

证券发行中的披露选择趋向^{*}

[美]艾伦·R.帕尔米特^{**} 著 唐峰^{***} 译

译者评注:艾伦·R.帕尔米特(Alan R. Palmiter)是美国维克森林大学(Wake Forest University)法学院教授,第三届William T. Wilson商法学首席教授。帕尔米特教授拥有俄亥俄州立大学数学学士、密歇根大学法学院法学博士学位(JD),主要研究公司法、证券监管、企业并购等。他在Columbia Business Law Review、Texas Law Review等学术期刊上发表研究论文数十篇,著有《证券监管:案例与解释》《公司法:案例与解释》等畅销教科书。

文章认为,事前强制披露的假设已经发生变化:中介机构增强了投资者自我保护能力;发行人有足够激励回应投资者、市场的信息需求;美国证券交易委员会(SEC)平衡强制披露成本和收益的效果并不明确;投资者是否愿意为强制披露责任“埋单”仍然存疑。强制披露的高额成本易使投资

* Alan R. Palmiter, *Toward Disclosure Choice in Securities Offerings*, Columbia Business Law Review, Vol. 1999, 1999, p. 1. 本文已获得笔者翻译授权。

** 维克森林大学法学院教授。

*** 北京大学法学院博士研究生。

者从公开市场转向私募市场,降低资本形成效率。因此,SEC 提供事前豁免规则和披露选择,允许有需要的公司选择退出强制披露体系,由市场而非监管者主导信息供给。如小额发行人可根据相关规则免于注册监管,资深发行人也受益于披露要求简化。法院尊重事后私人选择,将欺诈责任的适用限缩于公开发行业,承认证券请求可仲裁性和当事人的法院选择,且同意披露免责声明将风险转移给投资者。美国国会在立法上也重视当事人选择。笔者建议 SEC 作为披露表格提供者,让发行人选择进行何种水平的披露、是否承担更重的证券法责任。同时,以规则 10b-5 责任托底,证券发行活动仍然受到监管规则约束。

文章建议美国证券监管机构提供各种披露选项,并以责任规则托底,由发行人自主选择符合拟发行的市场信息需求的披露水平,以降低披露成本、促进资本形成。这一观点值得参考借鉴。

摘要:本文讨论证券发行中的披露选择问题,主张扩大发行人在发行披露上的权利,便利发行人根据具体发行类型和投资者的需求提供披露产品。随着证券法去管制理念的流行,披露的内容和方法可以由披露义务人在特定范围内进行选择。本文提出由 SEC 提供注册表格类型,让发行人自由选择是否注册及何种注册,而后履行相应披露义务,以降低发行人的强制披露和责任成本,满足投资者和中介机构的信息和信心要求。本文还指出,规则 10b-5 反欺诈责任可成为披露选择制度的披露监管底线。

关键词:披露选择 强制披露 证券发行 1933 年证券法 反欺诈责任

一、导论

美国证券监管是强制性的。其证券执法同样如此。^[1] 但这仍为真吗? 过去 20 年,对治理证券发行的联邦法律进行的基础反思,已然

[1] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 276-314(1991).

侵蚀了证券监管的强制性本质。新的现实是,公司在蓬勃发展的环境下,不需要将自身置于 SEC 的全面披露要求或《1933 年证券法》(Securities Act of 1933)(以下简称证券法)的加重反欺诈标准之下,^[2]就能够筹集到投资资金。这一监管转型是对已经驱动证券监管超过半个世纪的并蒂原则——经理信息逃避(manager informational shirking)和投资者无助(investor helplessness)的一种微妙但有力的反思。经理们不再能决定其公司用于筹集资金的信息披露。更重要的是,投资者也不再是我们无助且老实的“新手”,而是已经变成了彼此联系且精明富裕的“专家”。

随着市场失灵的故事远去,证券发行强制披露的解构迅速流行,尽管其基本结构或赋权性立法的用语并无重大改变。SEC 和联邦法院同时受到国会支持,《1933 年证券法》已经成为其原始监管自身的影子。本文认为,作为一项积极议题,联邦证券发行监管已经开始接受当事人选择(party choice),更甚于清晰的监管政策和学术批评共识。正如被解构的那样,证券法像是一个可延展的容器,而一种新兴的去管制理念正被注入其中。现在,发行人可以在一个丰富多层的集合中选择披露水平和方法向公众投资者发行证券。并且,通过使用行政、司法和立法修正主义提供的工具,发行人能够避免披露保证(disclosure warranty)的加重反欺诈责任。然而,并非一切都可避免披露。有力证据表明,尽管发行人可以选择,但投资者的信息需求经常会推动发行人提供超过强制水平的披露。

作为一项规范议题,本文提议采取一种赋权性法律结构,发行人可以在其中选择适合证券发行的披露水平。(笔者将其提议限于证券发行,不涉及上市公司对交易市场的持续披露。)就像 19 世纪美国公司法

[2] 近来,SEC 提议对证券发行治理规则的全面改革。The Regulation of Securities Offerings, Securities Act Release No. 7606A, 63 Fed. Reg. 67, 174 (Dec. 4, 1998), available at <http://www.sec.gov/rules/proposed/337606a.txt> [hereinafter Aircraft Carrier Proposal]. 该提议将对证券发行过程进行自 1933 年以来最重要的改革。SEC 提议改变其上市登记表(registration statement forms)的披露要求、招股说明书公开规则、发行前沟通(pre-offering communication)治理规则、私募与公募一体化的治理规则和定期披露要求。

变得大为便利,公司经理获得投资者同意后,实际上能够量身定制二者间关系的各个方面,资本形成的证券监管应被视为资金使用者与提供者间私人秩序的子集。^{〔3〕}以市场和证券专业人士为中介,证券发行中发行人—投资者关系披露的方面应成为一个选择问题,给予发行人提供投资者要求并乐意购买的公司具体信息的自由。

这并不是说证券监管应被抛弃或转变为基于州的公司体制。^{〔4〕}联邦披露规则有着持续且宝贵的作用。这主要是由于65年前美国公司法与证券法之间的分叉。我们选择的路径是相关的。SEC披露类型可以也应该演化成一系列选择,由发行人选择投资者所寻求的披露与责任的水平——从全面的“SEC审核”(SEC certified)强制披露(有着类似保证的反欺诈责任)到“非审核”(non-certified)披露(仅受制于最小的反欺诈责任)。

考虑由SEC作为表格提供者(form-giver)时披露选择制度的优势,对许多发行人而言,特别是需要有限资本的初创公司或试图以特定投资者为目标的发行人,披露选择会开放一系列更广泛的融资选择。例如,发行人虽不能满足所有豁免条件,但能仅以条例D(Regulation D)披露吸引投资者,就可以选择这一最佳披露。大型发行人试图通过发行向公众投资者筹集资金时,机构的参与就表明了信息披露具备充分的真实性,发行人可选择不进行SEC注册从而使发行成本最小化。对许多公司和投资者而言,单一强制披露的成本是不合理且通常不必要的。

证券发行披露选择的情形可以在一级市场投资者和发行人的行为中找到支撑。^{〔5〕}美国发行人已经越来越偏好私募发行(private

〔3〕 See Bernard S. Black, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, 84 N. W. U. L. Rev. 542 (1990).

〔4〕 See Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 Yale L. J. 2359 (1998) [hereinafter Romano, *Empowering Investors*].

〔5〕 当事人选择在其他受监管市场中存在。例如,不愿为乘用车所需的政府规定的安全功能付费的购车者可以购买卡车。然而,小型货车(归类为卡车)的卖家发现,在向有安全意识的小型货车买家销售时,他们必须表明他们的小型货车符合或超过政府对汽车的安全要求。小型货车制造商选择了汽车安全标准,该标准作为一种“政府认证”,可用于向小型货车买者表明小型货车的安全性。

placement) 而避开公开发售(public offering) 以规避强制披露和加重责任的成本。〔6〕但在进行私募发行时,许多发行人自愿披露到与受监管注册发行(regulated registered offerings) 相比相同甚至更高的水平。〔7〕此外,为增强投资者信心,公开发售中的发行人经常自愿超出要求披露信息。〔8〕简言之,投资者及其中介机构的披露要求——而非强制披露的扭曲——掌控着证券发行中的信息供给。

最终,披露选择制度仍必须栖于强制性的信息底线之上。无论欺诈法反映出订约的低效,〔9〕还是仅体现出各方本可零成本协商的非协商条款,〔10〕投资者似乎普遍愿意为某种水平的信息保证“埋单”。尽管诉诸法律可能代价高昂又不常见,但这样的保证提供了一种对抗发行

〔6〕 证券数据公司(Securities Data Company)称,1997年144A条款的私募交易价值为2544亿美元,其中约830亿美元由外国发行人筹集。See Lisa Tibbitts, *Private Placement Volume Explodes as Structured Deals Rule 144A Market*, *Investment Dealers' Digest*, at 12 (Feb. 2, 1998). 这种转向私人市场的趋势对于市政证券来说尤其如此。See Lynn Stevens Hume, *SEC Disclosure Rule Evasions Described at MSRB Forum, The Bond Buyer*, at 1 (Nov. 13, 1998) (报道市政市场私募数量增加); 1997 Logs Record Issuance of Municipal Privates, *Private Placement Rep.*, Mar. 30, 1998, at 1, available in 1998 WL 5034722 (报道称市政发行人以及市政发行中的承销商和保险公司对公开发行的冗长披露过程不感兴趣,并且与10年前相比,私募发行在“当前披露时代”更为普遍)。

〔7〕 See, e. g., Patrick McGeehan, *Money Raised in Private Placement of Issues Doubles as Companies Take Advantage of SEC's Rule 144A*, *Wall St. J.*, Jan. 2, 1998, at R38 (报道称,发行人私下准备的材料在陈述和实质上与上市登记表几乎相同)。

〔8〕 See, e. g., Richard Frankel et al., *Discretionary Disclosure and External Financing*, 70 *Acct. Rev.* 135 (1995) (研究发现如果公司在样本期内进入资本市场,则更有可能预测收益)。

〔9〕 See Ian Ayres, *The Possibility of Inefficient Corporate Contracts*, 60 *U. Cin. L. Rev.* 387, 390 (1991) [hereinafter Ayres, *Inefficient Corporate Contracts*]. [“战略互动可能导致公司合同效率低下,(a)即使在有众多股东/投资者竞相进行投资的领域和(b)即使围绕给定违约签订合同是无成本的。”]

〔10〕 See Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1549, 1556 (1989) (鉴于强制性条款的统一性、由立法授权创建时它们提供的可信用度以及它们对机会主义修正提供的保护,认为当事人不会围绕强制性规则订立合同)。

人机会主义的实际保护。^[11] 笔者确信,这一功能可由规则 10b - 5 (Rule 10b - 5) 的欺诈责任有效发挥,它是过去 50 年由联邦法院创造的一整套具有极大延展性的事后披露标准。正如近期特拉华州 (Delaware) 代理权欺诈诉讼的司法经验所表,构建一个基于事后执法而不进行事前审查的有效披露制度是可能的。^[12]

这一披露选择提议呼吁 SEC 运用其广泛的豁免权,允许发行人在任何证券发行中选择“不注册”(no - registration) 的状态。作为选择不注册的条件,发行人在公开发行人时将被要求向投资者(和 SEC)提供一张有着下列文字的披露封面:

本次发行未在证券交易委员会注册。相反,发行人已选择根据……的标准进行披露。

这种选择退出披露可能比通过现行注册制度令人欣慰(尽管令人费解)的招股说明书提供的披露更具警示性。投资者依赖丰富多样的非招股说明书“信号工具”(signaling device)——主要来自证券专业人士和市场——作出投资者决策。披露选择将更明显地突出那些提供证券中介服务者。

本文行文有三个方面。笔者首先对指导联邦证券发行监管建构的监管原则进行探索。随着证券投资者和中介的成熟、投资者构成越来越机构化以及证券市场的国际化,这些起初就未必准确的原则已经变得更加靠不住了。证券发行中的市场失灵情形已经一去不复返。

其次,笔者描绘了 SEC、联邦法院和国会对证券发行强制披露的持续解构。在行政层面,SEC 已经开始向公开发行人提供各种披露选择

[11] See Ronald Mann, Informational Technology and Institutions for Verifying Information (working paper on file with author) (质疑虚假陈述诉讼作为执行信息真实性的纪律手段的“直接重要性”).

[12] See Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278 (Del. 1977); Dale A. Oesterle & Alan R. Palmiter, *Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Cases*, 79 Iowa L. Rev. 485, 565 (1994) (认为特拉华州的“完全坦率”测试与联邦委托监管的实质披露要求相似) [hereinafter Oesterle & Palmiter].

并豁免许多小额发行的全面注册以减少强制披露的负担。SEC近期的“航空母舰”(Aircraft Carrier)计划是最新的(尽管受到误导的)在证券发行中增加披露选择工作的一个方面。^[13] 重审投资者的信息需求,特别是适用于外国证券,已经遍及SEC的工作议程。在司法层面,联邦法院已经——甚至可能一直在放松管制。反欺诈诉讼的司法私人化以谨慎表达原则(bespeak caution doctrine)和对责任权利私人放弃的认可为典型,反映出对证券监管原则的深度质疑。在立法层面,国会已经确认了某些修正主义。它对证券欺诈集团诉讼标准和程序的改革,以及最近对州“蓝天”(Blue Sky)监管的批评,均阐发了国会对证券发行强制披露的质疑。

最后,笔者概述了其对证券发行披露选择的建议。发行人选择“不注册”状态将不受事前披露监管的约束,而仅受到证券发行中激励发行人披露的市场力量和适用规则10b-5反欺诈制度下的事后责任的影响。笔者考察了市场激励的充分性和源自州特许权竞争(state charter competition)和国际证券监管竞争关于披露选择制度的经验教训。此外,笔者考虑了规则10b-5反欺诈责任作为披露底线的可行性。笔者得出结论,联邦证券发行监管已为下一步做好准备。

二、“证券真实”(truth in securities)原则

《1933年证券法》通过将向投资者和市场中介进行的强制事前披露、行政审批和加重事后欺诈责任相结合,监管面向公众投资者的证券发行。这一“证券真实”体制假定,若无强制披露,发行人受唯利是图天性驱动将隐瞒或虚假陈述关键信息,公众投资者无力克服其信息和议价劣势,而证券中介会固守传统并与客户(发行人)结盟形成而对顾客(投资者)不利。由行政审查和有力司法救济支撑,强制披露被视为

[13] See Aircraft Carrier Proposal, supra note 2, at 67, 181-86(提议除其他事项外,鉴于特定发行和市场对信息的需求,大型资深发行人可以酌情选择提交给投资者的销售文件中的披露水平)。

平衡不平等发行人—投资者关系(一种市场失灵)的必要手段。^[14]

即使草作审视,这一体制也令人惊叹。其他投资,如房地产、商品、劳动力、教育,均未受到如联邦法针对证券发行的这样密集的披露规则和监管机制约束。我们可以自由购买沼泽地、沉溺于收藏品和贵金属、在不诚信雇主上浪费人力资源,^[15]将孩子的未来交给错误的大学,这些均不受到联邦监督。证券发行有什么不同吗?市场失灵的故事和用于证明证券发行强制披露合理的原则,或许曾经可行,如今已然式微。

(一) 联邦证券发行监管

证券法——过去 65 年来并未有实质改变——要求向公众投资者披露发行证券的年表、内容和责任影响。^[16]

提交披露文件。发行人准备并向 SEC 提交一份用于审查的详细文件(注册申请)以披露发行条款、发行人业务的本质(包含发行人管理层对未来趋势的讨论)、发行人的财务历史(由独立会计师审计)、发行条款以及任何优先发行的实际情况。

受控的信息传播。在等待期间,注册申请的核心部分(初步的招股说明书)将被分发给潜在投资者和证券中介。发行人在此期间可以“试水”投资者的兴趣,但还不能销售;优先测试(prior testing)是禁止的。

机构监管与批准。SEC 工作人员审查注册申请,依照法律规定进行审查,只有获得 SEC 行政许可后才能发行。SEC 可基于披露充分性而非发行优劣性来评价甚至阻止发行。

证券的迅速发行。注册生效后,注册证券必须随附一份最终版招股说明书迅速分销给所有投资者。分销中,招股说明书的发布必须由发行人、承销商以及参与发行的证券公司完成。

[14] See Milton H. Cohen, “*Truth in Securities*” *Revisited*, 79 Harv. L. Rev. 1340 (1966).

[15] See Kent Greenfield, *The Unjustified Absence of Federal Fraud Protection in the Labor Market*, 107 YALE L. J. 715 (1997) (主张联邦反欺诈制度,由雇主向雇员披露)。

[16] See Alan R. Palmiter, *Securities Regulation: Examples & Explanations* 223–24 (1998) [hereinafter Palmiter, *Securities Regulation*]. See also William W. Barker, *SEC Registration of Public Offerings under the Securities Act of 1933*, 52 Bus. Law. 65 (1996).

加重责任(heightened liability)。在注册发行的民事责任制度下, 发行人向投资者保证披露文件中重要信息的准确性和完整性。这一披露保证对非发行人被告方有所放松, 即发行人的董事、主要管理人员、发行的承销商和专家(如会计师)能够通过实现“勤勉尽责”(due diligence)而免于担责。发行中的购买人可能在民事诉讼中主张其承担责任。SEC还可以寻求对虚假或误导发行予以禁止和处罚, 而不需要证明存在过失。

这一监管制度无法以同意规避:任何放弃遵守联邦保护的条款都是无效的。^[17] 然而, 联邦监管仅适用于公开发行。对于发行人“不涉及公开发行”的发行, 联邦体制既不施以强制披露, 也没有机构审查, 甚至没有明确的加重责任。^[18] 国会认为, 私人发行人—投资者市场的运作和私人投资者对信息披露和信息准确讨价还价的能力使强制披露和加重责任变得多余。^[19] 证券法假定那些能够“自我保护”(fend for themselves)的人会通过私人订约过程和反欺诈标准背景信赖复制监管保护。^[20]

证券发行中强制披露的成本高昂, 并最终由投资者承担。^[21] 既存在直接成本, 即发行人支付收集强制性信息的费用, 聘请会计师审核财务信息的费用, 聘请内外部律师格式化并呈现这些信息的费用, 又存在间接的机会成本, 即遵守强制披露会转移管理层对发行人业务的注意力; 旷日持久的监管审批(通常超过两个月)会延迟发行人获得资金, 增加其资本成本。监管合规带来了竞争成本: 公开披露表面上是为了投资者, 但公开披露信息在被竞争对手使用时可能会损害发行人的业务, 尤其是那些不进行互惠公开披露的私人控股竞争对手。而且, 还存在责任成本: 公开发行使发行人(及其股东)面临对虚假信息反应过度

[17] See Securities Act § 14, 15 U. S. C. § 77n(1994).

[18] See Securities Act § 4(2), 15 U. S. C. § 77d(2)(1994).

[19] See *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U. S. 561(1995).

[20] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 Va. L. Rev. 669, 673 - 74 (1984) [hereinafter Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*].

[21] See Randolph P. Beatty & Ivo Welch, *Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings*, 39 J. L. & Econ. 545(1996).

的欺诈诉讼,从而使公开发行和“软”信息及其他不可测试信息的有益披露减少;承销商、会计师和其他参与者以更高费用的形式将其责任成本转嫁给发行人;公开发行中的强制性发行人保证和“勤勉尽责”审核进一步减少了信息的生产。^[22]

证券法注册制的好处并不那么明晰。两项著名的研究表明,在证券发行中引入强制披露可能不会提高定价准确性,尽管它似乎不鼓励规模较小、波动性更大的发行。在第一项研究中,乔治·斯蒂格勒(George Stigler)研究了《1933年证券法》之前和之后新发行证券的投资者回报。^[23] 斯蒂格勒的研究以新发行证券的市场价格为基础,计算了与整个市场相比新发行证券随时间推移的表现。该研究将1923年至1927年的新发行证券与1949年至1955年的新发行证券进行了比较。与市场相比,这两个时期的新发行证券的投资者均在亏损,且在统计上没有显著差异。此外,与1923年至1927年相比,1949年至1955年投资者利润的标准差要低得多,这向斯蒂格勒表明证券法的效果是将一些小公司排除在市场之外。在另一项研究中,格雷格·贾雷尔

[22] See Edmund W. Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure*, 61 Brook. L. Rev. 763, 770 – 71 (1995).

[23] See George Stigler, *Public Regulation of the Securities Market*, 37 J. Bus. 117 (1964). 卡罗尔·西蒙(Carol Simon)的一项研究在很大程度上证实了斯蒂格勒(Stigler)的研究,发现在证券法颁布前和证券法颁布后大多数类别的发行中没有显著的回报道应。See Carol J. Simon, *The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues*, 79 Am. Econ. Rpv. 295 (1989). 然而,西蒙的研究确实发现,后证券法发行(Post-Act offerings)的一个子集,即首次发行人(主要是IPO)在区域性交易所发行的定价准确性有所提高。该子集中后证券法发行相较于前证券法发行(pre-Act offerings)表现出更高的回报。这表明小型首次发行人的前证券法发行存在相对错误定价。然而,这些数据的相关性尚不清楚。它们可能仅仅表明证券中介在1933年之后有所改善,这可能更多地归功于交易法的监管,而不是证券法的披露。这些数据也可能仅反映,证券法颁布后首次发行人进入市场的高风险问题较少,从而导致后证券法发行的整体回报相对较好。此外,正如罗马诺(Romano)教授所指出的,在证券法颁布之前和之后,首次发行人在区域交易所发行的证券表现明显不如其他新发行的证券。See Romano, *Empowering Investors*, supra note 4, at 2377 n. 47. 也就是说,即使强制披露对这个子集的准确定价有积极影响,它也不是最优的。最后,鉴于证券中介和机构投资的变化,今天数据的相关性似乎特别有限。

(Gregg Jarrell) 比较了《1933 年证券法》颁布之前和之后几年的回报。^[24] 该研究不仅着眼于与市场相比的回报,还对回报进行了调整以将发行的波动性(一种风险衡量标准)纳入考量。将《1933 年证券法》颁布前 5 年与颁布后的 5 年进行比较并保持风险不变,加锐奥发现,与市场相比,这两个时期的证券均未被过高定价,而 1926 年至 1933 年的证券实际上相较于市场定价偏低。然而,他的研究证实了斯蒂格勒的发现,即《1933 年证券法》通过后波动性大幅降低——风险降低。

然而,这些研究对《1933 年证券法》在提高定价准确性方面的价值尚无定论。它们混淆了证券法下的发行监管效果和《1934 年证券交易法》(The Securities Exchange Act of 1934)(以下简称《1934 年证券交易法》)对市场中介和持续公司披露的监管效果。^[25] 完全有可能,或许很大可能是二级市场的持续披露监管和行业惯例,更甚于一级市场的强制披露,促进了证券发行定价的准确性。^[26] 然而,研究有力表明,《1933 年证券法》从一开始就将某些发行人驱逐出公开市场,法案的监管成本超过了其收益。值得寻味的是,这些研究不支持以下结论:证券发行中的强制披露最终会产生相较于反欺诈责任和证券行业监管支持的披露选择更高的定价准确性。

除了《1933 年证券法》的市场影响,将立法置于其历史背景之下也很重要。《1933 年证券法》只有限地解决公开证券发行的问题,而将证券交易市场中的信息不对称和议价监管,以及与证券中介进行的投资者交易的监管搁置了。《1934 年证券交易法》在随后的重要国会议案中增加了针对证券交易的监管。此外,《1934 年证券交易法》与《1940 年投资公司法》(Investment Company Act of 1940)和《1940 年投资顾问法》(Investment Advisers Act of 1940)一起解决了证券中介的特定结构和执业问题。

尽管后来的联邦监管是在发行人(或中介)过度扩张和投资者无

[24] See Gregg Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, 24 J. L. & Econ. 613 (1981).

[25] See Compare Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. Corp. L. 1, 2-9 (1983).

[26] See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, supra note 20, at 711.

助的前提下进行的,但国会并未将监管“良药”局限于披露。市场监管从一开始就更具实体性——禁止某些交易,自动为其他人创造责任,以及有时作为自律监管事项,有时通过强制性联邦规则对证券中介施以运营标准。不同于《1933年证券法》认为强制披露和加重反欺诈责任很大程度上足以保护投资者,联邦市场交易监管反映出仅披露不足以防止市场滥用的理解。例如,《1934年证券交易法》通过行为禁止、施加严格责任或两者兼而有之,而不是通过披露,^[27]实现对内部人士特定市场行为(如股票操纵和短线交易)的监管。此外,虽然《1933年证券法》的历史以逐步放松管制为特征,但《1934年证券交易法》(及其对证券市场和中介的监管)的历史特征则为逐步扩大监管。

随后的联邦证券立法也解决了非发行情境中的发行人—投资者关系问题。对于证券公开交易的发行人,交易法要求发行人向证券市场提供持续、定期的披露。这种披露与任何特定的筹资活动(如证券发行)无关,因此具有公共产品的特征。尽管在降低研究成本方面很有价值,但没有强制披露要求时交易者可能会披露不足和过度披露。^[28]对强制披露的经典经济学辩护,聚焦于发行后持续披露对证券分析师的价值,他们对机构和个人投资者的咨询建议驱动着股票定价。^[29]

(二) 强制性披露原则:一个当代评价

证券的价值可能比任何其他商品都更依赖商品生产者控制的信息。《1933年证券法》的公开目标是向投资者提供发行人管理层已知

[27] See Palmiter, *Securities Regulation*, *supra* note 16, at 228 – 29 (讨论了市场操纵监管); *id.* at 319 – 32 (讨论了内幕交易短线非法所得吐赃)。

[28] See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 20, at 681 – 82 (认为缺乏发行人披露,如果其集体价值小于其个体边际成本,投资者会信息生产不足,而由于不必要的冗余和试图“击败市场”,投资者会过度生产信息)。

[29] See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 Va. L. Rev. 717, 729 (1984) [hereinafter Coffee, *Mandatory Disclosure*] (描述了持续披露对证券分析师的重要性并得出结论,“专业投资界长期以来一直支持《1934年证券交易法》的持续披露制度并不奇怪;对他们来说,该制度意味着节省成本”)。

的相同公司特定信息。^[30] 基于证券发行市场失灵的假设,强制披露的三段论进行如下:

前提

(1) 管理层比投资者更了解发行人及其前景^[31]。

(2) 管理层的披露使投资者能够更准确地对预期回报和风险进行定价,从而区分投资的好坏^[32]。

(3) 不能让私人合意决定披露,因为无法指望经理们自愿披露价格敏感信息,特别是坏消息或令管理层尴尬的揭露;^[33] 不能期望投资者要求其所需信息。

结论

因此,为了确保准确定价和适当资本配置,必须通过事前政府要求和监督制度,以及加重事后私人责任和政府执法来强制披露。

上述三段论建立在有缺陷的前提之上。它假设公众投资者是非理性和无助的,但一旦充分了解情况,他们就会在证券专业人士的帮助下理性行事。它假设没有事前披露强制要求时,公开发行的发行人不会自愿以充分的水平披露。它假设 SEC 可以比发行人—投资者的协商过程更好地平衡事前披露水平的成本和收益。最后,它假设为创造激励以促进发行人的最佳披露和与发行中介的公平交易,加重事后欺诈

[30] See SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, 848 - 49 (2d Cir.), cert. denied, 394 U. S. 976 (1968) (“唯一的监管目标是平等地享受对重要信息的访问……以便外部人员可以利用他们自己的评估专业知识,以与内部人员相同的知识做出自己的投资决策”).

[31] See, e. g., H. Nejat Seyhun, *The Effectiveness of the Insider - Trading Sanctions*, 35 J. L. & Econ. 149, 158 - 167 (1992) (记录了内幕交易的异常利润); Bala Dharan & David Ikenberry, *The Long - Run Negative Drift of Post - Listing Stock Returns*, 50 J. FIN. 1547 (1995) (发现在公司将其股票交易转移到美国或纽约证券交易所后,股票回报通常比市场差,显然是因为经理们在业绩下降之前安排上市).

[32] See Marcel Kahan, *Securities Law and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices*, 1991 Duke L. J. 977 (1992).

[33] See Coffee, *Mandatory Disclosure*, supra note 29, at 717 - 753.

责任是必要的。

1. 投资者无助与市场中介的作用

证券法假设公众投资者是易受骗的、无助的投机者,^[34] 他们被强制的招股说明书转变为能够准确定价和审慎判断的成熟投资者。这种转变的不合理性很早就被认识到了。^[35] 鉴于大多数公众投资者不太可能真正阅读和掌握格式化的招股说明书,强制披露是市场中介获取标准化、已审核信息的一种合理方式。^[36]

中介在两个层面发挥作用。证券销售中介(承销商和经纪商)使用强制披露来为已发行证券定价,评估其在发行中的承诺,并就风险和回报的适当性向投资者提供建议。^[37] 如果证明披露存在虚假,那么注册文件就会导致诉讼,其影响会在很大程度上阻止这些中介销售风险过高或定价错误的证券。其他中介(机构投资者,如养老基金、共同基金、银行和保险公司)购买发行证券。当强制向机构投资者披露成为公开发行的的一部分时,其会复制这些投资者在私募发行中要求和获取的披露。非机构投资者依赖机构投资者的信息需求和警惕性。

随着时间推移,中介化投资(intermediated investment)削弱了证券

[34] See William O. Douglas, *Protecting the Investor*, 23 YALE L. J. 508, 523 - 24 (1933) [得出的结论是,典型投资者缺乏“训练或智力”(training or intelligence)消化上市登记表中的信息]。

[35] See Homer Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 Bus. Law. 631, 632 - 38 (1973)。

[36] 甚至 SEC 也承认一个令人不安的事实:许多投资者从未阅读过招股说明书,即使……在做出投资决策之前向他们提供。然而,重要的是,如果投资者需要,他们可以获取招股说明书。许多未阅读招股说明书的投资者依赖他们的经纪人和顾问。这些人已收到并审查了披露文件,因此可以帮助投资者做出明智的判断。See Securities Act Release No. 6423, [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,250, at 85,279 (Sept. 2, 1982) (Thomas, Comm'r, Dissenting). See also Disclosure To Investors—A Reappraisal of Administrative Policies Under the 33 and 34 Acts, [1963 - 1972 Special Studies Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 74,601, at 77 (May 9, 1969) (the “Wheat Report”) (1969 年发现,招股说明书通常太长或太复杂以至于普通投资者无法轻易理解)。

[37] 销售中介的核心角色是证券分析师。证券法以及其他联邦证券法律已经兑现了其鼓励证券分析师充当发行人和投资者之间缓冲角色的承诺。See Coffee, *Mandatory Disclosure*, supra note 29, at 723 - 24 (描述了证券分析在获取和测试与证券定价相关的外生和内生信息方面的产生和功能)。

法的三段论。首先,机构投资的增长导致注册发行量相对下降。^[38] 个人投资者作为证券法保护的主体,拥有更多的中介化投资选择并可以将其投资决策予以委托。其次,机构投资者提高证券市场效率,让个人投资者能够信赖市场定价机制。无论是资深公司(seasoned company)还是拟上市公司,所发行的证券都将(或发行人将考虑)由机构投资者定价,机构投资者的投资决策由证券分析师提供信息。最后,那些没有转向中介化投资的个人投资者被证明越来越成熟,部分原因是机构投资产生的证券分析报告更容易获得。^[39] 尽管 SEC 和其他证券监管支持者频繁感到不安,但没有经验证据表明个人投资者在专业建议和其他信息来源的帮助下,与职业投资者相比不太能够系统地做出定价合理、审慎的投资选择。^[40]

更重要的是,中介化(intermediation)暴露了强制披露三段论的根本性不适。该三段论假设拥有充分信息和专业建议的个人投资者具备做出理性投资选择的成熟度和纪律性。的确,国会驳斥了授权政府官员决定特定投资价值的监管。^[41] 然而,强制披露假设这些一旦获得信息和建议就能够理性投资的相同投资者,会因过于缺乏纪律性而无法

[38] See, e. g., Sources of Funds for Private Placements More Plentiful Than Ever, Bus. Wire, Available in Westlaw, Bwire database (Jan. 14, 1999) (根据证券数据公司的数据,私募股权投资筹集的资金总额从1985年的66亿美元增加到1997年的751亿美元); Aaron Lucchetti, *Firms Choose Private Funds Over IPOs*, Wall St. J., Oct. 19, 1998, at C1.

