露,这是后发展市场比较常见的现象。而“信息披露过度”反映的则是自愿性信息披露规则过于宽松,自愿性披露信息虽然多但质量不高,或者强制性规则与自愿性规则之间界限不清,从而导致本该属于强制性披露的信息以自愿性披露的信息呈现,这也是后发展市场比较常见的现象。从这个角度来讲,后发展市场面临着同时推进强制性信息披露和自愿性信息披露的双重任务。

从信息披露的现状来看,我国内地市场与英国市场及我国香港市场大体处在类似的证券市场发展阶段,面临着同时推进强制性信息披露制度和自愿性信息披露制度的双重任务,而自愿性信息披露制度建设的最终目标之一,则是推动强制性信息披露和自愿性信息披露边界的不断划分与界定,推动信息披露的政府主导模式与市场选择模式的建构及其边界的确定,从而为最优信息披露模式的形成奠定制度与实践的基础。为此,本文在分析美国、英国和我国香港特区等主要境外市场有关自愿性信息披露的制度与实践过程中,不仅仅关注这些市场当下的制度与实践的可比性、可借鉴性,同时也希望从对各境外市场发展阶段的总体属性判断上对其自愿性信息披露制度的功能、目标进行分析,为中国自愿性信息披露制度规则完善与制度实践提供相对可行的建议。

二、自愿性信息披露的概念

(一) 界定方式

根据新《证券法》第84条的规定,“自愿性信息披露”为“除依法需

要披露的信息之外”的其他信息披露。在这一法律框架下,2020年9月,上海证券交易所发布了《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》,针对自愿性信息披露作出了具体的规定。与中国内地市场不同,美国、英国和中国香港特区的相关规则没有引入“自愿披露”的概念,都仅仅规定了“强制披露”或“应当披露”的事项。

具体来说,虽然这些市场的相关规则列举了若干“鼓励”或“建议”发行人披露的事项,但并非穷尽式列举,更没有将“自愿披露”明确界定为“强制披露”(或“应当披露”)以外的事项。例如,中国香港特区的《证券及期货条例》和《上市规则》等文件对“强制”披露和“自愿”披露没有进行明确区分,而是在不同规则中规定,某些事项(如关联交易)应当刊登公告、公布或履行披露责任,而某些事项(如企业管治报告中高管持股量)则属于建议披露的范畴。^[8] 在实践中,也有大量事项处于列举范围之外但通常属于自愿信息披露的范畴。^[9] 从这个角度看,自愿性信息披露制度带有很强的中国特色。

之所以境外市场不在法律层面明确引入“自愿性信息披露”的概念,其主要原因可能在于“强制性信息披露”或“强制披露”的外延具有弹性,以对立方式界定出的自愿披露也可能缺乏清晰的边界。具体来说,一方面,强制披露的范围通常依“重大性”判定,但“重大性”是一个定性标准,需要通过个案进行逐一判断。既然不存在对“重大性”边界的清晰界定,因此也不存在对强制披露范围的清晰界定。例如,中国香港证监会发布的《内幕信息披露指引》规定:“凡相当可能对证券价格产生重大影响的消息或数据,均应予以披露。”该指引列举了可能产生“重大影响”的事件,但同时指出,所列事项不一定就是内幕消息,而未列事项也可能是内幕消息。因此,在内幕信息披露这一问题上,具有

[8] 参见香港联交所:《香港联合交易所有限公司证券上市规则》,附录十四《企业管治守则》及《企业管治报告》。

[9] See The Stock Exchange of Hong Kong Limited, *Frequently Asked Questions Series 3 (Update No. 17 - 23 June 2014) Electronic Disclosure*, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Archive/Frequently-Asked-Questions/FAQ_3.pdf?la=en, visited July 7, 2021.

“重大性”的强制披露信息范围和不具有“重大性”的自愿披露信息范围很难截然区分。

另一方面,某一信息是否具有“重大性”并非一成不变,强制披露与自愿披露之间可能发生转换。市场实践或监管目标的变化使得某些信息的重要性提升,强制披露要求替代之前的自愿披露要求,自愿披露信息转变为强制披露信息。这方面的例子不少。例如,香港联交所2019年修订《上市规则》,在环境、社会及管治报告(Environmental, Social and Governance Report,以下简称ESG报告)中新增董事监督等强制披露事项,将主要范畴B中建议披露的关键绩效指标提升为“不遵守就解释”。^[10]从某种意义上讲,“不遵守就解释”更接近于强制披露的范畴。或者说,如果上市公司不披露该信息,它至少需要公开披露为什么不披露该信息的原因,于是上市公司就承担了某种强制信息披露的义务。因此,将原来建议披露的内容转变为更接近强制披露的内容,这是自愿披露向强制披露转化的例子。

目前,由强制披露转变为自愿披露的情形较为少见,但也存在。比如,1994年中国证监会发布了《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第2号》,将年度报告中有关盈利预测的规定由强制性披露改为了自愿性披露。另外,如果将预测性信息看作“重大性”范畴内的强制披露信息,或者至少是介于强制披露和自愿披露之间让发行人很难判断如何披露的信息,那么,美国通过修改法律和监管规则,为预测性信息的披露提供立法“安全港”和监管规则“安全港”,使预测性信息的披露在符合特定条件下免于信息披露法律责任的适用,这也可以看作强制披露向自愿披露转换的例子。^[11]

[10] 之所以作出上述修改,香港联交所的理由是,环境、社会及管治相关风险可能导致公司在财务、营运及合规方面的风险,国际ESG报告通常也要求公司作更健全的披露。ESG风险管理是每家公司董事会的管治目标之一,加设强制披露是为了促使发行人严正重视ESG事宜。参见香港联交所:《咨询总结——检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文67-69》,2019年12月。

[11] 1979年,美国证监会发布的《175号规则》对预测性信息的内容进行了列举。1995年,《私人证券诉讼改革法》对1933年《证券法》与1934年《证券交易法》进行了修订,分别增加了第27A条和第21E条,设立了预测性信息披露的“安全港”规则。

(二) 界定考量

考虑到强制披露和自愿披露界限模糊、自愿披露会向强制披露转换、强制披露也可能向自愿披露转换等原因,在现行的法律框架下,对自愿披露进行进一步界定,应该注意以下几个问题:

第一,自愿性信息披露的范围界定取决于强制性信息披露的范围,尤其是其中涉及的“重大性”的界定。因此,准确确定“自愿信息披露”概念的内涵和外延,很大程度上依赖于立法、执法和司法工作中对“强制性信息披露”概念的内涵和外延的确定,依赖于“重大性”这一核心概念的界定,而该项工作是一个持续的过程。比如,针对预测性信息是否具有“重大性”,美国法院作出了诸多判例。1976年的 *TSC Industries Inc. v. Northway* 案中,美国最高法院认为:“重大性”是指存在“一个理性股东在决定如何投票的过程中很可能认为该信息很重要”的实质可能性。^[12] 1988年的 *Basic Inc. v. Levinson* 案中,美国最高法院则认为,“重大性”依赖于个案判断,而不能“一刀切”。^[13] 直到今天,美国对“重大性”的判断尚无统一、明确的标准,一直处于立法、执法和司法实践不断探索的过程中。

