

选择性披露的管制与内幕 交易法的演变:基于美国 《公平披露条例》的研究

陈秧秧*

摘要:美国《1934 年证券交易法》未能有效禁止公司内幕人向市场专业人士选择性地披露重要的非公开信息。《公平披露条例》(SEC,2000)现在明确禁止选择性披露。本文重点研究条例的基本框架、政策含义以及所隐藏的关键难题,初步归纳了后 FD 条例环境下 SEC 的执法行动,并剖析条例与证券交易法下反欺诈条款(Rule 10b-5)之间的相关性。本文认为,条例本身及其执行效果仍需继续探究。

关键词:选择性披露 内幕交易 管制 重要性 非公开性

一、内幕交易及泄密的法律禁令:简要回顾

在整个 20 世纪,人们对公司内部信息的产权

* 会计学博士、华东政法大学国际金融法律学院讲师。

问题展开广泛的讨论。曼尼^①认为内部信息具有两个特征:(1)信息对公司股价产生重大影响;(2)一些人能够在信息为公众获悉之前为其所用。随着大型公众公司的迅速发展,滥用内幕交易的潜在性也随之增长。所有权与控制权的日益分离以及公司内部人控制公开披露及自我交易的能力,使内部人利用其地位以牺牲外部所有者利益为代价巩固自身利润的行为更为便利。

1910~1934年间,评论家对内幕交易表达了道德上的愤怒:公司内部人可以利用其职位取得非公开的公司信息并据此进行交易。^②这些早期评论者的观点在很大程度上对《1933年证券法》与《1934年证券交易法》中要求的强制性披露产生影响。证券交易委员会(SEC)在总体上是关注证券市场的公平性以及如何禁止由非法获取信息产生的明显不公正的。概言之,1934年《证券交易法》之内幕交易禁令结合公开财务披露与信义概念构成了治理证券市场中个人之间关系的规则。^③

最初的1934年法案之内幕交易禁令与相关条款的一个目的是,确保所有投资者拥有平等获取信息的权利,或者至少在表面上看来投资者不再不得不接受一个双层的市场信息结构。^④另一目的则旨在批判以下观点,即内幕交易利润是报酬的合法构成,这与一些有影响的评论人之观点相悖(如曼尼,1996)。但是,法案没有明确禁止所有形式的内幕交易。譬如,1934年法案第16节要求对内幕交易作某些公开披露,但没有禁止内部人利用该内幕信息在六个月之后进行交易。

1934年法案之Rule 10b-5下的反欺诈禁令构成了许多内幕交易

① Manne HG. *Insider trading and the stock market*, 1966.

② See Brandeis LD. *Other People's Money and How the Bankers use it*. Washington National Home Library Foundation, 1933; Ripley WZ. *Main Street and Wall Street*. Boston, MA; Little, Brown & Co, 1927; for a review, see Manne, 1966, Chapter 1.

③ Brian Shapiro, *Thematised Selective Disclosure*. *Critical Perspectives on Accounting* 2005; 16; 229-326.

④ Merino BD, Neimark MD. *Disclosure Regulation and Public Policy*. *Journal of Accounting and Public Policy* 1982, Fall; 1:33-57. 此处,双层信息结构是指发行人在向一般公众披露相同信息之前,向证券市场专业人士预先披露盈利预告及其他重要的非公开信息。

规则的基础,但这份规则并未解决一些重要的问题。比如,未包含于公开财务报告的信息应如何处理?内幕人与泄密人应于何时披露其据以进行交易的信息?如果存在,那么,在什么条件下,内幕人与泄密人应被允许利用重要的非公开信息进行交易?在具体的内幕交易案件中,SEC未能就 Rule 10b-5 展开特别成功的解释,这便加剧了其不确定性。譬如,在 *Chiarella v. United States* 一案中,最高法院否决了 SEC 关于平等获取公司信息的主张。^⑤ SEC 不得不采用 Rule 14e-3,后者指出,如果某人拥有关于尚未对外宣告的收购要约的信息,并且已知该信息来自要约方、目标公司或者任何代表其行事的任何人,那么,该人应向公众披露信息或者放弃交易。但是,该具体的披露或放弃规则并未类似地适用于其他类型的非公开信息。

在选择性披露方面,影响深远的 *Dirks v. SEC* 案中,^⑥美国联邦法院的判决进一步解释了美国内幕交易法中的缺口。该案中,美国权益基金(Equity Funding of America)的公司官员向一位投资分析师 Raymond Dirks 选择性地披露了以下信息:因大量舞弊的存在,公司股票价值被高估了。于是,Dirks 说服其客户出售 EFA 的股票,后者由此将自身的损失转移给了那些未获得该项信息的购买者。当 EFA 的股价从 \$26 降至 \$15 时,纽约证券交易所中止了交易。Dirks 被 SEC 指责为违反了 1934 年法案 Rule 10b-5 之反欺诈条款。SEC 认为,当取得重要非公开信息的泄密人知道此为秘密信息,并且知道该信息来自于内部人时,他必须公开披露或者放弃以此信息为基础进行交易。上诉法院支持 SEC 的观点,但美国联邦法院推翻了其决定。联邦法院认为,Dirks 并不向 EFA 的股东承担事先存在的信义义务,他并非泄密者,因为内幕人并未获取个人利益或旨在给予 Dirks 礼物,并且内幕人的动机仅仅在于暴露该舞弊事实。这样,Dirks v. SEC(1983)暗示着,泄密人并未被禁止利用选择性披露的信息进行交易,除非泄密者对股东承担事先存在的信义义务、内幕人从披露中获取了个人利益(比如声望、地位、分析师的有利推荐等)或者披露的一方违背了对股东的信义义

^⑤ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222; 1980.

^⑥ *Dirks v. Securities and Exchange Commission*, 463 U.S. 646; 1983.

务。但是,上述启示与解释未在法庭上进行检验。

接着,一位公司内幕人大概希望提升其声望,向证券分析师选择性地披露了公司季度业绩将低于预期的消息。^⑦ 随后,两位分析师将该信息报告给了客户,后者便在公司公开季度公告前出售了股票。SEC认为,当内幕人出于自身利益选择性地披露重要的非公开信息时,便违背了对大多数股东的信义义务。但是,由于案件中的内幕人接受了SEC的处罚,SEC的推理未在法庭上得到检验。

另一个重要的案例是 *United States v. O' Hagan*。^⑧ 在这个案例中,联邦法院采纳了盗用理论(*misappropriation theory*)。该理论认为,当某人出于证券交易目的而盗用机密信息,违背了向信息的来源处所承担的义务,此时,该人违反了 Rule 10b-5。重要的是,盗用理论的应用是以信息的接受方向信息的来源处负有义务并承诺保守所讨论信息不泄露为条件的。

Dirks 与 *O' Hagan* 两个案件引出美国证券法律中的一个缺口:现行体系是允许选择性披露的。通常,选择性披露的信息来自于公司中的高级官员或负有经常性与分析师进行交流之责的员工。一般情况下,这些披露是代表公司利益或为了公司利益而进行的。即这些披露旨在促使分析师对公司的业绩作出更精确的评价,甚至,也可能是以促使分析师得出更有利于公司的评价为目的。至少,选择性披露是发行人讨好分析师的一种方式。即便如此,假定不存在任何个人利益,在 *Dirks* 案中,联邦法院将泄密者对选择性地披露重要的非公开信息内幕人所承担的责任以及接受泄密者对向客户建议交易公司股票的分析师所承担的责任完全排除在外。^⑨ 此外,分析师一般不承担 *O' Hagan* 案中盗用理论下的责任,因为分析师不向发行人承担保守信息不泄露的任何义务。^⑩

上述选择性披露的近期案件进一步揭示了使特权方获益的双层信

^⑦ *SEC v. Stevens*, SEC Litigation Release No. 12813. Washington, DC: U. S. Securities and Exchange Commission; 1991.

^⑧ 521 U. S. 642 (1997).

^⑨ See *Dirks*, 463 U. S. at 663.

^⑩ See *O' Hagan*, 521 U. S. at 652.

