

强制性信息披露与投资者保护*

[美]弗兰克·伊斯特布鲁克**

[美]丹尼尔·费希尔*** 著 王怡丞**** 译

译者评注:本文的两位作者是美国著名的公司法与证券法专家、芝加哥学派的代表人物。伊斯特布鲁克法官是美国法律协会会员、美国艺术和科学院院士,曾担任美国第七巡回上诉法院首席法官、1983年美国证券交易委员会(SEC)要约收购咨询委员会成员,其学术成果涉及公司法、证券法、刑法、知识产权法、反垄断法等领域。费希尔教授则先后在美国第七巡回上诉法院和美国最高法院担任法官助理,于1980年出任西北大学法学院教授,

* Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, Va. L. Rev., Vol. 70, 1984. 本文的版权归属于 Virginia Law Review Association, 本文已获得期刊社翻译授权。摘要及关键词为译者所加。

** 芝加哥大学法学教授。

*** 芝加哥大学法学教授。

我们感谢乔治·本斯顿、沃尔特·布卢姆、丹尼斯·卡尔顿、理查德·爱泼斯坦、格雷格·贾雷尔、伯纳德·梅尔策、杰弗里·米勒、萨姆·佩尔茨曼、肯尼斯·斯科特、乔治·斯蒂格勒、卡斯·桑斯坦,以及本次研讨会和耶鲁法律理论研讨会的参与者对更早的稿件的有益意见。

**** 武汉大学法学院博士研究生。

在1984年加入芝加哥大学法学院并在1999年担任院长,其主要研究领域为公司金融与金融市场监管,是该领域一系列经典文章的作者。

本文是两位作者在20世纪80年代发表的系列论文之一,属于“公司法的经济结构”课题的组成部分。作者在认可“利益集团说”对证券监管的解释力的同时,着力从公共利益的视角出发,研究反欺诈规则和联邦政府颁布的强制披露规则的作用。文章第一部分从市场所内蕴的验证机制、反欺诈规则的运行机理与确立联邦层面反欺诈规则的正当性等三方面,分析联邦反欺诈立法的作用。第二部分则分析市场自利驱动披露模式的原理及其局限性,列举了市场机制下创建最佳披露模式的私人或竞争性的方法,并驳斥了支持强制性信息披露的现有论点。第三部分明确了信息披露的目标,并在此基础上建构高效强制性信息披露的应然模式。文章在第四部分进行了成本和收益的实证分析。总的来说,作者的逻辑论证支持了强制性信息披露的作用,但“成本—收益”分析显示没有充分的证据表明披露规则是有益的。

本文的价值不在于实证分析能否证明披露规则是有益的,而是其对证券市场运行机制的深度揭示与对强制性信息披露规则的创新论证。正如作者所言,需要判断的问题不是选择监管还是选择市场,而是一种监管(由SEC执行的信息披露规则)与另一种监管(由州法院和中介机构执行的反欺诈和“重大遗漏”规则,或许还有披露规则)之间的较量。

摘要:证券法的两大规则——反欺诈规则和信息披露规则的支持者和反对者提出的理由都不充分。将证券法视为经典公共利益立法的人,系统性地忽视了市场保护投资者的方式;而强调市场力量的人将真实的证券法律与假定的市场机制进行比较,低估了市场机制的运行成本。恰当的比较并非监管机制与市场机制之间的对比,而是监管机制之间的对比。如果没有国家证券法,证券监管将掌握在各州和法官手中。虽然无法证明现有的信息披露规则是有益的,但这种替代机制的效果也不会更好。

关键词:反欺诈规则 强制性信息披露 市场机制 “成本—收益”分析

《1933年证券法》(Securities Act of 1933)和《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)逃脱了许多其他早期新政措施的命运。一些同期颁布的法案,如《国家工业复兴法》(National Industrial Recovery Act)被宣布违宪;另一些法案,如《鲁滨孙-帕特曼法》(Robinson-Patman Act)则被废除;还有一些法案,如《社会保障法》(Social Security Act)已经过重大修改,以至于它们的立法者都很难认出。新政中的许多监管举措都失去了政治支持,取而代之的是放松管制——通信领域与运输领域就是典型的例子。

然而,证券法不仅持续获得了政治上的支持,还保留了法案的结构。它们过去与现在都有两项基本组成部分:一是反欺诈;二是发行时的披露要求和发行后的定期披露要求。证券实践为人诟病的复杂性,源于披露内容的精细化要求以及应纳入披露范围的交易的确。但证券法对于证券投资几乎没有实体性的规定。

可以肯定的是,美国 SEC 偶尔会通过披露准则来影响证券投资的实质内容,如 SEC 要求,在尚未“披露”足以使得相关交易毫无意义的信息的情况下,内部人不得进行交易;又如,SEC 要求私有化交易“披露”的价格是“公平的”;再如,SEC 坚持认为,招股说明书的加速注册意味着“披露”了“董事无法就其中的某些错误获得免责”。此外,一些修正条款,如《威廉姆斯法》(Williams Act)中关于要约收购的条款,也产生了实质性的后果。虽然其中一些改进很重要,^[1]但它们不是监管的主要组成部分。证券监管的主导性原则仍然是,任何愿意披露正确信息的人,都可以以市场认可的任何价格出售或购买他想要的任何

[1] 我们已经在其他地方批评了这一规定的部分内容。See, e. g., Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, Stan. L. Rev., Vol. 35, 1983; Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, Yale L. J., Vol. 91, 1982; Easterbrook & Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stan. L. Rev., Vol. 35, 1982; Easterbrook & Fischel, *Voting in Corporate Law*, J. L. & Econ., Vol. 26, 1983; Fischel, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, Tex. L. Rev., Vol. 57, 1978. See also Easterbrook & Jarrell, *Separate Statement in SEC Advisory Committee of Tender Offers*, Report of Recommendations 70 - 106 (1983). But see Easterbrook, *Insider Trading as an Agency Problem*, in J. Pratt & R. Zeckhauser eds., *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, 1985, pp. 81 - 100 (不同于前引 Carlton & Fischel 文中的观点)。

证券。

为何证券法得以存续?其立法者声称,这些法律对于消除市场欺诈和确保投资者获取预期回报是必要的。否则,人们就会撤出资金,经济将因此停滞不前。^[2]这一解释在1933年显得尤为迫切,因为在大萧条之前便存在很多欺诈行为,而大萧条期间投资者纷纷撤资。在这一公共利益叙事下,证券法所服务的利益与彼时相同,因此证券法保留了它们的利益结构。

然而,没有人会满足于这一简单的解释。1933年,欺诈在各州均是非法的。我们不需要一部联邦法律来惩罚谎言与欺骗。对大多数中产阶级(证券法的假定受益人)而言,教育产品销售中的欺诈比证券销售中的欺诈影响更大;这些人的财富投资在人力资本上的比例远远超过股票市场,但没有针对这些资产的联邦法律。1933年之前与1933年之后都存在许多证券欺诈。过去10年(1974~1984年——译者注)的投资者海外服务案(The Investors Overseas Services)、全国学生营销公司案(National Student Marketing)、股权融资公司案(Equity Funding)和OPM租赁欺诈案(OPM Leasing)都与20世纪20年代的欺诈案一样引人注目。

事实上,许多立法都是压力集团(pressure group)相互作用的产物。只有在偶然情况下,“利益集团”的法律才能服务于更广泛的公共利益。这一认知支持了另一种假说,^[3]即证券法可能以牺牲投资者利益为代价来保护特殊利益。

证券法具有经典利益集团立法的许多特征。现行规则让规模较大

[2] 关于那些游说和制定这些法律的人的公开声明,以及他们所引用的证实立法必要性的事件的详细叙述,see J. Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Houghton Mifflin Boston, 1982.

[3] 利益集团进路的通常表述见 Peltzman, *Toward A More General Theory of Regulation*, J. L. & Econ., Vol. 19, 1976; Posner, *Taxation by Regulation*, Bell J. Econ. & Mgt. Sci., Vol. 2, 1971; Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, Bell J. Econ. & Mgt. Sci., Vol. 2, 1971, revised and reprinted in G. Stigler, *The Citizen and the State: Essays on Regulation*, University of Chicago, 1975. See also Becker, *A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence*, Q. J. Econ., Vol. 98, 1983 (多利益集团政治均衡的正式分析)。

的发行者获得了优势,因为无论公司规模或发行规模如何,信息披露的很多成本都是相同的。因此,与规模较小的发行人相比,规模更大或成立更早的公司每募集1美元的发行成本更低。这些规则还有助于现有的投资银行和审计公司获得优势,因为它们已经获取了相关专业知识,而潜在的竞争对手无法通过提供差异化产品来与之竞争。〔4〕 证券法的程式化披露要求减少了进入市场的途径,它坚持要求所有公司都给投资者以“最好的”,正如航空公司监管扼杀了最近蓬勃发展的高密度、低票价策略一样。

许多律师专门从事证券工作,其他市场专业人士也借着法律的复杂性赚取大量收入。尽管这些受青睐的利益集团(大规模发行人、投资银行、证券律师)的从业人员众多,令它们无法制定垄断价格,但如果现行规则被废除,这些从业者将遭受意外的损失。因此,作为利益集团,他们有充分的动机维持现状。〔5〕 而且,现行法律造成的损害,被分摊到了众多个人(个人投资者)的身上。即使废除这些法律,每个人也获利甚微。因此,即使现行法律减损了社会福利,它也可以继续存在。

不幸的是,没有人能够解释,为何一些法律能够颁布并存续下来,而另一些却没有。既然“利益集团说”(interest group explanation)可以

〔4〕 亨利·曼恩(Henry Manne)在从经济角度对证券法进行的最全面、最深思熟虑的法律批判中强调了这两点。See Manne, *Economic Aspects of Required Disclosure under Federal Securities Laws*, in H. Manne & E. Solomon ed., *Wall Street in Transition*, New York University Press, 1974, pp. 23, 31 - 40. See also H. Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose* (1979); Benston, *The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, in H. Manne ed., *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, McGraw - Hill, 1969, p. 23; Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signalling Theory*, in F. Edwards ed., *Issues in Financial Regulation*, McGraw - Hill, 1979, p. 177; Wolfson, *A Critique of the Securities and Exchange Commission*, Emory L. J., Vol. 30, 1981.

〔5〕 证券法的某些部分显然得到了利益集团的支持。其中最重要的是对交易所的监管,在1975年之前,证券法都允许SEC支持一个由经纪人组成的价格垄断卡特尔。笔者在此不对这些部分作研究,尽管可以想象,证券业务的监管与投资监管是相关的,因为SEC对卡特尔的支持是实现投资监管的政治代价。See Jarrell, *Change at the Exchange: The Causes and Effects of Deregulation*, J. L. & Econ., Vol. 27, 1984 (forthcoming), 详细阐述了监管如何影响交易服务价格。

解释证券立法,也应当能够适用于航空业和货物运输业的监管规则,但这些行业的监管体系几乎已被完全废除。也许证券法之所以能够存续下来,是因为它们的主要内容并非利益集团的产物。但是,把法律的存续与公共利益等同起来是危险的。例如,尽管近来强调放松管制,但烟草、牛奶和农产品方面的价格支持仍然存在。而几乎不会有人认为这些法律不是最赤裸的利益集团立法。

因此,证券监管体系的存续与“利益集团说”或“公共利益说”都是符合的。很难区分这两种解释。可以肯定的是,大量监管经济学文献的主旋律是几乎没有(如果有的话)监管计划可以被解释为完全基于公共利益对市场失灵作出的反应。我们毫不怀疑,受益的利益集团的支持在很大程度上解释了证券监管存续的原因。然而,我们不太相信利益集团的支持是证券监管的唯一解释。因此,笔者认为,应当寻找这些法律存续的“公共利益说”解释。

在本文中,我们研究了反欺诈法律规则和国家政府颁布的强制披露规则的作用。我们的主要结论是,反欺诈规则和披露规则的支持者和反对者都没有提出很好的理由。那些将这些法律描述为经典的公共利益立法的人,系统性地忽视了市场保护投资者的方式。而那些强调市场力量的人则经常低估市场机制的运行成本,并将真实的证券法与假设的市场进行比较。恰当的比较不应是监管机制与市场机制的对比,而是监管机制间的对比。如果没有国家证券法,对证券的监管将掌握在各州和法官手中。我们有理由相信,这种替代性的监管模式可能不如我们的现行监管模式那样令人满意。因此,无论是“利益集团说”的解释,还是“公共利益说”的解释,我们都不能拒绝。

