

我国上市公司信披违规的底层逻辑与靶向优化

路军伟 王甜甜 方政

摘要: 基于上市公司高质量发展的现实需求,我国上市公司信息披露监管愈发强调实控人的主体责任,然而学术界尚缺乏实控人如何参与甚至主导违规行为的系统研究,这容易导致信息披露监管的“治标不治本”。基于委托代理理论和我国“差序格局”下实控人主导的关系导向型治理安排,可以发现我国上市公司信披违规的底层逻辑——实控人受不同违规动机的驱使,会在核心高管和非核心高管之间灵活控制信息的传播半径,刻意制造高管团队内部信息不对称,致使部分公司治理制度失灵。通过梳理上市公司信披违规处罚决定发现,现行信息披露监管虽然在事后处罚方面能够有效识别主要参与者,但是事中监督的识别效率不足,无法有效识别信披违规的动机及其路径。

关键词: 信披违规; 实控人; 代理人多任务模型; 内部信息不对称

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2022.06.007

一、引言

信息披露是资本市场的基石,因而上市公司信息披露违规(后文简称“信披违规”)的有效治理关系到资本市场的有效运作。基于上市公司治理结构的本土化特征,我国信披违规治理的制度创新还面临诸多挑战。2021年11月,康美药业虚假陈述的民事诉讼一审判决要求所有受到行政处罚的高管(包括独立董事)承担连带责任;而2020年11月,昆明机床虚假陈述的民事诉讼二审判决却要求除了时任董事长、总经理、财务总监和会计机构负责人等核心高管,其他受到行政处罚的非核心董监高不再承担连带责任^①。不难发现,上述两个案件的裁判思路存在明显的差异,这一差异的焦点在于上市公司全体高管能否平等地知晓相关信息。剖开两个案件的具体事实和细节,判决的差异体现了我国司法部门和行政监管部门对上市公司信披违规的底层逻辑缺乏清晰且一致的认识,这迫切需要学术界结合我国上市公司治理结构的本土化特征展开理论探索。

由于股权结构相对集中,我国上市公司治理,尤其是信披违规治理需要充分关注实际控制人(后文简称“实控人”)的作用,而不能简单复制西方股权分散下的治理模式。2020年10月,国务院发布了《关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发〔2020〕14号),其中将实控人的资金占用、违规担保问题列为亟须解决的突出问题,这更加体现了系统揭示实控人操纵上市公司信息披露作用机理的理论价值

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“我国强制性季报的政策效应及其作用机理研究”(72072102);国家自然科学基金面上项目“金字塔结构下母子公司‘双向治理’形成机理与协同效应研究”(71872101);山东大学人文社科青年团队项目“高质量发展背景下的中国资本市场信息治理研究”(IFYT2001)。

作者简介: 路军伟,山东大学管理学院教授,博士生导师(济南 250100; sdljw@sdu.edu.cn);王甜甜,山东大学管理学院博士研究生(济南 250100; sdwtt@mail.sdu.edu.cn);方政(通讯作者),山东大学管理学院副研究员,硕士生导师(济南 250100; fangzheng@sdu.edu.cn)。

^① 判决指出虽然被诉董事、监事、高级管理人员均被行政处罚,但是承担行政责任并不意味着一定承担民事责任。因证券违法案件的行政处罚和证券虚假陈述民事赔偿责任所保护的法律利益性质有所不同,构成要件及认定依据的实体法律规定也不同。行政责任承担的前提是违反行政法规及相关管理秩序,民事责任的承担前提是行为人有损害他人利益的过错,董、监、高是否按照公司法的规定尽到了忠实和勤勉义务,对财务造假的行为是否明知或者能预见。

和现实紧迫性。通过梳理 2007 年至 2020 年中国证监会发布的上市公司信披违规处罚公告,可以发现涉及实控人的信披违规案件比例居高不下,甚至呈波动上升趋势。整体而言,2007 年至 2020 年间涉及实控人的信披违规案件比例高达 83.87%^①。尽管强化实控人在信披违规中的主体责任已经初步形成共识并逐渐付诸实践^②,但关于实控人主导上市公司信披违规的作用机理以及如何有效约束实控人所主导的信披违规,即信披违规的底层逻辑还缺乏系统性研究。

现有关于信息披露的研究主要关注如何借助内外部治理机制抑制上市公司信披违规行为^{③④}。目前,我国已有较为完善的公司治理制度,为什么依旧无法有效抑制上市公司信披违规频发呢?本文指出其真正的原因在于,实控人通过关系导向型治理安排,构建由核心高管和非核心高管组成的信息圈层,当实控人与其他股东利益出现冲突时,刻意在核心高管与非核心高管间制造信息不对称(本文概括为“内部信息不对称”),致使部分公司治理制度失灵,这是我国上市公司信披违规的底层逻辑。本文通过探析上市公司信披违规的底层逻辑,认为我国上市公司信息披露应实施靶向优化,重点是优化实控人利益导向的信息产生阶段,而不仅仅是信息披露阶段。此外,处罚应当甄别参与主体的事实违规程度,明确关键责任人,区别涉事核心高管和非核心高管,提高违规治理效率,为非核心高管的勤勉履职创造良好的制度环境。

本文可能的贡献主要有两点:第一,本文揭示了我国上市公司信披违规的底层逻辑,拓展了信息披露治理在股权相对集中情境下的理论边界。第二,基于我国上市公司信披违规的底层逻辑,本文从明确实控人主导违规的主体责任、限制实控人主导违规的能力、削弱实控人主导违规的动机和甄别实控人主导违规的信息半径四个方面提出了靶向优化的治理措施,为有效抑制实控人主导的信披违规行为、助力资本市场高质量发展等提供了有益的理论探索。

二、我国上市公司信息披露的制度背景:实控人主导的关系导向型治理安排

现有研究主要基于委托代理理论将信息披露效率不足归因于三种可能的路径:(1)“内部人”如实进行了信息披露,但易读性不足^⑤; (2)“内部人”粉饰信息、甚至虚假披露相关信息^{⑥⑦}; (3)“内部人”实施了形式合规而实质违规的不完备信息披露^⑧。基于此,信息披露研究重点关注了如何借助公司治理机制抑制“内部人”的信息操纵行为,例如外部制度或文化^⑨、充当内外部沟通桥梁之一的分析师^⑩、其他股东治理^⑪以及董事会与高管行为治理^⑫等。在西方发达资本市场,上市公司股权高度分

① 上市公司信披违规案件总数 186 起,其中,实控人受罚案件数 156 起。

② 例如,新《中华人民共和国证券法》将实控人相关的信息披露违法行为处罚额度上限从 60 万元上调为 1000 万元。

③ Shi W., Connelly B. L., Hoskisson R. E., “External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Prescriptions”, *Strategic Management Journal*, 2017, 38(6), pp.1268-1286.

