

【論著】

社群網站與重大消息揭露 - Netflix 事件初探

黃朝琮 (美國賓州大學)
法學碩士

壹、前言

於證券交易市場上，資訊為股票價格反應公司價值之主要媒介，如何促進交易資訊的公平流通，乃證券交易法制上之重要課題。為此，美國證券交易委員會（Securities Exchange Committee, a.k.a. SEC）於 2000 年時訂有公平揭露規則（Regulation Fair Disclosure, a.k.a. Reg FD），以為規範。

隨著科技的日新月異，網路成為交易訊息的另一主要流通管道。尤其在社群網站中，若發布之訊息僅於少數人間流通，將產生是否公平揭露之疑慮。晚近發生之 Netflix 事件，即使得社群網站與公平揭露間之關係，成為焦點，而有剖析介紹之價值。本文以下在簡介 Reg FD 之相關規定及案例後，即簡述 Netflix 事件之始末，並藉此該事件檢視我國法之相關規定，盼能對於我國證交法制之發展，有所助益。

貳、Reg FD 簡介

根據美國證管會之說明，Reg FD 係因應證券發行公司之選擇性揭露行為（selective disclosure）而生。於 Reg FD 制定之前，證券發行公司在重大訊息發生時，並無立即揭露之義務，而僅須於年報或季報中說明，因此上市公司對於資訊何時揭露、如何揭露，具有相當之自主決定權¹。在此情況下，上市公司得以將重大消息

¹ Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Act Release No. 7881, Exchange Act Release No. 43154, Investment Company Act Release No. 24599, 65 Fed. Reg. 51716, 51716 (Aug. 24,

選擇性地提供予特定人士，而產生兩個問題。

首先，特定人士將在受領重大消息後，搶先於市場價格變化之前進行交易，此與內線交易中，內部人利用內部資訊投資獲利之情形相似。然因在 *Dirk v. SEC* 案² 中，美國聯邦最高法院限縮內部人之訊息傳遞責任，而僅於內部人違反義務傳遞消息而受有個人利益（personal benefit），且外部人知悉的情況下，始以內線交易責任相繩，故內部人若未因傳遞重大消息而受有個人利益，選擇性揭露是否構成內線交易，即不明確，而有另行制定規則之需要³。

再者，公司經營階層亦可能藉由選擇性揭露之手段，拉攏證券分析師或投資者。尤其對於證券分析師而言，選擇性揭露將可能使之僅發布有利於公司之消息，或是攻擊批評公司之其他分析師，以獲得公司青睞而搶先取得重大消息，使資訊無法順暢流通，進而妨害證券市場的健全發展⁴。

在當時法制無法有效遏止選擇性揭露之情況下，美國證管會遂制定 Reg FD，建立及時公開機制以為因應。該規則共四條⁵，區別內部人之主觀認知不同，設有不同規定。內部人如係故意揭露，公司應同時進行公開程序；如為過失，則應即時公開⁶。惟若內部人係向負有保密義務之外部人進行揭露，公司則不負有進行公開程序之義務，蓋此等外部人已因保密義務而受內線交易規定拘束⁷。而根據 Reg FD，公司在進行公開程序時，得選擇向美國證管會提交 Form 8-K，或是經由其它足以向大眾廣泛流通訊息之合理管道為之⁸。另外 Reg FD 並未另就重大訊息之認定提出標準，而係依循傳統見解⁹，將所有理性投資者可能考慮而作為投資決定根據之資訊，皆納為重大訊息之範疇。

2000).

² 463 U.S. 646 (1983). 有關於本案以及後續美國內線交易法制之演進，請參見賴英照，股市遊戲規則-最新證券交易法解析，2009年10月再版，頁458-471。

³ *Supra* note 1.

⁴ *Id.* at 51717.

⁵ 有關 Reg FD 之全文翻譯，請參閱林繼耀，資訊公平揭露與終結內線交易-試論美國證券交易法公平揭露規則新制，中原大學財經法律學系碩士學位論文，頁52-55（2002年6月）。

⁶ 17 C.F.R. § 243.101(a).

⁷ 17 C.F.R. § 243.101(b)(2).

⁸ 17 C.F.R. § 243.101(e).

⁹ E.g. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 439 (1976). 有關 TSC 案之中文介紹，可參見劉連煜，內線交易重大訊息的範圍及其公開方式的認定，台灣本土法學雜誌第 87 期，2006 年 10 月，頁 299 以下。

參、SEC v. Siebel Sys., Inc.

