

## 试论上市公司自愿性信息披露的法律规制

程茂军\*

**摘要:**随着证券市场结构、投资者构成和公司经营业态模式的重大变化,自愿性信息披露的需求和空间越来越大。目前,我国并未形成系统性的自愿性信息披露规制体系,披露实践中也产生了诸多问题。自愿性信息披露应当符合重大性、可靠性、相关性、关联性和持续性标准,提供管理层运营公司所需信息视角的且能够增进强制性披露信息价值的重要信息,其中公开文件或陈述中的前瞻性信息还负有更新义务。有效规制自愿性信息披露应当合理界定强制披露和自愿披露的具体项目、制定自律管理层面的相关信息披露指引、建立公司内部的自愿性信息披露评估操作机制。

**关键词:**上市公司 自愿性信息披露 行政监管 法律规制

---

\* 华东政法大学经济法学博士研究生,现供职于中国证监会山东监管局。

## 一、自愿性信息披露内容实证分析

上市公司信息披露由强制性和自愿性信息披露共同组成。随着证券市场结构、投资者构成的重大变化,特别是新经济、新业态、新模式不断涌现,自愿性信息披露的需求和空间越来越大。目前,我国并未形成系统性的自愿性信息披露规制体系,披露实践中也产生了诸多问题。梳理总结我国自愿性信息披露的内容,一方面,要从现有的相关信息披露文件中找到法源依据,基于其非强制性的披露要求,其在法律文本中多以“鼓励”、“可以”等形式予以表述;另一方面,既然是自愿性信息披露,公司就有裁量空间决定披露什么,因此,公司披露实务中的披露内容,亦构成自愿披露信息的一个重要组成部分。

### (一) 基于法律文本的分析

截至目前,我国相关证券法律法规及部门规章中,并没有鼓励自愿性信息披露的明确表述。<sup>[1]</sup>但在证监会规范性文件及证券交易所披露规则指引层面,从2002年起出台了一系列鼓励自愿性信息披露的文件,<sup>[2]</sup>构建了以强制性信息披露为主、自愿性信息披露为辅的信息披露制度。就规制方式而言,一方面采取概括立法方式,一般表述为本准则是信息披露的最低要求,不论本准则是否有明确规定,凡对投资者投资决策有重大影响的信息,均应披露。<sup>[3]</sup>“均应披露”似乎是强制性披露要求,但由于披露什么、怎么披露很大程度上由公司管理层自主决定,因此该披露行为实质上是自愿性披露。另一方面,则明确列示了鼓励公司自愿披露的项目,涉及的内容包括发行人在首发上市、上市公司

---

[1] 《证券法》和《上市公司信息披露管理办法》并无鼓励自愿性信息披露的相关条款。

[2] 参见2002年1月中国证监会与国家经贸委发布的《上市公司治理准则》;深交所2003年11月发布的《深圳证券交易所上市公司投资者关系管理指引》;上交所2004年4月颁发的《上市公司投资者关系自律公约》等。

[3] 参见证监会《信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书(2015年修订)》、《信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书(2015年修订)》、《信息披露内容与格式准则第38号——公司债券年度报告的内容与格式》第3条等。

在重大资产重组报告书或年度报告中可以披露的盈利预测;<sup>[4]</sup>在年度报告、半年度报告中除证监会行业之外公司披露的适用其他行业分类的数据、资料;<sup>[5]</sup>年度报告中管理层在讨论经营管理活动中使用的关键业绩指标;<sup>[6]</sup>分别披露的前5名客户名称和销售额,以及前5名供应商名称和采购额;<sup>[7]</sup>报告期内公司资产构成同比发生重大变动的,公司结合各项营运能力和偿债能力进行的财务指标分析;<sup>[8]</sup>讨论和分析公司未来发展战略、下一年度的经营计划以及公司可能面对的风险时,进行量化分析;<sup>[9]</sup>履行社会责任的工作情况和环保信息;<sup>[10]</sup>报告期内对高级管理人员的考评机制,以及激励机制的建立、实施情况;<sup>[11]</sup>业务年度与会计年度不一致的行业,按业务年度口径汇总披露的收入、

---

[4] 参见《信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书(2015年修订)》第85条;《信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书(2015年修订)》第75条;《上市公司重大资产重组管理办法(2016)》第22条第2款;《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第28条第3项(该项为经营计划,有“若公司实际经营业绩低于或高于曾公开披露过的本年度盈利预测20%以上的”表述,理解上应当包括年度盈利预测、公司资产或项目存在盈利预测且报告期仍处在盈利预测期间等情形)。

[5] 参见《信息披露内容与格式准则第39号——公司债券半年度报告的内容与格式》、《信息披露内容与格式准则第38号——公司债券年度报告的内容与格式》第7条第5项。

[6] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第24条第4项;《证券公司年度报告内容与格式准则》(2013年修订,证监会公告[2013]41号);《信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》(证监会公告[2012]43号,2012年12月14日修订)亦有规定。

[7] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第27条“(一)主要经营业务之收入与成本部分”。

[8] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第27条“(三)资产及负债状况部分”。

[9] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第28条。

[10] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第44条;《证券公司年度报告内容与格式准则》(2013年修订,证监会公告[2013]41号);《信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》(证监会公告[2012]43号,2012年12月14日修订)亦有规定。

[11] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第60条。

成本、销量、净利润、期末存货的当期和历史数据；<sup>[12]</sup>收购人是自然人的，在媒体上公告的身份证件号码、住所、通讯方式；<sup>[13]</sup>指定媒体上公告的要约收购报告书的具体交易记录；<sup>[14]</sup>股票交易异常波动公告中的承诺3个月内不筹划重大资产重组等事项。<sup>[15]</sup>

上述规范性文件中规定的自愿披露内容，可以分为如下几类：第一，财务信息，如前5名客户名称和销售额、财务指标分析、按业务口径披露净利润等；第二，业务信息，如盈利预测、关键业绩指标、对高管的考评机制等；第三，前瞻性信息，如发展战略和经营计划等；第四，履行社会责任等其他信息。与主要国家或地区的自愿性披露信息相比，已无实质性差异。例如，美国、加拿大、欧盟、澳大利亚、韩国亦鼓励披露盈利预测、与主要竞争对手相比的优势和劣势等一般信息、与国外政府的交易是否正当及符合反腐败法规等相关的良好行为标准信息、与由产品质量引致的伤害事故等相关的潜在负债信息等。<sup>[16]</sup>当然，在某些项目是否披露以及披露程度上或有差别，这是由不同国家的市场发展程度、法制环境及信息披露规制模式不同导致的，并不能据此否认自愿性披露内容日益趋同的现状。

再进一步分析上述自愿性披露内容在证监会规范性文件中的分布，发现如下特征：一是股权类的多于债权类的。可能的原因在于前者面向的是投资者，其更看重的是公司的未来发展和盈利预期，而这基本属于自愿性信息披露的范畴；后者面向的是债权投资者，其更看重的是短期内的偿债能力和现金流状况，这些信息本就属于强制性信息披露范畴。二是持续披露类的多于首发上市或融资类的。公司首发上市或再融资时，由于面临短期内将证券销售出去的巨大压力，本身有动力自

[12] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第71条第2项。

[13] 参见《信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2014年修订)》第21条第1项，采反对解释推论得出。

