

美国证券投资者诉新浪证券 信息披露欺诈案评析

龚柏华 任 瑞

摘 要：美国证券投资者诉新浪公司（SINA Corporation）证券信息披露欺诈案，是中国公司在美国涉诉的证券信息欺诈案之一。本案对于中国公司到美国上市并进行信息披露具有借鉴作用。本文在归纳基本案情、法院推理和法院判决的基础上，对该案做了简要评析，并提请中国相关公司应注意证券欺诈诉讼的要求及相关法律规定。

关键词：信息披露；证券欺诈；详细性；提示注意；安全港条款

中图分类号：D416 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894（2008）01-0072-06

近年来，有不少中国企业争取到包括美国在内的海外市场上市，并获得一定的成功。但也有些中国企业在海外上市的过程中，被海外投资者以种种理由诉讼，一定程度上阻碍了中国企业海外上市的步伐。本文分析的案子是美国法院驳回美国证券投资者起诉新浪公司信息披露欺诈指控。^① 对该案的分析有助于我国企业在海外上市时注意相关的事项。

一、基本案情

原告是美国的证券投资者，他们在 2004 年 10 月 26 日到 2005 年 2 月 7 日期间（以下简称“指控时间段”）购买了新浪公司的普通股。被告是新浪公司，汪延、曹国伟、林欣禾（3 人统称“自然人被告”）以及在“指控时间段”所有新浪高层。在“指控时间段”期间，被告汪延担任新浪的首席执行官，曹国伟担任首席财务官，并与林欣禾一起担任联席首席运营官。

原告主张两项诉讼理由。第一，所有的被告散布虚假的和误导性的信息，致使人为地抬高新浪普通股的价格，因而违反了美国《证券交易法》第 10（b）款项和联邦证券交易委员会规则 10b-5。^②原告特别强调，被告有意通过以下手段欺骗公众投资者：隐瞒新浪公司的岁入对算命服务的依赖程度，而这种算命服务正是当时被中国政府逐渐加强审查的服务项目；没有告知投资者新浪计费系统改变的不利影响。第二，自然人被告违反《证券交易法》第 20（a）条款，原因在于他们允许向公众发布第一项诉讼理由中的欺骗性陈述。

被告主张根据《联邦民事诉讼规则》第 12(b)(6)款项，驳回原告的起诉。

被告新浪公司是一家服务于中国大陆及全球华人社群的领先在线媒体及增值资讯娱乐服务提供商。新浪公司通过五大业务主线提供服务：（1）新浪网；（2）新浪无线，侧重于移动增值服务；（3）新浪热线；（4）新浪企业服务；（5）新浪电子商务。算命服务是新浪移动增值服务的分支业务之一。

2004年3月15日,新浪公司发布了2003年度Form 10-K报告。2004年10月26日,新浪公司发布了一份新闻稿,披露了其第三季度业绩良好。第二天,新浪公司的普通股股价升了7.10美元,以每股35.29美元收盘。2004年10月28日,中国国家广播电影电视总局发布了涉及“外商投资电视电影产品公司”的新法规,严格禁止合作企业生产和经营涉及宣传邪教和迷信内容的节目,该法规于2004年11月28日生效。

2004年11月9日,新浪公司向美国证券交易委员会提交了Form 10-Q季度报告,反映了前述新闻稿中关于第三季度财务报告。2005年2月7日,新浪发布名为“新浪2004年第四季度及全年财务报告”的新闻稿,该新闻稿披露,2005年1月下旬国家广播电影电视总局发布的通知表明,有关算命服务的移动增值服务将禁止在广播台和电视台进行。2005年2月8日,新浪普通股的价格每股下降2.96美元,接近11%的跌幅。

早在“指控时间段”之前,中国移动就开始把包括新浪在内的无线服务提供商转为一种新的计费平台——移动信息服务中心(MISC)。这种平台使得运营商能更有效地监控增值服务的内容和服务提供商的计费情况。在2004年10月26日新浪公布其2004年第三季度财务报告之后的一次电话会议上,曹国伟说,“我们目前无法估算向MISC平台转变的确切影响……但是净利润的影响可能被其他积极因素而减轻。在2005年2月7日的电话会议中,林欣禾说中国移动实施的政策变化是“突然并完全不能预料的”。林欣禾还说,新的多媒体短信服务(MMS)计费程序可能给多媒体短信服务收入带来30%到50%的负面影响。新浪后来在其2005年8月9日的10-Q报告中承认,向移动信息服务中心的转变导致新用户的开拓变得困难,并且收费率降低。

