

## 联邦证券法下的内部人、 外部人及信息优势\*

[美]维克托·布鲁德尼\*\*著

薛前强\*\*\* 高尚\*\*\*\*译

**译者评注:**维克多·布鲁德尼(Victor Brudney)教授是公司法领域的巨擘。职业生涯早期,他曾在

---

\* Victor Brudney, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322 (1979), pp. 322 – 376. 本文已获期刊社翻译授权。

本文获得我国司法部2021年度法治建设与法学理论部级科研项目“后疫情时代公司应急治理法律问题研究”(21SFB4050)、中央民族大学2022年青年教师科研能力提升计划项目“共同富裕视野下企业慈善行为法律规制研究”(2022QNPY39)、中央民族大学2022年研究生课程建设和教育教学改革项目“新时代法学类研究生教育教学多维改革研究”(GRSJYGG013)、中央民族大学2021年度科研管理人员能力提升计划项目“法学院科研创新活化培育机制研究”、2023年中央民族大学青年能力提升滚动支持项目“少数民族企业应对社会突发紧急公共事件法律机制研究”、2024年中国青少年研究会重点课题“算法时代青少年数字权益的保障与发展研究”(2024A03)的经费支持。

\*\* 哈佛大学法学院韦尔德法学教授。1937年获纽约城市学院文学学士学位,1940年获哥伦比亚大学法学学士学位。

\*\*\* 中央民族大学法学院讲师。

\*\*\*\* 中央民族大学法学院硕士研究生。

美国罗格斯大学法学院任教,后来在波士顿学院担任名誉法学教授。1970年,以客座教授的身份加入哈佛大学法学院。1971年至1988年,担任法学教授,后担任公司金融法名誉教授。他还是耶鲁大学、斯坦福大学、哥伦比亚大学和福德汉姆大学的客座法学教授。布鲁德尼教授总是率先预言并分析那些至今仍是主流争议焦点的公司法问题。例如,在最高法院2010年对联合公民诉联邦选举委员会一案作出裁决的30年前,布鲁德尼就探讨了公司法规则在规范公司言论方面的重要性,建议将公司用于政治竞选的开支问题作为公司法的一个问题来处理,要求股东批准政治竞选的开支。2002年,布鲁德尼与艾伦·法瑞尔教授合著的《企业慈善捐赠》一文对可能解决企业慈善捐赠问题的公司治理规则进行了全面分析,产生了深远的影响。1982年,布鲁德尼被选为美国艺术与科学学院的成员。布鲁德尼教授在学术研究领域堪称丰功至伟,以至于哈佛大学商学院的公司治理项目专设以其姓名命名的写作奖项来奖励公司治理相关主题的最佳学生论文。哈佛大学法学院院长玛莎·米诺也毫不吝惜赞誉之词——维克托·布鲁德尼是一位杰出的教师和学者,他对公司法和金融领域的公平、平等和自由等基本问题的探索使几代学生和同事受益。布鲁德尼教授于2016年4月离世,享年98岁。

“披露或禁止交易”规则源于美国联邦证券法的反欺诈条款。本文提出了一个确定“披露或禁止交易”规则适用范围的原则,即若一方拥有信息优势,而公众投资者无论多努力或拥有何种资源,都不能合法地克服其信息劣势,则应该禁止其交易。公众投资者无法合法地获取信息才是“披露或禁止交易”规则的基础。虽然禁止利用他人无法克服或合法抵消的信息优势进行交易的原则在实际应用中也并不容易,但与确定何时违反该原则所涉及的困难相比,确定和适用违反者罪责的条件所遇到的问题并不新颖。本文对外部人士、内部人士以及信息优势逐步分析,得出了禁止利用一个交易商相对于另一个交易商所具有的不可逾越的信息优势的结论,这也从立法的政策中获得了正当性和适当性基础。虽然从历史上看,美国的反欺诈条款主要规制公司内部人员或市场专业人员,但它所体现的原则却延伸到保护公众投资者免受与拥有信息优势的人进行的交易的影响。这是对披露义务的扩展,具有深远的理论意义。

**摘要:** 联邦证券法规定的信息披露制度禁止一部分拥有信息优势的人进行内幕交易,但仍需找到一个原则来定义和限制反欺诈条款的边界范围。内部人士的信托责任是披露义务学说公认的核心内容。利用内幕消息在股市获利的人、投资顾问和经纪人都会受“披露或禁止交易”规则影响,公众投资者无法合法地获取信息才是“披露或禁止交易”规则的基础,其表明禁止利用一个交易商相对于另一个交易商所具有的不可逾越的信息优势在立法政策层面存在正当性和适当性。

**关键词:** 联邦证券法 反欺诈条款 信息披露 披露与禁止交易规则

虽然联邦证券法的反欺诈条款明显限制了公司内部人员根据内幕信息进行交易,但迄今为止,将法律扩展到可能拥有其他信息优势的外部人员的做法仍未系统化。本文中,布鲁德尼教授提出了一个确定“披露或禁止交易”规则(*disclose - or - refrain rule*)适用范围的原则。其结论是,若一方拥有信息优势,而公众投资者无论多努力或拥有何种资源,都不能合法地克服这种信息劣势,则应该禁止其交易。

至少自德州海湾硫黄公司内幕交易案(*Texas Gulf Sulphur*)判决<sup>[1]</sup>以来,联邦证券法的反欺诈条款已呈现“披露或禁止交易”规则——就公司证券价值持有非公开<sup>[2]</sup>和重大信息的人或至少特定人,不能买卖证券,除非他们事先披露该信息。这一规则最早是在解释10b-5规则<sup>[3]</sup>时引用的,即为了解决内部人员或公司本身利用与公

[1] See *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. x968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969).

[2] 非公开,是指投资者未经同意不得合法获取的信息。它还包括那些虽然可以合法传播,但尚未可以普遍获取的信息。关于“普遍可得”这一概念的讨论,见后注[137]。

[3] See 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1979). 10b-5 规则规定:任何人利用各州之间的商业工具或者商业手段,或者利用信函方式,或者利用某全国性证券交易所的任何设备,直接或者间接地从事以下行为,均为非法:(1)使用任何计划、技巧和策略进行欺诈的;(2)进行不真实的陈述或遗漏实质性的事实,这一实质性的事实在当时的情况下对确保陈述不具有误导性是必要的;(3)从事任何构成或可能构成欺诈的行为:购买或出售证券有关的行为、做法或业务过程。

司资产或前景有关的内幕信息进行交易之情况。<sup>[4]</sup>但此后,根据10b-5<sup>[5]</sup>规则和其他反欺诈条款(如《投资顾问法》<sup>[6]</sup>第206条和《威廉姆斯法案》<sup>[7]</sup>)的规定,该规则被扩展为限制非内部人员利用影响证券价格的信息实施交易的行为,即使这些信息与公司前景无关。例如,关于某人即将提出收购要约或发布“卖出”建议的信息,其预计会对股票价格产生急剧且直接的影响,即使这种影响只是短期的。因此,最近的案例和美国证券交易委员会(United States Securities and Exchange Commission, SEC)的提案表明,对“披露或禁止交易”规则的限制影响了经纪人在收到“市场信息”<sup>[8]</sup>时的行为,影响了要约人的附属公司<sup>[9]</sup>(如果不是要约人的话<sup>[10]</sup>),也限制了报纸专栏作家试图“剥削”公众投资者的行为。<sup>[11]</sup>另外,如果不是直接执行代理人或

---

[4] See Northern Trust Co. v. Essaness Theatres Corp., 103 F. Supp. 954 (N. D. Ill. 1952); Speed v. Transamerica Corp., 99 F. Supp. 808 (D. Del. 1952); Kardon v. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (E. D. Pa.), *modified*, 83 F. Supp. 613 (E. D. Pa. 1947); Ward La France Truck Corp., 13 S. E. C. 373 (1943).

[5] See, e. g., Oppenheimer & Co., SEC Exchange Act Release No. 12,319, [1975-1976 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (COH) 80,551 (Apr. 2, 1976).

[6] See 15 U. S. C. § 80b-6 (1976); see SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U. S. 180 (1963).

[7] See SEC Proposed Rule 14e-2, 44 Fed. Reg. 9954, 9976-79, 9987-88 (如获批准,将被编入 17 C. F. R. § 240.14e-2). See also Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp., 409 F.2d 937, 940 (2d Cir. 1969) [暗示《威廉姆斯法案》第14(e)条“实际上”使规则10b-5的限制适用于要约人和要约的反对人。]; Flynn v. Bass Bros. Enterprises, 456 F. Supp. 484 (E. D. Pa. 1978); Berman v. Gerber Prods. Co., 454 F. Supp. 1310 (W. D. Mich. 1978).

[8] 同前注[5]。

[9] See United States v. Chiarella, 588 F.2d 1358 (2d Cir. 1978), *cert. granted*, 99 S. Ct. 2158 (1979); SEC v. Manderano, [1978 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,357 (D. N. J.); SEC v. Primar Typographers, Inc., [1976-1977 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 95,734 (S. D. N. Y. 1976); SEC v. Ayoub, [1975-1976 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 95,567 (S. D. N. Y. 1976); cf. SEC v. Sorg Printing Co., [1974-1975 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCI-) 95,034 (S. D. N. Y. 1975) (法院在没有作出决定的情况下,根据10b-5规则假定出版公司负有责任)。

[10] 同前注[7]。另见下文相关内容。

[11] See Zweig v. Hearst Corp., 594 F.2d 1261 (9th Cir. 1979).

高级管理人员和控股股东在管理或合并其公司时的信托义务,那么,该规则在执行方面的适用性仍然不确定。<sup>[12]</sup> 这些发展中隐含着对披露义务的扩展,其后果足以让人探究证券立法或由该立法衍生的政策是否为扩展或限制其范围提供了令人满意的理由。

## 一、信息披露的条件

联邦证券法规定了一套信息披露制度,这套制度中一部分是强制性的,一部分源自该法的反欺诈条款。强制性信息披露条款——《1933年证券法》(Securities Acts of 1933)<sup>[13]</sup>和《1934年证券交易法》(Securities Acts of 1934)<sup>[14]</sup>的注册和报告条款——要求向委员会或交易所提交信息,并直接向股东以这种方式或其他方式提供信息。某些强制性信息要在特定交易或询价中提供;<sup>[15]</sup>除了询价或特定交易外,还需要定期提供其他信息。<sup>[16]</sup>

---

[12] See *United States v. Chiarella*, 588 F.2d 1358 (2d Cir. 1978), *cert. granted*, 99 S. Ct. 2158 (1979); *Goldberg v. Meridor*, 567 F.2d 209 (2d Cir. 1977), *cert. denied*, 434 U.S. 1069 (1978). Compare *Kidwell ex rel. Penfold v. Meikle*, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,912 (9th Cir. June 1, 1979), and *Wright v. Heizer Corp.*, 560 F.2d 236 (7th Cir. 1977), *cert. denied*, 434 U.S. 1066 (1978), with *Biesenbach v. Guenther*, 588 F.2d 400 (3d Cir. 1978).

[13] See 15 U.S.C. § § 77a-77aa (1976).

[14] See 15 U.S.C. § § 78a-78kk (1976).

[15] 例如,《1934年证券交易法》要求提供以下方面的信息:(1)某些购买股票的行为, § 13(d), IS U.S.C. § 78m(d) 1976; see also SEC Rule 14d-4, 17 C.F.R. § 240.14d-4 (1979); (2)代理权征集, § 14, IS U.S.C. § 78n (1976); (3)询价, § 14(d), is U.S.C. § 78n(d) (1976); and (4)内幕交易, § 16(a), IS U.S.C. § 78p(a) (1976).

[16] 例如,根据《1934年证券交易法》第13条和第15条,必须编制定期报告。IS U.S.C. § § 78m, 78o (1976).

与强制性信息披露条款不同,反欺诈条款<sup>[17]</sup>并没有规定对特定信息项目的提交或报告。相反,只有在特定情况下没有披露,给买卖已经受到影响的证券或接受投资顾问服务的投资者造成相关事态的错误印象时,才会涉及披露事宜。在买卖交易或咨询服务中未进行相关沟通时,反欺诈条款表面上并没有明确要求披露的内容。然而,从判例法中可以清楚地看出,反欺诈条款并不仅仅是对强制性信息披露制度的执行,<sup>[18]</sup>而是关注信息披露本身的力量,并且不考虑其适用是不是为了支持强制性信息披露条件。它们独立运作——部分是为了填补强制性信息披露制度留下的空白,<sup>[19]</sup>部分是为了阻止或预防某些交易。在

[17] 各种反欺诈条款的措辞并不统一,至少在覆盖范围和罪责标准上存在差异,甚至在披露的信息内容上也有所不同。See *Steadman v. SEC*, 603 F.2d 1126 (5th Cir. 1979); V. BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN, *CASES AND MATERIALS ON CORPORATE FINANCE* 705-08 (2d ed. 1979). 因此,由于前者仅提及“操纵”和“欺骗性”手段和方法,以及在购买或销售证券时发生违规行为的需要,《1934年证券交易法》第10(b)条,《美国法典》第78j(b)条(1976),以及10b-5规则因此受到限制。See *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976); *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975). 其他的章节和规则以不同的语言援引了“欺诈”、“欺诈性”手段、计划或诡计以及“欺诈行为……”等概念。See § 15(c)(1) of the 1934 Act, IS U.S.C. § 78o(c)(i) (1976), and rule 15c1-2, 17 C.F.R. § 240.15c1-2 (1979) (经纪人和交易商); § 13(e), IS U.S.C. § 78m(e) (1976) (发行人购买自己的股票); § 4(e), 15 U.S.C. § 78n(e) (1976) (要约收购); § 17(a) of the 1933 Act, 15 U.S.C. § 77q(a) (1976); § 206 of the Investment Advisers Act, IS U.S.C. § 80b-6 (1976). 《1933年证券法》第17(a)条和《1934年证券交易法》第14(e)条还援引了一个单独的概念,即“陈述必要的重要事实,以使所作的陈述……不具误导性”。《美国法典》第15卷第78n(a)条(1976年)及其下的规则14a-9,《联邦判例汇编》第17卷第240.14a-9条(1979年)援引了这一概念,不受任何附带的“欺骗”、“操纵”或“欺诈”的限制。See *Gerstle v. GambleSkogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281, 1299 & n.18 (2d Cir. 1973). See also § § ix(a) and 12(2) of the 1933 Act, 15 U.S.C. § § 77k(a), 771(2) (1976); § 9(a)(4) of the 1934 Act, 15 U.S.C. § 78i(a) (1976) (covering “dealers”); § 18(a) of the 1934 Act, IS U.S.C. § § 78i(a)(4), 78r(a) (1976). 尽管这些法规之间的语言不同,但就本文所涉及的问题而言,这些法规及其下的条例实际上可以被视为没有区别。See *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180(1963).

[18] Exceptions are § ii of the 1933 Act, IS U.S.C. § 77k (1976), and possibly § 18 of the 1934 Act, IS U.S.C. § 78r (1976).

[19] See Bauman, *Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose*, 67 GEO. L.J. 35 (1979).

这些交易中,一方比另一方拥有信息优势。

鉴于联邦证券法中存在一个复杂的强制性信息披露结构,以及反欺诈条款在执行该制度方面的明确性职能,随即而来的问题是——为什么这些条款本身也应规定强制性信息披露制度中未曾要求的内容——特别是由于反欺诈条款的内容中没有明确要求披露,而普通法也没有包括任何这样的义务。<sup>[20]</sup> 可以肯定的是,有一些反欺诈条款确实明确要求披露,以完成相关陈述或要求陈述的内容。就这一点而言,这些条款并没有对正在发展中的有关欺诈性失实陈述的普通法进行实质性扩展,而且当信息是自愿提供或是为响应强制制度而提供时,可以适当地援引这些条款来要求其作出完整的陈述。<sup>[21]</sup> 但问题是,这些条款是否适用于被称为“单纯沉默”(mere silence)的行为范围。有什么理由可以支持这样的结论,即证券法反欺诈条款关于禁止虚假陈述的规定也产生了“披露或禁止交易”义务。

### (一) 证券市场环境

将禁止性规定转化为披露要求的理由,无疑是源于信托考虑。<sup>[22]</sup> 但是,除了信托义务,上市公司证券交易的市场环境在功能上也要求将披露义务同化为避免虚假陈述的义务。上市公司对其投资者和公众不断地描述其业务和前景,这不仅体现在强制性信息披露的信息和定期财务报告上,还体现在对股东的定期报告、大量且频繁的新闻发布、与证券分析师的会议(包括正式会议和非正式的个别会议)以及媒体广

[20] See I F. HARPER & F. JAMES, THE LAW OF TORTS § 7-14 (1956); Peek v. Gurney, L. R. 6 E. & I. App. 377, 403 (1873).

[21] See I F. HARPER & F. JAMES, *supra* note 20, § 7. 14, at 588 - 90; RESTATEMENT (SECOND) OF TORTS § 551 (1977).

[22] 公司及其内部人员在与证券持有人打交道时负有的披露非公开公司信息的义务,可以适当地被视为保护受益人免受受托人过度干预的延伸,在联邦证券法颁布时,普通法正在逐步形成对公司内部人员的约束。See, e. g., Note, *Civil Liability Under Rule X - iob - 5*, 42 VA. L. REV. 537, 546 - 54 (1956); Comment, *A New Concept of Fraud on the Securities Exchange - A Comment on In re Cady*, Roberts & Co., 15 S. C. L. REV. 557, 561 - 64 (2963). 另见后注[71]。

告上。<sup>[23]</sup> 无论新闻是关于科研突破、新官员的任命、新工厂、业务线的中断还是其他方面,可以公平地说,任何人在考虑对一家上市公司的股票作出投资决策(是否购买、出售或持有)时,在作出决定之前,都会根据公司所提供的大量信息行事。<sup>[24]</sup> 投资者自己的调查和研究可能会产生额外的信息,但即使没有这些信息,也可以说其已经从公布的信息中对企业及其前景有了一定的印象,无论是强制性的还是非强制性的。

鉴于公司不断地制造关于公司事务的特定印象,如果发生的事件使先前产生的印象具有了重大误导性,且未能就这些事件的发生进行沟通,就可能会被合理地认为是一种表述——或者至少可以公平地允许投资者推断——所有先前的披露仍然是准确和完整的,并且可以为外部人士的投资决策提供充分的基础。用法律语言来说,未能披露这些事件构成了对必要的重大事实的遗漏,这些事实是为了使所做的陈述在当时的情况下不会产生误导。否则,如果再加上先前已经产生了的误导印象,那么未披露部分就可以被看作“经营过程中的……欺诈”<sup>[25]</sup>的一部分,甚至是“欺诈计划或诡计”<sup>[26]</sup>的一部分,至少要对这种不披露行为规定适当的罪责标准。<sup>[27]</sup>

---

[23] 关于20世纪60年代初的企业宣传和公共关系的描述, see SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT OF SPECIAL STUDY OF SECURITIES MARKETS, H. R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess. (1963) (3 parts) [hereinafter cited as SEC SPECIAL STUDY]. 对于后续的发展, see HOUSE COMMITTEE ON INTERSTATE AND FOREIGN COMMERCE, 95TH CONG. 1ST SESS., REPORT OF THE ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE TO THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION 8-11 (Comm. Print 1977) [hereinafter cited as ADVISORY COMMITTEE REPORT].

