

## 试论我国上市公司差异化信息披露 制度之构建\*

徐 聪\*\*

**摘要:**差异化的信息披露是证券市场公平与效率的体现,有助于全面保护投资者利益,降低上市公司信息披露成本,增加监管的针对性。上市公司质量是信息披露差异化的衡量标准,上市公司信息披露的差异化体现在对证券信息是否披露、披露方式和披露重点的判断和认定上。为了构建我国的差异化信息披露,要明确信息披露的法律依据,规范和强化信息披露差异化的认定,建立信息披露差异化的等级制度。

**关键词:** 证券法 信息披露 差异化

信息披露是上市公司治理的重要内容,也是证券市场保护广大投资者利益的重要手段。随着中国证券市场不断走向成熟,信息披露对证券市场的健康发展、投资者合法权益保护以及公司治理的重

---

\* 由于证券发行人所涉及的信息披露问题和上市公司信息披露同样存在差异化问题,考虑到标题的简洁性,本文的标题省略了证券发行人,但行文过程中也涉及证券发行人的信息披露情况。

\*\* 华东政法大学经济法学院。

要性,已越来越受到证券监管部门及市场各方参与主体的广泛认同。我国信息披露制度也在不断的改进、完善和提高。然而,在我们这个信息爆炸的时代,信息披露的内容在不断增加,上市公司信息披露的同质化、形式化和扩大化的情况时有发生,<sup>①</sup>人们对上市公司的信息披露颇多怨言。<sup>②</sup>面对如此情况,为提高上市公司信息披露的质量和针对性,上市公司信息披露能否实行差异化?信息披露的差异化有无成立的基础?差异化的信息披露有无必要、是否可行?如何进行差异化?差异化的衡量标准是什么、内容如何?笔者试图就这些问题进行分析,以期抛砖引玉,将上市公司信息披露差异化问题的探讨引向深入。

## 一、上市公司差异化信息披露之理论透视

所谓上市公司信息披露差异化,是指针对不同的上市公司及不同情况的同一类上市公司在立法、监管和实践中采取不同的信息披露标准和要求,使其信息披露的内容和方式不完全相同。可见,上市公司信息披露差异化的本质是要求上市公司信息披露的不同一、不统一。这一本质要求自然引起人们对公平信息披露规则的思考。信息披露差异化是否违反公平披露规则?是否违反证券市场公平、公正的根本原则?笔者认为,信息披露差异化与公平披露规则,与证券市场的三公原则(公平、公正、公开)并不矛盾。在一定程度上,信息披露差异化不但是对公平披露规则的补充,体现了信息披露的公平与正义,还进一步提高了信息披露的有效性,促进了证券市场的效率。

---

① 上市公司年报披露中有关公司治理的内容,绝大多数都用近乎相同的语言和格式照抄一份标准答案,年报中相关的信息披露存在重形式轻内容、过于模式化等问题,与公司的实际情况相去甚远,有价值的信息并不是很多,总体披露质量不尽如人意。参见上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告(2003)》,复旦大学出版社2003年版,第242页。

② 沪深两家证券交易所采取问卷调查的方式分别对投资者就上市公司年报信息需求和披露进行了调查分析。被调查者普遍认为年报披露的真实性、及时性和简洁直观性是迫切需要改进的地方。参见上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告(2003)》,复旦大学出版社2003年版,第233页。

### (一) 差异化信息披露体现了证券市场的实质公平

公平与效率始终是法律的两大基本精神。法律的制定、监管的执法首先是以公平为前提的,在保证公平正义的前提下,追求效率就变得十分重要。公平与效率的实现也成为当代政府经济职能的两大方面。<sup>③</sup> 对于证券市场来说,“效率与公平同样是隐含于政府监管目标中的焦点”。<sup>④</sup> 在法律上,“公平是指证券市场的参与者在法律上地位平等,在市场中机会平等”,<sup>⑤</sup>在一般经济学意义上,所谓“公平是指社会成员收入分配和社会财富占有的平等化”,<sup>⑥</sup>但在证券市场上,公平的含义并不完全等同于一般经济学意义上的公平的概念,<sup>⑦</sup>它更多的是指“市场机会平等、交易平等、竞争平等的公平”。<sup>⑧</sup>

对证券市场的效率,人们存在不同的理解和划分,有人认为“证券市场效率一般指的是证券市场调节和分配资金的效率”;<sup>⑨</sup>有的将证券市场效率划分为内在效率和外在效率,<sup>⑩</sup>内在效率是指证券市场的交易营运效率,反映证券市场组织和服务结构的内部效率;外在效率是指证券市场的资金分配效率,并以证券市场能否根据有关信息在最短时间和以最低交易费用完成交易行为;有的按“有效市场理论”将证券市场效率基于信息种类与传播程度定义了三种不同的信息等级<sup>⑪</sup>和三种

---

③ 萨缪尔森指出,政府的经济职能主要有三个方面:促进效率、提倡公平和扶植宏观经济增长与稳定。

④ 洪伟力:《证券监管:理论与实践》,上海财经大学出版社2000年版,第9页。

⑤ 徐明、黄来纪主编:《新证券法解读》,上海社会科学院出版社2005年版,第8页。

⑥ 洪伟力:《证券监管:理论与实践》,上海财经大学出版社2000年版,第9页。

⑦ 机会均等的公平论者将公平区分为市场公平和社会公平。市场公平更多地指向社会成员在市场竞争中均享有同等的参与机会、获胜机会和被选择机会所形成的一种平等;社会公平更多地指向社会财富占有的平等和收入分配的公平。

⑧ 张维达、宋冬林:“社会主义市场经济条件下的市场公平和社会公平”,载《经济研究》1995年第8期。

⑨ 吴世农:“我国证券市场效率的分析”,载《经济研究》1996年第4期。

⑩ West & Tinic:“On the Differences between Internal and External Efficiency”,*Financial Analysts Journal*. Nov./Dec., 1975.

