

隐私权与知情权： 证券交易信息披露边界研究^{*}

刘亚琴¹，陆蓉²

(1. 上海立信会计学院, 上海 201620; 2. 上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘要:信息披露对金融监管极其重要。然而一个被忽视的问题是信息披露越多市场就越“公正”吗? 即信息披露是否存在边界? 对此无论是理论界还是实务界都没有明确界定, 致使金融监管在实践中遭遇困境。文章以 TopView 为案例, 首先指出 TopView 的推出、修改以及关闭的整个过程反映了机构隐私权与投资者(主要是中小投资者)知情权之间的冲突, 这是信息披露边界模糊的结果; 其次揭示了隐私权与知情权之争在信息不对称、市场流动性以及监管者非理性方面的经济学含义; 最后探讨了信息披露边界确定的意义, 指出了信息披露边界的划分原则、影响因素和法律保障。

关键词:信息披露边界; 隐私权; 知情权; TopView; 证券监管

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2010)04-0080-11

一、引言

“公开、公平、公正”是金融监管追求的目标。现代金融监管要求尽量全面地披露信息(“公开”), 来维护投资者的知情权(“公平”)。这引发了两个问题: 首先, 交易信息披露程度对市场产生怎样的影响? 其次, 信息披露越多市场越“公正”吗? 维护了一部分投资者的知情权, 是否会侵害另一部分投资者的隐私权? 即信息披露是否存在边界? 对此若没有清晰的界定和深入的研究, 势必造成金融监管困难而影响监管目标的实现。

从法学角度来说, 信息披露的权利根据是知情权。而隐私权与知情权作为一对矛盾体是同时存在的。信息披露的目标与边界往往存在矛盾, 随着信息披露日趋频繁化与深层化, 隐私权往往容易遭受知情权的侵犯。哪些信息不宜公开, 哪些信息应该公开以及如何公开, 对此有没有明确的界定? 在国际上, 尽管

收稿日期: 2009-11-20

基金项目: 国家自然科学基金项目(70803027, 70673056); 上海市哲学社会科学规划项目(2008BJB004); 教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-08-0803)

作者简介: 刘亚琴(1974—), 女, 安徽马鞍山人, 上海立信会计学院讲师;

陆蓉(1975—), 女, 安徽合肥人, 上海财经大学金融学院教授, 博士生导师。

已有专门的立法(Privacy Act, 1974; Data Protection Act, 1998; Freedom of Information Act, 2000; Re-use of Public Sector Information Regulation, 2005)对信息的公开做出要求,但随着科技的日益发展,知情权的范围不断扩张,隐私权面临的侵害愈加严重,二者的平衡面临了新的问题。Sandeem(2006)认为美国既有的《信息隐私法》(Information Privacy Law)已不能维护隐私权免受侵犯,应对其予以拓展。Hoofnagle 和 King(2007)发现大多数消费者反对出售私人信息,认为应该制订一些公共政策以在信息共享的同时能维护消费者隐私权。Kleve 和 Mulder(2007)提出由于价值观的变化,隐私权与知情权之间必须建立新的平衡。但是,这些学者们并没有对信息披露实施边界得出明确的结论。

对中国证券市场而言,研究交易信息的披露边界对投资者知情权和隐私权保护至关重要。^①一方面,交易信息的披露是保护投资者(尤其是中小投资者)知情权的必要手段。监管者有义务对机构投资者的交易信息进行披露以保护中小投资者的知情权,缓解乃至消除其信息劣势,从而维护市场公平。另一方面,投资者有隐私权,^②除法律规定的以外,其交易内容也受到法律保护。机构投资者也不例外,它的隐私权即商业机密,也不是任何人都可以打开的(诸葛立早, 2003)。我们认为这是所有市场参与者,包括监管者都必须遵守的一条底线。但是,这条底线(信息披露边界)究竟如何划分?如何在保护机构投资者的交易秘密(机构隐私权)与信息公开(投资者知情权)之间做出权衡?学术界对此尚无定论,立法上对此存在缺失,市场各方对此也一直争论不休。因此,选取具有代表性的交易信息披露事件进行深入的案例分析,探讨其信息披露进程中机构隐私权与中小投资者知情权的冲突并从中找到维护两种权利的平衡点,以此划分出清晰的交易信息披露边界来维护市场公正,对金融监管理论以及中国证券市场发展实践都具有重要意义。

