

言论自由与证券市场秩序的协调

——评证监会规制社交媒体

周韶龙*

摘要:本文针对证监会意图规制以微博为代表的社交媒体的新政策动向进行了法理学和经济法上的分析。通过法理学,并且主要是美国法上对于商业言论自由规制的经验借鉴,本文认为证券市场执法监管可以逐案审查的方式对微博信息进行分层次的审慎监管。而依据产权经济学和经济法的思路,此种规制应该以事后责任为原则,以法律明文规定的三大责任形式为基准,以主体范围和信息真伪为区分对商业言论进行中国法上的审慎监管。最后,本人强调对言论的事后追责可能并不会达到政策目标,而消减市场投机性和信息噪音,治理好证券市场才是解决欺诈和内幕交易的长久之策。

关键词:商业言论自由 双阶理论 产权经济学 三大责任

政府可能为了保护我的孩子免遭玩具广告的侵扰而限制我的言论自由;可能为了让我远离罪恶的酒精而限制我的言论自由;可能为了让我免受赌

* 北京大学法学院经济法系研究生。

博之害而限制我的言论自由;可能为了避免我由于看见性感的衣着裸露的女人、听见盥洗器使用的声音、看见卫生巾或一个喝啤酒的运动员而带来的震惊而限制我的言论自由;可能为了保护我的肺而限制我的言论自由。那好,我要说的是——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。〔1〕

——题记

一、新媒体视角下的言论自由

(一) 新媒体引发监管困境

我国《宪法》第35条规定:“中华人民共和国公民有言论、出版、集会、结社、游行、示威的自由。”当然,言论自由从来都不是完全绝对的、不受任何约束的自由,必须以不侵犯公共的和他人的利益为前提。〔2〕证券行业中信息的传播被认为对证券市场的公正和稳定具有重要作用,因此与证券有关的信息传播受到管制并不难解。不过,管制到什么程度上可以被接受、合理的界限在哪里,仍然是一个有待讨论的问题。6月22日,中国证监会新闻发言人表示,证监会及证券交易所依法对社交媒体信息发布行为进行监督。社交媒体发布、传播上市公司未公开信息导致股价异常波动的,证券交易所将依法核查是否涉嫌内幕交易或操纵市场,任何机构和个人利用社交媒体实施内幕交易、操纵市场、证券欺诈等违法违规行为的,证监会将依法予以查处。由此,证监会和证券交易所等证券市场执法部门开始正式涉足以微博为代表的新媒体之商业言论自由的规制。这种规制来源于现实需要:近几年由于

〔1〕 Michael Gartner, Commercial Speech And the First Amendment, University of Cincinnati Law Review, 1988.

〔2〕 甄树青:《论表达自由》,社会科学文献出版社2000年版,第257页。我国《宪法》第51条也规定:“中华人民共和国公民在行使自由和权利的时候,不得损害国家的、社会的、集体的利益和其他公民的合法的自由和权利。”这被认为是在某些领域和情况下限制言论自由的宪法依据。

微博、微信等社交媒体具有传播快、范围广、影响大的特点,已经成为传播上市公司信息的重要途径,但这种途径也成为发布上市公司未公开信息、传播谣言等违规现象滋生的“温床”。尤其是不少上市公司的大股东、相关交易人员在微博、微信中开谈“股事”,有意无意透露消息,有些甚至被投资者质疑造成了股价波动。最著名的莫过于“潘石屹微博事件”〔3〕和“史玉柱大嘴巴事件”〔4〕。前者因为一而再、再而三地提前泄露上市公司中标信息令股民非常不满,2012年12月27日,20名内地股民写了《致证监会的一封信》联名向中国证监会举报潘石屹,信中详细阐述了潘石屹是如何在微博上发布信息而致上市公司股价出现波动的事实,并希望中国证监会对这个事件给予定性和处理,但证监会在当时没有回应。而后者过微博批评中国人寿“虎视眈眈”欲控股民生银行,刺激民生银行股价在后两个交易日大涨,史玉柱旗下公司所持该行股份浮盈2.36亿元,引发了“借微博传播虚假信息影响股价”的质疑。之后有消息传出,史玉柱因8月在微博上炮轰中国人寿增持民生银行而被北京证监局“约谈”,而史玉柱其微博上表示将“自宫封博”〔5〕这两个事件都没有得到正规法律程序上的妥善处理。事实上,以微博为代表的新媒体之所以会引发新的问题,核心是因为微博没有传统媒体所专门配置的责任编辑。责任编辑就是言论的事前审查制度,而没有了事前审查制度、颇具草根性的微博言论就变成为了事后监管的难题。

(二) 商业言论的规制原则

作为以维护公共利益为目标的证券监管法,维持证券市场秩序是其应有之意,而事后维护市场秩序的主要手段就是通过对操纵市场、内幕交易、欺诈客户等行为追究法律责任来予以实现的。进言之,证券市

〔3〕 参见“证监会:严查利用社交媒体操纵市场”,访问网址:http://www.guancha.cn/economy/2013_06_23_153159.shtml,2013年6月28日访问。

〔4〕 参见“史玉柱自称‘大嘴巴’:法律界依然回应不适当”,访问网址:<http://it.sohu.com/20110830/n317726922.shtml>,2013年6月27日访问。

〔5〕 参见“大嘴史玉柱被约谈‘自宫’封博,政策将考虑新媒体监管”,访问网址:<http://finance.people.com.cn/stock/h/2011/1024/c226333-691166017.html>,2013年6月27日访问。

