

投资者保护系列研究报告之六

信息披露与市场透明度

研究中心：卢文莹

2002年1月



信息披露与透明度问题日益被各国所重视并成为全球化的问题。在我国证券市场正面临规范发展和加入 WTO 与国际接轨的历史时刻, 借鉴各国在证券监管方面的经验, 建立科学、完备的上市公司信息披露制度和证券信用评级制度, 对于强化市场透明度、上市公司监管和坚定投资者信心都具有重大意义。要适应加入 WTO 和金融开放的需要, 必须落实透明度这一基本原则, 提高证券市场运作的透明度, 重建社会信用体系。

市场透明度体现了现代经济的基本特征。所谓透明度是指物体的品质很容易被看透, 或某一事物很容易明白和掌握。所谓信息披露是将有关实体的表现的一定信息提供给需要了解这些数据的不同使用者的过程, 这些信息包括从个人领域到公共领域。透明度是建立在信息自由流动的基础上的, 它要解决的是游戏规则和某些必须披露信息的公开化问题。交易信息透明度要求首先是防止市场操纵和内幕交易的需要。人们常常提到的亚洲金融危机爆发的原因之一就是监管不力和缺乏透明度。

我国证券业经过了 10 年的发展, 特别是近几年的改革, 中国证监会对上市公司的监管从行政审批为主过渡到了以信息披露为主的监管, 制定了一系列的信息披露法规和规章。从整体上看, 我国上市公司信息披露的质量在逐年提高, 信息披露制度在不断完善, 披露要求更加具体, 更有针对性, 许多内容已与国际惯例接轨。但我们与发达的资本市场相比还有一定的差距, 我国资本市场还是一个发展的过程, 这个过程处在初期阶段。我国用 10 年的时间搞了一个资本市场, 虽然出了一些问题, 也不足为奇, 因为西方国家搞资本市场用了几百年的时间。理想的资本市场是有序、稳定发展、合理配置, 泡沫少、透明、没有什么幕后交易, 法律健全, 等等。但问题在于如何达到这个理想境界。

证监会主席周小川已将公司治理作为监管的工作重点之一。证监会正致力于争取投资者和股东的权利, 并维持市场的标准。通过强制性的透明度及对上市公司董事会和管理层行为和可信度的关注, 以及明确规定相关关联方应有行为。证监会副主席史美伦进一步指出: 上市公司监管的任务之一是推行强制性信息披露制度。

对信息不对称的研究和探讨, 资本市场有效性问题以及监管者是否应该实行强制性监管的争论由来已久, 建立和完善强制性信息披露制度的过程也是法律界、经济界对其合理性、公平性进行不断辩论、探索和求证的过程。即便是支持强制性信息披露制度的西方经济学观点也分为两种: 一种是偏重于寻求构筑和解释这一理论的基础; 一种是偏重于讨论这一制度的有效性, 下面就此展开讨论:

一、信息不对称理论及其现实性

1.2001 年诺贝尔经济学奖得奖理论

当市场的一方无法观察到另一方的行为,或无法获知另一方行动的完全信息时,就会出现信息不对称(Asymmetric Information),这种情况在各个领域包括证券市场普遍存在。2001 年诺贝尔经济学奖美国的 3 位经济学家分别是柏克莱加州大学的乔治·阿克洛夫(George Akerlof)、斯坦福大学的迈可尔·斯彭斯(Michael Spence)和哥伦比亚大学的约瑟夫·斯蒂格利茨(Joseph Stiglitz)他们的理论奠定了“不对称信息”在经济学中的地位,即当代信息经济学的核心问题。其概念与主流经济学观念存在矛盾。主流经济学家认为,市场无所不知,它会自我调整,目前的标准教科书中许多仍强调这一观点。三位诺贝尔经济学奖得主把信息不对称理论广泛运用在各个领域,得到了时间的验证。此次获奖三人的理论成果主要集中在 20 世纪 70 年代,他们的获奖意味着国际上正式承认其理论。^①

经济学认为,市场是万能的,通过自由竞争可以实现市场资源的自由配置。但这是以市场交换无摩擦为假定前提的。而越来越多的人在经济生活中发现,由于信息不对称现象的存在,自由竞争的市场未必能带来最高的效率。阿克洛夫(George Akerlof 1970)最早研究了二手车市场的信息不对称问题,也就是非常著名的“柠檬”问题,在《The Market for Lemons》(1970)一书中,阿克洛夫的贡献在于用相关信息在交易双方间的不对称分布对于交易市场运行所产生的重要影响。在美国现代流行的经济学教科书里,几乎都要提到阿克洛夫在此领域的研究成果。阿克洛夫通过对旧车市场的研究,发现当市场的卖方对产品的质量拥有的信息比买方更多时,就会导致出售低质产品的情况,这被称为逆向选择(Adverse Selection)。阿克洛夫指出,这种信息不对称问题是普遍存在而且非常重要的。他的奠基性研究,可以用来解释资本市场中,由于买卖双方信息不对称出现的一系列问题。

斯彭斯(Michael Spence 1973,1974)的贡献在于确认了在信息不对称的市场上,市场的参与者调整自己的信息发布的一种重要方式。即拥有更多信息的一方,为了得到更好的交易结果,会采取一些令人可信的方式将信息发布给缺乏信息的另一方。这种方式被称为“发出信号”(1974)。斯彭斯的研究工作表明有时发出信号有提示作用,比如在就业市场上,求职者的受教育程度就可以作为一种重要的

^① 2000 年度诺贝尔经济学奖得主乔治·阿克洛夫所作的贡献在于阐述了这样的一个市场现实,即买方可以向卖方推销低质量商品等现象的存在是因为市双方各自掌握的信息不对称所造成的。迈克尔·斯彭斯的贡献在于揭示了人们如何利用其所掌的更多的信息来谋求更大收益方面的理论。约瑟夫·斯蒂格利茨则阐述有关掌握信息较少的市场一方如何进行调整的理论。

信号。后来人们研究发现，市场中的确存在很多其他类似情况，如企业发放股利也等于给股东们发布了盈利能力的信号。

诺贝尔奖委员会的颁奖书说，斯蒂格利茨(Joseph Stiglitz 1974,1975,1977)是三人中贡献最为广泛的，他曾任美国前总统克林顿的经济顾问委员会主席，世界银行副行长兼首席经济学家。他的许多贡献，改变了经济学家看待市场运作的方式，他阐述了有关掌握信息较少的市场一方如何进行调整的理论，加上阿克洛夫和斯彭斯的基本贡献，他们形成了信息经济学的核心。他们也确信，政府必须在市场系统方面扮演强有力的角色，以避免不对称的信息对投资者造成的伤害。在与桑德福·格罗斯曼(Sanford Grossman 1980)的共同研究中，斯蒂格利茨对金融市场效率假说进行了论证。他们有影响的结论被称之为“格罗斯曼—斯蒂格利茨反论”：如果市场在信息上是有效的，即所有信息均可在市场价格上得到反映，经济主体不会有兴趣去获得蕴藏在价格之中的信息。如果市场的一部分比另一部分知道的多，则信息有效均衡不会存在，这一研究对金融经济学影响颇大。80年代以来，许多西方学者将其引入金融市场领域，研究不完全信息对资本市场的制约，从而为监管者实施相应监管提供更为直观的理论依据，指出更为具体的监督目标。