息结构的存在。在这些案件中,一些交易安排表现为违反了 *Dirks v. SEC*(1983)之“个人利益”的保护伞。譬如,一些颇受尊重的公司拒绝向发出股票降级建议的分析师提供信息,并且一些公司明确告诉分析师,如果后者发布低于中立或持有之评级,公司将不再向其开放电话会议。^① 为继续获取选择性披露的信息并避免受到雇主的惩罚,一些分析师通过使用委婉的语言来避免发布明显为负面的建议,以这种方式秘密地将信息传递给那些由分析师、专业投资者以及其他内幕人组成的精英团队。^② 发行人与分析师之间的此类交易安排强烈地表明,发行人确实从选择性披露中获益。与其将这些问题诉诸法庭并承受被驳回的风险,SEC 决定起草一份新的规则管制选择性披露,填补内幕交易法在立法与司法中的缺口。

二、《公平披露条例》的政策含义

(一)《公平披露条例》(2000年):基本框架

SEC 采纳《公平披露条例》(以下简称 FD 条例),旨在应对当公司选择性地分析师、机构投资者、其他证券市场上内幕人及处于有利地位的股东披露重要的非公开信息时产生的不公平性。这份条例的基本原则是发行人或代表发行人利益的人在未作相应的公开披露时,不能向上述团体披露重要的非公开信息。正如 SEC 归纳的这样:

“FD 条例是一份新的发行人披露规则,主要致力于选择性披露问题。该条例指出,当发行人或代表其利益的人向特定所列举的人士(总体上为证券市场的专业人士和很可能据此信息进行交易的发行人证券的持有人)披露了重要的非公开信息时,它必须公开披露该信息。所要求的公开披露的时间安排取决于选择性披露是有意还是非有意

^① Brooks R. *Speak No Evil? Analyst Turns Silent on Banks*. *The Wall Street J* 1999;C1.;
Gibson R. Analyst Takes Heat for “Sell” Rating on Archer - Daniels. *The Wall Street J* 1995;C1;
Pratt T. Wall Street's Four - letter Word. *Investment dealers' digest*; 1993. pp. 18 - 22.

^② *Vinzant C. Wall Street Group Issues Analysts' Code; securities industry guidelines adopted 2 days before Hill Hearings on issue*. *The Washington Post* 2001;E1.

的:对于有意的选择性披露,发行人必须同时作出公开披露;对于非有意的选择性披露,发行人必须及时作出公开披露。根据这份条例,公开披露可以通过提交或提供 8-K 格式报告的方式作出,也可以通过合理设计以实现广泛的、非排他性信息传递的一种方法或多种方法组合来向公众进行披露。”

FD 条例的范围主要关注两个问题,即哪些人被禁止在选择性披露重要的非公开信息之外,对哪些人则可以进行选择性的披露。条例禁止公司或代表公司利益的人选择性地披露有关本公司或其证券的重要内幕信息。基于条例的目的,发行人包括有一类证券按照《1934 年证券交易法》第 12 节进行登记或被要求按照第 15 节提交报告的公司。其中,“代表发行人利益的人”是指“发行人的任何高级官员……或与下列所讨论的信息接受人或发行人证券的持有人进行经常性交流的任何其他官员、员工或发行人的代理人。”这个定义强调那些工作职责使其需要经常性向所列举的接受者披露公司相关信息的人士。譬如,由那些可能偶尔与分析师或投资者进行接触的个人所作出的选择性披露将不会引发 FD 条例下的责任。因此,在正常的商业活动中向客户与供应商披露的重要非公开信息将不在 FD 条例的范围之内。然而,委员会指出,如《证券交易法》第 20(b) 节所禁止的那样,高级官员指示不属于范围内的人士向所列举的信息接受者作出选择性的信息披露,不应被免于承担责任。在这类情形中,该名高级官员将被认为对选择性披露负有责任。此外,“代表发行人利益的人”这一定义特别地将那些“违反对发行人的信托或保密义务而披露重要非公开信息的官员、董事、员工或发行人的代理机构”排除在外。在这种情形下,发行人将不会因其员工的行为而被认为负有 FD 条例下的责任。^⑬

FD 条例适用于重要的非公开信息被选择性地披露于四类所列举的接受者的情形:(1) 经纪人或交易商,或与经纪人或交易商相关的人;(2) 投资顾问、机构投资经理或与二者之一相关的人;(3) 投资公司

^⑬ SEC 主张,对这类情形的适当回应是,判定员工或代理人负有非法内幕交易的责任,而不是迫使发行人基于一位员工或代理人的不当行为而作出公开披露。虽然这类情形不至令发行人处于违反 FD 条例下的责任,发行人仍可能暴露在诸如控制人责任或监督者责任之下。

或其关联人;(4)发行人证券的持有人,并且,可以合理地预期该持有人将据此信息购入或出售发行人的证券。条例明确将下列人士排除在外,即不适用于以下人士:(1)对发行人承担信托或保密责任的人(如临时内幕人);(2)明确同意对所披露信息保守秘密的人;(3)信用评级机构,“假设披露信息仅在于开发信用评级且主体的评级状况公开可获取”;(4)其他一些例外,“按照《证券法》进行登记的证券发行相关的人”。

从表面来看,FD 条例似乎作出了一个清晰的描述:不应进行选择性披露。根据这项指导性原则,SEC 寻求堵塞至少一部分缺口——Dirks 与 O’Hagan 案件所制造的——允许选择性披露。然而,条例并未干净利落地与美国联邦证券法律的现行披露框架融为一体。这一“尴尬匹配”的原因在于:尽管没有公开阐述,SEC 挑战了许多已对披露框架产生重大影响的关键原则,这些原则允许、助长甚至鼓励了不平等的信息传递。通过这份条例,SEC 制定了一份规则,拒绝或修订了构成联邦证券法律的核心假设。

(二)披露责任与信息平等

FD 条例强调了许多联邦证券法律在实施过程中的一种紧张状态。一方面,《1933 年证券法》与《1934 年证券交易法》的根本前提是完整的披露重要信息。联邦证券法律框架反映的是一种自上而下的披露制度(with a top-down disclosure system),即长期发展形成的诸多个别规则合计形成一个体系。根据发行人选择性地发表言论时的特定条件,FD 条例在发行人的披露义务中添加了更多责任。这是之前所不存在的。FD 条例提出了所有投资者平等获取信息的制度,也反映了 SEC 的一项判断,即给定现代科学技术(如因特网,24 小时交易等)对股价迅速变动的影响,只有通过确保市场中的所有参与者都能在同一时间获得新的重要信息,才能保证信息的平等获取。^⑭

信息平等(parity of information)与平等获取信息(equal access to information)的概念也可在美国国内及国际证券市场的其他地方找到。

^⑭ See SEC Staff Explains Scope of New Disclosure Rules, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) No. 1942, at 4 (Sep. 25, 2000).

譬如,SEC的 Rule 14e-3 指出,直接或间接地与要约收购相关的投标人或目标公司处获得进而拥有重要非公开信息的人必须披露该信息,或者禁止利用该信息从事交易。此外,美国全国股票交易所的上市协议与 NASDAQ 体系均要求公司坚持作大量的重要事项的持续披露,这比发行人在联邦证券法下必须遵循的要求更多。许多其他国家也采用了以平等获取信息或信息平等方法为基础的证券框架。与这些方法相联系的是,许多拥有发达证券市场的国家已经通过成文的严格规则来限制内幕人泄露重要的非公开信息,譬如德国、英国、澳大利亚等。从比较的角度讲,与 FD 条例可比的特定条款并不必然存在。在国外发达证券市场,选择性地披露重要非公开信息已经构成非法的泄密行为,并被严格禁止。这可视为平等获取信息与信息平等观念的逻辑延伸。

但是,美国以责任为基础的联邦证券法框架通常并不以信息平等或平等获取信息为前提。^⑤ 在 *Chiarella v. United States* 案中,联邦法院拒绝了这一观点,即“联邦证券法律已经形成了一个对于理性且智慧的投资决策所必须的可以提供平等获取信息的制度”。买方、卖方与市场中介不处于披露重要的内幕信息责任之下,除非他们被明确地赋予这么做的义务;当不存在此类要求时,证券市场的参与者不承担披露重要信息的一般意义上的严格责任。

FD 条例寻求使这份平等获取信息(信息平等)的规则适合于责任基础的披露框架。为了与基本披露框架的其他部分相适应,条例确立了一项针对发行人的特定责任——假设并且一旦发表了任何言论,发行人应公开地作出表述。然而,这是一项特定的宽泛基础上的发行人向该公司证券所在市场的所有实际与潜在参与者担负的责任。在证券管制体系中很少规则对一项披露责任提供如此广泛的受益人范围。因为创造了一项拥有广泛范畴的特定责任,FD 条例尴尬地嵌入了美国证券法的框架。