二、法院分析

本案中,法院根据原告的诉讼请求,按照目前美国成文法和判例法关于证券信息披露和证券欺诈的规定,对原告的诉讼请求进行了审理。

(一) 关于证券欺诈诉讼的成立

美国众多的判例对证券欺诈诉讼的起诉标准进行了解释。在法院根据《联邦民事诉讼规则》第12(b)(6)款项决定驳回起诉的时候,法院必须查明所有原告声称的重大事实都是真实的,并且所有的推断向非动议方倾斜。^③只有原告不能提出支持其诉讼请求并给他们以救济的证据时,法院才可以驳回起诉。^④

美国的立法也对证券欺诈诉讼做出了规定。原告如果想要使诉讼在《证券交易法》第10(b)款项和联邦证券交易委员会规则10b-5下成立,^⑤必须证明,被告故意发布虚假陈述或遗漏重要事实,并且原告基于对被告的信赖,遭受损害。^⑥原告必须证明:(1)被告对重大事实的虚假陈述或遗漏;(2)故意;(3)信赖;(4)因果关系;(5)损害。

(二) 对原告诉讼理由的具体分析

1. 有关新浪的披露义务 原告诉称,新浪公司在中国政府逐渐加强实施禁止广播和电视台播放含迷信内容广告时,负有告知投资者新浪公司的利润增长对算命服务的依赖程度。原告还声称,新浪没有充分警告投资者新浪采取移动信息服务中心计费系统将造成新浪利润的重大减少。

法院认定,原告的陈述不足以构成诉因,具体分析如下。

(1) 原告的陈述没有满足详细性说明的要求。一项证券欺诈诉讼必须符合《联邦民事诉讼规则》第9(b)款项和1995年《私人证券诉讼改革法》规定的较高的起诉要求。第二巡回法

院对《联邦民事诉讼规则》第9(b)款项作出解释,一项起诉需要:1)详细说明原告据以主张的陈述是欺骗性的;2)详细说明陈述人;3)说明该陈述做出的时间和地点;4)解释该陈述为何是欺骗性的。类似地,《证券诉讼改革法》要求起诉详细说明陈述是误导性的,以及这些陈述是误导性的原因。

原告声称被告没有披露重大事实,但是原告没能够明确地指出被告的陈述是如何误导的,也没能够指出被告的陈述为什么是误导性的。相反,原告提出一大批来源于自然人被告所作的公开讲话以及联邦证券交易委员会的文件作为引证,原告泛泛地解释了这些公开陈述为什么会误导原告。

原告不仅必须指出新闻稿中的陈述是虚假的和误导性的,还必须明确地论证它们为什么是虚假的和误导性的,以及它们是如何虚假和误导的。^⑨例如,原告提出汪延的评论“中国是一个长期的增长市场”、曹国伟的陈述新浪“目前无法估算向MISC平台转变的确切影响”。这两名被告的陈述被认定为误导性是非常含糊的。此外,曹国伟的陈述“由于新浪从移动增值服务中的收入比预想中的要好,新浪对于创记录的季度很满意”也是不可诉的,原因在于原告没能够主张:新浪没有获得一个创记录的季度或者移动增值服务对新浪利润的增长没有促进作用。同样地,并不能认定原告所引证的其他陈述是误导性的,并且原告没能阐明特定的陈述是如何误导原告的。

(2)新浪没有披露额外信息的义务。即使原告提出更加详细的诉讼理由,新浪也不需要承担联邦证券交易委员会规则10b-5下的责任。在判断被告的未披露行为是否可诉的时候,确立了如下规则:如果没有披露义务,在规则10b-5下,沉默并不具有误导性。^⑩某项信息并不仅仅因为可能与理性投资者相关或有利益关系,而被要求必须披露。^⑪10b-5规定,只有某项信息的披露对于使公开陈述具有非误导性是必要的时候,而这项信息被遗漏掉的时候,这种重大遗漏才是可诉的。

1)新浪公司收入对算命服务的依赖程度。原告声称,被告有义务披露利润增长的真实原因,即移动增值服务的利润很大一部分来源于算命服务的广告,但新浪没有履行该项披露义务。

