

## 信息披露作为监管系统的使用 与误用\*

[美]宝拉·J.戴利\*\*著

薛前强\*\*\* 孟弋丁\*\*\*\* 韦涵兮\*\*\*\*\*译

译者评注:宝拉·J.戴利(Paula J. Dalley)教授是美国公司证券法领域的一名重要女性学者,现任职于美国俄克拉何马城市大学法学院,担任该校法学院副院长和教授。戴利教授还投身于公司法实践,在著名律师事务所 Cravath, Swaine & Moore 任律师。在1996

---

\* Paula J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 FLA. St. U. L. REV. 1089 (2007).

本文已获得作者及期刊社翻译授权。

本文获得司法部2021年度法治建设与法学理论研究部级科研项目“后疫情时代公司应急治理法律问题研究”(21SFB4050)、中央民族大学2022年青年教师科研能力提升计划项目“共同富裕视野下企业慈善行为法律规制研究”(2022QNPY39)、中央民族大学2022年研究生课程建设和教育教学改革项目“新时代法学类研究生教育教学多维改革研究”(GRSJYGG013)、中央民族大学2021年度科研管理人员能力提升计划项目“法学院科研创新活化培育机制研究”、2023年中央民族大学青年能力提升滚动支持项目“少数民族企业应对社会突发紧急公共事件法律机制研究”的经费支持。

\*\* 俄克拉何马城市大学法学院教授。

\*\*\* 中央民族大学法学院讲师。

\*\*\*\* 伦敦大学学院法学硕士研究生。

\*\*\*\*\* 伦敦大学学院法学硕士研究生。

年加入俄克拉何马城市大学法学院之前,戴利教授曾任职于芝加哥—肯特法学院。在学术成果方面,戴利教授最早于1987年在《哈佛国际法杂志》上发表过文章,后在《美国法律史杂志》《卡多佐法律评论》《俄克拉何马城市大学法律评论》等法学期刊上发表过文章。

在过去的几十年里,立法者和监管者主要采用信息披露来实现其对公司的监管,学界对于信息披露制度也有浩如烟海的讨论。本文中,作者通过梳理信息披露的目的、运行机制,指出其作为监管工具的局限性。在此基础上,作者在考量信息披露制度的实际收益和成本后,构想出更合理的信息披露制度的设计方案。作者认为,信息披露制度作为一种监管手段,适用于高度发达、相对有效的市场,同时,信息影响行为的机制十分复杂,信息披露制度是否能实现监管目标,存在一定的不确定性的。

**摘要:**在过去的几十年里,立法者和监管者越来越多地转向信息披露而不是实质性监管来实现监管目标。然而,期望信息披露方案实现其目标的机制通常是模糊的。披露系统的特定运行机制往往没有考虑个人和公司处理信息的方式及对信息作出反应的方式。本文考察了信息披露制度作为监管工具的使用标准和设计标准,这些标准参照了信息披露制度的实际收益和成本,并揭示了以信息披露作为一种监管方法的局限性。

**关键词:**信息披露 证券监管 信息披露目标

## 一、引言

在过去的几十年里,立法者和监管者已经采用信息披露方案来实现其监管目标。<sup>[1]</sup> 从《诚信借贷法》(Truth in Lending Act)<sup>[2]</sup>到美国

---

[1] 据笔者所知,最早类似于信息披露的义务被用于监管的例子发生在1360年,当时一项禁止秘密售鱼的规则取代了设定固定价格的规则。See GWEN SEABOURNE, ROYAL REGULATION OF LOANS AND SALES IN MEDIEVAL ENGLAND 88 (2003).

[2] See Truth in Lending Act, Pub. L. No. 90-321, 82 Stat. 146 (1968) [codified at 15 U.S.C. § 1601-93 (2000)].

律师协会的《关于保险信息披露的示范法庭规则》(Model Court Rule on Insurance Disclosure)<sup>[3]</sup>,立法者已经将信息披露作为一种监管工具。一方面,它在政治上是可接受的;另一方面,它对个人选择和市场运行的干扰较小。强制性信息披露已成为一种“精简监管”(regulation lite),即使是那些通常反对监管的人也赞叹不已。<sup>[4]</sup>

然而,即使信息披露要求变得越来越普遍,其监管目标也越来越宏伟,但是心理学和经济学研究已经对人们如何处理信息的传统假说产生了怀疑。目前对启发式认知偏差和有限理性的研究表明,信息可能会以意想不到的方式影响行为,而且在某些情况下也可能根本不会影响行为。更令人不安的是,我们可能无法预测信息将如何影响行为。行为学层面的研究还表明,更多的信息不一定是好事。这种行为研究已经导致越来越多的人呼吁改变基于信息披露的监管方式,并有一些人质疑基于信息披露而得到的监管效用。<sup>[5]</sup>

证券法律体系建立了一种将信息披露作为监管手段的模式。但该模式并不完美,它的成功很大程度上在于其是在一个独特的环境中运作的:一个高度发达、相对有效的市场,拥有市场和信息中介组成的巨大支持结构。在这样的环境中,决策者经常寻求专业化的建议并尽可能做到谨慎行事。这种环境提供了一种机制,即借助该机制,被披露的信息可以通过其对单个变量(证券价格)的影响到达其受众,左右其行为并产生预期结果。但信息披露是否能实现类似的目标是不确定的,而且也根本没有理由认为信息披露可以在不同情况下实现多元化的目标。证券监管应存在一个目标,而且有理由认为,证券监管可通过某种机制

---

[3] See Model Court Rule on Insurance Disclosure (2004), available at [http://www.abanet.org/cpr/clientpro/Model\\_Rule\\_InsuranceDisclosure.pdf](http://www.abanet.org/cpr/clientpro/Model_Rule_InsuranceDisclosure.pdf).

[4] See Kimberly A. Strassel, The Weekend Interview with Christopher Cox: Full Disclosure, WALL St. J., May 20, 2006, at A8. Ms. Strassel 是《华尔街日报》的一名编辑,对证券市场应通过信息披露进行监管这一明显新颖的(对她来说)想法表示非常高兴。See id.

[5] See, e. g., Susanna Kim Ripken, The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation, 58 BAYLOR L. REV. 139, 148-49 (2006) (讨论了基于信息披露的监管的缺点).

的运行来实现这一目标。<sup>[6]</sup>以信息披露为基础的方案往往是基于诸如“提高透明度”或“向消费者提供信息”之类的目标声明,但它们通常无法解释为什么这些额外的信息会有价值,或者为什么它的存在会导致行为发生一些预期变化。信息影响行为的作用机理颇为复杂,前提是信息必须走向适当的决策者,引发适当的决策。此外,信息还必须以决策者可获得和使用的方式提供,而且决策者必须能够对信息作出进一步的反应。此外,除了创建和传播信息的成本之外,信息披露还可能产生其他巨额成本。

本文试图以证券法规为例,总体考察证券信息披露监管制度以确定该制度何时发挥作用以及如何发挥作用,并为监管者使用信息披露提供指引。文章第二部分讨论了以信息披露为基础的法规流行的实践和法哲学原因。第三部分对证券信息披露展开讨论,具体包括目的、运作机制以及局限性。第四部分以各种信息披露方案为例,对信息披露制度进行了一般性的类似检视。第五部分就监管者在使用信息披露作为监管手段之前必须满足的先决条件提出了一些对策、建议。

## 二、基于信息披露的证券监管之普及

当下,有几十种甚至几百种监管方案全部或部分使用信息披露来实现其目的。<sup>[7]</sup>在20世纪80年代里根政府执政期间,信息披露监管

---

[6] See Administrative Procedures Act, 5 U. S. C. § 553(c) (2000) (要求规则包括“对其基础和目的的简要概括说明”)。用一篇论文的话来说,一个机构必须在详细的说明(通常有几百页)中阐述规则的基础和目的,其中机构应提到所有事实前提的证据基础,解释其从事前提到规则的预期效果的推理方法,(并)将规则的事实前提和预期效果与机构被要求进一步或考虑的每个法定目标或目的联系起来。Richard J. Pierce, Jr., *Administrative Law Treatise* § 7.4, at 442 (4th ed. 2002)。

[7] 玛丽·格雷厄姆列举了以下基于信息披露的监管实例:饮用水、营养成分、有毒物质排放、住宅中的含铅涂料、运动型多功能车(SUV)翻车率、有机种植和转基因食品、工作场所危害、血汗工厂条件、航空安全事故和贷款“红线”做法。Mary Graham, *Information as Risk Regulation: Lessons from Experience 1-4* (Innovations in American Government Program, Ash Institute for Democratic Governance and Innovation, Paper 10-01, 2001), available at [http://www.ashinstitute.harvard.edu/Ash/m\\_graham.pdf](http://www.ashinstitute.harvard.edu/Ash/m_graham.pdf); see also William M. Sage, *Regulating Through Information: Disclosure Laws and American Health Care*, 99 COLUM. L. REV. 1701, 1707-10 (1999) (描述了医疗保健领域基于信息披露的大量法规)。

方案得到蓬勃发展,成为宣传教育和监管的趋势之一。〔8〕以信息披露为基础的监管有其实用性和政治上的双重理由。首先,它契合命令和控制型监管不起作用的观点。〔9〕此外,信息披露监管比进行实质性监管更容易,〔10〕后者需要识别可取和不受欢迎的行为,显示它们是有益还是有害的,评估拟议的监管将对行为产生预期的效果以及证明遵守监管的成本和监管的意外后果不会超过其好处。〔11〕即使无法确定监管对象,信息披露仍可用于监管,原因在于关于行为的决策权留给了第三方,即信息披露的对象。信息披露将决策权从政府转移到个人或公司之上,而这通常也会得到、允许更为有效的决策。〔12〕其次,信息披露方案符合普遍的政治理念,因为披露在保留了个人选择的同时,避免了政府的直接干预。〔13〕信息披露是一种“软”形式的干预,并不直接要求改变其潜在行为。〔14〕换句话说,它是一种民间监管形式——由社会而

〔8〕 See Robert S. Adler & R. David Pittie, *Cajolery or Command: Are Education Campaigns an Adequate Substitute for Regulation?*, 1 *YALE J. ON REG.* 159, 159 – 60 (1984); See also Cass R. Sunstein, *Informational Regulation and Informational Standing: Akins and Beyond*, 147 *U. PA. L. REV.* 613, 613 (1999) (注意到通过披露对某事进行监管已成为上一代美国法律中最引人注目的发展之一)。

〔9〕 See Adler & Pittie, *supra* note 8, at 160 – 61; See also GRAHAM, *supra* note 7, at 1 [注意到,在不信任和缩减政府规模是主导主题的时代,(强制性信息披露)越来越突出]; Sage, *supra* note 7, at 1714; Sunstein, *supra* note 8, at 625.

〔10〕 See Stephen Breyer, *Regulation and Its Reform* 163 (1982); Douglas A. Ky - sar, *Preferences for Processes: The Process /Product Distinction and the Regulation of Consumer Choice*, 118 *Harv. L. Rev.* 526, 527 (2004). 在无法进行直接监管时,也可以使用披露方案。例如,在第一修正案禁止直接监管的情况下,拟议的 V 型芯片系统将评级系统与家长控制技术相结合。See Sunstein, *supra* note 8, at 621.

〔11〕 See, e. g. BREYER, *supra* note 10, at 101 – 09 (描述标准制定过程); PIERCE, *supra* note 6, § 7.1, at 413 (讨论法院对“武断和反复无常”标准的解释,要求机构解释规则背后的推理并回应所有主要评论和替代方案); Bradley C. Karkkainen, *Information as Environmental Regulation: TRI and Performance Benchmarking, Precursor to a New Paradigm?* 99 *Geo. L. J.* 257, 272 – 76 (2001) (描述环境监管的困难)。

〔12〕 See Karkkainen, *supra* note 11, at 293.

〔13〕 See *id.*; GRAHAM, *supra* note 7, at 11; Sage, *supra* note 7, at 1707.

〔14〕 See John Parkinson, *Disclosure and Corporate Social and Environmental Performance: Competitiveness and Enterprise in a Broader Social Frame*, 3 *J. CORP. L. STUD.* 3, 4 (2003).

非政府进行监管。<sup>[15]</sup> 此外,以信息披露为基础的监管吸引了那些具有公共市场政治取向的人,因为它在解决市场失灵的同时,不会干扰市场的其他有益功能。<sup>[16]</sup> 此外,基于信息披露的监管可能反映出政治动态的变化。<sup>[17]</sup> 公共选择理论可适用于信息披露法规,也适用于任何其他类型的法规。同时,以信息披露为基础的监管的增加可能反映出被监管团体利用立法程序来避免直接监管的能力。<sup>[18]</sup> 监管机构采用侵入性较小的信息披露方案,相应也可能反映出被监管方对机构规则制定的影响力在不断增加。<sup>[19]</sup>

### 三、证券法规下的信息披露

将信息披露用作监管方案的典型是证券法规所建立的制度体系。《1933年证券法》要求证券在向公众出售之前,需披露有关证券发行人的大量特定信息。<sup>[20]</sup> 《1934年证券交易法》要求公开交易的公司定期向股东和市场提供特定信息。<sup>[21]</sup> 尽管几乎所有人都认可证券法规的基本理念是信息披露,<sup>[22]</sup> 但这一监管机制的运行甚至其目的,都是较为模糊的。

---

[15] See *id.*

[16] See Sage, *supra* note 7, at 1706–1707, 1796–1797 (一则轶事说明了将信息披露作为支持市场的机制的重要性)。

[17] See Wesley A. Magat & W. Kip Viscusi, *Informational Approaches to REGULATION 1* (1992) (注意到20世纪70年代知情权运动的兴起和对命令和控制监管的怀疑增加); Sage, *supra* note 7, at 1772 (注意到颁布披露要求相对容易); Sage, at 1828 (注意到使用信息披露作为替代解决方案来解决棘手的政治问题的诱惑)。

[18] See Sunstein, *supra* note 8, at 614 n. 7.

[19] See Mary Graham, *Democracy by Disclosure* 140 (2002) (描述行业对披露要求的支持); cf. Kimberly D. Krawiec, *Organizational Misconduct: Beyond the Principal-Agent Model*, 32 *FLA. St. U. L. Rev.* 571, 610–13 (2005) (在组织采用合规政策的情况下,限制组织刑事责任的制度数量的增长也提出了类似的观点)。

[20] See Securities Act of 1933 § 5(a), 15 U.S.C. § 77e (2000) (需要注册声明); Form S-1 Registration Statement, 2 *Fed. Sec. L. Rep. (CCH)* 7121, at 6237–2 (描述内容)。

[21] See Securities Exchange Act of 1934 § 13, 14, 15 U.S.C. § 78m, 78n (2000)。

[22] 这一事实比人们想象的更有新闻价值。See Strassel, *supra* note 4.