(三) 市场效率与投资者公平

证券管制的一条明确的原则是,资本市场应是有效的。根据有效

^⑤ 对这项一般规则的例外确实存在,经常被提及的案件是 *United States v. O'Hagan*。

市场理论,当市场能够迅速地通过价格反映新信息时,市场是有效的。因此,一个相应的问题便是,FD 条例在多大程度上促进或抑制了市场效率?按照 Ronald J. Gilson 与 Reinier H. Kraakman 发展的市场效率理论,即便是在股价对新信息作出反应的有效市场中,价格吸收信息的速度将根据信息披露的不同机制而有所不同。^⑥因此,不同的披露形式将产生不同的“相对有效”:有些披露形式将导致比其他形式更为有效的新均衡定价。G&K 制定了一个从最有效至最无效的披露机制的连续统一体:(1)普遍的消息灵通的交易(universally informed trading)。证券市场中所有参与者均在相同的时间获得信息,且无需负担重大成本;(2)专业的消息灵通的交易 professionally informed trading)。控制了重要交易数量的少数专业交易者发掘或获取信息,并且,他们的交易向市场传递存在新信息的信号;(3)派生的消息灵通的交易(derivatively informed trading)。非公开信息通过内幕交易、盗用或因粗心大意造成的披露等机制而泄露;(4)消息不足的交易(uninformed trading)。没有一位公司股票的交易者掌握有非公开信息,但是,该只股票的价格反映了交易者以可获取信息为基础的总体预期。FD 条例的目标是实现第一层次的披露——普遍的消息灵通的交易,所禁止的选择性披露则处于第二层次——专业的消息灵通的交易。

有人会这样认为,选择性披露提供了一种相对有效的改进市场中信息总体质量的方式,而 FD 条例消除了这种有益之处。具体而言,基于严格的责任,条例将抑制披露。暂且假定这些批判是正确的,或者,在最低程度上,条例将显著地推迟发行人对重要信息的公开发布(尤其是坏消息)。在这一情形下,FD 条例将(至少是暂时的)迫使所有投资者进行最低层次的披露——消息不足的交易,没有一名交易者将会拥有合适的重要非公开信息。然而,如果选择性披露是被允许的,发行人将更善于接受向市场泄露信息。当信息接受者开始就选择性披露的信息进行交易时,将向市场中的其他投资者传递如下信号,即当前的股价并未反映所有重要信息。根据这些批判意见,趋向精确地反映所有

^⑥ See Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Virginia Law Review*, 549 (1984).

重要信息的均衡价格的平缓式运动,要优于按照 FD 条例所要求的公开披露相伴的痉挛式震动。

通过颁布 FD 条例,SEC 似乎已经怀疑了上述假定,或者将该假定视作对于促进投资者公平性而言是次要的。虽然股价快速吸收新信息的假定对于经济理论为基础的观点十分有用,却可能并不能与证券交易的现实相适应。对于市场吸收选择性披露的信息而言,接受者首先必须根据此类信息采取行动。此类接受者的获益程度将高于股价平缓地朝向均衡价格运动过程时的收益曲线。如 G&K 所指出的,“市场机制的相对有效决定了套利机会的重要性,即新的信息为那些最先获得此类信息的幸运交易者所创造的机会。”FD 条例假定,选择性披露的相对无效与此类实务引致的套利机会是充分显著的,由此威胁到了证券市场的公平性。^①

联邦证券监管框架包括许多目标与原则,包括前述平等获取信息、市场效率,也包括努力促进这个体系中的公平性与投资者信心。这些目标与原则有时相互结合,有时则相互矛盾。有时,促进市场效率的规则确实以牺牲其他目标为代价的。SEC 试图通过 FD 条例来促进市场效率之外的更多目标——明确地寻求加强公平性与投资者对资本市场完整性的信心。^②

选择性披露的根本问题是向市场施加了结构性偏差。^③ 第一个偏差是将市场专业人士与非专业投资者相分离,并明显地偏向且有利于前者。一类投资者——与那些获取非公开信息的分析师或其他市场中介相关联——能够一贯地利用选择性披露中的套利机会,而其他投资者则不被允许分享这些收益。第二个偏差来自于这样一个事实(或者至少是直觉),即发行人将信息视作商品,向那些曾经或愿意对本公司进行正面有利报道的分析师作出少量发布。此类狭隘的信息传递机制

^① 通过制定 FD 条例,SEC 已经表达了对重要信息的最高层次披露的清晰偏向:选择性披露重要信息是如此无效且不公平,证券市场不允许存在此类机制。但是,选择性披露并非第二层次披露的唯一形式。

^② 参见 FD 条例发布公告。

^③ See Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release No. 42,259, 64 Fed. Reg. 72,590 n.18 (Dec. 20, 1999), i. e. Proposed Rule Release.

很可能降低了选择性披露作为通过股价吸收重要信息这一方式的相对效率。选择性披露成为一种有效的信息传递机制的条件是,那些获取信息的少数人必须直接或间接地控制充分的交易量,以使股票价格迅速反映任何以选择性方式披露的信息。如果只有相对少数的分析师获悉选择性披露的信息,那么,如同选择性披露的信息被视为贵重商品的情形一样,将其视为有效机制缺乏根本的理论基础。

这些偏差影响了市场完整性。有能力获取选择性披露信息的市场内幕人和不具备此类占优地位的个人投资者面临着不同的市场结构,即内幕人在信息曲线(收益曲线)之上,而个人在信息曲线之下。更有甚者,偏差已演变得系统化,以致需重构投资游戏的规则。联邦法院曾经指出,“难以想象,竟然存在不依赖市场完整性的买方或卖方。谁会在明知不诚实、不公正的游戏中掷骰子呢?”^{②①}选择性披露随着其实务的演进,已成为欺诈性不公平游戏的等价词。^{②②}因此,SEC需要通过禁止选择性披露实务,消除所谓“叠加的层次”。^{②③}尽管这本身是一个值得赞赏的目标,却带来了一定的政策后果。通过明显强调对公平性与投资者信心的重视,SEC颠覆了这些目标与其他目标如市场效率、只有在基于责任的条件下才披露信息等之间的平衡。换言之,SEC使FD条例尴尬地挤入了现行美国证券监管的披露框架。

三、FD 条例剖析:规则中潜藏的问题

本文并非对FD条例作出定性判断。这类判断需结合充分数量的有关条例实施及其影响的经验信息。此处,文章仅对前述条例尴尬地嵌入现行披露框架所可能引发的几个关键问题展开探讨。这些问题与

^{②①} See *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 246-47 (1987).

^{②②} See Proposed Rule Release, at 72.592. 其中,论及SEC有关选择性披露对市场公平性影响的关注。

^{②③} See Regulation FD Release, at 51.716. “那些投资者观察到证券价格急剧变动,却只能在这急剧变动之后获得引起此类变动的信息,便会肯定无疑地质疑,他们是否与市场内幕人处于同一个竞争舞台。”

条例中的重要性及有意与非有意披露的区分相关。因为这些条款的性质在一定程度上是不精确的,产生的主要问题将很可能与以下两方面相关:(1)确定以什么标准衡量选择性披露的信息的重要性;(2)所讨论的披露是否是有意的。

(一)重要性的含义及潜在问题

1. “重要性”与“非公开”的含义

尽管条例提出“重要”和“非公开”的信息,但并未定义这些术语。相反,SEC在作出界定时借助了判例法。因此,“如果‘理性的投资者在作出投资决策时将认为这是重要的’……[并且]理性的投资者认为该信息已显著地改变了可获取信息的‘总和’,那么,该信息便具有重要性。”^②此外,“如果信息并未以投资者可普遍获取的方式进行传递”,那么,该信息便是非公开的。^③

美国联邦法院一直拒绝在重要性评估中采用任何明确的界限测试。围绕重要性定义的法律是一个持续变化的概念,经常以微妙的方式发生着变化,使重要性的确定十分困难。新近的一项发展是,明确拒绝以数量标准为评估重要性的唯一方式。^④发行人及其审计师经常在作出重要性判定时采用此类数量标准,譬如设定5%为界限,那么,如果财务报表中的误述致使净收益高过4%,发行人将不会视该项误述具有重要性。SEC在《第99号工作人员会计公报》(SAB 99)中主张,此类“拇指规则”尽管在初始步骤中或许有用,却并不必然表明误述的重要性。

