

证券虚假信息规制的原理反思与实证评价^{*}

缪因知

摘 要：非法定信息披露主体在非法定披露渠道编造或传播证券虚假信息所能引发的后果，应当与法定披露主体在法定披露渠道作出的虚假陈述所能引发的后果相区别。投资者只应对法定披露信息产生合理信赖。我国《证券法》规定的积极和消极披露义务主体均为对市场有影响力的特定人，但证监会在规则制定和执法中将之进行扩张解释，值得检讨。对虚假信息责任的追究，应在主体上坚持有市场影响力的特殊主体标准，同时在客体上坚持事实性信息虚假且具有重大性的标准。这样方符合《证券法》的本意，也与对法定信息披露义务人的虚假陈述责任制度相匹配。否则意味着推定投资者对普通主体随意作出的不实言论也能产生合理信赖，这有碍于证券信息规制的正面建设。对证券虚假信息的治理，不应依靠公法责任的强化，而应依靠社会化的综合治理，包括加强投资者教育，凸显法定信息披露渠道的权威性。

关键词：证券信息披露 证券虚假信息 消极披露义务 证券执法

中图分类号：DF438.7 **文献标识码：**A **文章编号：**1673-8330(2018)04-0068-11

DOI:10.13893/j.cnki.bffx.2018.04.007

一、问题的提出

笔者所讨论的证券虚假信息，并非指法定的证券信息披露主体在法定披露渠道作出的虚假陈述，而是指非法定披露主体在非法定披露渠道作出的关于上市公司和证券市场的不实表述，^①包括内容低级、在形式上就令理性投资者感到怀疑的表述。目前，此类信息出现的一个重要途径是互联网。由于新媒体的技术属性和社会属性方面的特质，互联网信息发布者具有分布广泛、无准入门槛的特征；信息传播具有快速性、易修改性、片段化的特征。为了在信息的汪洋中获得关注，即便是正式媒体通过互联网发布信息时，也更多地会在标题设置中采用夸大、以偏概全的手法。网络媒体自行转载摘编时，更是常用此类手法，以激发更大的传播效果。手机小屏幕的移动互联网兴起，进一步催生了短小化、片段化的信息阅读习惯和信息发布模式，又增强了信息受众的焦躁性，降低了对严肃、完整信息的吸收性。因此，互联网言论总体上具有非正式、非权威、非系统及片段化的

^{*} 本文系北京市社科基金项目“证券期货欺诈行为执法标准研究”、中央高校基本科研业务费专项资金和中央财经大学科研创新团队支持计划的研究成果。

〔作者简介〕缪因知，中央财经大学法学院副教授，法学博士。

① 非法定披露主体一般无法在法定披露渠道作出陈述，法定披露主体极少在非法定渠道作出披露。

特征。

近年来,我国证监会强化了对证券虚假信息的执法。证券虚假信息当然需要被治理和消除,但简单通过扩大执法以加强非法定渠道不实言论的公法责任,并不符合证券信息规制的基本法理。这可能导致过分夸大非正式信息所具有的误导作用,体现了对市场信息甄别能力的不信任。对证券虚假信息,我们更需要采取综合化的社会治理,通过投资者教育、强化法定信息披露制度来“正本清源”,凸显法定信息披露的可信性。

根据证券信息规制的基本法理,非法定信息披露主体在非法定披露渠道作出的关于上市公司和证券市场的不实表述所能引发的后果,应当与法定披露主体在法定披露渠道作出的虚假陈述所能引发的后果相区别。投资者只应对法定披露信息产生合理信赖。《证券法》亦因此规定积极和消极披露义务主体均为特定人,而证监会规章将消极披露义务主体扩张为普通主体,超越了权限,也违背了法理。此外,证监会规章还存在试图管制新闻报道的不当之处,2015年《证券法修订草案》(以下简称《草案》)扩张消极披露义务主体并不合理,施加民事责任更是无谓增加了司法成本。证监会相关执法案例中的瑕疵,一是把执法对象从特殊主体扩大为一般主体,二是对不应构成虚假信息或未必能扰乱市场的信息施加了处罚,而其深层次的处罚动机,是对股市波动特别是下行波动的过度反应。通过公法责任强化证券虚假信息治理的弊端,包括执法不公平性、令投资者对非法定渠道信息的可靠性产生错觉、损害市场信息生态的机能,可行的应对策略应是依靠社会化的综合治理,包括凸显法定信息披露渠道的权威性、加强投资者教育等。

二、证券信息规制的基本法理和制度回溯

美国是证券法的发源地,并以信息披露监管为基本特色。由于美国《宪法第一修正案》将“言论自由”安置在一个具有神圣性的地位,所以对言论的遏制更为敏感。美国报纸编辑协会前主席、律师 Gartner 甚至对一些司空见惯的证券监管手段也从言论自由的角度进行了抨击。《1933年证券法》第5(b)(1)节禁止使用州际商业手段或邮件包括电视广播材料来要约出售证券,禁止证券发行人直接发布广告,而只能刊登格式化的“墓碑广告”告知人们在何处获取招股说明书。Gartner 尖刻地批评道,“墓碑广告”的意思大概是为了哀悼第一修正案保护的言论自由。^② Gartner 还慷慨激昂地称,“政府可能为了保护我的肺而限制我的言论自由。但我宁愿死于肺癌也不愿看见我的孩子们失去自由说话的权利。肺和人都是注定会消亡的,但民主不会”。^③ 我们不必采取如此激进的立场。毕竟证券是没有实体价值的金融商品,其价格会随着证券发行人披露的信息而变动。故而对证券市场有必要实施较为严格的信息规制,但规制必须符合信息流通的科学规律。