在執行面上，美國證管會對於 Reg FD 之執法，主要著眼於內部人與證券分析師的互動，以遏止選擇性揭露所造成之不公平現象。不過有關 Reg FD 之案件並不多見¹⁰，進入法院形成判決者更是屈指可數，其中尤以 *SEC v. Siebel Sys., Inc.* 最為重要¹¹，故本文於此略敘該案內容，以為後續分析之預備。

於該案中，被告 Siebel System 公司之執行長 Thomas Siebel（同時也是該公司之創辦人及董事會主席），於 2000 年 4 月 4 日、23 日及 28 日的公開聲明中表示：(1)公司第一季表現因總體經濟表現不佳而受影響；(2)第二季營收預期將高於第一季，惟此項預測係建立在 Siebel 公司對總體經濟的評估之上；(3)然而，目前並無跡象顯示總體經濟將有所改善¹²。

惟在 4 月 30 日的兩個非公開行程中，Siebel 公司的財務長 Kenneth Goldman 表示公司的營運活動良好，並有數筆金額高達五百萬美金之巨額交易正在醞釀當中，且新客戶的數量亦在成長當中¹³。

對此，美國證管會主張 Goldman 之陳述與先前之公開聲明相抵觸，有揭露未公開重大訊息之情事。因為在前述公開聲明中，Siebel 公司的未來營運表現係與整體經濟表現連結，只有在整體經濟改善的前提下，Siebel 公司的第二季營收才有可能提升¹⁴，惟嗣後 Goldman 在非公開活動中對於 Siebel 公司業務表現的預測，已與整體經濟情勢脫勾，且有關巨額交易進行之陳述，乃 Siebel 公司先前公開聲明所無，而 Siebel 公司並未就前開非公開行程所揭露之資訊踐行公開程序，故美國證管會以該公司違反 Reg FD 為由，向聯邦法院提出訴訟¹⁵。

美國聯邦法院並不接受美國證管會之主張，認為 Goldman 的陳述並非未公開之重大訊息。法院首先回顧 Reg FD 之制定歷史，指出在提案之初，美國證管會即已意識到該規則所可能帶來之寒蟬效應，若缺乏明確的標準判斷決定訊息是否重大，內部人將可以因此選擇噤聲，而非廣泛的公開資訊，如此反將戕害市場的健全發展¹⁶。

法院接著指明，Reg FD 並不適用在本案事實上，並逐一檢驗美國證管會之主

¹⁰ 有關 Reg FD 制定後之執法狀況整理，可參見 Joseph A. Grundfest, Regulation FD in the Age of Facebook and Twitter: Should the SEC Sue Netflix? (Jan. 30, 2013), Table 1, available at: http://papers.ssrn.com/abstract_id=2209525.

¹¹ 384 F. Supp. 2d 694 (S.D.N.Y. 2005).

¹² *Id.* at 698.

¹³ *Id.* at 697.

¹⁴ *Id.* at 698.

¹⁵ *Id.*

¹⁶ *Id.* at 701 (citing 65 Fed. Reg. 51716, 51718).

張。有關 Goldman 所稱之數筆美金五百萬元交易，法院認定 Thomas Siebel 已於 4 月 23 日之公開電話會議中，提及這些交易有可能在第二季發生¹⁷，美國證管會對此主張 Thomas Siebel 當時在時態上是使用未來式，屬推測語氣，而 Goldman 是使用現在式，為現實之陳述，故兩者不同。惟此項主張為法院駁斥，認為於法無據。法院更進一步指出，若採取如此高的標準逐字審查內部人的言論，無異是要求內部人成為語言學專家（linguistic experts），否則將隨時暴露在違反 Reg FD 的風險當中。對照 Reg FD 制定當時對於寒蟬效應的顧慮，美國證管會於本件訴訟的主張明顯與當時之立法意圖相違。因此，內部人在對外發言時，固然需要相當精確地表達（fair accuracy）已公開訊息的內容，但完美的傳達（perfection）卻非此處應該採取的標準，因為這樣只會降低公司與外界溝通資訊的意願，而悖離 Reg FD 促進資訊公平流通之目的¹⁸。另有關 Goldman 對於新客戶增加當中的陳述，因為 Thomas Siebel 先前已公開預估第二季營收將較第一季有所成長，並表明其預測是根據進行中交易的狀況作成，故法院認為 Goldman 的非公開陳述並未提供新資訊，而係與先前公開資訊之內容相當¹⁹。至於 Goldman 有關公司營運活動良好之陳述，則僅為廣泛的一般用語，無從作為投資人形成投資決定的基礎²⁰。

另外，Goldman 雖未在其陳述中，說明 Siebel 公司第二季營收與總體經濟情勢的關係，惟法院表示，即令該前提條件乃重大資訊，Siebel 亦已在先前的公開聲明予以陳明，Reg FD 並不要求內部人在每次的私下談話中，都必須重複該前提要件，故 Goldman 之陳述亦不因此而成為重大消息²¹。因美國證管會之主張皆未有使 Siebel 公司違反 Reg FD 之情事，故其訴訟為法院駁回。

在 *SEC v. Siebel Sys., Inc.* 之前，美國證管會就 Reg FD 之違反，共有七次行政調查，最終皆是由公司與美國證管會和解²²。或許是考慮到法院對於侵略性執法的不認同，美國證管會在 Siebel 案後，對於 Reg FD 之執法沉寂近五年時間，直到 2010 年，始再有與 Reg FD 實質相關之執法活動²³。

¹⁷ *Id.* at 704.

¹⁸ *Id.* at 705.

¹⁹ *Id.* at 706.

²⁰ *Id.*

²¹ *Id.* at 708 (citing *Spielman v. Gen. Host Corp.*, 402 F.Supp. 190, 195 (S.D.N.Y.1975), *aff'd*, 538 F.2d 39 (2d Cir.1976)).