一、联邦禁止欺诈的规定

(一) 没有法律干预的市场

欺诈降低了资源配置效率,任何的信息缺乏也是如此。为了确保资金流向那些能够最有效地利用资金的人,并确保投资者对其投资组合的内容作出最佳选择,准确的信息是必要的。一个存在欺诈或者缺

乏足够真实信息的世界,是一个投资规模小、投资方向错误的世界。

证券承载着对公司未来收益的请求权。发行证券的问题在于,这种收益受到许多风险的影响,没有企业家能够就公司在所有可能的情况下会产生收入数额作出有约束力的承诺。然而,企业家或管理层比潜在投资者更了解这些未发生的事件的性质,以及公司在遇到这些事件时将遭遇什么。部分商业项目的预期回报较高;在任何商业项目中,某些管理者都会比其他人产生更多效益。除非市场对项目、管理者和资金的配置,使边际收益相等,否则市场是低效的。更好的“项目前景—管理者”的组合将会吸引更多的资金,直至满足这一均衡条件。

然而,投资者如何识别出更好的组合?除非那些提供“更好的证券”(代表就更优组合所享有的权利)的发行人能够使其比其他人更突出,否则投资者会将所有的证券都视为平均水平。优质证券将以低于信息获取零成本状态下其应有的价格被出售,而优质公司所能获得的投资也就太少。与此同时,劣质证券将会吸引过多资金。发行劣质证券成本很低,却能获得畸高的收益。随着证券发行质量不断变差,“柠檬”将主导市场。^[6]没有公司能够收回发行优质证券的成本。投资者和社会都将蒙受损失。这大致就是许多证券法的支持者所描绘的图景。

但是,我们不能直接根据市场信息不对称的困境,就得出需要监管的结论,即使是像禁止欺诈这样温和的监管。优质证券的发行人可以通过多种方式自证身份。其中一种是披露可以证明证券质量的信息。购买者可以验证其中的一些信息,而这也将其余的信息更加可信。然而,这种核查并不完美。有时,一家公司必须隐瞒信息,以免将商业秘密泄露给竞争对手。因此,一家公司将很难说服买家相信某些秘密生产进程或未发布的新产品的价值。另外,劣质证券发行人效仿优质证券发行人作出可核查事实的披露,同时就买家无法验证的事项作出虚假陈述。劣质公司侵蚀了其他公司披露的信息内容的真实性,使投

[6] See Akerlof, *The Market for “Lemons”: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Q. J. Econ., Vol. 84, 1970.

投资者无法识别出优质的投资对象。^[7]

事实上,在证券市场上,只有有限的信息能够被验证。投资者无法以推断未来利润和风险的方式“考察”公司。投资者甚至不想去考察。他们想要成为投资收益的被动接受者,而非私家侦探。当投资者投入时间和资源进行调查时,每个人将会重复另一个人付出过的努力。投资者构建的监督机制将会磨灭所有权与经营权相分离的收益。

即使在公司业务运营了一段时间后,也很难判断意外的结果是由于条件的变化或运气的好坏,而非由于对前景的错误描述。的确,关于行业整体情况的信息将为投资者提供一个进行比较的基础,这样就可以对该行业某一成员的声明进行核对。一些公司的管理层和发起人是“老玩家”,所以他们会通过陈述事实来维护自身声誉。即便如此,发起人也有可能意识到,一次性欺诈的收益高于名誉损失。因此,一些公司会发现欺诈才是净现值最高的项目。

优质公司必须采取额外的举措来让投资者相信其公司的质量。一种传统的方式是允许外部人士审查账簿和其他文件,并由这些外部人士证实公司陈述的准确性。向众多公司提供财务认证服务的会计师享有声誉利益,因此其为某一特定公司提供草率或虚假的认证文件而可能蒙受的损失要远远大于其所获得的收益。^[8]同样,公司也可以通过投资银行来发售证券。投资银行考察公司的前景;购买其股票用以转

[7] 由于难以验证,这个问题对于证券而言比对大多数实物商品更为严重。一个房子的卖家必须预料到许多买家会去核实关于面积、白蚁和结构缺陷的陈述。木炭销售商不希望买家当场测试木炭在没有打火机液的情况下是否能点燃,但任何错误陈述都会影响重复购买的可能性,因此卖家几乎没有动机进行虚假陈述。许多卖家的竞争对手也都急于揭露虚假陈述。所有这些都有效地控制了信息的发布,无论法律是如何对待欺诈行为的。See R. Posner, *The Regulation of Advertising by the FTC*, American Enterprise Institute Public Policy, 1973; Darby & Karni, *Free Competition and the Optimal Amount of Fraud*, J. L. & Econ., Vol. 16, 1973; Nelson, *Advertising as Information*, J. Pol. Econ., Vol. 82, 1974。但由于每张证券都代表一个独特项目中的一份权益,竞争对手的声明或重复购买的潜在可能性都无法对披露施加限制,买家在购买前很难核实。

[8] See Benston, *Security for Investors*, in R. Poole ed., *Instead of Regulation*, 1981, pp. 169, 172; DeAngelo, *Auditor Size and Audit Quality*, J. Acct. & Econ., Vol. 3, 1981.

售,承担着投资风险;向客户作出陈述,承担着声誉风险。^[9]会计师事务所、投资银行相对于发行人的规模越大,这些验证方法就越有效。这就解释了为什么投资银行们会组成辛迪加(syndicate)来分销证券,尽管任一投资银行都可以单独处理这些业务。辛迪加提高了证券发行背后的声誉资本。

公司可以采取行动使其披露的信息更加可信,其中一项措施是确保公司管理层持有大量股票。这可以通过股票期权计划或公司上市时的“低价股票”来实现,也可以通过引导管理层在市场上购买股票来实现。那么如果公司业绩不佳,公司管理层就会与其他投资者一同蒙受损失。股票质量越高,管理层越乐意集中持有该股票;而管理层持股越多,其他投资者就越愿意相信该公司的陈述。^[10]

公司可以采取的另一措施是可能导致公司破产的发债。这种策略可能看起来令人难以置信,但考虑到破产会给管理层的投资组合和职业生涯带来非常高的成本。通过使用杠杆增加破产的风险,有着最佳前景因而破产成本最低的公司,可以向投资者作出自我认证。管理层还可以将高股息承诺作为一种认证方法。^[11]这对投资者是有吸引力的,因为持续的股息支付会迫使管理层反复地回归资本市场以维持经营,而此时,公司必须再次接受新投资者的细致考察。^[12]最后,管理层还可以用传统的方式就其陈述作出保证:他们可以作出具有法律效力

[9] See G. Benston, *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA*, Lexington Books, 1976; Fischel, *Insider Trading & Investment Analysts: An Economic Analysis of Dirks v. Securities and Exchange Commission*, Sup. Ct. Econ. Rev., Vol. 3, 1984 (forthcoming); Gilson & Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, Va. L. Rev., Vol. 70, 1984; Smith, *Comments on Jarrell*, J. L. & Econ., Vol. 24, 1981.

[10] See Joseph E. Stiglitz, *Information and Capital Markets*, In W. F. Sharpe and C. M. Cootner ed., *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner*, Prentice - Hall, 1982, pp. 118 - 158.

[11] See Grossman & Hart, *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, in J. McCall ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, 1982, p. 107; Ross, *The Determination of Financial Structure: The Incentive - Signalling Approach*, Bell J. Econ., Vol. 8, 1977.

[12] See Easterbrook, *Two Agency - Cost Explanations of Dividends*, Am. Econ. Rev., Vol. 74, 1984.

的承诺(或许由保险公司进行支持),如果公司业绩低于承诺的水平,他们就向投资者为一定的给付(或者比如说,与市场指数相比较)。对该项给付义务进行担保的人将非常仔细地审查公司的请求,这样,只有优质公司才能找到有偿付能力的担保人,投资者将得到保护。

即使在一个没有反欺诈规则的市场中,这些验证方法也会为投资者提供切实的保护,并使优质公司募集资金成为可能。毕竟,投资者本不必向新公司付出资金。他们可以不承担任何风险,投资政府债券或把钱存入银行;他们可以投资于风险极低、受到监管的公用事业;他们可以购买土地或其他生产性资产。新成立或不太知名的公司只有采取比现有公司更具吸引力的一系列措施才能募得资金。

(二)反欺诈规则的效果

基于我们已经阐明的原因,反欺诈规则不是证券市场的必要组成部分。然而,每一种认证措施都是成本高昂的。会计师事务所、投资银行和承销商的建立和运营都代价不菲;举债、股息策略必然产生交易成本;只有向管理层支付额外的报酬才能引导他们集中持有股份,但持有的风险头寸可能会导致他们在之后作出较差的商业决策;由数以千计的投资者直接参与验证则可能是成本最高的方式。

反欺诈规则可以降低这些成本,尤其是对新成立的公司而言。对欺诈行为的惩罚,提升了劣质公司通过披露虚假信息效仿优质公司的成本。而反欺诈规则给诚实、优质的公司带来的成本很低,甚至没有成本。这使得优质公司有可能以更低的成本提供保证。^[13] 如果强制执行这种信息保证机制,将使得购买者无须核查信息,出售者也无须采用成本高昂的认证方式。^[14] 这样,发行优质证券的成本下降的同时,发行劣质证券的成本上升。

然而,反欺诈规则不会将优质公司的成本降为零,因为该规则可能执行不力。公司仍然会使用一些额外的认证机制。此外,当公司保持

[13] 相似的分析参见 Beaver, *The Nature of Mandated Disclosure*, in SEC Advisory Committee on Corporate Disclosure, Report of Recommendations, 1977, pp. 618, 637 - 639.

[14] See Grossman, *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality*, J. L. & Econ., Vol. 24, 1981.

沉默时,反欺诈规则无法发挥太多作用。如果一家公司的证券在二级市场上交易,其沉默可能意味着“无消息”、“坏消息”或“不能披露的好消息”,因为这种披露会使得竞争对手受益。投资者有动机进行调查,以查明沉默的含义。而公司将承担维持秘密状态,或在不透露太多信息的情况下传达消息主旨的成本。反欺诈规则和其他验证方法在某些方面互相补充,在其他方面则相互替代。

反欺诈规则本身也会产生成本。执法成本(调查、起诉和司法人员)是显而易见的。而过度执法或执法失当的成本更难觉察,但确实存在。先从一个执法失当案例说起。假设就任一陈述而言,若其为假,受到起诉的概率是55%;若其为真,受到起诉的概率是45%。当检察官和法官采用“严格责任”理论惩罚所有利润预测结果不佳的公司时,这种情况就会发生。因为市场条件会导致公司的计划失败,即使是精心设计、诚实叙述的计划也会落空,而虚假陈述的公司也有可能获得成功。这样的话,诚实的公司会遭到起诉,反而许多不诚实的公司能逃脱惩罚。

规则的威慑力表现为守法者与违法者所受到的差别对待。如果二者的差别很小——例如,驾驶时速为55英里的人被指控超速的可能性只比驾驶时速为85英里的人少一点点——那么这条规则就没有起到威慑作用。如果能够从违反规则中获益,那么不妨违反。执法不当近似于无法可依。除非公司采取上文*所述的成本高昂的认证方法和验证方法,否则陈述就不再值得信任。甚至诚实的人也会尽可能减少陈述,以避免因“说谎”而受到惩罚。对违法行为的惩罚越重,执法就必须更加明晰,以免既阻遏了正当行为,又鼓励了不良行为。这便是刑事程序中要求的证明程度更高的原因之一。

过度执法近似于不加区分的执法。对于任何违法行为,都存在一个最佳的执法强度。此时,每增加1美元的执法费用刚好等于减少违法行为发生率所获得的收益。最佳的执法强度允许一些违法行为的发生,因为消除这些违法行为的成本超过了违法行为带来的损害。对欺诈行为的过度惩罚——特别是当这些惩罚在私人提起的诉讼中适用

* 标题“一、(-)”。——译者注

时——会导致过度执法和对诚实陈述的过度威慑。^[15]

因此,当执法成本较低,并且有可能将不实信息与虽然真实但未能准确预测的陈述区分开来时,反欺诈规则是最有效的。当起诉对象集中于可验证的事实陈述而非预测内容时,执法成本最低,出错的可能性也最低。SEC在执行证券法时,强调的是对过往事实的准确陈述,而非预测。预测不是强制性的,且受到“安全港”规则保护而免于起诉。这与“反欺诈规则用于产生最大净收益之时”的思路一致。^[16]

(三) 为什么反欺诈规则是全国性的?

