

公众公司强制信息披露论*

[美]迈克尔·D.古登泰格

吕成龙** 方荣杰***译 刘汉广****校

译者评注:迈克尔·D.古登泰格(Michael D. Guttentag)目在美国洛约拉马利蒙特大学任教,他的主要研究方向是法律与市场的交互、证券市场监管以及内幕交易规制。他曾经在《法与经济学评论》《哥伦比亚商业法评论》《波士顿大学法律评论》等期刊上发表论文近 20 篇。古登泰格教授曾在南加州大学、埃默里大学和加州大学洛杉矶分校等机构担任教师或访问学者,同时是美国法律和经济学会、实证法律研究学会和加州律师协会的成员。他拥有哈佛大学经济学学士和 MBA 学位,并在耶鲁大学获得了法律博士(Juris Doctor)学位。

本文反思了对公众公司实施强制性信息披露

* *An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies*, 32 Florida State University Law Review 123 (2004)。本文已获得作者翻译授权。本译文系国家社会科学基金项目《证券监管介入上市公司治理的体系性构造研究》(批准号:21CFX077)研究成果。

** 深圳大学法学院长聘副教授,法学博士。

*** 日本东京大学公共政策学硕士研究生,现任职于浙江天册(深圳)律师事务所。

**** 武汉大学法学院硕士研究生。

要求的理论根据,以解决施加强制信息披露缺乏正当性的问题。通过构建经济学分析模型,本文对公司进行信息披露的成本和收益(私人 and 公众公司、第三方)、实施监管的成本和收益进行了细致的分类和梳理。本文认为,目前美国对于公众公司的强制性披露要求依旧太少,公众公司的经理层还应被要求披露更多在管理公司运营过程中实际使用的信息,这会使得投资者提供更为有效地监督管理层的业绩表现,并鼓励管理层真正地提高公司的价值,而非仅仅关注有限的业绩指标。

证券监管本质上是信息披露监管,这在我国已经得到了普遍的共识。我国新《证券法》以对价格的重大影响为标准,在第81条和第82条对强制要求披露的重大事件进行了列举,并强化了信息披露违规责任,这在近两年来的执法和司法力度中已经得到体现。但是,我国目前关于信息披露要求正当性的根本讨论却依然鲜见。换言之,强制性信息披露似乎具有天然的正当性,哪怕有所讨论,也主要是围绕着三公原则展开,再加上代理成本和逆向选择等理论,而缺乏细致、系统的剖析。在我国的语境下,上市公司的信息披露及其监管的成本和收益分析需要考虑哪些因素,是否能够建立其特有的分析性框架,本文均可以提供非常有益的借鉴。

摘要:通过构建经济学分析模型,本文对公司进行信息披露的成本和收益(私人 and 公众公司、第三方)、实施监管的成本和收益进行了细致的分类和梳理。本文认为,目前美国对于公众公司的强制性披露要求依旧太少,公众公司的经理层还应被要求披露更多在管理公司运营过程中实际使用的信息,这会使得投资者提供更为有效地监督管理层的业绩表现,并鼓励管理层真正地提高公司的价值,而非仅仅关注有限的业绩指标。

关键词:信息披露 公众公司 投资者 管理层

一、引言

信息披露似乎为监管复杂证券市场提供了一条易行路径。在信息披露的要求下,交易各方可以获得更多信息,并借此假定各方可在无须

监管者对特定交易进行实质评估的情况下,而达致更优的交易效果。但是,此种对信息披露的呼吁可能是虚幻的。申言之,实施信息披露要求的成本和收益衡量是复杂的、高度依赖实施具体环境且通常难以评估的。可以说,因实施信息披露要求产生的后果通常远超人们的预期。

在联邦政府对公众公司的证券监管中,简单的信息披露要求与现实的复杂之间的冲突最为明显。信息披露是联邦政府用来监管公众公司证券的主要工具。^[1] 为遵守信息披露的要求,美国的公众公司每月需要披露的信息超过 100 万页。^[2] 但是,无论是仰仗着维护“投资者信心”这一模糊目标的美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC),^[3] 还是至多提供不完整的市场失灵论据的学术界,都难以为联邦强制公众公司进行信息披露这一行为提供充分的正当性。^[4] 可以说,一座宏伟的监管大厦是建立在对信息披

[1] 参见 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 230 (1988) [“本院多次认定《1934 年证券交易法》的‘基本目的’是需要落实‘全面披露的理念’”,引自 *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U. S. 462, 477-78 (1977)] [引自 *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U. S. 180, 186 (1963)]。

[2] 这里主要基于作者在 2004 年 5 月查阅提交给 SEC 的归档文件而进行的估算。该估算可能低估了将来的文件提交压力,因为这是基于《2002 年萨班斯—奥克斯利法》完全实施之前的申报规定而提交文档的数量。参见 *Sarbanes - Oxley Act of 2002*, 15 U. S. C. § 7241 (a) (West Supp. 2003) (*Corporate Responsibility for Financial Reports*) (以下简称《萨班斯—奥克斯利法》)(该法建立了提高公众公司信息披露可靠性的机制)。

[3] Stephen J. Choi & A. C. Pritchard, *Behavioral Economics and the SEC*, 56 *Stan. L. Rev.* 1, 23 (2003) (该文注意到 SEC 对披露要求的过度依赖,并认为“信息披露对 SEC 的持续诱惑力在于其是一个‘妥协’的解决方案,乃介于无所作为和对行为进行实质性规制的折中策略”。该文也指出“SEC 反而倾向于脱离粗略的实证数据,而将其政策建立在‘投资者信心’的基础上”);另可参见 Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 135, 173 (2002) (注意到 SEC 实施的政策缺乏实证支持)。

[4] 参见后文第二部分第三节。

露有效性这一未经证实的信念之上的。〔5〕

通过重新梳理并考虑在有必要的情况下应对公众公司施以何种信息披露要求,本文将解决联邦施加强制信息披露缺乏充分正当性的问题。为实现此目标,本文界定了信息披露的重要成本和收益。接下来,本文构建了一个基于权衡监管介入成本和收益的市场失灵论据来支持对公众公司信息披露的监管。最后,这一框架被用于评价具体的信息披露要求。本文的分析指向一个令人惊讶的结论:联邦对于公众公司的披露要求至少在一个重要方面是不充分的,这并非鉴于如今的披露要求太多,而是太少了。除了目前公司所遵守的披露要求之外,公众公司的经理层应被要求披露更多的其在管理公司运营过程中实际使用的信息。

尽管缺乏充分的事先分析,但要求充分和公平的信息披露成为美国联邦证券监管的基石。富兰克林·罗斯福(Franklin D. Roosevelt)在1932年的总统竞选中承诺制定联邦法律来保护投资者。〔6〕他引述了要求信息披露的预防性价值,呼应了路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)在1914年出版的《别人的钱》一书中的观点。〔7〕后来,美国《1933年证券法》的草案在很大程度上借鉴了英国《公司法》,该法要求公开发行证券的公司披露其给予发起人和承销商的利益。〔8〕因此,

〔5〕许多学者都得出了联邦对公众公司信息披露干预缺乏正当性的类似观点,参见 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 Va. L. Rev. 669, 715 (1984) [该文对公众公司信息披露监管的结论是“我们无法确定(信息披露的)意义或损害”]; Paul M. Healy & Krishna G. Palepu, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, 31 J. Acct. & Econ. 405, 414 (2001) [该文对披露要求的研究进行研究后,认为“(人们)对资本市场中财务报告和信息披露为何受到监管这一问题知之甚少,这令人惊讶”。]

〔6〕参见 Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* 41-42 (1982) (介绍了罗斯福竞选中涉及证券监管方面的内容)。

〔7〕See Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* (1914). 罗斯福提到了布兰代斯的观点:“公开透明是治疗社会和工业化疾病值得称道的解药。阳光是最好的消毒剂,灯光是最有效的警察。”同上注,第92页。

〔8〕See James M. Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 Geo. Wash. L. Rev. 29, 34 (1959).

《1933年证券法》以“充分且公平”的披露要求作为保护投资者的方式就不令人意外了。〔9〕

然而,投资者保护并不能为联邦对公众公司施加信息披露要求提供坚实的正当基础。从20世纪60年代开始,经济学家们提出了一些直率而难以回答的问题:让投资者和所有者之间就公司应该披露哪些信息自行协商一致,不是更有效率吗?〔10〕一旦就信息披露方案达成一致,由于证券价格会迅速将各类信息嵌入其中,所有的投资者岂不是都

〔9〕 参见 SEC v. Ralston Purina Co., 346 U. S. 119, 124 (1953) (该判决认为,《1933年证券法》的目的是“通过促进全面披露被认为是作出知情投资决定所必需的信息来保护投资者”); Alison Grey Anderson, *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review*, 25 Hastings L. J. 311, 316 (1974) (“国会通过《1934年证券交易法》的首要关切是为中小投资者提供保护……”); Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. Corp. L. 1 (1983) (审查了为颁布《1934年证券交易法》而提供的投资者保护和信息传播的正当性基础)。这项立法的早期草案要求联邦政府也对希望筹集资金的公司进行稳健性评估,但负责对该立法予以监督的国会商业委员会领袖 Sam Rayburn, 却反对将如此广泛的实质审查权授予一个联邦机构。Seligman, 同前注〔6〕, 第53~57页。

〔10〕 参见 Stephen A. Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in *Issues in Financial Regulation* 177 (Franklin R. Edwards ed., 1979) (该文主张市场机制能确保经理层维持有效的信息披露水平)。Ross 提出的具体论点被证明是有问题的。第一, Ross 认为市场机制将是有效的, 因为经理层希望保持他们的声誉, 同上注第 183~185 页, 但也存在着劳动力市场不能促进信息披露水平有效的情况。例如, 如果公司将要倒闭, 经理层可能选择不披露特别“坏”的信息。参见 Mitu Gulati, *When Corporate Managers Fear a Good Thing Is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure*, 46 UCLA L. Rev. 675, 691-702 (1999) (本文讨论了经理层考虑退出劳动力市场的最后时限问题); Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. Ill. L. Rev. 691 (发现公司经理层在雇佣期间尾声实施欺诈的倾向增强)。第二, Ross 认为信息公开(在某些情况下, 所有的私人信息, 无论好坏都会被披露, 以免他人作出最坏的揣测), 会导致公司所有相关信息在无须监管介入的情况下完成披露。上注 Ross, 第 185~188 页。但现在看来, 信息公开不大可能导致公众公司披露所有相关信息。参见下注 136 及附图(该文为信息公开为何不发生提供了一种解释); Joseph A. Franco, *Why Antifraud Prohibitions Are Not Enough: The Significance of Opportunism, Candor and Signaling in the Economic Case for Mandatory Securities Disclosure*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 223, 265-77 (2002) (该文为公众公司为何没有做到完全信息披露提供了其他解释)。

受到了保护?〔11〕当有人通过简单信息披露造假就能实现故意欺诈投资者时,信息披露何以保护投资者免于欺诈?大量实证研究都没发现联邦对公众公司施以信息披露要求的显著好处。〔12〕

此后,对公众公司信息披露的联邦监管逐渐有了愈加复杂的正当性基础。一些学者认为,联邦信息披露是一种能够有效解决由公司 and 投资者就信息披露事项进行磋商而产生的缔约难题的方法。〔13〕否则,

-
- 〔11〕 Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549 (1984) (该文描述了有关公司的信息被迅速整合入证券价格的各种方式)。
- 〔12〕 关于《1933年证券法》影响的分析,参见 Gregg A. Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, 24 J. L. & Econ. 613 (1981); Carol J. Simon, *The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues*, 79 Am. Econ. Rev. 295 (1989); George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. Bus. 117 (1964)。关于《1934年证券交易法》影响的分析,参见 George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 Am. Econ. Rev. 132 (1973); George J. Benston, *An Appraisal of the Costs and Benefits of Government - Required Disclosure: SEC and FTC Requirements*, L. & Contemp. Probs., Summer 1977, at 30。关于这些实证分析的讨论,参见 Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 Va. L. Rev. 1335, 1341 (1999) [以下简称 Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*] (“我发现这些实证研究的结果是不确定的”); Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L. J. 2359, 2372 (1998) (以下简称 Romano, *Empowering Investors*) (“即使在今天,也少有实证证据表明联邦证券监管制度确定让投资者受益”)。参见 Roberta Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, 2 Theoretical Inquiries L. 387, 464 - 93 (2001) [以下简称 Romano, *Need for Competition*] (阐述了这些研究结果的意义和局限性)。但参见 Michael Greenstone, Paul Oyer & Annette Vissing - Jorgensen, *Mandated Disclosure, Stock Returns, and the 1962 Securities Act Amendments (March 2004)* (未发表的草稿) (该文发现 1964 年证券法修正案产生了重大的积极影响,该修正案对证券在场外市场交易的公司提出了新的披露要求), <http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/vissing/hm/secotc3272.pdf> (2004 年 7 月 2 日最后访问)。
- 〔13〕 参见,例如前注〔10〕之 Franco 文,第 289 页(该文认为强制性披露要求提供了一个“显著限制发行人策略性地隐瞒信息披露自由裁量权”的系统); Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. Chi. L. Rev. 1047, 1090 - 93 (1995) (该文认为要求披露公司与其代理人之间的交易信息是非常普遍的,应将其作为一项强制性规则); Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 Cardozo L. Rev. 675 (2002) (该文主张联邦强制规定是解决缔约问题的最佳途径)。

公司的所有者或许难以说服投资者其在获得资金后仍将继续进行全面和公平地进行信息披露。然而,最近的学术研究同样表明,相较于强制性的联邦信息披露监管,解决缔约问题还有更好的解决方案。^[14]

还有学者认为,监管介入因公众公司披露实践中存在市场失灵而获得正当性。这些学者指出,公司很难获得由其信息披露所带来的以下利益:(1)信息披露的公司的竞争对手因获知信息而得利(公司间的外部性);^[15](2)未购买公司证券的投资者因获知信息而得利。^[16]但是,这些基于市场失灵的主张并未权衡监管介入所带来的成本,也没有说明何种特定的信息披露要求可以改善市场失灵。^[17]

在有必要的情况下,厘清应对公众公司施加哪些联邦信息披露要求是一个非常紧迫的问题。证券市场正在日益全球化,^[18]因此,学者

[14] 例如,发行人可以选择监管其证券的主体,就像现在公司选择在美国哪个州成立公司一样。这种联邦主义的方法可以避免建立一个监管垄断体的成本。参见 Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, 71 S. Cal. L. Rev. 903 (1998) (该文认为由于公司之间披露需求的多样性,监管竞争将是有益的);参见 Romano, *Empowering Investors*, 同前注 [12]。解决缔约问题的另一个路径是公众公司承诺遵守其股票上市所在的证券交易所的披露要求。See Paul G. Mahoney, *The Exchange as Regulator*, 83 Va. L. Rev. 1453, 1466 - 75 (1997)。

[15] 如果披露公司无法捕捉到其他公司福利的影响,则称为公司间外部性。公司间的外部性可以是积极的,也可以是消极的,取决于披露的信息是对其他公司有利还是有害。参见 Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注 [12] (认为公司间的外部因素证明了联邦对信息披露要求的监管是合理的);Merritt B. Fox, *The Issuer Choice Debate*, 2 *Theoretical Inquiries L.* 563 (2001) (以下简称 Fox, *Issuer Choice*) (该文回应了罗曼诺教授对基于公司间外部性而进行联邦披露监管理由的反对意见)。

[16] See John C. Coffee & Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 Va. L. Rev. 717 (1984); William H. Beaver, *The Nature of Mandated Disclosure*, in *Economics of Corporation Law and Securities Regulation* 317, 320 - 21 (Richard A. Posner & Kenneth E. Scott eds., 1980)。

[17] 参见后文第三部分标题(二)下内容。

[18] 参见 John C. Coffee & Jr., *Racing Towards the Top? The Impact of Cross - Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102 Colum. L. Rev. 1757, 1759 - 60 (2002) (该文描述了金融市场的全球化是如何加速的); Joel Seligman, *Götterdämmerung for the Securities Act?* 75 Wash. U. L. Q. 887 (1997) (该文注意到发行人越来越倾向于选择退出美国的证券监管体系)。

和监管者正试图确定不同国家间的证券监管制度应如何整合。^[19] 除此之外,为应对 2000 年至 2002 年间^[20]股票市场的大幅萎缩及 2002 年创纪录的破产水平(包括安然和世通等公司引人注目的破产),^[21]美国随之颁布的《萨班斯—奥克斯利法》正在面临更严格的审视。诸多公众公司质疑,为了遵守因市场崩溃而制定的《萨班斯—奥克斯利法》,所付出的可观成本是否有正当性。^[22] 但是,若不首先制定一种方法来评估信息披露要求何时能提高福利,就无法确定针对公众公司信息披露要求的适当范围和内容。

在有必要的情况下,回答公众公司应该披露哪些信息这一问题的第一步,就是构建一个公众公司披露信息的成本和收益的综合评价模型。尽管此前研究已经明晰了在实施信息披露要求时引发的各种成本和收益,但目前仍明显缺乏一个整合性的分析框架。例如,信息披露要求引发的权衡问题和评估知识产权保护相类似,因为信息披露要求会

[19] 参见 James D. Cox, *Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets*, 99 Colum. L. Rev. 1200 (1999) (该文考虑美国证券注册人是否应被允许通过使用国际会计准则来满足强制性披露要求); Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 Mich. L. Rev. 2498 (1997) (该文考虑应如何协调国际证券监管); Floyd Norris, *Companies Pushed to Adopt International Audit Standards*, N. Y. Times, March 12, 2004, at C6 (该文就 SEC 投票鼓励外国公司采用国际会计准则进行报告)。

[20] 在此期间,美国的股票市场经历了自大萧条以来的最大百分比的损失,价值减少超过 7 万亿美元。Martin Zimmerman, *2002 Ends Mixed as Markets Register Third Year of Declines*, L. A. Times, Jan. 1, 2003, at C1.

[21] Kathy M. Kristof, *A Long, Sad Chapter 11 in History: Bankruptcies in 2002 Set Record*, L. A. Times, Dec. 31, 2002, at C1.

