

标准文本及其对证券市场信息 披露的影响^{*}

[美]杰勒米·麦克莱恩^{**} 著

韩励豪 翟玉涛 吴紫君 邹莹^{***} 译

姜沅伯^{****} 校

摘要:标准文本在不断增长的信息披露中的位置非常稳固。本文通过实证分析发现,标准文本使用与效益增长呈现正相关。但是有证据表明,无论是通过其内容还是信息传递效应,总体上标准文本

* Boilerplate and the Impact of Disclosure in Securities Dealmaking, 原载 *Vanderbilt Law Review* 第72卷第1期(2019年)。本文翻译出版获得了作者及期刊社授权,特此感谢。

** 伊利诺伊大学法学院助理教授。感谢 Amitai Aviram, Robert Bartlett III, Albert Choi, Dhammika Dharmapala, Cathy Hwang, Matthew Jennejohn, James Kwak, Robert Lawless, Tom Lin, Jeffrey Mullins, Gillian Popodak, Jennifer Robbenolt, Peter Siegelman, Michael Sinkinson, Eric Talley, Verity Winship 等人,以及2016年法律实证讨论会、2017年美国法经济学会年会、2017年里士满大学青年学者讨论会、2017年“斯坦福—耶鲁—哈佛”青年教师论坛与会人员对本文的有益评论和建议。感谢 Rohit Kapa 和 Sayed Hussain 出色的协助研究工作。最后,感谢 *Vanderbilt Law Review* 各位编辑优秀、细致的编辑工作和有益建议。文责自负。

*** 译者均系上海证券交易所法律部员工。

**** 校者系上海证券交易所法律部员工。

在披露中的使用会增加 IPO 发行人的成本,并且无益于实现向投资者更好地传递信息的目标。然而,发行人仍然会使用标准文本。一种可能的解释是,标准文本可作为信息产出的替代品,这意味着发行人可通过付出一定成本来模糊敏感信息或缩短尽职调查的时间。

关键词:标准文本 首次公开发行 信息披露 成本效益

导 论

刚开始从事公司证券业务的律师们会惊讶地发现,通过多年法学教育和法律训练所掌握的所有技能中,他们使用最多的技能是复制和粘贴。这可能引发一些人的质疑,这种看似商品化的工作能为客户带来多少价值,以及律师的专业技能是否得到了最佳利用。为回答上述问题,本文首先对证券披露中的标准文本进行理论和实证分析。

理论和证据指向的答案比直觉给出的答案更微妙。正如本文所示,有证据表明,在证券披露中使用标准文本确实能降低交易成本,从而增加一些价值。但也有证据表明,总的来说,使用标准文本的成本往往比学者们此前认识到的要高。但仍有分析表明,至少对精明的投资者来说,某些类型的标准文本语言可以通过其内容或信号效应来增强信息传递。

虽然法律学者关于合同标准文本^{〔1〕}以及公司债券和主权债券^{〔2〕}

〔1〕 See, e. g., Douglas G. Baird, *The Boilerplate Puzzle*, 104 MICH. L. REV. 933, 949 – 50 (2006) (讨论在商业交易中将合同法适用于标准文本的问题); Omri Ben-Shahar, *Regulation Through Boilerplate: An Apologia*, 112 MICH. L. REV. 883, 895 – 96 (2014) [reviewing *Boilerplate*; Margaret Jane Radin, *The Fine Print, Vanishing Rights, and The Rule of Law* (2013)] (主张消费者从标准文本条款中获得更好的定价或质量,并对这种权衡关系进行了举例说明); Margaret Jane Radin, *Response: Boilerplate in Theory and Practice*, 54 CAN. BUS. L. J. 292, 298 – 99 (2013) (主张开展更多对于标准文本合同条款的司法审查)。

〔2〕 See, e. g., Stephen J. Choi & G. Mitu Gulati, *Innovation in Boilerplate Contracts: An Empirical Examination of Sovereign Bonds*, 53 EMORY L. J. 929 (2004) (讨论主权债券中的标准文本问题); Marcel Kahan & Michael Klausner, *Standardization and Innovation in Corporate Contracting*, 83 VA. L. REV. 713 (1997) (讨论标准文本在主权债券中所扮演的角色)。

(在很多方面的功能类似于合同)标准文本的研究已经较为丰富,但迄今为止,很少有人关注证券披露中的标准文本。^[3] 这是一个重大遗漏,因为证券披露催生了美国数万亿美元的证券市场,^[4]与在合同或债券契约中所扮演的角色相比,标准文本在这一市场中扮演着重要而独特的角色。合同条款和债券契约通常用来界定不同当事人在交易中的权利和义务,信息披露是法律强制规定的公司在募集资金时提供信息的机制——目的是减少信息不对称以及促进建立可靠的证券市场。在前一种情况下,标准文本可能为过去谈判了无数次的条款提供了一个有效的替代工具。在证券领域,标准文本可用于对不同特质的公司进行相同的信息披露,如果使用相同的语言,这些公司可能或可能没有被准确地描述。

证券标准文本是否有问题还没有一个明显的先验理论答案,但这个问题不仅仅是学术问题。美国证券交易委员会(以下简称 SEC)曾多次试图限制在证券披露中引用标准文本。2015 年 12 月,美国国会要求

[3] 其中一篇著名的文章为 Karen K. Nelson & A. C. Pritchard, *Carrot or Stick? The Shift from Voluntary to Mandatory Disclosure of Risk Factors*, 13 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 266 (2016)。尽管他们有趣的分析结果并不是针对标准文本,但其中体现出发行人从自己以往的披露材料中复制信息。See *id.* at 273 (假设面临越高诉讼风险的公司风险章节使用的标准文本越少)。这篇文章从不同的视角来看待标准文本,关注标准文本作为一种通用语言在不同发行人的不同交易中被广泛使用,这是一个监管层、法院和实务从业者常年关心的问题。

[4] See SEC. INDUS. & FIN. MKTS. ASS'N, CAPITAL MARKETS REPORT – MODERNIZING AND RATIONALIZING REGULATION OF THE U. S. CAPITAL MARKETS 4 (2017), <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/08/Capital-Markets-Report-%E2%80%93-Modernizing-and-Rationalizing-Regulation-of-the-U.S.-Capital-Markets.pdf> [https://perma.cc/C3EQ-SA4M] (“截至 2016 年 12 月 31 日,美国资本市场上市公司的总市值为 27.4 万亿美元……”); see also Report for Selected Countries and Subjects, INT'L MONETARY FUND, [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weorept.aspx? pr. x = 57 & pr. y = 7 & sy = 2016 & ey = 2020 & scam = 1 & ssd = & sort = country & ds = . & br = 1 & c = 11 & s = NGDPD % 2 C NGDPDPC % 2 CPPPGDP % 2 CPPPPC & grp = O & a = \(last visited Sept. 15, 2018 \)](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=57&pr.y=7&sy=2016&ey=2020&scam=1&ssd=&sort=country&ds=.&br=1&c=11&s=NGDPD%2CNGDPDPC%2CPPPGDP%2CPPPPC&grp=O&a=(last%20visited%20Sept.%2015%202018)) [https://perma.cc/N3VR-FX8QJ(报道称美国 2016 年 GDP 仅有 185 亿美元。Reporting that the United States' GDP in 2016 was only \$ 18.5 trillion)].

SEC 修改其披露规定,以尽可能消除标准文本语言的使用。^[5] 国会关注标准文本语言的目的是为必须披露的公司和承担成本的投资者减少成本并提高效率。^[6] 这个前提是,标准文本引用所提供的有用信息很少且难以为投资者所理解。然而,这一理论基础与一些学者在其他语境中对标准文本的观点存在冲突,即此类语言具有有效传达信息的功能,因为随着时间的推移,它成为一种很容易为市场从业者所理解的标准化语言。^[7] 这些论点的基本思想是,标准文本是一种标准化的语言——一组具有固定格式的思想或信息——可以很容易地被目标受众识别和理解。

产生观点分歧的一个原因是,“标准文本”一词本身虽然一般是指标准化的、可重复使用的语言,但实际上可以根据目的的不同而包含不同种类的语言。标准文本有时会用来指一些标准化的法律语言,如免责条款或管辖权条款。这些条款服务于相似的目的并且在文件中用于满足法律要求,这是出于谨慎的考虑,或是因为只有这些方式来进行表达。这样的标准文本语言可能充满了即使是起草者也很难理解,但出于习惯或谨慎而加入的法律术语或其他术语,但没有人费心去修改它们或在许多交易过程中仔细考虑。标准文本还可以指一些虽然不被法律所要求

[5] 该指令被规定在一项主要旨在修复美国高速公路基础设施的法案中。See Fixing America's Surface Transportation Act of 2015 (FAST Act), Pub. L. No. 114 - 94, § 72002, 129 Stat. 1312, 1784 - 85 (2015) (SEC 将采取一切必要措施修改 S - K 规则……消除 S - K 规则对于所有发行人而言中可复制的、重叠的、过时的和不必要的规定……); see also Business and Financial Disclosure Required by Regulation S - K, 81 Fed. Reg. 23,915 (Apr. 22, 2016) (描述了 SEC 对 FAST 法案中披露问题的分析以及收集的相关意见)。

[6] See Business and Financial Disclosure Required by Regulation S - K, 81 Fed. Reg. at 23,917 (“我们在正式征求意见……如何修改相关规定……提升效率,促进竞争和资本募集……”)。可以肯定的是,这种监管不仅针对可复制使用的语言。然而,如下文所述,可复制使用的语言是标准文本的主要部分以及监管机构的针对目标。

[7] See, e. g., Baird, *supra* note 1, at 936 (主张消费者合同可以为经验丰富的消费者在选择商品时提供信息); Kahan & Klausner, *supra* note 2, at 718 (讨论了在主权债券中使用通用属于如何形成网络外部性); Henry E. Smith, *Modularity in Contracts: Boilerplate and Information Flow*, 104 MICH. L. REV. 1175, 1176 - 77 (2006) (主张标准文本促进了标准化的、易理解的合同条款的形成,这种条款可以通过定制的方式广泛适用到不同的合同语境中)。

或必需的,但经验证明能够以可预测和可靠的方式表达某些观点或术语的条款。标准文本也可用于有意模糊信息披露的行为,这要么是因为具体细节未知,要么是因为具体细节最好保留到以后,或是因为发行人希望含糊不清并与其他披露实体保持一致。

本文分析了这些可能性,并对证券披露中的标准文本进行了系统的理论和实证分析。这有助于政策制定和学术讨论。为了开展上述分析,笔者从合同和债券标准文本的文献中总结了一些观点,并展示了这些文献如何帮助构建对证券标准文本的分析框架——尽管它们存在一些重要的区别。然后,笔者将阐释对 IPO 中的标准文本进行实证检验的结果,使用社会科学和文学研究中常见的计算机自然语言处理方法来分析标准文本,并评估其对发行者和投资者的影响。笔者使用这些方法分析了 1996 年至 2015 年 2751 家公司 IPO 的原始样本库。^{〔8〕} 这些 IPO 仅限于首次上市的非公众公司,而不是分拆上市公司 (spinoffs)、证券化载体 (securitization vehicles)、投资公司 (investment companies) 或房地产投资信托 (real estate investment trusts)。这为本文的研究提供了一个良好的背景,因为这些非公众公司在提交注册文件之前很少公开公司信息,因此,法律强制规定的公司披露文件 (作为交易标准文本中的核心文件) 通常是发行人用来塑造在投资者面前形象的关键手段。

分析结果揭示了标准文本的潜在价值及其风险。针对 “Wayfair. com” 提起的证券集体诉讼就是一个例证。^{〔9〕} 该诉讼声称,作为一家主营网上家居用品和家具零售业务的公司,Wayfair 公司发行时在招股说明书关于风险因素的标准文本中遗漏了一个有利于其竞争对手的具体信息:“我们的业务正在迅速扩张并竞争激烈,我们有很多不同行业的竞争对手。我们的竞争对手包括:家具店、大卖场、百货公司、专卖店以及

〔8〕 研究开始于 1996 年,部分原因是这一年 SEC 的电子登记系统 (EDGAR) 开始投入使用。研究内容包括 2012 年生效的 JOBS 法案,这部法案引入了特定 IPO 发行人保密提交申请的条款。See Jumpstart Our Business Startups Act § 106(a), 15 U. S. C. § 77f(e) (2012)。

〔9〕 See *Dingee v. Wayfair Inc.*, No. 15cv6941 (DLC), 2016 WL 3017401 (S. D. N. Y. May 24, 2016) (准予了被告撤诉)。

网上家居用品零售商和商场……”^[10]

这次披露中没有提到一个特定的竞争对手 Overstock. com, 它的商业模式与 Wayfair 类似并对其造成了严重的竞争威胁。^[11] 几个月后, 当证券分析师最终注意到这一疏忽时, Wayfair 的股价下跌, 投资者蒙受了损失。^[12] 这一风险因素不是 Wayfair 披露的唯一问题: 根据本次研究使用的衡量标准, 其 IPO 招股说明书中关于风险因素的表述有 50% 抄袭了其他公司近期的交易文件。相比之下, 我们样本库所有招股说明书风险因素部分使用标准文本的占比平均为 32%。

这个例子集中体现了证券标准文本引发的问题。一方面, 从效率角度容易理解 Wayfair 的法律顾问(一家业务繁忙的全国性律师事务所)依据经验认为用标准文本足以向投资者披露关于竞争的风险; 另一方面, 可想象一份几乎 80% 都是标准文本的招股说明书, 可能会掩盖一家相对不为人知的公司所面临的重要问题。数据显示, 上述两种观点都可能具有价值, 因为平均而言标准文本与更低的法律费用相关, 但也与发行人因定价不当和多次的证券欺诈诉讼而遭受的较高平均损失有关。本文通过数据分析来帮助理解如何去平衡这些由于使用标准文本而带来的成本与收益, 以及发行人、律师该如何使用这些标准文本。

为了研究标准文本, 本文首先开发了一种定义和度量的方法。然后, 分析观察到的数据来寻找更多或更少使用标准文本所带来影响的证据。首先, 笔者发现更多的标准文本与较低的法律费用有关, 但没有证据表明它与较低的审计费用或承销费用有关。此外, 笔者没有发现标准文本与更快的交易完成时间、招股说明书的平均修改量以及接受的 SEC 的审查之间存在显著关联。

然而, 本文还发现大量的标准文本与更多的信息不对称现象有关的证据, 平均来看, 这导致发行人的成本远超任何节省的费用。具体来说, 在发行注册文件的一些重要章节增加 10% 的标准文本, 则可能导致发行定价被低估 5.1 ~ 6.2 个百分点——这种 IPO 的发行定价低于市场可

[10] Id. at *2 (重点省略)。

[11] Id. (第一次更新的辩护意见主张 Wayfair 在注册声明关于主要竞争对手的表述故意遗漏了 Overstock)。

[12] Id. (分析师的报告发布之后, Wayfair 的股价下跌了 11 个百分点)。

承受价格的现象,被认为是信息不对称导致的部分结果。^[13] 换言之,平均来看,发行人在披露中多使用 10% 的标准文本,可导致其少筹资多达 600 万美元。标准文本的高使用量与招股说明书相关的诉讼的高发生率呈现正相关:招股说明书某些章节多使用 10% 的标准文本,则可能发行人被证券发行欺诈起诉的概率提升 1.5 ~ 4 个百分点。^[14] 这些分析还显示,标准文本与其他 3 个信息不对称特征之间存在关联:更大的 IPO 前价格修正可能性,更大的首日买卖价差,以及跟踪发行人的证券分析师之间更大的推荐意见分歧。为开展上述分析,笔者主要依靠回归分析来评估标准文本与其他研究对象间的基本关系,并通过倾向评分匹配法来排除发行人自身因素和倾向使用标准文本的交易本身对分析结果的潜在影响。尽管本文的分析无法提供准确的因果关系,但为证明在证券披露中过度使用标准文本的影响提供了有力的证据。

总而言之,统计数据显示标准文本有一定价值,但总体而言它与交易结果有关,无论是发行人还是公众投资者都未能从中受益。上述 Wayfair 的例子证明了这一点。人们可能会质疑,如果发行人和投资者都没有从标准文本中受益,为何经验丰富的律师事务所和有良好的咨询服务的发行人仍会在证券披露中过度使用标准文本。一种可能的解释是,发行人可从披露标准文本和信息不对称中获得某些难以测量的好处。毕竟,在 Wayfair 的例子中,该公司的招股说明书关于标准文本的使用要高于其律所在其他交易中的使用:在该律所自 2010 年以来的所有交易中,风险因素部分使用标准文本的占比为 35%——略高于平均水平,但仍远低于 Wayfair 招股说明书的使用率。此外,该律师事务所的费用无法证明 Wayfair 在类似交易中节省了费用,因为这些费用与该事务所在样本库中从类似交易中获得的平均金额一致。也许这笔交易对该公司

[13] 关于折价以及其后果的解释, see Randolph P. Beatty & Jay R. Ritter, *Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings*, 15 J. FIN. ECON. 213 (1986); Tim Loughran & Jay Ritter, *Why Has IPO Underpricing Changed over Time?*, 33 FIN. MGMT. 5 (2004); and Jay R. Ritter & Ivo Welch, *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, 57 J. FIN. 1795 (2002).

[14] 除此之外,“迷雾指数”的统计数据显示,标准文本与投资者对发行人的不确定性和材料的可阅读性低有关。事实上,招股说明书包含大量标准文本的招股说明书的得分表明他们实质上无法为大多数人所理解。

来说是独一无二的,或者发行人可从在数据中不易观察到的模糊披露中受益。但最一致的说法是,市场最终获得的信息比应有的少,而 Wayfair 为此付出了代价。

然而,这一高层次的实证结论无法回答究竟证券标准文本的总体社会影响是负面的,还是仅仅是将价值从一方转移到了另一方。其他研究背景下发展起来的关于标准文本的理论提供了一些可能性。与这些数据相符的一种可能性是,标准文本向投资者发出了一个信号,即尽职调查的责任将主要由他们承担。因此,尽职调查的成本从投行和发行人转移到投资者身上。与任何交易一样,这些投资者期望得到一些回报,这将反映在发行人的发行定价上。换言之,发行人筹集到的资金将更少,作为对价,他们将减轻信息不对称的交易成本转移给投资者。

另一种可能性是,倾向于使用标准文本是网络外部性*的结果。在这种情况下,发行人(或可能是投资者)的损失是由于人类对于已经发生的事情的倾向心理,以及对于花费资源去创造可能为其他人带来更大利益的新标准文本的抗拒心理所造成的。总体而言,数据与标准文本是出于效率而使用的理论最不一致。

尽管笔者对标准文本进行了总体分析,但某些个别标准文本的段落仍然有可能通过更容易地传递信息和满足监管要求而提供价值。部分数据可佐证这一点。但是,即便如此,当过度使用其他标准文本时,个别标准文本的有效段落仍然会阻碍信息的传导。对证券监管的一些简单改变可帮助处理这两类标准文本,使得在清理证券披露的同时,不失去这些个别标准文本可能带来的好处。

下文分为以下几个部分。第一部分描述背景和定义,以及对 IPO 和 IPO 标准文本如何产生作一般描述。该部分还描述了 SEC 的信息披露制度及其监管标准文本的成果,以及迄今为止学界对标准文本的讨论。第二部分阐述了本文实证部分所使用的方法,并讨论了分析标准文本的各种方法。第三部分对统计结果进行了分析。第四部分讨论了本文分

* “网络外部性”(network externality)是经济学和商学中的概念,是指某产品或服务用户的增加可以对该产品或服务起到增值作用。See Wikipedia: https://en.wikipedia.org/wiki/Network_effect?wprov=sfti1。——译者注

析结果对法律、法学理论以及 SEC 监管改革的影响。

一、背景

分析信息披露文件产生过程,对于准确界定标准文本的定义,以及了解标准文本的使用是如何通过定价和其他可测量的方式来影响证券发行和交易活动,具有重要意义。简而言之,当一家公司决定进行 IPO 时,不熟悉证券市场规模和做法的发行人会召集一批顾问,包括其律师事务所、审计师、作为承销商的投行以及投行的律师。^[15] 发行人的顾问通常在投行及其律师的帮助下牵头起草披露文件。由律师和投行对发行人进行尽职调查,各方将在起草会议上开会并完善披露内容。^[16] 发行人的律师很少从头开始起草披露文件,与许多商业交易一样,他们从以往交易中的披露来提取信息,这些交易通常是他们熟悉的发行人所在行业的其他公司最近完成的交易,或者由承销商推荐的交易。^[17] 如下文所述,这一流程旨在遵守法律和市场惯例。

(一) IPO 披露文件的起草

公司发行证券而必需进行的信息披露规定于 1933 年《美国证券法》(以下简称《证券法》)以及 SEC 的相关规定中。^[18] 信息披露规则的主

[15] See Carl W. Schneider, Joseph M. Manko & Robert S. Kant, *Going Public: Practice, Procedure, and Consequences*, 27 VILL. L. REV. 1 (1981) (描述了投行、律师和发行人管理层在 IPO 中的职责)。

[16] See *id.* at 17–19 (讨论了公司顾问在收集尽职调查信息和起草注册声明文件过程中扮演的角色)。

[17] See *id.*

[18] Securities Act of 1933, 15 U.S.C. §§ 77a–77aa (2012). “S–K 规则是《证券法》的配套规则。” 17 C.F.R. §§ 229.1–229.1200 (2018). 《证券法》采取了全面信息披露以保护投资者的基本原则,而不是规范特定投资[如美国食品药品监督管理局(FDA)针对新药的监管]。这是基于这样的信念:“信息公开是公认的治疗社会与工业顽疾的良药。阳光是最好的防腐剂。电灯是最有效率的警察。” Louis D. Brandeis, *Other People’s Money and How The Bankers Use It* 92 (1914); see also Hersh Shefrin & Meir Statman, 49 FIN. ANALYSTS J. 21, 25 (1993) (强制的信息披露是保护投资者免于不完全的、误导性的信息的危害,而不是保护或阻止投资者购买没有价值的股票)。

要目的是减少上市公司与潜在投资者之间存在的信息不对称。^[19]之所以存在信息不对称,是因为发行人的管理者比假定只能依靠自己的投资者更了解公司过去和未来的业绩。^[20]公司内部人士——如公司高管和董事——可能有动机通过选择性地披露公司的某些信息来加强这种不对称现象,通过突出正面信息、掩盖负面信息来吸引投资者;他们也可能不愿透露可能有利于竞争对手的敏感信息。^[21]因此,法律要求公司披露某些类型的信息,并激励为发行人提供咨询的投行和律师事务所对发行人开展尽职调查,收集信息并确保其准确性,并在《证券法》规定的初始披露文件,注册文件所附的招股说明书中进行披露。^[22]

招股说明书的两个主要目的有时是互相矛盾的。一方面,招股说明书需符合法律以及 SEC 关于信息披露的强制规定^[23]并限制了公司对

[19] See, e. g., *In re Initial Pub. Offering Sec. Litig.*, 358 F. Supp. 2d 189, 205 (S. D. N. Y. 2004). “‘证券法’旨在 IPO 阶段向投资者充分披露实质性信息……”(原书第一次修改)[quoting *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 195 (1976)].

[20] See Robert A. Prentice, *The Inevitability of a Strong SEC*, 91 CORNELL L. REV. 775, 804 (2006) (“即便是经验丰富的投资者也没有能力获取公司拥有的内部信息”)。因此,这引出了这样一个论点,即法律应该就发行人和投资者对此类信息进行相互议价的基础进行规定。See Stephen Choi, *Regulating Investors Not Issuers: A Market – Based Proposal*, 88 CALIF. L. REV. 279, 283 (2000)。

[21] See Merritt B. Fox, *Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis*, 70 VA. L. REV. 1005, 1019 (1984) (管理层的最大利益有时与股东并不一致)。

[22] Cf. *id.* (建议美国 1934 年《证券交易法》中增订尽职调查的相关规定来提升效率)。注册声明和招股说明书在《证券法》的语境下具有不同的含义。招股说明书构成注册声明文件的部分内容,即使行业参与者经常仅仅引用招股说明书。为方便引用,笔者采用了这个含义并在此将招股说明书指代为披露文件。

[23] See 17 C. F. R. § § 229.10 – 229.915 (2018) (规定了信息披露)。要求披露的包括:(1)关于公司业务的信息, see § § 229.101 – 229.103; (2)管理层关于公司财务状况的讨论和分析,以及根据需要对未来的预测, see § 229.303; (3)财务报表以及审计意见, see § 210; (4)重大合同的描述, see § § 229.10 – 229.915; (5)公司面临的法律和监管问题, see § 229.103; (6)公司高管的信息以及他们的薪酬, see § § 229.403 – 229.405; (7)特定行业信息, see *Industry Guides*, U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, <https://www.sec.gov/about/forms/industryguides.pdf> (last visited Sept. 15, 2018) [<https://perma.cc/YN29-Y9R8>]。

重大虚假陈述的责任。^[24] 要达到这一目的通过需要兼顾多个方面,包括提供关于公司的具体而详尽的信息,同时谨慎地加入警示信息,以及使用经过市场、SEC 以及法院检验过的语言。^[25] 另一方面,招股说明书构成了该公司和承销商出售股票的市场基础。^[26] 为此,该公司和承销商希望突出该公司的潜力,并避免使用可能削弱管理层对该公司未来业绩的信心的负面语言。^[27] 交易两方的律师(分别代表发行人和交易的承销商)承担着起草招股说明书的大部分工作。^[28] 尽管披露内容是由 SEC 强制规定的,但发行人有权最终决定招股说明书应包括的内容,因此其对于信息披露的内容和具体程度具有自由裁量权。^[29] 对于信息披露的具体程度,发行人的管理层通常倾听其律师和投行的建议,但其可以决定多大程度上听从他们的建议。

除了为发行人工作,律师和投行还被假定为投资者履行看门人的职责。^[30] 从理论上讲,由于在起草披露文件时没有人代表投资者,投行和

[24] 根据《证券法》第 11 节(section 11),公司顾问尽到了充分尽职调查义务就可以豁免相关民事责任。See Securities Act of 1933, § 11(b)(3), 15 U. S. C. § 77k(b)(3) (2012); see also *Escott v. BarChris Constr. Corp.*, 283 F. Supp. 643, 688–89 (S. D. N. Y. 1968) (该案确立了发行人之外的主体在招股说明书相关诉讼中的抗辩事由,即被告在对所指称的错误陈述的真实性进行合理调查后,表明有合理的理由相信)。

[25] See SEC. INDUS. ASS'N, *Capital Markets Handbook* 272 (John C. Burch, Jr. & Bruce S. Foerster eds., 2006) (reviewing the IPO process); Schneider et al., *supra* note 15, at 10 (招股说明书是准备的一个用来描述公司及其发售证券的小册子)。

[26] See SEC. INDUS. ASS'N, *supra* note 25, at 272.

[27] See Schneider et al., *supra* note 15, at 14 (描述了承销商、顾问和发行人之间时而因利益不同而引发的紧张关系); see also Steven E. Bochner, Jon C. Avina & Calise Y. Cheng, *Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, Guide to The Initial Public Offering* 29 (8th ed. 2016), <https://www.wsgr.com/publications/PDFSearch/IPOGuide2016.pdf> [<https://perma.cclK9KN-TVPD>] (说明发行人的顾问和承销商必须服务于招股说明书的营销和信息披露功能)。

[28] See Schneider et al., *supra* note 15, at 14–17 (讨论了公司和承销商顾问在信息披露文件撰写过程中的角色)。

[29] See *id.* at 18 (在最后的分析中,公司及其管理层对注册声明信息是否准确和全面承担最终责任); see also Tom Arnold, Raymond P. H. Fiske & David North, *The Effects of Ambiguous Information on Initial and Subsequent IPO Returns*, 39 FIN. MGMT. 1497, 1500 (2010) (描述了发行人管理层对于披露信息的控制)。

[30] See Schneider et al., *supra* note 15, at 14 (指出了发行人、承销商以及发行人顾问之间因利益关系不同而存在的潜在冲突)。

律师会考虑投资者需要什么信息以及如何最好地传达这些信息,这可能与发行人自己想要的^[31] 因此,律师和投行必须与发行人管理层就披露内容、如何披露(模糊或详细)以及如何处理监管规定中的模糊之处进行商谈。^[32] 标准文本语言是这场谈判的序幕——是填写草稿的基础,也可能帮助律师和投行确定招股说明书中他们喜欢的措辞。招股说明书一开始是从之前的交易文本复制而来的,因此,在双方顾问、承销商和公司代表的会议上会被反复修改。此外,随着更多尽职调查工作的完成,更多信息将被发掘,假设发行人同意,文本内容也会变得更加具体。^[33]

一旦招股说明书起草完成,发行人将向 SEC 提交招股说明书初步版本[俗称为“红鲱鱼”(Red Herrings)]作为注册文件 S-1 表格的部分内容。^[34] 招股说明书初步版本中包含发行人及其承销商根据尽职调查报告的信息确定的、希望向市场销售的股票价格区间。^[35] SEC 会审查招股说明书初步版本,并就发行人必须解决的问题提出询问、要求澄清

[31] Id.