尽管SEC并不旨在使SAB 99“成为在其他场合下评估‘重要性’的确定性指南”,法院却很可能将之作为具有说服力的权威性规范来使

^② 参见FD条例发布公告。其中,援引TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 449 (1976)及SEC《工作人员会计公报》[Staff Accounting Bulletin 99, 64 Fed. Reg., 45, 150 (Aug. 12, 1999)],并将后者作为支持其“重要性”定义的权威文献。

^③ 参见FD条例发布公告。其中,援引了SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833, 851 (ed Cir. 1968), cert. denied, 394 U. S. 976(1969)。

^④ 譬如,可参见Ganino v. Citizens Utils. Co., 228 F. 3d 154, 162(2d Cir. 2000)。其中指出,“我们一贯拒绝采用公式化的方法评估所指控误述的重要性问题”。在SAB 99中,工作人员也提醒发行人及其财务报表的审计师,[在作出重要性判断时]绝对地依赖……任何百分比或数字标准,无论在会计文献中还是法律上,均是没有基础的。

用。譬如,第二巡回法院在 *Ganino v. Citizens Utils Co.* (2000) 案的判决中,援引 SAB 99, 拒绝仅仅因为占总收入额的 1.7% 是一个较小的百分比而将该误述金额认定为在法律事务中是不重要的。根据近期这些对重要性的解释,如果一组财务数据仅偏离原始估计一个较小的百分比,却产生了显著的影响,那么,有关该项变动是不重要的结论将受到激烈的争辩。

基于在确定重要性时存在的困难,SEC 在发布条例的公告时给出了一系列示例,在这些情形下很可能要求发行人作出有关重要性的判断:“(1) 盈利信息;(2) 兼并、收购、要约收购、合营或资产中的变动;(3) 新产品或新发现或者客户或供应商方面的发展;(4) 控制权或管理层的变动;(5) 审计师变更;(6) 与发行人证券相关的事项;及(7) 破产或被接管。”此外,SAB 99 提供了一个并不全面的定性“考虑因素,这些因素可能表明某个在数量上较小的误述却是重要的”。这些因素包括:“该项误述是否使盈利或其他趋势发生改变”;“该项误述是否掩饰了未能满足分析师对企业共识性预期的(事实)”;“该项误述是否令损失变成收益或正好相反”;“该项误述是否涉及分部,或者与登记者的经营业务中已被确立为在其经营活动或盈利能力方面扮演显著作用的其他部分”。这样,为了遵循这份规则,FD 条例的发布公告和 SAB 99 向发行人提供了有关重要性判断的某些指南。但是,即便如此,重要性判断的关键在于理性投资者会在多大程度上重视该项信息。这样,重要性的确定仍然是难以解释的,需在事后进行仔细审查。

2. 重要性的确定:潜在的问题

发行人可以多种方式选择性地披露信息。譬如,发行人可以准备正式的声明,预先向经选择的分析师发布;高管可以泄露信息以评估市场将作出如何反应;或者,发言人可以在回答非预期问题时,无意地泄露信息。在每一种情形下,根据公平披露规则,发行人或其代言人均被要求就信息的重要性作出判断。但是,发行人或其代言人立即处理的信息量和必须作出判断的时间存在明显不同。在前两个例子中,发行人将很可能有充分的时间对其进行判断,并事先咨询顾问。在第三种情形下,在回答问题时,发言人并不必然存在便利。

根据 FD 条例的要求,代表公司利益发言的人将经常被要求就信

息的重要性作出快速判断。SEC 总律师 David Becker 反映,此类重要性的确定很容易在事后遭到批评,但是,“有时人们必须对信息是否重要作出及时的判断”。^⑤ 为了缓解发行人的某些担忧,SEC 实施部主任 Richard H. Walker 指出,“为了实施部能够主张违反了 FD 条例,一项错误的重要性判断必须是对合理注意标准的高度偏离。”^⑥ 尽管有这样一种担保性质的表述,条例的文字本身并未提供许多灵活性,尤其是在进行重要性判断时。即便发行人将被要求就任何一条信息是否具有重要性作出预测,实际的测试将在事后当 SEC 针对发行人违反 FD 条例启动执行行动时进行。在这方面,无论信息被选择性披露的方式如何,一条信息最终将被视为是重要或不重要的。无论被指控的违反者是否曾经拥有几周的时间来决定是否选择性地披露某项信息,还是试图作出一个善意的即兴的重要性判断却出现错误,重要性标准适用的方式将是相同的。

条例向发行人提供的对作出错误的重要性判断的主要保护,在于区分披露的有意和非有意性。对于被认为有意的披露,发行人必须知道或因疏忽而不知道该信息是重要的;出于善意却错误地作出重要性判断将很可能不被认为是“有意的”。SEC 承诺,会将有关重要性确定的所有事实及情形都考虑在内,由此则允许条例放松对作出错误的即兴的重要性判断的发行人的适用。被认为作出非有意披露的界定为发行人进行相应的公开披露而不需承担条例下的责任赢得了时间。但是,如果发行人认为,该信息是不重要的,那么,额外的时间也是不必要的。此时,发行人将不必感到有压力而公开披露信息,因为它已经作出了重要性的判断。尽管如此,如果事后信息被视为具有重要性,并且,发行人鲁莽地作出了判断,那么,发行人将违反条例,因为它未能在高管获悉该无意中作出的选择性披露后及时进行公开宣布。需要考虑的一个问题是,为了达到违反公平披露规则的标准,发行人是否必须在作出重要性判断时至少是粗心大意的。在条例的发布公告中,SEC 指出,

^⑤ See SEC Staff Explains Scope of New Disclosure Rules, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) No. 1942, at 4 (Sep. 25, 2000).

^⑥ See Enforcement Director Walker Comments on Regulation FD, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) No. 1949, at 3 (Nov. 15, 2000).

“对于并非粗心大意的错误的重要性判断,我们将不会也不能根据 FD 条例采取执行行动。”^②但是,有趣的是,条例本身的文字并不必然支持这一点。如文中所指出的,与重要性判断相关的标准主要被用于区分披露的有意与非有意。这样,根据对条例的严格解读,如果发行人因疏漏而错误地确定信息是不重要的,那么,它仍可能因未能遵循条例对非有意披露的及时披露要求而违反规则。

于是问题便演变为——当在对预期之外的问题作出回答时,发行人必须在什么时点作出重要性的判断。显然,答案是——尽管规则的语言并未明确地给出,发行人必须作出并非一次而是两次重要性判断。发行人必须在问题被提出且发言人决定作出回答的时点作出第一次判断。第二次判断则必须在这之后不久马上作出。这样,如果发行人判断认为该信息是重要的,那么,为了遵循 FD 条例的要求,它需要及时地公开发布该项信息。

让我们检验一下这些诠释性的问题可能会如何发生。假设发行人 AM 公司产品构件供应的实际中断发生于某财务季度末,使收入比原先预计的低 0.9%。再假设,在一次与构件供应不相关的电话会议结束后,某投资公司的分析师 AL 向公司的媒体及财务关系部经理 IM 问起供应的潜在中断可能对公司收入造成的影响。IM 想了片刻,回答道,“嗯,事实上,我们正在经历供应的中断,但这对收入的影响很小——对于本季度而言,低于 1%。”这便是那种很可能被认为非有意选择性披露的即兴回答。对于实际构架中断及对收入的影响这两方面的信息,IM 作了善意但匆忙的重要性判断,并认为这均是不重要的。如果公司高管遵循或认同这项判断,那么,他们将不会感到有压力去发布一份公开的公告;在他们看来,FD 条例将不会适用,因为信息是不重要的。但是,如果事后 SEC 认为该信息是重要的(譬如,活跃的股票抛售表明,分析师及其公司客户认为该项新的信息是重要的),那么公司可能被认为已经违反了条例。^③

^② 参见 FD 条例发布公告。

^③ 在 *Cf. Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F. 2d 156, 166 (2d Cir, 1980) 中,指出了以下事实:机构投资者在获悉某信息后不出售股票可作为该信息不具有重要性的证据。

