

论证券电子公开说明书之法律监管*

——兼论《证券法》相关条款的设计

武俊桥**

摘要:证券电子公开说明书是对公开说明书在网络空间的延伸,这种延伸不仅包括形式上的延伸,还将引起内容和效力上的变化。本文在详细分析电子公开说明书对监管的挑战内容和各国证券监管机构法律监管应对策略和方式的基础上,对我国证券电子公开说明书的法律监管提出了建议。

关键词:电子公开说明书 法律监管 超链接 多媒体

证券公开说明书是指发行人为有价证券的发行或者出售,依法向广大投资者等主体提供的说明文书,是证券发行市场最重要的信息披露工具。^①我国《证券法》上的公开说明书表现为招股说明书、公司债券募集办法、收购报告书等。

证券电子公开说明书是公开说明书在网络空

* 本文受第49批中国博士后科学基金面上资助和教育部人文社会科学研究青年基金项目(11YJC820068)共同资助。

** 武俊桥,上海证券交易所博士后工作站在站博士后。

① 参见陈界融:《证券发行论》,高等教育出版社2008年版,第186页。

间的延伸,这种延伸不仅包括形式上的延伸,还将引起内容和效力上的变化。简单来说,电子公开说明书是指通过电子方式而不是纸质方式进行的信息披露,其形式包括了通过因特网或者其他计算机网络、CD-ROM和软盘进行的信息披露。^② 电子公开说明书在形式上、内容和效力上都与传统的纸质条件下的说明书有所不同。形式上,传统纸质说明书其编制主要是使用文本格式,最多加入一般图表,电子公开说明书会采用HTML等多样性的编写语言,也可以在其中加入图片、视频、音频等多媒体内容。电子公开说明书具有低成本性、广泛性、迅捷性、丰富性、超链接性等特点和优势,^③已然成为发达资本市场信息披露未来发展的趋势。但电子公开说明书也给监管机构带来了严重的挑战:如信息披露的不公平、电子公开说明书的易篡改性、投资者对信息的甄别问题、基于网络披露产生的证券欺诈问题等。

一、电子公开说明书披露监管面临的挑战

电子公开说明书是证券信息网络披露的主要方式和主要内容,是法定证券信息网络披露的载体和表现,因此,证券信息网络披露所遭遇的挑战,电子公开说明书都有可能会面对。

(一) 电子公开说明书可能会引起披露不公平

公平的信息披露是证券市场投资者保护的重要措施,也是证券市场核心价值的体现之一。电子公开说明书的发展,促进了信息披露的迅捷、便利、丰富和低成本,有助于投资者能够在更大范围、在更广阔领域获得证券信息。网络技术在给发行人、投资者以及监管机构等带来信息披露的诸多便利时,也给监管机构带来了信息披露的公平问题。

其一,网络的可获取性所引起的信息披露不公平。证券市场投资者因其收入、年龄、居住环境等各种各样的原因,对网络的可获取程度

^② Australian Securities & Investments Commission (ASIC), *REGULATORY GUIDE 107, Electronic prospectuses*, p. 2.

^③ 可参见冯果等:《网上证券交易法律监管问题研究》,人民出版社2011年版,第196~199页。

不同,导致了投资者有可能不能够均等地获得证券信息的网络披露内容。这种信息披露不公平原因的本质是“数字鸿沟”^④现象在证券市场的扩展。

其二,多媒体内容的引入所引起的信息披露不公平。电子公开说明书与传统纸质说明书的不同之处其一就是信息披露义务人可以在电子公开说明书中使用视频、音频、图画等多媒体内容。信息披露义务人在电子公开说明书等信息披露文件中使用多媒体至少有三个好处:与投资者形成良好的互动关系;节省时间和金钱成本;有助于给投资者提供通俗易懂的信息。但是,多媒体内容在给信息披露义务人带来了各种便利的同时,也有可能产生新的不公平,其原因在于投资者由于其网络速度、计算机配置以及操作复杂性等有可能事实上不能够获取到或者阅读这种多媒体内容,这就导致了部分投资者在多媒体内容上的不公平,进而影响到投资者在证券投资上的判断能力。

其三,电子公开说明书内容的艰深性所引起的不公平。证券信息网络披露的低成本性,使得发行人、上市公司等信息披露义务人为了免于承担信息披露不全面、不完整的责任,将与公司有关的除商业秘密以外的所有信息都可能在电子公开说明书中进行披露,并且使用专业性的商业、会计、法律语言,使证券信息披露文件变得拖沓冗长、晦涩难懂。这种“鸿篇巨著”式的“天书”使网络时代能够直接获取信息披露文件的中小投资者望而生畏,而机构投资者由于具有专业人员能够对信息披露文件做全面的分析,从而加重了中小投资者和机构投资者之间在信息披露文件阅读和理解能力上的不公平。

^④ 发达国家的“数字鸿沟”现象一般体现为以下几种方式:(1)阶层差异。据调查,美国年收入7.5万美元的家庭87%拥有电脑,68%家庭上网,而年收入低于1.5万美元的家庭中,只有7%有电脑,2%与因特网相联。(2)种族差异。美国黑人和西班牙裔的家庭的电脑拥有率和上网率要比白人和亚裔低60%左右,在美国网络高度普及的今天,仍有99.5%的非洲裔、98%的拉美裔不能使用网特网。(3)行业差异。美国信息技术业工人的平均年薪比其他私营部门工人的工资高85%,1992~1998年,信息产业工人与其他行业工人的年平均工资差距扩大了1万美元。(4)年龄差异。英国使用因特网的人口中有50%以上属于15~24岁群体,而这部分人口仅占全国人口的15%,超过64岁的人口每25人中只有1人上网。(5)男女性别之间、城乡之间及不同教育背景人群的信息化差距也日益明显。

(二) 电子公开说明书的易篡改性可能引起的证券欺诈

通过纸质文件进行的信息披露,由于纸质对其内容的固定性,信息披露义务人公开的内容,除非作出更正性的说明,即通过临时报告的方式进行补充和更正,俗称“打补丁”,否则其内容不能够随意更改。这种不易更改和不易变动性,既是纸质文件的特性所限制,也是证券监管法令的要求。投资者在作出投资决定时,所依据的是发行人或者券商公开的不易更改和变动的文件,在网络信息披露的环境下,由于网络本身的易篡改性和网络信息传递的时效性,导致投资者在作出投资判断时所依据的公开信息可能随时发生篡改甚至删除,这种条件下,容易诱发证券市场的不当行为,例如虚假陈述、内幕交易、操纵市场等。网站内信息的暂时性为市场的参与者节约了大量的开支,但同时也向监管者提出了监管和取证的问题。例如,网站内错误的证据和误导的信息可以很快删除或改变,这为监管机构的调查取证带来了困难。证券网上信息披露的易篡改性,其原因在于,首先,证券信息披露主体对其披露信息基于某些原因的修改和删除;其次,通过网络进行披露的信息中含有超链接,该超链接指向了第三方网站,但是该第三方网站随时可能发生变动;最后,第三人基于网络安全性问题对证券信息披露义务人所披露的信息进行的篡改例如更改、删除和添加。

证券信息网络披露的这种易篡改性,给证券监管当局提出了严峻的监管问题。首先,对于应在证券监管机构进行登记的信息,在登记之后的变动如何认定和取证提出了严重的挑战。传统纸质信息披露文件具有固定性和不易变动性的特征,信息披露义务人在提交或者公开了信息披露内容后,其相关文件不会发生变动。证券信息在网络披露后有可能对信息披露的内容进行变动,证券监管机构如何认定信息披露内容是否发生了变动,从而追究信息披露义务人的责任,监管机构遇到了纸质披露时代所未曾遇到的难题。其次,判定信息披露义务人是否违反了证券法所要求的信息披露义务,如是否存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏等,所依据的主要就是信息披露文件,信息披露文件的易篡改性,无疑为这种监管的判断增加了难度。这种监管挑战同样会出现在对内幕交易以及操纵市场等行为的判断上。再次,证券信息网络披露文件中所存在的“超链接”,在给信息披露义务人和投资者带

