

從證券法觀點觀察強制公開揭露理論的 界線與替代模型^{*}

林建中^{**}

摘 要

證券法上的資訊強制定期公開，長久以來從 1933 年的 Securities Act、1934 年的 Securities Exchange Act 以降，一直被視為美國證券法的主幹。七十多年發展下來，大體上仍在此一精神下持續擴張；觀念上，資訊的公開揭露也都被化約認為是保障投資人與交易市場秩序的最佳武器。而相同的邏輯，也為我國證券法所沿襲。

但此種管制方式，與其長久以來在具體制度中呈現的支配現象相反，在學界裡一直有著懷疑與挑戰的聲音。主要的討論，在於強制性提供是否必要、資訊的最佳化與其效應、以及強制提供資訊是否真的提供了充分的保障等等。準此，本文從反對的角度出發，試著由個案與理論的路徑，針對現行強制揭露所面臨的限制進行討論。並希望藉此反對見解的闡述與分析，反省

DOI：10.3966/181130952013121002002

*

本文作者感謝匿名審查委員提供的寶貴意見。另本文初稿曾應邀發表於 2011 年 11 月臺灣大學法學院舉辦第十一屆行政法實務與理論學術研討會，在此一併表達對主辦單位臺灣大學公法中心的謝忱。

**

國立交通大學科技法律研究所助理教授；美國賓州大學法學博士。

投稿日：2013 年 3 月 6 日；採用日：2013 年 5 月 30 日

此一由 Brandeis 從新政時期 (New Deal Era) 以降理論的支配地位，並思考下一個世代證券法領域可能的管制思維。

關鍵詞：證券法、強制揭露、買方注意、交易成本與資訊處理、揭露的外部性

Cite as: 10 TECH. L. REV., Dec. 2013, at 73.

Boundary of Mandatory Disclosure in Securities Law and Its Alternatives: A Perspective

Chien-Chung Lin *

Abstract

Securities laws are, in reality, a congeries of mandated disclosure. The underlying assumption is that a well-functioning securities market needs to aggregate information. Individual investor in this market then can benefit from more disclosure as this team-work of market—information, allow investors make the decision according to their best interest. This reasoning is followed both in the United States and Taiwan persistently. But the prevalence of mandatory disclosure in securities laws is not accepted without challenge. On the one hand, the failure of mandatory disclosure is well documented in many empirical studies in securities laws as well as in many other areas of law. On the other hand, the critics of its theoretical foundation continuously question mandatory disclosure's effect and necessity. Using the benefit of these criticisms, this article first examines the nature of securities transaction and how the intended audience/participants interact with the information circulated in the securities market. With the attempt to understand the limits of mandatory disclosure regime, this article secondly explores the deficiency in the

* Assistant Professor of Law, National Chiao-Tung University, Taiwan; S. J. D. University of Pennsylvania Law School, U.S.A.

ideological foundation of mandatory disclosure, which can be traced back to Former Justice Brandeis in the early 1910s. Last, an agenda for future reform is proposed to better meet the need of “efficiency” in the ever-changing world of transaction.

Keywords: Securities Law, Mandatory Disclosure, Caveat Emptor, Transaction Costs and Information Process, Externality in Disclosure

[W]e cannot always rely on past solutions as we approach current or developing problems. Nor can we assume that methods which were entirely proper, even praiseworthy, at an earlier time are necessarily beneficial in a changed environment.

— SEC Chairman Manuel F. Cohen. Citing from Milton H. Cohen, “Truth in Securities” Revisited, 79 HARV. L. REV. 1340 (1966).

1. 前言：資訊就是力量。然後呢？

近代的證券法規，相當程度上以資訊公開揭露為骨幹而建立。公開揭露制度的目的，我國法上一般見解，認為係以資訊揭露之手段，確保公司決策之重要資訊能即時有效傳達予投資大眾，故為貫徹資訊公開之時效性及確實性，俾期交易市場秩序之穩定及投資人權益之維護¹。許多學者也都持相同的見解，將定期公開揭露視為維持證券市場的重要基礎²。

然而，這樣的想法並不如想像中完全沒有質疑的空間。強制公開揭露制度作為證券法中最堅固的理論之一，從 1933 年美國的 Securities Act 及 1934 年 Securities Exchange Act 以後，經過了八十年的運作，此一觀念有效範疇應該到哪裡？有無自身理論上限制或應用上的界線？而應用上的實效性又是如何？這些問題邏輯上都不是不證自明，反而是由於過多的信賴而形成的無人質疑下，可能更必須要仔細檢查的問題。

取徑上，本文希望以近年美國法上的制度發展為主軸，透過文獻中逐漸增加的質疑聲音，從批判的角度，去分析公開揭露制度設計上的限制與仍有

¹ 最高行政法院 99 年度判字第 1238 號，司法院法學資料檢索系統：<http://jirs.judicial.gov.tw/Index.htm>。

² 相關見解，我國部分請參見賴英照，最新證券交易法解析，頁 10-11、53-54（2009）；余雪明，證券交易法，頁 168-170（2001）；美國文獻的部分，可參見 STEPHEN J. CHOI & A.C. PRITCHARD, SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS 22-35, 149-50 (2d ed. 2008).

效的部分，並思考下一代證券法可能需要的方向。

爲了解說的方便，本文首先從幾個臺灣法上觀察到的案例出發，試著藉由個案發生的現象，回溯法規制度本身的介紹與核對。接下來再從理論的分析，重新觀察整體制度建構的邏輯與界線。本文希望藉由質疑強制定期公開揭露的基礎觀念，進一步從證券法可能的面貌，討論如何調整出更爲符合新一代樣態的證券法秩序。

2. 公開揭露制度在我國操作上的面貌

2.1 證券法上的公開揭露

近代的證券法規，相當程度上是以資訊公開揭露爲骨幹而建立³。而我國證券交易法第 36 條第一項則是我國證券法移植定期強制公開揭露（periodical mandatory disclosure）的基礎規定⁴。基本上，該條要求依證券交易法發行有價證券之公司，除情形特殊，經主管機關另予規定者外，應於每會計年度終了後三個月內，公告並申報經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之年度財務報告；於每會計年度第一季、第二季及第三季終了後四十五日內，公告並申報經會計師核閱及提報董事會之財務報告；於每月十日以前，公告並申報上月份營運情形。上述規定，要求公開發行公司定期對外揭露公司相

³ 如同前述，美國法上的證券法制，透過 1933 年的 Securities Act 與 1934 年 Securities Exchange Act，分別就發行行為與次級市場交易行為進行規範。內容上，兩組法規對於公開揭露，均分別有所規定。但由於兩組公開揭露本質上均圍繞著發行證券公司的相關資訊為主，是以範圍與內容雖仍有不同，但隨著演進上的需要，一方面兩者在美國逐漸整合成單一揭露體系，同時參以兩者間揭露內容的關連性與分析上欠缺根本不同等原因，本文以下討論，原則上並不特別區分證券發行階段的資訊公開揭露與次級市場公司的資訊公開揭露，僅於兩者產生差異時，另附加區分說明。關於美國法上逐漸整合成單一揭露系統的部分，請參見以下註 9 及註 12 與相關內文。

⁴ 我國證券交易法第 36 條曾多次修正。第一次修正是在 1988 年，之後於 2010 年 6 月及 2012 年 1 月經過二次修正。

關財務資訊，搭配主管機關就應行記載事項所為細部規定⁵，形成所謂強制定期公開揭露之制度。

傳統上，強制公開揭露的制度，長期為多數主流證券法專家與管制者堅信，從二十世紀三〇年代以來，一直被當成現代證券法制的礎石⁶。此一機制的目的相當簡單，基本上，公開揭露制度希望透過清晰而即時的公司資訊提供（Clear and timely provision of information from the company），以保障投資人並健全市場之發展。

2.2 公開揭露作為我國涉及證券交易法的行政訴訟大宗

然而，這樣的目的在實際操作上卻出現不太一樣的面貌。觀察我國近年的最高行政法判決，關於證券交易法的部分，違反證券交易法第 36 條定期財務報告相關案件，占了相當的數量。舉例而言，從 2007 年以後至調查日止約六年半的時間，以證券交易法為案由的案件總共有 93 件，其中涉及違反證券交易法第 36 條的案件，共有 19 件。而從 2009 年以後的四年期間，以證券交易法為案由的案件總共有 50 件，其中涉及證券交易法第 36 條有 14 件；占超過所有證券交易法案件的三成⁷。

從相關案例觀察，可以發現資訊揭露本身操作上的一些問題。以下兩個案例可以作為後續相關問題討論的出發點。

2.2.1 案例(一)：臺北高等行政法院 97 年度訴字第 1195 號判決，最高行政法院 99 年度判字第 781 號判決

系爭公司客觀上經營困難，已進入重整階段。重整人抗辯因交接時公司帳目複雜，同時也找不到會計師簽證，所以才遲延未按時公告。主管機關第

⁵ 例如從 1988 年開始的「公開發行公司年報應行記載事項準則」，即為一例。

⁶ LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 29-32 (4th ed. 2001).