第二,自愿性信息披露范围的界定,需要依赖于监管机构对自愿性信息披露的持续引导和规范,可以参考英国、中国香港特区的实践,发挥信息披露中介机构的作用,引导和规范自愿性信息披露的内容、形式、类别等。比如,英国采用了法定信息提供服务商制度,通过监管机构认可的信息服务提供商,协助上市公司发布监管信息(或强制披露)以外的信息披露,梳理和总结自愿性信息披露的常见类别,为未来对自愿性信息披露的再规范打下基础。其中最为典型的是伦敦证券交易所(London Stock Exchange,以下简称伦交所)所旗下的主要信息提供商RNS公司推出的RNS Reach服务。据统计,2020年全年,所有发行人共发布了1766份RNS Reach信息,发布的信息种类包括:推出新网站、

[12] See *TSC Industries, Inc v. Northway*, <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>, visited July 7, 2021.

[13] See *Basic, Inc. v. Levinson*, <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>, visited July 7, 2021.

产品或服务,新的生产、分销或零售协议和管理层任命信息等。^[14] 这里提到的 RNS Reach 信息,在我们看来,很大程度上就属于自愿披露的信息。

第三,考虑到自愿性信息披露和强制性信息披露的可转换性,在通过适当方式鼓励自愿性信息披露的同时,也应该强调,自愿性信息披露仍需要“一事一议”来确定其性质(强制还是自愿)。比如,《英国披露指引和透明度规则》第 2.2 条罗列了在判断某一信息是否属于“内幕信息”时应当考虑的因素,但同时强调没有绝对的百分比门槛,各公司不同,应就具体情况作出具体判断。因此,不同公司在不同情况下披露的类似信息属于自愿性还是强制性信息披露必须“一事一议”。又如,考虑到环境、社会及管治相关问题对公司财务、营运及合规的影响以及国际通行实践,我国香港联交所在 2019 年修订《上市规则》时提升了 ESG 报告的披露责任,部分自愿性信息披露转变为了强制性信息披露。

三、自愿性信息披露的规则

(一) 规则类型

在持续信息披露阶段,上市公司披露的公告可以分为定期报告和临时公告。围绕上述两个规范对象,中国内地市场涉及两类自愿性信息披露规则。第一类是原则性规定,主要包含三种表述:说明允许或鼓励自愿性信息披露的态度;对信息披露的积极要求,如信息应当真实、准确、完整,信息应当简明清晰、通俗易懂等;对信息披露的消极要求,例如不得误导投资者,不得选择性披露等。但是,不同文件中的原则性规定的表述并不一致。例如,有些原则性规定的表述侧重于避免误导投资者、不得选择性披露,有些则侧重于要求披露应当合理、审慎、客观。不同原则性规定的表述存在差异,可能会削弱文本的可读性和规

[14] 数据来源:课题组根据英国伦敦证券交易所企业新闻网站上的 RNS Reach 相关信息统计所得。London Stock Exchange, News, <https://www.londonstockexchange.com/news>, visited July 7, 2021.

则落地的效率。

第二类是规则性规定,分散在《证券法》、证监会部门规章、交易所上市规则和业务指南等多个层次的法律文件中。它们大多会重申原则性要求,并进一步规定涉及披露事项、渠道、文本等的具体披露要求(见表1^[15])。从数量上看,相对于原则性规定,具体规则的数量较少,而且内容不够全面。例如,几乎没有规则涉及自愿性信息披露的内容、披露后的持续更新义务等一些实践中的常见问题。2020年上海证券交易所发布的《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》确实包含了相对细致的具体规则,但是它仅适用于上海证券交易所的科创板公司,因此仍未解决规则性规定存在的缺陷。

表1 中国内地定期公告中自愿性信息披露事项

主要类别	具体内容
前瞻性陈述/盈利预测报告	……如年度报告涉及未来计划等前瞻性陈述,同时附有相应的警示性陈述……
公司经营情况和行业经营信息	公司可以运用逐年比较、数据列表或其他方式对相关事项进行列示,以增进投资者的理解
关键业绩指标及计算依据	鼓励公司披露管理层在经营管理活动中使用的关键业绩指标
客户、供应商和关联关系	鼓励公司分别披露前5名客户名称和销售额,前5名供应商名称和采购额,以及其是否与上市公司存在关联关系
经营能力和偿债能力	鼓励公司结合各项营运能力和偿债能力的财务指标进行分析
社会责任履行情况	鼓励公司结合行业特点,主动披露积极履行社会责任的工作情况……
环境保护信息/环境责任报告	鼓励公司自愿披露有利于保护生态、防治污染、履行环境责任的相关信息

[15] 参见《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》。

续表

主要类别	具体内容
考评机制	鼓励公司详细披露报告期内对高级管理人员的考评机制,以及激励机制的单位、实施情况
公司战略	公司应当对未来发展进行展望……鼓励进行量化分析,主要包括但不限于:(1)行业格局和趋势……
业绩快报/业绩报告	上市公司可以在年度报告和中期报告披露前发布业绩快报…… 上市公司预计中期和第三季度业绩将出现下列情形之一的,可以进行业绩预告……
公司价值	上市公司可以在企业会计准则规定范围外,披露息税前利润、自由现金流等反映公司价值的判断指标
特定行业信息披露	如工程机械行业可以披露“公司业务概要”和“管理层讨论与分析”,快递行业的“加盟商名称”等

相比而言,从美国、英国和我国香港特区的法律规则来看,这些境外市场不存在关于自愿披露的完备制度体系。它们的规则各异,但大体呈现两方面特点。

一方面,对于所有信息披露,境外市场通常在法律或上市规则中提出了部分一般性要求。比如,在信息披露过程中,美国上市公司根据1934年《证券交易法》10b-5规则负有诚信义务;根据美国证监会发布的公平披露规定负有公平披露义务;根据部分法院的裁判意见,在已披露信息与现实不符时负有更新义务。^[16] 由于上述相关规定未把适用对象限定为强制披露的信息,因此,我们可以认为这些规定同时适用于自愿披露的信息。

另一方面,与中国内地市场相比,境外市场针对自愿披露的专门规定更为少见,且规范层次较低,大多零星地散见于市场指引、监管问答等

[16] See Eric R. Smith, Thomas D. Washburne, Jr. and Uyen H. Pham, Venable LLP, *Duty to Update Previously Disclosed Information*, https://www.venable.com/files/Publication/d90ad0bd-0947-4956-aa70-1026f1ac03be/Presentation/PublicationAttachment/cf3d0d7f-ca04-4b19-96e1-1510529d9821/Duty_to_Update_Previously_Disclosed_Information.pdf, visited July 7, 2021.

