

增强信息披露的有效性

韩文旦

证券市场信息披露制度，是指公众公司证券发行与交易过程中，依法将与其证券有关的一切真实信息予以公开，供投资者作投资判断参考的制度。

信息披露制度源于英国《1844 年公司法》。该法规定：“董事应编制详尽且公允的年度资产负债表，并在上面署名，然后由一名或若干名股东代表加以审查”（该法确定了现代公司制度的三项基本原则，除了信息披露制度外，还有承认股份制公众公司的法律地位和公司设立从特许主义转为登记主义）。此后，美国 1933 年证券法和 1934 年证券交易法也确立了信息披露制度，并成为美国证券法律的核心与基石

正如美国著名法学家布兰代斯在其著作《别人的钱》（Louis D. Brandeis, “Other People’ s Money & How the Bankers Use It”（1933））中描述的那样：“公开原则被推崇为医治社会和企业弊病的良药。犹如太阳，是最佳的消毒剂；犹如电灯，是最有效的警察”。信息披露制度是维护证券市场公开、公平、公正的根本保证。

我国非常重视信息披露制度，《股票发行与交易管理暂行条例》明确上市公司的信息披露要求，另外还规定了公司发行股票时应披露的信息；1993 年 6 月，中国证监会发布了《公开发行股票公司信息披露实施细则（试行）》并不断修订完善；《公司法》和《证券法》从不同角度对上市公司的信息披露做出相关规定。目前已经形成了包括证券发行披露、持续信息公开以及重大事件临时性公告的比较完善的信息披露制度体系。

但是，从实际情况老看，我国的上市公司信息披露制度还存在着不准确、不及时、不完整等问题，不少市场人士对此多有论述，在此不再赘述。这里专门谈一下“信息披露过度”或者说信息披露太滥太多，以至于影响信息披露有效性的问题。

我们知道，信息披露最重要的用途是使投资者了解上市公司，在作用上和销售商品的“产品介绍”基本相同，不管法律和监管部门如何规定，让投资者读懂

是第一位的，否则就不能算是有效信息。而我国的上市公司的信息披露却有越来越繁杂。普通投资者根本无法去有效使用。以最近上市的 4 家公司的招股说明书为例（见下表）。

	招股说明书字数	按照正常阅读速度需要的时间（小时）	招股意向书摘要字数	按照正常阅读速度需要的时间（分钟）
× × 银行	210000	19	12605	70
× × 铁路	130000	12	7330	41
× × 航空	160000	15	12759	71
× × 煤业	120000	11	7755	43

注：1、上表中招股说明书和招股意向书的字数按照公开信息粗略统计；

2、阅读速度按照正常阅读速度每分钟 180 字匡算。

可见，投资者要想完整阅读一遍 × × 银行的招股说明书需要耗时 19 个小时，这还不包括需要花费更多的时间去理解、甚至去专门查询充斥其中的专业术语、法律用语。很显然，一般投资者不可能花费如此多的时间，也不可能拥有如此多的专业知识——报告的提供者只是考虑了迎合监管部门的需要，而忘记了广大投资者才是报告的最终使用者。

以 × × 银行作为招股说明书为例。仅仅风险因素一节的篇幅就超过 13,000 字。难道真的就有那么多的风险因素需要分析？

风险分析应该是对最有可能影响公司经营的因素进行分析，而不是简单列举所有可能导致经营情况变动的因素。在 × × 银行风险因素分析中提到的“将对本行业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到重大不利影响”的因素如：“如果无法变现抵押品、如果不能有效控制贷款组合、如果不能及时改善技术基础建设、如果受到监管部门的处罚以及不能全面及时发现洗钱等”，实际上属于管理层可以决定掌控或者基本可以决定掌控的因素，本不应该也没有必要再拿出来进

行详细分析。这样做的后果是，使真正的有效信息陷于诸多的无效信息之中，看似面面俱到，实则不负责任。

其次，风险分析应该分析原因而不是分析结果，比如可以分析有迹象表明未来可能出现通胀导致存款不能持续增长，进而影响业绩，而不要变成“如果无法维持存款增长，将可能导致利润下滑”这种简单推理式的“伪风险分析”。照这种逻辑，“如果管理费用增加、如果营业收入下降，将导致业绩下滑”这种同意反复式的论述岂不是也可以在风险分析信息中披露。招股说明书中“无法应对近年迅速增长带来的各项风险和挑战、如果不能及时改善技术基础建设”均属于此列。凡此种种，看似详细叙述，力求完整，实则不免泥沙俱下，使投资者不知所云，大大降低信息的有效性。这样的风险分析和招股书，投资者花费几天的时间读完后，恐怕还是一头雾水。

在1720年的南海公司事件中，著名科学家牛顿损失超过了2万英镑。事后，他不无伤感地写道：我可以准确地计算出天体的运动规律，但我却无法计算出股票市场的变化趋势。我想，如果牛顿活到现在，恐怕一样对理解我们的信息无能为力。

我们看一下美国的做法。自20世纪90年代以来，随着公司融资交易及投资产品的日益复杂，美国上市公司向投资者披露的资料也变得越来越深奥，专业词汇越来越多，普通投资者越来越难于理解。为了使投资者更好的把握信息，美国SEC于1998年制定了“信息披露普通话运动”(plain English rule)。规则要求招募说明书前部的行文必须使用简明的英语，因为这是投资者阅读频率最高的部分。另外包括如下几个方面的具体要求：(1)使用短句；(2)使用确定、具体的日常语言；(3)使用主动语态；(4)尽可能给复杂内容附上图表；(5)不使用法律专业术语或高度技术性的商业用语；(6)不使用双重否定句。除此之外，同时制定的421(b)规则还要求整个招募说明书的用语清楚、简练和容易读懂。

我们有必要借鉴美国的做法，对我国的上市公司信息披露予以简化，使普通投资者更容易了解到上市公司的真实情况。

一是要简化信息，特别对关键信息如风险分析要突出重点，不要不顾发生的

可能性盲目的对每一种因素都进行列举；二是要易于阅读，便于理解，尽量用普通投资者可以理解的语言叙述，不使用于语意含混，佶屈聱牙的长句。监管部门和交易所要把是否有利于投资者理解作为衡量信息披露的一个重要条件。

参考资料

- 1、公司法定审计模式的演变 1-----以英国公司法为背景的考察（刘燕）。
- 2、钢丝上的平衡-美国证券信息披露体系的演变（廖凡）。