



美国证券市场

孙旭 / 著

信息披露 制度研究

*A Research on the Information Disclosure Institution
in the U.S. Security Markets*

 吉林大学出版社

美国证券市场信息披露制度研究

A Research on the Information Disclosure Institution
in the U. S. Security Markets

孙 旭 著

吉林大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国证券市场信息披露制度研究 / 孙旭著.

—长春: 吉林大学出版社, 2011.8

ISBN 978-7-5601-7707-6

I. ①美… II. ①孙… III. ①证券投资
—监管制度—研究—美国 IV. ①F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 181275 号

书 名: 美国证券市场信息披露制度研究

作 者: 孙旭 著

责任编辑、责任校对: 陈颂琴 郑 宇

吉林大学出版社出版、发行

开本: 787×1092 毫米 1/16

印张: 9.625 字数: 150 千字

ISBN 978-7-5601-7707-6

封面设计: 刘 瑜

长春市兴华印刷厂 印刷

2011 年 8 月 第 1 版

2011 年 8 月 第 1 次印刷

定价: 20.00 元

版权所有 翻印必究

社址: 长春市明德路 501 号 邮编: 130021

发行部电话: 0431-88499826

网址: <http://www.jlup.com.cn>

E-mail: jlup@mail.jlu.edu.cn

序

如果从 1792 年的华尔街“梧桐树协定”算起,美国资本市场已有 219 年的历史。在这 200 多年里,美国资本市场经历了自我演进、自我探索以及自我修复的过程。了解美国资本市场的发展史,有助于我们更好地认识为什么美国能够在不长的时间里从一个殖民地崛起并成为全球超级大国。这是因为,在美国经济发展的过程中,资本市场都扮演了极其重要的角色;美国经济的强大与其发达的资本市场之间存在着必然的联系。从这个意义上说,研究美国经济,必须了解其资本市场的历史。

尽管美国资本市场的历史几乎与美国的历史一样长,但是在 1929 年大危机爆发前,它一直处于不断试错的过程,即它并不是一个规范和健全的资本市场。在这个市场中由于信息不对称和缺乏监管,因此充满着各种舞弊、欺诈和投机。1929 年的纽约股市的崩溃使美国政府认识到,完全依靠市场自我修复,可能要支付过高的社会成本。为此,罗斯福总统以此为契机,根据国会先后通过的《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》,建立了证券市场的信息披露制度。这项制度作为在政府监管主导下由自律监管组织和市场中介机构充分发挥监管作用、并通过严格的法律法规对证券市场实行集中和统一监管的制度,有效地解决了证券投资和交易中普遍存在的信息不对称,增强了市场的透明度和投资者的信心,从而促进了市场的发展和繁荣。正确的制度安排和联邦证券交易委员会的有效监管,为美国资本市场带来了长达近 60 年的稳定和繁荣(当然,其间也有多次熊市的间歇),使美国能够坐享由全球最发达的资本市场所带来的巨大的经济利益。

当然,历史总是不断地重复着自己。2001 年底,在这个素以制度创新著称的成熟市场经济国家,接连发生了举世震惊的公司财务造假丑闻,由此导致了美国股市的大幅下挫(如安然公司的股价跌到近乎于零;该公司的外部审计机构即全美最大的会计师事务所“安达信”也因此倒下)。由此可见,任何一项制度安排都不可能是一劳永逸的,都需要不断地修正和改进。2002 年由国会通过的《萨班斯——奥克斯利法》对加强美国资本市场的规范和监管起了巨大的作用。这部被投机者称为“阻碍美国资本市场发展的恶法”的实施,为美国的财务会计制度带来了巨大的变化(其中包括禁止会计师事务所同时为一家公司提供审计和咨询服务),大大地降低了资本市场的风险,从而巩固了美国资本市场在全球的领导者地位。这一案例再次证明,资本市场中普通存在的信息不对称,

