上市公司自愿性信息披露研究

姜 虹　王曙光(教授)

(青岛理工大学商学院 青岛 266520)

【摘要】本文对我国上市公司自愿性信息披露的现状进行了分析,指出了上市公司自愿性信息披露的动因与难点,并为提高其披露质量提供了政策性建议。

【关键词】上市公司　自愿性　信息披露

自愿性信息披露,是指在强制性披露的规则要求之外,公司管理层自主提供的关于公司财务和公司发展的其他方面的相关信息。目前,国外学者对自愿性信息披露问题的研究相对成熟,主要侧重研究自愿性信息披露的理论解说及其实证检验方面。而国内学术界对上市公司自愿性信息披露研究基本处于起步阶段,有影响力的研究成果尚不多见,但其重要性已逐渐受到关注。为了加快我国上市公司自愿性信息披露的进程,对上市公司自愿性信息披露的动因以及政策等方面的问题进行研究显得尤其重要。

一、我国上市公司自愿性信息披露现状

自愿性信息披露可以看做是对强制性信息披露的补充。我国对上市公司强制性信息披露内容的规定,在《证券法》、《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》等中都有涉及。深交所也对自愿性信息披露的内容作了如下规定:上市公司应遵循诚实信用原则,在投资者关系活动中就公司经营状况、经营计划、经营环境、战略规划及发展前景等内容持续进行自愿性信息披露,帮助投资者做出理性的投资判断和决策。美国财务会计准则委员会于2001年对自愿性信息披露的内容作了规定:自愿性信息披露的内容应包括经营数据、管理当局数据的分析、前瞻性信息、有关管理当局与股东的信息、背景信息、未在报表中加以确认的无形资产等。

凡未包括在强制性信息披露范围内,而又对利益相关者的决策有用的信息都可以被界定为自愿性信息披露的内容。

生产中去发现知识并创造价值。企业应以充分尊重人和促进人的创造性能力的发挥作为根本目标和出发点,并以此作为企业管理创新的理念。生产中人的作用不仅仅局限于企业员工所掌握的可用于生产的各种技能与知识的运用,还包括组织中所有与人的因素有关的方方面面。许多企业也许认识到人才的重要性,但是在人才使用过程中只注重绩效上的考核,没有注重发挥人才在整个企业组织的知识共享中可能发挥的作用。个人所具有的知识和技能有一些可以在生产经营中直接使用,还有一些知识与技能可以在与其他员工的交流中触发新的知识的产生。因此,企业要通过组织安排来促进企业员工知识的有效互动,从而把企业全部员工的知识与生产资料结合起来形成企业真正的核心竞争力。要促进企业内部知识共享,在知识资本的管理上必须从以下两个方面着手:

(1)企业提供知识共享的环境和条件,提供员工交流的平台,鼓励员工在正式和非正式的场合进行交流。企业应提供一定的场合鼓励企业员工之间进行平等的交流和对话,共同发现生产与经营过程中存在的问题。同时,对新思想给予宽松的环境,容许出错,容许尝试。企业应该在内部形成学习的环境和氛围,使每一名员工都可以与他人进行交流,包括与外界进行交流和向他人学习。

(2)让知识资本的主体分享知识资本收益。生产过程与交换过程中涉及的部分知识具有私有性,如人的生产与管理知识,劳动者获得收益的一部分应该来源于他所掌握的知识。有些知识虽然是人们在一起劳动才共同形成的,如共同劳动形成的默契等合作知识,这种知识不能为单个个体所拥有,而是共同劳动的产物,一般来说,这部分知识共享所带来的收益主要被企业占有。要想促进知识的掌握者能够将其知识用于企业的整体经营中,必须通过让知识资本的主体参与分配的方式来激励知识掌握者更积极地参与知识共享与创新活动,从而促进企业知识资本的积累,为企业核心竞争力的提高做出更大贡献。

