

# 自愿性信息披露等于选择性信息披露吗

## ——以宝利国际违规披露案为例

王荭 刘昱沛

**摘 要：**本文分析了宝利国际的自愿性信息披露水平及其影响因素，发现宝利国际主要以文字叙述或简单数据形式披露部分非核心信息，缺乏以详细数据证明的投资者更为关注的关键性信息。证监会对其进行处罚决定说明自愿性披露并不等同于选择性披露，宝利国际自愿性信息披露在内容上的选择性倾向与盈利能力和财务杠杆较低的经营状况、股权高度集中和董事会治理弱化的公司治理机制相关。

**关键词：**自愿性信息披露；选择性信息披露；宝利国际；财务状况；公司治理

### 一、引言

信息披露制度是证券市场监管制度的基石(王小军,杜坤伦,2016),信息不对称会影响投资者信心、降低资本配置效率,因此监管部门通过各种法律规范明确要求上市公司必须进行信息披露,即强制性信息披露。与强制性信息披露相对应,自愿性信息披露是指上市公司主动并及时地披露所有可能对股东和其他利益相关者决策产生实质性影响的信息(钟伟强,2006),这些信息包括公司治理效果、前瞻性预测信息、管理者对公司战略的评价、环境保护与社会责任等(李慧云,刘镭,2016)。对选择性信息披露的正式界定始于美国证券交易委员会(SEC)于2000年通过的公平披露规则(RFD),其中的选择性信息披露与向所有投资者公开披露相对应,特指上市公司只向某些特定主体(如证券分析师、机构投

资者等)披露信息,或在向公众披露之前先向这些特定主体发布(刘少波,吴玮琳,2010)。2006年8月起,我国深交所和上交所先后引入公平披露规则来限制上市公司的选择性信息披露行为。此外,相关学者对选择性信息披露的界定超越了RFD中的概念范畴,泛指上市公司出于特殊目的或根据自身需要有选择性地披露信息的行为,包括对信息披露的对象、时间、内容及方式的选择(王雄元等,2005)。

从披露对象角度,按照RFD的要求上市公司在进行自愿性信息披露时必须遵守公平原则,或者向全部投资者披露或者不向任何人披露,即公平披露通过抑制选择性信息披露对上市公司的自愿性信息披露形成两种相反的影响;或者将原本提供给分析师的信息进行自愿性披露,或者不进行自愿性披露而减少总的信息供给。从披露内容角度,上市公司出于“自我服务意图”只

会披露有利于自身的信息而不予披露有负面影响的信息,利用自愿性信息披露制度预留的空间自主决定信息披露的内容,在这个意义上自愿性披露与选择性披露存在一定程度的交叉,上市公司可能滥用自愿性披露方式进行选择性披露来误导投资者。

### 二、宝利国际自愿性信息披露水平的测度

(一)对宝利国际违规披露事件的解读

江苏宝利国际投资股份有限公司(下称宝利国际)成立于2002年,2010年在深交所上市,是一家专业从事道路复合改性沥青生产的高新技术上市公司。为响应国家“一带一路”倡议,公司于2014年年初开始瞄准海外市场,并于2015年7月从原来的“宝利沥青”更名为“宝利国际”,主营业务范围除沥青外,正式涉足航空装备、油品贸易和融

表1 自愿性信息披露指标

| 分类       | 自愿性信息披露指标    |
|----------|--------------|
| 背景信息     | 企业目标         |
|          | 主要市场及特点      |
| 历史信息     | 资产报酬率        |
|          | 资产周转率        |
|          | 销售与净收益       |
| 关键性非财务信息 | 员工平均薪酬       |
|          | 员工培训         |
|          | 积压订单         |
|          | 产品市场份额       |
|          | 产品销量         |
|          | 产品销售价格       |
|          | 销售增长率        |
|          | 环境保护与社会责任    |
| 预测信息     | 市场份额预测       |
|          | 现金流预测        |
|          | 资本性支出与研发支出预测 |
|          | 销售收入预测       |
|          | 利润预测         |
| 管理层讨论与分析 | 市场份额变动       |
|          | 毛利变动         |
|          | 净收益变动        |

