

## 建构与信息时代相适应的我国证券 信息电子披露系统

冯 果\* 武俊桥\*\*

**摘要:**我国应借鉴国外先进经验,通过强制性的证券监管规则,构建以 XBRL 语言为基础,由中国证监会负责监管,以一家独立的、具有公信力的机构为运营主体的证券信息存储和检索系统。该系统可以解决我国网络证券信息披露散乱的现状,实现证券信息在证券市场的畅通流动,提高证券市场效率,帮助投资者对证券信息进行比较和分析,防止证券欺诈,改善公司治理,保护投资者利益。

**关键词:**证券信息存储和检索系统 XBRL 语言 信息披露 网络

以电子信息技术为代表的新经济时代的到来,彻底改变了证券的存在形式和交易方式。证券载体与交易方式的改变让传统的证券法律制度站在了市场变革与发展的风口浪尖,建立在纸质基础上的、业已存续了数百年的证券理论和交易规则正在

---

\* 武汉大学法学院副院长、教授、博士生导师。

\*\* 武汉大学法学院经济法方向博士研究生。

经历前所未有的冲击和挑战。电子技术对于证券市场的渗透和应用是全方位的,至少体现为三个方面:证券的无纸化、证券交易的网络化和证券信息披露的电子化。<sup>①</sup>信息披露制度历来被视为证券法的基石和灵魂。在高速发达的网络信息时代,纸质的信息披露方式已经不能适应时代的发展,各国证券监管机构为了应对网络对证券信息披露的影响,纷纷修改其证券信息披露监管规则,构建面向网络、基于网络的证券信息披露系统。相比而言,我国证券市场监管机构在面对网络证券信息披露时所采取的依然是纸质时代的监管理念和原则,对于网络在信息披露制度的应用有所反映,但没有足够重视,仅将网络信息披露作为纸质信息披露方式的一种补充,我国证券市场信息披露存在散乱、缺乏效率、不利于对中小股东进行保护等各种问题。<sup>②</sup>

为此,我们主张建立以电子信息网络为导向的信息披露制度,其中最为关键的就是在充分借鉴国外经验和教训的基础上,构建一种符合我国国情的证券信息电子化披露系统——证券信息存储和检索系统。

---

<sup>①</sup> Kwang-Rok Kim, *The Electronic Disclosure System In The Korean Securities Market: What Do You File On The Dart System In Korea?*, Oklahoma City University Law Review, summer, 2004, 29, 597.

<sup>②</sup> 何俭亮在“证券市场信息披露亟待电子化”(载《经济学家》2004年第5期)一文中指出,我国证券信息披露在手段与方式方面存在以下五个问题:(1)我国证券市场信息披露手段与方式的研究落后于市场的发展,对市场产生一定的负面影响;(2)我国证券市场信息披露手段与方式没有充分整合现有的先进的传播技术,不能有效地担负起应负的市场责任;(3)我国证券市场信息披露手段与方式缺乏统一规划,还没有找到一种有效的商业运作模式,影响了证券信息的传播和证券信息业的产业化发展;(4)我国证券市场信息披露手段和方式与世界主要国家或市场相比差距较大,一定程度上阻碍了资本市场的对外开放;(5)相对落后的证券市场信息披露手段与方式直接影响了信息披露制度的有效性。该批评有其合理性,但其分析并不全面,有关我国网上证券信息披露的缺陷,本文将在第二部分详述。

## 一、信息披露的电子化已成为证券信息披露发展的一种趋势<sup>③</sup>

以美国为首的普通法系国家在面对网络给证券信息披露所带来的影响时,纷纷利用而不是阻挠网络在证券市场的应用,通过构建证券信息存储和检索系统,改革证券法制等方式以顺应时代的发展。这些国家证券法制改革的一个重点就是放松对信息披露义务人向证券监管机构提交信息披露文件的义务,转以要求信息披露义务人确保这些信息披露文件能够方便而又迅速地提供给投资者和社会公众。这种改革得以实施的一个很重要的原因就是信息披露技术的发展,其中最为关键的是证券信息存储和检索系统的建立。这种系统,不仅可以方便上市公司提交信息披露文件,使证券监管机构迅捷地获取证券申报文件,更为重要的是能够允许投资者和公众通过网络获取证券公开文件,并且随着系统的改进,该系统将逐步使投资者具备证券分析师所具有的对证券信息进行分析和对比的能力。这种系统以美国和加拿大发展最早也最为发达,韩国等国家紧随其后,欧盟及其成员国也在探讨并逐步实现证券信息披露的电子化。

### (一) 证券信息存储和检索系统已成为各国证券信息披露电子化发展的趋势

随着电子信息时代的到来,证券无纸化和网上交易将成为证券市场的主流,电子化的证券信息披露也成为世界各国证券市场信息披露发展的新趋势。

美国自1984年开始进行证券信息披露的电子化,美国证券交易委

---

<sup>③</sup> 本部分内容仅从比较法的角度对证券信息存储和检索系统进行制度构建层面的考察,对这种电子化的信息披露系统的技术运行及其介绍可以参见张瑞彬:“海外证券信息电子化披露系统的发展及借鉴”,载《证券市场导报》2001年10月;杨松令、李晓梅:“美国证券交易委员会电子数据收集、分析和检索系统简介”,载《中国会计电算化》2001年第5期。