(一) 法定披露渠道中的信息才可以被合理信赖

证券信息规制的基本思路是在形式上区分有意义和无意义的信息,从而减少公众对信息真伪的辨识成本和接收成本。所谓有意义的信息是指发布者的身份、途径和时限具有限定性的信息。例如,在上市公司内部,并非任何董事或高管都能代表公司对外发布信息;上市公司必须在证监会指定的媒体披露信息,即使其他更权威、传播量更大的媒体(如中央电视台)也不能当然成为证券信息披露的法定渠道;信息披露须以特定的格式做出,以便查阅检索。在此基础上,现代证券法已经发展出了更多精细化的披露规则,如对预测性信息、管理层分析报告意见等软信息的披露规则。

在一定程度上,可以认为证券信息的流通就像证券的流通一样,具有“场内化”的特质。场外的证券信息和证券交易都具有非正式性、甚至非合法性的特质,非法定披露渠道披露的信息在法律上应当是无意义的,无论内容是否恰巧真实,在形式上都可视为“谣言”。这样的区别比日常语

^② Michael Gartner, *Commercial Speech and the First Amendment*, 56 University of Cincinnati Law Review, 1173 (1988), p. 1176.

^③ 前引^②, p. 1178.

言中“真话”与“谣言”的区别更为明确。在日常语言中,由于不存在单一的法定信息披露平台,“真话”与“谣言”的区别需要依赖实质标准。而在证券市场中,不仅对“真话”需要坚持法定标准,对能产生法律责任后果的虚假陈述也需要坚持法定标准,即只有法定披露义务人通过法定渠道作出的信息披露,才能令其他投资者产生合理信赖,在虚假陈述与投资者交易行为和损失之间产生可推定的因果关系,才会产生证券法律责任。任何主体在非法定渠道中作出的表述,都不应被理性的证券市场主体视为判断证券价值的参考,除非另行符合操纵市场的判定标准,否则既不会产生证券虚假陈述的民事责任,也不应产生证券虚假陈述的行政责任。

尽管现实中诸多互联网产品有较强的信息传播能力,但这不能改变它们作为信息传播平台的非正式性和非权威性。证券交易是具有复杂性的专业活动,证券信息披露有法定平台,任何主体包括法定披露义务人不能在非法定平台发布有效信息,这是投资者应当知道的常识。在股吧、微博等平台以缺乏公信力的账号主体发布信息,包括无凭无据地转载以证券经营机构名义发布的信息,不应让人产生合理信赖。如果是证券评价类信息,更是只能视为发布者的“观点”而非“事实”,在理论上不具有误导性,其中蕴含的言论自由也不宜被不当遏制。

诚然,囿于人性的弱点,法律不能完全期待普通投资者面对非法定渠道的信息无动于衷,所以《证券法》同样为法定披露主体以外的人设定了不得披露信息的消极义务,但这仍然是对披露主体的限定性规定。

(二) 我国《证券法》消极信息披露规制具有主体和后果的限定性

我国《证券法》信息披露规则基本遵循了前述原理:一是系统规定了发行人、上市公司的积极披露义务,二是对特定主体施加了消极披露义务。^④消极披露义务规定在《证券法》第78条:“禁止国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员编造、传播虚假信息,扰乱证券市场。禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员,证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员,在证券交易活动中作出虚假陈述或者信息误导。各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观,禁止误导。”

与《证券法》第63条规定的积极披露义务——发行人、上市公司依法披露的信息,必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏——相比,消极披露义务同样要求披露主体限定为具有市场影响力的特殊主体,但不涉及重大遗漏问题。这是因为积极披露义务的内容包括了信息的完整性,而缺乏完整性的信息则构成重大遗漏;消极披露义务的内容本来就是“不要乱说”,本来就不涉及完整披露信息的义务,故而即便披露残缺的事实,最多只能构成误导,而不会构成遗漏。

现行《证券法》第78条的规定与1998年《证券法》第72条基本相同,但立法技术存在瑕疵。一是第1、2款使用了不同的术语,“编造、传播虚假信息”与“作出虚假陈述或者信息误导”之间的差异不甚清楚,似应统一用语。二是其对第2款的证券行业机构及其人员作出不当陈述只限定在证券交易中,其本意可能是防止直接诱导交易,但这种限缩并无必要。如在“王先春案”中,某证券公司高级员工在其微博发布了“创业板将实施注册制”的不实信息,由于其并非是在交易活动中作出,证监会只能适用第1款进行处罚。^⑤

在对应的罚则上,现行《证券法》删除了1998年《证券法》中的“全称性”罚则,即第188条——编造并且传播影响证券交易的虚假信息,扰乱证券交易市场的,处以罚款,构成犯罪的,依法追究刑事责任,而是在第206、207条分别针对第78条第1、3款和第2款设定了罚则,将处罚对象限于特定主体。第206条与第207条的主要区别是后者处罚较轻,无“没收违法所得”的责

^④ 《证券法》对利用信息操纵市场行为的规制也限于具有信息优势的特定主体,原理相通,在此不多作展开。

^⑤ 参见《中国证监会行政处罚决定书(王先春)》〔2016〕115号。

任形式。这可能是由于立法者认为这种情况下没有违法所得,或这些证券行业相关机构及其从业人员的行为发生在职务行为中,合法所得与违法所得很难分清。但实则此种区分没有必要,因为这些主体可能会在虚假陈述或信息误导之余,通过自行买卖或令亲友买卖股票而产生违法所得(此时亦可能构成“抢帽子”行为)。如果说存在违法所得,可同时适用操纵市场法则来处罚,则又产生了第78条第1款的行为是否要同样适用操纵市场法则的疑问。^⑥