【注】本文系江苏省社会科学基金项目"马克思主义经济学与西方经济学关于资本理论的比较研究"(项目编号:06JSBJL005)的阶段性成果。

主要参考文献

1. 胡汉辉,沈群红.西方知识资本理论及其运用.经济学动态,1998;7

2. 郭俊华.知识资本竞争优势的特性分析.软科学,2004;1

3. 鲍敦全,陈金良.知识资本价值形成与价值增值分析.新疆社会科学,2001;4

4. 贾后明.对知识资本理论的几点质疑.财会月刊(会计),2006;11

上市公司自愿性信息披露可以采取多种形式，如通过定期报告和临时报告披露，通过与市场中介的信息沟通披露，通过报刊、电视等新闻媒体披露。选择自愿性信息披露方式的基本原则有两个：一是成本效益原则；二是尽量避免“选择受众”的披露，降低被证券监管部门处罚或面临法律诉讼的概率。

目前，我国上市公司可以考虑自愿披露以下信息：①基于公司“核心能力”的战略规划信息。上市公司可以联系社会经济环境、市场环境及其发展趋势，分析公司不同竞争对手的优势和劣势，披露公司特有的竞争战略和发展战略。②与市场中介机构沟通的信息及来自于市场中介机构的评价信息。③公司治理机制。具体包括决策机制、监督机制、激励机制等，披露公司治理机制对宣扬公司文化、塑造公司形象可以起促进作用。④社会责任。公司经营的成败，不仅取决于其财务状况与经营成果，还取决于其在公众心中的形象，如在扩大就业范围、维护职工权益、参与社会活动、加强环境保护等方面取得的成果。⑤上市公司可以根据具体情况披露公司经营准则和经营道德等方面内容。⑥人力资本。人力资源作为特殊的主体性资源，同其他物质资源一样也可被认识并被作为开发对象，从而转化为人力资本。人力资本投资已经成为一国财富的重要来源，与货币资本同等重要，因此对人力资本的披露显得越来越重要。

二、上市公司自愿性信息披露的动因

目前普遍存在的一种观点是，会计信息具有公共物品性、外部性以及供给垄断性等特性，加之上市公司管理当局作为“有限理性的经济人”，缺乏自愿性信息披露的动机，因此会计信息披露供给不足，需由管制部门规定强制性信息披露。笔者认为，强制性信息披露是必要的，但由于会计准则的原则性，加之信息披露准则的局限性（如未将不可计量的信息纳入披露体系）以及信息需求主体的多元化，强制性信息披露在一定时空范围内满足不了利益相关者的信息需求，因而上市公司自愿性信息披露就显得尤为重要。上市公司自愿性信息披露的动因主要有以下几个方面：

1. *缓解利益冲突，降低代理成本。*上市公司是一系列契约的联结体，契约的一方当事人为资产的所有者，即委托人；契约的另一方为资产的使用者，即代理人。根据委托代理理论，委托人为了监督代理人会发生代理成本，如委托人的监督成本、代理人的担保成本，而这些成本最终由代理人承担，从而有可能降低代理人的奖金、分红和其他报酬。因此，代理人出于自身利益最大化的考虑，有使代理关系中利益冲突的成本（代理成本）保持最低的动机，从而自愿通过财务报告向委托方报告受托责任的履行情况。代理成本越高，代理人披露信息的动机就越强烈，由此产生了一种代理人向委托人自愿披露信息的激励机制。

2. *降低资本成本，提高股票价格。*根据不确定性的“投资行为理论”，证券市场的投资报酬率具有不确定性，一般用主观概率分布的期望值表示其风险。在风险水平相同的情况下，投资者偏好更高的投资报酬率；在投资报酬率相等的情况下，投资者要求更低的风险水平。上市公司对自愿性信息的充分披露可以改变投资报酬率的主观概率分布，从而降低风险。这可以表示为两种情形：一是完全会计信息，较小的不确定性，低风险，低回报，低资本成本，高股价；二是不完全会计信息，更大的不确定性，高风险，高回报，高资本成本，低股价。由此看出，上市公司对自愿性信息的充分披露，可以降低资本成本，提升股票价格，并有效提高市场交易的透明度和价格机制在资源配置方面的作用。

3. *筹措资金，增强资本的流动性。*资本是一种“稀缺性”的经济资源。在竞争性的资本市场中，上市公司要得到稀缺资源，自愿性信息披露是必要的。法玛提出的有效市场假说(EMH)，按照股票价格反映的是历史信息、所有公开信息还是全部信息（内部信息与外部信息）将证券市场分为弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场，EMH实质上是把信息披露作为左右证券行情的一个重要因素。因此，很多上市公司会通过自愿、真实地披露与自己相关的有利信息，提高公司对投资者的吸引力。如果公司不披露足够的信息，投资者就不愿以更高的价格去购买其股票，股票流动性就低，公司发展所需的资金就难以募集。哈佛大学的Healy在1999年选取97家公司，研究了信息披露的增强是否有利于资本市场流动性的加强，研究结果表明，在信息披露的当年及随后的3年，平均样本公司的机构持股数增加12%~24%，股票流动性增强。

