

# 投资者信息能动性视角下的信息披露监管研究

胡智强<sup>1</sup>, 张邦辉<sup>2</sup>

(1. 南京审计学院 法学院 江苏, 南京 211815; 2. 重庆大学 公共管理学院, 重庆 400044)

**摘要:** 证券市场的信息不对称受制于投资者信息能动性的影响, 信息披露监管应当密切关注投资者信息能动性的分化。中国证券市场信息博弈格局日益复杂, 投资者的信息能动性差异度加大, 进一步弱化了中小投资人的地位, 妨碍了证券市场的发展, 因此, 需要对证券信息披露制度进行针对性的调整, 加强对投资者的保护。

**关键词:** 信息能动性; 信息披露; 信息平等

**中图分类号:** DF438.7

**文献标志码:** A

**文章编号:** 1008-5831(2012)03-0115-06

证券交易具有的虚拟性及其和实际资本运动过程的分离程度越明显, 信息不对称状况就越突出, 证券市场中蕴含的风险也被进一步放大<sup>①</sup>。如果说普通商品交易具有可察知性的话<sup>②</sup>, 证券产品和证券市场则具有更强的信息依赖性, 因为在证券市场上, 信息披露是保障投资人察知证券产品内在质量, 进行投资决策的唯一途径。因此, 信息披露监管在证券市场中也具有了无可争辩的基础地位<sup>③</sup>。世界各国都将信息披露监管视为证券市场建设的核心, 并不断作出相应的调整, 美国在安然事件后就出台了《索克斯法案》(Sarbens-Oxley Act), 对上市公司、中介机构等信息主体课以更严格的信息披露义务。2008年以来的全球性金融危机使各国对金融衍生交易中的风险揭示有了新的认识, 并积极寻找对策。但现有的研究一般认为, 证券市场上的信息不对称现象基本上是一个客观过

收稿日期: 2010-11-26

基金项目: 安徽省哲学社会科学规划课题(AHSKF07-08D10); 教育部规划基金项目(11YJA630032); 江苏省高校优势学科建设工程资助项目(审计科学与技术); PAPD(AST)课题“国家审计问责体系比较研究: 回应型权利监督理论为视角”

作者简介: 胡智强(1966-), 男, 南京审计学院法学院副院长, 教授, 法学博士, 硕士研究生导师, 主要从事公司法和证券法研究; 张邦辉(1966-), 男, 重庆大学公共管理学院教授, 博士, 硕士研究生导师, 主要从事公共政策研究。

①在金融衍生产品的交易过程中表现得尤为醒目, 独特的交易方式和高杠特性等, 导致其价格波动幅度远远大于股票交易, 如中国证券市场上的权证采用T+0交易方式, 最大日跌幅达到96%。2008年以来的全球性金融危机的一个原因就是国际金融衍生产品交易风险的放大, 并传导致实体经济, 很多发展中国家由于对金融衍生产品交易缺乏应有的认识和防范而蒙受了巨大的经济损失。

②对任何商品内在质量的察知都是交易的前提, 制度对察知的保障就成为决定市场繁荣的重要因素。在普通商品交易中, 消费者有时可以直接观察商品的内在质量, 有时需要借助于一定的技术手段予以检测。

③世界各国的资本市场引发过的不同形式的危机都与信息披露监管存在直接的关系, 17、18世纪的欧洲证券市场连续三次股灾和金融危机都伴随了大量信息造假等违法行为。2009年6月让华尔街颜面扫地的麦道夫案的关键正在于信息披露监管的失灵, 美国证监会(SEC)在起诉书中称, 诈骗金额高达500亿美元的麦道夫骗局曾成功地躲过了三层监管: 首先是注册监管。在诈骗中扮演重要角色的麦道夫对冲基金直到2006年9月才首次到SEC注册。其次是审计监管。自2006年9月麦道夫注册其投资顾问业务以来, SEC从来没有按惯例检查其账目。最后, 麦道夫对公司财务状况一直秘而不宣, 麦道夫投资顾问业务的所有账目、文件都被锁在保险箱里, 麦道夫证券公司也一直禁止对冲基金的投资者在线查看自己的账户。

