

对美国《公平披露规则》的再审视

——对 Secure Computing Corp. 案的

具体分析与思考

王亚楠*

摘要:以禁止选择性披露为主要内容的《公平披露规则》自 2000 年 10 月生效以来已实施十余年。该规则在保证保护投资者利益,维护上市公司的正当权益,防止内幕交易,实现市场的高效和有序运转的过程中发挥了重大作用。本文回顾了《公平披露规则》的立法背景,结合美国 Secure Computing Corp 一案分析 SEC 执法行动及对规则的具体适用,对 FD 规则的立法价值及其局限作出总体评述,并对规则的实施进行反思和展望。

关键词:公平披露规则 选择性披露 重大性

公平披露是资本市场发展的基石。为了维护证券市场公平、公开、公正原则,美国证券交易委员会(SEC)于 2000 年 8 月以绝大多数票数通过了《公平披露规则》(Regulation Fair Disclosure,以下简称 FD 规则),明令禁止上市公司进行选择性披露。从信息在公司和市场之间自由传递的角度,此

* 华东政法大学国际金融法律学院 2010 级硕士研究生。

规则的颁布过程存有诸多分歧和争议。但是由于众多个人投资者急切使自身获得与机构投资者更多公平竞争的机会,从而使这项规则的建议征求成为美国历史上收到有关民众反馈意见最多的法案,^①并最终得到顺利通过和有效实施。

转眼间 FD 规则已经走过了十余年历程。这其中我们见证了这部法律的发展、成熟和完善。^② FD 规则在这个过程中发挥着正如当年立法时所预想的法律效果,虽然并没有绝对的完美,在规则的适用过程中也会发现它些许的瑕疵,但是总体来说,它有效地防止了选择性信息披露行为的泛滥,在保护投资者利益的同时也维护了上市公司的正当权益,为市场高效且有序运行提供了制度保障。

一、《公平披露规则》的立法背景与基本规则

正如美国法官 Louis D. Brandeis 的名言所揭示的,“阳光是最好的防腐剂,灯光是最好的警察”。信息公开有助于股票发行人注意自身的行为,有利于资本的流通及市场的公开透明,它还可以帮助投资者评估证券质量,防止公司的欺诈,使投资者与公司尽可能站在同一起跑线上。通过信息公开化,来实现市场参与者的地位和机会平等,进而实现公平、公正的价值目标。因此,在美国及其他主要国家与地区的证券市场上,信息披露已成为证券市场监管的基本方式。

(一)《公平披露规则》的立法背景

作为信息披露的一种方式,选择性披露是指证券发行人有选择性地 将一些重大且非公开的信息(例如盈利结果、预警或对预测的盈利结果的确定)在向一般公众完全披露之前向一些特定的个人或机构(通常是指证券分析师或机构投资者)进行披露的做法。据此,证券分析师和机构投资者可预先作出市场预测和投资建议,以此来避免其证

^① Regulation FD, 17 C. F. R. 243.100 to 243.103.

^② Boris Feldman, Regulation FD at Age 10: Whence and Whither?, *Wall Street Lawyer*, Vol. 14, No. 9, pp. 25-29.

券价格过度波动及其不利影响。

然而,选择性披露行为在实务发展中越来越背离最初的设想。尤其在20世纪90年代,公司高管越来越多地在与分析师和机构投资者电话会议中传递诸如季度盈利、收购和其他重要事件可能会影响公司股票价格的信息。^③由于此类电话会议的参与者通常只包括分析师和大股东,中小投资者无法在有效的时间内针对信息采取行动。因此,选择性披露逐渐违背证券市场的平等竞争理念与监管原则,损害绝大多数不知情投资者(尤其是中小投资者)的利益,违背了证券市场公平、公正的目标,导致广大投资者逐渐对市场丧失信心。诚如美国证券交易委员会(SEC)前主席 Arthur Levitt 所认为的那样,“企业私下对证券分析师披露重大非公开信息,是对证券市场的玷污”。^④而在美国的证券市场上,根据联邦证券法的反欺诈条款和内幕交易法,泄露信息和内幕交易将受到严格的禁止和处罚,对于选择性披露却缺乏相应的明确规定,使一些选择性披露成为证券市场监管中的空白地带。