## (一) 目的

### 1. 减少信息不对称

证券信息披露的目的通常被认为是向投资者提供更多的信息。<sup>[23]</sup> 另外,这政策也可以被描述为弥补 1933 年以前存在于投资者与证券发行者、发起人之间的信息不对称。<sup>[24]</sup> 因为信息不对称会导致市场参与者要求补偿性溢价,所以,减少这些不对称的披露政策会改善市场的定价功能。<sup>[25]</sup> 一份国会报告显示,《1933 年证券法》的基础是:如果证券市场上买卖双方有足够的信息,那么他们的独立判断将最好地确定证券准确价格。<sup>[26]</sup> 因此,信息披露对资本市场的运行至关重要,因为“当信息足以满足决策者的目的时,当它可靠且被及时传播时,资源的最有效分配就会发生”<sup>[27]</sup>。为风险定价是证券市场的基本功能之一,信息披露提高了市场参与者评估和定价风险的能力。另外,通过向所有人提供信息而不是让信息以一种被认为不公平<sup>[28]</sup>的方式不均衡地分配给选定的市场参与者,信息披露要求可以增加公众对市场的信心。强制性信息披露<sup>[29]</sup>要求还能确保披露的信息是标准化的,从而更容易

---

[23] See generally SEC. & EXCH. COMM'N, DISCLOSURE TO INVESTORS: A REAPPRAISAL OF FEDERAL ADMINISTRATIVE POLICIES UNDER THE '33 AND '34 ACTS (THE WHEAT REPORT) 10, 46, 49 (1969) [hereinafter THE WHEAT REPORT] (注意到国家证券政策强调披露,因为证券监管的一个主要目的是为投资者和投机者提供获取信息的机会)。

[24] See Joel Seligman, *The Obsolescence of Wall Street: A Contextual Approach to the Evolving Structure of Federal Securities Regulation*, 93 MICH. L. REV. 649, 649-50 (1995). 对交易经纪人的监管也是针对投资者和市场专业人士之间的信息不对称。See id.

[25] See Merritt B. Fox et al., *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331, 346-48, 368 (2003). See generally Robert E. Verrecchia, *Essays on Disclosure*, 32 J. ACCT. & ECON. 97, 101-40 (2001) (详细描述了各种有助于描述信息披露对价格影响的投资者行为经济模型)。

[26] H. R. REP. NO. 98-910, vol. 1, at 563, 574-575 (1977) [之后简称为 SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT].

[27] Id.

[28] See id., at 632.

[29] 长期以来,人们一直在争论证券信息披露是否应该是强制性的。See Louis Loss & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 180-88 (3d ed. 1989) (讨论辩论)。

进行比较分析。<sup>[30]</sup>最后,信息披露要求向投资者保证,将定期和及时地提供额外信息。

这些目标都涉及增强证券市场的功能。然而,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)也认为其使命是保护投资者。<sup>[31]</sup>但这些目标各异,甚至可能不是纯粹的互补关系。例如,当投资者犯错时,其会受到损失的惩罚,投资人就有机会学习进行更理性的投资或者远离市场;当将决策权留给专家时,市场效率可能会得到提高。<sup>[32]</sup>现代投资组合理论表明,任何理性的投资者都会持有普通股股票和其他投资的多样化组合。<sup>[33]</sup>证券法规的设计是否应该考虑到这些投资者,或者 SEC 是否应该关注保护可能面临更大风险的非多元化投资者?<sup>[34]</sup>此外,对不同类型投资的监管面对的可能是不同类型的投资者。例如,对冲基金的投资者往往富有且聪明,而共同基金的投资者往往是中产阶级且不太聪明。<sup>[35]</sup>而且如下文所述,大多数证券信息披露的相关受众根本不是投资者,而是信息和市场中介。总而言之,向投

---

[30] See Sharon Hannes, *Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?*, 29 J. CORP. L. 699, 703-04 (2004).

[31] 其网站显示:“(美国证券交易委员会)的使命是保护投资者,维护公平、有序和有效的市场,并促进资本形成。” U. S. Sec. & Exch. Comm'n, *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*, <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (last visited Nov. 12, 2007).

[32] See Jill E. Fisch, *Regulatory Responses to Investor Irrationality: The Case of the Research Analyst*, 10 LEWIS & CLARK L. REV. 57, 74 (2006).

[33] See Loss & SELIGMAN, *supra* note 29, at 185 n. 42.

[34] 在美国法学院协会年会上,与会者之间的交流说明了这一辩论。See Podcast: *Do the Benefits of Securities Regulation in the United States Warrant the Costs?*, held by the Section on Securities Regulation, Association of American Law Schools (Jan. 4, 2006), available at <http://www.aals.org/am2006/program/wednesday.html>. 美国证券交易委员会市场监管司司长、前 SEC 首席经济学家、当时担任巴布森学院金融学教授的埃里克·西里(Erik Sirri)表示:“如果……从监管的角度来看……监管和其他事情——你要假设投资者是多元化的,我认为你会有一个非常不同的框架来处理证券监管。很多事情都是建立在不同的假设之上的……”同上,马里兰大学法学教授理查德·布斯(Richard Booth)插话道:“而且,我会说,不正确。”同上,西里教授回答说:“‘投资者保护’并不是‘多元化投资者的投资者保护’,这是‘投资者保护’。”同上。

[35] See Henry T. C. Hu, *The New Portfolio Society, SEC Mutual Fund Disclosure, and the Public Corporation Model*, 60 Bus. LAW. 1303, 1307, 1357-58 (2005).

投资者提供信息的目标没有人们想象的那么简单直接。

## 2. 规范合法行为

有些学者认为,证券法规的信息披露要求也是为了阻止不良行为,这也使证券监管目标更加复杂。<sup>[36]</sup>评论者在描述证券法规披露要求的起源时,经常引用路易斯·布兰迪斯(Louis Brandeis)的话:“阳光是……最好的消毒剂。”<sup>[37]</sup>例如,《1933年证券法》试图通过“强调公开内部人的报酬”来解决内部人和承销商报酬过高问题,包括利益冲突交易。<sup>[38]</sup>布兰迪斯认为,如果承销商的费用和佣金不合理,投资者将拒绝向他们投资,承销商也将改变他们的政策。<sup>[39]</sup>SEC和国会最近采取举措,继续使用信息披露作为监管金融市场和其参与者的主要手段,但同时也似乎越来越多地旨在影响公司行为。2002年的《萨班斯·奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act,以下简称《SOX法案》)<sup>[40]</sup>是为应对21世纪初一些公司财务丑闻而颁布的,而这就是一个鲜活例证。《SOX法案》要求上市公司披露其审计委员会是否有财务专家,以及是否有针对高级管理人员(以下简称高管)的道德规范。<sup>[41]</sup>《SOX法案》

[36] 根据SEC的一份报告,证券信息披露的一个最直接的考虑是:“宣传往往能阻止有问题的做法。”See THE WHEAT REPORT, *supra* note 23, at 10; see also *supra* note 23, at 50 - 51 (注意到披露有助于消除“利益冲突和可疑的商业行为”); Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. Rev. 1197, 129496 (1999). 威廉姆斯详细论述了要求公司披露“社会”信息(如环境影响)的合法性。See *id.*, at 1273 - 1311. 然而,她把对这些信息的效用的讨论限制在两页之内——提到披露信息将使股东了解经济利益和社会或环境危害之间的权衡,将鼓励管理者改进,因为“管理者管理他们所衡量的东西”,并将鼓励良好的行为,因为人们希望在媒体上看起来不错。See *id.*, at 1294 - 96.

[37] Louis D. BRANDEIS, *OTHER PEOPLE'S MONEY AND How THE BANKERS USE IT* 92 (reprint 1971) (2d ed. 1932).

[38] Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1, 45 - 46 (1983).

[39] See BRANDEIS, *supra* note 37, at 101 - 104.

[40] Sarbanes - Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107 - 204, 116 Stat. 745 (在11、15、28和29 U. S. C. 的零散章节中进行了编纂).

[41] 15 U. S. C. § 7264 - 65 (Supp. 2004). 根据SEC的说法,这些规则的目的是创造“更大的透明度”“提高投资者可获得的信息质量”“协助市场对证券进行适当的估值,这会导致更有效地分配资本资源”。Disclosure Required by Sections 404, 406 and 407 of the Sarbanes - Oxley Act of 2002, Securities Act Release No. 8177, Exchange Act Release No. 47235, [2002 - 2003 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,818, at 86,901 (Jan. 23, 2003).

和据此颁布的规则都没有要求公司拥有这样的专家或道德准则;但是不这样做的公司必须披露其不这样做的原因。<sup>[42]</sup> 如果要求信息披露的目的是为投资人提供作出明智投资决策所需的信息,那么,只有当审计委员会专家或道德准则的存在与投资决定相关时,这一新要求才富有意义。<sup>[43]</sup> 考虑到已经披露的信息量,该要求更有可能的目的是迫使公司任命审计委员会专家和采用道德准则。

最近改进高管薪酬<sup>[44]</sup>的信息披露也旨在改变具体行为。<sup>[45]</sup> 利用信息披露来控制高管薪酬的做法可追溯到《1933年证券法》,该法设想披露内部人员薪酬不仅可以提醒潜在的投资者——特定的公司中有相对较高的直接或间接的高管薪酬,而且还可以为现有的投资者提供用

---

[42] See 15 U. S. C. § 7264 - 65.

[43] 从理论上讲,各种非财务信息都可能影响投资风险性,从而影响到其价格。关于公司治理、高管补偿和利益冲突的信息都可能属于这一类。然而,证据和理论也表明,决策者的决策是基于有限数量的因素,并且随着更多因素信息的出现,决策的质量也会下降。See *infra* notes 161 - 64 and accompanying text. 此外,公司治理和财务业绩之间的联系还没有被最终确定。See Bernard S. Black et al., *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Value?: Evidence from Korea*, 22 J. L. ECON. & ORG. 366, 367 (2006); Phyllis Plitch, *Moving the Market: S&P Quits Rating Corporate Governance in U. S.*, WALL ST. J., Sept. 13, 2005, at C3; Stephen M. Bainbridge, *A Critique of the NYSE's Director Independence Listing Standards* 17 - 19 (Univ. Cal. L. Sch., L. A., Research Paper No. 02 - 15, 2002), available at <http://www.ssrn.com/abstractid=317121> (调查关于独立董事和股东价值的实证文献)。

[44] See *Executive Compensation and Related Party Disclosure*, 71 Fed. Reg. 6542, 6542 (proposed Feb. 8, 2006) (to be codified at 17 C. F. R. 228 - 40, 245, 249, 274), available at <http://www.iasplus.com/usa/0601seccompensation.pdf> (修正案“旨在提供……更清晰、更完整的[行政]补偿框架”)。

[45] 对于新的披露要求对高管薪酬做法可能产生的影响,SEC是这样说的:我们认为,提高高管和董事薪酬披露的透明度和完整性会在多大程度上带来更广泛的利益,至少部分取决于当前高管和董事的薪酬在多大程度上与投资者的利益相一致,这一点在投资者的投资和投票决定中得到了体现。一个公司可能发生的任何变化,包括公司治理的变化、控制权的变化、特定高管雇佣的变化或其他变化,在一定程度上都取决于高管和董事薪酬透明度的提高会在多大程度上影响投资者对该公司的决策。我们强调,我们不是在寻求促进任何特定的方向性或其他影响。我们的目标是提高透明度,使决策者能够作出更明智的决定,这可能导致不同的政策或做法,或增加投资者对现有政策或做法的信心。Id., at 6591.

于不公平或浪费行为的证据。<sup>[46]</sup> SEC 主席克里斯托弗·考克斯 (Christopher Cox) 在评论 2006 年提出的规则时指出,披露高管薪酬是“SEC 披露任务的核心”<sup>[47]</sup>,只要市场拥有足够的信息,市场就有能力消除过度的报酬。<sup>[48]</sup> 而且更重要的是,投资者和消费者拥有他们所需的所有信息,以便以更低的价格从高管和经理人那里获得更好的服务。<sup>[49]</sup>

### 3. 其他目的

无论关于证券信息披露的目的还有什么值得商榷的地方,非常清楚的是,这些法案的目的并不是根据证券的优点或财务健全性来进行监管。<sup>[50]</sup> 避免价值监管的目标反映出一种信念——是投资者而不是政府应该决定资本的投资方向。<sup>[51]</sup> 根据这种观点,如果投资者投资于无价值的证券,那么不是因为他们不理性,而是因为他们缺乏信息或被欺诈。<sup>[52]</sup> 一旦有了充分的信息,就不需要对投资质量进行监管。评论员还将《1933 年证券法》的披露要求归结为其他目的,如防止欺诈和促进欺诈的发现和起诉。<sup>[53]</sup> 促使《1933 年证券法》通过的主要原因是股票市场上普遍存在虚假陈述,或采取直接虚假陈述的方式,抑或采取遗漏方式<sup>[54]</sup>,尤其是投资银行和承销商。<sup>[55]</sup> 然而,尚不清楚信息披露要

[46] See Seligman, *supra* note 38, at 51.

[47] SEC's New Leader Shares His Views on Range of Issues, WALL ST. J., Sept. 19, 2005, at A13 (发表了对 SEC 主席克里斯托弗·考克斯的采访节选)。

[48] See Kara Scannell, SEC to Propose Overhaul of Rules on Executive Pay, WALL ST. J., Jan. 10, 2006, at A1.

[49] See SEC's New Leader Shares His Views on Range of Issues, *supra* note 47.

[50] See JOEL SELIGMAN, THE TRANSFORMATION OF WALL STREET 50 - 56, 229 - 30, 565 - 67 (rev. ed. 1995) (描述了《1933 年证券法》的主流披露理念,而不是赋予政府禁止销售不健全投资的权力的监管)。

[51] “该(法案)的目的……是保护公众,尽可能减少对诚实商业的干扰,诚实的商业。” President's Message, Mar. 29, 1933, S. REP. No. 47, 73rd Cong., 1st Sess. 6 - 7 (1933), quoted in SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at 556 - 57.

[52] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at 562.

[53] See Seligman, *supra* note 38, at 18.

[54] See *id.*, at 18 - 33.

[55] See *id.*, at 24.

求将如何有助于防止欺诈。据推测,一旦重新要求信息披露,在不披露情况下愿意进行欺诈的人仍会愿意制造虚假信息。然而,披露要求可以增加实施欺诈所需的努力与成本。为满足有广泛披露要求的市场需求,欺诈者必须构建业务的基本面,并“呈现可信的外衣”<sup>[56]</sup>。据推测,信息披露制度也能提供事情出错的早期警告。<sup>[57]</sup>此外,随着市场上可用信息量的增加,个别虚假信息能够误导他人的可能性也会降低。<sup>[58]</sup>例如,安然(Enron)公司的违规行为首先是由分析师和记者依靠公开披露的信息而发现的。<sup>[59]</sup>然而,这一事实并不能证明披露要求可防止证券欺诈。除了防止证券欺诈,证券信息披露还有其他附带的目的。披露要求可以改善公司治理。正如一位评论员所指出的,它为董事们提供了更多信息,使他们能够评估公司实力和高管表现;加强了审计师的监督作用;提高了股东投票和股东诉讼作为公司治理制约因素的有效性;使政府监督机构能够更有效地发挥作用。<sup>[60]</sup>信息还可以缓解发起人、经理人、投资者三者之间的代理问题。<sup>[61]</sup>

---

[56] See Larry E. Ribstein, Commentary, Bubble Laws, 40 HOUS. L. REV. 77, 80 (2003).

[57] See Seligman, *supra* note 38, at 56.

[58] See Andy Kessler, Show Me the Books, WALL ST. J., July 19, 2002, at A10.