场在本质上是一个信息市场,证券市场的运转过程就是一个证券信息处理的过程,证券市场效率的关键问题是如何提高证券信息的充分性、准确性和对称性。然而,作为一个特殊的公共产品,信息质量难以辨别的特点加重了信息的消费成本,这不仅有损于消费者的信心和市场公平,而且有损于资本资产的价格发现和配置效率。^[6] 由此,对证券信息的监管应成为证券监管机构关注的焦点,高质量的信息监管是抑制投机泛滥,防止证券欺诈和操纵证券市场的重要手段。但是,以微博言论为监管对象的信息监管与言论自由有着天然的冲突,况且,微博在我国对于民主政治、上市公司信息披露、公司治理水平和外部监管都有着独特的、珍贵的贡献,对商业性言论自由的规制需要谨慎而谦逊,而美国法上的经验无疑是很好的借鉴。具体而言,言论自由的宪法保护最早出现在美国的州宪和 1791 年制定的第一修正案。目前,言论自由的范围已得到大大扩充:包括日常生活言论自由、商业性言论自由、宗教言论自由、文学言论自由、法律言论自由、政治言论自由等,前五种可概括成为“非政治性言论”。而“商业性言论”是由英文 commercial speech 翻译而来,这个法律用语来源于美国联邦最高法院与言论自由相关的案例。^[7] 如果说政治言论自由在某种意义上是民主社会之源的话,那么商业言论自由就是市场经济的必然要求。商业言论的自由流动是与市场经济的自由本质相契合的,它是实现自由选择 and 分散化决策的不可或缺的条件。不仅如此,经济自由与政治自由是密不可分的。^[8]

然而,毕竟商业性言论是以营利为目的,经济色彩浓厚,不具有政治意义上的社会价值。其是否应受到宪法的保护,一直有着很大的争议。目前的主流观点是商业性言论受宪法保障,但保障层次较低。根据美国联邦法院对长期以来与言论自由相关的司法判例总结得出的

[6] 李东方:《证券监管法律制度研究》,北京大学出版社 2002 年版,第 134 页开始。

[7] 商业性言论的概念最早出现在美国 1942 年的“Valentine v. Chrestensen”案中,该案第一次将商业性言论与第一修正案所保护的言论自由相联系,本文在第二部分对该案有详细介绍。

[8] Sean P. Costello, *Strange Brew: The State of Commercial Speech Jurisprudence Before and After 44 Liquormart, Inc. v. Rhode Island*, *Case Western Reserve Law Review*, Winter, 1997.

“双阶理论”和“双规规则”:前者是指“基于民主思想,避免政府管制言论内容,由人民自行判断并形成的社会观念,对于内容限制进一步区分为高价值言论和低价值言论。”〔9〕高价值言论,通常包括政治性言论、宗教性言论、文化及艺术性的言论;而低价值言论,通常含义指的是商业性言论、猥亵性言论、诽谤性言论、挑衅或仇恨性言论。〔10〕高价值言论应享受最高的自由度,国家应用最严密的立法来保障;低价值言论的保障程度则较低,另外还要根据低价值言论的类型进行不同程度的利益衡量。后者是指“在涉及言论自由的具体案件中,对言论自由造成的限制效果的法律和其他言论政府规制措施,根据其是否直接针对言论表达的内容或针对言论表达可能造成的影响为标准,分为针对言论内容的规制及非针对言论内容的规制,并分别运用不同的审查标准审查其合宪性。即针对言论内容的管制受到严格审查标准,非针对言论内容的管制受较为宽松的轻度审查标准”。〔11〕对此,美国联邦最高法院大法官 Murphy 在 *Chaplinsky* 案中做过精辟的阐述:“言论自由的权利并非在任何时刻或在任何情景下,都是一种受到绝对保障的权利。对于某些经过谨慎界定及范围相当有限的几类言论加以禁止或处罚,

〔9〕 王月明:“商业言论的价值定位和法律保护”,载《企业经济》2006年第12期。

〔10〕 同上。

〔11〕 AshutoshBhagwat, *Purpose Scrutiny in Constitutional Analysis*, 85 Cal. L. Rev. 297, 299, 305 (1997). 随着违宪审查标准的积累,美国联邦法院积累出三重基准的审查标准。合理性审查标准是最宽松的审查标准,只要审查法律或政府措施为合法的利益即可。典型案例有: *Leathers v. Medlock*, 499 U. S. 439 (1991) 中度审查标准则要先审查该法律或政府措施的目的是否为追求实质重要的政府利益。另外,该手段经过正当选择,为侵害较小的手段,与所欲追求的目的间具有实质的关联性。典型案例有: *Glickman v. Wileman Bros.*, 521 U. S. 457 (1997); *Hurley v. Irish - Am. Gay, Lesbian and Bisexual Group of Boston*, 515 U. S. 557 (1995); *Board of Trustees v. Fox*, 115 S. Ct. 1585 (1995); *Society for Krishna Consciousness v. Lee*, 505 U. S. 672 (1992); *Pacific Gas & Elec. Co. v. St. Energy Resources Conservation & Dev. Commn.*, 461 U. S. 190 (1983)。采用中度审查标准的内涵为:1. 该管制属于政府宪法上的权限范围;2. 该管制课促进实质重要的政府利益;3. 无涉言论比表达的内容;4. 对言论所造成的附带限制未逾越所追求的重要或实质利益之必要限度;5. 尚留有其他管道供言论表达使用。严格审查标准则限制法律或政府措施所欲追求的目的,必须是相当急迫且非常重要的政府利益,而且该手段是达成目的所必要且侵害最小的手段。典型案例有: *U. S. v. Playboy Ent. Group Inc.*, 529 U. S. 803, 812 (2000); *City of Erie v. Pap's AM*, 529 U. S. 277, 280 (2000); *Boos v. Barry*, 485 U. S. 312, 321 (1988)。

从未产生过宪法上的争议。……即使这些类型的言论能够给社会带来利益,但这些可能的利益也明显小于限制这些言论所欲维持的社会秩序和道德规范的社会利益。”^[12]受“双阶理论”的影响,美国联邦最高法院在审理言论自由的案件时保留有对不同类别的言论给予不同程度保护的惯例,“第一修正案对于商业性言论,尤其是对商业广告的保护在最高法院经历了盛衰无常的历史”^[13]

综上所述,美国最高法院允许商业性言论的相关原理原则发展了半个世纪,但却未有一个论理充分且被持续运用的理论。目前,美国法院的主流意见是真实的商业性言论受到宪法权利法案的保护,不实的商业性言论得不到权利法案的保护。肩负着维护言论自由、政治民主、市场秩序和消费者权益等多重目标相协调责任的法官开始考虑,具体案情下应对商业性言论采取何种保护标准以及具体标准下如何具体操作的问题。他们“为了避免顾此失彼,招致混乱,在履行自己职责时,在言论自由和发展所需要的秩序和稳定之间寻找平衡点,也就是哲学上所称的‘度’”^[14]确立了所谓“逐案审查”(case-by-case approach)的方法,这也是外国学者在查阅此领域的判例时倍感头疼的原因之一。总结来看,美国法上审查商业言论自由带给我们的启发包括:言论的事前审查是危险且不合理的,但事后追责的方式能够相对谨慎且符合效率原则地处理市场秩序和言论自由的关系;虽然根据双阶理论和双规理论可以对言论自由和审查内容进行区分对待,但此抽象的理论方法

[12] Stone, Seidman, Sunstein, Tushnet, *Constitutional Law*, (second edition), Little, Brown and Company, pp. 1150 - 1154.