如后文所揭示,执法中引发争议的主要是对第78条第1款“有关人员”的理解。笔者认为,这种表述本身并不准确,但至少不应该如证监会理解的那样,可以涵盖“任何人员”。根据立法机关的释义,“有关人员”主要是指以各种方式参与证券活动的人员,如在各种传播媒介上发表证券市场评论的人员、证券业务研究人员、教学人员等。^⑦换言之,只有具有特殊职位和影响力的特定主体发布的虚假言论,才可能实现“扰乱证券市场”的后果,^⑧才会产生《证券法》上的行政责任。这种主体和后果的双重要件符合证券信息规制的原理,否则就会产生普通主体的言论和法定披露主体的陈述对市场具有同等重要性的荒谬结论。^⑨主体限定性也会降低执法难度和成本,在认定责任时对特定主体的不实言论和责任后果之间的因果关系实施推定,也更具有逻辑性。

三、证监会对证券市场信息的扩张性规制

目前,我国证监会通过规则制定,扩张了对证券市场信息的管制,这可能超越了其权限。本部分主要讨论证监会通过规章制度泛化了消极披露义务主体的问题,特别是对新闻业不当管制的问题。

证监会2007年颁布的《上市公司信息披露管理办法》第67条规定“任何机构和个人编制、传播虚假信息扰乱证券市场;媒体传播上市公司信息不真实、不客观的,中国证监会按照《证券法》第206条处罚。在证券及其衍生品种交易活动中作出虚假陈述或者信息误导的,中国证监会按照《证券法》第207条处罚。”如前所述,该条所引《证券法》第206、207条针对的是特定主体。既然《证券法》本身限定得较为明确,证监会就不应扩大处罚对象的范围。学界对过苛地管制所谓谣言的负面影响已经多有研究,^⑩在证券市场领域也不例外。事实上,可能由于证监会认识到《上市公司信息披露管理办法》第67条的主体泛化并不合适,所以在处罚中一般不引用此条。2015年起证监会展开的证监法网专项打击行动涉及到不少股吧中的言论,但面临着执法依据不足的问题,所以大多只能移送公安机关处理,而不能自行处罚。

另外,证监会规章试图一并管制新闻业,更有越权、自负之嫌,也是行政权对社会治理机制的侵蚀。《上市公司信息披露管理办法》第56条规定“媒体应当客观、真实地报道涉及上市公司的情况,发挥舆论监督作用。任何机构和个人不得提供、传播虚假或者误导投资者的上市公司信息。违反前两款规定,给投资者造成损失的,依法承担赔偿责任。”第68条规定“涉嫌利用新闻报道

⑥ 当然,欺诈、虚假性陈述和操纵市场本身存在竞合,有时可以视为一种行为予以规制。参见缪因知《期货操纵和欺诈致损计算规则研究》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》(第十五卷),法律出版社2015年版,第148页。

⑦ 参见李飞主编《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版。

⑧ 中国证监会行政处罚委员会的官员亦指出,“只有达到了‘扰乱证券市场的程度’,才能完整构成《证券法》第78条所述违法行为。”换言之,扰乱市场不是编制传播虚假信息的必然结果,只是一个后果要件。参见巩海滨、张任重《互联网时代编造传播虚假信息违法行为构成、法律责任及其规制》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》(第十六卷),法律出版社2015年版,第54页。

⑨ 证监会并不注意这两类主体所发布信息在重要性上的深刻区别。无独有偶,一些司法机关也这样看待普通人对上市公司价值的判断,甚至认定网络发帖行为足以构成损害商业信誉罪。参见缪因知《损害商誉罪适用研究:自舆论监督的视角》,载《法治研究》2017年第2期,第51—63页。

⑩ 参见李大勇《谣言、言论自由与法律规制》,载《法学》2014年第1期。即便是对严重的网络谣言的刑事治理,学者也强调应同时保障言论自由与民意畅通,参见蒋晗华《群体性事件中网络谣言犯罪研究——以社会敌意为视角》,载《北方法学》2016年第1期,第55—63页。

以及其他传播方式对上市公司进行敲诈勒索的,中国证监会责令改正,向有关部门发出监管建议函,由有关部门依法追究法律责任。”

媒体报道是关于言论自由、新闻自由的宪法性权利。一般法理亦认为,为了保障舆论监督的及时性,只要媒体报道时不具有恶意或放任的心态,即便报道内容有所失实,也不必承担法律责任。从传播规律看,媒体的主要功能是令社会对某一事项给予关注,且媒体只能从外部进行观察推断,而不可能掌握对报道主体所有真实准确的信息,故媒体报道无法百分之百准确。新闻应当追求的“客观、真实”就像诉讼中的“法律真实”一样,应当是受到证据支持的、表现出来的真实,而非全能上帝之眼下的“客观真实”。媒体报道信息前是否已经尽到核查的程序义务,才应是判定其法律责任的主要依据。如对媒体的价值和作用机制缺乏深刻理解,就容易凭借事后“尘埃落定”之际的信息优势来倒推事前“扑朔迷离”、真相尚待探索阶段的“信息虚假”。换言之,证监机构只能和常人一样,于事后判断当初媒体发布的具体信息是否符合后来展示的事实,无法对媒体当初是否“客观、真实地报道”予以判断。媒体报道的改进、向客观真实的接近,应当通过媒体间竞争、自律程度的加强来实现,而不是管制部门的增多。至于媒体是否涉嫌“敲诈”则更为复杂,违法性不易轻言,^⑪证监会更加缺乏能力和法律权威来对其作出判断。而且《上市公司信息披露管理办法》第68条在逻辑上就存在矛盾,既然只是“涉嫌”,则应当进行调查,而不是径行“责令改正”,从而混淆了行业监管权和新闻监督管理权的界限。

