



世纪证券研究论坛

21st Century Securities Research Forum

证券法律制度研究

Zheng Quan Fa Lü Zhi Du Yan Jiu

徐明 主编

上海證券報 总策划
百家出版社



世纪证券研究论坛

21st Century Securities Research Forum

证券法律制度研究

Zheng Quan Fa Lü Zhi Du Yan Jiu

徐 明 主编

上海證券報

百 家 出 版 社

总策划

图书在版编目(CIP)数据

证券法律制度研究/徐明主编;上海证券报图书出版
中心编. —上海:百家出版社, 2002. 10

(中国证券书库. 21 世纪证券研究论坛)

ISBN 7-80656-730-5

I. 证... II. ①徐...②上... III. 证券法-研究-
中国 IV. D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 074826 号

责任编辑 郭丽丽

特约编辑 李 东 徐 臻

封面设计 阎玉华

证券法律制度研究

徐 明 主编

百家出版社出版发行

(上海天钥桥路 180 弄 2 号)

(邮政编码 200030)

全国新华书店经销 上海华成印刷装帧有限公司印刷

640×935 毫米 1/16 印张 20.5 字数 300000

2002 年 10 月第 1 版 2002 年 10 月第 1 次印刷

印数:2100 册

ISBN 7-80656-730-5/F·51 定价:38.00 元

(版权所有 翻印必究)

证券法律制度研究

主编 徐明

编委(以姓氏笔画为序)

王升义	王 新	卢文道	朱 宏	李明良
李 霖	金小菲	杨正洪	张明远	张 虹
宫万炎	项 剑	秦方华	郭洪俊	徐毅林

序 言

中国大陆证券市场自 1990 年上海证券交易所成立以来,已经走过了十多年的历程,其中我们亲身经历了证券市场从无到有、从小到大、从简单到复杂的发展过程。在改革开放政策的强力推动下,证券市场以跃进的姿态高速前进着,我们用不多的时间走过了国外证券市场几十年甚至上百年的历史。这种日新月异的发展,令国人欣喜,也令世人刮目相看。这是证券市场人士努力的结果,也是社会各界努力的结果,更是中国改革开放的成果。

证券市场的高速运行、飞速发展也带来了一些问题,尽管这些都是发展中的问题,但这些问题若不很好地加以解决,就会阻碍我国证券市场的发展,甚至会动摇证券市场的基础。

依法治市,用法律保护我国证券市场的良性发展,是一个根本性的方法。早在 1995 年,朱镕基总理在视察上海证券交易所时就提出了证券市场建设“法制、监管、自律、规范”的八字方针,证券市场的法制化建设无疑是我国证券市场的首要问题。近几年来,我国证券市场出现的一些问题不仅仅是监管、自律和规范的问题,在许多问题上还反映出了我们在证券市场法制建设方面的不足。

证券立法是证券市场得以运行的基石,也是证券法制建设的基石。它的有无、多少、好坏直接决定着我国证券市场的兴衰存亡,对我国证券市场的形成和发展起着举足轻重的作用。

证券执法是证券市场法制化建设的一个重要环节,是否执行法律、如何执行法律都决定着我国证券市场的法制化水平。证券执法的主体不仅仅是司法机关的事,证券监管部门、证券自律机构等等,也都是我国证券法律的有力执行者和法制化建设的推动者。

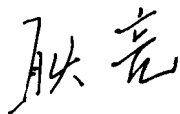
证券守法是证券市场法制化建设的体现,有法不依、执法不严,在根本上都是不尊重法律,不遵守法律。守法首先是要执法者守法,不滥用权力和法律,其次是证券市场的参与者,尤其是广大中小投资

者要有强烈的法律意识。守法必须知法,不但要不违法,最重要的是知道如何用法律保护自己的合法权益。

立法、执法、守法是证券市场法制化建设环环相扣、不可或缺的三角关系,它们是证券市场的稳定剂,也是证券市场发展的催化剂。

不可否认,在证券立法、执法、守法方面,我们还存在一些不足。在立法上,我国的证券法规仍存在着不足,证券法规还不十分健全和完备,法律的可操作性还有待进一步的提高;在执法上,存在着执法不严,违法不纠,尺度不一,执法水平不高的情况;在守法上,也存在着相当多的人对法律、法规不熟悉,法律意识淡薄的现象。这些都需要我们认真加以对待,在理论上和实践中逐渐加以解决。