[14] 参见《信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2014年修订)》第35条，采反对解释推论得出。

[15] 参见《上海证券交易所临时披露公告指引第17号——上市公司股票交易异常波动公告》。

[16] 何卫东：《上市公司自愿性信息披露研究》，深证综研字第0070号，2003年。

愿披露公司亮点或价值,以获取投资者的信任并吸引其购买。持续披露文件则是日常运营中常规的披露载体,由于公司管理层自利、第三方效应等因素的影响,公司自愿披露的动力并不强烈。三是披露期限较长的多于披露期限较短的。例如,年度报告比中期报告和季度报告披露的多,可能的原因在于中期报告或季度报告内容相对较少,且都集中于硬信息,这些本就属于强制性披露的内容。四是特定行业或针对特定事项制定的披露文件中自愿性披露项目较少。可能的原因在于制定该等披露文件的目的是提供针对性指导,提出具体披露要求,<sup>[17]</sup>公司自由裁量的空间极大压缩。

## (二) 基于公司披露实践的分析

相关披露文件虽然规定了监管部门鼓励披露的信息,但公司实际披露的情况如何?特别是在未对临时性自愿披露予以明确规定的情况下,公司实践中又公告了何种信息?本文以山东辖区上市公司披露文件为样本,进行了描述性或类型化的统计分析。首先,以山东辖区142家境内上市公司2015年年度报告为样本,对于明确鼓励披露且不易产生争议的“盈利预测、分别披露前5名客户(供应商)名称和销售额(采购额)、社会责任履行情况、非重污染行业公司的环保开展、高级管理人员的考评机制”等5项指标作有披露或者未披露的描述性统计,以期以点带面反映出我国整体年度报告自愿性披露信息的现状(见下表)。

山东辖区2015年年度报告相关项目披露情况表

披露项目	盈利预测	前5名客户/供应商名称和销售额/采购额	社会责任履行情况	非重污染行业公司环保开展情况	高级管理人员考评机制
披露家数	22	109	103	42	136
披露比例	16%	77%	73%	30%	96%

通过上表可以看出,虽然年度报告为上市公司提供了一个自愿性信

[17] 参见《公开发行证券的公司信息披露编报规则第26号——商业银行信息披露特别规定》、《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》、《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》。

息披露的场所,但上市公司总体披露情况并不理想。仅有占比 16% 的 22 家披露了盈利预测;披露社会责任履行情况、高级管理人员考评机制的公司虽然数量较多,但大部分是模板化表述,并未提供有价值的增量信息。

其次,本文对公司的临时公告信息内容进行了类型化统计。具体样本是:利用 WIND 系统公司公告高级检索功能,地域设置为山东辖区(不含青岛),时间设置为 2016 年 1 月 1 日至 6 月 30 日,公告类型选择为业绩快报、政策影响、人事变动、中介公告、法律纠纷、机构调研、其他补充更正、公司资料变更、个股其他公告。按照上述条件筛选出临时公告近 4200 条,在逐一阅览排除强制披露项目后,公司自愿披露的信息有如下几类:

一是公司治理类信息。包括为规范和完善科学、持续、稳定的利润分配政策,制定未来三年股东回报规划(2016~2018 年);<sup>[18]</sup> 股权变动情况,包括股东解除一致行动关系协议;<sup>[19]</sup> 未来一定时间内不减持本公司股票;<sup>[20]</sup> 澄清媒体报道涉及公司已不是公司大股东。<sup>[21]</sup> 一位监事辞职<sup>[22]</sup> 或去世,<sup>[23]</sup> 一位副总经理辞职,<sup>[24]</sup> 甚至审计部门负责人,<sup>[25]</sup> 证券事务代表辞职<sup>[26]</sup>;调整公司组织架构;<sup>[27]</sup> 全资子公司完成工商变更<sup>[28]</sup> 或迁址;<sup>[29]</sup> 变更投资者联系方式。<sup>[30]</sup> 二是较重要的生产经营信

---

[18] 参见兖州煤业股份有限公司临 2016-047 公告;蓝帆医疗股份有限公司 2016-033 公告;烟台东诚药业集团股份有限公司 2016-057 公告等。

[19] 参见山东瑞丰高分子材料股份有限公司 2016-023 公告。

[20] 参见山东兴民钢圈股份有限公司 2016-019 公告。

[21] 参见宏达矿业股份有限公司 2016-014 公告。

[22] 参见山东齐星铁塔科技股份有限公司 2016-042 公告。

[23] 参见山东金晶科技股份有限公司临 2016-012 公告。

[24] 参见史丹利化肥股份有限公司 2016-029 公告。

[25] 参见山东恒邦冶炼股份有限公司 2016-021 公告。

[26] 参见山东龙大肉食品股份有限公司 2016-033 公告。

[27] 参见山东东方海洋科技股份有限公司临 2016-016 公告。

[28] 参见科达集团股份有限公司临 2016-076 公告;山东龙大肉食品股份有限公司 2016-028 公告;山东华鹏玻璃股份有限公司临 2016-011 公告等。

[29] 参见山东山大华特科技股份有限公司 2016-016 公告。

[30] 参见烟台龙源电力技术股份有限公司临 2016-021 公告。

息。包括签署战略合作框架协议;<sup>[31]</sup> 月度销售情况简报、产销快报;<sup>[32]</sup> 季度产销快报、季度经营情况简报等。<sup>[33]</sup> 三是财务信息。76 家公司发布了 80 次业绩快报,其中 4 家公司进行了修正;财务决算分析报告,<sup>[34]</sup> 计提资产减值准备及资产核销的报告。<sup>[35]</sup> 四是公司一般信息。包括项目扩建进展情况;<sup>[36]</sup> 全资子公司停产、设备检修;<sup>[37]</sup> 装置复产;<sup>[38]</sup> 继续调整优化营销网络;<sup>[39]</sup> 取得国内<sup>[40]</sup> 或国外<sup>[41]</sup> 专利证书、GMP 证书<sup>[42]</sup>、高新技术企业证书;<sup>[43]</sup> 未通过高新技术企业复审;<sup>[44]</sup> 获批博士后科研工作站;<sup>[45]</sup> 入选中国纤维流行趋势代表产品;<sup>[46]</sup> 取得矿产资源勘察许可证;<sup>[47]</sup> 遭受低温冻害,影响葡萄质量;<sup>[48]</sup> 未达到应披露交易标准的交易;<sup>[49]</sup> 未达到重大诉讼标准的<sup>[50]</sup> 或者仅符合其中一项标准

---

[31] 参见山东天业恒基股份有限公司临 2016-048 公告;山东滨州渤海活塞股份有限公司 2016-033 公告;山东未名生物医药股份有限公司 2016-019 公告等。

