

## 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

巩海滨\* 张任重\*\*

**摘要:**在 2015 年“证监法网专项执法行动”中,证监会集中部署了一批针对编造、传播内容不实的虚假或误导性消息的案件。从调查情况来看,此类案件主要是利用互联网信息编发自由且隐匿、传播迅速且广泛、受众众多且不特定的特点,通过“股吧”、微博、微信等新型媒体,编造、传播虚假信息,制造股票市场的噪音,干扰了投资者的投资判断,扰乱了证券市场秩序。本文分析了编造传播虚假信息对证券市场的危害性,同时对此类行为的违法性、违法行为构成及其法律责任进行了分析,最后对互联网时代编造传播虚假行为的规制提出建议。

**关键词:**互联网 编造 传播 虚假信息 违法行为

### 一、虚假信息对股票市场的影响

编造、传播内容不实的虚假或误导性消息(以

---

\* 中国证券监督管理委员会行政处罚委副主任。

\*\* 中国证券监督管理委员会行政处罚委工作人员。

下简称“虚假信息”)的存在,严重影响了股票正常交易秩序。众所周知,股票交易是股票投资者对股票市场所反映的各种资讯信息进行收集、整理、综合等工作,借以了解和预测股票价格的走势,进而做出相应的投资决策,以降低风险和获取较高的收益的整个过程。换言之,股票投资是基于政策预测、宏观经济状况、行业产业发展趋势、企业的基本面等信息做出的价值判断。因此,一个健康规范的股票市场是一个公开透明的市场,要求各种信息真实准确完整。虚假的信息会对股票市场造成严重的危害。

虚假信息严重影响了以价值投资为理念的投资判断。股票市场首先是一个价值投资市场,价值投资的前提是信息。虚假信息的存在直接影响了投资者对股票投资价值的判断,破坏了股票市场的价值发现功能。

虚假信息严重影响了投资者对股票市场的信心。股票市场是一个信心为基础的市场,投资者的信心是市场健康发展的风向标。信心的建立基于对股票市场的信任,对监管者的信赖。虚假是信任、信赖的天敌。虚假的信息或者真假难辨的信息在股票市场充斥泛滥,会使投资者心存畏惧,不敢投资,避而远之,信心无从建立。

虚假信息严重影响了投资者对风险的判断。股票市场也是一个风险投资市场,投资收益往往与市场的风险相对应。准确及时充分的信息帮助投资者在买卖股票时防范可能发生的风险,避开投资陷阱。虚假信息充斥市场,导致投资者不能合理判断风险,回避风险,从而进行盲目投资。

虚假信息扰乱了股票市场的信息供给秩序。股票市场是一个信息合理供给,有序流动,规范运作的市场。投资判断基于信息,信息来源是多元的。国民经济运行各部门,包括生产、流通服务各部门数据、分析、报告都可以成为股票信息的重要来源,帮助投资者了解国民经济各部门、各地区所处的增长阶段、发展的趋势。发行股票的企业对企业的经营状况和财务状况等公司基本面的披露,使投资者对企业做出恰当的判断和评价。股票市场本身作为一个运行整体有其规律性,股票整体交易价格高低,交易量高低,投资板块的活跃程度,投资者的结构状况和投资群体的喜好,股票市场时时发生的技术层面变化、投资者整体

心理上和情绪上的事件等也构成股票市场信息的重要方面。在资讯不足、分析工具不全、个人分析能力欠缺的情况下,个人投资者往往会借助包括投资咨询机构的专业分析、证券经营机构的咨询推荐,专业学者或者资深投资者的评论等众多信息,这些信息一旦虚假,使得信息真假难辨,鱼目混珠,影响信息供应秩序,降低市场运行效率。

## 二、虚假信息特点

虚假信息的传播特点。互联网的一些特征,帮助了虚假信息的高效传播。一是主动获取信息便捷高效。互联网技术的普及使得投资者能够接触数以亿计的投资信息,搜索技术的发展使得投资者可以便捷的找到想要关注的信息。同时,“QQ群”、“股吧”之类的社区化网络交流方式使得互联网平台实现了“人以群分”,相关信息自然也实现了“物以类聚”,关注某类信息的人群能够与该类信息实现高度匹配。二是被动汲取海量信息。随着微博、微信等社交类网络平台的普及,上网人群每日都会“被关注”大量信息。当股市成为社会热点话题的时候,投资者即使不主动获取,每日也会被推送大量涉股信息。三是信息传播主体的不平等性。不同信息传播主体之间的影响力在互联网时代仍然存在着巨大差异,一些虚假信息的传播过程中,影响力较大的主体发挥了推波助澜的作用。如在陈某案中,信息之所以传播广泛,粉丝数众多的财经媒体微博账户通过转发起到了重要的扩散作用。四是信息证伪困难。传统的传播学理论认为,通过三个独立信息源的认证,大概率可以确定一个事件的真实性。但互联网的广泛应用,导致信息传递呈现网状结构,信息来源高度混乱,导致信息接受者证伪困难。而出现一条涉股虚假信息,上市公司不可能立即予以澄清。在这过程中,投资者难以厘清信息源头,辨别信息真伪。反而在这一时间段内的转发、转载容易造成人云亦云、众口铄金的传播效果。

虚假信息的内容特点。能引起市场共鸣的虚假信息有以下两个共同特点:一是具有较高的可信度。可信度一方面源于信息本身的特征。如编造主体自称上市公司员工,使用“经向公司内部人士”求证之类的