2.信息不对称对证券市场功能发挥的阻碍

信息不对称问题对证券市场功能发挥的阻碍在于信息不对称的市场并不能发现合理的价格，信息不对称的结果是证券功能的严重扭曲：稀缺资本可能流入缺乏成长性的产业和业绩差的企业。主要体现在以下方面：

- 逆向选择。由于企业较之投资者掌握更多关于企业经营和业绩的种种信息，而且双方对于各自在信息占有方面所处的相对地位都很清楚，这样，投资者只能依据优质企业证券和劣质企业证券的概率分布所计算出的证券价值来决定自己的投资选择。这就导致了不合理的资金配置机制：信用质量高的企业反而不能实现相应高溢价水平的资金筹集，而信用低的则会积极推销其证券并以高于其内在价值的溢价水平售出，从而鼓动资金向劣质企业流动，久而久之，就会“劣币驱逐良币”(Thomas Gresham 1519-1579)一样，优质的企业反而竞争不过劣质企业，投资者逐渐失去信心，致使市场最终难以为继。
- 道德风险。证券市场的一般投资者与上市公司经理和掌握实权的大股东之间存在的信息不对称和后者所处的信息优势地位，使得一般投资者难以掌握企业内部充分而真实的消息或者无力支付了解这些信息所需的成本而难以实现有效的监督，从而导致上市公司偷懒、机会主义及各种损害投资者利益的行为，即所谓的败德行为的发生。

至于少数特权阶层得到内幕消息，在股市里可以赚得满盘满钵，而不知情者只好任人宰割的情况更是信息不对称市场的典型表现。信息不对称理论揭示信息不灵一方参与市场的风险，并进一步表明证券监管者围绕信息监管这一关键问题而展开的重要性。监管者的职责就是通过强制性信息披露制度，以及对各种证券欺诈和内幕交易等行为的惩罚制度。迫使隐藏的信息得以及时和充分地公开，从而消除逆向选择和道德风险等问题带来的证券市场的低效率、无秩序的状况，提高证券市场的有效性。

二、证券市场的有效性假定与发挥

现在比较多的人关注证券市场的有效性的问题。衡量市场有效程度的指标一般是指价格能否自由地根据有关信息而变动，证券的有关信息能否充分披露和均匀地分布，从而使每个投资者在同一时间内均能得到等量等质的信息。根据美国经济学家尤金·费玛（Eugene Fama 1969）的定义，一个资金配置效率高的证券市场是指市场上每个公司的股票的价格反映了所有关于该公司基本面的信息，如公司的盈利、管理能力、发展潜力等。为了研究股票市场上各种各样的信息对股票价格产生的影响的速度问题，就产生了有效市场模型。费玛认为，资本市场机制的运作效率在不同信息环境下有三种有效的形式，即弱式有效、半强式有效和强式有效。^①

强式有效市场能否达到？对有效资本市场持反对意见的 Langevoort(1992)提出所谓“噪音理论”，他们认为，市场事实上不可能有效，各种各样的“噪音”，使得市场的基本面价值无法在股价上得到体现。这种“噪音”是指与公司基本面数据这一主旋律无逻辑联系的各种影响证券价值的因素，由于这些因素对证券市场的行为模式影响很大，证券市场的效率实际上是不高的。^③

如果市场是有效的的话，价格总是能够充分地反映所有可获得的信息，任何人都无法因其所占有的信息而在市场上获利，因而反对强制性信息披露制度的西方学者认为政府对信息的强制性要求就将是多余的。他们认为：美国早期的“蓝天法”（Blue Sky Law 1919）中最为宽松纽约式“反欺诈”立法已经足够，无须再通过

^① 国内关于我国证券市场效率的研究大多数是依据费玛等关于市场有效性假说对我国证券市场的运行效率进行检验和讨论，如吴世农（1996）就已有的认为我国证券市场是弱型有效的检验进行评价时，指出我国股市仍然处于初期发展阶段，信息的完整性、分布均匀性和时效性与发达国家存在较大差距，不能以股价的随机游走特征推断我国股市已达到弱型效率。赵宇龙（1999）检验得出，我国证券市场不符合半强式效率假说，市场存在投资者的“功能锁定”现象，这意味着公司经理人员可以通过操纵公司帐面利润达到蒙蔽市场的目的，对市场效率和资源配置产生了消极作用。

专门的证券立法来反对欺诈,要避免投机行为的立法是无价值的,无疑于对待蓝天。^①

强制性信息披露制度是相对于证券市场上的实质审查制度而言的,即通过政府立法要求信息披露人公开与证券发行、交易相关的信息。其基本推论是证券市场的投资者在公开信息的基础上自行做出投资判断,政府不对任何证券的内在价值做出判断和实质性的审查。它是世界各国政府力求保证其证券市场有效性发挥的最重要的制度之一。

在我国证券市场上,一些上市公司不顾法规的要求,或肆无忌惮地虚假陈述,或曲意伪饰隐瞒重大事实,以此来欺骗投资者。有些中介机构为了自身利益,与其相互串通,这些事例屡禁不止而且越演越烈。实践证明:在不完善的证券市场,强制性信息披露制度是为了保证信息披露的及时、准确和充分而采取的必要措施。

三、 我国信息披露的制度与法律规定

证券监管的核心是信息监管,各国相关的法律对此都做了严格而明确的规定,信息披露的内容很多,其中以上市公司以及投资咨询机构和从业人员的信息披露对投资者的决策影响最大,而且存在的问题较多,这里主要探讨上市公司以及投资咨询机构和从业人员的信息披露:

1.上市公司的信息披露制度

证监会制定了四个层次的信息披露规范规则体系:一是公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则 16 项;二是信息披露编报规格 16 项;三是信息披露规范问答 6 项;四是信息披露个案意见及案例分析,目前正在制定当中。

核准制下的招股说明书不仅在信息披露数量上大大增加了,信息披露的质量也明显提高了。信息披露无论是广度、深度,还是满足投资者需要的程度,和过去相比都有了显著变化。新准则下的招股说明书更加体现了市场化、规范化、国

^① Shleifer、Summers 和 Waldmann (1990) 提出基金主要投资者的交易行为都是随机性的,建立了“噪声交易者 (noise trader) 模型”, 引起了对封闭式基金中到底有没有噪声交易者的大量验证。Lee、Shleifer 和 Thaler (1991) 在 DSSW 模型基础上提出的投资者情绪假说。该假说认为基金的折价主要受投资者的情绪影响。Joshua D.和 Tyler Shumway (2001)后来发现噪音水平所蕴含的信息可以带来经济价值,特别是改变了噪音水平预示着改变了交易的成本,与此同时提高了噪音水平,会使股价变得更加波动并增加信息的不对称性。Richard W.Sias, Laura T.Starks, and Seha M.Tinic (2001)的研究也发现封闭式基金中噪声交易者往往引起基金价格的更大的波动,但与 DeLong et al.(1990) (noise trader) 模型不一致之处,他们通过计算成本,发现封闭式基金中噪声交易者并不能得到更大的收益。