²² Derek J. Mirza, Comment, Regulation FD: “Nit-Picking” the SEC’s Selective Disclosure Enforcement, 38 *Ariz. St. L.J.* 881, 885-892 (2006).

²³ Michael L. Davitt et al., SEC Renews Focus on Regulation FD, *Martindale.com* (Mar. 23, 2010), available at http://www.martindale.com/securities-law/article_Jones-Day_951320.htm.

肆、Netflix 事件

一、事件始末

Netflix 事件與前文介紹之 Siebel 案，有若干相似之處，然而隨著社群網站的興起，使 Reg FD 再次成為話題焦點，並展現新的面貌。

Netflix Inc. 為一線上影片出租公司，係於 1997 年創立，該公司採取月租收費方式，消費者只需於其網站上註冊成為會員並繳納月費，該公司即會以郵寄方式將指定之影片提供給消費者。另外，該公司亦提供線上收看服務，消費者可在付費後，直接在線上收看影片²⁴。

Netflix 公司之總裁 Reed Hastings 擁有個人臉書網頁，並為 20 萬人以上所訂閱，訂閱者無須前往該網頁，即可主動收到 Hastings 的臉書最新訊息。2012 年 7 月 3 日，Hastings 於其臉書（Facebook）上發表公開貼文，表示消費者使用該公司網站線上收看影片之總時數，於同年 6 月首次突破 10 億小時²⁵。而在 7 月 3 日當天，Netflix 公司股價即上漲 6.2%²⁶。嗣後，美國證管會於同年 12 月 5 日對 Netflix 公司及 Hastings 個人發出通知（Wells notice），表示將考慮就 Hastings 之前揭貼文，以違反 Reg FD 為由，發動禁制命令程序（cease and desist proceeding）或訴訟²⁷。

對此，Hastings 於 12 月 6 日發文回應，略以：1. Hastings 的臉書為 20 萬人所訂閱，其中包括記者及部落格作者，故其發文乃公開行為，並非選擇性揭露；2. Netflix 公司並未使用臉書作為訊息流通管道，而「收看時數超過 10 億小時」之資訊已在先前的公開資訊中有所提及，故非重大消息；3. Netflix 股價於 7 月 3 日的上漲在 Hastings 發文前即已發生，故非該篇文章所導致²⁸。

二、對於 Netflix 事件之評論

Netflix 事件在為媒體所披露後，隨即引發廣泛評論，社會上對於證管會之此次行為，多持反對態度。

首先，有論者將焦點放在：新型態訊息傳布管道在多大範圍內，能被承認作為訊息公開管道之上。根據 Reg FD，公司所能選擇的公開程序有二：向美國證管會

²⁴ 請參見 Netflix 公司網站之說明：<http://ir.netflix.com/index.cfm>。

²⁵ 請參見 Reed Hastings 2012 年 7 月 3 日之臉書公開貼文：

<https://www.facebook.com/reed1960?fref=ts>。

²⁶ SEC Warns Netflix CEO Over Facebook Post, Wall St. J., Dec. 7, 2012, at B2.

²⁷ Netflix Inc., Form 8-K (December 5, 2012), available at:

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1065280/000106528012000025/a8-kfacebook.htm>

²⁸ *Supra* note 26.

提交 Form 8-K 或是透過其它足以向大眾廣泛流通訊息之合理管道散佈訊息²⁹，對於公司而言，因後者存有諸多不確定性，因此最保守安全的做法，仍然是採取 Form 8-K 進行公開。然而在資訊時代科技變化快速的情況下，Form 8-K 遲早恐仍會成為聊備一格的形式³⁰，如何在兼顧科技進步的事實下，達成保護投資人的保護，將是美國證管會所必須面對的課題³¹。

再者，Netflix 公司之收費採月費制，而非依收消費者的時數記費，故 10 億小時的收看總時數本身乃恣意設定的里程碑，無法反映該公司的獲利，甚至收看時數的增加將增加 Netflix 公司的經營成本³²。且 Netflix 此項業務自 2007 年開始即逐年成長，至 2011 年已有 7 億小時³³，Netflix 除於 6 月 4 日在官方部落格上，宣布總收看時數已逼近 10 億小時外³⁴，Netflix 公司法務長亦於 6 月 27 日的眾議院委員會中，作證表示該公司每月提供給消費者的影片總時數已接近 10 億小時³⁵，故突破該數字並非投資者所不可預見。Hastings 的公開發文，是否構成重大訊息，實非無疑。

然而，根據美國證管會於 2008 年所發布的見解，若公司或他人以公司名義使用網站公開訊息，公司必須向投資者警示就其所使用之網站及揭露訊息之作業方式，使投資者得以注意此等訊息流通管道之存在³⁶。因 Netflix 公司未曾將 Hastings 的臉書網頁列為公司的訊息流通管道，故若 Hastings 的訊息構成重大訊息，美國證管會或將主張其無從援引 2008 年見解以為免責³⁷。

²⁹ 17 C.F.R. § 243.101(e).

