

并非只与投资者相关： 利益相关者强制性披露的依据*

* Ann M. Lipton, *Not Everything Is about Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure*, 37 YALE J. ON REG. 499 (2020). 本文仅代表作者个人观点,与译者所任职单位无关。

公司必须向公众披露特定类型的信息,但只有联邦证券法规定了普遍的对公司运营进行全面概述的披露义务。尽管这些披露旨在使投资者受益,但任何人都可以使用它们,因此,监管机构、竞争对手、雇员和当地社区长期以来一直依赖它们来提供该国经济生活的运行画像。

而今,该系统正在崩溃。美国国会和美国证券交易委员会(SEC)便利公司在不触发证券报告义务的情况下筹集资金变得更加容易,从而使现代公司得以迅速发展至巨大规模,但却令公众对其经营活动一无所知。同时,投资者通过政府赋予的信息优势使管理者的行为偏向他们,这是以牺牲消费者、员工和其他公司利益相关者的利益为代价的。结果是,证券披露不能提供维持社会对公司行为的控制所必需的全面情况。

本文建议,我们应明确承认披露对于非投资者群体的重要性,并讨论设计出适合其利益的披露制度的可行性。在此过程中,本文挖掘了以利益相关者为导向的披露建议的历史谱系。无论是在进步时代(指 19 世纪 90 年代至 20 世纪 20 年代。——译者注),还是在 20 世纪 70 年代,建立普遍的公司披露义务的努力都是持续存在的。但是,在每个时代,它们都被重新定向到了投资者群体,期望投资者可以成为更广泛社会的代表。就像本文确立的那样,这种妥协不再成立。

[美]安·M.利普顿** 著 奚淑静*** 熊乐**** 译
曾斌***** 校

摘要:信息披露是了解公司治理情况的重要途径,但在美国只有联邦证券法规定了较为普遍的全面披露义务。过去人们往往陷入没有必要进行强制性信息披露或信息披露只面向投资者和监管机构的错误观点。本文通过历史研究和系统分析,旨在说明信息披露不仅应面向投资者,还应面向利益相关者,包括员工、客户、债权人等公众,因此应设计以利益相关者为导向的普遍披露制度,建立符合所有公众需求的公司透明度体系,使公司在公众视线之内运作。

关键词:证券法 信息披露 利益相关者

阳光是最好的消毒剂。灯光是最有效的警察。

——路易斯·D.布兰代斯^[1]

导 论

公司组织形式赋予组织者聚集巨额财富的能力,同时为投资者提

** 杜兰大学法学院商法与创业学副教授 Michael M. Fleishman。非常感谢 Benjamin Edwards, Lisa Fairfax, Adam Feibelman, Jill Fisch, Matteo Gatti, George Geis, George Georgiev, Claire Hill, Luke Norris, Nadav Orian Peer, Elizabeth Pollman, Usha Rodrigues, Hillary Sale, Randall Thomas, Robert Thompson 提供深思熟虑的见解以及杜兰大学教师研讨会的所有参与者, the Third Annual Tulane Corporate and Securities Roundtable, the Richmond Junior Faculty Forum, the National Business Law Scholars Conference, the Vanderbilt Law and Business Workshop, the Seventh Annual Corporate and Securities Litigation Workshop, the Minnesota Faculty Works in Progress Workshop, and the Berkeley Law, Economics and Business Workshop, and the UC Hastings Workshop in Law, Business & Economics, 文责自负。

*** 中国政法大学比较法学研究院 2021 届硕士研究生, 现任职于深圳证券交易所。

**** 北京大学国际法学院 2021 届硕士研究生, 现任职于北京市海问律师事务所。

***** 中国公司治理研究院兼职研究员、法学博士。

[1] Louis D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It* 92 (1914).

供了因公司所引起的任何损害的有限责任。因此,公司法面临的重大挑战之一是设计监管制度以确保公司形式被有效利用的同时,引导公司财富与权力向有利于社会的方向流动。这些制度最明显地存在于强制或禁止某类公司行为的实体性监管网络中,而不太明显地存在于管理公司结构本身的法律规则中。

然而,法律规则有其不完备性。监管机构无法确定每一个需要干预的领域;同时,并非所有公司违法行为都可以成为诉讼的对象;而且,将所有不道德的公司活动定性为违法也是不现实的。尽管如此,在法律无法有效执行的地方,市场会施加自身的约束。我们期望,消费者会拒绝购买危险和有缺陷的产品,工人会避开不支付足额工资的公司,债权人也会拒绝向拖欠债务的公司提供贷款。那些因不良商业行为而声名大噪的公司,可能会被他们希望经营的社区或购买服务的政府所回避。^[2] 这些声誉市场的建立使法律制度更加有效。这些公司可能会受到监管机构的审查,从而激发出更精确的法律禁止或更大的执法力度。最后,对社会认可的担忧促使管理者从一开始就采用有利于社会的商业实践。

正如本文所强调的,要注意的是,这些与公司社会责任有关的声誉市场,需要设定确切的透明度基准。公司的公开披露可以揭露与社会趋势相悖的做法(这很可能引发抗议),如允许员工对工作条件和工资数据进行比较,并允许竞争对手辨识垄断租金和创新机会等。相比之下,公司保密制度则反过来会使得上述的反社会趋势的行为得以蓬勃发展。

在美国之外,这一原则已得到充分认知并被纳入监管框架。例如,

[2] See Claire A. Hill, *Marshalling Reputation to Minimize Problematic Business Conduct*, 99 B. U. L. REV. 1193, 1208 (2019).

在欧洲,所有有限责任公司必须每年披露其运营和财务状况。^[3] 欧盟的一项新指令要求某些大型公司定期披露有关其环境影响、员工关系、尊重人权和反腐败措施的信息,以“满足投资者和其他利益相关者的需求,并为消费者提供有关企业对社会影响的便捷信息”^[4]。

然而,在美国,情况则大不相同。在这里,唯一要求全面披露公司信息的监管机构是证券交易委员会(SEC)。每当公司寻求通过公开发发行证券筹集资金时,SEC都要求其提交业务和财务状况的详细说明,并定期更新有关利润、收入、资产和一般经营活动的最新信息。监管机构、竞争对手、雇员、媒体记者和社区成员等,都已经依赖证券信息披露来获取该国经济生活的真实情况。然而,证券信息披露并非普遍针对整个社区;它们通常仅适用于投资者,而当投资者不需要特定的信息披露时,公众就会被蒙在鼓里。因此,在美国,公司透明度取决于投资类型的需求。

正如本文所表明的,美国这种将普遍的信息披露要求完全地与公共投资联系起来特殊制度,是一系列历史妥协的结果。无论是在进步时代,还是在20世纪70年代,激进主义者、学者和政客都试图制定

[3] 要求披露的数量取决于公司的规模。See Darren Bernard et al., *Size Management by European Private Firms to Minimize Proprietary Costs of Disclosure*, 66 J. ACCT. & ECON. 94, 96-98 (2018). 此外,有些国家或多或少会公开纳税申报单。Alister Doyle & Alistair Scrutton, *Privacy, What Privacy? Many Nordic Tax Records Are a Phone Call Away*, REUTERS (Apr. 12, 2016), <https://www.reuters.com/article/us-panama-tax-nordics-idUSKCN0X91QE> [<https://perma.cc/M6SN-6QWW>]; Jeffrey L. Hoopes et al., *Public Tax - Return Disclosure* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 24318, 2018), <https://www.nber.org/papers/w24318> [<https://perma.cc/VP9Y-G5P5>].

[4] Directive 2014/95/EU, of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 Amending Directive 2013/34/EU as Regards Disclosure of Non-financial and Diversity Information by Certain Large Undertakings and Groups [hereinafter Directive 2014]. 英国最近还要求所有大公司披露有关其治理安排的某些细节。See The Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018, SI 2018/860 (UK); see also Paul Hodgson, *FRC Issues Corporate Governance Principles for Private Companies*, COMPLIANCE WEEK (Dec. 12, 2018), <https://www.complianceweek.com/frc-issues-corporate-governance-principles-for-private-companies/24962>. article [<https://perma.cc/83VE-D45U>].

公司披露方案,以使公司对整个社会更加负责。但每一次这些努力都会重新定向到投资者群体,期望投资者可以作为更广泛社会群体的代表。

很明显,妥协带来了其自身毁灭的种子。国会和 SEC 均得出结论,主导当代市场的大型机构投资者需要更少的监管保护,同时,它们还促使发行人在不受强制性披露要求的约束下更容易筹集资本。其结果是,现代企业可以在避免它们的经营细节受到公众监督的情况下发展到巨大规模。

同时,事实上公司只对投资者群体负有普遍的披露义务,这使投资者超越了其他群体,成为公司主要的关注对象。即使公众要求获得有关公司的环境影响、职工待遇、政治活动以及使用客户数据的信息,公司也没有义务提供那些与投资者群体无直接相关性的信息。因此,投资者可以利用其信息优势来影响商业决策,而其他利益相关者(的权益)则被削弱并不受保护。这种不对等引发了公司需要对非投资者群体负责的新要求。

为了应对这一现实,大多数学者建议我们修改证券法,进一步扩大信息披露所针对的投资者群体,^[5]但是这样做只会使信息披露更关注于投资者,从而加剧这一问题。^[6]因此,本文选取了另一路径。与其假设为投资者群体设立的披露制度可以继续满足公众的需要,不如明确承认披露对非投资者群体的重要性,并讨论设计符合其利益的披露制度的可行性。

本文的目的是唤起长期以来被忽视的这一话题。数十年来,所有公开披露必须在证券法下运行的假设——无论其是否明确表示——都已经扭曲了相关的话题。学术界、监管机构和倡导者都已将投资者和

[5] See Jennifer S. Fan, *Regulating Unicorns: Disclosure in the New Private Economy*, 57 B. C. L. REV. 583, 609 (2016); Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1289 (1999).

[6] See George Georgiev, *Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation*, 64 UCLA L. REV. 602, 663 (2017); Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, “Publicness” in *Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act*, 101 GEO. L. J. 337, 375 (2013).

利益相关者群体的利益混为一谈,这对双方都不利。关于公众的信息需求这一问题几乎从来没有被讨论,企业何时以及是否应当负有相应的公开透明的义务也从未被讨论过。同时,倡导这一看法的人基于各种原因,试图使与其自身特殊利益相关的信息涌向证券信披系统,从而加重了 SEC 的负担,使得投资者群体更难理解他们得到的信息。

本文分为以下六个部分。第一部分描述了公司的强制性信息披露对投资者和非投资者群体的作用。第二部分将投资者与公众的信息需求进行对比。第三部分介绍了以利益相关者为导向的披露建议的历史,并指明了这些建议如何重新定向到以投资者为导向的信息披露制度。第四部分描述了依靠以投资者为导向的信息披露来满足公众需求的不利影响。第五部分概述了当今如何设计以利益相关者为导向的披露制度,以确保所有大公司——甚至名义上的“私人”公司——都在一定的基础的透明度之下运作。第六部分为结论。

一、公司披露的功能

公司在我们的政体中占有特殊的位置。它们是由非政府组织发起、资助和运营的,在传统意义上并不是公开的。但是,它们也不是完全私有的:它们的存在基于州宪章的批准,并且由于其规模和影响力,它们可能会影响成千上万甚至数百万人的生活。公司形式对于经济发展既是必要的又是可取的,但是它对投资者负有的有限责任,加上其聚集大量资本的能力,形成其可能对社会造成巨大伤害的潜力。^[7] 因此,自 19 世纪末期大公司崛起以来,评论人士一直在争论商业公司的根本目的是最大化其投资者的财富,还是秉持使所有受公司经营活动影响的“利益相关者”受益理念。^[8]

这个争论在许多方面都具有误导性。没有人质疑公司“应以服务

[7] See Lawrence Mitchell, *Corporate Irresponsibility: America's Newest Export* 49 - 65 (2003) (将公司形式描述为“外部化机器”).

[8] See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins*, 34 J. CORP. L. 99, 143 (2008).

于整个社会的利益而组织和运营”,^[9]也无人质疑公司管理者应努力为投资者赚取回报,同时遵守社会责任的基本原则,比如缴纳应缴税款、保护消费者、提供安全的工作场所,以及尽量减少对环境的损害。真正的分歧在于如何安排法律制度以最好地实现这些结果。

在现行制度下,公司管理者在经营中负有促进股东利益的信义义务。^[10]单单这一点就引起了许多评论人士的不满,^[11]但实际上,信义义务很少得到执行,以至于它们在公司的管理方式中几乎没有发挥什么作用。^[12]相反,公司决策的真正驱动力是嵌入其中的激励机制。股东投票选举董事——这允许他们罢免那些不全力追求其利益的人——此外,公司经理的薪酬方案旨在使他们的利益与股东保持一致。^[13]公司形式的这些特征为管理者提供强有力的激励,以最大限度地增加投资者的财富,即使是牺牲与公司有联系的其他团体利益。^[14]

然而,管理者也具有考虑非股东群体的动机。环境法、反垄断法、消费者保护法、反歧视法、劳动法等都迫使管理者考虑公司活动对整个社会的影响。这些法律可能会直接处罚违反合规规定的管理人员,^[15]并在股东利益的激励机制方面发挥制衡作用。更常见的是,对公司本

[9] See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J. 439, 441 (2001).

[10] 管理者信义义务的确切性质有待讨论,但大多数评论人士都会同意,管理者必须追求股东利益。Id., at 443.

[11] Id., at 447.

[12] See David G. Yosifon, *The Law of Corporate Purpose*, 10 Berkeley Bus. L. J. 181, 223 (2013).

[13] See Jeffrey N. Gordon, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 – 2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465, 1530 – 31 (2007).

[14] See generally Leo E. Strine, Jr., *Corporate Power Is Corporate Purpose I: Evidence from My Hometown*, 33 Oxford Rev. Econ. Pol’y 176 (2017). (在公司形式中,股东的影响力确保了管理者将把他们的利益置于其他群体的利益之上)

[15] See, e. g., *Former CEO of Volkswagen AG Charged with Conspiracy and Wire Fraud in Diesel Emissions Scandal*, U. S. DEP’ T. OF JUST. (May 3, 2018), <https://www.justice.gov/opa/pr/former-ceo-volkswagen-ag-charged-conspiracy-and-wire-fraud-diesel-emissions-scandal> [<https://perma.cc/587X-H5NS>].

身施加处罚,^[16]对公司利润减少产生威慑,从而最终减少股东财富。因此管理者会有激励考虑非股东群体的利益,将其作为代表股东行事的使命的一部分。

近年来,人们对这种制衡越来越不满,主要是担心监管体系不足以限制因公司行为产生的负外部效应。^[17] 国际化经营的公司可能会规避任何单一政府的控制;公司的复杂性可能会使监管机构有限的资源负担过重;公司的说客们可能会削弱加强监管的政治意愿。更广泛地讲,人们普遍认识到,仅仅依靠法律禁令来遏制所有与社会趋势相悖的公司活动是完全不够的,因为我们不可能预先明确规定各种潜在形式的公司不当行为,更不用说要对其实施法律制裁了。正如我们期望自然人在没有各方强加法律强制性规定的情况下,仍会遵守社会规范一样,我们同样希望公司在不受正式法律处罚威胁的情况下,也会坚持道德行为的基本标准。^[18] 但是,如果公司管理者被激励要求追求股东财富的最大化,并且仅受法律禁令的约束,公司就可能会违反这些规范。

在这种情况下,无论是经济还是社会的市场都可能填补法律缺位的空白。^[19] 为了获取利润,公司不仅必须生产能够吸引客户的商品和服务,而且还必须创造足够的声誉资本以维持与供应商、员工和其他重

[16] See, e. g., *Wal - Mart Pleads Guilty to Federal Environmental Crimes, Admits Civil Violations and Will Pay More Than \$81 Million*, U. S. DEP' T. OF JUST. (Sept. 15, 2014), <https://www.justice.gov/opa/pr/wal-mart-pleads-guilty-federal-environmental-crimes-admits-civil-violations-and-will-pay-more> [<https://perma.cc/EG9X-QJ3R>].

[17] See, e. g., Kent Greenfield, *The Failure of Corporate Law* 16 - 21 (2006); David Yosifon, *Corporate Friction* 31 - 34 (2018).

[18] See Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N. Y. U. L. REV. 733, 748 - 53 (2005); Claire A. Hill, *Repugnant Business Models; Preliminary Thoughts on a Research and Policy Agenda*, 74 WASH. & LEE L. REV. 973, 988 (2017).

[19] See Larry E. Ribstein, *Accountability and Responsibility in Corporate Governance*, 81 Notre Dame L. Rev. 1431, 1433 (2006).

要利益相关者的关系。^[20] 因制造有害产品、虐待员工、向客户收费过高而声名狼藉的公司会发现其经营起来更加困难。^[21] 媒体记者会特别关注他们的行为；消费者也会规避他们的产品和服务；投资者和其他资本提供者也将远离他们；竞争对手将挑战他们的地位。无论是否期望管理者——通过信义义务或其他方式——实现股东财富最大化，有效的软性的公司纪律制度，都可以确保对股东财富追求与公司经营所在的广大社会福祉保持一致。^[22]

但是，像任何市场一样，企业责任市场也需要充分的透明度才能有效运作。公司利益相关者不能向管理者施压，要求他们改变自己没有意识到的行为。^[23] 透明度还使正式法律制度更加有效：那些被誉为“不良行为者”（bad actor）的公司可能会成为政治目标；具有较高声誉的公司可能会享有一定程度的监管宽容度。^[24] 但是，除联邦证券法外，美国没有要求公司必须披露其内部经营细节的一般性规定，导致公众被剥夺了用于对公司行为施加社会控制的宝贵见解。

（一）证券披露的形式和功能

在美国运营的企业经常需要进行信息披露。州法律和联邦法律都要求商家向消费者披露产品和服务信息。^[25] 联邦法律要求雇主向员

[20] See Craig Deegan, *Introduction: The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosure—A Theoretical Foundation*, 15 *Acct. auditing & accountability* J. 282 (2002); Hillary A. Sale, *The Corporate Purpose of Social License* (June 20, 2019) (unpublished article), <https://ssrn.com/abstract=3403706> [<https://perma.cc/6H2W-33K5>] [hereinafter *Social License*].

[21] See Hill, *supra* note 2, at 1208.

[22] See Cf. Jill E. Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 *J. CORP. L.* 637, 645 (2006) (描述了公司利益和社会利益最终趋同的观点).

[23] See Roy Shapira & Luigi Zingales, *Is Pollution Value Maximizing? The DuPont Case* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 23866, 2017), <https://www.nber.org/papers/w23866> [<https://perma.cc/KK3Y-6DD2>].

[24] See Sale, *supra* note 20, at 40-41.

[25] See, e.g., 15 U.S.C. § 1601(a)-(b) (2018); Pub. L. No. 101-535, 104 Stat. 2353 (2016); 21 C.F.R. pt. 801 (2019); see also Omri Ben-Shahar & Carl E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 *U. PA. L. REV.* 647, 653-62 (2011).

工披露工作场所的风险因素。^[26] 有关公司员工种族和性别构成的数据必须向平等就业机会委员会(EEOC)披露,^[27] 详细的财务信息必须向国税局(IRS)披露。但是,这些披露信息是具体的、针对特定目的的,其中很多信息是专门为政府机构制定的,即便能向公众公开,也只能通过漫长而艰巨的信息公开法(FOIA)的流程来实现。^[28]

但是,有一个监管领域需要对公众投资者进行全面披露,即联邦证券法。每当公司将其证券——股票或债券——用于广泛交易时,就会受到一系列公开披露要求的约束。

公司通过三种途径成为公众公司,从而有义务根据联邦证券法披露信息。第一,公司可以直接承诺向公众发行证券。发行是算作“公开的”还是“私下的”是一个复杂的问题,但总的来说,公开发行是在不受限制的基础上针对没有特殊资格或内幕信息的普通投资者进行的发行。^[29] 公司选择以这种方式发行其证券,必须向SEC提交一份公开可获得的注册声明,此后每季度提交补充报告,^[30] 并根据需要进行紧急更新。^[31] 发行公司还必须在任何一次股东大会召开之前提交一份代理委托书副本。^[32]

第二,公司可以选择在全国性的证券交易所上市交易。通常,交易所上市会伴随证券的公开发行,但并非总是如此。例如,公司可能会在很长一段时间内私下发行少量证券,之后决定在交易所交易这些证券。^[33] 一旦这样做,它也有义务向SEC提交一套标准的可供公众查阅

[26] See 29 C. F. R. § 1910.1200 (2019).

[27] Id. § 1602.7.

[28] See, e. g., Jamillah Williams, *Diversity as a Trade Secret*, 107 GEO. L. J. 1684, 1688 (2019). See generally David Pozen, *Freedom of Information Beyond the Freedom of Information Act*, 165 U. PA. L. REV. 1097 (2017) (描述了FOIA的程序障碍).

[29] See, e. g., SEC v. Ralston Purina, 346 U. S. 119 (1953).

[30] See 15 U. S. C. § § 77e, § 78o (2018); 17 C. F. R. § 240.15d-13 (2019).

[31] See 17 C. F. R. § 249.308 (2019).

[32] Id. § § 240.14a-6, 240.14a-101.

[33] See Marc D. Jaffe et al., *Spotify Case Study: Structuring and Executing a Direct Listing*, Harv. L. Sch. Forum on Corp. Governance & Fin. Reg. (July 5, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/> [<https://perma.cc/85Z2-BVAC>].

的运营和财务信息披露文件,并提交季度报告和代理委托书。^[34]

第三,如果某个公司的一定数量的证券已经普遍被公众持有,即使没有进行正式的公开发售,也可能会受到联邦信息披露要求的约束。^[35] 比如说,如果公司在很长一段时期内私下发行证券,并且有足够多的公众最终持有其股票或债券,就可能发生这种情况。

无论公司通过何种途径成为公众公司,一旦这样做了,就必须遵守证券披露制度,至少在该类被认定为“公开发售”的证券仍被公众持有期间需要遵守。^[36] 除其他事项外,这些公司还必须提供有关以下详细信息,包括:现金流量;^[37] 资产;^[38] 资本结构;^[39] 可能影响资产流动性、利润和资本来源的趋势;^[40] 支付给高管人员的薪酬和薪酬方案的目标;^[41] 以及可能涉及的与公司未来财务业绩相关的,继而也与投资者相关的一系列其他主题。^[42]

尽管国会通过《1933年证券法》和《1934年证券交易法》规定了总体的信息披露制度框架,但这些披露的细节及其发布的方式主要受SEC颁布的法规所约束。^[43] SEC的任务是保护投资者,促进融资并促进资本市场的健康发展,^[44] 而信息披露是实现这些目标的关键(尽管

[34] See 15 U. S. C. § § 781,78m (2018); 17 C. F. R. § 240.13a-13 (2019).

[35] See 15 U. S. C. § § 781,78m; 17 C. F. R. § 240.13a-13.

[36] See 17 C. F. R. § 240.12h-3 (2019).

[37] Id. § 210.3-02.

[38] Id. § § 229.301-.302.

[39] Id. § 210.3-01.

[40] Id. § 229.303.

[41] Id. § 229.402.

[42] See generally id. pt. 229 (确定了在各种情况下必须公开披露的公司业绩的其他方面)。

[43] See Usha Rodrigues, *Dictation and Delegation in Securities Regulation*, 92 IND. L. J. 435,456 (2017).

[44] See U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, *What We Do*, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> [<https://perma.cc/SR9B-U3M5>]. 国会规定,当SEC参与规则制定时,它必须考虑“对投资者的保护以及该行动是否会促进效率、竞争和资本形成”。National Securities Market Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104-290, § 106(b), 110 Stat. 3416,3424 (1996).

不是唯一的^[45])机制。

信息披露通过多种方式帮助 SEC 完成其使命。首要的,也是最根本的,它可以保护投资者免受欺诈之害。^[46]其次,信息披露可以使投资者比较投资机会,并以较低的资本成本回报实力更强的企业,从而在整个经济中有效分配资源。^[47]信息披露还可以纠正信息不对称,保护投资者免受内幕信息知情人的侵害。^[48]

最终信息披露会影响公司管理者的行为。尽管公司管理层对投资者的实质性义务——忠实和勤勉义务——严格意义上来说是由州法律而非联邦法律强制执行的,但信息披露间接地促进这些义务的履行。它防止管理者进行自我交易和其他严重的不当行为,^[49]并允许投资者在发现此类不当行为时予以惩治。^[50]此外,披露义务间接确保公司管理者进行业务过程的监督,至少具备收集、汇总并报告所需数据的能力。^[51]

[45] See Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 STAN. L. REV. 385, 389-92 (1990).

[46] See Michael D. Guttentag, *Protection from What? Investor Protection and the JOBS Act*, 13 U. C. DAVIS BUS. L. J. 207, 223 (2013).

[47] See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 734 (1984) (“如果我们把证券市场视为投资资本的主要配置机制,那么证券价格行为之所以重要,并不是因为它们对投资者的分配后果,而是因为它们对配置效率的影响。在这种情况下,重要的不仅是游戏的公平,而且是准确的——也就是资本被正确定价。”); Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 MICH. L. REV. 2498, 2544-45 (1997); Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L. J. 711, 713-16 (2006).

[48] See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 47, at 751-52; Guttentag, *supra* note 46, at 224-27.

[49] See Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 39-40 (3d ed. 2003). (“SEC 主要的持久使命是迫使参与证券市场的公司披露数据,间接诱导这些公司避免非法或令人尴尬的活动。”)

[50] See Goshen & Parchomovsky, *supra* note 47, at 753-54; Guttentag, *supra* note 46, at 227-29; Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859, 873 (2003).

[51] See Philip A. Loomis Jr. & Beverly K. Rubman, *Corporate Governance in Historical Perspective*, 8 HOFSTRA L. REV. 141, 165-66 (1979); Thompson & Sale, *supra* note 50, at 873-74.

尽管如此,由于证券法是全面披露公司经营的唯一依据,因此证券披露制度被其他公司利益相关者所使用。这些例子不胜枚举:监管机构可能依靠证券披露来识别违法的危险信号,^[52]以大致了解其影响力范围内的业务活动,^[53]并做出关键的政策决策。^[54]员工依赖披露的利润率为争取更高工资而罢工。^[55]竞争对手利用证券注册文件将自己的财务决策与行业内其他公司进行比较。^[56]贷款方利用证券信息来判断潜在借款人的信誉。^[57]显然,这些效应剥夺了发行人的寻租空

[52] 例如,向投资者披露的包含在证券备案文件中的信息可能会提供违反反垄断法的证据。See Matt Kempner, *Airlines Just Can't Say "Buh - Bye" to Antitrust Issues*, ATLANTA J. CONST. (July 10, 2015), <https://www.ajc.com/news/transportation/airlines-just-can-say-buh-bye-antitrust-issues/FJqnObBaFDDRmAnarfkCSM> [<https://perma.cc/AU42-WZEW>]; Christopher Rowland, *Prescription Drug Wholesalers Reaped Windfall from Alleged Price - Fixing*, WASH. POST (Feb. 1, 2019), https://www.washingtonpost.com/business/economy/prescription-drug-wholesalers-reaped-windfall-from-alleged-price-fixing/2019/01/31/b8ed6130-230f-11e9-81fd-b7b05d5bed90_story.html [<https://perma.cc/D5SV-58FR>].

[53] Fan, *supra* note 6, at 599 - 602.

[54] See Urska Velikonja, *The Cost of Securities Fraud*, 54 WM. & MARY L. REV. 1887, 1937 - 38 (2013).

[55] See Steven Greenhouse, *The Return of the Strike*, AM. PROSPECT (Jan. 3, 2019), <https://prospect.org/article/return-strike> [<https://perma.cc/VHC2-NYZ9>]. 福特的一位前会计师最近解释说,公司担心强制性披露会给工会成员或缔约对手方提供讨价还价的优势。See Nicola M. White, *More Detailed U. S. Income Statements May Be Elusive Goal*, BLOOMBERG (Sept. 25, 2019), <https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/more-detailed-u-s-income-statements-may-be-elusive-goal> [<https://perma.cc/C46G-ZT9D>].

[56] See Fox, *supra* note 47, at 2550 - 51; Georgiev, *supra* note 5, at 652 - 53; Sean Cao et al., *Copycatting and Public Disclosure: Direct Evidence from Peer Companies' Digital Footprints* (Jan. 9, 2019) (unpublished article), <https://ssrn.com/abstract=3280744> [<https://perma.cc/BP9Z-SHRV>]. 相反,当公司谎报其财务业绩时,它们可能会诱使竞争对手进入无利可图的行业,潜在地造成整个行业的扭曲。See Velikonja, *supra* note 54, at 1891 - 92.

[57] See, e. g., *U. S. Mortg., Inc. v. Saxton*, 494 F. 3d 833, 837 (9th Cir. 2007); see also Fan, *supra* note 6, at 602. 在私人公司 WeWork 提交公开发行其证券的初始文件后,其缔约对手方对其财务稳定性非常担忧,因此开始向其竞争对手示好。See Reeves Wiedeman, *The Sun Sets on We*, N. Y. MAG. (Sept. 30, 2019), <http://nymag.com/intelligencer/2019/09/what-happened-at-we-why-wework-postponed-its-ipo.html> [<https://perma.cc/62NV-6J9V>].

间,但也使整个社会受益。^[58]

在更普遍的层面上,证券披露有助于对商业活动的社会控制。希拉里·塞勒(Hillary Sale)将此效应称为“公共性”,即将公司权力置于适用于政府权力相同的问责标准的过程。^[59] 发行人明白,通过证券披露,它们将受到监管机构、媒体记者和公众的审查并据此行事。^[60] 违法或不道德行为被揭露的可能性——使公司同时面临法律责任和社会谴责^[61]——有助于从一开始就阻止发行人从事此类行为。^[62] 最终,证券披露确保了对超越了金融领域法律的普遍遵守,从而保护了员工和周围社区免受公司反社会活动的侵害。^[63]

尽管证券披露产生了积极效应——且这些效应是法律的宗旨之一,^[64]但实现这些效应的机制是以投资者为中心:为他们的投入形成

[58] Georgiev, *supra* note 5, at 653.

