

# 钢丝上的平衡: 美国证券 信息披露体系的演变

● 廖 凡

**【内容摘要】** 成熟的信息披露制度美国联邦证券监管制度的核心,也是美国在对证券发行实行宽松、开放的注册制的同时仍能对证券市场进行有效监管的根本原因。然而,信息披露越充分,对投资者的保护固然越有力,但公司的资本成本相应也越高,经营负担也就越重。公平和效率之间的这个悖论始终困扰着美国证券市场和监管者。从林林总总的具体制度和规定中可以发现,美国证券信息披露体系演变的过程,就是一个努力寻找二者间的微妙平衡的过程。

**【关键词】** 信息披露 有效市场 投资者保护 资本成本

信息披露是美国联邦证券监管制度的核心。这一原则建立在“有效市场”(efficient market)的理论基础之上,认为只要一切与证券及其发行者有关的重大信息得到充分、及时和准确的披露,市场自身就可以吸纳和处理这些信息,并反映在证券价格上,从而使投资者得以作出正确的投资决定。因此,监管者不必越俎代庖,代替市场去对证券发行者的能力、经营状况、发行价格和条件等进行实质审查(事实上也不可能比市场做得更好),而只需要要求和督促公司进行充分披露。然而,信息披露越充分,对投资者的保护固然越有力,但公司的资本成本也越高,经营负担也就越重,这个悖论始终困扰着美国证券市场和监管者。用一个比较形象的说法,美国证券信息披露体系演变的过程,就是一个在钢丝上行走并寻求平衡的过程,钢丝的一边是投资者保护,另一边则是公司发展和经济增长。

## 一、双重信息披露体系的建立:以投资者保护为核心

1929年股市大崩盘之前,美国证券市场前所未有的兴旺。一战后的经济繁荣使得人们对发行者“从穷光蛋到百万富翁”的承诺深信不疑,可以轻易获得的信贷更是为股市狂热推波助澜。对证券市场的监管在当时得不到公众支持,要求披露财务信息和防止证券欺诈的提议也从未被认真考虑。据估计,在20年代,大约有2000万大大小小的投资者在股市上掘金,而在此期间新发行的500亿美元的证券中,有一半事后证明一钱不值。大萧条之后,为了重振证券市场,美国国会先后通过了1933年《证券法》和1934年《证券交易法》,并于1934年授权设立了证券交易委

员会(SEC), 联邦证券法律体系由此诞生。两部法律都以保护投资者利益和防止证券欺诈为核心目标, 都以信息披露要求为基本内容, 但侧重点有所不同。

《证券法》主要针对一级市场即证券发行市场。根据其规定, 除了发行《证券法》和 SEC 规则规定的“豁免登记证券”(exempted securities) 以及 SEC 根据具体情况予以个别豁免的证券发行以外, 任何证券的公开发行人都必须向 SEC 登记, 在提交的登记声明中披露如下方面的信息: (1) 发行人的财产和业务状况; (2) 欲发行证券的主要条款及其与发行人其它资本证券的关系; (3) 发行人的管理状况; (4) 经独立的公共会计师审计过的财务声明。如果 SEC 对信息披露的充分程度没有异议, 那么 20 天后登记自动生效; 如果有异议, SEC 有权要求登记人补充披露, 登记生效时间顺延(实践中 SEC 也可以在其认为适当的情况下让登记提前生效)。在提交登记声明之前, 发行人不得销售证券, 也不得发出要约; 在提交登记声明到登记生效的等待期内, 发行人可以发出要约, 但不得销售证券; 只有在登记生效后才能实际销售证券。这种区分三个阶段的制度安排旨在给予投资者相对充分的时间来了解登记声明所披露的信息, 避免做出草率的投资决定。

《证券交易法》则主要针对二级市场即证券交易市场。最初它只适用于其证券在全国性证券交易所(纽约证券交易所和美国证券交易所)上市交易的公司, 要求这些公司必须向证券交易所和 SEC 进行登记而成为所谓的“报告公司”(reporting company), 承担披露和报告义务。1964 年的修正案将其适用范围扩展到了从事柜台交易的公司, 要求凡是总资产在 1000 万美元以上且股东人数在 500 人以上的公司以及依据《证券法》进行过登记发行的公司, 都必须登记成为报告公司。报告公司必须定期向 SEC 提交年报(10-K 表)、季报(10-Q)和经常性报告(8-K 表), 披露其经营、财务和管理状况。

