

捍卫联邦强制披露制度： 观察证券法颁布之前的招股说明书

[美]布伦特·J.霍顿*著 肖梦涵**译

摘要:1933年的美国证券法规定了联邦强制披露制度。然而,一些学者依旧质疑联邦强制披露制度的必要性。本文通过分析证券法出台前各企业披露的招股说明书,提出了两点看法:(1)证券法出台之前的信息公开是不充分的;(2)质疑者需要正确理解联邦强制披露制度所要求的披露内容。作者首先解释了证券法的披露要求,接着阐明了质疑者的主要论点;然后分析了这些招股说明书,并得出结论:在证券法颁布之前,招股说明书提供的信息披露通常是不充分的。

关键词:强制披露 招股说明书 财务报表
资本结构 投票权

* 福特汉姆大学加贝利商学院法律与道德副教授,纽约大学法学院公司法法律硕士,锡拉丘兹大学法学院法学博士。感谢我的同事 Elizabeth Cosenza 提出的有益建议,以及感谢芝加哥大学2016年全国商业法学者大会的所有与会者,也非常感谢福德汉姆大学为我提供的巨大支持。

** 北京大学法学院2017级法本法硕(电子商务法方向)。

引言

《1933年证券法》(以下简称《证券法》)^[1]建立了联邦强制披露制度^[2]用于规制面向公众发行的证券,以响应国会的调查结果:

(1)在1929年股市暴跌前的几年里,企业发行人未能向投资者提供必要的信息以证明他们所提供证券的价值(或者更直白地说他们的证券是否毫无价值);^[3](2)如果企业发行人提供了足够的信息,投资者就可以避免投资无价值的证券^[4](估值约250亿美元)。

然而,一些法学学者对国会提出的“公司未能为投资者提供信息”的调查结果提出了质疑,这些学者被称为“怀疑论者”,而那些接受国会调查结果的学者,被称为“传统学者”。其中一位著名的怀疑论者是弗吉尼亚法学院前院长 Paul G. Mahoney^[5]教授。在 Mahoney 教授

[1] Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74 [codified as amended at 15 U. S. C. § 77a-aa(2012)].

[2] 本文第一部分详细解释了证券法的披露要求。首先,需要注意该法要求公司以招股说明书来披露证券信息,同上 § 77e。此外,该法还要求招股说明书包含二十七类信息,其中包括发行人姓名;企业所在州;发行人主要业务机构所在地;董事、承销人和股东的姓名和地址;证券明细表;商业特征;资本;未清算期权;股本;长期债务;发行目的;发行人向其董事及高管支付的报酬;估值净收益;提供给公众的证券价格;提供给承销人的佣金和折扣;过去的销售净收益;发起人的报酬;非常规经营活动获得的资产收购和卖方信息;融资成本;任何一类股票持股超过百分之十的股东的利益;法律顾问的姓名;非在一般经营活动中达成的重大合同;管理合同,特殊奖金或利润分配;资产负债表;损益表;以及用于其他项目的资金投入,同上 § 77aa(1)-(27)。

[3] H. R. Rep. No. 85, 2 (1933) [hereinafter House Report], reprinted in 2 Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934, item 18, at 2 (J. S. Ellenberger & Ellen P. Mahar comps., 1973) [hereinafter Legislative History] (“这种大量无价值证券的波动是有可能的,因为……[a]或者没有试图将投资者的注意力放在估计任何证券价值的基础上”); S. Rep. No. 47, 2 (1933) [hereinafter Senate Report], reprinted in Legislative History, item 17, at 2. (“该法案的必要性是因为美国公众将几十亿美元投资于几乎毫无价值的证券……这都是拜那些不完整的/粗心的或虚假的陈述所赐。”)。

[4] House Report, 如上注[3],第2页。

[5] Paul G. Mahoney, Wasting a Crisis: Why Securities Regulation Fails, Chicago, University of Chicago Press, 2105, p. 3.

2015年的著作《浪费危机：证券监管失败的原因》一书中，他认为法案颁布前披露不充分的观点“明显错误”。〔6〕其他著名的怀疑论者包括 George Stigler,〔7〕George Benston〔8〕和 Roberta Romano.〔9〕

本文将怀疑论者的理论，即公司发行人向投资者提供了足够的信息（披露不足的说法是错误的），与1910年至1920年前后的主要来源证据作比较〔10〕，特别是来自美国铝业公司〔11〕（ALCOA），可口可乐公司〔12〕（可口可乐），联合雪茄商店联合雪茄公司〔13〕（联合雪茄）等知名公司以及许多小型企业〔14〕在法案发行前的25份招股说明

〔6〕 同注〔5〕，第3页。

〔7〕 George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. B. 117, 120 (1964)（呼吁披露不足是“传统信仰和个人偏见的混乱集合”）。

〔8〕 George J. Benston, *The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, 44 *Acct. Rev.* 515, 1517 (1969)（称“证券法出台前的披露不充分是民间传说”）。

〔9〕 Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 *Yale L. J.* 2359, 2373 (1998) [hereinafter Romano, *Empowering Investors*]（指出“没有什么实际证据表明法案出台前的披露不足”）。参见 Roberta Romano, *Metapolitics and Corporate Law Reform*, 36 *Stan. L. Rev.* 923, 1004 (1984) (hereinafter Romano, *Metapolitics*)（“所有信息必须在证券法颁布之前自愿披露”）；Roberta Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, 2 *Theoretical Inq. L.* 387, 466-67 (2001) [hereinafter Romano, *Need For Competition*]（声称法案前的披露是适当的）。

〔10〕 本文的研究方法主要依赖于对基础来源文件的考察，特别是对法案颁布前的25份招股说明书的考察。笔者能够找到的唯一一篇类似文章回顾了联合公司的单一招股说明书。请参阅 Note, *High Finance in the Thirties: New Deal Legislation*, 37 *Colum. L. Rev.* 1137, 1170 (1937)。文章详细比较了“1929年的披露与1937年的披露情况……当即表示对于公司的股东来说，更多的‘合理的投资判断所必需的事实’需要被呈现。”[引用 William O. Douglas & George E. Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 *Yale L. J.* 171, 188-98 (1933)]。

〔11〕 美国铝业公司招股说明书（1925年）[以下简称美国铝业1925年招股说明书]（存档于作者处）；美国铝业公司，招股说明书（1927年）[以下简称美国铝业1927年招股说明书]（存档于作者处）。

〔12〕 可口可乐公司招股说明书（1919年）[以下简称可口可乐招股说明书]（存档于作者处）。附录B列出完整的可口可乐招股说明书。

〔13〕 联合雪茄商店联合雪茄公司招股说明书（1927年）[以下简称联合雪茄招股说明书]（存档于作者处）。

〔14〕 见附录A（上市招股说明书）。

书。^[15] 审查这些前招股说明书的结果与怀疑论者的说法相反,^[16] 公司发行人普遍未能提供财务报表、资本结构和投票权信息和有关高管与承购人报酬的信息,以及有关风险因素的信息。^[17]

笔者由此提出了一个论点,分为两部分:(1)与怀疑论者的断言相反,法案颁布前的披露是不充分的;因此,(2)任何试图修改联邦授权的披露制度的行为都应该通过正确理解披露的内容来解决(尤其当这种修改会削弱披露制度时)。^[18] 为了论证这一论点,文章第一部分首先解释了1933年《证券法》的披露要求。第二部分质疑了怀疑论者关于法案颁布前披露较为充分的论点。然而,这个论辩显然可以通过审查主要来源文件来进行。因此,第三部分和第四部分转向讨论关于法案发行前招股说明书的审查。第三部分讨论法案发行前事前招募说明书的收集方法,第四部分特别提出了与怀疑论者的理论相反的观察结

[15] 在证券法出台之前,招股说明书主要是一份三到四页提供发售证券的营销文件。参见 *Twentieth Century Fund, The Security Markets* 566-568, 567 n. 1 (1935)。书中解释说:前几年的招股说明书首先要包含公众购买邀请函……往往是明显被用于引起公众兴趣……这些通告的内容包括相对充分的披露、对投资者的夸张而毫无根据的承诺、基于气候条件的诗化鼓吹……以及重大遗漏和完全错误陈述。同上,第 566~567 页。随着“证券法”的通过,招股说明书不再是主要的营销文件;它成为必须伴随所有非豁免服务的披露文件。见 15 U. S. C. § 77e (2012) (要求在发行前提交注册声明,并且其后的所有产品均要通过招股说明书进行,其中基本涵盖了包含在注册声明中的信息); 同上, § 77j (“[一份]招股说明书……应包含注册声明中所包含的信息,但不必包括本节 77aa 节附录 A 第 28~32 段所述文件标题……”)。

[16] 虽然我提出了大量的证据质疑怀疑论者的理论,但我绝不质疑怀疑论者对国会调查结果称为“胡说”的重要性。参见 Stephen B. Burbank, *Aggregation on the Couch: The Strategic Uses of Ambiguity and Hypocrisy*, 106 *Colum. L. Rev.* 1924, 1942 (2006) [“[通常是]法规的发现和目的声明……符合‘胡说’的定义,因为它们对其真实内容显然漠不关心。”(引用 On Bullsh*t. Princeton. Princeton University Press, 2005)]。这种怀疑态度对于防止政府权力延伸至至关重要,特别是在经济监管方面。

[17] 见下文第四部分。

[18] Joel Seligman 提出了类似的观点, *The History Need for a Mandatory Disclosure System*, 9 *J. Corp. L.* 1, 57 (1983) (“[我]建议证监会和国会研究一下对这个制度的修改是否是有必要的,期间应该考虑到之所以创设这一制度的重要原因”)。

果,即伴随公开发行证券的信息披露往往不能提供最基本的信息。^[19]

该论辩并不纯粹是学术的。正如第五部分所讨论的,《2017年金融监管改革法案》^[20]扩大了允许参与私募的投资者数量(因此不同于证券法对公开发行所要求的强制披露义务)。^[21]在国会扩大无须强制披露投资者的数量之前,应该首先确定这种变化将导致证券法案通过之前主要披露问题重演的可能性:财务报表缺失;未解释公司的资本结构和投票权;未披露投资者、董事和承购人的报酬;以及未能披露风险因素。^[22]

一、证券法披露: 导论

1973年至1976年曾担任证券交易委员会(SEC)专员的A. A. Sommer, Jr. 曾经将证券法称为“臭鸡蛋法”,因为根据证券法,“完全可以向公众出售臭鸡蛋,只要你清楚地表明他们已经烂了,或许可以告诉他们为什么以及如何变得烂了”。^[23]这就是说,证券法并不是阻止发

[19] 为了帮助读者理解这些调查结果,我附了两个附录。附录A概述了所有被考察招股说明书的图表形式。该图表包括每份招股说明书的背景信息,包括其发布年份,注册公司的状态,交易所(如果有),行业和股票类型。它还包括每份招股说明书是否包含资产负债表和损益表,关于资本结构和投票权的信息,董事及其报酬,高级职员及其报酬,承销商及其报酬和风险因素。该图表还包含一个包含每个文档来源的列表。附录B是可口可乐1919年发行普通股的完整招股说明书。选择包含可口可乐完整的招股说明书是因为其具有历史意义,并且因为交易场所是纽约证券交易所。

[20] The Financial CHOICE Act of 2017, H. R. 10, 115th Cong. § 860(a)(2)(2017).

[21] 见下文第五部分。

[22] Seligman, 前注[18], 第57页(认为法案颁布前的披露问题不是历史遗留问题)。

[23] A. A. Sommer, Jr., Comm'r, SEC, Annual Reports: More than Pretty Pictures?, Address Before the Nat'l Investor Relations Inst. 1-2 (Oct. 24, 1973).

行人向公众提供高风险证券,^[24]而是要求其披露信息(发行人必须向潜在投资者提供信息,用于判断证券的安全性是否太冒险)。^[25]表1展示了将在下文中阐释的披露要求。

[24] 值得注意的是,国会确实讨论了实质审查制度的可能性。James Mott 代表赞扬了实质审查的优点:根据[某些州遵循的实质审查法规]……证券专员[有权]对申请发售的每一种证券进行调查。调查的范围是无限的,由在该领域接受培训的专家组成。根据其调查,法律规定专员有责任确定所审查的证券是否合法并且是善意发行的。如此这般,专员可以颁发授权销售许可证。如否,那么根据法律,他有义务驳回许可。这样一来,投资者就不会受到欺诈——经验表明唯一的例子就是他可以得到真正的保护。

77 Cong. Rec. 2910, 2947 (1933) [hereinafter House Consideration] (statement of Rep. James Mott), reprinted in 1 Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934, item 7, at 2947 (J. S. Ellenberger & Ellen P. Mahar comps., 1973)。然而,最后,国会拒绝了实质审查,反而采用了披露模式。结论是基于 Clarence Lea 代表和联邦贸易委员会(FTC)主席 Houston Thompson 之间的以下交流:

Lea 先生:我认为,这项法案的主要目的是提供信息而不是禁止。

Thompson 先生:该法的传播是法律的主要目的。换句话说,我们认为如果公开信息能够达到每个家庭,那么邪恶就能被纠正。当然,你目前还无法保护傻瓜,因为他们的那种完全不小心的人;但是我们给了他们一切合理的机会来提醒他们自己。如果他们购买太多投机性的股票,那这是他们自己的风险。

Lea 先生:换句话说,政府没有试图向他们说明他们是否应该购买或有权购买?

Thompson 先生:没有。

Lea 先生:但仅仅是让他们掌握信息?

Thompson 先生:是的。此外,政府对他们说:我们没有考虑到这种股票的极度投机性质。我们正在努力做的是让您在平等的基础上,或尽可能平等地与卖方达成一致。如果你想冒这种投机风险,好吧,那就取决于你了。

Federal Securities Act;Hearing on H. R. 4314 Before the H. Comm. On Interstate & Foreign Commerce, 73d Cong., 40 (1933 [hereinafter House Hearing]) (FTC 主席 Clarence Lea 和 Huston Thompson 的声明) reprinted in, Legislative History, 前注[3], item20 at 40 (1973); 请参阅 Stephen M. Bainbridge, *Dodd - Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 Minn. L. Rev. 1779, 1801 (2011) (讨论国会否决了有利于披露模式的价值评估的事实)。还请参阅 Daniel J. Morrissey, *The Road Not Taken; Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 U. Rich. L. Rev. 647, 679 (2010) (询问国会是否应该通过实质审查,以及披露模式)。

[25] Carlos Berdejo, *Going Public After the Jobs Act*, 76 Ohio St. L. J. 1, 9 (2015); James D. Cox, *Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay*, 63 Law & Contemp. Probs. 11, 14 - 16 (2000)。

表 1 时间段和可用信息之间的关系^[26]

时间段	预备期(安静期)	等待期	有效期
触发事件	企业管理向实现上市迈出了实质性的步骤(例如,与承销商的初步认识)	公司向 SEC 提交注册声明	SEC 批准注册声明
平均天数 ^[27]	39.3 天	38.9 天	不适用
可以发行或销售吗?	不可以	可以发行	可以发行和销售
哪些信息可能会提供给公众? ^[28]	没有。发行人被禁止与投资大众进行沟通	招股说明书包含注册说明书的前 27 项	

联邦强制披露制度的一个特点是由特定的时间点来决定注册人可以或不能提供给潜在投资者相关信息。在上市期间,发行人不能向投资者提供任何信息。^[29] 在登记声明被提交证监会之后的等待期内,且在批准之前,允许发行人与潜在投资者进行沟通,但只能通过招股说明书

[26] 表 1 是根据附注 26~38 所列的资料汇编的。

[27] SEC Rep. of the Advisory Committee on the Cap. Formation & Reg. Processes, app. A, tbl. 2 (July 24, 1996) (列出每个时期的平均长度), 载 <https://www.sec.gov/news/studies/capform/appatbls.txt>。

[28] 有例外。例如,在预购期间,发行人可能仍会做广告。Securities Act Rule 169, 17 C. F. R. § 230.169 (2007)。在等待期,“自由书写”是被允许的。Securities Act Rule 433, 17 C. F. R. § 230.433 (2007); 参见 Stephen J. Choi, *Behavioral Economics and the Regulation of Public Offerings*, 10 Lewis & Clark L. Rev. 85, 99-100, 99 n. 71 (2006) (讨论自由写作包括附有法定招股说明书的封面信件,甚至包括预先录制的路演)。

[29] John C. Coffee, Jr., *Brave New World?: The Impact (s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 Bus. L. 1195, 1206 (1997) [“1933 年法案”……在提交注册声明前确立发行人(及其代理人)不得招揽或限制市场的“安静期”,以及禁止在发送法定招股说明书前使用其他书面发行材料(所谓的“自由写作”)。Alan D. Morrison & William J. Wilhelm Jr., *Trust, Reputation, and Law: The Evolution of Commitment in Investment Banking*, 7 J. Legal. Analysis 363, 388 (2015) (“通讯在安静时期受到严格管制:公司不能做出可能会影响市场的口头或书面声明”)。

来再现正在由证监会审查的注册声明中包含的前 27 项内容。^[30] 这个较短版本的注册声明(有时被称为“法定章程”,因为它包含法规中规定的项目)是可能提供给潜在投资者的唯一信息。^[31] 法定招股说明书必须包含的信息已经清楚划定。它必须包含资产负债表和损益表、关于资本化和投票权的信息、董事信息及其报酬、投资者信息及其报酬以及有关承购人及其报酬的信息。^[32] 最后,在生效后的期间中,许多信息限制被放宽,发行人可以开始销售活动(但只能在向法定投资者提供法定招股说明书和所有必要信息之后)。^[33]