TopView(赢富数据)作为上海证券交易所信息网络有限公司(以下简称上证信息)推出的一种公开投资者(包括机构及散户)持仓数据的产品,结束了只有机构和大户才能获得交易数据的不公平时代,使普通投资者也有机会获得交易数据。TopView 从 2007 年 1 月 1 日正式推出到 2009 年 1 月 1 日被迫关闭,短短两年中其披露信息规则几经更改并一直饱受争议,是我国证券信息披露发展进程中的关键性事件。而 TopView 的停用,则更是把公开证券交易信息的标准问题以及交易方知情权与隐私权保护问题推到了前沿。因此 TopView 事件成为一个非常典型的研究信息披露边界问题的自然实验对象。

与已有研究相比,本文的创新在于:第一,以案例形式研究机构投资者与中小投资者之间的交易信息不对称,从而提出信息披露具有边界这一被政策制订者、监管者所忽视的问题;第二,将法学界的研究成果应用于证券市场,提出从知情权和隐私权保护角度可以找出证券交易信息披露边界研究的理论框架,为立法的完善予以理论支撑;第三,提出划分证券信息披露边界时不仅要

考虑“信息”因素,还要重视参与者行为特征,尤其是监管者自身的“非理性”,^③为金融监管提供了新视角。

二、相关理论回顾

(一)关于隐私权与知情权

隐私权与知情权是一对法学概念,二者具有对抗性。隐私权是阻碍人们获得某种信息的权利,而知情权则是获取某种信息的权利。公民一方面要求保护自己的隐私,另一方面又要求了解自己应该知道的一切,这就使得两种权利的冲突不可避免。

隐私权与知情权的冲突存在于很多领域,二者的保护问题在许多国家以法律形式得到确认。我国学者对隐私权与知情权保护的研究集中于法学范畴内的理论探讨,其主要结论是:这两种权利在我国现有的法律中都没有得到应有的重视,解决两者的冲突的关键在于制订较为完善的法律(翁国民、汪成红,2002)。对法学以外领域中的隐私权和知情权保护研究极为少见,且并没有与信息披露边界相联系。

(二)关于交易信息披露程度

王艳等(2006)总结了与交易信息披露有关的理论观点。首先,不同类型交易者对于交易信息需求程度不同,对交易透明度偏好也存在较大分歧;其次,市场参与者的投资策略随着交易信息披露程度的不同而改变;最后,信息披露制度和市场透明度对市场运行效果的影响尚存在诸多争议。

迄今尚没有文献对交易信息究竟应该披露到何种程度(交易信息披露边界)展开深入研究,也没有剖析影响信息披露边界划分的因素。

综上所述,国内对隐私权与知情权保护的研究尚未触及金融领域,而对金融领域信息披露的研究也缺乏权利依据的支撑。我们认为,鉴于信息不对称是证券市场的基本特征,信息披露的权利根据是知情权,把知情权与隐私权保护研究拓展到证券市场来探讨信息披露边界问题,不但具有逻辑合理性而且具有深刻的现实意义。首先,从知情权与隐私权保护的角度来探讨信息披露,更有助于市场监管。研究知情权与隐私权的冲突,可以从源头上追溯证券市场违规行为的成因。其次,从知情权与隐私权保护的角度来探讨信息披露,有利于落实投资者利益保护。寻找知情权与隐私权对抗的平衡点可以提供公正的市场环境,参与主体才会自发维护市场公平,投资者利益保护才能真正得到落实。最后,全球各交易所都非常重视交易透明度的设计,我国目前没有证券交易信息管理制度,交易信息披露的多寡更不容易界定。