是监管者在任何时时候都不能忽略的。

美国资本市场的发展史是一个值得深入研究的课题。对于目前正处于转型和经济高速增长的中国而言,其成功的经验和挫折的教训都是值得中国在规范和发展资本市场的过程中认真研究的。孙旭博士在其学位论文的基础上完成的《美国证券市场信息披露制度研究》一书,是一项很有现实意义的研究。该书不仅对美国证券市场信息披露制度的演变进行了系统的考察,而且对证券市场中介机构和自律组织对信息披露的监管、行政监管以及司法监管进行了深入的研究,并揭示了其激励与约束机制以及各个组成部分之间的制约与合作。作为孙旭博士的指导老师,我衷心地希望她在既有研究的基础上取得新的、更富有见地的研究成果。

项卫星

2011年5月18日于吉林大学

目 录

绪 论	1
1 选题立意	1
2 研究的主题与研究方法	2
3 论文框架结构	3
4 论文的主要创新及不足	4
第 1 章 美国证券市场信息披露制度:理论进展综述及理论框架	5
1.1 理论进展综述	6
1.1.1 20 世纪 30 年代的争论	6
1.1.2 20 世纪 60 年代以来的实证检验	6
1.1.3 20 世纪 80 年代以来信息披露理论的发展	8
1.1.4 近年来研究的新进展	12
1.1.5 中国学者的研究	13
1.1.6 对美国证券市场信息披露理论发展的评述	15
1.2 理论框架	16
1.2.1 信息披露制度产生的理论逻辑	16
1.2.2 对信息披露的监管	19
第 2 章 美国证券市场信息披露制度的演变与现状	23
2.1 美国证券市场信息披露制度的演变	23
2.1.1 18 世纪的信息披露制度	23
2.1.2 19 世纪初到 20 世纪 30 年代大危机以前的信息 披露制度	24
2.1.3 20 世纪 30 年代以后的信息披露制度	29
2.2 美国证券市场信息披露制度的现状	35
2.3 对美国证券市场信息披露制度变迁的评述	35
第 3 章 美国证券市场中介机构对信息披露的监管	37
3.1 概述	37

3.2 注册会计师对信息披露的监管	38
3.2.1 注册会计师对信息披露的监管	39
3.2.2 注册会计师的约束机制	39
3.2.3 注册会计师所面临的利益冲突	42
3.2.4 会计准则与审计准则	45
3.2.5 对注册会计师的监管	47
3.2.6 对美国注册会计师信息披露监管的建议	48
3.3 证券业律师对信息披露的监管	49
3.3.1 证券业律师在信息披露中的作用及其面临的利益冲突	49
3.3.2 联邦证券交易委员会对证券业律师的监管	50
3.3.3 证券业律师的梯式报告	51
3.4 证券分析师对信息披露的监管	52
3.4.1 证券分析师对信息披露的监管	52
3.4.2 证券分析师分析报告的价值	53
3.4.3 证券分析师所面临的利益冲突	53
3.4.4 限制分析师利益冲突的措施	55
3.5 证券评级机构对信息披露的监管	56
3.5.1 证券评级机构对信息披露的监管	57
3.5.2 美国的信用评级霸权	58
3.5.3 美国证券评级机构面临的利益冲突	59
3.5.4 对证券评级机构的监管	60
3.5.5 评价	61
第4章 美国证券市场自律组织对信息披露的监管	62
4.1 证券市场自律组织的产生	62
4.2 证券市场自律组织对上市公司的信息披露监管	63
4.2.1 监管发展的三个阶段	63
4.2.2 证券市场自律组织信息披露监管的主要内容	65
4.2.3 证券市场自律组织对信息披露监管的激励机制	66
4.2.4 证券市场自律组织信息披露监管存在的合理性	69
4.2.5 证券市场自律组织在信息披露监管中存在的利益冲突	69

