

如何监管内幕信息人及其在社交媒体上的重大信息披露*

[美] 玛丽莎·佩彭福斯** 著

刘文科*** 赵思宇**** 陈起阳***** 译

李中立***** 校

摘要: 为了避免上市公司在向公众进行披露之前,有选择地向市场分析师和机构投资者提前披露重要信息而产生的不公平现象,美国《公平披露法案》出台,要求上市公司在向特定集团披露任何非公开信息的同时,进行广泛的、非排他的公开披露。《公平披露法案》的适用范围宽泛,在互联网技术不

* 原文标题及来源: *Inflated Private Offering: Regulating Corporate Insiders and Market – Moving Disclosures on Social Media*, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 73:1, 2020. 摘要及关键词为译者所加。

** Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP (“Skadden”) 华盛顿特区办公室合伙人。Skadden 纽约办公室律师。文章仅代表作者的观点,与所在律所及其他合伙人没有必然关联。

*** 深圳证券交易所综合研究所博士后,法律博士(Juris Doctor)。

**** 吉林大学法学院民商法学博士研究生。

***** 深圳证券交易所综合研究所博士后,法学博士。

***** 深圳证券交易所综合研究所研究员,法学博士、博士后。

断发展和“社交 CEO”的时代,《公平披露法案》的适用范围存在不确定性。作者呼吁通过设立社交媒体“安全港”规则以丰富信息披露的渠道、提升资本市场的定价和资源配置效率,从而实现更为广泛的公平。

关键词:公平披露 社交媒体 信息披露

引言

2018年8月7日晚,特斯拉 CEO 兼创始人埃隆·马斯克(Elon Musk)^[1]在推特(Twitter)上写道:“我正在考虑以420美元的价格将特斯拉私有化。”^[2]这条消息令他的2200多万名^[3]推特粉丝感到意外。推特的用户、特斯拉员工以及新闻机构都开始质疑马斯克的严肃性。^[4]他很快又发布了几条推文,称“此事已得到投资者的支持”;交易架构将允许现有股东持有私有化之后的特斯拉公司股份,且该方案只需股东投票即可实施。^[5]市场对这一消息作出了反应:特斯拉的股价比前一天上涨了10.98%。^[6]

然而,在投资者对此揣度不安一周之后,马斯克在特斯拉网站的一

[1] Elon Musk (@elonmusk), 推特账号 (Oct. 4, 2018, 1:16 PM), <https://twitter.com/elonmusk/status/1047943670350020608> [<https://perma.cc/7Y3D-R2B9>]。

[2] Complaint at 1-2, SEC v. Musk, No. 1:18-cv-8865 (S. D. N. Y. Sept. 27, 2018) [对马斯克的投诉参见下文]。

[3] 同上注,第1页、第18页。

[4] 同上注,第13页。“在美国东部时间下午1:00,马斯克发表推文‘我正考虑以420美元的价格将特斯拉私有化,钱已到位’,大约在其发布推文后12分钟,特斯拉的投资者关系负责人向马斯克的首席人力官发了短信,询问:‘这段文字合法吗?’”Matt Levine, *Elon Musk Has Some Fun with Tesla*, BLOOMBERG (Aug. 8, 2018, 9:06 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-08-08/elon-musk-has-some-fun-with-tesla> [<https://perma.cc/FJA6-8HCW>] (质疑马斯克为何发送该推文,并分析该推文的可能含义和后果)。

[5] 同前注[2],第2页、第15页。

[6] 同上注,第2页。

篇长篇博文中透露,交易所需资金还远没到位。^[7]这篇博文澄清说,马斯克之前宣称“资金到位”,其实指的是与沙特主权基金的一次会晤,而现在提供任何私有化计划的细节尚“为时过早”。^[8]事实上,这个私有化方案既缺资金、交易结构未定、没有投资者支持,也没有设计任何机制来保留散户投资者。^[9]不出所料,马斯克在发出“资金到位”的推特3周后,放弃了这一私有化提议。^[10]

当马斯克最终澄清他不会将特斯拉私有化之后,其8月7日股价的收盘价下跌了15%,这引起了特斯拉股东的强烈抗议,^[11]美国证券交易

[7] 同前注[2],SEC的起诉状准确列出了私有化交易不确定的原因,包括:马斯克知道他:(1)没有与基金或任何其他资金来源达成私有化交易的任何条款……(3)从未讨论过以任何潜在资金来源以每股420美元的价格进行私有化交易……(5)尚未与特斯拉现有股东联系,以评估其对作为私人公司在特斯拉的剩余投资的兴趣……[和](7)尚未确定散户投资者是否可以继续对作为私人公司的特斯拉进行投资……同前注[2],第19页。

[8] Elon Musk, *Update on Taking Tesla Private*, TESLA (Aug. 13, 2018), <https://www.tesla.com/blog/update-taking-tesla-private> [perma.cc/TW73-EBXM].

[9] 同前注[2],第19页。

[10] See Elon Musk, *Staying Public*, TESLA (Aug. 24, 2018), <https://www.tesla.com/blog/staying-public> [<https://perma.cc/V25E-2ENT>] (解释说“如果提出最终提案,将进行适当的评估程序”)。

[11] 同前注[2],第16页。目前,针对特斯拉,马斯克和特斯拉董事会的联邦证券集体诉讼正在加利福尼亚北部地区审理。See *Class Action Complaint, In re Tesla, Inc. Sec. Litig.*, No. 3:18-cv-04865 (N. D. Cal. Aug. 10, 2018). 该诉讼原告包括从2018年8月7日至17日购买或出售特斯拉普通股的股东,诉讼称马斯克和特斯拉违反了1934年《证券交易法》第10(b)条和SEC规则10b-5,并且特斯拉董事会违反了1934年《证券交易法》第20(a)条。Action Complaint at 2, *In re Tesla, Inc. Sec. Litig.*, No. 3:18-cv-04865 (N. D. Cal. Jan. 16, 2019). 该投诉称:“马斯克有意或故意不计后果地误导投资者有关拟议的私有化交易及其相关资金,实际上损害了在集体诉讼期间交易特斯拉证券的其他个人和/或实体的利益。”同前注,第4页。

委员会(SEC)迅速启动调查。^[12] 调查重点是马斯克博文的真实性,以及是否因此违反了SEC的反欺诈法。^[13] 然而,即使关于特斯拉私有化的情况是真的,新闻媒体已经开始质疑马斯克通过推特这个渠道来发布能影响市场的信息,这种行为是否违反证券法。^[14] 探寻这个问题的答案,需要深入研究SEC刚颁布的一部过时的规则:《公平披露规则》(Regulation Fair Disclosure,以下简称FD规则)。

SEC颁布《公平披露规则》的目的主要是应对一种情况,即上市公司在向公众发布信息之前有选择地向市场分析师和机构投资者披露重

-
- [12] 最终,马斯克最终不是就他采用何种方式披露信息,而是对所披露信息的真实性承担责任。2018年8月27日,SEC指控他违反了《证券交易法》第10(b)节以及根据该法颁布的第10b-5条。同前注[2],第3页。SEC的起诉称:“马斯克在8月7日发表了许多重大虚假陈述,且考虑到他在8月7日的陈述给市场参与者留下了虚假和误导性的印象,即马斯克选择以每股420美元的价格将特斯拉私有化,唯一需要满足的条件就是股东投票。”同前注[2],第16页。2018年9月29日,SEC宣布与马斯克和解了这些指控。*Press Release, SEC, Elon Musk Settles SEC Fraud Charges; Tesla Charged With and Resolves Securities Law Charge* (Sept. 29, 2018), <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-226> [<https://perma.cc/6HY9-QDWS>]. 和解协议要求马斯克辞去特斯拉董事长一职,并支付2000万美元的罚款,协议还要求特斯拉额外支付2000万美元的罚款,任命2名新的独立董事加入董事会,并制定其他程序来监督马斯克。同前注[11]。
- [13] 同前注[2],第2~3页[指控马斯克做出“虚假和误导性的公开声明”,从而违反了1934年《证券交易法》第10(b)节和规则10b-5]。广义而言,反欺诈法是指“禁止与证券的发行,购买或出售行为中有关的任何欺诈活动”的证券法。*The Laws That Govern the Securities Industry*, SEC, <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (last modified Oct. 1, 2013) [<https://perma.cc/8TW5-BMY6>].
- [14] See, e. g., Benjamin Bain & Gregory Mott, *Can Elon Musk Tweet That? The SEC Is Digging In*, BLOOMBERG (Aug. 13, 2018, 4:36 PM), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-07/can-elon-musk-tweet-that-the-sec-may-have-an-opinion-quicktake> [<https://perma.cc/A2ED-3MKV>] (质疑马斯克是否违反了FD规则); Steve Goldstein, *Did Elon Musk Break Any Laws with His Going-Private Tweet Today?*, MARKETWATCH (Aug. 7, 2018, 9:40 PM), <https://www.marketwatch.com/story/did-elon-musk-break-any-laws-with-his-going-private-tweettoday-2018-08-07> [<https://perma.cc/G4RX-UJKA>] (指出该推文可能不符合SEC公平披露的要求)。

要信息,从而使他们在信息和财务方面相比散户投资者具备更大优势。^[15] 尽管这一做法与内幕交易法下的“提供内幕信息”类似,但却很可能不会产生相应的法律责任。^[16] 作为回应,SEC 制定了 FD 规则,规定这种选择性披露是违法的。SEC 宣称,在该规则的助力下,其将更好地创造一个公平的竞争环境,并以此保护投资者和最大限度地实现公平。^[17] 然而,机构投资者对 FD 规则大多持反对态度,认为其冗余、过于宽泛,且存在违宪的可能。^[18]

FD 规则要求发行人在向特定集团披露任何非公开信息的同时,进行公开的披露。^[19] 要满足这一要求,发行人须向 SEC 提交 8-K 表,或以其他合理方式,广泛地、非排他地向公众提供相关信息。^[20] 许多新闻机构认为马斯克关于“资金到位”的推特并未达到这一标准,因而违反了 FD 规则,即便他有高达 2200 万名的粉丝数量和强大的社交媒体影响力。^[21]

[15] See Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,692, 51,715 - 16 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243). 该规定主要侧重于“卖方”分析师,他们在经纪公司工作并向公司客户提供有关公司投资标准的研究报告。

[16] 参见后注[52]~[77](讨论内幕交易先例并将其与选择性披露禁令进行对比)。

[17] See Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. at 51,718.

[18] 同前注[17],第 51 页、第 718~720 页(总结行业对于法规的反对意见); *Letter from Joseph McLaughlin to Jonathan Katz*, SEC Secretary (June 30, 2000), <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/mclaugh1.htm> [<https://perma.cc/39KA-RQAM>] (质疑潜在的“寒蝉效应”会引起的第一修正案的问题)。

[19] See 17 C. F. R. § 243.100(a)(2019). FD 法规将“发行人”定义为根据 1934 年《证券交易法》第 12 条注册的一类证券 (17 U. S. C. 78/), 或第 15(d) 条中规定的 [15 U. S. C. 78o(d)] 包括任何封闭式投资公司 [as defined in Section 5(a)(2) of the Investment Company Act of 1940]……17 C. F. R. § 243.101(b). 脚注中将使用“发行人”一词来代指受 FD 规章规定约束的证券发行公司。

[20] See 17 C. F. R. § 243.101(e)(2). 依法律规定,上市公司必须向 SEC 提交年度报告 (10-K 表) 和季度报告 (10-Q 表), 当发生股东应了解的重大事件时, 上市公司也必须提交 8-K 表。Form 8-K, SEC, <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform8k.htm> (last modified Aug. 10, 2012) [<https://perma.cc/98JW-AU5V>]. 这些重大事件包括管理变更, 破产以及对证券持有人权利的重大修改。同上注。

[21] 同前注[14](讨论媒体迅速传播的马斯克的推文是否满足 FD 法规中信息披露的要求)。

本文将探讨 FD 规则从 2000 年颁布至今在社交媒体时代的发展,并提出一项安全港条款,以明确规定发行人和公司内部人士在何种情况下可以不受监管要求的约束。第一部分概述了 FD 规则的内容和实施情况,以及 SEC 随后发布的指南,试图阐明该规则在新技术背景下的应用情况。第二部分分析了 FD 规则应用于通过社交媒体发布信息时出现的具体问题,并就学者们对此提出的解决方案进行评价。第三部分建议将社交媒体安全港条款纳入修订后的 FD 规则,以明确该规则对企业内部人士利用社交媒体发布信息对市场造成影响时的适用性。

一、公平性与灵活性:网络时代 FD 规则的兴起与演变

当上市公司向公众发布重要信息时,市场通常会作出有效反应,从而导致价格上涨或下跌。^[22] 这一概念是现代证券监管体系的基

[22] 该结论也被称为有效市场假说(EMH),该假说指出,在有效市场中,股票始终以其公允价值进行交易。See Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *The Journal of Finance*, Vol. 25, 1970. (回顾“关于有效市场模型的理论 and 实证文献”)。半强式有效市场假说(也是被最广泛接受的形式)指出,股票价格反映了所有公开的信息。同前注[21],第 383 页、第 409 页。另见 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.*, 573 U. S. 258 (2014) (规定被告可以反驳证券欺诈的推定通过证明所称的虚假陈述不影响证券价格,或者即使原告已经知道价格受到歪曲仍选择购买); *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224, 241-48 (1988) (规定证券欺诈原告可以根据“市场欺诈”理论援引可辩驳的推定,即对证券价格完整性的依赖。该理论指出,大多数公开可用的信息都反映在市场价格中)。例如,特斯拉宣布在 2018 年第三季度获利 3.115 亿美元后,特斯拉股价上涨了 12%,这是市场如何响应新信息的一个例子。Claudia Assis, *Tesla Stock Jumps as Wall Street Cheers “Historic” Quarter*, MARKETWATCH (Oct. 25, 2018, 1: 28 PM), <https://www.marketwatch.com/story/tesla-stock-jumps-as-wall-street-cheers-historic-quarter-2018-10-25> [https://perma.cc/H98L-C2A4]. 不久后,当该公司宣布其交付的车辆数量少于分析师预计的 2018 年第四季度的数量并将三种车型中的两个降价 2000 美元后,该公司的股价下跌了 10%。Matt Burns, *Tesla Stock Price Crashes 10% on Vehicle Price Cut, Missed Delivery Estimates*, TECHCRUNCH (Jan. 2, 2019, 8: 42 AM), <https://techcrunch.com/2019/01/02/tesla-stock-price-crashes-10-on-vehicle-price-cut-missed-production-numbers/> [https://perma.cc/J3HL-UQZD].