在上例中,有关收入影响的披露揭示了一个更深层次的问题。IM 当时能够取得的唯一信息可能是数量方面的(譬如,低于 1% 的影响)。她可能并未掌握或未被告知可能影响该信息重要性判断的某些定性因素。举例说,IM 可能并不知道,如果外推整个年度,而不是仅仅发生在该财务季度末,那么,供应的中断将产生什么影响。SEC 在作出重要性判断时,将很可能观察此类定性因素,并且此时期的实际影响可能业已更清楚地显现出来,而无论发言人在作出非有意披露时掌握了何种信息。因此,这种情景使上面指出的一点更加突显——谨慎的发言人应该在 FD 条例所覆盖的个人与市场专业人士之间作出任何即兴讨论后不久即进行第二次重要性判断。

(二) 有意与非有意披露及其潜在问题

1. 有意与非有意披露的区分

适用 FD 条例的另一个重要问题是发行人是否有意或非有意地选择性披露了重要的非公开信息。这项判断决定着发行人必须在什么时间使该信息在市场上公开可获取。如果发行人有意地选择性披露了重要的非公开信息,那么,该发行人必须同时向公众披露这一相同的信息。如果选择性披露是非有意的,那么,发行人必须及时披露该信息。此处,“及时”(promptly)的定义如下:

在发行人的高管……获悉,发行人或代表发行人的人已经非有意地披露了该高管知道或因疏忽(reckless)而不知道的重要非公开信息之后,一旦合理可行便应作出披露(但是,绝不能迟于 24 小时或次日纽约股票交易所开始交易时)。^⑩

确定选择性披露是否为“有意”的标准与条例对重要性及非公开性的定义是相对应的。“有意”是指“作出披露的人要么知道或者因疏忽而不知道他/她正在交流的信息是重要且非公开的。”^⑪这样,如果发行人仅仅在错误地判断某一条以选择性方式披露的信息是重要的或非公开的过程中疏忽大意,公平披露规则将不会施以责任。通过采用这

^⑩ 关于“疏忽”(reckless),SEC 意指“非常不合情理的遗漏,不仅仅是简单的遗漏”;相反,这是对一般注意标准的高度偏离,蕴涵着误导买方或卖方的危险。

^⑪ See 17 C. F. R. § 243.101(a)(2000).

项标准,委员会试图提供“额外的保护,由此发行人将不需担心委员会在实施行动过程中对相似案件中重要性的错误判断而遭到事后批评。”^②然而,SEC也提醒,重要性的确定应结合考虑所有事实与情形。譬如,在新闻发布会上对预期外问题的即兴回答这一特定情形下,可能不属于疏忽的重要性判断,在一项事先准备的书面声明中就可能属于疏忽了,因为在后一情形下发行人有更多的时间对其将要披露的信息进行评估。并且,如果发行人列举了有关重要性的“错误”判断的范例,那么,当公司在未来声称任何特定的披露都是非有意时,其资信将受到损害。

2. 潜在的问题

如上文已经指出的,FD 条例对有意与非有意披露之间的区分,是用于确定发行人必须在选择性披露重要的非公开信息之后的什么时间进行公开披露。尽管规则试图划分这两者之间的界限,但是,该界限在 SEC 实施规则的过程中有些模糊不清。因此,需要考虑的问题是,规则对有意与非有意披露之间的区别如何在实践中展开,或者,更具体一点,SEC 在区别有意与非有意披露时将采用什么标准。

理论上,几乎任何选择性披露的信息都可能被视作有意的。即使是上文讨论的即兴式披露,设想发言人作出一个经过仔细衡量的评估,包括该信息是否重要及未公开,是否对所提出的问题作出回答。并且,由于规则对“有意”的定义包含一项疏忽的标准,发言人可能被假定为掌握了某些他或她在披露当时实际上并不掌握的知识。因此,可以想象 SEC 可能会在每一个案件中都主张选择性披露是有意的,并要求同时作出公开披露。^③

虽然该论断的价值可能在不同的案件中有所不同,却向 SEC 提供了一项强有力的谈判工具,以此为条件,与被指控的违反者达成和解。

^② 参见 FD 条例发布公告。其中,指出“在因错误的的重要性判断而作出选择性披露的情形中,只有当没有一位理性的人会在这一情形下也做出相同判断时,才会产生责任”。

^③ See Cf. *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.2d 156, 167 (2d Cir. 1980). 其中指出,在一个有关 Rule 10b-5 的案件中,当“某人蓄意地将他已知为重要且非公开的信息泄露给可合理预计将会利用其信息优势的外部人士”时,前者被认为已经满足故意的“知悉”标准(the “knowing” standard for scienter)。

具体而言,SEC可以在发行人认可委员会对违反非有意披露认定的情形下提出和解建议,但是,如果发行人不接受此项安排,可威胁继续追究是否违反了有意披露规则。发行人可能会愿意接受此类和解方式以降低可能受到的制裁,比如降低货币性惩罚,控制负公共性以及为这项指控进行辩护相关的法律成本。^④ SEC将从有意与非有意之间模糊不清的界限中获益,并强调其在实施规则时所秉持的政策方向。

可能产生的一种情形是,发行人善意地试图公开披露信息,但是,并未按照条例所要求的“经合理设计,以向公众提供广泛的、非排他性的信息传递”的方式进行披露。譬如,假设一家在交易所上市的发行人向主要的财经报刊(如交易所指定的发布媒体)发送了一份新闻公告,该发行人相信这些报刊将会刊载这项公告,却因疏忽而不知道后者将不会这么做。FD条例的发布公告指出,如果发行人知道其新闻公告将不为媒体所刊载,那么,这类公告对于满足公开披露的要求可能是不充分的;并且,SEC将疏忽等同于已知的失职(knowing misconduct)。因此,SEC可能坚称,在这个假设的例子中,新闻公告未能满足FD条例对公开披露的定义。由此,对分析师的披露虽然鼓励了新闻的发布,将仍然是“选择性的”,并违反了条例。于是,最初善意地试图满足FD条例的行为将会被视为是违法的。

另一个将由于有意与非有意之间的区分而产生的实施问题是,SEC将会对公开披露的时间安排上作任何严格的实施。对于条例所要求的作出有意选择性披露时必须“同时”进行公开披露的要求,SEC似乎已经建立一个态度十分强硬的解释。这个问题产生于SEC的工作人员在电话会议中讨论与条例相关的问题时:

如果当天傍晚作出了一项不被允许的披露,并且该项披露似乎是有意的,那么,在次日市场开市前发布的新闻公告将不被认为是“同时的”。随着非营业时间交易与24小时交易变得日益盛行,则前述“同时”将不意味着“同时”。^⑤

^④ See Marc I. Stenberg & Ralph C. Ferrara. *Securities Practice: Federal and State Enforcement* (2d ed. 2001).

^⑤ See SEC Staff Explains Scope of New Disclosure Rules, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) No. 1942, at 4.

随着新闻报道对正常营业时间后所发布的公告不断展开报道,股票价格在此类交易中急剧上升或下跌的情形日益增多,SEC 对非营业时间交易和 24 小时交易的关注被证明是正确的。

这便产生一个问题:委员会是否将采取相似的方法来决定在非有意披露之后的公开公告是充分“及时”的? 条例对“及时”的定义留有显著的解释空间。譬如,该定义在一开始便指出,“‘及时’意味着一旦合理可行(便采取行动)”。谨慎的发行人不应受规则对“及时”的定义中插入的条件式语言所误导,尤其是“[但绝不能迟于]24 小时或次日纽约股票交易所交易开始两者中的较晚者。”^⑤与其他解释性问题一样,FD 条例并未清楚地表明,插入的语言是独立的条款,还是与“及时”的定义中其他部分联合起来解释。换言之,该项条款的时钟几时开始转动呢——在作出非有意披露当时,还是高管知道或因疏忽而不知道这一点当时? FD 条例的发布公告建议后者:“因此,如果在周五交易结束后发现非有意地选择披露了重要的非公开信息,那么,作出公开披露的外部边界是周一纽约股票交易所交易开始当时。”这一表述可能代表了发行人在获悉非有意披露之后必须作出公开发布的绝对最迟时限。给定委员会对非营业时间交易的关注,规则中 24 小时的语言表述很可能不提供管制的安全港。因为信息的各方可能在任何时间就该项信息展开交易,应建议发行人尽可能迅速地发布信息,否则便可能产生 FD 条例之下的风险责任。

条例对“及时”的定义中值得关注的另一方面是,衡量是否在“一旦合理可行”的条件下便作出披露的时钟。“在发行人的高管……获知或因疏忽而不知……已经作出一项非有意的披露”之后开始运行。术语“获知”(learns)意味着实际的了解。在许多案件中,高管很可能在作出非有意披露后相当短的时间里实际了解到这一点。这是因为,高管已作出披露,或者代表发行人行动的特定范围之内的人已在此后不久向高管报告了这个披露事项。