4.3 联邦证券交易委员会对证券市场自律组织的监管	70
4.4 证券交易所非互助化下的信息披露监管	71
4.4.1 证券交易所的非互助化	71
4.4.2 证券交易所非互助化后的信息披露监管	73
4.5 证券市场跨境合并后的信息披露监管	75
第5章 美国证券市场信息披露的行政监管与司法监管	78
5.1 联邦证券交易委员会对信息披露的监管	78
5.1.1 联邦证券交易委员会监管权力的历史演进	78
5.1.2 联邦证券交易委员会对信息披露监管的必要性	79
5.1.3 联邦证券交易委员会在信息披露监管中的角色	80
5.1.4 联邦证券交易委员会有效监管的经验	83
5.1.5 联邦证券交易委员会的监督机制	86
5.2 司法对信息披露的监管	86
5.2.1 私人诉讼对信息披露监管的必要性	86
5.2.2 私人诉讼在信息披露监管中的角色	87
5.2.3 信息披露司法监管中不同主体的民事责任	88
5.2.4 证券集团诉讼	89
5.2.5 对美国信息披露司法监管的评价	96
第6章 美国证券市场信息披露制度对中国的借鉴意义	98
6.1 中国证券市场以及信息披露制度的现状	98
6.2 中国证券市场信息披露制度存在的问题	100
6.2.1 会计师事务所	101
6.2.2 证券业律师	106
6.2.3 证券市场自律组织	108
6.2.4 证监会	111
6.2.5 司法监管	112
6.3 中国如何借鉴美国证券市场的信息披露制度	115
6.3.1 会计师事务所	115
6.3.2 证券业律师	116
6.3.3 证券市场自律组织	117
6.3.4 证监会	117
6.3.5 司法监管	118

结 论	120
参考文献	123
后 记	145

绪 论

1 选题立意

美国证券市场的成功在很大程度上归因于其成功的信息披露制度。对投资者的完全信息披露不仅是其证券监管定义式的特征之一,而且是最重要的特征。美国现行的信息披露制度是建立在 1933 年及 1934 年制定的有关证券法律法规的基础之上的。它是一项在政府监管主导下,自律监管组织和市场中介机构充分发挥监管作用,通过严格的证券法律法规实施的对证券市场集中统一管理的制度。纵观美国证券市场的历史,可以看到,在美国证券市场不断发展的过程中,信息披露的各种监管机制相继出现,它们互相制约、互相联系,共同规范日益复杂的证券市场。这一过程生动地体现了政府面对日益复杂的证券市场,不断探索监管手段并不断加强监管的过程。但是,即便是今天已经高度成熟的美国证券市场,仍然存在很多问题,其信息披露制度仍然有待进一步完善。

在理论界,美国证券市场信息披露问题一直是国内外经济学界广泛争论的焦点问题。自 20 世纪 30 年代以来,围绕着要不要建立信息披露制度,建立什么样的信息披露制度,学术界展开了激烈的争论,经济学家从不同的角度进行了理论探索。早期的理论分析主要是利用传统的福利分析方法;之后的分析则在此基础上不断地加入现实因素,并逐渐融合现代金融理论,如引入信息经济学、激励-信号传递理论以及博弈论等。可以说,这些理论研究从不同侧面对这一问题做了探究和解释,为这一问题的深入研究做了有益的积累,并提供了研究的思路和方法。但是,以往的研究只是针对信息披露制度的某一个方面进行的,并没有将信息披露的各种机制纳入共同的分析框架进行系统研究。

中国证券市场起步较晚,是在借鉴美国等成熟市场经济国家经验的基础上建立和发展的。中国现行信息披露制度基本上属于政府单层次监管模式,还没有形成多层次的监管体系,其信息披露制度还很不完善。在现行的制度下,广大投资者即股东并没有得到足以进行正确判断的信息,潜在的利益冲突以及它们可能产生的扭曲的激励依然存在。为此,研究美国证券市场的信息披露制度,借鉴其成功的经验,避免其曾经遇到的挫折,以更好地发展中国的证券市

场,有很重要的现实意义。

国内外证券市场发展的实践表明,信息披露制度的有效性已经毋庸置疑。现在问题的焦点在于:什么样的信息披露制度能够使投资者获得进行投资判断的充分信息,遏制上市公司的造假企图,从而造就一个充满生机的、公平公正的市场?由于证券市场是不断地发展变化的,因此,信息披露制度是一个动态的演变过程。特定的信息披露制度只能适应特定国家在特定时期的需要。