三、隐私权与知情权的冲突——TopView 案例

Bagehot(1971)将投资者分为知情交易者(informed trader)和噪音交易

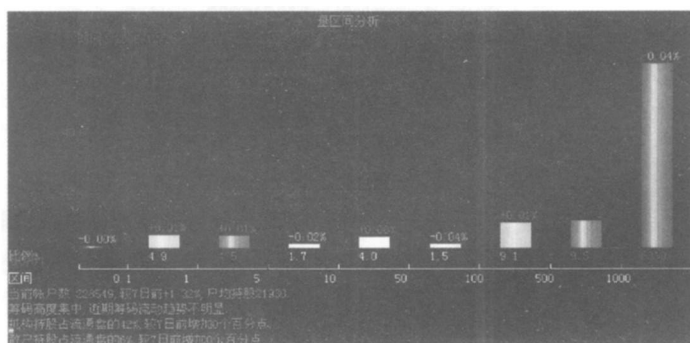
者(noise trader),知情交易者拥有不为他人所知的私有信息,而噪音交易者只拥有市场上的公开信息,同时知道市场上存在知情交易者。施东晖和陈启欢(2004)研究发现,我国股市中的机构投资者为知情交易者,而个人投资者则为噪音交易者。我们认为,知情权与隐私权的冲突实质上是由不同投资者获利行为模式所致。作为知情交易者的机构投资者,采取各种方法隐藏私人信息、隐藏交易方式以持续获取超额收益。作为噪音交易者的中小投资者没有资源优势,只能间接推断知情交易者掌握的私有信息,根据价格变化进行操作,将股价上涨(下跌)看成知情交易者所为,进而买入(卖出)股票,“追涨杀跌”。而 TopView 提供给中小投资者直接观察机构投资者操作行为的机会,大大提高了中小投资者的信息质量,但却也泄露了机构投资者的交易秘密,影响了利益分配格局,成为市场上各方关注的焦点。我们从 TopView 推出的历史可以清晰地观察到中国证券市场投资者知情权与隐私权的冲突历程。

2007 年 1 月 1 日,上证信息正式推出 TopView 盘后交易统计产品,并授权 7 家运营商对 TopView 采用收费服务。TopView 深度披露交易账户等敏感数据,向用户提供“T+1”(延迟一天)的交易细节信息。

TopView 主要具有以下三大核心功能:

(1) 量区间分析,披露股票账户持仓信息

量区间分析可以统计出上证 A 股每只股票的账户持仓情况以及账户的详细持股区间。图 1 为 TopView 显示的 A 股票量区间情况:2008 年 12 月 25 日,所有持股数超过 4 000 万股的账户共计持有 A 股票 63.9% 的流通股本,直至单个账户持股少于 1 000 股的账户持股比例都可列举出来。通过这些数据,投资者能很清晰地掌握每只股票的投资者结构变动情况和资金流向。



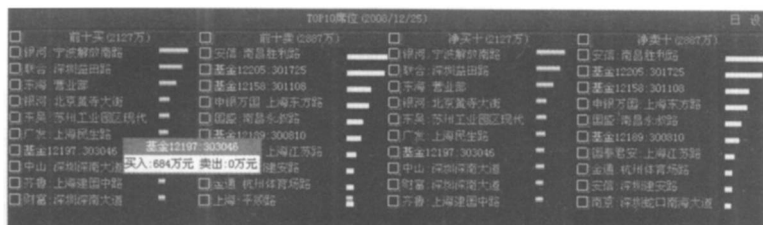
数据来源:TopView。

图 1 A 股票量区间分析(2008/12/25)

(2) 统计交易量最大的 10 家营业部,披露机构对个股的增减信息

这是 TopView 最核心的功能,它能够详细地列出每日买卖每只股票的前

10大席位以及买卖金额,显示具体机构对个股的持仓增减状况。从图2中TopView数据可以看出,2008年12月25日,买入A股票最多的是银河证券B营业部,为2127万元;而安信证券C营业部卖出最多,为2887万元。



数据来源:TopView。

图2 A股票交易量最大的10大席位(2008/12/25)

(3)席位追踪功能,披露席位详细交易信息

该功能提供给投资者查询自己所关注席位的详细交易情况。在2008年上半年投资者可以通过该功能锁定某只基金,查询其某段时间内买卖的所有股票。后来由于遭到机构强烈反对,对基金席位交易历史的追踪被取消,但仍能追踪券商营业部的交易情况,如图3就显示了银河证券B营业部从2008年12月21日至2008年12月27日的买卖股票信息。

各类投资者对TopView的态度有很大分歧。一方面,机构投资者对TopView持反对态度。这是因为TopView可以将数据精确到具体账户或席位,引起基金公司、券商、QFII等机构投资者的抗议。

