

论强制性信息披露作为代理问题的 解决方案*

[美] 保罗·马奥尼** 著
薛前强*** 符榕**** 译

译者评注: 保罗·马奥尼(Paul Mahoney)是弗吉尼亚大学法学院的终身制法学教授,在2008年至2016年担任法学院院长。其教学和研究领域是证券监管、法律和经济发展、公司金融、金融衍生品和合同,在各种法律期刊上发表了诸多学术文章,在2015年出版了《危机的浪费: 证券监管为何失

* Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure As a Solution to Agency Problems*, 62 U. Chi. L. Rev. 1047(1995). 本文已获得作者翻译授权。

本文获得中央民族大学2022年青年教师科研能力提升计划项目“共同富裕视野下企业慈善行为法律规制研究”(2022QNPY39)、中央民族大学2022年研究生课程建设和教育教学改革项目“新时代法学类研究生教育教学多维改革研究”(GRSJYGG013)、2022年度中国青少年研究会研究课题立项课题“商事法律视域下青少年权利保障与发展研究”(2022B12)、中央民族大学2021年度科研管理人员能力提升计划项目“法学院科研创新活化培育机制研究”的经费支持。

** 现任弗吉尼亚大学法学院教授。本文最初发表在《芝加哥大学法律评论》1995年第62卷第3期上。

*** 中央民族大学法学院讲师。

**** 中央民族大学法学院硕士研究生。

败?》(Wasting a Crisis: Why Securities Regulation Fails)一书。在从事教职之前,保罗·马奥尼教授的工作履历相当丰富,包括曾在纽约苏利文·克伦威尔(Sullivan & Cromwell)律师事务所从事法律工作,为美国联邦第二巡回上诉法院的拉尔夫·温特(Ralph K. Winter)法官和最高法院瑟古德·马歇尔(Thurgood Marshall)大法官担任书记员,甚至还参与了哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、蒙古国和尼泊尔等国的法律改革项目。此外,保罗·马奥尼教授的社会任职也较丰富。他是美国外交关系委员会的成员和美国艺术与科学学院的研究员,2018年至2022年在美国证券交易委员会的投资者咨询委员会任职。

本文从强制披露目的入手,将效率提升视为信息披露的正当性所在。效率方面的理由有两个不同的方向,其一为“准确度提高”,其二为“解决代理问题”。作者认为强制性信息披露朝着提高准确性的转向并不可取,其仅在解决代理问题时才可能最有效率,即这些代理问题催生了强制性信息披露制度。在文章第一部分,作者将“代理信息”一词的意思限制为“当代理人利用在委托关系中所获得的权力向委托人出售自己的财产或服务时所涉及的信息”,指出可以通过强制信息披露有效解决的具体代理问题,特别是发起人问题。第二部分介绍了英国强制性信息披露的制度背景以及形成发起人问题的具体细节。第三部分为美国强制信息披露的制度背景,分别介绍了“股票注水”和“不披露佣金”的发起人问题以及相应的司法回应,更详细地探讨了美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中强制披露制度的设计,阐明其设计更符合代理路径而不是准确性提高路径的理由。第四部分则论证了强制性披露是对其最初解决的有限代理问题的一个合理解决方案,但它对交易者之间信息不对称这一更普遍的问题而言不是一个好的解决方案。作者在第五部分讨论了代理成本模式对当今披露政策的影响,如预测的披露、现值会计的使用、储架注册以及高管薪酬的披露。

本文对于我国在建立和完善与注册制相适应的信息披露制度方面具有重要借鉴意义。一方面,政策制定者不可将强制性披露当成解决一切问题、包治百病的良方;另一方面,也可通过本文对以“提高准确性”为前提的披露制度和“降低代理成本”的披露制度进行比较,探索如何制定与我国市场相适应的强制披露制度。

摘要:对效率的维护是强制性信息披露的制度正当性所在。强制性信息披露在效率方面的考量有二:一为“准确度提高”;二为“解决代理问题”。但强制性信息披露朝着提高准确性的转向并不可取,其仅在解决代理问题时才可能最有效率,即代理问题催生了强制性信息披露制度,这也符合美国证券规制体系中强制性信息披露规则的生成逻辑。在适用场景上,强制性信息披露是解决有限代理问题较为合理的方案,但它对解决交易者之间信息不对称这一更普遍的问题而言并不可行。

关键词:强制性信息披露 效率 代理问题 准确度

引言

大多数提供商品或服务的卖家在法律上并未被强制要求向潜在客户提供有关其产品或服务的特定信息,他们只被要求避免做出虚假声明。但存在一个与证券交易有关的例外,即在公开市场上发行证券的公司必须提供有关证券和发行人的明确披露。这并非美国的专利,大多数发达国家亦如此。那么,是什么造成了证券和其他产品之间在信息披露方面的差异化?

颇令人惊讶的是,鲜有学者试图以效率为论据来证成此种区别。经济学家们最初针对美国证券法采取收集实证证据的方法,以证明投资者在这些法律颁布后是否有更好的发展。^[1]为回应实证上的争论,就强制披露效率方面的议题,目前已形成一部分小但却颇有影响力的

[1] See George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. Bus. 117 (1964) (认为新发行证券的投资者的回报不受证券法的影响); Irwin Friend and Edward S. Herman, *The S. E. C. Through a Glass Darkly*, 37 J. Bus. 382 (1964) (对 Stigler 的分析提出质疑,并反驳说 1933 年后收益的方差更低); George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 Am. Econ. Rev. 132 (Pt 1 1973) (证据表明,强制性定期披露对投资者没有好处); Irwin Friend and Randolph Westerfield, *Required Disclosure and the Stock Market: Comment*, 65 Am. Econ. Rev. 467 (Pt 1 1973) (挑战 Benston 的分析)。

理论文献。^[2] 这些文献指出,强制披露的目的是帮助市场参与者确定准确反映所有可用信息的证券价格。^[3] 与缺乏披露的情形相比,信息披露可以帮助交易者以较低的成本收集信息,在价格中反映新的信息,从而促进信息效率(并最终促进社会福利)。将效率提升视为信息披露的理由,结果是这种“提高准确度”的主张占据绝对统治地位。那些批评强制披露制度的人士并不质疑强制披露旨在提高信息效率这一前提假设,他们转而质疑美国证券法是否已经实现这一目标。^[4]

本文为解释证券市场强制披露的正当性提出另一种效率方面的理由。笔者将该替代性理由称为“代理成本模式”(agency cost model),认为强制信息披露的主要目的是解决某些代理问题。这些代理问题存在于公司发起人和投资者之间以及经理和股东之间。信息披露有助于降低监督发起人和经理人基于自利目的使用公司资产的成本。与公司相关的现代文献认识到这种代理问题的普遍性和重要性,^[5] 此外,强

[2] 主要著作有: John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 Va. L. Rev. 717 (1984); Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 Va. L. Rev. 669 (1984); and Gregg A. Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, 24 J. L. & Econ. 613 (1981)。

[3] 除注释[2]中引用的资料外, see Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices*, 41 Duke. L. J. 977, 979 (1992); Jeffrey N. Gordon and Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 NYU L. Rev. 761, 802 (1985); Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549, 601 (1984)。

[4] See Homer Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose* (Law & Business, 1979); Benston, 63 Am. Econ. Rev. at 133 - 34 (见前注[1])。埃德蒙·基奇(Edmund Kitch)对准确性提高为分析强制性披露提供了一个连贯的手段这一观点提出了质疑,但并没有提出一个替代模式。See Edmund W. Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure* (working paper on file with U. Chi. L. Rev.)。

[5] See Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, 76 Am. Econ. Rev. 323 (Pt 2 1986); Frank H. Easterbrook, *Two Agency - Cost Explanations of Dividends*, 74 Am. Econ. Rev. 650 (Pt 1 1984); Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976)。

制性信息披露规则在“委托—代理”的背景下很常见。^{〔6〕}因此,将减少代理成本视为证券市场强制披露的效率正当性似乎是合理的。

虽然降低代理成本可能是强制信息披露的一个理由,但它是否能解释现有的强制信息披露制度?若稍看一下美国国会在20世纪30年代颁布的法规,则可发现代理成本的解释似乎优于准确度提高的解释。强制性信息披露的确不是新政首创,而是从适用于代理人的普通法规则演变而来的,这些法律规则主要用于规制与委托人进行不利交易的代理人。作为“发起人问题”(promoter problem)这一特定代理问题的处理手段,这些规则同样适用于证券市场。发起人问题的决定性特征是,利用与创立新公司和公开发行人股票有关的资金,从公司的发起人那里购买资产或服务,而这些交易并不公允。发起人问题直接导致了英国第一部强制性信息披露法规的出台,同时成为美国证券法背景的重要组成部分,美国证券法在很大程度上借鉴了英国的法规。英国和美国证券法中所包含的可披露的项目清单,均主要集中在发起人问题和相关的代理问题上。这些法规的历史和最初设计都与代理成本模式一致。

当我们把注意力集中在当下时,情况会变得更加复杂。当前,美国证券法授予美国证券交易委员会(SEC)改变披露制度细节的权力。^{〔7〕}它所采取的方式与代理成本模式不同,其越来越倾向于采用准确性提高模式。因此,代理成本模式并不是令人信服的对目前SEC一系列披露规则的正面解释。然而,准确性提高范式也同样无法提供等同的解释。现在的强制性信息披露制度是理论、方法经过60余年变化而生的产物,因此其并没有反映出任何单一的范式。但笔者认为,从规范意义上讲,强制性信息披露朝着提高准确性的转向并不可取。强制性信息披露仅在解决代理问题时才可能最有效率,即这些代理问题催生了强制性信息披露制度。

〔6〕 See *Moore & Co. v. T-A-L-L, Inc.*, 792 P2d 794, 798-99 (Colo 1990) (房地产经纪人有义务向委托人披露要约); *Restatement (Second) of Agency* § 381 (1958) (“Restatement of Agency”) (代理人有义务向委托人提供与委托事务相关的信息); *id* § 382.

〔7〕 参见本文注〔172〕、注〔173〕。

弄清强制性信息披露究竟是为了解决一系列的代理问题,还是为了提高证券市场的信息效率是一个重要的问题,因为这两种范式对信息披露政策有着明显不同的影响。接受准确性提高范式意味着关于未来的信息比关于过去的信息更重要,因为关于过去的信息已经反映在证券价格之中。因此,此时的信息披露制度应该要求公司经理们讨论他们对企业未来的信念,并且应该支持要求经理提供会计报表,且这些会计报表反映的应当是当前公司资产的价值而不是过去的历史价值。〔8〕当一家公司得到证券分析师的广泛关注时,每个投资者取得历史数据的必要性就会降低,原因在于这些历史数据因分析师的缘故而反映在价格之中。近年来,SEC以符合这些规范的方式完善了强制披露制度。例如,SEC已采取初步措施,准备将前瞻性声明纳入披露文件之中;积极影响会计准则的制定(而这些会计准则通常要求报告或披露特定资产的现值);允许规模较大、关注度较高的公司使用较小限制性的证券注册程序。〔9〕这些变化的可取性部分取决于准确性提高模型的有效性。

代理成本模式的规范性规定倾向于指向与准确性提高模式相反的方向。代理成本模式证成了传统的、向后看的强制披露模式的合理性,因为它是一种帮助投资者发现违反合同或信托义务现象的手段。管理层对企业未来的预测或看法不可能包含与此类违规行为有关的信息。因此,管理层是否披露的决定可以安全地不受管制。会计报表将确定公司的资金和资产是如何使用的,它能够帮助投资者发现管理层违反对股东所负责任的行为。为此,借鉴、参考历史成本是合适的。代理成本模型与准确性提高模型不同,其主张建立一个强制性的披露制度,这个制度要比目前的制度更加集中,限制也更多。

本文第一部分指出了可以通过强制信息披露有效解决的具体代理问题,特别是发起人问题。第二部分展示了发起人问题如何助推英国

〔8〕 See Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure* at 96 - 114, 179 - 198 (见前注〔4〕); George J. Benston, *The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, in Henry G. Manne, ed., *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities* 23, 27 - 30, American Enterprise Institute, 1969.

〔9〕 参见本文第五部分。

强制性信息披露规则的发展,即首先由法官推动,后来由议会推动。第三部分追溯了美国信息披露规则的相关历史。第四部分认为,就美国证券法编纂和完善先前存在的针对发起人问题和相关代理问题的司法解决方案而言,它们可能是有效的。然而,当言及授权扩大披露系统以追求提高准确性的目标时,它们可能是低效的。第五部分讨论了代理成本模式对当今披露政策的影响,例如预测的披露、现值会计的使用、储架注册以及高管薪酬的披露。

一、代理成本模型:描述和分类

一家公司是“一个代理关系网”。^[10]披露互相冲突的利益是代理法则的主要内容。^[11]也许,强制信息披露有助于减少由于发起人、董事和经理人与投资者之间的利益冲突而产生的代理损失。很明显,强制披露的部分目的是解决一些标准的代理问题。在美国,《1934年证券交易法》^[12]要求所有公开交易的公司都要进行定期披露,包括管理层的报酬和管理人员与公司之间重要交易的详细信息。^[13]这种披露的目的显然是帮助股东监督管理层的自利行为。通过减少监督成本,披露可以减少整体的代理损失。^[14]

[10] See Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 Yale L. J. 698, 700 (1982).

[11] See *Construction Techniques, Inc. v. Dominske*, 928 F.2d 632, 636 (4th Cir. 1991) (雇员有义务披露在雇主要供应商中的所有权利益) Restatement of Agency § § 389, 391 (见脚注[6]) (在未向委托人披露和未征得委托人同意的情况下,不与作为他方当事人的委托人打交道或代表他方当事人行事)。

[12] See Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 291, 48 Stat 881, codified at 15 U. S. C. § § 78a - 7811 (1988 & Supp. 1993).

[13] See Securities Exchange Act of 1934 § 12(b)(1)(D) - (G), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(D) - (G).

[14] Jensen 和 Meckling 将代理成本定义为委托人的监督支出与代理人的担保支出,以及未被监督或担保所防止的剩余损失的总和。See Jensen and Meckling, 3 J Fin Econ at 308 (见前注[5])。因此,通过减少股东的监督费用,披露减少了与公司形式相关的总代理成本。

但在公司向公众出售新发行的证券时,需要进行最广泛的强制性披露。美国《1933年证券法》^[15]要求向公众发行证券的公司必须向SEC提交一份详细的注册声明,并在提供给投资者的招股说明书中提供大量信息。^[16]对这些披露的传统解释是,它们向投资者提供了所有必要的“重要事实”(material facts)来帮助投资者判断其所提供证券的价值。^[17]然而,潜在在表面之下的是代理问题,许多披露的信息与之直接相关。当新成立的公司首次向公众出售股票时,代理问题是最重要的,也是最容易被观察到的,早期的强制性信息披露法规主要关注的就是此种情况。^[18]“发起人”通常确定要成立的资产或业务,创建公司,并选择一个初始董事会。^[19]公司通过其董事购买将会用到其业务中的资产,并用其股票或者由发起人或代表发起人向投资者筹集的现金支付。

公司的创建和股票公开发行产生了许多盈利机会。通过出售股票筹集的现金可用于购买新业务和签订各种长期合同。公司可以花费资金雇佣顾问和咨询师,支付佣金、购买其他商品和服务。提供现金的投资者希望公司董事会能够确保这些交易是在对公司最有利的条件下进行的。遗憾的是,董事是由发起人选择的,可能不够独立,无法将股东的利益放置于发起人的利益之上。发起人可能希望将上述获利机会输送给自己或其家人、朋友和商业伙伴。由于发起人可以在公司成立之前安排这些交易,然后选择一个董事会代表公司完成这些交易,后加入

[15] See Securities Act of 1933, Pub. L. No. 22, 48 Stat 74, codified at 15 U. S. C. § § 77a-77z(1988 & Supp. 1993).

[16] See Securities Act of 1933 § § 5, 7, 10, 15 U. S. C. § § 77e, 77g, 77j.

[17] See *Ernst. & Ernst. v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 195(1976); *Croy. v. Campbell*, 624 F2d 709, 712(5th Cir. 1980).

[18] 参见本文第二部分。

[19] “发起人”一词没有普遍接受的定义,但该词被普遍理解为采取必要步骤成立公司并进行初步谈判的人,通过谈判,公司确定了它将最终收购的企业或资产。See generally L. C. B. Gower, *Principles of Modern Company Law* 296-97 (Sweet & Maxwell, 5th ed. 1992). 根据特拉华州法律,提交公司注册证书从而使公司获得存在合法性的人,被称为“法人创立者”。他在选择董事之前有权管理公司的事务、通过公司章程和选举董事。See 8 Del. Code Ann. § 107(1991).

的股东就可能会发现,旨在保护他们利益的机构并没有正常运作。^[20]其结果是“发起人问题”——也就是说,发起人可能会在没有任何公平交易或独立审查的情况下向公司出售财产和服务。问题不仅在于信息优势的一方在出售时没有披露他对所售物品的了解,还在于董事可能不像投资者期望的那样成为投资者的忠实代理人。这似乎可以毫不夸张地得出一个结论:发起人控制着董事的活动,并且是他们违反职责的主要受益者,发起人对这种情况负有一定的责任。

法院对发起人问题作出回应,宣称在选择一个真正独立的董事会之前,发起人在公司方面处于受托地位。^[21]但是,受托责任的种类有很多。法院对发起人施加的主要责任是披露其财务利益的性质和程度。^[22]正如下文详细讨论的那样,我们有理由相信,如果有机会讨价还价,那么发起人和投资者会同意这样一个解决方案。^[23]了解发起人问题的潜在投资者想知道:通过发行股票所募集的资金中有多少将用于支付佣金、费用和类似的开支;支付这些费用的人是否与发起人或董事有任何预先存在的关联关系,从而使人怀疑这些条款是否反映了公平交易;发起人、董事或与他们有关的人在股票发行中一般还有哪些经济利益(如发起人是否是用募集资金购买的任何财产的实际所有人)?笔者将使用“代理信息”这一术语来概括符合上述类别的信息。强制性披露制度的重点是关注代理信息,遵循笔者所说的披露制度的“代理成本模式”。

这种对代理信息的定义是刻意限制的。它只限于公司与公司发起人或经理之间的重要交易信息。此处关注的代理问题不包括公司治理文献中通常讨论的全部问题(包括代理人不勤勉的问题),相反涉及代理人不当行为的一组范围较窄的代理问题,这些问题一直受到传统普

[20] 发起人在公司成立前代表公司签订的合同,如果在公司成立后得到董事的批准,则对公司具有约束力。See *Stringer v. Electronics Supply Corp.*, 23 Del. Chanc. 79, 2 A2d 78, 79-80 (1938).

[21] See *Public Investment Ltd. v. Bandeirante Corp.*, 740 F2d 1222, 1234 n 72 (DC Cir. 1984); *Smith v. Bitter*, 319 N. W. 2d 196, 200 (Iowa 1982).

