

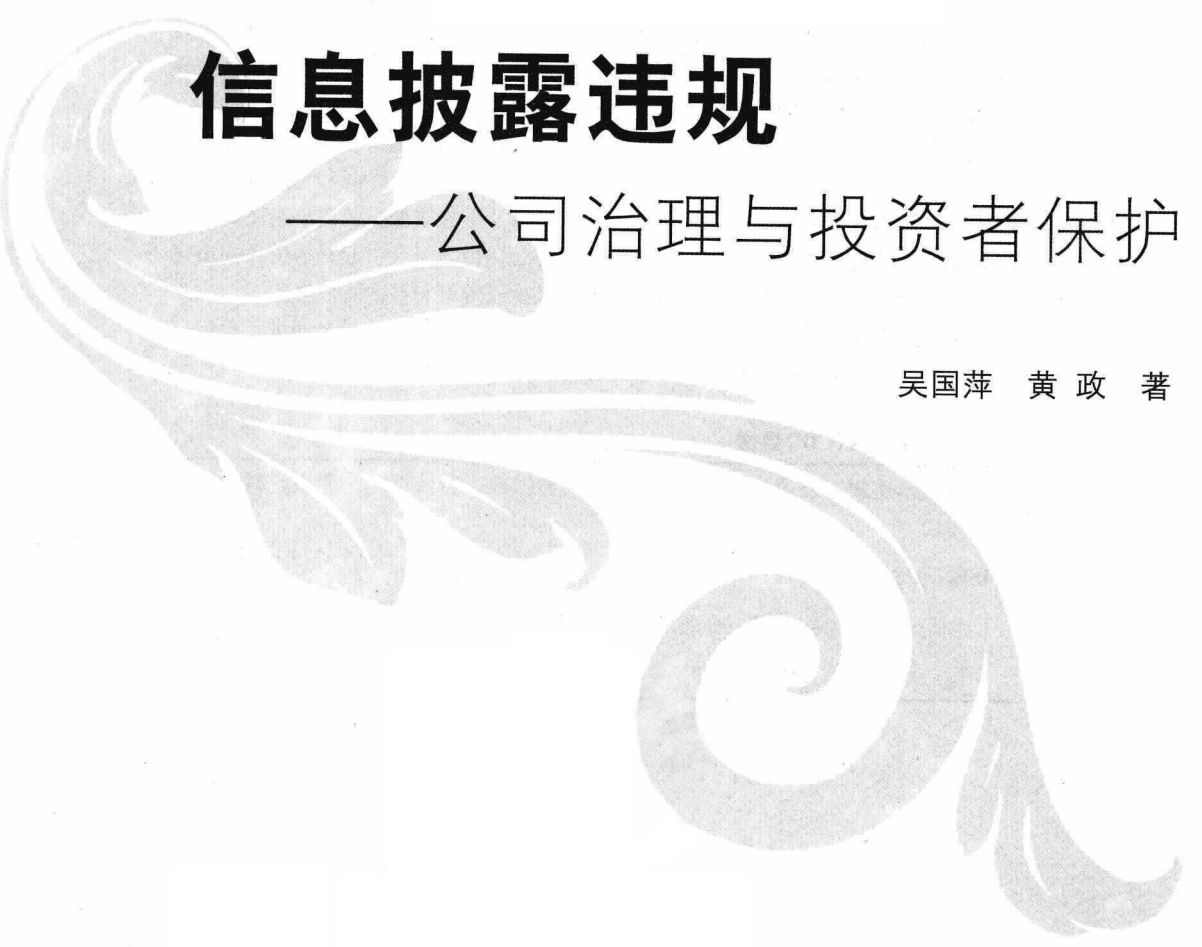
信息披露违规

——公司治理与投资者保护

吴国萍 黄政 著



科学出版社



信息披露违规

——公司治理与投资者保护

吴国萍 黄政 著

科学出版社
北京

内 容 简 介

本书在建立信息披露违规控制体系,总结我国信息披露违规行为的主要特征和发生规律的基础上,从所有权结构与信息披露违规、董事会治理与信息披露违规、监事会治理与信息披露违规探讨信息披露违规的影响因素,并结合信息披露违规处罚对资本市场的影响,探讨投资者利益保护问题。

本书研究结果表明:股权集中度高、最终控制人的控制权比重大以及非民营性质的上市公司,信息披露违规的可能性小;董事会的独立性高和专业性强对遏制信息披露违规行为作用显著;持有较多股份以及不频繁变更的监事会主席可以很好地抑制信息披露违规行为;信息披露违规处罚行为将会引起显著的负向市场反应;有计划分步骤地建立民事赔偿制度是保护投资者利益的有效办法。

本书适合于会计学、企业管理等专业学术型研究生及相关学者阅读,也为证券监管部门监管策略的选择提供了参考。

图书在版编目(CIP)数据

信息披露违规:公司治理与投资者保护/吴国萍,黄政著. —北京:科学出版社, 2012

ISBN 978-7-03-036111-0

I. ①信… II. ①吴…②黄… III. ①上市公司-会计分析-研究-中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 286088 号

责任编辑:李 莉/责任校对:邹慧卿

责任印制:阎 磊/封面设计:迷底书装

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

银浩彩色印装有限公司印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2012年12月第 一 版 开本:720×1000 B5