[22] Deborah Solomon & Cassell Bryan - Low, *Companies Complain About Cost of Corporate - Governance Rules*, Wall St. J., Feb. 10, 2004, at A1 (该文报告了一项调查结果,发现公众公司为执行《萨班斯—奥克斯利法》的规定需支付巨额费用)。

排除最为简单的知识产权保护形式——对信息进行保密。^[23]又如,要求公众公司披露信息也可能会减少对创新进行投资的激励,从而降低社会福利。^[24]但在本文之前,在评估公众公司信息披露要求问题上,没有人对这个问题和涉及披露监管成本收益的其他方面展开系统性讨论。

信息披露监管的合理性论证必须说明监管介入在何种情况下比市场自发形成的结果更佳,构建充分的监管正当性基础需满足以下三项条件:(1)发现市场失灵;(2)衡量该市场失灵的严重程度;(3)权衡进行矫正性监管介入的成本和收益。尽管目前的学术研究已有进展,但缺陷仍存。公众公司信息披露行为中存在的市场失灵所带来的潜在危害,比此前所认识到的要严重。信息披露监管的支持者和反对者双方都对公司间外部性造成的潜在危害进行了评估,其方法为:检视公众公司披露专有信息的成本与其他公司因获知该信息而获得的收益之间的差值,这种关注信息披露公司成本与第三方所得的净值的方法是直观的,但却不准确的。衡量外部性潜在成本的更好方法是检视未被披露信息的公司所获取的对第三方的潜在毛收益,在公司间存在外部性的情况下,这些潜在收益是相当可观的。^[25]在市场失灵的作用下,很有可能出现一种情况,就是“阅读公众公司的财务报表就像以读茶叶的方式预测未来一样不靠谱”。^[26]当然,通过施加监管来解决一个哪怕是重大的市场失灵也会产生一系列成本,而这些额外的成本都不容忽视,而这种分析只能在评估具体信息披露要求的背景下方可为之。

因此,确定公众公司应被要求披露哪些信息(如有)的第三步是考

[23] 耶鲁大学法学院的 Anthony Kronman 就当事人签订合同时的信息披露要求和知识产权保护之间的联系提出了一个类似的观点,他认为,普通法在某些合同场景下限制披露要求,是为了保护为信息收集而进行的投资活动。参见 Anthony T. Kronman, *Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts*, 7 J. Legal Stud. 1 (1978); Steven Shavell, *Acquisition and Disclosure of Information Prior to Sale*, 25 RAND J. Econ. 20 (1994) (该文提供了一个支持 Kronman 结论的正式模型并增加一个考虑因素,即对信息收集活动的投资是否产生对社会有用的信息)。

[24] 这是经济学家在评估知识产权保护时确定的主要相关权衡因素。See William D. Nordhaus, *Invention, Growth, and Welfare: A Theoretical Treatment* (1969)。

[25] 参见后文第三部分的(二)。

[26] 2004年1月14日对 Barrington Partners 研究总监 Catherine Sellman 的采访。

虑具体信息披露要求的效果。此处评估的披露要求指的是公众公司披露公司内部为管理运营而产生的信息,而这比目前要求披露的要多得多。^[27] 受此种披露要求约束的信息应既包括对公司业绩的定量衡量,如各种产品对公司利润的贡献,也包括对公司业绩的定性衡量,如客户的满意程度。在评估上述信息披露要求时有两个参考点被证明是有用的:第一,在与个别投资者分享信息而不向一般公众提供的交易中,其披露实践提供了一个重要的基准。在这些“私人”的交易中,大部分情况下,投资者获得的内部管理信息比公众公司向市场一般投资者披露的信息多得多。第二,从事大规模石油和天然气勘探业务的公众公司目前被施加的信息披露要求可以提供有益的例证,其为如何实施正在考虑中的拓宽披露信息类型这一难题提供借鉴。^[28]

上述分析结果支持这一观点:较之于当下的信息披露,公众公司应当披露更多公司内部管理信息,这一分析还表明 SEC 需改变其制定一般强制性披露要求的方式。目前,SEC 非常担忧公众公司披露专有信息所产生的成本,^[29]但本文表明正是上述关切最有可能导致了代价高昂的市场失灵。

[27] 既存规定中要求披露公司内部基于管理运营而产生信息的主要规则是 S - K 条例 (Regulation S - K) 下“管理讨论和分析”(Management Discussion and Analysis, MD&A)披露要求。Item 303, 17 C. F. R. § 229.303 (1996) (该规定呼吁“经理层对财务状况和经营成果进行讨论和分析”)。这种对公司财务业绩表现的叙述性讨论需要考虑公司运营、短期及长期现金来源和使用方面的“已知趋势”和“不确定性”。同上注, § 229.303(a)(1) - (3)。

[28] 17 C. F. R. § 210.4 - 10 (1999) (该规定要求披露发行人探明的石油和天然气储量的估价); Heather Timmons, *Shell Reduces Estimate of Reserves Again*, N. Y. Times, March 19, 2004, at C1 (该文描述了荷兰皇家壳牌集团的高管如何违反这些披露规定,通过多报储量来误导投资者)。

[29] 例如,参见 Item 101, 17 C. F. R. § 229.101(c)(ii)(1999) (该规定要求发行人不需要披露“对注册人的竞争地位可能产生不利影响”的、有关新业务线和产品的叙述性信息); 17 C. F. R. § 230.406(b)(2)(iii)(1999) (该规定赋予发行人向 SEC 寻求保密安排的权利)。See V. Gerard Comizio, *Keeping Corporate Information Secret: Confidential Treatment Under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, 18 New Eng. L. Rev. 787 (1983). 公众公司也没有持续披露重大信息的义务。参见 Dale Arthur Oosterle, *The Inexorable March Toward a Continuous Disclosure Requirement for Publicly Traded Corporations: “Are We There Yet?”*, 20 Cardozo L. Rev. 135, 140 - 58 (1998) (该文阐述了公众公司何时有或没有“说话的义务”)。

这一发现挑战了那些持有应给予公司选择其证券监管制度权利的学者的观点,法学学者中尤其值得注意的是加州大学伯克利分校法学院的斯蒂芬·崔(Stephen Choi)教授和安德鲁·古兹曼(Andrew T. Guzman)教授以及耶鲁大学法学院的罗伯塔·罗曼诺(Roberta Romano)教授,他们建议应允许发行证券的公司有权选择以何种监管框架对其进行监管,正如公司可以选择其注册地一样。^[30] 这些发行人自决权的拥护者认为对公众公司施加联邦信息披露要求缺乏有效的正当性基础,他们的论证乃基于对当前学术研究的阐释。但是,本文的分析表明,联邦信息披露的监管事实上可能有合理的依据。与本结论持相反意见的发行人自决权的支持者需要证明,要么联邦政府难以实施本文所呼吁的披露要求,要么实施这些要求的成本超过了此处所指的显著收益。

二、公司信息披露的经济分析

回答公众公司应该披露哪些信息(如有)这一问题的第一步是建立一个关于公众公司信息披露的成本和收益的综合评价模型。一些知名学者已经对公司信息披露的经济学原理进行了分析,包括斯坦福大学商学院的威廉姆·比弗(William H. Beaver)教授,^[31]芝加哥大学法学院的弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank Easterbrook)法官和丹尼尔·费希尔(Daniel Fischel),^[32]哥伦比亚大学法学院的梅利特·福克斯(Merritt Fox)教授,^[33]以及弗吉尼亚大学法学院的埃蒙德·基奇

[30] 参见 Choi & Guzman, 同前注[14]; Romano, *Empowering Investors*, 同前注[12]; Romano, *Need for Competitio*, 同前注[12]。

[31] See William H. Beaver, *Financial Reporting: An Accounting Revolution* 185-205 (1981); Beaver, *supra* note 16, at 629, 642-44.

[32] 参见 Easterbrook & Fischel, 同前注[5], 第 707~714 页。

[33] 参见 Fox, 同前注[19], 第 2532~2552 页; Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12], 第 1345~1346 页, 第 1356~1368 页。

(Edmund Kitch) 教授,^[34] 等等。^[35]

然而,此类研究将公司披露信息的信息披露的经济性视为教义学问题,旨在为一个假想的监管者提供一个问题清单。事实上,如本文所阐释的,一个以信息披露为对象的全面的微观经济分析可以用来确定具体信息披露要求的有效性。为了解决目前关于披露学术研究中的这一缺陷,本文将披露的成本和收益分为三类是有益的:(1)无论公司是否有上市交易的证券,都会产生的成本和收益;(2)只有在公司有上市交易的证券时,才会产生的成本和收益;^[36](3)因信息披露而生的成本和收益中不由进行信息披露的公司所承担或获取的部分(外部性)。^[37]

在继续讨论之前,在此有必要简要地阐述本文的方法。此处的讨论目的是确定公司披露信息可能带来的所有重要成本和收益。至于某项特定的披露或具体披露要求是否以及能够在多大程度上触发部分或全部的成本和收益,我们将在后文中讨论。^[38]

[34] See Edmund W. Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure*, 61 Brook. L. Rev. 763, 773 – 76 (1995).

[35] 在金融经济学的学术研究中,有大量的文献研究公众公司的信息披露问题。这方面的研究主要集中在确定:(1)信息披露对股票价格的影响程度,例如,Healy & Palepu, 前注[5]; Robert W. Holthausen & Ross L. Watts, *The Relevance of the Value – Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting*, 31 J. Acct. & Econ. 3 (2001) (该文回顾了不同财务报表的披露是否与公司股价有关的研究); (2)解释选择信息披露实践所涉及的理论动态,参见 Ronald A. Dye, *An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting*, 32 J. Acct. & Econ 181 (2001) (该文审视了公司信息披露的分析模型); Robert E. Verrecchia, *Essays on Disclosure*, 32 J. Acct. & Econ. 97 (2001) (该文审视了公司信息披露的分析模型)。

[36] 这个类别结合了所有类型的公开证券。披露的一些成本和收益可能只由拥有公开交易股份的公司实现,或者也许只由那些拥有公开交易股份且股份分配方式会允许投资者直接影响经理的行为的公司才能实现,不过这样的细化对于推进此处分析没有必要。

[37] 在确定从私人交易的信息披露做法中可以得出哪些关于有效的公众公司信息披露做法时,这种分类被证明是有用的。参见后文第四部分(三)中的第1部分。

[38] 参见后文第三部分。

(一) 公司披露信息的收益

关于公司信息披露的经济学研究已经确定了公司披露信息的诸多收益,包括减少代理成本、降低融资成本、提高公司股票的流动性及披露信息公司的可能无法完全获得的其他好处。本研究对这些研究进行了总结和补充,在分析中首先考虑的是披露信息的公司无论是否有上市交易的证券皆可获得的收益。

1. 私人公司或公众公司披露信息的收益

无论公司是否公开交易证券,减少代理成本——商业组织中由控制权和所有权分离所产生的成本^[39]——都是公司披露信息的主要收益。信息披露可以向公司投资者提供用于监督经理层业绩和行为的信息。正如福克斯教授所言“披露有助于有效地行使股东的权利,也有助于股东要求经理层承担受信义务”^[40]。公司披露的信息越多,投资者就越能有效地评估经理层对公司现有商业机会的利用程度。

一种理解增加披露如何减少代理成本的方式是考量当披露有限时可能产生的后果。在没有充分信息披露的情况下,经理层将专注于提高外部投资者可观察到的有限绩效指标,哪怕改进这些指标并不会增加公司价值。公众公司的管理者过分强调报告积极的短期财务结果,就是这种成本的一个例子。公众公司的投资者现在主要依靠摘要式的财务结果来监督或奖励经理层。相应地,经理层也乐于改善对这些报告进行装饰,甚至以牺牲公司内部创造价值为代价。经验研究^[41]理论研究^[42]和事

[39] See generally Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

[40] Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12], 第1364页。

[41] 参见 Linda Elizabeth DeAngelo, *Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests*, 10 J. Acct. & Econ. 3 (1988) (该文发现在职经理人在代理权争夺战中使用会计裁量权来改善报告的财务业绩)。

[42] 参见 Jeremy C. Stein, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*, 104 Q. J. Econ. 655 (1989)。

例证据^[43]都表明,摘要式财务信息的模糊性带来的成本极大。随着信息披露的增加,投资者不必再那么依赖价值创造的间接信号了。

同时,公开披露信息会减少经理层独占的信息量。哪怕公司证券没有上市,经理层也能通过多种方式利用获取的公司未披露信息获益,而这都会以牺牲投资者利益为代价。^[44]例如,经理人可以把信息带至其他公司,从而损害本公司利益。尽管这种信息传递在大部分情况下是被禁止的,^[45]但仍有部分信息并未受到法律的保护,或者相应的保护没有见效。通过劳动力市场进行信息传递的成本也可能由经理人现在的雇主承担。例如,留在公司的员工则可能会威胁公司其要将上述信息带至竞争者公司。无论在哪种情况下,公司披露信息都可以减少因公司经理人滥用信息导致的潜在代理成本。^[46]正如布兰代斯法官所言,只要建立了可靠的、可以确保准确和完整披露的机制,信息披露要求就可能阻止欺诈。^[47]

[43] Enron 和 Global Crossing 等公司的丑闻表明,公司可以且确实进行了一些交易,这些交易对报告的财务业绩的影响大大超过了对公司价值的影响。虽然这些公司进行的一些交易在显然是违法的,但令人惊讶的是,许多这类交易虽然是为了改善报告的财务结果而采取的,不仅可能是合法的,而且符合 GAAP 规则。例如,参见 Randall Smith, *GAO Finds Hurdles to Linking Financial Firms to Fraud*, Wall. St. J., Mar. 17, 2003, at C1. *But see* Deborah Solomon & Randall Smith, *SEC Accuses Merrill of Fraud in Enron Deal*, Wall St. J., Mar. 18, 2003, at C1。前 SEC 主席阿瑟·莱维特 (Arthur Levitt) 指出:“例如,许多首席执行官更关注管理他们的股价而非业务。公司在技术上遵守会计准则,而实际上却尽可能少地披露其实际业绩。本应独立的会计师事务所与公司客户携手合作,试图在会计标准中掺水。如果这还不够,会计师们还甘愿成为帮凶,帮助公司掩盖数字背后的真实情况。”参见 Arthur Levitt, *Take on the Street: What Wall Street and Corporate America Don't Want You To Know 8* (2002); Alex Berenson, *The Number: How the Drive for Quarterly Earnings Corrupted Wall Street and Corporate America* (2003)。

[44] 关于当公司发行上市证券时,经理人独占信息的额外成本的讨论,参见后注[52]~[54]及附文。

[45] See generally Donald S. Chisum & Michael A. Jacobs, *Understanding Intellectual Property Law* § 1B, at 1-3 to 1-4.

[46] 当然,公开披露这些信息对公司来说也可能是成本高昂的,这将在后文第二部分(二)中讨论。

[47] 参见 Brandeis, 同前注[7]。

2. 公众公司披露信息的收益

当公司有上市交易的证券时,还可以通过信息披露节约额外的代理成本。首先,增加披露可能会促进有上市交易证券的公司的控制权市场运行,从而降低代理成本。^[48] 潜在收购者可以通过披露的信息来完善其对收购收益的评估,并在必要时为收购筹集外部资金过程中加以利用。关于增强信息披露如何提升公司控制权市场有一个很好的例子,即从 1978 年开始的对从事大规模石油和天然气勘探业务的公司所施加的额外信息披露要求,^[49] 这促使该行业的敌意收购活动从 20 世纪 80 年代初变得越发活跃。^[50]

信息披露还可以提高股价的准确性。^[51] 股价准确性的提高通过为投资者提供一套更可靠的经理层业绩评估指标和一种更有效地奖励公司价值创造的途径,从而降低了代理成本。随着股价准确性的提高,内部人对其所在公司的证券进行交易获利的机会更少。^[52] 这种公司代理人滥用信息的情形通常被认为是有害公司利益的,^[53] 一如内幕交

[48] 参见 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 Yale L. J. 698, 705 (1982) (如果更好的经理人获得了对公司资产的控制权,或者如果他们改变了面向现有经理人激励结构,那么公司控制权交易可以减少代理成本。公司收购及随后的经理层变化都会增加投资者的福利。)

[49] 同前注[28]。

[50] 作者以投资银行家身份工作时,曾在多次此类交易中运用这种新近被披露的财务信息。

[51] 股价的准确性是指股价在多大程度上为公司资产的基本价值提供了一个可靠指标的程度。参见 Jeffrey N. Gordon & Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N. Y. U. L. Rev. 761 (1985)。由于公司的“真实”价值是无法直接观察到的,因此很难计算出股价的准确性随着信息披露增加而提高的程度。这就限制了从众多研究中得出的推论,即信息披露的确对公司的股票价格有影响。例如,参见 Healy & Palepu, 同前注[5]; Holthausen & Watts, 同前注[35]。

[52] 参见 H. Nejat Seyhun, *The Effectiveness of the Insider - Trading Sanctions*, 35 J. L. & Econ. 149, 158 - 67 (1992) (该文表明内部人通过交易自己公司的股票产生异常的正收益)。参见 Jesse M. Fried, *Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure*, 71 S. Cal. L. Rev. 303, 321 - 22 (1998) (该文引用了几项实证研究,表明内部人通过内幕交易获得了可观的回报,并假定“对这一结果最合理的解释是内部人利用市场其他成员无法获得的信息进行交易”)。

[53] Fried, 同前注[52], 第 306 ~ 308 页(该文总结了为何应该禁止内幕交易的观点)。

易限制所揭示的那样。^[54]

除减少代理成本外,提高股价的准确性亦有其他好处。耶鲁法院的伊恩·艾尔斯(Ian Ayres)教授证明了提高股价的准确性可以减少股东意图出售股票时的不确定性,从而使其受益。^[55]同时,增加信息披露也可以降低公司的融资成本和提高公司证券交易的流动性。^[56]

3. 信息披露公司没有从披露中获得的收益

当然,也有一些好处是信息披露公司无法从其信息披露中获得的。法学学者们在试图以市场失灵为联邦信息披露监管正名时,已经确定了信息披露存在外部性效应。这些外部性可以根据不同第三方受益者身份予以界分,包括:(1)公司的竞争对手,他们可能从专有信息披露中受益(公司间外部性);(2)整体经济,其可能从资产配置优化中受益;(3)投资者,尽管他们中的一些人并未持有披露信息的公司的股份,但也可能使用披露的信息。接下来,本文将对每一种外部性展开分析。

福克斯教授是“公司披露专有信息会导致披露收益流向其竞争者、主要供货商和大客户”这一观点的重要支持者。^[57]他认为,由于公司间外部性的存在,公司披露的专有信息达不到社会需求的最佳信息量要求。^[58]在一定程度上来说,福克斯教授是正确的,由于公司无法将其带给竞争对手的所有外部性影响予以内部化,因而,外部性的影响仍然存在。^[59]但是,福克斯教授并未提供充分的论据以说明这些公司间的影响总是积极的,或者说明这种外部性能够或应该通过监管介入加以纠正。^[60]

[54] 同上注,第308~310页(该文总结了“以减少内幕交易利润为目标的规则体系”)。

[55] Ian Ayres, *Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market*, 77 Va. L. Rev. 945, 987-92 (1991) (该文建立了卖出股东从提高股价准确性中获得的收益模型)。

[56] 参见 Healy & Palepu, 同前注[5], 第429~431页(该文总结了加强信息披露、提高股票流动性和降低资本成本之间关系的理论论据和实证证据)。

[57] Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12], 第1345页。为简化叙述,我在下文将这三类潜在受益者统称为“公司的竞争对手”。同时参见 Easterbrook & Fischel, 同前注[5], 第697~698页(该文注意到公司的外部性可能成为联邦披露监管的正当性基础)。

[58] Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12], 第1339页。

[59] 参见后文第三部分(一)。

[60] 参见后注[90]~[100]及其相关内容。

公众公司的信息披露可能使整个经济受益,而披露信息的公司并没有完全意识到这一点。例如,其他公司的投资者和经理层可能会利用公众公司的估值,来决定是否将资源投入与高估值公众公司所从事的类似商业机会中。信息披露可以改善整个经济资产配置优化的论点可以分两步讨论:第一步是增加信息披露可以提高股票价格的准确性。^[61]第二步是更准确的股票价格会导致整个经济中更有效的资产配置,尽管披露信息的公司不能获得由此带来的收益。^[62]尽管在上述推理中每一步都是合理的,但在现实中很难量化这些影响的规模,^[63]这使得将经济中资产配置与公众公司的披露要求相联系的论点,至多是一种事例证据。^[64]

最后,评论家们提出了几个论点来说明为什么公司在向投资者提供有用的信息方面存在市场失灵。^[65]一个论点是,如果没有监管介

[61] 同前注[51]及其相应的文本。

[62] 参见 Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow?* in 2 Brookings Papers on Econ. Activity 157 (1990); Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices*, 41 Duke L. J. 977 (1992) (该文分析了股票价格中各种不准确的成本); Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 Mich. L. Rev. 613 (1988) (该文认为有效的股票市场对经济生产力没有显著的影响)。

[63] 2000年3月以后,美国的科技股市值下跌,为探讨这种影响提供了一种事例证据。1999年和2000年,大量资金被投资于互联网和电信行业,究其原因,在很大程度上是由在此行业的公司在公开市场上的估值所推动的。这些投资现在看来不明智且浪费。虽然这一时期实际投资活动似乎受公众公司估值驱动的程度很惊人,但这一结论没有什么证据价值:一方面,如果这些估值是非理性繁荣的结果,额外信息的披露可能不会改变这些估值;另一方面,如果这些估值在当时是理性的,增加披露不应该系统地影响这些估值。

[64] 旨在为监管介入提供支持的资产配置理论,也未能为信息披露要求的应然状态提供有益的指导。改善经济中的资产配置这一目标要求公众公司披露能使股价更准确的信息,但这一目标仍然不能回答如何权衡披露成本与收益。

[65] 还有一类相关的论点是基于如下观察:公司可能是公司特定信息的低成本生产者,因此应该让公司而非投资者来应该生产和传播这种信息。但这不是一个涉及外部性的论证,所以这里不予讨论。参见 Douglas W. Diamond, *Optimal Release of Information by Firms*, 40 J. Fin. 1071 (1985); Easterbrook & Fischel, 同前注[5], 第684页(“对于公司的大部分信息,公司本身可以以比股东以更低的成本进行生产和传播”)。

入,关于公司的信息将被过度生产,因为部分投资者会投入资源来获得比其他人更多的信息优势,但这种为“预知”产生的支出并没有增加社会福利。^[66] 另一个论点的主要支持者是哥伦比亚大学法学院的约翰·科菲(John Coffee)教授,他指出一些投资者并不购买某公司的证券,他们就不用承担披露信息的成本,但却可以从这些信息中获益。^[67] 这些与公共物品相关的问题可能会导致公司的信息生产不足。

虽然关于社会浪费和公共物品的主张都认为公司应该披露额外信息来矫正市场失灵,但这些论点也表明增加信息披露会对公司的信息总量生产造成相反的影响,因为我们很难确定社会浪费或公共产品效应产生影响的规模,目前也还不清楚这两种效应的结合会指向什么方向。^[68] 也许在没有任何监管介入的情况下,试图“击败市场”的投资者过度生产信息,刚好可以抵销由于信息的公共产品性质而导致的信息生产不足。因此,由于这种不确定性,本文未把信息披露对投资者信息生产的影响作为信息披露的经济利益。^[69]

4. 知识产权经济学之洞见

信息披露的潜在收益也包括披露要求和知识产权保护之间关系所隐含的好处。公司掌握的信息可以为公司创造垄断力量,这与知识产

[66] See Jack Hirshleifer, *The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity*, 61 *Am. Econ. Rev.* 561, 565 - 66 (1971).