来便利的时候,也有可能带来新的监管问题,尤其是信息披露的义务主体基于超链接指向的第三方网站的信息内容变动承担责任。不适当地使用超链接是监管者关心的一个问题,因为超链接能够给不合法的信息披上一层合法的外衣。例如,一个从事非法或未经批准的证券发行网站可能包含着一个定位到监管机构主页的超链接。超链接的存在似乎隐含着监管机构已经审核和批准了发行,但事实上却没有。此外,可能产生的问题还有:是否由一个站点到另一个站点的超链接隐含着被定位的站点所包含的信息是原站点同意的。因超链接所指向的第三方网站在没有通知信息披露义务人的情况下,对超链接内容的篡改,很有可能会使投资者利益受损。最后,基于网络安全性问题,网络黑客对于发行人或者券商披露的信息进行篡改,以实现其非法目的,例如操纵市场等证券欺诈行为。网络安全是网络时代证券信息披露所必须面对的监管难题,黑客等网络主体在滥用网络的优势的基础上有可能会穿越信息披露义务人和监管机构的安全防护软件,进而对信息披露义务人所提供的信息披露文件进行篡改,从而实现操纵市场等违法违规的行为,以谋取非法利益。

二、电子公开说明书境外监管的思路及我国的现状

各国监管机构并未对资本市场电子公开说明书的使用“视而不见”,也没有以阻止甚至妨碍资本市场技术进步的思维完全禁止采用电子公开说明书的使用,而是通过类推纸质公开说明书监管的思路,应对电子公开说明书带来的挑战。

(一)“类推监管”并逐步走向“网络导向”是境外对电子公开说明书规制的主要思路^⑤

所谓“类推监管”,即将电子公开说明书类推或者比照现行的纸质公开说明书的证券监管规则来处理,即要求通过电子公开说明书信息

^⑤ 可参见冯果、武俊桥:“由‘类推监管’到‘网络导向监管’——论网络信息时代证券信息披露监管制度的建构”,载《现代法学》2010年第3期。

披露的义务人遵守现行证券信息披露规则的要求,适用传统的监管手段和方式,或者对现行纸质公开说明书的信息披露规则做些微改动,并要求信息披露义务人遵守。当然,各国证券监管机构并没有直接提出“类推监管”的概念,但在面对电子公开说明书时纷纷采取了这样一种较为务实的思路。例如,证券委员会国际组织(The International Organization of Securities Commissions,缩写为IOSCO)、美国SEC、英国金融服务管理局(Financial Services Authority)和澳大利亚证券投资委员会(Australian Securities Investment Commission)同样采取了这种“类推监管”方式对网上信息公开进行监管。^⑥英国金融服务管理局规定:1986年金融服务法仍然适用于网络,就像该法适用于其他的媒体诸如信件、传真和电话是一样的。网络仅仅是多种通讯方式中的一种。^⑦类似的,澳大利亚证券投资委员会发布的政策中也强调:“法律中所有的规定都适用于电子公开说明书。”^⑧澳大利亚证券投资委员会的这种决定建立的基础是其主观上认为纸质公开文件仍然是大部分投资者获取信息的基本方式。加拿大证券管理局虽然没有明确指出类推适用纸质的监管方法。但是,该监管机构也是在不改变实体法的前提下,对市场主体使用网络进行监管的。^⑨

各国之所以会采用“类推监管”作为对证券信息网络披露监管的基础,我们理解其原因可能包括以下三点:第一,监管机构对技术发展给证券信息披露所带来的影响还没有足够的认识,依然停留在证券监管规则制定初期的基础之上,同时基于证券监管的惯性思维,各国监管机构在面对通过网络进行的信息披露时,习惯性地认为证券信息网络披露仅仅是方式的变化,因而强行要求证券信息网络披露要符合纸质

^⑥ 可参见冯果、武俊桥:“由‘类推监管’到‘网络导向监管’——论网络信息时代证券信息披露监管制度的建构”,载《现代法学》2010年第3期。

^⑦ 英国金融服务管理局, *The Perimeter and the Internet*, <http://www.fsa.gov.uk/enforcement/lcibinternet.html>, 2009年10月20日最后访问。

^⑧ 澳大利亚证券投资委员会, (Issued on 18 September 1996 and updated on 10 February 2000) *Policy Statement 10*, <http://www.cpd.com.au/asic/ps/ps107.pdf>, 2009年5月9日最后访问。

^⑨ Anita Indira Anand. *Securities Law in the Internet Age: Is “Regulating by Analogy” the Right Approach?*, *Queen’s Law Journal*, 2001, at 137 - 138.

文件的规定。第二,采用“类推监管”的理念,证券监管机构可能坚守证券信息披露公平性原则,为证券市场投资者提供最基本的信息披露方式,使投资者通过最基本的方式就可以获取相应证券市场的投资信息,避免没有能力使用计算机和安装网络的投资者不能获得同等程度的信息。欧盟《招股说明书指令》对于以上两点原因的反应最为明显:该《招股说明书指令》规定电子招股说明书必须能够通过网络方便地获取,电子招股说明书中不能含有超链接的内容,除非该超链接是目录中所必要的内容。事实上,该《招股说明书指令》禁止了大部分的超链接内容。同时,该《招股说明书指令》还赋予投资者免费获取纸质招股说明书的权利。第三,各国证券监管机构采用“类推监管”的理念,还可能是鉴于电子文档的易篡改性和非权威性等特征,为了避免网上证券欺诈等的威胁,迫不得已对电子文档等网上信息披露采用了类推纸面的监管。^⑩

“类推监管”是各国面对电子公开说明书所带来挑战的“本能反应”,客观上在网络技术发展的初级阶段,在计算机并不普及、投资者通过网络获取信息能力差距比较大及监管部门监管能力有限的情况下,基于投资者能够公平地获取信息及监管部门客观地保存证据等之需要,对信息披露监管采取“类推监管”是必要的,也是理智的,因为它不仅保障了投资者公平获取信息,而且还有助于打击通过网络进行的证券欺诈,保护了投资者的利益。但“类推监管”充其量只能是特定时期所采取的具有过渡性的监管思路,随着网络技术的不断发展,许多原有的顾虑将会随之消失,监管理念的重塑将会成为必然。未来将会逐步走向“网络导向”的监管模式和思路。^⑪

(二)我国电子公开说明书规制现状

我国《证券法》在电子公开说明书的规制上既落后于国外在该问题上的认识,也远远落后于实践的发展。

^⑩ 参见冯果、武俊桥:“由‘类推监管’到‘网络导向监管’——论网络信息时代证券信息披露监管制度的建构”,载《现代法学》2010年第3期。

^⑪ 有关“网络导向”监管思路和理念的意义及确立可参见冯果、武俊桥:“由‘类推监管’到‘网络导向监管’——论网络信息时代证券信息披露监管制度的建构”,载《现代法学》2010年第3期。

首先,我国《证券法》在信息披露问题上,仅在其第70条规定了证券信息的披露方式,即依法必须披露的信息,应当在国务院证券监督管理机构指定的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易所,供社会公众查阅。而这种信息披露方式,主要就是指纸质公开说明书,对于技术发展所引起的电子公开说明书只字未提。