本文在前人研究的基础上,建立了一个激励不同层次信息披露监管者行为的框架,以美国证券市场的信息披露制度为研究对象,将美国证券市场信息披露的各种机制纳入共同的理论分析框架进行系统研究,揭示其信息披露制度的有益经验。这不仅在理论上有助于推动和充实有关美国证券市场信息披露制度的研究,而且在实践上对完善中国证券市场的信息披露制度具有重要的现实意义。

2 研究的主题与研究方法

(1) 研究的主题

本文对美国证券市场信息披露制度演进的历程以及美国证券市场信息披露制度的现状进行了综合考察,分析了美国证券市场信息披露中各个机制之间的制约、分工和合作,并为中国证券市场信息披露制度的建设提供了一些建议。具体而言,本文的研究主要包含以下内容:第一,在纵向上,具体考察美国证券市场信息披露制度的演变规律,即从自发交易到以自律监管为主的交易所监管阶段,再到以政府的行政和司法监管为主的全面监管。考察了每一个阶段的特点和这种发展演变的必然性。第二,在横向上,具体考察了美国证券市场信息披露各个机制之间的制约、分工和合作。分别对美国证券市场信息披露中市场中介机构、市场自律组织以及行政与司法监管的作用空间进行了研究,揭示了其约束和激励机制以及各种机制之间的制约、分工与合作。第三,通过考察中国证券市场信息披露制度的现状,结合美国的经验,为中国证券市场信息披露制度的建设提出了一些建议。

作者希望通过本文的研究,达到以下几个目的:(1)将当前相互独立的信息披露监管有关理论结合在一起,构筑新的理论分析框架,并将其应用于对美国证券市场信息披露制度的研究之中;(2)对美国证券市场信息披露制度的历史演变以及该制度的各个组成部分进行研究,揭示其发展演变的规律以及信息披露制度各个组成部分的激励与约束机制,并研究它们不同的作用空间;(3)为中国证券市场信息披露制度的建设提供一些借鉴。

(2) 研究方法

与论文的研究内容和研究目的相适应,在研究方法上,本文体现出以下两个特点:(1)主要运用信息经济学以及法与经济学理论对美国证券市场信息披露制度进行考察,研究信息披露制度的历史演进以及其在特定历史时期的激励与约束机制,为信息披露制度的选择提供一个综合性的分析框架和原则性的政策建议;(2)本文运用新制度经济学的理论与研究方法,以美国证券市场信息披露制度的形成和演进作为研究对象,揭示其形成和演进的规律。

3 论文框架结构

本文主要由以下四个部分构成:

第一部分即本文的第一章,对美国证券市场信息披露制度理论进行评述并且从信息披露制度产生的理论逻辑出发,构筑美国证券市场信息披露制度研究的理论框架。本章回顾了美国证券市场信息披露制度理论的发展历程,对该领域的理论研究和实证分析的脉络进行了梳理,对主要的理论观点进行了总结。本章不仅概括性地梳理了前人的研究成果,而且也为后文的研究建立了一个理论分析框架,通过此框架研究在特定时期的特定信息披露制度。

第二部分即本文的第二章,对美国证券市场信息披露制度进行历史考察。作者的考察从美国证券市场产生开始,一直到目前的现状。通过对美国证券市场信息披露制度的历史分析,揭示了特定的信息披露制度是证券市场在特定历史阶段的必然产物。

第三部分即本文的第三章、第四章和第五章,从横向上对美国证券市场信息披露制度的各个组成部分进行研究,以揭示其激励与约束机制以及各个组成部分之间互相制约、分工和合作的关系。作者将对上市公司信息披露监管分为四个层次:市场中介机构、自律监管组织、行政监管、司法监管。在这几个层次中,越靠前的越贴近市场,作用越直接,成本越低。本文的第三章到第五章就是按照这一顺序逐层展开的。其中第三章考察美国证券市场中介机构对信息披露的监管。作者选取会计师事务所、律师事务所、证券评级机构以及证券分析师作为研究对象。第四章研究自律监管组织对上市公司信息披露的监管。第五章研究行政和司法对信息披露的监管。在研究司法监管的时候,作者主要研究的是证券民事诉讼赔偿制度。通过这部分的研究,进一步揭示了信息披露制度是在经济、信息结构以及在激励与约束等条件下随着环境变化的产物。