[24] See, e. g., SEC Securities Act Release No. 5092, [1970-1971 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) § 77,915 (Oct. 15, 1970).

[25] See 17 C. F. R. § 240.10b-5(c) ('79).

[26] See *id.* § 240.10b-5(a).

[27] See *Ross v. A. H. Robins Co.*, [Current] FED. SEC. L. REP. (CCH) 97,115 (2d Cir. Sept. 24, 1979); *Bruce v. Rosenberg*, 463 F. Supp. 673 (E. D. Wis. 1979); *Bauman*, 参见前注[19], 第963~972页。值得注意的是,拟议中的《联邦证券法》解决了由于公司信息的持续流动而造成的虚假陈述问题,但实际上是将纠正不再准确的重要事实的责任限制在了最近发表的声明中。See ALI FED. SEC. CODE § 602(b) (Proposed Official Draft 1978). 在第16条第3款中,法典明确规定了披露非“普遍可得”的事实义务,尽管该义务仅适用于“公司内部人员”和“特别重要的事实”,这一范畴可能比“重大”事实要狭隘得多。See also CAL. CORP. CODE § § 25402, 25502 (West 1977).



证券市场环境给那些在其中进行交易的人带来了特殊的困难,他们难以弄清楚有关事实,即过去产生的印象是否仍然是准确的。正如国会所指出的那样,证券是“复杂的商品”(intricate merchandise)<sup>[28]</sup>,有关它的重要信息通常只来自企业内部。要找到企业信息或任何其他类型的相关信息,需要进行大量的研究,而被动型投资者很少具备这方面的能力,顾问们也需要为此偿付费用。因此,纠正一个不再准确的印象涉及搜索成本,这恰恰与寻求纠正或抵消虚假信息所涉及的成本一样,说假话的人或掌握信息的人所承担的成本是最低的。在证券交易中,搜索成本的差异性得到强调,因为它们通常发生在非个人化的市场中,在这种市场中,当买方或卖方与其他(未知的)卖方或买方进行交易时,进一步寻求该公司信息的成本很高(如果不是不可能的话)。

总之,我们很容易接受这样一种观点:将未能披露变更的罪责与先前事态产生的持续性影响相结合,从而得出公司或其内部人员违反法律法规的结论,至少在进行证券交易时是如此的。这样的结论忠实于法规的语言和目的,<sup>[29]</sup>而且在证券市场的背景下采用这样的结论并不需要普通欺诈法则进行扩展,以要求在其他市场或其他商品或服务

[28] See H. R. REP. No. 85, 73 d Cong., 1st Sess. 8 (1933). See also A. BERLE & G. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 300 - 25 (1933). 相比之下,对于“实物”商品或货物,购买者可以进行检验,除标准化消费品外,还可要求或说明其规格。此外,在标准化消费品的情况下,以前购买的经验或品牌名称本身就提供了自己的信息,而这些信息对于证券来说是不可用的,因为股票价格的过去表现不一定指示着未来。

[29] 法院很少主动指出,10b-5 规则或讨论中的法规或条例的反欺诈部分中哪条规定是“披露或禁止交易”规则的基础。In *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 852 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969), 法院建议第 10b-5 条(c) 款支持这项裁定。See also *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2d Cir.), cert. denied, 382 U.S. 811 (1965); *Berman v. Gerber Prods. Co.*, 454 F. Supp. 1310 (W.D. Mich. 1978); In re *Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.2d 907, 913 (1961). (b) 条款似乎不恰当。See 6 L. Loss, *SECURITIES REGULATION* 3547 (2d ed. Supp. 1969); i A. BROMBERG, *SECURITIES LAW* § 2.6(2) (1974). 注意,尽管《投资顾问法》第 206 条,《美国法典》第 15 卷第 80 b-6 页(1976)并不包含与 10b-5 规则(b) 条款相等同的内容,但最高法院在“证券交易委员会诉资本收益研究局公司”一案中[《美国最高法院判例汇编》第 375 卷第 180 页、第 197~199 页

中进行类似的披露。<sup>[30]</sup>

反欺诈条款的历史和政策(当然也包括其内容),都没有将其覆盖范围限制在公司内部人员和公司信息——来自公司内部或由于反映公司预期收益或资产而影响公司股票价格的信息。<sup>[31]</sup>其他类型的信息,

---

(1963)]对206条的解释不难体现出“披露或禁止交易”规则。最后,值得注意的是,构成《1934年证券交易法》基础的参议院法案规定,为诱导购买或出售证券而作出虚假或误导性陈述为非法行为,并规定“如本款所使用的‘陈述’一词应解释为包括对重大事实的任何遗漏”。S. 3420, 73d Cong., 2d Sess. § 9(a)(4) (1934)。根据“会议报告”,H. R. REP. No. 1838, 73d Cong., 2d Sess. 32 (1934),该条款“被作为多余的内容从替代品[折中法案]中省略,因为一项陈述显然可能因重大遗漏而产生误导”。在过去几年的几次发布中,证监会提醒发行人有义务及时报告重大的新发展, SEC Securities Act Release No. 5092, [1970 - 1971 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 77,915 (Oct. 25, 1970); SEC Securities Act Release No. 5009, [1969 - 1970 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 77,744 (Oct. 7, 1969),并至少含蓄地建议,他们应该纠正随后发生的事件所造成的错误陈述或后来发现的错误陈述, SEC Securities Act Release No. 5992, [1978 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 81,756 (Nov. 7, 1978); SEC Securities Act Release No. 6084, [2979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 82,117 (June 25, 1979)。最近,在公司正在从事的交易(如合并或要约收购)的预测中,这种告诫在提议中变得更加明确。同前注。

[30] 普通法关注商品交易中当事人之间的充分沟通,重点是在肯定性的错误陈述上。在有可能进行检查或直接谈判的情况下,为确保结果符合预期,披露要求就显得不那么必要。事实上,买方应该承担风险,使自己确信得到了承诺的东西,这是首要议题。卖方显然被认为有权获得保护,免受买方随后无限制地提出不披露的要求。只有那些确实歪曲了某些具体事实的卖家才会被追究责任。担保的发展,特别是适用性或适销性的担保,将风险转移给了卖方,在日益客观的经济中,可能被视为披露要求的替代品。See, e. g., 2 F. HARPER & F. JAMES, 参见前注[20],第159~190页(1956); Prosser, *The Implied Warranty of Merchantable Quality*, 27 MINN. L. REV. II 7 (1943); *Special Project - Article Two Warranties in Commercial Transactions*, 64 CORNELL L. REV. 30 (1978); Comment, *Implied Warranties of Quality in Texas Sales*, 32 TEX. L. REV. 557 (1954)。后来,产品责任理论和强制披露规则的发展为更多茫然的消费者提供了保护。See R. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 134-37, 273-76 (2d ed. 1977)。此外,在买方是所购买产品的消费者或使用者的情况下,鼓励其追求发现价值的必要性要小于证券,因为所购买的是使用价值而不是收入。相比影响未披露委托人的责任和期望的法律来说,卖方很少有权通过信息披露的要求来保护自己免受过分的买方的侵害,或是超越保护买方不受肯定性的虚假行为的影响。See R. STEFFEN, *CASES ON AGENCY - PARTNERSHIP* 477-514 (3d ed. 1969)。

[31] 公司信息例子包括对自然资源的重大发现、研究和开发的突破、新订单的涌现或潜在的合并意向,任何这些信息在公开披露后都可能会导致公司股票价格的上涨。公司的信息也可能是负面的,比如知道订单被取消,新产品不被接受,新计算出的收益下降,红利的消逝,或者一个失败的企业被注销。在后一种情况下,一旦消息传到市场,公司的股票价格可能会下跌。

如市场信息也可能对投资决策有影响。市场信息涉及公司证券的交易,其关注的是公司证券交易对未来价格的影响,而不是公司收益或资产的预期变化。因此,尽管市场准确地反映了某一特定公司的经营前景,但其股票的市场价格可能并不能准确地表明股东可以卖出的价格,因为市场并没有反映这样一个事实,即在第二天会有更高价格的要约收购,或该股票将被摘牌,或者某个大宗交易的持有人将会平仓,或一家著名的经纪公司会提出买入或卖出股票的建议。<sup>[32]</sup> 市场信息不一定来自企业“内部”,或者根本不需要被知晓;除了要约收购、退市或抛售大量股票会对市场产生短期影响外,它也不需要反映公司的价值。然而,任何人对此类市场状况所作出的肯定性虚假陈述——例如,有人将在第二天提出收购要约——都属于反欺诈条款的范围,因为它会误导投资者进行交易,就像对公司事务的虚假陈述一样有效。

---

[32] 虽然知道可能会以明显高于当前市场的价格进行询价是此类信息的典型特征,但这绝不是唯一的例证。要了解可能在公开市场为投资目的购买大量股票的情况, see, e. g., *Reed v. Riddle Airlines, Inc.*, 266 F. 2d 314, 315, 319 (5th Cir. 1959); *Brscan Ltd. v. Edper Equities Ltd.*, [x979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,882 (S. D. N. Y. May 25, 1979), 或为移除悬而未决的区块而购买股票, 或有意在市场上出售一个大区块, 都是其他例证; see also *Rogen v. Ilikon Corp.*, 362 F. 2d 260, 264 (1st Cir. 2966); *Langert v. Q-i Corp.*, [1973-1974 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 94,445 (S. D. N. Y. 1974); *Birdman v. Electro-Catheter Corp.*, 352 F. Supp. 1271 (E. D. Pa. 1973); *Matarese v. Aero-Chatillon Corp.*, (1971-1972 Transfer Binder) FED. SEC. L. REP. (CCH) 93,322 (S. D. N. Y. 1971). 同样, 如果知道外部权威机构即将提出建议或发表意见, 就会产生一种预期, 即股票交易将改变其价格, 至少在短期内如此, 而不考虑推动该建议的公司信息是否为市场所知, 理解或相信。See *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F. 2d 2261 (9th Cir. 2979); *Oppenheimer & Co.*, SEC Exchange Act Release No. 12,319, [1975-1976 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 80,551 (Apr. 2, 1976). 通常情况下, 这种市场信息是由投资顾问、经纪人、商情报告书的撰写者或金融专栏作家产生的, 并与预期他们的公开建议或报告的交易有关。另一种市场信息是由专业从事股票买卖的人所拥有的信息。因此, 进行市场交易的经纪人、交易所的场内交易员或专家, 通常拥有关于股票供求的信息, 而这些信息是一般人无法获得的。See 2 SEC SPECIAL STUDY, 可见前注[23], 第2部分, 第161~171页、第208~220页。

有时,SEC还会强制要求披露市场信息。<sup>[33]</sup>而在《1934年证券交易法》<sup>[34]</sup>的立法历史中,存在向媒体支付未披露款项,“联手操纵”(pools)和洗售(wash sales),或是其他形式的市场操纵行为的证据,这无疑表明未能披露的这些支付款项,或即将发生的“虚假”买卖安排(会对市场价格产生影响),是该法案所要纠正的问题。让市场免受误导性信号的影响——无论是关于市场交易还是公司事务——显然是反欺诈条款的一个重要目的。<sup>[35]</sup>

[33] See e. g., rule 144 (h), 17 C. F. R. § 23 0.1 4 4 (h) (1979); see THIRD ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 35, 50 (R. Mundheim & A. Fleischer, Jr. eds. 1972); Form S-i, Item 29, 2 FED. SEC. L. REP. (CCH) 8220 (1979) (根据《1933年证券法》的注册声明); cf. ALI FED. SEC. CODE §§ 242, 520 (1978年拟议正式草案); Securities Act Releases Nos. 5274, 5276 (July 26, 2972). 此外,还要考虑在首次公开募股的招股说明书中经常提到的一些市场信息,如一些悬在市场上空、可以自由出售或者很快就可以出售的无报价股票。Cf. Birdman v. Electro-Catheter Corp., 352 F. Supp. 1272 (E. D. Pa. 1973) [如果公司知道个人计划出售其未注册普通股,则必须在公开发行人股票之前披露这一事实(如果是重大事实)].

[34] See S. REP. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 7-9 (1934).

[35] 因此,无论是在该法案颁布之前以及之后进行的广泛曝光的调查,还是时代历史都表明,公众对证券市场中的特定行为不再抱有幻想,而国会决心阻止他们。例如,人们注意到专业人员或普通人组成“资金池”来抬高或压低(操纵)证券价格,以便于他们脱手或买入股票获利。《1934年证券交易法》第9条针对的就是这些做法。不仅是公司内部人士,提供服务的市场专业人士和自行交易的市场常客也将受到限制。See 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23], 第2部分,第226~227页。And § 10(b) of the 1934 Act, IS U. S. C. § 78(b) (1976),旨在作为一项剩余禁令,针对那些行为或类似的做法和任何其他“狡猾的手段”。因此,正如委员会早先建议的那样,10(b)条款不仅涵盖了那些参与操纵的人的操纵行为,还涵盖了他们基于操纵信息进行交易的行为,因为公众投资者无法获得这些信息。See Carroll v. First Nat'l Bank, 413 F.2d 353 (7th Cir. 1969), cert. denied, 396 U. S. 1003 (1970); In re JAB Sec. Co., Admin. Proc. File No. 3-4424 (S. E. C. June 25, 1979); Jacobs, Regulation of Manipulation by SEC Rule 10b-5, 18 N. Y. L. F. 511 (1973). 与此相关的还有对“首选名单”的敌视。毫无疑问,这在一定程度上是基于对贿赂公职人员或记者以及内部人之间相互利用内幕信息的怀疑。从表面上看,这种做法并不意味着公共投资者在与他们进行的交易中越权。它只是给了优先股持有人一些公共投资者得不到的“讨价还价”的机会,后者本来没有资格获得这些好处,而且它们也不会因此受到损害,除非它们的公司因最初向“优先股”持有人发行“廉价”股票而受到损害。Cf. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 40 F.2d 833, 856-57 (2d Cir. 1968) (公司董事根据重大内幕消息接受股票期权而不作披露违反了10b-5规则), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969). 但是,按披露要求剔除优先股的概念,也是反欺诈条款总体方案的一部分——该条款旨在“清洗”市场中内部人士(包括市场“常客”和公司职员)的“偏爱”或“偏好”,并消除由公共投资者无法获得或被认为无法获得的大量此类优势所导致的系统性偏差。

毫无疑问,要实现这一目标,还涉及其他类型的信息。比如,了解即将发生的外交变动,遥远国家间的战争,即将取得成果的科学发现或是另一公司的研究突破。这些信息可能是某一特定公司的外部信息,也可能确实与该公司的业务或证券交易无关,并可以由外部人士合法获得。从反欺诈条款的内容和历史来看,该条款并没有区分非公司信息 and 公司信息,也没有区分外部人士和内部人士。<sup>[36]</sup> 任何人在与证券交易有关的重要信息上作假都是被禁止的。

在某种程度上,如果非公开的市场信息,或其他与证券价值普遍印象相矛盾的重要信息,可能被一个无相关责任的人获得,那么将其与要求公司或内部人士披露非公开公司信息进行类比是不完善的。尽管专家和场内交易人员不需要对当时的市场价格负责,但他们的行为活动包括在公平交易中使用有关这些价格的有利非公开信息。<sup>[37]</sup> 尽管《1934年证券交易法》没有废除他们的角色或完全剥夺他们的特权,但却通过第二节以及第10条和第15条的反欺诈条款来授权委员会努力遏制这种优势。<sup>[38]</sup> 此外,

[36] 在反欺诈条款的语言、历史或政策中,其限制条款的内容均未排除适用于外部人士和内部人士。而判例法没有作出任何区分。See, e. g., *United States v. Naftalin*, 99 S. Ct. 2077 (1979); *Lewelling v. First Cal. Co.*, 564 F.2d 1277 (9th Cir. 1977); *Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund, Inc.*, 524 F.2d 275, 281-83 (2d Cir. 1975); *Carroll v. First Nat'l Bank*, 413 F.2d 353 (7th Cir. 1969), *cert. denied*, 396 U. S. 1003 (1970); *Allico Nat'l Corp. v. Amalgamated Meat Cutters*, 397 F.2d 727 (7th Cir. 1968); *A. T. Brod & Co. v. Perlow*, 375 F.2d 393 (2d Cir. 1967); *Errion v. Connell*, 236 F.2d 447 (9th Cir. 1956). 这些案例也没有要求重大信息必须是“公司”信息。See *Errion v. Connell*, 236 F.2d 447 (9th Cir. 1956); *Flynn v. Bass Bros. Enterprises*, 456 F. Supp. 484 (E. D. Pa. 1978); *Bush v. Masiello*, 55 F.R.D. 72 (S. D. N. Y. 1972); *In re Wunsch*, 44 S. E. C. 95 (1969). See also ALI FED. SEC. CODE § 1603(b)(3) (Proposed Official Draft 1978) (指的是“具有特殊意义的事实”,显然不必是公司信息)。

[37] See 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23], 第2部分,第161~171页、第208~220页、第225~226页; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT ON THE FEASIBILITY AND ADVISABILITY OF THE COMPLETE SEGREGATION OF THE FUNCTIONS OF BROKERS AND DEALERS II-51 (1936)。

[38] See S. REP. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 18-20 (1934); H. R. REP. No. 2383, 73d Cong., 2d Sess. 14-15, 22 (1934); 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23], 第2部分,第226~227页。虽然《1934年证券交易法》的具体条款针对的是各种各样的市场操纵手段,但该法案第10节的反欺诈条款则包罗了无数种其他条款无法捕捉的欺诈行为。参见 BROMBERG 文,前注[29]第 § 2.2 部分。

公众投资者对其出售对象所知的,即将发生但未披露的收购要约或法院判决一无所知,这与投资者对得克萨斯海湾硫黄矿的发现或麦克唐纳一道格拉斯公司(McDonnell - Douglas)的收益修正一无所知存在同样的问题。<sup>[39]</sup> 在一个表面上正常有序的市场中,现行价格并不能正确反映与其进行交易的人所知的重大非公开信息。

诚然,并非所有的市场信息都必须在交易前向所有想要获得信息的人披露。事实上,如果促使披露这类信息的考虑因素不如促使公司内部人员披露公司信息的考虑因素那样广泛,就会产生一个问题,即在前一种情况下,披露要求的范围和场合是否应该比后者更小。<sup>[40]</sup> 在直接寻求这个问题的答案之前,我们先来看看反欺诈条款和联邦证券法中的强制披露条款在披露作用上的功能差异。

## (二) 反欺诈条款的功能

人们经常指出,联邦证券法中信息披露制度的起源和发展过程是伴随很多希望的。<sup>[41]</sup> 虽然反欺诈条款和强制信息披露制度在支持这些不同的愿景方面有所重叠,但它们在强调披露制度所要达到的一个又一个的政策目标方面各有不同。因此,反欺诈条款被认为主要起

---

[39] See ALI FED. SEC. CODE § 1603, Comment (2)(i) (Proposed Official Draft 1978). 其指出:就“内幕人士”使用市场信息而言,无论是在原则上还是判例法中,都没有理由区分——法律也没有区分——对公司固有的重大信息(如重大矿产发现)和不会影响公司资产或盈利能力的市场信息(例如,总裁从一家大型经纪公司的分析师那里得到的信息,该分析师曾与他进行过面谈,大意是该公司即将发表一份对该公司有利的报告,同时提出“买入”建议)。

[40] 委员会建议,披露或禁止交易规则,至少是体现在10b-5规则中的披露或禁止交易规则,在适用于竞价人打算发出要约的市场信息时,应基于一些不同的原则,并且与适用于内部人员的公司信息时具有不同的适用范围。See i SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, INSTITUTIONAL INVESTOR STUDY REPORT, H. R. Doc. No. 92-64, 92d Cong., 1st Sess. xxxii (1974). 尽管在某些情况下可能有理由将一些市场专业人员排除在“披露或禁止交易”规则的运作之外,因为允许对市场信息实行垄断,以便使他们能够履行其市场职能,see pp. 349, 364-65 *infra*,但没有人提出任何理由来改变该规则的范围,使其超过允许他们履行这些职能的必要范围。

[41] See Anderson, *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: A Brief Review*, 25 HASTINGS L. J. 311 (1974); ADVISORY COMMITTEE REPORT, *supra* note 23; Fleischer, Mundheim & Murphy, *An Initial Inquiry into the Responsibility to Disclose Market Information*, 121 U. PA. L. REV. 798 (1973).