其次,《上市公司信息披露管理办法》对于电子公开说明书方式也仅是将其置于到补充的地位上,没有认识到电子公开说明书与纸质公开说明书的不同。在《上市公司信息披露管理办法》中提到的指定媒体指的是中国证监会指定的报刊和网站。中国证监会指定的信息披露网站是巨潮资讯网(<http://www.cninfo.com.cn/>)以及上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)。这两个网站发布的内容虽然不是纸质信息披露文件,但是披露的文件格式如采用PDF格式,其中既没有如图片、视频、音频等多媒体内容,也没有超链接的内容,如果这些文件打印出来,将与纸质文件无异。

再次,《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(2006年修订)曾提到:“在不影响信息披露的完整性和不致引起阅读不便的前提下,发行人可采用相互引征的方法,对各相关部分的内容进行适当的技术处理,以避免重复和保持文字简洁。”这种规定,在一定程度上可以看做是为在招股说明书中“超链接”的出现提供了可能性,但是对于其他的音频、视频等其他的多媒体内容则没有提及。这说明我国证券机构在立法规定上,还基本上建立在纸质时代的监管哲学之上。

最后,我国证券市场主体对于强制性信息披露基本上采用了PDF的格式,也即纸质时代的披露方式,但是对于某些自愿性披露信息,例如公司前景以及业绩报告等采用了多媒体的方式,可见在某些方面,证券市场主体已经充分认识到了证券信息网络披露的重大优势。

三、“类推监管”逐步走向“网络导向”监管构筑 我国电子公开说明书的规制体系

固然从证券信息网络披露监管的发展趋势来看,从“类推监管”走向“网络导向”监管是网络信息披露时代信息披露的主要的思路和理念,^⑫但基于目前我国资本市场还处于“新兴加转轨”的阶段,我国资本市场的主要特征还是国有企业为主、散户投资者为主、股权文化上以投机为主,^⑬我国资本市场对电子公开说明书的规制还应该采取务实的态度,以“类推监管”构筑现阶段电子公开说明书的规制体系,随着资本市场逐渐走向成熟和网络技术在资本市场投资者中的普及,未来对电子公开说明书的监管将逐渐过渡到“网络导向”规制的思路。

(一) 语言和显示方式是电子公开说明书监管的前提

电子公开说明书与传统的纸质说明书在形式上有两方面的差别,一是编写语言的不同,二是显示的方式不同。

1. 电子公开说明书编写语言监管

传统的纸质说明书一般是通过 WORD 文档等办公自动化软件进行编写,然后按照证券监管机构所规定的方式进行排列、打印,以纸质的方式向证券监管机构以及证券投资者进行提供。电子公开说明书的编写则不同,有的可能使用 PDF 格式向证券监管机构提供,有的可能通过电子邮件、通过 FTP 或者通过讨论社区等方式向证券监管机构以及投资者提供。

^⑫ 参见冯果、武俊桥:“由‘类推监管’到‘网络导向监管’——论网络信息时代证券信息披露监管制度的建构”,载《现代法学》2010年第3期。

^⑬ 参见尚福林:“尚福林谈资本市场:直面股市热点问题”,载《证券市场周刊》2010年12月号。

其中,与传统纸质公开说明书相比最有特点的就是通过 HTML^⑭语言编写,一般通过证券信息存储和检索系统和网页以 WEB 方式提供的电子公开说明书。这种公开说明书以 HTML 语言进行编写,与传统上以 WORD 文档处理的纸质说明书相比,其特点首先是其中可以嵌入相应的多媒体信息,例如音频、视频或者图片等内容,便于监管机构和投资者对发行人自身以及与发行信息有关的内容进行充分的了解;其次是以 HTML 语言编写的公开说明书一般要通过浏览器进行浏览,而且其内容通常情况下很难打印出来。美国的 EDGAR 系统自 1999 年 6 月 28 日开始正式接受以 HTML 语言编写的文件,并且 SEC 希望最终所有提交的文件都应该以 HTML 语言格式编写和提供。SEC 允许以 HTML 语言编写的文件含有数据图表和图片内容,但禁止使用 FLASH 动漫等公司标记,也不允许在 HTML 编写的文件中插入视频和音频,其原因是这些内容不能够像 WORD 文档一样被打印出来。为了保障数据库的安全和使用数据库的用户不受病毒的侵袭,以 HTML 语言编写的公开说明书不能含有可执行程序。澳大利亚证券投资委员会同样允许发行人披露包含多媒体内容的招股说明书。但是,这个公开文件必须要包含“与澳大利亚证券投资委员会所允许的其他不同的格式中的所包含的内容具有顺序上的相同性”,允许在电子公开说明书中使用的包括某些特定表述的搜索功能;所提供信息顺序的无形改变;帮助投资者迅速发现在电子公开说明书中的信息,招股说明书中的超链接;放大或者缩小显示信息的缩放功能。^⑮

^⑭ HTML 语言是 Hyper Text Markup Language 的简称,是一种在万维网上编辑文件的语言,HTML 使用各种标记和属性定义文件的的结构和布局。一个正确的 HTML 文件结构开始于 <HTML> <HEAD> (在此嵌入文件的属性) <body> 并且以 </BODY> <HTML> 结束。在你的 WEB 文件上的所有信息都应该在 <BODY> 和 </BODY> 之间进行标记。在 HTML 语言中有几百个标记用来对 WEB 文件上的内容进行格式化和组织结构,同样在其中还会有超链接,这样将会引导使用者到其他网页上去,其方式是通过在超链接中的地址链接。<http://webopedia.internet.com/TERM/H/HTML.html>, 2011 年 10 月 1 日最后访问。

^⑮ Australian Securities Investment Commission Policy Statement 107, (Issued on 18 September 1996 and updated on 10 February 2000) online: Centre for Professional Development Homepage < <http://www.cpd.com.au/asic/ps/ps107.pdf> > (hereinafter “ASIC Policy Statement 107.”), s. 67.

2. 电子公开说明书显示方式监管

电子公开说明书目前一般通过三种方式显示,PDF、GIF 和 WEB 方式。

以 PDF(Portable Document Format,便携文档格式)格式显示的电子公开说明书,通过网站超链接确保文件披露时文件格式和外表与文件的初始形式相同,例如文件的格式、打印字体、表格、颜色和图形等都没有任何改变。在这种文档中,投资者可以浏览全文也可以通过查找功能定位到某些关键词,也可以在该类文档中插入书签、注释等,还可以通过超链接定位到其他的 PDF 文档和网页上。使用 PDF 文档的一个主要的缺陷是必须要下载专用的软件 Adobe Reader 才可以阅读 PDF 文档,但大部分使用 PDF 文档的网站都提供了下载 Adobe Reader 的地址链接。

GIF(graphics interchange format,图形交换格式)格式相比较 PDF 而言,使用的概率很小,以这种格式所披露的电子公开说明书,其形式与原纸面的文件完全相同,最适合对图像信息进行披露。与 PDF 格式相比,其优点在于不需要下载专用阅读器。但是缺点也是明显的,例如投资者不能够使用查找功能,因此不能够准确定位某一信息,这一点对于少则几十页多则几百页的定期报告来说,是很不方便的。此外,GIF 文档中也不能够使用超链接。

以 WEB 方式披露的电子公开说明书,将以更加吸引人的方式显现在投资者的浏览器上,在其中可以镶嵌图表、图画、漫画、视频、音频等多媒体。在以这种形式显示的电子公开说明书中也可以嵌入超链接,这种超链接既可以指向该电子公开说明书的内部,也可以指向该文件的外部,甚至是其他人的网站内容。WEB 方式也可以通过纸质提供,一般而言,文件的大部分内容都可以显示出来,但是字体和版面设计可能会是不同的。为了保证向证券监管机构报送文件的统一性,也为了投资者在获取电子公开说明书过程中的安全性,以 WEB 方式显示的文件,不能够含有可执行文件。对于 WEB 方式显示的公开说明书,可以通过网络浏览器进行在线阅读,例如 IE、Opera、firefox、chrome、遨游等,投资者可以自己选择相应的浏览器。但是有一点需要注意的是,由于各浏览器对于网页 HTML 语言的要求不同,以 WEB 方式显示的电子公开说明书外观可能会有所不同,其原因在于 HTML 的不同版本中

