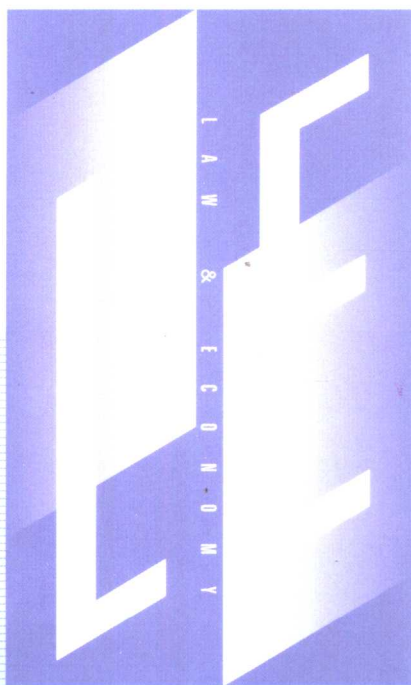




法律与经济普及文库

公平披露：公平与否

| 吴谦立 ◎ 著 |



中国政法大学出版社

法律与经济普及文库

公平披露：公平与否

吴谦立 著

中国政法大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公平披露:公平与否/吴谦立著. —北京:中国政法大学出版社, 2004. 6

ISBN 7-5620-2623-8

I. 公... II. 吴... III. 股票-资本市场-经济信息-信息管理
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 077281 号

书 名 公平披露:公平与否
出 版 人 李传敢
经 销 全国各地新华书店
出版发行 中国政法大学出版社
承 印 固安华明印刷厂
开 本 880×1230 1/32
印 张 7.75
字 数 185 千字
版 本 2005 年 4 月第 1 版 2005 年 4 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 7-5620-2623-8/D·2583
定 价 16.00 元
社 址 北京市海淀区西土城路 25 号 邮政编码 100088
电 话 (010)62229563(发行部) 62229278(总编室) 62229803(邮购部)
电子信箱 zfs620@263.net
网 址 <http://www.cuplpress.com>(网络实名:中国政法大学出版社)

声 明 1. 版权所有,侵权必究。

2. 如发现缺页、倒装问题,请与出版社联系调换。

本社法律顾问 北京地平线律师事务所

编 委 会

主 编 吴敬璉 江 平

执行主编 梁治平 李 波

编委会成员 (按姓氏汉语拼音排序)

方流芳	高西庆	季卫东	江 平
焦津洪	金立佐	李 波	梁治平
刘遵义	茅于軾	钱颖一	秦 晖
吴敬璉	谢 平	许成刚	余永定
张春霖	张 军	张维迎	

序 言

公平披露法规是证券市场的一个重要问题。证券市场的有效运转依赖于信息的源源流通，而证券市场的民主性则是通过所有投资者应该享受平等待遇上体现出来的。

公平披露法规又自然是法律与经济学的一个重要问题。因为自从这个法规提出以来，赞成者认为这可以加强市场的公平性——公平性正是法律所解决的问题；反对者则以市场效率的损害作为理由——市场的有效性正是经济学得以发挥作用评估政策法规效果的地方。

公平披露问题也应该是我国证券市场发展道路上不可避免的一个重要问题，因为只有公平、透明才是一个证券市场健康发展的长期基础。自从我国建立股票市场以来，在量的方面已经取得了迅速的发展；同时也在市场公平方面试图做出努力，比如2002年深圳证券交易所实行的预亏和业绩预警公告制度避免了以往因为公司业绩事先泄露而给中小投资者造成的不公平，也在一定程度上减少了散布虚假信息而扰乱市场的可能性，从而提高了信息获取的公平性（见《证券时报》2000年4月30日）。但在市场法律规范化方面，特别是上市公司信息披露方面，仍然有待继续提高。《国际金融报》2002年4月9日报道，虽然中国证监会2001年12月10日发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号——年度报告的内容与形式》，明确提出上市公司年报中必须披露有关公司治理方面的信息，但从后来公

2 序 言

布的各家公司的年报来看，尽管每个年报都有专门的一节谈到自身的治理制度，但是形式远远重于实质内容，真正涉及实质性内容的很少。这说明我国上市公司的信息披露制度还很不完善，上市公司披露信息的自身内在动力还不足，而且对于监管机构提出的信息披露要求仍然存在着“上有政策，下有对策”的心态，尽可能打擦边球，绕开政策走。