石。^[23] 由于重要信息在资本市场上的影响力,SEC 的强制性披露制度要求公司必须向公众披露特定类型的信息。^[24] SEC 的信息申报要求或许是著名的强制信息披露的例子。公司必须在特定时点以及发生重大事件时向 SEC 提交表格披露某些类型的信息。^[25] FD 规则作为“信息披露法”的产物,通过规定公司信息披露的时间和方式,进一步增强了强制性披露制度。^[26] 强制性披露制度和 FD 规则都着眼于一个共同目标:“使股票市场对那些普通的、长期的投资者更加公平。”^[27]

上市公司的重大信息会“推动市场”,换言之,一旦特定的市场参与者了解到这一信息,就会对股票价格产生影响。^[28] 某些类型的信息,如

[23] See Kevin S. Haerberle & M. Todd Henderson, *Information – Dissemination Law: The Regulation of How Market – Moving Information Is Revealed*, Cornell Law Review, Vol. 101, 2016. (观察到现代证券制度建立在反欺诈条文与规则之上,以便投资者可以依靠强制性披露了解公司信息,这也改变了公司的公允价值,并通过股票价格反映出来)。

[24] 同上注。SEC 的强制性披露制度,从最基本的层面要求上市公司通过向 SEC 申报信息,以公开特定信息,同时基于免责声明的理论,强制披露制度假设当投资者获得公司的重要特定信息时,他们可以作出合理的投资决策并要求公司对其信息披露行为负责。See Daniel M. Gallagher, *The Importance of the SEC Disclosure Regime*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (July 16, 2013), <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/07/16/the-importance-of-the-sec-disclosure-regime/> [<https://perma.cc/DN7M-ZPHD>] (回顾强制披露制度的历史和目标)。

[25] 在特定时间点需要向 SEC 报送的报表包括 10-K 表(年度报告)和 10-Q 表(季度报告)。公司发生重要事件后需要提交的文件包括表格 8-K(当前报告)和表格 SC 13G/A(个人取得实益所有权的声明)。Forms List, SEC, <https://www.sec.gov/forms> (Oct. 23, 2019) [<https://perma.cc/LDN7-BJNLI>].

[26] See 17 C. F. R. § 243.100 (2019); Haerberle & Henderson, *supra* note 23, at 1385. 同前注[23],第 1385 页(“信息传播法力求向所有投资者提供越来越多的市场动向信息,并且确保其时间与首次公开该信息的时间一致。”)。

[27] 同前注[23],第 1377 页。

[28] 同上注,第 1385 页(“在某些市场参与者获悉能是的市场价格发生变化的信息时,该信息会‘影响市场’”)。影响市场动向信息不应当与“重要”信息混淆,尽管两个术语经常会互换使用。从法规上将上讲,如果投资者在决策认为该信息很重要,那么该信息就是重要的信息。See *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, 449 (1976) (根据法律和事实区分实质性)。例如,在 *TSC Industries* 一案中,最高法院裁定,目标公司的股东知道收购公司可能已经是目标公司的母公司这一信息并不重要。同上注。最高法院认为,从法律上讲,它过于投机并且股票市场会吸收未披露的信息,以改变被收购公司的价值和并购价格。

财务业绩指标、并购计划和管理层变动,通常都会使股票价格上升或下降。^[29] 公司们深知这些信息对市场的影响力,因此决定何时以及以何种方式向公众发布这些信息,也可能成为公司手中强有力的工具。在 FD 规则颁布之前,发行人可以在向公众披露的几小时、几天或几周前,有选择地向市场分析师和机构投资者事先透露相关信息。^[30] 尽管这种做法有违强制披露制度,却很难将其作为内幕交易进行起诉,也不会被彻底禁止。^[31] SEC 对 FD 规则的预期,在于以其来阻却行业内频繁发生的选择性披露,为这种有意或无意的行为设定明确的责任。^[32] 但 FD 规则是否达到了这一预期,仍不清楚。^[33]

SEC 起草 FD 规则的目的之一,是提升发行人披露方法的灵活性,但这种灵活性也造成了相当多的混乱。SEC 制定 FD 规则时,我们还处于互联网时代的初期,当时 SEC 考虑的还是传统媒体,如报刊或金融出版物等。如今,社交媒体等新技术在投资者获得关键信息的过程中发挥

[29] 参见后注[136](列出 FD 法规的属于发布中重要信息的示例)。

[30] See, e. g., Saul Hansell, *Bank of New York Plans Larger Bad – Loan Reserve*, N. Y. TIMES (June 20, 1996), <https://www.nytimes.com/1996/06/20/business/bank-of-new-york-plans-largerbad-loan-reserve.html> [<https://perma.cc/JDL7-Q7NS>] (“银行昨天在股市收盘前与分析师举行的电话会议上披露了新的信用卡损失准备金,但直到东部时间下午 4 点以后才发布新闻稿。”)。民众对 FD 规则的许多评论信中质疑了选择性披露对市场影响的严重性。See *Committee on Federal Regulation of Securities of the Business Law Section of the American Bar Association*, Comment Letter on Proposed Rule on Selective Disclosure and Insider Trading (May 8, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/keller2.htm> [<https://perma.cc/RS6B-KFNX>] [hereinafter ABA Comment Letter] (“SEC 对问题的判断主要是基于事实证据”）。

[31] See *Selective Disclosure and Insider Trading*, 65 Fed. Reg. 51,692,51,716 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243): 发行人选择性披露与普通的内幕消息和内幕交易非常相似……但是,由于司法解释,根据联邦证券法的反欺诈规定,可以严厉惩处内幕消息和内幕交易,而关于发行人的选择性披露则没有明确规定。But see Susan B. Heyman, *Rethinking Regulation Fair Disclosure and Corporate Free Speech*, *Cardozo Law Review*, Vol. 36, 2015 (认为 FD 规则关于选择性披露的规定是多余的,选择性披露仅应作为内幕交易的一部分进行起诉)。

[32] 17 C. F. R. § 243.100(a) (2019)。

[33] 同前注[23],第 1378 页、第 1428 ~ 1430 页(认为 FD 规则损害直接通过零售经纪商进行交易的散户投资者)。

着日益重要的作用,但包括 FD 规则在内的证券监管规则对这些变化却反应迟缓。本部分将详细介绍 FD 规则的内容及其在新兴技术中的应用尝试。

(一) FD 规则

FD 规则于 2000 年颁布,通过要求同时和广泛地公开披露,禁止上市公司有选择地向特定人群披露重大的、非公开的信息。^[34] 规则要求:“发行人或代表发行人行事的任何人向任何其他人士披露有关发行人或其证券的任何重大非公开信息时,应将这些信息公开……”^[35] 披露者在主观上必须知道或应当知道信息是重要的和非公开的。^[36] 在故意披露的情况下,披露者必须同时进行公开披露;对于非故意披露,发言人必须“迅速”地进行公开披露。^[37] 本文探讨的是 FD 规则中故意披露的情形,因此,应符合同时公开披露要求。^[38]

本规则适用于发行人(或代表发行人行事的任何人)向以下列举的四类主体发出的信息:(1) 经纪交易商;^[39] (2) 投资顾问;^[40] (3) 投资公

[34] See *Fact Sheet: Regulation Fair Disclosure and New Insider Trading Rules*, SEC, <https://www.sec.gov/news/extra/seldsfct.htm> (last modified Oct. 17, 2000) [<https://perma.cc/WM4ZR2TH>].

[35] 17 C. F. R. § 243.100(a).

[36] *Selective Disclosure and Insider Trading*, 65 Fed. Reg. at 51,718. SEC 应公众要求缩小规定范围的要求,添加了此规定。

[37] See 17 C. F. R. § 243.100(a). FD 规则在相关部分中将“迅速”定义为“在合理可行的范围内尽快(但绝不晚于 24 小时或第二天纽约证券交易所的交易时间)。……” 17 C. F. R. § 243.101(d).

[38] 非故意披露不在本文探讨的范围内。

[39] 在 1934 年《证券交易法》第 3(a) 节中,“经纪人”一词被定义为:“任何为他人的利益从事证券交易的人。” 15 U. S. C. § 78c(a)(4) (2012). “自营商”被定义为“任何通过经纪人或其他方式为自身利益从事证券买卖业务的人(与不符合规定的合同参与者间基于证券的掉期交易不包括在内)”。 15 U. S. C. § 78c(a)(5). 该成员通常既是经纪人又是自营商。

[40] 1940 年《投资顾问法》第 202(a)(11) 条将“投资顾问”一词定义为:为获得报酬而直接或通过出版物或著作作为他人提供咨询服务的任何人,包括发布证券的价值或投资、购买或出售证券的建议,或为了获取报酬而作为常规业务的一部分,发布有关证券的分析或报告的人…… 15 U. S. C. § 80b-2(a)(11).

司;^[41] (4) 发行人的股东。^[42] 过去的执法行动主要集中在发行人的代表,(如董事或高管)向财务分析师和机构投资者披露的信息。^[43] 未按照 FD 规则进行披露不是违反 SEC 反欺诈条款、规则 10b-5 的充分条件,也不必然导致任何形式的私法责任。^[44]

SEC 在信息披露渠道上给予了公司一定的灵活性。然而,这种灵活性也导致了相当大的混乱,近来的技术进步和传播渠道的增加更加剧了这一情况。根据该规则,发行人公开披露的方式之一是向 SEC 提交 8-K 表。^[45] 但同时,如果发行人“通过其他合理方式广泛地、非排他地向公众披露信息”,则不需要提交 8-K 表。^[46] 在规则后续的解释中,SEC 澄清:“发行人可以通过使用广泛传播的新闻或通讯服务……新闻发布会或电话会议满足这一‘广泛’和‘非排他’的要求。”^[47]

1. 原理和预期效果

虽然 FD 规则是专门为了纠正选择性披露行为而设,但其更广泛的

[41] 1940 年《投资公司法》第 3 条将“投资公司”一词定义为“任何主要从事或打算主要从事投资,再投资或证券交易业务的发行人”。15 U. S. C. § 80a-3(a)(1).

[42] See 17 C. F. R. § 243.100(b)(1)(iv). 但是,与证券发行注册相关的披露或与发行人有信托关系的顾问(如律师、投资银行家、会计师)作出的披露或受保密协议约束的顾问所进行的披露,不受 FD 规则的监管。17 C. F. R. § 243.100(b)(2). SEC 在 FD 规则的解释中说,这些豁免包括在内的原因在于这些豁免群体滥用非公开信息将受到内幕交易相关规定的监管。Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,692,51,720 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243).

[43] See infra Section I. A. 2(探讨 SEC 对 FD 规则的执行)。

[44] See 17 C. F. R. § 243.102. 规则 10b-5 规定:任何人直接或间接地使用州际贸易的任何手段,或通过邮件或使用任何国家证券交易所的任何设施作出下列行为,将被视为非法:(1)使用任何设备,方案或手段进行欺诈。(2)对重大事实作出任何不真实陈述,或省略陈述必要的、以防止引起误解的重大事实。(3)从事与购买或出售任何证券有关的业务并且其行为构成欺诈或欺骗。17 C. F. R. § 240.10b-5. 规则 10b-5 赋予 SEC 在起诉多种欺诈活动的广泛自由,包括内幕交易和财务造假。例如,SEC 指控埃隆·马斯克的“钱已到位”推文违反了规则 10b-5。参见前注[12]~[13]。

[45] See 17 C. F. R. § 243.101(e)(1).

[46] See 17 C. F. R. § 243.101(e)(2) (emphasis added). SEC 估计,有 13,000 家发行人每年进行大约 5 次基于 FD 规则的披露,每年总共有 5.8 万次披露。Proposed Collection; Comment Request, 83 Fed. Reg. 31,801,31,801 (July 9, 2018). 该数字不包括大约 7000 个发行人符合规定所提交 8-K 表的。

[47] Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. at 51,723-724.

目的是通过促进公平和防止滥用非公开信息来维系公众对资本市场的信心。^[48] FD 规则拟应对的,是公众因发行人对分析师和机构投资者给予特殊待遇所产生的不公平的印象。^[49] 对 FD 规则草案的 6000 多条公开评论有许多来自个人投资者,他们“对选择性披露的做法表示失望,认为这会使个人投资者在市场上处于严重劣势”。^[50] 个人投资者也表示,希望能获取那些优先向分析师提供的信息,如收益信息等。他们声称,经纪公司因为利益方面的原因,具备向他们隐瞒这些信息的动机。^[51]

与内幕交易法相似,FD 规则的目的是防止滥用属于他人的非公开信息。^[52] 然而,与内幕交易法不同,违反 FD 规则并不要求非公开信息的接受者以任何方式基于该信息进行交易或从中获得经济利益,只要求发行人向特定的人群披露非公开信息。^[53] 许多业内人士认为,这种责任的扩大是因为 SEC 试图绕过最高法院针对 *Dirks* 诉 SEC 一案判决中

[48] 同前注[47],第 51 页、第 719 页(解释 FD 规则的目标,包括“促进发行人充分和公平地披露信息并增强市场的公平性和效率”)。

[49] 同上注,第 51 页、第 716 页(“看到有价证券价格急剧变化且仅在变化后才能获取相关信息的投资者,质疑他们是否与市场内幕人士处于平等的竞争环境。”)。

[50] 同上注,第 51 页、第 716~717 页。

[51] See Brian Anderson, *Comment Letter on Selective Disclosure and Insider Trading* (Aug. 8, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/0808b02.htm> [<https://perma.cc/J9EG-8MYS>] (“作为个人投资者,我完全有能力像华尔街的职业经理人一样评估公司的盈余披露或其他数据。”)。关于拟议中的 FD 规则,许多评论还谴责了经纪公司的立场,指出他们完全能够理解公司披露的财务信息。See, e.g., Rick Boice, *Comment Letter on Selective Disclosure and Insider Trading* (Aug. 9, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/0808b02.htm> [perma.cc/J9EG-8MY8] (“阅读华尔街人士的一些评论后,我无法相信他们的家长式态度。作为个人投资者,我依赖于所提供的信息进行投资,但我不喜欢由主要经纪人向我提供的信息,特别是当该信息滞后一天时。”)。

[52] See Matt Levine, *Front - Running Amazon with Buildings*, BLOOMBERG OPINION (Oct. 22, 2018, 10:32 AM), <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-10-22/front-running-amazon-with-buildings> [<https://perma.cc/RGB5-P6MC>] (对于亚马逊宣布新总部的公告,讨论内幕交易法在房地产投机中的应用)。

[53] 同前注[31],第 1101 页、第 1124~1128 页(讨论 FD 规则与内幕交易法律的重叠)。同样,受 FD 规则监管的群体,例如卖方和买方分析师,机构投资经理和其他市场专业人士,被认为是最有可能根据披露的信息进行交易的群体。

对内幕交易责任的狭义定义。^[54] 案中法院否认了 SEC 的观点,即只要任何人在明知的情况下获取了重要的、非公开的信息,就会被禁止交易。^[55] 法院认为,这一交易禁令仅适用于内幕人士违反其对股东的信义义务,并“从披露中获得直接或间接的个人利益”。^[56] 这一裁决大大削弱了 SEC 针对向证券分析师披露重大非公开信息等行为进行指控的能力。^[57]