[32] 参见山东龙大肉食品股份有限公司 2016-055 公告;中通客车控股股份有限公司 2016-030 公告。

[33] 参见中国重汽集团济南卡车股份有限公司 2016-14 公告;三联商社股份有限公司临 2016-08 公告。

[34] 参见山东联创节能新材料股份有限公司、山东恒邦冶炼股份有限公司 2015 年度财务决算报告。

[35] 参见山推工程机械股份有限公司 2015 年度计提资产减值准备及资产核销的报告。

[36] 参见淄博齐翔腾达化工股份有限公司 2016-023 公告。

[37] 参见鲁西化工集团股份有限公司 2016-010 公告,2016-011 公告。

[38] 参见万华化学集团股份有限公司临 2016-04 公告。

[39] 参见希努尔男装股份有限公司 2016-029 公告。

[40] 参见神思电子技术股份有限公司 2016-022 公告;山东省章丘鼓风机股份有限公司 2016028 等。

[41] 参见山东兴民钢圈股份有限公司 2016-036 公告。

[42] 参见山东鲁抗医药股份有限公司临 2016-017 公告。

[43] 参见山东三维石化工程股份有限公司 2016-015 公告;鲁西化工集团股份有限公司 2016-032 公告等。

[44] 参见潍坊亚星化学股份有限公司临 2016-018 公告。

[45] 参见齐峰新材料股份有限公司 2016-001 公告。

[46] 参见烟台泰和新材料股份有限公司 2016-005 公告

[47] 参见山东宝莫生物化工股份有限公司 2016-007 公告。

[48] 参见威龙葡萄酒股份有限公司 2016-005 公告。

[49] 参见山东新华医疗器械股份有限公司临 2016-052 公告。

[50] 参见三联商社股份有限公司临 2016-21 公告。

的<sup>[51]</sup>诉讼。五是中介机构文件的公告。包括持续督导保荐总结报告书;<sup>[52]</sup>变更财务顾问主办人;<sup>[53]</sup>券商定期现场检查报告;<sup>[54]</sup>券商对公司培训情况的报告;<sup>[55]</sup>六是社会责任报告<sup>[56]</sup>和环境报告书;<sup>[57]</sup>七是对交易所监管关注函的回复披露情况。<sup>[58]</sup>如果将统计期间设置为2015年股市上涨区间,就会发现上市公司的自愿性披露意愿显著增强,公告数量也在一定幅度上有所增加,涉及市值管理、PE、合作投资、“互联网+”、“一带一路”等市场热点。

公司披露的上述信息与国外相比已无实质性差异。在“关注核心能力,展示公司未来”的基本策略下,公司披露的具体信息亦涉及无形资产信息、运作信息、前瞻性信息、经理人员自我评价信息、环境保护与社会责任、公司治理等诸多方面,<sup>[59]</sup>呈现出如下几个特征:第一,内容具有多样性。自愿披露信息的内容包含了影响企业财务状况、经营业绩及现金流量的重要信息。这些“重要信息”从空间范围看,既有内部环境信息,又有外部环境信息。从时间范围看,既有既定的历史信息,又有对未来的预测信息。从披露的形式看,既有定量信息,又有定性信息。<sup>[60]</sup>从内容特征来看,既有常规的运营信息,更有市场热点信息。第二,提升企业信用类的信息明显增多。原先只是作为中介机构履行督导职责的工作,如培训、总结报告书等,都通过公司予以披露,希望借此向投资者表明公司的信息经过相关第三方的验证,具有一定的质量保证。第三,监管类

[51] 参见兖州煤业股份有限公司2016-051公告。

[52] 参见金正大生态工程集团股份有限公司2016年4月30日公告。

[53] 参见烟台正海磁性材料股份有限公司2016年13月3日公告。

[54] 参见高盛高华证券有限责任公司关于歌尔声学股份有限公司2015年现场检查报告。

[55] 参见国金证券股份有限公司关于威海华东数控股份有限公司2015年培训情况的报告。

[56] 参见鲁信创业投资集团股份有限公司2015年度社会责任报告等。

[57] 参见山东恒邦冶炼股份有限公司2015年度环境报告书等。

[58] 参见鲁丰环保科技股份有限公司2016-065公告;山东丽鹏股份有限公司2016-45公告等。

[59] Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Business Reporting Research Project.

[60] 蒋训练、张德容:《上市公司自愿性信息披露有关问题探析》,载《企业经济》2007年第11期。



信息增长明显。监管机构现场检查后未达明确披露要求的信息、证券交易所对年报或重大事项的问询函,通过公司回复等形式予以公开。此类信息带有监管机构自愿公开、公司被动披露的色彩,其主要动机是提高信息透明度抑或免除监管责任不好妄下结论,但毕竟丰富了投资者了解信息的渠道,对于深入洞察公司重大风险尤为重要。第四,披露信息与公司行业及公司特征呈现出越来越多的关联性。例如,化工行业公司多会披露设备停产检修、复产信息;农业类公司则倾向于披露极端天气信息;而高新技术企业则愿意披露技术进步、研究开发等信息。

但如果进一步分析比较,从披露内容的规范性、披露内容与强制披露相互促进、披露总体效果等方面而言,还存在较大差距。以行业披露为例,美国由于实行一体化的信息披露策略,从上市开始即要求公司进行行业披露,并在持续披露阶段继续实施行业监管,因此,公司行业信息披露已经比较充分,相互之间可比较性特征明显。而我国无论监管部门还是公司本身都处于行业信息披露的探索阶段,披露质量有待进一步提高。总体而言,自愿性信息披露存在如下问题:

一是披露不足与披露过度现象并存。对于关键的自愿性信息,例如盈利预测明显披露不足,山东辖区 142 家披露 2015 年度报告的公司中,仅有占比 16% 的 22 家进行了披露。关键业绩指标、较重要的经营信息等也存在这一问题,从而未发挥出进一步解释补充财务信息的增进作用;另外,关于公司的一般信息披露又过量,比如证券事务代表辞职或子公司完成工商变更或较小数额的诉讼等,对于投资者决策提供不了增量信息,反而造成信息噪音。

二是选择性披露始终存在。自愿披露的绝大部分都是有利于本公司的利好消息,几乎没有公司披露对于公司不利坏消息,在上述作者的实证分析中仅有未通过高新技术企业复审、遭受低温冻害影响葡萄质量等两条,选择性披露倾向十分明显。另外,有些公司披露方式随意,导致投资者未能有平等的机会获取信息。例如,益佰制药总经理郎洪平 2016 年 4 月 21 日在第二届中国医生集团大会会后接受媒体采访时,称公司拟成立 25 个省级肿瘤医生集团、1200 个合作共建的肿瘤中心,而且未来肿瘤医生集团将进行证券化。

三是披露动机不纯。少数上市公司有选择地披露与市场热点题材

相关的信息,甚至将之作为抬高股价的手段。<sup>[61]</sup>例如徐翔一案,2010年至2015年期间,徐翔先后与13家上市公司董事长或实际控制人,合谋控制公司发布“高送转”方案、引入热点题材等利好信息的披露时机和内容,共同操纵上市公司股票交易价格与交易量,从中获利。

四是披露内容不客观。包括内容不完整情形,如广汽集团于2015年12月23日发布了同优步签署战略合作框架协议的公告,仅表示双方将就股权投资、汽车销售、维修保养等方面展开全方位深度合作。在上交所问询函的要求下,才披露了子公司拟参与中国优步B轮融资的消息。不准确情形,如2016年4月22日中安消披露了与交易对方在机器人产业、无人机产业、电子商务产业、金融产业等进行深层次战略合作。而实际上,公司除自身将投入研发安保服务机器人项目外,未从事其他种类的机器人产业、无人机产业、电子商务产业、金融产业。风险揭示不足情形,如美都能源在2015年12月4日发布的涉足石墨烯新材料公告中,通篇是石墨烯的发展前景及对公司的战略意义,并未明确说明具体的风险。直至上交所问询后,公司才披露该产业存在科研周期较长,预期科研成果存在不确定性及即使获得科研成果,仍存在规模化生产的不确定性。<sup>[62]</sup>

