

China Corporate Governance Report(2008)
Transparency and Information Disclosure

中国公司治理报告(2008): 透明度与信息披露

上海证券交易所研究中心

复旦大学出版社

中国公司治理报告(2008): 透明度与信息披露

China Corporate Governance Report (2008)
Transparency and Information Disclosure

上海证券交易所研究中心

復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国公司治理报告(2008):透明度与信息披露 /
上海证券交易所研究中心. —上海:复旦大学出版
社,2008.10

ISBN 978-7-309-06283-0

I. 中… II. 上… III. ① 公司—企业管理—研究报告—
中国—2008② 上市公司—会计分析—研究报告—中国—
2008 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 141850 号

中国公司治理报告(2008):透明度与信息披露
上海证券交易所研究中心

出版发行 **复旦大学出版社** 上海市国权路 579 号 邮编:200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 盛寿云

出品人 贺圣遂

印 刷 句容市排印厂
开 本 787×1092 1/16
印 张 10
字 数 179 千
版 次 2008 年 10 月第一版第一次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 309 - 06283 - 0 / F · 1422
定 价 28.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

序 言

每年如期出版的《中国公司治理报告》即将付印，令人欣慰。2008年《中国公司治理报告》选择了上市公司信息披露作为报告的主题，其意义十分深远。

公司治理是资本市场永久的话题，也是中国资本市场的一项长期任务。在公司治理的理论与实践，信息披露占有重要地位。世界银行前行长沃尔芬森曾给它下了这样一个定义：“公司治理就是如何提高公司的公平、透明或责任。”有效的信息披露制度，是促进公司治理结构改善的制度保障；同时，良好的公司治理，也必然促进信息披露质量的提高，增进公司的透明度。信息披露作为市场“公开、公平和公正”原则的基础，已经成为现代资本市场发展与监管的基本信念。资本市场是一个信息流动的市场，真实、准确、完整、及时地披露信息，是充分发挥资本市场各项功能的基础，是提高资本市场有效性的根本保障。

中国资本市场从建立之日开始，就非常重视上市公司的信息披露问题。从1991年6月上海“老八股”在《上海证券报》上发布“1990年经营状况说明书”开始，中国资本市场信息披露制度建设一直坚持不懈，成绩斐然。首先，在充分学习与借鉴成熟市场的基础上，我们已经建立起一套具有国际水平的信息披露规则制度，在披露要求和会计制度方面已基本与国际标准接轨；其次，我们已经初步形成了一个由中国证监会、自律组织、投资者、中介机构以及财经媒体共同组成的信息披露监督体系；再次，中国证监会与证券交易所对上市公司信息披露进行了有效的监管，处罚了一批信息披露违规违法行为，维护了市场的“公开、公平和公正”。

股权分置改革后，中国资本市场进入了发展的新阶段，上市公司信息披露日益规范。然而，近年来市场运行中出现的一些新问题表明，上市公司信息披露仍然面临严峻挑战。一方面，上市公司信息披露违规行为仍然比较严重。据统计，在1996—2007年受到中国证监会与沪深交易所处罚的上市公司违规行为中，信息披露违规所占比重高达78%。另一方面，在新的市场环境下，上市公司的信息披露行为出现了新的变化，违规、虚假信息披露的动机更加复

杂,手段更加隐蔽,与利益输送、内幕交易和操纵市场结合的倾向性更加突出,直接影响到广大投资者的利益,其性质恶劣,危害性更强。

为了营造公平透明的资本市场,我们应从以下三个方面进一步推进上市公司信息披露制度建设:第一,推进诚信建设。上市公司要坚持诚实守信,自觉规范信息披露行为,增强维护市场秩序、保护投资者权益的责任意识;自觉规范信息披露行为,切实履行好信息披露义务,真实、准确和完整地披露信息,增加透明度,共同树立上市公司诚信尽责的良好形象。第二,加强监管力度。中国证监会与沪深交易所要不断改进和加强对上市公司的监管,切实提高监管的有效性。特别是以股价异动监管为重点,进一步健全上市公司信息披露和监管联动快速反应机制,防范和严厉打击虚假信息披露、利益输送、内幕交易和市场操纵等违法违规行,加大处罚力度。第三,推进全社会参与。信息披露质量的整体提高,还需要包括投资者、投资银行、中介机构和财经媒体在内的全体市场参与者共同努力。投资者坚持理性投资,则有助于减少虚假信息披露的不利影响;证券分析师坚持诚信中立,则能够增加违规者制造虚假信息的难度;会计师事务所坚持职业操守,则可以遏制虚假财务信息的产生;财经媒体坚持专业和独立,则可以将“银广夏”之流曝于阳光之下。