[22] 参见本文第二(二)部分。

[23] 参见本文第四(一)部分。

通法的关注。笔者主张,强制信息披露是处理这一有限的代理问题子集的合理有效手段,并且已经在其他情况下得到证实。代理人在与委托人进行不利交易时应承担披露义务,强制性证券披露规则就产生于这种传统义务之中,这在早期阶段是有迹可循的。尽管存在其他类型的代理问题,但它们不是强制性披露规则的来源,而且这些问题没有办法通过强制性披露规则有效解决。如果这些问题能够得到解决,通过“所有关于公司业绩的信息都与股东监督经理的努力有关”这一主张,人们就可以从代理成本的角度重新构建准确性提高模式。然而,就本文而言,“代理信息”(agency information)是一套独特的信息,当代理人利用在委托关系中所获得的权力向委托人出售自己的财产或服务时,涉及的就是这一类信息。

二、英国强制性信息披露的制度背景

本部分研究了披露规则在多大程度上与代理信息有关,并与更广泛的准确性提高的信息形成对照(包括任何会影响股票价格的信息)。笔者的论点是,强制披露是作为一种强制披露代理信息的手段开始的,目的是控制发起人问题。在议会于1900年颁布第一部全面的披露法规之前,有大量的英国判例法产生,这表明发起人问题很严重。从立法历史中也可以看出,最初颁布信息披露法的立法者首先考虑的是发起人问题。议会对这一问题的解决方案大部分复制并在一定程度上扩展了先前存在的司法解决方案。

(一) 发起人问题

在19世纪的英国,向公众出售股票筹集资金的公司大多是营销资本(promotional ventures)。^[24]在那个时代,英国公司和美国公司一样,

[24] James Jefferys 注意到现有的上市公司从1885年开始通过出售股票筹集新的资本。尽管他认为现有的公司从1900年开始才成为新资本的重要竞争者。See James B. Jefferys, *Business Organization in Great Britain: 1856 - 1914*, 147 - 49, Arno, 1977.

使用高面值股票,发行时的购买价通常等于面值。^[25] 今天,这种使用高面值股票的做法似乎令人费解,但在最初的情况下是有的放矢的。^[26] 一家公司的成立和其首次向公众发售股票通常是同时进行的。企业家或发起人将向潜在的投资者通过口头或书面招股说明书描述他的想法,并寻求认购股票。潜在投资者签署一份认购协议,约定如果获得足够的认购,投资者将购买一定数量的股票。沟通的速度必然决定了其寻求和获得认购的过程要比现代公开发行的过程更加从容。在这些条件下,一个认购者可能会担心其他更受青睐的认购者会以更低的价格获得股票。高面值股票缓解了这种担忧,因为法律规定每个购买者都必须至少要支付其股票的面值。^[27] 因此,仅支付面值的购买者知道他获得的交易与任何其他购买者一样。

然而,这种确定性的代价是,未来的股票发行会很困难。在以后的发行中,已发行股票的市值不太可能完全等于面值。此外,股票通常是在出售时部分支付的。也就是说,在开始时认购者只支付面值的一部分(通常是15%~40%)并对剩余的差额负责。^[28] 因此,对额外资本的需求可以在一段时间内通过对现有股份的未支付部分进行催缴来满足,从而减少发行新股。发起人的一个假设是,公司在成立之初的既定资本将超过企业的即时需求,未来的资本需求将通过调用留存收益、借

[25] See J. B. Jefferys, *The Denomination and Character of Shares*, 1855 - 1885, 16 *Econ Hist Rev* 45, 45 - 51 (1946). 关于美国的实践, see Bayless Manning and James J. Hanks, Jr., *Legal Capital* 28, Foundation, 3d ed. 1990.

[26] 下面的讨论借鉴了 Manning 和 Hanks 的高价股历史。See Manning and Hanks, *Legal Capital* at 22 - 28.

[27] 有限责任的概念是通过“股份有限公司”或“有限公司”的方式进入公司法的,在这种公司中,“其成员的责任限于其股份的未支付金额”。See *Companies Act*, 1862, 25 & 26 *Vict*, ch. 89, § 8. 没有全额支付其“出资”(面值)的成员(股东)应向债权人承担不足部分的责任。Id. § 38.

[28] See P. L. Cottrell, *Industrial Finance: 1830 - 1914*, 84 - 86, Methuen, 1979 (分析从1856年至1882年的数据)。

贷和额外的未付资本来满足。^[29]

有评论指出大多数股票销售都是由促销公司(promotional companies)进行的,这对于理解英国信息披露法规的结构至关重要。新出台的信息披露规定被认为针对的是促销公司。一位商人在1895年向贸易委员会的部门委员会(也被称为戴维委员会,Davey Committee)提供证据,明确区分了在公司成立时产生的问题和持续存在的问题。他认为,前者主要与保护未来的股东有关,而后者则主要与保护债权人有关。^[30]这种信念似乎影响了议会处理信息披露监管的方式。公司为了债权人的利益定期公开披露,从一开始就是英国公司法的一个固定特征。1844年颁布的第一部普通公司法^[31]并没有规定有限责任。因此,该公司被要求每年提交两份公开声明,指出其股份的转让情况,以便债权人在不付款的情况下知道当前投资者的姓名和地址。^[32]即使在有限责任制度出现后,公司仍然发行部分付费的股票(这种做法被认为是使公司具有信用的必要条件)。^[33]因此,公司法仍然要求公司每年申报股东的姓名和地址以及他们尚未缴纳的出资额。^[34]议会自然而然地认为定期披露和新问题披露是为两个完全不同的目的服务的。

19世纪末,设立新公司的一种常见形式是从所有人手中购买现有

[29] See *Report of the Select Committee on Limited Liability Acts*, 10 Brit Parl Papers 393, 436-37 (1867) (“1867 Report”) (testimony of William Newmarch, Esq). 纽马赫(Newmarch)主张,如果发现企业的资本需求可以通过留存收益来满足,则应允许公司减少其注册资本。他认为,未来征收资本的可能性已经抑制了一些公司股票在二级市场的发展。

[30] 参见贸易委员会(the Board of Trade)任命的部门委员会的报告,该报告调查了与根据公司法成立的有限责任公司有关的法案有哪些必要的修正。See 1862 to 1890, 88 Brit Parl Papers 151, 239 (1895) (“1895 Report”) (memorandum of Samuel Ogden, J. P.).

[31] 关于股份公司注册、成立和管理的法律,参见 7 & 8 Vict, ch. 110 (1844)。

[32] See *id.* ch. 110, § XI.

[33] See 1867 Report 187 at 414 (见前注[29]) (evidence of the Honorable Edward C. Curzon); Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 171 (见前注[24])。

[34] See Companies Act, 1862, 25 & 26 Vict, ch. 89, § 26.

企业或资产。^[35] 新的公司有时是由所有人自己组织而成,但在 20 世纪末,所有人经常使用专业发起人的服务。^[36] 代表未来公司的受托人签订一份购买企业或资产的合同,条件是在从公众那里筹集到足够数量的资金。^[37] 该受托人通常是发起人的合伙人,他的利益与发起人利益相一致,而不是与外来投资者的利益相一致。发起人起草并提交公司的备忘录和章程,其中指出,公司目的之一是完成对企业或资产的购买。发起人随后选择一个初步的董事会,并印制一份招股说明书,介绍公司业务并征集对股票的认购。当获得足够的认购后,股票就被发行了,招股说明书、备忘录及章程中描述的交易也完成了。

这样的发起设立活动对于形成发起人问题来说十分便利并存在两种基本形式。发起人的创业才能往往在于发现那些可以更有效地以公司形式运作的企业,购买这些企业,并迅速将其转卖给新成立的公司以获取利润。^[38] 因此,发起人往往也是公司主要资产的卖家。为了掩盖他的利润程度,发起人有时会安排一系列的销售,以不断提高的价格出售给被指定人,这种做法被称为“加载”(loading)购买价格。^[39] 最后一位被提名人在招股说明书中被指定为该企业的所有者。招股说明书可以如实说明(名义上的)卖主最近购买了该房产,价格仅比新公司支

[35] See J. H. Clapham, 3 *An Economic History of Modern Britain* 360, Cambridge, 2d ed. 1963; Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 126 (见前注[24])。

[36] See Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 294 - 314 (见前注[24])。 See also Cottrell, *Industrial Finance* at 113 - 41 (见前注[28]) (描述了一位著名的发起人将铁、煤和钢铁企业转换为有限责任形式的过程)。

[37] 对于专业发起人角色的描述,参见 Francis B. Palmer, *Palmer's Company Law* 225, Stevens & Sons, 1st ed. 1898。

[38] 同注[37],第 325 页。

[39] 关于实践的描述, see 1895 Report § 27 at 161 (见前注[30])。 For examples, see *Erlanger v. New Sombbrero Phosphate Co.*, 3 App Cas. 1218, 1218 - 23 (IL 1878); *Whaley Bridge Calico Printing Co. v. Green*, 5 QB Div. 109, 109 - 10 (1879)。

付的价格略低,而事实上,真正的利益方是以更低的价格购买的。^[40]从提交给议会的证据和判例法来看,“加载”购买价格的做法非常普遍。1900年,一位上议院议员描述了一种“反复”发生的事实模式:

发起人发布一份招股说明书,声称他们同意以大大超过他们实际支付金额的方式购买该房产,然后私底下把实际价格和宣称价格之间的差额放进自己的口袋。在短暂的职业生涯之后,该公司被命令清算。在清算的过程中,这一诡计被一览无遗。^[41]

除上述做法外,还有一种常见做法是在招股说明书中不提及向专业发起人支付费用的问题。^[42]卖方有时会雇佣一个金融家来帮助成立公司和公开发行业股票,该专业人士通常从卖方那里获得服务费。在招股说明书中省略这些费用数额并非不重要,向该专业人士给付的费用有时高达募集资金的50%。^[43]此外,还有一些传闻表明以低费用雇

[40] 尽管一个多世纪以来,司法和立法部门一直在努力防止这种情况的发生,但这种手段对发起人来说还是很有用的,这一点可以证明。See *Azzielli v. Cohen Law Offices*, 21 F3d 512 (2d Cir. 1994). 在该案中,一名被告以 770,000 美元的价格购买了一栋公寓楼,并以 989,000 美元的价格将其出售给其他一些被告。后者的被告随后成立了一家公司,并“按成本价”将该建筑卖给了公司。购买了该公司股票的原告提起了证券欺诈诉讼,声称中间交易是一个骗局,旨在掩盖公平交易价格为 770,000 美元而不是 989,000 美元的事实。

[41] See *Gluckstein v. Barnes*, App Cas. 240, 248 (HL 1900) (*Macnaghten opinion*). 在该案中,卖方/发起人表示他们以一定的金额购买了有关的企业,但没有注意到部分购买价格是由他们以名义金额收购的企业的未偿还债券支付的,这使实际购买价格大大降低。

[42] See *Emma Silver Mining Co. v. Grant*, 11 Chanc. Div. 918, 918 - 25 (1879) (发起人的费用不向投资者披露)。

[43] See *Cottrell, Industrial Finance* at 131 (见前注[28])。

用发起人而成立的公司,其存活率远远高于那些付费高昂的公司。^[44]简而言之,投资者对不披露发起人费用的做法感到担忧是正确的。在某种程度上,英国法律为这种隐藏职业发起人利益的做法提供了便利。法院对一家公司是否有权力为其自身公开发行股票花费资金产生了困惑。^[45]这有助于创造对专业发起人的需求,因为公司本身对提供承销佣金或折扣持谨慎态度。发起人的合同关系是与卖家而非与公司订立的。这为欺骗行为提供了便利,因为招股说明书可以真实地说明公司没有支付发起人费用;当受到质疑时,卖家和专业发起人就会辩解道,发起人的佣金是他们之间的私事。^[46]掩盖发起人费用的做法,就像“加载”购买价格的做法一样普遍,新闻报道和判例法对此都没有任何疑问。1877年,上诉法院的一位法官抱怨说:“不幸的是,近年来这些案件经常出现在法院面前……”^[47]在19世纪70年代,一个自称是“发起人王子”(the prince of promoters)的发起人阿尔伯特·格兰特(Albert

[44] See *id.* at 115, 131, 137 (注意到一位著名发起人的成功事业和他的低收费); Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 301-302, (见前注[24]) (注意到由“信贷协会”发起设立的公司的高额发起人费用和不确定性); Leslie Hannah, *The Rise of the Corporate Economy* 19 (Methuen, 2d ed. 1983) (注意到新上市公司的高破产率和当代“强烈怀疑”与“腐败的”投机性发起人的关系); H. A. Shannon, *The First Five Thousand Limited Companies and Their Duration*, 7 *Econ. Hist.* 396, 411-13 (1932) (注意到上市公司的高“死亡率”并将其与发起人的“不当行为”联系起来)。当然,这可能是巧合,在19世纪下半叶,随着中介机构越来越多地成为公司成立的一部分,新发起设立的公司存活率从长期趋势来看是下降的。至于中介机构的作用越来越大,参见 Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 294-309 (见前注[24])。至于存活率的下降,参见 H. A. Shannon, *The Limited Companies of 1866-1883*, 4 *Econ. Hist. Rev.* 290, 295 (1933)。

[45] See Palmer, *Palmer's Company Law* at 231 (见前注[37])。1896年,上诉法院的结论是,如果备忘录和章程允许支付承销佣金,公司就可以合法地支付合理的佣金。*Metropolitan Coal Consumers' Ass'n v. Scrimgeour*, 2 QB 604 (Ct. App 1895)。英国《1900年公司法》明确允许在章程授权或在招股说明书中披露的情况下支付承销佣金或折扣从而解决了这个问题。63 & 64 *Vict.* ch. 48, § 8。

[46] See *Lydney & Wigpool Iron Ore Co. v. Bird*, 33 *Chanc. Div.* 85, 86-88 (Ct. App 1886)。

[47] *Bagnall v. Carlton*, 6 *Chanc. Div.* 371, 398-99 (Ct. App 1877) (James opinion)。

Grant)^[48]至少在三起被报道的案件中当了被告。^[49]每起案件都有相似的事实。格兰特与卖家约定成立公司并征集认购以换取现金费用和其他报酬,这些占所筹资金的20%~30%,而格兰特的隐藏利益并没有在招股说明书中披露。

(二) 司法回应

上述两种做法都是被精心设计的,以避免欺诈行为过于明显。招股说明书中关于企业所有权或关于公司将支付费用的描述,严格来说是真实的。然而,这些陈述明显不完整,以至于产生严重误导的作用。因此,法院可以通过认定它们相当于欺诈性隐瞒或陈述“半真半假”来处理。^[50]然而,法院选择了一种理论方法以应对问题的本质:发起人及其合伙人为自利所使用的资金是由投资者提供。法院认识到了潜在的代理问题,并使用代理法中熟悉的工具来处理此问题。具体来说,他们的结论是,发起人是公司的受托人,因此有义务披露与公司利益相悖的利益。^[51]该解决方案是合理的。发起人必须向其委托人即公司披露他的反向利益。因此,他必须要么提供一个真正独立的董事会并向其披露其利益,要么向潜在的投资者披露其利益。^[52]无论是这两种情况中的哪一种,都会使发起人无法同时站在交易的两边。他必须与独立董事或潜在投资者就其财产和服务的价格进行讨价还价。对法院来说,更困难的问题涉及信托责任的确切范围。很明显,发起人必须披

[48] See Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 304 (见前注[24])。

[49] See Bagnall, 6 Chanc. Div. 371; Twycross v. Grant, 2 Common Pleas Div. 469 (Ct. App 1877); Emma Silver Mining Co. v. Grant, 11 Chanc. Div. 918 (1879). See also Rubery v. Grant, 13 L Rep - Eq 443, 443 - 45 (Vice Chanc. 1872) (卖家对格兰特提起诉讼,要求其具体履行发起合同;卖家声称格兰特拿走了比合同允许的更多的收益)。

[50] 现代的例子,参见 Mends v. Dykstra, 195 Mont 440, 637 P2d 502, 508 (1981) (房地产商的声明,“虽然不是严格意义上的不真实”,但具有高度的误导性); Lindberg Cadillac Co. v. Aron, 371 S. W. 2d 651, 653 (Mo. App 1963) (汽车销售商通过填补发动机裂缝进行隐瞒;法院认定其为“欺诈性隐瞒”)。

[51] See Erlanger v. New Sombrero Phosphate Co., 3 App Cas. 1218 (HL 1878); id. at 1229 - 30 (Penzance opinion); id. at 1236 (Cairns opinion)。

[52] See id. at 1236 (Cairns opinion) (向独立董事披露); Salomon v. Salomon, App Cas. 22, 33 (HL 1897) (披露给股东的信息可有效替代披露给董事的信息)。

露,但他必须披露什么? 如果他没有这样做,该如何补救? 在很早以前就清楚可见,如果发起人在没有向独立董事或股东披露其利益的情况下向公司出售财产,公司可以要求撤销该销售。^[53] 如果诉讼成功,公司将从发起人手中夺回股东们的钱并将财产重新转让给他。在这种情况下,撤销权既消除了发起人获得的收益,也避免了公司遭受的损失。

然而,如果在发现发起人的利益时撤销购买不再可行,那么法院在决定应该采用什么标准时就会遇到更多的麻烦。在这种情况下,公司可能会要求没收卖主/发起人的利润,这是违反信托的常见补救措施。然而,法院是否愿意强迫发起人披露信息部分取决于发起人何时以及如何获得他后来卖给公司的财产。如果发起人在购买之前或同时就开始组建公司,法院会得出如下结论,即他是作为公司的推定受托人购买的,因此公司有权获得发起人的任何利润。^[54] 然而,如果发起人在启动公司创建之前就进行了购买,他可以辩称在购买时,他不是公司的代理人,而是以自己的名义购买以便最终转售。一旦他成为受托人,他仍然被要求向公司披露他的财务利益,但他并不是一个推定的受托人,他的不披露应该只能使公司就其能证明的任何损失获得补偿。

法院对这种推理方式表示支持。在 *Cape Breton Co.* 案中,上诉法院的结论是,一旦解除合同变得不可能,股东就不能提起诉讼以追回发起人的利润,该案首次明确提出了这个问题。^[55] 上议院确认了这一点,并且一种意见认为该公司的唯一追索权是追回它能证明因不披露而造成的任何损失。^[56] 然而,在随后的案件中,上诉法院放弃了卡普顿(*Cape Breton*)案中看似宽泛的裁决。在另一个案件中,法院认为被告在购买房产时,相互之间同意成立一个公司,他们有责任放弃与购买

[53] See *Erlanger*, 3 App Cas. at 1218, 1229.

[54] See *id.* at 1235 (Cairns opinion).