④ 孟庆斌、施佳宏、鲁冰等:《“轻信”的注册会计师影响了审计质量吗——基于中国综合社会调查(CGSS)的经验研究》,《会计研究》2019 年第 7 期。

⑤ Hwang B. H., Kim H. H., “It Pays to Write Well”, *Journal of Financial Economics*, 2017, 124(2), pp.373-394.

⑥ Firth M., Rui O. M., Wu W., “Cooking the Books: Recipes and Costs of Falsified Financial Statements in China”, *Journal of Corporate Finance*, 2010, 17(2), pp.371-390.

⑦ 竹挺进:《控股股东股权质押、失去控制权风险与公司财务舞弊》,《上海商学院学报》2021 年第 4 期。

⑧ 源自“内部人”对信息披露规则和投资者反应的学习过程,进而消极满足强制性披露的形式合规要求。

⑨ Boone A. L., White J. T., “The Effect of Institutional Ownership on Firm Transparency and Information Production”, *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(3), pp.508-533.

⑩ 伊志宏、杨圣之、陈钦源:《分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究》,《中国工业经济》2019 年第 1 期。

⑪ 谭劲松、林雨晨:《机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据》,《南开管理评论》2016 年第 5 期。

⑫ Koch-Bayram I. F., Wernicke G., “Drilled to Obey? Ex-military CEOs and Financial Misconduct”, *Strategic Management Journal*, 2018, 39(11), pp.2943-2964.

散,核心高管往往是上市公司信息披露的责任主体,因此上述机制能够从一般意义上提高信息披露效率。然而,我国上市公司股权相对集中,实控人往往是信息披露的责任主体。那么,上述机制能否提升我国资本市场情境下信息披露的有效性呢?

在我国制度背景下,上市公司普遍隶属于集团公司。集团的整体利益与上市公司利益可能并不趋同,这容易导致实控人与其他股东产生利益分歧^{①②}。实控人为了实现集团整体利益最大化,可能凭借控制权主导治理机制的设计,操纵信息披露的内容。通过梳理 2007 年至 2020 年中国证监会发布的涉及实控人受罚的上市公司信披违规处罚公告,可以发现超过 92% 的实控人被认定为直接责任人,且超过 96% 的实控人被处罚金居于受罚责任人之首(见图 1)。证监会的处罚结果体现了中国信息披露治理的情境化特征,即实控人往往是我国上市公司信息披露的主导者。

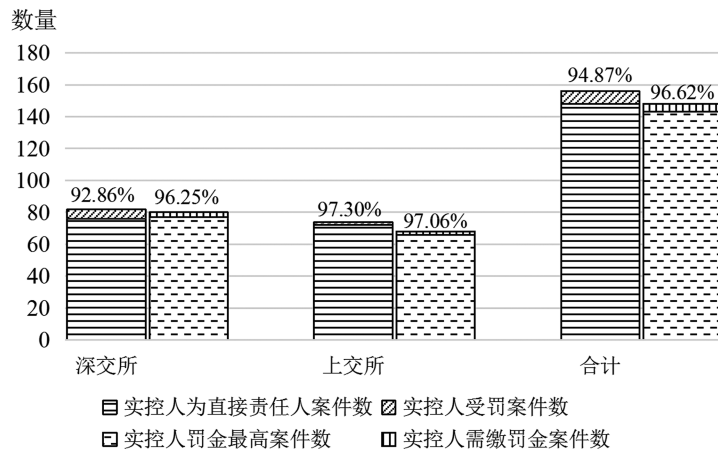


图 1 2007—2020 年实控人为直接责任人和罚金最高情况统计

注:左侧柱状图上方比例为实控人为直接责任人占比(实控人为直接责任人案件数/实控人受罚案件数);

右侧柱状图上方为实控人罚金最高占比(实控人罚金最高案件数/实控人需缴罚金案件数)。

数据来源:作者根据中国证监会网站数据整理所得。

由于上市公司高管团队是信息披露的具体实施者,实控人并不能独立于高管团队进行信息披露。在实控人与上市公司其他股东潜在利益存在分歧的情况下,高管团队为什么要服从于实控人的利益取向呢?实控人主导的关系导向型治理安排给出了这一问题的答案。

(一)关系导向型治理安排的委托代理理论溯源:代理人多任务模型

委托代理理论的代理人多任务模型指出,代理人往往同时面对多项任务,而其能力的有限性决定了代理人需要在多项任务中进行努力程度的分配。因此,委托人想要换取代理人更多的努力,就需要为代理人提供更有竞争力的收益前景,进而实现双方的利益趋同^③。

代理人多任务模型能够解释传统代理问题的形成机理。在股权相对分散的资本市场中,上市公司 CEO 面临为股东服务还是为自己谋利的双重任务。由于股权相对分散,众多股东存在“搭便车”的倾向,无法提供完备的监督和激励机制,此时 CEO 可能对股东利益进行不当侵占,即第一类代理问题。为了能够侵占股东利益获取控制权私利,CEO 倾向于构建关系导向型的治理安排,干预董事的

① Claessens S., Djankov S., Lang L., “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2), pp.81-112.

② Faccio M., Lang L., “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 2002, 65(3), pp.365-395.

③ Holmstrom B., Milgrom P., “Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design”, *Journal of Law Economics & Organization*, 1991, 7, pp.24-52.