操作规范类文件中。既不存在像我国从法律层面对自愿性信息披露制度进行规定的高位阶规范,也没有类似于我国上海证券交易所发布的针对自愿性信息披露的相对全面的指引。比如,美国证监会为帮助发行人填报与信息披露有关的表格,提供了信息披露的各种表格及综合指引。以针对美国上市公司披露年报时使用的 10-K 表为例,在其格式指引中,美国证监会罗列了若干项自愿披露的事项和要求,包括发行人“可以”“自愿”披露小客户和竞争者的姓名;“鼓励”发行人阐述是否可以继续支付可比较的现金股息等(如表 2 所示)。^[17]

表 2 美国 20-F 表和 10-K 表中的自愿性信息披露规定

项目标题	内容	10-K 表	20-F 表
公司业务	“可以”“自愿”披露小客户和竞争者的姓名,但存在一定限制	√	
注册人的普通股市场、相关股东事务和发行人购买的股本证券	“鼓励”阐述是否可以继续支付可比较的现金股息	√	
财务信息摘要	“可以”披露其认为能够增进了解财务状况和经营成果的其他趋势或其他项目	√	
管理层对财务状况和经营成果的讨论和分析	“可以”“自愿”披露有关价格变化影响的补充信息	√	
关于市场风险的定量和定性披露	“鼓励”提供量化的固有市场风险总和	√	√
	“鼓励”披露其他市场风险敏感工具,但有一定限制	√	√

[17] See U. S. Security and Exchange Commission, *Form 10 - K General Instructions*, <https://www.sec.gov/files/form10-k.pdf>, visited July 7, 2021.

续表

项目标题	内容	10-K表	20-F表
董事、高级管理人员和公司治理	如有,“可以”披露多于一名审计委员会财务专家的姓名,但有一定限制	√	√
高管薪酬	“可以”提供非强制要求的薪酬比率信息,但有一定限制	√	
	“可以”披露雇员职位,但有一定限制	√	
公司经营与财务回顾及前景	“鼓励”披露预测性信息		√

境外市场对自愿披露没有系统、全面和相对细化规定的原因主要包括三个。第一,“自愿性”是自愿披露的最大特点,如果法律规则中设置了严格的、层级较高的要求,有可能使自愿披露都变为强制披露,增加信息披露的成本,进而打击发行人披露的积极性,阻碍自愿性信息披露制度的发展。第二,适用原则性要求足以解决绝大多数自愿性信息披露出现的问题。第三,对于具体规范,境外市场尚未形成自愿披露的清晰概念,披露什么以及如何披露都处在由市场自行探索的阶段。

(二) 规则完善

从自愿性信息披露制度和规则完善的角度来看,应当统一和优化各文件中的原则性要求,明确哪些原则性规定适用于所有自愿性信息披露内容,而哪些原则性规定仅适用于部分或特定自愿性信息披露内容。如上所述,境外市场针对所有信息披露提出了部分一般性要求,如规定发行人负有诚信、公平披露等义务,或者规定虚假或具误导性陈述将受监管处罚,从反面提出真实、准确等披露要求。类似地,《证券法》第78条第2款规定:“信息披露义务人披露的信息应当真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”,针对的也是所有信息披露。

但不同的是,境外市场没有对自愿信息披露规定原则性要求(当然和这些境外市场并没有明确的自愿性信息披露制度有关),境内市场在

涉及自愿披露的不同文件中则又提出了针对自愿信息披露的原则性要求。由于自愿信息披露相比强制信息披露并无实质性的特殊之处,我们可以参考境外市场的做法,仅保留《证券法》第78条第2款,强调自愿信息披露应当真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

值得注意的是,我国规定了自愿信息披露原则的不同文件数量不少,且执行已有一段时间,相当多文件并非对第78条第2款的简单转述,而是有所延伸且侧重不同。例如,中国证监会《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(2017年修订)》第3条第2款规定:“鼓励公司结合自身特点,以通俗易懂的方式披露对投资者特别是中小投资者决策有用的信息,但披露的信息应当保持持续性,不得选择性披露。”该条文更强调“通俗易懂”,而“持续性”可被认为是从“完整”延伸而来,“不得选择性披露”可被认为是从“不得有重大遗漏”延伸而来。这就使统一和整合不同文件的规定相比于直接全部删除而言是一个更好的选择。因此,从实操便利角度考虑,我们建议围绕《证券法》第78条第2款,梳理已发布文件中关于自愿信息披露的原则性规定,确立一套统一、完整的表述,或者明确不同原则之间的关系,区分不同原则在不同自愿信息披露场景下的适用(如持续性要求带来的更新义务在自愿信息披露中的适用)。

四、自愿性信息披露的实践

(一) 披露渠道

中国内地上市公司信息披露的渠道包括符合中国证监会规定条件的报刊、上海证券交易所、深圳证券交易所网站,以及巨潮资讯网等。上市公司自愿披露的公告亦通过此途径发布。在实践中,定期报告与临时公告中均有自愿披露的内容,或以单独公告的形式出现,或作为强制披露公告的一部分出现。但是,由于自愿披露的公告格式和形式缺乏统一标准,自愿公告混杂在强制公告中,投资者难以从标题区分特定的信息披露属于强制性还是自愿性公告。类似地,美国市场通过美国证监会电子数据收集系统(electronic data gathering, analysis, and retrieval system)

和美国电子市政市场数据库(electronic municipal market access)混同发布自愿性公告与强制性公告,由上市公司自主进行标识,投资者也很难区分。

与之相对,我国香港市场通过交易所规则对自愿性公告与强制性公告的系统标题作出区分性规定,由“披露易”网站统一发布,便于投资者判断临时公告的性质。具体来说,“披露易”设置了“系统标题”,根据信息披露内容的不同,确定公告的系统标题类别。发行人必须选择“系统标题”给定的种类,对相关公告进行分类。除了“系统标题”以外,发行人可以对其披露的公告加入“讯息标题”,类似于“系统标题”下的一个副标题。在“讯息标题”中,如果某一公告是自愿性公告,发行人通常在其自拟的讯息标题中加入“自愿”字样,以说明该公告属于自愿性信息披露。此外,公告正文通常也包括“自愿作出”“自愿刊发”“自愿发布”等字眼以重申披露的自愿性。