本书旨在介绍股票市场上信息披露的原则以及信息披露行为对于市场的影响。对于从事法律研究的读者，这本书也许能够介绍上市公司应该披露哪些信息，应该遵守什么样的程序和原则，以及在建立证券法律时应该如何考虑对于市场各方的影响。对于从事金融学研究的读者，这本书也许能够介绍目前国外对于市场行为、投资者行为、上市公司行为以及分析师行为的最新研究成果。

本书第一章介绍股票市场的信息沟通结构和监管以及参与者各方的缺陷，并且列出有关研究上市公司和分析师行为的经济实证研究文献；第二章叙述提出公平披露法规的背景以及有关的理论和实践争论，并且简单介绍与上市公司信息披露及相关人员责任有关的重要经典案例和判决思路（仅限于和本书内容有关部分）；第三章详细讨论公平披露法规的含义及对于市场参与者各方的影响；第四章介绍支持和反对公平披露法规的各方意见；最后三章分别详细介绍有关的经济实证研究，总结公平披露法规实施之后对于上市公司披露信息的行为、分析师研究推荐股票的行为以及市场有效性的影响。有志于从事金融市场实证研究的读者可以从最后的三章学习到如何提出实证假说、如何设计测试以及如何分析有关的市场和企业财务数据，而且由于这三章覆盖了对于分析师行为、上市管理公司行为以及市场行为的研究，读者即使对于公平披露法规这一具体问题不感兴趣，相信也可以从

这三章获取一些金融经济学实证研究的总体知识。

本书在叙述有关关键的法律条文时，列出原文，以免在翻译法律条款时有不周到欠精准之处。在叙述经济学研究结果时，本书尽可能地采用日常语言叙述，着重在于介绍研究者如何推理得出需要检验的假说，如何设计检验，如何筛选数据，但对于一些无关检验思路的细小技术细节则或以脚注注明，或予以忽略不提。这样，缺乏经济学和统计学训练的读者对于有关研究结论仍然能够有所了解，同时，感兴趣的读者仍然可以了解学习实证研究的一些技巧，同时可以通过书后的研究文献进一步追索有关论文自行深入研究。不过，需要说明的是，正如所有其他的金融经济学的实证研究结论一样，本书所介绍的各种实证研究结果也许只是这些研究论文所采用的统计样本特有的结果。毕竟，公平披露法规刚刚问世，其实际功效还有待时间的考验。

感谢 Davis, Polk and Wardwell 的李波博士和上海法律与经济学研究所的刘卫女士的组织工作，感谢一位匿名审稿人中肯的批评意见。

由于本人水平有限，错误在所难免，恳请读者批评指正。

目 录

第一章	股票市场的信息沟通结构和监管	(1)
第二章	公平披露法规的历史背景	(37)
第三章	公平披露法规的具体含义	(74)
第四章	公平披露法规引起的各方争论	(107)
第五章	公平披露法规对于上市公司行为的影响	(143)
第六章	公平披露法规对于分析师行为的影响	(176)
第七章	公平披露法规对于市场有效性的影响	(210)

第一章 股票市场的信息 沟通结构和监管

2000年8月，美国证券交易委员会通过选择性披露和内线交易法规（Selective Disclosure and Insider Trading），旨在规范上市公司披露非公开实质性信息的原则和程序，同时也重新确立有关内线交易规定的一些原则。由于它是第一部试图确保所有投资者公平地同时获得上市公司信息的法规，通常也被简称为公平披露法规（Regulation Fair Disclosure）。

公平披露法规，顾名思义就是规范上市公司的非公开实质性信息的披露行为，确保对于所有投资者都公平的方式。乍看之下，也许会觉得奇怪，难道美国这个号称世界上最成功的股票市场在经历了几百年的历史之后，不仅还没有解决这个问题，而且居然还会对这个法规产生激烈争辩吗？

一个公司股票的价格在任何时候，都应该反映了市场上所知道的关于这家上市公司的所有信息，因此，上市公司的信息披露问题自然与内线交易问题紧紧联系在一起。而美国不是从1934年颁布证券交易法以来，就已经对内线交易明确作出法律规定了吗，为什么到现在还没有完全解决呢？

要理解这些问题，有必要首先了解一下股票市场上的各个参

2 公平披露：公平与否

与者在信息流通方面扮演的角色以及它们各自存在的本质性的缺陷。

简单地说，在股票市场上的各方分别扮演下列角色：上市公司在股票市场上发行公司股票筹集资金，发布公司信息；大小投资者在市场上购买股票、交易股票，根据所知的信息和自己的判断进行决策；经纪公司提供交易方面的服务，并且为投资者提供分析报告，传递信息；股票交易所是投资者交易股票的场所，也对在此挂牌上市的公司以及经纪公司的行为进行监督管制；政府以证券交易委员会为主，对上述所有有关方面实施管制、规范行为，以保证市场运转的有效以及公平合理。

