

公司强制性披露制度的历史需求*

[美] 乔尔·塞利格曼** 著 刘 恂*** 译

译者评注: 乔尔·塞利格曼(Joel Seligman), 现任罗切斯特大学名誉校长和教授, 华盛顿大学的名誉院长和教授, 学术研究集中在证券监管领域, 代表性成果有《华尔街变迁史: 证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程》、合著《美国证券监管法基础》等。

自 20 世纪 60 年代以来, 美国学界围绕公司强制性披露制度必要性这一问题掀起了新一轮批判热潮, 这些批判性研究涉及制度存续的根本, 可能会减少证券监管技术所能得到的政治性支持。但是, 现有的批判性观点都未充分考虑该制度设立的历史证据, 因而存在对其论证周延性的疑问。评判某种理

* Joel Seligman, *The Historical Need for A Mandatory Corporate Disclosure System*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 9, 1983. 作者的这篇文章旨在纪念威廉·L. 盖瑞(William L. Cary), 他是公司强制性披露制度的拥护者, 也是作者在公司法研究方面的一位杰出好友。摘要及关键词为译者所加。

** 加利福尼亚大学洛杉矶分校学士, 哈佛大学法学博士, 西北大学法学院教授, 乔治华盛顿大学访问学者(1983 ~ 1984 年)。

*** 武汉大学法学院博士研究生。

论的关键在于其假设能否契合现实情况。本文通过梳理该制度设立的整个立法过程及研究报告等相关历史材料,还原了美国公司强制性披露制度的设立及演进过程,并对公司强制性披露制度的5个主要支持性论点进行了依次验证,以此分析促成该制度形成并发展的现实问题,从而证明了美国证券交易委员会(SEC)公司强制性披露制度的设立必要性。

随着经济形势和理论研究等方面的发展变化,公司强制性披露制度的具体规则固然需要作出相应调整,但是公司强制性披露制度是否有改革必要,在很大程度上还应当受到导致该制度设立的各种问题的影响。这不仅要了解那些导致其授权法规颁布的详细情况,而且还要意识到这些问题可能会再次出现。20世纪70年代关于小额发行豁免和私募发行豁免的相关披露规则研究中,SEC在对相关影响进行充分研究之前就建议大幅增加美国《1933年证券法》第3(b)条的豁免范围。本文认为,此举忽视了那些促使制度设立的历史问题,是对公共利益和投资者保护的履职不足。

美国公司强制性披露制度的演进过程,是一系列历史妥协和博弈的结果。该文较为全面地整理了当时学界、实务人士和政府部门的考量因素和争议焦点,无论是对公司强制性披露制度演进过程中历史需求的关注,还是对当下规则调整过程中如何运用历史性研究范式的呈现,都对提升我国证券监管能力、完善信息披露制度具有较大的借鉴意义。

摘要:自20世纪60年代以来,围绕公司强制性披露制度必要性这一问题掀起了新一轮批判热潮。本文强调了历史性研究对于证券监管工作的重要性,指出相关的批判性观点大多从理论角度展开,未充分考虑该制度的历史证据。本文是从历史角度考察SEC公司强制性披露制度的必要性,回顾了美国构建该制度的整个立法过程及相关材料,分析了导致该制度形成并发展的现实问题,并就该制度实施前后的证券市场信息披露状况进行了对比研究,不仅验证了该制度支持者的相关观点,回应了对制度必要性的疑问,而且为相关的制度改革提供了思路。

关键词:公司强制性披露制度 历史证据 虚假陈述 证券欺诈

自美国《1933年证券法》(Securities Act of 1933)^[1]出台以来,公司强制性披露制度^[2]频频成为争论焦点。最初,饱受批判的是其中的民事责任条款。^[3]在该条款被美国《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)修订之后,美国《1933年证券法》的法定静默期(statutory waiting period)制度和小额发行注册豁免(small issue exemptions)制度的批评则贯穿整个“新政”期间(New Deal period)。^[4]事实上,这些在“新政”期间对SEC的公司强制性披露制度持批评态度的人都没有质疑过公司强制性披露制度的必要性,他们只是认为美国《1933年证券法》的某些条款太过严厉,将不必要地阻碍资本形成。^[5]然而,第二次世界大战后新股发行市场的强势复兴,^[6]直接驳斥了有关公司强制性披露制度及其SEC执行机制严重阻碍新股发行(至少对大公司而言)的说法。

1964年,经济学家乔治·斯蒂格勒(George Stigler)发表了一篇被大量引用的论文^[7],掀起了针对SEC公司强制性披露制度的新一轮批判

[1] 15 U. S. C. § 77a - 77aa (1976 & Supp. V 1981).

[2] 就本文而言,“公司强制性披露制度”或者“SEC公司强制性披露制度”是指在按照美国《1933年证券法》规定发行新股和按照美国《1934年证券交易法》规定向股东提交年度报告和定期报告的时候,商业公司应当公开的信息。15 U. S. C. § 78a - 78m (1976 & Supp. V 1981). 本文不是要分析美国《1934年证券交易法》的要约收购和公司回购条款,也无意试图分析其他法规规定的强制性披露制度。

[3] J. Seligman, *The Transformation of Wall Street*, Houghton Mifflin, 1982, pp. 77 - 81.

[4] 同前注[3],第160页、第235~237页。有一次,富兰克林·D. 罗斯福(Roosevelt)总统也催促SEC简化其“加快中小企业融资……”的规定。同前注[3],第204页。

[5] 同前注[3],第77页。参见公司律师亚瑟·迪恩的代表性意见,他是当时《1933年证券法》的主要批判者。

[6] 1935~1944年,证券交易委员会共登记了价值240亿美元的证券。在1945~1954年的10年中,已登记证券有670亿美元。在1955~1964年的10年中,已登记证券有1550亿美元。在1965~1974年的10年中,已登记证券有5430亿美元。在接下来的6年又1/4年的时间里,即1975~1980年,已登记证券价值5200亿美元。46 SEC ANN. REP. 132 (1980). 换句话说,平均每年已登记证券的价值从1935~1944年的24亿美元增长至1945~1954年的67亿美元,再增长至1955~1964年的155亿美元,再增长至1965~1974年的543亿美元,最后增长至1975~1980年的832亿美元。

[7] See George Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, Business Lawyer (ABA), Vol. 37, 1964.

热潮。斯蒂格勒、乔治·本斯顿 (George Benston)^[8] 和亨利·曼尼 (Henry G. Manne)^[9] 对公司强制性信息披露制度的必要性提出了疑问。尽管他们的著作在学界获得了相当多的关注,但是直到目前,对证券监管的实际影响似乎很少或者几乎没有。例如,《1977年SEC咨询委员会关于公司信息披露的报告》(1977 Report of the SEC's Advisory Committee on Corporate Disclosure)(以下简称《1977年咨询委员会报告》)的部分内容受到斯蒂格勒和本斯顿观点的启发,其中的结论“基于SEC在1934年产生以来对其的执行和发展,由国会通过美国《1933年证券法》和美国《1934年证券交易法》建立的信息披露制度是合理完备的,无须进行彻底改革或者革新”,含蓄地驳斥了他们对公司强制性披露制度的批判。^[10]

SEC的《1977年咨询委员会报告》没有终结这场关于公司强制性披露制度的争论。在它出版后的6年期间,对公司强制性披露制度的批判

[8] 本斯顿批判SEC公司强制性披露制度的主要文章和书籍按照时间顺序排列如下:
The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements, *The Accounting Review*, Vol. 44, 1969(以下简称《会计价值》); *The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, in H. Manne ed, *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1969. p. 23(以下简称《有效性与影响性》); *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, *The American Economic Review*, Vol. 63, 1973(以下简称《披露要求与股票市场》); *Corporate Financial Disclosure in the UK and USA*, Lexington Books, 1976(以下简称《公司财务披露制度》); *Required Periodic Disclosure under the Securities Acts and the Proposed Federal Securities Code*, *University of Miami Law Review*, Vol. 33, 1979; *The Costs and Benefits of Government – Required Disclosure: SEC and FTC Requirements: An Appraisal*, in D. DeMott ed., *Corporations at the Crossroads: Governance and Reform*, McGraw – Hill, 1980(以下简称《成本和收益》)。

[9] See H. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, The Free Press, 1966; H. Manne & E. Solomon, *Wall Street in Transition*, New York University Press, 1974.

[10] See House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess., Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission (Comm. Print 95 – 29, 1977)(引用其中第2页的附件)(以下简称咨询委员会报告)。SEC有一份关于强制公司披露制度的早期报告,俗称“小麦报告”(The Wheat Report),实际上具有明显的技术性,只简短地讨论了授权披露制度的必要性。SEC, *Disclosure to Investors: A Reappraisal of Administrative Policies under the 33 And 34 Securities Acts* 5 – 6, 49 – 51 (1969)(以下简称小麦报告)。

几乎成为家常便饭。克里普克(Kripke^[11])、菲利普斯(Phillips)、泽克(Zecher^[12])和卡梅尔(Karmel^[13])以及沃尔夫森(Wolfson^[14])、斯科特(Scott^[15])和贾雷尔(Jarrell^[16])的文章篇幅较长,其批判性内容全部或大部分集中于SEC的公司强制性披露制度。当时对这一制度的批判性研究中有两个方面特别值得关注:首先,克里普克、菲利普斯、泽克、卡梅尔、沃尔夫森对公司强制性披露制度持批判态度,但他们都是SEC的前雇员。一个机构如此多的前雇员几乎同时发表对该机构重要项目的批评,这很令人震惊,特别是该机构历史上一直像SEC^[17]那样备受好评,该项目长期以来一直都被视为该机构管理得最成功的项目之一。^[18]其次,这些针对公司强制性披露制度的批判性研究可能已经对证券监管产生了影响。自《1977年咨询委员会报告》发布以来,美国国会和SEC对《1933年证券法》项下的小额发行注册豁免范围进行了大幅扩展。^[19]美国国

[11] See H. Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of A Purpose*, Law and Business, Inc./Harcourt Brace Jovanovich, 1979.

[12] See S. Phillips & J. Zecher, *The SEC and the Public Interest*, MIT Press, 1981.

[13] See R. Karmel, *Regulation by Prosecution: The Securities and Exchange Commission vs. Corporate America*, Simon & Schuster, 1982.

[14] See Wolfson, *A Critique of the Securities and Exchange Commission*, Emory Law Journal, Vol. 30, 1981.

[15] See Scott, *Insider Trading: Rule 10b - 5, Disclosure and Corporate Privacy*, The Journal of Legal Studies, Vol. 9, 1980.

[16] See Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Securities Issues*, Journal of Law & Economics, Vol. 24, 1981.

[17] See e. g., The Observation of the 1949 Hoover Report on Regulatory Commission, 证券交易委员会是“最好的一个独立委员会的杰出例子”。See Task Force Report on Regulatory Commissions [Appendix N] Prepared for the Commission on Organization of the Executive Branch of the Government 144 (1949).

[18] 同前注[3],第561页的讨论部分。

[19] 1978年5月21日和1980年10月21日通过的三项法案,国会将SEC依照第3(b)条规定的完全豁免权限中的证券发行金额上限从50万美元增加至500万美元。See Securities Investor Protection Act Amendments of 1978, Pub. L. No. 95 - 283, § 18, 92 Stat. 249, 275 (1978); Act of Oct. 6, 1978, Pub. L. No. 95 - 425, § 2, 92 Stat. 962 (1978); Small Business Investment Incentive Act of 1980, Pub. L. No. 96 - 477, § 301, 94 Stat. 2275, 2291 (1980). SEC在豁免基础上增加了证券可销售数量,以此作为D条例(Regulation D)的构成部分。See Regulation D, 17 C. F. R. § § 230.501 - 506 (1982).

会还否决了 SEC 关于市政债券的立法动议^[20]和美国联邦贸易委员会 (FTC) 关于每份人寿保险保单的销售相当于美国《1933 年证券法》招股说明书的倡议^[21]。尽管美国国会和 SEC 作出这些决定的缘由很复杂, 但是之后的 20 年里对 SEC 强制性公司披露制度的根本性批判可能减少了强制披露监管技术所能得到的政治性支持。

之后对 SEC 公司强制性披露制度的批评大多是基于金融理论 (特别是有效市场假说^[22] 和投资组合理论^[23]) 的重大发展, 或者是基于代

[20] See the SEC's Legislative Proposals Were Published in Final Report in the Matter of Transactions in the Securities of the City of New York (1979).

[21] See FTC, Life Insurance Cost Disclosure Appendix X (1979), 一项由 FTC (联邦贸易委员会) 的消费者保护局和经济局提交的报告, 用于详细拟定关于人寿保险成本披露的州政府规定。次年, 国会大大缩减了联邦贸易委员会在商业保险方面的研究开展和报告编制的权力, “只有在得到参议院商业、科学和运输委员会或者众议院州际和外商委员会的多数成员同意后, 联邦贸易委员会才可以批准相关申请。对于在国会期间提出的研究申请, 相关批准将在国会结束时终止”。Federal Trade Commission Improvements Act of 1980, Pub. L. No. 96 - 252, § 5, 94 Stat. 374, 375 (1980).

[22] 但是, 应当注意的是, 现有的有效市场研究是能够支撑强制公司披露制度的必要性。价格总能“完全反映”所有可用信息的市场被称为“有效市场”。按照法玛的理论, 有效市场研究主要有三类: 弱式检验研究市场价格是否充分反映历史性价格数据; 半强式检验用于测量市场价格是否反映所有公开的可得信息; 强式检验关注市场价格是否充分反映了包括非公开信息在内的所有信息。See Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol. 25, 1970. 如果能够证明存在有效市场假设的强式状态 (证券价格能够反映所有信息, 包括非公开信息), 那么强制公司披露制度的实例会受到质疑。这些结果将表明, 强制披露并不能显著改善投资状况。

但是, 强式检验的结果显示, 公司内部人士和证券交易所专家都受益于其信息优势。有几个强式检验还关注了公司高管、董事或持有公司普通股 10% 或以上的股东的交易记录。显然, 这些检验都是不完整的。例如, 根据美国《1934 年证券交易法》第 516 条 [《1976 年美国法典 (U. S. C.)》第 15 卷第 578 条] 的规定, 与朋友或者亲戚之间的交易需要报告他们的交易。这些遗漏将使检验结果发生偏差, 即认为公司内部人士的交易记录与仅依赖公开数据的交易者相似。尽管如此, 洛里和尼德霍夫利用这些数据报告说, “内部人士是价格大幅变化的超前预测者”。See Lorie & Niederhoffer, *Predictive and Statistical Properties of Insider Trading*, The Journal of Law and Economics, Vol. 11, 1968. 最近的研究也发现内部人士比非内部人士更能成功地交易自己公司的股份。See Pratt & Devere, *Relationship between Insider Trading and Rates of Return from NYSE Common Stocks*, in Lorie & Breasley eds., *Modern Developments in Investment Management*, Dryden Press, 1978; Jaffe, *Special*

理理论和公司理论。^[24]本文的主旨在于指出这些批评观点都忽视或者

Information and Insider Trading, The Journal of Business, Vol. 47, 1974; and Finnerty, *Insiders and Market Efficiency*, The Journal of Finance, Vol. 31, 1976. 类似地,尼德霍夫和奥斯本通过一个小样本表明,交易所专业人士对自己账户的交易有80%以上都是获利的。See Niederhoffer & Osborne, *Market Making and Reversal on the Stock Exchange*, Journal of the American Statistical Association, Vol. 61, 1966. 许多研究发现,关于公司营业范围的数据披露能够使投资者做出的盈利预测优于他们依靠综合数据做出的预测。See Collins, *SEC Product - Line Reporting and Market Efficiency*, The Journal of Financial Economics, Vol. 2, 1975; Collins, *SEC Line - of - Business Reporting and Earnings Forecasts*, The Journal of Business Research, Vol. 4, 1976; Collins & Simonds, *SEC Line - of - Business Disclosure and Market Risk Adjustment*, Journal of Accounting Research, Vol. 17, 1979. 总体而言,这些研究表明,相较于公众,拥有未公开重大投资信息的人群是具有交易优势的。

[23] 投资组合理论没有驳斥强制披露制度的必要性。See W. Sharpe, *Portfolio Theory and Capital Markets*, McGraw - Hill Book Company, 1970. 夏普模型设想将每个证券(和每个投资组合)的风险分为 α (非市场预期回报)和 β (证券超额回报对市场投资组合的敏感性)两个部分。由于证券的大部分或全部 α 风险可以分散开来, β 系数提供了投资组合的预期回报。采用投资组合理论的投资者信息需求可以在很大程度上简化为确定 β 值。

但是,投资组合理论不能直接解决投资者的全部信息需求。虽然该理论表明了投资决策在很大程度上是取决于历史股价情况,但它没有解决允许欺诈行为的增加将对证券价格造成的影响,以及如果不强制公布重大投资信息,可能会导致管理层薪酬或承销成本过高。从逻辑上讲,只要披露所防止的欺诈和不公平的金额超过披露的成本,披露就是合理的。投资组合理论也没有解决投资者对证券市场的信心问题。但是,由于投资组合中有相当一部分证券是由个人持有的,而这些证券由于规模太小而无法得到投资组合理论的帮助,这一事实有力地表明,披露信息量的大幅减少将导致投资者数量减少。

投资组合理论之所以不影响重大投资信息需求,还有其他的技术性原因。投资组合理论依赖于 β 系数的准确预测。历史股价数据对贝塔系数的预测显然是很有价值的。但是也存在一个争议,即 β 预测既基于股价数据,又基于投资组合中特定证券的基本信息,那么这种预测是否可能像 β 系数的预测那样准确。See Rosenberg & Guy, *Prediction of Beta from Investment Fundamentals*, Fin. Analysts J. 60 May - June 1976 and 62 July - Aug. 1976. Rosenberg 和 Guy 辩称,“投资组合的修正决定使得投资组合中的特定证券被出售并购买其他证券,因此,预测个别证券的 β 值就变得很有必要。”62 Id. July - Aug. 1976; at 69. 他们对公司财务结构或多元化等基本特征的研究使得他们得出这样的结论:“基本变量……实际上能比 β 值的历史数据更好地预测(风险),因为它们实现了更小的测量误差。”See also, Hakansson, *Information Needs for Portfolio Choice: Some Normative Aspects*, in Duke Second

Accounting Symposium, Abdel - Klakik & Keller eds., Financial Information Requirements for Security Analysts, 1976.

- [24] 理论上,可以认为公司强制性披露制度是没有必要的,因为已经有足够的激励让公司经理自愿地向投资者披露所有或几乎所有重要信息。这些激励措施对于新股发行而言最为必要。克里普克写道:“当资本市场上的资本供应商或者其他交易者共识性地都认为这些信息对于他们的借贷和投资决策有必要的时候,对资本市场感兴趣的发行人将自愿披露这些信息。”他还强调,“发行人之所以提供这些信息,是因为另一种选择就是放弃进入资本市场。”同前注[11],第119页。

理论上,新股发行人的自愿披露也是有可能的,因为发行人之间存在对投资者资金的竞争关系。See W. Beaver, *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Pearson, 1981, p. 13; 而且更充分的披露有降低公司融资成本的可能性, Dhaliwal, *The Impact of Disclosure Regulations on the Cost of Capital*, in Financial Accounting Standards Board, *Economic Consequences of Financial Accounting Standards*, 1981, pp. 74 - 75; 以及有些投资者能够通过谈判获取他们认为的重要信息,同前注[11],第121~123页。关于对股东的定期报告,理论上公司也会提供信息,因为金融分析师通常对披露信息的公司比不披露信息的公司更感兴趣,分析师的兴趣会使证券价格更高。参见咨询委员会报告,同前注[10],第XVII~XIX部分。管理层为公司普通股寻求较高市场价格的理由是显而易见的,而且也是强有力的。不仅因为公司经理经常会获得股票、股票期权或各种形式的股票增值权作为他们报酬的一部分,而且因为经理们在股东满意时可能会获得更高的工资和附带福利,在他们的任期内也会更有保障。同前注[11],第123页。在新股发行时的自愿披露和定期向股东报告方面,管理层将努力披露重大信息来避免承担证券欺诈责任。理论上,基于自己利益而规避欺诈责任的这一考虑,不仅会激励管理层进行披露,还将激励其他可能负有责任的人(承销商、律师、会计师等)基于自己利益这样做。参见咨询委员会报告,同前注[10],第XX部分。

近年来,几位金融理论家一直在强化这样一个理论,即公司强制性披露制度是不必要的,因为已经有足够的激励让公司经理自愿地向投资者披露所有或几乎所有重要信息。See Jensen & Meckling, *Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976. 詹森和麦克林的这篇文章经常被引用。例如,该文认为,大多数大型公共公司的所有权和控制权分离的特点有助于解释“为什么会自愿向债权人和股东提供会计报告,以及为什么管理层要聘请审计师来证明这种报告的准确性和正确性。”同前注[10],第306页。他们的论点实际是始于这样一个前提,即管理者拥有的公司股权比例越小,他们“以特权形式去侵占更多公司资源”的意愿就越强。同前注[10],第313页。这个前提的逻辑基础非常简单。拥有公司100%股份的经理将直接获得公司的所有利益。持股比例较低的经理将不得与其他股东分享对公司的直接利益。股权占比在100%以下的股东——经理显然会被诱使去寻求最大限度的特权利益或其他非金钱利益;依照定义,这种利益是以牺牲其他股东的直接利益为代价的。

由于在一个以理性预期为特征的股票市场中,公司经理和外部股东的利益冲突是显而易见的,因此外部股东会假定由内部人和外部人共同拥有的公司的股票价值将低于由单一所有者和经理持有的这些股票的价值。但是,詹森和麦克林认为,仅停留在这一点的分析是忽略了“通过监测和其他控制活动来控制所有者—管理者行为的潜力。在实践中,通常可以通过资源消耗来改变所有者—管理者获得非金钱利益的机会。这些方法包括审计、正式的控制机制、预算限制以及建立能够将管理者的利益与外部股权持有人的利益紧密关联的激励性薪酬制度等”。同前注[10],第323页。通常情况下,外部股东和公司经理都会有动机去签订一份能限制经理特权花销的合同。这样的合同应当会使得公司股票的价值增加。因此,外部股东会发现,只要公司价值的增长幅度超过了监测或激励性薪酬制度的成本,那么签订这样的合同就会符合他们的利益。同样地,“经理发现只要这些成本产生的财富净增量(通过降低代理成本,从而增加公司价值)比放弃的特权利益更有价值,那么这些成本就符合他的利益”。同前注[10],第326页。由于必须公布重要信息来确保管理人员不会以牺牲外部股东的利益为代价为自己账户进行交易或者确保其不会利用各种其他利益冲突,因此从逻辑上讲,管理人员与外部股东的监督合同有一个标准化特点,即自愿公布这些数据。

罗斯在《信息经济学与披露监管之争》(*The Economics of Information and the Disclosure Regulation Debate*, in F. Edwards Ed., *Issues In Financial Regulation*, McGraw-Hill, 1979)一文中运用信号理论得出类似的结论:“在竞争市场(没有强制披露),公司的管理者……在披露相关信息方面有着强烈的自身利益。”同前注[10],第184~185页。与詹森和麦克林一样,罗斯以“所有权和控制权的分离是现代公司的核心特征”为前提,认为这种分离意味着管理层的经济命运取决于公司的经济命运。有很多原因来解释为何会如此。最为明显的是,公司业绩受到管理层行为的影响,并将作为成员业绩的衡量标准。因此,与公司业绩挂钩的薪酬是对管理层业绩的激励。管理层薪酬不一定要通过某种特定公式直接与公司的收益或整体业绩挂钩。管理活动对公司业绩的影响仍然会将经理的命运与公司的命运联系在一起:如果公司业绩不佳,管理人员将被认为负有一定的责任,对他们服务的需求将会减少。相反,如果公司盈利,管理层将分享部分荣誉,竞争激烈的市场将推动他们的工资上涨。同前注[10],第183~184页。

但是,经理的薪酬将受到“他们在竞争性工作中所获工资水平的限制。没有一家公司会在当前工资为10万美元的情况下以100万美元的年薪聘用经理”。同前注[10],第184页。因此,与詹森和麦克林一样,Ross假设经理和外部股东的自愿合同将能够防止管理层滥用重大内幕信息。“股东不会允许一位年薪10万美元的经理自由地为自己账户在公司进行交易进而获得百万美元的收益……这是对经理所提供服务的—种过度补偿……与其说经理们将不再有动机利用内幕消息谋取自己的利益,不如说是股东们关注到了这种动机,并将签订惩罚此类活动的合同。”同前注[10],第184页。