[55] See *In re Cape Breton Co.*, 29 Chanc. Div. 795, 803 - 06 (Ct. App 1885) (Cotton opinion), *aff'd as Cavendish Bentinck v. Fenn*, 12 App Cas. 652 (HL 1887). See also *Ladywell Mining Co. v. Brookes*, 35 Chanc. Div. 400, 407 - 09 (Ct. App 1887) (Cotton opinion) (following *Cape Breton*).

[56] *Cavendish Bentinck*, 12 App Cas. at 661 - 62 (Herschell opinion).

和转售有关的利润。^[57]在一个案件中,一名法官建议卡普顿案仅限于以下情况,即公司的股东在仍有可能获得撤销权的情况下拒绝寻求撤销权的救济,而选择在后来寻求损害赔偿。^[58]然而,将必须公布其利润的发起人与只需支付公司可以证明的任何损失的发起人区分开来的确切标准是不明确的。因此,尽管正式的规则是发起人必须披露其代理权所产生的利润,但该规则是否适用于出售先前获得财产的发起人并不明确。

那么,在议会“占领这一领域”之前,法院已经通过要求发起人向独立的一方(无论是董事还是投资者)披露反向利益来缓解发起人问题。这一责任的范围和补救措施都没有完全确定下来。相比之下,投资者希望得到的是明确发起人的责任。他们想知道发起人的利润有多少。后来的证券监管史在很大程度上是一部投资者如何“得逞”的历史。

(三)立法回应

英国《1900年公司法》(1900 Act)^[59]是英美法律中第一部对向公众出售证券的公司施加全面披露要求的法规。英国《1900年公司法》是近35年来关于发起人披露责任适当范围的争论焦点。议会通过颁布英国《1867年公司法》^[60],向强制信息披露迈出了试探性的第一步。英国《1867年公司法》第38条规定,招股说明书必须披露“公司或其发起人、董事或受托人在该招股说明书发布前签订的任何合同的当事人和日期……”^[61]法规赋予了股东直接诉权,即使股东与发起人和董事之间不存在私人关系,未按规定进行披露的行为也被认为是欺诈行为,“对于任何因相信该招股说明书而购买公司股份的人来说……”^[62]第38条是对古尔尼银行(Overend Gurney bank)的失败做

[57] In re Olympia Ltd., 2 Chanc. 153, 170 - 71 (Ct. App 1898), aff'd as Gluckstein v. Barnes, App Cas. 240 (HL 1900).

[58] Lydney & Wigpool Iron Ore Co. v. Bird, 33 Chanc. Div. 85, 94 (Ct. App 1886).

[59] 63 & 64 Vict, ch. 48.

[60] 30 & 31 Vict, ch. 131, § 38.

[61] 同上。

[62] 同上。

出的最直接回应。古尔尼银行的失败引发了1866年的恐慌。^[63]在它倒闭前不久,古尔尼银行已经从合伙企业转为公司制企业。^[64]其招股说明书没有披露该合伙企业与该公司之间的单独协议,根据该协议,合伙人保留并管理一批有问题的贷款。合伙人保证向公司支付到期的贷款余额。贷款变成了次贷,但合伙人却没有足够的资产来满足担保的要求。股东们争辩说,如果他们被告知这一安排,他们就会意识到银行对他们来说是有价值的,即他们会意识到该银行的贷款组合很差,因此便不会投资。因此,人们可以把英国《1867年公司法》第38条看作要求详细披露业务本身的第一步,而不是潜在的代理问题。然而,Overend Gurney案中并非没有代理问题:没有充分披露附带协议的董事也是前合伙企业的成员,这表明附带协议的条款并没有反映出公平的谈判。另外,英国《1867年公司法》第38条可能被认为,试图通过赋予投资者对发起人和董事的直接诉讼权来解决发起人的问题。

英国《1867年公司法》第38条的生命力并不强,主要是因为法院不确定它的含义。一些法院最初对这种不确定性的反应是,对该法规的解读非常狭窄,使它几乎完全无效。这些法院的结论是英国《1867年公司法》第38条只适用于对公司有约束力的合同,因此它不适用于卖家和发起人之间的合同。^[65]然而,最终,法院认为英国《1867年公司法》第38条是解决发起人问题的另一种武器。1880年,上诉法院最终确定了,该法规涵盖了卖方和发起人之间的合同。^[66]在《法律报告》(the Law Report)中出现的解释英国《1867年公司法》第38条的8个案

[63] See Bishop Carleton Hunt, *The Development of the Business Corporation in England, 1800 - 1867*, 153 - 156, Harvard, 1936; Cottrell, *Industrial Finance* at 62 (见前注[28])。)

[64] 这些事实取自随后的诉讼。See *In re Overend, Gurney & Co.*, 3 L Rep - Eq 576, 577 - 90 (Vice Chanc. 1867), *aff'd as Oakes v. Turquand & Harding*, 2 Eng. & Irish. App 325 (1867). See also *Overend, Gurney, & Co. v. Gurney*, 4 Chanc. App 701, 702 - 07 (1869), *aff'd as Overend & Gurney Co. v. Gibb*, 5 Eng. & Irish. App 480 (1872)。

[65] See *In re Coal Economising Gas Company (Gover's Case)*, 1 Chanc. Div. 182, 189 (Ct. App 1875) (James opinion); *Twycross v. Grant*, 2 Common Pleas Div. 469, 497 (Ct. App 1877) (Bramwell opinion)。

[66] See *Sullivan v. Mitcalfe*, 5 Common Pleas Div. 455, 458 - 61 (Ct. App 1880) (Thesiger opinion)。

例中,有6个涉及不披露发起人的经济利益。^[67] 其他两项涉及不披露董事的财务利益。^[68] 当议会在19世纪90年代考虑修改英国《1867年公司法》时,它寻求一种更全面的解决方案来解决发起人问题。在英国《1900年公司法》中,它规定了新发行招股说明书中的具体披露内容。英国《1900年公司法》第10(1)条中出现了需要披露的项目清单,明确地侧重于发起人问题。该清单包括:用募集资金购买的任何财产的卖方名称,^[69] 为这些财产支付的所有代价,^[70] 为确保股票认购而支付的所有代价,^[71] 所有其他初步费用,^[72] 支付给发起人的所有代价,^[73] 以及每位董事在发起活动或公司将收购的任何财产中的财务利益的“全部细节”。^[74] 披露卖家身份的要求延伸至所有卖家,包括直接和间接的卖家,他们将获得与新发行有关的现金或证券。因此,发起人不仅要披露他在财务上的利益,而且还要披露他在以下三种情况下的利润额:他购买的任何财产是否将转售给公司取决于发行或在发行时尚未完成;他购买价格的任何部分将用发行收益支付;他是新成立的公

[67] See *Aaron's Reefs, Ltd. v. Twiss*, App Cas. 273 (HL 1896); *Greenwood v. Leather Shod Wheel Co.*, [1900] 1 Chanc. 421 (Ct. App); *Sullivan*, 5 Common Pleas Div. 455; *Twycross*, 2 Common Pleas Div. 469; *Cover's Case*, 1 Chanc. Div. at 182; *Craig v. Phillips*, 3 Chanc. Div. 722 (1876). See also *Capel & Co. v. Sim's Ships Composition Co.*, 58 L. Times Rep. 807 (Chanc. 1888); *Re The Ruby Consolidated Mining Co. (Askew's Case)*, 22 Weekly Rep. 762 (Chanc. 1874), rev'd, 9 Chanc. App 664 (1874).

[68] See *Arkwright v. Newbold*, 17 Chanc. Div. 301 (Ct. App 1881); *Cornell v. Hay*, 8 Common Pleas Div. 328 (1873); *Charlton v. Hay*, 31 L. Times Rep. 437 (QB Div. 1874) (类似事实).

[69] See *Companies Act 1900*, 63 & 64 Vict., ch. 48, § 10(1)(f).

[70] See *id.* § 10(1)(g).

[71] See *id.* § 10(1)(h).

[72] See *id.* § 10(1)(i). 使用“初步费用”这一短语来描述发行的费用,再次表明议会认为股票销售主要是由发起人公司进行。

[73] See *id.* § 10(1)(j).

[74] See *id.* § 10(1)(m).

司的董事。^[75] 清单还包括英国《1867 年公司法》第 38 条所规定的修改版,该条款的修改是为了澄清该条款,即为了解决发起人问题。新条款要求披露在招股说明书发布前三年内签订的每一份重要合同的日期和当事人,但对在正常经营过程中签订的合同予以豁免。^[76] 议会的主要目的是防止上述两种形式的发起人问题。法规的表述对此并无疑问。^[77]

同时,19 世纪 90 年代英国政策制定者和评论员的言辞,就像 20 世纪 30 年代美国同行的言辞一样,表明他们朝着更广的范围努力而不仅是完善对发起人问题的司法解决方案。披露被描述为改善投资决策和防止欺诈的一种手段。在现代关于信息披露监管的讨论中,引用了戴维委员会报告中大意如此的一句话:如果说招股说明书应披露所有可能合理地影响一个具有一般谨慎态度的投资者的想法,这可能是一个完美的建议,但不可能实现。在贵委员会看来,这才是我们要追求的理想,而基于目的,确保最大限度的宣传成为关于公司成立的新立法导向。^[78]

然而,这种说辞具有误导性,因为它转移了人们对议会实际所做事情的关注,议会做的事情逐步偏离公认的公平原则。在法院为缺乏对发起人利益实际或推定了解的公司提供补救措施的情况下,议会提供

[75] 这就是当代从业者对英国《1900 法案》的运作的理解。See F. Gore - Browne and William Jordan, *A Handy Book on the Formation, Management and Winding up of Joint Stock Companies* 97 - 99, Jordan & Sons, 23d ed. 1900. 发起人从原业主处进行购买的买卖合同,只要是在上市之日 3 年内签订的,也将包括在披露重大合同的要求中。Id. at 98, 101.

[76] See *Companies Act 1900*, 63 & 64 Vict., ch. 48, § 10(1)(k). 披露 3 年前的重大合同的要求,与对发起人问题的关注并不矛盾。虽然公司通常是新成立的,但被新公司收购的企业往往已经经营了多年。在这种情况下,3 年截止期的目的可能是防止在发行前的合理时间内将企业出售给任何与发起人有关的人。

[77] See Cottrell, *Industrial Finance* at 74 (见前注[28]) (从其内容可以看出,英国《1900 法案》的主要负担是处理发起人对股东的欺诈问题,特别是那些涉及加载购买价格的欺诈行为)。暂且不说,对于确保这些披露,立法机构的介入是否有必要,也暂且不讨论自我利益是否会导致发起人自愿披露。See Part 1 VWVA. 基于上述历史,披露发起人的费用和利润无论是自愿的还是强制的,都是不可避免的。

[78] See 1895 Report at 156, § 6, quoted in Louis Loss and Joel Seligman, *1 Securities Regulation* 7, Little, Brown, 1989.

了一份与发起人以及董事利益有关的精确披露清单,并要求发起人和董事在没有进行这些披露的情况下直接对投资者负责。^[79] 引人注目的是,虽然议会在很大程度上遵循了戴维委员会法律草案的措辞,但它删除了草案中要求披露“作为招股说明书发行方的公司任何董事或发起人所知道的每一个重要事实”的条款。^[80] 同时,言辞与现实之间的差距可能并不像乍看之下那么大。我们对辩论语言的理解是由强制披露制度的后续历史所形成的。如果我们把注意力放在最初的背景上,即发起人问题上,就会发现这种宽泛的言辞与法规的狭义目标之间的联系变得清晰。到1900年,专业发起人费用的披露已不是一个问题,因为司法判决显然已经促使更多的人披露。^[81] 在19世纪末,辩论的真正问题是在什么情况下卖方/发起人必须披露其利润的数额。

在当时,支持信息公开的派别使用“所有重大信息”(all material information)这一短语是很自然的。毕竟,适用于经委托人同意将自己财产出售给委托人的代理人标准规则是披露“所有……会合理地影响委托人是否购买资产的判断”的事实。^[82] 当法院责备发起人或其他受托人没有披露“重要事实”时,受托人正在赚取未披露的利润。《经济

[79] See Companies Act 1929, 19 & 20 Geo. 5, ch. 23, § 37(规定董事和发起人对招股说明书中的不真实陈述负有责任)。

[80] 戴维委员会法案的披露要求出现在1895年的报告中,第354~356页。(见前注[30])被引用的条款是§ 14(1)(1)。

[81] 在1880年后,完全没有披露发起人费用的情况比前20年要少。《经济学家》(The Economist)是19世纪90年代对发起人行为的持续批评者,其承认那个时代最臭名昭著的发起人比其他发起人在更大程度上披露了他的经济利益。See Mr. Hooley's Bankruptcy, Economist 869 (June 11, 1898)。

[82] See Restatement of Agency § 390 (cited in note 6); Dunne v. English, 18 L Rep. - Eq 524, 533 (1874)。代理人仅仅告诉委托人他将在购买中拥有利益或是在购买中拥有部分份额是不够的。他必须告诉他所有的重要事实。他必须进行全面披露。邓恩案(the Dunne Case)的事实很有讽刺意味。像许多发起人一样,英格利希(English)购买了一处房产并迅速以超过他所支付的两倍价格将其出售给一家公司。该公司生意兴隆,因此英格利希没有面临基于其发起人活动的诉讼。然而,他也曾作为原卖主的代理人行事。他向卖主透露他是购买者,但没有透露在购买时,他已经启动了公司的创建,并以巨额利润将房产卖给了它。卖方成功地提出诉讼,要求收回英格利希的利润。法院明确指出,英格利希没有披露的“重要事实”是他在购买和销售中获得的利润。Id at 535 - 38。

学人》(The Economist)是信息披露法规的坚定支持者。在呼吁披露“所有必要的信息,以使一个合理的投资者能够形成是否投资的判断”时,使用了非常相似的语言。^[83]然而,当时的情况不是帮助市场确定一个准确的价格,而是告知投资者发起人的利益冲突情况。在大西洋彼岸,美国最高法院以一种明确的方式表达了发起人的责任:“如果人们创办公司……目的是在公司成立时向其出售财产,他们必须忠实地披露与该财产有关的、会影响投资者的所有事实。”^[84]在这种情况下,最重要的事实,也是在辩论中占据中心位置的事实,就是发起人为该资产支付的价格。

三、美国强制信息披露的制度背景

美国证券法与英国的信息披露法规相比,更大幅度偏离了先前的法律规范。然而,第一部联邦证券法规,也是唯一一部主要与披露有关的法规,在很大程度上借鉴了英国的先例。和英国《1900年公司法》一样,美国《证券法》主要是为了处理发起人的问题。因此,美国《证券法》的披露条款与代理成本模式是一致的。当声称国会提供的披露制度是针对发起人问题时,笔者并不是在争论SEC通过将强制披露用于其他目的而超越法定权力。国会授权SEC根据情况重新设计披露制度,也没有对SEC使用这一权力提出抗议。然而,如果SEC没有这样全面地使用其权力,那么美国的强制性披露制度将与其所借鉴的英国披露制度非常相似。也就是说,它将主要集中在发起人问题上。在为强制披露寻找效率解释时,我们不应忽视国会在1933年从英国借鉴的

[83] See *Company Law Reform*, Economist 1619, 1619 - 20 (Nov. 12, 1898); *The Law of Limited Liability*, Economist 662, 662 (May 26, 1888). 所要求的是,有意向的投资者应掌握可据以作出判断的事实。为此,有必要具体说明所有涉及将要收购的财产的合同。目前,习惯上往往只是简单地列出直接卖主和公司之间的合同,而这种方式有可能要么根本不提供任何信息,要么对案件的真实情况传达一个完全错误的印象。

[84] *Dickerman v. Northern Trust Co.*, 176 U. S. 181, 204 (1899), quoting Victor Morawetz, 1 *A Treatise on the Law of Private Corporations* § 291, 294, 546, Little, Brown, 2d ed. 1886.

制度。

(一) 发起人问题和司法回应

1933年之前各州法院报告的案件提供了证据,证明发起人问题和解决这一问题的司法尝试在英国和美国之间没有很大的区别。美国的卖主/发起人经常试图隐瞒他们在出售给公司的财产中的利益。^[85]在19世纪末和20世纪初,许多不忠实的发起人案件的事实模式与同一时代的不忠实的房地产经纪人案件非常相似。后者通常涉及一个房地产经纪人将委托人的财产卖给代名人,而代名人又将财产卖给经纪人。^[86]法院在处理涉及不忠实的发起人和董事的案件中所使用的概念和术语与涉及不忠实的房地产经纪人的案件所使用的概念和术语几乎相同。^[87]州法院和英国法院一样,制定了处理发起人问题的法律,许多美国案例都引用了英国的先例。^[88]确定发起人信托责任的具体轮廓给大西洋两岸的法院带来了类似的理论困难。美国最高法院在1908年得出结论,发起人披露其在出售给公司的财产中的利益的受托

[85] See *Lomita Land & Water Co. v. Robinson*, 154 Cal. 36, 97 P 10, 11-13 (1908); *Wills v. Nehalem Coal Co.*, 52 Or 70, 96 P 528, 530 (1908); *Yale Gas - Stove Co. v. Wilcox*, 64 Conn 101, 29 A 303, 304 (1894).

[86] See *Hogle v. Meyering*, 161 Mich 472, 126 N. W. 1063, 1064 (1910); *Easterly v. Mills*, 54 Wash. 356, 103 P 475, 476 (1909); Compare *Humphrey v. Eddy Transportation Co.*, 107 Mich. 163, 65 N. W. 13, 13-14 (1895) (受雇销售两艘船的代理人安排销售给一个被提名人,然后被提名人将其转卖给一个由代理人部分拥有的公司)。

[87] Compare, for example, *Tegarden v. Big Star Zinc Co.*, 71 Ark 277, 72 S. W. 989, 991 (1903) (发起人不得“从他们为公司购买的物品中秘密获利”) with *Hogle*, 126 NW at 1068 (房地产经纪人不得“从代理中秘密获利”); and *Old Dominion Copper Mining & Smelting Co. v. Bigelow*, 188 Mass 315, 74 N. E. 653, 658 (1905) (发起人“有义务披露他所知道的对销售有影响的所有事实”并且不得通过将所有权交给一个“稻草人”来隐瞒自己的利益), with *Kingsley v. Wheeler*, 95 Minn 360, 104 N. W. 543, 544 (1905) (房地产经纪人“有责任全面、公平、迅速地披露所有事实”,并且不得通过向“稻草人”进行中间销售来隐瞒其利益)。

[88] See *Yale Gas - Stove Co.*, 29 A 303; *Yeiser v. United States Board & Paper Co.*, 107 F 340 (6th Cir. 1901); *Old Dominion Copper Mining & Smelting Co. v. Bigelow*, 203 Mass 159, 89 N. E. 193 (1909), *aff'd*, 225 U. S. 111 (1912).

