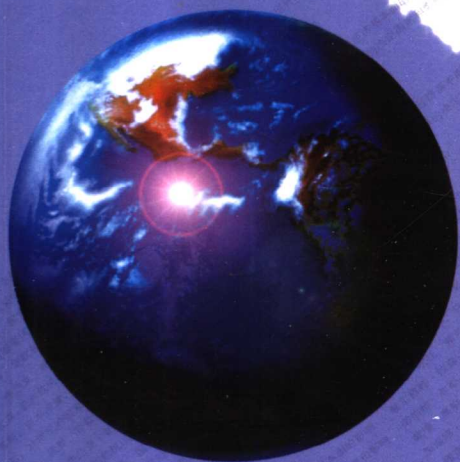




强制披露与 证券立法

Mandatory Disclosure and Securities Regulation

曹荣湘 □ 主 编

袁增霆 □ 副主编



Social Sciences
Academic Press (China)
社会科学文献出版社

全球经济热点文丛

强制披露与

证券立法

Mandatory Disclosure and
Securities Regulation

曹荣湘 主 编
袁增霆 副主编

社会科学文献出版社

Social Sciences Academic Press(China)

强制披露与证券立法

· 全球经济热点文丛 ·

主 编 / 曹荣湘

副 主 编 / 袁增霆

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市东城区先晓胡同 10 号

邮政编码 / 100005

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

责任部门 / 编译中心

(010)85117871

责任编辑 / 王 静 吴安迪

责任校对 / 周 显

责任印制 / 同 非

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010)65139961 65139963

经 销 / 各地书店

读者服务 / 客户服务中心

(010)65285539

法律顾问 / 北京建元律师事务所

排 版 / 东远先行彩色图文中心

印 刷 / 艺苑印刷厂

开 本 / 880 × 1230 毫米 1/32 开

印 张 / 12.75

字 数 / 311 千字

版 次 / 2005 年 8 月第 1 版

印 次 / 2005 年 8 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 7 - 80190 - 559 - 8 / F · 168

定 价 / 28.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误，
请与本社客户服务中心联系更换



版权所有 翻印必究



曹荣湘 1969年出生于湖南永兴县，武汉大学商学院理论经济学博士后，中共中央编译局副研究员。曾就读于厦门大学和北京大学，获硕士和博士学位。主要从事全球化理论、经济安全理论、西方激进理论的研究，发表论文20多篇、译文30多篇，出版专著2部，主编著作3部。



袁增鑫 1975年出生于山东郯城。现为武汉大学商学院博士研究生，师从著名经济学家董辅礪教授，专业主修宏观经济理论与政策。目前的研究兴趣包括金融市场资产配置、个人金融服务、金融计量经济学等。

社会科学文献出版社网站 全新改版



全、新 在哪里？

服务对象更明确——点击菜单栏“读者服务”、“作者园地”、“经销商”、“BBS”即可进入自己的天地。

图书分类更细致——专业分类、专题分类、丛书分类、年份分类,根据需要,随意查取。

检索更为便捷——输入书名、作者、出版时间,甚至一个关键词、关键字即可查询到您所需要的信息:图书内容介绍、相关书评、著名作者、社会科学论坛……

功能更全更细——有您想到我们没做到的,但只要是与“图书”有关的,SSAP.com.cn 都努力做到了。

为什么 要访问 SSAP.com.cn?

如果您是决策者、研究者、学者、记者或者是爱书者,甚至是学术自由论战者,这里都有您的座位,随时欢迎您的到来。

这里有以皮书为代表的权威资讯;有前沿、原创的专业书、学术书,有与本社作者(许多为权威专家、知名学者)交流甚至辩论的学术论坛;有知识共享、价值分享的读者俱乐部;有网上订单和网上零售书店;也有记者欢聚的媒体会客厅……

欢迎 加入社会科学文献出版社读者俱乐部

登录社科文献出版社网站注册即可成为我社读者俱乐部会员,俱乐部会员采用等级制,根据购书额的不同,在社科文献出版社网上书店购书,可以享受一定折扣的优惠,同时还可以享受和参与我社不定期举办的赠送书目、礼品、图书以及会员沙龙等一系列的会员优惠活动。

