

证券法苑

张育军 徐明 主编

第五卷

(2011年11月第1期)

中

Zheng Quan Fa Yuan



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

证券法苑

第五卷

(2011年11月版)

●

张育军 徐明 主编

Zhengquan Fa Yuan

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第5卷/张育军,徐明主编. —北京:

法律出版社,2011.11

ISBN 978-7-5118-2775-3

I. ①证… II. ①张…②徐… III. ①证券法—中国

一文集 IV. ①D922.287.4-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第230967号

© 法律出版社·中国

证券法苑(第五卷·中)

张育军 徐明 主编

责任编辑 王旭坤

装帧设计 乔智炜

开本 710毫米×1000毫米 1/16

版本 2011年11月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司

印张 30.25 字数 433千

印次 2011年11月第1次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张建伟

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2775-3

定价(全三册):149.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

主办单位：上海证券交易所

学术指导委员会

(按姓氏笔画排列)

王利明 王保树 吴志攀 郭 锋 顾功耘 黄 炜

编辑委员会

主 任：张育军

副 主 任：徐 明

委 员：(按姓氏笔画排列)

叶 林	甘培忠	刘俊海	吕红兵	朱慈蕴
吴 弘	周仲飞	罗培新	范永进	胡宝海
赵旭东	傅鼎生	彭 冰	董安生	韩 康

主 编：张育军 徐 明

执行编辑：陆 萍 卢文道

编 辑：王俊桥 陈亦聪 杨 懿 谭 婧

王文心 张 媛 朱文超

总序	加强法治研究,推动法治建设,促进资本市场健康稳定发展 / 耿 亮 / 1
序	优化资本市场法治生态环境,增强资本市场可持续发展能力 / 张育军 / 1
卷首语	/ 1

[立法理念与技术]

金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定/陈 洁 / 1
证券法功能定位演变的国际比较与我国《证券法》的完善/陆泽峰 李振涛 / 24
进一步弘扬股权文化,塑造投资者友好型的《证券法》/刘俊海 / 46
从简略式立法到精细化立法
——以《公司法》和《证券法》为例/邢会强 / 64
证券法的转型:从传统有价证券到金融商品
——日韩两国给我们的启示/杨 东 刘 磊 / 88
欧美证券法的最新发展及其对中国证券法制完善之启示/李安安 / 102

[证券发行]

论证券发行监管的改革路径
——兼论“注册制”的争论、困境及制度设计/郑 斌 / 148

私募发行“人法”:豁免与监管之平衡/徐明 杨柏国 / 164

走向多层次:非公开发行监管嬗变的现实

路径初探/王文心 / 185

股票首发中承销商与保荐人分离的制度探讨/李有星 / 205

从私人选择走向公共选择

——摧毁“保荐合谋”的利益墙/蒋大兴 沈晖 / 222

欧盟法律框架下的股本证券国际发行

/Eilís Ferran 著 罗培新 译 / 269

从二次过会现象谈《证券法》等规定的进一步修改

与完善/张诗伟 / 310

财务信息造假漩涡中的中国企业境外间接上市监管:

历史和前景/刘 轶 / 323

[上市公司监管]

敌意并购下目标公司董事的受任人(受托)义务

——以开发金控敌意并购金鼎证券为例/刘连煜 / 359

上市公司并购重组相关立法存在的问题及修改

建议/潘荣伟 王怀章 张 露 / 396

完善我国大额持股披露制度的若干问题/张子学 / 418

选择性披露管制如何影响美国资本市场

——研究述评/陈秧秧 / 467

对美国《公平披露规则》的再审视

——对 Secure Computing Corp. 案的具体分析与思考

/王亚楠 / 482

论证券电子公开说明书之法律监管

——兼论《证券法》相关条款的设计/武俊桥 / 498

上市公司影子董事制度研究

——以规制大股东和实际控制人为视角/蒋学跃 / 526

独立董事 vs. 控制股东:中国上市公司关联交易

治理实效研究/曹 理 / 536

公司类别股的立法规制及修法建议

——以类别股股东权的法律保护机制为中心/沈朝晖 / 563

多层次资本市场上市公司转板机制研究/刘 桑 / 589

我国证券市场股票亏损退市问题的实证研究

——以 2008 年及之后的亏损退市数量骤减问题

为研究中心/何廷财 / 613

创业板市场退市制度比较研究/杨 巍 / 636

[证券交易]

