

# 信息披露制度的解构与思考

## ——基于中美证券法的比较分析

宋浩

浙江省杭州市中国计量大学, 中国·浙江 杭州 310000

**【摘要】**在2020年新《证券法》的架构下我国信息披露制度有了比较完善科学的制度体系,笔者基于中美相关证券法的规定对信息披露的条文体系进行比较分析,对披露内容进行总结和解构,同时提出两点思考:一是认为信息披露的目的应在于维护证券市场,二是信息披露的合理程度应交由市场筛选出合适的制度规则。

**【关键词】**信息披露; 证券法; 比较分析

新《证券法》关于信息披露制度的修订颇具亮点,专设一章“信息披露”,共10个条文,对信息披露的主体、范围、手段、责任等进行较为系统的概括。与此同时,作为我们借鉴对象的美国《证券法》和《证券交易法》自1933年、1934年颁布以来也在不断修订完善,其信息披露制度与我们国家的相比有何异同,能否借鉴经验都是需要探讨的问题。

### 1 信息披露制度的解构

美国《证券法》通过规定招股说明书应披露的信息内容进而基本构建了初始信息披露制度。《证券交易法》确立了证券市场的持续信息披露制度,比如定期报告和其他报告。按照信息披露的时间着眼点为标准还可将信息分为历史信息(historical information)和前瞻性信息(forward-looking information)。

#### 1.1 信息披露的基本概况

我国《证券法》将信息披露独立成章,对其重视可见一斑。该章共10个条文,涵盖信息披露义务人、披露原则、定期和临时报告、公司高层的权利与义务、违法责任、监管等。而美国《证券法》中信息披露没有单独成章,零散分布于“登记声明所需要的信息”、“招股说明书中需要的信息”和其他条文中,涵盖披露要求、豁免、民事责任、犯罪与惩罚、安全港规则等。具体说来,我国《证券法》信息披露义务人的范围有所扩大,包括发行人及其他信息披露义务人(第78条第一款),同时规定董事、监事和高级管理人员对披露信息负责(第82条),甚至可以直接申请披露。美国《证券法》中则规定资产支持证券的每个发行人就不同档次和不同类别的证券发布有关资产的信息,同时第11(a)条和第12(b)条针对登记声明和招股说明书中的重大不实陈述列举了需要承担责任的人员。

从1993年开始实行的审批制到新《证券法》全面推行注册制,历经二十几年,对信息披露的监管由事前审查转变为事中事后监督,主要关注申报材料是否完整、真实、准确,并不对该证券的投资价值进行判断。1998年美国证券交易委员会制定了类似的421(d)号规则,即“简明英语规则”(plain English rule),便于投资者准确把握要点。

#### 1.2 信息披露的内容

我国《证券法》中对于基本的、重要的信息强制要求披露,但其他则企业自愿披露。强制性信息披露主要集中于历史信息,因为前瞻性信息含有较多不确定,而确定的信息有助于投资者准确的判断。美国《证券法》对证券发行的信息披露内容设置了一

些要求,同时设置了关于前瞻性信息的安全港规则。

《证券法》第79条是关于定期报告的信息披露要求,列举了明确的材料要求,新《证券法》仅仅规定报送和公告的期间和审计要求,似乎具体的内容要求另有规定。与之相反的是,临时报告信息披露所涉“重大事件”的列举在第80条和第81条得到详细的阐明。美国《证券法》第7条详细列举证券发行前提交登记声明需要披露的信息,同时规定在该时期禁止实际销售证券,只能在登记生效后才能销售,因此投资者对于登记声明披露的信息将有更多时间去分析,避免作出草率决定。我国《证券法》并没有明确条文规定前瞻性信息的披露,第84条也许可以窥见前瞻性信息的影子。美国相关的安全港规则有“规则性安全港”(rule safe harbor)和“立法性安全港”(statutory safe harbor)。修订后的《证券法》第27A条和《证券交易法》第21E条则规定了符合要求的前瞻性信息陈述免责。