4. *维护市场信誉，规避诉讼风险。*目前，我资本市场存在着严重的诚信危机，严重影响了投资者的信心。根据“信号理论”，高质量、业绩较好的公司有足够的动力通过自愿性信息披露向投资者传递公司前景较好的“信号”，突出公司的核心竞争力，从而将自己与那些业绩不好的公司区分开来。笔者认为，资本市场本身存在这样一种自愿性信息披露机制：经营状况较好的公司，有主动披露信息的动机；经营状况一般的公司，为避免被怀疑经营不善，有不得不披露信息的动机；经营状况不好的公司，虽可以不披露相关信息，但为维护其在资本市场上的信誉和规避诉讼风险，也有自愿披露信息的动机。另外，在经理人市场、兼并市场存在着代理权的争夺，使上市公司管理人员不得不选择公司价值最大化的策略，以维护其在经理人市场上的信誉。

三、提高自愿性信息披露质量的建议

1. *倡导并保护上市公司自愿性信息披露。*目前我国上市公司自愿性信息披露处于讨论与初步实践阶段，还缺乏相应的法律法规和技术规范。笔者认为：①监管部门要完善信息披露机制，要加强强制性信息的披露，同时应因势利导，积极鼓励上市公司进行自愿性信息披露，以满足利益相关者日益增加的信息需求。②在《公开发行证券公司信息披露实施细则》等政策法规中加入鼓励上市公司进行自愿性信息披露的法律性条款。③为了避免管理当局面临诉讼风险和其他问题，监管部门应研究和颁布上市公司因自愿性信息披露可能引起的法律诉讼的免责条款。比如，美国证券交易委员会1995年公布“安全港”条款，对上市公司自愿提供盈利预测给予保护。④规定上市公司在自愿性信息披露实践中的技术规范，如颁布《上市公司自愿性信息披露技术规范指南》。

2. 加强上市公司自愿性信息披露的研究。我国近年来有关信息披露与证券市场的研究主要集中在强制性信息披露上,而较少涉及自愿性信息披露,从而导致我国证券市场、上市公司及投资者对此并未有足够的重视，这从一个侧面说明我国证券市场尚不成熟。目前,诸如自愿性信息披露的理论依据,成本与效益问题、技术规范、披露的内容与方式、信息可比性问题,信息含量(自愿性信息披露的市场反应)的经验证据等还需花大力气研究。

3. 完善上市公司法人治理机制。完善上市公司法人治理机制，能够促使上市公司把目标放在公司实业发展和长期利益上,从而为自愿性信息披露创造条件。公司法人治理机制包括外部治理机制(如股票市场、经理人市场和兼并市场等)和内部治理机制(如股东大会、董事会和监事会等)。完善上市公司法人治理机制应从以下方面入手:①加强内部治理机制,理顺委托人与代理人的利益关系,缓解利益冲突。优化上市公司股权结构,规范控股股东行为,防止内部人控制。②加强外部治理机制,增强股票市场对经理层筹资的压力,构建竞争性的经理人市场和完善的兼并市场以提高经理层的水平，利用证券市场的控制权竞争机制、收购兼并机制和股东投票机制,对公司的经理层进行外部监督和约束。③通过市场竞争建立起有效的激励约束机制和进入退出机制，克服公司经理层权力约束不足的现象。

4. 加强对上市公司自愿性信息披露的监管。自愿性信息作为信息披露体系的重要组成部分,一旦对外披露,必须同强制性信息一样接受严格的监管和约束。证券监管部门和证券交易所应加强对自愿性信息披露的市场监管，防止上市公司随意披露甚至操纵信息,维护市场秩序。笔者建议:①加强注册会计师对信息的审核，以提高和保证信息的可靠性和有效性;②建立自愿性信息保险制度和民事赔偿制度;③监管部门应制定反欺诈条款并规定必要的法律责任，对恶意披露误导投资者的公司加以严惩。