[32] See Arnold et al., *supra* note 29, at 1500 (讨论了 S-K 规则中风险因素一节对于促使公司去判断披露什么样的信息以及采取何种表述的影响); see also Kathleen Weiss Hanley & Gerard Hoberg, *The Information Content of IPO Prospectuses*, 23 REV. FIN. STUD. 2821, 2825 (2010) (讨论了发行人在为招股说明书提供信息中的扮演的角色)。

[33] Schneider et al., *supra* note 15, at 23 (“这是一个反复进行的起草过程,因为从尽职调查中会不断获取需要披露的关于发行人的信息”); see also Royce R. Barondes & Gary C. Sanger, *Lawyer Experience and IPO Pricing* 8 (May 4, 2000) (未公开稿), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=227729> [<https://perma.cc/2YSK-JBX3>]: 律师可以通过很多种方法使披露的信息变得更加负面。他们可以披露在尽职调查报告中发现的所有人认为都需要披露的负面信息。此外,他们可以在起草招股说明书时采取更强硬的立场,强制披露企业认为可能仍未披露的信息,或者要求使用更加负面的措辞。

[34] IPO 最常用的注册报表是表格 S-1。在 2005 年关于小企业的披露规则被废除之前,规模较小的发行人适用表格 SB-1。为了简单起见,笔者将把所有这些文件都称为 S-1 或 Form S-1。

[35] See Schneider et al., *supra* note 15, at 22-23 (描述了“红鲱鱼”版的招股说明书如何分发)。

或补充说明。^[36]

(二) 招股说明书和 IPO 定价

如前所述,招股说明书的其中一项功能是为公司的市场推广提供基础信息,而成功的市场推广有助于厘定该公司股票的发行价。^[37] 当 SEC 在审查招股说明书初步版本的同时,承销商和发行人的管理层开始主要(在某些情况下是排他性的)向大型机构投资者推销这只股票——如养老基金、公募基金和对冲基金——这些机构投资者将是这只股票的初始投资者。^[38] 主承销商和发行人管理层向各个城市的不同机构投资者介绍与招股说明书初步版本提供的信息相一致的公司故事和未来前景,以推销其股票。^[39] 在这个被称为“路演”(dog and pony shows)的过程中,初始投资者能够通过与公司管理层和投行或多或少的私下交谈来收集一些不一定反映在招股说明书中的额外信息。^[40] 在这些路演之后,初始投资者通过发出指示性订单(indicative orders)来表达他们对该投资的兴趣程度,这些指示性订单不具有约束力,但投资者和投行通常会遵循这些指示性订单。^[41] 通过这种方式,这些初始投资者在决定交易的最终价格方面发挥了间接作用,这是因为承销商会使用指示性订单来评估投资者需求。^[42] 主承销商和发行人管理层主要根据路演期间确定

[36] See id. at 19–22 (讨论了 SEC 的审查和反馈程序); see also William W. Barker, *SEC Registration of Public Offerings Under the Securities Act of 1933*, 52 Bus. LAW. 65, 70–72 (1996) (描述了 SEC 员工在注册和信息披露程序中所扮演的角色)。

[37] See Manuel A. Utset, *Producing Information: Initial Public Offerings, Production Costs, and the Producing Lawyer*, 74 OR. L. REV. 275, 284 (1995) [将律师在 IPO 中的工作描述为生产信息包(Information Bundle)]。

[38] See Schneider et al., *supra* note 16, at 22–24 (讨论“红鲱鱼”以及路演)。

[39] See id.

[40] See id.

[41] See id.

[42] See id.; see also John C. Coffee, JR. & Hillary A. Sale, *Securities Regulation* 115, 122–25 (11th ed. 2009) (讨论了累计投保询价阶段); Barondes & Sanger, *supra* note 34, at 7 [描述发行程序是如何确定的,并使用初始备案价格范围作为“选美大赛”。——译者注(对外销售股份阶段)期间价格估算结果的替代值]。

的投资者需求来协商最终发行价格。^[43]一旦敲定最终价格,招股说明书的最终版本和最终定价信息将提交给 SEC,若 SEC 认定生效,^[44]股票就可以向公开市场出售,公司正式上市。^[45]

(三) 标准文本的问题和信息披露监管

正如上文讨论所强调的,从以往交易中复制语言是 IPO 招股说明书(以及其他方面的信息披露)的一个普遍特征,SEC 已经注意到了这一点。多年来,监管机构一直采取措施阻止过多的复制和通用语言的依赖,以求在更大范围内促进更清晰的证券披露。

例如,SEC 在 1995 年成立了一个信息简化工作组(task force on disclosure simplification),负责改进和精简信息披露。^[46]当前 IPO 招股说明书材料加入了过多的不具体标准文本语言而变得过于冗杂,这是设

[43] See Barondes & Sanger, *supra* note 33, at 8: In a customary IPO, there is not a definitive agreement on the price at which the underwriters will purchase and resell the stock in the IPO until after the preliminary marketing process is complete, some time after a preliminary prospectus has been circulated. SEC rules, however, require that a preliminary prospectus for an IPO circulated prior to the pricing include a bona fide estimate of the price, frequently stated as a range, at which the stock will be sold. . . This price estimate may change in subsequent preliminary prospectuses, as the lead manager acquires information during the marketing process. 按照惯例,在 IPO 中,承销商购入和承销的股票并无固定价格,直到初步销售程序完成,也就是在初步招股说明书分发后一段时间之后才能确定。然而,SEC 的规定要求,IPO 的初始招股说明书必须在定价前分发,其中包括对发行价的真实估计,通常以发行价的区间表示。随着首席执行官在销售过程中获取信息,这一价格估计可能在随后的初始招股说明书中发生改变。

[44] See 17 C. F. R. § 230.424(b), 230.430A (2018) (该规则在生效后将招股说明书的提交以及注册文件中的招股说明书部分纳入了监管范围); see also COFFEE & SALE, *supra* note 42, at 128–29 (讨论 430A 规则)。在 430A 规则生效之前,承销商必须在 SEC 宣布注册声明生效之前,以注册声明修正案的形式提交定价信息。See COFFEE & SALE, *supra* note 42, at 128–29. 430A 规则允许注册声明在提交发行定价信息之前生效,前提是发行人在之后不久提交了完整的最终招股说明书。See 17 C. F. R. § 230.430A (该规则在生效后将注册声明中的招股说明书部分纳入了监管范围)。

[45] See COFFEE & SALE, *supra* note 42, at 128–9 (讨论关于有效性的程序问题)。

[46] See *Report of the Task Force on Disclosure Simplification*, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N (Mar. 5, 1996), <https://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm> [<https://perma.cc/D539-3M66>] (“工作组被要求从精简和现代化监管方式的角度对影响资本形成的规则和形式进行审查”)。

立专家小组的初衷。^[47] SEC 认为部分证券律师不将招股说明书视为发行人的信息来源,而是视为发行人和承销商的责任保险。^[48] 推动这一趋势的原因是,很难找到发行人对于已经充分披露的事件或情形负有责任的情形。因此,将早已经过 SEC 审查和市场检验过的信息大量加入披露材料成了一种起草招股说明书的理性做法。^[49] SEC 试图通过旨在减少重复和一般信息的规则来限制通用标准文本的使用,并使招股说明书更加清晰。^[50]

1998 年,SEC 还提出了简明语言倡议(plain english initiative),该倡议于当年 10 月生效。作为该倡议的一部分,SEC 制定了使招股说明书更具可读性的指导原则,^[51] 其中包括“简明语言规则”,该规则强制要求招股说明书的某些部分——特别是摘要和风险因素部分——要写得更加清晰。^[52]

[47] See *id.* (“密集的文字、法律标准文本以及关于公司的重复性描述已经成为了标准惯例”); see also BOCHNER ET AL., *supra* note 27, at 34 (风险因素一节通常被简单地认为是律师的标准文本……)。

[48] See Regulation of Securities Offerings, 63 Fed. Reg. 67,174,67,176 (proposed Dec. 4, 1998) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 200,202,210,228,229,230,232,239,240,249) (“我们试图阻止起草者惯常提供可能成为标准化披露项目的交易标准文本。这个改变将使起草者在交易中重新关注分析和加入投资者需要的实质性信息。这将产生更多有重点的披露”); see also BOCHNER ET AL., *supra* note 27, at 34 (描述风险因素撰写的历史趋势)。

[49] See BOCHNER ET AL., *supra* note 27, at 34.

[50] See Regulation of Securities Offerings, 63 Fed. Reg. at 67,176. 具体而言,SEC 通过消除财务报表中提供的重复数量信息,简化了与注册人业务描述有关的披露要求;修订对财产的描述从而进行更有意义和实质地披露;限制第 507 项的范围,涉及为公司的个别证券持有人提供的证券——公司只须披露有关其出售附属公司及重要实际权益拥有人的资料,而无须披露所有出售证券持有人的资料;并对现有的行业特定披露指南进行了更新。See *id.*

[51] See *id.* at 67,222 (“了解到招股说明书对于投资者的重要意义,我们最近采纳了在招股说明书中使用简明英语的规制”。

[52] Plain English Disclosure, 63 Fed. Reg. 6,370,6,370 (Dec. 4,1998) (codified at 17 C. F. R. pts. 228,229,230,239,274) (规则要求发行人用简明英语撰写招股说明书的封面、摘要、风险因素章节)。该规则自 1998 年 10 月 1 日起生效并要求遵守。*Id.* 证券法 C 规章 (Regulation C) 下的 421(d) 规则为简明英语规则。See 17 C. F. R. § 230.421 (2018)。

该规则特别规定整个招股说明书应避免使用标准文本。^[53] 同期发布的其他指导意见提到了在风险因素一节中使用的标准文本,SEC 担心这使得招股说明书被过多填充了一些一般性的风险,从而帮助发行人逃避责任。^[54] SEC 发布了指导意见,告诫发行人将风险因素的标准文本从招股说明书中完全剔除。^[55] SEC 担心,这些一般性和极不可能发生的风险让投资者应接不暇,并导致投资者低估或错过可能真正重要的风险。^[56] 同样,2000 年至 2003 年,SEC 也关注了申报材料的管理层讨论和分析一节中的标准文本。SEC 发现该节有太多生搬硬套的复制、粘贴内容,因此发布了指导意见,警告发行人不要在该节中使用标准化、没有修改过的语言。^[57]

[53] See Plain English Disclosure, 63 Fed. Reg. at 6,371 (避免使用存在多种解释的模糊标准文本); see also *A Plain English Handbook: How to Create Clear SEC Disclosure Documents*, U. S. SEC. & EXCH. COMM'N 65 (Aug. 1998), <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf> [<https://perma.cc/4MSB-S43J>] (总结了简明英语规则)。

[54] See Plain English Disclosure, 62 Fed. Reg. 3,152,3,163 (proposed Jan. 21,1997) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228,229,230,239) (“通常招股说明书中风险因素一节是标准文本,列举的风险适用于其他任何交易或者不可能发生”)。

[55] Id.

[56] See id. (强调了“列举过多的一般性的、无意义的风险所增加的篇幅造成文件难以阅读的问题”)。

[57] See U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, Summary by The Division of Corporation Finance of Significant Issues Addressed in The Review of The Periodic Reports of The Fortune 500 Companies (Feb. 27,2003), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/fortune500rep.htm> [<https://perma.cc/X3TQ-QTLW>] (“SEC 反馈针对的情形是,公司只是简单地引用财务报表信息,没有进行分析或提供标准文本化的分析,没有提供任何关于公司过去业绩或管理层所理解的业务前景的观点”); Interpretation; Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, Securities Act Release No. 33-8350, Exchange Act Release No. 34-48,960, 68 Fed. Reg. 75,056,75,063 (Dec. 29,2003) (“任何此类讨论都应是具体的并能提供有用信息,公司应避免一般性或标准文本化的信息披露”)。除此之外,一项早期发布的研究在讨论 2000 年互联网泡沫危机时对上市公司在管理层讨论和分析章节使用标准文本语言的做法表示了批评。See Interpretation; Statement of the Commission Regarding Disclosure of Year 2000 Issues and Consequences by Public Companies, Investment Advisers, Investment Companies, and Municipal Securities Issuers, Securities Act Release No. 33-7558, Exchange Act Release No. 34-40,277, Investment Company Act Release No. 23,366,63 Fed. Reg. 41,394,41,398 (Aug. 4,1998) (“这印证了我们的观点,即灵活的方法最好能诱发有意义的披露,并避免标准文本式的讨论”); see also Notice; Disclosure in Management's Discussion and Analysis About the Application of Critical Account Policies, Securities Act Release No. 33-8098, Exchange Act Release No. 34-45,907,67 Fed. Reg. 35,620,35,622 (proposed May 20,2002)。

除了 SEC 针对标准文本的直接改革,国会 1995 年通过的《私人证券诉讼改革法案》(*Private Securities Litigation Reform Act*,以下简称 PSLRA 法案)也间接影响了标准文本的使用。该法案使发表前瞻性声明(对发行人未来前景作出说明)的发行人免于诉讼,只要这些声明采用了有意义的警示性语言。^[58] PSLRA 法案的立法史表明,这种警示性的语言不能仅仅是标准文本,而是足以保护发行人免受诉讼的具体披露信息。^[59] 尽管这一条款不适用于 IPO 发行人,但该法案反映出美国国会对生搬硬套、毫无意义的警示性声明的担忧,并可能对从业人员如何看待他们使用的警示性语言产生了影响。

最新的一项改革是在 2015 年 12 月,国会通过了《修复美国地面交通法案》(*Fix America's Surface Transportation*,以下简称 FAST 法案),该法案旨在为美国的高速公路系统提供基础设施修复,但也包括了与《证券法》下发行相关的几项条款。^[60] 具体而言,FAST 法案要求 SEC 审查其关于信息披露的规定,并寻找消除冗余和使用无意义的标准文本语言的方法。^[61] 因此,SEC 提出了一套相对温和的规则(FAST Act Modernization and Simplification of Regulation S - K,以下简称 S - K 规则),这套规则截至本文成文时尚未正式生效,*除此之外,SEC 没有采取措施来减少或消除标准文本的使用。^[62]

(四) 标准文本的定义

在对证券标准文本的理论和证据进行分析之前,我试图用一种理论

[58] See 15 U. S. C. § 78u-5(c)(1)(A) (2012) (强调如果披露方在前瞻性陈述中加入了有意义的警示语,则他不对预见性陈述负有法律责任。前提是警示语不同于预见性陈述的其他内容,并且它识别出的重要因素可能造成实质性后果)。

[59] H. R. REP. No. 104 - 369, at 43 (1995) (Conf. Rep.).

[60] Fixing America's Surface Transportation Act of 2015, Pub. L. No. 114 - 94, § 72001 - 03, 129 Stat. 1312, 1784 - 85.

[61] Id. § 72002.

* 在本文作者撰写完本文之时该法案尚未生效。经译者查询,2019 年 3 月 20 日 SEC 投票表决并正式采纳了该项修正案。See <https://www.sec.gov/rules/final.shtml#33-10618>。——译者注

[62] See FAST Act Modernization and Simplification of Regulation S - K, 82 Fed. Reg. 50,988,51,024 (proposed Nov. 2, 2017) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 229, 230, 232, 239, 240, 249, 270, 274, 275) (提出“精简 S - K 规则中部分披露要求……来减少注册者向投资者进行持续性信息披露时面临的负担和成本”的提案)。

和实证分析相结合的方式来定义这个术语。鉴于前面的背景讨论,我在本文中使用了两个相关的标准文本定义,并使用文本分析技术来度量标准文本并评估其影响。标准文本的第一个定义就是文档之间的重复量,换句话说,就是多个招股说明书中复制的共同语言的数量。标准文本的第二个相关定义是只传达关于公司的一般信息,而不仅仅是框架或结构的复制语言(例如,“我们去年的运营结果是……”)。

我之所以使用这些定义,是因为它们最符合传统法律对标准文本的认识以及 SEC 政策背后的动机。相对于中介机构认为的标准文本,SEC 关于标准文本的界定范围出奇的窄。^[63]《布莱克法律词典》中的定义是“可用于满足多种用途的内容”。^[64] SEC 在对标准文本的监管讨论中将其称为“可能会有不同解释”的“不精确”语言。^[65]此外,SEC 在其发布和披露的规则中认为,标准文本是从其他发行人披露材料中复制而来的且任何发行人都可以使用的语言。^[66]鉴于 IPO 招股说明书所用的语言借鉴了其他类似的公司的信息披露,这一定义是有道理的。这一标准文本定义与其他实证研究这一问题的学者所采用的定义有相似之处。Karen Nelson 教授和 Adam Pritchard 教授使用了一种类似的定义对 10 - K 表格中公司年报的风险因素章节中的警示性语言进行检验,并且通过

[63] See e. g., Plain English Disclosure, 62 Fed. Reg. 3,152,3,163 (proposed Jan. 21, 1997) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228,229,230,239). (告诫发行人不要使用重复的标准文本语言,但没有对标准文本语言进行定义)可以肯定的是,SEC 的规则谈论的不仅仅是标准文本本身,也包括其他起草(披露文件)存在的问题,包括复杂深奥的法律术语和过度重复的文本。考虑到标准文本的传统定义,以及其核心作用——从其他交易中复制的标准化披露,笔者使用采用的定义。

[64] *Boilerplate*, Black's Law Dictionary (9th ed. 2009).

[65] Plain English Disclosure, 62 Fed. Reg. at 3,155.

[66] 例如, S - K 规则第 503 条第 c 项规定,发行人不应“表述可以适用其他任何发行人或发行的风险”。See 17 C. F. R. § 229.503. 对于“一般性”披露的描述,SEC 作出如下解释:虽然第 503 条第 3 项要求注册人不要披露适用于任何注册人的风险,典型的因素披露包括一般性的风险。注册人通常使用类似所在行业或其情形的风险因素作为信息披露的起点,不一定依据每个注册人的风险特点进行披露。Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K, 81 Fed. Reg. 23,916,23,955 (Apr. 11, 2016). 除此之外,其引用 FAST 法案告诫每家公司“披露给投资者的信息应没有标准文本化用语或静态化要求”。这样的标准文本化语言和静态化要求意味着公司之间的一成不变的披露表述。Id. at 23,921.

二元词组 (bigrams) 和三元词组 (trigrams) 来测量这些章节语言的重叠程度。^[67] Kathleen Hanley 教授和 Gerard Hoburg 教授采用了包含重叠文本的类似定义来研究 IPO 招股说明书中的标准化语言。^[68] 在他们的研究中, Hanley 和 Hoburg 从所有 IPO 前 90 天内提交的招股说明书和所有在 IPO 前 91 天至 1 年之间提交的行业招股说明书的文本中创建了字数统计向量 (wordcount vectors); 然后, 他们将每份招股说明书的文字内容与以往交易的文字内容进行回归, 以发展一套对标准文本的测量方法。^[69]

尽管从其他发行者那里复制文本可能会产生一般性的披露, 但这未必是投资者或 SEC 担心的那种标准文本。所借用的语言的普遍性或特殊性, 以及它所描述的内容的重要性也是相关的。例如, 发行人可能使用一个复制的风险因素来说明“如果供应链中断, 公司将面临风险”。这一模糊的声明可适用于任何一家公司, 但通过修改、具体指明可能影响供应链的事件类型的信息披露将更有价值。另外, 发行人可能会使用一般性的框架语言引入其他披露内容 (如“我们去年的净运营亏损是……”) 而不会降低信息量。^[70]

[67] Karen K. Nelson & A. C. Pritchard, *Litigation Risk and Voluntary Disclosure: The Use of Meaningful Cautionary Language* (2nd Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper) (Aug. 2007), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=998590##> [<https://perma.cc/6ENG-7KGX>] [将一份年度报告中的相同三字母词组 (trigram) 与下一份年度报告中的相同三元词组进行比较, 以衡量标准文本语言的水平]。如下文所释, 笔者在列表外替代设定 (untabulated alternative specifications) 中使用这种方法进行稳健性检验。结果与本文所采用的方法相一致。

[68] Hanley & Hoberg, *supra* note 32, at 2831 [解释如何使用根词 (root words) 来识别招股说明书中的标准语言]。如下文所释, 笔者在列表外替代设定中使用这种方法进行稳健性检验。结果与这里使用的方法一致, 尽管执行起来更加复杂。

[69] See *id.* at 2841.

[70] 法院也在相关背景下处理了这个问题。在制定 PSLRA 法案前瞻性声明安全港时, 有些人将证券披露中的样板定义为过于通用的语言, 并且指出警示语言需要具有实质意义。See, e.g., *Slayton v. Am. Express Co.*, 604 F.3d 758, 772 (2d Cir. 2010) [“模糊或笼统 (标准文本) 免责声明仅仅警告读者投资存在风险通常不足以防止错误信息。为了达到内容充分的程度, 警告陈述必须是实质性的, 并且在可能被质疑的招股说明书中的具体未来预测、估计或观点形成配套。”] [quoting *Inst. Inv'rs Grp. v. Avaya, Inc.*, 564 F.3d 242, 256 (3d Cir. 2009)]。此外, 国会已就 PSLRA 法案背景下的问题发表了看法。PSLRA 法案的会议报告指出: “在安全港的第一个分支下, 标准文本警告是不够的……警示性声明必须传达有关实际可能导致结果与预测结果大不相同的因素的实质性信息。”例如, 有关发行人业务的信息。H. REP. No. 104-369, at 43 (1995) (Conf. Rep.).

因此,笔者在实证分析中使用的标准样本的定义既考虑了重叠部分也考虑了主题。为了评估哪些标准文本是真正通用的,哪些是可传递信息或者至少是无害的,笔者构建了一个主题模型,将重复的句子按主题分组。这有助于从可能提供信息的标准文本中分离出通用标准文本,并使得笔者能够评估这些主题对余弦相似性分析(cosine similarity analysis)中所使用结果的影响。^{*} 这些分析技术有助于下文关于标准文本问题的讨论。此外,笔者使用了稳健性检验(robustness checks)的统计方法。^{**} 正如下文所解释的,笔者使用了第二种相似度测量算法,即“Word2vec”,^{***}在计算文本相似性时,Word2vec考虑了上下文、顺序和其他规范的含义。虽然这种算法在计算上有很高成本,但是它也保证了基本的余弦相似性度量能够很好地捕获标准文本。

(五)标准文本和法学理论

为了建立标准文本在证券发行交易活动中所扮演角色的假说,以及为实证分析提供背景,笔者进一步研究了关于标准文本的法律文献。法学家在各种各样的法律交易中撰写了大量关于标准文本的文章,包括消费者合同、复杂的并购交易、公司债券和主权债券。^[71] 尽管如此,信息披露标准文本至今仍少有学者关注。然而,关于合同和消费者合同标准文本的既有理论对于研究标准文本在证券披露中可能扮演的角色是有价值的。

* 余弦相似性分析常用于文本分析中的信息检索。在信息检索中,每个词语被赋予不同的维度,而一个文档由一个向量表示,其各个维度上的值对应于该词语在文档中出现的频率。余弦相似度因此可以给出两篇文档在其主题方面的相似度。See Wikipedia, https://en.wikipedia.org/wiki/Cosine_similarity. 详细讨论参见本文第二部分。——译者注

** 稳健性检验,指的是通过添加或删除回归量来检查回归规范修改时某些“核心”回归系数估计的行为。如果系数合理且稳健,则通常将其解释为结构有效性的证据。——译者注

*** “Word2vec”是一组用于生成单词嵌入的相关模型。这些模型是浅层的双层神经网络,经过训练可以重建语言的语言环境。Word2vec将大量文本作为其输入,并产生通常为几百维的向量空间,语料库中的每个唯一单词在空间中被分配相应的向量。单词向量位于向量空间中,使在语料库中共享公共上下文的单词在空间中彼此非常接近。See Wikipedia, <https://en.wikipedia.org/wiki/Word2vec>. 详细讨论参见本文第二部分。——译者注

[71] See supra notes 1–2 and accompanying text.

若要从既有文献中得到启示,必须明确信息披露与其他背景下使用标准文本之间的异同。与律师从事的许多其他类型的起草工作一样,证券信息披露自然而然地容易演变为一种商品化的中介服务,因为许多交易需要披露的信息种类总体来看是相似的。如同其他用途的标准文本一样,信息披露中的标准文本可能是先前被投资者或 SEC 认定有用的表述。然而,信息披露的存在是为了纠正证券市场中发行人和投资者之间的信息不对称,这种不对称特别容易引发证券欺诈和市场操纵行为的发生。购买公司股票的投资者投资于公司的现有资产以及对其未来前景的预期。^[72] 法律旨在确保公司披露足够的信息,使投资者能够就这些资产的价值和未来前景做出明智的决定,如果没有通常只有公司内部人拥有的详细信息,投资者难以评估这些价值。^[73] 如果没有这样的监管措施,公司内部人可能会做出过于正面的声明或隐瞒负面信息,从而扭曲投资者评估公司真实价值的能力。^[74] 因此,标准文本在证券披露中所引发的主要问题是,这是否是一种有效的向投资者进行信息披露的方式,以及是否能够满足 SEC 的监管规定。

相反,关于标准文本的既有研究文献关注的是标准文本功能与合同或通知条款类似:它们的目的是阐明各方之间的法律关系,或让各方(如消费者)知晓自己的权利(或没有权利)。例如,公司债券和主权债券文件规定了债券持有人获得偿付的机制并具体规定了违约情形。例如,主权债券契约中的“同等权益条款”(pari passu clause),并且已经有不少学

[72] See, e. g., Merritt, *supra* note 21, at 1015–22 (提出证券价值取决于资产价值和对未来股息的预测)。

[73] See Prentice, *supra* note 20, at 778 (强调了强制性信息披露要求与有效率的资本市场之间的实证联系)。论证了法律监管这样的博弈过程, see Stephen Choi, *Regulating Investors Not Issuers: A Market – Based Proposal*, 88 CALIF. L. REV. 279, 283 (2000)。

[74] See Prentice, *supra* note 20, at 812[“披露理论的一个核心前提是,任何考虑披露的实体都会披露对该实体有利的信息,而不会披露对该实体不利的信息”, quoting Ronald A. Dye, *An Evaluation of “Essays on Disclosure” and the Disclosure Literature in Accounting*, 32 J. ACCT. ECON. 181, 184 (2001)]。

者对此进行了研究。^[75] 与合同标准文本条款容易被各方主体理解的情形不同, Mark Weidemaier 教授、Robert Scott 和 Mitu Gulati 教授的研究表明,经常使用此类标准文本的律师“对于该条款的实际含义没有广泛的共识”。^[76] 这种混乱给主权发行人造成了诸多问题,并因此变得臭名昭著。例如,阿根廷共和国主权债务重组失败的部分原因就在于对此类标准文本条款的混乱理解。^[77]

尽管这些债券也是有价证券,但研究债券市场标准文本的学者们对发行人信息披露的关注较少,而更多地关注关于现金流和债券持有人权利的约定。同样,在消费合同中,学者们主要关注的是如何使用标准文本来定义当事人的权利或限制消费者的救济措施。^[78] 在许多商业交易情形中,律师编写的标准文本旨在促进合同的签订,而不是出于对满足复杂的监管制度的要求,或提供关于无形和投机金融产品的信息。此外,在许多缔约情形下,由缔约各方负责协商他们需求的条款、权利或信息。在这些情形中需要关注的是,标准文本是否为谈判各方提供了有效的替代条款或初始条款,标准文本条款对缔约各方是否重要并且合法,以及交易各方是否理解其含义。

尽管证券信息披露与其他的公司和商业文件存在差异,但这些广义上标准文本的学术研究成果对于思考信息披露标准文本以及评估 SEC 对标准文本的基本监管思路有借鉴价值。上述研究成果有助于揭示证券标准文本可能发挥的一些作用,并解释为何有这么多标准文本存在。为便于说明,我将这些原因分为三类:效率(节省的时间和金钱支出),市场的力量(即使用经市场和监管机构检验过的有用的语言)和策略性

[75] See Mark Weidemaier, Robert Scott & Mitu Gulati, *Origin Myths, Contracts, and the Hunt for PariPassu*, 38 L. & Soc. INQUIRY 72, 96 (2013) (讨论“同等权益条款”如何成为了主权债券样板文件中根深蒂固的惯例)。“同等权益条款”的典型表述为:“这些票据与发行人当前和未来所有其他无担保和非次级外债具有同等权利。”Choi & Gulati, *supra* note 2, at 990.

[76] Weidemaier et al., *supra* note 75, at 74.