面对持续发生的选择性披露和日益发展的信息传播技术,美国SEC试图努力确保投资者在获得公众公司重要信息时拥有一个平等的竞争环境,^⑤因此它所面临的重任就是在阻止不公平的选择性披露与鼓励广泛的信息交流之间寻找一个恰当的平衡点。在1999年12月15日SEC的一次公开会议上,FD规则的草案被正式提出。^⑥该草案完全公开并向公众征求意见,最终SEC收到近6000封的意见信,其中绝大部分来自于个人投资者,他们几乎一致要求颁布该规则。^⑦虽然在征求意见的过程中遭到了一些共同基金、养老金等机构投资者以及专业

^③ Randall Smith, *Conference Calls to Big Investors Often Leave Little Guys Hung Up*, Wall St. J., June 21, 1995, at C1.

^④ John P Jennings, *SEC Reestablishes Enforcement Capabilities Over Selective Disclosure*, St. Mary's Law Journal, 2001.

^⑤ Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. at 51,716.

^⑥ Bill Barnhart, *Fair Disclosure Rule Dilutes Analyst Advantage*, CHI. TRIB., Aug. 20, 2000, at C3.

^⑦ Press Release 2000-112, Securities and Exchange Commission, Commission Votes to End Selective Disclosure (Aug. 10, 2000), available at <http://www.sec.gov/news/extra/endseldi.htm>.

分析师的反对,^⑧SEC 最终还是以 3: 1 的票数表决通过了 FD 规则,并于同年 10 月生效。^⑨ 尽管规定在原始提议的基础上做了重大的修改,但是它规定证券发行人在未向公众公开披露之前,禁止选择性地向特定人或机构披露有关发行人的重大非公开信息,这点对于中小投资者来说有重大意义。

(二)《公平披露规则》的具体运用

1. 披露的主体

公平披露规则约束的披露主体是发行人或代表发行人行事的人。发行人指根据《1934 年证券交易法》Section12 注册证券的发行人和根据证券交易法 Section15(d) 提交报告的发行人,包括封闭性投资公司在内,但并不包括其他投资公司、外国政府和外国私人发行者。^⑩ 代表发行人行事的人有这样几类:^⑪(1) 发行人的高级职员。包括任何董事、执行经理、投资关系或公共关系经理或其他履行类似职能的人。(2) 发行人的任何其他职员、雇员或代理人,只要他们与发行人证券的持有者保持着周期性联系。

2. 披露的对象

公平披露规则只适用于上述人向下列特定人士进行的披露:(1) 证券承销商及其关联人士;(2) 投资顾问和机构投资经理以及他们的关联人士;(3) 投资公司,对冲基金及其附属人;(4) 持有发行人证券的任何人。^⑫ 因此,FD 规则所涉及的信息披露对象主要是那些最有可能获得不正当选择性披露信息并根据所获信息进行交易的人,它并不包括在日常经营过程中与发行人的信息交流。^⑬ 同样,该规则也不包括发行人与媒体或政府机构的信息披露和信息交流。^⑭

^⑧ Commissioner Laura. S. Unger, Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited, (Dec. 2001), available at <http://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm>.

^⑨ Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,716.

^⑩ 17 C. F. R. 243.101(b).

^⑪ 17 C. F. R. 243.101(c).

^⑫ 17 C. F. R. 243.100(b).

^⑬ *Id.*

^⑭ Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,716, 51,720 (Aug. 24, 2000).

3. 披露的信息

公平披露规则并不禁止上市公司所进行的一切选择性披露行为,构成其规范对象的信息是指未公开的重大信息。对“重大信息”的定义该规则中并未给出明确含义。在实践中,SEC 倾向于采用最高法院之前判例中的定义:重大信息是一个理性的投资者在作出投资决策时很可能认为重要的信息。^⑮但是有人认为这种标准过于宽泛,发行人很难以统一标准判断何种信息是重大的信息,SEC 基于公平披露规则的目的制定了一个列表供上市公司在没有明确的标准下参考。即通常上市公司要认真考虑以下项目的重要性:(1)与利润有关的信息;(2)有关合并、投标、关联企业和资产变动的情况;(3)新产品、新发明、新的顾客群和新的供应商;(4)管理的改进;(5)审计师的变更及审计报告的变化;(6)有关本公司股票的事项,如股票回购、股票分割和股利政策的变化等;(7)破产或受监管。与这些项目有关的信息往往是重要的信息。^⑯