[59] See Bala G. Dharan & William R. Bufkins, Red Flags in Enron's Reporting of Revenues and Key Financial Measures, in ENRON: CORPORATE FIASCOS AND THEIR IMPLICATIONS 97, 105-06 (Nancy B. Rapoport & Bala G. Dharan eds., 2004); see also John R. Emshwiller, Opening the Books; Corporate Disclosure Has Come a Long Way over the Decades, but It Still Has a Ways to Go, WALL ST. J., Oct. 17, 2005, at R6 (注意到“一些帮助安然公司沉没的可疑活动……已被公司公开披露”).

[60] See Robert B. Thompson, Corporate Governance After Enron, 40 HOUS. L. REV. 99, 111 (2003). 1977年的信息披露咨询委员会采纳了这样的观点(尽管是以微弱的优势):代理规则应该提供有关治理事项的信息,因为董事会是管理层的监督者,股东必须能够评估董事会的表现,以便作出投票决定。See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at D-22.

[61] See Paul G. Mahoney, Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems, 62 U. CHI. L. REV. 1047, 1048-50 (1995). 马霍尼(Mahoney)认为,针对代理问题的披露要求比针对投资者决策的一般信息更可能有效。因为前者有利于双方讨价还价,而后者必须在多方复杂的交易网络中采取行动。在这种情况下,政府的干预一般不会有效。See *id.*, at 1089-90.

## (二) 运行机理

若证券监管的目标是改善金融市场运行,同时在这一过程中保护投资者,那么,证券信息披露实现这一目标的机理是相对清晰的,原因正在于披露的对象是一个组织良好的市场中的参与者。根据《1933年证券法》进行的注册为投资者在决定购买发行人向公众发售的证券之前提供了广泛的信息。<sup>[62]</sup>在发行人向 SEC 提交初步注册声明和招股说明书后,会存在一个等待期,在此期间,有关所发售证券的公共交流将受到限制。<sup>[63]</sup>该等待期可以防止发行人和承销商在市场(或更具体地说,分析师和其他专业人士)消化初步招股说明书中的信息时进行积极、简单和误导性的销售工作。<sup>[64]</sup>该等待期也让个人在投资前有时间进行考虑。<sup>[65]</sup>

二级市场的信息披露要求受《1934年证券交易法》的约束。<sup>[66]</sup>《1934年证券交易法》有一个不同的重点,因为它认为二级市场的投资者不必受到承销商在一级市场使用的积极销售策略的保护。<sup>[67]</sup>只要有足够数量的市场参与者可以获得信息以确定准确的价格,就实现了

[62] 这个过程相当不完善:提交给 SEC 的注册声明只向那些寻求信息的人提供广泛的信息。招股说明书必须在销售前交付给购买者,它包含的信息不那么广泛,尽管它仍然是大量的。某些发行人可以通过私人配售和货架注册来避免《1933年证券法》中烦琐的披露要求,这在一定程度上对披露制度的效力产生了不利影响。此外,SEC 最近对“知名的老牌发行人”采取了新的监管制度,旨在减少注册的负担,而不减少公众可获得的信息。See Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8591, Exchange Act Release No. 52056, Investment Company Act Release No. 26993, [2005-2006 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 87,421, pp. 82,373 (Jul. 19, 2005) [hereinafter Securities Offering Reform].

[63] 法规规定的等待期为 20 天,但这一时间可以延长或加速。See Securities Act of 1933 § 8, 15 U. S. C. § 77h (2000).

[64] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, supra note 26, at 568-569, 570.

[65] See THE WHEAT REPORT, supra note 23, at 129-130. 因此,投资的复杂性应该是考虑加快注册声明生效时间的请求的一个因素。Id., at 78-79.

[66] See LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 226 (3d ed. 1998).

[67] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, supra note 26, at 575.; see also THE WHEAT REPORT, supra note 23, at 57-61 (讨论一级市场与二级市场的区别); cf. THE WHEAT REPORT, supra note 23, at 50 (讨论二级市场信息的重要性).

其目的。<sup>[68]</sup> 因此,完整的定期报告,包括年度报告都要提交给 SEC。<sup>[69]</sup> 只有简短的材料才会发送给股东。<sup>[70]</sup> 定期报告制度提供了最低限度的信息,并“鼓励发行人自愿向市场提供信息”<sup>[71]</sup>。证券信息披露的内容是由 SEC 通过通常的规则制定程序加以确定,其中包括征求公众意见的机会。SEC 已经努力减少一些发行人的披露负担<sup>[72]</sup>,并简化披露要求。例如,1982 年通过了 1933 年和 1934 年法案的综合披露制度。<sup>[73]</sup> 然而,作为一项普遍性规则,需要披露的信息量多年来一直在增加。<sup>[74]</sup> 尽管这些法案规定的欺诈责任仅限于重大虚假陈述或遗漏,但并没有要求强制披露的信息必须是重大性的。<sup>[75]</sup>

所有这些信息如何改善市场并保护投资者? 理想情况下,投资者会收到信息,仔细分析并根据他们的分析作出投资决策。然后,他们的市场活动会将证券价格推向更准确的水平。然而,很少有投资者有时间用专业知识来适当地利用现有信息。因此,证券披露机制的一个重

---

[68] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at 574 – 75.

[69] See Form 10 – K Annual Report Pursuant to § 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (Instruction D), 5 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 31,101, at 22,062(描述归档要求)。

[70] See Rule 14c – 3 under the Securities Exchange Act, 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 24, 203 (描述将包含在年度报告中的信息); Form 10 – K [Instruction G(2), Fed Sec. L. Rep. (CCH) 31,101, at 22,063](允许参照向证券持有人提交的年度报告进行注册)。

[71] See THE WHEAT REPORT, *supra* note 23, at 332.

[72] See, e. g., Small Business Initiatives, 57 Fed. Reg. 36,442 (Aug. 13, 1992) (简化对小型企业的要求)。

[73] See Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6383, Exchange Act Release No. 18524, Public Utility Holding Company Act Release No. 22407, Trust Indenture Act Release No. 700, Investment Company Act Release No. 12264, [Accounting Series Releases 1937 – 1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 72,328, at 62,990 (Mar. 3, 1982)。

[74] 最近对注册要求的改革并没有减少披露的信息量;相反,它简化了“经验丰富的知名发行人”的流程,前提是市场已经可以获得足够的信息。See Securities Offering Reform, *supra* note 62, at 82,373.

[75] 根据《1933 年证券法》的规定,当“一个合理的股东很可能认为它在做出决定时很重要”时,信息是“重要的”。See TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 449 (1976)。

要部分是中介机构的活动,它能改善市场的功能并保护投资者。证券市场上有两种中介机构,即金融中介和信息中介。做市商和其他专业投资者决定了证券交易的价格,因此,正是他们所掌握的信息决定了这些价格的准确性。<sup>[76]</sup> 如果这些价格是准确的,即使是完全忽视所披露信息的投资者,如果他们根据价格进行交易,那么也将会得到保护。<sup>[77]</sup> 因此,市场本身就是一个金融中介机构。<sup>[78]</sup> 此外,共同基金和其他管理基金允许不成熟的投资者通过专业的金融中介机构来引导投资活动。与金融中介机构一样,信息中介机构对证券信息披露制度的运行至关重要。这些参与者选择、分析和传播更易于管理的披露信息版本。<sup>[79]</sup> 证券分析师、投资组合经理、金融媒体、评级机构(倾向于提供有用的选择和格式化功能)以及注册代表,如经纪人和财务顾问,都向普通公众或不成熟的投资者提供经消化后的信息。<sup>[80]</sup> 1973年,46.8%的投资者报告说他们在投资决策中使用股票经纪人的信息,另外15.6%使用咨询服务,9.7%从朋友和亲戚那里获得信息。<sup>[81]</sup> 尽管对专业建议的使用有所下降,但中介机构仍然是重要的。2002年,51%的拥有个人股票的投资者(通过雇主赞助的退休计划除外)说他们在做投资

---

[76] See generally Paul G. Mahoney, *Market Microstructure and Market Efficiency*, 28 J. CORP. L. 541 (2003) (讨论做市商和其他主体在市场中发生的复杂机制); Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 YALE L. J. 2359, 2378 (1998) (注意到机构投资者比证监会更有能力处理市场信息,并有更多的财务激励来这样做)。

[77] 在市场效率机制的词汇中,中介机构创造了“衍生的交易”,也就是说,由那些观察到由专业知情者引起的价格变化的人进行的交易,是“专业知情的交易”。也就是那些观察到由专业知情交易者引起的价格变化的人的交易。See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715, 721 (2003)。

[78] See Hu, *supra* note 35, at 1355.

[79] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at xi; Stephen J. Choi, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, 1 BERKELEY Bus. L. J. 45, 46-47 (2004)。

[80] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at D-9, 312-14, 564 n. 11; THE WHEAT REPORT, *supra* note 23, at 1052-1054.

[81] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 26, at 243-44.

决定时依赖专业财务顾问的建议。<sup>[82]</sup> 因此,传播者的诚信和能力至关重要。<sup>[83]</sup> 毫不奇怪,发行人和 SEC 在设计信息披露要求和准备披露文件时都会考虑分析师和其他专业人士的需求。<sup>[84]</sup>

如果证券信息披露目的不是改善市场运作和投资者决策,而是为了阻止不法行为,那么实现这一目的信息披露机制就会有所不同。信息披露仍然通过影响市场来运行,但在这种情况下,市场的一个重要附加特征是竞争。例如,投资者可以为拥有审计委员会专家的公司股票支付更多的费用,这将鼓励所有公司任命这样的专家。<sup>[85]</sup> 监管分析师认证(AC)条例要求分析师披露他们的报酬,并证明他们确实相信他们所表达的观点,旨在通过在没有与报酬有关的利益冲突的基础上创造分析师之间的竞争来提高分析师研究的质量。<sup>[86]</sup> 同样,SEC 关于加强

---

[82] See INV. CO. INST. & SEC. INDUS. ASS'N, EQUITY OWNERSHIP IN AMERICA 77 (2002). 通过雇主赞助的退休计划拥有股票或拥有共同基金的投资者的百分比更高。退休金计划或拥有共同基金的投资者的百分比更高。Id., at 87, 95.

[83] See Donald C. Langevoort, Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation, 97 Nw. U. L. REV. 135, 166 - 70 (2002) (描述了分析师的偏见); See WHEAT REPORT, supra note 23, at 319 - 323 (讨论经纪商在作出建议前调查和咨询信息的义务)。在颁布金融披露法规(FD)之前,该法规要求向证券市场专业人士或证券持有人披露的任何重大非公开信息也应向公众披露,公司高管可以将信息作为商品来影响特定分析师或投资者。See Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Act Release No. 7881, Exchange Act Release No. 43154, Investment Company Act Release No. 24599, [2000 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,319, at 83,677 (Aug. 15, 2000); cf. Deborah Solomon & Robert Frank, "You Don't Like Our Stock? You Are Off the List"—SEC Sets New Front on Conflicts by Taking Aim at Companies that Retaliate Against Analysts, WALL ST. J., June 19, 2003, at C1 (描述一些公司惩罚对其股票做出负面报道的分析师的做法)。

[84] See SEC 1977 ADVISORY COMMITTEE REPORT, supra note 26, at 5, 11.

[85] 这似乎是一个难以置信的场景。更有可能的是,SEC 依靠某种声誉机制来实现这一特定目标。Cf. Joann S. Lublin & Kara Scannell, They Say Jump: SEC Plans Tougher Pay Rules, WALL ST. J., Jan. 11, 2006, at C1 [引用 SEC 前首席会计师林恩·特纳(Lynn Turner)的话说,披露高管薪酬不会减少薪酬,除非股东根据信息采取行动]。

[86] See Regulation Analyst Certification, Securities Act Release No. 8193, Exchange Act Release No. 47384, [2002 - 2003 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86, 833, at 87,247 (Feb. 20, 2003) [hereinafter Regulation Analyst Certification]. 披露的目的也是让投资者更好地确定分析师的研究质量。See SELIGMAN, supra note 50, at 372 - 73. 描述 20 世纪 60 年代利用披露来改善共同基金竞争的努力。

对共同基金投资者信息披露的拟议规则旨在促进投资者明智投资决策,因为投资者被认为缺乏足够信息来了解与分销相关的成本和造成投资者和经纪人之间利益冲突的安排。<sup>[87]</sup> 有了这样的信息,大概就可以让投资者根据这些标准来选择基金,从而对基金施加压力,迫使其改变政策。<sup>[88]</sup>

### (三)有效性的限制

尽管证券信息披露几乎被普遍认为是通过披露进行监管的典范,但其有效性仍有很大的局限性。只有当接受者能够处理和理解所披露的信息时,披露才会有用。<sup>[89]</sup> 这是股票市场中的一个特殊问题,因为普通公民广泛参与到涉及日益复杂的金融安排的交易中。<sup>[90]</sup> 因此,SEC和其他参与金融信息披露的机构正在寻求通过更仔细地设计信息格式来提高信息披露的实用性。<sup>[91]</sup> 1998年,SEC通过了要求披露文件以“普通的英语”编写的规则。<sup>[92]</sup> 对高管薪酬披露要求的拟议变更旨在使信息易于理解。<sup>[93]</sup> 在提议共同基金的费用和佣金披露时,SEC

[87] 拟议规则:某些共同基金和其他证券交易的确认要求和销售点披露要求,以及其他确认要求修订,以及共同基金登记表的修订,《1933年证券法》第8358号,《证券交易法》第49148号,《证券投资法》第26341号发布,[2003-2004 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 87,135, at 89,008 (Jan. 29, 2004) [以下建议规则:共同基金披露]。

[88] 对于SEC共同基金披露制度的尖锐批评,参见HU, supra note 35。

[89] See THE WHEAT REPORT, supra note 23, at 78-80; William O. Douglas, Protecting the Investor, 23 YALE REV. 521, 523-24 (1934)。

[90] See Douglas, supra note 89, at 527(注意股权投资本质是风险和复杂的,并认为几乎不可能写出一份可以理解的招股说明书); Steven L. Schwarcz, Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity, 2004 U. ILL. L. REV. 1, 12-19(认为某些交易可能过于复杂,以至于披露系统无法监管); see Jesse Eisinger, Ahead of the Tape: Misunderstood, WALL ST. J., Aug. 12, 2003, at C1[请注意,“安然和泰科国际等一些最大的爆炸事件(分析师)很难报道,这并非巧合”]。

[91] See Hu, supra note 35, at 1345(描述为设计有用的信息格式所做的努力)。

[92] See generally Plain English Disclosures, Securities Act Release No. 7497, Exchange Act Release No. 39593, Investment Company Act Release No. 23011, [1998 Transfer Binder], Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,003, at 80,127 (Jan. 28, 1998) (要求招股说明书用通俗易懂的英文书写)。

[93] See Executive Compensation and Related Party Disclosure, 71 Fed. Reg. 6542, 6542 (proposed Feb. 8, 2006) (to be codified at 17 C. F. R. 228-40, 245, 249, 274), available at <http://www.iasplus.com/usa/0601seccompensation.pdf> (修正案“旨在提供……更清晰、更完整的[行政]补偿图”)。

专门讨论并征求了对信息格式<sup>[94]</sup>以及披露时间和形式的意见。当然,如果信息披露直接针对中介机构,这些担忧就会减少。然而,SEC关于投资者保护的法规要求投资者仍被视为披露信息的受众。

金融中介机构能否发挥其制定准确价格的作用,取决于市场效率,即价格能否反映现有信息。但是,市场可能并不是高效的,市场上的专业人员在履行分配给他们的价格制定作用方面可能存在局限。<sup>[95]</sup>此外,启发式认知偏差<sup>[96]</sup>会在专业人员和普通投资者中产生有限理性。<sup>[97]</sup>由于一个证券的流通股和可交易股的数量(“流通量”的大小)决定了该证券的市场效率,即使有活跃的中介机构对小规模证券的定价也不会那么准确。<sup>[98]</sup>对有效市场至关重要的套利机会可能会受到限制。<sup>[99]</sup>此外,越来越多的投资资金被投入投资组合,如指数基金。出于多样化的目的,这些投资组合被限制在一个特定的股票组合中。这些持有者可能拥有非常多的股票,但不能通过他们的交易行为影响市场。<sup>[100]</sup>

正如我们在过去几年中所看到的,基本的信息机构也存在问题:管理人员有扭曲信息的动机;信誉中介,如会计师和律师,未能发挥预期

---

[94] See Proposed Rule; Mutual Fund Disclosure, *supra* note 87, at 89, 008.