注：产品销量对于实物销售收入大于劳务收入的公司属强制性披露项目

表2 宝利国际自愿性信息披露情况统计

|           | 2016年  | 2015年  | 2014年  | 2013年  | 2012年  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自愿性信息披露指数 | 0.1905 | 0.1667 | 0.1429 | 0.1190 | 0.1190 |
| 背景信息      | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.25   | 0.25   |
| 历史信息      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 关键性非财务信息  | 0.25   | 0.1875 | 0.125  | 0.125  | 0.125  |
| 预测信息      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 管理层讨论与分析  | 0.3333 | 0.3333 | 0.3333 | 0.3333 | 0.3333 |

资租赁等领域，产品辐射国内多个地区和俄罗斯、新加坡、非洲等境外市场。

宝利国际在2015年1月至8月期间共发布五项对外投资公告，利用自愿性信息披露方式隐瞒公司海外业务的负面信息。2017年6月，证监会对宝利国际及相关责任人进行处罚，成为首例上市公司自愿性信息披露违法违规案件。经证

监会调查，宝利国际主要存在以下五项违法事实：(1)未如实披露俄罗斯宝利设立信息的变更情况；(2)未如实披露与俄罗斯远东发展部签订《合作备忘录》的进展情况；(3)未如实披露与俄罗斯公路署签订《合作备忘录》的进展情况，《自查更正公告》存在信息披露违法违规情况；(4)未如实披露与白罗斯国家石

化公司及纳夫坦炼油公司签订《意向备忘录》的进展情况；(5)未如实披露与中航飞机股份有限公司签订《合作框架协议》的进展情况（《中国证监会行政处罚决定书》[2017]66号）。

根据相关法律规定，上市公司依法披露的信息必须真实、准确和完整。宝利国际在2015年1月至8月期间披露公告所涉及的境外子公司和投资合作意向书均真实存在，因投资意向后续仍需签订具体协议才能具备《合同法》上的约束力，因此不属于强制性信息披露事项。证监会认为，宝利国际拟投资设立俄罗斯宝利，注册资本2 000万美元，与远东发展部、公路署分别签订拟投资20亿美元的《合作备忘录》因属于《证券法》规定的重大事件，应归类为强制性信息披露事项。调查发现，宝利国际2015年上半年公告投资意向书后，均未能签订具体协议，但公司对相关事项的进展情况并未及时履行信息披露义务。宝利国际对其在涉案期间的全部境外投资动态予以实时披露，却在主动披露投资意向之外对于其后的不利进展只字未提，为投资者营造出公司积极拓展海外业务且捷报频传的假象，其故意隐瞒负面事实的选择性披露行为严重侵害了投资者的合法权益。

## (二) 宝利国际自愿性信息披露水平的测度分析

为测度宝利国际的自愿性信息披露程度，本文借鉴Botosan (1997) 的评分指标体系并根据我国市场的实际情况略作调整以构建自愿性信息披露指数指标（表1），其中应剔除的强制性信息披露项目参照证监会2012年修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第30号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》。

在确定指标体系后，逐项分析宝利国际在各年份年报中自愿披露的项目：若年报中以定量方式详细披露该项目，

表 3

宝利国际财务状况相关数据

|        | 主要产品（专业沥青）销售量    |        | 营业收入             |        | 归属于上市公司股东的净利润 |        | 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 |         |
|--------|------------------|--------|------------------|--------|---------------|--------|------------------------|---------|
|        | 数值（元）            | 变动率 %  | 数值（元）            | 变动率 %  | 数值（元）         | 变动率 %  | 数值（元）                  | 变动率 %   |
| 2016 年 | 1 379 940 322.86 | -16.13 | 1 379 940 322.86 | -21.25 | 27 241 075.98 | 1.53   | 1 667 118.16           | -147.66 |
| 2015 年 | 1 645 342 385.51 | -5.65  | 1 752 396 705.43 | -0.97  | 26 830 599.71 | -57.70 | -3 498 017.02          | -109.17 |
| 2014 年 | 1 743 947 992.51 | -15.97 | 1 769 564 121.88 | -16.28 | 63 435 189.47 | -33.54 | 38 164 488.25          | -52.28  |
| 2013 年 | 2 075 282 809.56 | -4.35  | 2 113 787 598.26 | -3.51  | 95 448 649.81 | 5.73   | 79 978 071.47          | -4.99   |
| 2012 年 | 2 169 762 802.07 | 95.28  | 2 190 661 072.13 | 95.64  | 90 275 702.06 | 57.64  | 84 178 126.78          | 49.01   |

资料来源：宝利国际 2012 ~ 2016 年报数据

则此项得分为 2 分；若仅有定性的描述性分析，则此项得分为 1 分；若没有披露相关信息，则此项得分为 0 分。最后将宝利国际各年份的实际得分除以满分 42 分（21×2），得出的值称为自愿性信息披露指数（VDI），具体数值如表 2 列示。