[59] See Hillary A. Sale, *The New “Public” Corporation*, 74 L. & CONTEMP. PROBS. 137, 137–38 (2011) [hereinafter Sale, *New Public*]; see also Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 340. [我们怀疑,我们所称的证券监管中,有一部分是为了让经济实力强大的大型商业机构承担更多的责任,而这些机构与传统的(可以说是更可衡量的)投资者保护理念只是松散地结合在一起。]

[60] Sale, *New Public*, *supra* note 59, at 144; see also Renee M. Jones, *The Unicorn Governance Trap*, 166 U. PA. L. REV. ONLINE 165, 171, 179 (2017).

[61] Hill, *supra* note 18, at 979.

[62] Jones, *supra* note 60, at 179.

[63] *Id.*, at 179–82.

[64] SELIGMAN, *supra* note 49, at 39–40; Loomis Jr. & Rubman, *supra* note 51, at 165, 168; Adam C. Pritchard & Robert B. Thompson, *Securities Law and the New Deal Justices*, 95 VA. L. REV. 841, 846–49 (2009).

信息,并迫使管理者关注其利益。^[65] 证券披露可能会使整个社会受益,但其设计初衷并不是要以整个社会为导向的。

(二) 信息披露对非投资者群体的作用

通过向投资者和其他公司利益相关者提供关键信息,证券法起到了证明公司信息披露具有广泛重要性的作用。毫无疑问,公司透明度可以给非投资者群体带来极大的收益,但总的来说,这些收益可以归为三个基本类别:

1. 缔约与竞争

首先,信息披露可能会使与公司有财务关系的各种群体受益。最明显的是,员工甚至客户都可以使用有关利润率的信息来讨价还价。^[66] 有关特定领域或特定公司的工资的基本信息——目前很难获得^[67]——可以帮助所有员工就更好的(工资)安排进行交涉,尤其是可以帮助女性和有色人种来修正他们在其他方面可能会遇到的系统性

[65] H. R. REP. NO. 73 - 1383, at 5 (1934). (当管理层与所有权分离并受到银行集团的控制时,人们忘记了他们在与人们的储蓄打交道,而盈利成了一种非个人的事情。当人们不认识自己侵略的受害者时,他们并不总是意识到自己的错误。) S. REP. NO. 73 - 47, at 1 S. REP. NO. 73 - 47, at 1 (1933). [“这项法案的目的是保护投资公众和诚信业务(honest business)。其基本政策是向投资者通报州际和对外贸易中拟发行证券的事实,并提供防止欺诈和虚假陈述的保护。”] 77 CONG. REC. 937 (1933). [引用罗斯福(Roosevelt)的话:“在州际贸易中出售的每种新证券都应附有充分的宣传和信息,并且……不得向购买人隐瞒与发行有关的实质重要因素。”] Guttentag, *supra* note 46, at 212 - 214; Loomis Jr. & Rubman, *supra* note 51, at 166. (引用罗斯福总统的话:“我们所寻求的是回归对古老真理的更清晰的理解,即那些处理或使用他人的金钱管理者和公司是为他人行事的受托人。”) Williams, *supra* note 6, at 1218. [《证券法》(Securities Act)和《证券交易法》(Exchange Act)的立法历史,强烈反映了公司权力(power)应由股东托管的理念。]

[66] Fox, *supra* note 47, at 2550 - 51; Georgiev, *supra* note 5, at 653; Velikonja, *supra* note 54, at 1924 - 25.

[67] See Deborah Thompson Eisenberg, *Money, Sex, and Sunshine: A Market - Based Approach to Pay Discrimination*, 43 ARIZ. ST. L. J. 951 (2011); Laura M. Holson, *Should You Tell the World How Much Money You Make?*, N. Y. TIMES (May 10, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/05/10/business/salary-transparency-ask-a-manager.html> [<https://perma.cc/2K8R-65VJ>].

弊端。^[68] 况且工资不是唯一的问题:针对雇主的法律投诉的信息披露(如员工在性骚扰方面所要求的那样^[69])可以帮助弱势群体争取更好的工作条件,或在必要时避开声誉不佳的雇主。仅仅通过收集和公布此类信息来迫使管理者关注这些事项的法令,就可以促使他们纠正那些可能被忽视的问题。^[70]

其次,信息披露激发了新形式的创业精神。詹妮弗·范(Jennifer Fan)指出,特别是当公司进入具有创新模式的新领域时,其他辅助业务可能会进行调整以提供支持。^[71] 信息披露有助于这些尝试,并推动更高效、更发达的经济。

最后,信息披露有助于竞争。相互竞争的公司可能依赖于关于业务范围、销售数据和同行利润率的信息来决定是否以及在何处进行投

[68] Eisenberg, *supra* note 67, at 997; Rebecca Greenfield, *Making Salary Information Public Helps Close the Gender Pay Gap*, BLOOMBERG (Dec. 5, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-05/making-salary-information-public-helps-close-the-gender-pay-gap> [<https://perma.cc/9TFQ-8KEK>]; Kristin Wong, *Want to Close the Pay Gap? Pay Transparency Will Help*, N. Y. TIMES (Jan. 20, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/01/20/smarter-living/pay-wage-gap-salary-secrecy-transparency.html> [<https://perma.cc/WKD7-8A4N>]; Morten Bennedsen et al., *Do Firms Respond to Gender Pay Gap Transparency?* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 25435, 2019), <https://www.nber.org/papers/w25435> [<https://perma.cc/9B4Y-JA4R>].

[69] See Cynthia Estlund, *Just the Facts: The Case for Workplace Transparency*, 63 STAN. L. REV. 351, 364-66, 369-73 (2011) (认为向员工披露工作场所条件将有助于他们就适当的雇用条件进行讨价还价); Jena McGregor, *Google and Facebook Ended Forced Arbitration for Sexual Harassment Claims. Why More Companies Could Follow*, WASH. POST (Nov. 12, 2018), <https://www.washingtonpost.com/business/2018/11/12/google-facebook-ended-forced-arbitration-sex-harassment-claims-why-more-companies-could-follow> [<https://perma.cc/Q7D8-9RFS>] (描述了技术公司和律师事务所的员工和准员工的抗议) [<https://perma.cc/Q7D8-9RFS>].

[70] See David W. Case, *Corporate Environmental Reporting as Information Regulation: A Law and Economics Perspective*, 76 U. COLO. L. REV. 379, 385-86 (2005) (在环境报告的情况下描述了其影响); Estlund, *supra* note 69, at 377 (在工作场所危害的情况下描述了其影响)。

[71] Fan, *supra* note 6, at 602.

资,并衡量自身的支出和销售增长。^[72] 的确,关于“轻触式”(light - touch 影响轻微且效果不佳的监管。——译者注)反垄断监管的论点——垄断利润将吸引新的市场进入者^[73]——取决于潜在的竞争对手是否意识到这些机会。

著名的艺术品经销商苏富比拍卖行(Sotheby's) 提供了恰当的例子。几十年来,苏富比公司股票一直在公开市场交易,因此为投资者提供了各季度的财务信息。但是在2019年,苏富比被卖给了一位私人投资者,从而结束了其公开信息披露的义务。当这一消息发布时,整个行业都要为失去关于“利润率、高管薪酬、战略规划、资本配置以及股票对主要经济和政治力量的反应”等关键数据做好准备。^[74]

2. 社区活动与政治参与

违法的、有违职业道德和公共道德的行为可以通过消费者、员工和其他对手方来进行监督,他们这些(监督)习惯对公司运营至关重要。不言而喻,信息披露对产生上述监督的主动性至关重要。^[75]

社会压力最明显的形式是顾客抵制,或者更温和的形式——顾客

[72] See supra Section I. A; see also Bernard et al., supra note 3, at 99.

[73] See George L. Priest, *The Abiding Influence of The Antitrust Paradox*, 31 HARV. J. L. & PUB. POL'Y 455, 457 (2008).

[74] See Katya Kazakina et al., *Private Deal for Sotheby's Pushes Art Market "Underground"*, BLOOMBERG (June 17, 2019), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-17/billionaire-s-deal-for-sotheby-s-pushes-art-market-underground> [<https://perma.cc/JC4J-MAKE>].

[75] Hill, supra note 18, at 979.

厌恶。^[76] 尽管许多人质疑抵制是否会对销售产生真正的影响,但有充分的证据表明,公司关心自己的声誉并会改变其做法以避免负面宣传。^[77] 仅凭公司愿意花费大量资源去维护声誉的事实就足以表明,负面宣传具有实际的经济影响,^[78] 而且,一般来说,一家公司的媒体曝光

[76] See, e. g., Abha Bhattarai, “A Tipping Point in Fast Fashion”: *Forever 21’s Bankruptcy Signals the Shifting Priorities of Young Shoppers*, WASH. POST (Oct. 3, 2019), <https://www.washingtonpost.com/business/2019/10/03/tipping-point-fast-fashion-forever-s-bankruptcy-signals-shifting-priorities-young-shoppers> [<https://perma.cc/Y9LJ-3NP9>]; Abha Bhattarai, *Walmart Bought Bonobos—And the Bros Aren’t Happy*, WASH. POST (May 25, 2018), https://www.washingtonpost.com/business/economy/walmart-bought-bonobos—and-the-bros-arent-happy/2018/05/25/6e4713ac-5aa5-11e8-8836-a4a123c359ab_story.html [<https://perma.cc/6J8U-Q6X3>]; see also Paula J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 FLA. ST. U. L. REV. 1089, 1123 (2007); Douglas A. Kysar, *Preferences for Process: the Process/Product Distinction and the Regulation of Consumer Choice*, 118 HARV. L. REV. 525, 584–87 (2004) (描述了美国消费者激进主义的历史)。

[77] David Vogel, *The Market for Virtue: The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility* 46–52 (2005). 例如,一些公司迫于公众压力,撤回了它们在 The Laura Ingraham Show 和 Tucker Carlson Tonigh 等有争议的节目中的广告。See Oliver Darcy, *Tucker Carlson’s Show Has Been Hit by an Advertiser Boycott, and It’s Having a Visible Effect*, CNN (Dec. 20, 2018), <https://www.cnn.com/2018/12/20/media/tucker-carlson-fox-news-ad-boycott/index.html> [<https://perma.cc/9NN8-S9LA>]; Jason Schwartz, *Big Advertisers Still Shunning Ingraham’s Fox News Show Months After Boycotts*, POLITICO (Oct. 16, 2018), <https://www.politico.com/story/2018/10/16/ingraham-fox-news-advertising-902466> [<https://perma.cc/ZWZ6-MHER>]. 金融机构也停止了为枪支制造商和私人监狱行业提供资金,以应对抗议。See, e. g., Laura J. Keller & Polly Mosendz, *BofA Will Stop Lending to Makers of Assault-Style Guns*, BLOOMBERG (Apr. 10, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-10/bofa-will-no-longer-lend-to-some-gunmakers-vice-chairman-says> [<https://perma.cc/9CNJ-XY52>]; Taylor Telford & Renae Merle, *Bank of America Cuts Business Ties with Detention Centers, Private Prisons*, WASH. POST (June 27, 2019), <https://www.washingtonpost.com/business/2019/06/27/bank-america-cuts-business-ties-with-detention-centers-private-prisons> [<https://perma.cc/6RAD-VB8Z>].

[78] Hill, *supra* note 2, at 1202, 1208–11.

率越高,它越有可能进行社会责任投资以维持其声誉。^[79] 社会谴责的力量只会越来越多,因为科技使有关公司不当行为的报道更容易传播。如今,甚至有一些应用程序和其他工具可以让消费者在消费时调查品牌的社会绩效。^[80] 在当今两极化的政治环境中,消费者可能特别关注品牌的社会绩效;当然,有几家公司已经在这方面下注了,他们明确将其品牌与有争议的政治立场联系起来。^[81]

这类“蒙羞”运动(shaming campaign)的最大缺点可能是它们只会影响面向消费者的业务;不直接与消费者打交道的组织不太可能受到相同的压力。^[82] 但是,这种差异可能以员工抗议的形式来弥补。例如,自2008年国际金融危机以来,投资银行在吸引应届毕业生方面遇到了更多麻烦,这显然是因为这些银行不负责任的声誉和缺乏社会良

[79] Frank Li et al., *Corporate Visibility in Print Media and Corporate Social Responsibility*, SUSTAINABILITY (2018).

[80] Kysar, *supra* note 76, at 582 – 83; Rebecca Bratek, *Smartphone App Reveals the Politics in Your Shopping Cart*, L. A. TIMES (Aug. 25, 2014), <https://www.latimes.com/nation/la-na-buy-partisan-20140825-story.html> [<https://perma.cc/BX8Y-ZAM4>]; Megan Friedman, *How a Twitter Boycott Contributed to the Demise of the Ivanka Trump Brand*, ELLE (July 24, 2018), <https://www.elle.com/culture/career-politics/a22539627/grab-your-wallet-boycott-ivanka-trump-brand> [<https://perma.cc/BP9H-KVBL>].

[81] See Josh Barro, *Here's Why More Brands, Like Nike with Colin Kaepernick, Are Openly Liberal*, BUS. INSIDER (Sept. 4, 2018), <https://www.businessinsider.com/nike-colin-kaepernick-ad-brands-more-liberal-2018-9> [<https://perma.cc/4FHV-65A6>]; David Gelles, *CEO Activism Has Become the New Normal*, N. Y. TIMES (July 25, 2018), <https://www.nytimes.com/2018/07/25/business/dealbook/ceo-activism-study.html> [<https://perma.cc/DK54-UFGV>].

[82] VOGEL, *supra* note 77, at 53. 也有一些例外,例如,精英律师事务所的公司客户已经开始“抵制”那些不够多元化的事务所。See Noam Scheiber & John Eligon, *Elite Law Firm's All - White Partner Class Stirs Debate on Diversity*, N. Y. TIMES (Jan. 27, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/01/27/us/paul-weiss-partner-diversity-law-firm.html> [<https://perma.cc/WZA4-2FQ7>].

知而使他们的前景不那么有吸引力。^[83] 最近,Facebook 的丑闻使它在新晋的工程师和计算机科学家的眼中变得黯淡无光了。^[84]

这项运动已经扩展到了新员工之外的群体。许多公司的现有员工最近都在鼓动他们的雇主,使他们更仔细地注意他们工作的社会影响。

[83] See Nathaniel Meyersohn, *After the Crisis, Silicon Valley Overtook Wall Street as the Place to Be*, CNN (June 7, 2018), <https://money.cnn.com/2018/06/07/news/economy/wall-street-silicon-valley-google-goldman-sachs/index.html> [<https://perma.cc/AR4E-UBEL>]; Laura Noonan et al. , *Beyond Banking: Filling the Recruitment Abyss*, FIN. TIMES (Nov. 11, 2015), <https://www.ft.com/content/f5f79cfc-8228-11e5-a01c-8650859a4767> [<https://perma.cc/U7QP-LQF6>]; Laurent Ortmans, *Jobs in Banking and Finance Lose Allure*, FIN. TIMES (Nov. 1, 2015), <https://www.ft.com/content/80f30276-7bd3-11e5-a1fe-567b37f80b64> [<https://perma.cc/82P5-3E6M>].

[84] See Nellie Bowles, “ *I Don’t Really Want to Work for Facebook.* ” *So Say Some Computer Science Students*, N. Y. TIMES (Nov. 15, 2018), <https://www.nytimes.com/2018/11/15/technology/jobs-facebook-computer-science-students.html> [<https://perma.cc/7DAK-K77L>]; Lucie Greene, *Big Tech May Be Losing Its Allure for Talented Staff*, FIN. TIMES (Aug. 25, 2019), <https://www.ft.com/content/5e8affac-c299-11e9-ae6e-a26d1d0455f4> [<https://perma.cc/9Z3S-EUKW>]; Salvador Rodriguez, *Facebook Has Struggled to Hire Talent Since the Cambridge Analytica Scandal, According to Recruiters Who Worked There*, CNBC (May 16, 2019), <https://www.cnb.com/2019/05/16/facebook-has-struggled-to-recruit-since-cambridge-analytica-scandal.html> [<https://perma.cc/8RPG-FCEV>]; see also Elizabeth Dwoskin & Todd C. Frankel, *The Big Problem for Uber Now: Attracting Talent*, WASH. POST (June 14, 2017), https://www.washingtonpost.com/business/economy/the-big-problem-for-uber-now-attracting-talent/2017/06/14/6be22812-4f80-11e7-b064-828ba60fb98_story.html [<https://perma.cc/BAR2-CMG2>] (documenting similar problems at Uber).

在谷歌、微软和亚马逊，员工都对涉及隐私问题的项目进行了抗议。^[85] 员工迫使咨询公司麦肯锡取消了跟移民与海关执法局（ICE）的合同，证明了员工抗议的力量扩展到面向消费者的行业之外。^[86] Wayfair 的员工举行了罢工，以抗议公司面向移民拘留中心的销售业务。^[87]

根本点在于，消费者和员工都有塑造公司行为的能力和意愿，以使其遵守现行社会责任规范，但如果没有信息披露这是不可能实现的。具体而言，即使在没有公开披露的情况下，员工也可能对公司举措有特别的见解，或者只是对小型任务如何适合于一个更大的项目有一个模

[85] See Kate Conger & Cade Metz, *Tech Workers Now Want to Know: What Are We Building This for?*, N. Y. TIMES (Oct. 7, 2018), <https://www.nytimes.com/2018/10/07/technology/tech-workers-ask-censorship-surveillance.html> [<https://perma.cc/6W2K-UVFL>]; Kelsey Gee, *The New Labor Movement: Pushing Employers to Be Socially Active*, WALL ST. J. (June 25, 2019), <https://www.wsj.com/articles/the-new-labor-movement-pushing-employers-to-be-socially-active-11561476199> [<https://perma.cc/B8NR-A6BP>]. 员工们还说服微软暂停并重新审查其政治捐款计划。See Billy Nauman et al., *BlackRock Under Fire*, (Dual) Class War, PAC Attack, FIN. TIMES (Aug. 7, 2019), <https://www.ft.com/content/4ad02fa4-b895-11e9-8a88-aa6628ac896c> [<https://perma.cc/47ZR-Q75D>].

[86] See Michael Forsythe & Walt Bogdanich, *McKinsey Ends Work With ICE Amid Furor Over Immigration Policy*, N. Y. TIMES (July 9, 2018), <https://www.nytimes.com/2018/07/09/business/mckinsey-ends-ice-contract.html> [<https://perma.cc/46CC-FQLF>]. Deloitte 和 GitHub 的员工还敦促其雇主终止与 ICE 的关系。Gee, *supra* note 85; Nitasha Tiku, *Employees ask GitHub to Cancel ICE Contract: “We Cannot Offset Human Lives with Money,”* WASH. POST (Oct. 9, 2019), <https://www.washingtonpost.com/technology/2019/10/09/employees-ask-github-cancel-ice-contract-we-cannot-offset-human-lives-with-money/> [<https://perma.cc/DD9A-UDCX>].

[87] See Abha Bhattarai, *“A Cage Is Not a Home”: Hundreds of Wayfair Employees Walk Out to Protest Sales to Migrant Detention Center*, WASH. POST (June 26, 2019), <https://www.washingtonpost.com/business/2019/06/26/cage-is-not-home-hundreds-wayfair-employees-walk-out-protest-sales-migrant-detention-center/> [<https://perma.cc/2TNM-Z7AM>]. Slack 的工程师同意不开发可用于面向移民的工具。Cameron Bird et al., *The Tech Revolt*, CALIF. SUNDAY MAG. (Jan. 23, 2019), <https://story.californiasunday.com/tech-revolt> [<https://perma.cc/B94U-7D2Y>].

糊的概念,^[88]但他们可能会受到保密协议的约束。^[89]关于业务线、重要客户、签约伙伴的公开披露可能会向这两个群体提供有价值的信息,他们可以使用这些信息来更全面地了解公司行为。^[90]

最后,公司披露可以以最基本的方式帮助公民行动,即参与政治。公司在政治广告宣传和游说方面的支出可能旨在影响选民;更多有关公司政治支出及其业务范围的信息(他们在争议问题上的经济利益)将有助于选民结合公司的这些投入,从而更好地使公民能了解相关信息,更有助于保护公民的自身利益。^[91]此外,还有许多难以识别的,与私人公司有密切联系的带有公权属性的参与主体;公司披露制度可以揭示这些关系,以便公民能够识别潜在的冲突,并在适当时引发改革。^[92]例如,ICE 拒绝披露其支付给私人承包商用以拘留移民的款项的详细信息。媒体记者在一定程度上依靠上市公司的披露推断出了一些细节,^[93]但仍有许多提供拘留相关服务,并在公众视野之外运作的

[88] See Cf. Noam Scheiber & Kate Conger, *The Great Google Revolt*, N. Y. TIMES (Feb. 18, 2020), <https://www.nytimes.com/interactive/2020/02/18/magazine/google-revolt.html> [<https://perma.cc/9XPJ-3U5K>] (报告称,Google 试图通过对除“需要了解”的员工之外的所有员工隐瞒有争议的项目来防止内部分歧)。

[89] See Cf. Jay Greene, *Amazon Employees Launch Mass Defiance of Company Communications Policy in Support of Colleagues*, WASH. POST (Jan. 27, 2020), <https://www.washingtonpost.com/technology/2020/01/26/amazon-employees-plan-mass-defiance-company-communications-policy-support-colleagues> [<https://perma.cc/GP3D-6WFK>] (描述了亚马逊禁止员工公开评论其社会绩效的政策;内部可能会提出担忧,但讨论必须保密)。

[90] Estlund, *supra* note 69, at 378-79. 向雇员披露信息将有助于他们根据公司的社会绩效选择工作。在监管方面, see Section I. B. 3, *infra*, 公众可能会得到媒体记者或其他专家的帮助来解释这些披露。

[91] See Sarah Haan, *Voter Primacy*, 83 FORDHAM L. REV. 2655, 2682-83 (2015).

[92] See Benjamin P. Edwards, *The Dark Side of Self-Regulation*, 85 U. CIN. L. REV. 573, 587-91, 616-20 (2017) [描述了美国金融业监管局(FINRA)理事会的行业关系;强调了公司信息披露的缺乏可能使这些问题难以被发现]。

[93] See Spencer Ackerman & Adam Rawnsley, *\$800 Million in Taxpayer Money Went to Private Prisons Where Migrants Work for Pennies*, THE DAILY BEAST (Dec. 27, 2018), <https://www.thedailybeast.com/dollar800-million-in-taxpayer-money-went-to-private-prisons-where-migrants-work-for-pennies> [<https://perma.cc/8Y96-2SVT>]。

私人公司。^[94] 公开披露制度使公民更容易追究公司及其国会代表的责任,从而使正式的监管体系更加有效。事实上,最高法院基于现存的披露制度表明了对公司言论自由权利的支持,^[95] 随后肯尼迪大法官承认披露制度在实际中“没有按照应有的方式运作”。^[96]

3. 法律合规与法律制定

公开透明使监管更加高效,主要通过改善立法者运作所处的信息环境,以及允许公众参与监管过程来实现。如今,监管机构依靠证券法规定的一般披露义务来进行经济规划,查明潜在的违法行为,并从一开始防止公司违反法律。^[97] 全面披露制度是为了监管需求而设计的,会进一步帮助上述功能的完善。

以爱彼迎(Airbnb)为例,这是一家不受联邦证券法强制性报告约束的非公众公司。它提供的客房数量超过了世界上许多最大的酒店公司,但监管机构对其内部运营知之甚少。^[98] 因此,他们非常渴望获得有关爱彼迎的运营数据,以至于他们从一个业余爱好者那里购买了相

[94] See Yuki Noguchi, “No Meaningful Oversight”: ICE Contractor Overlooked Problems At Detention Centers, NPR (July 17, 2019), <https://www.npr.org/2019/07/17/741181529/no-meaningful-oversight-ice-contractor-overlooked-problems-at-detention-centers> [https://perma.cc/3Z3E-K3Y4] (报告了一家私人控股公司提供的有缺陷的检查服务); Dan Primack, Pro Rata, AXIOS (June 27, 2019), <https://www.axios.com/newsletters/axios-pro-rata-58ccc2ab-b4ff-406e-8a37-9eb2d52f971d.html> [https://perma.cc/J8LZ-WEJY] (描述了一家私人监狱公司由于政治争议而取消了IPO); Private Equity Stakeholder Project, *Fact Sheet: Private Equity - Owned Firms Dominate Prison and Detention Services* (Sept. 17, 2018), <https://pestakeholder.org/report/private-equity-owned-firms-dominate-prison-and-detention-services/> [https://perma.cc/YK4D-K8C7].

[95] *Citizens United v. FEC*, 558 U. S. 310, 370 (2010). (“随着互联网的出现,对支出的及时披露可以为股东和公民提供必要的信息,使公司和选举产生的官员对其职位和支持者负责……公民可以看到,当选官员是否‘落入’所谓金钱利益的‘口袋’。”)

[96] See Paul Blumenthal, *Anthony Kennedy’s Citizens United Disclosure Salve “Not Working,”* HUFFPOST (Nov. 2, 2015), https://www.huffpost.com/entry/citizens-united-anthony-kennedy_n_5637c481e4b0631799134b92 [https://perma.cc/TT4V-JD99].

[97] See Section I. A, *supra*.

[98] Fan, *supra* note 6, at 601.

关数据,后者是通过爱彼迎网站上的家庭筛选信息来完成数据收集的。^[99]

爱彼迎的情况并非孤例。公司通常通过不透明的私募股权公司提供关键的基础设施服务,如铁路服务,^[100]供水和污水处理服务,^[101]以及医疗服务。^[102]这种不透明会导致某些方面的问题:一旦将这些服务私有化,往往会在服务的价格和质量上引起争议。^[103]例如,在私募股权公司开始提供救护车和消防服务之后,人们不仅抱怨其收费过高,还抱怨医疗用品短缺和反应迟缓。^[104]许多私募股权公司在美国大片地区拥有租赁住房或控制抵押贷款,其侵略性的手段产生了大量被驱逐、

[99] See Olivia Carville, *Meet Murray Cox, The Man Trying to Take Down Airbnb*, BLOOMBERG (May 23, 2019), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-05-23/meet-murray-cox-airbnb-s-public-enemy-no-1-in-new-york> [<https://perma.cc/X76E-4DQY>].

[100] See Ben Protess et al., *How Private Equity Found Power and Profit in State Capitols*, N. Y. TIMES (July 14, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/07/15/business/dealbook/private-equity-influence-fortress-investment-group.html> [<https://perma.cc/AW9T-J3UN>].

[101] See Danielle Ivory et al., *In American Towns, Private Profits From Public Works*, N. Y. TIMES (Dec. 24, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/12/24/business/dealbook/private-equity-water.html> [<https://perma.cc/YW7B-PFAQ>].

[102] See Danielle Ivory et al., *When You Dial 911 and Wall Street Answers*, N. Y. TIMES (June 25, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/06/26/business/dealbook/when-you-dial-911-and-wall-street-answers.html> [<https://perma.cc/222X-XCR4>].

[103] Ivory et al., *supra* note 101; Ivory et al., *supra* note 102.

[104] Ivory et al., *supra* note 102. 最近,有人指责一家私募股权公司为了从地产中获利,故意使一家医院破产。See Lydia DePillis, *Rich Investors May Have Let a Hospital Go Bankrupt. Now, They Could Profit from the Land*, CNN (July 29, 2019), <https://www.cnn.com/2019/07/29/economy/hahnemann-hospital-closing-philadelphia/index.html> [<https://perma.cc/V7VV-FTP4>]. 投诉已经到了这样的地步:国会最近对私募股权支持的医疗集团的计费方式展开了两党调查。See Chris Flood, *US Congress Examines Private Equity Role in Surging Healthcare Costs*, FIN. TIMES (Oct. 13, 2019), <https://www.ft.com/content/7c8b4d01-f1cc-3db2-8b65-589cf4c1d77f> [<https://perma.cc/N65X-YMQK>].

丧失抵押品赎回权和无家可归的人。^[105] 但是，地方官员在执行基本住房法规方面的工作时，往往因无法确定负责财产维护的个人而受挫。^[106] 如果这些公司定期公开披露其经营的基本信息，包括其业务范围和法律纠纷的历史，则政府可能会制定和执行更有效的监管方案。当地政府将更快地发现其趋势，并能够在潜在问题出现之前解决它们。

诚然，监管机构可以而且确实需要要求公司直接向其披露信息，而不必向公众公开。但是，这些零散的努力肯定也可以从一个协同设计的、人人都可以获取的信息披露方案中获益，出于同样的原因，要求投资者单独与公司就特定类型的信息进行谈判是低效的。^[107] 有各种各样的联邦机构和无数的地方监管机构，他们专用于数据收集的预算和资源水平各不相同。他们可能会发现，相互协调以形成对特定公司或经济体系的整体看法是困难的，甚至是非法的。许多机构是很专业的，一方面意味着他们可能不需要一般性的数据，但另一方面意味着他们甚至不知道自己需要什么；^[108] 一系列基准披露可以充分地培养他们以对更有效的信息提出进一步的要求。

[105] See Ryan Dezember, *A Hedge Fund Makes Billions Off Americans' Underwater Mortgages*, WALL ST. J. (Dec. 25, 2018), <https://www.wsj.com/articles/a-hedge-fund-makes-billions-off-americans-underwater-mortgages-11545742800> [<https://perma.cc/U76L-TZM7>]; Todd C. Frankel & Dan Keating, *Eviction Filings and Code Complaints: What Happened When a Private Equity Firm Became One City's Biggest Homeowner*, WASH. POST (Dec. 25, 2018), https://www.washingtonpost.com/business/economy/eviction-filings-and-code-complaints-what-happened-when-a-private-equity-firm-became-one-citys-biggest-homeowner/2018/12/25/995678d4-02f3-11e9-b6a9-0aa5c2fcc9e4_story.html [<https://perma.cc/2FD4-UWGN>]; Rachel Monroe, *Gone Baby Gone*, NEW REPUBLIC (Sept. 19, 2017), <https://newrepublic.com/article/144528/gone-baby-gone-wake-housing-crisis-new-breed-real-estate-investor-destroying-america-cities> [<https://perma.cc/U3HL-FL2Y>]; Joshua Schneyer & Andrea Januta, *As U. S. Soldiers Battle Landlord, Confidential Records Shine Light on His Lucrative Business*, REUTERS (Dec. 27, 2018), <https://www.reuters.com/investigates/special-report/usa-military-developer> [<https://perma.cc/4Y3B-9SUX>].