[77] See *NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina*, 699 F.3d 246, 259 (2d Cir. 2012) (认为“同等权益条款”阻碍了阿根廷通过发行优先债的方式将其原债务变为次级债,并使阿根廷在不偿还 FAA 债券的情况下无法对其他债券进行偿付)。

[78] See, e.g., *Kearney & Trecker Corp. v. Master Engraving Co.*, 527 A.2d 429, 436 (N. J. 1987) (审视了限制买方救济措施的标准文本用语)。

模糊(使用满足监管要求但没有任何实质性内容的表述)。这些类别在某些方面是重叠的,但是它们的分析进路是不同的。下文将更详细地一一解释这三个方面以及阐释相关的文献。

1. 效率和议价

大量有关标准文本的文献研究指出,标准文本提高了效率并且降低了缔约方的交易成本。这是因为它为文件的起草提供了一个起点和相关默认条款,各方可以选择使用这些条款而无须谈判或修改。例如,在并购交易中,交易主体在就合同条款进行谈判时,标准文本可以提供经过检验和容易理解的条款或模块,相比临时拼凑的条款而言更加有效率。对于一方占强势谈判地位的情形,如消费者格式合同,就合同条款与每个消费者进行单独协商是不可行的,因此这类标准文本条款被设计为可以整体上被消费者接受或拒绝,理论上来说这是市场力量的作用。这一理论证明使用标准文本是合理的,因为它反映了缔约各方之间的一种隐藏的博弈,或者在清晰交易可行的情况下,使用标准文本也是当事人所希望的。

标准文本的效率效益是否超过其潜在的缺陷备受争议。^[79] 例如,关于消费者合同中的标准文本条款有一场激烈的辩论,这些条款迫使消费者对索赔进行仲裁,并限制他们发起集体诉讼的能力。^[80] 这场争论的一方认为,标准文本降低了消费者和商品生产者的成本,因此是一种最优结果。^[81] 根据这一论点,含有标准文本的合同是消费者和生产者之间的一项隐性博弈的结果,在这种交易中,消费者接受要求其必须将

[79] See Radin, *supra* note 1, at 298 (主张法官应对格式合同条款采取更严格的审查)。

[80] See *id.*; see also Jean R. Sternlight & Elizabeth J. Jensen, *Using Arbitration to Eliminate Consumer Class Actions: Efficient Business Practice or Unconscionable Abuse?*, 67 L. & CONTEMP. PROBS. 75 (2004) (主张仲裁标准文本条款限制了消费者进行集体诉讼的能力); Jean R. Sternlight, *Creeping Mandatory Arbitration: Is It Just?*, 57 STAN. L. REV. 1631 (2005) (就实践中越来越多的强制仲裁的标准文本条款情形进行了类似的分析)。

[81] See Ben-Shahar, *supra* note 1, 895–96 (主张消费者从标准文本条款中的获益来自价格的下调部分)。

任何争议提交仲裁的标准文本条款,以换取商品的折扣。^[82] 尽管标准文本术语通常以“要么接受,要么放弃”的方式呈现,但消费者可以通过“用脚投票”的方式来拒绝其不喜欢的条款。^[83] 批评这一推理的一方辩称,标准文本对于消费者权利的限制并不突出,^[84] 并且尚不清楚当前消费者市场是否发达达到可以对消费合同条款进行定价并最终反映到商品价格中。^[85]

在相对成熟的市场参与者之间谈判达成协议的领域中,对标准文本的研究也包含类似的效率论点。这部分研究考察了在担保交易、^[86] 债

[82] See Radin, *supra* note 1, at 294-95: 企业通过削减消费者的合法权益来节省成本;企业将这些成本转移给了消费者;消费者认为从价格下调中的获利要多于失去的法律权益;因此,消费者选择……出售个人权益来获取差额价格收益。

[83] 如一位学者所说的那样,“如果一个具体合同是一个批量生产的不能变更的事物,那么词汇就是组成它的元素,如车轮和汽化器”。Arthur Allen Leff, *Contract as Thing*, 19 AM. U. L. REV. 131, 138 (1970); see also Richard Posner, *Economic Analysis of Law* 144 (8th ed. 2011) (“重要的不是每笔交易之间是否有讨价还价,而是商家之间的竞争是否促使他们在标准合同中加入对消费者的保护条款”); Robert A. Hillman & Jeffrey J. Rachlinski, *Standard-Form Contracting in the Electronic Age*, 77 N. Y. U. L. REV. 429, 442 (2002) (“大多数消费者的意见会迫使企业提供一套有效的标准合同范本”); Russell Korobkin, *Bounded Rationality, Standard Form Contracts, and Unconscionability*, 70 U. CHI. L. REV. 1203, 1209 (2003) (主张存在一种“由买家通过用脚投票的方式建立起来的市场纪律,买家们可以挑选他们最想要的商品,包括里面的合同条款”).

[84] See, e. g., Melvin Aron Eisenberg, *The Limits of Cognition and the Limits of Contract*, 47 STAN. L. REV. 211, 241 (1995) (研究了认知局限性和消费者对预先印制条款的合理评估能力之间的关系); Robert A. Hillman, *Online Boilerplate: Would Mandatory Website Disclosure of E-Standard Terms Backfire?*, 104 MICH. L. REV. 837, 850 (2006) (讨论标准文本中的信息过量问题).

[85] Eisenberg, *supra* note 84, at 241 (认为消费者的基本权利往往与标准合同所包含的合同条款不一致,从而导致消费者在接受合同条款时对自身基本法律地位的认识产生混乱).

[86] See Baird, *supra* note 1, at 949-50 (讨论在不需要强制执行的担保交易中使用了不当运用合同法的标准文本).

券^[87]以及公司合同中标准文本条款的使用情况。^[88] 研究主要关注在复杂但高度标准化特征的协议中使用标准文本条款的成本效益。^[89] 在多数情形下,效率和一致性被认为是使用标准文本的主要目的。^[90] 然而,尽管当事人能够在大多数时候熟练获取对其有利的条款,但本研究指出,有时出于标准文本不假思索的使用,一些无用甚至有害的条款仍然被加了进去。^[91] 因此,标准文本的缺点有时可能大于它的效率优势。

关于标准文本可以提升效率的观点在信息披露中也是适用的:从现有披露信息中提取语言应该比从头开始起草所有内容更快。因此,有一种假设是标准文本通过降低交易成本来提高效率。检验这一假设需要准确定义效率在证券交易中意味着什么。成本和时间是显而易见的可选答案,因为它们可能会是阻碍交易完成的问题。然而,关于标准文本的既有研究表明,标准文本是否有效在一定程度上取决于它的其他成本或效益,包括它是否达到了披露的预期目的(传达有用的信息)或它是否代表了生产者(发行方)和消费者(投资者)之间的实际或隐含的交易结果。同时也需要搜集关于标准文本与其他成本或收益达成均衡(tradeoffs)的证据,从而证明效率是否是使用标准文本的主要原因。衡量这些成本和收益是下面实证分析的目的之一。

[87] See Mitu Gulati & Robert E Scott, *The Three and a Half Minute Transaction: Boilerplate and the Limits of Contract Design*, 40 HOFSTRA L. REV. 1, 2-5 (2012) (讨论主权债务契约中保留“同等权益条款”的原因,以及仅出于效率考量加入的合同条款的问题)。

[88] See Smith, *supra* note 7, at 1176 (模块化合同是可将涉及多个问题的复杂谈判划分为一块块容易理解的部分的一种方式)。

[89] See Baird, *supra* note 1, at 935.

[90] See Gulati & Scott, *supra* note 87, at 4 (传统观点认为,标准文本语言让律师能够快速高效地满足客户的需求)。

[91] See, e. g., *id.* at 5 (解释了主权债务契约中普遍存在的同等权益条款是如何给客户造成损害的); cf. Bernhard Ganglmair & Malcolm Wardlaw, *Measuring Contract Completeness: A Text Based Analysis of Loan Agreements* (Mar. 31, 2015) (unpublished manuscript), <http://www.econ.jku.at/papers/2015/ressem/FoSeContractCompletenessganglmair.pdf> [<https://perma.cc/BHJ2-D8V4>] (发现合同的复杂性可以提供更多为客户工作的机会)。

2. 市场力量和网络外部性

一个相关的法学理论认为,当文本随着时间的推移被市场参与者通过某种类型交易的多次迭代所接受时,标准语言就出现了。一旦一个标准在市场上被接受,就很难产生改变的动机,因为这种改变是昂贵的并且这种收益不会属于实施变更的个人,而是归于新语言的所有未来用户。因此,标准文本被描述为网络外部性(network externalities)的产物:使用的人越多,它就越有价值,但是这种价值属于创建标准的交易之外的各方(如未来交易的当事人)。^[92] 经验丰富的交易参与者可能会寻求使用“市场化”的术语,这意味着这些术语被广泛使用且被市场参与者(如投资者)广泛认可和理解。^[93] 如果标准文本术语是通过过去使用它们的人的经验形成的,那么它们也可能是学习外部性(learning externalities)的产物。一个新来的被赋予起草招股说明书任务的公司法助理可以凭借他人多年的经验来撰写出有质量的文书。这样的披露文件有三个值得关注的特点。首先,它们可能会降低风险和不确定性,因为它们已经受到了市场和监管机构的检验。其次,市场参与者可能更容易理解这些语言,因为他们经常阅读这些语言,并能立即识别基本信息。最后,他们可能会通过表明公司及其顾问了解市场、熟悉最新交易和趋势来表明其披露信息的质量。^[94] 从某种意义上说,市场力量可以将有效的信息披露语言与无效的信息披露语言进行分类,从而使有效的信息

[92] See Kahan & Klausner, *supra* note 2, at 730 (指出了学习外部性值得早期的术语使用者“为后来的术语使用者提供了正外部性”)。标准文本披露文件的反复使用可能代表着维持现状偏见(status quo bias)的非理性现象。假设IPO中除发行人外的其他人员都是经常性从业者,可以预见的是,相比认知偏见,成本收益在标准文本使用的考量中的具有更加重要的地位。

[93] See Roberta S. Karmel, *Disclosure Reform – The SEC is Riding Off in Two Directions at Once*, 71 Bus. LAW. 781, 818–22 (2016) (描述新兴成长型公司信息披露市场标准发展的情况)。

[94] 这些情形可能都是学习外部性的体现。See Kahan & Klausner, *supra* note 2, at 730.

披露语言被持续使用。^[95] 然而这也有潜在的缺点,由于创建新标准存在集体行动困境问题,当事人更愿意使用已经被广泛使用的更有价值的标准。因此,标准文本是网络或学习外部性的产物,如果能像易于理解的语言那样提升了熟悉这些语言的人的阅读效率,那么就是有益的;但若降低了创造更有效语言的积极性,那么就是有害的。^[96]

从这些文献中得出的一个假设是,律师、承销商和发行人可通过使用已经通过 SEC 审查并在市场上经受考验的语言而获益。SEC 会审查每一份 IPO 招股说明书,并发出问询,就文件中不清楚或有误导性的部分要求披露更多信息。^[97] 问询以及修改招股说明书可能会延迟交易进度,因此,参与交易的律师可能会使用标准文本以尽量减少他们收到的问询问题数量。^[98] 一些证据可用来实证检验这一假设。如果标准文本是一个正的学习外部性的结果,那么人们就会期望从驱动这些术语使用的结果方面看到好处;考虑到与这些结果相关的成本或收益将激励人们使用或放弃标准化披露,交易速度、SEC 披露的问询意见数量以及投资者对信息的接受程度都是候选指标。如果标准文本代表的是一种市场化的、投资者和分析师都容易理解的语言,那么可以预期,它与发行人追求更大的确定性相关。实证研究结果表明标准文本与发行人更少的不确定性相关。然而,一个相反的结果表明可能存在负的网络外部性。

[95] 关于消费合同的附属细则的类似分析, see Baird, *supra* note 1, at 949; 通过强制卖家提供大多数人没有阅读过的消费合同附属细则,从而促使卖家将条款定制为一个附件,这比仅原则性的提供关于消费合同条款的内容要好得多。如果市场中有足够多的经验丰富的、能够理解附属细则的买家,那竞争的力量会促使卖家提供更有有效的条款。

[96] 关于合同的类似观点, see Smith, *supra* note 7, at 1176 (将合同标准文本描述为一种模块化的语言,通过这种语言,大型、复杂的交易可以分解成更容易理解的部分)。See also Erik F. Gerding, *Contract as Pattern Language*, 88 WASH. L. REV. 1323, 1326 (2013) (将合同标准文本描述为一种模板化语言,通过这种模板化语言,使用各种较小的标准化交易得以组合成一个大的交易)。

[97] Schneider et al., *supra* note 15, at 23.

[98] Id. (讨论了 SEC 的反馈程序); see also Charles J. Johnson, JR., Joseph McLaughlin & Eric's. Haueter, *Corporate Finance and The Securities Laws* § 3.06 [F] (5th ed. 2016). 从 2013 年到 2015 年, SEC 对每个 IPO 的反馈意见数量为 30~42 条。See id. at 3-94 (参考了 Proskauer Rose LLP 对 2016 年的美国资本市场中 IPO 交易的市场实践和发展趋势的研究)。

3. 标准文本的策略性使用

另一类学说认为,通用的标准文本可以帮助发行人策略性地模糊披露信息。在合同设计中,策略上的含糊其辞被认为是一种方法。在合同条款设计中,那些在将来更容易谈判的条款,以及与合同事项不太相关的条款都可以使用这种策略,从而节省谈判成本。^[99] 在披露的背景下,过度使用标准文本可能会达到使披露故意含糊其辞的额外目的,这可能是一些公司想要的结果。^[100] 一家公司可能更喜欢含糊其辞,因为它不想披露具体、敏感的信息,担心投资者会因这些信息而对其进行惩罚或竞争对手会利用这些信息对其造成不利。^[101] 或许还有一些更善意、更具策略性的情形,发行人需要用模糊的措辞来披露某些信息。如果某种信息与投资者或公司的前景相关的可能性非常小,但又属于 SEC 的强制规定的信息,那么使用更简单、更标准的披露方式可能是值得的,不管披露语言是生搬硬套还是通用性的。^[102]

在上述两种情况中,对于遵守 SEC 信息披露规定的同时仅披露模糊信息来说,使用标准文本是有意义的。可以预见的是,无论是出于自己的想法还是顾问的建议,发行人披露信息的模糊程度,应当使其所获得的收益与其可能面临的投资者负面反应所带来的损失或未符合披露要求而承担的处罚费用相等。下文将进一步评估这些可能的收益和成本。

[99] See Albert Choi & George Triantis, *Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions*, 119 YALE L. J. 848, 852 (2010) (讨论在并购合同中对未来可能变得重要的内容进行策略性模糊以节省成本)。

[100] Cf. Baird, *supra* note 1, at 949 (“卖家需要想办法让买家相信承诺在附属细则中没有被削弱”)。

[101] See Merritt B. Fox, *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment*, 85 VA. L. REV. 1335, 1340 – 62 (1999) (对投资者的模糊披露进行了类似的论述)。

[102] See, e. g., Choi & Triantis, *supra* note 99, at 852 (例如,如果一项条款仅针对尚未发生的事情,那么,其后端费用需要结合事情发生的可能性打折扣,相应地,可以通过使用标准化或模糊的条款来节省其前端费用); Eric Talley, *Disclosure Norms*, 149 U. PA. L. REV. 1955, 1956 (2001) (观察到在信息不对称的情形中,“已经知晓信息的一方有动机通过剥削未充分知晓信息的另一方来变现其信息优势”)。

4. 理论与现实:信息披露如何影响投资者

在继续接下来的分析之前应指出一点,人们对投资者实际上会仔细阅读与证券发行相关的披露文件持怀疑态度。^[103] 尽管 SEC 的规定非常关注个人投资者获取和理解信息披露的能力,^[104] 许多人(包括作者)怀疑投资者是否真的仔细阅读了 IPO 披露文件。如果这个假设是真的,使用标准文本又有不同呢?

通过一些可信的机制,信息披露文件在未被完全理解的情况下也可以对投资者和市场造成影响,这些可能的机制对本文的实证研究进路有一定启发。首先,IPO 的初始投资者大多是大型机构基金经理,如公募基金和养老基金。^[105] 这些机构雇用能够处理和分析披露信息的团队,这些团队还拥有自动分析信息的方法。这些机构是 IPO 询价环节的关键参与者,他们对于拟发行股票的需求将影响发行定价,并且这些机构的背书也将吸引更多投资者的加入。^[106] 事实上,这些机构的作用是如此的突出,以至于一些学者认为,证券监管根本不应该考虑个人投资者,而应该关注机构投资者,因为他们处于理解和传递披露信息的最佳位

[103] See, e. g., Ben - Shahr, *supra* note 1, at 891 (“经验丰富的一方向其客户提供详细的信息来帮助其自主作出合理选择,这样的监管机制从未发挥过作用……”); see also Tom C. W. Lin, *A Behavioral Framework for Securities Risk*, 34 SEATTLE U. L. REV. 325 (2011) (讨论投资者的理性行为者模型与更现实的行为模型之间的差异)。

[104] 关于此规定的最新解释, see Mary Jo White, *A Conversation with Chair Mary Jo White*, U. S. SEC. & EXCH. COMM’N (Jan. 26, 2016), <https://www.sec.gov/news/speech/securities-regulation-institute-keynote-white.html> [<https://perma.cc/GC6C-CAKS>] (指出投资者在参与 IPO 时,“可能仅凭一篇文章或博客就激动地投资进场,因此你会担心他们没有得到准确和充分的信息”)。

[105] Sean J. Griffith, *Spinning and Underpricing*, 69 BROOK. L. REV. 583, 585 - 90 (2003); cf. Kasim Alli, Jot Yau & Kenneth Yung, *The Underpricing of IPOs of Financial Institutions*, 21 J. Bus. FIN. & ACCT. 1013, 1014 - 16 (1994) (假设金融机构是 IPO 的初始投资者)。

[106] See Alli et al., *supra* note 105, at 1014 (强调金融机构并不像其他公司那样被低估股价,因为它们为虚假陈述责任投保了更高金额的保单)。

置。^[107] 无论人们是否同意这一观点,它都植根于这样一个现实:披露的信息主要(并且也是最高效地)被经验丰富的机构投资者消化了。

首先,分析师也会影响这一过程。尽管许多公司在 IPO 阶段没有任何分析师,但对于那些有分析师的公司,分析师会阅读、分析和汇总发行人的相关信息供其他投资者使用。因此,分析师的建议可能会影响那些自己不阅读这些文件的人。^[108]

其次,发行人路演阶段的陈述会展示招股说明书中的相关披露信息。^[109] 标准文本虽然对此类陈述没有直接影响,但可能会产生间接影响,因为投资者需要高效地阅读招股说明书来找出自己需要进一步了解的信息。或许更重要的是,标准文本可能会向投资者发出信号,表明该公司没有进行彻底的尽职调查或者有意避免披露负面信息。

最后,与之相关,仅仅是起草具体披露文件的行为就可促使律师和投行提出问题、进行研究和发现信息。通过这种方式,标准文本可以反映出公司及其顾问没有提出尖锐的问题或做过深入的研究,这本身就可能导致信息传播不佳。这些可能的机制都与下面的分析相关。

[107] See, e. g., Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L. J. 711 (2006) (主张为经验丰富的机构投资者设计的证券法可以最大化效率); see also Luigi Zingales, *The Future of Securities Regulation*, 47 J. ACCT. RES. 391, 417 (2009) (主张证券法应当以效率而非投资者保护为目标,并指出个人投资者将不公允的监管成本强加给了整个市场)。

[108] See Jill E. Fisch, *Does Analyst Independence Sell Investors Short?* 55 UCLA L. REV. 39, 47-48 (2007) (指出分析师出售的研究报告散布很快,“无法轻易排除其他人使用了这些信息的可能性”); see also Shefrin & Statman, *supra* note 18, at 28 (指出“内幕信息知情人在交易时产生新的信息”)。

[109] 在路演期间作出虚假陈述可能承担的法律责任, see 15 U. S. C. § 771 (2012), 并且根据“证券法”的规定,对于路演期间在招股说明书外披露的重大信息可能构成重大遗漏行为并承担相应法律责任, see 15 U. S. C. § 771, or Rule 10b-5, see 17 C. F. R. § 240.10b-5 (2018)。如果在路演期间以书面方式披露了新的信息,这些信息必须体现在初始或最终的招股说明书中。See 17 C. F. R. § 230.433 (2018)。

二、证券市场标准文本的实证分析

自然语言处理工具使有可能对标准文本的影响进行评估,这在十年前是难以想象的。近年来,语言处理在社会科学和法学研究领域得到了更广泛的应用。法学家使用自然语言处理方法分析各种类型的法律文件,^[110]金融学家使用这些方法检验招股说明书^[111]和定期向 SEC 提交的文件。^[112] 在本章中,笔者将阐述在实证研究部分中用于测量和分析标准文本的方法。

(一) 样本来源

实证分析的样本数据来源广泛。首先,样本来自 1996 ~ 2015 年的

[110] 越来越多的法律学者使用语言处理和机器学习来研究法律。See, e. g., Jonathan Macey & Joshua Mitts, *Finding Order in the Morass: The Three Real Justifications for Piercing the Corporate Veil*, 100 CORNELL L. REV. 99 (2014) (使用机器学习算法和文本处理来分析成功使用刺破公司面纱原则的最常见条件); Nelson & Pritchard, *supra* note 67, at 1–2 (使用计算语言学检查向 SEC 提交的年度报告中的警示语言); Gabriel Rauterberg & Eric Talley, *Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, 117 COLUM. L. REV. 1075, 1078 (2017) (使用机器学习来量化上市公司中信托义务之一公司机会豁免的发生); Eric Talley & Drew O’Kane, *The Measure of a MAC: A Machine – Learning Protocol for Analyzing Force Majeure Clauses in M&A Agreements*, 168 J. INST. & THEORETICAL ECON. 181, 183 (2012) (使用机器学习分类器来识别和分析重大不良事件条款)。

[111] See, e. g., Hanley & Hoberg, *supra* note 32, at 2821–25 (描述在招股说明书中使用自然语言处理的项目)。

[112] See Andriy Bodnaruk, Tim Loughran & Bill McDonald, *Using 10 – K Text to Gauge Financial Constraints*, 50 J. FIN. QUANTITATIVE ANALYSIS 623, 623–30 (2015) (使用自动解析算法来衡量财务约束); Tim Loughran & Bill McDonald, *Measuring Readability in Financial Disclosures*, 69 J. FIN. 1643, 1643–46 (2014) (指出了会计和金融文献中文本分析的最新趋势); Tim Loughran & Bill McDonald, *Plain English, Readability, and 10 – K Filings 2 – 4* (Aug. 4, 2009) (unpublished manuscript), <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.531.6671&rep=rep1&type=pdf> [https://perma.cc/HXN2-J5QD] [hereinafter Loughran & McDonald, 10 – K Filings] (评估 10 – K 申请的可读性并将可读性与投资者回应联系起来)。

IPO。本文排除首次上市的运营公司(operating companies)*以外的其他发行人的IPO,这意味着大公司、房地产投资信托公司、证券化工具和投资公司分拆公司的IPO被排除在样本库之外。这样做的原因是,本文的目的是评估标准文本的信息效应,除了IPO的招股说明书之外,这些公司可能还有其他信息来源。综上,样本库共包括2751个IPO。

笔者以文本或HTML格式从SEC的EDGAR在线数据库下载了每个发行人的招股说明书。为了分析,笔者使用了包含招股说明书初步版本的S-1初始申请文件,因为,此版本的招股说明书是初始投资者最有可能看到的。笔者还收集了根据第424(b)条规则提交的每份招股说明书最终版,^[113]以及其间的每个修订版本。^[114]然后将这些样本处理为分析用样本。^[115]这包括消除图表内容、标点符号和连接词,如冠词、人称代词和经常出现但提供很少实质信息的连词。^[116]在语言处理中,删除连接词是标准做法,因为研究发现这些词无助于文本分析。^[117]对于所有HTML文档,笔者删除了标签和其他HTML代码。对于所有文档,还删除了包含数字信息的表格,因为这些表格不容易比较,并且在任何情况下都不是SEC表示关注的标准文本的来源。最后,每个单词都还原为词根词——任何单词的词尾都被删除了,并且这个单词被还原为它的词根,这是文本处理中的标准做法。^[118]

除了文本数据,笔者还收集了每宗发行的其他相关数据,从

* 运营公司是相对于作为上市平台的母公司而言的概念。运营公司是产品或服务的实际制造商,通常由母公司控股,母公司的收入来自运营公司的利润。See Businessdictionary, <http://www.businessdictionary.com/definition/operating-company.html>。——译者注

[113] 17 C. F. R. § 240.424(b) (2018)。

[114] 修正情况见 Form S-1 / A. See U. S. SEC. & EXCH. COMM'N, SEC 870 (09-18), FORM S-1 (Sept. 2018), <https://www.sec.gov/files/forms-1.pdf> [<https://perma.cc/QYW7-NTSL>]。

[115] See Matthew Gentzkow, Bryan T. Kelly & Matt Taddy, Text As Data 6-7 (Nat'l Bureau of Econ. Res., Working Paper, Mar. 2017), <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=2941254> [<https://perma.cc/lFE5C-AYF9>] (“清理步骤减少了我们必须考虑的唯一语言元素的数量,从而减少了数据的维度”)。

[116] 同上。

[117] 同上。

[118] 同上。

Compustat 数据库收集了发行人的财务信息,从证券价格研究中心(the Center for Research on Securities Prices, CRSP)及纽约证券交易所交易和报价数据库(the New York Stock Exchange Trade and Quote database, TAQ)获得了有关发行人证券的市场绩效信息。在 Thomson One 数据库中,我获得了每笔 IPO 的交易表,并提取了如承销商的身份和角色、发行人和承销商的顾问身份、审计师、审计师费用以及交易的规模和时间等信息。

(二) 文本的相似性

处理完这些样本文本后,笔者使用了多种方法来评估每个文件中的标准文本量。主要方法是余弦相似性分析法——一种简单而有效的方法,用于测量不同文件中语言的相似数量,这反过来又为 IPO 文件中的标准文本测量提供了起点。余弦相似性已用于信息检索系统。^[119] 虽然这种方法在金融学和其他领域中得到了广泛的应用,但在法学研究领域仍然相对新颖,因此笔者在下文提供了详细的描述。作为额外的验证步骤,我使用另一种相似性测量方法来检查余弦相似性方法的性能。这种方法称为“Word2vec”,它结合了单词组的位置来评估单词上下文。该方法产生的结果与余弦相似性一致,但需要更多的计算资源。因此,我在文章的主要分析中使用了余弦相似性。

1. 相似性一般测量方法的概述

余弦相似性是测量两个选定文本重复率(text overlap)的一种方法。测量余弦相似性需要将对象文本转换为表示文本中每个单词出现次数的数字向量(number vertical)。通常而言,“术语频率—逆文本频率”(term frequency – inverse document frequency,以下简称 tf – idf)方法可

[119] 余弦相似性被广泛用于信息处理的研究中。See Rada Mihalcea, Courtney Corley & Carlo Strapparava, *Corpus-based and Knowledge – based Measures of Text Semantic Similarity*, AM. ASS'N FOR ARTIFICIAL INTELLIGENCE 776 – 77 (2006), <http://www.aaai.org/Papers/AAAI/2006/AAAI06 – 123. pdf> [<https://perma.cc/2VBL – NUG6>] (使用余弦相似度来测量文本段之间的语义相似度); see also Dekang Lin, *An Information – Theoretic Definition of Similarity* 1 (1998) (未刊稿件), <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.55.1832&rep=rep1&type=pdf> [<https://perma.cc/BG5E – CHT6>] (提出当“对象被表示为数值特征向量”时,余弦系数用于测量相似性)。

以用来衡量在所有文档中出现的频率。该方法降低了在所有文档中频繁出现的单词的重要性,因此,最终的比较更强烈地表示出不太常见的语言中的相似性和差异性。相似性得分被计算为点积,或者可以概念化为矢量之间的角度的余弦,然后可以将其解释为相似性的度量。由于余弦产生的数字在 0 和 1 之间,因此,该度量可以被解释为比较文本之间的相似性或重叠的百分比。^[120]

作为解释,举一个涉及样本库中两个句子的示例,笔者将其标记为文本 1 和文本 2:

示例 1:

文本 1:“我们的增长取决于我们保留现有卖家和吸引新卖家的能力。”

文本 2:“新的和现有的卖家是我们增长的关键因素。”

根据这两个句子包含的单词,先将它们处理为数字向量。如果想象这些向量就像在平面上绘制的那样,两个向量之间的角度表示它们彼此倾斜的程度。如果它们完全相同,则向量将彼此平行,导致零度倾斜(余弦为 1);如果它们完全相反,则它们将处于 90 度倾角(余弦为 0)。^[121]

向量的倾斜度提供了测量两者之间的相似性(或差异性)的有用手段。在上面的例子中,余弦值等于 0.70,这可以解释为句子彼此相似度为 70%。

出于解释上述方法,结合样本库再举一例:

示例 2:

文本 1:“投资者还应该明白,即使长期持有股票组合也会导致负回报。”

文本 2:“长期持有个股的投资者也面临着他们投资的公司可能进入永久性衰退或破产的风险。”

上例中的余弦相似度值为 0.55204,或约为 55%。

示例 3:

[120] See Mihalcea et al., *supra* note 119, at 776 (“此相似性得分的值介于 0 和 1 之间,得分为 1 表示相同的文本段,得分为 0 表示两个段之间没有语义重叠”).

[121] 将这两个向量之间的倾斜角度计算为它们的点积。See Lin, *supra* note 119.