在机构投资者的集体压力下,2008年4月10日,上证信息调整了TopView的机构席位显示,删除席位追踪、追查机构席位买卖、会员交易统计等功能。另一方面,中小投资者对TopView持两种截然相反的观点。一种观点认为TopView是一种不公平的信息获得方式,非但没有促进信息公开,反而加剧了市场的信息不对称。因为能够负担TopView高额费用的通常都是机构投资者和市场大户,中小投资者根本无力承担。另一种观点则认为TopView促



数据来源:TopView。

图3 银河证券B营业部席位追踪
(2008/12/21—2008/12/27)

进了市场信息透明,能够低成本查询 TopView 的方法也很多。^④最终,某基金管理公司向全国人大状告“上证信息以收费形式提供交易内幕消息,违反中国相关法律”。2008 年 12 月 8 日,上证信息宣布,TopView 将于 2009 年 1 月 1 日全线摘牌。

市场透明度、数据保密和信息的有偿提供,对交易所是同等重要的三个方面,然而三者之间的平衡如何维持? 停用 TopView 事件,把公开证券交易信息的标准、交易方知情权和隐私权保护问题推到交易信息披露问题的前沿。

四、机构隐私权与投资者知情权之争的经济学含义

TopView 从推出至摘牌短短两年中披露信息方式几经更改,其信息披露之路充斥着投资者知情权与隐私权之争,其中隐含的经济学意义可以解读为:

(一)维护投资者的知情权能够降低信息的不对称程度

信息公开最主要的作用是保护投资者知情权,消除信息不对称。在 TopView 推出之前,知情交易者主要根据私人信息进行交易决策,非知情者把股价涨跌看成是知情交易者所为,“追涨杀跌”,无偿为前者提供了流动性(施东晖、陈启欢,2004)。信息不对称造成投资者之间事实上的不平等,加剧社会财富的不均分布。上证信息推出 TopView,维护了中小投资者知情权的要求。虽然 TopView 收费高昂,但毕竟给中小投资者提供了一个获取核心交易数据的平台。即使获取信息有成本也会降低信息的不对称程度,虽然只有部分投资者可以承担这个费用,但由于信息的公共物品(public goods)特征,信息的传播和分享几乎是没有成本的。因此,TopView 将机构的操作公之于众,有效地维护了中小投资者知情权,从而降低了信息不对称。

(二)侵犯投资者的隐私权会导致市场流动性的下降

投资者交易隐私权遭到侵害后,三方面因素导致市场流动性的下降:其一,机构投资者的正常投资受到抑制。在过于透明的市场环境中,机构投资者担心自己的私人信息在交易中被暴露,因而可能会退出市场(井上,1999)。TopView 将机构各种操作曝光于各方监督之下,令其投资操作十分困难。其二,市场操纵等违规行为也被抑制。过度信息披露让机构投资者失去了信息优势,在交易中的获利也随之减少(Back,1992)。原来暗中操纵、联合坐庄等侵害中小投资者利益的操作几率也变小。其三,对于交易不活跃、竞争性不足的市场,增加信息披露内容会使维持市场流动性所必需的噪声交易者退出市场,从而使市场流动性下降且波动性加大(Madhavan,1996)。

反之,隐私权受到保护后,市场流动性可能提高。在 TopView 使用期间和停用后,沪市流动性和波动性发生了重大改变。表 1 中的数据显示,从流动性来看,TopView 使用期间沪市 A 股的活跃度弱于 TopView 停用后(在 1% 的显著性水平上);而 TopView 摘牌前的波动性高于摘牌后。这与沪市停用

TopView 以及机构投资行为随其隐私权受保护程度而改变不无关系。“市场参与者的投资策略会随着交易信息披露程度的不同而改变”这一理论观点(王艳等,2006)在 TopView 摘牌前后沪市实际表现中得到了印证。

表 1 TopView 摘牌前后沪市 A 股流动性与波动性比较^⑥

时 间		TopView 摘牌前 (2007/01/01—2008/12/31)	TopView 摘牌后 (2009 /01/01—2009/04/30)
流动性	个股换手率 均值观测数	3.411 853	4.265*** 849
	每日换手率 均值观测数	3.385 488	4.249 78
波动性	个股收益波动性 均值观测数	0.046 853	0.040 849
	每日收益波动性 均值观测数	0.034 488	0.031 78