义务,可以通过在发起人拥有所有流通股票时进行出售来解除。^[89]此后,发起人可以立即向公众出售更多的股票,而不披露他是公司资产的卖主。^[90]

与英国一样,最困难的问题是发起人是否必须披露其获利的程度,因为发起人披露其反向利益的责任在早期阶段就很明确。美国法院通常要求只有在发起人购买房产时已经成为发起人的情况下,发起人应当披露他为该房产支付的价格,这在每个案件中都是一个事实问题。^[91]美国法院还将“注水”(watered)股票的理论作为一种工具,强制披露发起人的利润。公司法通常允许发行股票以换取对公司有贡献的财产或服务,但这些东西的价值至少要达到作为回报的股票的面值。在一个高价股的时代,这是一个严重的制约因素。^[92]如果发起人持有的股票面值超过了他所提供的财产和服务的“价值”,他的股票就被认为是“注水”了。然后,他要对公司的债权人亏损的金额负责。^[93]

注水的股票问题与会计原则有直接关系。如果发起人和他的合伙人在首次公开募股前拥有公司所有的流通股票。公司的资产负债表必须按照发起人对资产的估值来记录,以便使资产与资本账户(流通股面值总额)达到平衡。一个例子也许可以说明这个问题。假设一个发起人以 10,000 美元购买了一家工厂,随后成立了一家公司,目的是放弃他在该企业中 50% 的权益。他在公司中持有 15,000 股股票,每股面值 1 美元。因此,他的初期资产负债表显示资本为 15,000 美元。为了

[89] See *Old Dominion Copper Mining & Smelting Co. v. Lewisohn*, 210 U. S. 206, 209, 212 (1908) (Holmes opinion).

[90] 英国法官同样认为,至少在原告是公司的清算人或公司成立后很久才发行的股票的购买者时,向所有初始股东披露信息是足够的。然而,其中一些人建议在公司成立后不久购买股票的人可以对发起人提出索赔。See *In re British Seamless Paper Box Co.*, 17 Chanc. Div. 467, 477 (Ct. App 1881) (James opinion); *id.* at 478 (Brett opinion); *In re Ambrose Lake Tin & Copper Mining Co.*, 14 Chanc. Div. 390, 397 (Ct. App 1880) (Brett opinion).

[91] See *Henderson v. Plymouth Oil Co.*, 16 Del. Chanc. 347, 141 A 197, 203 (1928). See generally Manfred W. Ehrich, *The Law of Promoters* 219-26 (Bender, 1916).

[92] See NY Stock Corp Law § 69 (Cahill. 1930).

[93] See *Flint v. Sebastian*, 317 Mo. 1344, 300 S. W. 798, 804 (Mo. 1927); See *v. Heppenheimer*, 69 NJ Eq 36, 61 A 843, 849 (1905).

使资产和负债方面达到平衡,他必须将工厂的价值记录为 15,000 美元。然后,他以每股 1 美元的价格向公众出售了 15,000 股中的 7500 股,以 7500 美元的价格购买了他支付了 10,000 美元的资产的一半。如果随后发生破产,债权人会对 15,000 美元的工厂估价表示质疑从而试图让发起人直接对公司的部分债务负责。根据一些保护发起人的理论,如在没有欺诈的情况下,董事对财产的估价是决定性的规则。^[94]然而,作为一个实际问题,处于这种地位的发起人面临的风险是,如果资产负债表上的资产价值超过了他所支付的价格,法院就会发现他向他的股票“注水”了。^[95]因此,注水股票原则限制了发起人在向公司出售财产时获取大量利润的能力。这一理论也有严重的缺陷。最重要的是,充分披露发起人的利润并不能保护发起人免受公司债权人的侵害。即使每个投资者都理解并同意发起人获得面值 15,000 美元的股票以换取他以 10,000 美元购买的财产,债权人后来也可以对该交易提出质疑。

虽说发起人和投资人之间的公平交易会给予发起人一些发现获利机会的经济回报,但注水的股票原则使这些回报具有风险。这一点在以下情况下最容易看出,即 19 世纪和 20 世纪初的一种常见的发起行业类型——采矿业。假设一个发起人拥有宝贵的秘密信息,这一信息使他相信某块农田含有价值 50,000 美元的矿藏。他设法在不透露自己信息的情况下购买了该地产,支付了 1 万美元。无论发起人是将该地产卖给一家成熟的矿业公司,还是成立自己的矿业公司并将土地“卖”给其股东,他都会要求一个高于 1 万美元的价格。然而,注水股票原则使他以股票的形式获得补偿是有风险的。对于那些贡献无形财产(如专利或有价值的信息)的发起人来说,这是个更大的问题,因为

[94] See NY Stock Corp. Law § 69.

[95] See generally David L. Dodd., *Stock Watering; The Judicial Valuation of Property for Stock - Issue Purposes* 118 - 33, Columbia, 1930.

20 世纪早期的法院对无形财产的“价值”持极度怀疑态度。^[96] 最终的结果是,卖方/发起人因没有贡献出与他们所收到的股票面值相当的财产而经常受到事后质疑。从 20 世纪 10 年代开始,公司法开始允许无面值的股票,低面值股票开始获得市场认可。^[97] 因此,注水的股票理论不再造成上述的实际困难。然而,同样的道理,该原则也不再迫使发起人披露其财务状况。

除此之外,还有一个典型的发起人问题,即没有披露佣金,这一问题在美国也存在,但形式上与英国略有不同。美国的投资银行不是以专业发起人的身份从卖家那里收取佣金,而是作为承销商从发行人那里获得股票的折扣。^[98] 形式上的安排不同,其募集投资者的基本功能也不一样。不披露承销商的佣金,是进步人士攻击华尔街的核心所在。例如,为了支持他们关于强制性披露计划的论点,罗斯福总统和国会的证券法支持者经常引用路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)1914 年的著作《别人的钱:投资银行家贪婪真相》。^[99] 然而,这本书远不是一个“全面披露”的宣言。它主要包括对财富集中的攻击,特别是由投资银

[96] See *Gillett v. Chicago Title & Trust Co.*, 230 IM 1373, 82 N. E. 891, 90405 (1907) (一部未写剧本的权利和几项未获专利的发明被法院认为没有价值,因此这些无形资产所获得的股票“完全没有支付”)。See also *Dodd, Stock Watering* at 98 (见前注[95]) (注意到注水的股票案件最常出现在与无形资产有关的案件中)。

[97] See *Manning and Hanks, Legal Capital* at 28 - 30 (见前注[25])。J. B. R. Smith, *New Jersey Corporation Law* 25 - 30 (Soney & Sage, 2d ed 1923)。其中包含对无面值条款的立法历史的讨论,强调注水股票原则的作用及其在创造无面值股票压力方面的缺点。

[98] See Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History* 53 - 54, Harvard, 1970。

[99] See Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, Frederick A. Stokes, 1932; Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 41, Houghton Mifflin, 1982 (罗斯福在谈到股票市场时,很少有不用布兰代斯的书); 77 Cong. Rec. H. 2933 (May 5, 1933) (Statements of Rep. Marland, Quoting Brandeis), Reprinted in J. S. Ellenberger and Ellen P. Mahar, Compilers, 1 Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934 Item 7 at 2933 (Fred B. Rothman, 1973) (“LegislativeHistory”); 77 Cong. Rec. H. 2929 (May 5, 1933) (Statement of Rep. Kelly, Quoting Brandeis), Reprinted in Ellenberger and Mahar, Compilers, 1 Legislative History Item 7 at 2929。

行家控制的财富。^[100]它对投资银行的攻击与19世纪末英国对公司发起人的频繁攻击有很多相似之处,在此公司发起人是作为掠夺性的不诚实的阶级而存在的。^[101] 布兰代斯的“公开募股能做什么”一章,是提到“阳光”作为证券市场的最佳补救措施的来源,其并没有呼吁全面的证券披露。相反,它只建议对承销商的佣金进行强制披露。^[102]

罗斯福自己对“全面披露”(full disclosure)的呼吁也有类似的重点。1932年民主党的纲领呼吁:保护投资大众,要求向政府备案,并在所有外国和国内股票和债券的发行广告中刊登有关奖金、佣金、投资本金和卖方利益的真实信息。^[103] 因此,该平台开始正视议会在1900年确定的发起人问题的两个要素——卖家和专业发起人未披露的经济利益。这一声明并没有要求披露所有“重要事实”。同样,在一次竞选演说中,罗斯福建议“就卖家将获得的红利和佣金向买家做出明确而准确的声明”^[104]。这为国会借用英国的解决方案创造了条件。

(二)立法回应

当时的新任总统和第73届国会在20世纪20年代的证券市场上发现了一系列被觉察的滥用行为。在1932年开始并持续到1934年中期的听证会上,国会审查并批评了广泛的市场行为,包括卖空、杠杆、内幕交易、控股公司结构、兼并和商业银行的证券活动。^[105] 然而,第一部出现的证券法规是一部新发行的披露法规,该法规类似于英国《1900年公司法》的披露条款,这些条款在英国《1929年公司法》(1929 Act)^[106]中只做了很小的改动就被继承下来。总统和美国《证券法》的主要起草人詹姆斯·兰迪斯(James Landis)都认为英国《1929年公

[100] See Steve Thel, *The Original Conception of Section 10 (b) of the Securities Exchange Act*, 42 Stan. L. Rev. 385, 405-06 & n 90 (1990).

[101] See Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 308-309 (见前注[24]).

[102] See Brandeis, *Other People's Money* at 92-108 (见前注[99]).

[103] Samuel I. Rosenman, compiler, 1 *The Public Papers and Addresses of Franklin D. Roosevelt* 667, Random House, 1938 (“Roosevelt Papers”).

[104] *Id.* at 682.

[105] 本段和下一段的讨论借鉴了塞利格曼(Seligman)的观点。See *The Transformation of Wall Street* at 1-100 (见前注[99]).

[106] See 19 & 20 Geo. 5, ch. 23 (1929).

法》是美国《证券法》的范本。^[107] 方便性无疑在一定程度上解释了为什么美国《证券法》如此大量地借鉴了美国《1929 年公司法》，尽管后者的重点很窄。罗斯福政府在民主党党纲中确定的更广泛的目标是将纽约证券交易所置于联邦直接监管之下。^[108] 然而，大家都知道这项任务会很困难：证券交易所已经明确表示绝对反对政府的监督，而罗斯福政府仍未决定它想要什么样的监督形式。在总统早期成功处理银行危机之后，他决定在公众支持度高的时候立即推出一些证券立法，而把更耗时的证券交易所法案留待以后。^[109] 英国《1929 年公司法》模式为满足罗斯福立即颁布法律的愿望提供了便利。

然而，使用英国《1929 年公司法》作为模板并不纯粹是为了方便。正如上文对 1932 年竞选活动的讨论表明，罗斯福在一段时间内就已经想到了与英国法规类似的东西。基于英国《1929 年公司法》的披露法规还有其他额外的吸引力。尽管它是联邦权力的重要延伸，但从实质上看，它只代表了（与英国一样）对现有普通法标准的渐进式改变。国会还担心，任何试图通过披露以外的方式来解决代理问题的做法都可能违反宪法。^[110] 以英国《1929 年公司法》为基础的美国《证券法》还允许支持者指出这些披露并没有损害英国市场，因此也不可能损害美国市场。^[111] 最后，通过将承销商和发起人的报酬作为“披露法案”的重点，政府可能被视为对华尔街而不是对整个商业界的攻击。

政府和国会有一个新问题监管的替代模式需要考虑。1933 年，几乎每个州都有州证券法或蓝天法案。这些法律要求非豁免证券的经销

[107] See Franklin D. Roosevelt, 2 *Complete Presidential Press Conferences of Franklin D. Roosevelt* 347 - 48, Da Capo, 1972; James M. Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 Geo. Wash. L. Rev. 29, 34 (1959).

[108] See Rosenman, compiler, 1 *Roosevelt Papers* at 667 (见前注 [103]).

[109] See Thel, 42 Stan L. Rev. at 416 (见前注 [100]).

[110] See Jill E. Fisch, *From Legitimacy to Logic: Reconstructing Proxy Regulation*, 46 v. and L. Rev. 1129, 1181 - 82 (1993).

[111] See Provide for the More Effective Supervision of Foreign Commercial Transactions, S. Rep. No. 41, 73d. Cong., 1st Sess 2 (1933), reprinted in Ellenberger and Mahar, compilers, 2 *Legislative History Item 16* at 2 (见前注 [99]) (很久以来，在英国，政府一直努力保护证券的购买者，并通过一项与这里提出的法案非常相似的法案获得了成功。英国证券法的严厉规定并没有阻碍正当的投资……)。

商在任何发售或销售之前向州政府官员提交披露文件。^[112]与英国《1929年公司法》相比,蓝天法案中规定的披露项目往往不太关注发起人问题,而更关注企业本身的前景和价值。典型的披露项目包括“商业计划”,^[113]“发行人的资产评估表”,^[114]“发行人所拥有的房地产的产权简史”,^[115]“所购买的保险表”,^[116]甚至包括“与这些证券的性质或价值有关的所有重要事实的声明”。^[117]这些概念不可能来自英国的先例,因为这种披露并不是英国法律的特征。然而,蓝天法案所规定的披露的独特特征反映了这些法律的独特目的,这些目的并不为联邦法规所认同。

那个时代的大多数蓝天法案都规定了所谓的“实质审查”(merit review),或对证券质量的实质性审查。^[118]虽然个别法规差异很大,但典型的法规要求国家官员审查所提供的信息和官员选择要求的任何其他信息。证券只有在官员允许的情况下才能出售,而官员只有在认为企业和发行符合特定标准的情况下才会批准。例如,发行人的业务是“健全的”,发行条款是“公平的”,或者证券的价格将允许“公平的回

[112] For a detailed discussion of Blue Sky laws, see Louis Loss and Edward M. Cowett, *Blue Sky Law*, Little, Brown, 1958.

[113] See Ark Stat. § 8418k(1921 & Supp. 1927); Idaho Code Ann. § 25 - 1602(1932).

[114] See Ill Rev. Stat. ch. 32, st 262(6), 263 (Cahill 1933); Comp Stat. Neb § 81 - 5405 (1930).

[115] See United States Department of Commerce, *A Study of the Economic and Legal Aspects of the Proposed Federal Securities Act*, in Securities Act, Hearings on S 875 Before the Senate Committee on Banking and Currency, 73d Cong., 1st Sess 312, 321 (1933) (参议院听证会) reprinted in Ellenberger and Mahar, compilers, 2 Legislative History Item 21 at 312, 321 (见前注[99]).

[116] See *id.*.

[117] See Va. Code § 3848 (51) (f) (1930). See also Rev. Stat. Kan § 17 - 1228 (6) (1923 & Supp. 1933) (与这些证券的性质或价值或与发行人的财产或赚钱能力有关的所有知识或信息).

[118] See Loss and Seligman, 1 Securities Regulation at 107 - 122 (见前注[78]).

报”^[119]。虽然这些法规起草得很差,在经济上也不知就里,但其目的很明确,即限制高风险证券的销售。^[120] 制定蓝天法案的部分基本动机,就像“注水股票”理论一样,是出于对那些拥有大量无形资产的公司的深深怀疑。^[121] 罗斯福政府内部更精明的战略家认识到“蓝天法方案”的粗糙性。在起草美国《证券法》的早期,政府考虑并拒绝了实质审查,而选择了一个纯粹的披露法规,^[122] 正如对证券法案有管辖权的众

[119] See Idaho Code. Ann. § 25 - 1605(1932)(业务和销售条款必须是“公平的”和“承诺对股票的公平回报”);Rev. Stat. Mo. § 7730(1929)(企业不得“基于不健全的商业原则”),一些法规还包含针对发起人问题的条件。See Comp. Stat. Neb. § 81 - 5408(1930)(如果该公司是“一个或多个发起人以牺牲证券购买者的利益来获得金钱或财产的计划”,则不予批准);Va Code § 3848(58)(1930)(same).

[120] 这些法规通常只要求对剩余类别的证券进行全面登记和功绩审查,其定义是去除各类蓝筹或投资级证券。See Ill Rev. Stat. ch. 32,256(Cahill 1933)(将证券分为四类。将证券分为四类,剩余类别,即“D类”,被描述为那些“基于预期收入”的证券)。梅西(Macey)和米勒(Miller)认为,试图阻止“投机性”证券的销售是由小型银行和储蓄机构主导的,它们试图压制对存款人资金的竞争,存款人的资金来自可以提供高预期回报的高风险公司。See Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Tex L Rev 347, 351, 365 - 67(1991).

[121] See Ala Code § 9886(1929)(如果发行人资产的“重要部分”由无形资产组成,证券委员会必须下令进行评估);Ark Stat Ann § 8418m(1921 & Supp 1927)(不超过20%的资本可以代表无形资产。证券委员会可以要求为换取无形资产而发行的任何证券纳入代管);Ill Rev. Stat. ch. 32, T 265(为换取无形资产而发行的D类公司的任何证券都必须置于代管之下;代管协议必须规定在公司破产或清算的情况下,这些证券将排在公司所有其他证券之后);Va Code § 3848(49)(c)(1930)(将那些拥有大量无形资产的发行人的证券列入全面登记名单)。

[122] See Message from the President - Regulation of Security Issues, 77 Cong. Rec. S. 937 (Mar. 29, 1933), reprinted in Ellenberger and Mahar, compilers, 1 Legislative History Item 3 at 937(见前注[99])。当然,联邦政府不能也不应该采取任何可能被理解为批准或保证新发行的证券是健全的措施,所谓“健全”指的是这些证券的价值将得到保持,或这些证券所代表的财产将获得利润。然而,我们有义务坚持认为,每一次在州际商业中销售的新证券的发行都应伴有充分的宣传和信息,而且不应向购买公众隐瞒与发行有关的任何本质上重要的因素。

议院委员会主席萨姆·雷伯恩(Sam Rayburn)所做的那样。^[123] 似乎完全可以推测,总统和国会认为大量披露发行人的业务和财产是实质审查的一部分,因此不适合于纯披露法规。证据表明,“全面披露”在罗斯福看来是披露承销商佣金的简称。

(三)代理或准确性提高是否能更好地解释法规?

