

大而不能披露:证券监管中的公司 规模和重大性盲区*

[美]乔治·吉奥吉夫** 著

吴紫君*** 邹莹**** 译 谢贵春***** 校

摘要:证券信息披露制度存在以前未被检验过的

* George S. Georgiev, *Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation*, 64 UCLA L. Rev. 602 (2017), available at <https://www.uclalawreview.org/too-big-to-disclose-firm-size-and-materiality-blindspots-in-securities-regulation/>. 本文翻译出版获得了作者及期刊社授权,特此感谢。关键词为译者所加。

** 埃默里大学法学院助理教授。感谢 Iman Anabtawi, Stephen Bainbridge, Steven Bank, Daniel Bussell, Michael Guttentag, Henry Hansmann, Joan Heminway, Christine Jolls, Sung Hui Kim, Al Klevorick, Don Langevoort, Alex Lee, Lynn LoPucki, Jonathan Macey, Jon Michaels, John Morley, Hiroshi Motomura, Mariana Pargendler, James Park, Roberta Romano, Susan Rose - Ackerman, Clyde Spillenger, Rebecca Stone, Alexander Stremitzer, and Urska Velikonja 等人对本文的有益评价及讨论。本文还受益于呈现该文的各种学院研讨会和会议的参与者的见解,以及几位证券律师的反馈。加州大学洛杉矶分校法律评论的工作人员提供了出色的编辑协助。文责自负。

*** 华东政法大学经济法学院 2020 级博士研究生,上海证券交易所法律部员工。

**** 上海证券交易所法律部员工。

***** 上海证券交易所法律部员工。

结构性缺陷,这些缺陷源于重大性标准的应用。对于大型公司而言,重大性标准或将导致信息披露的不足,即“重大性盲区”。这些公司是所谓的“大而不能披露”,并且以完全合法的方式利用重大性标准来避免披露重要事项。重大性盲区有两种潜在危害;首先,可能会有损投资者保护和公司治理。其次,可能导致市场扭曲,实际上构成对大公司的监管补贴。建议对于某些目前基于原则导向的重大性标准的信息披露要求,辅之以信息披露定量阈值的针对性的规则。

关键词:信息披露 重大性标准 重大性盲区 监管补贴 证券法

前 言

成为一家上市公司,即意味着其必然存在一笔心照不宣的交易:公司通过上市可以获得大量流动性高的资金池,从而迅速有效地筹集资金;但是作为回报,上市公司必须定期向投资者和美国证券交易委员会(SEC)提供有关其日常经营活动的信息,^[1]即信息披露,其中包括上市公司的经营成果、财务状况、影响业务的趋势和风险、重要合同、未决诉讼以及未来项目承诺等信息。投资者可以通过上市公司披露的该等信息来评估公司的业绩和前景,并决定其是否买入、卖出或持有其证券。此外,按照信息披露要求发布的信息被认为能有助于对公司的证券进行准确定价,改善公司的治理情况,并有助于提高经济体内部的配置效率。作为附带效益,此类信息披露也能够帮助公众洞察有时难以

[1] “上市公司”,是指必须遵守1934年《证券交易法》(简称《交易法》)第13条或第15(d)条规定的定期和当期报告要求的公司。参见《美国法典》第15卷第78m条、第780-6条(2012年)。公司的债务或权益性证券在国家证券交易所上市交易[《交易法》第12(b)条]时,如果其资产和在册股东超过某些界限[《交易法》第12(g)条],或者如果该公司在美国公开发行证券而没有在交易所上市[第15(d)条],则应遵守这些报告要求。参见同一出处第781(b)条、第781(g)条、第780-6条。除非上下文另有要求,本文会交替使用“上市公司”、“公司”和“企业”,而非专门的证券法术语,如“发行人”、“注册人”和“报告公司”。

通过其他手段获悉的公司实体活动，^[2] SEC 的信息披露制度覆盖了美股经济体量的很大一部分，具体而言：在美国上市的约 5200 家上市公司的总市值达到了 26.68 万亿美元，比美国的年度国内生产总值高出大约 50%。^[3]

本文认为，现有证券信息披露制度具有先前未被检验过的结构性缺陷，这些缺陷与最大型上市公司提供的信息息息相关。这些缺陷产生的原因在于重大性标准的实施。在诸多披露规则中，重大性标准是信息披露制度的核心要素。追根溯源，重大性标准旨在使上市公司进行有限度的披露，并防止信息被过量披露，而这恰恰对投资者至关重要。然而，我认为，对于大型公司而言，重大性标准也可能导致信息生产的不足，即“重大性盲区”。由于公司规模扩大，重大性门槛也会提高，在超大型公司里，即使是绝对值重大的事项，也可能被认为是无关紧要的而不予披露。换言之，公司可能“规模太大而不披露”，并以完全合法的方式利用重大性标准来避免披露重要的信息。

请看以下示例：

1. 信息披露制度要求公司披露有关重大合同的信息，具体包括任何“重大最终协议”的关键条款以及该公司“任何重大收购计划”的全部内容。^[4] 2011 年 5 月，微软公司 (Microsoft) 宣布其已达成以 85 亿美元收购互联网电信公司 Skype 的收购协议。作为当时美国第三大的上市公司，微软公司达成了其 36 年历史中最大的一笔交易，该笔交易

[2] See generally Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* (3d ed. 2003) (描述了美国证券监管的基本理念和信息披露的作用)。下文第一章、第三章和第四章也讨论了信息披露制度的各种好处。

[3] 截至 2016 年 11 月 30 日，在纽约证券交易所和纳斯达克上市的公司总数为 5200 家 (美国国内 4329 家，国外 871 家)，市值达到 26.68 万亿美元。World Fediv of Exchs., *Monthly Report* (2016), <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>. 2015 年，美国国内生产总值达 17.94 万亿美元。U. S. Dept. of Commerce, Bureau of Econ. Affairs, *National Income and Product Accounts* (2016), available at https://www.bea.gov/newsreleases/national/gdp/2016/gdp4q15_3rd_hm.

[4] See infra notes 130 – 131 and accompanying text.

的收购价格占微软公司当时总资产的 7.8%。然而,微软公司并没有披露公告其收购协议的关键条款,也没有向 SEC 提交收购协议的全部内容。事实上,在最近的 10 年里,微软公司收购了 76 家私营公司,但没有披露任何一笔收购协议,其中包括两笔 130 亿美元已进行资产减值的交易。据推测,未进行披露的原因在于微软公司认为这些收购协议都不重要。^[5]

2. 上市公司同样地还必须披露“重大未决法律诉讼”以及任何已知的可能对其财务状况或经营结果具有重大影响的“趋势、需求、承诺、事件或不确定性”。^[6] 伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)作为美国第四大上市公司,在保险、公共设施和能源、铁路以及金融产品等受严格监管且诉讼密集的行业拥有庞大业务。然而,伯克希尔·哈撒韦公司在过去的 5 年中,从未披露其所涉及的任何法律诉讼,大概是因为公司自认为这些诉讼都不重要。该公司的年度报告承认伯克希尔·哈撒韦公司已牵涉入“多起法律诉讼”,但其随后又表示,公司“认为(未决)诉讼对它的财务状况或经营成果没有重大影响”。^[7]

3. 上市公司还必须披露对其财务状况和经营成果有重大影响的有关个别资本性支出和公司经营费用的历史相关信息(具体例如:研发费用)。^[8] 谷歌公司(Google)(最近重组为 Alphabet)^[9]作为美国第二大上市公司,其绝大部分收入来自成功的互联网搜索和广告业务。众所周知,谷歌公司还大量投资了生物技术、消费性电子产品和交通驾驶等多项具有变革时代潜力的领域内的项目。与前些年一样,谷歌公司 2015 年的年度报告披露,谷歌公司重资投入资本市场和研发领域,投资总额分别高达 99 亿美元和 123 亿美元。然而谷歌公司并未披露上述高额支出所指向项目的具体信息,可能是因为虽然金额庞大,但投

[5] See infra notes 142 – 151 & 231 and accompanying text.

[6] See infra notes 152 – 159 and accompanying text.

[7] See infra notes 165 – 171 and accompanying text.

[8] See infra notes 180 – 184 and accompanying text.

[9] 2015 年 8 月,谷歌公司变更其公司结构,创建了一家新的控股公司——Alphabet,负责其各种业务。为了避免混淆,我把重组前和重组后的公司都称为谷歌公司。虽然重组对公司的财务报告结构产生了影响,但这些变化并不影响本文的分析。

资项目的信息对这家科技巨头的财务状况或经营成果而言并不重要。^[10]

根据 SEC 和美国联邦最高法院的规定,如果“理性投资者在决定买入或卖出(某一证券)^[11]时极可能予以高度重视的信息”,或者换言之,“如果理性投资者极可能会认为遗漏了某事实的信息披露会大大改变已提供信息的‘总体结构’,那么该信息就是重大的”。^[12] 上述例子中讨论的事项绝对意义重大,并可能使投资者作出极其严重的决策失误并导致财务损失。但上述例子却都被视为非重大的事项,原因在于它们所涉及的上市公司规模非常巨大,披露这些事项并不会改变提供给投资者的信息的“总体结构”。重大性标准即根据公司的规模来评估这些信息事项的规模或重大性,而不是(例如)通过对照独立的参考点来评估它们的规模或重大性。因此,公司越大,某一收购、法律诉讼或投资项目(无论多么重要)在整个信息结构中的重大性可能也就越低。这种重大但未披露的信息事项即为重大性盲区:由于大公司在履行信息披露义务时实施重大性标准,某些重大信息仍然是隐藏的。

从表面上看,重大性标准对于小公司和大公司而言均一视同仁。但实际上,大公司给投资者和整个市场带来了难题。例如,美国最大的前 100 家上市公司的总市值约占罗素 3000 指数(代表整个美国股票市场)总市值的 51%。美国最大的前 300 家上市公司(仅占指数所含公司的 1/10)的总市值约占罗素 3000 指数总市值的 73%。^[13] 因此,若投资者试图通过持有市场的部分板块(如“市场组合投资”)来实现投资多样化,那么,最终会面临不成比例的持有过多的大公司证券而承担风险。同样地,若大公司因欺诈或公司治理不善而遭受财务损失时,这些损失终将会在投资者多元化的市场组合投资中被放大。^[14] 因

[10] See *infra* notes 186 – 190 and accompanying text.

[11] See *infra* note 103 and accompanying text.

[12] See *infra* notes 94 – 99 and accompanying text.

[13] Author’s calculations based on Bloomberg data as of December 16, 2016. For information on the Russell 3000 index, available at <http://www.ftse.com/products/indices/russell-us>.

[14] See George S. Georgiev, *Optimizing Securities Disclosure for the Universal Investor* (未出版手稿), available at <http://ssrn.com/abstract=3035087>.

此,若按照大公司对于信息披露目的的把握,那些大公司认为远低于重大性门槛的信息仍可能会导致投资者的组合投资将遭受重大损失。

通过借鉴大公司的原始案例研究资料和其信息披露实践,以及通过企业规模的视角来重新评估当下被普遍认可的披露监管理论,我对重大性盲区的影响进行了研究。通过研究,我发现了如下两类潜在危害。第一,重大性盲区可能会损害投资者利益和公司治理,即证券监管的核心:在最基本的层面上来看,不披露信息可能会导致公司证券定价不准确,从而损害投资者利益并阻碍资本的有效配置。^[15] 在内部公司治理领域,重大性盲区会使管理层更容易出现欺诈、浪费或次优行为(例如,在寻求并购或投资商业项目时),并且可能会妨碍公司董事会、其他内部人员或顾问(advisers)履行实施监督程序。^[16] 在外部公司治理领域,重大性盲区会使那些不参与公司日常运营的人员,如投资者和信息中介,更难以监督管理并发现上市公司的欺诈、浪费或次优行为。^[17]

第二,我认为重大性标准会导致市场扭曲,并且仅仅因为大公司的规模而给它们带来优势。当大公司能够避免披露如收购协议、法律诉讼和商业项目等事项时,它们会比面临同样问题但无法避免披露的小规模竞争对手和同类公司更具优势。^[18] 例如,当一家大公司有能力收购一家私营公司同时避免披露收购协议(通常包含敏感信息)时,相对于因重大性标准而必须进行披露的小规模公开竞标人,该家大公司更具优势。同样,若大公司能够在不披露项目性质的前提下对资本项目和研发项目投入大量资源,即秘密运作,则相对于需要在投资者和竞争对手的直接监督下开发类似项目的小规模上市公司而言,该家大公司更具有潜在竞争优势。^[19] 通过向大公司提供这种制度优势,证券信息披露制度可能会扭曲证券产品和资本市场,并且实际上会给予大公司

[15] 见下文第三(一)部分。

[16] 见下文第三(二)部分。

[17] 见下文第三(三)部分。

[18] 见下文第四(一)部分。

[19] 见下文第四(二)部分。

监管补助。^[20] 尽管在某种程度上超出了证券监管的传统范围,但我认为关注这些问题是有必要的,因为 SEC 必须根据法律法规要求考虑其规则是否能促进效率、竞争和资本形成(以及投资者保护)。^[21]

鉴于重大性盲区会带来潜在的危害,我认为我们应该重新考虑在某些关键披露领域对具有原则导向意义的重大性标准的依赖程度。我建议,除了重大性之外,此类披露领域还应采用具体的定量阈值来触发大公司披露额外的信息。为了避免重大性标准反复造成扭曲,定量阈值应表示为绝对美元金额(而不是百分比)。SEC 应仔细校准阈值金额,并定期更新。这些附加要求将作为一张安全网,通过要求披露绝对重要或金额庞大的、但现有重大性标准未捕捉到的额外信息,以防止重大性盲区。^[22] 实施这些规则的同时,可以进行其他有价值的改革,以使信息披露制度架构现代化。例如,消除重复披露并提高所有公司提供信息的可用性。^[23] 通过逆转因大公司履行重大性标准而出现的损失,这种基于披露的政策解决方案将重点放在重大性标准造成的两组危害上:(1) 投资者保护并保障在公司治理层面上的披露效益,(2) 寻求废除大公司享有的一些特殊优势。

本文涉及三个层面的意义:(1) 重大性标准的使用;(2) 证券披露制度的设计;(3) 公司规模所产生的影响。从最直观的角度来看,本文提供了关于监管者和法院如何定义重大性以及企业及其顾问如何应用重大性的问题目录的新路径。^[24] 虽然我并不怀疑重大性对证券监管的总体效用,但重大性盲区现象表明,我们应该努力澄清重大性在公司公告中的定义和使用。^[25] 更广泛地说,考虑到证券市场结构的重大变化以及最近颁布的旨在促进小企业融资的立法,如《JOBS 法》和《FAST 法》,本文对有关上市公司披露制度的适当设计的重要学术辨

[20] 见下文第四(三)部分。

[21] 见下文第四(四)部分。

[22] 见下文第五(一)部分。

[23] 见下文第五(二)部分。

[24] 见下文第一(三)部分。

[25] See George S. Georgiev, *Beyond Binary Materiality in Corporate Reporting* (工作底稿,由作者存档)。

析具有启示意义。^[26] 例如,如本文第四部分所述,如果大公司适用的信息披露制度所得到的待遇扭曲了小公司的融资选择,那么,在评估向小公司提供进一步披露豁免(一种普遍的监管与否的战略)的预期效果时,应考虑这一动向。^[27] 最后,是关于信息披露制度通过重大性原则为大公司提供监管补助的建议,也成为需要针对大公司进行额外审查和实施更具定制化的监管策略的众多理由之一。^[28] 近年来,学者们认为大公司存在大而不倒(too big to fail)^[29]、大而不受责(too big to jail)^[30]、结构性公司退化(structural corporate degradation)^[31]和扩张(empire – building)等问题^[32],也注意到了大公司在社会中的角色(和

[26] See, e. g., Donald C. Langevoort & Robert B. Thompson, “Publicness” in *Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act*, 101 GEO. L. J. 337 (2013); Henry T. C. Hu, *Too Complex to Depict? Innovation, “Pure Information” and the SEC Disclosure Paradigm*, 90 TEX. L. REV. 1601 (2012); 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 (2013); Jeff Schwartz, *The Twilight of Equity Liquidity*, 34 CARDOZO L. REV. 531 (2012); Onnig H. Dombalagian, *Principles for Publicness*, 67 FLA. L. REV. 649 (2016).

[27] See infra notes 55 – 61 and accompanying text; See also Jeff Schwartz, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 39 J. CORP. L. 347 (2014) (讨论豁免的使用和披露要求的范围)。

[28] 值得注意的是,本文提出的观点并非源于关于上市公司最佳规模的先验立场:我并不认为“大就是坏”,大公司只是对证券披露制度带来了特殊的以及迄今为止无法权衡的挑战。

[29] See generally David Skeel, *The New Financial Deal: Understanding the Dodd – Frank Act and Its (Unintended) Consequences* (2011) (注意,《多德—弗兰克法案》的两个主要目标之一是限制大型金融机构破产造成的损害)。

[30] See generally Brandon L. Garrett, *Too Big To Fall: How Prosecutors Compromise With Corporations* (2014) (认为检察官在针对大公司的执法行动中采用宽松标准)。

[31] See Mark J. Roe, *Structural Corporate Degradation Due to Too – Big – to – Fail Finance*, 162 U. PA. L. REV. 1419 (2014) (认为金融集团不受某些公司结构压力的影响,这导致效率低下并加剧制度风险)。

[32] See, e. g., Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. FIN. 737, 742 (1997) (“管理者希望将公司扩张到超出合理的范围时,对活动现金进行再投资并从事小项目,就会产生更高的成本”)。

权力)转变。^[33]

本文还涉及一个独特而重要的监管时刻：SEC正在实施一项信息披露有效性倡议，这是对证券信息披露框架的各个方面进行的一次千载难逢的全面审查。^[34]这一计划带来了迅速和广泛的改革机会，这些改革既可提高披露文件对投资者的有用性，也可提高企业融资的能力。但是，这也带来了风险，即对投资者保护至关重要的披露制度可能会因行业游说或忽视已知和可疑结构性缺陷（包括与重大性标准相关的缺陷）的审议而被弱化。

本文的主要目的在于为重大性盲区的存在提供概念验证，并提出一项有针对性的监管策略，以解决其负面影响。第一部分概述了证券信息披露制度的相关特征，然后对重大性盲区是如何以及何时出现进行相关解释。第二部分通过分析在信息披露规则中的三个重要领域，并通过对大公司实际信息披露实践的原始案例研究，以此证明重大性盲区的论点。后续两部分将探讨由此带来的危害，第三部分论述了重大性盲区对投资者保护和公司治理的潜在不利影响，而第四部分则讨论了对市场效率和竞争的负面影响，以此证明重大性标准对于大公司而言具有监管补贴的作用。第五部分在SEC信息披露有效性倡议的背景下，提出并论述了对应的政策建议，及分析了潜在的反对意见。最后，在附录中提供了一个简化的理论框架，解释了证券信息披露制度的各项特征是如何以及何时导致重大性盲区的。

[33] See, e. g., Hillary A. Sale, *The New “Public” Corporation*, 74 LAW & CONTEMP. PROBS. 137, 138 (2011) (认为公司和社会之间的关系已经改变，需要更新“上市公司”的概念)；See also Hillary A. Sale, *JP. Morgan: An Anatomy of Corporate Publicness*, 79 BROOK. L. REV. 1629 (2014).

[34] See U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, *Disclosure Effectiveness*, <http://www.sec.gov/spotlight/disclosure-effectiveness.shtml> (概述披露有效性计划范围内的各项研究和规章制度)；Concept Release on Business and Financial Disclosure Required by Regulation S - K, Securities Act Release No. 10,064, Exchange Act Release No. 77,599, 81 Fed. Reg. 23,916 (Apr. 22, 2016) (hereinafter *Regulation S - K Modernization Concept Release*) (讨论S - K规则的潜在改革并征求利益相关方的意见)。

一、重大性盲区在 SEC 信息披露制度中的渊源

本部分将重大性盲区的渊源定位在证券披露制度中的两个重要但不完全一致特征的交汇处。第一个特征是通过具体和详细的制度规则使信息披露要求标准化,目的旨在使投资者能够比较不同规模公司之间的披露情况。第二个特征是被普遍使用的未作明确规定的标准,即重大性标准,该特征一方面是为了避免琐碎信息的披露而扩大某些信息披露要求,另一方面是为了填补特定披露规则中所没有预料到的信息披露的空白。我首先简要概述 SEC 的信息披露制度,然后评估公司规模所发挥的作用,最后分别阐述重大性标准与上述两者间的联系。

(一) SEC 信息披露制度概述

美国信息披露制度可以追溯到罗斯福新政时期,以及美国国会为保护投资者免受 1929 年股市崩盘所导致的各种违规行为所带来的不利影响而做出的努力。美国国会迅速通过了 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》,同时也成立了 SEC。^[35] 上述两部基本法律将投资者保护置于监管制度的核心地位,并将强制信息披露作为其资本市场的主要监管抓手。^[36]

强制性披露要求为所有上市公司必须向投资者披露的信息提供了一条基准线。上市公司可以在自愿的基础上自由披露标准以外的其他信息,只要这些信息不是虚假的或具有误导性质的。近年来,出于保护投资者的前提导向,在确保上市公司业务和财务状况相关详细信息的可获取性方面,信息披露制度框架的规模和复杂性都有了很大的提高。^[37] 尽

[35] See SELIGMAN, *supra* note 3, at 39 – 72.

[36] *Id.* at 604 – 21. 强制性披露要求作为一种监管工具的使用早于联邦证券法,但在州一级这种要求很少实施。See Stuart Banner, *Anglo – American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690 – 1860*, at 224 (1998).

[37] 这一理念在 1933 年联邦证券法的制定过程中得到了阐述。See, e. g., H. R. REP. No. 73 – 85, at 4 (1933) (声明披露规定的目的是“将可能隐藏在证券背后的真实和不真实的价值因素充分地公之于众”)。

管投资者保护的确切含义仍然有些模糊,但信息披露制度一直被视为证券监管的一个关键部分。^[38]

信息披露制度基于一种描述性的模型,需要 SEC 和美国国会对投资者需要的信息类型和他们能够处理的信息格式作出一系列事先预判。^[39] 该预判是一种虚构的结构,即要求上市公司根据预定模板(信息披露规则)披露信息,相关信息的目标受众是“理性投资者”。^[40] 总的来说,信息披露的目的是向投资者提供公司经营情况的描述,并使每个投资者能够据此作出理智的投资决策。^[41] 信息披露规则中非常有限的一部分内容是通过严控管理层的投机主义行为来实现风险预防功能,^[42] 而另一部分的信息披露要求则试图通过引导公司远离或避开某些治理误判来塑造公司合规的治理行为。^[43] 为了提高信息披露的准确性和防止上市公司欺诈行为,上市公司以及它们的董事、高管和某些代理人——可以根据证券法的公共和私人执行条款,对信息披露中的虚假陈述或遗漏承担相应的责任。^[44]

尽管美国国会向 SEC 提供了有关信息披露的初步指导,并定期介入且规定了额外的披露任务,但 SEC 在制定和颁布信息披露要求方面仍享有实质性的自由裁量权。^[45] 信息披露规则的核心系载于 S - K 规则,其中规定了非财务类信息披露的实质和形式,^[46] S - X 规则与各种会计公告准则为财务类信息披露的形式和实质确立了共同的标

[38] See Michael D. Guttentag, *Protection From What? Investor Protection and the JOBS Act*, 13 U. C. DAVIS BUS. L. J. 207, 210 - 18 (2013) (讨论“投资者保护”的不同概念,并强调信息披露的作用)。

[39] See Henry T. C. Hu, *Disclosure Universes and Modes of Information: Banks, Innovation, and Divergent Regulatory Quests*, 31 YALE J. ON REG. 565, 586 - 89 (2014).

[40] 参见下文第一(三)2部分。

[41] See Hu, *supra* note 39, at 584 - 85.

[42] See *infra* notes 85 & 219 and accompanying text.

[43] See *infra* note 89 and accompanying text.