[106] Frankel & Keating, *supra* note 105. [引用了一位市议员的话：“这简直成了一场噩梦……如果我违反了规定，你甚至都找不到一个可以打电话（投诉）的人。”]

[107] See *infra* Part V.

[108] Cf. Shapira & Zingales, *supra* note 23.

此外,公开披露制度通过允许私人参与者协助监管工作从而改善监管。在最基本的层面上,公开披露有助于揭露虚假报告:如果公司公开披露他们私下谎报的信息,知晓真相的人可能会发现违规行为并揭发。^[109] 此外,许多监管制度在一定程度上依赖私人执法,但当事人可能难以收集信息或认识到问题本质上是系统性的。公开披露使律师更容易发现侵权行为和侵权受害者,并使受害者更容易共享信息和彼此相互协调。^[110] 然后,原告提起的诉讼可能会为监管机构提供进一步的信息来源,以帮助监管机构自身执法和进一步立法。^[111] 专家、学者和媒体记者会分析公开披露的信息,然后监管机构可以依靠他们的工作来确定违法行为或需要进一步监管的领域。

最后,公开披露会激发社区形成相关组织和抗议。如上所述,这可能具有独立的约束作用,但社区也可能向那些不情愿的立法者施压,要求他们对损害公众的行为采取行动。^[112]

二、投资者与公众

在当前的监管框架中,获得全面公司披露的唯一途径是联邦证券法。这种制度是有缺陷的,因为投资者群体与一般公众群体的信息需求是不同的。

(一)不同的公司

也许最根本的是,投资者和整个社会都需要有关不同的公司类型的信息。当公司向公众筹集资金时,必须根据具有不同成熟程度的分散投资者情况进行证券信息披露。否则在这种情况下,每个投资者可

[109] Cf. Estlund, *supra* note 69, at 375 (在工作场所危害的情况下提出了这种可能性)。

[110] See Joshua D. Blank, *Reconsidering Corporate Tax Privacy*, 11 N. Y. U. J. L. & BUS. 31, 49 (2014) (公司税务信息的披露); Estlund, *supra* note 69, at 373 - 74 (工作场所违规行为的披露)。

[111] See Alexandra D. Lahav, *The Roles of Litigation in American Democracy*, 65 EMORY L. J. 1657 (2016) (私人诉讼中产生的发现可以用来帮助监管机构)。

[112] Blank, *supra* note 110, at 80 (在税务信息披露的背景下提出这一论点); Sale, *New Public*, *supra* note 59, at 144.

能都必须付出昂贵且重复的努力才能获得评估发行人证券所必需的信息,并且投资者群体的分散性和差异性将导致集体行动问题,从而阻止投资者作为一个整体对披露信息进行讨价还价。^[113]相反,非投资者群体需要关于从事足够经济活动以影响社会各阶层的公司信息,^[114]而不论其融资方式如何。

曾经,这两类群体可能是相当相似的;因为公司很少有私下筹集资金的选择,但大多数——尽管并非全部^[115]——具有广泛社会影响力的公司也可能按照遵守证券法的要求而成为公众公司。但是,近年来,在私募市场上筹集资金的机会会有所增加,因此,根据证券法被定义为公众公司的企业,与那些规模和影响力足够大到公众可能对其经营有合法披露需求的公司之间的差异越来越大。^[116]

这种转变是对投资者自身变化的回应。1980年,大多数投资者是散户投资者,即普通人群,美国所有公司股票中约40%由共同基金和养老基金等机构持有,^[117]但如今这一数字已接近70%或80%。^[118]其结果是,国会和SEC均认为,这个更富有、更成熟、更强大的投资者群体不太需要证券法保护。因此,证券法无论是通过法规还是规章都有所放宽,以使公司有更多机会从富有的投资者那里寻求资金,同时又避免了强制性披露义务。^[119]这已经通过多种方式实现,但总的来说,法律使公司更容易地将证券出售给某些投资者的同时,将这种发行行为

[113] Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 364.

[114] *Id.*, at 342.

[115] 美国许多最大的公司都是私人控股的,可以追溯到几十年前。See *Burwell v. Hobby Lobby Stores, Inc.*, 573 U. S. 682, 757 n. 19 (2014) (Ginsburg, J., dissenting).

[116] 此外,一些已向公众发行证券的公司可能仍然规模太小,以至于不具备太多的社会关联性。See Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 342.

[117] Gordon, *supra* note 13, at 1521 – 22.

[118] See Amy Westbrook & David A. Westbrook, *Unicorns, Guardians, and the Concentration of the U. S. Equity Markets*, 96 NEB. L. REV. 688, 729 – 30 (2018).

[119] See Elisabeth de Fontenay, *The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company*, 68 HASTINGS L. J. 445, 467 – 49 (2017); Jones, *supra* note 60, at 174 – 77; Elizabeth Pollman, *Information Issues on Wall Street 2.0*, 161 U. PA. L. REV. 179, 206 – 08 (2012).

视为“私下的”而不是“公开的”,从而避免了联邦披露要求。^[120]《证券交易法》也已作了修改,以扩大触发公众公司地位所需的证券持有人数量。^[121]在这种新体制下,公司无须向 SEC 提交公开披露文件,就可以筹集大量资金并发展庞大的国际业务。^[122]

优步(Uber)就是一个典型的例子。该公司成立于2009年,十多年来一直没有向公众公开发行证券,当时该公司的估值已经高达820亿美元。^[123]到首发上市之时,它已成为美国最受认可的品牌之一,同时在63个国家拥有超过22,000名员工(不包括驾驶员)。^[124]它还与监

[120] Fontenay, *supra* note 119119, at 467 – 69; Jones, *supra* note 60, at 176; see also Janet D. Lowder, *Rule 701 Additional Disclosure Threshold Raised to \$10M*, NAT. L. REV. (July 27, 2018), <https://www.natlawreview.com/article/rule-701-additional-disclosure-threshold-raised-to-10m-sec-solicits-comments-to> [<https://perma.cc/FCT4-HZ62>] (描述了放宽对发放股票补偿给员工的规则)。

[121] Jones, *supra* note 60, at 177.

[122] 国会和 SEC 还通过让私人公司证券持有人之间更容易进行交易,为私人融资提供了便利。See Fontenay, *supra* note 119, at 470 – 72; Jones, *supra* note 60, at 174; see also Nicolas Grabar, *FAST Act Amendments to the U. S. Securities Laws*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Jan. 16, 2016), <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/01/16/fast-act-amendments-to-the-u-s-securities-laws> [<https://perma.cc/NHH6-C6YX>] (描述了扩大私人股票交易机会的法定修正案)。

[123] See Michael J. de la Merced & Kate Conger, *Uber I. P. O. Values Ride – Hailing Giant at \$82.4 Billion*, N. Y. TIMES (May 9, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/05/09/technology/uber-ipo-stock-price.html> [<https://perma.cc/9XHW-283T>].

[124] Uber, Registration Statement (Form S – 1) (Apr. 26, 2019), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1543151/000119312519120759/d647752ds1a.htm> [<https://perma.cc/LT4D-3663>].

管机构建立了一种不同寻常的对抗关系，在全球引发了无数丑闻。^[125] 最终，一项内部调查揭露了其包含工作期间饮酒、吸毒、公然性骚扰和性别歧视等工作文化。^[126] 然而，要不是优步公司在如此长的时间内保持非上市，其有害的工作环境本不可能存续，或发展到最终达到的市场份额。^[127] 实际上，作为优步首次公开发行准备工作的一部分，其进行了认真努力的改革。^[128] 这是因为，作为一家上市公司，优步必须披露

[125] Jones, *supra* note 60, at 181; Megan Rose Dickey, *Uber Fined \$7.6 Million in California*, TECHCRUNCH (Jan. 14, 2016), <https://techcrunch.com/2016/01/14/uber-fined-7-6-million-in-california> [<https://perma.cc/KUT4-MJLX>]; Mike Isaac, *How Uber Deceives the Authorities Worldwide*, N. Y. TIMES (Mar. 3, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/03/03/technology/uber-greyball-program-evade-authorities.html> [<https://perma.cc/ZUX5-TLLU>]; Mike Isaac, *Uber Is Sued by Woman Who Was Raped by One of Its Drivers in India*, N. Y. TIMES (June 15, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/06/15/technology/uber-india-rape-lawsuit.html> [<https://perma.cc/6F27-QFWB>]; Ben Smith, *Uber Executive Suggests Digging Up Dirt on Journalists*, BUZZFEED (Nov. 17, 2014), <https://www.buzzfeednews.com/article/bensmith/uber-executive-suggests-digging-up-dirt-on-journalists> [<https://perma.cc/2S5X-F4TJ>]; Uber CEO Kalanick Took Workers to an “Escort-Karaoke” Bar, N. Y. POST (Mar. 27, 2017), <https://nypost.com/2017/03/27/uber-ceo-kalanick-took-workers-to-an-escort-karaoke-bar> [<https://perma.cc/WQ9M-NRS2>].

[126] See Yoree Koh, *Uber’s Party Is Over: New Curbs on Alcohol, Office Flings*, WALL ST. J. (June 13, 2017), <https://www.wsj.com/articles/ubers-party-is-over-new-curbs-on-alcohol-office-flings-1497394763> [<https://perma.cc/6CPY-ZYTK>]; Maya Kosoff, *Mass Firings at Uber as Sexual Harassment Scandal Grows*, VANITY FAIR (June 6, 2017), <https://www.vanityfair.com/news/2017/06/uber-fires-20-employees-harassment-investigation> [<https://perma.cc/9AV4-2T2V>].

[127] Jones, *supra* note 60, at 166–68.

[128] See Peter Blumberg & Robert Burnson, *Uber Aims to Shed Troubled Past in Pre-IPO Peace-Making Bonanza*, BLOOMBERG (Dec. 15, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-15/uber-aims-to-shed-troubled-past-in-pre-ipo-peace-making-bonanza> [<https://perma.cc/W5B8-CQ42>].

其收入来源和运营风险,包括法律风险。^[129]同时,其董事会也必须签署优步所做的任何披露,迫使其注意有关其内部运作的信息。被夹在公开宣布优步违法和不稳定的系统性文化与冒着因虚假陈述而承担个人责任风险的选择之间,董事会成员将会受到激励,以确保对任何缺陷的改进。^[130]

尤为重要的是,当优步的法律问题进入公众视野时,其治理结构也是如此,公众对其董事会构成和股票表决权的关注程度达到了空前水平^[131]——

[129] 17 C. F. R. § 229. 105 (2019); see also Div. of Corp. Fin., U. S. Sec. & Exch. Comm'n, Staff Report on Corporate Accountability: A RE - Examination of Rules Relating to Shareholder Communications, Shareholder Participation in the Corporate Electoral Process And Corporate Governance Generally 286 - 87 (1980) (printed for the use of S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 96th Cong., 2d Sess.) [hereinafter Staff Report].

[130] Thompson & Sale, *supra* note 50, at 873 - 74; Jones, *supra* note 60, at 178.

[131] See Reuters, *A Challenge to Finding Uber's New COO: Its CEO*, FORTUNE (Apr. 13, 2017), <http://fortune.com/2017/04/13/ceo-kalanick-coo-search-culture> [<https://perma.cc/552L-C7V5>]; Greg Bensinger et al., *Uber Interviews Heavyweights for a Crucial Job; Handling Travis Kalanick*, FOX BUS. (Apr. 27, 2017), <https://www.foxbusiness.com/features/uber-interviews-heavyweights-for-a-crucial-job-handling-travis-kalanick> [<https://perma.cc/L5ZA-D7PG>]; Mike Isaac, *Uber's C. E. O. Plays With Fire*, N. Y. TIMES (Apr. 23, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/04/23/technology/travis-kalanick-pushes-uber-and-himself-to-the-precipice.html> [<https://perma.cc/5WE7-ZPV3>]; Mike Isaac, *Uber Embraces Major Reforms as Travis Kalanick, the C. E. O., Steps Away*, N. Y. TIMES (June 13, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/06/13/technology/uber-travis-kalanick-holder-report.html> [<https://perma.cc/3FG6-UAFH>].

这些问题通常是证券披露的核心内容。^[132] 然而,优步仍然是“非公开的”,因为其投资者(其中很多是富有的机构)被认为足够成熟以至于无须证券法的保护。

优步可能是一个极端但并非唯一的例子。类似的问题已经影响到其他大型初创公司,包括 WeWork、Theranos、Zenefits 和 SoFi 等。^[133] 这并不是说管理紊乱和违法性的企业文化不会在上市公司中出现(显

[132] 类似的相关案例还有。尽管 The Boring Company(马斯克成立的隧道挖掘公司)和 SpaceX 两家公司均为私人持有,但他们之间的关联交易报告——通常是证券披露的内容——一直是公众关注的对象。See Rob Copeland, *Elon Musk's New Boring Co. Faced Questions Over SpaceX Financial Ties*, WALL ST. J. (Dec. 17, 2018), <https://www.wsj.com/articles/elon-musks-new-boring-co-faced-questions-over-spacex-financial-ties-11545078371> [<https://perma.cc/2ARN-K2TV>]; WeWork 早在试图首次公开发行股票之前,这家私人公司的治理结构就引起了人们的注意。See Eliot Brown, *WeWork's CEO Makes Millions as Landlord to WeWork*, WALL ST. J. (Jan. 16, 2019), <https://www.wsj.com/articles/weworks-ceo-makes-millions-as-landlord-to-wework-11547640000> [<https://perma.cc/7K93-NZKH>] (独角兽创业公司 WeWork 的关联方交易)。一家私人公司的创始人兼首席执行官最近对《纽约时报》表示:“我真的认为人们不太关心我公司的内部运作……谁是首席执行官以及谁是执行董事长——对于一家成立不到四年、主营旅游产品的私人公司来说,我觉得这不是什么人们会关心的新闻。” Andrew Ross Sorkin, *Away C. E. O. is Back, Just Weeks After Stepping Down*, N. Y. TIMES (Jan. 13, 2020), <https://www.nytimes.com/2020/01/13/business/steph-korey-away.html> [<https://perma.cc/CF3Y-SB3Y>].

[133] Jones, *supra* note 60, at 179 - 82; Nathaniel Popper & Katie Benner, “*It Was a Frat House*”: *Inside the Sex Scandal That Toppled SoFi's C. E. O.*, N. Y. TIMES (Sept. 12, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/09/12/technology/sofi-chief-executive-toxic-workplace.html> [<https://perma.cc/7B4K-43CK>]; Dana Schuster, *Ousted WeWork CEO Adam Neumann is a “Phony” Who “Thinks He Is a Jesus Figure”*: *Insiders*, N. Y. POST (Sept. 28, 2019), <https://nypost.com/2019/09/28/ousted-wework-ceo-adam-neumann-is-a-phony-who-thinks-he-is-a-jesus-figure-insiders/> [<https://perma.cc/AFN5-RCWR>]; Rolfe Winkler, *Zenefits Once Told Employees; No Sex in Stairwells*, WALL ST. J. (Feb. 22, 2016), <https://www.wsj.com/articles/zenefits-once-told-employees-no-sex-in-stairwells-1456183097> [<https://perma.cc/UJA7-RA4V>].

然,它们是可能出现的^[134],而是其非公众公司身份所提供的保密性,再加上这些公司可能发展的规模,使问题更有可能出现,并不太可能得到解决,从而最终扩大了它们可能造成的危害。^[135]

公司保密问题也不仅限于初创企业,它还扩展到通常由私募股权基金实施的上市公司私有化。一旦私募股权基金购买了现有公司公开发行的证券,该公司就不再需要进行证券披露,公众也不再能看到其运作了。^[136]最近对这些私募基金的放松管制使其规模得以不断成长——通常是通过向其他机构投资者筹集资金^[137]——这只会使他们

[134] See, e. g., Bethany McLean, *How Wells Fargo's Cutthroat Corporate Culture Allegedly Drove Bankers to Fraud*, VANITY FAIR (May 31, 2017), <https://www.vanityfair.com/news/2017/05/wells-fargo-corporate-culture-fraud> [<https://perma.cc/2MGP-QTXS>].

[135] Jones, *supra* note 60, at 178; Elizabeth Pollman, *Startup Governance*, 168 U. PA. L. REV. 155, 202-05 (2019) (我们发现,在初创公司中,成长往往比合规更受重视,而这会助长由于缺乏公开披露的违法行为)。长期以来,人们一直认为,规模较小的上市公司比规模较大的上市公司存在更大的欺诈风险,部分原因是这些公司受到的审查程度较低,因此更难发现不当行为。See Stephen J. Choi, *Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation*, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 27, 29 (1998); Stephen J. Choi, *Company Registration: Toward a Status-Based Antifraud Regime*, 64 U. CHI. L. REV. 567, 581-82 (1997).

[136] 有些收购是通过公开发行的债券融资的,在这种情况下,目标公司可能仍需遵守证券报告要求。Robert P. Bartlett, III, *Going Private But Staying Public: Reexamining the Effect of Sarbanes-Oxley on Firms' Going-Private Decisions*, 76 U. CHI. L. REV. 7, 9 (2009)。然而,情况并非总是如此,see Fontenay, *supra* note 119, at 463,尤其是近年来,私募股权公司发现,用逃避联邦证券法规的贷款为收购融资变得更加容易。See Robert Prilmeier & René M. Stulz, *Securities Laws and the Choice Between Loans and Bonds for Highly Levered Firms* (Fisher Coll. of Bus. Working Paper No. 2019-03-01, 2019), <https://ssrn.com/abstract=3314270> [<https://perma.cc/D6XK-Q2KD>].

[137] See generally Chris Flood, *Behold the Giants, the Vast New Buyout Funds of Private Equity*, Fin. Times (Feb. 17, 2019), <https://www.ft.com/content/11257444-b17f-39d6-b006-c4e774aa3c0c> [<https://perma.cc/E5P2-93NU>]; Robin Wigglesworth, *Private Versus Public Markets Is the Battle to Watch*, Fin. Times (Feb. 8, 2019), <https://www.ft.com/content/7ce1ee52-2b0e-11e9-88a4-c32129756dd8> [<https://perma.cc/3BG8-MX4U>].

寻求更多和更大的目标，^[138]使越来越多的公司脱离公众视线。^[139]尽管这些公司最终可能会回归公开市场，但就算发生的话也可能需要数年的时间才能完成。^[140]

大型的、重要的公司突然退出公众监督，使证券信息披露的正外部性更加引起关注。评论人士哀叹以下情况的发生：从对当地经济有重大影响的公司的公开数据的丢失，^[141]到社会控制的丧失——这似乎鼓励了尤其是管理紊乱和违法企业文化的形成。^[142]尽管大家已经广泛认识到非投资者群体依赖联邦证券法要求披露的程度，但很少有人会进一步质疑，假如从一开始就依靠证券信息披露制度（而非公司信息披露的一般制度）来提供这些好处是否明智。

例如，希拉里·塞勒通过她的“公众性”（publicness）概念，探讨了证券披露迫使公司在经营时意识到他们的行为如何影响以及被更广泛的社会所注意的问题。^[143]塞勒将其描述为一种循环：股东和管理者通常可以在他们之间安排事务，但是当管理者的行为对整个社会产生广泛的影响时，公众需要对其运作有更多的了解，这些信息将按照联邦证

[138] Fontenay, *supra* note 119, at 467–68. 基金允许私募资金的条件是，将其投资者群限制为根据财富来定义的成熟购买者。See 15 U. S. C. § § 80a–3(c)(7), 80a–2(a)(51) (2018).

[139] 从2015年到2018年前9个月，美国和加拿大有279家上市公司被私募股权公司收购。See Kevin Dowd, *Take – Private Buyouts on Pace for Decade Low in 2018*, PITCHBOOK (Sept. 12, 2018), <https://pitchbook.com/news/articles/take-private-buyouts-on-pace-for-decade-low-in-2018> [<https://perma.cc/5A6P-EJBR>]. 具有讽刺意味的是，尽管2018年上市活动有所减少，但这在一定程度上归因于上市公司总数的下降；可获得的目标更少了，剩下的目标比前几年要大得多。See *id.*, 尽管最近对税法的修改可能会减缓私募股权活动，see Adam Lewis, *The US PE Industry in 11 Charts*, PITCHBOOK (July 30, 2018), <https://pitchbook.com/news/articles/the-us-pe-industry-in-11-charts> [<https://perma.cc/68X6-PRC2>], 但整体问题不太可能消失。

[140] See Lewis, *supra* note 139 (报告称，私募股权公司越来越多地通过出售给新的私募股权公司而不是通过公开发行人“退出”其投资)。

[141] Fan, *supra* note 6, at 599–602.

[142] Jones, *supra* note 60, at 179–80.

[143] Hillary A. Sale, *Public Governance*, 81 GEO. WASH. L. REV. 1012, 1017–32 (2013) [hereinafter *Public Governance*].

券法规的要求进行披露。^[144] 因此,塞勒的论点不仅取决于公司对投资者群体的透明度,而且还取决于对非投资者群体的透明度。^[145] 在当今的监管环境中,公开透明的要求的产生纯粹是由于一家公司决定让其证券可用于一般交易。如果“公众性”是指其行为可能对社会产生影响的公司,则证券法中“公开”的定义,没有理由必须与引发公共监督需求的“公开性”的概念范围相一致。

换句话说,塞勒的“公众性”概念源自较早的思想家,他们认为公司之所以具有公开属性,是因为他们有能力从许多对运营几乎没有控制权的投资者那里筹集资金。^[146] 这个定义通常与以下观点相符:正是证券的公开发售引发了加强社会监督的需要。但是,现今的投资是通过中介机构完成的,尽管最终可能涉及成千上万自然人的资本,这使名义上有限的股东群体能够进行大规模投资。其结果是,出于证券法的目的,我们称为“私人”的公司与为不受限制的交易提供其证券的公司一样,存在公开性问题。^[147]

评论人士常常忽略了证券监管所依据的投资者保护理由与持续披露所带来的更广泛的社会利益之间的区别。例如,詹妮弗·范就允许更多公司保持私有而避免公开报告义务的趋势表示震惊。^[148] 她指出,大型非报告公司的增长使公众丧失了重要的经济数据来源,该代价由监管机构、员工和整个社会承担。^[149] 因此,自然得出的结论是,我们需要一个以投资者以外的群体为导向的披露框架。据此,詹妮弗·范主

[144] 同前注[143], at 1013.

[145] Sale, *New Public*, supra note 59, at 138.

[146] See infra Section III. A; see also Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation & Private Property* 5-7 (1932).

[147] 这是阿道夫·伯利(Adolf Berle)意识到的一点。See Bratton & Wachter, supra note 8, at 148.

[148] Fan, supra note 6, at 609; see also Jones, supra note 60, at 179.

[149] Fan, supra note 6, at 585, 591-602; see also Jones, supra note 60, at 179-82.

张扩大以投资者为导向的证券披露。^[150]

唐纳德·朗格沃特(Donald Langevoort)和罗伯特·汤普森(Robert Thompson)等人直面了这样一种可能性:出于承担更广泛的透明度义务的“公开”,不一定要符合出于投资者保护目的的“公开”的定义。^[151]同时,他们继续将任何信息披露义务与联邦证券法捆绑在一起,并假设非投资者目的的信息披露只针对最大型的公司,且只会伴随证券的公开发行。^[152]

此实践表明,评论人士对定义“公众性”以及哪些公司应受其约束有着截然不同的直觉。虽然有些人会保留“公开性”(以利益相关者为导向的信息披露)给美国最大的上市公司,^[153]但詹妮弗·范着眼于当地经济的基础数据的需求。^[154]塞勒的隐含假设是,当一家公司处于对

[150] Fan, *supra* note 6, at 608 – 11, 637. 同样地, Robert M. Ackman 和 Lance Cole 认为, 公司应该对股东以外的其他群体(如员工和社区)承担义务, 但提出了一种解决方案, 即要求公司单独向股东披露政治性支出。See *Making Corporate Law More Communitarian*, 81 BROOK. L. REV. 895, 998 – 1002, 1008 (2016); see also Andy Green, *Making Capital Markets Work for Workers, Investors, and the Public: ESG Disclosure and Corporate Long – Termism*, 69 CASE W. RES. L. REV. 909, 920 – 21 (2019) (建议证券法应要求私人公司公开披露有关社会绩效的信息, 但应坚持以投资者为中心的披露原则)。

[151] Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 342; see also Onnig H. Dombalagian, *Principles for Publicness*, 67 FLA. L. REV. 649, 706 – 08 (2015) (建议为纳入适当股票指数的公司保留社会信息披露)。But see *id.*, at 682 & n. 157 (质疑 SEC 是否能够管理社会信息披露, 并指出一些私人发行人可能会留下与公开发行人一样大的社会足迹)。话虽如此, 一些评论人士提出了建立替代性披露制度以确保公共责任的可能性。See, e. g., Michael D. Guttentag, *Patching a Hole in the JOBS Act: How and Why to Rewrite the Rules That Require Firms to Make Periodic Disclosures*, 88 IND. L. J. 151, 194 – 95 (2013)。

[152] Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 342.

[153] Dombalagian, *supra* note 151, at 706 – 08; Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 375.

[154] Fan, *supra* note 6, at 585, 599 – 602.

广大民众造成重大伤害的地位时,“公众性”就会随之产生。^[155] 这些对立的定义无法协调,除非我们认识到由于信息披露具有超出投资者(甚至市场)保护范围的关键目的,仅对证券交易作出强制性披露要求的制度是不够的。

可以肯定的是,有人指出公司不断提高规避公开披露的能力对投资者和资本市场是有害的,是违背证券法的核心目标的,而监管紧缩只不过是要求公司采用公众公司地位的相关利益和负担的误判。例如,有人认为,私人资本的筹集依赖于其上市公司对手方提供的信息,并且随着可用信息的减少,我们将感受到私募市场有越来越多的扭曲和错误定价。^[156] 也有人认为,这项新制度没有适当地保护(ill-served)多种类别的投资者,如获得私人公司股票作为工资的员。^[157]

然而,这一系列争论表明,国会和 SEC 对保护投资者所必需的披露水平产生了误判。这里的要点是不同的。即使有人假设投资者在新制度下得到了充分的保护,仍然存在一个问题,即证券披露虽然旨在为投资者提供服务,但长期以来也被公众视为了解公司权力的一种机制。但这种机制正在减弱。正如《金融时报》的编辑最近在关于金融新闻业的未来的演讲中所说,“顾名思义,私人公司和私募市场(相比公众公司和公开市场)是更不透明的,因此很难对其进行报道。要让这些私人公司和私募市场承担责任是非常困难的”^[158]。

[155] Sale, *Public Governance*, supra note 143, at 1013; Sale, *Social License*, supra note 20, at 24. 塞勒的定义有着深厚的渊源;它呼应了詹姆斯·赫斯特(James Hurst)的论点:“这个想法……那个州……不应仅仅出于大多数业务是‘私人的’的考虑而干预事务,恰恰是因为……市场的存在是为了防止压迫性的或浪费的行为达到一定的程度,从而使它们成为适当的‘公众’关注的对象。”James Willard Hurst, *The Legitimacy of The Business Corporation in The Law of The United States 1780 - 1970*, 41 - 42 (1970).

[156] Fontenay, supra note 119, at 449 - 51.

[157] Fan, supra note 6, at 603 - 04; Abraham J. B. Cable, *Fool's Gold, Equity Compensation & The Mature Startup*, 11 VA. L. & BUS. REV. 615 (2017).

[158] Lionel Barber, *Too Big to Fail: FT Editor Lionel Barber on the Future of Financial Journalism*, FIN. TIMES (Nov. 23, 2018), <https://www.ft.com/content/d2a3e50e-ef07-11e8-89c8-d36339d835c0> [[https://perma.cc/XS3B - JTF3](https://perma.cc/XS3B-JTF3)].

(二) 不同的披露主题

与投资者群体相比,公众对不同类型的信息也感兴趣。证券披露与“重大性”这一法律概念密切相关,即“理性股东”在做出投票或交易决定时“有实质可能性”认为很重要的事实。^[159] SEC 的立场是这些事实与“公司的财务状况或经营成果”相关。^[160] 尽管许多公众也可能对这些事实感兴趣,但公众利益范围更广,并延伸到公司活动的附带影响,如环境影响、劳工待遇、政治游说、遵守法规等。

近年来,越来越多的评论人士认为,在公司活动的社会影响方面,投资者和公众的信息需求相差无几。有人声称,所谓的“可持续性”指标(也称为“ESG”或“环境、社会和治理”因素)对投资者评估长期财务业绩至关重要,因为可持续实践最终有助于预测公司的健康状况。^[161] 如果公司被视为良好公民,他们可能会在客户、员工和周边社区中形成好感,这可能会转化为更高的销售额,更高的员工留任率以及与监管机

[159] TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 439 (1976); Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224 (1988). 重要性被描述为证券信息披露制度的“基石”。Report of The Advisory Committee on Corporate Disclosure to The Securities And Exchange Commission (1977).

[160] Mary Jo White, Chairwoman, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, Keynote Address at the International Corporate Governance Network Annual Conference: Focusing the Lens of Disclosure to Set the Path Forward on Board Diversity, Non - GAAP, and Sustainability (June 27, 2016); see also Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Release Nos. 33 - 9106; 34 - 61469 (Feb. 8, 2010) (公司应“关注重要信息,提出不利于了解注册人财务状况、流动性和资本资源、财务状况变化和经营成果的不重要信息”).