徐明等同志所著的《证券市场法律制度研究》一书,正是从理论和实践两个方面探讨我国证券市场中的一些法律问题,这些问题既涉及到我国的证券立法,也包括证券执法和守法。相信对这些问题的研究和讨论,对我国证券市场的法制化建设具有现实意义。



二〇〇二年八月一日

目 录

序 言	耿 亮
一、证券法的原则研究	(1)
1. 强制公开原则	(3)
2. 禁止欺诈原则	(12)
3. 防范风险原则	(18)
4. 提高效率原则	(26)
二、公司独立责任制度研究	(32)
1. 公司的历史和公司独立人格	(32)
2. 公司独立责任制度的历史成因	(35)
3. 公司独立责任制度的法律逻辑	(37)
4. 公司独立责任制度的功能	(39)
5. 公司独立责任的“正义”价值	(40)
6. “揭开公司的面纱”	(44)
三、论独立董事与我国上市公司治理研究	(48)
1. 我国上市公司治理结构存在的主要问题	(49)
2. 我国独立董事制度运作现状	(52)
3. 国外独立董事制度的发展与启示	(55)
4. 对完善公司治理与建立独立董事制度的再认识	(57)
5. 独立董事制度设计——以权利、义务、责任为中心	(61)
四、董事责任保险法律制度研究	(67)
1. 董事责任和费用补偿制度	(69)
2. 董事责任保险法律制度概述	(72)
3. 董事责任保险的承保范围	(75)
4. 保险人的除外责任	(78)
5. 其他相关问题	(82)
6. 我国的董事责任保险制度	(87)

五、独立董事制度比较研究	(90)
1. 独立董事制度的产生与演进	
——公司治理结构发展之必然	(90)
2. 独立董事制度的移植	
——我国上市公司推行独立董事现状	(94)
3. 独立董事制度比较	
——公司治理法律文化剖析	(97)
4. 独立董事制度作用综述	
——兼评我国上市公司独立董事制度	(110)
六、认股权证及其法律问题研究	(114)
1. 认股权证的基本情况	(115)
2. 认股权证的运作机制	(120)
3. 认股权证的功能及现实意义	(124)
4. 目前推出认股权证存在的法律问题	(129)
七、短线交易利益归入制度研究	(135)
1. 短线交易利益归入制度的意义	(137)
2. 各市场短线交易利益归入制度的立法例	(139)
3. 短线交易主体	(142)
4. 短线交易客体	(149)
5. 短线交易行为	(150)
6. 短线交易利益归入权之权利主体	(153)
7. 短线交易利益归入权的行使	(156)
8. 结语	(158)
八、阻隔机密信息交流的有效机制研究	(161)
1. “中国墙”的历史发展	(161)
2. “中国墙”的本质内涵	(163)
3. “中国墙”的实践与法律效力	(164)
4. “中国墙”的加强措施	(168)
九、强制要约收购制度研究	(170)
1. 强制要约收购制度概述	(170)
2. 强制要约收购制度价值分析	(173)
3. 强制要约收购制度的基本规则	(185)

十、界定要约收购之中美比较研究	(193)
1. 美国证券交易法中的要约收购	(194)
2. SEC 与法院界定要约收购的实践	(202)
3. 我国证券交易的基本类型与要约收购之界定	(215)
十一、中小股东权益的法律保护	(227)
1. 立法不充分	(228)
2. 在实践中存在很多损害中小股东利益的现象	(234)
3. 对中小股东合法权益的法律保护	(240)
十二、集团诉讼与代表人诉讼功能之比较研究	(249)
1. 共同点之分析	(250)
2. 相异点之比较	(253)
3. 结论	(255)
十三、证券交易所的性质、定位及相关问题研究	(257)
1. 海外证券交易所的组织形式及性质	(258)
2. 我国证券交易所的组织形式和性质	(260)
3. 强化自律性监管机构地位的 重要性和必要性	(263)
4. 证券交易所自律性监管的法律基础	(266)
5. 明晰我国证券交易所性质和定位的若干建议	(268)
十四、证券交易所纪律处分制度研究	(273)
1. 纪律处分制度的含义及功能 ——以交易所自律性管理为视角	(273)
2. 海外主要交易所纪律处分制度介绍	(279)
3. 纪律处分制度的法律特征	(286)
4. 交易所纪律处分制度可诉性	(289)
5. 我国交易所纪律处分制度现状与不足	(293)
十五、证券公司破产的相关法律问题研究	(297)
1. 导言	(297)
2. 完善现行破产法律规范	(299)
3. 关于证券公司破产在立法层次上的完善	(305)
4. 证券公司破产应关注的几个问题	(307)
后 记	(319)