[44] See generally 4 Thomas Lee Hazen, *Treatise on the Law of Securities Regulation* § § 7.0 - 7.17, 12.1 - 13.2 (6th ed. 2009).

[45] *Id.*, § § 1.30 - 1.31.

[46] See Regulation S - K, 17 C. F. R. § 229 (2014).

准。^[47] 所有的信息披露都必须使用 SEC 规定的“通用语言”,即财务会计语言(用于财务报表)和大多数叙述类信息“简明英文”的组合。^[48] SEC 还规定了提交和公告上市公司信息披露的具体格式和方法。据一些估计,约 95% 的法定财务和叙述类披露信息属于公司的历史信息类别,其余的才是上市公司有关未来计划和预测的信息。^[49]

(二)信息披露要求和公司规模

为了使投资者能够作出有效的决策,信息披露制度力求通过使披露要求标准化来确保上市公司之间的可比性。除了基于行业分类、^[50] 外国主体地位^[51] 和公司规模^[52] 等特征的有限差异外,信息披露要求在很大程度上是相同的。例如,SEC 要求特定行业的公司向投资者提供更深层次和更详细的信息,因为该类行业的公司更加复杂,投资者可能需要一般的信息披露规则所无法捕获的特定信息。^[53] 然而,现有的信息披露制度没有相应的规则来要求那些由于其规模大而更加复杂的公司向投资者提供更多的信息。因此,重大性标准在定义需要大公司发布的信息内容和确定此类信息的总量方面发挥了重要作用。^[54]

与向小公司提供多项信息披露豁免制度形成鲜明对比的是,适用于大公司的信息披露制度缺乏差异性。例如,公开发行的股份一般少

[47] See Regulation S - X, 17 C. F. R. § 210 (2014).

[48] Id. Plain English Disclosure, Securities Act Release No. 7497, Exchange Act Release No. 39,593, Investment Company Act Release No. 23,011, 63 Fed. Reg. 6370, 6377 (Feb. 6, 1998).

[49] See Reinier Kraakman et al., *The anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 284 n. 45 (2d ed. 2009).

[50] SEC 要求某些特定行业的上市公司披露更多的标准化信息,具体包括石油和天然气业务的公司(Industry Guide 2)、银行控股公司(Industry Guide 3),以及财产保险承销商(Industry Guide 6)等。See U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, *Industry Guides 2 - 12*, 32 - 34, <https://www.sec.gov/about/forms/industryguides.pdf>.

[51] See generally Steven M. Davidoff (Solomon), *Rhetoric and Reality: A Historical Perspective on the Regulation of Foreign Private Issuers*, 79 U. CIN. L. REV. 619 (2010).

[52] See infra notes 55 - 61 and accompanying text.

[53] See U. S. Sec. & Exch. Comm'n, supra note 50.

[54] 参见下文第一章第(三)部分以及附录。

于 7500 万美元^[55]的“规模较小的上市公司”，其必须披露的历史财务信息也相对较少；此外，它们还可以获得《萨班斯—奥克斯利法》和《多德—弗兰克法》某些条款的豁免，并有更多的时间提交上市公司公告。^[56]此外，《JOBS 法》为年收入总额不足 10 亿美元的公司设立了“新兴增长公司”（EGC）板块。^[57]作为首次公开发程序的一部分，根据《证券法》以及根据《证券交易法》，新兴增长公司履行其持续披露的公告义务而言（最长 5 年），信息披露要求大幅度减少了。^[58]《JOBS 法》还将应当遵守《交易法》强制性披露义务的股东人数的门槛从 500 名提高到了 2000 名，^[59]使更多的公司能够保持私有。所谓的 A + 规则使公司能够在不全面遵守披露制度的情况下也能筹集少量资本。^[60]随着美国国会于 2015 年 12 月通过《FAST 法》，这一趋势将继续下去，该法案指示 SEC 向小公司提供进一步的信息披露豁免。^[61]除了具体任务外，《JOBS 法》和《FAST 法》都要求 SEC 研究和发布关于现有披露要求的研究报告，主要为了小公司的利益以期减少或简化相关的信

-
- [55] See 17 C. F. R. § 240.12b-2 (2014). 对于负有《交易法》报告义务的非上市公司，要求年收入不超过 5000 万美元。See id.
- [56] See Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification, Securities Act Release No. 8876, Exchange Act Release No. 56,994, Investment Company Act Release No. 2451, 73 Fed. Reg. 934 (Jan. 4, 2008).
- [57] Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. No. 112-106, § 101, 126 Stat. 306, 307 (2012) [hereinafter JOBS Act].
- [58] See 15 U. S. C. § 77g(a)(2) (为新兴增长公司制定注册要求); JOBS Act § § 102-4, 126 Stat. at 310 (2012).
- [59] See JOBS Act § 501, 126 Stat. at 325. 对于非金融发行人而言，只要超过 1500 名股东是合格投资者，那么 2000 名股东的门槛就适用。See id.
- [60] 该规则于 2015 年 4 月通过，被称为对 A 规则进行修订的 A + 规则，规则中设置了两类豁免证券，即在任何 12 个月内分别发行不超过 2000 万美元及不超过 5000 万美元。See Amendments for Small and Additional Issues Exemptions Under the Securities Act (Regulation A), Securities Act Release No. 9741, Exchange Act Release No. 74, 578, Trust Indenture Act Release No. 2501, 80 Fed. Reg. 21, 806 (Apr. 20, 2015).
- [61] See U. S. Sec. & Exch. Comm'n, *Announcement: Recently Enacted Transportation Law Includes a Number of Changes to the Federal Securities Laws*, available at, <https://www.sec.gov/corpfin/announcement/cf-announcement-fast-act.html> [概述了《美国道路交通修法律案》中有关证券法的规定 (FAST 法)]。

息披露要求。^[62]

诚然,尽管 SEC 最近将重点放在了小公司,但并没有完全忽视大公司。例如,某些规则只适用于“知名度高”和“经验丰富”的大公司,并使这些公司能够更方便地筹集资本。^[63]然而,这些规则纯粹与发行证券的机制有关,并不改变公司所披露的信息的总体内容或数量。此外,SEC 数十年前制定的规则要求公司通过不同的业务部门来披露特定的信息(也称为“分报告”),^[64]这种规则对大公司的影响比对小公司的影响更大。尽管如此,分报告规则同样适用于所有公司,而不考虑规模。此外,上述这些规则相当狭窄:它们是出于对 20 世纪 60 年代集团合并浪潮期间财务信息披露不足的担忧而制定的,因此只涉及特定的几类财务信息。^[65]

(三)信息披露要求和重大性标准

在信息披露制度普遍未顾及小规模公司之外的上市公司的情况下,信息披露制度依赖于该项不明确的标准,即“重大性”标准,以扩大披露制度的适用情形,既是避免琐碎信息的披露,也是作为一种填补空白的规则,借此来引向当下无法预料的重要事项发生时所适用的披露规则。为了给下文其他部分做铺垫,该部分首先概述了信息披露制度下“重大性”的适用,然后评析“重大性”标准的概况。

重大性是一个宽泛的概念。重大性概念不仅是证券披露制度的核

[62] See JOBS Act § 108; Fixing America's Surface Transportation (FAST) Act, Pub. L. No. 114-94, § 72003, 129 Stat. 1312, 1785 (2015).

[63] See Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8591, Exchange Act Release No. 52,056, Investment Company Act Release No. 26,993, 70 Fed. Reg. 44,722, 44,722 (Aug. 3, 2005) [讨论有关“知名经验丰富的发行人”(WKSI)和“经验丰富的发行人”名称的规则]。

[64] See Segment Reporting, Securities Act Release No. 7620, Exchange Act Release No. 40,884, 64 Fed. Reg. 1728 (Jan. 12, 1999).

[65] 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, 1551 (2007) (讨论关于子报告要求的历史和内容)。

心,也是证券诉讼的核心。^[66] 在证券监管方面,围绕着重大性标准所发挥的关键作用,形成了大量的司法和行政理论。^[67] 学者和评论员发现了与重大性有关的诸多问题,认为该标准没有具体的界定,使得上市公司、法官和陪审团难以沟通合作,以致信息披露不足或证券法执行不力。^[68] 鉴于文献的篇幅,本段的目的并非评析现有的所有与重大性间接相关的学术理论,也不在于讨论证券监管领域信息披露制度之外的适用。我的重点在于找到一个新的概念问题——不明确重大性标准与企业规模之间的相互作用,以及由此产生的重大性盲区。

1. SEC 信息披露制度中重大性标准的使用

部分信息披露规则(并非全部)高度涵盖并重度依赖重大性标准。例如,S-K 规则第 303 项下关于经营成果和财务业绩情况的讨论是以重大性标准为基础的,并要求披露所有对公司产生积极或消极影响的“要求、承诺、事件或不确定性因素”。^[69] 这将包括有关该公司开展的重大商业项目支出的信息。^[70] S-K 规则第 101 项所规定的有关某公司业务日常发展情况的披露要求,大部分也是根据重大性标准提出

[66] 例如,投资者必须根据《交易法》10-5b 规则证明虚假陈述或遗漏陈述的重大性;政府必须在内幕交易案件中证明重大性,重大性的证明同时也需要结合《证券法》的责任条款予以判定。

[67] See generally HAZEN, *supra* note 44, § 12.9.

[68] 文献过于庞杂,无法引用,但具有代表性的例子包括 Stephen M. Bainbridge & G. Mitu Gulati, *How Do Judges Maximize? (The Same Way Everybody Else Does—Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions*, 51 EMORY L. J. 83 (2002) (表明重大性的概念引发了司法界的思考,从而导致了证券诉讼的驳回); Joan MacLeod Heminway, *Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action*, 52 AM. U. L. REV. 1131 (2003) (声称重大性标准的模糊性给律师和客户评析信息披露的风险和收益带来了问题); James J. Park, *Assessing the Materiality of Financial Misstatements*, 34 J. CORP. L. 513 (2009) (讨论了财务报表的重大性所带来的挑战); Richard C. Sauer, *The Erosion of the Materiality Standard in the Enforcement of the Federal Securities Laws*, 62 BUS. LAW. 317 (2007) (讨论了关于重大性标准的执行困难)。

[69] Regulation S-K, Item 303, 17 C. F. R. § 229.303 (2014).

[70] 见下文第二(三)部分。

的。^[71] 同样,与公司正在履行的合同^[72]和待决的诉讼程序^[73]有关的披露要求也依赖于重大性标准,但是对如何评估重大性的指导非常有限。其他如与公司所面临的风险有关的披露规则^[74]以及高管薪酬相关的披露规则^[75]也涉及重大性标准的运用,但这些规则包含了更广泛的指导意义,即什么才是重大的。在每一种情况下,重大性标准均指导着公司的信息披露,首先是关于它们是否应该披露某些类型的信息,然后是关于这种披露所需的详细程度。

此外,公司还有义务披露“除明确要求列入报表或报告外的信息,若该信息具有重大性,则可能是必须要进行披露陈述的,以避免该重大信息在何种情况下不会产生误导”。^[76] 这一要求将重大性准备转化为披露制度内的一般填补空白原则。

上市公司并没有披露所有重要信息的一般义务。然而,各种具体的披露规则、司法理论解释和证券交易所披露规则之间的相互作用实际上为各披露信息创造了接近一般义务的要求。^[77] 一般来说,如果历史信息对某上市公司的业务或财务状况至关重要,则必须实时披露或者在该公司向 SEC 提交季报时披露。^[78] 较低的披露义务仅适用于在

[71] 参见 Regulation S - K, Item 101(a)(1), 17 C. F. R. § 229.101(a)(1) (2014) [要求“应就下列事项提供信息:在正常经营过程以外的任何资产的重大数额的获取或处置;以及经营方式的任何重大变化”(emphasis added)]。

[72] 见下文第二(一)部分。

[73] 见下文第二(二)部分。

[74] 参见 Regulation S - K, Item 903, 17 C. F. R. § 229.903 (2014) (要求信息披露构成“重大风险”的活动或事件)。

[75] Regulation S - K, Item 402, C. F. R. § 229.402 (2014) (通过枚举补充的重大要素列表来定义补充信息的重大性阈值)。

[76] Exchange Act Rule 12b - 20, 17 C. F. R. § 240.12b - 20 (2014); see also Securities Act Rule 408, 17 C. F. R. § 230.408 (2014) (根据《证券法》在注册声明中规定了类似的义务)。

[77] See, e. g., Steven E. Bochner & Samir Bukhari, *The Duty to Update and Disclosure Reform; The Impact of Regulation FD and Current Disclosure Initiatives*, 7 STAN. J. L. BUS. & FIN. 225, 229 - 30 (2001) (概述“披露义务以使其他披露准确无误”,“从事市场交易时的披露义务”和“提交 SEC 报告时的披露义务”)。与历史信息不同,不需要披露某些类别的前瞻性信息,例如预测。

[78] See SEC Form 10 - Q (规定公司每季度必须披露的信息); SEC Form 8 - K (提供涵盖事件发生后 4 个工作日内公司必须披露的信息类别的较窄范围的列表)。

较有限的情况下必须披露的重大前瞻性信息，^[79]适用于一般不需要披露的管理预测类信息，^[80]以及无须披露的那些“披露将对(公司)竞争地位产生不利影响的信息”。^[81]除这些有限的例外情况外，在确定证券法规定的各种披露义务的具体内容时，通常要求公司评估风险、不确定性因素、财务支出、合同和其他业务事项的重大性。

虽然重大性标准是若干披露要求的核心，并具有填补空白的一般功能，但披露制度也包含某些规则，这些规则被称为硬性和固定(fast)的要求。这种规则有时被称为“逐项(line-item)披露要求”或“规范性披露要求”或“基于规则的要求”。相比之下，重大性标准的适用可归为“基于原则的披露要求”。^[82]与开放式的重大性标准不同的是，规范性披露规则依赖于从公司获取信息的各项方式。其中有些是绝对性要求，^[83]有些是基于预先规定的数值门槛，^[84]例如，要求公司对与其

[79] See, e. g., Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, Securities Act Release No. 8350, Exchange Act Release No. 48,960, 68 Fed. Reg. 75,056, 75,062 (Dec. 29, 2003) (footnotes omitted) (“并非所有前瞻性信息都属于可选披露的范围。特别是，有关已知重大趋势和不确定性的重大前瞻性信息需要披露，作为对这些事项及其影响的分析的一部分。此外，与管理层讨论与分析有关的资产负债表外安排的披露需要前瞻性的信息”）。

[80] See Donald C. Langevoort & G. Mitu Gulati, *The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5*, 57 VAND. L. REV. 1639, 1650 (2004).

[81] Regulation S-K, Item 101(c)(ii), 17 C. F. R. § 229.101(c)(ii) (2014).

[82] Regulation S-K Modernization Concept Release, *supra* note 34, at 23, 925.

[83] 在一种重大性的概念下，此类规则所涵盖的信息类别可以被视为对投资者而言“本身具有实质性”或“假定具有实质性”。SEC(以及相关的议会)未在规则中包含重大性标准这一事实可能表明了一项明确的政策，即该规则所涵盖的信息对投资者是如此重要，因此应始终对其进行披露，而无须经过逐案重大性评估。See Georgiev *supra* note 25.

[84] 对于某些文件(如重要合同)而言，根据S-K规则第601项将文件作为证物归档的要求是按重要程度加以限定的，而对于其他文件，包括承销协议、附则和公司章程，以及界定担保持有人权利的文书，包括契约，则不按重要程度加以限定的要求。See Regulation S-K, Item 601(b)(1)-(10), 17 C. F. R. § 229.601(b)(1)-(10) (2014).

董事或其他关联方产生的超过 120,000 美元的交易进行披露的规则,^[85]或属于某些参数范围内的高管薪酬必须披露等。^[86] 这些规则依赖于客观的、以百分比为基础的检验标准,如果某些事项超过了客观的百分比阈值,则该事项就需披露。^[87] 其他规则所要求披露的信息不易通过重大性标准加以限定,例如,关于披露公司身份的信息,^[88]旨在诱导某些类型的行为或公司治理做法的信息,^[89]以及往往用于与证券监管无关的目的被视为政策事项的重要信息。^[90]

[85] 例如,S-K 规则第 404 项要求每年披露价值超过 12 万美元以及董事、执行官或股东拥有任何类别表决股的 5% 以上的权益的所有交易。17 C. F. R. § 229.404 (2014)。

[86] See, e. g., Executive Compensation and Related Person Disclosure, Securities Act Release No. 8732A, Exchange Act Release No. 54,302A, Investment Company Act Release No. 27,444A, 71 Fed. Reg. 53,158,53,176 (Sept. 8,2006) (规定向年薪超过 25,000 元的行政人员披露额外津贴和其他个人福利)。

[87] 例如,表格 8-K 的第 2.01 项要求披露有关大量资产的购置或处置的某些信息,如果资产的投资或已收金额超过公司及其子公司的总资产的 10%,则购置或处置具有重大性。S-X 规则的 3-09 条要求通过采用 S-X 规则的 1-02(w) 规则中规定的投资或收入标准,对达到或超过 20% 指标的每个权益投资对象分别提供单独的财务报表。尽管具有重大性,但这些重大性标准并不需要根据专门包含重大性标准的规则进行开放性的实质性判断。

[88] See, e. g., Regulation S-K, Item 401, 17 C. F. R. § 229.401 (2014) (要求有关公司董事和高管的信息); SEC Form S-1 (要求在注册声明的封面上提供公司识别信息,例如,公司或机构的司法管辖区以及公司地址)。

[89] 《萨班斯—奥克斯利法》和《多德—弗兰克法案》引入的大多数公司治理要求都采用这种形式。例如,《萨班斯—奥克斯利法》第 406 条要求公司披露其是否采用了高级管理人员的道德守则;如果没有,为什么不这样做,《萨班斯—奥克斯利法》第 407 条则要求公司披露其是否至少有一名审核委员会是“财务专家”,如果没有,为什么不这样做。Sarbanes-Oxley Act of 2002, § § 406,407,116 Stat. 745,789-90 [codified as amended at 15 U. S. C. § § 7263-65 (2012)]. 《多德—弗兰克法案》第 972s 条要求公司披露是否将董事会主席和首席执行官的角色分开,如果不分开,为什么不分开。Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 972s, 124 Stat. 1376, 1915 (2010) [codified as amended at 15 U. S. C. § 7265 (2012)].

[90] 最近的例子包括《多德—弗兰克法案》要求披露冲突的矿物和矿山安全的要求。See Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § § 1502, 1503 [codified as amended at 15 U. S. C. § § 78m(p), 78m-2 (2012)].

2. 重大性标准的概况

在呈现了 SEC 披露制度中重大性标准的使用情况之后,我现在转而考察该标准的内容以及与适用该标准有关的各种难题。本质上,对公司作出的许多重大性信息披露要求涉及对模糊的监管和司法指导的应用,其中往往关系到对未来时期影响的预测。公司在决定是否应披露某一事项时,必须事先采用重大性标准对其进行评估。相比之下,在有争议的案件中,监管机构和私人诉讼当事人有权事后评估有关事项是否达到重大性门槛。^[91] 然而,事后证明重大性涉及一系列不同的困难。^[92] 尽管重大性的判断存在不确定性,而且重大性的判断是频繁发生的证券诉讼的争点之一,但法院和 SEC 一直拒绝就重大性的判断提供明确的指引。^[93]

重大性的经典定义来自 1976 年美国最高法院的一项裁决,该裁决认为,“如果理性的股东在决定如何投票时认为某事项重要,那么该省略的事实就是重大的”。^[94] 法院接着指出,“换言之,理性的投资者应该很可能将披露遗漏的事实视为大大改变公司所提供信息的总体组合”。^[95] 法院还指出,“重大性可以说是法律和事实的结合问题,涉及……对某一类特定事实的法律标准的适用”。^[96] 重大性的阈值是不固定的:对于在本标准下被视为重大性的信息,此类信息不一定会导致理性投资者的投资决定发生变化,投资者只需将其视为“显著改变现

[91] See, e. g., Stephen J. Choi & A. C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis* 49 (14th ed. 2015) (“重大性的确定在时间上很重要。公司高管在公司法律顾问的协助下,必须经常考虑他们选择披露或不披露的公司信息的重大性。……知道他们的决定可能日后会被判断……”)。

[92] See, e. g., HAZEN, *supra* note 44, § 12.9[12], at 115 (指出“通常而言,指出某个特定案例的结果是否具有重大性是极其困难的”)。

[93] See, e. g., *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U. S. 27, 37–38 (2011) (驳回了根据未披露信息的“数据显著”的单一标准来判定证券欺诈诉讼中投资者原告是否充分论证了虚假陈述或遗漏披露的重大性)。

[94] *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976) (根据 14a–9 规则来定义在代理欺诈行为的情形下重大性的含义)。

[95] *Id.*

[96] *Id.* at 450.

有信息的‘总体组合’”。^[97] 这一重大性检验标准无论多么模糊,都是在各种证券法责任背景下采用的,^[98] 最近得到美国联邦最高法院的重申。^[99]

SEC 在披露制度的几个不同领域界定了重大性,并坚持认为其重大性概念符合美国联邦最高法院的定义^[100] 和财务会计中使用的重大性标准。^[101] 《证券法》第 405 条规定,在用以限定就任何标的提供信息的要求时,(重大性)将所需信息限制在理性投资者在确定是否购买已登记证券时十分可能重视的事项上。^[102] 《交易法》12b-2 规定对重大性的定义是参考“在合理的情形下,理性的投资者将很可能在确定是否买卖已注册证券方面给予重视”。^[103]

在实践中,确定任何特定的信息对一个理性的投资者是否具有实质性的重大性,以及它是否影响到“总体组合”,都充满了挑战。^[104] 由于法院事后评估重大性,因此在判定信息对投资者的实际重大性时,法

[97] SEC v. Mayhew, 121 F. 3d 44, 52 (2d Cir. 1997) (只要一个理性的投资者认为这些信息会显著改变现有信息的“总体组合”,那么信息就不需要是合理的投资者必然会根据信息来改变他的投资决策的那种信息)。

[98] See Basic Inc. v. Levinson, 485 U. S. 224, 231-32 (1988) (采用了 TSC Indus., Inc. 一案在 10b-5 规则下关于证券欺诈诉讼中对重大性的定义); Landmen Partners, Inc. v. Blackstone Grp., 659 F. Supp. 2d 532, 540 (2d Cir. 2011) [采用了 TSC 公司在《证券法》第 11 节和第 12(a)(2) 节下关于证券欺诈诉讼中对重大性的定义,禁止在披露文件中的重大虚假陈述和重大信息遗漏]。

[99] See Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano, 563 U. S. 27, 38 (2011); see also Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S. Ct. 2398, 2413 (2014)。

[100] See, e. g., Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6383, Exchange Act Release No. 18, 524, Investment Company Act Release No. 12, 264, 47 Fed. Reg. 11, 380, 11, 393-94 (Mar. 16, 1982) (说明 405 规则适用 TSC 公司)。

[101] See, e. g., SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45, 150, 45, 155 (Aug. 19, 1999) (SAB 99 无意更改会计或审计文件中的现行法律或指引)。

[102] 17 C. F. R. § 230.405 (2014)。

[103] 17 C. F. R. § 240.12b-2 (2014)。

[104] See, e. g., Roger J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe for the Total Mix*, 25 WM. & MARY L. REV. 373 (1984) (讨论重大性标准与现代证券欺诈诉讼所依据的有效市场假设之间的紧张关系)。

院有更多的事实和经验证据,包括市场反应。^[105] 鉴于司法标准的不固定特点和缺乏 SEC 的充分指导,随着时间的推移,公司及其审计人员在评估重大事项时形成了“经验法则”。这些包括百分比规则,最常见的是 5%,根据这些规则,如果某一事项对收入的影响超过 5%,或者超过资产的 5%,就会被认为是重大的。^[106] 企业也形成了更多的主观判断标准,如“五分钟规则”,即如果一件事需要董事会超过五分钟的讨论,它就是重要的。^[107] 这些难题凸显了规则和标准之间的典型紧张关系,以及法律的事前和事后定义。^[108] 在没有对标准作出明确定义的情况下,公司采用并开始采用自己的经验法则。

毫不意外,在重大性标准上缺乏明确的指导促使那些担心公司信息不足的倡导者们频繁地呼吁改革。^[109] 1998 年,SEC 发布了《第 99 号员工会计公告》(Staff Accounting Bulletin No. 99,以下简称 SAB99),该公告包含了被广泛讨论的有关确定财务信息重大性的方法。^[110] SAB99 的发布是为了回应确定重大性方面过度使用基于百分比的准则、对重要信息的报告不足以及公司通过策略性地确定披露时间来

[105] 许多法院已经承认了这种信息优势,并对其在裁定证券欺诈案件时可能带入的偏见提出了担忧。See generally Mitu Gulati, Jeffrey J. Rachlinski & Donald C. Langevoort, *Fraud by Hindsight*, 98 NW. U. L. REV. 773 (2004).