由表 2 看出，宝利国际的自愿性信息披露水平在 2012 ~ 2016 年五年间逐年提高，但整体仍处于较低水平，同时，其自愿性披露主要集中在背景信息、主要非财务信息、管理层讨论与分析等内容，而历史信息和预测信息等涉及特定财务数据过去及未来情况的定量信息则基本没有披露。由此可见，其披露行为流于形式而不重实质，在披露内容上呈现出明显的选择性倾向。

### 三、自愿性信息披露水平的影响因素

#### （一）宝利国际的财务状况与自愿性信息披露水平

如表 3 所示，宝利国际的净利润自 2014 年开始出现下降，据公司年报数据，2014 年沥青现货市场需求不高使得产品售价持续低迷，加上订单总量的减少导致营业收入有所下降。对比宝利国际的净利润及扣除非经常性损益的净利润两项数据，2015 年和 2016 年后者相比前者而言下降幅度更大，说明非经常性损益在净利润中占比较高。值得注意的是，宝利国际自 2015 年开

始在年报中自愿披露公司的非主营业务情况，包括各项非主营业务的金额、占利润总额比例、形成原因以及可持续性。在所有非主营业务当中，投资收益占利润总额的比例最高，2015 年为 198.79%，2016 年为 167.28%。而投资收益形成的主要原因为建设——移交（Build-Transfer, BT）项目收益，说明公司经营的 BT 项目已成为利润的主要来源之一。从证监会的处罚决定来看，宝利国际的部分信息披露违法事实与未来的 BT 项目投资收益相关，预测将对公司的非经常性损益以及包括其在内的净利润构成重大影响。因此，宝利国际管理层出于隐瞒有关利润负面信息的动机，对已进行自愿披露的投资意向采取不予披露后续不利进展的做法，其选择性披露行为严重影响了公司的会计信息披露质量。

根据信号传递理论，向公众传递良好的公司治理信号从而与其他企业区分开来，经营状况越好的公司越愿意进行自愿性信息披露，而经营不善的公司为降低融资成本和代理监督成本，有可能通过选择性披露甚至虚假披露来迷惑投资者（程新生，谭有超，2013）。这一情形对经营风险较高的创业板公司尤其适用。根据委托代理理论，高财务杠杆企业的债权人会要求债务人提供更多证明其偿付能力的信息，也会参与公司治理而导致代理成本增加，上市公司为降低代理成本，传递良好的盈

利能力和未来预期以取得债权人的信任（于国叶等，2013），同时为消除财务风险过高给股市带来的负面影响，也会更多地实施自愿性信息披露。根据宝利国际有关财务数据计算，其盈利能力始终处于较低水平且其净资产收益率和总资产周转率在 5 年内呈现下降趋势，同时其资产负债率自 2013 年起维持在 50% ~ 60% 之间，财务杠杆较低。可见，宝利国际近几年的财务状况仍有待改善，这也与其较低的自愿性信息披露水平相适应。

#### （二）宝利国际的公司治理与自愿性信息披露水平

鉴于我国上市公司股权高度集中的普遍现象，股权结构通常被视为公司治理诸多影响因素中最为重要的一项，而创业板公司当中家族企业较多，一股独大的问题也更加突出。在此现实背景下，中小股东及其他利益相关者可能无法制约和监督大股东，从而导致实际控制人出于自身利益进行选择性的信息披露的违规现象。

由表 4 可知，截至 2016 年年末，董事长周德洪为公司第一大股东，与其妻周秀凤作为一致行动人合计持有公司 34.81% 的股份，成为宝利国际的实际控制人。从董事会治理来看，截至 2016 年年末宝利国际董事会成员共计 9 人，其中独立董事 3 人，占董事会成员的 1/3，存在“九人现象”与“三人现象”；3 名独立董事中 2 名来自中介机构，1 名为

表4 宝利国际相关治理指标(2016)

| 指标名称   | 指标含义           | 具体数值   |
|--------|----------------|--------|
| 股权集中度  | 前十大股东持股比例      | 38.56% |
| 最大股东持股 | 第一大股东持股比例      | 30.08% |
| 董事会持股  | 董事会成员持股比例      | 30.26% |
| 董事会规模  | 董事会成员人数        | 9      |
| 独立董事比重 | 独立董事在董事会成员中的比重 | 1/3    |
| 高管持股   | 公司管理层持股比例      | 0.05%  |
| 两职合一   | 董事长与总经理是否为同一人  | 否      |
| 审计委员会  | 是否设置审计委员会      | 是      |