到防止公众投资者过度投资的保护作用,效率<sup>[42]</sup>只是其次要目标。<sup>[43]</sup>另外,虽然保护公众投资者免受拥有信息优势的买方或卖方的欺骗肯定是强制性信息披露制度的一部分,<sup>[44]</sup>但其他部分,如《1934年证券交易法》第13条和第15条以及某些代理规则,意味着一种超越防止在特定交易中越权的目标。其目的是建立信息流,使投资决策能够系统地反映相关事实和预期。这种信息需求(提高可公开获得的信息的质量)的目的是提高市场效率,使价格反映价值,从而使财政资源和最终的实际资源得到最优配置。<sup>[45]</sup>

与整套披露制度的效率功能和保护功能同样相关的是坦诚,这种坦诚对于恢复证券市场的信心是至关重要的。<sup>[46]</sup>此前有观点认为,投资者对市场欺诈行为的恐惧已经到了需要国会强制推行信息披露制度

---

[42] 参见 Anderson 文,前注[41]; W. LEUCHTENBERG, *FDR AND THE NEW DEAL* 90-91 (1963); I A. SCHLESINGER, *HISTORY OF THE NEW DEAL* 457 (1958); *ADVISORY COMMITTEE REPORT*, 见前注[23]; H. R. REP. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 2-4 (1933); H. R. REP. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 4-5 (1934); S. REP. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 153 (1934); S. REP. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. 12-13 (1934).

[43] 只要公司管理人员和董事能够控制公司信息的发布,他们就不能享受非公开公司信息的交易收益,这就消除了信息及时发布的障碍,从而提高了市场定价效率。

[44] 一个例子是《1933年证券法》的注册条款。See Knauss, *A Reappraisal of the Role of Disclosure*, 62 *MICH. L. REV.* 607, 614 (1964).

[45] 参见 Anderson 文,前注[41]; S. REP. No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. 153 (1934); H. R. REP. No. 1383, 73 d Cong., 2d Sess. 11 (1934); Douglas & Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 *YALE L. J.* 171, 272 (1933).

[46] 参见前注[42]; M. PARRISH, *SECURITIES REGULATION AND THE NEW DEAL* 42, 142-43, 180 (1970); I A. SCHLESINGER, 参见前注[42], 第423-424, 470页; Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 *GEo. WASH. L. REV.* 29, 30 (1959); *Banking, Financing and Securities Sales Practices; Hearings on S. Res. 84 and S. Res. 56 Before the Senate Comm. on Banking and Currency*, 73d Cong., 1st Sess. (1933) (7 volumes); 77 *CONG. REC.* 2982-83 (1933) (remarks of Sen. Fletcher); *ADVISORY COMMITTEE REPORT*, 参见前注[23], 第556-618页。

的地步,评论人士对这种观点提出了疑问。<sup>[47]</sup>但毫无争议,在经历了1929年和1930年的市场灾难以及后来调查所揭示的情况之后,国会认为,信息披露制度是达到这一目的必要的、最起码的手段。<sup>[48]</sup>投资者对市场信心的恢复预期所带来的一个附带好处是资本成本的降低,因为投资者不再需要更高的风险溢价来补偿他们对过度投资的恐惧。

最后,联邦证券法的强制性信息披露制度和反欺诈条款都旨在发挥监管功能。在某种程度上,这种功能体现于布兰迪斯(Brandeis)关于“阳光是……最好的消毒剂”的典故中。<sup>[49]</sup>这个概念引申意味着,人们会避免参与某些可能违法,也可能不违法,但如果披露会让他们感到尴尬的公司事务行为(除了根据内幕信息进行交易)。<sup>[50]</sup>因此,与没有信息披露要求的情况相比<sup>[51]</sup>,当存在信息披露的情况时,他们在自我交易中转移到自己身上的资金会更少(或更有可能停止行贿)<sup>[52]</sup>。另外,还有一种理念认为,公司前景信息披露越早,内部人士披露的公司证券交易信息越多,则操纵公司事务的可能性就越小,为了创造一种有

---

[47] See G. BENSTON, CORPORATE FINANCIAL DISCLOSURE IN THE U. K. AND THE U. S. A. 19 (1976); Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, 63 AM. ECON. REV. 132 (1973); Stigler, *Public Regulation of the Securities Markets*, 37 J. Bus. 117 (1964).

[48] 同前注[42]、[46]。

[49] See L. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT 62 (new ed. 1933).

[50] See Frankfurter, *The Federal Securities Act: II*, FORTUNE, Aug. 1933, at 53, 55; Securities and Exchange Commission, DISCLOSURE TO INVESTORS (1969); Cary, *Corporate Standards and Legal Rules*, 50 CALIF. L. REV. 408, 410 - li (1962); Cary, *The Case for Higher Corporate Standards*, 40 HARV. BUS. REV. 53 (1962). 在国会听证会上,内幕交易与操纵公司事务之间存在联系的证据经常被提及。See *Banking, Financing and Securities Sales Practices: Hearings on S. Res. 84 and S. Res. 56 Before the Senate Comm. on Banking and Currency*, 73d Cong., 1st Sess. (1933) (7 volumes).

[51] See H. R. REP. No. 1383, 73d Cong., 2d Sess. 5 (1934)(必须扩展信托概念,以保护无法监督管理层的股东)。

[52] 首选列表或选项的例子,参见前注[35];SEN. REP. No. 792, 73d Cong., 2d Sess. (1934)。



利于内部人士进行个人证券交易的印象也就会越少。<sup>[53]</sup> 简而言之,内部人士通过挪用或交易等方式从公司资产中秘密补偿自己的能力越低,投资者监管这些资产所需的开支就越少。因此,我们可以得出这样的结论:包括反欺诈条款在内的信息披露制度的主要功能是防止公司及其股东以高昂的代价违反信义义务,而这与防止市场上的越权交易完全是两码事。

对于信息披露制度的保护特征应该在多大程度上干涉其效率愿景,或允许效率愿景淡化保护特征,评论家之间存在相当大的意见分歧。<sup>[54]</sup> 但很少有人会反对,反欺诈条款往往更侧重于保护作用而不是效率作用。如果反欺诈条款所规定的披露义务只是在拥有信息的人进行交易时才会发挥作用,即基本上是为了阻止交易而进行的监管工作,那么,这种义务就是在发挥保护作用。但有迹象表明,它还旨在提供信息,使其作为投资决策的依据。可以说,与禁止虚假陈述一样,信息披露义务也适用于既不考虑也不从事任何证券交易的公司。事实上,委员会、评论员和法院都认为,在某些情况下,公司有义务根据反欺诈条款来披露有关其事务的信息,即使强制性信息制度在当时并没有要求

---

[53] See *id.* at ii (“延迟、不准确和误导性的报告是……不忠的公司官员利用内部信息进行投机的工具。”)。See also H. R. REP. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 5 (1933). 如果允许内幕人士利用这些信息谋取个人利益,他就会受到诱惑而损害公司及其证券持有人的利益,要么是立即损害(如决定推迟或加速或巧妙地对信息的发布进行“着色”,以满足他的交易或借贷需求,而不是企业及其公众投资者的利益),要么是更长期地损害(如对公司事务的处理和财务报告方式的决定)。加快公司的收入或改变折旧政策或宣布股息的决定,可能是为了影响股票的价格,以便内部人士可以利用预先知道的变化进行交易,但该决定可能对企业及其公众股东产生不利影响。因此,允许内部人士使用非公开信息的规则不仅会给从事这种行为的人带来巨大的诱惑,而且识别、监察和逮捕这种行为也会很困难,成本很高。

[54] See H. KRIPKE, *THE SEC AND CORPORATE DISCLOSURE* 292 - 97 (1979); Anderson, 参见前注[41]; cf. SEC Securities Act Release No. 5180, [1970 - 1971 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) § 78,192 (Aug. 16, 1971) (已登记的证券发行人发布信息的指引)。

披露这些信息,而且公司也没有考虑进行任何证券交易。<sup>[55]</sup> 在这种情况下,信息披露义务就像不作虚假陈述的义务一样,是绝对的,至少在信息披露的时机成熟时如此。这种要求明显更多地实现了效率功能,而不是信息披露制度的保护功能。

相反,在预期交易涉及信息披露义务的情况下,该义务只是附带性的——它随着义务人在证券交易中的功能而发挥作用。据说,除非其进行披露,否则不得不停止交易。这种义务更多的是出于保护投资者不受侵害的考量,而不是为了满足市场效率的要求。<sup>[56]</sup> 与效率相比,保护功能的重要性体现在两种义务在范围上的区别。因此,为了触发绝对义务,需要披露的信息必须比“披露否则禁止”交易的或有义务所要求的交易信息更加明确或确定。同样地,某些特定类型的信息在绝对义务下无须披露,因为披露会中止或阻碍合法的公司交易(如合并谈判),这属于“或有义务”(contingent obligation)的范畴——正如得克萨斯海湾硫磺公司内幕交易案所表明的那样。<sup>[57]</sup> 因此,如果不考虑进行交易的话,必须披露的信息可以在没有交易的情况下予以保留。<sup>[58]</sup>

---

[55] 同前注[29]; Bauman, 参见前注[19]. See also *FIF v. McDonnell - Douglas Corp.*, 474 F. 2d 514, 521 (10th Cir.) (dictum), cert. denied, 414 U. S. 874 (1973); *Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 446 F.2d 90, 100, 102 (10th Cir.) (dictum), cert. denied, 404 U. S. 1004 (1971); *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 40x F.2d 833, 861 n.12 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969); *Heit v. Weitzen*, 402 F.2d 909 (2d Cir. 1968), cert. denied, 395 U. S. 903 (1969). But see *Goldberg v. Meridor*, 567 F.2d 209, 221 n.10 (1977) (明确拒绝决定是否要披露这些信息), cert. denied, 434 U. S. 1069 (1978).

[56] 这并不是要否认它也可能有助于增强投资决策能力。参见 Bauman 文, 前注[19]。

[57] 比较 *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969), *Astor v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 306 F. Supp. 1333 (S. D. N. Y. 1969); 比较 *James v. Gerber Prods. Co.*, 587 F.2d 324 (6th Cir. 1978), *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 472 F. Supp. 123 (S. D. N. Y. 1978). See also Bauman, 参见前注[19], 第973~974页。

[58] 因此,公司业务的重重大衰退或威胁(可能仅是暂时的)可能会导致信贷取消和破产(如果已公布),在报告日期之间的一段时间内可以不公布,但据推测,进行交易的内部人员必须披露。允许公司隐瞒信息的同时也同样禁止内幕人员披露信息。类似的考虑还表明,对不履行绝对义务的补救措施和可能的损害赔偿措施,应与适用于或有义务的措施不同,就像弗兰德利(Friendly)法官在得克萨斯州海湾硫磺案中指出的那样,401 F.2d 833, 866-68 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969),为了确定被告违反前一项义务的罪责,明知可能比后者更合适。

如果拥有内幕信息的人不打算进行公司证券交易,则不需要披露该信息,但如果有交易,则必须披露该信息,这种情况的存在强调了反欺诈法中披露要求的目标更侧重于禁止越权行为,而不是强制披露。在得克萨斯海湾硫黄公司内幕交易案这样的情况下,反欺诈条款的主旨是显而易见的——信息披露会使公司失去一个机会。在这种情况下,内部人士是完全被禁止进行交易的,因为如果他披露,他将以受托人的身份对公司负责,如果他不披露,则要根据反欺诈条款对卖方负责。<sup>[59]</sup> 如果公司披露信息的时机尚未成熟(如即使合并仍然存在不确定性),这样类似的限制,尽管可能不那么迫切,实际上会使该规则成为禁止交易的规定,而不是强制披露的机制。<sup>[60]</sup> 但是,即使披露不会对公司造成损害(如披露一项重大但尚未计算出结果的矿石发现,只是因其规模的不确定性而阻止了公司的披露),反欺诈条款的效果(如果不是功能)也是阻止交易。信息披露会剥夺内部人士达成交易的市场优势,因为他不确定披露是否是充分的,通过披露,他可能要承担责任,却不会因为这种风险而获得补偿。

总之,在有限的范围内,反欺诈条款似乎要求在非交易情况下进行披露,以促进投资决策。这一规定并不以证券的预期交易为前提,因此,并没有提供任何选择以拒绝披露或避免交易。但到目前为止,反欺诈条款主要适用于信息拥有者不进行交易的情况下,允许其不披露信息。这样做的目的是不让拥有者在与其他投资者进行交易时获得信息优势,而不是让后者了解当前的状况,以便他们作出总体的投资决策。

---

[59] 因此,就内部人而言,禁止的依据是他对公司的义务,即不会作出背叛公司利益的披露。同样的前提也适用于对公司交易的禁止,只是受托责任从公司延伸到了所有的股东,如果披露,他们将失去机会。

[60] See *Gerstle v. Gamble - Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281, 1297 n. 15 (2d Cir. 1973).

虽然这种努力有时会带来信息披露,<sup>[61]</sup>但它的总体意义在于监管:它有效地禁止了那些拥有信息优势的人(或至少是其中一些人)进行交易。将不披露等同于作出虚假陈述,即禁止基于任何一种情况的交易,为这样一个问题扫清了障碍:是否如虚假陈述一样,该规则限制了所有未披露的人,还是只影响到了某些人。<sup>[62]</sup>

## 二、外部人士与内部人士:传统意义上的含义

强制性信息披露制度确定了负责进行披露的人员范畴,因此,对于谁为责任人这一点几乎不存在不确定性。另外,反欺诈条款虽然使用了“任何人”、“任何投资顾问”或“任何经纪人”的措辞,并明确涉及所有作出肯定性虚假陈述的人,但并没有明确地将“披露或禁止交易”的义务扩大到所有未能披露的人。

### (一) 外部人士:发现价值

可以肯定的是,有人认为,“披露或禁止交易”要求的适用范围并不比禁止虚假陈述小,也就是说,它适用于所有的人。有人或明确或含蓄地提出了这样的论点:反欺诈规则的作用是将所有交易所的交易商与所有其他人置于同等的信息地位——拒绝给予任何证券市场交易者

---

[61] 承认“披露或禁止交易”规则的禁止性作用,并不是说该规则永远不能起到强制披露的作用,也不是说它不能通过披露而不是通过排除交易。来抵消信息优势的作用。例如,当一个经纪人在与客户进行交易之前必须披露他作为做市商的角色时,他并没有被阻止进行交易。See *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U. S. 128 (1972); *Chasins v. Smith, Barney & Co.*, 438 F.2d 1167 (2d Cir. 1971)。与披露买卖的公司信息的抑制性后果相比,披露经纪人作为做市商的角色会劝阻客户采取行动的可能性相对较小。但即使在这种情况下,披露的功能也是为了抵消交易中的信息优势,而不是为了获取优势而促进投资决策。更不明确的是,反欺诈法要求在就并购(尤其是母公司—子公司并购)发布的委托书中进行披露。在这种交易中,披露的作用确实是为了抵消信息优势,但它可以在不妨碍交易的情况下进行。

[62] *SEC v. Great Am. Indus., Inc.*, 407 F.2d 453 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 395 U. S. 920 (1969)。这个案例极大地说明了这样一个问题:如果确实误报了信息,就会使公平交易者违反 10b-5 规则,但如果仅仅是遗漏了信息,则可能不构成违规。

相对于其他交易者的信息优势。<sup>[63]</sup> 无论这种平等主义的乌托邦能否实现,我们都有充分的理由去质疑它是否应该实现,以及反欺诈条款是否打算(或确实)走了那么远。当然,其并没有明确要走到哪一步。而且,在美国立法史上,没有任何一项法案提出如此广泛的目标。

如果立法没有走那么远,那么禁止“欺诈”也不会(不应该)走很远。否定所有人自由作出虚假陈述的交易优势,并不是要求剥夺所有交易者在比交易对象了解更多情况时,都没有保持沉默的权利。在某些情况下,允许使用虚假陈述来诱导商品或服务的销售,可能会被认为具有某些价值。但是,禁止所有此类陈述反映了这样一种观点,即根据非寻常情况的需要,并不能证明管理和监督一项只是选择性地禁止虚假陈述的规则,所耗费的成本是合理的,<sup>[64]</sup> 也不能证明绝对禁止规则

---

[63] See FIFTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 287 – 304 (R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. 1974) (PLI conference) (由 M. Lipton 引发的关于市场信息的讨论); Peloso, *SEC Rule 10b – 5 and Outside Information*, N. Y. L. J., Dec. 11, 1972, at 32; DEPARTMENT OF TRADE & INDUSTRY, COMPANY LAW REFORM, CMD. 5391 (1973). 司法意见书中偶尔会有支持这一观点的暗示, see, e. g., *Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 446 F.2d go, 101 (10th Cir.), cert. denied, 404 U.S. 1004 (1971); *SEC v. Great Am. Indus.*, 407 F.2d 453, 462 (2d Cir. 1968) (Waterman, J., concurring), cert. denied, 395 U.S. 920 (1969); *Birdman v. Electro – Catheter Corp.*, 352 F. Supp. 2272, 2274 (E. D. Pa. 1973); *Courtland v. Walston & Co.*, 340 F. Supp. 1076, 2082 (S. D. N. Y. 1972), and in SEC releases such as *Faberge, Inc.*, SEC Exchange Act Release No. 10,174, [1973 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) § 79,378 (May 25, 1973). See also I A. BROMBERG, *supra* note 29, § 3.2(200) – (300) (June 1970 Supp.) (collecting authorities). 另外,对这一立场的否认也同样具有权威性。See P. Loomis, *Some Reflections on Rule 10b – 5 and Market Information* 12 – 13 (Remarks before Second Annual ALI – ABA Course of Study, San Francisco, May 6, 1976) (on file with the author and the *Harvard Law Review*) [hereinafter cited as Loomis Remarks].

[64] 这并不是否认,即使是绝对禁止意味着选择性,原因是伴随的条件,即虚假是“实质性的”。有关区分可诉与可允许的虚假陈述的适当实质性标准的争议,以及解决这些争议时的模糊性,都强调了这一点。See R. JENNINGS & H. MARSH, *SECURITIES REGULATION* 892 – 940 (4th ed. 1977).