程,没有对投资者具有的信息能动性这一影响市场信息不对称最重要的主体性因素给予足够的关注,实际上,信息不对称主要取决于监管者与具有不同信息能动性的市场主体之间,以及这些市场主体相互之间的信息博弈。随着中国证券交易品种日趋多样,市场体系层次丰富,投资者的信息能动性更加分化,中国的立法必须充分关注投资者信息能动性的演化状况,进行针对性的制度供给,才能很好地提高信息披露的监管效率。

### 一、中国证券投资者信息能动性的分化

美国斯坦福大学的吉尔森(Ronald J. Gilson)和耶鲁大学的克拉克曼(Reinier H. Kraakman)两位教授曾在《市场效率机制》一文中指出:“在任何一个特定市场上,投资者获取的信息数量和质量都存在差异,因为信息传递存在时间和空间的差异、信息搜

寻成本存在差异、投资者对信息的判断和处理能力不同。”<sup>④</sup>笔者认为,相对于信息传递的时间、空间和搜寻成本而言,投资者的信息能动性是决定其获取信息数量和质量差异的决定性因素。信息能动性是指信息主体获取、处理、传播和生成市场信息,进而影响市场价格与结构的动机和能力,它不仅表现在信息获取能力的差异上,更表现在给定的市场条件下信息主体对市场信息分布、市场价格的反作用上,后者更具有决定性的作用。

信息能动性的一个重要特点是存在差异性,不同的市场主体具有不同的信息能动性,表现为信息能力的构成和程度有很大的不同(如表1所示)。一般而言,市场主体结构越复杂、控制的资金越多,信息能动性越强,对市场和制度的“挑战”能力也更强。

表1 投资者信息能动性差异程度分类

等级	投资者信息能力构成	数量	主体结构复杂程度	控制的资金量	
A	信息获取	弱	多	低	少
B	信息获取与处理	强	中	中	中
C	信息获取、处理、生成、传播	强	少	高	多

信息能动性的另一个重要特点是,投资者信息能动性的分化与证券市场发展程度息息相关。通常,发育程度较低的市场,投资者信息能动性的差异度很小,反之,差异度扩大。信息能动性受到错综复杂因素的影响,决定中国投资者信息能动性逐步分化的因素主要有以下几点。

第一,投资者结构的变化。信息能动性的分化过程与市场投资者结构的变化密不可分,早期中国证券市场的信息主体主要是上市公司、“散户”<sup>⑤</sup>和一些股评人士,利用市场信息的主动性和能力普遍较弱,但也存在着利用甚至“制造”信息的现象<sup>⑥</sup>。现今,由于大力培育机构投资者的政策导向的作用,中国证券市场上的投资者主体结构已经类似于美国,各种类型的机构投资者占主导地位<sup>⑦</sup>。中国证券市场对外开放步伐的加快,使国外利益相关者也在很大程度上卷入,除QFII外,通过各种渠道进入中国证券市场的“热钱”等无一不设法提高其对市场信

息的影响力。以信用评级、机构预测、发布研究报告等形式,通过所谓的客观、中立、科学的信息形式帮助、引导投资者成为一种常见的现象<sup>⑧</sup>,很多投资者不再仅仅是被动地接受市场信息,其利用市场信息、影响市场信息结构或规避信息披露义务的手段趋于多样化。

第二,新兴传播手段的作用凸显。大众传媒的转型、互联网的兴起和现代传播技术的迅猛发展,对证券市场信息生态产生了巨大的影响,在街谈巷议、小道消息、报纸和电视频道等信息渠道的基础上,各种形式的网上语音聊天软件(如QQ群等)、博客、手机短信息等新的传播手段的出现,导致信息的传递方式、速度、范围和信息受体的反应方式和反应程度都有了质的变化<sup>⑨</sup>。可以预见,多元化的信息渠道和不断变革的传播手段,将是今后持续地影响证券市场投资者信息能力的一个主要因素。新兴传播手段具有两面性,既强化了市场的“羊群效应”,加大了监

<sup>④</sup>Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. 549 (1984).