[161] See, e. g., Daniel C. Esty & Quentin Karpilow, *Harnessing Investor Interest in Sustainability*, 36 YALE J. ON REG. 625 (2019); Jill E. Fisch, *Making Sustainability Disclosure Sustainable*, 107 GEO. L. J. 923 (2019); Virginia Harper Ho, *Nonfinancial Risk Disclosure and the Costs of Private Ordering*, 55 AM. BUS. L. J. 407 (2018). 众议院推出的 ESG 披露简化法案(The ESG Disclosure Simplification Act)将要求 SEC 在根据法律以及 ESG 指标对投资者具有重要意义的基础上,为上市公司开发一套 ESG 报告系统。See H. R. 4329, 116th Cong. (2019).

构的良好关系。^[162] 关注可持续性问题也可能表明该公司在其他方面运作良好。^[163] 这样一来,该声称主张的是投资者利益和公众利益一致性,因此为投资者群体设计的可持续性披露既能满足公众需求,又能鼓励投资者利用其影响力提供一般公众所要求的社会控制。^[164]

如果这一切听起来好得不那么真实,那么它很可能确实不是真的。症结在于,作为一个经验性问题,有关可持续性的实践不太可能全面改善公司绩效。^[165] 例如,尽管整合分析(meta-analyses)表明某些有利于社会的行为可能会对公司产生积极影响,但这种影响可能很小,尤其是与影响公司绩效的其他决定因素相比。^[166] 更为复杂的研究表明,可

[162] See Barnali Choudhury, *Serving Two Masters: Incorporating Social Responsibility into the Corporate Paradigm*, 11 U. PA. J. BUS. L. 631, 652 (2009); Virginia Harper Ho, *Risk - Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, 41 J. CORP. L. 647, 670 (2016); see also U. S. SENTENCING GUIDELINES MANUAL § 8C2.5 (U. S. Sentencing Comm'n 2018) (以行为是否被内部容忍来衡量组织的刑事责任); U. S. Attorneys' Manual 9 - 28.300 (same).

[163] See Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN. L. REV. 381, 435 (2020).

[164] See e. g., Laura E. Deeks, *Discourse and Duty: University Endowments, Fiduciary Law, and the Cultural Politics of Fossil Fuel Divestment*, 47 ENVTL. L. 335, 346 - 49 (2017); Green, *supra* note 150, at 911; Ho, *supra* note 161, at 439 (2018); Matthew Welch, *The Year That Capital Markets Finally Woke Up to Climate Risk*, ETHICAL CORP. (Dec. 18, 2018), <http://ethicalcorp.com/year-capital-markets-finally-woke-climate-risk> [<https://perma.cc/YBS2-MC8E>].

[165] Fisch, *supra* note 22, at 646. (“即使公司利益相关者的利益在很多情况下是一致的,但有时却不一致。至少在公司决策的一个子集中,不同利益相关者的利益之间存在着真正的冲突,一个有利于某类利益相关者的决策也可能会损害另一类利益相关者。”)

[166] See Christopher Geczy et al., *Institutional Investing When Shareholders are Not Supreme*, 5 HARV. BUS. L. REV. 73, 87 (2015); Joshua D. Margolis et al., *Does It Pay to Be Good...And Does It Matter?* (Mar. 1, 2009) (unpublished article), <https://ssrn.com/abstract=1866371> [<https://perma.cc/5T7B-5R4Y>] (发现了“经过35年的研究……在公司社会绩效和公司财务绩效之间存在轻度正相关”,与其他公司行为相比,这一关系相对不显著)。

持续发展实践的任何积极影响都取决于公司的特征及其运营环境。^[167] 具体例子比比皆是:公司可以在成为惯常“不良行为者”的同时仍看到其股价上涨,^[168] 甚至是致力于确定财务上重要的可持续性指标的可持续发展会计准则委员会(SASB),也承认像劳动力多样性这样的问题在经

[167] See Edward N. W. Aw et al., *A Morality Tale of ESG: Assessing Socially Responsible Investing*, 19 J. WEALTH MGMT. 14 (2017); Bonnie Buchanan et al., *Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership*, 52 J. CORP. FIN. 73, 74 – 75 (2018); Heather R. Dixon – Fowler et al., *Beyond “Does it Pay to be Green?” A Meta – Analysis of Moderators of the CEP – CFP Relationship*, 112 J. BUS. ETHICS 353 (2013); Chitru S. Fernando et al., *Corporate Environmental Policy and Shareholder Value: Following the Smart Money*, 52 J. FIN. Quant. Analysis 2023 (2017); Timothy D. Hubbard, *The Role of the Chief Executive Officer in Environmental Decisions*, 30 Fordham Envtl. L. Rev. 13, 16 – 18 (2018); Henri Servaes & Ane Tamayo, *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*, 59 MGMT. SCI. 1045 (2013). 部分问题在于难以研究 ESG 对公司绩效的影响;当公司已处于繁荣阶段,他们倾向于从事更有社会责任感的行为。See Buchanan et al., supra note 167, at 74; Joshua D. Margolis & James P. Walsh, *Misery Loves Company: Rethinking Social Initiatives by Business*, 48 ADMIN. SCI. Q. 268, 274 (2003). 此外,根据研究设计,观察到的结果差异很大。Gerlinde Berger – Walliser & Inara Scott, *Redefining Corporate Responsibility in an Era of Globalization and Regulatory Hardening*, 55 AM. BUS. L. J. 167, 172 (2018); Marc Orlitzky et al., *Corporate Social and Financial Performance: A Meta – analysis*, 24 ORG. STUDIES 403 (2003). Compare, e. g., Buchanan et al., supra note 167, at 74, with Karl V. Lins et al., *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis*, 72 J. FIN. 1785 (2017).

[168] See Peter J. Henning, *Do Companies Fear the Law? The Signs Say No*, N. Y. TIMES (May 15, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/05/15/business/dealbook/corporate-misconduct-wells-fargo-goldman-sachs.html> [<https://perma.cc/G2NC-BQYB>].

济上仅与一小部分行业相关。^[169]

这并不是说没有证据表明可持续性实践与公司价值相关;只是为了指出,证据是多种多样的和偶然的,^[170]这给那些声称披露可持续性信息将使投资者受益的人带来了麻烦。目前尚不清楚的是,即使披露了这些信息,投资者是否可以依据可持续性信息进行交易以获得更高的回报。任何投资策略都只有在回报超过实施成本的情况下才是有利可图的,除了与积极选股相关的一般成本外,^[171]可持续性策略可能由

[169] See Materiality Map, Sustainability Accounting Standards bd., <https://materiality.sasb.org>; see also Virginia Harper Ho & Stephen Kim Park, *ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting*, 41 U. PA. J. INT' L L. 249, 260-61 (2019) (“特定 ESG 因素对投资者的重要性因行业而异,需要针对公司进行分析”)。同样地,惠誉评级(Fitch Ratings)得出结论,ESG 评分仅与部分公司的信用评分相关。See FITCH RATINGS, *Fitch Ratings Launches ESG Relevance Scores to Show Impact of ESG on Credit* (Jan. 7, 2019), <https://www.fitchratings.com/site/pr/10058528> [<https://perma.cc/FA9C-BQWM>]. 例如,保险公司受到环境评级的影响,但其他影响很小。See Luke Gallin, *Majority of U. S. Non-Life Reinsurers' ESG Risk Level Unlikely to Influence Rating: Fitch*, REINSURANCE NEWS (May 16, 2019), <https://www.reinsurancene.ws/majority-of-us-non-life-reinsurers-esg-risk-level-unlikely-to-influence-rating-fitch> [<https://perma.cc/AW5A-D5GX>]. 一些公司声称气候变化实际上会使他们受益。Brad Plumer, *Companies See Climate Change Hitting Their Bottom Lines in the Next 5 Years*, N. Y. TIMES (June 4, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/06/04/climate/companies-climate-change-financial-impact.html> [<https://perma.cc/26D6-AFAH>].

[170] See Buchanan et al., *supra* note 167, at 73-74; Barnali Choudhury, *Social Disclosure*, 13 BERKELEY BUS. L. J. 183, 210 (2016); Esty & Karpilow, *supra* note 161, at 646; Roberto Garcia-Castro et al., *Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity*, 92 J. BUS. ETHICS 107 (2010); Alberta Di Giuli & Leonard Kostovetsky, *Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility*, 111 J. FIN. ECON. 158 (2014); Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 163, at 436, 441-43; Jan Wouters & Leen Chanet, *Corporate Human Rights Responsibility: A European Perspective*, 6 NW. J. INT' L HUM. RTS. 262 (2008); Michal Barzuza et al., *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. CAL. L. REV. (forthcoming 2020) (manuscript at 25-27), <https://ssrn.com/abstract=3439516> [<https://perma.cc/4N4R-NRFB>].

[171] See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 163, at 439-47.

于需要解读复杂数据而变得特别昂贵。^[172] 很多自称具有社会责任感的基金公司,在寻求更高回报时使用越来越宽泛的“责任”定义,这一事实表明,将可持续性转变为一种有利可图的投资战略,存在固有的困难。^[173] 实际上,一些证据表明,即使可以获得有关公司社会绩效的更多信息,它们的股价也是保持不变的。^[174]

此外,在许多情况下,可持续性信息的相关性取决于未来的法律行动,如新法规或旧法规的实施。然而,这些行为不仅难以预测,而且我

[172] See Paul Brest et al., *How Investors Can (and Can't) Create Social Value*, 44 J. CORP. L. 205, 224 – 28 (2018); Michael Capucci, *The ESG Integration Paradox*, 30 J. APPLIED CORP. FIN. 22 (2018) (讨论了资产管理公司在尝试将 ESG 因素纳入投资策略时遇到的困难); Deeks, *supra* note 164, at 416; Emily Chasan, *How Pacific Life Lost Its Bet on Socially Minded Millennials*, L. A. TIMES (July 27, 2019), <https://www.latimes.com/business/story/2019-07-26/assignment-pacific-life-lost-the-bet-on-socially-minded-millennials-new-story> [<https://perma.cc/A6Z9-JVMJ>] (社会责任投资平台失败的部分原因是高昂的支出费用); Paul A. Griffin et al., *Environmental Performance and Analyst Information Processing Costs*, 61 J. CORP. FIN. (forthcoming April 2020) (市场分析人士很难解读公司披露的环境信息); Meaghan Kilroy, *Performance, Transparency and Risk Cited as the Biggest Barriers to Sustainable Investing*, PENSIONS & INVESTMENTS (Oct. 11, 2017), <https://www.pionline.com/article/20171011/ONLINE/171019980/performance-transparency-and-risk-cited-as-the-biggest-barriers-to-sustainable-investing-8212-survey> [<https://perma.cc/2KDU-EWSF>] (机构投资者的报告成本和计量困难是可持续投资的障碍)。

[173] See Rachel Evans, *How Socially Responsible Investing Lost Its Soul*, BLOOMBERG (Dec. 18, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-12-18/exxon-great-marlboros-awesome-how-esg-investing-lost-its-way> [<https://perma.cc/32CC-FVDB>]; Jon Sindreu & Sarah Kent, *Why It's so Hard to Be an Ethical Investor*, WALL ST. J. (Sept. 1, 2018), <https://www.wsj.com/articles/why-its-so-hard-to-be-an-ethical-investor-1535799601> [<https://perma.cc/95UK-Y4AQ>]; Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, CARDOZO L. REV. (forthcoming), <https://ssrn.com/abstract=3440768> [<https://perma.cc/3UN8-B67J>].

[174] See Rodolphe Durand et al., *Do Investors Actually Value Sustainability Indices? Replication, Development, and New Evidence on CSR Visibility*, 40 STRATEGIC MGMT. J. 1471 (2019).

们没有理由相信管理者可以向股东提供无法从其他渠道获得的信息。^[175] 例如,尽管股东经常要求公司提供有关国际温室气体减排巴黎协定(Paris Agreement)下可能的企业业绩信息^[176],但各国迄今未能履行自己的义务,而且也不清楚它们是否会这样做,这使温室气体排放对企业的相关影响非常不确定。^[177] 正如一位观察员所描述的那样,“简单地讲,将碳排放量纳入投资议题是对政治行动的押注。”^[178]

即使可持续性披露不能提供足以做出投资决定的信息而使投资者受益,但如果它们允许投资者利用他们的发言权向公司管理者施压,迫使他们采取更加可持续的政策,从而在治理中发挥更大的作用,那么它们可能仍会带来一些好处。但如果可持续运营确实有益于股东财富,那么管理者可能就不需要被迫采纳有关可持续发展的策略;因为市场已经为管理者提供了重要激励机制,促使他们采取一切必要措施来抬高股价。^[179] 例如,这就是为什么受气候变化影响的公司(并且能够以低成本高效益的方式调整其经营模式)多年来一直在做相关应对准备

-
- [175] See Joseph P. Kalt et al., *Political, Social, and Environmental Shareholder Resolutions: Do They Create or Destroy Shareholder Value?* 3 (May 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2018/06/ESG-Paper-FINAL-reduced-size-002.pdf> [<https://perma.cc/WTK6-URM7>]; Brest et al., *supra* note 172, at 227-28.
- [176] Kalt et al., *supra* note 175, at 30-31.
- [177] See Chris Mooney, *Countries Vowed to Cut Carbon Emissions. They Aren't Even Close to Their Goals*, U. N. Report Finds, WASH. POST (Nov. 27, 2018), <https://www.washingtonpost.com/energy-environment/2018/11/27/countries-vowed-cut-carbon-emissions-they-arent-even-close-their-goals-un-report-finds/> [<https://perma.cc/BZ5S-K6Y4>].
- [178] James Mackintosh, *What Could Go Wrong with Climate-Change Investing*, WALL ST. J. (Dec. 13, 2018), <https://www.wsj.com/articles/what-could-go-wrong-with-climate-change-investing-11544716801> [<https://perma.cc/FA6J-N9UK>]; see also Jon Emont, *One Man's Money - Draining Bet on Climate Change*, WALL ST. J. (Dec. 27, 2018), <https://www.wsj.com/articles/one-mans-money-draining-bet-on-climate-change-11545912000> [<https://perma.cc/Y6SQ-7MJV>].
- [179] See Sean J. Griffith, *Opt - In Stewardship: Toward an Optimal Delegation of Mutual Fund Voting Authority*, 98 TEX. L. REV. 983 (2020) (manuscript at 40), <https://ssrn.com/abstract=3404298> [<https://perma.cc/MV59-W74X>].

的原因。^[180] 此外,尽管可能存在关于哪些股东拥有改进管理决策的独特信息的问题,但这些问题不太可能涵盖有利于社会实践产生的长期利益。^[181]

许多投资者显然也认识到了这一点。例如,2016年SEC发布了一份概念公告(concept release),要求公众就是否应当要求披露“气候变化、资源稀缺、公司社会责任和良好的公司公民意识”等议题发表意见。^[182] 机构投资者表示支持强制性披露,但前提是这些事项的重大性是限定在“特定行业”的。^[183] 而且,尽管包括资产管理公司JANA Partners最近宣布(大张旗鼓地)成立了一个社会活动家基金,该基金将通过促使公司采取更负责任的行为来获利,但JANA Partners最终在无

[180] See, e. g., Erin Brodwin, *Chocolate Is on Track to Go Extinct in 40 Years*, BUS. INSIDER (Dec. 31, 2017), <https://www.businessinsider.com/when-chocolate-extinct-2017-12> [<https://perma.cc/6TBL-HZ8C>]; Bradley Hope & Nicole Friedman, *Climate Change Is Forcing the Insurance Industry to Recalculate*, WALL ST. J. (Oct. 2, 2018), <https://www.wsj.com/graphics/climate-change-forcing-insurance-industry-recalculate> [<https://perma.cc/HUK5-VVQP>]; Lisa Palmer, *Vineyards Take Action as Climate Change Threatens Wines and Livelihoods*, GUARDIAN (Oct. 3, 2013), <https://www.theguardian.com/sustainable-business/blog/vineyards-climate-change-threat> [<https://perma.cc/T43K-PDWC>].

[181] Robert B. Thompson & Paul H. Edelman, *Corporate Voting*, 62 VAND. L. REV. 129, 172-73 (2009); Griffith, *supra* note 179, at 40. 话虽如此,关于公司为何可以从股东压力中受益的问题存在一些理论。例如,某些做法只有在整个行业范围内采用时才能增加价值,而拥有多家公司股份的股东可以提供必要的协调机制。See Jim Hawley & Jon Lukomnik, *The Long and Short of It*, 41 SEATTLE U. L. REV. 449, 450 (2018).

[182] *Business and Financial Disclosure Required by Regulation S - K*, Release No. 33 - 10064; 34 - 77599 (April 16, 2016).

[183] See Virginia E. Harper Ho, *Disclosure Overload? Lessons for Risk Disclosure & ESG Reporting Reform from the Regulation S - K Concept Release*, 65 VILL. L. REV. 67 (2020) (manuscript at 40), <https://ssrn.com/abstract=3452457> [<https://perma.cc/AGT8-SV9W>]. 调查显示,当涉及ESG策略的财务相关性时,投资者保持了沉默。See, e. g., Melissa Karsh & Saijel Kishan, *Quant Trader Seeks \$1.5 Billion for Climate Change Hedge Fund*, BLOOMBERG (Jan. 14, 2020), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-14/quant-trader-seeks-1-5-billion-for-climate-change-hedge-fund> [<https://perma.cc/56K8-5VGP>].

法筹集到足够资金时将该计划无限期搁置。^[184] 因此,有人推测,可持续发展与公司财务表现的相关性是有限的。

因此,尽管在公司社会绩效的某些方面,投资者和公众的利益可能会重叠,但它们绝不是共存的,而且倡导者所寻求的可持续性信息,往往远远超出了可以增强投资者对公司财务状况了解的范围。^[185] 因此,我们对此感到困惑:既然有关股东的追求财富最大化的目标可以促使公司采取更多有利于社会行为的存在内在缺陷,为什么对可持续性披露的倡导还会有这么多的波动呢?

如果我们明确了隐含的潜台词,这种运动(movement)就很有意义:可持续性披露并非旨在增加公司财富,而且目标群体不是或者至少不仅仅是投资者。相反,提倡社会性披露的人士将公司权力视为公众关注的问题,并寻求更大的透明度,以便一般公众有机会影响其公司权力的行使。^[186]

[184] See Leslie P. Norton, *Activist Investor That Pressured Apple Delays Launch of New Fund*, BARRON'S (June 6, 2019), <https://www.barrons.com/articles/jana-partners-activist-investor-fund-51559837142> [<https://perma.cc/HF4B-JU6S>]. 由于难以获得令人满意的回报,投资者也放弃了对可持续性的承诺。See, e. g., Kevin Allison, *Calpers Rethinking Policy Banning Investment in Tobacco Stocks*, N. Y. TIMES (Apr. 5, 2016), <https://www.nytimes.com/2016/04/06/business/dealbook/calpers-rethinking-policy-banning-investment-in-tobacco-stocks.html> [<https://perma.cc/Y2A7-2VJD>]; Heather Gillers, *Calpers' Dilemma: Save the World or Make Money?*, WALL ST. J. (June 6, 2019), <https://www.wsj.com/articles/calpers-dilemma-save-the-world-or-make-money-11560684601> [<https://perma.cc/VKF5-SFEA>].

[185] 值得注意的是,针对 SEC 的置评请求,许多投资者主张加强对可持续性问题的强制性报告,正是因为面向非投资者的公司自愿报告并没有突出投资者感兴趣的具体事项。Ho, *supra* note 183, at 41-42.

[186] Brest et al., *supra* note 172, at 223-24, 228-29; Choudhury, *supra* note 170, at 191; Tyler Gellach, *Joint Report: Towards a Sustainable Economy: A Review of Comments to the SEC's Disclosure Effectiveness Concept Release 7-8*, Am. Fed'n of Labor-cong. of Indus. Org. et al. (Sept. 2016) (描述了公众和公司利益相关者以及投资者在可持续性数据方面的信息需求); Green, *supra* note 150, at 911 (主张“股东和利益相关者”需要更多的 ESG 信息披露); Ho & Park, *supra* note 169, at 273 (认为可持续发展报告“促进了消费者、非政府组织和其他利益相关者对公司的外部监督”)。此外,一些资产管理公司似乎已经加入了可持续发展的潮流,以此作为提高收费的理由。Reiser & Tucker, *supra* note 173, at 38-39, 49, 52.

因此,对关于可持续性范畴内的事项信息(如劳动条件、政治支出、反腐败措施、环境影响)的青睐,主要是因为这些信息具有社会相关性,另外(如果有的话)才因为它可能有利于投资者。^[187] 简言之,其目标是通过赋能非投资者团体向公司施压,迫使它们改进其行为,从而使可持续性信息与财务绩效相关,尽管这一结果到目前还没有实现。^[188] 许多可持续发展运动的目的并不是追求投资者的财富,其反过来可能使公司难以实现盈利,除非管理层照顾到非投资者为主的利益相关者需求。

有些类型的投资者对这种社会积极主义很感兴趣。无论是个人还是团体都希望自己的投资与道德承诺保持一致。^[189] 一些机构可能在其寻求促进的特定问题上代表利益一致的受益人进行投资,如提倡工

[187] See, e. g., Todd S. Asgard, *Using Non - Environmental Law to Accomplish Environmental Objectives*, 30 J. Land Use & Envtl. L. 35 (2014); Deeks, *supra* note 164, at 405 - 06.

[188] See, e. g., Green, *supra* note 150, at 911 (披露信息是必要的,这样“股东和利益相关者”才能“让管理层负责”); Hill, *supra* note 18, at 978 - 79 (建议利用证券法强制上市公司披露令人反感但合法的商业活动,以促进社会压力的改变)。

[189] Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 163, at 392 - 93. 所谓的“ESG”基金正变得越来越受欢迎,而且并不总是出于财务原因;根据一项调查,千禧一代在选择投资机会时尤其会考虑道德因素。ey, *Sustainable Investing: The Millennial Investor* (2017).

人友好政策的劳工基金。^[190] 因此,毫不奇怪的是,美国劳工联合会—产业工会联合会(AFL—CIO)明确敦促,在根据联邦证券法制定披露标准时,只要“理性”的投资者可能会关注这个问题,^[191] SEC 就应采用一个不涉及财务意义的“重大性”标准。

也就是说,这些投资者不是主流;^[192] 许多机构投资者受到严格的法律限制,从而阻止或最小化了他们考虑社会关注问题的能力。美国雇员退休收入保障法案(ERISA)——这项管理私人退休计划的法

[190] David H. Webber, *The Rise of The Working Class Shareholder* (2018); PJ Himelfarb & Howard Dicker, *Institutional Investors and Advisors Pursue Expanded CEO Pay Ratio Disclosure*, *Governance & Sec. watch* (Dec. 21, 2018), <https://governance.weil.com/latest-thinking/institutional-investors-and-advisors-pursue-expanded-ceo-pay-ratio-disclosure> [<https://perma.cc/ME77-HCDK>]; Emily Chasan & John Gittelsohn, *Bloomberg* (Jan. 14, 2019), *California Pension Trustees Call for Disclosures of #MeToo Costs*, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-01-14/california-pension-trustees-call-for-disclosures-of-metoo-costs> [<https://perma.cc/ERM5-CE35>]; Nyc Comptroller, *Comptroller Stringer*, *NYC Funds Call on Portfolio Companies to Immediately End Exploitative Labor Practices* (Dec. 14, 2018), <https://comptroller.nyc.gov/newsroom/comptroller-stringer-nyc-funds-call-on-portfolio-companies-to-immediately-end-exploitative-labor-practices>. 教师养老基金也利用其投资影响力来倡导儿童安全。See Janet Lorin et al., *Investors With \$4.8 Trillion Push Gun Industry for Reform*, *Bloomberg* (Nov. 14, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-14/investors-with-4-8-trillion-push-firearms-industry-for-reform> [<https://perma.cc/FR8G-Y74S>]; JANA PARTNERS & CALSTRS, *Open Letter to Apple, Inc.* (Jan. 6, 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/19/joint-shareholder-letter-to-apple-inc> [<https://perma.cc/XGF2-WF2J>].

[191] Letter from Heather Slavkin Corzo, Dir., Office of Inv., AFL—CIO, to Brent J. Fields, Sec’y, SEC (July 21, 2016), <https://www.sec.gov/comments/s7-06-16/s70616-305.pdf> [<https://perma.cc/4JUY-VZH7>].

[192] See Amir Amel—Zadeh & George Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, 74 *Fin. Analysts J.* 87 (2018) (发现了大多数机构投资者依赖可持续性信息来确定其财务相关性); see also Tommy Stubbington, *UK Bond Chief Stheeman Expresses Doubts on Green Gilts*, *FIN. TIMES* (Jan. 19, 2020), <https://www.ft.com/content/b0b31764-3932-11ea-a6d3-9a26f8c3cba4> [<https://perma.cc/4FRL-BCTE>] (注意到投资者不愿意为了环保项目融资而发行的债券支付溢价)。

规——被解释为禁止受托管理人从事除了追求财富最大化以外的任何事情,^[193]而且社会性问题的考虑(至多)被用作另类投资中的决定性因素。^[194]最大的投资者——共同基金公司——就回报展开竞争,它们如果不能提供回报,就会出现资金流失。^[195]尽管一些基金供应商已经明确决定,他们可以通过承担社会责任的幌子在竞争激烈的市场中脱颖而出,^[196]对于区别于财务绩效的社会问题,他们很可能仅仅是做做样子。^[197]因此,即使是那些声称致力于 ESG 策略的基金,也常常未能对

[193] See Daniel J. H. Greenwood, *Fictional Shareholders: For Whom are Corporate Managers Trustees*, Revisited, 69 S. CAL. L. REV. 1021, 1067 – 68 (1996); David H. Webber, *The Use and Abuse of Labor's Capital*, 89 N. Y. U. L. REV. 2106, 2125 (2014). 在最近的一项行政命令中,特朗普总统指示劳工部就代理投票制定 ERISA 计划的新指南,显然是为了确保 ERISA 计划不会因为与财富最大化无关的原因而寻求改善公司社会绩效。Exec. Order No. 13868, 84 Fed. Reg. 15495 (Apr. 10, 2019). 而且,即使不受 ERISA 法律约束的退休计划也采用了 ERISA 的标准。See Webber, *supra* note 193, at 2119 – 21.

[194] U. S. Dep't of Labor, *Field Assistance Bull. No. 2018 – 01* (2018). 有人认为,信义义务甚至禁止使用对计划财富无益的决定性考虑因素。See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 163, at 413.

[195] Greenwood, *supra* note 193, at 1067.

[196] See Jeff Green, *The Fearless Girl Is Worth \$7.4 Million in Free Publicity for State Street*, BLOOMBERG (Apr. 28, 2017), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-28/fearless-girl-earns-7-4-million-in-free-media-for-state-street> [https://perma.cc/9JBA-AYTT].

[197] 贝莱德(BlackRock)首席执行官拉里·芬克(Larry Fink)向华尔街首席执行官们写了一封公开信,呼吁更多地关注公司行为的社会影响,作为长期稳定增长战略的一部分。See Larry Fink, *A Sense of Purpose*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter> [https://perma.cc/CUK3-9XNP]. 评论人士立即指出,贝莱德的实际行动行为辜负了芬克的崇高理想。See Hamilton Nolan, *Larry, The Fink*, SPLINTERNEWS (Jan. 16, 2018), <https://splinternews.com/larry-the-fink-1822115671> [https://perma.cc/8L7X-RX6P]; Eric Posner, *The Fink Doctrine* (Jan. 16, 2018), <http://ericposner.com/the-fink-doctrine> [https://perma.cc/6P8Y-3TGY]; See also Jan Fichtner & Eelke M. Heemskerck, *The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-Termism* (Nov. 13, 2018) (unpublished article), <https://ssrn.com/abstract=3321597> [https://perma.cc/FFD5-QYGW] (表明了贝莱德的投票行为与其宣称的长期增长优于短期金融工程的偏好不符)。激进人士和评论人士继续向贝莱德施压,要求贝莱德承担更大的社会责任。See Leo E. Strine, *Address at the Institute for Corporate Governance & Finance: Fiduciary Blindspot* (Nov. 29, 2018);

ESG 提案投赞成票,这不足为奇。^[198]

教训是,即使是那些拥有法律自由和激励的投资者,利用他们自身作为投资者的影响力来推动公司非财富最大化行为的改变,也无法单靠自己取得成功;为了取得效果,他们必须与非投资者群体进行协调,

Annie Massa, *Larry Fink Confronted by Anti - Gun Protesters at Yahoo Summit*, BLOOMBERG (Sept. 20, 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-09-20/larry-fink-confronted-by-anti-gun-protesters-at-yahoo-summit> [<https://perma.cc/DV8E-238S>]. 值得注意的是,芬克在信中并没有强调公司的社会责任,而是指出了对股东的好处。最近,芬克宣布贝莱德将更积极地将气候变化风险纳入其投资决策中,包括要求其投资组合中的公司进行更为稳健的披露。See Larry Fink, *A Fundamental Reshaping of Finance*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>. 这一举措也明确与气候变化、财务业绩的相关性有关。评论人士很快指出,芬克提出的许多撤资倡议相当有限,不太可能影响一些最大的气候变化影响方。See, e. g., Nathaniel Taplin, *The Limits of Environmental Activism From BlackRock's Larry Fink*, WALL ST. J. (Jan. 21, 2020), <https://www.wsj.com/articles/the-limits-of-environmental-activism-from-blackrocks-larry-fink-11579609219> [<https://perma.cc/Q38Y-GPUZ>]. 2020年4月,贝莱德承认,鉴于新冠肺炎疫情流行,可持续发展报告将被预计“取消优先级”。Ross Kerber, *BlackRock Says Sustainability Reports Might Slide During Pandemic*, REUTERS (Apr. 22, 2020), <https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-blackrock/blackrock-says-sustainability-reports-might-slide-during-pandemic-idUSKCN2241JP?il=0> [<https://perma.cc/9H7V-HSCF>].