罗斯的激励信号理论解释了此类合同可能如何运作。从他的前提来看,披露好

消息显然符合经理们的利益。信息披露将提高公司的价值,随之而来的是经理薪酬。“那些消息不好,或者根本没有消息的公司呢?正如掌握好信息的经理人有动机向市场发出信号来将自己公司与其他公司区分开来,那些没有信息的经理人也发出信号的动机。”同前注[10],第186页。这就是说,收益稳定的公司将有动机通过发布诚实的财务报告和保持稳定的股利水平来发出“没有消息”的信号,以避免与有坏消息的公司发生混淆。“有坏消息的公司就将失去依靠。它们无法与‘好消息’和‘无消息’公司的担保相提并论;因此,它们将被视作收到坏消息。”同前注[10],第187页。会不会有一些公司发布虚假的好消息呢?罗斯认为,这是不太可能的。为了让“警惕的公众”相信,他们没有虚假地传播好消息,拥有真正“好消息”的经理人们将不得不提供担保或进行保证。例如,一位经理可能会宣布“如果收入没有像他预测的那样增长,他将减薪20%。”同前注[10],第185页。或者采取更平淡一点的做法,签订一份众所周知的绩效合同或者聘请外部审计师。没有那么好消息的公司的经理们将无法与这些担保或保证相匹配。因此,从理论上讲,会得到与格雷欣法则(Gresham's Law)相反的结果。正如罗斯所说,一般来说,公司有一个从最好到最差的等级制度,如果他们的内幕信息被公开,他们的价值会发生相对变化。激励信号机制将提供一种结构,经理们将利用这种结构以一种让市场外部人士相信的方式披露他们的信息。那些拥有最好消息的公司将与那些拥有次佳消息的公司区分开来,以此类推。最底层的是那些有最坏消息的人,他们想要压制它,但由于提供那些有好消息的人提供的担保不符合他们的利益,所以最坏的消息也将有效地发出信号。同前注[10],第187页。至少来说,信号理论假设,先前已披露具体数据的公司的经理或其他公司披露这些数据的行业经理将知道,不公布这些数据将被市场视为未公布不利数据的信号。从逻辑上讲,这将产生强大的披露动机。事实上,从理论上讲,即使是有“坏消息”的公司也可能会主动自愿披露,而不是让市场认为他们的消息更糟糕。

这些关于管理层披露信息动机的理论在很大程度上解释了为什么公司可能会自愿向投资者披露重要信息。但是,正如将要证明的那样,这些理论与现有的经验证据不够一致,这不能令人完全满意。在其他方面,这些理论既没有考虑到20世纪证券欺诈的发生率,也没有解释为什么证券欺诈发生率在某些时期会急剧增加。为什么小公司不受SEC公司强制性披露制度的约束,但却要对委员会提起的大多数欺诈案件负责,这些理论对这一问题也不能充分解释。这些理论还不能充分解释为什么有这么多公司采用“收入平滑”之类的做法来掩盖坏的经济消息。

那些能够解释管理层自愿披露动机的理论,其背后的几个假设都不太现实。这些理论通常假设公司经理将从长远的角度做出关于信息披露的决定。但是,正如《1977年SEC咨询委员会报告》所指出的那样:通常情况下,公司高管至少暂时隐瞒不良信息这一做法是有重大动机的。通常,管理层总薪酬的一大部分,如股票期权或股票红利计划的收益,取决于公司证券的价格水平。通常,他们的直接薪酬(工资和奖金)将取决于公司的收益,这就提供了人为扩大公司收益的强烈动机。此外,人们往往只是希望坏消息是暂时的,因此不需要披露。参见咨询委员会报告,同前

低估了与证券欺诈、承销商或内部人士的过高薪酬、证券市场的公众信心相关的证据,而正是这些使美国国会在1933年、1934年和1964年相继形成了现行公司强制性披露制度的立法基础。^[25]在某种程度上,这些批评者没能注意到这一问题也是情有可原的。无论是在1933年和1934年证券法律对该制度的确立初期,还是在美国《1934年证券交易法》披露条款的适用范围被大幅拓宽的1964年,对公司强制性披露制度的反

注[10],第XXVII部分。同样地,新公司的发起人将有明显动机去在新股发行期间相对较短的时间内隐瞒不利的重大信息,然后出售他们在公司的全部或部分权益。

那些能够解释管理层自愿披露动机的理论也通常假设,公司关于披露的决定纯粹是出于股票市场价格和资本成本等财务考虑的结果。这种假设似乎特别不切实际。在1933年以前,许多商业公司不愿披露今天被认为是基本的资产负债表和损益表数据,而最近许多公司不愿披露(或有效地披露)业务线数据或盈利预测,商业代表经常将其解释为害怕向竞争对手披露有用的数据。同前注[10],第XXI部分。See Foster, *Externalities and Financial Reporting*, *The Journal of Finance*, Vol. 35, 1980. 这样的合理化凸显了一个关键点。许多公司的披露做法,如果不受强制性规则的约束,将是财务考虑(如股票市场价格、资本成本等)的产物以及对该公司竞争地位的担忧。出于对竞争市场对重大财务信息传播的现实的或不切实际的担忧,一些公司假设宁愿承受较低的股票市场价格或支付较高的资本成本,也不愿承担激励更多或更早的公司进入其产品市场的风险。财务和竞争考虑之间的平衡可能会因公司对新资本的需求、对新竞争的恐惧以及公司财务和运营主管的相对影响力等因素而有所不同。这表明,尽管信号传递理论预测投资者会得出不利的推论,但一些公司会采取与其行业所采用的披露政策截然不同的披露政策。事实上,如果投资者认为隐瞒重大信息的一个原因是为了保护公司在产品市场的份额,那么从逻辑上讲,经理人在任何情况下都不会有自愿披露重大数据的动机。在某些情况下,拥有相同逻辑的投资者可能会假设,未报道的消息是如此之好,以至于公司试图压制它,而不是激励新的竞争对手,而不是假设未报告的消息如此糟糕,以至于公司试图压制它,因为它们股价会受到影响。

[25] 即便是曼尼这样对SEC强制披露制度如此坚定的批评者,他也承认在关注那些批评他自己的“学术经济学家”：“迄今为止,在几乎所有关于证券监管特定方面的实证研究中,都存在着明显的法律或事实误区。如果作者能够更了解该领域的法律,这些误区是可以避免的……”参见《华尔街转型》,同前注[9],第96~97页。

对都相对较少。^[26]这就使公司强制性披露制度的支持不必像其他基础性证券法律那样去大费周章地证明这一制度的必要性。^[27]

但是,批评者们未能充分考虑到这些关于公司强制性披露制度必要性的历史证据,这将引发对其所提出批评的疑问。正如罗斯所写,“理论从来无关对错……关键在于理论所依赖的假设是否或多或少地能够契合现实情况。换句话说,这是一个实证性问题”^[28]。

历史上,SEC公司强制性披露制度的支持者提出了5个主要论点用以证明该制度的合理性。第一,在缺乏公司强制性披露制度的情形下,一些会隐瞒或虚假陈述对投资决策至关重要的信息。第二,在缺乏公司强制性披露制度的情形下,承销成本和内部人员的薪水及补贴将会过高。第三,在缺乏公司强制性披露制度的情形下,市场中的“公众信心”将减少。第四,在缺乏构建公司强制性披露制度的法律机制的情形下,无论是州法律还是纽约证券交易所等民间协会都无法确保公司披露的

[26] 在美国《1933年证券法》出台之前,几位国会议员就美国民主党和共和党几乎一致支持美国《1933年证券法》这一事宜展开了议院辩论。See e. g., 77 Cong. Rec. 2913 (1933) (statement of Rep. Greenwood); 77 Cong. Rec. 2914 (1933) (statement of Rep. Shannon); 77 Cong. Rec. 2915-2916 (1933) (statement of Rep. Pou); 77 Cong. Rec. 2924 (1933) (statement of Rep. Bulwinkle)。类似地,美国《1964年证券法修正案》出台的时候,几乎整个证券行业高层都表示支持。例如,在1963年6月的参议院听证会期间,纽约证券交易所、美国证券交易所、中西部证券交易所、全国证券交易商协会和股票交易所公司协会都无条件地支持证券法案。投资银行协会对此也表示“强烈支持”,但是希望对法案适用范围进行某些特定修改。正如美国证券交易所总裁 Etherington 所说,“这是我们行业内部前所未有的意见一致”。同前注[3],第311~312页、第630页 n. 50 的脚注部分。

[27] 在1935年《公共事业控股公司法》[15 U. S. C. 79 (1981)]通过之前,美国联邦贸易委员会公布了篇幅较大的《公用事业公司报告》。See Federal Trade Commission, *Utility Corporations Report*, S. Doc. No. 92, 70th Cong., 1st Sess. (1935)。在1938年《钱德勒破产法》(52 Stat. 883)和1939年《信托契约法》[15 U. S. C. 77aaa (1976)]通过之前,SEC公布了《关于保护和重组委员会(1936~1940)工作、活动、人员和职能的研究和调查报告》(以下简称《关于委员会的报告》)。在《1940年投资公司法案》[15 U. S. C. 80a-1 (1976)]和《投资顾问法案》[15 U. S. C. 80b-1 (1976)]通过之前,也发布了《投资信托和投资公司报告(1938~1942)》。

[28] 同前注[24],罗斯文,第188页。门德尔松和本斯顿也有类似观点。See Mendelson, *Economics and Assessment of Disclosure Requirements*, University of Pennsylvania Journal of International Law, Vol. 1, 1978。参见本斯顿的《披露要求与股票市场》,同前注[8],第132~133页。

最佳水平。第五,在没有公司强制性披露制度的情形下,民事或刑事诉讼都无法确保公司披露达到最佳水平。

本文对上述支持者的5个主要论点进行了验证,用以证明SEC公司强制性披露制度的合理性。通过聚焦美国《1933年证券法》项下的小额发行豁免范围和私募发行豁免(private placement exemptions)范围的变化,本文总结论述了如何将关于强制公司披露制度必要性的历史性研究纳入规则变更的分析之中。

一、对重大投资信息的隐瞒或者虚假陈述

斯蒂格勒和本斯顿收集了实证数据来支撑公司披露制度没必要由SEC强制实施这一论点。斯蒂格勒的研究^[29]旨在证明美国《1933年证券法》的新股发行注册要求“对出售给公众的新股质量不会产生重大影响”。^[30]斯蒂格勒采用了一个“简单”的测试来对比SEC在获得新发证券监管权前后的投资者表现。他的研究考察了1923~1928年发行的价值超过250万美元的所有产业类新发股票和1949~1955年发行的价值超过500万美元的所有产业类新发股票的5年内价格历史情况。斯蒂格勒测试出股票价格的市场平均水平用来消除一般市场状况的影响。“因此,如果一只普通股在1926~1928年从20美元涨到30美元,价格比率是150%或者说上涨50%,但是,相较于在这两年期间上涨了68.5%的市场平均水平而言,这只新发股票的价格比则是下降了12%。”^[31]

这个测试可以采用两种衡量方式。第一种衡量方式是衡量新股价格方差与整个市场价格方差之间的关联性。价格方差的降低意味着投资者在SEC后监管时期(1945~1955年)能够获得他们在SEC前监管时期(1923~1928年)所不能获得的重大信息。正如斯蒂格勒在其1961

[29] 同前注[7],第120~124页。

[30] 同前注[7],第124页。

[31] 同前注[7],第120页。

年所写的名为《信息经济学》^[32]的文章中明确指出,“价格离散既是市场无知的表现,也是一种测量手段”^[33]。同样地,相较于投资者在初期就获取完整且准确的重要数据,如果投资者由于缺乏重要数据而无法对新股作出准确估值,那么新股价格将更有可能与市场价格发生偏差。但是,斯蒂格勒的研究发现,在 SEC 开始实施其公司强制性披露制度之后,价格方差比率(the variance of price ratios)实际有所下降。这就引发一个将会驳斥前述研究结果的猜想,即该数据下降是 SEC 将高风险公司排除出去的结果,而非公司强制性披露制度带来的积极影响。^[34]

弗兰德(Friend)和赫尔曼(Herman)则对这些数据提供了一个更为合理的解释,他们称“随着披露制度的全面实施,我们预计经济信息的初始披露水平越高(以及假定该信息来源发生意外的可能性也有所降低),那么对给定证券发行的预期盈利判断所发生的剧烈变动也将越小”^[35]。弗兰德和赫尔曼认为,“高风险”发行在 SEC 后监管时期的减少,“是风险披露改善的结果,也将促使购买高风险新发证券的投资者数量减少”^[36]。

斯蒂格勒测试使用的第二种衡量方式是观察新股发行价格在 SEC 前监管时期(1923~1928年)和 SEC 后监管时期(1945~1955年)两个时期相较于市场平均价格所发生的变化。如果发现新股发行价格相较于市场平均价格而言没有发生变化,那么意味着 SEC 新股发行强制披露要求没有产生实质性影响。相比之下,如果发现新股发行价格在 SEC 后监管时期相较于整个市场的平均价格表现更好,那么意味着强制披露要求能够防止投资者以过高价格购买新发证券。

但是,在当时所处的 20 世纪 80 年代,还不能确定斯蒂格勒的研究设计是否足够成熟,能否有效衡量价格表现结果。通说认为,证券价格

[32] See Stigler, *The Economics of Information*, Journal of Political Economy, Vol. 69, 1961.

[33] 同前注[7],第 214 页。

[34] 同前注[7],第 122 页。See Stigler, *Comment*, The Journal of Business, Vol. 37, 1964 (以下简称《评论》)。

[35] See Friend & Herman, *The SEC Through A Glass Darkly*, The Journal of Business, Vol. 37, 1964.

[36] 同前注[35],第 390~391 页。

发生变化的部分原因在于这只证券对整个市场价格波动的敏感程度(β 系数)。为了准确测试新发行证券的价格相较于整个市场在 SEC 公司强制性披露体系运行前后是否发生了变化,斯蒂格勒本应选择对市场价格波动具有同等敏感性的证券。但他不是这样做的。^[37] 同样,斯蒂格勒忽略了股利收益。与股利收益比例较低的证券相比,股利收益比例较高的证券的长期价格上涨幅度应当更小。除非样本公司在斯蒂格勒测试期间均采用相同的股利政策,否则可以预见到他们将出现不同的价格效应。

但是,即便将其研究设计的弱点搁置不谈,并忽略斯蒂格勒自己承认^[38]的在其测试结果的首次出版中存在的大量计算错误,斯蒂格勒的结论仍可能基于更基础的原因而遭到否定,因为这一结论没有得到来自他自己测试结果的验证。弗兰德和赫尔曼纠正了斯蒂格勒在结果表格中的数据错误,并且通过观察新发行普通股在发行后 5 年内每年的价格

[37] 贾雷尔在 1981 年发布了对新发行证券价格的后续研究,这项研究既采用了更大的数据样本,也考虑了对整体市场价格变化的安全敏感性(β 系数)。参见贾雷尔的相关论述,同前注[16],第 627~632 页。贾雷尔发现,发行后第一年的业绩始终表明“SEC 后发行的新股表现优异”。同前注[16],第 641 页。然而,当在研究发行后五年的情况时,SEC 成立前后的新发行之间几乎没有统计差异。同前注[16],参见关于研究结果的讨论,第 637~646 页。贾雷尔的研究设计存在的显著缺陷使人们很难对这些结果赋予更多的意义。有点奇怪的是,贾雷尔的研究集中在 1926~1939 年的制造业和铁路发行。但是,铁路证券发行从 1920 年开始由州际商务委员会监管,并被 1933 年的《证券法》豁免发行。See L. Loss, *Securities Regulation*, Little, Brown and Company, 1961, pp. 118-119, 570-572; *Securities Act of 1933*, Pub. L. No. 73-22, § 3(a)(6), 48 Stat. 74, 76 (1933). 因此,包括铁路发行在内的样本会使研究结果偏向于认为监管没有影响。See Smith, *Comments on Jarrell*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 24, 1981. 专注于制造业发行也可能会使研究结果发生偏差。在 1933 年以前,证券法的支持者认为,非制造业企业(特别是矿业企业)、公用事业、投资信托和外国债券等发行的披露问题最为严重。同前注[16],第 682 页。Smith 的评论指出了许多关于贾雷尔研究设计的其他问题。See also, Friend, *Economic and Equity Aspects of Securities Regulation*, 13-16 (Working Paper 7-82, Rodney L. White Center For Financial Research, University of Pennsylvania).

[38] 相关数据错误在弗兰德和赫尔曼的论文中有所描述,同前注[35],第 396~397 页;也被斯蒂格勒承认,参见他在《评论》中的相关论述,同前注[34],第 418 页。See also Friend & Herman, *Professor Stigler on Securities Regulation: A Further Comment*, *The Journal of Business*, Vol. 38, 1965. 另见门德尔松的相关论述,同前注[28],第 57 页。

相较于整个市场的价格,发现其在 1949 ~ 1955 年的价格表现整体上要优于 1923 ~ 1928 年的价格表现。^[39] 斯蒂格勒在重新计算自己的表格后也同样发现,在为期 5 年 SEC 后监管时期的前 4 年期间,相较于整个市场,普通股平均价格表现更好。^[40] 尽管在 SEC 后监管时期的部分年份中,这种价格波动优势在统计意义上并不十分显著,但是经纠正后的研究结果至少说明了新发证券通过强制信息披露改善了其价格表现。

本斯顿对美国《1934 年证券交易法》项下持续披露要求的疑问远比斯蒂格勒对美国《1933 年证券法》的攻击更为雄心勃勃。本斯顿的研究工作在公司披露争论中显得特别重要,这不仅是因为本斯顿对美国《1934 年证券交易法》项下披露条款提出了诸多观点,还因为其他几个学者的观点都以他的研究发现^[41]为基础。通过对他的几篇相关著作进行概括总结,本斯顿提出了 3 个主要论点用来支撑“美国《1934 年证券交易法》的强制披露条款是没有必要的”这一结论。

首先,本斯顿认为,1933 年之前的公司财务报表几乎不能证明欺诈或虚假陈述行为。相较于其他,本斯顿用于支撑其论点的研究结果(如果有效)对评估“反欺诈”法规具有根本意义,本斯顿的研究发现值得被重点关注。1969 年,本斯顿在以下引文中介绍了其关于欺诈和虚假陈述的研究发现(脚注省略):鉴于其他人(尽管较少)有盗窃行为的存在,很难相信公共会计师编制的财务报表中没有故意虚假陈述。然而,经检索几个图书馆的可用文献,只发现了关于欺诈或虚假会计的轶事报告。例如,有一些知名公司要么不披露任何信息要么向现任股东提供令人困

[39] 同前注[35],第 397 页和第 403 页。

[40] 参见乔治·斯蒂格勒在《评论》中的相关论述,同前注[34],第 418 页。

[41] 参见《华尔街转型》,同前注[9],第 27 页。参见咨询委员会报告中比弗(Beaver)的文章《强制性披露制度的本质》,同前注[10],第 622 页 n. 5;菲利普斯 & 泽克,同前注[12],第 32 ~ 36 页和第 38 页;Saari, Christopher Paul, *The Efficient Capital Market Hypothesis, Economic Theory and the Regulation of the Securities Industry*, Stanford Law Review, Vol. 29, 1977. 相较于其他,这些文献都是直接以本斯顿的历史性研究结果为基础,比弗后来可能改变了自己的观点。参见比弗的相关论述,同前注[24],第 197 ~ 200 页。See Gonedes & Dopuch, *Capital Market Equilibrium, Information Production and Selected Accounting Techniques*, Studies on Financial Accounting Objectives, Vol. 48, 1974.

惑的报告,威廉·Z. 里普利(William Z. Ripley)在《主街和华尔街》(*Main Street and Wall Street*)中对这些公司进行了严厉斥责。在更早的一项研究中,他还批评了用资本分派股利来使股东相信公司已经开始盈利的做法。他所描述的大部分做法都发生在1910年以前。此外,他还提到了过度资本化和掺水股。亨利·克卢斯(Henry Clews)在1908年声称“从平均水平来看,国家铁路的资本化程度已经超过了其成本支出的50%左右”。大多数诉讼似乎与发起人以股票交换资产的“真实”价值有关。大卫L. 多德(David L. Dodd)对1929年以前的美国法院记录开展了全面调查,列出了其中与掺水股有关的将近300个案件。但是,大多数案件在资产价值方面的观点差异都与欺诈无关。甚至,虚假财务报表似乎也不是证券法案实施的直接决定因素。经仔细审查发现,美国《1933年证券法》通过前的参议院听证会和美国《1934年证券交易法》通过前的十分繁复的佩科拉听证会(the Pecora Hearings)仅有一份编制虚假财务报表的引证。因此,作为美国《1933年证券法》“核心”的财务披露规定,就欺诈和虚假陈述而言,其制度需求是源于金融领域在20世纪初的通常做法,而非因为立法之前的20世纪20年代事件。^[42]

[42] 参见本斯顿的《会计价值》,同前注[8],第517~518页。本斯顿在其他著作中以基本相同的措辞重复过这一论点。参见本斯顿的《有效性及影响性》,同前注[8],第51~53页;参见《披露要求与股票市场》,同前注[8],第135页;参见《公司财务披露制度》,同前注[8],第19页、第29页、第105~106页、第108页、第121~127页;参见《成本和收益》,同前注[8],第54~55页和第58~59页;本斯顿所提出的三个相关观点可以概括为一个论点。紧接着所引内容,他在文中写道:“在1935年发布的一项关于会计师法律责任的全面研究中,Wiley D. Rich指出,‘经过广泛调查,发现在美国没有一个关于公共会计师因欺诈而被追究刑事责任的案件’。”参见本斯顿的《会计价值》,同前注[8],第518页。Rich的这一发现实际上无关紧要。当发生证券欺诈时,1933年之前和之后最有可能发生的诉讼是针对一家公司或者发起人的民事诉讼,而不是针对会计师的刑事诉讼。正如该文的引文所说,本斯顿已经认识到,针对公司或者发起人的欺诈行为或者不公平行为的民事诉讼在1933年之前是很常见的。

本斯顿在其他地方指出,“此外,最近的巴瑞克斯建筑公司、耶路运输公司、格林百货公司、马牌轮胎公司和其他案件都表明,财务报表中的欺诈虽然相对罕见,但并没有被驱逐出这片土地。”参见本斯顿在《披露要求与股票市场》中的相关论述,第135页。参见本斯顿在《成本和收益》中的类似论述,同前注[8],第55页。另见《华尔街转型》,同前注[9],第26页;参见克里普克的相关论述,同前注[11],第29~30页(提及欺诈实例)。但是,应当理性地意识到,反欺诈法规不能因为没有将欺诈罪

上述引文提到的诸多限定性条件都提醒人们不要轻易接受本斯顿关于 1933 年之前几乎没有欺诈或虚假陈述的结论。本斯顿开展的“文献搜索”针对“财务报表中的误导性陈述”和“虚假财务报表”，显然这两者都属于虚假陈述行为。他没能找到证明欺诈的证据，这并不奇怪。显然他没有去寻找关于欺诈性遗漏的案例或者基于重大非公开信息的内幕交易案例，这两类欺诈行为至少在第二次世界大战结束后似乎远比虚假陈述类的欺诈行为更为普遍。同样地，由于其检索范围被限定为财务报表造假，他显然也不会去在招股说明书或股东报告的文本部分中寻找。但是，投资者可能被无根据的盈利预测、关于管理层或承销商薪酬的讨论遗漏以及财务报表中的虚假陈述所欺骗。此外，虽然本斯顿阅读了“一些图书馆文献”，但是他的文献检索明显是不完整的。用几个明显的不足之处来举例，其参考文献不仅没有涉及 47 个州在 1911 ~ 1933 年

逐出这个国家而受到指责，就像杀人法不能因为没有废除谋杀而受到指责一样。有一个重要问题是，公司强制性披露制度建立之后的欺诈发生率是否比该制度建立之前要低。本斯顿对此没有研究。就文中来看（注释 133 ~ 138 及其相关正文部分），现有证据已经强烈表明美国公司强制性披露制度已经降低了欺诈发生率。

本斯顿在 1976 年出版的著作《公司财务披露制度》（*Corporate Financial Disclosure*, 同前注[8]）一书中指出，SEC 在执行证券法案时的“主要利益”是服务于“它是代理公众需求的持续性组织。其中，最突出的是证券分析师、股票经纪人、投资银行家、注册会计师、财务主管和商业组织”。同前注[8]，第 169 页。为了支持这一结论，本斯顿引用了《华尔街转型》（*Wall Street in Transition*, 同前注[9]）中的观点。该书认为，美国《1933 年证券法》得到了华尔街主要公司的支持，它能够作为一种机制来限制来自“新的或效率较低的降价公司”的竞争。同前注[8]，第 34 ~ 36 页。正如弗兰德和赫尔曼在评论斯蒂格勒 1964 年关于证券监管的文章时所写的那样，这些说法代表着“意识形态对战学术的胜利”。同前注[35]，第 382 页。华尔街的主要公司不仅为美国《1934 年证券交易法》所作出的法案重大修正而游行，而且这些公司在美国《1934 年证券交易法》修正案通过后的 9 个月期间继续针对 1933 年法案进行“资本罢工”。同前注[8]，第 114 ~ 115 页。令人难以置信的是，如此强烈反对一项法律的商业利益集团反而帮助促成了这项法律的通过。本斯顿的指控有点模糊。他的意思是，SEC 对证券法的近期管理是“主要”针对证券行业的“持续性组织”，有效的分析只能在逐个问题的基础上进行。但有一点是明确的。金融界不是一个单一的庞大整体。例如，提高披露要求的规定通常会受到证券分析师和投资经理的欢迎，因为它们降低了投资风险，同时也会遭到商业公司、承销商、会计师和律师的反对，因为它们会增加直接成本和欺诈责任的可能性。鉴于这种现实，如同本斯顿在其他地方所批评的那样，从逻辑上讲，美国 SEC 为提高披露要求所作出的努力可能是一个室内“圈养”机构的产物。

期间证券立法情况,而且没有涉及美国《1933年证券法》通过前的众议院听证会,还没有涉及作为美国早期在整个经济范围内的证券监管项目的一战资本发行委员会。

本斯顿的第二个基本论点是在美国《1934年证券交易法》生效之前,公司自愿披露制度为投资者作出知情的投资决策已经提供了足够的重大财务信息。经查验《穆迪手册》(Moody's Manuals)^[43]的相关卷册,本斯顿研究了纽约证券交易所的508家上市公司在按照美国《1934年证券交易法》提交申请前的1935年6月所披露的1934年财务会计信息。他发现所有公司都提供了一份资产负债表并列明流动资产和负债。其中,公开销售数据的公司占比62%;公开所售商品成本的公司占比54%;公开折旧数据的公司占比93%;公开净收入的公司占比99.6%。通过将1934年自愿披露的公司所占比例与1926~1933年自愿披露的公司所占比例进行比较,本斯顿认为自愿披露信息的纽约证券交易所上市公司所占比例有所上升(例如,“公开销售额的公司所占比例在此期间从55%上升至62%”)^[44]

[43] 参见本斯顿的《会计价值》,同前注[8],第519页。

[44] 同前注[8],第519~520页。本斯顿总结了这些研究结果,参见《披露要求与股票市场》,同前注[8],第133页;参见《公司财务披露制度》,同前注[8],第28~29页。

本斯顿提出的关于1934年以前公司自愿披露做法的某些相关观点可能会被视为仅仅是在辩扯而不予理会。举例说明,本斯顿发现,在1929~1933年的纽约证券交易所100多家实施集中经营的公司披露销售和商品成本数据的比例,与该交易所这几年的公司披露销售数据的比例大致相同。参见《披露要求与股票市场》,同前注[8],第136页。这些数据并不能证明受资金池约束的公司与其他在交易所上市的公司披露了相同数量的重要信息。它们只涉及两个基本的会计类别。这些数据也不能说明所披露的信息是准确还是虚假。这些数据也与联合操纵市场价格的方式没有任何关系,这些方式据称是最常见的操作方式,即通过编造虚假的未来财务回报,或者参与虚假销售、对销交易等方式。See e. g., S. Rep. No 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 30-45 (1934).