《证券交易法》的登记则是身份定位(status-oriented), 即着眼于作为交易主体的公司, 因此登记是一次性的, 公司一经登记就始终负有《证券交易法》上的披露和报告义务。《证券法》的登记则是行为定位(transaction-oriented), 即着眼于发行行为而不是发行人, 因此发行人的每次发行都必须提交新的登记声明, 重新登记和披露。这样, 在联邦证券法下公众公司实际上负有双重信息披露义务: 首先, 它们必须定期披露经营管理状况和向 SEC 提交财务报表; 其次, 当它们要发行新证券时, 还必须向 SEC 提交登记声明, 重复与公司有关的一般信息并披露与发行有关的具体信息。

与登记和披露要求相伴的是无处不在的法律责任。如果在上述披露中存在重大的不实陈述或误导性信息, 那么公司及相关机构/人员将依具体情况分别承担《证券法》和《证券交易法》上的法律责任。这方面的主要条款包括《证券法》第 11 条和第 12(b) 条, 以及《证券交易法》第 10(b) 条。第 11 条针对登记声明, 规定发行人、任何在登记声明上签字的人、发行人的董事、承销商以及提供专业意见的会计师/工程师/评估师等必须为登记声明中的重大不实陈述向任何证券购买者承担责任。第 12(b) 条针对招募说明书, 规定发行人必须为招募说明书中的重大不实陈述向直接从它那里购买证券的人承担责任。第 10(b) 条则是一般性的反欺诈条款, 规定任何人必须为其与证券买卖有关的任何欺诈或重大不实陈述承担责任。就追究责任的方式而言, 既可以由 SEC 提起执法诉讼(enforcement action), 也可以由投资者提起私人证券诉讼。

## 二、方便公司筹资的制度设计: 无法避免的妥协

在联邦证券法产生后的相当长一段时期内, 投资者利益一直是压倒性的优先考虑, 严厉的信息披露制度被严格的执行着。这对于保护投资者和维护证券市场稳定无疑非常有利, 但对披露

公司而言却是一个相当大的负担。随着经济的发展,尤其是证券市场的国际化趋势和来自国外公司竞争的加剧,降低资本市场门槛、方便美国公司筹集资本的呼声越来越高。在这种背景下,从70年代中后期起,监管者开始对信息披露体系进行调整,方便公司筹资的制度设计逐渐增多。在此以整合披露制度、橱柜式登记和对州“蓝天法”适用的限制为例加以分析。<sup>①</sup>

### 1. 整合披露制度

“整合披露制度”(integrated disclosure system)的基本含义是公司可以在证券招募说明书中以“参见”的形式援引(incorporate by reference)定期报告中有关公司情况的信息,而无须写入,从而减少重复披露,降低公司的资本成本。这一制度的基本理念是,“重大信息”的含义在证券发行市场和交易市场上是一致的,公司在定期报告中披露的公司重大信息,也正是投资者在证券发行时需要知道的信息,因此整合披露是可能的,也是合理的。为此,SEC先是于1977年通过了S-K号规章,明确规定哪些事项属于需要披露的重大信息,《证券法》下的登记表和《证券交易法》下的报告表均据此设计,从而统一了两部法律对需要披露的与公司有关信息的要求;在此基础上,SEC允许公司在发行登记声明中不同程度的援引10-K表和其它定期报告中的内容。

由于只有在公众对该公司已有一定程度的关注和了解的情况下,援引定期报告的内容才有意义,所以SEC采取了区别对待的方式:对于履行报告义务不足3年的公司,必须在招募说明书中披露与公司发行有关的所有信息,不允许进行任何援引(使用S-1表格登记);对于履行报告义务3年及以上的公司,允许援引定期报告中的公司信息,但必须随说明书附上一份公司向其证券持有人发布的年度报告,或者将相应内容写入说明书(使用S-2表格登记);对于履行报告义务12个月以上,并且由非关联机构持有的该公司有表决权股票的总市值在7500万美元以上的公司,允许最大程度的援引定期报告中的公司信息,只在招募说明书中披露与发行有关的具体信息,以及自最近一次报告以来公司状况发生的重大变化(使用S-3表格登记)。