[95] See, e. g. Gilson & Kraakman, *supra* note 77, at 723 - 735 (描述投资者非理性和有限套利机会对市场效率机制构成的挑战)。

[96] See *infra* notes 151 - 159 and accompanying text.

[97] See ANDREI SHLEIFER, INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE 12 - 13 (2000); Schwarcz, *supra* note 90, at 17 - 19. 对于一般投资者理性行为的极限探索, see Robert Prentice, Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future, 51 DUKE L. J. 1397, 1454 - 89 (2002); See Langevoort, *supra* note 83, at 154 - 55 (提供示例)。

[98] See Gilson & Kraakman, *supra* note 77, at 735 - 36.

[99] See *id.*; see SHLEIFER, *supra* note 97, at 13 - 16, 51 - 52, 89 - 90.

[100] See Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Securities Act Release No. 8188, Exchange Act Release No. 47304, Investment Company Act Release No. 25922, [2002 - 2003 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 1 86,826, at 87,144 - 45 (Jan. 31, 2003) [hereinafter Proxy Voting Policies].

的监督功能;与分析师有利益冲突。<sup>[101]</sup> 此外,证券分析师并不总是进行广泛的研究,有时并不了解他们所审查的公司。<sup>[102]</sup> 财务信息越来越多地从各种可靠度有问题的来源获得,其速度之快,令人吃惊。因此,信息获取的改善可能只是给了人们更快犯傻的机会。<sup>[103]</sup>

此外,最近的技术进步可能导致投资者减少对专业建议的依赖,转而依赖来自互联网<sup>[104]</sup>的原始或未经检验的数据,或盲目跟随投资趋势(也称为“从众行为”),因为他们没有能力在日益复杂的环境中作出合理的决定。<sup>[105]</sup> 现在,小投资者在没有专业人士的帮助下购买证券要容易得多,也便宜得多。关于分析师利益冲突和他们建议的不可靠宣传,也可能有助于减少对专业建议的使用。<sup>[106]</sup> 这些趋势的结果可能是降低证券信息披露的有效性,因为其消除了证券信息披露的主要机理——复杂的金融专业人士对复杂信息的过滤和处理。此外,个人投资者减少对中介机构的使用也可能对市场专业人员的定价功能产生不利影响,可能增加“噪声交易”(因为投资者以非成熟的方式对信息作出反应)。<sup>[107]</sup>

最后,如果披露的信息不涉及目标受众认为突出的问题,无论受众是个人投资者还是中介机构,披露信息的可用性和可理解性都不足以

---

[101] See Gilson & Kraakman, *supra* note 77, at 736 – 737; See *supra* note 83 (描述公司对分析师的影响)。

[102] See Harvey L. Pitt, *How to Prevent Future Enrons*, WALL ST. J., Dec. 11, 2001, at A18; see Langevoort, *supra* note 83, at 149 – 52 (讨论对金融分析师绩效的限制,包括代理成本和过度自信等启发式偏见,并质疑分析师是否对市场有任何影响)。

[103] See EDWARD CHANCELLOR, *DEVIL TAKE THE HINDMOST: A HISTORY OF FINANCIAL SPECULATION* 237 – 40 (1999); Donald C. Langevoort, *Technological Evolution and the Devolution of Corporate Financial Reporting*, 46 WM. & MARY L. REV. 1, 7 – 10 (2004). 此外,FD 法规专门用于将之前通过中介过滤的信息直接提供给公众。See *supra* note 83.

[104] See Langevoort, *supra* note 83, at 154.

[105] See Schwarcz, *supra* note 90, at 15.

[106] 到 2002 年,对专业投资建议的依赖已明显低于 1973 年报告的水平。See *supra* note 82 – 83 and accompanying text.

[107] See Langevoort, *supra* note 103, at 9; Langevoort, *supra* note 83, at 172 – 175.

使信息变得有用。一位评论员认为,股票期权费用被金融分析师所忽视,并不是因为这些信息不可用,也不是因为这些信息过于投机,而是因为这些信息无利益可循:分析师们只关心收益。<sup>[108]</sup> 关于公司治理实践的更多披露是否会被证明对投资者和中介机构很重要,还有待观察。<sup>[109]</sup> 对于证券分析师和其他金融中介来说,不重要的信息无论被披露得多么清楚,也不会提供信息披露制度所设想的好处。

#### (四) 直接监管手段之替代

如上所述,证券监管的一个补充目的是对合法行为的监管。就信息披露目的而言,它是在试图替代直接监管。SEC 的董事提名提案为这种现象提供了一个清晰的例证。为应对公司不愿意回应股东的关切,SEC 提议设立一项新的实质性权利,允许股东在某些情况下提名董事。<sup>[110]</sup> 该建议受到广泛批评并被搁置。取而代之的是,SEC 通过了一项基于信息披露的规定,其目标是增加投资者对董事提名过程的了解,并允许投资者对董事会的提名委员会进行评估。<sup>[111]</sup> SEC 还描述了一个目标:增加证券持有人对……董事会问责制、董事会责任的了解。董事会的责任感、董事会的反应能力和……公司的治理政策,<sup>[112]</sup> 但这些政策似乎超出了证券信息披露的通常市场促进目的。同样,SEC 要求共同基金披露其代理投票政策和实际投票做法,据称是为了提高透明度,同时也是为了鼓励共同基金对持股公司管理层施加更多压力,从而

---

[108] See Comments of Susan Lee, Wall Street Journal Editorial Board (CNBC television broadcast Aug. 9, 2002).

[109] See Ken Brown & Robin Sidel, Scoring Boards on Governance Has Its Risks, WALL ST. J., Oct. 2, 2002, at C1; Plitch, supra note 43; See also Bainbridge, supra note 43, at 16-17.

[110] 证券持有人董事提名,《1933年证券交易法》第48626号,《投资公司法案》第26206号, [2003-2004 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 87,101, at 88,401 (Oct. 14, 2003)。

[111] 关于提名委员会职能和证券持有人与董事会之间沟通的披露,《1933年证券法》第8340号,《1933年证券交易法》第48825号,《投资公司法案》第26262号, [2003-2004 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 87,116, at 88,719, 88,722 (Nov. 24, 2004)。

[112] See id. at 88,722. 评论者对是否可能发生实际改善反应不一。See id.

改善公司治理。<sup>[113]</sup> 最近,对高管薪酬披露要求的修改拟议明确表示,不仅要提高“透明度”,而且要使市场能够约束过度的薪酬。<sup>[114]</sup> 换句话说,在没有权力或政治意愿直接监管的情况下,SEC 可以通过金融市场中的中介机构和投资者的行动,利用信息披露制度来实现基本的监管目标。

总之,证券信息披露有 3 个目标:通过改善投资者的决策来保护他们;改善市场的定价功能;有时改变公司的行为。证券信息披露至少能够实现其中的前两个目标,因为它在一个理想的环境中运行:资本市场和相关金融机构。流程是把各式各样的中介机构和(相对)有效的市场结合起来处理所披露的信息,并将其转化为一个单一的信号,即证券价格,然后投资者可以利用它来作出投资决策。投资的性质决定了投资者有可能像任何人一样理性,即使这种理性明显不完美。此外,投资者经常寻求专家的建议。因此,证券信息披露作为监管的背景是相当不寻常的。例如,对于一个决定购买冰箱或沙拉酱的消费者来说,这些特征都是不存在的。<sup>[115]</sup>

---

[113] SEC 表示,要求基金披露其代理投票政策将“使基金股东能够监控其基金参与投资组合公司的治理活动,这可能对股东价值产生巨大影响”。代理投票政策, *Supra note 100*, at 87, 144。同样,SEC 认为,作为受托人持有股票的机构会违反《投资顾问法》规定的受托责任,因为他们的政策总是与管理层一起投票。See *Proxy Voting by Investment Advisers*, Investment Advisers Act Release No. 2106, [2003 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 86,825, at 87,132 (Jan. 31, 2003)。SEC 发出了一个明确的信息,它不仅要让股东积极行动成为可能,而且要“鼓励基金更多地参与其投资组合中持有的发行人的公司治理,这可能使所有投资者受益,而不仅仅是基金股东”。*Proxy Voting Policies*, *supra note 100*, at 87, 146; see also Ken Brown, *Vanguard Gives Corporate Chiefs a Report Card*, WALL ST. J., Nov. 10, 2003, at C1 (描述先锋最近投票反对合作管理的意愿)。

[114] See *supra note 48* and accompanying text.

[115] See Strassel, *supra note 4*. 引用 SEC 主席克里斯托弗·考克斯的话说,他对披露制度的目标是“让消费者能够做出与购买汽车或其他产品时相同的比较”,并对“一个不害怕投资,但将访问 SEC 网站视为类似于浏览《消费者报告》的美国”的前景感到惊叹。

#### 四、信息披露作为监管手段

在证券法规之外的其他背景下,有许多极其不同的使用信息披露来作为监管的范例。它们的目的也各不相同,但大多数都是为了减少现有市场中的信息不对称或改变某人的行为。它们的运行机理或拟议运行的机理很少是明确的,对这些机制的研究揭示了信息披露制度的一些缺点和局限性。

##### (一) 目的

##### 1. 在现有市场中提供信息

许多披露制度只是为了向被认为对信息有预先需求的决策者提供信息,通常是因为他们要在某个市场上进行经济交易。<sup>[116]</sup> 信息披露制度旨在提高该市场的汇总偏好和有效定价的能力。<sup>[117]</sup> 信息不对称阻碍市场效率,并导致大量的经济活动被用来寻找信息。<sup>[118]</sup> 披露要求可以通过增加市场参与者可获得信息量和减少搜索成本来提高市场效率。<sup>[119]</sup> 此外,信息披露为市场参与者提供了作出理性决策所需的信息,而不是随波逐流。在信息不对称的市场中,市场行为本身就传达了

---

[116] See Joseph E. Stiglitz, *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, 92 AM. ECON. REV. 460, 470 (2002) (描述行为者对信息不对称作出反应的情况)。

[117] 行动者作出理性决策的能力取决于行动者对可能结果及其概率的了解。See Lewis A. Kornhauser, *The Domain of Preference*, 151 U. PA. L. REV. 717, 719 - 20 (2003) (描述确定性、风险和不确定性下的决策)。

[118] See George J. Stigler, *The Economics of Information*, 69 J. POL. ECON. 213, 213, 224 (1961). 可以制定制度和机制来促进搜索,但无知永远不可能被完全消除。Supra note, at 224. 斯蒂格勒还指出,声誉具有价值,因为它降低了搜索成本。同上。

[119] See Colin F. Camerer & George Loewenstein, *Information, Fairness, and Efficiency in Bargaining*, in *PSYCHOLOGICAL PERSPECTIVES ON JUSTICE* 155, 155 (Barbara A. Mellers & Jonathan Baron eds., 1993); Gilson & Kraakman, supra note 77, at 721 (表明市场对公共信息的反应更有效)。缺乏信息可能会导致市场失灵,从而阻止参与者对风险进行定价。See MAGAT & VISCUSI, supra note 17, at 4. 然而,信息使市场有效的能力是有限度的。See Gilson & Kraakman, supra note 77, at 736 - 737.

信息。<sup>[120]</sup> 为了利用这一事实,市场参与者会改变他们的行为并影响市场的功能。<sup>[121]</sup> 信息可以减少这种影响。因此,信息披露要求可以减少经济交易中的搜索成本,<sup>[122]</sup> 提高市场的效率,并提供其他社会效益来作为这些经济效益的结果。<sup>[123]</sup> 房地产披露要求是促进市场效率的一个例子。这些法律要求住宅的卖家向买家披露某些信息,减少通常了解情况的卖家和不知情的买家之间的信息不对称。<sup>[124]</sup> 营养标签的部分目的也是纠正信息不对称,尽管规模要小得多。竞选资金披露虽然不是在经济市场上运行,但它解决了信息不对称的问题;它的目的是向选民提供信息,使他们更有能力去了解情况,从而更好地确保他们的投票与他们的偏好相符。<sup>[125]</sup> 这种信息披露的使用并不是为了改变决策的结果,只是为了改善决策过程,它可以在各种非市场和市场背景下使用,包括劳动力市场、资本市场和产品市场。

## 2. 规范合法行为

基于信息披露的监管的另一个共同目标是改变合法行为,如污染

---

[120] See Stephen M. Bainbridge, *Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*, 68 U. CINN. L. REV. 1023, 1041 (2000).

[121] See Stiglitz, *supra* note 116, at 469–470, 473; See also Camerer & Loewenstein, *supra* note 119, at 157–59 (描述谈判实践,如战略延迟和自己立场的战略表述)。

[122] 强制性而非自愿性的披露对于促进市场交易是必要的,因为信息的创建者很难将这些信息的利益据为己有,因此一些合意的信息要么不会产生,要么不会传播。See Stiglitz, *supra* note 116, at 463. 此外,正如有些人想要创建和发布信息一样,也有些人想要阻止创建和发布。See *id.*, at 463, 473. 强制披露还有助于确保信息可信,因此更有帮助。See Paul Pecorino & Mark Van Boening, *An Empirical Analysis of Bargaining with Voluntary Transmission of Private Information*, 33 J. LEGAL STUD. 131, 153 (2004). 否则,在个人基础上生成的信息可能是标准化的,因此对于比较更有帮助。See Sage, *supra* note 7, at 1741–42.

[123] 例如,根据斯蒂格利茨的说法,政府的“知情权”法律一直是“对政府滥用权力的一项重要但不完善的检查”。See Stiglitz, *supra* note 116, at 488.

[124] See Florrie Young Roberts, *Disclosure Duties in Real Estate Sales and Attempts to Reallocate the Risk*, 34 CONN. L. REV. 1, 19 (2001).

[125] See Elizabeth Garrett & Daniel A. Smith, *Veiled Political Actors and Campaign Disclosure Laws in Direct Democracy*, 4 ELECTION L. J. 295, 296 (2005).