所带来的利益损失是合理的。<sup>[65]</sup>然而,另一种情况是,禁止基于未披露信息进行交易。这种规则的成本不仅高于禁止虚假陈述规则,<sup>[66]</sup>而且隐名委托人的运用表明,一方对另一方隐瞒信息的交易具有合法性。可以肯定的是,在非个人的证券市场中,对隐名委托人的规范性约束并不一样。例如,缺乏对隐名委托人的代理人或未披露信息的拥有者质疑的机会。但是,支持使用隐名委托人的基本考虑,也是允许证券交易中至少有一些交易者可以获得信息优势(不包括误传或虚假的陈述)的基础。

探索相关企业和经济信息是市场运作中的一项有价值的服务,如果该信息与企业的资产或预期业绩有关,那么它被发现得越早,评估得就越准确,就能更快地引起购买或出售,证券的市场价格也就越能准确地反映企业的价值。因此,市场会有效地将“储蓄”分配给利润较高的企业,并将其从利润较低的企业中转移出来。此外,有关公司价值的信息越快为公众所知,利用内幕信息进行交易的机会就越少(公众对内幕信息的恐惧也就越少)。

但是,对于那些与公司没有关系的人来说,要想获得这些信息,就需要花费时间、精力和金钱进行研究,以及进行相应的专业分析培训。为了满足获得和分析信息的成本,必须要有收益回报。其中一个回报就是有机会利用信息发现者的价值,即拥有第一视角所获得的优势。因此,如果鼓励人们(通过由此获得的信息优势而获得交易回报)寻求这种优势,以购买或出售特定证券,那么市场效率将得到提高。事实上,人们可能会注意到,在公司中发现的不仅是交易回报,还有可发展价值。从事研究的外部人士可能对如何实现这些潜在价值有自己的想

---

[65] 对效率方面的考虑会促使人们避免在交易中付出代价,即使不一定强迫所有人检查交易的事实。禁止虚假的成本比创造一种安排要低得多,在这种安排中,除非交易人核实所有的陈述,否则交易人可能被合法地欺骗。

[66] 要求披露是为了不让拥有信息的人获得信息优势,需要他提供他所拥有的所有非公开的和重要的信息。虽然他显然是避免肯定性虚假陈述的最低成本者,但他可能不是相关信息的最低成本生产者。R. POSNER, 参见前注[30],第83页; see A. KRONMAN & R. POSNER, *THE ECONOMICS OF CONTRACT LAW* 116 - 120 (1979). 此外,界定及识别什么是非公开及应披露的,以及监管未能披露的成本,肯定会高于界定及识别什么是虚假陈述,然后监管其发生的可比成本。最后,在要求披露信息时,定义和管理必要的要求比在禁止虚假陈述时更加困难。

法,如通过改变生产流程或营销技术,或以其他方式来产生规模经济或协同效益。为了鼓励这些人,他们也被允许(或至少在《威廉姆斯法案》之前)以自己的努力所获得的信息优势来进行交易。〔67〕

我们认识到,否认一个人通过自己在“外部”(outside)上的努力而获得的信息优势是成本高昂的,但并不意味着要排除这种否认。如果享受这些优势的好处低于它们给他人带来的不可避免的成本,那么就on应该拒绝这些优势。〔68〕可以想象的是,国会对恢复投资者对证券市场信心的关注可能反映了这种权衡,强制规定任何人都不能获得这些优势,坚持证券市场上所有交易者之间的信息平等——如果不是公司信息,至少是市场信息的平等〔69〕。如果在交易中实现信息普遍平等的目标被认为成本太高或在其他方面不可行,那么,一个更容易接受的规则是在证券市场上,否认每个交易者相对于其他交易者的信息优势,除非是在交易中为了社交便利性的平衡需要这些优势的存在。例如,当没有特殊渠道获得公司信息的陌生人在公平交易中可能出现的情况。〔70〕

〔67〕 See, e. g., *Mutual Shares Corp. v. Genesco, Inc.*, 384 F.2d 540 (2d Cir. 1967); *Mills v. Sarjem Corp.*, x33 F. Supp. 753 (D. N. J. 1955). 参见后注〔127〕案例引用。

〔68〕 与证券相关的信息反映在其价格中的机制并不明确。也不清楚拒绝对发现不可预见价值的交易奖励,会在多大程度上遏制对这种价值信息的追求。至少从理论上讲,一个强制披露的制度,再加上为了在所有交易者之间平衡相关信息而进行披露的法律义务,将产生使市场价格与股票价值相符的信息,就像奖励发现价值的制度一样。要求共享将消除交易者因发现新信息而获得的回报,但该信息将由法定的披露制度和附随的反欺诈条款提供。该制度的成本是否会低于允许奖励发现的成本,或者前者的好处是否会超过后者,这些问题还没有足够的经验证据可以证明。参见后注〔161〕。

〔69〕 尽管立法历史上没有任何要求或建议这样做,但可以“合理地”认为,如果市场信息与有关企业价值的信息无关,那么,鼓励追求市场信息发现价值的社会利益就会非常少,因此要求共享这些信息将是适当的。因此,有人建议,为了鼓励人们追求发现价值,没有必要允许买方或卖方利用他们所拥有或获得的所有信息优势,即使是在公平交易的情况下。克朗曼(Kronman)推测,如果法院能够区分那些“偶然”获得信息的人和那些“故意”获得信息的人,“该经济考虑很可能证明对前者施加披露义务而不对后者施加是合理的,至少在逐案适用时行政成本不高的情况下是如此”。A. KRONMAN & R. POSNER, *supra* note 66, at 120. 然而,如果市场信息对企业价值有一定的影响,那么对市场信息的追求就不应该像对企业信息那样,因为要求共享而受到阻碍。

〔70〕 这似乎就是弗莱舍建议的“公平”测试的意义所在。Fleischer, *Mundheim & Murphy*, 参见前注〔41〕,第817~819页。

这一规则的困难之处在于,它只是简单地主张,在交易中对公众投资者信息劣势的保护范围,仅限于为了效率利益的需要而鼓励对相关信息(“发现价值”)的追求。它留下的问题是,如何找到一条可行的业务线去突破这一点。虽然联邦证券法的立法历史表明,我们迫切地需要恢复投资者对证券市场的信心,但要对信息优势进行多大程度的限制才能满足这一需求,历史留下了相当大的不确定性。

## (二) 内部人士:信托责任

我们既没有遵循允许(如果不是鼓励)对发现价值进行奖励的前提,也没有界定谁有权在市场交易中保持信息优势,即所有人都应该有权获得他们可能获得的,比与其进行交易的其他人更多的信息优势。特别是在证券市场上,正如国会得出的结论,在许多情况下我们有充分的理由拒绝这种优势。虽然对于确定谁应该和谁不应该被剥夺这些优势并因此受制于反欺诈条款的标准,既没有在法规或条例中明确规定,也不容易制定,但也并不是完全没有的。

### 1. 公司内部人士

显然,无论从立法历史还是从传统法律来看,被这些条款规定的义务所约束的群体都是公司内部人员——董事、高级管理人员和执行雇员。<sup>[71]</sup> 立法历史中明确规定了反欺诈条款对内部人员的约束,而信托

---

[71] 联邦证券法的反欺诈条款反映了一些法院和评论人士所提倡的信托概念(及其或有披露概念)的结合,作为对其公司证券内幕交易的限制,see, e. g., *Jacquith v. Mason*, 99 Neb. 509, 156 N. W. 1041 (1916); *Stewart v. Harris*, 69 Kan. 498, 77 P. 277 (1904); *Oliver v. Oliver*, 118 Ga. 362, 45 S. E. 232 (1903); *Laylin, The Duty of a Director Purchasing Shares of Stock*, 27 YALE L. J. 731(1918); *Wilgus, Purchase of Shares of a Corporation by a Director from a Shareholder*, 8 MICH. L. REV. 267 (1910). 贝莱的著作中提出了强制披露财务信息的概念,以此来否认内部人士的优势,see, e. g., *Berle, Publicity of Accounts and Directors' Purchases of Stock*, 25 MICH. L. REV. 827 (1925); A. BERLE & G. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1933). See also R. DEBEDTS, *THE NEW DEAL'S SEC* (1964); H. R. REP. No. 85, 73d Cong., 1st Sess. 3 (1933) (《1933年证券法》的目的是让内部人士“遵守高标准的托管规定”)。H. R. REP. No. 1383, 73d Cong., 1st Sess. 13-14 (1934) (“Control of Unfair Practices by Corporate Insiders”); see generally 3 L. Loss, 参见前注[29], 第1445~153页(2d ed. 1961); 6 *id.* at 3556-72 (2d ed. Supp. 1969).



原则是关于公司内部人员披露义务学说中公认的核心内容。<sup>[72]</sup> 委员会在卡迪, 罗伯茨和公司案(*In re Cady, Roberts & Co.*)中通过对两个主要因素的阐述表达了适用反欺诈条款的理由: 首先, 存在一种关系, 使人能够直接或间接地获得只为公司目的而不是为任何人的个人利益而提供的信息; 其次, 如果一方当事人明知与他进行交易的人无法获得这种信息, 却利用这种信息, 就会涉及内在的不公平。<sup>[73]</sup>

内部人士获得这些信息是以企业为代价的, 是为了所有股东的集体利益而开展业务, 而不是为了从其证券交易中获得个人利益。他们没有理由为了自己的利益以这些信息为基础进行交易, 特别是当我们已经注意到, 允许他们这样做(如果不是诱使他们)将会损害公司和所有股东的利益。剥夺内部人的信息优势仅仅是建立在一个狭隘的前提下, 即他们在与公司股东打交道时无权获得信息, 因为他们是作为股东的代理人或受托人在从事后续的业务过程中才能获得该信息。因此, 这种推论认为, 后者同样有权获得这些信息, 或者无论如何, 在他们与代理人打交道时, 不会因为缺乏这些信息而处于不利地位。<sup>[74]</sup> 但这种否认也建立在一个更广泛的基础上。内部人士通过对公司机构的控制, 产生了对公司事务的印象, 而这种印象(当它成为一种错误印象时)就是披露要求的目标, 即纠正这种印象。他们拥有需要进行纠正的信息。因此, 禁止虚假信息规则所依据的效率因素也同样适用于此。在他们自己和与其进行交易的外部人士之间, 他们是纠正信息所需成本最低的提供者, 特别是在一个外部人士很少有机会能够直接与内部

---

[72] See *Kohler v. Kohler, Co.*, 319 F.2d 634 (7th Cir. 1963); *Davidge v. White*, 377 F. Supp. 1084 (S.D.N.Y. 1974); *Katz Corp. v. T. H. Canty & Co.*, x68 Conn. 201, 362 A.2d 975, 980 (1975); *Jacobson v. Yashchik*, 249 S.C. 577, r55 S.E. 2d 60x (1967).

[73] See 40 S.E. C. 907, 912 (1961) (脚注省略)。

[74] 如果内幕人士在这种情况下买入, 将以卖出的股东为代价, 因为这些信息是“属于他们的”。内幕人士卖出而非买入的偶然性不应改变其在交易中使用公司信息的法律义务。*Gratz v. Claughton*, 187 F.2d 46, 49 (2d Cir.), cert. denied, 341 U.S. 920 (1951). 他为了诱使某人成为他的受益人而采取隐瞒的做法, 并不比停止成为他的受益人更合理。无论内部人是在出售还是购买中寻求自我利益, 处理公司事务或掩盖公司信息的诱惑都是一样的。

人士进行交易并向其咨询的市场中。<sup>[75]</sup>另外,要求内部人士在交易中披露否则避免交易的唯一成本,是禁止他们通过交易而寻求个人利益。<sup>[76]</sup>这是一个可以容忍的成本,除非允许内部人士利用内幕信息进行交易而给予他们回报是一种美德。虽然有人认为,允许这种交易会给予内部人士带来重要的回报,而且无论如何都会加速信息在市场价格中的融入,<sup>[77]</sup>但我们有充分的理由怀疑每一个说法,如果不是真的相信其对立命题的话。<sup>[78]</sup>

如果说内部人士利用公司信息进行交易适用“披露或禁止交易”规则是基于诚信和效率的考虑,那么它也是基于公平。与拥有内幕信息的内部人士进行交易的公共投资者无法合法地削弱对方的信息优势,这就产生了一种不公平的感觉。内部人士从公司获得了相关的、重要的公司信息,而与他进行交易的人不能从公司合法地获得这些信息(至少没有公司的同意),而内部人士知道这些信息没有被给予,也不会被给予。用卡迪(Cady)和罗伯茨(Roberts)的话来说,允许内部人士在与外部人士进行交易时拥有信息优势被认为是“不公平的”,这大概是因为内部人合法地垄断了对相关信息的获取。这种不公平不仅是拥

---

[75] 不仅内部人可以以最低成本提供相关信息,而且允许他们利用信息进行交易的规则可能会产生额外的成本。它可能会刺激外部人士屈服于诱惑,通过贿赂内部人士来寻求信息,并减少在获取和分析公开信息方面的努力。

[76] 对内部人员已经收集到的信息进行披露只会带来微不足道的成本,如果他们不进行披露,就不需要进行披露。事实上,如果公布信息会损害公司,他们就不不得在不承担责任的情况下披露信息;这是在限制他们交易的成本时要考虑的一个因素。在一定程度上,一项以要求披露为前提的规则比一项简单禁止肯定性虚假陈述的规则会引起更多的诉讼(因为不充分的披露比虚假陈述更容易引起诉讼),这就产生了一个目前尚未解决的成本问题。目前似乎还没有设计出计算该成本的方法,更不用说随之而来的利益了。在任何情况下,任何此类计算在很大程度上都取决于是否允许进行私人损害赔偿诉讼,或者是否只让公共机构来执行。

[77] See H. MANNE, *INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET* 131 - 45, 152 (1966).

[78] See Schotliand, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and the Stock Market*, 53 VA. L. REV. 1425 (1967) (criticizing H. MANNE, 见前注[77]); O. WILLIAMSON, *CORPORATE CONTROL AND BUSINESS BEHAVIOR* 93 - 96 (1970). But see Manne, *Insider Trading and the Law Professors*, 23 VAND. L. REV. 547 (1970). See generally W. PAINTER, *THE FEDERAL SECURITIES CODE AND CORPORATE DISCLOSURE* § 5.10 (1979).

有更多的信息——某些外部人士可能因为他们的勤奋或热情而比其他外部人士拥有更多的信息——这是一个无法竞争的优势,因为它取决于外部人士无法获得的合法特权。出于同样的考虑,拒绝让公司内部人士获得公司信息特权的好处,也适用于拒绝让他们获得有关公司证券价值的其他重要信息,无论是市场信息(如回购计划或对即将进行的询价)还是其他信息。如果重要信息不是因为他们是公司内部人员而获得的,可以设想到这种可能性,那么这一结论不需要改变。不以有关信托的信息优势为基础与信托资产受益人进行交易的责任,并不在于他们如何获得信息优势。在某种程度上,这种严格的规定来自依赖和期望。在一定程度上,它预防性地避免了对内幕获得的信息和非内幕获得的信息之间的界限进行监管的必要性。

## 2. 公司

内部人员受制于“披露或禁止交易”规则的考虑,使公司也受到同样的限制。正如《1933年证券法》(包括其反欺诈条款)所暗示的那样,当公司出售其股票时,无论是管理层还是现有股东都无权获得因未向新投资者披露对其购买决定有重要影响的信息而产生的利益。而当公司购买自己的股票时,我们没有理由允许它为了使其他人受益而越过股东,不向卖家披露信息。如果需要探讨信托责任的特征,可以从所有股东都有权平等地获取公司信息这一前提出发。同质性的前提排除了对同一阶层的股东的区别对待。<sup>[79]</sup> 如果管理层拥有大量的股票,那么对受托人从事自我交易的常规限制,就迫使公司将全面信息披露作为其买卖的一个条件,因为管理层作为一个大股东会从越权行为中获益,几乎就好像它自己是越权的买家或卖家。在另一个层面上,对公司交易适用“披露或禁止交易”规则,也是源于对信息的排他性,这也是

---

[79] 公司应该被剥夺利用这种信息的优势,因为它只能利用这种信息使一组股东比另一组股东有利。如果它因为知道股票价格过低而买入,那么它就有利于那些不卖出的股东,而牺牲那些在不知情的情况下卖出的股东。如果它故意以过高的价格卖出,它就会偏向于那些持有股票而不卖出的人,而不是那些买入的人,这也是在无视证券法旨在消除的不利因素。

卡迪和罗伯茨所说的“不公平”的基础。<sup>[80]</sup>

### 3. 利用内部消息在股市获利的人

除了高级职员和高管、董事以及公司外,谁还会被“披露或禁止交易”规则所影响,这仍然是经常发生的主要诉讼问题。<sup>[81]</sup>当然,这些要求也适用于那些为公司服务的人,包括律师、会计师、财务顾问或其他雇员或独立承包商,他们获取公司事务的信息(如高级管理人员和董事的信息)完全是为了公司,而且他们的服务除了从公司证券交易中获得预期收益外,还获得了其他补偿。虽然对“内部人士”这一类别的界定可能有些模糊,但毫无疑问,它包括所有平常被认为在企业业务开展中具有保密关系的人。

毫无疑问,一个准备买卖公司证券的陌生人,如果首先从内部人士或公司那里购买了非公开信息,而其他人没有得到这些信息(或将要得到这些信息),那么,他在利用这些信息进行交易时的地位与内部人

---

[80] 参见前文。可以肯定的是,当公司是被告时,根据第 10b-5 条规定的民事损害赔偿  
责任问题,比内部人士是被告时更为微妙。See generally SEC v. Texas Gulf Sulphur  
Co., 401 F. 2d 833, 866-68 (2d Cir. 1968) (Friendly, J., concurring), cert.  
denied, 394 U. S. 976 (1969); Cohen, “Truth in Securities” Revisited, 79 HARV. L.  
REV. 1340, 1370 (1966). 但是,至少当公司从越权行为(通过在不披露的情况下买  
入或卖出)中获得好处时,没有理由不要求公司向越权的人请求返还利益,从而保护  
公司(及其“无辜”的股东)。

[81] 比较一下为公司目的获得信息的投资或商业银行人士的情况,和完全不知情的极端  
情况,后者只是简单地闯入并窃取信息。虽然后者的使用显然是被禁止的,参见前  
注[126],前者的使用产生了“中国墙”(Chinese wall)或“不要告诉你的合伙人”  
(don't tell your partner)问题。See, e. g., Lipton and Mazur, *The Chinese Wall  
Solution to the Conflict Problems of Securities Firms*, 50 N. Y. U. L. REV. 459  
(1975); N. WOLFSON, CONFLICTS OF INTEREST 61-70 (1976); E. HERMAN,  
CONFLICTS OF INTEREST 76-87 (1975). 在这两个极端之间还有很多不同的情  
况。See I A. BROMBERG, supra note 29, § 7.5(6); W. PAINTER, 参见前注  
[78], § § 5.02-.03; Jacobs, *The Impact of Securities Exchange Act Rule 10b-5 on  
Broker-Dealers*, 57 CORNELL L. REV. 869 (1972); Note, *Investors Management:  
Institutional Investors as Tippees*, 19 U. PA. L. REV. 502 (1971); Comment,  
*Investors Management Company and Rule 10b-5 - the Tippee at Bay*, 72 COLUM. L.  
REV. 545 (1972); Comment, “Tippee” Liability Extended to Remote Third Parties, 53  
NEB. L. REV. 279 (1974).