绝大多数证券法规的目标是使市场能够获得准确的信息,促使股票价格更好地反映公司的基本价值。^[58] 信息不对称与投资组合管理者和普通投资者获得的不利价格直接相关,因为“当内幕交易者知道尚未进入市场的信息时,流动性提供者会通过低价保护自己,直到信息不对称消失”。^[59] 因此,减少公开市场上的信息不对称,可以带来更准确的价格和更公平的市场。

2. 执法行动

总的来说,针对违反 FD 规则的执法行动相对较少。自该规则颁布

[54] See 463 U. S. 646 (1983). But see Laura S. Unger, *SEC Commissioner, Speech: Fallout from Regulation FD* (Oct. 27, 2000), <https://www.sec.gov/news/speech/spch421.htm> [<https://perma.cc/XP6P-U3PJ>] (“FD 法规没有扩大或改变内幕交易法的监管范围,以解决 *Dirks* 案中发现的问题。”); See also *Selective Disclosure and Insider Trading*, 64 Fed. Reg. 72,590,72,594 (Dec. 28, 1999) (“我们提出的方法不会将选择性披露视为一种欺诈行为,也不会重新审视 *Dirks* 案中解决的内幕交易问题。”)。

[55] See *Dirks*, 463 U. S. at 651, 652 (描述 SEC 的论点并推翻对 *Dirks* 一案的判决)。

[56] 同上注,第 663 页。

[57] 但是,学者指出,随后的判例法大大削弱了对内幕交易的受信托人的限制,因此,在起诉发行人和分析师时,这种限制可能不再是一个大问题。See *SEC v. Dorozhko*, 574 F. 3d 42, 49-50 (2d Cir. 2009) (规定若外部交易者通过肯定的虚假陈述以获取非公开信息,将对内幕交易承担责任,该规定扩展了 SEC 的监管能力); *SEC v. Cuban*, 634 F. Supp. 2d 713, 726-29 (N. D. Tex. 2009) (认为如果信息的接收者并未寻求信息,并且同意不根据信息进行交易,则内幕交易责任可能基于非主观意愿), *vacated and remanded*, 620 F. 3d 551 (5th Cir. 2010); 同前注[31], 第 1174 页 (“这种私人利益不必是经济利益,它可以是个人名誉利益或提供给亲戚或朋友的酬金的形式。”)。

[58] 同前注[23], 第 1384 页。

[59] 同上注,第 1410 页。

以来,SEC 启动的案件仅有 17 个。^[60] 在 2000 年,SEC 执法部门负责人理查德·沃克(Richard Walker)表示,执法部门将寻找两类违反 FD 规则的行为:(1)“涉及故意或鲁莽地披露明显具有重大意义的信息的严重违规行为”;(2)“屡次故意用‘暗号’传递信息,多次突破监管底线,与整个制度玩猫捉耗子游戏的人”。^[61] 因此,执法行动主要集中在有选择地向分析师或其他市场专业人士披露财务业绩指标和盈利指导。^[62] In re

[60] See SEC v. Siebel Sys., Inc., 384 F. Supp. 2d 694, 701 (S. D. N. Y. 2005); TherapeuticsMD, Inc., Exchange Act Release No. 86708, 2019 WL 3933685 (Aug. 20, 2019); Brian Pappas, Litig. Release No. 23914, 2017 WL 3614292 (Aug. 22, 2017); Lawrence D. Polizzotto, Exchange Act Release No. 70337, 2013 WL 4773958 (Sept. 6, 2013); David Ronald Allen, Litig. Release No. 22208, 2011 WL 10915927 (Dec. 22, 2011); Fifth Third Bancorp, Exchange Act Release No. 65808, 2011 VWL 5865859 (Nov. 22, 2011); Office Depot, Inc., Litig. Release No. 3199, 2010 WL 4134972 (Oct. 21, 2010); Patricia A. McKay, Exchange Act Release No. 63154, 2010 WL 4134969 (Oct. 21, 2010); Stephen A. Odland, Exchange Act Release No. 63153, 2010 WL 4134968 (Oct. 21, 2010); Presstek, Inc., Litig. Release No. 21443, 2010 WL 784231 (Mar. 9, 2010); Christopher A. Black, Litig. Release No. 21222, 2009 WL 3047574 (Sept. 24, 2009); Chandramowli Srinivasan, Litig. Release No. 20296, 2007 WL 2778650 (Sept. 25, 2007); Flowserve Corp., Exchange Act Release No. 51427, 2005 WL677810 (Mar. 24, 2005); Senetek PLC, Exchange Act Release No. 50400, 2004 WL 2076191 (Sept. 16, 2004); Schering - Plough Corp., Exchange Act Release No. 48461, 2003 WL 22082153 (Sept. 9, 2003); Siebel Sys., Inc., Litig. Release No. 17860, 2002 WL 31643062 (Nov. 25, 2002); Raytheon Co., Exchange Act Release No. 46897, 2002 WL 31643026 (Nov. 25, 2002); Secure Computing Corp., Exchange Act Release No. 46895, 2002 WL 31643024 (Nov. 25, 2002). 其中许多案件都来自同一笔交易,例如,在 Office Depot 案中,SEC 对 Office Depot, Stephen Odland (CEO), 和 Patricia McKay (CFO) 都发起了诉讼。See Office Depot, Inc., Litig. Release No. 3199, 2010 WL 4134972 (Oct. 21, 2010); Patricia A. McKay, Exchange Act Release No. 63154, 2010 WL 4134969 (Oct. 21, 2010); Stephen A. Odland, Exchange Act Release No. 63153, 2010 VL 4134968 (Oct. 21, 2010). 我将会在后文中讨论上述一些案例。

[61] Richard H. Walker, Director, Div. of Enf't, SEC, *Speech: Regulation FD-An Enforcement Perspective* (Nov. 1, 2000), <http://www.sec.gov/news/speech/spch415.htm> [<https://perma.cc/JPF2-JLDGI>].

[62] See David L. Axelrod et al., *SEC Signals New Phase of Regulation FD Enforcement*, BALLARD SPAHR LLP (Aug. 20, 2019), <https://www.ballardspahr.com/alertspublications/legalalerts/2019-08-20-sec-signals-new-phase-of-regulation-fd-enforcement> [<https://perma.cc/QA2B-H3V8>].

Raytheon Co. 案就是这样一个例子。在此案中,该公司首席执行官在未向公众披露任何信息的情况下,向分析师披露了季度和半年盈利指导。^[63] SEC 对 Raytheon 公司和首席执行官提起了行政程序要求终止此行为,但没有涉及罚款。^[64]

同时,SEC 也对间接披露财务信息的个人启动了执法程序,无论其方式是用观点性语言来掩盖背后的信息,抑或用暗号直接传达。^[65] 例如,在 SEC v. Presstek, Inc. 案中,SEC 对 Presstek 公司首席执行官爱德华·马里诺(Edward Marino)启动了一项执法程序,主要针对其在电话中向一家投资公司的管理合伙人所作的非公开陈述,即 Presstek 本季度的财务表现“没有预期的那么有活力”“总体情况喜忧参半”。^[66] 马里诺最终与 SEC 达成和解并同意支付民事罚款。^[67] 此外,在 SEC v. Office Depot, Inc. 案中,SEC 声称 Office Depot 的首席执行官和首席财务官告知分析师,应参考其他公司关于经济放缓对业绩产生负面影响的公告来降低对公司业绩的预测。^[68] Office Depot 与 SEC 达成和解并支付 100 万美元的罚金。^[69] 最后,在 SEC v. Schering - Plough Corp. 案中,Schering 公司首席执行官私下会见了分析师、投资组合经理和机构投资者,并声称其“综合运用口头语言、语气、强调和举止和方式”披露了公司盈利的负面信息。^[70] 最终公司和首席执行官都与 SEC 达成了和解。^[71]

[63] See Raytheon Co. ,Exchange Act Release No. 46897,2002 WL 31643026, at *2 (Nov. 25,2002).

[64] 同上注,第 1 页。

[65] 这些执法行动属于 Richard Walker 的范畴,“屡次故意以‘代码’的方式传达或触碰法律底线的方式与系统进行博弈的人”。同前注[61]。

[66] Complaint at 5,SEC v. Presstek, Inc. ,1:10 - cv - 10406 (D. Mass. Mar. 9,2010).

[67] See Edward J. Marino,Exchange Act Release No. 66990,2012 WL 1681308, at *1 n. 1 (May 15,2012).

[68] See Complaint at 1,SEC v. Office Depot, Inc. ,No. 9:10 - cv - 81239 (S. D. Fla. Oct. 21,2010).

[69] Office Depot, Inc. ,Litig. Release No. 3199,2010 WL 4134972 (Oct. 21,2010).

[70] Schering - Plough Corp. ,Exchange Act Release No. 48461,2003 WL 22082153, at *1 (Sept. 9,2003).

[71] 同上注。

因为 SEC 针对 FD 规则采取的绝大多数执法行动最终都达成和解或转为行政诉讼,分析 FD 规则适用边界的相关判例极少。迄今为止,SEC 诉 Siebel Systems, Inc. 案是被告在法庭上成功挑战 FD 规则的唯一案例。此案中,纽约南区驳回了 SEC 的指控,指控声称 Siebel 的 CFO 在两次私人活动中透露了相关信息包括销售方面将有新的业务,以及公司业务情况“良好”或“较好”,SEC 认为这违反了 FD 规则。^[72] 法院裁定首席财务官所说的内容既不重要也不是非公开信息,因为它们类似于 Siebel 首席执行官早些时候在公开的财报电话会中所作的陈述。^[73] 法院认为只有当一个理性投资者“认为这些信息会显著地改变现有信息时才能被称为重要”^[74] 法庭在裁决的最后提出了一个警示,指出 FD 规则并不支持 SEC 对公司采取的“高标准”审查行为,法庭认为“这种做法将迫使公司管理层和发言人承受巨大的不合理负担,他们要么就必须成为语言专家,要么就只能生活在可能违反 FD 规则的恐惧中”^[75]

正如这些执法行动所表明的那样,尽管 FD 规则的措辞很宽泛,但 SEC 只在一系列狭窄情况下采取了执法行动:高管向分析师和机构投资者披露公司财务业绩信息。执法行动数量少可能是由多种原因造成的,可能是实际违规行为减少、SEC 将重点转向 2008 年金融危机导致的不当行为,也可能是选择性披露与内幕交易之间的界限并不明确。^[76] 此外,SEC 没有大规模适用 FD 规则,也可能是担心该规则像西贝尔法院所说的那样,对公司言论自由产生“寒蝉效应”。^[77]

[72] See SEC v. Siebel Sys., Inc., 384 F. Supp. 2d 694, 701 (S. D. N. Y. 2005).

[73] 同上注,第 704 页(特别是,Goldman 先生关于公司第二季度将要进行的 500 万美元交易的私人声明,实质上与 Siebel 先生此前披露的信息相同)。

[74] 同上注,第 703 页[引用 TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 449 (1976)]。这是一个客观的考察,也可以通过默契的交流,如眨眼、点头或竖起大拇指来触发。

[75] 同上注,第 704 页。

[76] See Christopher Ippoliti, *Governing the Corporate Insiders: Improving Regulation Fair Disclosure with More Robust Guidance and Stronger Penalties for Individual Executives*, *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, Vol. 8, 2014.

[77] See Siebel Sys., 384 F. Supp. 2d at 704 提醒 SEC 激进执行 FD 规则的做法需要谨慎考虑。

(二)SEC关于使用公司网站进行信息披露的指南(2008年)

在业内人士呼吁 SEC 澄清 FD 规则之后,SEC 于 2008 年发布了一份解释性公告,尝试解答公司该如何使用其网站向投资者提供信息以符合证券法的规定。^[78] 这份指南是 SEC 发布的几份旨在更新证券法规、考虑其在互联网时代的适用的公告之一。^[79] SEC 在报告中称,其早就认识到互联网和电子通信在证券披露制度现代化,以及提高证券市场透明度、流动性和效率方面的重要作用。^[80] 但同时,SEC 也表达了自己的担忧,即放松 FD 规则可能会损害市场的公平性。^[81] 因此,SEC 拒绝设定任何明确的界限来规定网上发布的信息何时会被视为公开信息,而是要求发行人对相关因素进行权衡并自行承担责任的。^[82]

指南规定,在有以下情况时,网站上发布的信息可以被认为是公开披露,从而不违背 FD 规则:(1)公司网站是公认的信息传播渠道;(2)将信息发布在公司网站上可以达到传播给广泛的证券市场参与者的目的;(3)信息发布后给予了投资者和市场合理的反应期。^[83] 本指南还提供

[78] See Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. 45, 862 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241).

[79] See Use of Electronic Media, 65 Fed. Reg. 25, 843 (May 4, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 241) (“提供有关以电子方式发送披露文件、公司对网站内容的责任以及其他事项的指南”)。在本指南中,SEC 指出了技术在迅速发展,因此有必要重新审视该指南以对其进行适当的更新和补充。同上注(“此外,由于技术发展日新月异,我们会寻求公众的意见,以帮助我们确定是否有必要采取进一步的监管行动。”)。SEC 还通过在 1995 年实施电子数据收集和检索(EDGAR)系统展示了其对技术进步的开放性,所有公司都必须使用该系统来提交 SEC 文件,并使这些文件对公众开放。See SEC, 1995 ANN. REPORT 59, https://www.sec.gov/about/annual_report/1995.pdf [<https://perma.cc/28E5-AE3F>] (讨论 EDGAR 的逐步使用)。

[80] See Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. at 45, 863.