### 2. 橱柜式登记

由于证券市场瞬息万变,《证券法》规定的20天等待期成为公司的一块心病:往往是到了等待期结束、登记声明生效时,市场状况已然面目全非,原有的发行计划难以为继。为此,SEC于1983年制定了415号规则,允许使用S-3表格进行登记的公司对其近期准备发行的证券进行预先登记,然后在登记生效后的两年内根据市场情况随时发行(一次或多次),无须另行登记,这就是所谓“橱柜式登记”(shelf registration),即把证券登记后放在“橱柜”上备而不用,等到需要时再取下来发行。由于在进行橱柜登记时,公司无法提供发行价格、(债券)利率和承销商佣金等信息,因此公司在其后每次实际发行时都必须向SEC提交一份载有上述信息的招募说明书补充件;但这一补充只具有备案和披露的意义,无须等待SEC批准。

整合披露制度和橱柜式登记是公司的福音,但却在一定程度上影响了信息披露的准确性和可靠性。这一点在承销商审慎调查义务的履行方面尤为明显。作为发行人和投资者之间的中介机构,承销商在决定是否承销前有义务对发行人的招募说明书、财务报表和其它文件进行审慎调查,并成为投资者保护的先期屏障。但是,在整合披露制度下,招募说明书中援引的定期报告可能时隔久远,承销商没有参与起草过程,也难以进行有效调查。在橱柜式登记下,发行人决定发

<sup>①</sup> 这里选择的制度设计主要是针对进行公募发行或所谓登记发行(registered offering)的公司。进行私募发行的公司,根据发行对象、发行金额和发行程序的不同,在信息披露方面还享有程度不等的豁免待遇。规定这些豁免待遇的主要有《证券法》第3(b)、第4(2),以及SEC第144、144A、505、506、701号规则和规章A。

行证券及选定承销商的过程可以用“闪电战”来形容,承销商往往只有一天甚至几个小时的时间来决定是否承销,在这种情形下要让其进行有意义的审慎调查更是勉为其难。这一方面使公司信息披露的准确性和可靠性打了折扣,另一方面也加重了承销商可能承担的不实陈述法律责任。对此 SEC 曾有一些建议,如发行人与可能选定的承销商定期会面和讨论;由发行人为承销商指定律师,代表承销商参与发行人定期报告的起草等。由于前者的时间和金钱成本太高,后者则涉及利益冲突问题,所以现实效果都不理想。

### 3. 对“蓝天法”的限制

早在 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》之前,美国不少州已经有了自己的证券立法,即所谓的“蓝天法”(“blue sky” law)。<sup>①</sup> 其后联邦证券法和州证券法一直并行适用。各州的蓝天法依其管控方式可以分为两大类:一类是以伊利诺斯州和马里兰州为代表,对证券发行只要求信息披露,不做实质审查;另一类以加利福尼亚州和得克萨斯州为代表,以“公平、公正和正当”为标准对证券发行进行实质审查。无论是属于信息披露式还是实质审查式,所有的蓝天法都要求证券的公开发行必须在州证券监管机构登记并披露相关重大信息,并禁止证券欺诈行为。

为了减少重复监管,减轻公司负担,国会于 1996 年通过了《全国证券市场改进法》,对蓝天法的适用做出重大限制。该法案规定,对于下列四类被涵盖证券(covered securities)的发行,州政府此后无权再要求登记或进行资格审查:(1) 投资公司所发行的证券;(2) 向所谓的“合格购买者”(qualified purchaser)<sup>②</sup> 兜售或出卖的证券;(3) 所有在纽约证券交易所和美国证券交易所上市或在纳斯达克系统报价交易的证券;(4) 《证券法》规定豁免登记的证券。法案允许州政府继续要求公司就所发行证券进行备案,并收取一定费用,但该备案只具有通知的意义。法案还保留了州政府调查证券欺诈行为和提起相应诉讼的权力。