士或公司就没有任何区别。而且,不需要对该规则的逻辑进行任何禁止性的延伸,就可以将“在双方都不愿意或不被允许向公众提供信息的情况下,从任何一方获得此类信息的任何人”视为公司或内部人员。事实上,这正是这些案例中所阐述的规则。<sup>[82]</sup>从理论上讲,内部人员有选择地提供信息,实际上是把信息卖给接收者,以换取现金、互惠信息或其他对自己有价值的东西,包括可能的声望、地位或类似的东西。在所有事件中,内部人员通过有选择地发布信息而不是向广大公众发布信息从而获得收益,再加上被选定的受益人收到信息也同样会败坏接受者,因此,他不应该比贡献信息的人更有资格在交易中使用它。<sup>[83]</sup>即使在这种情况下,也有相当大的不确定性,即所有这些通信是否会败坏接收人并阻止他在交易中使用该信息。<sup>[84]</sup>但是,不管分界点是什么,允许接收者使用信息的理由是,披露的方式有效地切断了信息与披露受托人的私人利益联系无论是为了利润、声望还是地位。这样,其接收者就不会在公共投资者无法进入的封闭回路中与信息的传播者发生联系。

#### 4. 投资顾问和经纪人

受托人在没有充分披露所拥有的相关信息(无论是公司信息还是有关市场条件的信息或其他)的情况下,不能向其受益人购买或出售证券,这一概念也是“披露或禁止交易”规则适用于客户或与顾客进行

---

[82] See, e. g. , *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* , 495 F. 2d 228 (2d Cir. 1974); *SEC v. Shapiro* , 494 F. 2d 1301 (2d Cir. 1974); *In re Investors Management Co.* , SEC Exchange Act Release No. 9267, [1970 - 1971 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCII) 78,163 (July 29, 1971).

[83] See ABA Comment Letter on Material, Non - Public Information (Oct. 15, 1973), *reprinted in* [1974] 233 SEC. REG. & L. REP. (BNA) D - i [hereinafter cited as ABA Comment Letter].

[84] See Jennings & Smith, *Insider Trading and the Analyst*, in FIFTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 261 (R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. 1974). 参见前注[139]、[140]。

交易的市场专业人士的基础。围绕着经纪人<sup>[85]</sup>或顾问<sup>[86]</sup>的这种交易信托光环,随之而来的披露义务不需要详细说明,只需注意到这是一种约束,它不仅是依赖于受托人对信息的特权而获取。《1934年证券交易法》第15条的反欺诈条款和《投资顾问法案》第206条与SEC努力“提高”职业行为标准之间的联系是,基于保护那些被明确或含蓄邀请的专业人员及拥有专业知识的人,或其他情况迫使他们这样做。<sup>[87]</sup>事实上,正如已经指出的那样,包括反欺诈条款在内的一系列要求,既保护了客户不受专业人士的影响,也限制了专业人士与公众的交易,这些措施是必要的,因为他们在市场中的地位赋予了他们制度优势。<sup>[88]</sup>

### 5. 联邦信息披露要求和州信托法

联邦的“披露或禁止交易”禁令起源于信托背景,但这并不意味着它可以替代当地法律对信托责任进行定义,也不意味着联邦法院有权根据当地法律定义信托义务。可以肯定的是,在经纪人或顾问

---

[85] See 3 L. LOSS, *supra* note 29, at 1482-93 (2d ed. 1961) (shingle theory); Knauss, 参见前注[44],第635~640页; Comment, *Current Problems in Securities Regulation*, 62 MICH. L. REV. 680, 730-43 (1964); see *Norris & Hirshberg, Inc. v. SEC*, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943), *cert. denied*, 321 U.S. 786 (1944); *M. S. Wein & Co.*, 23 S.E.C. 735, 746-54 (1946).

[86] Knauss, 参见前注[44],第640~643页; see, e.g., *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963); *Courtland v. Walston & Co.*, 340 F. Supp. 1076 (S.D.N.Y. 1972) (偏袒自己或亲戚而忽略客户); *Kidder, Peabody & Co.*, 43 S.E.C. g (1968).

[87] See *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963); *Archer v. SEC*, 133 F.2d 795, 803 (8th Cir.), *cert. denied*, 319 U.S. 767 (1943); SEC Exchange Act Release No. 9950, [1972-1973 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 79,178 (Jan. 16, 1973); 2 T. FRANKEL, *REGULATION OF MONEY MANAGERS* 173 (1978); Brudney, 参见前注[84]; Cohen & Rabin, *Broker-Dealer Selling Practice' Standards: The Importance of Administrative Adjudication in Their Development*, 29 LAW & CONTEMP. PROB. 691, 694-7, 0 (1964); Loomis Remarks, 参见前注[63].

[88] 一些市场专业人员,如专家或交易所成员,在市场交易中受到限制,而不仅仅是与客户的交易,受到证券立法和自律组织提供的广泛监管机构的限制。See Fleischer, *Mundheim & Murphy*, 参见前注[41]。还有其他人,如经纪人,在与客户的交易中也受到监管机构的限制,see, e.g., the shingle theory in 3 L. Loss, *supra* note 29, at 1482-93 (2d ed. 1962); Comment, *supra* note 85. 然而,它们对经纪人后一种交易的影响不亚于它们对陌生人之间的公平交易的影响。

与客户进行交易的情况下,有充分的理由将《1934年证券交易法》的相关反欺诈条款和《投资顾问法案》理解为强制施加的联邦监管限制,即联邦信托标准,而不仅仅是拒绝信息优势。<sup>[89]</sup>在证券交易中普遍利用内幕信息的情况下,正如 Santa Fe 案所表明的那样,《1934年证券交易法》规定的范围可能更窄,<sup>[90]</sup>尽管并不像法院在区分,联邦禁止的“欺骗”行为(在交易所交易中利用内部人的信息优势)和违反当地信托义务的“单方面”征用行为之间的区别时所表现的那么窄。

当地法律所规定的信托责任的存在,并没有消除或减少联邦反欺诈条款对内部人士或母公司规定的“披露或禁止交易”义务,也没有使这些联邦要求不作用于促进当地受托责任的执行。相反,在历史和政策上有充分的理由将联邦规定与当地法律义务联系起来,正如我们所看到的,其规定在信托概念中是有先例的。<sup>[91]</sup>后者的执行有助于对前者的遵守,<sup>[92]</sup>而后者的存在很可能要求前者提供比在非信托背景下援引联邦规定时更广泛的信息。<sup>[93]</sup>正如法院在戈德博格诉凯利一案<sup>[94]</sup>(Goldberg v. Meridor)中所提出的,实施联邦政策的联邦反欺诈披露条

[89] 参见前注[86]、[87]。

[90] See Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977).

[91] 参见前注[71]。

[92] See, e.g., Gerstle v. Gamble - Skogmo, Inc., 478 F.2d 1281, 1296 - 97 n. x5 (2d Cir. 1973)(在母子公司合并的情况下,对委托书实行“披露或禁止交易”规则); Gould v. American Hawaiian Steamship Co., 535 F.2d 761 (3d Cir. 1976)(情况一样)。

[93] See V. BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN, CASES AND MATERIALS ON CORPORATE FINANCE 703 (2d ed. 1979). 比较 Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278 (Del. 1977), TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976). See also Blanchette v. Providence & Worcester Co., 428 F. Supp. 347 (D. Del. 1977); Broder v. Dane, 384 F. Supp. 1312, 1318 (S.D.N.Y. 1974).

[94] See 567 F.2d 209 (2d Cir. 1977), cert. denied, 434 U.S. 1069 (1978).

款有效地促进了地方信托标准的实行,尽管是在联邦法院。<sup>[95]</sup>

在某些情况下,仅仅是受托人在没有得到受益人知情同意的情况下从事交易,就违反了受托责任;在其他情况下,特别是在不可能寻求同意或实际上已经同意的情况下,该义务就是“公平”对待受益人。<sup>[96]</sup>在第一种情况下[例如,代理人使用其委托人的财产,或者当代理材料没有披露有关所给予价格和交易条款的相关数据时,控股(而非多数)母公司收购了一家子公司],没有披露可能同样违反了当地需获得知情和同意的信托义务和联邦“披露或禁止交易”规则相关内容。<sup>[97]</sup>联邦法律对于信息的要求可能低于当地法律,<sup>[98]</sup>但每项法律都规定了告知交易相对方的一般义务(通过一些适当的标准),如果没有这样做,就违反了联邦法律。

在第二种情况下,受托人可能通过单方行为违反当地法律。例如,一个由母公司持股70%股份的子公司被母公司吸收,该交易在某种意义上是“不公平”的,或以其他方式剥夺了受益人的机会,如评估权,当地法律会赋予他们寻求更好的待遇。在这种情况下,信息披露的作用

---

[95] 委员会认为披露的作用是促进当地法律规定的权利和信托义务的执行,这一点在其最近的决定中得到证明, in *In re Spartek, Inc.*, SEC Exchange Act Release No. 15, 567, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 81,961 (Feb. 14, 1979), and *Woods Corp.*, SEC Exchange Act Release No. 15,334 (Nov. 6, 1978), 其关于在征求股东批准合并的委托书中披露的信息种类(利益冲突、交易原因和给控制方带来的收益)的建议,以及根据13e-3条规则规定的私有化条例中的建议,15 C. F. R. § 240.13e-3 (1979), SEC Exchange Act Release No. 6,075, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 82,66 (Aug. 2, 1979). 根据《1934年证券法》第3条和第14条的规定,15 U. S. C. § § 78m, 78n (1976), 委员会强制披露的权力应比在执行反欺诈条款时援引的“实质性”概念更广泛。

[96] See *Greene v. Dunhill Int'l, Inc.*, 249 A. 2d 427, 430 (Del. Ch. 1968); RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 170 (1957); Brudney & Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 HARV. L. REV. 297 (1974).

[97] See, e. g., *United States v. Chiarella*, 588 F. 2d 1358, 1368 n. 14 (2d Cir. 1978), cert. granted, 99 S. Ct. 2158 (1979); *Jones v. National Distillers & Chem. Corp.*, [Current] FED. SEC. L. REP. (CCH) 97,140 (S. D. N. Y. Oct. 10, 1979); *Brophy v. Cities Service Co.*, 31 Del. Ch. 241, 70 A. 2d 5 (1949); 参见前注[93]案例引用。比较 *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 396 U. S. 375 (1970), *Mills v. Electric Auto-Lite Co.*, 552 F. 2d 1239 (7th Cir. 1977), cert. denied, 434 U. S. 922 (1978).

[98] 同前注[93]。



是确保受益人了解交易的性质和其所涉及的价值,以便他们可以明智地决定是否同意,或者在他们不同意的情况下寻求维护其在当地的法律权利。如果联邦要求的披露是“充分的”,并揭示了确实或可能违反当地信托义务的交易,那么披露将足以引发当地诉讼,以执行该法律体系。<sup>[99]</sup> 面对这样的可能性,如果进行了信息披露,受托人很可能会避免过度的非法行为。简而言之,所要求的信息披露对交易以及所涉及的任何价值差异说明得越清楚,受托人就越能在第一时间提出一个“公平”的交易。根据这些假设,联邦法院执行联邦反欺诈披露条款产生的效果要么是禁止过度交易要么是鼓励遵守当地的信托法。

当然,当地信托法中的含义有很大的不确定性,特别是“不公平”这个概念。<sup>[100]</sup> 因此,在事前,可能很难确定一个特定的价格或一组条款是否“公平”,或者在当地法院看来是否会被认定为“公平”。因此,在价格或条款处于公平边界的情况下,联邦信息披露要求可能不会阻止交易,而只是要求强制信息披露,并可能使任何受益人都不能就案情提出异议。这些都是边缘案件,而且确实可能引起妨害性索赔(nuisance claims)。但事实是,联邦信息披露要求有时可能仅起到告知的作用,有时可能引发妨害索赔,但这并不妨碍它们在其他时候,而且是在更多时候,作为执行地方信托义务的有效模式发挥作用。<sup>[101]</sup>

[99] See, e.g., *Kidwell ex rel. Penfold v. Meikle*, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,912 (9th Cir. Jan. xx, 1979); *Goldberg v. Meridor*, 567 F.2d 209 (2d Cir. 1977), cert. denied, 434 U.S. 1069 (1978); *Healey v. Catalyst Recovery, Inc.*, 463 F. Supp. 740 (W.D. Pa. 1979); *Valente v. Pepsico, Inc.*, 454 F. Supp. 1228 (D. Del. 1978). But see *Biesenbach v. Guenther*, 588 F.2d 400 (3d Cir. 1978); *Golub v. PPD Corp.*, 576 F.2d 759 (8th Cir. 1978); *Diana v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, [Current] FED. SEC. L. REP. (CCH) 97,124 (S.D.N.Y. Sept. 25, 1979).

[100] *Brudney & Chirelstein*, 参见前注[96]。

[101] 在这种情况下,衡量披露是否充分的标准可能存在争议。可以说,只有在交易事实上是不公平的情况下,才必须进行披露以揭示不公平。或者,也可以要求披露,而不考虑交易是否最终被确定为公平,以使受益人能够决定是否就公平问题提起诉讼。在前一种观点中,披露要求的范围较窄,但联邦法院在衡量受质疑的披露是否充分方面,实际上是在检验了地方上的“公平”问题。在后一种观点上,要求披露的内容更广泛,但联邦法院并没有审理地方上的公平问题。See Note, *Suits for Breach of Fiduciary Duty Under Rule 10b-5 After Sante Fe Industries, Inc. v. Green*, 92 HARV. L. REV. 1874, 1884-98 (1978). 参见前注[99] 案例引用。

联邦反欺诈条款的功能是忠实于其内容和含义的。正如我们所看到的,通过强制信息披露在交易中发生的任何自我交易或过度交易的事实和范围,并征求同意或发出通知,其目的不仅是通知受益人,而且是禁止受托人的行动。就像阳光一样,它们是一种消毒剂,而不仅仅是一种照明的来源。

### 三、无法利用的信息优势

我们从一个极端的角度可以看到,鼓励私人追求信息的需要,对受反欺诈规则披露义务约束的个人和信息都设定了限制;另外,公司内部人士及其附属机构必须对有关重要的非上市公司和非公司信息遵守“披露或禁止交易”规则,与客户打交道的证券专业人员也有类似的义务。但是,除了这些人之外,还有谁应该在哪些信息方面受“披露或禁止交易”规则的约束,以及根据什么原则?<sup>[102]</sup>在回答这个问题时,必须要牢记我们所讨论的或多或少是开放式的内容,即国会和法院都一致承认其目的,是在证券交易中扩大普通法中欺诈的适用范围。<sup>[103]</sup>我们的任务是找到一个原则来定义和限制反欺诈条款中所体现的概念的范围。

#### (一) 理论原理

有一项建议是,应参照联邦证券法中信息披露要求的两项功能来划定必须披露者与拒绝披露者之间的界限:“通过促进公司和公司官员的披露,以及通过满足投资者在市场上受到的公平待遇的预期,来提

---

[102] 联邦证券法没有为这个问题提供解决方案。它对企业“内部人士”提出了披露公司  
和市场信息的要求,也对“任何人”都提出了狭隘的纠正要求。See ALI FED. SEC.  
CODE § § 1602(b), 603 (Proposed Official Draft 1978). 但对于非内部人士而言,  
这让事情陷入了一种悬而未决的境地。它本身拒绝了针对这些个人实行“披露或禁  
止交易”规则,但特别指出,“恶劣”的情况将属于第1602条规定的范畴。See *id.* §  
1603, Comment 3(d).

[103] 正如委员会所指出的那样, in Cady, Roberts & Co., 40 S. E. C. 907, 911 n. 12  
(1961), 人们早就认识到,“岁月不会枯萎,习惯也不会使其千变万化”。See also  
SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U. S. 180, 193 n. 41 (1963).

高公众对证券市场的信心。”<sup>[104]</sup>这一观点似乎将卡迪、罗伯茨所描述的“不公平”概念建立在投资者的预期前提下,即市场参与者能够相对容易地获得公司信息。但该规则的功能并不局限于鼓励公司信息披露(通过使内部人士难以进行交易或禁止内幕交易成为公司信息披露的动力),也不局限于仅通过对内部人士和股东之间,或有“特殊关系”的人之间的交易实施信托约束的方式,来获得信息优势。<sup>[105]</sup>从反欺诈条款产生的各种情况以及它们被援引的情况来看,毫无疑问,它们的告诫适用于公平的关系,而不仅仅是受托人和受益人之间的交易。<sup>[106]</sup>

事实上,正如提出上述建议的人所承认的那样,该规则建立在一个更广泛的前提之上。另一个——实际上是最基本的——使拥有信息优势的人在与没有信息优势的人进行交易时无法利用的因素是,无论后者多么勤奋或多么有资源,都无法合法地克服前者的信息优势。<sup>[107]</sup> 这

[104] See *Insider Trading: Some Questions and Some Answers*, 1 SEC. REG. L. J. 323, 331 (1974) (reprinting Comment Letter from the Subcommittee on Broker - Dealer Matters and the Subcommittee on Rule 10b - 5 of the Committee on Federal Regulation of Securities of the Section of Corporation Banking and Business Law of the American Bar Association) (Oct. 15, '73) [hereinafter cited as ABA Letter].

[105] *But cf. id.* at 335 (主张委员会没有赞同投资者信息最终平等的理念); Fleischer, Mundheim & Murphy, 参见前注[41],第 815 ~ 817 页(认为在非信义的情况下强制规定披露义务,是对治理原则的极大延伸); Jennings, *Insider Trading in Corporate Securities: A Survey of Hazards and Disclosure Obligations Under Rule 10b - 5*, 62 Nw. U. L. REv. 809, 815 (1968) (指出根据 10b - 5 规则规定的情况,如果不存在信托关系,不披露重要事实是不可诉的)。

[106] 除了涉及公平交易中“单纯沉默”的情况外,参见前注[118]、[119],当一个人的行为表明了他未能披露的后果时,他可能会触犯并违反反欺诈条款,尽管这涉及公平交易。See, e. g., *United States v. Naftalin*, 99 S. Ct. 2077, 2081 - 82 (1979); *Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund*, 524 F.2d 275, 281 - 83 (2d Cir. 1975); *A. T. Brod & Co. v. Perlow*, 375 F.2d 393, 396 - 97 (2d Cir. 1967); *Omega Executive Servs., Inc. v. Grant*. [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH), 96,848 (S. D. N. Y. Apr. 23, 1979).

[107] See *Cady, Roberts & Co.*, 40 S. E. C. 907, 912 (1961); ABA Letter, 参见前注[104],第 333 ~ 336 页。比较没有违反 10b - 5 规则的情况,如果未公开的信息对于一个勤奋的搜索者是可获得的, e. g., *Klamberg v. Roth*, 473 F. Supp. 544 (S. D. N. Y. 1979); *Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund, Inc.*, 524 F.2d 275, 282 (2d Cir. 1975).