一、证券法的原则研究^①

内容提要:证券法的原则是证券法的一个基本理论问题。目前,学界多根据《证券法》第一章“总则”的有关规定归纳证券法的原则。本文认为证券法的原则不同于民法的一般原则,不同于证券法的宗旨,也不同于证券监管的原则,它应具备基本性与独特性两个特征,据此提出证券法有四大原则即强制公开原则、禁止欺诈原则、防范风险原则、提高效率原则。文章对上述四大原则的含义、具体内容进行了阐释,介绍了境外的相关规定,并分析了其发展趋势。

关于证券法的原则,学理上认识不一,学者们列举的原则大致有以下数种:公开、公平、公正原则,诚实信用原则,利害冲突之防范原则,保护投资者利益原则,公平竞争与风险自担原则,效率与安全原则,市场化原则,法制化原则,国际化原则等。除此之外,还有人根据我国《证券法》总则之规定与我国证券市场现状,提出我国证券法还包括以下原则:合法性原则,平等、自愿、有偿原则,计划性原则(宏观调控原则、国家干预原则),核准性原则(实质管理原则),政府统一监管与市场自律管理相结合原则,分业经营、分业管理原则等^②。

由此不难看出,如同民法的原则一样,证券法的原则也是众说纷

① 作者:王升义,男,1973年4月生。2000年毕业于武汉大学法学院,获法学博士学位,现任职于上海证券交易所法律部。先后在《中国法学》、《法学家》、《法学评论》等刊物上发表专业论文20余篇。

② 叶林编著:《中国证券法》,中国审计出版社1999年7月版,第64—75页;张育军著:《美国证券立法与管理》,中国金融出版社1993年12月版,第18—19页;陈春山著:《证券交易法论》,五南图书出版公司1999年2月版,第27—35页;乔晓阳:《我国证券法体现的若干重要原则》,人大复印资料《经济法学、劳动法学》1999年第3期;黄丹华:《证券监管三原则》,《证券时报》1999年12月9日第9版。

纭、莫衷一是。其实,问题的关键乃在于对“证券法的原则”如何理解。本文所谓“证券法的原则”是指贯穿于证券法始终并且为证券法所特有的一般准则,它应具备以下两个特征:一是基本性,即须贯穿于证券法始终而非仅适用于证券发行、交易的某一特定环节,基于这一要求,前列诸原则中所谓计划性原则、核准性原则作为证券发行、券商设立的原则应被排除在证券法的原则之外;二是独特性,即须为证券法所独有的原则而非各个法律部门的共同原则或民商法的一般原则,基于这一要求,前列诸原则中所谓公平、公正、诚实信用、平等、自愿、有偿等原则作为民法的一般原则不应列为证券法的特有原则。有关著述在分析证券法的原则时,存在着三大误区:一是将民法的一般原则归结为证券法的原则。公平、公正、平等、自愿、有偿、诚实信用、合法等原则本为民法的原则,自然适用于证券法领域,证券法没有必要重复。二是将证券法的宗旨归结为证券法的原则。关于证券法的宗旨,各国大多规定为保护投资者利益、促进证券流通(或促进资本流动)、发展国民经济^①,这实际上是证券法的核心精神,是证券法全部规定的着眼点,证券法的原则与具体规范是这一宗旨的落实与体现,故原则不能与宗旨混为一谈。三是将证券监管的原则归结为证券法的原则。较广义上的证券监管(Securities Regulation)与证券法含义大体相同,这里的证券监管是从狭义上讲的,即仅指国家证券主管机关的行政性(或准行政性)监管行为与证券行业自律组织的自律性监管行为。这里需要澄清的一个问题是:证券法是行为法(交易法)还是监管法(管理法)?换言之,证券法是民商法(私法)还是行政法(公法)?本人认为证券法的基本性质是交易法,虽然其中不乏一些行政法规乃至刑法规范。这是因为:第一,证券法调整的社会关系的核心仍是平等主体间的财产关系(证券发行与交易关系从民法意义上理解均为交易关系),而国家证券主管机关对证券发行与交易的监管关系则居于次要地位;第二,至于证券法中反映交易关系要求的意思自治规范似乎不那么突出,这一方面是由于民法中