际化的核准制的要求，促进了证券市场的公开、公平、公正。下面仅就上市规则和上市公司的持续责任方面简要地加以介绍：

1.1 核准制下的证券发行的信息披露

1. 1.1 招股说明书

证监会于 2001 年 3 月 15 日颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》的要求编制招股说明书及摘要。招股说明书及摘要是发行人向中国证监会申请首次公开发行股票必备的法律文件。与过去的规定相比，新准则下的招股说明书有如下变化：

➤ 加大了信息披露的深度、广度

新准则下的招股说明书加大了信息披露的深度、广度。与过去的规定相比，新准则对信息披露的要求由重形式转向重实质。准则下的招股说明书要求全面解剖发行人情况、股东情况、关联关系、业务、技术等，充分、准确、深入地披露发行人的重要信息。

➤ 强化了发行人风险提示责任

新准则下的招股说明书对风险因素的描述内容更为具体详实，而且要求按重要性进行排序。要求发行人所披露的风险因素应充分、准确、具体。新准

则下招股说明书要求发行人披露与其相关的各种风险，包括市场风险、业务经营风险、投资风险、财务风险、管理风险、技术风险。

➤ 强调了公司治理结构相关问题的披露

新准则下的招股说明书要求发行人披露公司重大投资决策、重要财务决策的程度和生产经营的决策程度和议事规则，包括对外投资规则，对高级管理人员的选择、考评、激励和约束机制，利用外部决策咨询力量的情况。

➤ 突出了财务信息的披露、分析

新准则下的招股说明书将原分布在几个章节中的财务信息合并专门的章节中，而且要求不能简单地直接原文引用会计师报告和已审计财务报表，而要以简练平实的方式，将公司的财务信息加以披露。在披露这些财务信息时，必要使用增长比例、结构比例等相对性数据。

➤ 明确了各方的具体责任

新准则下的招股说明书明确了发行人、主承销商、注册会计师、注册评估师、律师各方的具体责任。新准则有一个专门章节《董事及有关中介机构声明》，发行人全体董事、各中介机构必须以声明的形式，明确承担相应的法律责任。体现了对投资者的郑重承诺，也强化了相关各方对信息披露的责任。

提出了信息披露的一些变通办法。

- 由于商业秘密等特殊原因致使某些信息确实不便披露的，发行人可向中国证监会申请豁免。自招股说明书核准日至股票上市首日不超过 3 个月，且招股说明书及其引用的资料尚未失效的可适当简化刊登有关财务会计资料，但应作必要的附注说明。

1.1.2 上市公告书

中国证监会于 2001 年 3 月 15 日颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 7 号——股票上市公告书》的要求与 1997 年 1 月 6 日发布的《上市公告书的内容与格式（试行）》的规定相比较，新准则下的股票上市公告书也有如下变化：

- 增加了一些必须披露的内容，新的上市公告书不仅要披露关联企业及关联交易的情况还要披露同业竞争情况，而旧的上市公告书只要求披露关联企业及关联交易的情况。新的上市公告书不仅要求披露董事、监事及高级管理人员的情况，还要求披露核心技术人员的状况。增加了上市推荐人情况的披露，还增加了“重要声明与提示”内容。
- 免去了一些内容的披露
新的上市公告书对旧的上市公告书要求披露公司设立情况，公司注册资金、公司注册时间、公司注册地点、营业执照注册号码等进行了删除。
- 提高了信息披露的要求
新准则下的上市公告书要求发行人在编制上市公告书时引用的数据应提供资料来源，事实应有充分、客观、公正的依据。

1.1.3 年度报告

关于《公开发行证券公司信息披露的内容与格式准则第 2 号——年度报告》（以下简称“准则”）在原有内容与格式的基础进行了较大修改，新准则首次明确了董事个人要对年报真实性、准确性和完整性予以保证，并承担个别和连带的法律责任。主要变动包括：

- 明确了准则规定是对年报信息披露的最低要求，凡对投资者重大投资决策有重大影响的信息，不论准则是否明确规定，公司均应披露，强调了公司在信息披露上的责任感和主观积极性。
- 增加了对公司年度报告审计的基本要求，并明确了 B 股公司必须进行境外审计。
- 增加了公司董事会重要提示的内容，要求公司董事会明确声明董事、高级管理人员依法负有诚信和勤勉尽责的义务和责任，若有违法情形，任何当

事人均可依法采取法律行动。

- 在“股本变动和股东情况”中，除要求披露前十名股东的名称、持股数量等外，还要求披露所持股份的类别，即非流通股（国有股、法人股等）还是流通股（A股、B股等）。另外，对持股10%以上股份的大股东，进一步具体了其披露内容。
- 在“董事会报告”中进一步具体了“新年度业务发展计划”所涵盖的内容，以避免该部分内容的披露陷于笼统和流于形式。
- 在“董事会报告”中新增了关于公司治理方面的披露内容，要求公司就治理的实际状况，及与治理准则存在的差距及其原因、改进公司治理的具体计划和措施进行详细披露。
- 新增了一节“独立董事意见”，披露独立董事就公司业务发展目标、关联交易、资产重组等发表的独立意见。
- 在“重要事项”中增加了“承诺事项”和“委托投资管理事项”两部分内容，并就“三分开”披露的内容进行了具体规定。
- 要求公司在“重要事项”中详细披露当年度审计费金额、咨询费金额。
- 要求披露三张会计报表同时，增加利润表附表的披露，主要是列示全面摊薄及加权平均计算第净资产收益率及每股收益。

2.上市公司的信息披露的持续责任

2.1 定期报告

定期报告是股票发行人定期向投资者披露起经营业绩和财务状况的法定形式，主要包括中期报告和年度报告。有的国家还包括季度报告，我国2002年第一季度开始推行这一作法。

2.2 临时报告

临时报告主要包括重大事件的报告、配股说明书、增发新股说明书、澄清事实报告、收购合并报告以及其他常规性报告。

3.对投资咨询机构的信息披露的有关规定

进一步规范证券投资咨询业务行为，更好地保护投资者的合法权益，中国证监会日前发布了《关于规范投资咨询机构及其从业人员进行的业务活动作了进一步的规范，为推动面向公众开展的证券投资咨询业务活动若干问题的通知》（简称《通知》）征求意见稿。该通知就证券投资中国资本市场信息结构的健康发展奠定了法制基础。