文本 1:“该公司生产汽车。”

文本 2:“该公司生产飞机并生产卫星。”

上例中的余弦相似度为 0.575,或约为 57%。

2. 测量交易之间的复制语言

笔者对每份招股说明书共同使用的部分进行了比较,从而得出余弦相似性或语言的有效重叠部分。为了检验各类披露的模式,我还摘录了每份招股说明书对投资者很重要的几个章节:风险因素、募集资金用途、管理层讨论与分析以及业务描述部分。^[122]

笔者将每个文档的文本以及来自四个单独章节的文本与来自数据集中每个其他文档的相应文本进行比较,以获得每对比较的余弦相似性。统计结果是一个包含 3,784,000 个观测值的矩阵(matrix)。

通过这个矩阵,我对同一行业中近一年内不同样本文本的同一章节的平均重叠量进行了度量。^[123] 这种方法与研究文献和市场报告中描述的关于律师和投行如何起草 IPO 披露文件的方法最为吻合——从同一行业内的近期发行活动开始。^[124] 该度量是下文分析的基础。^[125]

(三) 用语分析

标准文本定义中包含的第二个部分是指简单的“复制语言”。这里描述的短语分析试图将模糊地和概要地描述了实质性问题(可能对投资者来说是有问题的)的复制语言从更无害的框架作用或其他功能的复制语言中分离出来。余弦相似性可能掩盖看似相似语言的重要差异,短语

[122] See Hanley & Hoberg, *supra* note 32, at 2823 (将招股说明书中最重要的部分描述为“招股说明书摘要,风险因素部分,募集资金用途和管理层的讨论与分析”)。

[123] 这与 SEC 在其部分版本中建议的定义相对应。See, e. g., Plain English Disclosure, 62 Fed. Reg. 3,152,3,152 (proposed Jan. 21,1997) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228,229,230,239) (提出简明英语规则“应用于撰写封面和封底页,招股说明书的摘要和风险因素部分;修订招股说明书前面的高技术信息当前要求”)。

[124] Cf. Schneider et al., *supra* note 15, at 12 (认为选择正确的形式仅仅是招股说明书准备的开始,因为它们适用于几乎所有行业)。

[125] 这种方法不同于 Hanley 和 Hoberg 教授所采用的方法,他们使用统计回归构建“标准内容”度量来确定招股说明书中的词与前 90 天内行业内其他公司招股说明书、在每次 IPO 前 91 天至 1 年的招股说明书,以及前 90 天内的行业之外的招股说明书之间的关系。See Hanley Hoberg, *supra* note 32, at 1643. 作为一个稳健性检验,笔者使用了 Hanley 和 Hoberg 使用的方法并获得了类似的结果。

分析的目的是解决这一问题。具言之,对于前一节中的示例2和示例3,每个句子具有相似的余弦相似性值,但是读者可能会发现示例3中的两个句子比示例2中的两个句子存在较多的语义差别。单独的相似性测量并未完全捕获这些主题差异。此外,尽管余弦相似性是确定两个文档或部分相似程度的有用手段,但它无法准确识别这些部分或文档中哪些文本相似而哪些不相似。

1. 句子分析

为了解决这些问题,笔者分析了每个文档中的每个句子,并根据它们涵盖的主题或它们执行的功能创建了分组。这反过来又让我能够区分重要问题上的一般性披露、重复但可能提供信息的语言,以及对投资者没有任何意义的框架语言。

为了做到这一点,首先,笔者从每份招股说明书以及一些章节(风险因素,募集资金用途,管理层讨论和分析以及业务描述)中提取了每个单独的句子。其次,笔者将这些部分中的每个短语与所有其他交易的对应部分中的每个其他短语进行比较,以确定所有短语之间的相似程度。最后,笔者确定了相同或基本相同的句子。为此目的,如果他们的余弦相似性得分至少为0.7或更高(因此可以被认为是70%或更多相似),笔者认为句子基本相同。^[126] 对句子的目视检查(visual examination)显示70%的值是合适的——它的范围足够宽泛,因此具有相同含义但仅有几个词改变的两个句子被计为相同(如上面的示例1所示),但是它的范围也足够窄,因为它排除了具有不同含义但含有相似词语的句子。这个值也有效地区分了大多数具有相同单词但是有一两个词有区别而导致含义改变的句子。笔者保留了至少20个交易中出现的句子。

2. 创建主题模型

经过对样本库进行上述处理,所有年份不同行业的全部文件中最经常出现的句子及其表达方式被提取了出来。通过直观阅读句子很难辨别出任何明确特点。因此,笔者使用主成分分析法(principal component

[126] 在测试50%、70%和90%的值后,确定以70%为选择的值。相对来说,较少句子是完全相同的。律师起草交易文件时通常会改变非常相似的文件的语言——即使是相对较小的改动,这样新文件也不是其先前文件的精确复制品。因此,当我试图仅识别90%相似或更高的句子时,只获得相对较少的结果,这并不奇怪。

analysis) 创建了主题集群,这是一种有助于发现潜特点和根除大型样本库中冗余信息的统计技术。^[127]

通过对所有招股说明书样本全文及其特定章节部分的研究,笔者确定了标准文件语言的分组(或主要成分)。每个主要成分由每个句子的加权平均值组成,权重分配使成分描述了数据中的最大变化量。每个成分的权重表明每个句子对其各自主题或成分的重要性。这使笔者能够根据标准文本语言的意义和重复的重要性将标准文本语言进行分组。这些成分也可以用作描述每个文件中主题占比的变量。^[128] 这些集群(cluster)揭示了哪些重复语言只是出现在每个招股说明书中的框架语言或无聊的免责声明,以及哪些语言涉及投资者可能合理需要的特定信息。然后,从样本库中删除框架语言和无聊的免责声明,并重新计算余弦相似性。在删除这些语言时,笔者使用了一种保守的方法,因为即使是看似标准文本的短语也可能通过它们本身的存在来提供信息。例如,一个相对常见的短语表示“来源于公司合并财务报表的预计财务数据的总结”。这个看似平庸的声明可以提供信息,因为已经收购或计划收购其他公司的公司需要预计财务数据,因此在这种情况下,参考的数据可能是一个信息性的信号。保守的做法是合理的。删除的最常见的标准文本短语列表包含在附录表 H 中。

(四) 稳健性检验

笔者使用了额外的测试来检查刚刚描述的方法的稳健性。首先,笔者使用 Word2vec 算法比较了所有文档(以及各个文档的部分)。Word2vec 算法的应用不仅要比较招股说明书中所有单词的顺序,还要考虑单词使用的上下文,绘制单词嵌入的语料库,即单词在句子中彼此相邻或距离较近的例子。^[129] 该方法产生的结果与更有效的余弦相似性

[127] 主成分分析通过计算等于构造中的组件数量的向量来减少大数据构造的维度,每个向量彼此正交(或几乎相同),因此每个传递最大的可能信息。Hervd Abdi & Lynne J. Williams, *Principal Component Analysis*, 2 WILEY INTERDISC. REVIEWS: COMPUTATIONAL STAT. 433, 433-40 (2010).

[128] 每个部分中 12 个最突出的标准文本主题列于附录表 D。

[129] See Gentzkow et al., *supra* note 115, at 23 (“给定周围上下文代表的向量, Word2vec 大概率可以训练每个单词的向量”)。为了节约篇幅,这些结果未在此报告。

方法高度一致。^[130] 此外,笔者使用三个单词组(三元词组)而不是单个单词作为测量的基本单位进行分析。其结果与使用一元模型获得的结果类似,以及为了提高效率,笔者使用原始测量值进行分析。笔者注意到,尽管测试了不同的方法以确保我使用的测量方法是合适的,但目前存在的语言定量模型并不完美,并且不可避免地存在一些缺点。尽管如此,模型和其他类似的模型仍然很有用。即便可能存在模型无法捕获的特定情况,但可以从中获取经验。

三、分析结果

本部分解释了分析的结果。为此,本部分具体描述了如何运用统计数据来印证既有研究提出的关于标准文本的观点。

(一) 标准文本使用趋势的概述

如上所述,笔者建立了一种对每个 IPO 招股说明书中标准文本的测量方式,这种测量方式与实践从业者如何在招股说明书中使用模板的方式一致。^[131] 使用的测量方式是给定发行文件与上一年度同一行业组别中所有其他发行文件之间的平均相似度。^[132] 这是通过将上一年度提交的来自同一行业的样本库中的每个相关文本部分与每个其他文档中的相应部分(或比较整个文档中与整个文档相关的部分)进行比较来完成的。图 1 显示了每个的平均值,显示了整个招股说明书文档以及业务描述、管理层讨论和分析、风险因素和募集资金用途部分中标准文本的使用情况。

图 1 显示了所有文件(无论是否在同一行业中,用深灰色条表示)的平均相似度百分比,以及过去一年中同一行业内文件(用浅灰色条表示)之间的比较平均值。

图 1 显示了一些有趣的特征。总体来看,典型注册文件中标准文本

[130] 见附录图 2。

[131] See Bochner et al., *supra* note 27, at 34 (概述招股说明书摘要的典型要求)。

[132] 对于行业组别,笔者使用了 SEC 的标准行业分类类别。作为一项稳健性检查,笔者还使用 Fama French 48 行业进行了分析。结果是一致的。作为进一步的稳健性检查,笔者计算了同一行业以外交易的平均相似度。

的使用水平较高。平均而言,整个时期的招股说明书与最近发生的其他行业交易具有约 47% 的相同内容,各个章节的平均值如下:风险因素为 32%,管理层讨论与分析为 34%,募集资金用途为 23%,业务描述为 15%。当然,如下文所述,随着时间变化,这些平均值可能受市场趋势和监管驱动。

(二) 样本时期内的标准文本的使用趋势

当然,图 1 仅代表平均水平,并且各个交易的实际相似性水平因单个交易和时间的不同而有很大差异。值得研究的是这些差异的原因以及 SEC 政策的影响。

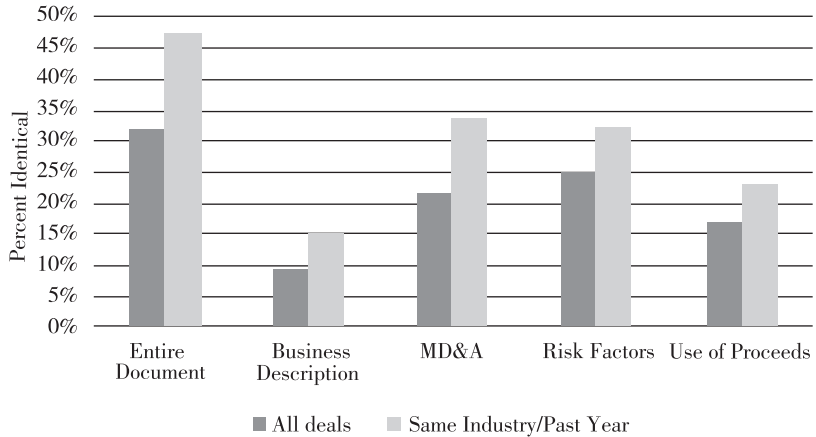


图 1 文本重复率的平均值(过去一年同行业的全部 IPO)

首先,无论交易何时完成,数据显示发行的规模(通过募集资金总额衡量)与披露使用的标准文本数量具有显著的负相关关系,如图 1 所示。发行规模与其重要性投资者、市场观察者和监管机构的关注度有关。由此可见,发行规模与发行所受关注度有关,从而对信息披露的方式产生特定影响。因此,为使所有关于样本文件的分析是有效的,必须考虑发行规模这个因素,而不是仅统计了发行规模的影响。

其次,通过上述相似性测量,分析标准文本使用特点如何随时间和不断发展的规则而变化成为可能。实际上,对整个时期内的趋势分析表明,尽管基于 SEC 的指导有一些下降,但标准文本的水平仍在稳步增长。图 2 描述了在数据涵盖的时间段内标准文本的使用情况。

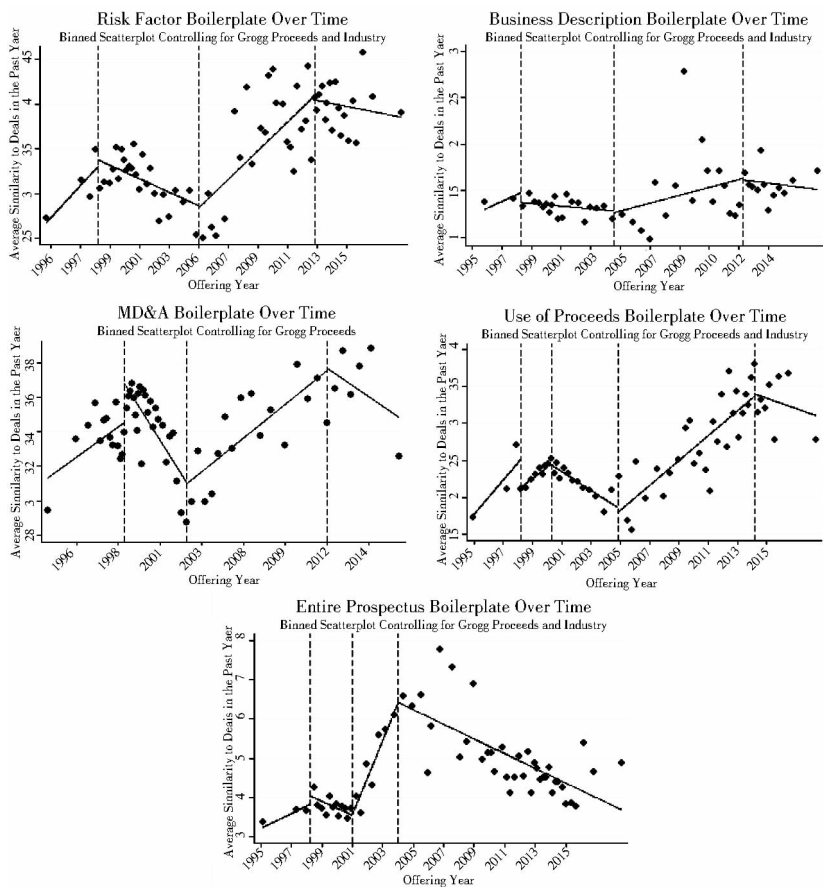


图2 近一年同行业中相同 IPO 的平均重复率

募集资金总额和行业对照组(使用两位数的标准行业分类代码)加入了一些控制变量,以显示趋势与交易的规模、行业或重要性无关。第一条不连续线对应 1998 年 10 月,当时 SEC 关于披露中的标准文本的简明语言规则正式生效。^[133] 后续的线是用来表示标准文本的使用趋势随

[133] 简明英语规则于 1998 年年初提出,并于 1998 年 10 月正式生效。See Plain English Disclosure, 63 Fed. Reg. 6,370,6,370 (Dec. 4, 1998) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228,229,230,239,274) (采用“要求发行人使用简明英语编写招股说明书的封面,摘要和风险因素部分”的规则);see also 17 C. F. R. § 230.421(d) (2018).

时间变化的点。对于几个部分,平均标准文本用量在 1998 年 10 月之前显示出上升趋势,此趋势在此后立即向下变化,然后在随后几年再次上升。

有理由相信,SEC 的简明语言规则是 1998 年后标准文本下降趋势的成因。然而,几年之后导致大多数案例中标准文本使用水平再次上升的原因尚不清楚。标准文本使用水平下降趋势逆转发生在 2003 年。对此有许多可能的解释。一种可能性是,这是由于 2002 年颁布的《萨班斯—奥克斯利法》(*Sarbanes – Oxley Act of 2002*)以及 2003 年颁布的许多法规生效所致。尽管该法案不是专门针对标准文本的,但因为法案引入了许多以前未经市场测试或经 SEC 审查的新的披露要求,从而可能导致更多标准文本的产生。^[134] 特别是,它对上市公司的管理提出了新的要求,上市公司应评估其内部控制和财务报告流程,否则要承担相关责任。^[135] 如第一部分所述,如果标准文本代表网络外部性,那么标准文本可能是各方通过使用之前的文件来遵守披露要求的方式,因为这种语言已经过了市场和监管机构的审查。^[136] 这可以解释为,公司职员及其律师在遵守新的披露要求时可能会保持谨慎态度,因此可能会寻求复制已

[134] See generally *Sarbanes – Oxley Act of 2002*, Pub. L. No. 107 – 204, 116 Stat. 745 (2002).

[135] *Id.* § § 301 – 03, 401 – 09, 116 Stat. at 775 – 78, 785 – 91.

[136] 《萨班斯—奥克斯利法》产生了许多新的披露要求。See, e. g., *Disclosure Required by Sections 406 and 407 of the Sarbanes – Oxley Act of 2002*; *Correction*, 68 Fed. Reg. 15,353 (Mar. 31, 2003) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228, 229); *Disclosure in Management’s Discussion and Analysis About Off – Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations*, 68 Fed. Reg. 5,982 (Jan. 28, 2003) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228, 229, 249). 其他新要求随着时间的推移逐渐实施,无论是偶然规定在《萨班斯—奥克斯利法》还是作为新举措。See, e. g., *Securities Offering Reform*, 70 Fed. Reg. 44,722 (Dec. 1, 2005) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 200, 228, 229, 230, 239, 240, 243, 249, 274) (允许某些公司通过引用更灵活地纳入信息); *Additional Form 8 – K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date*, 69 Fed. Reg. 15,594 (Aug. 23, 2004) (to be codified at 17 C. F. R. pts. 228, 229, 230, 239, 240, 249) (扩大公众公司的可报告事件数量,并将许多事件的申请截止日期缩短为 4 个业务日); U. S. SEC. & EXCH. COMM’N, *Advisory Comm. on Improvements to Fin. Reporting*, *Final Report of The Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting to The United States Securities and Exchange Commission* (Aug. 1, 2008), <http://www.sec.gov/about/offices/ocaacifr/acifr-finalreport.pdf> [<https://perma.cc/U2ST-4W941>] (建议推行简化财务报告和消除冗余的措施)。

经过市场和监管机构检验过的语言。然而,无法肯定这一解释是否能够准确地解释 2003 年以后标准文本使用水平的上升趋势。尽管如此,这一增长趋势表明,假定交易者是理性的,其通过使用标准文本所获得的价值超过了可能带来的任何不利后果。

(三) 标准文本的效率解释

如上所述,理论上使用招股说明书标准文件将更有效率,这是因为这些语言经历过检验,可能受到监管审查较少。发行人在费用和时间方面的交易成本,以及交易因受监管而延迟的进度是可以在数据中观察到的效率指标。在本节中,笔者检验了标准文本在成本、时间和监管审查方面对发行人有利的假设。为此,笔者统计了发行人的中介费用(法律费用、承销商折扣和审计费用),交易完成时间以及 SEC 问询问题数量等与模板使用水平增长或减少相关的因素。

1. 中介费用

统计数据部分支持了标准文本能提高效率的假设,如果以发行人的成本来衡量的话,更高水平的标准文本与较低的法律费用相关联。然而,标准文本和审计师费用或承销商折扣之间没有统计上显著的关联性,尽管审计师和承销商也可能直接通过参与起草或间接地通过参与较少的尽职调查和使用需要较少改变的标准文本的方式来促进标准文本的使用。样本库中法律费用的范围大致为 20,000 美元到 500 多万美元,平均费用大约为 850,000 美元,中位费用大约为 600,000 美元。线性回归分析显示,标准文本与法律费用之间存在统计上显著的负相关关系(作为费用的自然对数)。换句话说,分析验证了更多的标准文本与更低的法律费用相关的直觉,即便控制了可能影响每个因素的因素时也是如此。笔者在分析中控制的变量包括 IPO 年度、发行人行业(使用两位 SIC 代码),募集资金总额、公司经营年限、公司规模(按资产)以及风险投资。笔者还为每个承销人和发行人的律师事务所使用固定效应(fixed effects)。^{*} 根据分析,文件中每增加 10% 的标准文本与约降低

^{*} 在统计学中,固定效应模型是统计模型,其中模型参数是固定的或非随机的。See Wikipedia, https://en.wikipedia.org/wiki/Fixed_effects_model. 具体讨论参见下文。See Businessdictionary, <http://www.businessdictionary.com/definition/operating-company.html>. ——译者注

46,000 美元至 84,000 美元的法律费用相关(平均降低 65,000 美元)。^[137] 虽然这是一个很大的数额,但考虑到平均费用总额,它仍然属于相对适中的。

可能有人会质疑,标准文本与费用之间的关系受完成交易的律师事务所的服务质量或繁忙程度所影响。某一领域的律师事务所的服务质量可以通过该律师事务所在特定业务领域的特定年份所完成的交易的市场份额(以美元计算)和交易的原始数量来衡量。^[138] 虽然显然有其他特征可以定义律师事务所的服务质量,但市场份额和交易数量是市场对律师事务所工作的合理评估。这些统计数据也与律师事务所的繁忙程度有关。非常繁忙的律师事务所可能会通过使用更多的标准文本来提高效率。另外,如果律师事务所判断标准文本的使用会降低信息披露的质量,则他们会限制相关使用。但是,这两种假设都不被数据所支持。

虽然某些律师事务所倾向于使用较少的标准文本,但律师事务所的服务质量或繁忙程度与所使用的标准文本数量无关。附录图 2 说明,无论律师事务所的服务质量如何,其使用的标准文本的数量没有显著地偏离平均值。当使用线性回归分析法(linear regression analysis)检测律师事务所的服务质量(根据其原始交易数量和交易市场份额的经历)与标准文本数量之间的关系时可发现,大多数分析结果没有体现出统计上的显著关系,对于具有显著性的结果而言,如附录表 B 所示,其影响程度近乎 0。同样,一旦相关因素得到控制时,律师事务所的经验和交易数量就不会与所使用的标准文本数量产生统计上的显著关系。人们可能会认为交易数量较大的律师事务所会使用更多的标准文本,因为它们有更多可以借鉴的先例。但是,如附录表 B 所示,数据并未显示任何此类关系。

与律师费用相比,样本库中的会计费用(和承销佣金)与标准文本数量也没有统计上的显著关系。样本库中的审计费用范围从 35,000 美

[137] 见附录表 A。

[138] See, e.g., Bloomberg, Global Equity Capital Market League Tables FY 2017, at 5 (2017), <https://data.bloomberglp.com/professional/sites/1/OUUPDATE-2-Bloombergs-FY-2017-Global-Equity-League-tables.pdf> [<https://perma.cc/N8NE-LQHX>] (承销商按美国股票市场份额排名)。

元至800万美元不等,平均约为590,000美元,中位数为400,000美元。原始数据显示,使用较高数量的标准文本通常与较低的会计费用挂钩;但是,如附录表A所示,这种特点不能经受回归分析中标准控制变量(standard control)的增加。这表明,在其他条件相同的情况下,会计费用似乎并不是驱动依赖标准文本的主要因素,并且没有充分证据表明在会计费用方面标准文本可以提高效率。

2. 发行速度

标准文本的使用与样本库中发行完成的速度之间没有统计上的显著关系。^[139] 笔者将发行速度计为发行人提交注册声明的时间与发行日期之间经过的时间长度。对于样本库中的发行,此时间段平均值为101天,中位数为77天。

理论上,使用标准文本可能会促进发行更快地完成,因为剪切和粘贴既有标准语言比重新起草非标准的披露语言更快。另外,如果标准文本引用SEC的问询意见,则其必须对招股说明书的条款进行修正,这会降低交易速度。

统计数据不会以任何方式显示原始数据或回归分析中的特点。虽然这并不能明确表明没有关系,但任何这种关系都不足以在原始数据或使用相关控制时明确呈现。尽管如此,鉴于IPO的时间安排取决于除了披露问题之外的许多因素,任何影响都可能过于微弱而无法察觉。无论如何,证据并不表明发行速度是使用标准文本的一个强有力的理由。

3. S-1修正的数量和范围

为了进一步评估标准文本是否影响发行的时间效率,笔者分析了在提交招股说明书初始版本之后再修改的工作量。笔者查看了招股说明书最终确定之前每份招股说明书的修改次数。此外,笔者还检查了最终版本相对于初步版本所修改的比例。如果经过市场测试的标准文本更有效率,那么,随着发行人的上市和尽职调查的进行,应该有更少的修改招股说明书的需要。因此,修改应该更少,初步招股说明书和最终招股说明书之间的变更应该更少。

[139] 见附录表A。

如附录表 C 所示,数据显示标准文本与招股说明书修改的数量或程度之间没有统计上的显著关系。在 IPO 过程中,样本库中的招股说明书平均被修改 5 次。虽然在提交最终版本之前,样本库中的某些招股说明书根本没有修改,但有些则修改多达 23 次。但是,修改的数量(或修改数量的对数)与所用的标准文本数量之间没有明显的关系。

同样,如附录表 C 所示,在表格 S-1 中使用标准文本与在提交招股说明书最终版本之前修改的招股说明书数量之间没有统计上的显著关系。为计算招股说明书的修改数量,笔者计算了在表格 S-1 上的注册声明中提交的初步招股说明书与最终招股说明书之间的“编辑距离”(edit distance)。编辑距离是一种相似性度量,用于计算从一个文档到另一个文档的插入、删除和修改的次数。数据显示,平均而言,招股说明书初步版本中约 16% 的文本在提交最终版本之前已经更改。数据中交易的文本的变化量范围为 2% ~ 32%。修改的数量与披露被修改的数量之间缺乏任何可辨别的关系,这与标准文本的效率理论不符。

4. SEC 的问询

理论上,符合 SEC 审查要求并且可以帮助指导审查进程的标准文本可能代表积极的学习外部性。一般而言,若上述假设成立,人们可能会认为招股说明书初始版本中使用的标准文本数量与较少的 SEC 问询问题相关联。或者,如果标准文本产生无用信息,则可能导致更多的 SEC 问询。为证明前面两个假设是否成立,笔者收集了 EDGAR 上可查询到的样本库中的问询函。这一步骤的一个难题是,问询函仅于 2005 年开始在 EDGAR 上公开发布,而之前年份的问询函无法收集。尽管如此,笔者收集了 2005 年或之后发生的交易的问询函。然后解析这些问询函以确定每个问询函中的问询数量。

样本库中 2005 年之后发生的 IPO 平均需要经过四轮问询。这些交易在几轮问询之间平均收到 34 个问题,最少 2 个,最多可达 100 个问题。如附录表 C 所示,数据显示,从其他交易中复制的语言数量与问询函或问题的数量之间没有关系。虽然这并不能证明不存在相关关系,但这使人们对标准文本可以提高交易效率的假设,以及标准文本具有对注册证明文件监管审查的学习外部性的理论产生了怀疑。对于部分标准文本可能存在学习外部性,但总体而言,没有证据表明标准文本有助于

SEC 的审查。然而值得注意的是,尽管 SEC 表示了对标准文本的关注和警示,但标准文本总量与样本库中的招股说明书的问询问题数量没有统计上的显著关系。

(四)信息的不对称

对于律师和 SEC 而言,无论标准文本对于发行成本或发行速度有何作用,标准文本能否对招股说明书传递信息的能力产生实质的影响,才是一个值得深思的问题。这个问题很难直接通过投资者的反映来衡量,因此难以回答。尽管如此,若将一些体现投资者反应的间接指标综合归纳起来分析的话,就可以论证标准文本到底能否对招股说明书传递信息的能力产生影响。然而,投资者并不具有同质性,每个投资者所具有的成熟度和获取信息的能力都参差不齐。为了归纳出上述问题对各个类型的投资者可能产生的影响,笔者选取了如下几个在各金融经济文献中被研讨的指标:文件的可读性、发行价格的准确性与定价过低的程度、在路演中根据发行人新的信息更改发行价格的倾向。^[140]

结合探讨标准文本的其他学术文献,对于标准文本可能对市场中的投资者所产生的影响,笔者评定出了如下三种假设的可能性。^[141] 第一种可能性是:使用标准文本根本没有任何可辨别的影响。第二种可能性是:无论是出于有意的策略性模糊披露,还是出于负面的网络外部性,总体而言运用标准文本通常使得招股说明书的披露变得不明确不清晰,从而导致招股说明书出现赘余表述。如果是第二种情况的话,那么大体上说,越来越多的标准文本将会使得投资者或者资本市场更难去衡量判定发行人股票的“真实”价值。第三种可能性是标准文本将加速信息的流动性——无论是从模板式语言的角度还是从网络外部性来看,或是两种因素兼具。如果是这种情况的话,那么第三种可能性会以如下任一方式发生——要么经验丰富的投资者能够通过标准文本化的语言来理解披露的信息,要么仅因为标准文本本身就具有信号效应。

[140] See B. Espen Eckbo et al., *Security Offerings*, in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* 233, 236–38 (B. Espen Eckbo ed., 2007) (回顾了金融文献中用于实证研究 IPO 的方法)。

[141] 见上文第一节第五小节。

1. 可读性

用来评估标准文本影响招股说明书可理解性的一种方法就是检查其可读性。无论投资者是认真研读还是快速地浏览,招股说明书的可读性都会影响投资者接收信息的能力。这对所有类型的投资者都是如此,尤其是对于散户投资者而言。目前有很多自动可读性的评分系统用来评估文本的可读性。但是,所有这些评估的措施都有其局限性,尤其是在衡量信息披露等技术性很强的文件方面。尽管如此,这些系统的存在为衡量文件的可读性提供了一种合理的(即使只是近似的)标准。因此,结合本文提及的其他分析,有助于理解标准文本在信息披露中起到的作用。

实证分析表明,标准文本与信息披露的可读性之间密切相关。笔者通过“迷雾指数”(gunning fog)来评估一份文件的可读性,“迷雾指数”是一种目前被广泛使用、简单且统一的衡量文件可读性的方法。^[142] 特定文件的指数水平使用一个公式计算,该公式计算文件中每个句子的平均字数和复杂单词(定义为三个或多个音节的单词)在所有单词中的比例。^[143] 这个方法虽然很简单,但它被认为是判断一份文件阅读难度的一个合理指标。^[144]

如图3所示,标准文本的变化与招股说明书各个部分可读性的变化紧密相随,两者呈现类似的变化规律。

[142] 最早关于“迷雾指数”的解释和评论之一的文献, see George R. Klare, *Assessing Readability*, 10 READING RES. Q. 62, 73 (1974)。“迷雾指数”在金融领域被广泛运用。See, e. g., Aymen Ajina, Mhamed Laouiti & Badreddine Msolli, *Guiding Through the Fog: Does Annual Report Readability Reveal Earnings Management?*, 38 RES. INT’ L Bus. & FIN. 509, 510 (2016)。

[143] Klare, *supra* note 142, at 73.