中国资本市场对公司治理的关注,发端于20世纪末,勃兴于21世纪初。在这一进程中,上海证券交易所研究中心发挥了积极作用。从2003年开始,上海证券交易所研究中心每年撰写《中国公司治理报告》,或纵览全局,或聚焦某一专题,对中国公司治理的进步与演变予以忠实记录,产生了巨大的影响。积跬步,可以致千里;聚小流,可以成江海。我希望这一工作能够坚持下去,假以时日,必将成为记录中国公司治理前进步伐的权威编年史,通鉴中国公司治理演变之道,见证中国资本市场发展之路。

高福林

2008年8月

摘 要

全球资本市场发展的实践和经验表明,一个强有力的信息披露制度是对公司进行市场监督的基础,是股东行使表决权的关键,也是保护投资者利益和提高市场资源配置效率的有力工具。一个成熟、健康、高效的资本市场的主要特征,就是在证券发行人的信息披露过程中能确保及时、完整、真实、准确和公平,并通过监管和执法来有效地遏制欺诈和其他各种不当行为。正因为如此,经济合作与发展组织(OECD)在其《公司治理原则》中将信息披露与透明度列为五项原则之一。

在资本市场发展与公司治理改革的实践进程中,中国的立法机构、相关政府部门、监管机构以及自律监管组织均高度重视公司信息披露制度的建设,积极推动公司信息披露质量和透明度的提高,并取得了积极的进展。上市公司的各种信息披露制度和标准,在形式上从无到有,从少到多,从粗糙到精细,从简略到丰富,从局部到完整,出现了巨大的改进。初步形成了以相关法律为主体,相应的行政法规、部门规章等规范性文件为补充的全方位、多层次的信息披露监管框架。我国上市公司适用的会计准则已与国际会计标准全面接轨。同时,上市公司信息披露质量总体上呈现逐年提高的趋势,在信息的准确性、信息的广度和深度、投资者和中介机构对信息的运用方面出现了明显的进步。

然而,由于目前我国证券市场还是一个新兴加转轨的市场,受制于信息披露监管制度不健全、法律责任的规定存在欠缺、中介机构功能错位,以及治理结构存在缺陷等因素的影响,上市公司在信息披露方面还存在以下一些问题。

在财务信息披露方面,上市公司业绩预告不规范现象仍屡禁不止,会计政策、会计估计以及会计差错更正的较多出现,影响了投资者对公司情况的稳定预期和判断。同时,有相当部分公司未按要求披露内控评价报告,存在着重形式、轻内容、披露公式化的问题,并且有避重就轻的倾向。

在治理信息披露方面,监管机构对信息披露的要求过于笼统,披露指标不够具体,披露的资料无法数量化,操作性不强,造成上市公司在“公司治理”信息披露上千篇一律、千人一面、应付了事,无法给投资者提供真实有用的实际状况和具体信息。

在管理层讨论与分析披露方面,仍然有四分之一左右的公司没能很好地提供相关信息,披露质量整体上还有待提高,前瞻性信息披露的披露状况非常不尽如人意,而且存在“报喜不报忧”的现象。

在重大事件信息披露方面,当业绩发生大幅变化、资产重组、重大投资、高送转以及控制权发生转移等重大利好事件信息正式对外披露前,相关公司股票的价格均提前出现异常变化,表明中国证券市场存在着较为严重的内幕交易现象。

在证券发行信息披露方面,由于核准制对证券发行的严格管制,使得投资者对上市公司质量的关注程度下降,信息披露的重要性被忽略,证券发行信息披露不准确和重大遗漏的现象屡有发生。

总体来看,上市公司信息披露的进步远没有到位,信息披露的整体质量和公司透明度不高,特别是对临时重大事项的披露不及时现象较为普遍,信息披露内容也欠充分和完整,并且存在相当程度的信息披露不公平性。