法院认定,这些未披露的行为并不能作为基于规则10b-5提起诉讼的基础。因为,新浪无需披露算命服务对新浪收入的影响程度,这是从公开渠道可得的信息。

原告诉讼请求中声称,是新浪负有通知投资者该公司面临的由于中国政府法规的不确定性导致的潜在风险,而新浪没有披露上述风险。事实上,新浪在其2004年8月9日的10-Q报告和2004年11月9日的10-Q报告中,均对上述风险进行了警告。因此,原告并没能够成功主张新浪未披露上述风险。

2)新浪计费系统的转变。被告所做的关于从移动增值服务获得的利润增长和向移动信息中心平台转变所带来的影响的陈述,是不可诉的。被告明确地指明,向新计费系统转变的非确定性,同时被告指出,他们并没有想要误导投资者。因此,原告没能够依据联邦证券贸易委员会规则10b-5,就新浪关于计费系统变化的陈述做出有效起诉。

2. “提示注意”原则和安全港条款 根据“提示注意”原则,如果公司在披露前瞻性信息时伴有有意义的警戒性声明,表明该信息的前瞻性本质并指出可能导致预测无法实现的风险因素,那么法院将认为该项信息中的不实陈述或遗漏不具有重大性,或者投资者对该信息的依赖是不合理的,从而免除公司的责任。《私人证券诉讼改革法》也为伴有足够的警戒性声明的陈述提供了安全港。不适用本规则的例外情形有:1)在明知前瞻性信息披露是虚假的,而进行披露的;或者2)前瞻性信息披露没有如实陈述目前的事实。

(1)是否适用“提示注意”原则和安全港条款。原告认为被告不适用“提示注意”原则和安全港条款,他们声称被告的警戒性声明没有足够有意义,因而不能引发“提示注意”原则和安全港条款的适用。在Hunt v. Alliance North Am. Gov't Income Trust一案中,美国第二巡回法院认定,警戒性语言必须与误导原告的陈述有直接关系。据此,原告还声称被告的警戒性

语言与误导原告的陈述没有直接关系。原告坚持认为,被告没有明确地警告投资者,面对中国政府对于电视台和广播台广告的法规,新浪公司存在的潜在风险。但是,实际上,新浪在2004年10月26日的新闻稿中明确地警告投资者中国具有潜在危险的法规具有不确定性。此外,新浪在2004年10-Q报告中警告投资者,新浪不能确定中国政府是否会阻止该公司继续经营移动增值服务,新浪也警告过投资者依靠移动运营商的潜在风险。鉴于新浪公司的以上陈述,原告的新浪没有披露其潜在风险的主张是不能成立的。

明显地,新浪不能够精确地预测存在的风险,因为它不知道中国政府的决策过程。但是,考虑到新浪披露过程中的广泛的警戒性语言,新浪公司受到“提示注意”原则和安全港条款的保护。

(2) 是否属于安全港条款的例外情形。原告主张,被告知道向移动信息服务中心计费系统的转变将使新浪的利润减少,属于不适用安全港条款的例外情形,因此新浪不应适用安全港条款。

但是,实际上,被告的行为并不属于不适用安全港的两种例外情形。因此,应当适用安全港条款。理由如下:新浪2005年2月7日的新闻稿及接着的电话会议,披露了计费系统变化的负面影响。并且,新浪在“集团诉讼期间”之前明确地警告投资者,新浪与中国移动的计费安排有可能随时发生变化,中国移动可以对计费安排做出改变。

总之,原告没能够证明被告有关中国移动的行为做出了故意的虚假陈述。因此,被告受到“提示注意”原则和安全港条款的保护。

3. 主观故意的证明 即使原告可以充分地证明被告故意地做出虚假陈述或者没能够披露重大事实,原告的起诉仍然可以因为没能充分地证明主观故意而被驳回。

《联邦民事诉讼程序规则》第9(b)款项为欺诈诉讼提高了起诉要求:在所有主张欺诈或误解的情况下,所有欺诈或误解的详情应当被详细地说明。为了减少滥诉的发生,《私人证券诉讼改革法》对原告主张证券欺诈增加了更多严厉的要求。《私人证券诉讼改革法》规定:本章下的任何私人诉讼,如果原告主张被告1)对重大事实做出虚假陈述;或者2)遗漏根据陈述做出的环境,使陈述不具有误导性的重大事实,原告必须详细说明被声称具有误导性的每个陈述,并且说明陈述具有误导性的原因。此外,在原告仅仅证明被告具有某种特定的心理状态,原告可能获得金钱赔偿的诉讼中,诉讼请求主张行为或遗漏违反了本章规定时,必须详细地说明被告具有必要的心理状态的事实。