在境外市场中,英国市场的信息披露渠道最为特别,值得重点关注。与其他市场不同,英国市场存在专门负责为发行人提供监管信息披露服务的“监管信息提供方”(regulatory information provider)。服务于英国境内发行人和上市公司的提供方,被称为“主要信息提供商”(primary information provider)。英国金管局发布的《英国披露指引和透明度规则》第 6.3.3(2)条规定,发行人必须委托监管信息提供方公众披露监管信息,披露行为应达到尽可能广泛的传播范围。

英国法律规则对监管信息提供方的资质提出了相对严格的要求,服务于英国市场发行人的主要信息提供商往往是规模较大的商业信息服务公司。有的主要信息提供商自身就经营商业新闻网站,为发行人在其网站公布各类信息。在此背景下,英国市场形成了发行人借助主要信息提供商的平台进行自愿性信息披露的做法。其中,上文提及的伦交所旗下的 RNS 公司所推出的 RNS Reach 服务具有代表性。

RNS Reach 是一项投资者沟通服务,旨在协助上市和非上市公司传递非监管性新闻。有别于发行人需承担强制披露义务的监管信息,RNS Reach 协助发布的主要是市场信息、企业和产品信息。此外,它还协助英国非上市公司和外国上市公司向英国专业金融受众发布新闻。RNS Reach 公告会自动在伦交所企业网站的信息披露页面显示,同时也会在

彭博、汤森路透(路孚特)和道琼斯终端等其他数据供应商的平台上自动发布公告。

在伦交所企业网站的信息披露页面,通过 RNS Reach 自愿披露的信息与强制披露的监管信息以相同的形式进行发布。在该网站上,发行人发布的监管信息根据其委托的主要信息提供商不同,其“来源”区分为 RNS、BZN、PRN、EQS 和 GNW,分别指代不同的主要信息提供商。“RNS Reach”作为单独一种来源予以标示,用于提示通过该项服务由发行人自愿披露的非监管信息。在这一安排下,投资者可以在伦交所企业网站上很容易区分自愿披露与强制披露公告。值得注意的是,只有选择了 RNS Reach 服务的发行人才可以在这一网站上发布自愿披露信息,通过其他主要信息提供商完成信息披露的发行人只能在伦交所企业网站上进行强制披露。依托于伦交所网站这一独家平台,RNS Reach 服务构成了 RNS 作为主要信息提供商的独特竞争优势。

总体而言,美国市场与中国市场做法相近,也存在相似的问题。中国香港市场通过公告披露标题和其他细节的规范较好地实现了自愿性披露与强制性披露的区分。英国则是在与我国截然不同的市场化信息披露制度基础之上,由市场形成了颇具特色的商业化自愿信息披露服务。

(二)披露内容

从定期报告的自愿披露来看,在中国内地市场,以 A 股上市公司 2019 年的年报披露情况为例(见表 3)^[18]对于上述法律法规明确鼓励披露的自愿性信息,上市公司有较强的披露意愿。但是,在自愿性信息披露内容的选择上,很多上市公司选择社会责任、高管考评、经营战略等方面的自愿性披露信息进行披露,而对涉及公司经营的业绩指标和财务分析方面的自愿性信息的披露意愿不强。同时,由于公司与公司之间、同一公司本报告期和上一报告期的报告在格式和内容上都具有较大的趋同性,定期报告中的自愿性信息披露呈现出千篇一律、路径依赖的特点。

[18] 此处的“A 股上市公司”,指在 2020 年 1 月 1 日前上市且未退市,同时已在 2020 年 4 月 30 日前完成披露的上市公司。数据来源:Wind 金融数据库。

表 3 上市公司年报中部分自愿性信息披露情况

编号	项目	自愿披露信息的公司数量(家)	自愿披露信息的公司比例(%)
1	关键业绩指标及计算依据	1688	45.97
2	客户、供应商和关键关系	2386	64.98
3	经营能力和偿债能力	612	16.67
4	社会责任履行情况	3629	98.83
5	考评机制	3479	94.74
6	公司战略	3252	88.56

从其他市场定期报告的披露实践来看,它们似乎都存在与中国内地类似的问题。甚至部分国家如美国、英国还很难区分定期报告中的自愿性信息披露内容,因而难以对其进行大规模统计和量化分析。在美国市场,我们对 5 家美国公司和 5 家外国公司 2015 ~ 2019 年的年报进行了研究(见表 4)。结果发现,发行人均自愿披露了预测性信息。这既得益于安全港规则的保护,也是因为部分具有“重大性”的预测性信息可能会落入强制披露的范畴。但是,在鼓励披露信息和其他自愿披露信息方面,发行人没有体现出强烈的披露意愿,10 家公司中仅有 2 家在年报中披露了美国证监会鼓励公司自愿性披露的信息。

表 4 部分上市公司年报中自愿性信息披露实践情况

公司名称	是否含有鼓励披露信息	是否含有自愿披露的预测性信息	是否含有其他自愿披露信息
美国公司			
AMAZON COM INC	否	是	否
FACEBOOK INC	否	是	否
TESLA INC	否	是	否
APPLE INC	否	是	否
EXXON MOBIL CORP	否	是	否

续表

公司名称	是否含有鼓励披露信息	是否含有自愿披露的预测性信息	是否含有其他自愿披露信息
外国公司			
ALIBABA GROUP HOLDING LTD	否	是	是 (连续5年披露同一事项——美国证监会对其的调查进展)
CHINA SOUTHERN AIRLINES CO LTD	否	是	否
SK TELECOM CO LTD	否	是	否
HONDA MOTOR CO LTD	是 (连续5年披露多于1名的财务专家姓名)	是	是 (连续5年披露同一事项——运营管理系统中的管理人员)
BHP GROUP LTD	是 (2019年报披露CEO薪资比率)	是	否

值得注意的是,与发行人在经营情况相关定期报告披露上的不明态度形成鲜明对比的是,环境、社会及管治报告作为一种自愿性信息披露,在美国、英国、中国香港特区三地市场都受到青睐。具体来说,美国标普500指数公司自2011年来发布这些报告的百分比从2011年的20%跃升至2019年的86%,还有不少美国上市公司选择在其官网或其他媒体平台上进行相关披露。^[19] 伦交所专门发布了ESG报告的披露指引,并引入富时罗素ESG评级(FTSE Russel ESG Ratings)用于评判发行人的

[19] See Governance & Accountability Institute, *Trends on the Sustainability Reporting Practices of S&P 500 Index Companies*, http://www.ga-institute.com/fileadmin/ga_institute/images/FlashReports/2020/G_A_Flash_Report_2020.pdf? vgo_ee = 7VqbIaulVFry7fozPM8zXpZgt%2FaZ78H7RTgmaWQdZB0%3D, visited July 7, 2021.