<sup>⑤</sup>所谓“散户”主要是指中小投资人,中国证券市场发展初期机构投资者很少,“散户”占主体,他们在证券市场的信息生态中处于弱势地位,信息博弈主要在监管者和上市公司之间进行。

<sup>⑥</sup>早在1993年11月,某大户挪用公款炒作“苏三山”被套,遂通过各种渠道向证监会、交易所及各传媒称,某投资公司已通过二级市场持有“苏三山”股份逾5%,海南某报未经核实将此头版刊登,引起“苏三山”股票价格大幅波动。

<sup>⑦</sup>截至2008年12月中国证券市场共有开放式基金423只、封闭式基金31只、货币市场基金40只、合格境外投资者(QFII)76只。中国现行的《证券投资基金法》主要是关于公募基金的法律规范,私募基金的法律地位不甚明确。海外私募基金规模远大于公募基金,美国15000多家基金大部分是私募基金。未来中国一定会形成私募基金和公募基金之间良性竞争、相互依存和功能整合的局面。数据来源于www.chinafund.cn和www.csre.gov.cn。

<sup>⑧</sup>2008年以来的金融危机中,各种评级机构几乎名声扫地,反映了各国相应监管制度的缺失。

<sup>⑨</sup>国内外很多新近出现的案型都是利用互联网工具传递虚假信息,实施证券欺诈的案件。参见高飞《嚼嚼“带头大哥”事件:揭开“带头大哥”的真面目》,http://finance.eastday.com/m/20070720/u1a2984809.html。

管难度,也为信息披露监管提供了新的工具。

第三,政府信息的影响作用巨大。在经历了为数不同的股灾和重大事件之后,现代各国政府都无一例外地对证券市场实行程度不同、方式各异的干预,政府的经济政策等信息一般都会对证券市场发生宏观而深远的影响<sup>⑩</sup>。中国证券市场建立和发展的路径具有政府导向性,政府信息对中国证券市场的影响尤为巨大,市场被公认为“政策市”<sup>⑪</sup>,一些交易主体具有明显的政府信息依赖性,而对上市公司经营状况等市场信息应有的重视和分析反而不足。交易主体对非交易主体过分信息依赖的结果是,弱化了自身的信息处理能力、投资能力和风险应对能力,“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与自己丝毫无关”<sup>⑫</sup>。

第四,证券市场的分化与演变。在人类生活的任何一个领域,发展的进程总是离不开相关领域的持续细分和体系结构的精致多样。证券市场的变化表现为交易品种的多样和市场体系的健全,股票市场的规模越来越大、流动性越来越强,并孕育出类别化的细分市场格局。权证、创业板和三板等各个不同的类别市场的信息特征各不相同,对信息披露监管也提出了更高的要求,在反思 2008 年以来的金融危机产生的原因时,美国 SEC 主席考克斯(Christopher Cox)在出席 2008 年 10 月 23 日的美国国会众议院监管委员会(House Oversight Committee)的听证会时就一反其多年来一直倡导的自由市场理念,支持让 SEC 与美国商品期货交易委员会(CFTC)合并,组建一个规模更大的超级监管机构,从而对众多的金融产品实施监督,尤其是加强对新兴交易品种的信息披露监管。因为“市场的信息格局越是复杂,参与者也越有动力通过各种渠道和方法获取各种信息,以便通过信息资本化而获利”<sup>⑬</sup>。中国同样应当吸取金融危机的教训,在新的交易品种和细分市场建立时,防止一些人利用制度“空白”和“软档”,通过信息操纵牟利。