[67] 参见 Coffee, 前注[16], 第 732 页; Beaver, 同前注[16], 第 626 ~ 628 页。

[68] 科菲教授为进行这一计算付出了积极的努力,他认为与信息的过度生产相比,信息生产不足的问题可能更严重,至少在那些没有被华尔街分析师“覆盖”的公司中是如此。参见 Coffee, 前注[16], 第 731 ~ 732 页; Beaver, 同前注[16], 第 636 页(该文注意到“信息量过大的趋势”具有“与公共利益论点相反的含义,它意味着披露的数量不足”); Easterbrook & Fischel, 同前注[5], 第 681 ~ 682 页; Romano, *Empowering Investors*, 同前注[12], 第 2367 页,脚注[20](然而,有关信息生产的论点所依据的经济学理论是模糊不清的。资本市场的信息既可以被过度生产,也可以生产不足)。

[69] 即使有关公司的信息生产不足可以作为监管介入的依据,但其对于“哪些信息应成为公众公司信息披露要求的约束对象”这一问题能够提供何种指导仍不清楚。合乎逻辑的含义是,公司应该提供更多的对投资者有用的信息,但该建议在如何平衡信息披露的成本和对那些不拥有公司证券的人的有用性方面,几乎没有提供太多指导。

权法所赋予其的垄断力量相当。^[70] 信息披露信息可以减少公司的垄断力量,进而导致消费者福利的增加。^[71] 一个简单的例子即可阐述这种潜在的收益,我们可以设想取消对知识产权提供的法律保护,而不是减少不披露本身所提供的事实上的保护。由于公司将不再能够对专利产品或版权材料收取费用,因此社会福利会有所增加。当然,投资创造专利产品或版权材料的激励减少也会导致一些成本。接下来,本文将分别阐述这些成本。^[72]

(二) 公司披露信息的成本

与信息披露的收益一样,公司披露信息的成本分析可分为三类:(1)无论公司是否有上市交易的证券,都会产生的成本;(2)公司有上市交易的证券时产生的成本;^[73] (3)信息披露可能对进行信息披露公司以外的其他公司造成的成本。

1. 私人或公众公司信息披露的成本

对公司而言,无论其所披露的信息是否面向公众,都会产生一些披露成本。^[74] 主要的信息生产成本是准备和传播公司信息的“直接”成本。^[75] 虽然无论公司是否有上市交易的证券都会产生上述生产成本,但对于存在上市证券的公司,该类成本通常会更高,原因有二:其一,公

[70] 根本的区别在于,在未披露信息的情况下,存在通过信息保密而获得的事实上的保护,而在知识产权法的背景下获得的是法律上的保护。

[71] 参见 F. M. Scherer & David Ross, *Industrial Market Structure and Economic Performance* 21-29 (3d ed. 1990) (该文描述了减少垄断力量如何增加社会福利)。

[72] 参见后注[84]~[87]及其有关内容。

[73] 为简单说明,我们假设公司所披露的信息一般会被公开,而此处的公司指的是有上市交易证券的公司。此外,我们还要假设公众公司不能选择性地向部分公众披露信息,而忽略其他公众。这与规则 FD 的要求相符。17 C. F. R. § § 243.100-.103 (2000) (限制公众公司向某些市场参与者选择性地披露非公开重要信息的能力); 参见 Stephen J. Choi, *Selective Disclosures in the Public Capital Markets*, 35 U. C. Davis L. Rev. 533, 537-40 (2002) (该文描述了规则 FD 如何运作)。

[74] 在这里,私人披露和公开披露之间的区别必然是程度上的区别,因为即使是私人披露也可能涉及与公司以外的其他人分享信息。

[75] 这一区别体现在 Beaver 观点中,前注[16],第 629 页(该文区分了披露的直接成本和间接成本,前者“包括制作、认证、传播和解释披露信息的成本”,后者“包括披露对竞争优势的不利影响”),同时参见 Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12],第 1345 页(该文区分了披露的“运营成本”和披露的“公司间”成本)。

众公司通常需要向更多的股东分发信息披露材料；其二，当公司拥有上市交易的证券时，出于对披露不利竞争信息的顾虑和对担责隐忧的增加，其在准备材料时通常会更加谨慎。^[76]

2. 公众公司信息披露的成本

披露信息的部分成本主要来自为广大公众获取公司的信息提供渠道，其中，“公布成本”^[77]是指当一个公司披露其专有信息时可能引致的竞争劣势。这种公布成本的典型例子是，当公司某项有利可图的业务被披露之后，竞争对手就会出现，^[78]而新入场者可能导致披露信息公司的利润下降。

学者们已经明确的另外两种公布成本——诉讼成本^[79]和信息披露增加，会促进反竞争行为的风险^[80]——并未包含在本文关于披露信息的微观经济模型中。因为从实践与理论上，我们尚不清楚信息披露的增加是否必然导致诉讼成本的增加。我们可以想象这样一种制度：即使是不准确的信息披露，也能创造一个免于诉讼的安全港，甚至可能会对这种信息披露所带来的诉讼风险予以实质性避免。例如，SEC从1978年开始为预测性声明提供保护，只要公司在进行预测性声明的同时提供“有意义的警示性声明”（*meaningful cautionary statements*）。^[81]在这种情况下，增加披露反倒可以减少而非增加诉讼成本。至于引致反竞争活动的风险，目前几乎没有证据可以证实。

3. 信息披露施以其他公司的成本

除了披露信息的公司以外，其他公司也可能承担此种公布成本。

[76] 参见 Kitch, 同前注[34], 第 770 ~ 772 页。

[77] 同前注[16], 第 629 页, Beaver 认定这些成本是披露的“间接成本”, 而非“公布成本”; 同时参见 Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12], 第 1345 页, 使用“公司间”成本一词。

[78] 参见后注[136]及其有关内容; Beaver, 同前注[16], 第 627 页。

[79] 参见 Kitch, 同前注[34], 第 770 ~ 772 页。

[80] 参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第 389 页。

[81] 参见 C. F. R. § 230.175(1999)。

此处可以做一个简单的假设:^[82]假设在作出任何披露之前,两家公司拥有的信息为他们提供了难以动摇的竞争优势,并且他们以寡头垄断的方式共同利用这一优势。再假设其中一家公司被要求披露上述信息,如此一来,这一信息的公开传播将减少两家公司之前共享的竞争优势并将减少他们利润。当然,虽然披露信息的公司和其竞争对手都会受到伤害,但由于垄断力量的减少,可能带来经济收益提升而促进社会福利的增加。^[83]

公布成本也可能更广泛地下降。知识产权的经济分析有助于理解信息披露要求对投资决策的影响。如果某家公司知道将来可能被要求披露专有信息,它则不会过多地期待自己会从收集这些信息中得到较高的回报,这又会反过来减少对创新产品的投资。

然而,需要重点关注的是,除利用公开信息披露之外,其他公司还可以利用许多方式获得竞争对手的信息。公司内部的诸多信息都会以公开行为的形式表现出来,例如,建造新工厂或发布新产品。此外,庞大的工业间谍产业也不容忽视。^[84]最后,劳动力市场也会使信息在无须公开信息披露的情况下而在公司之间传递。^[85]

正是由于认识到公司可能已经有途径获知其竞争对手的大量专有信息这一事实,立法者才没有在最初《证券法》的披露要求中加入竞争伤害豁免。^[86]1933年,在参议院的银行和货币委员会前发表支持《证券法》修订意见证言的、修法支持者之一的托马斯·科克伦(Thomas Cochran)解释道:“顺便说一句,每个与工业工程师打过交道的人都知

[82] 参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第397~398页, 第431~435页(该文用一些例子来说明一家公司的信息披露可能损害另一家公司的利益)。但同时参见 Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15], 第575~580页(该文对 Romano 例子的有效性提出了质疑)。

[83] 参见 Scherer & Ross, 同前注[71], 第21~29页。由于披露信息还涉及其他成本和收益,因此不可能断定这种披露在该假设中是否会提高福利。

[84] 2001年,工业间谍行业的估计规模为20亿美元。The Society of Competitive Intelligence Professionals, *Frequently Asked Questions*, <http://www.scip.org/ci/faq.asp>, visited July 4, 2004.

[85] 参见前注[44]~[46]及其有关内容。

[86] 另外,《证券交易法》确实为商业秘密的披露提供了明确的豁免。§ 24(c) ch. 404, 15 U. S. C. § 78(2001)。

道,美国目前存在的商业间谍制度是如此完美,以至于通常一个公司的董事对其竞争对手业务的了解甚至比他们对自己公司的了解还要多……”^[87]虽然这个结论实属偏激,但考虑到以其他方式获得的竞争信息的程度,信息披露要求所造成的投资抑制作用或许比最初预想的要小。

(三) 公司披露信息的成本和收益总结

表 1 总结了公司披露信息的成本和收益。

表 1 公司披露信息的成本和收益

信息披露的收益	信息披露的成本
私人和公众公司： ● 降低代理成本;提升监督经理层水平	私人和公众公司： ● 准备和传播公司信息的直接成本
仅公众公司： ● 降低代理成本;促进公司控制权争夺市场的运行;减少内幕交易的机会 ● 股票价格更准确 ● 融资成本降低 ● 流动性提高	仅公众公司： ● 削弱公司竞争力
第三方获得的收益： ● 竞争对手获得收益 ● 整个经济的分配更有效率 ● 提升消费者剩余	第三方负担的成本： ● 竞争对手可能失去在寡头市场中的势力 ● 降低创新投资意愿

1. 信息披露要求有效性一概而论的不足

对公众公司信息披露的经济分析表明,要想对联邦信息披露监管的有效性得出一个确定的结论是何等困难。对公众公司施加强制性信息

[87] *Stock Exchange Practices, Part 15; National Securities Exchange Act 1934, Hearings on S. Res. 84, 72d Cong. and S. Res. 56 and S. Res. 97, 73d Cong., Before the Senate Comm. on Banking and Currency, 73d Cong., 1st Sess. 6533 (1934), reprinted in 6 Legislative History of The Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 (J. S. Ellenberger & Ellen Mahar eds., 1973).*

披露要求的一般性论述,不可能解决上文提到的诸多权衡问题。^[88] 例如,福克斯教授提出的基于公司间外部性的强制性信息披露监管的论点,并不能经受信息披露监管的成本和收益下的仔细审视。福克斯教授声称,强制性公众公司信息披露监管规定可以提高福利,因为披露“不利于竞争的”信息的公司难以获取此等信息披露给其竞争对手而带来的收益。^[89] 因此,福克斯教授的观点可以被分为两个部分:(1)公司间的外部性导致了信息披露的市场失灵;(2)联邦信息披露监管规定是解决市场失灵的适当路径。

福克斯教授论述的第二个部分难以证立,即信息披露实践中公司间外部性导致的市场失灵可为联邦披露监管提供正当性。^[90] 让我们假设公司间外部性确实会导致市场失灵,^[91] 问题是,福克斯教授能否在不评价具体披露要求效果的情况下,证明强制性披露监管是对这种市场失灵的适当回应?

罗曼诺教授指出了福克斯教授论点第二个部分的若干缺陷:^[92] 第一,罗曼诺教授指出福克斯教授在支持更多监管的同时并未考虑到监管的干预成本。^[93] 如其所言:“福克斯教授犯了信息披露市场失灵支持者的一个常见谬误……他们假设政府替代方案实现了最佳产出,却没有像

[88] 这与她对信息披露监管和公司间外部性的金融经济学模型的审查中得出的结论一致,即“因此相应的,从公司间外部性背景下两个披露政策模型的结果中可以肯定地得出一个结论,这也是详细审查这些模型的原因:以充分的信心(特别是福克斯教授所传达的确定性)断言——政府为补救公司间外部性而进行的强制披露的干预总是会社会福利最大化——是不合适的”。Romano, *Need for Competition*, 同前注[12],第439页。

[89] 参见 Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12]; Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15]。

[90] 第一个主张,即公司间的外部性导致了公众公司信息披露实践中的市场失灵,可参见后文第三部分(一)。后文将进一步考虑第二项主张,即 SEC 实施披露要求以解决公司间的外部性问题。参见后注[107]~[108]及其有关内容。

[91] 参见后文第三部分(一)(支持了该项结论)。

[92] Franco 对福克斯教授论点的该部分提出了另一批评,同前注[10],第346~348页(该文认为他的公司间外部性论点未能就哪些具体类型的信息应受制于强制性披露要求而提供指导)。

[93] 更准确地说,在该情况下,问题在于建立监管垄断的成本,这需要与罗曼诺教授提出的证券监管的联邦主义方法的成本相比较。

仔细检查市场机制那样去检查该政府替代方案。”^[94]第二,罗曼诺教授提出了一种可能性,即某公司的信息披露可能会对其他公司产生消极或积极的影响。^[95]她认为,考虑到这种可能性,在建议进行监管介入之前必须进行更精细的分析。^[96]为了支持该论点,她引用了数个关于信息披露的分析模型,这些模型显示即便存在公司间的外部性,强制信息披露也未必会增加社会福利。^[97]

本文关于信息披露的微观经济模型可以为福克斯教授的观点难以成立提供一个简单的解释。他忽略了与知识产权保护的经济学比较所强调的披露成本,即披露要求可能对投资于信息收集活动所产生的收益造成的影响。^[98]即使公司间的外部性总是正向的,我们仍然不可能推断这些收益与其对信息收集活动投资回报产生的影响相比,到底孰高孰低。

仅举一个简单的例子,我们就可以看到福克斯教授得出宽泛性结论

[94] Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第439页。

[95] 参见上注, 第431~435页, 第555~562页。

[96] 同时参见 Stephen Breyer, *Regulation and Its Reform* 26 (1982) (“如果外部性的理由站得住脚,那么它应该被限制在外溢性大、相当具体、可大致货币化的情况下。”) 福克斯教授反驳称,正向的公司间外部性比负向的公司间外部性更有可能出现:“我们有充分的理由相信,对于任何与本次论辩有关的发行人披露的信息,其披露都可能对经济体中的一个或多个其他公司产生正向影响,而对任何公司都不会产生负向影响。”参见 Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15], 第569页。基于此,福克斯教授得出结论,即使在一些特殊的情况下,可能存在公司间的负外部性,他的建议也是有效的。

[97] 参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第439页。然而,罗曼诺教授继续从福克斯的论证局限中得出了太多的结论。她认为,为了解决公司间的外部性,不可能制定任何强制性的披露要求。她关心的是,“政府监管机构如何能够对每家公司的每项信息进行这种费力的计算”。同上注, 第435页。但她对监管者面临所挑战的描述忽略了一种替代路径,即对某些类别的信息适用披露要求。类推而论,在确定知识产权保护的范围和期限时,政府根据所涉及的信息类别,对授予垄断权和增加创新投资激励之间的权衡进行了评估。在该语境下,福克斯教授倾向于作出以下结论:因为知识产权保护有好处,所以知识产权应该受到保护是必然的。这当然是一个过于宽泛的结论。但相反的观点也未必正确。仅仅因为不包括更细微的考虑就无法证明知识产权保护的合理性,我们也不应该得出结论而认为永远不应该给予知识产权保护。见下文第四部分(提供一个罗曼诺教授的结论所忽略的分析类型的例子)。

[98] 参见前注[84]~[87]及其有关内容。

过程中运用权衡机制的问题所在。假设公众公司被要求披露所有的商业秘密,这极有可能会使其竞争对手受益。在他的分析框架中,却不存在拒绝这种披露的选项。但是,公司是否应该被要求披露所有的商业秘密?如果不考虑这种要求对创新领域投资的影响,实际上就无法评估这样的建议。

连福克斯教授都会犯上述的错误,确实使人感到被讽刺,他是少数几个提到披露政策对投资决策存有潜在影响的学者之一。^[99] 福克斯教授在一个脚注中解释了这种不连贯性,他写道:“信息披露对静态和动态效率的影响是金融经济学主流领域之外的附带问题,它们如何平衡是一个国家的政府当局应该决定的事情。”^[100] 但是,这种论调难以让人信服。一个学者在建议增加披露要求时,刻意忽视创新领域投资减少带来的激励成本,仅仅因为这种成本考量是“在金融经济学的主流领域之外”,这合理吗?有什么信息是监管者可以获得,而学者却无法获得的?因此,评估实施具体披露要求的成本和收益是更好的分析路径。

2. 公众公司信息披露的再分配效应

信息披露要求也可能产生显著的再分配效应。那些不需要公开披露信息的公司可能会从公众公司增加的披露信息中受益,而其自身却无须承担相应的披露成本。这可能会使美国的公众公司与私人公司、外国公司及一些更大的公司相比,导致竞争劣势。^[101] 但这些再分配效应的程度并不明显。首先,这个问题需要在一个更宏大的背景下予以讨论。美国重视在资本市场上的高水平的披露,^[102] 这可能是美国资本市场成

[99] Fox, *Retaining Mandatory Disclosure*, 同前注[12], 第1346页, 注释[20]; 同时参见 Franco, 同前注[10], 第347页, 注释[256]。

[100] Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15], 第574页, 注释[29]。

[101] 根据目前实施的重大性标准,相对于大型公司,较小型的公司可能被要求披露更详细的信息。

[102] 参见前注[1]及其附文,也许除了偏向于保护公司而非投资者利益的例外。例如,参见 Joseph A. Grundfest, *Subordination of American Capital*, 27 J. Fin. Econ. 27, 89 (1990); Mark Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance* (1994)。

功的一个因素。^[103] 虽然美国的公众公司承担了披露成本,但这也有一定的收益,认为增加信息披露必然会损害美国公众公司的结论过于简单化。

对现行的信息披露制度进行调整也可以改变这些再分配的成本。首先,可以调整上市和非公众公司之间的分界线。^[104] 其次,可以在国际上实施与美国可比的披露要求。这些变化的可行性或可取性超出了本文的范围,但其中任何一项调整都可以减少对美国公众公司施加披露要求所带来的再分配效应。

三、对公众公司信息披露的监管

在了解了公众公司信息披露的成本和收益后,下一步是要确定应该要求公众公司披露哪些信息,则需要明确在何种情况下对公众公司的信息披露行为进行监管介入是合理的。构建监管的充分正当性基础需要:(1)确定市场失灵的发生;(2)评估该市场失灵的严重性;(3)权衡进行矫正性监管介入的成本和收益。^[105] 本部分将逐次对它们进行讨论。其一,本文证实了公众公司披露实践中存在由公司间外部性导致的市场失灵。其二,这种市场失灵的潜在成本比想象中要高得多。其三,本文提供了一个计算方法,来评估何时进行监管介入以纠正这一市场失灵是有意义的。

(一) 公众公司披露中的公司间外部性

对信息披露可能造成竞争性损害的担忧,确实导致了公众公司信息披露实践中的明显的市场失灵。如上所述,福克斯教授基于公司间外部性进行监管介入的论点可以分为两部分:(1)公司间外部性导致了信息披露实践中的市场失灵;(2)联邦披露监管是解决这种市场失灵的适当

[103] 例如,我们注意到尽管美国的证券披露要求比其他地方的要求更多,一些外国公司依然选择在美国注册证券。参见 Coffee, 前注[18], 第 1779 ~ 1800 页(该文讨论了这种“交叉上市”的经济动机)。

[104] 参见 Seligman, 前注[18], 第 889 页(该文描述了目前区分非公开和公开发行的基础)。

[105] 对于一套类似的标准,可以参见 Roger G. Noll, *Economic Perspectives on the Politics of Regulation*, in 2 *Handbook of Industrial Organization* 1253 (R. Schmalensee & R. D. Willig eds., 1989)。

方法。^[106]同时,他基于公司间外部性而论证公众公司强制信息披露要求正当性的论点,本文已经阐明了其第二部分是过于宽泛的。^[107]此外,目前美国公众公司的披露要求在不同方面宽严不一,这不能仅仅被理解是为了纠正公司间外部性所导致的市场失灵。如果美国披露要求的目的是解决外部性问题,那么就不应该明确给予公司豁免而免于披露部分专有信息,但现实并非如此。^[108]关于公司间的外部性的论证也无法解释披露要求,如公司披露公司与其代理人之间的交易细节,因为这种信息对公司的竞争者也没有价值。^[109]

然而,福克斯教授论点的第一个组成部分(公司间外部性导致市场失灵)是正确的,有很多证据支持它。但是,福克斯教授提供的支持“公司间外部性导致市场失灵”这一结论的具体证据是有问题的。福克斯教授似乎主要依赖下面这个事实,即一家公司披露的信息是免费提供给其他公司的,^[110]但正如上文所述,这并不能排除“其他公司获得相关信息也可能产生成本和收益”的可能性。^[111]

