

注册制下上市公司信息披露监管制度研究

景冬阳

天津工业大学法学院, 天津

收稿日期: 2024年3月21日; 录用日期: 2024年4月2日; 发布日期: 2024年5月21日

摘要

《上市公司证券发行注册管理办法》以及《首次公开发行股票注册管理办法》的实施, 标志着我国证券市场注册制的全面实行, 此类规则的修订都体现了在全面实行注册制的背景下, 上市公司信息披露制度发展及完善的重要性。基于此, 本文拟从信息披露监管制度的内涵及法理依据出发, 对我国信息披露监管制度所存在的问题和域外相关制度的可借鉴之处进行研究, 以此进一步分析我国信息披露监管制度的完善路径。

关键词

注册制, 信息披露, 上市公司

Research on the Regulatory System of Information Disclosure of Listed Companies under the Registration System

Dongyang Jing

Law School of Tianjin University of Technology, Tianjin

Received: Mar. 21st, 2024; accepted: Apr. 2nd, 2024; published: May 21st, 2024

Abstract

The implementation of the Measures for the Registration of Securities Issued by Listed Companies and the Measures for the Registration of Initial Public Offering Shares marks the full implementation of the registration system of China's securities market, and the revision of such rules reflects the importance of the development and improvement of the information disclosure system of listed companies under the background of the full implementation of the registration system. Based on this, this paper, starting from the connotation and legal basis of the information disclosure reg-

ulatory system, studies the existing problems of China's information disclosure regulatory system and the references of relevant systems outside the region, so as to further analyze the improvement path of China's information disclosure regulatory system.

Keywords

Registration System, Information Disclosure, Listed Company

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



1. 信息披露监管制度的内涵及理论依据

1.1. 信息披露监管制度内涵

2023年2月17日,中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则,自公布之日起施行。随着注册制的改革,我国证券市场成功从核准制向注册制转型,上市公司的信息披露制度能够有效缓解初期信息供给不足以及内幕交易遍布的情况。注册制与核准制是两种不同的监管模式,在核准制下证监会的权能较大,而自律组织的权能较小[1]。全面实行注册制之后,证监会把相关的审核权利下放给自由组织,如证券交易所、中介机构。故二者在主要在证监会的监管职责大小上存在差异。

对于信息披露监管根据其范围的不同,有广义与狭义之分[2]。广义的信息披露就是将企业的所有信息予以公开,不仅包括相关人事安排还包括具体工作流程。本文所研究的信息披露指狭义的信息披露,所谓狭义的信息披露就是发行人或上市公司按照证监会和证券交易所等部门的规定把企业经营情况、财务状况和其他有关资料公开披露给社会公众。而信息披露监管是指证监会、证券交易所、中介机构等监管主体依照法律、行政法规和部门规章的规定,监督信息披露义务人披露信息的行为。该监管制度存在着三种模式,分别是集中型、自律型和折中型[3]。集中型监管主要是由政府行使监管权能;自律型是由自律组织,如证券交易所进行监管;而折中型是政府与自由组织二者共同履行监管职责。在核准制下,我国信息披露监管是以政府为主,证监会履行主要的监管职责,而注册之下则更加侧重于自律监管。就目前的情况而言,我国以及大多数国家都是采用的折中型的监管模式。

1.2. 信息披露制度的理论依据

信息披露监管制度的理论依据主要包括股东知情权理论以及投资者保护理论[4]。

对于股东知情权存在着三种不同的学术观点,分别为共益权说、自益权说和兼具说。共益权说认为股东知情权的行使是为了公司利益;自益权说认为股东知情权的行使是为了股东保护自身利益[5];而兼具说则是指行使股东知情权既是为了维护股东自身利益,同时也是为了维护公司整体利益[6]。对于兼具说而言,我国只有极少数学者支持该观点。上市公司信息披露制度的目的就是为了保障股东的知情权,股东通过披露的信息可以判断该公司是否还有继续投资的价值。