## 二、信息披露监管的目标和效率标准

芝加哥大学的法玛教授(Eugene Fama)提出的

有效资本市场理论为建立证券监管制度提供了理论支持,其逻辑是:证券市场通过市场定价机制来实现社会资源的有效配置,其作用过程为:市场信息→市场定价效率→市场运行效率→资源配置效率,以市场为导向,以价格为传导机制,保证资源流向最有效率的企业。市场定价效率取决于价格和市场信息之间的关系,两者之间对应程度越高,价格的信号功能和导向功能就越强,信息的有效性最终影响资源配置的有效性。有效资本市场理论说明了证券市场资源配置效率与市场信息之间的关系,证券市场的效率问题被切换为:证券市场定价效率与市场信息的相互关系问题,即证券市场价格以何种程度和方式反映市场信息。投资者信息能动性的存在无疑对市场信息的有效性起到很大的影响作用,这就将法玛的逻辑向前大大延伸了一步。

信息能动性、信息披露与资本市场之间的这种关系,为人们确立了证券市场监管的目标:建立一个更为有效的信息披露制度,使投资者能够客观分析上市公司的投资价值,决定投资行为。尽管各国的投资者状况和制度环境各不相同,信息披露监管制度的具体内容也有很大的差异,但是,健全信息披露制度体系却是一个共同的选择。因为,在一个具有广泛社会参与度的证券市场上,由每一个投资人自行搜集信息无疑成本极其高昂,实际上也无法可行。那么,通过国家的力量进行筛选,将不良证券剔除出证券市场,以维护社会公共利益和社会安全,是否是一种理性的选择呢?答案同样是否定的。因为,商法中私法自治历来被“学者称为无须明文规定的公理性原则”<sup>⑭</sup>,监管者既要监管市场行为、投资环境,又要对上市公司的赢利能力进行商业上的判断,不仅社会成本巨大,也违反了公司自治的基本信念。监管者不能干预公司的经营活动,但是可以要求公司履行法定的信息披露义务,使广大的投资者能够分析每一个上市公司的投资价值,从而作出理性的投资行为。信息披露制度正是调和自治和干预两者之间矛盾的最佳机制,以此为基础进行的市场监管,是人类理性迄今可以发现的、效率最高的证券市场监管方法,它在政府责任和公司自治之间达成了基本的平衡。

针对投资者信息能动性分化的现实,为更有效地实现信息披露监管,监管者就应当做到以下三个

<sup>⑩</sup>中国台湾证券交易税制变动频繁,对证券市场产生过大冲击,成为世界印花税历史上的典型案例。中国台湾 1987 年 9 月印花税率从 0.3% 上调到 0.6%,股市调整幅度接近 50%,时间接近 4 个月。1988 年 9 月 24 日宣布对证券、期货交易恢复征收 0.3% 的交易税,随后造成股市连续 19 日暴跌,跌幅达 35%。参见徐为人《证券交易印花税的理论分歧与国际经验启示》, <http://www.studa.net/zhengquan/080622/16400859-2.html>。

<sup>⑪</sup>如 1994 年 7 月底 8 月初国务院证券委员会出台“三大政策”,上海股市数日内涨 104%,深圳股市涨 68%。1995 年 5 月 17 日国务院证券委关于暂停国债期货试点的紧急通知出台后,上海股市三天涨 54%,再三天跌 22%。

<sup>⑫</sup>23Yale Rev. (N. S.) 5219. 1934.