资料来源：宝利国际2016年报数据

公司高管，其出席董事会的次数满足应出席要求且在报告期内未对公司有关事项提出异议。此外，宝利国际的实际控制人周德洪自己担任董事长，从股东权和决策权重合的角度而言不利于有效发挥监督制衡机制。证监会调查发现，周德洪滥用其实际控制人身份对宝利国际的经营决策和信息披露施加不当影响。在信息披露违规事件发生期间，周德洪一人负责境外子公司的业务经营并对信息披露的内容、时机实行管控，而董事会因对境外经营信息缺乏全面和及时的了解而在决策中丧失了主动性及独立性。

#### 四、建议

宝利国际的案例在一定程度上也反映出我国上市公司特别是创业板公司的自愿性信息披露制度尚不健全，还需要从法律规范、监管制度、公司治理等方面加强对自愿披露的激励和监督。

##### (一) 完善信息披露考评制度

针对目前我国上市公司存在的自愿披露不积极、披露内容较少的现状，证券监管机构应该出台相应政策来激励上市公司进行更多的自愿性信息披露。目前深交所和上交所均实行信息披露考评制度，主要依据上市公司的信息披露质量并结合运作规范程度、投资者权益保护程度等因素将考评结果划分为A、B、

C、D四个等级，在一定程度上激励了上市公司提高信息披露质量，然而其作为对信息披露工作的综合考察不能直接反映上市公司的自愿披露程度。因此，可以在信息披露考评等级的基础上进一步公开更加细化的信息，并涉及更多自愿性披露方面的考评结果，对自愿披露程度较高的企业形成有效激励。此外，基于自愿性信息披露的资本市场交易动机，可以在自愿披露考评结果的基础上对披露质量高的上市公司给予再融资优惠等有利条件。

##### (二) 建立信息披露安全港规则

由于自愿披露涉及的预测信息本身具有较大的不确定性，管理层因预测偏差面临的诉讼风险可能抑制其自愿披露的动机，美国以“安全港规则”和“预先警示原则”为特点的自愿性信息披露体系可以为我国提供一定的参考和借鉴。该制度规定，只要预测性信息在合理预期及诚信原则的基础上编制，并且事先充分给予警示性说明，即使与实际情况不一致，也不视为虚假披露和误导投资者的行为，可以免于承担法律责任。建议设立适合我国证券市场的安全港规则，将基于有用性、真实性、合理性原则披露且已进行充分警示的预测信息纳入安全港规则的保护范围，鼓励上市公司积极自愿披露并提高预测信息的披露质量，同时维护上市公司管理层的合法

权益。

##### (三) 加强自愿披露的监督

监管部门应进一步完善相关措施以有效遏制上市公司在自愿性信息披露方面的违法违规行为，加大惩罚力度，增加违法成本。同时，立法机关应尽快完善自愿性信息披露的相关法律法规，在“安全港规则”的范围之外，严格规定上市公司违规披露的民事责任并建立基于法律的事后惩罚机制，通过增加诉讼成本遏制上市公司管理层及实际控制人损害投资者利益的行为，保障自愿性信息披露质量。公司内部治理方面，可以通过发挥董事会及独立董事的监督作用、实施管理层股权激励等方式，缓解信息披露方面的代理问题，抑制上市公司管理层及实际控制人出于自利动机的信息披露操控行为，强化投资者利益保护。

(作者单位：中国海洋大学管理学院)

责任编辑 刘霖

#### 主要参考文献

- [1] 王小军,杜坤伦.资本市场化改革与信息披露制度完善——新三板及我国场外市场信息披露制度建设[J].财经科学,2016,(5):41-51.
- [2] 钟伟强,张天西,张燕妮.自愿披露与公司治理——一项基于中国上市公司数据的实证分析[J].管理科学,2006,(3):81-89.
- [3] 李慧云,刘锦.市场化进程、自愿性信息披露和权益资本成本[J].会计研究,2016,(1):71-78.
- [4] 刘少波,吴玮琳.公平信息披露规则研究评述[J].经济学动态,2010,(3):125-130.
- [5] 王雄元,王永,喻少华.经济后果、选择性信息披露与信息披露管理[J].会计论坛,2005,(2):41-47.