⁷ 查詢時間 2013 年 5 月 17 日，查詢條件如下：法院：最高行政法院；案由：證券交易法；判決時間分別為 2007 年 1 月 1 日以後及 2009 年 1 月 1 日以後，司法院法學資料檢索系統：<http://jirs.judicial.gov.tw/Index.htm>。

三次裁罰時，公司已資遣所有員工，且公司電腦等設備也因欠費斷電而無法運作，致使所有帳冊資料無法查閱，簽證工作也因此不可抗力因素未能完成。

事實：本案所涉及時間點如下：

96.4.9 系爭公司停止在公開市場交易

95 年年報及 96 年第一季季報未按時公告申報

96.5.14 金管會第一次裁罰

96.6.29 公司遭斷電

96.7.1 公司資遣所有員工

96.7.2 第二次裁罰

96.7.9 下櫃

96.8.13 重整裁定；8.20 公司移交給重整人

96.8.22 第三次裁罰（系爭處分）

金管會認為系爭處分依證券交易法第 178 條第二項規定對上訴人連續加重處以罰鍰，依法有據。而高等行政法院也支持金管會見解，認為原會計師終止契約，係因原會計師與公司新經營團隊就原委任契約是否仍存續，無法達成共識而終止委任；且公司新經營團隊經徵詢其他會計師，最後亦因公司方面希望達成無保留意見，雙方無法達成共識而拒絕簽證。此部分情形公司方面均有過失。同時被裁罰公司最後在 96 年 7 月 13 日終於找到願意擔任簽證之會計師後，時間上距離系爭處分仍有一定足夠時間，故會計師變動等原因無法成為公司未能進行查核簽證事宜之理由。

此外，高等行政法院也認為公司因營運不善，員工離職，亦無水電，電腦無法開啓等原因，均可歸因於公司，且本案債權銀行亦曾表示願意代繳電費，惟被處分人均未同意。上述情況客觀上均可歸因於公司，亦可克服，難認為正當事由。

被處分人另外主張，系爭公司已下櫃並停止公開交易後，原處分已無存在之必要。但高等行政法院認為，系爭公司雖已停止在公開市場交易，之後並下櫃，但此僅係投資人未能在公開市場集中交易該公司股票，但仍可自由

轉讓持股；系爭公司遲不公告申報其停業前之財報，投資人無法取得資訊並決定未來因應之道。是以系爭公司認為自己經營不善已為媒體多方報導，公告財務報告已無必要云云，顯有誤解。

最高行政法院基本上完全採納高等行政法院見解並維持原判決。

2.2.2 判決(二)：臺北高等行政法院 96 年度訴字第 1550 號判決，最高行政法院 99 年度判字第 215 號判決

爭點：公司因所有董事均辭職而進入無董事狀態，可否為未依法定期揭露之合理抗辯？

事實：本案系爭公司未依公司法第 36 條第一項規定，於民國 94 年營業年度終了後四個月內公告申報該公司當年度財務報告，亦遲誤公告申報該公司 95 年第一季財務報告，經主管機關 95 年 5 月 25 日裁處罰鍰並限期命應於 95 年 6 月 20 日前補行公告申報，惟未獲置理。系爭公司復未於 95 年上半年營業年度終了後二個月內公告申報該公司上半年度財務報告。遲至同年 10 月 31 日始補行公告申報該公司 94 年度、95 年第一季及 95 年上半年度等三項財務報告。

本案中金管會主張證券交易法第 36 條並無公司董事全體缺額而豁免的例外規定。並認為在此種狀況下，公司仍有所謂「實質管理公司之負責人」存在，因此，本件金管會認可藉由確定實際負責該公司業務執行之人（本件中為於系爭公司擔任董事及副總經理之受裁罰人），因而決定裁罰之對象。

高等行政法院認為該受裁罰人保管公司印章，在印鑑使用申請單及其他應付單上簽核，無非基於副總經理權責，為維持公司基本運作所需，尚非對外以負責人身分代表公司行使職權，是其縱因係公司當時最高職務者而處理內部之事務，亦不能因此認其係該公司之負責人，令負該公司未依限補行申報財務報告之責。

金管會上訴最高行政法院，主張該經理人既已實際管理公司，僅處理維持公司基本運作所需之事務，而未督促公司於法定期限前完成財務報告之編製，致眾多股東無法及時、充分知悉公司財務狀況及經營結果，上訴人依證

券交易法規定處罰該公司行爲時之負責人，自屬於法有據，原審法院未考量證券交易法第 179 條規定立法意旨，實有悖於立法目的，自屬判決適用法規不當。

最高行政法院支持高等行政法院見解，認被上訴人係其公司當時職務最高者，其保管公司印章，在前述印鑑使用申請單及其他應付單上簽核，無非基於副總經理權責，爲維持公司基本運作所需，非對外以負責人身分代表公司行使職權。故對其以公司負責人身分、依據證券交易法第 179 條科罰未定期揭露申報財務報告，爲無理由。

2.2.3 觀察與問題

從以上兩個案例，我們可以發現我國證券主管機關，對於證券法上公開發行公司的強制定期申報義務，有著相當形式化且嚴格的認定。而從法院的判決來觀察，對於公司是否踐履財務報告公告申報義務也傾向以形式認定，似乎整體而言呈現出一定單一面向的審查風格。

然而，這樣的認定本身究竟有何原生或在地的正當理由，可以支持嚴格的認定與相對無彈性的執行？問題的回答可能必須更進一步從比較法與理論的分析出發，才能有較爲清晰的答案與考慮。

3. 美國證券法上關於強制公開揭露的規定： 雙軌系統的歷史根源及公開揭露制度的現貌

傳統上，美國法上對於證券發行公司的公開揭露，在法律層面上，區分爲證券法上的揭露與證券交易法的揭露。前者主要以登記文件（registration statement）的方式來進行，要求公開發行公司在證券公開發行前，必須向主管機關提出文件，詳細說明：1.該公開發行所涉及的交易內容與條件，與 2.發行公司的財務狀況與相關營業等資料，最後搭配公開說明書（prospectus）內含與登記文件類似的資訊，不過會增加部分關於實際證券在認購上所必須的部分，包括價格與方式等，於實際交易或交易前提供予潛在投資人，以達

到資訊充分提供的目的。而證券交易法上的揭露，則主要是以「於證券公開市場交易公司的持續性揭露」(ongoing disclosure by publicly-traded companies to trading markets)的方式，藉著要求固定持續的資訊提供，以讓市場交易者得到關於相關交易中證券的必要資訊，以利價格形成⁸。

這樣區分的理由，是由於證券發行與嗣後的證券交易，在 1930 年代立法的時候，原本就被認為是基於不同的目的與規範性質，因而要求的範圍有所差異。簡單地說，1933 年的證券法，強調的是對證券發行的管制，因而揭露的對象也就集中在特定發行行為中發行證券「證券內容的真實」(truth in securities)。而 1934 年的證券交易法，原本僅是處理證券交易過程中，證券商與交易市場等問題，因而在揭露上，搭配次級交易市場的管制，開展出另一組新的思維：聚焦在更少數、但大量交易且重要的公司；揭露的模式，同時也從單次揭露轉成定期連續的揭露⁹。

然而，雙軌揭露制度在運作的過程中，一直面臨不同的檢討聲音¹⁰。在經過七十多年的實行中，由於證券法上的公開揭露始終無法避免發行人擇期發行所出現的揭露選擇以及不完整的問題¹¹，所以在批評的聲音中，證券交易法上——以公司為對象（而不是以證券為對象）、針對交易頻繁公司——的揭露制度，逐步成為整體揭露制度的重心。當然，這樣的轉變，顯然也與

⁸ CHOI & PRITCHARD, *supra* note 2, at 150-51, 426-28.

⁹ Milton H. Cohen, "Truth in Securities" Revisited, 79 HARV. L. REV. 1340, 1340-41 (1966).

¹⁰ 雙軌揭露制度其實在 1960 年代就有改革的聲音，認為應該整合，或重新調整揭露的重心。*Id.* at 1341-42 ("It is my thesis that the combined disclosure requirements of these statutes would have been quite different if the 1933 and 1934 Acts had been enacted in opposite order, or had been enacted as a single, integrated statute — that is, if the starting point had been a statutory scheme of continuous disclosures covering issuers of actively traded securities and the question of special disclosures in connection with public offerings had then been faced in this setting.").

¹¹ 指的是由於發行人只有在發行時才需要提供相關資訊，加上發行人可以決定何時發行，所以就結論看所揭露的其實都是發行人經過深思熟慮、挑選過後願意讓大眾知悉的資訊。因而，無可避免會有操作的嫌疑。文獻中，被稱為「time an offering」所引發的問題。*Id.* at 1345.

證券次級市場交易日益上升的重要性，有著密不可分的關連。

類似的思維，延續到 2005 年美國證管會（Securities and Exchange Commission, SEC）「證券發行改革方案」（Securities Offering Reform）中¹²。此一改革，主要認為近年證券市場的資訊流通，隨著資訊技術與環境的進步，與公司資訊提供遵循狀態的不斷改善，已使得原本 1933 年證券法上的發行前資訊禁止流通的相關規定（即一般通稱的‘gun jumping’ provisions）以及未來展望資訊（forward-looking disclosures prior to public equity offerings）等限制，逐步喪失其必要性。因此在該改革中，開始逐步由限制資訊轉向以鼓勵更多資訊的方向去思考，希望能建構出新的證券發行時資訊揭露機制的不同思維¹³。

¹² *Securities Offering Reform*, Securities Act Release No. 8501, 70 Fed. Reg. 44,722 (Aug. 3, 2005), available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-8591.pdf>. 簡要的介紹，可參見 Steven Hsu, *Developments in Banking and Financial Law: 2005, XVIII. Securities Offering Reform*, 25 ANN. REV. BANKING & FIN. L. 175 (2006).