⑪ 杨松:“西方学者对证券市场信息有效性的研究”,载《外国经济与管理》1997年第1期。

不同的市场效率;<sup>⑫</sup>有的还将市场效率划分为宏观资本市场效率和微观资本市场效率,<sup>⑬</sup>前者是资本市场的外在效率,所表现的是资本市场与国民经济相互作用及其对经济增长贡献所体现出的效率,包括资本依存率、资本深化率、市场稳定率;后者是资本市场的内在效率,所表现的是资本市场本身体系结构及其运行所体现出的效率,包括结构效率、配置效率、运行效率和动态效率。从这些学者对证券市场效率的定义和理解中可以看出,提倡证券市场的效率对证券市场无疑起到了积极正面的作用,促进了证券市场的发展,有助于提高证券市场参与者的积极性和监管效率。

许多学者认为,公平与效率是资本市场管理中的一对矛盾体,<sup>⑭</sup>如何进行有效的资本市场管理,既要防止损害社会利益行为的发生,又要维护资本市场的完整性,提高资本市场的效率的确很难。进而有人认为,这对矛盾不可调和,这是因为“对效率的追求必然会带来不平等”。<sup>⑮</sup>笔者认为,这一观点有失偏颇。我们承认公平与效率在资本市场上是一对矛盾体,甚至在有些情况下,这种矛盾还很尖锐,强调公平可能会牺牲效率,反过来,强调效率又会失去公平。但两者之间并非绝对的对立、不可调和。马克思唯物辩证法告诉我们,许多情况下,事物既有对立的一面,也有统一的一面,这种矛盾的对立统一恰恰促进了事物本身的发展。资本市场中的公平与效率这对矛盾,也是如此,它们之间不是非此即彼的关系:既有对立,也有统一。而政策制定者和监管者就是要在这样的矛盾中,寻求彼此的统一,使公平与效率达到最大化。正如美国学者所指出的“任何证券监管的框架结构都可被认为是多维的效率——公平空间中的一点,即存在效率/公平的边界,一项监管制度必将处于边界之上,除非有另一项监管制度与之相比较将同时改善

<sup>⑫</sup> Fama, Eugen: "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business* January 1995. Fama, Eugen: "Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, May 1970.

<sup>⑬</sup> 霍学文:“世界三大资本市场效率比较研究”,南开大学1995年博士研究生论文。

<sup>⑭</sup> 霍学文:“世界三大资本市场效率比较研究”,南开大学1995年博士研究生论文。

<sup>⑮</sup> 阿瑟·奥肯:《平等与效率》,四川人民出版社1998年版,第4页。

效率与公平”。<sup>⑭</sup>

其实,公平与效率的统一是显而易见的。<sup>⑮</sup>笔者认为,公平是效率的前提和基础。它维护了投资者和证券市场的根本利益。没有公平就无法体现正义,无法体现法律的正当性、无法维系投资者的信心,因而也会从根本上动摇证券市场的根基;效率是公平的最终体现和归宿。它反映了证券市场运作的基本功能和目标,使证券市场资本优化配置和使用效率最大化。因而,监管者如果处理得当,在一定程度上两者可以相辅相成,相互促进。

就上市公司的信息披露而言,众所周知,公平披露是国内外证券市场采取的基本规则。这一规则在各国证券立法、监管和实践中普遍采用。<sup>⑯</sup>这一规则的根本要义为:对同一市场上市公司的信息披露采取同一标准、同种方式、披露同样的内容。这一规则无疑能使投资者对上市公司的信息知情权得到了公平对待。我国证券法律、法规和自律规则尽管没有明确规定公平披露的原则,但通览这些规定,<sup>⑰</sup>这些信息的披露均针对所有股东体现了公平披露的原则。

但证券市场上市公司众多,上市公司信息众多,信息量巨大,而证券市场的投资者数量巨大,<sup>⑱</sup>投资者群体又各不相同。面对如此众多的信息量、庞大的投资者和情况各异的投资群体,要实现全面、完整、详尽的信息披露实际上很难做到,与此相伴生的是选择性信息披露,所谓

---

<sup>⑭</sup> Hersh Shefrin and Meir Statman, 1993; "Ethics, fairness and Efficiency in Financial Markets", *Financial Analysis Journal*, Nov - Dec 1993, pp. 21 - 29.

<sup>⑮</sup> 洪伟力:《证券监管:理论与实践》,上海财经大学出版社2000年版,第9页。

<sup>⑯</sup> 以经济合作发展组织(OECD)等36个成员国和组织所制定的OECD公司治理准则为例,该准则要求公司治理结构应当保证所有股东的公平对待,包括少数股东和国外股东。而对信息披露的要求则是要保证信息传播的途径应确保信息使用者能够平等、及时、便捷地获取信息。(参见OECD公司治理准则第一部分第三节“股东的公平对待”和第五节“信息披露和透明度”),其他国家和地区的证券法律、法规和自律规则中大多也体现了公平披露原则。

<sup>⑰</sup> 在我国《证券法》、中国证监会的部门规章以及沪深证券交易所的自律规则中,对上市公司的信息披露的要求主要体现在发行人、上市公司的招股说明书、公司债券的募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、季度报告、临时报告以及其他信息披露的情形。

<sup>⑱</sup> 据不完全统计,我国沪深证券交易所目前证券投资者开户数总计达到近2亿人。

选择性信息披露,是指“将重大的未公开信息仅仅向证券分析师,机构投资者或其他人披露,而不是向所有市场上的投资者披露”。<sup>②</sup> 选择性信息披露对市场的其他投资者构成明显的不公平,直接造成了信息获得的不平等,有可能使获得信息的特定人群通过这种信息进行内幕交易,获取巨大利益,“那些从选择信息披露中获得信息的人将不公平地产生信息优势,而一般投资者只能等发行人事后将此信息披露后才能获悉这些信息”。<sup>③</sup> 因此,选择性信息披露制度是对证券市场公平正义的挑战,理所当然地应被抛弃。美国证券监管委员会为促使上市公司提供公平的信息披露,在2000年8月通过了一项新规则,即 Regulation Fair Disclosure 规则,再次强调公平披露的意义。该规则强调,故意的选择性信息披露应被立即纠正;非故意的选择性披露必须能伴以立即的、全面公平的信息披露,从而使其他投资者也能同时公平地获取任何非公开的重大信息。<sup>④</sup>

差异化信息披露不同于选择性信息披露,它是向所有投资者所进行的一种信息披露,而不只是向特定的群体进行信息披露。对市场的投资者而言,他们所获得的某一特定的上市公司披露的信息是相同的,即在内容、方式和时间等方面都能平等、公平地获得这些信息。因而在本质上,它是一种公平的信息披露,是对公平披露的较好补充,是一种实质上的公平。

