

欧盟金融监管制度对我国一线监管的启示——上市公司监管制度篇

# 强化信息披露 完善公司内控与风险管理系统

近期,深交所综合研究所基于欧盟《金融工具市场指令》(MiFID II),对欧盟金融监管制度进行了专题研究。2008年全球金融危机暴露了欧盟之前信息报告制度、场外产品监管、投资者保护等方面的不足,《金融工具市场指令》(MiFID II)于2018年1月正式实施,是金融危机以来欧洲金融市场最大的监管立法改革。针对监管问题,MiFID II 强调提升欧洲证券市场管理局的监管地位,旨在加强欧洲统一市场的监管、提高市场竞争力和透明度。

作为一个纲领性指导文件,MiFID II 在与欧盟现行金融监管法规保持一致的基础上,统领了已施行和新出台的监管规则,其中包括《欧盟市场滥用法规》(MAR)等重要法规。以 MiFID II 为核心的系列规章制度,构成了较为完整的一线监管体系,取得了良好的实践效果。我们将以上市公司监管制度、交易监管制度、会员监管制度、创新型业务监管制度为专题,分篇章发布相关研究内容,本篇为第一篇——上市公司监管制度篇。

在上市公司监管方面,欧盟和其他国家或者地区监管部门类似,主要是通过强化信息披露的手段,完善公司内控与风险管理系统<sup>①</sup>。MiFID II 要求加强业务风险管理、强调增加交易前后透明度的监管原则,沿袭了之前的传统<sup>②</sup>。目前,关于上市公司监管的相关制度包括:指令 2001/34/EC、2003/71/EC、2004/109/EC、2010/73/EU、2013/50/EU 和 2014/95/EU 等<sup>③</sup>。这些规则主要在两方面对上市公司开展监管:一是上市前的招股说明书方面;二是上市后的持续信息披露方面。

(一)上市招股说明书的相关规定明确、获取便捷

证券发行时的信息披露,一方面,强调利用规范全面的招股说明书完成证券发行时的信息披露,包括发行人在首次发行证券时完全公开公司以及与其发行证券有关的所有信息,且重视投资者获取上市信息的方便性。招股说明书应根据发行人和发行证券的特殊性质而包含必要的信息,能够保证投资者和其投资顾问对资产和负债、财务状况、损益及发行人的前景和有关证券的权利有一个理智的评估。

另一方面,在信息披露制度中明确规定了可以免除披露义务的情形,以及可以省略披露内容的情形。相关规定利用附件详细列举了股票、债券和股票存托凭证上市的招股说明书应包含信息的要求,目标是按照国际较高水平监管标准,保护投资者并提高市场效率。

2001/34/EC 和 2003/71/EC 对拟

上市公司发布的招股说明书(Prospectus)有全面细化要求,首次信息披露主要内容应包括登记文件、证券附注和摘要附注等文件<sup>④</sup>,其中值得关注的要点见图表一。

(二)上市后持续披露重视内控风险,信息披露制度不仅包括发行人在证券公开发行时的信息披露,在证券公开发行后也应定期持续披露财务和非财务信息。其中,要求进行年度财务报告、半年度财务报告、中期管理报告等定期信息披露时,重点关注公司的内部控制与风险管理。在进行非财务信息披露时,要求包括股东各项合法权利行使等多项内容,并对涉及公共利益的公司提出更高要求。此外,对于信息披露违法违规行为,欧盟法规制定了严厉的行政处罚措施,法人最高罚款金额达到 1000 万欧元或年营业额的 5%。

欧盟范围内有关持续信息披露的规定本来主要体现在 2001/34/EC 的第四标题以下,后来经过指令 2004/109/EC 和 2013/50/EU 的具体修改使其更为明确。上市公司信息披露监管规则值得关注的要点见图表二。

有关财务类信息定期披露报告有三类,其中,年度和半年财务报告,均重点关注公司内控与风险管理(见图表三)。

(三)欧盟上市公司监管制度与我国现有制度有众多类似之处

我国资本市场制度建设经过多年努力,已经构建了有层次的上市公司

信息披露法律法规,颁布了包括法律、法规、部门规章、自律条款四个层级的一系列规定,形成了我国特有的上市公司信息披露制度体系,并取得良好的监管效果。而纵观欧盟监管制度,其监管原则、加强内控和风管信息披露的要求,与我国现有制度和实践有众多类似之处,多个规定条款可互有益补充。

当前我国金融领域不断加强对外开放,特别在深沪港三地互联互通不断深

化,A股纳入 MSCI 指数等背景下,全面系统地了解欧盟相关规则非常必要,有利于上市公司监管与国际接轨。欧盟监管规则在多方面可圈可点、值得借鉴,比如对违反信息披露义务的个体进行严厉的行政处罚、对涉及公共利益的公司有更高信息披露要求等。