一个强大的证券市场,依赖于有效的信息披露机制。为了真正建立一个公正、高效、有序的资本市场,为了全面提升资本市场的长期吸引力和国际竞争力,为了发展成为资本市场强国,就必须进一步实质性地推进中国资本市场的透明度革命和信息披露制度建设,这种透明度革命和信息披露制度建设的三大支柱:一是形成健康、适宜的信息披露文化;二是构建完善的信息披露规则和对信息披露不当行为具有足够威慑力和惩罚力度的执法与监管机制;三是在上市公司内部的信息披露实践中形成一套完整的最佳做法,包括良好的信息披露质量控制程序、问责机制、实施机制和风险管理机制等。

在提高信息披露质量和公司透明度的具体措施上,本报告建议:

1. 积极推动上市公司自愿性信息披露。监管部门应该保持强制性披露与自愿性披露的均衡发展,加强自愿性信息披露的法律制度建设,采取诸如“安全港”等措施,积极鼓励上市公司披露自愿性信息,另一方面也要建立一定的信用评估机制,约束上市公司自愿性信息披露。

2. 严格规范上市公司、特别是ST类公司的重大信息披露行为。由于ST类公司的经营活动与未来发展前途面临的不确定性因素较多,导致ST类公司股票的投资风险相对较高。而且,有关ST类公司未来前途的相关信息对公司股票的影响力较大,投资者利用此类公司股票的相关信息进行内幕交易的动机相对较高,因此,监管部门有必要规范与强化ST类公司的信息披露行为,强化对ST类公司的信息披露管理,打击内幕交易行为。

3. 制定管理层讨论与分析披露指引。通过制定披露指引,对管理层讨论与分析的原则、方法、内容框架进行规定,应重点保证上市公司尽可能揭示自

身经营中存在的风险因素和不确定因素,以及对前瞻性信息、经营计划与已知趋势的披露,并深入分析这些信息对于上市公司的实质性影响。

4. 构建一套完整的信息披露评级制度。由公正独立的机构开发和建立一套上市公司信息披露质量的评价指标体系,对上市公司信息披露质量进行科学评价,将上市公司信息披露的真实水平和透明度传递给投资者,这将有利于股票市场定价功能的有效发挥,进而使得社会经济资源的配置向着更加良性的方向发展。

5. 充分发挥新闻媒体及社会舆论的监督作用。加大社会舆论监督力度,借用新闻媒体的“阳光”功能,抑制上市公司的不当行为。新闻媒体及社会舆论应该成为上市公司信息披露的监督者,对上市公司所披露信息发挥积极的监督和约束作用。

6. 加大对信息披露违法违规行为的处罚力度。完善和细化相关法律制度建设,严格执法,通过增加违规成本,提高惩戒手段的权威性和威慑力,确立监管重点与监管的适度性,加强对虚假陈述或严重误导性陈述、重大遗漏、披露不及时等三大类违规行为的监管与处罚,提高监管效率,积极推进民事诉讼机制的建立,进一步完善上市公司诚信档案制度,加大对信息披露反复违规公司的处罚。

Executive Summary

Throughout the development of global capital markets, a good information disclosure system is the foundation of market regulation. It is an effective tool to allow shareholders to gather all the information necessary for voting, pricing, to protect investor rights, and to allocate resources efficiently. A mature, sound and efficient capital market needs to maintain timeliness, completeness, truthfulness, accuracy, and fairness in disclosure, and to deter illegal and inappropriate activities through regulation and law enforcement. For this reason, OECD has made information disclosure and transparency one of the five principles in its “The Principles of Corporate Governance”.

In the process of corporate governance improvement and capital market development, the Chinese legislative bodies, government agencies, regulators and self-regulatory organizations all place great emphasis on disclosure system and corporate transparency. So far, much progress has been made in all aspects of disclosure. A number of laws, administrative regulations, and supplementary documentations have been introduced to regulate disclosure. The accounting system of listed companies is already in line with international standards. The quality of listed company’s disclosure is improving substantially. Progresses are made in terms of the scope, the depth, and the accuracy of the information disclosed. The use and analysis of information by investors and intermediaries are also improving.