本部分更详细地探讨了美国《证券法》(The Securities Act)和美国《证券交易法》(The Exchange Act)中强制披露制度的设计,并认为其设计更符合代理路径,而不是准确性提高的路径。国会对英国法律的广泛借鉴是一个支持代理路径的重要证据。然而,国会在强制披露制度中增加了一些不属于英国法律的特征,其中一些似乎是朝着准确性提高的方向发展的。然而,笔者将论证,这些额外的功能也许可以更好地理解为对代理的关注作出回应。因此,总的来说,证据支持代理路径。

1. 作为代理路径证据的法例设计

美国《证券法》(The Securities Act)的实质性条款保留了英国《1929年公司法》(The 1929 Act)对发起人问题的关注。两部法规都有一个附表,列出了需要披露的信息。除少数情况外,美国《证券法》^[124]附表A中规定的项目都是关于发起人的财务利益。除了少数例外,美国《证券法》附表A规定的项目涉及发起人、承销商、官员、董事和控制人的财务利益以及发行收益的使用。起草该法案的众议院委员会将披露条款称为“旨在触及分配利润、掺水价值和隐藏利益等项目,尽管这

[123] 雷伯恩(Rayburn)提出的第一个法案是对英国《1929年公司法》和蓝天法案的合并,并规定了功绩审查。See Federal Securities Act, HR 4314, 73d Cong., 1st Sess (Mar. 29, 1933), reprinted in Ellenberger and Mahar, compilers, 3 Legislative History at Item 22(见前注[99]); Federal Securities Act, Hearing on HR 4314 before the House Committee on Interstate and Foreign Commerce, 73d Cong., 1st Sess 9 (1933) (statement of Huston Thompson, draftsman of HR 4314) (“众议院听证会”“House Hearings”), reprinted in Ellenberger and Mahar, compilers, 2 Legislative History Item 20 at 9, 11, 44-45(见前注[99])。雷伯恩在与罗斯福政府讨论后,放弃了该法案,接受了由詹姆斯·兰迪斯(James Landis)、本杰明·科恩(Benjamin Cohen)以及托马斯·科伦(Thomas Corcoran)准备的替代法案。See Landis, 28 Geo. Wash. L. Rev. at 30-33(见前注[107])。

[124] See 15 U. S. C. § 77aa, Schedule A(1988)。

些项目在评估证券的健全性方面具有不可或缺的重要性,但通常不会透露给买方”^[125]。美国《证券法》附表 A 规定的 32 个项目中,有近一半与英国《1929 年公司法》附表 4 中的 19 个项目全部或部分重叠。^[126]美国《证券法》附表 A 中没有包括的内容也是同样具有启发性的。除财务结果之外,关于发行人业务的信息非常少。唯一需要描述公司业务的项目是第 8 项,它只要求披露“所从事或将要从事的业务的一般性质”^[127]。与现代披露标准的对比再明显不过了。SEC 的现行披露规定要求详细描述发行人的业务、财产以及任何涉及的重要法律程序。在联邦法规中,对必须披露的内容的描述长达 6 页。^[128]目前的披露制度将公司运营情况的披露作为制度的基石,使法规发生了巨大的变化。^[129]

一般来说,美国《证券法》的披露条款完全不涉及管理层为促进股东利益所做的努力。它们不要求讨论公司的日常运作、公司的财产、公司的竞争或监管环境,或公司管理层对公司财务业绩的看法。任何学习证券监管的人都知道,这些问题占据了 SEC 的大量注意力。如果将现代的招股说明书与美国《证券法》附表 A 相比较,这两者似乎没有什么联系,招股说明书充满了关于公司业务各个方面的细节。

国会明白,美国《证券法》附表 A 并没有涵盖投资者可能想要的和发行人可能披露的每一点信息。美国《证券法》明确规定,强制披露的

[125] 联邦对州际商业中投资证券交易的监督,HR Rep. No. 85,73d Cong., 1st Sess 7 (1933),reprinted in Ellenberger and Mahar,compilers,2 Legislative History Item 18 at 7 (见前注[99])。

[126] 比较 15 U. S. C. § 77aa,附表 A (Schedule A),与 1929 年公司法,19 & 20 Geo. 5, ch. 23,附表 4 (Fourth Schedule)。特别是,附表 A 的第 20、22 和 24 项在内容和措辞上都与附表 4 的第 12、15 和 13 项非常相似。此外,附表 A 的第 4、9、13、14、15 ~ 17、18、19 和 21 项也或多或少地类似于附表 4 中的第 3、4、5、8、10、11、16 项。

[127] 15 U. S. C. § 77aa, Schedule A, item (8)。

[128] Sec 17 C. F. R. § 229,101 - 103 (1994)。

[129] 参见项目 303,17 C. F. R. § 229,303 (1994),其中要求“管理层对财务状况和运营结果的讨论和分析”,以及项目 503 (c),同上,§ 229,503 (c),对某些发行人而言,该条要求披露“使发行具有投机性或高风险的主要因素”。附表 A 没有包含任何与这两项相类似的内容。

信息只构成新发行的招股说明书的一部分。^[130] 投资者当然会期待,发行人也会提供有关发行人业务的信息。法规允许但不要求 SEC 监管这些额外的信息。然而,该法规确实规定了对重大虚假或误导性陈述的补救措施,包括对欺诈的广泛禁止。^[131] 同时代的成熟人士认识到,美国《证券法》在功能上与英国《1929 年公司法》相似。毫无疑问,1933 年知情的观察家认为美国《证券法》是一个非常保守、渐进的步骤。^[132] 菲利克斯·法兰克福(Felix Frankfurter)将美国《证券法》称为“遏制旧有弊端重现的迟来的、保守的尝试”^[133]。威廉·道格拉斯(William Douglas)在美国《证券法》通过后不久就将其贬低为“90 世纪的立法”,对工业组织的巨大变化毫无反应。在他看来,工业组织需要政府对资本分配进行更全面的监督。^[134] 立法是为了应对早在 20 世纪 20 年代之前就存在的一系列问题。它通过大量复制英国的解决方案来做到这一点,而这种解决办法本身就在很大程度上借鉴了公认的代理法。

美国《证券交易法》扩大了强制性披露制度的适用范围,使其包括上市公司持续的定期披露。^[135] 尽管国会将披露的范围扩大到了发起阶段(promotional stage),但其主要后果是要求持续披露管理层的报酬和自我交易以及财务信息。美国《证券交易法》只是在发起人问题的基础上增加了一组有限的经理/股东代理问题,作为强制披露的适当对

[130] 美国《证券法》第 10 条规定,招股说明书必须包含注册声明中的信息,但有一些例外,以及委员会(最初是联邦贸易委员会,后来是 SEC)要求的任何额外信息。15 U. S. C. § 77j(a)(c). 所要求的信息必须放在招股说明书的显眼处,并且……采用与招股说明书正文中通常使用的字体一样大。同上,§ 77j(e),从而表明国会考虑到,所要求的信息只是招股说明书的一部分。事实上,这些语言似乎表明,国会认为所要求的信息只是招股说明书的一小部分。

[131] See Id. § 771(2), 77q.

[132] See Seligman, *The Transformation of Wall Street* at 71–72 (见前注[99]), 其中引用了这里使用的资料来源。

[133] Felix Frankfurter, *The Federal Securities Act: II*, *Fortune* 53 (Aug 1933).

[134] See William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 23 *Yale Rev.* 521, 529 (1934).

[135] 1964 年,报告的要求被扩大到大多数场外交易上市公司。See 15 U. S. C. § 781(g).

象。^[136] 美国《证券交易法》^[137]第 12(b) 条规定了一个需要披露的项目清单。与美国《证券法》附表 A 一样,美国《证券交易法》第 12(b) 条中列出的 12 个项目虽然只包括对“业务性质”^[138]的简单要求,但其要求提供有关高管、董事和主要股东及其报酬和与公司交易的全面信息。^[139] 因此,美国《证券交易法》第 12(b) 条保留了美国《证券法》附表 A 与英国披露制度的相似部分。有趣的是,美国《证券交易法》第 12(b) 条中最详细的条款之一重复了美国《证券法》附表 A 关于披露“重要合同”的要求,使用的语言与英国《1900 年公司法》的语言非常相似,并反映了对自我交易的关注,这种关注自 1867 年以来一直影响着每一部披露法规。^[140]

美国《证券交易法》是比美国《证券法》更重要的监管创新。它不是简单的信息披露法规,而是对证券业实施了重大而深远的实质性监管。然而,值得注意的是其他交易法条款也显示出国会对经理/股东代理问题的关注。美国《证券交易法》第 14(a) 条^[141]赋予 SEC 监管代理权征集的权力,这很可能是国会对管理层滥用代理权机制给予关注的结果。^[142] 即使是涉及高管、董事和控股股东交易公司股权证券的美国《证券交易法》第 16 条^[143],也可能是出于对代理成本的考虑而制定的。^[144] 美国《证券交易法》第 16 条对这些交易的监管,部分是通过迫

[136] 这比美国《证券法》的披露条款更具争议性,因为它更多地侵犯了各州对公司治理的权力。

[137] See 15 U. S. C. § 781.

[138] Exchange Act § 12(b)(1)(A), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(A).

[139] See id. § 12(b)(1)(D), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(D) (高管薪酬); id. § 12(b)(1)(E), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(E) (对其他高薪雇员的补偿); id. § 12(b)(1)(F), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(F) (奖金和利润分享计划); id. § 12(b)(1)(G), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(G) (管理和服务合同)。

[140] See id. § 12(b)(1)(I), 15 U. S. C. § 781(b)(1)(I) (非正常业务过程中的重大合同)。

[141] See 15 U. S. C. § 78n(a).

[142] See Fisch, 46 Vand. L. Rev. at 1189 (见前注[110])。

[143] See 15 U. S. C. § 78p.

[144] See Steve Thel, *The Genius of Section 16: Regulating the Management of Publicly Held Companies*, 42 Hastings L. J. 393, 399 (1991) (美国《证券交易法》第 16 条的一个重要目的是“使控制公司的人的利益与股东的利益相一致”)。

使内部人披露他们的交易来实现的。

2. 法定设计作为准确性提高路径的证据

尽管美国《证券法》与英国《1929年公司法》基本相似,特别是在披露时间表方面,但美国《证券法》的范围更广。它设想了一种更具侵入性的监管形式(披露内容必须在招股说明书中使用之前提交给 SEC,并可由该委员会审查),而且披露表的内容也更加广泛。美国《证券法》还授权 SEC 规定额外或不同的披露项目。国会是否因此打算或预见到一个更接近于准确性提高模式而不是代理成本模式的披露系统?

联邦证券法的主要历史学家认为,由于增加了披露项目,美国《证券法》附表 A 更接近于纽约证券交易所上市标准中的披露义务,而不是英国《1929年公司法》中规定的义务。^[145] 如果是这样,那么美国《证券法》就不只是针对发起人的问题。1933年纽约证券交易所的披露要求不仅关注代理问题,而且还关注发行人的业务和持续经营。例如,上市要求呼吁提供有关公司的财产、业务和财务状况的信息。^[146] 证券交易所在一定范围内追求的是“全面披露”的理想。^[147]

对于美国《证券法》附表 A 和证券交易所的上市要求之间的关系,人们可以采取两种不同的看法。一方面,国会在美国《证券法》附表 A 中纳入了比英国《1929年公司法》中更多的内容,而这些新项目主要来自证券交易所的上市要求。因此,我们可以得出结论,国会的意图是将与证券定价相关的全部信息从自愿披露的领域中剥离出来,并纳入一个强制性的体系。另一方面,人们可能会注意到,国会没有将上市要求中包含的大部分内容纳入美国《证券法》附表 A。因此,人们可以争辩道,国会并没有把美国《证券法》附表 A 理解为对英国《1929年公司法》披露制度的一个巨大扩展。

后者似乎是更有力的论据。国会认为从上市要求中得到的东西基

[145] See Seligman, *The Transformation of Wall Street* at 46 (见前注[99])。

[146] 1933年以前的纽约证券交易所的上市要求转载于 J. Edward Meeker, *The Work of the Stock Exchange* 549-83, Ronald Press, reved 1930。

[147] 这些披露要求在一定程度上支持了这样的论点:无论强制披露提供什么好处,都可以通过私人安排获得,而不会产生困扰政府管理的披露系统的设计问题。See Part I V. B.

本上分为两类。第一类是关于附着在证券上的正式权利的信息,以及该证券相对于公司的其他股权和债权的地位。^[148] 第二类是经审计的资产负债表和利润表。^[149] 两者都与英国法规的代理焦点相一致。相比之下,国会选择省略的上市要求的内容与公司价值有明确的关系。被省略的信息包括有关主要财产、产出、雇员和特许权的描述和数据。简而言之,几乎所有的上市信息都与公司的运营直接相关(除了财务报表)。从上下文来看,美国《证券法》的强制制度中包含的内容和不包含的内容之间的分界线支持了代理成本的解释。

(1) 关于资本结构的信息

与上市要求一样,美国《证券法》附表 A 要求提供有关证券特点及其在发行人资本结构中地位的详细信息。^[150] 这些信息对了解发起人的财务利益至关重要。证券持有人的权利和义务是由该持有人、发行人和其他证券持有人之间的明示和默示合同规定的。在发起阶段,其他证券持有人可能包括发起人和/或发起人的合伙人。从报道的案例来看,与英国发起人相比,美国的发起人似乎较少以现金的形式获取利润,而更多地以股票的形式获取利润。^[151] 因此,新来的股东如果不了解流通证券所附带的权利和义务,就不可能了解发起人的财务利益。

在 19 世纪,无论是在英国还是美国,解决这个问题的办法都很简单。公司股票被变成了一种标准化的商品,因此几乎不需要具体披露其属性。资本结构通常只包含一类股票,而且往往不包含长期债务。^[152] 股民通常在发起阶段以相当于面值的价格购买他们的股票。当随后出售股票时,普通法为现有股东提供了优先购买权。^[153] 正如伯利(Berle)和米恩斯(Means)所描述的那样,19 世纪的公司法“授权了

[148] See 15 U. S. C. § 77aa, Schedule A, items(9) – (12).

[149] See *id.*, items(25) – (26).

[150] 同前注[148]。

[151] 在股票注水案件中,如果涉及其他股权持有人(而不是债权人)的索赔,索赔通常是指控发起人使公司以比其他股东更优惠的条件向自己发行股票。See Macey and Miller, 70 Tex. L. Rev. at 355(见前注[120])。

[152] See Jefferys, *Business Organization in Great Britain* at 216, 242 – 43(见前注[24])(在 19 世纪 80 年代之前很少使用优先股或债务证券)。

[153] 这一点在美国由 *Gray v. Portland Bank* 案确立, 3 Mass 363, 383(1807)。

一个特定的资本结构,而每个股东在这个资本结构中的地位是被审慎界定的”^[154]。因此,除股份具有可转让性和有限责任的本质之外,股份与合伙企业中的权益非常相似。在19世纪末的英国,随着发起人尝试用新的方法来从发行中获取利润,这种僵化的做法被打破了。一种新兴的做法是创建并向卖方发行“创始人股份”或“经理人股份”,它们具有与普通股不同的权利。^[155] 英国《1900年公司法》相应地要求披露这类股份的数量和附带的权利。^[156] 因此,美国《证券法》关于披露资本结构的要求所代表的创新并不像它看起来那样。在美国,到了20世纪30年代,私募发行在资本结构和每个投资者的相对地位方面取代了立法授权。从1910年开始,公司法规允许无面值的股票。^[157] 一些州允许公司章程取消优先权,^[158] 在改变章程的条款和创建新的证券类别方面有了更大的权力。^[159] 在1900~1933年,发行人定制其资本结构的能力大幅提高,投资者因此更需要获得有关资本结构的具体信息以及他们在其中的地位。这种信息对投资者的重要性是如此大,以至于它不可避免地要成为自愿或强制披露的对象,就像其他关于卖方和发起人的财务利益的信息一样。

(2) 财务报表

美国《证券法》要求注册声明包含经审计的资产负债表和利润表。美国《证券交易法》规定了同样的项目。尽管这一要求没有出现在英国《1929年公司法》的披露表中,但总的来说,它似乎与代理成本的重点相一致。至于新股披露,国会似乎将财务报表的要求视为解决发起人问题的一部分。在美国《证券法》的起草和审议过程中,与会计事项有关的最持久的声音是联邦贸易委员会总法律顾问、后来的SEC委员

[154] Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 148, Macmillan, 1933.

[155] See Gore - Browne and Jordan, *A Handy Book* at 26 - 27 (见前注[75]).

[156] See 63 & 64 Vict., ch. 48, § 10(1)(a).

[157] See Smith, *New Jersey Corporation Law* at 30 (见前注[97]).

[158] See Berle and Means, *The Modern Corporation* at 144 - 46 (见前注[154]).

[159] See *id.* at 148 - 52.

罗伯特·希利 (Robert Healey) 的声音。^[160] 希利 (Healey) 是历史成本会计的积极倡导者,并对那些为增加费率基础而注销资产的公共事业公司提出了严厉批评。^[161] 希利 (Healey) 提出要求注册声明中包含一份显示发行人资产“性质和成本”的资产负债表,这样的措辞被纳入美国《证券法》之中。^[162]

资产负债表上的记录与上文所述的股票注水现象密切相关。从实际效果来看,股票注水是对当前价值会计的早期尝试。在发起公司的背景下,对历史价值会计的支持只不过是试图强制披露发起人为资产支付的价格的另一种尝试。由此看来,国会在将财务报表要求列入美国《证券法》时,很可能考虑到了注水股票的问题。^[163] 无面值和低面值股票的使用越来越多,这使有注水股票理论不再是对发起人的制约,而历史价值会计是一种倾向于强制披露发起人为最近收购的资产支付价格的替代方式。因此,财务报表要求的最终效果与其他披露要求的效果并无太大区别。资产负债表的要求迫使最近购买了自己所提供财产的发起人披露资产的成本;利润表的要求迫使发起人记录佣金、费用和类似的开支。同时,美国《证券法》为历史成本会计作为定期披露的基础而取得胜利创造了条件。虽然开始采用历史成本会计的决定受到了很多批评,但如果财务报告的目标不是帮助交易员评估公司,而只是帮

[160] See House Hearings, in Ellenberger and Mahar, compilers, 2 *Legislative History Item* 20 at 228 - 48 (见前注 [99]) (statement of Robert E. Healey); Senate Hearings, in Ellenberger and Mahar, compilers, 2 *Legislative History Item* 21 at 211 - 26 (见前注 [99]) (statement of Robert E. Healey).

[161] 改革者关于公用事业的目标不应该与那些与普通工业公司有关的目标混为一谈。监管部门对公用事业的关注主要是为了最大限度地减少向公众客户收取的费用。对公用事业的信息披露监管,部分是为了使公用事业的成本对其监管者更加透明,以此作为加强费率监管的一种手段。正是基于这个原因,候选人罗斯福对公用事业提出的证券披露要求比他所提出的一般要求更为严格。See Rosenman, compiler, 1 *Roosevelt Papers* at 737 (见前注 [103]).

[162] See House Hearings, in 2 *Legislative History Item* 20 at 235 (见前注 [99]) (statement of Robert E. Healey) (提议的语言在稍作修改后,构成了美国《证券法》附表 A 第 25 项的一部分).

[163] Seligman 指出,在 1911 ~ 1934 年,注水股票是州和联邦证券法背景的一个重要部分。See Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. Corp. L. 1, 18 - 19 (1983).