4. 披露的时间

在选择性披露中,行为人的主观状态可分为两类:“故意的”和“非故意”。前者是指披露行为人在披露信息时,知道或者因过失而不知道他披露的信息是重大的未公开信息,此时,披露行为人应当同时将该信息予以公开披露,^⑰这里的“同时”是指公开披露与发行人进行选择披露处于同一时刻;^⑱“非故意”是指披露行为人在进行选择披露时,不知道该信息是重大的未公开信息,这种不知道并不是因为他的错,此时,披露行为人应在知道或因过失而不知道后立即公开披

^⑮ *Id.* [quoting *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976)]; see also *In re Raytheon & Franklyn A. Caine*, Securities Exchange Act Release No. 34-46,897, § III(D), 2002 WL 31643026 (Nov. 25, 2002) [citing *Basic v. Levinson*, 485 U. S. 224, 231-32(1988)].

^⑯ SEC: “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading”, August 18, 2000.

^⑰ 17 C. F. R. 243. 101(e).

^⑱ 参见施天涛、李旭:“从‘选择披露’到‘公平披露’对美国证券监管新规则的评介与思考”,载《环球法律评论》2001年冬季号。

露。^①对于“立即”的衡量并无固定的标准,一般不能晚于24小时。^②如果在休市日知道,则不能晚于纽约证券交易所下一交易日开始后。^③

5. 法律责任

该规则中明确规定,仅仅对FD规则的违反并不违反一般的反欺诈规则,即Rule10—b。^④私人证券诉讼中的原告不得根据违反FD规则而提起证券欺诈之诉。以此来减少FD规则下设置私人法律责任对发行人的信息传播产生抑制作用。

(三) 规则实施后产生的一系列影响

公平披露规则代表着SEC试图在投资者和分析机构之间建立一种信息平衡机制的一次伟大的尝试,因此,在它颁布实施后,人们不仅着眼于规则的运用,也逐渐关注起FD规则对市场的影响。

首先,对投资者的影响。公平披露规则的目的之一是保护中小投资者利益,它着眼于把所有投资者置于平等地位,保证中小投资者在信息知情权方面的公平性。努力减少向机构投资者的内幕信息的披露,这大大限制了大投资者的特权,减少信息不对称现象,维护中小投资者的利益,增加其对市场完整性的信心,使他们在一个相对公平的市场环境中,共担股市风险、共获投资收益,从而使证券市场更加公平,促进市场效率的提高。在一定程度上改善了上市公司、华尔街与个人投资者之间的信息不对称问题,为公平公正的市场信息交流提供了重要的保证,加强了对投资者的保护,维护了市场的安全。

其次,对上市公司的影响。上市公司不能再像以前那样随心所欲地向证券分析师们或大投资者预先披露重要信息。但是由于对“重大性”难以判断和遵循,他们担心自己的不正当披露引发信息披露的法律纠纷,所以在披露时减少对外界披露的信息量或者干脆谨慎地切断与外界相连的所有非正式信息传递渠道,从而有可能抑制上市公司正

^① 17 C. F. R. 243.100(a)(1).

^② 17 C. F. R. 243.101(d).

^③ Bird, Paul & Brusiloff, Paul, *SEC passes Regulation FD but heeds its critics*, *International Financial Law Review*, Oct, 2000.

^④ Antony Page & Katy Yang, *Controlling Corporate Speech: Is Regulation Fair Disclosure Unconstitutional?*, University of California Davis, Nov. 2005.

常的披露行为,即产生所谓的“冷却效果”。^⑳ 或者会出现另外一种情况,即由于不能准确判断何为重要性信息,公司尽量将所有信息发布出去,“出现所谓的信息超载”,使投资者无所适从,^㉑这两种情况都会造成上市公司信息披露达不到充分性和有效性,从而使证券市场很难达到信息广泛、有效流通的预期效果。

最后,对证券分析师的影响。公平披露规则为所有证券分析师提供了一个公平的立足点,使他们能够本着公正客观的立场表达意见,无须担心发行人会将重大非公开信息提供给其他分析师,它结束了长期存在却往往被忽略的证券分析师内部的不公平。^㉒ 可是,公平披露的背后也使得证券分析师们面临前所未有的困难。^㉓ 因为以往他们在做分析报告时,一些关键数据通常都是直接从上市公司获得。公平披露制度产生后,上市公司为避免受罚,不再向分析师们提供重要数据。所以,分析师们如今无法直接从上市公司获得分析报告的关键数据,他们只能试图从上市公司、上市公司的竞争对手、顾客、供应商及上市公司内部雇员处拼凑一些零碎资料,进行综合和整理,因而这个结论的准确度会大大降低。^㉔

因此,从总体来看,尽管公平披露规则的实施过程会有一些不利的后果,但这并不影响它所带给市场的各种利益,并不违背它产生的初衷。SEC在制定该规则时充分考虑了市场人士和发行人对规则实施效

^⑳ Peter Talosig, *Regulation FD – Fairly Disruptive? an Increase in Capital Market inefficiency*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Sept. 2004.