1933年,每个州都有反欺诈规则。那么,1933年和1934年的法案中包含的许多新规则的意义是什么?法案的支持者通常说,国家立法是必要的,因为州规定是“无效的”(欺诈行为的发现即明证)。但这不是一个好的解释。欺诈行为的存在甚至增加,都不能证明各州的反欺诈规则是“无效的”,就像谋杀案的存在不能证明各州的刑法是“无效的”,应该被由联邦凶杀委员会执行的全国性谋杀法所取代一样。

相反,联邦立法的正当性在于:能够在一个诉讼案件中高效地处理由单一交易产生的所有赔偿请求。许多新发行的证券被卖给几个州的认购人;即使是最初在一个州内发售的证券,最终也会落入州外所有者之手,哪怕只是因为其所有者搬家了。因此,几乎所有大型公司的证券都在州际市场销售。如果这些证券的索赔诉讼在原告住所地提起,那么每一个证券都会产生多个判例,可能会出现不一致的裁判标准和判决结果。欺诈引发的赔偿请求通常涉及书面文件,因此完全没有理由就相同的赔偿请求,在多个法庭提起诉讼。*

证券法创造了全国性的诉讼程序,以一项自由管辖规则将所有被

[15] See Easterbrook, *Detrebling Antitrust Damages*, J. L. & Econ., Vol. 28, 1985 (forthcoming); Landes & Posner, *The Private Enforcement of Law*, J. Legal Stud., Vol. 4, 1975.

[16] SEC对历史事实的强调受到了来自各方面的批评。我们对反欺诈规则的成本和收益的讨论表明,起诉行动应当侧重于以“硬”事实为内容的陈述,而私人认证和验证机制则处理预测性信息和观点性信息的问题。

* 原文为“there is good reason to have the identical claim litigated in multiple forums”,翻译过程中与文义保持了一致。——译者注

告与诉讼请求合并并在同一个法院审理。^[17] 美国《民事诉讼规则》(the Rules of Civil Procedure)第23条规定的集体诉讼机制很容易将所有原告聚集在一起。笔者将在第三部分中讨论,为什么由单一法律规则来规定强制披露和禁止披露的内容可能是有益的。就目前而言,只要认识到就反欺诈进行联邦立法是有益的,这便足够了,即使联邦诉讼适用的许多规则都是建立于州法基础之上的。

二、强制性信息披露

(一) 信息披露与信息的公共产品属性

在一个有反欺诈规则但没有强制信息披露制度的世界里,公司可以保持沉默而不受惩罚。^[18] 只要不说谎,它们可以以任何方式披露。它们可以尝试像其他商品(包括经纪服务)的卖家那样,在光鲜的杂志和电视上刊登以性感模特或牛群为特色的广告来销售证券。

强制性信息披露制度大大限制了公司保持沉默的能力。同样重要的是,它控制着披露的时间、地点和方式。公司必须等到提交注册声明后,才能够发布任何可能被理解为招徕顾客的内容(“禁止抢跑”规则*);它们必须等到注册声明生效并提交招股说明书后,才能以书面形式提交其他文件(“自由写作”规则**);它们必须在指定的时间邮寄招股说明书和委托书,但不得通过电视广告来做到这些。

在反欺诈规则之外,建立强制性信息披露制度能起到什么不同的作用? 公共利益视角下披露规则所隐含的合理性在于,当唯一的规则是反欺诈规则时,市场产生的证券信息“太少”。人们经常听到这样的

[17] 15 U. S. C. § 78aa (1982). See *Leroy v. Great W. United Corp.*, 443 U. S. 173, 178 - 179 (1979).

[18] 这有些言过其实,因为不告知和虚假陈述之间的区别并不总是清晰的。不发言可能被视为在暗示“没有任何变化”。证券法认识到了这一点,对遗漏了“为了使实际披露不具有误导性所必需的重大事实”的行为进行处罚。笔者将在第三部分对此进行讨论。

* The “gun jumping” rule. ——译者注

** The “free writing” rule. ——译者注

说法:信息是一种“公共产品”,意思是它可以被使用而不会被用尽,且信息的生产者无法排除其他人从中获益。如果信息的生产者不能获得信息的全部价值,那么信息的产出将会不足。由此看来,就所有即将出现的事实信息而言,如果其拥有者能够获得全部的收益,那么要求披露这些信息的规则就是有益的。

这一理论只能到此为止。它证明得太过了。没有人能获取牙膏信息的全部收益,但也没有联邦法规要求披露牙膏在预防蛀牙方面的功效。^{*} 为什么证券与之不同? 将其他产品交给竞争激烈的市场,是因为生产或使用一种产品的人(或像消费者协会那样的检测者)将从信息中获得足够的收益,使市场变得相当有效。

同样,那些了解证券的人可能会从他们的信息中获利。但他们不能获得所有的利益,因为市场上的其他人会推断消息,证券的价格将会调整。新的价格将“纳入”新信息,防止首个知道消息的人进一步获利。然而,这也意味着,在证券市场上,信息的价值衰减得非常快;信息随着为后续的人所知晓而被“用尽”,然后这些人就有了自发寻找信息的动机。^[19]

“公共产品说”的更复杂版本是:尽管投资者能够生产信息,但他们生产的信息既太多又太少。他们生产的信息太少指的是他们无法获得信息带来的全部收益。如果信息对投资者整体来说价值 100 美元,但没有人能从中获得 10 美元以上的收益,那么就没有人会获得价值 10 美元以上的信息。然而,如果有几个投资者创造出了同一条价值 10 美元的信息(冗余生产),投资者生产的信息就太多了。这一观点的结论是:强制披露将防止信息的冗余生产。

过量信息生产的另一个来源是预测未来所能够获取的收益。一些信息,比如公司的季度收益,提供了交易获利的机会。最先得知消息的人可以获得丰厚的利润。然而,在某种重要的意义上,这些信息是没有

^{*} 指在没有相关披露要求的情况下,牙膏生产商也会自发披露。——译者注

[19] 同前注[4],曼恩文,第 42 ~ 43 页。Grossman & Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, Am. Econ. Rev., Vol. 70, 1980. 描述了“股票市场将信息纳入价格中,消除了‘旧消息’的价值,同时创造了寻找‘新消息’的激励”的动态过程。

价值的。无论如何,根据必然会出现的消息进行交易,不会改变公司前景,也无助于更好地对新证券进行投资。价格最终将会改变,以反映公司真实的盈利状况。这种一天之内甚至更短时间内的价格变化,对配置效率没有太大影响。但交易利润的诱惑可能会诱使人们花费大量的精力和其他资源“跑赢市场”。这在很大程度上是资源浪费,因为寻找盈利机会的收益远大于加速价格转变效率带来的收益。^[20] 如果受影响的公司及时披露信息,这样的交易机会就会消失。因为当每个人都掌握真实信息时,就没有人能够投机了。作为一个整体,投资者将为消除这些交易收益(以及昂贵的信息搜寻成本)而付出成本。^[21] 相较于强制掌握真实信息的公司进行披露,还有什么更好的方法?

这些观点都有一个共同的问题:他们没有把信息披露的好处和强制信息披露的好处联系起来。如果信息披露对投资者来说是有价值的,公司可以通过提供信息来获利。公司与其投资者存在默契,科斯定理表明企业和投资者可以达成互利的交易。^[22] 公司作出的决策有效地“协调”了许多不能直接参与协商的投资者的行动。

[20] See Hirshleifer, *The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity*, *Am. Econ. Rev.*, Vol. 61, 1971. 对于这种影响的解释和程度有着大量的争议,但我们不必在这里进行辩论。

[21] 在有关寻租的文献中,这是一个司空见惯的现象。想象一下,10家同等资质的公司正在竞争价值1000美元的无线电许可证。每个公司获得该许可证的机会价值100美元,每个公司都将花费高达100美元的宣传和游说费用来谋求获得该许可证。每家公司的净值为“100美元-费用”。只要一家公司进行游说,其他公司也必须这样做。这些公司会花钱请人来阻止他们所有人都参与游说;如果没有公司投入资源,则每个公司的机会预期价值为100美元。证券市场也是如此。每位投资者都可能试图胜过其他人,但只要这些努力只是预测未来,并没有在一开始产生更好的投资,它们就是浪费。如果它们被消除,那么每个人都将受益。See Tullock, *Efficient Rent Seeking*, in J. Buchanan, R. Tollison & G. Tullock eds., *Towards a Theory of the Rent - Seeking Society*, Texas A & M University Press, 1980, p. 97. See also Barzel, *Some Fallacies in the Interpretation of Information Costs*, *J. L. & Econ.*, Vol. 20, 1977(展示了市场如何开发解决低效信息搜寻问题的方案); Kenney & Klein, *The Economics of Block Booking*, *J. L. & Econ.*, Vol. 27, 1983(展示了相同的方案)。

[22] See Coase, *The Problem of Social Cost*, *J. L. & Econ.*, Vol. 3, 1960.

以一家希望发行新证券的公司为例来了解这是如何运作的。^[23] 该公司有一个项目(如制造一台新电脑)预计将会盈利。然而,如果该公司只是想要募集资金,而不披露所涉及的项目和管理人员,它将一无所获。投资者会作出最坏的假设,因为他们认为:如果公司有任何优势可言,它都会披露。沉默意味着坏消息。一个有好项目的公司,试图从只有平庸项目(或根本没有项目)的公司中脱颖而出时,会想方设法地披露这些信息。也就是说,只要信息披露成本(传播的直接成本和把信息泄露给竞争对手的间接成本)对投资者整体来说是值得的,它就会披露越来越多的信息。

公司与所有实际和潜在的投资者打交道。与投资者只交易公司的部分股票,不能获得信息带来的全部收益不同,公司控制其所有资本,并可以获得信息的全部收益。披露更多信息的公司可以以更高的价格出售其股票,事实上,其价格等同于所有信息的全部价值。

这个过程既适用于好消息,也适用于坏消息。一旦公司开始披露信息,它就不能停止披露任何关键信息,因为投资者总是假设最坏的情况。它必须同时披露好的方面和坏的方面,以免投资者认为坏的方面比实际情况还要糟糕。而且该公司不能只凭自己的说法行事。如果反欺诈规则得到完美执行,仅仅披露信息就足够了,但事实并非如此。因此,公司采取了第一部分中描述的验证和认证机制。鉴于这些措施的存在,强制披露规则似乎是多余的,但如果欺诈惩罚和验证机制不起作用,强制披露规则也得不到很好的执行。

作为解决信息产权缺失的一种方法,自我诱导披露原则既适用于二级市场交易,又适用于股票的首次发行。公司的投资者总是希望能够在二级市场以最高的价格出售他们的股票,而能否做到这一点取决于可靠的信息流(否则,基于最坏的假设,潜在买家会降低出价)。对

[23] 同前注[14], Grossman 文, Grossman & Hart, *Disclosure Laws and Takeover Bids*, J. Fin., Vol. 35, 1980。已经就此构建了经济模型。虽然形式上的模型假设传递信息的成本为零,并且假设反欺诈规则得到完美执行,但笔者在文中表明,该论点的大致轮廓并不依赖于这些假设。另见 Benston, *Required Periodic Disclosure under the Securities Acts and the Proposed Federal Securities Code*, U. Miami L. Rev., Vol. 33, 1979 作了类似的阐释。

于公司的大多数信息,公司本身可以以比股东更低的成本创造和传播信息。而公司的决策,由于它反映了公司对全体股东而言的价值,在边际上是正确的。一家公司想在发行股票时获得尽可能高的价格,就必须采取一切成本合理的措施,使股票在二级市场上是有价值的。因此它必须作出继续披露信息的可信承诺。^[24]

有证据表明:自从有公司以来,公司就一直在披露自己最重要的信息,并通过第三方来对这些信息进行认证。审计机构的使用可以追溯到公司诞生之初。当要求上市公司披露年度报告的《1934年证券交易法》通过时,每一家在全国市场上交易的公司都进行了大量经独立审计机构认证的公开信息披露。^[25] 1934~1964年,只有那些在国家交易所交易的公司才被要求披露年报(1964年法律修改,涵盖了投资者人数超过一定数量的所有公司)。公司可以通过退市或不上市来避免披露信息。尽管如此,公司还是急切地在交易所上市并披露信息;未上市的公司也按照法律规定的模式披露了大量数据。即使在今天,虽然州和地方政府的证券不受强制性信息披露规则的约束,但这些发行人通常会向购买者提供大量信息。

为了平息投资者疑虑而进行的信息披露,也(在适当程度上)降低了投资者搜寻过多交易信息的激励。正如我们前面所描述的那样,问题在于,对未来的了解可以创造盈利机会,但不能让作为投资者整体上变得更加富裕。因为搜寻这些信息的成本很高,如果公司通过披露信息来减少搜索获利的机会和激励,那么投资者作为一个整体将从中获益。证券的净收益是其总收益(股息加上所有清算分配)减去持有该证券的信息和交易成本。一家公司可以通过降低持股成本以及增加其

[24] 这出自有关代理的文献,这些文献表明,如果管理层未能采取任何成本合理的措施来减少管理的净成本,他们就将承担这些成本。See Jensen & Meckling, *Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, J. Fin. Econ., Vol. 3, 1976.