[39] See Rebecca Buckman, *Cyber - Sleuths: Dogged on - Line Investors Are SEC's Top Source in Internet Probes*, Wall St. J., Aug. 4, 1998, at C1 (报道称,个人投资者经常提供有关互联网欺诈的详细且经过充分研究的信息)。

[40] See Greg Ip, *Keeping the Faith: This Market Comeback is Brought to You by Individual Investors*, Wall St. J., Feb. 10, 1998, at A1 (描述了1997年10月27日道指下跌7.2%后个人投资者的购买情况); Jonathan Clements, *Yes, Stockbrokers Can Be Oh - So - Smug, But There Are Still Times to Use a Pro*, Wall St. J., Nov. 11, 1997, at C1 (“华尔街对小投资者的贬损评论是没有道理的。这些人中的很多人靠自己做得很好。”)。

[41] See Generally Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of The Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* (1982) [hereinafter Seligman, *Transformation*]. 基于仅披露其组织和利益冲突的不充分性假设,国会对外投资公司中的投资者选择要乐观得多。这些公司的管理和财务结构受《1940年投资公司法》[其中的15 U. S. C. § § 80a - 1 - 80a - 64 (1994)]规范。

坚决要求充分披露或信息保证。也就是说,证券法将使资金转移至其最佳用途的特权留给了审慎的公众投资者,但这不是忽略或简单拒绝购买没有充足信息或未经审核的证券。

2. 发行人机会主义与供给侧激励

证券法进一步假设,除非强制,否则发行人不会向投资者提供完整、真实的信息。监管解决方案是强制所有公开发行的发行人向投资者披露特定的项目,并通过加重欺诈责任来确保发行人的诚实。^[42] 然而,“若无事前披露要求,公开发行中发行人所提供信息将少于投资者所需要信息”的前提被夸大了,至少在当今的中介化证券市场中是如此。如今,即使没有事前要求,不受全面注册体制约束的发行人也会自愿回应投资者和市场的信息需求。

私募发行市场提供了最有说服力的相关案例。尽管证券法或任何明确的豁免条款都未要求,但未注册私募发行的公告一般会模仿,有时甚至会超出注册发行中的强制披露范围进行披露。^[43] 事实上,机构投资者已经开始期待新发行采用类似于注册的披露制度。投资者的信息需求、承销商的声誉动机以及发行人的反欺诈责任担当,为私募发行的诚实和完整披露提供了足够的激励。

此外,许多在美国市场交易证券的发行人不受全面注册要求(尤其是外国发行人)约束,但仍选择超出披露监管要求进行披露。一些例子说明了这一点。在场外市场(over-the-counter, OTC)发行人于1964年按照与场内上市发行人相同的标准进行持续、定期披露之前,OTC发行人提供的市场信息便已与上市发行人提供的信息相似。^[44] 1993年,德国最大的工业公司戴姆勒—奔驰(Daimler-Benz)选择在纽约证券交易所上市,并将其财务报表与美国公认会计准则(GAAP)进

[42] See S. Rep. No. 73-47, at 1 (1933) (“该法案的目的是保护投资大众和诚实的企业。”)。

[43] See Franklin R. Edwards, *Listing of Foreign Securities on U. S. Exchanges*, 5 J. Applied Corp. Fin., Winter 1993, at 28, 31 (即使在没有要求的情况下,公司也会自愿向投资者提供足够的信息,并指出私募市场的自愿披露是SEC要求所豁免的); William J. Baumol & Burton G. Malkiel, *Redundant Regulation of Foreign Security Trading and U. S. Competitiveness*, 5 J. Applied Corp. Fin., Winter 1993, at 19.

[44] See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, supra note 20, at 684.

行了核对。在此过程中,戴姆勒披露了上半年 5.92 亿美元的亏损。该亏损此前曾作为“无声”储备隐藏在其德国会计账簿中。^[45] 许多国际发行人为了增加对国际投资者的吸引力并吸引资本,即使未受任何上市或监管机构要求,也自愿采用国际会计准则(International Accounting Standards, IAS)。^[46] 新兴国家的发行人通过采用透明的会计标准来彰显自身的巨大价值。^[47] 在美国进行美国存托凭证(American Depositary Receipts, ADR)交易的外国发行人通常会采取自愿在美国交易所和纳斯达克(NASDAQ)上市其 ADR 的额外步骤,从而在上述过程中选择了更高的美国披露标准。事实上,这些二级上市产品与场外“粉单”(pink sheet)市场上的一级上市产品并驾齐驱,它们进行本国披露便已足够。^[48] 通过承担更高的披露责任,这些外国发行人相信他们进入了新的资本家联盟。

然而,正如近期许多评论员所有力争辩的,公司发行人的经理出于各种原因本能地倾向于不充分披露。^[49] 然而,接受经理倾向于逃避并不能强求得出发行人应遵守事前披露要求的结论。如果市场压力和欺诈处罚的激励不足以促成披露,则项目披露(line - item disclosure)要求也不太可能会实现这一目标。^[50] 在管理层薪酬和管理层对未来趋

[45] See John Schmid, *Daimler - Benz Reports First - Ever Loss, Reflecting New Accounting, Lower Sales*, Wall St. J., Sept. 20, 1993, at A10.

[46] 在发达国家,投资者压力已导致发行人采用 IAS 标准,以便更好地获得资本。“近 300 家公司——包括瑞士巨头雀巢、诺华和霍夫曼拉罗氏,以及德意志银行和拜耳等德国公司——已经转向 IAS 标准。” See Dave Lindorff, *One World, One GAAP? Not Yet!*, Global Fin., Dec. 1997 - Jan. 1998, at 28 - 33 (描述了国际发行人因多种会计准则对全球资本流动的“抑制作用”而对协调财务报告准则产生兴趣,因为投资者对投资于有着不熟悉或不透明会计方法的公司感到不安)。

[47] 即使在不如马来西亚发达的国家,你以良好会计标准从国外积累和吸引的资金数额如此之大,以至于可以压倒所有其他考虑因素。See Ingrid Tighe, *Back Chat*, Accr. Int'l, Jun. 1998, at 20 - 22.

[48] See Michael A. Schneider, *Foreign Listings and the Preeminence of U. S. Securities Exchanges; Should the SEC Recognize Foreign Accounting Standards?*, 3 Minn. J. Global Trade 301, 324 (1994) (报告了两个层级的相似增长)。

[49] See Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, 140 U. Pa. L. Rev. 851 (1992).

[50] See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, supra note 20, at 683.

势的讨论等敏感领域中,对项目披露的冷漠甚至敌意反应说明了事前要求的漏洞。经验表明,有效的披露激励来自市场压力和均衡的责任标准,而不是事前披露要求。

3. SEC 监管与成本—收益平衡

证券法赋予 SEC 确定投资者在注册发行和符合披露条件的豁免发行中接收何种信息的职责。在注册发行中,该机构对投资者认为的重要信息进行评估并据此制定项目披露要求;它(有选择地)审查披露文件的完整性和形式准确性,并调查可能的注册或披露违规行为。在符合 SEC 豁免标准的发行中,SEC 修改了项目披露要求并淡化了其审查程序。对于公开发行和私募发行,SEC 将会计准则和对发行过程的监督交给了私人监管机构,即财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)和全国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD),SEC 对二者拥有监督权。

强制披露假设 SEC 的各种角色将适当平衡监管合规的收益和成本。这可能期望过高了。随着时间推移,该机构陷于监管三段论并接受了发行人(除非被迫)不会以足以准确定价的水平进行披露这一前提。令人迷惑的是,SEC 最近的证券发行监管制度修改提议未作解释便认为,不能期待非资深发行人(unseasoned issuers)披露足够的信息。^[51] 但正如基奇(Kitch)教授所指出的,这种对“提高准确性”的坚持模糊了强制披露的“谨慎投资者”理性——“买者想要什么并愿意为其付费”的重要性。^[52] 例如,实际上,强制揭露竞争性敏感信息可能对投资者造成的伤害,超过了披露实现准确定价和限制代理成本的价值。^[53]

理论上讲,SEC 可能会进行更敏感的成本效益分析来纠正这些不适,但其这样做的机构动机不强。拟议的“航空母舰”计划就是一个相

[51] See Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2, at 67, 177.

[52] See Kitch, *supra* note 22, at 767.

[53] See *id.* at 770 – 71; Easterbrook & Fischel, Mandatory Disclosure, *supra* note 20.

关的明显例子。^[54] 证券行业从监管过度的证券交易中榨取利润,其监管俘获是一个不可避免的问题。^[55] 强制的披露并不能为投资者提供与准确定价和风险估值相关的基本信息。^[56] 例如,SEC 目前接受这些基本事项的样板披露,包括发行人和承销商给发行定价的方法、实际或预期的投资者利润水平和诉讼风险分析报告。^[57] 该机构的追踪记录也并没有更好——SEC 长期以来一直认为,与投资估值最相关的信息

[54] 例如,该版本在许多领域提出了新的限制和条件,但没有任何实证分析或研究表明它们的价值——

- 向投资者提供条款清单和初步招股说明书的新要求,但没有对投资者实际使用和想要的证券/投资信息进行实证分析。See *Aircraft Carrier Proposal*, *supra* note 2, at 67, 177 – 78.

- 基于对跟踪公司的分析师数量关系研究,公司使用综合披露的新市值、公众持股量和平均每日交易量(ADTV)标准,但没有分析当前资本化、流通量和交易标准对证券定价产生的影响。See *id.* at 67, 185 – 86 & nn. 80 – 82 [建议增加资深表格 B (Form B) 发行人的公众持股量/ADTV 标准].

- 对每年通过直接销售计划向现有股东出售股份的百分比的新限制,但没有研究表明这些投资者不充分了解情况。See *id.* at 67, 188 – 89.

- 对在发行期间使用的所有“发行信息”承担类似担保的责任,但没有研究表明投资者需要或期望非招股说明书信息的担保。See *id.* at 67, 198 – 99.

- 提高“小额发行人”资格的门槛,但没有研究表明当前的规模发行门槛助长了错误定价或欺诈行为。See *id.* at 67, 202 – 03.

- 新的招股说明书交付要求,“承认招股说明书对投资者的重要性”,因此投资者将有时间审阅该文件,即使是用简单的英文写的,或认为这很重要,但没有证据表明投资者阅读了招股说明书。See *id.* at 67, 202.

- 衡量承销商勤勉尽责工作的新因素,基于“投资者要求承销商测试发行人在注册发行中披露的质量”的观点,但没有证据表明投资者愿意为承销商的责任风险支付费用。See *id.* at 67, 231 – 32.

就 SEC 依赖实际经验观察的程度而言,该机构引用的信息表明当前的注册制度无关紧要。例如,SEC 评论道:“我们在小额发行人披露制度方面拥有六年的成功经验。”*Id.* at 67, 202. 然而,小额发行人的披露水平低于大规模公开发行人,它的大型机构股东更少,并且被更少的分析师所追踪。

[55] See Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, 15 *Cardozo L. Rev.* 909, 922 (1994).

[56] See Kitch *supra* note 22, at 768.

[57] See Richard I. Miller & Michael R. Young, *Financial Reporting and Risk Management in the 21st Century*, 65 *Fordham L. Rev.* 1987 (1997).

(管理层的前瞻性预测)对于投资者来说太危险而无法处理。^[58]

如果强制披露的收益能令人信服,那么宽松监管的成本也许是合理的。正如我们所见,这些证据充其量是不确定的。此外,研究表明即使在强制性限制条件下,经理们也会系统地避免发布不利的预测,择机公开发行(包括首次的和资深的)以利用信息不对称,并延迟向交易市场发布强制的竞争敏感性消息。^[59]然而,尽管事前披露规则失灵,证券市场很大程度上已经完成任务并考虑到了系统性虚假信息。例如,因虚假新闻发布受诉的发行人往往在披露活动最活跃的时期出现异常价格下跌。^[60]

4. 代理成本与披露外部性

据说,强制披露还可以促进和增强管理层的责任感,^[61]因此强制

[58] See Disclosure To Investors – A Reappraisal of Administrative Policies Under the 33 and 34 Acts, [1963 – 1972 Special Studies Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 74, 601, at 96 (May 9, 1969) (the “Wheat Report”). “出现在根据证券法提交并由 SEC 审查的招股说明书和其他文件中的预测性信息,将被不成熟的投资者赋予比其应得的更大程度的有效性。”这种态度遭到了严厉批评。See Homer Kripke, *The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N. Y. U. L. Rev. 1151 (1970). SEC 最终在 1973 年改变了方向。See Disclosure of Projections of Future Economic Performance, Exchange Act Release No. 9984, [1972 – 1973 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 79, 211 (Feb. 2, 1973). 然而, SEC 1979 年的前瞻性陈述安全港的保护作用并不明显,仅限于公开文件且未被广泛使用。See Rule 175, 17 C. F. R. § 230, 175 (1998); Rule 3b – 6, 17 C. F. R. § 240. 3b – 6 (1998). 充其量,该机构的行动反映了它勉强接受投资者对发行人预测性信息的需求。

[59] See James D. Cox, *Rethinking U. S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition*, 55 Law & Contemp. Probs., Winter 1992, at 157, 186 [hereinafter Cox, *Rethinking in the Shadow*] (收集了有关管理层倾向于不向交易市场披露不利消息的实证研究)。

[60] See James Beck & Sunjai Bhagat, *Share Price Drops and Shareholder Litigation* (working paper Apr. 1996), available at <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstractid=10117> (abstract)。

[61] See Merritt B. Fox, *The Political Economy of Statutory Reach: U. S. Disclosure Rules in a Globalizing Market for Securities*, 97 Mich. L. Rev. 696, 732 (1998) [hereinafter Fox, *Political Economy*]. 适当水平的发行人披露对于管理动机和实际投资项目的坚定选择至关重要。

披露是美国资本市场透明度的重要组成部分。^[62]事实上,联邦强制披露制度并非源于投资者积极主义(investor activism),而是源于通过股东控制施加企业责任的改革运动。^[63]令人羞愧的披露行为提醒经理们投资者至上并限制经理不当行为。^[64]披露还补充了市场机制,如公司控制权市场和基于股票的高管薪酬市场,对管理机会主义具有纪律效果。此外,政府信义标准的执行依赖强制披露。简而言之,通过这些非正式和正式程序降低代理成本仍然是强制披露的一个令人信服的理由。^[65]

但公司透明度并不取决于证券发行中偶发的、基于交易的披露。相反,对于公开交易证券的发行人来说,通过定价机制降低代理成本取决于对公开交易市场的发行后披露和持续披露。^[66]对存在于这一(过去几十年美国最成功的)制度之外的发行人而言,代理成本的降低通过不依赖强制披露的机制实现。

总之,没有证据表明联邦证券发行强制披露体制会产生边际信息和超出该制度边际成本的附带收益。目前尚不清楚公开证券发行中的投资者,是否会一致愿意为现行强制注册制度和加重欺诈责任“埋

[62] See Louis Lowenstein, *Financial Transparency and Corporate Governance; You Manage What You Measure*, 96 Colum. L. Rev. 1335, 1342 (1996). “透明度是美国人生活的第十一条戒律,而不仅仅是金融市场。”

[63] See generally Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 324 (1933); Seligman, *Transformation*, supra note 41, at 42.

[64] 路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)的格言抓住了强制披露的这一方面:“阳光是最好的消毒剂,电灯柱是最好的警察。”See Louis D. Brandeis, *Other People's Money, and How the Bankers Use It* 62 (1933). 或者如路易斯·洛斯(Louis Loss)教授所说:“被迫在公共场合脱衣服的人大概会注意自己的身材。”See Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* 33 (2d ed. 1988).

[65] See Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. Chi. L. Rev. 1047 (1995); Coffee, *Mandatory Disclosure*, supra note 29, at 742. 持续披露可维系公司控制权市场,并防止管理者利用战略沉默在管理层收购中获得不公平的优势。

[66] See Fox, *Political Economy*, supra note 61, at 752. 披露是一种降低代理成本的工具,“主要不是关于首次公开发行时的披露,而是关于此后定期提供的信息”。持续披露还可能通过向信贷市场揭露经理的不当行为而产生额外的有益效果。放贷人有各种工具来捕获经理人的机会主义行为,如扣留短期信贷或催收不可靠的贷款,这些工具可能比股东可用的工具更有效。

单”。上述投资者严重依赖成熟的市场中介(证券公司和机构投资者),而这些中介机构在免于强制披露的私募发行中不选择 SEC 注册和加重欺诈责任。然而,作为一种私人合意,这些中介机构会要求并获取各类注册信息。证券发行中的强制披露只会迫使投资者从公开市场转向私人市场,而远非促进资本形成。

三、“证券真实”(truth in securities)的监管解构

证券法日渐式微。^[67] 在过去 20 年里——在没有对其文本进行重大修改的情况下——SEC、法院和国会削弱了证券法体制。广泛的豁免规则和自由化的披露类型重新划定了事前注册和披露的范围。联邦法院以及很大程度上将司法举措编入法规的国会立法改革,削弱了证券发行的事后加重责任。随着发行人机会主义和投资者无助并蒂原则不再主导监管行为和规则,明确无误的趋势是转向披露选择。证券法最初是一个内含侵入性监管要求的容器,如今它已经证明自身是一种强大的私人赋权工具。

什么促成了这种放松管制? 去管制存在多种来源:普遍承认创业资本对国民经济的重要性;不断增加的机构所有权和对证券的需求;从交易市场到发行市场的定期披露溢出;国内市场离岸替代品的兴起。^[68] 每一种情况都让证券监管机构怀疑证券发行中的强制披露是否值得。

[67] See Joel Seligman, *Gottterdammerung for the Securities Act?*, 75 Wash. U. L. Q. 887 (1997) (结论是“在证券法下注册的意义已大大消散”).

[68] See Report of the Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes (July 24, 1996), [1996 - 1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85, 834, available at <http://www.sec.gov/news/studies/capform.html> [hereinafter Committee on Capital Formation]. See also Michael McDonough, *Comment: Death in One Act; The Case for Company Registration*, 24 Pepp. L. Rev. 563 (1997); Joel Seligman, *The Obsolescence of Wall Street; A Contextual Approach to the Evolving Structure of Federal Securities Regulation*, 93 Mich. L. Rev. 649, 657 - 72 (1995); John C. Coffee, Jr., *Re - Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate over Company Registration*, 52 Wash. & Lee L. Rev. 1143, 1148 - 49 (1995).

(一) SEC 修正主义:事前披露中的私人选择

随着证券市场和投资者不断成熟,SEC 试图逐步跟上步伐。^[69] 在过去 20 年里,该机构采取重要举措以降低证券发行中强制披露的巨额成本。SEC 的豁免规则和披露标准使各种证券发行能够避免全面注册。正如保罗·马奥尼教授所言:

现在,包含一次发行和冗长、全面的招股说明书的传统注册模式,是例外而非规则……尽管存在“全面披露”的言论……披露制度已经反映了发行人和投资者之间关于公司特定信息分配的隐形谈判。那些要求更高保密性并能够让投资者相信保密使财富最大化的公司,可以通过 SEC 认可的许多豁免情形,选择退出强制披露制度。^[70]

考虑首次发行人现有的形式选择:表格 S-1 (Form S-1) (适用于选择注册公开发行的发行人);表格 1-A (Form 1-A) (适用于选择小额“迷你注册”公开发行的发行人);表格 SB-2 (Form SB-2) (适用于选择注册其公开发行的小型企业发行人)。在 SEC 的注册豁免下,选择可能性甚至更大。如果是小额发行,即使这类发行不太需要中介服务,不成熟投资者只会获得最基本的强制披露信息。如果发行是针对富有投资者的,基于其会购买中介服务的假设,他们不会收到强制披露信息。从资深发行人 (seasoned issuers) 处购买的公众投资者获得的实际披露有限,即使对其中许多发行人而言信息有效市场假设有点过分夸张。购买重新包装为 ADR 的外国交易证券的投资者不会收到任何披露,且除非证券在美国交易所或纳斯达克交易,否则外国发行人只需向 SEC 提交其在外国的披露文件,即使这通常没有达到美国标准。总

[69] See Steven M. H. Wallman, *Competition, Innovation, and Regulation in the Securities Markets*, 53 Bus. Law. 341 (1998) (将 SEC 的放松管制描述为详细的和渐进的,通过公开发布、规则变更和不采取行动的信函相结合来实现)。

[70] Paul G. Mahoney, *Technology, Property Rights in Information, and Securities Regulation*, 75 Wah. U. L. Q. 815, 843 - 45 (1997) [hereinafter Mahoney, *Property Rights in Information*].

之,披露选项和豁免筛选暴露出机构对证券法监管原则的根本性质疑。

然而,随着放松管制的涓涓细流汇成洪流,美国资本市场(公开的和私募的)仍然保持强劲并不断发展壮大。许多监管规定揭露了这样一个事实,即证券发行中的强制性事前披露即使可取,也已变得不再必要。正如 SEC 前委员沃尔曼(Wallman)所说,“监管者愈加需要确保是市场而非监管机构起主导作用”^[71]。

1. 私募发行:对中介的信赖

证券法在公开发行和私募发行之间划出了一条细微但引人注目的边界线。正如最高法院所解释的那样,“能够自我保护”的投资者不需要注册,从而为信息和真实性承诺订立合同。^[72] 私募发行豁免了发行人(和发行的其他参与者)的 SEC 申报和许可要求、项目披露要求和加重反欺诈责任。尽管 20 世纪 70 年代的下级法院试图将强制披露作为由法院决定的豁免条件引入,但这种尝试是短暂的。^[73]

SEC 在将私募发行豁免扩大到司法边界之外时,它对监管成本也一直有着明确认识。规则 506(Rule 506)的安全港(与法定豁免不同)允许向不合格投资者提供要约,只要不广泛进行招徕且不合格投资者不购买。该规则细化了合格投资者的类别,并将财富等同于投资经验和内部人身份。基于各类富人能吸收更大风险并购买成熟中介服务的假设,无论是个人还是机构,富有投资者都被视为有着机构投资者的经验和内部人的信息获取途径。若人数少于 35 人且有成熟中介代表协助,则不成熟、不富裕的投资者也可以获得资格。简而言之,SEC 的安全港认为成熟中介可以复制全面注册的保护。

随着私募股权发行的规模开始接近公开发行,SEC 进一步模糊了

[71] See Wallman, *supra* note 69, at 348.

[72] See SEC v. Ralston - Purina Co., 346 U. S. 119, 124 (1953).

[73] See James D. Cox Et Al., *Securities Regulation: Cases & Materials* 378 - 90 (2d ed. 1997) (描述了第五巡回法院的一系列案件,其中大部分已被取代。这些案件中,法院要求向私人投资者提供与上市登记表内含信息相同的信息)。

公开发行和私募发行之间的界限。^[74] 1990年采用的规则144A(Rule 144A)安全港准许在机构投资者间建立交易市场(如PORTAL系统)。^[75] 此外,SEC允许发行人以私募方式发行证券,并承诺在未来某个日期将受限证券与新注册证券进行交换,即所谓的A/B交换(A/B exchanges)。^[76] 通过允许发行人增加私募发行的流动性,SEC加剧了从全面注册向私募发行和更多机构持股的转变。

SEC最近允许发行人在非公开发行中招徕投资者时有更大的营销灵活性,进一步模糊了私募发行与公开发行之间的界限。尽管SEC一直认为对投资者的任何“不特定招徕”都会将发行从私募类别中剔除,^[77]但其已经允许私募发行人使用非营利匹配服务来识别预先合格投资者,只要该服务不提供投资者投资建议。^[78] 此外,甚至在投资者

[74] See James D. Cox, *The Fundamentals of an Electronic - Based Federal Securities Act*, 75 Wash. U. L. Q. 857 (1997) [hereinafter Cox, *Electronic - Based Federal Securities Act*] [确定了发行人可以避免注册但又向投资者保证流动性的方式:通过PORTAL交易的非公开发行、根据条例S(Regulation S)豁免且可在90天持有期后转售的离岸发行,以及附有可在未来注册证券的承诺的非公开发行]。

[75] See *Resale of Restricted Securities*, Securities Act Release No. 6862, [1989 - 1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,523 (Apr. 23, 1990) [通过规则144A(Rule 144A)]。

[76] See, e. g., Shearman & Sterling, SEC No - Action Letter, [1993 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 76,704, at 78,039 (available July 2, 1993); Exxon Capital Holdings Corp., SEC No - Action Letter (available May 13, 1988), available in 1988 SEC No - Act. Lexis 682 (首次授权A/B交换); Aircraft Carrier Proposal, supra note 2, at 67,208 (描述此类交易并提议将其消除)。

[77] 这一观点被编入条例D(Regulation D)中。See 17 C. F. R. § 230.502(c) (1998) (如果涉及不特定招徕,则禁止根据规则505和规则506发行)。关于不特定招徕禁令及其批评的历史, see Donald C. Langevoort, *Angels on the Internet: The Elusive Promise of “Technological Disintermediation” for Unregistered Offerings of Securities*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 1 (1998) (描述SEC对禁止不特定招徕的解释,这有效地迫使发行人保留注册经纪交易商以对投资者进行资格预审或使用非营利匹配服务来寻找所谓的天使投资者)。

[78] See *Angel Capital Electronic Network*, SEC No - Action Letter, [1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 77,305, at 77,516 (available Oct. 25, 1996) (批准了互联网匹配系统); *Texas Capital Network*, SEC No - Action Letter, [1993 - 1994 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 76,857, at 78,542 (available Feb. 23, 1994) (批准的非营利匹配系统其中没有确定的特定投资,也不提供投资建议)。

合格且发行人承诺发行之前,考虑条例 A (Regulation A) “迷你注册”发行的发行人可能会寻找潜在投资者的兴趣表露(包含在特定的警示性披露中)。^[79] 这种营销已经可以而且越来越多地在互联网上完成。正如朗格沃特 (Langevoort) 教授所指出的那样,“在涉及资深发行人 (seasoned issuers) 的未注册证券发行时,我们即将广泛基于互联网招徕潜在有意合格投资者(可能还有其他成熟投资者)”^[80]。

2. 小额发行:令人费解的成本—收益分析

“小额发行”豁免规则进一步侵蚀了证券法的发行注册机制。根据国会关于降低小企业监管成本的要求,^[81] SEC 已豁免小额证券发行注册。

低于 100 万美元的小额发行。根据规则 504 (Rule 504) 进行的发行仅受州“蓝天”监管(如果有)的约束。^[82] 少于 10 名(有时是 25 名)投资者的发行,其州注册豁免通常导致事前监管缺失。^[83]

低于 500 万美元的小额、有限发行。如果是出售给不超过 35 位的“不合格”投资者,则根据规则 505 (Rule 505) 进行的发行可以逃避大多数注册式监管。^[84] 既不存在 SEC 批准程序,也没有加重欺诈责任。发行人必须向不合格投资者提供披露文件,文件内容可以有所缩减以用于更小额发行。^[85] 不合格投资者可以在没有专业建议或其他中介

[79] See 17 C. F. R. § 230.254(b)(2) (1998).

[80] Langevoort, *supra* note 77, at 10.

[81] See Small Business Investment Incentive Act of 1980, Pub. L. No. 96 - 477, tit. 3, § 301, 94 Stat. 2275, 2291 (将限额设定为 500 万美元)。最初,国会为最高 10 万美元的发行设立了豁免权,并在 1970 年将限额提高到 50 万美元。See also Louis Loss & Joel Seligman, *Securities Regulation* 1307 - 19 (3d ed. 1989 & Ann. Supp. 1996) [hereinafter Loss & Seligman].

[82] See 17 C. F. R. § 230,504 (1998).

[83] See UNIF. SEC. ACT § 402(b)(8) (1985 & Supp. 1988).

[84] See 17 C. F. R. § 230,505 (1998).

[85] See Rule 502(b)(2)(B), 17 C. F. R. § 230,502(b)(2)(B) (1998) (对于低于 200 万美元的发行,发行人的收入和现金流量表不需要审计,资产负债表只需最近一个财务年度的)。

服务的情况下购买。^[86]

低于 500 万美元的小额、无限发行。根据条例 A(Regulation A) 进行的发行虽然需要获得 SEC 的批准,但其可出售给不受数量限制的投资者。^[87] 发行人不受适用于注册发行的静默期规则(quiet period rule) 的约束,且可以在正式发行前“试水”。发行人必须向投资者提供披露文件,尽管其中的财务披露比完整的注册申请要少。发行人和任何看门人均不承担加重欺诈责任,也没有让投资者接受成熟中介服务的要求。

基于员工福利计划的小额发行。非报告发行人可以根据公司补偿福利计划向员工发行证券。^[88] 除福利计划复制件和描述其薪酬的合同外,员工不会收到任何披露信息。雇主每年可以向雇员提供最多 15% 的已发行证券,上限为 500 万美元。

SEC 的豁免规则以降低监管成本为名削减了监管保护的重要层次。^[89] 讽刺的是,对那些市场关注最低的发行人和获得专业帮助最少的投资者,SEC 的监管豁免是最大的。^[90] 例如,互联网发行中小额发

[86] 鉴于 SEC 要求发行人(或其代理人)与投资者预先存在关系,规则 505(Rule 505) 下的广泛发行可能很困难。See Rule 502(c), 17 C. F. R. § 230, 502(c) (1998). 该要求的影响是发行人必须使用证券公司,证券公司与客户的关系创造了必要的资格。证券公司的介入会触发一系列“经纪人—客户”保护措施。

[87] See Rules 251–263, 17 C. F. R. § 230, 251–263 (1998).

[88] See Rule 701, 17 C. F. R. § 230, 701 (1998).

[89] See Jill E. Fisch, *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 57, 64–69 (1998) (描述监管豁免和其他让步以促进小型企业发行) [hereinafter Fisch, *Internet Offerings*]; Theresa A. Gabaldon, *Love and Money: An Affinity-Based Model for the Regulation of Capital Formation*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 259, 266–73 (1998) (描述小企业发行的联邦证券监管)。

[90] See Stephen J. Choi, *Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 27 (1998) [hereinafter Choi, *Gatekeepers and Internet*] (描述当前对小额发行人的监管豁免制度,并得出结论:“矛盾的是,那些投资者需要最充分保护的公司——小型不知名的企业——也是那些最有能力绕开证券监管保护的公司”)。

行人豁免使用频繁,而这种情况下存在中介服务的可能性最小。^[91]然而,这些豁免远未被滥用,与传统的公开发行相比它们似乎更少面临欺诈指控。^[92]如果小额发行存在滥用行为,那也主要是证券专业人士而非小额发行人所为。SEC 最近针对小额股票欺诈的执法举措,针对的主要是低价股经纪人,而不是发行人。^[93]

3. 资深发行人 (seasoned issuers) 发行: 对市场效率的信赖期望

《1933 年证券法》的注册制度考虑的是基于交易的披露,并为每个不关联发行单独注册。^[94]将《1933 年证券法》的发行披露与《1934 年证券交易法》的连续公司报告相统一的逻辑,已推动(并将继续推动)各种 SEC 披露改革。^[95]由于信赖证券交易市场的信息处理机制,SEC 已经为大型资深发行人简化了披露、注册、发行和招股说明书传播。然而,SEC 所宣称的对信息高效市场的信赖可能是“行政炼金术”。除了证券分析师积极关注的相对较小部分公众投资者,该机构已经放宽了

[91] See, e. g., John C. Coffee, Jr., *Brave New World?: The Impact (s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 Bus. Law. 1195 (1997); Fisch, *supra*, note 89, at 69 – 89 (描述了促进互联网发行的监管改革,但得出的结论是迄今为止小企业在互联网发行方面取得的成功有限)。

[92] SEC 在其航空母舰提案中评论说:“我们在小企业发行人披露制度方面已有六年的成功经验。我们的经验表明,小企业发行人在准备披露文件方面花费的成本、时间和负担更少……且不会减少对投资者的保护。”Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2, at 67, 202. 小型公开 IPO 的经验证实了这一观察结果。See James Bohn & Stephen Choi, *Fraud in the New – Issues Market: Empirical Evidence on Securities Class Actions*, 144 U. PA. L. Rev. 903 (1996) (发现在 1975 ~ 1986 年的 3290 起 IPO 中,在 122 起民事责任诉讼中,小规模 IPO 仅有 14 起)。

[93] See David Barboza, 44 *Stock Promoters Accused by S. E. C.*, N. Y. Times, Oct. 29, 1998, at A1; Michael Schroeder, *SEC Plans Assault on Small – Stock Fraud*, Wall St. J., Sep. 22, 1997, at B18.