[106] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45, 150, 45, 151 (Aug. 19, 1999) (将 5% 的门槛作为一个经验法则); See also Elizabeth MacDonald, *SEC Readies New Rules for Companies About What Is ‘Material’ for Disclosure*, Wall Street J., Nov. 3, 1998, at A2[“大多数审计师及其公司客户将重大性定义为任何可能对公司的收入产生正面或负面影响(3%~10%)的新闻事件……这已经成为美国公司的标准做法。因为,如果特定的金额或事件没有达到 3%~10% 的水平,公司则会认为他们没有必要进行披露”]。

[107] See, e. g., Kathleen Wailes, *Inquiring Minds Want to Know: Just What Is Materiality?*, LEVICK (Apr. 7, 2011), <https://perma.cc/R5B6-MR8Y>.

[108] See, e. g., Louis Kaplow, *Rules Versus Standards*, 42 DUKE L. J. 557 (1992).

[109] See, e. g., Sauer, *supra* note 68 (描述 SEC 在考量有关重大管理能力或重大道德违规信息披露方面的努力); Sam M. Woolsey, *Approach to Solving the Materiality Problem*, J. ACCT. 47, 47 (1973) (代表了早期对于引入不依赖纯数字经验法则来制定重大性标准的呼吁)。

[110] See SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45, 150, 45, 155 (Aug. 19, 1999).

平滑收益的问题。^[111] SEC 拒绝了公司广泛使用的经验法则。相反,在 SAB99 的重大性分析方法下,公司及其审计师必须考虑一份长期而非详尽的“定性”因素清单,使一些即使低于基于百分比的经验规则信息也构成重大性。^[112] 此外,审计员必须重视财务报表使用者查看项目的背景,这实际上要求他们预测市场对特定信息的反应,这是一项艰巨的任务。^[113] 定性因素的引入使重大性判断变得更加困难和不确定, SAB99 推出的改革被批评为行不通。^[114] SEC 在 SAB99 一年后通过 FD 条例时,又试图提供实质性指导。^[115] 最终,这也被视为效用有限。^[116]

重大性标准的某些其他特征,使公司的披露分析以及投资者对信息披露的解释和使用,进一步复杂化。其中最突出的是要求对“理性投资者”进行重大性评估,这是一个人为的司法概念。^[117] 法院要求该投资者吸收市场上的所有信息,利用这些信息分析风险,并无视乐观的

[111] 原 SEC 主席 Arthur Levitt 在题为“数字游戏”的演讲中指出:“有些公司滥用了重大性的概念。他们故意将数字误差记录在规定的百分比上限内。然后,他们通过争辩说对底线的影响大小而无足轻重,以此为借口。……当管理层或外部审计师被问及这些严重违反 GAAP 的行为时,他们的回答令人毛骨悚然……‘没关系,这无关紧要’”。See Arthur Levitt, Chairman, Sec. & Exch. Comm’n, *Remarks at the NYU Center for Law and Business: The “Numbers Game”* (Sept. 28, 1998), <https://www.sec.gov/news/speech/speech archive/1998/spch220.txt>.

[112] SAB 99 包含了诸多考量,例如,“不进行信息披露是否掩盖了收入或其他趋势的变化”,“掩盖了公司未能满足分析师对公司的公示期望的事实”,“将损失变为收入,反之亦然”以及“是否涉及公司业务的一部分或其他部门,而其已被确定为在公司运营或盈利能力方面起着重要作用。”SEC Staff Accounting Bulletin No. 99, 64 Fed. Reg. 45,150,45,152 (Aug. 19,1999).

[113] See id.

[114] See, e. g., Park, *supra* note 68, at 517 - 19, 527 - 28 (providing an overview of the literature).

[115] FD 规则提供了并非详尽的信息类别列表,这些可能构成重大性的信息触发了公司在定期报告之外的信息披露义务。Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Act Release No. 7781, Exchange Act Release No. 43,154, Investment Company Act Release No. 24,599,65 Fed. Reg. 51,716 (Aug. 24,2000).

[116] See Bochner & Bukhari, *supra* note 77, at 237 - 38(提出了对于 FD 规则对重大性产生的影响的批评)。

[117] See, e. g., David A. Hoffman, *The “Duty” to be a Rational Shareholder*, 90 MINN. L. REV. 537,543 (2006).

言论。^[118] 对于任何一个特定的投资者来说,这些一般要求都很难履行。^[119] 证券欺诈案件不是针对实际每一位投资者进行评估,而是针对理性投资者,所有市场上只有一种类型的理性投资者。^[120] 因此,公司只能是不基于其本身投资者可能需要什么信息来确定重大性,无论他们可能多么独特,而是参照始终理性和无所不知的理性投资者应该要求什么。

除了理性投资者的概念外,判决证券案件的法官还形成了一系列基于重大性的标准,以帮助他们更快地处理案件。^[121] 这些标准虽然对法官有用,但可能导致不承担任何责任(误判)的错误结论。^[122] 司法标准也干扰了信息披露制度中对重大性标准的界定。在公司决定是否披露特定事项的阶段,司法标准可以导致不披露某些信息,或不公平地披露信息。^[123]

总体而言,SEC 在就重大性标准提供指导方面的困难,源于一个事实,即某件事是实质性的还是非实质性的,取决于对目前发生的具体事项将如何影响“信息的总体混合”以及投资者在未来某一时刻的决定的概率判断。SAB99 和 FD 条例都更接近于使重大性取决于市场对特

[118] See *id.* at 538.

[119] 事实上,一些法院认为“理性的投资者”就是市场本身”。*Dunn v. Borta*, 369 F. 3d 421, 430 (4th Cir. 2004).

[120] See, e. g., Tom C. W. Lin, *Reasonable Investor(s)*, 95 B. U. L. REV. 461 (2015); Amanda M. Rose, *The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms*, 43 J. CORP. L. (forthcoming 2017), https://papers.ssrn.com/abstract_id=2840993.

[121] See Bainbridge & Gulati, *supra* note 68, at 119–26 (确定与重大性相关的四种启发式方法:夸大、谨慎、零价格变化和琐碎的事件)。

[122] *Id.*

[123] 例如,在夸大的方法之下,法院将公司高管含糊的乐观言论视为无关紧要。*Id.* at 119. 而且,由于该类言论被视为无关紧要,因此公司无须通过披露其他解释性信息来调整他们或对它进行披露。实证证据表明,与判例法中所包含的假设相反,投资者并不一定对认同夸大的陈述或将该陈述大打折扣,而可能会将该类夸大陈述视为重大性披露。See Stefan J. Padfield, *Is Puffery Material to Investors? Maybe We Should Ask Them*, 10 U. PA. J. BUS. & EMP. L. 339, 341 (2008) (报告证据表明,当法院向实际投资者提交的声明被认为是无关紧要的夸大其词时,有 33% ~ 84% 的人认为这些声明对潜在的投资决策具有重大意义)。

定信息的预期反应,法院已经接受将特定时间点对价格的影响作为重大性的指标。^[124] 公司必须事先对预期的市场影响作出决定;监管机构、私人诉讼当事人和法院借助证据和事后判断,对这些决定进行检验。

3. 重大性标准与大型企业

重大性标准固有的多重模糊性使大公司有机会避免披露。理论上,公司越大,任何个别事项改变现有信息的“总体组合”的可能性就越小。大公司的规模和复杂性给了它们一个更大的“总体组合”,这反过来为在这种信息总组合中应该突出的东西设定了一个很高的门槛,并被披露。正如所讨论的那样,公司对重大性的判断往往不受具体规则的指导,而是依赖于 SEC 和法院提供的一般定义。这使大公司有很大的余地来阐述重大性。本文其余部分将更详细地探讨这一动态。第二部分从案例分析的角度阐述了三家大型企业披露过程中的重大性盲区现象。附录提出了一个简化的理论框架,更广泛地显示了重大性标准如何导致公司的披露产出随公司规模的变化而变化,以及它如何产生重大性盲区。

二、SEC 披露制度关键领域中的重大性盲区

结合对具体披露要求的分析和对大型公司 SEC 备案文件的案例研究,本部分旨在说明重大性标准如何使大型公司能够避免披露按绝对价值计算属于重大或规模较大的信息。首先,我审查了与重大合同披露有关的要求,并介绍了对微软公司 10 年来在私营并购协议方面披露实践的调查结果;调查显示,在此期间,微软公司在所有 76 宗收购中都避免进行信息披露。其次,我考虑了要求披露未决法律诉讼的复杂法律和会计规则;对伯克希尔·哈撒韦公司及其一家子公司在 5 年期间提交的 SEC 备案文件所进行的审查表明,存在该子公司对伯克希

[124] See Michael J. Kaufman & John M. Wunderlich, *Regressing: The Troubling Dispositive Role of Event Studies in Securities Fraud Litigation*, 15 STAN. J. L. BUS. & FIN. 1 (2010).

尔·哈撒韦公司并未披露的大量法律事项进行披露的情况。再次，我考虑了要求披露与业务项目的重大支出有关的规则；经过审查，在5年时间内，谷歌公司对其已知正在开展的大型项目的相关财务信息进行的披露非常有限。最后，我简要地说明了重大性盲区是如何在与环境、社会和治理(ESG)事项有关的披露领域中发生的。^[125]

在一般情况下，如果公司不对具体事项进行披露，那么，投资者就不会知道这些事项的存在。本部分提供的示例很有启发性，因为这些示例强调了一些具体的、规模相当大的事项，这些事项没有披露，但通过某种独立于公司向SEC提交的文件之外的机制而为人所知。这些示例应被视为概念验证(proof-of-concept)，旨在提请注意披露制度中应进一步开展研究并予以纠正的结构缺陷。我的目标并不是针对特定公司的披露进行事后评价，而是要说明重大性盲点现象。事实上，在各种不披露案例中，我均假设，有关公司已正确地运用重大性标准并遵守相关披露规则。

由于相关披露要求相当复杂，本部分颇具技术性。对SEC披露规则细节不太感兴趣的读者可以跳过案例研究，这些案例研究展示了微软公司、伯克希尔·哈撒韦公司和谷歌公司对SEC披露规则的应用。第三部分和第四部分利用案例研究的示例，说明了在大型公司披露义务方面使用重大性标准的不利影响。

(一) 重大合同

1. 披露要求的内容及分析

要求公众公司向投资者提供关于其重大合同的信息的规定，可追溯到1933年的初始版《证券法》。^[126]如今，证券披露制度载有若干相

[125] 之所以选择这三个主要披露领域，是因为其充分利用了重大性标准，并涉及对大多数公司而言属于最重要资本支出来源范围内的事项。此外，这些领域强调了重大性标准如何导致在规则下出现信息盲点，这些规则涉及三种不同类型的信息：非财务信息(重大合同)、财务信息(业务项目的重大支出)以及财务与非财务信息组合(法律诉讼的重大支出和或有损失披露)。

[126] See Securities Act of 1933, Schedule A (24), (30), ch. 38, 48 Stat. 74, 90 - 91 [codified as amended at 15 U. S. C. § 77aa (2012)] (要求披露“非在正常经营过程中订立的每项重大合同的日期和协议方及其一般效力”，以及涉及的所有重大合同的副本)。

关规定,这些规定要求披露一系列重大合同和协议。^[127] 根据 S - K 规则,公司必须提交:(i) 非在正常经营过程中订立的重大合同的全文,^[128] (ii) 属于各种具体类别的重大合同的全文,无论是不是在正常经营过程中订立的,以及^[129] (iii) 重大收购协议^[130]。此外,表格 8 - K 要求公司在事实发生后 4 天内披露其所订立的任何“重大最终协议”的主要条款,以及有关终止任何此类协议的某些信息。^[131] 表格 8 - K 要求是 2004 年提出的,部分是为了响应《萨班斯—奥克斯利法案》的要求,即要求“迅速且及时地”披露有关公司财务状况或业务变化的重要信息。^[132]

与披露制度的其他领域一样,SEC 对重大合同的构成并没有提供多少指导。在大多数情况下,公司必须使用本文第一(三)部分所讨论的重大性的一般原则来评估合同并作出披露决定,并且应对由此产生的所有挑战。也有一些有限的例外。例如,在高管薪酬领域,SEC 表

[127] 除上下文另有要求外,尽管有些规则使用的是更具体的术语,但是,我使用“重大合同”作为一般术语,指代下文注释[128]~[136]所述规定要求披露的合同文件类型。我使用“收购协议”指代与合并和收购(并购)有关的合同。尽管与不同类型合同有关的规定存在一些差异,但是,重大性盲点问题,一般适用于使用重大性标准来确定披露信息的所有合同。

[128] See Regulation S - K, Item 601 (b) (10) (i), 17 C. F. R. § 229. 601 (b) (10) (i) (2014).

[129] See Regulation S - K, Item 601 (b) (10) (ii) - (iii), 17 C. F. R. § 229. 601 (b) (10) (ii) - (iii) (2014) (要求对重大关联方合同、公司业务在很大程度上依赖的重大合同。例如,许可协议、购买或出售大量货物或服务的合同、重大租赁合同以及某些重大高管薪酬合同进行全文披露)。

[130] See Regulation S - K, Item 601 (b) (2), 17 C. F. R. § 229. 601 (b) (2) (2014) (要求作为“任何重大收购、处置、重组、重新调整、继承、清算或安排计划以及该等事项任何相关修正案”的证据)。

[131] See SEC Form 8 - K, Item 1. 01, Item 1. 02. 表格 8 - K 用于某些关键业务事项的“现况报告”,对于这些事项,需要在依据表格 10 - Q 制作公司下一个季度报告之前进行实时披露。表格 8 - K 第 2. 01 项(“完成资产收购或处置”)所载相关披露要求并不会以重大性标准为依据,而是以百分比阈值为依据。See *infra* note 136.

[132] See Sarbanes - Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107 - 204, § 409, 116 Stat. 745, 791; Additional Form 8 - K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, Securities Act Release No. 8400, Exchange Act Release No. 49, 424, 69 Fed. Reg. 15, 594, 15, 595 (Mar. 25, 2004) (描述新的表格 8 - K 披露要求)。

示,某些类型的合同可免于备案,^[133]但是,对于其他类型的合同,则需详细地涵盖在内,并且必须予以披露。^[134]同样,在并购领域,S-K规则^[135]和表格8-K^[136]在相关披露要求方面提供了一些有限的指导意见。

与收购企业有关的合同(收购协议)提供了一个特别有用的工具,用以说明重大性盲区现象,因为大多数并购交易都是备受瞩目的,即使是在没有SEC备案文件的情况下,也可以观察到。此外,上市公司(受披露义务约束)与私营公司(不受披露义务约束)之间的交易,可允许我们将与特定交易相关的单独披露决定剔出,另行处理。如果发生并购交易但却并未披露相关合同,我们可以推断,上市公司得出的结论是该合同并不重要。相比之下,在上市公司与上市公司的并购中,交易各方都必须自行确定相关重大性内容,这实际上使交易方中至少一方有极大可能会对收购协议进行披露。在上市公司与私营公司的并购中,公众公司可能会单独避免对合同进行披露(如果其认为合同无关紧要的话),这将使其能够从不披露中获得充分益处,或者与私营合约方共享这些益处。

[133] See Regulation S-K, Item 601(b)(10)(iii)(C), 17 C. F. R. § 229.601(b)(10)(iii)(C) (2014) (表明无须对某些常规薪酬协议进行备案)。

[134] See Regulation S-K, Item 601(b)(10)(iii)(B), 17 C. F. R. § 229.601(b)(10)(iii)(B) (2014) (澄清就合并发出的某些股权补偿计划,已在有关重大补偿计划全文披露的条文中具体涵盖)。

[135] 虽然第601(b)(2)项中关于披露重大并购合同的一般要求并不包含“正常经营过程”的例外情况,但是,关于一个并购交易子类(财产、厂房或设备资产的购置或出售)的披露规定提供了一个“正常经营过程”的例外情况,即除非所购置或出售的资产占公司固定资产的15%以上,否则,应适用该“正常经营过程”的例外情况的相关规定。See *supra* note 130; Regulation S-K, Item 601(b)(10)(ii)(C), 17 C. F. R. § 229.601(b)(10)(ii)(C) (2014)。

[136] 表格8-K第2.01项要求披露“大量资产的收购或处置”,该项要求的第4条说明包括“总资产的10%”重大性测试。SEC Form 8-K, Item 2.01. 在“批准发布表格8-K”时,SEC明确表示,第2.01项要求意在提出范围比第1.01项重大最终协议披露要求范围更窄的披露要求,而后者(第1.01项)仍可引起对第2.01项未要求披露的协议进行披露。See *Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date*, Securities Act Release No. 8400, Exchange Act Release No. 49,424, 69 Fed. Reg. 15,594, 15,598 (Mar. 25, 2004)。

下文讨论的微软公司案例研究侧重于 10 年期间的公私并购交易。然而,在继续进行之前,有必要概述一下公私并购交易的具体披露要求和自愿披露实践:

S - K 规则第 602(b)(2) 项:要求公司提交任何“重大收购、处置、重组、重新调整、继承、清算或安排计划及其任何修正案”的全文;^[137]

表格 8 - K 第 1.01 项:要求公司披露任何“重大最终协议”的关键条款;^[138]

表格 8 - K 第 8.01 项:允许公司自愿向其投资者披露表格 8 - K 没有要求但公司“认为重要”的“其他事件”;^[139]

公司新闻稿:公司经常通过其网站向投资者自愿披露信息,包括关于未向 SEC 备案的并购交易的新闻稿。^[140]

2. 案例研究:微软公司

诸如微软公司等大型极具收购性的公司的披露实践说明了重大性标准如何向大型公司赋予很大的空间。在 2006 年 9 月 1 日至 2016 年 8 月 31 日的 10 年期间,微软公司收购了 80 家公司;其中 76 家是私营公司,4 家是上市公司。表 1 汇总了手工收集的数据,并分析了微软公司在私营公司收购方面的披露实践。

[137] See *supra* note 130.

[138] 具体而言,第 1.01 项要求披露协议日期、各方名称、公司与任何一方之间的任何重大关系,以及“对(公司)具有重大意义的协议条款和条件或修正案的简要说明”。SEC Form 8 - K, Item 1.01(a)(1) - (2).

[139] See SEC Form 8 - K, Item 8.01.

[140] SEC 发布了关于使用公司网站向投资者传播信息的指导意见,其中指出,该等信息受《交易法》反欺诈条款的约束。See Commission Guidance on the Use of Company Websites, Exchange Act Release No. 34 - 58288, 73 Fed. Reg. 45,862,45,869 (Aug. 7, 2008).

表 1 Microsoft 在私营公司收购交易中的披露实践
(2006 年第 3 季度至 2016 年第 3 季度)^[141]

单位：家

内容	数量
收购总数	76
所披露的收购协议全文[登记表 S-K/601(b)(2)]	0
所披露的收购协议摘要(表格 8-K/1.01)	0
所披露的收购新闻稿(表格 8-K/8.01)	1
未包含在微软的任何 SEC 备案文件中的购买价格	72
无法从第三方来源获得的购买价格	53

在 76 宗私营公司交易中,2011 年 5 月对 Skype 进行的收购交易因其规模庞大而备受关注。微软公司当时是美国第三大公众公司,^[142] 其同意以 85 亿美元的收购价格进行收购,这是 Microsoft 36 年历史上最大的一笔交易。^[143] 收购价格占微软公司总资产^[144] 的 7.8%,是美国 2011 年最大的并购交易之一。^[145] 尽管交易规模很大,但微软公司可能既没有根据表格 8-K 的要求提交该收购协议主要条款摘要,也没有根据 S-K 规则第 601(b)(2) 项的要求提交该收购协议的全文,原因在

[141] Source: Author's survey of Microsoft's EDGAR filings with the SEC and other publicly available information relating to all Microsoft acquisitions between September 1, 2006 and August 31, 2016 listed on Microsoft's Investor Relations website. See Acquisition History, Microsoft Inv. Rel., <https://perma.cc/L67U-CNU8>.

[142] See Financial Times, *FT Global 500 Index (2011)*, <http://im.ft-static.com/content/images/33558890-98d4-11e0-bd66-00144feab49a.pdf>.

[143] See Nick Wingfield, *Microsoft Dials Up Change*, Wall Street J. (May 11, 2011), <https://perma.cc/9AJB-YE36>.

[144] See Microsoft Corp., [2010] Annual Report (Form 10-K) (July 28, 2011), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/789019/000119312511200680/d10k.htm> (报告称,截至 2011 年 6 月 30 日,微软公司的总资产为 1087 亿美元)。

[145] Pricewaterhousecoopers, *Us Technology M&A Insights: Analysis and Trends in Us Technology M&A Activity 2012*, at 10 (2012).