投资者保护理论一般分为契约论和法律论两大流派[7]。契约论认为只要投资者和公司签订契约,便可以保护投资者的利益,而不需要法律来进行相关规制。而法律论则认为:法律才是投资者利益的根本保障。就我国目前现状而言,大多数学者支持后者的观点,因此完善相关法律制度,加强信息披露监管,可以帮助投资者接收正确投资信息,促使投资成功。只有充分保护投资者的利益,才能使投资者敢于投

资，促进证券市场的进一步发展。

2. 注册制下我国信息披露监管制度的现状及所存在的问题

我国上市公司信息披露制度在立法、执法、司法上存在着如下问题：

在立法方面，我国上市公司分类监管的法律规定不够完善。由于上市公司类型繁复，涉及行业众多。而相关的监管人员专业知识有限，不能面面俱到，因此监管人员很难区分上市公司披露信息中涉及的专业知识的真实性与准确性，极易导致监管过程不到位的问题。此外，虽然我国《证券法》上规定了信息自愿披露制度，但是自愿性信息披露相关规定存在不具体和缺乏可操作性的问题。如在自愿信息披露过程中，有一些公司会担心相关信息如果发生变动，是否会构成信息披露不真实，受到相关处罚，这就阻碍了自愿性信息披露规定的实行。

在执法方面，存在监管部门职责划分不清晰以及信息披露监管效率低下的问题。对于前者而言，注册制之下，信息披露监管职责的划分较为清晰、正确，交易所对信息披露的相关文件进行审核，通过后由证监会进行形式审核并注册登记。但是在股票发行上市后，监管部门由于共同进行监管，存在监管职责划分不清的问题。对于后者而言，信息披露违规我国只规定了惩罚措施，但没有规定相应的鼓励措施。因此很难促使上市公司积极主动、自愿合法合规地披露信息。同时在注册制之下，虽然公司上市所花费的时间明显缩短，但是仍然需要几个月的时间，这是由于监管人员在事前审核当中花费了大量的时间与精力，从而导致事中监管不足，致使信息披露监管效率降低。

在司法方面，新修订的《上市公司证券发行注册管理办法》和《首次公开发行股票注册管理办法》对违反信息披露制度的行为加大了处罚力度。前述说到我国信息披露制度缺乏相应的激励机制，因此在执法的过程中，可以根据不同公司违法的主观意识以及在事后对相关态度，综合考量做出合理的处罚决定。而在刑事处罚方面，刑法第一百六十一条规定了违规披露、不披露重要信息罪，对于负有信息披露义务的公司、企业向社会公众提供虚假的或隐瞒重要事实的财务会计报告，或者会未照法律规定对重要信息进行披露，严重损害股东或其他人利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或单处罚金，情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金。但是该条文当中对于相关的情形，只是进行了概括性描述，并没有具体规定，如“其他严重情节”，又如“情节特别严重”。

3. 域外信息披露监管制度的可借鉴之处

英国是世界上第一个实行信息披露监管制度的国家，证券交易市场规模仅次于美国。其信息披露制度是由19世纪的公司登记制度演变产生。英国的上市公司信息披露监管制度的重要特征在于一方面其制定了规范的法律制度，如1844年的《合资公司法》被视为是第一部使信息披露监管制度在法律中成文化的法律规范。另一方面完善了信息披露市场竞争机制，对于信息披露监管体系的确立更加重视自律监管，而不是强调政府干预。

美国作为实施注册制的典型国家，在经济危机爆发之前，一直推崇经济市场的自由发展。而在经济危机爆发以后，美国逐渐意识到规范信息披露行为的重要性，建立并完善了一系列信息披露监管制度，其中最具有代表性的措施是规范了上市发行程序以及双重注册制的实施。在股票上市发行程序上，美国采用发行审核与上市审核相分离的模式，美国的证券发行需要分别经过联邦层级、州层级、自律组织三层审核。而股票的上市审核需要先通过联邦与州的审核，再通过证券交易所的审核方可上市。对于双重注册制而言，美国在完善上市公司信息披露制度的同时，形成了在联邦层面注重信息披露，州层面侧重实质审核的双重注册制体系^[8]。

