

联邦证券监管中的披露过程： 一个简要回顾*

[美]艾莉森·格雷·安德森**著 左进玮***译

译者评注:艾莉森·格雷·安德森(Alison Grey Anderson)是美国加州大学洛杉矶分校法学院荣誉退休法学教授,主要研究领域为公司法、证券法。曾担任《加州法律评论》编辑、美国联邦第四巡回上诉法院法官助理等职务,1972年加入加州大学洛杉矶分校法学院并于2003年担任副院长。艾莉森·格雷·安德森教授是一位杰出的教师,致力于课程改革和法律教学改进,曾获得大学杰出教学奖(Distinguished Teaching Award)、埃比教学艺术奖(Eby Award for the Art of Teaching)、鲁特卓越教学奖(Rutter Award for Excellence in Teaching)等荣誉奖励。被卡内基教学学术学会(Carnegie Academy for the Scholarship of Teaching and Learning)选为卡

* Alison Grey Anderson, *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review*, 25 *Hastings L. J.* 311 (1974). 本文已获得作者翻译授权。

** 美国加州大学洛杉矶分校法学院荣誉退休法学教授。1965年拉德克利夫学院文学学士(B.A.);1968年加州大学伯克利分校法律博士(J.D.)。

*** 武汉大学法学院博士研究生。

内基学者,被马奎斯名人录(Marquis Who's Who)列为值得关注的法律教育家。

文章的核心观点是,证券市场的披露过程兼具信息性和保护性双重目的,二者相对优先级的不确定性是美国证券市场披露过程饱受批评的重要原因。作者指出,美国证券市场披露过程的起源和立法史表明,法定披露方案更适于提供投资信息,而美国国会更为关注披露的投资者保护功能。同时,美国证券交易委员会在执行披露规则时也将投资者保护视为其主要工作,其制定的部分披露过程通过减损信息价值实现保护性目的,由此导致披露过程被批评为不合逻辑且效果欠佳。文章的结论是,美国证券交易委员会最近采取的一系列行动反映出其在披露应然功能的态度方面发生了从强调披露的保护性目的到强调信息性目的的转变,同时其并未放弃对保护性目的的持续关注。提升披露过程的信息价值,不仅要取消不合逻辑的披露要求,更关键的在于解决信息性披露政策和保护性披露政策之间的冲突。

文章呈现了美国证券市场披露过程的起源与发展历程,分析了信息性目的和保护性目的在披露过程中的冲突与协调,并归纳了美国证券交易委员会最近在披露领域的行动趋势及其对披露功能的态度转变,其突出贡献在于以披露过程价值取向的动态演变为视角,深度梳理并评析美国证券市场披露规则的形成与发展历程。而对信息披露制度的功能定位缺乏明确、深度的认知,正是当前我国证券法理论研究的重要缺失。本文为提升我国信息披露制度研究的纵深性提供了借鉴思路,引导我们从本质上反思披露的多重功能,并结合我国资本市场的特殊性厘清我国信息披露制度的价值取向。

摘要:披露兼具信息性和保护性双重目的,二者相对优先级的不确定性使美国信披制度饱受批评。制度起源和立法史表明,法定披露方案更适于提供投资信息,而彼时国会更关注的投资者保护方面效果欠佳。然而,美国证券交易委员会近来的行动表明了其从强调披露的保护性目的到信息性目的的态度转变,但其并未放弃对保护性目的的持续关注。提高披露过程的信息价值的关键,不在于放弃其保护价值,而在于解决保护性披露政策与信息性披露政策之间的冲突。

关键词: 证券交易委员会 披露过程 信息性 保护性

1973年2月23日,美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)候任主席在华盛顿执业法律学会(Practicing Law Institute)的一次演讲中预测:“未来几年,披露过程将发生非常根本性的变化……因为披露过程必须更有意义。”^[1]联邦证券监管领域的初入者可能会想,为什么在《1933年证券法》(Securities Act of 1933)和《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)(由SEC执行的基本披露法律)颁布40年后,像“有意义”的披露过程这样的基本目标仍然是一种希望,而不是一项成就。^[2]事实上,连证券评论员也表达了同样的疑惑,并于最近对披露过程的逻辑提出了质疑。^[3]

SEC内外的批评者称,目前的披露政策不但未能令人满意地实现其既定目的,即确保“投资者能够在知情且现实的基础上评估公司的

[1] Address by SEC Chairman - Designate Cook, Practicing Law Institute Program entitled “The SEC Speaks Again,” February 23, 1973, in [1972 - 1973 Transfer Binder], CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79, 229, at 82,700 [hereinafter cited as Address by SEC Chairman - Designate Cook]. 在本文中,证券交易委员会将被称为“委员会”。

[2] See Securities Act of 1933, 15 U. S. C. § § 77a - 77aa (1970) [hereinafter referred to from time to time as 1933 Act]; Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. § § 78a - 78hh - 1 (1970) [hereinafter referred to from time to time as 1934 Act].

[3] See Cohen, “*Truth in Securities*” Revisited, 79 HARV. L. REV. 1340 (1966) [hereinafter cited as *Truth in Securities*]; Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 BUS. LAW. 631 (1973); Kripke, *The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N. Y. U. L. REV. 1151 (1970) [hereinafter cited as *Myths*]; Mann, *Prospectuses: Unreadable or Just Unread? — A Proposal to Reexamine Policies Against Permitting Projections*, 40 GEO. WASH. L. REV. 222 (1971) [hereinafter cited as *Prospectuses*]; Schneider, *Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings*, 121 U. PA. L. REV. 254 (1972) [hereinafter cited as *Soft Information*]; *Conference on Codification of the Federal Securities Laws*, 22 BUS. LAW. 793 (1967) [hereinafter cited as *Codification Conference*]. 经济学家和律师都对披露过程提出了批评。See Benston, *The Effectiveness and Effects of the SEC’s Accounting Disclosure Requirements*, in ECONOMIC POLICY AND THE REGULATION OF CORPORATE SECURITIES 23 (H. Manne ed. 1969); Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 AM. ECON. REV. 132 (1973); Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. BUS. 117 (1964). But see Friend, *The SEC and the Economic Performance of Securities Markets*, in ECONOMIC POLICY AND THE REGULATION OF CORPORATE SECURITIES 185 (H. Manne ed. 1969).

证券”,而且似乎还在投资者搜寻信息的道路上设置了障碍。〔4〕这种批评的依据是当前的披露政策将预测性信息等高度重要的信息排除在披露文件之外,同时要求以一种可能产生误导的消极的方式陈述所包含的信息。〔5〕招股说明书(主要的披露文件)进一步引起了批评,许多人将其视为无意义的样板文件、夸大的免责声明和无用的视觉辅助材料的综合体。招股说明书中的财务报表过于复杂以至于普通投资者无法理解,但同时又不足以应对复杂的投资分析。〔6〕此外,必须披露的情形似乎往往是 SEC 在没有考虑投资者信息需求的情况下挑选出来的,界定披露情形的规则被批评为近乎故意模糊。〔7〕

尽管这种关于披露的批评性评论被广泛接受,但矛盾的是,另一共识与之并存,即 SEC 的披露政策极大地提升了美国证券市场的优势。〔8〕这种自相矛盾的观点存在的部分原因是披露过程的具体目标

〔4〕“联邦证券法的一个基本目的是披露有关寻求通过公开发行证券筹集资金的公司及其证券已被公开持有的公司的重大财务和其他信息。这旨在使投资者能够在知情和现实的基础上评估这些公司的证券。”38 SEC ANN. REP 23 (1972)。正如本文将讨论的,投资者对证券进行“知情和现实”评估的目标,不仅包括为确定最理想的投资而进行的复杂和准确的投资分析,还包括与不成熟的投资者有效沟通所涉及的一般的证券交易风险和伴随特定证券的特殊风险因素。

〔5〕See Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 BUS. LAW. 631, 634 - 35; *Prospectuses*, *supra* note 3, at 225; *Soft Information*, *supra* note 3, at 264 - 68.

〔6〕See Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 BUS. LAW. 631 (1973); Panel Discussion, *New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings*, 28 BUS. LAW 505, 528 (1973) (remarks of H. Marsh, Jr. on visual aids); *Soft Information*, *supra* note 3, at 267 - 68.

〔7〕See SEC, DISCLOSURE TO INVESTORS: A REAPPRAISAL OF FEDERAL ADMINISTRATIVE POLICIES UNDER THE '33 AND '34 ACTS 152, 168 (1969) [hereinafter cited as WHEAT REPORT]; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1349.

〔8〕See, e. g., Friend, *The SEC and the Economic Performance of Securities Markets*, in *ECONOMIC POLICY AND THE REGULATION OF CORPORATE SECURITIES* 185, 195, 198 - 99 (H. Manne ed. 1969). 38 SEC ANN. REP. XXV (1972); Wheat, *The Philosophy and Policies of the SEC's Disclosure Policy Study*, in *PLI 1st ANN. INST. ON SEC. REG.* 18 (1970).

及其相对优先级的不确定性。^[9] 最近对 SEC 披露政策的许多批评性评论似乎都基于一个隐含的假设,即当前披露过程的主要目的(甚至是唯一目的)是促进投资分析,使成熟的投资者(sophisticated investors)能够在相互竞争的投资机会中作出最佳选择。^[10] 如上所述,SEC 目前的一些披露政策似乎与这一目的并不一致。然而可以确定的是,至少 SEC 向来关心通过披露保护投资者,尤其避免不成熟的投资者(unsophisticated investors)受到欺诈和不易察觉形式的剥削。^[11]

尽管将披露作为一种监管手段的理论假设可能尚未得到充分探讨,但披露的双重功能——促进准确的投资分析和保护不成熟的投资

[9] See Compare Heller, *Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation*, 16 BUS. LAW. 300, 300 (1961) (“证券法本质上是一种用于获取对投资分析至关重要的某些基本信息的立法手段。”), with Knauss, *Disclosure Requirements—Changing Concepts of Liability*, 24 BUS. LAW. 43, 43 (1968) [hereinafter cited as Knauss] (“联邦证券法最初目的是保护投资者免受欺诈……投资者保护仍然是披露性政府监管的首要目的。”). Compare Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 AM. ECON. REV. 132, 134 (1973) (资本市场公平有效运作所必需的披露), with Ferber, *The Case Against Insider Trading: A Response to Professor Manne*, 23 VAND. L. REV. 621, 622 (1970) (“我相信国会是在试图改善市场道德状况,我认为经济效果在很大程度上是无关紧要的。”), and Manning, *Discussion and Comments on Papers by Professor Demsetz and Professor Benston*, in ECONOMIC POLICY AND THE REGULATION OF CORPORATE SECURITIES 81, 84–85, 87 (H. Manne ed. 1969) (证券监管既不是效率问题也不是欺诈问题,而是公司管理层和公司投资者之间关系的“道德—政治问题”). 在 1933 年最初制定证券监管法律时,几乎没有人讨论以披露方式进行证券监管的原因。Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 MICH. L. REV. 607, 613–15 (1964). 在一定程度上,许多证券律师同意 A. A. Sommer, Jr. 关于证券法的陈述:“我认为我们所有人都有一个长期潜伏的信念,即我们正在处理的概念、想法和主张可能缺乏足够的理论基础。” Sommer, *Discussion and Comments on Papers by Professor Demsetz and Professor Benston*, in ECONOMIC POLICY AND THE REGULATION OF CORPORATE SECURITIES 88 (H. Manne ed. 1969).

[10] See Myths, *supra* note 3, at 1165–69; *Prospectuses*, *supra* note 3, at 224–27.

[11] See S. REP. NO. 47, 73d Cong., 1st Sess. 1 (1933) [hereinafter cited as S. REP. NO. 47]; Knauss, *supra* note 9; Schoenbaum, *The Relationship Between Corporate Disclosure and Corporate Responsibility*, 40 FORD. L. REV. 565, 575–76 (1972).

者免受不公平待遇——向来受到默认。^[12]一方面,披露为准确的投资分析提供了所需的信息,从而提升证券市场的有效性,这反过来又使国家的资本资源得到更好的配置。^[13]另一方面,作为一种保护手段,披露可以防止缺乏经验的投资者被欺诈和剥削,这种欺诈和剥削正是证券交易商或公司内部人员的不披露、披露不充分或误导性披露导致的。^[14]此外,披露间接地鼓励证券业和企业界坚守更高的行为标准。^[15]

任何将特定披露要求限定为仅具有“信息性”或者“保护性”目的的尝试必然是徒劳的,因为 SEC 规定的大多数披露或多或少都促成了上述所有目的。然而,面对当前对披露的信息性目的的一系列批评,有必要对保护性披露在披露过程的发展史中所起的作用进行回顾。因此,本文描述了 SEC 关注保护性披露的根源,并表明当前披露过程某些方面形成的部分原因在于,SEC 最初强调以保护性的方式使用披露并获得了普遍认可,但这些方面与提供有用投资信息的目标相悖,因此

[12] See REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF SECURITIES MARKETS OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, H. R. DOC. NO. 95, 88th Cong., 1st Sess., pt. 3, at 1 (1963); Knauss, *supra* note 9, at 43-44. 由于大多数披露都能促进这两个目的的实现,SEC 很少区分这两个目的,而只是称披露有助于投资者做出“知情和现实”的决定。E. g., 38 SEC ANN. REP. 23 (1972). 早期,SEC 更倾向于强调披露要求的反欺诈方面,将其描述为旨在“在投资前向投资者提供充分和真实的信息,并防止通过虚假陈述出售证券——这可能是欺诈证券向公众出售的唯一途径”。1 SEC ANN. REP. 27 (1935).

[13] See Knauss, *supra* note 9, at 43-44; Schoenbaum, *The Relationship Between Corporate Disclosure and Corporate Responsibility*, 40 FORD. L. REV. 565, 576-77 (1972).

