

上市公司信息披露的制度迭代

——《上市公司信息披露管理办法》修订解读

袁 康*

2025年3月26日,证监会正式公布了经修订的《上市公司信息披露管理办法》(以下简称《办法》)。本次修订是继《办法》2007年首次颁布并于2021年修订后的再次修订,具有很强的时代属性与现实意义:一是及时回应新公司法实施以来上市公司治理结构的新变化,二是充分吸收信息披露监管实践的新经验,三是有效优化信息披露监管规则的新问题。本次修订是推动资本市场高质量发展的背景下,上市公司信息披露制度的一次迭代升级,完成了信息披露规则的优化更新,有助于构建更加科学系统的上市公司信息披露制度。相较于先前版本,修订后《办法》的更新与亮点主要表现在以下几个方面:

一、适应了上市公司治理结构的变化

新公司法规定股份有限公司可在董事会设置审计委员会,行使监事会职权。2024年12月,证监会发布《关于新〈公司法〉配套制度规则实施相关过渡期安排》,明确要求上市公司由审计委员会行使监事会职权,不设监事会或监事。这意味着在上市公司中,监事会或监事即将退出公司治理的历史舞台。然而根据老《办法》,信息披露规则中有不少涉及监事会和监事的内容,这些内容显然已失去了现实基础,需要予以删除和更新。对此,新《办法》作出了以下回应:

第一,删除了上市公司监事的相关规定。鉴于上市公司将不再设监事,继续保留

* 武汉大学法学院教授。

监事在信息披露中的义务与责任已无必要。因此,《办法》在涉及相关人员的忠实勤勉义务(第4条)、公开承诺(第6条)、年报记载(第14条)与审核(第17条)、重大事件报告(第34条)等规则中均将监事予以删除,以避免规则与上市公司治理现实的割裂,确保相关条文的科学严谨。当然,考虑到信息披露义务人还涵盖股东、收购人等,这些主体并非都是上市公司,不排除其依然设置了监事会或监事,因此《办法》对涉及这类主体监事的相关规定予以保留。

第二,完成了信息披露中审计委员会对监事会的角色替代。根据老《办法》的相关规定,监事会负有审核定期报告的职责,且监事会的决议亦属应披露的事项。然而随着上市公司监事会的取消,这些规定亦无实际意义,故新《办法》对上述规定予以删除,并将对监事会的相关规定改由履行监事会职责的审计委员会承接。此外,新《办法》明确了审计委员会对董事、高级管理人员履行信息披露职责的行为进行监督,并对信披违法违规问题进行调查并提出处理意见的职责。同时也在第31条第1款第4项中要求了上市公司制定信息披露事务管理制度时应包括审计委员会及其成员的报告、审议、审核和披露的职责。

第三,明确了审计委员会财务信息审核前置程序。新《办法》第17条、第33条规定,定期报告中的财务信息应当经审计委员会进行事前审核,经全体成员过半数通过后方可提交董事会审议。审计委员会作为董事会下设专业委员会,召集人应当为会计专业人士,成员具备相应的专业知识和经验,根据《上市公司治理准则》本身即负有审核公司财务信息的职责。该规定将审计委员会审核财务信息作为定期报告提交董事会审议的前置程序,是对审计委员会财务监督职能的进一步强化,有助于进一步压实审计委员会的责任,发挥其在财务监督方面的专业性,确保财务信息披露真实。

二、强化了信息披露的要求

信息披露的价值在于通过公开披露以解决证券市场的信息不对称,因此信息披露的真实、准确、完整、及时和充分,决定了信息披露的质量与效果。注册制的全面落地对信息披露质量提出了更高要求,结合信息披露监管实践中的新经验,《办法》在既有披露规则的基础上增加了一些新的细化规定,使得信息披露要求进一步强化。

第一,增加了风险揭示要求。上市公司面临的风险对于上市公司价值以及股票价格有着重要影响,但这些风险情况往往难以被普通投资者所知悉,从而妨碍着投资

者作出有效的理性判断。《办法》第16条第1款规定上市公司应当充分披露可能对公司核心竞争力、经营活动和未来发展产生重大不利影响的风险因素。该规定要求上市公司向投资者客观、充分地提示风险,避免投资者在风险信息缺失的情况下作出盲目判断。同时,考虑到科创板允许未盈利公司上市,若公司上市时未盈利且上市后仍未盈利的,会引发投资者对其持续经营能力的担忧,也会影响投资者的切身利益。为有效回应投资者的关切,《办法》第16条第2款要求存在上述情形的上市公司应当充分披露未盈利的成因及其影响,确保投资者在充分知悉风险的基础上作出投资决策。