员会(U. S. Securities and Exchange Commission, SEC)通过 EDGAR<sup>④</sup>系统开创了电子申报的全新世界。<sup>⑤</sup> 1993年4月26日该系统开始运行,1994年12月,SEC对EDGAR的性能表示满意,随后敲定EDGAR的运行规则。向法定EDAGAR系统申报的过渡期于1996年5月6日完成。1997年,SEC要求,需要以电子方式申报的文件若无豁免规定,其纸质格式的申报将不予接纳。加拿大证券监管机构(Canadian Securities Administrators, CSA)建立了SEDAR<sup>⑥</sup>系统,自1997年1月1日发行人首次向该系统提交文件,SEDAR系统已经成为加拿大绝大多数上市公司进行信息公开的法定系统。<sup>⑦</sup> 欧盟及其成员国在证券信息存储和检索系统上的发展,较美国和加拿大缓慢,以《DIRECTIVE 2003/58/EC》<sup>⑧</sup>为分界线,要求欧盟及其成员国在信息披露的电子化方面采取行动。欧盟《DIRECTIVE 2003/58/EC》规定,欧盟成员国可要求发行公司通过纸质或者电子文件的方式提交文件,但要求成员国监管机构最迟于2007年1月1日确保所有纸质的文件转化为电子格式,并要求公众可以查询和获取发行人提交的文件(纸质文本和电子文档都是合法形式)。韩国金融监管委员会自1998年4月开始构建韩国的证券信息存储和检索系统DART,并于2001年开始正式使用。<sup>⑨</sup>

---

④ EDGAR(Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system),全称是电子数据搜集、分析和检索系统,其功能是自动搜集、批准、索引、接受和传送公司和其他市场主体依照法律向美国SEC递交的文件。<http://www.sec.gov/edgar/aboutedgar.htm>,2010年1月13日访问。

⑤ Louis Loss, Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation (Fifth Edition)*, Aspen publishers, 2005 supplement, at 185.

⑥ SEDAR(the System for Electronic Document Analysis and Retrieval),全称是电子文件分析和检索系统,其功能类似于美国的EDGAR系统。[http://www.sedar.com/sedar/background\\_on\\_sedar\\_en.htm](http://www.sedar.com/sedar/background_on_sedar_en.htm),2009年10月26日访问。

⑦ [http://sedar.com/sedar/background\\_on\\_sedar\\_en.htm](http://sedar.com/sedar/background_on_sedar_en.htm),2010年1月13日访问。

⑧ Directive 2003/58 of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 68/151, as regards disclosure requirement in respect of certain type of companies, <http://europa.eu>,2009年10月27日访问。

⑨ See Kwang - Rok Kim, *The Electronic Disclosure System In The Korean Securities Market: What Do You File On The Dart System In Korea?*, Oklahoma City University Law Review, summer, 2004.

## (二) 证券信息存储和检索系统的重要意义

信息披露的电子化成为证券信息披露发展的一种趋势,其原因之一在于电子化的证券信息存储和检索系统节约了成本,提高了证券市场的效率,保护了投资者的利益。首先,证券信息存储和检索系统使股东或潜在投资人能够通过网络方便地获得电子化的证券信息,减少了对纸质文件的需求,电子化信息披露的广泛性降低了上市公司的上市成本,电子化的文件提交方式也显著提高了上市公司的工作效率,从而根本上降低了发行人的信息披露成本。其次,证券信息存储和检索系统增加了投资者获取证券市场信息的途径,便于投资者便捷地获取包括历史信息在内的几乎所有的证券信息。再次,证券信息存储和检索系统将有助于提高证券监管机构的工作效率。就美国 SEC 的 EDGAR 系统而言,其初衷并非为公众获取信息提供便利,而是以提供信息申报的便利性,提高监管机构的工作效率作为宗旨。SEC 早期总结 EDGAR 具有三大目的:第一,其将向投资者、证券分析师和公众提供及时访问公司披露文件的机会,以便作出更知情的投资决定。第二,公司将能够总体使用现有的设备以电子方式进行所需要的申报。第三,证券交易委员会的工作人员能够在计算机工作站更有效地处理和分析申报材料。<sup>⑩</sup> 当 SEC 接受公开发行人公司的申报材料后,可以将电子文档传至对其负责的内部或外部的审查人员,并可将资料传送至交易所、全国证券商协会,或者经由北美证券管理者公会传至各州证券主管机构。考虑到美国地域之广、资本市场之大,从申报工作量来看,EDGAR 大大减少了证券监管机构的成本,显著地提高了其工作效率。加拿大证券监管机构给 SEDAR 功能定位为便于电子证券信息文件(招股说明书、持续信息披露文件等)的提交和法定费用的电子支付,便于向投资者公开在证券申请过程中所搜集的信息,便于证券信息在信息披露义务人及其代理人和证券机构之间的电子传递。其目的也在于提高证券市场的效率。<sup>⑪</sup> 最后,证券信息存储和检索系统将有助于建立更为便捷和