^㉑ Unger: *Rethinking Disclosure in the Information Age*, *supra* note 169 (discussing adverse effects of too much information in the market), available at <http://www.sec.gov/news/speech/spch387.htm>.

^㉒ John Tishbi, *Regulation FD: The Year That Passed and the Years Ahead*, *Loyola of Los Angeles Law Review*, April, 2002.

^㉓ Jordan, *Corporate Issuers Beware: Schering – Plough and Recent SEC Enforcement Actions Signal Vigorous Enforcement of Regulation FD*, *University of Miami Law Review*, April, 2004.

^㉔ Anup Agrawal & Sahiba Chadha, *Who is Afraid of Reg FD? The Behavior and Performance of Sell – Side Analysts Following the SEC’s Fair Disclosure Rule*, available at http://www.afajof.org/Pdf/2003program/abstracts/agrawal_chadha.pdf (last visited Mar. 25, 2004).

果的担心,权衡各方利益来重塑美国投资者的信心。^②因此,对于该规则,有媒体欢呼,“新规则的通过标志着民主的盛行,标志着势力单薄的个人投资者对财大气粗的‘华尔街’的胜利”。^③

二、公平披露规则的具体运用——SEC 诉 Secure Computing Corp. 的法律分析

《公平披露规则》出台以来,SEC 对规则的实施进行了多次调查和讨论,2002 年 11 月 25 日,SEC 提起了首次针对违反 FD 规则的几起案件的处罚,Secure Computing Corp. 案作为其中的典型案例之一,是 SEC 适用 FD 规则采取的第一次大规模执法行动,它打破了市场对于 SEC 是否会依据 FD 规则对选择性披露采取制裁行动的猜测,也表明了 SEC 开始严肃对待该规则所制定的新的信息披露要求,同时这些案例也为 SEC 在何种情况下会认为一种披露会构成违法提供了重要的指引,对证券市场及有效监管具有典型意义,因此值得我们认真分析。

(一) Secure Computing Corp. 涉嫌两次违规选择性披露^④

Secure Computing Corp. 是美国硅谷的一家软件公司,以拥有出色的防止黑客入侵的计算机网络保护技术而著名。^⑤早在 2002 年,Secure Computing Corp. 就与美国一家最大的计算机网络公司签订了原始设备制造协议(OEM)——计算机网络公司同意在自己的网络系统产品中捆绑销售安全计算公司的产品。在协议中规定,在得到销售队伍和客户的满意评价后安全计算公司才可以对外公告协议内容。随后,计算机网络公司将包含产品技术信息的电子用户手册公布到自己

^② Boris Feldman, *Regulation FD at Age 10: Whence and Whither?*, Wall Street Lawyer - Vol. 14, No. 9, pp.25 - 29.

^③ 廖新军:“公平信息披露”,载《国际金融报》2000 年 8 月 14 日。

^④ In the Matter of Secure Computing Corporation, Securities Exchange act of 1934 Release No. 46895 (Nov. 25, 2002), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-46895.htm>.

^⑤ Secure Computing History, from Wikipedia, available at http://en.wikipedia.org/wiki/Secure_Computing.