[198] Reiser & Tucker, *supra* note 173, at 27; Asjlynn Loder, *Funds Don't Always Vote for Policies They Publicly Back*, WALL ST. J. (Apr. 2, 2019), <https://www.wsj.com/articles/funds-dont-always-vote-for-policies-they-publicly-back-11554206401> [<https://perma.cc/9KAJ-J36S>]; Patrick Temple - West, *Big US Sustainable Funds Fail to Support ESG Shareholder Proposals*, FIN. TIMES (Sept. 7, 2019), <https://www.ft.com/content/5d342a5d-443d-3327-9502-2361f37f251c> [<https://perma.cc/KSP2-35UJ>].

这是扩大非财务信息披露要求背后的推动力。^[199] 但是,当投资者寻求公司信息以允许其他群体帮助他们改变公司行为时,他们在确切意义上不是在寻求投资信息;而是在寻求影响整体制度的信息。

换言之,可持续发展运动本身非但没有在投资者的信息需求和更广泛的社会性信息需求之间建立一致性,反而突出了两者之间的差异。宗教团体、^[200] 工会、^[201] 动物权利组织、^[202] 人权组织、^[203] 环保组织^[204]等在寻求公司信息时之所以将自身定位为投资者,是因为只有投资者才有法律杠杆撬开公司“黑匣子”。其结果是,对公司透明度的每一个

[199] Brest et al., supra note 172, at 223 – 24, 228 – 29; James Mackintosh, *Even \$1 Trillion Can't Make World Better Place*, WALL ST. J. (June 30, 2019), <https://www.wsj.com/articles/even-1-trillion-cant-make-world-better-place-11561906980> [<https://perma.cc/YW4V-NU5R>]. SEC 在股东提案中承认了这种协调功能。通常情况下,股东根据《证券交易法》第 14a-8 条提交无约束力的请求,要求公司董事会审查或终止被支持者认为是反社会的公司政策,如在零售店销售半自动步枪的政策, See *Trinity Wall St. v. Wal-Mart Stores*, 792 F.3d 323 (3d Cir. 2015), 或制造凝固汽油弹用作武器, See *Medical Comm. for Human Rights v. SEC*, 432 F.2d 659 (D.C. Cir. 1970). 尽管大多数决议没有获得多数票,但 SEC 已经认识到,与这些决议相关的公开性——加上“管理层对其在股东和公众中的声誉和形象的关注”——可能导致管理层改变方向。Staff Report, supra note 129, at 156 – 57; See also John J. Flynn, *Corporate Democracy: Nice Work If You Can Get It*, CORPORATE POWER IN AMERICA 94, 104 (Ralph Nader & Mark Green eds., 1973) (表明了提案运动是“一种将公众注意力集中在公司在社会、政治和经济领域的行为的武器”); Alan R. Palmiter, *The Shareholder Proposal Process: A Failed Experiment in Merit Regulation*, 45 ALA. L. REV. 879, 899 (1994).

[200] Biogen, Inc., SEC No – Action Letter, 2017 WL 697560 (Feb. 23, 2017) (Capuchin Province of St. Joseph).

[201] XPO Logistics, Proxy Statement (Sched. 14A) (filed Apr. 17, 2017), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1166003/000119312517126219/d364074ddef14a.htm> [<https://perma.cc/FL4J-H92G>] (国际卡车司机协会代表卡车司机普通基金 International Brotherhood of Teamsters on behalf of the Teamsters General Fund).

[202] El Pollo Loco Holdings, Proxy Statement (Sched. 14A) (filed Apr. 25, 2017), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1606366/000162612917000296/epl-def14a-042517.htm> [<https://perma.cc/2P23-W8FF>] (动物保护协会).

[203] Caterpillar, Inc., SEC No – Action Letter, 2013 WL 416309 (Mar. 25, 2013) (犹太和平之声).

[204] Great Plains Energy, SEC No – Action Letter, 2013 WL 574542 (Feb. 4, 2013) (Sierra Club).

新要求都必须通过联邦证券法进行筛查。

(三) 不同的规模

对于投资者群体来说,“重大性”的概念与信息跟整体业务规模的重要性有关。对小公司来说可能很重大的问题,对大公司来说可能几乎没有什么关系,因此证券法规定的信息披露义务也相应有所不同。这种制度可能适合投资者的信息需求,但不足以满足整个社会的信息需求。

乔治·乔治耶夫(George Georgiev)论证了证券法中的重大性门槛是如何通过给大公司带来固有优势实际上扭曲市场的。公司的证券披露提供了有价值的信息,竞争对手、员工和供应商可以使用这些信息来获得披露公司的优势,但大公司可能会规避对其整体业务影响很小的子公司业务进行详细披露。结果是,与小公司相比,其他相关群体在与大公司讨价还价时还是会处于劣势,还是削弱了小公司的竞争能力。^[205]那么,这自然意味着,为了给社会带来更广泛的利益,应该要求公司披露信息,而不论其对投资者的重大性影响。^[206]

可持续性信息也是如此。正如弗吉尼亚·哈珀·霍(Virginia Harper Ho)所说,“公司可能会认定,甚至是数十亿美元的风险敞口,对于报告目的而言也是无关紧要的,即使一个风险事件可能会造成毁灭

[205] Georgiev, *supra* note 5, at 652 - 58; See also Willard F. Mueller, *Corporate Secrecy vs. Corporate Disclosure*, CORPORATE POWER IN AMERICA 111, 112 (Ralph Nader & Mark Green eds., 1973).

[206] Georgiev, *supra* note 5, at 658 - 62. 乔治耶夫(Georgiev)辩称,1996年的《国民证券市场改革法》(National Securities Markets Improvement Act)授权SEC要求进行披露,这些披露通常会促进“竞争”,而不仅是保护投资者或提高市场效率所必需的,显然是在为非投资者群体设想。Id. at 661. 很难知道这是否是对法令的正确解释,因为NMSIA的立法历史是出了名的少,James D. Cox & Benjamin J. C. Baucom, *The Emperor Has No Clothes: Confronting the D. C. Circuit's Usurpation of SEC Rulemaking Authority*, 90 TEX. L. REV. 1811, 1818 (2012), 但另一种解读是,它旨在促进某些SEC监管实体之间的竞争, See H. R. REP. No. 104 - 622, at 16, 30 (1995); J. W. Verret, *Economic Analysis in SEC Enforcement: The Next Frontier at the SEC*, 82 U. CIN. L. Rev. 491, 496 - 97 (2013). 假设乔治耶夫的数据是准确的,国会和SEC已经扩大了公司可以私下筹资的机制,从而完全避免证券披露。See *supra* Section II. A. 因此,SEC在试图通过证券披露促进“竞争”的任何努力中都必然会受到阻碍;太多的公司根本不在其职权范围之内。

性的损失或给公众带来高昂的社会福利成本”^[207]。

该问题近年来才愈演愈烈。无论是由于反垄断执法不力^[208]还是其他原因,上市公司的规模都在急剧增长,往往吞噬了其较小的竞争对手。^[209]带来的结果是,这些公司的商业运作细节越来越不为公众所知,因为普通个人对其财务绩效的贡献对整个公司来说并不重要。^[210]例如,亚马逊并未披露来自其主要用户的收入,^[211]而谷歌的母公司直到最近才开始披露来自其子公司 YouTube 的收入,同时继续忽略有关该部门损益的信息。^[212]实际上,这很可能是因为 YouTube 并入了更大的 Alphabet 或谷歌(Alphabet 为谷歌母公司——译者注)公司,使 YouTube 的 CEO 摆脱了近年来其他更知名的科技公司 CEO 所遭受的

[207] Ho, *supra* note 161, at 441. 对于政治支出,也有类似的论据;与选民相比,股东群体对小额支出的关注可能要少得多。See Haan, *supra* note 91, at 2686.

[208] See Lina M. Khan, *Note, Amazon's Antitrust Paradox*, 127 *YALE L. J.* 710, 717 – 35 (2017).

[209] See James D. Cox, *Thinking Holistically Before Dropping Quarterly Reporting*, CLS BLUESKY BLOG (Aug. 27, 2018), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/08/27/thinking-holistically-before-dropping-quarterly-reporting> [<https://perma.cc/YT4P-BYR5>]; Sarah Ponczek & Reade Pickert, *How Did the U. S. Stock Market Get So Old?*, BLOOMBERG (March 5, 2019), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-03-05/how-did-the-u-s-stock-market-get-so-old> [<https://perma.cc/87QT-PYWQ>].

[210] Georgiev, *supra* note 5, at 630 – 32, 636 – 37 (讨论了如何不披露重大收购和被指控严重违法或威胁公共安全的诉讼)。其中一些事项可能(尽管并非总是如此, See *id.*, at 630 – 31)在证券法之外被公布,但将这些信息放在明确指定的地方,作为对单个公司总体描述的一部分,有其自身的影响力。

[211] SEC 曾试图迫使这些公司披露更多有关其内部运营的信息,但迄今为止,它已经默许了这样的论点,即这些详细信息不会有助于投资者的理解。See Michael Rapoport, *What Amazon Isn't Telling Investors About Its Revenue*, WALL ST. J. (Dec. 22, 2018), <https://www.wsj.com/articles/what-amazon-isnt-telling-investors-about-its-revenue-11545480000> [<https://perma.cc/NC95-LQMD>].

[212] See Patience Haggin, *What Investors Learned From the First Peek Inside YouTube's Financials*, WALL ST. J. (Feb. 4, 2020), <https://www.wsj.com/articles/what-investors-learned-from-the-first-peek-inside-youtubes-financials-11580836322> [<https://perma.cc/5MRN-VLQE>].

政治审查,^[213] 尽管该平台提供(甚至鼓励)煽动性的内容。^[214]

三、以利益相关者为导向的信息披露是历史的召唤

美国这种将公司信息披露与公众投资完全结合的制度非常特殊。在世界上许多其他地区,除最小的公司以外,所有公司都必须披露基本信息供公众使用。^[215] 然而,美国的制度绝非偶然:正如本部分所示,这是一系列历史妥协的结果,即以投资者为导向的强制性信息披露,用来平息要求更广泛信息披露的呼声。就像我们看到的那样,这种妥协从一开始就注定要失败,因为以投资者为导向的披露制度,使公司行为更多地倾向于财富最大化而远离社会责任,这只会增加公众对公司尽责(corporate accountability)的需求。

(一) 进步时代的公司监管

最早的商业公司受到直接规定在其章程中相关条款的约束。立法者准许在个案基础上成立公司,并界定公司经营的确切范围;依据“越权”(ultra vires)和“开示令状”(quo warranto),超越经营范围的行为是无效或是可撤销的。^[216] 章程只能在股东一致同意的情况下才能修

[213] See Daisuke Wakabayashi, *The Most Measured Person in Tech Is Running the Most Chaotic Place on the Internet*, N. Y. TIMES (Apr. 17, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/04/17/business/youtube-ceo-susan-wojcicki.html> [<https://perma.cc/DQ76-Q5AY>].

[214] See Mark Bergen, *YouTube Executives Ignored Warnings, Letting Toxic Videos Run Rampant*, BLOOMBERG (Apr. 2, 2019), <https://www.bloomberg.com/news/features/2019-04-02/youtube-executives-ignored-warnings-letting-toxic-videos-run-rampant> [<https://perma.cc/F9CU-8G6H>]. 最近几个月,YouTube 显然经历了一些改革其做法的压力, Kevin Roose & Kate Conger, *YouTube to Remove Thousands of Videos Pushing Extreme Views*, N. Y. TIMES (June 5, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/06/05/business/youtube-remove-extremist-videos.html> [<https://perma.cc/Q74V-XH6Z>], 但是它的内部治理仍然没有像 Facebook 那样受到严格的审查,即被迫将其运营情况公之于众。

[215] See supra Introduction; See also infra Section V. A. 1.

[216] HURST, supra note 155, at 45; Elizabeth Pollman, *Constitutionalizing Corporate Law*, 69 VAND. L. REV. 639, 648 (2016).

改——这是一个严格限制公司活动的极高的标准。^[217] 通过禁止设立控股公司和对公司融资的限制等各种机制,使公司保持在较小的规模。^[218] 由此,公司监管是通过公司的组织文件和行为授权完全融合在一起的。

尽管这些限制在某种程度上起到了保护投资者的作用,但他们“也担心,公司的成立会破坏市场作为健康的经济力量平衡保证者的能力”^[219]。对公司规模成长的限制,被看作一种相当于反垄断监管的效用——这是当时监管部门最为关注的问题^[220]——它不仅保护消费者免受虚高价格的侵害,而且保护劳动者免受剥削性工资的侵害,^[221] 它甚至保护独立的创业者(潜在的竞争对手)不会被迫沦为卑躬屈膝的“雇员”。^[222] 更广泛地讲,对企业经济实力的限制,被认为保护政治制度不受金钱利益驱动下的一致行动所操纵的必要手段。^[223]

但是,这种粗糙的限制难以在国家的经济发展中生存,特别是当各州开始相互竞争,以吸引公司来本州注册,从而促进本州经济活动时。^[224] 1889年,新泽西州成为第一个允许公司持有其他公司股票^[225]的州(这一行动使其获得了“叛国州”的绰号),随后便是其他州的“快速

[217] Pollman, *supra* note 216, at 648.

[218] Morton J. Horwitz, *The Transformation of American Law 1870 - 1960*, at 83, 87 (1992). 例如,州法律可能会限制公司的资本总额或公司可以持有的资产的价值。See HURST, *supra* note 155, at 45.

[219] HURST, *supra* note 155, at 47.

[220] HORWITZ, *supra* note 218, at 80.

[221] See Jeremiah W. Jenks, *Address to Chicago Conference on Trusts* (Sept. 1899), in *Chicago Conference on Trusts; Speeches, Debates, Resolutions, Lists of The Delegates, Committees, Etc.* 27, 31 - 32 (Civic Fed'n of Chi. ed., 1900) [hereinafter *Chicago Conference*] (对这种作用的证据并非决定性持保留意见); John Hayes, *Chicago Conference*, *supra*, at 331.

[222] Michael J. Sandel, *Democracy's Discontent* 185 (1996); Jenks, *supra* note 221, at 32.

[223] Khan, *supra* note 208, at 740; see also Woodrow Wilson, *Address Before the American Bar Association; Before the War; How Things Looked Then* (1910) (警告说,如果公司不受限制,公司将“主宰自己的政治机构”).

[224] Horwitz, *supra* note 218, at 84.

[225] *Id.*, at 83.

投降”^[226]。

随着新泽西州打破了对公司持有其他州公司股票的限制,大公司迅速成长,改变了美国经济组织的格局。这些公司的资金源于公开发行的证券。在1896年至1907年,在纽约证券交易所交易的股票数量增加了三倍多,从5700万增至2.6亿。^[227]第一次世界大战后,在被称为“所有权从华尔街转移到主街”的趋势中,证券所有权在整个社会民众中迅速扩散。^[228]

进步主义者观察到,公司的组织形式允许大量的资本集结,以达到远远超出单一经营者自己所能达到的水平,从而放大了少数人造成大量伤害的能力。^[229]一旦公司达到这种规模,它们不再被视为“私人”机构,而是变成了如希拉里·塞勒所说的,他们受制于具有相关公共义务的公众性。^[230]当时的一位法律学者威廉·Z.里普利(William Z. Ripley)警告说:“小型个人公司几乎不知不觉地变成了巨大而无形的集合,在这种集合中,人人都能管的事情有可能变成没人管的事。”^[231]

所有的这一切,构成了一种通过对公司形式本身的限制来规范公司活动的新尝试。但是,这项努力在州一级层面失败了——部分原因是“朝底竞争”(race to the bottom)的存在,^[232]因此大家把关注点转向

[226] Id., at 84.

[227] Id., at 75.

[228] William Zebina Ripley, *Main Street and Wall Street* 116 (1927); see also H. R. REP. NO. 57 - 3375, at 17H. R. REP. No. 57 - 3375, at 17 (1903). (“所有阶层都在投资。”)

[229] HURST, *supra* note 155, at 47; Dalia Tsuk Mitchell, *Shareholders as Proxies*, 63 WASH. & LEE L. REV. 1503, 1523 - 24 (2006).

[230] See Berle & Means, *supra* note 146, at 7 (将这些新的大型公司描述为“准公共”公司,对“所有者、工人、消费者和国家”负有相关义务); see also Report of The Commissioner of Corporations for 1908, H. R. DOC. NO. 60 - 1048, at 309 (1909) (指出大型公司的管理者“受到公众信任”); Horwitz, *supra* note 218, at 101, 104.

[231] RIPLEY, *supra* note 228, at 131; see also *id.* (引自通用汽车公司主席:“当公众不再能在所有权中找到可以对公司的行为负责的有形人格时,公共利益就牵涉其中了。”)

[232] H. R. REP. No. 57 - 3375, at 23H. R. REP. No. 57 - 3375, at 23 (1903) (将各州“为邪恶、不受约束的公司游民提供庇护和培育场所”的“财政激励”形容为“人性无法承受的强大的力量”); see also Ripley, *supra* note 228, at 28 - 37, 165; Loomis Jr. & Rubman, *supra* note 51, at 161 (讨论了当前对“兜售注册制”的州的嘲笑)。

了国会层面的新尝试。因此,在 20 世纪前 1/3 的时间里,出现了无数关于联邦层面推行公司注册制度的提案,^[233] 这些提案的重点是限制公司结构,以此作为限制公司活动的一种手段。多个提案,通常与前述注册制度尝试相结合,试图将公司活动的强制披露[或当时称为“公开”(publicity)]作为一种重要的监管机制。^[234]

例如,1901 年和 1903 年,众议院议员利特尔菲尔德(Littlefield)提出了一项法案,该法案要求从事州际贸易的公司向州际贸易委员会提交申报表,其中应包含有关公司财务和资本结构的基本信息。^[235] 申报表摘要将会被公开披露。^[236] 这些申报义务与证券的公开发行无关,委员会关于法案的报告明确指出,此种公开披露是供包括投资者、公司雇员以及监管者在内的一般使用的。^[237]

1903 年,国会成立了公司局(Bureau of Corporations),授权其调查个别公司并发布其详细信息。^[238] (早期的提案将披露变为强制要

[233] 一些人提议采用联邦“许可制”而非注册制,尽管实际上二者没有什么区别,且许多评论人士也没有对两者进行区分。See Melvin I. Urofsky, *Proposed Federal Incorporation in the Progressive Era*, 26 *am. J. Legal Hist.* 160, 166 (1982).

[234] RIPLEY, *supra* note 228, at 221. 当然在这个时候,没有一般性的公司披露要求。各州最终会开始要求在发行证券的同时披露一些信息,纽交所也要求上市公司披露财务信息,但这些制度执行不力,很容易被规避。See Seligman, *supra* note 49, at 46-47. 虽然一度美国人口统计局(Bureau of the Census)曾披露过公司活动的信息,但随着 1890 年《谢尔曼法案》的通过,这种做法也结束了。See Mueller, *supra* note 205, at 124.

[235] See Marjorie E. Kornhauser, *Corporate Regulation and the Origins of the Corporate Income Tax*, 66 *IND. L. J.* 53, 72-73 (1990).

[236] *Id.*, at 73.

[237] H. R. 17, 57th Cong. (1903); H. R. REP. No. 57-3375 H. R. REP. No. 57-3375 (1903). 该法案最终在众议院通过,但从未在参议院投票。Kornhauser, *supra* note 235, at 73 n. 73.

[238] Law of Feb. 14, 1903, 32 Stat. 825. 总统可以选择公开与否的事实表明,公开(publicity)并不是专门为投资者准备的。See Camden Hutchison, *Progressive Era Conceptions of the Corporation and the Failure of the Federal Chartering Movement*, 2017 *COLUM. BUS. L. REV.* 1017, 1059 (2018).

求。)^[239]首席公司管理专员詹姆斯·加菲尔德(James Garfield)呼吁进行立法,以允许全面披露公司信息并为公众使用,^[240]詹姆斯·加菲尔德的继任者赫伯特·史密斯(Herbert Smith)也做过同样的事情,敦促国会通过“广泛的公司公开系统”解决“公司监管问题”。^[241]史密斯专员接着明确指出这种公开应该“在日常生活中惠及普通民众”^[242]。

1909年,国会通过了对公司征收所得税的规定,与其说是为了税收,不如说是为了迫使公司披露财务状况,然后(按照最初的设想)将这些信息公之于众。^[243]该法并未区分有公众持股投资者的公司和闭锁型公司,即使是那些因收入太少而不需要纳税的公司,都必须提交纳税申报表,然后将其公开披露。^[244]塔夫脱总统(President Taft)在讲话中表示支持税收:“通过一个完全合法有效的税收制度,我们便能够顺便地让政府、股东和公众了解真实的商业交易和国内每家公司的收入和利润,而我们则已经朝着对公司的监督控制迈出了一大步,而这种对公司的监管或许可以进一步阻止权力滥用”^[245]。

即使在公司税法通过之后,还有一系列其他法案要求对从事州际贸易的公司进行的融资、资本化和业务运作进行公开披露,而不用考虑其证券是否已经公开发售。^[246]尽管许多主张公开的倡导者并未完全

[239] See Hutchison, *supra* note 238, at 1059. 后来的评论人士对这一变化表示失望。See *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce; Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 157 (1913) (亨利·B. 马丁的陈述)。

[240] Ripley, *supra* note 228, at 221.

[241] Report of The Commissioner of Corporations For 1908, H. R. DOC. NO. 60 - 1048, at 306 (1909).

[242] *Id.*, at 306 - 07; RIPLEY, *supra* note 228, at 221. 拟议的制度将是自愿而非强制性的,但参与其中的公司将享有特权。

[243] Kornhauser, *supra* note 235, at 113 - 18.

[244] *Id.*, at 120.

[245] *Id.*, at 100.

[246] See, e. g., H. R. 17932, 62d Cong. (1912) (1913年被恢复为 H. R. 9763); S. 4647, 63d Cong. (1914); S. REP. NO. 63 - 1326 S. REP. NO. 63 - 1326 (1913) [描述 S. 5485, 62d Cong. (1912)及相关修订]. 由于1909年税法所要求的披露从未完全付诸实践, see Section III. A *infra*, 政府还做出了公开纳税申报单的新努力。Blank, *supra* note 110, at 43 - 44.

说清楚他们是打算只向政府监管机构披露,还是也向一般公众披露,^[247]而当他们确实明确表示打算向公众披露信息时,他们解释说,他们的目标是迫使公司更多地致力于其活动的一般社会影响。^[248]

当时,人们认为,信托组合是由于过度资本化而形成的,即在没有足够资产支持的情况下发行证券和承诺分红。评论人士认为,公司管理者随后会采取不道德的商业手段来支付股息,包括向消费者收取过高的费用和剥削劳动力。^[249] 在今天的语境下,我们可以称其为对股东财富最大化的反叛:信息披露被视为一种对非投资者群体的赋权,以收

[247] Kornhauser, *supra* note 235, at 72; see, e. g. , 1 *Indus. Comm'n*, Preliminary Report on Trusts And Industrial Combinations 1109 – 110 (1900) [hereinafter *INDUS. COMM'N REP.*] [查尔斯·N.金(Charles N. King)的证词](将面向公众的年度报告和面向股东的年度报告混为一谈)。

[248] Hutchison, *supra* note 238, at 1049 (“在反对公司改革的人士中,‘公开’被普遍视为抵制垄断定价的保障……对这些评论人士而言,保护股东通常不是他们的主要关注点,尽管有时会被认为是一种额外好处……”)。作为1910年竞选第三个总统任期的一部分,美国时任总统西奥多·罗斯福大力提倡“公司事务的完整和有效的公开,这样民众就可以毫无疑问地知道公司是否遵守法律,其管理是否使他们有资格获得公众信任。” See Megan Sack, *From the Archives: President Teddy Roosevelt's New Nationalism Speech*, THE WHITE HOUSE BLOG (Dec. 6, 2011), <https://obamawhitehouse.archives.gov/blog/2011/12/06/archives-president-teddy-roosevelts-new-nationalism-speech> [<https://perma.cc/44E3-6KSY>]。

[249] Kornhauser, *supra* note 235, at 77 – 79; H. R. REP. NO. 57 – 3375, at 6H. R. REP. NO. 57 – 3375, at 6 (1903). [引用了设计新泽西州公司法的职员詹姆斯·帝尔(James Dill)的证词,结论是资本过剩的“结果要么是抢劫资本,要么是采取人为手段来赚取股息,这些认为手段通常除了增加原材料价格外,还包括降低劳动力价格。”]。40 CONG. REC. 1849 (Jan. 31, 1906). (议员马丁的声明)(一家资本过剩的公司“只有两种已知的方式”向投资者支付股息;“一种是提高人们必须支付的商品价格,另一种是降低生产成本,通常这伴随着职工工资的降低。因此过度资本化不仅成为被吸引参与股票投资的诚实投资者的敌人,也成为了从事该产品生产的诚实劳动者的敌人,以及被要求支付更高价格的大众消费者的敌人。”)。

回经济租金(economic rents)的机制。^[250]正如今天所争论的那样,当时主张披露公司财务和经营方法的人认为,关于超额利润的报告将引起消费者和员工的反抗,并吸引更多竞争对手进入市场。^[251]正如1911年一位商人在国会作证时所说:“假设我们刚起步,然后第二年发布的报告显示,我们的利润率已经达到了40%或45%——绝对是过高的利润——我相信舆论会追逐我们,如果我们不把利润降低到合理的水平,我们将是傻瓜。我相信这会迫使我们退出……因为它将鼓励竞争者立即进入该领域。”^[252]

的确,路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)以辩称披露承销佣金会导致等同于资本罢工的后果,从而有助于打破“金钱信托”而出名。^[253]

[250] 《利特菲尔德法案》(Littlefield Bill)的委员会报告明确说明了这一逻辑:正是通过消费者,也就是产品的购买者这一媒介,这个过度资本化的公司才与公众有了最广泛和最有压迫性的接触……为股票创造虚假价值,从而肆意增加利益相关者的财富,无疑是过度资本化的主要目的。为了做到这一点,几乎在每一个情况下,对消费者的价格要么必须提高,要么必须维持在自然正常水平之上。在一些实例中,公司实际增加了100%资本,比如说12%的股息似乎只能实现6%的股息,从而避免了员工感到不安和躁动的危险,因为其所获得的工资并非占公司收入的合理比例……通过树立一种明智的公众情绪,公开透明将大大改善压迫性条件。H. R. REP. No. 57 - 3375, at 22H. R. REP. No. 57 - 3375, at 22 (1903) (着重强调); see also RIPLEY, supra note 228, at 168 (“受雇用的人,无论他们是否对初期资本家感兴趣,当他们产生阶级意识时,当然感到他们有权知道他们双手劳动的回报与雇主所获得的报酬之间的关系是什么……”).当然这种态度并不普遍;许多评论人士认为,资本只不过是人们根据预期利润支付的价格,只要事实被披露,就没有问题。See, e. g., W. Bourke Cochran, Chicago Conference, supra note 221, at 470.

[251] See, e. g., *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce; Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 995 - 1024 (1913) (Lawrence Laughlin的陈述); H. R. REP. No. 57 - 3375, at 4H. R. REP. No. 57 - 3375, at 4 (1903) (引用自1900年工业委员会的报告,建议大型公司发布详细的财务报表,“已在利润过高时鼓励竞争,从而保护消费者免受过高的价格之害,并通过了解公司的财务状况来保护其雇佣的员工的利益。”); Jenks, supra note 221, at 30 - 34 (注意到对资本过剩的担忧,并提出披露将保护投资者和消费者并引发竞争的建议); RIPLEY, supra note 228, at 167 (“通过威胁来压迫公众的利益披露几乎是自动运作的……从而引入矫正竞争”).

[252] See *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce; Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 1040 - 41 (1913) (C. U. Carpenter的陈述).

[253] BRANDEIS, supra note 1, at 102 - 04.

评论人士还指出，通过强迫公司公开披露价格，可以打击歧视性定价——一种终将被彻底禁止的做法^[254]。^[255] 1906年，公司局在对标准石油公司所享受的优惠运费一事上就是这样做的，这促使铁路公司改革了自己的做法。^[256]

倡导者还强调，信息披露将使监管者了解情况，以便他们可以针对特定问题量身定制解决方案。^[257] 在1899年芝加哥信托大会上，^[258]一位发言者解释说：“是否应将[信托]置于被公开和受审查的角度，以便更好地确定其倾向的好坏……？社会有权知道这种新生环境所创造的新物种是人类的后代还是盘绕的蛇。”^[259] 公司管理专员加菲尔德认为，信息披露将允许政府监管者将对公司不当行为的责任归咎于特定个人，从而从一开始就阻止这种错误行为，同时也允许“我国人民对工

[254] 15 U. S. C. § 13 (2018).

[255] An Act to Regulate Commerce, Etc.; Hearings on House Bill 19745, 60th Cong. 77 (Theodore Marburg 的证词); Report of The Commissioner of Corporations For 1908, H. R. Doc. No. 60 - 1048, at 307 (1909); W. Bourke Cochran, Chicago Conference, *supra* note 221, at 468.

[256] H. R. DOC. NO. 60 - 1048, at 307.

[257] See *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce; Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 1040 - 19 (1913) (Sen. Newlands 的陈述) (他描述了一项关于公司宣传的法案：“它的主要结果将是向国会和公众提供关于公司状况的准确和广泛的信息，这是确定进一步发展方向所必需的。”); H. R. REP. NO. 57 - 3375, at 22 - 23; H. R. REP. NO. 57 - 3375, at 22 - 23 (1903) (“并不是说公开是包治百病的……全面的公开将大大增加我们对这个深奥问题的了解，并使我们能够……更明智、更有效地立法……”); Kornhauser, *supra* note 235, at 80.

[258] 这次会议由芝加哥公民联合会 (Civic Federation of Chicago) 召集，目的是讨论信托问题，与会者广泛“来自政府、学界、新闻业、劳工、法律行业以及其他领域”。Hutchison, *supra* note 238, at 1034.