日本借鉴美国的相关经验,其信息披露监管制度的特征主要体现在双系统监管模式与课征金制度上。在上市公司的信息披露过程中,日本是“以金融厅承担发行审核责任,自律组织承担上市审核职责”为内容的双系统监管模式。在二者履行相应职责的同时,二者共同完成信息披露制度的事前监管,但事中与事后监管则由金融厅所属的证券交易所负责。对于课征金制度而言,该制度于1977年首次在日本的《禁止垄断法》中提出,于2006年在《金融商品服务法》中应用于信息披露监管,这一制度确立旨在对违反信息披露规范的行为进行处罚,维护证券市场的秩序。

综合上述国家的实践经验并结合我国国情,笔者认为域外发行审核与上市审核相分离模式,以及完备的法律规范体系值得我们借鉴。一方面,发行审核与上市审核相分离模式使发行与上市两个环节相互独立、互不打扰,发行审核体现了政府对证券市场的监督管理,决定了证券是否可以进入市场,上市审核体现了证券交易所对公司的择优选择。二者进行分离能够使政府监管机构与证券交易所更方便履行各自职责,完成相应监管。另一方面,信息披露监管制度的有效实施离不开完善的法律规范体系。英国1844年制定的《合资公司法》;美国的规范上市发程序以及双重注册制的实施;日本的双系统监管模式与课征金制度的实施都印证了这样的事实。同时英、美、日三国的自律组织都拥有较大的监管权能和较强的独立性,而我国在实践中自由组织仍然会受到证监会的监督。

4. 注册制下我国信息披露监管制度的完善路径

我国信息披露监管制度在实践中仍然存在需要完善之处,因此通过借鉴相关国外经验,结合我国现状,笔者拟从立法、执法、司法三个方面对完善我国信息披露监管制度进行探讨。

4.1. 我国信息披露监管制度的立法完善路径

4.1.1. 建立信息披露分类监管制度

随着社会的进步,时代的发展,上市公司不仅仅再局限于以往的传统行业,一些新兴行业的上市公司也逐渐浮现。新兴行业需要新型人才,所涉及的专业知识纷繁复杂,而监管人员通常是精通法律或会计知识的人员,对相关专业知识了解甚少,这将导致极易在监管过程中出现专业问题上的纰漏。因此针对这一问题,应当建立并完善信息披露监管分类制度,一方面,证监会和证券交易所可以聘请相关行业的专家,定期对监管人员进行分类别培训,提高监管人员的相关知识储备。另一方面,上市公司也存在着规模大小之分,对于大规模上市公司,由于其影响力大,一旦出现信息披露违法行为,对社会造成的影响远超于小规模上市公司,因此大规模上市公司理应成为重点监管对象。但在当前市场中,小规模上市公司亦不在少数,同样也需要认真监管。

4.1.2. 完善自愿性信息披露制度

对于自愿性信息披露制度的完善,一方面应该规范相关制度,明确自愿性信息披露的时间、内容,使自愿性信息披露有法可依、有据可依。另一方面设立豁免条款以应对上市公司担心自愿披露信息发生变动构成信息披露不真实的问题,只要上市公司有证据证明该信息在披露时是真实的,不存在其他不当主观意思,且发生信息变动是基于无法预料的原因,上市公司则可以免除相关责任。

4.2. 我国信息披露监管制度的执法完善路径

4.2.1. 合理分配监管部门职责

证券市场监管部门主要包括证监会、证券交易所以及中介机构,这三者在职责方面存在交叉重合、划分不清的情况,从而导致了证券市场信息披露监管效率难以提高。在注册制之下,虽然证监会的审核

压力减小,但仍然需要注重职责划分。证监会一方面应该将监管重心放在证券交易所和中介机构上,另一方面也应该让渡相应的权能给自由组织。证券交易所和中介机构在接受证监会的监管的同时,也应当注重自身的独立性,有效率、有条理完成监管工作,必要时也可以制定详细的自我监管和信息披露监管规则。