## (二) 差异化信息披露有助于提高证券市场的效率

信息披露的差异化之所以有其存在的合理性和必要性,是因为这种制度不但不违反信息披露的公平正义和证券市场的公平正义,还会进一步提高信息披露的效率,促进证券市场的效率。在现行的制度下,如果仅仅只有所谓的公平披露规则并一味地强调公平披露,也不可避免地会带来一些问题。一方面,对于信息披露的公司来说并不公平,也无效率。比如“在现行的信息披露规则之下,规模较大的发行人相对于小规模的发行人信息披露成本一样的情况下就获得了相对优势,

<sup>②</sup> 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第119页。

<sup>③</sup> 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第120页。

<sup>④</sup> 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第120-121页。

这对小发行人而言就不公平”,而在某些情况下“优质公司会发现,要把自己和劣质公司发售的股份区分开来,将十分困难”。<sup>④</sup>另一方面,在上市公司信息充斥的情况下,“虽然投资者能够自己获取信息,但他们所获取的信息既太多又太少”。太多的可能是无用的信息,而太少的可能是很有用的信息。这样一种状况,可能使投资者失去了对信息的判断,丧失了获取信息的效率和目的。因为“即使信息是免费派送,但使用信息却绝非毫无成本。收到信息的投资者必须花费一定的时间加以消化,至少这段时间无法派上其他用场,这里就存在机会成本问题。投资者的时间是宝贵的,认为证券信息是经久耐用的,可廉价地使用和散播的,就显然有失偏颇了”。<sup>⑤</sup>

## 二、我国上市公司差异化信息披露之现实性与可能性

### (一)上市公司信息披露差异化的现实性

上市公司差异化的信息披露具有十分重要的现实意义,这一必要性主要体现在以下三方面:

#### 1. 差异化信息披露有助于全面保护投资者权益

上市公司信息披露的意义之一是满足投资者的利益需要。投资者的素质高低决定了他们对上市公司所披露信息的理解、分析及利用的能力,也决定了上市公司自愿披露信息质量的高低。<sup>⑥</sup>目前,我国证券市场投资者素质参差不齐,相较于国外占相当大比重的机构投资者,我国的中小投资者占有所有投资者中的绝大多数。由于他们大部分不具备专业素质或专业素质不高,并且没有足够的时间和精力,造成他们在加工、处理、分析信息等方面能力明显不足。在这种情况下,根据市场噪

---

<sup>④</sup> 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第331页。

<sup>⑤</sup> 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第325页。

<sup>⑥</sup> 沈萍:“自愿性信息披露行为对中小投资者行为的影响”,载《商业时代》2007年第28期。

音理论,<sup>②</sup>公司事无巨细地披露信息,会产生“信息过量”(Information Overload)的现象,使投资者因过多的信息而丧失应有的敏感性,难以根据上市公司传递的信号来准确判断公司价值,从而也使市场因充斥过多的噪音而变得反应迟钝。

此外,作为我国投资者中的少数派,基金公司等机构投资者因为其自身具有的信息处理、分析方面的资源优势,相对于这个散户型市场中绝大多数的个人投资者来说,能够获得的有效信息会更多,从而使得自身能够获得的利益也更多。这对于普通投资者来说也是不公平的。

信息披露差异化这一做法,一方面,可以从信息披露的源头上解决信息披露过量问题,减少所谓的市场噪音对投资者做出合理预测和理性投资决策产生干扰的因素。另一方面,由于差异化反而能弥补信息披露方面的欠缺,削弱机构投资者的信息优势,保护普通投资者的利益,使市场在一个更加公平的环境下进行运行。

## 2. 差异化信息披露有助于降低上市公司成本,提高其创新能力

实行上市公司信息披露差异化不仅对投资者来说十分必要,对上市公司本身来说,也是十分必要的。以持续性信息披露要求为例,我国《证券法》要求上市公司所要披露的内容烦琐,仅第 67 条有关临时性报告的披露事由,即所谓的公司发生的可能对股票价格产生较大波动的“重大事件”就有 12 项之多,且每一项中又包括很多内容,除此之外,每年要求上市公司披露定期报告的内容也很繁杂,<sup>③</sup>而证券监管机构和证券交易所还规定了要求上市公司披露季报和其他事项的许多内容。

<sup>②</sup> 市场噪音理论认为:证券市场不可能充分有效,各种各样的噪音使市场的基本面价值极其派生信息无法充分地股价上得到体现。噪音的存在使价格对信息的反映产生了偏差从而降低了市场有效性。

<sup>③</sup> 《证券法》第 65 条规定了 5 种须披露的半年报内容,即(1)公司财务会计报告和经营情况;(2)涉及公司的重大诉讼;(3)已发行的股票、公司债券变动情况;(4)提交股东大会审议的重要事项;(5)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。第 66 条规定了 6 种须披露的年报内容,即(1)公司概况;(2)公司财务会计报告和经营情况;(3)董事、监事、高级管理人员简介及其持股情况;(4)已发行的股票、公司债券情况,包括持有公司股份最多的前十名股东的名单和持股数额;(5)公司的实际控制人;(6)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。

过多的信息披露和千篇一律的信息披露给上市公司带来一定负面作用,增加了上市公司人力、物力和费用等的运行成本。正如有学者所指出的“法律所要求的信息披露的直接成本是巨大的,这一成本包括信息的编制成本、传播成本、规范成本,其中包括参与信息披露这一进程的人员诸如公司的业务人员、律师和其他人员等所投入的时间的机会成本、印刷和邮寄信息披露规则及具体披露文件、刊登报纸等媒体的广告费用等”,“而信息披露的间接成本不但可能更加庞大,而且更难测度”。<sup>②</sup>同时,过于详尽的信息披露义务也会扼杀公司的创造性行为。<sup>③</sup>因此,现在越来越多的人开始把目光聚焦在公司持续性披露的实质性监督上,对不同公司持续性信息披露进行不同角度的关注,实现所谓的“差异化”。