¹³ 現階段美國證券法規的定期揭露，主要以 Regulation S-K（非財務相關資訊）與 Regulation S-X（財務相關資訊）為主幹，形成的 Form 8-K（即時揭露，特定事件發生四個交易日內需揭露），Form 10-K（年度申報）與 Form 10-Q（每季申報）三種申報系統。同時，利用 SEC 所建置的 EDGAR（Electronic Data-Gathering, Analysis, and Retrieval）系統，將相關資訊以電子布告欄方式提供給一般大眾知悉。而證券法上的 registration statement 中的 Form S-1、S-3 也都在新的規定下，援用 Regulation S-K 與 Regulation S-X 的申報內容，因此原本分流的申報系統，呈現出整合的趨勢，而形成所謂的 integrated disclosure system。關於 EDGAR 的使用與介紹，請參見 *Researching Public Companies Through EDGAR: A Guide for Investors*, U.S. SEC. AND EXCH. COMM’N, at <http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm>; <http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm> (last visited Oct. 9, 2013). 關於 Form 10-K、10-Q、8-K 之格式，請參見 U.S. Sec. and Exch. Comm’n, Form 10-K: Annual Report Pursuant to Section 13 or 15(D) of the Securities Exchange Act of 1934, available at <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf>; Form 10-Q, available at <http://www.sec.gov/about/forms/form10-q.pdf>; Form 8-K, available at <http://www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf>, respectively. See also CHOI & PRITCHARD, *supra* note 2, at 155-65. 但值得注意的是，美國證券法上的揭露，除了以年報或財報形式的強制定期公開揭露外，也還有許多不同形式的強制揭露，例如依照 1934 年 Securities Exchange Act Section 14(a)及 Schedule 14A 的

除了傳統上公開揭露所已涵蓋的主要項目之外，在 2007 年金融風暴後，整體證券法上，對於公開揭露制度除了固定的、回溯性的定期揭露外，逐步開始朝向更複雜的、對未來發展的揭露制度（future-oriented disclosure judgments）發展。舉例來說，根據 SEC 的想法，在金融風暴後，公開公司依照新制，需更積極地提供關於公司經濟方面或財務風險的評估，包括借貸的困難程度、短期借貸的情形、借貸期間到期日的差異、被貸方要求而進行的借貸條件嗣後變動、擔保品價值變動、相對方風險、借貸期間內的波動、現金與風險管理與評估等¹⁴。而除了前開更細緻發行公司財務狀況與可能變動的揭露外，試著去簡化現有過於繁複的揭露內容，也是另一個發展的方向¹⁵。這些發展，試著從舊有的揭露體系出發，逐步推導出更細緻而完全不同的揭露制度¹⁶。

proxy disclosure、Section 13(d)及 Schedule 13D 的百分之五持股的通知，以及 Section 14(e)對百分之五以上股份公開收購的強制揭露規定等。

¹⁴ 相關的介紹，可參考 Catherine T. Dixon, *SEC Disclosure and Corporate Governance: Financial Reporting Challenges for 2011*, THE HARV. LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL REGULATION (Mar. 15, 2011, 8:14 AM), <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/03/15/sec-disclosure-and-corporate-governance-financial-reporting-challenges-for-2011/> (last visited Nov. 11, 2003).

¹⁵ 例如在 2007 年，SEC 也提出關於簡化共同基金公開說明書的規則修訂草案，以交付簡化版本的公開說明書（Summary Prospectus），試著以更平白的語言、混雜圖表的方式與精簡的版本，代替原有的法定公開說明書（Statutory Prospectus）之交付義務。參見 Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-End Management Investment Companies, Securities Act Release No. 8998, Investment Company Act Release No. 28,584, 74 Fed. Reg. 4546 (Jan. 26, 2009), available at <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-8998.pdf>. 類似的努力，更早的例子可以追溯到 1996 年 SEC 推動的「白話英文領航計畫」（Plain English Pilot Program），以改善公開公司揭露內容的易懂性。該計畫最後歸結成 1998 年的 Plain English Disclosure 規則，參見 Plain English Disclosure, Securities Act Release No. 7497, Exchange Act Release No. 39,593, Investment Company Act Release No. 23,011, 63 Fed. Reg. 6370 (Feb. 6, 1998), available at <http://www.sec.gov/rules/final/33-7497.txt>.

¹⁶ 美國證券法上關於強制公開揭露的歷史演進，Troy A. Paredes 教授（同時也自 2008

然而，在不同的思考與規範環境下，公開揭露的目的並沒有任何根本性的變動。因而，對於相關制度的檢討，還是應該就規範目的與所達成的結果間進行比對，才可能會有比較清楚的觀察。因此，本文接下來將從理論的角度出發，觀察關於公開揭露的不同理論間之差異。

4. 為何是強制公開揭露？：理論與批判

4.1 強制公開揭露的基礎理論

但為什麼需要強制公開揭露的制度，理論上一直是有爭議的。關於公開揭露，多數主流的講法是認為揭露本身其實是最佳的防弊措施。這個觀點，表現在 Louis D. Brandeis 非常著名的說法上：「陽光是最佳的防腐劑，路燈是最有效的警員」（Sunlight is said to be the best of disinfectants, electric light is the most efficient policeman）¹⁷。這樣的觀念，相當程度上主導美國 1929 年以後證券法制的重建。同時此種想法，也反映整個時代的思維精神，並逐步擴散到許多其他非證券法的領域。例如保險契約要求要保人揭露被保險人特定相關資訊；而非傳統契約領域，則有政治捐獻與公務人員財產申報，或甚至是香菸盒上的警告，也都應用類似的邏輯¹⁸。

年至 2013 年擔任 SEC 委員）曾經有過簡要介紹。請參見 Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L.Q. 417, 421-30 (2003).

¹⁷ Louis D. Brandeis (1856-1941) 曾任美國聯邦最高法院法官，任期為 1916 年到 1939 年，以進步觀點著稱，為當時具重大影響力的法學家，並影響後代許多的法律見解。簡單的介紹，可參見 Brandeis University 的說明，See Brandeis University, *Justice Louis D. Brandeis*, <http://www.brandeis.edu/legacyfund/bio.html> (last visited Oct. 9, 2013)。此語出自 Justice Brandeis 在 1912 年出版的「Other People's Money」一書第五章。LOUIS D. BRANDEIS, *OTHER PEOPLE'S MONEY* (1912), also available at <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196> (last visited Oct. 9, 2013).

¹⁸ Ben-Shahar 及 Schneider 在文獻中，曾調查並整理了美國 California、Michigan、Illinois 三個州涉及強制公開的法律。調查的結果，發現有高達數百個應用的例子，

事實上，揭露其實是普遍應用在現代法學的特徵¹⁹。基本上，對於任何的契約，假如一方對另一方並沒有太多的認識，但又需要以一定的認識作為決定交易的基礎時，要求另一方揭露的動作就變成常見的現象。而這些揭露有時是強制，有時是自願性質，但不論提供的性質，所提供的資訊經常在決定上，扮演著關鍵性的角色。最少，基本假設是，在更多資訊的協助下，相關決策會更順暢地進行，同時也會協助進行決定之人獲得更好的成果²⁰。

從證券法的角度，這樣的邏輯也同等適用。首先，從理論的角度切入，強制揭露的立論依據，主要是為了治癒在無強制定期公開揭露制度下的「資訊不足」的問題，希望藉由公司內部資訊強制提供，減少投資者在交易時因為資訊不足而錯誤進行（或不進行）交易的不經濟。換言之，這樣的說法強調強制公開定期揭露的主要目的，在於能夠讓市場的投資人有更充分的資訊，以進行投資判斷，而操作上的主要邏輯是透過國家管制的方式，補足資訊市場機制的不足，而達到健全並促進交易的結果。

相似的，從目的的觀點，這裡所謂的健全交易，很大程度上是希望藉由更多的資訊與資訊更快速地流入市場，避免證券市場的投資人遭受詐欺或操縱行為的不當影響。因此，這樣的理解讓公開揭露加上了相當的 anti-fraud 的色彩，保護交易人的觀點因而明顯地蔓延在這個說法裡。

其中包括了 Miranda Warnings 也被認為是強制公開資訊的一種。Omri Ben-Shahar & Carl E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 U. PA. L. REV. 647, 651-65 (2011).

¹⁹ *Id.* at 647. See also Cass R. Sunstein, *Informational Regulation and Informational Standing: Akins and Beyond*, 147 U. PA. L. REV. 613, 613 (1999). (認為公開揭露已經成為美國近代行政法規最明顯的發展特徵。)

²⁰ *Id.* at 650-51.