标记的内容是不同的。为了解决这个问题,也为了能够使电子公开说明书最大程度地在不同浏览器中都能够显示出来,一般证券监管机构会要求编写电子公开说明书的 HTML 语言使用较低的版本。例如美国 SEC 并不是要求所有在 HTML 语言 3.2/4.0 版本中的编辑都可以使用在 EDGAR 系统文件中,目前只有 HTML3.2 版本的标记和 HTML4.0 版本的某些属性是允许使用的,这两个版本都不是最新的版本,通常网络浏览器都兼容该版本。即便这样,SEC 对于 3.2 版本也没有允许所有的标记都可以使用,某些标记是排除使用的,这些标记包括活动性内容标记、嵌套表格的标记、某类超链接标记以及并不是所有浏览器都支持的扩展标记。在 EDGAR 系统文件中明确列出了允许使用的 HTML 语言标记。这种要求使发行人在制作电子公开说明书时,不能仅仅通过 WORD 的批处理程序转换为 HTML 格式,除非这种批处理程序完全使用了允许的标记。^⑩

我国证券市场发行人提供的公开说明书一般属于纸质的说明书,即便是通过证监会指定的信息披露网站发布的招股说明书或者债券募集办法采用的电子方式一般也仅是 PDF 格式,巨潮资讯网提供的招股说明书均是以 PDF 格式提供的。对于 GIF 格式以及 WEB 方式根本没有涉及。其原因可能是:其一,为了最大程度保证网络信息披露文件和纸质文件的高度一致性,以确保信息披露的公平性;其二,使用 PDF 也便于发行人编写信息披露文件,因为相较于 WEB 格式,PDF 格式的技术要求更低。网络技术在证券市场的发展将会逐渐“熨平”投资者在获取信息披露文件方面的不公平性,发行人信息披露技术水平的提高也将逐渐解除监管机构对披露技术的担忧。为了能够充分保护投资者利益,给投资者提供更加通俗易懂和更加便捷的信息披露,我国监管机构应该逐渐允许发行人使用 WEB 格式的电子公开说明书。

(二)对电子公开说明书的内容以“类推监管”为基础逐步走向“网络导向”监管

1. 各国监管机构以“类推监管”应对电子公开说明书内容的变化

^⑩ Howard M. Friedman, *Securities Regulation in Cyberspace*, Aspen Publishers, 2007 supplement, at 15-24.

从内容上来看,各国的证券监管机构对于公开说明书内容的规定大致相同,一般都包括两个部分:一是形式内容,如封面、扉页、封底等;二是实体内容,如公司的基本情况、发行公司经营情况、发行公司财务状况、发行计划以执行情况、特别记载事项、风险提示事项、重要的决议事项等。^①

电子公开说明书是在传统纸质说明书的基础上发展起来的,基于其编写语言和显示方式不同,在内容上自然也会有所发展,如以 WEB 方式显示的电子公开说明书在内容可能比纸质公开说明书丰富得多,其中可以插入视频、音频、动漫、超链接等。各国的证券监管机构基于“类推监管”,一般都会要求电子公开说明书在内容上应该与纸质的发行说明书相同。美国 SEC 要求电子公开说明书在内容要与纸质发行说明书的内容一致。澳大利亚《监管指引 107:电子公开说明书》中指出电子公开说明书中包含的内容应该与提交的纸质说明书相同,并且次序也应该相同,但电子公开说明书中包含的有助于投资者阅读的下列改变是被允许的:定义某一用语的搜索功能,不重要的次序改变,有助于投资者使用和发现电子公开说明书信息的提示符;电子公开说明书内的超链接;文件的缩放功能;非宣传性的图片。^② 香港证监会做了与此类似的要求。^③ 对于包含这些内容的电子公开说明书,监管机构认为其与纸质公开说明书的效力相同。美国在 2005 年改革后,认为电子公开说明书因多媒体或超链接等与纸质说明书虽稍有不同,但不妨碍其效力。各国监管机构在面对电子公开说明书时,表现出了较为谨慎的态度,其原因首先在于投资者获取电子公开说明书的公平性和数字鸿沟问题;其次在于以多媒体方式体现的“软性”信息会分散投资者对法定披露内容的注意力;最后,监管机构认为会降低技术作为推动市场发展的动力。^④

^① 参见陈界融:《证券发行论》,高等教育出版社 2008 年版,第 189~191 页。

^② Australian Securities & Investments Commission, *Electronic prospectuses*, RG 107. 67, <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>, 2009-12-28.

^③ 参见香港证监会:《电子公开发售指引》,4.1.2。

^④ Dimity Kingsford Smith, *The Same Yet Different: Australian And United States Online Investing Regulation*, University of Toledo Law Review, Winter 2006.

与此相关的问题是在电子公开说明书和纸质公开说明书同时使用的证券市场,如果存在虚伪不实的情形,给投资者带来投资损失的情况下,如何追究发行人的欺诈责任?其本质在于如果两者对同一内容都做了相同的虚伪陈述,监管机构很容易认定证券发行主体应该承担证券虚假陈述的责任。但是在电子公开说明书和纸质发行说明书内容不同时,如果出现了虚假陈述的内容时,证券监管机构应该如何认定?美国证券监管机构认为如果证券发行人对于电子公开说明书中的多媒体内容,在纸质发行说明书中已经做了最大努力的澄清和说明时,对于电子公开说明书中的该部分内容,证券发行人可以免责。但是,美国法院的态度是无论是电子公开说明书还是纸质公开说明书,还是该二者同时,只要其中含有重大遗漏的内容,都应该适用美国《1933年证券法》第11条所规定的责任条款的内容。^②因此可以看出,美国证券监管机构对该问题的态度也是不一致的。本文认为,基于公开说明书的功能一方面是发行人进行证券公开发行的依据,而另一方面则是证券投资者进行证券投资的依据,并且基于证券公开发行说明书的公开性,证券监管机构应该要求电子证券发行说明书和纸质发行说明书都不得违反证券法的反欺诈条款,证券发行人在电子公开说明书或者纸质发行说明书中的任何虚假陈述行为,无论是否基于电子公开说明书的特性所引起,如使用了多媒体,都必须承担反欺诈的责任。

2. 对我国电子公开说明书内容监管的建议

我国证券立法和证券监管机构对电子公开说明书内容监管一直持更为保守的态度,一定意义上确保了信息披露内容的统一性,保护了投资者利益,但随着网络技术和投资者对信息披露内容的多样性要求,监管机构应该适度放开对电子公开说明书的监管,适度允许发行人通过多媒体、超链接等方式公开某些因纸质说明书的特性而无法公开的信息,具体建议如下:

其一,从我国证券信息披露发展的阶段来看,在坚持“类推监管”的基础之上要求电子公开说明书在实质内容上应该与纸质说明书相

^② Howard M. Friedman, *Securities Regulation in Cyberspace*, Aspen Publishers, 2007, at 3-42.