此外,实践中证监会执法不足、滞后、与行业公司存在利益勾结等腐败因素也不容忽视。在多起案件中,媒体对证券调查的报道先于执法行动,推动了行业的净化、弥补了证券监管的不足,促进了对投资者的保护。^⑫以监管机构的意见为准来判断行为具有先导性的媒体是否客观真实、是否存在新闻敲诈,亦不合适。

故《上市公司信息披露管理办法》第56条第1款的规定应予废除,虽然其表述并无不当,但该案所涉内容不属于证监会的职权范围,也无关“上市公司信息披露”;第3款中的赔偿责任属于民事责任,证监会无权设定。如果证监会的理解是“依照有关法律等来确定”,则属叠床架屋、多此一举。第68条亦应废除,如该条确需保留则至少应当明确只有经证监会主席签发同意,才可以向新闻主管机构发出监管建议函,而非任意下属部门和派出机构均有权发函骚扰。^⑬

此外,值得注意的是,《草案》沿袭了证监会消极披露义务泛化的立场,第97条将禁止编造、传播虚假信息的义务主体规定为任何单位和个人,并规定“编造、传播虚假信息给发行人或者投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任”。

四、证券虚假信息执法的理论检讨与案例剖析

与扩张性管制规则同步的是,证监会对非披露义务人制造或散布的证券虚假信息实施了扩张性处罚。其中的核心问题就是对现行《证券法》第78条的越权适用,既包括主体适用的扩张,也包括高估了相关信息“扰乱市场”的可能性。

在指导思想,证监会实际上是把证券市场投资者视为“愚人”,认为来历不明、并无特殊主体身份加持、不应为理性投资者信服的信息,甚至表面上也缺乏可信度的信息,却能够误导投资者。平心而论,证监会的这种担忧并非没有道理,例如散户相信“新股必涨”而热捧新上市股票的做法,曾让证监会备受困扰。^⑭但这并不意味着应该对证券市场信息从严控制,也不意味着在执

^⑪ 参见缪因知《敲诈和“有偿不闻”违法性的法经济学分析》,载《北大法律评论》(第16卷第2辑),北京大学出版社2016年版,第81—92页。

^⑫ 参见缪因知《政府性证券监管批判及与民事诉讼之权衡》,载《交大法学》2015年第1期,第149页。

^⑬ 缪因知《论证监会信息披露规则的不足》,载《法治研究》2016年第2期,第149页。

^⑭ 缪因知《从洛阳钼业事件看询价制度改革》,载《法学》2013年第2期,第42页。

法时应该轻易高估市场言论的不良影响。

必须指出,目前的金融与法律理论研究和执法水平都无法在定量的层面上对虚假信息的内容扭曲度、表面可信度、传播度等方面与扰乱市场、误导投资者方面建立精确的联系(这当然也是操纵市场法则乃至整个侵权责任法面临的困境),而只能在定性层面上建立关系。故而对基本定性的把握就需要更准确,即在主体上坚守有市场影响力的特殊主体标准,同时在客体上坚守事实性信息虚假且具有重大性的标准,这样方符合《证券法》的本意,也与对法定信息披露义务人的虚假陈述责任制度相匹配。否则意味着推定投资者对普通主体随意发表的言论也能有合理信赖,这将有碍证券信息的正面规制。

自2015年以来,证监会已经作出过不少相关的处罚决定,然而学界对此研究较少。下文以这些典型案例为研究对象,从实践的角度进一步归纳证监会的相关做法。

(一) 证券虚假信息执法中的主体扩张适用问题

如前所述,以《证券法》第78条为核心的证券虚假信息规制体系的重心是针对具有市场公信力的国家机关工作人员、传媒从业人员、证券机构及从业人员作出的,若轻易扩张适用这一主体要件,便会导致过度执法的问题。鉴于实务中证监会并不以行为人存在扰乱市场的主观故意为要件,^⑮所以对主体要件的严格把握更为必要。

1. 光大证券案:上市公司亦是证券公司

2013年,证监会就依据《证券法》第78条第2款,处罚了光大证券公司董事会秘书在“八·一六事件”中对乌龙指存在可能性的轻率否认表示。此案的关键在于,光大证券公司虽然是证券公司,但在此案中该高管是应邀评论本公司股票的情况,与公司的券商身份和市场信誉无关。此案被讨论得较多,此不赘述。^⑯可以对比的是东方证券公司两名分析师用“诱导性和夸大性的语言文字”发送了推介安硕信息公司的邮件1.1万封而被处罚的案例,^⑰该案适用《证券法》第78条第2款是正确的,因为分析师借助了所在券商的市场信誉。

2. 刘钦涛案:普通网络发帖人是媒介从业人员

刘钦涛于2015年6月2日深夜在东方财富网的中国南车吧发布《东莞证券针对5000万以上VIP的风险预警》帖子,编造、传播虚假信息,扰乱证券市场,被证监会罚款15万元。^⑱刘钦涛在济南报社工作,是为了“宣泄炒股亏损情绪”而编造发布。^⑲