^① 美国1934年《证券交易法》第2节、日本《证券交易法》第1条、韩国《证券和交易法》第1条、我国《证券法》第1条、我国台湾地区《证券交易法》第1条。

总则特别是法律行为的有关规定、债与合同的有关规定在证券法未作另行规定时具有补充适用的效力,证券法无必要对上述规范加以重复,另一方面是由于证券的发行与交易动辄涉及公众利益,故须由国家作出一些强制性规定如禁止内幕交易、操纵市场、虚假陈述等证券欺诈行为,而这些强制性规范仍属民商法规范而非行政法规范;第三,证券法中的行政法规范,其意义仅在于划定证券市场参与者的行为范围,至于在法定范围内如何行事则还是行为主体自由意志决定的事。正是基于证券法的行为法(交易法)而非管理法的本质,在确定证券法的原则时就应从这一法律属性出发,将纯属证券监管性质的原则剔出。

据此,可以认为,证券法应包括四大原则,即强制公开原则、禁止欺诈原则、防范风险原则、提高效率原则。

1. 强制公开原则

1.1 强制公开原则的概念

强制公开原则又称公开原则或信息公开原则,是证券法首要的原则。

所谓强制公开原则是指证券发行、交易的有关主体(包括发行人、特定投资者、管理机构、中介机构等)必须依照法律的规定公开披露与该证券有关的信息。除此之外,有人认为强制公开原则还包括证券法律与政策的公开、证券市场管理与司法活动的公开^①,以及证券发行的社会化和开放化^②。事实上,法律与政策的公开系一切法律的共同要求,而非证券法所独有;市场管理与司法活动(这里的“司法”似应为“执法”,即行政执法)的主体亦属证券发行、交易的有关主体,其管理、执法行为的公开本是强制公开原则的应有之义;至于证券发行的社会化和开放化则属证券发行的原则,而非证券法的普遍原则。

^① 杨志华著:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社1995年1月版,第33—34页。

^② 宁晨新、刘俊海著:《规范的证券市场》,贵州人民出版社1995年4月版,第13页。

强制公开原则起源于英国。1720年英国《反泡沫公司法》确立了强制公开原则的雏形,1844年英国《公司法》首次对现代意义上的公开说明书(prospectus)作出规定,正式开创了强制公开原则的立法先河。美国制定1933年《证券法》、1934年《证券交易法》后,强制公开原则成为贯穿于美国证券法律的基本原则,美国证券委在1963年资本市场特别调查报告中指出:“联邦证券立法的全部构造中枢,在于企业内容的公开。”^①现代各国证券法均确定了强制公开原则在证券法中的基础性地位。

强制公开原则的理论基础在于:投资者特别是一般公众投资者是置身于发行人之外的人,其获取证券信息的有效途径是有关信息的强制公开,惟此其才能作出正确的判断与抉择,也只有在此基础上才能让其“买者自慎”(caveat emptor)、自负其责。经济学者基于“效率市场假说”,认为通过强制公开,资本市场才有可能符合理想化的理论假说,成为“半强型”乃至“强型”假说的资本市场^②。

强制公开原则的功能主要有:第一,保护投资者利益。保护投资者利益是证券法的宗旨,但“由于信息商品的特殊性以及资本市场信息的非对称性、信息成本与效益等因素,投资者在资本市场上处于弱者地位”^③,而通过信息的公开披露,一般公众投资者亦能平等地获取信息,从而作出理性的决策。第二,防止不法行为和加强市场监管。诚如美国 Louis D. Brandies 在其著作《Other People's Money and How the Banker Use it》(1914年出版)一书中所言:“公开原则可矫正社会上及企业上之弊病,公开原则有如太阳,是最佳之防腐剂,有如电灯,是最有能力之警察。”^④强制公开原则使有关证券信息公之于众,使发行人(主要是公司)处于公众监督之下,从而可以抑制“暗箱操作”与“内幕交易”等不法行为;同时,也使证券市场监管做到有的放矢,提高市场的可视性与透明度。第三,优化公司治理结构。

① 转引自李世谦著:《公开资本市场监管问题研究》,经济管理出版社1997年10月版,第89页。

② 李世谦著:《公开资本市场监管问题研究》,第82~83、90页。

③ 李世谦著:《公开资本市场监管问题研究》,第89、83~87页。

④ 转引自陈春山著:《证券交易法论》,第28页。

强制公开原则在公司股东(所有人)与董事、经理等(管理人)之间确定一种权利制衡机制,股东根据披露的信息对公司经营管理状况与发展前景作出判断,以决定“用手投票”更换管理者甚或“用脚投票”抛出股份,从而给公司管理层一定的压力,促使其真正尽到勤勉之责,不断改进经营管理,这也许是公众公司与封闭公司(如传统的家族公司)之间最显著的区别,也是公众公司魅力之所在。