不遵守披露规则可能导致证监会拖延甚至阻止公开发行,^[34] 甚至可能引发私人诉讼。^[35] 如果发行人使用法定招股书以外的资料提供担保,买方可以对撤销(寻求支付该证券的对价及利息,减去得到的任何收入金额)或所受损失提起诉讼。^[36]

[30] John C. Coffee, Jr., *Re - Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registration*, 52 Wash. & Lee L. Rev. 1143, 1151 (1995) (声明密切监视通信以防止“任何书面通信……为吸引投资者的注意可能与美国证券交易委员会提交的初步招股说明书竞争”)。

[31] 15 U. S. C. § 77e(b) (2012) (要求担保须由法定招股说明书提供)。关于法定招股说明书的定义, [一份]“法定招股说明书”符合“证券法”第 10 节实质性要求,因此可以用来满足第 5 条的程序要求。“第 10(a) 条规定了所谓的法定章程(也称为最终招股章程)的要求,必须在 1933 年之前或之时根据第 5(b)(2) 条出售公开发售的证券。” Brent J. Horton, *For the Protection of Investors and the Public: Why Fannie Mae's Mortgage - Backed Securities Should be Subject to the Disclosure Requirements of the Securities Act of 1933*, 89 Tulane L. Rev. 125, 138 n. 72 (2014) [引自 Joseph A. Franco, *A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification*, 15 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 10 n. 15 (2009)]。该主题与“证券法”定义部分提供的更广泛的招股说明书定义有关:“任何招股说明书、通知、通告、广告、信件或通讯,书面或无线电或电视提供任何证券销售或确认证券出售任何证券。” 15 U. S. C. § 77b(a)(10) (2012); 参见 *Gustafson v. Alloyd Co.*, 513 U. S. 561, 585 - 589 (1995) (Thomas, J., 反对)(将招股说明书作为“艺术术语”讨论)。

[32] 15 U. S. C. § 77j(a)(1) (2012) (解释法定招股说明书必须包含的内容)。

[33] 同上, § 77e(a) (2012)。

[34] Abba David Poliakoff, *SEC Review: Comfort or Illusion?*, 17 U. Balt. L. Rev. 40, 43 - 47 (1987), 引自 James D. Cox et al., *Securities Regulation: Cases and Materials* (7th ed., Aspen Publishers, 2003, pp. 147 - 149.)。

[35] 15 U. S. C. § 77l(a)(2) (2012)。

[36] 同上。

正如“引言”所述,联邦政府出台强制披露制度是为了回应国会的调查结果,即在1929年股市暴跌之前,企业发行人未能向投资者提供必要的信息以证明其所提供的证券存在价值。^[37]然而,联邦政府强制披露制度需要时间成本和金钱成本。^[38]证券法规定的首次公开招股(IPO)成本往往达到数百万美元。^[39]仅准备登记注册声明(作为法定招股说明书的基础)可能就需要数千小时,需要公司的律师、承购人和会计师的参与。^[40]鉴于成本巨大,目前国会之所以会放松管制并限制披露要求适用性的做法就可以理解了。^[41]但是在这样做的时候,应该牢记在证券法颁布之前糟糕的披露状况,并且联邦强制披露制度确实提高了投资者可获得的信息的质量和数量。^[42]

二、学术争辩

该部分概述了关于法案颁布前投资者所得的是否是不充分披露信息的学术辩论(如传统学者所主张的),或者说法案颁布前投资者是否

[37] House Report, 见前注[3], 第7页; Senate Report, 见前注[3], 第2页。

[38] Andrew A. Schwartz, *Crowdfunding Securities*, 88 *Notre Dame L. Rev.* 1457, 1468 (2013) (“结果除了最大的发行人之外,注册公开发行对于所有人来说都太昂贵了”。

[39] Robert Anderson IV, *Employee Incentives and the Federal Securities Laws*, 57 *U. Miami L. Rev.* 1195, 1196 n. 8 (2003) [引用 Harold S. Bloomenthal, *Going Public and the Public Corporation* 1-9 to 1-11 (1986)]。Bloomenthal 估计1986年的成本为100万美元。目前经过通货膨胀影响后,成本将超过200万美元。

[40] C. Steven Bradford, *Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and the Case for an Unconditional Exemption*, 5 *J. Small & Emerging Bus. L.*, 1, 4 (2001) (讨论高成本会阻止一些公司在公开募股中募集资金); Schwartz, 见前注[38], 第1469页。

[41] Kevin McCarthy, *How The House Will Roll Back Washington's Rule By Bureaucrat*, *Wall St. J.*, Jan. 25, 2017, at A17 (承诺“接手证券交易委员会的披露规则”)。

[42] 见前注[18]。

获得了有关投资的充分信息(如怀疑论者所主张的)^[43]。在讨论传统学者和怀疑论者的相关学术研究的同时,大部分内容都是围绕着两位当代怀疑论者 Roberta Romano 和 Paul Mahoney 提出的理论,以及他们的理论无法通过下文第四部分所述的考察法案颁布前招股说明书的方法来证明。

A. George J. Stigler 和 George J. Benston

在证券法通过后的几十年间,很少有人质疑传统的观点,即需要联邦强制的披露制度来弥补披露不足和信息不对称。^[44]但是,在 20 世纪 60 年代,这一切开始发生变化。^[45]一些学者使用经济学领域提供的新工具来质疑事前披露不足的传统观点。^[46]1964 年,George J. Stigler 在《证券市场的公共监管》^[47]中发起了第一次对传统观点的重大冲击。关于具体情况,Stigler 的论点如下:

1. Stigler 假定如下前提:如果证券法提高了招股说明书披露的质量,那么那些投资于法案颁布后的 IPO 的投资者将获得更高的回报;^[48]

2. Stigler 调查了投资于证券法颁布前后的 IPO 的投资者的回报,发现并没有显著的差异;^[49]

3. Stigler 将上述发现应用于一个命题逻辑规则:A 推出 B,因此非 B

[43] 我记得 John C. Coffee 教授曾对持传统观点和持怀疑论学者之间的争辩进行形象地描述:学术评论与第一次世界大战起源史上的战争有很多共同之处,都可划分明确的阶段。首先,有一个正统派倾向于把历史事件看作对抗邪恶的道德戏剧。接下来是修正主义者揭穿所有人,并解释说好人们实际上是坏人。最后,一批更专业更有工匠意义的学者涌入现场,纠正修正主义者的粗俗夸张,并产生更平衡的评估。参见 John C. Coffee Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 Va. L. Rev. 717, 717 (1984)。

[44] 正如一位评论家在 1937 年所写的那样,招股说明书举例说明了该法所遵循的证券分配的变化特征。信息的可用性……意味着我们正在接近一个阶段,即一个聪明的投资者将拥有足够的正确数据对证券做出比 20 年代更合理的判断。

[45] Stigler, 见前注[7], 第 120 ~ 124 页。

[46] 同上。

[47] 同上。

[48] 同上, 第 120 ~ 121 页。

[49] 同上, 第 121 页。

推出非 A。^[50] 根据 Stigler 的前提和结论,如果证券法提高了招股说明书的披露质量,那么那些在法案颁布后投资于 IPO 的回报会有所提高:但他们的回报没有提高:因此,证券法并没有提高招股说明书的披露质量。^[51]

Stigler 的结论是,证券法并没有提高招股说明书披露的质量,^[52] 这被怀疑论者经常引用,即证券法发行前的披露是充分的(没有什么可改进的)。^[53] 然而,Stigler 也可能只是在说,联邦监管并没有改善信息披露,而不是在说证券法颁布前几十年里的披露是充分的。^[54]

对传统观点的第二次重大冲击是在 1969 年,George J. Benston 发表了《美国证券交易委员会会计披露要求之价值》。^[55] 像 Stigler 一样,Benston 使用了经济学领域提供的以下工具:

1. Benston 假设如下前提:如果“证券法”提高了披露质量,那么公司

[50] 这在形式上被称为命题逻辑的“拒取式”规则。然而,命题逻辑可能不是推动法律论证的最佳工具。参见 Scott Brewer, *Exemplary Reasoning: Semantics, Pragmatics, and the Rational Force of Legal Argument by Analogy*, 109 Harv. L. Rev. 923, 943 (1996) (“有充分的理由相信,三段论逻辑本身和命题逻辑都不足以代表法律论证的逻辑”); Cass R. Sunstein, *On Analogical Reasoning*, 106 Harv. L. Rev. 741, 743 - 744 (1993) (认为使用命题逻辑不是解决法律问题的最佳工具)。

[51] Stigler, 见前注[7],第 120 ~ 124 页。

[52] 同上,第 124 页。Stigler 的假设中,改善披露会导致更好的投资回报。但这是有争议的,因为很难让各方就各种假设达成一致;在最坏的情况下,辩论的另一方会说该假设是“荒唐的”。参见 Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street*, Aspen Publishers, 2003. p. 565。当然,有很多竞争投入可能导致回报的增加或减少;尚不清楚 Stigler 是否能够掌握了解它们。

[53] 例如, Paul G. Mahoney, *The Allocation of Government Authority: The Exchange as Regulator*, 83 Va. L. Rev. 1453, 1468 - 1469 (1997) [主张股东在证券法通过之前已有自愿披露服务(引用 Stigler, 前注[7],第 122 页)]; Romano, *Empowering Investors*, 前注[9],第 2373 页、2376 页和 2347 页 [认为 1933 年法案没有改进披露(引用 Stigler, 见前注[7],第 120 ~ 121 页)]; Romano, *Metapolitics*, 见前注[9],第 1004 页。“大多数所需信息已在[颁布][证券法]之前自愿披露”(引用 Stigler, 见前注[7],第 121 页)。

[54] Carol J. Simon, *The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues*, 79 Am. Econ. Rev. 295, 295 (1989) [“[Stigler]得出结论 [d]: 鉴于现有私人市场的财务信息来源,对新发行市场的联邦监管是无效的,或者至少是多余的。”(强调增加)]。

[55] Benston, 见前注[8],第 525 ~ 526 页。

在法案颁布后通过公开市场后将提高厂房和设备的资本比例;^[56]

2. Benston 调查了在证券法颁布后,企业是否通过公开市场提高了厂房和设备的资本比例,却发现他们并没有;^[57]

3. Benston 将前述内容应用到这个命题逻辑的规则中:A 推出 B,非 B 推出非 A。

根据 Benston 的前提和结论,如果证券法提高了招股说明书的披露质量,那么公司将通过公开市场提高厂房和设备的资本比例,而公司没有通过公开市场提高厂房和设备的资本比例,因此,证券法并没有改善招股说明书的披露质量。^[58]

与 Stigler 不同,Benston 明确地将他的结论与怀疑论者的论点联系起来,认为在证券法通过之前信息披露是充分的。^[59]他表示,他正在测试“是否有足够普遍的信息披露缺乏……以保证联邦法规的实施”。^[60]他总结说,不存在普遍缺乏的信息披露,缺乏信息披露的故事只是一个“民间传说”。^[61]

B. Joel Seligman

1983 年,Joel Seligman^[62]完成其著作《公司强制性披露制度的历史需求》。^[63] Seligman 的大部分文章都在批评 Stigler 和 Benston 的著作。^[64] Seligman 抨击了他们“未能……充分考虑到公司强制披露制度必

[56] 同上。

[57] 同上,第 524 页,表 II。调查显示在法案颁布前,高达 36.8% 的工厂和设备总支出来自公募市场募集资金,而后则只有 21.9% 来自公开市场筹集的资金。

[58] 同上,第 517 页。在本文中我将讨论 Benston 的论点,因为它们涉及新发行的公开要求的适用(招股说明书的要求)。然而,Benston 也质疑是否需要 1934 年证券交易法的持续披露要求,并指出纽约证券交易所上市协议通常需要在 1934 年之前持续披露,包括资产负债表、损益表和其他财务信息。

[59] 同上,第 519 ~ 520 页。

[60] 同上,第 519 页。

[61] 同上,第 517 页。

[62] Joel Seligman 是证券法律和市场的历史学家之一。George W. Dent, Jr., *Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 725, 725 (1986)。

[63] Seligman, 见前注[18], 第 1 页。

[64] 同上,第 10 ~ 18 页。

要性的历史证据”。^[65] 这篇文章同样批评了最近的怀疑论者，因为他们拒绝考虑历史证据。Seligman 认为，“这可引发对怀疑论者所提出批评的严重质疑”。^[66] Seligman 花费了大量时间来呈现法案颁布前信息披露不足的历史证据，^[67] 并取得了有限的成功。例如，Seligman 讨论了参议院财务委员会在听证期间如何对在美国出售外国债券和证券的一百份招股说明书进行审查。^[68] 国会发现，国外债券的招股说明书通常会忽略银行家出售债券（总费率）的数额和发行国的收支，“在任何情况下收支都不会被划分为特定项目，因为这些项目应当出现在公司损益表上”。^[69] 初看来，审阅一百份招股说明书很合理。然而，外国债券只是证券法规定的一小部分证券。^[70] 审查这些招股说明书，很难说明国内证券招股说明书的情况。这个学术漏洞也是本文试图通过审查国内企业的二十多份法案颁布前招股说明书来进行填补。^[71]

Seligman 教授根据二手资料得出结论，认为证券法颁布前的信息披露是不充分的。^[72] 他非常重视知情人士的言论，如 20 世纪 20 年代 Cravath 的律师曾说：

在 1933 年法案之前，问题在于甚至高信誉房屋也常常在今天被认为是相当粗略的信息的基础上出售。在此期间内，一个典型的发行通知书极少或没有包含财务信息，同样情况的还有关于收益使用的信息、对证券本身的简要描述以及与发行人业务有关的重要事实（如果

[65] 同上，第 8 页。

[66] 同上。

[67] 同上，第 18 ~ 30 页。

[68] 同上，第 25 页。Joel Seligman, *The Reformulation of Federal Securities Law Concerning Nonpublic Information*, 73 Geo. L. J. 1083, 1105 n. 110 (1985) (“应委员会的要求，九家主要投资银行为听证记录招股说明书提供资金，或提供在 20 世纪 20 年代关于出售 100 多次外国政府债券的通告”）。

[69] Seligman, 见前注 [18]，第 25 页。

[70] 从 1919 年到 1929 年，外国投资（不仅是外国债券）的平均投资率仅为 17%。参见 Jeff Frieden, *Sectoral Conflict and Foreign Economic Policy 1914 - 1940*, 42 Int'l Org. 59, 66, tbl. 3 (1988); W. Mark C. Weidemaie, *Sovereign Immunity and Sovereign Debt*, 2014 U. Ill. L. Rev. Online 67, 83 (讨论 20 年代对外国债券的投资)。

[71] 见下文第四部分。

[72] Seligman, 见前注 [18]，第 31 ~ 32 页。

有的话)。^[73]

基于基础证据和二手材料, Seligman 教授《公司强制性公开披露制度的历史需要》一文为“强制披露显著提高管理披露的质量和数量”这一传统观点提供了有力的学术支持。^[74] 然而, 怀疑论者仍然质疑联邦授权披露制度的必要性, 其中包括 Roberta Romano 和 Paul G. Mahoney, 下面将详细进行讨论。

C. Roberta Romano

1. 论点: 利己主义推动证券法颁布前之披露制度的产生

耶鲁大学的 Roberta Romano 是当代最著名的怀疑论者之一。1998 年, Romano 教授撰写了《授予投资者权力: 证券监管的市场化方法》。^[75] 在争论竞争性联邦主义的过程中(实际上就是回归到蓝天法案拼凑物时代, 这一时期蓝天法案是证券法颁布前的主要规则),^[76] Romano 认为证券法颁布前存在的不足并非披露问题。^[77] 她很大程度上认同 Stigler 和 Benston 之前的工作, “几乎没有确凿的证据证明, 在证券法颁布之前的几十年里, 公司信息是披露不足的”。^[78]

根据 Romano 的说法, 在甚至还没有联邦法规的 20 世纪 20 年代, 企业向潜在投资者提供信息是合理的。^[79] Romano 的理由是, 公司在提供

[73] 同上, 第 32 页。[引自 Thomas A. Halleran & John N. Calderwood, *Effect of Federal Regulation on Distribution of and Trading in Securities*, 28 Geo. Wash. L. Rev. 86, 94 (1959)。]

[74] Roger J. Dennis, *Mandatory Disclosure Theory and Management Projections: A Law and Economics Perspective*, 46 Md. L. Rev. 1197, 1205 (1987) [引用 Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Disclosure System*, 9 J. Corp. L. 1 (1983)]。

[75] Romano, *Empowering Investors*, 见前注[9], 第 2359 页。

[76] 在竞争性联邦制下, 每个州和公司法一样, 都会制定自己的证券法, 特别是公司必须向潜在投资者披露信息。同上, 第 2361 ~ 2362 页。除了公司决定纳入的其他因素(有关股东权利, 受托责任等的规则)时, 公司还将考虑国家有关证券监管各方面的规定, 包括要求披露和防止欺诈。同上, 对她的建议的可预见的批评是, 如果得到执行将导致全面的竞争。参见 James D. Cox, *Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets*, 99 Colum. L. Rev. 1200, 1244 (1999)。