作者简介

乔治·斯蒂格勒 (George J. Stigler): 美国芝加哥大学经济学系、商学院研究生院著名教授。本书所选《证券市场的公共管制》(Public Regulation of the Securities Markets), 《芝加哥大学商业学刊》(*The Journal of Business, University of Chicago*) 1964 年第 37 期, 第 2 卷, 第 117~142 页。

乔治·本斯顿 Geoge J. Benston: 英国罗彻斯特大学研究生管理学院教授。本书所选《被要求的披露与股票市场: 1934 年证券交易法评估》(Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Act of 1934), 《美国经济学评论》(*The American Economic Review*) 1973 年总第 63 期, 第 132~155 页。

杰克·赫希拉斐尔 (Jack Hirshleifer): 美国洛杉矶加州大学 (UCLA) 经济学教授。本书所选《信息的私有价值、社会价值和发明活动的激励》(The Private and Social Value of Information and Reward of Inventive Activity), 《美国经济学评论》(*The American Economic Review*) 1971 年总第 61 期, 第 561~574 页。

斯蒂芬·罗斯 (Stephen A. Ross): 美国耶鲁大学组织、管理和经济学教授。本书所选《金融市场中的披露管制: 现代金融理

论与信号传递理论的意义》(Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance theory and Signaling Theory),《金融管制热点问题》(Issues in Financial Regulation)(F.Edwards 主编),耶鲁大学出版社 1979 年版,第 177~216 页。

弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank H.Easterbrook)、**丹尼尔·费雪**(Daniel R.Fischel):均为美国芝加哥大学法学教授。本书所选《强制披露与投资者保护》,原文为:Mandatory Disclosure and the Protection of Investors,《弗吉利亚法律评论》(Virginia Law Review)1985 年总第 79 期,第 669~715 页。

小约翰·科菲(John C.Coffee, Jr.):美国哥伦比亚大学法学院教授。本书所选《市场失灵与强制披露制度的经济分析》(Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System),《弗吉利亚法律评论》(Virginia Law Review)1984 年总第 70 期,第 717~722 页。该文曾在《经济社会体制比较》杂志上刊登,感谢该杂志社供稿。

梅里特·福克斯(Merritt B.Fox):美国密歇根大学法学院法学教授。本书所选《民事责任和强制信息披露》(Civil Liability And Mandatory Disclosure),原文由作者直接提供给编者,该文可由以下网址下载:<http://lawweb.usc.edu/cleo/workshops/00-01/fox.PDF>。

罗纳德·戴伊(Ronald A.Dye):美国西北大学经济学教授。本书所选《投资者成熟与自愿披露》(Investor Sophistication and Voluntary Disclosures),《会计学评论》(Review of Accounting Studies)1998 年第 3 期,第 261~287 页。本书所选《强制披露与

自愿披露：金融与实物外部性情形下的比较》(Mandatory Versus Voluntary Disclosure: The Cases of Financial and Real Externalities),《会计评论》(The Accounting Review)1990年2月总第65期第1卷,第1~24页。

迈克尔·费希曼 (Michael J.Fishman)、凯思琳·哈格蒂 (Kathleen M.Hagerty):均为美国西北大学凯洛格研究生管理学院教授。本书所选《强制披露与自愿披露的比较——在存在知情与非知情顾客的市场上》(Mandatory vs.Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers),由作者直接提供给编者,该文写于1997年,读者可由以下网址下载:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=35460。

桑福德·格罗斯曼 (Sanford.J.Grossman)、奥利弗·哈特 (Oliver.D.Hart):分别是美国宾西法尼亚大学金融学教授和美国哈佛大学经济学教授。本书所选《披露法律与收购报价》(Disclosure Laws and Takeover Bids),《金融学刊》(The Journal of Finance)1980年总第35期,第2卷。

斯蒂芬·班布里奇 (Stephen M.Bainbridge):美国洛杉矶加州大学(UCLA)法学院教授,本书所选《强制披露的行为经济学分析》(Mandatory Disclosure: A Behavior Analysis),《辛辛那提大学法学评论》(University of Cincinnati Law Review)2000年总第68期,第1023~1060页。

序 一

经济学从来是一门国际性的学科。我国当代经济学的发展，更是汲取了西方经济学精华的结果。因此，及时引进和介绍西方经济学的最新成果，全面展示西方经济学家们对某些专门问题的研究，是我们每一个从事经济学研究和教学者的当然之责。