对于因公司间的外部性而导致公众公司的信息披露存在市场失灵这一观点,要给予更有力的论证,则需要证明:(1)公司难以获取其信息披露为竞争对手提供的所有收益;(2)对发布不利竞争的信息的担心将显著减少公众公司的信息披露。如果公司能够获得信息披露给第三方带来的收益,那么“公司间的外部性导致信息披露的市场失灵”这一论点就站不住脚了。“如果公司不改变其披露方式,避免披露专有信息,那么即使出现市场失灵,也没有关系。”但这两种影响都是显而易见的,因此,由于公司间所存在的外部性,公众公司披露做法似乎确实会导致严重的市场失灵。

1. 所有竞争者的收益难以被信息披露公司所获的证据

要确定存在市场失灵,必须证明进行披露的公司难以获得其披露的

[106] 参见前注[89]及其有关内容。

[107] 参见前注[90]~[100]及其有关内容。

[108] 参见前注[29]。

[109] 这种要求可以更好地解释为披露这种信息对降低代理成本的作用。参见 Mahoney, 同前注[13]。

[110] Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15], 第571页,脚注25(“信息的价值,在这种情况下是被免费得到的……”)。

[111] 参见后文第二部分(二)3。

信息给竞争者带来的所有收益。虽然在某些情况下,公司可以得知其披露信息给其他公司带来的收益,如许可安排或出售客户名单,^[112]但这些情况的特殊性恰恰说明:公司一般难以获得所有收益。例如,公司向其竞争对手出售客户名单,但同时放入几个虚构的客户名称,而这些虚构客户将会把有关材料以其他名义发回给名单的出售者,如此一来,名单的所有者可以低成本且准确地得知该客户名单的使用频率。

但在大多数情况下,公司获取因披露有竞争价值的信息而产生的收益的能力都受到严重制约。第一,可能很难确定谁是这种信息披露的受益者。一个有吸引力的商业机会的披露,可能会把其他以往并非竞争者的公司引入市场。^[113]第二,如果这些交易的相关方如果确实彼此认识,那么他们很可能成为商业竞争对手,在合作时面临着法律^[114]以及实际^[115]障碍。第三,当信息披露减少公司的垄断力量时,信息披露的收益是以消费者剩余的形式提供的,^[116]而这种收益难以通过货币来衡量。^[117]第四,创造一个信息市场比创造产品或服务市场更为困难,因为复制和广泛分发信息的成本相对较低,而且信息的大部分价值只有在提供给潜在

[112] See George Foster, *Externalities and Financial Reporting*, 35 J. Fin. 521, 526 (1980) (该文提供了例子说明公司可以获得其披露信息为竞争对手提供的利益)。

[113] 应该指出的是,在没有其他障碍的情况下,某种形式的公开拍卖可以改善这一特殊困难,但“其他障碍”是一个复杂的因素。

[114] 例如,竞争者之间的这种合作可能会引起反垄断方面的担忧。See Stephen F. Ross, *Principles of Antitrust Law* (1993)。

[115] 在诸多行业,商业竞争者之间存在着相当程度的竞争和敌意。

[116] 参见前文第二部分。

[117] 对于罗曼诺教授建议的巧妙的、基于市场的、有助于消解披露外部性的解决方案而言,披露要求可能会在增加消费者福利这方面带来收益的观点,也是存在问题的。她指出许多大型投资者持有众多公司的股份,因此这些投资者将认识到披露公司的成本以及此类披露将为公司带来的一些收益。Romano, *Empowering Investors*, 同前注 [12], 第 2368 页。Romano 解释说:“大多数投资者持有的是投资组合,而不是单一的股票,因此,与发行人不同,如果他们做出披露决定,他们会将外部性内部化。也就是说,他们会希望有一个要求披露信息的制度,因为根据正外部性的定义,他们在竞争者身上的预期收益将抵消他们在发行人身上的损失。”同上;同时参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注 [12], 第 439 ~ 446 页。但这些机构投资者不可能完全获得减少公司垄断权力所带来的消费者剩余。但参见 William J. Carney, *Jurisdictional Choice in Securities Regulation*, 41 Va. J. Int'l L. 717, 736 (2001) (该文认为 SEC 的监管应以股东至上的准则为指导,而不是普遍关注提高社会整体福利)。

购买者之后才能确定。^[118] 第五,通常很难监控其他公司内部对信息的使用,而这正是专有信息的使用方式。

2. 专有信息被披露的重要性

如果不利于竞争的信息没有被保留,那么市场失灵则难以产生太多实际的影响。但是,对公众公司信息披露的实证和理论研究都表明,对披露专有信息的担忧大大减少了公众公司的信息披露。

(1) 与不利于竞争担忧有关的实证发现

两种不同的实证分析表明,对竞争劣势的担忧是限制公众公司披露信息的重要因素。第一类研究观察了成熟投资者用于对公司进行估值的信息。如果公众公司披露了成熟投资者用来评估公司内部的大部分信息,那么公司间的外部性所导致的市场失灵可以忽略不计了。有几项贯穿 20 世纪 80 年代到 90 年代的研究,正是为了确定成熟投资者使用什么信息来评估某公司的证券。^[119] 这些研究发现,投资者使用商业运营信息来评估公司证券的价值,而这些信息大都没有被公

[118] See generally Edmund W. Kitch, *The Law and Economics of Rights in Valuable Information*, 9 J. Legal Stud. 683 (1980).

[119] 从 20 世纪 70 年代开始,美国公众公司强制信息披露要求的批评者认为,SEC 要求公司披露的信息并不能为成熟投资者提供对公司证券估值有用的信息。这个问题之所以引起学术界的注意,主要是由于 Homer Kripke 的努力。参见 Homer Kripke, *The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N. Y. U. L. Rev. 1151, 1174 (1970) [以下简称 Kripke, *Some Myths*] (该文结论是,当时要求公司披露的信息是“无用的”,“我们应该去看看投资者真正需要什么”); Homer Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose* (1979) (以下简称 Kripke, *In Search of a Purpose*) (该文总结了他对强制性信息披露要求所需披露的相关信息不足的批评意见)。为了回应这些讨论,学者们进行了一些研究以确定成熟投资者实际上使用什么信息对公众公司证券进行估值。参见 Am. Inst. of Certified Pub. Accountants, *Improving Business Reporting—A Consumer Focus* (1994) (以下简称为 Jenkins 报告); Ass'n for Inv. Mgmt & Research, *Financial Reporting in the 1990s and Beyond* (1993) (以下简称为 AIMR 报告); FASB, *Electronic Distribution of Business Reporting Information* (2001); FASB, *GAAP – SEC Disclosure Requirements* (2001); FASB, *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures* (2001) (以下简称为商业优化报告); Wayne S. Upton, Jr., FASB, *Special Report: Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy* (2001) (以下简称为 Upton 报告)。上述四项与 FASB 相关的研究将在随后的脚注和正文中被称为 FASB 研究。

众公司披露。^[120]

这些研究考察了为什么这类信息虽然是投资者感兴趣的,但却不经常被披露。公众公司的解释是,他们之所以不披露这类信息,是因为担心公布这类信息可能会造成竞争劣势。^[121] 例如,其中一项研究指出:“披露竞争性敏感信息是公司们的主要顾虑,许多公司最大的担忧就是SEC的建议(公司应披露更多的商业运营信息)。这些公司担心竞争对手会从SEC文件所要求披露的商业报告中获得启发并利用之,导致进行披露的公司在竞争中处于不利地位。”^[122] 当然,公司或许有其他更重要的成本考虑,而只是在表面上借助“竞争性损害”的理由来解释他们拒绝披露信息的选择。

第二类实证研究亦表明,对竞争劣势的担忧会限制公众公司披露信息。该研究的方法是:将仅向投资者披露而不向竞争者披露的信息,与相似的公众公司披露的信息进行比较。^[123] 在一家大量参与私人融资交易的公司律师事务所的协助下,私人交易中的披露做法可得以被审视。^[124]

[120] 参见后文第四部分(二)2的内容。

[121] 与之观点相同的是,1978年完成的一项研究发现,几乎90%的公司高管希望对披露要求豁免进行更宽泛的解释,以避免被要求披露任何不利于竞争的信息。R. K. Mautz & William G. May, *Financial Disclosure in a Competitive Economy* 97-98 (1978)。

[122] Jenkins Report, 同前注[119],第5页。

[123] 对于该类分析潜在有效性的其他材料,参见Kripke, *In Search of a Purpose*, 同前注[119],第71页(“SEC本应对私募活动中信息要求和执行情况进行研究,在私募中,信息被决策者而非SEC所掌握”); Richard Leftwich, *Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements*, 58 *Acct. Rev.* 23 (1983); Steven N. Kaplan & Per Stromberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts*, *Review of Economic Studies* (Ctr. for Research in Sec. Prices, Working Paper No. 513, 2000), http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=218175 (Mar. 2000)。

[124] Latham & Watkins LLP 律师事务所提供了相关协助。该分析方法存在困难。由于这些交易是私下进行的,因此很难确定什么是典型或习惯的做法。同样地,书面协议也未必能显示出实际的做法。该问题在投资者有多种方式收集信息的私人交易中尤为严重,例如,大型投资者通常有权访问公司办公室并有权要求提供具体信息,即使投资者协议的披露条款中没有明确载明相关信息。在风险投资协议中,大型投资者通常有权访问和检查公司的任何财产,包括其账簿和其他记录(包括复印和摘录),并有权与公司高管和独立公共会计师讨论公司的事务、财务和账目,这些活动可以在任何此类人员合理要求的合理时间和频率进行。See Robert V. Gunderson, Jr. & Lee F. Benton, *Hi-Tech Corporation: Investors' Rights Agreement*, in 1 *Venture Capital & Public Offering Negotiation* 9-29 (3d ed. Supp. 1999)。

在这些“私人”交易中,与投资者共享的信息,相对于相似的公众公司披露的信息要多得多。^[125] 这表明,对竞争者获得专有信息的担忧(此种担忧在私人公司的语境下较不足虑),确实减少了公众公司的信息披露。^[126]

当然,“与公众公司的披露相比,私人交易中的披露水平更高”这一观点也有其他解释,包括:(1)公众公司更加关注其责任和股东派生诉讼;(2)公众公司投资者面临的集体行动成本;^[127](3)公众公司和私人公司之间的差异;(4)私人公司的投资者可能不太能够出售其股份的事实。但这些解释的可行性并没有看起来那么强。第一,即使公众公司确实比非公众公司面临更高的诉讼风险,较少的披露也不会必然降低诉讼风险。^[128] 此外,如果对责任的担忧对塑造公众公司的披露行为有重要影响,那么减少因披露担责可能性的立法或监管规定,就应该能够改变披露行为,如1978年开始为业绩预测提供的安全港^[129]或1995年《私人证券诉讼改革法》中减少责任的措施。^[130] 但这些变化似乎都没有导致

[125] 参见下文第四部分“(三)1”内容(通过详细审查在私人交易中向投资者披露的内部管理信息类型,并与在相似公共交易中向投资者披露的此类信息数量进行比较,支持了这一结论)。但参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第390页[“例如,SEC允许私人债市信息披露的程度较低,因为它仅限于成熟投资者(机构投资者或者富有的个人投资者),但此类投资者要求披露的信息与公共债市的要求大致相同”]; Luis F. Moreno Trevino, *Access to U. S. Capital Markets for Foreign Issuers: Rule 144A Private Placements*, 16 Hous. J. Int'l L. 159, 195(1993)(最近,用于投资级债务证券私募的标准所包含的措辞与公开发行招股说明书中使用的措辞几乎相同,这超出了市场参与者的预期。)

[126] 即使在私人交易的情况下,在制定披露要求时,披露所带来的竞争不利成本也是一个考虑因素。大多数私人协议都明确禁止向可能利用信息帮助竞争对手的投资者披露信息。例如,一个已公布的协议范本含有如下条款:“对于公司合理确定为竞争对手或竞争对手的高管、雇员、董事或持有超过10%股份的股东,公司无须遵守(规定了信息披露要求的合同)。”Gunderson & Benton, 同前注[123], 第9~31页。

[127] See, e. g., Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J. L. & Econ. 395(1983)(该文认为集体行动的成本限制了股东投票在减少公众公司代理成本方面的作用)。如果公众公司股东的集体行动成本较高,那么披露的收益就会较低,这可能会减少公众公司最佳披露的信息量。

[128] 参见前注[81]及其有关内容。

[129] 参见前注[81]及其有关内容。

[130] See The Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104 - 67, § 102, 109 Stat. 737, 753 - 56.

公众公司披露信息的大幅增加。第二,随着机构投资者之间合作的加强,以及公众股东从许多公司的股份中获得的收益,公众股东所面临的集体行动问题正在减弱。^[131] 第三,公众公司和非公众公司间、不同类型的投资者间的差异越来越小。^[132] 第四,在私人交易中出售股票的能力降低,也可能表明从信息披露中获得的收益减少,因此在这些交易中应该减少而不是增加信息披露。^[133] 综上所述,在私人交易中披露的信息远远多于可比的公开市场交易,这表明披露专有信息的竞争不利成本理应得到更多关注。

(2) 对竞争不利担忧的理论研究发现

公众公司信息披露实践的理论分析模型也表明,对竞争劣势的担忧是限制公众公司披露信息量的一个重要因素。经济学家们已经构建了信息披露的基本模型。^[134] 这项工作的核心发现之一是,在某些条件下,所有的隐私信息都会被披露和阐明。这一发现背后的逻辑是,如果买方可以合理地假设卖方将披露利好信息,那么买方将得出结论,沉默则意味着最坏的消息。鉴于这种假设,卖方会有动力去披露除了极端坏消息以外的所有的信息。如此积累效应会决定所有相关信息在没有监管措施的情况下也都会披露。

下一步是考虑不发生披露的情况。如果除了想隐瞒坏消息之外,还有其他合理的理由来保持沉默,那么就不会出现披露的情况。在公众公司信息披露的背景下,对发布不利于竞争的信息的担忧是对不揭秘的最

[131] 参见 Roberta Romano, *Less Is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, 18 *Yale J. Reg.* 174 (2001)。此外,集体行动问题是市场失灵的一种表现形式,因此,由于这些成本而导致的披露信息减少或许不是社会最优。

[132] 参见 Seligman, 同前注[18]。

[133] 此外,投资者在持有公共证券时与持有私人证券时的选择不同。例如,在持有公共证券时,投资可能选择出售证券而非积极地监督经理层的表现。这并不一定会削弱私人交易基准的相关性。私人交易中的实践可能更准确地揭示了监督和披露的社会最优水平,其中出售股票和其他形式的逃避行为并不普遍。

[134] 参见 Sanford J. Grossman, *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure of Product Quality*, 24 *J. L. & Econ.* 461 (1981); Paul R. Milgrom, *Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications*, 12 *Bell J. Econ.* 380 (1982)。

好解释之一。^[135] 芝加哥大学商学院的罗伯特·特纳(Robert H. Gertner)教授在回顾披露和解套的文献时解释说:“那么,人们不得不问,为什么没有法律就不会发生完全的信息披露。最好的答案是:信息披露的真正成本是对业绩信息的披露,而这些信息可以使公司目前的竞争对手或潜在的竞争对手受益。例如,一家公司如果得知另一家公司的有关业务表现良好,这家公司可能会选择进入该领域并参与竞争。这种可能性限制了未披露的负面推断,导致了不完全披露。”^[136]“保护专有信息的愿望解释了公众公司信息披露没有完全完成的原因”这一结论,并不意味着公司只会隐瞒对竞争不利的信息。在信息被隐瞒时投资者可以推断出最坏的后果这一论断变得不再真实时,新的信息披露平衡水平就会建立起来。现在会出现这样的情况:经理们有其他的坏消息,他们可能会在保护公司不披露不利于竞争信息的愿望的掩护下而加以隐瞒。^[137]

(二) 估算正外部性的潜在社会成本

在公众公司的披露行为中,存在由公司间的外部因素导致的重大市场失灵,下一步则是估计这种市场失灵的潜在成本。事实证明,公司间外部性市场失灵的潜在成本要比想象中大多。过往的学术研究通过考察公司披露信息的成本和其他公司从收到披露信息中获得的收益之间的差值,从而估计公司间外部性造成的披露行为的潜在成本。^[138] 罗曼诺教授认为:“最后,在正外部性的情况下,对披露信息的公司所造成的危害可能将大于竞争对手公司从披露信息中获得的收益。若这种

[135] 这与法律学者们的共识是一致的,即要求披露专有信息会减少公众公司的信息披露。例如,参见 Franco, 前注[10], 第 271 页(“比之于责任成本,专有成本对发行人的影响在阻碍这种披露方面可能发挥更强的作用。”)。

[136] See Robert H. Gertner, *Disclosure and Unraveling*, in *The New Palgrave Dictionary of Law and Economics* 608(1999); 同时参见 Verrecchia, 同前注[35], 第 166 页。

[137] 参见 Shavell, 同前注[23]; 同时参见 Suil Pae, *Discretionary Disclosure, Efficiency, and Signal Informativeness*, 33 *J. Acct. & Econ.* 279(2002)。

[138] 目前还不清楚福克斯教授的具体计算方法为何。福克斯教授说:“相反,如果罗曼诺教授是正确的,即负面和正面效应在事实上的可能性相似,那么我关于保留强制披露的一个主要论点就是失败的。”Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15], 第 570 页, 脚注 22。这表明福克斯教授可能会考虑适当衡量公司间外部性的潜在损害,即减去披露成本和放弃的收益。

猜想正确,那么最大化社会福利的政策就不应该强制要求披露信息。”^[139]

但是,要正确计算正外部性的潜在社会成本,需要考虑两个独立的部分。罗曼诺教授所关注的计算只考虑了其中一部分。为了确定外部性的成本,我们必须同时考虑将直接导致外部性的生产组件予以解绑是否经济,以及在不考虑此等解绑是否经济的情况下,与不生产该商品相比,生产该商品的社会收益是多少。^[140]较之于正外部性,在我们更加熟悉的负外部性的背景下,一个简单的例子可以帮助澄清这种差异。假设一个工厂制造了90美元的污染,而工厂主无须为此付费。第一个问题是减少污染是否能以低于90美元的价格实现。但无论消减污染(本文上述的“解绑”)是否合算都会产生第二个问题,即是否应该继续生成该产生污染的商品。在这种情况下,问题的解决方案相对简单:让工厂主将90美元的污染费用内部化,然后生产者可以评估:(1)减少污染是否经济;(2)生产是否仍然有利可图。

此处的洞见在于,外部性使商品的生产者失去了有关生产成本或收益的信息。无法获得这种信息的重要性只有在均衡的情况下才能确定。因此,对这种市场失灵的潜在成本的正确估计,是通过考察进行信息披露的公司没有获取的潜在收益或损失总额来确定。为了证明这一结论,本文将使用一个涉及正外部性且有数值计算的例子来说明。

[139] 参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第435页。罗曼诺教授在努力将福克斯教的论点形式化的过程中得出了该结论,她基于多种理由而拒绝福克斯的论点。特别是在评估罗纳德·戴伊(Ronald Dye)对信息披露有效性所作理论分析的相关性时提出了这个计算方法。同上注;参见 Ronald A. Dye, *Mandatory Versus Voluntary Disclosures: The Cases of Financial and Real Externalities*, 65 *Acct. Rev.* 1 (1990)。戴伊模型中的一个假设是,披露信息要么产生正外部性,要么产生负外部性。罗曼诺教授对此种披露净效应相关性的讨论,可能仅限于确定戴伊的假设是否现实。然而,在笔者看来,罗曼诺教授似乎在提出一个更广泛的主张,即按照她提出的方式确定信息披露是否可能产生正向或负向的外部性,这也决定了这种外部性的社会福利效应。

[140] 科斯确定了第二个组成部分。参见 R. H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 *J. L. & Econ.* 1, 43 (1960) (“一个更好的方法似乎是,从接近实际情况开始分析,研究拟议的政策变化的影响,并尝试判断新的情况在总体上是比原来改善还是恶化。”)

1. 苹果树和蜜蜂的数学例证

经济学家通常使用的正外部性的例子是:一个在苹果园附近经营的养蜂人^[141]因为的蜂箱在苹果园附近而获得更多的收益。^[142]然而,苹果园主却没能得到相应的报酬。^[143]因此,苹果园的数量不会达到社会最优。我现在用这种设定来说明那些没有被商品生产者所获取的收益,在上述例子中,则是苹果园为养蜂人生产力的提高提供了对正外部性市场失灵潜在成本的最佳估计。