2012年12月第一次印刷 印张:12 1/4

字数:236 000

定价:48.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

前 言

“阳光是最好的防腐剂，灯光是最有效率的警察”。信息披露制度作为政府干预证券市场的重要手段，直接影响着市场的透明度、定价效率和投资人的决策，关系到“三公”原则的贯彻和监管目标的达成。“天下之事不难于立法，而难于法之必行”，不断曝光的财务欺诈案和信息披露违规处罚公告使信息披露制度的“着陆”面临巨大的挑战。

信息披露违规行为会对资本市场赖以生存的信息机制产生重大不利影响。虽然我国已建立起层次清晰、体系完备的信息披露制度体系，但违规披露信息内在动力增强与监督管理弱化的矛盾日益突出。充分揭示上市公司信息披露行为中的主要问题，分析信息披露违规行为的主要特点、发生规律及其影响因素，对化解矛盾、建立健全预防机制以及维护投资人利益意义重大而深远。本书在建立信息披露违规控制体系的基础上，从上市公司信息披露违规的现状描述、所有权结构与信息披露违规、董事会治理与信息披露违规、监事会治理与信息披露违规、信息披露违规处罚与投资者保护五个方面展开研究。与同类研究相比具有以下特点：

第一，初步建立起信息披露违规的控制体系。本书在回顾中美信息披露制度演进历程、界定信息披露违规概念并总结其表现形式的基础上，综合运用信息不对称理论、有效市场理论、代理理论、会计舞弊动因理论分析信息披露违规行为的动因，并建立起包括制度层控制机制、市场层控制机制、股东层控制机制、决策层控制机制以及监督层控制机制的信息披露违规控制体系。

第二，揭示了上市公司信息披露违规行为的特点和发生规律。本书以1996～2008年339家违规公司为样本。研究发现，信息披露违规行为的处理数量呈一定的右斜M形变化趋势；延迟披露在各类违规行为中的数量最高，约占违规总数的38%，并且存在大量并发性的违规行为；多数违规行为发生在上市后的1～6年；财务压力中的偿债压力、保壳压力和保盈压力都对上市公司的信息披露违规行为产生显著影响。这些发现将对监管部门的策略选择提供帮助。

第三，探讨了所有权结构与信息披露违规的关系。本书将所有权结构分解为股权集中度、管理层持股的比例、国有或民营企业的持股结构、最终控制权的实现方式四个维度，并展开实证研究。结果发现，股权集中程度高、最终控制人的控制权比重大以及非民营性质的上市公司，信息披露违规的可能性小。而管理层持股比例不能显著地影响信息披露违规行为。这些发现为所有权结构与信息披露

违规行为之间的关系提供了新的证据。

第四，分析了董事会治理对信息披露违规的影响。本书从董事会规模、独立性、专业委员会的设置、会议频率及领导结构五个方面分析了董事会特征与信息披露违规行为之间的关系，并展开实证研究。结果发现，独立董事比例高、下设委员会的数量多以及设置了审计委员会的上市公司发生信息披露违规行为的可能性小；而董事会规模和领导结构对信息披露违规行为没有显著的影响；董事会会议更多地被当成发现和消除隐患的措施，是事后解决问题的“灭火器”。提升董事会的独立性和专业性是遏制信息披露违规行为的重要手段。

第五，论证了监事会在遏制信息披露违规中的作用。本书以监督是否有效为目标，提出了监事会运行状况、监事会规模以及监事胜任能力三大类指标对信息披露违规行为影响的研究假设，实证分析结果表明，监事会主席经常发生变更以及持股比例过低很有可能导致信息披露违规行为的发生。但监事会主席学历层次的高低并不能代表其监督效果的强弱。同样是衡量监事胜任能力的领薪监事比例和监事持股比例却表现出较弱的影响力。而监事会运行状况及监事会规模，在实证分析中未能得到令人满意的结果。

第六，探讨了信息披露违规处罚与投资者保护的关系。本书采用事件研究法分析了违规处罚的市场反应。研究发现，信息披露违规处罚行为会引起显著的负向市场反应；民营上市公司的违规行为所产生的负向影响要显著高于非民营上市公司；造成违规公司投资者损失的情况甚至会波及同行业的其他公司，产生相应的负面冲击效应。我国对信息披露违规行为的处罚以行政处罚为主，但其时间滞后及力度不够的问题使有计划分步骤地建立民事赔偿制度变得十分必要，并具有可行性。

本书是在吴国萍博士论文的基础上，由吴国萍、黄政经过结构调整、数据替换撰写而成。东北师范大学商学院博士研究生朱君，硕士研究生黄丹、刘怡芳在文献查询、数据处理工作中提供了很多帮助；科学出版社李莉编辑为本书的出版做了大量工作；本书还得到了教育部人文社会科学基金一般项目（09YJA630019）、吉林省社会科学基金一般项目（2012B51）和吉林省教育科学“十二五”规划项目（ZC12004）的资助，在此一并表示感谢！