于微软公司得出的结论是,该协议并非重大协议。^[146] 因此,重大性标准可以让微软避免披露 Skype 收购协议。相比之下,除标准普尔 500 指数中几家超大型公司以外的任何一家公司在判断一份价值 85 亿美元的协议时都会认定其是重大的,以致不得不进行信息披露。

Skype 交易并非特例。在所分析的 10 年期限内,对于与其他重大收购有关的协议,微软公司亦未作出披露,例如,诺基亚公司(Nokia)(交易规模:50 亿美元)^[147] 和 Minecraft(交易规模:25 亿美元)^[148] 如表 1 所示,在 72 宗(95%)交易中,微软公司的 SEC 备案文件甚至没有包含交易价格等最基本的交易信息。在 53 宗(70%)交易中,无法从第三方来源获得该等信息。尽管可能性不大,但是,在这 53 宗交易中,每宗交易价格都可能高达 85 亿美元,因为我们知道,微软公司并不认为这一数额在 Skype 交易中属于重大交易数额。此外,这种情况并非微软公司独有。诸如思科公司和苹果公司等大型公司同样选择对最近分别为 50 亿美元^[149] 和 30 亿美元^[150] 的收购协议不予披露,大概是因为尽管交易规模很大,但是,该等公司认为这些协议并不属于重大协议。对 2014 年私营公司与上市公司之间的大型并购交易的调查显示,

[146] 微软公司根据表格 8-K 第 8.01 项(其他事件)提交了一份就该交易作出公告的简短公开新闻稿副本;表格 8-K 第 8.01 项要求,允许自愿披露表格 8-K 其他条款并未要求披露的信息。选择第 8.01 项而不是第 1.01 项,微软公司实际上是在确认,其不认为该协议属于重大协议且应予以披露。该新闻稿并没有概述收购协议的关键条款,也不符合第 1.01 项的要求。

[147] See Press Release, Microsoft, *Microsoft to Acquire Nokia's Devices & Services Business, License Nokia's Patents and Mapping Services* (Sept. 3, 2013), <https://perma.cc/K3C6-X5SX>(宣布以 37.9 亿欧元或约 50 亿美元的价格收购诺基亚公司某些业务)。

[148] See Press Release, Microsoft, *Minecraft to Join Microsoft* (Sept. 15, 2014), <https://perma.cc/G83DETTY>(宣布以 25 亿美元的价格收购 Mojang 公司及该公司 Minecraft 的专有权)。

[149] See Press Release, Cisco, *Cisco Completes Acquisition of NDS* (July 31, 2012), <https://perma.cc/BTB2-4CQF>(宣布以约 50 亿美元的价格收购 NDS Group Ltd.)。

[150] See Press Release, Apple, *Apple to Acquire Beats Music & Beats Electronics* (May 28, 2014), <https://perma.cc/PC4S-TSSN>(宣布以约 30 亿美元的价格收购 Beats Music 和 Beats Electronics)。

对于超过 60% 的交易，相关方并未披露收购协议。^[151]

回想一下，收购协议只是 SEC 要求披露的各类合同中的一种，若属于重大协议，则要求依据 SEC 披露制度予以披露。无论公司是否披露收购协议，发生并购交易这一事实通常都无法隐瞒。然而，鉴于大型公司的经营范围，如果相关合同在重大性标准下被认为是无关紧要的，那么，涉及大量资本支出（和潜在浪费）的其他大型商业交易可能会被完全隐藏。如果我们想要对重大性盲区现象的严重程度进行量化，那么，本分部分所讨论的大型收购协议很可能只是冰山一角，而且，可能还有许多其他按绝对价值计算构成重大但仍未披露的合同。

（二）重要法律诉讼

SEC 的披露机制规定，各家公司应以两种常规方式来披露包括政府调查在内的重要未决法律诉讼：作为 S - K 规则下规定的说明或非财务信息披露内容，以及在经审计财务报表及其附注中。虽然每项要求对采用重大性标准的要求略微不同，但是在这两种情况下重大性对大型企业提供的披露内容具有相同影响。

1. S - K 规则披露要求的内容与分析

和重大合同一样，重要未决法律诉讼的披露要求可以追溯到 SEC 披露机制的创建。^[152] 目前的体系要求以一种直接方式和两种间接方式来叙述性地披露此类诉讼。S - K 规则第 103 项要求描述“公司或其任何子公司作为一方或其任何财产作为标的的任何重要未决法律诉讼，而不是业务附带的普通常规诉讼”，包括“已知的由政府当局筹划中的此类诉讼”。^[153] 另外，还要求披露对公司不利的公司相关方的重大诉讼，^[154] 以及提高环境索赔的披露标准。^[155] 在确定未决法律诉讼

[151] 作者使用 Zephyr 并购数据库对 2014 年 1 月 1 日至 12 月 31 日宣布的收购价格超过 30 亿美元的公私并购交易所进行的调查。

[152] See Securities Act Release No. 33 - 167, 1934 WL 28449 (May 18, 1934) (要求披露“可能影响注册证券价值的法律诉讼”)。

[153] Rulation S - K, Item 103, 17 C. F. R. § 229. 103 (2014)。

[154] See id. (Instruction 4) (要求各家公司披露重大诉讼——任何种类股票有超过 5% 的公司高管、董事或股东都是对公司不利的一方)。

[155] See id. (Instruction 5) (规定，某些重大环境诉讼不能被视为“业务附带的普通常规诉讼”，并且必须予以披露)。

中重大性方面,第 103 项仅提供了有限指导,指出不需要披露金额低于公司当前合并资产 10% 的损害索赔。^[156] 在评估损害赔偿以外的补救措施的相关索赔时,需要使用本文第一(三)部分中讨论的非定量重大性指南。

除了 S - K 规则第 103 项之外,可能需要根据 S - K 规则第 303 项(管理层讨论与分析中的披露)或第 503 项(风险因素披露)来披露未决法律诉讼。根据第 303 项,一项法律诉讼必须披露,如果这项法律诉讼代表的是“管理层目前已知并且很有可能对(公司的)财务状况或运营成果产生重大影响的趋势、需求、承诺、事件或不确定性”。^[157] 这一要求侧重于未决法律诉讼对公司今后的影响之重大性,而不是未决法律诉讼的重大性。^[158] S - K 规则的另一项规定也充分体现了重要法律诉讼:第 503 项要求公司“在‘风险因素’标题下,讨论令(债券发行交易或股权发行交易)具备投机性或风险性的最重要因素”。^[159]

2. 会计披露要求的内容和分析

未决法律诉讼还可能涉及与或有损失会计和披露有关的复杂财务会计制度。如上文讨论的 S - K 规则一样,会计制度依赖于重大性的概念,并可能引发大型企业的披露盲区。

相关制度载于财务会计准则委员会(FASB)的会计准则汇编第 450 号(ASC 450)中。^[160] ASC 450 将“或有事项”定义为“当今后一个或多个事件发生或未发生时,导致一个实体可能损(或有损失)益(或

[156] See *id.* (Instruction 2) (明确,应出于 10% 阈值之目的,汇总在实质上类似的法律问题和事实问题相关规定)。

[157] Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures, Securities Act Release No. 6835, Exchange Act Release No. 26, 831, Investment Company Act Release No. 16, 961, 54 Fed. Reg. 22,427, 22,429 - 31 (May 24, 1989) [clarifying the disclosure requirements contained in Regulation S - K, Item 303(a)(1) - (3)].

[158] SEC 试图明确“[第 303 项]要求披露规定的前瞻性信息,并规定了自己的披露标准——很有可能产生重大影响……在 *Basic* 中最高法院批准的重大性之发生概率/影响程度检验标准……对第 303 项披露不合适”。*Id.* at 22,430 n. 27.

[159] Regulation S - K, Item 503, 17 C. F. R. § 229.503(c) (2014).

[160] See Financial Accounting Standards Board, Contingencies (Topic 450): Disclosure of Certain Loss Contingencies (2010).

有收益)的相关不确定性之现状、情况或多种境况”。^[161] 未决诉讼或潜在诉讼是或有损失的一个例子。ASC 450 根据或有损失发生的概率(“微乎其微”、“合理可能”和“很有可能”)将或有损失分为三类,并且根据这种分类情况和损失大小的可估计性,各种或有事项对财务报表的影响有所不同。^[162] 因此,公司可能需要在其资产负债表中的负债部分记录应付费,这让投资者可以大概知晓公司的财务状况。^[163] 或者,公司可能需要披露或有事项的性质,并说明其为何不能估计损失金额。^[164]

值得注意的是,只有可能导致“重大性损失”的或有损失才需要根据 ASC 450 进行分析,因而只有此类或有事项才应当计量或进行披露。重大性分析采用了第一(三)部分中讨论到的 SAB 99 定性重大性标准。如果公司(或其会计师)认为,未决诉讼并未造成重大的潜在损失,那么,这类事项无须进行计量或作为财务报表附注中应当披露内容。至于在其他方面,公司的规模越大,重大性的阈值越高。在这种情况下,重大性也会对财务报表产生直接影响,从而引发不准确性。制度规则没有对同时会发生的众多不重大和无关联损失作出规定;可以假定,可以不根据 ASC 450 来分析每一种损失,仅仅因为这类损失是不重大的,而不考虑各种损失的集合效应。

3. 案例研究:伯克希尔·哈撒韦公司

伯克希尔·哈撒韦公司是美国第四大上市公司,^[165] 在保险、公用事业和能源、铁路和金融产品等行业拥有庞大业务。^[166] 伯克希尔·哈撒韦公司是典型的企业集团。其全资子公司包括类如 Geico、Dairy

[161] Id. at 167.

[162] See generally King & Spalding, *Public Company Advisor, a “Roadmap” to Accruals and Disclosure Requirements Under ASC 450* (Mar. 29, 2013), [http://perma.cc/QPJ5 - JSWJ](http://perma.cc/QPJ5-JSWJ).

[163] 如果或有损失具备可能性,又具备合理可估性,那么情况就是如此。Id. at 3.

[164] 如果或有损失要么(a)具备可能性,要么(b)具备合理可能性,并且不具备合理可估性,那么情况就是如此。如果或有损失具备合理可能性和可估性,那么公司将需要估计损失范围内的金额。Id. at 3-4.

[165] See Bloomberg data as of December 16, 2016.

[166] See Erik Holm, *What Is Berkshire Hathaway?*, Wall Street J. (Apr. 30, 2015), [http://perma.cc/J5L8 - R9YC](http://perma.cc/J5L8-R9YC).

Queen、Fruit of the Loom、Benjamin Moore & Co.、Sees Candies 和 Duracell 之类的家用品牌;它的各种其他业务包括一家公务飞机公司、一家汽车连锁经销商、发电厂、天然气管道、风力发电场、太阳能项目和水力发电大坝等。^[167] 公司 2015 年度报告列出了 229 家子公司;^[168] 如果这些子公司是独立的,那么,其中 9 家公司将被列入美国最大公司财富 500 强排名中。^[169] 伯克希尔·哈撒韦公司在全球约有 331,000 名员工,2015 年其合并资产总额达 5520 亿美元。^[170]

伯克希尔·哈撒韦公司运营的许多产业都受到监管,且诉讼颇多。然而,伯克希尔·哈撒韦公司一般不会根据上述财务或非财务披露要求来披露任何重要未决法律诉讼。伯克希尔·哈撒韦公司在过去 5 年里的每份年度报告中,悉数承认自己是“正常业务过程中产生的各种法律诉讼”的一方,但随后又表示,“不认为(未决)诉讼会对其财务状况或运营成果产生重大影响”。^[171] 不难理解为什么会发生这种情况:2015 年总资产为 5520 亿美元,即便是数十亿美元的巨额资产也不重要。回想一下,第 103 项特别免除了未决诉讼中的披露,如果损害索赔不到公司资产的 10%,那么在伯克希尔·哈撒韦公司的案例中,这将达到 552 亿美元的阈值。这一标准也适用于伯克希尔·哈撒韦公司的一家运营子公司,即使这一事项对其来说实际上具有重大性。重大

[167] Id. 除了全资子公司,伯克希尔·哈撒韦公司还持有美国运通公司、可口可乐公司、富国银行集团、美国国际商用机器公司、高盛投资公司、美国银行和沃尔玛公司的大量股份。See id. 出于公司财务报表之目的,并未合并这些所持股份。

[168] Berkshire Hathaway Inc., [2015] Annual Report (Form 10 - K) (Exhibit 21) (Feb. 26, 2016), <https://perma.cc/LLK7-PgAS>.

[169] See Holm, *supra* note 166.

[170] See Berkshire Hathaway, *supra* note 168, at 1, 31.

[171] Id. at 30; Berkshire Hathaway Inc., [2014] Annual Report (Form 10 - K) 30 (Feb. 27, 2015), <https://perma.cc/GE5N-B3BH>; Berkshire Hathaway Inc., [2013] Annual Report (Form 10 - K) 28 (Feb. 28, 2014), <http://perma.cc/5H5X-A2QZ>; Berkshire Hathaway Inc., [2012] Annual Report (Form 10 - K) 27 (Mar. 1, 2013), <http://perma.cc/36AN-KF8J>; Berkshire Hathaway Inc., [2011] Annual Report (Form 10 - K) 27 (Feb. 24, 2012), <https://perma.cc/AQ8V-ZZEW>.

性的评估是在集团企业层面，而不是在子公司层面，极个别情况除外。^[172]

当然，伯克希尔·哈撒韦公司这样的大公司没有披露任何重要未决法律诉讼，这一事实本身并不能证明实际上有大量诉讼却由于不重大而免于披露。然而，在伯克希尔·哈撒韦公司的案例中，由于公司财务报告结构的不同寻常之处，我们实际上可以观察到一些重大性盲区。伯克希尔·哈撒韦公司的子公司之一——BNSF Railway Company (BNSF) 向 SEC 单独定期提交文件。^[173] 这代表了一个自然控制试验，鉴于我们能够在两个层面上观察到伯克希尔·哈撒韦公司的运营情况：企业的整体水平，以及主要子公司层面有——44,000 名员工和给伯克希尔·哈撒韦公司的 2015 年总收入贡献了 219.7 亿美元 (10%)。^[174] 因此，BNSF 已披露而被伯克希尔·哈撒韦公司排除在年度报告之外的重大可观未决法律诉讼，将说明伯克希尔·哈撒韦公司的 SEC 文件中的重大性盲区。

对 BNSF 连续 5 年 (2011 ~ 2015 年) 的年度报告调查显示，与未决

[172] 最近第二巡回法庭的一项裁决阐明了这项原则的一个非常受限例外情况。根据重大性的定性概念，法院认为，当一家公司拥有多个部门时，如果虚假陈述对于“格外重要的(公司)业务部门”具备重大意义，那么，即使“在数量上比(公司)范围内的财务业绩要小”，虚假陈述也可能很重要。Litwin v. Blackstone Grp., 634 F. 3d 706, 720 (2d Cir. 2011) (emphasis added). 在涉及私募股权公司 Blackstone 的具体案件中，法院认为，投资者会对 Blackstones 私募股权投资的详细情况感兴趣，因为私募股权是 Blackstone 的“旗舰业务”。Id. 包括伯克希尔·哈撒韦公司在内的大多数企业集团不太可能达到这一有限标准，鉴于它们有许多业务，就个人而言，这些业务对它们来说并不像私募股权业务那样对 Blackstone “特别重要”。

[173] 这是债务融资安排的一个职能。2010 年，伯克希尔·哈撒韦公司收购了美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司，但没有赎回或转让其在美国证券交易委员会注册的债务证券。因此，美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司保留了美国证券交易委员会的登记情况，并根据《1934 年法案》的现行报告规定定期提交文件。然而，美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司没有根据代理规则提交文件，鉴于它没有投票权证券。

[174] See Berkshire Hathaway, supra note 168, at 14, 115.

法律诉讼相关的披露和与此类诉讼相关的或有损失不胜其数。^[175] 根据上述 S - K 规则和 ASC 450 的要求,这些披露既具备叙述性(narrative),也具备财务性(financial)。在过去的 5 年里,BNSF 每年都披露了与涉嫌燃油附加费价格垄断相关的反垄断集体诉讼,其中原告寻求禁令性救济和未指明的 3 倍损害赔偿。^[176] 此外,BNSF 透露称,它和子公司的联邦纳税申报单正在接受审查,它和子公司的州纳税申报单“正处于审查、行政上诉或诉讼的过程中”。^[177] 截至 2015 年 12 月 31 日,BNSF 还透露了石棉索赔、雇员工伤索赔、第三方伤害索赔(估计损失在 3.3 亿美元至 4.45 亿美元)和环境索赔(估计损失在 2.85 亿美元至 5 亿美元)的详细情况。^[178] 前几年也报告了类似的债务和事项。^[179] 这些诉讼和潜在债务,尽管对 BNSF 来说规模大且重要,但对伯克希尔·哈撒韦公司来说并不具有重大性,因而也没有在伯克希尔·哈撒韦公司的文件中进行披露。

(三) 经营项目中的重大开支

1. 披露要求的内容及分析

披露机制最重要的一项规定是要求各公司提交财务状况与运营成果的分析,以便各投资方能够“从管理层的角度”看待公司。^[180] 这些披

[175] See BNSF Railway Co., [2015] Annual Report (Form 10 - K) (Feb. 26, 2016), <https://perma.cc/6N4Y-SRRL>; BNSF Railway Co., [2014] Annual Report (Form 10 - K) (Feb. 27, 2015), <https://perma.cc/7UZQ-M47F>; BNSF Railway Co., [2013] Annual Report (Form 10 - K) (Feb. 28, 2014), <https://perma.cc/5HFJ-CZM9>; BNSF Railway Co., [2012] Annual Report (Form 10 - K) (Mar. 1, 2013), <https://perma.cc/CAM4-9MUM>; BNSF Railway Co., [2011] Annual Report (Form 10 - K) (Feb. 27, 2012), <https://perma.cc/Q2XP-7ES9>.

[176] See, e. g., BNSF Railway Co., [2015] Annual Report (Form 10 - K), *supra* note 175, at 8 (summarizing proceedings in *In re Rail Freight Fuel Surcharge Antitrust Litigation*, MDL No. 1869).

[177] *Id.* at 28. 截至 2015 年 12 月 31 日、2014 年 12 月 31 日和 2013 年 12 月 31 日的未确认的税收优惠金额分别为 6900 万美元、7800 万美元及 5600 万美元。 *Id.*

[178] *Id.* at 37 - 38.

[179] See *supra* note 175.

[180] Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Operations, Securities Act Release No. 6711, Exchange Act Release No. 24,356, 52 Fed. Reg. 13,715, 13,717 (Apr. 24, 1987).

露要求载于 S - K 规则第 303 条(管理层讨论与分析)内,SEC 已经发布了多个版本及其他明确格式与内容的指南。^[181] 作为管理层讨论与分析披露的一部分,各公司必须报告包括研发(R&D)开支在内的、过去或将来对其财务状况及运营成果有重大影响的个别资本开支及营业开支。^[182] 当然,总资本开支和营业开支在财务报表中有所披露。然而,SEC 已经认识到,财务报表本身并没有向各投资方提供足够的信息。^[183] 因此,需要各公司提供不同类型的信息披露:对各种开支的重要趋势分析并解释其过去对公司成果的影响以及将来可能对公司成果造成的影响。^[184] 总之,投资者能通过资本及运营开支的披露情况,来了解公司正在进行的经营投资及其未来的可能状况。

2. 案例研究:谷歌公司、Alphabet

谷歌公司以 Alphabet^[185] 的名义重组,是美国第二大上市公司,市值 4752 亿美元。^[186] 除了核心的互联网搜索和广告业务,谷歌公司还

[181] See Amendments to Annual Report Form, Related Forms, Rules, Regulations, and Guides; Integration of Securities Acts Disclosure Systems, Securities Act Release No. 6231, Exchange Act Release No. 17, 114, 45 Fed. Reg. 63, 630 (Sept. 25, 1980); Securities Act Release No. 5520, Exchange Act Release No. 10, 961, 39 Fed. Reg. 31, 894 (Sept. 3, 1974); Interpretive Releases Relating to Securities Act of 1933 and General Rules and Regulations Thereunder, Securities Act Release No. 4936, 33 Fed. Reg. 18, 617 (Dec. 17, 1968).

[182] See Regulation S - K, Item 303, 17 C. F. R. § 229. 303 (2014).

[183] Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Operations, Securities Act Release No. 6711, Exchange Act Release No. 24, 356, 52 Fed. Reg. 13, 715, 13, 717 (Apr. 24, 1987) (“对于投资方而言,单凭数字汇报和简短的附注可能不足以判断收益质量及以往业绩预示未来业绩的可能性。管理层讨论与分析旨在通过提供公司业务短期和长期分析,让投资方有机会从管理层的角度审视公司。该条款要求管理层讨论业务动态并分析财务状况”)。

[184] See *id.*; See also Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures, Securities Act Release No. 6835, Exchange Act Release No. 26, 831, Investment Company Act Release No. 16, 961, 54 Fed. Reg. 22, 427, 22, 431 (May 24, 1989) (规定“需要对最近提及期间有重大影响但预计不会产生短期或长期影响的事项,以及对最近提及期间没有重大影响但预计会对未来有重大影响的事项进行讨论”)。

[185] See *infra* note 9.

[186] Bloomberg data as of December 16, 2016.

投资了生物技术、消费性电子产品和交通等领域大量具有变革潜力的项目。其中一些项目包括无人驾驶汽车、智能家居系统、无人送货服务、虚拟无线网络、支持虚拟现实的智能手机和各种寿命延长的技术。^[187]

与前几年一样,谷歌公司 2015 年的年度报表披露,用于资本项目和研发的总开支分别为 99 亿美元和 123 亿美元。^[188] 尽管资本开支占总收入的 13.2%,研发开支占总收入的 16.3%,谷歌公司并未披露这笔开支所涉及的具体项目信息,可能是因为单个项目的金额对这家科技巨头的财务状况或整体运营结果而言并不重要。谷歌公司也没有解释 2013 年到 2015 年资本开支增长 34.7% 的原因。^[189] 同样,谷歌公司也没有就什么导致了研发开支在同一时期增长了 72.1% 而提供任何有用的详细信息。^[190]

按绝对价值计算,这些波动背后的金额无疑很大,但由于谷歌公司的规模,相对公司的财务状况和运营结果而言,这些金额就并不大了,也没有披露任何其他信息。因此,投资者没有办法区分各种非互联网项目对谷歌公司的相对优先级,以及谷歌公司在这些项目中所投入的资源。事实上,谷歌公司的年度报表中很少提及这些项目中的绝大部分内容,我们获取的与它们相关的唯一信息来自公司选择性的公开宣传及第三方来源。在具有变革意义的项目投入大量资金的信息披露不足,是重大性盲区的另一个例子。

(四) 其他应用情况:环境、社会和治理信息(ESG)披露

近年来,证券信息披露机制中进一步补充了披露要求,披露要求超出了传统上作为其核心的财务和经营业绩信息。^[191] 这种新的报告义

[187] See Richard Waters, *Google: Letters of Intent*, FIN. TIMES (Aug. 14, 2015), <http://perma.cc/Z5YS-MS7T>; Selena Larson, *Google Unveils Its Pixel Smartphone and VR Headset*, CNN Money (Oct. 4, 2016), <https://perma.cc/6GKG-RMXG>.

[188] Alphabet Inc. and Google Inc., [2015] Annual Report (Form 10-K) 4, 23 (Feb. 11, 2016), <https://perma.cc/VYW6-S9DA>.

[189] See *id.* at 95.

[190] See *id.* at 32 (将研发费用增加主要归因于与“其他投注”报告部分相关的“劳动力和设备相关成本”,该报告部分包含了没有披露的项目)。

[191] See Regulation S-K Modernization Concept Release, *supra* note 34, at 23, 969-73.

务涉及使用冲突矿产 (conflict minerals)、向外国政府支付资源开采款项、违反采矿设施的相关健康和安全管理规定,以及气候变化公约对商业活动的影响。这些新要求属于环境、社会和治理 (ESG) 信息披露的一般范畴。作为一个披露领域,ESG 披露一直保持着快速增长:自愿披露 ESG 信息的各家企业数量急剧增加。^[192] 除此之外,大型机构投资者要求企业披露这些投资者认为有用的 ESG 信息和报告。^[193] 最后,已有许多呼声要求 SEC 澄清现有风险信息披露要求对 ESG 信息的适用性,或要求 SEC 通过附加规则将 ESG 披露标准化。^[194] ESG 报告可能是一个有争议的话题,^[195] 从整体上或具体到某一特定领域内对 ESG 强制性披露确立一个规范性的标准,不属于本文讨论范围。然而,必须强调的是,当有关 ESG 披露规则依赖于重大性标准并适用于大型公司时,披露的结果可能会遭遇到类似于其他披露领域的重大性盲区。有关 ESG 最常见的两个话题——气候变化和公司政治献金——的鲜明例子就说明了这一点。

在气候变化领域,SEC 在 2010 年发布了一份解释性文件,阐述了现有关于上市公司就气候变化对其业务、运营和财务业绩的重大性影

[192] See *Eighty One Percent of the S&P 500 Index Companies Published Corporate Sustainability Reports in 2015*, Governance & Accountability Inst. (Mar. 15, 2016), <http://perma.cc/R4YRQVNM> (证明 2015 年所有标普 500 指数成份股公司中有 81% 报告了环境、社会和治理事宜,而 2011 年这一比例为 20%)。

[193] See Blackrock Investment Institute, *The Price of Climate Change: Global Warming's Impact on Portfolios 7* (2015), <http://perma.cc/M3J2-9VHW> [“ESG factors cannot be divorced from financial analysis. We view a strong ESG record as a mark of operational and management excellence. Companies that score high on ESG measures tend to quickly adapt to changing environmental and social trends, use resources efficiently, have engaged (and, therefore, productive) employees, and face lower risks of regulatory fines or reputational damage.”]。

[194] See William Thomas & Annise Maguire, Willkie Farr & Gallagher LLP, *SEC Studying Change of Regulation S - K to Require ESG Disclosures* (Nov. 7, 2016), <http://perma.cc/53RA-7CHR> (概述 S - K 规则现代化概念发布和 SEC 公开会议中讨论的环境、社会和治理披露事项)。

[195] See, e. g., *Regulation S - K Modernization Concept Release*, *supra* note 34, at 23, 972 (总结反对要求环境、社会和治理披露的论据)。

响进行披露义务要求。^[196] 这些事宜包括气候变化监管、立法和国际协定的影响;气候变化规章的间接后果,如对商品或能源的需求增加/减少;以及气候变化的实体性影响,如飓风和洪水等恶劣天气事件可能对实体作物和设施造成的潜在的“灾难性损害”,以及生产和供给进程的中断。^[197] 需要注意的一点是,作为气候变化披露义务的来源,SEC 使用的现有规则包含了重大性标准。^[198] 因此,大公司的披露阈值比小公司高得多;诚然,如果一家大公司能够承受气候变化对其业务的影响,即使这些影响的绝对值相当大,它也有理由完全不披露信息。^[199]

本文所讨论的重大性盲区现象也和公司政治献金披露这一备受争议的领域有所关联。2011 年,在美国联邦最高法院对“联合公民诉联邦选举委员会”一案作出裁决之后,10 位杰出公司法学者组成的团体恳求 SEC 制定让上市公司披露政治献金的规则。^[200] 请愿后,SEC 收

[196] See Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Securities Act Release No. 9106, Exchange Act Release No. 61,469,75 Fed. Reg. 6290 (Feb. 8, 2010).