助股东发现管理层的违约行为,那么它就非常合理。

在持续报告方面,财务报告的功能有两种不同的概念。一些人可能认为财务报告主要是为股东、债权人和其他相关方的利益而进行的一种监督。或者,我们也可以把会计看作一种提供公司业绩全面情况的手段,使投资者能够对公司的业绩及其证券的价值做出更好的判断。虽然今天我们倾向于强调后一种功能,但在20世纪初,前者的功能会显得更加重要。会计的最初目的是核算,即显示委托给代理人的金钱和财产的使用情况,以便委托人可以确信代理人是为了委托人的利益而不是为了代理人自己的利益行事。^[164] 从其发展的早期阶段开始,各种类型的商业协会都由股权参与者的代表进行审计以查明和追回管理层未经授权或自利的支出。^[165] 正如现代公司理论文献中所描述的那样,股东的这种监督是股东监督管理层的一个直接例子。^[166] 随着股东人数的增加和他们对企业经营参与程度的降低,对公司支出的正式监督系统的需求也在增加。因此,一个会计师在1924年使用“所有权和控制权的分离”这一短语来描述现代公司的难题就不足为奇了。因为8年前,这一概念就随着伯利和米恩斯所著的《现代公司与私有财产》(The Modern Corporation and Private Property)的出版进入法律和经济文献领域。^[167]

早期的审计是由股东委员会进行的,后来的法规继续授权股东指定审计师。^[168] 这一安排清楚地表明了监督职能的重要性。即使在19世纪末,外部专业审计公司开始进入这一领域,对代理问题的关注仍在

[164] See B. S. Yamey, *Some Topics in the History of Financial Accounting in England, 1500 - 1900*, in W. T. Baxter and Sidney Davidson, eds, *Studies in Accounting* 11, 11 - 12 (Institute of Chartered Accountants, 1977).

[165] See Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman, *Agency Problems, Auditing and the Theory of the Firm: Some Evidence*, 26 J. L. & Econ. 613, 616 - 26 (1983).

[166] 同前注[5]。

[167] Compare Henry Rand Hatfield, *An Historical Defense of Bookkeeping*, 37 J. Acct. 241, 251 (1924) (“会计的新意义在一定程度上是由于所有权的细分以及所有权与控制权的分离这一企业组织形式的特点所造成的。”), with Berle and Means, *The Modern Corporation* 4 (见前注[154]) (描述所有权和控制权的分离)。

[168] See Watts & Zimmerman, 26 J. L. & Econ. at 624 (见前注[165]); 19 & 20 Geo. 5, ch. 23, § 132 (1929) (规定在每届年度大会上任命审计师)。

继续。^[169] 在美国,这一点被以下事实所强调,许多早期的专业会计师都与英国公司有联系,并为在英国出售证券的美国公司进行审计。^[170] 远期投资者显然希望有一个他们信任的人来监督管理层对公司资产的使用。当时和现在的外部会计师的一个重要特征是“独立”,作为一个操作问题,这意味着审计师将向股东报告其发现的违反管理层职责的行为。^[171]

(3) SEC 的全权委托

最难与美国《证券法》的代理成本解释相吻合的是,国会决定赋予监管机构广泛的权力,即在该机构认为必要的范围内扩大或缩小披露系统。法规赋予 SEC 权力,在符合“保护投资者”的前提下,要求发行人对美国《证券法》附表 A 所要求的信息之外进行披露,并允许发行人省略美国《证券法》附表 A 所要求的信息。^[172] 可以说,通过提供这一授权,国会有意播下了提高准确度路径的种子。然而,这种反常现象可能没有表面那么明显。国会已经看到,与议会在英国《1900 年公司法》中最初的要求相比,建立更复杂的资本结构能力,需要更多的披露。同样,也没有理由认为公司推广的技术在 1933 年之后仍然保持不变。因此,对于对行政专业知识充满信任的国会来说,赋予行政机构以权力,使其能够根据时代的需要改变披露制度是自然而然的。^[173] 那么,相关的问题不是国会是否给了 SEC 正式的权力来扩大强制披露制度的重点,而是这种扩大是不是对 SEC 权力的明智利用,这个问题将在下一部分讨论。

[169] See Watts and Zimmerman, 26 J. L. & Econ. at 628 - 33 (见前注[165]).

[170] See id. at 629 - 30. See also James Don Edwards, *The Emergence of Public Accounting in the United States, 1748 - 1895*, 29 Acct. Rev. 52 (1954). Edwards 指出 19 世纪末,公共会计师事务所的主要职能是审计账目,“主要目的是发现或防止违规行为”。Id. at 63.

[171] See Watts and Zimmerman, 26 J. L. & Econ. at 615 (见前注[165]).

[172] See 15 U. S. C. § 77g. See also id. § 77j(d) (证监会可规定招股说明书的内容).

[173] See Thel., 42 Hastings L. J. at 400 (见前注[144]); Thel., 42 Stan L. Rev. at 421 - 24 (见前注[100]); Ralph. F. De. Bedts, *The New Deal's SEC: The Formative Years* 81 (Columbia, 1964) (认为对证监会的广泛授权是联邦证券法的一个主要力量来源).

(4) 发行人的严格责任

美国《证券法》并不只是由注册和披露要求组成。它还包含一些责任条款,规定发行人、董事、承销商和会计师等要对注册报表和招股说明书中的误导性陈述或遗漏承担责任。^[174] 发行人本身对准确性负有重大的严格责任;其他各方有肯定的抗辩权,只要他们能证明他们达到了特定的谨慎水平。^[175] 如果像我所论证的那样,该法规主要是为了应对发起人问题,那么发行人的严格责任似乎就不正常了。发行人责任的目的似乎是提高提供给市场的信息的准确性,即使以迫使一组投资者弥补另一组投资者的损失为代价。然而,从其最初的背景来看,发起人责任与代理成本的解释并无不一致之处。

根据普通法,对依赖不准确的招股说明书的证券购买者有两种补救措施。第一种是起诉董事的欺诈行为。在 *Derry 诉 Peek 案* ^[176] 中,上议院的结论是,欺诈意图是支持就误导性招股说明书对董事提起诉讼的必要条件。议会对 *Derry 诉 Peek 案* 作出回应,颁布了美国《1890 年董事责任法》(*The Directors Liability Act 1890*),该法案规定,即使没有欺诈性意图,董事也要对招股说明书中的错误陈述负责。^[177] 美国《证券法》的主要责任条款,即第 11 条,与美国《1890 年董事责任法》所使用的语言非常接近,但增加了发行人的严格责任。^[178] 发行人的责任基本上复制了第二种补救措施。根据英国法律,证券购买者可以获得第二种补救措施,即撤销购买合同。^[179] 这种补救措施在其最典型的产生背景下——在最初认购股票后不久发现有误导性的招股说明书(通常是由于没有披露卖家或发起人的财务利益)有很大的意义。^[180] 股东的希望是在资金流向发起人和/或卖家之前收回为股份支付的钱。如

[174] See 15 U. S. C. § § 77k, 77l(2).

[175] See *id.* § 77k(b).

[176] See 14 App Cas. 337, 343 (HL 1889) (Halisbury opinion).

[177] See 53 & 54 Vict. , ch. 64 (1890).

[178] See 15 U. S. C. § 77k.

[179] See *Central Railway Co. v. Kisch*, 2 Eng. & Irish App 99, 121 (1867) (Chelmsford opinion).

[180] See *id.* at 100-07; *Erlangerv New Sombrero Phosphate Co.*, 3 App Cas. 1218, 1218-21 (HL 1878).

果钱已经流走了,公司本身可以尝试从发起人和卖家那里收回。作为公司的受托人,发起人要接受撤销令。卖方往往充分参与了公司的创建,因此也被认定为“发起人”,从而也可以从他那里收回支付的钱。美国《证券法》与英国《1929年公司法》一样,其条款并不局限于发行公司的证券发行,因此美国《证券法》第11条可以发挥作用,迫使一个无辜的股东群体弥补另一个无辜群体的损失,即便是在今天亦是如此。然而,考虑到国会所依据的历史,这种可能性可能没有给国会留下强烈的印象。

四、从代理成本到准确性提高:基于效率的分析

美国《证券法》和美国《证券交易法》可以不费吹灰之力地被解读为对一个披露系统授权,其中只有代理信息是强制披露的,而公司信息披露的其余部分则由私人订购,尽管公司也要对其承担误导性陈述的责任,但事实并非如此。SEC和法院的结论是,国会的目的是要披露投资者为了决定是否投资而可能希望得到的所有信息。事实上,代理问题的缓解后来被认为是“全面披露”理念的一个间接好处。^[181]

近年来,SEC用有效市场的语言来解释其一些披露举措。在过去的25年中,SEC对信息披露系统进行了各种深远的扩展,包括分部报告、管理层讨论和分析、有限程度的现值会计,以及试图将管理层的预测纳入强制披露系统。^[182] 每种情况都部分参照了提高准确性的目标来证明其合理性。这是否使代理成本模型沦为历史上的奇葩?

笔者并不这么认为,这其实是基于规范性的理由。本部分研究了支持代理成本模式和准确性提升模式的效率论点,并得出结论,认为对效率的考虑有利于将强制披露限制在代理信息上。对一些读者来说,上述历史本身就很有启发意义。代理成本披露具有典型的私法功能,

[181] See *Disclosure to Investors: A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the 33 and 34 Acts* 50-51, Disclosure Policy Study, 1969 (“Wheat Report”).

[182] See Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure* at 28-88 (见前注[4]).

即事先提供一个规则,旨在通过节约交易成本来促进特定形式的双边契约关系。相比之下,准确性提高的披露具有典型的监管功能,即通过事先的规则和持续的政府监督协调众多经济主体之间的互动关系。对于这一点,法律和经济学者们普遍认为,政府可以在前者方面做得相当好。对于政府是否能有效地履行后一种职能,人们的争论更为尖锐。^[183]

(一) 效率和代理信息

在分析隐含的契约责任的效率时,通常会问大多数当事人在有机会讨价还价的条件下是否会选择该规则。^[184]采用这种分析模式,发起人、经理人和投资者在事前讨价还价时,有可能会选择必须披露代理信息的规则,这貌似是合理的。发起人和投资者之间的关系与其他产生信托责任的关系有相似之处,如股票经纪人或房地产经纪人与客户之间的关系。发起人通常拥有(并鼓励投资者相信他拥有)专业知识,这些专业知识与判断“将非公司企业转换为公司形式是否是有利可图的”有关。此外,发起人还拥有影响其转换的专业技能。投资者很难监督发起人的表现。投资者很可能比发起人更不了解是否有类似的企业可供出售,也不了解近期私有企业出售的价格和其他条件。

在识别和购买私人持有的企业方面,投资者希望得到专家的帮助,而发起人则提供这种帮助。然而,在这种情况下,投资者可能会坚持要求发起人履行类似于忠诚方面的义务和责任。这种责任将有助于保证发起人不利用其特殊的专业知识来获取超过投资者明示或默示同意的利润。这可以用一种相对直接的方式来实现,即规定披露利益冲突的存在和程度的义务。面对一个披露了大量反向利益的发起人,大多数投资者会拒绝投资,除非他们确信有人就公司愿意购买该发起人的财

[183] 关于反调控运动的简短但内容丰富的思想史,参见 George L. Priest, *The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate*, 36 J. L. & Econ. 289, 289 - 95 (1993)。

[184] See Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 J. L. & Econ. 425, 426 - 27 (1993); Charles J. Goetz and Robert E. Scott, *The Mitigation Principle: Toward a General Theory of Contractual Obligation*, 69 Va. L. Rev. 967, 971 (1983)。

产和服务的条款进行谈判,这些人要么是知识渊博的独立董事会,要么是拥有大笔赌注的成熟的“主要”投资者。因此,用弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank Easterbrook)和丹尼尔·费舍尔(Daniel Fischel)的话说,披露规则是“合同诱导”。^[185]尽管发起人有潜在的利益冲突,它通过迫使发起人就自利交易的条款进行谈判以鼓励建立发起人/投资者的关系。

与其他类型的受托人责任相比,这一责任是轻的。此外,这一责任也符合发起人的利益,因为它促进了发起人向投资者出租其专业知识的合同,从而创造了一个从该专业知识中获利的额外手段。一个购买资产用于转售的发起人,如果不愿意披露他的购买价格,可以将企业卖给一家与他没有信托关系的公司。或者,他可以从私人来源,如机构投资者而不是普通公众那里寻求股权融资。因此,在某些情况下,披露义务并没有消除从信息投资中获利的能力。^[186]相反,披露使一种替代的合同关系成为可能。在这种合同关系里,发起人向投资者出售其专业知识。“出售”专业知识意味着委托人,而不是受托人,有权从受托人的努力中获得所有的边际收益。但是,受托人在事前可以自由地寻求一种不同类型的关系,即以不同的方式分配收益。^[187]然而,他不能让投资者产生错误的期望,使他们误以为自己会成为发起人专业知识的受益者。

要求持续披露高管薪酬和自我交易可能也是有意义的。这种披露对管理人员本身的好处是巨大的。正如对发起人的披露要求取代了对一些其他受托人施加的更具侵扰性的忠诚义务,所以经理人披露报酬和自我交易的义务也是对报酬和自我交易更严格的实质性限制的一种

[185] See Easterbrook and Fischel, 36 J. L. & Econ. at 444 (见前注[184])。

[186] See generally Anthony T. Kronman, *Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts*, 7 J. Legal Stud. 1 (1978). 这表明,合同法中没有广泛的披露规则,就会鼓励人们通过给这些信息的拥有者提供在不放弃其信息优势的情况下与其他各方进行交易的选择,以寻找有社会价值的信息。

[187] 对于奖励代理人的不同方式以及由此产生的激励措施的讨论, see Saul Levmore, *Commissions and Conflicts in Agency Arrangements: Lawyers, Real Estate Brokers, Underwriters, and Other Agents' Rewards*, 36 J. L. & Econ. 503 (1993)。

替代。公司法允许经理人确定自己的报酬,并从事自我交易。^[188] 股东和经理人会对这些宽松的规则进行讨价还价是一个很好的论据,但也可以说,股东貌似会想知道经理人在多大程度上使用这种宽松的规则。是否有必要要求具体的披露?如果资本市场和管理服务市场高度竞争,如果股东有理性预期,那么管理者就会承担他们因自利行为所造成的损失。^[189] 在这些假设下,发起人和管理者有强烈的动机采取可靠的措施来减少代理损失。在代理成本可以通过披露代理信息来降低的情况下,发起人和管理者会自愿提供投资者想知道的任何信息,只要生产成本低于相关代理成本的降低。^[190]

因此,在正确的假设下,强制披露代理信息的法律规则是不必要的。同时,这种规则的成本可能不会比自愿披露的成本高很多,甚至更低。像许多法律规则一样,如果强制披露规则可以使各方免于就披露的内容进行谈判,而谈判的结果又不可能因公司的不同而不同,因此遵守“一刀切”规则的成本就会低于就个别披露层面进行谈判的成本,那么强制披露规则就是有效的。^[191] 强制性披露规则恰恰会产生这样的结果,这是非常合理的。《证券法》的披露制度最有力的理由是,它规定了一套有限的、定义明确的披露内容,几乎所有的公司都会采用。我们知道,即使在强制披露之前,有经验的投资者也会要求并获得与发起人和经理人的自我交易以及其他形式的报酬有关的信息。例如,19世纪末伦敦证券交易所的规则允许促销公司上市,条件是招股书“说明已支付或将支付给特许权人、资产的所有人,或其他关于公司组建人员的金额,公司授权证券交易所的一个成员……提供有关该企业成立的

[188] 例如,根据特拉华州的法律,如果没有利益关系的董事会成员或股东在披露了董事利益的“重要事实”之后批准,或者说,如果该交易对公司来说客观公正,那么董事与公司之间的交易是有效的。See 8 Del. Code. Ann. § 144(a)(1991).

[189] See Jensen and Meckling, 3 J. Fin. Econ. at 318-19(见前注[5]).

[190] See Stephen A. Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in Franklin R. Edwards, ed., *Issues in Financial Regulation* 177, 189, Mc Graw-Hill, 1979.

[191] See *id.* at 192(即使信息披露监管只是要求披露企业目前所披露的信息,也可能是有益的).

全部信息”^[192]。同样,任何新企业的投资者都会想知道,相对于其他类别的股东,他们的所有权和正式权利是什么?强制披露此类信息的规则,以较低的成本复制了投资者和发起人之间的假设性交易。

对这一分析的一个反对意见是,它只证明了披露是一个适当的默认规则。证券法披露制度并不仅是一个默认规则,反对者认为,它的规定不能被放弃。^[193]这种反对意见在理论上是有道理的,尽管在实际操作上似乎并不重要。自我交易和其他形式的过度补偿会对投资者的回报产生巨大的影响,因此我们预计选择退出的情况会非常少。^[194]此外,那些最有可能放弃披露规则的投资者——富裕的、成熟的、不需要依靠发起人的专业知识的投资者——可以通过在私人配售中购买证券而选择退出披露制度。^[195]当然,发起人也可以选择退出,将产品卖给一个真正独立的实体,从而避免信托关系。因此强制性披露更像是以默认规则的形式运作。

(二)效率和准确性提高

大多数发起人、经理和股东都可能同意披露代理信息。他们是否不止于此,即同意披露发起人或经理人所掌握的与公司价值有关的大部分或全部信息?首先,让我们把提高准确性的信息与代理信息进行比较。代理信息的范围是有限的,可以用合理的精度来描述,而且生产成本不高;此外,它的相关性在企业之间没有很大的差异。这些特征中没有一个是描述准确性提高的信息的。可以说,相关信息的集合是巨大的。不仅数量巨大,而且很难事先确定哪些类型的信息是相关的。决定公司价值最重要的因素在各公司之间有很大的不同。因此,信息披露制度要么要求许多公司披露大量不相关的信息,要么忽视对某些公司最重要的话题(或者两者兼而有之,就像目前的制度一样)。因

[192] London Stock Exchange Rule 136, reprinted in 1895 Report at 262(见前注[30])。

[193] See 15 U. S. C. § 77n.