ESG披露情况。^[20] 在中国香港市场,ESG报告中的很大部分内容都属于强制性信息披露范畴。根据香港联交所2019年发布的最新一期对发行人环境、社会及管治常规情况的审阅报告,上市公司在ESG报告中呈现了超过90%的披露率。^[21]

相较于定期公告,临时公告数量更多、类型更复杂。相应地,判断一个公告是否为自愿性信息披露也更加困难。在中国内地市场,我们以上证科创板50成分指数的成分公司作为样本,对成分公司在2019年11月1日至2020年10月31日1年内披露的所有公告进行研究(见图1)。结果发现:上市公司的总体自愿披露意愿不强,平均披露的自愿公告数量仅占所有临时公告数量的11.94%。此外,不同行业公司的披露意愿

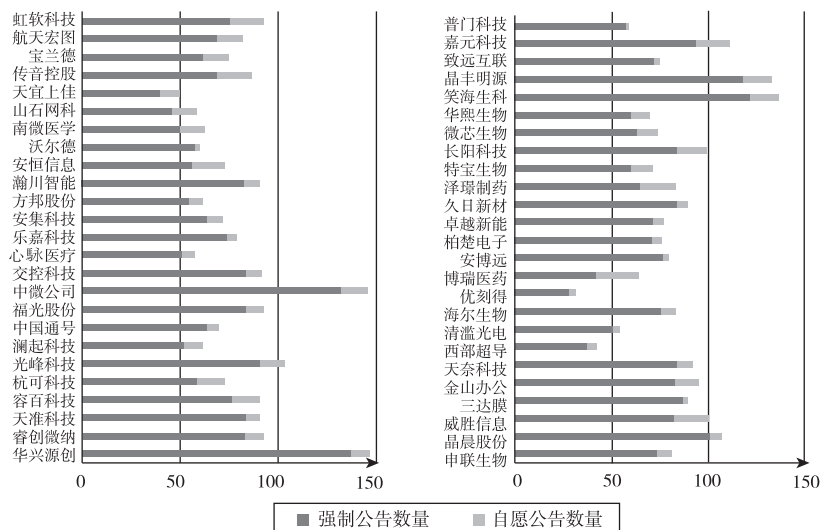


图1 上证50指数成分公司自愿性信息披露情况

资料来源:中证指数, <http://www.csindex.com.cn/zh-CN/indices/index-detail/000688>, 2021年7月7日访问。

[20] FTSE Russell, *ESG Ratings*, <https://www.ftserussell.com/data/sustainability-and-esg-data/esg-ratings>, visited July 7, 2021.

[21] 参见香港联交所:《有关发行人在以2017年6月和12月及2018年3月为年结的年报内披露企业管治常规情况的报告》,载 https://www2.hkexnews.hk/Exchange-Reports/Reports-on-Corporate-Governance-Practices-Disclosures?sc_lang=zh-HK, 2021年7月7日访问。

不同(见表5)。制药类公司和通信设备类公司由于信息披露在融资成本方面带来的切实好处,有更强烈的自愿性信息披露意愿。这类公告多涉及科研领域进展、投资框架协议、专利申请许可等内容。

表5 不同行业上市公司自愿披露临时公告情况

编号	行业类型	举例	公司数量(家)	所有公告数量(家)	自愿公告数量(家)	自愿公告占比(%)
1	半导体产品与设备	澜起科技	5	527	49	9.30
2	电气与电子设备	光峰科技	9	791	75	9.48
3	工业机械	天宜上佳	5	365	40	10.96
4	化工	长阳科技	6	520	56	10.77
5	生物科技	特宝生物	5	417	43	10.31
6	通信设备	传音控股	2	187	36	19.25
7	西药	博瑞医药	3	221	51	23.08
8	医疗保健	南微医学	3	204	27	13.24
9	软件	山石网科	9	662	93	14.05
10	其他	西部超导	3	242	24	9.92
总计			50	4136	494	11.94

我们对美国、英国和我国香港特区的自愿信息披露情况也进行了研究,不同市场临时公告的披露情况不同,研究方法也有所不同。总体来讲,美国市场的自愿披露口径比较难确定,自愿披露的数量也只能作为参考。在英国市场与我国香港市场中,发行人的态度则与中国市场存在一定相似性,即往往以自愿信息披露作为宣传手段,发布利好信息以吸引潜在投资者。以英国市场为例,前文提及的 RNS Reach 服务即以临时公告的形式提供。我们选取英国市场发行人在 2020 年 9 月 1~7 日发布的 60 份 RNS Reach 公告进行研究,发现 RNS Reach 新闻的大致类型

(见表6)。^[22]可见,伦交所上市公司发布信息的内容涉及经营业绩、重要交易、研究成果等,均以宣传为目的进行发布。未在伦交所上市的公司发布了近30%的RNS Reach公告,内容则同时包括股息变更通知、半年度财务报表等一般落入强制披露范畴的信息。

表6 RNS Reach新闻的主要类型(2020年9月1日至7日)

类型	数量(种)	内容
业务进展	12	矿产开采进度、Covid19疫苗实验等
重要交易	13	融资、收购、合作等
财务信息	4	股息派发、未经审计的财务报表等
研究报告	8	关于信托的投行研究报告等
人事变动	2	重要人员死亡等
预告	9	投资者会议、董事会会议、业绩发布等
其他信息	6	广告、CEO采访预告等
未在伦交所上市公司的监管信息公告	8	股息变更通知、董事会决议、半年度财务报表等

基于以上分析,各个市场的上市公司在临时性自愿信息披露上的态度均存在一定的相似性,即趋利避害、将自愿信息披露作为上市公司的宣传方式,侧重于展现公司利好。由于自愿信息披露方面的规则更为宽松,发行人的披露行为也更不规范。不过,从下文可以看出,即便存在上述不规范等问题,监管机构对此的监管也较为审慎。

[22] 由于存在同一次披露涉及多方面内容的情况,故不同类型的信息总和(62)大于总信息数(60)。数据来源:课题组根据英国伦敦证券交易所企业新闻网站上的RNS Reach相关信息统计所得。London Stock Exchange, News, <https://www.londonstockexchange.com/news>, visited July 7, 2021.