[81] 《证券交易委员会公司网站使用指南(2008年)》重申 FD 规则旨在“解决公司选择性披露重大信息的问题,在这种情况下少数特权人员可以从其对公司内部信息的优先访问中获得信息优势并获利。……”同上注,第 45 页、第 866 页。

[82] SEC 在《证券交易委员会公司网站使用指南(2008年)》中警告说,根据 FD 规则的规定,在“公众易于访问”的网站上公开信息并不一定意味着是 FD 规则意义下的公开披露。同上注,第 45 页、第 868 页。因此,该法规对“公共”的定义是比该词的普通含义更高的标准。这进一步说明 SEC 的关注点不是纯粹的信息的可获得性,而是公平的通知。

[83] 同上注,第 45 页、第 867 页。

了一份非详尽的清单,用于检查以上情况是否存在,包括公司是否有定期在网站上发布信息的模式,以及网站上的信息是否经常被市场引用并在新闻媒体上报道。^[84]

有人可能会说,在这一高度事实化的调查中,需要考虑的因素太多,这增加了指南澄清 FD 规则适用范围的难度。但无论如何,这些因素作为典型指标,对于判断发行人是否向市场就重要信息提供了公平的告知和及时的获取渠道,仍具有指导意义。^[85] 该指导文件明显不同于 SEC 之前的解释,即“信息的可得性等同于公平性”,转而强调“公平性应该以告知为基础进行判断”。^[86]

(三) 里德·黑斯廷斯规则(2013年)

在 SEC 发布关于公司网站的使用指南 4 年后,FD 规则在社交媒体领域的应用仍不明确。2012 年 7 月 3 日,奈飞(Netflix)首席执行官里德·黑斯廷斯(Reed Hastings)在其个人脸书页面上发布了一条消息:“恭喜泰德·萨拉多和他令人惊叹的内容授权团队。今年 6 月,奈飞的月浏览量首次超过 10 亿小时。当《纸牌屋》和《拘捕发展》首次亮相时,我们会再次打破这些记录。加油,泰德,我们还需要更多!”^[87]里德·黑斯廷斯的公开脸书页面在发布时有大约 20 万用户,其中包括分析师、股东和记者,但奈飞的股价并没有立即对这一里程碑事件做出反应。^[88] 一个技

[84] 同前注[83],第 45 页、第 867~868 页。其他列出的注意事项包括:公司的网站是否旨在引导投资者和市场有效地获取有关公司的信息……公司为使其网站和信息可访问而采取的步骤,包括使用“推送”技术,公司是否在网站发布之外还使用其他方法来传播信息……以及信息的性质和复杂性。

[85] 该指南进一步强调通知的重要性,“特定发布的提前通知,包括预期发布的日期和时间,以及公司采取的提供信息的其他方式……这将有助于使投资者和市场意识到信息将会发布,从而将有助于广泛传播信息”。同上注,第 45 页、第 868 页。

[86] Stan Polit, *Note, Friends, Followers, and Fairness: SEC Fair Disclosure Requirements in a Changing Information Marketplace*, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 17, 2015. (解释 SEC 将对公平的定义从获取信息转向公平的通知)。

[87] Netflix, Inc., & Reed Hastings, Exchange Act Release No. 69279, 2013 WL 5138514, at *4 (Apr. 2, 2013). Hastings 一案曾解释说,流媒体传输是“衡量参与度和规模的依据,也是衡量服务的使用的标准”,因此是增长的重要指标。此外,6 月流媒体播放时间为 10 亿小时,比奈飞 2012 年 1 月 25 日的流媒体播放时间增加了近 50%,该公司同时宣布在 3 个月中流媒体播放时间为 20 亿小时。同上注,第 4 页。

[88] 同上注,第 4 页。

术博客和新闻机构在随后的几个小时内发现了该帖子,分析人士在当天股市收盘后,开始将这一消息作为奈飞与客户主动互动的方式来讨论。^[89] 尽管在脸书消息发出的1小时后,该公司确实向几位记者发出了相关声明,但奈飞一直没有通过8-K表或标准新闻稿披露所提事件。^[90] 奈飞股价在黑斯廷斯发帖时的价格是70.45美元,而在下一个交易日收盘时已上涨至81.72美元。^[91]

尽管黑斯廷斯发布的脸书似乎并无危害,但奈飞并未就黑斯廷斯发布了脸书这一事实向公众发出提示,正是这一点,引起了SEC执法部门的注意。^[92] 奈飞此前从未使用黑斯廷斯的个人脸书页面公布公司各项指标,黑斯廷斯在2012年也曾表示:“我们(Netflix)目前没有使用脸书和其他社交媒体向投资者提供重大信息;我们通常会通过给投资者的信件、新闻稿和SEC的文件来发布信息。”^[93] 但另一方面,黑斯廷斯的脸书帖子看起来并不像SEC先前起诉的选择性披露;他无法控制谁收到了信息,因为披露不是通过与分析师或机构投资者的电话或私人会议,而是通过公众可以接触到的社交媒体平台进行的。^[94]

最终,SEC决定不对黑斯廷斯和奈飞采取执法行动,而是发布了一

[89] 同前注[88]。

[90] 同上注。该报告指出,尽管奈飞确实向少数记者披露了该信息,但并未使用用于企业通常新闻发布的使用的邮件列表向更多群体来发布该信息。奈飞当天在黑斯廷斯的脸书帖子发布了有关其季度收益发布的新闻稿,但在其新闻稿中未提及。

[91] 同上注。

[92] 同上注,第7页(指出黑斯廷斯和奈飞没有向公众充分告知,消息将通过黑斯廷斯的个人脸书页面发布重大信息);同前注[86] (“奈飞过去的披露习惯与黑斯廷斯发布帖子之间的脱节,使人们对该帖子的可接受性发出了质疑”)。

[93] Netflix, Inc., & Reed Hastings, 2013 WL 5138514, at *4.

[94] See Joseph A. Grundfest, *Regulation FD in the Age of Facebook and Twitter: Should the SEC Sue Netflix?* 17 (Stanford Law Sch. Rock Ctr. for Corp. Governance, Working Paper Series No. 131, 2013), <https://law.stanford.edu/wpcontent/uploads/sites/default/files/publication/405104/doc/slspublic/Grundfest%20Reguatinin%20Age%200f%20Facebook%2and%2oTwitter.pdf> [<https://perma.cc/D7XH-GZ3F>] (认为针对黑斯廷斯的执法行动将使FD法规的范围大大扩展,远远超出了SEC此前的任何执法行动)。

份被称为“里德－黑斯廷斯规则”的报告。^[95] 该报告没有直接说明为什么 SEC 选择不提起诉讼,但指出,在黑斯廷斯的调查中,SEC 意识到 FD 规则和 2008 年《社交媒体指南》的适用存在普遍的不确定性。^[96] 因此,报告探讨了:“(1) FD 规则对黑斯廷斯发布的帖子的适用性;(2) SEC 2008 年 8 月指导意见对新兴科技,如社交媒体网站的适用性。”^[97] SEC 澄清说,尽管 FD 规则的制定源于对发行人有选择地向分析师和投资者披露重要信息的顾虑,但它同样适用于以脸书等方式,向相对广泛的人群发布信息的行为,包括 FD 规则中具体列举的人员(股东、经纪人、交易商等)和未列举的人员。^[98]

如 2008 年指南所述,当发行人使用社交媒体披露重大、非公开信息时,确定是否符合 FD 规则的关键指标包括披露方式是否充分公开,以及通知是否公平。^[99] 报告强调:“采取措施提醒市场,公司打算使用何种方式来发布重大、非公开信息,包括可能使用的社交媒体渠道和可能通过这些渠道披露的信息类型,都是公平有效的信息披露中至关重要的部分。”^[100]

例如,发行人可以通过在定期报告、新闻稿或公司网站上包含有关其社交媒体账户的信息来提醒公众注意。^[101] 发行人还可以建议投资者

[95] See Netflix, Inc. , & Reed Hastings, 2013 WL 5138514; See also Daniel Roberts, *Elon Musk's Tesla Tweet Brings the "Reed Hastings Rule" Into Play*, YAHOO! FIN. (Aug. 8, 2018), <https://finance.yahoo.com/news/elon-musk-tesla-tweet-brings-reed-hastings-rule-play-153337861.html> [<https://perma.cc/7BK9-EW4C>] (回顾里德－黑斯廷斯规则的发展)。

[96] See Netflix, Inc. , & Reed Hastings, 2013 WL 5138514, at * 1 (认为发布报告并阐明 FD 规则在社交媒体披露中的应用符合公共利益)。

[97] 同上注。

[98] 同上注,第 6 页;See also 17 C. F. R. § 243.100(b)(1) (2019) (将披露要求扩展到几类列举的“发行人外部”之外的群体)。例如,如果发行人在社交媒体网站上披露了重要信息,并且该信息已经传播给了包括一个股东在内的一群人,则也必须遵守 FD 规则。

[99] See Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. 45,862,45, 867-68 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241) (强调通知的重要性,并强调在可公开访问的网站的信息发布,不一定符合 FD 规则的公开信息要求)。

[100] Netflix, Inc. , & Reed Hastings, 2013 WL 5138514, at * 6.

[101] 同上注。

和公众关注、跟踪或注册相关的社交媒体账户,以便他们能够获得重要的信息披露。^[102] 尽管报告强调每个案例都必须根据自身事实进行评估,但这些方法很可能会使社交媒体平台上升为“公认的信息发布渠道”。^[103]

最后,报告讨论了通过公司高管的个人社交媒体账号进行的披露,如里德·黑斯廷斯或者埃隆·马斯克的案子。^[104] SEC 警告称,如果没有事先通知投资者某位高管在社交媒体上的个人账号将用于公司披露,即使这些账号拥有大量粉丝,该渠道也不太可能成为一种“向公众进行广泛地、非排他性地信息发布”的合理方式。^[105] 虽然 SEC 通常对技术进步的态度较为灵活,但它拒绝将这种灵活性扩大到以上情况。SEC 未能对“社交 CEO”的崛起作出及时回应,这是本报告拟探讨和解决的一个问题。

[102] 同前注[101]。公司网站披露了公司打算用于传播重大非公开信息的特定社交媒体渠道,这将为投资者和市场提供机会去采取必要的步骤来接受重要的披露,如订阅、加入、注册或查看该特定频道。

[103] 同上注。See also Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. at 45,865 (“今天,我们已经进入了互联网时代,以电子形式向大多数投资者提供公司信息是相比其他渠道更优的方式”)。

[104] 对黑斯廷斯和马斯克使用社交媒体的比较显示,FD 规则与反欺诈法有重叠(如规则 10b-5)。黑斯廷斯在脸书上宣布了公司的信息是基于真实事实的,而马斯克的推文宣布的私有化交易其可能性并不大。虽然两者都使用社交媒体平台发布重要的非公开信息,从而可能违反 FD 规则,但只有马斯克可能违反了反欺诈法。实际上,SEC 对马斯克的指控仅指称违反了《1934 年证券交易法》第 10(b) 条。同前注[2],第 22 页。

[105] See Netflix, Inc. , & Reed Hastings, 2013 WL 5138514, at *7 [引用 17 C. F. R. § 243.101(e)(2)]. 该报告没有理会像埃隆·马斯克这样广为宣传的社交媒体账户,其似乎无视了在线信息传播的现实,而倾向于简单化的规则。在埃隆·马斯克的“钱已到位”推文发布时,拥有大约 2200 万个推特关注者。截至 2019 年 8 月 21 日,他拥有大约 2800 万粉丝。但是根据里德·黑斯廷斯规则,并不假定马斯克在推特上的披露向公众提供了广泛的、非排他性的信息。对于特斯拉和马斯克来说幸运的是其在 2013 年提交了 8-K 表,表明马斯克的推特账户将用作投资者信息的渠道。See Tesla Motors, Inc. , Current Report (Form 8-K) (Nov. 5, 2013), <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1318605/000119312513427630/d622890d8k.htm> [<https://perma.cc/4RXJ-H8JB>] (将马斯克的推特账户指定为投资者信息的渠道)。里德·黑斯廷斯报告发布后,许多公司都开始效仿。

二、“社交 CEO”：技术环境的变化与 FD 规则的不足

社交媒体的崛起是 20 世纪商业世界最重大的变化之一。SEC 如何监管企业通过社交媒体进行的披露行为,将直接影响发行人的决策:是将该种披露方式纳入自身的商业模式,抑或出于对法律后果的担忧而完全忽视这种披露方式。随着互联网用户对社交媒体的使用量持续增加,平台本身也在以惊人的速度发展。^[106] 2008 年,SEC 发布关于公司网站使用的指导意见时,美国只有 21% 的成年人使用社交媒体。^[107] 到 2018 年,这一数字飙升至 69%。^[108] 2018 年,年龄在 50 岁到 64 岁的美国人中有 64% 使用社交媒体,远高于 2008 年的 7%。^[109] 互联网用户访问社交媒体网站的频率也越来越高,51% 的脸书用户表示他们每天多次访问该网站。^[110] 与此同时,社交媒体平台的使用也出现了越来越多的重叠:一个典型的美国人目前通常使用 8 个最受欢迎的社交媒体平台中的 3 个。^[111]

越来越多的公司开始使用社交媒体,并将其纳入自己的商业模式。一项对 2018 年《财富》500 强公司使用社交媒体情况的调研显示,98%

[106] See *Social Media Fact Sheet*, PEW RES. CTR. <http://www.pewinternet.org/fact-sheet/social-media/> (June 12, 2019) [<https://perma.cc/7GN2-UY95>], 详细描述了自 2005 年以来社交媒体使用的增长情况。

[107] 同上注。

[108] 同上注。目前大约 1/7 的美国人经常使用社交媒体。

[109] 该年龄区间的投资者对资本市场有重大影响,2012 年股票、债券和共同基金等应纳税投资账户所有者的平均年龄为 51 岁。See Gary Mottola, *A Snapshot of Investor Households in America*, FIN. INDUSTRY REG. AUTHORITY 1, 3 (Sept. 2015), <https://www.finrafoundation.org/files/snapshot-investor-households-america> [<https://perma.cc/ZG2Z-QHZR>], 该研究对美国进行证券投资家庭的情况进行了调研。

[110] See Aaron Smith & Monica Anderson, *Social Media Use in 2018*, PEW RES. CTR. (Mar. 1, 2, 2018), <http://www.pewinternet.org/2018/03/01/social-media-use-in-2018/> [<https://perma.cc/CS3L-J54N>].

[111] 同上注,该研究调研了 8 个社交媒体平台: Twitter, Instagram, Facebook, Snapchat, YouTube, Whats App, Pinterest, and LinkedIn。

的公司频繁使用 LinkedIn,91% 的公司频繁使用推特,89% 的公司频繁使用脸书。^[112] 在被调研的公司中,仅有 4 家公司没有活跃的企业社交媒体账户。^[113] 发行人也越来越希望通过 Instagram 等高度视觉化的平台来增加自己的影响力,与年青一代建立联系。^[114] 2013 年,《财富》500 强中只有 8% 的公司使用 Instagram,而 2018 年这一比例已经上升为 63%。^[115] 这些数据表明,社交媒体领域在不断变化和创新,发行人也越来越愿意尝试新的技术。

然而,这些企业的 CEO 们却并不热衷于使用社交媒体。2016 年,60% 的《财富》500 强 CEO 几乎不使用社交媒体,在全部《财富》500 强的 CEO 中,只有 25 位拥有活跃的推特账户。^[116] 企业 CEO 较少使用社交媒体的原因可能是多方面的,包括由于工作繁忙而不能在社交媒体平台保持活跃,或者不了解参与社交媒体所带来的回报。^[117] 原因也可能是由于 SEC 的规定(包括 FD 规则)如何适用于社交媒体披露行为并不明确,导致 CEO 担心承担法律责任。

[112] See Nora Ganim Barnes et al., *The 2018 Fortune 500 Target Millennials and Seek Uncensored Expression*, U. MASS. DARTMOUTH CTR. FOR MARKETING RES., <https://www.umassd.edu/cmr/research/social-media-research/2018-fortune-500.html> (last updated July 3, 2019) [<https://perma.cc/S6MJ-J3C9>].