的网站上供其销售队伍和试用客户使用。

2002年3月初,Secure Computing Corp.举行了一次包括公司首席执行官兼董事会主席约翰·麦克纳尔蒂(John McNulty)在内的全体高管会议。在这次会议上,考虑到计算机网络公司已经将相关材料放到网络上,高管们纷纷表示出了协议可能泄露给公众的担心。因此,Secure Computing Corp.决定催促对方尽快许可OEM协议的公布。2002年3月6日(星期三),Secure Computing Corp.在公司网站上公布了计算机网络公司的销售队伍和客户对产品的评估信息以及软件下载页面,但是在其主页面上没有提供相关的链接网址。随后,麦克纳尔蒂与一家投资咨询公司的投资组合经理和一家经纪公司的销售人员进行了电话会议,公司的投资关系总监在她的办公室里也参加了电话会议。在电话中,麦克纳尔蒂被他们问到一些有关新产品协议的问题,他并没有立刻回答而是询问了投资关系总监是否可以讨论。由于麦克纳尔蒂在征求投资关系总监时并没有提到协议的名称,再加上他们并不在同一个地点开会,总监很难意识到麦克纳尔蒂指的正是OEM交易,因此作出了同意讨论的决定。随后,麦克纳尔蒂告诉投资组合经理和经纪公司的销售人员OEM协议的内容并提供了关于对方捆绑销售产品的信息的网址。^②这是经纪公司销售人员第一次听到有关产品的OEM协议的内容,并且他们在电话会议进行时就查阅了网页并且通过电子邮件发到经纪公司的销售队伍。

会议一结束(3月6日上午11时),投资关系总监立即试图联系麦克纳尔蒂,并留给他一封语音邮件,告知他在电话会议上已经披露了非公开的信息。可是麦克纳尔蒂在见到投资关系总监的语音邮件之前,先回复了一封经纪公司的管理合伙人询问有关这一交易的邮件并提供了关于产品捆绑销售信息的安全计算公司的网址。他在邮件中进一步解释,之所以未公开这些信息是因为对方要求在拥有一些关于客户的参考评价信息后才会作出公开的新闻公告。在发送完电子邮件后(大约中午时分),麦克纳尔蒂才看到投资关系总监的语音邮件。他立即

^② 此时,投资关系总监才意识到麦克纳尔蒂发言中涉及的OEM协议还未曾公开,但她没有立即中断正在进行中的会议。

意识到问题的重要性,马上打电话给经纪公司的管理合伙人要求他将这些资料保密。3月6日这一天,安全计算公司都没有向公众作出关于新协议的公开公告。^③

2002年3月7日(星期四)早上,Secure Computing Corp. 接到许多投资者和分析师的电话来询问关于OEM交易协议的传言,管理层(包括麦克纳尔蒂在内)才认识到问题的严重性,决定必须尽快作出新闻公告对外公开有关此项协议。之后,麦克纳尔蒂同其他四个机构投资者进行了电话会议。在第四个电话会议中(大约3月7日上午10点15分左右),另一个机构咨询公司的投资组合经理向麦克纳尔蒂询问OEM协议的情况与计算机网络公司的信息。他亲口证实了协议的存在,并且进一步解释说,因为对方首先需要以客户的满意度作参考所以这笔交易还没有公开,但他预计这一消息将在短期内公布。最终在3月7日下午1点40分,安全计算公司发出了新闻公告,宣布了OEM协议。在新闻发布后,安全计算公司的股票价格一直持续上升,^④但是公司没有作出任何重大事项的公告。

(二) SEC 如何适用 FD 规则

1. OEM 协议的内容属于重大非公开信息

公平披露规则并不禁止所有选择性披露行为,构成其规范对象的信息是指“重大非公开信息”。^⑤ 关于“非公开”,是指“信息处于证券投资者未知且无法探知的状态”。^⑥ 关于重大信息没有具体的定义,主流观点认为应该以“理性人”的标准进行判断。^⑦ 在本案中,有关OEM协议作为公司日常经营活动中重要的经营合同,在每次披露后都会带

^③ 3月6日,安全计算公司的股价为每股17.40美元,收盘价比前一天收盘价增加了8%,交易量为前一天的两倍多。

^④ 3月7日,安全计算公司的股价为每股18.55美元,比3月6日的股票价格上涨了7%,股票交易量增加了130%。从2002年3月5日至2002年3月11日,安全计算公司的股票价格一共上涨了35%。

^⑤ 17CFR243.100.