物的生产<sup>[126]</sup>、劳动力的使用<sup>[127]</sup>、农业技术的使用<sup>[128]</sup>、家庭用品和服务的生产,<sup>[129]</sup>甚至还包括食品消费。<sup>[130]</sup> 一个类似的目标是改善现有产品或服务的质量或降低其价格。卫生保健信息披露制度,如医院的“报告卡”是为了提高质量,<sup>[131]</sup> 就像餐饮卫生披露要求一样。<sup>[132]</sup> 最近关于公布医疗机构收费价格的建议旨在降低医疗成本。<sup>[133]</sup> 这些要求也是为了解决信息不对称的问题,希望通过补救这些不对称能做出更好的决策和更好的行为。

### 3. 为政府运行提供信息

一些信息披露要求旨在供政府自身使用并改进其运作。监管者需要搜集信息来设计并运行直接监管系统。<sup>[134]</sup> 虽然信息越来越多地以

---

[126] 例如,根据有毒物质排放清单 (TRI), 42 U. S. C. § 11023 (2000), 要求公司披露特定有毒物质的排放。See Karkkainen, *supra* note 11, at 286. 该信息是标准化的并且是公开的。TRI 被认为是一个巨大的成功; 自 TRI 创建以来, 有毒物质的排放量减少了近一半。See *id.*, at 287 - 88.

[127] Canjian1 David J. Doorey, Who Made That?: Influencing Foreign Labour Practices Through Reflexive Domestic Disclosure Regulation, 43 OSGOODE HALL L. J. 353, 355 - 57 (2005).

[128] See Margaret Gilhooley, Reexamining the Labeling for Biotechnology in Foods: The Species Connection, 82 NEB. L. REV. 1088, 1101 - 02 (2004).

[129] See Safe Drinking Water and Toxic Enforcement Act, CAL. HEALTH & SAFETY CODE § 25249.6 (West 1999) (如果产品含有“[加利福尼亚州]已知会导致癌症的物质”, 则要求产品带有标签).

[130] 《1990 年营养教育和标签法》, 21 U. S. C. § 343 (2000) 要求食品加工商在其产品上标注特定营养素的信息。信息的格式是标准化的, 食品和药物管理局监督营养标签的细节。See 21 C. F. R. pt 101 (2006).

[131] See Sage, *supra* note 7, at 1707 - 1710, 1715 - 1720.

[132] See Ginger Zhe Jin & Phillip Leslie, The Effect of Information on Product Quality: Evidence from Restaurant Hygiene Grade Cards, 118 Q. J. ECON. 409, 410 (2003) (描述餐厅张贴卫生报告卡的要求及其效果).

[133] See Vanessa Fuhrmans, Insurer Reveals What Doctors Really Charge, WALL ST. J., Aug. 18, 2005, at D1.

[134] See Karkkainen, *supra* note 11, at 283 - 286.

电子化的形式出现在大家面前,<sup>[135]</sup>但是还不至于被广泛泄露<sup>[136]</sup>。信息披露制度不仅仅是告知公民和消费者们他们所享有的合法权益<sup>[137]</sup>,还在某种意义上缓解了政府和民众之间的信息不对称问题,进而完善了法律制度。

#### 4. 改善管理手段与提高公司绩效

其他的信息披露制度的目的是改善管理人员的业绩,或提供可用于监督代理人的信息<sup>[138]</sup>,或创造管理者无法获得的信息<sup>[139]</sup>,或迫使公司基于所收集的数据和信息来面对现实。管理学理论认为,管理者只会管理他们能够把握的事情,<sup>[140]</sup>也就是说,他们会关注那些能够掌握相关数据和信息的事情<sup>[141]</sup>。例如,医院内部机密和医疗事故报告可以形成一个数据库,供医院管理者在进行医疗安全管理时使用<sup>[142]</sup>。同

---

[135] 这方面的一个例子是《动物福利法案》[Animal Welfare Act § 10, 7 U. S. C. § § 2140 (2000)],该法案要求实验室保留记录供政府检查。参见斯里·桑斯坦文, supra note 8, at 622。

[136] See e. g., Sage, supra note 7, at 1799.

[137] See id., at 1765 – 66.

[138] Eric Talley, Disclosure Norms, 149 U. Pa. L. Rev. 1955, 1956 (2001).

[139] See Karkkainen, supra note 11, at 297 – 300 (描述信息如何改善管理); see also Charlotte Villiers, Disclosure Obligations in Company Law: Bringing Communication Theory into the Fold, 1 J. CORP. L. STUD. 181, 199 – 200 (2001) (描述组织内部对信息的需求)。理论上,对管理层有价值的信息会产生,因为在公司内部不可能存在市场失灵,但是代理问题可能导致内部信息的产生不足。此外,提供其他公司信息的披露要求可以通过提供改进的基准来改进管理。See Karkkainen, supra note 11, at 261.

[140] See Karkkainen, supra note 11, at 295、297 – 300; Louis Loewenstein, Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure, 96 COLUM. L. REV. 1335, 1342 – 45 (1996), supra note 7, at 1778 n. 285; Williams, supra note 36, at 1294 – 1296; Troy Paredes, Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, 81 WASH. U. L. Q. 417, 465 (2003).

[141] SEC可能已经考虑到了这一现象,它建议要求分析师证明他们的建议将使他们在作出这些建议时更加小心。See Regulation Analyst Certification, supra note 86, at 87, 247.

[142] See GRAHAM, supra note 7, at 1.

时,信息披露系统也能使得公司之间的合作更加紧密<sup>[143]</sup>。该系统享有专利,开发出系统的管理者将信息公之于众,其他人可以利用这些信息推进他们自己的研究,无形之中也促进了公司间的相互合作<sup>[144]</sup>。一个相当奇怪的例子是最近 SEC 规则的变化,变化后的规则要求公司将与之产生纠纷而辞职的董事之间的通信内容公布于众<sup>[145]</sup>。时任主席哈维·皮特(Harvey Pitt)表示,信息披露是有必要的,它会让董事们更加放心地提出他们的问题和担忧<sup>[146]</sup>,使董事会决策也更加有效。

### 5. 提高公众意识

所有的这些情况表明,监管机构通常认为有必要或至少有意向对信息进行披露。然而,在某些情况下,信息披露是为了引起人们对信息本身的兴趣<sup>[147]</sup>。SEC 正尝试着改善高管薪酬的信息披露制度<sup>[148]</sup>,此事反映出 SEC 希望投资者最终将目光转移到对信息披露的关注上来。“美国制造”的服装标签和早期的“ILGWU”<sup>[149]</sup>标签都是为了提高公众意识,至少也是为了加深消费者对该产品的印象。

### 6. 不明目的

一些公开的信息披露计划方案,如饮用水质量报告,是在没有明确

---

[143] See Sage, *supra* note 7, at 1771-78.

[144] See also Sharon Begley, In Switch, Scientists Share Data to Develop Useful Drug Therapies, WALL ST. J., Jan. 20, 2006, at A9(描述支持医学研究的基金会提出的披露要求,目的是导致研究人员和临床医生之间的早期合作)。

[145] See Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, Securities Act Release No. 8400, Exchange Act Release No. 49424, [2003-2004 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 87,158, at 89,508 (Mar. 16, 2004).

[146] See Phyllis Plitch Pull Disclosure: Full Disclosure: New SEC Rules Reveal the Corporate Underbelly, WALL ST. J., Oct. 12, 2005, at B4B.

[147] 这种效果可能是意想不到的。在食品标签上披露苯丙酮醛酸盐(NutraSweet)的存在引起了人们的好奇和担忧。谷歌上搜索“苯丙酮药”时,公告栏上出现了一些恐慌的帖子,询问为什么政府会要求披露。根据一种反应,苯丙酮药物的披露是针对那些使苯丙氨酸消费危险的人。See Ask the Doc, [http://www.wvu.edu/chw/ask\\_the\\_doc/post/1-1000/0537.html](http://www.wvu.edu/chw/ask_the_doc/post/1-1000/0537.html) (last visited Nov. 12, 2007); see also Kevin Helliker, To Warn or Not to Warn, WALL ST. J., Oct. 10, 2005, at R7 [描述消费者对儿童食用蚕豆的警告的反应(避免食用四季豆),蚕豆在极少数情况下会导致疾病]。

[148] 参见 *supra* notes 44-49 和相关内容。

[149] 国际女装工人联盟。熟悉本文的读者可能记得“寻找工会标签”的电视广告。

目标<sup>[150]</sup>的情况下制定的。他们通常被看作提供重要信息,但信息的效用可能是不明确的计划或方案。性犯罪者登记<sup>[151]</sup>就是一个有趣的例子。它们通过给公民指出性犯罪者<sup>[152]</sup>来保护公众。公民们采取他们认为适当的任何预防措施,比如让孩子待在室内,但大概不包括杀死性侵犯者<sup>[153]</sup>。也许法律的目的实际上是在给那些性侵者实施性行为为设置障碍(如使得公民提高警惕),从而逼迫他们离开所在城市。或者通过性侵记录登记迫使罪犯即使从监狱释放后也羞于待在原来城市<sup>[154]</sup>,从而选择在另一个州定居<sup>[155]</sup>。通过这些方式,使性犯罪者越来越少。一些证据表明,这实际上符合法规的预期目的,在某种程度上来讲,他们实际上也是按照预期运作的<sup>[156]</sup>。

---

[150] See, e. g., MODEL COURT RULE ON INSURANCE DISCLOSURE, *supra* note 3. 示范规则要求律师披露其医疗事故的承保范围,其目的是“为潜在客户提供有关律师代理的相关信息,以便对是否聘请特定律师作出知情的决定”。然而,有3个州要求律师向律师事务所报告他们的覆盖范围,但并没有向公众提供这些信息。See AM. BAR ASS'N, STATE IMPLEMENTATION OF ABA MODEL COURT RULE ON INSURANCE DISCLOSURE (2006), available at <http://www.abanet.org/cpr/clientpro/malpracdiscchart.pdf>.

[151] 目前,每个州都有某种版本的性犯罪记录法案,一般要求被判犯有特定性犯罪的人在刑满释放后向其居住地的执法人员登记。Smith v. Doe, 538 U. S. 84, 89-90 (2003). 联邦对应法案是42 U. S. C. § 14071(2000). 一些有关资料已向公众提供。Smith, 538 U. S. at 91.

[152] See Smith, 538 U. S. at 99, 101.

[153] *Id.* at 101, 105 (性侵犯者登记网站包括一个警告,即利用其中所载的资料对任何人犯罪都将受到刑事起诉); see also Editorial, Knowledge Protects: Online Sex Offender Registries Are Vital, DALLAS MORNING NEWS, April 28, 2006, at 22A (目前尚不清楚这些登记处是否能保护所有人的,但公布罪犯信息是“至关重要的”).

[154] *Cf.* Smith, 538 U. S. at 100-01 (描述对一名登记在案的性犯罪者的所谓骚扰).

[155] 然而,这只是将风险转移给了其他人,特别是如果性侵犯者吸取了教训,在搬家后没有重新登记。*Cf.* Scott v. Shepard, (1773) 96 Eng. Rep. 525, 525-26 (K. B.) (描述了把一个“点燃的哑炮”扔进市场,以及随后反复扔掉这个哑炮以避免伤害自己)。然而最终,每个州都将有类似的注册要求,而法规将不再能够实现这一目标。

[156] See Doron Teichman, The Market for Criminal Justice: Federalism, Crime Control, and Jurisdictional Competition, 103 MICH. L. REV. 1831, 1854-57 (2005). 如果这是真的,那么法律可以说是在一种州际市场中为合意的居民服务。

## (二) 信息化监管的障碍

然而,即使就某一事项要求披露的预期目标相对明确,但是缺乏信息披露实现预期目标机制的解释。此外,对披露方案运作机制的考察往往也揭示了方案目的存在一定模糊性。因此,在考虑信息披露如何实现监管目标之前,理解以下3点很是重要。第一个是个人处理信息的能力;第二个是信息影响个人行为的方式;第三个是信息影响企业行为的方式。在过去的几十年里,不同学科的学者们对个人信息处理方式有了更深刻的见解。他们提出在许多情况下,因个体有限的信息处理能力<sup>[157]</sup>会造成可预测的认知偏差。虽然对这些文献的完整讨论超出了本文范围,但是这里面一些启发性的偏见与信息披露系统的操作息息相关。<sup>[158]</sup>例如,可用性偏差使人们对信息的反应建立在“容易想起或联想到的事例基础上”。因此,人们在看到或听到这样的事故后,会高估事故的风险<sup>[159]</sup>。虽然信息披露系统允许其他人提供更新的信息,理论上也更容易获得这些信息,但除非是直接告知决策者注意,否则这些信息实际上可能毫无用处。“锚定”偏差导致人们不能完全适应新信息。小众的偏见会使之变得更糟,也会阻止人们接受对他们个人利益有负面影响或与现有想法相矛盾的信息<sup>[160]</sup>。此外,与书面或抽象的信息相比<sup>[161]</sup>,人们更容易

---

[157] See generally JUDGMENT UNDER UNCERTAINTY: HEURISTICS AND BIASES (Daniel Kahneman et al. eds., 1982).

[158] Amos Tversky & Daniel Kahneman, Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, in JUDGMENT UNDER UNCERTAINTY: HEURISTICS AND BIASES, supra note 157, at 163, 163-64; see also Prentice, supra note 97, at 1469-70(指出“在作决定时,人们倾向于专注于记忆中‘可用’的事实”); Cass R. Sunstein, Introduction to BEHAVIORAL LAW AND ECONOMICS 1, 3-5 (Cass R. Sunstein ed., 2000)(描述各种偏差,包括可用性偏差)。

[159] See Tversky & Kahneman, supra note 158, at 178.

[160] See Amos Tversky & Daniel Kahneman, Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, in JUDGMENT UNDER UNCERTAINTY: HEURISTICS AND BIASES, supra note 157, at 3, 14-18; see also Bainbridge, supra note 120, at 1043-49(讨论现状偏差和捐赠效应); Prentice, supra note 97, at 1483(指出人们常常不能充分适应新信息)。

[161] See Michael Ross & Fiore Sicoly, Ego-centric Biases in Availability and Attribution, in JUDGMENT UNDER UNCERTAINTY: HEURISTICS AND BIASES, supra note 157, at 179, 179-82; Camerer & Loewenstein, supra note 119, at 164-67(注意到在侵权案件“公平”解决的评估中因角色而异的显著差异)。

被口头交流或涉及情感的交流所说服。这些偏见反映出人们经常接受来源并不可靠的信息<sup>[162]</sup>,在决策中逸事往往比传闻更有影响力<sup>[163]</sup>。最后,决策者经常会有“从众行为”<sup>[164]</sup>,他们会按照大部分人的行为行事,而不是独立决策<sup>[165]</sup>。

另一个被充分研究的是“信息过载”现象<sup>[166]</sup>。当过多的信息同时出现时,决策者往往拒绝或忽略有用的信息而作出不明智的决定<sup>[167]</sup>。信息有用性的增加会导致更好的决策<sup>[168]</sup>,但是一般来说,更多的信息会导致决策者处理信息的成本更高。因此,随着处理新信息的成本提高,增加有用信息的数量实际上会导致个人作出更糟糕的决定<sup>[169]</sup>。此外,随着信息质量的提高,人们倾向于使用更多的可用信息。研究表明,随着决策者使用的信息量的增加,他们的决策起初会有所改善,但随后往往会变得更糟。因此,信息质量的提高也可能导致信息过载,因为信息的质量诱使决策者试图使用更多的可用信息<sup>[170]</sup>。研究还表明,掌握无用或不相关信息的决策者可能会比完全没有信息的决策者做出更糟糕的决策<sup>[171]</sup>,当有很多可用信息时,使用部分但不是所有相

[162] See Prentice, *supra* note 97, at 1467 – 69.