4.2 反對見解(一)：Caveat Emptor²¹、心要性與交易成本

但強制公開揭露制度的必要性與存在的形式，與其主流地位相反，卻並不是完全沒有爭議的²²。以下本文簡單介紹主要的批評，希望能透過不同想法的討論，以釐清公開揭露理論上的有效範圍與可能的盲點。

首先，第一組說法是源自於證券交易，特別是由於證券交易在性質上究竟有無不同，所引導出的理解差異。批評意見認為，不論證券交易本身有多少的特殊性，其本質上還是私法交易行為；而投資或交易，無論如何都有或多或少的經濟風險。在這樣的限制下，不管再多的揭露，都無法替代交易中的不確定因素而達到完全的投資人保護，因而「讓買方注意」(Let the buyer beware)才應該是交易時國家或法律所應採取的基本態度。換言之，個別投資人在各別交易裡，需要多少的資訊，很可能是因人因物而異的狀態，因而買方原本就有「合理的義務」去檢查交易標的的狀態；交易標的的狀態假如最後真的與買受人期待不符，一般而言，應該由買方負擔。之所以會如此，是因為買方有著最有力的交易武器——拒絕交易(the right to walk away)，所以買方本即可藉由此一武器，要求適當的檢查或要求由賣方提供買方所想知道的資訊以保護自己，邏輯上並沒有絕對的理由要求賣方一定要承負擔保的責任或在沒有被要求的情況下強制提供資訊。是以，順著這樣的邏輯，強制性的公開資訊揭露在交易中應僅具備位性質，在少數特殊情況或類型中有存在的必要，而不需要全面的要求。進一步來看，從交易成本的觀點，資訊提供或擔保責任，原則上只是交易成本分配的問題，沒有理由一定只能由賣方承擔。而原始狀態下將交易成本分配在買受人身上，並由買受人提出揭露

²¹ 此為拉丁文。Caveat 意指 let him or her beware, Emptor 意指 buyer or purchaser。此一原則係指買方有義務在買賣發生前，對貨品進行合理檢查，並自行對交易物品的品質或狀態負擔責任。通常相對於 caveat venditor 或 strict warranty。相關翻譯係參考 BLACK'S LAW DICTIONARY 236 (8th ed. 2004)。

²² Ben-Shahar 及 Schneider 特別強調在許多有關強制公開揭露的立法中，立法機關在立法過程中經常有過度立法的傾向。Ben-Shahar & Schneider, *supra* note 18, at 679-81, 684-86.

的要求，從整體交易的觀點，也可避免無謂的資訊提供或浪費。換個方式來說，若賣方由於無法知悉不同買方各自需要多少的資訊、物件品質的描述或擔保，所以由買方自行評估其需求並承擔責任，其實也算合理的安排，並沒有特別不可行的地方（試想傳統市場的散裝零貨交易或其他無定式商品標示的情況）。假如基本上絕大多數買受人都會要求相關資訊，在買方有拒絕交易的權力下，賣方為求交易順利，也非常可能會主動提供關連資訊，並不會出現買受人必須要在欠缺資訊的情況下被迫接受交易的狀態。從這個觀點，由國家以強行規定統一要求定式揭露，並限制不可雙方私下合意排除之作法，可能無法避免相對必要性的質疑²³。

此外，從蒐集與消化資訊能力的觀點來看，近代證券交易由於在公司願意提供資訊與中間機構大量存在的情況下，是否還需要強制由發行公司這一端提供資訊，其實也不無疑問。而鼓勵投資人相互競爭以取得更完整充分或更即時的資訊，原本就是證券交易的基本常態，對於未使用中間機構或諮詢協助的投資人來說，是否有必要一定需要提供「平整的競技臺」（*leveled playground*），也都有相當的討論空間²⁴。

²³ 這個觀點，最早是由 George J. Stigler 及 George J. Benston 兩位學者在 1960 年代與 1970 年代提出。George J. Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. BUS. 117 (1964); George J. Benston, *The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, 44 ACCT. REV. 515 (1969); George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 AM. ECON. REV. 132 (1973). 反對見解，請參考 Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1 (1983). 另外，在 1980 年代中，類似觀點，發揮的最清楚的是 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel 兩位教授的「*Mandatory Disclosure and the Protection of Investor*」一文。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 680-82 (1984).

²⁴ See, e.g., Roberta Romano, *Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws*, 89 COLUM. L. REV. 1599, 1603-13 (1989). (逐點反駁哥倫比亞大學法學院 Jeffrey N. Gordon 教授在「*The Mandatory Structure of Corporate Law*」一文中支持公司法領域內的強行規定的相關見解。值得注意的是，即使 Gordon 教授也並不同意保護投資人是支持強行規定的可信理由。)

4.3 反對見解(二)：有效性的質疑

另外一組關連的質疑集中在有效性的。這組批評的意見認為，關於強制公開揭露，其運作的邏輯，建立在 1. 投資人因為資力或規模過小的問題，導致無法自行取得相關資訊、也無法與資訊所有人以協商的方式，要求資訊所有人（這邊指的是公開發行有價證券的公司）提供資訊；2. 立法者能夠清楚並妥適地決定公開揭露的範圍與內容；3. 被公開揭露的資訊能夠有效地被閱讀、消化理解並進而做出有用的決定（effective decision）²⁵。然而，批評見解認為，正如同其他消費者保護領域的資訊揭露一樣，很多時候這樣的前提都不存在。亦即，當法律越覺得某些人在某些領域特別需要保護（particularly vulnerable）的時候，實際上這些人在這樣的領域，通常也就是客觀上無法有閒暇去接收、或有能力去理解分析這些資訊，並進而做出保護自己的決定的那些人。因而，認為強制資訊揭露確實能達到保護的效果，確實有相當程度自我矛盾的問題²⁶。或者從真正保護的觀點，是限制這些人進

²⁵ 這組觀點，大體上集中在從行為經濟學的角度觀察投資人的行為現象。See Stephen J. Choi, *Behavioral Economics and the Regulation of Public Offerings*, 10 LEWIS & CLARK L. REV. 85 (2006). (從行為經濟學的觀點，批評現階段證券法上的公開發行所涉及的揭露大部分都與現實上對於投資人的預設理解不符，而變成不必要的狀態。特別是在承認證券市場的參與者假如都能夠理性並有能力處理相關資訊的情況下。) 其中幾個普遍的現象，包括投資人的過度自信與過度樂觀，同時會容易受到資料的便利性影響而容易形成偏見 (The availability bias)。Id. at 110-13. 類似的觀點，亦可參見，Susanna Kim Ripken, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 BAYLOR L. REV. 139 (2006).

²⁶ 類似的討論，可參見 Colin Camerer et al., *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for “Asymmetric Paternalism”*, 151 U. PA. L. REV. 1211 (2003). (稱呼此類法律為「paternalistic regulations」，但特別強調這種法律對於其他交易人的排擠效果；並認為此類法律的存在，必須非零合而需是「非對稱性的」，亦即對弱者有很大好處但對強者沒有傷害的情況下，才能被允許。) Cass R. Sunstein & Richard H. Thaler, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, 70 U. CHI. L. REV. 1159, 1178-79, 1183 (2003). (討論在監管或保障弱勢的前提下，法律如何確保，只有資訊

行此類交易，而不是更多的資訊。

此類質疑，逐步獲得越來越多實證資料中的支持，而無法簡單被視為理論的異常現象²⁷。即便就一般人理解的效用來說，公開揭露的資訊越多，是否反而造成理解的困難，而無益於訊息的清晰或作成決定的方便性，也都是必須正視的問題²⁸。

4.4 公開揭露的進一步批判：搭配判決觀察所帶出來的一些問題

4.4.1 揭露是目的或手段？假如是手段，那目的是什麼？

就臺灣法的立場，從證交法強制公開揭露的規定來看，預設的規範目的在於公司資訊之提供。但從本文前段觀察的兩個案例來看，或許有一個問題是需要面對的：假如說市場都知道這間公司已經陷入停擺狀態，這樣公司還需要揭露什麼？進一步說，從資訊的觀點，停業本身就是一個充分而完整的訊息了，當資訊已經存在的時候，是否還需要另外的強制揭露，或許就不再具有那麼強的正當性²⁹。

的提供那些被保護者就能或才能培養出「智性的偏好」；以及法律所選擇的切入點，如何與被保護者的行為模式與最終選擇間，互動的問題。同時並強調，此類立法所提供的資訊揭露，很可能是無效率的，關注的重點，應該放在這些接收者如何「處理資訊」而不只是「要揭露哪些東西」。）

²⁷ See, e.g., Daylian M. Cain et al., *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest*, 34 J. LEGAL STUD. 1, 7 (2005). (討論包括 Sarbanes-Oxley Act 在內的對於利益衝突的資訊之揭露，並沒有辦法使資訊接收者適當地評估這些利益衝突，並進而發揮調整原有依賴行為模式的效果。)；Ben-Shahar & Schneider, *supra* note 18, at 679-728. (提供大量文獻證據證明強制揭露制度失敗的案例。)

²⁸ 此類問題在學說上被稱為 information overload 的問題。See generally Paula J. Dalley, *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 FLA. ST. U. L. REV. 1089, 1115-16 (2007).