假设一个农民正在决定是否要开设一个苹果种植园。她将仔细计算种植苹果园的私人成本和收益。她知道隔壁的养蜂人,也知道她将无法从增加的蜂蜜产量中获利。农民认为,开设种植苹果园将使自己损失10美元,因此决定不再种植。如果她开设了苹果种植园,养蜂人将从增加的蜂蜜产量中获得25美元的额外利润。在这个例子中,正外部性的社会成本为15美元;这是农民因为种植果园而放弃的10美元成本(假设选择开办了种植园)和养蜂人放弃的25美元收益的净值。

我们的第一个观察是,与罗曼诺教授提出的计算方法不同,上述计算方法正确地显示了15美元为正外部性带来的社会成本。罗曼诺教授在她的分析中,比较了其他公司可能实现的收益(因为获得了专有信息)和产生这些收益的成本(披露这些专有信息的公司的成本)。在苹果树和蜜蜂的例子中,这相当于比较了苹果树给养蜂人带来的收益(25

[141] 参见 Robert H. Frank, *Microeconomics and Behavior* 577 (4th ed. 2000); Walter J. Wessels, *Economics* 494 (3d ed. 2000)。首篇利用这个例子的论文是 J. E. Mead, *External Economies and Diseconomies in a Competitive Situation*, 52 *Econ. J.* 54 (1952)。

[142] 我无法找到证据来支持蜂箱靠近苹果树会增加蜂蜜的产量。然而,有明确反向证据表明,蜜蜂和苹果树距离的缩短确实极大地增加了苹果产量。参见 Steven N. S. Cheung, *The Fable of the Bees: An Economic Investigation*, 16 *J. L. & Econ.* 11 (1972) (该文发现从果树中的蜜蜂受益的主要是果园主,而不是养蜂人)。

[143] 基于下述的几个援引,这是一个奇特的正外部性例子。第一,可量化的收益似乎是提供给果园所有者,而不是提供给蜂箱所有者。第二,由于双方人数不多,而且距离很近,交易成本似乎应该很低,因此不太可能出现严重的市场失灵。事实上,许多蜂箱所有者的收入即来源于果园。Cheung, 同前注[142]。第三,通过关注几乎总是共生的关系,本文所研究的更复杂的情况,即生产者在产生正外部性时所承受的成本并没有被探讨。

美元)和蜜蜂在苹果树中出现所带来的成本或收益。在上面的例子中,正是由于苹果园的主人允许蜜蜂进入,才产生了更多的蜂蜜;同样地,正是由于公众公司披露了其专有信息,其他公司才会受益。但在上述的社会成本计算中,蜜蜂给苹果园带来的成本或收益并没有得到计算。可能是蜜蜂提高了苹果树的生产力,^[144]也可能是农民对蜜蜂高度反感并且对蜜蜂的增加有强烈的厌恶。让我们假设,农民讨厌蜜蜂,在决定是否种植苹果树时,对蜜蜂的嗡嗡作响给予30美元的负向赋值。^[145]如果我们只比较蜜蜂给农民带来的成本(30美元)和苹果树给养蜂人带来的好处(25美元),我们会得出结论:种植苹果园将带来5美元的社会成本。这是罗曼诺教授使用的计算方法,但这是错误的。这一计算忽略了种植苹果园所产生的其他收益。因为种植苹果园的净成本是10美元,而农民允许苹果树上出现蜜蜂的成本是30美元,所以苹果种植园的其他收益必须是20美元。我们需要把这20美元和从罗曼诺教授计算中推算出的5美元的社会成本共同计算,以得到种植果园的正确社会收益,即15美元。事实上,比较蜜蜂给农民带来的成本和给养蜂人带来的收益,并非衡量外部性社会成本,而是为了解决其他问题,这种比较与确定应该花多少钱来防止蜜蜂进入苹果园有关。在上例中,蜜蜂给种植园主带来了30美元的成本,而进入果园给养蜂人带来了25美元的收益,所以,如果能以低于5美元的价格将蜜蜂挡在苹果园外,那么就on应该这样做。^[146]但是,如果不能以低于5美元的价格将蜜蜂挡在苹果园外,那么就不应该将其作为生产中可以解绑的组成事项。假设苹果树中存在蜜蜂,则分析又回到确定是否开设苹果园的社会福利问题了。概括地说,一个生产要素成本和收益的比较,只有在决定是否值得花费或花费多少来解绑该生产要素时,具有相关性。

因此,现在我们进入第二步:比较是否生产某商品而产生的均衡,在上述例子中,即是否开设新的苹果园的均衡。要进行这一计算,需要有

[144] 参见上注(其证实在事实上这种经济收益通常是由蜜蜂提供的)。

[145] 假设提供正外部性是有成本的,那么这个例子和披露专有信息的可比性会增强,因为披露专有信息通常会损害进行披露的公司。

[146] 这一计算假设:此时果园主能够从增加的蜂蜜产量中实现收益。若非如此,那么果园主将愿意支付高达30美元的费用来阻止蜜蜂进入果园。

两类信息:(1)养蜂人从使用苹果园中获得的利益(外部性的大小);(2)农民开设苹果种植园的预期损失或收益(除去外部性之外的净成本或收益)。这两类信息可能都很难确定。一方面,养蜂人可能不愿意透露自己利用苹果园能获得多少收益,以免被要求付费。另一方面,农民已经决定不继续种植苹果园了。要知道她预计种植苹果园会有多少损失,我们需要知道她预计的10美元的亏损,但她的无所作为所透露的只是她没预期苹果园会带来积极的回报。

考虑一下,如果我们只获得这两类信息中的一类——养蜂人因其蜜蜂使用苹果园获得25美元的收益。有了该信息,就可以简单地确定正外部性的社会成本的上限。这个上限是25美元,是在不知道农民为什么选择不开办苹果园的情况下确定的。这并不是说这种正外部性的社会成本将是25美元。农民种植果园很可能会损失30美元,而这不见得是由于市场失灵所导致的。尽管如此,作出生产决定的一方没有获取的第三方收益的总额,而非产生外部性的生产要素成本和收益之间的净额,成为外部性可能导致社会成本的上限额度。

2. 信息披露中公司间外部性的社会成本估算

苹果树和蜜蜂的假设提供了一种估计正外部性的潜在危害的方法。将这一分析应用于公众公司的信息披露实践表明,公司间外部性的潜在危害可能是相当大的。如果罗曼诺教授是正确的,那么对披露行为中正外部性的潜在危害的衡量,将是公司披露专有信息的成本和其他公司从获取该专有信息中获得收益的差值。根据该计算方法,公司间的外部性不太可能带来显著的成本。竞争者的收益或多或少会被披露信息的公司的损失所抵消,因此,基于公司间的外部性,难以正当地对所有公众公司施加一套广泛的信息披露规定。^[147]然而,如果只看其他公司可能从专有信息披露中获得的收益,就可以更好地估计公众公司披露行为所致正外部性的潜在成本。

我们可以尝试举一个简单的公众公司信息披露的数学例证。假设A公司披露某一特定信息(各种产品的盈利状况)的成本是100美元,同

[147] 这就是罗曼诺教授根据她的计算得到的结论。Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第435页。

时,这一披露给 A 公司的竞争对手带来的收益也是 100 美元。再假设披露该信息的披露也会给 A 公司带来收益,例如减少了 90 美元的代理成本,而如果不披露这一信息,减少代理成本的收益就无法实现。如果公司 A 无法获取这一披露将给其竞争对手带来的收益,那么公司 A 将选择不披露这一信息,因为披露这一信息将使公司 A 损失 10 美元(100 美元的成本减去 90 美元的收益)。值得注意的是,该信息披露的社会成本却是 90 美元,因为 A 公司的所有披露成本都会为其他公司带来可比收益。在这个例子中,我们看到,即使披露不利竞争信息成本等于提供给公司竞争对手的收益,公司间外部性导致的扭曲可能是相当昂贵的。

当然,关键问题是这些数值假设和计算在何种程度上有现实意义。披露专有信息的公司无法获取的潜在收益是否很大,以及为什么不能将披露的其他收益与披露专有信息产生的收益分开? 前述两种方法是用来表明公众公司限制其披露是因为担心披露的竞争不利成本。第一种方法研究为什么公众公司不披露许多投资者认为有用的信息。^[148] 第二种方法是将非公众公司的披露做法与类似的公众公司进行比较。^[149] 这两种方法都可以用来计算进行披露的公司所没有获取的正外部性。首先,假设不披露信息的公司所避免的不利于竞争的成本与披露信息可能给其他公司带来的潜在收益大致相当。平均而言,一家公司的损失将与其他公司的收益相近。^[150] 有了这个假设,我们就可以寻找证据来观察公众公司为避免竞争劣势而减少信息披露的程度,以此来估算这些披露本来应该会带来的大致收益。

在继续行文之前,这里有必要指出上述估计公众公司披露行为中正外部性潜在成本的方法可能是不准确的,原因有二:第一,我们很难给不披露专有信息的决定赋予金钱价额。第二,特定生产要素的第三方成本有助于确定从生产过程中将其移除值得花费多少。^[151] 在苹果园和蜜蜂的假设案例中,初步的问题是蜜蜂是否可以有效地从苹果种植过程中剥

[148] 参见前注[119]~[122]及其有关内容。

[149] 参见前注[123]~[133]及其有关内容。

[150] 正如前文第二部分(二)3部分所揭示的那样,这种假设可能存在的值得注意的例外会在披露的信息减少垄断力量并增加消费者福利收益时出现。

[151] 参见前文第三部分(二)1之内容。

离出来。在这种情况下,回答这个问题需要明确让蜜蜂远离苹果园的成本是多少。在信息披露方面,是否有可能将披露不利竞争信息的负面效应解绑出来,而又不失去这种披露可能带来的其他收益,这是一个更复杂的问题。当然,披露的一些收益可以很容易地从专有信息披露中解绑出来。例如,披露商业秘密的主要作用是将专有信息从披露的公司转移到其他公司,而对披露的公司几乎没有提供任何收益。^[152]然而,其他类型的披露,如公司销售的各种产品的盈利能力,似乎会同时引发许多披露的成本和收益。

弗吉尼亚大学法学院保罗·马奥尼(Paul Mahoney)教授的一篇文章显示,考虑到各种类型信息披露所带来的收益在可以被解绑的程度,SEC要求公众公司披露了过多的信息。^[153]马奥尼教授认为,公众公司披露的信息可以分为两类:代理成本信息和准确性提高信息。^[154]他认为,代理成本信息是关于公司与其代理人之间的交易信息,而准确性提高信息是可能影响股票价格的信息,例如关于公司经济状况的信息。^[155]马奥尼教授认为,相比于准确性提高信息,代理成本信息披露有利于降低代理成本。^[156]如果马奥尼教授是正确的,这将大大减少公众公司信息披露中公司间外部性的潜在成本。公司可以只披露代理成本信息,这不太可能使公司丧失竞争优势。因此,在不要求披露不利于竞争的信息的情况下,披露信息的主要收益仍然存在。

但是,关于为什么信息准确性提高但无法降低代理成本,马奥尼教授的论证无法让人信服。回顾证据可知,马奥尼教授对不同信息以其提供的不同收益之间进行简单拆分是不现实的。马奥尼教授认为,信息披露准确性提高无法大幅降低代理成本,他从两方面进行了论证。首先,马奥尼教授指出在20世纪30年代之前,关于公司经济状况的信息不受

[152] 大多数情况下,商业秘密的细节对投资者帮助不大,因为了解商业秘密的细节不大可能是确定秘密本身的价值或经理人效率的最佳或唯一的方法。

[153] 参见 Mahoney, 同前注[13]。

[154] 同上注,第1054页。

[155] 同上注。

[156] 同上注。

强制披露要求的约束。^[157] 但是,1930 年代之前的披露实践并没有什么证明价值,特别是考虑到过去 70 年来商业和会计实践的巨大演变。其次,马奥尼教授认为,那种“通过论证所有关于公司业绩的信息都与股东试图监督经理的努力相关,从而重新构建代理成本术语下准确性提高模型”的论调是错误的。^[158] 马奥尼教授称“尽管还存在其他类型的代理问题,但它们并不是强制披露规则的根源,我不认为其可以通过强制披露规则得到有效解决。如果可以这样解决,人们通过论证所有关于公司业绩的信息都与股东试图监督经理的努力相关,从而重新构建代理成本术语下准确性提高模型了。然而,就我的目的而言,‘代理信息’是一组关于代理人使用其授权向委托人出售其自己的财产或服务的独特信息”。^[159] 因此,马奥尼教授关于准确性提高、信息披露不能降低代理成本的说法,是基于他不相信公司业绩的信息披露可以有效地通过强制披露规则来实现。^[160] 充其量,马奥尼教授是在假设他想证明的东西,即“代理成本模型的规范性规定往往指向与准确性提高模型的规范相反的方向”。^[161] 通过假设这两类信息提供了两种不同的收益,他得以论证要求披露降低机构成本的信息,而不要求披露提高准确性的信息。^[162]

但是,被马奥尼教授称为提高准确性的信息大概率有助于降低代理成本。同样,私人交易中的披露实践也很有启发。^[163] 在私人交易中,如果信息的唯一功能是提高股票价格的准确性,那么几乎没有理由与投资

[157] 同上注,第 1060 ~ 1065 页。

[158] 同上注,第 1054 页。

[159] 同上注。

[160] 同上注。

[161] 同上注,第 1050 页。

[162] 对马奥尼教授的论点也有其他解释。也许马奥尼教授并不打算否认披露公司的经济状况信息能够降低代理成本的收益,但更希望关注以下事实,即“监管者事先很难规定哪些关于公司经济状况的信息应该被披露,从而避免矫枉过正”。同上注,第 1094 页。易言之,他要区分的不是对降低代理成本有用的信息和对提高准确性有用的信息,而是要区分更有效地成为强制性披露计划一部分的信息和更适合委托人和投资者之间协商披露协议的信息。如果这是他的主张,那么本文中的分析表明,事实上,情况恰恰相反:关于代理人使用公司资源的信息更适合于经理和投资者之间协商达成的披露协议,因为其不会受到重大市场失灵的影响。

[163] 参见前注[123] ~ [132]及其有关内容。

者分享这些信息,因为在这些交易中证券是不公开交易的。然而,在这些交易中关于公司经济状况的信息被披露的反而更多,而不是更少。^[164]这表明,披露这些信息除了能提高股价准确性外,还能带来其他收益,而其很可能是来自降低代理成本。此外,披露降低代理成本的许多机制直接由更准确的股价来调节,而更准确的股价是披露提高准确性的信息的直接结果。例如,如果股价更准确,经理们就更难以通过交易公司的股票而获利。^[165]同样地,当股价准确反映了公司当下的资产价值时,公司控制权市场也会更有效率。^[166]不令人感到意外的是,公司经济状况的信息有助于降低代理成本。若没有这些信息,经理层不仅可以直接挪用公司资金,还可以夺取公司的商业机会,这都会损害投资者的利益。

许多对投资者有用的信息被公众公司隐瞒了,因为他们公司担心竞争对手会获得收益,而且对于公司来说,要做到“只披露对公司有利的信息,不披露使公司处于竞争不利地位的信息”非常困难。这两个结论共同表明,公司间的外部性导致了公众公司披露行为的严重市场失灵。但这一发现本身并不能证明监管部门的介入是合理的。相反,这一发现表明我们有理由继续考虑实施矫正性披露要求的有效性。

(三) 评估实施矫正性监管规定的效果

如上所述,公司间外部性的成本可能是相当大的。^[167]下一步,则是确定在何种情况下进行监管介入以纠正这种市场失灵是合理的。

1. 比较披露监管的成本和收益的方法

对监管介入的评估必须权衡对公众公司施加强制披露要求的所有成本和收益。在本文的前一部分,我们已经确定了披露的成本和收益。^[168]然而,为了评估一项监管介入措施,必须将监管过程本身产生的成本也予以考虑。监管成本可以分为行政成本、规避成本和浪费成

[164] 参见前注[232]~[234]及其有关内容。

[165] 参见前注[52]~[54]及其有关内容。

[166] 参见前注[48]~[50]及其有关内容。

[167] 参见第三部分之(二)。

[168] 参见前文第二部分。

本。^[169] 行政成本是制定、监督和执行披露要求的成本。规避成本指的是披露要求可能使公司的商业行为产生扭曲。例如,如果一个公司的经理层知道内部信息将被公开传播,那么该公司可能会减少生产内部信息。最后,有一些成本属于浪费成本,这些成本的产生是因为最佳的监管方案不会是一个完美的方案,因此,有些信息披露是不必要的,而必要的信息披露有时却不被要求。当监管者被监管公司“俘虏”时,可能会产生其他监管浪费成本。^[170]

权衡监管部门对公众公司披露行为的干预的成本和收益需要进行相当复杂的计算,将该分析拆分为三类“分量”可使计算更加简便,包括:第一,比较披露要求的成本和收益,无论公司是否有公开交易的证券;第二,比较专有信息从一个公司转移到其他公司的短期成本和收益;第三,比较要求所有公众公司披露某些信息的剩余成本和收益。第一部分是比披露要求带来的增量生产成本和公司从这些披露中获得的增量收益,无论该公司是否有公开交易的证券。第二部分是比披露的竞争不利信息的成本,这种披露要求对公司的竞争对手产生的正向或负向影响,以及披露带来的任何消费者剩余。^[171] 第三部分包括两个方面的比较,即将监管成本和对投资于创新领域的抑制成本,与公司因拥有公开交易证券而遵从信息披露要求所获得的收益和整个经济体的收益相比较。表 2 展示了这三种比较:^[172]

[169] 这些区别与比弗教授所讨论的相似,同前注[16],第 629 页(“监管公众公司信息披露的成本包括信息披露法规的制定、合规、执行和诉讼等方面的成本”)。但本文认为不应包括合规成本,因为合规成本包含在公司信息披露的生产成本之中。

[170] 例如,参见 George J. Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, 2 Bell J. Econ. & Mgmt. Sci. 3 (1971)。

[171] 这种将公司披露信息所产生的不利于竞争的成本与披露信息给其他公司和消费者带来的剩余收益的比较,与福克斯教授和罗曼诺教授关注的比较是类似的。参见前文第三部分之(二)2 中第一点的论述。不同之处在于:(1)在这里,消费者剩余收益的可能性被包括在比较中;(2)这被理解为仅是评估披露要求有效性所必需的三个组成部分之一。

[172] 该表对上述表 1 中所列的项目进行了重新排列并增加了监管成本。

表 2 信息披露的收益和成本分析

信息披露的收益	信息披露的成本
分量 1(收益): • 降低代理成本;监督经理层	分量 1(成本): • 准备和传播公司信息的直接成本
分量 2(收益): • 竞争者收益 • 消费者剩余	分量 2(成本): • 削弱公司竞争力 • 竞争者损失
分量 3(收益): • 降低代理成本;促进公司控制权争夺市场的运行;减少内幕交易的机会(在上市证券交易中) • 股票价格更准确 • 融资成本降低 • 股票流动性提高 • 整个经济的资产配置更有效	分量 3(成本): • 长期来看,降低创新投资意愿 • 监管成本

通过在具体的披露要求的背景下分析这些组成部分,我们可以估计披露要求是否会提高福利。

2. 评估一项假设性的披露要求

为了说明这种“分量”分析如何帮助评估具体的披露要求,首先要假设一个披露要求,并对该要求予以分析。所考虑的假设性披露要求被称为“基数较小的资产销售披露要求”,其要求公众公司在以下情况下披露与资产销售有关的所有细节,如果:(1)这种资产是作为主要生产工作的副产品出现;(2)这种资产的账面价值很小或没有;^[173](3)公司任何一个季度的5%以上毛利润来自此种资产的销售。诚然,这是一个奇怪而特定的披露要求设定,但它有助于我们理解信息披露要求的分量分析如何有效运作。

假设有一家名为 Doodles 的公司,现在面临着基数较小的资产销售披露要求。Doodles 公司是一家假想的公众公司,在过去的六十年里一直在制作和发行动画电影。Doodles 公司的经理们最近意外地发现,作为制作动画电影技术的副产品而产生的动画单帧有一个巨大活跃的市

[173] 账面价值的缺失使只接触到财务报表的人很难确定这种产品的销售量是多少。

场。通过销售更多的这些动画单帧,Doodles 公司的经理们现在不断报告盈利。Doodles 公司没有披露销售动画单帧的收益对公司报告收入的贡献程度。投资者错误地认为,Doodles 公司不断增长的收益表明 Doodles 公司正在进行的动画片业务的增长,而没有意识到反而越来越依赖旧动画单帧销售市场持续活力,^[174]而其他拥有动画单帧的公司也没有意识到这些动画单帧的市场有多大、利润有多高。