[94] See Cox, *Electronic – Based Federal Securities Act*, *supra* note 74 (批评交易重心过于僵化)。

[95] 航空母舰提案通过简化大型资深发行人提交交易法文件的注册向整合迈进了一步,但保留了现有证券法监管的交易重点。正如最初提议的那样,它不采用 SEC 资本形成和监管程序咨询委员会 (Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes) 倡导的“公司注册”计划。See Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2, at 67, 179 – 86 [提议简化大型资深发行人在表格 B (Form B) 下的发行注册,该表格将通过引用纳入发行人的交易法文件]; Cohen, *supra* note 14 (建议放松已遵守交易法报告要求的发行人在证券法下的注册要求)。

其他监管。^[96] 尽管 SEC 已经认可发行人能够找出市场低效现象或“窗口”而使证券流入市场,它仍然信赖有效市场。SEC 假设资深发行人的发行定价是有效的,尽管数据表明这些发行与首次发行一样容易被错误定价。最终,为了让较大的发行人留在注册体系中,放松管制可能是必要的——使注册成为可行的披露选择。^[97]

综合披露(Integrated Disclosure)。1982年,在听取了十多年的批评后,SEC 将其重叠的以及有时不一致的披露标准整合到《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中,以允许资深发行人在公开发行证券时参考先前提交的信息。^[98] SEC 作出两种假设。首先,投资者在一级市场与二级市场中寻求的信息相同。^[99] 其次,向 SEC 提交并供市场专业人士使用的信息会反映在广受关注证券的价格中,因此向投资者传播该信息是无意义的。^[100]

综合披露放宽了许多适用于全面注册的披露、行政审查和招股说

[96] See Coffee, *Mandatory Disclosure*, supra note 29, at 731 (描述了 SEC 咨询委员会在采用综合披露时的结论,即 10,000 家“报告”公司中只有大约 1000 家被证券分析师常规地跟踪)。

[97] 正如唐纳德·朗格沃特(Donald Langevoort)教授所指出的那样,SEC 援引有效市场假说来支持其放松监管举措是不诚实的。See Donald C. Langevoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation Market Efficiency Revisited*, 140 U. Pa. L. Rev. 851 (1992) (指出现有的实证研究对效率市场的存在和深度提出了质疑)。相反,阻止美国发行人转移到受监管较少的国外市场,并降低美国资本形式成本的愿望促进了放松管制的议程。See Cox, *Electronic - Based Federal Securities Act*, supra note 74, at 868 - 69 n. 42 (将综合披露、储架注册和小额发行豁免扩大的驱动力解释为“让美国再次行动起来”)。

[98] See Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6383, [1937 - 1982 Accounting Series Releases Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 72, 328 (Mar. 13, 1982)。对单独披露制度的学术和行业批评很普遍。See Edward F. Greene, *Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System*, 56 Notre Dame L. Rev. 755 (1981) (描述了综合披露的背景)。

[99] See Reproposal of Comprehensive Revision to System for Registration of Securities Offerings, Securities Act Release No. 6331, [1981 - 1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83, 016 (Aug. 13, 1981) (阐明了“等效原则”)。

[100] See Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6383, [1937 - 1982 Accounting Series Releases Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 72, 328, at 72, 993 n. 9。

说明书传播要求。大型资深公司(所谓的 S-3 型发行人)若通过参考其他 SEC 文件吸纳信息,则无须在上市登记表中纳入公司特定信息。^[101]相反,投资者和市场中介只会收到一份简略的招股说明书,其中描述了发行条款和自最新提交给 SEC 的文件以来的重大进展,以及参考交易法文件吸纳的大部分公司特定运营和财务信息。对于面向雇员的发行,其披露要求进一步放宽。^[102] SEC 工作人员很少审查 S-3 合格,而 S-3 型发行的承销商很少对经参考吸纳的披露履行“勤勉尽责”审查,显然也是相信市场的欺诈行为捕捉能力。^[103]

SEC 信赖市场机制来复制全面注册是一种有意的过度包容。在采用综合披露时,SEC 计算出大约 30% (约 3000 家) 公开申报公司将有资格获得 S-3 豁免,而无须准备完整的招股说明书。然而,一个咨询委员会早先得出结论,实际上只有 1000 家公司受到证券分析师的密切关注。^[104]

[101] 要获得表格 S-3 (Form S-3) 的资格,发行人必须是依据交易法报告至少 3 年的公司,并且非关联公司持有至少价值 1.5 亿美元的有表决权股票,非关联公司持有至少价值 1 亿美元的有表决权股票且每年交易量至少为 300 万股,或正在出售投资级债务证券或优先股。See Securities Act Form S-3, General Instructions, 17 C. F. R. § 239, 13 (1998), reprinted in 2 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 7152, at 6251-52 (1998).

[102] See Securities Act Form S-8, General Instructions, 17 C. F. R. § 239, 16b (1998), reprinted in 2 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 7198 (1998) (仅需要通过引用 SEC 文件并确认员工购买了多少证券)。1990 年,SEC 对表格 S-8 (Form S-8) 进行了广泛修订以简化其使用、降低成本并扩大其可用性。See Revision to Form S-8, Securities Act Release No. 6867, [1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,605 (June 6, 1990)。讽刺的是,SEC 在 SEC 诉 Ralston - Purina 案中向最高法院辩称无法“自我保护”而理应得到全面注册保护的投资者如今得到的披露保护最少。

[103] See John C. Coffee, Jr., *Re - Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registration*, 52 Wash. & Lee L. Rev. 1143, 170 (1995) (认为储架注册损害了承销商和审计师勤勉尽责的能力)。相比之下,首次公开发行中的承销商展业更有趣、充分。See John Seegal, *Due Diligence Procedures in Initial Public Offerings*, in *How To Prepare an Initial Public Offering 251* (PLI Corporate Law & Practice Course Handbook Series No. B4 - 7043 1993)。

[104] SEC 认为,在至少 1.5 亿美元的公众持股量下,大约 30% 的股票在纽约证券交易所、美国证券交易所上市或通过纳斯达克进行场外交易的发行人将有资格使用表格 S-3 (Form S-3)。See Reproposal of Comprehensive Revision to System for Registration of Securities Offerings, Securities Act Release No. 6331, [1981 - 1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,016, at 84,477 (Aug. 6, 1981)。

储架注册(Shelf Registration)。1982年,SEC采用规则415(Rule 415)以允许特定发行人迟延或连续注册证券。^[105]该规则扩展并编纂了允许发行人注册特定发行的机构常规做法,如根据雇员退休计划或股息再投资计划发行的证券,尽管证券的实际销售会延迟。^[106]为了避免美国发行人转道欧洲债券市场,SEC将储架注册程序扩大到债券和股票的首次发行。^[107]根据该规则,发行人必须符合S-3注册资格,必须预计在注册后两年内发行,并且承诺在后续发行时更新公开可用的信息。^[108]

储架注册削弱了通常在非储架的、S-3公开发行人中要求的披露。在后续发行时,投资者只会收到一份“标签式的”招股说明书,其中描述了自证券注册以来的“根本性”(fundamental)变化,但不一定是所有“重大性”(material)进展。延迟发行也减少了看门人的“勤勉尽责”活动。在首次注册时,由于没有选择承销商,潜在的承销商几乎没有动力(更少有途径)调查发行人或发行本身。一旦发行人决定将发行推向市场,承销商(有时是在竞标之后)将面临迅速发行(sell the deal)的压

[105] 规则415(Rule 415)在1980年12月首次提出,1982年3月试行通过,后于1983年12月成为永久性规则。See Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6383, [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 72,328 (Mar. 3, 1982); Adoption of Final Rule 415, Securities Act Release No. 6499, [1983 - 1984 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. ¶ 83,449, at 86,335 (Nov. 17, 1983).

[106] 这些“传统”储架发行通常在没有承销商的情况下进行,被认为对投资者构成的风险很小。在针对员工福利计划的发行中,计划受托人可能具有投资经验并可以访问公司信息;受托人的利益冲突受退休雇员收入保障法(ERISA)的监管。在根据分红再投资计划进行的发行中,有人认为,选择使用分红购买额外股份的股东并不会比公司选择不分红时过得更糟。See Barbara Ann Banoff, *Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415*, 70 Va. L. Rev. 135 (1984).

[107] See Loss & Seligman, *supra* note 81, at 359.

[108] 股票发行适用附加条件。在证券交易所或通过场外做市商以市场价格出售的证券必须通过招股说明书中指定的承销商出售。储架发行涉及有表决权证券的,所发行证券不得超过发行人公开持有的有表决权股份的10%。See Rule 415, 17 C. F. R. § 230.415 (1998).

力,往往就只会对当前和先前提交的披露文件进行粗略调查。^[109]

然而,储架注册也为发行人提供了更大的灵活性并使投资者受益。^[110] 发行人可以自承销商处获取竞争性投标,^[111] 可以无须承销商而“发行”证券,可以协商所谓的买入交易(bought deals)。这是发行人可在私募和国际证券市场上用于销售的全部融资工具。正如 SEC 承认和后续研究所证实的那样,这种更大的灵活性让发行人能够降低发行成本并更准确地满足投资者需求。^[112] SEC 得出结论,认为更大的发行灵活性超越了放松管制带来的危害。该机构驳斥了 NASD 的论点,即为获取利润丰厚的“蓝筹”发行,“买入交易”会将较小的地区投资银

[109] SEC 委员托马斯(Thomas)在其对提议规则的异议中评论道:股票发行的储架注册鼓励承销商、做市商和其他金融中介机构更加集中,并阻碍个人投资者参与资本市场,从而进一步推动证券持有人机构化的趋势,以及降低投资者在做出投资决定时可获得披露信息的质量和及时性。它改变了该法案中规定的传统披露制度,并与该法案保护投资者的法定目标背道而驰。Securities Act Release No. 6423, [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 183, 250, at 85, 279 (Sept. 2, 1982) (Thomas, Comm'r, dissenting).

[110] 证券发行的强制披露不仅要求披露完整、准确,而且要及时。证券法规规定招股说明书中的财务信息必须是最新的。See Securities Act § 9, 15 U. S. C. § 771 (1994). 为了防止使用过时的信息,SEC 长期以来一直认为发行人一旦注册就不能延迟证券的分销。See Banoff, supra note 106, at 135 - 36.

[111] 在竞争性投标发行中,发行人收到许多承销商的投标,每个承销商的投标均基于对投资者需求的评估。在传统的协商发行中,发行人只与一个承销商打交道,该承销商可以单独获得有关客户需求的信息,并且可以系统地降低发行价。See Banoff, supra note 106, at 180 - 83.

[112] SEC 列出了适时灵活性对发行人的许多好处:满足“市场空缺”以获得较低的债务和优先股利率,在短时间内改变证券的结构和条款以满足市场条件,简化注册程序,通过提交一份注册申请表而非一系列发行的多份注册申请表来减少法律、会计、印刷和其他成本,并增加承销商之间的竞争,从而在金融产品方面进行组合创新,降低承销费用和发行收益。在该规则的 18 个月试行期内,公开发行中的大多数都是储架注册的,发行人报告称节省了大量资金。

在规则最终采用之前和之后对债务和股票发行的实证研究发现,规则采用之后的发行成本较低。See Shelf Registration, Securities Act Release No. 6499, [1983 - 1984 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83, 449 at n. 15. citing Kidwell et al., SEC Rule 415 - the Ultimate Competitive Bid, University of Tennessee and Virginia Polytechnic Institute and State University Working Paper (1983) (表明根据规则 415 出售的债券发行比比可协商发行的发行价低 30 ~ 40 个基点); Bhagat et al., The Rule 415 Experiment; Equity Markets, University of Utah and Virginia Polytechnic Institute and State University Working Paper (1983) (表明根据规则 415 出售的股票的发行成本比不根据规则 415 出售的可比股票的发行成本低约 29%)。

行挤出市场,可能使其不能充分担任小额初创公司发行的中介。SEC也质疑储架发行承销商将不太能够评估储架发行的优点或发行文件的“防欺诈”性。事实上,SEC似乎质疑成熟承销商“勤勉尽责”的成本效益,至少对S-3发行人是如此。^[113]班诺夫(Banoff)教授后来采纳了SEC的思路:

如果将承销成本与发行成本分开,让投资者有选择的余地,他们就不会支付承销费以确保其免受公司特定风险影响。或许除新发行人或新证券之外,勤勉尽责增加的投资者福利不会超过其成本,减少了的勤勉尽责并不是反对储架注册的有效论据。^[114]

最后,SEC采用储架注册的原因——让发行人能以适时灵活性满足“市场空缺”(market windows)——含蓄地破坏了信息有效市场的声誉,这是SEC允许首次发行进行储架注册的条件。^[115]即使市场可能无法与监管预期收益相匹配,SEC含蓄地承认其全面注册制度得不偿失。

4. 外国证券的国内发行:监管豁免

强制披露最受证券市场全球化考验。随着美国发行人在外国证券市场寻求资本,以及美国投资者发现国际多元化的好处,SEC的披露政策必须回应资本的国际流动性。如果与其他市场的披露政策相比,美国的强制披露导致成本效益失衡,美国发行人和投资者将转移到海外

[113] 班诺夫(Banoff)教授认为,在一个有效的市场中“个股的价格反映了多元化的影响……而管理层撒谎的风险是公司特有的风险”,投资者应该对公司撒谎无动于衷,因为市场价格已经说明了这种可能性。“向承销商支付额外费用以确保投资者免受欺诈,或者更准确地说,避免承销商疏忽而未能发现欺诈”,这在有效市场和勤勉尽责之间创造了矛盾。See Banoff, *supra* note 106, at 180-83. “通过将公司特定风险降低到零,多元化允许规避风险的投资者表现得好像他们是风险中性的。风险中性的人不会购买保险。”该论点可能夸大了多元化的影响。尽管特定公司的风险可能会被多元化分散,但系统性风险(例如,证券中介的腐败或没有反欺诈规则的法律制度)无法分散。投资者会对投资环境的诚实和透明感兴趣。在某种程度上,反欺诈规则和责任是必不可少的。

[114] Banoff, *supra* note 106, at 183.

[115] See *id.* at 138.

并避开美国市场。^[116] 同样,失衡的美国披露政策会阻碍外国发行人和投资者来到美国。^[117] 面对美国证券监管政策的市场测试现实,强制披露必须过关。

SEC 大多数时候是非常务实的。为了防止美国投资者迁移到国外市场,且不损害美国市场吸引外国上市项目的能力,该机构减轻了外国发行人的披露负担。^[118] 国际压力迫使 SEC 逐步放宽联邦披露要求。^[119]

ADR 注册。与美国存托机构一起参与发行 ADR 的外国发行人,大体上可以根据其进入美国交易市场的程度来选择美国的披露水平。^[120] 尽管 SEC 采取了可理解的监管立场,即 ADR 是与标的存托证券(underlying deposited security)分开的证券,但它简化了向美国投资

[116] See Lowenstein, *supra* note 62, at 1337. “一段时间以来,美国投资者一直在这些公司的本土市场或伦敦购买外国股票。这些投资主要是在世界级公司——雀巢、西门子、汽巴嘉基等——我们被告知,这些公司的股票将始终根据其本国财务报告进行交易。”

[117] See James A. Fanto & Roberta S. Karmel, *A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U. S. Listing*, 3 Stan J. L. Bus. & Fin. 51 (1997).

[118] 例如,虽然规则 415 (Rule 415) 不允许外国政府发行人进行延迟或连续发行,但自 1980 年以来,SEC 已允许这些发行人进行储架注册。See Interpretative Release Relating to Continuous and Delayed Offerings by Foreign Governments or Political Subdivisions Thereof, Securities Act Release No. 6424, 47 Fed. Reg. 39,809 (September 2, 1982) (宣布了修订工作人员的解释,该解释允许资深外国政府以与规则 415 中的规定方式基本相似的方式使用货架注册); Procedures for Use of Registration Statement for Delayed Offerings by Foreign Governments or Political Subdivision Thereof, Securities Act Release No. 6240, 45 Fed. Reg. 61,609 (September 10, 1980) (宣布了工作人员的解释地位)。尽管提供了这种便利,但一些人认为该机构做得还不够。See Nicholas Demmo, *U. S. Securities Regulation: The Need For Modification to Keep Pace with Globalization*, 17 U. PA. J. INT'L ECON. L. 691, 708, 720 (1996).

[119] See Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* 97 (1993) [hereinafter Romano, *Genius of American Corporate Law*].

[120] ADR 是由美国的存托机构(通常是美国银行)发行的证书,代表外国发行人的普通股,这些股份已存放在外国发行人本国的托管人处。See American Depositary Receipts, Exchange Act Release No. 29,226, [1990 - 1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,740 (May 23, 1991). See also James L. Cochrane et al., *Foreign Equities and U. S. Investors: Breaking Down the Barriers Separating Supply and Demand*, 2 Stan. J. L. Bus. & Fin. 241 (1996).

者发行 ADR 的监管。如果外国发行人不发行与 ADR 计划相关的新证券,并且已发行 ADR 仅在经纪人的“粉单”(一级计划)上交易,则美国存托机构和外国发行人都无须遵守任何额外的美国披露要求。ADR 是在证券法下,以 ADR 证书为披露文件遵循强制程序(表格 F-6)注册的。^[121] 外国发行人在向 SEC 提供其本国披露的条件下可免于遵守交易法的持续披露要求。^[122] 如果 ADR 在美国交易所或通过纳斯达克(二级计划)交易,则外国发行人须遵守交易法注册要求。然而,SEC 允许外国发行人提供本国财务信息,前提是其中包含了对外国披露与美国会计标准的差异的纠正。^[123]

除以 ADR 计划降低外国发行人的披露标准外,SEC 还取消了第 11 条(Section 11)对他们科以的欺诈责任。《1933 年证券法》SEC 的立场是,在一级或二级计划中,美国存托机构和外国发行人都不是 ADR 的“发行人”,结果就是任何个人或实体都不受有意义的第 11 条责任约束。^[124] 此外,SEC 针对外国发行人披露失败的执法活动充其量是零

[121] See Securities Act Form F-6, Item 1, reprinted in 2 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 7003, at 6112(1998), referring to Reg. S-K, Item 202(f), reprinted in 7 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 71,022, at 61,845-46(1998)(明确了存托凭证的披露条款,包括投票程序,红利收取和分配,通知、报告和代理权征集材料的传递,以及对提取和存放标的证券的权的任何限制)。

[122] See Exchange Act Rule 12g3-2(b), 17 C. F. R. § 240.12g3-2(b)(1998), reprinted in 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 23,313, at 17,143(1998)。此外,1983 年之前建立的 ADR 计划是不受追溯的,不受任何报告要求的约束。See American Depositary Receipts, Exchange Act Release No. 29,226, [1990-1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,740, at 81,599-600 nn. 80-81 (May 23, 1991)(注意到大约 43% 的拥有 ADR 的外国发行人没有向 SEC 提供当前信息,而不受追溯的计划约占所有 ADR 计划的 25%)。

[123] 如果外国发行人将发行新证券作为美国公开 ADR 发行(第 3 级计划)的一部分,则发行须遵守证券法的全面注册要求,并且外国发行人必须遵守 GAAP。See American Depositary Receipts, Exchange Act Release No. 29,226, [1990-1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 184,740, at 81,594(May 23, 1991)。

[124] “这种完全值得称赞的行政灵活性示范意味着,就表格 F-6(Form F-6)而言,没有人根据第 11 条承担‘发行人’的责任。”See Loss & Seligman, *supra* note 81, at 775。

星的。^[125] SEC 每年都会列出证券受 ADR 计划约束的外国发行人,且每次均指出外国发行人向 SEC 提交的文件可能不完整,经纪商应保证调查外国信息来源。^[126] 1991 年,SEC 指出(没有明显的担忧),大约 43% ADR 外国发行人没有向 SEC 报告或以其他方式披露当前信息。^[127] SEC 从未因没有根据《1934 年证券交易法》提交文件而起诉未在美国销售证券的外国发行人。^[128]

采用 ADR 计划的外国发行人享有显著监管豁免,SEC 对此的解释非常简洁。^[129] 相关解释的核心揭示了强制披露三段论的实质性空洞。最初,SEC 根据 1964 年统一交易所上市证券和场外证券监管的立法中的一项授权条款,采纳了对场外 ADR 的豁免。SEC 在采用规则 12g3 - 2(b) [Rule 12g3 - 2(b)] 时表示:

国会承认它给发行人施加了巨大负担和义务,但表示其意旨
并非在未经发行人同意或在其某些不知情的情况下,将这些负担

[125] See Walter Stahr & John Palenberg, *Rule 12g3 - 2(b) under the Securities Exchange Act: A Primer for Foreign Companies*, 27 INT'L Law 963 (1993) [指出管辖权和礼让问题可能导致机构谨慎,并且规则 12g3 - 2(b) 要求的大部分信息已经通过媒体或其经纪人提供给美国投资者,因此可以说执法对美国投资者收效甚微].

[126] See, e. g., List of Foreign Issuers Which Have Submitted Information Under the Exemption Relating to Certain Foreign Securities, Exchange Act Release No. 39, 681, reprinted in 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 23,317, at 17,145 - 60 (Feb. 19, 1998). “委员会还希望提请经纪人、交易商和投资者注意一个事实,即有关外国发行人的当前信息可能不一定在美国可用。”

[127] See American Depositary Receipts, Exchange Act Release No. 29, 226, [1990 - 1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,740, at 81,599 - 600 n. 80 (May 23, 1991). 此外,尽管 SEC 在 1991 年指出,只有 20% 的美国存托机构遵守其关于注册 ADR 设施的报告要求,但该机构并未表现出对他们采取任何执法行动的意愿。See *id.* at 81,598 n. 78. 这不是因为缺乏执法工具。自 1990 年 10 月以来,SEC 可以发布停止令,并对逃避报告的行为实施民事处罚,这是它在国内经常做的事情。See Stahr & Palenberg, *supra* note 125, at 964.

[128] See Stahr & Palenberg, *supra* note 125.

[129] 当前表格 F - 6 (Form F - 6) 的采用版本没有提及投资者是否收到足够的信息。See, e. g., Final Rules—American Depositary Receipts, Securities Act Release No. 6459, reprinted in [1983 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,329 (Mar. 18, 1983).

强加给证券被引进到美国并在场外市场交易的外国发行人。^[130]

但豁免“无辜发行人”的逻辑被证明是空洞的。随着 ADR 计划越来越多地受到寻求进入美国市场的外国发行人支持,规则 12g3-2(b) 豁免保持不变。该豁免的底层逻辑是,SEC 认识到实施监管对等将导致外国证券离岸,美国投资者也会随之而去。^[131] SEC 假定美国投资者无论是投资外国市场还是美国市场,都会采取适当预防措施且忽略外国披露的缺陷。此外,SEC 注意到大约 80%~85% 的 ADR 市场显然是由机构投资者和证券经纪人构成。^[132] 从表面上看,ADR 的投资者认为外国发行人的披露是充分的。1991 年,在就其 ADR 规则征求公众意见的请求书中,关于发行人(超出为“粉单”计划向 SEC 进行的本国披露)、基础证券(投票权、对外国所有权的限制、外汇管制)或存托人(费用、传递投票、ADR 持有人通知),SEC 曾询问是否应该要求进行额外披露。在任其自然的做法获得广泛支持后,SEC 再未采取行动。

按美国披露标准调整(reconciliation)。无论是使用美国公开发行还是二级 ADR 项目,受美国披露标准约束的外国发行人都应遵守降低了的披露标准。^[133] 认识到美国信息披露标准的负担,SEC 不要求外国发行人完全遵守 GAAP,但现金流量表、个人管理薪酬、中期报告和分部数据报告等项目除外。^[134] 此外,SEC 现在接受两年期(而不是五年

[130] Foreign Securities, Securities Act Release No. 6433 [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,272, at 85,460 (Oct. 28, 1982).

[131] See Fox, Political Economy, supra note 61, at 713 n. 42.

[132] See American Depositary Receipts, Exchange Act Release No. 29,226, [1990-1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,740, at 81,591 n. 38 (May 23, 1991).

[133] See Fanto & Karmel, supra note 117, at 56-57 (描述了适用于在美国进行证券交易的外国发行人的不同披露标准)。

[134] SEC 采用了专门针对外国发行人的特殊登记表格,其中包含许多披露让步和豁免。例如,外国发行人无须披露业务范围信息、个人管理层薪酬或重大内幕交易。外国发行人可以根据其本国的会计原则编制财务报表,前提是它们说明这些原则与 GAAP 有何重大差异,并量化本国标准下的净收入与美国准则之间的对账。See Integrated Disclosure System for Foreign Private Issuers, Securities Act Release No. 6360, [1981-82 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,054, at 84,648 (Nov. 20, 1981). See also Lowenstein, supra note 62; Fanto & Karmel, supra note 117, at 56-57.

期)的美国标准对账,^[135]并允许外国发行人选择以美元或当地货币报告财务结果,在恶性通货膨胀经济体中调整结果,以及核对企业合并中的财务信息。^[136]例如,为促进“蓝筹”德国证券在美国的发行,SEC已就其交易规则给德国发行人(尤其是戴姆勒—奔驰,即 Daimler - Benz)在美国发行的交易活跃的权益证券授予了集体豁免。^[137]

跨境要约收购。外国投标人害怕受到严格的美国要约收购规则约束,通常将美国投资者排除在优势跨境要约之外。SEC已提议向此类投标人给予多种便利。^[138]SEC将允许外国收购方通过满足外国披露、程序和会计要求(包括任何本国上市要求)来遵守美国的披露义务。^[139]SEC的提议将使美国投资者能够进行跨境收购要约,这不是因为他们不太需要美国的要约收购保护,而是认识到监管对等将剥夺美国投资者充分获得外国投资机会的途径。事实上,当美国投资者处于绝对的少数地位,并且更需要美国要约收购规则的披露和程序保护时,SEC的

[135] See Lowenstein, *supra* note 62, at 1338.

[136] See, e. g., Selection of Reporting Currency for Financial Statements of Foreign Private Issuers and Reconciliation to U. S. GAAP for Foreign Private Issuers With Operations in a Hyperinflationary Economy, Securities Act Release No. 7054, 59 Fed. Reg. 21, 810 (Apr. 19, 1994) (为外国发行人提供选择在 SEC 文件中使用的报告货币的灵活性,并简化在恶性通货膨胀经济体中运营的外国发行人的财务报表对账要求); Reconciliation of the Accounting by Foreign Private Issuers for Business Combinations, Securities Act Release No. 7056, 59 Fed. Reg. 21, 821 (Apr. 19, 1994) (简化对已进行业务合并的外国发行人的财务报表核对要求)。

[137] Exemptions from Rules 10b - 6, 10b - 7, and 10b - 8 during Distributions of Certain German Securities, Exchange Act Release No. 33, 022, [1993 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85, 233 (Oct. 6, 1993); Diane U. Mage Roberts, A Kinder, Gentler Approach to the Regulation of Market Manipulation Under the Securities Exchange Act of 1934: Extension of the Approach Taken with Respect to Distributions of Certain German Securities to Distributions of Certain U. S. Securities, 20 N. C. J. Int'l Law & Con. Reg. 1 (1994).

[138] See Cross - border Tender Offers, *Business Combinations and Rights Offerings*, Securities Act Release No. 7611, reprinted in [Current Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 86, 060 (Nov. 13, 1998).

[139] SEC 要约收购规则的豁免——除了要求外国发行人向 SEC 和美国投资者提供投标文件的英文翻译版——仅适用于美国投资者持有的目标股份占所收购股份的 10% 或更少的情况。See *id.* at 81, 061 [描述了一级 (Tier I) 豁免救济]。

豁免救济是最充分的。面对全球市场现实,SEC 似乎承认投资者选择胜过监管保护。

尽管资本市场的全球化给 SEC 带来了放松美国披露标准的巨大压力,^[140]但 SEC 在接受外国发行人全面披露的灵活性上犹豫不决。例如,针对互联网离岸发行现象,SEC 宣布将把针对美国投资者的未注册发行视为违反美国注册要求。^[141] SEC 发出警告,离岸发行人必须采取措施防止美国投资者参与未注册的互联网发行。^[142]但鉴于互联网的无界性和全球性,美国的监管堤坝不可能完全或永远没有漏洞。^[143]

此外,尽管 ADR 的分层披露为外国发行人提供了一些披露选择,但也限制了发行和上市的灵活性。SEC 强制在交易所上市或纳斯达克的 ADR 对应的外国发行人进行注册并根据交易法报告,导致了美国投资者在外国市场中的直接购买不便。许多外国发行人原本会寻求且有资格在美国上市,但由于美国披露标准在一些敏感领域的感知侵入性,以及对开放式美国反欺诈责任的担忧,他们选择对美国市场避而远之。^[144]外国发行人报告称,如果确需在美国筹集资金,他们更愿意通过私募发行的方式避开强制性的美国披露标准。^[145]此外,过于苛刻的美国披露标准也限制了美国投资者的海外投资机会,因为外国发行人担心受到美国证券法约束而不愿与他们交易。^[146]

[140] See Fox, Political Economy, *supra* note 61, at 766 (描述了全球化如何增加降低美国披露标准的政治压力,因为当前的监管管辖权取决于投资者居住地或交易市场位置)。

[141] See Statement of the Commission Regarding Use of Internet Websites, Securities Act Release No. 7516, 63 Fed. Reg. 14806 (March 23, 1998)。

[142] 同上。

[143] 正如史蒂芬·崔(Stephen Choi)教授所言,互联网将使发行人和投资者能够在公共和私人保护来源中进行选择,从而为每种特定证券发行提供最佳保护组合。See Choi, Gatekeepers and Internet, *supra* note 90, at 50-54 (认为发行人将能够根据风险、资本化和欺诈可能性使用互联网选择一个或多个公共或私人认证机构)。

[144] See Fanto & Karmel, *supra* note 117, at 51, 71. See also Michel Hurley, International Debt and Equity Markets, 8 Emory Int'l L. Rev. 701, 706-707 (1994) (指出美国 64% 的外国注册是由外国政府而非外国商业公司进行的)。

[145] See Frederick Choi & Richard M. Levich, The Capital Market Effects of International Accounting Diversity (1990) [hereinafter Choi & Levich, International Accounting Diversity]。

[146] See Cox, Rethinking in the Shadow, *supra* note 59, at 162。

美国强制披露对高风险外国证券实施较低披露标准的异常现象并未被人们忽视。一些人主张平等对待,以便美国和外国的披露接近国际标准。^[147] 一些人认为,应允许外国发行人在不同情况下依赖本国披露。^[148] 还有一些人认为,美国的信息披露监管应该在国际和国内交易中实现平等。^[149]

无论这些不同提议的好处如何,针对美国发行人和外国发行人的不同监管政策有力证明了证券发行中强制披露的谬误。一旦承认美国投资者不需要来自外国发行人的强制保护,得出投资者不需要来自美国发行人的保护的结论便顺理成章了。正如路易斯·洛温斯坦(Louis Lowenstein)教授所指出的:

如果我们激进地降低对外国公司的标准,美国公司肯定会大喊犯规并要求平等对待。披露是有代价的,如果投资者不需要新来者披露那么多,为什么要要求美国公司这样做呢?^[150]

鉴于国内和国外证券市场的重叠,在制定监管政策时将国际和国内交易分开是不合适的。^[151]

5. 公司注册:谨慎的 SEC 改革

表面上看,SEC 加快了其对证券法体制的去管制。在 1996 年的一份公告中,SEC 概述了其作为证券发行去管制的议程。

[147] See *id.* at 157.