[14] See H. R. REP. NO. 85, 73d Cong., 1st Sess. 7 (1933) [hereinafter cited as H. R. REP. NO. 85]; H. R. REP. NO. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 11 (1934) [hereinafter cited as H. R. REP. NO. 1383]; E. MCCORMICK, UNDERSTANDING THE SECURITIES ACT AND THE S. E. C. 299 (1948) [hereinafter cited as E. MCCORMICK]. 除了阻止欺诈计划外,公开披露还通过使小投资者和市场专业人士或公司内部人士平等地获取相关信息来保护投资者。V BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN, CORPORATE FINANCE 716-17 (1972).

[15] See V BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN, CORPORATE FINANCE 717 (1972); WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 10, 50-51, Schoenbaum, *The Relationship Between Corporate Disclosure and Corporate Responsibility*, 40 FORD. L. REV. 565, 577-78 (1972).

现在被视为不合逻辑甚至适得其反。本文的结论是,SEC 最近尝试形成一个主要旨在提供有用的投资信息的披露过程,这反映出 SEC 在披露应然作用的态度方面发生了转变。然而,必须始终牢记,增加披露的信息价值不仅在于取消不合逻辑的披露要求,还在于解决两项政策之间的冲突,即旨在平衡保护粗心的投资者的政策与增加成熟投资者的可得信息的政策。

一、披露过程的起源和功能

SEC 的基本披露方案通常被认为是基于《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》的披露条款产生的。^[16] 制定这些法律的主要目的是防止证券市场滥用行为的再次出现,这些行为被认为是造成 1929 年 10

[16] Cf. WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 3; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1341 – 42. SEC 最近一直试图通过协调或“整合”这两项法律的规定,建立一个单一、连贯的披露制度。Address by SEC Chairman Cook, American Society of Corporate Secretaries, April 19, 1973, in CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79,341, at 83,025. 此外,美国法律协会(American Law Institute)目前正在参与一个项目,以编纂所有联邦证券法,将 1933 年和 1934 年两部法律的披露要求合并到一个单一的披露过程中。See ALI FED. SEC. CODE (Tent. Draft No. 1, 1972; Tent. Draft No. 2, 1973); Loss & Blackstone, *Codification of the Federal Securities Laws*, 28 BUS. LAW. 381 (1973). 事实上,所有由 SEC 执行的法律中都有披露规定。Securities Act of 1933, § 5, 15 U.S.C. § 77e (1970); Trust Indenture Act of 1939, § 313, 15 U.S.C. § 77mmm (1970); Securities Exchange Act of 1934, §§ 12, 13, 15 U.S.C. §§ 781, 78m (1970); Securities Investor Protection Act of 1970, § 9, 15 U.S.C. § 78iii (1970); Public Utility Holding Company Act of 1935, §§ 4, 5, 15 U.S.C. §§ 79d, 79e (1970); Investment Company Act of 1940, § 8, 15 U.S.C. § 80a – 8 (1970); Investment Advisers Act of 1940, §§ 203, 205, 15 U.S.C. §§ 80b – 3, 80b – 4 (1970). 除了执行的 7 项法规外,SEC 还对《破产法》第十章负有咨询责任, 11 U.S.C. §§ 501 – 676 (1970). 路易斯·罗斯(Louis Loss)经常被引用的陈述指出了披露在监管计划中的普遍作用:“此外,在这些披露法律中,还有一个反复出现的主题,再次披露,以及更多的披露。实质性监管有其局限性。但‘真相会让你自由’。”1 L. LOSS, SECURITIES REGULATION 21 (2d ed. 1961) [hereinafter cited as L. LOSS].

月股市崩盘和随后的萧条的部分原因。^[17] 因此,国会在通过立法时最关心的是为小投资者提供保护,许多小投资者在 20 世纪 20 年代末和 30 年代初因为投资证券市场而损失了积蓄。^[18]

(一) 历史背景

在 20 世纪 20 年代后期的大繁荣时期,相对不成熟的小规模投资者首次大量进入股票市场。^[19] 证券行业通过新开发的分销技术、积极的广告和促销活动、越来越多证券推销员使用的高压销售策略以及对以保证金形式购买证券做法的公开宣传鼓励他们参与市场。^[20] 由此带来的证券需求增加,在总体经济形势下意味着股票价格的上涨,这反过来又意味着投资者数量的进一步增加。这种增长不仅成功地推高了股价,还支持了公众对“证券价格将无限期上涨”的预期。^[21] 当然,证券价格不会“无限期上涨”,1929 年 10 月的股市崩盘以及随后的市场大幅下跌给个人投资者带来了巨大的实际损失和账面损失。^[22]

1932 年至 1934 年,参议院举行了广泛宣传的听证会,提供了许多投资银行家和公司发起人在 20 世纪 20 年代末和 30 年代初的不道德和欺诈行为的证据,包括直接操纵股票价格、获取超额销售利润以及自

[17] See Loomis, *The Securities Exchange Act of 1934 and the Investment Advisers Act of 1940*, 28 GEO. WASH. L. REV. 214, 216-17 (1959).

[18] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 1-3; S. REP. NO. 47, *supra* note 11, Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 MICH. L. REV. 607, 613 (1964).

[19] See H. R. REP. NO. 1383, *supra* note 14, at 3-4; V CAROSSO, *INVESTMENT BANKING IN AMERICA* 249-50 (1970) [hereinafter cited as *INVESTMENT BANKING*]; James, *The Securities Act of 1933*, 32 MICH. L. REV. 624, 629 (1934) [hereinafter cited as *James*].

[20] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 2-3; *INVESTMENT BANKING*, *supra* note 19, at 250, 252, 253-54; E. MCCORMICK, *supra* note 14, at 19. See generally J. GALBRAITH, *THE GREAT CRASH, 1929* (1954).

[21] See *INVESTMENT BANKING*, *supra* note 19, at 253 (引用财政部部长梅隆的话); see *id.* at 240.

[22] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 2-3; *INVESTMENT BANKING*, *supra* note 19, at 306.

我交易等多重利益冲突。^[23] 面对公众对证券贪得无厌的需求,承销商放弃了传统的银行业判断和道德标准。他们鼓动公司在不需要额外资本的情况下发行新证券,并故意向不成熟的投资者出售高度投机性或欺诈性证券。^[24] 投资从业者的这种行为被视为“不择手段地利用公众的轻信和贪婪”。^[25]

许多改革者和评论家认为,欺诈和不道德行为的具体实例只是影响金融界和企业界的更广泛问题的一个方面。^[26] 路易斯·D. 布兰代斯(Louis D. Brandeis)和阿道夫·A. 伯利(Adolf A. Berle)等作家曾发表观点认为,无论是金融从业者还是大型上市公司的管理者,都没有受到符合投资公众利益的有效控制。^[27] 当这些人(理论上是控制投资者资金的受托人)违背信托标准时(他们经常这样做),这种控制的缺

[23] See *Hearings on S. 14 and S. 56, Stock Exchange Practices, Before the Senate Comm. on Banking and Currency*, 72d and 73d Congs., 1st and 2d Sess. (1932-34); see INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 322-51. See generally F. PECORA, WALL STREET UNDER OATH (1939). Press coverage of the hearings is described in R. DE BEDTS, THE NEW DEAL'S SEC: THE FORMATIVE YEARS 17-24 (1964) [hereinafter cited as R. DE BEDTS].

[24] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 2-3; E. MCCORMICK, *supra* note 14, at 19; Gourrich, *Investment Banking Methods Prior to and Since the Securities Act of 1933*, 4 L. & CONTEMP. PROB. 44, 52 (1937); see M. PARRISH, SECURITIES REGULATION AND THE NEW DEAL 31-34, 75 (1970) [hereinafter cited as M. PARRISH].

[25] See INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 254.

[26] See H. R. REP. NO. 1383, *supra* note 14, at 4-5; James, *supra* note 19, at 628-29; Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 GEO. WASH. L. REV. 29, 30 (1959); Purcell, Foster & Hill, *Enforcing the Accountability of Corporate Management and Related Activities of the S. E. C.*, 32 VA. L. REV. 497, 499-500 (1946).

[27] See A. BERLE & G. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (rev. ed. 1968); L. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT (1914); Tracy & MacChesney, *The Securities Exchange Act of 1934*, 32 MICH. L. REV. 1025, 1048-49 (1934) [hereinafter cited as Tracy & MacChesney].

乏会导致公众投资者无法对由此造成的损失进行补救。^[28]此外,由于证券业务的主要部分是跨州的,不受各州控制,州监管对证券交易几乎没有提供保护。^[29]此外,在20世纪20年代初,证券行业中的重要成员通过说服州立法机构相信自我监管的优点,获得了州监管的豁免。^[30]然而,20世纪30年代初发生的一系列事件证明,证券领域的自我监管显然是无效的。^[31]

在1932年的总统竞选中,证券市场改革成为一个重要的政治议题,这主要是因为20世纪20年代股市繁荣和崩溃相关的具体市场滥用行为,同时也与不受控制的金融和公司权力以及州监管和行业自律的失败有关。富兰克林·罗斯福(Franklin Roosevelt)长期以来一直是公司和证券改革的倡导者,1932年的民主党政纲包含一项具体条款,即呼吁对证券发行进行强制披露和对证券交易所进行监管。^[32]

改革的要求涉及需要对金融和公司领导的行为创造某种公共控制手段,不仅要防止近期证券市场的滥用行为再次发生,更重要的是要确保他们在管理个人投资者的投资资金时能够遵守适当的信托标准。可以设想,通过构建一个联邦实质性监管体系(也许是州证券委员会所实行的直接监管的拓展版本),简单地禁止欺诈性和高度投机性股票发行,或许可以最有效地实现这些目标。然而,实际通过的法律没有那么实质性,《1933年证券法》仅规定了披露和反欺诈要求,而《1934年证券交易法》虽然直接禁止了一些操纵行为,但主要依靠披露和行业自律来控制那些投资界人士的行为。

选择将披露作为证券行业监管的主要手段反映了路易斯·D.布

[28] See A. BERLE & G. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 119-252 (rev. ed. 1968) (股东权利); Shulman, *Civil Liability and the Securities Act*, 43 YALE L. J. 227 (1933) (证券购买者的权利).

[29] See I. L. Loss, *supra* note 16, at 105-06; M. PARRISH, *supra* note 24, at 28-29 (1970).

[30] M. PARRISH, *supra* note 24, at 23-24, 31.

[31] *Id.* at 38-40.

[32] See R. DE BEDTS, *supra* note 23, at 30-33; INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 353. The language of the Democratic party platform is quoted in R. DE BEDTS, *supra* note 23, at 25.

兰代斯的观点对罗斯福总统和参与起草证券立法的人的影响。^[33] 如前所述, 布兰代斯曾是重要金融机构掌控者的主要批评者, 因为这些掌控金融机构的人未能遵守管理他人资金的受托标准。布兰代斯曾极力主张公开是执行此类标准并显著减少自我交易和利益冲突的最有效手段。^[34] 披露是一种可取的监管手段, 因为它不仅抑制非法活动, 而且倾向于劝阻那些技术合法但并不完全符合最高受托行为标准的行为。^[35] 此外, 披露可以在政府干预最少的情况下达到这种效果, 这反映了布兰代斯及其追随者对广泛的政府改革方案的厌恶。^[36]

披露这一概念既符合罗斯福政府的整体理念, 也符合当前的政治需求。罗斯福和他的顾问们认为, 国家经济复苏取决于对私营部门及其私营部门内部信心的恢复,^[37] 他们认为金融改革的直接目标是恢复公众对证券市场的信心。^[38] 而这大概这只能在公众相信 20 世纪 20 年代证券市场的滥用行为不会再次发生时才能做到。另外, 如果商业要复苏, 政府也不希望商业界的信心因为政府对股市“精妙机制”的过

[33] See R. DE BEDTS, *supra* note 23, at 34, 199; W LEUCHTENBURG, FRANKLIN D. ROOSEVELT AND THE NEW DEAL [hereinafter cited as W LEUCHTENBURG] 59 (1963); I L. LOSS, *supra* note 16, at 123, 127 & n. 17; R. MOLEY, THE FIRST NEW DEAL 306 (1966).

[34] See L. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT 99 - 105 (1914).

[35] See Cary, *Corporate Standards and Legal Rules*, 50 CALIF. L. REV. 408, 408 - 09 (1962); Frankfurter, *The Federal Securities Act: II*, 8 FORTUNE, August 1933, at 53, 55 [hereinafter cited as Frankfurter]; Longstreth, *Corporate Social Responsibility Panel: The Role of the SEC*, 28 BUS. LAW. 215, 226 - 27 (1973 年特刊). See generally Note, *Disclosure as a Legislative Device*, 76 HARV. L. REV. 1273 (1963).

[36] See *New State Ice Co. v. Liebmann*, 285 U. S. 262, 309 - 11 (1932) (持异议); W. LEUCHTENBURG, *supra* note 33, at 59 - 60; M. PARRISH, *supra* note 24, at 61 - 62.

[37] See M. PARRISH, *supra* note 24, at 2 - 4; A. SCHLESINGER, JR., THE AGE OF ROOSEVELT; THE COMING OF THE NEW DEAL 3, 5 (1958); cf. 2 SEC ANN. REP. 1 (1936).

[38] See MESSAGE OF PRESIDENT FRANKLIN D. ROOSEVELT TO CONGRESS ON MARCH 29, 1933, in H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 2; 25 SEC ANN. REP. xiii (1959).