选聘和主要高管的任命。通过选聘或任命熟人担任董事和高管,CEO主导的关系导向型治理安排表现为CEO友好型的董事会或高管团队^{①②}。

具体到我国上市公司治理实践,关系导向型治理安排的核心是实控人。由于股权相对集中,实控人与上市公司其他股东的利益可能存在分歧,上市公司高管面临着服务特定股东群体利益或服务自身利益的多重任务。为了换取高管更多的努力,实控人需要为高管提供更有诱惑力的激励安排。此时,实控人能够借助实际控制权,直接干预公司治理结构和机制的安排。基于我国文化情境下“内外有别”的权力差序格局^③,实控人倾向于选聘“自己人”担任董事和高管,并且根据关系的远近亲疏与其他因素决定关键岗位的人选^④,甚至亲自担任董事长这一核心岗位,从而实现实控人与高管的利益趋同,确保高管为实控人利益服务,甚至不惜牺牲其他股东的利益。

区别于CEO主导的关系导向型治理安排,实控人主导的关系导向型治理安排具有几个显著的特点:第一,董事选聘的自主性。股东可以选聘任何一个具有任职资格的自然人担任董事;而CEO只能向股东大会推荐,其自主性程度较低。第二,团队构建的灵活性。实控人通过选聘更多的董事进入董事会,进而能够主导高管团队的组建;而CEO组建高管团队还需要上报董事会,其灵活性较低。第三,外部监管的困难性。基于维系双方互信关系的需要,实控人与熟人高管实现了长期利益绑定,这提高了外部监管的难度。然而关系型契约可能无法确保实控人与高管的动态利益匹配^⑤,实控人还需要提供必要的激励措施。那么实控人如何进行有效的激励设计呢?

(二)关系导向型治理安排的保障措施:高管的参与约束与激励相容约束

委托代理理论认为,考虑到理性代理人的风险厌恶偏好,委托人需要借助必要的治理机制为其提供激励,即参与约束与激励相容约束^{⑥⑦}。其中,参与约束通过提供与代理人付出正相关的回报,激励代理人选择竭力为委托人服务;而激励相容约束则通过一系列激励提升代理人的努力程度,促使其保持与委托人利益的动态一致性。

1.参与约束的应对:核心高管的选聘与制度压力的缓解

(1)核心高管的选聘:选聘熟人以确保利益趋同。前文已述,实控人能够直接干预上市公司治理结构的构建,包括高管的选聘,促使高管努力保障大股东利益,甚至不惜牺牲其他利益相关方的利益。为了确保实控人与高管的利益趋同,实控人倾向于任命熟人担任高管^⑧,尤其是核心高管岗位(例如董事长、CEO、CFO、董秘等)。在“差序格局”的中国文化情境下,熟人高管与实控人通常处于较为相近的关系网络,这种隶属于中上层社会的共同关系历来都是极其珍贵的社会资源^⑨。为了维系与实控人的社会资本纽带,提高双方互信水平,增强彼此之间的认同感^⑩,熟人高管更倾向于迎合实控人的意志。此外,在我国制度情境下,实控人往往能够凭借控制权主导董事会,进而干预高管的选聘以及薪酬安排。无论是为了获得更高的职位,掌握更大的权力,还是为了获取更高的显性和隐性薪酬,

① Adams R. B., Ferreira D., “A Theory of Friendly Boards”, *Journal of Finance*, 2007, 62(1), pp.217-250.

② Joshi A., Hambrick D. C., Kang J., “The Generativity Mindsets of Chief Executive Officers: A New Perspective on Succession Outcomes”, *Academy of Management Review*, 2021, 46(2), pp.385-405.

③ 费孝通:《乡土中国》,北京:北京出版社,1985年,第30页。

④ 张强:《自家人、自己人和外人——中国家族企业的用人模式》,《社会学研究》2003年第1期。

⑤ Watson J., Miller D. A., Olsen T. E., “Relational Contracting, Negotiation, and External Enforcement”, *American Economic Review*, 2020, 110(7), pp.2153-2197.

⑥ Ross S. A., “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem”, *American Economic Review*, 1973, 63(2), pp.134-139.

⑦ Mirrlees J. A., “The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization”, *Bell Journal of Economics*, 1976, 7(1), pp.105-131.

⑧ 孙光国、戴明禹、滕曼茹:《攻不破的“家族化怪圈”:家族主义文化驱使企业重回家族化治理模式吗?》,《南开管理评论》2022年。

⑨ 周泽将、雷玲、杜兴强:《本地任职与独立董事异议行为:监督效应 vs.关系效应》,《南开管理评论》2021年第2期。

⑩ 潘越、翁若宇、纪翔阁等:《宗族文化与家族企业治理的血缘情结》,《管理世界》2019年第7期。

作为理性经济人的熟人高管必然会尽可能地同实控人保持一致,保障实控人的利益。

(2)制度压力的缓解:实控人信息披露的不完备。上市公司并不是在独立于外部环境的真空状态下运行,外部治理机制可以直接或间接地影响上市公司内部治理效果^①。考虑到我国关系导向的制度文化情境,以及实控人对外部治理的直接干预(例如外部审计师的选聘),外部中介机构通常无法独立发挥监督作用^②。因此,部分学者认为,约束我国上市公司实控人的侵占行为更多需要仰仗相关法律法规。然而,在我国现行信息披露制度下,实控人信息并不属于强制披露的范围。实控人信息的非强制披露不仅赋予了实控人更多的操纵空间,更改变了熟人高管的行为选择结果。如果实控人信息需要强制披露,那么其过度控制行为将更加透明,熟人高管需要充分考虑参与实控人主导信披违规所带来的风险,此时高管多重任务权衡的结果并不必然以实控人利益为主要目标。然而,在我国现行信息披露制度下,实控人信息并不需要强制披露,熟人高管参与信披违规将更加隐蔽,导致其更有可能选择与实控人利益保持一致。

2.激励相容约束的应对:高管显性激励和隐性激励

委托代理理论指出,除了参与约束解决工作动机问题,还需要激励相容约束去应对潜在的道德风险问题。委托人需要确保代理人在面临新的多重任务权衡时不会改变利益取向,始终与其保持利益一致。为了达到这个目的,实控人需要借助高管的显性激励和隐性激励安排,实现对熟人高管的激励相容。