五是披露不具有持续性。比如,公司签订战略合作协议后,应在后续的定期报告和临时公告中,持续动态披露框架协议的进展情况、落实情况 and 变动情况,明确投资者预期,而很多上市公司未对框架协议的后续进展情况披露。

六是披露内容对于投资者辅助决策的增量价值不明显。虽然从数量上,公司披露了许多自愿性信息,但由于该等信息一方面披露深度有限,没有充分挖掘出其本身的投资意义所在;另一方面也没有从与其他信息相互关联的角度,解读出信息的增量价值,仅是单纯的事实描述,并未发挥出辅助决策的增量价值作用。

七是同类或相似的披露事项披露格式不统一,披露关键要素不全。

---

[61] 徐明:《研究制定上市公司自愿信披监管规范》,载新华网,[http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-07/31/c\\_128080272.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-07/31/c_128080272.htm),2015年8月7日访问。

[62] 王升义等:《上市公司自愿性信息披露问题研究》,上海证券交易所内部研究报告。

例如,同样是对化工设备检修停产,有的公司披露的较简单,仅陈述客观事实;而有的公司披露较为全面,还对可能产生的影响予以界定。由于没有统一的格式,造成披露信息的可比性和完整性受到极大影响。

### (三) 简要评述

自愿性信息由公司决定是否予以披露,由于各个公司所处行业、规模大小、业务模式等各不相同,导致披露信息的差异化较大,有时对同一事项的判断可能不一致。应当说,这也符合立法的目的和意图,把自由裁量权赋予公司,同时也让其承担了相应的责任,督促其内生性主动的披露信息,也为以后实施以原则为导向的信息披露规制模式创造条件。但这种自由裁量权也要受到一定的限制,才能保证基本的披露公平和公正。从证券法律调整信息披露的角度分析,值得关注的问题是:公司披露了各种各样的信息,从理论上讲这些信息都属于公司认为的对于投资者决策有影响的信息,那么从客观立场上分析,如何准确厘清自愿性信息披露的法律定位?其披露信息是否必须符合重大性等标准?进而,公司自愿披露的信息特别是过程性或前瞻性信息,是否负有更新义务?下文将逐一对这些问题进行探讨。

## 二、自愿性信息披露的法律定位

信息披露从性质上可以分为强制性信息披露和自愿性信息披露。强制性披露信息是指由公司法、证券法、法律、法规、会计准则和监管部门规定等明确规定的上市公司必须披露的信息。自愿性披露信息是指除强制性披露的信息之外,上市公司基于公司形象、投资者关系、回避诉讼风险等动机主动披露的信息。<sup>[63]</sup> 自愿性信息披露从证券市场建立以来即已存在,总体上经历了三个阶段:

第一阶段以自愿性披露为主导。如果将证券市场自律组织对于公司信息披露的管理,视为公司自主意愿的话,那么大体而言,20 世纪初

---

[63] Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Business Reporting Research Project.

之前属于自愿披露为主导的阶段,由上市公司自身决定披露什么信息、何时披露及对谁披露。当然,这一阶段强制披露的因素开始出现。例如,1845年英国公司法就规定公司在年度股东大会上必须向股东披露相关信息。第二阶段以强制性信息披露为主导。以美国制定1933年《证券法》和1934年《证券交易法》为标志,世界主要国家或地区的信息披露方式由自愿性披露向强制性披露转变;作为自律组织的证券交易所也强化了上市规则的执行力度,虽然其与上市公司间的法律关系大体上归人民事法律关系,但实际上包含了证券交易所对上市公司的监管,<sup>[64]</sup>因此事实上起到了强制披露的效果。这一阶段强制披露呈现出逐步强化的趋势,但自愿披露仍有相当空间。例如,前瞻性信息虽然禁止在提交给SEC的注册文件中披露,但公司如果以其他方式自愿披露的话,SEC并未予以禁止。第三阶段以强制披露为主,以自愿披露为辅。从20世纪60年代开始,随着资本市场有效假设背景下对强制披露制度的批判,也是因应经营环境变迁迅速,不确定情况的增加,自愿性信息披露的重要性日渐上升,信息披露由重在保护性披露转移至信息性披露,举凡涉及投资分析与管理决策攸关的讯息均应加以公开,预测性及非财务性信息更是披露时被强调的重点。<sup>[65]</sup>

目前,随着证券市场结构、投资者构成的重大变化,特别是新经济、新业态、新模式的不断涌现,自愿性信息披露的需求和空间越来越大。从上市公司角度而言,公司数量激增,买方市场的特征凸显,对投资者的争夺加剧。很多上市公司期望通过自愿信息披露突出公司竞争优势,展示公司形象,提高公司对投资者的吸引力。从投资者角度而言,投资者对信息需求的深度和广度大大提高,每一项投资决策的做出,不仅要依据财务信息、物质资源信息,还要依据非财务信息、知识资源信息,而后者取得大部分依赖于公司的自愿披露。<sup>[66]</sup>特别是,随着机构投资者和证券分析师的兴起和发展,由于其对披露信息全面性和广泛性的要求更高,进一步拓展了自愿披露信息的种类和方式。从监管部门而言,制

[64] 卢文道:《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》,载《证券法苑》2011年总第5卷。

[65] 林国全:《财报不实之民事责任》,载《月旦民商法杂志》2015年总第48期。

[66] 何卫东:《上市公司自愿性信息披露研究》,深证综研字第0070号,2003年。

定的信息披露规则不能过于强调历史性信息,因为投资者购买的是公司的未来,而不是过去和现在的披露理念,相关监管规则亦强化了自愿性信息的披露要求。自愿性信息披露是目前信息披露制度完善的一个重要方面,若要予以完善不能仅从个别规定着手,因应监管形势的需要临时性增加或减少披露项目和数量,而是应当对自愿性信息披露作一系统分析和考虑,从顶层设计角度进行制度完善。总结自愿性信息披露发展演变进程中的相关经验,其法律定位似应作如下界定:

首先,披露管理层运营公司所需信息视角的重要信息。与公司成功相关事项的自愿披露是非常有益的,特别是管理层认为的公司成功的关键因素和这些因素的变化趋势。<sup>[67]</sup> 自愿性信息披露不是无标准的任性披露,其标准亦是服务于投资者决策需要,而管理层用来分析判断公司运营发展的信息对投资者而言至关重要,此类信息有些通过强制性信息披露已经解决,自愿性信息披露宜聚焦于该等层面的信息,进一步拓展管理层视角经营信息的广度和深度。例如,业绩驱动、关键业绩指标信息通常是自愿性的,但又是公司管理层非常重视的管理类信息,如果予以披露能够使投资者站在管理层的视角分析判断一个公司,从而极大地减少信息不对称,有利于其作出充分知情的投资决策。

其次,披露增进强制性披露信息价值的重要信息。无论是自愿性信息披露还是强制信息披露都是不完美的,对于投资者而言,强制披露的信息与自愿披露的信息是相互补充的信息源,并不存在一类信息能够替代另一类信息,两者共同的目标是经过投资者知情决策,真实反映出公司的内在价值。只要信息披露质量高,两者都能得到投资者的依重和青睐。<sup>[68]</sup> 因此,不能在不考虑强制披露影响的情况下,孤立地研究公司自愿披露策略,应当着眼于两者的相互影响,进一步明确自愿性信息披露的范围和边界。

自愿披露信息的内容受到强制披露的影响,强制披露制度的许多特

---

[67] Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Business Reporting Research Project.