度干预而被摧毁。^[39]

证券监管的披露手段回应了上述需求。披露将使公众投资者能够保护自己免受更明目张胆的剥削。根据布兰代斯理论,披露还可以通过间接阻止欺诈和不道德行为来保护投资者。同时,金融界普遍认为可以接受披露法律。^[40] 投资银行家对获取有关其公司客户的信息有浓厚的兴趣,^[41] 而作为其证券在证券交易所上市的先决条件,大公司已经习惯于披露一些信息。^[42] 此外,除非倡导欺诈,否则很难有反对披露的立场。^[43] 最后,以披露的形式进行温和监管,对整个金融界具有一定的吸引力,因为它往往会消灭那些为老牌公司制造“不公平”竞争的投资界边缘成员。^[44] 因此,仅规定披露的法律将有助于保护公众并重塑其信心,同时不会对商业界的士气产生不利影响。

(二) 披露法律

从一开始就很明显,1933年和1934年的两部法律并不十分适应保护小投资者免受国会所担心的各种滥用行为的影响。^[45] 当代评论家认为,尽管强制披露显然会阻止一些对不成熟投资者的欺诈行为,但

[39] See A. SCHLESINGER, JR., *THE AGE OF ROOSEVELT: THE COMING OF THE NEW DEAL* 5 (1958).

[40] See H. R. REP NO. 85, *supra* note 14, at 3; INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 357; M. PARRISH, *supra* note 24, at 47.

[41] See INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 363; Bates, *Some Effects of the Securities Act upon Investment Banking Practices*, 4 L. & CONTEMP PROB. 72, 77 (1937).

[42] See A. BERLE & G. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 259 (rev. ed. 1968) M. PARRISH, *supra* note 24, at 38-41, Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 AM. ECON. REV 132, 133 (1973).

[43] See H. R. REP NO. 85, *supra* note 14, at 3.

[44] See S. REP NO. 47, *supra* note 11, at 1; R. DE BEDTS, *supra* note 23, at 49.

[45] See INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 362; Douglas & Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 YALE L. J. 171, 171-72 (1933) [hereinafter cited as Douglas & Bates]; Frankfurter, *supra* note 35, at 109.

它的主要用途是使投资专业人士能够更准确地评估证券。^[46] 那么,小投资者只能据此获得间接利益,即准确评估使证券市场的价格能更可靠地反映其真正的内在价值。^[47] 因此,法定披露过程从一开始就存在内在冲突:一方面,国会希望披露能够有效地保护不谨慎的投资者,而另一方面,相较于保护缺乏经验的投资者免受欺诈和不道德行为的侵害,其创建的法定方案整体上更适合于让人们普遍获得有用的投资信息。

尽管保护性功能的一些弱点是选择披露而不是直接进行实质性监管所固有的,但国会仍希望 1933 年和 1934 年两部法律的特定条款能起到保护作用。然而在某些情况下,这些条款并没能为实现这一目的而得到很好的设计。本节回顾了 1933 年和 1934 年两部法律中具有前述双重作用的条款,审视了保护性条款的弱点,同时指出,许多现在被视为不合逻辑的 SEC 规则,实际上对于保护不谨慎的投资者而言是一种合理的尝试,尽管法定方案有其局限性。

1. 《1933 年证券法》

《1933 年证券法》规定了发行新证券的披露要求。^[48] 根据该法律规定,除非有特定的豁免,否则只有在向 SEC 提交涉及该证券的注册声明(registration statement)且生效后,才能在州际贸易中提供或出售新

[46] 关于《1933 年证券法》的国会报告没有明确讨论如何促进准确的投资分析, see H. R. REP NO. 85, *supra* note 14; S. REP NO. 47, *supra* note 11, 但《1934 年证券交易法》的立法历史似乎确实将有效市场和诚实市场作为披露法律的目标之一。See H. R. REP NO. 1383, *supra* note 14. 此外,尽管披露法律本身并没有明确说明它们是否旨在促进有效市场以及保护投资者,但法律要求披露的信息超出了仅发现欺诈所需的信息。Heller, “Integration” of the Dissemination of Information Under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934, 29 L. & CONTEMP. PROB. 749, 768-69, 771 (1964).

[47] See Douglas & Bates, *supra* note 45, at 172.

[48] See Securities Act of 1933, § § 4, 5, ch. 38, § § 4, 5, 48 Stat. 77 (1933), as amended 15 U. S. C. § § 77d, 77e (1970). 最初制定法规的讨论, see Douglas & Bates, *supra* note 45; James, *supra* note 19.

证券。^[49]

SEC 原则上无权就注册证券的质量发表意见。^[50] 因此,尽管提交日和生效日之间存在 20 天的静默期,以便 SEC 有时间确定注册声明是否符合适当的披露要求,但是只要披露充分,无论证券的外观质量如何,该声明都会在 20 天期限结束时自动生效。^[51] 只有在披露不充分或具有误导性的情况下,SEC 才会发出阻止令从而阻止声明生效。^[52]

注册声明一旦生效,即可出售证券,但必须向所有购买者提供载有注册声明中信息的招股说明书。^[53] 法律列出了注册声明和招股说明书中均需包含的具体信息,但赋予了 SEC 广泛的自由裁量权来改变这

[49] See Securities Act of 1933, § § 3-5, ch. 38, § § 3-5, 48 Stat. 75-77 (1933), as amended 15 U. S. C. § § 77c-77e (1970); H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 6-7. 对注册和招股书交付要求的某些豁免是基于所出售证券的性质,其他豁免适用于在特定类型交易中出售的所有证券。Securities Act of 1933, § § 3, 4, ch. 38, § § 3, 4, 48 Stat. 75-77 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77c, 77d (1970). 如果发行人、发行人的承销商或发行人的“控制人”出售债务证券,则需要进行注册。Securities Act of 1933, § § 4(1), 5, ch. 38, § § 4(1), 5, 48 Stat. 77 (1933), as amended 15 U. S. C. § § 77d(i), 77e (1970). 立法历史指出,豁免旨在将法律限制在“需要公共保护以防止再次发生明显滥用行为”的交易中。H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 7.

[50] 该法规定,如果声称 SEC 认为一份注册声明表面上是真实的,或声称 SEC 已经发表关于证券价值的意见,则构成刑事犯罪。Securities Act of 1933, § 23, 15 U. S. C. § 77w (1970).

[51] See Securities Act of 1933, § 8, ch. 38, § 8, 48 Stat. 79 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77h (1970).

[52] *Id.*

[53] See Securities Act of 1933, § § 5(b)(2), 10, ch. 38, § § 5(b)(2), 10, 48 Stat. 77, 81 (1933), as amended 15 U. S. C. § § 77e(b)(2), 77j; (1970). 招股说明书交付要求不适用于发行人、承销商或交易商以外的其他人的销售,也不适用于经纪商的主动销售或首次发行后经销商的销售。Securities Act of 1933, § 4, ch. 38, § 4, 48 Stat. 77 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77d (1970). 由于该法仅适用于州际贸易中的交易,因此,如果证券在未使用州际贸易邮寄的情况下出售和交付,则不适用招股说明书交付要求。直到 20 世纪 40 年代初,招股说明书都以叙述形式重复注册声明中已经列出的信息,尽管允许浓缩。自 20 世纪 40 年代初以来,招股说明书已构成注册声明本身的一部分,注册声明的其余部分由不需要分发给投资者的信息(如展示部分)组成。WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 70-71.

些要求。^[54]除了为新发行的证券建立披露程序,《1933年证券法》还直接禁止与证券销售有关的某些行为,并为那些购买到在出售时未适当披露或使用误导性陈述的证券的人提供私人救济方案。^[55]

如前所述,刚刚回顾的这一系列规则旨在实现两大目标。该法律一方面旨在通过消息灵通的证券市场促进资本资源的有效分配;另一方面旨在预防那些依赖于隐藏的错误信息的欺诈形式,并阻止证券销售者、承销商和公司内部人员不符合“高受托标准”的活动。^[56]

《1933年证券法》推进第一个目标(增加有用的投资信息)的方式是不言而喻的。法律附表A要求向SEC提交的注册声明和向购买者提供的招股说明书必须说明发行人的业务、所出售证券的性质以及证券分销者和证券发行管理人的身份和相关财务利益。^[57]起草人希望,在静默期,注册声明中的信息将由投服机构和投资顾问向公众传播。^[58]因此,尽管经常有人指出,普通投资者无法依据招股说明书中复杂的披露作出明智的投资判断,但如果专业顾问利用注册声明和招股说明书为投资者评估证券,那么有望完全实现促进准确投资分析的法定目标。^[59]

[54] See Securities Act of 1933, § § 7, 10, Schedule A, ch. 38, § § 7, 10, Schedule A, 48 Stat. 78, 81, 88 (1933), *as amended* 15 U. S. C. § § 77g, 77j, 77aa (1970).

[55] 《1933年证券法》第17条禁止通过虚假陈述或其他欺诈手段出售任何证券,并禁止发表任何有关证券的文章或“举报名单”,除非作者披露了他在证券销售中拥有的任何经济利益。第12条规定了对违反注册和招股说明书要求或通过口头或书面虚假陈述出售的证券(无论是否新发行)的买方提供的民事救济,第11条规定了对根据误导性注册声明出售的新发行证券的买方提供的民事救济。Securities Act of 1933, § § 11, 12, 17, ch. 38, § § 11, 12, 17, 48 Stat. 82-85 (1933), *as amended* 15 U. S. C. § § 77k, 77l, 77g (1970).

[56] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 3. 无论是立法还是立法史都没有明确指出或区分披露的两个目的,但当代评论家承认并评论了这两个方面。See, e. g., Douglas & Bates, *supra* note 45, at 172.

[57] See Securities Act of 1933, § § 7, 10, Schedule A, ch. 38, § § 7, 10, Schedule A, 48 Stat. 78, 81, 88 (1933), *as amended* 15 U. S. C. § § 77g, 77j, 77aa (1970).

[58] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 5-6, 20.

[59] WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 52-53; Douglas & Bates, *supra* note 45, at 172; Heller, *Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation*, 16 BUS. LAW. 300, 301-03 n. 6 (1961).

《1933年证券法》在实现保护投资者免受欺诈和提高商业标准的第二个目标方面的效果不那么直接。然而,鉴于当前的假设,即披露的目的主要是提供信息,有必要强调,《1933年证券法》显然也意在保护和告知。立法历史表明,4项特定要求——提交注册声明,静默期,招股说明书交付要求以及对发行人及其高级职员、董事和承销商施加民事责任的规定——都旨在发挥重要作用。

注册声明通常被认为是对最公然的欺诈计划的有效威慑,大概是因为发起人要么意识到他们的计划不保密就无法成功,要么不愿意向政府人员披露他们活动的性质。^[60]此外,其旨在阻止公司管理层和发起人的非法和不道德行为。^[61]为了达成后一种目标,法律要求对所有形式的承销商报酬以及公司与其高级职员、董事或主要股东之间的任何交易进行广泛披露。^[62]此类披露主要是为了阻止这些领域的不当行为,^[63]与投资分析目的关系不大。^[64]

静默期的目的是防止在注册声明中的信息发布之前出售证券,从而避免高压销售。^[65]这样,零售证券分销商将不会被迫盲目地作出承诺,然后通过各种方式向公众抛售证券以实现脱手。^[66]

招股说明书包含的信息与注册声明基本相同,但被期望能发挥额外的保护性功能。特别是,招股说明书的交付要求旨在限制证券销售者使用的推销论据。^[67]首先,招股说明书交付要求直接限制了书面材料包含的不准确或过于乐观的推销论据。除非是符合法定要求的招股说明书或附有此类招股说明书,否则不得使用任何宣传或发售新证券

[60] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 7; Douglas & Bates, *supra* note 45, at 172. 人们预计,州证券委员会将审查提交给 SEC 的注册声明,可能是为了发现违反州证券法的行为。See H. R. REP. NO. 85, *supra* at 5-6.

[61] See Frankfurter, *supra* note 35, at 106; James, *supra* note 19, at 646.

[62] 在附表 A 中的 27 项所需信息中,有 8 项涉及此类事项。Items 7, 10, 14, 16, 17, 20, 21, 22, 24, Securities Act of 1933, Schedule A, 48 Stat. 88 (1933); see Douglas & Bates, *supra* note 45, at 188 (关于强调这些项目的评论)。

[63] See Frankfurter, *supra* note 35, at 55.

[64] See *Myths*, *supra* note 3, at 1171 & n. 90; *Soft Information*, *supra* note 3, at 264 n. 36.

[65] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 3-4, 7-8.

[66] *Id.* at 8.

[67] *Id.*

的书面材料。^[68] 其次,可以预料的是,如果知道潜在买方可以获得招股说明书中全面可靠的信息,口头推销将会受到影响。最后,显然,招股说明书通过让买方意识到证券是“复杂的商品”,从而使投资者在购买证券时对那些立足于不可靠承诺的证券更加谨慎。^[69]

尽管招股说明书看似发挥着相当重大的保护作用,但其在实践中的效果受到法律规定的削弱,即在将购买的证券交付给买方之前无须将招股说明书交付给买方。^[70] 事实上,投资者可能会被说服从而基于误导性口头陈述购买证券,并且在交付这些证券之前不会收到招股说明书。^[71] 虽然在交付时,买方当然可以在看到招股说明书后拒绝完成购买,但是如果招股说明书在投资者作出最初决定并因此作出购买的心理承诺之前送达投资者,那么招股说明书的披露显然会更加有效。^[72] 此外,如前所述,招股说明书非常复杂,以至于许多投资者即便阅读招股说明书也无法发现明目张胆的欺诈行为。^[73] 因此,虽然招股说明书的规定可能减少了误导性的宣传资料,但它们并不适用于阻止基于误导性口头陈述的销售行为。

《1933年证券法》的第四个保护性要素是其第11条的规定。其民事责任条款旨在将“每一项受托责任所共有的诚信和公平交易的道德标准纳入证券销售的一般领域”。^[74] 为此,第11条对发行人、其高级

[68] See Securities Act of 1933, § 5(b)(1), ch. 38, § 5(b)(1), 48 Stat. 77 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77e(b)(1) (1970).

[69] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 8.