However, the Chinese market is still an emerging market in a transitional economy. Due to the limitation of disclosure regulatory system, the lack of effective rules for legal liabilities, the miss-steps of financial intermediaries, and the weakness of corporate governance, information disclosure of listed companies still faces the following problems:

In terms of financial disclosure, low quality and sub-standard earning forecast are commonplace despite repeated warnings, and revisions to accounting information disclosure are quite frequent. Such poor disclosure makes it difficult for investors to analyze and predict corporate performance. Some companies don't disclose internal control assessment according to existing regulations and when disclosing, tends to avoid disclosing important contents and dwell on minor issues.

In terms of corporate governance disclosure, the requirements of regulators are not detailed and quantitative, thus they are easy to meet. As a result, most listed companies respond with identical disclosure that doesn't provide useful information to investors.

In terms of management discussion and analysis, there are still one quarter of the companies which don't provide relevant information. Companies tend to forecast good news rather than tell bad news. Forward-looking disclosure is in great need of improvement.

In terms of the disclosure of material information, when there is good news such as substantial earning change, M&A, big investment, stock prices tends to have pre-announcement abnormal activity. This type of activity indicates some information leak and insider trading.

In terms of the disclosure during stock offering, since the IPO review process is highly regulated, investors actually pay little attention to the quality of company disclosure. The importance of disclosure is thus neglected in the process. Inaccurate information and major omission are frequent in disclosure.

In all, listed company's disclosure is far from perfect. Both disclosure quality and company transparency are at a low level. Material information disclosure is unsatisfactory and its content is not complete. There also exists a certain level of unfairness in disclosure.

An efficient securities market relies on effective disclosure. In order to establish a fair, efficient and orderly market, and in order to make the Chinese capital market robust, globally competitive and attractive in the long run, the following efforts should be made to push forward the reform in capital market transparency and further improve disclosure system: 1) nurture a more sound disclosure culture, 2) set up stronger disclosure rules

and impose more severe penalty on those who break the rules, and 3) develop the best practices for disclosure procedure, quality control, accountability, and risk control system.

In order to improve disclosure and transparency, this report makes the following recommendations:

1. Actively promote voluntary disclosure. Regulators should maintain a balance between mandatory and voluntary disclosure and improve legislation in voluntary disclosure such as adopting safe harbor disclaimers to encourage listed companies. In addition, a rating system should be set up to monitor voluntary disclosure.

2. Tighten regulation of disclosure of material information, especially for ST companies. Because of their higher uncertainties regarding future operations, investments in these companies tend to be more risky. Information can impact stock price of ST companies more than it does that of a non-ST company. This provides higher incentive for insider trading. Therefore, regulators need to make more efforts to regulate disclosure activities related to ST companies, strengthen ST company disclosure procedures and punish insider trading accordingly.

3. Introduce guidelines for management discussion and analysis. The focus should be on the disclosure of risk factors in operation, forward-looking information, operation plans and trend analysis. In-depth analysis should be made to show real impact to the listed company.

4. Set up a rating system for information disclosure. An independent institution should be responsible for introducing disclosure quality metrics and carrying out an evaluation of disclosure for listed companies. This can help provide investors with true information on disclosure reliability, and lead to better capital allocation.

5. Involve the general public and media in monitoring disclosure and preventing inappropriate activities by public companies. Media and public opinion should become an effective tool to monitor listed companies and ensure fair disclosure.

6. Impose severe punishment on any violation of disclosure rules, especially for repeated violations. Actively improve legislation and make violation more costly. Increase supervision effectiveness and efficiency

through introducing litigation mechanism of civil liability and improving the data base for listed company disclosure records, with special attention to false and severely misleading statement, omission of major information, and untimely disclosure.

目 录

摘 要	1
Executive Summary	1
第 1 章 导言	1
第 2 章 信息披露制度概述	6
信息披露制度的起源与发展	6
信息披露的目标和基本原则	8
我国上市公司信息披露体系	16
第 3 章 财务信息披露	20
财务信息披露制度的演变	20
财务信息披露现状分析	23
财务信息披露存在的问题与对策	29
小结	34
第 4 章 公司治理信息披露	35
公司治理信息披露的制度背景	35
公司治理信息披露监管要求的演变	37
公司治理信息披露现状分析	42
小结	44
第 5 章 管理层讨论与分析	46
管理层讨论与分析披露制度国际比较	46
我国上市公司管理层讨论与分析披露制度	53
上市公司管理层讨论与分析披露现状分析	57