1.2 强制公开原则存废之争

也有人对强制公开原则的价值与实效提出了怀疑^①,其中较有影响的三种观点是:(1)有效市场说。此说认为证券投资专业机构(如证券公司、基金管理人等)具备丰富的投资知识与经验,是成熟的投资者,完全可以凭其专业技能获取、分析证券信息而无须求诸强制信息公开,因此它们本身即足以形成有效市场,至于普通投资者则完全可以通过这些专业机构参与证券市场而无须事必躬亲,因此一般投资者是否获取信息并无意义。(2)投资组合说。此说认为强制公开原则的主要目的是为投资者的投资判断提供必要的信息以减少投资风险,但是基于良好的投资组合,以分散投资的方式,即足以规避风险,故强制公开原则实无必要。(3)效益分析说。在美国,一些经济学家对强制公开原则进行了猛烈的抨击,如乔治·本斯顿(George Benston)认为自1933年《证券法》、1934年《证券交易法》实施以来,法律强制信息公开并未使证券市场效率有何提高,公开发行证券的品质亦无明显的改进,相反,强制信息公开的代价甚高,成本超过了效益,事实上完全竞争的市场本身即具有自行提供信息的功能,强制公开原则并未产生明显的经济影响。除上述观点外,还有人指出,在美国1933年《证券法》、1934年《证券交易法》实施前,许多发行人在证券发行过程中也曾向证券市场公开数量可观的证券信息,但却未能阻止1929年“大危机”的到来,如果强制公开原则被废除,发行人仍可能向证券市场自愿公开信息,因此强制公开并无实际意义。尽管对强制公开原则的种种批评无可取之处,但强制公开原则作为证券法基石的地位是不可

^① 陈春山著:《证券交易法论》,第28~29页;杨志华著:《证券法律制度研究》,第86—89页。

否认的,正是由于充分发挥了法律的强制性,信息公开才得以真正实现,对此许多美国学者仍深信不疑,如乔·斯利格曼(Joel Seligman)就对这一原则存在的必要性进行了非常精彩的雄辩论证;而1977年美国证券交易委员会顾问委员会对强制公开原则的调查报告最终结论也是肯定的——国会依1933年《证券法》、1934年《证券交易法》建立的信息公开原则,作为证券交易委员会的基本管理手段,是无可非议的,没有必要修改或否定^①;当然,也有学者指出,为维系公众投资者对证券市场的信心,强制公开原则尚有维持的必要,但须注重其效益^②,这就已经不涉及到强制公开原则的存废争论,而只是强制公开原则如何贯彻执行或者进一步完善的问题,这实际上也是近些年来美国证券法一直力求解决的问题。

1.3 强制公开原则的具体内容

强制公开原则的内容可从信息公开的主体、信息公开的事项、信息公开的法律标准三个方面进行分析:

信息公开的主体是指依法负有公开证券有关信息的义务的特定当事人。包括发行人、特定投资者、证券中介机构、证券管理机构等。其中,发行人是最重要的信息公开主体,因为与证券有关的信息绝大部分来自证券发行人;投资者只在一些特殊情形才负有信息公开义务,如各国证券法大多规定投资者持股达一定比例(其持股比例各国规定不尽相同,如美国、日本为10%,我国为5%)及持股增减变化达一定比例时须予申报;中介机构通常并非信息公开的义务主体(其作为证券发行人或投资者另当别论),但也存在一些特殊情形,如各国证券法均规定基金管理人须依法公开基金财务报告、基金资产净值、每一基金单位资产净值等信息;证券管理机构在就管理相对人(包括证券发行人、特定投资者、证券中介机构等)实施具体管理行为,如涉及到某一证券时,应将有关处理情况予以公开,如证券主管机关、证券交易所对上市公司的处罚决定及证券行业自律组织对券商违规操作的纪律处分等均应公之于众。与信息公开主体紧密相连的是信息