<sup>⑩</sup> [美] 路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 126 页。

<sup>⑪</sup> [http://www.sedar.com/sedar/national\\_instrument\\_en.htm](http://www.sedar.com/sedar/national_instrument_en.htm), 2009 年 10 月 26 日访问。

迅速的证券投资咨询等证券信息服务业。以严格立法强制实行电子化文档一方面保证了信息的准确性、完整性、及时性和权威性,另一方面又形成了一个基础性的数据平台,有利于行业资源的优化配置,从而形成证券市场信息服务业。<sup>⑫</sup>

证券信息存储和检索系统还有助于解决证券信息披露的简明性问题。网络信息时代的证券信息披露成本低廉,发行人为了遵守证券法的信息披露要求,有通过网络进行详细而深入披露的冲动,且伴随着证券市场的复杂化,投资者通过证券信息存储和检索系统获取的信息披露文件内容相当可观,阅读一个信息披露文件可能需要花费数个小时。通过证券信息存储和检索系统提供的文件一般使用的是 PDF 格式或者 HTML 格式,这些通过网络提供的电子文件对证券信息公开起到了重要的作用,但是,PDF 格式或者 HTML 格式只能规定网页上的内容如何显示而无法表达数据的内容,提供的数据不可直接利用,不能将数据灵活地导入分析软件并完成多种形式的输出,因此不利于投资者进行对比和分析。此外,为了遵守证券法的信息披露要求,准确地说明所披露的内容,信息披露义务人倾向于使用专业的财经、金融、法律词汇说明有关证券发行人和证券自身的信息。面对浩如烟海的信息披露内容,投资者只能“望信息而生叹”。为了解决这个问题,各国证券监管机构提出并实践了证券信息披露的简明性原则。<sup>⑬</sup>

解决信息披露的简明性问题,其方法之一就是提高投资者对证券信息进行检索、分析和对比的能力。为此,各国证券监管机构纷纷在证

---

<sup>⑫</sup> 张瑞彬:“海外证券信息电子化披露系统的发展及借鉴”,载《证券市场导报》2001年10月。

<sup>⑬</sup> 一般认为信息披露的简明性原则发端于美国 SEC 在 1998 年 10 月 1 日开始生效的《简明英语披露》,随后为各国证券监管机构和证券委员会国际组织确认。其内容一般包括发行人在信息披露时要使用简单语言,包括使用简短的句型和句式,不使用多重复杂句式,要尽量避免使用法律的或者高难度的商业行话,多使用日常用语。信息披露文件切忌冗长拖沓,要使用简洁的结构、图形和语句,甚至可以使用视频、音频等多媒体方式来说明信息披露的内容,并要限制面向普通投资者的信息披露文件的篇幅。参见 SEC, *Plain English Disclosure*, 17 CFR Parts 228, 229, 230, 239 and 274, [Release Nos. 33-7497; 34-39593; IC-23011, International Series No. 1113; File No. S7-3-97], <http://www.sec.gov/rules/final/33-7497.txt>, 2009年11月16日访问。

券信息存储和检索系统中使用 XBRL<sup>⑭</sup> 语言,使普通投资者可具备专业证券分析师所具有的能力,对信息披露文件进行分析、对比等,既提高了普通投资者对证券信息的理解,也节省了时间成本。美国证监会一直不遗余力地推动 XBRL 在证券信息披露领域的应用。2008 年 5 月 30 日,美国证监会公布了 140 多页的议案,开始广泛征询意见。美国证监会计划在 2008 年年底强制 500 家大公用互动数据格式报送财务报告,计划在 3 年内强制全美上市公司用 XBRL 标准报送财务报告。2007 年 1 月 19 日,加拿大证券委员会启动了 XBRL 格式财务报告自愿报送计划,从 2007 年 5 月份开始,所有参与该计划的公司可以通过电子文件分析与检索系统(SEDAR)进行 XBRL 格式的信息披露。日本成功研发“投资者网络电子披露系统”(EDINET),并要求日本大部分上市公司和基金公司在 2008 年 7 月 1 日后强制性披露 XBRL 格式的财务报表,其运用范围也从原来的年报扩大到了半年报、季报和证券登记说明。<sup>⑮</sup>

### (三) 证券信息存储和检索系统的监管和运营存在两种模式

对于证券信息存储和检索系统的监管主体,各国证券监管机构的统一做法是由证券监管机构负责,但是就其运营主体则产生了分歧。目前世界上存有两种模式:一种是以美国为代表的由美国 SEC 统一负责监管和运营,另一种是以加拿大为代表的由 CSA 负责监管,并授权私人企业代表 CSA 运营证券信息存储和检索系统。

美国的 EDGAR 系统,分为三个子系统,分别是向美国 SEC 提交文件子系统、SEC 内部用来分析和检索文件子系统和供金融分析师和投资者直接通过网络获取应公开文件的子系统,前两个系统美国国会拨款由 SEC 负责监管和运营,最后一个系统由私人资本资助,其成本从公众有偿获取该系统所披露信息的使用费中弥补。<sup>⑯</sup> 加拿大的

---

<sup>⑭</sup> XBRL(extensible business reporting language,可扩展商业报告语言,简称 XBRL)是一个开放式的并不限于特定操作平台的国际标准,通过它可以实现财务和商业报告数据及时、准确、高效和经济的存储、处理和交流。

<sup>⑮</sup> 参见李为:“XBRL——监管的革命”,载《证券市场导报》2009 年 1 月。

<sup>⑯</sup> SEC, *Privatization of EDGAR, Report to the Congress on Section 107 of the National Securities Markets Improvement Act of 1996*, September 1997.