该帖内容为“通知客户:周四之前,把所有仓位调整到半仓以下,能空仓就空仓。预计周四、周五出重大利空。”该帖假托其他公司的名义,确实可以认定为虚假信息,而非单纯的观点表达,但“编造、传播虚假信息”是否一定就能“扰乱证券市场”呢?这一认定似乎高估了被处罚人的影响力。东财股吧显示,相关账号“夏至星”当时仅注册一个多月,至今才有一百多个粉丝。可能因为股市信息是速朽的,该帖虽被认定造谣且每字“价值”近四千元,而且被证监会处罚“责令改正”,却依然没被删除。^⑳所以很难想象,股吧中的一个帖子能如何“严重扰乱”市场。《处罚决定书》所指责的“于市场波动敏感时期在中国南车吧这一关注数量大、涉众性强的网络环境中发布虚假信息”只是一种定性描述,不足以对实际扰乱程度作出定量界定。

^⑮ 如证监罚字(2015)59号处罚书明确称“主观意愿并不影响对陈斌编造、传播虚假信息行为的认定”,证监罚字(2016)57号处罚书称“是否具有扰乱证券市场的动机不影响对其传播虚假信息行为的认定”。若从严把握,此说可以成立,因为特殊主体的虚假信息发布行为客观上确实扰乱了市场、造成了危害。

^⑯ 缪因知《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》,载《法学》2014年第1期,第18页。

^⑰ 《中国证监会行政处罚决定书(浦俊懿、郑奇威)》〔2016〕139号。

^⑱ 《中国证监会行政处罚决定书(刘钦涛)》〔2016〕4号。

^⑲ 《证监会通报近期针对扰乱信息传播秩序执法工作情况》,资料来源于中国证券监督管理委员会网站: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150703_280396.html,最后访问时间:2018年5月25日。

^⑳ 资料来源于股吧: http://guba.eastmoney.com/news/601766_173076442_1.html,最后访问时间:2018年5月25日。

此外,由于编造、传播虚假信息、扰乱证券市场而产生15万元罚款的法律依据只有《证券法》第206条,但该规定只适用于国家工作人员、传播媒介从业人员等。刘钦涛虽在报社工作,但股吧发帖时完全与普通人无异,并非利用其新闻从业职务扩张其影响力。可见,证监会实际上是把《证券法》第78条第1款中规定的“有关人员”理解为“任何人员”。

3. 金宇车城案:上市公司高管派人发帖后再发澄清公告

上市公司金宇车城董事长想增持公司股份,但股票市价较高,因此想通过发布澄清公告以打压股价,但董事会秘书认为须先有网络帖子的存在才能澄清辟谣。于是董事会秘书找人在股吧注册了新账号“冷眼看市888”,三次发帖称金宇车城面临敌意收购。本案中,行为人发布的信息虽然是虚假利好,但行为人真正试图实施的操纵手段是发布网帖之后方便澄清公告以便打压股价。匿名发布的网帖之影响力也绝非澄清公告可比拟。事实上,前两个网帖发布后,虽然有一些点击量,但跟帖量、转载量、点赞量均近乎为零,当大盘下跌时,前两次网帖毫无托市能力,第三次网帖的作用也未能得到证实。

法定披露义务人的信息发布才有市场影响力。如果上市公司发布公告的动机是打压股价,则更适合构成《证券法》第77条利用信息优势的操纵,但证监会却适用《证券法》第78条第1款,在主体要件上并不符合。

4. 陈斌案:上市公司员工发微博

2015年5月21日开盘前,陈斌使用名为“三一巨人”的新浪微博账户发布了三一重工公司成立军工部和获得军工准入证的消息,当日三一重工股价涨停。后据核实,三一重工公司并未获得军工准入证。

本案中,陈斌也并非三一重工公司的权威人物,其微博未获得加V认证,粉丝人数只有四百多。但证监会处罚书称,“新华网、腾讯财经、网易财经、新浪财经、和讯网等都对三一重工可能涉及军工行业进行了报道,其中都直接提及了涉案微博的相关内容。”^②由于网络媒体的介入,陈斌微博的传播效果被扩大,客观上确实影响了股价,但陈斌并未从事证券交易,其言论只是一种常见的为自己公司鼓吹的普通表达行为,虽然有欠审慎,但并无扰乱市场的故意;在客观方面,作为普通用户,陈斌并不能合理预期自己的微博能被广泛传播。传播效果扩大的主要原因之一是网络媒体轻率采纳缺乏权威的信息源(即便媒体能合理判断陈斌确实是三一员工,也不等于陈斌就是适格的信息发布者),之二是股民的轻信(媒体报道只是称“可能”),但证监会按《证券法》第78条第1款处罚其15万元。

5. 王之所案:身份不明的普通发帖人

王之所身份不明,基于推动股价上涨、卖出获利的主观心态,以“云像一片云”为名在“湖南发展”股吧发帖称,“据内部人士圈内秘传”湖南发展公司可能定向增发、募资收购。此帖发出后3个交易日,湖南发展股价涨幅约为26.3%,同期深证成指涨幅仅为0.4%。证监会依据《证券法》第78条第1款没收了王之所违法所得13万元,并处以等额罚款。但为何一个普通网民发布的一个形式上就缺乏可信度的帖子能引起这么大后果,执法者并未合理排除其他造成股价飙升的原因就对其进行处罚。有学者对证监会的处罚决定提出批评,亦主张“第78条应针对掌握传播话语权的特殊主体”。^②