[25] 关于历史, see Watts & Zimmerman, *Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm*, J. L. & Econ., Vol. 26, 1983。关于1934年的情形,参见 Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, Am. Econ. Rev., Vol. 63, 1973。不是所有的公司都披露了相同的内容,我们又回到了这个问题上。

业务利润来轻松地增加净收益。承诺为此目的进行信息披露的公司相对于其他公司将会繁荣发展,因为它们的投资者承担的持股成本相对较低,并且更具安全感。承诺越有说服力,投资者就会为该股票支付更多的钱。

(二) 自利驱动的披露模式的局限性

信息是一种“公共产品”,这意味着独立行动的投资者收集的信息量是错误的。由于已经论及的原因,公司管理层的自身利益使他们只提供大体与投资者整体所需相当的信息量。然而,由于存在提供信息的验证和认证成本,这个信息量是“大体上的”。如果披露规则能够像反欺诈规则一样降低这些成本,那么公司的披露便可得以改善。我们将在第三部分对此进行讨论。导致公司的信息披露不是最优安排的另一原因在于第三方效应(third party effects)。

一家公司为其投资者提供的信息,也可能有利于其他公司的投资者。公司 A 所披露的内容可能会透露公司 A 所属行业的一些信息——哪怕只是公司 A 的预期产量——该行业的其他参与者也可以利用这些信息来规划他们自己的经营活动。竞争对手公司的投资者还可能获得其他附带利益。然而,公司 A 无法从其他公司的投资者手中获取收益,尽管他们愿意为此付费。原因在于,若不如此,信息供给将会不足。

这种情况与囚徒困境有关。公司和投资者在整体上都希望公司同时披露公司和行业的部分特定信息,但每个单独的公司都不会这样做。一方面是因为其他公司将会“搭便车”,另一方面是因为某些信息(如与新产品有关的信息)可能会给竞争对手带来竞争优势。只有当其他的所有公司都被要求这样做时,每个公司才愿意披露信息。然后,披露成本和所有的商业风险都将得到更均匀的分配。在缺乏强制性的披露要求或强烈的披露激励的情况下,每家公司都会想要拒绝披露。

在便于公司间比较的信息的披露方面,也存在类似的“搭便车”问题。公司 C 可能掌握了一些可以使其比公司 D 更具吸引力的信息。但是,如果不披露公司 D 的经营计划和前景,它就不能有效地传达这些信息。而披露关于公司 D 的信息会部分地增加公司 D 当前或未来投资者的利益,公司 C 却无法从中获得收益。公司 C 可以通过买卖 D

的股票来获得部分收益,但这是一笔代价高昂的交易。此外,如果公司 C 不直接拥有 D、E、F、G 等公司的股份,就无法获取全部收益。扩大公司规模在实现更大程度的信息内部化的同时,还会产生其他成本,如垄断和降低投资者分散持股的能力等。

公司 C 在披露影响其“风险—回报”特性的信息时,也面临着无法获取这些信息产生的全部收益的问题。公司之间的差异程度越小,一家公司的披露所得收益的溢出效应越大,便越不愿意披露有关信息。这样,许多公司的“风险—回报”特性的外观就越来越像。某种形式的集体行动(无论是否通过政府来完成)在理论上应该是有益的。因此,哪种集体行动难题的解决方式净成本最低,是一个实证问题。

假设存在一种向投资者披露信息的最佳格式。有些披露方式相对来说更容易理解与验证,而有些披露方式更倾向于隐藏而非透露信息。如果社会上所有投资者之间的合同均无成本,投资者将要求所有公司识别并使用最佳披露格式。然而,对于一家独立经营的公司来说,这样做的成本可能太高。最佳的披露形式可能需要使用一些专门的语言(可以将有着精细术语的会计准则视为一种专门的披露语言),但没有一家公司能够从发明和使用这种语言中获得很大的利益;因为其他人都可以免费使用该格式。有时,使用某一特定披露方法的困难与否也取决于其他公司是否采用相同的格式,以便于对投资标的的比较。而其他公司可能并不急于在这方面进行合作。

政府颁布的强制披露规则是一种实现标准化的方式,但并不意味着强制披露是必要的。市场经常为信息问题设计出巧妙的解决方案。实际上,证券销售商面临的问题与将新产品推向市场的问题没有太大区别。标准唱片速度的发展促进了唱片和立体声系统的大规模销售。若不是制造商和广播公司就信号传输标准达成了一致,彩色电视便没有实现的可能性。拥有一项重要专利的飞利浦(Phillips)所颁布的标准,大大助力了新兴的激光唱机与磁带、唱片的竞争。有时行业协会可能会制定这样的标准,就像电子行业和部分会计行业所做的那样。私人或政府的相关举措能否以更低的成本实现标准化,是一个实证问题。

(三) 创建最佳披露模式的私人或竞争性方法

1. 信息中介机构

行文至此,我们一直假定公司在独立地创造并向投资者传递信息。有时公司选择不披露,是因为这种自助式披露的成本超过了信息的价值。有时即使投资者会从知晓某些信息中获益,公司也会选择不披露,因为这些信息会降低而非增加公司的价值;关于新产品或新技术的信息就属于此类信息。由于这些不披露信息的“正向”理由的存在,投资者无法确切地推断出没有消息就是坏消息。自利模式的信息披露的力量被削弱,优质公司面临无法使其发行的证券比劣质公司的证券更突出的困难。

信息中介机构可以解决部分问题。举这样一个例子:一家公司想利用技术突破来筹集资金,但它不能透露细节。该公司可以向承销商披露信息,承销商将对证券进行适当定价。投资者意识到,承销商可能获取了发行人未向公众披露的信息,而且他们在不欺骗客户方面有很强的声誉利益。然后,投资者为这些证券支付的价格便会高于那些没有取得此类技术突破的同类公司的证券价格。公司也可以通过向投资分析师或其他中介机构披露部分信息来间接传播消息——尽管由于中介机构的声誉利益较弱,传播效果并不好——这些投资分析师或其他中介机构通过提供建议而非陈述细节来与公众沟通。^[26]

同样地,会计师也充当中介机构。我们之前已经强调过,会计师降低了信息的验证成本,因为他们以自己的声誉为公司披露的准确性做背书。此外,如果会计师们就会计语言达成统一,那么便能够使披露模式标准化,从而降低成本。会计师将创建和维护标准语言的成本分摊到所有公司。当然,会计师可能会面临来自个别公司滥用其语言的压

[26] 有关金融中介(而非信息中介)以及向其他公司投资的公司的类似分析,参见 Campbell & Kracaw, *Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation*, J. Fin., Vol. 35, 1980。See also Benston, *Accounting Standards in the United States and the United Kingdom: Their Nature, Causes, and Consequences*, Vand. L. Rev., Vol. 28, 1975; Benston, *The Market for Public Accounting Services: Demand, Supply, and Regulation*, Acct. J., Vol. 2, 1979, 非常接近我们在后面提出的一种对策。

力,或者他们可能根本无法就通用语言达成一致;政府干预可能会降低这些协商和执行的成本。

信息中介机构显然不能保证信息的准确性或完整性。其雇员可能不称职或受到欺骗;他们定期而非连续地审查事实,所以情况可能会在他们的审查和投资者根据信息采取行动的时点之间发生变化。但其他任何披露方式都会存在这些问题。重点是,信息中介机构提高了可以传达给投资者的公司准确信息的数量。

2. 知情交易者

有些交易者比他人掌握更多信息。内部人和那些从内部人、经纪商那里获得信息的人、那些寻找秘闻并进行推断的人,以及那些从了解更多的人(如分析师和基金经理)那里购买信息的人都是知情交易者。他们寻求信息来追求“跑赢市场”,获得优秀回报。不过,因为投资者们遵循同样的策略,并根据他们所了解的信息进行交易,所以知情交易者赚取收益的能力是有限的。当其他交易者获得消息,这种交易行为——将股票价格向知情交易者认为“正确”的方向推动——会剥夺这些交易者所拥有的信息的价值。当股价达到某一位置,知情交易者对买卖股票漠不关心时,股价就比直接披露更有效、成本更低地传递了有关公司的信息。交易永远不会完全地揭示真相。不知情的交易者可能无法分辨特定的交易是由新信息还是投资组合的调整所驱动的。尽管如此,知情者的交易与否都为其他投资者提供了大量信息。^[27]

3. 证券交易所

组织有序的交易所能够降低交易成本。^[28] 通过让对证券前景有不同看法的各方更容易进行交易,组织有序的交易所增加了流动性,降低了不必要的投资风险。二级市场的流动性越强,交易所就越成功。交易所的成功取决于交易量,因而交易所具有采用有利于投资者的交易规则的动力。这些规则吸引了更多的交易,降低了交易成本,增加了

[27] 关于知情交易者在信息沟通中的作用,参见 Grossman & Stiglitz, *Information and Competitive Price Systems*, *Am. Econ. Rev.*, Vol. 66, 1976; 同前注[4], Manne 文; See also R. Brealey, *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks* (2d ed. 1983) (实证研究汇总); 同前注[9], Gilson & Kraakman 文。

[28] See Telser, *Why There are Organized Futures Markets*, *J. L. & Econ.*, Vol. 24, 1981.

交易所的运营收益。

例如,交易所通过采用使上市公司欺诈的数量降至最低的规则来获得收益,因为遭受过误导的投资者不可能成为重复交易者。出于同样的原因,交易所激励制定规则,要求上市公司按照投资者所要求的数量和类型披露信息。组织有序的交易所之间在公司上市和投资者业务方面的竞争,以及交易所和其他投资方式之间的竞争,使交易所更有动力采用有益于投资者的规则。

反过来,公司也具备将其证券放在遵循投资者利益最大化规则的交易所挂牌交易的动机。为了理解这一点,假设目前公司自行披露的信息量少于(或不同于)投资者群体的要求,并且这种不当披露水平所造成的社会损失远远小于这些公司为确定适当的信息量而付出的磋商成本。这种情况很有可能会发生,比如受到在上文*中提到的第三方效应的影响。组织有序的交易所为公司提供了一种应对集体行动难题的方法。公司同意接受交易所制定规则的约束,是因为这些规则“内化”了许多第三方效应,接近于要求公司进行最佳披露。自行遵守交易所规则的公司将在吸引资本方面具备竞争优势。这种机制在纽约证券交易所与其他证券交易所之间的竞争中发挥着重要作用。纽约证券交易所通过制定上市公司信息披露和新股发行的管理规则,从其他交易方式那里吸引了许多业务。

以上分析表明,在证券法律颁布前后,在国家交易所上市的公司都比未上市公司系统性地披露了更多的信息。我们没有进行调查来证实这一推断,但这与一般印象是相符的。

4. 各州

就像交易所之间的商业竞争一样,各州之间为吸引公司注册而展开的竞争也缓解了集体行动问题。越来越多的文献论述了司法辖区之

* 标题“二、(二)”。——译者注

间的竞争在何种条件下往往会产生有益的规则。^[29] 这种竞争在公司注册市场上最为激烈。因为投资者能够近乎零成本地在不同州的公司之间随意转移投资,而且公司有能力和转移注册地,几乎不需要任何成本。选用最有利于投资者的规则的司法辖区,将吸引和留下最多的资本。