注:(1)“个股换手率均值”统计检验时剔除了 TopView 摘牌前后数据缺失的股票(观测数为 848)。

(2)“个股换手率均值”是沪市每只 A 股股票在样本期间换手率的加总平均,对应观测数为股票数目;“每日换手率均值”是沪市所有 A 股股票在样本期间每日换手率加总平均,对应观测数为天数。

(3)“个股收益波动性均值”是沪市每只 A 股股票在样本期间收益波动性的加总平均,对应观测数为股票数目;“每日收益波动性均值”是沪市所有 A 股股票在样本期间每日波动性加总平均,对应观测数为天数。

(4)“***”表示在 1% 的显著性水平上通过检验。

(5)表中数据由 Wind 资讯数据经 SAS 软件计算得到。

(三)隐私权与知情权的争斗反映了监管者的非理性

Hirshleifer(2008)指出,当前金融监管理论很大的一块缺失是没有研究政策决策过程中各参与方的非理性对政策效果的影响,这其中发生系统性偏差的就包括监管者本身。行为金融学认为投资者是有限理性的,而相对于投资者的非理性,监管者的非理性会对市场产生更大的破坏性。TopView 事件体现了监管者典型的非理性特性。

1. 过度自信

首先,相比一般投资者,监管者更加容易过度自信(overconfidence)。监管者下意识地认为其决定都是正确的,而且有义务把决定强加给市场(Hirshleifer,2008)。管理者对其管理市场的能力过度自信,自认为能采用有效的策略(如以 TopView 公开投资者交易信息)改善市场不公正。

其次,过度自信导致了过多的补救措施。监管者在推出 TopView 时过度自信,导致 TopView 信息披露“过界”,让机构成为 TopView 的利益受损者。随后在机构的强烈反对下,TopView 规则被修改,最终 TopView 被全线摘牌。TopView 短短的 2 年历史是知情权与隐私权的交战史,也提供了监管者过度自信的直接证据:由于监管者无法预知后果,不得不在事后采取过多的补救措施,造成市场干预措施频繁,政策制订出现反向运作的特征。

2. 从众效应

监管者的从众效应是指当市场发生重大转折时,监管者很可能不会明确表达与市场相反的观点,而是跟随市场主流意见。监管者的从众效应可以帮助监管者逃避发表或者实施与市场主流声音不一致的监管政策可能带来的失败风险(Choi 和 Pritchard, 2003)。2007—2008 年,市场从牛市转为熊市,监管部门在市场与政府的压力下,跟随主流意见将 TopView 摘牌,表现出了从众效应(herd effect)。监管者的从众效应可能会使得证券市场往往只存在一个声音,容易产生系统性风险。

监管者的非理性对信息披露边界划分的影响不容忽视。监管者行为决定着信息披露边界的界定、实施力度以及成效,关系到投资者利益保护的落实。因此金融监管研究必须充分考虑监管者的行为特征。为了避免监管部门在 TopView 的推出、修改乃至摘牌过程中所表现出自身作为行为人所存在的欠成熟与有限理性,对监管者实行监督可以说是维持信息披露边界清晰的保障。

五、信息披露边界的确定

隐私权与知情权的争斗反映了信息披露边界的模糊。信息披露的目的是降低市场的信息不对称,维护投资者的知情权。信息披露涉及信息向谁披露、披露什么、怎样披露三个方面。不当的信息披露规定可能会侵害投资者的隐私权,影响市场的效率与公正,加上监管者本身有无法克服的非理性特点,社会后果非常严重。因此信息披露边界的研究应该引起广泛重视。

(一)信息披露边界模糊不清会导致交易参与方矛盾激化

监管者在制订信息披露规则时必须充分意识到隐私权与知情权的冲突。

TopView 案例显示了监管者对投资者知情权与机构隐私权两种权利分配范围制衡点的寻找,原因在于证券交易信息披露缺乏明确的边界。TopView 披露内容的更改表明,信息披露应当有适当控制,盲目扩大信息披露范围,不仅达不到减少信息不对称的目标,而且损害了机构的正当权益,最终也无法保护中小投资者利益。因此,保护投资者利益必须维持知情权与隐私权的平衡,而两者的平衡需要有明确的证券交易信息披露边界作为依据。