在Ganino v. Citizens Utils. Co.案中,上述被描述为欺骗、假造、诈骗的心理状态可以基于下列原因被起诉:通过主张被告具有动机和实施欺诈的机会的事实;或者通过主张能够作为被告故意的失常行为或者重大疏忽的间接证据的事实。

经过以下分析可知,原告没有提供足够证明被告动机、故意的失常行为或者重大疏忽的事实。

(1) 动机。为了充分地主张动机,原告必须详细地说明通过虚假陈述或遗漏,自然人被告可以获得的具体的好处,公司所得的一般的好处是不足够的。本案中,原告宣称包括自然人被告在内的一些公司内幕人于集团期间卖掉价值34 455 720美元的新浪普通股,而这些卖售股票的行为表明了故意的存在。这种非正常的出卖股票行为可以推知内幕人的动机。但是,该主张被事实反驳了。法院通过向证券交易委员会提交的档案进行司法认知,内幕人的交易行为与自然人被告前几年的销售行为相一致。因此,与先前的行为相比,自然人被告在集团期间的交易活动是正常的。因此,法院没有依据认定自然人被告的交易行为反映他们想要从虚假陈述新浪公司的情况中获取个人利益的意图。

(2) 故意的失常行为或者重大疏忽。同样地,也没有能够证明被告故意的失常行为或者重大疏忽的有利的间接证据。为了证明重大疏忽,原告必须证明被告的行为是“高度不合理的”,极度地违背了被告知道危险的存在或者危险相当明显以至于被告应当已经注意到的一般注意标准。

本案中,新浪公司一直在向投资者说明,中国法律法规体系启动后即将带来的风险。因为没有证据表明被告提前知道国家广播电视总局或中国移动的行为,所以没有证据表明被告具有故意的市场行为或重大疏忽。

4. 信赖、损害 原告诉称,新浪普通股的市场是有效的,因为新浪公司符合在纳斯达克上市的条件,定期向美国证券交易委员会和纳斯达克递交报告,并且与公众投资者保持定期的交流。原告基于对新浪的信赖,才购买了股票,最后却导致了损害。基于前述分析可知,新浪没有进行虚假陈述或对事实披露的重大遗漏,所以,原告提出自己对新浪股票市场的信赖但却发生了损害,已经没有实际意义。

5. 对自然人被告的诉讼 《证券交易法》第20(a)款项强调了个人的责任。由于原告没能够根据《联邦民事诉讼程序法》第12(b)(6)款项和联邦证券交易委员会规则10b-5,对新浪公司提起有效的诉讼,因此更谈不上追究自然人的责任。法院判决,驳回原告基于《证券交易法》第20(a)款项对个人提起的诉讼请求。

三、法院判决

法院判决驳回原告的起诉。原因是原告没能够证明有效的诉讼请求,没有满足《联邦民事诉讼规则》第9(b)款项的起诉要求,也没有满足《私人证券诉讼改革法》的起诉要求。

四、简要评析

近年来时有发生美国证券投资者起诉中国在美国上市公司信息披露欺诈,以逼迫中国公司化钱调解。通过对本案的分析,我们可以看到,在美国遭遇此类可能的滥诉时,中国公司可以利用美国的法律和判例,进行抗辩。

在美国,证券信息披露误导和证券欺诈诉讼的主要依据是1934年《证券交易法》第10(b)款项和联邦证券交易委员会规则10b-5。一项证券欺诈诉讼必须符合《联邦民事诉讼规则》第9(b)款项和1995年《私人证券诉讼改革法》规定的较高的起诉要求。关于起诉要求,不仅有成文法的规定,更有判例法积累的标准。每个法院在审定是否符合起诉要求的时候,通常会在成文法的基础上行使自由裁量权,因此,法院的做法并不完全相同。但是,原告如果想要根据《证券交易法》第10(b)款项和联邦证券交易委员会规则10b-5,成功提起证券信息披露误导和证券欺诈诉讼,需要证明:(1)被告对重大事实的虚假陈述或遗漏;(2)故意;(3)信赖;(4)因果关系;(5)损害。在证明被告进行虚假陈述或遗漏重大事实之后,原告还需进一步证明原告对被告的信赖、因果关系和损害。本案中,原告没能够成功证明新浪进行虚假陈述或遗漏重大事实,也没能够成功证明被告的主观故意,因此,证明信赖、因果关系、损害已经没有实际意义。