第一节 上市公司

上市公司利用股票市场发行股票筹集资金，同时提供金融市场的交易品，是证券市场信息的最终来源和发布者。金融市场的最终发展来自于这些公司的健康成长。

为了让投资者及时了解公司的运行情况，上市公司必须定期和不定期地公布财务状况，发表对于未来盈利的预测。定期公布的信息包括季度和年度公司的财务状况总结和盈利数字以及必须由股东大会决定的事项。不定期公布的信息则包括公司资产结构、高层管理人事发生重大变动等信息。上市公司按规定正式发布的信息有：

一、例行备案

(一) 年度

1. 10-K 表 所有公众持股公司每年使用 10-K 表向

SEC 报告具体的财务结果。这个报告由一个独立的会计师审核，在财政年度终结前的 90 天内上交。

2. 年度报告 公众持股公司大多每年在年度报告中向股东汇报财务结果。这个报告是 10-K 表的浓缩版，包含了基本的财务报表、有关脚注、一份独立的 CPA 的报告以及发自总裁的信件。

3. 代理书 代理书与股东年会有关，邮寄给各个股东。这个文件解释将由股东投票表决的各项提案组成，包括诸如会计公司的重新任命等例行提案组成。更重要的是，它包含了管理层的薪酬、股票期权、管理层和董事们的特别待遇、相关方面的交易以及审计的变更。

（二）季度

10-Q 表 公众持股公司必须在每一季度结束后的 45 天内，递交 10-Q 表报告季度结果。这个报告远不如 10-K 表详细，不用 CPA 审计。它包含一份资产负债表、一份营运和现金流量表、脚注和管理层的讨论与分析（management discussion and analysis, MD&A）。

二、非例行备案

1. 8-K 表 公司必须使用 8-K 表向证券交易委员会通报特殊事件（在发生的 15 天内，审计的变更则须 5 天内），包括公司主要领导层的变化、公司收购或者财产剥离、子公司的处理、审计的变更、董事的辞职以及破产。如果上市公司更换审计公司，必须在递交 8-K 表格时，公布审计公司的聘用合同终结，并且详细说明与审计公司在会计观点上的每一个分歧。

2. 注册 公众持股公司无论何时发行证券，必须向证券交易委员会登记注册（使用 S-1 表或 S-18 表，如果是

4 公平披露：公平与否

首次发行)。同时，必须递交一份招股书，说明公司背景、财务状况和未来打算。招股书是一份详尽的商业计划，包含许多可以用于预测公司前景的有价值的线索。

上市公司必须提交 10-K 表、股东年度报告以及代理书。关于每一个文件中披露哪些信息，公司有一定的灵活性。因此，要了解公司的基本概况，必须把这三份文件综合起来，作为一个整体。一份典型的 10-K 表包括下列部分：审计过的平衡表（过去两年）、审计过的营运表（过去三年）、审计过的现金流量表（过去三年）、财务报表的脚注、管理层的讨论与分析、审计报告、流动头寸和资本支出、正在进行的诉讼、公司业务和历史介绍、董事会成员和高层管理人员以及相关方面的交易。

这些信息的核心为公司盈利情况。上市公司只有不断赚取高于市场回报的盈利，而且盈利数字要稳定增长，才能获得投资者青睐，股票价格也才能健步上扬，公司本身才能赢得良好的声誉并且使得未来的再融资成本降低。对于上市公司的数据稍加分析，不难发现公司盈利数字可预测性强的股票通常比其他股票的价值高。Barth, Elliott 和 Finn (1999) 发现，如果上市公司的盈利连续五个年头出现增长，该公司的市盈率会高于其他公司。在控制了平均增长率和风险上的区别后，这个结果仍然成立。但是上市公司难以逃脱不可避免的经济周期，实际报告的盈利数字难免会和原先市场预测的数字（通常建立在上市公司指导的基础上）产生差距，称为盈利意外（earnings surprise）。一般情况下，如果原先市场过于乐观，这种乐观已经体现在价格之中，低于预测的实际数字会打击股票价格，同时也损坏公司及其管理人员的形象。