[77] Romano, *Empowering Investors*, 见前注[9], 第 2373 页。

[78] 同上。

[79] 同上。

信息方面符合自己的利益——它能够降低资本成本。^[80] 她的论点大体上是基于 George Akerlof 在出售汽车时提出的著名的“柠檬问题”。^[81] 适用于证券市场的柠檬问题如下：^[82]

当卖方知道他们正在出售的证券的质量,但购买者并不知道时,“柠檬问题”会发生作用。想象一个由两种[证券]组成的[证券]市场:高质量[证券](……“桃子”)和低质量的[证券](……“柠檬”)……如果买家不知道他们是柠檬还是桃子,他们不会支付桃子的价钱。^[83]

适用于证券“柠檬问题”的一个解决方案是,联邦政府可以强制所有发行人披露信息(如同“证券法”一样),^[84] Romano 相信市场机制可以解决在没有政府干预情况下出现的问题。^[85] 将其应用于 20 世纪 20 年代,Romano 认为,一家想要以“桃子”价格(而不是“柠檬”价格)提供“桃子”证券的公司必须自己去向投资者说明证券的质量。^[86] 有趣的是,在这种利己主义理论下,“存有不利信息的企业也被迫披露信息……

[80] 同上,第 2374 页。

[81] Romano, *Metapolitics*, 见前注[9], 第 1002 页[将“柠檬问题”与证券披露问题联系起来,引用 A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Q. J. Econ. 488 (1970)]; 参见 Romano, *Need for Competition*, 见前注[9], 第 489 页(因为更多关于优质股票的信息会对其价格产生上行压力,“管理人员应主动向投资者提供信息,无论是否有强制性制度”)。

[82] 在这句话中,“汽车”被“证券”替换。

[83] Tom Baker, *Health Insurance, Risk, and Responsibility After the Patient Protection and Affordable Care Act*, 159 U. Pa. L. Rev. 1577, 1609 (2011) (总结 Akerlof 的论点)。

[84] Romano, *Metapolitics*, 见前注[9], 第 1002 页。

[85] 同上。请参见 Jonathan R. Macey, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 Cornell L. Rev. 394, 411 (2004) [引自 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 Va. L. Rev. 669 (1984)]。Macey 引用了 Easterbrook 和 Fischel 的论述,他们将 George A. Akerlof 阐述的“柠檬”问题与证券发行挂钩:除非提供“更好的证券”的人……能够与其他人区分开来,否则投资者会将所有证券视为平均值。质量较高的证券的价格低于信息无偿提供的价格,并且对良好投资的投资太少。同时,低质量证券将吸引太多资金。提供低质量的安全性会很便宜;这样的产品将被过度补偿。随着投资质量的恶化,“柠檬”将主宰市场。Easterbrook and Fischel, 第 673 ~ 674 页(引用 Akerlof, 见前注[81])。

[86] Romano, *Empowering Investors*, 见前注[9], 第 2374 页。

因为不披露信息的证券会给投资者投以不利的信号(没有消息就是坏消息)”。^[87]

2. 利己主义理论的缺陷

Romano 教授过分依赖自我利益作为披露的驱动力。公司发行人可能会更看重向投资者披露信息所带来的资产流动,但也可能会更看重保密所带来的竞争地位。^[88] 美国苏门答腊烟草公司诉证监会^[89]一案说明了这一点。该案在证券法通过后不久做出判决,美国苏门答腊公司方面涉及三名原告:美国苏门答腊烟草公司,加拿大国际镍材公司,以及 Bulova 钟表公司。^[90] 每个原告都对在纽约证券交易所注册时必须包含某些特定信息(其副本须提交证监会)的做法表示不赞同,^[91]理由是“公开信息等于是揭示商业秘密”。^[92] 经过几年的诉讼程序后,华盛顿巡回法庭最终支持了美国苏门答腊公司的诉求(彼时国际镍材和 Bulova

[87] Romano, *Need for Competition*, 见前注[9], 第418页(认为秘密导致潜在投资者承担最差); Easterbrook & Fischel, 前注[85], 第683页(“沉默意味着坏消息”)。

[88] 正如 Francis Bacon 所言,“知识就是力量”。Justin Kaplan, *Familiar Quotations*, Little Brown, 1992, p. 158 (Justin Kaplan ed., 16th ed. 1992); 见书评, *Loss and Seligman on Securities Regulation: An Essay for Don Schwartz*, 78 *Geo. L. J.* 1753, 1766 - 1767 (1990) (“[公司]不愿意……削弱他们的竞争地位”)。我也不一定相信,至少在牛市期间,不公开披露是一个巨大的缺点。举例来说,在互联网泡沫期间,投资者忽视了那些公司“没有盈利,没有财政,没有前景”的信息,并热情地投资了他们的证券。Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 *Seattle U. L. Rev.* 599, 606 - 607 (2013)。在房地产泡沫期间,抵押贷款支持证券(MBS)的投资者无视信息,标的抵押贷款的债务人不太可能能够偿还抵押贷款,并积极购买 MBS。Brent J. Horton, *Toward a More Perfect Substitute: How Pressure on the Issuers of Private-label Mortgage-backed Securities Can Improve the Accuracy of Ratings*, 93 *B. U. L. Rev.* 1905, 1923 (2013) (讨论 MBS 市场中的非理性投资者); Horton, 见前注[31], 第175页。

[89] 110 F. 2d 117 (D. C. Cir 1940)。

[90] *American Sumatra Tobacco Corp. v. SEC*, 93 F. 2d 236, 237 (D. C. Cir. 1937)。

[91] 同上。

[92] 同上。证券交易法允许进行这种保密处理:任何提交此类申请,报告或文件的人可以对其中所含信息的公开披露提出书面异议,并说明该异议的理由,并且委员会有权在其认为适当的任何此类案件中听取异议。在这种情况下,委员会只有在判断披露这些信息符合公共利益时,才可以向公众提供任何此类申请,报告或文件中包含的信息。同上,第238页(引用 15 U. S. C. § 78x)。

已不再参与诉讼)。^[93] 美国苏门答腊公司担心要向公众披露一份损益声明,其中包括以下信息:销售总量、销售成本、总销售额、总支出、净销售额、其他收入、总收入、其他费用以及净收入。^[94] 而美国苏门答腊公司不愿透露“销售总量和销售成本的数额,因为前者扣除后者可以得出毛利”。^[95] 美国苏门答腊公司抱怨说,披露总销售额会导致竞争对手获得商业秘密用于对付自己。^[96] 正如一位评论员所解释的那样,“公司(像美国苏门答腊这样)的竞争对手因为没有在任何交易所上市而不需要披露利润,这就可以使其将获得各种竞争优势,例如能够说服买家那些有公共记录的注册人的利润是过高的”。^[97] 事实上这也是美国苏门答腊公司所主张的。^[98] 法院并没有认可美国苏门答腊公司的这一主张而支持了证监会,证监会认为这些信息应包含在美国苏门答腊省 = 公司的注册声明和招股说明书中。^[99] 然而重点很明显:即便公司正在向公众发售证券,他们并不愿披露资本成本信息。^[100]

正如第四部分将要详细讨论的内容那样,对证券法颁布前招股说明书的考察印证了这样的论点:公司重视保密。以招股说明书中的财务报表为例。所考察的招股说明书常常没有提供资产负债表和损益表(这是

[93] 参见 *American Sumatra*, 110 F. 2d, 第 118 ~ 119 页。正如一位评论员所说,美国苏门答腊是唯一剩余的诉讼人:原因尚不明确。也许寻求保密处理的发行人选择了美国苏门答腊进行测试。早在 1936 年 2 月(美国证券交易委员会立法建议修改[第 12 (f) 和 15 条]的日期),必须明确的是,在场外交易市场进行交易并且未公开的发行人产品永远不会受到披露要求的约束。另一个原因可能是发行人学会了如何以不影响其业务的方式遵守该行为。例如,有利可图的单一产品公司与其他业务相结合,因此无法再识别盈利的产品线,或者他们从交易所退市。……美国苏门答腊处于一个特别不可战胜的竞争地位,因此可能比其他人更愿意成为测试案例。Edmund W. Kitch, *The Theory and Practice of Securities Disclosure*, 61 Brook. L. Rev. 763, 871 n. 270 (1995)。

[94] *American Sumatra*, 110 F. 2d, 第 118 页。

[95] 同上,第 119 页。

[96] 同上,第 118 ~ 120 页。

[97] Kitch, 见前注 [93], 第 872 页 [援引评述, *Confidential Treatment of Information Required by the Securities Exchange Act*, 47 Yale L. J. 790, 795 (1937)]。

[98] *American Sumatra*, 110 F. 2d, 第 119 页 (“披露出的毛利率与其他大多数公司相比较大,会引起强烈的客户不满,并引起买方罢工造成损害和损失”)。

[99] 同上,第 120 ~ 121 页。

[100] 同上,第 118 ~ 120 页。

上述美国苏门答腊公司不是唯一不愿提供财务信息的发行人的证据)。^[101]所考察的招股说明书有近2/3缺少资产负债表或损益表,有时两者均缺少。^[102]当然,上述情况并不是绝对的,但它应该引起人们质疑利己主义理论在证券法通过之前就引起了公司披露信息的说法。

D. Paul Mahoney

1. 论点:纽约证交所推动证券法颁布前的信息披露

弗吉尼亚大学的 Paul Mahoney 则是另一位怀疑论者。在他2015年的著作《浪费危机:为什么证券监管会失败》中,他首先称在证券法颁布前几十年里信息披露不足的说法“显然是错误的”。^[103]他坚持认为,潜在投资者已拥有包括财务报表在内的“庞大的信息”^[104]。奇怪的是,该论断引自 Adolph Berle 和 Gardiner Means,他们在《现代公司与私有财产》中用了大量篇幅来论证与上相反的观点:披露,尤其是财务披露是不充分的。^[105] Mahoney 教授表示,投资者获得这种庞大的信息是被有组织的交易所煽动的。^[106]他解释说,从1900年开始,一些有组织的交易所(例如纽约证交所)就要求公司披露关于上市申请的信息。^[107]典型的上

[101] 见附录 A。

[102] 同上。

[103] Mahoney, 见前注[5],第3页。他特别回应 Arthur Levitt 的以下陈述:

[大萧条之前]投资者在没有招股说明书或发行通告的利益的情况投资证券;从未见过资产负债表;不知道除了公司名称和股价的其他事。在接下来的黑暗时期,人们拼命寻求解决方案[他们创制了证券法。]……

六十一年后……

披露已经改变了资本市场。披露已经通过确保投资者向他们提供他们需要做出明智决定所需的信息,将赌场转变为国际象棋游戏。

Arthur Levitt, Chairman, Sec. and Exch. Comm'n, *Remarks at University of Virginia Law School, Investor Education: Disclosure for the 1990s* (Nov. 1, 1995), <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1995/spch063.txt>. Arthur Levitt 是1993年至2001年SEC的主席。SEC简历;SEC主席 Arthur Levitt, <http://www.sec.gov/about/commissioner/levitt.htm> (2017年7月7日访问)。

[104] Mahoney, 见前注[5],第4页。

[105] 同上。(援引 Adolph A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932。)在 *The Exchange as Regulator* 一文中, Mahoney 教授表示,“对1933年之前新发布信息披露实践基本上存在缺陷的观点缺乏支持。”Mahoney, 见前注[53],第1468页。

[106] Mahoney, 见前注[5],第79~80页。

[107] 同上。

市申请包括有关资本结构和投票权、历史背景、责任、财产、投资者和财务报表的信息。^[108]

令人震惊的是，Mahoney 教授在《浪费危机》的开篇就有了一个大致的立场，即在证交所的鼓励下，法案颁布前的披露是充分的（或者更确切地说，缺少披露的观点是“明显错误的”）。^[109] 使用“明显错误”这个词似乎太过分了。此外，他所采用的双重论点完全没有必要：国会应该避免出台综合性立法（将几百条在无关的游说中提出的条款汇集在一起的立法）；相反，国会应当只通过那些有针对性的新立法。^[110]

他之后又论称一些新增的变化是必要的，^[111] 这与“明显错误”一词的使用有所矛盾。例如，后来在《浪费危机》一书中，Mahoney 教授似乎认识到，他说披露混乱是“明显错误”的这一观点有些全盘否定。^[112] Mahoney 教授承认，就卖方披露利益冲突这一点而言，证券法中的披露要求较之过去有所改善。^[113]

2. 纽约证交所论断的弱点

然而抛开细微差别，Mahoney 认为区域性的交易所（而不是联邦政府的）须规范信息披露的这一论点有待商榷。^[114] Mahoney 教授过分相

[108] 同上。有关上市申请内容的更详细讨论，请参阅 Seligman，见前注[52]，第 46 页。

[109] Mahoney，见前注[5]，第 3 页。

[110] 同上，第 7 页、166 ~ 167 页。

[111] 同上，第 166 页。

[112] 同上。

[113] 同上。同样，Mahoney 教授也承认投资者在参与公开发行之应该掌握信息。同上，第 78 页（“[不知情的交易中]公司发售自己的股票时风险极大，在二级交易中也是如此”）。

[114] 同上，第 79 ~ 81 页。（认为有组织的交易所在执行披露规则方面处于有利地位）。Mahoney 教授表示，“证券交易所监管机构中的声明监管权力[应该下放]给第一批监管机构——证券交易所自己。特别地，交易所应该是上市公司披露相关规则的主要撰写者和执行者……” Mahoney，见前注[53]，第 1455 页；Cox，前注 76，第 1230 页（“Paul Mahoney……建议证券上市交易所应规范披露……”）；A. C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 Va. L. Rev. 925, 964 (1999)（讨论学者包括 Mahoney，“认为证券交易所有适当的激励措施来保护投资者”）；Robert B. Thompson, *Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law, and Federal Regulation*, 38 Wake Forest L. Rev. 961 (2003)（“Mahoney 教授认为交易所应该是有关披露规则的主要作者和执行者”）。

信有组织的交易所强制披露的能力。例如, Mahoney 将在提交上市申请和向招股说明书中的投资者提供充分信息披露联系在一起。^[115] 这犯了一个错误,因为我们无法保证上市申请中的信息就一定存在于招股说明书中。^[116] 事实上,在 20 世纪 20 年代纽约证交所才开始认识到,在上市申请中提供给交易所的信息往往没有什么太大作用。^[117] 当纽约证交所最终实施旨在确保这些信息被纳入的措施时已经太晚了,这些措施充其量只能取得有限的成功。^[118]

其次,上市协议(并非上市申请)也未能强制招股说明书的信息披露。^[119] 上市协议旨在强制持续性披露(承诺提供年度或季度财务报表),而不是通过发行招股说明书来披露。^[120] 即使上市协议能够披露招股说明书的内容,公司仍可以与纽约证交易自由谈判上市协议,然后谈判他们能够提供的信息范围。^[121] 当然,公司规模越大,谈判的立场就越理想,因为公司希望尽可能少地提供信息。^[122]

再次, Mahoney 教授的论点只适用于一部分公司^[123]。正如 Joel Seligman 在《华尔街的变革》中所讨论的:

纽约证交所的上市要求比蓝天法案更有效。作为纯粹的自愿性标准,任何一家在纽约场外交易所(1953 年更名为美国证券交易所)上登记为“非上市”证券的公司或任何其他 17 家允许证券在“不公开”的基

[115] Mahoney, 见前注[5],第 80 页。

[116] House Report, 见前注[3],第 7 页。

[117] 同上。

[118] 许多纽约证券交易所交易公司的招股说明书不完整。参见可口可乐招股说明书,见前注[13];内陆钢铁公司招股说明书(1923)[下称内陆钢铁招股说明书](存档于作者);联合雪茄招股说明书,见前注[14]。

[119] Roberta S. Karmel, *The Future of Corporate Governance Listing Requirements*, 54 SMU L. Rev. 325, 328 (2001)。

[120] 同上。

[121] 同上,第 330 页。

[122] 同上,第 325 页。

[123] Seligman, 见前注[52],第 47 页。甚至对于该分支,纽约证交易所在执行其规则方面也不统一,这意味着其上列出的多达 30% 的股票不需要报告必要的信息。参见 Robert A. Prentice, *Regulatory Competition in Securities Law: A Dream (That Should Be) Deferred*, 66 Ohio St. L. J. 1155, 1186 n. 147 (2005)。

础上交易的证券交易所都可以选择不适用该标准。^[124]

纽约市场交易所的上市标准则要宽松得多。^[125] 人们可以推测标准较为宽松的原因,但最有可能的是如果一家公司不能满足纽约证交所上市要求(或者因规模太小而不能与纽约证交所进行有效关于上市要求的谈判),那么这将会是公司取得业务的一种方式。^[126] 纽约场外交易所常被“用作为许多规模较小发展程度较低的发行人进入市场的跳板”。^[127]

最后, Mahoney 教授关于纽约证交所强制披露的论点并未被笔者考察的法案颁布前招股说明书所证实。本文第四部分考察的几份招股说明书是针对纽约证交所的上市公司。例如,在纽约证交所上市的联合雪茄优先股、^[128] 内陆钢铁^[129] 和可口可乐。^[130] 每家公司都无法充分披露自己收入报表,^[131] 也都没有提供管理者和董事名单以及他们的报酬。^[132]

E. 关于学术争辩的结语

以前的辩论基本上只限于立论与反论,很少有解决方案。例如,赞成和反对利己主义可能导致企业向潜在投资者提供信息的主张就是如此。更深层次的理解可视情况通过考察法案颁布前招股说明书的披露或不披露模式来完成。本文第三部分简要说明了笔者收集和考察这些证券法颁布前招股说明书的方法,然后在第四部分将提出个人意见。