方面:第一,保证信息供给的充分和及时。“任何公司,不论它有多大或多少,无论它是否盈利,不论它重要或不重要,均可上市,无须证券交易委员会或任何其他联邦管理机构的批准。只要全面披露证券交易委员会要求的资料。以保证在公司或属于某个公司的人或实体对该公司的证券进行出售时,这些证券的潜在购买方应获得有关的财务资料及有关该公司的其他重要资料的充分披露,以便它们能作出知情的投资决定”<sup>[3]</sup>。第二,以合适的方式引导和帮助投资者提高信息获取能力。从认识论角度分析,信息不对称是现代市场经济的一个基本前提,人类的一切努力只能降低信息不对称的程度而不能消除它,证券市场尤甚。提高投资者的信息获取能力将外在的“干预”和市场主体内在在自治能力的增强相结合,有助于证券市场定价机制发挥作用,提高市场效率。第三,在尊重市场规律的同时,对优势信息主体滥用信息强势的行为予以合适的“干预”和“修正”。法律承认市场力量自发形成的信息强势和投资者对合理风险的承担,条件是没有滥用信息优势,因为“证券交易的投资者有权信赖自由市场力量确定的证券市场价格,而自由市场力量不受欺诈或者虚假陈述的影响”<sup>[4]</sup>。

以上三者是有机联系、不可分割的,各国监管者一般十分重视对投资者进行风险提示和监督信息披露义务主体履行信息披露义务,但很多时候即使人们通过监管实现了信息供给的充分,仍然难以实现信息享有上的公平和公正,原因正在于市场主体之间具有不同的信息能力:在投资者信息能动性的持续分化的过程中,优势信息主体总是会设法固定、强化信息不对称,从而影响市场的效率和公正,这就需要外在力量的适当矫正,必须在信息披露监管中进行倾斜性的制度配置<sup>⑬</sup>。

### 三、提供可供投资人充分选择的客观信息市场

吉尔森(RonaldJ. Gilson)和克拉克曼(Reinier H. Kraakman)曾按投资者与信息的关系将买卖证券的人分为四类:靠大众性公开信息交易者、靠专业性公开信息交易者、靠派生信息交易者和无信息交易者<sup>⑭</sup>。中小投资者既不能通过各种形式的合谋靠派

生信息进行交易,也难以靠专业性公开信息交易<sup>⑮</sup>,信息弱势地位决定了他们必将被进一步边缘化,因此,必须对强势信息主体赋予更严格的信息披露义务。信息优势通常表现在两个方面:信息数量优势和信息时间优势。针对强势信息主体在时间上的信息优势,美国证券交易委员(SEC)2000年8月通过公平披露规则,要求信息“同时”(Simultaneously)和“立即”(Promptly)被披露,“同时”要求通过不同信息披露渠道获取信息的受众之间不能有时间差。“立即”披露是指“在可实施的合理范围内尽可能地迅速”,具体标准是在立即披露的要求被触发后的24小时之内<sup>⑯</sup>,这种做法值得我们借鉴。

一个可供投资人充分选择的客观信息市场是帮助投资者提高信息获取能力,打破强势信息主体的信息数量优势的最好事前规制方法。这样可以做到:(1)保证所有的信息都处于公共领域,能够被合法使用;(2)所有的证券分析者都可以享有平等的信息获取权;(3)尽可能提高弱势信息主体的信息能力。有学者依据投资者与内幕信息距离的远近<sup>⑰</sup>将其分为三类:第一种是从内幕人员那里获取纯粹由于无意而泄露的内幕信息;第二种是通过观察内幕人员的交易行为而推测出的可能信息,被称之为“交易解密”;第三种通过观察股票的价格和交易量等数据,然后根据价格信息构成的各要素去推理,以求得最可能解释股价变动原因的新信息。这种方式被称之为“价格解密”。价格解密的典型例子是,通过观察某一只股票价格的非正常变动而推测出该公司可能即将发生兼并收购行为的信息<sup>[5]</sup>。笔者认为,提高投资者的“价格解密”能力有助于培养理性投资者,避免其对信息强势方或政府信息的过度依赖。立法应当减少依靠派生信息进行交易,引导依据大众性公开信息交易者,向依据公开信息交易者和依据专业信息交易者升级,并为其提供技术手段,通过更多地满足其知情权的方式提升其信息解读和分析的能力。国外成熟的证券市场大多允许将市场上交易者身份、交易品种和数量随时公之于众,使交易解读和价格解密相对较为容易。中国实践中出现的市场交易行为信息披露系统 Topview<sup>⑱</sup>