²⁹ 在意識型態上，Ben-Shahar 及 Schneider 在其文章中，認為美國法上對於強制公開揭露作為一種管制方式的大量使用，主要係因為此一方式符合了美國人對於「自由市

但反對意見則認為，即便資訊已經為市場熟知，系爭公司或公司負責人行政法上的義務仍未被解除，因而就行政法的立場，裁罰並非沒有理由。此外，更多細節的揭露、而不是僅單純的停業事實，有助於買方知道到底要到多底價才能接手，同時也有助於成交。一般而言，更多細節的揭露仍有助於保障小股東或現有股東。所以不能以停業當成是充分的理由，阻卻揭露的義務。

但從本文的觀點，這樣的說法，其實所爭執的，是量的問題。特別從個案中看起來，相關資訊並不是沒有其他取得的可能時，這種情況下是否堅持強制公開揭露並以其違反進行處罰，就必須斟酌個案中違反情節的嚴重度予以認定；而嚴重與否，就必須回到立法保護意旨的觀點，才能判斷本案所涉及違反行為的輕重。

4.4.2 更多的問題：強制公開揭露保障的對象是證券的流通或投資的保值？

是否違反或其嚴重性，必須進入規範目的的檢討，才能在裁量上有合理的評價。但強制定期公開揭露制度的規範目的為何？標準的說法，是認為係為保障投資人及一般股東。但保障投資人這樣的說法，其實不無深究的餘地。假如強制公開揭露係為保護投資人，邏輯上，必須區分要保護的究竟是「個別的投资人」或是「抽象性一般存在的投資人」。前者的話，個案中裁罰的正當性必須找到「特定的投資人」因揭露規定被違反而受有傷害時，才有保護目的被破壞進而要處罰的理由³⁰。但通常情況，我們並沒有在判決或

場」(Free Market)與「個人自決」(Autonomy)兩種思維的偏愛；同時從現實面來說，對於國家，此一管制模式也是最「經濟」的。Ben-Shahar & Schneider, *supra* note 18, at 681-84. 另外類似的見解，也強調使用強制公開揭露，在國家不確定實體上應該如何管制時，就形成特別有力的管制工具。Dalley, *supra* note 28, at 1092.

³⁰ 本文在此的立場，係認為「保障交易人」與「保障交易」兩者並不相同。若採前者的解釋，會需要採用主觀認定的觀點，變成要確認有交易人受害方可處罰；但假如保障的只是抽象的交易秩序或市場，則規範違反之單純事實可能就已足夠，而無須

行政機關的裁處中，發現特定投資人如何被「傷害」的討論。因而在這邊，或許可以合理推論此處所稱的「保障投資人」，其實指的是一般抽象的投資人。進一步來說，這樣的說法，其實與「保障交易市場」（或簡稱「保障交易」）非常接近。但可能需要進一步思考的是，保障交易市場這個說法，是否等同於「保障交易公平」³¹？假如真的可以，在後者的邏輯下，又要如何定義公平？

假如投資或「市場」本身是保護的對象、而不是特定的投資人的話，那對於規範目的的討論，可能就面臨另一層面的質疑。首先，假設在大量強制公開揭露的制度下，一個接近完全「透明」的資訊環境裡，因買賣雙方持有接近完全相同的期待（買方因為標的 X 價值 Y 元，而只願意以低於 Y 元的價格買入始有獲利，但賣方卻因為也知道 X 價值 Y 元，所以不願意以不足 Y 元之價格出售之）時，如何還有交易（或交易的誘因）存在³²？因此，促進交易或維持市場與完全透明的資訊環境，出現了邏輯上的可能矛盾。

歸結而論，到底保障交易作為結論，所保障的目的是整體交易本身，還是個別交易的公平？換言之，或許整個證券法上的揭露制度，是否有可能只

舉證特定人的受損。這個差別，在相對應是否產生民事賠償上，也會有所不同。此外，這個觀點與證券法上 Fraud-on-the-market 理論中是否需舉證因果關係，也有類似之處。亦即，從「保障特定人」到「保障市場」（或是說「透過保障市場來保障個別的投資人」）這個推論方式的轉變，其實並不是沒有差別的。關於 Fraud-on-the-market 理論與美國聯邦最高法院在 *Basic* 一案中對於保障市場如何透過 Fraud-on-the-market 理論可以等同於保障投資人的論述，請參考 *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

³¹ 關於強制揭露是否同時有助於交易公平，請參考 Merritt B. Fox, *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 MICH. L. REV. 2498, 2533-44 (1997).（作者持反對意見，認為無理由相信投資人在欠缺資訊的情況下其判斷一定會被誤導。）

³² 這個問題可能也有不同於傳統取徑的思考。邏輯上，交易上不一定有客觀性，價格也不一定有客觀性。所以藉由揭露而增加客觀性，到底是有助於交易或抑制交易，邏輯上似乎沒有一定的結論。換個角度來問，混沌的狀態是否反而無助於交易，也不是絕對未證明之理。

關心促進集體交易，而不特別在於保障個別投資人的投資決定？假如我們從投資人的交易決定所影響的只是不同個別投資人間的財富流動，而對整體社會福利並沒有創造功能這個觀點來看的話，是否會更容易導致前開結論？特別是，假如證券交易主要的目的在協助企業籌資（初級市場）而保障投資人只是附帶或次要的目的的話，那這樣的結論似乎就變得更為可能。退一步言，法令制度下強制公開揭露就算有助於小股東，但對於整筆或大宗交易的買家而言，是否真的必要？或者說此一必要的程度是否已經足以正當化國家的介入，特別是本案中所涉及的兩個公司基本上已處於非正常交易狀態，通常只有整筆而非零散買家會出現的情況下，是否真的仍有必要處罰？

5. 公開揭露的再思考：外部性、交易成本與揭露的最適（Optimal Disclosure）

5.1 成本與分配、過去與未來、正確與即時

資訊揭露，如同其他的法規，都有來自執法者與遵循者兩方面的成本。但成本由誰負擔，就成為規範上必須解釋或分配的問題。基本上，所有公開揭露與認證中，每個環節基本上都需要相當成本。是以當揭露的範圍不斷擴大，就會產生一個無可避免的疑問：到底是不是越多的資訊越好？或者說，當持續擴大的揭露制度，對於所欲保障的一般投資人，可能已經出現資訊超載（information overload）的情況時，是不是應該考慮調整規範模型並思考其他的可能性？特別是假如很多股東都滿意於一年兩三次的交易頻率時，真的還需要公司或全體股東承擔更高密度的揭露成本？還是當多數股東平均持股週期都只有一兩週（或一兩小時）的時候，反而就變成揭露資訊無用論？以上這些問題，其實都可以歸結到最適揭露到底應該是有單一組解或有著多組平衡（multiple equilibriums）解，以及成本分擔的問題³³。

³³ 但顯然對這個問題，SEC 並未擁抱多元解的想法，同時也並沒有將成本清楚考慮進去。關於 SEC 對於揭露的「沉迷」，A.C. Pritchard 教授提出過相當生動的描述。See

首先，作為前提，關於揭露一個本質上的現實是，公開揭露所告示的內容通常都是過去的資訊，這些資訊或許可作為過去或現在價格的判斷依據，但是否或在何程度上可作為將來變化的依據，就不無疑問；特別是股票交易通常是反應對未來期待時，這個矛盾就更加明顯³⁴。換言之，假如揭露的內容都只是過去式，所產生的只是讓投資者或股東去判斷過去或現在的價格是否正當，但對於將來應該要用何種價格交易，卻沒有太多的必然關連。因而，說資訊揭露有助於交易，可能要區分揭露的資訊內容，並無法一概而論³⁵。

其次，即便撇開「過去資訊」與「未來期待」間的差異不談，而朝向「即時揭露」的方向（而非「定期揭露」）移動，最極端的支持者也必須承認，公開揭露其實不可能「真正」全面、即時且正確。換個方式說，所有揭

A.C. Pritchard, *The SEC at 70: Time for Retirement?*, 80 NOTRE DAME L. REV. 1073, 1087-89 (2005). 另外一個最近的例子可以觀察美國證券法上對於資訊揭露與申報依賴的事證是 2011 年的 Regulation PF。Regulation PF 是 SEC 與 Commodity Futures Trading Commission 聯合依據 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 授權所制定，要求避險基金與其他類似的私募基金進行登記，並依據 Form PF 定期申報相關資訊。相關的規定，被認為是國會與主管機關對於長期以來私人基金近二十年蓬勃發展下引發的各式各樣問題的具體回應。Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF, Investor Advisers Act Release No. 3308, 76 Fed. Reg. 71,128 (Nov.16, 2011), available at <http://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3308.pdf> (last visited Oct. 11, 2013).

³⁴ 股價作為對公司股票未來價值的期待，可參考 JAMES D. COX ET AL., *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* 28-29 (3d ed. 2001).（認為股票的價值是由公司未來對股東的給付所決定。）類似的見解也為一般財務學界所同意。詳細觀點，可參考 RICHARD BREALEY & STEWART MYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* 12-25 (2003).

³⁵ 依照多數的說法，價格的形成，一般而言多是由過去而推估未來。另一個常用的方式，是由比較類似公司同一時間的表現與價格，以推估相對之間的價值。然而，不管是何種作法，由於無法直接探求得知未來的經營情形，所以最多也只能「逼近」或「推估」，而無法直接探求。在這樣的限制下，定期資訊揭露大體上也只限縮在對於過去價格的確認這點上，但對於接下來是否應該或以何價格買入或賣出，以達到協助交易或形成正確價格的功能，其關連可能就無法很明確建立。

露或所有表述都有著掛一漏萬的問題。另一方面，正確與即時兩者間也存在著潛在衝突關係。這個揭露在內容上無法窮盡的限制，搭配揭露成本合理負擔的困境下，更密集的強制公開揭露，在理論上與現實上都面臨比想像中更大的挑戰。因而，問題的解決，可能還是必須回到合理界線的劃定。

而界線的劃定涉及的其實是成本分配問題。本質上，從交易成本與外部性的觀點，整個強制揭露的制度，是建立在以下幾個論證上：

1. 資訊原本是私有財產，由產出者所持有並控制；同時具有經濟價值。

2. 證券法上強制揭露的內容，是公司的相關資訊。產出來源基本上是公司，為公司所有。

3. 公司需對外籌資。為了確保投資者願意投入資本，因而主觀上公司原本就會主動提供相關資訊，以協助建立更順暢的次級交易市場，進而吸引投資者進入。目的在使公司取得低價資本。

4. 由於資訊公開有助於促進籌資，對發行公司本即有好處，所以公司原本就會有意願主動進行，或是投資人會施壓而引導出相同結果，所以法律的要求只是將經濟上一般行為傾向予以制度化，以減少行為人個別協商所耗費的交易成本。亦即，投資者可清楚假設若一個公司有公開發行，就會有定期資訊揭露，並提出公正的第三人認證以確保資訊的正確性，因而個別投資人不需個別查證，也不必交易前一個一個公司去詢問該公司是否有自願性資訊揭露的機制並據以取得相關資訊。而法律的強制要求，只是以制度化的方式，將個別詢問的成本消除而已³⁶。

以上的論證，學說上稱為 *cost of capital theory*³⁷。簡言之，由於維持一

³⁶ 類似的觀點，認為強制公開揭露能夠提供更為「一致」的資訊格式，並讓投資人方便進行公司間的比較。See, e.g., James D. Cox, *Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets*, 99 COLUM. L. REV. 1200, 1211-17 (1999).