^⑥ 施天涛、李旭:“从‘选择披露’到‘公平披露’对美国证券监管新规则的评介与思考”,载《环球法律评论》2001年冬季号。

^⑦ 参见黄振中:《美国证券法上的民事责任与民事诉讼》,法律出版社2003年版,第206页。

来公司的股票价格的猛涨,这对股票市场的稳定造成了重大的冲击,站在一个理性人的角度判断,如果此信息不披露将会造成许多负面的影响,因此可以判断关于 OEM 协议的信息为重大信息。关于非公开的认定,本案中的 OEM 协议在签订中约定安全计算公司披露此协议必须得到计算机网络公司的同意,在此之前有关协议的信息不允许披露。之后,安全计算公司在自己的网页上公布了协议的信息,但是在主页面没有提起有关该交易的信息或提供相关链接。麦克纳尔蒂之后仅仅通过邮件和电话会议来披露,这仅仅只能使小部分会议的参与者获取信息,而不能使普遍投资者得知,因此可以认为此信息为非公开信息。

2. Secure 公司违反“同时以及立即披露”的时间要求

Secure Computing Corp. 及其 CEO 约翰·麦克纳尔蒂将一份未公开交易(OEM 协议)的重要信息提供给一些机构投资者,即选择性地披露了重大非公开信息,违反了 FD 条例。其中有两次违规披露:第一次披露(3月6日,星期三)发生在一次电话会议和回复的电子邮件中,这是麦克纳尔蒂和安全计算公司的投资者关系总监沟通不畅的结果,在 FD 条例下 SEC 认为是“非故意”的披露。对于非故意的选择性披露,公司有责任“及时”就相同信息作出披露。麦克纳尔蒂在电话会议结束和电子邮件回应后立刻知道自己披露了非公开信息,因此他试图通过各种方式尽量减少信息流通,将危害降到最低。尽管安全计算公司试图通过各种途径将披露的信息尽量保密,但是安全计算公司并没有立即作出一般的公开信息披露,最终的公开到第二天闭市以后才进行,SEC 认定 Secure Computing Corp. 违反了“非故意”情形下要及时对公众进行信息披露的规定。

第二次披露(3月7日,星期四),在决定新闻公告的前3个小时里,麦克纳尔蒂同另外四个机构投资者进行了一个简短的关于新协议的电话会议继续披露了有关新交易的相关信息。尽管在前一天是非有意的公开披露,但麦克纳尔蒂第二天在新闻稿发布之前又继续披露了有关信息,加剧了问题的严重性。他知道此项信息曾未公开披露过,却告诉其他投资者并没有同时将信息公开披露给公众,因此,此次选择性披露就被 SEC 认为是故意的,由于安全计算公司故意披露信息3个小时后才进行对外公开信息披露,被认为违反了 FD 条例要求将重大非

公开信息同时披露给整个市场的规定。

(三) SEC 对 Secure Computing Corp 的裁决与执行

由于 Secure Computing Corp. CEO 麦克纳尔蒂的不当行为导致公司违反了《1934 证券交易法》的第 13 条(a)^③及 FD 条例。^④ 鉴于上述情况,SEC 决定对麦克纳尔蒂和公司的行为发出禁制令,并根据《1934 证券交易法》第 21C^⑤ 来判断安全计算公司和麦克纳尔蒂是否分别违反《证券法》第 13(a) 和 FD 条例。^⑥ 根据《证券交易法》第 21C,被告 Secure Computing Corp. 应立即停止正在实施或者已经造成后果的违法行为,或者是将要造成违反《证券交易法》和 FD 条例的行为。同时根据证券交易法第 21C,被告人麦克纳尔蒂应停止任何已经实施的和将要实施的违反了证券交易法第 13 条和 FD 条例的行为。最终安全计算公司同意禁制令,并接受了根据对《1934 年证券交易法》第 21C 作出的停止和终止违法行为的命令,停止并终止违反《1934 年证券交易法》第 13(a) 和 FD 条例的违规及违法行为。^⑦

(四) Secure Computing Corp. 案的影响

在 FD 规则下,SEC 对安全计算公司和麦克纳尔蒂的选择性披露行为采取了第一次执法行动,这次执法行动是对公司选择性披露行为和适用法律的参考。我们可以看出 SEC 的执法行为并没有给“重大性”的具体标准确定提供更明确的标准,它仅仅在重复过去对“重大性”的定义。同时,我们发现,电话会议、电子邮件等“一对一”的信息交流方式,由于它们可以很容易通过肢体语言、语音语调等各种信息造成选择性信息披露。因此,在这种情形下的信息披露不免多些谨慎。最后,在非故意选择性披露后如何及时采取补救措施,尽量将选择性披

^③ Securities Exchange Act of 1934: “Sec. 13A. Reporting and Recordkeeping for Certain Security - Based Swaps”.

^④ 17CFR243. 100 & 101.

^⑤ Securities Exchange Act of 1934: Section 21C. Cease - and - Desist Proceedings.