根据目前的披露要求,Doodles 公司不需要披露其销售动画单帧所产生的利润份额。^[175] Doodles 公司的经理人也绝不会选择披露这一信息,因为不披露这一信息会给他们带来很多收益。^[176] 让我们假设,根据基数较小的资产销售披露要求,Doodles 公司将被要求披露这些销售细节。

对 Doodles 公司适用的基数较小的资产销售披露要求的效果,可以通过依次考虑上述三个分量来评估。^[177] 一方面,无论公司是否有上市交易的证券,将准备和传播有关信息的成本与这些披露所带来的收益进行比较,基数较小的资产销售信息披露要求带来的增量生产成本应该是

[174] 这个假设与 SEC 适用 MD&A 要求的主要执法行动相似。参见前注 [27]; Caterpillar, Inc., 50 S. E. C. 903 (1992), 1992 Sec Lexis 786。公司没有披露其对来自 Caterpillar 巴西子公司收益的利润贡献的依赖。但在本案中,SEC 认为是巴西货币的大幅贬值触发了披露义务。在该假设中,并未发生类似的巨大变化。

[175] 这里假设这些单帧没有通过 Doodles 公司的一个独立业务部门来销售。(在迪士尼公司,来自动画电影和单帧销售的销售量和利润分别在两个不同的部门报告,即娱乐工作室和消费者产品部门。)最多,Doodles 公司可能被要求在管理讨论和分析 (MD&A) 中定性式地承认动画单帧的销售对其利润的贡献。参见前注 [27],根据当前的披露要求,低基数资产出售披露要求的 5% 障碍与此无关。在 1999 年,SEC 发布了工作人员会计手册 (Staff Accounting Bulletin, SAB) 第 99 号,强调在许多情况下,即使是相对较小的数量影响 (低于 5%) 也会被认为具有重大性。Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45, 150 (Aug. 19, 1999) (to be codified, at 17 C. F. R. pt. 211); Kenneth C. Fang & Brad Jacobs, *Clarifying and Protecting Materiality Standards in Financial Statements: A Review of SEC Staff Accounting Bulletin*, 99 Bus. Law. 1039 (2000)。

[176] 即使可行,公司的经理和投资者也不一定会预先承诺要求披露这些特定信息,因为 Doodles 公司在失去垄断权方面的成本不太可能得到补偿,即便投资者拥有其他动画公司的股份也是如此。参见前注 [117] (讨论了几个公司的投资者制定披露政策的可能性);参见前文第二部分之(二)的第三点(阐明信息披露如何使得消费者福利提高,而不是使竞争者公司受益)。

[177] 参见前文第三部分(三)1。

最低的,因为公司内部已经有现成信息,而将这些信息包含在已经提供给投资者的披露材料中也无须太多额外工作。另一方面,即使 Doodles 公司没有公开交易的证券,基数较小的资产销售披露信息也能显著降低代理成本。例如,如果 Doodles 公司没有披露动画单帧市场的范围,而且对潜在的竞争者来说也不是很明显,那么 Doodles 公司的经理层就可以将这些信息卖给其他拥有动画单帧的公司进而损害 Doodles 公司的利益。^[178]

第二部分——一方面解决放弃垄断专有信息的短期成本与其他公司和消费者获取该信息的收益之间的权衡问题;另一方面也显示了实施基数较小的资产销售披露的社会福利收益。如上所述,专有信息可以为公司提供垄断力量。^[179] 当这种创造垄断的信息被披露时,失去的垄断利润将被其他公司和消费者的收益所抵消。^[180] 在 Doodles 公司的案例中,披露销售动画单帧的机会可以吸引其他公司开始销售他们的动画单帧。这里的三个因素(Doodles 公司的利润减少、Doodles 公司的竞争者获得收益以及消费者因动画单帧价格降低而获得收益)的净效应是正向的。

分析的第三个部分是将对投资的长期抑制成本、监管成本与拥有公开交易证券的公司从披露中获得的收益进行对比。基数较小的资产销售披露只适用于作为其他生产工作副产品的资产销售,这将最大限度地减少这一披露要求所产生的投资抑制作用。就 Doodles 公司而言,披露动画单帧的销售信息似乎不太可能会造成对创新投资的抑制。另外,披露基数较小的资产销售信息将为公众公司(如 Doodles 公司)提供许多好处。例如,披露这些信息可以改善潜在收购者对 Doodles 公司的基本价值的分析,潜在的收购者可以利用有关单帧销售的信息来恰当评估 Doodles 公司业务的不同组成部分。可能是 Doodles 公司没有充分地利用销售单帧的机会,这样经理层就会有一笔储备金来报告盈利增长,也可能是 Doodles 公司对其动画片业务投资过度,因为它可以通过销售动

[178] 参见前注[84]~[87]及其有关内容。

[179] 参见前文第二部分(一)4。

[180] 参见前注[71]。

画单帧获得内部资本。

基数较小的资产销售披露要求还将减少经理层借由对公司信息的独占而以牺牲股东利益为代价牟利的机会。就 Doodles 公司而言,如果不披露盈利中的动画单帧的部分,Doodles 公司的经理层将对报告财务业绩的时间有相当大的控制权。Doodles 公司的经理层可以利用这种对盈利时间的控制,以牺牲其他股东的利益为代价来增加自身在公司的股权份额。例如,Doodles 公司的经理们可以在预期自己将被授予股票期权的情况下创造较差的收益,这会降低他们期权的执行价格,从而增加他们在公司拥有的股权比例。有证据表明,存在公众公司的经理层从事这种机会主义行为。^[181]

根据基数较小的资产销售披露要求进行的披露,也可能改善整个经济体的资产配置。就 Doodles 公司而言,竞争对手和投资者可能会将 Doodles 公司的公开估值解释为动画片制作业务的机会。这些竞争对手不会意识到 Doodles 公司的估值在多大程度上来自动画单帧的销售。竞争对手和投资者可以通过了解 Doodles 公司的收益在多大程度上来自动画单帧的销售,更准确地评估新进入者动画片业务的盈利能力。

如果不考虑监管成本问题,^[182]分量分析显示基数较小的资产销售披露要求将提高福利。这种信息的准备和传播的成本相对较低。虽然由于竞争的存在,这种信息的披露可能会损害进行披露的公司,但这些损失将被公司的竞争对手和消费者所获的收益所抵销。基数较小的资产销售披露要求不太可能抑制对创新的投资。同时,披露这些信息可以大大降低代理成本。这个假想的案例说明了如何用分量分析法来评估一个具体的披露要求。

[181] David Aboody & Ron Kasznik, *CEO Stock Option Awards and Corporate Voluntary Disclosure*, 29 J. Acct. & Econ. 73 (2000) (该文发现授予股票期权前的收益估计不如授予后); David Yermack, *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, 52 J. Fin. 449 (1997) (该文发现在授予 CEO 股票期权后,公司的异常收益显著为正)。

[182] 在考虑狭义上的假设性披露要求时,监管成本难以确定。

四、要求公众公司披露额外的管理信息

第二部分建立了一个全面的披露和披露监管的微观经济模型。第三部分展示了如何用这个微观经济模型来评估一项具体的公众公司的披露要求。在本部分,本文将运用第二部分和第三部分所开发的工具,对要求公众公司披露更多的内部管理运营信息这一问题进行评估。

具体分析步骤如下:首先,对管理信息进行描述。本文将强调管理信息与成熟的投资者用来评估公司证券价值的信息的相似性。其次,本文对需要强制披露的管理信息类型进行了三个限定,符合这三个限定条件的管理信息子集被定义为可披露管理信息(Disclosable Management Information, 简称为“DMI”)。^[183] 最后,本文将分析要求披露 DMI 的成本和收益。

本文之所以要关注对公众公司披露额外的内部管理信息的要求,主要基于以下三点理由:第一,投资者和学者们已经注意到,在经理层内部用来理解和经营公司的信息与 SEC 要求公众公司披露的信息之间的差距越来越大。^[184] 第二,强制披露管理信息可以为一个广泛而全面的信

[183] 本文并不试图提供构建具体的监管规定有效地促进这些信息的披露。这种努力虽然对证明我的论点的合理性很重要,对实施本文的建议也很有必要,但其超出了本文的范围。

[184] 例如,参见 Margaret M. Blair & Steven M. H. Wallman, Brookings Inst., *Unseen Wealth: Report of the Brookings Task Force on Intangibles* 7 (2001); Robert E. Litan & Peter J. Walliston, AEI - Brookings Joint Ctr. for Regulatory Studies, *The GAAP Gap: Corporate Disclosure in the Internet Age* 23 - 33 (2000)。最近的研究发现,相较于过去,公众公司的财务报表对公司股票价格的解释力变得更差。参见 Baruch Lev & Paul Zarowin, *The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them*, 37 J. Acct. Res. 353 (1999); Stephen Brown, Kin Lo & Thomas Lys, *Use of R2 in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=141056, visited July 5, 2004; J. Chang, *The Decline in the Value Relevance of Earnings and Book Values* (University of Pennsylvania, Working Paper, 1998)。

信息披露范式提供基础,可以取代饱受诟病的重大性标准。^[185] 第三,在内部管理信息方面,公司间外部性所造成的市场失灵可能会特别严重。尤其是在降低代理成本上,管理信息对于公司的竞争对手和公司投资者来说似乎都有很大的价值。因此,就管理信息的披露而言,公司间外部性导致的扭曲可能最为显著。

(一) 管理信息的内容和相关性

一家公司的综合财务结果只能有限地反映公司的价值和“健康状况”。经理人和投资者在评估一家公众公司并判断其管理水平时,都会参考大量的额外信息。

[185] 《1933年证券法》和《1934年证券交易法》都要求公众公司披露“为作出所要求的、不产生误导的声明而可能需要的进一步的重大性信息”。17 C. F. R. § 230.408 (1999) (Securities Act Filings); 17 C. F. R. § 240.12b-20 (1999) (Exchange Act Filings)。这一要求响应了罗斯福总统的号召,即“与[证券发行]有关的任何本质上的重要因素都不应向公众购买者隐瞒”。Seligman, 同前注[6],第53页[引用73 Cong. Rec. 937,954(1933)]。反过来,美国联邦最高法院根据这些法案定义了信息的重大性,即在确定公司证券的价值,“一个理性的股东非常可能会认为它很重要”的信息。TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 449 (1976) (解释代理声明中的重大性标准); 同时参见 Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 240 (1988) (在基于《1934年证券交易法》第10b-5条提起的诉讼中适用 TSC Industries 案中的重大性标准,解释说“重大性取决于理性投资者对被隐瞒或误报信息的重视程度”)。法学家们指出了实施这种所谓的重大性标准的诸多困难。例如,参见 Victor Brudney, *A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws*, 75 Va. L. Rev. 723 (1989) (该文建议在不同情况下采用不同的重大性标准); Fang & Jacobs, 同前注[175] (该文认识到 SEC 不对信息的重大性提供明线标准的决定可能会让情况复杂化); John M. Fedders, *Qualitative Materiality: The Birth, Struggles, and Demise of an Unworkable Standard*, 48 Cath. U. L. Rev. 41 (1998) (阐释了 SEC 要求披露不道德行为的努力); Carl W. Schneider, *Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings*, 121 U. Pa. L. Rev. 254 (1972) (该文区分“硬”信息和“软”信息,主张增加软信息的披露要求)。但是,重大性标准的问题甚至比这一学术研究所表明的更具有根本性。作为一个实际的问题,公众公司根本没有披露成熟投资者认为的对公司证券估值有用的信息。参见前注[119]~[122]及附文。重大性标准也没有充分的理论正当性。为什么要求公众公司披露所有投资者可能认为有用的信息,而不考虑成本?当然,一个成熟投资者不会赞同这样一个不计成本的披露要求。但是,如果把成本包括在内,重大性标准的明确性就会变得模糊不清,这是因为我们很难回答在作出披露决定时应该权衡哪些成本和如何权衡。

1. 经理层用来了解自己公司的信息

公司的经理层用来了解公司运营的信息,在不同的经理和公司之间是不同的。然而,也有一些共同考量因素和实践。^[186] 用于管理公司运营的信息,除了简要的财务报告之外,这些信息可以被分为四类:(1)具体运营的财务报告;(2)产品盈利能力分析;(3)其他业绩衡量;(4)未来投资分析。^[187] 第一类是具体运营的财务报告,这主要指公司内部运营单位报告的财务结果,如某一零售店或某一业务线的财务报告。第二类是产品(或服务)盈利能力分析,主要是对公司所销售的商品或服务的盈利能力的分析,通常是以每个单位的商品或每次服务为基础。进行产品盈利能力分析的一个挑战是:很难确定固定成本应该如何在公司生产的各种产品之间进行分配,这也是管理会计的核心问题。^[188] 第三类其他业绩衡量指的是用于评估公司运营的信息,其通常是定量的,但不必然是财务信息。例如,一个公司可能会监测其客户的平均“寿命”或其产品的质量评级。越来越多公司建立了少量的此类措施,通常被称为“价值驱动因素”以监测和管理公司的业绩。一项关于公司用以管理其业务信息的调查发现:“公司越来越多地使用一个全面的基于价值的管理(value-based management, VBM)框架来整合这些不同的做法……基于价值的管理方法代表了四十多年来管理会计研究和实践的拓展……VBM 框架扩展了这些想法,强调了对公司财务和非财务价值驱动因素的识别,以及从业绩到随后对目标、战略、组织设计和控制重新评估的反馈回路。”^[189] 第四类——未来投资分析——是指经理人为评估新的商业机会而进行的财务建模。投资分析从一套详细的经营和财务假设中得

[186] 关于经理层在公司内部使用的工具,一个特别有用的信息来源是管理会计,这是一个致力于测量、评估和管理公司内部业务绩效的学科。参见 Christopher D. Ittner & David F. Larcker, *Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-based Management Perspective*, 32 J. Acct. & Econ. 349, 350-55 (2001) (该文回顾了过去四十年来管理会计的演变历史)。管理会计主要关注的是经理人的评价工具如何以及应怎样构建以优化公司的业绩表现。因此,在研究哪些信息可能受到披露监管时,该研究领域的结论需要被谨慎使用。

[187] 该分类方法 Garrison 提出的分类法一致。Ray H. Garrison & Eric W. Norreen, *Managerial Accounting* (10th ed. 2003)。

[188] 这是现在被称为管理会计的大部分内容在过去都被称为成本会计的原因。

[189] Ittner & Larcker, 同前注[186], 第 350~355 页。

出潜在商业机会的预测现金流和其他财务结果。这些假设可能包括诸如对未来价格、生产力水平和消费者行为的估计。

这四类管理信息中的每一类在下述方面都很有用:(1)确定公司证券的价值;(2)衡量公司经理层的竞争力;(3)为公司的竞争对手提供机会。问题在于,要求披露部分或全部管理信息是否可行或有益。考虑投资者用于评估证券的信息是否与经理用于经营业务的信息具有可比性是有帮助的。如果存在未被投资者使用的管理信息,那么要求公司公开披露不太可能会增加福利。^[191]

2. 成熟投资者用于公司估值的信息

20世纪80年代和90年代,会计和投资者贸易团体为确定成熟投资者如何评价公司而进行的研究具有指导意义。^[190] 这些投资者研究的目的是:确定在公众公司已经披露的信息之外,还有哪些信息有助于成熟投资者进行投资分析。^[191]

第一项研究发表于1993年,该研究由投资管理 and 研究协会(the Association for Investment Management and Research, AIMR)开展,题目为《1990年代及以后的财务报告》(简称为AIMR研究)。^[192] AIMR是一个由来自超过100个国家的5万多名投资专业人士所组成的组织,“是美国经济界和世界上最大、最重要的财务报表用户群”。^[193] AIMR研究发现,其成员希望公司能披露更多的内部管理信息。^[194]

1994年,美国注册会计师协会(the American Institute of Certified Public Accountants, AICPA)出版了《改进商业报告——以客户为中心》(Jenkins报告)。^[195] AICPA是美国会计行业的同业公会。在Jenkins报告的导言中提出的一个问题揭示了管理信息和成熟投资者所使用的信息之间显而易见的联系,即“有效的商业报告能否不涵括管理层管理公

[190] 参见前注[119](描述导致这些研究的背景情况)。这里重点讨论用于评估公司证券的信息,并不意味着这种信息对于降低代理成本没有价值。参见前注[151]~[166]及其有关内容。

[191] 这些研究没有考虑强制披露这一额外信息的可能性,而这正是本文所考虑的问题。

[192] 参见AIMR Report,同前注[119]。

[193] 同上注,第10页。

[194] 同上注,第85~86页。

[195] Jenkins Report,同前注[119]。

司业务运作所需要的新的绩效指标?”^[196]作为 Jenkins 报告工作的一部分,AICPA 对 1200 名成熟投资者进行了调查,以“确定用户认为对证券估值最有用的信息类型”。^[197] Jenkins 报告总结发现,为满足用户不断变化的需求,商业报告必须:(1)提供更多具有预测性的信息,包括经理层的计划、机会、风险和衡量不确定性;(2)更加注重创造长期价值的因素,包括表明关键业务流程如何形成的非财务措施;(3)更好地结合对外报告的信息和报告给高级经理层的信息。^[198]因此,Jenkins 报告得出结论:基本上,投资者认为对公司证券估值最有用的信息与公司内部经理人使用的信息相同。

1998 年,曾经负责制定美国公认会计原则(generally accepted accounting principals, GAAP)的财务会计准则委员会(the Financial Accounting Standards Board, FASB),开始对 Jenkins 报告和 AIMR 研究的结果进行跟踪。2001 年,FASB 发布了 4 份跟踪研究报告(简称为“FASB 研究报告”),^[199]其中,涵括有一份聚焦于改善公众公司的商业和财务的报告(简称为“Upton 报告”)。^[200]该报告的结论是:“用户重视非财务信息的披露,将非财务业绩信息以可在不同时期追踪的指标形式加以呈现,能够提高该信息的有用性。”^[201]同样,成熟投资者希望获得公司内部产生及使用的商业运营信息。

3. 管理信息未被披露的证据

在考虑监管介入是否可以有效地增加某些管理信息的披露之前,还需要解决一个问题。考虑到公众公司已经披露的信息量,投资者通过其他渠道获得的信息,以及成熟投资者已经使用管理信息来评估和监督公众公司,我们需要考虑:要求公众公司披露额外的管理信息是否对投资者有用。

市场有效率是众所周知的。专业投资者的表现并不总是优于股票

[196] Id. ch. 1, at 16.

[197] Id. ch. 2, at 716.

[198] See Id. ch. 1, at 16.

[199] See FASB Studies, 同前注[119]。

[200] See Upton Report, 同前注[119]。

[201] 同上注,第 106 页。

市场,^[202] 股票市场的价格不仅反映了任何一个投资者所持有的信息,还反映了市场上所有的信息。^[203] 此外,还要考虑到一个相当大的工业间谍行业。^[204] 不过,多种证据表明,目前的披露实践与公布管理信息所需的披露水平之间,仍然存在很大差距。

首先,AIMR 报告、Jenkins 报告和 FASB 研究都基于同一个目的而进行,即人们认识到公众公司披露的信息和高管们在内部管理业务时使用的信息之间的差距越来越大。^[205] 虽然这些研究的重点是确定成熟投资者使用什么信息来评估公司,但这些研究也审查了公众公司已经披露的信息类型。例如,FASB 的一项研究审查了八个行业的信息披露实践,以确定公众公司对管理经营信息的披露程度。^[206] 针对这八个行业中的每一个行业,非财务信息披露被分为六个类别进行审查:(1)业务数据;(2)经理层对业务数据的分析;(3)预测性信息;(4)经理层和股东信息;(5)公司背景信息;(6)无形资产信息。该研究的结论是:“公司目前提供了相当多的非财务信息,尽管其中以明确的、可在不同时期被追踪的指标形式而提供的非财务信息可能较少。”^[207] 即使是这种对数据的乐观解读也表明,^[208] 没有任何接近完整的管理信息被披露。法律和金融学者都注意到在公众公司的信息披露中,有用的商业信息同样匮乏。^[209]

即使公众公司不公布大量的管理信息,这也不意味着投资者和竞争者不能以其他方式获得这些信息。例如,投资者可以从互联网上或当地汽车经销商处获得通用汽车公司每个汽车型号的价格信息,因此这些信息是否在公开文件中披露都无关紧要。然而,有证据表明,股票市场价

[202] See, e. g., Stephen A. Ross et al., *Corporate Finance* 354 – 55 (6th ed. 2002).