第四部分即本文的最后一章,作者总结了美国证券市场信息披露制度对中国证券市场建设的借鉴意义。

4 论文的主要创新及不足

论文的主要创新:

1. 指出了一国证券市场信息披露制度是证券市场中中介机构、自律监管组织、行政监管以及司法监管共同作用的结果。在前人研究的基础上,建立了一个激励不同层次信息披露监管者行为的框架,将美国证券市场信息披露的各种机制纳入共同的理论分析框架进行系统研究。

2. 对美国证券市场信息披露制度的建立、演变以及新的发展变化进行了系统的归纳和梳理。

3. 本文在对美国证券市场信息披露理论进行总结和评述的基础上,综合各家学说,以信息经济学为基础提出了新的理论分析框架。

至于本文的不足则主要体现在:

1. 本文提出的新的理论分析框架如何在现实中更好地应用,尚需进一步研究。

2. 本文完成之际,美国还没有走出金融危机的阴影,美国政府应对金融危机的新立法“多德-弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案”(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)刚刚签署一年,许多法案细则还正在制定未及实施,因而未及研究在新的制度框架下该制度对此次金融危机的影响。对这方面的继续研究,将有助于发展和完善本文的理论分析框架。

第1章 美国证券市场信息披露制度: 理论进展综述及理论框架

证券市场信息披露制度是指在证券市场上,上市公司在证券的发行、上市以及交易等一系列环节中,向社会公开有关的信息以及证券市场监管主体对这种公开行为进行监管的制度。公司的信息披露行为本身仅仅是该制度的外在表现形式之一,对这项制度更为深刻的理解在于有效的信息披露是建立在对其监管的基础之上的,即有效的信息披露是证券市场中介机构、自律监管组织、行政监管以及司法监管共同作用的结果。在证券市场不同的发展阶段,由于对上市公司信息披露行为的监管主体以及监管内容不同,因此其信息披露行为呈现不同的面貌。本文所研究的信息披露制度侧重于对信息披露的监管。

信息披露制度是美国证券市场监管制度的基石。20世纪30年代以前,政府行政监管尚未介入美国证券市场的信息披露领域,因此,学者们对这一领域尚未进行有针对性的研究。20世纪30年代以后,美国政府全面介入证券市场监管,在证券市场实行强制性信息披露制度。自此,学术界围绕着要不要建立强制性信息披露制度,要建立什么样的信息披露制度,展开了激烈的争论,经济学家从不同的角度进行了理论探索。这一争论大体上可以分为四个阶段。第一阶段是20世纪30年代的争论。这场争论主要是围绕着“要不要信息披露制度”进行的。第二阶段是20世纪60年代至80年代。在《1933年证券法》和《1934年证券交易法》实行了一段时期以后,一些学者试图通过实证研究的方法验证《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的实施效果,乔治·斯蒂格勒(George Stigler, 1964)首开实证检验的先河。但是直到今天,实证研究也没有有力的证据显示出强制披露的信息对投资者产生了有益的影响,争论还在继续。这一时期的争论为以后的经济学家提供了一种全新的研究方法,但是因为数据选取以及验证方法的局限性,这一时期的研究并没有揭示信息披露制度内在的规律性。这时也基本上是围绕着“要不要建立信息披露制度”这一问题进行的。第三阶段是20世纪80年代到20世纪末。在这一阶段,经济学家们引入信息经济学、激励-信号传递理论以及博弈论等对信息披露制度进行研究,在研究中不断加入现实因素,使得这项研究更具有实际意义。第四阶段是21世纪初以来这一理论研究的最新进展。近年来,学者们更多地是将信息披露制度作为一个既定的前提,研究信息披露中政府介入的深度、政府监管存在的必要性以及自律组织的监管空间等。深入分析信息披露理论主要流派的理论基础和政策主