[13] 具体说来,1976年的 *Virginia Board of Pharmacy v. Virginia Citizens Consumer Council Inc.* 一案可作为标志分两个阶段来认识商业性言论的发展进程。1976年以前,商业性言论被排除于第一修正案的保护范围之外,典型案例是1942年的 *Valentine v. Chrestensen* 案。判决中明确宣布联邦宪法没有限制政府调整纯粹商业广告的权力,商业性言论不能得到权利法案的保护。1976年的 *Virginia Board of Pharmacy* 案中,美国联邦最高法院则改变了之前的强硬态度并认为,“即使商业性言论注重的是纯粹的商业利益,也不应减弱其受权利法案的保护力度”。由此,商业性言论在美国历史上第一次被纳入权利法案的保护范围。但是,后来,保护标准又有所降低。[美] T. 巴顿·卡特等:《大众传播法律概要》,黄列译,中国社会科学出版社1997年版,第191页。

[14] 刘海年:“言论自由和社会发展”,载《郑州大学学报》1999年第5期。

需要法院和执法机关以“逐案审查”(case-by-case approach)的精神进行具体案件的灵活分析;“逐案审查”的方法要求法院和执法机关谨慎地处理每个案件,证明非法性、行为和结果的因果关系等,执法难度较大。这也是 SEC 在此类案件大量采取和解结案方式的原因之一。因此,这也启示我国的证券市场监管机构和法院在处理此类案件要(在难以判断合理性问题时)严格遵守合法性原则,法无规定不为罪、罪刑法定和疑罪从无的精神才能协调好商业言论自由和证券市场秩序的关系。

二、信息监管规则与规制路径

(一) 产权规则与责任规则

Calabresi 和 Melamed 在 1972 年从法律经济学的视角提出了对于权利的三种划分,包括受到产权规则保护的权利、责任规则保护的权利和不可转让的权利。^[15] 责任规则是指强行要求某一方进行一个交易,然后提供其一个客观公平的补偿。而产权规则则是在产权拥有者没有同意的时候排除任何交易。^[16] 这一理论对于我们分析证监会监管微博言论提供了一个范式。按照这个理论,我们可以把新闻审查机构否决可能会造成证券市场秩序混乱的言论发表看作一项的权利。那么,法律制度上建立的新闻审查制度,就等同于将这一权利界定为一种不可转让的权利,进行了产权规则的保护。但是,如果法律要求未经批准的言论也能够发表,只是要让发表者承担民事、行政或刑事责任,那么这就采取了责任规则。在规制措施的效率评价上,产权规则面临着的最大问题是否决权拥有者的谈判所带来的成本,即事前言论审查所投入的大量成本。而责任规则面临的最困难的问题是法院和执法机构发现问题并作出公正评价的成本,也即评估成本(assessment cost)。因此,在事前审查成本相对较高的情况下,采用责任规则更为有效,法院

[15] Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972), at 1091.

[16] Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972), at 1092.

和执法机构应代替当事人确定一个合理的补偿价格。

表 1: 规制方法比较

产权规则 vs 责任规则		
	高评估成本	低评估成本
高交易成本	两种规则都不有效	优先采用责任规则
低交易成本	优先采用产权规则	两种规则都有效

在尼尔案中,最高法院明确表示,言论通常会受到免于事先审查的保障,但是,如果法院裁定有关言论触犯了法律,发言者就会受到事后惩罚。克尔认为,事先审查对言论一直产生一种残忍或一锤定音的作用。即使事先审查最终被撤销,它造成的损失有时也是不可弥补的,那就是商业言论的针对性和时间性。事后惩罚尽管也会限制言论,但两者在程序上有很大区别:如果受某种言论禁令约束的人违反事先审查原则,不将其言论材料提交至相关司法官员检查,那他至少会被判处藐视法庭罪;然而,当事人如果触犯了相关事后惩罚性质的法律,他仍可享有陪审团审判的权利,或许最终他会胜诉。因此,与事后惩罚相比,事先审查更加阻断言论。一旦民众窒息了言论的针对性和时间性,受到损害的是整个社会。^[17] 美国最高法院表示,与事后惩罚对言论自由的侵犯相比,事先审查尤为可憎和不能让人容忍。在证券法领域,事前规则对于言论审查最为著名的案例就是美国《投资顾问法》中对于投资顾问的注册制要求,注册后要受到该法相关条款的约束。不过在确定是否需要注册之前,主体性质的审查是最为重要的内容——该法将“普遍及定期发行的善意的报纸、杂志、商业或财经刊物的发行人”^[18] 排除在规制之外,即所谓“bona fide exception”^[19]。进言之,从著名的 *Lowe v. SEC* 案开始,美国

[17] Alexander Bickel, *The Morality of Consent*, New Haven: Yale University Press, 61 (1975).

[18] See INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940, Sec. 202(a)(11).