我们更仔细地考虑一下后一种场景。假设条例覆盖范围内的一名代表发行人行动的非高管人士作了一项非有意的披露。该发行人面临

^⑤ 参见 FD 条例发布公告。

一项风险，即这名非高管人士可能并未及时地告知相应高管这一披露事项。譬如，该名非高管人士可能并不认为所披露的信息是重要的，于是，并未感到有压力必须告知其上级。或者，如果条例约束范围内的人确实意识到所披露信息的重要性，他可能会试图避免因此项披露而受到训斥，于是隐瞒或编造有关该项披露的谎言，寄望此事较快地过去。最后，繁忙的工作议程可能使发言人未能向高管作出正式汇报。

无论理由是什么，在高管实际获知这项披露之前，可能已经过去了一段时间——几个小时、几天或几周。假设发行人的证券在有效市场中交易（选择性披露代表的是相对有效的信息传递安排），并且，所披露信息的接受者就此进行交易，那么，在发行人按理被要求根据 FD 条例作出公开披露之前，市场已经吸收了所披露的信息。在此期间内，行业内幕人与专业人士很可能有能力比个别投资者更为快捷地对不断变化的环境作出回应，也有能力更好地利用与该信息有关的套利机会。

在这类情形下，即便发行人最终在某位高管实际获知非有意披露后及时地作出公开披露，SEC 也很可能以发行人因疏忽而不知这项非有意披露进而寻求主张 FD 条例下的责任。实际上，委员会可能会指责这家讨论中的发行人，“你未能获知这项披露是对正常注意标准的高度偏离。你本应制定合理有效的遵循程序以帮助自己尽早行动，由此向小投资者提供与机构投资者一样的应对机会。”然而，如果以高管因疏忽而不知便施以责任，则会产生一系列问题。

第一个问题是，因为条例创造了发行人基于高管疏忽的责任缺口，那么，监管者将如何确定高管本应获知的时间呢？当非有意披露与最终的公开披露之间的时间间隔相对较长时，这个问题可能会特别重要。无论 FD 条例还是 SEC 的公告均未提供任何具体指南。在缺乏此类指南的前提下，时间的确定似乎将取决于委员会的自行决定权。

第二个相关的问题起源于委员会的以下立场：“鉴于疏忽的定义在联邦法院中是较为流行的，于是，发行人出于善意且勤勉地遵循条例却被认为粗心行事，这是不大可能发生的。”这段表述可能会有效地要求发行人建立正式的报告体系，确保 FD 条例所覆盖的非高管人士将任何对 FD 条例所列举的具体信息接收人所作的声明都告知高管。坚持这样的报告体系或许可以满足善意勤勉的遵循规则之需要。但是，

这同样使两个满足疏忽标准下的责任的例子变得明确化:报告制度未得到遵循的例子和公司未能维持此类正式制度的例子。在这两种情形下,委员会有关发行人的行动代表了“对正常注意标准的高度偏离”的主张将很可能获得成功。

四、后 FD 条例环境下 SEC 的执行活动:案例综述

在 FD 条例颁布至今约十年时间里,SEC 对选择性披露案件的执行行动可以明确的划分为两个阶段:2006 年前,SEC 十分积极地实施这项规则——在 2002 至 2005 年间便开展了七次令人瞩目的执行行动;现在,在这一问题上将近五年的蛰伏期之后,SEC 已在过去六个月中展开了两次 FD 条例的执行行动。这可能标志着 SEC 正在重新拾起在这一领域的积极性。本文仅列举其中的主要执行行动。

(一) SEC v. Raytheon^②

2001 年 3 月,发行人 Raytheon 公司的首席财务官(CFO)Franklyn Caine 选择性地向 13 位卖方分析师中的 11 位披露了季度与半年度收益指南。这些分析师的收益估计被美国著名商业数据服务商汤姆生公司所收录。1999 年与 2000 年,当 Raytheon 的季度和年度每股收益(EPS)低于分析师的预期后,公司股价下降。随后,Caine 特别地告诉分析师,2001 年第一季度的估计值“过高”、“是激进的”或者“过于激进”。Caine 也知道,Raytheon 尚未向公众提供 2001 年的季度盈利指南。Caine 向一位分析师发了以下内容的电子邮件:

当我们讨论你的模型时,我想我们是在说,你应该预计我们的收益行情大约与 2000 年一致,即达到了上半年 EPS 的大约 1/3。我注意到你远远高于该指标了。(着重号是原文就有的)

在与 Caine 讨论后,分析师向下修正了对第一季度盈利的估计,使

^② U. S. Securities and Exchange Commission, in the matter of Raytheon Company and Franklyn A. Caine, Release No. 34 - 46897. Washington, DC; U. S. Securities and Exchange Commission; 2002a.

分析师的一致估计低于 Raytheon 公司内部 2001 年第一季度 EPS 估计一美分。有两位分析师同时将降低第一季度估计这一信息告知给所在公司的销售人员。此外,13 名分析师中未与 Caine 进行单独会谈的两位分析师没有修正其估计数字。在讨论 Raytheon 2001 年第一季度业绩的公开电话会议上,一位公司官员这样表述:

“我们很高兴地报告有一个季度朝着我们预期的目标前进了,这将重建大家对本公司的信心。这是我们达到或者超过我们对各位所作承诺的连续第五个季度。”

SEC 命令 Raytheon 公司立即停止这样的行为,并不得在未来期间违反 1934 年法案第 13(a) 节和 FD 条例,但没有要求 Raytheon 支付货币性罚款。这个案例的执行方式有些令人困扰,因为它明显地违反了专家的主张,后者经常证明分析师补偿的存在。譬如 Caine 给予某些分析师的收益指南,就像落入普通投资者之手中一样,很可能是有价值的。

(二) SEC v. Siebel Systems, Inc.^③

2001 年 11 月 5 日, Siebel Systems, Inc. 的 CEO 向受邀前来参加公司技术会议的与会者选择性地披露了重大的非公开信息。在会上, CEO 对公司的业务作出正面评述,而在三周前的一次公开电话会议中,其声明则是负面的。在选择性披露之后,一些与会者随即购买了公司的股票或者将这一披露传递给其他人,后者也随即购买了 Siebel Systems 的股票。在会议当天,公司股价上涨近 20%,交易量则几乎是平均交易量的两倍。

SEC 认为,该 CEO 知道其披露的信息是重要的非公开信息。此外,公司的投资者关系部负责人知道该会议不会随即向公众播报,但他未向 CEO 披露该事实。公司被要求停止这样的行为,并不得在未来期间违反 1934 年法案第 13(a) 节和 FD 条例,并被处以 250,000 美元民事罚款。Siebel Systems 在既不承认也不否认 SEC 意见的情况下与之达成了和解。

^③ U. S. Securities and Exchange Commission, in the Matter of Siebel Systems, Inc., Release No. 34 -46896. Washington, DC: U. S. Securities and Exchange Commission; 2002b.

(三) SEC v. Presstek^③

2006年9月初, Presstek 公司的主计长告知董事长兼 CEO Marino, 公司的毛利与经营收益将显著低于公司预期。于是, 公司计划在10月初发布一份经修订的预告。然而, 有关 Presstek 糟糕的第三季度业绩信息一直没有公开。9月28日, Sidus Investments 的管理合伙人 Michael Barone 致电 Marino, 咨询有关 Presstek 的业绩情况。在这次一对一的对话过程中, Marino 指出, “这个夏季在北美与欧洲并不像预计的那样强劲。” Marino 进一步表示, 尽管欧洲的业绩自夏季以来已经增长, 但公司的整体情况还是一片“混杂的景象”。

SEC 获得的证据表明, 在那次对话的过程中, Barone 发送了文本信息来传递从 Marino 处获得的信息, 并且, 仅仅在对话结束后两分钟, Barone 便签署了 Sidus 的交易指令出售其持有的全部对 Presstek 的投资。Marino 并未向其他任何分析师或投资者披露该负面信息。在 Presstek 于两天后公开宣布其经修订的预报后, 公司的股票下跌了将近 30%。