联邦主义经济学对许多公司法问题都产生了影响。州际竞争的力量强有力地表明,跨越司法辖区而长期存在的公司法规则,最可能使投资者受益。这意味着那些吸引了最多投资的州,最有可能采取了高效的规则。这表明,与可能扼杀这种竞争的全国性监管机构颁布的规则相比,由司法辖区之间的竞争产生的规则更有可能帮助投资者。^[30] 如果强制披露某些事项是最佳选择,州法会作出此类披露要求,因为这种要求会令州对投资者(从而对公司)更具吸引力。

这些原理的一个有趣的含义是,投资者可能从公司法的演变趋势中获益。这种趋势将法律规则视为一套现成的理解,随着条款和章程细则中的具体规定变化而变化。在特拉华州和今天其他的大多数州,公司几乎可以选择他们想要的任何一套组织原则。^[31] 这些法规通常很少要求或不要求运营中的公司进行持续披露,尽管各州的蓝天法通常要求在股票发行时进行实质性披露。这表明,要求存续公司披露信息的规则很可能是不必要的,除非存在可能会阻止司法辖区之间的

[29] See e. g., D. Mueller, *Public Choice*, Cambridge University Press, 1979, pp. 125 - 145 (collecting sources); Easterbrook, *Antitrust and the Economics of Federalism*, J. L. & Econ., Vol. 26, 1983; Epple & Zelenitz, *The Implications of Competition among Jurisdictions; Does Tiebout Need Politics?*, J. Pol. Econ., Vol. 89, 1981; Rose - Ackerman, *Does Federalism Matter?; Political Choice in a Federal Republic*, J. Pol. Econ., Vol. 89, 1981. See generally Tiebout, *A Pure Theory of Local Expenditures*, J. Pol. Econ., Vol. 64, 1956(构建了一个模型,提供了一个使地方公共产品支出与国家公共产品支出水平相当的解决方案)。

[30] 有关这些原则的应用, see Easterbrook & Fischel, *Voting in Corporate Law*, J. L. & Econ. Vol. 26, 1983。然而,任何生存论的适用范围都是有限的。关于在内幕交易应对中,这些限制的边界何在的争论, compare Carlton & Fischel, 同前注[1], with Easterbrook, 同前注[1]。

[31] See R. Winter, *Government and the Corporation*, 1978(关于联邦主义和公司法的开创性讨论)。See also Fischel, *The "Race to the Bottom" Revisited; Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law*, Nw. U. L. Rev., Vol. 76, 1982。

“正向”竞争的问题,如多州第三方效应。

(四) 关于强制性信息披露的缺乏支持的理由

公司自我诱导性的信息披露的机制和公司外部各种获取、传播和要求信息披露的竞争机制都为投资者提供了大量信息。这些信息“足够”了吗?一个市场可能遭受“市场失灵”,但至少要有5个市场在传递公司的信息。如果要为国家政府的强制性信息披露提供充分的理由,就必须说明为什么所有其他机制都失灵了。如果按照这个标准来衡量,支持强制性信息披露的一些理由显然不符合要求。

1. 增强公众对市场的信心

最常见的赞成强制性信息披露规则的理由是,这对资本市场的“信心保持”是必要的。据说,投资者,尤其是那些不成熟的小投资者,在担心自己可能被公司或消息更灵通的交易者所利用时,会从市场撤出资金。而这将损害证券市场和整个国家经济。披露规则既能防止欺诈,又能使投资者平等地“获取”信息,恢复必需的市场信心。

这种观点并不令人惊讶。1929年至1934年,证券市场经历了资本的大幅外流,“缺乏信心”可能是一项重要的理由。而在接下来的50年里,投资者似乎充满“信心”。然而,除非我们对盲目的事后推理感到满意,否则我们便不能就此止步不前。在1934年之前很长一段时间内,市场也很有“信心”。20世纪20年代,投资股票的公众比例比以往任何时候都要高(尽管通过共同基金和养老信托基金的间接投资,使投资变得更加普遍)。为什么联邦信息披露规则能够产生必要的信心?

不可能将之解释为在没有强制性信息披露规则的情况下,欺诈将会盛行。我们在上文中已经证明了这一点,而且强制披露的支持者并没有证明,披露规则下的欺诈发生率低于反欺诈规则。指出20世纪20年代发生过一次、十次或数百次欺诈案也无法证明。因为我们可以举出同样数量的当代欺诈案例,从股权融资公司案到宾州中央公司案(Penn Central),再到OPM租赁欺诈案。正如我们没有说最近的(20世纪七八十年代——译者注)欺诈行为表明证券法是无效的或不受欢迎的一样,披露规则的支持者也不能将20世纪20年代欺诈行为的现实存在作为论据。

这并不是说市场信心不重要。相信市场是公平博弈的投资者,会

把更多的钱投入股市,减少用于信息调查的支出,这两种渠道都可以增加经济收益。但要提出这样一个基于“信心”的论点,就需要证明,信息披露规则减少欺诈行为带来的收益,大于实施规则的成本。没有这样的分析,就无法对任何规则的合理性作出令人满意的解释:不计成本地主张信息披露规则能够减少欺诈,就像主张要求所有汽车都使用5英寸的钢板来制造,以减少车祸死亡人数。由于缺少有力证据证明强制性信息披露规则减少了欺诈的发生,“成本—收益”的分析没有显示出收益超过了成本。

即使有更好的证据证明强制性信息披露规则对减少欺诈行为数量有效,我们也需要分析其边际成本,“拆解”不同的路径(如注册、招股说明书、表格10-K、代理和其他披露手段),并着眼于每一路径下的披露要求。例如,简化注册披露要求的收益可能超过成本,但表决权委托披露制度的成本为净成本。我们无法在理论层面上确信,我们只能说,50年后监管的支持者也没有任何在科学上可以接受的证据,证明任何基于减少欺诈或增加信心的披露规则都具有良好的成本效益比。

2. 保护不成熟的投资者

与“欺诈”论点为伴的是,缺乏经验的投资者需要特别的保护。有观点认为,不知情的投资者是被剥削的投资者;谁知道的少,谁就会受到不公平的待遇。还有观点认为,无论这些投资者是否会亏损,对这种剥削的恐惧都会侵蚀投资者的信心。披露规则均衡了信息的获取并简化了信息的呈现方式,使所有人都能理解信息,克服问题,而无论信息以何种方式呈现。

这种观点就像它被期望保护的投资者一样不成熟。它忽视了市场具有的使“价格反映信息”的作用。只要知情交易者在信息搜寻和价格磋商上付出足够努力,市场价格就会反映所有的公开信息。^[32] 知情

[32] 关于价格在多大程度上有效地反映现有信息,目前已有大量文献。See, e. g., Banoff, *Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule 415*, Va. L. Rev., Vol. 70, 1984; Fox, *Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis*, Va. L. Rev., Vol. 70, 1984 (forthcoming). 观点总结参见 Gilson & Kraakman, 同前注[9]。更多的技术性分析,参见 E. Fama, *Foundations of Finance*, Basic Books, 1976, pp. 133 - 168.

交易者的行为会影响价格,直到这些投资者根据掌握的信息对价格满意为止;除非有新的信息出现,否则价格无法被进一步“优化”。不知情的投资者可以“搭便车”,免费获取市场掌握的信息:他们不必费任何功夫去获取信息,就能与专业投资者获得相同的价格。如果把信息强塞给这些投资者,他们的处境只会更糟:他们必须阅读信息或放任自流。这并不会对他们产生增益,因为这对专业投资者来说都是些过时的内容了,无法影响价格。^[33] 知情交易者还因其消息略领先于其他市场主体而获得回报。这种回报不会以“牺牲”信息较少的人的利益为代价;它们是对搜寻信息付出的努力的补偿,而这种努力令所有投资者受益。无论法律如何对信息披露规则作出规定,通过邮件获取披露信息的“一般投资者”,与那些最先掌握利用信息的人相比,总是来不及达成划算的交易。

这一论证过程中的“损害信心”部分的论点并不比“不知情的投资者实际上被利用了”的论点更有力。如果他们没有被这样的剥削,在逻辑上,他们就不会对此担心,也不会缺乏信心。诚然,人们可以宣称投资者会非理性地缺乏信心,因此建立强制披露信息规则是必要的,但这几乎是同义反复。这怎么能够证实或证伪? 我们愿意承认,有些不合逻辑的投资者总是怀疑知情交易者正在秘密地获得优势,但这又当如何? 这些偏执的交易者可以付出最低的成本来保护自己。例如,他们可以将资金交给专业投资顾问或共同基金的经理,从而获得任何内部人士所拥有的优势。^[34] 因此,信息不平等的存在——无论是真实的还是想象的——不足以作为强制性信息披露规则的基础。

[33] See Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, Bus. Law, Vol. 38, 1982 (包含对这一论点更加充分的讨论). 关于非购物者如何从竞争市场内的购物者行为中获益的一般性讨论, see Schwartz & Wilde, *Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: A Legal and Economic Analysis*, Pa. L. Rev., Vol. 127, 1979.

[34] 数据有力地表明,市场内部人——专业交易员和基金经理——没有优势。See, e. g., J. Cragg & B. Malkiel, *Expectations and the Structure of Share Price*, University of Chicago Press, 1982. 消息灵通的交易者如此之多,以至于他们之间的竞争阻止他们获取优势。尽管如此,即使存在隐藏的优势,“保护穿制服的”的这一论点也是站不住脚的。同前注[1], Easterbrook & Jarrell 文,第 79 ~ 83 页。在正文中对这一论点进行了阐述。另见同前注[9], Fischel 文。

3. 增加真实信息的供给

赞成强制信息披露规则的第三个常见理由是:需要向投资者,尤其是经验丰富的投资者提供有价值的信息,以供其决策。在这种理由下,普通投资者是否有平等获取信息的机会或能否理解信息并不重要。重点是把信息投放到市场上,而几乎不关心谁先获取信息。^[35]换句话说,这种观点假设价格会有效地反映信息;它通过信息披露对价格准确性的正向作用证明其合理性。

向市场披露更多信息很可能会带来收益。我们已经讨论过,为什么即使是在与市场主体之间和各州之间的竞争密切相关的情况下,私人激励驱动下的信息披露也无法提供所有的信息,而且可能不会提供正确数量的信息。如果联邦信息披露立法降低了投资者获得信息的成本,投资者的净回报将会增加,然后资本市场便能够将资金分配给更具估值能力的资金使用者。

然而,我们必须小心,避免犯下这样的错误,即认为如果某些信息是有益的,那么多多益善。仅仅证明信息披露规则使公司现今披露的信息比1933年之前更多,是不够的。信息的成本高昂,而且大部分由投资者承担。投资者是否会从更多的信息中受益,取决于知识增量的边际收益是否超过边际成本。没有人会认为,如果克莱斯勒(Chrysler)“披露”其公司文件的内容,包括每条传送带的购买价格以及与员工进行下一轮谈判的谈判策略的细节,投资者将从中获利。因此,现在(20世纪80年代——译者注)披露的信息多于50年前(1933年之前),可能表明现在披露的信息过多,而50年前(1933年之前)披露的信息量恰到好处,也可能表明随着时间的推移,情况发生了变化,如今投资者需要更多的信息。如果是这样,那么无论有没有立法,信息披露的数量都会增加。

有人认为,信息披露规则会给市场带来有价值的信息,这一说法有些讽刺意味。许多“披露”规则禁止在特定时间以特定形式传递信息。

[35] 这一目标的实现经常与确保不成熟的投资者能够获取信息的目标相冲突。See Anderson, *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation*, Hastings L. J., Vol. 25, 1974.