上市公司的信息披露问题属于跨学科的交叉性研究领域。本书在研究过程中，结合了金融学、会计学、统计学、投资学等多学科的理论与方法，旨在为会计学、金融学等专业学术型研究生的研究工作提供理论支持，为证券监管部门监管策略选择提供参考，但因水平所限，书中不妥和疏漏在所难免，敬请理论界和实务界的朋友批评指正。

作者

2012年7月

目 录

前言

第一章 信息披露违规的控制机制	1
第一节 信息披露规范体系.....	1
第二节 信息披露违规的含义与表现形式	13
第三节 信息披露违规的理论分析	14
第四节 信息披露违规的控制体系	24
第五节 本章小结	30
第二章 信息披露违规的现状分析	33
第一节 信息披露违规的总体情况	33
第二节 财务压力与信息披露违规	47
第三节 本章小结	58
第三章 所有权结构与信息披露违规：股东层面的控制机制	59
第一节 所有权结构：国别差异	59
第二节 所有权结构：文献综述	61
第三节 所有权结构与信息披露违规的实证研究	69
第四节 本章小结	80
第四章 董事会治理与信息披露违规：决策层面的控制机制	82
第一节 董事会治理：制度安排	82
第二节 董事会治理：文献综述	89
第三节 董事会特征与信息披露违规的实证研究	92
第四节 审计委员会特征与会计信息披露违规的实证研究.....	105
第五节 本章小结.....	111
第五章 监事会治理与信息披露违规：监督层面的控制机制	113
第一节 监事会治理：模式选择.....	113
第二节 监事会治理：文献综述.....	115
第三节 监事会特征与信息披露违规的实证研究.....	118
第四节 本章小结.....	130
第六章 信息披露违规处罚与投资者保护	132
第一节 违规处罚的投资者保护效果文献回顾.....	132
第二节 违规处罚的市场反应及投资者损失的实证研究.....	135

第三节	监管策略与行政处罚效果·····	148
第四节	信息披露违规的民事赔偿·····	152
第五节	本章小结·····	157
第七章	结论·····	159
参考文献	·····	164
附录 1	我国信息披露部门规章汇总表 ·····	173
附录 2	我国现行信息披露制度体系 ·····	176
附录 3	信息披露违规公司列表 ·····	178

第一章 信息披露违规的控制机制

第一节 信息披露规范体系

信息披露制度作为政府干预市场的重要手段，直接影响着证券市场的透明度、定价效率和投资人的决策，关系到证券市场“三公”原则的贯彻和监管目标的达成。健全、完备的信息披露规范体系能保证上市公司包括拟上市公司的所有相关信息得到真实、准确、完整、及时和公正的披露，保护投资者权益，维护证券市场的正常运行。

规范是约定俗成或明文规定的标准。上市公司的信息披露规范也称信息披露制度，是指上市公司在证券的发行、上市和交易等一系列环节中，依照法律、证券主管机关或证券交易所的规定，以一定的方式向社会公众公开与证券有关的财务和相关信息而形成的整套行为惯例和活动准则^①。

信息披露制度随着股份公司的出现被确立并逐渐演变成一套层次分明、体系完备的制度体系。

一、信息披露制度的起源

最早的信息披露制度起源于英国。1720年，英国发生著名的“南海事件”^②，政府为避免此类事件的再次发生，颁布了具有历史意义的《泡沫法》（The Bubble Act），该法案对新公司的设立及新股票的发行实施严格管制，否认所有未经国王或议会批准设立的股份公司，在一定程度上制约了英国股份公司的设立，有学者认为这使得公司信息披露制度的发展进程被迫延缓^③。我们认为，该法案对公司信息披露提出了法定要求，由此进入国家对证券市场正式实施监管的时代。1844年，为维护投资者权益，促进股票市场健康发展，英国国会通过了《公司法》（The Joint Stock Companies Act），首次要求公司募股筹集资金时必须提交公开

① 上海证券交易所研究中心. 2008. 中国公司治理报告（2008）：透明度与信息披露. 上海：复旦大学出版社

② 1720年英国的南海公司董事对外散布虚假消息，宣称公司具有很强的盈利能力，一时之间股价一路上升；投资者发现南海公司欺诈行为后，纷纷抛售股票，投资者损失惨重。英国政府以查尔斯·史内尔（Charles Snell）对南海公司账目的审查结果为依据，没收了南海公司全部董事的个人财产，对经理进行了处罚，公司最终宣布破产

③ 高明华. 2010. 中国上市公司信息披露指数报告. 北京：经济科学出版社

说明书,公开说明书发出前,所有契约的日期以及契约当事人的名称都必须公开,否则视为发出此公开说明的发起人、董事及公司职员对认股人的欺诈,除非后者已知悉此契约^①。该法案还规定,公司董事必须向股东呈递“详尽且公允”的资产负债表;资产负债表必须经公司监事审计;董事会应在股东大会前10天向股东和负责公司审计的注册官员提交资产负债表副本和监事审计报告。至此,上市公司信息披露制度以法律形式正式确立,奠定了现代意义上的强制性信息披露制度的基础^②。