在对 Presstek 与 Marino 的起诉书中, SEC 主张其违反了 FD 条例。SEC 的工作人员同时提交了一份与公司之间达成的认同判决。公司同意接受制止令与 400,000 美元的罚金。在起诉书中, SEC 提到了其在同意和解时所考虑的 Presstek 公司在 Marino 作出选择性披露后采取的大量救济措施, 包括修订公司交流政策与公司治理原则, 采取适当的员工行为守则, 并创建举报热线。显然, 公司的这些救济措施对 SEC 的处罚考量产生了一定影响。

(四) SEC v. Black^④

2007年5月, 美国商业在线 (American Commercial Lines, ACL) 高级副总裁兼 CFO Christopher Black 发现, 公司第二季度的盈利将远远低于分析师的预期。因此, 他与 ACL 的总裁 (二人均对投资者关系负责) 决定发布一份新闻公告, 其中包括对第二季度的总体预测。在准备这

^③ 参见 <http://sec.gov/litigation/litreleases/2010/lr21443.htm>, 2010年10月1日访问。

^④ 参见 <http://sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21222.htm>, 2010年10月1日访问。

份公告的过程中,Black 扮演了关键角色。2007 年 6 月初,ACL 发布新闻公告称公司预计第二季度盈利将与第一季度的 EPS0.27 美元相当。在发布这份公告后,Black 与 ACL 的 CEO 多次举行分析师会议,回答有关公司经营情况及近期发布的指南。在会议之后,Black 建议由他向二人所会见的每一位分析师发送一封电子邮件,对会中所讨论的所有信息进行归纳总结。CEO 表示同意,虽然他指示 Black 在发送邮件之前向外部法律顾问提供一份电子邮件的初稿。

在 Black 有机会发送这封电子邮件之前,他收到一份更新的分析,表明 ACL 的 EPS 将明显地低于在新闻公告中以及与分析家所讨论的预测。作为对这一信息的回应,Black 决定不发送这封对分析师会议内容进行总结的电子邮件,而是决定向一组范围更窄的人群发送一封不同的邮件。6 月 16 日,Black 向八位卖方投资者发送了一封邮件,信中提供了原先新闻公告中所讨论事项的更多细节,并解释公司预计第二季度 EPS 将低于第一季度约 10 美分。Black 在发送邮件之前绝没有发送给外部法律顾问或 ACL 的任何其他人。基于该事件的后果是,在 Black 披露后的第一个交易日,ACL 的股票下跌了 9.7%,平均交易量则增加了 300%。在获知 Black 的披露后,ACL 立即提交了一份 8-K 格式报告,披露电子邮件中所包含的信息。

在主张 Black 违反了 FD 条例的起诉书中,SEC 强调了 Black 对 FD 条例的广泛知识。SEC 特别指出,Black 阅读文献来解释 FD 条例,起草了 ACL 的投资者关系政策,其中一个章节涉及 FD 条例,并接受了由 ACL 的法律顾问提供的 FD 条例培训。简而言之,SEC 声称,Black 有任何理由知道他的选择性披露是不恰当的。SEC 指控 Black 帮助并怂恿 ACL 违反了 FD 条例和《1934 年证券交易法》第 13(a) 节。在 SEC 提交对 Black 起诉书的同一天,Black 同意接受和解。没有承认也未拒绝 SEC 的起诉,Black 接受制止令及 25,000 美元的处罚。

显然,在这个案件中,SEC 也决定不对 ACL 采取执行行动。在其诉讼公告中,SEC 强调其综合考虑了一系列因素。第一,委员会陈述 ACL“通过提供有关 FD 条例具体要求的培训并采纳了旨在避免违反规则的实施控制措施的政策,营造了一种遵循的环境”。第二,SEC 强调,“Black 独自对违反行为负责,他的行为超出了 ACL 为避免不恰当披露

所建立的控制体系”。第三,SEC指出,一旦ACL获知Black的披露,公司立即公开披露了该信息。SEC也承认ACL的救济行动——公司立即向SEC自述了这项违规行为并强化了当前的内部控制以避免未来的违反。

五、FD 条例与 Rule 10b-5 的关系

SEC通过制定FD条例强行施以明确的责任,但是,未能遵循条例本身不会被推定为产生了美国联邦证券法下反欺诈条款的义务。条例这样表述:“未能[根据本条例]作出公开披露……不应视为是违反了Rule 10b-5。”^①尽管违反条例本身不构成欺诈,但是,这份条例不像其文字所暗示的那样独立于Rule 10b-5。^②

(一)FD 条例与 Rule 10b-5 的联系

在特定场合,发行人具有明确的披露义务。^③譬如,对市场传闻作出回应或对以前的声明进行更新的责任。如果发行人发现自己处于此

^① 参见 17 C. F. R. § 243.102(2000),标题为“对反欺诈责任不产生影响”。

^② 此处的讨论关注的是发行人在FD条例与(或)Rule 10b-5方面可能面对的潜在责任。然而,条例与新的Rule 10b5-2及盗用理论也是相互关联的,后者使选择性披露信息的接受方处于保密约定之下,以避免产生Rule 10b-5下的潜在责任。通过FD条例,SEC试图以两种方式遏制与选择性披露相关的不公平性:(1)阻止发行人选择性地披露重要的非公开信息;(2)对任何此类选择性披露信息的接受方施以一项义务,即接受方应对此类信息保密。为使后一种方式有意义,SEC将根据证券法的反欺诈条款,将义务构建在盗用理论与接受方违背对发行人责任的基础上,对任何就此类信息进行交易的接受方提出起诉。在FD条例颁布前,关于保密协定是否产生追究盗用主张所必要的责任是不明确的。根据某些州法的合同原则,“仅仅依赖机密信息将不会产生信义关系”。SEC的新Rule 10b5-2通过将反欺诈责任构建在“违背信托或保密责任而盗用重要的非公开信息”结束了这一问题的争论。Rule 10b5-2进一步将“信托或保密责任”的定义涵盖至“个人是否同意继续对信息保密”。

^③ See Marc I. Steinberg & Robin M. Goldman, *Issuer Affirmative Disclosure Obligations—An Analytical Framework for Merger Negotiation, Soft Information, and Bad News*, 46 Maryland Law Review, 923 (1987); Dennis J. Block et al., *Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans*, 40 Business Law, 1243 (1985).

类责任之下,那么,便可能同时产生了 FD 条例与 Rule 10b-5 下的义务。我们通过盈利指南对这一问题进行讨论。这是受到监管层、发行人及证券行业特别关注的主题。SEC 指出,“如果发行人的高管选择性地与分析师交流公司的预期盈利将高于、低于或者与分析师之前预计的完全一样这一非公开的信息,那么,该发行人很可能已经违反了 FD 条例。”但是,SEC 总律师 Harvey Goldschmidt 也主张,在大部分案例中,对分析师作出预期收入将保持不变的选择性披露将是“允许的,只要它仅仅是对公开知识的再确认”。^④ 在有些情形下,此类信息仅仅是更新先前的披露或对由该发行人引出的市场传闻作出回应。

继续沿用上文有关 AM 公司的情形。现在,假定 IM 及公司中的其他任何人均没有披露 AM 事实上正在经历构件供应中断这一情况(即大部分最近的公开披露均为本公司“可能”面临中断)。分析师 AL 试图搜索出一些有关公司的额外信息,便致电其先前已建立一定联系的 AM 中层销售经理 HS。由于 HS 的工作职责通常不包括与分析师对话,因此,他不属于 FD 条例的涵盖范围。在谈话过程中,HS 暗示,公司在订单方面面临困难,已落后于生产安排。基于这项内容以及其他已经掌握的信息,AL 判断,AM 将不能达到季度盈利估计,由此建议其客户卖出 AM 公司股票。随着这条信息迅速的在市场中扩散,其他分析师开始致电发行人以寻求有关盈利估计的指导。此外,一名关注财经评论的股东获知了这项传闻,并致电发行人的投资者关系部经理询问消息的真实性。那么,AM 公司应如何回应?

在这个情形下,AM 面临 Rule 10b-5、FD 条例与其商业利益之间的两难选择。假设公司先前对盈利估计的公开声明在市场中继续“存在”,且后续事件——构件供应的中断——则令那些声明具有重大的误导性。此时,AM 可能有责任更新其盈利估计,否则可能面临 Rule 10b-5 下的责任。然而,有关此信息的任何选择性披露均将违反 FD 条例,因此,公司不能简单地分析师及投资者的个别咨询作出回应。除此之外,AM 更可能关注以下问题——如果当该项信息被公开时,投

^④ See Robert J. Conner, *Regulation FD: Its Creation, Its Authority, Its Possible Impact*. 28 Sec. Reg. L. J. (2001).