SEDAR 系统,由加拿大 CSA 负责监管,由私人公司 CDS. INC 负责运营,大部分证券信息通过注册等手续后,可以从该系统免费检索。但该系统由于是私人公司运营,发行人在提交文件时,要支付一定的费用,同时该系统可以为付费订购用户早于公众 12 ~ 24 小时提供最新的证券信息。

就证券信息存储和检索系统是否应该由私人公司提供和运营事项,美国国会要求美国 SEC 充分研究 EDGAR 系统私有化问题,增加信息披露系统的竞争性,并要学习加拿大要把已经建立起来的系统出售和出租给私人,<sup>①⑦</sup>即 EDGAR 系统的私有化问题。但美国 SEC 给美国国会的报告认为:向 SEC 提交文件系统不能私有化,其私有化要么有违美国《证券交易法》第 13 条的立法精神,要么无异于向已经付过登记费的发行人另外征收新税;而 SEC 内部用来分析和检索文件的子系统本质上属于政府控制的部分,可能存在私有化的部分只在于使用私人企业提供的分析软件和服务;对于金融分析师和投资者直接通过网络获取相应公开文件的子系统,可以进行私有化,但应以促进投资者获取最低廉和更好的服务为目的。<sup>①⑧</sup>

#### (四) 各国证券监管机构一般通过颁布强制法案的形式保障证券信息存储和检索系统的建设

基于证券市场信息披露的强制性,各国证券监管机构为了推行证券信息存储和检索系统,均通过颁布监管规则的方式,以规范性要求发行人或者上市公司通过证券信息存储和检索系统实现证券信息披露从纸质化向电子化的转变。

就 EDGAR 系统而言,美国 SEC 制定了一系列条例、公告、手册等规范,包括《条例 S - T》和《EDGAR 手册》等,为系统的运行提供制度保障。此外,美国 SEC 还经常以发布公告的形式,对 EDGAR 系统的制度规范进行修订。同时美国的部分法律中也对 EDGAR 的有关管理作了规定,如 1934 年《证券交易法》第 35 条(a)对 EDGAR 的各项建制要

---

<sup>①⑦</sup> *The Prospects For Privatizing EDGAR, Report of House Subcommittee on Telecommunications and Finance* (Feb. 18, 1996).

<sup>①⑧</sup> *SEC, Privatization of EDGAR, Report to the Congress on Section 107 of the National Securities Markets Improvement Act of 1996, September 1997.*



求作了若干规定。<sup>①</sup>

CSA 为 SEDAR 系统颁布的规则和文件包含两个部分:其一,13 - 101 规则(SEDAR National Instrument),该规则是 CSA 在一般意义上确立证券信息披露需要采用 SEDAR,该规则是 CSA 公布的有关 SEDAR 系统的基础规则,在加拿大全国范围内有效;其二,SEDAR 手册,该手册是 CSA 为使用 SEDAR 的用户提供的使用 SEDAR 系统所需遵守的某些标准、程序和指引。<sup>②</sup> 规则 13 - 101 自 1999 年 9 月 7 日开始生效,在 2004 年 3 月 20 日和 2006 年 9 月 1 日进行了修改。<sup>③</sup>

欧盟《DIRECTIVE 2003/58/EC》要求成员国监管机构最迟到 2007 年 1 月 1 日要确保所有纸质的文件必须转化为电子格式。<sup>④</sup> 此外,《透明度指令》<sup>⑤</sup>鼓励成员国主动建设电子信息披露系统,在没有指令强制性要求建设类似于美国 EDGAR 系统之前,欧盟证券委员会应该为不同成员国的信息存储和检索系统的整合提供指引。<sup>⑥</sup>

---

<sup>①</sup> 参见 Howard M. Friedman, *Securities Regulation In Cyberspace*, Aspen Publishers, 2009 supplement, at 15 - 12—15 - 42.

<sup>②</sup> [http://www.sedar.com/sedar/background\\_on\\_sedar\\_en.htm](http://www.sedar.com/sedar/background_on_sedar_en.htm), 2009 年 10 月 26 日访问。

<sup>③</sup> [http://www.sedar.com/sedar/national\\_instrument\\_en.htm](http://www.sedar.com/sedar/national_instrument_en.htm), 2009 年 10 月 26 日访问。

<sup>④</sup> Directive 2003/58 of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 68/151, as regards disclosure requirement in respect of certain type of companies, <http://europa.eu>, 2009 年 10 月 27 日访问。

<sup>⑤</sup> 2004 年 12 月 17 日,欧盟证券委员会通过了旨在统一金融市场信息的《欧盟上市公司透明义务指令》(Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, 后文简称透明度指令),该指令对欧洲证券市场周期性信息和持续性信息披露作了统一的规定,特别提出了策划构建新的信息披露媒介——电子化披露系统。参见 Niamh Moloney, *EC Securities regulation (Second Edition)*, Oxford University Press, 2008, at 183.