本斯顿声称,如果公司经理不主动提供重大财务信息,“股东或潜在投资者……可以像购买其他商品一样在市场上自由购买”。参见《会计价值》,同前注[8],第516页。本斯顿列举了两种可行的方法。“大股东通常都有权利去检查所持股票的公司账簿,小股东也有一定的权利这样做。”同前注[8],第516页。但无论大股东还是小股东,都不可能拥有无限审查的权利。See W. Gary & M. Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, Foundation Pr(5th ed), 1980, pp. 344-353. 机构投资者不会公开其为了获得业绩预测、业务链等相关数据而行使检查权的行为。

表面上,这项特定研究受到了相当明显的批评。第一,对于没有在纽约证券交易所上市的公司,本斯顿的分析对象不包括这些公司的自愿披露情况。然而,在美国《1934年证券交易法》生效之前,纽约证券交易所的上市公司可以通过退市或者在要求较为宽松的交易所或场外市场开展交易来规避交易所的各项要求。^[45]因此,本斯顿的样本只包括那些自愿遵守当时最严信息披露要求的公司。那些规模相当的、通过在其他场所交易来规避这些信息披露标准的公司,被当然地排除在他的样本范围之外。第二,本斯顿以1934年财务报表为研究重点的行为,也会影响他的结论。在那个时候,至少有一些纽约证券交易所的上市公司已经开始按照美国《1933年证券法》的强制要求披露财务数据。这就使他的公司样本所披露的数据并非都是自愿披露的。第三,本斯顿自己也默认,仅仅披露这类基础财务数据将不会削弱公司强制性披露制度“可能将减少发生欺诈、自我交易和业绩不佳”^[46]的效果。公司管理层是否会向投资者自愿披露关联交易、内幕交易、高管津贴,甚至是除了列出的少量基础会计类别之外的其他信息材料,这都与他的研究无关。此外,这项研究结果(如果有的话)也将说明构建公司强制性披露制度的必要性。在那些遵守当时最严自愿披露标准的公司之中,仅62%的公司公开了

又或者,本斯顿写道,“如果规模经济通过收集金融信息所获得的收益将超过个人投资者通过不与他人分享信息所获得的收益,那么人们会期待信息收集服务的涌现。”参见《会计价值》,同前注[8],第516页。参见《成本和收益》,同前注[8],第60页(讨论披露条例的经济效率)。这很难被视作一个严肃的论点。穆迪投资者服务公司和其他金融信息收集机构在美国《1933年证券法》和《1934年证券交易法》通过之前就已经成立。See Twentieth Century Fund, *The Security Markets*, 1935, pp. 610-615. 这些机构能够在多大程度上确保美国公司自愿披露信息这一问题研究的开展,可以像本斯顿本人那样直接审阅1933年之前诸如穆迪等机构出版物,或者研究1933年以后不受SEC公司强制性披露制度约束的公司的披露实践。这两项研究都无法支持本斯顿的判断,即股东或潜在投资者通过穆迪等机构可以自由购买公司信息,就像他们购买其他商品一样。

[45] 1928年,美国国家城市银行从纽约证券交易所退市,开始在场外交易市场交易。参见乔尔·塞利格曼对此的讨论部分,同前注[3],第28页和第138~144页。See Hawkins, *The Development of Modern Financial Reporting Practices among American Manufacturing Corporations*, *Business History Review*, Vol. 37, 1963.

[46] 参见本斯顿的《公司财务披露制度》,同前注[8],第153页和第189页。

销售数据。这就有力说明了,即便是最负责任的公司也不可能通过自愿披露制度达到最佳信息披露水平。

本斯顿质疑美国《1934年证券交易法》项下强制性规定的第三个依据是他开展的测试研究,用于论证 SEC 公司强制性披露制度对投资者既不及时也不重要。本斯顿对其第一个测试结果进行解释时称,提交给 SEC 的定期报告中所披露的大部分数据对投资者而言都没什么用,因为它们早已被公开。^[47] 相比之下,其他学者的测试发现,SEC 披露的数据确实包含新信息,而且本斯顿的研究设计和其测试结果都受到了相当多的批评。^[48] 但是,即便本斯顿的研究正确性无可争议,SEC 披露文件所包含的新信息很少,甚至没有,但是仅一个这样的发现也证明不了什么。真正的问题在于,SEC 的公司强制性披露制度能否迫使本不会被公开的重大投资信息得以公开。如果这个制度能够强制披露本不会被公开的重大投资信息,那么研究这些数据是否一开始就被公开在 SEC 备案文

[47] 参见本斯顿的《会计价值》,同前注[8],第 520~522 页;参见本斯顿的《有效性与影响性》,同前注[8],第 30~41 页中对本斯顿关于公司披露及时性的研究结果的描述部分。还有更为详细的数据介绍。See Benston, *Published Corporate Accounting Data and Stock Prices*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 5, 1967. 另见本斯顿在《公司财务披露制度》中对几项类似研究的总结,同前注[8],第 127~134 页。

[48] 本斯顿时效测试的矛盾性研究结果和相关批评。See Friend & Westerfield, *Required Disclosure and the Stock Market: Comment*, *The American Economic Review*, Vol. 65, 1975; Friend, *Economic Foundations of Stock Market Regulation*, Allingham, M., Burstein, M. L. (eds.) *Resource Allocation and Economic Policy*. Palgrave Macmillan, 1976, pp. 16-18; Beaver, *The Information Content of Annual Earnings Announcements*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, 1968; May, *The Influence of Quarterly Earnings Announcements on Investor Decisions as Reflected in Common Stock Price Changes*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 9, 1971; Martin, *An Empirical Test of the Relevance of Accounting Information for Investment Decisions*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 9, 1971; 参见比弗(Beaver)的相关论述,同前注[24],第 130~136 页。See G. Foster, *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall, 1978, pp. 343-350.

件或者更早的新闻稿的意义就不大。^[49]重点是这些新数据已经公开了。

本斯顿进行的第二项测试声称,美国《1934年证券交易法》要求强制披露的信息“对投资者没有明显的价值”,因为对于在纽约证券交易所交易的证券样本而言,这些信息“不会减少其中的回报方差”。^[50]这项测试结果如果是有效的,那么它将远比本斯顿的时效性测试结果更有意义,因为这些结果表明美国《1934年证券交易法》无法强迫向投资者披露新信息。但是,这项测试结果并不能支持本斯顿的结论。对于在美国《1934年证券交易法》实施前已经公布了销售数据的290家“已披露”纽约证券交易所上市公司和在美国《1934年证券交易法》实施前未公布销售数据的176家“未披露”公司,本斯顿比较了这两类公司的相对价值和投资组合风险。鉴于美国《1934年证券交易法》强制要求所有公司公开销售数据,本斯顿作出了一个假设,即除非这些“未披露”公司所增加的信息披露对投资者评估证券风险或者价值的能力提高,将超过该法案对投资者评估“已披露”公司证券风险或价值的影响,否则不能说美国《1934年证券交易法》向投资者强制披露了有价值的信息。本斯顿发现,在美国《1934年证券交易法》开始实施后的90个月时间里,在对证券风险及价值的各种测试性评估方面,“已披露”和“未披露”公司之间没有显著差异。由此,他得出一个结论,美国《1934年证券交易法》对公开销售数据的强制性要求“不会减少是否在纽约证券交易所交易的证券回报差异……也不会减少证券剩余回报的标准差”^[51]。但是,正如弗

[49] 参见咨询委员会报告,同前注[10],第XLV - XLVI部分。这项报告承认了SEC文件的很多信息是多余的,但也指出了申请程序的其他好处:首先,发行人将知悉,如果信息被纳入证监会的备案文件中,它就可能成为证券法规定的严重责任主体,从而使其最初发布的信息更加可信和可靠。因此,随后的信息归档可能会被视为一种约束作用,以确保早先的公示是准确的。此外,申请文件所包含的信息通常比之前公布的要广泛得多。由此,它为分析人员和其他人员提供了一种方法。他们通过这种方法可以对更简短的公示信息进行定性审查、分析和评估。在某种程度上,详细信息的本身将可能成为各种存档表格的所载要求之外的其他必要信息。同前注[8],第91~92页。

[50] 参见本斯顿在《披露要求与股票市场》中的相关论述,同前注[10],第149页。关于这项研究的说明,参见第141~149页。

[51] 同前注[8],第149页。

兰德和韦斯特菲尔德(Westerfield)所指出的,本斯顿对“已披露”公司和“未披露”公司的划分是人为的。除了一个例外情况外,193家未披露销售数据的“未披露”公司全都披露了净收入“这一更具理论性的相关变量”,“以至于本斯顿在其第二组测试中不再区分‘未披露’公司和‘已披露’公司,而是对在纽约证券交易所上市的公司采取披露多少的划分”^[52]。更重要的是,弗兰德和韦斯特菲尔德还发现,“市场模型在第二组测试中的残差……‘已披露’公司和‘未披露’公司的剩余风险都发生了减少,似乎表明这两类公司在SEC后监管时期的表现都要优于SEC前监管时期的表现”^[53]。该结果证实了这一结论,即美国《1934年证券交易法》对所有数据的强制披露要求,能使投资者通过更为准确地评估风险而从中受益。其他研究也得出了类似的结论。^[54]

因此,即便是对本斯顿的批评意见进行粗略地考察,也足以反驳其作出的“美国《1934年证券交易法》的披露要求对在(纽约证券交易所)交易的证券没有产生可量化的积极影响。这项立法似乎既没有依据,又无法证明其必要性或者可行性”^[55]这一结论。但是,还可以作出更深层次的回应。本斯顿对美国《1934年证券交易法》中的持续性披露要求作出了具有对抗性的批评,这引发了较大的异议,因为他的观点不仅忽视了最初说服国会于1934年颁布该项法律的大部分历史证据,也忽视了说服美国国会在1964年大幅扩大该法案适用范围的所有历史证据。在关于公司信息披露制度的争论中,这是最重要的证据。与本斯顿为数不多、具有争议性的研究不同,这实际上是说服美国国会通过法律来制定SEC公司强制性披露制度的证据。诚然,按照后来的标准,美国国会的这些行动可能将被认为是“错误的”。但是,如果没有首先考虑推动

[52] 参见弗兰德和韦斯特菲尔德的相关论述,同前注[48],第468页。See Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: Rejoinder*, *American Economic Review*, Vol. 65, 1974. 参见弗兰德的相关论述,同前注[48],第18~20页。

[53] 参见弗兰德和韦斯特菲尔德的相关论述,同前注[48],第469~470页。另见本斯顿的相关论述,同前注[52],第475页。

[54] See e. g., Friend, *The Economic Consequences of the Stock Market*, *The American Economic Review*, Vol. 62, 1972; Deakin, *Accounting Reports, Policy Interventions and the Behavior of Security Returns*, *The Accounting Review*, Vol. 51, 1976.

[55] 参见本斯顿在《披露要求与股票市场》中的相关论述,同前注[8],第153页。

该制度制定的证据,那么将无法对公司强制性披露制度的必要性进行公正分析。

(一)1934 年以前隐瞒或虚假陈述重大投资信息的证据

本斯顿认为,财务披露制度是美国《1933 年证券法》的“核心”,该制度的必要性是源于金融领域在 20 世纪初的通常做法;曼尼则声称,反对 1933 年以前制度的大部分证据都是出自在法案通过前所举行的参议院的佩科拉听证会^[56]上的证词和文件。^[57]与之相反,1933 年和 1934 年证券法律的披露条款是在长达 30 年的间歇性证券欺诈浪潮之后颁布的。证券欺诈被视为一个严重问题,使除了内华达州以外的其他州在 1911~1933 年都颁布了证券监管法规。^[58]这些法规被证实无法制止发生于 1917~1920 年和 20 世纪 20 年代末的证券欺诈浪潮,这主要是因为州级证券法规无法跨州执行。公司强制性披露制度之所以被通过,不是出于对金融传统做法或者佩科拉听证会^[59]上“可怕游行事件”的回应,而是因为人们普遍认为证券欺诈盛行,而州法律往往无法阻止或惩罚它。

借用一位商业历史学家毋庸置疑的话,大多数公司在 1900 年以前所自愿披露的财务信息数量是“贫乏的”。^[60]在 20 世纪初的并购浪潮中,这似乎已成为一个受到较大关注的问题。经常有这样的指控:发起人将买下这个行业的竞争性工厂,然后向公众出售“掺水股”,这类股票发行的票面价值将超过其资产价值。一般情况下,发起人既不会披露其支付给竞争性工厂的原始金额,也不会披露企业合并后这些工厂的准确估值。这使公司内部人士或推动者能够以远远高于其价值的价格向公众出售证券,就像他们常被指控的那样。多德重点关注了 8 个州(纽约州、新泽西州、特拉华州、密苏里州、科罗拉多州、加利福尼亚州、伊利诺伊州和华盛顿州)的判例法,找出了 79 个发生在 1897~1910 年的“掺水

[56] Rep. No. 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 3 (1934).

[57] 参见《华尔街转型》,同前注[9],第 25 页。

[58] 参见 L. 洛斯的相关论述,同前注[37],第 30 页。

[59] 参见《华尔街转型》,同前注[9],第 25 页。

[60] 参见霍金斯的相关论述,同前注[45],第 135~145 页。See also W. Ripley, *Main Street and Wall Street*, Little, Brown, and Company, 1927, pp. 156-207.

股”判例。^[61] 这些案例中的发起人或其他利益相关方已经暗中承认了,他们是通过允许以低于新发组合证券的现金金额购买资产的方式,来实现对出售给公众的股票的过高估价。^[62]

美国工业委员会(the United States Industrial Commission)在1902年的最终报告中尖锐地批评了“秘密营销”(secrecy in promotion),并得出一个结论:“毫无疑问,正如之后的市场实践所示,组合证券的发起人在很多情况下都能够以远高于其价值的价格公开发售大量股票。”^[63]在1900年提交给美国国会的一份初步报告中,美国工业委员会建议,“为了防止公司或行业合并的组织者通过重大隐瞒或者误导性陈述来欺骗投资者和公众”,除非向公众出售股票的公司或行业合并的发起人提供“关于股票或证券发行的主体、财产或服务、数量等类似事项的全部细节,以及安全、理性投资所必需的所有其他重大信息”,否则其招股说明书应当被视作欺诈。美国工业委员会还建议,“对于所谓信托的较大公司,应当要求其每年发布适当的审计报告,合理详细地展示其资产和负债,以及利润或亏损;经宣誓形成的报告和审计事宜应当受到政府检查”。^[64]

1903年,美国国会成立了公司局(Bureau of Corporations),用以回应美国工业委员会的上述以及其他建议。公司局专员在其1904年发表的第一份报告中指出,“当前行业状况”的“主要弊病”包括“秘密营销和不诚信营销”“隐瞒公司管理状况”“误导性或不诚信的财务报表”。^[65] 这些

[61] See D. Dodd, *Stock Watering*, Columbia University Press, 1930, pp. 315-325. 多德重点关注了前述八个州的判例,找出了在1930年以前报道的288个判例。

[62] 同前注[45],第225~262页。

[63] See 19 Industrial Commission, Final Report, H. R. Doc. No. 380, 57th Cong., 1st Sess. 619 (1902).

[64] 同前注[45],第649~650页。

[65] See Report of the Commissioner of Corporations, H. R. Doc. No. 165, 58th Cong., 3d Sess. 30 (1904). 此外,参见 Garfield 专员的建议,第45~48页、第60页。

观点被广泛接受,^[66]并在1905~1914年促成了20个提议实施联邦注册或联邦许可制度的独立法案^[67]的出台。之后的联邦贸易委员会研究报告称,其中的“一些”法案是“通过公开来遏制过度资本化”的。^[68]西奥多·罗斯福(Theodore Roosevelt)总统在1901年坚持认为,公开是“我们可用的唯一可靠的补救办法”,向公众筹集资金的公司应当对其资本所投资的财产价值进行真实说明。^[69]1908年共和党政纲提出,开展州际贸易的公司具有垄断能力和机会,应当对其施以更强的公开性要求。^[70]“有效公开”的可行性同样促使塔夫脱总统在1910年和1911年都建议将其适用于联邦公司,尽管他在1912年撤回了他的支持。^[71]

在上述期间,并没有成立联邦公司或者通过许可制法规。但是,在1911~1933年,47个州和夏威夷领土都制定了证券监管法规。在一位州议员投诉一些证券骗子十分无耻地“出售蓝天中的建筑地块”后,这

[66] See F. Horack, *The Organization and Control of Industrial Corporations*, Philadelphia, Pa. : C. F. Taylor, 1903, p. 80. 参见霍金斯的相关引用,同前注[45],第147页。近年来,公司对事实的隐瞒和虚假陈述误导了投资者和投机者,使他们购买那些公司财务不健全和濒临破产的股票。防止股票“掺水”或者向投资者提供判断企业状况的依据,已经引起了“公众”关注一段时间了。“保密”被认为是邪恶的;“公开”被视为一种补救办法,这也就不足为奇。在过去的3年里(1900~1903年),没有什么词能比“公开”更频繁地出现在美国公众的嘴边。

南达科他州的国会议员 E. W. Martin 也持有类似的观点。1905年,他提出了一项联邦许可法案,除了其他事项外,该法案要求每个州际公司提交一份年度报告,说明其组织架构、资本状况、财产、收入、利润、股利和经营方式。这位国会议员解释称:公开不只是一种理论;它是一种实际、实用且重要的补救办法,如果运用及时,它肯定能成为对过度资本化的一项核查方式。坏事是在黑暗中完成的。如果人们知道股票被掺水,他们就不会买掺水股。Martin quoted in 69 - A FTC, *Utility Corporations*, S. Doc. No. 92, 70th Cong., 1st Sess. 35 (1935).

[67] 引用的法案出自 FTC 的《公用事业公司》报告,同前注[66],第32页。第32~42页对这些法案进行了简要分析。此外,1913年《资金信托》调查报告建议通过立法要求任何公司的证券在证券交易所上市前,都必须向交易所提交申请前至少3年的资产负债表和损益表,并在上市后每年向交易所和邮政署署长提交一份损益表和关联交易说明。H. R. Rep. No. 1593, 62nd Cong., 3rd Sess. 170 - 73 (1913).

[68] See 69 - A FTC *Utility Corporations*,同前注[66],第42页。

[69] 参见对西奥多·罗斯福总统的引用部分,同前注[66],第106页。

[70] 参见对共和党领袖的描述,同前注[66],第44页。

[71] 参见对议员塔夫脱观点的描述,同前注[66],第8~10页。L. 洛斯对此也有相关论述,同前注[37],第107~109页。

些法规被普遍称为蓝天法案。^[72] 目前还没有关于蓝天法案在 1911 ~ 1933 年实施情况的全面研究,但一些二手资料中的少数数据有力地表明,证券欺诈是一个重大问题。例如,纽约州的证券局仅在 1932 年就对 1522 个自然人和公司实施了禁令,任命了 144 名接管人,提起了 146 起刑事诉讼。^[73] 加利福尼亚州公司部门在其 1926 年发布的两年期报告中指出:“被拒绝或在调查过程中撤回的证券销售申请的票面价值为 417,167,707.48 美元”^[74]。马萨诸塞州公共事业部门在其 1926 年年度报告中指出:“自该法案生效之日(1921 年 8 月 26 日)起至 1926 年 11 月 30 日期间,在公司、信托、协会或其他机构试图发售的证券中被驳回申请的票面价值共计 1,683,055,846 美元。”^[75] 密歇根州证券委员会在一份涵盖 1913 年至 1918 年的报告中估计:“在本报告涵盖的期间内,蓝天法案的实施使得超过 2 亿美元的可疑证券被禁止在密歇根州销售。”^[76] 在 1923 ~ 1925 年,密歇根州证券委员会依据其蓝天法案提起了

[72] 同前注[3],第 44 页。参见 L. 洛斯对蓝天法案情况的论述,同前注[37],第 23 ~ 107 页。See L. Loss & E. Cowett, *Blue Sky Law*, Michigan Law Review, Vol. 57, 1958; F. Ashby, *The Economic Effect of Blue Sky Laws*, Philadelphia, 1926; M. Parrish, *Securities Regulation and the New Deal*, Yale University Press, 1970, pp. 5 - 41; V. Carosso, *Investment Banking in America*, Harvard University Press, 1970, pp. 156 - 164, 181 - 190; and H. Cherrington, *The Investor and the Securities Act*, American Council on Public Affairs, 1942, pp. 51 - 57.

[73] See Federal Securities Act; Hearings on H. R. 4314 Before the Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 73rd Cong., 1st Sess. 166 (1933) (1933 年众议院听证会)。

[74] See State Corporations Department of California, *Biennial Report (1926) quoted in Note, Uniform Sale of Securities Act*, Columbia Law Review, Vol. 30, 1930.

[75] See Annual Report of the Department of Public Utilities (Mass. 1926). 同前注[74], 第 1196 页 n. 45。

[76] See Report of Michigan Securities Commission (1913 - 1918). 同前注[74], 第 1196 页 n. 45。

大约 400 项刑事诉讼。^[77]

然而,到 1917 ~ 1920 年证券欺诈浪潮结束时,很明显,仅仅依靠蓝天法案的实施对遏制证券欺诈的作用有限,这主要是因为没有哪个州的法律可以通过直接行动或引渡方式对居住在其他州的欺诈性证券承销商发生效力。欺诈性证券的流动性销售商或通过邮件有效运作的销售商将不会受到蓝天法案的影响。^[78]从 1917 年和 1918 年自由贷款销售运动开始,许多广告或推销员成功地说服自由债券的购买者将其置换成欺诈证券,使证券欺诈的案件数量显著增加。在第一次世界大战期间,美国国会授权资本发行委员会管理自愿性的联邦证券监管制度,以确保财政资源被用于国防。该委员会在其 1919 年 2 月的最终报告中“保守”估计,每年有 5 亿美元的欺诈性或无价值股票被出售。该委员会建议制定联邦证券法律,用以“防止通过批量分销数百万欺诈性或无价值股票

[77] 参见 F. 阿什比的相关论述,同前注[72],第 38 页。美国司法部长多尔蒂(Daugherty)几乎在同时发布了一项声明,称联邦法院正在审理的证券欺诈交易索赔案件日益增多,涉案金额超过 1.4 亿美元。See *Regulating Sales of Securities: Hearings on H. R. 10598, Before a Subcomm. of the Senate Comm. on Interstate Commerce, 67th Cong., 4th Sess. 63 (1923)*. 这是针对证券欺诈行为的联邦邮政欺诈法案实施的高峰时期。参见 F. 阿什比的相关论述,同前注[72],第 50 ~ 53 页。See also Ashby, *Federal Regulation of Securities Sales*, University of Illinois Law Review, Vol. 22, 1928.