同,对于以视频、音频、动漫以及超链接所显示的内容应该在该位置以文字的方式说明,赋予文字说明和多媒体内容以及超链接的内容以相同的效力。发行说明书在向中国证监会以及证券交易所提交时,电子公开说明书与纸质发行说明书应该同时提交,如果二者不一致的,应该责成发行人修改直至一致,否则应该以纸质说明书的内容为准。

其二,随着网络的普及,以及证券信息网络披露的发展,在全面进入证券信息网络披露的时代里,应该坚持“网络导向监管”的信息披露的监管原则,充分发挥电子公开说明书对发行信息披露的重要意义,逐步实现电子公开说明书的效力优先性,以电子公开说明书的内容作为发行人登记和公开的依据。

(三)“分类监管”电子公开说明书的超链接

电子公开说明书与传统纸质说明书一个最大的不同就是超链接问题,超链接可以帮助投资者方便阅读相关的文件。超链接在给投资者带来方便时,也给投资者带来了损害:其一,电子公开说明书中出现了超链接将会使投资者对电子公开说明书的内容产生疑惑,投资者需要在不同的文件中进行转换,对于提交给证券监管机构的文件也不能完整地打印出来。此外,数据库中的搜索功能也不能对链接定位的文件进行搜索。其二,对于超链接的内容,如果属于发行人向证券监管机构提交的内容,则发行人可以保证该内容的完整性和准确性。但是如果该超链接超出了发行人的范围,例如链接到第三方主体提供的内容,发行人将很难保证该内容的完整性和准确性。不适当地使用超链接是监管者关心的一个问题,因为超链接能够给不合法的信息披上一层合法的外衣。例如,一个从事非法或未经批准的证券发行网站可能包含着一个定位到监管机构主页的超链接。超链接的存在似乎隐含着监管机构已经审核和批准了发行,但事实上却没有。此外,可能产生的问题还有:由一个站点到另一个站点的超链接隐含着被定位的站点所包含的信息是否是经原站点同意的。^②

1. 分类监管是对电子公开说明书超链接的有效监管

电子公开说明书中的超链接可以在电子公开说明书内部设置,因

^② IOSCO, *Report on Securities Activity on the Internet*, September 1998, at 11.

为电子公开说明书的内容一般都比较多,通过超链接可以使投资者方便阅读,本文将这种超链接称为内部超链接;超链接还可以链接到该电子公开说明书的外部,例如向证券监管机构同时报送的其他文件中,此外还可以链接到发行人在其网站上提供的其他内容,本文将这种超链接称为文件超链接;最后,该链接还可以帮助投资者进入第三方网站提供的内容,例如证券发行承销人在其网站上提供的报告,包括推介新闻或者投资咨询报告等,本文将这种超链接称为外部超链接。

内部超链接的功能在于方便投资者在电子公开说明书内部进行跳转,方便阅读和理解,并且不会给投资者带来公开说明书外的信息,因此一直为各国监管机构所允许,澳大利亚在其《监管指引 107:电子公开说明书》中明确电子公开说明书内的超链接,例如在部分和页面之间、不同部分之间以及在某一定义和该定义使用之处的超链接是允许的,^②香港证监会在其《公开发售指引》中也明确文件内提供超链接是允许的。美国 SEC 限制的是发行人通过超链接进入第三方网站,对于内部超链接自然也是允许的。因此,内部超链接促进了投资者在电子公开说明书内部进行跳转,提高了投资者使用电子公开说明书的效率,有助于投资者便捷地阅读和理解公开说明书,保护了投资者利益,因此各国监管机构应该促进发行人在电子公开说明书中使用内部超链接。

文件超链接的目的在于帮助投资者在发行人所提供的不同电子公开说明文件之间进行跳转,并对电子公开说明书的内容进行解释,以利于投资者阅读电子公开说明书。一般而言,发行人在电子公开说明书中插入的这些文件超链接,是给投资者理解该说明书提供必要的参考,不会给投资者带来误解,损害投资者利益。发行人对于通过超链接提供的这些内容一般会保证其真实性。但发行人为了更好的发行其证券,其所通过超链接提供的内容也存在虚假陈述的可能。发行人对此内容承担责任则是毫无疑问的。美国 SEC 对于文件超链接问题,在其 2000 年的指令中提出了具有深远意义的“信封理论”。这个理论是建立在该委员会 1995/1996 年规则之上的,这个理论是用来描述“发行人

^② 参见 Australian Securities & Investments Commission, *Electronic prospectuses*, RG 107.67(d)(i), <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>, 2011 年 10 月 1 日最后访问。

或者券商是如何同时进行电子交付——就像一个虚拟的信封一样——销售文件和最终说明书的”。²⁴ 该理论认为如果发行人在招股说明书中使用了超链接,则该超链接的内容有可能成为招股说明书的组成部分。若使用了嵌入式超链接,则被超链接的信息将必须作为招股说明书的组成部分进行报备,且将适用《1933年证券法》第11条项下的责任条款规定。²⁵ 相反,从外部文件超链接到招股说明书,则将导致两种文件被一起交付,但将不导致非招股说明书文件被视为招股说明书的组成部分。²⁶ 但是发行人仍然有可能对该外部文件承担《1933年证券法》第12条项下的责任,这取决于该外部文件其自身是否就是发行说明书或者发行说明书的一部分。SEC为了减少发行人基于信封理论承担责任的担心,SEC对其2000年的指令进行了限制,其信封理论仅限于交付问题。这种担心来自于SEC1995年的解释令,主要是SEC在其中可能会考虑把在该网站上的任何相似的信息均认为是发行说明书的一部分,而构成一个销售要约,或者是另外一种形式的发行说明书,这样将违反证券法的规定。但是,无论证券法第10条项下的发行说明书是否公开、何时公开,网站的内容必须要做全面的检查,以决定其中是否含有不允许豁免的书面内容。因此,无论发行人或者券商交付的文件是否关键,SEC的规则很明显与纸质时代的监管规则做了区分。这种环境下,SEC发现网站上的内容不能仅仅被比做书籍、杂志或者文件,但是超链接信息,它们仍然可以构成邮包或者信封的一部分。²⁷ 在发行人向EDGAR系统提交的说明书中,不能包含指向外部网站的超链接内容,应当指出的是,发行说明书中可以包含一个指向发行人公司

²⁴ Jonathan E. Gottlieb & Diana R. de Brito, *The SEC's Long - Waited "Internet Release" Answers Some Questions, But Leaves Others Untouched*, 3 WALLSTREETLAWYER.COM 1, 4 (May 2000), available at <http://wallstreetlawyer.com>, at 4, 2011年10月1日最后访问。

²⁵ 美国《1933年证券法》所规定的责任是因虚假注册说明书引起的民事责任。参见张路译:《美国1933年证券法》,法律出版社2006年版,第64~74页。

²⁶ 参见[美]路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第109页。

²⁷ Joseph J. Norton, Hansjörg J. O. Heppe, *U. S. Securities Regulation and the Use of the Internet in Registered Offerings*, Law and Business Review of the Americas, Winter/Spring, 2002, at 94.

网站或者 SEC 网站的非激活的文本网址。如果提交文件者在生成这些文件时,采取了合理的步骤来防止这些网址变为激活地址(例如在删除了 HTML 语言下的 <a href 标记)或者指出这些网址仅仅是文本性质的参考内容,那么在该网站上的内容在证券法的反欺诈条款下也不会被看做是电子发行说明书的一部分,即便在投资者的浏览器中自动转换成了激活性的超链接。如果 EDGAR 系统中的文件包含着一个指向其他网站的非活性文本性质的参考网址,SEC 的立场是如果投资者的 WORD 自动处理程序能够自动把这种参考文本变为激活性的网址,发行人要准备对这个网站的内容承担责任。^⑳ 也就是说发行人应保证电子公开说明书中使用文件超链接内容的真实性,否则要承担虚假陈述的责任。可以说,“信封理论”很好地处理了发行人在电子公开说明书中使用文件超链接的责任问题。事实上,发行人因文件超链接发生虚假陈述的案例较少,各国监管机构一般也允许发行人在电子公开说明书中使用该种链接,澳大利亚在其《监管指引 107: 电子公开说明书》中明确电子公开说明书中使用超链接的两种情形之一即是对电子公开说明书具有参考性的文件。^㉑ 欧盟《招股说明书监管指令》指出欧盟公开说明书禁止使用超链接,除非该链接到电子地址能够获取公开说明书参考的内容。^㉒

有可能产生虚假陈述、损害投资者利益的是外部超链接,即发行人在电子公开说明书中使用的超链接,该超链接指向了发行人以外的第三方所提供的内容,如第三方网站或者第三方(承销人、证券投资咨询机构)所提供的投资报告等。这些内容由于超出了发行人所能控制的范围,很有可能会产生证券欺诈等行为。基于外部超链接产生的证券欺诈等问题,已经成为各国证券监管机构和证券委员会国际组织关注的

⑳ Howard M. Friedman, *Securities Regulation in Cyberspace*, Aspen Publishers, 2007 supplement, at 15 - 23.