[259] William Fortune, Chicago Conference, *supra* note 221, at 56 - 57; see also H. R. DOC. NO. 60 - 1048, at 309 [“这样的监督和定期报告的制作和审查需要(政府和业界)之间经常性接触和协商。这也许是它最大的优势。像我们庞大的工业机器这样复杂的问题，如果没有各方的不断磋商，是不可能明智地加以调整的。”]; William Dudley Foulke, Chicago Conference, *supra* note 221, at 582. (“定期的报表和检查不仅要包括股票、薪酬、财产、股息、工资、购买和销售材料的价格，而且还要包括能说明公司及其在所涉特定行业的管理情况的所有其他事项。这种公开将抑制许多滥用，也将使需要进一步立法的问题更加明朗。”)

业状况形成明智的看法,而不是因为一些人做了坏事,而受到那些攻击所有大公司利益的人的叫嚣所驱使,从而采取极端和不明智的行动”^[260]。信息披露将教育公众,并将允许在全国范围内就大公司的智慧展开对话,这是评论中的一个常见主题。^[261]

更普遍地讲,人们最初认为,信息披露只会遏制一切形式的商业不当行为。^[262]正如马乔里·科恩豪泽(Marjorie Kornhauser)指出的那样,这是揭发丑闻的时代:人们相信,曙光最终会带来改变。^[263]1911年,美国钢铁公司主席埃尔伯特·加里(Elbert Gary)在参议院作证时说:“我们很早就被教导,热爱黑暗的人的行为是邪恶的,在商业生活中尤其如此。没有什么能比得上公开透明——让公众了解一家公司,了解它在做什么,了解它的业绩。”^[264]又或者,正如一位学者生动描述的那样,“我认为任何和我一样出过国的人,在看到一個年轻人在美国国内的行为方式和他在土耳其的行为方式之间的差异时都会同意,些许的关注——比如来自一个朋友的警觉目光——都会对他变得举止体

[260] RIPLEY, *supra* note 228, at 221 – 22.

[261] 公司专员史密斯在随后的报告中表达了同样的观点:“这样一个(信息披露)系统将提供必要的信息,使公众意见变得明智……公众舆论现在因为知道了相对少数的公司管理者使用不公平和非法的方法而感到不安,因此就会知道所有重大问题的事实,并能够区分少数的作恶者和大量的公平和守法的公司。”H. R. DOC. NO. 60 – 1048, at 308 – 09. 相似地,在芝加哥会议上,一位发言者认为,通过公开,“人们将很快得到教育……经济讨论终于普及开来,人们会对即将到来的辩论产生浓厚的兴趣。没有任何工业活动能像现在这样,为我们提供一个更好的机会,让我们了解所谓的社会问题中最深层的东西。”John Graham Brooks, CHICAGO CONFERENCE, *supra* note 221, at 61.

[262] Hutchison, *supra* note 238, at 1038. (观察到进步的改革家们“在证明宣传的重要性方面很少有比现在更清楚的了,尽管他们把宣传作为解决一系列经济问题的灵丹妙药。”)

[263] Kornhauser, *supra* note 235, at 75.

[264] *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce; Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 696 (1913) (Elbert Gary 的陈述); see also H. R. DOC. No. 60 – 1048, at 307. (“一次又一次地,仅仅是不正当的商业方法的暴露就导致了他们的放弃而没有采取任何进一步的行动。”)

面有很大的影响”^[265]。

实际上,将信息披露作为一种监管机制的热情,至少有一部分肯定是源于这样一种预期,即信息披露可以避免政府进行更为繁重的干预。^[266] 摩根大通的一位合伙人向国会透露,“我完全相信,适当的公开,将是一种令任何一家公司的管理层都遵纪守法的强大威慑,并且会说服公众相信已做的事情是正确的,我们会发现自己将从求助于一系列意思是‘你不该这样做’的冗长而固定的规则中解脱出来”^[267]。尽管如此,来自各个领域的评论人士仍然认为,“在公司事务上,人们通常所说的‘无情的公开’是可取的”,^[268] 以使消费大众和劳动大众受益。

与此同时,人们还一致认为,过度资本化对投资者不利,但这一点有些自相矛盾,因为这与今天那些批评经理人所谓的短视观点的人如出一辙^[269],尽管他们会在一段时间内获得过高的股息,但由此产生的利润是不可持续的,最终将导致市场崩盘^[270]。这一点也将通过披露得到解决,因为投资者将不愿在没有足够资产证明价格合理的风险投

[265] *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce: Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 747 – 48 (1913) (John Gray 的陈述)。

[266] Kornhauser, *supra* note 235, at 81.

[267] *Control of Corporations, Persons, and Firms Engaged in Interstate Commerce: Hearing on S. 2941 Before the S. Comm. on Interstate Commerce*, 62d Cong. 1125 – 26 (1913) (George W. Perkins 的陈述); see also *id.*, at 534 (Seth Low 的陈述)。社团主义者也可能支持宣传,以避免“柠檬市场”(“market for lemons”)的问题,并将自己与更具投机性或欺骗性的公司区别开来。Hutchison, *supra* note 238, at 1050.

[268] Letter From Chairman of The Federal Trade Commission, S. DOC. No. 70 – 92 pt. 69 – A., at exh. 6083 (1934).

[269] See James Park, *Do the Securities Laws Promote Short – Termism?*, 10 U. C. IRVINE L. REV. 991 (2020).

[270] H. R. REP. No. 57 – 3375 H. R. REP. No. 57 – 3375, pt. 1, at 3 – 4, 19; Kornhauser, *supra* note 235, at 77; Edward Rosewater, Chicago Conference, *supra* note 221, at 459 – 60.

资中进行股票交易。^[271]

最终,正是这种分而治之的方式,推动了进步运动的开展。精明的评论人士们区分了两种信息披露方式,一种是针对监管机构的(这样就可以对公众隐瞒),另一种是针对投资者的(只有寻求公众投资的公司才有必要)。^[272]而针对其他群体的信息披露通常被抛在一边。约翰·多斯·帕索斯(John R. Dos Passos)在建立糖业托拉斯中发挥了重要作用,他在1899年作证说,他了解投资者和政府可能需要一些信息,但:“如果你要制定一部法律,让所有的公众都能穿过一家公司的办公室并观察里面的业务,就像你穿过一条街道,透过窗户看向一间办公室并发现里面正发生着什么一样——我认为,这种对公众的授权侵犯了公司的权利——这将对个体权利的侵犯;你将犯下越过政府权限的罪行。”^[273]

通过这些论据,反对者首先通过财政部的监管措施,然后通过赋予总统决定何时公布申报表权力的一项法定修正案,削弱了1909年公司税法的披露属性。随后制定的政策规定,只公布寻求公共投资的公司利润;对于非公开公司,股东只有在其能够表明有适当目的的情形下

[271] Hutchison, *supra* note 238, at 1049; e. g., *Indus. Comm'n Rep.*, *supra* note 247, at 15. (F. B. Thurber 的陈述) (“你会看到,在一两年内,这些工业的崩溃,成千上万把钱投入这些证券的人的资源将会被抹去;我所能看到的唯一补救办法就是这种需要公开的控制。”)

[272] See, e. g., Azel F. Hatch, *Chicago Conference*, *supra* note 221, at 71 (建议当公众被要求购买证券的时候,宣传投资者保护); F. B. Thurber, *Chicago Conference*, *supra* note 221, at 131 (只有投资者才需要公开来保护); Aaron Jones, *Chicago Conference*, *supra* note 221, at 220 (建议向政府披露信息以备监管之用); John M. Stahl, *Chicago Conference*, *supra* note 221, at 224 (same); Kornhauser, *supra* note 235, at 81 [讨论美国制造商协会(National Association of Manufacturers)如何主张只有公开发行证券的公司才有必要披露信息]; Abram F. Myers, *Federal Regulation of Corporations Under the Commerce Clause*, *Annals AM. Acad. Pol. SOC. SCI.* 143, 147 (1927). (建议向政府和投资者披露信息,并注意到匿名政府出版物可以满足公众的信息需求,“以指导业务发展和促进业务稳定”。)因而,在此期间,除了要求公开的法案外,还提出了许多其他法案,明确规定信息披露只针对政府监管机构或投资者。See, e. g., S. 6238, 58th Cong. (1905) (面向政府的信息披露); H. R. 10704, 59th Cong. (1906) (same); H. R. 66, 58th Cong. (1903) (向投资者报告); S. 1612, 67th Cong. (1921) (公开发行证券的公司的信息披露); H. R. 188, 66th Cong. (1919) (一样).

[273] *Indus. Comm'n Rep.*, *supra* note 247, at 1164 (John R. Dos Passos 的陈述).

有权进行检查,这与州法律通常存在的检查权没有什么不同。^[274]

这些规则因此成为分别于1933年和1934年通过的《证券法》《证券交易法》的前身,两法明确要求仅针对投资者进行披露,并且仅在向公众发行证券时才适用。^[275]起初,证券披露制度认可了联邦贸易委员会(FTC)住房管理局的公共信息需求;然而,随着1934年SEC的成立,这种妥协也被废除了。^[276]同时,国会规定FTC和其他机构收集公司数据供政府使用。^[277]虽然这些数据有时被汇编成公开报告,但这些报告只突出了行业趋势,而没有提供有关各个公司的透明度信息。^[278]

即便如此,证券法及其所要求的披露产生了许多积极的外部性,而这正是早期公开的支持者希望直接实现的。^[279]最终,联邦特许经营所寻求的许多实质性法规被分流到外部监管体系中,^[280]每一个关注的领域都通过不同的联邦机构单独解决,而很少考虑把向公众披露的概念作为一种通用的监管工具。到1938年,第二次世界大战彻底破坏了联邦特许经营计划,导致这个问题在接下来的几十年里被搁置。

[274] Kornhauser, *supra* note 235, at 125 – 31.

[275] *Id.*, at 131. 当时,费迪南德·佩科拉(Ferdinand Pecora)为1933年《证券法》的有限性进行了辩护,理由是“如果有一场暴雨,而雨伞又不方便携带,那么报纸有时可以提供暂时的庇护”。Loomis Jr. & Rubman, *supra* note 51, at 165 – 66.

[276] Seligman, *supra* note 49, at 70 – 72, 97 – 99.

[277] See Stanley E. Boyle, *Economic Reports and the Federal Trade Commission: 50 Years Experience*, 24 FED. B. J. 489 (1964).

[278] 美国联邦贸易委员会(FTC)的调查权力在几次场合都变成了政治难题,国会扣留了资金,并进行了行业游说以挫败各种报告要求。*Id.*, at 493 – 94, 500 – 01; David J. Ravenscraft & Curtis L. Wagner III, *The Role of the FTC's Line of Business Data in Testing and Expanding the Theory of the Firm*, J. L. & ECON. 703, 706 – 07 (1991); see also Ralph Nader et al., *Taming the Giant Corporation* 135 (1976).

[279] 例如,证券交易法强制要求披露销售成本,从而使竞争对手和客户都可以检查——并利用——巨大的利润率。See Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335, 1353 – 54 n. 33 (1999).

[280] Hutchison, *supra* note 238, at 1096. 例如,尽管联邦注册制提案通常禁止竞争公司之间的联席董事会,但《克莱顿法案》(Clayton Act)最终加以禁止。15 U. S. C. § 19 (2018). 与雇员工资和工会有关的问题通过最低工资和劳动法得到解决。See Adam Winkler, *Corporate Law or the Law of Business?*, 67 L. & Contemp. Probs. 109 (2004).

最具讽刺意味的是,进步时代的批评人士试图让公司更积极回应大众的需求,但通过默许一个只基于投资者需求的披露制度,他们给予了投资者——而不是员工、消费者以及周围的社区——在公司等级制度中的特权地位。尽管其他机构确实(将来也会)关注这些其他利益,^[281]在披露制度作为一种拥有巨大潜力的在监管体系之外向公司施压的机制的情况下,只有投资者才获得了全面披露。

(二)20世纪70年代公司治理运动的振兴

第二次世界大战后,公司理论和有关公司治理改革的相关建议逐渐消退。^[282]同时,证券法要求的披露也必然服务于其他群体。随着时间的推移,法律被扩大到涵盖更多公司,^[283]并允许以向投资者披露的方式进行面向全社会的公益性披露。

20世纪60年代和70年代见证了一系列丑闻,包括水门事件、五角大楼文件案和曾经受人尊敬的宾夕法尼亚中央铁路公司突然倒闭事件,这些丑闻同时动摇了人们对公司管理层的信心,主要是对他们负责任地管理私人公司的能力和政府监管私人公司的能力的担忧。^[284]受到促进公司“公共性”理念的激励,激进派开始重新鼓动公司治理改革,以限制产业界的权力。^[285]特别地,披露作为建立问责制的一种机制被提倡,^[286]这种机制以多种方式表现出来。1974年,国会通过了

[281] 其他机构包括消费者产品安全委员会(Consumer Product Safety Commission, CPSC)、面向消费者的美国食品药品监督管理局(Food and Drug Administration, FDA)、平等就业机会委员会(Equal Employment Opportunity Commission, EEOC)、面向职工的美国职业安全与健康管理局(Occupational Safety and Health Administration, OSHA)、面向社区的环境保护局(Environmental Protection Agency, EPA)等。

[282] See Mariana Pargendler, *The Corporate Governance Obsession*, 42 J. CORP. L. 359, 372 (2016).

[283] Guttentag, *supra* note 151, at 166-68.

[284] Pargendler, *supra* note 282, at 373-74; Gordon, *supra* note 13, at 1515; Robert L. Rabin, *Federal Regulation in Historical Perspective*, 38 STAN. L. REV. 1189, 1281 (1986).

[285] See, e. g., Ralph Nader et al., *supra* note 278, at 17; Donald E. Schwartz, *The Public - Interest Proxy Contest: Reflections on Campaign GM*, 69 MICH. L. REV. 419, 422 (1971).

[286] See Russell B. Stevenson, Jr., *SEC and the New Disclosure*, 62 CORNELL L. REV. 50, 50-51 (1976).

《信息公开法案》(Freedom of Information Act),^[287] 允许公众申请获取联邦机构的记录和信息。1975年,联邦贸易委员会通过了一项新的“业务范围”报告计划,该计划从大型公司集团中寻求有关单个业务部门的详细信息,目的是发布对行业趋势的汇总匿名分析。^[288] 1975年《住房抵押贷款披露法》要求贷款机构报告发放和购买抵押贷款的数据,明确允许当地社区识别种族“红线歧视”(redlining)的实例。^[289]

SEC随后展开了一场专为更广泛公众的公司信息披露的运动。1971年,一批公益组织向SEC提出请愿,要求上市公司披露有关其对环境影响的信息,以及有关其雇员当中种族和性别构成的统计数据。^[290] 尽管这些组织认为,这些信息对投资者具有重要意义(因为它们既与财务绩效有关,又可以引导有“道德的”投资),但他们还是强调了这些信息与其他利益相关者的相关性,指出披露该信息将“促进公众教育”,^[291] 并“激发对公民权利和相关领域的更多关注”^[292]。SEC发布了一则规则制定通知,但最终几乎没有改变,这促使请愿者们向联邦法院提起诉讼。^[293] 当他们起诉时,他们不仅声称自己是股东,而且是享受环境的公民,以及“公众教育者”,其“广泛的公共教育目的需要信息”。^[294]

地区法院认同有关SEC未充分采纳请愿者要求的主张。法院认为,由于“该机构采用的规则不仅会对那些受监管的公司产生广泛影响,而且在与公众息息相关且超越经济领域问题上也将对公众产生广

[287] 5 U. S. C. § 552 (2018).

[288] Ravenscraft & Wagner III, supra note 278, at 706–07 (描述了该计划是如何在行业反对的情况下被放弃的)。

[289] See Charles M. Lamb et al., *HMDA, Housing Segregation, and Racial Disparities in Mortgage Lending*, 12 STAN. J. C. R. & C. L. 249, 254–60 (2016).

[290] Stevenson, supra note 286, at 53–57.

[291] Nat. Res. Def. Council, Inc. v. SEC (NRDC I), 389 F. Supp. 689, 692 (D. D. C. 1974).

[292] Nat. Res. Def. Council, Inc. v. SEC (NRDC III), 606 F. 2d 1031, 1037 (D. C. Cir. 1979).

[293] Stevenson, supra note 286, at 54.

[294] NRDC I, 389 F. Supp. at 698. 地方法院接受了原告的这一陈述。在上诉时,华盛顿特区巡回法院没有通过地区法院的这方面的裁定。

泛影响”,因此,SEC应当发布制定规则的通知,详细介绍所考虑问题的广度,以征求社会各界的意见。^[295]

1975年,在经过19天的听证会之后,^[296]SEC发布了一份声明,重申其信念:“就投资而言,投资者的主要利益是经济利益。”SEC总结道:“该法案和相关的立法历史也表明,国会的主要期望是,SEC的披露权威将被用于要求传播具有或可能具有经济意义的信息”并且SEC“通常无权考虑促进与联邦证券法目标无关的社会目标……”^[297]当请愿人再次向法院质疑时,华盛顿特区巡回法院认可有关SEC的权限范围,将其“主要任务”描述为“对投资者的金钱财产保护”^[298]。

尽管取得了这一胜利,但这场小冲突显然也打击了SEC。随后,它重新解释了规定,要求上市公司就环境合规性进行广泛的披露,无论所涉及的金额与公司的整体财务状况相比是否算得上重大。^[299]但最终,SEC得出结论,这些新标准导致“信息披露文件的可读性较差”,使“更难以识别重大的环境诉讼”,^[300]并回归到经济重大性标准。^[301]

在后来被称为“管理层欺诈”案件中,SEC也走了同样曲折的道路。在水门事件之后,SEC发现许多公司已经建立了“行贿基金”(slush funds),将其用于各种令人厌恶的目的,包括在全球范围内进行公司和政治贿赂(尽管至少在公司管理者看来是为了追求公司利润以造福投资者)。这些行为不仅违反了各种反贿赂法规,而且还迫使其欺诈投资者,以掩盖公司支出的真实性质。但是,在某些情况下,这种行为所涉及的金额很小,这就产生了一个问题,即它们是否构成“重大

[295] Id. ,at 700.

[296] Stevenson, supra note 286, at 56.

[297] Securities Act Release No. 5627 (Oct. 14, 1975). SEC保留了在股东提案的具体背景下,“经济问题的首要地位……有点少”。

[298] Nat. Res. Def. Council, Inc. v. SEC (NRDC III), 606 F. 2d 1031, 1049 (D. C. Cir. 1979).

[299] See Roberta S. Karmel, *Disclosure Reform – The SEC is Riding Off in Two Directions at Once*, 71 BUS. LAW. 781, 792 (2016).

[300] Proposed Amendments to Item 5 of Regulation S – K Regarding Disclosure of Certain Environmental Proceedings, Securities Act Release No. 6315, 46 Fed. Reg. 25638, 25640 (May 4, 1981).

[301] Karmel, supra note 299, at 792.

性”。SEC 开始发展“定性”判断的重大性理论,认为这些行为对管理诚信有影响,无论金额数字——无论是贿赂本身还是与之相关的业务——在经济上是否构成重大,是否需要披露。^[302] 正如一位 SEC 委员对这一举动进行的描述,“我们正在扩展重大性的概念,以包括反映高管和董事,股东以及广大群体责任的信息”^[303]。

这引发了历时多年的争议,批评人士认为,SEC 正在利用证券信息披露以超越投资者和市场保护的范畴来塑造公司行为,^[304] 而拥护者也出于同样的理由对这一做法进行辩护。^[305] 现任和前任 SEC 委员都表达了他们的沮丧,^[306] 最终这项努力在 20 世纪 80 年代初被放弃了。^[307]

然而,尽管 SEC 重申了对投资者的关注以及对作为财务概念重大性的承诺,但它也认识到,一个公司的社会性行为可能具有经济相关性,其活动在法律上或道德上的风险足以危及其财务或商誉。^[308] 这种立场变得尤为重要,因为从 20 世纪 60 年代开始一直持续到 20 世纪 70

[302] U. S. SEC. & Exch. Comm'n, Report on Questionable and Illegal Corporate Payments and Practices Submitted to The Senate Banking – Housing and Urban Affairs Committee IN MAY 1976, at 15.

[303] Roberta S. Karmel, Comm'r, Sec. & Exch. Comm'n, Changing Concepts of Materiality 4 (Apr. 12, 1978), <https://www.sec.gov/news/speech/1978/041278karmel.pdf> [<https://perma.cc/72XZ-QV5Q>] (着重强调)。

[304] See Milton Freeman, *The Legality of the SEC's Management Fraud Program*, 31 BUS. L. 1295 (1976).

[305] Stevenson, *supra* note 286, at 85 – 87.

[306] See Bevis Longstreth, *SEC Disclosure Policy Regarding Management Integrity*, 38 BUS. LAW. 1413, 1423 – 27 (1983); AA Sommer Jr., *Therapeutic Disclosure*, 4 SEC. REG. J. 263, 270 – 75 (1976).

[307] See James D. Redwood, *Qualitative Materiality Under the SEC Proxy Rules and the Fifth Amendment: A Disclosure Accident Waiting to Happen or Two Ships Passing in the Night?*, 1992 WIS. L. REV. 315. In reaction to the scandals, Congress passed the Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) in 1977. Foreign Corrupt Practices Act of 1977, Pub. L. No. 95 – 213, 91 Stat. 1494 [修改为 15 U. S. C. (2018) 中零散的章节]. 此外,该法要求公司保留准确的内部账簿和记录,并禁止公司贿赂外国官员。尽管《反海外腐败法》(FCPA)主要由 SEC 强制执行,但它没有规定新的披露义务。

[308] Nat. Res. Def. Council, Inc. v. SEC (NRDC III), 606 F.2d 1031, 1061 – 62 (D. C. Cir. 1979); see also Karmel, *supra* note 303, at 4 – 5; Staff Report, *supra* note 129, at 277, 286 – 87; Sommer Jr., *supra* note 306, at 269 – 70 (认识到非法付款可能因其风险而变得重大,即便不是绝对规模)。

年代初,国会通过了一系列旨在保护消费者、工人和环境免受工业发展带来损害的法律法规。^[309] 每一项法律法规都产生了新的公司义务,从而触发了有关公司社会绩效的新的披露义务,即使只是为了提醒投资者关注对其财务带来的影响。^[310] 累积的结果是加强了对涉及一般公众利益的事项的披露,即使这些事项是通过以投资者为中心的视角进行筛选的。^[311]

扩大公司信息披露以服务于利益相关者的努力并非仅仅 SEC 在做;相反,这一时期也提前激发了人们对联邦公司注册制度的新兴趣。^[312] 尽管拥护者在优先考虑保护投资者还是保护非投资者群体之间摇摆不定,但那些代表非投资者寻求改革的人通常建议向这些群体公开信息。^[313]

沿着这些思路,最突出的建议出现在 1976 年的拉尔夫·纳德(Ralph Nader)、马克·格林(Mark Green)和乔尔·塞利格曼(Joel Seligman)所著的《驯服巨型公司》一书中。^[314] 与此相关的是,作者抨击“公司保密”,^[315] 并建议联邦政府特许公司——包括按销售额和雇员

[309] Rabin, *supra* note 284, at 1284 [描述了“(几乎)影响经济的每个部门的立法爆发”].

[310] Staff Report, *supra* note 129, at 247 - 48, 286 - 87.

[311] 这一点尤其正确,因为在此期间,SEC 扩大了披露要求,以捕获有关公司部门、趋势和计划的软信息。See Gordon, *supra* note 13, at 1553 - 56. 结果,公司证券备案文件的长度和信息量显著增加。

[312] Pargendler, *supra* note 282, at 377; see also William L. Cary, *A Proposed Federal Corporate Minimum Standards Act*, 29 BUS. L. 1101 (1974); William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 YALE L. J. 663 (1974); Joel F. Henning, *Federal Corporate Chartering for Big Business: An Idea Whose Time Has Come*, 21 DEPAUL L. REV. 915 (1972); Richard W. Jennings, *Federalization of Corporate Law: Part Way or All the Way*, 31 BUS. L. 991 (1976); Donald E. Schwartz, *Towards New Corporate Goals: Co - Existence with Society*, 60 GEO L. J. 57 (1971).

[313] See, e. g., Douglas Branson, *Progress in the Art of Social Accounting and Other Arguments for Disclosure on Corporate Social Responsibility*, 29 VAND. L. REV. 529 (1976); Flynn, *supra* note 199, at 94, 103 - 05; Mueller, *supra* note 205, at 111; Theodore Sonde & Harvey Pitt, *Utilizing the Federal Securities Laws to “Clear the Air! Clean the Sky! Wash the Wind!”*, 16 HOW. L. J. 831 (1971).

[314] Nader et al., *supra* note 278, at 133 - 79.

[315] *Id.*, at 133 - 36.

人数衡量的大公司^[316]——发布一份单独的年度报告，以“平等地提供给股东、SEC 和其他利益相关者”，^[317]并附上第二份公司注册簿，以包括更多细节。这些报告将包括各种社会信息披露，如有关环境影响、工人安全、政治支出和就业歧视的数据以及证券法所不需要的更详尽的财务信息。^[318] 这些披露不仅会告知关注道德的投资者，也会告知相关社区有关“当地公司施加的隐性通行费——例如污染、歧视或少缴税款”^[319]。披露将“有助于放松政府与公司之间的紧密联系”，并帮助人手不足的政府部门发现违法行为。^[320] 正如他们所言，“其(信息)传播过程将确保公民、投资者、消费者、竞争对手和员工，能够获得他们作出明智的政治和经济决策所需的数据”^[321]。

这些议案最终被纳入了《公司民主法案》，该法案于 1980 年由众议院议员罗森塔尔(Rosenthal)提交给众议院。^[322] 该法案涵盖了基于公司规模而不是证券交易量的公司，^[323]旨在通过进行类似于纳德(Nader)、格林(Green)和塞利格曼(Seligman)建议的披露，来弥补当前被要求“向股东、员工、政府机构、地方社区和公众进行报告的信息的有限性”。^[324] 然而，负责管理该法案披露条款的 SEC 表示反对，理由是 SEC 在向非投资者披露有限财务相关问题方面没有特别的专业知识或洞察力。^[325]

值得注意的是，参议院中与《公司民主法案》相对应的是参议员梅

[316] Id. , at 240.

[317] Id. , at 139.

[318] Id. , at 140 – 65.

[319] Id. , at 136.

[320] Id. , at 136 – 37.

[321] Id. , at 140.

[322] H. R. 7010, 96th Cong. (1980). 在介绍这项法案时，国会议员罗森塔尔还把公司称为“私营政府”。126 CONG. REC. 7634 (1980).

[323] 与纳德的提议类似，“大”的定义是指资产或销售额加上员工数量。少于 25 个股东的公司不在该法案的范围之内。H. R. 7010, 96th Cong. (1980).

[324] Id. , Tit. II. 这些报告将提供给“任何提出要求的公众。”

[325] Staff Report, *supra* note 129, at 321 – 23. 这些员工还认为，提案过程为股东提供了一个寻找非经济信息的更好机会，因为这样一来，股东就可以找到他们需要的社会信息类型，而不是让 SEC 试图制定一个标准。Id. , at 277.

岑鲍姆(Metzenbaum)的《股东权利法案》,^[326]两项中仅有一项会被听证。正如后者的标题所表明的那样,《股东权利法案》并不是为了让公司对整个社会更加敏感,而是为提高股东福利而专门设计的。该法案没有重新定义公众公司的概念,而且仅适用于已经受到证券报告要求约束的大型公司。^[327] 尽管该法案本身从未得到完全通过,但其许多具体条款后来成为联邦证券法的一部分。^[328]

总而言之,就像在进步时代发生的那样,一场以寻求向更广泛的社会披露透明度为开端的运动,已转向向投资者披露信息,或者通过新的监管规范向政府机构披露信息。^[329] 然而,这已经足以(至少是暂时的)冷却对进一步改革的呼声。

(三) 现代时期

尽管有这样的历史(或许正是因为有这样的历史),如今要求披露更多信息的运动仍集中在那些对投资者具有经济意义的信息上,而要求股东强制披露信息的呼吁在很大程度上已经式微了。评论人士们偶尔会建议在特定方面进行公共报告——如环境绩效、^[330] 工作场所多样性和薪酬制度、^[331] 抵押贷款、^[332] 公司税支付、^[333] 为了教育公众并使不

[326] S. 2567, 96th Cong. (1980).

[327] 该法案仅适用于资产或收入超过某一门槛,且股东人数在 500 人以上的公司。当时,“500”也是触发 SEC 披露义务的门槛;后来这一数字有所扩大。See Jones, *supra* note 60, at 177.

[328] 除此之外,该法案还规定了董事独立性的标准,并要求设立审计和提名委员会。2002 年的《萨班斯—奥克斯法案》(Sarbanes - Oxley Act)和 2010 年的《多德—弗兰克法案》(Dodd - Frank Act)最终以修改形式成为联邦法律。

[329] 例如,平等就业机会委员会(EEOC)要求公司报告劳动力多样性的数据;环境法规要求报告排放数据和其他危害。See *supra* Section I . A. 其结果是,公司不断向监管机构报告合规数据流。See Rory Van Loo, *Regulatory Monitors*, 119 COLUM. L. REV. 369 (2019).

[330] Case, *supra* note 70, at 438.

[331] Eisenberg, *supra* note 67, at 1006; Cynthia Estlund, *Extending the Case for Workplace Transparency to Information About Pay*, U. C. IRVINE L. REV. 781, 783 (2014); Gowri Ramachandran, *Pay Transparency*, 116 PA. ST. L. REV. 1043, 1043 (2012); Williams, *supra* note 28, at 1731.

[332] Lamb et al., *supra* note 289289, at 261.

[333] Blank, *supra* note 110, at 109 - 20.