(1)高管显性激励:实控人主导的熟人高管激励安排。在我国资本市场情境下,高管激励安排是由董事会下设的薪酬委员会制定的,而薪酬委员会成员则来自实控人主导的董事会。因此,实控人能够凭借控制权选聘相当数量的董事,从而直接干预上市公司高管薪酬和中长期激励的安排。实控人通过提供更高的薪酬和赋予更大的权力等,能够确保熟人高管在多重任务权衡中,选择与实控人利益保持一致。然而在现行高管薪酬设计的治理机制框架内,其他股东难以借助激励措施改变熟人高管任务权衡的结果。

(2)高管隐性激励:实控人导向的熟人高管声誉评价。委托代理理论指出声誉是有效约束高管机会主义行为的治理机制之一^③,关系到高管未来的职业生涯和工作机会。在我国资本市场情境下,上市公司高管声誉激励面临着市场导向声誉评价和实控人导向声誉评价的权衡^{④⑤}。在声誉评价的权衡下,熟人高管所在意的职业生涯和工作机会内生于“双重劳动市场”^⑥,一方面是代表股东整体利益的勤勉尽责,即传统经理人市场;而另一方面则是迎合实控人意志的“勤勉尽责”,即关系型经理人市场。此时,实控人的控制权再次主导了熟人高管的选择:由于能够干预高管选聘,实控人倾向于选择“自己人”担任高管,尤其是核心岗位。为了维系关系纽带,熟人高管也会自发地迎合实控人的意志,即实控人与熟人高管的私人信任关系成为影响声誉权衡结果的“软约束”^⑦。

综上所述,实控人依托关系导向型治理安排,能够向核心高管提供更具诱惑力的激励安排,进而实现参与约束和激励相容约束,促使核心高管选择与实控人保持利益一致,甚至不惜以牺牲其他股东利益为代价(见图2)。那么,实控人是如何利用关系导向型治理安排主导上市公司信披违规呢?

① Aguilera R. V., Desender K., Bednar M. K., et al., “Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle”, *Academy of Management Annals*, 2015, 9(1), pp.483-573.

② Dyck A., Morse A., Zingales L., “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?”, *Journal of Finance*, 2010, 65(6), pp. 2213-2253.

③ Demsetz H., “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law & Economics*, 1983, 26(2), pp.375-390.

④ 方政、徐向艺、李婷婷:《董事会二元治理有效性研究述评与展望》,《管理学报》2020年第11期。

⑤ Ruiz-Verdu P., Singh R., “Public Thrift, Private Perks: Signaling Board Independence with Executive Pay”, *Journal of Finance*, 2020, 76(2), pp.845-891.

⑥ Li W., Krause R., Qin X., et al., “Under the Microscope: An Experimental Look at Board Transparency and Director Monitoring Behavior”, *Strategic Management Journal*, 2018, 39(4), pp.1216-1236.

⑦ 陈睿、王治、段从清:《独立董事“逆淘汰”效应研究——基于独立意见的经验证据》,《中国工业经济》2015年第8期。

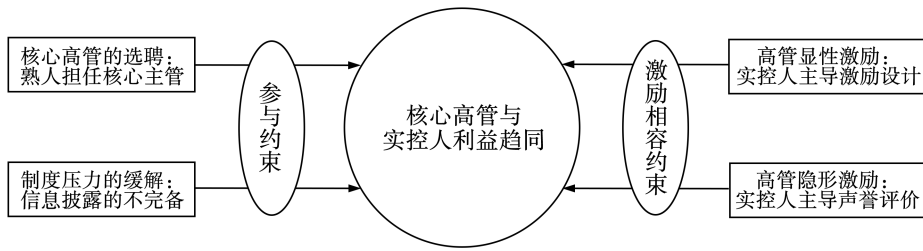


图2 实际控制人主导的关系导向型治理安排

三、我国上市公司信披违规的底层逻辑：关系导向型治理安排下的内部信息不对称

(一)上市公司信披违规的形成机理：违规事项中股东利益的分歧程度

上市公司粉饰或操纵信息披露的动机并不完全相同，即信披违规的动机并不是同质的。具体而言，信披违规的动机根据违规事项中股东利益分歧程度可以分为两类：第一类，整体股东利益导向动机。当上市公司确系经营遭遇困难时，上市公司出于稳定股价的动机可能进行虚假陈述。在这种情况下，上市公司或实控人并不直接侵占其他股东的利益，实控人并不需要对其他股东刻意隐瞒公司的经营状况。第二类，实控人利益导向动机。当实控人为了谋取私利而侵占上市公司利益，进而导致上市公司经营遭遇困难时，上市公司进行虚假陈述的动机虽然也是稳定股价，但是此时实控人与其他股东的利益并不趋同。

为了证实上市公司信披违规的不同动机是否存在，本文通过梳理2007年1月1日至2020年12月31日中国证监会处罚的涉及上市公司实控人的156起信披违规案例，期望明晰我国上市公司信披违规的不同形成机理，为后续信息披露治理的靶向优化提供依据。上市公司涉及实控人信披违规的主要类型如表1所示：

表1 2007—2020年涉及实控人的信披违规类型

违规类型	违规动机	是否直接侵占其他股东利益	制造内部信息不对称动机	违规占比
虚增利润	整体股东利益导向	否	弱	42.31%(66)
债务违约		否	弱	3.21%(5)
重大诉讼		否	弱	12.18%(19)
关联交易	实控人利益导向	是	强	44.23%(69)
对外担保		是	强	28.85%(45)

注：括号内数字为该类违规涉及的上市公司数量，单一公司涉及多种违规类型的分别计数，此外还有28家上市公司因除以上五种原因被处罚。

数据来源：作者根据中国证监会网站数据整理所得。

1.整体股东利益导向动机的信披违规。结合前文分析，虚增利润、债务违约和重大诉讼(77家)等信披违规，主要涉及上市公司整体利益，相关信息的操纵或者瞒报(遗漏)能够在一定程度上保证现有全体股东相应时期的利益稳定。从这个角度说，实控人与现有其他股东从信披违规中的获利是一致的，所以此时实控人并不需要刻意隐瞒相关信息。