由此可见,英国作为世界上最早以法律形式对上市公司信息披露制度进行规范的国家,开辟了信息披露制度的先河。1844年英国的《公司法》被认为是上市公司信息披露及监管的起源。在英国的引领下,西方各国也纷纷响应,积极推动本国在信息披露方面的立法,信息披露制度在世界主要发达国家逐渐建立起来^③,其中,美国最具代表性。

二、美国信息披露制度的演进及层次划分

早期信息披露制度的确立、发展都发生在英国,后来的完善及推广实施主要在美国完成。作为资本市场信息披露制度最为健全的国家,美国从18世纪后期开始,历经200多年的发展,现已形成一套较完备的证券市场信息披露制度体系,成为众多发展中国家效仿借鉴的对象。

(一) 美国信息披露制度的演进历程

美国证券市场信息披露制度的发展历程,大体可以分为三个阶段。

第一阶段,信息披露制度的萌芽期(18世纪后期)。18世纪后期的美国,证券市场尚处于萌芽阶段,虽然纽约、波士顿等城市已有证券交易,但交易的大部分证券是联邦和州政府债券,商业公司股票很少^④。因此,联邦和州政府对信息披露均没做统一的要求,只针对某个公司的股票和某次政府债券发行单独授予特许状,并将信息披露要求包含在特许状中。如1790年有一家沟通帕斯奎坦克河和伊丽莎白河之间的运河公司在北卡罗来纳州注册发行股票,立法机构要求其发行文件在5月1日至9月1日公开披露。此时,信息披露的要求因公司而异,但基本要求大体相同,即要求筹资者必须在股票或债券发行时做出相应披露^⑤。零

① 余雪明.1983.证券管理法.台北:台湾译馆出版,106

② 上海证券交易所研究中心.2008.中国公司治理报告(2008):透明度与信息披露.上海:复旦大学出版社

③ 高明华.2010.中国上市公司信息披露指数报告.北京:经济科学出版社

④ Gordon J S.1988. The Preface of The Scarlet Woman of Wall Street. New York: Grove Press, 18

⑤ 孙旭.2008.美国证券市场信息披露制度研究.吉林大学博士学位论文,26

散的信息披露制度以规范证券发行和交易行为、禁止证券欺诈为目的,虽然对规范证券市场的运行作用有限,但却为以后信息披露制度的发展奠定了基础。

第二阶段,信息披露制度的发展期(19世纪初~20世纪30年代)。进入19世纪,美国股份公司剧增,上市公司也越来越多,到19世纪中期,证券市场已经发展成为一个以商业公司股票为主的市场,信息披露制度伴随着监管需求的变化被确立并不断发展。此时,信息披露的监管分为行业自律和州政府监管。

从行业自律的角度看,1817年美国纽约证券交易所成立后,采取了一系列措施规范上市公司信息披露行为。例如,申请上市的公司需发布包括企业资本、发行的股票数量以及企业资源在内的完整的报表。申请能否被批准由特别委员会决定,违反信息披露要求的上市公司将被处罚。这些规范信息披露的条款使纽约证券交易所在众多证券交易所中脱颖而出,以它为代表的自律监管组织也逐渐发展壮大,成为信息披露制度“着陆”的主导力量。19世纪末,随着证券市场的日趋成熟,行业自律组织对信息披露监管进一步加强,表现为要求上市公司公布年报。

从政府对信息披露监管的角度看,各州政府除继续以单独授予特许状的形式规范信息披露行为外,还通过法庭判例对这一领域进行规范。19世纪末,各州开始改变过去单独授予某个公司特许状的方式,尝试就某个部门或者某类公司通过专门的管制立法。如,马萨诸塞州于1894年通过立法,对铁路公司股票发行权进行了规定,要求股票的发行必须经过铁路委员会的批准。最引人注目的政府证券管制规则是很多州相继通过的《蓝天法》。《蓝天法》于1911年在堪萨斯州通过,其立法目的主要是为了保护那些小的投资者免受证券推销人的欺骗。这些推销人把毫无价值的、“一夜之间消失”的公司和金矿企业的股票卖给公众。结果,这些股票的背后什么财产都没有,只剩下“堪萨斯的蓝天”。由此,各州的证券法都被简称为“蓝天法”^①。《蓝天法》是美国政治体系对证券市场因缺乏管制而愈演愈烈的欺诈行为作出的反应,是具有公共意识的议员们为保护投资者利益所进行的努力^②。其核心是在公开发行股票、债券等有偿证券时必须向公众充分披露相关信息^③。《蓝天法》通过将执行责任落实于行政官员,以求实现对公司证券欺诈行为的遏制。例如,1911年,得克萨斯州首先通过的《蓝天法》,要求出售证券的厂家必须从银行专员处获得许可证,并定期报告财务状况;投资公司也要报告它们的经营计划、财务状况和所有准备在得克萨斯州销售的证券副