[194] 不可撤销的披露制度可以类比其他法律规则,如美国《欺诈法》,该法规定一些未受污染的合同无效,其理论依据是与通过减少难以证明的欺诈行为而获得的利益相比,无效合同所产生的成本很低。See Richard A. Epstein, *Unconscionability: A Critical Reappraisal*, 18 J. L. & Econ. 293, 301-03 (1975)。

[195] See 15 U. S. C. § 77d(2). 豁免注册(以及强制性披露)的要求,“发行人的交易不涉及任何公开发行”。

此,通过强制性规则复制公司与公司之间关于披露代理信息的交易是比较容易的,但关于准确性提高的信息要做到这一点则要困难得多。

收集与股票价格相关的数据的成本高于收集代理信息的成本。公司的经理们对他们自己的活动和利益冲突很了解。相比之下,他们可能需要花费大量的精力来提供投资者想要的信息,以便对公司的证券进行估值。例如,假设每条业务线和每个地理区域的独立财务信息对投资者来说很重要,那么同样的信息对公司经理来说可能并不重要。^[196]当然,一些公司的经理认为在产品线或地理区域之间分配经费并不是一项有用的工作,而只是因为 SEC 的要求才这样做的,这也是有道理的。现值会计的情况也是如此。经理们通常不会花钱对资产进行定期评估,所以他们必须相信获得这些信息所带来的管理收益,并不能证明获得信息的成本是合理的。

没有人会质疑这样一个事实,即以提高准确性为前提的披露制度与仅限于少量代理信息的披露制度相比,要昂贵得多。支持前者的理由必须是其社会效益相应更大。潜在的好处是,与自愿披露制度相比,强制披露制度可能会使新的信息更快地反映在市场价格中,或以更低的成本反映在市场价格中,或两者兼而有之。这个支持准确性提高模式的论点是基于信息的私人和社会利益之间的区别提出的。^[197]该论点如下:与企业价值相关的信息具有社会价值,而这种价值是任何一个行为者都无法完全掌握的。这种“公共产品”的特点意味着这种信息将被低估。强制性披露是将集体有价值的资产成本进行集体化的一种手段,并解决生产不足的问题。同时,准确度提高的信息能够使首先发

[196] SEC 要求许多企业分别提供关于发行人从事的每个“业务部门”或业务线的财务信息。

[197] 约翰·科菲(John Coffee)最彻底地提出了这样的论点:信息的私人价值和社会价值之间的差距证明了强制披露制度的合理性。See John Coffee, 70 Va. L. Rev. at 725 - 34(见前注[2])(文中的摘要来自此),但这个想法已经存在了一段时间。See Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities Exchange Commission, House Committee on Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess 626 - 28 (Committee Print 1977) (statement of William Beaver) (“Advisory Committee Report”); Nicholas J. Gonedes, Nicholas Dopuch, and Stephen H. Penman, *Disclosure Rules, Information - Production, and Capital Market Equilibrium: The Case of Forecast Disclosure Rules*, 14 J. Acct. Res. 89, 96(1976).

现它的人赚取大量的利润。因此,大部分的信息投资都是重复性的并相应地造成了浪费。故由于私人价值和社会价值之间的差距,会出现信息投资过度和投资不足的情况。强制性信息披露有助于缩小这一差距。

1. 强制性披露是治愈过度投资的良方

赞成强制披露准确性提高信息的论点之一是它可以防止或减少对那些有私人价值但没有社会价值的信息的投资。这个论点源于杰克·赫什莱弗(Jack Hirshleifer)的论证。他证明,在某些假设下,私人信息的拥有者可以利用它来做有利可图的交易,即使这些信息没有社会价值。也就是说,一个单一行为者能够掌握该信息所创造的净社会财富且不会为拥有这些信息付出任何代价。^[198] 法律文献抓住了赫什莱弗(Hirshleifer)的分析,认为股票交易商可能存在对信息的过度投资,因为他们可以获得可能超过社会效益的私人利益。^[199] 赫什莱弗的结论对证券监管的影响比法律文献显示的更有限也更复杂。赫什莱弗的模型遵循经典价格理论的假设,并假设在一个竞争性市场中,任何个人的交易都不会影响市场的清算价格。^[200] 我们知道,这一假设在证券市场上并不成立,因为这些市场上的交易价格会传递信息,从而影响其他交易者的需求计划。当价格揭示了信息,该信息的私人价值和社会价值之间的差距就会缩小,重复投资的问题就会自我纠正。^[201] 随着更多的交易者对信息的投资,价格反映了这些信息,从而为以前不知情的交易者免费提供信息,这反过来又减少了收集额外的信息。事实上,如果价格是完全公开的(也就是说,如果价格根据新的信息即时调整),就会在另一个方向上出现差距——即使没有交易者能从信息投资中获利,

[198] See Jack Hirshleifer, *The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity*, 61 Am. Econ. Rev. 561 (Pt 1 1971).

[199] See Coffee, 70 Va. L. Rev. at 733 - 34 (见前注[2]); Easterbrook and Fischel, 70 Va. L. Rev. at 682 (见前注[2]). See also Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 Mich. L. Rev. 613, 702 - 03 (1988).

[200] See Hirshleifer, 61 Am. Econ. Rev. at 564 (见前注[198]).

[201] See Sanford J. Grossman, *The Existence of Futures Markets, Noisy Rational Expectations and Informational Externalities*, 44 Rev. Econ. Stud. 431, 436 (1977); Jerry Green, *The Non - Existence of Informational Equilibria*, 44 Rev. Econ. Stud. 451, 453 - 54 (1977).

信息也会具有社会价值。^[202]

在存在过度投资的情况下,有一些私人手段可以减少过度投资。市场信函和其他类型的研究报告的存在是自愿合作的证据——一些市场参与者制作报告,其他参与者为其付费,而不是为同样的信息竞争。^[203] 其他私人安排,如纽约证券交易所在公布和传播重大信息之前暂停交易的程序,^[204]可能有助于减少重复投资的动机。

赫什莱弗的分析只告诉我们,在他的假设成立的情况下,会有太多对信息的投资。这并不等于说公开披露可以消除这种过度投资。在赫什莱弗的结论成立的情况下,只有当披露消除了进行私人投资的动机时才是有益的,也就是说,它要在任何一个交易者能够通过其他途径获得信息之前,向所有交易者提供信息。这是一个非常有利的条件。在目前的披露制度下,这一点显然没有得到满足。强有力的证据表明,SEC 报告中的信息不能被用来产生交易利润,也就是说,在这些信息被披露时,市场对于这些信息已经是有效的。^[205] 这意味着,交易员经常在 SEC 的报告中披露公司业绩之前,获得有关公司业绩的信息。

有人可能会回答说,交易者能够在正式披露之前获得信息的原因是,管理层在正式披露信息之前,并没有试图对信息进行保密,因为管理层知道该信息最终会被披露。如果披露的目的是防止对信息的重复投资,那么这一观点就完全不相关了。价格已经反映了证监会报告中的信息,这一事实证明,在正式披露之前,对该信息进行了大量的、可能是重复的投资。在没有强制披露的情况下,会有更少的非正式披露,这一论点可以证明强制披露可以解决信息生产不足的问题(这一点将在下文讨论),但不能解决信息生产过度的问题。

归根结底,如果交易者知道管理者可以采取有效措施来对信息进行保密,那么他们就不会对信息进行投资。如果交易者知道信息能够

[202] See Grossman, 44 Rev. Econ. Stud. at 436(见前注[201])。

[203] See Gonedes, Dopuch, and Penman, 14 J. Acct. Res. at 105(见前注[197])。

[204] See New York Stock Exchange, Listed Company Manual 202.06 - 202.07 at 2 - 4 to 2 - 6(1992)。

[205] See Benston, 63 Am. Econ. Rev. at 139(见前注[1])(根据先前的经验工作得出结论,“到最后报告时,几乎没有任何信息没有被暂存在股票的价格中”)。

获取,他们就会投入资金和精力成为第一个获得信息的人。其他所有人都会在指定时间获得信息这一事实可能会产生一种更大的紧迫感,但这并没有消除他们首先获得信息的动机。如果我们试图修正信息披露制度,以消除在信息公开披露之前对信息的投资,我们可能会规定公司经理在提交公开披露文件之前进行私人披露是非法的。^[206] 这样的政策是不可取的,也是无法执行的,原因有二。首先,“私人披露”和为商业目的使用信息之间没有明显的界限。如果一家公司的经理告诉它的主要供应商,公司急需原材料来满足对其产品的意外强烈需求,这种披露在某种意义上是私人的,因为供应商或其雇员在听到这一信息后可能决定购买该公司的股票。同时,该声明可能有助于公司更快地获得所需的物资。禁止这类声明的规则会产生可笑的反效果,但如果没有这样的规则,交易者之间的信息不对称(以及相应的过度投资)将继续存在。

其次,经理人并不是唯一产生或获得有关公司业绩信息的人。管理人员可能是某些类型信息的唯一来源或最佳来源,但公司的员工、供应商、竞争者和债权人等也会产生有价值的关于公司的信息。似乎既不可能也不应该告诉这些人,他们不能用自己产生的信息进行交易,也不能向其他可能进行交易的人披露,直到该信息包含在公开披露的声明中。禁止在公开披露之前进行私人披露的替代办法是加快披露系统的速度,使之达到在公开披露之前难以发现信息的程度。^[207] 信息到达公众手中的速度越快,交易者从信息中获利的时间就越少,(也许)交易者在试图击败时间方面的投资就越少。这个建议只是在表面上有吸引力。随着信息披露速度的提高,其准确性自然会降低。会计师和律

[206] SEC 没有认真努力阻止发行人在招股说明书的范围之外向机构投资者进行披露,只是偶尔攻击经理人向分析师披露内部预测,尽管它对这两种做法明显感到不安。See Tom Pratt, *The IPO Information Gap*, *Investment Dealers' Digest* 15 (May 18, 1992); Note, *Rule 10b-5 and Voluntary Corporate Disclosures to Securities Analysts*, 92 *Colum. L. Rev.* 1517, 1530-31 (1992) (描述了 SEC 在 1991 年对一个向分析师披露信息的公司内部人员采取的行动,并表明 SEC 的政策是不鼓励这种披露的)。

[207] See Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 *Harv. L. Rev.* 747, 786-89 (1985) (暗示“持续披露”的电子系统将减少与私人披露有关的问题)。

师现在经常花费数小时仔细研究披露文件,以便在提交前发现错误。私人投资的核查将变得更加有利可图,因为第一个发现实时披露错误的交易商可能会获利。因此,投资的重点将从发现信息转移到发现连续披露信息中的错误,但过度投资仍然存在。此外,在股票交易中,即使是非常小的时间增量也很重要。在一个加速的披露系统中,争先恐后地获取信息的竞争将继续下去,这种紧迫感会增强。交易员可能会雇用更多的助手和买更多的电脑,以便更快地收集和分析信息,并可能购买更昂贵的通信系统以达到比他们的竞争者更快地将订单传送到交易市场的目的。在信息方面的投资总额是否会减少并不明显。

2. 强制性披露是治疗投资不足的良方

上面关于过度投资的许多意见也适用于投资不足。资本市场有助于缩小信息的私人价值和社会价值之间的差距。虽然信息效率保证了私人价值不可能大大超过社会价值,而市场的低效率则防止了过大的差距向相反的方向发展。市场的低效率足以使收集信息成为一项有利可图的活动。^[208] 获得有关公司价值的准确信息的第一个交易者可以从该信息中获取部分(但不是全部)的交易利润。那么,我们知道,交易者有很大的动机来投资信息,而且很多交易者都会这样做。纠正过度投资问题的一些私人制度安排也可以纠正投资不足的问题。市场信函和其他报告收集信息的自愿集体化,有助于创造信息的产权,鼓励其生产。尽管有这些纠正机制,我们可能认为在没有强制性披露的情况下,与公司价值相关的信息会产生得更少。问题不在于数据的数量,而在于与价值相关的信息的数量;如果强制披露制度产生的信息对股票价格无关紧要,那么它就不符合准确度提升模型的效率标准。因为披露制度的任务主要是针对公司经理人的,所以我们必须进一步相信,如果没有法律的强制性要求,这些管理人员会有效地隐瞒信息。

这种理论的一个缺点是,它认为公司的信息主要是自上而下地流

[208] Sanford Grossman 和 Joseph Stiglitz 对有利可图的信息套利进行了理论论证。See *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, 70 *Am. Econ. Rev.* 393 (Pt 1 1980); David F. Larcker and Thomas Lys, *An Empirical Analysis of the Incentives to Engage in Costly Information Acquisition: The Case of Risk Arbitrage*, 18 *J. Fin. Econ.* 111 (1987).

动;如果管理层愿意,它可以关掉水龙头,信息就会减少流动。然而,这是不正确的。公司内部有许多信息,也许是大多数信息,都是自下而上流动的。当然,信息如果是由管理层收集、分类和分析的,经过这一过程的信息无疑对交易者更有用,但原始数据在整个组织内流动。此外,数据不能被包含在公司本身(即使假设公司有离散的边界这一概念是有意义的)。每个有规模的公司每天都与其他经济主体有成千上万余的互动。它进行谈判,购买和销售,签订合同,借钱,支付和接受付款。这些互动传递了有关公司业绩的信息。

考虑到一个制造企业突然经历了订单的大幅增加或减少,它的原材料供应商很快就会意识到公司订购的原材料数量的变化。运输公司会注意到运往和来自公司所在地的货物数量的变化。公司的工会将观察到雇员的数量比平时变化更大。公司的银行会注意到其流动资本贷款机制的提款变化,以及通过其常用账户的现金流的变化。公司的其他服务供应商,例如旅行社和电信公司,可能会观察到公司所消费的服务数量的变化。这些影响在几天内就会显现出来,而相关的交易在公司的定期报告中要到该财季结束时才会显示出来,也可能要到该财年结束时才会出现。^[209] 鉴于这些信息的潜在价值,它们不会不被注意、不被收集、不被使用。分析师和交易员可能会与上述许多实体交谈;这些实体本身,以及他们的雇员,可能会交易公司的股票。还要注意的

[209] 订单的增加或减少不符合目前必须在 8-K 表格中报告的任何项目。See Form 8-K, General Instructions, 5 Fed Secur L. Rptr (CCH) S 31,002 (Dec. 21, 1994). 在该季度末,发行人将被要求根据 10-Q 表提交财务信息。到那时,从财务报表中就可以看出增减的影响。10-Q 表格还要求提供“管理层讨论和分析”(MD&A),而订单的增加或减少可能构成“已知趋势”,这必须在 MD&A 中披露。See 17 CFR § 229, 303 (1994). 在任何情况下,在发行人的下一份 10-K 表年度报告中, *The Backlog of Orders Would be Disclosed Pursuant to Item 101(c)(viii) of Regulation S-K* 17 CFR § 229, 101(c)(viii) (1994)。文中提出的意见并不完全取决于事件发生时公司是否公开交易。类似的信息也可以从即将上市的公司客户、供应商等处获得。类似的信息可以从即将上市的公司客户、供应商等处获得,事实上,我们可能会期待客户和供应商在发行中购买,以试图从他们的优势信息中获利。

是,这些信息的可用性并不是强制披露制度的功能。^[210] 它是以一种分散的方式创建的,因此不容易被掩盖。任何隐藏的企图都需要更大限度的集中,这会造成效率低下,肯定也会使保密的好处减少。

关于聪明的投资者通过仔细观察一般可获得的信息而对公司的业绩做出良好预测的轶事在流行的文献中比比皆是。“亚当·斯密”讲述了一个故事,沃伦·巴菲特在美国运通公司因财务丑闻股票大幅下跌后,购买了该公司的大量股份。^[211] 巴菲特去了一家餐馆,数了数用美国运通旅行支票付款的食客人数,得出的结论是该公司的核心业务没有受到丑闻的影响。他大量买入并获得了巨大的投资回报。一位投资经理写的一本很受欢迎的书,把家电维修工作作为关于耐用消费品销售公司的重要投资信息来源。^[212] 据说彼得·林奇(Peter Lynch)投资邓肯甜甜圈(Dunkin Donuts)的股票,部分原因是他喜欢它提供的咖啡。^[213] 再一次说明,这种类型的信息实在是太广泛了,不可能被隐藏起来,即使管理人员有某种理由想隐瞒它。

然而,我们不得不承认这样一个事实:经理人通常拥有一些其他市场无法获得的信息。上述分析表明,在对股票价格有影响的总信息中,这种信息所占的比例比最初看起来要小,尽管如此,这些信息仍然是有价值的。如果没有强制性的披露制度,经理人就不必与市场上的其他人分享他们最深层的秘密了。但是,即使在我们目前的强制披露制度下也是如此。正如埃德蒙·基奇(Edmund Kitch)所指出的,发行人很

[210] Berle 和 Means 对 1932 年市场可用信息的描述与投资者在联邦证券法出台之前基本处于黑暗状态的说法形成鲜明对比:在非官方的情况下,市场已经收集了一个巨大的机制来收集和传播事实。这些信息通过标准出版物(Poor, Moody 的标准统计)和更频繁的时间间隔,通过标准的金融纪事[如《商业和金融纪事》(The Commercial and Financial Chronicle)、《年鉴》(Annalist)、《邓氏评论》(Dun's Review)],以及以更短暂的形式,通过日报的金融版和某些专门从事此类事务的报纸[《华尔街日报》(Wall Street Journal)、《纽约商业报》(New York Commercial)],以及时不时地通过各种股票服务。还有更多的,不断地向市场灌输事实、数字、金额、观点和各种信息的流水账……See Berle and Means, *The Modern Corporation* 294 (见前注[154])。

[211] Adam Smith, *Supermoney* 193 (Random House, 1972)。

[212] See John Train, *The Money Masters* 68 - 69 (Harper. & Row., 1980)。

[213] See Carolyn Friday, *A Superstar Bids Farewell*, Newsweek 38 (Apr. 9, 1990)。

少抱怨强制披露制度的最合理原因是它并不要求披露任何敏感的东西。^[214] 该系统几乎完全集中在向后看的事实性数据上。这些数据既不可能是在竞争上敏感的,也不可能是容易隐藏的。

思考一些假设的例子,这些信息可能只被少数员工和经理掌握,但会对股票价格产生重大影响。一家制药公司正准备为一种新药申请专利。一家矿业公司已经发现了一个它认为的重要矿体。一家大型跨国公司所做的市场调查表明,在中国引进其产品可以使全球销售量增加25%。这些公司中的每一家都可以在其向 SEC 提交的文件中不提及这一进展,而不违反披露规则。^[215] 事实上,作为一个实际问题,不披露正面信息所涉及的风险是非常低的。在有限的收购背景下,一个经历了股价突然上涨的公司几乎不用担心 SEC 或私人诉讼者的起诉。^[216]

这种状况也可以被看作一个单纯的、要纠正的设计缺陷。然而,很难想象,强迫公司披露具在竞争上敏感的信息在政治上是可行的。此外,一个试图强制披露的系统几乎不可能被执行。关于秘密的恼人之处在于,你无法证明它们的存在。没有任何有效的方法可以让管理者披露他们在想什么。这种尝试的净效果是更少的经理人会把他们的想法、信念和计划写下来,以此来否认他们有这样的想法、信念和计划。这并不是说管理层的公告从来不包含新信息。有经验证据表明,管理层公布的收益、股息和股票拆分的公告(这些公告通常是在 SEC 文件

[214] See Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure* at 119 (见前注[4])。

[215] 提交注册声明或定期报告的发行人,只有在新产品、新业务或地理市场已经宣布或以其他方式公开的情况下,才需要披露其存在。See 17 C. F. R. § 229.101(c)(ii) (1994). 该条款继续指出,“本款无意要求披露其他非公开的公司信息,因为这些信息的披露会对注册人的竞争地位产生不利影响”。

[216] 只有在相关时间段内买入或卖出标的证券的人,才有资格提起私人证券欺诈诉讼,因为有关误导性的负面声明而没有购买的人,则没有资格。See *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U. S. 723, 737-38, 749 (1975). 虽然一个因果关系证明过于悲观的声明而卖出的人可以提起诉讼,但证明损失的困难似乎阻止了诉讼,除非是在收购的情况下,因为收购要约或合并价格提供了衡量损失的方便基准。

中反映之前制作的)有时会包含新的信息。^[217] 这些特殊的管理“秘密”之所以没有经过政治斗争就进入了强制披露系统,是因为管理者并不想隐藏它们。一家公司显然不能隐瞒它所支付的股息数额或它正在拆分其股票的事实。在1933年之前,对规模较大的公司来说,披露收益是常规的,^[218]甚至在德国和瑞士等监管较少的市场上,公司也会公布收益。^[219] 在强制披露制度下,美国的上市公司将停止发布盈利、股息和拆分公告。

(三) 强制性披露能否解决其他问题?