(二) 证券虚假信息执法中的客体扩张认定问题

证券虚假信息执法的客体应当具有虚假的内容属性和能够扰乱市场的后果属性。在内容属性要

^② 《中国证监会行政处罚决定书(陈斌)》〔2015〕59号。

^② 汤欣、高海涛《操纵市场行政处罚案例全景观察》,载黄红元、徐明主编《证券法苑》(第十八卷),法律出版社2016年版,第60页。

求中, 虚假意味着对事实的歪曲、捏造性描述, 即形式上为真、实质上为假的描述, 一般不包括解读性观点中的曲解、误解。而后果属性是为了符合《证券法》第206条“扰乱市场”的要件。一是需要证券价量变动等客观指标佐证。但在“万达收购案”中, 处罚书未说明股市受扰乱的具体情形。而在判断是否影响市场价格时, 不能简单对比涉案股价和指数之间的关系。如有研究者指出, “黄光裕出狱案”中, 虽然关于“黄光裕可能即将出狱”的文章发布后, 国美相关股票涨幅明显高于深证综指, 但其竞争对手苏宁的股价同样如此。^{②③}二是应当与行为主体的影响力相匹配, 即对主体要件的把握, 特别是在市场同一类型信息存在多个, 有“多因一果”的可能时, 需要特殊辨别被执法人的影响力。在“云锦传媒案”中, 《移动信息》杂志官方微博发布“据传: 中国电信与中国联通合并、中国移动与广电网合并”的信息后, “中国联通”等3只电信股票涨幅明显, 证监会强调“同期, 市场中未出现其他影响大盘走势、央企整合概念股或通信板块走势的重要信息, 中国联通等三公司也均未发布重要事项公告”,^{②④}即属于这方面的说理努力。三是需要就虚假信息内容的重大性予以分析, 若只是一些与证券价值、供求等无直接关系的或不具有重大性的信息, 就不应该轻易认定为具有危害后果。可参照证券信息披露义务人的虚假陈述之成立标准, 即涉及对《证券法》第67条规定的重大事件(也可扩展至第75条内幕信息的涵盖范围)的虚假信息, 而在后果上是指足以影响市场价格或理性投资者决策。故而虚假信息应当在形式上为真, 在发布主体等方面具有误导性, 如不能只是非知名账户发布的只言片语。

证监会的一些执法案件在客体认定上过于严苛, 把不应构成虚假信息或未必扰乱市场的信息作为了处罚对象。而其深层次的处罚法理, 是对股市波动特别是下行波动的过度反应, 以及“允许唱多、不许唱空”的监管思路。

1. 黄光裕出狱案、注册制案、万达收购案: 传闻如何报道

2016年, 证监会针对两起案件作出处罚。一是2015年《中国连锁》杂志报道“坊间传闻他(黄光裕)将在2015年出狱”, 并指出向国美求证未果, “有关黄光裕何时出狱, 至今没有明确的消息”, 只是按照《刑法》规定和律师解读, 若黄光裕此年获得假释, 出狱的可能性并非不存在。二是每日经济新闻报社2016年2月25日报道《注册制改革授权下周实施, A股市场步入敏感期》, 指出由于全国人大授权国务院实施发行注册制改革方案的生效日逼近, 市场上出现了创业板将实施注册制的传闻, 并指出“记者又向多位中介机构人士求证, 均未能确认这一传闻的真实性”。

这两桩报道所述的情况最终都没有出现, 而且媒体报道时也明确指其“传闻”的性质。在事实层面上, 有关传闻的确真实存在。在功能层面上, 有关事件一旦发生必定会对市场有不小的影响, 就此可能性提请利害相关方注意, 这正是媒体的功能所在, 而且即便没有这两篇报道, 相关传闻依然存在, 这两篇报道实际上还起到了一定的辟谣功能。

但证监会不认同此立场。在“注册制案”中, 更是以“对于新闻事实存疑无法核实的稿件, 坚决不发”等编辑规范认定此案“描述了一则虚假信息在市场传播的事实”“是一篇围绕敏感题材、以虚假信息为主要内容的新闻报道”, 而对两家媒体与两名记者分别予以了顶格处罚。

“注册制案”处罚书还认为“新闻媒体的报道在涉及证券市场改革的重要政策时, 要严格以监管部门正式发布的信息为依据; 新闻媒体要审慎报道可能影响投资者预期和市场稳定的新闻题材, 严禁依据道听途说制造或编造新闻, 不得凭借猜测想象炮制或歪曲新闻事实”, “引用关于证券市场重大政策变化的传闻时”, 必须向监管部门求证。^{②⑤}这实际上反映了一种行政部门秘密立法、闭

^{②③} 张治红《中国证监会编造、传播虚假信息行政处罚案例综述》, 资料来源于“北京大学金融法研究中心”微信公众号, 最后访问时间: 2018年4月11日。

^{②④} 《中国证监会行政处罚决定书(重庆云锦广告传媒有限责任公司)》〔2016〕57号。

^{②⑤} 《中国证监会行政处罚决定书(中国连锁杂志社、姜海锋)》〔2016〕59号、《中国证监会行政处罚决定书(成都每日经济新闻报社有限公司、李智)》〔2016〕114号。

门造车的思路,即反对、排斥社会主体对能够影响他们利益的行为预先予以表达关切。

可与之比较的是“万达收购案”。2015年5月万达公司停牌,赢商网发布了《消息称或将收购金逸影院及艺恩网》的文章,后消息证明不实。纵观全文,其仅在导语提及“有知情人士透露”,但信息来源较之前两个案例相对更为不审慎。全篇并非考证此说法的可靠性,而是在“若该说法确凿”的假设前提下,详细分析万达收购上述公司行业带来的后果,误导性更强,但证监会只处罚了网站运营主体,没有一并处罚署名作者。此案涉及所谓自媒体,根据《互联网新闻信息服务管理规定》,对互联网站、应用程序、论坛、博客、微博客、公众账号、即时通信工具、网络直播等提供互联网新闻信息服务实行许可证管制的规定,可视其符合《证券法》第78条的主体要件。