### 3. 差异化信息披露有助于增强监管的针对性,减少监管成本

尽管我国目前已经有了一套相对完善的证券监管体系,也有一定数量的专业监管人员对证券市场进行规制和管理,但是,相对于我国庞大的证券市场<sup>④</sup>来说,这些监管人员并不充足,监管资源仍然十分有限。目前证券市场上的内幕交易、操纵市场、虚假陈述、欺诈客户等种种违法违规现象屡见不鲜,尤其是内幕交易和操纵市场,其查处的难度非常大,监管部门消耗了大量的人力、物力,其工作量可想而知。对不同的上市公司信息披露的方式和内容有所差异,能有效减少监管成本。对于盈利能力强,治理水平高、业界声望良好并且没有违法违规先例的优质公司,减少监管的内容,降低信息披露的要求,而对信誉差的劣质公司进一步提高监管标准会使监管更有针对性、目的性,也能增进监管部门的权威性和威慑力。同时,采用信息披露差异化监管的方式,对监管者树立良好的市场导向起着促进作用。

### (二)上市公司差异化信息披露的可能性

上市公司差异化信息披露不仅具有十分重要的现实意义,而且基

---

<sup>②</sup> 弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2005年版,第349-350页。

<sup>③</sup> 齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社2000年版,第131页。

<sup>④</sup> 仅以上海证券市场为例,目前上交所的上市证券品种多达近1300只,上市公司900余家,上市公司市值达18万多亿元人民币,证券年交易量达40万亿元人民币,投资者达9700万户,会员公司106家,证券营业部近5000家。

于我国资本市场的发展,上市公司差异化信息披露也是可以实现的,这是因为:

1. 我国证券市场日渐成熟,监管经验不断丰富

尽管我国目前仍然是新兴加转轨的证券市场,但是经过二十年的发展,我国的证券市场已逐渐向成熟市场转变。二十年来,我国证券市场取得了巨大的成就。我国建立了证券市场的法律体系,形成了以《证券法》、《公司法》、《证券投资基金法》为基本法律,以国务院相关的证券法规和中国证监会大量的证券部门规章,以及证券交易所一系列证券自律规则三级层面的法律框架;二十年来,我们的监管队伍得到了锻炼,取得了丰富的监管经验;二十年来,市场上的结构性问题和根本性缺陷得到了解决;二十年来,市场规模不断扩大,市场正在向深度和广度发展。在我国证券市场日渐成熟、监管经验较为丰富的条件下,我们具备创新监管模式的可能性。

2. 对差异化信息披露管理的认识日渐统一

虽然我国目前的法律对信息披露的差异化并未做出规定,在实践中也没有采取差异化的信息披露做法。但对上市公司信息披露差异化的认识却越来越明确,对于实行信息披露差异化管理的认识逐渐接近,证券监管部门、证券自律监管机构、上市公司本身和投资者均认识到了目前信息披露的做法所带来的弊端。披露信息过量、投资者茫然、公司成本增加、监管资源浪费等。目前我国证券市场功能细化越来越明确,客户群体种类越来越复杂,证券产品种类也越来越多,上市公司经营状况大相径庭等,凡此种种,使“一刀切”式的信息披露立法思路与监管方式已经无法满足日益复杂的证券市场环境的需要。比如,“在现行的信息披露规则之下,规模较大的发行人就获得了相对优势,因为不管公司规模和发行额度的大小,信息披露的成本绝大多数都是一样的。这样,那些规模较大或者成立较早的公司就比规模较小的发行人,每筹资一美元所耗费的上市成本要低一些”。<sup>②</sup>“这些规则还有助于现有的投资银行和审计公司获取竞争优势,因为他们已经获取了相关知识和

---

<sup>②</sup> Jay R. Ritter: *The Cost of Going Public*, 19J. Fin. Econ, (1987), p. 269.

经验,而新生的竞争对手却不能通过提供差别产品来与他们竞争”。<sup>⑤</sup>总之,证券法“一体化”、“程式化”的披露要求使得市场的进入路径大为减少。<sup>⑥</sup>

### 3. 差异化信息披露范例可供借鉴

纵观境内外市场上市公司信息披露制度,不难发现差异化信息披露制度或多或少地存在。这种信息披露差异化的做法对信息披露的监管起到了良好的效果。

首先,各国之间在上市公司信息披露规管方面存在差异化。在大部分 OECD 成员国,<sup>⑦</sup>国际上一般规定公司至少每年度公开披露信息,还有一些国家规定公司每半年或每季度披露信息,甚至在一些事件的出现影响到企业的重大发展时,要求更频繁的信息披露。<sup>⑧</sup>

其次,一个国家或者地区的不同市场在上市公司信息披露方面也存在差异化。在我国台湾地区,台湾证券交易所、台湾证券柜台买卖中心以及兴柜股票市场三个市场,公司信息披露存在差异化,如针对上市公司董事长、总经理、法人代表、独立董事、监事发生变动的情况,在交易所与柜台买卖中心上市的公司需要尽数披露,但在兴柜市场上市的公司仅需要披露董事长,总经理或 1/3 以上董事发生变动的情况。<sup>⑨</sup>

---

<sup>⑤</sup> Henry Manne 从经济学的角度,结合以上两个方面对证券法提出了全面而深刻的批判。参见 Henry G. Manne: *Economic Aspect of Required Disclosure under Federal Securities Laws*, in *Wall Street in Transition* pp. 23, 31-40. (Manne and Solomon eds. 1974); 另见 H. Kripke: *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose* (1979); Nicholas Wolfson: *A Critique of Securities and Exchange Commission*, 30 *Emory L. J.*, 119(1981)。

<sup>⑥</sup> [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔著:《公司法经济结构》,罗培新、张建伟译,北京大学出版社 2005 年版,第 314 页。

<sup>⑦</sup> OECD 即经济合作发展组织,OECD 成立于 1961 年,其前身是欧洲经济合作组织(OEEC),目前共有 30 个成员国,包括澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、捷克、丹麦、芬兰、法国、德意志、希腊、匈牙利、冰岛、爱尔兰、意大利、日本、韩国、卢森堡、墨西哥、荷兰、新西兰、挪威、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、英国、美国 30 个成员国。还包括国际能源代理机构、核能代理机构、欧洲交通部长会议、发展中心、教育研究和创新、西非和发展中国家组织 6 个半自治的代理机构。

<sup>⑧</sup> 参见 OECD 公司治理准则[2004 版](OECD Principles of Corporate Governance)第二部分第 5 节。