[19] “Bona fide”一般翻译作“善意”,但也有的地方翻译作“真正”或“真实”。不同的翻译反映了对该豁免条款实质要素的不同认识,即是主要强调发行人的主观过错状态和是否可能存在欺诈可能,还是强调该发行人的出版物是否以出版物为伪装形式开展证券投资咨询活动。参见吴志攀、白建军主编:《金融法路径》,北京大学出版社2004年版,第388~389页。

最高法院在确定“投资顾问”的范围时适用的是“个人化/非个人化”标准,即该主体的行为是否发展为与“特定客户的委托关系”(fiduciary)。虽然学者们对该标准多有批判,但由于《证券法》和《证券交易法》中关于欺诈条款^[20]的规定可以弥补将“非个人化”咨询服务排除在了管制之外的漏洞,而且也没有其他的更好的替代标准,该标准一直沿用到现在。具体到微博监管这一特殊的领域,不可能像我国监管媒体发表证券分析意见那样进行事前的规制,设立如投资咨询资格一样的事前审批或注册制度。^[21]因此,微博大V博主们游离在事前规制之外。总的来说,该领域内的产权规则是成本极高、违反言论自由精神且不可得的,而责任规则则需要法院和执法机关以敏感的神经注意到证券市场上的一言一行,以谦逊的精神和精密的执法技术来判断当事人言论的违法性。

(二) 三大责任下的规制路径

承上所述,商业言论监管的特殊性要求责任规则与事后审查的规制原则,而该原则就赋予了法院和证券市场执法机构极大的自由裁量权和极大的责任。况且,在我国资本市场上由于证券监管法律法规的不完善,存在一个“不完全法律”的现实,引出了一个新的概念——剩余立法权^[22]:相对于原始立法权,剩余立法权是“解释和发展现有法律……并适用于新案例的权力”,后者不仅包括了立法机构,还包括法院、证监会等其他监管者。在不完备法律理论框架中,监管者被赋予了一个更重要

[20] 如美国1934年《证券交易法》10(b)节、SEC Rule10(b)-5以及1933年《证券法》17节。

[21] 如证监会颁布的《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》中所规定的,“任何机构或个人从事就证券市场、证券品种的走势,投资证券的可行性,以口头、书面、电脑网络或者中国证监会认定的其他形式向公众提供分析、预测或建议的业务”,必须取得证券投资咨询资格。《关于加强证券期货信息传播管理的若干规定》第7条、第10条、第12条规定,各种媒体在刊登“分析并预测证券、期货市场及个股、期货品种或合约的行情走势,提供具体投资建议的分析文章、评论、报告等信息”时,也必须验证作者的执业资格。

[22] “如果一项既定的法令不可能解决所有未来的案件,那么解释和发展现有法律并决定如何用之处理新案件的权力也需要进行分配。我们将这种权力称为剩余立法权和执法权。”卡塔琳娜·皮斯托:“不完全法律(上)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的应用”,许成钢译,载吴敬琏主编:《比较》第3期,第114页。

的地位,监管者“能够以不同于立法者或者法庭的方式来制定和执行法律”。〔23〕因此,最终承担这些审查任务的还是证券监督管理机构,证监会和证券交易所以不同于立法者或者法庭的方式来制定和执行法律法规,即不完全法律理论所提出的主动式执法(法院属于被动式执法)。〔24〕监管者在证券市场时具备主动执法者的特征,在其职权范围内,面对可能的违法行为,它可以主动采取行动,行使监督、调查、禁止及行政性制裁等一系列职能。过大的权力就有滥权的可能,因此要严格以法律所规定的责任构成要件为标准进行事后审查。值得注意的是,由于本文研究所针对的是证监会执法问题,所以在这里主要讨论行政责任,这是民事、刑事和行政三大责任在追究机制上的不同。更进一步,行政责任和刑事责任都体现了公权力对于违法行为的制裁,因此,两者之间没有本质区别,差异只体现在程度上。根据《刑法》第37条的规定,行政处罚适用于程度较轻的违法行为,一旦违法行为的程度构成犯罪的,就需要追究刑事责任。〔25〕由此,《刑法》上的相关规定对于本问题的研究也具有借鉴价值。

在罪责认定之前,需要简单的梳理微博信息传播的方式。具体来说,微博传播的消息源是多中心的一对多传播方式。开始阶段,微博主拟定了言论的内容,并在自己的微博上发表,同时可用操作主动让自己认识的其他微博主一起进行宣传,即形成了多个言论中心。一般情况下,每个言论中心都拥有一定数量的粉丝,称之为直接粉丝。直接粉丝会在各自的首页上看到微博言论的内容,并将有一定可能性进行回复、转发和操作,以上三种操作都能使自身所有的或特定的粉丝看到并重复上述操作,如此循环在理想情况下形成了类似于金字塔式的传播效果。〔26〕

〔23〕 “如果一项既定的法令不可能解决所有未来的案件,那么解释和发展现有法律并决定如何用之处理新案件的权力也需要进行分配。我们将这种权力称为剩余立法权和执法权。”卡塔琳娜·皮斯托:“不完全法律(上)——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的应用”,许成钢译,载吴敬琏主编:《比较》第3期,第122页。