[148] See Edward F. Greene et al., *Hegemony or Deference: U. S. Disclosure Requirements in International Capital Markets*, 50 *Bus. Law.* 413, 416-18 (1995) (根据最低披露、报告和内幕交易标准衡量,当相关外国证券的市场是有效的,并且发行人满足最低资本化和交易量门槛时,主张本国披露); Michael Schneider, *Foreign Listings and the Preeminence of U. S. Securities Exchanges: Should the SEC Recognize Foreign Accounting Standards?*, 3 *Minn. J. Global Trade* 301, 302-03 (1994) (认为外国公司应不受 GAAP 的约束)。

[149] See Lowenstein, *supra* note 62, at 1358-62 (主张美国会计和披露标准的优越性,并认为不应将国际化用作“接受其他国家明显较低标准的便利借口”)。

[150] *Id.* at 1338.

[151] See Cox, *Rethinking in the Shadow*, *supra* note 59, at 157.

《1933年证券法》和《1934年证券交易法》中的发行人披露规定的前提是,如果有关投资的所有重要信息经充分、公平披露呈递给投资者,他们在做出投资决策时就会得到最好的保护……面对以下其他发展:市场制度化程度不断提高、技术和传播媒体的进步、证券市场的持续全球化、私人交易和公共交易间差异的侵蚀,委员会正在审查现有的投资者保护机制,如发行和销售的注册以及在出售时向投资者实际交付最终招股说明书,仍然是实现这一全面披露目标的最佳方法……委员会正在考虑……是否仍然有必要区分上市公司的公开发行和私募发行…… [152]

SEC对证券法注册制度的重新审查是由SEC披露简化工作组(Task Force on Disclosure Simplification)的一份报告(沃尔曼报告,Wallman Report)推动的。该报告主张更具可读性和信息性的披露文件和监管改革,以降低证券发行成本并增加小公司进入证券市场的机会。^[153] SEC分阶段对沃尔曼报告作出了回应。1996年3月,该机构废止了一系列被认为很少使用或过时的规则。^[154] 1997年,SEC针对沃尔曼报告的结论,即主要由市场专业人士编写的招股说明书往往冗长、

[152] Securities Act Concepts and Their Effects on Capital Formation, Securities Act Release No. 7314, [1996-1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85,823, at 88, 282 (July 25, 1996) (根据披露简化工作组发布的报告进行某些改革)。

[153] SEC在1995年成立了披露简化工作组,旨在简化披露程序并提高资本形成的监管效率,并于1996年发布了报告。See Report of the Task Force on Disclosure Simplification (Mar. 5, 1996), available at <http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm> [hereinafter Task Force on Disclosure Simplification]. See also Summary Section of Report of the SEC's Task Force on Disclosure Simplification, 28 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 356 (Mar. 8, 1996)。

[154] 根据工作组报告的建议,SEC已经消除了重复表格。See Securities Act Release No. 7300, [1996-1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85,812, at 88,089 (May 31, 1996) (将第一阶段的大部分建议作为最终规则颁布); Phase One Recommendations of Task Force on Disclosure Simplification, Securities Act Release No. 7271, 61 Fed. Reg. 9848 (Mar. 11, 1996) (提议取消和简化某些证券法规则)。

不透明且难以阅读,引入了“简明英语”(Plain English)试点计划。^[155]

1996年,SEC创建的另一个组织,即资本形成和监管程序咨询委员会(Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes),建议建立公司注册制度(company registration system)。该制度旨在消除不必要的监管成本并简化融资过程,加强对二级交易的持续披露,消除公开与私募、国内与离岸、发行人和非发行人交易之间的复杂差异。^[156]公司注册制度的核心是取消对发行中介的监管要求,并允许发行人在发行安排和股东沟通方面有更多选择。

经过长时间的酝酿,SEC提议对公开发行的注册制度进行大规模改革。针对资深大型发行人,为提高交易市场公司披露水平,代号“航空母舰”(aircraft carrier)的提议将采纳咨询委员会所倡导的一些变化,但很大程度上会保持以交易为中心的证券法监管现状。该提议将把公开发行的披露要求合并到两种上市登记表格[表格A(Form A)和表格B(Form B)]中,要求预售时交付披露文件以助力投资者的实际投资决策,放宽发行前沟通限制以便发行人在选择公开发行之前“试水”,允许公开发行转为私募发行,以及增加定期披露要求和责任。

“航空母舰”提议远未缓解公开发行的监管不确定,还可能会增加发行过程的刚性和成本。如果采用当前的版本,该提议将导致资深和非资深发行人的发行延迟,增加使用简化表格B注册的发行人的责任风险,且会降低广受欢迎的发行方法的可用性,如在市场上使用延迟储

[155] See Task Force on Disclosure Simplification, *supra* note 153. See also Andrew T. Serafin, *Comment: Kicking the Legalese Habit: The SEC's "Plain English Disclosure" Proposal*, 29 Loy. U. Chi. L. J. 681 (1998) (描述简明英语倡议的历史)。

[156] See Committee on Capital Formation, *supra* note 68. 公司注册,就像SEC的综合披露制度一样,假设市场信息有效,向市场报告的信息将反映在交易价格中。公司注册后,发行人可以根据交易性质和目标投资者调整招股说明书披露。咨询委员会列出了公司注册的一些好处。市场考量而非监管问题,将支配市场准入。由于交易成本更低、延迟更少,发行人可以更频繁、更少量地进入市场。公司注册将消除通用储架注册带来的市场不确定,并促进换股收购(stock-for-stock acquisition)。更大的营销灵活性意味着招股说明书披露的时间和内容将取决于投资者的信息需求,而不是准备和交付事后合规文件的需要。

架注册发行和为了 A/B 交换而进行的规则 144A 型私募发行。^[157] 提出新规则的大量声明明显缺乏对各种新规则的可能收益和成本进行实证分析。^[158] 例如,尽管承认超过 1/3 的近期 IPO 均根据 A/B 交换进行(在交换中,发行人先私募发行证券,随后注册实质相同的证券以交换那些私募发行证券),并且不提及这些交易中的任何滥用行为,SEC 基于其未经证实的“关于……这些小额发行人的发行中非合格机构投

[157] See Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2. SEC 的提议是一个会带来意想不到(或可能是有意)后果的雷区。以降低当前注册计划的成本、延迟和不确定性的名义,该机构提议增加重要的新条件和风险,这将进一步加重美国发行过程的负担——造成最终由投资者承担的成本。

发行人将被要求采取某些现在不需要的步骤——

- 确保向所有投资者交付预售条款清单或初步招股说明书(使用通用表格 A 的发行人额外延迟 3 天或 7 天);
- 如果表格不可用或未包含所需信息,则使用表格 B(适用于规模较大的资深发行人)的发行面临第 12(a)(1) 条的撤销责任;
- 如果发行人不能使用表格 B,则放弃在货架上的市场销售(目前有资格进行货架注册的大约 1100 名资深 S-3 发行人不符合新表格 B 的资格);
- 如果发行人不同意 SEC 工作人员对交易法报告披露的评论,则可能会根据表格 B “持续经营”被取消资格;
- 放弃向机构投资者提供的私人 144A 发行,允许以后将证券转售到公开市场(所谓的 A-B 交换)。

作为承销商的证券公司将有新的负担——

- 确保向所有投资者交付预售条款清单或初步招股说明书,包括在定价前至少 24 小时披露任何重大变化;
- 如果表格不可用或未包含所需信息,则使用表格 B(适用于规模较大的资深发行人)的发行面临第 12(a)(1) 条的撤销责任;
- 放弃与客户的专有交流(proprietary communication)或根据所有自由交流(free-writing communication)报告要求披露信息;
- 发行投资级债务面临更大的“勤勉尽责”风险暴露,未包含在衡量承销商调查合理性的 6 个“正面事实”中;
- 同意第 11 条和第 12(a)(2) 条规定的加重责任,作为在放弃公开发售后开始参与私募发行的条件。

See generally Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2.

事实上,SEC 似乎想要提高发行成本。例如,该机构表示希望让 144A 发行变得更加困难,以便发行人能够进入注册公开发售,尽管 144A 发行取得了巨大成功。

[158] SEC 指出,私人部门的整体直接合规成本将从现行制度下的每年 56 亿美元降至新制度下的 54 亿美元,但没有讨论对私募发行的诸多限制将如何影响发行人的资本成本。See *id.* at 67, 251 & n. 586.

资者(non-QIBs)需要额外保护的观点”^[159],提议消除这些发行的灵活性。在对新注册制度的成本效益分析中,SEC估计受影响的各方将花费约54亿美元来执行该提议,而目前的合规成本约为56亿美元。^[160] SEC没有在任何情境下询问投资者这种昂贵的保护及其巨额间接成本是否值得。

该提议虽然侧重提高发行人速度和灵活性,但它似乎扭转了SEC的去管制方向。过去20年,这一方向一直是提供更多的注册格式和披露选择。对本文中的“航空母舰”提议仍可进行开放式评论。或许,该提议代表了监管者的“愿望清单”,它将被修订以关照发行人和投资者不可避免的过度监管担忧。或许,该提议是对监管现状的慎重妥协——试图确保SEC和现有证券公司在公开发行中继续发挥作用,^[161]也许这是SEC的“绝唱”。

无论“航空母舰”提议最终停靠在哪里,SEC过去几年的举措都反映出对证券法现行注册制度的质疑。

(二) 司法修正主义:事后责任的私人选择

联邦法院试图平衡强制披露的成本和收益,其甚至比SEC放松事前披露管制做得更多。事后责任的司法去管制已经在多个方面进行。联邦法院限制了加重反欺诈标准的适用范围;允许发行人与投资者就证券欺诈诉讼中的法庭选择和费用转移等事宜签订合同;同意披露免责声明可以将管理层预测失误的风险转移给投资者。^[162] 正如可预测的那样,对当事人选择的承认在国际语境下尤为重要。在没有任何特

[159] Id. at 67, 208.

[160] See id. at 67, 251 & n. 586.

[161] See Paul Beckett & Michael Schroeder, *SEC Drafts Plan to Simplify Offerings That May Slice Big Underwriters' Fees*, Wall St. J., Feb. 12, 1998, at A2.

[162] 道格拉斯·布兰森(Douglas Branson)教授整理了一份令人印象深刻的法院放松管制议程的项目清单。See Douglas M. Branson, *Running the Gauntlet; a Description of the Arduous, and Now Often Fatal, Journey for Plaintiffs in Federal Securities Law Actions*, 65 U. Cin. L. Rev. 3 (1996) [描述了过去20年来联邦法院支持被告的判例法,包括对《1933年证券交易法》第12(a)(2)条和规则10b-5被告类别的限制,更短的规则10b-5限制规定的制定和实施,证券欺诈诉讼中更高的辩护要求、联邦民事诉讼规则(Federal Rules of Civil Procedure)第11条对证券原告及其律师的惩罚、“谨慎表达”原则,以及买卖合同替代][hereinafter Branson, *Running the Gauntlet*].

定行政或立法指导的情况下,联邦法院完成了事后责任的多面去管制。^[163]就其自身而言,联邦法官已经感知到市场成熟和投资者成熟度的转变,并已修改了事后强制披露的范围和内容。

1. 加重责任适用面不断缩小

过去10年,证券发行中的披露责任版图已经重构。起初,针对已注册和未注册发行虚假信息加重责任的宽泛体系,如今充斥着例外和警示。在未注册发行中,人们长期认为加重(注意义务)责任适用于私募发行和其他豁免发行,最高法院已将证券法责任重新调整为仅适用于“公开发行”。在已注册发行中,法院常规地将严格责任保护扩展至已注册证券的所有买者,包括发行后二级市场的买者,下级联邦法院将原告资格限定为已注册证券的原始、直接买者。

古斯塔夫森(Gustafson)案与私募发行。60多年来,证券律师和法院坚信证券发行(注册和豁免)受到《1933年证券法》第12(a)(2)条[Section 12(a)(2)]的加重反欺诈保护。^[164]在已注册证券发行中,《1933年证券法》第12(a)(2)条被认为将责任范围扩大到不在《1933年证券法》第11条(Section 11)被告名单上的参与者(主要是零售交易商),且旨在规范上市登记表外产生的虚假陈述,无论是“初步”或“法定”招股说明书之外的书面文件还是口头沟通。在未注册发行中,《1933年证券法》第12(a)(2)条被认为是在“注意义务”(due care)标准下为法定卖方将卖方纳入反欺诈规则适用范围,即对过失虚假陈述的加重责任。下级法院和评论员普遍认为,鉴于证券发行中的感知市场失灵和证券法的投资者保护理念,这种加重责任适用于证券发行,包

[163] 一些评论员建议国会根据发行人的质量和规模修改责任标准。See, e. g., Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a Status - Based Antifraud Regime*, 64 U. CHI. L. Rev. 567 (1997). 然而,这些提议将把平衡证券欺诈责任的成本和收益的义务放在在适应性最差的机构身上。

[164] See Securities Act Section 12(a)(2), 15 U. S. C. § 771(a)(2) (1994 & Supp. 1995). 《1933年证券法》第12(2)条于1995年重新编号为《1933年证券法》第12(a)(2)条。See Private Securities Litigation Reform Act of 1995, Pub. L. No. 104 - 67, 109 Stat. 737 (1995). 为保持一致,将始终使用修改后的编号(使用旧编号写作的作品的标题和包含旧编号作品的引用除外)。

括私募发行。^[165] 人们认为,对法定卖方施以增加的“注意义务”成本被给予投资者的保护所抵消。

在 Gustafson 诉 Alloyd Co. 案中,最高法院粗率地阐明了这些理解,至少是因为它们与未注册发行有关。^[166] 最高法院将《1933 年证券法》第 12(a)(2)条解释为仅适用于公开(显然已注册的)发行中的虚假陈述。最高法院将《1933 年证券法》第 12(a)(2)条中的“招股说明书”一词解读为仅指公开发行中使用的法定强制的披露文件,以多数票将私募发行从《1933 年证券法》第 12(a)(2)条适用范围中剔除。在此案中,一家成熟的风险投资公司从一个家族控制集团手中购买了一家私有公司的 100% 所有权。在收益低于预期后,买方选择根据《1933 年证券法》第 12(a)(2)条提出撤销请求,而不是其协商的提供购买价格调整的合同救济措施。显然,尽管买方原本可以协商(并支付)合同的披露保证,但买方试图让卖方遵守针对过失虚假陈述的法定《1933 年证券法》第 12(a)(2)条保证。

评论员批评最高法院的推理存在技术缺陷,它反映出人们对私募证券交易投资者应受《1933 年证券法》第 12(a)(2)条更高“注意义务”保护的根本质疑。实际上,最高法院改写证券法而豁免了私募交易的加重欺诈责任。这与 60 年前国会的结论一致,即私募交易的投资者“能自我保护”,无须强迫其承担注册成本。正如私募发行的投资者必须就披露进行协商一样,古斯塔夫森需超出规则 10b-5 传统欺诈责任就事后披露责任进行协商。在古斯塔夫森案之后,愿意为防范过失虚假陈述“埋单”的证券购买者必须要求卖方提供合同保证。如果无

[165] See Louis Loss, *The Assault on Securities Act Section 12(2)*, 105 Harv. L. Rev. 908 (1992); Robert N. Rapp, *The Proper Role of Securities Act Section 12(2) as an Aftermarket Remedy for Disclosure Violations*, 47 Bus. Law. 711 (1992); Therese Maynard, *Liability Under Section 12(2) of the Securities Act of 1933 for Fraudulent Trading in Postdistribution Markets*, 32 W. M. & Mary L. Rev. 847, 850-70 (1991). 对于将《1933 年证券法》第 12(a)(2)条适用于私人交易的案例样本, see *Pacific Dunlop Holdings Inc. v. Allen & Co.*, 993 F.2d 578 (7th Cir. 1993), cert. granted, 114 S. Ct. 907, cert. dismissed, 114 S. Ct. 1146 (1994); *Metromedia Co. v. Fugazy*, 983 F.2d 350 (2d Cir. 1992), cert. denied, 113 S. Ct. 2445 (1993)。

[166] See *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U.S. 561 (1995)。

法以“注意义务”确定所识别的信息,则卖方将免于承担保证责任——从合同法角度的《1933年证券法》第12(a)(2)条的过失责任。

大部分关于古斯塔夫森案重构责任版图的评论是负面的,^[167]但有些则不然。^[168] 让苏(Letsou)教授同意古斯塔夫森案将豁免私募发行排除在“注意义务”责任之外。他辩称,私募投资者并不一致地需要加重“注意义务”责任的保护。^[169] 然而,让苏得出结论认为,古斯塔夫森案重构责任版图是笨拙之举,因为它将发行后交易排除在“注意义务”责任之外,即使公众投资者在发行后二级市场中处于信息不对称状态。^[170] 让苏本来赞成让古斯塔夫森案适用于不成熟公共投资者的市场购买,同时将豁免私募发行排除在适用范围之外。^[171] 某种程度上,这种批评很有吸引力。交易市场中的不对称比协商交易中的不对称更常见。然而,很难理解为什么市场买者愿意为《1933年证券法》第12(a)(2)条的加重“注意义务”责任付费,而市场卖者更愿意承担规则10b-5的“欺诈”责任。最后,古斯塔夫森案似乎做对了。私募发行中的发行人和投资者可以协商(和定价)任何强化披露责任,市场交易中的买卖双方都享有相同的规则10b-5反欺诈保护。

[167] See Therese Maynard, *A Requiem: Reflections on Gustafson*, 57 OHIO ST. L. J. 1327 (1996) (批评方法); Stephen M. Bainbridge, *Securities Act Section 12(2) After the Gustafson Debacle*, 50 Bus. Law. 1231 (1995) (批评了不合理的意见,因为其未能考虑证券法的整体结构以及与交易法反欺诈条款的关系); Simon M. Lorne, *Recent Judicial Developments Under the Securities Laws*, in *Advanced Securities Law Workshop 757, 770* (Pli Corporate Law & Practice Course Handbook Series No. B4 - 7111 1995) [包含了SEC总法律顾问基于意见的“结果决定”性质对古斯塔夫森(Gustafson)的批评]。

[168] See Elliot J. Weiss, *Some Further Thoughts on Gustafson v. Alloyd Co.*, 65 U. CIN. L. Rev. 137, 141 (1996) [同意法院关于《1933年证券法》第12(a)(2)条仅适用于公开发行的结论,但不同意法院使用《1933年证券法》第10条定义“招股说明书”一词的分析]; Elliott J. Weiss, *Securities Act Section 12(2) After Gustafson v. Alloyd Co.: What Questions Remain?*, 50 Bus. Law. 1209, 1215 - 16 (1995)。

[169] See Peter V. Letsou, *The Scope of Section 12(2) of the Securities Act of 1933: a Legal and Economic Analysis*, 45 Emory L. J. 95 (1996)。

[170] See *id.* at 99.

[171] See *id.* at 99 - 100.

后古斯塔夫森修正主义。若非鲁莽,下级联邦法院已经热情地接受了古斯塔夫森案的裁判逻辑。忽略最高法院意见中的措辞,即《1933年证券法》第12(a)(2)条的加重欺诈责任可能继续适用于豁免的公开发行,如根据《1933年证券法》第3(b)条[Section 3(b)]免于注册、广泛分销的小额发行,或者经《1933年证券法》第3(a)(3)条[Section 3(a)(3)]豁免的商业票据发行。自古斯塔夫森案后,下级法院得出一致结论认为《1933年证券法》第12(a)(2)条仅适用于注册公开发行。^[172] 一些法院延续了由最高法院在古斯塔夫森案中引入的语义学混乱,它们甚至表示《1933年证券法》第12(a)(2)条仅适用于首次公开发行。^[173] 古斯塔夫森案为面向公众投资者的小额但豁免发行保留了“注意义务”责任的迹象被证明具有误导性。

法官们的修正主义热情并不仅限于《1933年证券法》第12(a)(2)条。下级联邦法院接受了古斯塔夫森案的解读,即证券法仅涉及公开发行而不涉及发行后交易,从而否定了在注册发行的售后市场购买证

[172] See, e. g., *Saslaw v. Askari*, No. 95 Civ. 7641 (LAP), 1997 WL 221208, at 6 (S. D. N. Y. Apr. 25, 1997) [“该巡回法院辖内的法院一直将古斯塔夫森(Gustafson)案解释为将私募发行或二级市场发行的购买者排除在《1933年证券法》第12(2)条的诉讼之外。”]; *ESI Montgomery County, Inc. v. Montenay Int'l Corp.*, 899 F. Supp. 1061, 1064-65 (S. D. N. Y. 1995); *Komanoff v. Mabon, Nugent & Co.*, 884 F. Supp. 848, 857 (S. D. N. Y. 1995).

[173] See *Sturm v. Marriott Marquis Corp.*, 26 F. Supp. 2d 1358 (N. D. Ga. 1998) [驳回涉及向有限合伙人换股发行(exchange offer)的索赔,因为“案件不涉及首次公开发行”]; *Glamorgan Coal Corp. v. Ratner's Group PLC*, No. 93 Civ. 7581 (RO), 1995 WL 406, 167, at 2 (S. D. N. Y. July 10, 1995) [收集案件并说明了“自古斯塔夫森(Gustafson)案以来,包括本地区法院在内的每个法院都根据古斯塔夫森案的观点认为《1933年证券法》第12(2)条仅适用于首次公开发行”].

券的《1933年证券法》第11条原告资格。^[174] 下级法院指出,古斯塔夫森案中最高法院引用的证券法立法历史表明,该法仅规范“新的发行”而非“证券的普通再分销”。^[175] 这种对《1933年证券法》第11条二级市场原告资格的否认与《1933年证券法》第11条损害赔偿制度背道而驰,因为该制度明确考虑了《1933年证券法》第11条原告高于公开发行价格购买证券(可能在市场上)的可能性。^[176] 此外,在古斯塔夫森案之前,下级法院一致认为,若通过追溯证券到某一注册发行而证明证券谱系,则《1933年证券法》第11条原告具有资格,从而认可二级市场买者的资格。^[177] 毫不奇怪,后古斯塔夫森时代的法院限缩了《1933年证券法》第11条的起诉资格,没有提及适用于二级市场买者的司法“追溯”规则或法定损害赔偿公式。

2. 证券仲裁:协议管辖法院的选择

最高法院支持联邦证券争议可仲裁性的裁决代表了司法对证券交

[174] See *In re WRT Energy Securities Litigation*, [1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,560 (S. D. N. Y. Sep. 9, 1997) (否认在售后市场购买票据和“根据或可追溯至”首次公开发行的优先股的原告资格); *Gould v. Harris*, 929 F. Supp. 353, 359 (C. D. Cal. 1996) (即使原告声称他们的证券“可追溯”到公开发行,但仍否认其资格); *Gannon v. Continental Ins. Co.*, 920 F. Supp. 566, 575 (D. N. J. 1996); *Murphy v. Hollywood Enter. Corp.*, [1996 - 1997 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,241 (D. Or. May 9, 1996); *Stack v. Lobo*, 903 F. Supp. 1361, 1375 - 76 (N. D. Cal. 1995). But see *In re Fine Host Corp. Secs. Litig.*, 25 F. Supp. 2d 61. (D. Conn. 1998) [区分《1933年证券法》第11条和《1933年证券法》第12(a)(2)条的资格要求,并支持注册发行中售后市场购买者的资格].

[175] *WRT Energy*, Fed. Sec. L. Rep. 99,560 at 97,790 [citing H. R. Rep. No. 73 - 85, at 5 (1933)]; see also *Gustafson*, 513 U. S. at 580 - 81.

[176] See Securities Act § 11(e), 15 U. S. C. § 77k(1994). 对于此类原告,他们的追偿是基于购买价格和发行价格中的较低者。

[177] See *price. Barnes v. Osofsky*, 373 F. 2d 269, 273 (2d Cir. 1967) (实施追溯规则,即《1933年证券法》第11条原告必须购买的证券是招股说明书或上市登记表的直接标的); *Harden v. Raffensperger, Hughes & Co.*, 933 F. Supp. 763 (S. D. Ind. 1996); *Wolfson v. Solomon*, 54 F. R. D. 584, 588 (S. D. N. Y. 1972). 追溯规则在《1933年证券法》第11条的文本中找到了坚实的支持,该条文本中谈到“此类证券的购买者”以及将损害赔偿限制在发行价格的损害赔偿公式。See Securities Act § 11(a)(e), 15 U. S. C. § 77k(a)(e) (1994).

易中当事人选择的态度的分水岭。^[178] 1987年,最高法院在 *Shearson/American Express, Inc. 诉 McMahon* 案中得出结论,尽管《1934年证券交易法》宽泛的属人管辖权和属地程序旨在确保原告能够选择一个联邦法院,但国会并没有将《1934年证券交易法》请求从《1925年联邦仲裁法》(Federal Arbitration Act of 1925)支持仲裁要求中剔除。^[179] 两年后,在 *Rodriguez de Quijas 诉 Shearson/American Express, Inc.* 案中,最高法院为依据证券法起诉的投资者重申了这一结论。^[180] 这些裁决开启了证券仲裁的新时代。

麦克马洪 (McMahon) 和罗德里格斯·德基哈斯 (Rodriguez de Quijas) 案都将格式仲裁条款纳入投资者签署的客户—经纪人协议中。这些投资者后来起诉至法院,声称他们的经纪人违反了证券法。最高法院得出结论认为,允许经纪人向客户提供“要么接受要么放弃”的证券仲裁条款的好处超过了此类条款的成本,因此最高法院否定了30年前在 *Wilko 诉 Swan* 案中尝试的成本效益分析。^[181] 在那里,最高法院曾依据证券监管的传统原则判决证券仲裁无效,因为它违反了证券法的法院选择条款。法院在威尔科 (Wilko) 案中解释说,法院选择弥补投资者无法“与证券卖家公平交易”的不足。^[182] 鉴于谈判的不对等性,任何声称的投资者对非司法法院的同意都不能得到尊重。威尔科案中法院认为,证券法的反弃权条款使得约定放弃法院选择权的争议前协议无效。作为对监管父爱主义 (regulatory paternalism) 的解释,威尔科案是无懈可击的。

但自1953年以来,时代发生了变化。麦克马洪对威尔科针对仲裁的怀疑表示严重质疑,罗德里格斯·德基哈斯案正式推翻了1953年的裁决。发生了什么? 相关的法律文本没有变化:麦克马洪案和罗德里格斯·德基哈斯案在威尔科案中的问题上都考虑了相同的法院选择和

[178] 这些案件延续了从 *Scherk 诉 Alberto - Culver Co.* 案中开始的对证券交易中私人合同的态度转变,该案支持了国际股票购买协议中的仲裁条款。

[179] See 482 U. S. 220 (1987).

[180] See 490 U. S. 477 (1989).

[181] See 346 U. S. 427 (1953).

[182] See *Rodriguez de Quijas*, 490 U. S. at 480 (quoting *Wilko*, 346 U. S. at 435).

反弃权用语。然而,监管环境发生了变化。1975年,国会加强了SEC对证券交易所和NASD规则(包括仲裁规则)的审查力度。在麦克马洪案中,最高法院自信地宣称:“即使威尔科关于仲裁的假设在威尔科案做出裁决时是有效的,它们在今天肯定也不为真,因为仲裁程序受到SEC监督权的约束。”^[183]然而,麦克马洪案对证券仲裁的广泛认可并不依赖SEC的监督,最高法院承认并非所有证券仲裁都是根据自律组织(Self Regulatory Organization)规则进行的。^[184]后来在罗德里格斯·德基哈斯案中,最高法院对SEC监管的存在只给予了短暂关注,反而更聚焦于法院选择条款的程序性质:

在某种程度上,威尔科案怀疑仲裁是一种削弱实体法对潜在申诉人提供的保护的方法,这与我们对目前支持以这种方法解决纠纷的联邦法规的强烈认可相去甚远。^[185]

根据罗德里格斯·德基哈斯案,证券仲裁协议并没有放弃实体保护,因为它们“有助于实现让证券买者更广泛地选择争议解决法院的目标”^[186]。

最终,最高法院对证券仲裁的认可是更广泛的支持仲裁议程的一部分。该议程源于新兴的“当事人选择”(party choice)理念,并通过法院在20世纪80年代的《1925年联邦仲裁法》复兴实现。联邦仲裁法在威尔科案中仅受到零星的关注。最高法院在该案中裁定,《1925年联邦仲裁法》的私人选择理念已被《1933年证券法》的监管理念取代。但到麦克马洪案和罗德里格斯·德基哈斯案时,最高法院对私人纠纷解决的态度已经改变。在支持证券仲裁时,最高法院接受了《1925年联邦仲裁法》认可的当事人自愿和同意假设。最高法院开始承认,投资者和其他商业行为人一样可以自我保护。这并不是SEC在实现投

[183] McMahan, 482 U. S. at 233.

[184] See id. at 258 n. 16. “一些仲裁协议允许在美国仲裁协会(American Arbitration Association)进行仲裁,其规则类似于自律组织守则中(SRO Codes)的规则。”

[185] Rodriguez de Quijas, 409 U. S. at 481.

[186] Id. at 483.

资者保护方面变得更加有效,而是投资者和投资者参与的市场扮演了全面的政府监管角色。^[187] 无论法律文本如何,监管父爱主义都已过时。

10年经验之后,最高法院对证券仲裁的希望似乎被证明是正确的。表面上看,证券仲裁可以降低事后执行披露承诺的成本,从而降低证券中介的成本。^[188] 与法院诉讼相比,仲裁为经纪人和投资者提供许多好处,如减少诉讼手续、降低发现成本、更快地解决争议、从专家决策中获益以及保护诉讼程序中的隐私。^[189] 然而,这些好处存在一些成本,如行业仲裁员之间的偏见,受过诉讼训练的客户律师与精通仲裁的经纪人律师之间的不对称执业,以及经纪人声誉在非公开仲裁中的风险较小导致的更低的和解激励。尽管如此,总体上收益似乎超过了成本。^[190] 仲裁协议的持续盛行表明,经纪公司认为仲裁成本低于诉讼成本,而且研究表明仲裁中的投资者并非系统地处于不利地位。^[191] 事实

[187] 萨克斯(Sachs)教授将罗德里格斯·德基哈斯(Rodriguez de Quijas)案中的合同自由理解为仅限于仲裁协议。她指出,法院“禁止放弃1934年法案中任何必要的‘让证券买家与卖家平等’的条款,从而将合同法置于投资者保护之下”。Margaret V. Sachs, *Freedom of Contract; the Trojan Horse of Rule 10b-5*, 51 Wash. & Lee L. Rev. 879, 886 (1994).

[188] See United States General Accounting Office, *Securities Arbitration; How Investors Fare* 60 (GAO/GGD-92-74) (May 1992) [hereinafter GAO Report]; Norman S. Poser, *Securities Arbitration; A Decade after McMahon; Foreword*, 62 Brook. L. Rev. 1329 (1996).