第二,强化了行业信息和经营信息的披露要求。与公司业务有关的行业信息和经营信息能够帮助投资者对公司在行业内的竞争力和未来发展前景作出合理判断,具有重要价值和作用。上市公司披露定期报告时,通常在“管理层讨论与分析”披露这类信息。然而这类信披主要是基于交易所自律规则的要求,缺乏刚性约束下信息披露的充分性与精细度有待强化。因此,《办法》在第16条第3款中要求上市公司应结合所述行业特点,充分披露与自身业务相关的行业信息和公司的经营性信息,有针对性披露自身技术、产业、业态、模式等能够反映行业竞争力的信息,便于投资者合理决策。通过在部门规章中明文规定,实现了行业信息和经营信息披露要求的强化。

第三,增加了异常交易和媒体舆情的澄清义务。证券价格异常波动与上市公司重大信息向来受舆论关注,社交网络和自媒体的发展普及更是加剧了资本市场舆论场的复杂性。市场中上市公司“蹭热点”与“小作文”事件层出不穷,难以核实真伪的传言或者小道消息会导致投资者作出错误判断,甚至被用于内幕交易与市场操纵。因此,及时辟谣或披露对于确保投资者及时准确获取真实信息、保护投资者利益不被侵害意义重大。在出现异常交易或媒体舆情时,老《办法》的规定仅止于上市公司的问询义务,对于后续的行动并未明确。新《办法》则在第29条第2款明确要求上市公司予以公开澄清。该项规定有助于帮助投资者及时获取真实信息,避免被虚假信息所误导。

第四,完善了重大事项披露时点的认定。证券信息具有极强的时效性,故而及时是信息披露的基本要求之一。通常而言“及时”是指在自起算日起或触及披露时点的两个交易日内。当发生可能对证券价格产生较大影响的重大事件,上市公司应当立即通过临时报告予以披露。老《办法》将“董事、高管知悉该重大事件发生时”作为披露时点,但该规定过于僵化地采“知悉”这一客观标准,既未考虑董事高管在勤勉尽责

的情况下应该知悉的可能性,亦会放任董事高管以尚不知情为由隐瞒重大事件不予披露,从而滋生内幕交易风险。因此,新《办法》在第25条第1款第3项将“知悉”改为“知悉或应当知悉”,增加了推定的主观标准来认定重大事项披露时点,确保了更加严格的临时信息披露要求。

三、增加了信息披露的弹性

现有制度对信息披露的时点、内容、途径和方式等均有比较明确的强制规定,这一方面能够对上市公司信息披露形成有效的规则约束,但与此同时也会因规则过于刚性而造成披露过程中难以充分反映和尊重上市公司合理需求与特殊情况。为了解决这一问题,信息披露监管实践探索出了一些弹性处理的新做法,有效回应了上市公司信息披露的客观实际。新《办法》将这些经验予以吸收,以具有更高位阶的部门规章将其予以确立,在合理范围内增加了信息披露的弹性。

第一,明确了信息披露的暂缓与豁免。在信息披露实践中,有些上市公司因所处行业的特殊性,如军工行业、航天产业,披露相关信息会涉及国家机密与军事秘密;或者所发生的重大事件存在特殊性,如重大刑事案件尚在侦查过程中,披露信息可能会导致案件信息泄露影响顺利侦破,被公安机关要求保密的;或者信息涉及公司经营中的商业秘密,一旦披露可能导致竞争优势丧失和公司利益受损。当上述情形出现,上市公司会面临披露与保密的两难:披露会导致泄密,保密却又有信披违规之虞。为解决这一问题,沪深交易所和北交所在上市规则和自律监管指引中探索了暂缓、豁免信息披露的初步尝试,在一定程度上能够适应保密需求。为提升规则的效力,《办法》对信息披露的暂缓和豁免予以明确,在第31条要求上市公司应制定的信息披露事务管理制度中应包括信息披露暂缓、豁免制度,并在第三条中明确了暂缓、豁免披露信息应当遵守法律、行政法规和证监会的规定,明确承认了信披暂缓与豁免的法律空间。目前,证监会正在就《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》征求意见,相关规则会进一步细化。

第二,明确了非交易时段发布重大信息的要求。按照信息披露规则,上市公司披露信息应当通过规定的途径和方式,即在交易所网站和符合条件的媒体发布,不得以新闻发布、答记者问等其他形式代替报告、公告义务。易言之,信息发布必须通过规定的公告方式进行。然而,当前信息传播和舆论发酵速度之快,导致在出现紧急情况