[203] Gilson and Kraakman, 同前注[11]。

[204] 参见前注[84]。

[205] 参见前注[184]及其有关内容。

[206] *Improving Business Reporting*, 同前注[119]。

[207] *Upton Report*, 同前注[119], 第 57 页。

[208] 实际调查结果与上述发现同时公布。

[209] 例如,参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第 448 ~ 464 页(该文审查几家公众公司的实际披露情况); Kitch, 同前注[34], 第 838 页(“如果投资者得出结论,发行人的证券披露确实提供了‘通过经理层的眼睛看公司的机会’,那么投资者可能会被建议做空股票,因为经理层的观点是自满的,忽略了充满敌意和不可预测的世界。”)

格并没有吸收未披露的管理信息。金融经济学家们普遍反对强式有效市场假说(the efficient capital market hypothesis, ECMH),该假说认为,一家公司的所有私人信息都已经被反映在其股价中。^[210]事实上,金融经济学家拒绝接受强式有效市场假说的一个主要原因正是内部管理信息具有明显的价值。^[211]金融经济学家的研究始终显示,公司内部人员在交易自己公司的股票时表现要优于市场,这表明经理人能够获得没有立即反映在公司股票价格中的信息。^[212]

另一个表明管理信息具有增量价值的观点是:成熟投资者为收集这类信息投入了资源。^[213]除此之外,在公司与投资者分享的信息非公开的交易中,投资者所获得的管理信息量大大高于公众公司的投资者。^[214]这表明,投资者从获得更多的管理信息中会得到更多的收益。^[215]最后,估值教材也将管理信息作为确定公司价值的核心内容。^[216]

(二) 构建披露额外管理信息的要求

要求公众公司披露所有的管理信息很明显是欠考虑的。例如,一个

[210] Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Fin. 383 (1970) (该文探讨了有效市场的理论意义并回顾了相关的实证证据); Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets II*, 46 J. Fin. 1575 (1991) (该文对有效市场假说的实证证据进行了进一步审查); Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud in the Market Theory*, 74 Cornell L. Rev. 907, 911 - 12 n. 11 (1989) [“迄今为止的实证证据(除了部分例外)似乎确立了有效市场假说的弱式和半强式状态,但强式有效市场假说尚未得到确认。”]

[211] 参见 Ross et al., 同前注[202], 第 359 页。

[212] 同前注[52]。

[213] 一个相关的担忧可能是,如果成熟投资者已经在使用这种类型的信息来评估股票,那么公司公布的信息就不应该影响股价。对这个问题有两种解释。第一种解释是,如文中所述,这种信息似乎并没有被吸收进股价中。参见前注[52], 第 184 页。第二种解释是,这不是一个信息是否被纳入股价的绝对问题,而是一个信息被纳入股价的程度的递增问题。参见 Sanford J. Grossman & Joseph E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 Am. Econ. Rev. 393 (1980)。

[214] 参见前注[123] ~ [132]及其有关内容。

[215] 有可能,但可能性不大的是,当公司的股票上市交易后,从额外管理信息中产生的收益就不再相关了。

[216] See, e. g., Erich Helfert, *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation* 461 - 67 (11th ed. 2003); Tom Copeland et al., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 70 - 71 (3d ed. 2000)。

公众公司的投资者需要知道公司购买的每支铅笔的花费吗？另外，强制公众公司披露其已经进行了大量投资但尚未发布的产品特点，会有何种好处呢？当一家公司在准备预测时，会不会因为考虑到这些信息将公开披露，而有意对预测进行调整？

在评估要求披露管理信息的效果之前，本文对可能需要披露的管理信息的类型和数量提出了三个限制标准。这些限制的目的是构建出一个管理信息的子集，借由此等信息的披露要求可能会提高福利。因而，符合这些标准的管理信息被定义为“可披露的管理信息”（disclosable management information, DMI）。每个限制标准都是为了解决不同的问题。其一，披露的信息必须是投资者感兴趣的及可以理解的。其二，信息披露要求会抑制对信息收集活动的投资。因此，如果披露要求的重点是在其他生产活动中附带产生的、已经在公司内部被收集的信息，而不是为私有用途以获得竞争优势而产生的信息，则收集和披露或许会更有效率。^[217] 其三，监管成本将是决定信息披露要求有效性的关键。在其他条件不变情况下，要求披露的信息既不应该被轻易操纵，也不应在行政上遭遇太多披露阻碍。

1. 将披露要求限制在对投资者有用的信息上

本文认为，被要求披露的管理信息不应包括与公司无关的或微不足道的信息。^[218] 管理信息产生于一个组织的各个层面。为了确定披露信息合适的详细程度，我们可以观察公司内部使用信息的方式。成熟投资者和公司的首席执行官（chief executive officer, CEO）会特别关注类似的详细程度的信息。CEO 是从整个公司的角度来审视和发展公司的，就

[217] Kronman 正是用信息的附带生产和为获得竞争优势而投资于信息收集活动之间的区别，以解释为什么普通法只在某些合同情景下有披露要求。Kronman, 同前注 [23], 第 2 页。另外，如果实施“收集并披露”规则（而不是“收集后披露”规则），且该规则适用于大多数公司已经收集的信息，则成本会更低。同后注 [250]。

[218] 与此相关的一点是，公司以外的人必须能够理解披露的内容。在构建披露管理信息的要求时，有必要概括性地阐述应提供哪些类型的支持性信息，以使所披露的信息对第三方来说可以理解并且有用的。根据公认会计原则编制财务报表的一个好处是，投资者至少有一些指导，知道每个数字代表什么以及每个数字是如何计算的。以长期一致和可理解的方式向投资者展示管理信息的重要性，是 AIMR 报告、Jenkins 报告和 FASB 研究的共同结论之一。

像投资者关注公司的整体价值和管理一样。因此,要求披露的信息的详细程度应该与公司 CEO 通常使用的信息的详细程度相当。^[219] 若基于此,公司需要披露的信息量可能很大,但既然这些信息有利于 CEO 管理公司,它们当然也有利于成熟投资者对公司及其管理作出评估。

2. 限制披露要求以减少抑制效应

披露要求应该集中在那些尽管被披露但仍会继续被生产的信息,这将减少披露要求所带来的抑制因素。^[220] 这进一步表明应当对信息披露要求下的管理信息披露施加两种不同类型的限制:(1)某些专有信息不应被要求披露;(2)只能每年要求公司进行一次披露。

为了构建 DMI,我们应该排除识别具体产品属性的信息,管理信息包括产品寿命预期、用户意见、质量衡量标准和预计盈利能力等诸多类型,即使不披露具体的产品特征,上述类型的管理信息也有益于外部人员对公司作出评估。这并不是要否认即使以这种方式“净化”的信息对公司的竞争对手也是有价值的,但“净化”将减少 DMI 披露要求所带来的抑制作用。^[221]

关于如何以上述方式构建披露法规,可以参照下述从事石油和天然气勘探业务公司的例子。^[222] 从 1978 年开始,SEC 要求从事石油和天然气勘探业务的公司披露其已发现的石油和天然气储量的估计价值。

[219] 直接依靠公司内部实际做法的方案是很容易被规避的。如果公司内部的实际做法是标准,那么提供给 CEO 的信息就会非常少;相反,所有的详细信息都会提供给 CEO 低一级的经理人。

[220] “收集后披露”的替代方案——“收集并披露”——不会产生这些抑制因素,但可能会在其他方面产生社会成本。参见后注[250]。

[221] SEC 目前承认公司在保护专有信息不被披露方面的利益。Item 101, 17 C. F. R. § 229. 101(c)(1)(ii)(1999) (规定发行人不需要披露有关新业务线和产品的叙述性信息,“如果披露这些信息会对注册人的竞争地位产生不利影响”)。此外,这种关注现在被置于显著的优先地位,结果便是很少有内部管理信息被披露。更可取的做法是制定一个与《1933 年证券法》第 406 条规定的向 SEC 寻求保密安排权利相类似的条款, 17 C. F. R. § 230. 406(1999)。《证券法》第 406 条没有规定 SEC 可以给予保密处理的理由,但确实要求保密安排的申请人提供“详细的解释,以说明为什么根据特定案件的事实和情况,披露信息对于保护投资者是不必要的”。17 C. F. R. § 230. 406(b)(2)(iii)(1999)。这一豁免通常适用于不重大但需要披露的信息,如某些合同。关于这一规定,参见 Comizio, 同前注[29]。

[222] 参见前注[28]。

SEC之所以提出该要求,是因为基于成本会计的传统财务报告难以准确反映这些资产的价值。^[223]然而,这些公司并不需要具体说明哪些特定的油田具有报告中的储量价值。

要求披露管理信息的周期也会影响到披露要求对投资所产生的抑制作用程度。增加要求披露的频率,会缩短公司从未披露的信息中攫取私人利益的预期期间。美国公众公司的披露要求有不同的周期性(主要是季度和年度,在某些情况下需要中期披露),信息披露的周期取决于信息类型和相关事件的相对重要性。^[224]本文的建议是,要求公司每年披露 DMI,这将给受此披露要求约束的信息提供平均至少 6 个月的保护。

3. 限制披露要求以减少监管成本

披露要求只能有效地适用于在一定程度上可以被独立核实的信息。GAAP 的一个基本原则是,收益和损失只有在存在实际交易或在某些情况下有可靠的方法来独立验证的情况下,才能够被确认。^[225]显然,在披露管理信息的情况下,这种可核实的标准需要修改。许多管理信息并不产生于与第三方的交易。另外,一个较宽松的标准(如这些信息是否在公司内部用于管理业务)或许过于容易被操纵。

因此,被要求披露的管理信息必须至少具有某种独立的可验证性。首先,这意味着预测和预报都不应该受到披露要求的约束。^[226]被要求披露的管理信息可以包括具体操作的财务报告、产品盈利能力分析和其他业绩衡量。^[227]这些信息中的每一种都是基于公司内部实际运作过程

[223] 参见 Kripke, *In Search of a Purpose*, 同前注[119], 第 200 ~ 201 页(讨论了为什么要实施石油和天然气储备披露要求)。

[224] 例如,参见 Oesterle, 同前注[29](讨论了美国披露要求的周期性)。

[225] 例如,这样的规定适用于持有的随时可流通的证券。

[226] 这一结论与过去 30 年来鼓励而不要求披露这些预测性信息的努力是相一致的。对预测性信息披露的关注是从 Kripke 开始的。Kripke, *In Search of a Purpose*, 同前注[119], 第 25、317 ~ 318 页。Kripke 用这个问题表明,SEC 对非财务报表披露的排斥是低效的。同前注。Kripke 是正确的,SEC 对增加信息披露的排斥是基于信息披露政策何以保护投资者的理论,尽管该理论缺乏根据。然而,Kripke 对预测披露的关注点是错误的,因为他低估了这种信息被经理层操纵的容易程度,这可能有助于解释 SEC 在预测披露方面政策的诸多疑惑政策。参见 Kitch, 同前注[34], 第 777 ~ 788 页(该文描述了 SEC 对预测性声明的不同政策)。

[227] 参见前文第四部分(一)1 之内容。

中所产生的数据,但并不是说要求披露这些信息就不会造成扭曲,而只是说以这种方式界定 DMI 将会减少与管理信息披露要求相关的部分规避成本。

总之,DMI 由下述管理信息组成:(1)其详细程度与通常提供给 CEO 的信息相称;(2)不需要包括具体的产品细节并按年度来发布;(3)管理运营信息可以被独立核实。然而,还有一些问题要解决:实施披露 DMI 要求的法规会是什么样子?这种规定是基于标准,还是基于规则?[228]在提供三个限制条件的基础上,SEC 会将需要制定更详细的法规,明确哪些管理信息需要被披露。然而,基于对实施 DMI 披露要求的效果进行初步估计的目标,这些限制已经足够。

(三) 要求披露 DMI 的成本和收益估算

参照上文制定的评估披露要求的分量进路,对要求公众公司披露 DMI 的成本和收益的分析应该分三步进行。[229] 第一步是比较披露 DMI 的增量生产成本与无论公司是否有公开交易的证券都能实现的 DMI 披露收益。第二步是比较 DMI 的短期竞争不利成本与披露 DMI 所带来的竞争者和消费者收益(或损失)。第三步是将与要求披露 DMI 信息而产生的创新投资抑制成本和监管成本,与公司证券公开交易时披露该 DMI 所获取的增量收益进行比较。本文的结论是:要求披露 DMI 或许十分有益的。

1. 披露 DMI 的私人成本和收益

无论公司是否有公开交易的证券,披露 DMI 的好处可能会超过 DMI 的增量生产成本。就收益而言,披露 DMI 将更有利于对管理绩效的洞察,这是目前的披露要求所难以达到的。就成本而言,由于 DMI 是从公司内部已经产生的信息和分析中提炼出来的,其生产成本应该是极低的。

无论公司是否有上市交易的证券,探讨 DMI 生产成本与披露收益之间关系的一个更精确的方法是审视公司是否有与投资者分享的信息

[228] See generally Louis Kaplow, *Rules Versus Standards: An Economic Analysis*, 42 Duke L. J. 557 (1992).

[229] 参见前文第三部分(三)之内容。

而不向公众公布的做法。^[230] 在这些“私人”交易中,公司选择披露的信息水平主要是边际信息生产成本与私人披露收益之间权衡的结果。对私人交易中的信息披露做法的初步观察表明,与 DMI 相当的信息在私人交易中被持续披露。

在一家参与众多私人融资交易的律师事务所的协助下,本文对一些私人交易的披露做法进行了调研。^[231] 这次调研发现,公司通常被要求在私人交易中披露大量的内部管理信息。以下是一份有代表性的投资者协议中披露要求的部分内容。

11.2 过去三个财政年度、本财政年度和下一个财政年度按产品系列划分的历史和预测毛利润和贡献度;

11.4 最近与高级经理层举行的逐个部门审查业务的会议记录,尤其是侧重于业务预测的内容(如有)。

11.7 过去两个财政年度整体及各部门初始预算与实际结果的比较,涵括支出细节……

2.1 提供任何工作人员、经理人或顾问对公司销售、市场或产品的分析副本,包括市场研究、营销计划和客户调查……

1.1 月度和各周设备利用率图表……^[232]

事实上,在这些私人交易中通常需要披露的信息,超出了上述 DMI 披露要求的范围。

然而,用私人交易中的披露实践来解决这第一项比较会遇到一些困难。其一,将这些私人交易中的披露实践作为最佳信息披露的基线是有局限性的。^[233] 其二,即使 DMI 生产成本对私人公司和公众公司来说特征相同,但如果考虑到公众公司有更多的股东和对公开信息更严格的监管,其信息生产成本会更高。^[234] 因此,在暂且不论披露的其他成本收益,有些信息通过非公众公司进行披露可能有益,但若该公司是公众公司,那就不一定了。我们可以得出这样一个初步的结论:不管是上市还

[230] 参见前注[123]~[132]及其有关内容。

[231] 参见前注[124]及其有关内容。

[232] 摘自 Latham & Watkins LLP 提供的一份协议(作者处存档)。

[233] 参见前注[123]、[128]~[133]及其有关内容。

[234] 参见前文第二部分(二)1。

是非公众公司,披露 DMI 的好处都超过了制作和发布 DMI 的直接成本。

2. 披露 DMI 的公共成本和收益

分析要求公众公司披露 DMI 的有效性还需进行第二步:比较披露公司的竞争劣势与竞争对手、消费者从 DMI 中获得的收益或损失。竞争者和消费者从 DMI 中获得的收益将接近或超过披露公司所遭受的竞争劣势,这主要有以下理由:其一,如果不披露 DMI 为公司提供了垄断权力,那么,披露这一信息应该产生短期的社会福利。^[235] 其二,如果一家公司披露 DMI 的某些组成部分而逐渐使披露公司受益,则该信息将被自愿披露。因此,由于 DMI 披露要求而披露的增量 DMI,更有可能对竞争对手和消费者有利。在短期内,DMI 从一家公司转移到其他公司的净效应将是极小的或正向的。

3. 相较于 DMI 披露其他收益的投资抑制与监管成本

要确定是否应要求披露 DMI 还要考虑四个要素:(1)只有拥有上市交易证券的公司才能从披露 DMI 中获得的收益;(2)披露 DMI 可能促使整个经济体资产配置的改善;(3)披露 DMI 对投资创新领域的长期抑制作用;(4)实施 DMI 披露要求的监管成本。现在我们依次对这些因素进行讨论。

披露 DMI 将使公众公司获得诸多收益。^[236] 首先,DMI 的披露可以在几个方面降低代理成本。与目前公众公司所披露的财务信息相比,DMI 将提供一种更直接、更透明的方式来监督经理人的表现。投资者经常抱怨公众公司财务信息不透明。^[237] 经理们正在公司内部使用愈加复杂的分析工具来理解和评估自身业务,也随之产生了大量关于公司运营的信息,而这些内部管理信息正是投资者用来评估公司证券价值所需的信息类型。^[238] 事实上,经理们在内部决策中所依赖的信息的有用性与公众公司所披露信息不透明性之间的差距正在扩大,^[239] 而披露 DMI 将

[235] 参见前文第二部分(一)4。

[236] 参见前文第二部分(一)。

[237] 参见前注[184]及其有关内容。

[238] 参见前文第四部分(一)2。

[239] 参见前注[184]。

有助于缩小这一差距。

披露 DMI 将为潜在的收购者提供更多关于目标公司的信息,这将提高公司控制权市场的效率。披露 DMI 可以让潜在的收购者获得必要的精确信息,从而判断是否能通过收购来创造价值。此类信息披露的有效性从下面这个例子中可见一斑:SEC 从 1978 年开始要求石油和天然气公司披露其探明储量的价值,这使 20 世纪 80 年代石油和天然气勘探行业的收购活动增加。^[240]

披露 DMI 还能够减少内部人员与其他投资者之间的信息不对称程度。因此,披露 DMI 能减少内部人员滥用信息权的机会,^[241]降低公司的融资成本、避免其他潜在的消极后果。^[242]披露 DMI 也可以改善整个经济体中的资产配置。在过去的五年里,实际投资在很大程度上是由公众公司的估值所驱动的,这一点令人震惊。^[243]虽然增加披露 DMI 会消除诸如网络投机泡沫发展的看法是天真的,但声称大幅增加 DMI 的披露不会对整个经济资产配置产生影响的观点,也是值得怀疑的。^[244]

就长期的信息披露成本而言,DMI 的构建是为了最大限度地减少披露可能引致的对信息收集投资活动长期的抑制成本。DMI 是从经理层为提高公司内部价值创造而已经产生的信息中挑选出来的。这些信息对公司的收益似乎不太可能因为被披露而大幅减少,因为即使商业环境趋于竞争激烈,优化公司内部的运营依然重要。DMI 还特别排除了产品特征信息,而且 DMI 每年只披露一次。

监管成本有三个组成部分:行政成本、规避成本和监管浪费。^[245]对实施 DMI 披露要求的监管成本进行初步估计很有必要。这在估算披露 DMI 的行政成本时是正确的,原因如下:其一,要求披露 DMI 的详细实施方案并未被制定出来。其二,有效监管的构建是一个不断迭代的过

[240] 参见前注[50]及其有关内容。

[241] 参见前注[54]~[56]及其有关内容。

[242] 参见前注[56]及其有关内容。

[243] 参见前注[63]及其有关内容。

[244] 参见前注[63]及其有关内容。

[245] 参见前注[169]~[170]及附文。

程,因为更有效的监管要求可能会出台,未曾预料的成本可能出现。^[246] 要求披露 DMI 既困难又昂贵。适当的披露要求或许需要根据各个行业的情况来确定。即便如此,根据 SEC 的预算,可以估算出实施 DMI 披露要求的行政成本上限。2002 年,SEC 的总预算约为 5 亿美元。^[247] 基于此,要求披露 DMI 的所增加的行政费用似乎不太可能超过 5000 万美元每年。^[248]

由于要求披露 DMI 而产生的规避成本有两种形式:第一,公司可以选择对业务进行粗浅的了解,以避免披露可能对竞争对手有用的信息。但这并不是这种披露要求的必然结果。事实上,要求披露 DMI 可能会迫使公司寻找新的方法来构建竞争优势,甚至可能增加 DMI 的产量。再进一步,如果 DMI 的披露标准与公司内部是否已经产生信息无关,就像要求披露油气勘探资产的价值一样,^[249] 任何一家公司也不见得会有减少产生信息的动机。^[250]

第二,由于公司选择不在美国上市或以其他方式避免披露 DMI,可能会产生规避成本。罗曼诺教授就认为,在实践中,要求公众公司披露不利于竞争的信息几乎是不可能的。^[251] 她引用了基奇教授的一篇回顾了联邦公众公司披露要求历史的文章以支持这一结论。罗曼诺教授说:“基奇进一步主张,在实践中几乎不可能实施包括专有信息的披露制度,要么公司不会披露可能有利于其竞争对手的有意义的信息,要么公司会退市以避免这种披露。”^[252] 罗曼诺教授引用的陈述由基奇教授在回顾了