<sup>⑥</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

## 二、我国证券信息存储和检索系统构建之必要性

我国《证券法》和证监会颁布的相关行政规章都确定网上证券信息披露仅作为传统纸质媒体信息披露方式的一种补充,网上证券信息披露也存在散乱的状态,并且也仅限于“纸质”披露内容的再现,未能实现证券信息披露在发行人、监管机构和投资者之间的“流水作业”,影响了证券市场的效率,同时由于网站提供主体的不同,通过网络进行的证券信息披露不利于证据的收集、保存和举证。证券信息存储和检索系统的构建,将有助于以上问题的解决。

### (一)有助于确立“以网络为导向”的信息披露监管理念

我国《证券法》以及证监会所颁布的行政规章,认识到了通过网络进行电子化披露的巨大优势,因此在《证券法》、《证券发行和承销管理办法》、《上市公司信息披露管理办法》中,把网络列为传统纸质媒体的补充方式,就是考虑到了网络给证券信息披露的影响。然而,网络的作用尚未充分发挥,网络目前仅仅是一种补充的信息披露方式,与通过网络进行信息披露的流水线式作业,以实现较高披露效率的方式之间,尚存在较大的差距。

网络信息时代,在监管理念上可以考虑从“类推监管”<sup>⑤</sup>向“电子网络导向监管”<sup>⑥</sup>转变,这种转变的核心就在于构建网络信息时代的证券信息披露方式并对之进行监管。证券信息存储和检索系统的构建,一

---

<sup>⑤</sup> “类推监管”由 Anita Indira Anand 在 *Securities Law in the Internet Age: Is “Regulating by Analogy” the Right Approach?* [J] ( *Queen’s Law Journal*, 2001 ( Fall ), pp. 137 - 138 ) 中以 “Regulating by Analogy” 提出,是指将网上证券信息披露类推或者比照现行的证券监管规则来处理,即要求通过网络进行信息披露的义务人遵守现行证券信息披露规则的要求,适用传统的监管手段和方式,或者对现行纸质时代的信息披露规则作些微改动,并要求信息披露义务人遵守。

<sup>⑥</sup> “电子网络导向监管”是指证券监管机构面对电子网络给信息披露及其监管所带来的问题时,有必要转变监管的理念,建构一种直接面向网络的信息披露理念,充分注意和挖掘网络信息时代证券信息披露的特点,特别是要注意到基于网路信息披露与传统纸质的不同,建构一种基于网路、面向网络并顺应和利用网络的证券信息披露监管理念。

方面实现了“纸质”信息披露向网络信息披露的转变,另一方面也有利于监管机构及时迅速地对证券市场进行监管,保护投资者利益。这种系统的构建,将从根本上降低证券市场信息披露的成本。传统公司法和证券法都要求公司向监管机构提交相关的报告书,因此为公司带来了一定的成本。纸质文本的提交,不仅意味着印刷的成本,同时还包括诸如交通、食宿之类的成本。随着网络技术的发展,通过网络提交相应的文件,特别是通过监管机构的证券信息存储和检索系统提交和公开文件,可以在很大程度上节约成本。<sup>②</sup>

## (二) 有利于解决当前我国网上证券信息披露散而乱的现状

我国证券立法及监管机构确立的网上证券信息披露主要通过网站的方式实现。其中,包括监管机构指定的法定网站、信息披露义务人的网站和第三方主体所提供的网站。证券监管机构指定的网站目前是指巨潮资讯网和上海证券交易所网站,<sup>③</sup>并且从目前二者的运作来看,巨潮资讯网主要披露在深圳证券交易所上市的证券信息,上海证券交易所网站则主要披露在上海证券交易所上市的信息,但也有交叉,主要表现为在巨潮资讯网和上海证券交易所网站同时公布的法定证券信息,所披露的内容则包括了预披露报告、定期报告、临时报告等。信息披露义务人的网站是信息披露义务人公开证券信息的又一途径,一般在上市公司的投资者关系栏目体现,是了解该发行人及其发行的证券信息的便捷途径。此外,证券公司以及某些财经网站也会为发行人及其证券披露某些信息。<sup>④</sup>网络固然增加了投资者获取证券信息的途径,但这些散乱的信息披露方式对于个人投资者来说,要完全熟悉并且企图利用这些信息对证券价格进行分析,需要耗费巨大的时间和精力。而且,相比于纸质的信息披露的单一性和权威性,搜索、分析和确认哪些信息

<sup>②</sup> See Ige Omotay Bolodeoku, *Information Depository and Retrieval System for Nigeria: Exploring Some Common Law World Initiatives*, *International Company and Commercial Law Review*, 2006, 17(4), 132-138.

<sup>③</sup> 其网址分别为:巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn/>; 上海证券交易所网站 <http://www.sse.com.cn/>。

<sup>④</sup> See Janis Sarra, *Disclosure as a Public Policy Instrument in Global Capital Markets*, *Texas International Law Journal*, summer 2007, 42, 875-898.