证券交易异常情况处置的原理及其运用

——兼谈我国《证券法》相关制度的完善

/卢文道 陈亦聪 / 652

浅析日本瑞穗证券乌龙指事件背后的法律问题

/上村达男 吴 祺 / 677

论我国融资融券引入信托机制的创新与缺陷/李 艳 / 693

我国转融通业务的模式选择与各方法律关系分析

/马更新 郭淑慧 / 705

我国金融创新的让与担保法律问题分析/何艳春 / 718

略论证券交易担保制度的制定

——以让与担保制度的引入为例/牛文婕 赵 刚 / 740

[债券制度]

公司债券制度的实然与应然

——兼谈《证券法》的修改/洪艳蓉 / 753

交易所公司债券市场发展与《证券法》修改

——以公司债发行法律制度为重点

/中信证券股份有限公司法律部 / 799

论我国《证券法》中公司债券法律制度的适用与

完善/张 媛 / 817

发行地方政府公债的制度经济学分析/王旭坤 / 836

地方政府债券关系的《证券法》调整/王建平 / 853

[登记结算]

从“账户权利”到“中介化证券”

——《中介化证券实体法公约》核心概念的演变

/刘燕 楼建波 / 880

证券无纸化及相应证券监管制度的构建

/赵金龙 宫旭超 / 905

无纸化之后股份登记的异化与立法变革/范中超 / 933

无纸化背景下我国证券登记结算制度的改革与

完善/袁康 / 954

[市场监管]

证券监管机构行政执法权行使的理论剖析

——以证券市场的现实为背景/陈儒丹 / 968

全球金融危机后中美证券稽查执法变革比较研究

/张清华 / 982

证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析/卢文道 / 1007

对我国证券交易所自律管理地位和纪律处分权的反思

——兼论对《证券法》第五章的若干修改建议/陈彬 / 1049

《证券法》中投资者适当性规则的构建

——兼论资本市场“投资者适当性”的发展/赵晓钧 / 1070

比较视野下我国证券公司信息隔离墙的制度现状及

完善/吴伟央 / 1099

证券公司从业人员禁止持有、买卖股票若干问题商榷

——立法追溯与当代比较的视角

/王吉学 陈丽媛 邢楠 / 1118

内幕交易的特殊行为形态分析

——兼议《证券法》内幕交易相关规范的修订/蔡奕 / 1136

并购重组中的内幕交易主体规制

——以《证券法》相关制度完善为依归/朱文超 / 1157

“虚假陈述证券民事诉讼”法律实效研究/何朝丹 / 1171

《多德—弗兰克法》期货市场反操纵条款研究

/李明良 李虹 / 1199

[相关制度]

收放之间:美国证券域外纠纷诉权新解/郭 雳 / 1212

国际板证券侵权之诉的法院管辖与法律适用/曲冬梅 / 1230

论金融消费者身份的界定与倾斜保护机制创新/郭富青 / 1249

论证券市场民事法律机制之完善

——以自治与管制的有效平衡为视角

/许加林 陈 宇 胡传高 王 玮 / 1265

论金融消费者概念之引入与消费者信息权的保护

——以证券立法的完善为进路/金 励 / 1277

瑕疵出资股东的股东权利限制的归类研究:规范

与实证/李建伟 吴永刚 / 1290

我国类别股份制度现代化研究/尹红强 / 1318

驱逐有限责任公司的“离心股东”