[78] 参见 1933 年众议院听证会,同前注[73],第 100 ~ 101 页;参见 L. 洛斯的相关论述,同前注[37],第 105 页。投资银行家协会(当时主要投资银行家的行业协会)完全理解这一点。1920 年,该协会的法律顾问宣称,州监管不力是因为它无法触及那些随意游荡,在州际“夜航”的奸商。See Reed, “Blue Sky” Laws, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 88, 1920. 有些评论人士指出,蓝天法案在 1911 ~ 1933 年有三个其他缺陷。第一,这些法规有很多豁免情形。F. 阿什比,同前注[72],第 45 ~ 47 页;参见 L. 洛斯的相关论述,同前注[37],第 32 ~ 33 页和第 64 ~ 65 页。第二,蓝天法案管理人员往往缺乏经验,有的甚至会腐败。参见 F. 阿什比的相关论述,同前注[72],第 40 ~ 45 页;参见 H. 彻林顿的相关论述,同前注[72],第 55 ~ 56 页。第三,遭受欺诈的投资者往往会签订“和解”协议。依照该协议,欺诈性证券的销售方将返还部分或全部钱款以换取免于刑事起诉。参见 1933 年众议院听证会,同前注[73],第 100 页;参见 F. 阿什比的相关论述,同前注[72],第 47 ~ 49 页;参见 H. 彻林顿的相关论述,同前注[72],第 55 页。

来进行变现或者换取自由债券”〔79〕。该委员会关于投资者每年被骗 5 亿美元的“保守”估计被普遍认为是准确的。〔80〕例如,投资银行家协会(Investment Bankers Association)的法律顾问在 1921 年作证反驳严厉型联邦证券法律的可行性,他估算出欺诈或无价值的证券在所有融资中的占比为 5%~10%。〔81〕

在威尔逊(Wilson)总统、财政部长格拉斯(Glass)和联邦贸易委员会分别对资本发行委员会所提出的联邦证券法律提案表示支持的情形下,〔82〕国会议员爱德华·泰勒(Edward Taylor)在 1919 年提出了一项受到威尔逊政府支持的法案。〔83〕后来,国会议员沃尔斯特(Volstead〔84〕)

〔79〕 See H. R. Doc. No. 1836, 65th Cong., 3d Sess. (1919). 资本发行委员会此前的一份报告也提出了大体相同的建议。See H. R. Doc. No. 1485, 65th Cong., 3d Sess. (1918). 资本发行委员会的相关工作。See W. Willoughby, *The Capital Issues Committee and War Finance Corporation*, Johns Hopkins Press, 1934; 参见 L. 洛斯的相关论述,同前注〔37〕,第 112~116 页;参见 V. 卡罗索的相关论述,同前注〔72〕,第 231~234 页;参见 M. 帕里斯的相关论述,同前注〔72〕,第 15~17 页。

〔80〕 例如,“美国财政部估算,这几个月有价值 4 亿美元的自由债券被中西部一些州的认购者用来换取了无价值证券或者可疑证券”,《世界工作》杂志受此启发,刊登了一个名为“快速致富的营销活动”的系列文章,受到很多关注。See *World's Work*, October 1918, at 584. 国会议员爱德华·泰勒在 1921 年作证支持以其名字命名的联邦蓝天法案时,引用了马萨诸塞州委员会的一份报告,来佐证资本发行委员会的估算结论。这份报告估算称,在过去一年里,马萨诸塞州出售了 3000 万至 5000 万美元的欺诈性证券。See “Blue-Sky Bill”, Hearings on H. R. 7215 Before the Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 67th Cong., 1st Sess. 25 (1921) (以下简称丹尼逊法案听证会)。整个 19 世纪 20 年代都充斥着类似这样的估算结论。发布于 1924 年 11 月的一篇新闻报道总结了美国银行家协会、商业改善局和纽约大学作出的独立估算,即小型投资者因快速致富营销计划和无价值证券将每年损失 10 亿美元。该报道转载于 H. R. REP. No. 34, 69th Cong., 1st Sess. 5 (1925)。纽约州总检察长 Bennett 估计,仅在该州的被欺诈投资者每年损失的金额约为 4 亿美元。See Dawson, *In the Blue Sky Blues*, *The American Mercury*, Vol. 25, 1932.

〔81〕 参见丹尼逊法案听证会,同前注〔80〕,第 5~6 页(Paul Keyser 的证词)。

〔82〕 Wilson 总统和财政部长的支持。See *Annual Report of the Secretary of the Treasury* (1919) 95-96 and 426-27; *Annual Report of the Secretary of the Treasury* (1920), pp. 177-180. 联邦贸易委员会的支持。See *FTC, Annual Report* (1919), pp. 47-48. 另见 1933 年众议院听证会,同前注〔73〕,第 10~11 页和第 103 页。

〔83〕 See H. R. 188, 66th Cong., 1st Sess. (1919).

〔84〕 See H. R. 12,603, 66th Cong., 2nd Sess. (1920).

在 1920 年以及国会议员丹尼逊(Denison)^[85]在 1921 年以后的数年里都提出了相关法案。对于州级蓝天法案无力管控证券欺诈行为这一事实,1919 年泰勒法案和 1921 年丹尼逊法案的听证会都提供了强有力的证据予以证明。国会议员 Taylor 对当时有蓝天法案的 38 个州的相关官员展开了民意调查,发现除一个之外的所有州都支持其联邦证券法提案。^[86]1921 年,国会议员 Denison 同样收到了来自 33 个州的官员给他的法案的支持信。所有这些信件都被复制呈给了 1921 年丹尼逊法案听证会。蓝天执法官员在解释他们为什么支持制定联邦法案时,几乎无一例外地表示,他们无力阻止通过美国邮政或其他方式跨越州界进行的欺诈性证券销售。^[87]

[85] See H. R. 7215, 67th Cong., 1st Sess. (1921). 参见 L. 洛斯引用的关于丹尼逊对其他法案的介绍,同前注[37],第 117 页 n. 14。

[86] See Proposed Federal “Blue Sky” Law: Hearings on H. R. 188 before the Comm. on the Judiciary, 66th Cong., 1st Sess. 7–10 (1919).

[87] 参见丹尼逊法案听证会中的蓝天法案执法人员信件,同前注[80],第 50~63 页。在解释他们支持联邦蓝天法案的原因时,亚拉巴马州证券专员写道,“有一类证券是通过美国邮政手段能够使得州法律无法触及”,同前注[80],第 50 页。乔治亚州证券委员会表示,“具有欺诈性的证券发行文件通过邮件系统在这个州里泛滥这一事实,成为了我们州委员会在执法中必须处理的最棘手的障碍”,同前注[80],第 51 页。印第安纳州证券专员写道,“据我们所知,没有任何一项立法能够对公众购买者带来更大的好处……事实证明,联邦法律的缺乏不仅给各州委员会带来了麻烦,还使得他们的大部分工作变得无效”,同前注[80],第 53 页。艾奥瓦州秘书长报告称,他“无力阻止通过邮件实施的欺诈性证券销售”,同前注[73],第 53 页。肯塔基州的银行和证券部门坚持认为,“在缺乏国会协调的情况下,各州将永远无法应对外国公司的欺诈方案”,同前注[80],第 53 页。类似地,密西西比州秘书长也认为,“这项法案的迅速通过,将在监管证券销售等方面,给我们蓝天法案的实施带来不可估量的好处。我们能够管控那些比较好的公司,他们来到本州能遵守我们的法律。根据我们的经验,真正存在‘欺诈’担心的是那些专门通过邮件来运营的公司。从表面上看,这个法案的优点非常明显,以至于我认为没有什么必要去讨论,即便是为了处理它而开展的讨论”,同前注[80],第 54 页。蒙大拿州审计员报告称,“我们民众每年因邮件传递的文件而损失成千上万美元”,同前注[80],第 55 页。内布拉斯加州的证券局局长对这项联邦法案表示支持,认为它能“禁止欺诈性邮政手段营销,我们在过去的时间里发生太多此类行为了”,同前注[80],第 55 页。新罕布什尔州的保险部门写道,“我们在本州已经注意到,那些被禁止出售证券的公司和那些未经批准的证券,都已经通过邮政系统销售给了不幸和无辜的购买者。因此,国会为纠正这种滥用行为所能做的任何事情都将得到我们的真心支持”,同前注[80],第 56 页。俄亥俄州的证券专员表示,“对于那些当事人没有前往我们州,但通过邮件系统或者

在 20 世纪第三次证券欺诈浪潮之后,先后通过了 1933 年和 1934 年证券法律,这在时间上大致与 20 世纪 20 年代末的牛市遥相呼应。第 73 届国会清楚地认识到,州级蓝天法案无法控制证券欺诈。美国《1933 年证券法》颁布前的众议院听证会中有一份商务部的《关于拟议联邦证券法案的经济和法律方面的研究》(*A Study of the Economic and Legal Aspects of the Proposed Federal Securities Act*)。^[88]这份研究总结了资本发行委员会的调查结果和蓝天法案失败的原因。此外,联邦贸易委员会的首席法律顾问罗伯特·希利(Robert Healy)作证说,联邦贸易委员会最近收到了一封来自宾夕法尼亚州的蓝天法官官员的信,该信件称,“到目前为止,在宾夕法尼亚州销售的蓝天证券中,至少有 90% 是通过邮件完成的”^[89]。希利还解释说,联邦贸易委员会收到的第二封信来自“一位执行蓝天法案的加利福尼亚州官员,他说对于在加利福尼亚州发生的最为严重的证券欺诈犯罪,很多或绝大多数都是发起人利用州界保护来免于适用法案”^[90]。罗得岛州和蒙大拿州的官员也寄来了类似的信件。^[91]

该州报纸的广告来进行发售的未经批准的证券,我们在对其进行核查时遭遇了巨大的困难”,同前注[80],第 57 页。正好相反,俄克拉荷马州的秘书长解释称,“我们收到许多来自其他州民众的投诉,那些州的发起人获得了所在州的经营特许证但没有获得销售股票或证券的许可,因而前往其他州或地区并在市场上出售其投机证券,但是我们对这种违反我们州法律的行为几乎不可能拥有任何追索权”,同前注[80],第 57~58 页。俄勒冈州的公司专员发现,收到来自那些通过邮件系统而被骗购买了无价值证券的人的投诉,“这几乎是每天都发生的事”,同前注[80],第 58~59 页。弗吉尼亚州的公共事务秘书长总结道,“我们的法律无法触及那些通过邮件销售股票、债券等的当事人”,同前注[80],第 60 页。基于同样的原因,怀俄明州的副秘书长写道,“我们很无助……”同前注[80],第 62 页。丹尼逊法案于 1922 年 4 月 22 日在众议院“几乎全票通过”,但在参议院未能获得通过。See H. R. Rep. No. 132, 68th Cong., 1st Sess. 1 (1924). See also H. R. Rep. No. 760, 67th Cong., 1st Sess. (1922); H. R. Rep. No. 34, 69th Cong., 1st Sess. (1925).

[88] 参见 1933 年众议院听证会,同前注[73],第 87~111 页。

[89] 同前注[73],第 228 页。

[90] 同前注[73],第 229 页。

[91] 同前注[73],第 228~229 页。美国《1933 年证券法》颁布前的场内辩论体现了国会对于蓝天法案这一弱点的担忧。See e. g., 77 Cong. Rec. 2931 and 2935 (1933) (代表 Wolverton 和 Chapman 的相关陈述)。

在 1933 年和 1934 年证券法律信息披露条款颁布之前分别开展的三次不同的国会听证会汇集了发行人和承销商遗漏或虚假陈述重大投资信息的证据。最令人吃惊的地方在于,这些听证会几乎全都聚焦在主要投资银行的业务上。他们证明,在 20 世纪 20 年代末的牛市热潮中,主要承销商发布的牛市招股说明书经常保留应公开的数据,而这些数据在任何合理的定义下都将被视为对投资者十分重要。

在 1933 年和 1934 年证券法律颁布前的一段时间内,外国政府债券是这个国家最富争议的证券,尤其是拉丁美洲的债券。美国投资者在 1923 ~ 1930 年购买了近 63 亿美元的外国债券,^[92]这一金额大约相当于这段时间里美国新发证券销售数额的近 10%。^[93] 这些销售大多是由美国主要投资银行完成的。销售活动往往试图说服不成熟的投资者将其自由债券换成利息更高的外国债券。20 世纪 20 年代末和 30 年代初的世界经济崩溃导致在美国销售的大多数外国债券大幅贬值。例如,1932 年 3 月,参议员海勒姆·约翰逊(Hiram Johnson)计算出有 16 个欧洲国家的债券是以票面价值的 57% 出售。^[94] 拉美政府债券的损失则更为严重。截至 1931 年 12 月 31 日,14 个拉美政府债券的市场总价值是其票面价值的 26%。秘鲁债券的售价约为票面价值的 7%。^[95]

自 1931 年 12 月起,参议院的财政委员会就在美国销售的外国债券或证券举行了很多听证会。^[96] 这些听证会集中讨论了美国投资银行通过销售外国债券所赚取的异常高昂的佣金,以及随之而来的美国投资银

[92] S. Rep. No. 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 89 (1934).

[93] See U. S. Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*, 1975, p. 1006.

[94] See 75 Cong. Rec. 6055 (1932).

[95] 同前注[73],第 6057 页。1935 年 12 月 31 日,外国债券持有人保护委员会报告称,有 76% 的未偿付拉丁美洲政府债券不再支付约定利息,由此发生违约。参见《关于委员会的报告》,同前注[27],第 6 页。

[96] See *Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States; Pursuant to S. Res. 19 before the Senate Comm. on Finance, 72nd Cong., 1st Sess. (1931-1932)* (以下简称外国债券听证会)。另见参议员海勒姆·约翰逊关于这次听证会的演讲,75 Cong. Rec. 6052-62 (1932)。

行之间就外国债券发行管理的激烈竞争。^[97] 参议院财政委员会举行的外国债券听证会也讨论了信息披露问题。9家主要投资银行^[98]在20世纪20年代受雇销售了100多个外国政府债券和大约40个外国公司债券。在财政委员会的要求下,这9家主要投资银行提供了这些募集说明书或发行公告以供听证会记录。一般来说,外国债券的募集说明书都比较简短,许多债券在听证会打印文件所占用的篇幅都不到一页。他们通常更强调债券卖点而非投资风险。例如,由库恩勒伯公司组织的1923年阿根廷债券发行被如此描述:“就气候和土壤而言,阿根廷是世界上最适合生产谷物和养牛的国家。”^[99]外国债券的募集说明书经常忽略那些显然对评估投资风险很重要的信息。例如,在参议院财政委员会记录的37份拉丁美洲政府债券募集说明书中,没有一份说明了投资银行的总费率,只有4份说明或暗示了其他贷款的到期日,只有6份说明或暗示了其他贷款的年化利息或偿债能力,只有4份说明了政府发行的债券是否曾有贷款违约,只有15份募集说明书披露了政府最近几年的收支总额,没有募集说明书做到像在公司损益表中那样将收入和支出数字细

[97] 外国债券听证会,同前注[96],第615~622页、第743页、第852页、第1273~1274页、第1356页;75 Cong. Rec. 6054-6057 (1932)。有的情形是银行家的方式不够正当。例如,J&W 塞利格曼公司(本文作者与该公司没有亲属关系)向秘鲁总统的儿子支付了41.5万美元,以换取他帮助该公司获得出售秘鲁债券的权利。外国债券听证会,同前注[96],第1279~1280页、第1772~1773页;75 Cong. Reo. 6060 (1932)。

[98] 这九家投资银行分别是:库恩勒伯公司(该公司提供的招股说明书和发行公告,外国债券听证会,同前注[96],第184~289页和第294~298页);花期公司(该公司提供的招股说明书和发行公告,外国债券听证会,同前注[96],第163~183页);利德瑞公司(同前注[96],第463~464页和第480~489页);斯派尔公司(同前注[96],第648~723页);纽约担保公司(同前注[96],第1001~1115页);哈尔加滕公司(同前注[96],第1140~1156页);J&W 塞利格曼公司(同前注[96],第1327~1355页);李海琴森公司(同前注[96],第1503~1553页);大通国家银行(同前注[96],第2039~2043页)。库恩勒伯公司的部分招股说明书是和摩根大通公司(J. P. Morgan & Company)共同管理的。其他招股说明书被化工基金会置于听证会记录的第527~604页,该贸易协会对外国化工生产的融资行为持批评态度。

[99] 参见外国债券听证会,同前注[96],第226页。

分为具体科目。^[100]

对于拉美政府债券的募集说明书或发行公告始终未能披露其重大投资风险这一问题,佩科拉听证会开展了进一步调查。^[101] 这些听证会文件显示,国家城市公司在1927年和1928年分别发行了3只秘鲁政府债券,但都没有披露秘鲁在收税、支付政府拖欠工资、履行合同义务、平衡预算以及应对在房地产、棉花行业和证券市场的经济疲软状况方面的历史困难。在1921~1928年,国家城市公司驻秘鲁的代表们曾多次向他们自己的公司发出警告,秘鲁已经“无法安全地继续发放国家贷款”。但是,国家城市公司在募集说明书或发行公告中从未说明为何其高层认为秘鲁债券具有“不合要求的道德风险”^[102]。在1928年和1929年,国家城市公司分别发行了3只巴西的米纳斯吉拉斯州政府债券。尽管米纳斯吉拉斯州拒绝按照先前的契约要求用金法郎对法国债券持有人进行偿还,国家城市公司专员也明白有一只债券募集的部分资金被用于偿还短期贷款而非用于其募集说明书所称目的,并且国家城市公司的当地专员还坚信“州政府当局(对早期贷款的)的宽松程度近乎荒谬”,但是

[100] 文中这些结论的依据是外国债券听证会对相关募集说明书的审查。其中,3份阿根廷募集说明书,同前注[96],第225~230页和第1151~1152页;7份巴西的募集说明书,同前注[96],第463~464页、第649~651页、第655~656页、第686~687页、第704~705页、第720~722页和第1328~1329页;7份智利募集说明书,同前注[96],第231~243页和第1142~1147页;7份哥伦比亚募集说明书,同前注[96],第1018~1024页、第1147~1155页、第1511~1516页、第1533~1534页、第1537~1540页;1份哥斯达黎加募集说明书,同前注[96],第1519~1523页(该募集说明书还出现在第1534~1536页);5份古巴募集说明书,同前注[96],第279页(该募集说明书还出现在第1342页)、第280~284页、第2039~2043页;1份多米尼加共和国募集说明书,同前注[96],第716~720页;4份秘鲁募集说明书,同前注[96],第1523~1526页、第1529~1532页、第1545~1553页;2份乌拉圭募集说明书,同前注[96],第1140~1141页和第1155~1157页;在这些债券募集说明书中,27份是由外国政府发行,12份是由外国城市或者外国政府部门发行的。在这12份由城市或部门发行的证券中,有2份是由外国政府提供保证担保。同前注[96],第1529~1532页和第1328~1329页。对于这两个债券实例,文中的计算依据是地方或国家的披露数据。因此,如果地方或者国家披露了任何一年的收入和支出,都将作为披露结果被纳入表格之中。其余10份未获外国政府担保、由城市或政府部门发行的证券,其制表依据是发行所在地的披露数据。

[101] See Rep. No. 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 3 (1934).

[102] See S. Rep. No. 1455, 73rd Cong. 2d Sess. 126-131 (1934).

每只债券发行的募集说明书都仍在宣称“审慎且仔细的州财政管理是米纳斯吉拉斯州历届政府的特点”^[103]。在1928年和1929年,大通国家银行分别管理了两只古巴政府债券的发行。第一只上市债券的募集说明书中写道:“在截至1927年1月30日的前五个会计年度里,政府的普通收入超出支出22,500,000美元。”3个月后的第二只债券在上市时出现了类似的声明。参议院银行和货币委员会随后报告说,这些表述与古巴债券于1930年7月21日作出的纽约证券交易所上市申请中的表述大相径庭。上市申请显示,在截至1928年6月30日的前四个会计年度里,古巴政府的支出超出收入大约400万美元。^[104]在1925~1929年,库恩勒伯公司为智利抵押银行发行了5只债券,智利政府为每只债券都提供担保。在这5只债券中,库恩勒伯公司都未曾披露过该国正处于军事委员会的统治之下,没有宪法、国会和普选。在第一只债券发行之时,当时的军事委员会执掌政权才6个月,就被之前的军事委员会推翻了。截至1931年7月,这5只债券已经全部违约。^[105]

在富兰克林·D.罗斯福(Franklin D. Roosevelt)总统的首个百日任期庆典期间,众议院和参议院举行了简短的听证会,随后通过了美国《1933年证券法》。其中众议院和参议院的报告都声称,参议院报告中提到的“不完整、不仔细以及虚假陈述”使投资者在过去10年里蒙受了250亿美元的损失,这显然是凭借州政府蓝天法案官员的估算。^[106]由于众议院和参议院报告都无法解释这一估算的依据,故而无法评估其准确性。这也不是特别重要。这一估算结果与在自资本发行委员会发布其最终报告的1919年起至参议院财政委员会完成外国债券听证会的1932年为止的期间内投资者所受证券欺诈损失的几项估算都大致相符。无论是1933年和1934年证券法律通过前的听证会和议院辩论,还是当时的技术性文献中,都未曾质疑投资者损失250亿美元这一估算

[103] 同前注[102],第131~133页。

[104] 同前注[102],第135页。第133~142页还讨论了古巴政府债券发行材料的其他重大遗漏。

[105] 同前注[102],第148~150页。

[106] See S. Rep. No. 47, 73rd Cong., 1st Sess. 2 (1933); H. R. Rep. No. 85, 73rd Cong., 1st Sess. 2 (1933).

结果。

此外,证券法律的官方立法历史并不只是包括对投资者所受证券欺诈的损失估算。联邦贸易委员会的首席法律顾问希利作证表示,在众议院和参议院为证券法律举行听证会之前,联邦贸易委员会在其公用事业公司研究的前6年里一直在记录具体的会计欺诈行为,该项研究目前仍在继续。希利强调他的证词本意是解释说明。事实上,他的说明几乎没有提到公用事业行业发生会计欺诈的严重程度,而这将在1935年被记录在联邦贸易委员会的《公用事业公司摘要报告》中。^[107] 尽管如此,希利也确实提供了一个公用事业公司上市公告存在重大虚假陈述的例子。^[108] 他还举了几个例子来说明公用事业资产如何在不披露其原始成本或评估依据的情况下实现过高估评。希利估计,联邦贸易委员会在整个1933年已经调查发现超过10亿美元的前述资产高估行为,并且联邦贸易委员会所研究的公共事业公司有大约75%的比例都实施了资产高估。对公用事业财产的重新评估,有些可能是基于当时市场或再生产价值,其他的则明显不是。例如,当时全国最大的公共事业控股公司 Electric Bond and Share 曾多次收购当地经营公司,创建了当地控股公司,并以远高于成本的价格将这些当地经营公司入账,但没有对这些当地经营公司采取任何可能提高其价值的举措。^[109] 希利还举了几个公用事业公司编制损益表时实施欺诈的例子。其中一个例子牵涉到英萨尔公用事业投资公司,该公司声称通过出售特定股票认购权获得了1200

[107] See FTC Summary Report on Utility Corporations, S. Doc. No. 92, pt. 72 - A, 70th Cong., 1st Sess. (1935).

[108] 参见1933年众议院听证会,同前注[73],第229~230页。See Securities Act: Hearings on S. 875 before the Senate Comm. on Banking and Currency, 73rd Cong., 1st Sess. 211-12 (1933) (以下简称1933年参议院听证会)。

[109] 参见1933年众议院听证会,同前注[73],第230~232页;参见1933年参议院听证会,同前注[108],第215~220页。Healy认为资产应当按成本计入资产负债表,该观点具有一定争议,参见1933年参议院听证会,同前注[108],第218页。在为证券法案听证会作证时,他的基本观点却有所不同。在参议院听证会之前,他作证:“我已经证明了缺乏支持性声明的资产负债表是没用的,即便没有我也能够证明。”参见1933年参议院听证会,同前注[108],第220页。公用事业公司的增记之所以具有异议,不仅是因为资产增记超过了成本,还因为公用事业公司始终没有在其财务报表附注中披露原始成本和增记基础。

万美元的收入。这项权利的原始成本是 1600 万美元,但公司从未将这 1600 万美元的支出视作一项费用。希利说:“因此,该公司发生了 400 万美元的损失,而不是获得利润 1200 万美元。”^[110]

与提供 1934 年以前隐瞒或虚假陈述重大投资者信息证据有关的最后一场重要听证会,是 1932 ~ 1934 年参议院银行和货币委员会对证券交易行为的调查,被世人称为“佩科拉听证会”。需要强调的是,佩科拉听证会的主要关注点不是公司信息披露,而是投资银行、商业银行、证券交易所会员和投资信托公司的行为。但是,在这漫长的调查过程中,^[111]“佩科拉听证会确实记录了几起夸大公司强制性披露制度必要性的事件”。

佩科拉听证会显示,包括几位结盟的资深公司高管在内实施了股票联合,并在其联合操作过程中定期聘请公关人员向报纸和电台记者植入新闻故事和消息。^[112] 这些揭露令人震惊,不仅是因为虚假和误导性信息被散布的可能性,还因为其中一位公关人员的行为。牛顿·普卢默(Newton Plummer)被发现与《纽约时报》(*The New York Times*)、《华尔街日报》(*The Wall Street Journal*)、《纽约先驱论坛报》(*The New York*

[110] 参见 1933 年参议院听证会,同前注[108],第 220 ~ 221 页;参见 1933 年众议院听证会,同前注[73],第 232 ~ 233 页。Healy 的证词被联邦贸易委员会《公用事业公司摘要报告》夸大很多,参见联邦贸易委员会的《公用事业公司摘要报告》,同前注[107],第 282 ~ 304 页和第 845 ~ 848 页的实例及关于增记的详细讨论。该报告还记录了其他公用事业公司的欺诈行为。例如,控股公司将子公司的未分配收益记为收入,参见联邦贸易委员会的《公用事业公司摘要报告》,同前注[107],第 468 ~ 473 页;整个行业对折旧入账的误导性做法,参见联邦贸易委员会的《公用事业公司摘要报告》,同前注[107],第 496 ~ 512 页。

SEC 在 1934 年以后的两份主要报告也记录了在 1934 年之前发生重大隐瞒或虚假陈述的证据。参见《关于委员会的报告》,同前注[27],第 507 ~ 508 页和第 571 ~ 576 页、第 63 ~ 80 页、第 135 ~ 136 页。See SEC, *Investment Trusts and Investment Companies Report*. 同前注[27],第 70 ~ 71 页、第 195 ~ 205 页、第 645 ~ 647 页、第 1507 ~ 1023 页、第 1942 ~ 2406 页。

[111] 参议院银行委员会于 1934 年 6 月 6 日举行听证会,其报告指出:“该委员会迄今进行的调查过程中,已编制了一份超过 12,000 页的书面记录,收到了超过 1000 件证据。”Rep. No. 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 3 (1934).