个概念有时会被投射到一个规则中,该规则旨在使相互交易的人能够平等地获得<sup>[108]</sup>重要信息。“平等获取”(equal access)这一概念的含义并非不言自明。但从最广泛的角度来看,它并没有延伸到要求实际的平等或分享信息的程度。<sup>[109]</sup> 如果从更狭义的角度来看,它可能会剥夺那些试图使用非公开信息的人的信息优势,因为法律限制他们不能向公众投资者披露。而它可以适当地扩展到那些法律不禁止其放弃信息优势的情况中,即从非公开的信息来源处,公众不能合法获得的信息优势。<sup>[110]</sup>

正如卡迪、罗伯茨所解释的那样,该规则的依据是限制这种信息独占者所享有的交易特权,而依据的是利用信息优势存在“固有不公平”(inherent unfairness)的概念。无论允许利用这种信息优势的“不公平”是反映了投资者“感觉上的”或“内在的”期望,还是由该规则产生的期望,它都有一个合理的功能基础。这一基础并不局限于投资者在与受

---

[108] The ABA Letter, 参见前注[104],第335页,表明反欺诈条款的目标充其量是投资者之间“平等获取信息”(有别于“信息平等”)。The court in *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 851-52 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969), 建议“10b-5 规则的核心是执行国会的宗旨,即所有投资者都应该平等获得参与证券交易的回报……基于知识获取的不平等不应被视为我们生活方式中不可避免的一部分而置之不理,否则,鉴于国会在这领域的关注,这种不平等仍将得不到纠正”。See also *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808, 829 (D. Del. 1951)。

[109] 参见 Loomis 的评论,前注[63],第1~12页;案例引用见后注[127]。

[110] “基本目标……就是保护那些不了解市场状况的人免受那些了解市场状况的人的过度干预。”*Charles Hughes & Co. v. SEC*, 139 F.2d 434, 437 (2d Cir. 1943), cert. denied, 321 U.S. 786 (1944)。值得注意的是,普通法有时会要求披露“某一方特别和专有地……而另一方没有资格自己去发现某些事实。”*IF. HARPER & F. JAMES*, 见前注[20], § 7.14, at 588。See also *Lingsch v. Savage*, 213 Cal. App. 2d 729, 735-37, 29 Cal. Rptr. 202, 204-05 (1963) (卖方和房地产经纪人未能披露该建筑已年久失修,已被市政府官员谴责); *Jenkins v. McCormick*, 284 Kan. 842, 844-45, 339 P.2d 8, 11 (1959) (卖方未披露地下室楼层缺陷,买方经合理调查也未能发现); *Jones v. Arnold*, 359 Mo. 161, 169, 221 S.W.2d 187, 193 (1949) (未通知未成年子女未决诉讼的); *Simmons v. Evans*, 185 Tenn. 282, 285-87, 206 S.W.2d 295, 296-97 (1947) (卖方未能向买方描述供水限制)。因此,先前的法律暗示了证券法的反欺诈条款所建议的政策(尽管它并非强制)——拒绝向交易者提供关于正在购买或出售的产品信息优势,这些信息优势不能被与他们交易的人合法地侵蚀。

托人的交易中对公司信息权利的期望。如果一个交易人,由于他的职业或正常的职业利益或其他原因,获得了他不被允许向其他交易人披露或公共交易人不能合法获得的重大非公开信息,前者利用该信息对自己有利,而后者则对自己不利,那么在经济效果上可能会产生反作用。市场上的理性买家(或卖家),如果知道与他交易的人拥有他无法合法获得的关于产品价值的重要信息,就会避免与该交易人进行交易,或者要求获得风险溢价(risk premium)。如果市场被系统性地认为充斥着这样的交易人,那么一些投资者将完全避免交易,而另一些投资者也将花费成本来避免与这样的交易人进行交易,或者以舞弊的方式来克服他们不可逾越的信息优势。这些回应都对社会无益。所有这些都提高了资本的成本。而有些纯粹是非法的,企图以舞弊的方式从被禁止披露信息的人那里获得信息。

利用这种信息特权的能力并不如刺激信息产生那么有益,以至于需要施加上述成本。在禁止收购方披露或暗示其消息来源不会向他人披露的情况下合法获得的有关证券价值的信息,一般不会被其持有人用于个人证券交易。无论是公司内部信息、市场信息还是其他任何可以想象的相关信息,都是在实现其他目的的过程中寻求并提供给少数人的。例如,向信息来源或其他人提供服务或销售商品。因此,从交易中获得个人利益的动机并不是诱导那少数人去追求它所必需的。<sup>[111]</sup> 没有这种激励,它也会产生,并对产生它的其他目的有用。允许此类利用重大信息的规则也不能带来任何可接受的收益。<sup>[112]</sup> 相反,正如我们在公司内部人员(或公司)的案例中所看到的,任何这样的信息利用

---

[111] 事实上,卢米斯委员曾提出,内幕信息的一个基本特征是,它是“出于某种目的秘密获得的,而不是为了利用它来为自己谋利和损害市场中投资公众的利益”,referred to the circumstances of *Texas Gulf Sulphur, Cady, Roberts and, hypothetically, Investors Management. Interview with Philip A. Loomis, Jr., FINANCIAL ANALYSTS REC.*, Oct. 7, 1968, at 3, 5 [hereinafter cited as *Loomis Interview*]. 同样,弗莱舍、蒙德海姆和墨菲也将不可用的市场信息定义为仅出于或为了促进保密业务关系而获得的信息,这些信息清楚地表明了“期望公平交易是合理的”。See Fleischer, Mundheim & Murphy, 参见前注[41],第 821 ~ 822 页。See also ABA Comment Letter, 参见前注[83](侧重于“不使用机密业务数据的合理预期”)。

[112] 比较 H. MANNE, 参见前注[77]、[78]。

都可能是以企业或一些公共投资者的利益为代价的,因为这些信息是为他们服务或为他们的利益而积累的。而那些最有可能拥有市场信息的人,即那些因其在证券市场中的职业或地位而获得市场信息的人对此类市场信息的使用,也往往是以他们为其服务或为了利益而获得信息的人为代价。

如果说上述逻辑和政策保护了人们免受不可逾越的信息优势的影响,那么证券立法的历史则表明和决定支持这一观点。国会试图保护的不仅是那些与公司内部人员(以及他们的获益人)进行交易的人,而且保护一般的公共投资者免受他人的各种欺诈,包括利用他们无法竞争掉的机构信息优势。这些优势不仅损害了公众投资者的利益,而且根据国会的了解,这些优势所产生的怀疑限制了公众投资者进入市场,或者至少是阻碍了他们进入市场,从而提高了资本的成本。<sup>[113]</sup> 因此,尽管立法内容不需要如此广的范围,但其历史表明,在努力恢复对证券市场的信心时,国会认为应该剥夺这种信息优势。而反欺诈条款下的判例法不仅否认了“内部人士”的信息优势,而且至少否认了不能合法进行披露的外部人士的信息优势,即使禁止这种披露是出于对不希望披露该事项的第三人负有的责任。

因此,反欺诈规则被用来对付印刷商的雇员,他们在计划的收购要约之前获得信息,并利用拟议的收购要约价格和目标公司股票的当前市场价格之间的价差,以后者买入并以前者卖出或投标。<sup>[114]</sup> 这种交易不仅违反了雇员对其雇主和要约人的普通法义务,而且还违反了基于禁止使用无法获得的信息这一原则的反欺诈条款。由于公众投资者无法获得有关募资临近和目标公司股票报价的信息,该雇员与他进行交

---

[113] See V. CAROSSO, INVESTMENT BANKING IN AMERICA 320-51 (1970); 参见前注[46]。

[114] 同前注[9]。

易的公众投资者相较而言,获得了永远也无法竞争掉的优势。<sup>[115]</sup> 这并不影响这一结论,即该雇员对投标报价人及其雇主的信托责任也因同一交易而受到违反。正如我们所看到的,反欺诈规则是为了在受托人 and 其受益人之间的交易中实施信托原则。不能因为这些交易还涉及根据当地法律对第三方履行的信托义务,就否定它们对陌生人之间交易的适用性。<sup>[116]</sup>

类似的分析可以证明,当一名 SEC <sup>[117]</sup> 或联邦储备委员会 (Federal

---

[115] Chiarella 案的法院认为,他对竞价人义务的违反也构成了对 10b-5 规则的违反。See *United States v. Chiarella*, 588 F. 2d 1358, 1368 n. 14 (2d Cir. 1978), *cert. granted*, 99 S. Ct. 2158 (1979). See also pp. 350-51 *supra*. 然而,尽管最近最高法院的意见增加了一些不确定性,但这并不意味着竞价人具有要求损害赔偿的默示诉讼权利。比较 *United States v. Naftalin*, 99 S. Ct. 2077 (1979) (“投资者保护不是《1933 年证券法》的唯一目的,因此它的禁止性规定延伸到了专业人士之间的交易”),*Piper v. Chris-Craft Indus., Inc.*, 430 U. S. 1 (1977) (“《威廉姆斯法案》的唯一目的是保护面临要约收购的投资者”,而实现这一目的并不要求对竞价人提起民事损害诉讼);比较 *Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co.*, 419 F. 2d 787 (2d Cir. 1969) (在 *A. T. Brod & Co. v. Perlow* 一案中被明显拒绝, 375 F. 2d 393) (2d Cir. 1967), which *Naftalin* cites with approval, *cert. denied*, 400 U. S. 822 (1970), *Carroll v. First Nat'l Bank*, 413 F. 2d 353 (7th Cir. 1969), *cert. denied*, 396 U. S. 1003 (1970), *Lewelling v. First Cal. Co.*, 564 F. 2d 1977 (9th Cir. 1977). 第 10b-5 条规定也适用于经纪人的雇员对雇主义务的违反。See *In re Wunsch*, 44 S. E. C. 95 (1969). See also *Allico Nat'l Corp. v. Amalgamated Meat Cutters*, 397 F. 2d 727 (7th Cir. 1968). 在任何情况下,在理论上否认私人诉讼原因,都并不能消除侵权行为或排除政府的强制执行。根据传统的信托原则,普通法上也存在代表竞价人提起诉讼的诉因,这似乎是显而易见的。

[116] 比较一下《邮件欺诈法》, 18 U. S. C. § 1341 (1976), 并不仅仅因为其不当行为也违反了信义义务或当地法律而不适用。See *United States v. Keane*, 522 F. 2d 534, 544-51 (7th Cir. 1975), *cert. denied*, 424 U. S. 976 (1976); *United States v. Peltz*, 433 F. 2d 48 (2d Cir. 1970), *cert. denied*, 401 U. S. 953 (1971); *United States v. Groves*, 122 F. 2d 87, 90 (2d Cir.), *cert. denied*, 314 U. S. 670 (1941); *United States v. Buckner*, 108 F. 2d 921 (2d Cir.), *cert. denied*, 309 U. S. 669 (1940).

[117] *Cf. United States v. Peltz*, 433 F. 2d 48 (2d Cir. 1970) (认为美国证券交易委员会雇员违反职责,泄露重要信息以促进私人利益的计划违反了《联邦阴谋法》), *cert. denied*, 401 U. S. 953 (1971). See generally Note, *The Government Insider and Rule 10b-5: A New Application for an Expanding Doctrine*, 47 S. CAL. L. REV. 1491 (1974).

Reserve Board)的雇员<sup>[118]</sup>,在知悉会对特定证券价格(甚至是一般市场)产生影响的未公布决定的基础上进行交易,或一名法院书记员进行类似的交易时,就违反了10b-5规则。同样的道理,当银行员工知道银行作为契约受托人的债券计划被催缴时,他们会在预估催缴时购买债券;<sup>[119]</sup>或者当投标人雇用的存托机构在要约收购期间或预估要约收购时为自己购买债券时,都会被认定为违规并可能承担法律责任。<sup>[120]</sup>更有甚者,当一家公司寻求收购一家新公司或回购自己的股票时,在公司“之前”购买股票的公司高管将受到“披露或禁止交易”规则的约束。<sup>[121]</sup>

然而,所涉及的问题不仅仅是禁止用户披露信息。公众投资者无法合法地获取信息才是“披露或禁止交易”规则的基础。例如,关于一家公司的研究突破或上一季度业绩的中期信息,由于其不确定性,该公司可能有权保留,而内部人士可以自由披露,作为他自己交易的预测,至少如果他有资格的话。然而,如果公司的利益不允许其承担披露的风险,那么外部人员就不能合法地从该公司获得此类信息。因此,内部人员必须遵守“披露或禁止交易”规则。同样地,尽管没有任何法律理论可以封锁供应商对客户订单大幅增加的了解,但供应商在客户的股票交易中比公众更有信息优势,除非客户愿意披露,否则公众无法克服这种优势。如果客户在正常的商业环境下不愿意这样做(这很可能是真的),信息对公众来说将是无法获取的,那么这种信息优势就应该援引“披露或禁止交易”规则。如果客户知道他已经拒绝了供应商的新产品,而他又想出售供应商的股票,那么就会产生类似的结果。<sup>[122]</sup>同

---

[118] See *In re Byth & Co.*, 43 S. E. C. 1037 (1969).

[119] See *In re Honohan*, 13 S. E. C. 754 (1943).

[120] 保存人将具有信息优势,即知道要约收购成功的可能性有多大,而与其交易的公众投资者不可能合法地获得这一信息优势。

[121] 在这种情况下让内幕人士承担责任,并不“偏离”这里阐述的第10b-5条理论规则。比较 *Fleischer, Mundheim & Murphy*, 参见前注[41],第817~819页,以及后注[128]引用案例。

[122] See ABA Committee Letter, 参见前注[83]。证券分析师从客户处获得该信息,其使用该信息的权利与从该公司高管处获得该信息的权利相同。参见前注[84]。FIFTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 265-66 (R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. 1974).



样的考虑也适用于已中止(或刚开始)的并购的一方——或可能是友好的收购要约——他试图在出版谈判中利用目标公司的信息进行交易。<sup>[123]</sup>

总而言之,“披露或禁止交易”规则的逻辑排除了利用公众无法合法克服或抵消的信息优势的情况。虽然从历史上看,反欺诈条款可能只是针对公司内部人员或市场专业人员(或常客),即使是在公平交易的情况下所拥有的不可逾越的信息优势,但它所体现的原则却延伸到保护公众投资者免受与拥有这种信息优势的人进行的交易的影响。<sup>[124]</sup>但这并不影响这一结论,即由于个别投资者在权力、财富、勤奋或智慧方面的差异,在合法获取信息方面可能存在系统性的不平等。一项旨在通过要求普遍分享信息来抵消这些差距的规则,淡化了(如果不是摧毁的话)通过鼓励追求有关证券价值信息来实现定价和资源配置效率的价值。另外,如果拥有不可复制的信息优势(通常为非贸易目的获得)的人被禁止在贸易中利用这种优势,那么这些价值的实现就不会受到阻碍。事实上,我们有理由相信,国会认为这样的禁止会有利于

[123] See *SEC v. Shapiro*, 494 F. 2d 1301 (2d Cir. 1974); *SEC v. Geon Indus., Inc.*, 531 F. 2d 39 (2d Cir. 1976). 比较 *In re Ward LaFrance Truck Corp.*, 13 S. E. C. 373, 378-79 (1943), *Frigitemp Corp. v. Financial Dynamic Fund, Inc.*, 524 F. 2d 275, 279 (2d Cir. 1975), *In re Hughes & Treat*, 22 S. E. C. 623, 626 (1946).

[124] 同前注[35]。可以肯定的是,如果反欺诈条款的范围第一次被“扩展”到受托人、市场常客以及与他们进行交易的人之外,可能会有人争论说,这件事最好留给国会处理,在国会修正法规之前,法院不应该“扩展”他们的覆盖范围。但法规的内容是针对所有人(或所有顾问或经纪人)的虚假陈述。在某种程度上,“披露或禁止交易”规则是司法上对肯定性虚假陈述禁止的“另一面”,问题不在于是否扩大其覆盖范围,而在于如何将其范围限制在所有人以下。法院的意见体现在 *United States v. Chiarella* 一案中, 588 F. 2d 1358 (2d Cir. 1978), *cert. granted*, 99 S. Ct. 2258 (1979), “任何经常收到重大非公开信息的人都不得利用该信息进行证券交易”588 F. 2d at 1365(在原文中重点强调),显然其只涉及市场常客的行为,而且更多的是局限于立法所依据的历史事件。对于“经常获得市场信息”或“作为市场内部人士”的测试并没有触及那些在市场上对公众投资者具有偶发(而非系统)信息优势的人。See Case Comment, *The Application of Rule 10b-5 to “Market Insiders”*: *United States v. Chiarella*, 92 HARV. L. REv. 1538, 1547-48 (1979). 但无论是政策还是原则,都没有规定必须围绕市场内部人士划定界限,而不是围绕其他人,这些人的地位使他们获得了不可复制的信息优势;还有更早的案例,参见前注[117]、[118], suggest a broader reach, 参见前注[9]。

这些价值的实现。

值得强调的是,禁止利用他人无法合法获得的重要信息的原则并不妨碍利用信息优势进行交易,这种优势本身是由投资者或其顾问合法获得的数据或信息项目的集合所产生的。因此,从专业顾问或经纪人那里购买投资建议或收集的信息所带来的好处,不需要仅仅因为购买这种建议的人没有或没有能力购买而放弃。信息并非不可合法获得的,仅仅是因为承担了收集和汇总信息费用的人不愿意(除了收费)与那些与他交易的人分享这些信息,而这些信息对于勤奋的调查者来说是可以获得的。

可以肯定的是,收集的信息,或个人在收集现有信息后作出的分析或投资决定,本身可以被定性为他人不能合法获得的独立“信息”。然而,这并不意味着收集和作出分析或决定的人有义务披露它或避免交易。<sup>[125]</sup> 尽管它被定性为“信息”,但汇集和由此产生的投资决策至少在产生它的人手中(尽管不在出于非交易目的而从他那里获得信息的人手中),<sup>[126]</sup> 就像他打算在特定时间以特定价格购买或出售证券的“信息”。他既没有义务披露该“信息”,也没有义务不进行交易。因此,举例来说,传统的研究表明,一个人在进行初步的市场购买的同时,如果他计划进行一项重大投资,在购买股票的过程中就会提高股票的价格,那么他不需要首先披露他的计划,至少如果他不是市场专业人士。计

---

[125] 如果交易的内部人员不需要披露“高级财务或其他专家的分析”或“感知分析”的好处, see *SEC v. TexasGulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (1968), *cert. denied*, 404 U.S. 005 (1971); *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961), 那么,与作出这种分析的人保持一定距离的人也无权获得该信息。

[126] 一个合法的投资建议和信息的购买者可能有权从他的购买中获得任何利益。但是,如果该顾问是出于有限的目的(排除用于个人交易)而向他提供此类信息,或者如果他通过盗窃获得这些信息,则证明该权利合理性的政策并不包括他对此类信息的使用。如果他在一位顾问的文件中窃取了基础数据,而这位顾问将收集的信息提供给所有买家出售,那么对他在交易中使用这些数据的任何限制都必须基于其他前提。普通法认为,如果一个人非法获取另一个人的产品信息,并在与另一个人的交易中使用,他就不能利用后者对这些信息的不知情因素。See G. BOWER & A. TURNER, *THE LAW OF ACTIONABLE MISREPRESENTATION* 107 (1974); Keeton, *Fraud - Concealment and Non - Disclosure*, 15 TEX. L. REV. i, 25 - 26 (1936). 他是否可以利用该资料与合法取得该资料的第三者进行交易则是另一个问题。

划进行清算以降低股票价格的大宗股票持有者也不需要在他出售之前提前披露他的计划。而直到最近,人们也没有禁止投标人在宣布收购要约之前购买一类股票的5%。然而,在任何情况下,交易人都比与他进行交易的公众有一个优势,而且公众不能合法地削弱或克服这个优势——他对以后的购买或销售所产生的价格影响的了解。