当代经济学的发展在凯恩斯之后走向了一个百花齐放的时代，各种旧有的经济学传统都在当代找到了回音，而经济实践的巨大复杂性和广泛性，又催生了各个全新的经济学领域。例如，经济全球化的发展催生了国际政治经济学，同时也使全球金融的治理成了国际经济学的重要主题，后者又催生了有关国家风险和主权评级的研究。这些全新的领域，很大程度上在我国还鲜有人研究，而它们又极端重要。因此，作为推动我国相关研究的第一步，翻译，特别是经典文献的翻译，就是一个开创之举。

曹荣湘博士主编的这套《全球经济热点文丛》，涉及的都是西方经济学的最新研究成果，翻译的都是著名作家的经典著作，仅凭这一点，就不失为一套重要的经济学译丛。现实地说，编选一套成功的翻译文献，是一件十分棘手的工作，它既能体现出编选者的眼光和学识，也能够反映出编选者的学术态度。同时，它还折射出了编选者的辛苦劳动，因为从确定选题，到编选文献、敲定目录，再到联系作者和版权、搜集文献、组织翻译、校对译稿，每一步都需要编选者付出艰苦的劳动。当然，也需要译者和出版

社相关人员的艰苦劳动。

我们相信，编选者、译者和出版社的辛苦劳动一定会有丰厚的社会回报。作为从事科研或教学的经济学者，理应欢迎这套《文丛》的出版；而作为试图进入和正在进入经济学殿堂的学生来说，这套《文丛》的出版无疑是“雪中之炭”、“旱地之露”。同时，作为经济实践的从业者，也能从这套《文丛》中获得不少启迪和指导。总之，该《文丛》理论的前沿性、文献之经典性、编选之全面性，无论如何高的评价，都是不太过分的。

武汉大学商学院院长
中国世界经济学会副会长
教授、博士生导师
周茂荣

2004年1月于珞珈山

序 二

我近几年做后发优势研究，因此，在这方面思考的比较多一点。作为一个后进国家，后发优势体现在方方面面，它不仅体现在技术、制度、劳动、资本和结构这些影响经济发展的因素上，也体现在科学研究包括社会科学研究上。毋庸讳言，经济基础决定上层建筑，经济上发达的国家，科学研究也走在前面，不仅自然科学和技术科学走在前面，而且从某种意义上说，社会科学的研究也是走在前面的。我们的改革目标是要建立社会主义市场经济体制，西方国家经过几百年的发展，已建立了比较完善的市场经济制度，基于市场经济制度建立起来的经济学（我们称为西方经济学），不少是有借鉴意义的，有很多理论和方法是值得我们学习和利用的。当然，学习西方经济学应该是批判性和选择性的学习，而不是盲目崇拜和全盘照搬。

要学习和借鉴西方经济学一些有用的东西，就必须要有热心于翻译工作，把西方经济学中那些经典的、前沿的和普及性的著作译成中文，让更多的中国人能够有机会阅读这些文献。曹荣湘博士负责选编和组织翻译的《全球经济热点文丛》在这方面做了一件非常有意义的工作。该套丛书选编的文献都是西方经济学中最前沿、最热门，国内学术界对此还不太熟悉但对我国完善社会主义市场经济体制有很重要借鉴意义的文献，不仅在理论上是前沿性的，而且在政策上也有重要的参考价值。读起来有令人耳

目一新之感。

“全球经济热点文丛”，选题具有十分重要的理论意义和现实意义。例如，证券市场的强制披露与自愿披露之争，一直是西方经济学的热点之一，但我国学术界对此了解不多，尽管有些零星的文章出现，但像这样集中地论述这一专题的文献至今还没有看到。从内容来看，这本书所选的论文，均是名家名作，是国外研究信息披露制度的学者引用率最高的作品。强制披露与自愿披露之争，严格说来并不是纯粹研究证券市场的，它涉及到经济学的很多分支学科，如信息经济学、行为经济学、新制度主义经济学等。它甚至涉及到了经济学的最深层次的问题，例如有关信息披露的行为经济学考察，就迫使我们对一些以前的基本经济原理有必要加以重新认识。