[144] 在使用稳健性检验的基础上,笔者运用了几个其他可读性指数进行了分析:Flesch Reading Ease 指数、Flesch – kincaid 指数、Smog 指数、Coleman – Liau 指数和自动可读性指数(the Automated Readability Index)。上述方法得出的所有结果都是一致的。尽管可读性的变化因使用指数而异,但总体特征是相同的。

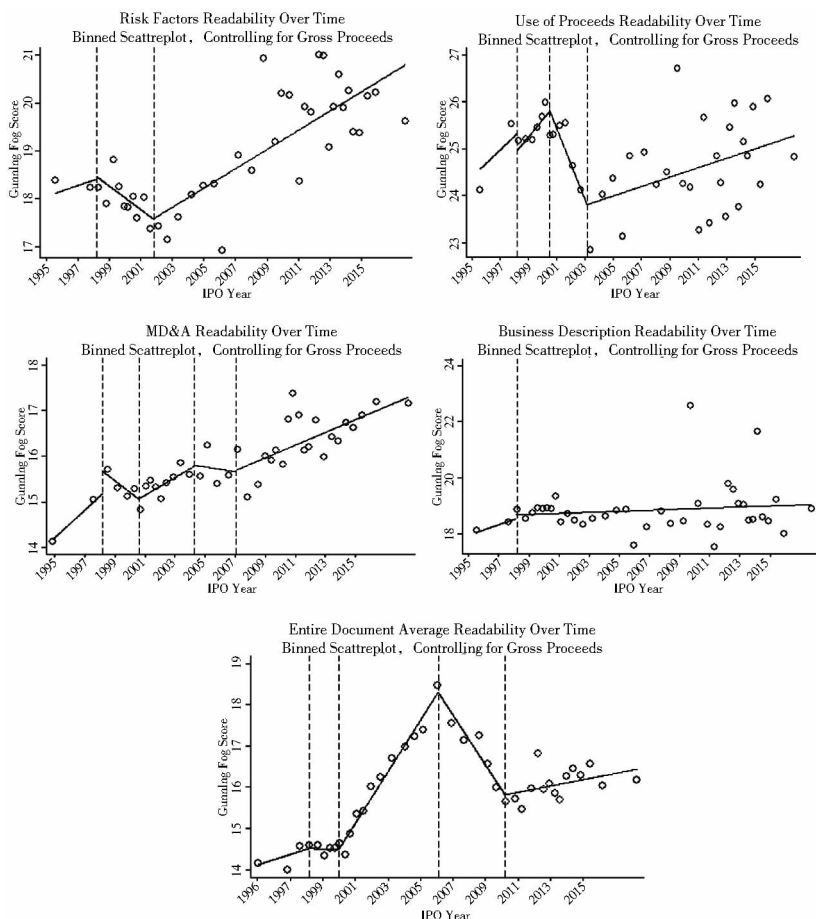


图3 “迷雾指数”与招股书的可读性

图3中的散点图共由50个分位数组成,每个分位数取观测数据的平均值。上述各图体现了随着时间的推移招股说明书可读性的趋势。数值越低表示招股说明书越容易阅读,而数值越高表示招股说明书越难阅读。

总体而言,“迷雾指数”被评为8分则被认为适合大多数读者阅读,而评分大于18分时则代表大多数读者认为该文件难以阅读。^[145] 在数

[145] See Loughran & McDonald, 10 – k Filings, *supra* note 112, at 12 (大多数读者认为 10 – k 文件难以阅读是因为该文件“gunning fog”可读性指数的平均得分超过了 18 分)。

数据库中,招股说明书的“迷雾指数”的平均得分为 17.9 分。被评为最易阅读的招股说明书的评分为 10.8 分,而读者认为最难以阅读的招股说明书的评分为高达 27.3 分。把这些评分结合其他文章来看的话,苏斯博士的童书《绿鸡蛋与火腿》(*Green Eggs and Ham*)的可读性评分为 2.5 分,而最新的 3 期《耶鲁法律学报》(*the Yale Law Journal*)总体可读性评分为 14.3 分。^[146]

如图 2 所示,图 3 中的折线表将 1998 年年末制定了简明语言规则的时间点界定为起始点,并统计了 1998 年以后每一年变化的趋势。关于标准文本与可读性之间的关系在统计学上存在显著变化的进一步分析,详见本文附录 G。^[147]

尽管招股说明书的总体可读性与标准文本的过度使用之间的联系看似很直观,但仅从数据中无法清楚地看出为什么标准文本和可读性之间存在联系。例如,“迷雾指数”的评分是根据每个句子的单词数和每个单词的音节量计算出来的,而这些单词数、音节量都与标准文本本身无关。对于这个问题,一个合理的解释可能是,标准文本是通过文字的不断堆砌而发展起来的——单词和短语随着时间的推移在不断增加,而并非删除。此外,当语言没有经过精心编辑时,这便意味着没有人试图通过删除复杂的单词和短语来精简语言并使文件更具可读性。此外,虽然规则(简明语言规则)的其他组成部分在采用该规则时也可能影响可读性,但是,当控制应用于规则的其他部分时,标准文本和可读性之间的关系仍然存在。这表明了标准文本本身或者至少是为了减少使用标准文本所做出的努力,与可读性息息相关。

由于通过指数来衡量文件的方法是为一般的通用文件创设的,对于主要由专家研读的具有高度专业性的文件来说,用普通的可读性指数来衡量文件的方法可能并不合适。考虑到专家来研读招股说明书的语言,因此普通的可读性指数评分便无法反映文件措辞对这类专业人士的影响,上述这种观点具有一定的说服力。不过,可读性指标评分仍然与散户投资者息息相关,因为他们未必都是解读此类披露信息的专家。这些

[146] Tim Loughran 和 Bill McDonald 为提到的这些例子提供了灵感。若想进一步了解关于“迷雾指数”在不同文章中的分析研究, see Loughran & McDonald, 10 - K Filings, *supra* note 112, at 10, 12 - 13.

[147] 见附录表 G; 另外参见图 3。

评分揭示了招股说明书阅读时难易程度的相对变化,在一定程度上说明了标准文本可能会如何影响普通散户投资者对于招股说明书中披露信息的接收程度。

2. 分析师评估

证券分析师的推荐建议也可以用作处理信息不对称问题的一个间接指标,从而可以用来衡量标准文本是否有助于或减少了信息不对称。证券分析师,特别是那些在卖方工作的分析师(如就职于投行、承销商的分析师)会就是否应购买、出售或持有某一特定证券发布报告和建议。这些证券分析师在证券披露方面是经验老到的处理者,同时也是为那些可能缺乏时间或专业知识的投资者来评估 IPO 的重要媒介。^[148] 衡量某一特定证券其信息不对称的一种方法是观察不同证券分析师推荐该 IPO 的分歧。^[149] 如果各证券分析师的建议是一致的或接近一致的(例如,证券分析师都建议买入或给出相似的盈利预测),则无论证券分析师群体的建议是对是错,都表明了分析师们从信息披露中得到了强烈信号。^[150] 如果分析师的建议各不相同(例如,部分分析师表示建议强烈买入,一部分建议持有,另一部分则建议卖出),这种情况则表明了发行人披露出来的信息并不确定。^[151] 就 IPO 企业而言,由于发行人通常在发行前未发布任何公开信息,因此相较已上市一段时间的企业而言,证券分析师将会更依赖于招股说明书披露的信息。为了调查分析师的建议,笔者从机构经纪人评估系统(institutional brokers estimate system, IBES)取得了有关分析师建议的数据。虽然并非所有上市公司最初都会有分析师跟进,但数据库中已包含了足够数量的 IPO 企业,其中 1859 家 IPO 企业至少有两名分析师在上市后的最初 60 天内对其进行了分析,以提供有用的标准文本。由于这些企业刚上市不久,因此许多证券分析师并不会给出盈利的预测,反而他们会在“强烈建议买入、持有、卖出、强烈建议卖出”中

[148] See COFFEE & SALE, *supra* note 42, at 122(介绍了证券分析师在资本市场中的角色)。

[149] See, e. g., Jon A. Garfinkel, *Measuring Investors' Opinion Divergence*, 47 J. ACCT. RES. 1317, 1344 (2009) (将分析师的研究报告与各分析师意见间的分歧结合分析)。

[150] Cf. *id.* At 1317-18 (阐述了分析师意见的差异化程度对公司股票的价格有很大的影响)。

[151] *Id.*

择一进行建议。为了测量离散度,我为每种类型的建议分配了一到五的数字变量,然后使用概率模型来评测分析师的意见偏离多个推荐类别的可能性。当然,除了披露的信息外,还有很多因素会影响分析师的预测,比如某一特定时间内某一行业的总体市场状况和趋势。因此,我运用固定效应来控制年份、产业目录和交易的承销商因素。此外,还包括对该公司经营年限、总资产的对数、该公司分析师人数的对数、风险资本的存在与否以及募集资金总额的对数等方面的控制变量,从表 1 中的数据可知,当控制上述这些因素时,标准文本与分析师意见的差异呈正相关。

表 1 分析师意见与标准文本的关系 *

Dependent Variable: Probability of Divergence in Analyst Opinions	Probability Change per 10% Change in Similarity	
	(1)	(2)
Overall Similarity	-0.10 (0.15)	-0.09 (0.27)
Pseudo R ²	0.20	0.25
Number of Observations	1389	1111
Risk Factors Similarity	0.51** (0.23)	0.16 (0.14)
Pseudo R ²	0.20	0.25
Number of Observations	1299	1285
Use of Proceeds Similarity	0.70** (0.29)	0.21 (0.32)
Pseudo R ²	0.20	0.25
Number of Observations	1299	1285
MD&A Similarity	0.34* (0.17)	0.48** (0.22)
Pseudo R ²	0.23	0.25
Number of Observations	1227	1229
Business Similarity	-0.03 (0.08)	-0.08 (0.08)
Pseudo R ²	0.19	0.24
Number of Observations	1194	1282
Prior to 2002 FE	X	X
Industry FE	X	X
Year FE	X	X
IPO * Year FE	X	X
Bank FE		X

* 表 1 是有边际效应的概率模型。控制变量包括每家主承销商、企业 IPO 的年份、所处行业以及上表中的两组数据间相互作用的固定效应,还包括 2002 年以前达成交易的标志。交易总收入(对数)、提出建议的分析师人数(对数)、发行人经营年限(对数)、发行人总资产(对数)和招股说明书字数(对数)等特定项都囊括其中,但未通过列表的形式显示。括号中标注出了差值,标有*,**和***的估计值分别在 10%、5%和 1% 幅度内具有统计学意义。

表1显示,即使将承销商所发挥的固定效应包括在内,标准文本中的管理层分析、风险因素和资金运用部分都增加了分析师得出不同预测的可能性。这些章节中的标准文本尤其会影响分析师的建议,这是有道理的,因为这些建议会使想要评估发行人的投资者去仔细地钻研。

关于分析师的分析报告,有两点需要注意。首先,在2002年之前,许多证券分析师被发现存在重大的利益冲突,因为许多为投行工作的分析师直接得到了投行和销售及交易部门的资金补偿。^[152]因此,这些证券分析师有动机为那些付费的投行所承销的股票进行有利的推荐。^[153]这种推荐不仅包括陪同投行和发行人的管理层去参加路演,还包括帮助说服投资者去确信该股票的价值。^[154]上述利益冲突导致买方分析师之间达成了“全球性和解”(global settlement)并制定了规定,要求分析师与商业业务(销售股票的业务)之间隔着一堵“隔离墙”。^[155]为了解释分析师监管的重大变化,对2002年或之前的所有发行都采取了回归分析控制。

其次,与本文的其他部分一样,需要注意的是,其他解释方法也是可能的。例如,可能存在如下的这种情况,即标准文本被存在高度风险的发行人使用,或者这些企业的未来业绩非常不清晰不明确,而分析师对这些企业的看法因风险或不确定性而产生分歧。回归分析包括对风险和不确定性标记的控制,但这些控制可能无法完全捕捉风险和不确定

[152] See James C. Spindler, *Conflict or Credibility: Research Analyst Conflicts of Interest and the Market for Underwriting Business*, 35 J. LEGAL STUD. 303, 303-05 (2006) (本文提及了为了投行的承销业务提供有益建议的分析师的研究)。

[153] See id.

[154] See id.; See also Daniel J. Bradley, Bradford D. Jordan & Jay R. Ritter, *Analyst Behavior Following IPOs: The “Bubble Period” Evidence*, 21 REV. FIN. STUD. 101 (2008); Michael T. Cliff & David J. Denis, *Do Initial Public Offering Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?*, 59 J. FIN. 2871 (2004); Raghuram Rajan & Henri Servaes, *Analyst Following of Initial Public Offerings*, 52 J. FIN. 507 (1997); Steven X. Zheng & David A. Stangeland, *IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts*, 36 FIN. MGMT. 45 (2007)。

[155] See Spindler, *supra* note 152, at 304-05 [“随着《萨班斯—奥克斯利法》的要求被交易所和全美证券交易商协会(NASD)推行后,证券分析研究市场已被有效限制”]。

性。为了进一步研究标准文本对分析师的直接影响,笔者对发行人匹配的标准文本样本进行分析,详情可见附录表 F1 和附录表 F2 的说明。研究结果与上述结论一致,并进一步证明了标准文本对分析师的建议具有影响。这进而论证了标准文本对于信息不对称而言很重要的结论。

3. 定价与市场反应

定价过低、价格修正以及买卖价差相对于新的上市公司交易价格的变动,是公司证券信息不对称的又一特征。正如下文所讨论的,在大量的金融经济学文献中,定价过低、价格修正和买卖价差被不同地用作衡量信息不对称的指标。笔者使用这些指标来评估标准文本到底如何影响信息披露减少信息不对称的能力。

因为机构投资者是信息披露的最早消费者,这些信号与他们尤其相关。而机构投资者对交易的兴趣程度,有助于决定股票的初始和最终价格设定的水平。这些投资者的兴趣与否受到发行人信息不对称的影响,从理论上讲,这种不对称应该通过信息披露得到缓解。如果信息披露在缓解信息不对称方面做得不好,那么,最初的投资者更有可能对于是否要投资某发行人感到疑惑。这意味着,由于发行人具备的诸多不确定性,在是否对投资该发行人认真考虑之前,这些投资人需要更多的诱因,他们必须在可能的范围内花费自己的资源来获取必要的信息。发行人及其投行可以获得的最显著诱因便是发行价格。如果特定发行人的信息不对称性较差,则通过调低初始价格的设置可以吸引更多利益,这反过来将造成 IPO 定价被低估且低于市场最终承受水平的现象。过低的定价也会促使投资者自行研究与思考,包括在路演中与发行人的管理层交谈。这一过程的结果是,这些投资者可能会根据他们认为证券发行(以及发行人信息)的可接受范围发出偏离投行预期的需求。在这种情况下,发行人和投行人士可能最终将发行定价在初始价格范围之上。相对于机构投资者而言,信息与定价之间的相互作用使得折价和价格修正成为信息不对称的合理指标。

买卖价差(bid - ask spread),即做市商买入股票的价格与卖出股票的价格之差,也被广泛用于衡量信息不对称。做市商将差价作为在证券中提供流动性的一种补偿。证券交易存在信息不对称程度高且做市商相对于知情交易者可能处于不利地位的额外风险,通常认为,利差扩大

在一定程度上意味着对这种额外风险给予更高的补偿。尽管信息不对称并不是影响信息传播的唯一因素,但它仍然是评估企业信息环境及其与披露关系的有效手段。

(1) 定价过低和买卖价差是衡量信息不对称的指标

大量文献研究了信息不对称与定价过低和买卖价差之间的关系。本节将简要阐述解释这些文献中的要点为本文的分析提供一个背景。

定价过低是美国 IPO 的一个常见特征,其发生的程度反映了交易信息的不对称程度。定价过低是指 IPO 股票的价格在市场交易的第一天开始上涨,并在超过发行价后达到稳定的走势。有人可能会认为股票价格大幅上涨对于 IPO 而言是一个乐观的结果,确实一定程度的价格上涨(第一天反弹或“涨停”)历来是一个成功的标志。因此,定价过低往往在一定程度上是有意而为之;投行通常会透明公开地向他们的 IPO 发行人客户推荐一个低于市场承受能力 15% 的发行价,以确保 IPO 在市场上的热度并吸引投资者的兴趣。^[156] 然而,顾名思义,定价过低意味着初始发行价格低于市场承受的价格,发行人因此放弃了原本可以收到的募集资金。^[157] 因此,定价过低是否有缺陷是一个程度问题。一只股票的定价越低于确保交易成功所需的水平,那么定价越低对发行人来说就意味着不必要的损失越大。^[158] 学者们对于发行人为什么能容忍低得离谱的定价而感到困惑,在过去几十年里,发行人定价打的折扣往往远远超过 15%,甚至在许多发行中超过了 100%。目前学界已经提出了众多理

[156] See *id.* at 599–612 (描述定价过低对发行人的潜在好处,包括正面的提示效果和对投资者信息披露需求的回报); Goldman Sachs Grp., Presentation to eToys Regarding Initial Public Offering 4 (Jan. 18, 1999) <https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/interactive/2013/03/10/opinion/sunday/nocera-goldman-sachs-etoys.html?ref=Sunday> [<http://perma.cc/3G4V-XMEP>] (描述定价 10%~15% 的“折扣”,以确保股票发行后足以吸引投资者的胃口)。

[157] See Griffith, *supra* note 105, at 583–90 (提到定价过低使每个投资者能够快速转售在 IPO 中分配的股票,以获取利润)。

[158] See *id.* at 599–602 (“发行人每低估 1 美元将损失 0.93 美元。因此,相较于承销商而言,对发行人来说定价过低损失更大”)。

论解释,^[159]其中主要集中在定价过低可能对减轻与发行人有关的不确定性和风险的影响,或在降低发行人和承销商的诉讼风险方面所发挥的作用。这些解释反过来也与信息不对称问题有关。根据理论,投资者了解信息较少的公司,其股票发行价格更低,因为投资者对公司业绩的预测差异较大,机构投资者需要对投资于一家不透明公司的风险获得更高的补偿。^[160]由于股票价格迅速上升到均衡水平,定价过低补偿了那些投资者的即时回报。

不确定性可能源于与业务相关的固有风险,也可能源于缺乏关于业务的信息,或者两者兼而有之。投资者通常通过分散投资策略来处理特定交易的固有风险。当缺乏信息成为一个问题时,定价过低可以为投资者提供一个诱因,促使他们花费资源来收集对一家公司的信息。因此,如果某发行人及其承销商在披露处理信息方面投入不够,则更容易出现

[159] 大多数理论研究结构来自于各金融文献。See, e. g., James R. Booth & Richard L. Smith II, *Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis*, 15 J. FIN. ECON. 261, 261 (1986) (假设“承销商可以被用来‘证明’发行价格与公司未来盈利前景的内部信息是一致的”); Kevin Rock, *Why New Issues Are Underpriced*, 15 J. FIN. ECON. 187, 188 (1986) (认为定价过低的原因是,承销商为了吸引“不知情的投资者”而折价,从而抵消了IPO市场中的逆向选择); Seha M. Tinic, *Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock*, 43 J. FIN. 789, 790 (1988) (证明“总折价是一种有效的保护形式,可防止法律责任以及对投行和发行人声誉的相关损害”)。然而,法律文献同样讨论了这个问题。See, e. g., Janet Cooper Alexander, *The Lawsuit Avoidance Theory of Why Initial Public Offerings Are Underpriced*, 41 UCLA L. REV. 17, 17-22 (1993) (“‘诉讼回避’理论认为,IPO定价过低可以完全避免一些诉讼,并降低其他诉讼的潜在损害,从而成为一种防范法律责任的形式”); Barondes & Sanger, *supra* note 34, at 169 (关于定价过低的理论); Yoram Barzel et al., *Prevention Is Better Than Cure: The Role of IPO Syndicates in Precluding Information Acquisition*, 79 J. Bus. 2911, 2911-13 (2006) (认为“这种信息独占的情况解释了为什么主承销商要求承销团在评估和定价问题上表现被动,在连续的IPO过程中与成员‘互惠参与’,并随着时间的推移维持稳定的成员资格”); Richard A. Booth, *Going Public, Selling Stock, and Buying Liquidity*, 2 Entrepreneurial Bus. L. J. 649, 654 (2007) (通过“使用修正的荷兰式招标法进行IPO”,为定价过低提供解决方案); James C. Spindler, *IPO Underpricing, Disclosure, and Litigation Risk* 15-16 (Univ. S. Cal. L. Sch., L. & Econ. Working Paper Series, Paper No. 94, 2009), <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1105&context=usclwps-lewps> [<https://perma.cc/4BMU-Z6JS>] (提出了与“定价过低是由信息不对称导致”理论一致的证据)。

[160] Barondes & Sanger, *supra* note 34, at 18.

折价发行,这意味着如果标准文本倾向于格式化,则会出现更多标准文本;如果标准文本倾向于更具信息性,则会出现更少标准文本。^[161] 尽管这是对定价过低的几种解释之一,但在首日回报率差异较大的情况下,这种解释尤其可信,因为它表明,不确定性至少在部分上是由信息不对称决定。^[162] 因此,若标准文本对信息不对称有影响,则标准文本和定价过低之间必然存在关系。^[163]

公司股票的买卖价差是金融文献中使用的信息不对称的另一个指标。^[164] 对于发行人而言,信息不对称会影响买卖差价,因为差价部分代表对做市商提供流动性所涉及风险的补偿。例如,随时准备买入和卖出特定的证券。如果在证券信息方面存在更多的不对称,则做市商便会需要更大的利差,以平衡预期里市场其他更知情交易者所增加的风险。^[165] 如果标准文本与信息不对称有关,在控制相关因素(包括与信息无关的价差的其他决定因素,下文将详细论述)的情况下,则我们应该期望看到它与较大价差之间的关系。随着时间推移,交易公司股票的知情交易者提供信息,从而减少了信息不对称程度。因此,如果信息披露的质量影

[161] See id. [假设定价过低可能是为了补偿买家对公司的不知情,这往往会导致不知情的买家购买了“糟糕(定价过高)IPO”的原因]。

[162] 这是阿克洛夫“柠檬问题”的另一个体现。由于涉及IPO定价过低,有关这个问题的更深入讨论, see Rock, *supra* note 159, at 187. 应该指出的是,目前已经提出了其他理论来解释定价过低。See Ritter & Welch, *supra* note 13, at 1795. 在任何情况下,信息或信息的缺乏都可能导致定价过低,特别是考虑到价格调整的倾向(这将抵销定价过低)。

[163] See Arnold et al, *supra* note 29, at 1516 (招股说明书相似程度越高的公司,在IPO时的定价就越低); Hanley & Hoberg, *supra* note 32, at 2860 (信息量越大,从申请过程至半到IPO时的价格变化就越小,定价过低的趋势也越低); Tim Loughran & Bill McDonald, *IPO First-day Returns, Offer Price Revisions, Volatility, and Form S-1 Language*, 109 J. FIN. ECON. 307, 324 (2013) (总而言之, IPO定价偏低的一个更有吸引力的大致原因强调了事前不确定性的作用)。

[164] See Dan Amiram, Edward Owens & Oded Rozenbaum, Do Information Releases Increase or Decrease Information Asymmetry? New Evidence From Analyst Forecast Announcements, 62 J. Acc. & ECON. 121, 125 (2016) (将买卖价差作为衡量信息不对称的一项指标,并指出价差反映了信息不对称等因素,这一点已得到充分证实)。

[165] See id. at 124-125 [这是一种概念化的方法……也就是说,正如某专业人士观察到的那样,企业会提高买卖价差,以保护自己,而此时更有可能的情况是,认购订单来自拥有优越(信息)处理能力的老练投资者]。

响信息不对称,则应该期望看到更多的标准文本与更大的利差之间的关系,随着信息以其他方式进入市场,如知情交易,这种价差会缩小。

(2) 数据分析

通过数据支持这样的假设,即标准文本与信息不对称之间有关,而且越来越多的标准文本(至少在总体上)实际上增加了投资者的不确定性。这一点首先体现在折价发行的具体数据上。图4和图5说明了原始数据与招股说明书某些关键部分之间的关系。这些数据显示了标准文本在风险因素、募集资金用途和管理层讨论与分析章节与折价发行相关的百分比(见图4)、与首日募集资金间的方差(见图5)。在原始数据中,主要的(虽然不是普遍的)规律是,折价发行和首日募集资金的方差都随着标准文本的(使用量)增加而增加。

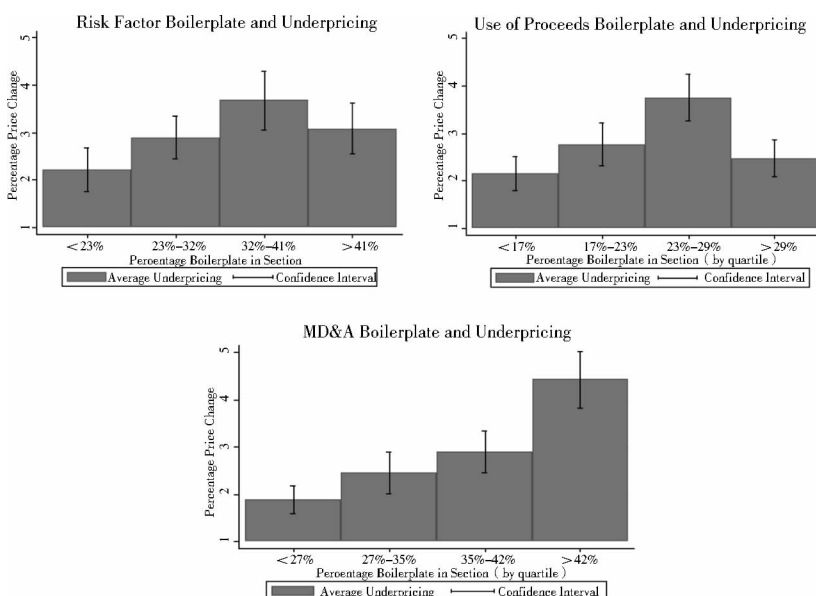


图4 与标准文本相关的定价

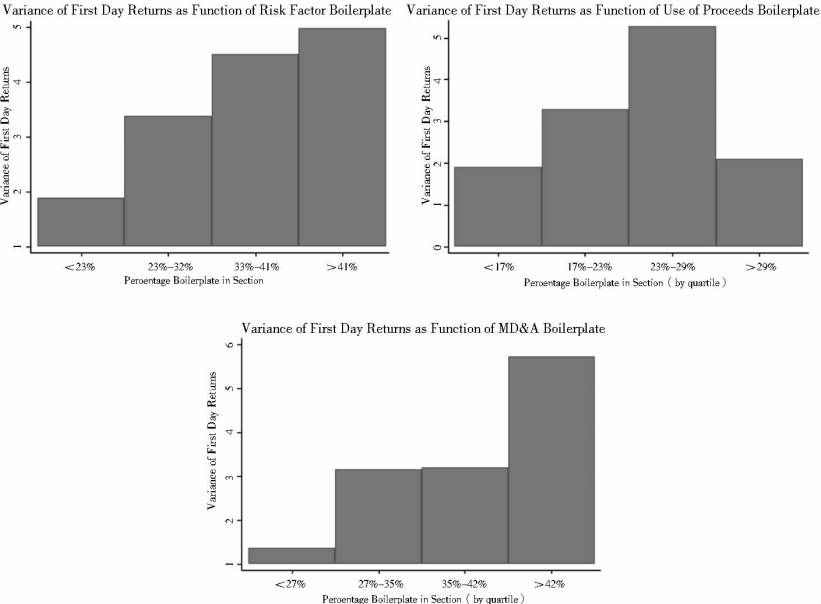


图5 风险因素标准文本与定价调整

如表2所示,招股说明书语言相似性与首日价格回报之间的关系仍然以普通的最小二乘(ordinary least squares, OLS)回归表示,其中包括对影响折价的众多因素的控制。^[166] 因变量是折价水平,定义为交易首日价格上涨的百分比。主要自变量是标准文本水平,即IPO招股说明书总体上的平均相似性,并按章节细分。

[166] OLS 是一种统计方法,该方法试图通过找到一个近似符合一组数据的函数来确定一组解释变量和一个被关注的结果变量之间的关系,同时保持一些其他控制因素不变。See Jeffrey M. Wooldridge, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* 49 (2001). 笔者注意到,在募集资金用途这一章节,语言的重复率在低定价和差异方面似乎都下降了29%以上。目前还不清楚为什么会出现这种情况,不过应该指出的是,这一节通常很短,相对于披露的其他部分,可能有关募集资金的某些标准化语言对定价过低的影响相对较小。

表 2 标准文本的价格低估效应 *

First-Day Returns	Change in Returns per 10% Increase in Similarity		
	(1)	(2)	(3)
Overall Similarity	0.30** (0.12)	0.34** (0.15)	3.00%~3.40%
Gross Proceeds (log)	0.09 (0.05)	0.13* (0.07)	
Adj. R ²	0.37	0.34	
Number of Observations	2050	2164	
Risk Factor Similarity	0.22*** (0.13)	0.23** (0.12)	1.70%~2.80%
Gross Proceeds (log)	0.09 (0.05)	0.12 (0.00)	
Adj. R ²	0.36	0.39	
Number of Observations	2023	2162	
Use of Proceeds Similarity	0.60*** (0.17)	0.55** (0.14)	5.55%~6.00%
Gross Proceeds (log)	0.10 (0.05)	0.13 (0.19)	
Adj. R ²	0.36	0.39	
Number of Observations	2023	2160	
MD&A Similarity	0.62*** (0.18)	0.51** (0.19)	5.10%~6.20%
Gross Proceeds (log)	0.10 (0.05)	0.12 (0.06)	
Adj. R ²	0.32	0.34	
Number of Observations	2050	2162	
Business Similarity	0.00 (0.14)	0.07 (0.16)	0.00%~1.00%
Gross Proceeds (log)	0.08 (0.05)	0.11 (0.06)	
Adj. R ²	0.31	0.33	
Number of Observations	2020	2162	
Industry FE	X	X	
IPO Year FE	X	X	
Industry * Year FE	X	X	
Law Firm FE		X	
Bank FE	X		

* 控制变量包括募集资金(对数)和每个主承销商、发行人的律师事务所、IPO 年份、行业以及这两组的相互作用的固定效应。对发行人经营年限(对数)、发行人总资产(对数)、风险资本参与程度、波动性、组织规模、发行人是不是一家科技型企业、债务与资产比率以及招股说明书字数(对数)的额外控制变量包括在所有设定(specification)中,但未在表格中显示。括号中明显的数字差异集中在行业和年份级别。对于所有未在列表中显示的设定,第一层次设定中投行和年份以及第二层次设定中的律所和年份是显著的或低于 10% 的水平。以 *, ** 和 *** 标记的估计值分别在 10%、5% 和 1% 的总体上具有统计学意义。

回归分析恒定了每笔交易的总募集资金(对数)作为对交易规模和质量的控制,以及采用发行人资产(对数)控制发行人规模。^[167] 分析还使用了固定效应,包括每一家主承销商、每一家发行人律师事务所、每一行业类别、^[168] 每年在交易中是否有风险资本的存在以及年度与行业的相互作用。^[169] 附加的控制变量包括公司的经营年限、市场波动性(用 CBOE 波动性指数 * 衡量)以及根据 SDC 类别来衡量发行人是不是一家科技型公司。

表 2 显示,对于招股说明书的部分章节以及整个招股说明书而言,平均折价水平随着标准文本使用水平的提高而增加。这反过来表明,随着标准文本使用水平的提高,发行过程中的信息不对称性更大。^[170]

对于买卖差价,类似的影响也很明显。价差由信息不对称以及做市商的订单处理成本和库存持有成本决定。^[171] 考虑到其他因素,利差越

[167] 与有关 IPO 的金融经济文献相一致,本文描述的回归使用每次 IPO 总收益的自然对数,以减轻美元金额分布的偏倚。Eckbo et al., *supra* note 140, at 275 – 79. 总收益与发行人的规模高度相关,经常被用作衡量发行人质量的指标。Id.