㉑ Australian Securities & Investments Commission, *Electronic prospectuses*, RG 107. 67 (d) (ii), <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>, 2009 - 12 - 28.

㉒ COMMISSION REGULATION (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, Article 29(1).

焦点。IOSCO 在其《网上证券行为报告 II》中专门讨论了在证券信息网络披露过程中,对使用超链接问题进行监管的原则性建议。IOSCO 认为发行人或者券商使用超链接链接到第三方的信息包括投资者教育材料、新闻公告和研究报告。一般来说,证券法要求发行人向投资者进行的信息公开内容中不能含有虚假陈述、重大遗漏或者误导性陈述的内容。发行人和券商对这些内容的真实性承担责任,而无论信息披露的方式为何,这其中当然包括网上的信息披露。其中关键的问题是发行人或者券商是否应该对超链接内容中虚假的或误导性的信息承担责任。其核心在于投资者是否可以将该信息归责于发行人或券商。最后,这种归责取决于发行人自己是否准备为超链接内容承担责任或者批准和采用这种信息。换句话说,这种责任一般应该取决于对事实的认定,这种事实要考虑个案中的不同因素。在某些情况下,监管者在确认发行人或者证券中介机构是否“备有”、“批准”或者“采用”了超链接信息时,要考虑以下的因素:(1)超链接的内容——市场主体对于超链接的说明,例如其中是否包含了关于超链接问题的免责声明等;(2)有关浏览者将离开市场主体网站的明显的提示;(3)嵌入技术;(4)市场主体是否已经对第三方所公布的信息做了支付或者补偿;(5)是否第三方向市场主体做了支付或者补偿;(6)市场主体向证券监管机构报送的文件或者向投资者公开的文件中是否嵌入了超链接;(7)市场主体是否为向投资者指明该链接做了努力。^⑩ 美国 SEC 认为发行人是否应当对外部超链接的内容承担责任,特别是发行人对证券投资咨询机构的分析研究报告等内容是否承担责任,取决于发行人是否参加信息的编写,或是否明示或默示签署或者批准该信息,当发行人就第三方诸如证券投资咨询机构的报告内容真实性承担责任时,美国

^⑩ IOSCO, *Report on Securities Activity on the Internet II*, June 2001, at 22.

SEC 和法院将第一种称为“参编”理论,第二种称为“采纳”理论。^② 对于超链接的信息,“参编”理论项下的责任取决于发行人在公布信息前参与编制信息的程度。相反,“采纳”理论下的责任则取决于超链接信息公布之后,发行人是否明示或者默示签署或者批准了该信息。SEC 在判断发行人是否应当对外部超链接承担责任时,如果发行人参加了第三方如证券投资咨询机构的证券分析报告,无论发行人的电子公开说明书中是否插入了链接,发行人都应承担的责任。如果发行人仅在其文件中插入了链接到证券分析报告的超链接,即是否应该用“采纳”理论,SEC 则列出了三个条件作为确定的标准:超链接背景、混淆风险和超链接信息说明。超链接背景意在说明发行人对该超链接做了哪种说明或者暗示。例如公司可能就超链接所指向的内容告知投资者 XYZ 的网站有关于我们事业最精准的说明或者发行人使用超链接表明超链接内容支撑发行人网站上的特定内容。混淆风险因素考量则是指发行人是否对超链接所指向内容的来源作出说明以免投资者混淆,如果发行人在超链接处作出了明确的“退出页”或者免责性声明,发行人承担责任的可能性大大减少。超链接信息说明在于确定发行人对于超链接的内容是否作出了选择,其目的在于引导投资者进入特定的报告。^③ IOSCO 和美国 SEC 为了应对外部超链接内容虽然提出了各种所谓的标准来保证电子公开发行人说明书的真实性,以保护投资者利益,但这些

^② 美国 SEC 在其 SEC Interpretation: Use of Electronic Media 中使用的是 entanglement 和 adoption 两个词,张路等译的《美国证券监管法基础》将其翻译为参编和通过,本文认为参编还能够反映 entanglement 的真实意义,但以“通过”对应“adoption”则完全曲解了该词语的本来意义。参见[美]路易斯·罗思·乔尔·赛里格曼著,《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社 2008 年版,第 109 页,有关参编和采纳是美国法院在处理发行人是否应当对证券投资分析报告的内容承担责任时采用的证明标准,原告要求发行人就证券分析报告的真实性承担责任,必须要有充分的证据证明发行人和证券分析报告的真实性之间存在决定性的因果关系,这种关系主要是指发行人参与了证券分析报告的编写或者对其内容进行了评述等,否则发行人不承担责任;相比于参编标准,采纳标准降低了原告证明的要求,只要原告证明发行人明示或者默示签署或者批准了该信息,发行人就应该承担责任。参见 John V. Erskine, *Don't Believe The Hyperlink - Potential Liability Of Issuers Under Anti - Fraud Provisions Of The Federal Securities Laws For Embedding Hyperlinks To Analysts' Reports On Their Web Sites*, Seton Hall Law Review 2001。

^③ 具体内容可参见 SEC Interpretation: Use of Electronic Media, Release Nos. 33 - 7856。

判断标准极具模糊性,虽在英美法系等判例法系国家,这些标准也不无争议,发行人为了免于受到证券监管机构严厉的处罚,往往删除或者不使用外部超链接。^④事实上,外部超链接对投资者有效利用和使用电子公开说明书是一种重要的帮助,因为证券投资报告通常比公开说明书本身更具有参考价值,一份在电子公开说明书基础上的诚信的投资报告将有助于投资者作出明确的投资判断。

综合各国在超链接问题上的态度,我们发现:首先,超链接作为一种技术手段,在法律的评价视野中处于中性的状态,一方面超链接对于提高证券市场信息披露水平、提高证券市场的效率、保护投资者具有重要的意义;另一方面超链接也带来了严重的法律问题,例如通过超链接进行证券欺诈等。其次,各国证券监管机构对电子公开发行说明书中的超链接监管非常重视,对于在电子公开说明书中使用超链接采取了谨慎的态度,对于内部超链接监管机构一般都允许,对于文本超链接则要考量是否构成公开说明书,对于外部超链接的监管非常严格,大多数国家不允许在电子公开说明书中使用外部超链接。最后,各国证券监管机构对“超链接”采用了“类推监管”的理念,以纸质公开发行说明书的要求为基础,或者禁止在电子公开发行说明书中使用超链接,或者仅允许使用内部超链接,或者要求对于文本超链接所指向的文件视作公开发行说明书的组成部分,或者要求发行人基于超链接提供的电子公开说明书要与纸质的相同,充分体现出各国证券监管机构在面对超链接问题时,仍然没有摆脱“类推监管”的理念,构建出面向网络、基于网络的监管理念。

2. 我国监管机构应该以务实的态度对超链接进行监管

当前我国监管机构对电子公开发行说明书一律要求采用 PDF 格式,并且其中不得含有超链接内容,在超链接问题上采用严格禁止的监管制度,固然可以将因超链接引起的证券欺诈等问题拒之门外,但这是

^④ John V. Erskine, *Don't Believe The Hyperlink – Potential Liability Of Issuers Under Anti – Fraud Provisions Of The Federal Securities Laws For Embedding Hyperlinks To Analysts' Reports On Their Web Sites*, Seton Hall Law Review 2001; Mason Miller, *Technoliability: Corporate Websites, Hyperlinks, and Rule 10(B) – 5*, Washington and Lee Law Review, winter, 2001.