[70] 尽管 § 5(b)(1) 要求任何书面要约必须采用法定招股说明书的形式,但口头要约不受法律的约束。如果通过口头要约出售证券,则唯一相关的招股说明书要求是 § 5(b)(2),它要求通过邮寄或州际贸易交付的任何证券必须附有法定招股说明书。Securities Act of 1933, § 5, ch. 38, § 5, 48 Stat. 77 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77e (1970).

[71] *Id.* 事实上,大多数投资者正是在这样的情况下购买了证券。Byse & Bradley, *Proposals to Amend the Registration and Prospectus Requirements of the Securities Act of 1933*, 96 U. PA. L. REV. 609, 617 (1948).

[72] See Byse & Bradley, *Proposals to Amend the Registration and Prospectus Requirements of the Securities Act of 1933*, 96 U. PA. L. REV. 609, 636 (1948); *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1350-51.

[73] See INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 362.

[74] H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 5.

职员和董事、承销商和任何其他相关专业人士在注册声明中进行误导性或不充分披露的行为,施加了当时被视为惊人的民事责任。^[75] 通过证明经过合理调查有理由相信该陈述的准确性,任何此类人员都可以保护自己免于承担责任,这种调查的合理程度将依照受托人适用的标准来确定。^[76]

尽管该条款直接规定的唯一义务是进行全面披露,但很明显,国会希望该条款不仅能够要求全面披露,还能够要求那些承担责任的人“诚实、谨慎和尽责”。^[77] 《1933年证券法》第11条的“合理调查”义务被寄希望于能够鼓励诚实但疏忽大意的董事更深入地参与公司事务,从而可能对公司和投资者产生有益的影响。^[78] 此外,如果公司滥用行为(corporate abuses)一定程度上是由自我交易或欺诈造成的,那么对此类活动的披露义务或第11条项下的个人责任可能会敦促承销商或公司内部人员避免此类活动。^[79] 如果根据州法律,这些活动是非法的,那么披露可能导致州执法行动或私人诉讼。如果这些活动严格来说不是非法的,而仅仅是可疑的或不道德的,那么许多人会放弃参与此类活动,而非公开披露这些活动。

[75] See Securities Act of 1933, § 11, ch. 38, § 11, 48 Stat. 82 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77k (1970); see Dooley, *The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issues Market*, 58 VA. L. REV. 776, 805 (1972).

[76] See Securities Act of 1933, § 11(c), ch. 38, § 11(c), 48 Stat. 83 (1933). 该法律于1934年进行了修订,规定合理性标准应为“一个谨慎的人管理自己的财产”,15 U. S. C. § 77k(c) (1970),但这种变化并不被认为是非常显著的。See 3 L. LOSS, *supra* note 16, at 1726; Dooley, *The Effects of Civil Liability on Investment Banking and the New Issues Market*, 58 VA. L. REV. 776, 806 n. 141 (1972).

[77] 在讨论民事责任条款时,众议院报告指出:“它们的基本特征是,要求所有那些为公众投资所依据的声明负责的人,都应遵守法律对受托人施加的标准行事。”诚实、谨慎和尽责是受托的要求。如果说对这些人施加这样的责任将改变这个国家的公司组织和公司惯例,那么这样的结果正是SEC所期望的。董事应承担指挥的责任,如果他们的多方面活动使其无法进行真正的指挥,他们应该为他们的疏忽向毫无戒心的公众负责。施加这种性质的责任不但没有妨碍诚实的商业行为,反而被纳入了证券销售的一般领域,这是每一项信托责任所共有的诚实和公平交易的道德标准。H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 5; see SEC Securities Act Release NO. 5275, at 6-7 (July 26, 1972).

[78] See Frankfurter, *supra* note 35, at 111.

[79] See *id.* at 55.

《1933年证券法》第11条规定通过对那些为“他人资金”投资的人施以“高受托标准”，表现出其对不谨慎投资者保护的最直接尝试。尽管如此，第11条仅规定了未能提交准确注册声明的责任，这意味着在进行合理调查后，准确披露欺诈、自我交易或其他行为将完全符合法定条款。此外，它还希望披露义务能够间接推动负责任的承销行为和合乎道德的公司管理。

2. 《1934年证券交易法》

《1934年证券交易法》的披露条款也反映了国会将披露用于保护性目的和信息性目的的意图。基本上，《1934年证券交易法》试图将《1933年证券法》为新证券引入的许多规则扩展到现有证券。因此，法律要求在证券交易所上市的证券的发行人向SEC注册此类证券，并提交定期报告，以使初始注册声明中的信息保持最新。^[80]此外，公司内部人士还被要求必须报告其对公司证券的持有情况以及此类持有情况的任何变化。^[81]最后，该法律授权SEC制定监管规则，管理股东代理权征集(solicitation of proxies)行为。根据立法史中的建议，SEC几乎立即将披露作为规范此类征集行为的手段。^[82]

注册和定期报告的要求既是为了提供有用的投资信息，也是为了

[80] See Securities Exchange Act of 1934, § § 12, 13, ch. 404, § § 12, 13, 48 Stat. 892-95 (1934), as amended 15 U. S. C. § § 781, 78m (1970). 1936年，该法通过增加 § 15(d)进行了修订，该条款要求根据《1933年证券法》就一定总金额的发行提交了注册声明的非上市证券发行人遵守第13条的定期报告要求，只要他们拥有一定数额的未偿证券。Act of May 27, 1936, ch. 462, § 3, 49 Stat. 1377, as amended 15 U. S. C. § 780(d) (1970).

[81] See Securities Exchange Act of 1934, § 16, ch. 404, § 16, 48 Stat. 896 (1934), as amended 15 U. S. C. § 78p (1970). 除报告要求外，第16条还授权了私人诉讼，要求公司在6个月内收回公司内部人员因买卖公司股票而产生的利润。

[82] See Securities Exchange Act of 1934, § 14, ch. 404, § 14, 48 Stat. 895 (1934), as amended 15 U. S. C. § 78n (1970), SEC Securities Exchange Act Release No. 378 (1935), as amended SEC Regulation 14A, 17 C. F. R. § 240 14a-1-14a-103 (1973); see 2 L. LOSS, *supra* note 16, at 868-70.

防止依赖于保密而成功实施的股票市场操纵。^[83] 据推测,如果可以获得有关发行人的可靠信息,投资者能够更容易地确定股票价格何时反映了操纵活动而不是证券的内在价值,从而可以保护自己免受欺诈。这种保护功能有所减弱,是因为定期报告仅提交给 SEC,而并不直接提供给投资者。^[84] 因此,投资者无法获得 SEC 要求的详细而保守的披露信息,即旨在揭示证券价格操纵或证券不公平方面的披露信息。^[85] 然而,由于投股机构和投资顾问在传递关于证券和投资者的基本数据方面具有经济利益,因此,交付要求的缺乏并没有削弱报告的信息性目的。而且,从投资分析的角度而言,在可靠信息普遍可得的市场中交易,投资者将会受益,无论他们是否单独获悉此类信息。^[86]

内幕报告要求和代理权征集条款均出于保护性目的而进行披露。内幕报告要求反映了披露的主要监管用途,即披露旨在阻止内部人士不当使用公司信息。^[87] 尽管法律对某些内幕交易规定了具体的制裁措施,但披露要求被寄希望于阻止这些制裁措施未涉及的内幕交易。^[88] 代理

[83] See H. R. REP. NO. 1383, *supra* note 14, at 5, 11, Loomis, *The Securities Exchange Act of 1934 and the Investment Advisers Act of 1940*, 28 GEO. WASH. L. REV. 214, 226 (1959). 除了规定披露要求外,《1934年证券交易法》还设立了证券交易委员会,禁止与证券交易所交易有关的各种舞弊活动,规定了对以保证金形式购买证券的监管,并建立或授权建立主要基于自律概念的监管机制,以控制证券交易所及其会员和场外交易市场。Securities Exchange Act of 1934, ch. 404, 48 Stat. 881 (1934), *as amended* 15 U. S. C. § 78a-78hh-1 (1970). See generally Tracy & MacChesney, *supra* note 27, at 1025.

[84] See Tracy & MacChesney, *supra* note 27, at 1057-58.

[85] SEC 要求披露文件不仅要详细准确,而且要保守甚至悲观地提供信息。此类披露的大部分保护性作用是由于投资者直接对发行人的前景持悲观而非乐观的看法。这种作用取决于向投资者提供必要的披露文件,因为当那些有意向投资者出售证券的人向投资者传达信息时,悲观的方面很容易被过滤掉。See text accompanying notes 126-136 *infra*.

[86] See Tracy & MacChesney, *supra* note 27, at 1058.

[87] See H. R. REP. NO. 1383, *supra* note 14, at 24-25; S. REP. NO. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 68 (1934); Tracy & MacChesney, *supra* note 27, at 1056-57.

[88] “然而,人们希望,该法的公开性特点将倾向于使这些做法[不正当使用内幕信息]名誉扫地,并鼓励那些在公开交易所注册证券的大型公司的掌控者自愿维持适当的信托标准。”H. R. REP. NO. 1383, *supra* note 14, at 13.

条款只是授权SEC以任何适当的方式规范代理权征集行为。^[89] 这些条款在目的上具有明确的保护性；立法历史表明，由大公司的所有权和控制权分离所引起的问题已经引起注意，^[90] 代理条款被描述为旨在防止公司内部人员利用代理来“自私地利用”股东。^[91] SEC选择通过披露来行使其职权，这突显了披露能够有效地保护投资者免受剥削的当代观点。^[92]

(三) 披露过程的双重功能

上述对《1933年证券法》和《1934年证券交易法》的背景和立法历史的审视表明，披露要求作为联邦证券监管计划的一部分，具有两个基本目的：信息性目的和保护性目的。两部法律都是经过精心设计的，旨在为实现信息性目的而要求披露。对投资分析有用的详细信息已通过SEC提供；据推测，成熟的投资者和投资专业人士对它的利用将有助于形成有效的证券市场。通过为小投资者提供更好的投资建议和使市场价格更准确地反映证券价值，这种披露将间接使小投资者在其投资决策中受益。然而，人们认识到，普通投资者几乎无法直接利用法律所要求的详细信息，而且披露的信息性作用的实现取决于那些能够理解信息的人对信息的有效使用。^[93] 因此，披露的信息效用并不依赖于向个人投资者实际交付披露的信息。出于这个原因，招股说明书交付规则的不足和《1934年证券交易法》中披露交付要求的缺失并没有成为法定披露方案信息性目的有效实现的阻碍。

[89] See Securities Exchange Act of 1934, § 14, ch. 404, § 14, 48 Stat. 895 (1934), as amended 15 U. S. C. § 78n (1970).

[90] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 5.

[91] See H. R. REP. NO. 1383, *supra* note 14, at 14; see Purcell, Foster & Hill, *Enforcing the Accountability of Corporate Management and Related Activities of the S. E. C.*, 32 VA. L. REV. 497, 499-500 (1946).

[92] See 2 L. LOSS, *supra* note 16, at 868-69.

[93] See SEC Securities Act Release No. 5275, at 4 (July 26, 1972); WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 52-53; Douglas & Bates, *supra* note 45, at 172; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1353.

法定方案在实现国会预期的保护性目的方面效果欠佳。^[94]从法律实现投资者保护目标的几个方面来看,其只是间接地实现了这一目的。首先,人们希望披露要求的存在本身就能够提高公司和金融界的一般道德标准。因此,正如我们所看到的那样,包括利益冲突披露要求、内幕交易制裁和《1933年证券法》第11条规定的民事责任在内的披露要求的实施效果取决于那些受其要求约束的人能否自愿放弃不道德的行为。其次,人们认为披露将阻止那些在新股发行市场和交易市场上依赖于保密信息或虚假信息而成功实施的欺诈行为。最后,《1933年证券法》规定的静默期和招股说明书交付要求旨在向投资者提供有关证券的准确和详细的信息,从而减少误导性的宣传材料并抵制误导性或不可靠的推销论据。

披露是实现上述保护性目的的一种相当间接的方式。对比两部法律的具体披露规定并回顾立法史中对它们的讨论,我们可以发现,从一开始,提供信息性披露方面最有效的法定方案本身与强调披露保护性作用的明确预期之间就存在一些不一致之处。选择实施披露方案而不是直接监管,部分是出于政治考虑,并非将其视作针对国会希望消除的滥用行为的完全有效的救济措施。

因此,在SEC成立的最初几年,尽管其作出了一些披露规定,但实践效果仍然难以令人满意。作为回应,SEC利用其自由裁量权制定了一个披露过程,该过程为投资者提供了比单纯的法定方案所允许的更多的保护。虽然该过程存在的一些扭曲性结果受到现在的很多批评,但披露法律的立法史表明,SEC有权利用其法定权力来最大限度地保护不谨慎的投资者免受欺诈和剥削。

二、披露过程的行政发展

SEC在1934年开始工作时,负责执行一项披露方案,该方案最适

[94] See INVESTMENT BANKING, *supra* note 19, at 362 - 63, Morton & Booker, *The Paradoxical Nature of Federal Securities Regulation*, 44 DENVER L. J. 479, 490 - 97 (1967).