<sup>⑬</sup>中国目前在权证交易过程中于开户环节进行的风险揭示(包括开户协议中的对权证特殊风险和责任负担的提示条款和交易软件中的语音提示)和在证券市场上曾进行过的投资者风险教育活动,都可以看成是信息披露中的制度倾斜,但是类似制度缺乏稳定性和普适性。

<sup>⑭</sup>RonaldJ. Gilson and Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 Va. L. Rev. 568(1984).

<sup>⑮</sup>机构投资者由于拥有专业研究人员,即使信息的来源仍为公开渠道,通过对财务报表数据、企业经营状况、经济税收政策等信息的分析,信息的有效性被极大地提高,也可以大大地减少交易的盲目性。

<sup>⑯</sup>Saxbanes - Oxley Act of 2002.

<sup>⑰</sup>将内幕人员本身及其非善意的同伙排除在外。

<sup>⑱</sup>Topview 数据主要包括三部分:(1)分类账户统计,将投资者账户分为机构、法人和个人三类,然后将沪市每只股票的持股账户进行分类统计;(2)将不同账户的持股数分9档(1 000股以下、1 000~1 0000股、1万~5万股、5万~10万股、10万~50万股、50万~100万股、100万~500万股、500万~1 000万股和1 000万股以上)进行统计;(3)对活跃席位的前10位进行统计。数据披露了包括QIII在内的各类基金等9大类主力机构、企业法人、解禁的“大非小非”资金每个月或者每周的动向,投资者可以清楚地发现揭示场内资金流动、交易者投资动向等信息。

等应当大力提倡,因为证券交易的一切基本信息最终都要通过交易数据留下痕迹,投资者藉此可以进行追踪判断,有利于投资者特别是处于信息弱势方的中小投资者的信息参与和信息监督,维护信息平等,提高市场效率。

信息披露系统应当加强对控制股东交易信息的针对性披露。因为,公司制度的基本矛盾是所有权和经营权的分离,争夺公司控制权是矛盾运动的必然结果,大股东控制成为世界各国公司控制权发展的共同规律,更是中国公司制度的必然选择<sup>[6]</sup>。实践证明,拥有公司控制权的大股东最具有信息强势和滥用信息强势获取利益的动力,因此,中国证券法第71条规定,国务院证券监督管理机构对上市公司控股股东及其他信息披露义务人的行为进行监督。目前,中国国资委和证监会正在加紧建立国有股实时监测系统,对国有股东证券账户进行标识和登记,监控国有股东开户、过户、交易的全过程,实现对上市公司国有股权的动态实时监测,但是建立该系统的目的是国有资产管理,应当进一步予以完善,对所有控制股东的交易信息进行针对性披露。同时,借鉴国外证券信息披露的立法经验,在信息披露的内容上提出更为严格的要求<sup>⑩</sup>。

#### 四、内幕交易主体的拓展性规制

内幕交易是实现信息优势的重要方式,对内幕交易的规制是对滥用信息优势的事中规制,成为各国证券立法的焦点。中国内幕交易规制制度中突出的问题是主体范围小,大大降低了规制效果。《证券法》第73条规定的内幕交易主体仅限于内幕信息的“知情人”和“非法获取人”,且对“知情人”界定较窄,对“非法获取”的内涵界定模糊。相比2006年12月13日通过的《上市公司信息披露管理办法》第66条:“任何机构和个人泄露上市公司内幕信息,或利用内幕信息买卖证券及其衍生品种,中国证监会按照《证券法》第201条、第202条处罚。”该规定反