① 李稷文. 2007. 中国证券市场政府管制研究. 北京: 经济科学出版社, 97

② 塞利格曼 J. 1983. 公司实情实报强制系统的历史需要. 公司法杂志, (9): 18~33

③ 商务印书馆《英汉证券投资词典》参见 Uniform Securities Act, Blue Sky Laws

本^①。《蓝天法》首次将公司业绩确立为美国证券交易的管制基础，因此不可避免地遭到了投资银行业以及债券发行者的强烈反对，执行效果不尽如人意。进入20世纪20年代，《蓝天法》在各种利益集团的压力下，以实情管制取代了业绩管制，减轻了对证券资料弄虚作假的处罚力度，失去了当初试图对证券交易严加管制的锋芒^②。

第三阶段，信息披露制度的完善期（20世纪30年代以后）。《蓝天法》监管力度的弱化，不可避免地产生财务信息虚假披露和投资者欺诈，最终导致1929~1933年的经济危机的爆发。危机过后，美国政府意识到，各州的证券立法根本无法实现证券市场的良好监管秩序，必须实行联邦证券立法，成立全美统一的证券监管机构并建立统一的证券监管体系。1933年美国国会通过了《证券法》，1934年通过了《证券交易法》，并成立了美国联邦证券交易委员会（SEC）^③。《证券法》和《证券交易法》历经修改，成为美国信息披露的最高规范，对信息披露作了明确的立法规定。从规范的对象看，《证券法》是对信息的初次披露提出要求，详细规定了招股说明书应披露的内容；而《证券交易法》是对持续信息披露提出要求，主要是对定期报告和临时报告应披露的内容进行规定。《证券法》和《证券交易法》由SEC负责实施。SEC的主旨是保护投资者利益，其职责之一就是保证公众公司与证券相关的信息得到充分和完整的披露。由此，美国证券市场信息披露制度体系初步形成^④。

从信息披露的内容上看，这套信息披露制度只要求披露数量上重要且能够直接反映公司财务状况和经营业绩的信息，这些信息又称为硬信息^⑤。当国际市场不确定性凸显时，SEC意识到公司预测性信息对正确评估公司的潜在盈利能力和投资者决策的重要性，开始关注软信息的披露问题。1977年SEC制定颁布了《非财务信息披露内容与格式条例》（以下简称《S-K条例》）；1978年又出台《揭示预测经营业绩的指南》鼓励盈利预测的披露，并于1979年采纳了《保护盈利预测安全港规则》。从此，信息披露制度突破了原有禁止披露软信息的框架，进入支持软信息披露的阶段。

① Macey J R, Miller G P. 1991. Origin of the Blue Sky Laws. Texas Law Review, (70): 350~361

② Carosso V P. 1970. Investment Banking in America: A history. Cambridge: Harvard University Press

③ 为确保《证券法》与《证券交易法》相关规定的落实，美国成立了一个新的独立的集中监管全国证券市场的机构——联邦证券交易委员会（SEC）。SEC为独立机构，不隶属于任何行政部门，直接对国会负责，承担着确保发行证券的公众公司“充分而公允”的信息披露职责。该委员会的委员均由总统任命，每届成员为五名，任期五年且交错离任，委员会的主席由国家总统指定

④ 杨郊红. 2005. 美国上市公司信息披露制度的变迁及启示. 证券市场导报, (4)

⑤ 软信息即不直接反映公司财务状况与经营业绩，但直接反映了公司管理层的管理质量和业务素质等方面的信息以及未来的预测性信息

随着证券市场的进一步发展,信息披露制度对提高经济效率的作用日益显现。信息披露制度的演进在注重市场公平,保护投资者利益的同时,开始重视市场效率,力图在严格披露责任的基础上,为上市公司减轻披露成本。经过充分论证,SEC于1980年制定了《财务信息披露内容与格式条例》(以下简称《S-X条例》),该条例涵盖各财务报表的格式和内容,形成信息披露的综合披露模式。为遏制“选择性披露”行为,使投资者能够公平地获得任何未公开的重大信息,2000年8月,SEC又通过了《公平披露规则》^①,规范了上市公司披露非公开实质性信息的原则和程序,同时也重新确立了内部交易的原则。

“天下之事不难于立法,而难于法之必行”,证券市场监管是信息披露制度“着陆”的关键。随着美国安然、世通等公司重大财务丑闻曝光,美国证券市场信息披露制度体系因监管的乏力而遭到质疑。为了恢复投资者对证券市场的信心,弥补监管漏洞,2002年7月25日美国国会通过了《萨班斯-奥克斯利法案》(简称《SOX法案》)。该法案经美国总统布什签署后,正式成为法律,并于2002年7月30日正式生效。《SOX法案》是对1933年颁布的《证券法》和1934年颁布的《证券交易法》两部证券监管的重要法律所做的修改和补充,而且对会计行业的监督、审计独立性、财务信息披露、公司责任、证券分析师行为、证券交易委员会的权利和责任等诸多方面做了新的规定^②。

纵观美国证券市场信息披露制度变迁的过程,可以看出,美国上市公司信息披露制度的变迁包括信息披露内容和信息披露监管手段的变迁。从18世纪各州政府证券发行时授予的特许状中对信息披露的要求,到20世纪初期《蓝天法》中的相关规定,再到30年代《证券法》和《证券交易法》的出台,信息披露内容不断变化。由仅允许硬信息的披露到鼓励软信息的披露,由只注重形式上的披露到越来越注重对投资者决策更有用的实质性披露,信息披露监管也由早期的无专门机构管制阶段,逐渐演变为一个以政府监管为主导,充分发挥自律监管组织和市场中介机构作用的监管体制。