2. “银行要求还钱”案:市场解读信息的空间有多大

2016年2月23日,某银行副行长在公开论坛上称,希望股市上涨后,2015年向银行借钱的“救市国家队”能把钱还给银行,并指出“监管层到底拿了多少钱,通过哪些渠道去救市,现在并不是非常地清楚”。2月24日,微信公众号“弥达斯”据此发布了《副行长喊你还钱了》的报道,称副行长对救市资金这大半年来的投资损益情况不够透明表示不满。证监会认为,真实的信息是“4万亿元资金来源及救市具体渠道其(副行长)本人并不知道这一客观事实的陈述”,公号运营主体及总编被罚款。^{②6}

笔者认为,该文只是标题略有网络媒体的色彩,主文数据丰富,并无捏造的故意,故不应否定自媒体对信息合理解读的权利,对虚假信息的认定过于简单粗暴,没有把握新闻传播领域自由与限制的界限。对此予以处罚,意味着证监会成为了言论如何表达的实体管制机构,而其既缺乏此等能力和合法性,也会妨碍市场建立对信息的有效分析机制。本案虽然涉及敏感事件,但也因此具有了更大的公共利益相关性。

3. “证监会开会”案:对歧义表达是否应当容忍

2017年11月,著名财经媒体人、知名网络公司原创副主编曹磊根据他获取的一份记载了数十家金融机构和地产公司在“中国证券监督管理委员会(富凯大厦)四层”召开房地产市场趋势展望和投资策略闭门研讨会的《会谈纪要》,在微信公众号上发布《金融机构和房企在证监会开闭门会》的文章,正文就是该会谈纪要首页的照片和会议主旨概括。证监会认为,这个会议只是有关机构的常规会议,已连续举办七期,举办地富凯大厦四层会议室是会议方另行租用,会议组织与证监会无关,曹磊省略了这一关键内容,标题也不实,但文章被广泛转载,“产生了严重的社会影响和市场影响”,表现为次日房地产指数涨幅超过沪深指数1—2个百分点,扰乱了证券市场秩序,故对属于传播媒介从业人员的曹磊罚款20万元。^{②7}

笔者认为,曹磊不无可能是操作了一些文字技巧,让人产生该会议与证监会有关的联想,但一来相关主要信息已经在正文中披露,二来证监会本身不能给房地产业什么利好,投资者要因此被误导,属于自身失误所致,尽管次日房地产指数大涨,也很难说是由于曹磊文章的原因。

4. 长江证券案:互联网转载导致券商“利空”研报被警示

2015年6月12日,证监会通报了《长江证券违规问题的查处情况》。据查,2015年5月4日,新浪网、中金在线等媒体转载了证券时报网的《长江证券称三季度可能上调印花税,历次调税对市场影响》。但长江证券发布的是一份研究报告,其提出第三季度可能上调印花税,是从财政收支角度所作的分析,而且用数据就事论事,并非随意揣测。媒体转载时也没有断章取义,只是称存在上调税率的可能,还通过制表说明印花税率上调或下调并不必然意味着股票指数下跌或上涨。

证监会认为,长江证券未与转载机构签订协议、明确转载责任,致使转载机构篡改了研究报告

^{②6} 《中国证监会行政处罚决定书(李辉、中融汇智金融服务上海有限公司)》〔2016〕113号。

^{②7} 《中国证监会行政处罚决定书(曹磊)》〔2018〕7号。

标题: 研报报送审核人员不符合公司内部规定, 公司内部控制制度未能有效执行, 并违反了《发布证券研究报告暂行规定》第21条“证券公司、证券投资咨询机构授权其他机构刊载或者转发证券研究报告或者摘要, 应当与相关机构作出协议约定, 明确刊载或者转发责任”之规定, 故对长江证券采取了出具警示函的监管措施。^{②8}

从信息使用的合理性上讲, 券商研究报告普遍篇幅较长, 媒体转载时按照其兴趣点截取其中一部分很正常, 不歪曲原文意思即可。如果是针对“长江证券发布了研报”这一事实本身进行报道, 媒体更可以自由择取要点。长江证券的研究报告本身不是只针对印花税, 媒体截取其中关于印花税的部分时, 更改标题属正常行为。至于说长江证券研报报送审核人员不符合公司内部规定, 只不过是程序性合规瑕疵, 如果没有造成不良后果, 也不值得大加追责。

五、证券虚假信息应依赖社会综合治理, 而非强化公法责任

将证券消极披露义务主体扩大为一般人, 并予以公法责任追究, 会产生一定的消极后果。

首先, 会导致法网过紧。我国证券市场发展还不成熟, 一向以“政策市”“消息市”著称, 投资者散户化、跟风化现象严重, 打探分享小道信息的氛围浓厚。股民缺乏理性分析和理性投资能力, 却具有“好赌性”,^{②9}即便明知是未必靠谱的信息, 也愿意“赌一把”。股市谣言盛行是国民性的体现, 和微信中盛行的各种无根据的、自欺欺人的养生保健信息本质相同。法难责众, 监管者虽然已经处罚了不少案件, 但由于所涉言论信息的影响力并不大, 这些执法具有随机性色彩, 对个人的执法实际上造成了不公平。