张,准确把握其最新发展,不仅能为下一步的理论研究提供新的启示,而且对改革和完善证券市场的信息披露制度有重要的现实意义。

1.1 理论进展综述

1.1.1 20 世纪 30 年代的争论

美国证券法律自诞生之日起,支持者和反对者就展开了激烈的争论。支持者(Louis D. Brandeis,1933; Louis Loss,1988; William O. Douglas,1934)针对证券市场上的欺诈行为,指出需要由政府干预筹资者行为,强制其披露有关企业经营方面的重要信息,保护广大投资者利益。但是他们反对政府对证券市场的进一步干预。

在当时,很多学者反对强制信息披露制度。反对者在当时又分为两派,其中一派学者如 Francis Wheat(1967)认为,政府应该进行更为严厉的监管,甚至主张国会颁布《蓝天法》,以要求所有出售和交易证券的公司必须经过联邦政府的批准。他们的理由是,投资者是不成熟的,“那些需要得到投资指引的人从注册登记的公开文件里所包含的资产负债表、重要合同或其他各种数据中根本看不出所以然来。这些人或者是由于缺乏训练或智力原因而不能从这些数据中找出任何有用的东西,或者是由于一心沉溺于投机获利而认为这些信息于己丝毫无关。”^①。另一派反对者认为,证券法中有关强制性信息披露的规定不仅事实上不可能有用,而且在道德观念上也会有碍于诚实企业、商人的行为^②。他们认为,仅有“反欺诈”法就完全能够制止证券市场中的欺诈行为。

这一时期争论的理论基础立足于古典经济学。反对者认为,自由竞争的市场能够自动引导资源的最优配置,政府的强制披露政策是对证券市场的不必要干预;支持者以 1929 年的市场大崩溃为依据,认为市场失灵必然会得出政府干预的结论。

1.1.2 20 世纪 60 年代以来的实证检验

1964 年,乔治·斯蒂格勒在《证券市场的公共管制》中,用实证方法研究《1933 年证券法》有关注册管制的效果。为了研究在联邦证券交易委员会对新股注册之前和之后投资者的境况,他选取的样本是 1923~1928 年间超过 250 万

^①参见 Douglas William O. Protecting the Investor[J]. Yale Rev. 1934,23:521.

^②转引自 Loss Louis. Fundamentals of Securities Regulation[M]. Boston: Little, Brown & Company, 1988:

美元的新发行的工业股票和 1949 ~ 1955 年间超过 500 万美元的新发行的工业股票。他跟踪了公司上市后连续 5 年的表现,同其发行价对照,测算这些新股的价值。为消除一般市场条件对股票价格的影响,斯蒂格勒又根据市场平均水平对上述比率做了调整。通过以上研究,他发现:(1)在两个不同时期内,新股发行一年以后,与市场平均水平相比,两者没有大的差异,第二年的差异也不大,第三年才出现较大差异,第四年和第五年差异也不大。(2)与 50 年代新股股价与市场价格水平的比值变化相比,20 年代的比值差异比较显著。这一现象可以通过以下事实解释:与 50 年代相比,20 年代有更多的新公司加入到市场中来。斯蒂格勒由此得出结论:联邦证券交易委员会信息披露监管的主要功效是将新公司排除在市场之外,联邦证券交易委员会的注册条件限制并没有对新股质量造成很大影响,当然也就没有对投资者提供更多的保护。

斯蒂格勒的研究立刻引起了一些尖锐的批评。如 Irwin Friend and Edward S. Herman(1964)在批评文章中指出,完全信息披露制度降低了信息风险和欺诈风险,这种风险的降低就是强制登记和强制信息披露制度有效性的最好证明。他们认为,完全信息披露通过为投资者提供更多的确切信息从而减少了不确定性,也因而实现了保护投资者的目的。宾州大学教授 Morris Medelson(1978)也质疑斯蒂格勒研究方法上的错误,并肯定强制披露制度在减少证券欺诈和增强公众对证券市场信心方面的积极作用。