——以构建股东除名制度为核心/汪 晨 / 1339

论董事责任保险的范围及立法完善/李培华 / 1359

稿约 / 1373

选择性披露管制如何影响美国 资本市场

——研究述评*

陈秧秧**

摘要:本文旨在评估美国资本市场选择性披露管制的政策影响。通过对后FD时期系列经验研究的回顾,本文归纳了研究管制影响的实证模型构建所面临的困难,系统梳理了现有文献的经验证据。总体上,实施FD条例后,公司管理层公开披露增加,市场分析师的意见价值下降,而市场流动性或有效性方面不存在一致证据,也几乎不存在可以辨别的投资者表现的变化。因此,经验研究似乎表明,监管层对选择性披露削弱投资者信心的担心与批评者对新规则抑制市场信息流动的担忧均是过度的。

关键词:选择性披露 管制 经济后果

* 本文受教育部人文社会科学研究青年基金项目(11YJC790022)、上海市第三期重点学科——经济法学(S30902)与华东政法大学科学研究项目(08HZK023)的资助。

** 华东政法大学国际金融法律学院副教授,会计学博士,法学博士后。

一、引言

2000年,美国资本市场采纳了一份重要的新规则——《公平披露条例》(Fair Disclosure Regulation,以下简称FD条例),旨在改进投资者可以公平获取的信息数量与质量。根据该条例,上市公司被禁止向经过选择的分析师或投资者等市场专业人士作出有关重要信息的私人披露。如果管理层无意间披露了重要的非公开信息,那么,FD条例要求公司在24小时内公开披露相同的信息。而当选择性披露为管理层故意作出时,公司应在作出选择性披露的同时向市场公开披露相同信息。

出台该份条例,SEC是基于以下考虑:公司管理层选择性地提供未来盈利、经营要点等重要信息,取悦华尔街分析师与机构投资者,导致中小投资者对资本市场完整性失去信心。SEC认为,选择性披露致使一些投资者“以欺瞒其他投资者为代价赚取利润或避免损失”。因此,“当投资者看到证券价格发生急速变动、却只能在其后获知引起该项变动的信息时,便质疑他们是否与市场内幕人处于同一竞争平台”。除了增强投资者信心以外,SEC声称,新规则将限制公司管理层将私人信息作为奖励那些推荐公司股票或者作出有利盈利预测的分析师、惩罚对公司作出负面评价的分析师之能力。SEC明确指出,技术进步已经促进信息可以按照比以往更广泛的方式进行传播。“尽管发行人可能曾经不得不依赖分析师作为信息中介,而现在发行人可以采用多种方法直接与市场交流。除了发布新闻公告外,还可以利用网络实时播报和举行电话会议。技术局限不再是容忍选择性披露带来的对市场完整性威胁的借口。”^①

然而,新规则的反对者(包括美国证券业协会和投资管理与研究协会)则认为,FD条例“将对发行人的信息披露产生冷却效应”。这些观点主要关注在确定何时某项披露具有“重大性”时存在的困难,并由

^① Securities and Exchange Commission. *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading*. <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

此产生如何适用该项管制措施的问题。由于这一界定的模糊性,反对者预测,新规则将促使公司管理层在停止作出选择性披露的同时,终止与外界的任何私人信息交流,由此产生的信息缺口将不能通过增加对可比信息的公开披露得到填补。

为了对 FD 条例政策后果的竞争性假说作出检验,一些文献对公司管理层和市场分析师对新规则的反应进行研究。这些文献考察 FD 条例实施后,投资者对信息的公开获取是否通过更频繁的盈余预测和更开放的电话会议而增加。此外,许多文献检验了这一管制措施对交易量与流动性、资本市场处理盈余信息和财务分析师工作表现的影响。本文的主要目的是评论当前文献对这一发行人信息披露规则变革之影响的研究,重点关注实证研究模型构建中的困难与主要经验证据,以为我国《证券法》相关条款的修订提供若干借鉴。

总体上,经验研究表明,实施 FD 条例的后果是管理层公开披露增加,卖方分析师意见的价值降低。然而,几乎不存在可以辨别的投资者表现的变化。因此,经验研究似乎表明,监管层对选择性的管理层披露削弱投资者信心的担心以及批评者有关新规则对市场信息影响的担心均是过度的。