3.1 依法赔偿

投资者或者客户因咨询机构、咨询执业人员的执业活动违法或者犯罪而遭受损失的，可依法提出民事诉讼，请求损害赔偿。《通知》规定，咨询机构及其执业人员不得以虚假信息、内幕信息或者市场传言为依据向客户或投资者提供分析、预测或建议；预测证券市场、证券品种的走势或者就投资证券的可行性进行建议时需有充分的理由和依据，不得主观臆断；向公众提供证券投资分析报告、投资分析文章等形式的咨询服务时，须先行取得所在机构的同意或认可，并且不得有建议投资者在具体证券品种上进行具体价位买卖等方面的内容。

3.2 执业回避

证券投资咨询机构及其执业人员在与自身有利害冲突的情况发生时应当进行执业回避。承销商或上市推荐人及其所属的证券投资咨询机构和证券投资咨询执业人员(包括自有关证券公开发行之日起十八个月内调离的证券投资咨询执业人员)，不得在公众传播媒体上刊登或发布其为客户撰写的投资价值分析报告，也不得以假借其他机构和个人名义等方式变相从事前述业务；证券公司的自营、受托投资管理、财务顾问和投资银行等业务部门的专业人员在离开原岗位后的六个月内不得从事面向社会公众开展的证券投资咨询业务；证券投资咨询机构或其执业人员在知悉本机构、本人以及财产上的利害关系人与有关证券有利害关系时，不得就该证券的走势或投资的可行性提出评价或建议。

3.3 谴责与处罚

中国证监会将通过其国际互联网站对违反《通知》的任何机构和个人予以曝光或谴责，并根据违规事实依法暂停或撤销相关机构和个人的证券投资咨询业务资格；对于违反《通知》规定的媒体、机构或组织，中国证监会除视情况予以谴责或曝光外，还将视情节轻重移送其主管部门直至司法机关处理。

其实,有关加强对证券投资咨询机构的规范问题长期以来便一直为人们所关注。去年6月就曾发生了股民张先生状告股评文章作者的胜诉获赔偿案,并因此开创了证券投资咨询人员因失实报道和误导投资者并造成损失而被判相应赔偿的先河。无独有偶,七月初,美国全国证券交易商协会(NASDAQ)也制定了一项关于建议加强监管证券分析师的制度,并连续几天被美国证券交易委员会(SEC)网站列为该网站的头条新闻。

四、他山之石可以攻玉— 香港对信息披露的监管

上市公司的信息披露制度是上市公司实现优化资源配置功能的前提,对投资者决策和稳定资本市场至关重要。它使投资者在相对平等的条件下获得信息,

是防止证券欺诈、内幕交易等权利滥用行为的最有效措施。香港毫无例外地将信息披露制度作为对上市公司监管的主要方式,对公司收购及合并、股东权益

的公开、内幕交易等均有严格的规定：

1.香港对公司收购的披露及国际比较

香港《公司收购及合并守则》一般原则第 5 条规定：“股东应当获得充足资料、意见及时间，让他们对要约做出有根据的决定。任何有关资料不应加以隐瞒。拟备有关收购及合并的文件及广告时应该极度审慎、尽职及准确。”第 6 条规定“所有与收购及合并事宜有关的人应该迅速披露一切有关资料，并采取所有预防措施，防止制造或维持虚假市场。涉及要约的当事人必须避免做出可能误导股东或生产的声明。”

收购前股东持股披露义务国际比较

国际比较		百分比	披露时间（工作日）
美国	威廉姆斯 法案 13d	5%	10 个工作日内
英国	大宗股票 买卖规则 1980 年	<15%	下 1 工作日
		>15% <30%	禁止在一周内购买的股份 超 10%
	公司法	3%	2 个工作日内
香港	收购及合 并守则	>10% <30%	下一交易日上午 9 时前

资料来源：兰飞燕 张涛：《上市公司收购中信息披露法规的国际比较》整理

2.公开权益

为了维持一个公平、有秩序和有效率的证券市场，投资者应可取得有关投资决策的资料。因此，上市公司的主要控股情况及主要行政人员拥有股份的详细内容须公开。公开权益规则最早于一九三零年便在美国实施，近似的条例也于一九六七年在英国实施，香港一九九一年九月实施证券（公开权益）条例。

2.1 条例概要

该条例要求上市公司列出有关人士的多项权益，主要内容如下：

- 公开大股东的权益；

- 公开董事及主要行政人员拥有股份的权益；
- 调查控股情况及对有关股份施加限制令的权力。

该条例适用于在任何地方注册但在香港联交所上市的公司。

2.2 大股东的披露义务

任何人士在知情的同时取得或拥有 10%或以上的股份，便须履行大股东义务。股权的计算包括其配偶及其子女的持股量。该股东须在股权变动的五天之内通知联交所。

2.3 董事及主要行政人员股份的披露

上市公司董事及主要行政人员必须公开（不论多少）其持有量。该公司或联营公司的股权数量；董事须公开每次买卖该公司的股权或债券的情况。换句话说，公开权益的规定对他们来说比大股东更严格。股权的计算包括其配偶及其子女的持股。

3.对内幕交易的惩罚

香港《证券（内幕交易）条例》于一九九一年九月一日取代当时的《证券条例》内的有关条文并正式实施。该条例对投资大众的保护是相当重要的。其目的是为了建立一个公平有秩序的市场，使每一个市场参与者均同时取得相同的资料及公平地参与。内幕交易并非刑事罪行，被裁定为内幕交易的人士，可被重罚（包括重罚或其他惩罚）。举例来说，证券业的注册人士或联交所的会员，被裁定为内幕交易，便可能被暂停或吊销营业执照。

3.1 内幕交易的裁定

简单来说，内幕交易是指个人或公司不正当地利用其特殊身分所获得的有关消息（即股价敏感消息）来进行证券买卖。任何人利用与上市公司有关的人士提供的消息来进行证券买卖，即使他与该公司的关系并不密切，也有机会被视为内幕交易者。

3.2 内幕交易的豁免情况

条例的第十条定下多项豁免的情况，摘要如下：

- 董事取得其成为董事资格的股份；
- 履行包销协议；
- 清判官、接管人或破产受托人执行其职务时的情况；
- 交易目的并非赚取盈利或避免交易者自己或他人的损失；

- 某人作为其他人的代理，而它本身并没有选择或建议有关股票的行为，这行为适用证券交易商。

另外，香港《上市协议》中也有相应的规定，如《上市协议》特别坚持即时公布股价敏感性资料和必须公开的资料；须予以公布的交易（必须公开的交易）和关联交易等。

五、因特网对证券信息的影响及其监管

随着高科技和 IT 行业的发展，网上证券信息披露影响日益广泛和深远，但监管问题也日益显现出来给监管带来的难度越来越大，已为各国监管者所重视。

1. 因特网对证券信息的影响

因特网及其技术对证券市场的结构、功能，对市场的参与者、监督者的影响，表现在如下方面：

- 因特网改变了整个证券市场的运作模式。

互联网技术已成为市场发展、产品开发和制度创新的重要动力，它改变着证券市场的发行模式、交易模式、清算模式、支付模式和信息传播模式。

- 网络技术的应用，证券市场出现了网上投资者教育。

网上披露、网上决策咨询、网上路演、股东大会、网上代理股票、网上监管机构信息交流，甚至网上国际监管合作成为现实，这大大提高了市场的运作和监管效率，大大加强了监管机构的能力建设。