[124] Seligman, 见前注[52], 第47页。

[125] Karmel, 见前注[119], 第330页。

[126] 同上。

[127] 同上。

[128] Application to List, Wall St. J., June 27, 1927, at 7 (“联合雪茄商店联合雪茄公司共计2,000,000美元股票,面值为100美元的6%累积优先股”)。

[129] Concerns Report Earnings Often, Wall St. J., Nov. 22, 1923, at 13。在由招股说明书提供的证券中7%的累积优先股在1928年宣布摘牌。Stock Exchange News, Wall St. J., Apr. 3, 1928, at 20。

[130] Stock Exchange Listings in 1919 Show Increase, Wall St. J., Jan 5, 1920, at 2。

[131] 可口可乐招股说明书, 见前注[13], 第2页(包含一份仅包括销售净额和净收入的损益表); 内陆钢铁招股说明书, 见前注[118], 第3页(仅列出净收益); 联合雪茄招股说明书, 见前注[14], 第3页(由于收益声明不成熟, 未能提供费用或税款明细)。

[132] 见附录A。

三、方法

笔者之所以研究法案颁布前的招股说明书,而非年度报告或公司与投资者之间的其他类型的交流,是因为在证券法通过之前,招股说明书是公司向投资者提供的首个也是最重要的披露。^[133]此外,正如文章第一部分所阐释的那样,招股说明书的内容将在日后由证券法^[134]进行规范,以便进行同类比较。

法案通过前的招股说明书没有单独的存放点。笔者从哈佛大学、密歇根大学和耶鲁大学的图书馆档案馆亲自收集了招股说明书。纽约的美国金融博物馆是非常有帮助的,各种历史社科和地区博物馆也是如此。^[135]总而言之,笔者成功收集到了证券法颁布前二十年里公布的25份招股说明书。^[136]它们可代表各种交易所交易的证券,包括纽约证券交易所,纽约场外证券交易所,以及波士顿、芝加哥、克利夫兰和旧金山的交易所。^[137]

笔者采取了特别的方式来收集招股说明书,所以一些“幸存者偏见”总是如影随形。因为当笔者从各种档案中检索文件时,发现有一些文件能够得以保存但其他文件没能留存的问题。^[138]所以读者可能会

[133] 1932年, Berle和Means解释说,提供担保的过程通常始于[公司]发表所谓[招股说明书]的声明……可能比任何后来给予市场的信息更重要,因为它出现的时期,当时有问题的公司和银行家或促进组织可能是唯一允许准确评估证券的群体。Adolph A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 300-301 (1932) (emphasis added)。

[134] 15 U. S. C. § 77j(2012)。

[135] 非常感谢 Hagley 博物馆和图书馆、Heinz 历史中心、Maryland 历史协会和 Toledo Lucas 县公共图书馆。

[136] 见附录 A。

[137] 同上。

[138] 详见 Howard Bodenhorn, *Voting Rights, Shareholdings, and Leverage at Nineteenth Century U. S. Banks*, 57 J. L. & Econ. 431, 439-440 (2014) (讨论幸存者偏见); Alexander Lee, *How (and How Not) to Use Archival Sources in Political Science* 7-8 (2015), http://www.rochester.edu/college/faculty/alexander_lee/wpcontent/uploads/2014/07/archives.pdf (讨论使用档案来源时固有的其他形式的偏见)。

问,这些收集到的招股说明书是否真实反映了 20 世纪 20 年代的情况呢?

首先,笔者确信“幸存性偏见”不会因个人的选择偏见而加重。也就是说,既然事先制定了规则,那就要坚持下去。例如,只要找到的招股说明书是 1910 年至 1929 年(股市崩盘前的 20 年)的,笔者都进行了收集,而不考虑公司的规模。毕竟投资者的投资损失不限于公司的大小。

其次,笔者做出保守的结论以期认识到这些方法论上的挑战。对于那些有关定性的法律学术问题,尤其是那些依赖于档案文件的,^[139]这篇文章不能涵盖全部文章,只能对因证券法颁布而导致的问题进行一次不完美的管中窥豹。不过,笔者相信这是迄今为止最完整的观点。虽然文章根据这些信息提出自己的结论,但读者可能会以不同的方式来解读这些信息。应当承认,这些从观察中得出的结论并不是无懈可击的。

一份法案颁布前的招股说明书必须包含哪些信息才能被视为充分披露?或者说招股说明书必须包含哪些信息才能确定它可导出一项合理的投资决策? Berle 和 Means 在《现代公司与私有财产》解释道,在证券法通过之前,新证券的发行需要具备一份招股说明书,如果披露充分,内容应当包含有关发行目的、发行价格、承购人以及公司的常规信息,包括管理人及董事的名单、财务报表以及资本总额。^[140] (问题是根据 Berle 和 Means 的说法,当时大多数招股说明书都没有提供这样的信息。) Berle 和 Means 提供的清单是一个很好的起点,引起了当时一些政治家的关注。

那么政治家认为招股说明书中应当包含哪些信息呢? 以下是立法史上的两段摘录。众议院报告指出,对新发行证券的披露应要求“包括

[139] Lee, 见前注[138], 第 8 页。

[140] Berle & Means, 见前注[133], 第 302 页。Adolph A. Berle 是 FDR“智囊团”的一员。William W. Bratton, *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, 26 J. Corp. L. 737, 738 (2001); 参见 George W. Dent, Jr., *Toward Unifying Ownership and Control in the Public Corporation*, 1989 Wis. L. Rev. 881, 895 (1989) (“Berle 和 Means 帮助提案联邦证券法的完整披露政策”。

利润分配、股票掺水值以及达到通常未向买方透露的价格,尽管买方在评估证券稳健性方面具有不可或缺的重要性”,“资产负债表明确显示了发行人资产和负债的情况,能够公平地反映其运作状况的权证和损失声明”。^[141] 其次,在众议院审议证券法时,Mott 代表和 Pettengill 代表进行了一些争论。^[142] Mott 先生反问法案中招股说明书的要求如何能够帮助到投资者,而 Pettengill 代表强调,招股说明书必须包含银行家从发售中获得的佣金额,该项目体现了优先留置权的种类及性质,体现了排除“水分”后的实际成本有多少……体现了其他类别证券的转换权可能比待售证券还要多,还有其他许多细节。^[143]

从以上的段落可以看出,学者和国会都担心,证券法颁布前的招股说明书往往没有披露(或披露不足),主要是以下六个方面:

1. 财务报表。财务报表是用来估值的工具(股票价格是否公平?)。^[144] 然而财务报表的存在还有其他目的。^[145] 正如 Mahoney 所指出的那样,“会计的目的是为了记账,即为了追踪代理人如何使用(资金)”。^[146] 因此,它提供了一个工具,让潜在投资者可以确定一家正通过公开募股来积累资金的公司谨慎地使用了托付给它的资金。^[147]

[141] House Report, 见前注[3],第7页。

[142] House Consideration, 见前注[24],第2930页。

[143] 同上。

[144] Mahoney, 见前注[5],第46页。缺少财务报表似乎是国会的主要忧虑之一。在众议院考虑证券法时,Reilly 代表表示,如果没有资产负债表和损益表,无良的发起人只是凭空造出了他们出售的证券的价值。House Consideration, 见前注[24],第2951页。他提到“无良股东购买的是基于[空造价值]的股票,而不是真实价值”。同上。

[145] Mahoney, 见前注[5],第46~47页。

[146] 同上。

[147] 根据这些原则,财务报表的进一步运用(特别是在20世纪20年代仍尤为重要)是为了确定存在注水股票的情况。同上,第47页。注水股票是指发行的股票的基础既不是与支付给公司的现金等额的股票面值,也不是等值于股票面值的财产,而是基于转移给公司的财产以超额估值换取股票。William W. Cook, *Stock Without Par Value*, 19 Mich. L. Rev. 583, 584-585 (1921)。在20世纪20年代,最基本的公式是发起人向新成立的公司提供X的公平市场价值的财产,以换取面值为2X的股票。同上,第585页。

2. 资本结构。在最基本的层面上,资本结构是指一个公司的普通股、优先股和债务工具的组合。^[148] 公司的资本结构决定了各投资者的经济权利,也就是说,投资者必须了解公司的资本结构才能知道自己在经济融资中所处的位置。^[149]

3. 投票权。投票权是指既有证券是否允许其持有人就董事会事务到并购事项进行投票。这与资本结构密切相关:普通股基本上拥有投票权(普通股股东以投票来保护自己的经济权利);^[150] 优先股可能不会有表决权(优先股股东可以使用其他机制来保护其经济权利);^[151] 债券不具有表决权(债券持有人可以使用其他机制保护其经济权利)。^[152]

4. 高管薪酬。披露管理人员的薪酬有助于投资者明确企业是否存

[148] Iman Anabtawi & Lynn Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 S. Tan. L. Rev. 1255, 1280 (2008) (讨论资本结构不断变化的复杂性); Paul G. Mahoney, *Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems*, 62 U. Chi. L. Rev. 1047, 1082-1083 (1995) (讨论当公司开始发行不止一类股票时,资本结构在20世纪如何变得更为复杂)。

[149] Mahoney, 见前注[148], 第1082页。

[150] Model Bus. Corp. Act § 6.01 (AM. Bar Ass'n 2010) (要求至少有一类股票有投票权); N. Y. Bus. Corp. Law § 501 (2016) (同上); 另见 Arthur R. Pinto, *The United States, in Public Companies and the Role of Shareholders* 13, 19 (Sabrina Bruno & Eugenio Ruggiero eds., 2011) (“公司必须至少有一类股票投票权利,大多数上市公司的标准是拥有一类普通股,每股拥有一票……”)。

[151] 优先股的一个共同特征是当股息在指定的时间段内没有申报时的投票能力。Dale A. Oesterle & Alan R. Palmiter, *Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Cases*, 79 Iowa L. Rev. 485, 518 (1994) (“当公司未能在指定期限内支付股息时,优先股股东通常会获得投票权”); 参见 John C. Coffee, Jr., *Systemic Risk After Dodd Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, 111 Colum. L. Rev. 795, 832 (2011) (解释说优先股股东只有在错过优先股利时才会获得投票权)。

[152] Thomas W. Dunfee, *Challenges to Corporate Governance; Corporate Governance in a Market with Morality*, 62 Law & Contemp. Probs. 129, 131 n. 13 (1999) (解释债券持有人能够通过合同保护他们的经济权利)。

在浪费文化,更甚者,企业的存在是否仅为高管中饱私囊。^[153]

5. 承销人报酬。披露向承销人支付的报酬,有助于投资者发现投资被挥霍的情况。^[154]

[153] Faith Stelman Kahn, *Pandora's Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy*, 44 *Ucla L. Rev.* 579, 624 (1997) [“联邦证券法”反映了这样一种观点,即系统地要求披露公司信息,结合市场的运作来作为对各种形式管理机会主义的审查……联邦披露要求……反映了一种共识,即虽然基础行为应当是(或者必须是,例如在高管薪酬的情况下)被允许的,但是需要一个基于所需宣传的问责制来阻止企业浪费和管理不善]。在证券法听证会上,代表 George Huddleston 与 Kuhn, Loeb & Co. 的投资银行家 George Bovenizer 讨论了为了防止机会主义,潜在股东必须知道公司向高管支付的酬金:

Huddleston 先生……如果发行公司向其官员支付了大笔款项,我认为证券购买者应该知道这一点。就 Bethlehem 公司而言,已经披露了已支付的巨额津贴,我认为应该向潜在股东提供这方面的建议。Bovenizer 认为,证券持有人有权知道与公司有关的所有重要事实。

House Hearing, 见前注[24], 第 156 页 (statements of Rep. George Huddleston and George Bovenizer, Partner at Kuhn, Loeb & Co.)。Huddleston 先生谈到了 1902 年在 Bethlehem 钢铁公司开始实施的一项奖金制度,该制度旨在“保证那些被选中的人承担高层管理职位的责任”。Harwell Wells, “No Man Can Be Worth \$1,000,000 a Year”; *The Fight Over Executive Compensation in 1930s America*, 44 *U. Rich. L. Rev.* 689, 699 (2010) [引用 Kenneth Warren, *Bethlehem Steel: Builder and Arsenal of America* 80 (2008)]。但是,该计划失控了。同上。到 20 年代后期,一些支付款项与股东以股息支付的全部金额相当。同上。Huddleston 先生的担忧反映了最近获悉 Bethlehem 奖金计划的美国公众的愤慨,该计划同时也是美国烟草公司的奖金计划,允许该公司总裁在 1931 年获得 200 万美元的奖金。

[154] 国会认为支付给投资银行的佣金会对投资者造成“沉重打击”。House Consideration, 见前注[24], 第 2929 页[引用 Louis D. Brandeis, *Other People's Money* 94 (1914)]。这些佣金可能高达 1/3 或更多。例如,在 *Nebraska Mausoleum Co. v. Matters*, 188 N. W. 231, 232 (Neb. 1922) 一案中,发起人 Matters 与该公司签订了一项协议,由他发售面值为 150,000 美元的股票,赔偿由他确定。最后赔偿金额为 5.1 万美元,或超过 1/3 报价的金额。

6. 风险。投资风险的披露对投资者做出合理投资决定是必要的。^[155]不同的投资者可承受的风险门槛不同。

四、审查证券法颁布前的招股说明书

通过研究证券法颁布前的招募说明书,我试图在已有的“混杂信息”中再增加一些证券法颁布前的披露情况。因此,我们可以从中得出是否需要联邦强制披露制度,以及现在是否仍然需要。^[156]如下所述,对法案颁布前招股说明书的考查表明,尽管良莠不齐,但传统学者的论点更具说服力。

具体而言,即使是最好的招股说明书也往往不能提供充分的财务报表、资本结构、投票权信息以及有关高管和承销人薪酬的信息。^[157]此外,他们过分夸大了所发行证券的质量,而牺牲了冷静的风险评估。^[158]

A. 财务报表

本部分将首先讨论充分提供了财务报表(统一资产负债表和损益表)的联合雪茄招股说明书。从信息方面看,联合雪茄招股书是“最佳”招股说明书之一。但“最佳”是相对的,它仍有很多缺点。其后本部分将继续讨论美国铝业公司 1925 年的招股说明书,其章程提供的财务报表明显不够充分。

[155] 与上述其他要求不同,证券法目前并未要求在招股说明书中列入风险因素。附表 A 没有包含明确的要求。然而,国会未能披露风险的意图十分显然。详见众议院听证会,见前注[24],第 40 页(讨论告知投资者风险)。证券法赋予美国证券交易委员会广泛的权力来弥补这一问题,自此该权力常被行使。参见 15 U. S. C. § 77j(c) (2012)(“任何招股说明书均应包含委员会可能按照规则或法规为保护公众利益或保护投资者所必需或适当的其他信息”)。为此,美国证券交易委员会随后颁布了 SK 条例第 503 条,该条例要求披露才风险包括:缺乏经营历史,近期缺乏盈利业务,财务状况导致的风险,业务或拟议业务造成的风险,以及缺乏发行证券的市场。参见 17 C. F. R. § 229.503(2016)。

[156] 限制披露的当代尝试之讨论,详见第五部分。

[157] 详见第四部分 A-D。

[158] 详见第四部分 E。

联合雪茄是 20 世纪 20 年代末在全国拥有超过 1200 家商店的零售商。^[159] 该公司出售雪茄、香烟、杂志、糖果和杂物。^[160] 店里还设有午餐柜台和桌子。^[161] 像今天的星巴克一样,这里是一个休闲的去处。^[162] 表 2 为联合雪茄招股说明书中提供的资产负债表。

资产负债表的最大特点是能够披露足够的信息,因为投资者可以使用提供的数据做出各种有用的推算。例如,投资者可以使用资产负债表来推算联合雪茄的账面价值。^[163]

[159] 联合雪茄公司招股说明书,见前注[14],第 1 页。

[160] Bruce M. Stargatt, *Reminiscences*, 19 Del. Lawyer 6, 6 (2001) .