<sup>⑨</sup> 杨洁:“祖国大陆、香港和台湾地区证券交易所制度比较研究”,载《广西大学学报》2010 年第 3 期。

最后,在一个国家同一个市场的上市公司信息披露方面仍然可以存在差异化。在英国伦敦交易所,以一级、二级、GDR 等不同方式发行上市,或者在 AIM 板下,<sup>38</sup>信息披露的要求也有所不同。我国上海证券交易所对于在特定情形下的上市公司可经证券交易所豁免信息披露,可豁免的情形主要有:(1)该信息未达到必须披露程度且披露可能损害上市公司利益;(2)信息披露违法;(3)信息内容不能满足上市规则有关披露的要求。<sup>39</sup>虽然这些豁免的情形并不是真正意义上的差异化信息披露,而且其豁免的内容也不是我们所要讨论的内容,但至少可以看出,这样一种方式实际上使上市公司在信息披露上存在不同。

### 三、上市公司差异化信息披露的衡量标准和内容

在越来越多的上市公司和上市公司越来越多的信息中,如何进行信息披露的差异化,是一个颇为棘手的问题。如果随心所欲地进行差异化的信息披露,不但有违信息披露的基本原则,<sup>40</sup>有违证券市场的三公原则,还会引起信息披露的混乱和市场的无序,这样的差异化信息披露是毫无生命力的。因此,信息披露的差异化还应有自己的衡量标准和确定的内容。

#### (一)上市公司质量是差异化信息披露的衡量标准

“重大性”<sup>41</sup>是许多国家证券法律和实践中判断上市公司是否进行信息披露的一个重要标准,但对“重大性”事件和信息的认定又是一个

<sup>38</sup> 一级、二级是英国证券发行的不同方式,级别不同,对发行人的标准和要求也有所不同。GDR 是英国存托凭证的英文缩写,也是一种证券发行的方式。AIM 是伦敦证券交易所的一个板块,在这一板块上市的大多数是同一类的新兴公司。

<sup>39</sup> 徐明、李明良:《证券市场组织与行为的法律规范》,商务印书馆 2002 年版,第 85-86 页。

<sup>40</sup> 真实、完整、准确、及时是公司信息披露的基本原则。笔者认为,信息披露的差异化 and 这一原则是不矛盾的。信息披露的差异化是立法和监管者对不同的公司和同一类公司的不同情况所确定的不同的信息披露的范围和种类。一旦确定为在要求披露的范围内,这一应该披露的信息仍然要遵循真实、完整、准确、及时的披露原则。

<sup>41</sup> 关于重大性标准的论述,参见齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社 2000 年版,第 155-175 页。

主观判断,“由于衡量信息是否重要的标准仁者见仁,智者见智,因此并没有统一的客观标准来判断该信息是否重要。一般认为,如果该信息对发行人的证券在市场上的价格可能产生重大影响,即为重要信息”,<sup>④</sup>但这种判断仍然是主观判断。纵览各国证券法律和证券市场的实践,对“重大性”事件的界定和信息披露并不一致。这固然和各国立法和监管对“重大性”的理解不同,<sup>⑤</sup>但的确也存在各国证券市场的实际情况的不同。“重大性”原则的不确定性,为差异化的信息披露提供了空间。

### 1. 确定差异化信息披露衡量标准的基础——信息披露“重大性”的主观性和不确定性

“重大性”具有主观性,重大性的范围也是不确定的,即使用法律的形式固化,随着法律的修改和证券市场的发展等情势变化,也可能对所谓的重大性事件和信息重新定义和修改,也即(1)重大性事件和信息在必须披露的前提下,仍然存在差异化披露的可能性。同样一个事件和信息,对于不同的上市公司可能其重大性的程度就有所不同,比如,对于一个重大借贷事件,对绩优公司、经营长期稳定的公司而言,举债经营习以为常,这一事件并不影响公司的正常经营,而对于绩差公司、经营不稳定的公司,巨大的举债可能导致破产。对于投资者而言,两种情况对其的重要程度也是不同的,其对公司证券价格的判断也是不同的。因而,同样的事件和信息,对于绩优公司可能需披露但无需详尽披露,而对于绩差公司则必须做到详尽披露。(2)对“重大性”事件和信息之外的事件和信息因法律制定的不周、公司情况的不同,仍有披露的必要。但这些信息未必需要全部披露,也未必每个公司都进行同样的披露,因而差异化的信息披露仍显需要。

### 2. 上市公司质量的判断标准是差异化信息披露的具体衡量标准

那么,差异化信息披露的衡量标准是什么呢?笔者认为,上市公司的优劣好坏是决定差异化信息披露的根本衡量标准。优质的上市公司

<sup>④</sup> 屠光绍主编:《市场监管:架构与前景》,上海人民出版社2000年版,第56页。

<sup>⑤</sup> 比如,加拿大多伦多交易所公司披露委员会在1997年曾提出将公司“重大信息”的定义范围扩大,认为信息的重要性体现在任何可能被投资者认为在作投资决策时有重要参考作用的变化或事实;而新加坡证券交易所上市规则对于重要信息的定义是:有关业务方面具有重要性质的信息,及导致或将会合理导致发行人证券市场价格发生重大变化的信息。

理应放松管制和适当监管,而劣质的上市公司理应加强管制、加强监管。在公司的信息披露方面也应遵循这样的原则,对好的上市公司,有的信息可以不披露、简单披露和非重点披露,而对于差的上市公司,则要尽量披露、详细披露和重点披露,从而体现不同的上市公司或者出现不同情况的同一类的上市公司在信息披露方面的差异化。上市公司优劣好坏的具体衡量标准至少应该体现在以下几方面:

### (1) 公司治理水平

公司治理<sup>④</sup>水平是衡量一个公司能否生存,是否能够让投资者获得信任并给投资者获得最大利益的标准。公司治理的本质内容是,通过一系列的整改活动,加强公司规范运作的水平,通过治理水平的提高,使上市公司质量得到提高,从而有利于上市公司长远健康发展,也能从根本上保护投资者,促进资本市场的健康发展。高水平的公司治理应当包括以下方面:第一,公司治理组织架构完善,上市公司的股东大会、董事会、监事会、经理层齐备;第二,议事规则和决策程序完备,内部运作规范,股东、董事、监事和高级管理人员按照公司章程和相关规定行使权力;第三,公司内部组建了包括审计委员会、风险管理委员会、薪酬委员会等在内的专业委员会,在关联交易、公司审计、高管提名和薪酬方面,独立董事能够真正发挥作用;第四,公司透明度高,信息披露要素健全,信息具有真实性、准确性、完整性;第五,公司治理组织机构权利、义务、责任明确,股东大会职责、董事会职责、监事会职责、独立董事职责、经理层职责明确。公司内部建立了检查督促机制,覆盖了从资本市场的准入到退出的完整流程;第六,保障公司内部资产安全,切实保护中小股东利益;第七,进一步强化公司内部制衡力量,防止控股股东“一股独大”<sup>⑤</sup>;第八,重视股东权利及对股东的平等待遇;第九,强调利益相关者的作用。这些都可以作为判断上市公司治理水平高低的很重要的标准。非但如此,具体评判上市公司治理水平孰优孰劣,还可以将公司治理水平进行数据量化,将上述内容结合我国法律、法规体系分