³⁷ 傳統上，這個解釋也被稱為 *Transaction Costs Explanation*。See generally CHOI & PRITCHART, *supra* note 2, at 29. 類似於證券法中是否需要強制資訊揭露的問題，在公司法領域，強制性規定是否必要的問題，在 1980 年代與 1990 年代，公司法學界就曾出現過相當激烈的辯論。See, e.g., Romano, *supra* note 24, at 1603-13. But, Jeffrey N.

個容易交易的次級市場，對於公司籌資的主要市場的順暢具有關鍵性³⁸，所以由國家以立法方式統一要求，不僅是為了次級市場發展所需，同時以國家身分介入而統一要求而取代個別的交易索取，從交易成本的觀點有其經濟性，可透過統一提供解決個別交易協商以降低取得資訊的成本³⁹。

另外，從市場的角度，強制揭露可以有效減少證券價格的波動與幅度，同時也減少內部人操縱股價的機會，進而增加股東的整體利益⁴⁰。因而國家或主管機關基於維持大眾投資的價值，有建立起強制性公開公司資訊揭露制度的必要性⁴¹。

Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549 (1989). (提出 mandatory rule 在公司法領域裡，正當化的理由有投資者保護、避免不確定、公共利益、創新鼓勵、避免投機性章程修正等。) 而類似的爭議在證券法裡，也大約在 1990 年代重複出現。

38 近期一篇文獻討論公司在證券法上的公開揭露對次級市場流動性所帶來的正面影響的觀點，並整理相關實證調查；同時將更好的流動性連結至更好的經濟效率，值得參考。Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237, 264-68 (2009). 相同的觀點，從商學院論述的角度，則多強調公開揭露對於資訊不對稱的平衡，以及因此能夠減低公司取得資本的成本的效果。Robert E. Verrecchia, *Essays on Disclosure*, 32 J. ACCT. & ECON. 97, 164-72 (2001).

39 關於減少重複生產資訊的成本，see John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 733 (1984).

40 支持證券法上強制揭露制度，一般性觀點的整理性見解，可參見 Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335 (1999). (特別強調資訊揭露可以減少未分散投資的投資人的投資風險，有助於選擇有效率的生產計畫，以及增加經理人對鼓動利益的一致性。)；Allen Ferrell, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 81 (2007). (一般性討論證券法上強制揭露的各個問題。)

41 另一個支持原因值得特別注意的，在於強制定期公開揭露會產生所謂「公司間的外部性」(intra-firm externality)。此一理由，認為要求公司定期揭露資訊，除了會對交易該公司證券的投資人有所影響外，同時也會對於其他公司產生外溢效果，在此一基礎上，公司與公司之間才能夠相互比較，而服膺相同揭露基準的公司越多，比

5.2 平行理論：非強制的資訊揭露及其問題

針對以上的觀點，反對強制揭露的意見從相同的邏輯出發，卻得到不同的結論。反對意見認為就是因為公司不管是否被強制，本身即有完整充分的動機或誘因，提供次級市場流動所需的資訊，所以公開定期資訊揭露只是市場或交易量變大後自然會產生的結果，邏輯上或規範上，並沒有一定非透過強制規範要求不可的原因。準此，違反定期揭露的處罰，似乎也應該有相當的限制：不應該也不需要為了已經存在的資訊或交易人「應該」注意的資訊，僅是因為其未經法定程序呈現，而有嚴苛的處罰。

實證上，無條件支持公開揭露的想法，近年來開始遭受逐漸增加的質疑。舉例而言，Roberta Romano 教授在討論強制公開共同基金經理人投票行為規定的實證研究中，就發現更多的揭露規定，並沒有真正改變基金經理人的投票行為，而認為強制揭露規定的效果，必須在原本假定中進行重新的評量⁴²。而類似的情況，其實也可以引發進一步思考，例如在股權累積到一定程度的強制公開，或是收購計畫的強制公開的問題上，到底強制公開或強制資訊揭露，所造成的影響究竟是什麼。

本於對強制揭露效用的質疑，反對意見認為一個可能的作法，是由交易

較也越容易進行，同時也更客觀精準。簡言之，揭露因而不只對於投資人有所影響，同時對其他公司也會產生一定的外部效果。相關討論，請參照 Easterbrook & Fischel, *supra* note 23, at 700; Sharon Hanes, *Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?*, 29 J. CORP. L. 699, 701-03 (2004).

⁴² K. J. Martijn Cremers & Roberta Romano, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule*, 13 AM. L. & ECON. REV. 220 (2011). 另一個例子，是 Usha Rodrigues & Mike Stegemoller 兩位學者討論 Sarbanes-Oxley Act 中 Section 406 強制公司制定並揭露「道德守則」(code of ethics) 的案例。該研究中，作者實證調查隨機取樣的 200 家公司違反守則及使用該條規定豁免的情況。結論上，作者發現大多數的公司都有避重就輕的揭露問題，並以此質疑揭露制度的實際效果。See Usha Rodrigues & Mike Stegemoller, *Placebo Ethics: A Study in Securities Disclosure Arbitrage*, 96 VA. L. REV. 1 (2010).

人相互間自行發展出自願性的資訊揭露。這樣的假設是因為反對見解認為假如交易是雙方想要的，交易的雙方自然會有誘因去自行（或協調第三人）處理這個問題；同時，雙方也可針對不同的投資人發展出不同層級的揭露機制，以避免過度揭露所引發的浪費與成本的不當均攤。而這樣的機制下所引導出的，就是所謂的非強制或自願性的資訊揭露（voluntary disclosure）⁴³。

5.3 本文關於前述質疑的想法：回到資訊的本質與規範目的

因而在兩種不同的揭露思維下，出現了所謂的混合說。此種作法採用部分強制部分自願的方式，一種作法是只針對核心事項強制要求揭露，其他的部分則由公司自行決定是否與揭露的範圍。另一個作法，是讓公司自由決定對不同的「顧客群」（investment clientele）進行區別性的揭露，以合理有效分配揭露的效益與成本。但無論是針對資訊種類或顧客類型，這兩種作法所考慮的其實都是所謂多組均衡的可能，而實際上是由傳統的全面強制揭露制度中進行折衷型的調整。

5.3.1 揭露的範圍作為財富的界分

從資訊與市場的觀點，沒說出口的話或沒有揭露的東西，到底是什麼意思？沒說出口的，其實跟說出口的一樣，在各自情境下，都有著許多解讀可能。從抽象的觀點，讀者對於說與不說的內容，都必須經過解讀與判斷，因而，從實際影響與確定與否的觀點，代表的意義並沒有本質上不同。或者說，從分配的角度，資訊在未揭露狀態下，偏好的可能正是資訊揭露所損害的同一組投資人。因而從經濟分析的觀點，資訊強制公開揭露的範圍其實只是一種財富分配的措施；最多同時加上交易成本移轉而已。

⁴³ 關於自願性的資訊揭露，理論面的重要討論，可參考 Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 YALE L.J. 2359 (1998). See also Roberta Romano, *The Need for Competition in International Securities Regulation: A Response to Critics*, 2 THEORETICAL INQUIRIES L. 387 (2001).