[168] SIC 代码用于对发行人的行业进行分类,并为每个发行人分配代码。See Eckbo et al., *supra* note 140, at 425. 本文中分析使用的 SIC 代码的前两位数字,这代表了足够广泛的类别,可以创建类似交易的分组,但又足够具体到可以确保相同类别的交易属于相关行业。作为补充性检查,笔者还使用 Fama French 行业分类测试了每个规范。

[169] 固定效应通过消除感兴趣的因变量的观测平均值,提供了一种控制某些变量内生性的方法。See Wooldridge, *supra* note 166, at 265 – 66 (解释了一种固定效应的方法)。例如,如果 2007 年出现了特别大的价格低估,固定效应将去除价格低估的年度平均水平,只留下可归因于其他因素的变量。每个 IPO 季度、每个主承销商、每个行业以及每个行业和年份之间的互动都适用该做法。

* CBOE 波动性指数又称为 VIX 指数,它是了解市场对未来 30 天市场波动性预期的一种衡量方法。See Wikipedia, <https://en.wikipedia.org/wiki/VIX>. ——译者注

[170] 不明确的信息披露通常会造定价过低,这一观点在其他地方得到了推进,并得到了其他实证研究的支持。See Spindler, *supra* note 159, at 30 (进行了实证研究,以说明信息披露影响不确定性和定价过低); see also John L. Campbell et al., *The Information Content of Mandatory Risk Factor Disclosures in Corporate Filings*, 19 REV. ACCT. STUD. 396, 405 – 06 (作者自行存档) (讨论了市场对风险信息的消化); Todd D. Kravet & Volkan Muslu, *Textual Risk Disclosures and Investors' Risk Perceptions*, 18 REV. ACCT. STUD. 1088 (2013) (作者自行存档) (分析了市场对定期提交的表格 10 – K 中风险信息的吸收情况)。

[171] See Amiram, et al., *supra* note 172, at 125 (对买卖价差的各种非信息不对称成分使用控制)。

大,信息不对称越多,利差越窄就显得越小。虽然关于公告和披露的模式更难以在原始数据中显示,但仍可以用回归模型进行分析。本文的附表 E 提供了发行人上市首日和 IPO 后 30 天和 60 天的买卖价差与标准文本使用水平的回归模型结果。除了折价分析中包含的控制因素外,经参考金融文献,该模型还考虑了与信息无关的利差决定因素,包括每日成交量、募集资金波动率 and 公司规模的控制等。该附表还说明了标准文本使用水平越高,首日交易的买卖价差越大,证明了信息不对称的程度越高。该附表还显示了,对发行人在标准文本披露较少的信息而言,越高的标准文本使用水平与日趋减小的利差更相关。这与注册登记中的标准文本在 IPO 时有助于或证明信息不对称的假设是一致的,并且当信息通过其他方式进入市场时,这种不对称性会随着时间的推移而减少。

本文注意到,关于定价过低和价差的分析并没有证明两者间呈现因果关系。可能是标准文本覆盖了信息,也可能是低质量的发行人使用了很多的标准文本,但无论如何都会经历更高的折价和价差。笔者用三种方法来阐述这个问题。首先,笔者对发行人经营年限、风险资本参与程度、募集资金用途、主承销商和律师事务所进行了控制,因为这些变量与证券发行的质量有关。^[172] 成立时间久的发行人在投资人获取信息方面有着较长的流水记录。这些公司往往与投行和律师有着长期稳固的关系,因此,这些企业可能希望这那些中介机构在起草披露文件方面付出更多努力。

发行规模对信息披露和笔者在这里得出的分析结果也很重要。更多的募集资金与更强、更大的公司相关,因为这些公司更容易筹集资金,并吸引高质量的律师事务所和承销商这样为他们服务。笔者使用固定效应来控制主承销商在发行人质量方面所发挥的作用效应,这是因为各承销商提供了分类功能,也就是说高知名度的承销商通常服务于最高质量的客户。风投资金的参与也可以表明一家发行人的质量,因为这些机构能够提供的资源,以及他们的投资是基于市场其他人所不了解的信息。

解决这一因果关系问题的第二种方法是使用倾向评分匹配来进行测试。测试涉及对发行人标准文本样本进行类似的回归分析,这些标准

[172] See Eckbo et al., *supra* note 140, at 276 – 79 (提供多个不同研究得出的表格,运用使用多种方法来确定定价过低)。

文本与发行人预计使用标准文本的倾向相匹配,其依据的标准将表明发行人的质量、行业、交易时机和其他因素,如本文附录表 F1 和附录表 F2 中进一步的解释。该方法模拟了一个实验,在这个实验中,对照组(低标准文本)的发行人与实验组(高标准文本)中的类似公司进行比较。结果与上述 OLS 分析结果一致。^[173]

(3) 价格调整

如前所述,另一个反映投资者和发行人在评价披露信息时信息不对称的指标是路演期间发行价格的调整幅度。^[174] 特别是,如果向上调整的价格幅度与这里分析的其他指标结合起来看,就可以评估标准文本和信息不对称之间的关系。

当价格在路演期间上调时,表明承销商依据在撰写完初始招股说明书后、完成尽职调查前所掌握的信息设定的价格范围远小于了早已被其预期低估的用于吸引投资者的折价水平。这种与标准文本相关的发行价格呈现出系统调整的特点,与市场推广阶段的信息不对称现象由于后续投资者通过信息披露之外的其他渠道获取了信息而得到修正的情形最为一致。最有可能获取信息的渠道是路演或投资者自己的研究。

在任一情形中,初始招股说明书中的标准文本披露与发行价格的上调幅度之间存在正相关关系,这意味着标准文本并未完全反映出发行人的信息,使初始定价不那么准确,投资者只能通过其他方式获取信息。此外有学者指出,定价可以通过两种方式来实现:通过发行前的尽职调查或累计投标询价,在此期间投资者在获准接见公司管理层,在阅读信息披露材料并询问问题后,向其表达投资意愿和需求。^[175] 这些学者认为,尽职调查和累计投标询价之间存在权衡关系。发行人或承销商可以花钱进行尽职调查并据此设定价格,或者他可以简单地设定一个较低的

[173] See *infra* Appendix Table F1 and F2 and accompanying text.

[174] 发行人及其承销商根据对最终价格的预估,在最初的表格 S-1 中设定了一个指导性价格区间。最终价格将要么落在这个区间内,要么在路演结束后根据投资者的意向从最初的区间向上或向下修正。See Bochner, *supra* note 27, at 47 (介绍了路演环节)。

[175] See Loughran & McDonald, *supra* note 163, at 315 [“围绕 IPO 估值的不确定性越高,累计投标询价过程中新披露的信息(正面或负面的)对发行价格调整产生重大影响的可能性就越大”]。

价格,从而补偿初始投资者亲自对公司进行尽职调查的费用。更少的尽职调查导致更少的信息披露,以及更多使用从其他发行活动中借鉴的标准文本,同时累计投标询价将意味着后续将进行更多的价格调整,因为发行人及其投行设定了较低的初始发行价格来激励初始投资者亲自进行调查研究的。^[176] 因此,标准文本与价格调整之间的关系也表明了标准文本与信息不对称之间的关系。

(4) 价格调整的分析

价格调整数据的特点与标准文本与信息不对称有关的结论是一致的。首先看原始资料,图6表明了复制语言的数量与价格上调可能性呈现总体正相关的关系。该图显示了标准文本与价格调整在风险因素、募集资金用途和管理层讨论与分析部分(以25百分位和50百分位为界)中的关系占比。虽然我注意到置信区间有很大重叠,但所有三个部分的平均价格修正趋势都是向上的。

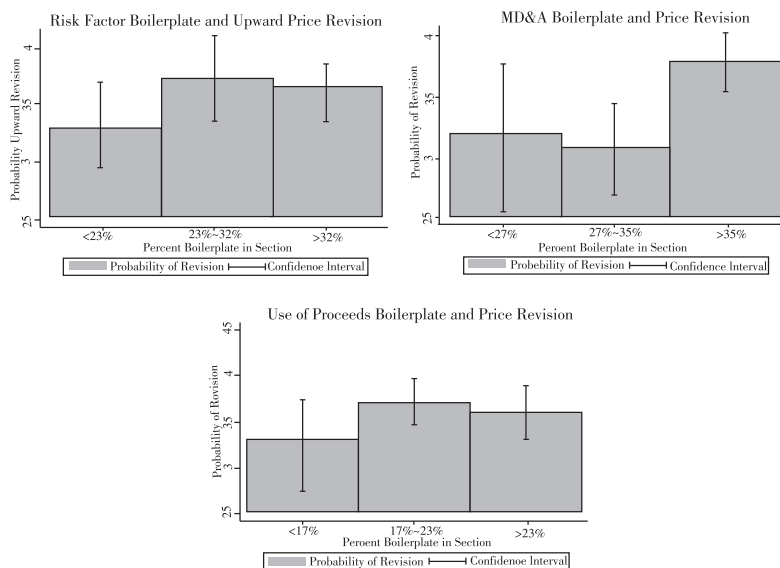


图6 风险因素标准文本与定价调整

[176] See id. at 318 (“由于投行需要补偿投资者开展研究的费用,可以预计那些带有大量不确定或负面信息的IPO初始报价低、价格上调幅度大、首日回报率高”).

如表 3 所示,考虑到信息披露中标准文本的数量,一项交易的价格可能调整到初始范围之外,这一结果反映在 Probit 模型的回归分析中。^[177]

表 3 标准文本的定价调整功能*

Price Revision	Probability Change per 10% Change in Similarity		
	(1)	(2)	(3)
Overall Similarity	0.26** (0.11)	0.24* (0.13)	2.40% to 2.60%
Pseudo R ²	0.20	0.23	
Number of Observations	1805	1589	
Risk Factors Similarity	0.29*** (0.09)	0.33** (0.16)	3.00% to 3.30%
Pseudo R ²	0.22	0.24	
Number of Observations	1873	1658	
Use of Proceeds Similarity	0.12 (0.15)	0.04 (0.20)	0.04% to 1.20%
Pseudo R ²	0.23	0.24	
Number of Observations	1873	1658	
MD&A Similarity	0.19* (0.11)	0.29** (0.14)	1.19% to 2.90%
Pseudo R ²	0.23	0.24	
Number of Observations	1867	1652	
Business Similarity	0.04 (0.21)	0.26 (0.27)	0.40% to 2.60%
Pseudo R ²	0.22	0.23	
Number of Observations	2372	2157	
Industry FE	X	X	
IPO Year FE	X	X	
Industry * Year FE	X	X	
Bank FE	X	X	
Law Firm FE		X	

[177] Probit 模型是一种统计模型,其结果变量只能取两个值中的一个,有助于估计事件发生和不发生的概率。See Wooldridge, *supra* note 166, at 457 – 58 (介绍了 Probit 模型)。

* 表 3 展示了边际效应。控制变量包括每家主承销商、发行人的律师事务所、IPO 年份、发行者的行业类别以及这两组因素之间相互作用的固定效应。对发行人经营年限(对数)、发行人总资产(对数)、募集资金(对数)、风险资本参与、波动性(VIX 水平)、组织规模、该公司是不是一家科技公司、债务与资产比率和招股说明书字数(对数)的额外控制包括在所有设定中,但未列成表格。括号中的标准差集中在第一层次设定的投年和年份、第二层次设定的律师事务所和年份。另外,根据年份和行业计算了方差但未列在表中。以*,**和***标记的估计值分别在10%、5%和1%的水平上具有统计学意义。

表 3 显示,对于招股说明书中的若干部分,标准文本的增加与价格向上修正的可能性增加有关。特别是,风险因素和管理层讨论与分析的标准文本导致价格向上修正的可能性更高,表明这些部分的标准文本与信息不对称之间存在关系。

同样,这个分析并没有证明这些关系是因果关系。分析控制了公司的发展时间、风险资本的投入和募集资金金额这些变量,这些变量与发行人的公司质量高度相关。^[178] 在主承销商和发行人律师的成本处运用了固定效应,因为这与发行人的水平以及交易的特点(包括信息披露)有关。发行人所在行业、进行 IPO 的年份以及二者之间的相互影响也使用了固定效应。此外,对于定价过低和价差,我使用匹配的发行人标准文本样本进行了分析,在附录表 G 和所附文本中进行进一步解释。^[179]

4. 诉讼

导致与招股说明书相关的证券诉讼的可能性,提供了标准文本在影响信息不对称方面的最终指标。在某些情况下,发行人的承销商和审计师可能对其披露中的重大错报或遗漏承担责任。^[180] 诉讼可能以多种方式与这些披露中的标准文本有关。首先,标准文本语言作为一种全面披露,是保护发行人免受因发行文件中涉嫌遗漏或虚假陈述诉讼的“廉价保险”。^[181] 例如,某些风险因素的披露足以对投资者提供某些风险的警

[178] See Eckbo et al., *supra* note 140, at 276 – 79 (提供了多个不同研究的表格,其中使用各种变量来控制价格低估)。

[179] 有关此分析的更全面的说明, see *infra* explanatory note for Appendix Tables F1 and F2.

[180] Securities Act of 1933, § 11, 15 U.S.C. § 77k (2012)。

[181] See Bochner, *supra* note 27, at 34 (“风险因素”部分通常被简单地视为律师的标准文本,但是经过适当准备的风险因素讨论是针对公司量身定制的,并且可以提供实质性的免责保护); US IPO Guide, Latham Watkins LLP 58 (May 31, 2018), <https://mr.1w.com/thoughtLeadership/lw-us-ipo-guide> [<https://perma.cc/4TLD-CSFU>]; Patrick J. Schiltheis et al., *The Initial Public Offering: A Guidebook For Executives And Directors*, Wilson Sonsini Goodrich & Rosati 140 (3rd ed. 2008), <https://www.wsgr.com/publications/PDFSearch/IPO-guidebook-3.pdf> [<https://perma.cc/TAN8-G6AV>] (“好的风险因素披露可能是该公司‘最便宜的保险形式’。在证券诉讼中肯定有很多例子,其中风险因素的披露使得数百万美元证券集体诉讼被驳回”)。

示,并导致过去某些证券诉讼被撤销,因而其他公司将采用相同的披露,以提供相同的保护。如果这些披露更经常地提供这种保护,那么人们会期望标准文本大体上与较低的诉讼风险相关联。

另外,正如引言中讨论的 Wayfair 案例中所描述的那样,如果它们过于一般化而不被认为是有意义的,通用标准文本披露可能无法保护发行人免于承担责任。^[182] 对于评估公司的风险和前景有关公司的具体信息,此类披露可能无法传达。如果公司的股价表现不佳且业绩与通用标准文本披露所涵盖的事项有关,那么在主张应该给出更具体信息的理论眼里,更有可能发生诉讼。而事实上,一些学者的理论认为,一般的风险披露甚至可能通过掩盖公司的问题而导致诉讼,并可能会欺骗投资者或为原告的律师寻求语言(披露的漏洞)提供索赔路线图。^[183] 此外,如果标准文本的广泛使用是由于律师和承销商未对公司进行谨慎地尽职调查,或者是避免披露不利信息而保持沉默,那么重要信息更有可能不向投资者披露,甚至可能不会由顾问发现。因此,它可能会使整个披露的可靠性受到质疑,并导致更多产生诉讼的情况。

原始数据表明,通常招股说明书某些部分的标准文本与诉讼关联度更高。图 7 说明了这种关系,如果风险因素、募集资金用途和管理层讨论与分析使用标准文本的水平大于 25%,有更高可能性遭遇诉讼。

[182] See *Dingee v. Wayfair Inc.*, No. 15cv6941 (DLC), 2016 U. S. Dist. LEXIS 68322, at * 10-11 (S. D. N. Y. May 24, 2016) (审查 IPO 中含糊不清的风险因素披露)。如上文第一部分所述,1995 年的 PSLRA 法案创建了一个安全港,基于前瞻性陈述保护发行人免受诉讼,只要它们在招股说明书中提供“有意义的警示语言”即可。See 15 U. S. C. § 78u-5(c)(1)(A) (2012) (说明一个人不应应对带有有意义的警示性陈述的前瞻性陈述负责)。但是,安全港明确不适用于 IPO。See *id.* (“这部分不适用于前瞻性陈述……即……与 IPO 有关……”)。

[183] See Spindler, *supra* note 159, at 33 (“控制诉讼风险,更多披露使公司更有可能因其 IPO 而被起诉”); see also Saumya Mohan, *Disclosure Quality and Its Effect on Litigation Risk* 38 (Sept. 1, 2006) (unpublished dissertation, McCombs School of Business, University of Texas at Austin), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956499 [https://perma.ccd53P9-MY9E] [“我的调查结果是,(信息披露)文件很长,但包含较少比例的信息,如数字、过去和未来的相关词语,这些文件可能更容易遭遇诉讼”]; Nelson & Pritchard, *supra* note 67, at 28 (“高风险公司也逐年修改他们的风险提示语言,这表明他们避免了根据法规不太可能获得法律保护的标准文本使用警告”)。

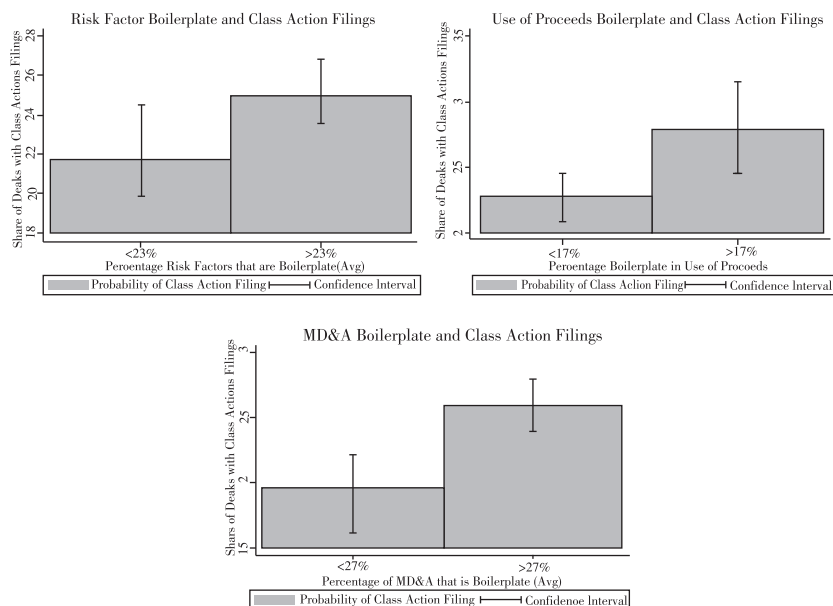


图7 风险因素标准文本与集体诉讼

与本文其他部分一样,表4显示了标准文本线性回归的结果,该线性回归的其他相关因素是在公司IPO后三年内在联邦法院提交的与IPO相关的集体诉讼。^[184] 该分析显示,诉讼与标准文本在统计上存在显著的关系:使用标准文本的程度增加10%,则发行人遭受证券诉讼的可能性增加1.5%~4%。

[184] 根据《证券法》第11节和第12节提起的诉讼,诉讼时效期限为3年。Securities Act of 1933, 15 U.S.C. § 77m (2012). 这是构成大多数IPO诉讼基础的法律规定的最短时效期限。

表 4 标准文本的诉讼功能 *

					Probability Change per 10% Change in Similarity
Occurrence of Federal Securities Litigation Within Three Years of IPO	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Overall Similarity	0.37*** (0.11)	0.10 (0.07)	0.28* (0.16)	0.10 (0.07)	1.00% to 3.70%
Adj. R ²	0.46	0.28	0.33	0.59	
Number of Observations	1751	2317	1971	2317	
Rf Similarity	0.25** (0.11)	0.16** (0.05)	0.23** (0.09)	0.24** (0.10)	1.60% to 2.50%
Adj. R ²	0.50	0.36	0.38	0.60	
Number of Observations	1749	2317	2329	2317	
UP Similarity	0.02 (0.20)	0.18** (0.09)	0.19** (0.08)	0.26*** (0.05)	2.60% to 4.30%
Adj. R ²	0.51	0.60	0.59	0.59	
Number of Observations	2331	2317	2332	2317	
MD&A Similarity	0.24** (0.12)	0.30*** (0.08)	0.30*** (0.08)	0.34*** (0.09)	2.40% to 3.40%
Adj. R ²	0.70	0.59	0.60	0.61	
Number of Observations	2223	2305	2257	2305	
Business Similarity	0.22 (0.30)	0.11 (0.32)	0.11 (0.32)	0.11 (0.35)	1.90% to 3.90%
Adj. R ²	0.50	0.48	0.61	0.40	
Number of Observations	2327	2314	2327	2314	
Industry FE	X	X	X	X	
IPO Year FE	X	X	X	X	
Industry * Year FE	X	X	X	X	
Litigation Target FE	X	X	X	X	
Law Firm FE	X				
Law Firm Market Share		X			
Bank FE			X		
Bank Market Share				X	

与本条其他部分一样,有以下注意事项按顺序列出。分析并未证明这些关系是因果关系。例如,情况可能是,已经更有可能面临诉讼的发行人依靠标准文本来降低他们的风险。如果是这种情况,如果他们不使用他们所做的标准文本,这些发行人也可能会遇到更多诉讼。我使用了许多方法来解决这些可能性。笔者借鉴其他文献纳入了一个变量,来

* 表 4 展示了边际效应。控制变量包括发行人律师事务所的固定效应(在第一个的设定中),每个主承销商的固定效应(在第三个的设定中),该公司是否可能成为诉讼目标的指标,IPO 年度,发行人的行业类别和工业与年份的互动。发行人的律师事务所市场份额(在第二个的设定中)和主承销商市场份额(在第四个层次的设定中)也包括在内。发行人经营年限(对数),发行人总资产(对数),募集资金(对数),发行人在 IPO 时的债务水平(对数),风险资本参与,债务与资产比率,营业收入金额(对数),和招股说明书文字统计(对数)也包括在所有的设定中,但没有列表显示。括号中表明了严格的标准差。标有*,**和***的估计值分别在 10%、5%和 1% 水平上具有统计学意义。

表明那些特别有可能成为证券诉讼目标的公司,以限定公司的事前诉讼风险。^[185] 笔者还纳入了对其他公司质量和交易质量标志的控制变量,两者都包括影响诉讼的可能性。这些变量包括对公司经营年限、风险资本参与程度、募集资金金额、发行人规模(按资产)、发行人的收入额以及发行人拥有的债务金额。笔者还控制了发行人的律师事务所和发行人的承销商的质量,以其在前一年的 IPO 中的美元市场份额为代表,此外还包括承销商和发行人律师事务所在某些规范中的固定效应。这些控制与发行人的质量以及披露的质量有关。固定效应也用于发行人的行业、IPO 年度以及两者之间的相互作用以解释每个行业的趋势,特别是考虑到某些行业在不同时间比其他行业引发更多诉讼。此外,笔者使用在发行人标准文本上的倾向得分匹配进行分析,如附录表 F1 和附录表 F2 之前的解释性文本中所讨论的。该分析得出的统计学显著性结果(等于或低于 10% 水平)与表 4 中有关风险因素,管理层讨论与分析和募集资金用途部分的结果一致。整个文档和业务描述的结果没有统计学意义,这意味着它们不会支持上述观点,但不一定反驳上述分析的结果。

(五) 小结

分析得出了一些结论,但也提出了更多问题。首先,分析表明,总体而言,标准文本关联着更多信息不对称的指标,这表明标准文本往往会阻碍投资者了解有关发行人的信息,或者简单套用标准文本表明发行人较低的质量信息。此外,标准文本与发行人的成本较高相关:折价促使发行人在交易价格低于市场产生的价格时拿不到足够的钱,并且较高的诉讼风险意味着较高的法律费用和潜在的结算成本。标准文本语言本身会产生这些不利后果,这是看似合理;然而,即使不是这种情况,可以确定的是,大量的标准文本本身会向市场传递公司信息不对称的信号。

结果并不意味着 IPO 披露中的所有标准文本都与更高的成本或更

[185] See Nelson & Pritchard, *supra* note 67, at 2, 7 - 10 (解释使用一个变量来表明诉讼风险高的公司和诉讼风险低的公司)。就本分析而言,被确定为证券诉讼风险较高的特定行业组别是具有 SIC 代码的行业 2833 - 2836, 2911, 3571 - 3577, 3612 - 3679, 4925, 4931, 4911, 4812 - 4813, 6162 - 6163, 6211 - 6289, 7370 - 7379, 8721, 8731 - 8734。

低效的结果相关联。实际上,样本库中的每个招股说明书都包含在其他招股说明书中看起来几乎相同的语言。重要的一点是总体趋势:复制语言的程度越高,平均传达的信息越少,发行人的成本就越高。

这些结论对于标准文本理论具有意义,因为它适用于证券披露。虽然结果并未证实任何单一理论完全解释了标准文本现象,但它们表明了各种理论解释力的优缺点。直观地说,人们可以想象标准文本是有效的。作为学习外部性的产物,标准文本可能帮助新律师起草质量文件,而更多经验丰富的律师则可以借此进行谈判。然而,从发行人角度来看,使用标准文本来提高交易效率似乎不是一个有价值的策略。例如,虽然标准文本可能是一种有效(并且可能具有策略性的模糊)手段来进行披露,但这种效率(或策略)是有代价的。如果整个招股说明书中每增加10%的标准文本披露,平均而言,数据集中的发行人支付的法律费用节省65,000美元(从附录表A中扣除费用减免范围的平均值),但节省的资金将远远无法弥补发行人因折价而可能遭受的损失。例如,如果在管理层讨论与分析部分找到额外的10%标准文本,那么预计该交易的平均损失将在500万~620万美元。^[186]此外,该公司将面临额外的诉讼风险,集体诉讼索赔的预期结算金额平均将增加约60万~85万美元,如果诉讼进入审判或未能在通常范围内解决,损失可能会更多。^[187]该金额仅包括实际支付的诉讼费用;人们仍然需要考虑律师费、时间成本、声誉成本和公司股票价值损失以评估此类诉讼的全部影响。对于无法改变或简化标准文本的发行人而言,标准文本可能仅表示低质量或高差异,在这种情况下,如果缺乏针对性的信息披露,这些发行人可

[186] 数据集中平均交易规模为1.06亿美元。这个数字将乘以与风险因素标准文本相对应的增加的折价水平。

[187] 研究期间证券集体诉讼的平均支付金额约为2500万美元,而解决纠纷的支付金额中值约为600万美元。See Securities Class Action Settlements 2015 Review and Analysis, CORNERSTONE RES. 8 - 10 (2016), <http://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2015/Settlements-Through-12-2015-Review.pdf> [<https://perma.cc/B4NA-DMKS>] (提供了1996年至2015年所有证券集体诉讼和解的数据)。集体诉讼和解的平均预期损失的简单表述是概率增加(1.6%~3.1%)乘以预期平均损失(2500万美元)。信息披露美元损失(disclosure dollar loss)——公司披露证券集体诉讼和解后损失的股票市值——将会更高。Id. 11.