[197] Id. at 6295-97.

[198] 这些规定包括与披露有关的 S-K 规则:遵守条例的重大影响[第 101(c)(1)(xii)项];重大法律诉讼(第 103 项);重大风险[第 503(c)项];重大趋势和不确定性(第 303 项)。Id. at 6293-95. 上述第二(二)(三)部分也讨论了其中一些要求。

[199] 作为一个类别,环境、社会和治理披露信息通常不会对公司的底线造成直接影响,但可能对投资者的非财务原因产生重要影响,而且可能影响其投资决策。从社会福利的角度来看,环境、社会和治理信息披露即使与个人投资者无关,也可能对社会是有益的。因此,由于重大性标准的实施而导致不披露环境、社会和治理信息,可能会带来超出第三部分和第四部分所讨论的投资者保护和效率问题之外的麻烦。

[200] See *Committee on Disclosure of Corporate Political Spending, Petition for Rulemaking* (Aug. 3, 2011), <https://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-637.pdf>.

到大量公众评论函件,^[201] 并且引发了广泛的学术和政策辩论。^[202] 对公司政治献金披露规则的优劣性进行评估不属于本文讨论范围。然而,反对这一规则的一个论据说明了大公司当前使用重大性标准的问题。具体来说,一位前 SEC 委员认为,因为如果已经要求公司在损益表上披露其重大政治献金,就没有必要制定特别披露规定。^[203] 然而,这一论点并没有支持反对公司政治献金规则的理由,反而凸显了重大性标准在 ESG 披露领域中的无效。如果仅按照重大性标准进行披露,那么大公司将能够进行非常大额的政治捐赠(浪费资源或者导致重大外部性)而无须披露,而小公司将需要披露低得多的政治支出。诸如此类的大型企业在政治支出上金额庞大却不用披露,就体现出了重大性盲区。如果这方面的信息披露是必要的,则可以通过诸如本文第五部分讨论的美元门槛,而不是通过重大性标准来进行披露。

三、投资者保护和公司治理的影响

在第一部分从概念上定义了重大性盲区现象并在第二部分通过真实实例进行了阐释后,我将指出潜在的负面影响:本部分先针对投资者

[201] See Lucian Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Hindering the S. E. C. From Shining a Light on Political Spending*, N. Y. Times (Dec. 21, 2015), <https://perma.cc/7NPM-RB47> (注意到美国证券交易委员会已经收到了超过1200万条关于该提案的评论)。

[202] See, e. g., Lucien A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Shining Light on Corporate Political Spending*, 101 GEO. L. J. 923 (2013) (提出企业政治支出披露规则的政策案例); John C. Coates IV, *Corporate Politics, Governance, and Value Before and After Citizens United*, 9 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 657 (2012) (提出将公司政治支出与糟糕的公司治理联系起来的经验证据); Michael D. Guttentag, *On Requiring Public Companies to Disclose Political Spending*, 2014 COLUM. BUS. L. REV. 593 (2014) (因为不符合 SEC 的强制披露制度,反对披露公司的政治支出); Paul Atkins, *Materiality: A Bedrock Principle Protecting Legitimate Shareholder Interests Against Disguised Political Agendas*, 3 HARV. BUS. L. REV. 363 (2013) (认为公司政治支出规则不会为投资者提供重要信息)。

[203] See Atkins, *supra* note 202, at 367 n. 23 (citing to Rule 210.5-03 of Regulation S-X, which requires income statement line-item disclosure of “material amounts” of “operating costs and expenses” and “general expenses”).

和公司治理,第四部分则针对市场效率和竞争。通过在现有文献中引入公司规模变量,我在概念上表明,重大性盲区可能以几种相关的方式损害投资者保护和公司治理。其一,其可能导致公司证券的市场定价不准确,因而伤害持有证券的投资者并阻碍资本的有效配置。其二,在公司内部治理领域,重大性盲区可能使管理层更容易参与欺诈、挥霍或采取次优做法;信息缺乏也可能妨碍公司董事会、其他内部人士和公司顾问的监督。其三,在公司外部治理领域,对那些不参与公司日常运营的人员,如投资者、第三方监督者和信息中介来说,重大性盲区可能会使他们更难以发现欺诈、挥霍或不良公司治理。

在有关信息披露监管和财务报告的广泛文献中,已证实信息披露与投资者保护和公司治理之间存在积极的联系。^[204] 然而,关于信息披露制度的最佳设计存在争论,一些学者认为,信息披露的部分或全部好处也可能在规避强制性披露要求的制度下获实现。^[205] 本文和本文的大部分内容都基于现行的强制披露制度;我在第五(三)部分中讨论了它的一些替代方案。通过方法论,我试图通过将普遍接受的理论与第二部分案例研究的具体例子联系起来的方式,强调重大性盲区在这个领域的负面影响。证明现行制度没有产生最佳的披露结果是完善制度的必要步骤,但是,可以肯定的是,这只是第一步;我在第五部分讨论了

[204] See, e. g., Reinier H. Kraakman, *Disclosure and Corporate Governance: An Overview Essay*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe* 95,96 (Guido Ferrarini et al. eds., 2004) 指出大多数学者和监管机构的“共识”是基于披露对证券有效定价的益处,以及“与上市公司治理和监管相关的实际问题”。

[205] 争论的很大一部分聚焦于强制披露制度与自愿披露制度的相对优点上, Roberta Romano 和 Merritt B. Fox 教授是持对立意见的最主要支持者。See, e. g., Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 *YALE L. J.* 2359,2372 (1998) [发现“很少有实证证据表明,联邦(证券监管)制度对投资者有利”并且反对强制披露制度]; Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 *VA. L. REV.* 1335 (1999) (支持强制披露和解释支持这一立场的实证证据)。For a behavioral perspective on the debate, see generally Stephen M. Bainbridge, *Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*, 68 *U. CIN. L. REV.* 1023 (2000). For a potential alternative disclosure regime focused on portability and reciprocity across national borders, see generally Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*, 71 *S. CAL. L. REV.* 903 (1998).

可能的监管解决办法。最后,因为关注的焦点是大公司的信息披露,由于投资者对大公司的证券的敞口过大,即使是与最佳披露水平的微小偏差也会对投资者的投资组合产生重大影响。^[206]

(一) 证券价格的准确性

与强制披露相关的一个主要好处是提高了公司证券价格的准确性。从理论上来说,证券价格包含的信息越多,这种证券的价格就越能正确地预测公司的未来前景。^[207] 投资者从中受益,因为他们的投资和预期回报之间的联系加强了,他们的资本被分配给了资本估值最高的使用者。此外,强制披露通过节省投资者的信息成本,有助于提高价格准确性。当没有或披露不足时,对投资者来说区分高质量和低质量的公司就会更加昂贵甚至无法区分,这可能导致逆向选择问题和市场机能破坏。^[208] 有效的股票价格也很重要,因为它降低了将表现不佳的公司确定为潜在目标的成本,从而提高了公司控制权市场作为企业绩效约束手段的有效性。^[209]

实证证据普遍支持信息披露与证券价格准确性(特别是股票价格准确性)之间的正相关关系。^[210] 与此相关的一个问题,即股票价格实际上在多大程度上是传递信息有效的(通常被描述为有效市场假说),

[206] See *supra* notes 13 – 14 and accompanying text.

[207] See Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 MICH. L. REV. 2498, 2540 n. 80 (1997); See also Merritt B. Fox, *Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers Do Not Trade*, 2009 WISC. L. REV. 299 (2009) (更多信息披露使股票价格更准确)。

[208] See Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 637 – 39 (1984).

[209] See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 747 (1984).

[210] See Merritt B. Fox et al., *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331, 370 – 81 (2003); See also Allen Ferrell, *Measuring the Effects of Mandated Disclosure*, 1 Berkeley Bus. L. J. 369, 372 (2004) (提供对各种实证研究的评估,并指出“股票价格准确性的概念在会计和金融文献中被广泛接受和使用”)。

存在激烈的争论。^[211] 然而,无论有效市场假说的有效性或准确性,在文献中有一个近乎一致的观点,即信息披露通过提高价格的准确度而有益于投资者的福利,因为有信息披露的证券价格信息含量比没有信息披露的证券价格信息含量高。^[212] 由于重大性标准的运用,在无信息披露的情况下应用这一理论得出了一些相关的观察结果。

首先,一家公司的信息披露不仅影响该公司的证券价格,而且成为整个信息环境的一部分,有助于提高其他公司股票价格的定价效率。当一家大公司因为重大性标准而能够隐瞒信息时,这种良性的动态机制就会中断。第二(一)部分中讨论的微软公司案例研究是一个特别麻烦的例子。正如前所述,微软公司并不认为其十年来的76个并购交易中的任何之一具备重大性,也没有披露收购协议或协议关键条款的概要。此外,微软公司在95%的案例中没有透露甚至是最基本的条款——交易价格,并且70%的案例都无法从第三方渠道获得此种信息。价格信息的缺乏可能使类似于微软公司收购的公司很难对其业务进行充分估值。如果微软公司披露交易价格信息,无论是上市公司还是非上市公司的投资者都会受益,因为这将提高投资者准确评估所持股份价值的的能力。在这种情况下,任何由于不准确的股票价格造成的投资者损失,至少部分可以归因于微软公司对重大性标准的应用。当然,这种同群效应(peer effects)在任何特定情况下都很难估计,特别是因为分析所需的信息落在重大性盲区内。然而,最近的实证证据支持了同行企业信息效应的存在,并表明这种效应在早期生命周期的企业

[211] See, e. g., Donald C. Langevoort, *Judgment Day for Fraud – on – the – Market: Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 ARIZ. L. REV. 37, 48–54 (2015) (介绍了最近关于有效资本市场假说的研究和司法应用的讨论情况); Lynn A. Stout, *The Mechanisms of Market Inefficiency*, 28 J. CORP. L. 635, 635 (2003) (“有效市场理论的弱点,从对其初始前提的仔细检查中可以明显看出,包括对同质投资者预期、有效套利和投资者理性的假设”); Yesha Yadav, *How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets*, 68 VAND. L. REV. 1607 (2015) (认为算法交易的兴起可能会损害股票价格的准确性和资本市场的配置效率)。

[212] See Ferrell, *supra* note 210, at 371; Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices*, 41 DUKE L. J. 977 (1992)。

中最为重要——这正是微软公司收购的企业类型。^[213]

其次，仅仅由于披露做法的改变而导致股票价格大幅波动，这表明大型公司基于重大性标准而不披露重大事项，可能会更普遍地损害证券价格的准确性。例如，谷歌公司 2015 年 8 月声明该公司将改变其报告结构并在 6 个月内提供更详细的信息，导致其股价立即上涨 7%。^[214] 亚马逊公司 (Amazon) 在 2015 年 4 月决定披露其盈利的云存储业务的相关信息，此前该公司一直认为这些信息无关紧要，抵消了同日公布的糟糕财务业绩导致的股价下跌。^[215] 额外披露是否以及何时会提高总体股票价格的准确性是一个实证问题。简而言之，当大公司选择披露更多的信息，即使是他们认为无关紧要的信息，这些信息确实会以非比寻常的方式影响股票价格，并可能使股票价格在信息方面更有效率。

最后，重大标准适用的错误和由此产生的不披露信息的影响，对于小公司和大公司来说是不同的。如果一家公司错误地认定某项信息不重要，由于投资者对大公司证券的过度投资，该信息的缺失以及由此产生的股票价格不准确对整体市场效率的影响，将远远大于某家小公司相类似的错误。这表明，我们应该特别关注大公司的对重大标准的适用。

(二) 公司内部治理

信息披露程序的有形输出是向 SEC 提交并向投资者公开信息。一旦发布，此类信息就不再是秘密，公司对其准确性和完整性负有法律责任。^[216] 然而，披露制度早在披露之前，或者即使是不要求披露，就已对公司治理产生了影响。公司和公司内部人员通常很清楚具体要求披露的内容，并可能相应地调整他们的行为。行为的变化是沿着两个方向发生的：一方面，远离自我交易和其他损害公司的行为；另一方面，转

[213] See Nemit Shroff, Rodrigo S. Verdi and Benjamin P. Yost, *When Does Peer Information Matter?* (Oct. 10, 2016), <https://ssrn.com/abstract=2741231> (表明竞争对手发布的信息会影响公司在早期生命周期的债务和股权成本)。

[214] See Mari Saito & Julia Love, *Google Morphs Into Alphabet; Investors Cheer Clarity*, REUTERS (Aug. 11, 2015), <https://perma.cc/CSU3-DMWL>.

[215] See Miriam Gottfried & Dan Gallagher, *Amazon Needs More Cloud Cover*, WALL STREET J. (Apr. 23, 2015), <http://perma.cc/PX29-VFQD>.

[216] See *supra* note 44 and accompanying text.

向组织内部的特定行为、策略或模式。^[217] 此外,披露过程改善了管理意识(managerial consciousness),并促进更好地从公司内部和外部对公司业绩进行监督。^[218]

披露提供内部治理效益的第一种机制与改善可能导致欺诈、挥霍或次优做法(代理成本)的自我交易或掏空行为有关。^[219] 其核心在于,掏空代表着管理者、控股股东和其他内部人士对公司财富的榨取。^[220] 披露过程旨在通过各种披露规则来阻止或预防掏空行为。^[221] 这些规则不是禁止性规则,但它们可以有效地塑造公司或内部人士的行为,因为披露非标准或非市场条款或交易将会带来负面信号效应,并有可能引起投资分析师、投资者或监管机构的注意。就其本质而言,很难观察到披露过程对这些不良做法的威慑作用。然而,实证研究发现,公司努

[217] See Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859, 860 (2003) (将这一机制描述为“信息驱动—物质调节”)。

[218] See, e. g., Louis Lowenstein, *Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure*, 96 COLUM. L. REV. 1335 (1996) (认为披露可以仅通过迫使管理者更加了解现实来提高管理绩效)。

[219] See, e. g., Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1048 (1995) (认为 SEC 的强制披露要求最初是由公司发起人为减少代理成本而设计的); See also Lucian Arye Bebchuk & Christine Jolls, *Managerial Value Diversion and Shareholder Wealth*, 15 J. L. ECON. & ORG. 487 (1999) (讨论公司内部人士如何将价值从股东转移到自己身上)。

[220] See Simon Johnson et al., *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22, 22 (2000); See also Vladimir Atanasov, Bernard Black & Conrad S. Ciccotello, *Law and Tunneling*, 37 J. CORP. L. 1, 2 (2011). 现金流掏空,是指公司内部人员提取公司的部分现有现金流,如以非正常交易的方式进行关联交易,或获取过多的额外津贴。See id. at 11-13. 资产掏空,是指内部人员以低于(或高于)市场价格向公司购买(或出售)资产的交易。See id. at 7-8. 股权掏空,是指内部人士低于市场价格收购公司股权。See id. at 8-9.

[221] S-K 规则的第 404 项要求披露任何董事或执行人有重大利益的价值超过 120,000 美元的公司交易。See Regulation S-K, Item 404, 17 C. F. R. § 229.404 (2014). S-X 规则的第 4.08 项要求在适当的财务报表或附注中披露影响财务报表的重大关联方交易。See 17 C. F. R. § 210.4-08.

力避免披露与潜在的自我交易之间存在积极的联系。^[222] 所有这些都表明,如果重大性标准能够帮助公司避免披露有助于防止欺诈、挥霍或次优做法的信息,就会产生问题。

披露提供内部治理效益的第二种机制涉及管理层、其他内部人员和公司董事会对信息的生产、传递和使用。例如,独立董事在公司治理中负有重要的监督职能,如果没有足够的信息,他们无法履行这些职能。^[223] 通常,公司内部人员不断收集、组织和分析有关其公司的信息,以便能够汇编信息进行披露,然后在法律责任的威胁下证明其真实性。这种知识的增加可能对管理和公司业绩产生积极影响。^[224] 此外,它还可以解决总部和分支机构之间或公司各子公司之间存在的信息不对称问题。

披露过程还有助于律师、审计师和承销商通过法律、会计和财务尽职调查进行监督。为披露而准备的信息一般都经过仔细审查,因为法律制度规定承销商对披露文件中的错误表述和遗漏负有责任,^[225] 并且律师和审计师被要求提供法律意见、消极保证函(negative assurance letters)和审计师安慰信,它们起着声誉纽带的作用。^[226] 从整体上看,承销商、律师和审计师的参与促成了对公司行为的积极监督。但是,如果由于重大性标准的适用而不需要披露重要性较大的事项,这种监督将是无效的。^[227]

[222] See Christian Leuz et al., *Why Do Firms Go Dark? Causes and Economic Consequences of Voluntary SEC Deregistrations*, 45 J. ACCT. & ECON. 181, 181–85 (2008) (发现公司内部人士选择退出 SEC 报告制度是为了保护其控制权私人利益的证据,包括“派息消费、优惠贷款、优厚的薪酬待遇、将自由现金流投资于为内部人员利益服务的项目,或与内部人士持有股权的其他公司进行自我交易”)。

[223] See Hillary A. Sale, *Independent Directors as Securities Monitors*, 61 BUS. LAW. 1375 (2006) (将独立董事的监督作用描述为 SEC 用于改善公司治理的强制信息披露实质模式的一个方面)。

[224] See Merritt B. Fox, *Required Disclosure and Corporate Governance*, 62 LAW & CONTEMP. PROBS. 113, 123–25 (1999).

[225] See Securities Act of 1933 § 11, 12(a)(2), 17, 15 U. S. C. § 77k, 77l(a)(2), 77q (2012); Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. § 78j(b) (2012).

[226] See, e. g., Andrew F. Tuch, *Multiple Gatekeepers*, 96 VA. L. REV. 1583 (2010).

[227] 可以肯定的是,当律师和审计师帮助公司在边际上做出重大决定时,这种治理利益可能部分得到弥补。

对于在多种产品和地理市场经营的大公司来说,监督对于解决信息不对称和防止次优决策的好处更加明显。然而,这正是我们预期会出现重大性盲区的公司类型。伯克希尔·哈撒韦公司的例子表明,在没有详细披露要求的情况下,这种有益的协调和监督没有实现。该公司最近的年度报告指出其业务高度分散;它在世界各地拥有约 331,000 名员工,但其中只有 25 名员工在公司总部工作并起到协调职能。^[228] 可以肯定的是,如果伯克希尔·哈撒韦公司被要求提供更多的披露,它将需要进行更多的内部协调。

第二(一)部分讨论的微软公司案例提供了几个重大性盲区如何可能有损投资者保护和公司治理的例子。回想一下,微软公司能够避免披露与其 85 亿美元收购 Skype 有关的协议。虽然在该交易中没有任何自我交易的证据,但这笔交易至少可能是次优的。当时,微软公司的股东们担心,作为即将进行的首次公开募股的一部分,微软公司支付了超过 Skype 对其业务的自我估值的 40% 的溢价。^[229] 此外,这一交易表明一家私募股权公司向一家上市公司(Microsoft)出售了一家私人公司(Skype),私募股权的非透明结构通常被描述为“滋生代理成本的温床”。^[230] 这一案例中,代理成本可能来自收购协议条款,如主要高管的服务协议、购买价格调整和基于财务表现额外对价条款(earnout provisions)。因为协议没有披露,我们无法知道这些条款中是否存在任何是次优的或更糟糕的条款。不过,我们可以确信,微软公司的收购记录屡遭批评。最近两次未披露合同的收购导致 130 亿美元的资产减

[228] See Berkshire Hathaway, *supra* note 168, at 1.

[229] See Tara Lachapelle & Dina Bass, *Skype Gets 40% Markup as Microsoft Surprised Owners; Real M&A*, BLOOMBERG BUS (May 11, 2011), <http://perma.cc/93LL-ZGRD> (总结一些持有微软公司股票的机构投资者对 Skype 收购的负面反应)。

[230] James C. Spindler, *How Private Is Private Equity, and at What Cost?*, 76 U. CHI. L. REV. 311, 331 (2009).

值,公司价值的破坏给投资者保护和公司治理带来了直接和消极的后果。^[231] 总的来说,因重大性标准的应用,微软公司能够避免披露并购协议,从而规避了证券法律对于自我交易、欺诈或糟糕决策的把关检查。

(三) 公司外部治理

信息披露的公司外部治理效益源于其为投资者的决策提供信息,促进对冲基金、投资分析师、评级机构、代理咨询公司和其他信息中介机构进行外部监督。与从信息披露过程以及公司内部人员及其顾问的活动中获得的内部治理效益不同,披露的外部治理效益取决于信息披露的真实性和投资者的行为。^[232] 因为投资者是披露制度的最初预期受益者,信息披露的外部治理效益与深植于美国证券法律的投资者保护原则密切相关。如果由于重大性标准的应用使大公司能够避免披露信息,这些好处就会减少。本文首先从理论案例出发,然后探讨了重大性盲区的潜在危害。

即使股东不参与上市公司的日常治理,但他们有三种权利,即“投票、出售(股票)或起诉”。^[233] 在每种情况下,通过披露制度提供的信息都是必不可少的。例如,股东定期收到关于公司业绩的信息,以及与

[231] See Nick Wingfield, *With LinkedIn, Microsoft Looks to Avoid Past Acquisition Busts*, N. Y. Times (Dec. 8, 2016), <https://perma.cc/Q2PX-MYU3> (报道称微软公司“没有很好的收购记录”并且其不得不注销其收购 aQuantive 和诺基亚移动业务的 130 亿美元,几乎是整个账面价值); See also Don Clark, *Microsoft Has Mixed Record of Success on Big Acquisitions*, Wall Street J. (June 13, 2016), <http://www.wsj.com/articles/microsoft-has-mixed-record-of-success-on-big-acquisitions-1465851304> (suggesting that few financial benefits have emerged from Microsoft's M&A activities and reporting investor sentiment that “[m] any of [Microsoft's] big deals haven't worked out as planned”).

[232] 公司内部治理和外部治理之间的分界线并无明确划分:涉及股东的治理机制有时被称为“内部”公司治理,因为股东在公司中的确具有正式作用。在披露背景下,我保留了“公司内部治理”供那些参与公司日常管理及其顾问的人采取行动。因为股东和其他投资者不参与日常管理,除非信息已通过内部人士控制的过程予以正式披露(一般情况下)无法获得公司信息,似乎更倾向于将其纳入“外部”范畴。

[233] Robert B. Thompson, *Preemption and Federalism in Corporate Governance: Protecting Shareholder Rights to Vote, Sell, and Sue*, 62 LAW & CONTEMP. PROBS. 215, 216 (1999).