^⑥ 17CFR243. 100 & 101.

^⑦ SEC 在之后对 Secure Computing Corp. 执法行动中,它既没承认也没否认 SEC 的裁决,同时提交了一份和解协议。

露造成的损失降到最低,也是我们应该认真思考的问题^④。

对 Secure Computing Corp. 案的具体分析和思考也让我们更清楚地看到 SEC 对选择性披露行为的坚决否定,对违反 FD 条例的执法行动也为其他公司在今后的具体行为提供了一个很明确的指导。我们可以从中吸取教训,使自己的行为更好地符合 FD 条例下对信息披露的要求,保证公司高效运转和证券市场稳健运行。

三、《公平披露规则》的影响和局限评析

选择性信息披露所引发的投资者在证券市场上信息获取机会的严重不公平,并导致公众投资者对资本市场信心的日渐下降,是促成《公平披露规则》出台的主因。在它实施的这十年中,作为证券交易中的信息披露规则,确实极大地改善了上市公司、“华尔街”与个人投资者之间的信息不对称问题,上市公司在披露信息的过程中更加谨慎,从而使证券市场公开化以及透明化。^⑤ 它缩减了投资者中的大投资者的特权,保护中小投资者的利益免受损害,分析师只能靠自己的智慧和努力而不是内幕信息作出可被接受的投资建议,保证分析师的独立和公正。从各方面来讲公平披露规则的运用都会确保证券市场的持久繁荣。

可是没有一种制度和规则是绝对的完美无缺,社会总在不断地进步,而随着社会完善的同时制度本身的缺陷也会逐渐显现。虽然公平披露规则是一个相对完善的信息披露方式,它在运用过程中也会出现许多的不足,需要我们对制度本身进行明确和调整。

(一) 关于“重大性”标准

在所有关于公平披露规则和内幕交易的讨论中,信息重大性的标准都是备受瞩目的议题。而公平披露规则没有对何种信息构成或者不构成重大性作出明确或有意义的指示,对其判断仅仅停留在现行的判

^④ Secure Computing Corp. 在不小心披露相关信息后,立即开始准备向社会作出公开信息披露,并且首席执行官也采取各种方式弥补,例如打电话告知不能泄密等。

^⑤ 参见彭昕:“反内幕交易法规的演变”,载《金融实务》2010年第4期。

例法阶段,虽然 SEC 事后通过指引对“重大性”标准予以明确,但该指引为人们理解规则中重大性的含义带来了很大混乱,因为 SEC 只列举而没有规定具体的审查标准,不同的人对于个案的事实判断不同,对于相同事实也会产生不同的看法,因而会产生不同的投资决策。^⑤ 将重大性的定义留待现行判例法解决,如同针对个案的事实作不同的判断。每个人对于相同的事实会产生不同的看法,同样的事实可能导致不同的投资决策。如今,网络革命的兴起,做成投资决策的时间短,“重大性”的主观判断也越来越草率。并且随着重大性的判断主体和主观状态不同得出的结论也不同,从而为执法带来众多的不确定性。

为此,SEC 应当考虑为“重大性”规则的判断设定一个明确的标准,特别是盈利信息部分。此举可使 SEC 更明确地表明其立场。首先,应当明确指引中“盈利信息”一词的范围和确切含义。^⑥ 其次,SEC 应当从质量和类型两个方面来具体考察发行人通过 8-K 表格、网络广播、新闻媒体以及其他方式所发布的信息。^⑦

(二) 关于信息披露方式

公平披露规则允许发行人通过向 SEC 提交 8-K 表格或者足以将该信息广泛、非排他地传播给公众的一种或多种手段来履行披露义务。尽管本规则允许发行人利用现代科技手段履行披露义务,但部分上市公司和媒体指出,披露的灵活性受制于自律组织对于信息披露必须遵守一定的规则和形式在特定媒体上发布的要求,^⑧在一定程度上阻碍了技术进步对信息传播的促进作用。因此,SEC 应当与自律组织进行必要的沟通,建议其修改现行规则,拓宽信息披露手段的范围,使更灵活、更务实的披露手段能够同时满足公平披露规则和自律组织的要求。其次,SEC 应当利用技术手段为发行人发布在线信息创造更多的机会,

^⑤ 参见林继耀:“公平披露与内幕交易——试论美国公平披露规则新论”,台湾私立中文大学 2002 年硕士学位论文。

^⑥ 参见陈坚刚:“美国公平披露规则研究——兼论对我国的启示”,苏州大学 2005 年硕士学位论文。

^⑦ Laura S. Unger: “Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited”, December 2001, available at <http://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm>.