值得注意的是,本部分提出的论点有其局限性。笔者并没有试图分析每一个可能的强制性披露规则的后果。相反,笔者已经论证了,强制性披露是对有限代理问题的一个合理解决方案,但它对交易者之间信息不对称这一更普遍的问题而言不是一个好的解决方案。强制性披露如果设计得当,可能是一种解决办法,但这并不是说,可能再也不会出现其他问题了。^[220] 同时,一个披露系统试图做的事情越多,其作者

[217] See Richard J. Rendleman, Jr., Charles P. Jones, and Henry A. Latan 6, *Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments*, 10 J. Fin. Econ. 269 (1982); Joseph Aharony and Itzhak Swary, *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*, 35 J. Fin. 1 (1980); Guy Charest, *Split Information, Stock Returns and Market Efficiency - I*, 6 J. Fin. Econ. 265 (1978).

[218] 本斯顿 (Benston) 发现,从1926年至1934年,所有在纽约证券交易所上市的公司都披露了净收入。See George J. Benston, *The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, 44 Acct. Rev. 515, 519-20 (1969).

[219] See *German Analysts Offer High Hopes for 1994*, Fin. Times 21 (Aug. 6-7, 1994) (讨论德国主要公司的年中收益报告); *Swiss Bank Corp Falls to SFr 1.19bn in First Half*, Fin. Times 18 (Aug. 17, 1994) (讨论瑞士主要银行的年中收益报告)。

[220] 《证券交易法》的制定者关注的一个问题是市场操纵。操纵证券价格可能是一种有利可图的策略,这一点并不被普遍接受。Compare Daniel R. Fischel and David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 Harv. L. Rev. 503, 512-23 (1991) (结论是,旨在阻止操纵证券价格的法律是不必要的,因为这种操纵是很难界定的,而且很少有利可图), with Steve Thel, *\$850,000 in Six Minutes - The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 Cornell. L. Rev. 219, 221 (1994) (“经济文献中的证据事实上表明,操纵比 Fischel 和 Ross 承认的更容易完成”)。认为操纵是个问题的人可能会支持对收益和其他重要业绩数据进行有限的披露,以此来降低潜在操纵者利用欺骗手段来推动操纵的能力。

面临的设计问题就越大。最初在 19 世纪的英国发展起来的强制性披露制度的优点是,它很简单,它影响的主要是一类公司——小型的、地区性的、新成立的公司。对于这些公司来说,尖锐的发起行为的危险性在传统上是最大的。^[221] 这两点对于美国目前的强制披露制度来说都不正确。因此,该制度要求提供数量惊人的信息,但却未能实现提高准确性的目标。

五、代理成本模式的一些影响

准确性提高模式影响了披露政策。SEC 最初对有效市场假说的反应是,一概否定强制披露在有效市场中是不必要的这一观点。^[222] 然而,很快就可以看出,有效市场的语言既可以用来支持也可以用来攻击强制披露制度。事实上,准确性提高模式的本质是,它将强制披露作为机制的一部分来论证,通过这种机制,市场变得有效。^[223] 因此,SEC 已经采取了一些披露措施,这些措施与采用有效市场假说的学者提出的建议一致。^[224] 笔者对这些举措的描述将很简短,因为它们已由基奇

[221] 美国的证券法最终以一种非常不同的方式来处理这些公司,主要是把它们赶出公共市场,进入机构投资者的轨道。有人可能会说,这是一个非常合理的状态;如果是这样的话,它肯定可以更直接、更低成本地实现。

[222] SEC 委托一个公司信息披露咨询委员会。See Securities Act Rel. No. 5673, 1976 SEC LEXIS 2516 (Feb 2). 自《小麦报告》发表以来,“越来越多的学术工作”,包括有效市场假说,已经发展起来,“并提出了有关现行制度的成本和效益的深刻问题”。咨询委员会的结论是:“尽管经济学家和其他人认为有效市场假说……[已经]使大部分或全部的强制性披露变得过时或不必要。这些论点并没有足够的说服力来证明此时废除现有的制度是合理的。”Advisory Committee Report at xi viii (见前注 [197])。

[223] See Gilson and Kraakman, 70 Va. L. Rev. at 569-70 (见前注 [3]); Coffee, 70 Va. L. Rev. at 747 (见前注 [2]); Kahan, 41 Duke. L. J. at 979-81 (见前注 [3])。

[224] 除使用有效市场假说来证明综合披露系统的合理性外,见注 [237] 的讨论,SEC 还引用了有效市场假说来支持美国—加拿大的多管辖区披露系统。See Securities Act Rel. No. 6841 (July 26, 1989), Fed Secur L. Rptr (CCH) 84,432 at 80,298 (1989 Transfer Binder)。

(Kitch)详细描述。^[225] 作者的目的是利用这些举措来对比代理成本模式和准确度模式的政策处方。

(一) 披露预测

最早和最持久地使用有效市场理论来批评 SEC 的信息披露政策的一个例子是关于管理层的预测。^[226] 美国《证券法》或美国《证券交易法》中没有任何条款要求披露管理层的计划或预测,也没有任何条款禁止这样做。然而,从 20 世纪 30 年代末到 20 世纪 70 年代末,SEC 有一项政策,反对在披露文件中使用预测或其他前瞻性陈述,理由是不成熟的投资者可能会被偏离事实的信息所误导。^[227] 批评者指出,在一个有效的市场中,前瞻性的信息比历史信息更有价值,因为历史信息已经蕴含在价格之中。经过几轮的提议和评论,SEC 在 1979 年通过了第 230 号规章第 175 条“Liability for certain statements by issuers”。^[228] 第 175 条为某些前瞻性声明提供了“安全港”,如盈利预测和管理层的计划或目标声明。只要这些陈述是出于善意并有合理的依据,就不被认为是欺诈性的。

SEC 在解释这项新规则时指出,“提供前瞻性和分析性信息对投资者评估公司的未来盈利能力非常重要”^[229]。然而,从表面来看,准确性提高模式将使事情更进一步发展。披露管理层对未来的看法不仅应该被允许,而且应该被要求,因为这些看法无疑是一个重要的信息,如果被公开,将会影响到股票价格。SEC 在这一点上做得很不够。它目前

[225] See Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure* at 22-28 (见前注[4])。

[226] See Homer Kripke, *The SEC, the Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 NYU L. Rev. 1151, 1197-1201 (1970); Benston, 63 Am. Econ. Rev. at 137 (见前注[1])。

[227] See Wheat Report at 96 (见前注[181])。

[228] See 17 C. F. R. § 230.175 (1994), adopted in Securities Act Rel. No. 6084 (June 25, 1979), Fed Secur L. Rptr (CCH) T. 82, 117 (1979 Transfer Binder)。

[229] Guides for Disclosure of Projections of Future Economic Performance, Securities Act Rel. No. 5992 (Nov. 7, 1978), Fed Secur L. Rptr (CCH) T. 81, 756 at 81,036 (1978 Transfer Binder)。

的立场是：“既不鼓励也不阻挠做出和提交预测。”^[230]然而，它最近宣布打算重新讨论披露预测的问题，除其他事项外，还要求对在某些情况下是否应强制披露预测提出意见。^[231]从代理成本模式的角度来看，目前的立场是完全正确的。预测和其他前瞻性信息的披露对解决发起人问题或管理层对公司资产的自利性使用问题没有任何帮助。因此，这种披露可以不受监管。投资者对管理层预测的需求以及做出预测的成本（包括竞争性损失）将决定这种预测公开的程度。

（二）现值会计

独立审计的会计报表可以被视为帮助股东发现管理层的不当行为的一种手段，也可以被视为帮助投资者确定证券价格的一种手段。尽管不清楚 SEC 是否会这样描述这种二分法，但它对会计的看法与对预测的看法是一致的。在其大部分历史中，该机构拒绝任何偏离历史成本会计报表的做法，即使这种偏离只包括对资产评估价值的补充披露。^[232]最近，SEC 鼓励会计行业的标准制定机构——财务会计标准委员会（FASB），对金融工具采取初步的现值会计措施。

这一创新也是对准确性提高模式的一种肯定。FASB 的成立是由于 SEC 担心会计行业没有对 20 世纪 60 年代的企业合并热潮做出足够的反应。^[233]一些评论家认为，这些合并的部分动机是希望通过会计噱头人为地提高股票价格。^[234]会计界和 SEC 的结论是，合并会计准则造成了市场的低效率，解决这个问题是会计界和 SEC 的工作。FASB 开始着手修订合并会计准则。在一个更基本的层面上它的第一份概念报告指出：“财务报告应提供信息，以帮助目前和潜在的投资者以及其他

[230] Notice of Adoption of an Amendment to Rule 14a-9, Securities Act Rel. No. 5699 (Apr. 23, 1976), Fed Secur L. Rptr (CCH) T 80,461 at 86,202 (1975-76 Transfer Binder).

[231] See *Safe Harbor for Forward - Looking Statements*, Securities Act Rel. No. 7101 (Oct. 13, 1994), Fed Secur L. Rptr (CCH) T. 85,436 at 85,778 (1994-95 Transfer Binder).

[232] See R. G. Walker, *The SEC's Ban on Upward Asset Revaluations and the Disclosure of Current Values*, 28 Abacus 3,122-24 (1992).

[233] See Loss and Seligman, 2 *Securities Regulation* at 703-12 (见前注[78]).

[234] See Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street* 56-64 (Norton, 1973).

用户评估预期现金收入的数额、时间和不确定性。”^[235]会计准则可以而且应该大大促进价格效率的概念与准确性提高模式的一致性。它也直接质疑了历史成本会计的适当性。^[236]因此,会计专业人士和 SEC 的观点似乎与那些抨击 SEC 关注历史成本会计的批评者的观点一致。已经采取的相对有限的现值会计步骤是否是根本转变的开始,还有待观察。

从代理成本模式的角度来看,历史成本会计是完全足够的。会计报表的第一个也是最重要的功能是使股东们能够确定公司的资产是如何被使用的。现行价值会计不仅提供关于公司实际交易的信息,而且还提供了关于假设交易的信息——出售实际上没有出售的公司资产。同时,也没有理由禁止披露现值。只要资产评估能提供有用的信息,投资者就会对这种评估有需求。管理者会不会满足这种需求取决于成本。

(三) 综合披露和储架注册

SEC 明确承认有效市场理论是其在 80 年代初精简新股发行和定期披露制度的一个因素。^[237]它指出,对于被分析师关注的大型成熟企业来说,之前披露的信息应该已经反映在价格中。因此,没有必要在这样的公司发行新股票时再次提供相同的披露信息。SEC 的综合披露系统允许某些已经受到 SEC 定期报告要求的公司提交简略的新发行披露文件,这些文件“通过引用”以前提交的定期披露文件合并而成。^[238]此外,那些已经提交了 12 个月的再融资申请,并且符合某些其他要求的公司有资格进行储架注册 (shelf registration), 根据这一规定,他们可以注册一定数量的证券,定期出售,而不需要进一步注册或 SEC 审查。^[239]从代理成本的角度来看,这些创新是朝着正确的方向发展的。

[235] *Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Concepts* No. 1 viii (1978) (emphasis added).

[236] See Kripke, 45 N. Y. U. L. Rev. at 1188-96 (见前注[226]).

[237] See Securities Act Rel. No. 6383 (Mar. 3, 1982), Fed Secur L. Rptr (CCH) T. 72, 328 (Accounting Series Transfer Binder) (采用综合披露系统).

[238] See Form S-3, General Instructions, 2 Fed Secur L. Rptr (CCH) T. 7152 (July 7, 1993).

[239] See 17 C. F. R. § 230.415(a)(1)(x) (1994).

然而,错误的理由导致它们走得还不够远。经验丰富的“公司”的关键特征不是它们受到分析师的关注和有效的定价,而是它们已经走出发起阶段。因此,披露可以解决的代理问题的范围就缩小了。剩下的问题主要是高管的报酬和自我交易(也许还有承销商的报酬,随着新公司年龄的增长,经理和承销商之间的独立程度应该增加)。这将表明,SEC的现行政策限制性太强。特别是,经验丰富的公司的注册程序应该被进一步简化。一个适当的经验丰富的公司的注册声明可以成为一个简单的“通知文件”,一经提交就会生效。^[240] 经验丰富的公司应该能够使用非误导性的招股说明书随意发行和销售证券,其招股说明书应披露承销商的报酬和财务利益。

(四) 高管薪酬

1992年,SEC对高管薪酬的披露要求进行了大幅修改。^[241] 一个重要的变化是要求对非现金补偿,如对股票期权和股票增值权进行更详细的说明。^[242] 此外,要求提供的信息还隐含股东对高层管理人员获得的报酬数额作出规范性判断。此种信息包括发行人的股票表现与市场指数和同行公司指数之间的比较,^[243] 以及董事会薪酬委员会的声明,这种声明涉及制定首席执行官薪酬时考虑的因素。^[244] 对这些变化的批评采取了两种不同的方式。一些评论家质疑,扩大非现金报酬的披露范围是否为股东提供了他们尚未获得的相关信息。^[245] 其他批评者指责新的信息披露,特别是报酬委员会的报告,即使不被允许也仍然将

[240] 以S-3表格提交的与股息或利息再投资计划有关的注册声明在提交后即生效。See Rule 462, 17 C. F. R. § 230.462(1994)。如果SEC愿意,它可以将同样的待遇扩大到以S-3表格提交的任何注册声明。

[241] See Executive Compensation Disclosure, Securities Act Rel. No. 6962(Oct. 16, 1992), Fed Secur L. Rptr(CCH)T. 85,056(1992 Transfer Binder)。

[242] See 17 C. F. R. § 229,402(c)(d)(i)(1994)。

[243] See id. § 229,402(1)。

[244] See id. § 229,402(k)。

[245] See Charles M. Elson, *Executive Overcompensation - A Board - Based Solution*, 34 B. C. L. Rev. 937,956(1993)。

SEC 纳入公司治理。^[246] 后一种说法并不新鲜,20 世纪 70 年代,SEC 针对“可疑款项”(贿赂)的活动也受到了类似的挑战。^[247] 从代理成本模型的角度来看,以涉及公司治理问题为由批评 SEC 的披露,在很大程度上是不恰当的。公司治理的大部分内容都与降低代理成本有关,因此,具有相同重点的强制披露不可避免地会侵犯公司法的领域。

同时,围绕 SEC 利用披露制度来监督上市公司的治理而产生的争议,相关学者提出了一个关于证券监管的基本问题。证券监管是公司法的一部分(在英国有很长一段时间是这样的)还是一个独立的学科?在传统上公司治理由州法律负责的联邦体制中,这不仅是一个定义问题。当国会决定利用强制性披露不仅用来发现有关发起人的代理信息,而且还针对上市公司的公司经理时,这个问题就变得特别尖锐。人们可能会说,《证券法》处理的是公司法边缘的问题(也就是发起人问题),而《证券交易法》则是在公司法的核心部分制定了联邦法律。

笔者不会在这里深入讨论国家和联邦公司治理规则的支持者之间的争论。^[248] 无论如何,在强制披露发起人的财务利益方面,这个问题似乎没有那么尖锐。解决发起人问题的潜在方案范围并不大。大多数(如果不是所有)遇到发起人问题的英美司法管辖区最终都达成了类似的解决方案——发起人必须披露他的财务利益,而且在许多情况下还必须披露他所获利润的确切数额。在缓解经理人/股东冲突方面,并不存在类似的统一性,因此,《证券交易法》的披露要求与州法律的共存,不如《证券法》那样容易。

六、结语

强制性信息披露的准确性提高模式解释了为什么公司同时向所有

[246] See Comment, Regulation S - K, Item 402; *The New Executive Compensation Disclosure Rules*, 43 Case. W. Res. L. Rev. 1175, 1185 (1993) (描述了在 SEC 规则制定过程中收到的重要意见)。

[247] See Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure at 19 - 20* (见前注[4])。

[248] For an excellent treatment, see Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute, 1993.

市场参与者提供所有与价值相关信息的披露系统才是有效的。本文认为,这种分析虽然很重要,也很有趣,但与现实世界中的强制披露制度没有什么关系。美国现有的强制性披露制度的设计初衷并不是向所有市场参与者提供价值相关信息,而且在60年后,它仍然离这个目标相当遥远。相反,该制度是对长期以来的司法理论的渐进式改变,这些理论是为了解决一个特定的代理问题——发起人问题。美国强制披露制度中最重要的创新是在发起阶段之后使用披露来打击经理/股东代理问题,特别是管理层补偿和自我交易的问题。

强制性信息披露最初是控制代理成本的一种手段,但这并不意味着它不应该被用来实现提高准确性的目标,前提是它真的能以具有成本效益的方式做到这一点。然而,阻碍这一结果的障碍似乎很大。在其他生产性资产的非自愿集体化的失败已经众所周知的情况下,信息的非自愿集体化能够成功的迹象并不是很明显。要想成功,既需要抑制个人规避制度的企图,也需要中央机构的能力接近于全知全能。这是令人难以置信的,如果中央机构是全能的,那么它就可以决定应该生产什么信息,以及哪些信息应该被传播。

强制性信息披露能够有效地实现什么,这个问题在今天也许更重要。世界上有几十个国家的股票市场正在崛起,包括那些正在从中央计划向市场经济过渡的国家。政策制定者正在努力确定什么样的监管体系适合刚起步的市场。鉴于资源极其稀缺,新兴市场最好首先集中于最具成本效益的监管步骤。在强制披露领域,最具成本效益的步骤是利用有限的针对发起阶段公司的披露来打击巨大的、持续存在的发起人问题。关于其他步骤是否能提供超过其成本的好处,无疑还需进一步讨论。

(编辑:张越)