要求他们投票有关的特别披露材料,这要么是理所当然的(如选举董事会),或者是由于特殊的公司事件(如投票批准法定合并或资产出售)。^[234]从相关的角度看,不仅股东,而且包括债券持有人在内的所有投资者都从信息披露中受益,因为信息披露消除了信息不对称,为证券交易创造了一个公平的信息环境。^[235]当投资者行使诉讼权利(例如,根据州法律提起的派生诉讼或根据联邦法律提起的证券欺诈诉讼),以及根据州法律规定的某些特别权利,如持异议者的权利(dissenter rights)或股份收买请求权(appraisal rights),信息披露也起到了告知投资者的作用。^[236]最后,披露有助于促进积极股东的持续监督和参与,这是公司治理中一支日益壮大的力量。^[237]积极股东的成功在一定程度上取决于他们收集、处理和分析信息的能力。因此,积极股东热衷于获取信息,包括公司披露文件中的信息。^[238]

撇开投资者的工作不谈,由投资分析师、评级机构和代理咨询公司等信息中介机构进行的监督也给公司带来潜在的治理效益。^[239]其一,信息中介机构向散户投资者和机构投资者提供便利这些投资者行使治理权的信息。其二,公司管理层和董事会从信息中介机构所做的分析工作中学习,并经常改变战略以采纳他们的建议。至关重要的是,信息中介机构的任何监督都取决于是否有足够的关于公司活动的信息,而披露制度是提供此类信息的主要途径。

[234] See Fox, *supra* note 173, at 1364; see also Fox, *supra* note 224, at 127.

[235] See Guttentag, *supra* note 38, at 224 – 27. The SEC has adopted Regulation FD in order to safeguard the same goal. See *supra* note 115 and accompanying text.

[236] For example, Exchange Act Rule 13e – 3 and DGCL § 262. See 17 C. F. R. § 240.13e – 3 (2014); DEL. CODE ANN. tit. 8, § 262 (2011).

[237] See Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 899 (2013).

[238] See Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance*, 63 J. OF FIN. 1729 (2008) (讨论信息丰富的股东监督在提出战略、业务和财务补救方式方面的机制和效果)。

[239] See, e. g., Gilson & Kraakman, *supra* note 208 (讨论信息中介机构的角色); Jill E. Fisch & Hillary A. Sale, *The Securities Analyst as Agent: Rethinking the Regulation of Analysts*, 88 IOWA L. REV. 1035 (2003) (讨论投资分析师的角色)。

重大性盲区对公司外部治理的影响与其对公司内部治理的影响并无不同。如果重大性标准阻碍披露大型公司活动的有用信息,那么它将对投资者和信息中介的监督产生负面影响。回到微软公司的案例,从公司外部治理的角度来看,不披露收购协议也是有问题的,因为它除去了对欺诈、挥霍或次优决策的额外审查。如果微软公司必须披露收购协议,也不能证明微软公司本可以对 Skype 达成更好的交易,也不可能证明就两次并购交易而言,130 亿美元的资产减值本来是可以避免的。然而,我们可以确信,要求披露收购协议是为了保护投资者免遭欺诈或损失,对于如微软这样的大公司,由于重大性标准的特殊应用,有关协议没有披露,而投资者也因 130 亿美元的公司价值被减损而受到伤害。^[240] 正如第五部分所讨论的,这是否足以证明改革披露规则是合理的,可归结为一项政策判断。对投资者和分析师来说,他们对微软公司的收购记录感到惋惜,^[241] 更广泛意义上还包括了谷歌公司^[242] 和伯克希尔·哈撒韦公司^[243] 的披露做法。

[240] 诚然,如果股东遭受损失,可能会试图通过诉讼进行追偿,但他们必须解决商业判断规则的障碍,而且,他们只能起诉他们知道的事情。重大性盲区现象的本质是它首先阻碍了信息的披露:回想一下,第二部分案例研究中的许多例子都是证明这一规则的例外,因为我们知道通过其他方式存在未披露的事项。

[241] See Clark, *supra* note 231.

[242] See Alice Truong, *Wall Street Is Really Excited by Google's Restructuring—But It Isn't Exactly Sure Why*, Quartz (Aug. 10, 2015), <https://perma.cc/V3XA-G82G> (引用行业分析师的话说,即便是重组后的谷歌公司“也无法提供投资者评估其部分业务所需的全部透明度”,并对谷歌公司披露“对谷歌公司特别重要”的现金流项目的意图表示怀疑,如资本支出)。

[243] See Stephen Foley, *Warren Buffett Faces Pressure for More Disclosure*, FIN. TIMES (Feb. 8, 2015), on.ft.com/1zLKvNO (报道称投资分析师表示担忧,即 Berkshire Hathaway 的披露内容远低于同规模公司,并要求扩大披露范围); See also Lynnley Browning, *Warren Buffett's Transparency Problem*, NEWSWEEK (Feb. 24, 2015), <https://perma.cc/67D5-KTBB> (指出 Berkshire Hathaway 是“美国最不透明的公司”之一,并引用了一位投资分析师的观点:“实际上,我们对这家公司的某些部分一无所知,这使得评估盈利质量变得极其困难”)。

四、重大性标准是对大公司的监管补贴

将重大性标准应用于大公司的信息披露——以及由此产生的重大性盲区——产生的负面影响可能远远超出投资者保护和公司治理的范畴。公司和投资者之间的关系无疑是重要的,因为投资者是资本的提供者,但公司也与其他一些经济行为者,如雇员、其他供应商、客户、潜在收购目标和潜在收购者相互作用;公司也与其他公司竞争。在每一种相互作用中,信息的可用性极为关键。因此,当强制披露制度规范上市公司的信息输出时,它有能力影响这些相互作用以及这些作用发生的市场。公司强制披露所产生的外部性在理论上是已知的,但文献没有考虑到由于重大性标准的运用,不同规模的公司进行的不同信息输出^[244]的影响。基于经济分析和第二部分讨论的案例研究,我认为,重大性标准的运用可以为大公司提供比小公司更好的竞争优势,并且这也会导致产品和资本市场的扭曲。由于这些影响,重大性标准可被视为给予大公司监管补贴(regulatory subsidy)。本部分的结论是,对效率和竞争的关注没有超出现代证券监管的范围。

(一)公司规模和公司间披露成本

关于证券披露制度,许多评论人士认为,上市公司披露信息有利于公司的竞争对手、供应商和客户。^[245]例如,一家公司对其经营行业的

[244] 原文为“输入”(input),可能为“输出”(output)的笔误。——编者注

[245] See, e. g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 672 - 73, 685 (1984); Coffee, *supra* note 209, at 721 - 23; Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435, 1490 - 92 (1992); Robert Charles Clark, *Corporate Law* § 17.5.3 (1986); Edmund W. Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure*, 61 BROOK. L. REV. 763, 846 - 74 (1995); Fox, *supra* note 205, at 1356 - 58; Fox, *supra* note 207, at 2533 - 50. But see Roberta Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, 2 *Theoretical Inquiries L.* 387, 434 - 35 (2001) (质疑一般认为上市公司披露信息对公司的竞争者、供应商和客户有利的理论依据,并认为披露对其他公司的影响可能是负面的)。

披露可能会泄露行业或公司预期产品的隐私信息；这些信息对其他公司规划自身经营是有用的。^[246] 如果一家公司披露某一特定业务线盈利，竞争对手可以利用这些信息将资源引导到同一业务线并与披露的公司竞争。^[247] 同样，披露的公司的主要客户或供应商可以利用这些信息更努力地与公司进行讨价还价。^[248] 换言之，强制披露可以迫使公司发出信号，表明存在有利的竞争地位而产生的经济租金（或经济利润），并与竞争者、供应商和客户分享这些租金。^[249]

信息披露给竞争对手、供应商和客户带来的利益，对披露公司而言是成本。披露公司提供了关于其未来计划或盈利能力的信息，竞争对手、供应商和客户可以利用这些信息谋利。对于披露公司，信息披露的成本被称为“企业间成本”（interfirm costs）。^[250] 在社会福利方面，假定信息披露的企业间成本被信息披露给其他公司带来的相应利益所抵消。^[251] 因此，企业间成本不会导致社会成本。这一动态关系是以下论点的关键，即在 SEC 信息披露制度的情况下，企业的自愿披露将低于社会最佳水平。^[252] 在没有强制披露要求的情况下，公司有动机减少提供有关其战略和经营业绩的信息，特别是在具有进入壁垒、公司拥有市场支配力并获得经济（相对于会计）利润的市场。^[253]

值得注意的是，现有文献没有考虑企业间成本如何随公司规模的变化而变化。我认为重大性标准颠覆了信息披露的企业间成本与其他

[246] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 244, at 685.

[247] See Merritt B. Fox, *The Issuer Choice Debate*, 2 *Theoretical Inquiries L.* 563, 570 (2001).

[248] See *id.*

[249] 这在静态效率方面有好处，在动态效率方面有成本。披露通知了竞争对手利润机会，这可能导致生产在边际成本等于边际收益的水平，并可能导致更好的在静态效率模型下的资源分配。See Fox, *supra* note 205, at 1346 n. 20. 同时，披露可能会削弱公司在动态效率模式下产生隐私信息的动机。Id.

[250] Fox, *supra* note 207, at 2550 – 51.

[251] See Fox, *supra* note 205, at 1345 – 46, 1350 n. 25; *infra* note 259 and accompanying text.

[252] *Id.* at 1346 (“在所有级别的披露中，发行人的私人边际成本将超过其社会边际成本，相当于这些公司间成本”）。

[253] *Cf. Id.*

公司相应利益之间的平衡。正如第二部分所述,重大性标准确保大公司能够规避对重大事件的披露。如果要求披露这些事项,将导致单个公司的企业间成本,并给竞争对手、供应商和客户带来相应利益。然而,当大公司利用重大性标准并避免披露时,它们能够将自己的企业间成本降到最低。同时,它们从不能以类似的方式、利用重大性标准规避披露重大事项的小公司的披露中获益。最后,大公司给小公司增加了额外的成本,小公司现在不得不投入更多资金来获取未披露的信息。重大性标准影响小公司与大公司之间的企业间成本和企业间利益的特殊方式,可能在两个方面造成不良影响:在大公司和小公司之间的竞争中(给予大公司优势),以及在产品和资本市场中(造成扭曲)。

(二) 规模优势

重大性标准使大公司能够将其企业间成本降到最低。公司越大,这种能力就越大。思考第二(三)部分讨论的商业项目的披露。如前所述,谷歌公司不必分解或解释其资本支出和研发支出,因此,不必披露单个商业项目,即使是规模较大的项目,因为它们不是重大的。^[254]因此,谷歌公司可以避免这种披露所带来的企业间成本。反过来,谷歌公司的竞争对手、客户和供应商也无法从谷歌公司的披露中获得原本会带来的利益。^[255]相比之下,大多数(如果不是所有)投资于与谷歌公司同等规模的商业项目的较小的竞争对手都必须披露他们在这些商业项目上的投资,因为他们对这些小公司来说是重大的。然后,小公司承担披露的企业间成本,而其竞争对手(包括谷歌公司)、其客户及供应商则从披露中获得相应的利益。

实际上,重大性标准为谷歌公司提供了双重优势,对小公司则提供

[254] See *supra* Part II . C.

[255] 诚然,SEC的披露要求并不是了解大公司活动信息的唯一机制。即使在没有披露义务的情况下,公司也会在他们认为从商业角度来看是有利的情况下自愿发布信息。然而,避免(或至少推迟)披露积极信息和隐藏消极信息可能有非常大的利益。与此相关的是,大公司还受到媒体、行业分析师和其他人的更严格审查;这也可以为市场提供更多的信息。然而,发现私人公司特有的信息可能涉及大量的搜索成本,而且不能保证成功。例如,即使在并购等引人注目的领域,在第二(一)部分调查的过去10年的微软公司对私人公司收购的70%的案例中,第三方无法获得最基本的条款信息,即收购价格。

了双重劣势。作为全球第二大公司,谷歌公司可以:(1)通过扩大披露范围,最大限度降低自己的公司间成本;(2)持续从较小的竞争对手、较小的供应商和较小的客户(其他人)的披露中受益。另外,小公司:(1)无法最大限度降低自己的企业间披露成本;(2)不能从谷歌公司的披露中受益。在不披露项目性质的情况下,将大量资源投入资本项目和研发的能力,给予谷歌公司这家大公司比规模较小的、与其相互作用的小上市公司竞争优势。换言之,尽管谷歌公司可以秘密研发项目,但重大性标准要求小公司在竞争对手和投资者的直接审查下开发类似规模的项目。

这种动态关系在第二部分讨论的其他披露领域中关系不断显现。回顾一下,如果收购协议不具有重大性,大型上市公司可以避免披露规模大的收购协议。大型公司收购私人公司并避免披露收购协议的能力(通常包含敏感信息)可以使其相对于需要披露的较小的公共竞标人具有优势。思考下面的思想实验。像 Skype 这样的私人公司可以选择被上市公司 S 收购,规模较小而因此需要全面披露该交易的收购协议,或由一家如微软公司的公司收购,公司规模之大以至于收购不会具有重大性而且也不需要披露。可以肯定的是,对 Skype 而言披露将包含重要的企业间成本。^[256] 当在两个竞标人之间进行选择时,Skype 将有动机选择微软公司的购买要约而不是 S 公司的要约,只要所有其他的——包括报价——是相等的。如果 Skype 与 S 公司达成协议,双方将不得不承担披露的企业间成本,因为 S 公司被要求披露协议的条款。相比之下,如果 Skype 与微软公司达成协议,双方可以避免企业间成本,因为微软公司不需要披露协议的条款。因此,大型公司(微软公司)仅仅因为其规模和避免披露的能力而获得优势。

披露与重大未决诉讼有关的信息也可能涉及企业间成本。如第二部分所述,法律诉讼程序的披露要求包括评估公司诉讼成功的可能性,

[256] 在出售给微软公司时,Skype 由一家私人股本公司组成的财团拥有。私人股本公司是并购市场中的重复参与者,披露一笔交易的条款可能会损害它们在未来交易中的博弈地位,因为未来的合同对手方可能要求平等或更好的待遇。商业上的敏感条款例子包括赔偿金、主要高管的服务协议、购买价格调整、收入条款以及任何分手费(由目标支付给收购方)或反向分手费(由收购方支付给目标)的存在(和金额)。

并且在某些情况下,还包括披露公司对预计损失规模的估计。这种信息可以向对方表明诉争的价值;相反,不披露这种信息可以带来和解上的好处。第二部分伯克希尔·哈撒韦公司的案例研究说明了这一点:重大性标准的运用,使公司能够避免披露客户的反垄断集体诉讼与所谓的价格操纵。即使可以通过法院数据库如 PACER 获得诉讼信息,这些信息往往是不完整的,而且不能充分替代公司的信息披露。关于重大未决诉讼的披露规则试图获取法院数据库所能提供的以外的信息。例如,ASC450 要求公司评估和披露诉讼造成损失的可能性和程度。与法院卷宗中所包含的未经过滤的信息相比,此类信息对投资者和第三方更有帮助(而且公司披露的成本更高)。^[257]

(三) 市场扭曲

大公司将信息披露企业间成本最小化的能力也会造成产品和资本市场的扭曲。这些影响与上文讨论的规模优势密切相关,但又有所不同。当公司能够避免披露时,就不能获得披露的一些潜在好处。其中包括披露对资本市场效率和整个经济范围内的资本和资产配置的积极性影响,以及披露在特定产品市场消除信息不对称从而增强竞争的潜力。^[258] 实证研究证明了缺乏信息披露与缺乏市场竞争之间的联系。^[259]

在产品市场上,大公司将信息披露企业间成本最小化的能力(及小

[257] 见前文第二(二)部分。

[258] See, e. g., Coffee, *supra* note 209, at 721 - 23; Kahan, *supra* note 212, at 1013 n. 158. 即使是反对联邦强制披露制度和赞成自愿披露制度的评论人也承认信息在确定证券价格方面的作用,反过来也有助于分配效率。See, e. g., George J. Benston, *An Appraisal of the Costs and Benefits of Government - Required Disclosure; SEC and FTC Requirements*, 41 *Law & Contemp. Probs.* 30, 32 - 33 (1977); Romano, *supra* note 244, at 464 - 93 (2001).

[259] See Christine A. Botosan & Mary Stanford, *Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment*, 80 *ACCT. REV.* 751 (2005) (表明公司利用会计披露要求的自由,隐瞒在竞争较弱行业中经营的业务部门的信息,并推断出这种不披露的动机是为了保护竞争力较低行业的利润); Mary Stanford Harris, *The Association Between Competition and Managers' Business Segment Reporting - ing Decisions*, 36 *J. ACCT. RES.* 111 (1998) (表明公司不太可能在竞争较弱的行业提供部门披露,并认为这源于保护竞争力较低行业中的非正常利润和市场份额)。

公司的无能为力)可能导致资源的次优配置。在任何一个大公司享有优势并能够获得经济利润的产品市场上,大公司缺乏信息披露将无法向小公司提供信号。如果没有新的市场参与者来竞争经济利润,大公司的优势将随着时间的推移而一直持续。这会降低消费者的福利,造成无谓的损失,并进一步增强大公司的市场力量。

在任何一个小公司享有优势并能够获得经济利益的产品市场中,小公司的证券披露可以向其他公司发出进入市场的信号,这将增强竞争并导致静态效率。但随着时间的推移,大公司也将这样的市场上享有优势。通过减少创新的回报,信息披露减少了公司产生秘密信息(private information)的动机。^[260] 当我们将这种一般效应应用于不同规模的公司时,我们再次观察到不同的结果。小公司产生秘密信息和创新的动机会减少,因为他们需要提供公开的信息,而大公司产生秘密信息和创新的动机不会受到影响,因为重大性标准使他们避免提供类似的披露。这可能导致研发资源在公司之间的次优分配,大企业在研发上的支出更多,而小企业的支出更少。因此,大公司 will 比小公司更具创新性,并可能主导产品市场。可以肯定的是,可能还有其他影响;这里的分析故意将公司的披露做法对它们所经营的的市场的影响隔离开来,同时保持所有其他方面的平等。从理论上讲,重大性标准的应用,以及由此产生的大公司和小公司的信息披露企业间成本的差异,可以使产品市场上的大公司享有特权,减少竞争,导致寡头垄断的市场结构。

资本市场也可能出现类似的扭曲。由于披露要求的运用,小公司对披露什么的自由裁量权有限。小公司必须披露正面和负面信息,而大公司可能能够避免披露负面信息,如果这些信息低于重大性标准。假设一家小公司面临两件事情:一笔10亿美元的资本支出将提高其盈利能力(正面信息);一笔10亿美元的或有负债将对其经营结果产生不利影响(负面信息)。如果10亿美元对小公司来说是一个重要的数额,那么该公司将不得不向投资者披露这两件事。然而,面对同样的两件事,一家10亿美元不是重要数额的大公司将有权选择不披露负面信息,而只披露正面信息。这种行为将与理论预测相一致,因为所有公司

[260] Cf. Fox, *supra* note 207, at 2551 – 52.

通常都自愿披露将降低其资本成本的信息。^[261] 大公司只能通过策略性披露正面信息来降低其资本成本,而小公司则不享有这种自由裁量权。因此,由于重大性标准而不披露信息可能导致扭曲,使大公司相较于小公司而言系统地受益于较低的资本成本。^[262] 这反过来又会对整个经济的资本分配产生负面影响。

(四) 披露,效率及竞争

强调重大性盲区对市场效率和竞争的潜在不利影响的证据,本身并不证明利用证券监管来减轻任何这样的影响是正当的。鉴于披露制度最初和持续关注投资者保护问题,可以认为,重大性标准造成的任何规模优势和市场扭曲都应和证券监管无关;相反,可以通过反托拉斯法或其他监管制度来解决这些问题。尽管它的概念简洁并具有直观吸引力,但是,这样的论点是错误的。本部分突出了 SEC 有时被遗忘的法定任务,即在制定规则时考虑投资者保护以外的因素,并提出了最近的经济证据,表明对市场扭曲和大公司规模优势的担忧可能是有根据。

学者们经常基于理论^[263]和基本法规的立法历史,提出更广泛的证券监管概念,^[264]但 SEC 在其规则制定时通常没有考虑投资者保护

[261] See, e. g. , Michael P. Dooley, *Fundamentals of Corporation Law* 390(1995) (指出公司有积极的动机披露信息,“直到额外披露的边际成本等于公司降低资本成本的边际收益为止”); See also Romano, *supra* note 205, at 2426 - 27 (表明了如果有选择,公司将选择最大化减少资本成本的披露做法)。

[262] 当然,与较小的公司相比,大公司从较低的资本成本中获益还有许多其他原因,如更好的财务资源或通过有效的多样化降低风险。这里的关键是,在所有其他平等的情况下,由于重大性而披露或不披露信息可能会扭曲资本市场,并抑制大公司的资本成本。

[263] See, e. g. , Coffee, *supra* note 209, at 734 (“如果我们将证券市场看作是投资资本的主要配置机制,那么证券价格的行为之所以重要,与其说是因为它们对投资者的分配后果,不如说是由于它们对配置效率的影响。在这种情况下,重要的不仅是游戏是公平的,而且它是准确的——也就是说,资本被正确定价”); Zohar Goshen & Gideon Parchimovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L. J. 711, 713 (2006) (反对“证券监管旨在保护普通投资者的普遍观点”,并认为“证券监管的最终目标是实现有效的金融市场,从而改善经济中的资源分配”)。

[264] See, e. g. , Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1210, 1235 - 45 (1999) (认为除了保护投资者的目标外,《交易法》还赋予 SEC 促进“市场效率”的权力,并要求“未公共利益所必要或适当”的披露)。

外的因素。^[265] 在华盛顿特区巡回法院推翻了 SEC 的几项规则,呼吁 SEC 在制定规则时,特别关注证券法有关要求考虑投资者保护之外因素的规定之后,这种情况开始改变,^[266] 美国国会在 1996 年通过的立法条款要求 SEC 考虑“除保护投资者外,规则制定是否会促进效率、竞争和资本形成”。^[267] 华盛顿特区巡回法院认为“效率、竞争和资本形成”(ECCF)的要求是,作为规则制定过程的一部分,SEC 需要对拟议规则进行成本效益分析。^[268] 这一解释引起了很大的争议,因为它会改变并很可能限制 SEC 的规则制定能力,^[269] 还因为金融监管可能特别不适合成本效益分析工具。^[270] 同样存在问题的是,国会缺乏关于 ECCF 因素含义的指导,^[271] 以及 ECCF 因素固有的模糊性。^[272] 尽管面临这些挑战,SEC 仍在扩大其成本效益分析能力方面做了大量工作,并发布了一

[265] See, e. g., Yoon – Ho Alex Lee, *The Efficiency Criterion for Securities Regulation: Investor Welfare or Total Surplus?*, 57 ARIZ. L. REV. 85, 89 – 90 (2015).

[266] See *Bus. Roundtable v. SEC*, 647 F. 3d 1144, 1148 – 49 (D. C. Cir. 2011) (废止 Dodd – Frank 法规定的 SEC 代理访问规则); See also *Am. Equity Inv. Life Ins. Co. v. SEC*, 613 F. 3d 166, 177 – 79 (D. C. Cir. 2009) (废止 SEC 关于固定指数年金的规定); *Chamber of Commerce v. SEC*, 412 F. 3d 133, 142 – 44 (D. C. Cir. 2005) (废止 SEC 关于共同基金董事独立性要求的规则)。

[267] Securities Act of 1933, 15 U. S. C. § 77b(b) (2012); Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. § 78c(f) (2012). In 1999, the same provision was added to the Investment Company Act of 1940 and applies to rulemaking thereunder. Investment Company Act of 1940, 15 U. S. C. § 80(a) – 2(c) (2012).

[268] See Bruce Kraus & Connor Raso, *Rational Boundaries for SEC Cost – Benefit Analysis*, 30 YALE J. ON REG. 289, 300 (2013).

[269] See, e. g., Donna M. Nagy, *The Costs of Mandatory Cost – Benefit Analysis in SEC Rulemaking*, 57 ARIZ. L. REV. 129 (2015).

[270] See, e. g., John C. Coates IV, *Cost – Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, 124 YALE L. J. 882 (2015).

[271] 国会没有界定“效率、竞争和资本形成”等术语,没有具体规定一个主导因素或这些因素之间如何平衡(或如何平衡投资者保护),也没有要求对这些因素的考虑产生净正面结果。See Jill E. Fisch, *The Long Road Back: Business Roundtable and the Future of SEC Rulemaking*, 36 SEATTLE U. L. REV. 695, 713 – 16 (2013).