[112] 同前注[111],第 44 ~ 45 页。

Herald Tribune) 以及其他几家主要报纸的记者都有过现金交易。^[113]

美国商业酒业公司、大通国家银行、辛克莱联合石油公司、通用沥青公司、水蟒铜业公司、智利铜业公司、安第斯铜业公司、福克斯电影公司等公司的高管都被发现曾秘密联合开展其与所在公司证券的交易。^[114]

听证会记录了股东被要求签署委托书去授权现任管理层代表其投票,同时不向股东披露管理层对投票所涉交易所具有的管理利益。^[115]

鉴于据以经营的协议要求以外国债券提供抵押担保,克鲁格与托尔公司设计了一系列替代方案来将初始担保物替换为市值特别低的证券。在 1930 年,2450 万美元的法国政府债券被替换为 1000 万美元的南斯拉夫政府债券便是一个典型的应用实例。^[116]

据透露,大通国家银行的董事长阿尔伯特·威金(Albert Wiggin)利用其关于大通国家银行经营的内幕信息,组建了 3 家公司与该银行开展股票交易。在 1927~1932 年,这 3 家公司一共赚取了 10,425,657 美元的利润。其中,有超过 400 万美元的利润是来自 1929 年秋季对大通国家银行的卖空交易,威金当时认为该银行股价“高得离谱”。^[117] 在威金任职期间,大通国家银行始终“混淆银行事务的真实状况”。例如,在 1930 年至 1932 年发布的损益表中,该行反复出现从资本账户和盈余账户中转增收入的情形,但未曾披露这种营业外收入的来源。^[118]

听证会最具影响力的证词是与摩根大通公司有关。该公司长期以来不仅是美国一流投资银行,而且还是采取保守承销做法的典范。然而,就连摩根财团也被发现在 20 世纪 20 年代末的牛市中采用了挣快钱(get-rich-quick)策略。1929 年 1 月,摩根(Morgan)公司和邦布瑞特

[113] 参见乔尔·塞利格曼对此的讨论和引用部分,同前注[3],第 16~17 页。

[114] 同前注[111],第 55~68 页。

[115] 同前注[111],第 74~76 页。类似的证据表明,国家城市银行的投资附属机构曾多次组织销售其持有期权的证券,而不向潜在投资者披露其相互冲突的利益。同前注[111],第 163~168 页。

[116] 同前注[111],第 121~124 页。参见《关于委员会的报告》中关于 Kreuger & Toll 和其他替代担保物的论述,同前注[27],第 16~23 页。

[117] 同前注[111],第 185~229 页。威金交易直接促成了美国《1934 年证券交易法》第 16(b)条的制定,该条款在当时被普遍称为“anti-Wiggin”条款。

[118] 同前注[111],第 211~219 页。

(Bonbright)公司成立了联合公司,这是当时美国最大的公共事业控股公司之一。两家公司都以其所拥有的其他公用事业公司股票和大约1000万美元现金,来换取联合公司的初始优先股和普通股。联合公司在其纽约证券交易所上市申请中表示,截至1929年4月23日,它已对外发行了1,435,251股优先股和5,184,284股普通股。此外,摩根公司和邦布瑞特公司总共得到了3,994,757份永续认股权证(perpetual option warrants)。每个认股权证都赋予持有者在任何时候以27.5美元的每股价格购买普通股的权利。这意味着,当联合公司普通股的市场价格超过27.5美元时,摩根公司和邦布瑞特两家公司就可以行使其认股权证,并获得与认购价27.5美元和市场价之间的价格差大致相当的利润。同时,由于普通股总数的增加,所有对外发行的普通股价值都将被稀释。举个极端的例子,当联合公司的普通股价格在1929年夏天达到高值73美元时,如果摩根公司和邦布瑞特两家公司认购了所有的3,994,757期权,那么对外发行的普通股价值将被稀释约25%。

摩根公司和邦布瑞特公司都没有将其重大投资信息有效地披露给联合公司普通股的首次公开发行购买者。1929年1月11日,一份关于公司资本化状况的新闻稿被分发至各大报纸,稿件写道:“目前还将发行认股权证,授权持有者可以在任何时候无限制地以每股27.50美元的价格认购不超过400万股的普通股。”该稿件还表示,该公司的组织者已经购买了200万认股权证。在联合公司普通股的交易开始之前,几乎没有公开联合公司的其他信息。起初,摩根公司和邦布瑞特两家公司的公开发售股票是按照“优先名单”私下交易,这份名单的大部分是商业和政治人士。这些人反过来又通过转售股票创造了一个联合公司证券市场。招股说明书或发行公告从未对外分发过。首发上市股东知道联合公司投资组合中的一些证券,但不知道联合公司的持股规模。首发上市股东从未见过联合公司的资产负债表。他们不知道的是,联合公司的注册证书授权其董事“有权在任何时候……不需要本公司股东采取任何行动……授予[额外的]权利或选择权……请考虑……”事实上,这些首发上市股东很大程度上是基于对摩根大通公司的信任才购买联合公司股

票。他们缺乏充分信息来理性地评估联合公司的股票价值。^[119]

对于管理层或投资银行隐瞒或谎报重大投资信息的上述证据以及其他类似证据,大部分都具有偶发性质。这些证据之所以能够被广泛认可用来说明公司强制性披露制度的必要性,其中一个原因就在于佩科拉听证会中的例证是1934年以前金融界常见问题的典型代表,这一情况已经被一些独立的私人研究和投资界知情人士所证实。标准统计公司(Standard Statistics Company)副总裁劳伦斯·斯隆(Laurence Sloan)在1927年财务报告中指出,在545家主要工业公司中有57%的公司没有上报其毛收入;有235家公司能够对比其毛收入和净利润的公司,占比43%;只有219家公司能有数据显示其在1926年和1927年的折旧及损耗总额。^[120] 在此之后,斯隆在1927年财务报告基础上开展的一项研究发现,580家主要公司中只有323家上报了毛收入;有257家公司则没有,占比44%。^[121]

[119] 同前注[111],第103~104页和第117~119页。See *Stock Exchange Practices: Hearings on S. Res. 84 (72nd Cong.) and S. Res. 56 and S. Res. 97 (73rd Cong.) Before the Senate Comm. on Banking and Currency, 73rd Cong., 1st Sess. 308-309, 328-335, 357, 365-384 and 453-455 (1933)*. 随后,《哥伦比亚法律评论》发表了一份由三个部分构成的联合公司研究报告。See Note, *High Finance in the "Twenties": The United Corporation*, *Columbia Law Review*, Vol. 37, 1937; and *High Finance in the "Thirties": New Deal Legislation*, *Columbia Law Review*, Vol. 37, 1937; and *On the Morgan and Bonbright "Preferred Lists"*, *Columbia Law Review*, Vol. 37, 1937. 同前注[3],第34~35页。

证券交易所实践听证会(Stock Exchange Practices Hearings)的最初公开新闻稿描述了联合公司的组织架构,同前注[3],第365~366页。参见分发给“优先名单”股东的备忘录,其内容略微更详细一些,同前注[3],第368~369页。联合公司的公开交易至少在1月16日就已经开始了,同前注[3],第378页。

当联合公司普通股在1929年夏天以73美元的价格出售时,摩根公司和邦布瑞特公司行使3,994,757个认股权证,将使得联合公司的普通股被稀释约25%,这个估算结果的计算依据如下:如果股票市场对联公司5,184,284股普通股的估值为每股73美元,而联合公司发行的3,944,757新股为每股27.50美元,那么联合公司普通股的每股价值乘以新股发行后的股票总数量(5,184,284 + 3,994,757)将得出这些股票的总价值(5,184,284 × \$73 + 3,994,757 × \$27.50),和接近53美元的每股价值。

[120] See L. Sloan, *Corporation Profits 62 and 42 (1929)*.

[121] See L. Sloan, *Everyman and His Common Stocks 66-74 (1931)*.

在1935年,二十世纪基金组织(Twentieth Century Fund)在其被大量引用的研究报告《证券市场》^[122]中得出了几乎相同的结论。该基金组织批评了投资银行在编制招股说明书时所使用的销售策略,该组织称:“发起人的主要目的是诱导客户购买,而不是告知客户……这些指导性原则和手段已经被成功运用在广告和推销领域。”^[123]该基金组织对其中一类“不良行为”的例子作出了如下描述:1929年,S. W. 施特劳斯公司在一次较大发行规模的营销性招股说明书中这样写道:“在过去三年半中,公司已实现和未实现的平均收益已达37.5%以上。”这里有两处明显的不合理:第一,将“未实现”收益与“已实现”收益合并一起的计算是毫无根据的;第二,使用“平均收益”的概念将让读者无法知晓该时期的利润趋势。^[124]

该基金组织的研究对公司定期报告提出了更严厉的批评。在注意到发布股东季报的纽约证券交易所上市公司比例在1923~1933年发生大幅增长后,^[125]该基金组织得出结论认为:“这些报告所包含的信息往往十分贫乏以至于对股东几乎没有用处。在很多情况下,这些报告事实上不仅没有完成披露,反而成功地隐瞒了公司真实状况。”^[126]具体而言,该基金组织认可斯隆关于公司没公布毛收入数据的结论,并指出:“有些公司将折旧费用与一项或多项其他费用合并起来,这导致哪怕是最有经验的分析师也绝不可能查明甚至都无法估计这些费用的数额和适当性。”^[127]资产负债表往往不会区分“资本盈余”和“营业盈余”,不会披露存货的计算方法,也不会列明其他流动资产。^[128]该基金组织还特别谴责了一些母公司既不将子公司数据纳入合并财务报表,也不为子公

[122] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44]。

[123] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第566~567页。

[124] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第567页。

[125] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第589~591页。

[126] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第580页。

[127] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第580~582页。

[128] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第583~584页。

司发布单独报告的做法。^[129]

投资界的知情人士对 1934 年之前的公司信息披露做法也持批评态度。例如,柯史莫律师事务所的律师哈勒兰 (Halleran) 和考尔德伍德 (Calderwood),他们都在 1959 年这样写道:在 1933 年法案出台之前,即便是由声誉卓著的机构发行的债券,其公开的信息在今天看来往往都相当粗略。在那个时期具有代表性的发行公告中,财务信息很少或者根本没有,关于款项用途的信息非常少,对证券本身的描述相当简短,与发行人业务有关的重要事实(如果有的话)也很少。此外,今天所要求披露的承销价差、管理层薪酬以及内部人士在融资活动或与发行人的近期交易的可能利益等事项在当时也都几乎不为人知。^[130]

SEC 研究部负责人戈德里奇 (Gourrich) 曾担任库恩勒伯公司的首席经济学家,他在 1937 年对 20 世纪 20 年代的证券发行作出了如下解释:证券购买者、证券分析师和帮助购买者作出理性判断的专家都经常性地缺乏足够的信息,这就使低质量高价格的证券销售更为便利。有时,甚至银行家都无法获得足够信息,以至于他们的判断虽然诚实但是仍可能因信息不足而并不准确;无论该公司是否可以获取信息,很多情况下都没有向公众进行明确披露。^[131] 就连阿瑟·迪恩 (Arthur Dean) 这个自美国《1933 年证券法》最初颁布以来最顽固、明确的反对者也承认,“经审查在法案颁布前的招股说明书,可以发现其中一些招股说明书的信息缺失到多么荒谬的程度”^[132]。

[129] 参见二十世纪基金组织的报告,同前注[44],第 586~589 页。霍金斯曾在 28 年后写过关于 1933 年以前会计实践的类似文章:“会计实践对行业管理几乎没有限制。存在各种有吸引力的替代方案能被会计师认可并被商人所用。例如,还有很多不同的折旧理论。对于所有权的合并程度,尚未达成一致意见。营业收入和其他收入之间经常不作区分。一直都存在各种记录资产价值的方法。与资产价值记录有关的各种方法持续存在。不幸的是,这种会计自由诱使很多管理层通过对盈余和利润的可疑调整来虚增公开利润,而这些调整很少向公众透露。”

[130] See Halleran & Calderwood, *Effect of Federal Regulation on Distribution of and Trading in Securities*, *George Washington Law Review*, Vol. 28, 1959.

[131] See Gourrich, *Investment Banking Methods Prior to and Since the Securities Act of 1933*, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 4, 1937.

[132] See Dean, *The Lawyer's Problems in the Registration of Securities*, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 4, 1937.

(二) 1934 年以后隐瞒或虚假陈述重大投资信息的证据

通过此前对国会最初据以建立公司强制性披露制度的证据进行考察,可以明显发现商业公司和外国政府在 1934 年之前发行的债券经常会遗漏或虚假陈述重大投资信息。事实上,鉴于证券欺诈在 1919 ~ 1934 年给投资者造成的损失情况、州级蓝天法案被公认发生失败、在 1932 ~ 1934 年国会听证会上公布的重大遗漏和虚假陈述的具体实例以及独立私营研究所记录的 20 世纪 20 年代主要公司在财务报告中存在的大量缺陷,构建公司强制性披露制度的必要性似乎已无可否认。

在 1934 ~ 1964 年(该期间内受到 SEC 公司强制性披露制度约束的公司数量大幅增加)的历史证据中最引人注目的是,不受该披露制度约束的公司在 1934 年以来的实践表现似乎并没有改善。在此期间,会计准则制定取得了重要进展。证券法为投资者提供了新的欺诈救济途径。SEC 作为该领域最重要的执法机构开始运作。SEC 表格提供了信息披露标准。尽管如此,对于规模太小而无法受到公司强制性披露制度约束的公司和属于该制度豁免范围的公司来说,遗漏和虚假陈述重大投资信息的情形仍是常态。这一结论得到了国会听证会和 SEC 在 1941 ~ 1964 年公司报告的认可,这些报告研究了不受公司强制性披露制度约束的公司在 1934 年以后的披露实践。该结论还得到一项 1963 年关于银行信息披露的独立研究和 1980 年美国政府问责局的欺诈案件调查研究的进一步印证,这些欺诈案件所涉公司都主张将美国《1933 年证券法》的注册要求对私募发行予以豁免。经考察发现,SEC 年度报告也能证明了其对注册声明的售前审查能大大减少由受到 SEC 公司强制性披露制度约束的公司开展的重大遗漏或虚假陈述行为。

政府部门在 1934 年以后基本开展了两类关于遗漏或者虚假陈述重大信息的研究。第一类研究聚焦于被 SEC 公司强制性披露制度要求部分或全部豁免的发行人所实施的欺诈状况。第二类研究是关于被 SEC 强制性披露制度要求部分或全部豁免的公司所实施的重大投资信息遗漏行为。

1941 年,SEC 首次公布了不受其公司强制性披露制度约束的公司实施欺诈的数据。在针对 1933 年和 1934 年证券法律的一系列拟议技术性修正案所举行的大范围听证会上,SEC 主席珀塞尔(Purcell)向众议

院州际和对外贸易委员会 (House Interstate and Foreign Commerce Committee) 作证说, “总的来说, 欺诈行为最多的是在小额发行领域”^[133]。当时美国《1933 年证券法》第 3 条第 b 款允许 SEC 对不超过 10 万美元的发行采取完全或部分豁免。不超过 10 万美元的私募发行往往也能够获得完全豁免。在 1940 ~ 1941 年的会计年度里, 珀塞尔报告称, 在 SEC 根据美国《1933 年证券法》所开展的 484 起欺诈调查中, 共有 266 起 (占比 55%) 调查的发行金额不超过 10 万美元。同样地, 在该会计年度中因欺诈涉及刑事指控和定罪的所有案件中, 有 66 起 (占比 45%) 案件的发行金额不超过 10 万美元。珀塞尔强调: “我认为这些数字很好地说明了小额发行相较于大额发行的欺诈数量……实际数据可能比这个数据高很多, 因为证券销售所涉及的小额发行将被法案自身施以注册要求的完全豁免而不必受到该规则约束。委员会无法收到这些信息, 因此也没有进行调查。”^[134]

1946 年, SEC 在开展另一项研究后也有类似的发现: “未注册证券和大部分采取保护性披露的已注册证券所涉及的欺诈案件, 将得到委员会的更多关注, 这显然会使得欺诈图谋难以实现或者无法实现。”^[135] “1949 年的一项补充研究也得出了相同的结论。”^[136] 1963 年, SEC 再次记录了不受其公司强制性披露制度约束的公司实施欺诈的高发生率, 以此作为《证券市场专项研究》(*Special Study of Securities Markets*) 的一部

[133] See Proposed Amendments to the Securities Act of 1933 and to the Securities Exchange Act of 1934: Hearings on a Comparative Print Showing Proposed Changes in the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 and H. R. 4344, H. R. 5065 and H. R. 5882 Before the House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 77th Cong., 1st Sess. 659-660 (1941).

[134] 同前注[133], 第 660 页和第 1386 页。另见乔尔·塞利格曼对这些听证会的背景说明, 同前注[3], 第 235 ~ 237 页。

[135] See Securities and Exchange Commission, Proposal to Safeguard Investors in Unregistered Securities, H. R. Doc. No. 672, 79th Cong., 2d Sess. 5-6 (1946) (以下简称 SEC 的 1946 年提案)。同前注[3], 第 5 ~ 9 页和第 32 ~ 37 页。

[136] See Committee on Banking and Currency, 81st Cong., 2d Sess., Sec. A Proposal to Safeguard Investors in Unregistered Securities; Supplemental Report 9-10 (Comm. Print 1950) (以下简称 SEC 的 1950 年补充报告)。另见 L. 洛斯的相关论述, 同前注[37], 第 1155 页。

分。这项研究依据美国《1933年证券法》或《1934年证券交易法》规定调查了从1961年1月开始的18个月内通过诉讼或者其他SEC文件所记载的所有欺诈案件。在提及证券名称的107起诉讼中,有99起诉讼(占比93%)涉及的发行人不符合美国《1934年证券交易法》的持续性披露要求。^[137]

由于申请豁免的私募发行中欺诈发生率很高,美国政府问责局向国会建议缩小美国《1933年证券法》对私募发行的豁免范围。^[138] 该局报告称,在截至1978年9月30日的前三年期间,SEC调查了142起涉及欺诈的私募发行。“该委员会的调查文件显示,在前述142起调查中,其中的95起欺诈发行使得约有3万名投资者被骗金额共超过2.55亿美元。

[137] See 3 Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, H. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess. 10 (1963) (以下简称SEC的专项研究). 1963年,SEC的交易与交易所部门主任Loomis向参议院银行与货币委员会作了类似报告。他说:“在过去这些年里,委员会面临的绝大多数欺诈案件所涉及公司都不符合《证券交易法》的报告要求。” See SEC Legislation, 1963: Hearings on S. 1642, Before a Subcomm. of the Senate Comm. on Banking and Currency, 88th Cong., 1st Sess. 288 - 307 (1963) (statement of Philip A. Loomis, Jr). See also Amendments to Securities Act of 1933 (Exemptions): Hearings on H. R. 5701, Before the Subcomm. on Commerce and Finance of the House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 84th Cong., 4 - 5 (1955 - 1956). SEC公布的数据显示,在这波证券营销欺诈浪潮中,被A条例(Regulation A)豁免的43个轴行业发行样本中的推销员经常在不付现金或者付出很少现金的情形下为自己谋取很大比例的新公司股票;例如,发起人、管理人员和董事在不付现的情况下获得了62.5%的Pioneer Uranium Corp.公司股票。SEC公司融资部主任Baldwin Bane在更早时候对这类实践曾有总结:我认为依照A条例注册来欺诈投资者的可能性比正式注册的可能性要大得多。随着豁免范围的扩展,投资者无法得到国会认为其应有的保护,以及无法得到我认为通过信息充分准确方式来实现的保护的可能性自然也就越大。投资者也当然无法根据A条例获得与发行有关的信息。但是,SEC主席德姆勒(Demmler)在1954年4月1日的一封信中写道:“虽然没有全面的统计研究,但经咨询相关知情的工作人员,我们的观点是依照A条例的发行行为没有发生重大欺诈。”1年后,德姆勒明显改变了这一观点,并要求国会增加SEC的人员规模,其部分原因是A条例的有些豁免发行给委员会带来了“很多”担忧。 See Stock Market Study: Hearings before the Senate Comm. on Banking and Currency, 84th Cong., 1st Sess. 943 - 45 and 966 (1955).

[138] See General Accounting Office, Action Needed to Better Protect Investors from Fraud in Purchasing Privately Placed Securities (1980).

其余 47 项调查则因为记录不足而无法估算公众投资者的损失。”^[139] 特别困扰美国政府问责局的是,“委员会调查获悉的信息披露损失可能只是冰山一角”^[140]。美国政府问责局向各州证券专员发放了一份问卷,并发现“有 28 名专员报告称仅其 1978 年调查就显示他们所在州的投资者被骗 3.3 亿至 3.5 亿美元。43 名州专员称在其 1978 年开展的关于私募发行豁免的 528 起调查中,有 462 起存在欺诈”^[141]。

在 1946~1963 年,SEC 对不受公司强制性披露制度约束的公司的重大遗漏行为开展了较为详尽的研究,最终以此研究成功说服美国国会将其 1934 年《证券交易法》项下持续性披露条款的适用范围扩展至规模达到最低限度以上的所有公司。

1946 年,SEC 提议美国《1934 年证券交易法》第 12 条、第 13 条、第 14 条和第 16 条规定应当扩展适用于拥有 300 万美元以上资产和 300 名以上股东的未注册公司的证券。^[142] 为了调查未注册公司财务报告的实践情况,SEC 筛选出 70 个资产至少 300 万美元、股东超过 300 人的公司来研究其年报。一般来说,这些公司都不会提供重要的非财务数据,也不会提及公司管理层、董事或大股东是否参与了重大关联交易。公司内部人士也不会透露公司股票的交易情况。一般来说,他们也不会讨论高管薪酬或利润分享安排的细节性事宜。至于公司财务报表,1946 年 SEC 研究发现,13% 的公司没有提供任何损益表,超过 1/3 的企业没有披露销售额或销售成本。按照美国《1934 年证券交易法》的标准来判断,约 52% 的资产负债表被认为存在重大缺失。例如,有些公司没有说明计提存货金额的计算基础。此外,还有一些财务报表做法具有明显的误导性。例如,有一家公司有大量的累积赤字,但其“商誉”科目所列金额占其总资产的 60%。^[143]

SEC 在 1946 年的报告还调查了 76 家资产超过 300 万美元的样本公司在 1943 年和 1944 年的投票代理权征集行为 (proxy - soliciting

[139] 同前注[138],第 6 页和第 10 页。

[140] 同前注[138],第 10 页。

[141] 同前注[138]。

[142] 参见 SEC 的 1946 年提案,同前注[135],第 vii 部分。

[143] 参见 SEC 的 1946 年提案,同前注[135],第 11~16 页和第 37~75 页。

practices)。由于他们是在纽约路边交易所(New York Curb Exchange,即现在人们熟知的美国证券交易所)进行的非上市交易,在当时不受该委员会代理披露规则的约束。在与年度会议有关的委托书材料中,约有89%的委托书材料没有提名董事人选;所有委托书都没有提到管理层薪酬状况,无论是以单独还是合并方式;约有95%的公司不允许其股东对具体业务进行“同意”或“反对”的表决;有42%的代理人要求股东认可和批准自上次年度大会以来的所有经营行为,但又不向其披露这些行为的性质。^[144]

4年后,SEC再次提议美国《1934年证券交易法》第12条、第13条、第14条和第16条规定应当扩展适用于拥有300万美元以上资产和300名以上股东的未注册公司的证券。^[145]为了验证1946年的研究结论,SEC于1949年开展了一项新研究。^[146]1949年研究的范围不仅包括1946年所调查的61家公司,还新增了98家拥有300万美元以上资产和300名以上证券持有人的公司。^[147]1949年的这项研究发现,“这些公司普遍没有披露非财务信息,所有公司都未曾提及其与管理层之间的重大交易”^[148]。在被调查的159家公司中,没有公布损益表的公司占比7%;没有披露销售额和销售成本的公司为79家(占比50%);两者均未披露的公司为40家(占比25%)。“按照证监会对注册公司的标准来判断,这159家公司中有89家(占比56%)的资产负债表存在明显缺陷。”“股本(capital stock)和库存股(treasury stock)常常被施以误导性陈述和不充分披露。16份报告都没有说明股本的数量或类别,也没有将股本负债与盈余账户合并计算……”^[149]

经审查96家公司在1948年和1949年的委托书,SEC的1949年研究对1946年关于投票代理权征集行为的研究结果进行了更新。前述96家公司不受SEC代理规则约束,就召开股东大会方面在纽约路边交易

[144] 参见SEC的1946年提案,同前注[135],第18~19页和第75~86页。

[145] 参见SEC的1950年补充报告,同前注[136]。

[146] 参见SEC的1950年补充报告,同前注[136]。

[147] 参见SEC的1950年补充报告,同前注[136],第3页。

[148] 参见SEC的1950年补充报告,同前注[136]。

[149] 参见SEC的1950年补充报告,同前注[136],第3~4页。

所享有非上市特权。该研究发现：“在就董事选举以外的行动事项进行审议的 114 次会议中，股东仅在其中 10 次会议中对其中具体事项享有投票权。在其余 104 次会议中，股东被迫要么全权授予代理人酌情决定要么被剥夺投票权。”在所有涉及董事选举的会议中，未披露董事候选人情况的投票代理情形占比 84%。“事实上，连高管和在任董事都没有披露的投票代理情形有 33 个，占比 16%。”在董事选举的 191 次股东大会中，未以单独或合并方式披露管理层薪酬状况的情形占比 97%。有 28% 的年度会议代理人要求股东认可和批准自上次年度大会以来的所有经营行为，但又不向其披露这些行为的性质。“在退休金计划的股东批准案例中，约有 80% 的情形是管理层未以单独或合并方式披露董事和高管的退休金金额，以及给公司带来的成本花费。”^[150]