[113] 同上注,这些公司包括 Liberty Media(排名第 377)、Allegheny(排名第 437)、Old Republic International(排名第 450)和 Vistra Energy(排名第 499)。这项研究澄清:如果公司拥有活跃账户,则该公司被视为在每个研究平台上都拥有活跃账户。活跃账户是通过检查最后一个帖子的日期和发布模式来确定的。通常在过去 30 日内发表一个帖子就有资格成为活跃账户。

[114] 同上注,指出 Instagram 是研究对象中增长最快的平台之一。年青一代越来越依赖图片、故事和视频进行交流,《财富》500 强公司越来越多地使用 Instagram 和博客,这表明这些公司正在注意到这一点。

[115] See Nora Ganim Barnes et al., *2013 Fortune 500 Are Bullish on Social Media; Big Companies Get Excited about Google +, Instagram, Foursquare and Pinterest*, U. MASS. DARTMOUTH CTR. FOR 3 MARKETING RES., <https://www.umassd.edu/cmr/research/social-media-research/201-fortune-500/> (last visited Oct. 23, 2019) [<https://perma.cc/JZ3Y-B4EN>]; 同前注[112]。

[116] See 2016 *Social CEO Report*, CEO. COM 1, 3, 6 (2016), https://webassets.domo.com/blog/wpcontent/uploads/2017/05/ReportSocialCEO_2016.pdf [<https://perma.cc/RE7W-VX6N>].

[117] 同上注,第 14 页(列出了 CEO 不愿使用社交媒体的可能原因)。

发行人和 CEO 都需要一种便捷、低成本的方式向投资者发布信息，而在这一点上，社交媒体相对于传统媒体有无可否认的优势。^[118] 推特和 Reddit 等社交媒体平台由于消除了传统新闻媒体渠道等中间人，可以更快、更有效地传播信息。甚至在传统社交媒体平台之外，企业也在尝试区块链等新技术，简化与投资者的沟通方式。^[119] 无论企业使用何种平台，通过更有效地利用资源和降低信息收集成本，都可以将节省下来的资金用在企业运营的其他领域，进而为股东创造更多价值。^[120] 还有一种观点认为，相较于通过传统媒体或填写 8-K 表的披露方式，社交媒体上发布的信息传播范围更广。^[121] 好消息是，SEC 已经承认有必要在技

[118] 就连 SEC 在 2008 年的指引中也承认了这一点，指出：“互联网的主要好处之一是，企业能够以一种低成本的方式，迅速向投资者提供信息。” Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. 45,862, 45,863 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241) ; See Lindsay Sherwood Fouse, Note, *Social Media Disclosure: A More Efficient Method of Disseminating Material, Nonpublic Corporate Information*, *Duquesne Business Law Journal*, Vol. 17, 2015. “社交媒体披露的一个明显好处是，这种披露方式可以通过降低信息收集成本，以更有效地利用市场资源。”

[119] 区块链技术通常被定义为一种去中心化的、许可式、不可更改的账本，最初被用作比特币的交易账本。See Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, BITCOIN (2008), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> [<https://perma.cc/W8FS-4ANX>], 提出了一个去中心化的点对点网络作为比特币电子支付系统的基础。关于区块链应用于投资者通信的一个例子，See *Pulling Back the Curtain: Blockchain and Investor Communications*, EQUIBIT GROUP (Mar. 14, 2018), <https://www.equibitgroup.com/media-center-blog-oldblockchain-and-investor-communications> [<https://perma.cc/ZLAX-LTGX>]. “公司如何参与，如何衡量股东情绪，投资者如何选择接收文件，这些都可以通过公开透明的渠道大幅精简所需工作，以更低的成本完成。区块链技术对数据进行加密，确保数据安全，因此能够在网络内部确保透明度。”

[120] 同前注[118]，第 72 页。

[121] See Steven Davidoff Solomon, *In Netflix Case, A Chance to Re-examine Old Rules*, N. Y. TIMES: DEALBOOK (Dec. 11, 2012), <https://dealbook.nytimes.com/2012/12/11/in-netflix-case-a-chance-for-the-s-e-c-to-re-examine-old-regulation> [<https://perma.cc/8LQJ-CVTM>]. 如果 FD 条例背后的理念是鼓励信息披露，那么允许高管们在脸书和推特上自由发表评论，将这些平台视为类似新闻发布会的公共渠道，将使更多的信息被披露，而且也会比 SEC 文件的传播范围更广。

术创新方面继续提供指导。^[122] 然而,距离黑斯廷斯报告发布至今已逾5年,FD规则的应用方面也浮现出更多问题。^[123] 本部分分析了FD规则的不足之处,包括其对公司言论的寒蝉效应以及在应对技术创新方面缺乏灵活性,并对解决这些问题的方案进行讨论。

(一) FD 规则限制了公司的言论自由

目前,SEC若要根据FD规则,对通过社交媒体进行的信息披露行为进行监管,在法律和技术上仍存在障碍。最主要的问题是,公司和公司内部人员使用社交媒体,向关注者、朋友或订阅者发布“实质性的非公开信息”,光是这一事实就可能导致发布者违反FD规则。^[124] 根据该规则目前的定义,即使是像埃隆·马斯克在推特上向超过2000万粉丝发布信息,也可能被认定为选择性披露,并为此承担责任。^[125] 这种情况与条例草案起草者最初设想的在非公开电话会议和私人会议场景发布信息大不相同。^[126] 因此随着社交媒体的不断发展,FD规则可能会抑制公司的言论,甚至令其完全禁言。

1. FD 规则是否违反了第一修正案?

FD规则增加了发行人处理公司重要信息时的难度:他们要么完全限制自己的言论,要么进行公开披露,但却可能造成不利后果。^[127] 如果发行人选择披露,那么法律合规成本将削减股东价值,公司也可能因此

[122] See Netflix, Inc., & Reed Hastings, Exchange Act Release No. 69279, 2013 WL 5138514, at *2 (Apr. 2, 2013), “鉴于‘2000年以来公司网站的快速发展和扩张’以及‘技术不断进步’,2008年的指导方针设计具有灵活性和适应性”。引自 Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. at 45,863。

[123] 同前注[118],第56~63页。

[124] See 17 C. F. R. § 243.100(a) (2019)。

[125] See Netflix, Inc., & Reed Hastings, 2013 WL 5138514, at *7: 在未事先通知投资者该网站可能用于此目的的情况下,企业高管在社交媒体网站上披露重要、非公开信息的行为不太可能构成“旨在向公众提供广泛、非排他性信息的合理设计”的方法。即使该个人拥有大量的订阅者、朋友或其他社交媒体联系人,即便随着时间的推移,信息可能会传播给更广泛的受众。

[126] See Selective Disclosure and Insider Trading, 64 Fed. Reg. 72,590, 72,591-592 (Dec. 28, 1999). “在某些情况下,选择性信息披露是在只有分析师和/或机构投资者参加的电话会议或其他会议上进行的……”

[127] 同前注[31],第1105页,讨论FD规则如何迫使公司高管限制自己的言论或进行公开披露。

承担法律责任。^[128] 因此,发行人往往选择保持沉默,而不是公开披露信息。^[129] FD 规则对社交媒体发布信息的模糊规定可能会加重这一寒蝉效应。

1999 年 FD 规则被提出时,SEC 和业内人士就意识到该规则可能会对企业言论产生负面影响。许多关于 FD 规则的评论警告称,该规则可能会显著降低发行人与分析师共享信息的质量和数量,并进一步导致定价准确性的降低和波动性的增加,以至于对所有投资者产生负面影响。^[130] SEC 也意识到了这个问题,并在发布 FD 规则拟议稿时声明:“我们将密切关注拟议中的监管规定可能给企业披露造成的阻碍……如果监管引发寒蝉效应,将会降低市场的整体效率并增加资本形成的成本。”^[131] 美国国家经济研究局在 2004 年进行的一项研究表明,这个预测在某种程度上是正确的,小公司和信息披露义务繁重公司受到 FD 规则的影响更大,融资成本的增加更为显著。^[132]

在目前的状态下,FD 规则与 SEC 的强制性披露制度实际上是背道

[128] See Memorandum of Points and Authorities in Support of Defendants' Motion to Dismiss the Complaint at 19 – 20, SEC v. Siebel Sys., Inc., 384 F. Supp. 2d 694 (S. D. N. Y. 2004) [No. 04 CV 5130 (GBD)], 2004 WL 3142264. 概述了 FD 规则对企业言论产生负面影响的方式。

[129] See Armando Gomes et al., *SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital 40* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 10567, 2004), <https://www.nber.org/papers/w10567.pdf> [<https://perma.cc/AQ37-F64A>]. 发现 FD 规则颁布后,为了减少选择性披露所带来的法律风险,采用“静默期”的公司数量大幅增加。

[130] See John B. Hoffman, *Comment Letter on Proposed Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* (May 1, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/hoffman2.htm> [<https://perma.cc/X3W8-B84M>]. 得出结论,FD 规则将减少发行人和投资者之间的沟通数量和质量; See Michael S. Caccese, *Comment Letter on Proposed Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* (Aug. 8, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/caccese.1.htm> [<https://perma.cc/9YXH-PKL9>]. 美国国家投资者关系协会 (National Investor Relations Institute) 的一项调查称,“53.1% 的发行人将取消或限制与分析师的沟通”,以对 FD 规则进行回应。

[131] *Selective Disclosure and Insider Trading*, 64 Fed. Reg. at 72,594.

[132] 同前注 [129], 第 44 ~ 45 页。结论是 FD 规则导致某些类型公司的资本成本上升,分析师人数减少。

而驰的,而强制性披露制度是现代证券法的基石。^[133] FD 规则禁止任何不公开和不同时的披露方式,客观上抑制了信息的流通。信息数量、质量的削减会导致定价不准确,使投资者对股价变化的分析出现误差,对所有市场参与者都将产生负面影响。^[134] 此外,如 *SEC v. Siebel Systems, Inc.* 案中所述,^[135] FD 规则对“实质性信息”的界定标准可能会导致这样一种理解,即“只要解读者愿意,一个 CEO 所说的任何话,如对经济、政治、天气或他目前的健康状况的描述,都可能成为实质性信息”。^[136] FD 规则对言论的限制已经超过了其目标所要求的必要程度,从这一角度而言,FD 规则的调整范围实在过于宽泛。^[137]

虽然法院没有对 FD 规则的合宪性提出质疑,但美国商会在 *Siebel* 一案中提交的“法庭之友”书状里认为,FD 规则违反了《第一修正案》。^[138] 商会认为,FD 规则由于强迫公司不得行使其言论自由而违反

[133] 同前注[23],第1384页,认为SEC的强制披露制度“旨在确保(重要公司)在经济领域披露各种各样的重要信息,并与外界分享”。参见前注[24],概述SEC的强制披露制度。

[134] 同前注[23],第1400页、第1410页,对比新发布的信息对高速信息交易者的影响。高速信息交易者在新信息发布后的几毫秒内进行交易,虽然私人股本基金的交易速度没有那么快,但受益于更准确的新价格。

[135] 只有当一个理性的投资者“认为这些信息极大地改变了可获得信息的‘总组合’时,信息才是重要的”。*SEC v. Siebel Sys., Inc.*, 384 F. Supp. 2d 694, 703 (S. D. N. Y. 2005). 转引自 *Basic v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988)。

[136] *Brief of the Chamber of Commerce of the United States as Amicus Curiae in Support of Motion to Dismiss at 2, SEC v. Siebel Sys., Inc.*, 384 F. Supp. 2d 694 (S. D. N. Y. 2005) [No. 04 CV 5130 (GBD)], 2005 WL 176296. SEC 拒绝根据 FD 规则提供一个明确的实质性标准,然而,它提供了一个非排他性的信息类别列表,这些信息更有可能被视为重要信息。这些类别包括:(1) 收益信息;(2) 合并、收购、要约收购、合资经营或者变更资产;(3) 关于客户或供应商的新产品的发现或开发(例如,合同的成立或失效);(4) 变更审计师或者变更审计师的通知,声明发行人不再依赖审计师的审计报告;(5) 发行人证券的违约、赎回证券、回购计划、股票分割或股息变动、证券持有人权利变动、公开或私下出售附加证券等事项;(6) 破产、破产管理。*Selective Disclosure and Insider Trading*, 65 Fed. Reg. 51,692, 51,721 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243)。

[137] 同前注[31],第1109页。认为FD规则“限制、负担和强迫与SEC声明的目的无关的言论”。

[138] *See Siebel Sys.*, 384 F. Supp. 2d at 709 n. 16, 拒绝处理对FD规则与宪法的冲突;同前注[136],第11页,认为该规定无法通过严格的审查测试。

了《第一修正案》的基本原则。^[139] 书状认为地方法院应该遵从过去处理“强制言论案件”的做法,对 FD 规则的适用进行严格审查。书状最后得出结论:因为 FD 规则施加给公司的言论责任超出了必要的水平,所以与 SEC 仅仅防止公司选择性披露的目的并不是完全吻合。^[140] SEC 则坚持认为,FD 规则并没有限制言论的内容,而是试图规范言论的传播方式,因此是符合宪法的。^[141] 联邦地区法院最终对规则进行了狭义的阶段,支持了 SEC 的观点,并完全回避了是否违背《第一修正案》的问题。^[142] 但法院同时也指出,“通过过分仔细审查言论的方式来执行 FD 规则,可能会产生寒蝉效应,客观上阻碍公司公开披露重要信息,从而无法达到鼓励公司进行信息披露的效果”。^[143] 因此法院认为,在某种程度上,SEC 无法通过执行 FD 规则实现促进公开披露并培育有效市场的目标。

2. 对既有解决方案的批判

虽然 Siebel 案中的法院对 FD 规则的合宪性问题采取了回避态度,但学者们却对该问题提出了质疑并提供了不同的解决办法。^[144] 苏珊·海曼在“再思公平披露准则与公司言论自由”(Rethinking Regulation Fair Disclosure and Corporate Free Speech)一文中认为,FD 规则的责任范围既过于宽泛,因为该规则完全不考虑信息接收者是否利用该信息进行交易;同时又失于全面,因为该规则把责任限定于公司内部特定的人

[139] 同前注[136],第11页。“本质上,FD 规则导致公司高管不与任何人共享其重要业务信息,或者为了避免触发披露要求,与所有人分享其重要的业务信息”。

[140] 同上注,第8页。为了通过严格的审查,法律必须保证政府的强制性利益,且为实现这种利益而进行狭义的调整。See, e. g., *Pac. Gas & Elec. Co. v. Public Utils. Comm'n*, 475 U. S. 1, 8-21 (1986), (多数意见)对公用事业账单中强迫第三方发送的信息进行严格审查; *W. Va. State Bd. of Educ. v. Barnette*, 319 U. S. 624, 633-635 (1943), 严格执行国家强制性规定的要求。