財富分配的考量有數個不同的面向。但純從交易成本的觀點來看，使用者的屬性就成為重要的因素：因為不同的使用者會有不同承擔成本的意願與能力；而成本的原始分配（initial endowment）也會影響不同使用者對於資訊最後流通或處理的狀態。從這個觀點，首先，可以理解的，並不是所有的投資人都有興趣或有能力或意願處理同等數量與精細度的資訊，因而，針對不同的投資人，使用不同密度、甚至是不同白話程度的資訊，或許就有其必要性。換個角度說，公司假如只希望吸引小額投資人，或許就可以被允許提供簡化版本的財務資訊，以節省成本；而假如公司希望只吸引專業機構投資人，則可能可以提供另外不同程度的資訊，以符合機構投資人的需要並阻擋個人投資人的進入。換言之，可以從「能力」與「需要」的觀點，利用「階層」或「類型」的方式，來處理揭露的問題。

因而，在這種思維下，揭露變成是一種公司與投資人雙向選擇的問題，不必然也不需要出現單一風貌；提供上，也不一定需要由公司透過法律的強制規定主動提供⁴⁴。

5.3.2 問題的轉向：從資訊揭露轉向資訊正確

但除了財富分配的觀點，從資訊的內容來看，替代性的模型（階層揭露或被動揭露）也出現了另一組問題。相對於強制揭露，階層揭露或被動揭露都是某種程度的不揭露或暫緩揭露，而在不揭露的情況下，由於解讀更多元化，加上個別資訊來源的不同，無可避免會發生一定的混亂情況。特別是在涉及公司專有資訊且無法直接檢證資訊真假的情況下（例如公司上個月的營收，就是無法不透過公司而直接確認的資訊），可能不是資訊的量，而是資訊的提供者，才是真正的關鍵⁴⁵。因而，從正確的觀點，公司內部的提供，

⁴⁴ 類似見解，Edward B. Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849 (2012). (討論公司如何逆向去選擇自己的股東，以類似優生學的方式去創造符合其對公司性質的想像的股東。)

⁴⁵ 事實上，在複雜的金融商品日益興盛的情況下，學界也有相當的聲音主張目前的揭露制度已經大幅不足，而需要全面更新。See Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Dis-*

才能得以確保正確資訊在市場上流通。這也是本文理解下，重新建構公開揭露制度的出發點。

所以強制揭露真正的關鍵，從本文的立場，可能不是集體交易成本的減低，而是內容正確。這也跟資訊的所有權的結論相符合⁴⁶。但從這個觀點出發，設計上，仍存在一定的空間。亦即，資訊可以是公司主動提供，但也可以採用回覆義務的方式，由投資人主動索取。因而從規範目的出發，其實重要的應該不是或不只是資訊的定期提供（規定公司什麼一定要說），反而應該移轉到所謂澄清或更新的義務（假如大家都相信不存在的事情，或是之前明文承認過存在的東西嗣後情況變化）。順著此一邏輯，證券法上揭露制度的重心，應該由定期定量轉向事件導向，同時從法規設計上，承認資訊的不完美性與保障小型投資人的極限，轉而鼓勵更多的市場參與者或中介機構相互作用，讓市場共同去解讀與轉譯資訊，並透過價格去傳遞此一資訊，以期或可達到穩定市場及促進交易的功能⁴⁷。

closure Paradigm in a World of Complexity, 2004 U. ILL. L. REV. 1 (2004). 此一國家介入強化資訊提供的路徑，其實一直以國家介入解決市場供應不足的主流思想，但檢討的聲浪也都一直存在。重要的文獻，請參照 Alan Schwartz & Louis L. Wilde, *Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: A Legal and Economic Analysis*, 127 U. PA. L. REV. 630 (1979).（強調「資訊的不充足」並不是法律介入的主要原因；就像國家不會管同樣品質的東西有些公司賣的比較貴，而有些消費者也純因不知道有更便宜的同等選項存在而買入，而以法律方式介入。而主張需要這樣的資訊不充足已經造成交易的實質條件的「競爭性」有所喪失的程度。）；Paredes, *supra* note 16.

⁴⁶ 關於與股價相關連的「現實」，公司是否真的是一個稱職的描述者，或甚至是否真的知悉應該如何「描述」這組「事實」，Henry Hu 教授在最近的一篇重要文獻中，提出不同的意見。請參見 Henry T.C. Hu, *Too Complex to Depict? Innovation, "Pure Information," and the Sec Disclosure Paradigm*, 90 TEX. L. REV. 1601 (2012).

⁴⁷ 一個類似且關連的爭議，除了關於資訊的正確外，在於關注到底強制揭露是否有助於股票價格（包括發行價格與交易價格）的正確性。此一問題由於所涉及的層面甚廣，限於篇幅，無法在此進行充分的處理。相關文獻，可主要參見 Merritt B. Fox et al., *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331 (2003).（提出新的實證調查結果，認為強制公開揭露有助於股票價格的

5.3.3 仍然無法解決的問題：資訊正確與資訊立即的矛盾

但即便揭露的重心轉向彈性個別與資訊正確為思考基準的制度，無可避免的，前段描述的困境還是會出現：第一點，所謂的「即時揭露」（real-time disclosure），其實很難真的即時，有太多的個人希望利用資訊的優勢進行交易，因而會努力維繫合法資訊優勢並延長化；因而事前交易的危險總是揮之不去。

第二點，正確與即時兩者間的落差總是會出現，亦即兩者處於一種緊張關係，越主動即時的陳述，很可能不完整或相對草率而越無法精準明確。相反的，越希望精準明確，則通常需要越多的時間反覆查證與確認用語。因而，這兩者之間如何平衡，也是替代性制度下必須解決的問題。

因此問題的思考可以繼續：當正確與即時可能無法並存時，何種程度上堅持揭露的內容一定要確定，就變成另一個需要思考的問題。假如事實發生的過程是漸進的，我們怎麼「鼓勵」擁有資訊的人「主動」在「事中」就提供相關的資訊⁴⁸？這部分，在法規無法明確提出抽象規範的情況下，如何避免公司過度保守（在不實陳述的法律風險威脅下，這是很可能的情況）而能自願提供資訊，在制度設計上，也就變得更明顯重要⁴⁹。

正確，而股票價格正確會有助於整體實體經濟的效率。）；Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977 (1992). 不同意見，請參見 Lynn A. Stout, *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 MICH. L. REV. 613, 645-47 (1988); See also Adolf A. Berle, *Modern Functions of the Corporate System*, 62 COLUM. L. REV. 433, 445-47 (1962).

⁴⁸ 特別是，在交易常態中，越是不確定的事情，反而投資者有更大的需求，越更急切獲得更多資訊。因而此種要處理的情況，其實就是最主要與需要處理的類型，而不能當成變體來處理。

⁴⁹ 一個可能的思考，是以提供附加條款或警語的方式來處理，以維繫即時制度下的正確性。類似觀點，Ray Ball, Sudarshan Jayaraman & Lakshmanan Shivakumar, *Audited Financial Reporting and Voluntary Disclosure as Complements: A Test of the Confirmation Hypothesis*, 53 J. ACCT. & ECON. 136 (2012).（強調經理人可以私下自願公布一定公司

5.4 強制規定的扼抑效果與其軟化、與司法審查的適當標準

從司法判斷的立場，更多的資訊應該是目的還是手段？假如是手段，那目的是什麼？是交易的公平？還是交易的促進⁵⁰？或者隱含的是交易的多次化最後會引導出價格的公平？關於這個問題，本文目前傾向後者的答案有較高的說服力。但正常情況，或許也不能排除兩者其實都有正當性。但很可能更貼近真實的問題是，假如兩者不能兼具，那我們應該先放棄哪一個？或許從詐欺防止的觀念，越多的資訊會有著越多的防制詐欺的效果，但在目前強制揭露的統一規定下，個別公司是否有誘因提供更多資訊？還是會走向少說少錯消極態度？從不同的角度，又或者同業（而不是法律）才是真正的壓力源？（還是依照資訊別有差，例如營收預估？公司會提供還是不提供？或是給的很精確或很寬鬆？而董監薪酬是給級距或具體數字？）最重要的，透過證券交易法，主管機關或發行公司到底是否從「提供資訊的義務」擴張成「擔保真實的義務」？意思是，定期強制揭露的規定，是否使得發行人在次級市場中，從公親變成事主，從協助交易變成擔保交易，而在結論上變相變成另一種「自證己罪」⁵¹？

的相關資訊，而這些私下言論，與規定要經審計的財報間的相互補充功能。）進一步討論，可參見 Holly Yang, *Capital Market Consequences of Managers' Voluntary Disclosure Styles*, 53 J. ACCT. & ECON. 167 (2012).（認為不同公司的不同經理人，很可能針對公司財務預測所表達的言論，有其各自的風格。而這些風格會影響各別經理人在市場上不同的可信度。）

⁵⁰ 類似的觀察 Troy A. Paredes 教授將之稱為 Investor Protection vs. System Protection。詳細討論請參見 Troy A. Paredes, *On the Decision to Regulate Hedge Funds: The Sec's Regulatory Philosophy, Style, and Mission*, 2006 U. ILL. L. REV. 975, 990-1004 (2006).

⁵¹ 值得注意的是，其實我們現行對於揭露資訊的擔保責任，並不如想像中自動而全面。在不同情況下，有著例如「重大性」、主觀要件、對未來評估（forward-looking statements）的 safe harbor，以及賠償上限等類似限制的存在，因而這樣的擔保，可能比一般交易大眾所相信或法條所呈現的，實際上低了很多。

原則上在現行法裡，這兩種義務對一般公司是被包裹在一起。但這邊或許可以問的問題是，在特殊狀況下，行為人是否能將兩種義務分割開來，變成「我不講但大家都已經知道了」或「我自己也不確定這樣的資訊到底有多正確」。此種分割的重點，在於反應「資訊其實不見得永遠能百分之一百正確或呈現出完整的真實，而只是量的問題」此一論點。所以用簡單的話來說，在這種情況下，本文認為是否能設計出替代性的機制，讓資訊持有人以免除嚴格責任的方式，鼓勵他們儘量多提供資訊（例如百分之八十確定的資訊？），或僅就惡意或故意提供不實資訊的情況下科予嚴格責任，可能就是進一步細緻化的方向。要不然，為了避免嚴格的擔保責任與刑事制裁，所引發發行公司的過度保守與保留資訊，對於交易而言，同樣是有經濟損失的問題。因而在這樣的觀點下，交易大眾是以「更少的正確擔保」交換「更多的資訊提供」，就資訊提供上，出現的是一種新的「協力模式」：重視交易者的需求，並由交易者承擔部分的風險。而此一協力模式，也將強化交易者的自律與自我判斷，並導向更自主性的交易，在證券交易的領域中，增加更多競爭、效率與對話的觀點，而不是均一性的消費者保護。