[189] See Jeffrey W. Stempel, *Bootstrapping and Slouching Toward Gomorrah; Arbitral Infatuation and the Decline of Consent*, 62 Brook. L. Rev. 1381 (1996); Norman S. Poser, *When Adr Eclipses Litigation; The Brave New World of Securities Arbitration*, 59 Brook. L. Rev. 1095 (1993).

[190] See Constantine N. Katsoris, *Should McMahon Be Revisited?*, 59 Brook. L. Rev. 1113 (1993) [概述自麦克马洪(McMahon)案以来为改进仲裁程序所做的努力,并得出结论认为公众投资者将证券仲裁视为一个公平的争议解决方法]。

[191] See GAO Report, *supra* note 188, at 60. 尽管仍然存在需要进行实证研究的问题,但早期迹象表明证券仲裁已经发挥作用。See Joel Seligman, *The Quiet Revolution; Securities Arbitration Confronts the Hard Questions*, 33 Hous. L. Rev. 327, 367 (1996) [注意到GAO报告可能使用了狭窄和陈旧的数据,但赞扬罗德工作组(Ruder Task Force)以“不偏袒任何一方而是真诚地努力应对仲裁机制或仲裁程序本身的方式”直面难题]。

上,美国仲裁协会(American Arbitration Association)在SEC管辖范围之外进行的证券仲裁可能比根据证券交易所或NASD规则进行的仲裁更有利于投资者。^[192]

此外,证券行业最近(无论是通过SEC监督还是其他方式)采取了一些改革措施,如提高仲裁裁决报告的透明度和任命非行业代表组成仲裁庭。^[193]人们甚至有些担忧证券仲裁在采用诉讼式程序方面走得太远,这一发展受到了投资者的影响。^[194]也许最能说明问题的是,很大一部分客户—经纪人协议没有仲裁条款,反映出一个结论,那就是此类条款(可能是由于经纪人声誉下降或含蓄地鼓励客户启动正式的争议解决方案)的成本高于其收益。尽管人们可能会怀疑客户—经纪人谈判过程的平等性,并质疑投资者是否完全同意争议前仲裁条款,但经验表明,额外的力量会影响顾客—经纪人交易的结果。^[195]例如,证券公司要求主要与因采用高风险投资策略而具有高诉讼风险的顾客签订仲裁协议。

威尔科案假设,如果允许投资者放弃其法定司法权利,投资者将任由证券专业人士摆布,在今天看来是既天真又不合时宜的。

[192] See Richard E. Speidel, *Contract Theory and Securities Arbitration: Whither Consent?*, 62 Brook. L. Rev. 1335, 1353 (1996).

[193] Deborah Masucci, *Securities Arbitration – A Success Story: What Does the Future Hold?*, 31 Wake Forest L. Rev. 183, 188 (1996) (认为仲裁是一种优于普通诉讼的争议解决方法)。

[194] See *Arbitration Reform: Report of the Arbitration Policy Task Force to the Board of Governors National Association of Securities Dealers, INC.* 6 – 11 (1996) (对证券仲裁的未来提出建议,并指出一些建议的程序改革有可能使仲裁远离“一种非正式、迅速和廉价的争议解决模式”)。第一巡回法院的塞利亚(Selya)法官表示,证券仲裁程序可能趋向于诉讼模式,削弱了仲裁作为法院裁决替代方案的好处。See Bruce M. Selya, *Arbitration Unbound?: The Legacy of McMahon*, 62 Brook. L. Rev. 1433, 1434 (1996) (赞扬私人仲裁和法院裁决之间的二元性,并主张“证券仲裁……回归其作为一种有效的替代性争议解决机制的使命,而不是将自己重塑为法院的廉价翻版”)。

[195] See Stempel, *supra* note 189, at 1385 (质疑投资者同意和争议解决的合法性,“开始看起来不像我们从小就崇敬的英美制度,而更像极权主义或其他很少强调个人权利的制度”)。

3. 披露保证的私人免责声明

联邦法院还允许发行人通过披露警告和其他限制诉讼补偿的规定来避免证券发行和市场沟通中的欺诈责任。这些司法创造的原则反映了对“投资者保护”必要性的重新思考,为强制披露的持续相关性蒙上了一层阴影。如果要信任投资者能够忽略夸大陈述并就事后责任权利进行合同谈判,则必须要质疑强制性事前披露的理由。

“谨慎表达”(bespeaks caution)原则。联邦法院已宣布,必须在证券欺诈案件背景中阅读披露信息,如果预测、观点或预测性信息伴随足够清晰的警告以至于任何理性投资者都不会信赖它们,那么它们就是不可诉的。^[196] 该原则回应了对成本和发行人披露寒蝉效应的担忧,这些担忧源自披露责任产生的法定披露保证。正如亨利·弗伦德里(Henry Friendly)法官在SEC诉Texas Gulf Sulphur案中评论的那样:

如果公司拥有的单项选择是,要么保持沉默并让虚假谣言发挥作用,要么进行非法律要求的沟通,冒着笔误或未能正确收集或权衡事实的风险——全都要经过事后诸葛亮式的判断——将导致巨额判决,最终由无辜的投资者支付,为了投机者及其律师的利益,大多数公司会选择前者。^[197]

该原则已获得广泛的司法认可,其中隐含的结论是,投资者和他们参与的市场会(或应该)过滤掉前瞻的夸大陈述。^[198] 正如第四巡回法院所评论的:

[196] “谨慎表达”原则的最终确立来自 *In re Donald J. Trump*, 7 F. 3d 357, 364 (3d Cir. 1993)。See also *Donald Langevoort, Disclosure that “Bespeaks Caution”*, 49 Bus. Law. 481 (1994)。

[197] *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833, 867 (2d Cir. 1968) (Friendly, J., concurring), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969)。

[198] See *Parnes v. Gateway 2000, Inc.*, 122 F. 3d 539, 548 (8th Cir. 1997) (作为法律问题,通过“理性投资者不会忽视”的“特定”和“明确”警示发现的有关销售税风险、产品质量和库存系统的遗漏,这些信息不再具有重大性); *Grossman v. Novell Inc.*, 120 F. 3d 1112 (10th Cir. 1997) (鉴于详细上市登记表中的警示性声明,在新闻稿和采访中认为 *Novell WordPerfect* 合并带来“令人信服的机会”的说法并没有产生重大误导)。

重大性要求的作用不是赋予投资者一种孩子气的简单性,而是确定一个理性投资者是否认为当时遗漏的信息很重要……软性的夸大陈述通常缺乏重大性,因为股票的市场价格不会因预测增长的模糊陈述而上涨。任何理性投资者都不会依赖这些陈述……〔199〕

这意味着,该原则将调查前瞻预测性信息基本面的成本从发行人转移到了投资者身上。“谨慎表达”原则允许发行人将调查成本转移给参与市场的投资者,而不是让发行人遵守勤勉尽责标准使调查成本最终由投资者承担。〔200〕

法院不仅将“谨慎表达”原则扩展到信息有效市场中的交易,〔201〕还扩展到私募发行、〔202〕首次公开发行(债券和股票)、〔203〕合并、〔204〕和封闭式共同基金。〔205〕因此,司法原则的适用性比发达市场中前瞻性陈述的法定安全港要广泛得多。〔206〕它假设一类新型的理性投资者,他们并非典型的老实投机者,善意的法官强加的欺诈责任是后者的最后一道保

〔199〕 Hillson Partners Ltd. Partnership v. Adage, Inc. ,42 F. 3d 204,211,213(4th Cir. 1994).

〔200〕 See Branson, Running the Gauntlet, supra note 162, at 19[批评私人证券诉讼改革法案(Private Securities Litigation Reform Act)对“谨慎表达”原则的编纂,该原则“用谨慎的语言(简单和廉价)代替传统的勤勉尽责(困难和昂贵)”。]

〔201〕 交易市场的信息效率(“市场欺诈理论”的一个要素)意味着市场参与者“通过对可用信息的老练分析使市场有效”将打消管理层的乐观情绪并专注于警示性披露。In re Westinghouse Securities Litigation, 832 F. Supp. 948, 976 (W. D. Pa. 1993) (驳回有关披露未来贷款损失准备金的请求,理由是市场参与者不会“天真地忽视”发行人的警告) rev'd in part on other grounds 90 F. 3d 696 (3d Cir. 1996).

〔202〕 许多案件涉及避税有限合伙投资。See Luce v. Edelstein, 802 F. 2d 49 (2d Cir. 1986) (发现警告性语言使对未来业务结果的估计不具有重要性)。

〔203〕 See Lasker v. New York State Elec. & Gas Corp. ,85 F. 3d 55,59 (2d Cir. 1996) (股票发行); Searls v. Glasser, 64 F. 3d 1061,1066 (7th Cir. 1995) (债券发行); In re Donald J. Trump Casino Sec. Litig. ,7 F. 3d 357,371 (3d Cir. 1993) (债券发行)。

〔204〕 See Grossman v. Novell, Inc. ,120 F. 3d 1112 (10th Cir. 1997)。

〔205〕 See Meyer Pincus & Assoc. ,P. C. v. Oppenheimer & Co. 936 F. 2d 759 (2d Cir. 1991)。

〔206〕 See Securities Act § 27A, 15 U. S. C. § 77z-2 (1994 & Supp. 1995); Exchange Act § 21E, 15 U. S. C. § 78u-5 (1994 & Supp. 1995)。法定安全港不包括未注册公司的披露、符合GAAP的财务报表中的披露、与要约收购或首次公开发行有关的披露,以及私有化、卷起交易(rollup)或低价股交易中的披露。

护线,而前者是对发行人夸大未来收益的诱惑保持警惕的谨慎分析师。^[207]

合同条款。尽管联邦证券法中存在反弃权条款,但联邦法院也越来越多地在证券欺诈诉讼中执行私人条款。玛格丽特·萨克斯(Margaret Sachs)教授对这一趋势进行了敏锐的回顾,他描述了自20世纪80年代后期以来证券民事诉讼中合同自由的兴起。^[208] 联邦法院复兴了买者自负(caveat epmtor),已经开始在规则10b-5民事诉讼中认可合并条款、律师费条款和欺诈法规上基于合同的辩护,尽管有人认为这些条款损害了投资者保护,因而应依据证券法的反弃权条款归于

[207] 在涉及私人避税投资的“谨慎表达”案件中,投资者的成熟度一直是一个反复出现的主题。See, e. g., *Haggerty v. Comstock Gold Co.*, 770 F. Supp. 216 (S. D. N. Y. 1991) (将“谨慎表达”原则应用于有限合伙人,所有在避税投资方面经验丰富的富有专业人士); *Adler v. Berg Harmon Assoc.*, 790 F. Supp. 1235 (S. D. N. Y. 1992) (发现成熟的投资者不可能依赖私募发行备忘录中“充满风险”警告的乐观预测)。See also *Rodney v. KPMG Peat Marwick*, 143 F. 3d 1140, 1146 (8th Cir. 1998) (Gibson, J., dissenting) (认为最低投资额为25,000美元的“成熟”投资者已被警告特定风险)。

法院还假设了投资者在公开发行人中的成熟度。See *Parnes v. Gateway 2000, Inc.*, 122 F. 3d 539, 548 (8th Cir. 1997) (将“谨慎表达”原则应用于公开发行人对个人投资者的遗漏,他们应理解“计算过时风险”和“模糊预测增长”中隐含的夸大陈述); *Dodds v. Cigna Sec., Inc.*, 12 F. 3d 346, 351 (2d Cir. 1993) (无论实际投资成熟度如何,投资者都遵守“理性投资者”标准,即他们是否已被告知投资风险); *In re PaineWebber Ltd. v. Geodyne Resources*, 171 F. R. D. 104 (S. D. N. Y. 1997) (认为投资中的投资者信任“理性投资者”标准)。

[208] See Sachs, *supra* note 187. 尽管司法态度在20世纪80年代发生了明显变化,但联邦法院从一开始就明白投资者保护是为无辜者设计的。例如,如果投资者得知虚假陈述,他放弃证券索赔请求,但等待起诉并希望投资能够盈利。See *Royal Air Properties, Inc. v. Smith*, 312 F. 2d 210, 213 (9th Cir. 1962) (否认原告在得知虚假陈述后等了两年才提起诉讼,因为“证券交易法的目的是保护无辜的投资者,而不是保护失去无辜,然后等着看其投资结果如何的投资者”)。

无效。^[209]正如萨克斯教授所指出的:

规则 10b-5 民事诉讼充斥着传统合同法学的词汇——
欺诈法规、合并条款、律师费条款、法律选择条款、免责和协议
形成。因此,今天的下级联邦法院经常依赖于早期判例法认为
不利于投资者而拒绝使用的相同合同工具来裁判规则 10b-
5 民事诉讼。^[210]

如何理解这种从监管父爱主义到私人便利的态度转变?萨克斯教授将其归因于对最高法院证券仲裁裁决含义的混淆,认为只有当合同工具明显植根于联邦证券法的用语、历史或政策时,法院才应在联邦证

[209] See Sachs, *supra* note 187, at 888. 司法态度的蜕变不言而喻:

律师费条款。比较 McGuire 诉 Miller, 1 F. 3d 1306, 1313 (2d Cir. 1993) 案(维护交易法下律师费条款的有效性,前提是得到适当注意),与 Doody 诉 E. F. Hutton & Co., 587 F. Supp. 829 (D. Minn. 1984) 案(驳回了律师费条款,因为它倾向于阻止投资者主张权利)。

合并条款。比较 Jackvony 诉 RIHT Fin. Corp., 873 F. 2d 411, 416 (1st Cir. 1989) 案(基于提供书面合同的合并条款的口头陈述驳回 10b-5 请求,合并条款“构成整个协议并取代所有先前的书面、口头协议和谅解”),和 Lanza 诉 Drexel & Co. 案, [1970-71 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 92,826, at 90, 101 n. 14 (S. D. N. Y. Oct. 9, 1970), *affd*, 479 F. 2d 1277 (2d Cir. 1973) [引用《1934 年证券交易法》第 29 (a) 条,认为合并条款与规则 10b-5 的主张无关]。欺诈规定。比较 Pommer 诉 Medtest Corp., 961 F. 2d 620, 625 (7th Cir. 1992) (根据证券转让的州欺诈法规完全适用于规则 10b-5 请求的理论,否定了投资者以规则 10b-5 主张口头合同的资格),与 Fogarty 诉 Security Trust Co., 532 F. 2d 1029, 1034 (5th Cir. 1976) (认为州欺诈法规与联邦规则 10b-5 请求无关)。

法官并不是唯一遵从发行人和市场惯例的人。自从萨克斯(Sachs)批评惯例在证券案件中使用以来,州立法机构已经极大地更改了适用于证券交易的欺诈法规。1994 年,全国统一州法专员会议(National Conference of Commissioners on Uniform State Laws)修订《统一商法典》(Uniform Commercial Code),删除了证券合同欺诈条款。See U. C. C. § 8-113 (1994)。《统一商法典》第 8-113 条的官方评论(Official Comment)指出,鉴于电子通信手段的使用越来越多,欺诈法规已经不适合证券交易,无论它过滤不良索赔的好处是什么,都小于其为证券业务惯例发展造成的阻碍。See Official Comment, U. C. C. § 8-113. 截至 1998 年 9 月,已有 48 个州将这一变化编入法案。See Hawland UCC Series Local Code Variations, at vi-vii (1998)。

[210] Sachs, *supra* note 187, at 880.

券诉讼中使用合同分析。^[211] 但仔细观察,这种现象似乎并非源于司法混淆,而是源于一种新的去管制精神。尽管在罗德里格斯·德基哈斯案中运用了警告性用语,但下级联邦法院继续常规地在证券诉讼中使用合同分析。^[212] 对自称受欺诈的投资者执行协议(有时是无限期的),法院将重点放在投资者的成熟度和风险意识上,对立法的反弃权条款则不屑一顾。^[213] 一些法院敏锐地注意到,使投资者免受其自身协议约

[211] See *id.* at 888. 萨克斯(Sachs)从她对罗德里格斯·德基哈斯(Rodriguez de Quijas)案的解读中得出了这个结论,该案仅在投资者没有放弃“让证券买家与卖家平等”的必要条件下才接受投资者保护的放弃(无论是否法定)。See *Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc.*, 490 U. S. 477, 481 (1989). 萨克斯还在最高法院支持共同侵权人之间就规则 10b-5 项下的责任分配的裁决中找到支撑。在该裁决中,法院驳斥了当事方关于责任分配效率的法律和经济学论点,并将其任务描述为“不评估竞争规则的相对优点,而是推断 1934 年国会将如何解决这个问题”。See *Musick, Peeler & Garrett v. Employers Ins. of Wausau*, 508 U. S. 286, 293 (1993).

道格拉斯·布兰森(Douglas Branson)教授也谴责了司法对合同辩护的接受,他将改变的司法态度归因于“保守派法官”,这些法官总结认为投资者应该自担风险。See *Branson, Running the Gauntlet*, *supra* note 162, at 22. 特别是,布兰森批评了司法对合并条款的认可,他将其描述为允许销售人员夸大投资的样板,因为合并条款将导致任何口头保证无效。

[212] *Sachs*, *supra* note 187, at 894-919 [收集了支持合同辩护的罗德里格斯·德基哈斯(Rodriguez de Quijas)案之后的案件]。趋势仍在继续。See *Harsco Corp. v. Segui*, 91 F. 3d 337, 344 (2d Cir. 1996) (支持合并条款,该条款通过将披露责任限制在特定保证中来“削弱”原告的 10b-5 请求,因为双方都是“成熟的商业实体”); *United Municipal Leasing Co. v. Lexington Corporate Properties*, No. 95 C 3212, 1996 U. S. Dist. LEXIS 17121 (N. D. Ill. Nov. 18, 1996) (欺诈法规)。But see *In re Integrated Resources Real Estate Limited Partnerships Securities Litigation*, 815 F. Supp. 620 (S. D. N. Y. 1993) (引用罗德里格斯·德基哈斯案,仅在投资者的请求无意义的情况下才允许赔偿律师费)。

[213] 在合同案件中,投资者通常不是无辜的受害者,而是对他们的承诺和投资风险负责的成熟参与者。See *Zissu v. Bear, Stearns & Co.*, 627 F. Supp. 687 (S. D. N. Y. 1986) (对虚假表示他有资格进行私人避税投资的投资者执行赔偿和律师费条款,尽管有论点认为这些条款有助于放弃投资者的责任权利),部分基于其他理由修订, 802 F. 2d 75 (2d Cir. 1986) (发现赔偿条款过于模糊,无法执行,但支持律师费条款); *Barnebey v. E. F. Hutton*, 715 F. Supp. 1512 (D. Fla. 1989) (对虚假陈述其成熟度的投资者执行赔偿条款); *Abbott v. Equity Group, Inc.*, 2 F. 3d 613 (5th Cir. 1993) (支持投资者对担保公司的赔偿承诺,当投资者在房地产风险投资中未履行付款义务时,该担保公司会收取投资份额;驳斥投资者赔偿方的反弃权论点,其认购协议强调“高度风险和特殊风险”)。

束将导致发行人面临投资者机会主义,从而增加投资成本。^[214] 简而言之,司法态度的转变源于对投资者脆弱性的重新认识。

4. 国际证券交易中的当事人选择 (party choice)

随着更高水平的全球化导致 SEC 放松跨境发行的强制披露,联邦法院也接受了国际证券交易中的披露选择。面对签订合同避免美国证券监管成本的各方当事人,联邦法院已强制执行其国际合同条款,即使这样做会削弱美国投资者保护。

1974年,在国内仲裁赢得司法支持的10多年前,最高法院在 Scherk 诉 Alberto Culver Co. 案中支持了国际股票购买协议中的一项仲裁条款,美国投资者称该条款是通过欺诈达成的。^[215] 法院认可当事方的法院选择条款,因为在跨国交易中适用国内法会产生不确定性。^[216] 该裁决作出之际,至少在国内环境中争议前证券仲裁协议是被广泛认为违反证券法反弃权条款的。

伦敦劳埃德保险公司 (Lloyd's of London) 案件在国际证券环境中继续维持这种对当事人选择的司法认可。相关案件的起因是劳埃德保险公司的巨额保险索赔,该索赔首次要求劳埃德保险公司的成员内姆斯 (Names) 承保损失。^[217] 当内姆斯试图通过主张存在与其投资相关的证券欺诈来避免索赔时,劳埃德保险公司辩称内姆斯的协议要求根据英国法在英国法院提起诉讼。联邦法院根据 MIS Bremen v. Zapata

[214] “如果这项赔偿协议无法执行,它将破坏证券法以至于投资者可以自由地做出虚假陈述而不受惩罚,发行人将完全无法准确评估潜在投资者在此类风险投资中的资格。” Zissu, 627 F. Supp. at 694.

[215] See 417 U. S. 506, 515 (1974).

[216] See also Mitsubishi Motors v. Soler, 473 U. S. 614, 629 (1984) (国际经销商协议中的支持条款要求在日本商会进行仲裁,因为执行双方的协议将促进“国际礼让……以及对国际商业体系对可预测性需求的敏感性”).

[217] 该案件源于20世纪90年代初针对劳埃德保险公司的大量环境索赔请求。这些索赔请求是预料之中的。1969年,劳埃德保险公司的管理层意识到该公司可能会因石棉、污染和健康危害索赔请求而面临巨额责任。为了弥补预期的索赔,劳埃德保险公司开始招募美国投资者,但没有披露其潜在责任的全部范围。在20世纪80年代,劳埃德保险公司成功游说议会授予其有限豁免权,使其免于投资者在英国法院提起的民事诉讼,包括针对与证券交易有关的没有表现出恶意的虚假陈述索赔和欺诈索赔。拒绝签署法院选择和法律选择条款的投资者被迫退出劳埃德保险公司。See Stamm v. Barclays Bank of New York, 960 F. Supp. 7See 24 (S. D. N. Y. 1997).

Off – Shore Co. 案的规则,^[218]即除非证明不合理,否则法院选择条款是有效的,统一执行了协议中的法院选择和法律选择条款。^[219]尽管内姆斯声称他们同意在英国提起诉讼是因为被误导了,并且英国法对针对劳埃德保险公司的证券欺诈索赔提供了有限的豁免,但法院驳斥了这

[218] See 407 U. S. 1, 15 (1972).

[219] 迄今为止,提出该问题的所有上诉法院都支持劳埃德保险公司的法院选择和法律选择条款。尽管 SEC 以法庭之友的身份主张劳埃德的条款因违反联邦证券法的反弃权条款无效,但最高法院曾先后四次拒绝再审:

第二巡回法院。Roby v. Corporation of Lloyds, 996 F. 2d 1353 (2d Cir.), cert. denied, 510 U. S. 945 (1993).

第四巡回法院。Allen v. Lloyd's of London, 94 F. 3d 923 (4th Cir. 1996).

第五巡回法院。Haynsworth v. The Corporation, 121 F. 3d 956 (5th Cir. 1997), cert. denied sub nom. , Haynsworth v. Lloyds of London, 118 S. Ct. 1513 (1998).

第六巡回法院。Shell v. R. W. Sturge, Ltd. , 55 F. 3d 1227 (6th Cir. 1995) (dismissing claims under Ohio securities laws).

第七巡回法院。Lipcon v. Underwriters at Lloyd's, London, 148 F. 3d 1285 (7th Cir. 1998), cert. denied, 142 L. Ed. 2d 704 (1999); Bonny v. Society of Lloyd's, 3 F. 3d 156 (7th Cir. 1993), cert. denied, 510 U. S. 1113 (1994).

第九巡回法院。Richards v. Lloyds of London, 135 F. 3d 1289 (9th Cir.)

(en banc), cert. denied, 119 S. Ct. 365 (1998).

第十巡回法院。Riley v. Kingsley Underwriting Agencies, Ltd. , 969 F. 2d 953 (10th Cir.), cert. denied, 506 U. S. 1021 (1992).

得克萨斯州的一个地区法院认为这些条款无法执行, Leslie u. Lloyd's of London, No. Civ. H – 90 – 1907, 1995 WL 661090 (S. D. Tex. Aug. 20, 1995), rev'd sub noa. , Haynsworth v. The Corporation, 121 F. 3d 956 (5th Cir. 1997), cert. denied sub nom. , Haynsworth v. Lloyd's of London, 118 S. Ct. 1513 (1998), 但该案后来在同一地区法院被执行这些条款的其他法官驳回。See Haynsworth v. Lloyd's of London, 933 F. Supp. 1315 (S. D. Tex. 1996); McDade v. Nationsbank of Texas, Civ. No. H – 94 – 3714 (S. D. Tex. June 28, 1995). 第九巡回法院的一个法庭认为这些条款无法执行, 因为公共政策要求对与美国有实质性联系的交易适用美国法律。See Richards v. Lloyds of London, 107 F. 3d 1422 (9th Cir. 1997), withdrawn, 135 F. 3d 1289 (9th Cir. 1998) (en banc), cert. denied, 119 S. Ct. 365 (1998).

些观点并指出了内姆斯的投资复杂性^[220]当事人选择英国法的明知和充分性,^[221]以及协议的国际性。^[222]

正如 SEC 所认识到的,这些案件具有重要的监管意义。在向第七和第九巡回法院提交的法庭之友书状(amicus brief)中,SEC 辩称劳埃德保险公司的条款实际上废止了联邦反弃权条款,而这是投资者保护的重要组成部分。^[223] SEC 发出警告,允许外国证券发行人以强迫美国投资者同意依据外国法在外国司法辖区解决争议的方式避免私人责任,这会削弱投资者的救济措施。SEC 告诫法院不要取代美国证券法,因为外国法律对投资者的保护虽然较少,但仍然是足够的。但法院基本上对 SEC 的看法充耳不闻。

与 SEC 一致,一些评论员正当地批评伦敦劳埃德保险公司相关案

[220] See *Haynsworth v. The Corporation*, 121 F. 3d at 967 - 68. “签订这些协议的成熟个体不会天真地相信,只选择外国法院而不是在其中适用的法律,他们便因此保留了根据美国法律提起诉讼的不可剥夺的特权。”第五巡回法院关于投资者成熟度的结论具有典型性:“FS/COL 条款是一页半一般承诺(General Undertaking)的重要组成部分,它直截了当地假定原告知道它所说的内容。原告是自愿订立合同的成熟当事人;我们不要求一方有义务就合同的风险和利益向另一方提供咨询。”Id. at 965.

将证券法的事前披露要求和反欺诈条款的事后责任标准并列在一起,第二巡回法院指出,SEC 一直豁免劳埃德保险公司遵守证券法的注册要求,显然是基于以下理由:劳埃德保险公司的经济状况测试符合条例 D(Regulation D)的“合格投资者”标准。第二巡回法院表示:“我们非常不愿意对 SEC 的明显判断提出异议,即……内姆斯(Names)足够成熟,不需要证券法的披露保护。”See *Roby*, 996 F. 2d at 1366. 换言之,不需要事前披露的投资者可以协商放弃事后责任权利。

[221] See *Roby*, 996 F. 2d at 1364(确定美国证券法不会受到损害,因为英国法律足以保护美国投资者);*Bonny*, 3 F. 3d at 156(表达了对英国法律充分性的信心)。

[222] 正如第七巡回法院所说,“得出的结论是,美国证券法的反弃权条款绝对地排除了成熟当事人签订国际协议——根据定义,如果当事人没有事先就法院选择和法律选择条款签订合同,这些协议涉及的当事人和标的物将受到不止一个国家的法律约束——将破坏布莱梅(Bremen)案和舍尔克(Scherk)案所依据的这两项政策”。See *Lipcon*, 148 F. 3d at 1294 - 95. See also *Riley*, 969 F. 2d at 957 - 58(结论是该协议真正具有国际性,反映了与外国法院的多次接触)。

[223] See *Lipcon*, 148 F. 3d at 1285; *Richards*, 135 F. 3d at 1289.

件,认为它们违反了美国证券法的监管精神。^[224] 他们指出,美国证券法的制定是为了“保护投资者”,该法案的反弃权条款旨在防止成熟、不成熟的投资者以合意放弃其法定保护。^[225] 他们解释称,根据外国法进行的外国仲裁以多种方式损害了美国的保护:它取消了 SEC 对仲裁程序的监督;导致了非美国法标准的适用;剥夺了受损方为与“公共政策”保持一致而进行美国司法审查的机会;使美国披露法律私人化并破坏了美国证券市场的总体完整性。^[226] 根据伦敦劳埃德保险公司相关案件的做法,寻求美国证券保护的美国投资者需要证明外国程序或法律标准将损害他们在美国获得充分、诚实披露的权利。实际上,批评者断言,联邦法院已经认可成熟美国投资者可以合意放弃国会意图强制执行的法定保护。私人选择已经取代了公共法律。

最后,伦敦劳埃德保险公司相关案件揭示了司法允许证券发行中存在私人选择的坚定决心,特别是当当事人的交易可能受到多种监管制度的约束时。这些案件创造了一个令人印象深刻的美国证券法学体系,反映出人们对证券法反弃权条款以及对投资者无助和市场失灵假设的深刻怀疑。

[224] See James D. Cox, Choice of Law Rules For International Securities?, 66 U. Cin. L. Rev. 1179, 1186 - 88 (1998) [hereinafter Cox, Choice of Law]. 考克斯 (Cox) 教授批评劳埃德保险公司相关案件将美国证券监管私人化,导致了两个不利后果:(1) 不知情地放弃联邦证券保护破坏了联邦立法的保护理念;(2) 外国和国内发行人披露责任的不平衡增加了所有人的资本成本。See id. See also Darrell Hall, Note, *No Way Out: An Argument Against Permitting Parties To Opt Out of U. S. Securities Laws in International Transactions*, 97 *Coluom. L. Rev.* 57 (1997) (主张国会通过立法防止各方取代美国证券法规)。霍尔 (Hall) 出于多种原因批评了这些决定,认为要么法院必须制定更明确的标准来评估此类条款的可执行性,要么国会应通过立法防止各方取代美国证券监管。

[225] See, e. g., Cox, Choice of Law, supra note 224, at 1186 - 87; Hall, supra note 224, at 60 [quoting S. Rep. No. 73 - 47, at 2 (1933); H. R. Rep. No. 73 - 85, at 1 (1933)].

[226] See Cox, Choice of Law, supra note 224, at 1187 - 88; Hall, supra note 224, at 79 - 80.; Jennifer M. Eck, *Turning Back the Clock: A Judicial Return to Caveat Emptor for U. S. Investors in Foreign Markets*, 19 N. C. J. int'l L. & Com. Reg. 313, 328 (1994) (注意到在诉讼时美国证券法相对于英国法律的显著优势,包括较低的故意和因果关系要求、确立的私人诉讼权以及追回三倍损害赔偿和律师费的可能性)。

(三) 国会修正主义:私人选择的扩张

长期以来,国会一直对证券发行中强制披露的成本很敏感。最重要的立法认可体现在证券法的私募发行豁免中。^[227] 其他豁免还包括经常扩大的《1933年证券法》第3(b)条的小额发行豁免和《1933年证券法》第4(6)条的认可投资者豁免。^[228] 然而,国会在很大程度上将解决事前披露成本收益平衡的任务留给了SEC。

最近,国会表示对加重事后责任的成本很感兴趣。^[229] 在《1995年私人证券诉讼改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)(以下简称《改革法案》)中,^[230]国会接受了证券欺诈集团诉讼已失控的故事——一台不由证券欺诈而由证券诉讼的敲诈驱动机器。《改革法案》认识到,证券集团诉讼中的次优责任标准和程序规则会给发行人(无论好坏)带来成本并将之转嫁给投资者。^[231] 证券欺诈集团诉讼的和解——几乎是这些案件的普遍结果——涉及公司(现有股东)向原告集团(一个现有或前股东的子团体)和原告律师的付款。^[232] 对于多元化投资者,除非伴随巨额诉讼费用,否则这些股东内部的财富转移是无关紧要的。一些成本是直接的,如由证券诉讼律师提取的费用。其他影响披露质量和数量的成本是间接的,因为担心被交易市场和证券诉讼律师误解,发行人会避免公开披露。此外,回报(以及股价)高度波动的发行人会避开公开股权发行,而这通常是证券欺诈诉讼的目标。相反,这些发行人更喜欢向机构投资者发行投资级债务、抵

[227] See Securities Act § 4(2), 15 U. S. C. § 77d(2) (1994).