SEC 开展的第三项研究是关于未注册公司的信息披露实践，并于 1956 年就参议员詹姆斯·威廉·富布莱特 (J. William Fulbright) 提出的一项法案发布了研究报告^[151]。该项法案将美国《1934 年证券交易法》第 12 条、第 13 条、第 14 条和第 16 条规定扩展适用于两类发行人：一是拥有超过 200 万美元的总资产且所持权益证券具有至少 750 人以上的持有记载；二是所持有债务证券是按照美国《1933 年证券法》注册且证券未偿付金额超过 100 万美元。如果富布莱特的提案得以颁布，1205 家非上市公司将被要求遵守美国《1934 年证券交易法》项下的持续性披露规定。有 617 家非上市公司已被要求按照美国《1934 年证券交易法》第 15(d) 条规定定期向股东提交报告；其余未被强制向股东提交

[150] 参见 SEC 的 1950 年补充报告，同前注[136]，第 3~8 页、第 14~29 页的前述缺失的详细分析。在参议院银行和货币委员会之前，SEC 副总法律顾问 L. 洛斯已经在其证词中提到了对 SEC 在 1946 年和 1949 年的研究分析。See Securities Exchange Act Amendments: Hearings on S. 2408, before a Subcomm. of the Senate Comm. on Banking and Currency, 81st Cong., 2d Sess. 7 and 19-23 (1950)。参见 L. 洛斯的相关论述，同前注[37]，第 1153~1155 页。

[151] See Senate Comm. on Banking and Currency, 84th Cong., 2d Sess., Securities and Exchange Commission. Report on S. 2054 (Comm. Print 1956)。

定期报告的 588 家公司将被要求这样做。^[152] 与 1946 年和 1949 年的研究相比,关于给股东报告的 SEC 调查结果在其 1956 年研究报告中的体现还不够详细。SEC 报告称,如按照 SEC 的会计准则标准,在当时不受美国《1934 年证券交易法》项下持续性披露规定约束的 588 家公司的年度报告中,将有 21% 的财务数据被认为存在重大缺失。相比之下,“在依据第 15(d) 条规定向委员会报告的公司所提供的给股东的年度报告中,按照委员会的会计准则标准判定存在财务数据重大缺失的年度报告仅占比 5%”。^[153]

如果富布莱特的提案被采纳,前述 1205 家公司将被要求遵守美国《1934 年证券交易法》项下的持续性披露规定,其中的 634 家公司将披露其投票代理权征集行为的更多详细数据。该结果与 SEC 在 1946 年和 1949 年的研究结果基本一致。在为年度股东大会征集投票代理权时,有 73% 的公司没有向股东披露董事候选人情况。有 52% 的委托书表格使得股东无法就提案具体事项进行投票支持或者反对,进而要求股东对整个提案要么投票支持要么投票反对。在与奖金、分红、薪酬方案相关的投票代理权征集时,有 3/4 的征集行为没有披露这些方案的预计成本。同样地,在涉及证券修改或者变更时,有 76% 的征集行为未能按照代理规则的要求说明将对拖欠股利、本金或利益违约造成的影响。有 74% 的征集行为未能按照要求提供财务报表。^[154]

[152] 同前注[151],第 2~3 页。正如报告所解释的:只有在已登记证券的公开发行总价加上以该价格计算的同类所有其他已发行证券的总价值,合计数额超过 200 万美元时,才需要按照证券法第 15(d) 条规定实施相关披露行为,该条规定要求按照 1933 年证券法注册的证券发行人参照该法第 13 条对已上市证券的规定提交信息和报告。如果合计数额确定将减少至 100 万美元以下,或者由于发行人证券上市的原因使无法适用这些披露要求,那么可以中止前述披露行为。《证券交易法》第 15(d) 条规定不要求发行人遵守该法第 14 条的代理要求或者该法第 16 条关于“内幕交易”的规定。同前注[151],第 2 页 n. 2。

[153] 同前注[151],第 3 页。在不符合美国《1934 年证券交易法》连续报告要求的公司报告中存在重大缺陷,“104 家公司(17.7%)未能在损益表中单独显示销售和/或销售成本;20 家公司(3.4%)遗漏了损益表或盈余表,或未能遵守会计准则并对报告结果产生重大影响”。同前注[151],第 11 页。

[154] 同前注[151],第 3~9 页。参见 L. 洛斯对该项报告的背景说明,同前注[37],第 1158~1162 页。

在富布莱特参议员的要求下,SEC于1957年准备了一份关于保险公司披露实践的补充报告^[155],这类保险公司应当拥有超过200万美元的总资产且所持权益证券具有至少750人以上的持有记载。前述1956年报告所审查的1205家公司不包括保险公司和银行,这是因为富布莱特的提案特别豁免了保险和银行证券。SEC在1957年研究了169家保险公司的股东报告和投票代理权征集文件,其中有44家公司已被要求按照美国《1934年证券交易法》第15(d)条规定制作年度报告;有125家公司在当时不受美国《1934年证券交易法》的约束。在当时未受美国《1934年证券交易法》项下持续性披露规定约束的保险公司中,有63%的公司被发现财务报表存在重大缺失,有55家公司(占比44%)向股东仅提供了资产负债表,没有提供损益表或营业盈余表。由于在豁免适用美国《1934年证券交易法》项下持续性披露制度的74家保险公司中,公司规模可高达30亿美元,因而前述研究结果变得尤为重要。但是,SEC发现:“在总资产低于500万美元的11家公司中,有10家公司被列为具有重大缺失。此外,没有明确的迹象表明公司规模对报告质量具有重大影响。”^[156]

针对被公司强制性披露制度完全或者部分豁免的公司所实施的重大投资信息遗漏行为,SEC在1963年开展了史上最为全面的调查,以此作为SEC的《证券市场专项研究》的一部分。^[157]该文件调查了随机选择的556家场外交易工业公司的披露实践,几乎检查了1961年报告的

[155] See Senate Comm. on Banking and Currency, 85th Cong., 1st Sess., Securities and Exchange Commission, Supplementary Report on S. 2054 (Comm. Print 1957).

[156] 同前注[155],第9~11页。但是,在44家保险公司根据美国《1934年证券交易法》第15(d)规定所发布的股东报告中,有30%报告被发现存在重大缺失,同前注[155],第9~10页。1957年的补充报告也研究了受拟议法规约束的142家保险公司的投票代理权征集材料,其研究结果与1956年较大规模的研究结果相似。有70%的委托书材料没有披露董事候选人;49%的委托书材料所涉股东不能就会议具体事项进行投票支持或者反对,所有材料都没有说明修改或变更证券将对拖欠股利、本金或利益违约造成的影响,同前注[155],第2~8页。

[157] 参见SEC的专项研究,同前注[137]。

方方面面。^[158] 该研究报告称,“最重要的发现可能是,超过 25% 的受访发行人反馈称其没有向股东发布任何财务信息”^[159]。《证券市场专项研究》在发行人向股东提供财务数据的报告中发现的信息缺失,与前述 SEC 的 1946 年、1949 年、1956 年和 1957 年报告所发现的信息缺失十分相似。^[160] 有 44% 的报告没有对存货进行分类;有 26% 的公司未能说明其存货估价方法;事实上,还有 33% 的公司未作任何注解。^[161] 这一发现意味着,在被调查的 556 家场外交易公司中,大约只有半数公司向股东提供了包含注解的财务报表。《证券市场专项研究》对这些公司在 1961 年的主要委托材料进行分析后也有类似的发现,即在就董事选举征集投票代理权的所有情形中,股东未被告知董事候选人姓名的情形占比 73%,^[162] 未披露管理层薪酬状况的情形占比 95%。^[163] 在就公司章程或条款修改征集投票代理权的征集情形中,50% 以上情形不会说明修改原因。有 48 起是涉及证券变更;有 2/3 的比例不会告知该变更对当前证券持有人权利的影响。涉及对期权、权证或类似权利的授权有 25 起;其中有 14 起没有提名未来管理的被授权人,有 21 起没有说明具体计划安排。^[164]

《证券市场专项研究》将这些开展场外股权交易的 171 ^[165] 家银行和

[158] 为了筛选这些样本,研究小组检查了 1962 年 1 月全国报价局(National Quotations Bureau)的场外公司每月简报。这份简报在当时被认为是在场外市场开展交易的最全面的公司名单。1962 年 1 月简报列出了 13,335 家发行人,经纪—交易商界在 1961 年最后 3 个月内对这些发行人的证券表示出兴趣。SEC 的专项研究挑出了其中的 1/5 的发行人(2667 家发行人)。其中,有 427 只国内上市证券和 275 只海外上市证券被撤回,原因不明。该项研究随后向其余的 1965 家发行人分发了调查问卷。同前注[137],第 18~19 页。这 1965 位发行人中,有一半被要求提交他们在 1961 年提交给股东的所有财务报告副本。同前注[137],第 11 页。总共有 771 家发行人完成了问卷,即要么按照要求提交了财务报告,要么表明他们没有向股东发送任何材料。同前注[137],第 11 页 n. 23。

[159] 同前注[137],第 11 页。

[160] 同前注[137]。

[161] 同前注[137],第 12 页。

[162] 同前注[137],第 13 页。

[163] 同前注[137],第 14 页。

[164] 同前注[137]。

[165] 同前注[137],第 38 页。

44 家保险公司区分开来,各自分析其信息披露的实践做法。^[166] 当时,在联邦和州的银行监管机构中,只有货币监理署(凭借近期通过的法规)试图监管对投资者的信息披露行为。^[167] 大部分银行监管机构都关注对储户的保护。^[168] 《证券市场专项研究》发现,这些银行的信息披露实践类似于在场外市场交易的工业公司的信息披露实践。20% 的受访银行没有向股东发送任何财务资料。在 137 家提供财务数据的银行中,有 67% 的银行没有提供损益表。在就董事选举征集投票代理权的银行中,有 92% 的银行没有披露候选人姓名。在所有的被研究银行中,有 98% 的银行没有披露管理层薪酬状况;有 93% 的银行没有说明公司章程或条款的修改原因。^[169] 1964 年,众议院国内金融小组委员会在就 3000 家银行的信息披露行为开展的一项独立研究中,也得出了类似的结论。该研究发现,只有不到 50% 的银行发布了年度报告。其中,36% 的银行没有披露其税前收入;34% 的银行没有公开其税后收入;29% 的银行没有透露其估值储备的规模。^[170]

对于保险公司对其股东的信息披露情况,《证券市场专项研究》的研究能够证实全美金融分析师协会(National Federation of Financial Analysts Societies)的一个小组^[171]在 1960 年作出的结论,即人寿保险公司的年度股东报告是“在美国所有重要行业中最差劲的”。在被调查的 44 家保险公司中,有 6 家公司没有向其股东发送任何财务报告,占比 14%;在提交报告的 38 家公司中,有 19 家公司的报告没有包括损益表,占比 50%;有 33 个公司的报告没有包括注解,占比 87%。^[172] 换句话说,在这 44 家保险公司中,只有 5 家公司提供了包括损益表和注解在内的财务报告,占比 11%。与投票代理权征集相关的信息披露情况也不好。

[166] 同前注[137],第 41 页。

[167] 同前注[137],第 38 页。

[168] 同前注[137]。

[169] 同前注[137]。

[170] See Subcommittee on Domestic Finance, House Comm. on Banking and Currency, 88th Cong., 2d Sess., *The Market for Bank Stocks* (Comm. Print 1964).

[171] 该分析小组曾被 L. 洛斯的著作提及,同前注[37],第 2742 ~ 2743 页。

[172] 参见 SEC 的专项研究,同前注[137],第 41 页。

典型来说,70%的董事选举情形没有披露其董事候选人姓名。^[173] 该研究还发现:“有15个公司对除选举董事外的其他事项都进行了投票表决,企业合并、期权、退休计划等;没有一份征集材料的所载信息能够达到委员会代理规则的要求。”^[174]

SEC年度报告所公布的数据也提供了一些关于公司遗漏或虚假陈述重大投资信息行为的间接证据。在受到美国《1933年证券法》注册要求约束的证券公开发售之前,应当向SEC提交注册声明,并由SEC审查其准确性和完整性。美国《1933年证券法》第8(b)条和第8(d)条授权SEC在注册声明存在重大遗漏或虚假陈述的情形下能够发出阻止证券公开销售的阻止令。从历史上看,SEC很少发布阻止令,^[175]而是采用不太正式的不合格意见书^[176]来说服发行人进行全面准确的披露或者撤回其注册声明。在1933~1934年至1970~1971年,SEC年度报告在每个会计年度都公布了其收到的注册声明数量、撤回数量和责令暂停的数量。在这些年里,共有44,285份注册声明被提交给SEC,其中4989份(占比11.27%)被撤回,251份(占比0.57%)被责令停牌。^[177]并非所

[173] 同前注[137]。

[174] 同前注[137]。另参见美国SEC公司融资部的工作人员开展的一项关于保险公司投票委托书和征集材料的独立研究。See *Investor Protection: Hearings on H. R. 6789, H. R. 6793, S. 1642 before a Subcomm. of the House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 88th Cong., 1st Sess. 1209-1212 (1963)*.

[175] 在美国SEC的成立初期,人们就认识到,仅是阻止令的发布通常就足以让发行人重新编制其注册说明,用以符合SEC的标准。See generally, J. Landis, *The Administrative Process*, 1938, pp. 107-109 (对阻止令发布威胁的一般性影响研究)。

[176] “不合格意见书”(letters of deficiency)被称为“意见书”(letters of comment)。See e. g., 15 SEC Ann. Rep. 2 (1949)。另见L. 洛斯的相关论述,同前注[37],第272~273页。

[177] 表1 已撤回或者收到阻止令的注册声明数量

单位:份

年份	已提交的注册声明	撤回	阻止令	年度报告	页码
1933~1934*	1093	153	49	1	29
1934~1935**	440	72	42	1	29

续表

年份	已提交的 注册声明	撤回	阻止令	年度报告	页码
1935 ~ 1936	781	69	36	2	31 ~ 32
1936 ~ 1937	967	128	14	3	9
1937 ~ 1938	459	156	10	4	40
1938 ~ 1939	375	69	6	5	28
1939 ~ 1940	338	57	13	6	124
1940 ~ 1941	337	50	3	7	170
1941 ~ 1942	235	48	7	8	2
1942 ~ 1943	150	29	0	9	3
1943 ~ 1944	245	24	0	10	18
1944 ~ 1945	400	22	0	11	2
1945 ~ 1946	752	36	0	12	6
1946 ~ 1947	567	123	1	13	8
1947 ~ 1948	449	57	2	14	8
1948 ~ 1949	455	52	0	15	9
1949 ~ 1950	496	23	0	16	8
1950 ~ 1951	544	34	1	17	9
1951 ~ 1952	665	31	1	18	9
1952 ~ 1953	621	26	0	19	5
1953 ~ 1954	649	38	0	20	13
1954 ~ 1955	849	35	0	21	10
1955 ~ 1956	981	67	3	22	55
1956 ~ 1957	943	70	6	23	38
1957 ~ 1958	913	71	3	24	33
1958 ~ 1959	1226	65	6	25	31
1959 ~ 1960	1628	131	5	26	35
1960 ~ 1961	1830	118	5	27	29
1961 ~ 1962	2307	264	7	28	28
1962 ~ 1963	1159	491	3	29	26

有的注册撤回都是因为被 SEC 认定存在重大遗漏或虚假陈述。在 1955 ~ 1956 年至 1970 ~ 1971 年,SEC 的年度报告在每个会计年度都公布了申请人的撤回原因。这些会计年度内,有 3657 份注册报表被撤回。总体来看,其中 546 个申请人(占比 14.9%)在收到 SEC 意见书或者在面临停牌威胁后撤回了注册声明;其余大部分注册声明被撤回是因为其财务计划或市场情况发生变化。^[178]当然,有些申请人可能是以其自身原因

续表

年份	已提交的注册声明	撤回	阻止令	年度报告	页码
1963 ~ 1964	1192	129	5	30	32
1964 ~ 1965	1376	82	4	31	28
1965 ~ 1966	1697	148	1	32	27
1966 ~ 1967	1836	152	3	33	26
1967 ~ 1968	2906	148	2	34	26
1968 ~ 1969	4706	202	2	35	33
1969 ~ 1970	4314	650	9	36	30
1970 ~ 1971	3404	869	2	37	35
共计	44,285	4989	251		

* 1933 ~ 1934 年覆盖的时间段是截至 1934 年 9 月 1 日,当时 SEC 开始执行美国《1933 年证券法》。

** 1934 ~ 1935 年为包括 1934 年 9 月 1 日至 1935 年 6 月 30 日。此后的财政年度都是 7 月 1 日至次年 6 月 30 日。

[178]

表 1 注册撤回的原因

单位:份

年份	撤回总数量	收到意见书后的撤回请求	可能面临阻止令的撤回请求	财务计划变化	市场情况变化	其他
1955 ~ 1956	67	23	11	18	4	11
1956 ~ 1957	70	10	17	23	16	4
1957 ~ 1958	71	13	13	16	14	15
1958 ~ 1959	65	12	5	36	7	5
1959 ~ 1960	131	17	29	50	7	28
1960 ~ 1961	118	23	9	45	6	35

来解释其撤回行为的。但是,从表面数据来看,在1955~1956年至1970~1971年,在向SEC提交的注册声明中,大约有2%的撤回行为是发生在收到SEC的意见书或者面临停牌威胁或者被实行停牌之后。^[179]

提交给SEC的注册声明中存在重大遗漏或虚假陈述的实际占比,以及SEC在保护投资者免受法定招股说明书重大遗漏或虚假陈述损害的实际作用,都很大。SEC在美国《1933年证券法》规定的静默期内对注册声明的审查,主要是为了发现明显的重大遗漏或虚假陈述,并说服拟发行人去更正它们,而不是发布阻止令或让发行人撤回申请。在1952年众议院商业小组委员会的听证会上,SEC的公司融资监管部门表示,在绝大多数情况下,技术性不合格意见书的运用“在确保注册声明和招

续表

年份	撤回总数量	收到意见书后的撤回请求	可能面临阻止令的撤回请求	财务计划变化	市场情况变化	其他
1961~1962	264	61	24	95	56	28
1962~1963	491	44	5	167	237	38
1963~1964	129	14	2	84	15	14
1964~1965	82	8	3	57	8	6
1965~1966	148	20	1	86	25	16
1966~1967	152	5	3	87	44	13
1967~1968	148	9	7	90	26	16
1968~1969	202	36	1	118	23	24
1969~1970	650	56	0	276	258	60
1970~1971	869	60	5	344	373	87
共计	3657	411	135	1592	1119	400

数据来源:美国SEC第22份年度报告,第55页;第23份年报,第38页;第24份年报,第34页;第25份年报,第32页;第26份年报,第36页;第27份年报,第30页;第28份年报,第28页;第29份年报,第26页;第30份年报,第32页;第31份年报,第29页;第32份年报,第28页;第33份年报,第27页;第34份年报,第26页;第35份年报,第34页;第36份年报,第30页;第37份年报,第35页。

[179] 结合前注[177][178]的数据,在1955~1956年和1970~1971年提交了32,412份注册声明,其中有546份在收到SEC的意见书或在阻止令威胁下被撤回,有66份收到了阻止令。

股说明书完成适当修改方面最为成功,以便于向投资者提供足够和准确的信息……”^[180] 这些听证会所公布的数据说明了技术性不合格意见书在防止招股说明书发生重大遗漏或虚假陈述方面发挥着多么重要的作用。在1946年7月1日至1952年12月31日宣布生效的2634份注册声明中,超过96%的文件在生效前需要通过信息更正来回应至少1份不合格意见书。有17%的申请是回应了两份;有4%的申请是回应了3份及以上不合格意见书。^[181] 毫无疑问,有相当部分的不合格意见书所对应的是技术性更正。但是,注册期间的许多更正明显是实质性的。^[182] 此外,由于知道SEC在允许证券公开发售前将仔细审查注册声明,这将

[180] See Study of Securities and Exchange Commission; Hearings Before Subcomm. of House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 82nd Cong., 2d Sess. 424 (1952).

[181] 同前注[180],第423~432页。

[182] 意见书样本,同前注[180],第417~422页。在前25份年报中,SEC公布了在注册声明中发现的存在重大缺失的实例。其中,一部分重大遗漏和虚假陈述情形触发了阻止令程序,其余情形则是在意见书流程中加以更正。SEC在静默期间发现的注册声明信息缺失的实例如下:1 SEC Ann. Rep. 27-28 (1935); 3 SEC Ann. Rep. 2-7 (1937); 4 SEC Ann. Rep. 36-40 (1938); 5 SEC Ann. Rep. 25-28 (1939); 6 SEC Ann. Rep. 119-22 (1940); 7 SEC Ann. Rep. 166-69 (1941); 9 SEC Ann. Rep. 3-6 (1943); 12 SEC Ann. Rep. 10-13 (1946); 13 SEC Ann. Rep. 20-23 (1947); 14 SEC Ann. Rep. 15-17 (1948); 15 SEC Ann. Rep. 17-25 (1949); 16 SEC Ann. Rep. 15-18 (1950); 17 SEC Ann. Rep. 15-20 (1951); 18 SEC Ann. Rep. 13-18 (1952); 19 SEC Ann. Rep. 7-9 (1953); 20 SEC Ann. Rep. 13-16 (1954); 21 SEC Ann. Rep. 17-19 (1955); 22 SEC Ann. REP. 68-71 (1956); 23 SEC Ann. Rep. 38-40 (1957); 24 SEC Ann. Rep. 34-35 (1958); and 25 Sec Ann. Rep. 32-35 (1959)。参见在通过意见书更正注册声明的情况下对这些信息缺失的讨论。See E. McCormick, Understanding the Securities Act and the S. E. C. 239-281 (1948)。

SEC在对注册声明的静默期审查中发现重大遗漏或虚假陈述的类型,在该委员会的第15份年度报告中得到了说明。在这份报告中,SEC举了一些例子,包括:(1)发行人未能披露重组计划实际上会使其母公司受益,第18~19页;(2)三名公司高管未能披露公司承担了他们出售自己的公司个人股份的费用,第18~19页;(3)矿业公司未说明矿石储量的估算依据,或者公司未能披露自己被好几个州叫停和不再出售股份,第19页;(4)以自己的名义或以某些内部人士的名义发行股票的公司,未能披露其被内部人士销售的部分股票是内部人士掌握内幕信息(公司1948年收益已经增加至1947年收益的大约三倍)时通过行使期权所获得的,第19~21页;(5)按照合同有义务提供年金的发行人未能披露自己对年金的未来支付责任,第

激励公司管理层、承销商^[183]和律师^[184]在初期就需更为审慎地准备注册声明,以避免发生重大遗漏或虚假陈述。

结合可用数据,在按照美国《1933年证券法》要求准备的招股说明书中,因SEC的静默期审查而避免重大遗漏或虚假陈述的情形占比是纯靠推算来得知。但是,关于阻止令、注册声明撤回和不合格意见书的可用数据明显说明,如果没有SEC的公开发售前审查,被销售的证券存在重大遗漏或虚假陈述的比例将会更高。

二、内部人士或承销商的过高薪酬

对1933年和1934年证券法律的支持者来说,防止内部人士或承销

20页;(6)虚报存货价值,经更正后,公司在特定会计期间的经营损失从78.3万美元增加到200万美元,第21页;(7)未披露特定土地的原始成本,第21页;(8)合伙企业少报折旧费用,这使最近六个月的利润被夸大了100%,第21~22页;(9)公司没有摊销商誉,第22页;(10)外国金矿公司未披露矿石的估算依据,未披露其被剥夺在许多州出售证券的权利的事实,或者未披露其试图以每股1美元的价格向公众出售的股票可能在外国是以每股0.5美元的价格买入的事实,第22~23页;(11)联合公寓公司的发起人未能披露其向新公司出售该建筑的所获利润,第23页;(12)在准备一份新的招股说明书之前,公司最近未能报告重大经营亏损和进行实物盘点的存货冲销行为,第23~24页;(13)发起人未能明确披露他们将以少于该公司总资本1%的投资金额换取了该公司50%有表决权的股票,第24~25页。

[183] 例如,在一份关于《1933年证券法》的1938年备忘录中,摩根士丹利公司的承销公司解释:所有的这些调查和所有关于签署完整准确事实的声明的要求,共同造就了该项法案最有价值的副产品。在一段时期内不时地自我内省,对公司和个人都是有益的。那些在承销公司专门准备注册声明和招股说明书的人可以复述出很多例子,这些都是在前期工作中被长期忽略或无视的问题或情况,已经被推出来由高级管理人员和董事会进行公开审查。这些问题包括,例如,资产负债表中的资产估值、准备的充足性、折旧政策、会计方法、对产权问题的纠正等。在一些情况下,拖延已久的相关补救或纠正行动甚至发生在提交注册声明之前;在其他情况下,则将在经过一段时间之后才会启动困难消除的行动。参见麦考密克的相关论述,同前注[182],第300~301页,对摩根士丹利公司的引用部分。

[184] See e. g., Fiflis, *Economic Analysis as One Phase of Utilitarianism*, in D. Demott ed., *Corporations at the Crossroads: Governance and Reform*, McGraw-Hill, 1980, p. 96, n. 5.