小结	64
第6章 重大事件披露	66
重大事件的界定、披露与违规处理	66
重大事件披露、股票异常波动与内幕交易的经验证据	76
重大事件披露、股票异常波动与内幕交易的实证分析	78
小结	83
第7章 证券发行信息披露	85
证券发行信息披露的重要性	85
国外证券发行信息披露现状	86
我国证券发行信息披露制度现状与问题	89
小结	94
第8章 上市公司透明度的总体评价	96
透明度的衡量	96
上市公司透明度现状分析	100
透明度的影响因素	107
小结	110
第9章 信息披露的违规与法律实施	112
信息披露法规体系	112
信息披露违规行为分析	113
信息披露的监管	123
信息披露违规的处罚	126
小结	134
参考文献	135
附录 2007年中国公司治理大事记	142
后记	144

第 1 章 导 言

根据网上《维基百科全书》的相关词条,“如果关于一种活动的所有信息都是公开的和可以自由获得的,那么,这种活动便是透明的”^①。上市公司透明度即是上市公司信息的公开程度,而上市公司信息公开过程,即是上市公司信息披露过程。

从信息经济学的角度看,现代市场经济运行具有三大特点:

(1) 价格作为一种反映资源稀缺性和资源利用效率的信号成为引导社会实现资源合理配置的基本工具。

(2) 市场经济发展过程,是社会分工、合作与专业化不断深化和扩展的过程,信息不对称也随着分工、合作和专业化的发展而发展。信息不对称,意味着信息不完全和交易合约不完全。在信息不对称条件下,市场交易中拥有更多信息的一方可能滥用自己单方面掌握的私人信息(private information)和隐蔽知识(hidden knowledge),或者出现道德风险,机会主义地采取对方未能察觉的对其不利的隐蔽行动(hidden action),或者隐瞒实情,仅向对方有选择地提供对己方有利的资讯,甚至误导或欺骗对方,以牟取己方的额外私利而损害对方的利益,不能达成互利的交易结果,从而导致社会福利水平和经济效率的下降。

(3) 社会经济系统中的不确定性不断发展,大多数经济决策都是在具有某种程度的不确定性的条件下作出的。这种不确定性即是风险,并且,在其他条件给定的情况下,不确定性程度越高,风险也越高。信息是一种知识,是“不确定性的负量度”^②,是无知(ignorance)或不确定性的消除。在不确定性条件下,经济行为主体的信息是不完全的。这时,人们可以通过花费人力和财力来获得新的信息或增加信息供给,减少不确定性,提高对事实的判断力和认知能力,降低风险,增加收益。因此,信息是一种稀缺的、有代价的、具有经济价值、可带来经济收益并遵循边际报酬递减规律的有限资源^③。当信息“生产”或信

① 参见 [http://en.wikipedia.org/wiki/Transparency_\(humanities\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Transparency_(humanities))。

② 肯尼思·阿罗,《信息经济学》,北京经济学院出版社 1989 年版,第 159 页。

③ 经济学将这种有限资源称为“经济物品”(英文为“economic goods”),与世界上取之不尽的“免费物品”(英文为“free goods”)相对应。

息获取过程的边际社会收益大于边际社会成本时,进一步增加信息的供给会带来社会净收益的增加;当这种增加一直持续到边际社会收益等于边际社会成本时,社会净收益总额便达到最大,信息的供求即达到社会均衡水平和最优状态。超过这一均衡水平,社会净收益总额不增反减。

现代市场经济运行的上述三大特点也完全适用于作为市场经济的一个组成部分的证券市场或资本市场。

(1) 证券市场本质上是一种信息市场,证券市场的资源配置过程是由证券价格信号来引导的,因此,证券市场的资源配置效率和使用效率依赖于市场的定价效率或证券价格的信息含量,依赖于证券发行人的信息披露质量。在证券市场上,股票等证券有三种价值,即市场价值(价格)、账面价值与内在价值。从内在价值,到账面价值与市场价值,并不存在一种唯一的映射,不存在一种一一对应的精确的数量关系。上市公司的信息披露为投资者的证券买卖决策提供依据,直接决定和影响资本市场功能的发挥。当其他条件给定时,上市公司的透明度越高,信息披露越可靠,关于公司基本面的信息越充分,证券的账面价值和市场价值就越是能够准确地反映其内在价值,反映上市公司运作与发展的绩效,反映上市公司的核心竞争力与发展潜力,证券市场的定价效率就越高,就越是有利于投资者正确决策,有助于资本市场的健康竞争和优胜劣汰,推动社会经济进步,避免资源配置不当;反之,上市公司的透明度越低,披露的信息越是不足、失真和不可靠,就越是会削弱投资者研究公司的公开信息的动力,为投机和跟风交易创造空间,刺激市场上的欺诈行为和误导行为,刺激市场上的内幕交易、噪声交易、盲目投资、过度投机和“小道消息”泛滥,导致不同公司股价同步变动,导致股价变动与公司真实业绩变动缺乏相关性,导致证券价格信息含量不足和证券价格信号失灵,扭曲价格发现体系,从而造成市场的失灵、扭曲和无效率,造成资源配置不当。