[228] See 15 U. S. C. § 77c(b), 77d(6) (1994).

[229] 直到1995年,国会上一次重新审视证券法中加重责任框架的范围是在1934年,当时它修订了责任制度,以回应证券业对公开发行证券承销受到新法案的严格责任制度压制的担忧。

[230] Pub L. No. 104-67, 109 Stat. 737 (1995).

[231] See Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43 Stan. L. Rev. 497 (1991) (发现证券欺诈索赔的集团诉讼和解具有将和解过程与预期审判结果解绑的结构特征,因此“案情无关紧要”).

[232] 当指控是管理层欺诈人为地压低了价格时,现任股东向在公开真相之前低价出售的前股东支付费用。当指控是管理层人为抬高价格时,长期股东会向近期高价买入的买家支付费用。

押证券和其他很少成为证券诉讼目标的工具。^[233] 不能直接购买这些证券的个人和其他非机构投资者则必须以中间投资满足自身需求。

然而,《改革法案》承认证券欺诈责任可能是有益的,并试图设定一个最能满足发行人和投资者共同披露愿望的责任水平,从而最大限度地降低发行和交易成本。^[234] 《改革法案》在投资者福利上平衡事后责任成本和收益的效果如何? 格伦德费斯特(Grundfest)和佩里诺(Perino)教授对《改革法案》颁布后集团证券欺诈诉讼的初步数据进行评估,结果表明《改革法案》对受诉公司总数几乎没有影响,尽管该法案显然使得原告更加谨慎(诉讼前的平均股价下跌现在是31%,而《改革法案》颁布之前是19%),或许是由于改革法案的“强推论”辩护要求。^[235] 但这些数据并未揭示该法案修订的事后标准对投资者的价值。

然而,其他分析表明,国会反应过度并且弄错了成本效益平衡。^[236] 阿西克·阿利(Ashiq Ali)和桑杰·卡拉普尔(Sanjay Kallapur)的一项研究表明,股价对克林顿总统(President Clinton)否决《改革法案》(国会已推翻)的反应与公司应对价格变动诉讼的脆弱性的措施,即公司的市场模型贝塔及其作为高科技公司的身份之间存在正相关关系。也就是说,当克林顿总统表示不赞成该法案中限制投资者起诉能力的条

[233] See Joseph Grundfest, *Why Disimply?*, 108 Harv. L. Rfv. 727, 731 (1995) (指出1994年上半年,80%以上的国内证券发行形式为“证券诉讼很少针对的投资级债务、抵押证券等工具”).

[234] 其他笔者则关注证券欺诈诉讼中的集团诉讼和解是否与集体损失相称。See, e. g., James D. Cox., *Making Securities Fraud Class Actions Virtuous*, 39 Ariz. L. Rev. 497 (1997) [注意到如果问题是证券欺诈诉讼是否改善或恶化了披露,那么类别证券的追回(涉及不同股东群体之间的财富转移)与证券定价错误和名义上的股东损失无关].

[235] See Joseph A. Grundfest & Michael A. Perino, *Securities Litigation Reform: The First Year's Experience* (John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School, Working Paper No. 140, Feb. 1997), cited in Michael A - Perino, *Fraud and Federalism: Preempting Private State Securities Fraud Causes of Action*, 50 Stan. L. Rev. 273, 299 n. 114 (1998).

[236] See Branson, *Running the Gauntlet*, supra note 162, at 24. 得出的结论是,20世纪80年代证券诉讼泛滥是与当时的收购热潮、客户经纪人纠纷增加、避税欺诈浪潮以及价格下跌引发的集体诉讼有关的暂时现象。当国会在1995年通过《改革法案》时,前三个正在逐渐结束,而第四个可能并不重要。

款时,弱势公司的价格上涨。当国会推翻总统的否决时,这些公司的股价发生了逆转。该研究表明,诉讼风险高的公司的股东不赞成该立法,可能是因为担心该法案的限制会减弱证券诉讼的威慑效果并减少财务披露。^[237] 国会对证券诉讼中强制责任规则成本的担忧(特别是它们会影响高科技公司融资)可能是出于好意,但其似乎执行不力。现有的司法改革成绩,如“谨慎表达”原则和对欺诈指控的辩护要求,可能无须立法干预便已经在打击滥诉方面取得了进展。

四、披露选择:一项提议

证券法的明天会是怎样?从目前的趋势来看——在 SEC、法院和国会山——联邦政府对证券发行的监管正不可避免地转向披露选择。联邦政府对证券发行的《1933 年证券法》下的监管是对大萧条金融危机的政治回应,随着时间推移,它与联邦政府对证券市场和中介机构的监管并驾齐驱。但是,即使在《1934 年证券交易法》下市场监管扩大的情况下,《1933 年证券法》下的体制也已被削弱,它的存在并不是因为其久经考验的效能。相反,联邦政府对证券发行的监管之所以持续存在,是因为它所处的监管环境导致了一种制度博弈。在这种博弈中,各种参与者(证券监管机构、行业成员、发行人和投资者)接受了共存。^[238]但随着市场力量侵蚀监管据点,趋势是走向新的博弈。在本部分,笔者概述并考虑了一种可能性。

(一) 证券发行中的披露选择

证券法经常强迫发行人超出投资者的支付愿意进行披露和保证,

[237] See Ashiq Ali & Sanjay Kallapur, *Shareholders' Perception of the Securities Litigation Regime in the U. S. ; Stock Price Impact of the Presidential Veto of the Private Securities Litigation Reform Bill of 1995*, (Feb. 1998), available at <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstractid=70849> (on file with the Columbia Business Law Review).

[238] See Mark J. Roe, *Chaos and Evolution in Law and Economics*, 109 Harv. L. Rev. 641 (1996) (断言某些经济形式的存在不是因为效率,而是因为建立制度结构的初始条件,通常是偶然的条件;经济形式解决的问题可能不再相关)。

促使发行人避开强制披露或选择其他融资方法。通过使披露(其内容和方法)与实际投资者的信息需求相一致,而非与立法或行政假设相一致,证券发行中的披露选择有望拓展融资方法并降低融资成本。例如,发行人或承销商因注册责任的威胁而回避的公开发行将变得可行;仅限符合 SEC 标准的投资者参与的私募发行可以提供给更广泛的投资者群体;不受已注册发行的时间规则约束的证券拍卖可能会实现更高的价格准确性。^[239]

发行人对 SEC 表格和豁免规则下当前披露选择的各种利用,反映出发行人和投资者在直接交易和中介化交易中的信息成本效益平衡可以降低资本成本。监管经验还表明,在各种各样发行中发行人和投资者可以并且已经决定自身工具的使用。证券发行中的披露选择将让信息提供者和使用能够衡量事前披露的边际收益及其边际成本,并确定收益何时以及在何种程度上超过成本。正如资本形成和监管程序咨询委员会最近所认识到的,更大的披露灵活性将允许发行人根据投资者的信息需求推销其证券。^[240] 最后,披露选择建立在我们对私人选择的全国性承诺之上(已经反映在证券法中),以市场而非监管解决方案为中介。

1. SEC 对不注册(no - registration)发行的豁免

证券发行中市场驱动的信息披露选择趋势表明,一种让发行人可以在发行证券时根据事后责任规则,选择向投资者提供的事前披露的性质和水平的制度正在演化。笔者呼吁 SEC 采用一项规则,让发行人选择“不注册”状态的发行免受《1933 年证券法》第 5 条(Section 5)注册条款约束。^[241] 否则,公开发行将继续受《1933 年证券法》第 5 条已注册发行通常的禁止抢跑(gun - jumping)、提交报告和招股说明书交

[239] See Jonathan A. Shayne & Larry D. Soderquist, *Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings*, 48 Vand. L. Rev. 965 (1995).

[240] See Committee on Capital Formation, *supra* note 68, at 88, 419.

[241] 鉴于共同基金普遍缺乏中介销售,投资公司将无法获得这种选择权。See Romano, *Empowering Investors*, *supra* note 4, at 2371 - 72(将共同基金排除出她的基于州的证券监管提议,因为大型、知情的机构投资者通常不投资由个人投资者持有的共同基金)。

付等要求,或现有 SEC 豁免规则的条件(和标准)的约束。根据《1933 年证券法》第 4(2)条[Section 4(2)]豁免的私募发行不会受到影响。

选择“不注册”的发行人可以选择任何披露水平,包括目前在注册发行中要求的项目披露、各种 SEC 豁免规则允许的项目披露、其他一些披露标准或不披露。这种方法与 SEC 在其“航空母舰”提议中的计划一致,允许表格 B 发行人在发行期间选择向投资者披露的形式和风格。^[242] 该机构认为,这将给予发行人“更大的自由……减少一些重复披露,并在招股说明书中省略不具有重大性的披露”^[243]。

然而,“不注册”发行要遵守一项强制披露义务。作为豁免条件,发行人被要求向投资者(和 SEC)披露该发行未注册的情况,并描述发行人选择的披露水平。^[244] 投资者会收到一份强制性的封面(或类似文件),发行人将在其中提供按发行中的披露水平披露的以下信息:

除非发行人选择注册发行,否则应“编制”该发行未在 SEC 注册的警告;
SEC 或该发行遵守的其他项目披露标准(如有);和
如果披露,受加重责任约束的保证和由谁提供这些保证。

SEC 豁免权。SEC 拥有的豁免权可以使证券发行中的注册成为发行人的选择事项。由《1996 年国家证券市场改进法》(National Securities Markets Improvement Act of 1996)(以下简称《改进法》)^[245] 新增,新的《1933 年证券法》第 28 条授权 SEC 豁免:

任何……交易,或任何类别……交易,不受本标题下的任

[242] See Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2, at 67, 182 – 83.

[243] *Id.* at 67, 183.

[244] 这将超出目前不需要具体披露的法定私募豁免的要求。尽管如此,公开发行的披露水平似乎隐含在关于误导性重大遗漏的 10b – 5 禁令中。See Note, Rule 502(b)(1), 17 C. F. R. § 230.502(b)(1)(1998)(建议向非合格投资者提供信息的发行人,“鉴于联邦证券法的反欺诈规定,也考虑向合格投资者提供此类信息”).

[245] Pub. L. 104 – 290, 110 Stat. 3416(1996).

何条款或多个条款的约束,只要这种豁免对公共利益是必要或适当的,并且与保护投资者相符。^[246]

从该条款的立法历史来看,SEC 被授予的权力广度并无疑问:

第 28 条让 SEC 更具灵活性,以便更轻松地采用新方法来处理注册、披露和相关问题,这些是委员会资本形成咨询委员会(Commissions Advisory Committee on Capital Formation)正在考虑的。咨询委员会期望 SEC 利用这一权力促进市场的效率、竞争和资本形成,与公共利益和投资者保护相一致。^[247]

此外,《改进法》试图阐明,“投资者保护”不应成为 SEC 规则制定的唯一焦点。根据新的《1933 年证券法》第 2(b) 条[Section 2(b)],SEC 在根据“公共利益”标准制定证券法规则时,必须“考虑效率、竞争和资本形成”^[248]。

众议院报告(House Report)特别呼吁 SEC“分析规则制定计划的潜在成本和收益”^[249]。

二级分销(secondary distribution)。《1933 年证券法》将内部人士的特定销售和受限证券的购买者转售定义为公开发售,需遵守全面的注册要求。笔者的提议不会改变这些监管定义的范围,而是在符合

[246] 《证券法》第 28 条全文如下:

委员会可以根据规则或条例,有条件或无条件地豁免任何人、证券或交易,或任何类别的人、证券或交易,不受本分章或依据本分章发布的任何规则或条例的任何条款或多个条款的约束,只要此类豁免对公共利益是必要或适当的,并且符合保护投资者的要求。

15 U. S. C. § 77z - 3 (1994 & Supp. 1996).

[247] H. R. Rep. No. 104 - 622, at 101 - 02 (1996).

[248] 15 U. S. C. § 77b(b) (1994 & Supp. 1996).

[249] H. R. Rep. No. 104 - 622, at 103

“封面”披露的前提下,为选择“不注册”状态的二级分销提供注册豁免。^[250]

州“蓝天”(Blue Sky)监管。如果发行人仍需遵守州一级的事前注册和披露要求,则联邦一级的披露选择将被抵销。尽管《改进法》在消除对各种联邦注册和豁免发行的州权力上首次采取了有效措施,笔者的披露选择提议的要点是国会做得还不够。^[251]为了启用“无注册”豁免制度,联邦立法有必要先于州“蓝天”注册法适用。当然,发行人可以选择根据州法律进行注册用于营销或其他目的,但根据笔者的提议,这将是一个选择问题。^[252]

面向交易市场的持续发行人披露。笔者的提议并非呼吁发行人为现在或将来需要进行的持续、不间断披露而进行披露选择。在美国证券交易所拥有证券或达到交易法规规模门槛的发行人将继续受到该法的整套监管,包括其强制性的定期披露要求。对于拟上市公司而言,证券法规定的“不注册”豁免只能暂时(尽管可能很重要)免除 SEC 的披露要求。“不注册”豁免的真正价值是让进行额外发行的资深发行人,以及让寻求筹集资金的非公开发行人免于满足 SEC 豁免标准的担忧或花费。^[253]

2. 可选的加重(但强制性的)反欺诈责任

公开发行人中的发行人选择“不注册”状态,也将选择不承担更重的

[250] 放宽对二级分销的限制应该会对首次发行产生有益影响,特别是对希望在公开发售后出售的风险资本家。See Kevin S. Lapidus, *Venture Capital and Rule 144: The Chilling Effect of Securities Regulation on Venture Capital Investing*, 26 SEC. Reg. L. J. 75 (1998).

[251] 取消州“蓝天”注册的呼声越来越高。See Rutheford B. Campbell, Jr., *An Open Attack on the Nonsense of Blue Sky Regulation*, 10 J. Corp. L. 553 (1985) (将蓝天法描述为昂贵且多余的); See also Brian J. Fahrney, Comment, *State Blue Sky Laws: A Stronger Case for Federal Pre-emption Due to Increasing Internationalization of Securities Markets*, 86 Nw. U. L. Rev. 753 (1992).

[252] See Perino, *supra* note 235, at 318-29 (提出一项联邦法定制度,允许发行人选择加入一个州的证券反欺诈规则)。

[253] 至于资深发行人,笔者的提议将扩展 SEC 最近提出的航空母舰提议的方法,允许规模更大的资深发行人选择在公开发行人中分发给投资者的信息的数量和内容。See Aircraft Carrier Proposal, *supra* note 2, at 67, 181-86.

证券法责任。^[254] 根据笔者的提议,公开发行的发行人和其他参与者可以选择向投资者提供当前由《1933年证券法》第11条(发行人的严格责任和未能进行“勤勉尽责”辩护的其他参与者的责任)和《1933年证券法》第12(a)(2)条(对未“合理注意”进行虚假陈述的责任)施加的信息保证。加重责任可拆解为一个可选条款,进行单独协商和定价。

将加重责任作为可选项能避免证券法总体上的“一刀切”理念,并允许发展更加警觉和细致的私人责任标准。^[255] 正如许多评论员所指出的,加重事后责任给注册发行带来了巨大成本,忽视了发达市场的信息效率^[256]和现代证券营销的现实。^[257] 此外,它将延续最高法院在古斯塔夫森案中表明立场,即在非公开交易中取消卖方的“注意义务”责任,因为人们怀疑买方会协商并为这种责任标准买单。事实上,如果财务结果低于预期,古斯塔夫森案的各方会就其自身不同的再定价机制进行协商。公开发行中的加重责任通常会增加未经协商的、不必要的成本。笔者的提议将使它重新回到谈判桌上。

根据笔者的提议,发行人和其他销售参与者将继续受一般反欺诈标准约束,即规则10b-5私人责任和SEC执法行动。^[258] 证券发行中

[254] 如果对选择“不注册”的责任结果存在任何疑问,SEC的豁免规则可以澄清该选择还免除了《1933年证券法》第11条和《1933年证券法》第12条规定的发行责任。

[255] See Donald C. Langevoort, *Information Technology and the Structure of Securities Regulation*, 98 Harv. L. Rev. 747, 776-78 (1985) [hereinafter Langevoort, *Information Technology*] (断言第11条的当前版本抑制了用于信号真实性的替代机制的发展)。

[256] 班诺夫(Banoff)教授在评论货架注册造成的责任难题时,主张修改所有发行的“勤勉尽责”标准,使其进入一个有效的市场。See Banoff, *supra* note 106, at 184. 结论是“承销商应免于对有效市场所有发行的勤勉尽责责任,无论发行是否已上架注册”。

[257] See Cox, *Electronic - Based Federal Securities Act*, *supra* note 74, at 883 (将证券发行中的责任标准视为“监管挑战”)。

[258] 根据州信托法,也可能产生披露责任。特拉华州最高法院最近推断,披露的信托义务与联邦10b-5责任类似,并且有可能取代联邦10b-5责任。See *Malone v. Brincat*, 722 A. 2d 5 (Del. 1998) (认为即使公司并未与投资者或股东进行任何特定交易,董事也可能会因严重错误地陈述公司的财务状况而违反其信义义务)。

的披露选择不应暗示放弃强制性的事后披露标准。^[259] 这些规则隐含在所有商业交易中。即使在资深的投资者和专业发行人进行零成本谈判的情况下,确保发行人诚实的规则也可能是必不可少的。^[260] 此外,反欺诈规则确保了真实性,从而降低了其他真实性信号的成本,如审计师和承销商的外部审核、债务—股息策略和管理层股票所有权。^[261] 为避免在证券欺诈诉讼中挑选法院的可能性,全国发行的发行人和投资者应确定联邦法院和欺诈标准——联邦法院中的规则 10b - 5 责任。^[262]

根据笔者的提议,当事人选择加重责任不意味着放弃监管。根据《1933 年证券法》第 8A 条 (Section 8A) (任何违反证券法的行为的停止和终止命令)和《1933 年证券法》第 20 条 (Section 20) (任何违法行为的法院禁令)^[263] 的宽泛标准进行的行政执法将继续作为私人执法的有益补充,特别是在私人执法可能不是最理想的领域。此外,投资者在与证券中介的交易中将继续受到重点保护。证券交易商须遵守交易法规则、NASD 要求和规则 10b - 5 “招牌理论” (shingle theory) 所产生的一整套专业标准。^[264] 它们包括证券交易确认中的事前披露标准和证券

[259] 在证券发行中披露选择趋向不会影响当前确保证券交易有效和忠实完成的监管体系。See Wallman, *supra* note 69, at 368 - 70 (注意到市场中心运作的重要性)。证券发行人和中介机构的披露问题(如消费者交易中的披露)与支付系统运营问题是分开的。

[260] 如果发行人具有信息优势并且以易受骗的投资者为目标,艾尔斯 (Ayres) 教授认为,即使合同是无成本的且众多贷方之间存在激烈的竞争,不对称信息和逆向选择会产生低效的公司债务合同。See Ayres, *Inefficient Corporate Contracts*, *supra* note 9.

[261] See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 20, at 677 - 80.

[262] See Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. No. 105 - 353, 112 Stat. 3227 (Nov. 3, 1998) [amending Securities Act Section 16, 15 U. S. C. § 77p, and Exchange Act, Section 28(f), 15 U. S. C. § 78bb(f)] (在全国证券发行中优先于州反欺诈法); John C. Coffee, Jr., *A Primer on Uniform Standards Act*, N. Y. L. J., Dec. 17, 1998, at 5.

[263] SEC 拥有(比规则 10b - 5 更广泛)根据《证券法》第 17 条寻求司法禁令或其他衡平法补救措施的广泛权力,该条禁止任何证券发行中的虚假或误导性陈述。See 15 U. S. C. § 77q(a) (1994).

[264] See Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 876 - 86 (3d ed. 1995) [讨论了作为一项披露修正和其他利益冲突的义务“招牌理论” (shingle theory)] [hereinafter Loss & Seligman, *Fundamentals*].

交易商在交易中的身份披露。它们还包括由 NASD、SEC、法院和仲裁庭管理的一套丰富、动态的事后标准。例如,由联邦证券和国家机构法产生、可扩展的“了解你的证券”(know thy security)标准可能比在已注册公开发行中强加给参与交易商的“注意义务”标准更合适。^[265] 简而言之,证券中介将继续受到严格披露标准和职业操行的规范。

3. SEC 的披露表格提供者角色

证券发行中的披露选择制度使 SEC 从表格监管者转变为表格提供者。可以预见,这一新角色将带来许多好处。它将使 SEC 对投资者的信息需求变得敏感,并可根据发行人及其中介选择的披露水平予以衡量。用户未使用披露表格,可能是因为未能使披露成本和收益保持一致,这将提供有力证据表明 SEC 应重新起草表格。^[266] 发行人频繁选择披露表格则标志着监管的成功。表格提供者的角色澄清了该机构的使命是促进市场进程而非猜测投资者需求。

此外,SEC 可以制定发行人可选择遵循的特定事项披露指南,发行人对其选择进行适当披露,以此来减轻发行人对其披露内容的证明负担。例如,如果投资者能像一些评论员所说的那样,从更清晰的风险披露中受益,SEC 就可以提供有关“风险披露和分析”的指南。^[267] 然后,发行人可以选择披露(证明)其对指南的遵守情况。

SEC 还可以促进责任标准的选择。基于其定义术语的权力,SEC 可以对诉讼中常见的“外部董事”“合理调查”“合理注意”等术语进行定义以确定不同层次的责任。^[268] 发行人和其他参与者可证明其遵守了不同层次的勤勉尽责义务。

[265] 正如法院所发展的,10b-5 标准视情况考虑了不同程度的调查和谨慎。See, e. g., *Weiner v. Quaker Oats Co.*, 129 F. 3d 310(3d Cir. 1997) (为了警示性声明的充分性,区分收购后债务水平增加的可预见性和收购后收益增长的下降)。

[266] See *Romano, Empowering Investors*, supra note 4, at 2396 (预计在一种有利的方法下,“市场反应将反馈到 SEC 的决策过程中,导致它重新调整其信念……并最终改变默认规则以更符合投资者的需求”)。

[267] See *Donald C. Langevoort, Toward More Effective Risk Disclosure*, 75 Wash. U. L. Q. 753, 763-64 (1997) (主张更明确的风险披露,特别是在电子发行中,显眼的超链接文本可以提醒投资者)。

[268] See *Grundfest*, supra note 233.

因为披露选择允许发行人选择其他表格提供者的披露格式,如证券交易所、私人证券组织、各州或外国披露制度,SEC的卓越地位是市场的选择,而非监管法令的产物。这些可能性不一定会取代SEC。尽管罗曼诺(Romano)教授曾设想,作为公司法定制定者的各州应该成为证券披露表格的自然提供者,对交易市场进行持续披露,但没有理由相信各州的披露规则会在长期或短期内取代众所周知的SEC表格。^[269]此外,选择外国披露标准在美国发行人中很少见,而且似乎不是一个可行的选择。^[270]看起来,与SEC霸权的竞争,最有可能来自私人的IAS。

4. 交易市场中的披露选择

笔者的提议仅限于证券发行,这产生了一个明显的问题,即为什么不允许发行人在二级交易市场的持续披露中选择披露的时间和水平?笔者尝试做出回答。最后,笔者发现一级发行市场中的一个重要因素在二级交易市场中并不存在,即证券发行中发行人与投资者之间的相互关系。与二级市场交易不同,证券发行中的发行人必须让投资者相信其证券的价值。^[271]披露是发行人—投资者谈判的一个要素,通常与承销商或财团达成。^[272]尽管二级市场是一级市场中形成的投资关系

[269] See Romano, *Empowering Investors*, *supra* note 4, at 2392 – 94 (描述州证券法的多样性,并指出全国交易的股票大多被排除在州证券监管之外)。最近各州在公开发行的披露表格上几乎没有经验,因为大多数州的“蓝天”监管允许通过与联邦注册协调进行注册。See Unif. SEC. Act § 303(1985 & Supp. 1988)(通过协调注册)。在州监管确定项目披露的范围内,监管重点一直放在较小的或州内的发行上。See Unif. SEC. Act § 304(a)(通过资格注册)。

[270] 福克斯(Fox)教授在—项关于跨境披露竞争的详尽研究中仅确定了一个美国发行人选择外国披露制度的实例,即通过在外围交易所(伦敦证券交易所)上市和发行其股票以规避美国披露要求。See Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 Mich. L. Rev. 2498, 2616 n. 189(1997)。

[271] See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 20, at 683。伊斯特布鲁克(Easterbrook)和费舍尔(Fischel)教授对强制披露的质疑集中在发行人与“实际和潜在投资者”的交易上。See *id.* at 683。他们的观点的核心是,出售股票的公司有动机披露好消息和坏消息以提高公司股票的销售价格。公司会使用外部审计师、通过信誉良好的投资银行进行销售、增加管理层持股以及承诺高红利或高杠杆来增加管理层对资本市场的依赖,从而突出自己的“高质量”。

[272] 在证券发行中,发行人和投资者是相互关联的,“科斯定理表明,公司和投资者可以达成互利交易”。See *id.* at 682 – 83。

的延续,但其中发行人与投资者之间的关系被稀释了。正如科菲(Coffee)教授在他对强制披露的经典辩护中所言:

自愿披露理论似乎确实适用于首次公开发行,并在较小程度上适用于所有首次发行。然而,这一理论在应用于二级市场交易时的说服力要小得多,二级市场交易主要由《1934年证券交易法》管辖。^[273]

二级市场上的许多交易者在迫使发行人遵守披露要求方面的影响力要小得多。若缺乏政府强制要求的信息,交易者会在定价信息上投资不足和过度投资。^[274] 经理们在首次发行中履行承诺或赢得真实声誉的动机可能不足以克服在持续披露中实施欺诈的动机。隐瞒好消息会压低价格,从而增加管理层收购的价值或创造内幕交易机会;隐瞒坏消息会推高价格并为管理层争取时间来扭转公司局面。^[275]

除准确定价和风险评估价值外,持续信息披露对关键的公司控制机制也至关重要,其影响公司控制权市场、基于股价的管理薪酬和基于资本成本的分配决策。^[276] 这是一种象征性、真实性的管理者悔悟(contrition)行为。通过声誉机制的力量和执法的威胁,持续披露减少了管理层从事自我交易或其他不善管理的动机。通过提高交易市场的定价准确性,持续披露使发行人管理层暴露于控制权变更和基于股票的薪酬的约束效应之下。除证券市场外,持续披露还可确保公司透明度,并向管理层、资本提供者和与发行人交易的其他成员表明发行人的

[273] Coffee, *Mandatory Disclosure*, supra note 29, at 746.

[274] See id. at 717 - 53. 由于无法充分利用价格准确性的好处,参与者会投资不足。如果没有协调的信息交换中心,参与者会分别地或重复地识别和分析相同的定价信息,导致对上述活动投资过度。

[275] See Jennifer H. Arlen & William J. Carney, *Vicarious Liability for Fraud on Securities Markets: Theory and Evidence*, 1992 U. Ill. L. Rev. 691 (1993).

[276] See Merritt B. Fox, *Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era*, 75 Wash. U. L. Q. 903, 908 - 11 (1997) [hereinafter Fox, *Rethinking*] (注意到项目选择和运营的改进是通过披露对这些控制机制的影响来实现的,“无论发行人是否发行新证券进行销售”).

财务实力或弱点。^[277]

持续信息披露的规则还强制执行隐含承诺。当公司上市时,披露水平足以维持市场流动性并揭示在所有者与管理者分离期间遵守管理职责的情况。^[278] 证券交易所对持续性披露的要求——一项早于联邦强制性制度并与之保持同步的上市条件,就是这种隐含承诺的一个例子。

尽管如此,美国二级市场的披露选择可能已经成熟。^[279] 近期国际证券市场的经验表明,国际证券市场倾向于自愿采用国际披露标准。这表明私人披露选择处于领先地位,而且很可能导致披露“监管竞优”。^[280] 哈达特(Huddart)和休斯(Hughes)教授使用一个国际证券披露模型,预测管理者会选择在披露要求更高的交易所上市其公司证券。^[281] 该模型假设经理们(具有天然的信息优势)根据哪个交易所允许其借助披露后的信息优势使利润最大化来做出上市决策。该模型进一步假设,流动性交易者可以将交易量分配给交易所和公司证券以使交易成本最小化。当披露要求增加并且流动性交易者收到更准确的公开信息时,他们的交易成本就会下降。随着交易流向信息量大的交易所,信息优势缩小,经理们在这些更具流动性的交易所中使其利润最

[277] See John C. Coffee, Jr., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multiplayer Game*, 78 Geo. L. J. 1495 (1990).

[278] 例如,乔治亚科普洛斯(Georgakopoulos)教授认为,如果没有强制披露,公司决策将由长期股东主导,披露的使用变少,从而损害短期交易者和市场流动性。See Nicholas L. Georgakopoulos, *Why Should Disclosure Rules Subsidize Informed Traders?*, 16 Int'l Rev. L. & Econ. 417, 418 (1996).

[279] See Romano, *Empowering Investors*, supra note 4, 2365 - 72 (将基于州的竞争性联邦制度描述为联邦证券监管的替代品)。

[280] See, e. g., Elizabeth V. Mooney, *Vancouver Exchange Tries Role as Farm Team for NASDAQ Firms*, Radio Comm. Report at 12 (Mar. 4, 1996) (描述了加拿大对交易所私募发行的上市股票提出招股说明书式披露要求的实施情况)。

[281] Steven J. Huddart et al., *Disclosure Requirements and Stock Exchange Listing Choice in an International Context (draft Feb. 6, 1998)*, available at <http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?abstractid=40260> (on file with the Columbia Business Law Review). 就像一艘在夜间航行的船,福克斯(Fox)教授设计了自己的模型,以对监管竞争体系中的发行人行为得出不同的结论。See Fox, *Political Economy*, supra note 61, at 798 (提出了国家以保护投资者为目标的设置披露规则的模型)。

大化。

哈达特和休斯的模型不依赖伊斯特布鲁克 (Easterbrook) 和菲舍尔 (Fischel) 的假设,即管理者会为降低筹资成本而披露信息以表明其公司的信息可靠性。与早期预测交易量竞争导致更多披露的模型不同,由于经理们寻求公司当前市场价值的最大化以便将自身与小公司区分开,^[282]哈达特和休斯并不假设经理利益与股东利益在使当前市场价值最大化上具有一致性。即使他们假设管理者会寻求利用其非公开信息优势,他们也倾向于在更高披露水平的交易所上市的决策进行建模。

然而,模型充满了危险。其他人对国际证券交易进行了建模,并得出结论认为,披露往往受到类似于“监管竞次”的动态支配,这表明需要强大的国际机构来遏制这一趋势。^[283]最后,与交易市场相比,可以说我们在证券发行中的披露选择方面有着更多经验并取得了有利结果。

5. 与其他披露选择提议的比较

笔者的提议并非对证券交易中披露选择的首次呼吁。一些提议涉及面更广,主张公开发行人在一级和二级市场上的披露选择。^[284]其他人则将他们提议的披露选择限制在国际证券交易:一级和二级市场的

[282] See Robert E. Verrecchia, *Discretionary Disclosure*, 5 J. Acct. & Econ. 179, 179 – 94 (1983).