Gregg A. Jarrell(1981)用有效资本市场的新的统计方法进行了与斯蒂格勒类似的研究。他使用资本资产定价模型(CAMP)和跨期回报模型(RATS)进行检验。他的结论是,联邦证券交易委员会对新发行证券的注册要求是失败的。Jarrell 进一步指出,庞大的注册费用支出使股票和债券呈现出低风险的特征。

Carol Simon(1989)用新的研究方法进行了与斯蒂格勒和 Gregg A. Jarrell 类似的研究。Simon 分别考察了《1933 年证券法》对在纽约证券交易所新发行的证券和在其他证券交易所新发行证券的影响,并将二者进行比较。她发现,在纽约证券交易所上市的证券,在《1933 年证券法》出台前后,其价格与价值偏差均不明显;相反,在其他证券交易所上市的证券,在《1933 年证券法》颁布后,其价格与价值的偏差明显下降。她因此认为,《1933 年证券法》显著地影响了那些在此之前不向投资者披露信息的公司。

以上研究考察了《1933 年证券法》的注册要求对投资者收益的影响。虽然斯蒂格勒和 Jarrell 的研究没有找到联邦证券交易委员会的注册要求对投资者保护的明显证据,但是所有的研究都发现《1933 年证券法》颁布后,证券收益的差异下降了,新发行证券的风险降低了。Simon 的研究则表明《1933 年证券法》缩小了上市证券价格与价值的偏差。

此外,还有很多实证研究考察了《1934 年证券交易法》的周期性披露要求对证券市场的影响。

鲍尔(Ball)和布朗(Brown,1968)研究了年度报告所包含信息的价值^①。他们的样本包括261家进行年度报告的公司。鲍尔和布朗发现,年度报告中所包含信息的价值不超过10%~15%,到联邦证券交易委员会所要求的最后报告期,报告几乎不包含什么能影响股票价格的信息了。

在同一年,威廉·比弗(W. H. Beaver,1968)测算了在宣告预期收益前后的周交易量。他发现,在宣告预期收益的当周,交易量要大于之前和之后的八个周,特别是在公告之后的两三周内,交易更活跃。这说明财务报告确实对交易量有所影响。

理查德·麦克安纳雷(R. McEnally,1970)的研究表明,在联邦证券交易委员会要求披露年度报告的时候,报告中所包含的信息对投资者用处已经不大。

1973年,乔治·本斯顿(George Benston,1973)发表了《被要求的披露与股票市场:1934年证券交易法评估》一文,该文主要是针对联邦证券交易委员会有增加上市公司披露要求的意图而撰写的。他采用实证分析的方法,针对《1934年证券交易法》的两个基础理念——公平和有效进行了分析。本斯顿分析了证券市场上的欺诈和操纵、信息和投资者决策、《1934年证券交易法》对交易的证券的影响、法案对股东损失的影响以及法案对投资者市场信心的影响,从而得出结论:《1934年证券交易法》的披露要求没有对纽约证券交易所的证券产生正面影响,也没有证据表明它是必需的和合理的,当然,要求更多的披露是值得怀疑的。

除了直接研究《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的影响之外,还有人从内幕交易的角度进行研究。如亨利·曼(H. G. Manne,1966)认为,如果允许在披露之前进行内幕交易,那么投资者就会获益。

直到今天,实证研究也没有有力的证据显示出强制披露的信息对投资者产生了有益的影响,争论还将继续。证券市场包含了太多的不确定性,以至于用数学方法很难解释其内在的规律性。但是以上研究扩展了以往的研究思路,为以后的经济学家提供了一种全新的研究方法。

1.1.3 20世纪80年代以来信息披露理论的发展

在这一阶段,经济学家们引入信息经济学、激励-信号传递理论以及博弈论等理论对信息披露制度进行研究。在研究中,他们假定经济个体的行为是理性的,风险厌恶的,最优的决策总是边际成本等于边际收益。

1.1.3.1 从公平与效率的角度研究

1.1.3.1.1 对强制信息披露制度的批判

伊斯特布鲁克(Easterbrook)和费雪(Fischel)于1984年发表的论文《强制

^①Ball R, Brown P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers[J]. Journal of Accounting Research, 1968, 6:159-178.