良行为者蒙羞,这些披露孤立项的要求,仅强调需要一个全面而不是分散的系统,既可以向群体提供公司绩效的完整情况,又可以确保从整体上而不是零散地考虑公司的负担。

尽管各种组织都制定了社会绩效的报告框架,这些框架通常被视为自愿而非强制性措施,尤其是在美国。就连在公司架构内赋予员工和其他群体更大权力的提议——比如允许他们投票选举董事——也往往忽视了为非投资者利益进行信息披露的重要性。^[334] 例如,伊丽莎白·沃伦(Elizabeth Warren)最近提出了《负责任的资本主义法案》,该法案将赋予美国大公司们的员工选举其被雇佣公司董事的权利。但是该法案并未提出任何针对员工关注的信息披露;实际上,由于所涵盖的公司是根据总收入而不是公众地位来确定的,因此在私人公司中,即使没有向投资者披露信息,雇员也可能被赋予这些权利,这意味着雇员将在不知道公司情况的状态下行使其投票权。^[335]

然而,尽管已经不再将针对利益相关者的普遍披露概念作为一种监管工具,但在20世纪30年代和70年代再次达成的妥协——向投资者披露信息,让社会普遍受益——仍然被证明是行不通的。实际上,它放大了公司管理者以投资者为中心的倾向,而这正是改革者试图打击的。

四、使用证券法作为全方位披露工具的不良影响

由于证券法在进行普遍公开披露的唯一手段,因此有动机向证券

[334] See, e. g., Yosifon, *supra* note 17, at 198 – 204 (建议给予雇员或消费者公司投票权,但没有讨论任何随之而来的披露制度的变化)。肯特·格林菲尔德还建议,在不改变强制披露制度的情况下,员工和其他利益相关者应在公司治理中发挥更正式的作用, see Greenfield, *supra* note 17, at 148 – 52, 不过,他确实建议,如果管理层传达了虚假信息,员工可以起诉公司欺诈, see *id.*, at 215 – 16。

[335] S. 3348, 115th Cong. (2018). 参议员塔米·鲍德温(Tammy Baldwin)也提出了类似的法案,该法案将赋予公司员工选举权,但仅限于选择在证券交易所上市的公司。See S. 2605, 115th Cong. (2018). 因此,员工将有必要接触到SEC针对投资者的信息披露,但在鲍德温的提案中,员工无权接触任何针对非投资者的员工的信息披露。

备案增加信息要求,而这些信息尽管可能与社会息息相关,但与投资者的相关性却很小。这不仅可能阻碍投资者找到和加工其所需的信息,而且也可能扭曲合法公共利益的信息,以证明其包含在证券备案中的合理性。最终,证券法以投资者为中心,权衡了对公司有利的公司内部的力量平衡,使管理行为趋向于财富最大化,这潜在地牺牲了其他群体的利益。

(一) 隐瞒寻求披露的动机

当前的体系本质上是不诚实的。那些希望公司披露以利益相关者群体为导向信息的倡导者,被鼓励隐瞒其真实动机,从定义上讲,这阻碍了向更广泛的(非投资者)社区充分传达信息需求及其重要性的尝试。

对于寻求公众公司进行更多信息披露的人,有两种基本途径可供选择。第一种途径是说服 SEC(或国会)提出此类披露的要求。由于 SEC 认为“重大性”是指具有经济意义的信息,^[336]因此多数要求制定新规则的呼声都侧重于所要求的信息与公司绩效的相关性,^[337]而不考虑倡导者的真实利益。当然,这也是上面讨论的可持续性辩论如此有争议的原因。

第二种途径是敦促自愿披露,典型的是根据《证券交易法》第14a-8 条向目标公司提交股东建议书。^[338]该条款允许发起股东在公司代理投票中包括所有股东投票的项目,尽管提议通常被设计成对管理层的咨询请求,而不是具有约束力的命令,公司通常会顺应股东的意愿。但是第 14a-8 条有其局限性,即不能适用于对管理者来说是非法的提

[336] See *supra* Section II. B.

[337] Choudhury, *supra* note 170, at 212; Esty & Karpilow, *supra* note 161, at 671; Ho, *supra* note 161, at 414-23; Cynthia A. Williams & Jill E. Fisch, *Request for Rulemaking on Environmental, Social, and Governance Disclosure* (Oct. 1, 2018), <https://www.sec.gov/rules/petitions/2018/petn4-730.pdf> [<https://perma.cc/8BRN-VQJT>].

[338] 17 C. F. R. § 240.14a-8 (2019).

议。^[339] 因为通常认为管理者是在最大化股东财富的信义义务下运作，^[340] 任何基于第 14a-8 条而提出的提案，如果明确呼吁管理者基于道德而非商业理由采取行动，这样的理由在法律上依据不足。除了该考虑因素，第 II.B 节中讨论的有关股东优先事项的动态关注也在起作用。除非获得大量投资者的支持，否则基于第 14a-8 条的提案难以成功，但由于有如此多的投资者在明示或暗示的授权下运作，以最大限度地提高财务回报，要想吸引他们，就需要支持者证明所寻求信息的经济相关性。结果是，那些定期提交第 14a-8 条提案、寻求更大程度和相当透明地披露公司信息的投资者，歪曲了他们的动机。

考虑一下美国汽车工人联合会退休人员医疗福利信托基金（该基金为工会会员提供医疗保健计划）向制药公司提交的最新提案。该信托为特殊药品通常收取高利润率寻求解释，并以这些定价策略可能激怒公众，并引起立法机构的强烈反对，最终对使用这些策略的公司造成损害为由，为其提案辩护。^[341] 但是更合理的似乎是，该信托——必须为其受益人支付的医疗费用提供资金——只是想保持药品价格低廉，并希望利用提案程序及其所产生的任何信息来公开使目标公司蒙羞。通过这种方式，信托试图将证券披露转化为一种向制药公司施加压力

[339] *Id.* § 240.14a-8(i)(2). 此外，提案必须涉及公司在财务上具有重要意义的方面。See *id.* § 240.14a-8(i)(5); SEC Staff Legal Bulletin 14 I (Nov. 1, 2017).

[340] See, e.g., Exec. Order No. 13868, 84 Fed. Reg. 15495 (Apr. 10, 2019). 财富最大化准则被大多数评论人士所接受，尽管它继续产生大量的争论。See YOSIFON, *supra* note 17, at 60-95.

[341] See Vertex Pharmaceuticals, Inc., SEC No-Action Letter, 2015 WL 109832, at *2-3 (Feb. 25, 2015); Gilead Sciences, Inc., SEC No-Action Letter, 2014 WL 6984699, at *9 (Feb. 23, 2015).

以改变其行为的机制。^[342]

另一个例子就是(苏格兰和美国的)圣公会(Episcopal Church)最近向阿纳达科石油公司提交的提案。圣公会试图让阿纳达科向股东报告其在业务中识别和解决与侵犯人权相关的风险的过程,据称是出于担心与此类侵犯人权相关的诉讼、项目延误和声誉受损会“对股东价值产生不利影响”。^[343] 尽管圣公会可能只是在试图保护其在阿纳达科的经济利益,但更可能的解释是,作为一个人道主义组织,它关心的是受阿纳达科行动影响的普通人。^[344]

这并不是要批评信托、教会或其他支持公开社会信息的支持者;只是想提醒大家关注一种预判,这种预判在证券披露框架内已经司空见惯,以至于它被认为是常见的。但这些曲解并非无害;相反它们是无用的。强调财务风险和股东回报的必要性,阻碍了对社会关于此类信息的需求进行更全面的讨论,更不用说在要求此类信息的成本和收益之间进行认真权衡了。

这个问题也扩展到了学术界。辛西娅·威廉姆斯(Cynthia Williams)的经典文章《证券交易委员会和公司社会透明度》使其成为使用证券

[342] 一场类似的运动成功迫使沃尔玛停止销售 AR-15 步枪。沃尔玛的投资者,圣公会教区三一华尔街(Trinity Wall Street)试图让股东投票决定沃尔玛是否应该将枪支下架。沃尔玛辩称,该提议在法律上是不恰当的,这引发了一场诉讼,并登上了多个新闻头条。尽管沃尔玛成功地将该提议排除在公司代理之外, see *Trinity Wall St. v. Walmart Stores*, 792 F. 3d 323 (3d Cir. 2015), 不久之后,沃尔玛主动将枪支从货架撤下,沃尔玛的 Hiroko Tabuchi 宣布停止在美国商店销售攻击性步枪, see *Hiroko Tabuchi, Walmart to End Sales of Assault - Style Rifles in U. S. Stores*, N. Y. TIMES (Aug. 26, 2015), <https://www.nytimes.com/2015/08/27/business/walmart-to-end-sales-of-assault-rifles-in-us-stores.html> [<https://perma.cc/YA53-4JUG>].

[343] *Anadarko Petroleum*, SEC No - Action Letter, 2013 WL 6914372, at * 6 (Jan. 22, 2014).

[344] 许多社会性提案的发起人在目标公司只持有象征性的股份的事实,进一步证明了他们的担忧来自他们作为社区成员的身份,而不是作为投资者的身份。例如,一家社会责任基金哈林顿投资公司(Harrington Investments)最近发起了一项提案,要求可口可乐披露更多关于糖对健康危害的信息。哈林顿管理着 2 亿美元的资产,但仅仅持有可口可乐价值约 4900 美元的股份。See Andrea Vittorio, *Cola - Cola Faces Shareholder Activism on Sugar's Health Risks*, BLOOMBERG L. (Feb. 11, 2019), <https://www.bloomberglaw.com/document/X6QGBVIK000000> [<https://perma.cc/7VQM-V7PY>].

法以“公共利益”促使更多社会信息披露的最著名倡导者之一。^[345] 但是,该文章明确倡导,信息披露应当只以投资者群体为导向。^[346] 威廉姆斯对向投资者披露信息如何促进公共利益的解释,只涉及未明确说明的公司社会责任和投资者选择如何配置资金的权利——她也承认这不大可能影响公司行为。^[347] 这自然意味着,社会信息披露不能仅通过吸引投资者来满足“公共”利益,因此,投资者根本不是合适的群体。^[348] 然而,她没有直面这个事实,也没有直面以证券法作为披露此类信息工具存在的不恰当之处——她让关键问题悬而未决:公众利益(区别于投资者的利益)需要哪些信息被披露?^[349]

简而言之,证券信息披露存在一个“本末倒置”(tail - wagging - the - dog)的问题:对许多拥护者来说,社会控制曾经是该制度的副产品,如今却成为其中心目标。^[350] 但是,证券法的目的并不是使商业活动对一般公众进行呈现;其目的是“对在州际和外国贸易中发行的证

[345] See Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1235 (1999).

[346] See *id.*, at 1237, 1242, 1284 - 89, 1294 - 95.

[347] *Id.*, at 1294.

[348] *Id.*, at 1221 (主张证券交易法旨在促进“对公众的问责”); see also *id.*, at 1295 (推测公司管理者们想要避免他们的不良行为被刊登在纽约时报上)。

[349] 如前所述,当学者们设想真正的受众是普通大众时,他们通常会推荐以投资者为导向的信息披露。See *supra* Introduction; see also Hill, *supra* note 18, at 978 - 79. 弗吉尼亚·哈珀·霍(Virginia Harper Ho)曾主张,鉴于可持续发展报告对投资者的重要性,它应该是强制性的。然而,在她讨论为何公司可能不愿意自愿提供可持续发展报告时,她强调,对社会意义重大的信息,可能与目标公司的相关性微乎其微。在这方面,Ho从投资者群体移到社会群体,但没有发表评论。Ho, *supra* note 161, at 441. Barnali Choudhury 做出了相反的举动,他最初意识到社交信息披露是为非投资者寻求的,但随后建议他们根据投资者的担忧进行调整。Choudhury, *supra* note 170, at 191, 212.

[350] Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 373 - 74.

券的性质进行充分和公平的披露”^[351]。SEC的宗旨不是促进公众福利,^[352]而是“保护投资者,维护公平、有序和高效的市场,并促进资本积累”。^[353]因此,依赖于证券法的信息披露要求必须以保护投资者和财务回报的措辞来表述,无论其中的联系多么牵强。

(二)披露的信息不足问题

未能系统地解决公共利益披露需求问题,助长了只能被描述为无针对性的披露要求,每当国会(或某一特定成员)陷入特定问题时,这些要求便会随意地插入证券法中。因此,近年来出现了一些随机披露

[351] Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73 - 22, pmb. , 48 Stat. 74, 74; 15 U. S. C. § 77a et seq. (2018); see also Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. § 78b (2018) (声明该法案旨在“监管及控制”一般在证券交易所及柜台交易市场进行的证券交易)。

[352] 辛西娅·威廉姆斯提供了最深入的论证,即证券法授权 SEC 要求公司披露信息,仅仅是为了服务于公共利益,而与财务回报无关。(尽管——如上所述,她没有解释针对投资者群体的社会披露如何促进了公众利益。)威廉姆斯指出,证券交易法中的代理条款明确引用了“公共利益”方面的监管, Williams, supra note 345, at 1235, 她的解释是,这意味着信息披露的范围可以超越那些专门为保护投资者而披露的信息。与此同时,她承认,提到“公共利益”可能会被解释为禁止某些在当时受到谴责的金融行为,比如自我交易、过度使用杠杆以及将权力集中在少数金融专业人士身上。See id., at 1214, 1240, 1245 n. 245. 事实上,证券交易法的序言明确指出,“证券交易”是“受国家公共利益影响”的。15 U. S. C. § 78b (2018); see also Hillary A. Sale, New Public, supra note 59, at 138; Hillary A. Sale, Disclosure's Purpose, 107 GEO. L. J. 1045, 1049 (2019) [hereinafter Disclosure's Purpose] (讨论证券交易法中提及的“公共利益”如何指代诚信的证券市场所带来的一般利益); Thel, supra note 45, at 389 - 92. 此外,特别就代理投票而言,当时的主要担忧是董事通过操纵代理程序、控股公司结构和发行无表决权股票等手段,非法地延续了他们的控制权。See, e. g., Jill E. Fisch, From Legitimacy to Logic: Reconstructing Proxy Regulation, 46 VAND. L. REV. 1129, 1189 - 91 (1993); Loomis Jr. & Rubman, supra note 51, at 154 - 155, 170; RIPLEY, supra note 228, at 77, 85 - 89, 94 - 98, 151, 300 - 02. 如上所述,在《证券法》颁布之前,曾有许多关于公司总体透明度的建议,因此,即使法案本身没有像之前的建议那样广泛,但其中一些想法很可能是法案本身的动议。

[353] See *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*, U. S. SEC. & EXCH. COMM' N, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> [<https://perma.cc/X28K-YAP8>]. 国会规定, SEC 在制定规则时,必须考虑“对投资者的保护,该行动是否会促进效率、竞争和资本形成。” National Securities Market Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104 - 290, § 106(b), 110 Stat. 3416, 3424.

的附加信息,如较小的环境责任、^[354]采矿公司的安全记录、^[355]违反对伊朗的制裁,^[356]以及从战乱地区采购某些矿物,^[357]这些信息明显更多的是面向公众而不是股东的。^[358]这些提案表面上常常是不连贯的。例如,最近出台的《仪表板法》(Dashboard Act)提出,公众公司在其证券注册中披露有关其使用消费者数据的信息,^[359]但倡导者明确打算将这些信息用于消费者和反垄断法的执行,^[360]却几乎没有解释这些信息与投资者群体之间的关系。(自然,因为只有公众公司才受此要求约束,所以将其作为消费者保护和反垄断执法工具来使用也是有限的。)^[361]另一提案要求上市公司不仅要在其证券备案中披露政治支出,而且还应在公司网站上披露,^[362]表明该披露并非针对纯粹的投资者。但如果是这样的情况,就没有理由只适用于公众公司。

这些类型的项目如果作为公司整体社会表现的系统报告的一部分,针对不同行业强调不同的指标,肯定会更有效。但是,由于还没有一个框架来把社会披露作为一般监管体系的一部分来考虑,倡导者们就有动机在能够控制的情况下,将针对他们特殊利益的条款塞进

[354] 17 C. F. R. § 229.103, Instruction 5C (2019).

[355] 15 U. S. C. § 78m-2 (2018).

[356] Id. § 78m(r).

[357] Id. § 78m(p).

[358] 其他类似类型的披露项目也被提出。See H. R. 2364, 116th Cong. (2019) (“修改1934年《证券交易法》,要求发行人在年度报告中披露其与任何枪支或弹药制造商或经销商的任何实质性财务关系。”); H. R. 7089, 115th Cong. (2018) (一项修正1934年《证券交易法》的法案,要求某些公司披露该公司已采取的任何行动的信息,以查明和解决公司供应链内的强迫劳动、奴役、人口贩运和童工这一最恶劣的形式)。

[359] S. 1951, 116th Cong. (2019).

[360] See Mark R. Warner, *Warner & Hawley Introduce Bill to Force Social Media Companies to Disclose How They Are Monetizing User Data* (June 24, 2019), <https://www.warner.senate.gov/public/index.cfm/2019/6/warner-hawley-introduce-bill-to-force-social-media-companies-to-disclose-how-they-are-monetizing-user-data> [<https://perma.cc/3AXE-UYR7>].

[361] 该法案还提议,所有的公司,无论是公共的还是私人的,都应该直接向用户披露他们的个人数据将如何被使用。

[362] See H. R. 1053, 116th Cong. (2019).

立法。^[363]

此外,由于所寻求的信息是被迫通过公司财富最大化的框架来实现的,因此只强调了以投资者为导向的方面,有可能扭曲信息,并剥夺信息对其他利益相关者的效用。史蒂芬·班克(Steven Bank)和乔治·乔治维演示了在《多德—弗兰克法案》要求披露薪资比例的情况下,这种情况是如何发生的。^[364]金融危机之后,国会要求公众公司披露 CEO 薪酬与工人薪酬的中位数的比例。几乎可以肯定,披露要求旨在作为一种对抗收入不平等的“蒙羞机制”,^[365]但即使国会也不愿这么直言不讳,这给 SEC 在设计实施规则时创造了理论上的混乱。^[366]无论信息的目标群体是谁,由此产生的法规不能促成有用的信息披露,更糟糕的是,所披露的信息被各种利益相关者曲解和滥用。^[367]

这些阻碍 SEC 的项目类型并不少见。例如,就矿产披露而言,在为执行条例进行抗辩以免受随后的法律挑战时,SEC 甚至没有提供假设性理由来说明此事对投资者而言是否重要,或披露如何促进任何公共政策。^[368]在缺少严谨的抗辩的情况下,华盛顿特区巡回法庭判决该法规的一部分违反了美国宪法第一修正案。^[369]

(三) 赋予投资者特权和财富最大化

或许最根本的是,当前的体系本质上是不稳定的。当投资者是公司信息披露的唯一目标群体时,在影响公司行为方面,他们具有政府赋

[363] Cf. Hill, *supra* note 18, at 981 (警告说,对公司行为的愤怒可能是基于“一时冲动”,而不是出于对恰当商业行为的原则性考虑)。

[364] Steven A. Bank & George S. Georgiev, *Securities Disclosure as Soundbite: The Case of CEO Pay Ratios*, 60 B. C. L. REV. 1123, 1138-39 (2019).

[365] Id., at 1140, 1148-1150; Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 378.

[366] Bank & Georgiev, *supra* note 364, at 1138-39.

[367] Id., at 1151-63, 1182-83.

[368] See Brief of Respondent, Nat'l Ass'n of Mfrs. v. SEC, No. 13-5252, 2014 WL 6901084 (D. C. Cir. Dec. 8, 2014); Brief of Respondent, Nat'l Ass'n of Mfrs. v. SEC, No. 13-5252, 2013 WL 5756165 (D. C. Cir. Oct. 23, 2013). 在发布法规时,SEC 坦率地承认,该法规的目标“似乎是为了实现整体社会利益,而不一定是为了给投资者或发行人带来可衡量的直接经济利益。此外,社会利益与我们的规则通常努力实现的经济利益或投资者保护利益大不相同。” Conflict Minerals, Exchange Act Release No. 34-67716, 77 Fed. Reg. 56,350 (Sept. 12, 2012).

[369] Nat'l Ass'n of Mfrs. v. SEC, 800 F.3d 518, 524, 527 (D. C. Cir. 2015).

予的优先于普通公众的独特优势。证券信息披露使独立董事更容易——较少依赖公司管理层,而更多依赖于股东——监控管理绩效,从而导致“公司的目的越来越倾向于股东财富最大化”。^[370]同时,其他利益相关者依靠自身利益来调节公司走向成功的能力被削弱。其结果是管理层的激励机制错位:管理层被鼓励青睐投资者,而损害其他群体。信息披露的折中方案分崩离析了。投资者利益和利益相关者利益之间越不一致,投资者越受青睐,就越有人呼吁建立新的公司控制机制,包括可以用来对抗投资者影响力的新型信息披露机制。^[371]

对于私人公司尤其如此。随着强制性证券披露的增加,越来越多的公司选择推迟公开发行或直接转向私有化,而不是承担公开报告的成本。^[372]这使社会控制工具进一步被削弱,虽然带来了更多的要求披露的提案,但这只会给公众公司增添负担,造成另一个不可持续的循环,这一结果是非常讽刺的。但是,如果所有的公司都被要求发布一套基本的披露方案而不管采用哪种融资方式,那么上市的相对成本就会降低,这将重新稳定这个体系(从而鼓励更多的公开发行)。^[373]

依靠证券披露来告知公众公司行为还有另一个令人不安的副作用。通过减少更广泛的社会问题对股东的影响,我们可能会促成一种说法,即投资者是唯一重要的社会成员。丹尼尔·赫默尔(Daniel Hemel)和多萝西·隆德(Dorothy Lund)将其称为“随意性伤害”(discursive harm),并且在性骚扰的话题背景下提出了这样一种可能:将其视为一个公司治理问题,“可能会将性骚扰的经济负外部性等同

[370] Gordon, *supra* note 13, at 1540; see also Jeff Schwartz, *De Facto Shareholder Primacy*, 79 MD. L. REV., <https://ssrn.com/abstract=3402486> [<https://perma.cc/4ZAD-PC5H>] (描述了证券信息披露如何允许股东强制管理层以牺牲其他股东利益为代价,将注意力集中在财富最大化上)。

[371] 因此出现了可持续发展的辩论,以及上述针对特定类型的社会披露的各种建议。

[372] Fontenay, *supra* note 119, at 448; Frank Partnoy, *The Death of the IPO*, Atlantic (Nov. 2018), <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2018/11/private-inequity/570808> [<https://perma.cc/H7VU-Q8TZ>].

[373] See Cf. Cyrus Aghamolla & Richard T. Thakor, *Do Mandatory Disclosure Requirements for Private Firms Increase the Propensity of Going Public?* (July 29, 2019) (尚未发表), <https://ssrn.com/abstract=3428780> [<https://perma.cc/QE84-QPW5>] (发现受FDA公开临床试验新要求影响的公司更有可能从私人状态转变为公共状态)。

于受害人所承受的人道悲剧”^[374]。这些影响并非完全无害的,例如,只关注商业案例的性别多样性问题而不是其道德正义,可能会加深负面的看法。^[375]

更糟糕的是,由于证券法从财务影响的角度定义了重大性和损失,因此当公司披露有关其可持续性的虚假信息时,不会受到任何惩罚。依赖此类信息的非投资者群体几乎没有补救措施,^[376]而除非投资者能够确定其经济上的相关性,^[377]否则他们可能无权获得赔偿,特别是可能涉及的是某些类型的社会信息时,求偿几乎是不可能的。这不仅使追求道德的投资(ethical investment)成为法律上未被认可和不受保护的类别,^[378]而且还可能激励发行人“洗钱”(greenwash),从而极大削弱了公众利用公司披露信息作为号召推动变革的意图。^[379]

[374] Daniel Hemel & Dorothy S. Lund, *Sexual Harassment and Corporate Law*, 118 COLUM. L. REV. 1583, 1671 (2018).

[375] See Jamillah Williams, *Breaking Down Bias: Legal Mandates vs. Corporate Interests*, 92 WASH. L. REV. 1473 (2017); see also Lisa M. Fairfax, *The Bottom Line on Board Diversity: A Cost - Benefit Analysis of the Business Rationales for Diversity on Corporate Boards*, 2005 WIS. L. REV. 795, 854 (认为商业上的多元化“可能导致有色人种的过度扩张、边缘化甚至贬值”).

[376] Greenfield, *supra* note 17, at 187 - 89; Miriam A. Cherry, *The Law and Economics of Corporate Social Responsibility and Greenwashing*, 14 U. C. DAVIS BUS. L. J. 281, 289 - 92 (2014); Velikonja, *supra* note 54, at 1951 - 54. But see Nate Raymond, *Massachusetts Top Court Rules Against Exxon in Climate Change Probe*, REUTERS (Apr. 13, 2018), <https://www.reuters.com/article/us-exxon-mobil-climatechange/massachusetts-top-court-rules-against-exxon-in-climate-change-probe-idUSKBN1HK20M> [<https://perma.cc/954S-QACP>] (描述了马萨诸塞州总检察长提起的诉讼,指控埃克森美孚公司在气候变化问题上对消费者撒谎).

[377] Ann M. Lipton, *Reviving Reliance*, 86 FORDHAM L. REV. 91, 112 - 23 (2017). 最近,纽约州未能让埃克森美孚对虚假的气候变化信息披露承担法律责任,因为纽约州无法证明投资者会被误导。See John Schwartz, *New York Loses Climate Change Fraud Case Against Exxon*, N. Y. TIMES (Dec. 10, 2019), <https://www.nytimes.com/2019/12/10/climate/exxon-climate-lawsuit-new-york.html> [<https://perma.cc/T4UP-65WY>].

[378] 在某种程度上,它甚至可能遭到法院的积极蔑视。See *id.*, at 133.

[379] *Case*, *supra* note 70, at 395 (“洗钱”导致公众不信任自愿披露的环境报告,削弱了公司如实报告的动力); Cherry, *supra* note 376, at 289; Fisch, *supra* note 161, at 948.

五、关于改革的思考

过去,为了利益相关者的利益,强制公司进行信息披露的努力被以下这些观点所颠覆:一是认为这些披露完全没有必要;二是认为在大多数情况下,直接向投资者和监管机构披露信息就足够了。如果还不够,可以根据需要对特定群体进行特定的、有针对性的披露(如在销售点针对特定产品的、面向消费者的披露,或在个别场所关于工作场所危险性的详细信息)。然而,这个问题的持续突出表明,这些论点是错误的;利益相关者有明确的需求,而为他们的利益而设计的普遍披露制度,可以最好地满足这些需求。

尽管许多公司自愿向利益相关者发布可持续发展报告,^[380]甚至私人公司也可能选择与公众分享有限的经济信息(以应对丑闻或其他事件),^[381]但这些信息显然不足以满足公众需求。众所周知,自愿报告是

[380] Ho & Park, *supra* note 169, at 258; Fisch, *supra* note 161, at 944 - 46; Case, *supra* note 70, at 395 - 401.

[381] 希拉里·塞勒认为,公司自愿披露信息是维护其社会合法性的一个条件。例如,优步在正式成为上市公司之前,为了应对各种丑闻,它主动披露了财务数据和一份关于其内部治理缺陷的私人报告。Sale, *Social License*, *supra* note 20, at 24 - 41. 然而,优步的行为并不能证明监管是不必要的:优步对社会的损害很大程度上已经造成以后,才进行披露,当然,社会的利益,包括但不仅仅是公开的违法行为。此外,优步新获得的透明度并未延伸到其治理结构的细节;即使在这些披露之后,新闻报道仍只能被迫猜测公司内部的权力分配情况。See Katie Benner, *How Uber's Chief Is Gaining Even More Clout in the Company*, N. Y. TIMES (June 12, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/06/12/technology/uber-chief-travis-kalanick-stock-buyback.html> [<https://perma.cc/7TNL-GWUA>] [根据一份私下获得的回购协议,来估计优步创始人特拉维斯·卡兰尼克(Travis Kalanick)的投票权]; Julie Bort, *Here's How Much Uber Stock Ousted CEO Travis Kalanick Actually Controls*, BUS. INSIDER (Aug. 10, 2017), <https://www.businessinsider.com/how-much-uber-stock-travis-kalanick-controls-2017-8> [<https://perma.cc/E9GA-WP8D>] (报道称,直到在一场诉讼中披露,才弄清楚卡兰尼克的投票权)。我们也不能依靠丑闻来强制提高透明度;新闻中充斥着私营公司滥用权力的事例,但这些事例不会导致更多的内部运营被披露。See, e. g., Alan Feuer, *Hobby Lobby Agrees to Forfeit 5500 Artifacts Smuggled Out of Iraq*, N. Y. TIMES (July 5, 2017), <https://www.nytimes.com/2017/07/05/nyregion/hobby-lobby-artifacts-smuggle-iraq.html> [<https://>

不完整且不一致的,^[382]而且缺乏法律强制要求使公司有充分动机尽可能地让他们的披露变得毫无用处。为了说明这一点,Mayer Brown 律师事务所最近发布了一个客户建议,要求自愿进行的有关 ESG 的披露应“谨慎地起草”,以免“雄心勃勃的努力”“以正式承诺的形式呈现”。^[383]

如果对强制性(而非自愿性)披露制度的必要性有任何疑问,只需看看类似的证券监管辩论,^[384]然后想象一下凝聚力较弱的群体。公司有许多隐藏信息的私人动机,甚至对投资者也是如此,而投资者是公司所依赖的强大而统一的利益团体。除其他事项外,公司可能希望利用内部信息来设租,并且可能担心将优势拱手让给竞争对手。集体行动问题使分散的投资者无法通过谈判获得他们需要的信息。同时,强制性披露制度有助于缓解公司对其在同行中相对不利地位的担忧,并且可以对披露的类型和格式进行标准化,以便促进跨公司的比较。^[385]

与以投资者为导向的信息披露相比,本文建议的披露提出了更大的协调和一致性问题。目标群体不仅分布更广泛、需求更多样化,而且许多群体与披露公司没有市场关系,这限制了他们直接获取信息的能力。^[386]这一点在证券研究文献中得到了含蓄的认可,因为针对投资者的信息披露必然会给社会其他部分带来利益,这一事实被吹捧为强制报告制度的有力理由。^[387]或者换句话说,政府监管可以作为一种机制,可协调分散在整个社会的,具有不同优先事项的多个群体的利益。

perma. cc/4FZG - CUHM]; Maddy Sauer & Megan Chuchmach, *Scandal - Ridden Blackwater Changes Name*, ABC NEWS (Jan. 30, 2009), <https://abcnews. go. com/Blotter/Blackwater/story? id = 6873331> [<https://perma. cc/6VRL - 7DSC>].