³⁰ 以 Netflix 事件本身為例，在 Hastings 於臉書上發表關於總收看時數超過 10 億小時的言論後，該訊息在短短一個小時內，即已被 Forbes、NBC News Online、Bloomberg News 及 LA Times 等各家傳統媒體所引述報導，社群網站在傳遞資訊所發揮的穿透力，可見一斑。*Supra* note 10, at 11.

³¹ Ronald Barusch, Dealpolitik: Possible SEC Action Against Netflix and Its CEO Is Symptomatic of Future SEC Challenges (Dec. 7, 2012 5:49 PM), available at <http://blogs.wsj.com/deals/2012/12/07/dealpolitik-possible-sec-action-against-netflix-and-its-ceo-is-symptomatic-of-future-sec-challenges/>.

³² Darrick Mix, SEC Staff Issues Wells Notice to Netflix and Its CEO (Dec. 7, 2012), available at http://blogs.duanemorris.com/DuaneMorrisCapitalMarkets/entry/sec_staff_issues_wells_notice (citing the Q4 '11 conference call of Netflix Inc. in January 2012).

³³ Holman Jenkins, Jr., Madoff Got Away, But Netflix Won't, Wall St. J., Dec. 8, 2012, at A17.

³⁴ *Supra* note 10, at 5.

³⁵ Aruna Viswanatha and Sarah N. Lynch, SEC wrestles with Internet age in Netflix case (Dec. 7, 2012 5:51pm), available at <http://www.reuters.com/article/2012/12/07/net-us-netflix-sec-idUSBRE8B51IP20121207>

³⁶ SEC Release No. 34-58288, U.S. Sec. & Exch. Comm'n (Aug. 1, 2008) (codified at 17 C.F.R pts. 241 & 271), available at <http://www.sec.gov/rules/interp/2008/34-58288.pdf>.

³⁷ Steven M. Davidoff, In Netflix Case, a Chance to Re-examine Old Rules (Dec. 11, 2012 7:13 PM), available at <http://dealbook.nytimes.com/2012/12/11/in-netflix-case-a-chance-for-the-s-e-c-to-re-examine-old-regulation/>

對此，有論者指出，該 2008 年解釋無法擴張 Reg FD 的適用範圍，而僅具有宣示美國證管會執法標準的意義，違反該解釋本身並不當然構成 Reg FD 之違反，一切仍須回歸相關標準，例如消息是否重大、是否未公開等，進行判斷³⁸。另外亦有論者指出，Netflix 事件不應淪為 Reg FD 的技術面爭執，而應將焦點集中在資訊流通之促進與社群網站之使用的關係上³⁹，若社群網站之使用將可較 Form 8-K 更能促進資訊流通，則應允許內部人在其上自由發表言論。美國證管會在此一事件上之立場，將產生寒蟬效應，使公司內部人迴避社群網站之使用，反而產生負面效果⁴⁰。

然而，亦有不同意見認為，因為社群網站上的資訊多半為隨性之作，相較於正式的訊息流通管道，市場上的投資者將不知如何加以因應其上流通之資訊，故美國證管會之舉動，尚非無法理解⁴¹。

伍、對 Netflix 事件之省思

在 Netflix 事件後，美國已開始有上市公司就其內部人在社群網站上發布之訊息，進行重大訊息公開⁴²，並有事務所就此發出通知提醒客戶⁴³，可見美國實務對此一問題之重視。美國證管會後續將如何處理 Netflix 事件，仍有待觀察，然本文認為，該事件有若干可供省思之處，爰分述如下：

一、社群網站運作機制將為關鍵

無論美國證管會最終採取的結論為何，勢必都須詳細檢驗社群網站之運作機制，方能做出判斷，社群網站是否得以作為資訊流通之管道，應個案逐一認定，而無法一概而論。

以臉書為例，使用者得以透過交友功能將其他臉書使用者納入其朋友名單，並得以選擇臉書資訊之公開範圍。另外，臉書亦有所謂「粉絲專頁」功能，使臉書使

³⁸ *Supra* note 10, at 18.

³⁹ *Supra* note 37.

⁴⁰ *Id.*

⁴¹ Joe Palazzolo, Social Media and Reg FD: Can You Use Facebook to Disclose? (Dec. 7, 2012 2:23 PM), available at <http://stream.wsj.com/story/latest-headlines/SS-2-63399/SS-2-117600/> (citing the comment of Douglas Skinner).

⁴² Peter Lattman, Zipcar Makes S.E.C. Filing After Executive's Twitter Message (Jan. 4, 2013), available at <http://dealbook.nytimes.com/2013/01/04/zipcar-makes-s-e-c-filing-after-executives-twitter-message/>

⁴³ Christopher Garcia and Melanie Conroy, Applying Securities Laws To Social Media Communications (Dec. 2012), available at http://www.weil.com/files/upload/Weil_Alert_Sec_Lit_Enforcement_Dec_21_2012.pdf.