2.实控人利益导向动机的信披违规。值得关注的是，关联交易和对外担保(88家)的数量超过了前述三种较为常见的违规行为，且占比高达68.75%(88/128)。这两类违规行为超越了单体公司的范畴，除了上市公司本身，还可能涉及实控人控制的母公司及其关联公司。由于与其他股东的利益并不

一致,实控人有较强动机刻意隐瞒相关信息。在这种情况下,实控人可能将信息告知全体或者部分核心高管,而对其他高管成员隐瞒,或者直接绕开相关高管。那么,如何区分核心高管与非核心高管呢?哪些核心高管会参与信披违规呢?实控人主导的关系导向型治理安排为我们提供了答案。

(二)上市公司信披违规的作用路径:关系导向型治理安排下的信息圈层

为了掩盖实控人侵占其他股东或利益相关者合法权益的事实,上市公司往往会违规披露相关信息。那么,高管团队所有成员是否能够平等地知道相关信息呢?答案是否定的。在实控人主导的关系导向型治理安排下,核心高管掌握的信息较为全面,而非核心高管掌握的信息则较少。具体而言,信息圈层表现为迎合实控人意志、基于信息披露职责分工所形成的高管团队(见图3):

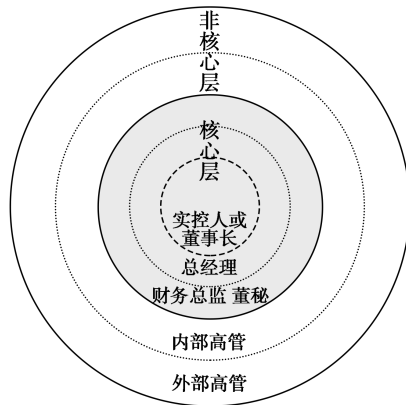


图3 上市公司信披违规的作用路径:关系导向型治理安排下的信息圈层

核心层,一般包括董事长、总经理、财务总监和董秘,即上市公司的核心高管。其中,董事长一般由实控人本人或其一致行动人担任,是信息制造的源头;总经理直接参与企业经营,需要对信息披露的真实性、准确性和完整性承担责任;财务总监作为定期报告披露的责任人,董秘作为临时报告披露的责任人,虽然信息的全面性不及总经理,但也能够较为及时地了解相关信息。无论是总经理、财务总监还是董秘,都是信息制造的直接参与者。

非核心层,由核心高管之外的其他高管组成,即上市公司的非核心高管。其中,核心高管之外的其他内部高管虽然与实控人也可能存在社会关系纽带,但是并不能及时、全面地掌握公司关键信息,处于信息圈层的外围;而核心高管之外的外部高管与实控人的社会关系纽带较弱,可能被视为“外人”而无法接触到关键信息,处于信息圈层的最外部边缘。

基于上述关系导向型治理安排,核心高管作为实控人的事实一致行动人,无论是否参与信息操纵,至少不会主动揭发实控人的违法违规行为,难以充当公司利益的看门人和违规行为的“吹哨人”^①。因此,在上市公司信息披露过程中,关系导向型治理安排确保了实控人可以灵活控制信息的传播半径,决定相关信息可以到达的圈层,即制造核心高管与非核心高管之间的内部信息不对称。

(三)上市公司信披违规的表现形式:信息圈层下的内部信息不对称

实控人需要根据具体违规事项确定参与的核心高管,即制造内部信息不对称^②。在上市公司治理实践中,实控人的治理行为是动态的,很难事前约定何时何事项可能出现违规。例如在某些治理情境下,实控人只需会同特定核心高管即可实现利益侵占,此时实控人制造内部信息不对称的动机较强。如果信披违规行为是为了维持或保护上市公司市场价值,实控人并不需要刻意制造内部信息不对称,反而更需要高管团队的群策群力,即制造内部信息不对称的动机较弱。那么,实控人如何确定

^① Dyck A., Morse A., Zingales L., “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?”, *Journal of Finance*, 2010, 65(6), pp. 2213-2253.

^② 基于信息半径确定信息可以触达哪一个信息圈层,以及具体哪些高管参与信息制造过程。

信息传播半径和参与高管的人选呢?

高管是上市公司的一线执行者,因此实控人主导或参与的信披违规很难真正独立于高管而完成。但是,不同高管获取信息的程度可能存在差异,这取决于违规行为是否直接侵占现有其他股东的利益。如果违规行为并不直接侵害现有股东及其利益相关者的利益,仅仅是为了维持上市公司的市场价值,则实控人可能会开诚布公地与高管团队商讨对策。但是如果违规行为主要对实控人有利,甚至可能侵占其他股东利益,那么实控人往往会刻意制造内部信息不对称(例如,保千里实控人庄敏指使总经理和财务总监参与并实施关联交易、提供对外担保,其他高管对此并不知情)。

为了初步验证上市公司高管团队内是否存在内部信息不对称,本文统计了2007年1月1日至2020年12月31日中国证监会处罚的涉及上市公司实控人的156起信披违规案例中高管进行申辩和高管自称不知情的数量,并根据前文所述的信息圈层对高管进行了归类。统计结果(见图4)显示,随着信息圈层的向外延伸(实控人——核心层——非核心层),高管申辩和高管自称不知情的比例都逐步升高,尤其是非核心层高管自称不知情的比例超过66%,反映了高管团队内部,尤其是核心高管与非核心高管之间确实可能存在内部信息不对称。