[141] See Plaintiff Securities and Exchange Commission's Opposition to Motion to Dismiss the Complaint at 21, *SEC v. Siebel Sys., Inc.*, 384 F. Supp. 2d 694 (S. D. N. Y. 2005) [No. 04 Civ. 5130 (GBD)], 2004 WL 3142263, “该规定不以内容为基础;它只规定了语言的传播方式”。

[142] See *Siebel Sys.*, 384 F. Supp. 2d at 708-709, 裁定所涉陈述不违反 FD 规则。

[143] 同上注,第708页。

[144] 同上注,第708-709页,根据 FD 规则的合宪性以外的理由作出的裁决。

员。^[145] 她认为这种过于宽泛的归责机制违反了宪法《第一修正案》,既无法充分解决内部人士从选择性披露带来的信息优势中获利的问题,同时也削弱了公司发表真实言论的积极性。^[146] 因此,苏珊·海曼认为该规则既不能通过 *Central Hudson* 案确定的关于商业言论的“中等审查标准”,也不能通过 *Citizens United* 案确定的关于政治言论的“严格审查标准”。^[147] 为了解决这一问题,苏珊·海曼建议 SEC 废除 FD 规则,转而专注于对内幕交易等欺诈行为的惩处,以打击有害的选择性披露行为,^[148] 或者“SEC 可以修改 FD 规则,将非法交易纳入责任认定要素”。^[149] 如果 FD 规则被废除或按前述建议进行修改,如果仅有信息传播行为,SEC 将无法对其提起诉讼,要想提起诉讼,该信息必须被用于交易。^[150]

完全废除 FD 规则属于极端的解决办法,但的确能给 SEC 和投资者带来一些好处。^[151] FD 规则被废除以后,反欺诈和内幕交易执法将成为 SEC 的重点,这将给予发行人披露重要信息的完全自由(在反欺诈法的

[145] 同前注[31],第 1109 页。

[146] 同上注,第 1140~1141 页,“一些投资者或分析师掌握的信息比其他人多,这一点都不意外,也不令人反感……如果没有后续的交易,从非公开的信息中获利是不可能的”。

[147] 同上注,第 1105 页,See *Citizens United v. Fed. Election Comm'n*, 558 U. S. 310, 340 (2010), 对加重政治言论负担的法律进行严格审查,并重申《第一修正案》适用于公司; *Cent. Hudson Gas & Elec. Corp. v. Pub. Serv. Comm'n*, 447 U. S. 557, 566 (1980), 对不具误导性的合法商业言论进行中间审查;同前注[136],第 10~11 页,认为 FD 规则不符合 *Central Hudson* 测试。海曼认为,该规定在宪法上最大的弱点是,SEC 未能证明“针对选择性披露进行宽泛的预防,即不加区别地限制言论,无论该言论是否会导致任何交易活动”,符合 SEC 维护市场信心的需要。Heyman, *supranote* 31, at 1145.

[148] 同前注[31],第 1146~1147 页,主张鉴于 SEC 对内幕交易责任的宽泛解释和有效的调查手段,应大力执行《交易法》第 10(b)条和第 10b-5 条,对导致内幕交易的选择性披露提起公诉。

[149] 同上注,第 1147 页。

[150] 同上注。

[151] 同前注[23],第 1420 页。研究发现,利用高速信息进行交易的交易商从同步披露中略有获益,使普通投资者的情况变差的重要原因是由于信息不对称而产生的成本。由于投资者没有高速网络搜集技术,其基本上无法从同步披露中获利,所以,SEC 没有理由继续监控和限制企业言论。

限制范围内), 同时还将释放相应执法资源来监管其他类型的违法行为。另外, 还可以通过增加“进行非法交易”要素来修改 FD 规则, 使“信息的传播”无法单独构成对规则的违反, 进而避免与《第一修正案》发生冲突。^[152] 然而, 由于苏珊·海曼提出的解决方案仍然允许选择性披露的存在, 因此仍然没有摆脱不公平的表象。她认为仅仅拥有非公开的重要信息是无害的,^[153] 但 SEC 却坚持认为发行人可以很容易地利用选择性披露来操纵投资者。^[154] 在对 FD 规则的评论信中, 散户投资者也不同意苏珊·海曼的假设, 他们希望市场竞争环境是公平的, 使其能够获得与专业机构相同的信息。^[155]

在《公平交易法案在脸书和推特的时代: SEC 应该起诉奈飞吗?》一书中,^[156] 前 SEC 委员约瑟夫·格兰德费斯特 (Joseph Grundfest) 同样认为, FD 规则限制发行人的真实言论, 存在违宪可能, 同时, 鉴于近年来信

[152] 同前注[31], 第 1147 页, 认为 SEC 的关注重点应该放在“监管内部人士及其行为……而不是内部人士本身及其持有的信息”。转引自 *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646, 662 - 663 (1983)。

[153] 同上注, 第 1141 页, “如果没有后续的交易, 从获取的非公开的重要信息中获得利益是不可能的”。

[154] See *Selective Disclosure and Insider Trading*, 65 Fed. Reg. 51, 692, 51, 716 - 717 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243): FD 规则旨在解决关于市场诚信的另一个问题: 公司管理层有可能把重要信息当作一种商品, 用来获得或维持特定分析师、投资者的青睐。例如, 为了继续获得选择性披露信息, 分析师必须对一家公司进行有利的报道, 或者在其他方面作出倾斜他们的分析。

[155] 同上注, 第 51 页、第 716 页, “当投资者知道其他参与者可能会利用‘不可磨灭的信息优势’时, 他们就会对市场的公平性失去信心……”Lloyd Zand, *Comment Letter on Proposed Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* (Aug. 10, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/0810b01.htm> [<https://perma.cc/EMA4-NN69>]. “所有的规则都是为了给公众一个公平的竞争环境, 给大多数公众一个与机构投资者和分析师竞争的机会, 以获得公平的证券价格”。

[156] 同前注[94]。文件类型为“法庭之友”通知, 该通知建议 SEC 不要因为里德·黑斯廷斯在脸书上发表的关于奈飞流式里程碑的帖子而对其采取强制行动。值得注意的是, 该文件是在 SEC 开始调查里德·黑斯廷斯之后, 但是在里德·黑斯廷斯报告公布之前撰写的。

息技术不断进步,FD 规则已经不再符合当前的市场环境。^[157] 他认为,由于 FD 规则并不支持发行人、关联企业等披露主体通过部分特定渠道(社交媒体而不是传统的新闻渠道或填写 8-K 表)向机构投资者等特定类别的对象披露真实信息,因而也就很容易理解为何法院会认为 FD 规则限制了公司的言论自由,违反了《第一修正案》的规定。^[158]

格兰德费斯特解决 FD 规则与宪法冲突的方法是,“要求发行人只要披露了重要信息,不论其接受者的身份和信息披露渠道,都应该立即以 8-K 表的形式发布”。^[159] 他还补充,如果重新设计 EDGAR 系统,允许公众进行订阅,并启用信息推送功能,使其更像社交媒体,SEC 将有更好的理由来证明,FD 规则“对市场施加的成本是公平的,也是最低限的”,因而是合理的。^[160]

换言之,该方案强调信息披露的“同时性”,而不对披露内容作出区分,由此降低了违宪的可能。^[161] 此外,该方案消除了不同传播渠道之间的差异,因此,所有形式的媒体都将被平等对待,包括社交媒体网站。^[162] 通过对包括社交媒体网站在内的所有信息披露渠道一视同仁,修订后的

[157] 格兰德费斯特列举了针对里德·黑斯廷斯的执法行动应该被驳回的 9 个理由,其中包括“该帖子不包含任何实质性信息”“任何起诉”……“调查”已经对社交媒体的使用产生了“寒蝉效应”。同上注,第 4 页,他还强调了社交媒体的可访问性,以及里德·黑斯廷斯的脸书帖子通过互联网和传统媒体渠道传播的速度,得出结论,SEC 应该认可社交媒体在公司信息披露实践中的作用。同上注,第 10~11 页。

[158] 同前注[157],第 24 页。(更改原文) paraphrasing the Second Circuit's decision in *United States v. Caronia*, 703 F. 3d 149, 163 (2d Cir. 2012)。

[159] 同上注,第 33 页。将这一点应用到黑斯廷斯报告中的事实上,如果奈飞及时向 SEC 提交了一份 8-K 表,那么该行为是符合 FD 规则的,因为该消息虽然透露了黑斯廷斯的信息,但不是通过其脸书的个人资料透露的。

[160] 同上注,虽然这一建议似乎不可行,但与其他联邦机构相比,SEC 对调整其网站结构持开放态度。例如,创建 EDGAR 在线档案系统或类似“*HoweyCoins*”的网站。See *HoweyCoins*, <https://www.howeycoins.com/index.html> (last visited Oct. 24, 2019) [<https://perma.cc/Y8QP-EU59>], 网站模仿欺诈性的代币发行; *If You Responded to an Investment Offer Like This, You Could Have Been Scammed - HoweyCoins Are Completely Fake!*, SEC, <https://www.investor.gov/howeycoins> (last visited Oct. 24, 2019) [<https://perma.cc/AC76-CMV8>].

[161] 同前注[94],第 33 页。他认为,基于内容的监管也会被削弱,因为受监管的信息披露行为将不局限于某些发行人向所列举的 4 个集团成员所披露的信息。

[162] 同上注。

FD 规则可能会鼓励发行人和高管们最大限度地利用社交媒体,而不必担心承担法律责任。格兰德费斯特还建议 SEC 重新设计 EDGAR 系统,加入信息推送等社交媒体功能,这将增加个人投资者获取重要信息的渠道,同时达到增强社交属性与强制信息披露的双重目标。^[163] 不过,发行人每次在社交媒体(或通过任何公共平台)上披露重大非公开信息时都要提交一份 8-K 表,这一要求将增加发行人的法律合规成本。这些成本可能会对公司言论造成间接的“寒蝉效应”,因为发行人必须在保持沉默和有成本的披露之间作出选择。^[164]

(二) FD 规则无法适应新技术

FD 规则颁布于 2000 年,同年,纳斯达克在互联网泡沫中暴跌了 78%,AOL 以 1650 亿美元收购了时代华纳,世界上第一家网站也迎来了它的 10 岁生日。^[165] 此时,距离 2004 年脸书、2006 年推特和 2012 年 Snapchat 的问世还有很长一段时间。^[166] SEC 起草的 FD 规则旨在应对过往对市场造成影响的信息披露做法,而不是考虑如何适应未来。^[167] 尽管 SEC 已经表明,随着时间的推移,其对规则调整持开放态度,但事实是 FD 规则存在若干难以克服的缺陷,这些缺陷很可能会随着时间的推移和技术的发展不断恶化。

[163] 参见前注[24],描述强制性披露的目标。

[164] See Gomes et al. 参见前注[129],第 40~41 页。调查发现,SEC 颁布 FD 规则后,“静默期”有所增加。参见前注[94],第 33 页。“因为填写 8-K 表的成本相对更低。SEC 将有更充分的依据为其监管行为的合理性进行辩护,其对市场施加的成本是最低的、非歧视性的”。

[165] See *World Wide Web Timeline*, PEW RES. CTR. (Mar. 11, 2014), <http://www.pewinternet.org/2014/03/11/world-wide-web-timeline/> [https://perma.cc/R4SZ-M3VH].

[166] See *How Social Media Made It Bigger by the Day*, SIMPLIFY360 (May 22, 2015), <http://simplify360.com/blog/social-media-made-bigger-day/> [https://perma.cc/QX7U-XK5T].

[167] See *Selective Disclosure and Insider Trading*, 65 Fed. Reg. 51,692,51,716 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243). 关于拟议的 FD 规则的一些评论认为,选择性披露并没有真正对资本市场产生负面影响,而 SEC 只是因为少量的公开文章对该规则的探讨,所以对问题投以关注。See, e. g., ABA Comment Letter, *supra* note 30,“委员会认为存在问题的说法主要来源于坊间证据”。

1. 信息披露的未来

与新闻稿或 SEC 的文件相比,社交媒体仍然是企业披露信息最民主、最具经济的平台。^[168] 但是 FD 规则目前的规定过于死板,无法跟上社交媒体和通信技术的发展。虽然我们不能准确预测社交媒体的未来发展,但至少可以看到当下的发展趋势,即社交媒体的核心特征将持续扩展:人际关系、流动性、大数据和实验性。^[169] 其他技术,如区块链和去中心化平台,仍将持续改变资本市场内各参与主体之间的沟通方式。^[170]

社交媒体平台也会给信息传播带来一些障碍,这些障碍可能会使社交媒体上进行的信息披露无法达到符合 FD 规则的“公开披露”水平,这一问题必须通过调整 FD 规则来解决。^[171] 例如,社交媒体平台通常限制只有注册用户才能使用,如 Snapchat,这可能导致在 Snapchat 上的所有的信息披露行为都是 FD 规则中所定义的“选择性披露”。^[172] 通过社交媒体平台进行信息披露也可能对那些不使用社交媒体的投资者不利。^[173] 这些问题都是政策制定的重要考量因素,目标在于避免规定过于死板,防止不必要的限制,给社交媒体一定的空间。

[168] 同前注[118],第72页。“使用社交媒体的披露方法具有成本效益,因为它比通过提交 8-K 表或发布新闻稿等方式进行披露的成本更低”。

[169] See Chirag Kulkarni, *11 Ways Social Media Will Evolve in the Future*, ENTREPRENEUR (Aug. 3, 2017), <https://www.entrepreneur.com/article/293454> [<https://perma.cc/4EL5-XUP5>]. 描述社交媒体的趋势和各种未来的潜在用途。

[170] 例如,可以将区块链技术应用于投资者关系,以不断监测重大报表的真实性。参见前注[119](解释区块链技术的历史和目前在投资者沟通方面的应用)。

[171] See 17 C. F. R. § 243.100(a) (2019).

[172] 一些社交媒体平台缺乏面向公众的“个人资料”服务,如 Snapchat,此类平台一般被排除在本说明对在线信息传播实践的分析之外。Tom Law, *How To Use Snapchat*, OBERLO (Oct. 4, 2018), <https://www.oberlo.com/blog/use-snapchat-business-complete-guide-2018> [<https://perma.cc/SEV6-SQA5>].