一种因噎废食的态度,客观上阻碍了超链接或者说电子公开说明书在我国的发展,不利于提高证券市场的效率,保护投资者利益。本文认为,我国证券监管机构应该正视而不回避超链接对信息披露的重要意义,固然要与我国证券市场投资者的投资水平和风险防范意识相适应,同时也要注重技术发展的水平和应用程度,体现效率和公平的统一,在提高证券市场效率和保护投资者利益之间取得平衡。具体而言,内部超链接方便了投资者对电子公开说明书的阅读,提高了信息披露的效率,有助于实现简明信息披露的原则,并且基本上不会产生证券欺诈等问题,内部超链接的使用能够保证电子公开说明书与纸质说明书在形式和内容上的统一性,因此我国监管机构应该允许并鼓励信息披露义务人在电子公开说明书中使用超链接;对于文件超链接,我国《证券法》和证券监管机构对电子公开说明书的认定采用的形式主义,即以《证券法》中严格规定的公开发行人说明书为准,因此,我国监管机构对于文件超链接应该明确电子公开发行人说明书中允许使用文件超链接,但这些超链接所指向的电子公开说明书之外的文件,虽不构成公开发行人说明书的内容,但属于信息披露义务人发行时的信息披露文件,如发行保荐书、法律意见书等备查文件,发行人能够保证这些文件的真实性,因而产生证券欺诈的可能性较小,我国监管机构应该允许发行人使用;我国证券市场还处于发展的初期阶段,证券投资分析报告的可信度和参考度都较低,证券市场的投资者还是习惯于获取一手的信息披露文件,例如招股说明书等,且由券商等第三方机构提供的证券投资报告的客观性还较差,因此,监管机构对于外部超链接的使用应慎之又慎,可以禁止发行人在电子公开说明书中使用外部超链接,以避免引起证券欺诈,发行人一旦违禁在电子公开说明书中使用了外部超链接,监管机构对于发行人和第三人之间的责任承担上可以借鉴美国的“参编”理论,推定发行人对第三方的内容进行了“参编”,对其虚假陈述等内容,应承担连带责任。

(四) 谨慎对待,逐步允许在电子公开说明书中使用多媒体

1. 各国监管机构谨慎对待电子公开说明书使用多媒体

网络技术的发展,使发行人在电子公开说明书或者定期报告等信息披露文件中使用图形、图片、音频和视频等多媒体成为可能,美国

SEC1995 年在其《使用电子媒体进行交付》^⑤中就已经允许发行人在电子公开说明书中使用多媒体。澳大利亚证券与投资委员会在 1999 年 12 月发布了有关使用多媒体电子公开说明书的征求意见,^⑥其目的也在于引入多媒体。

发行人在电子公开说明书中使用多媒体至少有三个好处:其一,与投资者形成良好的互动关系,多媒体与文字世界相比,投资者特别是个人投资者更乐意接受,有助于公司和投资者形成良好的纽带关系,公司可以通过多媒体以视觉、听觉冲击展现其良好的管理团队、产品、服务以及其他关键性的资产等。一个精心设计的多媒体可以产生非常有效的印象,也更能使投资者了解公司的发展策略和任务。研究表明,人类通过听觉或者视觉能够保留 60% 的记忆。投资者观看视频比单纯阅读能够更有效地了解公司。通过使用视频能够诱使投资者阅读更多的书面发行信息,视频等多媒体可以作为书面发行信息的有效补充,使投资者对公司有更深入的了解。其二,节省时间和金钱成本。多媒体公开发行说明书节省了发行人印刷和邮寄的成本,通过公司网站等网络方式,有助于发行人能够更迅速更便捷地向投资者披露公开说明书。其三,有助于信息披露简明原则的实现。通过多媒体方式可以使用图形、图片、视频 音频等将电子公开说明书中负责的内容用简明扼要的方式向投资者公开,有助于投资者阅读和理解,保证了投资者的利益。

各国证券监管机构对于在公开说明书中是否允许使用多媒体多持谨慎的态度。例如欧盟在其监管指令中对于在公开说明书中使用多媒体从来没有允许过。加拿大虽没有明确禁止在其公开说明书中使用多媒体,但是根据加拿大法律,所有投资者获取的信息公开说明书必须是

^⑤ See SEC Release No 33 - 7234; 34 - 36346; IC - 21400, *Use of Electronic Media for Delivery Purposes - Proposed Rules*, 6 October 1995.

^⑥ Australian Securities and Investments Commission, *Multimedia prospectuses and other offer documents*, www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/.../multimedia.pdf, 2010 - 02 - 03.

完全相同的规定,实际上禁止了在电子公开说明书使用多媒体。^④ 澳大利亚《监管指引 107:电子公开说明书》指出当前文本信息仍然是大多数投资者评估负责信息披露内容的基本方式,因此电子公开说明书应该主要通过文本向投资者提供投资决定所需的信息。音频或者视频格式的公开说明书会产生另外的问题。^⑤ 较以上各国监管机构,美国 SEC 对于多媒体问题的监管稍显宽松,其 1995 年的《电子媒体交付》就已经讨论了发行人在电子公开说明书中使用多媒体的问题,并且在其《监管规则 S - T:304》^⑥中对发行人在电子公开说明书中如何使用图形、图片、视频、音频等进行了详细的说明和规定。

各国监管机构的谨慎态度源于对以下三个问题的担心:获取的公平性、申报文件和公开文件的相关性以及多媒体信息不能还原为文本信息的不可还原性。对获取公平性的担心是指公开说明书的电子公开固然可以减少个人投资者和机构投资者在信息披露方面的信息不对称,但是也有可能给那些没有能力获取电子文件的个人投资者带来新的信息不对称。申报文件和公开文件的关联性是指基于目前大多数国家监管机构的电子化的信息披露系统尚没有办法接纳包含多媒体内容的电子公开说明书,由此导致了发行人向电子信息披露系统申报的电子公开发行说明书和向投资者披露的电子公开说明书内容不相同,两者的不同该如何处理的问题。不可还原性是指多媒体的某些信息不具有还原为文本信息的可能性,产生的问题是证券法如何适用和监管这些内容。

本文认为,多媒体方式的电子公开说明书给基于惯性思维运作的

^④ 加拿大证券管理局 (1999) 22 O. S. C. B. . 8156, <http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/1120119991215.html>; (1999), 22 OSCB 8170, <http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/47-20119991217.html>; 也可参见多伦多证券交易所 (Toronto Stock Exchange), “*Electronic Communications Disclosure Guidelines*”, <http://tsers.com>, 2009 年 10 月 23 日最后访问,其 s. 3.4(1) 规定:“收件人应当收到完全相同的强制公开信息,而不考虑接受者是否有接受多媒体内容的能力。”

^⑤ Australian Securities & Investments Commission, *Electronic prospectuses*, RG 107.5, <http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>, 2010 年 2 月 4 日最后访问。

^⑥ SEC, Rule 304 of Regulation S - T General Rules and Regulations for Electronic Filings.