### 2 信息披露制度的几点思考

#### 2.1 信息披露的目的

我国《证券法》中信息披露的目的似乎是为了保护普通投资者。有学者认为“市场失灵”的概念缺乏清楚的事实含义,强制披露制度并不会整体上改变上市公司管理者或投资者的收入。

笔者认为信息披露的直接目的是将基本和重要的信息进行公开,这些信息可能是公众能够获得的整合起来,亦或是较难获取甚至是秘密信息。大型投资者可能更希望“独享”较难获取又很重要的信息,获得投资的机会;普通投资者貌似应该很热衷信息披露,但投资本身就是考验眼光和时机的活动,就算是普通投资者也可能希望不要将所有信息披露。其次,企业为了使投资者更加了解自己的优势,其倾向于积极披露对自己有利或者无害的信息。对于一些揭露缺点和经营不利的信息,企业仍然可能选择披露,关键还是在于企业的经营理念和对披露成本的衡量。因此,对于信息披露的目的不能单纯以保护投资者来概括,笔者认为信息披露的最终目的应是维护证券市场的稳定良性运转,投资者只是其中一环。

#### 2.2 信息披露的程度

企业产生的信息浩如烟海,过度披露和披露不足都会导致一些麻烦。现行《证券法》中规定强制性信息披露的具体要求,对于“合理程度”有借鉴意义,但有关自愿性和前瞻性信息披露的“合理程度”的探讨尚显不足。

笔者认为,《证券法》中规定的强制性信息披露在一定程度上限制了企业沉默的权利,企业必须依法披露信息,可能这些信息是“无用”的,也可能披露的信息使竞争对手获利。在这种情况下,企业披露信息出现过度披露和披露不足的可能性就会增加,进而受到经济上的损失或者法律的惩罚。当然,这在前瞻性信息中更为明显,由于未来的不可控,披露过度或不足甚至都不足以描述可能出现的风险。笔者认为法律规定不可能穷尽列举信息披露应该达到的“合理程度”,不过考虑到在信息披露制度出现之前便已有股票的发行和交易,也许应该交给市场规律去衡量,通过竞争筛选出最有效率的信息披露制度。

### 3 结语

对比中美证券法中信息披露制度的规定,我国信息披露制度在体系上臻于完善,进一步的解构发现对于历史信息的要求和美国相差不大,只是前瞻性信息尚未深入。笔者通过分析,对信息披露制度提出了两点思考,一是认为信息披露的最终目的应是维护证券市场,所谓的保护投资者并不能涵盖全部目的;二是关于信息披露的程度认为现行法律无法穷尽列举所需的条件,不妨交由市场规律筛选合适的制度。总得说来,我国的信息披露制度尚有可圈可点之处,不足之处也须重视。

### 参考文献:

- [1]《中华人民共和国证券法(2019修订)》,中华人民共和国主席令 第 37 号,2020 年 3 月 1 日实施.以下简称《证券法》.
- [2]Securities Act of 1933 § 10, 15 U.S.C. § 77j (2020).
- [3]Securities Exchange Act of 1934 § 13, 15 U.S.C. § 78m (2020).
- [4]Securities Act of 1933 § 7, 15 U.S.C. § 77g (2020).
- [5]参见邓建平.新《证券法》的五大亮点[J].财会月刊.2020(6):3.
- [6]美国证券交易委员会(SEC)官网, <https://www.sec.gov/plainwriting.shtml>,2020 年 4 月 24 日最后访问.
- [7]Securities Act of 1933 § 27A, 15 U.S.C. § 77z-2 (2020).
- [8]Securities Exchange Act of 1934 § 21E, 15 U.S.C. § 78u-5 (2020).
- [9]廖志敏,陈晓芳.强制披露理论依据之批评[J].北京大学学报(哲学社会科学版).2009(5):137.