---

<sup>④</sup> OECD 理事会通过《公司治理准则》将公司治理本质定义为“公司治理结构是一种据以对公司进行管理和控制的体系”。

<sup>⑤</sup> 徐明:“优化公司治理法制环境,促进资本市场健康发展”,载《上海法学研究》2009年第4期。

类组成公司治理评价的综合指标体系,并由专业机构定期评定公司治理水平。<sup>④</sup>

## (2)规范经营程度

规范经营程度是投资者和监管部门衡量上市公司优劣好坏的又一个重要标准。规范经营意味着首先应在遵守法律法规等证券市场各项制度规定的前提下进行经营活动;规范经营还意味着公司法人治理结构稳固,股东大会运行流畅、董事会与经理层等管理人员各司其职、合理制衡,监事会勤勉尽责。规范经营并不意味着公司在经营方面墨守成规、不思进取,而是在不违法违规的情况下从事业务活动。规范经营对投资者是极其有利的。规范经营程度越高越有利于投资者对该公司的投资。反之,如果公司规范经营程度低,对投资者来说就会面临较大的风险,投资者进行投资可能会面临着因公司经营不规范导致投资失败、血本无归的风险,这方面的实例举不胜举。比如,2001年的美国“安然事件”,<sup>⑤</sup>使公司成为了因证券欺诈、违规操作而破产的代名词。为了保护投资者,促进公司规范经营程度进一步提高,监管部门有必要对规范经营程度高的公司采取宽松的信息披露要求,对规范经营程度低的公司则应该采取更为严格的信息披露要求。

## (3)公司的业绩与稳定性

公司的业绩是衡量一家上市公司好坏的最直接标准之一,公司业绩的好坏直接反映了公司盈利能力的强弱,也反映了投资者回报率的大小。公司的业绩可以从公司年度销售额或营业额、利润率、市盈率或市场份额等相关方面体现出来。公司的业绩是公司本身的生命,公司

---

<sup>④</sup> 公司治理指数基于经济合作与发展组织(OECD)的《公司治理准则》,并结合中国法律、法规体系进行制定,并以“股东权利”、“对股东的平等待遇”、“利益相关者的作用”、“信息披露和透明度”、“董事会职责”和“监事会职责”六大方面的分类组成公司治理评价指标体系。

<sup>⑤</sup> 安然公司曾是一家位于美国得克萨斯州休斯敦市的能源类公司。在2000年《财富》世界500强排名第16位,是美国最大的天然气采购商及出售商,也是领先的能源批发商。在2001年宣告破产之前,安然拥有约21,000名雇员,曾是世界上最大的电力、天然气以及电讯公司之一,2000年披露的营业额达1010亿美元之巨。公司连续六年被财富杂志评选为“美国最具创新精神公司”。但持续多年、精心策划的财务造假行为却使公司经营恶化,于2001年宣告破产。

的业绩好证明公司在市场中具有很强的竞争力、具有较好的盈利模式,因而更具有较强的生存能力。公司的业绩同样也是投资者的生命线,是投资者最为关注的。绩优公司理所当然地会获得投资者更多的青睐和信任。

除了公司业绩之外,公司的稳定性也在衡量公司优劣的天平上占有极大的分量。在有些情况下,公司的业绩好并不意味着公司就一定具有稳定性。公司盈利的业务是不是公司的主营业务、公司业务的市场前景是否看好、公司的治理结构是否完善、公司高级管理人员是否稳定都影响着公司业务的长期性和公司本身的稳定性。如果公司稳定性不佳,即使一段时间内业绩比较出色,也难免有陷入困境的风险。因此,对投资者来说,具有稳定性的绩优公司更具有投资的价值。对绩优和绩差公司在信息披露上采取不同的态度更能体现投资者的意愿。

## (二) 差异化信息披露的具体内容

在明确了信息披露差异化的衡量标准后,确定信息披露差异化的内容是差异化信息披露的关键。

### 1. 是否披露——披露与不披露

针对不同的公司或不同情况的同一类公司的信息披露,有些信息需要披露,而有些信息则不需要披露。根据差异化信息披露的标准,好公司的信息披露有时并不需要。以上市公司定期报告信息披露为例,许多国家并不要求上市公司披露季报,有的国家甚至不要求上市公司披露中报,而只要求披露年报,“国际上一般规定公司至少每年度公开披露信息”。<sup>④</sup> 而我国目前的相关规定要求所有的上市公司不但要披露年报、中报还要披露季报。根据中国证监会2007年发布的《关于公开发行证券的公司信息披露编报规则第13号——季度报告与格式内容特别规定》的要求,上市公司应该在会计年度的前3个月,9个月结束后的1个月之内编制季度报告,并将季度报告正文刊载于至少一种中国证监会指定的报纸上,将季度报告全文包括正文及附录刊载于指定的信息披露的媒体上。从中不难看出,季报是作为年报和中报以外,

---

<sup>④</sup> 参见屠光绍、朱从玖主编:《公司治理:国际经验与中国实践》,人民出版社2001年版,第394页。

有关上市公司信息披露定期报告中最重要的补充。然而,对于公司治理水平、规范经营程度、业绩和稳定性俱佳的好公司,半年报和年报中所涵盖的信息已经足以反映公司治理水平等内容,如果再要求披露季报,因其内容大同小异,将增加上市公司信息披露的成本,同时也向市场中散播了一些重复信息,对投资者实在没必要。而对于劣质公司,仅仅披露年报和中报极有可能无法反映公司的运营现状。以半年为跨度的披露周期中,公司的经营情况变差、业绩波动幅度很大、治理水平的起伏不定、人员变动较多。对于此类公司,监管部门就必须要求其严格披露季报,以使投资者通过准确、及时、完整、详细的信息披露了解更多,从而让投资者谨慎做出投资选择。