[163] See Langevoort, *supra* note 83, at 156 – 63 (讨论回应互联网聊天的交易行为)。

[164] See Richard E. Nisbett et al., *Popular Induction: Information Is Not Necessarily Informative*, in *COGNITION AND SOCIAL BEHAVIOR* 113, 128 – 31.

[165] See Bainbridge, *supra* note 120, at 1038; Langevoort, *supra* note 83, at 156 – 63.

[166] See MAGAT & VISCUSI, *supra* note 17, at 90 – 91; Kevin Lane Keller & Richard Staelin, *Effects of Quality and Quantity of Information on Decision Effectiveness*, 14 *J. CONSUMER RES.* 200, 200 – 01 (1987) (包括一篇文献综述)。

[167] See Paredes, *supra* note 140, at 440 – 43.

[168] See *id.* at 202; see also Camerer & Loewenstein, *supra* note 119, at 156 (认为拥有更多信息的人更关心公平,这将影响市场的运作)。But see Lublin & Scannell, *supra* note 85 (引用 SEC 主席考克斯的话:这是一种奇怪的方法,暗示我们将在信息较差的情况下做出更好的决定,我知道没有市场是这样运作的)。

[169] See Keller & Staelin, *supra* note 166, at 210 – 11.

[170] See *id.*; see also MAGAT & VISCUSI, *supra* note 17, at 102 – 04. [描述了研究表明,增加不那么重要的信息(如何使用产品)导致个人对一些事情的记忆较少(采取什么预防措施),而只记住更一般的信息(产品会造成什么伤害)。]

[171] Tversky & Kahneman, *supra* note 160, at 5; Colin Camerer et al., *The Curse of Knowledge in Economic Settings: An Experimental Analysis*, 97 *J. POL. ECON.* 1232, 1244 – 46 (1989)。

关信息时做出的决策似乎更完美<sup>[172]</sup>。因为信息的格式会引起或消除信息过载现象<sup>[173]</sup>,所以该问题是设计信息披露系统的一个重要考虑因素。信息过载的问题也可以通过中介来解决,这些中介受过处理和筛选相关信息的培训,当然,前提是这些中介机构不受自身偏见和认知局限的影响<sup>[174]</sup>。不规范的信息以及不是为便于比较而设计的信息对决策者来说用处并不大。此外,解释信息的能力可能取决于决策者<sup>[175]</sup>对业务的熟练程度。

一旦信息披露系统处理了新信息,就要决定是否改变,以及如何改变其行为。影响消费者行为的信息数量和质量一直是大部分研究的主题<sup>[176]</sup>。研究人员发现,消费者在购买高价耐用品时所寻求的信息来源很大程度上受到消费者所收到的最早的信息性质影响<sup>[177]</sup>。与使用书籍和购物指南的消费者相比,最初通过朋友、家人或购买产品的商店等信息来源的消费者不太可能寻求其他信息。<sup>[178]</sup>也许令人惊讶的是,

---

[172] See Keller & Staelin, *supra* note 166, at 210 – 11.

[173] See W. KIP VISCUSI & WESLEY A. MAGAT, *LEARNING ABOUT RISK: CONSUMER AND WORKER RESPONSES TO HAZARD INFORMATION* 18 – 26 (1987).

[174] See Paredes, *supra* note 140, at 452 – 59; Daniel Kahneman & Amos Tversky, *Intuitive Prediction: Biases and Corrective Procedures*, in *JUDGMENT UNDER UNCERTAINTY: HEURISTICS AND BIASES*, *supra* note 157, at 414, 414 – 16.

[175] See GRAHAM, *supra* note 7, at 13 – 18 (criticizing disclosure systems that fail to provide up – to – date, standardized, comparative, or otherwise easy – to – use information).

[176] 如果交易中一方知道可核实的信息,但未向另一方披露,则第二方应将其视为该信息对第一方不利的信号。See Paul Milgrom & John Roberts, *Relying on the Information of Interested Parties*, 17 *Rand J. ECON.* 18, 30 – 31 (1986)。然而,并不是所有的人都会作出这样的推断。在一项对要求营养标签之前的沙拉酱市场的研究中,非色拉酱(可能是高脂肪)品牌的市场份额随着受过大学教育的购物者在人口中的百分比而变化。Alan D. Mathios, *The Impact of Mandatory Disclosure Laws on Product Choices: An Analysis of the Salad Dressing Market*, 43 *J. L. & ECON.* 651, 665 (2000)。

[177] See, e. g., ROBERT LEVINE, *THE POWER OF PERSUASION* (2003)。

[178] See Richard Staelin & John W. Payne, *Studies of the Information – Seeking Behavior of Consumers*, in *COGNITION AND SOCIAL BEHAVIOR*, *supra* note 164, at 185, 199 – 200。

拥有高学历的消费者比其他人寻求的信息更少<sup>[179]</sup>,而且购买物品的价格并不受购买前顾客获取的信息多少所影响<sup>[180]</sup>。其他研究还表明<sup>[181]</sup>,相比一般警告,消费者更易对单一危险的、具体性的警告产生反应<sup>[182]</sup>。只有新的信息,而不是对旧信息的反复规劝(如关于烟草和安全带的警告)才会影响行为<sup>[183]</sup>。

让人们改变习惯性行为比影响他们无论具体情况如何都做出的单一决定还要难<sup>[184]</sup>。同样,影响消费者一次性改变行为,如购买烟雾探测器促使他们防火要容易得多<sup>[185]</sup>。即使其他人的态度发生改变,他们也不会改变自己的行为<sup>[186]</sup>。一些研究得出结论,信息根本不会改变行为,消费者对安全信息不感兴趣,提供更多的信息会导致人们更加墨守成规,从而适得其反<sup>[187]</sup>。另一个是否会因信息而改变行为的决定因素是看该信息是否醒目。具体的、有趣的信息比抽象的信息更有可能影响行为<sup>[188]</sup>,

---

[179] *Id.*, at 195 – 96; see also Ginger Zhe Jin, *Consumer Information About Health Plan Quality: Evidence Prior to the National Medicare Education Program 13 – 15* (Dec. 18, 2002) (unpublished manuscript), available at <http://www.glue.umd.edu/~ginger/research/Medicare Dec02.pdf>. 金教授指出,虽然消费者说他们想要医疗保健提供者提供的信息,但不清楚他们是否使用这些信息。相反,他们通常更频繁地使用“自己的经历,信任的朋友和家人的经历,以及医生的建议”,而不是正式可用的信息。

[180] See Staelin & Payne, *supra* note 178, at 201.

[181] See *id.*, at 200 – 201.

[182] See W. KIP VISCUSI & WESLEY A. MAGAT, *LEARNING ABOUT RISKCONSUMER AND Worker Responses to Hazard Information 18 – 26* (1987).

[183] See VISCUSI & MAGAT, *supra* note 173, at 124. 这或许可以解释健身大师理查德·西蒙斯提到的现象:睡前吃四颗葡萄,或者喝一杯特制的茶,或者从萨尔瓦多买一颗小豆,总会有一些奇怪的事情发生.如果你注意你的分量,你有一个好的态度,每天锻炼,会活得更久,感觉更好。Awaiting the Next Hot Diet Fad, *WALL ST. J.* Aug. 3, 2005, at D4.

[184] See Adler & Pittle, *supra* note 8, at 163.

[185] *Id.*, at 191.

[186] *Id.*, at 168 – 69.

[187] See *id.*, at 166 – 68. 或者,人们可能反应过度。See MAGAT & VISCUSI, *supra* note 17, at 163.

[188] See VISCUSI & MAGAT, *supra* note 173, at 17 (注意到人们“忽视他们认为没有什么好处的信息”).

因为这样的信息更有可能引起人们注意。<sup>[189]</sup> 比如,宣布一种产品会导致癌症,比公布它超过联邦推荐的每日脂肪摄入量更有可能改变消费者的行为,尽管后者可能会带来更大的健康风险。<sup>[190]</sup> 最后,如大多数公司一样,涉及公司行为的信息披露计划将依赖于复杂的企业行为机制<sup>[191]</sup>。

正如经济学家经常指出的那样<sup>[192]</sup>,由于不同行为者的激励不同,企业特别容易受到代理问题的影响<sup>[193]</sup>。不同理论阐述了企业对外部刺激如规章制度或新信息的反应方式<sup>[194]</sup>。公司的结构将在很大程度上决定管理者的行为,这种结构可能会导致个人的行为不能促进公司的整体目标,而只能促进个人目标<sup>[195]</sup>。此外,信息可能会在不同层级之间丢失<sup>[196]</sup>。系统理论认为,企业在一种平衡状态下运作,并试图维持这种平衡以应对外部力量<sup>[197]</sup>。根据这一理论,一个企业将独立于其员工的行为而存在<sup>[198]</sup>。将企业视为一种文化<sup>[199]</sup>,则每家企业都有

---

[189] See Nisbett et al. , supra note 164, at 128. This phenomenon illustrates the operation of the availability bias.

[190] See generally MAGAT & Viscusi, supra note 17, at 174 - 75 (讨论不适当的公众恐惧); Kevin Helliker, supra note 147. 关于公众对风险评估不准确的例子, Kevin Helliker, supra note 147. For examples of the public's inaccurate assessment of risks, see Cass Sunstein, Commentary, Fear Factor: Truth Is, Sunbathing Is Probably More Dangerous than Terrorism, L. A. TIMES, Mar. 10, 2003, at B1; see also MAGAT & VISCUSI, supra note 17, at 12, 64.

[191] See Edward L. Rubin, Images of Organizations and Consequences of Regulation, 6 Theoretical Inquiries in Law 347, 348 (2005).

[192] See, e. g. , id. , at 351 (讨论公司中“权力滥用”的代理问题); Michael J. Meurer, Law, Economics and the Theory of the Firm, 52 Buff. L. Rev. 727, 733 - 36 (2004) (一般讨论代理成本和企业理论)。

[193] See generally Meurer, supra note 192 (描述了各种经济组织模式); Rubin, supra note 191 (same)。

[194] See Rubin, supra note 191, at 353.

[195] See id. , at 356.

[196] Id.

[197] See id. , at 358.

[198] See id. , at 360.

[199] See id. , at 362 - 63.

一套自己的行为机制和行为态度独立于企业中的个人。公司内部的员工会按照企业文化行事,他们的行为反过来会决定公司的决策<sup>[200]</sup>。包括信息披露在内的监管机制必须考虑这样一个事实,即公司的结构和公司内部个体的行为最终决定了公司本身的行为。企业中的个人会受到上述所有偏见和认知偏差的影响,但企业本身的结构会影响决策。高管可能有提高公司盈利能力的想法,<sup>[201]</sup>因为他们在公司投入了大量的个人资本,而且他们的报酬可能与公司的财务业绩挂钩。因此,从理论上讲,他们有动力对消费者偏好等经济刺激作出反应。然而,在一个庞大而复杂的组织中,高管可能无法获得关于消费者偏好的详细信息。接触消费者信息的员工可能没有与负责设计公司产品的员工一起都有着相同的目标,或者决定劳动力的引入或危险废物的处理。<sup>[202]</sup> 依赖于公司对市场活动反映的信息披露政策必须考虑公司高管层是否允许这种情况。例如,影响资本市场和公司声誉的信息可能影响产品市场的信息更有可能导致公司行为的变化,因为这些影响更有可能引起高管层的注意<sup>[203]</sup>。

### (三) 运作机制

根据我们对公众如何处理信息以及信息如何影响行为的了解,信息披露系统是如何实现监管目标的呢?从广义上讲,大多数信息披露系统都是通过市场来运作的。向决策者提供信息有望促使他们选择更

---

[200] See *id.*, at 364. ; see also Krawiec, *supra* note 19, at 599 – 601.

[201] 他们可能只有增加自己财富的动机。

[202] See Cf. Joseph P. White & Stephen Power, VW Chief Confronts Corporate Culture, WALL ST. J., Sept. 19, 2005, at B2 (引用大众汽车公司首席执行官的抱怨,即“经理和工程师过于关注技术和功能”以及对客户来说还不够,而且“经理们认为他们的经营是成功的,因为他们把利润计入了对大众其他业务部门的销售”).

[203] See RONALD J. ALSOP, THE 18 IMMUTABLE LAWS OF CORPORATE REPUTATION: CREATING, PROTECTING, AND REPAIRING YOUR MOST VALUABLE ASSET 36 – 51 (2004) (指出企业的声誉取决于它如何平衡各种利益相关群体的需求)。

好的产品<sup>[204]</sup>。如果有足够多的公众作出这样的选择,劣质产品将被完全挤出市场,生产商也将提高自己产品的质量。例如,洛杉矶的餐馆卫生在颁布了一项要求公布卫生分数的法令后得到了改善,在公布有毒物质排放清单后,有毒废物的产生量下降了,同时要求公司公开某些指定的生产产生的污染物数量<sup>[205]</sup>。也有其他的机制<sup>[206]</sup>,如声誉效应和简单的劝说,同样也发挥作用。披露制度的目的及其背景将决定其运作的机制。

### 1. 市场的角色

在某种程度上,信息披露制度的目的是通过改善信息不对称来整治现有市场,如果必要的信息以可用的形式传递给了大众,它就达到了目的。买家如何处理这些信息并不重要。然而,除非所披露的信息对市场中的决策者确有意义且有用,否则信息披露就是徒劳的。例如,如上所述,人们可以批评证券信息披露规则要求披露一些对于大多数投资者来说并不重要的信息。同样,正如第四部分所讨论的,信息必须以相关决策者或者是中介机构能够理解的形式呈现。虽然这并不简单,但利用信息披露要求来改善现有市场中的信息不对称现象,涉及的机制亦非难事。然而,更常见的是,信息披露监管计划往往会在市场中产生特定结果<sup>[207]</sup>。关于反式脂肪酸的食品标签要求可能不仅是为了告知消费者,也是为了鼓励他们购买更健康的食品。如果消费者这样做,制造商将调整他们的配方,生产更健康的食品,至少会生产更健康的替代品。如果出于某种原因,消费者使用新的信息来增加他们的脂肪摄

---

[204] See, e. g., Parkinson, *supra* note 14, at 11 - 19. (描述产品、贷款和金融市场的操作); cf. Sage, *supra* note 7, at 1781 (引用了方案中“竞争力量、基层行动主义和声誉问题”的操作)。一些信息计划——如食物金字塔、烟草警告标签以及劝阻酒后驾车和鼓励系安全带的广告——仅仅通过说服就起作用了。旨在劝说人们放弃危险行为的项目可以与那些仅仅试图告知人们危险并允许他们作出自己判断的项目区分开来。例如,营养和杀虫剂标签以及药物副作用的警告。See GRAHAM, *supra* note 7, at 7.

[205] See Jin & Leslie, *supra* note 132, at 410 - 11, 449 - 50.

[206] See *infra* note 244.

[207] 作为改善动物待遇努力的一部分,欧盟提议批准在食品上贴一个标签,表明食品是用人道的“方法”生产的。人们希望这将鼓励消费者购买这类食品。Mary Jacoby, EU Arm Backs “Humane” Farming Label, WALL ST. J., Jan. 24, 2006, at A19.