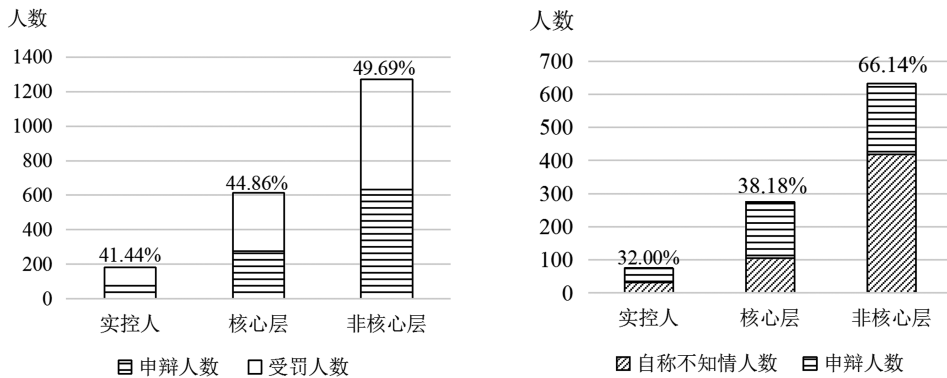


图4 2007—2020年上市公司信披违规受罚高管申辩及其自称不知情情况统计
数据来源:作者根据中国证监会网站数据整理所得。

需要特别指出的是,尽管实控人能够直接干预高管激励安排,但是以外部董事或独立董事为代表的非核心高管仅领取固定薪酬(津贴),甚至不领取薪酬,这就导致实控人可能无法借助前述激励机制实现与非核心高管的利益一致。此时,实控人会利用内部信息圈层,制造针对非核心高管的内部信息不对称。综上所述,实控人受不同违规动机的驱使,会借助关系导向型治理安排形成的信息圈层,在核心高管和非核心高管间灵活控制信息的传播半径,刻意制造高管团队内部信息不对称(见图5),致使部分公司治理制度失灵,这是我国上市公司信披违规的底层逻辑。那么,我国现行的上市公司信息披露监管是否能够根据实控人的不同动机,有效识别不同信披违规行为背后的内部信息不对称程度及其参与主体,并进行有效的监管和处罚呢?

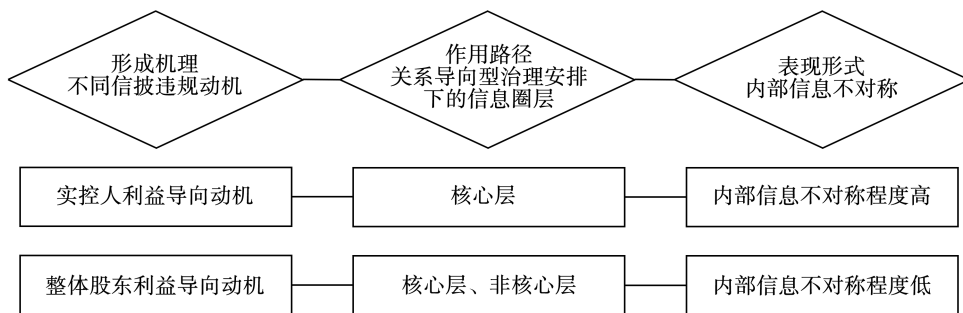


图5 我国上市公司信披违规的底层逻辑

四、我国现行上市公司信息披露监管效果评价：事后处罚有效、事中监督滞后

(一)实控人主导的信披违规治理：事后处罚有效

我国现行信息披露制度并不强制要求上市公司披露实控人的治理行为信息，因此资本市场无法有效识别实控人与高管团队在信披违规中的参与程度。本文基于2007年1月1日至2020年12月31日中国证监会处罚的156起涉及实控人的上市公司信披违规案件，尝试借助上市公司信披违规处罚的内容和程度进行分析，并从处罚金额和处罚对象两个方面识别事后处罚是否关注到了实控人的违规动机和内部信息不对称的问题。

1.处罚金额方差。处罚金额主要体现的是责任人在信披违规中的参与程度及其造成的消极影响，所以责任人之间罚金的方差能够在一定程度上体现内部信息不对称的程度。因此，本文预期与强内部信息不对称动机的信披违规(关联交易、对外担保)相比，弱内部信息不对称动机的信披违规(虚增利润、债务违约和重大诉讼)的罚金方差更小。

根据上市公司信披违规动机的差异性，本文将上市公司受罚原因分为三类：整体股东利益导向动机(虚增利润、债务违约、重大诉讼)、实控人利益导向动机(关联交易、对外担保)和兼而有之。汇总结果显示，样本案例中有26家公司直接责任人罚金方差为0(见表2)，即参与程度近似、内部信息不对称程度较弱。这些公司中的22家(占比84.62%)属于整体股东利益导向动机和兼而有之样本组。进一步检验发现，整体股东利益导向动机样本组的直接责任人罚金方差显著低于实控人利益导向样本组(见表3)。上述结果表明事后处罚能够有效识别实控人主导的内部信息不对称。

表2 2007—2020年信披违规处罚涉及实控人且责任人罚金方差为零的统计

样本组	比例
整体股东利益导向动机	53.85%(14)
实控人利益导向动机	15.38%(4)
兼而有之	30.77%(8)
合计	100%(26)

注：括号内数字为该类违规涉及的上市公司数量。

表3 2007—2020年信披违规处罚涉及实控人的责任人罚金方差统计

样本组	方差	T检验
整体股东利益导向动机(1)	$D=24.90$ $N=26$	(1)—(2) -32.50**
实控人利益导向动机(2)	$D=57.40$ $N=26$	(2)—(3) 11.19
兼而有之(3)	$D=46.21$ $N=27$	(3)—(1) 21.31

注：***，**，* 分别表示在1%，5%和10%置信水平下显著。此处删除只有一个直接责任人(49)的样本。

2.外部审计师受罚。外部审计师受罚体现的是其是否知晓或参与了上市公司信披违规。如果实控人与内部高管之间存在内部信息不对称，那么外部审计师也会受到影响，其对实控人主导的违规行

为可能并不完全知情;但是如果内部信息不对称的程度较弱,外部审计师应该可以通过现场审计发现上市公司的违规行为。因此,本文预期与实控人利益导向动机(关联交易、对外担保)相比,整体股东利益导向动机(虚增利润、债务违约和重大诉讼)的外部审计师更有可能受到连带处罚。