在证券信息披露误导和证券欺诈诉讼中,除了上市公司作为被告之外,原告通常会同时起诉上市公司的高层,要求自然人被告承担连带责任。起诉自然人被告的法律依据是《证券交易法》第20节。《证券交易法》第20(a)款项规定,控制人对于由其所控制的公司或其他人违反《证券交易法》或其规则的任何行为承担连带责任,除非控制人善意行事并且没有直接或间接地诱使或导致构成违法行为的发生。本案中,原告没能证明新浪公司的证券披露责任,因此,自然人被告当然无需承担责任。要求自然人承担责任的前提是上市公司被成功证明违反了法律相关规定,需要承担责任。

本案中涉及的“提示注意”原则和安全港条款对中国公司在美国上市有一定的保护作用。如

果公司在披露前瞻性信息时伴有有意义的警戒性声明,表明该信息的前瞻性本质并指出可能导致预测无法实现的风险因素,那么法院将认为该项信息中的不实陈述或遗漏不具有重大性,或者投资者对该信息的依赖是不合理的,从而免除公司的责任。《私人证券诉讼改革法》也为伴有足够的警戒性声明的陈述提供了安全港。信息披露分为两种:历史信息的披露和前瞻性信息的披露。前瞻性信息的披露对投资者具有指导作用,但是由于带有更强的不确定性,因此需要给予保护。上市公司可以充分利用“提示注意”原则和安全港条款对上市公司的保护作用,在进行前瞻性信息披露的时候,做到符合“提示注意”原则和安全港条款提出的前提条件和要求。同时,“提示注意”原则和安全港条款对我国证券法的完善也有重大的借鉴作用。

(作者单位:复旦大学 上海WTO事务咨询中心)

注释:

- ① In re Sina Corp. Securities Litigation, Slip Copy, 2006 WL 2742048, S.D.N.Y., 2006.
- ② 10b-5规则(Rule 10b-5)是美国证券交易委员会(SEC)为配合实施《1934年证券交易法》(1934年法)第10b条,而制订的一个全方位的反欺诈规定,适用于与证券交易有关的各种欺诈行为。
- ③ Harris v. City of New York一案中确立该规则。
- ④ Halperin v. eBanker USA.com, Inc.
- ⑤ 17 C.F.R. § 240.10b-5.
- ⑥ Kalnit v. Eichler.
- ⑦ 在Rombach v. Chang一案中。
- ⑧ Basic Inc. v. Lexinson.
- ⑨ 此外, Resnick v. Swartz.

(上接第26页)

四、结 论

综上所述,企业的所有权应按企业各方参与者对企业贡献的大小和承担风险的高低来分配。在现代企业中,就总体而言有效的公司治理应通过强化股东大会和董事会的职能来加强财务资本对企业的“控制权”,通过管理层持股、员工持股等手段提高人力资本对企业的“索取权”;就财务资本内部而言,应让承担风险大的股东拥有相对多的企业所有权;对人力资本内部而言让重要而难以监督的管理人员(包括关键技术人员)拥有相对多的企业所有权。如此所有权配置将有效促进“两权对应”,以便发挥产权的激励与约束作用,使参与企业各方决策行为的外部性内部化,从而降低总代理成本、提高企业价值。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] 陈信元,陈冬华,朱凯.股权结构与公司业绩:文献回顾与未来研究方向[J].中国会计与财务研究,2004,(6).
- [2] 张俊瑞,赵进文,张建.高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J].会计研究,2003,(9).
- [3] 李跃平.薪酬激励在我国公司治理中的运用[J].经济社会体制比较,2003,(3).
- [4] 刘斌,刘星,李世新,何顺文.CEO薪酬与企业业绩互动效应的实证检验[J].会计研究,2003,(3).
- [5] 张晖,陈志广.高级管理人员激励与企业绩效——以沪市上市公司为样本的实证研究[J].世界经济文汇,2006,(6).
- [6] 李增泉.激励机制与企业绩效[J].会计研究,2000,(1).
- [7] 魏刚.高级管理层激励与上市公司经营绩效[J].经济研究,2000,(3).
- [8] 周其仁.市场中的企业“一个人力资本与非人力资本的特别合约”[J].经济研究,1996.

注释:

- ① 广义的控制权应包括:一是选择经营者的权力,二是监督经营者的权力,三是经营决策权(张维迎,1996)。
- ② 目前实施的流通股股东分类表决机制已明显缓解了此类问题。