“禁止抢跑”规则和兜售(touting)规则对证券发行前的公司披露作出了限制。对市场来说,最重要的信息是关系到未来的信息;过去的事实已经反映在价格上了。

然而,在超过45年的时间里,SEC不鼓励公司进行任何利润预测或其他前瞻性披露,理由是这些信息本身就具有误导性。经过长期研究后,1979年颁布的第175条规则(Rule 175)允许披露前景预测信息,前提是它们有足够的支撑(也就是说,仍然与过去的事实相联系)。要理解现在或过去的信息披露规则,必须对这些强制性披露信息的规则、限制信息披露的规则和可以不披露的信息的规则进行解释。

三、作为第三方效应、法律错误和寻租的应对策略的信息披露规则

虽然为证券法披露条款提出的惯常理由不能令人信服,但我们认为,有一条更合理的论证路线,(据我们所知)以前从未提出过。我们将在下面概述这一论点。

(一) 信息披露要求的目标

1. 控制第三方效应

我们在前文*中讨论了自利驱动的披露模式可能无法实现最佳信息披露的三个原因:(1)一些数据除了涉及公司,还涉及公司所在的行业,而公司会减少对这些数据的提供,这既是因为他们不能就其他公司从中获取的利益进行收费,也是因为他们想要了解其他公司的商业计划,而对自己的计划守口如瓶;(2)由于无法就可供比较的数据进行收费,这些数据的供给就会不足;(3)没有公司会有足够动力来构建最低成本的披露模式。我们讨论过私人和各州的解决这些问题的方法,但解决方案是不完整的(至少与零交易成本的情形相比)。私人机构无法强制他人遵从,会出现抵制的问题。由于其中的一些问题是跨州性的,所以各州之间的竞争无法达到最佳效果;如果拒不合作符合某些公

* 标题“二、(二)”。——译者注

司的利益,就会使有的州为了获取利益而成为抵制者的避风港。

2. 控制跨州剥削

这种通过各州之间的竞争来协调信息披露的困难,反映了这样的事实:当一项判决结果只在一个辖区内生效时,这种管辖权竞争是最有效的。因为只有一个州的法律管辖一个公司的“内部事务”,所以竞争才能有效。与之相对,注册在 D 州的公司所适用的信息披露规则,会影响到许多在其他地方注册的公司。实际上,证券市场的州际特性为各州剥削居住在其他地方的投资者创造了机会。

例如,一家公司在 D 州注册成立,该州要求披露的事项为 X、Y 和 Z。假设目前披露的数量是最优的;额外披露的成本将超过投资者所能获得的收益。这些投资者居住在全国各地。居住在 N 州的一群投资者可能会在那里提起诉讼,声称根据 N 州的法律,该公司应当披露 Q。即使 N 州的法官知道披露 Q 会达不到披露的预期目标,但支持这一赔偿请求并判令该公司向 N 州的居民支付损害赔偿金,很可能符合 N 州的利益。之所以如此,是因为大多数投资者住在 N 州以外,无法收到损害赔偿。支付给 N 州居民的赔偿金来自其他州的居民。一旦公司开始运营,N 州便可能会趁机“剥削”其他州的居民。^[36] N 州的居民获得的赔偿收益,大于他们在将来的“低效率大规模”披露中的损失,因为这些披露的成本将由其余 49 个州承担。N 州的居民最终获得了这种转移支付的 100% 的收益,而他们只需要为将来的过度披露所带来的成本中的一小部分买单。

如果 N 州试图进行这种剥削,市场中的其他主体将作出调整。这些公司可能会减少在 N 州出售的股票,但他们无法阻止股票被交易至那里。公司可能会开始披露 Q 事项,但根据假设,这不是最优安排。而且,对 Q 的披露也无法阻止 N 州第二天要求公司披露新的事项。最后,其他州可能会进行报复:如果在 N 州注册的公司在与其他州的交易中没有披露事实 Q,他们就会惩罚这些公司。一种报复性的平衡可能会形成,在这种平衡中,各州会系统性地要求在其他州注册的公司披

[36] 参见 Levmore, *Interstate Exploitation and Judicial Intervention*, Va. L. Rev., Vol. 69, 1983, 了解该原理在几个问题上的应用,包括跨州要约收购的监管。

露过多信息。

如果各州停止这种剥削彼此居民的尝试,每个人都将受益,但这种剥削的控制可能代价高昂。正如各国利用关税,以损害他国国民的利益为代价保护本国国民。事实证明,要改变这种做法非常困难。商务、优惠和豁免条款以及州际关税条款的存在,至少部分是因为人们认识到了类似的问题也可能发生在各州之间。但是宪法条款(以及适用商业条款以防止赤裸裸的州际保护行为的司法判决)并没有阻遏所有形式的剥削。可以将现在的各州税法、产品责任法以及现行的冲突法原则都理解为以牺牲外州利益为代价来保护本州居民。只有联邦统一立法才能防止各州在证券交易中实施剥削。

3. 控制普通法的运行成本

1933年,各州的反欺诈法律便具有通常只存在于普通法中的弹性。各州不仅禁止彻头彻尾的谎言,还禁止通过选择性披露和遗漏或狡猾的语言误导读者的陈述。^[37]然而,可以想到的是,普通法的不确定性带来了巨大的成本。

一是风险。当事人要到事后很久才能知道他是否会被发现违法。几年后,自认为已经向投资者做了适当披露的公司可能会惊讶地发现,他们披露的信息不够多,或者披露的内容不正确。这是一种不必要的风险,而风险的提升会增加公司的募资成本。如果能够在不影响公司前景的情况下降低风险,那么投资者的境况会更好。投资者愿意为确定性买单,即使确定性的部分代价是在不考虑风险的情况下“过度”的信息披露,他们的福祉也将增进。

二是诉讼的花费也很高。当事人会在诉讼中投入资金,直至最后1美元的投入对收回的影响仅为1美元。当风险更大时,他们花费更多——因为和解协议更难达成。证券发行量往往相当大,相应地,欺诈诉讼的风险也很大。因此,投入在诉讼上的资源可能是巨大的。而这些投资往往是社会资源的浪费;当它们只是用于分割现有的财富,而不

[37] E. g., Restatement of Torts § 529(1938).

是创造或维持法律先例时,它们就是不经济的。^[38] 如果公司和投资者能够找到减少诉讼的方法,每个人都将受益。例如,如果有可能建立一种行政机制,事先确定某些披露是否充分,披露的总成本就会下降。同样,投资者可能会从中受益,即使行政机制的成本包括为了实现无成本的诉讼而导致的过度披露。

(二) 高效强制性信息披露的概貌

因此,毕竟强制披露有一些潜在的效用,而这些效用是否已然实现,则是一个实证问题。我们不想犯“涅槃谬误”(nirvana fallacy),即断言如果市场“不完美”,那么监管一定是更好的选择。发现市场的“缺陷”可能并不比发现所有好东西都有不可降低的成本更有帮助,就像购买钢铁是制造一辆汽车的成本,而非汽车市场的“缺陷”。监管比市场更容易失灵,因为很少有自动的力量来纠正出现偏差的监管。监管体系缺乏竞争对手,而且监管本身往往压制了发现监管失灵所需的信息。

最初的问题是,联邦监管制度的功能是否与我们的期望相一致,即披露规则设计得是否足够合理,从而实现我们前面考量的目标。根据我们的论述,高效的强制性信息披露规则的特征是:

1. 信息披露是标准的、常规的;
2. 由所有州际公司,而非州内公司进行披露;
3. 强调已经发生的事实;
4. 相应地,禁止就其他事实进行书面披露或作出与书面内容不一致的口头披露;
5. 对披露的事先审查和其他降低风险的机制;
6. 审慎使用“重大遗漏”测试来判定书面披露文件中的欺诈行为。

证券法包括了所有的这些要素。现在我们解释一下,为什么这些要素是对披露成本的适当回应,以及证券法是如何提供这些要素的。

[38] See Easterbrook, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information*, Sup. Ct. Rev., 1981; Shavell, *The Social Versus the Private Incentive to Bring Suit in a Costly Legal System*, J. Legal Stud., Vol. 11, 1982.

(三) 强制性信息披露要求的模式

1. 标准的、常规的信息披露

信息披露的标准化直接涉及上文*中讨论的第三方效应的核心。实施标准化的披露格式和时间有助于比较使用披露内容,并有利于创建高效的披露语言。如果每个公司都必须披露相同的信息,那么即使公司被迫披露对竞争对手有利的内容,每个公司的投资者也将获得互惠性的利益。

证券法通过编制由每家公司在指定时间完成的“附表”,并授权SEC颁布和解释会计术语,实现披露的标准化。SEC运用其监管权力,根据公司的规模及其所处行业创造了多种信息披露表格。^[39]例如,矿物开采公司就适用于一种特殊的表格。成熟公司披露的信息比其他公司要少(基于市场会生成大量有关这些公司的信息的认识,适用于最大规模的公司的附表S-3相当精简)。这些监管表格的高度特殊性既降低了披露成本,又提高了披露内容的可比性。

2. 由所有州际公司,而非州内公司进行披露

统一的披露规则通过禁止任何重要参与者进行“抵制行为”,回应了前述的第三方效应问题。所有公司都从其他公司的披露中获益;所有公司也必须付出披露自己信息的代价。投资者遍布各州的公司与投资者限于一州的公司之间的区别,也直接体现为二者在前文**中讨论的跨州剥削问题上的差异。只有当股权散布在多个州,以至于每个州都认为其可以“出口”损害赔偿和过度披露的成本时,这种剥削的风险才会产生。然而,当一家公司的大多数投资者都生活在同一司法辖区时,这种“出口”就会变得困难。这时,司法辖区之间的竞争更有可能产生最佳披露规则。

* 标题“二、(二)”和标题“三、(一)”。——译者注

[39] 然而,SEC并没有对会计业进行显著的监管。我们支持通用披露语言的一般论点似乎暗示着对会计业进行实质性监管。这里的困难在于,没有人知道标准化的最佳程度。SEC规定会计惯例的尝试可能为时过早,阻碍发展出“更佳”的会计惯例。最有效的监管可能是允许会计专业人员通过一般习惯来确定语言,然后防止对该用法的重大和误导性的偏差。See Kitch, *Book Review*, U. Chi. L. Rev., Vol. 47, 1980.

** 标题“三、(一)2.”。——译者注

法律贯彻这种思路的方式是,将初始披露要求(股票发行时)限制在跨州证券发行中。《1933年证券法》第3(a)(11)条豁免了州内销售,而SEC发布的规则则为主要在州内的交易提供了更广泛的豁免。^[40] 后续披露要求(年度报告和10K表格、代理材料等)仅适用于在全国性交易所上市的或拥有超过一定数量投资者的公司。这实际上将所有小型公司和闭锁公司排除在规则适用范围之外。

许多人认为,对这些小公司和州内交易实施的披露豁免是很难理解的。因为他们认为这些小额交易(其投资者更不成熟)中最有可能发生欺诈,而且在这方面,股票市场和专业的投资分析提供的保护也最少。他们发现,如果有理由认为这种豁免是合理的,那么只能是因为需要降低相对较小规模发行的成本。另外,我们的思路不需要为法律对小规模发行的相对忽视进行辩解。联邦证券法结构的逻辑在于,州法能够在州内的交易中,而非跨州交易中提供最优安排。

这就留下了一个问题,为什么证券法减少了跨州剥削。法规没有明确禁止州法院作出损害赔偿判决;事实上,联邦证券法中存在保留条款。尽管如此,州法院的裁决很少被定性为剥削性的。部分原因可能是在下文讨论的事先审查和法律的“安全港”特征;还有部分原因可能在于这种威胁:尽管存在保留条款,最高法院也可能对联邦法律进行解释,认定这种剥削行为构成了州际商务的负担而予以禁止。^[41] 在此我们无须进行完整的解释;联邦法律结构中的某些内容,已经在事实上阻止了在证券案件审理中遵循“未能尽到警示义务”的产品责任案件的审判模式。

3. 强调已经发生的事实

列举特定客观事实是成本最低的披露方法。最容易在公司之间比较的也是历史事实。当适用于历史事实时,验证机制的成本最低,反欺

[40] 第147条规则规定,如果公司超过80%的投资来自一个州,并且公司超过80%的收益将投资于该州,则可以豁免注册。A条例进一步豁免了一些通常用于州内发行的小规模发行的注册。

[41] *Edgar v. MITE Corp.*, 457 U. S. 624(1982)(联邦法院认为州法律对要约收购的监管是剥削性的而不予适用)。

诈规则的实施效果也最好(如前文*所示)。因此,按照我们的思路,证券规则将强调此类客观事实的披露,而将其他任何面向未来的信息的披露交由市场力量解决。

这些法律法规确实促使公司强化了对历史事实的披露,尽管许多学术批评指出,市场更看重公司未来的业绩和利润。SEC的附表强调利润、资产成本等信息的披露,对“计划”和有关前景的类似信息的认可十分有限。在1979年的175规则(Rule 175)颁布之前,发行人就任何有关预期利润或新产品进行陈述都是非常危险的。如今,预测信息的披露适用“安全港”规则,在大多数情况下可以免于承担责任。这实际上把预测性披露交给了市场:既不要求披露预测性信息,也不就预测性信息作出处罚。