为了使公司股票价格不至于出现剧烈波动甚至还能继续上

涨,公司可以通过所谓的“盈利管理 (earnings management)”的办法,即在实际无法完成盈利目标时,公司高层管理人员在公司业务和财务报告上面“运用判断”,尽可能地把报告的季度/年度盈利数字往市场预期的数字上靠。^[1] 盈利管理不在本书详细讨论范围之内,所以这里只列出有关研究文献: Hayn (1995)、Burgstahler 和 Dichev (1997) 以及 Kasznik (1999) 是研究这一现象的实证研究, Boone, Legoriz 和 Stammerjohan (2002) 则发现,从 1970 年代以来,上市公司的盈利管理越演越烈。Ayra, Glover 和 Sunder (1998) 以及 Demksi 和 Frimor (1999) 则从理论上探讨在何种情况下,盈利管理成为公司管理人员的最佳选择。Gao 和 Shrieves (2002) 发现,公司高层管理人员的报酬结构确实影响公司盈利管理的倾向,其中公司股票期权以及奖金数额明显与盈利管理倾向成正比。Schilit (2002) 则详细描述上市公司如何使用各种手段报告它们所需要的盈利数字以及投资者应该如何发现这些手段的蛛丝马迹。

上市公司采取的另一个办法就是本书要着重讨论的、选择性披露。如果一家公司的首席财务官认为华尔街的预期过于乐观(或者过于悲观)时,他会通过与主要分析师和投资者的单独对话逐步降低(或者逐步抬高)他们预期的盈利数字。这样,部分投资者得以首先抛售(或者购入)手里的股票,股票价格会逐步下降(或者上升)。等到实际数字公布时,股票价格已经在一定程度上反映了新的信息,不至于波动太大。当然,这是以部

[1] 盈利管理大都发生在无法完成预期目标的时候,但也有一些情况,公司实际已经超额完成预期,但为了防范未来的不景气,有些公司也会故意低报目前的盈利数字,以便腾出盈利空间在将来某个时候填补上当期的实际不足余额。2003 年 6 月所爆发的 Freddie Mac 财务丑闻,就是如此。这一丑闻导致了公司的所有高层核心人物被迫下台。

分投资者规避了损失（或者获利）而绝大多数投资者在无意中遭受损失为代价的。公司主管们之所以乐于向这些分析师和部分机构投资者优先泄露足以影响市场的消息，是因为这种亲密关系使得分析师更愿意跟踪该公司，从而公司得到更好的曝光，而这些分析师们的买入或者强烈买入推荐足以让股票价格持续上涨。同时，由于市场的预期已经得到修正，当公司实际报告盈利数字时，完成和超过这个已经修正的预测数字的可能性更大，而能够超越分析师的盈利预测是使股票热门的第一步。

一些“明星”分析师由于他们独到的经历和专业知识会被上市公司邀请帮助做市场分析。1998年2月，SBC Communications邀请所罗门兄弟公司的分析师杰克·格鲁曼（Jack Grubman）就整个电讯行业的现状和发展趋势发表评论。格鲁曼在加入所罗门兄弟公司以前曾经长期在电讯行业工作，当时被认为是对这个行业有深入了解的分析师）随着2002年世界通讯公司WorldCom的破产，格鲁曼的诚信受到质疑。纽约州检察长伊利特·斯皮策通过调查起诉格鲁曼和所罗门兄弟公司的母公司花旗集团。最终，格鲁曼被判决终身不得从事证券行业的工作。）上市公司在邀请这些分析师提供咨询服务时，也会有意无意地使得他们获得一些公司的内幕消息。

第二节 经纪公司

经纪公司好比桥梁，为投资者提供与金融市场之间的联系。所有证券的交易都必须经过某个经纪公司。经纪公司分三类：全面服务公司（full-service firm）、折扣公司（discount firm）以及

网上公司 (online firm)。其中,全面服务公司有分析师负责跟踪研究部分上市公司,他们的主要任务为提供行业分析,收集有关上市公司的信息并加以研究,在众多的信息中过滤整理出有用的内容,为投资者提供有价值的分析研究报告,向投资者推荐他们的结论。这些全面服务公司往往也从事投资银行业务,即帮助上市公司发行证券、公司兼并或者资产剥离。这些公司在金融市场上的角色为提供金融服务,通过为客户交易而赚取手续费,行业内称为“卖方 (sell side)”公司,它们的分析师被称为卖方分析师。本书内所提到的分析师或者华尔街的分析师如果不特别注明,都指的是这些经纪公司的分析师。目前在美国,大约有 3000 多名这样的分析师分布在起码 350 家公司内。

从分析师的功能来看,他们负责传递和解释市场信息,对于市场的有效性能起到一定的作用。但是,他们本身并不为自己的公司直接创造营业收入。传统上,经纪公司利用部分交易手续费收入来支付分析师的雇佣和研究费用。