[173] 截至 2018 年,年龄在 50 岁至 64 岁的成年人中,有 36% 的人没有使用社交媒体,而这在投资人群中占了相当大的比例。同前注[106]。2012 年,股票、债券和共同基金等应纳税投资账户所有者的平均年龄为 51 岁。参见前注[109],描述各年龄投资者人口趋势。网上披露的信息会再次传播,使这些信息很有可能通过金融报纸等传统媒体传播给这些投资者,然而,这就足够了吗?虽然采取行动来迎合接受新技术最慢的人效果不显著,但是当公众关注与公平如此紧密地联系在一起时,这是值得考虑的。

除了社交媒体,资本市场本身也在经历着快速变化,这可能会抵销 FD 规则对散户投资者的有益影响。现在的市场交易大多采用电子化的形式,每天的交易速度都在加快,交易量也在增加。^[174] 最近的研究表明,在 200 毫秒内,新的信息就会被市场接收并反映到股票价格中。^[175] 因此,公开披露的信息对不同类型的交易者可能会产生不同的影响。

美国股票中的投资者通常分为四类:信息交易者、投资组合交易者、噪音交易者和专业流动性提供者。^[176] 信息交易者,如私募股权基金或基于有效信息的高频交易者,其交易决策的作出是基于可能影响股票价值的新信息,而这些信息往往尚未反映在市场价格中。^[177] 投资组合交易者,如个人或追踪指数的共同基金,他们会在较长的时间里,建仓、维持和清算多样化的股票投资组合。^[178] 噪音交易者试图利用新信息进行交易以获利,然而由于他们依赖人工处理,这些信息通常在他们决定交易时就已经被纳入市场价格中了。^[179] 专业流动性提供者不直接对自己账户内的股票进行交易,而是以确定的价格与其他交易者交易。^[180]

在资本市场中,不同类别投资者的交易策略和决策能力存在差异,因此他们对新信息的反应也不同。尽管 FD 规则要求发行人在私下披露重要信息后立即进行公开披露,但信息不对称仍然存在(虽然可能只持续几秒钟)。^[181] 如前所述,信息交易者拥有快速处理新信息的技术能

[174] See Hans R. Stoll, *Electronic Trading in Stock Markets*, 20 J. Econ. Persp., Winter 2006, p. 153. 研究电子交易是如何改变股票市场的。

[175] See Grace Xing Hu et al., *Early Peek Advantage? Efficient Price Discovery With Tiered Information Disclosure*, 126 J. Fin. Econ. 399, 419 (2016). “在大约 200 毫秒的短暂窗口之后,就不会再有价格大幅波动,这意味着价格发现是由掌握早期峰值信息的高频交易员迅速完成的。”

[176] 同前注[23],第 1397 页,基于市场微观结构经济学中常见的四类模型。

[177] 同上注,第 1398 页。

[178] 同上注,第 1401 页。

[179] 同上注,第 1403 页;参见前注[175],第 410 页。结论是高频交易者在大约 200 毫秒内将新信息整合到股票价格中。

[180] 同前注[23],第 1405 页。

[181] 同上注,第 1413 页。“根据现行的《信息传播法》,大量的信息不对称持续时间往往被浓缩成一个很短的时间段,即便在所有投资者都能获得新信息之后,这种持续时间也不到一秒钟”。

力,能够迅速作出反应并以更高或更低的价格进行后续交易。^[182]然而,个人投资者由于在投资组合中进行交易,因而“缺乏……及时接受新信息并作出交易决策的执行系统”。^[183]这将导致他们在新信息充分纳入市场之前,一直处于一无所知的状态。由此可见,信息交易者可能只是略微受益于FD规则的“同时披露”要求,但个人投资者由于交易时信息已充分反映在价格中,其获得的收益比那些在信息发布后瞬间进行交易的信息交易者要低得多。^[184]与之类似,典型的“散户”投资者(SEC承诺FD规则将把他们与老练的信息交易者放在平等的地位)无法足够快地处理新信息,从而无法从交易中获得预期收益,因此并没有从FD规则中获益。^[185]

普通散户投资者不具备对市场新信息进行分析和采取行动所必需的先进技术,这一问题同样存在于社交媒体领域。对FD规则过宽的解释可能导致散户投资者接收的信息过于繁杂。^[186]投资者现在比以往任何时候都能接触到更多的财务信息,如果修订FD规则,允许公司在所有的社交媒体平台上进行信息披露,将使信息繁杂这一问题变得更加严重。^[187]也有观点认为,SEC对FD规则中“通知”和“信息获取渠道”的

[182] 同上注,第1399页。描述了大约十几家公司,它们通过“获取、处理和交易新的可读信息”的算法来处理基于新闻的高速交易。

[183] 同前注[182],第1398页,第1412页。“如今,某些能影响市场价值的信息,比如基于数据公开的新闻公告中发现的信息,往往在眨眼之间就失去了价值”。

[184] 同上注,第1420页。

[185] SEC经常使用“散户”一词来描述需要证券监管制度通过增加市场公平来进行倾斜保护的散户投资者。See e. g., Robert J. Jackson, Jr., *Commissioner, SEC, Unfair Exchange: The State of America's Stock Market, Address at George Mason University* (Sept. 19, 2018), <https://www.sec.gov/news/speech/jackson-unfair-exchange-state-americas-stock-markets> [<https://perma.cc/9ZF3-3QN8>]。

[186] SEC在某种程度上意识到了该问题。See Laura S. Unger, *Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited*, SEC (Dec. 2001), <https://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm> [<https://perma.cc/QH5A-TEYM>]。承认许多公司发布了更长的新闻稿,用更多的格式化表述来回应FD规则,这导致了信息过于繁杂。

[187] But see Kristi Olsen, *Comment Letter on Proposed Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* (Aug. 10, 2000), <https://www.sec.gov/rules/proposed/s73199/081ObOl.htm> [<https://perma.cc/KM6F-EZRQ>]。“对投资者接收过于繁杂的个人信息担忧是荒谬的,从理论上讲,作为个人投资者,我们得到的信息与分析师得到的是一样的……只是比华尔街工作的人要晚,让我们与华尔街同时‘超载’吧”。

关注,无意中损害了不具备先进信息交易技术的散户投资者的利益,因为“他们面临这样的困境:必须自行检索、浏览多个公司网站才能得到需要的信息,而这一过程就导致他们落后于市场中的其他交易者。”^[188]如果 FD 规则无法切实提升散户投资者从新信息中获利的能力,那么它的实际功能可能仅限于创造一个“表面上的”公平市场。

2. 信息发布窗口

凯文·海伯勒和托德·海得森在《信息传播法:监管影响市场运行信息的披露》一文中^[189]分析了 FD 规则对不同类型投资者的影响,并认为该规则在发行人发布新信息后的几秒钟内就会造成了严重的信息不对称问题。^[190]

为了解决这个问题,该文中提出了“预先披露”要求,认为“信息发布者应当在进行正式的信息披露之前,预先声明其即将披露可能对公司股价产生影响的信息”。^[191]让公众预先知道这些信息,可以使个人投资者避免在信息不对称最严重的时期进行交易。^[192]海伯勒和海得森在“预先披露”要求的基础上,进一步提出可采用“限时披露规则”,即“信息应在预先设定并公布的期间和渠道发布”。^[193]发行人应在预先设定的期间内(从 1 秒到 1 日不等),向私人 and 公众披露重要信息,投资者可对此

[188] Jack Aldane, *IR30: A Look Back to August 2001 – Reg FD Hits IR*, IR MAG. (Oct. 22, 2018), <https://www.irmagazine.com/regulation/ir30-look-back-august-2001-reg-fd-hits-ir> [<https://perma.cc/9XGS-NDT7>].

[189] 同前注[23]。本文是探讨资本市场信息传播的监管基础问题的系列文章之一。该系列中的另一篇文章是 Kevin S. Haerberle & M. Todd Henderson, *Making a Market for Corporate Disclosure*, 35 Yale J. On Reg. 383 (2018) (以下简称“*Making a Marke for Corporate Disclosure*”)。

[190] 同前注[23],第 1412 页。因此,同步传播的要求实际上损害了普通投资者的利益,因为他们没有办法像更专业的信息交易者那样“立即获取、处理和交易”信息。

[191] 同上注,第 1431 ~ 1432 页。

[192] 同上注,第 1435 页。“由于信息披露被限制在一个相对较短、定义明确、透明的窗口内,普通投资者和那些代他们交易的人可以临时退出市场”。当市场有效地将这些新信息纳入股价时,这些投资者就可以恢复交易,而这平均只需要几分之一秒的时间。同前注[175],第 400 页。将此窗口描述为只有 200 毫秒长。

[193] 同前注[23],第 1434 页。

形成充分的预知,进而从根本上避免出现信息不对称的问题。^[194]

此种解决方案使 FD 规则变得完全没有必要,因为该方案对披露时间进行了限定,并将披露方式和内容的决定权交给发行人。^[195]与此同时,“限时披露规则”改进了 FD 规则中关于社交媒体的模糊规定,允许发行人自由决定使用哪个平台发布重要信息,但应提前通知投资者。^[196]进一步而言,“限时披露规则”实际上融合了两个互相矛盾的价值取向:公司言论的灵活性和对公众投资者通知的充分性。

然而,“限时披露规则”并没有解决个人投资者无法利用新信息进行交易从而获利这一首要问题。对于散户投资者来说,“限时披露规则”下最好的结果是在信息不对称达到顶峰的时候完全避免交易,等到新信息引起的股价波动完全平复后再返回市场。从本质上看,强制某方在一定时间内退出市场似乎是不公平的,但对于那些不具备先进信息交易技术的投资者来说,这似乎是最好的方案。^[197]更重要的是,“限时披露”并不能完全消除信息不对称,只是把它压缩在一个离散的时间段之内。^[198]

[194] 同前注[193]。作者认为这种信息传播周期在交易日的每个小时里最多可能达1分钟。对所有发布市场变动信息的发行人来说,发布时间都是相同的,当发生信息不对称的情形,这将使非信息交易者更容易退出市场。同上注,第1434~1435页。通过建立一个“信息发布计时器”,投资者避免了“苹果新闻与三星股票问题有关”的问题,因为投资者无须猜测一家公司发行的新信息是否会导致信息不对称情况。同上注,第1436页。

[195] 同上注。“没有必要制定法律,要求所有市场参与者在同一时间获得信息。也没有必要对FD规则的微妙和难以量化的影响进行任何额外的考量”。

[196] 通过提供“预先披露”,发行人将指定其计划发行的一般参数,以便投资者能够将注意力转向适当的论坛。

[197] 在他们的文章“Making a Market for Corporate Disclosure”中,海伯勒和海得森提出了一个解决企业信息披露不充分的方案,这也可以给散户投资者一个公平的机会来与高速信息交易者竞争。两位作者提议建立一个信息市场,参与者可以付费提前获得公司披露的信息。虽然该文中没有详细讨论这个解决方案,因为它对社交媒体披露的影响有限,但其对当前资本市场中更广泛的信息不对称问题进行了深入分析。

[198] 另外的一个问题是,如果企业过早地“披露信息”,信息不对称的状况就会在信息发布和实际发布之间延伸。

三、社交媒体安全港:拥抱信息披露的未来

虽然 FD 规则需要进行必要的前瞻性更新以跟上技术创新的步伐,但它仍应秉承其最初的目标:赋予散户投资者权利,维持有效市场以及减少信息不对称。^[199] 实现这些目标的最佳方法是为投资者提供获取及时、相关、准确信息的统一渠道。^[200] 如今,企业高管们利用社交媒体与公众接触以打造公司的声誉的频率高于以往的任何时候,这导致了“社交 CEO”的兴起。^[201] 然而,由于 FD 规则的不确定性,许多公司高管对

[199] See Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,692, 51,716 – 17 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243), FD 监管目标综述; See also *About the SEC*, SEC, <https://www.sec.gov/about.shtml> (last modified Nov. 22, 2016) [<https://perma.cc/PVP4-K47D>]. “SEC 的使命是保护投资者; 维护公平、有序、高效的 市场; 促进资本形成。SEC 努力营造一个值得公众信任的市场环境”。

[200] See Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. 45,862, 45,864 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241). 认识到技术进步使发行人能够满足“市场对更及时、可搜索和交互式信息的需求”。

[201] 同前注[86], 第 640 页。认为 FD 规则阻碍了社交 CEO 的成长。一项研究显示, 在 2017 年, “表现出色”的 CEO 每年在社交媒体上平均拥有超过 40 万名粉丝和超过 200 条帖子。Ruder Finn, *The Social CEO: How High Performing CEOs Use Social Media* 4 (Jan. 23, 2018), <http://www.ruderfinn.com/wp-content/uploads/2018/01/Social-CEO-Report.pdf> [<https://perma.cc/8KEQ-C92H>]. Ruder Finn 研究了从 2016 年 1 月到 2017 年 6 月 100 位 CEO 的社交媒体活动。同上注, 第 8 页。“高绩效”公司的定义是指在研究期间, 股价相对于标准普尔 500 指数 (S & P 500) 的涨幅高于平均水平的公司。此外, 半数“表现优异”的 CEO 拥有两个或更多的社交媒体账户。同上注, 第 3 页。

于将社交媒体纳入他们公司的整体商业模式仍抱有疑虑。^[202] 因此,消除将社交媒体作为公共传播平台所面临的法律障碍,将为发行人和投资者之间的沟通开辟新的渠道。

针对 FD 规则存在的问题,有两种彻底的解决方案:废除该规则或者要求发行人完全保持沉默。废除 FD 规则将减轻发行人的负担,但是这对华尔街以外的投资者来说是完全不公平的。^[203] 而另一种方式,虽然禁止发行人利用社交媒体传播重要信息会显著降低合规风险并提升 SEC 的监管执法效率,但可能会因为限制信息的自由流动而受到“违宪”的质疑并降低市场效率。^[204] 因此,合理的解决方案应介于前述两个极端方案之间。第三部分第一小节提出了对 FD 规则的修改建议,为通过社交媒体网站披露重要非公开信息的发行人提供“安全港”,并设计了此种情况下披露信息的一般模板。第三部分第二小节探讨了安全港的潜在优势和障碍,并将本文观点与其他学者提出的解决方案进行比较。

(一) 社交媒体“安全港”

本文建议 SEC 修改 FD 规则,增加社交媒体安全港规定,让发行人

[202] 例如,在 2013 年的 Brandfог CEO 调查中,80.6% 的受访者认为,CEO 使用社交媒体是吸引客户和投资者的一个重要的工具。See BRANDFOG, 2013 CEO, SOC. MEDIA & LEADERSHIP SURV. 1 (2013), <http://www.brandfог.com/CEOSocialMediaSurvey/BRANDfог-2013-CEO-Survey.pdf> [<https://perma.cc/2MDW-BRTV>]. 然而,在 2013 年接受调查的 130 名企业高管中,48% 的人没有参与公司的社交媒体战略,甚至不知道该战略的细节。See Laura Montini, *Survey: Executives Have No Idea What's Going on with Social Media*, INC. (Nov. 5, 2013), <https://www.inc.com/flaura-montini/executive-social-media-involvement.html> [<https://perma.cc/BL7Z-RWAM>].