4. 禁止就其他事实进行书面披露或作出与书面内容不一致的口头披露

为了促进通用语言的使用和公司优劣的比较,信息披露规则必须根除与众不同的披露方式;如果一家公司的披露方式与众不同,那么可能会侵蚀信息披露在比较公司优劣方面的效用。一家公司可以通过披露非同寻常的信息,使通常的比较标准无法适用,从而使其他公司的投资者无法获得信息披露所能带来的互惠性利益。

再者,任何降低诉讼成本的努力,都必须确保向SEC提交的书面披露文件都是有效的披露。如果所有投资者获取的都是同一套信息披露内容,则可以将证券案件作为集体诉讼来起诉,从而降低每位投资者的诉讼成本,并至少增加获得一定金额赔偿的可能性。信息披露将是赔偿请求的核心部分,而侵权或合同诉讼中经常出现的困难(合同上标明的是X,但销售人员过去说的是Y)得以避免。

此外,当所有投资者都有一个共同的损害赔偿请求时,将这些诉讼请求合并并在同一诉讼案件中审理,能够给投资者带来正向激励。单个投资者会忽视诉讼对他人的判例价值,因此不愿投入足够的精力与资源。与之相反,在集体诉讼中,律师在决定调查和诉讼应投入的适当金额时,会倾向于考虑所有投资者的利益。因为所有的利益相关方都参

* 标题“一、(二)”。——译者注

与了诉讼,所以不会存在显著的第三方效应。^[42]

证券法遵循的路径与这一思路相一致。重点在于书面披露。《1933年证券法》第5条禁止口头或书面陈述先于或不同于法定披露内容。尽管证券在二级市场进行交易的公司可能也确实会进行口头披露——这对于揭示许多公司的特定事实是必要的——但法院拒绝支持这些“口头陈述与书面陈述不同”的诉求。^[43]这确保了书面披露的主导性。除了小额交易或与经纪人的单独交易外,口头陈述在很大程度上无关紧要。

5. 事先审查和安全港规则

事先的行政审查比事后存在风险的司法决定成本要低得多。各方都愿意“过度披露”以降低风险。

证券法以各种各样的方式遵循“事先审查/降低风险”的路径。在很长一段时间里,SEC的工作人员在允许每一份注册申请(registration statement)和招股说明书生效前都会仔细审查。虽然审查过程产生不了正式的法律免责效果,但之所以在实践中这么做,是因为行政程序确保了信息披露符合所有的形式要求,但这也导致了旨在预防风险的过度披露。[这种实践和审查的规范化助力了信息披露的常规化,在过去10年(1974~1984年——译者注)中,SEC已经能够依靠律师专业

[42] 关于调查和诉讼的经济学研究,在多方主体就同一诉求拥有财产权益,而非分散的小额索赔的情况下,see Landes & Posner, *Should Indirect Purchasers Have Standing to Sue under the Antitrust Laws?: An Economic Analysis of the Rule of Illinois Brick*, U. Chi. L. Rev., Vol. 46, 1979。诚然,即使集体诉讼的原告有正确的激励,原告的律师也不会有。See Coffee, *Rescuing the Private Attorney General: Why the Model of the Lawyer as Bounty Hunter Is Not Working*, Md. L. Rev., Vol. 42, 1983; Rosenfield, *An Empirical Test of Class Action Settlement*, J. Legal Stud., Vol. 5, 1976。然而,这是一个单独的问题。无论律师的动机是什么,代表一个群体的律师比代表单独当事人的律师有更好的激励。

[43] See, e. g., *Zobrist v. Coal - X, Inc.*, 708 F. 2d 1511 (10th Cir. 1983) (原告的诉讼请求被驳回了,因为依赖所谓的口头陈述的一方无法证明这种信赖;也就是说,法院不允许口头陈述与书面陈述相矛盾)。严格适用口头证据规则也将取得同样的结果。*Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U. S. 723 (1975)案中讨论了当原告就披露如何阻止其进行交易而提起诉讼时所面临的困难,该案也倾向于取得类似的结果。

知识的积累来维持表格的完整性,而不再需要这样详细的审查。][44]

事先审查未涵盖的事项由法定或监管意义上的“安全港”规则所涵盖——充分利用了《1933年证券法》第19(a)条和《1934年证券交易法》第23(a)(1)条。这些法律规定,任何基于SEC规则而善意为之的行为都不应构成这些法律下的责任基础。这些“安全港”规则通常要求公司采取一系列复杂的步骤来获得它们的保护;因此,证券行业对律师来说既有吸引,也有挑战。然而,从投资者的角度来看,这些法规为公司提供了一条减少风险的路径,却几乎没有换得信息披露。

这些法律规定的程序的结果是,虽然公司就其所生产的产品面临着巨大和不可预测的责任风险,但与其所发行的证券相关的责任风险非常小,尽管产品的性能比证券的价格更容易预测。对根据正常流程制作并提交给SEC的披露文件施加责任的案例十分罕见。追究责任的案例也有很多,但几乎都是小额的营业转让或其他一些不寻常的、针对特定个人的交易。这一责任范围证明了我们的基本观点:宽松的披露规则在降低风险、换取公司信息披露的更少变动方面非常有效。

6. 审慎使用“重大遗漏”标准

我们已经讨论过的所有公式化披露方法和由此产生的确定性,都会因为对构成欺诈的未披露事项的界定太过宽泛而遭到破坏。法律法规规定,不得遗漏那些使信息披露不产生误导性所必需的重大信息。但诸如“重大”和“误导性”这样的术语是模糊不清的。SEC和法院可以将它们解读为要求披露的信息没有边界,也不确定。而这将破坏所有我们讨论过的其他机制。同样,将之与侵权行为进行类比具有启发意义。向来,对“未能警示”特定危险的行为,法院一直施以严重的责任。误导性重大遗漏是与之相当的侵权行为。

不过,在证券案件中,“重大遗漏”标准一直受到限制。联邦最高法院认为,只有在“理性投资者在决定如何投票时,有可能认为该项被遗漏的信息是重大的”的情况下,遗漏才是重大的。[45] 在作出这种界

[44] See Pashigian, *Regulation, Preventive Law, and the Duties of Attorneys*, in W. Carney ed., *The Changing Role of the Corporate Attorney*, Lexington Books, 1981 (讨论了律师在防止违法行为中的经济作用)。

[45] *TSC Indus. v. Northway Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976).

定的案件中,法院认为,证券价格相较于在最初披露时的估价减少了20%,无法说明这项遗漏是重大的。法院的理由是,如此多的其他信息已经被披露了,可以合理地推断价格的变化。而且,无论如何,未披露内容与已披露内容的关联十分有限,因此它不足以构成责任的基础。

根据这一“重大性”标准,SEC的表格和附表的充分披露要求,使其免受后续证明“重大遗漏”的努力的影响,标准化和风险降低功能得以实现。的确,在下级法院的许多案件中,法院认定正式披露文件中存在“重大”遗漏;我们不能否认,从大多数人的角度来看,其中有些判决所涉及的遗漏是微不足道和不重要的。但只有极少数例外,^[46]这些案件没有将损害赔偿判给原告。发行证券的过程似乎几乎不会产生责任。根据州法,州法院对“重大性”进行了更广泛的定义,使得跨州剥削假说更为可信。^[47]另外,在联邦法院发出禁令的案件中,每年都有5到10个案件被裁定信息披露存在“重大遗漏”,但这并没有动摇更重要的观察数据:由于提交给SEC的正式文件中的遗漏而被判承担赔偿责任的情况十分罕见。

证券监管的标准化和风险削减功能在二级交易市场上实现得很不成功。近年来,在股价暴跌之后,出现一系列质疑公司之前所披露信息的准确性和完整性的诉讼,这种情况越来越普遍。对重大遗漏的指控往往是这类诉讼的核心。也许与新股发行市场不同之处在于,一旦股票发行,公司就不再像新股发行那样自由地进行非常谨慎的陈述。因为过度悲观可能会被描绘成市场操纵。无论如何解释,如果法院继续认可公司信息披露存在重大遗漏的指控,就会削弱证券监管的风险削减功能。

[46] See, e. g., *Feit v. Leasco Data Processing Equip. Corp.*, 332 F. Supp. 544 (E. D. N. Y. 1971).

[47] See, e. g., *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 429 A. 2d 497, 501 - 04 (Del. 1981) [被 *Weinberger* 案部分推翻, *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A. 2d 701, 703 - 04 (Del. 1983)].

四、成本和收益的实证分析

到目前为止,我们已经提出了一大堆支持和反对的论据。我们概述了自利驱动的信息披露是如何运作的,为什么私人激励可能会使信息披露处于次优水平,私人 and 州的集体行动可能会如何解决或无法解决这些问题,以及为什么为联邦立法提供的通常理由没有说服力。所有的这些论断都需要检验。50年后,我们能说些什么来支持或反对这些逻辑论证?事实证明,我们所知甚少。成本和收益都不易衡量。

(一) 直接成本

证券监管的直接成本是关于信息的汇编、传播和诉讼的成本,以及SEC的成本(包括政府承担的成本和出庭各方承担的成本)。这些成本包括所有参与披露过程的人(公司高管、律师、员工)的时间机会成本,加上打印和邮寄披露文件以及披露规则的费用。

两位经济学家曾试图测算这些成本。他们计算出1980年的直接支付数字超过10亿美元——这还不包括发行人的员工所投入时间的机会成本。^[48]然而,这些经济学家观察到,公司自愿承担了更高的披露成本。虽然法律没有要求公司向投资者邮寄公司的认证声明和年度报告,但公司每年在这方面的花费超过20亿美元。^[49]这些邮件并不会产生新的信息:年报中的所有内容在邮寄时都已过时,而报告本身的传播也无助于做出更好的投资决策。

这表明,在决定所需披露的成本的所有努力中都存在一个重大问题。在没有证券法的情况下,我们不知道公司会披露哪些信息,向谁披露。这10亿美元中的很大一部分涵盖了在没有法规的情况下可能产生的成本——回想一下1933年广泛自愿披露的情况。强制披露的边际直接成本可能非常低。如果邮寄年度报表和报告带来的不确定收益

[48] See S. Phillips & J. Zecher, *The SEC and the Public Interest*, The MIT Press, 1981, pp. 27 – 51.

[49] 同前注[48],第50页(表格3.3)。

证明了 20 亿美元的自愿支出是合理的,那么在收益方面不需要花费太多功夫,就可以证明 SEC 逐渐增加的披露要求是合理的。

(二) 间接成本:对活跃水平的影响

间接成本可能更高,也更难衡量。其中一项成本是,信息披露可能导致公司改变或放弃原本会追求的盈利项目。如果一个新产品是在保密的情况下构建的,那么它可能是有利可图的,公司在竞争对手面前抢先一步;如果信息披露规则要求提前披露信息,竞争对手的反应会降低该项目的吸引力。

支持披露诸如外汇支付和污染等主题信息的人,经常主张披露是有益的,因为披露将引导公司改变行事方式。^[50]然而,在这些方面找到“收益”是有悖常理的。盈利行为的改变——无论盈利来自新产品,还是来自无须支付排放污染物的全部社会成本——对投资者没有价值,反而被视为一种成本。

可能很少有项目因为披露而被放弃;回顾性、公式化和互惠性使披露不太可能会泄露有价值的和无回报的信息。互惠式的污染信息披露可能对投资者群体是有利的,尽管当其他公司披露时,每个公司都可以从拒绝披露和保持沉默中获利。因此,信息披露导致的公司行为变化的成本(和潜在收益)是未知的。

披露机制还存在其他潜在的间接成本。一个是“噪音”。如果法律迫使公司披露更多信息,那么投资者就必须花费额外的时间梳理披露的信息,找出真正重要的信息。另一个是替代。公司可能会停止披露某些类别的有用信息,转而披露一些令人不解的(但符合要求的)信息。公司可能会在制作书面文件上更加谨慎和沉闷,将重要的信息披露转换为讨论和分析,或其他口头交流,这些交流不那么精确,传播也不那么广泛。未被清楚理解或“编码”的信息披露将被不完美地“解码”(并产生一些成本)。在极端情况下,强制性信息披露机制对信息内容的规定可能会阻止公司一并传达所有类型的信息。即使我们在前

[50] 许多这样的观点都被收录于 SEC, Staff Report on Corporate Accountability(1980), 并在 Staff of the Senate Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs(Comm. Print 1980)中重印。

文*中关于强制披露可能有益的猜测是正确的,任何信息披露机制的实施都必然会存在这样的成本。如果我们在那里的论证是错误的,成本会更高。然而,我们不知道这些成本可能有多高,甚至不知道如何测算它们。

(三) 收益:投资者获益了吗?