[283] See Amir Licht, *Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation*, John M. Olin Discussion Paper No. 223 (November 1997), available at <http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?abstractid=71188> (abstract) (使用 2 × 2 博弈模型和来自国际制度理论的洞察力,从披露、证券欺诈和内幕交易三大主题确定影响监管竞争与合作的因素)。

[284] See Romano, *Empowering Investors*, *supra* note 4, at 2365 – 72 (提议以基于州的竞争性联邦制度取代联邦证券监管)。

外国发行人,^[285]以及跨境交易的外国和国内发行人。^[286] 一项提议侧重于有限责任公司(LLC)发行人的披露选择。^[287] 还有一些提议侧重于特定披露的选择,如前瞻性陈述^[288]和业务部门信息。^[289]

笔者的提议在一些重要方面与其他提议不同:

(1)它考虑了对证券发行中所有事前披露的全部选择,包括非公开和公开的;

(2)它将披露选择扩大到在美国注册管辖范围内发行的国内外发行人;

(3)它仅包括证券发行,不包括对交易市场的持续披露;

[285] See, e. g., Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law*, 17 Nw. J. Int'l. L. & Bus. 207, 240 (1996) [hereinafter Choi & Guzman, *Dangerous Extraterritoriality*]; Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *National Laws, International Money: Regulation in a Global Capital Market*, 65 Fordham L. Rev. 1855, 1857 (1997) [hereinafter, Choi & Guzman, *Regulation in a Global Capital Market*]. 纽约证券交易所也提出了类似的建议。See Fox, *Political Economy*, supra note 61, at 764 & n. 148 (描述了纽约证券交易的提议,即允许主要外国发行人在不将其财务状况与 GAAP 进行核对的情况下上市)。

[286] 许多评论员主张外国发行人的披露选择。See, e. g., Hurley, supra note 144, at 731 (提议允许外国发行人使用外国证券披露标准,但须附有风险提示和关于缺乏公开信息的免责声明); Demmo, supra note 118, at 720 (考虑到二级市场上复杂的机构交易普遍存在,提议对外国证券实行分叉上市制度)。

[287] See Park McGinty, *The Limited Liability Company: Opportunity for Selective Securities Law Deregulation*, 64 U. Cin. L. Rev. 369 (1996)。

[288] 基奇(Kitch)教授建议,强制前瞻性信息的规则是一系列选择:例如,在其目前审查前瞻性陈述处理的举措中,SEC 可以考虑通过为发行人提供一系列选择来解决该问题,只需让发行人做出选择并披露该选择,并在其改变选择时进行公告。Kitch, supra note 22, at 886 - 87。

[289] 考克斯(Cox)教授批评美国的强制季度披露和业务部门披露规则,其他监管制度都没有这两项要求。See Cox, *Rethinking in the Shadow*, supra note 59, at 187 - 89. 考克斯提议让发行人选择披露多少部门信息(或其他竞争敏感信息),让分析师填补替代信息来源的空白或对低披露发行人的价格予以忽视。然而,考克斯将披露选择限制在预期计划、重要事件和谈判以及过早披露会威胁到预期公司收益的现有条件上。

考克斯的提议提出了许多问题。如果竞争敏感的分部信息值得选择披露,为什么管理层认为竞争敏感的其他信息要受到不同的监管处理? 如果存在私人机制来解决分部信息的信息短缺问题,为什么这些机制不能允许将选择范围扩大到其他(或所有)问题?

(4)它保留了当前主要由联邦法院实施的底线性事后反欺诈制度。^[290]

与笔者的提议类似的两个提议值得特别注意。首先,帕克·麦金蒂(Park McGinty)教授呼吁让有限责任公司参与者能够选择其公司权益是否被视为证券,这是笔者提议的一个受限版本。麦金蒂建议国会修改“证券”的定义,以使有限责任公司成员能够选择联邦证券法的适用范围。^[291] 司法将合伙型权益定义为证券的做法着眼于各方协议的条款、特殊的投资者商业头脑以及他们对经理能力的相对依赖。根据麦金蒂的说法,这种根据事实给予投资者的重点保护掩盖了证券法的更大目的——降低交易成本。它将“过多的律师服务”强加给了已有良好咨询服务的企业,而将过失引致的证券法风险强加给了没有资深证券专家指导的企业。^[292]

麦金蒂教授的提议局限于非公共有限责任公司,寻求流转税待遇的有限责任公司同样如此。假定有限责任公司成员往往比典型的合伙人更成熟(或至少得到更好的建议),并且强制性证券披露的证据混杂在一起,麦金蒂主张进行受控实验。麦金蒂指出,将有限责任公司的权益视为非证券,这符合司法假设,即私下协商的投资是证券监管较弱的领域。^[293] 尽管麦金蒂允许有限责任公司成员完全退出,包括退出规则10b-5的反欺诈保护,但他的主要理由是选择退出是证券法注册豁免范围不确定性产生的规划成本。在私募发行中猜错投资者的成熟度,而有限责任公司的权益不仅是一种证券,并且所有投资者都因投资于未注册的非豁免发行而获得法定“认售期权”(put)。此外,这种不确定性责任超出了商业资产的范围,延伸到了发行的发起人和发行人控

[290] See also Perino, *supra* note 235, at 278 (批评在州法院对全国性发行人提起的证券欺诈诉讼,称其“以不一致和重复诉讼的形式制造了巨额成本”).

[291] See McGinty, *supra* note 287.

[292] See *id.* at 375.

[293] See *id.* at 412; *Reves v. Ernst & Young*, 494 U. S. 56 (1990) (引用“投机或投资的普通交易”作为判断一项投资是否为证券的四个相关标准之一); *Marine Bank v. Weaver*, 455 U. S. 551, 559 (1982) (引用“交易”与根据交易法定义证券有关,因为该法“是为了恢复投资者对金融市场的信心”).

制者。

根据麦金蒂的提议,除非被有限责任公司投资文件(组织章程和证明有限责任公司权益的证书)排除在外,否则公司权益符合“证券”的法定定义。SEC 会制定向获得排他有限责任公司权益的任何人提供最低限度披露的规则。麦金蒂假设有限责任公司融资中的披露将遵循不同的模式:(1)一些有限责任公司根据现行证券法选择 SEC 监管的披露作为真实性的有效保证;(2)其他人要么自愿使用 SEC 式披露以允许跨公司比较,要么使用修改版的 SEC 披露;(3)一些有限责任公司发行人保持沉默,按“原样”发行。考虑到“直接和间接交易成本”,投资者可以评估(和定价)每种制度下披露的净值。^[294] 麦金蒂认为“包括金融媒体在内的市场力量”会评估并给出额外风险的通知。^[295] 对于不愿在没有 SEC 强制披露或联邦反欺诈保护的情况下投身有限责任公司的投资者而言,存在“一套受现行体制监管的投资组合”。^[296]

罗伯塔·罗曼诺(Roberta Romano)教授最近提出了一项更具雄心的提议,为证券发行中的披露选择提供了额外支持和见解。罗曼诺提出一种“竞争性联邦主义的市场导向方案”用于证券发行和市场交易中的证券监管。基于“美国各州在公司法上的成功经验”,罗曼诺允许发行人选择。

一个对公司证券的所有交易拥有管辖权的主权国家……其目的是复制各州由公司特许权竞争所产生的证券环境优势。公司特许权是一种响应迅速的法律制度,它倾向于使股票价值最大化,从而消除国家体制改革时所经历的挫折。随着竞争性法律市场在监管形式上取代垄断的联邦机构,它将制定更符合投资者偏好的规则,而投资者的决策驱动资本市场运作。^[297]

[294] See McGinty, *supra* note 287, at 440.

[295] *Id.*

[296] *Id.*

[297] Romano, *Empowering Investors*, *supra* note 4, at 2362.

与基于公司注册的公司法一样,证券披露标准(包括事前项目披露和事后责任)将由发行人选择作为其“证券注册地”的州提供。最后,不同监管制度之间的竞争(罗曼诺认为包括 50 个州和 SEC)将通过促进符合投资者偏好的监管而使公众投资者受益。^[298]

在主张垄断性 SEC 转向相互竞争的州监管机构时,罗曼诺指出有研究质疑 1933 年和 1934 年的联邦证券立法是否为新的发行和市场交易提供了更好的价格准确性。^[299] 她还注意到 SEC 的监管未能“理解金融市场的运作”,尤其是 SEC 针对前瞻性信息的长期误导性做法,以及其披露衍生品风险敞口时以银行为基础的快照式(Snapshot)做法。^[300] 至于联邦反欺诈规则,她指出没有研究调查过 SEC 注册管辖范围以外的证券(州内发行和市政证券)是否具有比 SEC 注册的证券更高的欺诈或价格操纵频率。^[301]

然而,罗曼诺的提议可能混淆了证券发行中的强制披露问题和证券交易市场中的披露监管问题,从而夸大了放松管制的理由。罗曼诺将问题简单地视为“受监管的披露”,未能“考虑发行相较于市场交易在发行人激励上的差异”。罗曼诺认为她的提议是合理的,因为发行人(发起人)将“承担在不利于投资者利益的法律制度下运作的成本”^[302],但她没有澄清这些激励措施是如何在“交易市场”中运作的。缺乏迫使经理们根据投资者选择的水平进行披露的机制,发行人在持续披露上的选择是存在问题的。罗曼诺显然认识到了这一点,由于担心交易所的最大化交易量偏好可能与投资者福利不一致,她的提议不允许发行人选择证券交易所制定的披露规则。^[303] 事实上,她指出了一

[298] 在 5 年的过渡期内,发行人将被要求披露其“证券注册地”。有趣的是,出于对一般投资者能力的怀疑,罗曼诺(Romano)还考虑在机构投资者有限的市场(如低价股票)中为证券交易所制定永久性强制披露规则。See *id.* at 2414.

[299] See *id.* at 2373 - 77.

[300] See *id.* at 2377 - 80.

[301] See *id.* at 2382.

[302] *Id.* at 2366.

[303] 有趣的是,罗曼诺(Romano)并没有考虑外国为美国发行人提供披露规则。这种可能性是公司法律选择的核心。See *McDermott Inc. v. Lewis*, 531 A. 2d 206 (Del. 1986) (将巴拿马法律适用于在美国股票市场交易的公司,尽管巴拿马法律与特拉华州法律在母公司所有权和子公司股份投票方面存在冲突)。

系列令人印象深刻的研究。这些研究表明发行人在考虑发行证券时会自愿改进其披露,间接证明了发行人持续进行披露的非监管激励相对薄弱。^[304] 这些研究以可能的负面结果表明,在发行人不太愿意吸引投资者兴趣的二级市场中,披露存在市场失灵,他们的直接资本需求已经得到了满足。

罗曼诺假设发行人会选择某种形式的受监管披露,而不是开放式的披露选择。^[305] 这一假设可能来自她挥之不去、间歇性出现的怀疑,即如果披露是完全自愿的,发行人将不会以最佳方式向交易市场披露。她似乎含蓄地承认,一些监管是必要的。披露监管机构的引入限制了调整披露供应满足信息需求的可能性。通过仅放松一级市场披露的监管,笔者的方案允许发行人灵活地为不同的发行选择不同的制度。如果各州可以基于具体发行收取费用,那么罗曼诺所考虑的司法辖区之间的竞争将更加脆弱。为应对特定的发行情况,发行人可以选择不同的商店购物,而不是被一个披露供应商“捕获”。

最后,罗曼诺的提议是放手一搏让州监管机构采用对受监管披露的成本效益平衡敏感的事前规则。就证券披露规则方面的经验而言,州监管机构被证明是非常外行的。尽管各州在公司法规则方面已经积累了经验,但没有一个州依赖强制性事前披露制度。事实上,就各州的披露制度经验而言,特别是特拉华州基于事后责任标准的代理披露规则,它们源于普通法、具体案例的做法。没有真实先例的监管改革经常

[304] See Romano, *Empowering Investors*, *supra* note 4, at 2374 n. 38.

[305] 尽管如此,她确实考虑了“赋能全国性制度”的可能性,其中 SEC 的披露规则将成为默认规则,发行人可以在其组织文件中或通过合同指定替代条款。See *id.* at 2396. 她发现这样的制度比强制披露更可取,但不如跨辖区竞争。

陷入困境。^[306] 罗曼诺提议将一个可行的私人选择制度延伸到其可操作的范围之外。

(二) 证券发行中的披露选择：它能奏效吗？

证券发行中的强制披露在两个层面上运作。首先，注册发行受到市场限制、披露要求、SEC 预审和加重反欺诈责任的约束。监管水平因发行人规模、发行人经验和公开交易程度而异。^[307] 其次，通过法规或规则免于注册的发行需符合施以修改后披露要求和营销限制的条件，但通常无须 SEC 的批准或适用加重反欺诈责任。上述条件因发行规模、发行方法、发行人资格和规模、投资者资格或成熟度以及成熟的中介等而异。

披露选择允许发行人避开已注册发行和有条件豁免发行的强制性条款。目前需要注册的发行无须再受抢跑限制、披露要求、SEC 审查或加速、招股说明书传播规则或加重责任的约束——如果发行人选择“不注册”状态进行发行。对于豁免发行，允许发行人再次选择退出已有的条件限制，如对大众营销的禁止、中介要求和强制披露。

然而，“不注册”并非免于联邦监管。发行人选择“不注册”状态的发行仍将受到大量联邦证券监管的约束。首先，也是最重要的，发行披露将受规则 10b - 5 反欺诈责任施加的事后标准的约束。其次，发行参与者仍需遵守适用于证券中介的现行规则。例如，证券交易商将继续

[306] 例如，国会在 1995 年改革法案中采纳了一项学术建议，即机构投资者应该（并且将）成为证券欺诈集团诉讼的主要原告，作为滋扰诉讼的原告及其律师的“解毒剂”。See Elliott J. Weiss & John S. Beckerman, *Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions*, 104 Yale L. J. 2053, 2062 (1995) (提出了国会在 1995 年改革法案中通过的“主要原告”条款)；Janet Cooper Alexander, *Rethinking Damages in Securities Class Actions*, 48 Stan. L. Rv. 1487 (1996) (作为当前赏金猎人制度的替代方案，提出了对大型投资者的选择性加入要求，然后他们将成为证券集团诉讼的管理者)。然而，“主要原告”的机会似乎被置若罔闻。See Elliott J. Weiss, *The Impact to Date of the Lead Plaintiff Provisions of the Private Securities Litigation Reform Act*, 39 Ariz. L. Rev. 561, 565 (1997) (结论是“现在判断在集团诉讼中持有大量股份的机构投资者是否开始自愿担任主要原告还为时过早”)。

[307] 甚至加重责任也各不相同。前瞻性陈述的法定安全港规则不适用于首次公开发行，仅适用于大型资深公司的发行。See Securities Act § 27A(b)(2)(D), 15 U. S. C. § 77z - 2(b)(2)(D) (1994 & Supp. 1995)。

受到 SEC 和 NASD 的监督,以及“了解你的客户”和“了解你的证券”的责任约束。^[308] 非行业参与者将根据规则 10b-5 承担“主要违规者”责任。^[309] 证券发行的披露选择远非放弃监管,很大程度上是监管重点的改变。

将规则 10b-5 的反欺诈责任与证券中介的现行监管相结合,在两者都有待进一步发展的情况下,能否助益披露选择?

1. 投资者韧性:保护的第一条线

证券发行中的披露选择取决于投资者,由投资者确定其披露需求并要求所渴望的信息保证的水平,否则就拒绝投资。在赞扬阿瑟·莱维特(Arthur Levitt)的“投资者保护和教育”倡议时,斯蒂芬·沃尔曼(Steven M. H. Wallman)曾说过,“有了受过教育的投资者,详细的规则就变得不那么必要了,公众也就成了自己最好的警察”^[310]。证券法历史证实了这一见解。在过去的 60 年中,披露选择一直适用于私募发行中的合格投资者。此外,SEC 根据其小额发行豁免规则和私募发行安全港,将这一选择扩大到公众投资者,而未造成明显的负面影响。披露选择是否应扩大到目前需要注册或受到 SEC 豁免条件约束的发行,很大程度上取决于我们对投资者纪律和证券中介的信心。

经验表明,一级市场的投资者已经变得精明和挑剔。他们不会对扔给他们的东西都照单全收。发行人知道这一点,并且经常承诺以高于吸引新的资本所需的水平进行披露。例如,发行人增加自愿披露,特别是前瞻性陈述披露的数量和质量,以期望实现证券发行。^[311] 小额发行人在没有重要分析师跟踪的情况下,会在年报中进行额外的自愿披

[308] 经纪人贪功冒进,而投资者—客户往往是他们自己贪婪和疯狂冒险的受害者——这是一个共同责任的故事,二者间的矛盾表明了关注中介的动机影响和责任的重要性,但不一定要增加“保护主义带来沉重的执法成本”。See Donald C. Langevoort, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers*, 84 Cal. L. Rev. 627, 700 (1996).

[309] See *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U. S. 164 (1994) (讨论了“主要违规者”并限制主要违规者的规则 10b-5 责任)。

[310] Wallman, *supra* note 69, at 354 (将投资者教育视为实现以目标为导向的监管方法的“最佳实践”,在这种方法中,市场力量而非监管者的观点在可能的情况下运作)。

[311] See Romano, *Empowering Investors*, *supra* note 4, at 2374 nn. 38-39 (收集了发现在发行人进入资本市场时自愿披露增加的研究样本,特别是收益预测)。

露以降低资本成本。^[312]

发行人选择自愿向 SEC 注册其原本可豁免的发行,以便为投资者提供真实性保证并促进发行后交易。^[313] 简明英语披露运动始于私人部门,由公司自行采用简明语言实践,而没有强制规定。^[314]

此外,投资者对无监管发行的反应掩盖了一个市场失灵的故事。尝试直接、非中介化互联网发行的发行人遭遇了投资者的缄默之墙 (wall of investor reticence), 导致许多发行人为这些发行寻求中介服务。^[315] 一些发行人回避条例 A (Regulation A) 发行,因为私人投资者 (及其顾问) 认为这类发行允许的有限、未审计的财务信息是不可接受的。

2. 证券中介:保护的第二条线

证券发行的投资者主要从证券中介那里获得信息。“证券信息披露真实性”实际上不是对投资者,而是对投资者的中介机构而言。即使是私募发行和互联网发行,发行人直接发行也是不寻常的。^[316] 证券中介的种类和作用正在增加。

[312] See Christine Botosan, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, 72 *Acct. Rev.* 323 (1997).

[313] 一些发行人已在表格 S-4 (Form S-4) 上与机构 QIB (合格机构投资者) (其交易根据规则 144A 豁免) 注册了交换发行 (exchange offering), 即使原始发行作为《1933 年证券法》第 4(2) 条的私募发行而被豁免, 并且交换发行根据《1933 年证券法》第 3(a)(9) 条被豁免 (仅与现有证券持有人交换, 无佣金或报酬)。See McGeehan, *supra* note 7 (注意到在 144A 交易中经常使用注册权协议)。

[314] See Carl Felsenfeld, *The Plain English Movement in the United States*, 6 *Canadian Bus. L. J.* 408, 409 (1981-82) (描述了花旗银行在其所有消费者本票中使用简明英语以回应消费者活动家的批评)。See also Andrew T. Serafin, *Comment: Kicking the Legalese Habit: The SEC's "Plain English Disclosure" Proposal*, 29 *Loy. U. Chi. L. J.* 681 (1998).

[315] 互联网上的直接发行陷入困境。很少有公司筹集到他们希望筹集的资金, 许多公司不得不放弃互联网, 转而采用更传统的发行方式。See Fisch, *Internet Offerings*, *supra* note 89, at 75-77; Donald C. Langevoort, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers*, 84 *Cal L. Rev.* 627 (1996); Mahoney, *Property Rights in Information*, *supra* note 70, at 824 (发现互联网发行往往是通过承销商或发行代理进行的, “互联网只是用作将招股说明书或发行通告交到投资者手中的一种更有效或者可能更引人注目的方式”)。

[316] See Fisch, *Internet Offerings*, *supra* note 89, at 75-77.

证券公司(证券交易商)。证券公司充当发行人和投资者之间的主要缓冲,将咨询建议和声誉保证与投资者以经纪佣金或发行费用支付的交易完成服务(transaction – consummation services)捆绑在一起。作为承销商,证券公司在证券发行中不可或缺,它提供投资者无法在其他地方复制的质量和定价判断证明。^[317] 证券公司为投资者提供证券分析,在推动一级市场和二级市场方面发挥着重要作用。寻求证券分析师青睐的发行人并没有忘记这一点。^[318]

证券公司在不断增加的压力下超出证券法的加重责任制度运营,以确保发行推荐和营销的诚实和公平交易。声誉仍然是证券公司的命脉,往往压倒其他激励因素。^[319] 例如,无论是已注册公开发行还是私人机构配售,承销商的声誉可能比任何特定披露都更与投资者相关。此外,证券咨询市场竞争导致了经纪服务的分拆,如来自投资者业务通讯、投资指南、媒体投资计划和会计师的咨询建议。^[320]

此外,就证券法试图过滤欺诈性发行而言,销售过程(非强制披露)是薄弱环节。证券销售人员负责“提供足够的信息,以便投资者在相互竞争的证券之间进行公平比较”^[321]。证券公司和销售人员专业职

[317] See Mahoney, *Property Rights in Information*, supra note 70, at 831. 有时该角色由其他证券专业人士扮演。在硅谷去中介化的风险投资市场中,初创企业聘请的律师事务所扮演着“引导者”的角色,影响客户从而获得风险资本提供者的信任。See Langevoort, *Angels on the Internet*, supra note 77, at 16 – 17(将硅谷律师的作用描述为类似于传统承销商在将新发行推向市场时的作用)。

[318] 外国发行人经常在美国上市其证券以吸引证券分析师的注意。See Fanto & Karmel, supra note 117, at 54.

[319] 例如,由一家证券公司和风险资本子公司承销的首次公开募股,其中风险资本子公司在首次公开募股公司中拥有优先股权益,其表现与承销商均未持有优先股地位的首次公开募股一样好或更好。See Paul A. Gompers & Josh Lerner, *Conflict of Interest and Reputation in the Issuance of Public Securities: Evidence from Venture Capital* (Dec. 1997), available at <http://papers.ssrn.com/paper.tafabstractid=57934> (on file with the Columbia Business Law Review).

[320] 一些经纪人现在已经根据获取经纪人建议的途径制定了佣金计划。See D. Bruce Johnsen, *Property Rights to Investment Research; The Agency Costs of Soft Dollar Brokerage*, 11 Yale J. On Reg. 75 (1994) (描述软美元经纪,一种经纪人将投资研究和执行成本捆绑给基金经理的做法)。

[321] Cox, *Rethinking in the Shadow*, supra note 59, at 872.

责的执行很少涉及证券法注册或反欺诈条款。^[322] 经验表明, 欺诈发行不是发行人披露不足的产物, 而是相当过火的高佣金销售策略的产物。^[323] 这种策略面临现行规则 10b - 5 的标准、NASD 的自律监管规则和特定的规则(如适用于低价股营销的特定规则)的有力监管。

交易组织(证券交易所)。长期以来, 证券交易所一直通过其上市规则和监管职能来表明信息的可靠性。^[324] 在发达的公开交易市场(如纽约证券交易所或纳斯达克)发行证券表明证券分析师正在关注发行人且证券将有流动性。

在一个市场的交易所上市是发行人信息声誉的信号, 这一点也可以在其他市场中发挥作用。国际证券监管套利证明了这一点。例如, 在监管要求和成本较低的国家(如欧洲债券市场)筹集离岸资金的美国发行人, 正是以其披露声誉为基础吸引外国投资者, 这很大程度上建立在美国披露标准上。

发行人也可以通过非正式交易组织获取这些声誉收益。例如, 由于美国市场的披露要求, 外国发行人可以通过已经售入发达的美国私募市场的事实来表明其价值。随着时间推移, 这些非公开披露制度有望像强制性公司规则(如董事会、年度选举、股东投票与流动性权利、衍生诉讼执行)一样运作。尽管没有全国性的公司法案强制维持其存在, 但强制性公司规则已经实现了显著的一致性。

评级服务。在某些市场, 如债务和共同基金, 评级服务具有重要意义。标准普尔(Standard & Poors)或穆迪(Moody's)的评级对于债务证券的定价和配售至关重要。晨星(Morningstar)评级在共同基金广告中占有重要地位。债务评级服务的良好评级可能会使以投资者为导向的

[322] 有趣的是, 罗曼诺(Romano)教授将市场专业人士的监管排除在这种基于市场的跨司法管辖区竞争体系之外。正如罗曼诺所指出的, 经纪人(与发行人不同)不受资本市场力量的影响, 市场力量促使监管竞争采用投资者喜欢的规则。See Romano, *Empowering Investors*, supra note 4, at 2369.

[323] See Joseph I. Goldstein, *An Investment Masquerade; A Descriptive Overview of Penny Stock Fraud and the Federal Securities Laws*, 47 Bus. Law. 773(1992).

[324] See Paul G. Mahoney, *The Exchange as Regulator*, 83 Va. L. Rev. 1453(1997); Choi, *Gatekeepers and Internet*, supra note 90, at 51.

披露变得多余。此外,技术创新有望扩大这类“声誉中介”的范围和深度。^[325]

财务会计委员会。目前,公司所需的会计事务和标准受强制披露约束,但会计事务与标准并非来自 SEC,而是来自 FASB。^[326] SEC 将此标准的制定委托给一个私人自律组织。这虽然减少了一些官僚主义的阻碍,但标准制定却不受竞争压力影响。披露选择可能仿照 FASB 为私人披露标准制定委员会创造一种需求。与政府认证相比,私人中介具有多种优势。^[327] 私人中介的成本最直接由投资者承担,因此次优的中介难以生存。例如,全服务经纪商发现,投资者选择折扣经纪人并在别处购买其咨询建议。私人认证机构之间的竞争也增加了高质量认证的可能性。例如,发行人为债务评级服务付费,但可以选择投资者(及其中介)认为更可靠的评级服务商。共同基金向晨星(Morningstar)支付费用宣传其评级,但如果晨星被证明存在偏见,投资者很可能会寻求其他信息来源。

3. 信号替代:新的可能

直接披露和加重责任并不是发行人表明发行优势和真实性的唯一方式。信号可以有許多来源。披露选择打开了释放各种非披露信号的可能性。

聪明钱(smart money)。发行中的聪明钱表明了发行的实力。^[328] 例如,在首次公开发行中,机构的购买向其他投资者发出信号,即发行人已经讲述了一个足够令人信服的故事。根据披露选择,发行人可以通过要求合格投资者达到特定的参与程度来表明其发行的优势。事实上,任何不合格的受要约人或购买者都会使私募发行豁免无效,颠倒上

[325] See Choi, Gatekeepers and Internet, *supra* note 90, at 53 n. 111 (描述一个互联网搜索引擎,它提供一种对互联网站点质量和兴趣的评级)。

[326] See Lowenstein, *supra* note 62, at 1342 (描述 FASB 本质上的私有、独立性质)。

[327] 与政府机构相比,崔(Choi)和古兹曼(Guzman)就“国际认证机构”提出了类似的论点,因为他们更容易跨越国际边界,在评估投资方面拥有更丰富的专业知识,而且他们有着更大激励措施。See Choi & Guzman, Regulation in Global Capital Market, *supra* note 285, at 1901.

[328] See Romano, Empowering Investors, *supra* note 4, at 2366-67 (描述市场上知情投资者的存在如何通过定价机制保护普通投资者)。

述普遍规则的逻辑,成熟投资人的参与将证明投资者已经能“自我保护”。实际上,一项研究表明,股权私募发行向投资者传达了有关未来收益的利好信息。^[329]

发行类型。发行人以发行的性质和方法表明其优势。与代销(best - efforts)或竞拍发行(auction offering)相比,包销发行(firm - commitment offering)体现了融资实力。荷兰式拍卖(Dutch auction)和可撤回承销(all - or - none offering)能保证提供关键数量的投资者共识。资深发行人发行新债而非新股,表明债务购买人(通常是机构)看好发行人的前景,这比任何样板式的管理层讨论和分析报告都更能揭示发行人的前景。^[330]

责任选择。发行人可以通过选择进入更高的或参与者责任来释放信号。正如私募发行人提供披露保证以表明其陈述可靠性一样,公开发行的发行人(和参与者)可能会得出这样的结论:《1933年证券法》第11条类型的核实保证将增加发行的价值,使之大于加重责任的成本。^[331]民事责任水平会为发行人提供一种表明其质量和规模的手段。^[332]或者,发行人可决定董事、高管和承销商按比例承担责任(对发

[329] See Michael Hertzelt & Lynn Rees, 13 J. Acct., Auditing & Fin. 21 (1998) (发现股权私募发行后收益显著增加,并且发行后收益变化与公告期股价效应呈正相关,这与早期的研究形成鲜明对比,即公开发行股票的公告传达了对未来前景的不利信息)。

[330] 事实上,评论员经常认为监管保护在债券发行中的重要性较低,因为债券主要出售给机构投资者。See Delayed or Continuous Offering and Sale of Securities, Securities Act Release No. 6423, [1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,250, at 25,275 - 77 (Sept. 2, 1982) (评论员不反对延迟发行债券的注册,即使是规模较小或首次发行的发行人)。

[331] See Langevoort, Information Technology, supra note 255, at 776 - 78 (认为《1933年证券法》第11条可能会挫败承销商向投资者核实信息的替代机制)。考虑到公司披露明显的好消息而不是间接公布好消息会使公司自身面临更大的惩罚,加重责任可能比间接不披露的信号发布手段(如股息增加或股票分割)更强烈地表明真实性。See Robert M. Lawless et al., *The Influence of Legal Liability on Corporate Financial Signaling*, 23 J. CORP. L. 209, 231 - 39 (1998) (在披露和非披露信号之间使用管理层选择模型,以及对财务经理进行调查,得出的结论是,反欺诈规则对直接披露的经理人的惩罚比间接发布信号更严重)。

[332] See Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a StatusBased Antifraud Regime*, 64 U. Chi. L. Rev. 567, 597 (1997) [讨论了责任水平作为一种信息看门人(如承销商和董事)表示信息质量的方法]。

行人承担严格责任),这可能是一种更有效的责任安排。^[333]

电子更新(electronic updates)。技术创新创造了新的信号可能。例如,发行人在电子更新页上预测延迟发行或连续发行。^[334]

非披露信号对投资者保护很重要。对于不进行中介化发行的发行人或向机构投资者(共同基金)销售的发行人而言,这些纪律效应的缺乏导致了信息披露的怠惰。由于未披露税收调整后的基金回报、基金最高持股人的风险状况、基金经理的薪酬方案和基金中的投资股权,以及营销费用明细等事项,共同基金一直受到批评。^[335]但向中介市场(公共和私人市场)发行证券增加了释放信号可能性,这在过去和将来都是非常重要的。

4. SEC 作为表格提供者:信息披露实验的监督者

证券发行中的披露选择将改变 SEC 的角色。SEC 将不再是证券发行中项目披露的监管机构,而是成为可选标准化披露表格的提供者。^[336] SEC 在证券发行中作为欺诈监督者和反欺诈执法者的长期角色将继续存在。这一新角色将成为 SEC 披露改革持续进展中自然而然的下一步。SEC 最初被认为是《1933 年证券法》附件 A (Schedule A) 和附件 B (Schedule B) 中设想的强制性、标准化披露表格的编写者,但在过去的 20 年中,它已将自身转变为提供多种标准化表格(每种表格受到多种强制性条件的限制)的监管机构。

[333] See Fox, *Rethinking*, *supra* note 276, at 914 - 16.

[334] 唐纳德·朗格沃特(Donald Langevoort)教授预料到了其中的一些。他认为,目前分散、定期的纸质报告做法既太慢又太笨重,他主张建立一个强制连续电子申报系统。在该系统中,发行人可以几乎实时地更新并向市场传输所有重要信息或者至少所有不利的重要信息。See Langevoort *Information Technology*, *supra* note 255, at 786 - 89.