二、实证研究模型构建面临的挑战

在评估 FD 条例的影响时,研究者遇到一些挑战。首先,他们不得不提出该项管制措施所可能产生之影响的假设,并确定恰当的因变量以验证这些假设。其次,由于 FD 条例是在某个独立日期采纳的,研究者需要控制可能同时发生的潜在事项。最后,从理想角度,研究者需要确定一个预计将受该新规则影响的企业或分析师处理样本,以增强检验力度。

(一) 提出假设

FD 条例对公司管理层与市场分析师、机构投资者之间的大量私人信息交流产生潜在影响,包括封闭式电话会议、私人会晤以及对分析师财务预测模型的反馈。电话会议这一交流方式兴起于 20 世纪 90 年代

后期,公司高管利用这一渠道向市场分析师和重要投资者传递有关盈利公告或其他重要事项的信息。FD 条例实施后,公司可以选择将原先限制开放的电话会议向所有投资者开放,或者在无意图披露任何重大新信息的前提下继续采用封闭式会议,或者完全终止举行此类会议。

FD 条例也潜在地影响着可以在管理层、分析师和机构投资者之间的私人会晤中交流的信息和管理层对分析师预测与估值模型作出私下建议时的信息。根据条例的要求,假设管理层未向与会的分析师和机构投资者提供重大的新信息,那么,管理层可以继续采用上述交流形式。然而,如果他们在会晤中因疏忽而披露了新信息,那么,公司必须在 24 小时内作出公开发布。作为备选方式,公司管理层可以认为这些交流形式从成本角度不再有效,并终止此类交流。此时,管理层需要决定是否通过拓展其他形式的公开交流来填补终止私人会晤所带来的信息缺口。

新的管制措施也很可能对市场分析师的行为及工作表现产生影响。通过限制市场分析师从公司管理层处获取私人信息,FD 条例改变了分析师的竞争方式。在前 FD 时期的市场环境下,分析师通常以激进的方式参与竞争,与其研究范围内的企业管理层建立广泛联系。此类联系向分析师提供了获取私人信息的途径,或者以中间人身份参与管理层与客户会议的机会,并由此立足于分析师业界。然而,在后 FD 时期,分析师如想取得信息优势,将只能通过自身的私下搜索。譬如,通过所关注公司的客户、供应商及竞争者建立联系,开发更好的新信息来源。

假设管理层与分析师将如何应对 FD 条例这一点并不明确,那么,研究者作出有关 FD 条例对资本市场与财务分析师表现之影响的准确预测将存在困难。如果管理层选择将前 FD 环境下作私下交流的相同信息进行公开披露,那么,信息不对称很可能降低。相反,如果管理层在新规则通过后减少信息披露,那么,市场中将产生新的信息缺口。财务分析师能否通过自身的研究来填补该缺口?如果分析师成功地填补了这一缺口,那么,任何信息不对称程度的降低很可能是微弱的。

关于 FD 条例对分析师工作表现的影响也较难预测。如果管理层在后 FD 时期作出公开披露以抵消私下披露的减少,那么,分析师的一

致性预测可能更加准确且预测分散性降低。相反,如果管理层选择不增加公开披露,一致性预测的准确性很可能降低,并增加不确定性,由此导致预测分散性扩大。当然,上述假设以分析师将不会通过增加自身的信息搜索、创造竞争优势等方式对新的信息环境作出回应为前提。从分析师增加私人搜索产生新的信息不对称、抵消 FD 条例“平衡竞争舞台”这一效果的程度而言,预测准确性与分散性可能事实上并不受信息披露管制变更的影响。综上,FD 条例对资本市场的影响严格地依赖于公司管理层与市场分析师对这项新披露规则的回应。

(二) 同时发生的事件及其影响

对 FD 条例的研究通常采取事件研究设计,验证在新规则通过后的一定期间内时间序列中利益相关的因变量之表现是否发生变化。这一方法的一个局限是,由于 FD 条例是在一个单独的日历日采纳的,同一时期可能对因变量产生影响的其他因素之影响几乎不可能以随机方式进行剥离。