据称,强制性信息披露带来的主要收益,是投资者会赚更多的钱。他们会更少地因欺诈而遭受损失;即使欺诈的程度不受影响,当他们知道得更多时,他们也会更明智地投资。相反,前文**中的讨论表明,几乎没有理由认为,披露规则将以投资者回报的形式产生可见的利益。

乔治·斯蒂格勒(George Stigler)针对信息披露规则出台前后投资者的收益所做的研究最为著名。^[51] 斯蒂格勒观察了新股发行市场,计算了每只股票的买入价格和之后某一天的价格之间的百分比差。他研究了1923~1927年的新股购买情况,并询问这些投资者持有1年、2年、3年、4年或5年后的表现。在他的测试中,只有当他们相对于已上市公司的投资者获得收益时,才是表现良好的。然后,他又对1949年至1955年的新股购买者进行了同样的调查。他得出了两个结论。首先,尽管新发行股票的投资者相对于市场而言似乎是亏损的,而且1923~1928年的投资者比1949~1955年的投资者亏损略多,但在统计上这种差异并不显著。其次,投资者利润的标准差在第二阶段远低于第一阶段。斯蒂格勒的结论是,证券法在为新投资者节省资金方面收效甚微,但将一些小公司排除在市场之外,从而减小了回报的方差。

格雷格·贾雷尔(Gregg Jarrell)做了本质上相同的比较,但他使用的方法是在斯蒂格勒的研究之后发展出来的。他不仅询问了投资新公司的投资者相对于市场的收益或损失,还询问了当考虑到投资的波动

* 标题“三”。——译者注

** 标题“二、(三)”。——译者注

[51] See Stigler, *Public Regulation of the Securities Market*, J. Bus., Vol. 37, 1964, revised and reprinted in Stigler, *supra* note 3, at 78. See also Jarrell, *The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New Security Issues*, J. L. & Econ., Vol. 24, 1981. 这两篇文章都受到了批评。See Friend & Herman, *The S. E. C. Through a Glass Darkly*, J. Bus., Vol. 37, 1964(在Stigler的数据中发现了一些错误,并进行了批评解释);同前注[9], Smith文。See also Stigler, *Comment*, J. Bus., Vol. 37, 1964.

性(风险)时,他们是否还会这样做。因为大多数人都厌恶风险,他们要求持有高风险的初创公司的股票比持有埃克森这样的老牌公司的股票获得更高的回报。他还使用了一个更大的样本,这次将1926~1933年和1934~1939年的数据进行了比较。在维持风险程度不变的情况下,贾雷尔得出结论,从后来的回报来看,1926~1933年的投资者并没有为他们的股票付出“太多”,后来的投资者也没有。在5年的时间里,那些在1926~1933年购买新股的投资者实际上比市场上其他投资者的表现要好。和斯蒂格勒一样,他发现在《1933年证券法》通过后,市场的波动性大幅下降。

斯蒂格勒和贾雷尔一致认为,在发行后的第一年,经过风险调整,新公司的股票相对于市场下跌。任何随后的收益必须归因于新的信息。爱尔兰·弗瑞德从这项工作和其他工作中得出《1933年证券法》产生了净收益的结论。^[52]此外,斯蒂格勒和贾雷尔发现弗瑞德的研究方法存在缺陷(弗瑞德也发现他们的研究方法存在缺陷),并认为他的结论是不可靠的。无论我们相信哪个结论,均未显示证券法对投资者回报的实质性影响。

我们从这些研究中认识到了什么?无论信息披露的程度如何,新发行证券的投资者和其他证券的投资者表现得一样出色,这一发现并不令人惊讶。毕竟,这些投资者都是同一群人,而且每个投资者都能接触到新发行和已发行的股票,以及债券、贵金属、大宗商品和其他投资品类。均衡的市场将使所有投资工具的风险调整后收益趋同。即使信息匮乏,投资者愚笨,我们也不会指望他们在购买新股时更加愚笨。

1933年之前存在大量的信息披露,专业投资者不择手段地获取了公司拒绝披露的重要信息。如果《1933年证券法》只是将公司的“良好做法”编纂成法,略微减少专业人士搜寻信息的工作量,那么它将几乎不会在数据中留下痕迹。此外,假设在1933年之前,公司没有提供“足够”的信息,而《1933年证券法》迫使它们提供“正确”的信息,并且假

[52] 同前注[51]。See also I. Friend, *Economic and Equity Aspects of Securities Regulation* (1982) (Rodney White Center for Financial Research, University of Pennsylvania, Working Paper No. 7-82) (总结了他早期的工作) (copy on file with the Virginia Law Review Association).

设这对投资者是有利的,我们可能仍然不会在斯蒂格勒和贾雷尔的研究中看到利润。因为如果附有更多信息的新证券的售价更高,就会引起发起人和承销商的注意,由此带来的价格调整将隐去监管规则带来的收益。

此外,如果法律同时影响新发行的证券(《1933年证券法》)和在二级市场交易的现有证券(《1934年证券交易法》),则这些收益都不应体现在相对回报中。其他方面的变化也在迅速推进:多年来,信息中介机构和基金经理的重要性不断提升。当如此多的事物同时发生变化(斯蒂格勒和贾雷尔承认了这一点)时,我们几乎不可能将那时的情况进行比较。

将1923~1933年未受监管的新发行证券与已发行证券进行比较,以及在随后几年,将受监管的新发行证券与已发行证券进行比较,并不能轻易地揭示出这些法律在整体上的效用。只有当《1933年证券法》在保护新投资者方面比《1934年证券交易法》和其他改革在保护存续公司投资者方面,某种程度上更有效时,研究才能显示出新投资者获得了相对收益。没有人指出为什么会这样(在解释上也有问题。1933年前后的一项研究可能会显示存在收益,但在信息中介较少的情况下存在收益,不能支持《1933年证券法》在今天继续产生收益的推论)。

《1933年证券法》降低了收益的可变性,这一发现在收益与损失的对比上也模棱两可。一种可能的解释是,法律提高了上市成本,所以许多公司没有选择上市。只有那些“经验丰富”的大型闭锁公司才有可能上市交易。这将损害投资者的利益,因为这剥夺了他们的选择,而未增加他们的收益。另一种解释是,拥有良好信息条件的投资者会更敏锐地为新股定价;“更好的”定价导致初始价格和后续价格之间的差距更小,因此方差更低。无论如何,这一论点会得出这样的结论:能够持有多样化投资组合的投资者对购买方差没有兴趣;他们可以通过改变投资组合的杠杆来实现这一点。《1933年证券法》不应该阻碍新公司的创立。只要风险投资市场规模大,而且相当高效(事实也确实如此),私募就能以最优的利率,从从事新风险投资的专业人士那里募集所有必要的资金。

《1933年证券法》对证券发行风险的影响表明还有另外的复杂因

素。风险的降低意味着整个市场的回报率降低,这一因素妨碍了通过观测市场整体效用来推断投资者福利的尝试。^[53]

(四) 收益: 中介机构和公司的收益与损失

如果不同发行类型或不同时期的相对收益数据不具有启发性,我们可以使用价格变化的即时数据,来做得更好。查明法律颁布时股票价格发生了怎样的变化是完全有可能的。沿着这一思路,如果新的披露规则是有益的,投资者就会给股票更高的估值。股价应当大幅上涨,反映投资者就此获得的收益。^[54]

乔治·本斯顿研究了市场对《1934年证券交易法》通过的反应。^[55] 因为1934年在主要证券交易所挂牌交易的每一家公司都进行了年度独立审计并披露了审计结果。本斯顿通过寻找那些此前已披露销售额的公司的股票(62%)和那些未披露的公司的股票表现的差异,分析了该法律的影响。他发现,1934年2月(该法案的第一次听证会举行时)至1935年6月(那时每个公司都已经披露了其销售额),不同组别中公司的表现不存在显著差异。本斯顿据此推断,新的信息披露规则没有给投资者带来任何收益。

很难明白这是怎么回事。也许“销售额”并不是投资者想要的关键信息(尽管有证据表明,这一事实的披露往往会影响股票价格)。也许是因为市场已经从同行业披露者的销售额中推断出了未披露者的销售额,所以股价没有表现出显著差异。那么根据前文*中的论点,我们将把未披露者视为“搭便车”者,他们试图占其他公司的便宜。这一解释与本斯顿进一步的发现是相符的:在1929~1934年,未披露其销售额的公司的股价与披露销售额的公司相比略有上升。本斯顿认为,这表明对销售额的披露要求损害了投资者利益;但我们可以很轻松地指

[53] See R. Posner & K. Scott, *The Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, 1980, pp. 378 - 379.

[54] See Schwert, *Using Financial Data to Measure Effects of Regulation*, J. L. & Econ., Vol. 24, 1981, 该文讨论了有关研究方法,描述了一些更有趣的发现。

[55] 同前注[25], Benston 文,第 141 ~ 152 页。But see Friend & Westerfield, *Required Disclosure and the Stock Market*, Am. Econ. Rev., Vol. 65, 1975 (尽管没有对 Benston 的基本研究发现提出异议,但质疑其推论的正确性); I. Friend, 同前注[52]。

* 标题“二、(二)”。——译者注

出,未披露者的额外收益来自他们“搭便车”者的身份,他们试图从其他公司的披露中获取信息,而自己沉默不言。

我们不想被认为对这项工作过于挑剔。这项工作十分困难,因为即使是相对低效的市场也会纳入大量信息。价格中预先反映的有关披露和法律规则的信息越多,就越难通过比较研究来识别新的法律规则的效果。公正地说,我们认为,没有充分的证据表明披露规则是有益的。另外,也没有充分的证据表明这些规则(1)是有害的;(2)代价高昂。股票市场的持续均衡状态磨灭了我们进行“成本—收益”测试所需的信息。至少目前,我们拥有的只有逻辑论证,而没有证据。而逻辑论证本身是不确定的。

五、结论

各种对信息不对称问题的私人和公共回应,为公司披露投资者想要知道的信息提供了强大的激励。强制性的国家信息披露立法可能会很好地改善激励机制,但即便如此,这种改善也是由于其他原因,而不是出于应对欺诈或任何系统性的隐藏信息的倾向的需求。

当发行人由于第三方效应、其他公司的抵制以及跨州剥削而缺乏披露信息的动机时,政府干预最有可能发挥作用。有时,公司发现披露足够的行业范围的、比较性的或标准化的信息并不符合他们的利益。由于证券不是同质化产品,由投资者直接考察商业前景并不划算,因此坚持共同披露某些信息可能会带来收益。

这并不是说我们现有的证券规则是最佳的。没有令人满意的数据表明 SEC 的规则是有益的。也许执行中的问题阻碍了原则上可以实现的增益。与殡葬行业相比,监管证券业的理由更少。殡葬行业中缺乏标准化交易,知情交易者的购物也可能无法形成有效的价格。我们都还没能为任何形式的监管构建出令人信服的理由,遑论 SEC 的监管是如此细致。

尽管如此,强制性信息披露还是有道理的,而且这完全不同于证券法的支持者通常提出的理由。我们的研究思路表明,利用有效的信息

披露规则应对寻常的情况不会造成太大问题。

如果将如此不确定的内容称为“结论”,那么对这个“结论”的适当回应是什么?法律秩序变革的支持者背负着沉重的负担。法律规则可能在某些我们不理解的方面是有益的。如果我们能说的只有,我们无法从一套既定的规则中辨别出是利还是弊,那么“放任自流”的理念就具有强大力量。与此同时,对监管的研究已经足够先进,可以支持一种相反的理念:大多数监管制度减损了总体福利,尽管它们也使特定利益集团获益。从证券监管中获益的群体并不少见。导致民航委员会(CAB)被解散以及对许多运输和通讯模式放松管制的推动力——以及这种放松管制的明显效益——表明“如果它没坏,就不要修理它”这句格言只适用于私人秩序的产物。然而,效率低下的监管体系中通常存在准入限制或价格控制,而证券法律中没有。正如我们在一开始所强调的,决定性的难题是,需要判断的问题不是选择监管还是选择市场,而是一种监管(由SEC执行的信息披露规则)与另一种监管(由州法院和中介机构执行的反欺诈和“重大遗漏”规则,或许还有披露规则)之间的较量。我们不能说现有的证券披露规则是有益的,但我们也不相信它们可能的替代机制会更好。

(编辑:张越)