入量<sup>[208]</sup>,该系统将会改善市场的功能,但不会实现其公共健康的目标。如果消费者完全忽视这些信息,这个系统将一事无成。因此,该计划的成功与否取决于新信息影响市场的方式,这反过来又取决于消费者是否以及如何使用这些信息。

这种市场效应取决于许多条件。首先,消费者必须足够关注这些信息,以便这些信息能改变消费者的决定。例如,消费者对医疗保健提供商的选择和价格可能并不敏感。<sup>[209]</sup>其次,消费者们必须作出决定。如果购买决策不受消费者控制,那么信息将无法改变消费者的行为(在选择医疗保健计划或提供商时可能会出现这种情况)<sup>[210]</sup>,抑或是没有足够相似的竞争产品(这可能属于医院或航空公司的情况)。<sup>[211]</sup>再次,生产商必须能够调整自己的行为以应对市场压力。例如,现有技术可能无法使制造商不使用有毒物质<sup>[212]</sup>。最后,监管系统的全体角色——消费者、生产商和中介——必须至少保持一定程度的理性。职业安全与健康标准<sup>[213]</sup>要求化学品生产商和卖家向化学品使用者<sup>[214]</sup>,包括在工作场所接触化学品的工人提供有关有毒物质风险的信息。<sup>[215]</sup>前提是劳动力市场的参与者不能接触有毒物质,除非他们有一般和特

---

[208] 高脂肪阿特金斯饮食法的暂时流行使这个假设不像看起来那么荒谬。

[209] See Sage, *supra* note 7, at 1725.

[210] See *id.*, at 1720 - 1721.

[211] See June Kronholz, A New Wealth of Details for Comparing Colleges, WALL ST. J., June 30, 2004, at D1 (尽管有大量可用的信息,但在学院和大学之间进行比较还是很困难的)。

[212] See Lueian Bechuk, Beyond Disclosure, FORBES, Jan. 19, 2006, [www. Forbes.com/columnists/2006/01/18/sec-executive-comp-comment-cxlb\\_0119bechuk.html](http://www.Forbes.com/columnists/2006/01/18/sec-executive-comp-comment-cxlb_0119bechuk.html) (认为在高管薪酬的市场没有发挥作用的情况下,高管薪酬披露不会减少过高的薪酬)。

[213] 经济学家告诉我们,市场压力最终会导致必要的技术发展,但在实现这一目标之前,可能会有很长一段时间延迟。

[214] See 29 C. F. R. § 1910.1200 (2006).

[215] See Richard H. Pildes & Cass R. Sunstein, Reinventing the Regulatory State, 62 U. Chi. L. Rev. 1,106 (1995).

定工作场所接触的毒性信息。<sup>[216]</sup>一旦工人被充分告知该信息,工人会去争取能够补偿毒性风险的工资和福利。制造商和卖家也将采取有效措施,有毒物质的暴露度也会下降。<sup>[217]</sup>除了信息不对称外,劳动力市场没有效率也是原因之一,<sup>[218]</sup>如果除了安全之外的其他因素主导了工人的决策,该标准就不能实现改善工作场所安全度的目标。

## 2. 非市场机制

如果上述市场条件不存在,那么信息影响行为的其他机制还是存在的。其中最强有力的是对声誉的影响。正如一位评论员所写,广告评论员阿姆斯特朗·威廉姆斯被迫透露,教育部将支付他24万美元以促成《不让一个孩子掉队法案》<sup>[219]</sup>,但是他大概率不会接受这笔钱。著名节目,如“约翰电视”在当地电视台或互联网上公布那些因教唆卖淫而被逮捕或定罪的人的名字和面孔,取得了明显成效<sup>[220]</sup>。有人提议要求大学披露早期决定录取的种族和经济数据,因为一旦知道其影响<sup>[221]</sup>,学校将会限制这种录取偏好。声誉效应对公司尤其重要,因为

---

[216] See Leslie I. Boden & Carol Adaire Jones, Occupational Disease Remedies: The Asbestos Experience, in PUBLIC REGULATION: NEW PERSPECTIVES ON INSTITUTIONS AND POLICIES 321, 325-26 (Elizabeth E. Bailey ed., 1987); see also Thomas A. Lambert, Avoiding Regulatory Mismatch in the Workplace: An Informational Approach to Workplace Safety Regulation, 82 NEB. L. REV. 1006, 1015-32 (2004) (将工作场所安全问题确定为信息不对称)。

[217] See Boden & Jones, *supra* note 216, at 327-28; Lambert, *supra* note 216, at 1021 n. 69, 1038 n. 118. But see MAGAT & VISCUSI, *supra* note 17, at 5-8, 168 (讨论对风险信息的不适当反应)。

[218] 为了讨论在劳动力市场上谈判的一些局限性,可参见 Cass R. Sunstein, Human Behavior and the Law of Work, 87 VA. L. REV. 205, 229-31, 24045 (2001)。

[219] See David Wessel, Conflict - of - Interest Disclosures May Not Protect the Unsophisticated, WALL ST. J., Jan. 13, 2005, at A2; see also Sage, *supra* note 7, at 1769-70 (认为不专业行为的披露会阻止专业人员的这种行为)。

[220] See Eva-Marie Ayala, Dallas Police Web Site Posts Photos of Arrested Johns, FORT Worth Star-Telegram, June 8, 2004, at B5.

[221] See Daniel Golden, Bill Would Make Colleges Report Legacies, Early Admissions, WALL ST. J., Oct. 29, 2003, at B1.

公司必须依赖顾客、雇员和政府的好评<sup>[222]</sup>。任何利用信息来影响公司声誉的人都必须考虑到这样一个事实——顾客、投资者、雇员、陪审团和监管者通常会基于事先的、背景的理解而不是理性的分析来对公司做出决定<sup>[223]</sup>。然而,为使信息具有声誉效应,公众就必须关心其声誉,关心所披露的信息<sup>[224]</sup>。当有关团体在政治领域使用信息时,披露计划可以产生预期的结果<sup>[225]</sup>。在政治上,信息可能以多种方式被利用,包括游说、直接立法或监管,以及组织集体行动<sup>[226]</sup>。这种类型的披露方案的一个例子是《国家环境政策法》<sup>[227]</sup>,它要求政府对任何对环境有重大影响的项目都要选择环境影响研究的机构。

该法案的目标是简化数据的整理和披露;该机构不必考虑或重视数据<sup>[228]</sup>。当公众收到信息的时候,如果关心可以就此事采取政治行动<sup>[229]</sup>。同样,《1993年证券法》中与公司社会活动相关的拟议披露要求,是让政治活动家而非投资者获得信息<sup>[230]</sup>。《社区再投资法案》在贷款实践中引起了实际变化的信息披露<sup>[231]</sup>,被美联储和货币监理署

[222] See Ronald J. Alsop, *Word of Mouth Is Cheap, but Valuable, Survey Finds*, WALL ST. J., Dec. 6, 2005 (讨论声誉的重要性); Alsop, *supra* note 203, at 36 – 51 (same); Alsop, *supra* note 203, at 36 – 51 (same); Karkkainen *supra* note 11, at 327 – 28 (same); Graham, *supra* note 7, at 8 (讨论名誉对雇员的重要性); Parkinson, *supra* note 14, at 14 (讨论了声誉在与政府打交道中的重要性)。

[223] See *supra* notes 158 – 65 and accompanying text (讨论认知偏见的例子)。

[224] 思考“下水道账单藐视法律电视”是否有可能降低青少年犯罪率是一件有趣的事情。See Russ Pulley, *Tattletale Television*, KANSAS CITY STAR, July 10, 2005, at B1 (描述建议城市在本地接入电视上张贴拖欠下水道账单居民的姓名)。

[225] See Karkkainen, *supra* note 11, at 310, 315; Sage, *supra* note 7, at 1784; Sunstein, *supra* note 8, at 619 (以生态标签为例)。

[226] See Karkkainen, *supra* note 11, at 316 – 20 (讨论了规章的背景)。

[227] National Environmental Policy Act of 1969, 42 U.S.C. § § 4321 – 4347 (2000)。

[228] Sunstein, *supra* note 8, at 621。

[229] See *id.*, at 622。

[230] See Villiers, *supra* note 139, at 194 – 95, 202 – 03, 209 – 08; see also Donald C. Langevoort, *Commentary: Stakeholder Values, Disclosure, and Materiality*, 48 CATH. U. L. REV. 93, 95 – 96 (1998) [如果我们把投资者仅仅视为一种公司股东,为什么不为了其他利益相关者(包括公共利益)的利益而提供信息披露?]

[231] 12 U.S.C.A. § § 2901 – 2907 (2006) (建立对贷款行为的监管审查). Disclosure is made pursuant to the Home Mortgage Disclosure Act, 12 U.S.C.A. § 2801 et seq. (2006)。

用于合并批准过程,同时也被倡导团体和媒体使用<sup>[232]</sup>。当然,要想通过政治机制或集体行动来实施信息披露,其披露的信息必须是足够多且是公众所感兴趣的。

最近许多基于信息的法规通过向消费者披露高度突出的风险信息,制造了一连串的恐慌。消费者的信息处理机制与披露信息的内容和设计间的相互作用、披露本身的事实都可能导致消费者对所披露的风险反应过度。这种机制被加利福尼亚州第65号提案所采用,该提案要求相关产品包含警告信息,说明该产品含有“加州已知的致癌物质”<sup>[233]</sup>。警告的目的据称是告知消费者有关风险,但警告并未提供有关实际风险的信息,即使是专家也可能对其理解不足<sup>[234]</sup>。据报道,该要求敦促制造商改进其产品,改进标签要求<sup>[235]</sup>以最终符合监管目标<sup>[236]</sup>。同样,新的食品标签要求披露任何数量的常见过敏原,包括由交叉污染引起的微量过敏原<sup>[237]</sup>,这一要求已经导致几家制造商重新

---

[232] See Archon Fung et al., *The Political Economy of Transparency: What Makes Disclosure Policies Sustainable?* 20 – 22 (John F. Kennedy Sch. of Gov., Harvard Univ., Faculty Research Working Paper No. RWP03 – 039, Oct. 2003), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=384922](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=384922).

[233] *Safe Drinking Water and Toxic Enforcement Act*, CAL. HEALTH & SAFETY CODE § 25249.6 (West 1999); see also MAGAT & VISCUSI, *supra* note 17, at 165. 国会目前正在考虑一项法案,该法案将优先考虑与FDA规定不一致的食品标签法。参见《2005年全国统一食品法案》。See *National Uniformity for Food Act of 2005*, H. R. 4167, 109th Cong. (2005).

[234] See MAGAT & Viscusi, *supra* note 17, at 166; see also Kevin Helliker, *supra* note 147 (报告医生反对警告所有危险的立场,因为一些风险非常小,警告可能会引起误解)。

[235] See Peter Waldman, *Toxic Traces: New Questions About Old Chemicals*, WALL ST. J., July 25, 2005, at A1 (描述了对目前认为的化学毒性质疑的新研究)。

[236] See Randolph B. Smith, *California Spurs Reformulated Products*, WALL ST. J., Nov. 1, 1990, at B1, cited in Karkkainen, *supra* note 11, at 345 n.364.

[237] 禁止这些产品需要对产品禁令进行成本效益分析。See BREYER, *supra* note 10, at 163, 184 – 85, 193 (描述了围绕拟议的糖精禁令的问题和分析,以及使用警告代替的不利作用); *supra* note 11 and accompanying text. 该公开系统利用未受过毒理学或风险评估训练的消费者的基本上不知情的决策实现了相同的结果。Cf. BREYER, *supra* note 10, at 162 (描述了国家公路运输安全管理局开发轮胎评级系统的8年过程)。

设计他们的产品。食品和药物管理局没有要求<sup>[238]</sup>,甚至没有发布关于披露过敏原含量或其产生反应的可能性指南<sup>[239]</sup>,部分原因是人们对过敏原的反应不同<sup>[240]</sup>。因此,标签要求会导致轻度过敏的人不要食用此类食品,因为他们没有评估风险所需的信息。更有可能的是,制造商将重新设计产品以去除微量的过敏原,这些过敏原会使食品对相对较少的人群有害。

### 3. 信息的有用性

无论信息是针对市场、声誉还是社区团体,都必须以一种可用的方式进行披露。信息资料的格式对决定其用途极为重要<sup>[241]</sup>。例如,两个项目的信息必须采用相同的格式<sup>[242]</sup>,并且都放在决策者在决策时可以看到的地方<sup>[243]</sup>。单一事实的信息比大范围的信息更有用<sup>[244]</sup>。

- 
- [238] See Food Allergen Labeling and Consumer Protection Act of 2004, Pub. L. 108282, Part II, codified at 21 U. S. C. § § 321, 343 (2000).
- [239] See Jane Zhang, *How Much Soy Lecithin Is in That Cookie?*, WALL ST. J., Oct. 13, 2005, at D1; CTR. FOR FOOD SAFETY & APPLIED NUTRITION, U. S. FOOD & DRUG ADMIN., *Approaches to Establish Thresholds for Major Food Allergens and Gluten in FOOD 45 - 48* (Mar. 2006), available at <http://www.cfsan.fda.gov/~acrobat/alrgn2.pdf>. Id., at 47 - 48 (描述了对极低剂量过敏原的严重反应问题).
- [240] See Zhang, *supra* note 239, at D1.
- [241] See BREYER, *supra* note 10, at 163 - 64; cf. Schwarcz, *supra* note 90, at 8 - 9. 讨论了 SEC 旨在让信息披露更容易理解的举措。Note, *The Elephant in the Room: Evolution, Behavioralism, and Counteradvertising in the Coming War Against Obesity*, 116 Harv. L. REV. 1161, 1182 (2003) (讨论了 FDA 关于确保营养标签的有用格式的失败努力); Laura Landro, *The Informed Patient: Doctor's Orders Are Useless if They're Befuddling*, WALL ST. J., July 3, 2003, at D2 (讨论如何提高患者的理解能力).
- [242] See MAGAT & VISCUSI, *supra* note 17, at 133 - 56, 159 - 60; Viscusi et al., *supra* note 182, at 356 - 61 (漂白剂和下水道清洁剂上各种警告标签的试验结果)。同上。A 药品标签规则只关注格式。See Anna Wilde Mathews, *FDA Issues New Rules for Drug Labels*, WALL ST. J., Jan. 19, 2006, at D1.
- [243] 例如,比较信息应单独放在销售点,而不是放在包装上。See ViScusi & MAGAT, *supra* note 173, at 18 - 19, 26, 29, 33 - 38; see also Lambert, *supra* note 216, at 1042 - 44 (认为当数据不以比较格式呈现时,消费者需要信息中介)。
- [244] See J. Edward Ruao, *Nutrition Information in the Supermarket*, 13 J. CONSUMER RES. 48, 62, 64 - 65 (1986).