〔24〕 同上书,第123页。

〔25〕 彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第336~337页。

〔26〕 王秀利、朱建明:“社会舆论方向影响下的微博商业言论传播模型”,载《中国管理科学》2012年11月,第692页。

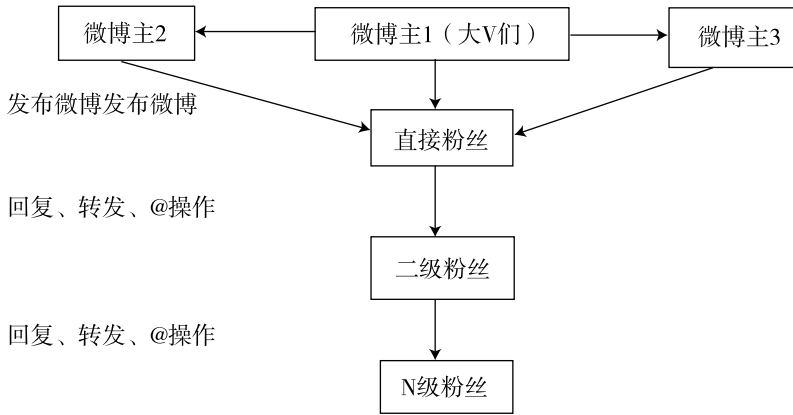


图 1: 微博信息传播方式

1. 内幕交易行为认定

证监会发言人在新闻发布会上特别提出,一些机构和个人利用社交媒体发布信息来实施内幕交易,那么我们就需要厘清内幕交易的内涵以及可能涉及的犯罪主体,尤其是接受并继续散布信息的微博主(如上图所示的微博主 2 和 3)和其他粉丝是否也是内幕交易人。历史上看,美国 1934 年《证券交易法》首次以法律的方式禁止包括内幕交易在内的各种证券欺诈行为,该法第 10 条(b)款及证券管理委员会据此制定的规则 10b-5,成为规制内幕交易的主要法律依据,并被各国效仿。但是美国法律中并没有内幕交易的概念和定义。^[27] 欧盟 1989 年 4 月 20 日签订的“反内幕交易公约”(the Convention on Insider Trading)对内幕交易作了定义。该公约第一章第一节将内幕交易界定为:“证券发行公司的董事会主席或成员、管理和监督机构、有授权的代理人及公司雇员,故意利用尚未公开、可能对证券市场有重要影响、认为可以保障其本人或第三人特权的信息,在有组织的证券市场进行的‘非常规操作’”^[28]。我国

[27] See Joseph T. Mclaughlin and Margaret A. Helen Macfarlane: “United States of America”, From *Insider Trading: The Laws of Europe, the United States and Japan*, Edited by Emmanuel Gaillard, Kluwer Law and Taxation Publisher, 1992, pp. 285 - 286.

[28] See Frits W. Hondius: “The Council of Europe’s Convention of 1989”, From *Insider Trading: The Laws of Europe, the United States and Japan*, Edited by Emmanuel Gaillard, Kluwer Law and Taxation Publisher, 1992, pp. 25 - 26.

《证券法》第73条规定：“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”与虚假陈述不同的是，内幕交易的客体都是真实而非欺诈的信息。由此，目前仍然有很多学者反对内幕交易的规制，这与商业言论规制的争议是类似的：微博上公司的管理层、内部人员或其他相关内幕消息的掌握者一旦公布了不该公布的消息，则会鼓励经营者创造更多有利于市场价格的信息，从而通过信息增加市场的有效性。不过，这仍然不能够掩盖内幕交易对于内部人士之外，或者没有微博、或者关注对象不恰当的普通投资者的不公正损害了投资者对于市场的信心。^[29]

证监会明确提出禁止利用微博进行内幕交易，可见特殊的一类微博用户很可能成为本罪的犯罪主体。进言之，《证券法》第七十三条规定，“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动”，而第七十四条以列举+兜底的方式规定了知情人的大致范围^[30]，《刑法》第一百八十条呼应了《证券法》第七十六条的规定。具体来说，内幕交易的主体包括：公司内部人员及其推定的内部人员，即《证券法》第七十四条前四款规定；监管机构和相关服务机构的工作人员，即该法第七十四条第（五）、（六）款的规定；非法获得内幕消息的人员，即该法第七十六条的规定。其中值得注意的是，《证券法》第七十四条第（七）款规定了内幕消息知情人的兜底条款：“国务院证券监督管理机构规定的其他人员”。其中颇有争议的就是某些微博主和其他粉丝并不是通常列举的公司内幕消息知情人或者非法获取内幕消息的主体，而有可能是公司外部的信息制造者，比如并购交易或其他重大交易的双方，也有可能是接受泄密或者合法获得内幕消息的人员，他们是否会成为禁止内幕交易的人员在法律上没有明确规定。从

[29] 参见杨亮：《内幕交易论》，北京大学出版社2001年版，第16~23页。

[30] 《证券法》第七十四条规定，证券交易内幕信息的知情人包括：（1）发行人的董事、监事、高级管理人员；（2）持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员；（3）发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员；（4）由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员；（5）证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员；（6）保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员；（7）国务院证券监督管理机构规定的其他人员。

比较法上看,各国关于是否将“接受或者合法获得第一手内幕信息的人员”作为内幕交易的行为主体的范围规定不尽相同:颇具特点和代表性的是美国判例实践中判断内幕人的标准——看其与公司之间是否存在信赖关系(Fiduciary Relation)。美国司法判例所确立的反内幕交易的著名原则——“戒绝交易或公布消息”是以信赖关系为基础的。^[31]以此为根据,美国发展出了与传统内幕人相对的“临时内幕人”(Temporary Insider)的概念,即临时内幕人不是公司的内部职员,而是来自公司外部但与公司有一定业务关系(含服务关系)的人员,如会计师、律师等,只要是他们“因为与公司存在某种关系,基于特定身份关系而直接获得了公司未公开的信息”^[32],亦对公司及股东负有信赖义务而成为内幕人。更为特殊的是,美国证券法上除了传统和临时内幕人之外,还有一种“消息受领人”(tippee)^[33],也是内幕人,即从内幕人泄密内幕信息行为中获得内幕信息的人。泄露内幕信息的行为被称为 tipping,泄密人称为 tippee。学术界对于消息受领者的范围多有争议,但是从最近美国法院对“IBM 收购莲花公司内幕交易案”^[34]的判决看,法院认定六层被告犯有“内幕交易罪”,而第一层消息受领者甚至不知道相隔较远的消息受领者及其姓名!于是,消息受领人的概念已经超越了证券法上确定内幕人的传统标准,它是以内幕信息的传递和受领作为认定内幕人的标准,只要传递的内幕信息并未构成法律上的公开,即可不受传递层次的限制。

该案的司法实践固然可以最大限度地规制微博上内幕消息的传播和利用,但是也有很多学者批评此判例的精神,他们认为将过多的主体列为规制对象,则在查处时,不仅成本太高,而且亦似无可能,因为信息流过程举证困难。^[35]再者,该案并不是适用于网络上的商业言论规

[31] 参见高如星、王敏祥:《美国证券法》,法律出版社2000年版,第312页。

[32] 贺绍奇:《内幕交易的法律透视》,人民法院出版社2000年版,第45页。

[33] 从信息的角度而言,临时内幕人和传统内幕人可合并称为“原始内幕人”,而消息领受人被称为“继受内幕人”。胡光志:《内幕交易及其法律控制研究》,法律出版社2002年版,第84~86页。

[34] Sec v. Lorraine K. Cassano, et. al., 61 F. Supp. 2d 31 (S. D. N. Y. 1999).