用者得以藉此組成公開或封閉社團，以為社團成員之互動空間⁴⁴。

在 Netflix 事件中，Hastings 並未使用臉書之粉絲專頁功能成立社團，而係選擇將其個人臉書網頁上之文章公開，使任何人（包括未在臉書註冊之人）都可透過網路瀏覽其上之資訊，且此等資訊得以透過搜尋網站尋得。Hastings 甚至開放其臉書網頁之訂閱功能，使任何臉書用戶在訂閱後，即可收到 Hastings 的文章，而無須前往其臉書網頁，確認有無更新，因此 Hastings 對於其臉書網頁上之資訊，並未加諸太多限制，任何人均可取得、分享或搜尋。相對而言，若臉書使用者將其發布之資訊設為隱私訊息，並限制僅在成員間流通，則又將與 Netflix 事件之事實有所不同。惟無論如何，不同個案之情況應加以區辨，而無法泛論社群網站是否得以作為資訊流通的公開管道。執法機關在面對此類事件時，應先瞭解不同網站之運作機制，再為進一步之法律判斷。

二、消息是否重大之判斷

Netflix 事件亦觸及證券法上關於資訊揭露之傳統議題，即消息重大性之判斷。

Reg FD 雖未就消息是否重大另行設定標準，而係遵循以往判例所提供之標準。惟美國證管會在立法說明中指出，若內部人揭露的資訊，乃非重大的片斷資訊，即令該資訊在與其他資訊結合後，足以使分析師拼湊出重大消息的完整面貌，該揭露的資訊本身仍不因此而成為重大消息⁴⁵，而消息是否重大，是依理性投資者（reasonable investor）的角度進行評斷，故若分析師得以洞悉片斷資訊的價值，並有能力在眾多非重大資訊中萃取出具有重大性的結論，則未違反 Reg FD，蓋 Reg FD 所禁止者，乃內部人揭露未公開的重大消息，分析師透過自身能力、知識與洞見所發掘之重大結論，則未在禁止之列⁴⁶。

對此，有論者將之稱為「鑲嵌理論」（mosaic theory）⁴⁷。鑲嵌理論並非美國證管會憑空創造，早在 *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.* 一案中，美國第二巡迴法院即已認為，公司經營階層得提供非重大資訊，以填補他人資訊掌握之不足，或是作為檢驗已公開消息之用⁴⁸；在 *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 一案中，則表明分析師結合公

⁴⁴ 請參見臉書使用中心之說明：<https://www.facebook.com/help/>。

⁴⁵ *Supra* note 1, at 51722.

⁴⁶ *Id.* See also *In re Raymond L. Dirks*, Exchange Act Release No. 17480, 21 SEC Docket 1401, 1409 (1981).

⁴⁷ D. Casey Kobi, *Wall Street v. Main Street: The SEC's New Regulation FD and its Impact on Market Participants*, 77 Ind. L. J. 551, 566 (2002).

⁴⁸ 565 F.2d 8, 14 (2d Cir. 1977).

開資訊及非重大內部資訊所得出之重大結論，並未違法⁴⁹。故鑲嵌理論為美國證管會及法院所同時採納⁵⁰，惟在 Reg FD 的立法說明中，美國證管會就該理論之適用，增加了內部人的主觀要件限制⁵¹，若內部人知悉所提供之非重大消息對於重大結論的拼湊將扮演舉足輕重的角色，即不受鑲嵌理論保護⁵²。

鑲嵌理論在 Siebel 案中亦扮演一定角色。於該案中，Siebel 公司雖未在前之公開聲明中，說明新客戶數量增加當中，惟法院認為該公司在發表第二季營收預測將較第一季有所成長之預測時，已表明該預測是根據進行中交易的狀況作成⁵³，故 Goldman 雖曾私下表示新客戶數量將有所成長，因為此等陳述所推導出 Siebel 公司營收將增加之結論，與該公司之公開聲明無異，故 Goldman 的非公開陳述至多僅具有檢證公開資訊之作用，從而在 *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.* 之見解下，並非重大消息。法院在 Siebel 案中雖未明白引用鑲嵌理論以為根據，惟其判決理由仍是在相同脈絡下作成。

在 Netflix 事件中，有關 Hastings 發文的重大性亦可在相同脈絡下進行檢視。既然 Netflix 公司之收費是採取月費制，則收看時數增加之事實本身尚無法窺知該公司之獲利狀況，而至多僅是為得出「該公司獲利增加」此一重大結論所需要之一塊拼圖，投資者仍須投注時間精力搜尋其他資訊，完成此項論證。因此在鑲嵌理論的脈絡下，Hastings 之臉書發文已非重大消息，而無違反 Reg FD 之疑慮。

三、消息是否公開之判斷

除了消息是否重大，鑲嵌理論亦間接影響消息是否已公開之判斷。由前述說明可知，即令消息未公開，若該未公開之消息本身所得延伸推導出之結論與已公開資訊所能得出者相同，該結論本身亦被視為已公開，而無 Reg FD 之違反問題。

姑且不論總收看時數突破 10 億小時本身能否得出 Netflix 公司營收增加的事實，當 Netflix 公司在 2011 年的總收看時數已達到 7 億小時，且其法務長與官方部落格皆於 2012 年 6 月揭露總收看時數已接近 10 億小時之時⁵⁴，應已確認收看時數正在穩定成長的趨勢，投資者足以其自身智識、經驗及能力，得出該公司總收看時數

⁴⁹ 635 F.2d 156, 165 (2d Cir. 1980).