能宁愿节省法律费用。然而,所有这些分析都支持这样的结论:标准文本可以通过信息效应或信号效应影响信息不对称,从而影响发行人的成本。因此,针对性的信息披露可以减少信息不对称和降低成本。即使假设某些成本是合理的,并且通过使用标准文本可以节省降低咨询费用之外的时间成本,使用标准文本似乎并不总是能获得预想中的回报。

尽管 SEC 努力减少标准文本信息披露以及随之而来的成本,但仍然存在一个问题,即为什么高水平的标准文本继续出现在一些发行中。有可能至少一些单独的标准文本条款确实有助于沟通或信号符合市场规范。主成分分析(principal component analysis, PCA)中一项主题的分析表明,一些单独的标准文本主题与较少信息不对称的标记相关联(更多的信息流)。这些结果未在此处提供,但它们为将来的研究提出了课题。虽然这里使用的主题模型必须仔细解释,因为 PCA 没有因果解释,但它仍然提出了标准文本的各个模块可以传达信息的可能性。但是,本文分析的数据中最清晰模式表明,总体而言,标准文本与负面信息效应相关。如果它根本没用,人们可能会得出结论,在其收益未等于或超出其成本时,市场力量就会少用它。但事实似乎并非如此。

尽管存在潜在的缺点,大量标准文本仍然被使用的原因之一是标准文本难以观察和测量的好处。发行人可能会策略性地使用标准文本,也许是根据承销商或律师的建议;或者发行人可能会使用通用语言来改变他们选择的披露水平——实质上选择在遵守法律条文的同时披露更少的信息。这样做的好处可能是在公司处于更有利的位置之前推迟提供负面信息的详细信息,或者阻止竞争对手获取有关公司运作的敏感信息。如果发行人是理性的,那么他们可能愿意为这些利益付出代价。这种解释与战略模糊理论是一致的。如果机构投资者通过折价来适当补偿自己的研究,那么机构投资者可能会对使用标准文本无动于衷,这使他们能够实现大量的短期回报。对于此类投资者而言,披露只是他们从发行人和其他地方收集信息的过程的起点。然而,很难看出散户投资者从中获得了什么好处,因为他们在市场上支付全部价格。因此,如果法律涉及保护小型散户投资者,那么,允许这么多标准文本存续的市场均衡就更成问题了。

另一种可能性是,信息披露中的大量标准文本代表了发行人以外的其他方的交易价值。策略模糊可能是由一家公司的顾问推动的——特别是承销商——如果 IPO 股价被低估,他们会损失很少但会获得很多收益。特别是,高额折价为承销商带来了实质性利益,这些利润很容易超过他们因放弃佣金而遭受的任何损失。^[188] 承销商在折价金额中损失了 7% (典型的承销佣金)。然而,承销商通过将定价过低的股票分配给受青睐的投资者获得实质性利益,这些投资者通过未来的商业和交易佣金来回报这种利益。^[189] 事实上,承销商可能有动机将发行价低于发行人应该要求的程度,因为承销商从折价中获取利益。因此,承销商可以节省时间和精力。通过推动使用标准文本而尽可能减少(并且可能获得)而进行尽职调查。对于承销商而言,诉讼也不是一个问题,因为他们可以获得更多的抗辩权,而此时是发行人根据误导性的注册声明应诉。发行人的管理层依赖承销商和咨询顾问,可能无法认识其中的交易成本。如果这是真的,那么标准文本效率的直观和理论前提确实如此——只是对于发行人而言。更确切地说,标准文本的效率收益来自承销商,承销商可以用尽职调查代替一般性披露,并支付很少的费用。

最后,标准文本或许是网络外部性的产物,可能有帮助或有害。律师或投行人士可能会从他们网络中的其他人那里借来标准文本,在其他人所做的草案上撒手不管,并避免重新写作。数据中有一些证据表明,

[188] See Griffith, *supra* note 105, at 590–99 (评估承销商可以将风险降至最低并使奖励最大化的方法,包括低估)。

[189] See Ritter & Welch, *supra* note 13, at 1810 (“有证据表明,承销商已经使用低估的股票分配提供给买方客户以换取交换条件……”); see also Griffith, *supra* note 105, at 593–94: 承销商可以通过低估来增加利润,并超过基本补偿。这似乎是矛盾的,因为如上所述,承销佣金是总发行募集资金的百分比,通过提高而不是降低发行价格来最大化。然而,折价通过对发行人的粉饰,为承销商创造了额外的盈利机会。Loughran & Ritter, *supra* note 13, at 8–9 (分析了鼓励承销商低估 IPO 价格的因素)。在 eToys 首次公开招股的诉讼中,将折价后的股票分配给受青睐投资者的牟利空间是一个重要问题。See Joe Nocera, *eToys v. Goldman Sachs: The Documents*, N. Y. TIMES 1–8 (Mar. 9, 2013), <https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/interactive/2013/03/10/opinion/sunday/nocera-goldman-sachs-etoys.html?ref=Sunday> [<https://perma.cc/3G4V-XMEP>] (高盛的内部文件反映了获配折价 IPO 股票的投资者对投行的“欠款”)。

主题模型揭示的不同标准文本主题在不同的地理区域有不同的扩散,这为网络外部性解释提供了依据。网络效应的外部性可能是正面的,也可能是负面的。对于某些离散类型的披露,标准形式可能在交易中提供价值并提供正外部性。但是,一些标准文本披露可能会在没有太多重要修订的情况下传递。由于没有任何一方将提升一般披露的全部利益内化,因此没有人有动力去尝试使它们变得更好或者根本不去考虑它们。这一点,加上人类倾向于现状和先例,可能解释了标准文本的长期存在——即使它太多可能产生有害后果。^[190] 如果是这种情况,则标准文本代表了从发行人到其顾问的另一种价值转移。这些行为模式源于中介机构的习惯做法,他们担心会偏离其他成功交易提供的标准文本,因此造成了未被识别或无意的后果。^[191] 此外,这些先例提供了一种降低学习认知成本和遵守 SEC 复杂要求的方法。由于起草信息披露文件的律师事务所没有将使用它的成本内部化,因此它们可能并不总是有动力来改进它。具有讽刺意味的是,SEC 的复杂法规可能是所有标准文本的部分原因;与此同时,SEC 采取有力行动将有助于解决这一问题。引用标准文本可能比策略性使用标准文本更简单也更困难:标准文本会更简单,因为没有任何一方在使用它时具有特定的既得利益;改变这一现象将更加困难,因为人类习惯很难改变,即使人类知道他们应该改变它们。此外,鉴于 SEC 的其他优先事项,处理标准文本问题可能会在其执法或规则制定活动列表中居于次要位置。

概而言之,这些数据表明,IPO 信息披露文件中的标准文本总体上是一个有害的角色。然而,本研究中的分析并没有明确地发现为什么标准文本仍然存在或者它如何与理论相符,但它确实揭示了一些主要的可能性,留下了进一步探究的问题。更好地理解标准文本在发行人、投资

[190] 认知偏差的文本版本被称为锚定效应——基于指定的初始值形成关于某物的价值的信念,无论该初始值是显著的还是完全无关的。See *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* 14 (Daniel Kahneman et al. eds., 1982) (“在许多情况下,人们通过从初始值开始进行估计,该初始值经过调整以产生最终答案……不同的起点产生不同的估计值,这些估计值偏向于初始值。我们称之为现象锚定”).

[191] Cf. Mark Weidemair, Robert Scott & Mitu Gulati, *Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu*, 38 L. & SOC. INQUIRY 72, 96 (将使用标准文本语言的律师称为“一些古老而神圣的文件的保管人——一个他们不敢改变的不可思议的文本”).

者、投行和律师之间的互动中所扮演的角色,可能有助于指导中介机构和政策制定者在未来的发行活动中发挥作用。

四、进一步的分析

过去几十年 IPO 的历史证据表明,对于任何一个通宵达旦工作的律师而言,将看似毫无生气的标准文本制作成为精心定制的叙述,这种演变通常是物有所值的。结果还表明,SEC 有理由去试图限制标准文本的运用,法院对于标准文本免责声明持怀疑态度是正确的,因为这种高水平的通用语言与信息不能很好地传达给投资者的交易有关。尽管行业和 SEC 尽最大努力来规范标准文本,但它仍然是证券披露不断增长的主要问题。本部分描述了本研究想表达的启示,并为 SEC 的改革工作提出了如下建议。

(一)信息披露均衡

这些发现说明的一种可能是,对于初始投资者而言,良好的信息披露在某种程度上与 IPO 价格之间形成了均衡的关系。这种均衡代表了一个过程,它具有投资者(至少是一些机构投资者)和证券发行人(或他们的顾问)之间默契交易的某些特征。标准文本在这样的过程中很重要,因为它可以替代特定的披露和昂贵的信息收集成本。无论发行人做出拒绝披露信息或自愿支付价格的策略选择,或者投行和律师是否为他们做出选择,标准文本和价值之间的权衡依然倾向于支持合同模板文本文献中提出的理论——粘贴语言是隐性交易的产物,因此可能以数据无法体现的方式发挥作用。

这种可能性如果属实,会对证券监管产生影响。隐性交易影响信息披露的这种想法,与证券法中关于披露是否应由政府强制要求,或者投资者和发行人是否应该拥有更多自主权以决定披露内容的更广泛辩论

有关。^[192] 辩论的主要争点是,那些赞成强制公开的人认为发行人不可能在没有被迫这样做的情况下披露足够的信息。^[193] 这是事实,因为产生披露的大量内部成本几乎总是大于发行人从这些努力中获得的利益数量。^[194] 发行人的成本不仅产生于内部运营成本,如向顾问收取费用和管理层的时间成本,也来自泄露敏感信息,如披露允许供应商谈判更高价格的信息,或向竞争对手透露行业进入门槛低的信息。^[195] 发行人的成本将高于发行人获得的任何利益。然而,这种披露在社会上是最优的,因为整个社会确实获得了一些好处,使整体成本效益分析有利于披露,如果没有监管,这种披露就不会发生。^[196]

[192] See Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, *National Laws, International Money: Regulation in a Global Capital Market*, 65 FORDHAM L. REV. 1855, 1878 (1997) (认为许多国家的不同国家证券制度为投资者提供有关发行人的最佳信息); Fox, *supra* note 101, at 1340 - 62 (认为政府规定的披露是必要的); Jonathan R. Macey, *Administrative Agency Obsolescence and Interest Group Formation: A Case Study of the SEC at Sixty*, 15 CARDOZO L. REV. 909, 928 (1994) (“随着市场变得更加有效,社会需要投入资源来支持 SEC 设计和执行的法定强制公开制度的情况已经消失。现在之前由法律规定提供的任何信息变成了来自市场的要求”); Roberta Romano, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, 107 YALE L. J. 2359, 2374 (1998) (认为披露与股价之间的关系为寻求资金而进行披露的发行人创造了强大的激励). 尽管本次辩论中的许多核心作品都来自多德·弗兰克之前的时代,但辩论在各种背景下仍在继续。See, e. g., Kevin S. Haeblerle & M. Todd Henderson, *Making a Market for Corporate Disclosure*, 35 YALE J. ON REG. 383 (2018) (认为应该允许市场力量而不是政府监管来确定发行人产生的信息)。

[193] See John C. Coffee, Jr., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 70 VA. L. REV. 717, 745 (1984) (说明在 SEC 豁免披露下的市政债券市场,关键信息不会向投资者披露); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 672 - 73 (1984) [(认为强制公开可能是最好的选择); Fox, *supra* note 101, at 1361 (认为在发行人选择披露策略的世界中,投资者“如果所有发行人都被迫在更广泛层面进行披露的话,他们(投资者)将不会充分了解情况”)]; Joel Seligman, *The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System*, 9 J. CORP. L. 1, 6 - 8 (1983) (声称强制披露的批评者没有考虑到 1933 年和 1934 年说服国会有关证券欺诈和高额承销商赔偿的证据)。

[194] See Fox, *supra* note 101, at 1344 - 45 (通过图表说明了管理者的披露成本高于公司收到的利益)。

[195] *Id.* at 1345.

[196] See *id.* at 1346 (认为由于企业间成本,经理永远不会选择社会最优的披露水平)。

允许发行人自由披露的支持者认为,市场能够迫使发行人比政府监管机构更有效地披露信息。^[197]理由是,有效市场很容易奖励那些披露了市场认为有价值信息的发行人,并惩罚那些没有披露有价值信息的公司。^[198]他们论证的另一个变化是,公司决定完全透明,这本身就是公司价值的信号,公司将在市场中得到回报,而那些未披露的公司表明了公司价值低,将驱使投资者离开。^[199]因此,在大多数情况下,企业将有强烈的动机来保持透明度。这种资本市场监管观点赋予了投资者重要的角色:在投资者精明到足以奖励披露的公司和惩罚未披露的公司时,市场驱动的监管就会有效。

标准文本语言的分析支持以上两种观点,但也显示出它们论点不充分的理由。一方面,即使强制披露规则也无法确保发行人完全披露信息。使用标准文本证明了发行人可以在技术上遵守法规的方式进行披露,但未能提供具体或深度信息。另一方面,这意味着发行人在强制性制度下已经可以选择信息披露的多少(即使该选择有限)。

从信息披露辩论的角度来看,标准文本表明,即使强制披露并不总是一个完整的解决方案——有些方法可以在不提供信息的情况下遵守;但它也表明当披露不完整时,投资者有能力为公司提供充分披露或获取赔偿的激励。然而,市场机制对模糊披露的价格的影响并不清晰。从上述分析中无法将整体标准文本水平与特定标准文本拆分,以了解是否存在差异影响。这是值得进一步研究的领域。

(二)规范标准文本

随着 SEC 试图简化信息披露,它在简化披露和保留披露内容之间

[197] See Romano, *supra* note 192, at 2374–75 (认为在较不受监管的欧洲市场中的信息生产效率不低于美国强制披露制度)。

[198] See *id.* at 2374 (“因为公司需要资金而投资者需要信息,如果公司要成功募资以应对其他投资机会,公司就有强大的激励来披露信息”)。

[199] See Stephen A. Ross, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in *Issues in Financial Regulation* 177, 183–93 (Franklin R. Edwards ed., 1979) (将信号理论描述为发行人公开选择向市场披露新闻是高质量的信号,而投资者将推断那些拒绝透露的公司价值较低)。

辗转腾挪。SEC 委员表示愿意减少披露要求,强调更多的披露不一定更好,^[200]但投资者群体对哪些披露有用且哪些可以简化存在分歧。^[201]尽管要求简化披露规则,但 SEC 一再表示“更好的披露并不是减少披露的同义词”。^[202]这使 SEC 在试图规范披露时处于困境。^[203]披露的数量是一个问题,但投资者仍然希望发行人能披露更多的信息。

SEC 提出的解决方案涉及两种基本方法:根据不同投资者群体的需求定制披露,^[204]并使发行人在选择披露内容方面具有更大的灵活性。^[205]SEC 还建议允许发行人尝试不同的披露方式。^[206]关于这两种方法,公司将被要求评估信息的重要性,因为这是评估证券欺诈责任的标准。^[207]这两种方法的挑战是通常以“理性”投资者的角度来评估重要

[200] See Keith F. Higgins, Dir., Div. of Corp. Fin., Sec. & Exch. Comm'n, Disclosure Effectiveness: Remarks Before the American Bar Association Business Law Section Spring Meeting (Apr. 11, 2014), <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370541479332#.VPUKkeFOecE> [<https://perma.cc/UC3R-7G22>]; see also Henry T. C. Hu, *Too Complex to Depict? Innovation, "Pure Information", and the SEC Disclosure Paradigm*, 90 TEX. L. REV. 1601, 1652 (2012) (认为 SEC 要求的披露数量使它们“非常难以评估”,因为每份文件的页数很多)。

[201] See, e. g., Higgins, *supra* note 200 (“不同证券的投资者也可能有不同的需求”)。

[202] Manuel F. Cohen, Chairman, Sec. & Exch. Comm'n, Remarks Before the Nineteenth Annual Conference of the Financial Analysts Federation (May 24, 1966) (emphasis omitted), <https://www.sec.gov/news/speech/1966/052466cohen.pdf> [<https://perma.cc/8QME-9Y9D>]。

[203] Roberta Karmel 教授已经深入探讨过了这个悖论。See Karmel, *supra* note 93, at 828 (“对于一个投资者群体而言,可能被视为‘披露过载’可能同时被另一个投资者视为信息不足”)。

[204] See Kara M. Stein, Comm'r, Sec. & Exch. Comm'n, Remarks to the Council of Institutional Investors (May 8, 2014), <https://www.sec.gov/news/speech/2014-spch050814kms> [<https://perma.cc/DV57-BYP6>] (“但是,随着技术的快速变化,日益庞大和复杂的业务的兴起,以及我们对彼此和地球的联系的增长的理解,投资者的需求和期望已发生变化”)。

[205] See Higgins, *supra* note 200 (假设“公司[应该]有灵活性来确定如何更有效地传达信息”)。

[206] See *id.*

[207] See 15 U. S. C. § 77q (2012) (说明对重大事实的不实陈述被视为证券欺诈)。

性,^[208]这种评估方法使标准无定形,有时难以事前适用。标准的演变至少在一定程度上导致了披露过多的问题——首先就是标准文本披露的问题。

市场对过去披露的反应,可能为 SEC 提供了一个额外的工具来处理这个棘手难题。第二部分中描述的主题模型揭示的主题,提供了一个潜在的指导方针,至少在大部分标准文本或形式披露方面为投资者提供灵活性并允许量身定制的披露。这是因为它揭示了标准文本披露中的模式,允许人们评估它对市场参与者的实际有用性或多余性,假设即使标准文本的语言表述存在瑕疵,允许自由选择标准文本也很有用。

标准文本可以用来撰写不太有用的披露,这些披露可以标准化,并可纳入法定披露网站引用的总体披露范围中。因为尽管 SEC 在重大变化方面通常采取谨慎态度,可能不愿完全排除这些事项,但 SEC 也可能将此类事项从披露要求中豁免。无论如何,从主文档中删除此类语言将允许招股说明书的起草人将重点放在与证券发行更相关的信息上,而不会丢失他们认为模板文本可能提供的任何信息,同时还允许阅读该文本的人员将注意力集中在公司的独特之处。这样的话,招股说明书的篇幅可以减少,同时想要阅读招股说明书披露全文的投资者仍然有能力这样做。

为了便于说明,笔者把附录表 D 中最常见的重要事项分为三大类。第一类包括对读者来说看似明显通用但传达很少或没有有用信息的事项。即便如此,也尽管有规定要求简化,第一类事项仍然存在。例如,风险因素事项 1(警告发行人作为上市公司的新身份将需要新的合规和其他成本)将适用于绝大多数 IPO 公司,并且不提供与其他类似投资相关的有用信息。尽管如此,可能是出于谨慎,大多数发行人都包括这种语言。这一结论得到以下事实的支持:虽然 SEC 要求简化,该事项的流行程度在数据库覆盖的整个时间段内呈线性增长,而许多其他陈述的出现则与监管同步。但是,对于投资者和发行人来说,如果这些陈述使披露文件对于传达更多相关信息不那么有用,能够安全地排除这种语言将会更好。

[208] See *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976) (声明或遗漏是重要的“如果合理的股东很可能认为它很重要”).

其他类型的披露也是如此,包括公司未来可能发行优先股的风险(风险因素事项3),公司股票活跃交易市场可能不会发展的可能性(风险因素事项8),以及市场波动和波动性增加诉讼风险的事实(风险因素事项12)。这些警告几乎适用于所有上市的公司,对大多数投资者来说都是显而易见的。然而,他们在监管面前的坚持表明,发行人从这些明显的陈述中获得了一些价值,或者过于厌恶风险而无法摆脱这些陈述。

这种语言可以很容易地模板化并在法定网站上披露。发行人可以通过引用来纳入这些陈述,或者更简单地说,除非发行人选择改变它们,这些陈述可能成为默认披露。在任何一种情况下,发行人都将被视为采用通用声明,除非他们明确地改变或放弃它们。

附录表D中列出的第二类事项是可能仅适用于某些公司的广泛声明。示例包括关于竞争对手可能获得商业秘密的风险的陈述(风险因素事项5和业务描述事项1),公司可能难以雇用和保留高技能员工的风险(风险因素事项6)或控制权集中的相关风险(风险因素事项7)。第二类披露也可以模板化,发行人可以通过引用将其纳入。此外,如果有任何材料需要添加,我们鼓励发行人提供标准披露之外的任何具体信息。

第三类标准文本包含与某些类型的商业模式(如具有大型互联网运营的公司)或某些受到严格监管的行业(如生物技术或药品)相关的通用语言。此类别的示例包括与FDA(业务描述事项2),外国监管机构(风险因素事项4)或行业竞争力水平(风险因素事项2和业务描述事项11)相关的政府监管相关问题。第三类涉及通用信息不太可能广泛适用于大多数公司的事项,但对于某些公司集非常重要。如果SEC认为有必要提供更全面的信息,这些披露会定期向市场公开。正是在这类披露上,SEC可以专注于审查招股说明书或者制定更彻底的公司披露要求。

也许同样重要的是,标准文本使用的变化提供了有关市场认为对理性投资者重要的信息,以及这种变化随时间变化的信息。在监管机构试图修改可能不再必要但经过多年积累而变得过于繁重的披露规定时,这将提供指导。此外,在SEC希望消除不必要的披露的情况下,分析某些标准文本披露的市场影响(或缺乏)可以指导SEC消除什么样的披露,

或者至少要求市场参与者从哪里开始着手。^[209]

(三) 标准文本的未来

上述分析中使用的语言处理技术,越来越多地以对读者友好的格式提供。鉴于这一事实,对标准文本语言的担忧可能很快就会变得不那么重要了,因为它的存在对阻止从披露中提取信息的影响会更小。分析表明,无论其局限性如何,标准文本可能在信息披露中持续存在,这对发行人和投资者而言可能存在缺陷。然而,计算机化语言处理以及算法交易和咨询服务的出现,提供了对披露一致性加以利用的契机。^[210] 标准文本的模板化特性使其特别适用于检测潜在图案和信号,即是否存在剪裁。随着文本分析和机器学习模式变得越来越普遍,用户友好和商业化的标准文本实际上对于各类投资者来说可能变得非常有用。即使是最详细和最彻底的披露,通常对披露会退缩的投资者也可以在最干燥的标准文本中获取信息摘要。

为了说明这一点,通过比较发行人的招股说明书和使用相同语言的其他公司的模板,可以从他们使用的模板中比较得出有关公司的具体信息。例如,可能的情况是,公司无法处理网络安全问题的风险因素传达了使发行定价更加困难的信息,因为这种标准文本语言没有提供关于公司面临具体问题的信息。然而,可能的情况是,风险因素其存在本身即提供了关于公司所面临挑战的提示,当与使用相同语言的其他公司相比时,可以提供有意义的信息。

这一工作的精确方式有待进一步研究,但无论如何,如果算法可以将文本最重要的元素提取出来,标准文本可能将不是一个很重要的问题。这些工具有可能帮助相对不成熟的投资者。即使在没有标准文本的情况下,大多数信息披露对于没有接受财会培训的投资者来说太复杂,无法很好地消化。甚至 SEC 也已经认识到,实现所有投资者普遍容易理解的信息披露是不现实的,也不应成为信息披露改革的目标。^[211]

[209] 这种分析超出了本文章的范围,但它是未来研究的议题。

[210] See Tom C. W. Lin, *Reasonable Investor(s)*, 95 B. U. L. REV. 461, 508 - 09 (2015) (认为理性投资者标准在算法交易时代已经过时了)。

[211] See Higgins, *supra* note 200 (“虽然个人投资者可能会对定期报告中的信息感到超负荷——并且有点不知所措,但其他投资者已经表示没有‘无法理解的信息披露部分’。”)。

然而,机械文本处理工具可以帮助提炼这些复杂的文件,并轻松地将它们与市场上的其他类似信息进行比较。标准文本将促进这一过程,对普通投资者的帮助大于损害,因而有一定的讽刺性。虽然很少有投资者可以使用复杂的机器学习工具,但这种情况很可能会发生改变。^[212]

结 论

标准文本在证券信息披露中无处不在,本文的证据表明其价值可能与假设的不同。虽然运用标准文本在总体上可能效率并不高,但它可以使发行人的信息披露在符合 SEC 规定的同时,还可以使发行人(及其顾问)选择其信息披露的特异度从而发挥其功用。发行人可能会为使用过多的标准文本来做信息披露而付出代价,但这种权衡可以看作与投资者进行更大交易的结果,发行人可能会发现模糊披露的代价是值得付出的。发行人是否有意做出这种权衡,仍然是一个悬而未决的问题。尽管如此,标准文本的作用有助于解释其长期存在的原因。但是,在信息披露的背景下,标准文本继续在招股说明书中存在可能并不是一件坏事。鉴于文档的自动分析变得越来越普遍,标准文本可能被证明特别有用。可能具有讽刺意味的是,它的模板化性质使其比其他类型的信息披露更容易消化,方便比较不同的交易,并提供有关哪些信息含糊不清,哪些信息具体,以及哪些信息对投资者重要的信号。因此,如果能够利用投资者的偏好来更好地定制披露要求,那么标准文本可以很好地适应 SEC 的披露改革。

本文支持这样的结论:标准文本(从一宗发行复制到下一宗发行的语言)与信息不对称有关,并且可能使汇总的信息模糊不清。这种现实似乎已成为证券市场结构的一部分。尽管如此,标准文本语言的存在与

[212] 例如,广泛销售产品,以帮助律师评估复杂文件的模糊性和可读性。See, e. g., Intelligize, www.intelligize.com/products/transactions (last visited Sept. 18, 2018) [<https://perma.cc/LUV8E-DBJK>] (描述一种产品,用于比较 SEC 的备案,以寻找与标准的重大偏差); Lexcheck, <http://www.lexcheck.com/#precisedocuments> (last visited Sept. 18, 2018) [<https://perma.cc/V5WX-EMKM>] (描述合法市场的产品,使用自然语言处理和机器学习来寻找含糊不清的语言和合同中糟糕的起草条款)。

否可以预测信息量,这一事实是有用的。如果这些信号可以通过机械过程轻松解释,则模板文本可以通过其存在(如果不是通过其内容)传达某些情况。因此,尽管有可能模糊不清,但在监管机构重新考虑披露法时,这是一个不容忽视的信息来源。

附 录

数据摘要

	Mean	Median	25th percentile	75th percentile	N
	(1)	(2)	(3)	(4)	
Deal Proceeds (\$)	107,000,000	60,000,000	34,100,000	102,000,000	2751
Company Assets (\$)	539,758,000	134,398,000	56,936,000	358,865,000	2751
Company Age (years)	12	7	<1	157	2751
Legal Fees (\$)	850,604	596,098	350,000	1,200,000	2743
Prospectus Length (words)	101,725	71,266	45,766	100,473	2751
S-1 Amendments (number)	7.6	7	5	10	2751
Amount of Prospectus Amended (%)	84%	84%	76%	91%	2751
Overall Prospectus Similarity (%)	47%	42%	35%	57%	2617
Risk Factors Similarity (%)	32%	32%	23%	41%	2617
Use of Proceeds Similarity (%)	23%	23%	17%	29%	2617
MD&A Similarity (%)	34%	35%	27%	42%	2617
Business Description Similarity (%)	15%	13%	9%	17%	2617
Overall Gunning Fog Score	17.9	16.8	13.6	19.9	2751
Risk Factors Gunning Fog Score	18.1	17.3	16.3	18.6	2751
Use of Proceeds Gunning Fog Score	15	14.7	13.2	18.6	2751
MD&A Gunning Fog Score	15.9	15.0	13.6	16.7	2751
Business Description Gunning Fog Score	17.1	16.5	14.7	19.4	2751

附录表 A:标准文本与律师费用、会计费用、
承销折扣以及交易时间安排*

	Change per 10% Change in Similarity Antilog * 0.1 * Average Fees)		
	(1)	(2)	(3)
Panel A: Total Legal Fees for All Counsel (natural log)			
Overall Similarity	-0.33 ** (0.15)	-0.35 ** (0.16)	\$ 42,000 to \$ 84,000 lower fees
Gross Proceeds (log)	0.22 *** (0.03)	0.23 *** (0.03)	
Adj. R ²	0.66	0.67	
Number of Observations	2617	2617	
Panel B: Total Accounting Fees (natural log)			
Overall Similarity	-0.19 (0.19)	-0.10 (0.21)	
Gross Proceeds (log)	0.16 *** (0.03)	0.17 *** (0.04)	
Adj. R ²	0.58	0.60	
Number of Observations	2612	2600	
Panel C: Total Underwriting Spread (percent)			
Overall Similarity	0.08 (0.18)	0.20 (0.15)	
Gross Proceeds (log)	0.19 *** (0.04)	0.26 *** (0.03)	

* 控制的变量包括:每家主承销商的收入(对数)与固定效应,IPO 年份及行业,以及两者之间的相互影响。第二列说明中控制的分析变量包括:每个发行人审计师的固定效应,以及发行人律师在 IPO 市场中的美元市场份额。此外每个检验控制的、但没有在列表显示的变量包括发行人经营年限(对数)、发行人总资产(对数)、风险资本的参与程度、招股说明书字数(对数)。方差表示在括号中。带有*,**和***标记的统计结果分别在 10%、5%和 1%的水平上具有统计上的显著性。

续表

Adj. R ²	0.35	0.36
Number of Observations	2601	2601
Panel D: Time to Completion (number of days)		
Overall Similarity	-1.39 (22.80)	-0.65 (25.35)
Gross Proceeds (log)	-10.72 *** (2.79)	-8.62 ** (4.04)
Adj. R ²	0.11	0.22
Number of Observations	2616	2616
Industry * Year FE	X	X
Bank FE	X	X
Auditor FE		X
Law Firm Market Share		X

附录表 B: 标准文本与律所达成的交易数 *

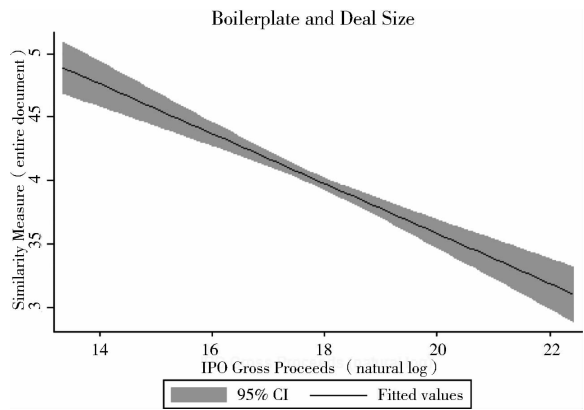
Dependent Variable: Change in Boilerplate for Each Additional Deal by Law Firm in Relevant Time Period			
	(1)	(2)	(3)
Number of Deals in the Past Year	0.002** (0.001)		
Number of Deals in the Past Two Years		0.001 (0.001)	
Number of Deals in the Past Three Years			0.000 (0.001)
Industry FE	X	X	X
IPO Year FE	X	X	X
Industry * Year FE	X	X	X
Adj. R ²	0.35	0.35	0.34
Number of Observations	2,605	2,605	2,605