是经过监管机构批准和确认的法定的信息披露文件,投资者也许会更愿意选择纸质的信息披露文件。此外,散乱的网上证券信息披露方式也滋生和助长了网上证券欺诈的发生,恶意侵权人利用投资者,特别是普通投资者对证券信息鉴别能力差的特点,通过论坛、超链接等伎俩,诱使普通投资者相信通过这些方式所进行的证券信息披露具有所谓的“内幕性”,从而进行网上证券欺诈。

法定的证券存储和检索系统具有统一性,可以使发行人、证券监管机构以及投资者便捷地提交、审核和检索相关的证券信息,可以保证证券信息获取途径的权威性和法定性,将一举解决证券信息在不同网站之间公开散乱的特征,也从根本上解决了证券信息在不同媒体(报纸、网站等)之间的冲突。此外,基于网络的便捷性,信息披露义务人通过该系统可以及时向投资者公开相关信息,使投资者通过权威的官方渠道就可以获取相关的投资信息,有助于防止证券欺诈。

### (三)有助于我国投资者对信息披露义务人披露的证券信息进行比较和分析

我国目前所确立的法定网站给信息披露义务人提供的信息披露格式主要是 PDF 格式。这种格式的优点在于“再现”了信息披露义务人纸质文件,可以说是纸质文件的电子格式,便于投资者认知,不会失真。其缺点在于,PDF 格式不易搜索和对比,投资者很难通过软件或者其他技术对发行人的信息进行横向和纵向的对比,既不利于投资者进行投资,也不利于监管机构通过对比和分析对证券市场进行监管。此外,网络虽然使投资者可以方便地获取发行人所披露的证券信息,但获取信息的便捷性和证券信息的丰富性,也给投资者带来了新的问题。信息披露义务人为了遵守证券法规有关证券信息披露客观性、全面性、准确性、及时性等要求,较多使用专业性的披露语言,使用较长的篇幅披露相关的证券信息,这些都考验着投资者的专业知识和时间成本。

证券信息存储和检索系统虽然也提供 PDF 等“再现”纸质文件的格式,但随着技术的发展,以美国 EDGAR 系统为代表,正在步入信息披露的 XBRL 语言时代,通过 XBRL 语言编制的证券信息,可以使投资者方便地对发行人的证券信息进行横向和纵向的对比,便于投资者作出合理的投资判断。

#### **(四) 有助于实现证券信息在我国证券市场的畅通流动,提高证券市场的效率**

证券市场本质上是信息的市场,信息流动的速度决定着证券市场的效率。一般来说,证券市场的信息要经历发行人和上市公司、交易所、投资者等几个环节。如果能够通过技术的方式使证券信息在这几个主体畅通流转,无疑会提高证券市场的效率,也因此提高了证券信息披露的及时性,保护了投资者的利益。当前,我国证券市场的信息披露呈现的是一种断层的状态。发行人、证券监管机构和证券市场投资者提交和获取证券信息的途径、方式以及时间差距很大。证券发行人要向证券监管机构、证券交易所以及监管机构指定的网站提交相关的信息。证券监管机构对于信息披露义务人提交的信息在审核通过后,还需要发行人再向证券市场通过指定媒体提供。证券要上市,信息披露义务人还要向证券交易所提交相应文件。这种散乱的模式,妨害了证券市场效率的提升。

证券信息存储和检索系统给市场带来的最主要的效率,就在于通过证券信息在证券存储和检索系统的集中化,实现证券信息在相关主体之间的“流动”,提高证券市场的效率,既便于发行人提交相关法定披露信息,也便于证券监管机构进行监管,同时也有利于社会公众投资者对证券信息进行分析、比较,从而作出合理的投资判断。

#### **(五) 有利于对相关证据的收集、保存和举证,防止证券欺诈,保护投资者利益**

目前的网上证券信息披露体系,基于其散乱的状态,较为初级的格式等原因,既不利于投资者和审判机关对相应证据的取证,也降低了信息披露文件的证明力。

投资者通过网络获取的证券信息,具有易篡改的特性。在发生了证券诉讼时,投资者需要就证券信息进行举证。首先,投资者要确认获取该信息的途径,网络的匿名性、虚拟化,使投资者面临重重困难。其次,投资者获取的证券信息如果不能及时下载和保存,由于时间久远或者信息披露义务人恶意删除等行为,投资者也有可能无法获取电子化的证券信息披露文件,因而导致证券诉讼的失败。

证券信息存储和检索系统具有法定性和集中性,在证券投资者因

为证券欺诈向发行人等侵权主体主张责任时,通过该系统确认的文件具有了较强的证明力,并且由于集中存储有关证券的信息,对于相关证据之间的关联性的确立也甚为方便。此外,证券信息存储和检索系统所披露的信息根据法律法规的规定,有法定的保存时间,且发行人在提交后不能够任意篡改,方便了投资者对证据的搜集、保存和举证,有助于防止证券欺诈,保护投资者利益。