⁵⁰ Donna M. Nagy, *Insider Trading, Congressional Officials, and Duties of Entrustment*, 91 B.U. L. Rev. 1105, 1128 (2011).

⁵¹ *Supra* note 6.

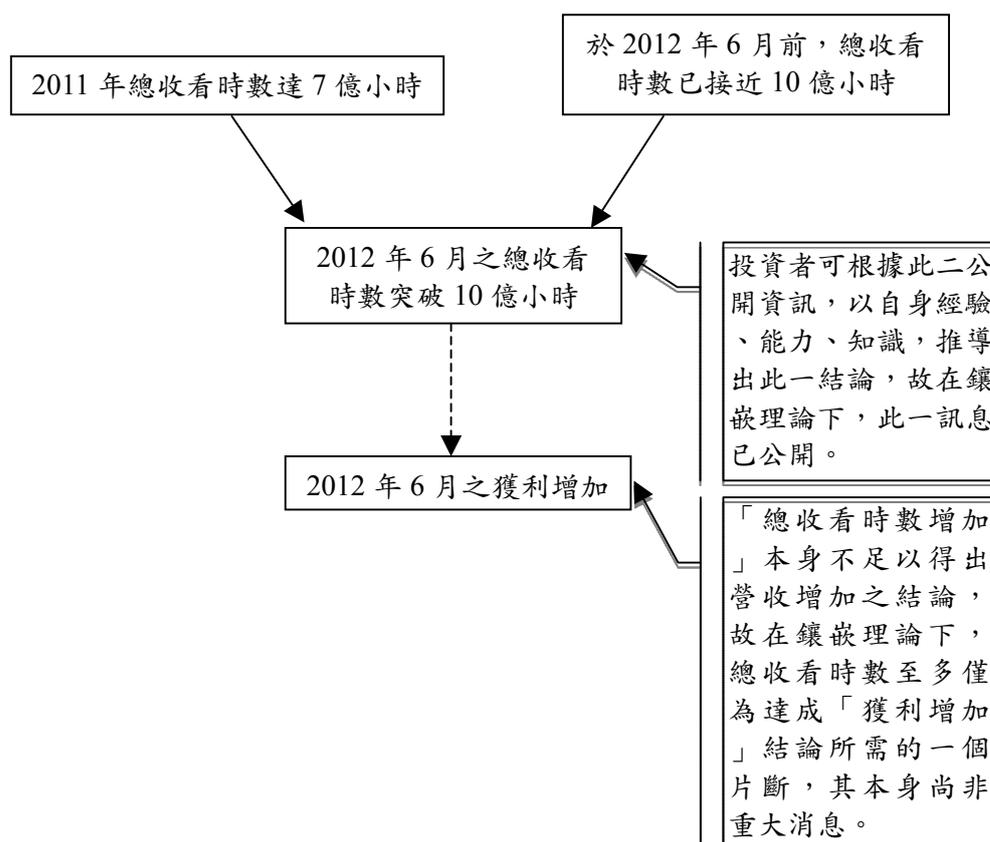
⁵² John P. Jennings, *Regulation FD: SEC Reestablishes Enforcement Capabilities Over Selective Disclosure*, 32 St. Mary's L.J. 543, 579 (2001).

⁵³ *Supra* note 19.

⁵⁴ *Supra* note 33, 34 and 35..

將突破 10 億小時的結論，故 Hastings 於同年 7 月之臉書發文說明 Netflix 公司之總收看時數已突破 10 億小時，應足以認為係公開事實之重述或確認。

有關鑲嵌理論與消息是否重大、是否公開之判斷，其關係可圖示如下：



與消息是否公開有關之另一個議題，乃美國證管會 2008 年所發布有關公司使用網站公開訊息之解釋應如何適用，已如前述。對此有論者指出，若 Hastings 於 2012 年 7 月之臉書發文構成非公開重大消息，即令其臉書有超過 20 萬人訂閱，亦將因不符合 2008 年解釋之適用前提要件而無法免責⁵⁵。

然而，2008 年解釋係以公司之網站使用行為作為其適用對象，該解釋雖亦將他人以公司名義使用網站而發布訊息之行為納入規範，惟是否公司內部人之所有言論皆可認為係以公司名義發出，則仍有待釐清。蓋如廣泛將內部人之所有言論皆認定為公司之言論，恐有過度壓縮內部人言論自由空間之虞。此一問題涉及美國證管會

⁵⁵ *Supra* note 37.