[161] 同上。

[162] 同上。

[163] 从资产负债表中,可以计算账面价值。然而,正如 1921 年的《华尔街日报》所解释的那样:

账面价值并不是决定是否购买股票的全部重要因素。它是通过增加资本和盈余并将数量除以未偿还股份而获得的,代表了持有人在清算和分配资产和盈余的情况下实现其股票的价值。有意持有股票作为投资的谨慎投资者很可能会查看股票的账面价值,因为它具有一定的内在价值,但通常两个合约买入和卖出股票的人认为市场价值往往不同于面值和账面价值。影响市场价值的要素有很多,因此尽管不是唯一的,但账面价值依然是市场价值的强有力标准。

Answers to Inquiries: "Intelligent Inquiry Is the Public's Great Safeguard", Wall St. J., Oct. 11, 1921, at 2. 今天,我们将提到根据资产负债表对公司进行估值作为“资产评估方法”,在这种方法中,潜在投资者“根据公司的资产负债表中显示取得的资产账面价值,扣除负债的账面价值,最终获得公司的净资产(或权益)价值”。Joshua R. Williams, *Comment, Belk of Spartanburg, S. C. v. Thompson: An Overview and Analysis of the Techniques Employed to Value Minority Interests in Closely Held Corporations in Dissenters' Rights Cases*, 52 S. C. L. Rev. 391, 397 (2001)。Williams 说道:

净资产价值法是三种估值技术中最简单,最便宜且最不主观的方法。然而,因为其原始纯粹的形式,这种方法并不能说明公司目前的公平市场价值。因为使用这种方法,评估师是参考公司的资产负债表来获取资产的账面价值,在扣除负债账面价值,最终取得公司的净资产(或权益)价值。

同上。参见 Matthew G. Norton Co. v. Smyth, 51 P. 3d 159, 161 (Wash. Ct. App. 2002) (“资产净值估值方法……最简单的说就是调整每个公司的资产负债表,以反映截至估值日期的资产和负债的当前市场价值”)。

表 2 1927 年 United Cigar 招股说明书中的资产负债表^[164]

资产		负债	
资本资产		股本	
房地产， 建筑物和 土地使用 权（减少 折旧）	\$ 29,485,603	6% 累积优先股（授权 \$ 50,000,000.00）	\$ 20,000,000.00 <u>47,729,271.07*</u>
较少：附 属公司的 抵押贷款	<u>10,701,092.30</u>	普通股（授权 \$ 60,000,000.00）	
土地使用 权和商铺 的改进	\$ 18,784,511	突出的总股本	\$ 67,729,271.07
附属品、 固定装置 和设备	4,286,344.56	流动负债	
	5,034,359.15	应付票据	\$ 3,000,000.00

[164] 联合雪茄招股说明书，见前注[14]，第 3 页。

* 英文原文对此画线，未说明原因，应该只是强调作用。

续表

资产	负债	
	股本	负债
资本资产		
商标, 商号, 商誉, 品牌	\$ 49, 505, 203. 30	应付账款 7, 164, 060. 03 应计税款 292, 072. 81
当前资产		联邦所得税储备金 <u>900, 000. 00</u> 11, 356, 132. 84
现金	\$ 16, 347, 252. 73	递延负债
应收票据	162, 613. 41	收到的分期付款
应收账款	3, 521, 915. 94	员工股票收到的分期付款 <u>\$ 573, 205. 62</u>
商品 (由雪茄, 香烟, 烟草, 吸烟者的杂物, 其他杂物和高级商品组成) (按成本计算)	13, 474, 331. 86	提前收到的租金 856, 881. 87 <u>430, 350. 00</u> 1, 860, 437. 49
		租赁奖金支付期限

续表

资产	股本	负债
资本资产		
用品(包括证书,安全纸库存,建筑用品等)(按成本计算)	251,742.91	
有价证券	6,396,461.21	储备
抵押贷款	5,678,974.65	未兑换证书等
应收款	45,833,292.71	\$ 3,471,419.50
		附属品,固定装置和 设备折旧
		4,727,857.36
其他资产		盈余
杂项投资	\$ 3,860,976.24	16,594,377.28
为员工购买的股票	\$ 4,113,657.00	

续表

资产	负债
资本资产	股本
较少的：	
由证券股	
票担保的	613,657.00
贷款	
特殊存款	4,512,128.79
递延费	
预付保	
险，利息	\$ 717,907.82
等	
预付租金	2,417,449.24
	<u>\$ 102,268,076.04</u>
	<u>\$ 102,268,076.04</u>

或者投资者可以用资产负债表来计算联合雪茄的流动比率(流动资产 ÷ 流动负债),这有助于衡量投资风险。^[165] 对于联合雪茄来说,目前的比率是 4.04。^[166] 由于超过 1 的流动比率都可以看作良好,^[167] 所以可以认为联合雪茄的财产状况是健康的。^[168]

但是,仅从资产负债表来判断投资是不够的,我们还需要一份损益表。^[169] 我们的例子中,表 3 显示了联合雪茄招股说明书的损益表。

表 3 1927 United Cigar 招股说明书中的损益表^[170]

(单位:美元)

截至 12 月 31 日	总销售额	净利润(税后可用于分红的)
1922	72484254	4359806
1923	74199273	4757928
1924	77283877	5448909
1925	79984674	7518031
1926	87262217	7553231

上述损益表提供了足够多的信息,但也仅仅是如此(依然不够)。无可否认的是,投资者可以利用损益表来衡量联合雪茄的增长趋势。^[171] 对于联合雪茄,净利润从 1922 年的 4,359,806 美元增加到 1926 年的

[165] Kate Litvak, *Defensive Management: Does the Sarbanes-oxley Act Discourage Corporate Risk Taking*, 2014 U. Ill. L. Rev. 1663, 1670 (2014)。

[166] 联合雪茄招股说明书,见前注[14],第 3 页(流动资产 45,833,292.71 美元除以 11,356,132.84 美元)。

[167] 对于某些类别的优先股,当流动比率低于 1 时,会触发优先股的投票权。参见马里兰州的 Canneries, 招股书 2(1924)[以下简称马里兰州 Canneries 招股说明书](存档于作者处)。

[168] 联合雪茄招股说明书,见前注[14],第 3 页。

[169] 美国国会于 1933 年通过的《证券法》规定,除了资产负债表之外,还需要损益表。参见 15 U. S. C. § 77aa(1934)。

[170] 联合雪茄招股说明书中的损益表,见前注[14],第 3 页。

[171] David Walker, *Financial Accounting and Corporate Behavior*, 64 Wash & Lee L. Rev. 927, 935-936 (2007); 参见 Christopher H. Hanna, *Corporate Tax Reform: Listening to Corporate America*, 35 Iowa J. Corp. L. 283, 289 (2009) (“净收入被视为企业管理绩效的主要指标”)。

7,553,231美元,在四年内增长了75%。^[172]然而,联合雪茄的损益表披露标准确实达不到20世纪30年代的标准,该标准要求将营业收入部分分为“销售和收入的净额以及由此产生和导致的费用这两个部分”。^[173]此外,投资者可能会发现,知道收入的来源是有帮助的。一位学者写道:“投资者……感兴趣的是……从什么货物和什么样的服务中获得收入。例如,在通用汽车公司的损益表中,对于投资者来说,知道每排汽车的总收入的占比是非常重要的。”^[174]对于联合雪茄的投资者来说,了解收入是来源于销售烟草产品还是来源于联合雪茄大量投资的房地产是十分有帮助的。^[175]

基于上面的讨论,我们知道联合雪茄的招股说明书中披露的损益表是不太充分的,但其他企业的损益表更是明显不足的。例如,美国铝业公司1925年的招股说明书只包含一个简短的陈述,以取代正式的损益表,^[176]见图1。

[172] 参见联合雪茄招股说明书,见前注[14],第3页。

[173] Maurice C. Kaplan & Daniel M. Reaugh, *Accounting, Reports to Stockholders and the SEC*, 48 Yale L. J. 935, 942 (1938)。联合雪茄的损益表同样不符合现代标准。现代的损益表将进一步突破销售成本,运营费用,研发和税收。考虑苹果公司损益表的以下公式:

A	净销售额
B	销售成本
	毛利润
$C = A - B$	营业费用
D	研究与开发费用
E	销售、日常和行政费用
$F = D + E$	总运营费用
$G = C - F$	营业收入
H	其他收入/费用,净额
$I = G + H$	税前收入
J	提交所得税费
$K = I - J$	净收入

Apple, Inc., 季度报告(表10-Q),第3页(2016年7月27日)。

[174] Kaplan & Reaugh, 见前注[173],第943页。

[175] 参见联合雪茄招股说明书,见前注[14],第1页。“通过自费购买和长期租赁,公司和子公司几乎在美国所有重要城市的突出业务领域都拥有广泛和宝贵的不动产资产”。

[176] 美国铝业公司1925年招股说明书,见前注[12],第1页。

美国铝业公司(及其附属公司)可用于支付1915年至1924年(包括10年)股息的收入平均为每年9,843,133.33美元。1925年前9个月可支付股息的收益为13,221,946.61美元。

图1 1925年美国铝业公司招股说明书中的损益说明^[177]

遗憾的是,由于美国铝业公司的损益说明中提供的是平均收益,因此潜在投资者不能辨明1915年到1924年的收益的增减趋势。^[178]提到的1925年的收入,可能会让读者认为收入在增加,但是如果在1925年有非常规的特殊利润呢?那会使这个数字毫无意义。^[179]而投资者在查看招股说明书的损益说明部分时无法知晓这些情况。^[180] Berle和Means指出,“一流的银行家通常不会支持[这样的表述]”。^[181]然而,美国铝业公司的这种行为并不是一夜之间的操作,^[182]这种表述得到了编制招股

[177] 同上。

[178] Berle & Means, 见前注[133], 第309页。“平均数”的使用可能有助于掩盖第一印象的潜在副作用。考虑到证券法, Beck讲述了以下故事:

我在伦敦时,我去刑事法庭听取了 Lord Kysant 的审判。Lord Kysant 是 Royal Mail Steam Packet 公司的董事总经理。在发行债券时他发行了一份招股说明书,或者更确切地说是用他的名字发行了一份招股说明书,其中只有两件事被指称是虚假的:其一,他给出了过去10年 Royal Mail Steam Packet 公司的平均收入。他表述的很准确,但他因没有告诉投资者10年之中前些年的收入是不正常的,并且使用10年的平均收入误导投资者而被定罪。他被定罪的第二项罪名是他忘记说在其中一年的收入中有一项非常规且特殊的收入。因此, Lord Kysant, 英格兰最伟大的一代人之一, 就这样被定罪, 并且被送入监狱, 这一切都做得非常迅速。

House Consideration, 见前注[24], 第2937~2938页(Beck代表的陈述)(强调增加)。

[179] Berle & Means, 见前注[133], 第309页(“例如,一份声明称‘过去五年的平均收入’一直是如此,这可能掩盖了这五年收入一直在稳步下降的事实”)。

[180] 美国铝业公司1925年招股说明书, 见前注[12], 第1页。

[181] Berle & Means, 见前注[133], 第309页。

[182] Learned Hand 法官在美国1945年的 United States v. Aluminum Comp. of America 案中谈到了美国铝业公司在金属行业的主导地位, 148 F. 2d 416, 422 (2d Cir. 1945): [美国铝业公司] 是一家在1888年9月18日根据宾夕法尼亚州的法律组织成立的公司; 其原名“Pittsburgh Reduction”公司, 于1907年1月1日改为现在的名称。该公司一直从事铝锭的生产和销售, 自1895年以来, 也开始从事将金属加工成成品和半成品。随着业务的扩大, 在1900年至1929年的不同时间里, 该公司逐渐拥有了众多子公司。

说明书的匹兹堡联合信托公司的批准。^[183]当然,美国铝业公司所提供的损益说明是一些无稽之谈,包括 Berle 和 Means 在内的许多前管理学者对此都持质疑态度。^[184]

从更广泛的角度来看,审查证券法出台前的 25 份招股说明书清楚地表明,财务报表质量差异很大,从什么都没有,到初具模型,到大体充分。在我审查的 25 份招股说明书中,只有 12 份包含资产负债表,^[185]另外 13 份没有。令人惊讶的是,作为当前道琼斯 30 指数成分股的可口可乐,也是没有提供资产负债表的公司之一。只有 14 份包含了收益报表(P & L)(通常情况下,这些提供的表格应该是非常明确的,美国铝业公司的收入报表在图 2 中,而可口可乐的收入报表在表 4 中)。^[186]

B. 资本结构和投票权

本节首先将讨论可口可乐招股说明书,该招股说明书提供了有关资本结构和投票权的充分信息(虽然仍有几个缺点),然后再讨论证券法颁布前发行的、提供信息不足的另一份招股说明书:Alpena Motor 招股说明书(可口可乐的资本结构说明在图 2 中)。

[183] 美国铝业公司 1925 年招股说明书,见前注[12],第 1 页。

[184] Berle & Means,见前注[133],第 300~316 页。关于证券法出台前后有关会计计算缺陷的更多信息,参见 Gary J. Previts & Barbara D. Merino, *A History of Accountancy in the United States* 117(2d ed. 1998)(“这个年代的会计系统的一个共同特点是使用‘私人分类账’,这是一个配备了锁和钥匙的账簿,其中保存了资本支出账户,员工工资记录……以及任何其他企业希望保持清晰的积累的会计信息”);另见 Kaplan & Reaugh,前注[173],at 938(其中得出结论认为,在证券法通过后的几年中,会计披露仍然不合格);另见 Robert Prentice, *Whither Securities Regulation? Some Behavioral Observations Regarding Proposals for Its Future*, 51 Duke L. J. 1397, 1418 n. 94(2002)(“Westinghouse 在 1897 年至 1905 年没有发布年度财务报表”)。

[185] 见附录 A。

[186] 同上。这一发现证实了国会的成果。后来成为担任众议院议长最长时间的 Sam Rayburn 代表抱怨说,潜在投资者“无法从他收到的财务报表中得到公司更多的情况。问询的投资者除了模糊不清以外几乎没有什么收获。”House Consideration,见前注[24],第 2918 页。

7% 累计(无投票权)优先股……10,000,000 美元

普通股(无面值)……500,000 股*

* 投票信托证书

完成目前的融资后……将不存在资金欠债。

优先股应优先于本公司将发行的任何股票和资产分配;如果拖欠 7% 的分红拖欠六个月,每股优先股应有一票表决权。本公司可以选择在任何半年度分红日,提前 90 天以面值和应计分红进行通知,退出任何或全部优先股。

星号为英文原文如此标注,未说明原因。

图 2 1919 年可口可乐招股说明书中的资本结构说明^[187]

这是一个好的开始。^[188] 普通股的购买者会认识到他们的经济权利(定期和清算分配)比优先股的经济权利差。^[189] 然而,相差的程度需要加以说明,为此,招股说明书确实包含以下内容(见表 4):

表 4 1919 年可口可乐招股说明书中的预估收益^[190]

(单位:美元)

新普通股的预计收益能力			
假设净收益为	扣除优先股分红 和联邦税	普通股的预估收入	每只普通股的收益
5000000	1740000	3260000	6.52
6000000	2200000	3800000	7.60
8000000	3120000	4880000	9.76
10000000	4040000	5960000	11.92
12000000	4960000	7040000	14.08

从以上所述可以看出,在向优先股股东派发股息后,大约有 60% 的净收益可用于普通股股东的分红。^[191] 然而,由于优先股息和联邦税收

[187] Coca-Cola 招股说明书,见前注[13],第 1 页。

[188] 同上。

[189] 同上。

[190] 同上。

[191] 同上。

的金额在损益表中莫名其妙地混合在一起,使计算有些困难。

关于投票权,可口可乐招股说明书指出,普通股是以表决权信托(股份表决权)的形式持有的。^[192] 在表决权信托中,“一组受托人(通常是管理层的一部分)被赋予完全的权力,可以对所有置于信托中的股票进行投票……当大多数股票是信托的时候,通常情况下,受托人几乎可以完全控制股东的事务”。^[193] 虽然股东获得“信托证书,有权分享董事可能选择分配的支付款项”,^[194] 但他们没有必要的管理控制力来保护该利益,因为他们已经放弃了对投票受托人投票的权利。^[195] 这种安排的适当性超出了本条的范围。^[196] 然而,招股说明书中应当提供更多关于投票受托人相对于普通股东权力和责任的信息。^[197]

其次,可口可乐招股说明书指出,“如果拖欠7%的分红达6个月,则每股优先股将获得一票表决权”。^[198] 这当然会稀释投票信托持有的普通股的投票权。然而,由于招股说明书并没有说明有多少优先股尚未偿还[它只是说“7%累计(无投票权的)优先股……是10,000,000美元”],因此无法确定稀释的程度。^[199]

有关可口可乐招股说明书的最后一个重点是它提供了一个广泛的思路。通常当公司的资本结构比较复杂时,如当资本结构包括普通股和优先股时,披露并没有充分反映复杂性。比如,Alpena Motor 汽车公司

[192] 同上。

[193] Berle & Means, 见前注[133], 第77页。

[194] 同上。

[195] John Ohnesorge, *Legal Origins and the Tasks of Corporate Law in Economic Development: A Preliminary Exploration*, 2009 Byu L. Rev. 1619, 1625-26 (指出投票权对保护经济权利是必要的)。

[196] 其他人已经详细讨论了这个问题。例如, Joel Seligman, *Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687, 694 (1986)。

[197] Berle 和 Means 提到, 公司往往没有透露投票权何时被稀释, 或者有时不存在(通常用于优先股, 但有时也用于普通股)。Berle & Means, 见前注[133], 第75~76页。在第一个公式中, 发行的股票含有投票权, 但它只是作为资本结构的一部分, 在这个资本结构中, 另一级股票拥有更多投票权。同上。在第二个公式中, 股票根本没有投票权。同上。

[198] Coca-Cola 招股说明书, 见前注[13], 第1页。

[199] 同上。

1912年的招股说明书提供了优先股说明。^[200] 它提供了“资本存量45万美元,优先股7%,累计15万美元,普通股30万美元”。^[201] 它继续解释优先股股东的经济权利如下:“股息为7%,每半年支付一次,并累计……在优先股退回之前普通股不能分红……”^[202] 然而,招股说明书并未提供在错过股息分红的情况下有关优先股投票权的任何信息。^[203] 也就是说,如果错过了分红,那么优先股是否有投票权是不清楚的——而投票权是优先股股东保护其经济利益的最普遍的保障措施(对比确实披露了这种表决权的可口可乐的招股说明书)。^[204] 在不了解他的投票权的情况下,潜在投资者肯定处于信息劣势。^[205]