合于让成熟的投资者获取对投资分析目的有用的信息,尽管国会已经明确打算将该方案用于提高商业标准和保护不谨慎的投资者免受欺诈或剥削。^[95] 本节回顾了SEC为增加对投资者的保护所做的努力。例如,强调要求直接披露的《1933年证券法》,而不是不要求直接披露的《1934年证券交易法》,并通过利用其对披露方式的巨大自由裁量权,对于需要注册的证券施加实质性要求。

在某些情况下,SEC出于保护投资者的考虑制定披露政策,这些政策通过强调投资分析师不感兴趣的信息、要求披露过于悲观以至于误导的信息以及施加对披露的信息性目的没有作用的繁重限制,削弱了披露的信息效应。在某种程度上,披露的这些保护性方面是造成目前对披露过程不合逻辑或没有作用的批评的原因。

(一) 保护性披露的框架

SEC历来强调《1933年证券法》规定的披露要求,认为《1934年证券交易法》的披露不太重要。^[96] 这种强调反映了一个事实,即由于向出售新发行证券的人支付特殊补偿,证券的初始发售比交易活动更可能被认定为涉及需要保护性披露的欺诈或不当销售活动。^[97] 此外,《1933年证券法》的披露比《1934年证券交易法》的报告具有更大的保护性作用,因为披露信息实际上将被交付给投资者。因此,《1933年证券法》招股说明书中的披露可以用来抵消误导性的销售承诺、警告投资者风险因素并且通常强调证券的消极方面而非积极方面。因此,强调《1933年证券法》的披露意味着强调最需要和最适合投资者保护的

[95] SEC之所以依赖披露,是因为尽管根据《1934年证券交易法》其拥有对证券行业重要的直接监管权力,但直到最近其一直不愿行使这些权力。“这种犹豫不决的部分原因是行业组织的政治权力,而这种政治权力很大程度上依赖于美国传统的观念,即商人比政府官员更了解公司应该如何经营;部分原因是SEC实际上无法进行那种广泛的调查,从而使其为改变游戏方式找到理由。”Ratner, *The SEC: Portrait of the Agency as a Thirty - Seven Year Old*, 45 ST. JOHN'S L. REV. 583, 591 (1971); see SUBCOMMITTEE ON SECURITIES, SENATE COMMITTEE ON BANKING, HOUSING & URBAN AFFAIRS, 93d Cong., 1st Sess., SECURITIES INDUSTRY STUDY 180 (Comm. Print 1973).

[96] See *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1361, see WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 11.

[97] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 60; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1385.

披露。^[98]

SEC对《1934年证券交易法》中代理披露要求的执行进一步体现了其对保护性的关注。1964年之前,只有在证券交易所上市的证券发行人才需要遵守《1934年证券交易法》的报告要求。因此有人争辩说,SEC将重点放在《1933年证券法》的披露上,是因为它认为根据《1934年证券交易法》实施严格的披露标准会导致发行人退市而不是遵守披露要求。^[99]但尽管存在退市问题,SEC向来严格执行《1934年证券交易法》的代理披露要求,就像执行《1933年证券法》的招股说明书披露规则一样。^[100]代理规则的主要目的是保护投资者,它要求委托书(proxy statements)像招股说明书一样,必须实际交付给投资者。SEC对招股说明书和代理披露的重视及其对《1934年证券交易法》定期报告的降级反映了其对保护性披露的偏好胜于信息性披露。

SEC对《1933年证券法》的披露要求的执行也说明了这一点,SEC为此制定了一个自由裁量审查程序,使其能够防止或阻碍不良证券的销售。如果注册声明“在任何重要方面不完整或不准确”,SEC有权拒绝让其生效或中止其效力。^[101]通过广义地解释“不完整或不准确”,只

[98] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 11; Heller, “Integration” of the Dissemination of Information Under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934, 29 L. & CONTEMP PROB. 749, 763-64 (1964).

[99] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 62. 这一论点并非完全具有说服力,因为至少在注册和定期报告要求方面,《1934年证券交易法》第15(d)条规定,大多数根据《1933年证券法》提交注册声明的公司都必须遵守《1934年证券交易法》的披露要求,无论其证券是否在交易所上市。See note 80 *supra*. 此外,正如正文中所讨论的,SEC确实非常积极地执行了代理披露规则,尽管代理规则仅适用于上市证券的发行人,而不适用于第15(d)条的公司。

[100] See 2 L. LOSS, *supra* note 16, at 880; *Codification Conference*, *supra* note 3, at 837; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1361-62.

[101] See Securities Act of 1933, § 8(b), (d), ch. 38, § 8(b), (d), 48 Stat. 79 (1933), as amended 15 U.S.C. § 77h(b), (d) (1970).

要SEC愿意,其总能发现注册声明中存在的缺陷。^[102]因此,注册声明是否生效几乎完全取决于SEC的自由裁量权,并不像法律所表明的那样自动生效。^[103]

SEC对这种自由裁量权的选择性使用,能够使可靠的发行人的披露过程变得容易,同时使欺诈性或高度投机性证券的发行人的披露过程变得困难。^[104]如果披露过程并没有完全阻止后者发行证券,那么他们被迫作出的消极性披露也会让他们很难卖出证券。^[105]此外,在SEC强迫他们披露流向发起人的超额利益或者对公众投资者利益缺乏保护后,一些发起人实际上改变了融资计划,而不是试图出售证券。^[106]

SEC还选择性地使用了阻止令程序,主要针对那些它认为欺诈或

[102] See Securities Act of 1933, § 8(b), (d), ch. 38, § 8(b), (d), 48 Stat. 79 (1933), as amended 15 U. S. C. § 77h(b), (d) (1970); see Chilgren, *Federal Securities Law*, 3 JOHN MARSHALL L. Q. 85, 86 (1937) [hereinafter cited as Chilgren]; MacChesney, *The Securities Act and the Promoter*, 25 CALIF. L. REV. 66, 69-70 (1936) [hereinafter cited as *The Securities Act and the Promoter*]; Comment, *Administrative Interpretation of the Securities Act of 1933*, 45 YALE L. J. 1076, 1097 (1936). 关于早期被SEC认为具有误导性的披露示例, see Krupsaw, *Opinions of the Securities and Exchange Commission*, 10 MISS. L. J. 8, 24-28 (1937).

[103] See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 4; E. MCCORMICK, *supra* note 14, at 240-41; cf. Woodside, *Development of S. E. C. Practices in Processing Registration Statements and Proxy Statements*, 24 BUS. LAW. 375, 378 (1969). SEC在这方面的自由裁量权在实践中不受司法审查。Codification Conference, *supra* note 3, at 902 (remarks of Judge Henry J. Friendly).

[104] See Chilgren, *supra* note 102, at 91, MacChesney, *Further Developments in "Disclosure" under the Securities Act*, 33 ILL. L. REV. 145, 168 (1938) [hereinafter cited as *Further Developments*] (SEC更坚持在对证券价值有疑问的地方进行特别披露); MacChesney, *supra* note 102, at 69 (由SEC保存的欺诈发起人名单,以及对其姓名进行更彻底调查的注册声明)。

[105] See PLI DISCLOSURE REQUIREMENTS OF PUBLIC COMPANIES AND INSIDERS 8 (Flom, Garfinkel & Freund eds. 1967) [hereinafter cited as DISCLOSURE REQUIREMENTS]; Comment, *Administrative Interpretation of the Securities Act of 1933*, 45 YALE L. J. 1076, 1097 (1936).

[106] See I. L. LOSS, *supra* note 16, at 185-86; E. MCCORMICK, *supra* note 14, at 302-04. 由于披露要求,内幕交易发生了类似的变化。See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 51.

不道德的人。^[107] 面对其认为有缺陷但出于善意试图符合要求的注册声明,SEC 使用非正式的不合格意见书审查流程来纠正缺陷。相反,面对那些其认为是故意逃避披露要求的注册声明,SEC 迅速启动与注册声明有关的正式阻止令程序。^[108] 同样,在纠正注册声明的修订作出后,SEC 将解除针对善意注册声明的阻止令程序,但将会继续进行诉讼并在认为发行人“无视基本商业道德”时发布公告。^[109] 因此,公开被用来代替禁止不合格证券上市的权力。^[110]

SEC 以一种非常微妙的方式解释披露,以便有效地为证券发行创造某些实质性要求。^[111] 发行人对其资产价值的陈述被视为使用了真实评估方法的一种表示。^[112] 更通俗地说,SEC 对通常被认为是观点事项的内容进行解释,就好像它们包含某些事实断言,如果发行人情况中

[107] See *Further Developments*, *supra* note 104, at 165 – 66; Comment, *Administrative Interpretation of the Securities Act of 1933*, 45 YALE L. J. 1076, 1097 (1936). 因阻止令、拒绝令或撤回令而未能早期生效的注册声明,往往对投资者来说风险较小。See Cale, *A Study of Ineffective Investment Trust and Precious Metal Mining Issues*, 4 L. & CONTEMP PROB. 32, 43 (1937).

[108] See 4 SEC ANN. REP 35 (1938); Johnson & Jackson, *The Securities and Exchange Commission: Its Organization and Functions Under the Securities Act of 1933*, 4 L. & CONTEMP PROB. 3, 11 (1937); Woodside, *Development of S. E. C. Practices in Processing Registration Statements and Proxy Statements*, 24 BUS. LAW 375, 378 (1969).

[109] *In re Haddam Distillers Corp.*, 1 S. E. C. 37, 47 (1934); *Further Developments*, *supra* note 104, at 164 – 65.

[110] See Krupsaw, *Opinions of the Securities and Exchange Commission*, 10 MISS. L. J. 8, 11 & n. 15, 16 & n. 39 (1937); MacChesney & O’ Brien, *Full Disclosure Under the Securities Act*, 4 L. & CONTEMP. PROB. 133, 152 – 53 (1937) [hereinafter cited as MacChesney & O’ Brien]. 公开有其局限性。See Morton & Booker, *The Paradoxical Nature of Federal Securities Regulation*, 44 DENVER L. J. 479, 494, 497 n. 54 (1967).

[111] See, e. g., *In re Unity Gold Corp.*, 1 S. E. C. 25, 33 (1934) (在确定价值披露是否符合证券法披露的“真实性”目的时,关于购买股票资产然后将其捐赠回发行人的州法律与其无关); *In re Brandy – Wine Brewing Co.*, 1 S. E. C. 123, 135 (1935) (州法律关于董事估值的终局性规定对 SEC 为实现披露目的而采取的措施不具备约束力); MacChesney, *supra* note 102, at 74 – 75.

[112] *In re Haddam Distillers Corp.*, 1 S. E. C. 37, 42 (1934); see *Further Developments*, *supra* note 104, at 147 – 49.

的这些事实不真实,则该意见的表达被视为具有误导性。^[113] 例如,除非某人具有某些特定资格,并且其在特定领域的工作符合专家的正常专业标准,否则不能被描述为专家。^[114] 此外,即使在意见陈述中涉及理性人可能存在不同意见的事项,如果 SEC 认为证券的价值是可疑的,那么 SEC 也会坚持认为其观点就是唯一准确的观点。^[115]

通过应用上述各种披露规则,SEC 能够以一种基于公平的接近直接监管的方式对待投机证券的发行人。几乎没有人会质疑,这种披露过程对可靠的发行人来说很容易,但对欺诈或可疑的发起人来说很难。^[116] SEC 为保护投资者而设,并且 SEC 积极利用披露来做到这一点。^[117] 然而,在少数情况下,SEC 的保护性冲动导致披露过程的有效性可能低于为成熟的投资者和专业人士提供对投资分析有用信息的有效性。^[118]

(二) 保护性披露的缺点

考虑到投资者保护,SEC 制定了一些措施,这些措施在为实现投资分析目的而提供更好的信息这一方面要么无用,要么适得其反。其中包括下放其监管会计的权力、坚持以悲观的语气披露“事实”以及采用不合逻辑和模糊的规则来界定受《1933 年证券法》注册要求约束的交易。这种做法虽然是为了应对特定的滥用行为而发展起来的,并且在保护投资者方面很有效,但在信息性披露方面增加了成本。

[113] See *In re American Kid Co.*, 1 S. E. C. 694 (1936) (各种估计和观点在与其他行业不一致且没有证据证实具有误导性)。

[114] See MacChesney & O'Brien, *supra* note 110, at 144–45.

[115] See *Further Developments*, *supra* note 104, at 168 (“SEC 坚持其对信贷可用性相关事实问题的观点,这表明该决定是基于公司的价值作出的。”)。

[116] See I. L. LOSS, *supra* note 16, at 185–86; Chilgren, *supra* note 102, at 86. But see ECONOMIC POLICY AND THE REGULATION OF CORPORATE SECURITIES 376 (H. Manne ed. 1969) (remarks of Professor Bossons) (对投机发行人的行政歧视是“法外的”)。

[117] “很明显,该法的行政部门所规定的披露的性质和范围超出了早期评论人士的预期。” MacChesney & O'Brien, *supra* note 110, at 152; see Chilgren, *supra* note 102, at 86.

[118] See *Soft Information*, *supra* note 3, at 264, 268 & n. 46.

1. 会计政策

披露法律赋予 SEC 充分的权力以确定所需财务报表应遵循的会计方法,^[119]从而使 SEC 有机会要求发行人使用统一的会计方法。因为如果披露的财务数据经过可比性计算,投资者就可以更加准确地相互竞争的证券中作出明智的投资选择,一致性将增加这些披露对信息性目的有用性。^[120] SEC 没有采取一种统一规定的会计方法,但实际上其通过要求财务报表按照“普遍接受的审计标准”去编制和提交,将会计原则的制定委托给会计专业和企业界。^[121]

由于会计行业普遍采用使资产价值最小化的保守会计原则,因此可以预期,会计师将帮助监管向不成熟的投资者严重夸大证券价值的行为。^[122]然而,会计师在促进可比性方面并没有强烈的兴趣,因为灵活的会计原则允许每个公司在“普遍接受的原则”中进行选择,以使其最好地前行,由此他们的客户利益得到了最好的满足。^[123]因此,会计界或企业界是否会在没有来自 SEC 的持续压力的情况下努力提高财务报告的可比性,这是值得怀疑的。然而,在成立初期,SEC 放弃了其在会计领域的积极角色,并普遍接受了会计行业认可或采用的任何会计准则。^[124]通过将其在会计领域的所有权力下放给会计师,SEC 提供了一些防止欺诈的保护,但对于提高财务报告在投资分析目的方面的

[119] See Securities Act of 1933, § 19(a); Securities Exchange Act of 1934, § 13(b); L. RAPPAPORT, S. E. C. ACCOUNTING PRACTICE AND PROCEDURE 21.2 (3d ed. 1972) [hereinafter cited as L. RAPPAPORT].