在所有这些交易中,交易人的优势是他知道自己后续作出的买入或卖出股票的单边决定的结果。通过要求提前披露来限制他以后买入的自由,将剥夺他从该决定中获利的机会,这仅仅是因为只有他自己事先知道该决定。交易者比公众拥有的唯一不可改变的优势是他知道他打算以某个特定的价格进行交易,或者以任何可能与当前市场价格不同的价格进行交易,而且如果将其公开的话就会改变市场价格。尽管这种优势是不可逾越的,但它是我们的交易系统所特有的,而且要求向他人披露,并不比谈判者获取某些信息优势(他会支付比在谈判过程中拟定的更多或接受更少的价格)更有效。要求买方或卖方告诉交易对象,他们愿意支付更多或更少的价格(以及多多少或少多少),相比要求分享有关发现的信息,会对追求发现价值造成更大的破坏。它要求分享评估和判断并相应地减少买方承担风险的回报而不降低风险或把获得的部分回报分配给新的风险承担者。在证券法的反欺诈条款理论或内容中都没有规定,在缺乏其他理由否认这种信息优势时去否认它。<sup>[127]</sup>

但是,收购要约人或清算人有权在其后来的收购要约或清算价格产生影响之前进行交易,并不意味着得知其计划的其他人也有这种权利。当然,其他得知该计划的人在无法披露该计划的情况下(如他的助手),也无权利用自己的信息进行交易,就像那些被禁止利用公司内

---

[127] See *Frigitemp Corp. v. Financial Dynamics Fund*, 524 F. 2d 275 (2d Cir. 1975); *General Time Corp. v. Talley Indus., Inc.*, 403 F. 2d 159, 164 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 393 U. S. 1026 (1969); *cf. Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd.*, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,882 (S. D. N. Y. May 25, 1979) (无须披露持股情况及未来购买意向); *Jacobsen Mfg. Co. v. Sterling Precision Corp.*, 282 F. Supp. 598 (E. D. Wis. 1968) (竞价要约中不要求附有控制意向书); *Pacific Ins. Co. v. Blot*, 267 F. Supp. 956 (S. D. N. Y. 1967) (法官的附带意见) (无须披露即将进行的收购要约); *Mills v. Sarjem Corp.*, 133 F. Supp. 753 (D. N. J. 1955) (无须披露计划出售的公司资产)。

部信息进行交易的人一样。因为这样的交易不仅不能达到交易的合法目的,而且还有可能损害委托人的目标。因此,它缺乏抵消公众无法削弱的信息优势的理由。事实上,同样的考虑也适用于所有得知某人预期交易信息的其他人,<sup>[128]</sup>除非他们可以在未经该人同意的情况下合法地使用这些信息,<sup>[129]</sup>或者除非他们的交易得到了该人的授权,<sup>[130]</sup>这样他就可以像自己利用这些信息进行交易一样,来达到他的目的。

最后,必须指出的是,一般考虑认为,对发现价值的正常追求可以证明某些信息优势是正当的,而反欺诈条款不应禁止这些优势,但可以为特定目的引入例外。因此,在证券市场的运作中,有某些参与者拥有获取市场信息的特权,他们被允许利用这些信息,大概是为了允许他们促进市场的有效运作,如专家、交易所成员或做市商。对于履行这些职能需要多大程度的信息优势,以及在一些情况下,这些参与者是否会通过市场职能所不需要的行为来利用他们的优势,存在相当大的争议。<sup>[131]</sup>例如,根据反欺诈规则,场内的交易商对这些优势的利用长期受到质疑。<sup>[132]</sup>然而,只要有理由证明需要履行市场职能,并履行这些

---

[128] 例如,收购方的管理人员未经收购方同意就购买了收购方的股票。See SEC v. Stone, No. 78 C-4259 (S. D. N. Y. 1978), 在委员会发布的 No. 8527, 15 SEC DOCKET 14 (Sept. ii, 1978) 中被讨论; SEC v. Healy, 74 C-4305 (S. D. N. Y. Oct. 23, 1974), discussed in SEC Litigation Release No. 6589, 5 SEC DOCKET 524 (Nov. 18, 1974). See also Oppenheimer & Co., SEC Exchange Act Release No. 12, 319, [1975-1976 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 80,551 (Apr. 2, 1976).

[129] 例如市场专家。参见前注[36]和后注[133]~[135]。

[130] See Cohen v. Colvin, 266 F. Supp. 677 (S. D. N. Y. 1967) (收购方的高管在征得收购方的同意后购买目标公司的股票)。See also Fleischer, Mundheim & Murphy, 参见前注[41],第813~817页。

[131] See 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23],第2部分,第48~246页; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT ON THE FEASIBILITY AND ADVISABILITY OF THE COMPLETE SEGREGATION OF THE FUNCTIONS OF BROKERS AND DEALERS I-5I (1936); Note, *The Downstairs Insider: The Specialist and Rule 10b-5*, 42 N. Y. U. L. REV. 695 (1967).

[132] See 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23],第2部分,第38~42页; SEC Exchange Act Release No. 7290, [1961-1964 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 76,989 (Apr. 9, 1964); SEC Exchange Act Release No. 9950, [1972-1973 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 79,178 (Jan. 16, 1973).

职能时需要获取特权信息,就应该授权其使用这些优势,但是要受到SEC、交易所和自律组织的约束,以确保这些职能的有序履行。<sup>[133]</sup> 同样,如果不遵守这些限制,或将市场信息用于履行特权获取义务之外的其他目的,市场专业人员就应受到“披露或禁止交易”规则的严格约束。<sup>[134]</sup> 我们有可能对因允许市场专业人员使用信息优势,而专门制定的限制措施的充分性提出争论。但在这些争论得到解决之前,遵守根据证券法的其他条款颁布的、为了管理市场专业人员行为的一系列详尽的限制措施,似乎可以允许他们使用信息优势特权,否则他们在反欺诈条款的规定下可能会被否定。<sup>[135]</sup>

禁止利用他人无法克服或合法抵消的信息优势进行交易的原则在实际应用中并非没有困难,尽管在大多数情况下,这些困难是对传统问题的重复。一般来说,当一个人获得了别人无法合法获得的信息时,这种情形并不难识别。但问题是,是否可以证明他获得的是别人无法合

[133] 美国证券交易委员会指出,“传统上,市场专业人士被允许享受这些市场信息和竞争优势,是因为他们对他们交易的证券市场负有义务,并且为这些证券市场的连续性、流动性和深度做出了重大贡献”。HOUSE COMM. ON INTERSTATE AND FOREIGN COMMERCE, 96TH CONG., 1ST SESS., REPORT OF THE SPECIAL STUDY OF THE OPTIONS MARKETS 1-4 (Comm. Print 1978). See also 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23],第2部分,第78~83页、第90~94页、第123~28页、第135页、第220~25页; Albert Fried & Co., SEC Exchange Act Release No. 15, 293, 6 SEC DOCKET 100, 104 n.7 (Nov. 3, 1978) (给予专家和其他证券交易商优势的“交换条件”是“实施监管,以确保他在为自己的账户交易时,也为了市场的整体利益而使用这些特权”).

[134] 值得注意的是,各种各样的市场专业人士(专家、场内交易员、大宗仓位商、套利者、经纪人,可能还有机构投资者)对市场均负有不同的义务,因此,“披露或禁止交易”规则可能不适用于每个人。参见前注[131]; Fleischer, Mundheim & Murphy, 参见前注[41],第847~860页。

[135] See 2 SEC SPECIAL STUDY, 参见前注[23],第2部分,第48~246页; SEC Exchange Act Release No. 9950, [1972-1973 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 79,178 (Jan. 16, 1973). The Securities Act Amendments of 1975, Pub. L. No. 94-29, § 6(2), 89 Stat. 110 (1975),《1934年证券交易法》修正案第II(b)取消了禁止专家为自己的账户进行交易的规定。但由于某些反欺诈条款本身就是委员会对市场专业人士颁布限制的权力来源,see Securities Exchange Act of 1934, § 15(c), 15 U. S. C. § 780(c) (1976); Investment Advisers Act, § 206, 15 U. S. C. § 80b-6 (1976),在确定根据法规的其他条款制定的限制,在多大程度上取代了反欺诈条款的命令时,必须小心谨慎。

法获得的信息,如证券分析师向公司高管公开询问公司的前景。对合法可得性的检验可以适当地转为,公司官员是否愿意向其他人传播他们在回答询问时所提供的信息。例如,如果他(或他和其他一两个人)经常是这些高级管理人员提供公司信息的唯一渠道,那么就会产生严重的疑问,是否他收到的信息仍处于内部人士的身份保护之下,因此就不能合法获得。<sup>[136]</sup>

当有人声称信息已经成为“公共”信息时,因为它已经被如此多的获益人或不同的群体所了解,也会出现类似的问题。<sup>[137]</sup> 我们的任务是界定标准,以确定如何区分公开和非公开信息。<sup>[138]</sup> 与这些问题相关的是,当投资决策开始将信息组合成一个马赛克(mosaic)时,就会出现这

---

[136] 比较 *Loomis Interview*, 参见前注[3], 第5页(区分了“公司会提供给任何有合法利益的人要求的信息”和他们正在“向这位特定的分析师传递……他们期望得到回报”的信息)和 FIFTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 264 (R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. 1974)(史波金的评论)(这些信息之所以无法普遍获得,仅仅是因为该公司表示,它本可以让这些信息普遍获得)。

[137] 关于信息在合法获取后必须经过多长时间,或者传播了多大范围,才能使其不再是非公开的或“普遍可得”的问题一直存在很大争议。See *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968) (Coates' sale), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969); *SEC v. Avis, Inc.* [1974 Transfer Binder], FED. SEC. L. REP. (CCH) 94,419 (S. D. N. Y.) (抱怨); *Faberge, Inc.*, SEC Exchange Act Release No. 10, 174, [1973 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 79,378 (May 25, 1973) (Autex distribution); *In re Investors Management Co.*, SEC Exchange Act Release No. 9267, [1970-1971 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 78,163 (July 29, 1971). See also *DuPont Glore Forgan, Inc. v. Arnold Bernhard & Co.* [1978 Transfer Binder], FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,346 (S. D. N. Y.) 联邦证券法试图在第265条中解决这一问题,该法定义了“普遍可得”的概念,规定“一个事实通过备案或新闻稿或任何其他合理设计以引起投资公众注意的方式披露后一周(或委员会规则规定的任何其他期间)就可普遍可得”。“否则,证明一个事实是‘普遍可得的’的责任就落在提出该主张的人身上了。”ALI FED. SEC. CODE § 265 (Proposed Official Draft 1978).

[138] 另一个与此相关的是,当B通过对XYZ公司进行掩饰而发现了有关XYZ公司的信息,并将这些信息提供给A时,就会产生这样的问题。See *In re Investors Management Co.*, [1969-1970 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 77, 832 (June 26, 1970). 假设这样获得的信息是“不合法的”,因此A在交易中使用它违反了规则,至少在B或其他人广泛传播它,使其“公开”之前是这样。

样的问题:有些部分是其他投资者不能合法获得的,而有些是可以的。<sup>[139]</sup>当然,同样的问题也会在不同的环境中遇到,那就是作为马赛克一部分的公认的“内部”公司信息是否是“实质性”信息。<sup>[140]</sup>虽然没有简单的解决方案,但无论是马赛克问题还是其他提到的问题,对于这里讨论的原则的运作来说都不是什么新鲜事。

与确定何时违反该原则所涉及的困难相比,确定和适用违反者罪责的条件所遇到的问题并不新颖。这些条件包括要求违反者必须知

[139] See, e. g., SEC v. Bausch & Lomb, 565 F.2d 8 (2d Cir. 1977). Compare FIFTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 276-82 (R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. 1974) (史波金的评论), with Loomis Interview, 参见前注[2],第4~5页、第7页。See also ALI FED. SEC. CODE §§ 2602, 1603 (Proposed Official Draft 1978) (将“重大”事实与“特殊意义的事实”进行对比,以区分内部人士的披露义务和“任何人”纠正不再准确的陈述的义务)。

[140] 在《卢米斯访谈录》中,卢米斯委员将重大内部信息的特点定义为:“一般来说……具有鲜明而直接的意义……而不仅仅是分析信息链中的一个环节……而且它是……你判断的依据。”然而,他承认,即使该项目只是一个环节,它也可能足以使整个链条无法运作。Loomis Interview, 参见前注[3],第5页。人们提出了许多不同的标准,用以确定“内部”或非公开信息项目何时会与“外部”或可公开可获得的信息结合,得出结论。最极端的建议是,如果内部项目是得出结论所必需的(尽管其本身不是“重大的”),则分析师不能利用(或出售)他的综合优势,因为某一部分受到影响就会难以体现出总体信息优势。See Note, Rule 10b-5: The Effect of the Insider Trading Decisions on the Security Analyst, 54 MINN. L. REV. 147, 169 (1969). “激励因素”这个标准虽然没那么极端,但实施起来要困难得多。在这个测试下,如果内部项目是“激励”交易者采取行动的项目,那么这将是更大合成的一部分,其包括外部信息,也不会排除非法信息优势。See SEC v. Shapiro, 349 F. Supp. 46, 54 (S. D. N. Y. 1972), aff'd, 494 F.2d 1301 (2d Cir. 1974); Faberge, Inc., SEC Exchange Act Release No. 10,174, [1973 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 179, 378 (May 25, 1973). 也有人建议这么做, see In re Investors Management Co., SEC Exchange Act Release No. 9267, [1970-1971 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 178, 163 (July 29, 1971), and denied, see FIFTH ANNUAL INSTITUTE ON SECURITIES REGULATION 273-76 [R. Mundheim, A. Fleischer, Jr. & J. Schupper eds. (1974) (史波金的评论)], 如果交易企业中做出买入或卖出决定的人没有使用该内部信息,那么该内部信息就不会“玷污”该结论。在另一个层面上,只有当秘密或内部信息在得出结论时以某种未定义的方式比外部信息更重要时,人们才会禁止使用该信息。比较 ALI FED. SEC. CODE §§ 293, 2602(b) (Proposed Official Draft 1978), id. §§ 257, 1603(a) (区分“实质性”事实和具有“特殊意义的事实”)。

道,或者至少有理由知道,他所利用的信息是非公开的。如果一个人获得了非公开的信息,但由于他对信息来源的忠诚度,而被禁止披露这些信息,仅这一禁令就足以表明他的信息是排他性的,就会使他因违反“披露或禁止交易”规则而承担责任——除非他证明他的信息是公开的,也就是说,其他人可以合法(和普遍)<sup>[141]</sup>获得。这与其在向信息来源提供服务或销售商品的过程中获取信息时,要求自己警惕类似的排他性优势之间,并无实质性区别。对于不是在这种情况下或是以受托人身份获得的信息,罪责应取决于使用者有理由知道或已经知道其排他性;在很多情况下,推定排他性并要求他证明这种推定是错误的,可能是不适当的。<sup>[142]</sup> 在反欺诈条款要求明知方面的新兴研究中表明,不同法规<sup>[143]</sup>和不同执法环境<sup>[144]</sup>会出现更多不同要求。

## (二) 一些变化

### 1. 倒卖

茨威格诉赫斯特公司一案(Zweig v. Hearst Corp.)<sup>[145]</sup>说明了当前在另一个维度检验该原则适用范围的问题,该案例涉及倒卖行为。投资顾问或报纸专栏作家的倒卖行为,是指其在预期发表的推荐意见会对市场造成影响的情况下买入或卖出证券,然后再在市场做出反应时

[141] 同前注[137]。

[142] See, e. g., SEC v. Monarch Fund, [Current] FED. SEC. L. REP. (CCH) T 97, 148 (2d Cir. Oct. 23, 1979). 根据《美国最高法院判例汇编》第425章185节的Ernst & Ernst v. Hochfelder一案,并不排除在私人诉讼中因违反规则10b-5而被起诉的信托人,可以比公平交易者承担更低标准的责任。同前注[93]。

[143] 比较 Gerstle v. Gamble - Skogmo, Inc., 478 F.2d 1281 (2d Cir. 1973) (interpreting rule 14a-9), Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185 (1976) (interpreting rule 10b-5)。

[144] See SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 868 (2d Cir. 1968) (全体法官出庭审案) (Friendly, J., concurring), cert. denied, 394 U. S. 976 (1969); SEC v. Aaron, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,800 (2d Cir. Mar. 12, 1979), cert. granted, 48 U. S. L. W. 3253 (U. S. Oct. 16, 1979) (No. 79-66); Berner & Franklin, *Scienter and Securities Exchange Commission Rule 10b-5 Injunctive Actions; A Reappraisal in Light of Hochfelder*, 5i N. Y. U. L. REV. 769 (1976); Bucklo, *The Supreme Court Attempts to Define Scienter Under Rule 10b-5: Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 29 STAN. L. REV. 213 (1977)。

[145] See Zweig v. Hearst Corp., 594 F.2d 1261 (9th Cir. 1979)。



卖出或买入。这需要他使用两种信息：第一，他所发现和收集的关于企业及其前景的信息；第二，他的建议公布后会对证券的市场价格产生影响的信息，这仅仅是由于其公布的原因。<sup>[146]</sup> 问题在于，顾问或专栏作家利用公司信息的权利与利用市场信息的权利（至少针对非客户的公众投资者）之间可能存在差异。

正如我们所看到的，投资顾问和销售投资咨询服务的人，在与客户进行交易时，不能利用信息优势，比如过度接触客户，<sup>[147]</sup> 或者有系统地偏袒某些客户，至少在未事先告知其他客户的情况下是这样。<sup>[148]</sup> 在倒卖案的判决中，客户保护得到了延伸，禁止顾问将自己置于黄牛的地位，因为他们可能会向客户提供腐败性的建议。<sup>[149]</sup> 虽然倒卖案的教训是顾问必须向客户披露他们的倒卖意图或避免倒卖，但其不可避免的效果和目的是禁止倒卖。该限制与投资顾问和经纪人在与客户进行交易时承担的信托义务相类似，其可以为声称向他们的读者提供信息的报纸专栏作家阐明，他们所述的信息没有被任何以获得交易利润的个人利益所偏向。虽然金融专栏作家和他的读者之间的信托关系可能不像顾问和他的客户之间的信托关系那样令人信服，但也没有理由让前者免除其无利益的默示保证，从而允许倒卖交易。<sup>[150]</sup> 简而言之，要求专栏作家向读者披露其意图，以获取其出版物的市场影响，或使其避免通过倒卖获取利益，是反欺诈条款的适当要求。<sup>[151]</sup>

[146] 这种影响是不确定的，但在大多数情况下，不难认识到这种影响的可能性很高，在这方面，专栏作家的立场与发表建议的顾问的立场没有太大的不同。如果传达给获利者的信息太不明确或不确定，无法构成优势，就会出现类似的困境。但是获利者对它采取行动这一事实，往往掩盖了它的不足。See *SEC v. Texas Gulf Sulfur Co.*, 401 F.2d 833, 851 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969).

[147] 同前注[85]~[88]。

[148] See, e. g., *Courtland v. Walston, Inc.*, 340 F. Supp. 1076, 1082 (S. D. N. Y. 2972); *In re Kidder, Peabody & Co.*, 43 S. E. C. gii (1968).

[149] See *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180 (1963). See generally *Fleischer, Mundheim & Murphy*, *supra* note 41, at 824-35.