[272] See Lee, *supra* note 264; See also Yoon – Ho Alex Lee, *SEC Rules, Stakeholder Interests, and Cost – Benefit Analysis*, 10 CAP. MKTS. L. J. 311 (2015).

份包括 ECCF 因素在内的、关于其对成本和效益理解的指导备忘录。^[273]

ECCF 的要求不一定是个去监管(anti-regulatory)的工具,尽管它因法院判决推翻 SEC 规则而声名鹊起。在适当的情况下, ECCF 因素可以用来证明增加扩充监管的合理性。例如,在考虑新的信息披露规则时, ECCF 因素允许 SEC 考虑与提高竞争和效率有关的信息披露效益。正如第四(一)(二)(三)部分所述,重大性标准的应用——以及由此导致的重大性盲区——可以导致市场扭曲(降低效率)和对小公司和大公司施加巨大的企业间成本(破坏竞争)。因此,如果 SEC 考虑一项解决重大性盲区现象的规则时,它将能够在考虑该规则的投资者保护效益的同时,考虑该规则的效率和竞争效益。^[274]

由于,作为信息披露有效性倡议(Disclosure Effectiveness Initiative)的一部分,以及基于美国国会在《JOBS 法》和《FAST 法》下的授权, SEC 已经参与了新的规则制定,这里讨论的效率和竞争问题具有直接相关性。对可能修订的信息披露制度(包括 S-K 规则)进行的成本效益分析时,应考虑本部分讨论的 ECCF 论据,而不仅仅是第三部分讨论的与投资者保护有关的论据。令人鼓舞的是, SEC 在有关“S-K 规则现代化理念公告”(Regulation S-K Modernization Concept Release)中承认, SEC 必须将 ECCF 因素作为其规则制定的一部分。^[275] 公告中引用的少数学术研究指出,信息披露的好处不仅体现在保护投资者,而且体现在公司的资本成本和增长预期。^[276] 然而, SEC 可以进一步考虑信息披露对竞争和效率的影响的理论和实证证据,以及本部分讨论的重大性标准对大公司和小公司的不同影响。这一观点得到了 SEC 自己的成本效益分析指南的支持,该指南指出, SEC 的成本效益分析可以从

[273] See Memorandum from the SEC Div. of Risk, Strategy, and Fin. Innovation and the Office of the Gen. Counsel, Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings 12-15 (Mar. 16, 2012), <http://perma.cc/DT6K-A386>.

[274] 当然,规则的成本也是如此。然而,我们可以期待要求大公司额外披露的规则的好处大于这些规则的成本。

[275] See Regulation S-K Modernization Concept Release, *supra* note 34, at 23, 922.

[276] *Id.* at 23, 930 & n. 167-9.

“更好的信息共享带来较低的风险溢价和更好的资本配置”，以及“强化竞争，推动价格降低或质量提高”的角度，考虑成本效益分析之于规则的效益，其中包括信息披露规则。^[277]

最近的经济证据表明，本部分所讨论的潜在问题，即大企业的市场扭曲和规模优势，可以在实体经济中观察到。例如，与同时期的大型企业首次公开发行和较早的小型公司首次公开发行相比，3年内无盈利的小型公司首次公开发行的比例自20世纪90年代末以来有了相当大的增长。^[278]此外，美国上市非金融公司的投资资本回报率越来越集中在一个较小的市场领域：2014年，规模居于90分位的公司的资本投资回报率是中等公司的5倍以上（高于25年前的2倍）。^[279]同一时期作为公司动态指标的企业进入率（firm entry rates）几乎下降了2倍，^[280]而在大多数行业中，50家最大的公司所享有的收入份额确随着时间的推移而增加。^[281]

可以肯定的是，这些不良现象的起源是高度复杂的，将其归咎于任何单一的监管领域都是错误的，更不用说仅仅是证券监管了。然而，鉴于本部分所提出的理论讨论，我们应该接受这种观点，即证券监管可能是许多因素之一。至少，证券监管不应增加大公司已享有的规模优势。

对他们而言，政策制定者已经认识到过度扭曲、集中或缺乏竞争力的市场不能仅通过传统的反托拉斯法来解决，2016年4月的行政命令证明了这一点，该行政命令指示所有“有权机构可以用来加强竞争”，以便“利用这些权力来促进竞争”。^[282]尽管行政命令“大力鼓励”如SEC之类的独立机构来遵守其指令，但迄今为止，SEC似乎没有采取任

[277] See *supra* note 272, at 11.

[278] Xiaohui Gao, Jay R. Ritter & Zhongyan Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, 48 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 1663, 1669–71 (2013).

[279] White House Council of Economic Advisers, *Issue Brief: Benefits of Competition and Indicators of Market Power* 5 (2016), <https://perma.cc/9U7DKXDR>.

[280] *Id.*

[281] *Id.* at 4.

[282] Exec. Order No. 13,725, *Steps to Increase Competition and Better Inform Consumers and Workers to Support Continued Growth of the American Economy* (Apr. 15, 2016), 81 Fed. Reg. 23,417 (Apr. 20, 2016). 行政命令指出，诸如SEC等独立机构“被强烈鼓励遵守”，并谈到经济内部信息流动的重要性。 *Id.* at 23,418.

何行动。然而,采取行动取消或至少减轻证券披露制度中对大公司的监管补贴有助于强化竞争,这符合行政命令的要求。这为 SEC 提供了另一个理由,让它把重点放在大公司将重大性标准应用于信息披露上。

五、建议的解决办法

本部分提出了一种可用于解决重大性盲区的监管方法:扩大对具体的数值标准的使用,确保披露特别重要的事项,改善目前信息披露制度对重大性标准的依赖。建议的披露要求将采取精确披露规则的形式,独立于原则导向的重大性标准。新的要求应针对有限的一组交易或事项,这些交易或事项尽管绝对值很大,但被大公司认为不重要。

我的建议是,以现有的强制披露制度作为前提,努力处理重大性盲区造成的两种危害。基于披露 (disclosure - based) 的解决方案具有可行性。利用其拥有的广泛权力,根据标准的规则制定程序,并作为目前正在进行的“信息披露有效性倡议”的一部分,SEC 可以相对容易地修改披露规则。尽管其他解决方案也是可用的,但它们可能消耗 SEC 更多的资源,^[283]或未能解决本文指出的两种危害。^[284]此外,与其他可选方案相比,信息披露通常被认为是一种干预较轻的监管方式。^[285]可以

[283] 这类解决方案可能需要 SEC 加大监督和执行力度,既是为了在事前获得更多披露,也是为了在事后强制弥补披露遗漏。

[284] 通过允许更多的小公司从目前适用于 EGCs 和较小报告公司的披露要求的减少中受益,有可能解决监管对大公司的补贴问题。实际上,这将为这些公司提供“监管回扣”,使它们与大公司处于更加平等的地位。这种解决办法虽然比什么都不做要好,但不如本文提议的办法好,因为它没有解决对投资者保护和公司治理的潜在危害问题。它可以帮助小公司与大公司竞争,但不会导致大公司向投资者提供更多的信息。

[285] 在废止 SEC 规定的对共同基金采取特殊治理做法的规则的 Chamber of Commerce v. SEC 一案中,华盛顿特区巡回法院认为,委员会未能将披露考虑为较轻的可选方案,违反了《行政程序法》。Chamber of Commerce v. SEC,412 F.3d 133,144 (D. C. Cir. 2005)。

肯定的是，信息披露要求可能是无效的，并且其扩张可能会产生不良影响。^[286] 为解释这种可能性，我考虑了几种对我建议的可能的反对意见。我发现，尽管这些反对意见在其他情况下可能是很重要的，但在大公司的披露做法中，它们的影响力有限。

（一）作为披露安全网的定量阈值

SEC 可以通过在某些现有信息披露规则中引入特定的定量阈值 (quantitative thresholds) 来解决重大性盲区问题。这些定量阈值将触发一项要求，即在不首先使用原则导向的重大性标准进行分析的情况下披露信息。为了避免重复重大性的缺点，这种标准应以特定的美元数额而非百分比表示。使用基于百分比的规则会重复重大性标准中固有的问题，因为这种规则明确将正在进行重大性评估的公司的规模纳入考虑：公司越大，信息披露标准的绝对值越高。相比之下，以美元数额表示的量化阈值将保持绝对不变，公司规模将不再是重大性评估的一部分。相反，不同规模的公司的披露义务是相同的，并且实际上，披露义务可以设计成一个安全网来捕捉其他情况下不会披露的大事项或交易。由于所披露的信息对于投资者保护、公司治理、市场效率、竞争或潜在的公共利益具有实用价值，在具有重大意义的披露领域，这种阈值将发挥最大的作用。例如，这可以包括第二部分讨论的一些领域。如果标准的设定是适当的，新要求的影响可能仅限于大公司和案例研究中反映的（应披露而未披露的情况）。

以第二（一）部分讨论的关于披露重大收购协议的规则为例。可以对这些规则加以补充，要求披露价值超过一定美元数额的协议，如 10 亿美元；这是对目前重大协议披露要求的补充。大多数公司不参与如此大规模的收购，因此不会受到新要求的影响；相反，他们将继续分析使用现有重大性标准规则时是否应该披露一项协议。然而，对于大公司来说，数量标准要求披露额外的收购协议，如微软公司以 85 亿美元收购 Skype。回想一下，微软公司认为这一协议不重大而没有披露。

[286] See, e.g., Steven A. Bank & George S. Georgiev, *Paying High for Low Performance*, 100 MINN. L. REV. HEADNOTES 14 (2016) (认为高管薪酬领域的披露规则可能被操纵且可能适得其反)。

增加的数量要求将作为防止重大性盲区的安全网,要求披露重要或绝对值相当大的信息,但现有的重大性标准并没有包含这些信息。

这项建议概述了增加信息披露要求的概念性方法;它没有规定具体披露要求的内容。SEC 可以根据其标准的规则制定程序来制定并测试具体的政策性建议,包括具体的数量标准。^[287] 应定期审查和更新这些要求,以考虑通货膨胀或不断变化的经济现实。在设定数量标准时,SEC 可以使用易于实现和客观的基准。例如,如果交易规模超过美国上市公司的平均市值,或上市公司市值中位数,或所有上市公司总市值的一定比例,则可能需要披露。2011 年 Skype 交易的估值为 85 亿美元,2016 年则为 91 亿美元。这个数字高于罗素 3000 指数(代表美国市场规模)中公司的平均市值,也高于罗素 3000 指数中中等公司的市值。^[288]

具体阈值已经是我们监管手段的一部分,并且在证券法以外的基于披露的监管领域尤其常见。^[289] 即使在证券监管中,有时也使用具体的数字标准而不是原则导向的重大性标准,如在环境责任披露^[290]、与关联方的交易^[291]或高管薪酬方面。^[292] 将定量标准设置到何种程度,与使用这种标准是两个不同的问题。现有的一些标准可能设置得太低,可能需要向上更新。拟议的旨在解决重大性盲区现象的定量标准

[287] 这一概念方法与最近在披露监管领域开展的其他工作一致。See, e. g., Langevoort & Thompson, *supra* note 26, at 379–80 (表明 SEC 应确定用于区分两个可能的发行人类别的具体特征,以及应适用于非公开发行人类别的披露要求的内容)。

[288] 根据 Bloomberg 数据库截至 2016 年 11 月 30 日的计算,Russell 3000 指数中公司的平均市值约为 87 亿美元,中等公司的市值约为 16 亿美元。

[289] 金融公司的监管更多地依赖于具体标准,而不是重大性的概念。在反托拉斯法中,Hart – Scott – Rodino 的申报标准是以绝对值表示而不是关于重大性的。环境法领域的披露义务也包含具体的标准。

[290] See Regulation S – K, Item 103, Instruction 5. A. C (要求政府实体披露对金钱惩罚可能超过 100,000 美元的环境制裁程序)。

[291] See Regulation S – K, Item 404, 17 C. F. R. § 229.404 (2014) (要求每年披露价值超过 120,000 美元及涉及董事、执行人或任何有表决权证券的 5% 以上的股东的交易)。

[292] See Executive Compensation and Related Person Disclosure, Securities Act Release No. 8732A, Exchange Act Release No. 54,302A, Investment Company Act Release No. 27,444A, 71 Fed. Reg. 53,158 (Sept. 8, 2006) .

应由 SEC 设定至能捕捉重要信息(如第二部分所讨论的信息)的程度,但又不会导致过多的额外披露。这里建议的方法并不是要从现有规则中写出重大性标准。相反,它将通过确保大公司披露重要或绝对值非常大、但未被现行重大性标准包含在内的信息来增强这种标准。

采用信息披露定量标准,还可促进公司发布“纯粹信息”。例如,重要合同的全文将是纯粹信息,而合同摘要则不是。在某些情况下,纯粹信息可能比所谓的中介机构的描述对决策者更有帮助。^[293] 这将由 SEC 来决定是否有必要在任何具体的披露领域要求披露纯粹信息,但至少的分析复杂的实体时,存在扩张使用纯粹信息的理论案例。^[294]

在重大合同的背景下,纯粹信息的使用与美国国会 1933 年提出的最初方案并不冲突,这一方案仍载于《证券法》的附录 A,但后来被 SEC 制定的规则所取代。例如,美国国会规定,任何与公用事业公司订立的合同,如有下列规定,则需要予以披露:“提供或接受技术或财务咨询或服务(如果这种合同可能涉及向任何一方收取的年费率超过 2500 美元……)。”^[295] 1933 年国会设定的标准非常低:2500 美元相当于 2016 年约 46,500 美元。为了避免披露无关的合同,目前需要更高的披露标准。然而,奇怪的是,美国国会在 1933 年认为一份 46,500 美元的公司合同本身是重要的,而今天的披露制度却容忍不披露 85 亿美元的公司合同(微软公司收购 Skype)。美国国会对公共事业合同的披露设定的低阈值很可能是由于这类合同可能被滥用。正如第三部分及第四部分所述,公共/私人并购交易也可能产生潜在、棘手的代理成本,危及投资者保护和市场效率。

(二) SEC 的信息披露有效性倡议

自 2012 年以来,SEC 一直在参与一项“信息披露有效性倡议”,该倡议源自《JOBS 法》的美国国会授权。^[296] 这一倡议已扩大到包括对信息披露要求的实质内容、格式和向投资者提供信息的手段进行一次全

[293] See Hu, *supra* note 26 (讨论金融监管背景下纯粹信息模式的利弊)。

[294] *Id.*

[295] Securities Act of 1933, Schedule A (24) ch. 38, 48 Stat. 74, 90 [codified as amended at 15 U. S. C. § 77aa (2012)].

[296] See *supra* note 62 and accompanying text.

面审查。具体而言,SEC正在审查S-X规则中的某些财务报告和披露要求、S-K规则中的业务和财务披露要求以及S-K规则中有关管理层、证券持有人和公司治理事项的披露要求。^[297] SEC还提出了规则修正案,以扩大超链接在公司文件中的使用,以及其他对“删除多余、重叠、过时或废止的信息披露规定”。^[298] 本文这一子部分旨在评估许多改革建议的优点,但只是为了表明,借助本文提出的额外披露要求,通过提高信息的质量和可获得性,SEC可以改善任何潜在的不良影响。此外,“信息披露有效性倡议”开展的监管审查为研究和解决重大性盲区现象提供了极好的机会。第四(四)部分讨论的“效率、竞争和资本形成”的效益,为SEC专注于该领域提供了另一个理由。

“信息披露有效性倡议”已经开始处理重复或过时的规则。重复的例子如第二(二)部分讨论过的对法律程序的披露:此类信息经常在公司信息披露文件的几个单独部分中重复,如法律程序、风险因素、管理层讨论和分析及财务报表附注。^[299] 更普遍地,SEC根据其S-K和S-X规则制定的信息披露要求与财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board)制定的会计规则之间存在明显的重复。^[300] 最后,现行规则要求公司提供一些在别处容易获得的信息,或在某些情况下不需要的信息。^[301]

过时的公司信息披露格式也需要改革。一项改革设想是采用“公

[297] See Mary Jo White, Chair, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, *Testimony on "Examining the SEC's Agenda, Operations, and FY 2018 Budget Request"* (Nov. 15, 2016), <https://www.sec.gov/news/testimony/white-testimony-sec-agenda-fy2018-budget-request.html> (概述作为“信息披露有效性倡议”一部分的SEC的活动)。

[298] Id.

[299] 参见前文第二(二)部分。

[300] See, e. g., Keith F. Higgins, Dir., Div. of Corp. Fin., U. S. Sec. & Exch. Comm'n, *Shaping Company Disclosure; Remarks Before the George A. Leet Business Law Conference* (Oct. 3, 2014), <https://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370543104412>.

[301] 例如,S-K规则第201条要求各公司提供一张表,显示前两年的历史股价。Regulation S-K, 17 C. F. R. § 229.201 (2014). 这一信息很容易通过互联网实时获取,投资者不太可能依靠公司文件来获取这一信息。另一个过时的要求涉及样板文件的披露,即在美国证券交易委员会的公共资料室查阅公司的年度报告。17 C. F. R. § 229.101(e)(2).

司文件”(company file)的方法,以包含更多的最新信息,^[302]其他改革涉及更多地使用图形、图表和表格来传达信息,以及更广泛地使用交叉引用。SEC已经采取措施,通过要求以可扩展商业报告语言(XBRL)标记财务信息,使公司文件更具互动性。^[303]SEC还可以采取分层披露的措施,即公司的信息分别以摘要形式和细化形式呈现。详细信息也可以根据其重要性排序。在这种策略下,投资者可以根据自己的偏好和专业程度来选择他们想要的信息层,同时也可以跨层。这将解决不同投资者的不同信息需求,并确保公司的信息披露服务于不同类型的受众。

总之,在信息披露制度中删除重复或过时的规则,让位于旨在减少重大性盲区的额外信息披露要求。与提高信息可用性有关的改革将使当前的信息披露更容易处理,并将最小化由此导致额外复杂性。尽管额外信息披露要求有利于投资者,但SEC示意,对披露框架的修订可能会更加依赖“原则导向的披露要求”和重大性标准。^[304]根据本文提出的观点,更多地使用重大性标准,而不保留现有的量化阈值和增加其他的量化阈值,应该引起关注,尤其是对于大公司而言。

(三)对可能的反对意见的回应

我提出的解决重大性盲区问题方案,要求适度提高一小部分上市公司(从事最大规模交易的上市公司)的披露要求。尽管如此,它可能招致反对意见,^[305]主要鉴于目前关于强制信息披露制度效用的争论,

[302] See Higgins, *supra* note 299.

[303] See Interactive Data to Improve Financial Reporting, Securities Act Release No. 9002, Exchange Act Release No. 59,324, Investment Company Act Release No. 28,609, 74 Fed. Reg. 6776,6776 (Feb. 10,2009). 一旦财务数据采用XBRL格式,财务报表就可以直接下载到电子表格中,使用商业软件以多种方式进行分析,并以其他软件格式在投资模型中使用。Id.

[304] See, e. g., Mary Jo White, Chair, U. S. Sec. & Exch. Comm'n, *Speech at the National Association of Corporate Directors Leadership Conference: The Path Forward on Disclosure* (Oct. 15, 2013), <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370539878806> (提出披露制度“基本上基于重大性标准”); See also *Regulation S-K Modernization Concept Release*, *supra* note 34, at 23,924-8 (总结观点,提出进一步研究的方向)。

[305] See Romano, *supra* note 205, at 261.

以及信息披露有限性的争论。^[306] 在此,我简单地分析了一些反对意见。虽然他们主要基于中小型公司的案例,但我发现,反对意见并没有削弱我的旨在解决大公司信息披露重大性盲区提议。

1. 披露成本

潜在的反对意见主要集中在额外信息披露所产生的成本上。这些成本可以有多种形式,每种形式都有不同的预期效果。它们可能是真正的合规成本,在这种情况下,受新披露要求约束的公司可能会从其他可能更具生产性的用途上转移资源,以符合信息披露要求。成本也可以是预期(未实现)的合规成本。仅仅是对新披露要求的预期,就可能导致公司取消其证券的注册,要么是“潜入地下”(going dark)(成为一家非公众公司),要么是在信息披露要求不太严格的司法管辖区寻求在替代性股票市场上市。最后,披露成本可能与公司因披露专有信息而可能降低的经济前景有关,也可能与公司因比同行披露更多信息而导致的竞争地位下降有关。归根结底,每一项反对意见的前提都是,额外信息披露的收益不会超过数据收集和监管干预方面的成本。^[307]

从理论上讲,对于最大的上市公司来说,每一个潜在的信息披露成本都应该是最低的,或者基于公司的规模是负担得起的。任何解决重大性盲区的建议都可能要求公司提供他们已经拥有的信息(如超过一定定量阈值的合同),或者他们可以很容易地利用现有复杂的管理机制和内部控制(如或有损失披露)产生的信息。这些管理机制和内部控制不会构成额外费用,因为它们已被要求遵守其他报告要求并用于日常业务管理。^[308]

现有的经验证据也表明,大公司不太可能由于这里提出的额外信息披露要求而改变其行为。作为信息的生产者,大公司对信息披露义

[306] See, e. g., Steven M. Davidoff (Solomon) & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599 (2013).

[307] See, e. g., Omri Ben-Shahar & Carl E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 U. PA. L. REV. 647, 735-42 (2011).

[308] See, e. g., Kitch, *supra* note 244, at 775-76 (“由于管理层需要收集和和组织相同的信息,以便对业务进行管理,因此要求额外披露这些信息的成本很小”).

务的敏感性似乎比小公司低得多。^[309] 最近的研究表明,小型公司 IPOs 的衰落——通常归咎于上市公司的监管负担过重——实际上是共同基金投资者对此类 IPO 需求减少的缘故。^[310] 对《多德—弗兰克法案》有关私募基金注册和披露要求的影响的研究表明,尽管业内人士发出警告,但新的披露要求并未对私募基金收益产生负面影响。^[311] 最后,学者们报告称,当适格的非美国公司决定不受制于美国证券披露制度时,它们通常是不愿受增加透明度负担的影响。^[312]

第四部分表明,要求企业披露信息具有经济上的和竞争上的成本与效益。如果不仔细研究,这些影响是无法估计的,而且很可能会基于提供额外信息披露的公司特点。然而,我们可以预期,信息披露成本将与公司规模成反比,而额外披露的好处将随着公司规模增加而增加。因此,SEC 完全可以通过设定额外信息披露要求的范围和合规阈值,使新规则的净效益最大化,从而将经济成本和竞争成本降至最低。^[313]

[309] See 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, 10, 43 (2009) (使用实证证据表明,作为《萨班斯—奥克斯利法案》的一部分,随着附加披露义务的颁布,大型上市公司选择继续遵守证券交易委员会披露要求的比率显著提高)。

[310] See Robert P. Bartlett III, Paul Rose & Steven Davidoff Solomon, *What Happened in 1998? The Demise of the Small IPO and the Investing Preferences of Mutual Funds*, (U. C. Berkeley Public Law Research Paper No. 2718862, 2016), <https://ssrn.com/abstract=2718862> (表明小型企业 IPO 的减少始于 1998 年,早在《萨班斯—奥克斯利法案》《多德—弗兰克法案》通过之前,这可归因于机构投资者需求的减少,而不是上市公司成本等供给方面的因素); See also Paul Rose & Steven Davidoff Solomon, *Where Have All the IPOs Gone: The Hard Life of the Small IPO*, 6 HARV. BUS. L. REV. 83, 87 (2016) [“我们认为,独立于监管的市场力量可能会解释几乎全体(小型 IPO)的下跌状况……从历史上看,小型 IPO 似乎并没有得到市场的支持,因为它们并不适合投资者”]; Gao, Ritter & Zhu, *supra* note 277 (否决了“监管过度”假设,即“范围经济”假设侧重于大公司所享有的优势,从而导致小公司 IPO 数量下降)。

[311] See Wulf A. Kaal, Barbara Luppi & Sandra Paterlini, *Did the Dodd - Frank Act Impact Private Fund Performance? Evidence From 2010 - 2015* (Mar. 15, 2016), https://papers.ssrn.com/abstract_id=2629347.