商的薪酬过高与防止欺诈一样,都是这些法案制定的重要依据。他们认为,如果内部人士意识到必须披露此类交易的重要细节,那么发生内部利益冲突、自我交易、浪费或不公平交易的可能性将会降低。

这一理论最常被引用的话,无疑是布兰迪斯(Brandeis)法官所说的:“公开是现代工业社会的救生药,阳光是最好的防腐剂,电灯是最有效的警察。”^[185]布兰迪斯在其1914年著作《别人的钱》中写下这些话,在证券法新政支持者最为关注银行家佣金过高问题的背景下讨论了内部人士的薪酬过高问题。在描述了几个他称之为“怪物佣金”的例子后,布兰迪斯呼吁,公开是对这些银行家所受指控进行监管的适当“方式”。这是因为“投资者身上的奴性某种程度上……归因于其对事实的忽视。如果每个投资者都知道他从银行家那里购买的证券被过度的承销、佣金和利润稀释到什么程度,难道不能通过资本罢工来对抗这些不公平压榨吗”^[186]。此外,布兰迪斯还试图“迫使银行家在发行证券时公开他们所获得的佣金或利润”^[187],这则是基于另一个原因,“这将有助于投资者判断投资的安全性”^[188]。

在1931~1932年的参议院财政委员会外国债券听证会^[189]和1932~

[185] See L. Brandeis, *Other People's Money*, Frederick A. Stokes Company, 1914. 证券法的改革者早已提出了类似观点。例如,格莱斯顿(Gladstone)在1844年支持英国公司法的披露条款时提出,“公开是唯一必要的。把坏事情都展示出来,它就无害了”。See Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, Michigan Law Review, Vol. 62, 1964. 亨利·克卢斯在1908年的一次演讲中写道,“在公司身居高位的人经常以欺骗的方式秘密地做一些如果他们公开实施会感到羞耻和害怕的事情。”See H. Clews, *Fifty Years in Wall Street*, Arno Press, 1973, p. 1053.

[186] 同前注[185],布兰迪斯文,第98~99页。

[187] 同前注[185],布兰迪斯文,第101页。

[188] 同前注[185],布兰迪斯文,第102页。

[189] 参议院财政委员会进一步证明了外国债券销售的总费率最高可达14%。See Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States; Hearings Pursuant to S. Rep. 19 before the Sen. Comm. on Finance, 72nd Cong., 1st Sess. 1356 (1932).

1934年的佩科拉听证会^[190]期间,出现了很多关于内部人士或承销商未公开薪酬的重大传闻证据。受到特别关注的是国民城市银行主席查尔斯 E. 迈克尔(Charles E. Mitchell)的薪酬除了每年25,000美元的基本工资之外,还于1927年、1928年和1929年获得每年超过100万美元的“奖金”。^[191]当时各方正致力于削减部分联邦雇员的1600美元年薪,相比之下,迈克尔的薪酬似乎是天文数字。

1933年^[192]和1934年^[193]证券法律的披露条款都在强调公开内部人员的薪酬。^[194]1934年之后,那些关于佐证信息披露能够预防内幕交

[190] 例如,针对库恩勒伯公司为推动潘思路公司两次股票发行并提供建议所收取的费用和股票期权而展开的讨论。S. Rep. No. 1455, 72nd Cong. 2d Sess. 114 - 115 (1934). 摩根公司和邦布瑞特公司收到的联合公司期权被部分披露的事例,同前注[119];阿尔伯特·威金根据内幕信息获取收益的事例,同前注[118];以及在摩根大通—库恩勒伯公司和国家城市公司的“优先名单”中受到青睐的个人所获得的收益。See S. Rep. No. 1455, 72nd Cong., 2d Sess. 101 - 110 (1934).

[191] See S. Rep. No. 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 206 - 208 (1934).

[192] 在美国《1933年证券法》附表A中的32条披露规定中,有20项明示或暗示地涉及内部人士或承销商薪酬或者利益冲突。See items 4 - 7, 10, 13 - 22, 24 - 25, 27 - 28 and 30. Securities Act of 1933, Pub. L. No. 22, 48 Stat. 74, 88 - 91 (1933). 国会报告也同样强调了要披露内部人士的薪酬。See S. Rep. No. 47, 73rd Cong., 1st Sess. 3 (1933).

[193] See § 12(b) items D - H and § 13(a)(1). Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 291, 48 Stat. 881, 893 - 94 (1934).

[194] 1932年的民主党全国纲领专门提出“要求所有国外和国内的股票和债券发行在营销广告和政府申请中披露诸如奖金、佣金、投资本金和卖方利益的真实信息,以此保护投资大众”。See Platform quoted in 77 Cong. Rec. 2923 (1933). Felix Frankfurter在当时最常被引用的关于1933年法案的评论中,也特别提到了内幕报酬。他说:“奖金、过高的佣金和薪水、优先名单等类似事宜的存在,可能在知情人士中是公开的秘密,但知情人士很少。这类交易会缩水;强迫知情人士将这些公开,主要是为了抑制其发生。”See Frankfurter, The Federal Securities Act; II, Fortune 55 (August, 1933).

易或利益冲突的传闻证据都已经公开了。^[195] 关于信息披露对承销商佣金的作用,还开展了更为严格的调查。

从现有数据来看,承销商的平均薪酬在《1933年证券法》^[196]颁布前

[195] 参见《小麦报告》的相关论述,同前注[10],第51页(脚注省略)。登记过程有时被称为“大扫除”:其中一个最有价值的登记后果,就是消除利益冲突和可疑商业行为,这些行为暴露在公众视野中,被法兰克福特(Frankfurter)法官一度称为“质量缩水”。可以举出很多例子:一个典型例子出自一份按照美国《1933年法案》提交的注册声明中的一段话:在过去三年中,某些职员、董事和股东不时从[公司名称]处获得不附利息的贷款,所有这些贷款都在1968年9月30日之前已经偿还。这种做法已经停用,今后也不会再发放这类贷款。类似的传闻证据也出现在麦考密克的著作中,同前注[182],第302~304页。

[196] 关于1926年以前承销费率的数据相对较少。1923年,Dewing公布了1911~1915年的承销费率数据。表1总结了他的发现。

表1 1911~1915年不同类型证券的平均承销费率

证券类型	案例数量 /个	每1000美元债券或股票 票面价值的毛利润/美元
马萨诸塞州连续市政债券	12	8.60
中西部县和市政债券	30	28.53
西部和南部县学区,城镇和城市债券	23	42.78
标准化铁路的重新发行	7	32.34
新铁路发行	13	46.70
新关闭或严格限制的燃气和电灯运营公司 债券(明显是同类别中最好的)	16	53.65
公共服务控股公司的再融资和新的 大额开放式发行(中低等级公共公用事业 债券)	12	67.80
燃气和电灯运营公司的优先股	16	76.35
公共服务控股公司的优先股(首次发行, 在有可能排除或评估普通股额外股利 的时候)	9	93.50
本地工业优先股(首次发行,在有可能 排除或评估普通股额外股利的时候)	15	142.50

See 2 A. Dewing, *The Financial Policy of Corporations* 147-50 (1923) quoted in T. Haven, *Investment Banking under the Securities and Exchange Commission*, The Ronald Press, 1940, p. 32.

的 20 年里有所下降,并在法案颁布后的近 20 年里继续降低。^[197] 长达

[197] 尽管 SEC 已经发布了几份发行成本研究,但这些研究在比较一段时间内的成本方面价值有限,因为不同研究采用的方法不同、通货膨胀的影响、偶尔的小样本容量,以及任何一年数据都将包括与其他年份具有不同风险或者发行规模的证券。尽管如此,从表 1 可以看出,根据 1933 年法案注册的证券公司的承销商薪酬在 20 世纪 50 年代初期以后整体下降,此后的相关支出趋于稳定。这种概括有一个明显的例外,即优先股在 1951 年、1953 年和 1955 年的平均承销商薪酬和在 1971~1972 年的承销商薪酬数据都在大幅下降,这主要是由 1971~1972 年有超过 90% 的优先股是由公共公用事业公司发行所造成的。与其他行业相比,公共事业类股的承销费率一直较低。

表 1 承销商薪酬与按照《1933 年证券法》注册的发行收益之间的百分比

年份	债券	优先股	普通股
1938	2.0	4.4	18.7
1939	2.0	6.4	16.9
1940	1.9	7.2	16.4
1941	1.8	4.1	14.4
1942	1.5	4.1	10.1
1943	1.7	3.6	9.7
1944	1.5	3.1	8.1
1945	1.3	3.1	9.3
1946	0.9	3.1	8.0
1947	0.9	2.8	9.3
1948	0.6	4.5	10.2
1949	0.8	3.8	7.1
1950	0.6	2.7	6.4
1951	0.8	3.6	6.1
1952	1.0	3.2	5.8
1951 年、1953 年、1955 年之间的平均水平	0.8	3.3	8.8
1971~1972	1.1	1.5	9.4

数据来源:SEC, Cost of Flotation for Registered Securities 1938 - 1939 A1 - A2 (1941); SEC, Cost of Flotation 1945 - 1949 73 (1951); 18 SEC Ann. Rep. 8 (1952); SEC, Cost of Flotation of Corporate Securities 1951 - 1955 37 (1957); and SEC, Cost of Flotation of Registered Issues 1971 - 1972 17, 24 - 25 and 29 (1974).

在 1945~1972 年,根据《1933 年证券法》规定注册的,通过证券交易商发行的主要普通股的发行成本趋势,如表 2 所示。

40 年的承销商薪酬持续降低,在很大程度上可以归因于 SEC 公司强制性披露制度以外的其他原因,包括发行规模的上涨、机构销售的增加、承销商之间的竞争加剧,以及 SEC 和其他机构的竞争性投标要求。^[198]

尽管如此,关于美国《1933 年证券法》实施前后承销商费率的几项研究已经有效表明,美国《1933 年证券法》对承销商薪酬的强制披露要求也是导致承销商薪酬减少的一个因素。海温(Haven)将 1926 年 7 月 1 日至 1929 年 12 月 30 日公开发行的 104 只债券和 1934 年至 1937 年发行的 307 只债券所对应的承销商佣金进行了比较研究,并于 1940 年公布了这些数据。对于这两个时期的研究数据,海温都按照穆迪债券评级的标准将发行的债券进行细分。平均来看,海温发现,这些债券发行的承销商薪酬从 1926 ~ 1929 年的 3.088% 下降到 1934 ~ 1937 年的 2.226%。aaa 级债券的承销商平均薪酬下降 23.6%;Aa 级债券下降了

表 2 1945 ~ 1973 年的普通股发行成本趋势

发行规模 (按百万美元 计算)	总成本与收入之间的百分比				薪酬与收入之间的百分比			
	1945 ~ 1949 年	1951 ~ 1955 年	1963 ~ 1965 年	1971 ~ 1972 年	1945 ~ 1949 年	1951 ~ 1955 年	1963 ~ 1965 年	1971 ~ 1972 年
0.5 以下	24.1	27.2	18.5	23.7	19.6	21.0	11.3	13.3
0.5 ~ 1.0	18.3	21.8	14.6	20.9	15.2	17.1	9.7	12.6
1.0 ~ 2.0	14.0	13.6	11.6	16.9	11.8	11.3	8.6	11.0
2.0 ~ 5.0	10.0	10.0	9.1	12.4	8.6	8.5	7.4	8.6
5.0 ~ 10.0	10.0	10.0	9.1	12.4	8.6	8.5	7.4	8.6
10.0 ~ 20.0	7.2	4.7	6.9	5.9	6.6	4.2	6.2	5.0
20.0 ~ 50.0	8.3	5.4	5.6	4.6	7.8	5.0	4.9	4.1
50.0 以上	—	—	2.6		—	—	2.3	
50.0 ~ 99.99				3.7				3.5
100.0 ~ 499.99				3.0				2.8

数据来源:SEC, Cost of Flotation of Registered Equity Issues 1963 - 1965 10 (1970); and SEC, Cost of Flotation of Registered Issues 1971 - 1972 17 (1974).

See also chart in I. Friend. Longstreet, Mendelson, Miller & Hess, *Investment Banking and the New Issues Market*, World Publishing Company, 1967, pp. 408 - 409.

[198] 参见弗兰德的相关论述,同前注[197],第 36 ~ 37 页和第 413 ~ 419 页。

29.2% ;A 级债券下降了 21.9% ;Baa 级债券下降了 8.4% ;其他级债券下降了 5.9%。^[199] SEC 研究部负责人戈德里奇在 1937 年发表了一项类似的研究。他计算出,1927 年至 1931 年出售的高等级公司债券的平均总承销费率约为 3% ;在 1928 年出售的发行额 300 万美元以上的 65 只债券,平均总承销费率为 4.3%。相比之下,按照美国《1933 年证券法》要求注册的发行额为 500 万美元以上的债券,在 1935 年 7 月 1 日至 1936 年 9 月 30 日的平均总承销费率按季度计算在 2.13% ~2.45%。^[200] SEC 在 1940 年发布的第三项研究比较了在 1925 ~ 1929 年和 1935 ~ 1938 年发行 500 万美元以下的债券和优先股的发行成本。该项研究总共筛选出在 1925 ~ 1929 年发行的 423 只债券和 96 只优先股,以及 1935 ~ 1938 年间发行的 210 只债券和 206 只优先股,并进行对比研究。平均而言,对于 500 万美元以下的债券发行而言,其总承销费率从 1925 ~ 1929 年的 6% 下降至 1935 ~ 1938 年的 4.8%。当债券以收益率、发行规模、发行人规模和所处行业为标准划分时,承销费率仍然维持下降的总体态势。^[201] 相比之下,对于 500 万美元以下的优先股发行而言,其平均总承销费率从 1925 ~ 1929 年的 7.8% 增长至 1935 ~ 1938 年的 10.2%。这一

[199] 参见海温的相关论述,同前注[196],第 33 ~ 36 页。

[200] 同前注[131],第 51 ~ 52 页和第 68 ~ 71 页。

[201] 对 3 种类别的发行成本进行比较。See SEC, Cost of Flotation for Small Issues 1925 - 1929 and 1935 - 1938, at 1 - 2 and 5 (1940), at 14 - 15. 由于 1925 ~ 1929 年的债券收益率在一般收益率中的指数比 1935 - 1938 年高出约 1%,为了对比风险大致相当的债券,SEC 将数据调整了 1%,如表 1 所示。

表 1 1925 ~ 1929 年与 1935 ~ 1938 年按不同债券收益率划分的承销费率

年份	债券收益率/%	发行成本/%
1925 ~ 1929	4.0 ~ 4.9	3.9
	5.0 ~ 5.9	5.4
	6.0 ~ 6.9	7.6
1935 ~ 1938	3.0 ~ 3.9	3.7
	4.0 ~ 4.9	4.6
	5.0 ~ 5.9	6.8

研究结果很大程度上是这两个时期的样本差异造成的。例如,在1925~1929年的研究样本中,47%的优先股是由公用事业公司发行的;在1935~

表2 1925~1929年与1935~1938年按债券发行规模划分的承销费率

发行规模 (资产按千美元 计算)	发行总成本 /%	承销商薪酬	发行总成本 /%	承销商薪酬
	1925~1929年		1935~1938年	
1000以下	6.9	5.7	7.0	5.0
1000~1999	5.7	4.9	5.0	3.5
2000~2999	6.1	5.4	4.8	3.3
3000~3999	6.2	5.5	3.6	2.5
4000~4999	5.5	4.9	4.2	3.0

表3 1925~1929年与1935~1938年按债券发行人规模划分的承销费率

发行人规模 (资产按千美元 计算)	案例数量/件	总成本/%	案例数量/件	总成本/%
	1925~1929年		1935~1938年	
1000以下	15	7.0	26	9.6
1000~4999	97	7.6	80	6.2
5000~9999	94	7.3	41	5.0
10,000~19,999	59	5.8	28	4.7
20,000~49,999	90	5.0	26	3.5
50,000~99,999	27	4.8	7	2.7
100,000以上	16	4.6	2	2.9

**表4 1925~1929年与1935~1938年按行业划分的发行金额
在500万美元以下的债券发行成本**

行业	1925~1929年总成本/%	1935~1938年总成本/%
冶炼	7.8	5.5
制造业	6.6	5.6
金融	2.2	6.8
商品贸易	5.5	4.5
运输与通信	6.9	4.6
公用事业	5.6	4.0
其他	6.2	6.0

1938 年的研究样本中,只有 8% 的优先股是由公用事业公司发行的。从历史上看,公用事业优先股发行的承销费率比其他股票发行的承销费率低。对所处行业和发行人规模进行分析时,往往会发现 500 万美元以下的优先股发行对应的承销商薪酬有所下降。^[202]

这些数据表明,对承销商薪酬的公司强制性披露要求是导致 1933 年以后发生薪酬降低的其中一个因素。理论上,公司强制性披露制度是能够降低承销商费率的,这不仅是因为能使发行人知悉一般费率水平,还因为证券买家将对承销商的薪酬水平作出反应。如果公司强制性披露制度能在一定程度上降低承销商薪酬,那么披露制度也能减少内幕交

[202] 表 1 按行业划分的发行金额在 500 万美元以下的优先股发行成本

行业	案例数量/件	总成本/%	案例数量/件	总成本/%
	1925 ~ 1929 年		1935 ~ 1938 年	
冶炼	1	28.3	14	13.5
制造业	27	7.8	100	11.1
金融	—	—	36	11.6
商品贸易	10	9.3	26	7.5
运输与通信	11	6.9	6	7.4
公用事业	45	6.3	16	4.3
其他	2	17.0	8	14.3

表 2 按发行人规模划分的发行金额在 500 万美元以下的优先股发行成本

发行人规模 (资产按千美元 计算)	案例数量/件	总成本/%	案例数量/件	总成本/%
	1925 ~ 1929 年		1935 ~ 1938 年	
1000 以下	2	14.9	69	15.9
1000 ~ 4999	29	12.3	83	13.5
5000 ~ 9999	15	9.5	15	5.8
10,000 ~ 19,999	11	6.4	18	6.2
20,000 ~ 49,999	22	5.5	16	4.2
50,000 ~ 99,999	12	5.5	5	3.9
100,000 以上	5	6.1	—	—

易、利益冲突和浪费的发生并缩减其发生的规模,这个推断也有其合理性。披露信息不仅可以警示潜在投资者,即特定公司的直接或间接的高管薪酬水平相对较高,而且能够为现有投资者提供证据,用以证明不公平或浪费行为。

三、增强公众对证券市场的信心

在建议通过《1933年证券法》时,富兰克林 D. 罗斯福强调,要把“将告知所有真相的责任置于卖方身上”,拟议法案“应当推动诚实的证券交易,以此恢复公众信心”。^[203] 在富兰克林 D. 罗斯福写下这些话的时候,“增强公众信心”显然十分重要。对于新发行的公司证券,其价值在1927年相当于65亿美元,在1928年相当于69亿美元,在1929年相当于94亿美元,在1932年则下降为6.44亿美元(在1933年相当于3.8亿美元)。^[204] 富兰克林 D. 罗斯福预计,对新股发行的重大投资信息进行全面披露,将减轻投资者对欺诈或不公平对待的担忧,并有助于提高公司证券的销量。^[205]

SEC曾在1963年和1964年明确提出一个类似的理论,用于成功说服国会将《1934年证券交易法》项下定期披露条款的适用范围扩展至规模超过最低限度的所有场外交易公司。SEC主席威廉·L. 盖瑞在1963年6月的参议院听证会上表示:

场外市场与交易所之间存在巨大差异,这毫无疑问会使场外市场无法获得它本应拥有的公众信心。公众可能会因此在

[203] See 77 Cong. Rec. 937 (1933).

[204] See U. S. Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, at 1006 (1975).

[205] 新发行的公司证券在1935年增加到超过25亿美元,在1936年增加到超过43亿美元。See Goldschmidt, *Registration under the Securities Act of 1933*, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 4, 1937. 另见本斯顿在《披露要求与股票市场》中的相关论述,同前注[8],第150~152页;参见《华尔街转型》,同前注[9],第63~64页。

其投资活动中划出相当清晰的界线,正如其在一年前的市场崩溃中所做的那样。众所周知,自从美国股市在1962年发生大幅下跌以来,场外市场在价格和数量方面都没有展示出与交易所市场一样的韧性。^[206]

SEC 发言人表示,投资者对场外交易公司证券的信心削弱是因为“在过去的这些年,绝大多数证券欺诈案件都与场外证券有关”^[207],投资者和市场专业人士“试图评估(场外交易公司的)投资价值,但可能无法找到足够的或可靠的数据……”^[208]以及一些场外证券的价格波动远不如交易所上市证券稳定。^[209]

如果公司强制性披露制度能够降低欺诈发生率,提升公司价值评估的可靠性,或者减缓证券价格变化的波动性,那么投资者将更愿意购买

[206] See SEC Legislation, 1963: Hearings on S. 1642 Before the Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking and Currency, 88th Cong., 1st Sess. 52 (1963). 当时,增加定期披露被普遍认为能够增强对场外市场的信心。在1963年6月的参议院听证会期间,对于将《证券交易法》强制性披露要求的适用范围扩展至规模达到最低限度以上的所有场外公司的提案,纽约证券交易所、美国证券交易所、中西部证券交易所、全国证券交易商协会和股票交易所公司协会都表示支持。参见乔尔·塞利格曼的讨论和引用,前注[3],第311~312页。

[207] 参见1963年SEC法规和1642年参议院听证会的相关内容,同前注[206],第52页。

[208] 同前注[206],第52页。

[209] See e. g., Hearings on H. R. 6789, H. R. 6793, S. 1642, before a Subcomm. of the House Interstate & Foreign Commerce Comm., 88th Cong., 1st Sess. 90-95 (1963). 弗兰德解释了SEC1963年《证券市场专项研究》中的数据,进一步证实了以下观点:

近期的SEC专项研究有额外的证据表明,SEC的全面披露要求产生了有利影响。例如,在1960~1961年,有一家律师事务所代表17位发行人提交了13份无须全面披露的A条例声明,以及4份要求全面披露的注册声明。其中,有11份A条例声明发生效力,没有注册声明发生效力。在随后这11份A条例声明对应的发行上市中,有8份没有被1962年11月的报价单提及。这项专项研究还显示,尽管1959~1961年的A条例债券发行比上市后不久(上市后1个月内)的注册发行有更好的表现,但到1962年9月30日时,A条例债券发行的表现则是更差。这可以解释为,短期全面披露可能会防止无正当理由的价格上浮,长期全面披露则能够确保初始价格更加接近其内在价值。

See Friend, *The SEC and the Economic Performance of Securities Markets*, in H. Manne ed., *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, 1969, p. 196.

证券,这一假定关联的是为人熟知的风险规避金融理论。在其他条件相同的情况下,投资者通常会选择风险最小的投资。为了说服投资者选择风险更大的投资项目,销售方必须提供更高的预期回报率。^[210]从这个意义上讲,证券市场的投资者信心增强可能会产生几个重要的经济后果。通过降低公司证券的预期风险,公司强制性披露制度将减少发行人在销售新发证券过程中应当支付的风险溢价,从而增加对经济增长的资金供应。投资者担心周期性的证券欺诈浪潮可能会拉低证券价格水平,如能减少投资者这一顾虑,将推动其储蓄意向的提升。并且,如市场价格变化的波动性(因投资者缺失重大信息所致)能被减缓,将提升市场配置效率。^[211]

具有讽刺意味的是,对公司强制性披露制度能够增强公众对证券市场信心这一理论提供支持的部分证据,是由两位对 SEC 公司强制性披露项目持批评态度的人士提出的。正如前文提到的,斯蒂格勒在其证券价格研究中发现,1923 ~ 1928 年的价格方差比率要“远远高于”1949 ~ 1955 年的价格方差比率。^[212]贾雷尔对新发行证券的价格开展了相似的研究,并有相似的发现,即对于与整个市场回报方差相关联的新发行证券的回报方差,SEC 监管后的回报方差要小于 SEC 监管前的回报方差。^[213]贾雷尔还研究了公司债券违约率。这项研究主要发现了违约风险和违约风险溢价(通过 aaa 级公司债券和无风险政府债券之间的收益率差来衡量)在 SEC 执行公司强制性披露要求后发生了下降。^[214]

斯蒂格勒和贾雷尔都认为,SEC 监管后的新股发行风险低于 SEC 监管前的新股发行风险,这是因为 SEC 倾向于通过执行公司强制性披

[210] See e. g., Lewellen, *The Cost of Capital*, Wadsworth Publishing Company, 1969; and Weston & Brigham, *Managerial Finance*, Holt, Rinehart and Winston(4th ed), 1972, pp. 223 - 227, reprinted in V. Brudney & M. Chirelstein, *Corporate Finance*, Mineola, N. Y. : Foundation Press (2d ed), 1979, pp. 59 - 70.