对证券法颁布前发行的25份招股说明书进行更广泛的审视可以发现,尽管这些招股说明书中普遍对资本结构本身(普通股、优先股、债券的数量)进行了很好的披露,但关于表决权的信息往往披露不足(而表决权对于维护与特定投资相关的经济权利来说是必需的)。^[206] 具体而言,在我考查的25份招股说明书中,23份提供了关于资本结构的充分信息。^[207] 但是,只有7份提供了有关投票权的充分信息。^[208]

C. 高管薪酬

首先,需要指出的是,一些招股说明书甚至没有提供公司高管名单

[200] Alpena Motor 汽车公司的招股说明书 1 (1912) [以下简称 Alpena 招股说明书] (存档于作者处)。

[201] 同上。

[202] 同上,第4页。

[203] 同上。

[204] Oesterle & Palmiter, 见前注[151],第518页(“当企业未能在特定时期内支付分红时,优先股股东通常会获得表决权。”);Coffee, 见前注[151],第832页(解释了优先股股东通常只有在错过了优先股分红时才会获得投票权)。

[205] 如果投资者不能确定自己的经济权利,或者无法确定投票权(后者对保护前者是必要的),则投资者处于信息劣势。Daniel R. Fischel, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock*, 54 U. Chi. L. Rev. 119, 133 (1987) (说明经济权利和投资者的投票权是密不可分的,因为第二个保障第一个); Ohnesorge, 见前注[195],第1625~1626页(指出投票权对保护经济权利是必要的)。

[206] Ohnesorge, 见前注[195],第1625~1626页。

[207] 见附录A。

[208] 同上。

(显然,这是披露他们的报酬的先决条件)。^[209] 例如, Maryland Canneries 的招股说明书写道:“公司总裁在马里兰州巴尔的摩的 Booth Packing 公司工厂从事罐头行业长达 24 年……”^[210] 可以说,如果读者熟悉罐头行业,那么该招股说明书提供了足够的信息去确定该人的身份。^[211] 但是它没有提供实际的名字。^[212] 这种只是暗示而并没有提供实际高管姓名的奇怪的做法并不仅限于马里兰州的 Canneries 公司一家。^[213] 令人惊讶的是,在这 25 份招股说明书中,只有 12 份提供了高管名单。^[214]

即使招股说明书确实有高管名单,但很少披露他们的报酬。^[215] 事实上,在我研究的 25 份招股说明书中,只有两个披露了高管薪酬(而且只是说高管没有得到任何补偿)。^[216] 关于高管薪酬的首次讨论载于

[209] 同上。

[210] Maryland Canneries 的招股说明书,见前注[167],第 1 页。马里兰州的另一家公司, Maryland Paperboard 公司,也做了相同类型的准披露:“工厂的运作将由经验丰富的总经理掌握,公司的事务将由在财务上非常感兴趣的成功商人进行。” Maryland Paperboard 公司的招股说明书 1(1931)[以下简称 Maryland Paperboard 招股说明书](存档于作者处)。

[211] Maryland Canneries 的招股说明书,见前注[167],第 1 页。

[212] 同上。

[213] 其中一个提供说“这项业务将继续由过去管理主要房产很成功的人负责管理,并且他们将保留对优先股和普通股的大量投资”,但未提供任何这些人的名字。Foltis - Fischer Incorporated 的招股说明 3(1929)[以下简称 Foltis - Fischer 招股说明书](存档于作者处)。另一个提供,“管理权将继续留在活跃的高管和董事手中,这些高管和董事多年来一直与这家公司联系很多,并且给公司创造了很大的经济收益”,但没有提到任何这些高管和董事的名字。Inland Steel 招股说明书,见前注[118],第 2 页。

[214] 见附录 A。

[215] 证券法颁布前发行的招股说明书并没有向潜在投资者披露高管薪酬信息,而是把这个问题当作一个严密保密的秘密。参见 Linda J. Barris, *The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay*, 68 Ind. L. J. 59, 61 - 62 (1992)[“获得额外丰厚的薪酬的高管不会被审查,因为薪资水平被严格保密”; Wells, 见前注[153],第 699 页(“当时的社会把查询某人的财务视为‘坏口味’和一种‘偷窥狂’的形式”)]。

[216] 有两个汽车公司的招股说明书是例外情况。Alpena 的招股说明书,见前注[200], at 2; Northway Motors 公司的招股说明书 2(1918)[以下简称 Northway 招股说明书](存档于作者处)。

Northway Motors 公司的招股说明书中。^[217]（见图 3）

本公司承诺以高效和经济的方式开展业务,除了实际提供服务外,绝不向公司任何董事,高管或员工支付报酬或其他形式的报酬,只有与服务相称的报酬。尽管 NorthwayMotors 汽车公司的董事和高管们为公司的成功而付出了大量时间,精力和精力,并且在过去的几个月里一直这样做,但他们中没有一人已经收到或正在收到一分钱以直接或间接地作为报酬……

图 3 1918 年 Northway Motors 公司招股说明书中的高管薪酬说明^[218]

图 3 中的披露只比完全不披露稍微好一些,它留下很多没有说明的。虽然它明确指出,没有一位高管“现在已经收到或正在收到哪怕‘一分钱’”,^[219]那么未来他们会不会收到呢?另一个问题是他们是否收到股票?在《美国投资者杂志》(一份涵盖投资和银行业务的期刊)上发表的一篇同时期的文章称,Northway Motors 公司的高管收到了股票。^[220]关于高管薪酬的第二次讨论载于 Alpena Motors 的招股说明书中。但是就像 Northway Motors 的招股说明书中对高管薪酬的讨论一样,它给出了更多的问题而不是答案(见图 4)。

当然,如果提到的高管们的个人投入(可能是股票)没有用现金或财产支付,那么他们正在从已经到手的股票中(从招股说明书中无法辨别的数量)获得报酬。^[221]因此,声称披露高管薪酬——就像之前的 Northway

[217] Northway 招股说明书,见前注[216],第 2 页。

[218] 同上。

[219] 同上。

[220] What Is Ahead of Northway Motors, U. S. Investor, Feb. 12, 1921, at 297 [hereinafter Investor Article]. 这篇投资者文章呼吁该公司披露“现在每个股票持有者持有的确切股票数量”。它是为了回应读者们发来的询问在 Northway Motors 公司投资的安全性的来信而发布的。新英格兰地区达到峰值的钢铁成本,以及来自底特律的更为成熟的制造商的竞争让该公司陷入困境。到 1921 年,交易价格降至 5.00 美元(日常价格为 7.50 美元);也可参见 2 Moody's Manual of Railroads and Corporation Securities 1487 (Moody's Manual Co. ed. 1922) (指出失败的原因是经济总体下滑)。Northway 的总裁通过向波士顿邮报发函否认了该指控。Letter from Northway Motors, Boston Post, Dec. 5, 1920, at 1 (鉴于这个日期,这似乎是 Northway Motors 公司对该投资者文章先发制人的攻击)。Northway 公司于 1923 年被出售给 Amalgamated Motors 公司。Amalgamated Motors, Wall St. J., Dec. 29, 1923, at 2。

[221] 同上。

Motors 的招股说明书中的披露一样——比没有披露好不了多少。

Alpena 汽车公司的高管们是能够无偿投入工作的商人。公司高管们的目的是为了使其阿尔皮纳市及他们的个人投资取得成功,同时不会以不必要和昂贵的间接费用消耗公司的资源。

图 4 1912 年 Alpena 汽车公司招股说明书的高管薪酬说明^[222]

D. 承销商报酬

与高管酬一样,承销商报酬似乎也是一个严格保守的秘密。^[223] 只有 Northway 的招股说明书中提到有关承销商报酬的一些信息(而且这种信息令人无奈)(见图 5)。

根据商定的免税额,配售证券^[224]的全部现金费用(包括佣金,印刷费,广告费,办公室租金,文员租金和所有其他工作费用)将在整个发行中平均低于票面金额的 11%,因此保证进入制造公司财政部门的证券的每一美元面值上能有超过 89 美分作为净营运资本。^[225]

图 5 1918 年 Northway Motors 公司招股说明书中的承销商报酬说明。^[226]

我考查的其他 23 份招股说明书中对承销商的报酬问题都没有提

[222] Alpena 招股说明书,见前注[200],第 2 页。

[223] Gourrich, 见前注[44],第 67 页(讨论了 1920 年代承销商薪酬得保密问题)。此外,在没有提供承销商薪酬的 25 份招股说明书中,9 份招股说明书甚至没有提供承销商的名称。见附录 A。然而,这可能部分是由于,在第一次世界大战后,才从发起人身份转为承销商身份。Mahoney, 见前注[5],第 45 页。发起人是承销商的前身,有关条款有时可以互换使用。Mahoney 教授解释说:

第一次世界大战后……在美国,一个新成立的公司经常利用能为它提供股份支持的投资银行的服务上市,这些投资银行以折扣价购买公司的股份,并向公众转售。金融中介机构的批评及其薪酬问题都集中于承销商而非发起人。

同上。(引用省略)。简而言之,那些没有列出承销商的招股说明书可能依靠发起人获得认购,收集收益并分配股票。发起人是“积极参与与发行人组建的人”“……要积极参与与组建,必须参与与发行人获得开展业务所必需的财产的交易……或参与到承销和注册流程的机制”。Ingenito v. Bermec Corp., 441 F. Supp. 525, 537 (S. D. N. Y. 1977)(引用略)。

[224] 该发行在招股说明书中被称为贷款,但实际上是普通股的发行。同上。第 3 页。每借 1 美元借给公司,投资者将在每个普通股中收获 0.5 美元。同上。

[225] 同上,第 2 页。

[226] Northway 招股说明书,见前注[216],第 2 页。

及。即使是知名度较高的公司也没有透露支付承销商的报酬。^[227] 例如,1919年可口可乐的公开发行人是由 Georgia 信托公司(现为 SunTrust 银行)承销的。^[228] 然而,招股说明书并未披露 Georgia 信托公司的薪酬。^[229] 可口可乐公开发行人时发表的报刊文章揭示了一些有争议的报道;至少有一家报纸报道说,该银行获得了 16% 的利润(股权)或 400 万美元以作为承销 2500 万美元发行量的报酬。^[230] 目前更多的消息报道说,该行获得了大量可口可乐股票,在今天其价值超过 20 亿美元。^[231] 这两个陈述——前者表示大量的现金支付,后者表示大量的股票支付——未必是矛盾的。投资银行同时收取费用和获得股票是常见的。^[232] 这里的重点是不能从招股说明书中看出这笔薪酬的数额(以及支付所采取的形式)。^[233]

[227] 参见,例如 Coca - Cola 的招股说明书,见前注[13],第 1 页(披露了承销商的姓名,但没有披露薪酬)。

[228] 同上;参见 New Directors of Coca - Cola Co. to Pursue Old Policies, Fort Worth Star - Telegram, Aug. 7, 1919, at 5 (讨论 Georgia 信托公司与可口可乐公司之间的关系)。

[229] Coca - Cola 的招股说明书,见前注[13],第 1 页。

[230] Enormous Profits to Coca - Cola Syndicate, Miami Herald, Apr. 29, 1920, at 2 (声明披露是在一个饮料瓶销售商对可口可乐提起诉讼时,对 Georgia 信托公司的副总裁 W. C. Wardlaw 进行盘问期间作出的)。

[231] Martha Brannigan, *Sun Trust Bank Plods Its Way Along to Strong Returns*, Wall St. J., Mar. 31, 1993, at B4 (“多亏了购入可口可乐公司股票的决定,在 1919 年该软饮公司公开上市时, Sun Trust 银行拥有其超过 10 亿美元的股份”)。在 1919 年,可口可乐和 Georgia 信托公司之间已经有了密切的关系。事实上,当 Georgia 信托公司处理可口可乐公开发行人时, Georgia 信托公司的总裁 Ernest Woodruff, 立即被安置进了可口可乐董事会。New Directors, 见前注[228], 第 5 页;一年后,他的儿子 Robert Woodruff 成为了可口可乐公司的总裁。参见 Bruce Borowsky, *SunTrust Banks (Trust Company Bank)*, New Georgia Encyclopedia (Mar. 11, 2005), <http://www.georgiaencyclopedia.org/articles/business-economy/suntrust-banks-trust-company-bank>。

[232] Brandeis, 见前注[154], 第 95 页。

[233] Coca - Cola 的招股说明书,见前注[13],第 1 页。当然,当一家公司与可口可乐一样成功时,对承销商的大量薪酬很容易被忽视。一股 1919 年以 40 美元购买的普通股今天价值 1000 万美元(假设所有股息都用于再投资)。Notice of Special Meeting of Shareholders and Proxy Statement, COCA - COLA CO. 18 (July 10, 2012, 10:00 AM), <http://www.coca-colacompany.com/content/dam/journey/us/en/private/fileassets/pdf/2012/11/special-meeting-proxy.pdf>。

值得花一点时间记住的是,当我们对主要源文件进行考查时,作为证券法的主要起草者之一的 Louis D. Brandeis 最先反对的就是公司不披露承销商报酬的行为。^[234]《别人的钱》一文的很多话题都集中于发行人不持续披露支付给证券发行销售的承销商的报酬上。^[235]他以美国钢铁公司(US Steel)发行的招股说明书为例,该招股说明书没有提及 JP 摩根公司在承销美国钢铁公司 62.5 美元每股的股票发行中获得了 1250 万美元的报酬。Brandeis 认为这只耗费了 JP 摩根公司“几周的时间”。^[236]Brandeis 认为,支付给 JP 摩根公司的报酬过多,至少投资者有权知道,他们的大部分投资不是用于厂房和设备,而是付给了承销商。Brandeis 认为这是对投资的“隐性税收”,^[237]而银行拿到的则是“不义之财”。^[238]Brandeis 用 JP 摩根公司和美国钢铁公司的轶事传达了一个明确的信息:当时的招股说明书并没有充分告诉投资者他们的资金被如何使用。^[239]

E. 风险因素

大多数证券法颁布前的招股说明书也缺乏风险因素的披露。^[240]在我考查的 25 份招股说明书中,只有一个对风险因素进行了讨论。^[241]可

[234] Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 Harv. L. Rev. 1197, 1211 - 1212 (1999) (Brandeis 在 1914 年讨论,接下来 Berle 和 Means 在 1932 年讨论,“倡导把披露作为一种监管方法”)。尽管许多学者认识到对联邦授权的披露制度的需要,但国会会在经济大萧条之前并未被迫采取行动。参见 Lynn A. Stout, *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives*, 48 Duke L. J. 701, 728 (1999) (“直到 1929 年的市场崩溃和随后的大萧条,国会才决定采取行动”)。

[235] Brandeis, 见前注[154], 第 94 页。Brandeis 及 *Other Peoples' Money* (《别人的钱》)一文,在帮助证券法制定方面的作用已有详细记录。参见 Williams, 前注[234], 第 1212 ~ 1215 页(详细讨论了 Brandeis 的作用)。国会报告的开头是富兰克林·罗斯福总统的一条消息,该消息认为,披露将防止银行和公司滥用“其他人的钱”,这是对 Louis Brandeis 及其工作的一个不那么微妙的提法。同上,第 1228 页[引用 H. R. Rep. No. 73 - 85, at 2, 3 (1933)]。

[236] Brandeis, 见前注[154], 第 94 ~ 95 页。

[237] 同上,第 110 页(把银行家的薪酬比作税收)。

[238] 同上,第 103 ~ 104 页。

[239] 同上,第 106 ~ 107 页。

[240] 参见前注[155](讨论为什么甚至连“证券法”最初都没有规定需要披露风险因素;后来需要将风险因素作为 Reg. S - K 的一部分)。

[241] Coca - Cola 的招股说明书,见前注[13],第 3 页。

可口可乐公司就是这个例外，它坦率地揭示了其强制执行商标的能力的问题^[242]（见图6）。

可口可乐披露这个信息当然符合潜在股东的最佳利益。^[243] 如果商标不可执行，会对公司的价值产生不利影响。对可口可乐公司来说，幸运的是，最高法院禁止了对其商标的侵权使用。^[244] 法院指出：“使用多年的商标……已经可以单独表明[可口可乐]的产品。发现被告的混合物是模仿原告的商品制造和销售的，而选取‘Koke’这个词的目的是收取原告的广告收益和出售模仿原告的产品而制作的商品。”^[245]

我们收到了以下律师的意见：应您的要求，我们仔细审查了可口可乐公司商标的合法性……法院已……禁止使用名称，标签和其他模仿可口可乐公司所使用的名称和标签的事情，公司的该权利是排他性的。一个例外情况是美国巡回上诉法院对第九巡回法院作出的决定不利于可口可乐公司……美国最高法院已经批准了对于该决定的审查申请，目前该法院正在对该决定进行审查。

图6 1919年可口可乐招股说明书中的风险因素说明^[246]

将可口可乐公司的坦率披露与一家生产番茄酱的 Harbauer 公司进行比较，后者在其1916年的招股说明书中隐瞒了其正面临农业部的行政处理。^[247] 据农业部长说：

1917年2月15日，美国俄亥俄州北区的律师根据农业部长的报告，提交了一份反对 Harbauer 公司的信息，声称该公司的货物违反食品和药物法，1916年1月20日左右……一些名为“复方番茄酱”的存货里，部分蔬菜产品已经腐烂。该信息声称此公司的货物是掺假的，因为它含有肮脏的，已腐烂的和已被分解的蔬菜物质。1918年1月21日，被告

[242] 同上。

[243] 今天，一个这样的未决诉讼可能会出现在招股说明书的未决诉讼部分。17 C. F. R. § 229.103(2016)（指导注册人“简要描述任何悬而未决的法律诉讼”）。

[244] Coca-Cola Co. v. Koke Co. of America, 254 U. S. 143(1920)。

[245] 同上，第145页。

[246] 同上。

[247] United States v. Harbauer Co. , F. & D. No. 7668 (1917) , <https://ceb.nlm.nih.gov/fdanj/bitstream/123456789/42278/3/fdnj06144.pdf>.