[312] See Kraakman et al, *supra* note 49, at 301.

[313] 可以想象,更大程度的披露可能会导致另一组成本,即由于公司提供的额外信息而增加股东和/或投资者诉讼。不确定这种情况是否会发生,即使发生了,也不能确定净效应。如第三部分所述,增加有价值的诉讼可以有助于改善外部公司治理。相比之下,增加轻率诉讼是不可取的,但可以通过其他手段加以控制。

2. “信息过载”

除了公司在信息披露过程中会产生成本外,投资者在利用信息披露时也会产生成本。“信息过载”的概念具有直观的吸引力,并已应用于证券披露制度,以反对披露要求的扩张。^[314] 我们可以想象,公司披露的信息如此之多,以至于即使是最专注的投资者(无论是散户投资者还是机构投资者)也难以处理;归根结底,这就是需要通过重大性要求、实现信息披露制度具有可伸缩性(scalability)的原因。如果没有某种程度的可伸缩性,信息披露制度将难以适用,正是这个原因,信息过载的论点偶尔会被 SEC 提及。^[315]

信息过载论点根植于消费领域监管(consumer regulation),并因其直观的吸引力和几乎无所不在的信息披露监管而被输出到现代行政国家的其他监管领域。然而,这一论点在其最初的背景下仍然最具说服力:消费领域监管。^[316] 在消费领域监管中,信息的使用者可能是缺乏积极性的、不精明的,而强制披露则是对更传统的监管模式的取代,如对高风险活动或产品的完全禁止或限制,或不合意的合同条款。^[317] 相比之下,证券监管中的信息披露使用者通常更为成熟,受经济利益的驱使去处理信息。证券市场 and 消费市场在另一个重要方面是不同的:在

[314] See, e. g., Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L. Q. 417 (2003) (概述以信息过载为由反对强制披露的论点)。

[315] See, e. g., Sarah N. Lynch, *SEC Chief Concerned Investors Face EC Chief Concerned In*, REUTERS (Oct. 15, 2013), <https://perma.cc/59D6-QBFU>; White, *supra* note 303.

[316] See generally Omri Ben-Shahar & Carl E. Schneider, *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure* (2014) (从消费者监管的角度讨论反对强制披露的案例)。此外,关于证券监管中信息过载的经典文章依赖于消费者监管和会计研究的研究,这些研究预示着计算机技术广泛用于分析信息,包括 XBRL 格式的信息。See Paredes, *supra* note 313, at 436-43, 475, citing James R. Bettman et al., *Constructive Consumer Choice Processes*, 25 J. CONSUMER RES. 187 (1998); Russell Korobkin, *The Efficiency of Managed Care “Patient Protection” Laws: Incomplete Contracts, Bounded Rationality, and Market Failure*, 85 CORNELL L. REV. 1 (1999).

[317] 即使在消费者监管领域,反对强制披露的理由也很模糊。See, e. g., Ryan Bubb, *TMI? Why the Optimal Architecture of Disclosure Remains TBD*, 113 MICH. L. REV. 101 (2015).

证券市场中,信息是通过证券的价格传递的,因此信息披露的效用应该根据信息的边际使用者(marginal user)而不是信息的普通使用者(average user)来评估。

关于证券监管信息过载属于现实问题的实证证据较为缺乏。2016年7月,在被问及投资者是否受到信息过载时,SEC 时任主席玛丽·乔·怀特没有引用最近有关证券投资者的研究;相反,她引用了一项为期8年的投资者电话调查,并援引了消费监管领域的素材。^[318] 投资者不认为某些披露规则或披露格式有帮助通常被解释为投资者信息过载。^[319] 另外,充分的坊间证据表明,机构投资者并未受制于公司信息过载,实际上要求更多的披露信息。^[320] 此外,SEC 投资者咨询委员会——一个代表实际投资者观点的委员会——在2016年得出的结论是,“从整体市场角度来看,现实情况是,大多数市场参与者并不觉得自己身边充斥着无用信息”。^[321]

还有其他理由解释为什么信息过载论点不应阻止 SEC 解决重大性盲区问题。我的提议所带来的额外信息披露可能是有限的。相应地,处理额外披露的边际成本未必高,因为投资者已经熟悉相关公司所披露的信息。此外,信息过载论点通常认为,信息披露只针对散户投资者或不成熟的投资者。然而,现代金融市场的现实表明,散户投资者的

[318] See Letter from Mary Jo White, Chair, Sec. & Exch. Comm'n, to Sen. Elizabeth Warren, at 6 n. 21 – 22 (July 22, 2016), <https://perma.cc/2LD7-V65V>.

[319] See, e. g., David F. Larcker et al., *Stanford Graduate Sch. of Bus., 2015 Investor Survey: Deconstructing Proxy Statements—What Matters to Investors* 1 – 2 (2015), <https://perma.cc/MG3D-ZEGY>.

[320] See, e. g., Eleanor Bloxham, *Do Investors Have Too Much Information?*, FORTUNE (Oct. 29, 2013), <https://perma.cc/72JY-75LD> (提供有关对专业投资者进行非正式调查的信息,发现他们不同意投资者信息过载理论,并希望看到公司披露的其他信息); See also Foley, *supra* note 243 (建议伯克希尔·哈撒韦公司扩大披露范围); Browning, *supra* note 243 (详述的伯克希尔·哈撒韦公司目前信息披露忽略了投资者的重要信息)。

[321] *Letter from SEC Investor Advisory Committee to Division of Corporation Finance*, U. S. Securities & Exch. Comm'n (June 15, 2016), <https://www.sec.gov/comments/s7-06-16/s70616-22.pdf>.

数量在下降,成熟的机构投资者也在增加。^[322] 机构投资者往往拥有庞大的团队和复杂的计算机模型,能够处理大量的信息。同样重要的是,因为最大的公司广受关注,散户投资者可以利用投资分析师、评级机构和其他信息中介机构进行信息的二次分析。解决重大性盲区的建议,不但不会导致信息过载,反而可能提高二次分析的质量,从而对散户投资者和机构投资者都有利。从投资者的角度来看,被称为“信息过载”的担忧与企业有效地提供信息有关,SEC 已经将这一担忧作为信息披露有效性倡议的一部分加以解决。

3. 自愿披露的替代方案

与自愿披露制度相比,关于联邦强制信息披露制度可取性和有效性的学术争论,是证券监管领域持续时间最长、范围最广的争论之一。^[323] 简言之,对强制信息披露的反对意见是,强制披露是多余、浪费的,因为根据投资者的需求,企业已经有了主动披露最有效信息的动机。^[324] 与之相对,强制信息披露制度的捍卫者辩称,强制性披露是解决缔约和协调问题的最佳工具,^[325] 在没有强制性披露的情况下,公司有充分的动机来减少信息披露。^[326]

如果在现行强制信息披露制度下出现重大性盲区,其很可能也会出现在自愿披露制度中,除非投资者通过讨价还价获取信息的效率有

[322] See, e. g., Donald C. Langevoort, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 VA. L. REV. 1025, 1025-26 (2009).

[323] See supra note 205 and accompanying text.

[324] See Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, 15 CARDOZO L. REV. 909, 928 (1994) (认为市场效率消除了强制披露制度的必要性,因为由法定制度提供的信息将由市场提供); Romano, supra note 205, at 2426-28 (支持竞争性联邦制和发行人选择制度); See also Choi & Guzman, supra note 205, at 907-08 (通过可移植互惠机制提出自愿披露制度); Stephen Choi, *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*, 88 CAL. L. REV. 279, 282-84 (2000) (提议建立一个系统,允许成熟的投资者决定他们需要披露什么)。

[325] See John C. Coffee, Jr., *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 NW. U. L. REV. 641, 691-93 (1999); Edward Rock, *Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure*, 23 CARDOZO L. REV. 675, 685-88 (2002).

[326] See Id.; See also Fox, supra note 205.

所提高。没有理由相信情况会是这样,事实上,大公司在这方面带来了更多的挑战。这些公司的规模,其证券的普遍性,以及投资者多样化的投资需求实际上使大公司的证券成为投资者投资组合中的必备资产,这反过来削弱了投资者讨价还价的能力。投资者不再寻求广泛的信息谈判策略,而是更容易接受提供的信息披露。^[327] 第二部分的案例研究表明,即使投资者和分析师公开批评公司的信息披露做法或要求提供额外的信息,大型公司已倾向于披露不充分的信息。^[328]

六、结论

最近一篇被广为传阅的关于证券监管的文章开宗明义指出:“当下的证券监管面临着非比寻常的压力。”^[329] 其他著名的评论家也谈到了联邦证券监管的“范式转变”,日益增长的经济复杂性、遏制系统性风险的努力以及私人证券市场的兴起等因素在很大程度上超出了 SEC 信息披露制度的范围。^[330] 本文指出了另一方面现象,表明需要重新考虑部分现有的证券监管体系。当重大性标准——披露制度的核心组成部分——适用于大公司时,会出现重大性盲区。尽管重大性标准最初是为了测量信息及降低其复杂性,但适用于大型企业时,其也具有令复杂性更加费解和隐藏重要信息的效果。如本文所示,重大性标准使微软公司、伯克希尔·哈撒韦公司和谷歌公司等大型公司能

[327] 尽管积极的对冲基金确实与公司打交道通常是成功的,但他们的目标是要求特定的公司行动或策略,而不仅仅是额外的披露。See Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, *supra* note 238.

[328] See *infra* notes 242, 243, 319 and accompanying text.

[329] Langevoort & Thompson, *supra* note 26, at 337.

[330] See e. g., Hu, *supra* note 26 (认为以信息披露制度为核心的信息披露模式不充分,在金融创新所带来的复杂现实面前正在走向失败); Steven M. Davido (Solomon), *Paradigm Shift: Federal Securities Regulation in the New Millennium*, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 339 (2008) (表明公共资本市场被逐渐兴起的私人金融市场所挑战); Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. ILL. L. REV. 1 (2004) (认为某些金融交易的复杂性阻碍了成熟投资者将披露的信息纳入投资决策)。

够仅凭公司规模而规避披露重大事项。而这种不披露又有可能造成市场扭曲,损害投资者利益,这种动态关系与证券监管的核心目标背道而驰。

作为其信息披露有效性倡议和对信息披露制度持续监督的组成部分,SEC 应借此机会进一步研究重大性盲区的成因、规模,以及任何可能防止或至少减轻其有害影响的潜在改革。此外,重大性盲区的存在提醒人们不要依赖原则导向的信息披露要求,如基于重大性标准中的原则,而忽视了更具体的规则导向的要求。虽然原则导向的信息披露要求在信息披露制度框架中可以发挥作用,但本文表明,此类要求也可能产生不良影响,尤其是当此类要求适用于大公司时;这些影响难以观察,而且在很大程度上被忽略。此外,SEC 不应放弃使用定量阈值的披露要求,而应研究此类要求是否可以作为防止信息披露不足的安全网。最终,SEC 应适当均衡原则导向和规则导向的信息披露要求,并将其作为使命的一部分,以确保披露制度产生资本形成、市场效率、竞争性经济以及最重要的投资者保护所需的丰富信息环境。

附录:简要理论框架

本附录提供了一个简化的理论框架,旨在说明证券披露制度的各种特征如何以及何时导致重大性盲区。这一理论框架借鉴了本文主要部分所提供的信息,包括对披露制度架构的讨论、重大性标准的定义和使用、对具体披露要求的分析,以及3个大公司5年和10年期间信息披露产出的案例研究。与其他理论模型一样,该框架包含某些简化假设,并对不同类别(在这种情况下,披露需求和报告实体)进行必要的概括。这一一般理论框架可以根据具体情况加以完善或调整。本次迭代旨在作为监管机构和学术界未来研究重大性盲区现象,或更广泛地说,企业规模与企业信息产出之间的相互作用的出发点。本部分理论框架试图补充文章对重大性盲区的分析,但这一分析的有效性和相关政策建议的优劣性并不取决于理论框架的描述能力。

考虑到这些注意事项,本附录结构如下:第(一)部分说明了重大性标准如何影响不同规模公司的披露产出。第(二)部分定义了一个

监管标准——规模中立性——并将其应用到现有的披露制度，以说明位于规模频谱上的大公司存在重大性盲区。

（一）重大性披露标准和所需信息披露量

公司应予披露的信息量由证券披露制度的监管要求决定，并与个别公司的特殊特征相关。为了分离基于公司规模的信息披露量，我们可以假设公司在所有方面都是同质的，但其规模除外，或者随着时间的推移一并考察一家公司的规模增长情况。我们可以通过多种方式衡量公司规模：参考目前在信息披露制度中使用的一些指标，如公众持股量、年营业收入和登记的股东数量；^[331] 参考其他客观指标，如市值或企业价值；参考员工人数、资产价值，或子公司的数量；或使用综合指标。^[332]

界定因变量（信息披露量）是一个更大的挑战。我们可以根据公司基于信息披露要求所产生的信息单位来考虑信息披露量。例如，在披露重大合同的要求下，信息披露量可以指该重大合同所包含的信息单位，^[333] 当要求披露公司的财务状况和经营成果时，提供财务信息的详细程度可以转化为信息单位。^[334] 我们应该进一步假设，每一个标准化的信息单位都具有相等和恒定的边际效用。

图 1 说明了基于公司规模的所需信息披露量。X 轴代表公司的规模，而 Y 轴代表根据强制信息披露要求产生的信息披露量。^[335]

[331] See *supra* note 55 – 59 and accompanying text.

[332] See Georgiev, *supra* note 14 (论不同企业规模指标的利弊)。

[333] 参见前文第二（一）部分，论重大合同的披露要求及相关实例。

[334] 参见前文第二（三）部分，论财务信息披露要求及相关实例。

[335] 尽管企业有时会主动披露信息，但自愿性披露的数量是无法预测的，也不在理论框架之内。只有当大公司自愿披露由于重要性标准的实施而导致强制性披露要求无法捕获重要信息时，框架中自愿披露的遗漏才成为问题。正如第五（三）部分所讨论的，企业不太可能通过自愿披露来弥补重大性盲区。与此相反，公司通常看重避免披露的能力：从第二（一）部分说起，当微软公司没有被要求披露其 76 项私人并购交易的收购协议时，其没有自愿披露任何协议；在绝大多数情况下，其也没有披露有关交易的最低限度的信息。

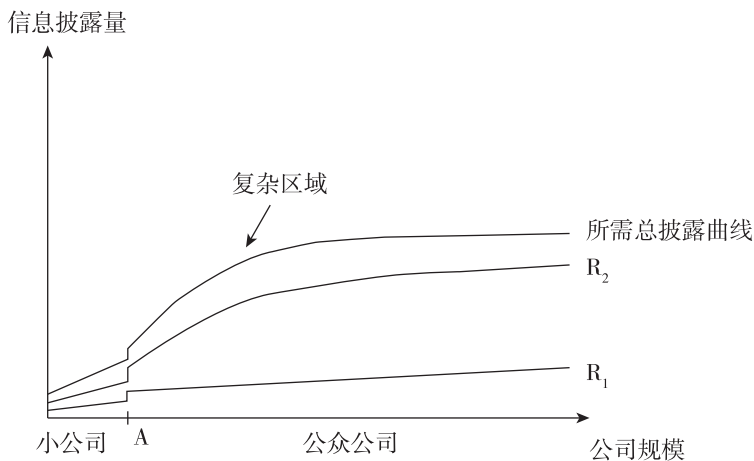


图1 基于公司规模的所需信息披露量

正如第一(三)部分所讨论的,信息披露制度包含采用重大性标准的规则和不采用重大性标准的规则。所需总披露曲线是两个组成曲线 R_1 和 R_2 的总和。第一条构成曲线 R_1 表示根据披露要求披露的信息,这些披露要求不符合重大性标准。我们可以预期,根据这些要求需要披露的信息量将随着公司规模大致成比例地增加。例如,公司规模越大,根据 S-K 规则需要披露的关联方交易就越多。^[336] 以百分比(如资产百分比)^[337] 表示的披露要求提供了一个更强有力的联系,因为根据我们的简化假设因变量——也就是信息披露量,是独立变量——也就是公司规模(此处用资产表示)的百分比。

第二条构成曲线(R_2)表示根据重大性要求进行信息披露生成的信息。我们可以预期,随着公司规模的扩大,此类信息披露也会增加,但最关键的是,增长率在某一特定点之后开始下降,因为随着公司规模的扩大,每一个边际事项(如交易、诉讼或投资项目)对公司的重要性可能不大。换句话说,当公司进入我所说的“复杂区域”时, R_2 曲线开始变平缓。企业规模越大、越复杂,就越不可能有其他事项影响到“信息的总体组合”——这是嵌入在重大性标准中的尺度。因此,公司规模

[336] See supra note 85&221 and accompanying text.

[337] See supra note 87&156 and accompanying text.

越大,额外事项就越不可能成为重大事项而应当予以披露。事实上,对于最大的公司来说, R_2 可能会开始下降,因为对于这些公司来说,几乎没有能改变可用信息的总体组合。将 R_1 和 R_2 组合形成了所需披露 (total required disclosure curve) 总曲线。与 R_2 一样,所需披露总曲线也受重大性标准的影响。所需信息披露量不随公司规模线性增加。相反,当企业超过一定规模时,所需披露总曲线显示出所需披露边际比率减小(甚至可能变为负值)的区域。

所需披露曲线的一个特殊特征是 X 轴上 A 点处发生的转折。这反映了在第一(二)部分中讨论的 EGCs 和较小报告公司获得的披露豁免。事实上,披露要求在 A 点之后发生了变化:公司不再小到能够利用披露豁免,而是受到全面披露制度的约束。^[338] 虽然这三条披露曲线的形状不是根据经验得出的,但这些形状是通过对相关披露要求、第二部分讨论的公司披露实践以及对重大性标准一般适用的分析得出的。

(二) 信息披露的规模中性比率 (size - neutral rate)

为了准确界定重大性盲区,我们至少需要对不同规模的公司所需披露的数量有一个大致的概念。推导出所需披露的最佳比率不在本文研究的范围研究之内,最佳比率取决于政策偏好和各种技术假设。^[339] 取而代之的是,本文采用了一个通用的监管标准——规模中性,其提供了一种常识性的方法来定义不同规模公司所需的信息披露量。规模中性披露率是指不同规模公司的相对披露成本不存在差异的披露率。如果要求所有公司以规模中性披露率进行披露,从成本角度看,披露制度不会对一些公司有利而对其他公司不利,这将消除第四部分中讨论的规模优势和市场扭曲。偏离规模中性披露率可能有合理的政策理由,就小公司而言,会要求它们披露较少的信息,以促进资本形成。事实上,这是《JOBS 法》和《FAST 法》背后的驱动力。也难以证明偏离规模

[338] 为了简单起见,我将 EGC 和较小型报告公司归入单一的“小公司”类别,因为此类公司不会影响分析。有关 EGC 和小型报告公司的具体要求,见前文第一(二)部分。

[339] 根据公司规模概念化,最佳披露率的一种方法是,考虑向投资者披露(改进的监督)和向公司披露(改进的公司治理)的边际收益,以及向投资者(信息处理)和公司(产生披露和公司间效应)披露的边际成本。我们可以预期,随着公司规模增加,边际收益会增加,而边际成本会减少,从而导致最优披露曲线是向上倾斜和凹的。

中性的披露率将导致大公司披露信息量不足。

考虑公司因披露而承担的成本(包括合规成本和企业间成本)的方法是将其视为“监管税”(regulatory tax)。信息披露要求可以在不同规模的公司以相同税率“征税”的情况下制定。例如,该制度可以试图将所有公司的合规和企业间成本设定为其自身市值的1%。在这种情况下,所有公司的监管税率都是一样的,即1%。这样的披露率是规模中性的:既不是递减的(大公司相对于小公司的收益)也不是递增的(小公司相对于大公司的收益)。

假设一个披露单位包含一个成本单位,那么规模中性的披露率应当用一条直线表示,如图2所示。直线的斜率取决于所选的比率。结合第一部分所讨论的与所需披露总量相关的见解以及本文得出的规模中性披露率,得出了重大性盲区现象的理论框架,如图2所示。

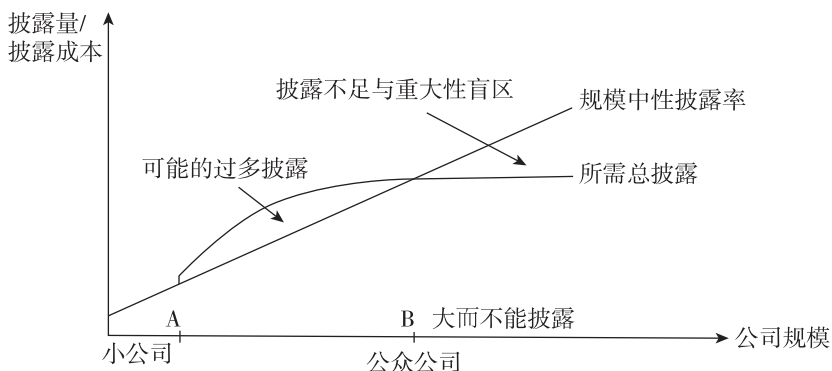


图2 所需总披露和规模中性披露率

所需披露总曲线(受重大性标准影响)和规模中性披露率线之间的相互作用导致了横坐标上的三个不同类别的公司:小公司、“大而不能披露”的公司以及介于两者之间的公司。当公司大于横坐标上的B点时,规模中性披露率超过所要求的信息披露量。在这方面,披露规则要求的披露水平低于规模中性披露率。换言之,我们观察到由于重大性标准导致的信息披露不足。寻求解决重大性盲区现象的政策干预可以实施额外的披露要求,这将提高这一领域所需披露总曲线,并将其与

规模中性披露率相匹配。

可以肯定的是,这些曲线不是凭经验导出的,这些曲线可能有不同的斜率,进而可能导致它们在横坐标的不同点相交。然而,作为一个几何问题,大企业的披露不足和重大性盲区的存在取决于两个条件。第一个条件是对所有公司采用规模中性披露率的政策:假设披露的边际成本不变,规模中性披露率用一条直线表示。第二个条件是,所需披露总曲线显示出边际披露率降低(或变为负值)的区域;这一点得到了重大性标准的司法定义及其应用于不同规模公司的支持。显示出这一特征的所需总披露曲线至少部分位于向上倾斜的直线(规模中性披露率)之下,这意味着理论上总会有一些公司披露的信息量不足。^[340]

如图 2 所示,对于中间类公司(介于 A 点和 B 点之间),所需总披露曲线高于规模中性披露率。这表明,可能会要求这一中间类别的公司披露比他们的大型同行更多的信息(并承担更高的成本)。如果是这样的话,那么对这类中间类公司的信息披露要求可能太高了。然而,这一结果不是通过线的几何形状所要求的,而是取决于所需披露总曲线的实际形状和我们设置规模中性披露率的水平。

这个框架是有用的,因为它说明了现行披露制度对大公司的监管补贴。由于重要性标准的应用,“大而不能披露”的公司(那些在横坐标上的 B 点的权利)需要以低于规模中性披露率的比率披露信息,这意味着它们相对于较小的公司(在 B 点的左边)处于特权地位。如果我们希望取消这种补贴,并确保规模中立,所需披露总曲线(监管制度)应遵循规模中性的披露率。根据第五部分的提议,由最大的公司进行的额外披露将着力解决重大性盲区现象。

值得注意的是,简化的理论框架只考虑了公司信息披露的成本,却没有考虑到第三部分所讨论的、信息披露对投资者保护和公司治理影响的净收益。使用规模中性披露率背后的政策目标仅仅是对不同规模的公司一视同仁。如果我们想考虑信息披露对投资者保护和公司治理

[340] 然而,如果大小中性披露率线与所需总披露曲线相交到横坐标上最大公司的右侧,那么这可能是一个空集合。

的全部净收益,那么,最佳披露曲线可能会高于规模中性披露率。这些额外的收益将支撑提高大公司的披露要求,以解决本文讨论的重大性盲区问题。

(编辑:陈长青)