[35] 李东方:《证券监管法律制度研究》,北京大学出版社2002年版,第211~212页。

制的语境之中,如果广泛运用可能产生抑制信息传播、禁锢言论和表达的不良后果。最后,以我国法律为标准,秉持“法无明文规定不为罪”的精神,则规制层次顶多涉及传统和临时内幕人,“消息受领人”目前不能够成为法律禁止的对象。证监会监管微博之后最可能的处罚对象是那些已明确的内幕消息知情人通过自己或他人的微博“泄露该信息,或者建议他人买卖该证券”情形,至于这些微博主的粉丝——消息的传播者、其他受众或受益者则不能被法律所规制。

2. 操纵市场行为认定

2011年的史玉柱“最贵微博”事件和2012年的潘石屹发布中标信息事件都涉嫌利用微博发布虚假信息操纵市场,引发了股民的不满和证监会的重视。应该说,操纵市场的行为对证券市场秩序具有极大的危害性,操纵市场是对证券价格的垄断,操纵市场行为把供求关系决定价格变为计划的人为价格,又由虚假价格造成非真实的供求关系,严重误导投资者。由此,操纵市场行为所造成的虚假交易量和不合理价格,往往使广大普通投资者陷入圈套:在虚假行情下购入证券的被套牢,售出证券的受损失。结果使少数操纵者获取暴利,而大多数投资者遭受损害。但是规制操纵市场行为却很困难:由于股票市场操纵行为与市场发展的不同阶段、股票市场交易制度、特定的交易行为紧密联系,因而呈现出形态多样的特征,甚至模糊了非法市场操纵行为和合法交易行为的界限。进言之,即使是较早立法禁止操纵市场行为的美国,并且反操纵市场条款被视为1934年《证券交易法》的核心,立法上都一直没有明确界定操纵市场行为。本文认为,国际证券监督组织技术委员会采用的方法比较全面、简单明了,值得借鉴^[36]:该组织从股票市场操纵行为所使用的方法、操纵行为的目的、操纵主体等三个角度对操纵行为进行了界定,其中具有借鉴意义的是根据市场操纵行为所使用的方法,股票市场操纵行为包括制造虚假价格及交易现象的行为、洗售、对敲、采取各种手段提高价格后以高价格卖出的行为、设定收盘价行为、轧空(Corner)、以影响价格为目的编造并散布虚假或误导性信息的行为等。与此类似,学者 Allen

[36] IOSCO, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, 2000.

和 Gale, Fischle 和 Ross 等^[37]都提出了类似的分类方法,其中以信息披露为基础的操纵手段,或者与披露相联系的交易型操纵行为都是指通过散布传播虚假信息来影响股票交易的操纵行为,都能够囊括通过微博散布虚假或误导性信息来操纵市场的行为。

与此类似,我国《证券法》上也没有界定操纵市场行为,而是采取了列举的方式,在第七十七条(《刑法》第一百八十二条)列出了操纵市场行为的种类:“禁止任何人以下列手段操纵证券市场:(一)单独或者通过合谋,集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,操纵证券交易价格或者证券交易量;(二)与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;(三)在自己实际控制的账户之间进行证券交易,影响证券交易价格或者证券交易量;(四)以其他手段操纵证券市场……”如上所述,法律规定了四类操纵证券市场的行为:以真实交易手段操纵市场;约定买卖;自买自卖;以及兜底性的“以其他方法操纵证券市场”。事实上,由于操纵行为多样化的特征,各国立法都出现了上文所提到的“法律的不完备性”问题,于是很多国家都和我国一样采取了列举+兜底式的立法技术来归纳操纵行为,如美国联邦《证券交易法》第9(a)(6)条和第10(b)条^[38]、日本《证券交易法》第157条等。然而,兜底条款具有成为“口袋罪”的危险,尤其是证监会在规制微博言论伊始,微博大V们稍有不慎就可能因言获罪:市场操纵行为的因果关系往往难以认定,而操纵行为就成了推断行为人主观目的(往往是定罪核心)的客观标准。^[39]

[37] 他们将操纵划分为三类:以信息披露为基础的操纵手段(Information-based)、采取特定行为影响公司价值的操纵手段(Action-based)、以交易为手段影响股票交易的操纵手段(Trading-based)。Franklin Allen, Douglas Gale, *Stock - Price Manipulation*, 5 Rev. Fin. Stud. 503, 1992.

[38] 路易斯·罗斯·乔尔·塞里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2006年版,第803~809页。关于“证券交易委员会管理的制定法项下证券交易操纵行为”的论述。

[39] 如中国证监会[2008]42号行政处罚决定书(汪建中案)中所言:“从本案操纵行为看,在北京首放的咨询报告发布前,汪建中利用其实际控制的账户提前买入咨询报告拟推荐的证券包括大盘股,并在咨询报告向社会公众发布后卖出该种证券,一年多时间采取类似方式交易达55次。这充分说明当事人存在利用北京首放的推荐来影响普通投资者的投资判断,进而影响所推荐证券交易价格或交易量,并从中谋取不当利益的意图。当事人主观上有故意,客观上实施了推荐前买入,推荐后卖出的操纵行为,其操纵证券市场的事实成立。”

于是,兜底条款运用得不好就容易造成史玉柱“自宫”封博这类万马齐喑结局的出现。

如何在法律不完备的前提下有效发挥法院和其他执法机构的功能?美国在因特网领域规制商业言论的经验值得借鉴:在美国,随着因特网技术的发展,利用因特网信息传播技术(电子邮件、聊天室、信息留言板等)散布虚假或者误导性信息的操纵市场行为日益出现并引发了一系列司法和监管判例。^[40]在1996年的SEC诉Charles Huttoe案中,被告向其他公司及其家庭成员传播关于其掌控的SOE公司业务的虚假信息达10,000多条,称公司“卖出了几百万的产品,并将被大公司收购”等,在价格上升之后,被告及其相关人员卖出了其股份。之后,SEC指控SOE利用因特网操纵了市场。^[41]后来的Comparator系统公司案^[42]、UCLA学生操纵股票价格案^[43]、Lebed案^[44]等都是采用类似的方法通过电子邮件,或在留言板、聊天室等散布误导性或虚假信息来实现操纵市场的目的。不过,SEC也承认,如何证明因果关系和主观目的是执法中的难点,于是其大量采取了和解手段来了结此类案件。