(四)完善我国上市公司监管制度的建议

① 继续加强公司内控风管信息披

图表一

要点一	重视投资者获取的方便性	为了便于组成招股说明书的各种文件的流通,鼓励使用网络,但招股说明书应该以纸质表格的方式递交,并应投资者要求免费提供。
要点二	重视特殊情况的警示	招股说明书应该以易于分析、理解的方式披露发行人的特殊性质,以及在受管制市场发行或者批准交易证券的特殊性质(包含所有使得投资者能够就资产与负债情况、金融状况、损益及发行人和担保人前作出合理判断所需要的信息),除特定情形外应包含一份概要。
要点三	最低(少)披露信息的要求	1. 根据2003/71/EC指令第7条,欧盟委员会还针对不同的证券种类颁布详细的执行措施,以规定招股说明书最低(少)披露信息的要求,即809/2004条例。 2. 本条例应根据发行人种类的不同,以及发行人某些行动的特殊性质,主管当局有权要求其披露809/2004条例中没有列出的信息。 3. 对于全新种类的证券,如果在条例的信息要求中尚未规定,则发行人仍然要尽可能制作招股说明书,并提出申请。这种情形下,发行人应同主管当局讨论招股说明书内容的披露要求,通过同样遵循2003/71/EC指令下的“单一护照”制度。如果条例中信息披露要求的内容与特定的证券种类无关,则发行人可以省略披露。
要点四	规定了较为详尽的首次信息披露的豁免情形(例外情形)	1. 特定的证券类型,可以不适用2003/71/EC指令规定的首次信息披露要求。 2. 特定的证券发行方式,可以不适用2003/71/EC指令规定的发布招股说明书的义务。 3. 特定的证券发行目的或对象,可以不适用2003/71/EC列举的招股说明书义务。

图表二

要点一	重视内部控制和风险管理	1. 在内控和风管方面,2006/46/EC指令要求上市公司的公司治理声明应包括企业治理准则、企业内部控制和风险管理系统等。 2. 指令2004/109/EC针对上市公司内控与风险管理系统的信息披露问题,要求公司年报中包括一份描述其所面临主要风险和不确定性的报告,包含在半年报中的中期管理报告也必须提供关于本年度剩余6个月内面临的主要风险及不确定性信息,并责成公司至少要建立一套检测风险和不确定性的系统 <sup>⑤</sup> 。
要点二	对违反规定的主体严厉处罚	2004/109/EC指令还明确规定对违反信息披露规定的个体进行严厉行政处罚,法人的最高罚款金额达 1000 万欧元或年营业额的 5% (取高者),自然人的最高罚款金额为 200 万欧元或违法所得的两倍。
要点三	股份变动披露义务	股东获取或处置公司股份导致其所持有的表决权达到、超过或低于某一比例时,股东应向发行人披露该事实。股东应该在获知该事实后四个交易日内尽快通知发行人。发行人在收到该通知后,应在三个交易日内向公众披露所有信息。
要点四	涉及公共利益公司的特别披露义务	涉及公共利益的上市公司需遵守更严格的非财务信息披露规定:1. 2014/95/EU规定,适用涉及公共利益的企业需按披露人权、环境问题、社会和员工相关事务、反贪污和贿赂事宜等方面的信息,以了解企业的发展以及活动的影响。在进行披露时,企业必须对其业务模式简要说明,并针对上述披露事项,描述政策措施(包括尽职调查流程)及政策效果、有关事项风险以及公司对风险的管理,提出特定业务相关的非财务关键绩效指标。 2. 此规定适用于拥有 500 名或以上员工的上市公司、银行、保险以及其他被政府机构认定为涉及公共利益的企业,根据欧盟委员会的相关统计,该指令将涉及欧盟约 6000 家大公司和集团,而且成员国可根据本国实际情况,以立法的形式扩大适用范围。

露制度

交易所应要求上市公司进一步完善内部控制信息披露监督制度,督促公司建立健全有效的风险管理系统和流程。根据欧盟上市公司监管制度和经验,交易所可要求上市公司在年报中列专有关内控和风险管理的内容,对策略风险、运营风险、金融风险和合规风险等方面进行较为深入的披露,不允许模板式的汇报,保证企业各项活动置于政府和社会公众的监督之下,促进证券市场的健康发展。

② 提高行政处罚金额,增加信息披露违法违规成本

我国的信息披露制度虽然层级分明,实现了较为全面的覆盖,但是行政处罚金额过低,对法人的处罚在 30 万至 60 万元区间,而对直接责任人员和高管更是只有 3 万元到 30 万元之间,不能与信息违法行为的严重危害性相匹配,违法成本过低。特别在目前利用信息披露违法行为获利动辄上亿元的背景下,提高行政处罚金额有紧迫性。欧盟的统一规则对确定我国行政处罚金额有很好的参考意义。