2008 年解釋之適用與定位，而仍有待後續有權解釋及案例進一步釐清，然而若跳脫現有規範之框架，此一問題在政策面上所反映者，乃訊息公開管道之管控問題：在現有社群網站之發展下，是否有承認其為新型態訊息公開管道之必要？

四、訊息公開管道之開放與管制

Netflix 事件反映了社群網站廣泛流通訊息之現實，以及美國現有規範與此一現實間之齟齬，此或可作為檢討訊息公開管道機制的契機。

對於訊息公開管道之規範，過與不及都將產生弊病。限制訊息僅能透過特定管道流通，固然有助於投資者鎖定有效資訊的取得來源，惟若過度限制，而將所有管道外的訊息流通皆認定為違法，將產生寒蟬效應，使公司僅願意在最低限度內提供訊息，有害於市場的經濟發展⁵⁶。另一方面，若過度降低重大消息的認定標準，使任何未公開之資訊皆有成為重大訊息之可能，將使公司為求免責，無分大小事皆逕予公開，不但增加無謂的資訊公開成本，亦將使投資人淹沒於無用訊息的洪流之中，反而無法作成有效的投資決策⁵⁷。另外，如何在公司內部人的言論自由與投資人有效保護間求取平衡，亦是另一個需要納入權衡考量的因素⁵⁸。

此一問題所涉層面廣泛，尚非本文篇幅所能處理，然而有關 Reg FD 施行後對於資本市場的影響，一份 2004 年作成的實證分析顯示，在 Reg FD 禁止選擇性揭露後，追蹤小公司的分析師較先前減少了 17%，追蹤大公司者則增加了 7%，顯示 Reg FD 有影響賣方分析師(sell-side analysts)決定其分析對象之效果；另外，大公司在 Reg FD 施行後，主動揭露營收資訊的次數為施行前的兩倍，惟小公司之主動揭露次數則未因 Reg FD 的施行而有顯著變化。此一結果顯示，大公司在 Reg FD 施行後，可藉由主動揭露 (voluntary disclosure) 或賣方分析師報告之管道，降低 Reg FD 施行所帶來之衝擊，故 Reg FD 對於大公司之影響並不明顯；然而對於小公司而言，Reg FD 減少了分析師對其之關注，在小公司未增加主動揭露次數的情況下，該規則之施行造成小公司在市場上的資訊不透明，反而增加小公司募集及使用資金所需之成本⁵⁹。晚近雖有實證分析指出，分析師預測錯誤之情形在 Reg FD 施行後已

⁵⁶ 此一考量已在 Siebel 案中展現無遺。Supra note 18.

⁵⁷ *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 448 - 449 (1976).

⁵⁸ 有關 Reg FD 合憲性之檢討，請參見 Antony Page and Katy Yang, *Controlling Corporate Speech: Is Regulation Fair Disclosure Unconstitutional?*, 39 U.C. Davis L. Rev. 1 (2005); Supra note 10, at 22-30. 在 Siebel 案中，Siebel 公司雖曾主張 Reg FD 違憲，惟法院並未就此部份之主張作成判決，而僅單純駁回原告美國證管會之訴。See Memorandum of Points and Authorities in Support of Defendants' Motion to Dismiss the Complaint at 7, *SEC v. Siebel Sys., Inc.*

⁵⁹ Armando Gomes, Gary Gorton and Leonardo Madureira, *SEC Regulation Fair Disclosure, Information and the Cost of Capital*, at 4 (June 2004), available at:

較為減少，顯示分析師在增加對公開資訊的依賴後，報告品質已有所提升⁶⁰，惟另一篇晚近的實證分析研究亦指出，在非正式資訊流通管道禁止之後，市場價格在 Reg FD 施行後的波動較為顯著⁶¹。由此觀之，Reg FD 或有提升分析師報告品質之效，惟亦有使小公司資訊不透明及市場波動增加之附帶結果。

上開實證分析固然指出 Reg FD 之施行有其正面效果，惟該等效果係建立在資訊進入市場的前提之下。換言之，若公司使用公開資訊管道傳遞訊息的意願並未因 Reg FD 而減少，Reg FD 將有助於提升分析師報告的品質，惟此項結論將不適用於因 Reg FD 之施行而減少傳遞資訊意願的公司身上（如前揭研究所指涉之小公司），蓋此時資訊之流通已遭阻塞。另外，「正式公開管道之建立」並不當然意味著必須排除其他非正式管道，若非正式管道之承認對於整體市場仍有助益（例如：減少市場波動、增加小公司的資訊透明度），仍應予承認。畢竟證券交易法之目的在於促進資訊之流通，至於何種流通之方式與管道方屬正當，亦應在此一大前提下進行思考，而不應本末倒置，將所有非正式管道皆予禁絕，反帶來負面效應。

Netflix 事件凸顯出美國法上正式訊息管道（Form 8-K）與非正式訊息管道（例如：臉書）應如何調和與共存之問題。美國證券法制已有證券詐欺規定（rule 10b-5）就不實陳述及隱匿重大訊息等行為加以規範，故即令不肖人士利用社群網站操縱證券市場，當不至於落入無法可管之困境。而在利用社群網站揭露真實重大消息之情況中，只要確定內部人之文章得為不特定人所連結觀看，即無選擇性揭露之疑慮，當無一律禁止之必要。惟此仍須考量如何避免無益資訊氾濫之弊，而使投資人能有效取得有效資訊，以促進證券市場的效率運作。其中諸多細節，仍須多加斟酌。

陸、結論

藉由 Netflix 事件之契機，本文就美國法上有關 Reg FD 之相關議題，進行檢視，因 Reg FD 之違反，往往後續即伴隨內線交易責任之發生，故 Reg FD 中之相關見解，例如消息是否重大、消息是否已公開等，於內線交易理論中亦有適用。

另外，本文亦就社群網站興起所產生之資訊揭露問題，進行省思。在可預見的

<http://www.nber.org/papers/w10567>. 於此份研究中，大公司係指樣本公司中，其規模落入樣本前 20% 者，小公司則是規模落入後 50% 者。

⁶⁰ William J. Kross and Inho Suk, Does Regulation FD work? Evidence from analysts' reliance on public disclosure, 53 J. Acct. & Econ. 225, 246 (2012).