公司对这一消息提起了异议(不愿辩护也不承认有罪),法院判处了75美元的罚款。^[248]

此外,请注意,调查始于1916年1月20日,即1916年8月18日招股说明书发布前7个月。^[249]在我看来,这是任何潜在投资者都有权知道的信息。^[250]

五、证券法颁布前招股说明书的现实意义:从犯过的错误中学习

要求削弱《证券法》披露要求的学术观点通常是从对证券法颁布前披露不足最低估计的角度出发,因为如果你能够证明该法规从一开始就不是必要的,那么说服政策制定者放松监管是比较容易的。^[251]例如,正如在第二部分的D中所讨论的,Mahoney教授赞成基于交易所信息披露规则的观点(一也就是证券法出台前的披露模式,即每个有组织的交易所都会创建并执行其自己的披露规则)是建立在20世纪20年代的披露并不是那么糟糕的主张之上的。^[252] Mahoney教授认为,这些有组织的交易所在鼓励披露方面做得很好。^[253] 他的这个论点在他最近的一本

[248] 同上。

[249] Harbauer公司的招股说明书(1916)[以下简称Harbauer 1916招股说明书](存档于作者处)。

[250] 有些招股说明书甚至告诉潜在投资者无视风险。参见,例如Pacific Oil公司的招股说明书2(1901)[以下简称Pacific Oil招股说明书](存档于作者处)。由于其1901年的日期,本招股说明书未被列入附录A所列25份招股说明书清单中,但其内容当然值得注意。该招股说明书实写到,“我们让您不冒风险。”同上。显然,太平洋石油公司的发起人对他们的商业头脑非常自信,以至于他们认为投资他们的公司是一个肯定且当然的选择。或者,有人可能会得出结论,太平洋石油是毫无信誉的操作或纯粹的欺诈行为,只要它吸引了投资者的资金,它就不会关心被其招股说明书中的内容。然而,似乎太平洋石油公司是一家两年后仍在运营的实际公司,尽管当时石油的成本很低。Financial Inquiries; Pacific Oil Co. Ltd., U. S. Investor, Feb. 7, 1903, at 259。

[251] Mahoney, 见前注[53], 第1468页; Romano, Empowering Investors, 见前注[9], 第2372页。

[252] Mahoney, 见前注[5], 第3页; Mahoney, 见前注[53], 第1468页。

[253] Mahoney, 见前注[5], 第79~80页; Mahoney, 见前注[53], 第1455页。

书《浪费危机》中有所体现。^[254]

本文的结论使人们怀疑 Mahoney 教授关于证券法颁布之前的信息披露是充分的这一说法的准确性。^[255] 有人可能会回应, Mahoney 教授的提议可能永远不会实现,所以即使他对证券法颁布前信息披露的说明是不完全准确的,又有什么关系呢?事实上, Mahoney 教授的作品并不只限于他对交易所信息披露规则的理念,甚至不限于在象牙塔内。^[256] 美国决定证券披露政策的仲裁组织国会也会聆听 Mahoney 教授的意见。^[257] 2015年, Mahoney 教授在国会声明,提到1933年金融新政改革的第一个产品《证券法》,它几乎被普遍认为是“良好”监管的典型例子,但主要是因为《证券法》出台前,律师、经济学家和历史学家对市场是如何运作的重视程度不够。我们的律师通常将《证券法》描述为一个“完全披露”法令,并且说的好像1933年以前的证券公开发行都完全没有披露信息一样。这是不正确的。事实上,《证券法》只是对披露方法做出了微小的改变……^[258]

Mahoney 教授似乎在说,这与他的大部分工作是一致的——《证券法》的披露规定是不必要的,或者说也许是过度的。^[259] 后来他的声明确实是这样的, Mahoney 通过承认利益冲突的公开条款确实是对以前的改进这一观点来缓和他的评论。^[260] 不过, Mahoney 教授的小小让步真的就只是一个小小的让步。^[261] 被 Mahoney 教授最小化了的披露问题其实

[254] Mahoney, 见前注[5], 第3页、79~80页。

[255] 见本文第四部分。审查的招股说明书中有6份是在纽约证券交易所交易的证券。见附录A。

[256] Mahoney 教授多次在国会就证券监管等金融监管主题进行过测试。例如, *The Dodd - Frank Act and Regulatory Overreach; Hearing Before the Subcomm. on Oversight and Investigations of the H. Comm. on Fin. Servs.*, 114th Cong. 30 - 38 (2015) [以下简称 Mahoney 2015 Testimony] (为 Paul G. Mahoney 的声明做了铺垫); *Systemic Risk: Are Some Institutions Too Big to Fail and If So, What Should We Do About It?; Hearing Before the H. Comm. on H. Comm. on Fin. Servs.*, 111th Cong. 61 - 67 (2009) [以下简称 Mahoney 2009 Testimony] (为 Paul G. Mahoney 的声明做了铺垫)。

[257] Mahoney 2015 Testimony, 见前注[256]。

[258] 同上, 第34页。

[259] 同上。

[260] 同上, 第36~37页。

[261] 同上。关于 Mahoney 作品中细微差别的进一步讨论, 参见本文第二部分的 D.1。

远远不止利益冲突。^[262]如第四部分所示,问题还包括未能提供财务报表,未能解释资本结构和投票权,还有未能讨论风险因素。^[263]考虑到他过去二十年的观点的主旨,Mahoney 教授对于“证券法颁布前公开披露是不足的”这一观点作出更广泛让步的犹豫也是有道理的:他一直认为《证券法》通过之前的信息披露是足够的,或者至少是不差的,联邦强制的披露制度应该回归《证券法》颁布前的传统披露模式,即有规模的交易所——纽约证券交易所规定的披露方式。^[264]

有趣的是,上文引用的 Mahoney 教授的证言是支持中止多德—弗兰克法案的,而该法案影响的是金融机构(而不是证券发行人)。^[265]但是,这两个主题——金融监管和证券监管,是密不可分的。^[266]因此,国会在听取那些说辞之后提交的法案(《2017 年金融监管改革法案》)^[267]中也

[262] 参见本文第四部分。

[263] 参见本文第四部分。

[264] Mahoney, 见前注[53], 第 1468。

[265] Mahoney 2015 Testimony, 见前注[256], 第 30~31 页。

[266] Mahoney 教授在他的宣言开头说,“虽然我的学术重点是证券监管,但同样的教训可以应用于‘Dodd - Frank 法案’中所包含的更广泛的金融改革”。Mahoney 2015 Testimony, 见前注[256], 第 30 页。事实上,国会认为证券改革和金融改革的主旨有一些无法言明的联系。这就是为什么 Dodd - Frank 法案在增加监管时同时影响了两者,也是为什么 Financial Choice 法案在减少监管时同时作用于两者。

[267] Financial Choice Act of 2016, H. R. 5983, 114th Cong. § 452(a)(2)(2016)。此外,国会已经采取了一些行动。2017 年 2 月 3 日,国会通过立法废除了以下规定:要求公司披露他们为获得提取矿物权而向外国政府支付的款项。H. R. J. Res. 41, 115th Cong. (2017)。这正是 Mahoney 教授的理论上所支持的披露类型,即披露可以防止投资资金被内部人士或第三方“掏空”;披露“对于打击浪费,欺诈,腐败和管理不善是至关重要的”。Timothy Cama, Senate Votes to Repeal Transparency Rule for Companies, Hill (Feb. 3, 2017, 6: 53 AM), <http://thehill.com/policy/energy-environment/317700-senatevotes-to-repeal-transparency-rule-for-oil-companies>(引用自参议员 Sherrod Brown)。

包含了一些可能会减少强制性披露的规定也就不那么让人惊讶了。^[268] 具体而言,《2017 年金融监管改革法案》中的一些隐性规定将减少必须接受《证券法》规定的披露要求的投资者数量。^[269] 《2017 年金融监管改革法案》于 2017 年 4 月重新推出,^[270] 减少披露如下:

1. 它扩大了认证投资者的定义——证监会允许那些按照 Reg. D 条款注册的私人投资者进行投资,包括相关领域专家的专业人员。也就是说,Financial Choice 法案第 860 条确定为 Reg. D 类发行的一个全新种类的投资者——专家。^[271]

2. 因此,会有更多的人参与 Reg. D 的注册发行(由于扩大了受众基础,可能还有更多的注册发行)。

3. 对于 Reg. D 的注册发行,发行人可以通过私募备忘录(PPM)进行发行。私募备忘录无须提供招股说明书所要求的一些信息。^[272]

例如,即使没有进行《证券法》规定的信息披露,一个电力工程师(并且没有投资经验)可以被允许投资一家正在生产和销售新型微处理

[268] H. R. 5983 § 452(a)(2)。当国会在 Financial Choice 法案中规定了第 452 条时,我不是说国会的这个行为是在 Mahoney 教授的直接督促下做出的。然而,毫无疑问, Mahoney 的宣言影响了 Financial Choice 法案的部分起草工作;以至于国会会在他们的拟议立法的综合纲要中都提到了他的宣言。参见 House Comm, on Fin. Servs., *Comprehensive Outline: Financial Choice Act 4* (2016), http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/financial_choice_act_comprehensive_outline.pdf (引用 Mahoney 来佐证这一观点;与人们的直觉相反,Dodd - Frank 法案反而使大银行的市场份额得以增长)。如果国会支持 Mahoney 教授关于加强大银行市场份额的金融监管这一更广泛主题的宣言,那么得出以下结论并不是无道理的: Mahoney 教授关于《证券法》监管过度的言论也影响力 Financial Choice 法案有关披露制度的规定。参见 H. R. 5983 § 452(a)(2)。

[269] H. R. 5983 § 452(a)(2)。

[270] Financial Choice 法案基本上以同样的形式重新引入;只是对投资者的定义的修改从第 452 条的(a)(2)部分移到了第 860 条的(a)(2)部分。参见 *The Financial Choice Act of 2017*, H. R. 10, 115th Cong. § 860(a)(2)(2017)。

[271] 同上。该部分扩大了获许投资者的定义,纳入了“委员会通过规定认证的,具有能够证明该人具备与具体投资相关的专业知识的教育或工作经验的任何自然人。”

[272] 对于依据 Rule 504 的小型上市来说,不需要披露信息。17 C. F. R. § 230.502(b)(1)(2016)。对于依据 Rule 505 or 506 的大规模上市来说,非获许投资者需要简化披露。同上。

器的初创公司。^[273]

在国会扩大可以豁免《证券法》披露要求而发行投资证券的投资人人数之前,应该先反思自己旨在补救的关于强制披露的历史遗留问题:缺少财务报表;未能解释公司的资本结构和投票权;未披露高管、董事和承销商的薪酬;以及未能披露风险因素。^[274]国会应该问,如果联邦强制信息披露制度被削弱(通过扩大能够在 Reg. D 投资发行证券的投资者人数),那么这些问题在今天是否会再次出现?要回答这个问题,我们可以看看在 Reg. D 发行的披露记录。^[275]1977 的 *Doran v. Petroleum Management Corp.* 案立即浮现在我的脑海。^[276]在这个案件中,受到 PPM 中包括“拟议钻探地区的钻探日志和技术图”等信息的鼓励,Doran 投资了该石油管理公司。^[277]然而,PPM 并没有向他提供一份法定招股说明书中会包含的信息,包括一个重要的风险因素,即是否存在一些法规,触犯之后会限制生产以及使油井无法盈利。^[278]让 Doran 十分懊恼的是,该公司触犯了这些法规,他失去了他的投资。^[279]他也没有因为他是石油和矿物开采方面的专家和拥有德克萨斯州 A & M 的石油工程学

[273] H. R. 10 § 860(a)(2). 在讨论 Fair Investment Opportunities For Professional Investors Act, H. R. 2187, 114th Cong. § 2 (2016), 后来成为 H. R. 10 § 860(a)(2), Schweikert 代表讲述了一个他掌管的市政厅的故事:

观众中有一位绅士……站起来说:我为你讲一个故事. 我有电子工程博士学位,我在钱德勒的英特尔工厂工作. 我有一些朋友在一两年前开始创业,制作电脑组件. 而我是一位专家……我不被允许投资,因为我未达到[获许投资者]的收入和资产门槛。

162 Cong. Rec. H379(2016)(Schweikert 代表的发言)。

[274] 参见 Seligman, 前注[18], 第 57 页(作出过类似论证)。

[275] H. R. 10 § 860(a)(2)。

[276] 545 F.2d 893(5th Cir. 1977)。

[277] 同上,第 898 页。

[278] 同上。

[279] 同上。

位而幸免。^[280]

因此,不仅 1933 年以前的招股说明书能证明信息披露不足,而且私募的现代经验(豁免《证券法》的披露要求)也证明,如果不受监管,发行人通常不会向潜在投资者提供足够的信息。^[281] 因此,尽管私募发行豁免《证券法》的披露规定可能存在合法的公共政策理由(由于小型企业筹集资金的费用较低),^[282]但考虑到潜在投资者的信息劣势,将豁免范围保持尽可能的狭窄是有意义的。^[283]

结论

为了回应国会的发现,即在 1929 年股市崩溃之前,公司发行人没有向投资者提供必要的信息以判断他们发行的证券的价值,更确切地说,无法让投资者判断出他们地证券是否有价值,美国证券法创设了联邦强制披露制度。^[284] 《证券法》创设了证券发行人必须提供给潜在投资者的一项综合信息列表,包括财务报表,资本结构和投票权信息,高管薪酬,承销商薪酬和风险因素。^[285]

然而,即使在 80 年后,一些学者还对证券法颁布前信息披露真的很糟糕这一传统观点表示怀疑,因而他们同样怀疑联邦强制披露制度的必

[280] 同上,第 902 页。我们不需要追溯到 1977 年去寻找一个因为私募配售备忘录披露不佳而导致投资者蒙受损失的案例。参考 2006 年的 *Grubka v. WebAccess International, Inc.*, 445 F. Supp. 2d 1259 (D. Colo. 2006)。在那个案例中,WebAccess 公司的成立是为了向科罗拉多州的中小型企业提供互联网。同上,第 1262 页。WebAccess 公司通过私募备忘录发行证券,除其他重大事实之外,它也并没有披露拖欠了与其供应商和其他债权人一百多万美元的事实。同上(引用修改后的投诉)。这正是那些在证券法出台前发布的招股说明书中经常忽略的信息。见本文第 IV 部分的 A(讨论证券法出台前的招股说明书中财务披露的缺乏)。

[281] *Doran*, 545 F. 2d at 902; *Grubka*, 445 F. Supp. 2d at 1262.

[282] 见本文第三部分(讨论与提供强制披露相关的费用问题)。

[283] *Doran*, 545 F. 2d at 900(将私募豁免描述为“有限的避难所”)。

[284] House Report, 见前注[3], at 7; Senate Report, 见前注[3], at 2。

[285] 15 U. S. C. § 77aa(1) - (27) (2012).

要性。^[286] 这些学者认为,在《证券法》通过之前的几十年中,公司通过自身利益和纽约证券交易委员会的指示提供了充分的披露。^[287]

本文将怀疑论者的断言,即公司发行人确实向投资者提供了必要的信息(信息披露不充分是 George Benston 所称的“民间传说”^[288]),与 20 世纪 10 年代和 20 世纪 20 年代的主要源证据对比。^[289] 发现与怀疑论者的说法相反,在证券法颁布之前发现的招股说明书提供的信息披露通常是不充分的。以下是结论的摘要:

1. 财务报表——结果不一。^[290] 例如,联合雪茄招股说明书提供了财务报表,虽然还没有达到当代标准,^[291] 但是其他大型企业提供的更少或没有提供。例如,可口可乐公司提供了损益表,但没有资产负债表。^[292] 我考查的证券法出台前发布的 10 份招股说明书中没有任何财务报表。^[293]

2. 资本结构和投票权——一般来说,大部分招股说明书都充分讨论了资本结构——普通股,优先股和公开发行债券的组合。^[294] 但是,在谈到披露与每只证券相关的投票权时,这些招股说明书常常披露不足。^[295] 只有七份招股说明书对投票权进行了充分的讨论。^[296]

3. 高管薪酬——几乎所有的招股说明书都没有讨论高管薪酬问题。^[297] 当人们通常认为内部人员能“掠夺”一个公司的主要方式就是过高的薪酬时,这点是特别麻烦的。^[298]

4. 承销商报酬——几乎所有的招股说明书都没有讨论承销商报酬

[286] 见本文第二部分的 B 和 D。

[287] 同上。

[288] Benston, 见前注[8],第 517 页。

[289] 见附录 A(列出了审查的招股说明书)。

[290] 见本文第四部分的 A。

[291] 联合雪茄的招股说明书,见前注[14],第 3 页。

[292] Coca-Cola 的招股说明书,见前注[13]。

[293] 见附录 A。

[294] 见本文第四部分的 B。

[295] 同上。

[296] 见附录 A。

[297] 见本文第四部分的 C。

[298] Wells, 见前注[153],第 699 页。

问题，^[299]即 Brandeis 描述的对投资的“隐性税收”^[300]，和银行家“不正地获得的财富”^[301]。

5. 风险因素——几乎所有的招股说明书都没有提到风险因素问题。^[302]

这篇文章提出了一些新的和主要的源证据，这些证据挑战了学术上的传统观点，即像怀疑论者所认为的那样：证券法颁布之前的信息披露是足够的。^[303]肯定有足够的证据可以质疑怀疑论者认为的证券法颁布之前的信息披露并不是那么糟糕的主张。因此，按照 Joel Seligman 的话说，在没有“考虑导致设立这一制度的问题类型”以及“这些问题在今天还可能会反复出现”这一事实的前提下，国会不应该像在《2017 年金融监管改革法案》^[304]中做的那样削弱联邦强制披露制度。^[305]

[299] 见本文第四部分的 D。

[300] Brandeis，见前注[154]，第 110 页（将银行家的佣金比作隐性税收）。

[301] 同上，第 103 ~ 104 页。

[302] 见本文第四部分的 E。

[303] Benston，见前注[8]，第 517 页。

[304] The Financial Choice Act of 2017, H. R. 10, 115th Cong. § 860(a)(2) (2017).