再比如《蒂布特模型》一书，它的重大意义更要引起我们的重视。蒂布特的“用脚投票”理论现在已经成了一个众所周知的词汇，在公共财政、民主选举、证券市场研究中得到了广泛运用。所谓“用脚投票”，用最简单的话来说，就是各辖区之间的竞争，使得资源可以通过公民的迁移来实现其配置的最优化。例如当前我国各地之间展开的激烈的招商引资竞争，我们就不妨拿“用脚投票”理论来分析。哪里的投资环境好，企业就转移到哪里，各地之间是如此，各国之间何尝不是如此呢？当然，这样的迁移和竞争，是否能真如蒂布特所说的那样带来资源配置的最优化，倒是一个需要争论的问题，而《蒂布特模型》一书所讨论的理论和政策为我们提供了一个新的分析思路。

《国家风险与主权评级》这本文集也是一本具有前沿性的且具有重要现实意义的研究文献。20世纪末，特别是亚洲金融危机之后，国家风险和主权评级的研究在发达国家经济学界成了热门话题。2001年1月，《巴塞尔建议Ⅱ》的发布进一步引发了学术界对国家风险和主权评级的关注。本书所选的论文都是这方面引用

率最高的文献，在国外经济学界具有很大的影响。这本论文集的出版将无疑会促进我国学术界对这一重大热点课题更多的理解和更深入的研究。

曹荣湘博士的研究领域较宽，密切关注着国外社会学和经济学方面的最新学术思潮，最近几年他组织翻译了不少国外学术著作。《全球经济热点文丛》的每一本书都是他组织精心挑选的论文集，其作者大多数是当代著名的经济学家，研究的选题都是前沿性的，收集的论文集中了某一领域的最新研究成果。它的出版为我国学术界在相关领域的研究提供了不可多得的文献资料，是一项具有很大社会效益和很高学术价值的“公共产品”。

曹荣湘博士在武汉大学做博士后研究，邀请我为本套丛书作序，我欣然接受了，于是便写了如上几句话，借此机会发了一点感慨。

武汉大学商学院教授、经济发展研究中心主任

郭熙保

2004年1月16日

强制披露与自愿披露： 证券市场的信息问题

(本书导读)

曹荣湘 袁增霆

一 信息披露与金融监管

从历史实践的角度纵观当今世界各国的金融监管，主要是通过立法来实现的，而信息披露制度是最基本、最重要的一项内容。以证券市场的信息披露为例，美国早在 20 世纪 30 年代的大萧条时期，为医治证券市场动荡与衰败带来的创伤，相继颁布了 1933 年的《证券法》和 1934 年的《证券交易法》。除了证券交易法在后来一直被誉为“披露法令”之外，当时美国国会制定的证券法也被啧啧称道为“充分披露的市场哲学替代了‘买者自行小心’这种自由放任的市场逻辑。”^①1964 年，证券法的披露要求被进一步扩展到包括大多数股票为公开拥有的公司。在金融机构的风险监管方面，2001 年发布的巴塞尔新资本协议明确地将信息披露作为市场纪律，并将之列为该协议的三大支柱之一，更加体

① 参见 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 375 U.S. 180. 186. 1963.

现出信息披露对于未来金融监管的重要地位。

根据法律、法规和各种规章制度必须进行的信息披露称为强制披露。如美国证券法要求上市公司在公开发行权益证券时，要向证券交易委员会（SEC）提供注册说明书，以后还要定期向证券交易委员会和股东提供年报和季报，申请代理与发生并购也要按规定进行披露等。此外，证券发行者也可以自行从事各种内容分散而灵活的自愿披露，诸如通过媒体介绍证券的基本情况，通告重大事件，发布前瞻性信息等。自愿披露虽然不是监管部门要求必需的，但同样要接受监管，以维护投资者平等的知情权，阻止欺诈。

除了上述证券市场信息披露，对金融机构及其金融服务业务的信息披露要求和管制也是金融监管中的重要内容。在银行法、保险法、信托法、金融服务法等常见立法与规章制度中，向监管部门、行业自律组织、服务客户或公众进行信息披露被认为是提高金融机构的经营透明度，降低经营风险，维护金融安全和公众权益最有效的途径。总体上，金融市场与机构及业务的信息披露制度是相辅相成的，连同反欺诈反操纵法规，对保护投资者权益，维护金融系统的有效运行，保证资金流向最能有效使用它的需求者，实现经济资源的有效配置等，都是非常必要的。