五、自愿性信息披露的监管

(一) 监管体系

中国内地市场主要由中国证监会与证券交易所根据《证券法》、中国证监会部门规章与规范性文件,以及交易所上市规则与业务指南对自愿性信息披露行为进行监管。从监管理念来看,当前中国内地市场对于自愿性信息披露的监管主要以鼓励引导、允许披露为主,以事后监管和处罚为辅。在监管方式方面,监管机构通过制定相应信息披露指引实现“事前监管”,通过发布行业热点信息通知完成“事中监管”,通过采取综合监管措施进行“事后监管”,从而在不同阶段实现不同的监管目的。具体而言,为了防止股价巨幅波动、打击上市公司投机炒作,监管机构主要侧重于自愿性信息披露中的股价敏感性信息的事后监管;而对于持续信息披露中的非股价敏感信息,监管机构主要通过事前规定引导上市公司进行披露。

在这个问题上,境外市场与境内市场存在一定差异。美国证监会根据1934年《证券交易法》而设立,是统一监管全美证券活动的最高监管机构,具有准立法权和独立执法权。1934年《证券交易法》及相关规定并无专门针对自愿性信息披露的监管规则,但赋予了美国证监会监管上市公司信息披露行为的权利。总体而言,自愿性信息披露也应符合上述法律规定和监管要求。如果美国证监会认为自愿信息披露存在违反1934年《证券交易法》规定的行为,其可以采取调查、提起诉讼、禁止董事及管理行为、民事诉讼罚款、申请强制令与禁止令等手段对上市公司及相关个人进行处罚。除了美国证监会的行政执法调查,如果上市公司和其他相关主体作出误导性陈述或者遗漏重大事实,则还有可能面临私人证券诉讼的风险。但是,为了鼓励上市公司披露预测性信息,1934年《证券交易法》第21E条设置的“立法安全港”使符合披露要求的上市公司免于私人证券诉讼的风险。

英国市场的主要监管机构为英国金管局和英国财务报告委员会(Financial Reporting Council,以下简称英国财报委),前者直接对英国财

政部和英国议会负责,后者是独立于政府的监管机构。两者互相独立,但也在监管过程中进行合作、互通信息。不过,英国金管局和英国财报委都没有颁布针对自愿性信息披露的专门监管规定。总体而言,根据《英国披露指引和透明度规则》,英国金管局享有较大的处罚权限。如果英国金管局认为发行人、履行管理职责的人员或关联人员违反了信息披露要求,其通常通过罚款对上市公司进行处罚,或者是发布非公开的警告。如果上市公司披露信息存在误导性、恶意疏漏或恶意延迟等情形,则不论该信息为强制披露还是自愿披露,上市公司都应对任何人基于该信息所遭受的损失作出赔偿。英国财报委的行为委员会具有审查董事报告的法定权力,如果相关报告不符合法定要求,行为委员会可以诉诸法院,要求公司修改相关报告。

中国香港市场的主要监管机构是香港证监会和香港联交所,前者依据《证券及期货事务监察委员会条例》设立,是负责监管香港证券及期货市场的法定监管机构,后者是获香港证监会认可的在香港设立、经营和维护证券市场的唯一交易所,两者通过签订《上市事宜谅解备忘录》及其《补充文件》明确职能的分工与衔接。此外,香港特区还设有市场失当行为审裁处这一独立机构,对香港证监会完成调查的案件进行聆讯。香港《证券及期货条例》、香港联交所《上市规则》及相关文件中并没有针对自愿性信息披露监管的专门规定,但是,自愿性信息披露仍在香港证监会和香港联交所的监管范围之内。因此,发行人进行自愿披露的方式应符合监管规定,即披露行为必须透明、公平,披露内容必须准确、完整且不具误导性或欺诈性,否则香港证监会可能会采取纪律处分、民事赔偿、刑事检控等措施,香港联交所也会作出不同程度的纪律处分。

综上所述,虽然境外各地监管体系与流程各有差异,但对于自愿性信息披露皆未形成专门的监管体系,而是将其纳入一般信息披露监管的框架之内,监管的重点也主要集中于欺诈、误导、重大不实等类型的自愿性信息披露上。

(二) 监管实践

过去几年,中国内地的证券监管机构针对部分自愿性信息披露违规行为采取了一些监管举措。表7总结了相关监管案例信息。

表7 因自愿信息披露违规受处罚的案例统计

编号	公司名称	监管机构	监管原因	监管对象和手段
1	宝利国际	证监会	在相关业务明确终止的情况下未依法披露重大进展,构成选择性披露	公司:责令改正、罚款 董事:警告、罚款
2	百利科技	上海证券交易所	在发生同类事件时,相关披露标准、披露时点未遵循一致性原则	公司:监管关注 董秘:监管关注
3	力源信息	深圳证券交易所	要求说明公司对自身的经营情况进行自愿性披露的标准,以及该标准是否一贯执行	公司:监管问询
4	中顺洁柔	深圳证券交易所	以自愿信息披露之名行宣传推广之实	公司:监管函
5	正源股份	上海证券交易所	半年度业绩预告与公司实际业绩情况存在盈亏方向性的变化	公司:公开谴责 董事、高管:公开谴责、通报批评
6	华丽家族	上海证券交易所	公司未披露所涉事项对公司的具体影响,未充分提示风险	公司:通报批评 董事长、董秘:通报批评
7	东方生物	上海证券交易所	公司炒概念、蹭热点,违背了信息披露的真实性和准确性要求 (证券市场上这一类型的监管案例时有发生,这里仅统计2019~2020年发生的案例)	公司:通报批评 董秘:通报批评
8	睿创微纳	上海证券交易所		公司:通报批评 董秘:通报批评
9	博瑞医药	上海证券交易所		公司:监管关注 董秘:通报批评
10	海印股份	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事、高管:通报批评
11	海南海药	深圳证券交易所		公司:通报批评 董秘:通报批评

续表

编号	公司名称	监管机构	监管原因	监管对象和手段
12	延安必康	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、高管:通报批评
13	联创股份	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事、高管:通报批评
14	永太科技	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、高管:通报批评
15	天晟新材	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、高管:通报批评
16	银邦股份	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、董秘:通报批评
17	中恒电气	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、董秘:通报批评
18	北玻股份	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、高管:通报批评
19	泰和科技	深圳证券交易所		公司:通报批评 董事长、董秘:通报批评

资料来源:课题组以“自愿信息披露”“自愿性信息披露”“监管”等词条为关键词,在以下公开渠道进行检索:(1)证监会官网的行政处罚栏目,<http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/index.htm?channel=3300/3313>;(2)上海证券交易所官网的监管信息公开栏目,<http://www.sse.com.cn/disclosure/credibility/supervision/measures/>;(3)深圳证券交易所官网的监管信息公开栏目,<http://www.szse.cn/disclosure/supervision/measure/measure/index.html>;(4)Wind金融数据库的“法律法规”栏目;(5)中证网、上海证券报等媒体的公开报道。

从表7中信息可以看出,这些案例具有以下特征:第一,除个别案例外,作出监管措施决定的主体是证券交易所;第二,监管对象既包括上市公司,也包括上市公司董事和包含董事会秘书、总经理、财务总监等在内的公司高级管理人员;第三,监管原因较为集中,主要针对披露标准不一致、选择性披露、具有误导性等披露行为;第四,监管手段多样,如监管问询(监管函)、通报批评、公开谴责等。不过,相较于其他信息披露违规类型,针对自愿性信息披露违规行为的监管案例较少,严厉程度也较为轻微。