而更为可取。应当对中国《证券法》第73条和第74条规定的内幕人员进行补充,通过对《证券法》第74条第七项的授权性条款——“国务院证券监督管理机构规定的其他人员”进行扩张和细化,将家庭成员、发行人、关联交易人、公司顾问、荣誉或名誉董事等列入其中,建立符合中国实际的内幕人员规制制度,更符合中国的实际情况和特定的法律文化背景<sup>⑪</sup>。

中国《证券法》第74条关于证券交易内幕信息的知情人的界定,没有将发行人及其交易对方纳入内幕交易规制视野,属于“隐藏的漏洞”<sup>[7]</sup>。从中国台湾和日本的立法经验以及美国的司法判例上看,应将发行人、与公司具有职业或业务上联系的人和一致行动人纳入知情人的范围。事实上中国的内幕交易早已经大量存在于发行过程中<sup>[8]</sup>，“既然董事、监事、高级管理人员为自己的利益买卖证券负有披露义务,发行公司买卖自己的证券时,没有理由不履行披露义务”<sup>[9]</sup>。中国证监会2002年10月8日发布的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》首次引入了“一致行动人”制度,证券法虽然没有使用“一致行动人”的概念,但“投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有股份”应视为对一致行动人制度的确认。2006年9月1日施行的《上市公司收购管理办法》列举了12种可推定为一致行动人的关联人,但是认定条件较为严格,今后中国对“一致行动”中的合意性要素的认定尺度要适度从宽<sup>⑫</sup>,同时,扩大“一致行动”的适用范围到公司收购以外的场合,可以不以寻求公司控制权为目的。

#### 五、强化信息披露制度中的民事责任

信息披露制度中的民事责任是对滥用信息优势的事后规制,成为各国信息披露监管中不可或缺的内容。中国《证券法》有关信息披露民事责任的规定共6个条文,分别为第191条、第192条、第193条、第202条、第206条和第223条<sup>⑬</sup>。其内容涉及的范

<sup>⑩</sup>以美国为例,美国的证券法10b-5责任最初仅限于对“重大事实”的虚假陈述或不披露,对于预测、评估、评价、动机、打算等主观性的“软信息”允许沉默,早期甚至禁止披露。但是,自1978年起,SEC改变了立场,要求披露法定种类的软信息,否则也会导致10b-5责任,10b-5规则的重大性的含义也增加了有关软信息的内容,并渐趋扩大。参见考克斯,希尔曼,兰格沃特《证券管理法:案例与资料》,中信出版社2003版,第189页。

<sup>⑪</sup>2008年3月11日,青海数码网络投资集团股份有限公司(简称S\*ST数码)变更为青海盐湖工业集团股份有限公司,复牌当天股价暴涨629.38%。持有101.54万股的第一大流通股股东甲(某知名大学财政金融学院副院长兼某投资学会常务理事、副秘书长)的资产因此暴涨3554万元。持有92.06万股的第二大流通股股东乙(国家干部,甲之妻)的资产市值达3223万元左右。2007年10月15日,S\*ST数码发布的《法律意见书》透露的停牌前6个月内关联方股票的交易情况显示:在重组谈判关键时刻共有8起关联交易,其中:盐湖集团监事和副总经理的配偶同时于2006年8月7日买入股票、中国中化集团公司总裁的配偶于2006年10月20日买入股票。3人又统一在2006年11月1日即股价崩盘下跌前全部卖出。甲乙夫妇同样是在2006年第四季度该公司即将重组退市的关键时刻,投资800万元左右成为公司前10大流通股股东。参见赵红梅《ST盐湖:什么造就了副司长股市暴富》,经济观察报2008年3月14日。该案例折射出中国证券交易内幕交易主体已经超出了中国《证券法》第74条规定的范围,呈多元化的发展特征。