⁶¹ Bei Donga, Edward Xuejun Lib, K. Rameshc, and Min Shend, Regulation FD and the Loss of the 15-minute Privilege (Sept. 20, 2012), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1940675.

未來，資訊將於社群網站中廣泛流通⁶²，面對此一社會現實，我國亦應有所準備以為因應。

有關重大訊息之公開，我國證券交易法第 36 條第 2 項規定，對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報。另外臺灣證券交易所及櫃買中心亦制定有重大訊息之查證暨公開處理程序，表列方式上市公司之應行公開事項，並藉由契約約定，將公開程序的相關規定納為雙方規範之內容。

由此觀之，我國之重大訊息公開制度，與美國 Reg FD 相較，有以下不同：1. 我國除於證券交易法第 36 條設有原則規定外，證交所及櫃買中心尚有作業程序條列屬於重大訊息之事項，較為明確。惟即令如此，消息是否重大之認定疑義，在邊際案例中仍有可能發生；2. 我國不論訊息係因故意或過失而揭露，皆係於事實發生後進行公開程序（如發布重大訊息公告、召開記者會等），美國 Reg FD 則在故意揭露的場合中，要求公司必須同時進行公開程序；3. 於我國規定下，即令訊息係通過新聞報導、記者會等公開管道披露而廣為市場所知，我國上市櫃公司仍需踐行公開程序⁶³，相對而言，根據美國 Reg FD，若訊息係經由足以向大眾廣泛流通訊息之合理管道流通，即無須提交 Form 8-K 向美國證管會申報。

無獨有偶，我國櫃買中心甫於 2012 年 10 月，因興櫃公司前董事長在訊息未公開前，即於個人臉書網頁上發布辭任及公司營運決策等相關言論，認有違反重大訊息說明記者會召開之相關規定，而課處罰鍰⁶⁴。可見社群網站所引發之證交法議題並非美國所獨有，Netfilx 事件及其相關討論，仍可作為我國證券法制的思考素材，例如：1. 是否發行公司所有員工在社群網站所發布的訊息，都受重大訊息程序之規範？若為肯定，是否將使員工所有職場外言論皆受公司及證券主管機關監督，而過度壓縮言論自由？若非所有員工皆受規範，其界線應如何劃分？2. 依我國規定，即令訊息已經過公開管道揭露，發行公司仍需進行公開程序，將訊息輸入網站或召開

⁶² 根據 IBM 公司於 2012 年所進行的調查，在 1709 家公司中，目前有 17% 的執行長使用社群網站與投資者溝通訊息，其並估計在未來五年內，使用社群網站的執行長將達到 57%。See Mark Fidelman, IBM Study: If You Don't Have a Social CEO, You're Going to be Less Competitive, *Forbes* (May 22, 2012), available at <http://www.forbes.com/sites/markfidelman/2012/05/22/ibm-study-if-you-dont-have-a-social-ceo-youre-going-to-be-less-competitive/>

⁶³ 例如臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條第 1 項第 12 款、第 31 款，以及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對有價證券上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條第 1 項第 12 款、第 31 款。

⁶⁴ 中央社，育駿違反重訊規定 罰 3 萬元，2012 年 10 月 26 日，
<http://www.cna.com.tw/News/aFE/201210260169-1.aspx>

記者會，惟發行公司在進行此一動作時，重大訊息已反應在價格之中，則進行公開程序的目的為何，值得玩味。若所揭露的重大訊息並非真正，則發行公司本有誘因循有效率之公開管道進行澄清更正，似無須限制發行公司之訊息傳送管道，而限制公司僅能以相關規定所提供之方式為之⁶⁵；3.若公開程序之目的，在使之成為正統而獨占的訊息來源，而賦予其權威性，惟論諸實際，證券市場價格早在公司循公開程序發布訊息前，已因之波動，則我國公開程序本身能在多大程度內消除不正確消息對市場所帶來的影響，實仍有待進一步思考。

凡此，本文試圖引介美國法之相關討論，以供後續思辨之參考，期能對於我國證券法制之發展，有所助益。

**投資境外基金與購買投資型保單
連結境外基金，相關權利義務並
不同，投資前應詳加瞭解。**

⁶⁵ 類似質疑，可參見陳彥良，透明度之加強與重大消息之揭露，收錄於同氏著，公司治理法制-公司內部機關組織權論，2007年元月，頁283-284。