各国监管机构带来诸如监管思维方式冲击、监管政策调整以及相应的技术回应是正常的。监管机构对电子公开说明书使用多媒体持谨慎的态度,一定程度上保护了投资者利益,但随着网络技术和网络技术在证券市场深入地使用,采用严格禁止的方式对待电子公开说明书使用多媒体,则是“谨慎有余,灵活不足”了。监管机构也已经意识到了这一点,澳大利亚证券投资委员会在1999年进行的《多媒体公开说明书和其他文件的咨询报告》^④就是明证。网络的发展和发达,投资者接入网络的便捷性和低成本性,使投资者在获取电子公开说明书方面的差异越来越小,由此引起的信息不对称等问题将随着网络的发展而逐渐解决。监管机构的电子信息披露系统技术的升级,将逐步容纳包含多媒体内容的电子公开说明书,申报文件和信息公开文件的相关性问题将逐步得到解决。真正需要监管机构和各国立法机关重视的是各国证券监管机构应该积极研究证券法如何适用于通过多媒体方式进行的信息公开,如对于发行人通过多媒体公开的内容是否适用防止证券欺诈的内容,如何适用,如对于行为的界定、对于虚假陈述的界定、对于因果关系的界定等。各国证券监管机构应该逐步摆脱纸质时代的思维模式,逐步放弃“类图监管”的理念,树立“网络导向监管”理念,逐步在电子公开说明书中引入并使用多媒体,加强而不是阻碍多媒体问题的监管,研究并变革证券法制,以适应信息化时代的证券市场。

2. 我国证券监管机构应有条件地逐步允许使用多媒体

我国证券法制和证券监管对于多媒体,虽未明确禁止,但对证券发行人或者信息披露义务人来说,已经习惯了以监管机构的允许作为行事的依据,本质上禁止了在电子公开说明书中使用多媒体。我国证券法和中国证监会已经明确招股说明书等公开说明书要进行电子披露,电子披露目前虽然是纸质披露的补充,但势必成为信息披露领域发展的趋势。我国证券监管机构应该逐步允许发行人在电子公开说明书中使用多媒体,并对之进行监管。相比而言,美国 SEC 对多媒体监管采

^④ Australian Securities and Investments Commission, *Multimedia prospectuses and other offer documents*, <http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/.../multimedia.pdf>, 2010年2月3日最后访问。

用的较为务实的态度和监管规则更值得我国证券监管机构在开放使用多媒体的初期进行借鉴。美国 SEC 在其 1995 年的《使用电子媒体进行交付》的规则中,指出与文本内容相比,通过诸如图形、图片、图表、音频和视频等能够较好地向投资者公开有关的证券信息,但所有的公开说明书的形式无论是纸质还是多媒体,都必须向投资者传递实质上等同的信息,发行人在包含多媒体的公开说明书中公开的内容,必须以相等和准确的语言描述或者解释在其他公开说明书就该遗漏的内容进行披露。至于目前 EDGAR 系统尚不能接受包含多媒体的电子公开说明书,SEC 允许发行人向投资者公开包含多媒体内容的电子公开说明书,但是注册版本的电子公开说明书应当以相等和准确的叙述性语言、表格或者文本的方式提供这些遗漏的内容。但对于那些非实质性的不同,如页码、颜色、字号、字体或者公司标示等则没有必要进行说明。SEC 在其《监管规则 S - T:304》中对此做了更为详细的规定:(1)如果发行人向投资者或者其他公众提供的文件中包含了不能在注册电子文本中复制的图形、图片、音频或者视频内容,发行人必须在注册文件中对这些遗漏的内容用相等和准确的描述性语言、表格或者誊本等进行披露,其顺序应该与所遗漏的内容相同,或者以附录的形式体现。但对于非重要的内容,如页码、颜色、字号、字体或者公司标示等则没有必要进行说明。需要注意的是如果遗漏的内容中包含数据,发行人必须以表格或其他合适的格式在注册文本中注明。(2)向投资者公开的内容中含有图形、图片、音频和视频等多媒体形式的,多媒体中所含有的内容构成公开说明书的一部分,受联邦证券法的反欺诈条款和民事责任承担条款的规范。描述性语言、表格或者誊本同样也被视为电子公开说明书的一部分。但是发行人对多媒体内容进行说明所能够达到的程度则不受联邦证券法的反欺诈条款和民事责任条款的制约。(3)包含多媒体内容的公开说明书等向投资者公开的内容,发行人必须至少保存 5 年的时间。基于 SEC 或其工作人员的要求,发行人必须随时提供包含多媒体文件的副本。^④ 我国证券监管机构可以借鉴这种

^④ SEC, *Rule 304 of Regulation S - T, General Rules and Regulations for Electronic Filings.*

务实的态度,有条件地允许发行人在电子公开说明书中使用多媒体内容,随着我国证券市场主体对信息披露技术发展的适应和熟悉,逐步确立“网络导向监管”理念,推动我国证券信息披露制度走向信息化时代完全电子化的信息披露制度。

四、我国证券电子公开说明书《证券法》规制条款的设计

我国2005年修订实施的《证券法》是以纸质公开说明书为基础构建的信息披露规范体系,对电子公开说明书虽能用法理解释的思路将《证券法》第70条^④中“指定的媒体”包括了网站等网络媒体,有助于实现电子公开说明书的披露,但事实上《证券法》并未为电子公开说明书留下空间,如对电子公开说明书的形式、内容、效力以及是否可以使用超链接、多媒体内容等只字未提。

事实上,我国资本市场已经在逐步使用电子公开说明书,目前虽仅限于PDF格式,不能使用超链接、多媒体,仅能在其中使用一些图表、数字等,但随着我国资本市场的成熟和网络技术的普及,电子公开说明书的使用将成为历史发展的必然。

为此,我们必须以一种务实的态度,在《证券法》上对电子公开说明书所带来的监管挑战予以回应,以“类推监管”并逐步过渡到“网络导向”监管的思路对电子公开说明书的《证券法》规制条款予以设计。基于我国资本市场“新兴加转轨”的发展现状,对电子公开说明书的具体监管可以做如下要求:

1. 电子公开说明书必须保证其完整性,所有文件必须包括在同一网页内,不能把其中的某一部分放到不同网页内部,要求网上证券投资者依据该指示去网页上寻找;

2. 电子公开说明书可以使用内部超链接和文件超链接,但不能使用外部超链接,不能与任何有关网络券商或者投资顾问的网页进行超

^④ 第七十条 依法必须披露的信息,应当在国务院证券监督管理机构指定的媒体发布,同时将其置备于公司住所、证券交易所,供社会公众查阅。

级链接,防止投资者对该信息产生误会,对于其中的超链接内容,一定要作出声明性的陈述;

3. 电子公开说明书不能与同一网站的其他资料混合,要独立存在于网页上的特定区域内;

4. 电子公开说明书中可以使用多媒体,但应提供包含多媒体和不含多媒体的两种格式的公开说明书,并且对于多媒体中披露的内容要用相等和准确的语言以及图表等在不含有多媒体的公开说明书中进行详尽的披露,其次序应该与多媒体放置的次序相同,这两种文本都必须至少保存5年;

5. 在网上发布的电子公开说明书应该容易为投资者获取,如果需要特殊软件阅读,发行人要提供该软件,例如PDF格式,就要提供阅读器。

上述对电子公开说明书的监管要求,未必全部反映到《证券法》条文中,但至少应该在《证券法》中有条件地允许信息披露义务人使用电子公开说明书,并确立电子公开说明书与纸质公开说明书具有同等效力的原则,并确保电子公开说明书信息披露的公平获取。

可考虑在《证券法》第70条之后增加两款:

依法必须披露的信息可使用电子文件进行公开,电子文件与纸质文件应具有同等的内容和效力。

电子文件中可使用超链接、多媒体,但不能损害依法必须披露信息的真实、准确和完整,并应向投资者提供相应的阅读手段。