- 互联网技术已成为改进公司治理结构的渠道之一。

上市公司通过互联网及时发布重大信息和财务报告，建立了上市公司与投资者的直接沟通渠道。投资者通过网上召开股东大会或网上投票，发表自己对公司治理结构和公司发展的意见建议，形成了新的监督渠道。

互联网的应用也对证券市场产生许多不可忽视的新问题：

- 市场信息爆炸与信息质量和可信度问题，尤其是利用互联网制造和发布假信息，误导、欺诈投资者和操纵市场的问题；
- 交易所、金融中介服务机构等市场参与者转型发展问题；
- 互联网带来的执法困难与有效执法问题；
- 国际监管合作打击跨境金融欺诈和犯罪问题。

2. 国际网上证券信息的监管

在国际证监会组织（IOSCO）2001年会上，IOSCO主席委员会通过并发布了新的《网上证券活动报告II》，这份报告是在IOSCO1998年发布的《网上证券活动报告》后，互联网迅速发展及其给予证券市场带来的变化进行了全面分析。

1998年的《网上证券活动报告》中，确立了下列几个基本原则：

- 证券监管的基本原则不因媒介的变化而改变；
- 只要符合证券监管的原则，监管者并不一定要阻止市场参与者和市场合法使用互联网；
- 根据其法规对互联网的环境的适应程度，监管者应提高监管的透明度和持续性；
- 监管者应相互配合分享信息，更有效地监管网上证券活动；监管者应认识到电子媒介及其运用是在不断演进的。

在原有报告的基础上2001年会上《网上证券活动报告II》又提出了四个方面的建议：一是明确关于网上证券活动的国内监管法规的使用；二是明确实施网上活动的跨境监管的情形；三是运用互联网进行教育和提高透明度；四是运用互联网加强使用和稽查事务。

六、规范信息披露重建市场信用

1. 会计信息披露质量问题

资本市场的基础是信息披露，而信息披露的核心是财务数据的真实性。我国上市公司在会计信息披露方面不真实，经济泡沫成份严重所显现的金融市场风险，已经引起业界的高度重视。证监会去年12月31日发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第16号-对A股公司进行补充审计的暂行规定》：要求今年年初，对公开发行证券的公司进行法定审计和补充审计双重审计。在此之前，证监会还曾发布了《公开发行证券的公司信息披露编报规则-第14号》，对上市公司财务报告被出具非标准无保留审计意见，及其涉及事项的信息披露做出具体规定，并按国内外会计准则编制财务报告的差异及其披露做出说明，要求上市公司的信息披露在数量增加的同时，更应提高质量，以保护投资者的利益。

证监会去年陆续出台了一系列有关信息披露的规定，把信息披露的监管作为监管重要一环。在投资者心目中，中国上市公司信息披露到底是一种什么状况呢？几个月前上海证券交易所、上海证券报、中国证券报、证券时报联合举行了一次上市公司信息披露质量问卷调查。参照国际上类似调查的通常做法，本次调查的主要内容集中于上市公司信息披露的可阅读性、可理解性、可靠性和有用性。调查对象分为两类：机构投资者，包括自营或代理证券投资的证券公司、基金管理公司、证券咨询机构等，该部分投资者的意见通过上交所征集；个人投资者，该

部分投资者的意见由三大证券报及其网站征集。调查时间为 2001 年 6 月 21 日至 7 月 2 日。本次调查获得了投资者的广泛参与,共处理有效问卷个人投资者 2100 多份,机构投资者 100 份左右。其结果如下:

- 个人投资者和机构投资者投资证券的基本目的都是为了赚取二级市场差价,缺乏对上市公司真实价值的挖掘。
- 大部分个人投资者对披露信息的阅读局限于描述性信息,而对专业性财务会计报表阅读程度较低;机构投资者最为关注的年报项目是三大会计报表,对上市公司披露的信息把握并不全面。
- 投资者对上市公司财务会计报告的真实性的怀疑,对目前财务数据经国内注册会计师审计所起的把关作用并未认同,投资者对国际会计师事务所的信任明显超过其国内同行(参阅附表 1)

附表 1

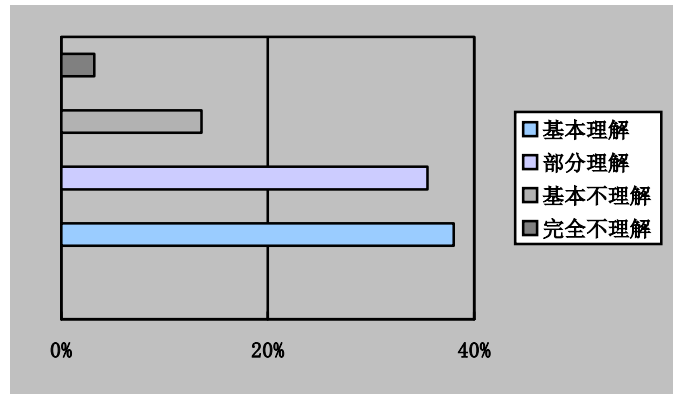
2000 年度上市银行境内外审计差异分析比较表 单位(亿元 RMB)

项目	深圳发展银行(001)				民生银行(600016)				浦发银行(600000)			
	境内 审计 数据	境外审 计数据	差异		境内 审计 数据	境外 审计 数据	差异		境内 审计 数据	境外 审计 数据	差异	
			绝对差 异	相对 差异			绝对 差异	相对 差异			绝对 差异	相对 差异
净利润	5.1	4.6	-0.5	-10%	4.3	1.5	-2.8	65%	9.6	7.3	-2.3	-24%
总资产	672	661	-11	-1.60%	681	674	-7	-1.00%	1307	1289	-18	-1.40%
总负债	625	623	-2	-0.30%	621	621	0	0%	1233	1222	-11	-1%
股东权益	47	38	-9	-19%	60	53	-7	-12%	74	67	-7	-10%
呆帐准备金余额	15.1	25.6	10	70%	4.7	14	9.3	198%	31.8	45.4	13.6	43%
呆帐准备本年计提数	1.08	1.14	0.06	5.60%	1.75	5	3.25	186%	3.02	4.92	1.9	63%
现金及现金等价物净额	13.2	49.9	36.7	278%	37.2	66.1	28.9	78%	48.6	48.6	0	0%
每股净资产(元)	2.44	1.97	-0.47	-19%	3.47	3.07	-0.4	-12%	3.09	2.76	-0.33	-11%
每股收益(元)	0.26	0.26	0	0%	0.25	0.09	-0.16	-64%	0.4	0.3	-0.1	-25%
每股现金流净额(元)	0.82	2.64	1.82	222%	1.05	3.91	2.89	275%	0.7	3.02	2.32	331%
境内审计机构	深圳鹏城会计事务所				大华会计事务所				普华会计事务所			
境外审计机构	安永会计事务所				安永会计事务所				普华会计事务所			