因而，從資訊的觀點，重新去看前述兩組臺灣行政法院的個案，我們對主管機關與法院的角色會有不一樣的理解，個案問題也會有很不一樣的結論。以公法與司法審查的角度來看，主管機關的處罰是否考慮情事變更、現實困難，或已無必要性等因素或是其他侵害較小的替代方式，例如直接替代行為？而我們的行政法院，是否會或該質疑行政機關這種以單一向度（uniform implementation）去思考，而忽略背後事實背景或立法目的的裁罰？或者，從司法審查的觀點，我們如何期待行政機關明文化更為細緻的執行原則？這些都是在證券法層面上，觀察個案內容時，不該迴避的問題。

6. 結論

公開揭露一直、也仍持續是現行公司法與證券法的基本支柱。但此一基礎性，理論上並不如想像中不可動搖。同時個案上，違反這些規定要科予多

重的處罰，或是處罰的司法審查要進行到多廣或多嚴格的程度，也是重要的問題。換言之，這些都是細緻度的問題，同時也牽涉司法機關的審查風格。

本文的觀點是，一切的行政行為或立法，假如都必須進入民主監督與司法機關的適法監督，司法機關還是必須決定除了尊重行政機關或機械性的解釋法條之外，是否能提出不同的觀點予以平衡。而平衡所需的，就是對於個案更仔細的觀察與對規範目的更精準的掌握，並在審慎觀察規範結構與目的的情況下，於個案中獲致比較合理的判斷。畢竟，在證券法所面對的世界，主管機關看似專業而強大，但實際上，對於相關行為人的影響力，也都還有著一定的懷疑空間；其判斷是否常能產生正確或可欲的結果，也不總有著令人滿意的答案。

撇開個案的觀察不論，從規範而言，證券法上的行為模式，由於經常涉及大量經濟動機以決定相關行動，解釋上，法律的落實與操作也應該把私法中尊重自治與競爭機制的精神，一併考慮進去。而定期強制公開揭露作為證券法的思考主軸，是否已經到了其建構與效用上的極限，而需要開始思考下一個階段新的管制方式，也成為一個需要關心的問題。面對證券領域的不確定性，本文認為，或許貼近使用者與市場，從規範的觀點，可能是相對而言比較正確的策略；最少，對「市場」與「使用者」的多元想像，與對於其個別利益的區分、理解與重新思考，可能在建立下一階段現代意義的證券法上，都將會有著不可或缺的重要性。準此，證券法上「強制定期公開揭露」思維的反省與批判性檢視，是現時運用與將來發展，均無法忽視的問題；而主管機關與法院在這樣的批判下，或許也能有比較好的基準，去理解自身在專業獨斷與政策工具間的曖昧未明，與此一曖昧所帶來的荒謬性。

參考文獻

中文書籍

- 余雪明，〈證券交易法〉，新陸出版，臺北（2001）。（Yu, Syue-Ming, *Security and Exchange Law*, Shin-Lou Book, Taipei (2001).）
- 賴英照，〈最新證券交易法解析〉，2 版，自版，臺北（2009）。（Lai, In-Jaw, *Rules of Securities Market: The Latest Analysis of Security and Exchange Law*, 2d ed., In-Jaw Lai, Taipei (2009).）

英文書籍

- BLACK'S LAW DICTIONARY (8th ed. 2004).
- BRANDEIS, LOUIS D., *OTHER PEOPLE'S MONEY* (1912).
- BREALEY, RICHARD & STEWART MYERS, *PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE* (2003).
- CHOI, STEPHEN J. & A.C. PRITCHARD, *SECURITIES REGULATION: CASES AND ANALYSIS* (2d ed. 2008).
- COX, JAMES D., ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS* (3d ed. 2001).
- LOSS, LOUIS & JOEL SELIGMAN, *FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION* (4th ed. 2001).

英文期刊

- Ball, Ray, Sudarshan Jayaraman & Lakshmanan Shivakumar, *Audited Financial Reporting and Voluntary Disclosure as Complements: A Test of the Confirmation Hypothesis*, 53 J. ACCT. & ECON. 136 (2012).
- Berle, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, 62 COLUM. L. REV. 433 (1962).
- Ben-Shahar, Omri & Carl E. Schneider, *The Failure of Mandated Disclosure*, 159 U. PA. L. REV. 647 (2011).
- Benston, George J., *The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements*, 44 ACCT. REV. 515 (1969).

- Benston, George J., *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 AM. ECON. REV. 132 (1973).
- Cain, Daylian M., George Loewenstein & Don A. Moore, *The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest*, 34 J. LEGAL STUD. 1 (2005).
- Camerer, Colin, Samuel Issacharoff, George Loewenstein, Ted O'Donoghue & Matthew Rabin, *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for "Asymmetric Paternalism"*, 151 U. Pa. L. Rev. 1211 (2003).
- Choi, Stephen J., *Behavioral Economics and the Regulation of Public Offerings*, 10 LEWIS & CLARK L. REV. 85 (2006).
- Coffee, John C., Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717 (1984).
- Cohen, Milton H., *"Truth in Securities" Revisited*, 79 HARV. L. REV. 1340 (1966).
- Cox, James D., *Regulatory Duopoly in U.S. Securities Markets*, 99 COLUM. L. REV. 1200 (1999).
- Cremers, K. J. Martijn & Roberta Romano, *Institutional Investors and Proxy Voting on Compensation Plans: The Impact of the 2003 Mutual Fund Voting Disclosure Rule*, 13 AM. L. & ECON. REV. 220 (2011).
- Dalley, Paula J., *The Use and Misuse of Disclosure as a Regulatory System*, 34 FLA. ST. U. L. REV. 1089 (2007).
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669 (1984).
- Ferrell, Allen, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World*, 2 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 81 (2007).
- Fox, Merritt B., *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom*, 95 MICH. L. REV. 2498 (1997).
- Fox, Merritt B., *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335 (1999).
- Fox, Merritt B., Randall Morck, Bernard Yeung & Artyom Durnev, *Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331 (2003).
- Fox, Merritt B., *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 COLUM. L. REV. 237 (2009).

- Gordon, Jeffrey N., *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549 (1989).
- Hannes, Sharon, *Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?*, 29 J. CORP. L. 699 (2004).
- Hsu, Steven, *Developments in Banking and Financial Law: 2005, XVIII. Securities Offering Reform*, 25 ANN. REV. BANKING & FIN. L. 175 (2006).
- Hu, Henry T.C., *Too Complex to Depict? Innovation, "Pure Information," and the Sec Disclosure Paradigm*, 90 TEX. L. REV. 1601 (2012).
- Kahan, Marcel, *Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977 (1992).
- Paredes, Troy A., *Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L.Q. 417 (2003).
- Paredes, Troy A., *On the Decision to Regulate Hedge Funds: The Sec's Regulatory Philosophy, Style, and Mission*, 2006 U. ILL. L. REV. 975 (2006).
- Pritchard, A.C., *The SEC at 70: Time for Retirement?*, 80 NOTRE DAME L. REV. 1073 (2005).
- Ripken, Susanna Kim, *The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation*, 58 BAYLOR L. REV. 139 (2006).
- Rock, Edward B., *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, 97 CORNELL L. REV. 849 (2012).
- Rodrigues, Usha & Mike Stegemoller, *Placebo Ethics: A Study in Securities Disclosure Arbitrage*, 96 VA. L. REV. 1 (2010).
- Romano, Roberta, *Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws*, 89 COLUM. L. REV. 1599 (1989).
- Romano, Roberta, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 YALE L.J. 2359 (1998).
- Romano, Roberta, *The Need for Competition in International Securities Regulation: A Response to Critics*, 2 THEORETICAL INQUIRIES L. 387 (2001).
- Schwarcz, Steven L., *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 U. ILL. L. REV. 1 (2004).

- Schwartz, Alan & Louis L. Wilde, *Intervening in Markets on the Basis of Imperfect Information: A Legal and Economic Analysis*, 127 U. PA. L. REV. 630 (1979).
- Seligman, Joel, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1 (1983).
- Stigler, George J., *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. BUS. 117 (1964).
- Stout, Lynn A., *The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation*, 87 MICH. L. REV. 613 (1988).
- Sunstein, Cass R., *Informational Regulation and Informational Standing: Akins and Beyond*, 147 U. PA. L. REV. 613 (1999).
- Sunstein, Cass R. & Richard H. Thaler, *Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron*, 70 U. CHI. L. REV. 1159 (2003).
- Verrecchia, Robert E., *Essays on Disclosure*, 32 J. ACCT. & ECON. 97 (2001).
- Yang, Holly, *Capital Market Consequences of Managers' Voluntary Disclosure Styles*, 53 J. ACCT. & ECON. 167 (2012).

其他英文參考文獻

- Brandeis University, *Justice Louis D. Brandeis*, <http://www.brandeis.edu/legacyfund/bio.html> (last visited Oct. 9, 2013).
- Dixon, Catherine T., *SEC Disclosure and Corporate Governance: Financial Reporting Challenges for 2011*, THE HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL REGULATION (Mar. 15, 2011, 8:14 AM), <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/03/15/sec-disclosure-and-corporate-governance-financial-reporting-challenges-for-2011/> (last visited Nov. 11, 2013).