[68] Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Business Reporting Research Project.

性是决定公司自愿信息披露策略的决定因素。<sup>[69]</sup>第一,自愿性信息披露受到强制信息披露质量的影响,其不仅能够影响自愿披露的披露门槛,而且也影响其是低于特定门槛或高于特定门槛。例如,强制信息披露的价值越高,那么自愿披露水平就越高,尽管有时这会降低自愿披露的意愿。第二,自愿性信息披露受到强制报告自由裁量水平的影响,公司的自愿披露水平或许通过限制财务报告的自由裁量权得以提高。换言之,强制披露报告中的自由裁量权越大,管理层披露选择空间也越大,此时管理层一个合理的选择是减少自愿披露空间,也因此同时也减少了披露成本。第三,自愿性信息披露受到强制披露要求适用范围的影响。强制披露监管规定提高了管理层的整体披露,即强制披露规定数量与总体信息数量呈正比。因此,从直观上讲,随着强制性披露适用范围的扩大,自愿性披露的空间在缩小。以美国为例,1933年建立的强制披露制度首先适用于首发上市公司,1964年扩展至柜台交易市场,1999年又扩展至电子报价系统。又如,从2005年12月开始,SEC强制要求公司在定期文件中披露风险因素,而在之前风险因素的披露由自愿披露予以调整。<sup>[70]</sup>第四,自愿性信息披露受到强制披露规制方式的影响。强制披露如果采取原则导向的规制,则公司自愿性披露数量就会多一些。一个典型的例子是,会计准则经常对概括性项目施加强制披露要求,关于其组成部分的详细披露通常由自愿披露完成;而且在此情形下,组成部分的信息质量越有差异,管理层就越有动机披露那些信息含量高且相对其他部分属于利好的信息。

在认清上述关系的基础上,也应当看到两者的性质和范围界定也并不是绝对的。强制披露的信息存在披露方式与时间的自愿性选择问题,自愿披露的信息同样可能是由强制披露所诱致或者是对强制披露信息的必要补充。例如,分部财务信息在某些情况下是自愿披露的信息,但它却是整体财务信息的深化和补充。自愿披露与强制披露之间存在着密切关系,自愿披露不仅直接提供了本身携带的有利于评估公司价值的

[69] E. T. I. Einhorn, *The Nature of the Interaction Between Mandatory and Voluntary Disclosures*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 43 September, 2005.

[70] Karen k. Nelson and a. c. Pritchard, *Carrot or Stick? The Shift From Voluntary To Mandatory Disclosure of Risk Factors*, 13 *j. Empirical Legal Stud.* 266.

信息,而且给投资者提供了间接的信息,从而能够提高投资者的解释强制披露信息的能力。我国目前的自愿性披露信息宜应聚焦于提升强制披露信息价值增量的范围之内。

最后,披露收益大于成本的重要信息。改善自愿性信息披露的内容种类,就不可避免地面临困难的成本效益分析,但明确的量化分析是不可能的。已有的大量研究文献认为,强制披露包括自愿性信息披露的收益在于能够减少投资者的投资失误;减少公司的平均资本成本;增强公司的公信力并改善与投资者的关系;减少被诉风险等。成本在于产生竞争性损害,特别是披露专有性信息时更是如此,如减少与供应商、消费者及员工的谈判优势等。自愿性披露信息应当符合成本收益分析的经济法则。同时,也不要过于担心自愿披露会损害公司的竞争优势。

其原因在于:第一,竞争对手有时已经从公司的前员工、共同的供应商和客户、市场研究、行业出版物等途径知道了大量的公司未公开信息。竞争性损害有时取决于竞争对手从其他信息源获得信息的分析观察。行业公司的竞争因素。第二,对某些公司而言自愿披露敏感信息可能带来竞争优势。如果公司将产品研发信息披露作为一种竞争策略,提早公布可能给公司带来“竞争优势”。因为提早公布意味着公司将提供新产品给市场,公司的盈利前景看好。

### 三、自愿性信息披露的披露标准

早在1938年,美国SEC即提出信息披露应当符合重大性标准,但当时更多的是在强制披露信息的背景下提出的,目的是在助益投资者知情决策的同时也不至于产生过多的信息噪音,自此之后,重大性标准就成为信息披露特别是追究涉及信息披露案件法律时首要分析的问题。时至今日,信息披露已发展到强制披露为主、自愿披露为辅的阶段,而且自愿性披露的重要性日益提高。在此情形下,有必要探讨的是自愿性披露信息是否也应当符合重大性标准及其他相关披露要求?笔者认为,由于上市公司的公众属性及信息对股价的影响,在我国信息披露框架下,自愿性信息披露内容与质量仍要受法律法规及证券交易所相关交易规则

的约束。<sup>[71]</sup>

### (一) 重大性标准

自愿性披露信息亦应具有辅助投资者决策的属性,为了防止自愿披露时的信息噪音,其应当符合重大性标准。在信息披露监管以原则导向为主的国家或地区,大多采取描述性方式界定了重大性,公司在遵行披露“精神”的原则下,会自主判断什么信息为重要并决定是否披露,此时的披露更多的带有自愿性披露的意味;在信息披露监管以规则导向为主的国家或地区,在采取描述方式界定重大性的同时,往往详尽列举了需要披露的事项,对于未加规定的一般会采取兜底条款的表述——“不论本准则是否有明确规定,凡对投资者投资决策有重大影响的信息,均应披露”,此种情形下的披露似应理解为自愿性披露。因此,无论是原则导向抑或规则导向模式下的自愿性披露,都具备了重大性的信息特征。

虽然自愿性披露信息的重大性在文义解释上,同强制披露信息的重大性含义相同,具有理论上的统一性,但实际上却存在较大差异。表现为:一是从立法目的而言,强制性披露信息是向市场和投资者提供最低程度的信息,这一点在实行信息披露原则导向的国家或地区体现最为明显,其虽然也列举一些披露项目,但往往集中于非常重要的事项;自愿性披露信息是向市场和投资者提供增量信息,这种重大性的主要目的在于赋予主管机关要求公开发行公司披露信息的法源依据,重大性由公司自主予以判断,重大性的差异程度比较明显。二是从重大性涉及责任而言,强制性披露信息如我国《证券法》第69规定的重大事项或者第75条规定的内幕信息,均涉及民事、行政、刑事责任,其重大性或主要内容的认定,明确严谨。而公司自主决定披露的信息,由于性质、金额、对公司影响等差别较大,则很少成为追究法律责任的信息种类。产生上述差异的原因在于:自愿性披露信息的重大性不是“法定”的重大性,而是公司基于自身利益考量下的“自主认定”的重大性。

同时,也应当看到这种区分是相对的。强制性披露信息中也有大量的不符合重大性的信息,这在集合性信息载体例如招股说明书或定期报告中体现最为明显,此时的披露文件不能仅从重大性角度判断,还应考

