

## 公平揭露資訊之探討

美國證券交易委員會於 2000 年 8 月 10 日，通過新法公平揭露規則〈Regulation Fair Disclosure〉，廢除證券發行單位選擇性揭露實務，禁止公司揭露重要非公開資訊予特定人士等，並釐清與加強現行內線交易法若干規定。茲就美國規範發行單位揭露資訊簡要介紹，俾供國內相關單位，參考借鏡。

所謂“選擇性揭露”，乃指發行者公開發布公司資訊予投資大眾前，已將重要非公開資訊揭露予某些市場特定人士。此等行為損害證券市場公平性與完整性，降低市場流動性，並提高資本成本等。

公平揭露規則旨在投資大眾不因持有股份多寡，均可享有市場動態資訊均衡與公平權利。該規則強調：若發行單位意圖揭露重要非公開資訊時，應以公開性而非選擇性方式揭露重要資訊，例如填表或透過其他管道如新聞稿、電信通訊、媒體或網際網路等。若資訊揭露有選擇性嫌疑時，發行單位得有兩種因應方式：若屬有意圖行為時，發行者應同時〈simultaneously〉公開揭露資訊；若屬無意圖時，則採立即〈promptly〉公開揭露資訊方式補救之。

雖然公平揭露資訊行為有助於提升市場信心，但其影響亦有所隱憂，發行單位受法律規範之際，將提供分析師就有限資訊作回應。此舉將抑制公司資訊流通性，產生若干投資專業人士所謂“冷卻效果”〈chilling effect〉。即使分析師為取得選擇性揭露資訊管道，避免對發行單位作負面分析與陳述而失去專業素養與可信度；然對於依賴證券市場分析指引之投資人言，公平揭露資訊規範，除使投資環境更形窘迫，亦點燃分析師角色重要性爭論開端。

另一敏感議題為證管會並未明確定義何謂“重要”資訊，僅說明理性證券持有人認為，該項資訊為重要者稱之。為降低對經濟整體衝擊，證管會業已多方修正並彙總：1. 公平揭露規則縮小限制資訊流通範圍：禁止發行單位將重要非公開資訊，揭露予證券市場專業人士與機構投資人，惟在合理預期情形下，此等人士利用該等資訊作交易決定。2. 嚴格定義“代表發行單位者”：即公司資深高級職員與經常和證券市場專業人士與機構投資人溝通連絡者。3. 完全去除因違反公平揭露規則而導致個人應負起法律責任之疑慮。4. 不應質疑經過合理但卻錯誤認為該等資訊並非重要之判定。公平揭露條例將此等情形歸屬“對於資訊重要性判定，符合所謂輕率判定標準”。5. 發行單位若未能遵循此條例時，並不表示未達證券銷售簡式登記註冊標準，或是影響證券持有人轉售能力。〈如〉

資料來源：The Asian Wall Street Journal, August 11-13, 2000。Financial Times, August 9-11, 2000。 <http://www.sec.gov>。