3. 虚假陈述行为的认定

此次证监会新闻发言人没有特别提到此类违法犯罪行为,而是用“证券欺诈”笼统表述了此类违法犯罪活动,这也许是因为证券欺诈广泛存在于操纵市场、内幕交易^[45]等其他非法活动之中。但是,由于我国《民法》和《证券法》,甚至整个法律体系中的“欺诈”概念远不能囊括证券市场中的欺诈行为,也没有普遍性的反欺诈条款可以适用,因此以虚假陈述(属于证券欺诈中最为重要的一类)这个法律上明确的表述来明确微博用户的法律责任才是更为恰当的,有法可依的。进言之,在投资者的判断过程中,信息的真实性与完整性至关重要。因此,法律严厉

[40] Nancy Toross, *Double - Click on This; Keeping Pace With On - Line Market Manipulation*, 32 Loy. La. L. Rev. 1399, 1999.

[41] SEC, Litigation Release No. 15153, 1966.

[42] Nancy Toross, *Double - Click on This; Keeping Pace With On - Line Market Manipulation*, 32 Loy. La. L. Rev. 1399, 1999.

[43] SEC News Release 19 99 - 172.

[44] Ibid, 2000 - 135.

[45] 参见彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第379~380页。

禁止虚假陈述。所谓虚假陈述,是指证券信息公开义务人违反信息公开义务,在提交或公布的信息公开文件中作出违背事实真相的陈述或记载。虚假陈述是对信息公开真实性与完整性的违反,上市公司公开的信息资料如有虚假、严重误导或重大遗漏,就会干扰投资者的投资判断,纵容不正当竞争,引发过度投机,其结果是投资者丧失对证券市场的信心。

从各国(地区)立法来看,虚假陈述的主体主要有四类:(1)发行人、发行人(公司)的大股东、发行人的董事、经理以及高级职员等。(2)证券商。我国立法亦明确承销商与发行人同为发行、上市文件虚假的责任主体。(3)律师、会计师、资产评估师等中介服务机构或个人。我国法律规定,律师事务所、会计师事务所、资产评估等专业证券服务机构在其出具的法律意见书、审计报告、资产评估报告及参与制作的文件,有虚假陈述的应承担相应的法律责任。(4)其他法定机构或人员。如证券交易所及其他证券交易场所、证券业协会及其他自律组织、证券投资咨询等机构及其工作人员。除此之外,如果以证券市场不同主体所承担的信息披露义务属性为标准,可以区分为积极信息披露义务和消极信息披露义务,而微博监管主要针对的应该是承担消极信息披露义务的主体,即他们主动编造、传播影响证券交易的虚假信息需要承担刑事、行政与民事责任。《证券法》对于消极信息披露义务主要规定在第78条,该条规定:“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。”^[46]和1988年《证券法》不同的是^[47],这里限定的都是特殊主体,这些人或者基于他们为国家工作人员或者传播媒介从业人员的特殊地位,编造或者传播虚假信息,可

[46] 虚假陈述一般可区分为虚假记载、误导性陈述和重大遗漏三类,这里涉及的是误导性陈述。

[47] 1988年《证券法》第188条规定,“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,处以三万元以上二十万元以下罚款,构成犯罪的,依法追究刑事责任”。与2005年《证券法》不同,该条没有将行为主体限制在特定范围内。彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第344页。

能扰乱证券市场;或者基于他们从事证券相关业务,如果作出虚假陈述或者信息误导,容易干扰证券交易活动。我国《刑法》似乎采取了1988年《证券法》的立场,也没有将主体范围限定在特定范围内。该法在分则第三章“破坏社会主义市场经济秩序罪”中第四节“破坏金融管理秩序罪”第181条规定:“编造并且传播影响证券、期货交易的虚假信息,扰乱证券、期货市场,造成严重后果的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处1万元以上10万元以下罚金。证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司的从业人员,证券业协会、期货业协会或者证券期货监督管理部门的工作人员,故意提供虚假信息或者伪造、变造、销毁交易记录,诱骗投资者买卖证券、期货合约,造成严重后果的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处1万元以上10万元以下罚金;情节特别恶劣的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处2万元以上20万元以下罚金。”

进言之,对于一般主体而言,在客观行为上要同时满足“编造并且传播”的要件,而对于特殊主体,则只要故意提供或者编造就可以构成犯罪。这对于微博上商业言论的监管有着巨大的价值:普通的微博主或粉丝并不具备判断消息真伪的能力,而微博的转发、回复或者“@”操作又是那么简单,普通微博用户可能会很随意的“传播”大V们的市场信息,但是让其承担行政或刑事责任显然不符合权责统一的原则。禁止传播虚假消息的义务不能无限扩大。如果微博用户具有特殊主体地位,理应具有更多的责任和专业能力,则只要符合编造或者传播一项就可能构成犯罪。例如作为民生银行法人股东董事长的史玉柱,在8月24日9:39于微博上发表的虚假信息:“拜托中国人寿,别虎视眈眈想控股民生银行。中国唯一的民营的重要银行(总资产2万亿元以上),不应倒退成为国有银行。给民营一块小小的天空吧。失去民营机制的民生银行,将失去核心竞争力,告别高速成长。”造成了民生银行的股价大涨,该种特殊主体编造虚假信息的行为就有可能构成诱多性的虚假陈述。