[150] See *Peskind, Regulation of the Financial Press: A New Dimension to Section so(b) and Rule 10b-5*, 14 ST. Louis U. L. J. 80, 88-92 (1969).

[151] See *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F.2d i261, 1266-67 (9th Cir. 1979) [专栏作家违反第10(b)条和第10b-5条的规定，在写这篇文章之前没有披露他购买了该公司的股票]。

虽然反倒卖的判例法谈到的是对客户的责任,<sup>[152]</sup>而且似乎更关心保护客户或读者,而不是一般的投资大众,但其禁令是保护后者的,因为它不可避免地排除了与公众的交易。最近的判例法表明,反欺诈条款还规定了顾问和报纸专栏作家对与其进行交易的公众投资者的义务,这种义务不会因为他们有义务向客户或读者披露倒卖意图而消除。茨威格诉赫斯特公司案(*Zweig v. Hearst Corp.*)表明,根据10b-5规则,反倒卖的义务适用于公众投资者,<sup>[153]</sup>这仅仅是因为投资公众对未受操纵的市场(不受试图影响价格以促进个人交易的市场)的兴趣不亚于专栏作家的读者。然而,排除顾问或专栏作家利用其市场信息,并因此禁止他倒卖的考虑,并同样适用于他利用发现和收集到的公司信息进行投资的行为。可以说,顾问或专栏作家积累了关于某公司经营事务的信息,使他相信该公司的股票价格过高或过低,但他对其客户或读者没有义务去避免预先利用该信息,且不自己出售或购买证券。顾问或专栏作家基于他的研究而进行的预先销售或购买,仅仅是对他的发现价值的奖励。虽然他的权利——至少对客户或读者的权利——并非无可争议,<sup>[154]</sup>但现行规范并不仅仅因为他们被允许向客户出售其研究所得的信息或建议,以此赚取费用,而禁止顾问、专栏作家

---

[152] See, e. g., *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U. S. 180, 191 (1963) [《1940年投资顾问法案》,《美国法典》(1976)80(b)15,反映了国会对投资顾问和客户之间信托关系的认可]。

[153] *Zweig v. Hearst Corp.*, 594 F. 2d i261 (9th Cir. 1979). *Zweig* 案实际上走得更远;它要求一个黄牛专栏作家对那些他不可能与之交易的人承担民事责任,并检验了由 *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores* 一案(1975年)强加的买方—卖方的外部限制。

[154] 事实上,这些工作是他为他的客户或专栏做的,这可能意味着他无权根据这些信息进行投资或出售。他不仅会因为搜索自己报告或建议所依据的信息而获得专门报酬,因此交易利润并不是诱导搜索的必要条件,而且他的提前交易将不利于他的咨询或阅读客户,至少在某种程度上,他的提前交易会使其建议对读者的利润更低,因为他的建议在他给客户之前就引起了证券价格的波动。这位顾问实际上是在暗中向他的客户收取额外的费用。比较 § 17(j) of the *Investment Company Act*, 18 U. S. C. § 80(a) (1976). See also *In re Kidder, Peabody & Co.*, 43 S. E. C. gii (1968); *Courtland v. Walston & Co.*, 340 F. Supp. 676 (S. D. N. Y. 1972). 但是,即使这些考虑可以成为禁止投资活动的理由,以确保客户或读者对顾问或专栏作家的忠诚,也并不意味着公众投资者有任何义务不使用他的信息。

甚至经纪人从自己的研究中为自己寻求投资回报。

有趣的问题是,为什么对公众投资者的责任(有别于对客户或读者的责任)应该是利用市场信息的优势而不是利用公司信息的优势。在每一种情况下,用户的优势都是他自己努力的结果,并不是对非公开信息的利用,除非他得出结论的信息是非公开的。答案可能在于,顾问的公司信息优势可能会被类似的研究削弱。但他的市场信息优势是不可超越的,因为这包含了(也只有他)对自己发表的决策的了解,以及其决策对市场的买卖情况所产生的影响。

禁止黄牛党<sup>[155]</sup>利用不可复制的市场信息实行垄断,但允许竞价人或私人财产管理人或清算人利用这种垄断,这两者并不矛盾。后者只是在寻求利用某些发现价值,该价值体现在他们掌握了所要收购或处置的公司的信息;他们试图通过不公开该市场信息(他们随后购买或出售的意图)来避免这些价值的损失或减少。然而,黄牛党是在利用市场信息,而且仅仅是市场信息,以获取它带来的利益。他通过保密来利用市场信息,并不是为了保护关于企业经济前景的发现价值。事实上,通过倒卖计划,他正在对企业信息中所体现出的价值产生怀疑。

---

[155] 有人认为,如果经纪人即将发布关于 X 公司的报告,并且正在购买 X 公司的股票,以便在报告发布后供应给客户,那么使用防倒卖规则来保护那些向其出售股票的人,会适得其反,而且是不恰当的。See Fleischer, Mundheim & Murphy, *supra* note 41, at 831-34. 该观点是,应该允许券商有机会让客户从这份报告中受益,途径是提前获得股票,然后按有序的方式卖给他们,而不是要求客户在报告创造的繁忙市场中竞价,从而加剧其“无序性”。有人进一步辩称,只有“信息均等”原则,即否认对发现价值的权利,才会支持禁止库存采购的规则。但是,允许这种安排与禁止公共投资者的黄牛行为并不矛盾。为了客户的利益而便宜购买根本不是倒卖,他们不会仅仅为了转售而购买。例如,如果在发布报告之前,经纪人私下通知他的客户,并直接为他们在市场上购买股票,而不是为了库存,那么公众在任何意义上都不会受到欺骗,至少只要客户不是为了在报告发布后的市场上转售而去购买。经销商为客户提供购买建议而进行的购买,实际上与根据自己的投资研究为自己进行的购买没有什么区别,至少是在客户没有倒卖行为的情况下进行的。如果是采取通知的形式,那么交易商就不会被视为客户的代理人,而是被视为转售给客户的企业家,那么,转售给客户的增量价格就可以被视为额外的补偿,或者是倒卖。如果这是补偿,那么,根据 10b-5 规则,让交易商对那些卖给他股票的人负责,并没有比他作为经纪人为客户购买股票的依据多。如果它的规模大到可以用来倒卖,它就可以被适当地禁止,这样既可以保护消费者,也可以保护公开卖家免受交易商的侵害。

有一种观点认为,这一结论说明了这样一个命题:并非所有信息都同样有权获得为鼓励发现价值而给予的保护,因为并非所有信息都包含这种价值。黄牛党利用其市场信息的权利本身无权受到保护——只有当这种市场信息的使用有助于保护被发现的公司信息时——发现者有权利利用的信息,其才应该得到保护。<sup>[156]</sup> 另一种观点认为,从整体上看,黄牛党的行为是对公众的正面误导,因此应该被禁止。

## 2. SEC 的要约收购披露建议

如果反欺诈规则的范围涵盖了询价人雇用的印刷商(或其雇员),但并没有普遍扩展到禁止询价人在询价前的购买行为,那么就必须找到一些其他的依据,来支持 SEC 最近提出的禁止后者实施购买行为的建议。<sup>[157]</sup> 显然,SEC 认识到了这种必要性,打算依靠对竞价报价的特有考虑和对其进行立法处理来解决上述问题。该提议的正式来源是《1934 年证券交易法》第 14(e) 条,<sup>[158]</sup> 其理论依据是在要约收购的高压氛围下,有必要保护公众投资者。

《威廉姆斯法案》的发起人认为,该法案只是将联邦证券立法的披露理念延伸到要约收购领域。<sup>[159]</sup> 但是,正如其颁布时评论家所暗示的那样,它显然走得更远。<sup>[160]</sup> 事实上,尽管它的发起人和倡导者提出了抗议,但是它运作的披露前提似乎与其他联邦证券法完全不同。它要求一个对企业完全不了解的人去披露,其通过自己的努力所了解到的信息,以及他计划如何利用这些信息——从而失去,或至少会危及这种信息优势给他带来的相当一部分回报。由此引起的收购报价成本的增

---

[156] 同前注[69]。

[157] See SEC Proposed Rule 14e-2, 44 Fed. Reg. 9954, 9976-79, 9987-88 (to be codified if approved at 17 C. F. R. § 240. 14e-2).

[158] See 15 U. S. C. § 78n(e) (1976).

[159] See Cohen, Address on Proposed Legislation to Regulate Tender Offers (June 28, 1966), reprinted in V. BRUDNEY & M. CHIRELSTEIN. 参见前注[93],第 720~724 页。

[160] See generally Brudney, *A Note on Chilling Tender Solicitations*, 21 RUTGERS L. REv. 609 (1967); Manne, *Cash Tender Offers for Shares - A Reply to Chairman Cohen*, 1967 DUKE L. J. 231; *Full Disclosure of Corporate Equity Ownership and in Corporate Takeover Bids; Hearings on S. 510 Before Subcomm. on Securities of the Senate Comm. on Banking and Currency*, goth Cong., xst Sess. (1967).

加,可能给目标公司的公众投资者带来重大利益,而且由于引发了收购报价的特殊情况,这种增加可能是合理的。<sup>[161]</sup> 但任何这样的理由都与早期的反欺诈或披露立法的理论依据不同。<sup>[162]</sup> 在任何情况下,《威廉姆斯法案》都不打算要求披露,甚至在潜在收购者已经获得目标公司5%以上的股票时也不要要求披露。但是,SEC最近的建议将进一步增加收购成本,通过对反欺诈条款第14(e)条的实行,来削弱竞标者以低于投标价而获得目标公司前5%股票的能力。

在某种程度上,这些建议试图阻止竞价人的代理人进行购买,因为这些代理人此前曾根据10b-5规则在涉及印刷厂等案件中被捕。<sup>[163]</sup> 但有些人认为,对代理人援引传统的反欺诈条款是不合适的,而让委托人可以自由地利用受代理人保护的同一卖家的信息优势,可能会促使

---

[161] 《威廉姆斯法案》的一些条款很明显是为了保护公众投资者免受拉锯式决策过程的压力,或竞价人的偏袒,或竞价人或市场专业人士的价格操纵。但是它的主要条款——披露条款——据说是为了使公开招股者能够作出明智的投资选择,尽管它们的效果是减少或否认对竞价人发现价值的奖励,因此减少了外部人士追求信息的动机。在这个意义上,《威廉姆斯法案》的披露要求降低了市场效率,并对收购企图和投资者的利益构成了障碍。另外,披露要求,加上它们在竞价过程中所允许的拖延,似乎有利于目标公司的公众投资者,因为这有利于管理层征集竞争性报价,或鼓励独立进行竞争性报价。Kummer & Hoffmeister, *Valuation Consequences of Cash Tender Offers*, 33 J. FINANCE 505 (1978); Jorden & Woodward, *An Appraisal of Disclosure Requirements in Contests for Control Under the Williams Act*, 46 GEO. WASH. L. REV. 817 (1978); Note, *The Constitutionality of State Takeover Statutes: A Response to Great Western*, 53 N. Y. U. L. REV. 872, 90 (1978). 因此,要求潜在竞价人放弃寻求信息和尝试收购的诱因,以换取在尝试收购时旨在诱导竞争性竞价的结构,会给公众投资者带来净收益。尽管在该法规颁布之前有过相反的担心,参见前注[160],这个过程似乎是这样运作的, see Kummer & Hoffmeister, *supra*; Dodd & Ruback, *Tender Offers and Stockholder Returns*, 5 J. FINANCIAL ECON. 351 (1977).

[162] 此外,与个体A和个体B之间的交易不同,对于涉及竞价人、目标股东和目标管理层之间的三角关系的收购,为发现价值提供奖励的合理性考虑可能不那么充分。竞价人可以向目标股东提供目标公司管理层没有给予他们的利益,并刺激更高的报价(或目标公司管理层对更高报价的征询),以最终使目标股东受益。在这种情况下,迫使竞价人分享发现价值将有利于目标公司的股东。参见前注[161]。

[163] See SEC Proposed Rule 14e-2(a), 44 Fed. Reg. 9987 (1979) (to be codified if approved at 17 C. F. R. § 240.14e-2).

SEC 将禁令扩大到竞价人和代理人。<sup>[164]</sup> 通过将扩大的禁令建立在要约收购过程中所表明的特殊要求上,SEC 避免了以 10b-5 规则和其他传统反欺诈规则为前提,来证明要约收购的必要性。<sup>[165]</sup> 其主张是,在要约收购前期,“泄密”和“内部人士”(要约收购指定的人员)与公众在信息方面的差异,可能会导致“市场混乱”和“《威廉姆斯法案》旨在要约收购中避免的‘蜂拥效应’(stampede effect)”。<sup>[166]</sup> SEC 提到的市场混乱是指“对目标公司股票的人为需求”而导致的扭曲。<sup>[167]</sup>

这项提议的效果——如果强制性的话<sup>[168]</sup>——将把《威廉姆斯法案》的信息披露理论扩展到潜在收购方对股票的最初收购行为,尽管该法案似乎打算在收购目标公司超过 5% 的股票之前,不对收购方施加这些信息披露要求。毫无疑问,《威廉姆斯法案》的考虑因素延伸到了阻止竞价人的代理人或其盟友欺骗竞价人,即使是在他获得目标公司 5% 的股票之前的那段时间。而第 14(e) 条和其他反欺诈条款一样,旨在保护公众投资者不被竞价人的代理人或盟友在同一时期内利用信息优势来获取自己的交易利益。但是,迫使竞价人尽早披露其意图,比这种保护要走得更远。

---

[164] 因此,在 1969 年,委员会在通过 10b-13 规则时说:本规则并不特别禁止在该期间开始之前进行的购买,尽管在特定前期间内进行的此类购买的披露需要在根据《法案》第 13(d) 条和第 14(d) 条提交的附表中进行。当然,一般的反欺诈和反操纵条款也可以适用于这类标前采购。SEC Exchange Act Release No. 8712, [1969-1970 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 77,745 (Oct. 8, 1969). 这一内容表明,委员会当时认为反欺诈条款“可以”适用于某些此类购买(如由竞价人代理人的购买),但其显然本身并不适用于所有此类购买。

[165] Proposed Rule 14e-2(c), 44 Fed. Reg. 9988 (1979) [to be codified if approved at 17 C. F. R. § 240.14e-2(c)]; Cf. [SUMMARY VOLUME] SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, INSTITUTIONAL INVESTOR STUDY REPORT, H. R. Doc. No. 92-64, 9 2d Cong., 1st Sess. xxxi-xxxiii (1971) (10b-5 规则不应被用来禁止机构投资者购买目标股票,如果购买是为了帮助要约人)。

[166] 44 Fed. Reg. at 9977. (省略脚注)

[167] *Id.* at 9977 n. 113.

[168] 为“测试市场”而进行的采购不要求竞价书所规定的披露,而由真正“决定”发出要约的人进行的采购则要求披露,see SEC Exchange Act Release No. 15,548 (Feb. 5, 1979),如果只是为了试探市场而购买目标公司股票,官方规定可以不公开地购买少于 5% 的目标公司的股票。但它太脆弱了,无法承受因违反协议而承担的责任。

毫无疑问,这种披露将最大限度地减少竞价代理人的偏袒或“作弊”(cheating)的机会。但对竞价人来说,任何节省都是微不足道的。根据一项及时披露规则,竞标者必须以投标价格购买所有股份,包括前5%的股份。显然,如果没有及时披露的要求,投标人就会在前5%支付的价格上有所节省。如果不允许代理人作弊,这种节省就是净节省。如果没有该规定,投标价格就可能因代理人作弊对其产生影响而提高。敦促通过减少代理人作弊的机会来节约成本,与敦促将自杀作为一种不一定是治之症或致命疾病的治疗方法并无多大区别。

除了减少代理人作弊的机会,将规则延伸到竞价人身上也是没有道理的,因为投标人在没有规则规定的情况下,完全有动力在出价前将市场伪装成低价而有序的。只有在所有公众投资者必须获得相同价格的前提下,收购要约的“扭曲”效应才能被禁止——该法案似乎拒绝了这一前提,因为该法案推迟了披露要求,直到收购目标达到至少5%的股票后才予以披露。如果国会打算让前5%的卖家获得与所有其他人相同的价格,为什么要采用5%的限制?<sup>[169]</sup>新的提案可能与5%的壁垒是一致的。<sup>[170]</sup>但这与它的精神很难相容。如果按照SEC的建议,逐步提高收购成本,天就不会塌下来。但是,这些规则是否有助于维护现有管理层和竞标者之间的平衡仍是值得怀疑的,该法规所寻求的是避免倾覆。同样重要的是,新规则的前提——没有人有权获得比其他人拥有更多的信息优势——是对追求发现价值的侵入,是对合法提高证券市场定价效率的实质性干扰。利用第14(e)条来保障收购过程,和保

---

[169] Cf. *Kennecott Copper Corp. v. Curtiss - Wright Corp.*, [1978 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) T 96,565 (2d Cir.) (法院拒绝采纳会让5%的上限变得毫无意义的法律理论)。

[170] 同前注[168]。

护公众投资者免受代理人背叛委托人的影响,可能是合理的。<sup>[171]</sup> 可以想象,这一理由可以延伸到禁止竞价人同意其盟友使用预期投标报价信息。但它不能扩展到禁止竞价人的预期购买行为。<sup>[172]</sup>

#### 四、结语

“披露或禁止交易”规则源于联邦证券法的反欺诈条款。该规则和这些条款都没有明确限定为,仅保护公众投资者免受公司内部人士和市场专业人士的侵害。对于它们的历史也不需要进行如此狭义的解读。但是,要对“披露或禁止交易”规则进行更广泛的解读,需要有一个原则性的基础,以证明扩大覆盖面的合理性并对其进行一定的限制。这里提出的概念——该规则禁止利用一个交易商相对于另一个交易商所具有的不可逾越的信息优势——从立法的政策中获得了正当性和适当的限制。

(编辑:徐安安)

---

[171] 在 SEC 于 1979 年 2 月 5 日发布的第 15548 号法案中,委员会对其拟议的规则 14e-2(a) 表示:规则 14e-2(a) 虽然不适用于竞价人,但将确认任何其他利用直接从竞价人或间接从竞价人获得的非公开重要信息而进行交易的人,例如在竞价报价的开始前规划和准备阶段中竞价人所涉及或咨询的人,有披露的义务。这些人在没有适当披露的情况下进行交易,与定期收到市场信息的人进行交易一样,会造成市场混乱和损害投资者利益的问题。委员会认为,由于过去的滥用行为、这种市场信息的至关重要性以及要约收购的特殊性质,披露义务对于保护投资者是必要。由于如果知情人士或有理由相信的人士[原文如此]不进行交易标的公司的证券,则不会产生披露责任,因此提案将根据第 14(e) 条建立“披露或放弃交易”规则。虽然受该建议书约束的人可在公告公布后购买有关公司的证券,但委员会不认为遵守拟议的规则 14e-2(a) 规定可作为该人违反对竞标人所负义务的抗辩理由。

[172] 值得注意的是,如果要约收购的氛围或《威廉姆斯法案》的内容和历史证明任何此类扩展是合理的,那么仍然存在不协调之处,即禁止向询价人提供此类信息优势,但在更一般的反欺诈规范下,如果预期交易将产生市场影响,但不是要约收购,如大量股票的累积或清算,则允许这种交易。See *Brascan Ltd. v. Edper Equities Ltd.*, [1979 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 96,882 (S. D. N. Y. May 25, 1979).