从境外市场的监管实践来看,鲜有针对自愿性信息披露违规行为的处罚案例。根据我们的研究,没有发现美国证监会针对自愿性信息披露的监管实践。美国证监会网站汇总了自1995年以来所有的诉讼情况,^[23]但是没有给出案由,因此无法判断该诉讼行为是否与自愿性信息披露有关。因此,我们用Google网站搜索引擎,限定在www.sec.gov网站中搜索全部含有“voluntary disclosure”和“litigation releases”的网页,约有30个检索结果。不过,这些案例仅在文本中涉及“voluntary disclosure”这一词组,并非针对自愿性信息披露的案例。

我们也没有发现英国金管局和财报委针对自愿性信息披露的处罚案例。英国金管局在采取措施前会在其网站发布最终通知。我们汇总近五年英国金管局发布的与信息披露有关的最终通知后发现,英国金管局的监管重点放在内幕信息的披露不足上,近5年没有涉及自愿性信息披露的处罚案例。英国财报委行为委员会的工作人员会根据一定标准,对大型或上市公司进行选择性的审查。2018年起,英国财报委每季度发布受到审查的公司名单,^[24]并同时披露是否由此与相应公司产生实质性通信以及相关沟通是否已经结束。根据英国财报委的解释,实质性通信意味着相应公司的信息披露可能存在不合规之处,但这一问题可能通过当事公司的回答即可解决,并不必然意味着英国财报委将诉诸法院,

[23] See U. S. Security and Exchange Commission, *Litigation Releases*, <https://www.sec.gov/litigation/litreleases.html>, visited July 7, 2021.

[24] See Financial Reporting Council, *CRR Reviews of Corporate Reporting*, <https://www.frc.org.uk/accountants/corporate-reporting-review/crr-reviews-of-corporate-reporting>, visited July 7, 2021.

或者要求公司修改报告。不过,英国财报委在其网站上明确表示,其不会提供关于相关公司披露行为的更多信息。因此,我们难以针对行为委员会的处罚情况进行更深入的研究。

香港证监会、市场失当行为审裁处和香港联交所也没有针对自愿性信息披露违规行为的监管实践。香港证监会对证券市场的监管实践信息公布在其官网的“执法消息”板块。^[25]经查询,自2018年1月1日至2020年11月1日,涉及虚假或具误导性公告的执法消息共2项,均为发行人在年度业绩公告中披露了虚假或具误导性的资料,而年度业绩公告属强制披露信息,并非针对自愿性信息披露的监管实践。市场失当行为审裁处对市场失当行为的监管信息公布于其官网,共公开了25项“研讯报告书”和41项“裁定/通知”。^[26]其中有6个案件涉及《证券及期货条例》第277(1)条,但均不涉及自愿性信息披露。香港联交所对证券市场的监管实践信息在其官网的“有关上市规则执行通告/公告”板块公布。^[27]自2018年1月1日至2020年11月1日,上市委员会以发行人为监管对象发布的执行通告/公告共29项,其中也没有针对自愿披露的决定。

(三) 监管困境

无论是中国内地市场,还是境外主要市场,都存在自愿性信息披露“监管缺失”的现象。相较于中国内地,境外市场的“监管缺失”要更严重一些——在我们检索的时间范围内都没有找到自愿性信息披露的监管实践。导致监管困境出现的原因主要有以下三点:

第一,针对自愿性信息披露的专门规则缺失,导致自愿性信息披露的界限模糊不清,监管机构无法准确识别并监管上市公司自愿性信息披露行为。在美国、英国和中国香港,“自愿性信息披露”在上市公司信息

[25] 参见《执法消息》,载香港证监会官网,<https://apps.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/news-and-announcements/news/enforcement-news/>,2021年7月7日访问。

[26] 参见《裁定/通知》,载香港审裁处官网,<https://www.mmt.gov.hk/eng/home/home.htm>,2021年7月7日访问。

[27] 参见《上市规则执行及纪律处分——有关上市规则执行的通告及公告》,载香港联交所官网,https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Disciplinary-and-Enforcement/Enforcement-Notices-and-Announcements/Listing-Enforcement-Notices-Announcements?sc_lang=zh-cn,2021年7月7日访问。

披露监管体系中都缺乏明确定义。不过,美国和中国香港市场会在部分与信息披露相关的法律、法规、规定和指引中以“鼓励”(encourage)、“可以”(may)、“由其选择”(at its option)等词语鼓励或提示上市公司可以就某特定内容进行自愿性信息披露。相比之下,英国则常常以更间接的方式表述。

同时,由于自愿信息披露定义的模糊性,自愿性信息披露与强制性信息披露的界限也并不清晰。例如,中国内地、中国香港特区和美国都将“重大性标准”作为强制性信息披露的判断依据,但是这一标准属于主观性标准,缺乏清晰的界定,同时也处在不断的实践探索过程中。除此之外,自愿性信息披露与强制性信息披露的界限并非一成不变,而可能处在动态变化之中。在监管目标变化的情况下,原本纯属自愿披露的信息可能被归入强制披露的范围;反之亦然。例如,2019年香港《上市规则》修订了《环境、社会及管治报告指引》下的两层次披露责任,将“建议披露”的关键绩效指标改为“不遵守就解释”,实现了由自愿性信息披露向强制性信息披露的转变。另外,1994年中国证监会发布《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》第2号,将年度报告有关盈利预测的规定由强制性披露改为了自愿性披露。这都为监管机构有效识别并持续监管自愿性信息披露行为造成一定困难。

第二,关于自愿性信息披露的规定大多是鼓励引导性质的,而非以强制、规范、监管、处罚等为导向,监管机构在监管自愿性信息披露行为时也缺乏依据。尽管中国内地关于自愿性信息披露的规则相对较多,但其中大多数规则旨在许可或鼓励上市公司披露某种特定信息,而非对上市公司的违规披露行为作出监管或处罚。美国和中国香港特区的相关规则,大多也是起到鼓励、引导、提示上市公司进行自愿性信息披露的功能。美国证监会虽然在部分规则和披露表格的综合指引中为上市公司自愿性信息披露行为设置标准或是限制,例如,根据S-K规则101项,“公司可以披露小客户和竞争者的姓名,但是不得具有误导性”,但并未规定上市公司违法此类限制后可能遭受的处罚。在缺乏相关依据的情况下,监管机构只能依照信息披露的一般原则监管自愿性信息披露行为。