对于 FD 条例的研究而言,控制同时发生的事项是一个重要的研究条件,因为这项管制措施通过后的两年恰是美国金融市场的多事之秋,包括互联网部门股票价值的急剧缩水(表现为 2000 年 8 月至 2001 年 3 月之间 NASDAQ 综合指数下降 40%),安然(开始于 2001 年 10 月)、世通(2002 年中)等美国知名公司财务困境与舞弊的披露,以及“9·11”恐怖袭击事件的影响。这些事件几乎无疑地增加了市场不确定性,对 FD 条例之影响的研究中所检验的许多因变量产生影响。

(三) 确定受影响的企业与分析师

研究 FD 条例之影响的第三方面困难来自于确定哪些企业或分析师深受该项管制措施的影响。通过确定处理样本,研究者将可增强其检验力度。相反,估计新规则对所有企业与分析师的平均影响,可能促使研究者得出结论,即新的管制措施影响甚微。更有甚者,如果管制对一些企业或分析师产生正面影响,对另一些企业或分析师构成负面后果,那么,检验平均影响将促使研究者错误地得出 FD 条例几乎不产生影响的结论。同时,确定受新规则影响最深的企业与分析师也允许研究者对上文所讨论的同时发生之事件的影响进行控制,因为预期不受该项立法影响的企业或分析师可以在检验中用作控制样本。

许多文献已就 FD 条例对所有企业与分析师的平均影响作出检验。截至目前,只有少数研究具体确定了很可能受新规则负面影响的企业。如 Bushee, Matsumoto, & Miller (2004)^②检验了 FD 条例对新规则发布前开放电话会议的企业与封闭电话会议的企业之差异化影响。Francis, Nanda, & Wang (2006)^③则对直接受 FD 条例影响的美国企业与不适用该规则的美国存托凭证(ADRs)^④的影响展开研究。

三、FD 条例研究的经验证据

在这一部分,我们归纳了有关 FD 条例研究的主要发现,并对这些研究如何处理上文讨论的三方面挑战进行评论。我们首先讨论有关管理层与分析师如何应对新管制措施的文献,然后归纳 FD 条例对股票市场表现与分析师行为之影响的经验证据。

(一)管理层如何应对

管理层应对 FD 条例的研究文献主要检验在新管制举措通过后,公司管理层是否增加盈余预测的频率,以及是否开放先前对中小投资者封闭的私人电话会议。上述两方面检验的结果均表明,后 FD 时期公司管理层的主动披露增加。

Bailey, Li, Mao, & Zhong (2003)^⑤和 Heflin, Subramanyam, &

② Bushee, B., D. A. Matsumoto, and G. S. Miller, Managerial and investor responses to disclosure regulation: the case of Reg FD and conference calls. *Accounting Review* 79, pp. 617 - 643.

③ Francis, J., D. Nanda, and X. Wang, Re-examining the effects of Regulation Fair Disclosure using foreign listed firms to control for concurrent shocks. *Journal of Accounting and Economics* 41, pp. 271 - 292.

④ American Depositary Receipts, ADRs, 美国存托凭证,代表可在美交易的外国公司股票的所有权,多数非美公司在美国上市均通过美国存托凭证方式实现。美国存托凭证允许美国投资者不通过跨境交易即能买卖外国上市公司股票,其一律以美元计价,并以美元形式支付股息。

⑤ Bailey, W., H. Li, C. X. Mao, and R. Zhong, Regulation FD and market behaviour around earnings announcements: is the cure worse than the disease? *Journal of Finance* 58, pp. 2414 - 2487.