[211] 参见弗兰德的相关论述,同前注[209],第 186 ~ 192 页。

[212] 同前注[7],第 122 页。弗兰德和赫尔曼开展了两项关于小额发行的研究,发现小额发行在 SEC 监管后的价格表现比 SEC 监管前更好,以及在 1958 ~ 1963 年,注册小额发行(30 万 ~ 500 万美元)的表现比未注册小额发行(30 万美元以下)的表现要好。参见弗兰德和赫尔曼的相关论述,同前注[35],第 396 ~ 397 页。

[213] 参见贾雷尔的相关论述,同前注[16],第 627 ~ 650 页。

[214] 同前注[16],第 650 ~ 658 页。

露制度将高风险公司和新公司排除在外。^[215] 对价格方差降低的一个更为合理的解释是,由于 SEC 公司强制性披露制度提高了可用投资数据的准确性和完整性,投资者能够更好地预测公司收益。^[216] 从逻辑上讲,对重大投资信息的强制性“全面”披露要求应当会使发行人更难就预期收益进行误导性陈述,从而能够降低价格方差。

四、州法律和民间协会(如纽约证券交易所)都无法确保公司披露处于最佳水平

即使存在构建公司强制性披露制度的必要性,也不代表该制度必须由联邦政府来设计和执行。理论上,无论是州政府还是诸如纽约证券交易所这样的民间协会都实施公司强制性披露制度。鉴于“特许经营”^[217] 方面的州级公司法历史和 1933 年之前蓝天法案的失败,在“新政”期间和“新政”后期间很少有关于州政府是否可以设计和执行公司强制性披露制度这一问题的正式辩论。各州无力执行受限的公司法规,这似乎已经得到普遍承认。

最近本斯顿表示,纽约证券交易所的信息披露监管本应当充分保护投资者。本斯顿在其名为《公司财务披露制度》^[218] 的书中,将英国的证券监管(主要通过证券交易所的报价部实施)与美国 SEC 的监管进行了比较。他认为纽约证券交易所在美国本应充当类似的角色,并特别指出交易所从 1930 年开始与美国会计师协会合作制定公认的会计准则。^[219]

但是,纽约证券交易所无力发布或执行有效的信息披露规则,这成为说服国会颁布 1933 年和 1934 年证券法律的一个关键考量。即使是对 1933 年以前的企业财务实践进行最坚定批评的人士也认同,纽约证券交易所的上市要求要优于州法律的相关要求。例如,里普利在 1927

[215] 同前注[16],第 667~669 页。同前注[7],第 122 页。

[216] 参见弗兰德和赫尔曼的相关论述,同前注[35],第 390~391 页。

[217] 参见乔尔·塞利格曼的讨论和引用,同前注[3],第 42~44 页。

[218] 参见本斯顿的《公司财务披露制度》,同前注[8]。

[219] 参见本斯顿的《公司财务披露制度》,同前注[8],第 28~30 页。

年写道:“毫无疑问,纽约证券交易所在今天推动公司信息披露充分方面发挥着主导作用。”^[220]但是,由于在纽约证券交易所上市是自愿行为,任何公司只要选择在纽约路边交易所或者允许以“非上市”形式交易证券的其他17家交易所销售“非上市”证券,都能够规避交易所的披露要求。^[221]纽约证券交易所也没有严格执行其上市要求。随着新股发行的申请数量在1926年增加到300人、1928年增加到571人、1929年的前9个月增加到759人,这些上市要求始终是由组成上市委员会的8名交易所成员和1名小额发行调查员来负责执行。^[222]纽约证券交易所股票上市委员会主席弗兰克·阿尔茨契尔(Frank Altschul)在佩科拉听证会上作证时承认,如果一个公司此前已有股票上市,那么交易所对这个公司的其他股票上市申请将不再开展独立调查,除非现有的上市股票申请中存在明显可疑的问题。^[223]为了强调这一点,佩科拉证实了即便上市申请中确实存在明显可疑问题,股票上市委员会也曾不止一次地未作回应。^[224]伊瓦·克鲁格(Ivar Kreuger)的克鲁格与托尔公司在1929年为一只为期30年的债券申请上市时,保留了用新的质押保证证券替代那些在申请中列为担保物的证券的权利,这使阿尔茨契尔和股票上市委员会意识到,从未有一个美国公司获得过如此广泛的替代特权。^[225]股票上市委员会既没有对克鲁格与托尔公司开展独立调查,也没有就替代条款的合法性咨询律师。此后伊瓦·克鲁格用价值较低的南斯拉夫债券替代法国债券充作抵押物时,阿尔茨契尔只能证明纽约证券交易所受到了

[220] 里普利,同前注[60],第210页。同样,伯利认为,“在1925~1929年的金融繁荣时期,最具前瞻性的措施不是由政府采取的,而是由饱受诟病的纽约证券交易所采取的”。See R. Weissman, *The New Wall Street*, Harper & Brothers, 1939, p. 111.

[221] 非上市证券是指公司发行人没有提供任何信息,但在交易所成员的申请下被准许在交易所开展交易的证券,该成员通常需要按照诸如穆迪等统计手册所示数据来提供对发行公司的形式描述。尽管纽约路边交易所在1933年是全国第二大交易所,但截至1933年11月,已有82%的证券在那里以非上市形式交易。See S. Rep. No. 1455, 73rd Cong., 2d Sess. 68-70 (1934).

[222] 参见M. 帕里斯的相关论述,同前注[72],第39~40页。

[223] 同前注[221],第70页。

[224] 同前注[221],第73页。

[225] 同前注[221]。

欺骗。^[226]

证券交易法附带的一份参议院报告称,纽约证券交易所在执行公司定期披露要求方面遇到了类似的困难,由此在一定程度上催生了联邦证券法的必要性。这项报告指出:

鉴于交易所与发行人签订的上市合约条款,交易所认为自己在未获发行人同意的情形下无权作出修改,这就阻碍了交易所对改善公司财务报告的努力。发行者不愿提供足够的信息,加上可能退出上市的威胁,以及来自标准更为宽松的交易所所带来的潜在竞争,都使交易所在这方面的进展进一步受阻。就联邦监管机构而言,这些困难都不存在。当前法案将要实施一项交易所倡导了多年的改革……^[227]

在 SEC 成立前,纽约证券交易所没能为其上市委员会配备足够的人手,未能有效调查新上市公司,也无法强制不愿披露的公司遵守其定期披露要求,这些是自律组织经常存在的问题,特别是全凭组织成员自愿的时候。例如,1973 年一项关于证券行业自律监管的参议院证券小组委员会报告将以下特征归纳为“众所周知”的“允许行业自律监管的内在局限”:

天然缺乏被监管的积极性;利用行业监管的外观来抗拒更有效的监管活动;商人试图利用集体行动来谋取自身利益,具体将通过实施纯粹的反竞争限制行为来实现,这与基于监管需要而合理行为的做法相反;为保护既得经济利益而抵制监管模

[226] 同前注[221],第70~73页。参见 M. 帕里斯的相关论述,同前注[72],第39~40页。佩科拉听证会还提供了相应的证据,即纽约证券交易所在1933年和更早的时候都没有对股票池进行有效调查,即便是在已经注意到有可疑交易活动的时候。参见 M. 帕里斯的相关论述,同前注[72],第55~68页。See also 78 Cong. Rec. 8169-74 (1934).

[227] See S. Rep. No. 792, 73rd Cong., 2d Sess. 5 (1934).

式的变更。^[228]

结合纽约证券交易所在1963~1975年为维持固定佣金费率^[229]以及为反对取消那些限制上市证券竞争的交易所规则^[230]所作出的坚定努力,“与1934年以前的交易所相比,现在的交易所将更能执行上市公司所反对的信息披露规则”的这种假设似乎站不住脚。无论交易所领导层的意图是多么开明,保留交易所成员资格(或上市地位)的做法都将不可避免地需要其体现这些公司的经济利益。

五、民事诉讼和刑事诉讼都无法确保公司披露处于最佳水平

公司强制性披露制度的新政支持者所提及的最后一个考虑是,仅靠联邦欺诈标准不足以保护投资者。例如,众议员莫特(Mott)认为,仅靠一个欺诈标准对投资者来说往往毫无价值,“因为等到他发现自己被欺诈的时候,所购证券的那家公司早已资不抵债”^[231]。诸如纽约州《马丁法》*等州级蓝天法案中的欺诈标准未能阻止证券欺诈,而欺诈证券的发起人通过邮件操作或跨越州界就能轻松规避执法行动,这些都被认为是公司强制性披露制度的阻碍因素。此外,SEC的静默期审查能够阻止发行存在重大缺失的招股说明书,否则它们会被流通出去。这不仅会减少证券欺诈的发生,而且能增强投资者对公司市场的信心。即使投资者能够通过民事欺诈诉讼最终实现自身权益的充分保护,相关诉讼费用及

[228] See Senate Comm. on Banking, Housing and Urban Affairs, 93rd Cong., 1st Sess., Securities Industry Study, Report of the Subcomm. on Securities, 145 (Comm. Print 1973).

[229] 同前注[3],第382~416页和第466~486页。

[230] 同前注[3],第509~521页。

[231] See 77 Cong. Rec. 2947-2948 (1933).

* 《马丁法》于1921年由美国纽约州立法机关通过,因该法由纽约州议员路易斯·马丁(Louis M. Martin)发起而得名。该法被授予纽约总检察长广泛的执法权力,可以对证券欺诈进行调查,并对涉嫌违反该法案的人提起民事或刑事诉讼。该法被认为是同一时期美国最严厉的“蓝天法”。——译者注

风险也足以令很多人不快,并使其离开公司证券市场。个人投资者数量在 1970 ~ 1975 年发生大幅减少,其中的部分原因似乎就是投资者担心他们会被欺诈或者卷入与证券公司事务部门问题有关的诉讼中。^[232]此外,考虑到诉讼费用,认为民事诉讼能够充分保护小额投资者的观点也是完全不切实际的。

六、小额发行豁免和私募发行豁免

本文并不是想要建议公司强制性披露制度应当像 SEC 在“新政”时期或 1964 年修正案之后所实施的那样。本文也没有试图分析那些具体的披露要求。这些要求(至少有部分要求)都会不断发展来反映那些引发公司强制性披露制度立法必要的客观情况。结合经济不断发生的变化、推动私人诉讼或政府行动的能力提升或者下降、实施公司强制性披露制度的成本变化以及金融理论等方面的发展变化,具体的披露要求也应当随之改变。

本文确实认为,SEC 和国会关于是否有必要改革的分析,在很大程度上应受到导致该制度创建的各种问题的影响。正是因为公司强制性披露制度长期以来一直被视作减少证券交易欺诈及不公现象的一种手段,以及增强投资者对证券市场的信任的一种手段,所以关于变更公司强制性披露法律或规则能够对证券欺诈或不公现象以及投资者受到的欺诈损失数额产生多大影响这一问题的分析,应当是 SEC 的一项定期职责。

在 20 世纪 70 年代,SEC 不定期地行使着这一职责。关于 SEC 履职不足的一个重要例证是涉及美国《1933 年证券法》对小额发行和私募发行的豁免。在最初制定时,《1933 年证券法》第 3(b) 条规定授权 SEC 可以豁免 10 万美元以下的证券发行,“如果 SEC 认为,由于公开发行的

[232] 股票和共同基金的个人所有者总数从 1970 年的大约 3100 万人减少至 1975 年的大约 2500 万人。这是 1952 ~ 1980 年发生的唯一一次投资者人数减少。参见乔尔·塞利格曼的讨论和引用,同前注[3],第 466 页。

小额发行情形或者有限性特征,这类证券的条款适用对公共利益和投资者保护而言不是必要的……”^[233]《1933年证券法》所附带的众议院报告强调称,SEC的自由裁量权是“审慎受限”和“只能适度使用”。^[234]考虑到欺诈在小额发行中的高发生率^[235],SEC在《1977年关于公司信息披露的咨询报告》发布之前基本遵守了这一规定。例如,在1941年,证券业的代表们试图扩大SEC按照《1933年证券法》第3(b)条规定拥有的权限,使其可以免除高达50万美元的证券发行。SEC反对这一提议,在提交给国会的一份报告中表示:“委员会的经验表明,小额发行领域特别经常地发生高压推销和在信息不充分基础上的销售。”^[236]SEC的提议只是将《1933年证券法》第3(b)条的豁免规定增加至30万美元,国会在1945年就是这样做的。^[237]在1970年,《1933年证券法》第3(b)条的豁免规定再次增加,SEC的豁免权限扩大至50万美元。^[238]

在咨询委员会于1977年11月发布《公司披露报告》(Report on Corporate Disclosure)的时候,情况是这样的。该报告建议SEC“举行一场事实调查听证会,用于评估修改《1934年证券交易法》的报告要求是否会降低其对小企业的影响,以及如是,将发生多大程度的影响”^[239]。咨询委员会只关注《1934年证券交易法》,“因为认识到咨询委员会一直在努力简化1933年法案的注册程序”^[240],但其分析一般适用于《1933年证券法》的披露要求。该咨询委员会提出建议的主要依据是“成

[233] See 48 Stat. , at 76 - 77.

[234] See H. R. Rep. No. 85, 73rd Cong. , 1st Sess. , at 6.

[235] 同前注[133] ~ [141]及相关正文部分。

[236] See Committee on Interstate and Foreign Commerce, 77th Cong. , 1st Sess. , Sec. Report on Proposals for Amendments to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 17 (Comm. Print 1941). 参见 L. 洛斯的引用部分,同前注[37],第606页。参见 L. 洛斯的相关论述,同前注[37],第605 ~ 612页;同前注[3],第201 ~ 205页。

[237] See 59 Stat. 167.

[238] See 84 Stat. 1480.

[239] 参见咨询委员会报告,同前注[10],第512页。关于此类发行的总体情况,同前注[10],第511 ~ 546页。

[240] 同前注[10],第512页 n. 1。

本……报告要求给小公司带来的负担比大公司更重”^[241]。这几乎不是什么新奇的发现。SEC 的发行成本研究不断地发现,在用“发行比例”表示时,承销商薪酬和其他发行费用通常都会随着发行公司的规模扩大而有所下降。^[242] 咨询委员会建议的特别之处在于,他们未能建议 SEC 同时开展关于小企业豁免扩大将提高证券欺诈发生率的可能性研究。这一疏漏很快就被 SEC 默默采纳,这标志着 SEC 开始了重大政策转变。SEC 此前一直认为,由于不受这些规定约束的公司存在更大的欺诈风险,小额发行豁免制度应当“谨慎受限”。^[243] 咨询委员会在其 1977 年的报告中向 SEC 隐晦地提议,让其考虑扩展小额发行豁免的适用范围,不

[241] 同前注[10],第 513 页。咨询委员会引用了 22 家公司的样本数据作为支撑其观点的证据。这些数据表明,在每发售 10 万美元的披露文件准备所花费的平均成本方面,小企业要明显高于中等企业和大企业。这些数据经整理如表 1 所示。

表 1 三类企业按照 SK 规则每发售 10 万美元对应的平均披露成本
(按百万美元计算,括号中的数字为样本数据对应的公司数量)

发行规模	10-K	S-1	S-7	10-Q
大企业(10 亿美元以上)	2.41 (8)	—	7.59 (6)	.27 (8)
中等企业(100 万 ~ 10 亿美元)	3.21 (6)	27.40 (2)	28.52 (3)	.64 (6)
小企业(100 万美元以下)	121.41 (7)	1849.91 (6)	—	30.87 (8)

委员会提出了另外两个理由来论证应当减少对中小企业的强制性披露要求。首先,机构投资者对投资小企业没什么兴趣。同前注[10],第 514 ~ 518 页。其次,减少信息披露不会对小企业吸引分析师注意产生不利影响。同前注[10],第 519 页。

[242] See SEC, Cost of Flotation for Registered Securities 1938 - 1939 23 - 26 (1941); SEC, Cost of Flotation 1945 - 1949 26 - 33 (1951); SEC, Cost of Flotation of Corporate Securities 1951 - 1955 14 - 15 and 18 (1957); SEC, Cost of Flotation of Registered Equity Issues 1963 - 1965 50 - 73 (1970); and SEC, Cost of Flotation of Registered Issues 1971 - 1972 10 - 11, 25, 29 - 30, Tables A - 7, A - 20 And A - 24 (1974).

[243] 1963 年的专项研究报告指出,从 1961 年 1 月开始的 18 个月期间,在诉讼公示或其他委员会公示的 107 起涉及证券欺诈的诉讼中,有 99 起(93%)所涉的发行人不符合 SEC 的持续报告要求。除此之外,该报告还引用了一份经批准的书面声明,该声明系由美国最大经纪商之一的高级合伙人提交。基于小型风险投资公司的风险更高,该合伙人提议让这类公司遵守比已成立公司更为严格的披露要求。参见 SEC 的专项研究,同前注[137],第 9 ~ 10 页。

必研究欺诈风险的增加。

在接下来的5年里,SEC大幅扩展小额发行豁免制度。1978年5月,美国国会将《1933年证券法》第3(b)条规定的豁免上限从50万美元增加至150万美元,^[244]在同年10月将豁免上限进一步增加至200万美元。^[245]两年后,“在委员会的要求下”^[246],小额注册发行豁免制度获得第三次增加,金额上限增加至500万美元。^[247]1982年3月,SEC颁布了D条例(Regulation D),允许豁免每年发行金额不超过500万美元的股票上市。^[248]因此,在4年的时间里,美国《1933年证券法》规定的在法定和监管方面的小额注册发行豁免范围已经增加至10倍。

小企业豁免范围扩展的支持者认为这是有必要的,因为向公众发售证券的小企业数量在1973年之后的几年里减少了,^[249]证券注册上市的成本增加了,^[250]并存在一些担忧认为诸如电子、汽车、电子通信和数据

[244] See Securities Investor Protection Act Amendments of 1978, Pub. L. No. 95-283, § 18; 92 Stat. 249, 275 (1978).

[245] See Act of Oct. 6, 1978, Pub. L. No. 95-425, § 2, 92 Stat. 962 (1978).

[246] See 46 SEC Ann. Rep. 27 (1980).

[247] See Small Business Investment Incentive Act of 1980, Pub. L. No. 96-477, § 301, 94 Stat. 2275, 2291 (1980).

[248] See Regulation D, 17 C. F. R. § 230.501-230.506 (1982).

[249] See e. g., 126 Cong. Rec. S13470 (daily ed. Sept. 25, 1980) (参议员尼尔森的相关论述); and 3 Capital Formation: Hearings before the Senate Select Committee on Small Business, 95th Cong., 2nd Sess. 564-72 (1978) (参议员尼尔森和威克的相关论述).

[250] 1978年4月和5月,SEC就其规则对小企业融资能力的影响举行了公开听证会。45 SEC Ann. REP. 22 (1979). 在1978年12月11日写给韦克参议员的信中,SEC主席威廉姆斯解释说:“尽管我们的听证会未能生成关于注册发行成本的大量数据,但有一位投行家指明这类成本在15万至20万美元,而A条例成本预计可能在5.5万至8万美元之间。” See Williams' letter reprinted in 3 Capital Formation: Hearings before the Senate Select Comm. on Small Business, 95th Cong., 2nd Sess., at 614 (1978). 在这些听证会上,哈姆布雷特和奎斯特投资银行的普通合伙人威廉·哈姆布雷特(William Hambrecht)也同样指出:“在SEC注册上市的平均固定成本已从5万~7.5万美元的区间上升至20万~25万美元的区间。”哈姆布雷特的证词是根据一项全国证券交易商协会研究结果得出的,该研究发现,于1977年完成的19起首次公开发行的证券平均成本为21.86万美元(不包括承销费率)。Hambrecht是负责该项研究的全国证券交易商协会的主席,他将这些数据与5家年轻科技公司在1969年~1972年承担的平均成本7.5万美元进行了比较。

处理等先进行业的美国小企业将因为在美国出售证券的困难而被迫将其部分股票在海外出售。^[251]

SEC 在回应上述观点时辩称,其他因素“对进入公开市场的影响比对注册和报告的成本或负担的影响要大得多”。SEC 主席威廉姆斯 (Williams) 在 1978 年 9 月的证词中指出,这些因素包括税收政策(尤其是在增值税方面)、总体经济状况、证券市场的制度化、《雇员退休收入保障法》(ERISA)项下的责任标准,以及其他政府规定。^[252] 威廉姆斯还表示,SEC 就取消 A 条例 (Regulation A) 中 150 万美元以下股票发行应当提供经证明的财务报表的要求感到“非常苦恼”,这是因为担心引发证券欺诈的增加。正如威廉姆斯所指出的,SEC 具有减少证券欺诈的历史性职责,并且最近对增加资本形成的积极性有所提高,“从某种意义上说,我们正在努力平衡两个不一致的目标”^[253]。

但是,SEC 没有在其国会证词中提到扩展小额发行豁免,^[254] 没有在

[251] See e. g. , 3 Capital Formation: Hearings Before the Senate Select Committee on Small Business, 95th Cong. , 2nd Sess. 565 (1978) (参议员尼尔森的相关论述)。

[252] 同前注[251],第 581 ~ 582 页。

[253] 同前注[251],第 607 ~ 608 页。与该证词一致的是,在 1979 年 4 月被采纳的 S - 18 表格是被用来简化那些尚未符合 SEC 持续报告要求的发行人初始披露要求,该表格针对的是不超过 500 万美元并以现金形式向公众出售的证券,第 242 号规则授权可以豁免发售金额不超过 200 万美元的证券,此类证券将销售给不限人数的、10 万美元以上证券份额的认购者,以及销售给其他 35 名被打上“试验”标签的初始认购者。See SEC, Form S - 18: A Monitoring Report on the First 18 Months of Its Use I (1981); and 1933 Securities Act Release No. 6180 (1980)。

[254] See Capital Formation: Hearing Before the Sen. Select Comm. on Small Business, 95th Cong. , 2nd Sess. 575 - 653 (1978); Small Business Investment: Hearings before the House Subcomm. on Consumer Protection and Finance of the Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong. , 2nd Sess. 7 - 41 (1978); Small Business Investment Incentive Act: Hearing on H. R. 3991 before the Subcomm. on Consumer Protection and Finance of the House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 96th Cong. , 1st Sess. 10 - 124 (1979); Federal Securities Laws and Small Business Legislation: Hearings on S. 1533, S. 1940, S. 2699 Before the Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking, Housing and Urban Affairs, 96th Cong. , 2nd Sess. 504 - 584 (1980); and Venture Capital Improvement Acts of 1980: Hearing on H. R. 7554 and H. R. 7491 Before the Subcomm. on Consumer Protection and Finance of the House Comm. on Interstate and For. Commerce, 96th Cong. , 2nd Sess. , 45 - 76, 86 - 88, 155, 177, 180 - 196, 211 - 218 and 229 - 235 (1980)。

其新闻稿中提到要新建或增加这些豁免范围,^[255]也没有在其《监测报告》(Monitoring Reports)中提到扩展小额发行豁免,^[256]以及没有在其他公布研究结果的地方提到小额发行豁免和私募发行豁免的发行人所实施的欺诈行为。^[257]这次失败得毫无道理。毋庸置疑,20世纪70年代小企业发行证券的问题和成本令人深切担忧。但是,保护投资者也是SEC执行美国《1933年证券法》的法定职责。^[258]对于那些可能给投资者带来的问题,委员会未曾公布相关的分析情况,并如此大幅地扩展小企业豁免范围,这不仅代表对该职责的忽视,还代表着对促使美国《1933年证券法》通过的那些问题的忽视。^[259]

[255] See e. g., 1933 Securities Act Release No. 5977 (1978) (将A条例的适用范围从50万美元增加至150万美元); 1933 Securities Act Release No. 5975 (1978) [将第146规则(Rule 146)的豁免范围从50万美元增加至150万美元]; 1933 Securities Act Release No. 6180 (1980) [按照第242号规则(Rule 242)实施豁免的发行金额不超过200万美元]; 1933 Securities Act Release No. 6049 (1979) (采用精简型表格S-18注册声明的现金发行不超过500万美元); and 1933 Securities Act Release No. 6389 (1982) (制定了D条例)。

[256] See e. g., SEC, Form S-18: A Monitoring Report on Its Use In 1979 (1980); Form S-18: A Monitoring Report on the First 18 Months of Its Use (1981); and Rule 242: A Monitoring Report on the First Six Months of Its Use (1980)。

[257] 如前注[138]~[141]所述,美国政府问责局在1980年确实发布了一项关于截至1978年9月30日的前3年期间私募发行证券欺诈的研究。在此期间,SEC也从1978年9月开始扩展小额发行和私募发行豁免,将A条例和146号规则的适用范围从50万美元增加到150万美元。1933 Securities Act Releases Nos. 5975 and 5977(1978)。

[258] “保护投资者”一词在美国《1933年证券法》中反复出现。最重要的是,它被列入第3(b)节。

[259] 设计这样一项研究并不难。可以通过比较SEC、州级证券官员和私人对下列公司的起诉或胜诉数量来研究豁免程序中发生证券欺诈的严重程度:(1)同时符合1933年和1934年披露要求的公司;(2)根据1933年法案进行注册发行,但不符合美国《1934年证券交易法》披露要求的公司;(3)根据1933年法案进行豁免发行,并符合美国《1934年证券交易法》披露要求的公司;(4)根据1933年法案进行豁免发行,但不符合美国《1934年证券交易法》披露要求的公司。这项研究的结果将不仅有助于SEC执法部门明确其完善重点,而且有助于SEC制定小额发行和私募发行的规则。这项研究能够生成以下数据:(1)豁免发行发生更严重欺诈的可能性;(2)发生欺诈的美元成本;(3)最有可能的欺诈性证券提供者;(4)欺诈发行违反SEC小额发行和私募发行规则的方式;(5)何为“合格投资者”。正如美国《1933年证券法》第4(6)条和第2(15)条规定所使用和定义的那样,“合格投资者”相较于其他投资者不太可能购买欺诈性证券,以及与SEC制定小额发行和私募规则密切相关的其他事宜。

历史性思维应当运用在诸如 SEC 这样的机构中,不仅要详细知道那些导致其授权法规颁布的情况,而且要意识到这些问题可能会再次出现。作者并不是想说 SEC 不应该扩展小额发行豁免和私募发行豁免,但是作者确实认为,SEC 在对相关影响进行充分研究之前就建议大幅增加美国《1933 年证券法》第 3(b)条豁免范围,这对美国国会和投资者都是不利的。

(编辑:谢贵春)