第三,监管机构的监管重心通常不在自愿性信息披露上。虽然上交所和深交所有一些自愿性信息披露的监管案例,但大多属于“炒概念、蹭

热点,违背了信息披露的真实性和准确性要求”的行为。在本文研究的时间范围内,美国、英国和中国香港特区都没有针对自愿性信息披露的监管案例。其中,英国金管局近5年的监管重点都在内幕信息的披露不足,中国香港监管机构为了鼓励自愿性信息披露而采取“弱监管”的态度。由于监管机构的监管重心有所侧重,或者是由于监管机构鼓励自愿性信息披露的政策选择,都可能导致实践中出现自愿性信息披露“监管缺失”的现象。

自愿性信息披露界限模糊和监管缺失在实践中也引发了其他的问题。自愿性信息披露界限模糊,可能导致监管机构选择“一刀切”的方式对自愿性信息披露行为进行判断与监管。比如,中国内地目前以“股价敏感性”作为单一的自愿性信息披露监管区分标准,虽然该信息真伪性更容易判断、引起市场波动的结果更容易衡量,但可能存在一定问题。一方面,“股价敏感性”作为一个后验的概念,只有根据披露之后的市场反应才能得出判断,这可能会导致对自愿性信息披露的监管陷入事后监管的真空状态。另一方面,上市公司在作出自愿性信息披露行为时也无法准确判断部分信息是否具有“股价敏感性”,可能无法准确调整披露行为。清晰明确监管规则的缺失,可能也会导致不规范自愿性信息披露行为的发生。如表7所示,中国内地证券监管机构对多起涉及“炒概念”“蹭热点”的自愿性信息披露行为作出处罚,但该行为仍屡禁不止。

因此,对自愿性信息披露行为应采取何种监管态度,设计何种监管体制,成为中国内地证券监管机构应当思考的问题。以本文考察的境外市场为例,“监管缺失”不代表监管机构放弃了对自愿性信息披露行为的监管,鼓励的态度也不意味着自愿性信息披露没有行为标准。虽然自愿性信息披露与强制性信息披露的界限并不清晰,但是自愿性信息披露行为仍属于美国、英国和中国香港特区证券监管机构的监管范围,并应遵循该国对信息披露方式及内容的要求,否则会受到处罚。

综上所述,对待自愿性信息披露行为,中国内地市场需要在鼓励上市公司进行自愿性披露的同时,设置一定的责任,规范自愿性信息披露行为。一方面,由于自愿性信息披露界限模糊不清,难以通过法律法规清晰界定自愿性信息披露,因此可以考虑适当放宽自愿性信息披露行为的处罚标准,实现鼓励自愿性信息披露的目的。另一方面,在具体规则

缺失的情况下,应当借鉴美国、英国和中国香港特区的经验,强化信息披露一般原则的适用,严厉处罚“炒概念”“蹭热点”等以“自愿性信息披露”之名,行“违反信息披露一般原则”之实的行为。

六、结论

强制性信息披露与自愿性信息披露的边界存在不确定性。这不仅在于技术层面确定特定信息是否满足“重大性”标准,从而判定其是否属于强制性信息披露这一环节存在不确定性,也在于理论层面任何信息披露本质上都可以成为自愿性披露或者强制性披露。在这个背景下,自愿性信息披露制度建设的目标应该是促进公司披露更多对投资者决策有帮助的信息,持续对信息的强制性和自愿性属性进行区分,界定信息披露中的政府角色和市场角色,为最优证券信息披露制度的形成提供信息基础、规则基础和监管基础。

基于上述目标,本文结合比较法研究的成果,立足于国内实际情况,针对中国内地市场的自愿性信息披露制度建设提出以下具体建议。

第一,在自愿性信息披露的概念和范围界定上保持弹性和开放。自愿披露或强制披露的界定受到“重大性”标准的影响。而某一信息是否具有“重大性”,无法在事先给出明确的判断标准,也并非一旦定性就保持不变。相反,强制披露和自愿披露互相转换的情况时有发生。因此,在自愿性信息披露的定义和范围界定上,我国内地市场应参考境外市场的做法,在自愿性信息披露制度的建设初期,除了新《证券法》已有的定义外,不宜急于为自愿性信息披露下定义、圈范围。

第二,积累监管实践经验并逐步确定自愿性信息披露的范围和监管模式。自愿性信息披露或强制性信息披露的确定有赖于特定信息是否满足“重大性”标准,而认定“重大性”必须结合具体情况作具体判断。目前可通过积累评估已有的监管实践,再逐步明确自愿性信息披露的范围并确立合适的监管模式。

第三,充分利用《证券法》第78条第2款关于信息披露的一般性规定来监管和处罚“炒概念”“蹭热点”等所谓“自愿性信息披露”行为。主

要境外市场均未形成针对自愿性信息披露的专门监管体系,而是将其纳入一般信息披露监管的框架之中,统一适用信息披露的一般性规则。充分利用我国《证券法》第78条规定的“真实、准确、完整,简明清晰,通俗易懂,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”原则。与此同时,监管机构可以灵活运用这些规定处理中国内地市场上“炒概念”“蹭热点”等屡禁不止的问题。

第四,为自愿性信息披露设立专门的平台或渠道,规范自愿性信息披露公告的标题和内容格式,便于投资者快速有效地获取信息。中国内地上市公司目前可以通过不同平台以各种形式发布自愿性披露信息,自愿性和强制性信息披露相互混杂,对投资者造成困扰。为此,中国内地市场可以参考中国香港市场的“披露易”或英国市场上“RNS Reach 服务”等模式,统一自愿性披露信息发布的平台及渠道,规范其发布的形式,便于投资者区分不同信息的性质,并据此作出投资决策。而且,这样做也便于监管机构进行事后监督。

第五,借助市场力量(如信息披露中介机构),推进自愿性信息的披露和规范。在自愿性信息披露制度的初建时期,鼓励和规范披露的工作除了由监管机构承担,还可以发挥市场主体的作用。比如,英国证券市场上,伦敦证券交易所旗下就有RNS公司这一市场主体,该公司推出的RNS Reach服务专门帮助公司进行自愿性信息披露。RNS公司2020年全年共发布1766则自愿披露信息,还负责管理系统内已经披露的各类信息。中国内地市场或可尝试这种公共部门和私营部门结合的监管模式。

第六,在自愿性信息披露制度的建设初期,对自愿性信息披露采取“弱监管”模式,放松事前监管限制和事后监管力度,通过交易所回复和指引等方式,鼓励和引导发行人自愿披露信息。中国内地正处于自愿性信息披露制度的初建阶段,适度放松处罚力度可以鼓励发行人进行自愿信息披露。通过这些自发的实践积累,监管机构可以总结出市场偏好和适宜做法,不断明晰后续监管的方向和方法。在“弱监管”的模式下,对自愿性信息披露的引导和规范应尽可能通过柔性手段进行。比如,采用证券交易所回复上市公司问题、发布信息披露指引等方式。

(编辑:胡睿超)