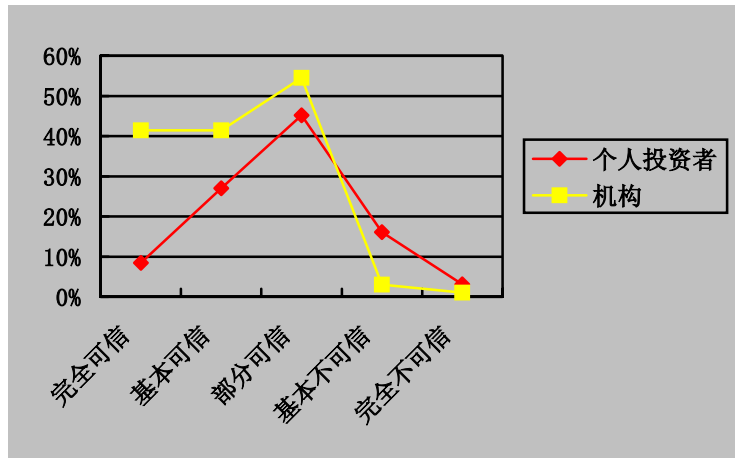
资料来源：会计研究 2001-10

- 大部分投资者能够基本理解或部分理解上市公司的披露信息,完全理解的比例很低,而且文化程度越高、投资年限越长、投资额越大,对披露信息的理解程度越大,显示信息披露项目和会计信息过于专业化(参阅附图 1)。

附图 1



- 个人投资者做出投资决策的主要依据是上市公司定期报告和技术分析,机构投资者则更多的是依靠自己去公司调研的结果和研究部门的专业性调研报告;个人投资者最关注企业现时的财务盈利能力,而机构投资者最关注企业的成长性。
- 投资者认为目前我国上市公司信息披露质量不尽如人意,信息披露质量不高的原因主要在于上市公司信息披露制度不完善、公司治理结构不完善、会计制度和会计准则不完善以及会计信息不真实 (参阅附图 2)。 附图 2



不久前深圳证券交易所研究所对投资者对证券市场信息披露制度的认识与评价进行了调查。调查显示, 27.4%的投资者认为我国已建立了比较完备的信息披露制度, 而认为还没有建立的投资者占 69.1%。八成的被调查者认识到了信息披露制度的重要作用, 但接近七成的被调查者对我国信息披露制度的现状不满意; 在投资者就上市公司的造假行为评论对信息披露制度的看法时, 有 64.3%的被调查者认为是信息披露制度不完善, 导致上市公司的造假行为突出, 而 26.0%的被调查者认为信息披露要求本身已比较完善, 主要是由于对违反信息披露规范要求的处罚过轻, 导致上市公司造假情况突出; 在导致上市公司信息披露质量出现问题的诸多因素中, 投资者认为最主要的原因是上市公司信息披露的规范不完

善（认同比例 45.9%，下同）、公司治理结构不完善和会计制度会计准则不完善（40.1%）、注册会计师未尽职责（37.6%）、上市公司未能很好地履行披露义务（35.9%）；在对我国信息披露存在的首要问题的调查中，信息披露的“不真实”回答比率最高。目前，上市公司在会计信息披露中呈现的问题尤为突出，归纳起来大致有如下几个方面：

- 招股说明书夸大虚构利润；
- 上市公司控股股东利用内部关联交易，公开或隐形占用配股资金，风险揭示不明；
- 人为编造原始凭证，出具极具欺骗性的财务会计报告；
- 或有事项特别是预计负债方面揭示不明确或回避揭示等。

上市公司造假由来已久，从较早的“琼民源”事件到“银广厦”事件，其负面影响是不言而喻的，使人们对会计信息的可靠性产生怀疑，严重影响资本市场的健康发展。一般情况下，纯粹弄虚作假、故意编造原始凭证和虚假商业合同等的情况在上市公司中占极少数，但产生影响却很恶劣。因此，强化上市公司信息披露，增强公司运营的透明度。进一步明确上市公司应予以披露信息的范围和形式，严格上市公司虚假记载、误导性陈述和重大遗漏等不实披露的民事责任和刑事责任是保护投资者的一项艰巨、紧逼的任务。

2.上市公司信息披露的规范

上市公司的信息披露是一项综合性较强的制度体系，不仅涉及证券市场的制度、财务会计审计制度、而且还涉及到法律制度体系和企业制度等，规范上市公司的信息披露单从某一方面出发显然是不够的，笔者认为解决此问题的对策，至少可以概括为以下几个重要的方面：

- 建立和健全信息披露制度体系，增强上市公司信息披露的行政责任；
可以引入国外市场不准入的作法：例如香港对于内幕交易的行政重罚，是禁止担任上市公司的董事、清盘人、接管人或经理的职位，最长可为五年，其间不得直接从事或间接地从事该公司的管理工作。对于明显造假造成投资者损失；或从事内幕交易的国内上市公司的董事和高管人员也应该采用此法进行严惩。
- 健全法律制度建设，增强上市公司信息披露的民事责任和刑事责任
行政、民事、刑事三种手段不可偏废其一。证券市场的民事赔偿制度，被看作保护中小投资者利益的最有效的法律手段、也是最后的救济手段。前一段时间，

由于银广夏、亿安科技等民事赔偿案的发生,人们比以往任何时候都更为关注证券市场的民事赔偿制度,人们期待最高人民法院能够早日出台有关的司法解释,真正有助于推动我国证券市场的民事赔偿法律实践。

近期发布的《上市公司股东持股变动信息披露管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》)对上市公司股东持股变动信息披露中的民事赔偿责任也作了明确的规定。该《征求意见稿》第四十四条规定:“上市公司股东持股变动的信息披露义务人就所公告的上市公司持股变动报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书和相关的信息存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任,其负有责任的董事、监事、经理或者主要负责人应当承担连带赔偿责任。”《征求意见稿》第四十四条明确规定了上市公司股东持股变动的信息披露义务人就所披露、公告的内容存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任,其负有责任的董事、监事、经理或者主要负责人应当承担连带赔偿责任。