③ 进一步强化涉及公共利益上市公司的信息披露义务

我国资本市场已有关于不同上市公司信息披露的差异化要求,上市公司评分级别不同,其信息披露义务有所差别。在范围和细化要求方面,有进一步完善的空间:第一,明确涉及公共利益上市公司的范围,标准包括公司所从事的业务(如涉及环境问题<sup>⑥</sup>)、经营情况(如有退市风险)、突发情况(如陷入控制权斗争)等;第二,逐步扩大强制披露企业社会责任报告的上市公司群体<sup>⑦</sup>,加强符合标准公司在披露频率和内容方面的要求,督促其履行相应的信息披露义务。

注释(对应数字编号见文中以及表格标注):

[1] 全球第一个公司治理准则英国 Cadbury 报告(1992)明确指出,健全的内部控制是落实公司治理各项制度的基础。因此,针对内控与风险管理的信息披露要求有利于加强上市公司监管,促进上市公司健康发展。

[2] MiFID II 要求金融机构对其经营、服务等各个环节中面临的专门风险建立相应的控制机制,将内部控制和风险管理的要求嵌入到各业务流程的全过程。

[3] 首次披露规则包括指令 2001/34/EC、2003/71/EC、2006/46/EC 和 2010/

73/EU,以及条例 809/2004 和 2017/1129;持续性披露规则包括指令 2001/34/EC、2004/109/EC、2013/50/EU 和 2014/95/EU 等。其中指令 2001/34/EC 随后被 2003/71/EC 修订,和 2004/109/EC 分别规定了首次披露和持续性披露相关内容,地位较为关键,具有承前启后的意义。

[4] 发行人、供应商或者申请在受管制市场交易的人可以以单一文件的形式或者分别文件的形式起草招股说明书。包含不同文件的招股说明书应该将要求提供的信息分类为:登记文件(registration document)、证券附注(securities note)以及摘要附注(summary note)。对于这些文件中各自应披露的内容及格式规定在 2003/71/EC 指令四项附件中。

[5] 根据 2004/109/EC 指令,不确定性必须与风险相区别:风险指可用概率衡量的不良事件,而不确定性更为广泛,包括不可描述的结果或事件和由于其非定量性不能用概率评估的结果或事件。

[6] 年度财务报告包括:一是审计财务报表(the audited financial statements),应由发行负责人制作,真实、公平地反映发行人的资产债务、财务状况、损益及整体企业状况;二是管理报告(the management reports),应包含对业务发展及表现的公平审视,对发行人的状况、整体企业状况及他们面临的主要风险及不确定因素的描述。

[7] 半年财务报告包括:一是财务报表简述(the condensed set of financial statements),应由发行负责人制作,至少应包含资产负债表、损益账目的简述以及对这些账目的解释性说明;二是中期管理报告(an interim management report),应公正地描述前六个月中发生的重要事实及其对财务报表简述的影响,以及对该财政年度未来六个月主要风险及不确定因素的介绍。

[8] 上市股票发行人还应在上、下半年由其管理层各自公布一份中期管理报表,包含:一是自该六月初至报表发布期间发生的重大事件和交易的解释性说明,及其对发行人及其控制企业财务状况的影响;二是对发行人及其控制企业在该期间财务状况及表现的总体介绍。

[9] 当前我国环保部明确要求 16 类重污染行业上市公司应当发布年度环境报告,但涉及其他公共利益的企业无明确定义。

[10] 目前深交所要求深证 100 指数成份股公司强制披露企业社会责任报告,而欧盟地区符合法规中特别披露要求的公司约 6000 家,超过该地区上市公司总数的一半。

图表三

年度财务报告 <sup>⑧</sup>	相关法规要求证券发行人在每个财政年度结束后,不超过四个月内公布其年度财务报告,并留存至少五年,以供公众查阅。
半年财务报告 <sup>⑦</sup>	股票或债券的发行人应在上半年结束后的两个月内尽快发布半年财务报告,并留存至少五年,以供公众查阅。半年财务报告如经过审计,则该审计报告也应一并全文复制包含于其中;如果未经审计,则应对此情况做出说明。
中期管理报告 <sup>⑨</sup>	中期管理报表披露注意事项: 1. 仅对股票的发行人做了该要求,债券等其他证券由于本身对投资者提供了足够的保护,所以没有强制要求。 2. 如果上市股票的发行人主动或按照规定公布了季度财务报告,则将不再要求提供中期管理报告。 3. 上述定期披露义务在 2004/109 指令中还规定了可以豁免的具体情形。