1975 年,证券交易委员会放松对于交易手续费的管制,取消经纪公司对于所有证券交易收取的固定手续费。尽管经纪公司当时大都反对这一改革,其实在这之前,各家经纪公司收取的固定手续费已经由于争取机构投资者交易的竞争而有所松动,许多大型机构投资者已经获得支付低廉交易费的特权。随着竞争的加剧,交易手续费逐渐下降,目前已经不足以维持经纪公司支持其研究部门的运作。因此,近年来,这些公司必须通过投资银行业务的收入来补贴研究部门的成本。在这种商业背景下,为了争取投资银行业务,研究部门分析师不得不承受投资银行部门越来越大的压力和影响,难免在分析推荐股票时立场有所倾向,为后来

出现的丑闻埋下了伏笔。^{〔2〕}

从前面叙述的上市公司发布的信息可以知道，这些信息需要一定的专业知识才能理解并且筛选出重要的信息从中得出投资结论，这也是分析师这一行业所应该扮演的角色，也是他们存在的理由。公司披露的信息对于分析师作出公司盈利的预测是有用的。Hope (2002) 通过对 22 个国家共 1351 个企业样本点的数据分析，发现分析师预测盈利的准确度和公司年报披露信息的程度呈正相关的关系。

但在另一方面，如此众多的上市公司光是定期的每个季度就要发布如此繁杂的信息，分析师们真正能够担负起他们理论上的责任、为投资者发现有价值的股票吗？Jegadeesh, Kim, Krische 和 Lee (2002) 收集了从 1985 年到 1998 年共 54 个季度 5 万多个样本点，研究分析师在市场上所起的作用以及分析师如何研究推荐股票。他们发现分析师大都更喜欢“有亮点”的股票而不是“有价值”的股票。评价比较高的股票大都是在股票价格和盈利增长上已经取得一定成就而且最近颇受青睐从而交易量颇大的股票，^{〔3〕} 它们通常已经有比较高的市盈率。他们确实发现分析师推荐的股票通常能够跑赢那些不受分析师喜欢的股票，但是在控制了可以预测股票回报的一些变量后，分析师推荐的作用不再具有统计意义上的明显性。同时，他们还发现，分析师们往往在给股票调降推荐等级时行动迟缓。他们认为，这是因为分析师的激

〔2〕 比较著名的一个例子是 1990 年代中期，美林证券公司 (Merrill Lynch) 解雇了原来的高科技股票分析师强纳森·柯恩 (Jonathan Cohen)，转而从欧本海姆公司挖来另一个分析师亨利·伯劳杰 (Henry Blodget)，因为前者坚持传统的定价分析方法，不看好科技股票；而后者在毫无严密推理的情况下可以把一些科技股票的目标价格定得很高，进一步炒热市场。

〔3〕 证券投资行业内有些公司对自己分析师的私下研究也有类似发现。

励动因并不完全是他们推荐股票的投资表现，而主要是来自投资银行和市场交易方面。由于增长型公司尤其是交易量大的增长型公司通常是倍受投资银行家们宠爱的公司，同时也是被机构投资者广泛持有股票的公司，分析师们自然有兴趣对这些公司倾注更多的注意力，并且公开推荐这些公司，但这并不完全符合广大投资者的利益。

Chen (2001) 也有类似的发现，他利用 1986 年到 1999 年共 29614 个样本点发现分析师的盈利预测失误与之前股票的负回报^{〔4〕}正相关，而如果这只股票原来的回报为正，则分析师的盈利预测失误与原来股票的回报不相关。他认为可以有几种假说解释分析师的这种行为，其中包括分析师可能对于最近表现不佳的股票不愿意花力气预测盈利，因为从分析师本人的角度来说这样做可能得不偿失；或者可能是因为分析师故意忽略负面消息以讨好上市公司管理层。

经纪公司的分析师是否能真正提供独到的研究报告，长期以来倍受争议。自从安然公司 (Enron Corp.)、世界通讯公司 (WorldCom) 等新的一系列丑闻爆发以来，华尔街分析师研究报告的诚实性和中立性再次受到关注，而且即使丑闻已经被揭露并受到调查，冰冻三尺非一日之寒，问题恐怕也一时难以解决。杰克·格鲁曼因直到世界通讯公司破产还在强烈推荐其股票而受到终身不得从事证券业的处罚并且已被所罗门兄弟公司解雇，但是他与花旗集团达成的协议是每个星期仍然去工作 15 个小时，和花旗集团的公司律师一起应付尚未结案的官司，为此花旗仍然支

〔4〕 这里的回报是指剩余回报 (excess return)，即该股票是否跑赢大市。如果剩余回报为负，说明该股票最近的表现没有整个市场好；为正，则说明它超过市场表现。