4.2.2. 提高违反信息披露监管规则行为的监管效率

提高违规信息披露监管效率可以主要从监管人员与监管对象两个方面来进行。对于监管人员,如果其在信息披露监管时未能具备熟悉且熟练的专业知识,则极易导致工作效率低下,反之,聘请专业人士,对监管人员进行培训,提高监管人员专业知识储备,完善专业能力,则能使监管人员在行使职责时做到了然于心,大大提高工作效率。而对于监管对象——上市公司而言,监管机构应当主动对上市公司的信息披露行为进行检查,而不是被动检测,发现其可能违规时才开展审查。针对这一问题,监管机构可以在日常工作中实行抽检制度,这样不但有利于打击违规信息披露行为,同时也能提高信息披露监管效率。

4.3. 我国信息披露监管制度的司法完善路径

4.3.1. 细化行政处罚责任

造成公司违规信息披露的重要原因之一是违规成本低,因此对于违规信息披露行为,应当在行政法方面提升惩罚力度,细化处罚方式,《证券法》对于违规信息披露行为的罚款虽然从之前的三十万至六十万提高至一百万至一千万,但对一些大型公司而言,处罚力度显然不够大,但不论对于中小企业或大公司都不能一贯施予严惩,应当在处罚区间视其具体经营状况、违规行为严重程度、违规后的主观心理来具体问题具体规定。除了加大处罚力度外,也应当设立相关激励机制,做到奖惩有序,以此来促进上市公司的积极性,按规定主动、积极进行信息披露。

4.3.2. 完善刑事惩罚责任

虽然刑法第一百六十一条对违规披露、不披露重要信息罪作出了详细界定,但条文中对该罪的情节涉及“严重损害股东或者其他利益”“其他严重情节”,法定刑幅度涉及“五年以下有期徒刑”“拘役”“单处或并处罚金”等无明确详细界定,虽然此类规定均属于法官自由裁量的范围,但复杂的量刑情节以及量刑幅度仍然会使法官在裁量过程中困难重重,因此对于这些情节与刑种刑期可以采用列举加概括的方式,即列举常见的信息披露违规行为,同时也对行为方式进行概括式的说明,如此不仅能促进法官高效行使自由裁量权,同时也能促进违规信息披露案件的处理效率。

5. 结语

我国上市公司发行制度从审批制发展至核准制再到注册制,随着经济的发展日趋完善,逐渐适应我国的国情与时代的变化,全面注册制下证监会与自由组织——证券交易所、中间机构各司其职,共同进行监管。注册制以信息披露为中心,因此信息披露监管制度也成为了注册制之下最值得学界与实务界所探讨和有待完善的制度。我国信息披露监管制度仍处于进步和完善的阶段,在立法、执法、司法方面仍然存在需要改善之处,对于这些问题,可以借鉴国外可值得学习之经验,取其精华从立法、执法、司法三个纬度对我国信息披露监管制度进行完善。笔者基于自身有限的专业知识,对注册制下我国上市公司信息披露监管制度的现状及问题进行分析,望有抛砖引玉之用,为信息披露监管制度的完善提供有益探索。

参考文献

- [1] 余姝霆. 注册制背景下对我国证券市场监管制度的再审视[J]. 法制与社会, 2021(6): 41-42.
- [2] 孙莹莹. 我国上市公司无形资产信息披露问题探讨[J]. 北方经贸, 2014(12): 219-220.

- [3] 陈君兰, 王科. 提高上市公司信息披露质量的国际借鉴与思考[J]. 当代经济, 2017(34): 22-24.
- [4] 邓月. 对于注册制监管制度的研究——基于投资者保护的视角[D]: [硕士学位论文]. 北京: 中国政法大学, 2020.
- [5] 祝静. 有限责任公司股东知情权研究[D]: [硕士学位论文]. 青岛: 中国海洋大学, 2012.
- [6] 苏惠. 有限责任公司股东知情权法律问题研究[D]: [硕士学位论文]. 哈尔滨: 黑龙江大学, 2020.
- [7] 常化滨. 基于投资者主体保护的企业内部控制体系构建[J]. 财会通讯, 2013(35): 86-87.
- [8] 谢智菲. 注册制改革视角下我国现行信息披露制度存在的法律问题研究[J]. 海南金融, 2019(6): 55-59+79.