(二)应根据信息披露的主体、内容、对象确定信息公开的范围和程度

信息公开的范围和程度应该区别不同的信息披露主体,其信息披露的内容也应就信息披露对象的不同而有所区分。

对社保基金、保险基金这类机构投资者的信息披露要求应该最严格。这些机构投资者带有社会公共利益性质,其直接投资或委托投资都应当向社保对象、投保人负责。对公募证券投资基金、QFII 等机构投资者的信息披露也应该强制。这类以信托方式募集资金的机构投资者,必须向信托人负责,这对于防范内幕交易等违规行为十分必要。在一定交易仓位条件下的私募基金、一般的机构投资者、自然人投资者实名不便公开,但要向监管机构提供。

私募基金可以只对自己的股东和合伙人公布信息(宋一欣,2008)。

(三)投资者的行为特征与信息披露边界确定的作用是相互的

一方面,投资者的行为模式会对信息披露边界的确定产生重大影响。投资者的行为特征与市场发展阶段有关。长期以来我国市场上投资者之间的信息不对称,孳生了机构投资者凭借信息优势获利的投资行为模式,处于信息劣势的普通投资者则养成了对机构投资行为进行“跟风”的行为模式。这两种获利模式下,机构投资者过分倚重私人信息,对 TopView 持厌恶态度;而普通投资者十分依赖机构投资者的投资信息,对 TopView 过分信任。投资者的行为模式不改变,“隐私权”与“知情权”的冲突将无法得到调和。监管者的政策只能摇摆不定,顾此失彼,信息披露的边界也总是模糊不清。

另一方面,明确的信息披露边界、坚定的信息披露边界立场有助于投资者投资理念的培养。正如美国最高法院法官布兰迪斯(Brandeis)的名言“阳光是最好的消毒剂”,明确的信息披露要求对投资者的行为有校正作用。1996年台湾股市刚开始公布交易数据时,外资机构对其交易数据被公开也曾激烈反对,可是内外资机构都被同等对待,后来外资机构逐渐适应了这种信息披露制度。可见,信息披露边界的要求是无差别的信息披露。美国、欧盟都出台了无差别信息披露规则。而在我国,TopView 事件引发了隐私权与知情权的争议,争议的结果是取消 TopView,意味着机构与中小投资者重新回到信息不对称状态。信息披露边界必须明确且立场必须坚定。无差别的信息披露可以有效抑制不当的投资盈利模式,长期来看对于价值投资理念的培养有着积极的作用。

(四)信息披露边界的法律保障

由于监管者本身存在非理性,因此信息披露边界的确定需要有法律保障,否则就会造成隐私权与知情权的纠纷。在 TopView 事件中,机构投资者认为 TopView 功能泄漏了交易秘密,上证信息认为 TopView 未涉及泄密问题。目前中国大陆法律法规对证券交易信息的所有权及证券交易信息管理问题存在缺失,让原本模糊的证券交易信息披露无法可依。^⑥而日本、中国香港及中国台湾对交易信息的披露都有明确的规定。

投资者之间信息分配不合理的旧局面被 TopView 打破,但新的证券交易信息披露管理制度却没有随 TopView 相应建立;法律的缺失造成信息披露边界模糊,进而导致 TopView 推出至关闭的过程充斥知情权与隐私权的斗争,最终中小投资者利益并未能得到有效保护。因此,明确的信息披露边界必须从立法上确认,还要有一个强有力的执行机制来确保实施,才能切实维持投资者知情权与机构隐私权之间的平衡。期望本文的研究可以引起对证券交易信息披露边界划分的重视,以真正达到证券监管的“公平、公开、公正”。

* 本文还得到上海市教委高水平特色发展项目(0B09008002)、上海市教育委员会科研创新项目(09ZS76)、上海市教委曙光计划项目(08SG34)和上海财经大学“211工程”三期重点学科建设项目的资助。

注释:

- ①根据投入股市的资金实力,中国股市的投资者一般分为机构(包括证券公司、投资基金、企业及私募基金等)、大户和散户(中小投资者)三大类(施东晖、陈启欢,2004)。
- ②目前我国法学界关于隐私权的主体界定问题存在争议。一种观点认为隐私权的主体仅限自然人(王利民,1997),另一种观点认为隐私权的主体既包括自然人也包括法人(金立琪,1997)。机构投资者属于法人,我们倾向于第二种观点,认为其具有隐私权。
- ③郭晔(2002)提出证券交易监管的核心应包括“信息”和“投资者行为”两方面,但并没有提及市场的主要博弈方——监管者的行为。我们认为,作为决策者,监管者自身的“非理性”对市场产生的影响更为深刻,因此我们提出市场监管中应高度重视监管者自身的非理性。
- ④如一些网站和论坛可以免费提供 TopView 数据;各类媒体也广泛引用 TopView,甚至有专门的 TopView 数据版面;或者几个投资者共用一个 TopView 来分担费用。
- ⑤学术界对流动性的度量目前尚无统一标准。鉴于苏冬蔚和麦元勋(2004)直接用换手率衡量流动性的方法较有代表性,本文采用该方法度量流动性。
- ⑥在沪深两交易所 2006 年 7 月 1 日起施行的《交易所交易规则》中,都表示将要另行制订证券交易信息的管理办法,然而这个办法至今仍在酝酿中。

参考文献:

- [1]郭晔.中国证券监管制度的换位思考[J].经济科学,2004,(3):27—34.
- [2]井上宏隆.G7 各国的国债市场——从市场流动性的角度看日本国债市场的特点[R].日本银行金融市场局工作论文,1999.
- [3]施东晖,陈启欢.信息不对称下投资者类型与交易行为——来自上海股市的经验证据[J].经济科学,2004,(5):58—66.
- [4]宋一欣.TopView 证券交易信息该如何公开[N].上海证券报,2008-04-21.
- [5]苏冬蔚,麦元勋.流动性与资产定价:基于我国股市资产换手率与预期收益的实证研究[J].经济研究,2004,(2):95—105.
- [6]王艳,郭剑光,孙培源.证券交易的透明度与信息披露制度:理论综述[J].证券市场导报,2006,(3):71—77.
- [7]翁国民,汪成红.论隐私权与知情权的冲突[J].浙江大学学报,2002,(3):33—39.
- [8]诸葛亮立早.股市的隐私权——换个角度看“涨跌停敢死队”[N].上海证券报,2003-12-10.
- [9]Back K. Insider trading in continuous time[J]. Review of Financial Studies,1992, 5:387—409.
- [10]Bagehot W. The only game in town[J]. Financial Analysts Journal,1971,27:12—14.
- [11]Hirshleifer D. Psychological bias as a driver of financial regulation[J]. European Financial Management,2008,14:856—874.
- [12]Hoofnagle C J, J King. Consumer information sharing: Where the sun still don't shine [R]. Working paper,2007.
- [13]Kleve P, R D Mulder. Privacy protection and the right to information: In search of a new symbiosis in the information age[R]. Working Paper,2007.

- [14]Madhavan A. Security prices and market transparency[J]. Journal of Financial Inter-mediation, 1996, 5: 255—283.
- [15]Sandeep S K. Relative privacy: What privacy advocates can learn from trade secret law [J]. Michigan State Law Review, 2006, 6: 667—707.

Right of Privacy versus Right to Know: Study on Demarcation of Security Trading Information Disclosure

LIU Ya-qin¹, LU Rong²

(1. School of Finance, Shanghai Lixin University of Commerce, Shanghai
201620, China; 2. School of Finance, Shanghai University of Finance
and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: Information disclosure is very important to financial supervision. However, there is a problem being ignored. Will the market become fairer information disclosure? Or more exactly, is there a demarcation on information disclosure? No verdict is concluded either in theory or in practical application, which leads to the difficulty in financial supervision. Based on the case study of TopView, the paper points out that the introduction, modification and withdrawal of TopView reflect the conflicts between institutions' right of privacy and investors' (mostly minority investors) right to know, which is the result of the vague demarcation of the information disclosure. The paper also indicates the economic implication of the dispute between right of privacy and right to know in terms of information asymmetry, market liquidity and regulators' non-rationality. Finally, the paper discusses the significance of establishing the demarcation of information disclosure, and points out its principles, influencing factors and legal protection.

Key words: information disclosure demarcation; right of privacy; right to know; TopView; securities supervision

(责任编辑 喜 雯)