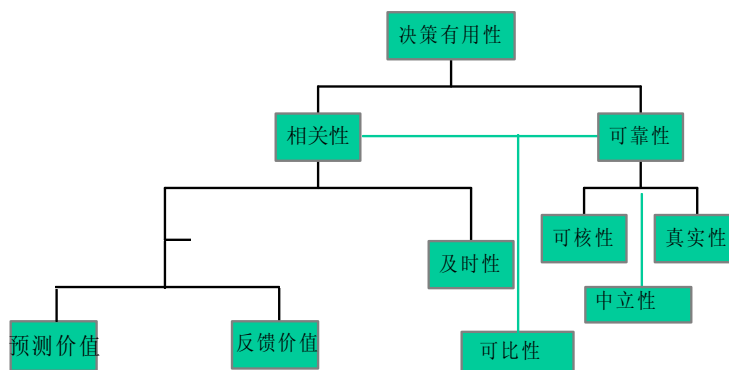
► 发展和完善注册会计师审计制度,加强对中介机构的监督作用

一个又一个的财务造假案把中国注册会计师及整个行业一次又一次推向风口浪尖。美国安然事件的出现,更危及整个资本市场对会计行业的信任,导致美国乃至其他国家会计监管政策的重新审视。一个独立于会计行业之外的新监管体系将在美国资本市场建立,以恢复公众对会计和审计这一职业本应有的公正和正直的新信心。美国证券交易管理委员会(SEC)正在考虑规范国内的信用评级机构,因为它们并没有察觉造成安然事件的财务漏洞。SEC 委员 Isaac Hunt 指出,委员会认为,为了公众的利益现在应重新审视信用评级机构在美国证券市场的功能,并就如何加强其监管开展一次公众调查。根据 SEC 主席皮特不久前公布的重构设想,加强会计行业的职业纪律和质量控制是重构的两个核心内容。规范、公正、真实的会计行业对任何资本市场而言都是非常重要的,而一个确保其能正常发挥功效的独立、透明的监管制度无疑是根本。

各国的监管者均把信息的弱势群体中小投资者作为重点保护对象,美国证券交易委员会(SEC)2000年8月10日通过了《信息公平披露法》要求当发行方透露信息时,它必须公开披露,而非选择性披露。信息披露过程中不可避免地涉及到披露标准问题。因此会计标准成为衡量信息质量的重要指标。财务报告质量如何评价,在西方尤其是美国,不少团体或机构提出了自己的观点,这些观点可以分为两类:用户需求观(User Needs Perspective)和投资者保护观(Shareholder/Investor Protection Perspective)。用户需求观关注的问题主要是财务报告向用户提供与资源配置或计价决策(Capital allocation/value decision)有关的

信息，如美国财务准则委员会（FASB）定义的财务信息的质量特征；而投资者保护观关注的问题则是财务报告应向用户提供尽可能多的信息，并尽可能以透明的方式披露，从以下图表中可见一斑，参阅图 3 及表 2：

FASB 定义的财务信息的质量特征（图 3）



投资者保护观提出的评价会计原则和财务报告质量的标准：（附表 2）

SEC 第 8 号意见书*审计准则第 61 号 Kirk 委员会 SEC 对 IAS 质量

的

评价模式

披露明晰性 会计信息及其披露 财务披露活动明晰性 透明度
 会计原则和基本估计明晰性、一致性和 会计原则选择的保守、
 的保守或冒险 完整性适度还是极端

应用会计政策的一致性 普通还是个别实务 可比性

对会计信息的真实性、

可核性、中立性、一致性

有重要影响的项目充分披露

SEC：美国证券交易委员会资料来源：会计研究 10-2001

1996 年，美国国会要求美国证券交易委员会报告国际会计准则委员会的进展情况，并希望其成功制定出一套国际公认的会计标准，供计划在美国上市的外国公司使用。当年 10 月，美国证券交易委员会经过与国际会计准则委员会对话后，发表了一个有条件“支持国际会计准则委员会制定适用于跨国股票上市公司财务报表所用的会计标准”的声明，这里所指的“有条件”，即要求国际会计准

则的质量必须符合以下三个条件：（1）准则必须包括一套核心的会计公告，它们可以构成全面和公认的会计基础；（2）准则必须是高质量的，它们能够导致可比性、透明度和提供充分的信息披露；（3）准则必须严格地加以解释和应用。随后，美国证监会前主席艾瑟·利维特又多次在公开场合表示，美国支持国际会计准则委员会制定高质量的、符合前述三个条件的国际性准则。

➤ 完善公司治理结构，按照国际惯例规范上市公司的信息披露；

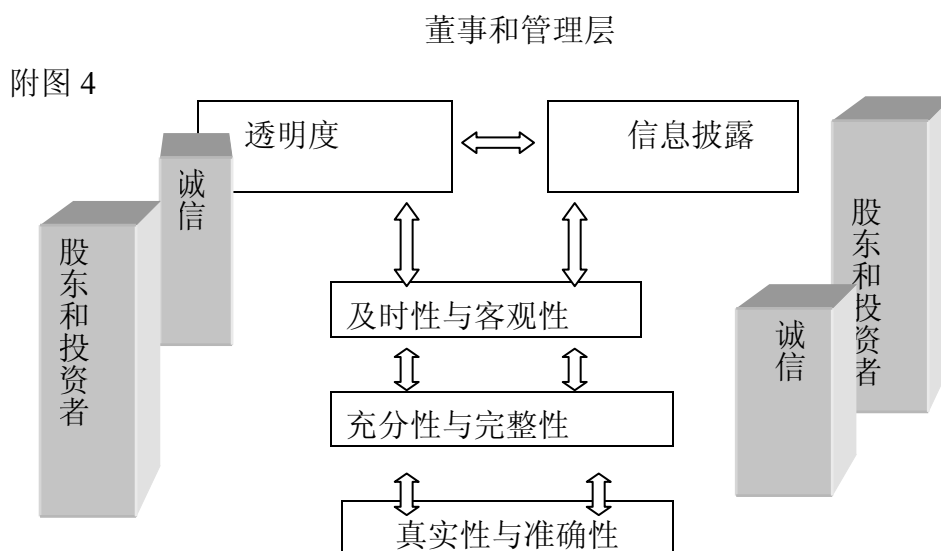
从完善公司治理结构而言，透明度为什么对保护投资者如此重要？

如上所述，由于信息不对称的现实问题和潜在的内部交易利益的诱惑，大股东往往也不愿意积极参与公司治理而采取在监督上搭便车，明显不利于公司治理。这时候强调透明度对于中小投资者就显得格外重要。透明度对于上市公司而言是如何使用好股东和贷款人及其他资金提供者的资金并以高质量的信息披露向其提供准确无误的财务报告，一个好的公司治理，是鼓励公司向公众披露更多有关公司表现的信息，包括提供有关公司的财务状况、流动性和偿付能力资料等，并且确保这些信息的及时性与客观性、充分性与完整性以及真实性与准确性。

一个好的公司治理须具备的基本要素如下：

- 公正——确实保护投资者利益，公平、公正地对待所有股东；
- 透明度——及时披露有关公司财务状况的信息；
- 可信——公司管理人员职责明确、产权明晰、权责平衡，确保董事们由于监管需要做出正确的判断；
- 负责——确保公司的治理与法规和社会价值相一致，为公司利益而非为主要股东的利益。