[305] Seligman，见前注[18]，第 57 页。

附录 A

审查的证券法颁布前的招股说明书列表^[306]

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构 ^[307]	投票权 ^[308]	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
Scott Bar Hydraulic Mining 公司 No.2	1910	CA	没有/不知道	采矿	普通股	有 ^[309]	无	有	无	无/无	无/无	无/无	无	3 Law. & Banker & Bench & B. Rev. p. 494
Alpena Motor Car 公司	1912	MI	没有/不知道	制造业(汽车)	优先股	无	无	有	无	无/无	有/无	有/无	无	密歇根大学宾利历史图书馆

[306] 按年代顺序。

[307] 对于一些招股说明书,虽然没有资本结构部分,但资本结构可以从资产负债表中确定。例如,ALCOA 1927 年的招股说明书,见前注[12];

ALCOA 1925 年的招股说明书,见前注[12],第 3 页;Inland Steel 的招股说明书,见前注[118],第 3 页;United Cigar 的招股说明书,见前注[14],第 3 页。

[308] 如果只提供一类普通股,未披露投票权可能不是真正的问题,因为州法律规定同一类别的所有股票具有相同的投票权。Pinto,见前注[150],第 19 页(“公司必须拥有至少一类有投票权的股票,大多数上市公司标准是拥有一类普通股,每股股票只有一票……”)。“不适用(N/A)”出现在债券中,因为债券通常没有投票权。Dunfee,见前注[152],第 131 页 n. 13(解释说债券持有人能够通过合同保护他们的经济权利)。

[309] 虽然包括资产负债表,但它只是最初级的,并且不平衡。Scott Bar Hydraulic Mining 公司,招股说明书 9(1910 年)(存档于作者处)。

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
International Automobile League Tire&Rubber 公司	1915	NY	没有/不知道	制造业(轮胎)	普通股	无	无	无	无	无/无	有/无	无/无	无	Harvard 博物馆和图书馆
Harbauer 公司	1916	OH	没有/不知道	制造业(酱)	优先股	有	有	有	有	有/无	有/无	有/无	无	Toledo Lucas County 公共图书馆
Nashville Street Jitney 公司	1916	TN	没有/不知道	号衣	普通股	无	有	有	无	有/无	无/无	无/无	无	作者的收藏

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
Northway Motors 公司	1918	MA	没有/不知道	制造业(汽车)	普通股 ⁽³¹⁰⁾	无	无	有	无	无/无	有/无	无/有	无	作者的收藏
Simon Silver - Lead Mines 公司	1918	NV	纽约证券市场, 旧金山	采矿	普通股	无	无	有	无	有/无	有/无	有/无 Bankers Trust 公司	无	哈佛大学, 贝史图书馆历史馆藏
Coca-Cola 公司	1919	DE	纽约证券交易所	制造业(饮料)	普通股	无	有	有	有 ⁽³¹¹⁾	无/无	无/无	有/无 格鲁吉亚信托公司	有	可口可乐档案馆, 佐治亚州亚特兰大市

[310] 此次发行在招股说明书中称为贷款,但实际上是普通股的发行。参见 Northway 的招股说明书,见前注[216],第3页。每借给公司1美元,订户收到0.5美元的普通股。同上。

[311] 普通股受到投票信托的约束。参见 Coca - Cola 的招股说明书,见前注[13],第1页。

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
American Ship and Commerce 公司	1920	DE	纽约证券交易所, 芝加哥, 费城	运输	普通股	有 ⁽³¹²⁾	有	无	无	有/无	无/无	有/无 Simmons & Slade	无	哈佛大学, 贝书史克图书馆馆藏
Associated Producing & Refining 公司	1922	DE	不知道 ⁽³¹³⁾	石油炼制	债券	无	无	有	不适用	有/无	有/无	有/无 Union Trust and Savings Bank	无	哈佛大学, 贝书史克图书馆馆藏
Chloride Queen 公司	1922	WA	没有/不知道	采矿	普通股	无	无	有	无	有/无	有/无	无/无	无	作者的收藏

[312] 以净资产头寸的形式。参见 American Ship and Commerce 公司, 招股说明书 3 (1920 年) (存档于作者处)。

[313] 招股说明书指出在纽约证券交易所上市。参见 Associated Producing and Refining 公司, 招股说明书 2 (1922 年) (存档与作者处)。但是, 我无法找到任何有关它的记录。

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
Marmite Inc. of America	1922	MA	没有/不知道	制造业(食品)	普通股	有	有	有	无	无/无	有/无	无/无	无	哈佛大学图书馆历史馆藏
American Steam Truck 公司	1923	IL	没有/不知道	制造业(汽车)	普通股; 优先股	有	无	有	无	有/无	有/无	无/无	无	虚拟汽车博物馆 ^[314]
Inland Steel 公司	1923	DE	纽约证券交易所	制造业(钢铁)	优先股	有	有	有	有	无/无	无/无	有/无	无	美国金融博物馆
Maracutbo Oil Exploration 公司 (申请表)	1923	DE	纽约证券交易所	石油生产	普通股	有	有	有	无	有/无	有/无	有/无	无	哈佛大学图书馆历史馆藏

[314] 虚拟汽车博物馆的网址是 <http://www.virtualsteamcarmuseum.org>。

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
Southern States Oil 公司(申请表)	1923	DE	波士顿; 纽约证券市场外交易场	石油和天然气生产	普通股	有	有	有	无	有/无	有/无	有/无	无	哈佛大学, 贝克斯图图书馆历史馆藏
Maryland Canneries	1924	MD	没有/不知道	制造业(罐头食品)	优先股	无	无	有	有	无/无	无/无	无/无	无	Maryland 历史学会
Harbauer 公司	1924	OH	Cleveland	制造业(酱)	普通股	有	有	有	无	无/无	无/无	有/无	无	Toledo Lucas County 公共图书馆

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
Aluminum Company of America	1925	PA	纽约证券市场	制造业(铝)	优先股	有	有	有	有	无/无	无/无	有/无 匹兹堡联盟信托公司	无	Heinz 历史中心
American Superpower 公司	1925	DE	纽约证券交易所	控股公司(电气和照明公司)	优先股	无	有	有	有	有/无	无/无	有/无 Bon-bright & Company	无	哈佛商学院, 克利夫兰历史馆藏
Annie Creek Gold Mining 公司	1926	SD	没有/不知道	采矿	普通股	无	无	有	无	无/无	无/无	无/无	无	哈佛商学院, 克利夫兰历史馆藏

续表

公司	招股说明书年份	公司注册地	交易所	行业	股份类型	资产负债表	收入(损益)声明	股本结构	投票权	董事名单/报酬	高管名单/报酬	承销商名单/报酬	风险因素	来源
United Cigar Stores Company of America	1927	NJ	纽证交所	零售	优先股	有	有	有	有	无/无	无/无	有/无 Kuhn, Loeb & Co.	无	美国金融博物馆
Aluminum Company of America	1927	PA	纽证场外交易市场	制造业(铝)	债券	有	有	有	不适用	无/无	无/无	有/无 The Union Trust Company	无	Heinz 历史中心
Foltis - Fischer Incorporated	1929	DE	纽证场外交易市场	餐厅连锁	普通股	无 ⁽³¹⁵⁾	有	有	无	无/无	无/无	有/无 A. B. Leach & Co.	无	美国金融博物馆

[315] 招股说明书指出附有资产负债附表。Foltis - Fischer 的招股说明书, 见前注 [213], 第 3 页。但是, 在美国金融博物馆审查的副本中没有包括资产负债附表。因此, 出于谨慎的考虑, 我将假设公司没有向投资者提供资产负债附表。

续表

公司	Crescent Aircraft 公司
招股说明书年份	1929
公司注册地	NJ
交易所	没有/不知道
行业	制造业(飞机)
股份类型	普通股
资产负债表	无
收入(损益)声明	无
股本结构	有
投票权	无
董事名单/报酬	有/无
高管名单/报酬	有/无
承销商名单/报酬	有/无 Hadley & Company
风险因素	无
来源	作者的收藏

附录 B

1919 年可口可乐公司招股说明书^[316]

500,000 股

可口可乐公司

(一家位于特拉华州的公司)

普通股

股份转让代理人

注册人

纽约担保信托公司, 纽约

大通国民银行, 纽约

佐治亚信托公司, 亚特兰大, 佐治亚州

亚特兰大中央银行, 亚特兰大

“可口可乐公司”是为了继承其前身“佐治亚可口可乐公司”的全部业务、财产、配方、商标和信誉而设立的。可口可乐公司的业务从 1886 年开始,并于六年后遵循佐治亚州当地法律注册为公司,以便继续生产其产品。

新设立的“可口可乐公司”的股本结构如下:

7% 的累计优先股(无投票权)	\$ 10,000,000
普通股(无面值)	500,000 股
* 股东表决权信托证书	

本轮融资结束后,可口可乐公司的公司财产不存在任何抵押或者担保负债的情况。

在过去的 25 年里,可口可乐每年都供不应求。可口可乐的销量已经超过世界上其他任何软饮料的销量。可口可乐在 1919 年 7 月的月销量为 280,000,000 瓶。全美有大约 70,000 台汽水机售卖可口可乐和超过 1500 家装瓶工厂转销可口可乐。

1919 年头 7 个月,可口可乐的总销量大约为 11,099,569 加仑。与此同时,1919 年的预计年总需求量大约为 20,000,000 加仑。1919 年 7 月相比于 1918 年 7 月的销量增长了至少 171%。

1919 年头 7 个月的利润按比例折算约处于税前年利润 5,250,000 美元的水平。根据 1919 年的税率和投入资金成本,可口可乐公司普通股的预计收益能力如下表所示:

[316] 经可口可乐公司许可转载。

(单位:美元)

假设净收益	应扣除的优先股 股息和联邦税	预计用于普通股的 收益	每股普通股
5,000,000	1,740,000	3,260,000	6.52
6,000,000	2,200,000	3,800,000	7.60
8,000,000	3,120,000	4,880,000	9.76
10,000,000	4,040,000	5,960,000	11.92
12,000,000	4,960,000	7,040,000	14.08

所有和公司组建和发行股票有关的法律细节均由 Rushmore, Bisbee & Stern, New York City; Robert C. and P. H. Alston, Atlanta, Ga. ; Anderson, Rountree & Crenshaw, Atlanta, Ga 过目。

在达到 40 美元每股的水平后,我们将会取得在取得律师同意的情况下,视乎份额为长期认购的股票提供股东表决权信托证书。

我们预计,经理临时收据或最终证书的确切交付日期将会在不久之后确定。与此同时,付款方式将会在分配函中说明。

佐治亚信托公司

亚特兰大,佐治亚州

我们无法对下述陈述和数据给出确切性的保证,但这些陈述和数据来源于我们认为真实准确的渠道。

1919 年 8 月

可口可乐公司

历史和业务

“可口可乐公司”是为了继承其前身“佐治亚可口可乐公司”的全部业务、财产、配方、商标和信誉而设立的。可口可乐公司的业务从 1886 年开始,并于六年后依照佐治亚州法律注册为公司,以便继续生产其产品。

可口可乐的销量增长情况如下:

年份	加仑
1886	26
1896	117,636
1906	2,107,661
1916	9,715,892
1918	10,314,727
1919(头7个月).....	11,099,569

可口可乐公司总部位于佐治亚州亚特兰大,同时在纽约、芝加哥、巴尔的摩、达拉斯、堪萨斯城、费城、洛杉矶,以及古巴哈瓦那、加拿大多伦多与温尼伯设有制造工厂。

正常情况下,可口可乐制造工厂的总生产能力约为每年16,000,000加仑,与此同时,该生产能力仍可在不增加制造工厂投入的情况下显著增长。有一家新设立的临近可口可乐公司位于佐治亚州亚特兰大的总部的制造工厂将近完工,该新设的制造工厂预计将会拉动25%的总生产能力的增长。

股本结构

预计新设立的“可口可乐公司”的股本结构如下:

7%的累计优先股(无投票权)	\$ 10,000,000
普通股(无面值)	500,000股

* 股东表决权信托证书

本轮融资结束后,可口可乐公司的公司财产不存在任何抵押或者担保负债的情况。

优先股相对于其他任何可口可乐公司发行的股票在股息和分红上具有优先权。在对于该7%的股息的支付已拖延了6个月以上的情况下,每股优先股应拥有一票表决权。可口可乐公司可以选择在半年度派息日的前90日告知撤下任一或全部优先股,包括其票面价值和累积

股息。

经营管理

目前的缔造了显著的业绩增长和成功的经营模式的管理层竟会继续保留,并通过持有大量公司股份的方式获益。为确保公司管理层的连续性,500,000股普通股将会遵循股东表决权信托协议的相关规定于纽约担保信托公司存放5年。股东表决权受托人为:

S. C. Dobbs, 副总裁, 可口可乐公司

E. W. Stetson, 副总裁, 纽约担保信托公司

Ernest Woodruff, 总裁, 佐治亚信托公司

利 润

公司业务多年来一直盈利。根据 Haskins & Sells 披露的报告, 可口可乐公司过去五年来的利润如下所示:

年份(截至 12. 31)	净销量(美元)	净收入(税前)	加仑
1914	9,120,100	2,402,606	7,231,562
1915	9,529,496	2,436,060	7,521,833
1916	12,345,994	2,328,258	9,715,892
1917	15,047,665	2,572,105	12,109,420
1918	12,892,568	2,672,895	10,314,727

1919 年头 7 个月的利润按比例折算约处于税前年利润 5,250,000 美元的水平。

预计新发行的普通股的收益能力

根据 1919 年的税率和投入资金成本, 可口可乐公司普通股的预计收益能力如下表所示:

(单位:美元)

假设净收益	应扣除的优先股股息和联邦税	预计用于普通股的收益	每股普通股
5,000,000	1,740,000	3,260,000	6.52
6,000,000	2,200,000	3,800,000	7.60
8,000,000	3,120,000	4,880,000	9.76
10,000,000	4,040,000	5,960,000	11.92
12,000,000	4,960,000	7,040,000	14.08

概 况

可口可乐公司将其部分产品直接销往全国各地的汽水机,剩余的部分由五家经销商转销给装瓶工厂。瓶装可口可乐将通过众多代理商零售,如杂货店,水果摊,报摊等。

可口可乐的销量已经超过世界上其他任何软饮料的销量。可口可乐在1919年7月的月销量为280,000,000瓶。全美有大约70,000台汽水机售卖可口可乐和超过1500家装瓶工厂转销可口可乐。

1919年头7个月,可口可乐的总销量大约为11,099,569加仑。与此同时,1919年的预计年总需求量大约为20,000,000加仑。1919年7月相比于1918年7月的销量增长了至少171%。

在过去的25年里,可口可乐每年都供不应求。

可口可乐公司的产品已经在美国、加拿大和古巴广为人知。通过其充满活力的广泛的宣传,可口可乐公司通常被认为是美国广告营销最好的企业之一。可口可乐公司对经销商和消费者的贸易政策已经建立了一种无价的良好声誉,其价值远远超过33年来广告支出的20,000,000美元。

自从公司成立以来,公司与员工始终保持着良好的关系,其中50%的员工在制造部门。在制造部门的工作中,几乎不需要有技术含量的劳动力。事实上,可口可乐生产的全部劳动力成本不到总成本的1%。

许多来自外国的对可口可乐的询问调查表明了有助于可口可乐公司拓展业务的广阔领域。管理层有意在不久的将来拓展可口可乐业务。

法律相关

我们从律师手中收到了如下陈述:

“在你们的要求之下,我们仔细检查了可口可乐公司商标的合法性,以及它对于其名称和标志的所有权。我们认为可口可乐公司已经通过其在美国不同司法体系下州与联邦的众多不同的案件证明了这些权利。在绝大部分案件判定可口可乐公司独享其对于名称和商标等的所有权。唯一的例外是由第九巡回法庭作出的否认可口可乐公司独享其对名称和商标的所有权的裁定。对于第九巡回法庭的裁定,最高法院已同意了请求诉状并开启了对该案件的复查程序。

我们已经查询了事实情况并检查了请求诉状和法律意见书摘要。根据已披露的事实,我们认为第九巡回法庭的决定有误并应被推翻。”

(编辑:胡睿超)