在某些情况下,评级系统比原始数据更有用<sup>[245]</sup>。甚至表述、字体和设计也会对信息的有用性产生重大影响<sup>[246]</sup>。此外,中介可以像在证券市场上一样的,在其他领域增加信息的有用性。一方面,如果有足够数量的知情买家,市场本身就可以充当不知情和不熟悉的投资者的中介,“就像证券市场一样”。或者如媒体和特殊利益集团等媒介可以解释披露的信息或将其消化成简单信息,就像理论上金融信息通过市场行为被纳入证券价格一样。中间媒介,特别是媒体,也可以用来增加所披露信息的显著性<sup>[247]</sup>。当然,这也存在一种危险,即中介机构对信息的解释可能会有偏差。依赖中间人的信息披露制度应考虑这些中间人本身将如何处理,因此,披露的信息应设计成供中间人使用的形式<sup>[248]</sup>。在某些情况下中介是不必要的,如家用电器的“能源之星”评级。另一方面,将更复杂的信息透露给一个没有中间人的市场不可能产生预期的效果。当披露的信息很复杂或者需要额外的知识来理解信息时,格式、设计和中介的存在是特别重要的考虑因素。职业安全与健康标准中的危险沟通标准只有在工人能够理解的范围内才是有效的。披露制度通常用于难以进行实质性监管的地方<sup>[249]</sup>,这一事实可能会增加信息披露制度要求披露人们对其相关性知之甚少的信息的可能性<sup>[250]</sup>。

#### 4. 示例

太和研究院就是信息披露系统运作的复杂机制的一个很好例子,

---

[245] See *id.*, at 59, 67; Jin, *supra* note 179, at 13, 15.

[246] See Viscusi et al., *supra* note 182, at 356 - 61.

[247] See Michael J. Fishman & Kathleen M. Hagerty, Mandatory Versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers, 19 J. L. ECON. & ORG. 45, 50 (2003); Lambert, *supra* note 216, at 1024 n. 77, 1038 n. 117, 1061 - 62.

[248] See, e. g., Mathews, *supra* note 242(描述了针对医生的FDA药品标签规则)。

[249] See *supra* note 218; see also Karkkainen, *supra* note 11, at 325(注意,根据危险通报标准披露的信息没有标准化或以有用的形式提供)。

[250] See GRAHAM, *supra* note 7, at 18 - 19(认为营养和其他风险信息不仅是,而且应该是有限的,因为没有人真正了解目标风险);cf. Karkkainen, *supra* note 11, at 291(作为TRI的一个好处是它不要求环境保护局确定物质的风险)。

它成功地减少了有毒物质的再释放<sup>[251]</sup>。因为这些信息被政治团体、媒体和投资者广泛使用,所以很难说是是什么原因导致企业调整它们的行为<sup>[252]</sup>。这些可能性包括:对实质性法规的恐惧,维护公司对消费者和工人<sup>[253]</sup>的良好声誉的愿望,维护管理者个人声誉的愿望,管理者突然意识到他们正在污染<sup>[254]</sup>,考虑到投资者对污染本身或对污染事实的潜在监管的反应<sup>[255]</sup>,对公司股票价格的担忧,或者最有可能的是,以上所有<sup>[256]</sup>。竞选财务披露要求报告中的捐款和支出的来源,倾向于通过利益集团、政党和媒体等中介机构运作,这些中介机构有兴趣编辑该信息并吸引选民的注意<sup>[257]</sup>。此外,该信息本身也是关于额外未披露信息的信号<sup>[258]</sup>。候选人或提议的支持者的身份可以帮助选民决定如何投票,特别是如果支持者有公认的意识形态或政治立场。同样,如果竞选财务披露的目标是阻止腐败<sup>[259]</sup>,而不是告知选民<sup>[260]</sup>,那么,这些信息很可能会引起反对派和媒体对捐赠行为的关注。这种关注反过来会通过声誉效应发挥作用。劳工行为的披露可以为政治进程中的各种团体提供动力。这也将导致消费者和投资者拒绝与有不可接受的

[251] See Karkkainen, *supra* note 11, at 287–88. 关于 TRI 运作的相关机制的精彩讨论, 同前, at 294–331。

[252] See *id.*, at 311.

[253] See *id.*, at 323–28.

[254] See *id.*, at 261, 295–300 (认为标准化和易于分析的 TRI 数据使管理者能够处理有毒物质的释放,并提供了衡量其进展的基准)。

[255] See *id.*, at 323–24.

[256] See *id.*, at 328–29.

[257] See 2 U. S. C. § 434(f)(1)–(2) (Supp. 2002).

[258] See Garrett & Smith, *supra* note 125, at 297–98. 注意到政党和利益集团在简化选民选择方面的作用。See Elizabeth Garrett, Tlse IYiffiom J. Bremen The William J. Brennan Lecture in Constitutional Law: The Future of Campaign Finance Reform Laws in the Courts and in Congress, 27 OKLA. CITY U. L. REV. 665, 690–91 (2002). 注意到中介机构往往提供不完整和片面的信息。

[259] See Garrett, *supra* note 258, at 678–80.

[260] See Elizabeth Garrett, McConnell u. FEC and Disclosure, 3 ELECTION L. J. 237, 238–42 (2004). 加勒特教授描述了法官对公司财务披露的目的及其操作方法的评估,包括网络日记的重要性和启发式方法的使用。at 239–40. 及其可能的负面影响, *Id.*, at 241–243. 她还注意到,法院强调披露捐款人的真实身份,不仅是为了遏制腐败,也是为了确保知情投票。 *Id.*, at 240–41.

劳工行为的公司打交道<sup>[261]</sup>。这种预期也许是基于一些毫无根据的假设:第一,消费者和投资者足够关心劳工实践<sup>[262]</sup>并在作出购买决定时根据这种利益采取行动;第二,消费者和投资者理解他们收到的信息的含义<sup>[263]</sup>;第三,企业将通过改善劳动实践来回应消费者和投资者的行为<sup>[264]</sup>。一旦了解运行的机理,信息披露系统的设计就可以考虑这些要素<sup>[265]</sup>。

#### (四) 使用信息披露作为监管手段的缺点

即使监管者的目标能被识别,并通过信息披露来实现,但仍须考虑其他因素。信息披露是有成本的,包括创建、编辑和发布相关信息的成本<sup>[266]</sup>,任何特定披露方案的成本都可能超过其收益<sup>[267]</sup>。如所有事例一样,信息披露计划亦可有以下情况。如果更多信息的披露与一些现有信息的披露相关联<sup>[268]</sup>,则该方案可能根本不鼓励任何信息的披露<sup>[269]</sup>。遵守披露义务的费用——税负可能会导致一些参与者退出市场。<sup>[270]</sup>此外,要求披露可能会导致输家与员工“博弈”。例如,据报道,心脏搭桥手术单使一些医院拒绝接受病情较重的病人<sup>[271]</sup>。再如,法律教授

[261] See Doorey, *supra* note 127, at 357, 378, 390, 393, 394.

[262] 关心劳工惯例是一回事,因为劳工惯例而拒绝购买一件令人满意的产品是另一回事。See Pat Auger & Timothy M. Devinney, Do What Consumers Say Matter? The Misalignment of Preferences with Unconstrained Ethical Intentions (Apr. 2006), available at <http://ssrn.com/abstract=901861>.

[263] See Doorey, *supra* note 127, at 380-84(对美国消费者来说离谱的工资实际上可能相当高,对外国的工人有吸引力)。

[264] See *id.*, at 386-88. 描述严重后果:如果公司简单地停止生产,将会大大恶化当地工人的生存条件。

[265] See *id.*, at 395-404(基于这些标准评估几个提议的公开方案)。

[266] See Sage, *supra* note 7, at 1721-22.

[267] See Sunstein, *supra* note 8, at 626.

[268] See David Wessel, Grading Surgeons May Be Healthy Practice, WALL ST. J., July 6, 2006, at A2(注意到评级不佳的外科医生可能已经转移到了没有报告卡的州); Elizabeth Garrett & Adrian Vermeule, Transparency in the Budget Process 11 (Univ. of S. Cal. L. Sch., Legal Studies Working Paper Series No. 6, Jan. 23, 2006)(注意预算过程早期的透明度可以允许特殊利益集团干预立法过程)。

[269] Sunstein, *supra* note 8, at 628.

[270] See Sage, *supra* note 7, at 1721-22.

[271] See Hu, *supra* note 35, at 1317.

可能熟悉一些法学院的做法<sup>[272]</sup>,《美国新闻与世界报道调查》会修改被诽谤的美国大学的统计数据<sup>[273]</sup>。预期结果也存在一定的成本。加利福尼亚州可能倾向于支持 65 号提案,以迫使生产商重新调整产品配方,排除“致癌”物质。但这种改变是有代价的。然而由于监管使用了信息披露,关于规则的成本效益分析(如果有的话)不太可能关注这些成本。相反,大多数监管者只考虑生产信息的直接成本<sup>[274]</sup>。事实上,没有人考虑重新配制一种产品的成本是否超过所涉物质带来的风险:消费者没有必要的信息,而且由于消费者通常避免使用带有警告标签的产品,生产者不得不权衡重新配制的成本与继续销售其产品的收益。

总之,虽然信息披露制度可以通过各种方式实现其目标,但其有效性将受到制度设计中必须考虑的许多因素的限制。此外,只有当一个人理解了信息披露制度的运作机制,他才能评估披露计划是否能实现其目标,以及披露要求的真实成本是多少。<sup>[275]</sup> 信息披露系统具有政治色彩,即使它成本低廉,但它们确实是经常在没有被理解和被评估的情况下被采用。

## 五、结论和建议

研究者们提出了一些可能决定信息披露制度是否成功的因素<sup>[276]</sup>。

---

[272] David Wessel, Eatery Report Cards: A Model for Schools?, WALL ST. J., May 29, 2003, at A2.

[273] See Jeffrey E. Stake, The Interplay Between Law School Rankings, Reputations, and Resource Allocation: Ways Rankings Mislead, 81 IND. L. J. 229, 232-42 (2006); Alex Wellen, The \$ 8.78 Million Maneuver, N. Y. TIMES, July 31, 2005, § 4A, at 18.

[274] Executive Compensation and Related Party Disclosure, 71 Fed. Reg. 6542 (proposed Feb. 8, 2006) (to be codified at 17 C. F. R. 228-40, 245, 249, 274), available at <http://www.iasplus.com/usa/0601seccompensation.pdf>. 讨论收集、准备和发布信息的各种成本,但不考虑任何后果的成本。

[275] Cf. MAGAT & Viscusi, *supra* note 17, at 1-2 (注意到在采用信息披露制度时需要进行成本效益分析)。

[276] See GRAHAM, *supra* note 7, at 29-30.

例如,如果披露者对其成功有利害关系,如损失者可从披露中获得一些利益;又如,公开的目标是有组织的、忠诚的用户群<sup>[277]</sup>,则信息披露计划更有可能适应并长期存在。在要求披露者报告有关其自身的负面信息以及信息必须是新创建的情况下<sup>[278]</sup>,披露系统不太可能起作用<sup>[279]</sup>。披露义务也必须被人们履行。像披露系统<sup>[280]</sup>本身一样,方案的实施必须根据系统的目标和操作方法来设计。对各种披露方法进行更全面的分析,可以提出其他成功标准以及可采用的考虑因素。

第一,监管者必须为披露制度确定一个具体的监管目标,最好是一个非外部目标。增加公众可用的信息量本身并不是一个可接受的监管目标。相反,如果披露系统<sup>[281]</sup>的目标是向消费者、投资者或公众提供更多的信息,监管目的必须解决为什么这些信息对潜在的监管目标有用,以及为什么目前不能获得这些信息。事实上,信息披露制度可能看起来不如传统监管那样具有侵入性,但这不应成为监管者不表明其目标的借口,尤其是披露制度的目标将决定其可能运作的机制<sup>[282]</sup>。

第二,监管者必须确定一种或多种机制,通过这些机制,信息披露制度将发挥作用,并应表明该机制的运作有可能达到监管者的要求,即保守派的目标。<sup>[283]</sup>如果监管者无法确定这种机制,那么,解除封锁就不是合适的监管方法<sup>[284]</sup>。此外,信息披露制度的设计必须考虑到运作机制。如果系统是通过对决策者声誉的影响来运作的,那么,信息必

---

[277] See Fung et al., *supra* note 232, at 38–40.

[278] See *id.*, at 34(注意到潜在的预算影响和对声誉的负面影响)。

[279] See, e. g., Sage, *supra* note 7, at 1821–23.

[280] See BREYER, *supra* note 10, at 34–35. 传统上,监管是合理的,因为市场无法处理“结构性”问题。*Id.*, at 5. 这种监管的第一步是识别市场存在的问题。See *id.*, at 15–34(描述可能需要监管机构干预的问题)。

[281] 人们可以想象一个蒙蒂—皮森尼斯式的信息部门,由国会负责确保各种有用和无用的信息得到传播。然而,目前还没有这样的机构(有些人可能会说除了 SEC)。

[282] Cf. Lambert, *supra* note 216, at 1013–14, 1032–33(认为采用工作场所安全法规的过程应该:第一,识别问题;第二,确定导致问题的市场故障;第三,确定解决市场故障的适当方法)。

[283] See BREYER, *supra* note 10, at 191–94(描述创建信息披露要求的适当步骤); see also Lambert, *supra* note 216, at 1067–69(建议采用工作场所安全信息披露要求的结构)。

[284] See BREYER, *supra* note 10, at 193.

须被设计成方便到达决策者关心的受众群体的形式,且必须包含受众群体可能会感兴趣的信息。如果期望通过政治过程进行信息披露,则必须针对可能吸引有组织的利益集团注意的问题。如果信息披露制度旨在通过市场运作,则必须进一步审查该市场。监管者必须表明,额外的信息将足够突出,并以强有力的形式直接通过中介机构的运作影响市场参与者的行为。此外,还必须考虑市场参与者是否有可能对建议的信息作出理性反应,以及他们是否有能力通过自己的市场行为改变他人的行为。披露信息的内容和格式应考虑目标受众可能存在的启发性偏见和决策过程。任何中间媒介的偏见也必须考虑在内。监管者还必须得出结论,市场是充分竞争的,决策者拥有选择权,生产者有对需求变化做出反应的动力。在某种程度上,公司的行为是画面的一部分,监管者必须考虑公司是否可能如所希望的那样对市场信号作出反应。

如果预期的信息披露制度不会通过这些机制中的任何一种来运作,那么监管者必须找到一种替代机制。也许信息披露要求是为了迫使公司收集他们原本会忽略掉的信息,从而提高管理者的绩效。也许这种披露的目的是通过使有关创新的信息既可用于进一步的开发、挑战和测试,从而促进公司之间的合作。这种公开方案必须仔细设计,以便更高效地提供信息。一旦监管者确定了一个信息披露系统的预期运作机制,则必须考虑该计划的成本。这不仅包括创造、收集和传播信息的成本,还包括披露者的成本,以及因目标改变以响应计划所产生的成本。意外后果的成本也必须考虑在内,这些成本很可能在通知和评论流程中才被发现<sup>[285]</sup>。与所有监管一样,在采用该计划之前,必须将所有这些成本与预期收益进行权衡。简而言之,采用信息披露制度并不容易。

总之,每一个信息披露方案都必须有一个明确的目标,一个可以实现此目标的机制,一个考虑该机制如何运作的设计,以及一个表明该系统的利益大于其成本的详细分析。以往,尽管一些具体的信息披露要求可能有问题,但是大部分证券信息披露均符合这些标准。此外,证券

---

[285] See Rubin, *supra* note 191, at 390. 注意到如果公司非常想逃避监管,通常可以找到办法。

信息披露是在一个非常不寻常的背景下进行的。证券监管只有在经过类似的精心设计、仔细考虑,通过可识别和可信的机制运作的情况下,才能成为其他披露制度的榜样。

(编辑:朱锡俊)