* 控制的变量包括 IPO 年份及行业的固定效应,以及两者之间的相互影响。此外每个检验控制的、但没有在列表显示的变量包括:募集资金(对数)、发行人经营年限(对数)、风险资本参与程度、组织规模、招股说明书字数(对数)。方差表示在括号中。带有*,**和***标记的统计结果分别在10%、5%和1%的水平上具有统计上的显著性。

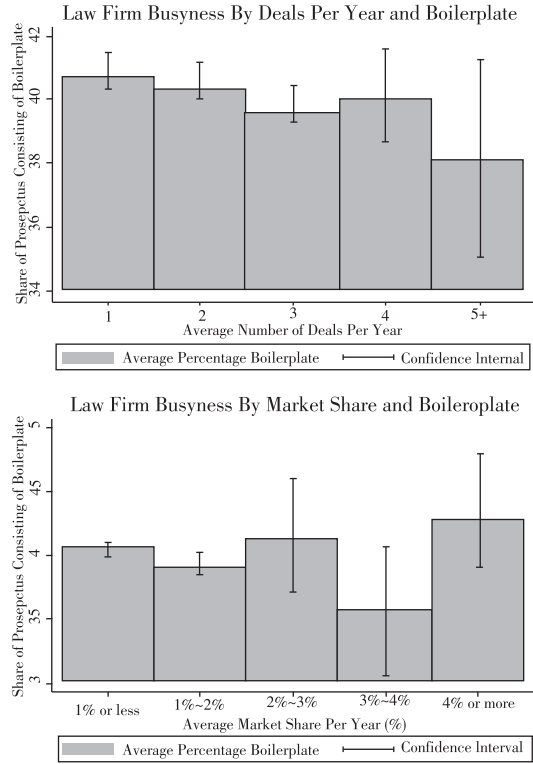
附录表 C:修正案、修正文本以及 SEC 反馈意见 *

Panel A: Number of Amendments (log)		
	(1)	(2)
Overall Similarity		
	-0.47	-0.45
Gross Proceeds (log)	(0.67)	(0.68)
	0.39 ***	0.35 **
	(0.11)	(0.13)
Adj. R ²	0.20	0.25
Number of Observations	2549	2549
Panel B: Amount of Text Amended (percent)		
Overall Similarity	-0.004	-0.02
	(0.02)	(0.02)
Gross Proceeds (log)	0.004 *	0.01
	(0.00)	(0.00)
	0.12	0.11
Adj. R ²	2551	2551
Number of Observations		
Panel C: Quantity of SEC Comments (log)		
Overall Similarity	-0.745	0.03
	(0.91)	(0.09)
Gross Proceeds (log)	0.02	-0.70
	(0.95)	(1.25)
Adj. R ²	0.15	0.30
Number of Observations	804	804
Industry FE	X	X
IPO Year FE	X	X
Industry * Year FE	X	X
Bank FE	X	
Law Firm FE		X

* 附录表 C 注:控制的变量包括:募集资金总额(对数),每家主承销商的固定效应, IPO 年份及行业,以及两者之间的相互影响。第二列分析中加入了每个发行人律师的固定效应的变量控制。此外每个检验控制的、但没有在列表显示的变量包括发行人经营年限(对数)、发行人总资产(对数)以及招股说明书字数(对数)。对单个风险因素、管理层讨论与分析、募集资金用途和业务部分的未列表分析在统计上没有显著性。方差表示在括号中。带有*,**和***标记的统计结果分别在10%、5%和1%的水平上具有统计显著性。



附录图 1: 交易规模(总收益)与标准文本(相似度)的关系



附录图 2: 标准文本与律所平均每年达成交易数(上)、
标准文本与律所资本市场平均占有(下)

附录表 D:标准文本各章节主题

序号	募集资金用途	风险因素	管理层讨论和分析	业务描述
1	发行目的是增加运营资金	成为上市公司会显著提高公司的法律、会计和合规费用	声明公司的财务信息必须依赖估计、假设或过往经验	公司经营所依赖的专利权可能被未授权主体获得
2	发行目的是在公开市场交易公司股票并增加公司透明度	可能较难与成立时间更早并拥有更多资源的原有竞争者进行竞争	声明公司系统将根据网络安全以及新科技的需求进行升级	公司产品需要取得 FDA 或外国监管机构的许可,或取得临床试验许可
3	实际用途和时间(amounts and timing of actual uses)取决于公司营销、研发、纳税等多种因素	公司将来可能发行影响普通股利益的优先股	逐一列举公司的金融工具和担保事项	全体公司雇员都未签订集体劳动合同
4	关于根据 IPO 发行价格估计的募集资金净额的框架表述	政府监管措施可能会削弱公司的收入、筹资能力、获取许可的能力以及公司扩张	声明本节的财务数据来自经审计或未经审计的财务报告	公司在正常的生产经营中不时面临法律诉讼
5	公司管理层或董事会保留对募集资金的广泛的自由决定权	失去专利权或商业秘密的可能性	逐一列举衍生品工具和对冲手段	当前没有进行中的法律诉讼,但可能发生在未来的生产经营中
6	募集资金将会用于投资短期付息证券,其他用途未定(pending other uses)	寻找和留住熟练工的困难	逐一列举“可变利益实体”(variable interest entities)以及与退出或处置相关的活动;美国财务会计准则委员会第 46 号解释函;《美国财务会计准则》(SFAS)第 146 号文	公司从未发生罢工情形,劳工关系良好

续表

序号	募集资金用途	风险因素	管理层讨论和分析	业务描述
7	募集资金将投入具有协同效应的产业或科技研发	控制权集中, 股东锁定协议 (owner lockup agreements) 失效和股份出售将导致价格下降	关于软件研发成本资本化的声明	声明历史成果不必然代表未来情况
8	发行目的是吸引更多公司雇员并促进公司进入资本市场	公司股票的二级市场交易流动性低, 导致公司股价低的风险	关于公司来自管理、折旧、摊销和营业方面的收入和费用用的框架表述	为强制实施公司的知识产权或商业秘密而有必要提起的法律诉讼
9	管理层有自由决定使用募集资金的权利	管理层将来可能发行更多股份, 导致股份的稀释	列举公司所得税会计不确定性	可能引起成本、占用管理层资源、不利于公司经营的法律诉讼
10	募集资金将投入生产性活动	公司从来没有, 也可能永远不会进行分红	关于逐年对比、利息收入、费用的表述	法律诉讼可能成本并且有败诉的风险
11	募集资金将用来回购优先股或偿还创始人签发的本票	反收购条款或控制权结构可能导致控制权变更	列举长期资产减值的处置	关于存在行业竞争的一般性陈述
12	暂停其他用途, 募集资金将会用于投资美国国债	市值下跌, 如果股价波动剧烈, 公司可能面临集体诉讼	声明资产价值处置不会对公司造成实质性影响	公司依赖于商标、专利法、商业秘密并使用限制性的、公开披露的合同

附录表 E: 标准文本与买卖价差 *

	Bid-Ask Spread on the First Day of Trading	Change in Bid-Ask Spread After Thirty Trading Days	Change in Bid-Ask Spread After Sixty Trading Days
	(1)	(2)	(3)
Overall Similarity	0.04 (0.02)	-0.07 (0.05)	-0.02 (0.04)
Adj. R ²	0.15	0.12	0.33
Number of Observations	2380	2263	1971
Rf Similarity	0.15 *** (0.03)	-0.11 ** (0.04)	-0.10 ** (0.04)
Adj. R ²	0.16	0.12	0.15
Number of Observations	2464	2342	2305
UP Similarity	0.15 *** (0.03)	-0.81 * (0.04)	-0.06 (0.05)
Adj. R ²	0.15	0.12	0.15
Number of Observations	2464	2342	2305
MD&A Similarity	0.10 *** (0.03)	-0.25 (0.04)	-0.003 (0.04)
Adj. R ²	0.50	0.11	0.15
Number of Observations	2455	2322	2296
Business Similarity	0.10 *** (0.03)	-0.79 * (0.04)	-0.07 * (0.04)
Adj. R ²	0.15	0.12	0.15
Number of Observations	2459	2337	2300
Industry FE	X	X	X
Year FE	X	X	X
Industry * Year FE	X	X	X
Bank FE	X	X	X

* 附录表 E 显示了 OLS 回归的结果,其中以交易首日(第 1 列)、交易 30 天后(第 2 列)和交易 60 天后(第 3 列)的平均买卖价差为因变量,而标准文本为自变量。控制变量包括:对每家主承销商、IPO 年份和行业的固定效应,以及这两组因素之间的相互作用。额外控制但未在图表中列出的变量包括:发行人成立时间(对数)、发行人总资产规模(对数)、风险资本的参与程度、波动性和换手率(第 1 列为交易首日的换手率,第 2~3 列分别为交易后 30 天、60 天的换手率)。括号内为方差。以*,**和***标记的估计值分别在 10%、5%和 1%的水平上具有统计学意义。

对附录表 F1、附录表 F2 的解释

下文分析使用了倾向得分匹配法来评估自愿使用更多的标准文本、披露更少具体信息的公司,与一组经控制的使用更少标准文本、披露更多具体信息的公司样本之间的系统性差异的可能性,结果反映在回归性分析中。倾向得分匹配法试图通过使用特征来模拟实验,将实验组样本中的发行人与数据中的对照组样本中状况最相似的发行人进行匹配。这种匹配是使用发行人的可观察特性来执行的,这些特性在理论上应该与不可观察的特性类似。

为建立一个倾向得分匹配的样本,第一步是确定哪些变量可以预测处理(predict treatment)。这里的处理被定义为更多地使用标准文本文件。本文中的标准文本文件虽然是一个连续变量,但我以 25 百分位的章节标准文本使用水平为分界线,将每个发行人区分为“高”标准文本使用水平发行人与“低”标准文本使用水平发行人。例如,在披露中使用了 23% 标准文本文件的情形属于风险因素章节 25 百分位的标准文本使用水平,意味着这个水平及其以上将作为附录表 E 的处理组。第一步确定哪些变量预测公司将使用更多的标准文本文件。第二步将处理的公司与匹配的样本进行比较。该分析将每个处理观察结果与一个或多个对照观察结果相匹配,这些观察结果与一些协变量类似,这些协变量可能代表了发行人未被观察到的特性,这些特性或多或少会促进标准文本文件的使用,其他条件相同。通过对下列协变量进行逻辑回归,我生成了一个倾向评分,从而与观察值相匹配:(1) 基于二位数的标准产业分类代码(standard industrial classification, SIC)的产业分类指标;(2) 交易总实收金额(对数);(3) 总资产(对数);(4) 账面价值与市值比率;(5) 公司经营年限(对数);(6) 上市前风险资本投资者参与程度的指标;(7) 各主承销商的美元市场份额;(8) 上市前一年的资产收益率(ROA);(9) 上市前一年的研究开发支出(对数);(10) IPO 前一年的税息折旧及摊销前利润(EBITDA)(标准化);^[213] (11) IPO 前一年总收入(标准

[213] 对于无法使用取对数的方法进行转换的(同时存在正值和负值的),通过取其立方根对变量进行标准化。

化);(12)公司是否为科技公司的指标;(13)该公司所处行业的诉讼金额是否历来高于平均水平的指标;(14)交易的发行日期。

在另一个未列入的设定中,笔者使用两位数的北美行业分类系统代码(North – American industry classification system)来匹配行业并获得一致的结果。对于所有设定,我强制对行业类别进行精确匹配,并使用一个连续的日期计数变量来匹配发行日期。在之后另一个未列入的设定中,我强制对行业和 IPO 年份进行精确匹配,而不是对连续发行日期变量进行匹配。这一设定也呈现出一致的结果,尽管它在理论上不太合理,因为没有理由假定一年年末的 IPO 与次年年初的 IPO 有显著不同。

附录表 F1:原始样本与匹配样本的协变量平均值和方差

Panel A: Treatment = Risk Factors Boilerplate > 0. 23					Panel B: Treatment = MD&A Boilerplate > 0. 27			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Standardized differences		Variance Ratio		Standardized differences		Variance Ratio	
	Raw	Matched	Raw	Matched	Raw	Matched	Raw	Matched
Gross Proceeds (log)	-0. 4280	-0. 1033	0. 5776	0. 6895	-0. 3844	-0. 0166	0. 4099	0. 5746
Venture Capital Involvement	0. 0102	-0. 0212	0. 9847	1. 0359	0. 2452	-0. 0253	0. 6828	1. 0385
Total Assets (log)	-0. 3739	-0. 0822	0. 6291	0. 6927	-0. 4514	-0. 0434	0. 4669	0. 6039
Book to Market	0. 1957	-0. 0658	0. 2676	0. 8072	-0. 0256	0. 0414	0. 7399	1. 2389
Offering Date	-0. 3700	-0. 0683	1. 7190	1. 6739	-0. 2787	0. 1044	1. 1988	1. 4201
Industry Category	-0. 0798	0. 0358	0. 7822	0. 8555	-0. 0058	-0. 0596	0. 6649	0. 7180
Company Age (log)	0. 0412	-0. 0079	0. 8113	0. 8920	0. 0260	0. 0373	0. 6569	0. 7957
Underwriter	0. 0235	-0. 1589	1. 3440	0. 60724	-0. 0299	0. 0597	0. 7695	0. 8852
Market Share								
Return on Assets	0. 0072	0. 0071	0. 6810	1. 1034	0. 0254	0. 0223	0. 7002	0. 8157
EBITDA (standardized)	-0. 2696	-0. 0255	0. 6267	0. 7680	-0. 4150	0. 0015	0. 6682	0. 8042
Tech								
Company Indicator	0. 3837	0. 0511	1. 0741	1. 0108	0. 6358	0. 0591	1. 0385	1. 0093
R&D Expenses (log)	-0. 1790	-0. 0456	1. 8058	1. 0500	-0. 1466	-0. 0493	1. 3189	0. 9747
Total Revenues (standardized)	-0. 3503	-0. 0680	0. 4012	0. 5541	-0. 4017	0. 0275	0. 4718	0. 7763
Panel C: Treatment = Use of Proceeds Boilerplate > 0. 17					Panel D: Treatment = Business Description Boilerplate > 0. 09			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Standardized differences		Variance Ratio		Standardized differences		Variance Ratio	
	Raw	Matched	Raw	Matched	Raw	Matched	Raw	Matched
Gross Proceeds (log)	-0. 7583	-0. 0376	0. 4109	0. 4564	-0. 0482	0. 0339	0. 9075	0. 9251
Venture Capital Involvement	0. 3414	0. 0691	0. 6209	0. 9189	-0. 1960	0. 0488	1. 2979	0. 9373
Total Assets (log)	-0. 9162	-0. 0402	0. 5703	0. 5379	-0. 0220	0. 0179	0. 8439	0. 8882
Book to Market	-0. 1528	0. 0341	0. 5267	0. 7004	-0. 1057	-0. 0548	1. 1470	1. 1146
Offering Date	-0. 4989	-0. 0316	1. 8866	1. 4025	-0. 4210	-0. 0139	1. 1125	1. 0992
Industry Category	-0. 2260	0. 0816	0. 8483	1. 2716	0. 2361	-0. 0010	0. 9345	1. 0014
Company Age (log)	-0. 2868	-0. 1022	0. 5160	0. 7814	-0. 0447	-0. 0845	1. 2581	1. 3091
Underwriter								
Market Share	-0. 0166	-0. 0573	0. 6799	0. 3463	-0. 1060	0. 0507	0. 5058	0. 8779

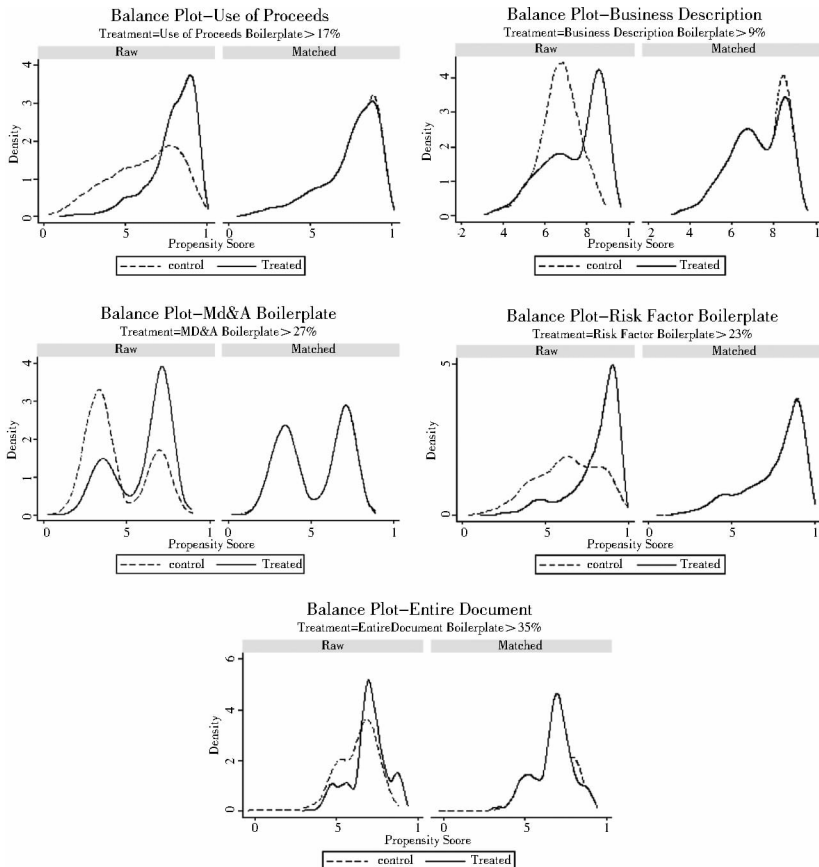
续表

Panel C: Treatment = Use of Proceeds Boilerplate > 0. 17					Panel D: Treatment = Business Description Boilerplate > 0. 09					
(1)		(2)	(3)		(4)	(5)		(6)	(7)	(8)
Standardizod differences			Vnriance Ratio		Standardized differences		Variance Ratio			
	Raw	Matched	Raw	Matched	Raw	Matched	Raw	Matched		
Return on Assets	- 0. 1016	0. 0123	9. 0650	3. 3129	0. 1104	0. 0467	0. 1782	0. 2969		
EBITDA										
(standardized)	- 0. 9846	- 0. 0774	0. 7934	0. 8093	- 0. 0924	0. 0674	0. 9646	1. 0020		
Tech										
Company Indicator	0. 7753	0. 0163	1. 3085	1. 0031	0. 1323	- 0. 0295	1. 0174	0. 9954		
R&D Expenses (log)	- 0. 1373	- 0. 0999	2. 1645	1. 9391	0. 0149	0. 0709	0. 8555	0. 6701		
Total Revenues										
(standardized)	- 0. 9036	- 0. 0777	0. 3508	0. 6149	- 0. 1293	0. 0096	0. 6824	0. 8614		
Panel E: Treatment = Entire Document Boilerplate > 0. 33										
(1)		(2)	(3)		(4)					
Standardizod differences			Vnriance Ratio							
	Raw	Matched	Raw	Matched						
Gross Proceeds (log)	0. 3118	0. 1979	1. 3071	0. 8976						
Venture Capital										
Involvement	0. 1348	0. 2866	0. 8245	0. 7476						
Total Assets (log)	0. 3848	0. 2305	0. 9619	0. 5903						
Book to Market	0. 0103	0. 1249	2. 1275	2. 0749						
Offering Date	1. 5408	- 0. 1981	0. 7968	0. 7291						
Industry Category	- 0. 0674	0. 0561	1. 1065	1. 2199						
Company Age (log)	0. 3357	0. 0647	1. 0276	1. 6458						
Underwriter										
Market Share	0. 0696	0. 0217	1. 3591	1. 7715						
Return on Assets	0. 1079	0. 1759	0. 0930	0. 2271						
EBITDA										
(standardized)	0. 5795	0. 3710	1. 0344	0. 6458						
Tech										
Company Indicator	- 0. 0300	0. 1017	0. 9948	0. 9991						
R&D Expenses (log)	0. 2905	- 0. 0619	0. 3361	1. 1395						
Total Revenues										
(standardized)	0. 4115	0. 0889	1. 2373	0. 6209						

用倾向评分匹配法估计处理效果的可靠性取决于对照组和处理组相对于协变量的平衡程度。这种平衡表明,在没有处理的情况下对照组和处理组可能会经历相同的结果。为了保证匹配估计量的有效性,我用两种方法分析了协变量平衡:检验匹配的样本均值和绘制样本倾向评分密度图。

附录表 F1 比较了 5 个不同文本选择的原始样本和匹配样本之间的协变量平均值,处理组和对照组都是根据这些文本选择构建的。表中第 1 列、第 2 列、第 5 列和第 6 列表明,考虑到匹配样本的标准化平均值差异很小,甚至可以忽略不计,该检验在协变量上实现了良好的平衡;对于大多数协变量,原始样本的均值差异更大。在第 4 列和第 8 列中,还可以看出,匹配处理和对照样本的方差比相对接近于 1。

此外,笔者还直观地比较了对给定的5种不同类型的处理的协变量在之前和之后对协变量匹配的倾向得分分布(在研究的5个文本中,均大于标准文本使用的中间值水平)。附录图3显示了匹配之前和之后的分布。匹配后两组倾向得分的密度相似,说明两组倾向得分是平衡的。



附录图3:匹配前后协变量的平均分布图*

如下所示,系数估计值在显著性和幅值上的一致显著表明,本文的结果不是由协变量平衡的虚假变化驱动的。

* 倾向评分平衡测试。在左侧和右侧面板中,分别绘制了处理组(实线)和对照组(虚线)的倾向评分密度,比较了原始对照数据与倾向评分匹配的观察值。

附录表 F2 显示,处理对相关结果的影响与文中详细描述回归分析保持一致。这里的分析采用了倾向得分匹配法并且估计了使用高水平披露标准文本的发行人的(在每个章节中使用标准文本高于中间值)平均处理效应,具体是通过倾向评分将它们与使用标准文本水平相对较低的发行人进行匹配,这些发行人在许多重要特征方面具有可比性。括号中为根据方差计算的 Z 分数。*

附录表 F2:平均处理效应**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Average Treatment Effect for:	Underpricing	Price Revision	Litigation	Analyst Dispersion	Bid-Ask Spread
Overall Similarity	0.013 (0.57)	0.041* (1.86)	0.046 (0.75)	-0.019 (-0.94)	-0.005 (-0.79)
Number of Observations	1847	2317	1923	1907	2271
Rf Similarity	0.106** (2.81)	0.060** (2.40)	0.076** (2.34)	0.173*** (4.22)	0.017* (1.79)
Number of Observations	2,277	2305	2314	1904	2252
UP Similarity	0.092* (2.34)	0.110*** (3.54)	0.027* (1.92)	0.042 (1.22)	0.002 (0.31)
Number of Observations	2300	2282	2291	1890	2229
MD&A Similarity	0.161*** (8.47)	0.075** (2.86)	0.12*** (3.58)	0.080** (2.06)	0.015** (2.33)
Number of Observations	2277	2,305	2126	1890	2229
Business Similarity	0.007 (0.19)	-0.052** (-1.99)	-0.004 (-0.16)	0.011 (0.37)	-0.002 (-0.12)
Number of Observations	2109	2118	2124	1826	2065

风险因素和管理层讨论与分析部分的结果与采用普通最小二乘法 (ordinary least square) *** 分析一致,显著性在 10% 以上,但管理层讨论与分析的标准文本与集体诉讼的关系并没有统计上的显著性。募集资金用途部分的标准文本对于定价过低、价格修订和诉讼的因变量也产生积极的和统计上显著的结果(大于等于 10%)。

* Z 分数(z-score),也称标准分数(standard score),以标准差为单位反映一个分数相对于平均数的相对距离或离差。See Wikipedia, https://en.wikipedia.org/wiki/Standard_score. ——译者注

** 附录表 F2 注:括号内为根据方差计算的 Z 分数。以 *, ** 和 *** 标记的估计值分别在 10%、5% 和 1% 的水平上具有统计学意义。

*** 最小二乘法(least square)是回归分析中求解超定系统问题的标准方法,方程组比未知数多的方程组。“最小二乘法”是指整个解使每个单一方程的结果中残差的平方和最小。See Wikipedia, https://en.wikipedia.org/wiki/Ordinary_least_squares. ——译者注

关于业务描述部分,标准文本继续只对向上的价格修正具有统计上的显著关系,而这种关系是负的。就整个文件而言,标准文本与向上修正价格有显著而积极的关系。对于风险因素、管理层讨论与分析以及在很大程度上募集资金用途,这里的结果支持了在主文中的回归分析中得到的结果,然而对于整个文档和业务描述部分的结果是不确定的。

附录表 G:标准文本与迷雾指数 *

Gunning Fog Score	(1)	(2)
Overall Gunning Boilerplate	6.90* (3.00)	6.57* (3.02)
Gross Proceeds (log)	0.12*** (0.04)	0.08 (0.05)
Adj. R ²	0.21	0.30
Risk Factor Boilerplate	1.32** (0.43)	1.00* (0.50)
Gross Proceeds (log)	0.23*** (0.04)	-0.02 (0.04)
Adj. R ²	0.471	0.57
Use of Proceeds Boilerplate	-1.08 (0.72)	-1.55† (0.82)
Gross Proceeds (log)	-0.08*** (0.04)	-0.23*** (0.05)
Adj. R ²	0.10	0.20
MD&A Boilerplate	6.52** (2.93)	7.95** (3.22)
Gross Proceeds (log)	-0.28*** (0.03)	-0.13*** (0.03)
Adj. R ²	0.22	0.41
Business Boilerplate	0.84* (0.37)	0.99* (0.41)
Gross Proceeds (log)	-0.01 (0.18)	-0.02 (0.03)
Adj. R ²	0.09	0.20
Industry FE	X	X
Year FE	X	X
Industry * Year FE	X	X
Law Firm FE	X	X
Bank FE		X
Number of Observations	2451	2451

* 控制的变量包括:每家主承销商的收入(对数)与固定效应,发行人律师,IPO年份及行业,以及两者之间的相互影响。此外每个检验控制的、但没有在列表显示的变量包括:发行人经营年限(对数)、发行人总资产(对数)、招股说明书字数(对数)。方差表示在括号中。带有*,**和***标记的统计结果分别在10%、5%、1%和0.1%的水平上具有统计显著性。

附录 H:标准文本用语的代表样本

若依据《证券法》B 规则填写发行新股的表格,请提前检查下列复选框列表的证券注册声明编号,从而产生有效的发行注册声明。

若依据《证券法》C 规则填写的生效后修正案表格,检查复选框列表的证券注册声明编号,从而产生有效的发行注册声明。

该目的是确定相关方责任,生效后修正案将视为与发行证券相关的新注册声明,发行时间将被善意地认为是首次发行。

注册人在此修正注册声明日期,日期可能需要延迟,生效日期注册人应提交修正文件具体说明注册声明将随后生效。根据 a 节《证券法》注册声明,委员会可以根据 a 节行事确定生效日期。

在承销商最初建议发行的普通股股票中,一部分股票价格是 IPO 的招股说明书封面中设定的发行价格,另一部分股票价格是包括承销商在内的特定人的更低的价格。

本表所列合并财务报表附注,包括在招股说明书中“管理层关于公司财务状况和运营结果的讨论和分析”的部分。

合并财务数据。以下选定的合并财务数据请阅读本公司的合并财务报表附注,包括在“管理层关于公司财务状况和运营结果的讨论和分析”部分。

本招股说明书构成注册声明的部分内容,包含关于注册声明一览表的信息。

本招股说明书不构成销售要约或对于任何除本次发行的普通股之外的证券的招揽要约。对于法律不允许进行本次销售或招标的管辖地,本招股说明书不对任何人构成销售要约或对于本次发行的普通股的招标要约。

本招股说明书包含具有不确定性风险的前瞻性陈述。

本公司拟向股东提供载有经审计财务报表的年度报告、载有独立审计师声明的年度报告、载有未经审计的中期财务报表的前三个季度的财务年度季度报告。

下列概要信息是合格的整体概要信息,包括“风险因素”的概要。关于公司的合并财务报表附注,见招股说明书的其他部分。

计算提议的注册费用。拟认购的每一类证券的最高认购额。拟认购的证券发行金额对应的最高证券发行数量。每股注册费用。普通股面值【 】美元。

截至 6 月的前 6 个月,经营活动使用的现金净额为【 】万美元。

该公司目前估计,IPO 每股普通股的价格为【 】美元。

截至 6 月,该公司的现金和现金等价物为【 】万美元,营运资本为【 】万

美元。

在意见书中,财务报表附表考虑了相关关系,基本财务报表整体提供了相当重要的信息。

这意味着每股普通股持有人即时增加每股净有形账面价值。投资者购买发行的新股表示普通股账面价值即时稀释。

中期经营业绩预示着未来经营业绩预期。

每股普通股净亏损,采用加权平均流通股数量计算的每股普通股净亏损。

(编辑:谢贵春)