(二) 美国信息披露制度的层次划分

美国从20世纪30年代开始制定有关上市公司的信息披露制度,至今已形成以政府为主导、充分发挥自律监管组织作用的层次分明的信息披露制度体系。该体系可以分为三个层次。

① 选择性披露是指证券发行人有选择性地将一些重大且非公开的信息(例如盈利结果预警或对预测的盈利结果的确定)在向一般公众完全披露之前向一些特定的个人或机构(通常是指证券分析师或机构投资者)进行披露的做法

② 高明华. 2010. 中国上市公司信息披露指数报告. 北京: 经济科学出版社

第一层次，基本法律。由美国国会颁布，包括《证券法》（1933年）、《证券交易法》（1934年）、《投资公司法》（1940年）、《证券法修正案》（1964年）、《证券投资者保护法》（1970年）、《破产改造法》（1978年）、《萨班斯-奥克斯利法案》（2002年）。

《证券法》从静态信息披露的角度，确立了证券市场的初始信息披露制度。《证券法》的颁布旨在实现两个目标：其一，确保向投资者提供与为公开销售而发行的证券有关的所有重大信息。如该法要求所有为公开销售而发行证券的企业，除那些特别豁免的以外，都要向 SEC 报送登记报表。同时拟发行证券者必须向潜在的投资者提供一份包含向 SEC 提供的大部分信息的招股说明书^①。招股说明书应包括发行公司经营业务、资本结构、股权类别、财务状况、组织结构等信息。如果招股说明书存在虚假记载或重大遗漏的，就要承担相应的民事赔偿责任；其二，防止证券销售中的不当陈述、欺骗和其他欺诈行为。第 17（a）条规定：“在销售方通过州际商业设施交易证券过程中，直接地或间接地进行欺诈、虚假陈述活动或参与这些活动，都必须承担刑事责任。”另外，第 17（b）条也规定：“在州际证券交易的广告等宣传资料中对发行人、承销人或交易人支付给自己作为报酬的证券的数额未加以全面披露的人，也必须承担刑事责任。”由此来看，1933 年的《证券法》是一部披露法令，在按照“真实性”和“可靠性”原则对招股说明书进行披露的基础上，强调虚假披露的法律责任，以实现对投资者的保护。

《证券交易法》从动态信息披露的角度，确立了证券市场的持续信息披露制度，该法的制定旨在发挥以下效力，一是给证券投资者提供一定的公开信息；二是防止证券交易所的欺诈行为和对市场的操纵行为；三是提供相应的弥补防范措施；四是管理证券市场，并控制进入证券市场的国家信贷量^②。就信息披露要求而言，该法对上市公司、注册会计师、证券监管部门分别提出强制性要求。如上市公司需披露定期报告（年度报告、季度报告和临时报告）、重大事项报告、特殊人士取得证券的登记及公开发行人购回自身股票的信息；注册会计师要参与到该法所要求的大部分报告和报表的编制和审核，以确保相关信息披露的真实、可靠；监管部门对证券交易二级市场的欺诈、授权委托、公开收购要约、内幕交易和市场操纵行为进行制约。《证券交易法》出台后，美国国会又进行数次修正，不断完善、改进信息披露要求。1977 年，美国议会针对 1934 年《证券交易法》第 13（b）节又发布一项修正案《反国外贿赂行为法案》，要求所有的公众持股公司准确而公允地反映公司财务状况，并设计和维护一套内部会计控制系统，防

① 斯考森 K F，格洛夫 S M，普莱维特 D F. 2006. 公司治理与证券交易委员会. 方红星译. 大连：东北财经出版社，（3）：47～51

② 刘晓丽. 2002. 美国财务披露法律制度及其对我国的影响和作用. 对外经贸大学硕士学位论文，

范财务欺诈，并加大了内部和外部审计师对信息披露质量的责任。

《萨班斯-奥克斯利法案》直接以投资者利益保护和提高公司透明度为立法宗旨，对信息披露提出了更高要求，增加了对内部控制报告及其评价和重大的表外交易的披露，强化了对关联交易的披露，以及高级管理人员在信息披露中的责任。该法案第 401 节，要求公众公司要进行定期报告，并就资产负债表以外部分要继续披露。第 403 节，要求对涉及管理当局和主要股东的交易进行披露，具体包括股权变更、政权转让协议等。第 404 节，要求管理当局通过提交内部控制报告，对内部控制进行评价，并要求审计师对管理当局的声明发表鉴证报告，以保证内部控制的有效性，从而实现信息披露合法合规。《萨班斯-奥克斯利法案》将《证券法》、《证券交易法》下的“及时性”提高到“实时性”；并增加了信息披露的内容，包括对内部控制报告及其评价和重大表外交易的披露。