---

[71] 王升义等:《上市公司自愿性信息披露问题研究》,上海证券交易所内部研究报告。



虑完整性。但总体而言,强制披露信息具有默认的重大性,无论披露信息是否实际上符合此标准,只要是证券法律法规规定或监管部门认定的信息,因其系以维护整体市场秩序及保护广大投资者利益为目的,且也是为了维护这种披露信息的权威性和披露的统一性,会自动默认为具有重大性而使公司必须披露,除非遵守“不披露即解释”原则予以解释或被豁免披露。自愿性披露信息中亦有大量符合法定重大性的信息,这在美国、英国、我国香港等采取原则导向披露理念的国家或地区体现最为明显。当然,自愿性披露的信息具有重大性正是证券法律法规试图达成的目标,因为同样的披露内容采取强制披露抑或自愿披露,对于投资者的决策影响会有很大不同。实证研究发现,自愿性环保支出信息对于公司价值有正向影响,环保支出造成竞争地位变化的信息对公司价值的影响程度相对于其他披露项目大,主要原因为竞争地位变化相关信息可能消除投资者的疑虑,裨益公司价值。但未发现强制性披露与公司价值具有关联性。<sup>[72]</sup>

## (二)重大性标准具体分析——以盈利预测为例

就我国目前信息披露法律规范而言,盈利预测或者没有明确规定是重大事项,或者虽然有明确规定但其性质界定为是自愿性的,这在招股说明书、定期报告抑或重大资产重组报告书中都作如此规定。显然,立法者或监管机构已经认识到该等信息的高度不确定性,不将其作为具有法定重要性的信息予以明确要求,而是由公司自由裁量是否披露。同时,考量盈利预测制度的主要目的,在于促使公司即时披露其财务信息,使投资者能够与公司内部人一样掌握该信息,不致因信息公开透明度的差异过大而影响投资者判断。因此,虽然盈利预测具有高度不确定性,但在证券市场中,上市公司的财务状况,是投资者所欲知悉且对其投资意愿有重大影响之事项,自属于所谓重大影响股票价格的消息。<sup>[73]</sup>

同样是盈利预测,在刑事案件中基于内幕信息认定的背景下是否也视为具有重大性不无疑问。例如,在台湾京元公司一案中,法院认为:按

[72] 林秀凤、郑雅如等:《自愿性环保资讯揭露对公司价值之影响》,载《东海管理评论》2013年第1期。

[73] 参见我国台湾地区“最高法院”99台上字第6106号刑事判决书。

盈利预测与财务报表不同,盈利预测系对未来的预估;财务报表则系历史信息的陈述。盈利预测涉及判断人的专业素养、景气的变化、各种不特定的因素,因不同人的判断可能发生不同结果,须待时间验证,任何人无法担保预测准确,盈利预测仅供参考,为任何投资人应有的认识,所以并不是公开说明书中的主要内容,如果盈利预测不准确,即应负有损害赔偿赔偿责任,其性质即非预测,而系担保。<sup>[74]</sup> 因此就该判决来分析,盈利预测不具有重大性。其中的原因可能在于:该案对于盈利预测是否具有重大性的认定,目的是打击内幕交易行为,有效维护整体市场秩序,为广大投资者提供一个公平透明的交易秩序,因此,重大性界定的最为严格。而在日常投资决策中,从投资者前瞻性信息需求,缩小与公司管理层信息差距而言,盈利预测能够发挥重要作用,认定其有重大性似理所当然。

对于盈利预测,有的国家或地区在法律法规中予以明确规定,那么,此时“盈利预测”是否就具有了法定重大性呢?例如,我国台湾地区“证券交易法”第36条之一<sup>[75]</sup>“证券交易法第一百五十七条之一第五项及第六项重大消息范围及其公开方式管理办法”第2条第10项<sup>[76]</sup>都明确了规定盈利预测。但学者基于如下原因,认为不具有法定重大性:首先,“证券交易法第一百五十七条之一第五项及第六项重大消息范围及其公开方式管理办法”第2条第10项“公开之盈利预测与实际数有重大差异者或盈利预测更新(正)与原预测数有重大差异者”从表述来分析,并非指盈利预测内容的公开本身即属重大消息,而是指盈利预测与实际数字有差异,或盈利预测的更新与原预测数字有差异,且该等差异亦必须达到具有重大差异,才构成重大消息。其次,就“证券交易法”第36条之一的规定虽然有“揭露盈利预测信息等重大财务业务行为”表述,但该条的目的仅系在赋予主管机关要求公开发行人披露信息的法源依据,并为企业就何种行为属于重大行为加以定义。最后,盈利预测是否属于台

[74] 参见我国台湾地区“最高法院”95台上字第2385号民事判决书。

[75] 该条规定:“公开发行公司取得或处分资产、从事衍生性商品交易、资金贷与他人、为他人背书或提供保证及揭露盈利预测信息等重大财务业务行为,其适用范围、作业程序、应公告、申报及其他应遵行事项之处理准则,由主管机关定之。”

[76] 该项规定:“公开之盈利预测与实际数有重大差异者或盈利预测更新(正)与原预测数有重大差异者。”

湾地区“证券交易法”第20条第2项“依本法规定申报或公告之财务报告及财务业务文件”?已有案例认为应属“业务文件”。理解上,为确保信息的真实完整,虽然法律法规未明确规定应当披露的具体事项,如不披露可能产生误导投资者的决策判断的,仍应披露,且其性质亦属“财务业务文件”。依此一标准,盈利预测虽系自愿性披露,仍属于“财务业务文件”,亦应具有重大性。<sup>[77]</sup>

### (三)其他披露标准

自愿性信息披露是公司主动对外发布的与公司有关的财务或非财务信息,大多属于公司内部管理性信息,由公司管理层具体掌握和使用。由于此类信息没有受到相关法律法规的严格规范,且发布的信息无须经由外界独立的第三者予以验证,主要委由公司治理机制发挥监督把关作用,因此信息披露的弹性空间相当大。虽然公司自愿披露的信息不属于法定的披露内容,因而从披露项目、披露时间、披露形式等诸方面未受到信息披露法规的严格规制,但其是公司总体信息披露的有机组成部分,属于“不论本准则是否有明确规定,凡对投资者投资决策有重大影响的信息,均应披露”<sup>[78]</sup>的范畴,因此,自愿性信息披露不仅要符合强制信息披露的原则要求,而且为有效控制自愿信息披露的数量和内容,还要遵守以下披露标准:

第一,披露内容应当具有可靠性。<sup>[79]</sup>与强制披露大多要求披露硬信息相比,自愿性披露更多的是披露软信息,包括预测和意见。虽然此类信息具有高度不确定性的特点,<sup>[80]</sup>但公司要在合理的基础上进行编制,引用的数据、资料应当有充分的依据,如果引用第三方的数据、资料作为讨论与分析的依据,应当注明来源,并判断第三方的数据、资料是否

[77] 张心悌:《盈利预测重大性之判断——兼论盈利预测安全港制度》,载《台湾大学法学论丛》2012年总第84期。

[78] 参见证监会《信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书(2015年修订)》、《信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书(2015年修订)》、《信息披露内容与格式准则第38号——公司债券年度报告的内容与格式》第3条等。