[120] Address by SEC Chairman Cohen, 19th Annual Conference of the Financial Analysis Conference, May 24, 1966, in 122 J. ACCOUNTANCY 58-59 (Aug. 1966).

[121] See L. RAPPAPORT, *supra* note 119, at 26.8; see SEC Accounting Series Release No. 4 (April 25, 1938).

[122] See 38 SEC ANN. REP. 34 (1972); LeBlanc, *Accounting as a Consumer Protector*, 27 BUS. LAW. 75, 79, 81 (1971).

[123] See Kripke, *Conglomerates and the Moment of Truth in Accounting*, 44 ST. JOHN'S L. REV. 791, 792-94 (1970); see *Myths*, *supra* note 3, at 1184-86. 有关操纵会计方法的一般性讨论和案例研究, see A. BRILLOFF, UNACCOUNTABLE ACCOUNTING (1972).

[124] See *Myths*, *supra* note 3, at 1177.

有效性作用甚微。^[125]

2. “事实”披露

在会计方面,SEC 的行为本质上是一种疏忽之罪,因为它没有利用机会来提高为投资分析目的而要求的财务披露的有用性。然而,SEC 坚持“事实”披露和在招股说明书中排除“软”信息是 SEC 的罪过。^[126] SEC 认为,盈利预测、资产评估、公司市场地位评估以及其他基于观点或估计而非历史事实的信息本质上是可操纵的,客观上无法验证,并且对小投资者而言有害。因此,此类信息不能在招股说明书和其他 SEC 文件中披露,即使此类信息可能对投资分析非常有用。^[127] 由于此类信息未经客观验证,因此可能会被操纵以误导投资者,使其认为证券比其实际情况更理想。根据 SEC 的经验,这种“软”信息经常被欺诈或不道德的发起人以误导的方式披露。^[128] 为了保护那些倾向于认为此类信息比其实际更明确、更可靠的小投资者,SEC 禁止在所有要求提交给它的文件中披露这种信息。^[129] SEC 的这一做法使成熟的投资者无法获得这些对投资分析非常有用的信息。^[130]

3. 悲观的披露

SEC 将“软”信息排除在披露文件之外的做法,属于其拓展适用悲观主义披露要求的一个政策方面。虽然无法客观核实的有利信息被排

[125] Address by SEC Commissioner Whitney, Washington Society of Investment Analysts, February 5, 1963, in L. RAPPAPORT, *supra* note 119, at 3.4.

[126] 在 SEC 的披露政策中,“软信息”一词是由卡尔·施耐德(Carl W. Schneider)提出的,指的是无法客观核实的各种信息或声明,因此以往都被排除在提交给 SEC 的披露文件之外。施耐德先生认为这个术语包括关于未来的陈述、关于没有特定数据支持的过去或现在情况的陈述、关于质量的主观评价或意见以及动机或意图的陈述。*Soft Information*, *supra* note 3, at 255.

[127] See *Prospectuses*, *supra* note 3, at 224–25; see Chalmers, *Truth and Consequence—The New Game in Forecasting*, 47 ST. JOHN’ S L. REV. 38 (1972); *Soft Information*, *supra* note 3, at 268.

[128] See Address by SEC Chairman Casey, National Investor Relations Institute, Oct. 3, 1972, in *Soft Information*, *supra* note 3, at 268 n.46.

[129] See Heller, *Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation*, 16 BUS. LAW 300, 307–08 (1961); *Soft Information*, *supra* note 3, at 258.

[130] See *Soft Information*, *supra* note 3, at 268.

除在备案之外,但即使是高度不确定的不利信息也必须包括在内。^[131] 整个报告中必须彻底描述和强调风险因素。^[132] 如果被要求披露的事项并非严格符合事实,如描述发行人的股息政策或其竞争地位的信息,SEC 要求其包含强调披露消极方面的免责声明。^[133]

由于大多数发行人被要求进行悲观的披露,投资者很难区分中等成功的企业和濒临破产的企业。^[134] 此外,由此产生的披露肯定会误导现有股东,这些股东可能会因为招股说明书中这些不切实际的悲观形象而低估证券价值,从而抛售其持有的证券。^[135] 如此,免责声明样板文件和消极偏见导致披露在实现信息性目的方面的效果从无用变成了实际误导。

SEC 的会计政策、对“软”信息的态度以及对悲观偏见的坚持和对风险因素的强调表明,SEC 关注的是如何避免小投资者购买不良证券,而不是确保其作出肯定好的投资决策。^[136] SEC 的行动表明,其促进“明智的投资决策”的目的不是确保投资者在经济可取性的基础上理性地选择投资,而是确保投资者在做出购买特定证券的决定之前,已经意识到其购买特定证券所涉及的所有可能的危险。^[137] 此外,正如之前

[131] See *Prospectuses*, *supra* note 3, at 225; *Soft Information*, *supra* note 3, at 261 – 62.

[132] *In re Universal Camera Corp.*, 19 S. E. C. 648, 652 (1945); see WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 52; Heller, *Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation*, 16 BUS. LAW. 300, 302 n.6, 319 n.34 (1961).

[133] See *New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings*, 28 BUS. LAW. 505, 506, 525 – 26 (1973) (remarks of Mr. Sommer, Mr. Marsh).

[134] See *Soft Information*, *supra* note 3, at 267 – 68.

[135] Address by SEC Chairman Casey, National Investor Relations Institute, Oct. 3, 1972, in *Soft Information*, *supra* note 3, at 268 – 69 n.46. SEC 对保守披露的强调倾向于保护证券的买方而不是卖方,这与其对《1933 年证券法》披露的一般强调一致,该法仅适用于证券销售。See text accompanying notes 96 – 98 *supra*; Manne, *Accounting and Administrative Law Aspects of Gerstel v. Gamble – Skogmo, Inc.*, 15 N. Y. L. F. 304, 317 (1969).

[136] See *Prospectuses*, *supra* note 3, at 225; *Soft Information*, *supra* note 3, at 264.

[137] “该法的目的不是消除投资风险,而只是披露足够的信息,使投资者能够衡量风险。” 13 SEC ANN. REP. 1 (1947); see WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 52. SEC 最近对主要涉及新公司的“热点”市场的关注反映了这种态度。SEC 认为,“特别有必要披露与新公司有关的信息,因为投资此类公司可能会带来更大的损失风险”。SEC Securities Act Release No. 5395 (June 1, 1973); see *Soft Information*, *supra* note 3, at 262 – 63.

的讨论所表明的,当 SEC 工作人员认为证券是“高度投机性的”时,其可能需要这样的消极披露,以使购买者不仅被警告所有风险两次以上,而且实际上会被劝阻购买该证券。^[138]正如人们广泛评论的那样,这种做法接近于确定证券的质量,而不是确定披露的充分性。^[139]这些方法中的每一种都强调以牺牲信息为代价的保护。

(三) 作为投资者保护的注册要求

披露过程中另一个受到批评的方面是需要注册的证券交易与豁免注册的证券交易之间的界限不合逻辑且不明确。^[140]精确性的缺乏经常给试图遵守法律的发行人带来沉重的负担。现有的具体规则或指导方针通常与投资者对投资信息的需求关系不大或根本没有关系。^[141]SEC 对豁免条款的解释似乎与披露的信息性目的不符,因为其主要关注点是保护性的,即防止那些具有欺诈或不道德动机的人滥用豁免条款。^[142]

出于这个原因,SEC 一直反对制定具体规则,因为担心这些规则只会让不道德的人绕过它们。^[143]相反,SEC 试图灵活地执行法律,以便严厉打击被视为滥用的活动,而在其他情况下适用规则略有不同。^[144]然而,由此产生的不确定性不仅给合法的发行人和证券交易商带来了沉重的负担,而且在监管欺诈方面起到了反作用。在缺乏准确规则的情况下,SEC 的宽泛解释使不道德的人可以打擦边球,从而满足他们自己的目的,SEC 的执法行动也将因为这些人没有明确违反既定规则而

[138] See *Disclosure Requirements*, *supra* note 105, at 8.

[139] *Id.*

[140] See *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1347 – 50.

[141] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 152, 168 – 70, 172 – 74.

[142] See 25 SEC ANN. REP 5 (1959); Schneider & Kant, *Uncertainty Under the Securities Act, An Open Letter to William J Casey, Chairman, Securities and Exchange Commission*, 26 BUS. LAW 1623, 1635 (1971) [hereinafter cited as Schneider & Kant]. 国会显然根据防止欺诈的需要而不是投资者对信息的需要来构建最初的法定豁免。See H. R. REP. NO. 85, *supra* note 14, at 7, 16 (1933) (豁免将法律限制在“防止已证明的滥用行为再次发生”所需的保护范围内;在没有销售压力的情况下豁免股票认购)。

[143] See Schneider & Kant, *supra* note 142, at 1635.

[144] *Id.*

受到阻碍。^[145]

SEC 解释的不确定性和不合逻辑性是相互关联的。尽管 SEC 通常不愿意建立区分豁免注册的证券交易与需要注册的证券交易的准确界限,但它经常通过颁布非常具体的规则来限制豁免的使用,以此应对特定豁免条款的广泛使用。^[146] SEC 认为,试图逃避注册要求的行为通常是出售证券的欺诈性计划,如果已经充分披露,那么这些证券就无法出售。^[147] 由于由此产生的限制性规则代表了对不良行为的特别反应,因此,就投资者对投资信息的一般需求而言,这些规则似乎不合逻辑。^[148]

例如,在 20 世纪 50 年代后期,利用私募发行豁免向公众发售未注册证券的做法开始发展起来。^[149] 作为回应,SEC 收紧了对此类私募证券转售的管理规则。^[150] 由此产生的规则侧重于原始购买者的“投资意图”(如证明其证券持有期较长和存在一些需要转售的“情况变化”),几乎不能确保最终购买者能够获得有关所出售证券的有用投资信息。^[151] 然而,这些规则确实有一些阻止欺诈计划的倾向,因为很少有欺诈发起人愿意长期持有证券以证明他们的投资意图,而且很少有人能够证明存在使未注册证券转售行为合法化的必要的情况变化。

同样,根据规则 133,在试图使用未经注册的合并公司向公众发售可疑股票的浪潮之后,SEC 颁布了新的限制性转售要求。^[152] 同样,新规则几乎没有为投资者提供所需的信息,但它们确实阻止了某些欺诈

[145] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 177; Schneider & Kant, *supra* note 142, at 1635.

[146] See *Codification Conference*, *supra* note 3, at 836.

[147] See 25 SEC ANN. REP. 5 (1969).

[148] See, e. g., WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 168.

[149] See O'Boyle, *Problems of Private Placements from the Viewpoint of the Issuer*, in PLI 1ST ANN. INST. ON SEC. REG. 21, 22 (1970).

[150] See Garrett, *Concept of Restricted Securities and Eligible Insurers*, in PLI 3D ANN. INST. ON SEC. REG. 12 (1972).

[151] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 168.

[152] See Bialkin, *Corporate Acquisitions and the Securities Act of 1933*, in PLI 1ST ANN. INST. ON SEC. REG. 159, 161 (1970); *Codification Conference*, *supra* note 3, at 836.

计划。最后,在1969年,SEC对突然增加的使用分拆作为出售未注册股票工具的情况作出反应,并发布了一份声明,^[153]将某些公司的分拆活动解释为需要注册的销售。^[154]在每种情况下,SEC实施注册要求并不是为了响应信息需求,而是旨在限制向公众合法出售未注册股票的技术渠道,这些股票充斥着欺诈性证券。显然,如果提供投资信息被认为是《1933年证券法》的基础,这样的规则就显得不合理了。

(四) 总结:从1934年到20世纪60年代

从1934年到20世纪60年代中期,SEC制定的披露过程显然使有关证券及其发行人的信息更完整、更可靠,从而在披露的信息性目的方面取得了很大成就。^[155]然而,由于SEC及其工作人员持续关注小投资者保护问题,整体披露过程受到重大影响,他们利用披露过程强调证券的消极和风险因素,并利用行政审查程序以阻止欺诈者和劝阻不道德的人。因此,由此产生的披露过程反映了复杂的动机:一是希望提供有用的信息;二是希望让不负责任的发起人不好过;三是希望教育小投资者了解证券交易的危险性。

最终的披露政策在实现投资分析目的的作用,没有预想中那么大。投资分析的核心——会计——留给了会计师;SEC由此失去了推行具有可比性的财务报告的机会。SEC在行政审查过程中采取的温和和强制策略导致样板文件泛滥,因为发行人及其律师能够由此最大限度地缩减审查过程花费的时间。^[156]悲观主义披露能够有效地保护投资者免受发起人不切实际的乐观主义的误导,但它既不能提供特别丰富的信息,也不能完全准确。最后,SEC试图通过不确定的规则和特别声明来打击欺诈,这给那些主观愿意但客观无法遵守定义模糊、执行不稳定的披露要求的发行人带来了不可接受的负担。

[153] See SEC Securities Act Release No. 4982 (July 2, 1969).

[154] SEC v. Harwyn Industries Corp., 326 F. Supp. 943, 954 (S. D. N. Y. 1971); Long, *Control of the Spin - Off Device Under the Securities Act of 1933*, 25 OKLA. L. REV. 317 (1972).

[155] See *Soft Information*, *supra* note 3, at 258; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1344.

[156] See Letter from Carl W Schneider to Alan B. Levenson, Esq., Director, Division of Corporation Finance, Securities and Exchange Commission, Aug. 11, 1971, in BNA SEC. REG. & L. REP. H-1 (Aug. 18, 1971).