上述改革促进了美国证券市场监管的统一,有利于公司在全国范围内更便捷的发行证券和筹措资金。另一方面,它取消了州一级监管机构对绝大部分公开发行证券的登记和信息披露要求,不可避免地减少了对投资者的保护。同整合披露制度和橱柜式登记一样,这一制度设计是投资者保护对方便公司筹资,或者说公正对效率的妥协。

### 三、水涨船高的投资者保护措施:硬币的另一面

我们在前两部分中提到,美国信息披露体系的建立是以投资者保护为出发点,并在建立之后相当长一段时间内将之作为压倒性的优先考虑,直到 20 世纪 70 年代中后期才开始进行调整,方便公司筹集资本和促进经济发展的制度设计逐渐增多,监管变得相对宽松。

然而,不能将这种演变理解为方便公司筹资的价值取向在同保护投资者利益的价值取向的角力中占到了上风。如果是这样的话,信息披露制度就会是主要从公司而非投资者的立场来设计,而这既同信息披露制度的存在本身相矛盾(从公司立场出发,最有利的制度设计莫过于完全没有强制信息披露要求,任由公司自行决定是否及如何披露),也与演变过程中的事实不符。实际上,投资者保护始终是监管者未曾或忘的首要目标。这一点可以从两个方面得到说明。

首先,监管者在方便公司筹资的规则本身中做了有利于投资者保护的制衡性安排。例如,在

① 第一部蓝天法是 1911 年的堪萨斯州证券法。现在美国各州都有某种形式的蓝天法。

② 指的是那些拥有相当多财富和丰富投资经验,从而被认为足以进行有效自我保护的证券投资者。美国国会授权 SEC 对“合格投资者”进行界定,目前 SEC 尚无确切定义。

采用整合披露制度时,为了确保被援引的定期报告内容的真实和准确,SEC 特别要求报告公司的多数董事在公司年报即 10-K 表上签名,并对失实陈述承担个人责任。

其次,也是更重要的是,在方便公司筹资的制度设计逐渐增多的同时,以保护投资者为目的的新的信息披露要求也不断出台,正应了那句俗语,水涨船高。1998 年的“简明英语规则”(plain English rule)和 2000 年的规章 FD(Regulation FD)就是两个很好的例子。

### 1. “简明英语规则”

鉴于证券招募说明书通常总是充斥着专业术语和繁杂定义,为了使投资者更好的把握要点,避免错过被发行者层层包裹起来的不利信息,SEC 于 1998 年制定了 421(d) 号规则,即所谓“简明英语规则”(plain English rule)。规则要求招募说明书前部(front portion,包括封面、封底、摘要和风险因素部分,通常用光滑的纸张和较大的字体印制)的行文必须使用简明的英语,因为这是投资者阅读频率最高的部分。简明英语规则包括如下几个方面的具体要求:(1)使用短句;(2)使用确定、具体的日常语言;(3)使用主动语态;(4)尽可能给复杂内容附上图表;(5)不使用法律专业术语或高度技术性的商业用语;(6)不使用双重否定句。除此之外,同时制定的 421(b) 规则还要求整个招募说明书的用语清楚、简练和容易读懂。

### 2. 规章 FD

规章 FD 是对“选择性披露”(selective disclosure)的规制。选择性披露指的是公司在向一般公众披露重大的非公开信息(如对盈利状况的预先警告)之前,先将该信息向证券分析师或选定的机构投资者披露。这种做法有其合理性,因为对于较为复杂或重大的市场信息,一般投资者可能无法充分理解和做出适当回应,容易产生混乱;由经验丰富的证券分析师或机构投资者先咀嚼和判断,公众再跟随其作出投资决定,有利于市场的稳定和有序。正因为如此,选择性披露是美国公司近年来相当普遍的做法。但不可否认的是,在选择性披露的场合,先行获得重大非公开信息的主体完全可能利用这种信息优势趋利避害,从而损害普通投资者的利益。事实上这种情况也屡屡发生。在这种意义上,选择性披露与泄密(tipping)和内幕交易非常相似。不同的是,联邦法院在适用和解释《证券交易法》反欺诈条款即第 10(b) 条的漫长过程中已对泄密和内幕交易进行了严格限制,而对选择性披露却语焉不详,不置可否。