[79] 蒋训练、张德容:《上市公司自愿性信息披露有关问题探析》,载《企业经济》2007年第11期。

[80] 张心悌:《盈利预测重大性之判断——兼论盈利预测安全港制度》,载《台湾大学法学论丛》2012年总第84期。

具有足够的权威性,从而使软信息具有硬信息的核心,保证基本的真实性。第二,披露内容应当具有相关性。公司应当充分考虑并尊重投资者的投资需要,披露的内容应当能够帮助投资者更加充分地理解判断公司的价值。这在强制披露采取规则导向从而披露大量信息的情形下,如何选择自愿披露的信息就显得尤为重要。第三,披露内容应当具有充分的关联性。自愿披露的信息应当有助于深化对强制披露信息的理解,促进公司价值更加清晰地展现出来。为此,自愿披露什么信息不能孤立来分析,而是应当纳入与强制披露的关联对比中予以选择,从而有机融合进整体信息披露中,形成一个互补互益的整体披露框架。例如,在年度报告中分析与讨论公司的外部环境、市场格局、风险因素等内容时,所述内容应当与公司的经营成果、财务状况具有足够的关联度。第四,披露要保持持续性。除非是偶发性一次披露的信息之外,自愿披露的项目和内容要保持持续性。<sup>[81]</sup> 比如,如果公司曾经披露过某些项目或计划的信息,那么就应当继续披露这些项目和计划进展情况及结果。<sup>[82]</sup> 又如,上市公司披露关键指标时应当保证前后报告期的一致性,计算依据、假定条件等发生变化的,应当及时、充分说明。<sup>[83]</sup>

#### 四、自愿性信息披露更新义务

自愿性信息的初始披露本来是自愿的,当后续发生的事实实质性改变原有信息的内容含量时,公司是否负有更新义务及其更新义务的范围就成为两个重要的问题。

##### (一) 自愿性信息披露是否负有更新义务

强制性信息披露后无所谓更新义务,只要达到重大性标准的信息就

[81] 参见《信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与格式(2015年修订)》第3条第2款。

[82] Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Business Reporting Research Project.

[83] 参见上海证券交易所《上市公司日常信息披露工作备忘录第十二号——上市公司分行业经营性信息披露》第5条第2款。

应当予以披露,这是其持续性披露的应有之义。目前,重大资产重组信息的分阶段披露制度即可充分证明。<sup>[84]</sup> 不同于基于反欺诈条款直接推导出来的纠正义务,即当一项陈述在作出当时就是错误的,尽管可能是不知情的,但是当公司事后知道了错误后就有义务予以纠正。自愿性披露信息基于其自愿属性,是否负有更新义务值得探讨。

对于自愿性披露信息是否应当予以更新,学说和判例有两种观点,且都有立论基础。一种观点认为应当予以更新。其理由主要如下:一是自愿性披露信息与否虽然属于公司自主决定的公司治理范畴,但一经披露就必须符合证券法律法规对信息披露的总体要求。在此意义上,公司的自愿披露也必须是真实的且由必要的信息作补充以使披露不致产生误导。公司不披露则已,一旦披露就有义务披露完整,此时自愿披露本身就演变为强制披露义务。<sup>[85]</sup> 二是自愿披露信息有自己的一些特征。有一些披露即使在披露时点之外的期间内,仍然能够合理地引导投资者继续信赖。例如,在计划或承诺的情形下,由于包含了某种新的政策或言论,因此某种程度上就产生了继续信赖,而这种信赖必须予以保护且只能通过更新义务来实现。三是强制性披露信息更多的是历史信息,投资者作出决策更多的是基于历史事实的自我判断。自愿性披露信息主要是前瞻性信息等软信息,这些信息主要是基于公司管理层的判断而作出的,投资者更多的是依赖他们本身的陈述是否正确,自我予以判断的空间较小。因此,管理层作出判断,当变化时管理层予以更新也理所当然。

另一种观点认为不应当予以更新。一些著名的案例支持拒绝更新或更改义务的观点,其理由主要如下:一是真实性本身是一个相对的概念,法律所能做的是保证当时真实性,要求信息披露人事后更新或更正义务是不合理的。在 *Stransky v. Cummin Engin. Co. Inc.* 案中,第七巡回法院认为仅仅在下述情况下预测性陈述才可能导致责任:即陈述不是基于诚实信用作出的和从作出陈述当时已经确知的事实判断,该陈述是不

---

[84] 参见《上市公司重大资产重组管理办法》第16条、第33条。

[85] Dale Arthur Oesterle, *The Inexorable March Toward a Continuous Disclosure Requirement For Publicly Traded Corporations: "Are We There Yet?"*, *Cardozo Law Review*, Vol. 20, 1998.

合理的。法院进一步推理道:Rule 10b-5 的字面语言排除了将责任建立在披露者作出陈述后发生的事件之上。<sup>[86]</sup> 而且波斯纳法官在 Eisenstadt v. Centel Corp. 一案中重述该观点并断然拒绝了更新义务。二是在 Gallagher v. Abbott Laboratories 一案中,伊斯特布鲁克法官认为的理由,即创设此类义务是 SEC 的职权,SEC 现在要求以季度为单位披露定期报告,更新义务的存在实际上让法院强制该等报告具备了持续披露的性质。

上述拒绝更新义务的分析涉及一个基本问题,即创设一项义务是否合适以及如果创设由谁来制定。接受更新义务的分析在很大程度上仅是分析投资者是否被误导,这就涉及重大性的判断问题。重大性是指一个信息是否极有可能对一个理性的投资者而言是重要的,这是个事实问题;义务是指是否有责任披露特定类型的信息,这是个法律问题。但这两个概念并不容易分开,因为在决定是否有披露一个特定类型信息的义务时,法院通常不得不考虑系争信息是如何且为什么对投资者而言是重要的。正因为如此,两种观点似乎又不冲突,否定说是从立法论的角度阐述,肯定说则从实际效果着眼。如果从信息披露试图达到的效果而言,肯定说似乎更有说服力,况且否定说即使拒绝了更新义务,但当先前陈述中直到目前仍然有效的信息,在发生导致其不再保持正确性的事实时,仍然认为应当负有更新义务。<sup>[87]</sup> 因此,无论是基于理论分析,还是从更好地满足投资者信息需求角度而言,规定自愿性披露信息负有更新义务似乎更值得肯定。

## (二) 自愿性披露信息更新义务范围

自愿性信息披露的内容广泛,哪些类型的信息需要负有更新义务呢?或者说如何确定更新义务的范围边界。对此问题,学说和判例仁智各见,更新义务的范围差别极大。第一种观点认为,一项陈述在做出当时是准确的而因事后发生的事件使之成为误导时,就有义务更正或修正。只要事先陈述仍然有效,这种义务便一直存在。例如,在 Ross v. A.

[86] 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第190页。

[87] Donald C. Langevoort, G. Mitu Gulati, *The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5*, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 57, 2014.