三、当前的披露过程

从20世纪60年代中期开始,SEC在某种程度上逐渐转变了对披露的态度。SEC对保护小投资者免受欺诈、教育其了解投机风险以及改革证券和企业界行为的关注仍然存在,披露仍然被认为有助于实现上述目的。然而,最近为了使披露对投资分析的目的更有意义,SEC在一定程度上放宽了其严格的要求,即披露的消极语气仅限于“硬事实”。^[157] 这表明SEC意识到,主要用于信息性目的的披露是最有效的,直接监管行为可能是阻止欺诈和不良行为的最佳手段。^[158]

造成这种变化的原因有很多。首先,《1934年证券交易法》的披露要求在1964年扩展到场外交易市场,极大地扩展了SEC提供与交易市场相关的有用投资信息的能力,而大部分证券交易发生在交易市场。只要《1934年证券交易法》仅适用于上市证券,SEC在披露方面的权力就受到限制,这既是因为许多发行人根本不受其权力的约束,也是因为颁布严格的上市证券披露标准可能会导致大量退市而不是改善披露状况。1964年之后,随着大多数涉及重大公共利益的公司都必须进行披露,SEC可能会开始提出更多要求。^[159]

其次,随着证券市场专业化程度的提高以及专业基金经理和分析师队伍的扩大,投资分析信息的需求显著增长。与此同时,随着越来越多的个人从上市公司的证券中获得直接或间接利益,投资者对信息的

[157] See SEC Securities Act Release No. 5395 (June 1, 1973) (披露有关新产品、竞争地位的更有意义的信息); SEC Securities Act Release No. 5362 (Feb. 2, 1973) (披露经济等预测性信息); 38 SEC ANN. REP. XXV (1972); *Soft Information*, *supra* note 3, at 260.

[158] 例如,SEC最近增加了通过直接监管来减少不良销售行为的尝试。See SEC Securities Act Release No. 5275, at 14 - 16 (July 26, 1972); NASD Notice of Proposed Rules of Fair Practice to Govern Member Conduct with Respect to Distribution of First-time Public Offerings, March 14, 1973, in 194 BNA SEC. REG. & L. REP. I-1 (March 21, 1973); Address by SEC Chairman Casey, Investment Bankers Association of America, Dec. 1, 1971, in 129 BNA SEC. REG. & L. REP. I-1, at I-2 (December 1, 1971).

[159] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 62 - 63.

需求也随之增加。^[160] 最后,披露过程越来越多地被批评为烦琐且不合逻辑,与其过去的成就相比,人们更多地关注其不足。^[161] SEC 以多种方式做出回应,以消除披露过程中的缺陷,并使该过程对投资分析目的更有用。尽管 SEC 的许多行动反映了对投资者保护的持续关注,但总体影响是强调披露的信息性功能,并在一定程度上削弱其保护性角色。

(一) 披露法律的“整合”

SEC 最近试图通过减少《1933 年证券法》的披露要求来“整合”其披露规则,前提是所出售证券的发行人必须遵守《1934 年证券交易法》的持续披露要求。^[162] 同时,《1934 年证券交易法》的披露要求也有所增加,并且得到了更为严格的执行。^[163] 如前所述,《1933 年证券法》中的招股说明书披露规定被认为具有显著的保护作用。其详细和悲观的披露实际上是向投资者传达的,旨在阻止与新发行证券相关的高压的、过度乐观的或误导性的销售策略。^[164] 然而,仅向 SEC 提交信息而不向投资者传达并不会产生这种影响,尽管这可以使投资公众间接获得重要的投资信息。就 SEC 接受《1934 年证券交易法》的披露作为招股说明书披露的替代而言,在保留其信息性功能的同时,其在一定程度上放弃了披露的保护性作用。^[165]

[160] See *id.* at 47.

[161] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 46, 48; *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1344. 关于披露过程的成就和不足的一般性讨论, see *Codification Conference*, *supra* note 3.

[162] See Address by SEC Chairman Cook, American Society of Corporate Secretaries, April 19, 1973, in CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79, 341, at 83,025 [hereinafter cited as Address by SEC Chairman Cook]. 关于整合两个披露法律的一般性讨论, see Heller, “Integration” of the Dissemination of Information Under the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934, 29 L. & CONTEMP. PROB. 749 (1964); *Truth in Securities*, *supra* note 3.

[163] See SEC Securities Act Release No. 5196 (Sept. 27, 1971); SEC Securities Exchange Act Release No. 9004 (Oct. 28, 1970); SEC Securities Exchange Act Release No. 9000 (Oct. 21, 1970); SEC Securities Exchange Act Release No. 8996 (October 14, 1970); Schneider, *Developments in 1934 Act Reporting*, in PLI 3D ANN. INST. ON SEC. REG. 89, 94 (1972).

[164] See text accompanying notes 67 – 69 *supra*.

[165] See H. R. REP NO. 85, *supra* note 14, at 8 (招股说明书的交付需要“吓唬”买家并且减少抛售的理由); *Truth in Securities*, *supra* note 3, at 1352 – 53.

SEC 的整合行动包括限制招股说明书中所需的信息,或在新证券的发行人目前正在按照《1934 年证券交易法》要求进行定期披露的情况下完全免除招股说明书的交付要求。^[166] 此外,如果发行人按照《1934 年证券交易法》的要求提交报告,通过私募获得的未注册证券的所有者现在可以更容易地转售这些证券。^[167] SEC 仅减少了《1933 年证券法》对优质证券的要求,这表明对于这类证券不太需要特别保护,或者已有专门规则提供所有需要的保护。^[168] 此外,SEC 最近通过更严格执行“适当性”和“充分依据”规则,加强对销售行为的直接监管,这些规则试图通过直接禁止不当销售活动来限制不适当的销售活动。^[169] 因此,招股说明书的保护功能在某种程度上被对销售人员的直接监管控制所取代。

(二)“软”信息的披露

SEC 最近宣布在某些条件下允许向 SEC 申报预测性信息,这项行

[166] 表格 S-7 已被采用和修订,以允许某些已成立的发行人使用简短的招股说明书。SEC Securities Act Release No. 5100 (Nov. 12, 1970); SEC Securities Act Release No. 4886 (Nov. 29, 1967). 表格 S-16 允许有资格使用表格 S-7 的发行人某些二次发行和配股发行中使用简短的招股说明书。SEC Securities Act Release No. 5346 (Jan. 5, 1973); SEC Securities Act Release No. 5265A (Aug. 3, 1972); SEC Securities Act Release No. 5265 (June 27, 1972); SEC Securities Act Release No. 5117 (Dec. 23, 1970); see Merow, *Changes in 1933 Act Forms*, in PLI 3D ANN. INST. ON SEC. REG. at 133 (1972). 根据规则 174,如果发行人遵守《1934 年证券交易法》的定期报告要求,则免除交易商在《1933 年证券法》第 4(3)条规定的发行开始后的 40 天或 90 天内的招股说明书交付要求。SEC Securities Act Release No. 5101 (Nov. 19, 1970).

[167] See 1933 Act, SEC Rule 144(c)(1), 17 C. F. R. § 230.144(c)(1) (1972); SEC Securities Act Release No. 5223 (Jan. 11, 1972).

[168] 如前所述,前注[166]、表格 S-7 和 S-16 只能由已成立的发行人使用,而不能由对投资者带来更大风险的新公司使用。See REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF SECURITIES MARKET OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, H. R. DOC. NO. 95, 88th Cong., 1st Sess., pt. 1, at 552-53(对于新发行人,披露过程必须“特别完善”); cf. SEC Securities Act Release No. 5010 (Oct. 7, 1969), at 3 (“现有公司普通股和优先股的投资条件明显不同,可以放宽限制。”)。规则 144 允许《1934 年证券交易法》发行人销售未注册证券,但数量有限,且只能通过不请自来的经纪商销售,从而最大限度地减少高压销售的危险。SEC Rule 144(e), (f), 17 C. F. R. § 230.144(e), (f) (1972).

[169] See authorities cited note 158 *supra*; 6 L. LOSS, *supra* note 16, at 3708-27.

动最为显著地表明其态度发生了转变。^[170] 如前所述,这种“软”信息以往被认为具有操纵性,并且由于其存在误导投资者的高度可能而被排除在披露文件之外。^[171] 然而,这些信息是复杂投资分析的核心,并且 SEC 最近态度的转变表明其愿意要求披露非常有用的信息,即使它存在误导投资者的可能。

这并不是说,SEC 对预测性信息采取的全新处理方式是对披露保护性目的的忽视。SEC 采取行动的原因之一是希望使小投资者能够平等地获得这种“软”信息。^[172] 尽管在向 SEC 提交的招股说明书和其他文件中不允许进行预测,但这些预测性信息在金融界内非正式地传播,因此内部人士和有内部消息来源的机构投资者可以使用这些预测。^[173] 通过允许在 SEC 文件中提供这类信息,SEC 可以保护小投资者免受来自拥有更准确信息的竞争对手的伤害。

除了在规定的披露中允许预测以外,SEC 最近还要求披露某些“软信息”,这进一步反映了其认可有用信息的新态度,即使这些信息无法被完全验证。^[174] SEC 将从现在起要求就新产品的开发和发行人在其行业中的竞争地位进行具体披露,尽管这些信息以往被认为对于披露而言不够“硬”。^[175] 同样,SEC 将要求披露补偿性现金余额安排 (compensating cash balance arrangements),尽管此类安排通常是非正式

[170] See SEC Securities Act Release No. 5362 (Feb. 2, 1973); statement by SEC Chairman Casey accompanying SEC Securities Act Release No. 5362, in [1972 - 1973 Transfer Binder] CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79,211, at 82,665.

[171] See text accompanying notes 126 - 130 *supra*.

[172] See SEC Securities Act Release No. 5362 (Feb. 2, 1973); Address by SEC Chairman Cook, American Society of Corporate Secretaries, April 19, 1973, in CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79,341, at 83,026.

[173] *Id.*

[174] See *Soft Information*, *supra* note 3, at 260 - 61 & n. 19.

[175] SEC Securities Act Release No. 5395 (June 1, 1973); see *Soft Information*, *supra* note 3, at 259 & n. 12. SEC 也在考虑要求首次发行人披露其预测的未来现金预算。SEC Securities Act Release No. 5276 (July 26, 1972). 该提议尚未被采纳,因为 SEC 意识到,业绩记录有限且业务经验有限的发行人很难作出可靠的预测。SEC Securities Act Release No. 5395 (June 1, 1973).

的,因此难以准确界定。^[176] 由于这些信息对投资者显然有用,因此即便可靠性较低也会被接受。

(三) 适用准确的规则

SEC 最近试图提高注册要求相关规则的清晰度和确定性,这进一步表明其重点从披露的保护性功能转向信息性功能。^[177] 如前所述,SEC 历来不愿意在这些领域制定准确的规则,因为它认为不道德的人只会绕过他们。^[178] 该政策被批评为为了阻止少数欺诈者而给大多数有道德的发行人带来了巨大的负担,并且未能促进披露的信息性功能。^[179]

作为回应,SEC 已经编制和明确了其对各种豁免注册规定的解释,并表示整体上愿意更多地依赖具体的指导方针,而不是对特定问题采取逐案分析的方法。^[180] SEC 提议或通过了明确私募发行豁免和州内豁免范围的规则,并明确了对转售私募中获得的证券的限制。^[181] 它还放弃了与公司合并有关的不确定的“禁止出售”理论,取而代之的是直接的注册要求和明确的规则以管理在此类合并中获得的证券的转售。^[182] 通过提供明确可获得豁免的“避风港”情形,SEC 降低了其打击欺诈性发起人的能力,但减轻了合法发行人的负担。此外,这些规则要求所有公司合并都必须进行注册,并根据发行人是否符合《1934 年证券交易法》的报告要求对各种证券交易进行限制,从而增加了投资者

[176] See SEC Securities Act Release No. 5384 (April 12, 1973); see *Soft Information*, *supra* note 3, at 255 n. 3, 261 n. 19.

[177] See Casey, *The SEC's Strategy for Increasing Investor Confidence in the Integrity of our Capital Markets*, 28 BUS. LAW. 537, 537-38 (1973).

[178] See text accompanying notes 143-45 *supra*.

[179] See Schneider & Kant, *supra* note 142, at 1635.

[180] See Casey, *The SEC's Strategy for Increasing Investor Confidence in the Integrity of our Capital Markets*, 28 BUS. LAW. 537, 537-38 (1973); Address by SEC Chairman - Designate Cook, *supra* note 1, at 82, 701.

[181] See SEC Securities Act Release No. 5349 (Jan. 8, 1973) (拟议规则 147 涉及州内发行豁免); SEC Securities Act Release No. 5336 (Nov. 28, 1972) (拟议规则 146 涉及私募发行豁免); SEC Securities Act Release No. 5223 (Jan. 11, 1972) (采纳了涉及限制性证券转售规定的规则 144).

[182] See SEC Securities Act Release No. 5316 (Oct. 6, 1972). See generally WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 251-96.