第二层次，SEC 条例。SEC 条例是美国证券交易委员会（SEC）制定的关于证券市场信息披露的各种规则，主要包括《S-X 条例》、《S-K 条例》、《财务报告公告》、《会计与审计实施公告》等。该层次的法规主要是将信息披露要求具体化、制度化，实现持续信息披露，将全面和准确的信息及时提供给投资者，为投资者进行理智投资决策提供依据，从而最大限度地保障投资者权益^①。《S-K 条例》规定了非财务信息的内容与格式，主要有^②：①经营情况说明；②普通股的市场价格；③管理部门的讨论与分析；④会计师的变更与分歧；⑤管理人员的薪金；⑥与有关方面的交易与关系；⑦收益的使用；⑧管理人员与董事们的报酬。《S-X 条例》规定了上市公司财务信息披露的内容与格式，是公开发行股票公司在向 SEC 报送各种财务报表时所应遵循的条例。该条例的主要内容有：①使用范围；②会计师的资格和财务报告；③财务报表一般指南；④一般应用规则；⑤工业公司财务报表；⑥投资管理公司财务报表；⑦保险公司财务报表；⑧银行持股公司财务报表；⑨中期财务报表；⑩预测财务信息等。《S-X 条例》形成了信息披露综合披露模式，将上市公司新的公开发行人和其先前的周期性披露内容相结合，在提高上市公司信息披露责任的同时减轻了公司的信息披露负担，提高了市场效率。

第三层次，交易所规则。这些规则都是由各交易所制定的，如 NASDAQ 市场规则就对在 NASDAQ 上市的公司的信息披露作出规定，主要包括年度报告、季度报告、中期报告的披露时间、格式、内容等；临时报告必须迅速通过新闻媒体向公众披露有理由认为会影响他们证券的价值或影响投资者决策的任何重要信息；对违反信息披露规定行为的处罚措施，包括批评、罚款、停市和取消公司上

① 高明华. 2010. 中国上市公司信息披露指数报告. 北京: 经济科学出版社

② 此内容以及《S-X 条例》的相关内容参见刘春和, 黄晓波, 杨洋等. 2006. 会计信息披露及监管问题研究. 南京: 东南大学出版社, 39

市资格等^①。

美国的信息披露制度体系如图 1-1 所示。

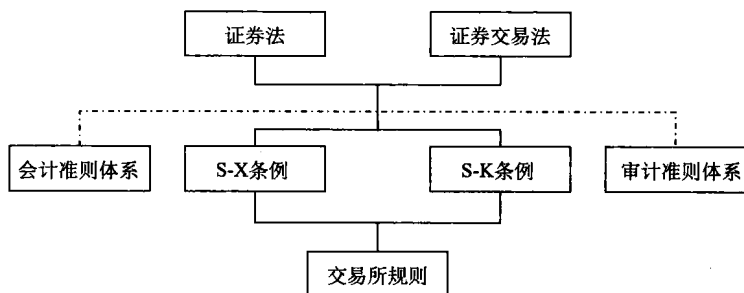


图 1-1 美国的信息披露制度体系

注：图中虚线所指的会计准则体系及审计准则体系虽不是信息披露的专门规范，但却含有信息披露的内容，如两者对财务会计信息及其注册会计师监管信息的披露作出了具体而明确的规定。

三、我国的信息披露制度的演进及层次划分

我国上市公司的信息披露制度是随着证券市场的发展而逐步建立和完善起来的，在证券市场的各项基础制度的建设过程中，信息披露制度作为核心内容，经历了从无到有，从不健全到较完善，从零散的法规约束到体系化、层次化的制度规范，走过了一条不断进步与完善的发展之路。

（一）我国信息披露制度的演进

我国证券市场信息披露制度的演进，可以大体划分为三个典型的发展阶段。

第一个阶段，信息披露制度的初建期（1992～1997 年）。我国早期的信息披露制度是为了满足证券市场初期对上市公司信息的基本需求，而建立的以《公司法》为原则性规范，以《股票发行与交易管理暂行条例》、《公开发行股票公司信息披露实施细则》（试行）、《关于股票公开发行与上市公司信息披露有关事项的通知》等一系列行政法规和规章作为补充的规范体系。这段时期的信息披露制度，彼此之间缺乏系统性，有关的信息披露规范较为分散；部门立法，部门分割，有关措施缺乏照应或相互交叉，缺乏明细、可操作和公平执行的具体规范，造成上市公司信息披露透明度较低。

第二个阶段，信息披露制度体系的建立期（1998～2000 年）。1998 年 12 月

^① 深圳证券交易所综合研究所. 2007. 美国 NASDA 市场信息披露制度. <http://www.civil-law.com.cn/Article/default.asp?id=30648>

29日,全国人大颁布了《证券法》,从此证券市场有了自身的基本法律,信息披露制度也逐渐开始走向体系化、层次化的发展阶段。1998年,沪深两市证券交易所根据《公司法》和《证券法》的规定,相继发布了《上海证券交易所股票上市规则》(以下简称《上交所上市规则》)和《深圳证券交易所股票上市规则》(以下简称《深交所上市规则》)。逐步向基本法律、行政法规、部门规章和自律性规则四个层次的信息披露制度体系的方向发展。