5. 建立上市公司自愿性信息披露的质量保障机制。为了提高上市公司自愿性信息披露的质量，必须规范其信息披露的生成机制:①在会计准则和信息披露准则中,对自愿性信息披露提供原则性指导。②建立健全公司各项会计基础工作,为收集、处理、加工、披露自愿性信息提供良好基础。③积极寻求公司可披露的自愿性信息与利益相关者要求披露信息的均衡点。④规范自愿性信息的表达与披露,应遵循公平原则、诚实信用原则、成本与效益原则,应注意满足中小投资者的需要,增加概括性和描述性的文字说明，提高会计信息的揭示程度和可理解性。⑤上市公司在自愿披露具有一定预测性质的信息时，应以明确的警示性文字来提示投资者可能存在的不确定性和风险。⑥在自愿性信息披露过程中,当情况发生重大变化导致已披露的信息不真实、不准确或不完整,或者已披露的预测信息难以实现时，上市公司应对已披露的信息及时进行更新。对于已披露的尚未完结的事项,上市公司有持续和完整披露义务,直至该事项结束。⑦上市公司在自愿性信息披露实践中，还应该把强制性信息披露规范作为评判其自愿性信息披露质量的“参照系”。

6. 大力推行会计信息的网上披露。网络经济使商品交易从有形走向无形。企业会计信息将由定期报告式走向定时网上披露,我们已经很难确认哪些是真正的会计信息使用者。但有一点可以肯定,会计信息披露的真正受益人将是企业本身。网上披露的最大优势体现在其披露时间与信息含量上。从时间上来看，企业可以将会计处理程序以及编报程序在网上连成一体,将整个会计的核算流程在同一时间完成。从信息含量上来看,网上披露信息不受任何限制,不仅可以披露规范的报表信息，而且可以披露内部管理信息；不仅可以披露财务信息,还可以披露非财务信息。如果会计信息披露能达到这样一种程度,我们不难想象会计信息的质量将会大大提高,外部信息使用者可以在第一时间查询自己所需要的信息，从而使整个会计信息市场更加有效。

7. 完善证券监管的政策法规。笔者建议:①在《公开发行股票公司信息披露实施细则》等政策法规中加入鼓励上市公司自愿性信息披露的条款,以解决政策法规落后于公司实践的矛盾。②证券监管部门和证券交易所应加强对自愿性信息披露的市场监管,防止上市公司随意披露虚假信息,维护市场秩序。③充分发挥市场中介机构的作用,建立权威的公司信息披露质量评价体系。上市公司自愿性披露信息的质量评价是一个非常敏感且难度很高的工作。在市场中介机构的意见被投资者广泛接受之前，证券监管部门可以发挥部分替代职能,待市场中介机构发展成熟后再逐步退出。

证券市场的进化过程对上市公司进行自愿性信息披露提出了更高要求。证券市场进化主要体现在两个方面:一是机构投资者的兴起。机构投资者能够建立各种各样的投资组合以有效分散风险。随着资本市场中机构投资者比重的增加,强制性信息披露制度的重要性下降。二是专业证券分析师的出现。证券分析师有三个基本职能：①从发行人以外的渠道搜集有关公司证券价值的重要信息,如政府行为、消费者偏好等影响公司股价基本走势的信息；②凭借规模优势与专业优势,证实、比较上市公司披露的信息;③通过与公司经理人员的定期沟通获取信息。定期沟通是上市公司经理人员自愿性信息披露的一种形式。对于经理人员而言,它的好处在于能够通过证券分析师将“适意”的信息泄露到市场同时回避可能的诉讼风险。机构投资者的兴起和专业证券分析师的出现对上市公司自愿性信息披露提出了更高要求,只有更广泛地披露、更有效地沟通,才能得到证券分析师和机构投资者的关注和青睐。

因此，当前许多国家上市公司的信息披露方式朝着强制性披露与自愿性披露相结合的方向发展。自愿性信息披露已经成为许多大公司展示其核心竞争力及其与利润相关者沟通的有效途径。

主要参考文献

1. 何卫东.上市公司自愿性信息披露研究.上海证券报,2002-12-23

2. 刘锋.信息披露:实话实说.北京:中国财政经济出版社,2003