三、关注于信息的规制与证券市场发展

(一) 信息规制策略

应该认为,寒蝉效应理论为证券监督管理机构规制微博等新媒体商业言论自由提供了基本依据和标准:一方面,寒蝉效应理论强调,“政府过度限制言论自由的措施会使发言者在发言时进行自我审查,不敢发表对政府不利或政府不喜欢的言论”^[48]。法院在审查政府规制言论自由的措施时应平衡的寒蝉效应因素的作用。美国联邦最高法院在《纽约时报》案中对此做了说明:“错误在自由争论中是绝对无法避免的,这种犯错误的权利必须受到法律的保护,因为真理的传播需要这种呼吸空间……如果以法律强迫对政府官员的批评必须是完全符合事实,否则就动辄判处说话者有罪,并处以不限量的赔偿,这只会导致说话者的‘自我审查’。”可见,寒蝉效应会导致政府的“一把手专政”,不利于公共事务的管理。但是,另一方面,区别于其他一般言论,商业性言论本身具有的经济权利属性在政府严格控制的情况下也不会减少对信息接受者的供给。因此,即使政府实行限制商业性言论的措施,也不会影响“万蝉齐鸣”的效果。只不过根据产权规则和责任规则的特性、成本效益考量、自由度考量,微博监管在如今民主政治日益进步的氛围下只能依靠以证监会为代表的证券监督管理机构以责任规则的路径严格依法定责任进行规制。

进一步的,为了更好地实现商业言论自由与社会利益或消费者权益之间的平衡,商业言论自由的规制需要强调真实性原则。因为根据效益原则,探知真相的责任应当分配给能以最高效率、最低成本获取真相的一方。而商业言论和政治言论不同,后者政治观点的发表人和受众都是独立的公民,均无获知政治真相的天然优势,对政治观点的管制可能有损言论的多样化,从而侵害言论自由。违法性、虚假性或误导性商业言论打击了公平诚信的经营者,对公众传播了不实或非法的信息,理应收

[48] 欧爱民:“限制与保护:商业性言论的宪法学分析”,载《理论月刊》2006年第8期。

到法律的严格管制甚至制裁。从商业言论自由的发展历程来看,对违法性、虚假与误导性商业言论的规制为商业言论自由的保护树立了基本界限。与此精神相符合,三大法律责任中虚假陈述、操纵市场都以信息的真伪作为重要标准,并且因信息的真伪而扩展到了一般的微博主、粉丝等微博用户,如虚假陈述中一般主体若编造并传播了虚假信息便有可能承担责任。与之配合,为了限制执法者的触角和对证券市场言论自由的伤害,法律责任会以限定责任主体的方式来保护相对“无辜”的传播、回复、利用该信息的一般微博用户和粉丝群体(如图1所示)。如虚假陈述责任会区分一般主体和特殊主体;内幕交易责任在我国的司法和执法实践中最多只能扩展到传统和临时内幕人,而不能规制“信息受领人”,这也保护了利用该消息普通微博用户;而操纵市场责任正是因为没有主体的限制,才会在实践中非常倚重行为、因果关系和主观目的的判断。这一罪责的认定需要我国执法和司法部门的执法技术,以及和 SEC 一样广泛采取和解手段了结案件的谦逊态度。

(二) 信息的重要性与证券市场发展

为什么商界公众人物发布微博会引发如此大的震动和证监会的重视?除了网络化所带来的必然冲击之外,我国证券市场信息披露机制的不健全、甚至市场的政策性导致股民投机思想泛滥可能是其重要原因。依据著名的有效市场理论(Efficient Market Hypothesis),根据证券价格对过去的已公开信息、现在的已公开信息和未公开信息(即内幕信息)三种不同类别信息的不同反应以及反应的不同速度,可以将其分为三种类型:弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。^[49]进而,在一个理想化的绝对强式有效市场中,广大投资者可以凭借市场上的信息获得最高程度的报酬,且任何人都无法以其占有的信息在市场上获得超额利润。^[50]在这种情况下,新的信息会在发布的瞬间充分地反映在证券价格中,所以证券价格能够及时反映全部信息;加之充分的市场竞争可

[49] 有效市场假设理论由美国经济学家 E. F. Fama 在 1970 年首次提出。参见 Eugene F. Fama, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Financial*, Vol. XXV, 1970(2), pp. 338 - 417。

[50] 参见高西庆:“强制信息披露制度与证券市场有效性”,载《上海证券报》1997年2月25日。

以保证证券价格从一个均衡水平过渡到另一个均衡水平,而与新信息相对应的价格变动时相互独立。然而,由于交易成本、税收、寻觅费用和机会成本等市场摩擦的存在表明,一个完全有效的证券市场至今为止并且在未来的一段很长时间内都是一个无法达到的理想状态。^[51]但是,制度现实与理想状态的差距恰恰为信息披露制度的诞生提供了重要的合理性依据。^[52]换言之,人们对完全有效资本市场的期待使监管层希望借助强制性的信息披露要求来弥补由于市场失灵所导致的信息供给的不足,加上传统反欺诈规则的辅助,以最大程度地促成证券市场资源的最优配置和证券市场有效性的提高。可是我们并没有做到这一点,这也就导致了证券市场上信息的稀缺和股民对“小道消息”的畸形重视,也就造成了一般投资者很容易被虚假信息所煽动。近几年,微博为上市公司的监管和信息披露打开了一扇窗户,也为欺诈和不公平的内幕交易提供了便利的渠道,一些目的不纯的微博主便打着言论自由的旗号制造信息噪音,扰乱证券市场秩序。

为此,事前的言论审查对于新媒体规制已经是不可能实现的,而事后的执法与司法又需要分辨信息的真伪、散布信息的目的、谣言的制造者与传播者,并施加不同的对待和法律责任,这实际上是极其耗费资源和难度极大的执法选择。更严重的是,事后惩罚犯罪者,补充受害人也许并不是建设证券市场的长远方略:中国股票市场本就缺乏真正的长期投资者。政府随意地管制,大家没有稳定的预期。而投资者一旦受害,政府又需要以金融消费者保护的名义以股票市场之外的资金和执法资源来补偿受骗人。于是,投机者可能更加肆无忌惮的投机,而不是理性的选择股票和投资于实体经济,这才是证券市场规制之殇。

[51] 参见蓝寿荣:《上市公司股东知情权研究》,中国检察出版社2006年版,第46页。

[52] See Reinier Kraakman, John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hidekikikanda, Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford University Press, pp. 280 - 281.