Zhang (2003)^⑥比较了 FD 条例通过后的三个季度每家企业管理层盈余预测的频率。Bailer 等发现,对于后 FD 时期首个连续三季度(2000Q4、2001Q1 及 2001Q2),相比 FD 条例通过前的 2000 年第三季度,管理层发布盈余预测的频率分别增加 51%、55% 和 21%。Heflin 等以 FD 条例发布前的连续三个季度为基准,检验规则通过后连续三个季度的盈余预测发布情况,发现后 FD 时期每个企业季度预测均值呈现更大增长。每家企业平均预测频率从前 FD 时期的 22.9% 增长至后 FD 时期的 58.8%,增幅达 157%。即使在控制与主动披露潜在相关的其他企业因素(包括公司新闻、市场不确定性、公司资本需求与诉讼风险的替代变量)后,管理层盈余预测披露的增加现象持续存在。

然而,上述研究存在若干局限。第一,没有一篇文献对与 FD 条例不相关的任何宏观经济领域披露内容的变动进行控制。譬如,技术创新(如互联网与电话会议的盛行)已经降低管理层披露成本,并很可能增加主动披露的数量。这在 FD 条例实施前亦是如此。与这一假设相一致,Bailey 等发现,在 FD 条例通过前的连续三个季度期间,盈余预测频率增加 38%。因此,管理层预测频率增加是否可单独归因于 FD 条例,这一点并不明确。第二,作为对非 FD 条例因素的回应,如互联网部门股价下跌及其所增加的市场不确定性、安然等知名美国公司财务困境与舞弊的曝光以及“9·11”事件的影响等,盈余预测检验并未控制测试期间管理层增加主动披露的动机。这再一次地对观察到的管理层披露增加是否单独由 FD 条例引起或这些同时发生的其他事件所引发作出解释变得困难。

为了控制这些相互交织的事件,Bushee 等(2004)检验了 FD 条例通过前后电话会议的披露情况。他们的测试样本由前 FD 时期限制性开放电话会议的企业构成。在后 FD 时期,这些企业可以完全停止举行电话会议,或者向所有投资者开放电话会议,或者在不披露重要新信息的前提下维持当前的封闭式开放模式。通过将测试企业与那些在前 FD 时期开放电话会议的企业相比较,Bushee 等能够控制潜在同时发生

⑥ Heflin, F., K. R. Subramanyam, and Y. Zhang, Regulation FD and the financial information environment. *The Accounting Review* 78, pp. 1-37.

的其他因素之影响。他们发现,后 FD 时期 96.4% 的测试企业继续举行电话会议,而控制样本中这一比例为 98.2%。假设绝大多数测试企业在后 FD 时期开放其电话会议,这一证据表明,在实施管制措施后,受 FD 条例影响最深的企业选择增加公开披露。最后,Bushee 等发现,无论测试企业还是控制企业,后 FD 时期在电话会议的信息内涵上均不存在明显变化。这表明测试企业的管理层并未降低其在会议中披露的信息量。

(二) 财务分析师如何应对

几乎很少研究对财务分析师是否通过增加自身的私人信息搜索来应对 FD 条例进行检验。Mohanram & Sunder (2006)^⑦分析了 FD 条例实施前后分析师作出盈余预测时所使用的信息类型的变化:所有分析师均共用的信息与个别分析师感兴趣的信息。他们发现,后 FD 时期,分析师预测呈现在更大程度上偏向特殊信息的趋势。他们也检验了在实施管制后分析师是否改变其所关注的企业类型,发现前 FD 时期分析师曾经密切跟进的企业在后 FD 时期发生减少,而此前较少受关注的企业则受到更多关注。他们认为这一证据表明,财务分析师通过增加私人信息搜索这一方式对 FD 条例作出回应,并以那些很可能产生个别回报的企业为目标。然而,这一研究依旧未对潜在的同时发生的事件进行控制。

因此,总体上,FD 条例对管理层披露行为与分析师表现之影响的证据表明,管制措施增加了管理层的主动披露,并可能加强了对分析师搜索私人信息的激励。

(三) 后 FD 时期资本市场与分析师的表现

1. 市场流动性与交易量

研究者检验了以下一点:通过使竞争舞台进一步平等,FD 条例是否增强了投资者对权益市场的信心。后者则由增加的市场流动性与交易量来表现。

^⑦ Mohanram, P. S. and S. Sunder, How has Regulation Fair Disclosure affected the operations of financial analysts. *Contemporary Accounting Research* 23, pp.491 - 525.