H. Robins 案中,公司发布了关于避孕产品的许多正面陈述,但没有公告后来发生的产品责任诉讼和消极的安全报告。法院认为只要投资者继续依赖第一个陈述的正确性,公司有义务修正先前的陈述。在 SEC v. Shattuck Mining 案中,涉及一个公司宣称即将实施并购,但后来并未实施。尽管陈述当时是正确的,但法院认为公司有义务更新后来的发展情况。在 Time Warner 案中,公司宣传将从战略合作伙伴获得债权融资,在没有成功的情况下公司寻求股权融资以获得资金。法院认为一开始的关于战略合作伙伴的陈述不具有充分的确定从而不负有更新义务,但是改变融资方式或许就负有了更新义务,因为它会严重稀释现有股东利益,从事实角度判断具有重大性。如果一个通常的计划或政策由于以后发生的事实影响到其变化时,就产生了更新义务。

第二种观点绕开了是否有更新义务这一问题。例如, Burlington 法院直接问公司的先前陈述是否包含了一个默示的陈述,即公司是否会承诺予以更新。某种程度上说,这种方法建立在合同法的原理之上。如果公司承诺向投资者更新相关信息的重要发展,那么不更新意味着没有重要发展,因此就没有误导性。通常的盈利预测没有包含这种默示的承诺,而诸如并购陈述或许就有。此观点本质类似于第一种观点,纳入更新义务的信息范围十分广泛。

第三种观点认为,在特定情形下投资者可能会继续信赖先前的陈述,如前瞻性陈述,此时公司就有义务予以进一步披露。在 Backman v. Polaroid 案中即确立了该范围。分析来看,该案所确立的原则比 Ross v. A. H. Robins 案确立的原则要窄,因为它要求事先的陈述必须是具有预测性质的陈述或场合。

上述三种观点其实代表了不限定信息种类和限定信息种类两种情况。前者将做出当时是准确的而因事后发生的事件使之成为误导时的陈述都纳入其中,而不论信息属性如何;后者则仅限定为前瞻性信息。从更新义务具体实施后的效果分析,更新义务如果进行过宽解释将使得其他基本的披露义务黯然失色。理论上,任何后来重要的事项都可能实质的改变任何之前的公告或自愿披露。此时过宽解释实际上向公司施加了持续披露义务。过于极端的将定期披露或临时披露与无限制的更新先前信息衔接起来实际上就是一种持续披露制度。

因此,更新义务应当排除历史事实的适用,仅限于在公开文件或陈述中的预测前瞻性信息,这一适用范围比较好的平衡了各主体间的利益诉求,取得了较为一致的意见。原因有如下几点:一是前瞻性信息大多是自愿性披露,公司在获得这种自愿披露带来的收益时也应承担持续更新的义务。二是投资者合理预期当公司作出一个明确的预测,当他们被证实错误或不准确时就得承担纠正或更新的成本。三是预测提供了一个进入公司拥有的大量内部信息的窗口。预测信息通常从公开的历史事实中难以获得。四是法院在证券案件中自我克制,如果没有限制就构成了持续披露制度。监管部门亦是如此,例如,尽管 SEC 在制定 Form 8-k 时被赋予要求披露所有重大事项的权力,但最后还是选择了相对保守的披露要求。如果不加克制,自愿性披露的持续更新会与广泛且明确信息披露要求同时并存,这显然不符合信息披露制度的初衷。

## 五、法律规制建议

目前,我国虽然初步建立了自愿性信息披露框架,涵盖了首发上市和持续披露等各个阶段,在规范性文件层面也已建立了类似安全港豁免条款,以鼓励公司主动进行自愿披露。但由于存在的诸多问题,一定程度上影响了自愿性披露功能的发挥,实际效果并不理想。基于上文的分析研究,提出如下具体规制建议:

一是合理界定强制披露和自愿披露的具体项目。强制披露和自愿披露的区分有时仅是形式上的,同样的披露项目采取强制披露或自愿披露方式,效果可能会有较大区别。实证研究发现年度报告中自愿性信息披露水平愈高,企业反映出的信息不对称程度愈轻。就降低信息不对称程度的立场而言,鼓励督促企业提升自愿性信息披露的效果明显优于以法令强制企业从事信息之揭露。<sup>[88]</sup> 因此,着眼于具体披露内容的属性,应进一步厘清披露项目到底是纳入强制披露抑或自愿披露范围,以充分

[88] 廖益兴、陈彦琦等:《年报信息披露与信息不对称:来自私有信息交易之证据》,载《经济研究》2011年第1期。



发挥出披露制度的效果。

二是证券交易所制定相关自愿性信息披露指引。首先,制定关于自愿性信息披露的一般指引,明确规定自愿性信息披露的法律定位、披露标准及更新义务。其次,鉴于近年来上交所将战略合作协议签订、高送转等纳入上市公司临时公告予以重点监管,对某些类型的自愿性信息披露事项,如社会责任信息、环保信息,制定了专项披露指引,都取得了较好效果。因此,继续筛选较为成熟的信息类型或容易引起投机炒作的市场热点,制定相关的具体披露指引,统一披露的内容要素和格式,方便公司披露亦有利于投资者阅读和相互比较。例如,针对化工行业公司的停产检修事项,可以规定公告中必须包括检修装置、起止时间、预期影响等要素。

三是借鉴实证研究成果,证监会强化针对性监管。在外部监理机制对财务盈余预测精准度的实证结果中,显示主管机关审阅对于财务盈余预测精准度呈现显著的影响,<sup>[89]</sup> 这为监管部门的监管能够提升自愿性披露水平提供了实在证据。因此,监管部门应当在进行相关自愿性披露研究的基础上,强化监管针对性和效果。例如,实证研究已经发现,营收目标压力与自愿性财测发布次数均与舞弊爆发的概率呈现显著正相关;<sup>[90]</sup> 发布预测的公司为经营绩效较佳者;<sup>[91]</sup> 当公司规模越大,其自愿性盈余预测揭露的意愿越强,而公司举债程度越高,自愿性盈余预测揭露的意愿越低。<sup>[92]</sup> 监管部门应当根据类似的实证研究结果进行针对性和细化的监管,督促具有相关特征的公司提高自愿披露水平。

四是公司建立自愿性信息披露的评估操作机制。鉴于公司自愿性披露信息的内容庞杂,性质各异,重要性程度不一。公司宜建立由相关高管人员组成的评估小组,对于拟披露的自愿信息进行评估,以过滤掉

[89] 黄劲彦、鍾宇軒:《強制性與自願性財務預測制度下外部監理機制與財務盈餘預測精準度之關聯性》,載《證券市場發展季刊》2012年第3期。

[90] 陳雪如、林琦珍等:《自願性資訊揭露對財務報導舞弊偵測之研究》,載《會計與公司治理》2009年第2期。

[91] 胥愛琦、李春安等:《自願性盈餘預測發布與公司策略因應》,載《證券市場發展季刊》2011年第3期。

[92] 張瑞當、方俊儒等:《代理成本對自願性盈餘預測揭露之影響》,載《交大管理學報》2007年第2期。

部分毫无意义的自愿性信息。具体评估时建议分为五个步骤:第一,识别对于公司成功尤其重要的经营方面,公司至关重要的成功因素。第二,确认管理层管理过去及未来这些成功因素的战略和计划。第三,确定管理层测量和管理实施该战略和计划的绩效指标和运营指标。第四,考虑自愿披露公司的前瞻性战略、计划、业绩指标是否损害公司的竞争地位,影响竞争地位的风险是否超过了自愿披露所带来的收益。第五,如果披露是适当的,决定如何更好地自愿披露信息。<sup>[93]</sup>

---

[93] Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Business Reporting Research Project.