#### (六)有利于提高股东参与公司治理的积极性,改善公司的治理

当前我国上市公司中“一股独大”的现象有所改观,但尚未完全改变,大股东和管理层利用信息优势侵犯中小股东利益的行为时有发生。传统上,公司的大股东以及管理层与小股东或者异议股东相比有着信息优势,这种优势在寻求股东投票支持或者征集股东投票权时体现得尤为明显。但是,证券信息存储和检索系统通过为异议股东甚至是股东全体直接提供证券信息,从而将这种信息优势“熨平”。这种系统将切实降低信息搜集、分析和公开的成本,加快了市场对相关信息的获取和消化,把信息不对称减少到最低,从而保证了投资者在充分获取信息的基础上作出投资决定,并提高了双方诉讼主张的可证明性。这种可证明性在一定程度上将为冲突的双方带来相应的利益。具体而言,当管理层认识到通过证券信息存储和检索系统,异议股东的权利诉求更便于证明并获得支持时,管理层将更有可能及时解决问题或者与异议股东进行协商,而不是进行所谓的委托书争夺战。证券信息存储和检索系统有助于降低股东的监督成本(信息的搜集和分析),从而刺激股东积极参与的公司治理,提高股东参与公司治理的积极性,并进而有助于改善公司治理。<sup>③</sup>

### 三、构建我国证券信息存储和检索系统的基本设想

我国证券信息存储和检索系统的构建应该建立在充分吸收国外成

---

<sup>③</sup> See Ige Omotay Bolodeoku, *Information Depository and Retrieval System for Nigeria: Exploring Some Common Law World Initiatives*, *International Company and Commercial Law Review*, 2006, 17(4), 132-138.

功经验的基础上,并结合我国证券市场信息网上披露的实际,进行合理的架构。

### (一) 构建统一化的证券信息存储和检索系统

中国证监会指定的信息披露网站分别是巨潮资讯网和上海证券交易所网站,指定的创业板信息披露网站有五家——巨潮资讯网、中证网、中国证券网、证券时报网、中国资本证券网。<sup>①</sup> 这些网站主要是作为发行人信息披露的载体而存在的,是投资者获取证券信息的网络载体。但由于各家网站的运营主体不统一,不能够充分实现证券信息在证券市场传递的统一性,即横向不统一。此外,发行人在向法定网站提供证券信息之前,还需要向证券监管机构提供证券发行信息或者向证券交易所提供公司上市信息,即纵向不统一,这种不统一不是指信息披露内容的不同,而是指信息流向的非直线化。

我国建立的证券存储和检索系统要实现证券信息的统一(横向统一和纵向统一)。横向统一要求证券信息存储和检索系统作为唯一的法定信息披露系统向证券市场主体(证券发行人、证券中介机构和证券市场投资者等)开放,在完成注册后,通过网络能够免费地使用该系统进行检索、分析。纵向统一则要求证券信息存储和检索系统实现证券信息在“发行人——监管机构(包括自律监管机构如证券交易所等)——投资者”之间的流动,要求发行人通过该系统向证券监管机构提交证券发行或者上市申请文件,监管机构在进行审核后,及时地将证券发行人审核通过的信息在该系统内披露,实现电子文件在该系统内的一体化。

### (二) 由中国证监会负责监管,一家独立的、具有公信力的机构负责运营

借鉴国际上的经验并结合中国的实际情况,本文认为,证券信息存储和检索系统由中国证监会负责监管将是毫无疑问的。同时,基于证券信息对于证券市场的重大意义,我国将要建立的证券信息存储和检

---

<sup>①</sup> 其网址分别为:巨潮资讯网 <http://www.cninfo.com.cn/>; 中证网 <http://www.cs.com.cn/>; 中国证券网 <http://www.cnstock.com/>; 证券时报网 <http://www.secutimes.com/>; 中国资本证券网 <http://www.ccstock.cn/>。

索系统应该由国家负责提供。第一,证券信息本质上属于公共产品,如果将证券信息的运营主体赋予私人企业运营,以营利为第一要务的私人企业,很难使公众相信证券信息是中立、客观的,将会动摇投资者对证券市场的信心。这对于公众投资信心不足的我国证券市场来说,显得尤为重要。第二,加拿大的 SEDAR 系统为付费用户提供特殊服务是系统运营私有化的必然结果,因此也导致了投资者在获取证券信息上的不公平,这明显违背了证券市场最重要的公平原则,而鉴于信息披露制度对于证券市场的根本性意义,这种违反是不可接受的。因此,应该由具有公信力的国家负责向证券投资者和社会公众提供证券信息,运营证券信息存储和检索系统。

但是由国家提供该系统,并不意味着由中国证监会运营证券信息存储和检索系统。中国证监会是中国证券市场的监督管理机构,其重心在于监管,对于运营证券信息存储和检索系统,并没有充分的技术力量和人员,因此将很难承担起建设、维护和运营证券信息存储和检索系统的任务。

当前,我国证券市场也存在专营证券信息的公司,即上证所信息网络有限公司(由上海证券交易所附属,专营沪市证券相关信息)和深圳证券信息有限公司(深圳证券交易所附属,专营深市证券相关信息),这两个证券信息公司的存在,在一定程度上保证了证券信息的法定性,但也造成了证券市场信息的人为切割化。此外,基于信息公司与交易所的关联性和附属性,在全球交易所竞争的大环境下,很难保证将来这些信息公司在信息披露要求上不会“松绑”。