为了解决这一问题,更好的保护投资者利益,SEC 在 2000 年制定了规章 FD。该规章规定,公众公司或代表其行为的人如果向规章列举的主体选择性的披露了重大的非公开信息,那么他们必须同时或迅速向一般公众公开披露同一信息。下面是该规章的基本内容。

(1) 披露主体:规章针对的披露主体是《证券交易法》下的报告公司及代表其行为的人,包括公司的任何高级管理人员,或者任何负责与规章列举的主体进行日常沟通的其他管理人员、员工或代理人。

(2) 披露对象:规章列举了四类主体,规定公司及代表其行为的人在向这些主体进行选择性披露时必须也向一般公众披露:(a) 证券经纪商和自营商(broker-dealers)及其工作人员;(b) 投资顾问、某些投资管理机构及其工作人员;(c) 投资公司、对冲基金及其关联人员;(d) 可以合理预见其将基于所披露信息买卖证券的公司证券持有人。概括说来,就是证券职业人员/机构和可能利用该信息进行交易的证券持有人。

(3) 披露时间:对于有意的选择性披露,必须同时(simultaneously)向一般公众公开披露;对于无意的选择性披露,则必须迅速(promptly)向一般公众公开披露。所谓“有意”是指披露者知道或应当知道该信息为重大且非公开的信息,“无意”则是指披露者不知道该信息为重大信息,或者

不知道其为非公开信息。所谓“迅速”是指在公司高级管理人员得知或应当得知选择性披露的发生之后,在 24 小时内或者在纽约证券交易所下一个交易日开始前(针对披露发生在临近周末的情形)公开披露,以二者中较迟的一个为准。

(4) 披露方式:向一般公众公开披露上述信息的方式可以是向 SEC 提交一份 8-K 表,也可以是其它足以公开传播该信息的合理方式(如在自己的网站上公布)。

可见,即使是在 20 世纪 70 年代中后期以后,方便公司筹集资本的考虑有所增强的背景下,它也没有取代投资者保护而成为证券监管和信息披露的首要目标。打个不太准确的比方,投资者保护就好比至少占据 51% 股份的控股股东,方便公司筹资所占的百分比只能是 0 到 49 之间的一个值,只不过这个值在早期靠近 0 那一端,后来则逐渐向 49 这一端靠拢。

#### 四、索克斯法案:历史的轮回

2001 年下半年浮出水面的安然公司破产案揭开了美国上市公司内部操作的黑幕,随后世通、施乐等业界巨人的财务会计丑闻也在 2002 年纷纷曝光。几乎就在一夜之间,人们发现原以为成熟完善的公司、会计和证券监管制度其实存在很多漏洞。改革开始陆续进行。2002 年 7 月 30 日,美国总统布什签署了《公众公司会计改革和投资者保护法》(以下简称“索克斯法案”),将这场亡羊补牢的改革推向了高潮。该法案的涉及的内容十分广泛(如设立独立的会计监管机构、禁止审计机构向审计对象提供咨询服务和其它非审计服务、禁止公司向董事和高级管理人员提供个人贷款等),而其中影响最大,同本文关系也最密切的,莫过于其要求上市公司的首席执行官(CEO)和首席财务官(CFO)们对公司向 SEC 提交的定期报告的真实性和准确性提供个人保证的严厉规定。

法案规定,从其生效之日即 2002 年 7 月 30 日起,所有承担《证券交易法》下报告义务的公司,在向 SEC 提交定期报告的同时,必须提交公司 CEO 和 CFO 签署的书面保证,担保定期报告中财务报表的真实性和准确性。这一要求的意义非同小可。根据联邦证券法的规定,SEC 有权对在向 SEC 提交的任何书面法律文件(包括此种书面保证)中做出重大失实陈述或者误导性陈述的当事人采取法律行动,因此 CEO 和 CFO 如果故意违反法案规定而提供不当书面保证,可被处以高达 500 万美元的罚款和上至 20 年的监禁(此前公司高级管理人员财务欺诈犯罪的最高刑期为 5 年)。