<sup>⑫</sup>中国对“一致行动人”的界定包括四个基本点,“一致行动”的法律依据是协议、合作、关联方关系等合法方式。手段是以公司的表决权、需相同意思表示并以目标公司的控制权为目的。美国证券法在判断一致行动的合意要件时,只要有为获得目标公司经营控制权而进行共同行为即可认定,合意可以是书面的协议或一致行动的事实。在日本只要有实际上的资本关系或人伦关系等法定情形即可推定为合意,较为可采。

<sup>⑬</sup>第222条虽然涉及了信息披露但是属于行政主管部门的信息管理活动,故不予以列入。

围较广,包括了证券公司、保荐人、发行人、上市公司、证券服务机构、内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人以及其他信息披露义务人。但是,这些规定全部为行政责任,公法责任倚重<sup>③</sup>,民事赔偿规定远嫌不足。投资者首先关心的是自己受损利益的回复,因此,各国证券法在法律责任制度设计上,一般采取民事责任优先的序位原则。

中国《证券法》第232条同样规定了民事赔偿责任优先规则,但在信息披露监管方面的民事赔偿责任事实上处于劣势地位。究其原因在于:第一、诉讼门槛的阻隔效应。2003年中国出台《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件若干规定》,开始受理虚假陈述侵害民事诉讼,但规定起诉必须具备三个条件:中国证券监督管理委员会或其派出机构对虚假陈述行为人作出处罚决定、财政部或其他行政机关以及有权作出行政处罚的机构对虚假陈述行为作出处罚决定、已被人民法院认定为有罪并作出了刑事判决,这些条件的设定妨碍了投资人向法院提起民事赔偿诉讼。第二、信息披露的民事责任涉及不特定的公众投资者,具有“小额多数”侵害的特点,需要合适的民事诉讼形式。中国目前采取单独或者共同诉讼的形式受理,使同一纠纷重复审判提高了诉讼成本。第三,因信息披露导致的证券交易的损失额难以科学确定也是一个重要

的因素。因此,引入集团诉讼,降低诉讼门槛是在信息披露监管领域中实现民事赔偿责任优先的一个重要保证。

#### 参考文献:

- [1] HOLMSTRÖMBENGT, TIROLE JEAN. Market liquidity and performance monitoring[J]. Journal of Political Economics, 1993, 101(4): 678-709.
- [2] 梁慧星. 民法总论[M]. 北京: 法律出版社, 2001: 48.
- [3] LOUIS LOSS. Fundamentals of securities regulation[M]. Little Brown, 1983: 347.
- [4] R·W·汉密尔顿. 公司法[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2001: 48.
- [5] 高西庆. 证券市场强制性信息披露制度的理论根据[EB/OL]. [2010-06-22]. <http://www.civillaw.com.cn/Article/default.asp?id=30442>.
- [6] 胡智强. 公司控制权: 话语权与法律调整[M]. 北京: 法律出版社, 2008: 94-98.
- [7] 黄茂荣. 法学方法与现代民法[M]. 北京: 法律出版社, 2007: 433.
- [8] 石丽晖. 独一味上市前夕曝出关联交易谜团[N]. 上海证券报, 2008-02-21.
- [9] 杨亮. 内幕交易论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2001: 204.

## Stock Market Information Asymmetry

HU Zhiqiang<sup>1</sup>, ZHANG Banghui<sup>2</sup>

(1. College of Law, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, P. R. China;

2. College of Public Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

**Abstract:** Because asymmetric information is subject to the impact of information initiative of stock market investors, information disclosure regulation should pay close attention to the differentiation of investor information initiative. More complex pattern of China's securities market information game and different degree of information to investors to increase activity further weaken the position of small investors as well as hamper the development of securities markets. Therefore, it is essential to make targeted adjustments on securities information disclosure system, thus enhancing investor protection.

**Key words:** information initiative; information disclosure; information equality

(责任编辑 胡志平)

<sup>③</sup>实际上对公法责任的偏好也是整个《证券法》的特点,笔者统计《证券法》法律责任一章共47条,除第232条外全部为公法责任。