

后股权分置时代上市公司信息披露监管创新

李瑞兰

(湖南财政经济学院 长沙 410205)

【摘要】近年来,我国上市公司已逐步走上规范化的信息披露轨道,但虚假信息披露仍然是目前影响我国证券市场健康发展的首要问题,加强对上市公司信息披露的监管是证券市场监管的重中之重。本文主要讨论了后股权分置时代上市公司信息披露的新特点及监管所面临的挑战,提出新形势下加强上市公司信息披露监管的对策。

【关键词】 股权分置 股份全流通 上市公司 信息披露监管

随着股权分置改革的基本完成,我国资本市场进入了以股份全流通为特征的后股权分置时代。在后股权分置时代,资本市场的利益机制、运行规则和市场环境等方面都发生了重大变化,上市公司信息披露呈现出许多新特点,通过信息披露来操纵股价、进行内幕交易成为市场获利的重要手段,从而对上市公司监管带来新的挑战。本文拟对后股权分置时代上市公司信息披露监管问题进行探讨。

一、后股权分置时代上市公司信息披露的新特点

在股份全流通环境下,资本市场的利益机制、运行规则和市场环境等方面都发生了重大变化,并对上市公司的价值取向和行为模式产生了重大影响,从而使得上市公司信息披露呈现出许多新的特点:

1. 信息披露的主体增加。除上市公司本身外,大股东、投资者和其他关联方都有可能成为市场信息披露的主体。
2. 信息披露的内容增加。在上市公司信息披露内容显著增多的同时,大股东、投资者和其他关联方信息披露的内容也将大量增加,其中大股东限售股流通时间、数量,大股东增持或减持股票时间、数量将成为信息披露的重点。
3. 信息披露的频率显著增加。不仅上市公司的信息披露频率显著增加,而且大股东、投资者和其他关联方信息披露的频率也将增加,其中大股东持股情况及其变化将成为披露频率较高的内容。
4. 信息披露对股价的影响增大。上市公司原有的股票价格扭曲状况将得到改变,逐步形成以股票价值为中枢的价格形成机制,信息披露所反映出的公司状况将对上市公司股价产生决定性的影响。

二、上市公司信息披露监管面临的挑战

股份全流通环境下,资本市场更加复杂多变,大股东、高管人员的利益更多地与上市公司的股价联系在一起,他们操纵利润的动机更为强烈,这给监管工作带来了新的挑战。

1. 虚假披露动机大大增强。在后股权分置时代,大股东的财富价值直接与股价挂钩,他们以好的经营业绩提升公司股价,并通过资本利得和分红来实现自身利益最大化,故披露

虚假信息的动机可能会更强烈。此外,越来越多的上市公司对高管人员实行股权激励机制,高管人员的很大一部分收入也与股价直接相联系,这样高管人员进行财务舞弊的动机也大大增强。

2. 虚假披露手法更加隐蔽,形式更加复杂。在后股权分置时代,上市公司通过金字塔结构编造业绩、关联方交易非关联化、非经常性交易经常化、有业务及现金流配合的假账真做、期间造假期末转回、滥用会计差错等情况可能会更加突出。此外,控股股东还可能以将二级市场收益通过非显性关联方交易向上市公司输送利润等方式进行会计造假,从二级市场直接获取违规收益,从而给监管工作带来了很大困难。

3. 虚假披露与内幕交易、操纵市场行为结合更加紧密。在后股权分置时代,控股股东利用股票流通权与庄家互为转换,并利用其资金、信息优势操纵市场,可能成为二级市场上更大的庄家。因此,上市公司虚假披露行为将更多地为控股股东操纵市场服务。例如,在并购重组过程中,控股股东和上市公司很可能通过内幕交易、虚假陈述来达到操纵利润的目的。

4. 选择性披露和倾向性披露更为普遍。随着市场投资者结构的不断调整,以基金、券商、保险公司、QFII 为主的机构投资者逐步成为市场的主导。上市公司及控股股东出于资本运作的需要,更愿意将对公司股价有重大影响的未公开信息通过各种形式事先告知机构投资者等特定群体。此外,上市公司为了配合大股东的资本运作,可能根据大股东的意图对上市公司资产、业绩和经营环境等情况进行倾向性披露。

另外,部分上市公司受利益驱动及控股股东的控制,不能及时向中小投资者披露股价敏感信息,如并购重组活动、关联方交易等,信息披露不及时问题可能会更加突出。

三、加强上市公司信息披露监管的对策

1. 完善全流通环境下的上市公司信息披露法律法规。我国证券市场自建立以来,逐步加强了上市公司信息披露监管体制的建设,至今已形成以《证券法》、《公司法》、《刑法》为主体,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)》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、

《上市公司信息披露管理办法》等相关行政法规、部门规章为辅,两大交易所制定的自律性规范为补充的全方位、多层次的上市公司信息披露制度。这些法律法规为规范上市公司的信息披露提供了依据,但还存在不尽完善之处,比如《上市公司收购管理办法》只对取得股份成为控股股东的信息披露进行了明确,而对于通过投资关系、协议、其他安排等途径成为一个上市公司的实际控制人的信息披露标准没有明确规定,故需要制定《收购兼并信息披露细则》。