[203] 参见前文研究废除 FD 规则的理论依据及影响。

[204] 这将效仿美国证券交易委员会(SEC)的“偷步操作”规则,该规则要求公司在首次公开发行(IPO)期间避免发表某些类型的公开声明。“偷步操作”是在 Section 5 of the Securities Act of 1933. See 15 U. S. C. § 77e(2012) 中一个常用的名词(禁止在符合某些规定前发布任何与证券有关的招股文件); Dwight S. Yoo & Rakhi I. Patel, *Skadden Discusses Jumping the Gun: Social Media and IPO Issues*, COLUM. L. SCH. BLUE SKY BLOG (Mar. 20, 2013), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/03/20/skadden-discusses-jumping-the-gun-social-media-and-ipo-communications-issues> [<https://perma.cc/Z6R9-7NN8>]. 讨论“偷步操作”和社交媒体的关系。

或任何获授权代表其发言的人可以通过社交媒体平台披露重要非公开信息。^[205] 如果披露行为符合安全港条款的规定,那么该披露行为将自动被认定为符合“合理设计以为公众提供广泛的、非排他性的信息的公开披露行为”,^[206] 需要注意的是,安全港并不能免除信息披露人的欺诈或内幕交易责任,SEC 会继续严格的对此类欺诈行为追究责任。^[207] SEC 持续的对欺诈行为的追责机制将确保类似埃隆·马斯克“资金到位”推文的欺诈性声明受到惩处,而类似于里德·哈斯廷斯在脸书上发表的祝贺推文一样的言论就不会被追究法律责任。^[208]

考虑到技术的快速发展趋势,“安全港”规则中对“社交媒体”的界定应当具有较强的包容性,但也不能过于宽泛。^[209] 加州上诉法院将社交媒体平台定义为“用户能够创作和分享内容,找到其他有共同兴趣的用户并进行联系的网络平台”。^[210] 这一界定方式准确把握了社交媒体的核心特征,而没有界定过窄,可以作为制定“安全港”规则的参考。此外,安全港规则还应包含以下基本要求:社交媒体平台是可以公开访问的,以发行人或其附属人员的名字户注册的账号,并具有向用户推送通知的功能。最后,如果发行人或其他信息披露人故意或企图违反 FD 规

[205] 这一修正案不会以任何方式修改 FD 规则,只增加“安全港”规则。

[206] 17 C. F. R. § 243.101(e)(2)(2019). 根据 SEC 在 2008 年的指导文件中提出的建议,这条“亮线规则”将使针对具体事实的调查都不再必要。See Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. 45,862,45,867-868 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241). 上市公司在决定上市时必须考虑是否将公司网站上的披露上升至公开披露的水平。

[207] 同前注[31],第 1106 页。认为,由于“规则 10b-5 下的信义义务要求逐渐被削弱,专家网络和对冲基金最近受到追捧,以及政府使用的新型调查技术”,SEC 应将其工作重点放在反欺诈和内幕交易执法上。

[208] 这是因为马斯克的推文可以说是不真实的,而黑斯廷斯的脸书帖子是真实的。参见前注[1]~[8],叙述了 SEC 在“资金到位”推文之后与马斯克的调查和解。

[209] 同前注[31],第 1109 页、第 1134 页。结论是 FD 规则的禁令是过度包容的,因此是违宪的。这里,过度包容的危险在于可能会涵盖与社交媒体用途不同的技术创新。

[210] *People v. Lopez*, No. H041713, 2016 WL 297942, at *4-5 (Cal. Ct. App. Jan. 25, 2016).

则,其将不受“安全港”规则的保护。^[211]

“安全港”规则应当设定明确的适用条件,发行人或任何被授权代表其发言的人必须满足相应要求才能受安全港规则的保护。相关条文的具体设计可以参考如下方式:

1. 社交媒体“安全港”。发行人或获授权代表发行人发言的任何人作出的符合本节条件的披露,应被视为符合 17 C. F. R. § 243.100(A) 含义的公开披露。

2. 符合 FD 规则的信息披露应满足以下条件:

(1) 发行人或获授权代表发行人发言的人通过社交媒体平台发布关于发行人或其证券的重大非公开信息时必须同时将其发布在一个社交媒体平台上。

(2) 用于信息披露的社交媒体平台应能够被公开访问。

(3) 社交媒体平台账号应以发行人或获授权代表发行人发言的人的名义注册。

(4) 社交媒体平台允许浏览者接收特定账号的推送通知。

3. 定义。

(1) 社交媒体平台。“社交媒体平台”,是指用户能够创作和分享内容,找到其他有共同兴趣的用户并进行联系的网络平台。^[212]

(2) 推送通知。“推送通知”,是指用户可以订阅特定信息频道,当该频道发布新信息时,即时推送给订阅用户。

(3) 公开访问。“公共访问”,是指用户无须创建账户即可访问社交媒体平台上的内容。

[211] 例如,如果一个演讲者试图通过一个只有少数人关注的社交媒体账户有选择地披露重要信息,其将无法利用社交媒体这个“安全港”。“失信”取消资格的惩罚也确保了“那些故意试图玩弄制度的人”承担责任。参见前注[61],详细介绍了 SEC 在 FD 规则执法行动中所关注的两个群体。

[212] 正如加州上诉法院在 *Lopez* 案中所指出的,社交媒体的定义可以通过典型列举的方式加以进一步明确,这样的界定方式原本应该包括在修正案或后续的指导意见中。虽然这个定义目前包括 Facebook、Instagram、YouTube、Twitter、LinkedIn 以及其他类似的网站,但随着流行的社交媒体平台的变化,这些例子应该每隔几年更新一次。See *Lopez*, 2016 WL 297942, at *4. 他认为,社交媒体的定义并非违背宪法的模糊定义,因为它“在初审法院澄清(它)涵盖了包括 Facebook、Instagram、Myspace 在内的社交媒体网站时,已经足够具体”。

4. “恶意”取消资格。

故意违反或企图违反 FD 规则,17 C. F. R. § 243.100-02 的发行人或被授权代表发行人发言的人,不适用本节“安全港”条款的规定。

5. 本节规定仅适用于 FD 规则,17 C. F. R. § 243.100-02 所调整的行为。

前述法律文本草案为 FD 规则修正案的编撰提供了初步参考。

虽然设立社交媒体“安全港”规则是解决问题的关键,但 SEC 也可以通过在其他方面尝试增强对社交媒体的包容性,进一步提升企业的信息披露效果。例如,重新设计 EDGAR 系统,使其在功能上更接近于社交媒体,通过支持公众在 EDGAR 订阅某些文档并在信息更新时为其推送通知,以提升公众获取信息的便利性。^[213] SEC 还可以考虑修改年报 10-K 表,在表格中增加一项必填内容,要求发行人列出所有用于传播重要非公开信息的社交媒体账户。^[214] 或许更合适的做法是,SEC 可以颁布一项规定或监管指导建议,要求发行人列出所有用于在网络平台上发布重大非公开信息的社交媒体账户。

(二) 在互联网时代保障公平和灵活性

社交媒体“安全港”扩展了 FD 规则的最初目的,即增加社交媒体披露的透明度和社交媒体披露信息的可获取性。^[215] 通过为发行人及其 CEO 与投资者之间的沟通开辟一个自由的空间,SEC 能够在促进信息自由交换的同时加强对投资者的保护。

“安全港”规则兼具取消 FD 规则或完全禁止使用社交媒体两个方案的优点。首先,明确的规则将降低合规和执行成本,从而提高管理效率。发行人不需要定期咨询法律顾问,以不断提交 8-K 表,或者确定他

[213] 同前注[94],第 33 页。建议 SEC 通过行政程序,而不是通过判例法来表明 FD 规则对社交媒体信息披露的接纳。

[214] See Form 10-K, SEC, <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-form10k.htm> (last modified June 26, 2009) [<https://perma.cc/D8NT-AZAMI>]. 与目前要求发行人每次进行重大披露时都提交一份 8-K 表的要求相比,10-K 表给发行人带来的负担要轻得多,这主要是因为发行人每年只需要提交一次。这种低频率的信息披露也会让投资者对发行人的社交媒体行为投以更多关注。

[215] See Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,692,51,716-17 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243). 文中总结了 FD 规则的目标。

们的社交媒体账户是否存在违反 FD 规则的行为。^[216] SEC 将无须浪费资源在监控公司高管的社交媒体资料或分析他们的每一次信息披露方式之上。^[217] 此外,“安全港”并非根据披露的内容或其传播方式来认定法律责任,因此避免了与《第一修正案》的冲突,并削弱了 FD 规则对公司言论造成的“寒蝉效应”。^[218] “安全港”对于在任何社交媒体平台上进行的、属于其广义界定范围内的信息披露均一视同仁,允许发行人及其高管自由发言。^[219] 只有那些违反反欺诈规则或故意违反 FD 规则的信息披露行为才需承担法律责任。^[220]

与众多解决方案不同,社交媒体“安全港”能够实现众多普通投资者期待 FD 规则所达成的保护效果。^[221] 对 FD 规则的修改不会改变或取消目前规定的禁令,只会以“安全港”作为补充。因此,重要的非公开信息仍然必须同时通过社交媒体帖子、8-K 表,或其他方法的组合方式向公众披露。^[222] 因此,信息不会被发行人用作讨价还价的筹码,也不会经过多个其他渠道后才进入公众投资者的视野。

需要承认的是,社交媒体“安全港”同样存在缺点。首先,它并没有解决资本市场上更普遍的不平等问题——散户投资者无法在新信息被纳入股票价格之前的极短时间内获利。^[223] 事实上,完全消除信息不对

[216] See Commission Guidance on the Use of Company Websites, 73 Fed. Reg. 45,862,45,867 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241). 文中认为,通过对具体事实的调查,确定网站披露是否符合 FD 的规定,给发行人带来了额外负担。

[217] See SEC v. Siebel Sys., Inc., 384 F. Supp. 2d 694, 704 (S. D. N. Y. 2005). 该案中认为, SEC 对公司言论内容进行的严格审查是不必要的。

[218] 参见前文讨论 FD 规则对公司言论产生的寒蝉效应。

[219] 这种公平的态度与格兰德费斯特提出的解决方案相似。此外,发行人每次在社交媒体上披露重要信息时,都会提交一份 8-K 表,但表中不包括收件人的身份或所使用网站的名称。参见前注[94],第 33 页。因此,所有的社交媒体披露的信息都将得到平等对待。社交媒体“安全港”改进了这个解决方案,因为它不需要发行人不断地提交 8-K 表单。

[220] 同前注[61],详细介绍了 SEC 重点关注的两类主体。

[221] See Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51,692,51,717 (Aug. 24, 2000) (codified at 17 C. F. R. pt. 243). 概述就 FD 规则的建议所作的评论。

[222] See 17 C. F. R. § § 243.100(a), 243.101(e) (2019).

[223] 同前注[23],第 1403 页。讨论这些散户投资者的缺点。前注[175],第 400 页。结论是高频交易者能够在大约 200 毫秒内将新信息的影响反映在股票价格之中。

称已经超过了 FD 规则的调整能力范围,只能通过向散户投资者提供高速网络抓取技术或对市场交易者进行限制的方式来解决。^[224] 根据这一结论,FD 规则的核心目标仍应是保障信息的可获得性,而不是帮助散户投资者获得优势地位。“安全港”通过开放公司与公众投资者之间的沟通渠道,使普通投资者向更公平、高效市场又迈进一步。

也有观点认为,由于 SEC 在很大程度上依靠反欺诈和内幕交易执法来保护投资者和惩罚滥用信息优势地位的行为,因此,即便完全取消 FD 规则,投资者的处境也并不会更糟。^[225] 该观点基于这样一种假设,即选择性披露不会造成不公平的现象,而实际上,发行人可以利用非公开信息来讨好或区别对待分析师和机构投资者。^[226] 此外,即使 FD 规则与其他证券法律规则存在重叠,但仍有其特殊价值,即培育投资者对公平市场的信心,并禁止有损公平的行为。

总的来说,社交媒体“安全港”最大的优势在于其具有可行性。SEC 已经明确表示,其对技术进步秉承开放态度,将持续地重新审视各种法规,并重新考虑它们在新时代背景下的应用。^[227] 最近,SEC 研究了社交媒体对资本市场的影响,并考虑该如何作出相应的调整。^[228] 在此背景下,增设社交媒体“安全港”规则可以作为 SEC 修改 FD 规则的一个选择,前期成本较低且能够带来诸多助益。

[224] 另一个可能解决这种不平等的方法是,参见前注[189],建议建立公司信息披露市场。

[225] 同前注[23],第 1421 页。“最终,FD 规则对在随机时间段内从事投资组合交易的普通投资者利益的影响并不明确”。同前注[31],第 1146 页。文中建议 SEC 废除 FD 规则,并将重点放在监管内幕交易行为上。

[226] See *Selective Disclosure and Insider Trading*, 65 Fed. Reg. at 51,716-717. 文中认为,即使信息披露没有引发后续交易,发行人也可能滥用非公开信息。

[227] See e.g., *Netflix, Inc. & Reed Hastings*, Exchange Act Release No. 69279, 2013 WL 5138514 (Apr. 2, 2013); 有关公司网站使用的任务指引, See 73 Fed. Reg. 45,862 (Aug. 7, 2008) (codified at 17 C. F. R. pt. 241)。

[228] See e.g., *Netflix, Inc. & Reed Hastings*, 2013 WL 5138514.

结 论

FD 规则的出台标志着 SEC 开始着手解决选择性披露的问题,因为该问题导致市场公平性受到公众质疑。为实现这一目标,SEC 必须平衡两种相互冲突的利益:一方面,散户投资者希望与金融巨头一样不受华尔街分析师提供的信息的束缚;另一方面,发行人希望减少繁冗的程序,采用高效、便捷的方式发布重要信息,并与个人及机构投资者建立开放的沟通渠道。随着市场动态的不断演变,FD 规则作为一种折中性的方案设计,其所存在的不足日益凸显。社交媒体在美国人的生活占据越来越重要的位置,对信息获取及时性、相关性的需求也不断增长。通过社交媒体渠道进行的信息披露仍在尽力满足 FD 规则的门槛要求;通过合理的设计实现广泛、非排他性的披露效果。社交媒体平台与 FD 规则的不相匹配,将对公司言论产生“寒蝉效应”,这种“寒蝉效应”将会随着技术的不断发展而进一步恶化。因此,社交媒体“安全港”将开辟出一个不受监管限制的空间,发行人可以自由披露重要信息,个人投资者也可以同步地、不受阻碍地获取这些信息。此外,“安全港”规则还能够促进市场公平,增强发行人主动披露的积极性。

(编辑:宋澜)