金融监管中的信息披露问题一直是国外法学经济学界广泛争论的焦点问题。关于信息披露制度的论证，除了从立法与法律诉讼演化的角度进行法学诠释之外，就是运用经济学方法构建理论基础，然后从历史实践中寻求证据支持。这方面的理论研究大多以证券市场为对象，围绕着支持或反对强制披露而展开。早期的理论分析主要是运用新古典经济学中传统的福利分析方法，后来又逐渐融合现代金融理论，过渡到引入信息经济学、激励—信号传递理论、博弈论后的更广泛的新古典主义分析框架，以及新兴的社会范式理论和行为经济学。这些理论方法都具有一般性，对证券市场与上市公司的讨论也同样适用于金融市场、机构与服务。

二 信息披露的新古典经济学分析

新古典经济学假定经济个体的行为是理性的，遵循理性选择理论，最优的决策总是边际成本等于边际收益。当这种均衡条件不能被满足，就会导致经济个体的福利遭受损失，经济资源无法实现帕累托最优配置，这种现象即为“市场失灵”。这时，需要政府干预的介入以纠正社会福利损失，实现经济福利水平的帕累托改进。

信息披露问题中关于经济个体的行为假定或一般描述大致可以分为如下两个方面：一方面，虽然被要求披露的经济主体是接受监管的公司（这里的公司可以指证券市场上的上市公司，也可以指金融机构），但披露的决策者是公司或金融业务的管理者。由于控制权与所有权的分离，不可避免地存在着委托代理问题。作为信息的供给方或生产者，管理者在决定是否披露与披露多少时，可能是代表公司的利益，也可能仅代表私人利益，或者二者兼顾。以证券市场的信息披露为例，在证券发行和交易时，上市公司的管理者通过一定的信息披露来影响证券的价格，以实现公司的利润最大化、管理者个人的效用最大化，或二者的折中。

另一方面，证券对于投资者，或金融服务对于客户，都需要充分的信息来形成理性预期与决策。在证券市场上，证券作为一种对公司未来收入的要求权，它的风险收益状况及其决定因素，就构成了投资者的信息需求。无论是追求证券持有收入的长期投资者，还是以赚取交易盈余为目的短期投资者，无论是在一级市场还是二级市场，所关注的信息可分为两类：一类是决定证券基本价值的信息，如在不确定的环境下，公司的盈利项目、经营状况、商业前景等；另一类是在市场上可以致使价格偏离基本价值的各种交易信息。

除了上面的两大行为个体之外，在金融市场上，还存在着信息中介（如证券分析师、会计师等），知情交易者（如内部人、内部交易者、经纪商等），以及其他市场组织等，使得信息的供给与需求，管理者与投资者的决策都变得更为复杂。对于金融机构对其产品与服务的信息披露，情况也是类似的。但金融机构开发的个性化、一体化产品与服务由于公开性和标准化不够，问题要更为严重。

总的来说，在市场上引入强制披露制度，就是将经济资源内部化的企业组织所产生的内部信息进行一定程度的外部化，让部分的阳光照进来，帮助企业组织之外的人们探查企业运营“黑箱”之内的部分情景。^① 从而，拉进了公司管理者与股东、金融机构与服务客户、企业与监管部门之间的距离。但是，强制披露是有成本的，其中最直接的成本如信息的编纂、散发、诉讼、监管成本等，还有一些难以测量的间接成本，如企业由于被迫披露而引起竞争对手的反应，从而丧失盈利机会，或者，企业会为俗套的披露而大费周折，多出很多额外的成本。而强制披露带来的收益则主要有投资者可以获得的更多的钱或客户收到的更好的金融服务，避免缺乏披露而出现欺诈行为所带来的损失。^② 同样，

① 在支持强制披露制度的早期观点中，一些证券法的实务界支持者们曾坚持“阳光是最好的杀毒剂”，这也是早期支持英国式强制披露制度，反对美国蓝天法（Blue Sky Laws）式的实质性审查制度时的一种标语。虽然学术界与实务界众说纷纭，但在实践当中，直至新巴塞尔资本协议，都可以让人们看出强制披露的“曝光”效应在金融监管政策中还是受到了一贯的重视。

② 参见本书弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费雪“强制披露与投资者保护”一文中的“关于成本与收益的证据”，本书乔治·本斯顿“被要求的披露与股票市场：1934年证券交易法评估”一文中的“披露的立法基础”，或本书斯蒂芬·罗斯“金融市场中的披露管制：现代金融理论与信号传递理论的意义”一文中的“激励—信号传递分析”。