根据描述性统计结果,样本案例中有 32 家上市公司的外部审计师受到了连带处罚(表 4),其中 27 家(占比 84.37%)均属于整体股东利益导向动机和兼而有之样本组。进一步检验发现,实控人利益导向动机样本组中外部审计师受到连带处罚的概率显著低于其他样本组(见表 5),这说明在内部信息不对称程度较强的信披违规中,不完全知情的外部审计师更有可能免于连带处罚,也进一步说明了实控人主导的内部信息不对称的存在现实和监管部门处罚的合理性。

表 4 2007—2020 年信披违规处罚涉及实控人且外部审计师受到连带处罚的统计

样本组	比例
整体股东利益导向动机	43.75%(14)
实控人利益导向动机	15.63%(5)
兼而有之	40.63%(13)
合计	100%(32)

注:括号内数字为该类违规涉及的上市公司数量。

表 5 2007—2020 年信披违规处罚涉及实控人的外部审计师受到连带处罚的概率统计

样本组	均值	T 检验
整体股东利益导向动机(1)	M=0.35 N=40	(1)—(2) 0.25***
实控人利益导向动机(2)	M=0.10 N=51	(2)—(3) -0.25***
兼而有之(3)	M=0.35 N=37	(3)—(1) 0.00

注:***, **, * 分别表示在 1%, 5% 和 10% 置信水平下显著。

(二)实控人主导的信披违规治理:事中监督滞后

虽然事后处罚能够有效识别实控人的参与程度,但是违规行为已经成为既定事实,无法及时、有效地保护其他股东,尤其是中小股东的利益。在事前约束机制缺失(非强制披露实控人治理行为)的情况下,事中监督机制能否有效发挥治理作用,识别实控人主导的信披违规行为呢?本文继续梳理涉及实控人信披违规的处罚案例,从深交所信息披露评分(外部监管)的角度进行分析:

借助深交所信息披露评分,本文期望探析该评分能否有效识别实控人主导的信披违规行为,具体包括三个步骤:第一,根据上市公司处罚决定书的发布年份和违规所涉及年份,区分受罚年度和违规年度两个样本组。第二,基于实控人与高管参与程度的差异,区分整体股东利益导向动机组(虚增利润、债务违约、重大诉讼)和实控人利益导向动机组(关联交易、对外担保)。第三,根据不同标准对整体股东利益导向动机组、实控人利益导向动机组和未受罚公司样本组进行配对 T 检验。具体而言,本文选择了两个匹配标准:①根据深交所信息披露评分的细则,选取考核内容和标准部分能够量化的指标(上市年限、审计意见、主营业务增长率)以及行业和年份等五个指标;②借鉴现有实控人侵占行为

研究,选取其他应收款、与经营活动相关的其他现金流量以及行业和年份四个指标。表6分别汇报了涉及实控人信披违规的上市公司在违规年度和受罚年度的深交所信息披露评分检验结果。主要结论体现在三个方面:

第一,深交所信息披露评分机制具有潜在的治理功能,能够向市场释放具有信息含量的信号。无论违规年度还是受罚年度,涉及实控人信披违规的上市公司信息披露评分均显著低于未受罚公司[(1)一(2)和(3)一(4)的T检验],说明深交所的现行评价标准能够识别上市公司的信披违规行为,并反馈给资本市场。

第二,深交所信息披露评分的信号时效具有滞后性,并不能及时识别实控人主导的信披违规行为。无论在整体股东利益导向动机组还是实控人利益导向动机组,违规年度的信息披露评分差异性显著低于受罚年度,说明在违规行为发生的年份深交所评分虽然能够实现信息披露监管的信号功能,但是并不能全面识别上市公司的信息披露操纵行为,更多地体现了现行信息披露法律法规侧重形式合规,而无法保证实质合规。

第三,深交所信息披露评分暂时不具备有效识别源自实控人主导、内部信息不对称程度较强的信披违规行为的功能。首先,不同匹配标准的结果比较显示,以实控人侵占行为作为匹配标准时,信披违规与否的上市公司评分差异都高于深交所现行评分标准,体现了现行评分标准无法全面反映实控人对上市公司信披违规行为的影响。其次,违规年度和受罚年度的结果比较显示,深交所评分仅在上市公司受罚年度能够识别股东利益分歧程度和潜在内部信息不对称程度的差异性。这一方面说明现行信息披露监管存在滞后的问题,无法有效识别违规年度上市公司实控人信披违规的类型;另一方面说明即使在受罚年度,现行信息披露监管对我国资本市场情境下源自股东利益不一致的实控人侵占其他股东利益的第二类代理问题缺乏治理效率。

表6 2007—2020年涉及实控人的信披违规处罚公司与未受罚公司的深交所信息披露评分:PSM配对检验

	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)一(2)	(3)一(4)	(1)一(3)
配对标准	整体股东利益 导向动机组	未受罚公司	实控人利益导 向动机组	未受罚公司	T检验		
1.违规年度							
①	M=1.83 N=42	M=2.50 N=42	M=2.01 N=74	M=2.50 N=74	-0.67*** (3.56)	-0.49*** (3.74)	-0.18 (1.17)
②	M=2.02 N=49	M=2.90 N=49	M=2.04 N=77	M=2.64 N=77	-0.88*** (5.18)	-0.60*** (4.97)	-0.02 (0.12)
2.受罚年度							
①	M=1.45 N=20	M=2.55 N=20	M=2.17 N=18	M=2.83 N=18	-1.10*** (4.39)	-0.67*** (2.68)	-0.72*** (3.00)
②	M=1.45 N=20	M=2.65 N=20	M=2.17 N=18	M=2.89 N=18	-1.20*** (5.04)	-0.72*** (3.13)	-0.72*** (3.00)

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%置信水平下显著。

五、我国上市公司信息披露治理的靶向优化:斩断实控人的“上帝之手”