资者将作出过度反应并出售其公司股票,由此导致股价迅速降低。对 AM 问题的最佳处理方式很可能是宣布修订的盈利估计以免除任何 Rule 10b-5 下的责任,并设计公开披露的形式以符合 FD 条例。虽然一旦公开信息,AM 将面对负面的财务影响。但是,无论披露的时间安排如何,这一后果在任何情况下均会发生,尽管或许不会那么剧烈。至少,通过预先披露,公司可以排除证券法下的任何责任,并以最好的可能有利的角度来修订估计值(尽管仍需真实地进行传递)。

(二) FD 条例与 Rule 10b-5 之间的重合性

对于发行人而言,FD 条例与 Rule 10b-5 之间的相互影响可能会聚集并产生更大的责任风险。如上面强调的,违反 FD 条例本身并不会产生 Rule 10b-5 下的反欺诈责任,也不会引发私人诉权。即便如此,发行人未能遵循 FD 条例可能作为违反反欺诈的证据。考虑一个以重大遗漏为基础的反欺诈主张的最严格要素:发表言论的责任(duty to speak)。在 *Chiarella v. United States* 一案中,联邦法院指出,“当对欺诈的指控是以未作披露为基础时,在没有发表言论的责任之前提下,是不能构成欺诈的”。原告在提出此类指控时,一个困难在于确立发行人的发表言论的责任。事实上,除了发行股票的情形外,法院经常反映以下观点,发行人没有一般的披露重要信息的严格责任,除非如上面所指出的,发行人处于这么做的具体责任之下。发行人必须遵循的一项具体责任是,当 SEC 的规则与管制举措要求这么做时,披露信息。

在 SEC 首次提出 FD 条例后,评论者表达了以下忧虑——条例所包含的规则为私人诉讼的起诉人能够确立违反披露责任的必要要素提供了基础。^⑤ 作为回应,SEC 增加了 Rule 102[即 17C.F.R., § 243.102 (2000)],后者明确指出,未能仅仅根据 FD 条例的要求作出公开披露不应被视作是对 Rule 10b-5 的违背。这样,发行人违反 FD 条例本身将不会引发私人诉讼。

然而,对于术语“仅仅(solely)”,SEC 也承认,FD 条例的语言将不会排除私人诉讼,如果与选择性披露相关的私人诉讼是以诸如泄密、内

^⑤ FD 条例的发布公告中记载,有评论者提出,所提议的 FD 条例为私人诉讼提供的保护是不充分的。

幕交易等其他条件为基础,那么当 Dirks 案下的“个人利益”测试得到满足时,在适用的情形下,发行人未能满足其作出更新或进行纠正的责任;或者,与发行人对分析师的相互作用相关的牵连或采纳理论。由此,私人诉讼当事人可能有能力将对 FD 条例的违反作为上述某项责任确实存在的证据。例如,假设发行人向某位分析师提供了重要的更新后的盈利估计数字,却没有进行相应的公开披露。这不仅会违反 FD 条例,同时,私人诉讼当事人也可以主张,该选择性披露意味着发行人默示性的承认,当前市场中公司的盈利估计是不正确的,需要进行更新。于是,发行人有责任进行更新这一点将是十分明显的。

类似地,虽然 FD 条例并未提供私人诉讼权,其应用将有助于提供在政府与私人诉讼中确立反欺诈主张所必要的其他要素。举例说, Rule 10b-5 与 FD 条例均要求所涉及的信息是重要的。因为 FD 条例依赖于在 Rule 10b-5 诉讼中发展起来的重要性定义。通过确立 FD 条例下的责任,委员会已经提供证据——所讨论的信息事实上是重要的。此外,如果发行人被发现已经有意地选择性披露了重要的非公开信息,那么,正常情况下,应提供作为 Rule 10b-5 的部分主张所要求的公司故意欺诈的结论性证据。

让我们思考一下如何将这些因素综合在一起。再次回到 AM 公司的例子。此时,假设在周二下午市场闭市后 AL 致电 IM,询问有关可能的供应中断所产生的潜在影响的更新信息。IM 回复说,“我们已经接到许多电话,因此,无论如何,我们都会宣布这个消息。但是,我得让你知道,我们正在经历实际的中断,本季度我们的盈利将低于 1%。不过,这次中断看上去将持续至下季度,情形可能变得更糟。”次日上午,即股市正常交易开始之前,AM 将相同的信息作了公开披露。

假设 SEC 对 AM 采取行动,指控其未能将 IM 告诉给 AL 的重要且非公开信息同时作出公开披露,进而违反了 FD 条例。所涉及的选择性披露的信息可能恰被认为是重要的,尤其是 IM 指出的量化趋势。根据相同的标准,该项信息将同样被理解为 Rule 10b-5 行动中的重要性目的。类似的,这项选择性披露可能被认为是故意的,因为 IM 有目的地将这条信息告诉给 AL,并知道这是尚未公开的。在反欺诈主张中,原告将寻求利用委员会的案例作为结论性证据,即公司有意地蒙骗市

场,以使公司股票有利于 AL 及其客户。最后,给定 IM 告诉 AL,公司正在计划无论如何都将发布这项消息,这将提供证据表明,直至周二下午,AM 意识到有责任向市场更新这项信息。而通过在那个时间非公开地披露那条信息,AM 违反了私人 Rule 10b-5 反欺诈主张所必要的责任。

就此类反欺诈主张的起诉与报告程序而言,我们将发现,发行人的任何后续公开披露将对 Rule 10b-5 产生什么影响。一旦信息得到充分公开的披露,譬如,通过发布新闻公告或公司定期向 SEC 提交文档,反欺诈主张的窗口将会关闭;如果精确的重要信息是公开可知的,那么,便不能指责发行人欺骗了投资者。⁴⁶ 如果在选择性披露之后很短的时间内作出公开披露,譬如,几小时甚至一天之内,那么,原告将很可能不得不证明,他们事实上在选择性与公开披露之间的期间内购入或出售了公司的股票。在上面假设的情形中,原告将不得不证明,他在 IM 或发行人于周二下午向 AL 作出选择性披露与周三下午公开宣告之间的期间内交易了 AM 公司的股票。发行人需要从中吸取的教训是,即便条例涵盖范围内的人作出了有意的选择性披露进而违反了 FD 条例,发行人也应在可行的范围内作出后续的公开宣布。

六、结语

FD 条例代表了 SEC 重构美国证券市场中投资者之间力量平衡的一项重要尝试。它可能尴尬地嵌入了当前的证券框架,并可能自始至终存在重要的解释性问题。但是,这份条例确实填补了联邦证券法律中较长时期以来一直存在的发行人披露责任的缺口,并且,至少在某些小的方面,使美国法律向国外其他成熟市场看齐。

然而,尽管 FD 条例确实尝试填补这项缺口,有一点是明确的,即该规则并未必然地消除内幕人与个人之间的信息不平等。譬如,条例

⁴⁶ See *Santa Fe Indus., Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 474-77. 其中指出,“不披露对于操纵图谋的成功通常是十分关键的”。

并未涵盖所有从发行人处流出的重要非公开信息，豁免了那些由非高管人士披露的信息或者在保密协议中特别约定的信息。在获取这类信息方面，市场专业人士仍然处于优势地位，分析师依旧更有能力发现并“拼凑”大量不同却彼此相关的信息，并就此为自己或客户进行交易。从实务的角度，市场专业人士通常将比非专业人士更早地获知信息、更快更好地分析信息并更迅速地根据信息采取行动。

因此，FD 条例在实践中的效果，象征意义可能更甚于实际功效。SEC 制定 FD 条例致力于维护市场完整性这样一种观念，从没有必然地对发行人披露实务产生超乎预期的负面影响这一角度，条例可能使上述观念得到了改善。^{④7} 但是，即便有人假设，条例在限制选择性披露方面产生了实质的影响，SEC 将需继续探究的问题是，新披露要求的收益是否超过了成本。FD 条例仍有许多问题留待解决，本文的分析也将接受更多讨论。

^{④7} FD 条例建议稿的一些评论者引用 2000 年 2 月的一项由美国全国投资者关系协会开展的研究，指出许多发行人已经主动向个人投资者开放电话会议。SEC 认为，实务中的这些做法并未完全阻止选择性披露，许多发行人只是在 SEC 开始公开地关注选择性披露问题后才开放电话会议的。