或突发事件时,公告方式可能会滞后。为充分保障普通投资者的知情权,新《办法》第8条第4款作了变通规定,在非交易时段,上市公司和相关信息披露义务人确有需要的,可以对外发布重大信息。这在一定程度上提供了以非公告方式发布信息的弹性空间。但为了避免上市公司“半夜鸡叫”,非公告方式发布信息导致部分专业投资者获取信息优势,造成信息披露的不公平,《办法》又要求应当在下一交易时段开始前披露相关公告,确保所有投资者都能公平地获取信息。

四、完善了信息披露的配套制度

除了前述更新与变化,《办法》还围绕信息披露的其他相关制度作出了规定,通过新增规定或者对原有规定的具体化,进一步完善了信息披露配套制度。

第一,扩大了公开承诺披露主体范围。为维护公司价值或其他相关目的,上市公司及相关主体会作出现金分红、股份锁定、资产注入、业绩补偿等承诺。这种承诺在法律性质上属于承诺人限制自身权利或为自己设定义务的单方私法行为,通常而言,公开承诺的作出往往会提振投资者对上市公司的信心,也被视为公司市值管理的重要手段。由于公开承诺对于证券价格有一定影响,因此披露公开承诺也是保护投资者知情权的内在要求。证监会在《证券期货市场诚信监督管理办法》中将公开承诺的披露和履行情况作为重要的诚信信息,并在老《办法》中要求上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等承诺主体应及时披露并全面履行公开承诺。然而在实践中,承诺主体和承诺内容的类型和范围呈现出扩大化和多样化的趋势。证监会在2022年也修订了《上市公司监管指引第4号——上市公司及其相关方承诺》,扩大了承诺主体适用范围并完善了承诺人信息披露要求。新《办法》吸收了该经验,在第6条中增加了股东、关联方、收购人、资产交易对方、破产重整投资者人等公开承诺主体,明确了这些主体作出公开承诺的,亦应及时披露并全面履行。

第二,明确了信息披露外包的限制。由于信息披露文件的编制具有较强的专业性和复杂性,且工作量较大,市场中有些上市公司往往委托第三方代为编制和审阅信息披露文件。但在此过程中,有的第三方机构专业能力不强且管理不规范,导致了信披文件质量低劣,甚至出现内幕信息泄露的问题。为加强信息披露管理,《办法》第32条第2款新增了限制信息披露外包的规定,即只能委托按规定可以编制、审阅信息披露文件的证券公司、证券服务机构代为编制或审阅信息披露文件,且不得向上述机

构以外的公司或机构咨询信息披露文件的编制、公告等事项。该条规定有利于整治上市公司信披外包乱象,防止一些不具备从事证券业务资格的普通咨询公司参与上市公司信息披露造成的风险。

第三,新增发布可持续发展报告的转致条款。随着 ESG 理念日益深入人心,上市公司 ESG 信息披露也越来越受到关注与重视。根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》,上市公司年报中亦设置有公司治理、环境与社会的章节。然而,为了引导上市公司践行可持续发展理念,交易所陆续发布了关于可持续发展报告的自律监管指引,采用差异化监管思路对上市公司发布专项《可持续发展报告》做了要求,如沪深交易所要求上证 180 指数、科创 50 指数样本公司、深证 100 指数、创业板指数样本公司以及境内外同时上市的公司应当编制和披露可持续发展报告,其他沪深交易所上市公司和北交所上市公司可根据实际情况自愿披露。结合市场实际,《办法》在第 65 条规定上市公司按照证券交易所的规定发布可持续发展报告,将可持续发展报告的披露要求由交易所自律规则予以规范。由此既实现了对于可持续发展理念的倡导,又尊重了不同上市公司的实际情况,也完成了部门规章与自律规则的有机衔接。

第四,明确了法律责任中的罚款数额上限。在老《办法》中,除明确适用证券法相关条款予以处罚的情形外,也设定了责令改正、警告和罚款等行政处罚。然而罚款数额并不明确,仅表述为“国务院规定限额以下”,如此模糊规定并不符合处罚法定原则的要求,也无法为行政相对人提供明确的违法预期。2021 年国务院发布《关于进一步贯彻实施〈中华人民共和国行政处罚法〉的通知》规定,尚未制定法律、行政法规,因行政管理迫切需要依法先以部门规章设定罚款的,设定的罚款数额最高不得超过 10 万元。新《办法》基于该规定作出相应调整,将处罚金额上限明确为 10 万元,为信息披露监管执法与行政处罚提供了更为明确的法律依据。