随着我国资本市场的迅速发展,信息披露监管虽然日臻完善,能够在一定程度上识别实控人对上市公司的过度干预及其机会主义行为,但是对存在内部信息不对称情况下的利益侵占行为缺乏治理效率。基于委托代理理论的代理人多任务模型和中国“差序格局”下实控人主导的关系导向型治理安排,本文指出我国上市公司信披违规的底层逻辑——实控人受不同违规动机的驱使,借助关系导向型治理安排形成的信息圈层,在核心高管和非核心高管间灵活控制信息的传播半径,刻意制造内部信息不对称,致使部分现行的公司治理制度失灵。基于此,本文认为现行信息披露监管的“治本之策”在于识别特定信披违规行为的底层逻辑,明确参与主体及其相应责任,以斩断实控人的“上帝之手”^①,实现上市公司信息披露的“标本兼治”。政策启示主要体现在以下四个方面:

第一,明确实控人主导违规的主体责任——强化实控人治理行为信息的有效披露。目前,我国相关政策仅要求上市公司在年报等定期报告中披露实控人是否存在、为自然人或法人、控制链条以及持股比例等基本结构信息,为实控人利用剩余控制权与高管“合谋”进而侵害其他股东利益提供了制度空间。因此,相关政策应强化实控人治理行为信息的有效披露。一方面,监管部门应要求上市公司在年报等定期报告中披露实控人控制或持有的企业及其经营范围、营业状况以及与上市公司是否存在关联交易等信息,从而缩小实控人隐瞒相关信息、侵害其他股东利益的空间。另一方面,证监会及交易所出具的处罚决定书应在醒目位置中指明实控人在信披违规中的作用,从而明确实控人在上市公司信披违规中的主体责任,促使投资者及社会公众等加大对实控人的监督。

第二,限制实控人主导违规的能力——在混合所有制改革驱动下,积极构建有效制衡的公司治理结构,实现关键岗位候选人来源的差异化。考虑到我国资本市场情境下实控人的主导地位,上市公司信息披露优化的治本之策在于弱化实控人的剩余控制权,确保实控人难以完全干预上市公司治理结构,进而失去主导高管安排的法理基础。建立有效制衡的股权结构可以有效弱化实控人的剩余控制权,实现关键岗位候选人来源的差异化,例如财务总监与董秘等充分掌握信息岗位的人选尝试由不同股东推荐、任命。此时,代表不同股东群体利益的高管往往会在多个股东利益权衡中选择股东整体利益最大化。因此,积极推进混合所有制改革,实现不同产权属性资本的有效制衡,不仅能够激发各市场主体的活力,更能够从根源上优化我国上市公司治理结构,实现上市公司高质量发展。

第三,削弱实控人主导违规的动机——完善上市公司高管“吹哨”制度,同时加大以交易所问询函为主的非行政性处罚监管,提高事中监督的及时性和有效性。通过“吹哨”制度,上市公司高管在知晓或察觉到上市公司违规行为的时候,可以选择向监管部门主动揭发或发出警示,一方面有效保护上市公司股东及其利益相关者的权益,另一方面还可以为自己争取得到免责的机会。此外,监管部门应加大以交易所问询函为主的事中监管力度,充分利用现代技术和高科技手段,对关联交易和对外担保等事项发生频率、金额较高,内部高管举报以及其他迹象表明可能存在违规行为的公司发送问询函,及时制止上市公司违规行为,将其带来的损失降至最低,提高事中监督的及时性和有效性。

第四,甄别实控人主导违规的信息半径——在信披违规处罚中,确立精准处罚的治理理念,明确实控人、核心高管与非核心高管的事实参与程度。实控人主导的关系导向型治理安排不仅区分了核心高管和非核心高管,还形成了服务于实控人利益的信息圈层。实控人借助信息圈层,能够控制相关信息的传播半径,制造高管团队内部,尤其是核心高管和非核心高管之间的内部信息不对称。在内部信息不对称程度较高时,上市公司信息披露监管应考虑到部分高管可能并不知情的可能性,在信披违

^① 特指上市公司实控人拥有统筹主导公司治理安排(划分内部信息圈层)、根据需要在高管内部制造信息不对称等一系列事项的强大能力。

规处罚中进行区别对待。如果能够明确实控人、核心高管和非核心高管的事实参与程度,并进行精准处罚,不仅有利于贯彻“惩首恶”“抓关键少数”的监管理念,有效抑制信披违规行为,还可以为勤勉尽职的高管提供良好的履职环境,为资本市场的良性发展提供坚实的人才保障。

The Underlying Logic and Targeted Optimization of Information Disclosure Violation of Listed Firms in China

Lu Junwei Wang Tiantian Fang Zheng

(School of Management, Shandong University, Jinan 250100, P.R.China)

Abstract: Based on the practical demands of listed firms' high-quality development, the supervision of Chinese listed firms' information disclosure has increasingly emphasized the main responsibility of ultimate owners for the relatively centralized ownership structure. However, the existing research on information disclosure mainly focuses on how to suppress listed firms' information disclosure violation by using internal and external governance mechanisms, but there is still a lack of systematic research on ultimate owners how to participate in or even dominate violations, which easily leads the supervision of information disclosure "solve the symptoms rather than the root causes". Based on the agent multitask model of the principal-agent theory and the relationship-oriented governance arrangement dominated by ultimate owners under Chinese "differential order pattern", this paper points out the underlying logic of Chinese listed firms' information disclosure violation. Ultimate owners build an information circle composed of core managers and non-core managers through relationship-oriented governance arrangement. Driven by different motives for violations, ultimate owners flexibly control the radius of information dissemination between core managers and non-core managers, and deliberately create information asymmetry inside top managers, which causes some corporate governance system to fail. Through the descriptive statistic of punishment for information disclosure violation, although current information disclosure supervision can effectively identify the main players via ex post punishment, it cannot identify players via process monitoring and cannot effectively identify the motivation and path of information disclosure violation. By analyzing the underlying logic of Chinese listed firms' information disclosure violation, this paper points out that the supervision of listed firms' information disclosure should be optimized in a targeted way. We should not only strengthen the process supervision of ultimate owners' intervention in the governance of listed firms, but also clarify the participants and their corresponding responsibilities, so as to "solve the symptoms and the root causes".

Keywords: Information disclosure violation; Ultimate owners; Agent's multitask model; Information asymmetry inside listed firm

[责任编辑:纪小乐]