## 2. 如何披露——详式披露与简式披露

针对不同的公司和不同的情况,同一类公司可以采取详细披露或简单披露,从而体现出信息披露的差异化。以招股说明书和年度报告为例,我国目前招股说明书和年度报告内容显得过于庞杂。按照中国证监会颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》和《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》的要求,招股说明书包括了11项大内容,年度报告则包括了10项大内容,每一项又派生许许多多内容。通常来说,一份招股说明书少则上万字,多则几万字,年度报告也是如此。投资者面对这样的招股说明书和年度报告,因其内容繁杂而无时间阅读,无法阅读,无所适从。实际上,对于这一情况,监管部门也已意识到所存在的问题,并对其进行了改革。为了改变这种情况,中国证监会修订了相关准则,对招股说明书和年度报告在保留全文的情况下,进行了摘要。通过招股说明书摘要和年报摘要,对信息披露进行了简化,将摘要刊登在指定的报纸等纸面媒体上,将全文刊登在互联网上。但问题是这种改进是在保留全文的前提下对所有的公司采取的一样的做法。这一做法并不是真正意义上的差异化的信息披露,没有将优劣公司区分开来,对好公司来说其成本不但没有降低,反而增加了负担。我们认为对于业绩等方面较差的公司应该详细披露,无论是招股说明书还是年报,全文和摘要两方面都要披露,而好公司则可简单披露,只披露摘要。

### 3. 怎样披露——重点披露与非重点披露

对于不同公司或不同情况的同一类公司,有些信息要重点披露而有些信息则非重点披露。对于坏公司、业绩差的公司,尤其是连续亏损或行将退市的公司,重点要披露公司的经营情况,包括公司的经营能力、盈利水平、主营业务、经营的持续性等。就我国目前《证券法》的规定来看,对这方面的要求是较为简单的。《证券法》第56条规定了5种退市的情况,<sup>⑨</sup>在实践中出现较多的是第三种情况,即公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利,其他情况极少出现或根本就未出现。由于法律规定上市公司连续三年亏损,如果第四年仍不能盈利的则应退市。因而在信息披露上,也只能要求披露第四年是否盈利,这一披露显然过于简单。就立法的本质而言,决定公司是否退市的关键是看公司是否具有持续经营的能力,公司能否实现真正的盈利,公司的主营业务是否盈利等,这些都决定着公司是否能真正地生存下去。这些信息的披露与否也直接关系到投资者对该公司的实质性判断和对该公司的态度。因而重点详细地披露这些细节对投资者来说是极为重要的。正因为法律上没有这样的规定,信息披露方面没有重点和特别的强调,在实践中,以种种手段企图逃避退市、欺骗投资者的情况时有发生。以大庆联谊退市案<sup>⑩</sup>为例即能说明问题。<sup>⑪</sup>上海证券交易所上市委员会在审核该公司是否退市时认为,该公司2006年盈利缺乏真实

<sup>⑨</sup> 《证券法》第56条规定:“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定终止其股票上市交易:(一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件,在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件;(二)公司不按照规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载,且拒绝纠正;(三)公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利;(四)公司解散或者被宣告破产;(五)证券交易所上市规则规定的其他情形。”

<sup>⑩</sup> 参见徐明、卢文道:《判例与原理:证券交易所自律管理司法介入比较研究》,北京大学出版社2010年版,第18-24页。

<sup>⑪</sup> 大庆联谊石化股份有限公司(以下简称大庆联谊)为上海证券交易所的上市公司。该公司因2003年、2004年、2005年连续三年亏损,自2006年3月10日起,公司股票被上海证券交易所暂停上市。2007年4月28日,公司披露了2006年度财务报告,中和正信会计师事务所为其出具了2006年净利润1441万元的标准无保留意见审计报告。然而实际情况是:2006年度,大庆联谊经审计实现净利润1441万元,其中主营业务收入12,984万元,主营业务利润为-1336万元,扣除非经常性损益后的净利润为-12,666万元。形成公司2006年盈利的主要原因是,公司2006年度冲回原计提联谊总厂所欠其他应收款坏账准备1.3亿元,形成本期公司管理费用-3979万元,从而实现净利润1441万元。

性,公司财务状况未发生实质性变化,因而否决了该公司股票恢复上市的申请,决定该公司退市。<sup>⑫</sup>大庆联谊的退市及之后的复核裁决给了我们许多启示,该案一方面反映了相关上市规则和制度仍不完善,存在漏洞,复核制度和程序存在欠缺;<sup>⑬</sup>另一方面也反映了我们在信息披露上存在的问题,即我们对行将退市公司的信息披露的要求过于简单化和非透明化。如果对这些关键情节和细节,法律进行了详细的规定并要求公司进行重点披露,该公司也不会对退市存在如此大的争议,公司股东也不会如此困惑。

#### 四、构建我国上市公司差异化信息披露制度体系

##### (一) 制定有关差异化信息披露法律

尽管我国《证券法》等法律对上市公司的信息披露制度已经做了规定,但这种规定仍然十分笼统和原则,欠缺可操作性,而针对上市公司信息披露差异化却根本没有规定。这使得上市公司信息披露的差异化问题失去了法律依据,导致实践中无法进行差异化的信息披露。因此,解决信息披露差异化的法律依据就显得十分迫切和必要。笔者认为,应通过以下三个层次将信息披露差异化融入现有的证券法律法规的体系中,以使上市公司信息披露差异化真正有法可依,有据可考,有理可循。

1. 加强证券立法,进一步修改和完善我国《证券法》。《证券法》是我国证券市场的基本法,在我国证券法律法规体系中居于核心地位。加强上市公司信息披露差异化的立法首先就是要修改完善《证券法》,在《证券法》中将信息披露差异化进行原则性的规定,将之作为公平披露的补充写进《证券法》中。