[382] Case, *supra* note 70, at 395; Choudhury, *supra* note 170, at 211; Fisch, *supra* note 161, at 947 - 52; Ho & Park, *supra* note 169, at 266 - 68.

[383] 10 Tips for 10 - Ks and Proxy Statements, MAYER BROWN (Jan. 3, 2019), https://www. mayerbrown. com/ - /media/ files/ perspectives - events/ publications/ 2019/ 01/ 10 - tips - for - 10 - ks - and - proxy - statements/ files/ update - 10 - tips _ v7/ fileattachment/ update - 10 - tips _ v7. pdf [<https://perma. cc/AM35 - 3XUX>].

[384] Fox, *supra* note 279, at 1340; Sale, *Disclosure's Purpose*, *supra* note 352, at 1050.

[385] Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 376.

[386] Case, *supra* note 70, at 420 (讨论了协调受有害行为影响的群体的困难,这些群体人数达数千或数百万,分布在多个辖区).

[387] Fox, *supra* note 279, at 1358 - 59.

因此,我们需要认真讨论为非投资者群体设计披露制度的问题。以下是有关此制度可能如何运行的建议大纲,以及对可能存在的反对意见的讨论。

(一) 制度设计

1. 监管要求和管理

如上所述,欧盟已经为利益相关者制定了特定的公司报告;这里提出的制度以欧洲体系为模型,并作为参照。欧盟将社会报告和财务报告区分开。鉴于所有有限责任公司都被要求必须披露其财务信息(随着公司规模扩大,义务会增加),^[388]只有被指定为“公共利益实体”的大公司才必须针对非投资群体发布可持续发展报告。^[389]这些“公共利益实体”大多是在当地证券交易所上市的公开交易的公司,^[390]尽管一些国家甚至要求对未上市公司进行可持续性报告,^[391]结果是在全球范围内,针对非投资者群体的社会绩效报告在某种程度上仍以广泛的公共投资为条件。^[392]

本文建议报告的披露要求的扩展方面应该详略得当、有针对性。首先,本文不建议小型公司进行一般性披露,因为它们不太可能产生需要基于信息披露的社会控制的影响。规模较大的公司可能会根据体量进行规模化披露,^[393]其中要考虑到总收入、员工人数、资产价值,或这

[388] See Bernard et al., *supra* note 3, at 96–98.

[389] See Directive 2014, *supra* note 4; see also Global Reporting Initiative, Member State Implementation of Directive 2014/95/EU, https://www.globalreporting.org/resource/library/NFRpublication%20online_version.pdf [<https://perma.cc/TU3A-6VTU>] (说明该指令在不同国家的执行情况)。

[390] See European Commission, Non-Financial Reporting, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm [<https://perma.cc/W7FB-XRB2>]; see also Afra Afsharipour, *Redefining Corporate Purpose: An International Perspective*, 40 SEATTLE U. L. REV. 465, 487 (2017), 印度要求最大的公开交易实体公开可持续发展报告。

[391] See Global Reporting Initiative, *supra* note 389.

[392] 对于特定利益领域(如薪酬透明度和环境绩效),各国可能会施以额外的公开披露要求。See, e. g., Workplace Gender Equality Agency, Gov't of Austl., International Gender Equality Reporting Schemes (Apr. 8, 2019), https://www.wgea.gov.au/sites/default/files/documents/2019-04-4%20International%20reporting%20schemes-Final_for_web_0.pdf [<https://perma.cc/84NW-QUVS>]; Case, *supra* note 70, at 402.

[393] 根据联邦证券法,小公司的报告负担有所减轻。17 C. F. R. § 229.10(f) (2019).

三者的某种组合。根据这些指标,在收入或资产达到数亿美元,或雇员人数达到数百人之前,可能不需要进行披露。^[394] 因此,与欧洲不同,绝大多数美国公司将得到豁免,因为只有最大的 20,000 家美国公司的年收入超过 1 亿美元。^[395] 这些顶级公司在某种程度上是强制性利益相关者报告的最佳人选。(相比之下,如今在美国交易所上市的公众公司不到 4000 家。)^[396]

同时,利益相关者报告应与公共投资挂钩的概念也是本文所考虑的问题。与欧盟不同,出于这个原因,对于达到规模阈值的公司,无论其证券是否可用于一般交易,都需要披露社会和财务信息。

对以利益相关者为导向的披露的普遍批评是,这种披露太不缺乏边界了;有太多可以纳入披露的领域了。^[397] 然而事实上,大多数要求披露利益相关者信息的呼吁,都取决于一些基本的信息类别,包括财务信息(包括与纳税、反腐败措施和反垄断合规有关的问题)、公司治理、环境影响、劳资关系(包括性别多样性、工作条件和薪酬)、政治活动和客户保护(透明度、安全性、私密性)。^[398] 利益相关者披露的工作框架可以从这些类别开始,并根据经验进行适当的调整。

为了最大限度地减少公司负担,最初的制度可以集中在内部已编

[394] 公司规模也可以根据对当地经济的重要性来衡量。

[395] See U. S. SMALL BUS. ADMIN. , Firm Size Data, <https://www.sba.gov/advocacy/firm-size-data>. 定义一家公司可能会有一些复杂的问题。因为大公司可能包括较小的子公司,所以可能有必要在一定程度上区分哪些公司有报告义务以及报告义务的范围。管理实体可以为公司集团内的联合报告制定规则,只要按照欧洲法律所作的规定,将所有必要的资料都公开。Directive 2014, *supra* note 4.

[396] See Editorial, *Where Have All the Public Companies Gone?* BLOOMBERG (Apr. 9, 2018), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-04-09/where-have-all-the-us-public-companies-gone> [<https://perma.cc/S4GM-U6P9>].

[397] See Elliott J. Weiss, *Disclosure and Corporate Accountability*, 34 BUS. LAW. 575 (1979); Staff Report, *supra* note 129, at 275.

[398] 有一些私人开发的框架用于以利益相关者为导向的自愿披露。See Susan Gary, *Best Interests in the Long Term; Fiduciary Duties and ESG Integration*, 90 U. COLO. L. REV. 731, 772-78 (2019), 这些呈现了信息的基本类别。See, e. g., Global Reporting Initiative, Standards Download Center, <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-download-center> [<https://perma.cc/RT5C-ZHRH>]. 它们也是股东提出议案活动中反复出现的话题。

制的信息上,比如公司已被要求向政府机构提交的报告,^[399]或可能存在的财务和治理信息。^[400]这样做给公司减轻了数据收集的额外负担,并且将大大有助于标准化。比如,在联邦一级,公司必须向平等就业机会委员会披露多样性信息,^[401]向环境保护局披露环境信息,^[402]向美国职业安全与健康管理局和员工披露工作场所的危害和伤害信息,^[403]向美国消费品安全委员会(the Consumer Product Safety Commission)和美国食品药品监督管理局披露危险品信息。^[404]这些披露的信息以及其他相同的情况,可以汇总和编纂为一份报告。^[405]

上市公司当然需要报告财务信息,并有义务保持准确的账簿和记录,^[406]而本文讨论的达到一定规模的私人公司肯定也会保留详细的账目,甚至可能自愿向其投资者报告这些信息。^[407]这些内部财务记录可能会帮助跟踪对政治组织的捐款和游说支出,所有这些也可以向公众公开报告。最后,公司收集并向美国国税局披露财务信息。有大量的文献致力于探讨应否公开公司的纳税申报表,^[408]其实不必花太多时间对此进行辩论,因为对于公司而言,披露现金税额和有效税率等基本信

[399] Estlund, *supra* note 69, at 396 - 97 (建议向员工披露部分已提交给监管机构的信息)。

[400] 许多公司受到广泛的监管,并基于合规目的保留其活动的详细记录。

[401] 29 C. F. R. § 1602.7 (2019)。

[402] 40 C. F. R. § 704 (2019); Case, *supra* note 70, at 384。

[403] 29 C. F. R. § § 1904.7, 1904.39, 1910.1200 (2019)。

[404] 16 C. F. R. § 1115.6 (2019); 21 C. F. R. § § 314.80, 803 (2019)。

[405] 在某些情况下,这些信息可能以分散的方式报告给当局,这种原始的形式可能对利益相关者没有太大用处, *see* Ho, *supra* note 161, at 452, 但是,简单地汇总以前报告的数据(如在公司层面根据逐个设施报告的排放数据汇总)不太可能给披露公司带来额外的负担。有人认为,其中一些报告中的内容对一般观众来说是无用的。例如,倡导人士多年来一直在寻求 EEO - 1 报告, *see* RALPH NADER ET AL., *supra* note 278, at 150; Williams, *supra* note 28, at 1690; 但也遇到了反对意见,认为报告中没有包含足够的数据来对公司进行适当的比较。Weiss, *supra* note 397, at 600 - 01; Nat. Res. Def. Council, Inc. v. SEC (NRDC III), 606 F.2d 1031, 1041 (D. C. Cir. 1979)。这种反对并不完全具有说服力,因为没有人建议在隔绝状态中披露 EEO - 1 报告;它们必然会同时披露更多有关公司运营和同行公司的信息,这或许会让比较变得更加容易。无论如何,这些正是专门机构在制定初步披露框架时可能做出的判断。

[406] 15 U. S. C. § 78m (2018)。

[407] Fan, *supra* note 6, at 605 - 06。

[408] See Blank, *supra* note 110, at 48 - 57 (总结了相关论点)。

息是相对简单的,但如今即使从上市公司在 SEC 披露的文件中也很难识别出这些信息。^[409]

通过区分已经向 SEC 提交了披露文件的公司与未向 SEC 提交披露文件的公司,也可以将负担减至最小。需遵守证券披露要求的公司可将这些文件作为参考,纳入其以利益相关者为导向的披露中,从而避免不必要的重复。^[410] 此时,私营公司就需要提交更完整的披露报告,包括基本的组织和财务数据,如治理结构、损益表、资产负债表、业务部门,以及经营地区,而规模更小的公司只需承担更轻的披露义务。^[411]

这样的制度可能会引起较大的反对,反对意见可能提出:此类数据包括了商业秘密,或者披露会以其他方式使公司处于竞争劣势。在某种程度上,这是一种特性,而不是缺陷。证券法已经强制披露有利于竞争对手的信息,只要其影响范围受到限制,这种做法通常就受到称赞。^[412] 也就是说,这正是监管机构在决定公开哪些信息时可以做出的判断。^[413]

下一个问题涉及适用于此类制度的合适的监管者。如果仅仅是为

[409] *Id.*, at 46; see also Allan Sloan, *A Simple Tweak Could Tell Us How Much Tax America's Largest Companies Actually Pay*, WASH. POST (Jan. 15, 2010), https://www.washingtonpost.com/business/economy/a-simple-tweak-could-tell-us-how-much-tax-americas-largest-companies-actually-pay/2020/01/15/5a53ad78-37d1-11ea-bf30-ad313e4ec754_story.html [<https://perma.cc/AE2W-9DBB>]; Nicola M. White, *Companies, Investors Plan Income Tax Disclosures*, BLOOMBERG (June 10, 2019), <https://news.bloombergtax.com/financial-accounting/companies-investors-plan-planned-income-tax-disclosures> [<https://perma.cc/685U-HQQB>].

[410] 这是联邦证券报告的常见机制;在一份文件中披露信息的公司通常可以通过引用合并到另一份文件中。

[411] 虽然这里所考虑的具有一定规模的私人公司可能已经聘请了独立审计师,但规则可以明确指出,除非公司已经拥有经审计的财务报表,否则没有必要披露经审计的财务报表。联邦证券法中也有些类似的要求。See, e. g., 17 C. F. R. § 227.201(t)(1) (2019). 在欧洲公司中,有证据表明,为了避免审计的额外成本,公司战略性地试图避免触发公开披露的要求。See Bernard et al., *supra* note 3, at 106.

[412] See *supra* Section I. A.

[413] 例如,SEC 相关规定目前允许发行人隐瞒某些会“对注册人的竞争地位造成不利影响”的信息。Regulation S - K, Item 101(c)(ii), 17 C. F. R. § 229.101(c)(ii) (2019).

了防止引发呼吁建立联邦特许权，并最终建立全国性的证券披露制度的“朝底竞争”，那么这更像是联邦政府的工作，而不是各州的工作。^[414]而且，关于特定地区个别经营的信息披露，将无法从公司层面对公司行为进行全面描述。^[415]

当前还没有一个联邦机构具有管理本文所设想的制度。SEC 不具备管理针对非投资者的信息披露的能力（这也是证券法不应该用于此目的的又一原因）。^[416] 美国联邦贸易委员会在研究商业活动方面拥有丰富的经验，但是对信息披露的要求很少。尽管如此，SEC 和 FTC 都具有开发新披露制度的能力和经验。SEC 和 FTC 都关注广泛的行业，SEC 尤其擅长为公众制定标准化的报告，以在公司遵守披露要求的成本中保持平衡。因此，或许有必要建立一个利用两个机构的资源和知识的联合方案。该计划可以通过研究非投资者群体如何使用公司的公共信息开始，包括调查地方监管机构、宣传机构和贸易团体，让他们就如何使用现有信息披露制度，以及当前信息披露制度的弱点提供意见。根据这项调查的结果，该计划可以制定一个标准化的框架，允许在报告公司之间进行有意义的比较。

2. 执法

当前披露制度的弱点之一是，除非某一特定声明能够被证明会影响证券价格，否则虚假披露几乎不会受到处罚。^[417] 以利益相关者为导向的公司披露制度可能带来更健全的执行机制。

证券法的私人执行机制因鼓励罢工诉讼^[418]和夸大损害赔偿金计算而受到严厉抨击。^[419] 为了避免重蹈覆辙，以利益相关者为导向的披

[414] Seligman, *supra* note 49, at 45.

[415] See Ho, *supra* note 161, at 452 (主张按逐个设施披露环境信息并不能全面反映公司的业绩)。

[416] Staff Report, *supra* note 129, at 321 – 23; Dombalagian, *supra* note 151, at 682 n. 157; Guttentag, *supra* note 151, at 194 – 95; Langevoort & Thompson, *supra* note 5, at 374.

[417] See Section IV. C, *supra*.

[418] See Adam Pritchard, *Halliburton II: A Loser's History*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 27 (2015).

[419] See Donald C. Langevoort, *Capping Damages for Open – Market Securities Fraud*, 38 ARIZ. L. REV. 639 (1996).

露制度可以依靠代理机构的执行和法定处罚,也许还要辅以临时制裁(这在证券领域备受推崇)。^[420] 这将允许国会制定适当的补救措施,并避免计算实际损失的棘手问题,在这种棘手的情况下,损害可能无法确定。值得注意的是,如果披露义务依附于现有的报告要求,则某些繁重的执法工作可能已经通过其他监管制度实现了。

一个挥之不去的问题是,这些披露如何适应现有的证券执法机制。尤其是对于公众公司而言,任何公开声明,在理论上都可以构成证券欺诈集体诉讼的基础,即使是针对非投资群体的声明——比如本文所考虑的披露内容——也可能如此。^[421] 可以轻松地设想一种情况:一家公司披露了联邦证券法不要求披露的信息,然而,如果后来证明该信息是虚假的,投资者就会主张该信息影响了股票的市场价格。公司可能会对强制性披露的前景望而却步,因为这会使他们面临额外的证券欺诈责任。

然而,这个问题可能更多是理论上的,现实中可能不会发生。对投资者而言具有重要性的信息,应该已经包含在上市公司的联邦证券备案文件中;这里所考虑的信息披露,几乎是一个法律问题,是非实质性的,法院可以迅速作出决定。^[422] 对于几乎没有或很少承担联邦信息披露义务的非公众公司而言,风险更大,因此,新的披露对投资者可能很重要。话虽如此,非公众公司不可能成为证券欺诈集团诉讼的目标,^[423] 并且,如果个人投资者能够证明他们依赖公司的故意虚假陈述,

[420] See Amanda M. Rose, *Better Bounty Hunting: How the SEC's New Whistleblower Program Changes the Securities Class Action Debate*, 108 NW. U. L. REV. 1235 (2014).

[421] See Ann M. Lipton, *Fact or Fiction: Flawed Approaches to Evaluating Market Behavior in Securities Litigation*, 20 TENN. J. BUS. L. 741 (讨论针对非投资者的文件如何能成为证券欺诈诉讼的基础)。

[422] *Id.*, at 745-48 (描述法院以实质性理由驳回证券诉讼的侵略性)。而且,如果 SEC 参与了信息披露制度的设计,它可以确保协调一致,使可能对上市公司投资者具有重要意义的信息被纳入证券披露框架。

[423] 市场欺诈原则只适用于那些在“开放和发达”(open and developed)市场进行证券交易的公司, *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988), 并被普遍指责为证券“罢工”诉讼的盛行。See Pritchard, *supra* note 418, at 28.

并因此受到损害,^[424]那么显然做出披露的公司将承担责任。

(二) 潜在的异议

1. 披露的限制

披露经常被提议作为解决棘手问题的一种解决方案,因为与更强有力的监管干预措施相比,披露更容易、争议更少,但也出于同样的原因而受到嘲笑。^[425]批评人士指出,无论是由于从众行为还是认知限制,单个行动者通常不能消化并运用提供给他们的大量信息。^[426]因此,披露在没有实际限制掠夺性或危害行为的情况下,呈现“‘在做某事’(doing something)的表象”^[427]

然而,这里建议的信息披露并不是为了替代更严格的监管,而是作为它的补充。与监管机构相比,公司通常具有内在优势,他们拥有更集中的资源,并且不断演变以逃避对其行为的正式限制。信息收集是制定有效监管的第一步,也是必要的一步,而公开披露允许其他群体协助监管机构吸收他们所获得的信息。

此外,利益相关者披露制度的目的并非在购买时告知消费者和其他市场参与者,这恰恰是认知限制可能削弱有效性的披露类型。利益相关者披露旨在用于数据分析和组织,以便有兴趣和经验丰富的行动者——相关的媒介,如媒体记者、学者和游说团体能够以易于理解的形式解释和传播信息。此类披露对于教育公众和迫使组织改善其行为非常有效。^[428]

[424] 除了一些非常具体的情况,明知(故意)是与证券交易有关的虚假陈述索赔的要件。*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185 (1976).

[425] Ben - Shahar & Schneider, *supra* note 25, at 682; Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *The Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599, 605 (2013).

[426] Ben - Shahar & Schneider, *supra* note 25, at 686 - 87; Davidoff & Hill, *supra* note 425, at 622.

[427] Davidoff & Hill, *supra* note 425, at 604.

[428] 许多作者描述了中介机构如何帮助公众解读那些,或可能在政府的命令下被披露的复杂的信息, *supra* note 110, at 56 (公司税务信息); Case, *supra* note 70, at 393 (环境绩效); Dalley, *supra* note 76, at 1125; Estlund, *supra* note 69, at 377 - 78 (工作场所信息)。如上所述,互联网使这些信息中介机构的服务更加强大和有效。

2. 非预期后果

设计不当的披露可能弊大于利。^[429] 最明显的是,披露可能具有反竞争作用。它可以促进相互竞争的公司之间的协调,从而鼓励建立卡特尔,损害消费者和其他市场参与者;或者,信息披露可能会在某种程度上阻碍创新,以至于披露的公司认为他们必须与竞争对手共享其知识产权。

有一些证据证实了这些影响。^[430] 例如,强制披露可能与减少研发支出和产品发布有关。^[431] 但是,这些狭窄的数据点,必须与不受约束的公司权力所产生的更普遍反竞争影响相权衡。例如,有理由相信,欧洲经济的竞争力已经增强,而美国经济的竞争力却减弱了,部分原因是大型美国公司有能力和操纵监管体系。^[432] 关注公司层面的微观激励是因小失大、本末倒置的,因为它忽视了保密给公司带来的集合优势,而不是那些试图控制自己影响力的公司。

另一个令人担忧的问题是,披露并不是鼓励最佳实践,^[433] 披露可

[429] Dalley, *supra* note 76, at 1127 – 28 (描述披露如何可能适得其反,鼓励行为人为人玩弄制度)。

[430] See John Kepler, *Private Communication Among Competitors* (Nov. 12, 2018) (未发表文章), <https://ssrn.com/abstract=3269911> [<https://perma.cc/8LG4-UPS8>]。另外,欧洲公司试图避免强制披露信息的事实表明,它们担心竞争加剧,不欢迎以卡特尔化为目的的披露。See Bernard et al., *supra* note 3, at 109。有一些证据表明,当公司缺乏竞争动机时,它们更可能公开披露信息,这再次表明,一般而言,它们将信息披露视为将优势拱手让给竞争对手,而不是提供共享利益。See Ian D. Gow et al., *Non – Answers During Conference Calls* (Chi. Booth Research Paper No. 19 – 01, 2019), <https://ssrn.com/abstract=3310360> [<https://perma.cc/4X2A-QKXE>]; Jihwon Park et al., *Disclosure Incentives When Competing Firms Have Common Ownership*, 67 J. ACCT. & ECON. 387 (2019)。

[431] See Matthias Breuer et al., *Mandated Financial Reporting and Corporate Innovation* (Sept. 7, 2019) (未发表文章), <https://ssrn.com/abstract=3449813> [<https://perma.cc/4RLJ-5W75>]。例如,上市的制药公司往往启动较少的项目。这种影响可能仅仅是由于公众股东基础的压力,但一项研究得出结论,强制披露可能也发挥了作用。See Aghamolla & Thakor, *supra* note 373。

[432] See Thomas Philippon, *the Great Reversal* 9, 97, 106 – 09, 122 – 23, 174 – 75, 203 (2019)。

[433] Branson, *supra* note 313, at 652 – 53 (认为社会信息的披露会对同行公司产生积极的影响)。

能会引发一场“朝底竞争”，从而使行业可以通过将不良实践彼此进行基准测试，从而在次优准则上达成共识。^[434] 例如，如果一定数量的员工触发了披露义务，公司可能选择雇用承包商，从而剥夺了潜在工人作为直接雇员所应享有的法律福利和保护。^[435]

这些管理上的挑战是真实的，但它们并不意味着答案就是保持制度原样，让公司可以随意选择披露或者不披露信息。诀窍在于找到正确的监管平衡。例如，一个强有力的联合雇主测试，可能会使公司更难人为地逃避披露义务。管理机构有责任评估与特定披露相关的成本和风险，是否可能超过收益。SEC 数十年来一直在考虑这些问题；^[436] 本文建议的联合工作组没有理由不能继续进行这项工作，尤其是如果它采用渐进、灵活和试验性的方法。而事实上，其他国家已经能够发展出以利益相关者为导向的披露制度，这就证明了它们的可行性。

3. 宪法上的担忧

本文倡导的这样一种披露制度很可能会受到如下挑战：是违反第

[434] 在《多德—弗兰克法案》披露首席执行官薪酬的背景下，这一直是一种抱怨，see Davidoff & Hill, *supra* note 425, at 624, 也是反对在其他领域大力披露的理由之一，see Blank, *supra* note 110, at 62 – 69 (tax); Estlund, *supra* note 69, at 365 n. 46 (wages); Williams, *supra* note 28, at 1731 (diversity).

[435] 一项对欧洲强制性披露的研究发现，一些私营企业在管理资产价值方面要付出巨大的成本，从而避免触发披露义务。See Bernard et al., *supra* note 3, at 107, 110; see also Jeffrey L. Hoopes et al., *Public Tax – Return Disclosure* 14 (Nat’l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 24318, 2018), <https://www.nber.org/papers/w24318> [<https://perma.cc/832C-YECF>] (在澳大利亚通过操纵规模来避免税务信息的披露)。

[436] 例如，SEC 通过允许对机密材料进行编辑来解决对专有信息的担忧。See U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, *New Rules and Procedures for Exhibits Containing Immaterial, Competitively Harmful Information* (Apr. 1, 2019), <https://www.sec.gov/corpfin/announcement/new-rules-and-procedures-exhibits-containing-immaterial> [<https://perma.cc/2FRR-TEB7>].

一修正案的强迫言论,或者违反第四修正案的不合理搜查。^[437]对宪法点的全面解释已经超出了本文讨论的范围,但隐藏在前述两个宪法异议的背景中的,是一个关于公司本身的性质以及应由谁经营的更宽泛的理论问题。

在近期的案件中,最高法院已接近于将以股东为中心的公司法观点宪法化,^[438]但这是一个有争议的立场。如上所述,尽管所有人都同意,从广义上讲,公司的存在是为了造福整个社会,^[439]但长期以来,人们一直在争论这样一个问题:公司管理的最佳目标是让股权所有者(股东)受益,还是应该从一开始就让包括投资者、债权人、员工和消费者在内的所有利益相关者受益。^[440]股东可以被视为公司的“所有者”,并具有指导公司行为的权利,^[441]或者他们可能只是公司资产的多种的

[437] 目前尚不清楚的是,向监管机构提交并随后向公众公开的信息披露,是否应该被归为首要接受第一修正案的审查的监管。Jonathan H. Adler, *Compelled Commercial Speech and the Consumer “Right to Know”*, 58 ARIZ. L. REV. 421, 474 (2016); Robert H. Post, *Compelled Commercial Speech*, 117 W. VA. L. REV. 867, 880 - 81 (2015). 假设是这样的话,披露系统将需要克服认为它只是被设计用来满足公众的“无聊的好奇心”的反对意见。Am. Meat Inst. v. Dep’t of Agric., 760 F.3d 18 (D. C. Cir. 2014) (en banc); see also Int’l Dairy Foods Ass’n v. Amestoy, 92 F.3d 67, 74 (2d Cir. 1996); Adler, *supra*, at 468. 也有反对意见认为,强制披露可持续发展信息相当于强制自我谴责,这也被认为违反了第一修正案。See Nat’l Ass’n of Mfrs. v. SEC, 800 F.3d 518, 530 (D. C. Cir. 2015); Rebecca Susko, *The First Amendment Implications of a Mandatory Environmental, Social, and Governance Disclosure Regime*, 48 ENVTL. L. REP. NEWS & ANALYSIS 10989, 10996 (2018). 就第四修正案而言,虽然企业主在商业记录中拥有受保护的隐私利益, 135 S. Ct. 2443 (2015), 但文件可通过“在国会授权的一般或统计调查中”被取得, Okla. Press. Pub. v. Walling, 327 U. S. 186, 209 (1946)。有时法院认为监管披露要求过于烦琐。Airbnb v. City of New York, 373 F. Supp. 3d 467 (2019)。

[438] Citizens United v. FEC, 558 U. S. 310, 370 (2010) (“股东可以决定他们公司的政治演讲是否促进了公司的利益”); Haan, *supra* note 91, at 2679 - 80; Pollman, *supra* note 216, at 690.

[439] See *supra* Introduction.

[440] See David Millon, *Theories of the Corporation*, 1990 DUKE L. J. 201, 220 - 222.

[441] See Robert Anderson IV, *A Property Theory of Corporate Law* (July 16, 2019) (未发表文章), <https://ssrn.com/abstract=3421009> [<https://perma.cc/A4S8-WH5P>].

索求者之一，在公司层级中没有特殊的特权地位。^[442]

这很重要，因为（通常）联邦证券法所要求的信息披露的合宪性是毋庸置疑的。^[443] 如果投资者——尤其是股东——没有比其他公司利益相关者更高的地位，那么就更容易证明，强制实施一个旨在满足其他公司群体的信息需求的披露框架是合理的。^[444] 可以肯定的是，例如，如果伊丽莎白·沃伦有关员工投票权的提案通过并成为法律，就很难否认员工对他们关注的信息的需求。即使没有这种在公司治理结构中的正式角色，员工、消费者和其他利益相关者对于公司的运营也至关重要，因此可以说，他们在公司信息方面享有与公司证券购买者同等的尊严。

结 论

一个世纪以来，人们对公司透明度的要求一直被这样一种观点反复打断：只有投资者而非公众需要信息。当今的经济环境掩盖了这一主张。具有社会影响力的大型公司可能因其股东而获利颇多，但如果在公众视线之外运作，则会对员工、客户和竞争对手造成重大伤害。更普遍地说，他们的隐私阻碍了我们了解社会和产业格局，并对其进行塑

[442] See Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601, 604–05 (2006); Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999); Jonathan Macey & Leo E. Strine, Jr., *Citizens United as Bad Corporate Law*, 2019 WIS. L. REV. 451, 483–84.

[443] But see Nat'l Ass'n of Mfrs. v. SEC, 800 F. 3d 518, 530 (D. C. Cir. 2015); Larry E. Ribstein, *The Constitutional Conception of the Corporation*, 4 SUP. CT. ECON. REV. 95 (1995).

[444] 尤其如此，因为证券法不仅针对股东，还针对债券持有人。Reves v. Ernst & Young, 494 U. S. 56 (1990)。即便从理论上说，债券持有人也从未凌驾于员工等其他公司相关群体之上。管理者通常对股东负有信义义务（尽管并非总是如此，see, for example, 6 Del. Code. § 18–1104），但却极少对债券持有人负有该等义务，see Catholic Educ. Programming Found. Inc. v. Gheewalla, 930 A. 2d 92 (Del. 2007)。同时，有主张认为，雇主确实对那些不是任何普遍披露制度的目标的员工负有信义义务，105 GEO. L. J. 819 (2017)。

造以更好地为我们的社区服务的能力。

我们不应扭曲证券法以达到其从未打算达到的目的,而应将精力集中在建立符合所有利益相关者需求的公司透明度体系上。这样一来,我们就可以使信息披露对所有群体——包括投资者和公众——都更加有用,而不必强制披露公司承担零碎而又沉重的义务。至少应该就公众的信息需求,以及我们今天拥有的以投资者为导向的信息披露制度造成的系统性信息缺陷,展开一场全国性的对话。

(编辑:邹思思)