[335] See, e. g., Charles Gasparino, *Fund - Manager Facts Can Be Hard to Get*, *Wall St. J.*, March 18, 1998, at C1; Vanessa O'Connell, *Shorter, Clearer Mutual - Fund Disclosure May Omit Vital Investment Information*, *Wall St. J.*, March 12, 1998, at C1.

[336] 标准化是投资信息的一个重要特征。See Easterbrook & Fischel, *Mandatory Disclosure*, *supra* note 20, at 687.

SEC 作为表格提供者提供了许多可能性。^[337] SEC 将延续其作为国家“文件柜”的历史角色,充当披露方法和水平的信息交换所。借助电子化数据收集、分析及检索系统(EDGAR)的信息收集和分发权力,SEC 可以收集和传播关于哪些披露表格正在使用、哪些未使用以及正在进行哪些披露的信息。这不仅会向发行人和投资者提供更多有关披露内容和方法的私人选择信息,而且能为 SEC 提供指引。SEC 可以根据实际使用情况对其表格进行建模,而不是猜测哪些项目说明或披露指南最匹配投资者的信息需求和发行人的披露关注。随着披露趋势的发展,SEC 可以修改、废弃和创建表格。^[338]

披露选择可能会鼓励发行人尝试额外的披露形式,而不是目前由 SEC 规则规定的披露形式。^[339] 在实践中,注册发行中的强制性规则(尤其是加重责任规则)倾向于将证券发行人的注意力集中在 SEC 的要求上,并阻碍对投资者是否重视额外的非强制披露的调查。随着投资者压力导致其他国家的发行人根据“国际标准”进行披露,即使在其本国没有要求,披露选择很可能会打破目前对历史信息的监管重

[337] 可以想象,SEC 能够扩展到为发行人指定非披露条款。See Gabaldon, *supra* note 89, at 264 (建议发行人在规则 504 或 505 发行中规定适用于发起人的与企业成立、展业和解散有关的信义义务)。

[338] 正如伊斯特布鲁克(Easterbrook)和费舍尔(Fischel)教授所指出的那样,监管比市场更容易失败,因为几乎没有自发的力量来纠正错误的监管。监管体系缺乏竞争对手,而监管这一事实往往会抑制检测监管失败所需的信息。See Easterbrook and Fischel, *supra* note 20, at 700.

[339] 马塞尔·卡汉(Marcel Kahan)和迈克尔·克劳斯纳(Michael Klausner)教授认为,公司合同条款(披露是其中的一个子集)经常涉及学习和网络外部性。他们想知道导致律师起草者(lawyer-drafter)群体行为的认知偏差是否会导致次优标准化。See Marcel Kahan & Michael Klausner, *Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases*, 74 Wash. U. L. Q. 347 (1996). 如果属实,这是公司订约的不可避免的影响——无论合同是通过私人起草的协议还是公开提供的表格。如果不出意外,最近在非披露公司合同方面的经验表明,与静态监管机构(欧洲的经验)相比,州的表格提供者(特拉华州)创造了更大的活力。See William J. Carney, *The Political Economy of Competition for Corporate Charters*, 26 J. Legal Stud. 303 (1997).

点——这种信息通常对投资者的作用很小。^[340] 例如,摆脱了 SEC 强制披露基于历史的披露文化,发行人可能会发现更有效的前瞻性披露形式。正如基奇(Kitch)教授批评 SEC 在前瞻性和竞争性敏感信息披露方面的一致时所评论的那样:

“一刀切”的披露制度的结果是,它抑制了会计和披露方面的任何试验、变革和创新机会。不是观察到特定公司成功采纳会计程序中的变化,然后其他公司采用,而是任何改革都必须通过财务会计准则委员会(FASB)或 SEC 在全有或全无的基础上进行,要么在尝试之前采用,要么在未经试验的情况下被拒绝。^[341]

作为表格提供者,SEC 的角色将与美国公司法提供者的角色类似。在某种程度上,监管收益将取决于其表格的使用,披露选择会产生类似于州公司特许权竞争中的内在激励。不同之处在于,SEC 将与私人 and 外国监管体制展开竞争。这种发展可用于对官僚惰性的有力对抗。^[342]

5. 州特许权竞争(charter competition)的教训

州公司法提供了有用的教训。以 SEC 作为主要表格提供者的披露选择将使公司披露转向适用于经理—投资者关系其他方面的私人秩序模式。

将 SEC 重塑为表格提供者重新引发了过去 30 年在美国公司法中风靡一时的关于州特许权竞争的辩论。如果发行人可以选择其披露表格,SEC 或其他表格提供者是否会导致披露“监管竞次”? 这似乎不太

[340] See Robert Mednick, *Reinventing the Audit*, 172 J. Acct. 71, 71 - 74 (Aug. 1991) (Arthur Andersen & Co. 的合伙人和全球职业标准委员会主席). “投资者和其他人希望并期待……更具预测性和基于价值的信息;金融数据的更多为什么,而不仅仅是是什么;以及更早的公司正在做出错误决策或可能接近财务崩溃边缘的警告。”

[341] Kitch, *supra* note 22, at 885.

[342] 一些批评家怀疑 SEC 接受监管变革的文化能力。See Donald C. Langevoort, *The SEC as a Bureaucracy: Public Choice, Institutional Rhetoric, and the Process of Policy Formation*, 47 Wash. & Lee L. Rev. 527 (1990). 然而,在面外国监管竞争时,SEC 已经证明自己有能力应对对其披露主导权的挑战。

可能。首先,州特许权竞争导致公司法标准“监管竞次”的证据很薄弱。许多人认为特拉华州的突出地位源于其提供投资者最喜欢的企业环境的能力。选择特拉华州的经理们得到了投资者的回报;而那些选择对投资者不友好的州的经理人受到了惩罚。^[343] 其次,正如我们所见,发行人(及其经理)能够在证券发行中设定披露水平的证据很薄弱。尽管公开证券发行(首次的和资深的)长期存在定价错误,但尚不清楚事前披露要求是否会减少这种现象。^[344]

更相关的问题是,SEC 是否有动力提供最佳披露表格,或者它是否会迎合其传统利益集团——旋转门官僚和与政治相关的大企业。在州特许权竞争的背景下,乔纳森·梅西(Jonathan Macey)和杰弗里·米勒(Geoffrey Miller)教授认为,各州为了最大限度地提高特许权收入(charter revenues),可能会提供不太理想的公司法以使州内的私人利益集团受益——主要是地方律师界成员。^[345] 基于这一见解,艾尔斯(Ayres)教授概述了潜在供给侧低效的三个缘由。^[346] 首先,一个州的公司规则没有知识产权保护,因此理想的公司法创新很容易被其他州复制。^[347] 无法实现一个好主意全部价值,各州的良好公司规则就会存在供给不足。其次,各州可能会发现赢得特许权竞争的最佳策略是模仿领导者(即使领导者笨拙而缓慢),以免冒险耗尽资源。^[348] 最后,领先的州(如特拉华州)会改变公司规则以适应变化,使复制公司法变得更加困难,并且公司客户试图跟上潮流发展时会给其律师带来更多

[343] See Romano, *Genius of American Corporate Law*, supra note 119, at 37 – 44.

[344] 例如,布兰森(Branson)教授生动地讲述了专业人士在促成一系列欺诈性证券发行中的作用,没有任何迹象表明更高的事前披露要求可以防止损害。See Douglas M. Branson, *Chasing the Rogue Professional After the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 50 *Smu L. Rev.* 91, 94 – 103 (1996) (讲述了“流氓”专业人士在根据条例D豁免和根据州证券法注册的一系列发行中参与严重欺诈的故事)。

[345] See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Toward an InterestGroup Theory of Corporate Law*, 65 *Tex. L. Rev.* 469 (1987).

[346] See Ian Ayres, *Supply – side Inefficiencies in Corporate Charter Competition: Lessons from Patents, Yachting and Bluebooks*, 43 *U. Kan. L. Rev.* 541 (1995).

[347] See id. at 545 – 50.

[348] See id. at 550 – 56.

工作。^[349]

这些低效率现象尽管在公司法中存在,但它们在 SEC 发挥主导作用的披露选择制度中似乎没有那么突出,尤其是将之与在垄断监管环境中依赖官僚激励的强制性制度相比时。正如软件行业所表现的那样,SEC 的先发制人优势及其制定高度受欢迎的统一标准的能力可以弥补创意保护的不足。^[350]不源自 SEC 的披露表格缺乏兼容特质,虽然无法采取模仿策略,但必须超越 SEC 才能吸引业务。模糊的披露领导力似乎也不太可能,因为发行人可以在不花费大量成本的情况下为每个发行更改披露方式。最终,正如商业组织形式的新兴市场所发生的那样,披露表格的提供者很可能会填补不同的市场缝隙。就像较小公司选择本地商业组织形式而大公司选择国家公司形式一样,证券发行披露中的市场细分是可以预见的。例如,IPO 发行人可能会选择 SEC 的全面注册式披露(包括加重责任)来表明其真实性。成熟的公开交易发行人可能会选择纽约证券交易所或其他行业标准披露。

事实上,以州公司法为指导,可以预计披露选择将导致某些披露标准在特定类别内的统一。以公司注册为基础的私人选择的历史是,公司法规则趋向于同一——通常以特拉华州为领头羊。^[351]考虑上市公司基本(有时名义上是强制性的)条款的统一性:享有公司业务和事务全权的董事会、每年由股东选举产生的董事(由大股东投票)、可自由转让的股份(记录在公司账簿上)和具有信义义务的董事(可在股东派生诉讼中强制执行)。这些规则随着时间推移出现并通过试验确定了当前的核心规则。随着新规则取代旧规则——如关于投票灵活性或免除信义义务的新规则——各州通常遵循以特拉华州为首的全国性趋势。

[349] See *id.* at 556 – 60.

[350] 艾尔斯(Ayres)教授关于网络外部性的观点削弱了他的另一观点,即在没有知识产权保护的情况下创新是次优的。大多数美国公司选择在特拉华州注册,以便利用其法律的知名度和法官的能力(网络外部性)。这表明,尽管竞争性复制很容易,但实际上率先行动者会得到回报。

[351] See, e. g., Romano, *Genius of American Corporate Law*, *supra* note 119, at 37 – 44; John A. MacKerron, *A Taxonomy of the Revised Model Business Corporation Act*, 61 U. Mo. K. C. L. Rev. 663 (1993).

6. 国际监管竞争的教训

国际监管竞争也为美国放松证券发行披露监管提供了重要见解。首先,证券市场的全球化揭示了可以不计成本地追求强制披露的这一谬论。当投资者可以选择投资其他市场提供的证券时,强制披露规则的成本和收益就会成为焦点。当发行人可以参与监管套利时,他们选择较低披露水平市场的做法显然揭示了这种权衡。

美国投资者和市场是否为披露选择做好了准备,监管竞争也为其提供了证据。证明跨境交易中发行人进行机会主义披露的证据很少。尽管跨境发行人通常拥有很大的自由裁量权来选择其证券的披露水平,但公开和私人市场的披露似乎在很大程度上受到投资者驱动。例如,在伦敦交易所上市的外国证券(要求相对较高的披露水平)的交易量通常超过发行人的本国市场。^[352]

其次,美国投资者已证明自己有能力对外国证券进行折价,以反映不同水平的披露和投资者保护。^[353]事实上,与美国股票发行相比,美国投资者在为外国发行人提供股票定价方面做得更好,因为前者存在系统性定价过高的情况。^[354]与在适用美国披露标准的美国证券交易所或纳斯达克上市的ADR相比,只需要披露本国信息的“粉单”上的ADR是以折扣价交易且有着更大价差。^[355]为避免这种披露风险,美国个人投资者表现出对外国证券的中介化投资偏好,如通过具有国际投资组合的美国共同基金。

毫不奇怪,过度监管的SEC披露政策导致有些人主张允许具有国

[352] See Lowenstein, *supra* note 62, at 1337 & n. 4.

[353] See Cox, *Rethinking in the Shadow*, *supra* note 59, at 160.

[354] See G. Andrew Karolyi & Stephen R. Foerster, *The Long - Run Performance of Global Equity Offerings* (Jan. 1998), available at <http://papers.ssrn.com/paper.tafabstractid=58648> (on file with the Columbia Business Law Review) (发现非美国公司在美国市场的股票发行三年内的累积异常回报率为负1.7%。相比之下,研究发现18%~26%美国发行人的IPO和非首次股票发行长期表现不佳达到3年以上)。

[355] See Iain Jenkins, “Pink Sheets” Mix Risk with Rewards, *Int'l Herald Trib.*, Nov. 19, 1994, Money Report Section (据报道,场外交易市场上ADR的价差高达10%)。

际联系的发行人和投资者在不同国家的披露制度中进行选择。^[356] 史蒂芬·崔(Stephen Choi)和安德鲁·古兹曼(Andrew Guzman)教授在两篇文章中主张让发行人和投资者能够在不同国家的证券制度中进行选择的管辖权规则。^[357] 在第一篇文章中,他们断言投资者(以机构投资者为重点)根据可用信息和适用的监管制度考虑某一证券的风险及其回报,然后根据该信息识别和追求自己的利益。^[358] 史蒂芬·崔和古兹曼认为,假设资本流动会刺激发行人的反应,如果他们在投资者投资外国证券时予以提醒,披露规则是足够的。除此之外,投资者能够而且必须接受其投资的风险。

史蒂芬·崔和古兹曼将其研究限于全球证券市场的披露,并聚焦于美国披露规则和反欺诈责任的域外影响。假设美国的保护措施“对发行人来说成本高昂且不为成熟投资者所重视,则允许此类发行人和投资者通过选择替代证券制度来绕过这些监管保护便可提高全球资本市场效率”^[359]。他们呼吁制定关于美国证券管辖权域外效力的明确规则,以允许发行人和投资者进行规划,同时制定允许各方选择退出国内证券监管的新的美国证券规则。

在第二篇文章中,史蒂芬·崔和古兹曼扩展了基于国家的证券制度之间的竞争概念。^[360] 他们断言,各个国家为维护和扩大其证券市场,从而为国内投资者创造更大的流动性、为证券监管机构创造更大的权力和声望以及为增加税收收入,彼此之间会相互竞争。面对发行人和投资者对不同披露水平的净收益的不同看法,他们预测各国将寻求

[356] 米歇尔·赫尔利(Michel Hurley)主张通过允许外国发行人使用外国证券披露标准来消除美国对外国证券发行和上市的监管障碍。See Hurley, *supra* note 144, at 731. 赫尔利认为,SEC至少应允许在美国市场发行未注册或最低限度注册的外国证券,前提是这些证券附有风险警告和有关缺乏公共信息的免责声明。See *id.* at 743 - 744. 认识到二级市场上复杂的机构交易的普遍性,尼古拉斯·德莫(Nicholas Demomo)提出了一项针对外国证券的分叉上市制度的提议。See Demmo, *supra* note 118, at 720. 德莫认为,对于主要由机构交易的交易所上市外国证券,成熟机构投资者可以确定披露是否充分。

[357] See Choi & Guzman, *Dangerous Extraterritoriality*, *supra* note 285, at 240.

[358] See *id.* at 239 - 240.

[359] *Id.* at 220.

[360] See Choi & Guzman, *Regulation in Global Capital Market*, *supra* note 285, at 1857.

吸引证券市场的细分市场,而不是吸引整个市场。他们得出的结论是,解释这些差异的披露制度将对证券市场效率产生“明确的积极影响”。^[361]

这种国际披露选择的愿景是有价值的,它建立在对美国披露监管强制性的根本怀疑之上,但不够大胆。全球证券市场中披露选择的观点同样适用,或许更适用于国内证券发行。如果可以信任美国投资者会明智地投资于监管较少的市场,那么当证券发行发生在美国市场时,我们为什么要放弃这种信任呢?如果发行人和投资者对披露的净收益有不同的看法,只有允许国内发行人将自己与异类投资者区分开来才能扩大披露选择的价值。如果有人相信私人披露和其他信号发布在国际投资中达到足够的水平,史蒂芬·崔和古兹曼断言这已经渗透到全国市场,那么美国市场的披露选择是不可避免的结论。

美国披露选择的国外影响。美国证券发行的披露选择政策如何在证券监管套利的世界中发挥作用?如果外国发行人可以选择根据其本国标准进行披露,美国的披露选择将可以预见地为外国发行人在美国的新发行打开闸门。许多外国发行人被迫满足更高的美国披露标准,他们报告称不同的会计要求导致他们避免在美股上市。^[362]事实上,据估计有 4000 家外国发行人符合在纽约证券交易所和纳斯达克交易的上市标准,但由于美国的披露成本较高,它们并未寻求在美国上市。^[363]披露选择将以更低成本为美国投资者开放投资机会。此外,外国发行人的披露选择也将可预见地引发信号发布方法试验,因为这些发行人试图突出其信号质量和真实性,否则会面临有扩大投资选择的美国投资者的严重低估。

尽管如此,一些人认为,美国的披露选择政策可能会导致全球范围内披露标准的总体放宽。通过放弃强制披露,美国将扭转其作为最具活力的证券监管者角色。这一角色曾导致全世界证券监管机构之间的“监管竞次”。1992 年的一篇开创性文章强调在制定披露政策时聚集

[361] See id. at 1858.

[362] See Choi & Levich, *International Accounting Diversity*, *supra* note 145.

[363] See id. at 13 - 15.

国际和国内交易的重要性。^[364]在该文中,詹姆斯·考克斯(James Cox)教授主张实现披露政策的协调,即发行人不能低于多个司法管辖区的监管底线。考克斯得出结论,“监管的统一性和严格性对于确保竞争性监管平衡是必要的”。他认为美国政策制定者应与其他国家就所有国家证券法的最低限度内容达成协议。^[365]否则,过度监管的美国将在国际监管竞争中失利,因为美国发行人会转移到成本较低的外国市场,而美国市场的交易量会输给监管较少的外国同行。

强制披露底线的观点,至少就美国证券发行的披露政策而言,在两个层面上存在缺陷。首先,它不区分一级市场和二级市场而进行市场失灵假设。正如我们所见,即使监管不要求披露,发行人在证券发行中披露仍面临巨大的市场压力。^[366]发行后市场披露和交易实践中不同的监管标准会造成诱发机会主义的落差,尽管有理由对其进行协调监管,^[367]但证券发行中的披露居于不同的立场之上。

其次,国际披露最低限度的观点认为,没有监管协调,各证券监管机构将参与披露“放松竞赛”。面对监管套利的可能,没有证据表明非美国监管者正在降低其披露标准以吸引公司上市。^[368]事实上,即使没有协调一致的监管,美国以外的披露标准正朝着另一个方向发展。世界范围内的趋势是监管趋同,因为历来披露规则宽松的国家实施了更严格的监管,而有着更多监管的国家(如美国)则放松了监管。^[369]

[364] See Cox, *Rethinking in the Shadow*, *supra* note 59.

[365] See *id.* at 159.

[366] 考克斯(Cox)也承认这一点。考克斯认可经理们在最初选择公司上市或首次上市的国家时不会(或不能)投机取巧,但认为他们后来的决定可能存在机会主义。See *id.* at 165 - 66.

[367] See J. William Hicks, *Securities Regulation: Challenges in the Decades Ahead*, 68 *Ind. L. J.* 791, 794 (1993) (主张明确的美国内幕交易标准,以期有一个统一的国际标准)。

[368] 有些人提出了这种说法,但没有得到支持。See, e. g., Cox, *Rethinking in the Shadow*, *supra* note 59, at 163 - 64 (认为如果监管方案能够满足经理们的自身利益,那么国际交易所之间不受监管的竞争很可能会导致“朝底竞争”)。

[369] See Jeffrey MacIntosh, *International Securities Regulation: Of Competition, Cooperation, Convergence and Cartelization* (1996), available at <http://papers.ssrn.com/so3/paper.tafabstractid=10162> (abstract) (建议证券监管机构转向强制监管底线以解决对投资者保护的担忧,同时相互承认监管标准以允许竞争); Fox, *Political Economy*, *supra* note 61 (描述了日本和德国、美国和英国在披露上的差异)。

(三) 规则 10b-5 的反欺诈底线:它能承载新的重量吗?

笔者的披露选择提议有一个重要补充,即公开发行的发行人将受到强制性反欺诈标准——规则 10b-5 责任的约束。^[370] 披露选择会将从遵守事前项目披露转变为执行事后责任标准。在一端挤压披露“气球”会不可避免地使其另一端扩大。^[371] 执行成本和责任存在不确定性的规则 10b-5 责任,是否能够发挥这种拓展功能?

有很多推荐规则 10b-5 责任的理由。它在普通法传统中发展起来,已经证明自身伴随时间推移的灵活性和适应环境的延展性。最高法院对规则 10b-5 责任范围的处理和完善比其他任何证券法主题都更频繁。规则 10b-5 的重大性和罪责性标准均在不断发展,已经被证明是防范过度执法的有用工具。私人规则 10b-5 责任提供了一个国家标准,能够通过集团诉讼程序落实国家执行。^[372] 与美国以外的反欺诈规则相比,相对较高的规则 10b-5 标准允许美国发行人进行具有更高真实性证明的披露。^[373] 在许多具体情境中,法院制定了指导披露行为的事后标准,如在公司收购的背景下披露前瞻性预测信息的标准。^[374] 此外,高度专业化的证券律师很大程度上可以理解这些标准,

[370] 根据笔者的提议,发行人可以选择将此作为其发行的独家反欺诈标准。

[371] See Cox, *Rethinking in the Shadow*, supra note 59, at 177.

[372] 州反欺诈执法部门现在已优先针对与公开交易的证券有关的虚假或误导性披露提起集团诉讼。See Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998, Pub. L. No. 105-35, 112 Stat. 3227 (1998) [修订 Securities Act Section 16, 15 U. S. C. § 77p, and Exchange Act, Section 28 (f), 15 U. S. C. § 78bb (f)]. See John C. Coffee, Jr., *A Primer on Uniform Standards Act*, N. Y. L. J., Dec. 17, 1998, at 5.

[373] 最近的一项研究发现,与美国以外的外国发行人相比,在交易市场进行披露的美国发行人提供的前瞻性陈述更少,这显然是由于美国发行人面临更高的反欺诈标准。但当美国发行人确实披露时,他们的披露对价格的影响更大。See Carol A. Frost, *Characteristics and Information Value of Corporate Disclosures of Forward-looking Information in Global Equity Markets* (working paper June 1996), available at http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?abstract_id=10161 (abstract).

[374] See, e. g., *Isquith v. Middle South Utilities, Inc.*, 847 F.2d 186 (5th Cir.), cert. denied, 488 U. S. 926 (1988) (总结了各种司法做法,重点关注特定预测信息的性质及其重要性、可靠性和对潜在投资者的影响); *Walker v. Action Industries, Inc.*, 802 F.2d 703 (4th Cir. 1986), cert. denied, 479 U. S. 1065 (1987) (由于其不确定性和波动性,不需要披露预测信息)。

他们是确保发行人的证券发行披露真实性的“重要参与者”。^[375]

作为规则 10b-5 的裁决者,联邦法院对披露成本非常敏感,可能比作为监管者的 SEC 对披露项目更为敏感。最高法院的规则 10b-5 重大性标准,考虑了信息的“总混合”(total mix),明确以成本效益分析为基础。^[376] 同样,出于对扩展责任成本的担忧,最高法院否定了私人规则 10b-5 诉讼中的协助和教唆责任。^[377] 下级联邦法院已经认识到严格遵守“价格准确性”分析所带来的竞争损害。例如,在要约收购的情境中,联邦法院不要求收购方和目标公司披露预测信息和其他“软信息”,即使在收购方和其他人在其定价计算中依赖预测的情况下也是如此。^[378]

随着时间推移,联邦法院制定了反映司法想象力和适应性的反欺诈责任制度。私人证券律师的观点被转化为司法裁决,或许他们是洞察力和智慧的代表,比 SEC 通过监管程序获得的更深刻。10b-5 元素已经变得非常详细和多样化。重大性因环境而异,在市场案件中法院要求客观价格影响的存在,但在面对面交易中却接受主观相关性。在市场交易案件中较低的疏忽标准会使市场发言人变得迟钝而保守,明

[375] See Manning Gilbert Warren III, *The Primary Liability of Securities Lawyers*, 50 *Smu L. Rev.* 383, 386-90 (1996) (描述证券律师在证券发行披露过程中的角色,律师最终负责确保向投资者披露的信息是诚实和完整的)。在这种情况下,证券律师应识别信息陷阱,特别是那些可能被承销商识别或可能导致欺诈责任的陷阱。出于这个原因,通常降低公司证券律师警惕性的可预测偏差在证券发行中可能不会像涉及持续业务运营披露的情况那样充分发挥作用。See Donald C. Langevoort, *The Epistemology of Corporate Securities Lawyering: Beliefs, Biases and Organizational Behavior*, 63 *Brook. L. Rev.* 629, 638 (1997) (描述了企业向二级市场隐瞒信息时的认知偏差)。

[376] See *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988) (采用了 TSC Industries 诉 Northway 案的“总混合”标准); *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976)。“某些信息意义如此可疑,坚持披露可能弊大于利。”

[377] See *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U. S. 164 (1994) [解读《1933 年证券法》第 10(b) 条中的“操纵性或欺骗性手段或装置”用语,要求 10b-5 被告参与实际的欺诈行为,而不仅是提供附带协助]; *Pinter v. Dahl*, 486 U. S. 622 (1988) (将《1933 年证券法》第 12 条撤销诉讼中的附带参与者责任限于那些为个人利益招揽证券销售的人)。

[378] See, e. g., *Isquith*, 847 F. 2d at 186; *Walker*, 802 F. 2d at 703 (由于不确定性和波动性,不要求披露预测信息)。

知或故意 (scienter) (得到恰当辩护) 必须在其中得到展现。在经纪自营商案件中,疏忽大意是公认的过错标准,在这些案件中职业道德占了上风。^[379] 在市场欺诈案件中,信赖本质上是不被需要的,但当案件涉及成熟当事人之间的协商交易时,信赖则是必需的。简而言之,联邦法院已经证明自己的非凡能力,能够区分有着内在信息不对称的情境和那些以信息均等为特征的情境。^[380]

即使联邦法院对披露成本和背景很敏感,但事后诉讼仍是一项成本高昂的披露制度。^[381] 如果诉讼成本过高,投资者将无法充分行使其权利,发行人披露的质量也会受到影响。如果太容易,可能会导致滋扰诉讼激增。无论披露是基于事前项目监管还是事前执行,寻找平衡是不可避免的。经验表明,联邦法院已经表现出对这个问题的制度意识,这不仅体现在针对过度执法和执法不足制定普通法解决方案上,还体现在接受谈判解决方案上。例如,联邦法院已经接受了诸如仲裁和律师费条款等对诉讼成本的私人控制。如果事前披露(可能进行行政审查)在成本效益的基础上比事后诉讼更有利,则在披露选择制度下的发行人可以选择 SEC 注册和加重责任。事实上,在某些情况下,发行中的参与者自愿寻求更大的责任风险暴露以表明其更高的可靠性。^[382]

最终,事后反欺诈责任为不断发展的普通法标准提供了可能性,以

[379] See *Charles Hughes & Co. v. SEC*, 139 F. 2d 434 (2d Cir. 1943), cert. denied, 321 U. S. 786 (1944); *Kahn v. SEC*, 297 F. 2d 112, 115 (2d Cir. 1961) (J. Clark, concurring) [描述“招牌理论”(shingle theory),即经纪人“向公众出售证券——挂出他的招牌(shingle)——隐晦地保证股票价值声明的合理性”,以及他的专业操作]; *Loss & Seligman, Fundamentals*, supra note 264, at 876-86 (讨论了“招牌理论”)。

[380] See Alison Grey Anderson, *Fraud, Fiduciaries, and Insider Trading*, 10 Hofstral. Rev. 341 (1982)。

[381] 事实上,许多外国发行人表示,他们避开美国证券市场并不是因为 SEC 注册的负担,而是因为害怕成为美国证券集团诉讼“磨坊里的谷物”。See Cox, *Rethinking in the Shadow*, supra note 59, at 192; Hurley, supra note 144, at 730 (注意到对证券集团诉讼的恐惧使外国发行人不太愿意在美国发行证券)。See also Grundfest, supra note 233, at 733 (指出证券欺诈案件的过度诉讼可能会增加融资成本,甚至会阻碍发行人上市)。

[382] See Miles B. Gietzmann & Reiner Quick, *Capping Auditor Liability: The German Experience* (1996), available at <http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?abstractid=2580> (abstract) (描述了德国审计行业为增加责任风险而开展的活动)。

解决超出市场和协商解决方案的信息不对称问题。根深蒂固的行政事前监管已被证明不够灵活。将 SEC 面对前瞻性信息的笨拙监管努力与法院“谨慎表达”标准的发展进行比较,前者在不可行的“合理基础”和“诚信”标准中达到顶点,后者在立法效仿中达到顶峰。^[383] 行政事前监管也被证明是无效的。比较下 SEC 对于发布坏消息的系统管理延迟和避免预报坏消息的反应,以及司法对相关案件中相同的指控的反应。^[384] 鉴于制度能力的差异,精细的反欺诈责任是解决信息不对称问题更可取的解药。

SEC 作为责任标准制定者? SEC 是否应根据《交易法》第 10b(5) 条规定的规则制定权承担额外的反欺诈标准调节者角色? 对证券欺诈集团诉讼感到绝望的格伦德菲斯特(Grundfest)教授正是持这一主张。然而,当欺诈以令人眼花缭乱的种类和等级出现时,这个角色似乎不太与 SEC 的能力和激励措施相配。10b-5 责任制度的价值一直是 SEC 逐案关注的重点。就 SEC 的重要观点而言,它们也许来自其独立观察或实证研究,可以通过法庭之友(amicus)参与法庭程序表达。

五、结论

美国证券监管正处于转折点。过去 65 年来,促成投资者强制披露的监管假设正在从各个方面被重新考虑。我们正处于“1933 年的春天”(spring of 1933)。SEC 已经允许在发行方法和披露水平方面进行

[383] See H. R. Conf. Rep. No. 104 - 369, at 43 - 46, reprinted in 1994 U. S. C. CA. N. 730, 742 - 45[声明由 1995 年私人证券诉讼改革法案(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)添加到《证券法》第 27A 条和《交易法》第 21E 条中的法定安全港源自但无意取代司法创造的“谨慎表达”原则]。

[384] 美国对前瞻性信息责任规则,虽然给这种披露感到降了温,但显然也增加了披露时的可信度。最近对 5 个国家(美国、英国、法国、德国和日本)的前瞻性信息公司披露研究得出结论,虽然美国和英国的发行人不太可能披露预测信息,但市场对此类披露的反应比实际收入和销售额报告的反应更大。See Frost, *supra* note 373. 另外,前瞻性披露在法国、德国和日本更为频繁,这些国家的责任环境不那么令人不快,但这些披露受到的市场关注较少。事实上,日本 80% 的公司公告包括预测信息(比研究中的任何其他国家都多),市场对前瞻性信息的反应没有统计学意义。

广泛选择,也正在考虑对证券发行注册制度进行历史性改革。联邦法院正将未注册发行的欺诈责任标准私人化,认可国内和国际证券交易中的当事人选择,并在证券欺诈案件中支持披露免责声明和其他弃权合同条款。国会正在寻求重新调整证券欺诈集团诉讼的成本和收益。

正如马奥尼(Mahoney)教授所指出的那样,“这种演变的合理终点是一个聚焦两个核心任务的监管制度。第一个是打击欺诈……一个盗窃他人信息的小偷。第二个是制定明确的规则,使市场参与者认识到信息不对称的存在并相应地调整估值”^[385]。证券发行中的披露选择以欺诈责任底线为支撑,这使我们更接近理性的目的地。

(编辑:谢贵春)

[385] See Mahoney, *Property Rights in Information*, supra note 70, at 847 - 48.