其次, 强化不实言论的公法责任, 实际上是推定了投资者对非正式、非权威、非系统、片段化信息的信赖合理性, 显著提高了其法律意义, 和证券信息披露的法定化、场内化努力背道而驰。个别性地就非法定渠道的虚假信息予以重罚, 会给人造成错觉, 即让人以为有问题的只是这些个别的虚假信息, 股吧、微信群中大量没有被处罚的信息则具有真实性、价值性。这不利于培养投资者鉴别股市虚假信息的能力和意识, 股市和投资者只有在真实度深浅不一的多空信息环境中反复磨练才会成长。

再次, 会妨碍市场信息的必要流通和反馈。我国证券市场中不实信息的泛滥, 和证券市场的透明度、证券信息披露法制发展的滞后性有关。正式的信息披露经常存在虚假或引人误解的陈述、重大遗漏或重大延误的陈述, 不能充分满足投资者的信息需求, 投资者只能转而寻求非正式的信息渠道, 这些非正式的信息有时也能推动公司信息披露的发布。例如, 2016年万科公司管理层和大股东华润公司的代表在董事会会议上一反常态地发生龃龉, 令外界错愕, 彼时万科独立董事华生连连在报纸上发表评论披露董事会讨论的内情。虽然有人认为华生违反了消极披露义务和忠实义务, 但客观上我们应当看到, 这是万科公司自身披露不足的后果。华生的个人披露有利于外部投资者了解内情, 以更好地维护自身利益。^{③0}

所以, 执法者对非正式信息的流通应当适度容忍。一是只有在此类信息具有重大性和虚假性, 明显影响证券市场价格或理性投资者决策时, 才予以调查、规制与处罚。二是严格区分对信息的事实陈述和观点陈述。市场信息是一个丰富的生态系统, 投资者对证券投资价值的理解, 不仅有赖于法定信息披露, 还有赖于各方对宏观政治经济和微观经营者各类信息的分析整合与解读。

治理证券虚假信息的正确方式, 是更鲜明地凸显法定渠道的信息披露价值, 强化投资者教育,

^{②8} 资料来源于中国证券监督管理委员会网站: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150612_278882.html, 最后访问时间: 2018年5月25日。

^{②9} 参见蒋大兴《国民性、资本市场与法律的深层结构: 民众的“好赌性”与市场调控法则》, 载《北方法学》2009年第1期, 第5—18页。

^{③0} 缪因知《“华生式”独立董事有益于公司治理》, 载《经济参考报》2016年7月20日第6版。

将非法定渠道中的事实性信息“垃圾化”，通过让投资者学会“更识货”“货比货”的社会综合治理来解决问题。证监会曾提出了一些推动上市公司优化社交媒体发布渠道的措施，也具有一定的合理性。^③在此基础上，笔者认为以下途径值得重视：（1）维护法定信息披露的优先性，强化信息披露规范。披露义务人在公司网站及其他媒体发布信息的时间不得先于指定媒体，不得以新闻发布、答记者问等任何形式替代应当履行的报告、公告义务。（2）加强对公司网站、官方微博、微信公众号以及公司“董监高”等内部人员认证微博的归口管理，减少此种“半官方”信息源的存在。（3）完善公司内部的信息发布管理和责任追究机制。公司股东或“董监高”以非法定方式发布信息或通过他人发布信息的，公司可调查确认是否构成违反忠实义务。（4）法定披露义务人密切注视社交媒体发布、传播上市公司相关信息，若认为与股价异常波动可能相关的，应当予以核查和澄清，必要时可通过停牌来降低不实言论的影响，或通过正向的有效信息披露来抵消不实言论或非法定渠道披露信息可能的影响力。不过，“股价异动一律触发披露”的规则不具有合理性，不宜强制要求。^④（5）强化投资者教育，强化对法定披露渠道权威性的认知，提醒他们依据来源不明之信息进行交易的风险。

Theoretical Reflection and Empirical Evaluation on Securities False Information Regulation

MIAO Yin - zhi

Abstract: Results of false securities information made or disseminated by non - disclosure obligators in non - statutory disclosure channels should be distinguished from misrepresentations given by disclosure obligators in statutory disclosure channels. Investors should only have reasonable trusts in legal disclosure information. PRC Securities Law stipulates that subjects with active and passive disclosure obligation are restricted to certain people which possess influence on the market. But it is worth reviewing that the CSRC wrongly expand the scope to general people in rules formulation and case enforcement. We should impose false information liabilities only on particular subjects with market influence and on factual information with materiality, so as to be in conformity with the rationale of the Securities Law and the misrepresentation liability of subjects with statutory disclosure obligations. Only in this way can it conforms to the original intention of the Securities Law, and also matches the legal information disclosure subject in the false information liability system. Otherwise, it means that the presumed investors can also generate reasonable trust in the false statements made by ordinary subjects and bring a hindrance for the positive construction of securities market information. To better regulate false securities information, we should rely on social comprehensive governance including highlighting the authority of statutory disclosure channels and enhancing investor education, rather than stress on public liabilities.

Key words: securities information disclosure false securities information passive disclosure obligation securities enforcement

^③ 参见证监会信息 2013 年 6 月 21 日新闻发布会，资料来源于中国证券监督管理委员会网站：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201306/t20130621_229568.html，最后访问时间：2018 年 5 月 25 日。2013 年 11 月证监会重申了该立场，参见《“上市公司信息披露监管问题”访谈》，资料来源于中国证券监督管理委员会网站：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/hdjl/zxft/lsonlyft/201406/t20140603_255334.html，最后访问时间：2018 年 5 月 25 日。

^④ 缪因知《股价异动时不必强求公司披露》，载《证券市场导报》2015 年第 7 期，第 72—78 页。