因此,基于信息网络披露所需要的公信力和信息的统一性,建议选择一个独立的、具有公信力的机构对证券信息存储和检索系统予以统一构建、运营和维护。运营该系统的费用,可以借鉴加拿大的模式由信息披露义务人以一定的标准支付,具体标准应该由中国证监会制定。

### (三)法定化——由证券监管机构颁布相应的行政规章

证券信息存储和检索系统是证券信息存储和检索的权威系统,需要由法律予以明确,才能保证证券信息公开的权威化。美国 EDGAR 系统是美国证监会和美国国会数次发布行政规章和改革法案的结果,加拿大也专门公布了行政规章 13 - 101 规则(SEDAR National



Instrument),并随着时代的发展不断地修改。

证券信息存储和检索系统的法定化是必不可少的,它将有利于保证证券信息的权威化和公信力,有助于投资者对该系统披露信息的使用,保证证券市场信息的真实性,从而减少虚假陈述、操纵市场等证券欺诈行为的发生。

证券信息存储和检索系统法定化的另一个意义则在于证券诉讼过程中的证据证明力和权威性问题的。纸质时代,证券投资者可以证券信息披露义务人的纸质报告作为证券诉讼的证据。但证券电子化时代,投资者如果不能及时地下载有关的证券披露信息,诉讼时将很难取证,因而需要证券信息存储和检索系统及时并低成本地向证券投资者提供证券披露信息,而法律的明确规定将成为必要。

#### (四)以XBRL语言为架构

证券信息存储和检索系统的发展是一个逐步渐进的过程,一方面要适应证券市场乃至相关信息技术的发展,另一方面也是市场主体对此逐步认知的过程,也符合事物发展的规律。美国自1984年开始构建EDGAR系统,经过了20多年的发展历程。加拿大SEDAR系统自1996年开始,也经历了十几年的发展。我国证券市场对于网上证券信息披露已经有所发展,并且对于法定的证券信息基本上都要求在纸质信息披露的基础上,在法定网站以及其他电子媒体上公开。这对于建设证券信息存储和检索系统提供了坚实的基础。我国监管机构应该充分利用现有证券信息披露资源和制度,架构我国的证券信息存储和检索系统。

此外,我国证券信息存储和检索系统的建设,固然需要逐步发展,但是也可以适当跨越。美国的EDGAR系统和加拿大SEDAR系统构建之初,其功能主要是证券信息的存储和检索,因此其公开的文件一般基于PDF格式居多。随着科技的发展,证券信息披露制度中将逐步引入XBRL语言,使证券信息存储和检索系统逐步具备比较、对比和分析的功能,使每一个投资者都可具备金融分析师的条件。因此,EDGAR系统和SEDAR系统都在逐步引入并过渡到以XBRL语言建构的证券信息披露时代,这将是证券信息存储和检索系统发展的必然趋势。

我国目前网上证券信息披露的主要方式也是通过网站以PDF格

式体现的,因此在一定程度上实现了证券信息的检索功能,与此同时,我国证券信息披露过程中对于 XBRL 语言的引入和试点则走在了世界前列。因此基于 XBRL 语言对于证券信息披露制度的重要意义和我国证券信息网上披露的现状,可以考虑在证券信息存储和检索系统建设中使用 XBRL 语言架构,使该系统自开始建立时起就具备对比和分析的功能。其建设可以充分借鉴上海证券交易所和深圳证券交易所对于 XBRL 试点的经验,同时,在该系统建设的初期,鼓励试点上市公司在该系统通过 XBRL 语言公开信息披露文件,逐步将我国证券市场的信息披露体系引向以 XBRL 语言为基础的证券信息存储、检索和分析系统,从根本上实现我国证券信息披露制度的现代化。

#### 四、余论

在写作本文的过程中,中国证监会网站完成改版,于 2009 年 11 月 6 日正式上线,<sup>②</sup>改版后的中国证监会网站一个非常重要的内容即增加了信息披露的栏目,在该栏目中包含预披露、上市公司定期报告和基金信息披露的内容,所披露内容一律采用 PDF 格式,其目的在于建立一个类似于美国 SEC 的证券信息存储和检索系统,同时在首页建立了发行人提交信息披露文件的通道,在相当程度上实现了证券信息在发行人——监管机构——投资者之间的“流动”。然而,我国的证券信息存储和检索系统仍然需要相当长一段时间去建设完善:内容简单,披露格式简化,内容尚未具有法定性,投资者不能对信息披露的内容进行比较和分析,发行人在提交了信息披露文件经批准后,仍然需要向法定的证券信息披露媒体进行信息公开,上市公司仍然需要向证券交易所提交相关的信息披露文件,并且提交的时间也不统一等问题,仍然需要相当长一段时间去解决。

---

<sup>②</sup> 张欢:“证监会网站完成改版 11 月 6 日正式上线运行”,载《上海证券报》2009 年 11 月 11 日。