索克斯法案在规定上述保证义务时没有对美国公司和外国公司作出区分。8 月 27 日,SEC 根据国会授权一致投票决定,在美国上市的外国公司也必须遵守法案,也就是说,外国公司的首席执行官和财务官,也必须对公司财务报表的真实性和准确性提供保证。这对于外国公司,尤其是会计方法与美国不同的欧洲公司而言,无疑是极为严厉的。<sup>①</sup>

除上述书面保证要求外,索克斯法案在信息披露方面还有其它许多具体规定。法案责成 SEC 在其生效之日起 180 天之内制定规则,要求上市公司披露“所有重大的表外交易”以及“上市公司与任何没有合并财务报告的实体或个人之间可能对上市公司的财务状况产生现实或潜在的重大影响的关系”。法案同时要求所有向 SEC 提交的财务报告必须反映所有由独立审计师所发

<sup>①</sup> 虽说上市公司需要遵守上市所在地国家的证券监管措施已经是一项通例,但在以往,SEC 时常会给予外国公司一些豁免待遇。这次《公司改革法》和 SEC 则采取了一视同仁的态度,而且很可能使得 SEC 在今后逐渐减少对于外国公司的豁免待遇。

觉的“重大的纠正性改动”，而且要求 SEC 开展关于表外交易以及为特别交易目的而设立的经济实体(SPV)的研究并在 1 年之内向总统和国会提交报告建议。另外，法案还大大加快了信息披露速度方面的要求。

索克斯法案的立法速度之快，涉及范围之广，意图之坚决，措施之严厉，为近年来的公司和证券立法所仅见。许多人将之同 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》相提并论，甚至布什自己也以新政时的罗斯福自比。然而，索克斯法案是否就是 30 年代证券立法的历史重演？信息披露信息体系是否就此回转到投资者保护占据压倒性优势的时代？笔者对此表示怀疑。众所周知，1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》设立了 SEC，确立了信息披露体系，把美国从真正意义上的自由证券市场变成了一个行政直接干预和法院间接监管相结合的证券市场，是一个本质性的变化。与之相比，索克斯法案并不是根本性的调整。即以最受关注的 CEO 和 CFO 书面保证要求为例，其能否大显神通还充满变数。首先，签字保证的做法 SEC 早已有之（如要求公司高级管理人员在登记声明上签字，要求公司多数董事在 10-K 表上签字），却并未有效阻止公司财务欺诈的发生；其次，由于法案大大加重了 CEO 和 CFO 们的个人责任，愿意担任这些职务的人可能会减少很多，为了使供求关系恢复平衡，就可能需要大幅度提高 CEO 和 CFO 的薪酬，从而增加所有公众公司的经营成本。羊毛出在羊身上，这些成本最终还得由证券投资者来承担。为保护投资者而作出的严厉规定，其实施结果却可能损害投资者的利益。因此，这些规定是否能/会被不折不扣的实施还是个未知数。

索克斯法案目前还基本停留在成文法阶段，在美国这样一个判例法国家，它在具体实施和适用过程中会最终演变成什么模样，还有待于实践的发展。因此，该法案是否会将信息披露体系带入历史的轮回，现在进行评判恐怕还为时尚早。

美国证券信息披露体系的演变表明了对保护投资者和方便公司筹集资本这两个价值取向的平衡是何等重要，又是何等困难。对于以美国为蓝本的中国证券监管制度来说，这一对矛盾同样无法回避。目前我国的证券发行和公司上市制度已经从封闭式的配额审批制转变为开放式的核准制，是否应该及可能继续向注册制转变，是尚待进一步探讨的课题。可以明确的一点是，注册制与良好的信息披露制度密不可分，而良好的信息披露制度的建立绝非一日之功，不仅要求提高监管机构的监管水平和工作效率，还需要提高投资者的投资能力和成熟程度，更需要增强中介机构和专业评论人员的职业操守和专业素质。在这一过程中，如何进行恰当的制度设计，协调投资者保护与公司发展的关系，找到这条钢丝上的微妙平衡，是我们必须思考和回答的问题。

(作者单位：北京大学法学院)

(责任编辑：谢 青)