(2) 在证券市场运作过程中,广泛存在着信息不对称。

由于信息不对称,由于公司所有权与控制权分离,上市公司管理层和控股股东等内部人可能借助自己的信息优势和自由处置权,机会主义地滥用公司控制权,包括信息披露过程的控制权,在损害外部股东和公司整体利益的前提下牟取自己的私利,损毁公司价值,从而出现道德风险和逆向选择,导致上市公司委托代理链条中的代理费用上升。信息不对称的程度越高,内部人的自由处置权就越大,道德风险和机会主义行为的空间也越大。

由于信息不对称,上市公司董事会、监事会和管理层可能怠于履行自己对全体股东和公司的受托责任,怠于履行自己的忠实义务、注意义务、报告义务(accountabilities)和其他重要职责。

正像美国最高法院法官路易斯·布兰代斯(Louis Dembitz Brandeis)所说的那样,“阳光是最好的消毒剂,电灯是最有效的警察”^①。为了有效地遏制证券市场上的欺诈行为,降低公司内部人的道德风险,减少公司内部人等市场参与者利用信息优势谋取不当利益的机会,保证市场公正、透明、诚信,增加信息供给和缓解信息不对称,基于非市场控制的强制性的信息披露制度被引入到证券市场,作为一种外部监管、监督与评价的手段和公司治理的工具,使市场上的所有投资者都能平等地获得所披露的信息,从而大大提高了上市公司的透明度,强化了社会监督和市场约束作用,降低了社会信息成本、度量成本、监督成本和政府监管机构的执法负担。证券发行人按要求将与证券估值相关的信息公之于众,可以减少市场摩擦,使得一般投资公众在进行投资决策时能够充分权衡各种相关因素的利弊,而不至于在事后发现自己由于事前对证券信息缺乏了解而作出了错误的决定。除了强制性信息披露之外,在证券市场竞争过程中,一些上市公司会进一步利用信息披露的信号显示效应进行附加内容的自愿信息披露,展示自己的突出之处和良好形象,增进外部投资者对公司的了解,强化对外部投资者的吸引力,促进公司的声誉资本积累,增强公司在资本市场上的竞争优势。

(3) 原则地说,为了降低投资风险,保证投资决策的质量,上市公司被要求披露的信息,是与公司内在价值、账面价值和公司证券定价相关的信息,是证券价格对之敏感的信息。

但具体而言,在信息披露过程中,上市公司披露什么,如何披露,何时披露,借助何种手段和表达形式进行披露,怎样认识和贯彻信息的及时性、可比性、相关性或有用性、重要性、全面性等基本标准,如何确定信息披露的游戏规则和基础制度架构,如何形成最佳的信息披露流程和信息披露做法,如何确保信息披露质量并保证信息披露公正、可靠、卓有成效,如何确定信息披露的责任,如何提供恰当的激励与约束,如何监管和执法,包括如何防止市场参与者滥用信息披露机制,防止信息披露过程中通过扭曲、虚假或选择性的信息披露谋取不正当利益的各种不当行为,如何改进信息披露的基础设施质量,包括如何完善资本市场竞争环境,完善会计制度与会计实践,完善证券市场的基本制度和监管与执法,完善公司治理,推动股东积极主义,等等,涉及一系列十分广泛、具体、复杂的因素和适配条件。

由于信息不对称,拥有较多信息的市场参与者能获得额外的信息“租金”,

^① 路易斯·布兰代斯(Louis D. Brandeis):《别人的钱》(*Other People's Money & How the Bankers Use It*),第62页(National Home Library Foundation, 1933)。