^⑧ *Id.*

鼓励发行人将互联网作为信息披露的主要手段来使用。⁴⁹ 同时规定能引起足够注意的网上公告、聊天室、完全可以收听到的网络广播以及电子邮件均可满足规则的要求。

(三)关于其他一些不足

首先,要区分专业分析师的披露和记者的披露。前者是公平披露规则下的披露主体,而后者却不在规则的范围中,它仅仅是一个政治问题,是没有理由的区分,因此,SEC 在之后的修订规则过程中应该注意扩大披露主体的范围。其次,上市公司和高管可能违反公平披露规则,但是那些违法获得选择性披露的信息的华尔街的专业分析师们却不用为此负责。考虑到 SEC 和投资银行的关系并不是特别的亲近,SEC 可能在接下来针对泄露获得选择性披露信息的人也可能违反公平信息披露规则作出规定。⁵⁰ 最后,可以考虑适当加大处罚力度和方式,必要时也可以引入刑事处罚措施。对 FD 条例的违反,不像违反 Rule 10b-5 规则产生的处罚效果那样,⁵¹它仅仅依靠禁止令,没有刑事处罚,缺少震慑效应,因而不会有效激励各个主体努力遵守公平披露的各项要求。⁵²

四、结 语

《公平披露规则》转眼间已经走过了十余年,不管是市场主体,还是监管主体都需要回顾并考量这一里程碑性立法的真正价值。公平披露规则的目的在于确保所有个人、企业和投资者都有同等的机会在同一时间获得相同的信息,试图建立新的完全且公平的信息披露机制,实现市场机会的真正平等。同时这部规则是 SEC 用来遏制选择性披露

⁴⁹ Boris Feldman, *Regulation FD at Age 10: Whence and Whither?*, Wall Street Lawyer - Vol. 14, No. 9, pp. 25-29.

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ Geoffrey Miller, *Schering - Plough Faces SEC Case On Private Chats*, WALL ST. J., Mar. 13, 2003, at C1.

⁵² *Id.*

的有力武器。它预示着美国在规制证券欺诈行为方式上的转变,减少了内幕交易行为人获得内幕信息的机会,降低了内幕人员获取不当利益的机会,借助于该规则避免通过选择性披露而获得的信息被滥用,减少了选择性披露对市场的影响。

无论 SEC 在未来的日子里是否对公平披露规则进行调整,眼前的事实是明确的,《公平披露规则》是美国近些年来的规则中鲜有的成功法规的典范。市场主体能够以相对较低的成本来遵循法规的实施,同时它将个人投资者放在一个相对基础和比较重要的位置中,它能够有效地降低诉讼成本和数量,在未来的日子里已经成为其他规则和方案效仿的典范。^⑤“公平披露规则是要加强,而不是限制沟通。公平披露规则是普遍适用的,不应该有所选择。披露的精髓是公开和主动,不设限制。披露的精髓是要满足平民百姓的需要,而不是只是满足精英群体的需求”,^⑥这才是这部法律制定者的心声。

走过路漫漫的十年,可是未来的道路更长。《公平披露规则》的有效实施必须以完善信息披露制度为前提,改革现有的监管体系,健全上市公司和证券公司的内部控制制度,完善内幕交易的民事责任制度,加强内幕交易的法律监管,从而为《公平披露规则》的有效实施创造良好的环境,^⑦使这部法律在提升投资者对证券市场的信心和促进证券市场的健康发展方面发挥其真正的作用。

^⑤ Boris Feldman, *Regulation FD at Age 10: Whence and Whither?*, *Wall Street Lawyer*, Vol. 14, No. 9, pp. 25 - 29.

^⑥ Scott Mozarsky: “RegFD 十周年:信息披露的精髓”,来源:美通社 2010 年 11 月 8 日, available at <http://www.pnasia.com/resources/article301.shtml>.

^⑦ 法国、加拿大等国家的证券监管机关也纷纷采取类似的做法。我国香港联交所为此修订了相关的信息披露规定,并对上市公司的选择性披露行为进行处罚。我国也在 2004 年 12 月 1 日开始实施的新版股票上市规则中引入了公平披露原则。