2. 制定部门规章。基于法律之下的部门规章应该对法律进行较

---

<sup>⑫</sup> 详细情况见“上交所就大庆联谊终止上市答记者问”,载《上海证券报》2008年4月2日。

<sup>⑬</sup> 参见徐明、卢文道:《判例与原理:证券交易所自律管理司法介入比较研究》,北京大学出版社2010年版,第23页。

为详细的诠释,规章的制定带有一定的可操作性。中国证监会作为证券市场的主管机构,毫无疑问应该对信息披露差异化进行较为详细的规定。目前规定的关于上市公司信息披露行为规则的部门规章,包括了《上市公司信息披露管理办法》、《公开发行股票公司信息披露内容和格式准则》等。这些部门规章虽然对上市公司信息披露各个环节都做了更为具体的规定,却无一涉及信息披露差异化方面的内容。因此,中国证监会应修改目前的有关上市公司信息披露的内容,增加上市公司信息披露差异化的内容,或者另行规定此方面的内容,使上市公司差异化信息披露明确具体。

3. 制定自律规则。进一步发挥证券交易所自律监管的作用,赋予证券交易所明确的职责,在证券交易所的《上市规则》中明确规定上市公司信息披露差异化的相关内容。积极制定上市公司差异化信息披露的指引,积极引导上市公司努力做好差异化信息披露工作。

## (二) 规范和强化差异化信息披露的实践认定

信息披露差异化对中国证券市场来说作为一个全新的概念,在确立衡量的标准和内容后,如何进行认定至关重要。一方面,如果只有标准和内容,而不进行具体的认定,极有可能导致上市公司借信息披露差异化不履行本应履行的信息披露义务,甚至借机进行内幕交易等违法违规行,这对于推行信息披露差异化有百害而无一利,因此正如有学者指出的“为提高信息披露质量,中国目前迫切需要完善信息披露制度环境,建立有效的信息披露实施机制”;<sup>④</sup>另一方面,由于上市公司众多,情况各异、信息庞杂,全部由证券主管机构和证券交易所认定,在监管资源较为缺乏、专业人员不够的情况下,实行信息披露的差异化实际上是不可能的。

因此,笔者建议,效仿中国证监会股票发行审核委员会和证券交易所上市委员会、指数专家委员会的做法建立信息披露委员会,专门负责认定上市公司的分类等级和信息披露差异化的范围和范围,定期公布上市公司信息披露的情况和差异化信息披露的具体内容。信息披露委

<sup>④</sup> 上海证券交易所研究中心:《中国公司治理报告(2003)》,复旦大学出版社 2003 年版,第 245 页。

员会的组成人员可从中国证监会、证券交易所、证券公司,会计师事务所,律师事务所、专家学者、上市公司代表、投资者代表等证券管理人员、从业人员、社会专业人士中产生并按照信息披露委员会规则行事,委员会隶属于证券交易所。

### (三) 构建差异化信息披露的等级制度

除了建立完备的上市公司信息披露差异化体系,设立专门的信息披露委员会以外,笔者认为有必要建立等级制度,将绩优、一般、绩差的上市公司进行分类划分等级,通过不同的情况建立等级制度,实现上市公司信息披露的差异化。

其实,在这方面证券主管机关和证券交易所在监管中已做了有益的探索,在实践中建立起来的分类监管模式完全可以借鉴到信息披露的差异化监管中。中国证监会早在若干年前就对证券公司采取了分类监管的方法。2010年中国证监会又重新修订了《证券公司分类监管规定》,这一规定可以作为我国上市公司信息披露差异化监管的良好范本。分类监管方法有效地对证券公司实施了常规监管,合理配置了监管资源,提高了监管效率,促进了证券公司持续规范发展,<sup>⑤</sup>它与上市公司信息披露差异化监管的方向和目的不谋而合。分类监管对证券公司建立了包括资本充足、公司治理与合规管理、动态风险监控、信息系统安全、客户权益保护、信息披露等在内的不同类型的评价指标和体系,并按照《证券公司风险管理能力评价指标与标准》进行评价。<sup>⑥</sup>分类监管还采用了百分制的管理方式,即设定正常经营的证券公司基准分为100分。在基准分的基础上,根据证券公司风险管理能力评价指标与标准、市场竞争力、持续合规状况等,进行相应加分或扣分以确定证券公司的评价计分。<sup>⑦</sup>

此外,沪深两家证券交易所在其债券市场的监管中,对公司债券也

---

<sup>⑤</sup> 《证券公司分类管理规定》第1条,2010年修订。

<sup>⑥</sup> 《证券公司分类管理规定》第5条,2010年修订。

<sup>⑦</sup> 《证券公司分类管理规定》第8条,2010年修订。

采取了分类监管的方式。<sup>⑤</sup>所谓公司债券分类管理,即根据公司债券具体的资信等级和其他指标的差异情况建立等级制度,对其发行上市交易的投资者范围和交易平台实行差异化管理。例如,上交所修订后的相关规则规定,凡同时符合分类标准所列条件的债券,其发行和交易对象可以不受限制,上市后可同时在上交所竞价系统、大宗交易系统和固定收益证券综合电子平台挂牌交易。不能同时达到分类标准所列条件的公司债券,只能向机构投资者发行,不能向个人投资者发行,上市后只能在上交所固定收益平台进行交易。

尽管上市公司信息披露差异化管理无法完全照搬证券公司和公司债券分类监管的具体做法,但是证券公司和公司债券的分类监管中的监管方向和目标、监管指标和体系、监管评价方式和方法、监管所涉及的信用和等级等,无疑为信息披露差异化管理指明了方向,说明在我国证券市场的监管中对上市公司信息披露差异化管理完全是有可能的。

借鉴上述做法和思路,在具体建立上市公司信息披露差异化的等级制度方面,笔者认为,应依据上市公司的治理水平、业绩与稳定性、规范经营程度、公司诚信度与投资者关系的处理能力等方面,将公司划分为绩优公司、一般公司和绩差公司三个等级,再将每一级的公司根据具体情况做进一步细分,构成一个严密的等级体系。对每一级公司的信息披露与不披露、详式披露与简式披露、重点披露与非重点披露进行具体规定,从而更加系统地贯彻信息披露差异化管理,将上市公司信息披露差异化真正落到实处。

---

<sup>⑤</sup> 2010年11月2日,上交所和深交所正式发布了《关于修订上海市证券交易所公司债券上市规则的通知》、《关于修订公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知》和《深圳证券交易所公司债券上市规则》。两个交易所本次对公司债相关规则的修订主要包括,明确对上市债券实行分类管理及具体的分类标准、不同交易平台的安排等内容。