第三个阶段,信息披露制度体系完善期(2001年至今)。2001年,证监会发布了《关于完善公开发行证券公司信息披露规范的意见》,该意见系统总结了近十年来我国信息披露制度的现状和不足,并提出了建立一个公开透明、纲目兼备、层次清晰、易于操作的信息披露规范体系的总体构想。该构想将证监会的信息披露部门规章划分为四个部分,分别为《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》(以下简称《信息披露内容与格式》)、《公开发行证券的公司信息披露编报规则》(以下简称《信息披露编报规则》)、《公开发行证券的公司信息披露规范问答》(以下简称《信息披露规范问答》)、《公开发行证券公司信息披露个案意见及案例分析》。随后,证监会又陆续出台了大量的针对《信息披露内容与格式》和《信息披露编报规则》两个层次的部门规章,逐步完善我国的信息披露制度。2005年,《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》(国发[2005]34号)明确要求上市公司要切实履行作为公众公司的信息披露义务,严格遵守信息披露规则,保证信息披露内容的真实性、准确性、完整性和及时性,增强信息披露的有效性。当年,全国人大常委会第十八次会议通过了修订的《证券法》,次年财政部发布新的会计准则和审计准则体系,并于2007年1月1日起实施。2007年2月1日,为了强化上市公司信息披露,保护投资者合法利益,中国证监会发布实施了《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《信息披露办法》)。该办法将信息披露的一般原则性规定上升为部门规章,总括性规范了上市公司及其他信息披露义务人的所有信息披露行为,其内容涵盖公司发行、上市后持续信息披露的各项要求,并规定了招股说明书、募集说明书、上市公告书、定期报告和临时报告等的披露内容、披露时间以及信息披露义务人的义务^①。2011年4月29日,中国证监会发布《信息披露违法行为行政责任认定规则》(以下简称《行政责任认定规则》)。该规则在《证券法》和《行政处罚法》的授权范围内对有关信息披露违法行政法律责任的具体适用进行解释和细化规定,旨在有效保障信息披露的真实、准确、完整、及时和公平,从而保护广大投资者的合法权益^②。

① 孙士霞. 2010. 中国上市公司信息披露与资本成本关系研究. 首都经济贸易大学博士学位论文, 75

② 中国证监会. 2010-12-27. 关于《信息披露违法行为行政责任认定规则(征求意见稿)》的说明.
http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201012/t20101227_189199.htm

值得一提的是,受美国《萨班斯-奥克斯利法案》“404 条款”关于披露内部控制评价报告要求的影响,我国逐步意识到建立健全公司内部控制并要求上市公司披露其内部控制信息的必要性。2006 年 6 月,上海证券交易所出台了《上海证券交易所上市公司内部控制指引》(以下简称《上交所内控指引》),同年 9 月份深圳证券交易所出台了《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》(以下简称《深交所内控指引》),对我国上市公司内部控制信息披露进行了相应的规范。要求上市公司以“内部控制自我评价报告”的形式对外披露内部控制信息。2008 年 5 月 22 日,财政部、证监会、审计署、银监会、保监会(以下简称五部委)联合发布了《企业内部控制基本规范》。2010 年 4 月 26 日,又联合发布了企业内部控制配套指引,包括《企业内部控制应用指引》、《企业内部控制评价指引》和《企业内部控制审计指引》,连同此前发布的《企业内部控制基本规范》,标志着适应我国基本情况、融合国际先进经验的中国企业内部控制规范体系建成。这套规范体系将内部控制信息纳入信息披露体系并提出详细具体的披露要求。有关上市公司内部控制设计与运行情况,将通过信息披露的方式展现在广大投资者面前,这对于建立有效透明的信息披露体系,保护投资者利益具有重要的意义。

(二) 我国信息披露制度的层次划分

历经十余年的发展,我国已建立起以《证券法》为主体,相关行政法规、部门规章为补充的层次清晰、体系完整的信息披露制度体系。具体包括基本法律、行政法规、部门规章和自律性规则四个层次。

第一层次,基本法律,主要包括《证券法》、《公司法》、《刑法》和《会计法》。《证券法》是加强监管、规范证券发行和证券交易、切实保护投资者合法权益的一部重要法律。2005 年修订版中的第 12 条、第 52 条款要求公开发行股票的公司应向国务院证券监督管理机构报送招股说明书,向证券交易所报送上市公告书;第三章“持续信息公布”章节对信息披露的总体要求、具体内容、方式及对其的监督都作出了详细的规定。其中,第 63 条款指出发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;第 65~67 条款要求上市公司和公司债券上市交易的公司应当在每一个会计年度结束之日起四个月内公告中期报告、年度报告,发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件时,还应当公告重大事件报告。《公司法》在规范公司的组织和行为,保护公司、股东和债权人的合法权益的同时,也对公司相关信息的披露作了要求。2005 年修订版《公司法》中的第 87 条具体指明了公开募集股份的公司招股说明书中应当载明的事项;第 165 条要求公司应当在每一会计年度终了时编制财务会计报告,并需依法经会计师事务所审计。第 146 条要求上市公司在每会计年度内半年公布一次财务会计报告。第 174 条对企业合并提出应当