^① 杨志华著:《证券法律制度研究》,第90、87页。

^② 陈春山著:《证券交易法论》,第29页。

公开担保人(有人称之为信息公开参加人)^①,它是指基于职务、业务等关系而对信息公开主体披露的信息的真实性、准确性、完整性依法负有保证义务,并在有关信息未达到法定标准时与信息公开主体承担连带责任的特定当事人。信息公开担保人包括公司发起人、公司董事、证券承销商、从事证券业务的专业中介机构及其人员(律师事务所、会计师事务所、资产评估机构及律师、注册会计师、资产评估师等),其中,公司发起人、公司董事是基于其在发行人公司的职务而负信息公开保证义务,证券承销商是基于其与发行人之间的承销合同而负信息公开保证义务,专业中介机构及其人员是基于其与发行人的聘任合同而负信息公开保证义务。

信息公开的事项是指依法应予公开的信息的类别、项目。从大的方面讲,信息公开的事项分为发行有关信息与发行后有关信息(即交易有关信息,又可分为经营信息与市场信息)。具体而言,信息公开的事项包括:(1)初次公开信息,是指发行人初次募集、发行时须提交公开说明书(prospectus)公开有关信息。(2)继续公开信息,是指发行人于发行证券后须提交定期报告公开有关信息,定期报告分年度报告(简称年报)、半年报告(中期报告,简称中报)、季度报告(简称季报)、月度报告(简称月报)等。(3)临时公开信息,是指定期报告披露的信息之外,须提交临时报告公开的对股东权益或证券价格有重大影响的其他信息。(4)公开收购股权信息,是指特定投资者公开收购股权时须予公开的有关信息。(5)收购投票委托书时须予公开的有关信息。(6)内部人股权变动信息,是指发行公司内部人即董事、监事、经理、高级管理人员及持股一定比例以上的大股东须公开其持股情况、持股增减变化情况等信息。

信息公开的法律标准是指衡量信息公开的法律尺度。各国证券法上信息公开的法律标准大致包括:

(1)全面。所谓全面是指供投资者判断证券投资价值的重要信息必须完整充分,不得有欠缺和遗漏。对“全面”标准的理解应注意

^① 陈更:《信息公开担保的法律性质》,《法学研究》1998年第1期;郑振龙著:《各国股票市场比较研究》,中国发展出版社1996年8月第1版,第154页。

以下几点:首先,“全面”并不意味着事无巨细都要公开披露,而是要将那些与投资者判断证券投资价值相关并且重要的信息予以公开,至于什么是“相关并且重要的信息”,则应依法律规定及具体事实进行判断。从各国证券法与证券市场实践来看,“相关信息”是指可能影响证券价格进而影响理性投资者进行投资判断的全部信息,它的范围非常广泛,既包括发行人内部一切与投资判断相关的资料(如财务信息、经营管理信息等),又包括发行人外部影响投资价值的其他信息(如市场信息、政策信息等);“重要信息”是指可能对证券价格产生重大影响的信息,对此我国有关法规采取概括列举的方式予以明确^①,美国证券委则采纳美国联邦最高法院有关解释确定的标准,即如果一项事实在理性投资者作出仔细考虑后认为它具有实在的重要性,换言之,对遗漏的事实若加以披露则肯定有可能被理性投资者视为会大大改变目前可获信息所造成的混淆不清的状况,则该事实即为重要的^②。其次,“全面”公开与保护发行人的商业秘密如何协调?这实际上涉及到投资者利益与发行人利益的冲突问题,笔者认为,商业秘密公之于众固然可能为投资者进行投资判断提供便利,但也可能给发行人的竞争对手以可趁之机,导致损害发行人利益以及最终损害投资者(股东或潜在的股东)利益,并且只要保密措施得当,商业秘密不予公开也不致损害投资者利益,因此商业秘密原则上应不予公开,但发行人自愿公开的则不受此限。最后,“全面”公开的范围是否包括所谓“软信息”(Soft information)?所谓“软信息”是相对于“硬信息”(Hard information)而言的,“硬信息”通常是指反映发行人过去与现在经营、财务等状况的信息,它是事实性、确定性的,而“软信息”则指反映发行人将来发展趋势(如未来盈利预测)以及发行人管理品质(如管理人员能力分析)等状况的信息,它是弹性的、不确定的。对“硬信息”,各国证券法均明确要求予以披露,并且作为信息披露的重点,而对“软信息”,美国证券委最初不作要求,甚至禁止披露,

① 参见1993年6月12日证监会《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》有关条款。

② 郑振龙著:《各国股票比较研究》,第157~158页。