可获得的投资信息。

SEC 还通过了一些规则,更准确地界定了发行人在发行新证券的过程中可以在不违反《1933 年证券法》的情况下发布的信息。^[183] SEC 还宣布将发布有关正确使用内幕信息的指导方针,并将提供与使用收益预测相关的责任的“避风港”规则。^[184] 这些行动所涉及的领域,不正当披露的可能性很大,且 SEC 以往倾向于逐案处理,一定程度上依靠不确定性来阻止不当行为。^[185] 然而,这些领域的不确定性极大地减少了有用投资信息的流动。^[186] SEC 显然认识到这一趋势,因此决定颁布明确的规则,这些规则不会对逐案处理产生负面效应,但会促进投资分析所需信息的自由流动。

SEC 态度的转变不应被夸大。SEC 之所以更愿意颁布具体规则,在某种程度上是因为执行领域的不确定性存在很多弊端。例如,在规则解释不明的情况下,规避规则的风险可能较小,因为 SEC 很难在这种情况下证明其恶意。^[187] 同样,不道德的律师会鼓动客户在没有具体规则禁止交易的情况下违反 SEC 裁决的“精神”,而负责任的律师和发行人将遵守该精神和文字。^[188] 因此,SEC 转向制定具体规则,一定程度上反映出其将灵活性作为执行工具的失败。然而,SEC 最近的其他行动似乎也表明,SEC 更关心有用的披露,而不是披露规则在监管方面的作用。

[183] See SEC Securities Act Release No. 5101 (Nov. 19, 1970) (经纪自营商发布根据《1933 年证券法》已申请或已注册证券的发行人的信息)。

[184] Address by Chairman – Designate Cook, *supra* note 1, at 82,701 (内幕消息指引); Address by SEC Chairman Cook, *supra* note 162, at 83,026 (预测的“避风港”规则)。

[185] See Cohen & Rabin, *Broker – Dealer Selling Practice Standards; The Importance of Administrative Adjudication in Their Development*, 29 L. & CONTEMP. PROB. 691, 714 – 16 (1964)。

[186] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 127; Casey, *The SEC’s Strategy for Increasing Investor Confidence in the Integrity of our Capital Markets*, 28 BUS. LAW 537, 542 (1973)。

[187] See SEC v. Harwyn Industries Corp., 326 F Supp. 943, 954 (S. D. N. Y 1971); Schneider & Kant, *supra* note 142, at 1635。

[188] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 177。

(四) 有意义的财务披露

SEC 的行动显示出其对所披露的信息日益关注的最后一个领域是财务报告。如前所述,其传统的会计方法一直是采用会计行业的标准,因为这些标准比较保守,而且会计权力的下放为更重要的领域保留了其稀缺的资源。然而,最近,SEC 强调了披露的投资分析功能,要求财务披露在收益质量和公司的“经济现实”方面要具有更大的可比性和更丰富的信息量。^[189]

发行人现在必须披露在各种可接受的会计方法中进行选择的影响,并且必须说明会计原则的任何变化及其对财务报表的影响。^[190] 通过提高财务报表的可比性,这些要求将显著提高其对投资分析目的的效用。其他新的披露要求旨在显示发行人的“盈利能力”。必须披露税收选择对财务报表的影响。^[191] 必须披露异常的支出或信贷的性质,并且正如 SEC 建议的那样,当近期可能出现重大支出时,必须及时披露。^[192] 如前所述,必须披露补偿性余额安排(compensating balance arrangements)的影响,并且必须更详细地披露融资租赁条款。^[193] 销售额和收益必须按业务细分,并且必须包括资金来源和使用情况的说明。^[194] 此外,选择性地纳入收益预测将使必要的披露文件更加有用。^[195]

[189] See SEC Securities Act Release No. 5342 (Dec. 18, 1972); statement of SEC Chairman Casey accompanying Release No. 5342 in CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79, 144, at 82,476-77; Address by SEC Chairman Casey, New York Financial Writers' Association, June 7, 1971, in 105 BNA SEC. REG. & L. REP. F-1, at F-1, F-2 (June 9, 1971).

[190] See SEC Securities Act Release No. 5343 (Dec. 18, 1972); SEC Securities Act Release No. 5342 (Dec. 18, 1972); SEC Securities Exchange Act Release No. 9344 (Sept. 27, 1971).

[191] See SEC Securities Act Release No. 5344 (Dec. 18, 1972).

[192] See SEC Securities Act Release No. 5313 (Oct. 2, 1972); Securities Exchange Act Release No. 9345 (Sept. 27, 1971).

[193] See SEC Securities Act Release No. 5401 (June 6, 1973); SEC Securities Act Release No. 5384A (Apr. 27, 1973); SEC Securities Act Release No. 5384 (Apr. 12, 1973).

[194] See SEC Securities Act Release No. 5135 (Feb. 26, 1971); SEC Securities Act Release No. 4988 (July 14, 1969).

[195] See SEC Securities Act Release No. 5362 (Feb. 2, 1973).

最近的披露要求大多是由于成熟投资者和专业分析师对信息需求的敏感性增加,而不是由于普通投资者在没有专业人士协助的情况下无法使用大部分新披露的信息。^[196] 因此,新的披露要求主要是为信息性目的而设计的。

然而,即使在财务披露领域,SEC 也并没有忽视披露的保护性作用。新规定的有关会计政策的披露不仅通过增加财务报表的可比性来实现有用的信息性目的,而且还可以阻止操纵会计,并间接提醒投资者注意会计方法的灵活性。^[197] 此外,SEC 最近发布了一份公告,其中专门警告披露现金流和净收入的发行人,现金流的披露可能会“误导外人”,只应在特定情况下使用,并有适当的条件限制。^[198]

尽管如此,SEC 最近的大部分行动显然都是为了让专业人士能够更好地履行他们的投资分析和投资咨询职能。SEC 已经意识到,在没有专业协助的情况下,普通投资者很难做出“明智的投资决策”。^[199] 正如对 1933 年和 1934 年两部法律中披露规则的“整合”减少了对普通投资者的实际信息传递,披露改革越来越多地针对专业人士,对普通投资者只有间接的好处。^[200]

(五) 具有可读性的招股说明书

然而,在一个方面,SEC 最近在披露领域的活动强烈反映了其对披露保护性功能的持续关注。纵观其历史,SEC 一直试图让普通投资者

[196] See SEC Securities Act Release No. 5275, at 4 (July 26, 1972) (只有在专业人员核实和使用时,披露才有效); Address by SEC Chairman Cook, *supra* note 162, at 83, 027(财务分析师在向投资大众传播信息方面很重要); cf. Address by SEC Chairman Cook, N. Y. Society of Security Analysts, March 27, 1973, in CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79,301, at 82,914 (SEC 负责为成熟的专业分析师提供足够的信息)。

[197] 在可接受的会计方法中所作的选择可以并且已经被用来掩盖而不是揭示公司的经济现实。Statement by SEC Chairman Casey accompanying SEC Securities Act Release No. 5342, in [1972-1973 Transfer Binder] CCH FED. SEC. L. REP. ¶ 79,144, at 82,476 (Dec. 18, 1972). 更多关于会计方法的披露将使公众了解会计的潜在操纵方面,并改变公众对会计技术产生精确计量而非估计的印象。See Address by SEC Chairman Casey, Annual Meeting of American Institute of Certified Public Accountants, in 171 BNA SEC. REG. & L. REP. A-1 (Oct. 4, 1972)。

[198] See SEC Securities Act Release No. 5377 (March 15, 1973)。

[199] See authorities cited note 196, *supra*。

[200] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 52.

“读懂”招股说明书;^[201] 它已经认识到, 确保“全面”披露所需的复杂而详细的信息对于普通投资者来说是难以理解和混乱的。^[202] 因此, “全面”披露对成熟的投资者有用, “公平”披露则向普通投资者展现可以理解的公司情况, 二者之间存在内在冲突。^[203] 如果招股说明书要通过提醒投资者公司所涉及的消极因素并向投资者提供可靠信息来发挥其保护性作用, 则后一种类型的披露是必要的。

SEC 一直敦促发行人减少招股说明书的篇幅、降低其复杂性, 并避免使用专有术语或法律术语。^[204] 在这一方面, 最近 SEC 要求每份招股说明书都包含一份内容摘要, 注明本次发行的显著特征。^[205] 在最近通过正式指导方针之前, 复杂的招股说明书和合并委托书(merger proxy statements) 都已被要求提供此类摘要。^[206] 使用此类摘要已受到评论员的批评, 他们问道: 如果事实上的全面披露需要非常详细的信息, 那么如何才能认为摘要的披露是充分的?^[207] 对这种批评的回答是, 摘要的设计并不是为了让投资者彻底了解公司, 而只是为了让投资者对公司的基本情况有所了解, 这样投资者就可以评估口头的销售承诺或发现证券文件中的明显不当。^[208] 换言之, 此类摘要可能无法使投资者在竞争性投资中作出合理的选择, 但可以防止其购买不良证券。因此, 摘要与悲观披露和保守的会计实践具有相同的功能。

SEC 最近还要求在招股说明书中包含饼状图和条形图, 以图表方

[201] See 1933 Act, SEC Rule 460(f), 17 C. F. R. § 230.460(f) (1954); 4 SEC ANN. REP. 46 (1938); 1 L. LOSS, *supra* note 16, at 261-65.

[202] See WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 52; see Heller, *Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation*, 16 BUS. LAW. 300, 301-02 n. 6 (1961).

[203] See *Myths*, *supra* note 3, at 1165.

[204] See Guides for Preparation and Filing of Registration Statements, SEC Securities Act Release No. 4936 at ¶ 5 (Dec. 9, 1968); 1 L. LOSS, *supra* note 16, at 261-65; WHEAT REPORT, *supra* note 7, at 77-81.

[205] See SEC Securities Act Release No. 5396 (June 1, 1973).

[206] See SEC Securities Act Release No. 5231 (Feb. 3, 1972) (在冗长或复杂的招股说明书中包括易读的摘要); Smith, *An Overview of the Registration Statement Process*, in GOING PUBLIC: FILING PROBLEMS 3, 9 (J. McCord ed. 1970).

[207] See *Myths*, *supra* note 3, at 1165.

[208] See B. GRAHAM, D. DODD & S. COTTLE, SECURITY ANALYSIS 677 (4th ed. 1962).

式表示因发行而导致的投资者股权稀释、发起人的投资与公众投资者的投资对比以及收益的使用。^[209] 这一发展也被批评为对招股说明书的信息性功能毫无增益。^[210] 然而,很明显,图表披露的目的不是传达额外的信息,而只是向投资者简单地强调投资的消极方面。^[211] 换句话说,招股说明书旨在强调投资的消极影响,这些影响可能会被急于推销的推销员忽略。^[212] 此类披露工具并非针对有经验的招股说明书读者,而是针对普通读者。它们的设计目的不是告知,而是警告。过去,SEC要求在投机性证券的招股说明书中包含这些风险因素,而图表披露是突出描述相关风险因素的现代性补充方式。^[213]

SEC对“可读的”招股说明书的持续关注,在某种程度上与其最近向更具信息性披露和更少保护性披露的明显转变不一致。当然,部分原因是使招股说明书更具可读性的尝试不仅让普通投资者受益,也让成熟投资者受益。最近,为了使招股说明书对所有读者(无论是没有经验的还是成熟老练的)都更有用,SEC试图消除样板文件,避免赘述。^[214] 然而,对图表形式披露的要求以及对风险因素和投资消极方面的强调,与SEC最近主要为成熟投资者提供投资分析信息的尝试不一致。SEC之所以采取这样的行动,只能解释为它相信披露可以继续成

[209] See SEC Securities Act Release No. 5278 (July 26, 1972).

[210] See *New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings*, 28 BUS. LAW. 505, 528 (1973) (remarks of H. Marsh); see Kripke, *The Myth of the Informed Layman*, 28 BUS. LAW 631, 633-34 (1973).

[211] Cf. Letter from Carl W. Schneider to Alan B. Levenson, Esq., Director, Division of Corporation Finance, Securities and Exchange Commission, Aug. 11, 1971, in BNA SEC. REG. L & REP H-1, H-2 (Aug. 18, 1971). “带有‘稀释’字样的招股说明书带有污名。这清楚地向公众表明,其已被作出某种不利的评价,因为一只优质的股票,很少做出稀释表示。”

[212] 最近的一项规定显然也是出于同样的目的,即财务报表附注的印刷字体要比以前大;该规定的发布强调,关键的财务信息往往以小字印刷的形式披露在附注中,这容易被投资者忽视。See SEC Securities Act Release No. 5145 (Apr. 30, 1971) (采纳规则); SEC Securities Act Release No. 5112 (Nov. 23, 1970) (提议规则)。

[213] See SEC Securities Act Release No. 4936, at ¶ 6 (Dec. 9, 1968); authorities cited note 132 *supra*.

[214] See SEC Securities Act Release No. 5396 (June 1, 1973); Address by SEC Chairman - Designate Cook, *supra* note 1, at 82,700.

为普通投资者的有效保护手段。

人们似乎普遍承认,仅靠披露不足以阻止投资者在牛市期间购买高风险甚至毫无价值的证券。^[215] 然而,SEC 的言行似乎表明,其希望即使只靠披露也可以做到这一点。人们可能会推测,对可读的招股说明书做出承诺,可能既是一种信念,即如果进行足够多的劝说,就可以说服普通人理性行事,也是促使证券市场更诚实的一种实际手段。^[216]

四、结论

SEC 对联邦证券法披露规则的执行表明,其历来将保护不成熟的投资者视为主要工作;为促进证券市场的有效运行而提供有用的投资信息在某种程度上已经让步于前一项任务。然而,最近,随着证券市场变得更加复杂,专业分析师和基金经理的相对重要性增加,SEC 对此的回应是将更多精力放在提供有用的信息上,而不是强调必须利用披露来保护粗心的投资者免遭不良投资的影响。

尽管如此,SEC 并没有放弃披露的保护性作用;SEC 在直接监管证券交易商方面活动的增加表明,它已经意识到在保护投资者方面,披露可能不如直接监管有效。然而,SEC 将披露作为一种保护手段的承诺由来已久,并且对于诸如可读的招股说明书等问题的持续关注表明,该承诺将会继续下去。

(编辑:徐安安)

[215] See Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 MICH. L. REV. 607, 616 (1964); Levenson, *The Role of the SEC As a Consumer Protection Agency*, 27 BUS. LAW. 61, 62-63 (1971).

[216] See Sommer, *Random Thoughts on Disclosure as "Consumer" Protection*, 27 BUS. LAW. 85, 88 (1971).