建立一个透明度高的公司治理结构应该具备上述要素并形成良性循环（参阅附图4）。



根据麦肯锡公司的对机构投资者的调查表明机构投资者实际上为有着良好的公司治理的公司或资产支付了溢价。例如，从亚洲的范围来看，韩国的公司治理被视为相对较好的，机构投资者平均为有着最好的公司治理的韩国公司支付 24% 的溢价。换句话说，公司治理与定价证券中的财务业绩一样重要。再例如巴西，一个为满足信息披露和公司治理良好的公司的“新市场”已经设立起来。此外，在泰国一个“董事学院”也建立起来以推行国际会计标准并评估公司董事会的独立性。以上说明公司治理在亚洲受到重视的程度。

➤ 建立证券信用评级制度，重建市场信用秩序。

目前我国经济生活中的信用状况难以适应融入国际经济体系的需要。这种情况已引起了政府的高度重视。正如证监会副主席史美伦所分析的那样，投资信心源自市场质量，从另一个前沿角度而言，日益全球化的资本市场将中国置于国际金融市场的范畴。去年中国的公司从境外投资者那里筹集到共 200 亿美元的资金，而亚洲其他国家总共只筹集到 50 亿美元。虽然我国国内经济潜在的增长潜力和进一步的行业调整均将继续吸引国际机构投资者，但对于国际投资者来说，注重的是公司的质量和市场的质量。投资者需要在准备投资前对市场树立信心。而投资者的信心是建立在明晰和透明的监管制度和高素质的市场之上的。

我国政府大力开展的整顿市场秩序的行动，其本质上也是信用秩序的重建。在此强调建立证券信用评级制度重要性还在于：

1. 缺乏信用的信息市场是缺乏秩序和效率低的市场，诚信之责被相当一部分的上市公司老总忽视。

2. 对上市公司实现一套严格的证券评级制度，有利于降低信息成本和杜绝作假现象，因为证券的信用评级和分类是通过专家对公司内部信息的充分了解和分析后做出的，具有重要的传递功能，对于降低信息成本具有重要作用；信用评级机构可以通过为投资者提供信用分析来降低信息不对称的程度。

3. 信用评级是有由市场中立的评级机构对市场风险进行全方位的评价，以警示市场参与方。

4. 信用评级不仅分析上市公司的财务风险，更重要的是通过尽职调查，获得最直接的表外信息，对上市公司风险进行判定。

5. 建立一套严格的证券信用评级系统，重建市场信用秩序。

我国的信用评估业还仅仅处于初级阶段，在逐步开放资本市场的同时，有必

要开放我国的中介服务机构，建立中外合资的证券（债券）评级机构。当今世界最具权威性的美国穆迪公司(Moody)、标准普尔公司(S&P)和英国的惠誉评级公司(Fitch)已有近百年的历史，而我国的信用评级事业只有 10 年时间。尽管我国已拥有一定数量的信用评级机构并且设立有着丰富国际经验的合资公司，如 1998 年 9 月 11 日我国第一家中外合资证券评估公司-中诚信国际信用评级公司（与惠誉评级公司合资）以及 1999 年 7 月大公评级公司（与穆迪公司技术合作）并对中国上市公司的可转换债券和企业债券进行了评级，取得一定的示范效应。但是在目前的阶段，从一个较大的层面至少在资本市场信用评级仍然不受重视，被视为不需要或无价值，并且非透明的特许鼓励了一些差的地区性信用评级机构的寻租行为。从监管的角度来看，推动上市公司的信用评级力度不够，市场标准不一。这里强调的是监管者应当按照国际惯例，要求所有新发行的公司债券都要有合格的信用评级，不同的评级定价也不同。只有这样，机构投资者才会有信心去参与和推动公司债券市场。同时还有必要对上市公司进行评级，通过评级，取消信用差和造假的上市公司增发新股的资格，最终迫使其从证券市场上退出，这对规范上市公司的信息披露，建立资本市场的信用体系，保护投资者利益大有好处。

结语

在资本市场上，由于信息不对称与市场的透明度不高使得信用风险加大，因此，增加信息的对称性，强化信息的弱势方面，制约和规范信息的强势方。通过对上市公司实施强制性信息披露制度，改善公司治理机制，同时强化中介机构职业自律和质量控制，辅以证券信用评级等市场手段的应用，以最大限度地提高市场透明度，提高资本市场的有效性，防止造假、欺诈和内幕交易等腐败行为，促进市场的发育和成熟，应成为我国证券监管的发展方向。

参考文献：

1. 史美伦：《中国资本市场的未来与公司治理》《国际金融报》2001-09-03
2. 兰飞燕、张涛：《上市公司收购中信息披露法规的国际比较》
3. 吕红兵、王文良：《核准制下的证券发行的信息披露的新变化》（二）（三）《上市公司》2001-10-15
4. 洪伟力：《证券监管：理论与实践》上海财经大学出版社 2000 年 3 月出版 p94-96
5. 胡长虹：《如何提高会计信息披露质量》证券时报 2001-09-27
6. 高西庆：《强制性信息披露制度与证券市场有效性》，上海证券报第 9 版 1997-2-25
7. 《证券业的大难题：信息不对称》中国证券报 2001-10-14
8. 《上市公司信息披露质量调查分析报告》上海证券报 2001-10-30
9. 国际证监会组织（IOSCO）2001 年会纪要 2001-08-30

- 10.王跃堂、张祖国:《财务报告质量评价观及信息披露监管》会计研究 2001-10
11. Akerlof,G.A.1970:The Market for Lemons: “*Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”,Quarterly Journal of Economics 84(3):P488-500.
- 12.D.C.Langevoort: “*Theories, Assumptions and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*”,14ou.Pa.L.Rev.851(1992)
13. Eugene Fama: “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory & Empirical Work*”, 25s. of Fin. 383(1970)
14. Lee Leok Soon: “*Transparency and Disclosure-the Malaysian Experience*”, Consultative Meeting on Corporate Governance on 9th-11th May 2001 at Beijing, China, The Institute of Directors in East Asia network (IDEA.net)
15. Ronald A. Anderson Ivan Fox David P. Twomey Marianne Moody Jennings: “*Business Law & the Regulatory Environment Principles & Cases*” 13th Edition, P932
16. Robert Harold Terpstra: “*The Hong Kong Securities Industry*”2nd Edition, P145-147
17. “*Report on Securities Activity on the Internet II*’ © International Organization of Securities Commissions, June, 2001
18. Stiglitz, Joseph E: “*Information and Economic Analysis*”, Cambridge University Press 1975
- 19.Richard W.Sias, Laura T.Starks, and Seha M.Tinic: “*Is Noise Trader Risk Priced?*”, The Journal of Financial Research Vol.XXIV, No.3 ,P311-329(2001)
- 20.Joshua D.Coval and Tyler Shumway: “*Is Sound Just Noise*”, The Journal of Financial, Vol.56, No.5,P1887(2001)
- 21.Grossman S. and J.Stiglitz(1980): “*On the Impossibility of Informationally Efficient Market*”, American Economic Review 70,393-408.
22. Spence M.: “*Market Signaling*”, Harvard University Press (Cambridge,MA),1974