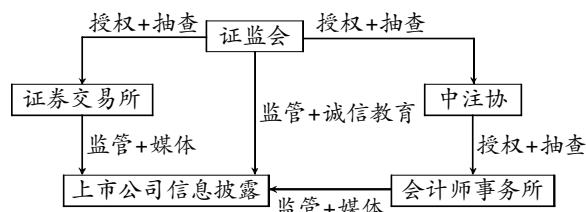
此外,股权分置改革完成后,管理层和员工的股权激励计划大量推出,故应严格规范有关上市公司股权激励制度,研究制定股权激励计划的信息披露规定,以遏制可能引发的内幕交易、虚假披露、操纵股价等行为。

2. 完善民事赔偿制度。近年来,我国发生了多起会计信息造假事件,从查处情况来看,主要是以行政处罚为主,刑事处罚极少。在民事责任方面,处罚结果往往只表现为没收当事人的违法所得,而没有针对受害人的民事赔偿,而且即使是没收违法所得,由于监管部门的权力有限,也难以对全部违规所得予以认定和没收。民事赔偿制度的不完善,使得广大投资者尤其是中小投资者的利益难以得到保障。因此,必须尽快完善现行的民事赔偿制度,建立合理有效的诉讼机制。具体可以借鉴西方成熟市场的做法,即引入英美法系国家的集团诉讼制度和股东代表诉讼制度,明确投资者的直接诉讼权,使没有起诉的投资者也能按照法院判决获得同等赔偿,从而增强对虚假信息披露者的威慑力。

3. 转换监管手段,建立上市公司信息披露监管与二级市场股价监管联动机制。在监管手段上,应从股权分置改革前重点对上市公司信息披露的真实性进行审核转向对信息披露的选择性、倾向性的合理怀疑和质疑,注重信息披露的及时性监管。对于选择性信息披露行为,应视情节轻重按内幕交易性质查处。同时,要建立上市公司信息披露监管与二级市场股价监管的联动机制。证券监管部门和证券交易所应对上市公司股价波动情况进行密切关注,发现上市公司股价异常波动的,要及时对其控股股东及关联方、高管人员持股变动情况进行核查,明确有无内部交易、操纵市场的行为发生,并对上市公司配合控股股东披露虚假信息操纵市场的问题进行查处。

4. 建立科学的上市公司信息披露考评机制,增大考评结果的社会影响力。现行上市公司信息披露考评机制还存在许多问题:其一,考评机制设定不合理。现行的考评机制分为优秀、良好、及格和不及格四个等级,从已有的考评结果来看,大量上市公司处于良好和及格等级,这说明相对于百分制考评,四级考评制有太高的集中度,不利于对上市公司信息披露质量进行细致的评价,从而不利于上市公司信息披露质量的提高。其二,社会影响力不够。考评结果在社会上的认可度有限,没有发挥其应有的作用。现有的信息披露考评工作没有完全深入到上市公司提供的会计信息的实质,而仅注重对信息披露程序的考评,这是其结果社会影响力不够的主要原因。因而在后股权分置时代,要加强对上市公司信息披露的监管,就应建立科学、合理的信息披露考评机制。

5. 充分调动市场各方参与主体,共同构筑一个全方位、多层次的信息披露综合监管体系。随着市场环境的日趋复杂和监管任务的日益繁重,政府监管所面临的人力、物力及财力不足的状况也愈加明显,因此在后股权分置时代,为了提高监管效率,充分发挥市场各方参与主体的作用,应建立一个全方位、多层次的信息披露综合监管体系如下图所示:



(1)目前上市公司信息披露监管仍采用政府主导型的监管模式,处于该体系第一层次的证监会可以直接实施监管,也可以授权证券交易所和中注协进行间接监管。随着证券市场的不断发育和完善,政府监管将让位于市场监管,证监会直接监管的内容将逐渐减少,以对上市公司高管人员、大股东、实际控制人等开展诚信教育为主。证监会在授权监管时要不定期地进行抽查。

(2)处于监管第二层次的中注协对上市公司信息披露的监管主要通过授权会计师事务所来实现。因此,会计师事务所要以客观、公正的态度对上市公司信息披露进行审查,而中注协要充分发挥行业自律作用,加强对会计师事务所的监管,不定期地对其工作进行抽查、监督。其一,证券监管部门要继续加大对会计师事务所的现场检查力度,规范会计师事务所和注册会计师的执业行为。同时,要加强对注册会计师年报审计全过程的监管,在审计前、审计中、审计后都要采取有效监管措施,审计前实施双向沟通和风险告知制度、审计中关注重点事项的审计情况、审计后对执业质量进行整体评价等。其二,加强对注册会计师的后续教育和培训工作,提高注册会计师的执业水平和职业道德水平。

(3)同处监管第二层次的证券交易所是上市公司信息披露监管的主力军。

(4)在证券交易所和会计师事务所的直接监管中要充分发挥媒体的监督作用。事实证明,我国证券市场许多虚假披露大案最初都是在社会舆论和媒体的力量下得以暴露的,媒体不仅是重要的信息传递通道,而且在证券监管的过程中还可以发挥重要的舆论监督作用。

主要参考文献

1. 曹殿义.全流通市场下上市公司监管面临的挑战与对策.中国证券报,2007-10-09
2. 杨华.放松管制下的监管.当代金融家,2007;7
3. 杨晓嘉.全流通时代上市公司监管.新财经,2006;7
4. 广东证监局课题组.后股权分置时代上市公司监管对策研究.证券市场导报,2006;11
5. 李筱强.新会计准则与证券市场财务会计信息披露监管.上海证券报,2006-12-28