[246] 例如,参见 Mark S. Croft, *MD&A: The Tightrope of Disclosure*, 45 S. C. L. Rev. 477 (1994) (该文描述了 MD&A 披露要求的演变)。

[247] SEC, *Annual Report* 179 (2002)。

[248] 文中的计算基于这样的假设产生,即这些新的披露要求和执行工作不太可能需要增加 2002 年 SEC 总预算的 10% 以上。

[249] 参见前注 [28]。

[250] 这就是“收集并披露”规则与“收集后披露”规则相比的好处。参见 Douglas G. Baird et al., *Game Theory and the Law* 100-09 (1994) (对“收集并披露”规则和“收集后披露”规则之间的经济权衡进行建模)。

[251] Romano, *Empowering Investors*, 同前注 [12], 第 2381 页; Romano, *Need for Competition*, 同前注 [12], 第 446 页。

[252] Romano, *Empowering Investors*, 同前注 [12], 第 2381 页 (引述 Kitch, 同前注 [34], 第 874 页)。

20世纪30年代末关于SEC要求公众公司披露哪些信息的争议之后提出,后者指出:“基于保密需要而对证券披露提出的挑战就这样结束了。到20世纪30年代末,大多数发行人已经了解到《1934年证券交易法》的披露要求并不影响他们的业务,或者即使有影响,公司也已经调整了他们的业务,使披露不会威胁到自身,又或者从交易所退市,在场外市场找到了豁免披露监管的机会。”^[253]但基奇教授的结论却与他的其他发现相矛盾。基奇教授回顾了在过去的60年里,许多实质性的披露要求是如何成功实施的,而所有这些公司都没有逃离美国资本市场。^[254]

事实上,我们有很多理由怀疑“要求完全披露不利于竞争信息是不可能的”这一结论。第一,对强制性披露要求的反对由来已久,因为人们担心强行要求某项披露会带来灾难性的后果。事实证明这种担心是多余的。^[255]第二,这是因为,披露要求已经要求(至少部分地)经理们承诺,在不符其直接利益的情况下披露信息。^[256]因此,披露对竞争不利的信息并不要求管理人员(负责执行披露要求的人员)在披露政策方面,采取与他们现有实践完全不同的方式而为之。第三,金融经济学家发现,许多公众公司的信息披露与价值有关,^[257]人们期望这种与价值相关的信息中至少有一部分对公司的竞争对手也是有用的。^[258]第四,关于要求披露不利于竞争的信息将导致资本从美国股票市场流失的论点,则把公司退出市场想得过于简单。首先,对于拥有大量股东的美国公众

[253] Kitch,同前注[34],第874页。

[254] 例如,参见上注,第788~815页(该文描述了SEC实施的分部报告要求、管理讨论与分析要求)。但参见Romano, *Empowering Investors*,同前注[12],第2380~2381页(该文认为分部报告不会导致披露不利于竞争的信息)。

[255] 例如,在《1933年证券法》颁布后的夏天,商业界努力尝试废除该法,认为对“拥有广泛利益的公司而言,即使不是实际上不可能,融资也会变得极其困难”,其结果将迫使“美国公司到国外融资”。Seligman,同前注[6],第77页(引述Arthur Dean, *The Federal Securities Act: 1*, *Fortune*, Aug. 1933,第104~106页)。《1933年证券法》没有被废除,对美国公开交易的证券市场崩溃的担忧,因而被证明是没有道理的。

[256] 参见前注[13]~[14]及其有关内容。

[257] 例如,参见Holthausen & Watts,同前注[35]。

[258] Romano, *Need for Competition*,同前注[12],第454页(该文指出竞争者可能“花费大量时间阅读竞争者提交给SEC的文件”,搜寻其中对己方有利的竞争性信息,但作者很怀疑这种情况会真实发生)。作者作为投资银行家、风险投资家和公众公司高管的工作经历,都要对公众公司强制性披露信息进行仔细审阅。

公司来说,退市并不容易。^[259] 同样重要的是,SEC 对在美国注册或开展业务的公司是否以及何时可以选择免于遵守《1934 年证券交易法》的信息披露要求有很大控制权,^[260] 保持私有化的能力在很大程度上是由 SEC 决定的。^[261] 第五,在要求披露竞争劣势信息方面的记录参差不齐。一方面,要求公司披露其各部分业务盈利能力的量化信息充满困难;^[262] 另一方面,在某些行业中,SEC 已经有效地实施了要求披露不利于竞争信息的规定。例如,从 1978 年开始,SEC 要求从事石油和天然气勘探业务的公司披露其已探明储量的经济价值,而这些公司一般都遵守了这些规定。^[263] 第六,公司在披露信息的同时而不披露专有信息有一个潜在的前提,即专有信息可以以低成本从公司的各种信息中拆分出来,但情况可能并非总是如此。^[264] 第七,目前还没有学术研究直接考虑公司退出美国资本市场的成本和收益。

一概以“公众公司披露不利于竞争的信息这一要求难以实施”而不对此等披露而施以任何要求,这与现有证据是不一致的。这并不是说披露不利于竞争的信息的成本是虚幻的,也不是说拒绝一些公司会因为强制披露要求的相关成本而选择保持私有或改变其商业惯例的说法。相反,我们要关注披露不利于竞争的信息的特定要求在多大程度上是可以执行的,如果执行要付出多大的代价。就 DMI 而言,监管的成本甚至可能因行业而异。

至于监管浪费的成本,若不结合具体披露规则进行分析,那么,在

[259] 参见 Rock, 同前注[13], 第 682 ~ 684 页。

[260] 目前,股东人数少于 500 人且其股票未在全国性证券交易所交易,且也没有进行公开发行的公司不需要披露定期报告。参见 15 U. S. C. § 781(a), (g) (2000)。

[261] 这涉及一个相关但独立的问题,即公众和私人公司之间的分界线应该在哪里。如果本文的论点是正确的,即强制性披露要求可以改善公司间外部性,那么就on应该重新考虑这一分界线。

[262] Item 101, 17 C. F. R. § 229.101(b) (1999) (要求公众公司根据其经营的不同部门来披露其财务业绩);参见 Romano, *Need for Competition*, 同前注[12], 第 76 ~ 77 页(该文指出在执行分部报告要求方面的困难,以及此种信息披露有限的表现价值相关性)。但参见 Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15], 第 595 ~ 598 页(认为分部报告的要求确实导致了不利于竞争的信息的披露)。

[263] 参见前注[28]。

[264] 参见前注[151] ~ [166]及其有关内容。

DMI 披露要求的背景下评估该成本是不可行的。

4. 实施 DMI 披露要求的政治可行性

在考虑 DMI 披露的监管成本时,还要思考实施 DMI 披露要求在政治上是否可行。^[265] 初步来看,我们很难确定颁布这类大幅增加披露要求的措施的政治可行性。一方面,《1934 年证券交易法》尽管在不同时代、不同背景下颁布,但都是引人注目的工作。DMI 的披露要求不需要新的立法,因为 DMI 的披露要求完全属于重大性定义的范围,且 SEC 本身被授予了广泛权力。^[266] 另一方面,尽管 SEC 名义上依赖重大性标准,且大量研究结果表明这正是自身投资者认为有用的信息类型,但 SEC 至今仍选择不要求披露大部分管理信息。^[267] 原因可能是 SEC 还没有意识到公司间外部性市场失灵对公众公司披露行为的巨大成本,^[268] 也可能是要求披露这些信息在政治上根本不可行。

理解美国 SEC 或任何行政机构行为的一种方式是将其作为一个为其监管的团体或群体的利益服务的组织。^[269] 利益集团试图影响 SEC 当然是有先例的,例如,1992 年至 2000 年担任 SEC 主席的阿瑟·莱维特在他的《散户至上》一书中指出,利益集团会在多大程度上试图影响披露政策:“在华盛顿的七年半时间里,我不断地被我所看到的東西所震惊。最让我吃惊的是,当强大的特别利益集团认为一项拟议的规则或立法可能会损害他们的利益时,他们就会全力以赴,根本不考虑该提案如何帮助投资大众。代表华尔街公司、共同基金公司、会计师事务所或公司经理的团体会以激光般的精准度,迅速着手挫败哪怕是微小的威胁。”^[270] 许多学术批评认为,满足强大利益集团的要求是对 SEC 如何构

[265] 参见 Mahoney, 同前注[13], 第 1103 页(“然而,很难想象,强迫公司披露竞争性敏感信息在政治上是可行的”)。

[266] 例如,同前文第四部分(一)2(该文显示了 DMI 是投资者使用的信息);Mahoney, 同前注[13], 第 1086 页(该文描述了《1934 年证券交易法》赋予 SEC 的广泛权力)。

[267] 参见前文第四部分(一)2。

[268] 这并非一个不可能的结论,因为学术界迄今为止也未能正确估计这些成本。参见前文第三部分(二)。

[269] 参见 Stigler, 同前注[170], 第 3 页。

[270] Levitt, 同前注[43], 第 236 页。

建披露要求的最好注解。^[271]但也有可能正如加州大学伯克利分校法学院的斯蒂芬·崔教授和密歇根大学法学院亚当·普理查德教授所建议的那样,SEC在其规则制定过程中存在一些认知上的偏差。^[272]如果“监管俘获”或“行为经济学”范式是对SEC行为的完整描述,那么这里的分析就不可能引致监管行动。

另外,可能是SEC至少部分地对增加社会福利感兴趣。例如,莱维特在担任SEC主席期间曾系统性地试图关注个人投资者的利益,^[273]尽管他知道这些投资者的政治影响力有限:“在华盛顿的游说等级制度中,公司是迄今为止最具实力的权力中心,其次是工人(在很大程度上是因为有工会的努力)和消费者。股东,特别是个人投资者,则排在最后。”^[274]拥有石油和天然气勘探业务的公司强制披露基于价值的信息也提供了证据,证实了SEC可以按照本文所要求的方式行事。^[275]

(四) 关于披露 DMI 的要求的结论摘要

估算要求披露 DMI 的效果主要取决于实施这一披露要求的监管成本与这些披露所产生的收益之间的权衡。要求 DMI 披露有效性分析的第三个分量被证明是关键的,原因有三:(1) 无论一个公司是否有上市交易的证券,准备和传播 DMI 的直接成本,似乎很容易披露 DMI 公司内部代理成本降低所带来的收益所抵消;(2) 将专有信息从一个公司转移到其他公司的成本应该是极小的;(3) DMI 已经作为改善公司业绩的副产品而产生,那么,与公众公司和整个经济体从此类信息披露中所获得的收益相比,实施 DMI 披露要求的监管成本如何? 强制实施 DMI 披

[271] 参见 Carney, 同前注[117], 第 725 页(结论是:对于 SEC 如何构建强制性披露要求而言,“利益集团说”比公共利益的解释更具有解释力); Franco, 同前注[10], 第 346 页,脚注 253(得出类似的结论)。但参见 Easterbrook & Fischel, 同前注[5], 第 672 页(“然而,我们不太相信利益集团的支持是证券监管的唯一解释。”)

[272] 参见 Choi & Pritchard, 同前注[3]。

[273] 一个值得注意的例子是,违背证券公司和公众公司的意愿颁布的 FD 条例。参见 Merritt B. Fox, *Regulation FD and Foreign Issuers: Globalization's Strains and Opportunities*, 41 Va. J. Int'l L. 653, 654(2001) (该文将 FD 条例解释为促进公共利益的一种努力)。

[274] Levitt, 同前注[43], 第 236 ~ 237 页。

[275] 参见 Kripke, in *Search of a Purpose*, 同前注[119], 第 200 ~ 201 页(该文用这种方法去解释披露要求的实施)。

露要求将是一项具有挑战性和昂贵的任务,但不能因此就不去推进。披露 DMI 将为美国经济带来广泛的效率提升效果,要求披露 DMI 的论点虽然是初步的,却是令人信服的。

五、本文研究结果的推论

本文重新检视了应当要求公众公司披露哪些信息(如果有)的问题。对这个问题的重新回答表明,SEC 应该要求美国公众公司披露比现在更多的管理信息。^[276] 若非如此,投资者会认为公司的经济状况并不透明。强制披露 DMI 将为投资者提供一种更有效的方式来监督经理人的业绩表现,并鼓励经理把精力放在真正提高公司的价值上,而非投资者当前所能获取的十分有限的业绩衡量指标之上。

如若上述观点过于大胆或激进,SEC 至少应努力了解要求披露 DMI 的利弊。公司间外部性导致的市场失灵的存在,解释了没有意义的不透明披露实践是如何持续存在的,过往的学术研究严重低估了这种市场失灵的潜在成本。^[277] 任何选择披露 DMI 的单个公司都会在竞争中处于不利地位,甚至对在许多公众公司中拥有利益的投资者而言,他们也无法获取该 DMI 的披露的所有收益。然而,若放眼整个经济体,提高公司运营的透明度的社会收益却是巨大的。

本文上述研究还有三项推论:第一,建议 SEC 改变其制定公众公司披露要求的方式。第二,本文推动了原本停滞不前的关于联邦对公众公司披露行为的监管是否能提高福利的学术讨论。第三,鉴于本文研究结果,我们需要重新思考“发行人有权选择其证券发行受何种证券监管制度约束”这一观点。

(一) 就如何构建一般披露要求为 SEC 提供指引

本文分析研究对 SEC 的建议不仅在于倡导披露 DMI,而且 SEC 应该立即采取三项新措施:其一,SEC 目前非常重视公众公司对披露不利

[276] 参见前文第四部分。

[277] 参见前文第三部分(二)。

于竞争信息成本的担忧,^[278]但事实上,以不利于竞争为理由不披露信息的做法是最为可疑的。本文认为,上述担忧会导致公司采用次优的披露做法。更重要的是,披露信息的不利于竞争的成本不太可能是决定哪些披露要求能提高福利的重要因素。^[279]竞争的危害可能会被其他公司或一般消费者的收益所抵消。要对披露效果进行正确分析,就要在监管成本与要求披露给公司和经济带来的其他收益之间进行权衡。

其二,SEC通过名义上所依赖的重大性标准,避免了真诚地去讨论到底应该用何种标准来构建公众公司的信息披露要求。实际上,SEC并没有使用重大性标准来决定应要求公众公司披露什么。^[280]如果SEC正式公布了强制性信息披露要求的制定方式,描述了拟议的披露要求的成本和收益,各界方可展开适当的对话,而目前SEC确立的披露实践无助于促进人们对公众公司披露要求的适当范围和内容的理解。

其三,私人交易中的披露做法可以为SEC提供指导,说明应该要求公众公司披露哪类信息。私人交易中的披露实践有助于评估强制性DMI披露要求的有效性,这种做法值得推广。当信息披露要求不会对信息收集投资带来显著抑制成本且监管成本也不高时,私人交易中的披露做法可以为建立有效的公众公司披露要求提供指导。^[281]以私人交易中的披露做法为基准,可以为SEC已经建立的公众公司信息披露要求规则大厦提供更加坚实的基石。

(二) 推进关于联邦信息披露监管有效性的论辩

目前,关于联邦信息披露监管制度有效性的学术辩论,基本上因为缺乏证据而停滞不前。学者们争论的是,在没有令人信服的证据支持或反对对公众公司施加联邦信息披露要求的情况下,我们该何去何从。近二十年前,伊斯特布鲁克法官和费希尔教授得出了以下结论:“如果我们无法从一套特定的规则中判断出好处或坏处,那么,听之任之的禁令就有很大的力量。同时,对监管的研究已经足够先进,以支持一个相反的

[278] 参见前注[29]。

[279] 参见前文第四部分(三)。

[280] 参见前注[185]。

[281] 参见前文第四部分(三)1。

禁令。大多数监管制度减少了总的福利,尽管它们使特殊利益集团获利。”^[282] 20 年后的现在,除了关于在没有充分的证据的情况下应该做什么之外,几乎没有什么变化。^[283]

本文基于两种洞见而提出了一种新的方法论,以确定披露要求何时能提高福利。第一,本文建立了一个关于公众公司信息披露的综合微观经济模型,通过分析具体信息披露要求,论证了继续推进信息披露必要性。^[284] 只有在评估一个项目具体披露要求时,我们才可能对成本和收益进行精细化的剖析,这种剖析难以被应用到对信息披露整体影响的分析之中。第二,本文建立了一个模型来比较对公众公司施加披露要求的各种成本和收益。^[285] 即使读者不同意应该要求公众公司披露 DMI 的结论,现在也可以这一连贯方法来探讨其他信息披露要求的有效性。

(三) 重新考虑关于允许发行人选择其证券监管制度的争论

有些法学学者认为,如同公司选择其注册地一样,发行人应该能够选择相应的证券监管制度。^[286] 该观点表明,因为发行人的选择将减少非竞争性监管制度中固有的低效率,所以自由的选择将优于强制性联邦证券监管。但是,这种选择方案的假设前提是公众公司信息披露实践不存在市场失灵,因而施加披露要求将是一个有效的解决方案。^[287]

在本文看来,发行人自主选择证券监管制度的支持者有一点是正确的,即目前的学术研究没有充分论证对所有公众公司施加联邦披露要求的必要性,本文正挑战了这一难题:其一,本文表明强制披露 DMI 是有效的;^[288] 其二,即使披露 DMI 的细致论证难以说服这些批评者,但也为以提高福利为目的的证券监管介入提供了一种方法论。^[289] 在证券监管

[282] Easterbrook & Fischel, 同前注[5],第 715 页。

[283] 例如,参见 Fox, *Issuer Choice*, 同前注[15],第 569 页(“我认为……如果没有肯定的实证证据表明强制性披露会造成社会损失,其就应该被保留”); Romano, *Empowering Investors*, 同前注[12],第 2372 页(“难以辨别联邦制度对投资者的积极影响……支持放弃其排他性。”)

[284] 参见前文第二部分。

[285] 参见前文第三部分(三)。

[286] 参见前注[14]。

[287] 例如,参见 Romano, *Empowering Investors*, 同前注[12],第 2372 页。

[288] 参见前文第四部分。

[289] 参见前文第三部分。

中,发行人选择监管制度的支持者现在面临的挑战是:他们需要提供一种机制,将某些强制性条款纳入所有监管制度中并继续保有发行人选择监管制度的一些好处。一个混合的监管方案,包括部分强制性规定和部分只适用于某些制度的规定,可以提供相当的灵活性。对于发行人选择监管制度的支持者来说,这可能是一个很有前途的方法,对于正在进行的证券监管的国际化进程而言,这也是一个简便的方法。

六、结论

重新回答公众公司应该被要求披露哪些信息(如果必要)的问题,本文得出了若干重要结论。第一,对公众公司的信息披露进行全面的微观经济分析表明,只有通过评估具体的披露要求,才有可能评估对信息披露的监管;第二,通过构建一个评估具体披露要求的方法,本文发现,学者此前严重低估了公众公司信息披露行为中市场失灵的潜在成本;第三,在权衡要求公司披露内部管理信息这一事项的成本和收益后,本文指出,应要求公众公司披露比目前更多的公司内部用于管理运营的信息。

联邦证券立法的最初支持者意识到,公众公司披露若不受监管会有些不妥,这种感觉得到了本文的支持。遗憾的是,早先支持者并没有准确识别出是什么导致公众公司采取了不必要的、不透明的披露实践。布兰代斯法官呼吁增加公众公司的信息披露却是以他错误的信念为前提,即他认为要求公众公司披露信息的主要实益在于对欺诈的威慑。^[290] 因此,在《1934年证券交易法》制定中,在法案对专有信息的披露要求给予豁免的问题上,没有人提出反对意见。^[291] 此后,SEC在对专有信息予以保密方面始终尊重公司的利益。^[292] 本文表明,正可能是这种关切导致了公众公司披露行为的重大市场失灵。基于“竞争损害”而给予公司的

[290] 参见前注[7]及其有关内容。

[291] 例如,参见 Landis, 同前注[8], 第47页(该文顺带提到了决定授予SEC“对某些类型的重要合同进行保密处理的权力”);也可参见前注[86]及其有关内容。

[292] 参见前注[29]。

披露要求豁免规则应该被认真审视。

尽管联邦证券监管的最初支持者没有正确地阐述市场失灵的问题，这里的发现也与所谓进步运动的主要议程相一致。进步派并不认为监管介入是市场机制的替代品，而仅将其视为通过纠正市场失灵来促进市场正常运作的一种方式。《1934年证券交易法》对信息披露的强调，确实提供了一个强大的工具来提高公共市场监督和约束公众公司经理的效率。

尽管在过去的70年里，信息技术和管理实践发生了巨大的变化，但监管者和立法者一直无法且也不愿意从根本上调整公众公司的信息披露要求范围。本文正为其提供了对公众公司强制性披露要求进行必要扩展的工具和理由。基于此，我们现在拥有了一条清晰的路径来厘清到底应对公众公司施加何种披露要求。

(编辑:谢贵春)