暗示性语言等。另一方面,表现为虚假信息与商业逻辑的契合。如某上市公司主营业务受房地产开发增速放缓影响从2012年开始出现下滑,市场便出现了该公司可能转型的声音。而其高管也表达过希望转型进入军工行业的希望。市场对于该公司会进入军工行业有比较一致的预期,某当事人编造的该公司取得军工准入证这一不实消息在投资者眼中符合正常的商业逻辑逻辑。二是与市场热点高度契合。上述虚假信息涉及军工题材。编造的时间正值中央在政策层面支持军民产业融合。从之前涉军工概念股的走势看,上涨幅度普遍较大程度领先于大盘。

此外,我们观察到,即使是在对信息高度敏感的市场中,并不是所有的市场热点,或者说传统意义上的利好消息,都对股价有明显的提振作用。例如,可转债的发行可以改善公司资本结构,提供发展资本,普遍被认为是偏正面信息。而从股市实际反应来看,可转债发行和股价并没有明显的相关性。2014年11月19日,某上市地产公司可转债获批,次日该公司股票价格下挫4.59%。2014年12月24日某电力设备公司可转债获批,该公司股票次日上涨4.04%。某金属材料物流企业在2015年4月1日可转债获批,次日该股票小幅下跌0.09%。TDGD和ZGZG在发行可转债之后,出现过股、债价格齐升的场面,这主要是由于TDGD所募资金用于布局移动互联网,ZGZG所募资金用于军工资产注入。通过比较有限的实证观察,本文认为,市场对信息选择具有两个倾向:一是已被市场证明盈利能力的消息。如果之前某类信息已推动了某只或数只股票的上涨,市场会预期该类信息能够继续推动其他股票上涨。因此借壳概念、移动互联网、军工等概念在上涨行情中表现出强者恒强。二是具有想象空间。可转债的发行,如果将所募资金继续投入主营业务,依然只能围绕既有的市盈率展开估值,缺乏想象空间,并不受到市场热捧。而产业类信息,特别是产业转型、资产注入的消息,有利于打破既有市盈率的束缚,具有较大向上空间,从而受到市场追捧。

### 三、《证券法》第七十八条第一款对应法律责任的构成

#### (一) 责任主体

就责任主体而言,《证券法》第七十八条第一款共规定了三类主体,分别是“国家工作人员”、“传播媒介从业人员”和“有关人员”。“国家工作人员”、“传播媒介从业人员”是法律明确列举的两类责任主体。之所以要明确这两类人员作为责任主体,主要原因有三:一是这两类人员有着更强的话语权,传播媒介从业人员是新闻事件和大众之间的桥梁,具有掌握传播渠道的天然优势。而国家工作人员因工作性质往往被视为重要的信息源头,其提供的信息更易被视作重要的新闻素材;二是这两类人员具有较高的公信力,对于这两类人员发布的信息,大众往往认为有政府部门或专业媒体的公信力“背书”,从而更易相信这两类人员传播的信息;三是这两类人员若为编造、传播虚假信息的行为,均违背了法律和道德层面的职业规范。

“国家工作人员”、“传播媒介从业人员”从事编造、传播内容不实的虚假或误导性消息的行为,处罚时无须考虑主体的适当性。关于“国家工作人员”指代范围的问题学界已多有讨论,本文在此不做赘述。关于传播媒介从业人员,一般认为,从业人员应当和传播媒介之间存在着劳动关系,传播媒介以外的工作人员,包括为传播媒介提供稿件的通讯员、特约撰稿人、特约记者,专职或者兼职为传播媒介提供稿件的党政机关、企事业等单位的工作人员以及其他社会人员,不应视作传播媒介的从业人员。当然,也并不是所有和传播媒介存在劳动关系的人员都应当被视作此处的从业人员,考虑第七十八条第一款主要是针对编造、传播虚假信息的行为,传播媒介中党务、行政、后勤、广告、发行、经营、技术等非采编岗位工作人员并不天然的具有传播渠道优势,并不宜直接认定为第七十八条第一款中所述传播媒介从业人员。

上述两类特殊主体之外的人员,则可能被认定为第七十八条第一款所述“有关人员”,而适用第二百零六条予以处罚。关于“有关人员”的认定,并不能简单地认为“有关人员”属于兜底性描述,将编造、传播

虚假信息的任何人都当然认定为“有关人员”。以文字分析,整部《证券法》在对违法主体无限制时,一般都使用“任何人”来指代违法主体。而《证券法》第七十八条并未使用“任何人”一词来规定责任主体的范围,而使用了“国家工作人员、传播媒介责任人员和有关人员”这一表述。一方面,这种表述方式是对国家工作人员、传播媒介责任人员违法责任的强调。另一方面,也体现了立法者限缩责任主体的考量。因此“有关人员”虽有兜底之意味,但并不应该理解为泛指所有主体,而应该具有一定特征与彻底的普通人士相区分。

在区分“有关人员”与彻底的普通人士时,可以借鉴上文所述“国家工作人员”、“传播媒介从业人员”的特征进行思考。一是与传播能力有关。在互联网时代,特别是“微博”、“微信”等自媒体的高速发展,使得传播优势绝不仅仅再是“国家工作人员”和“传播媒介从业人员”的专利。一方面,特约评论员、外聘专栏作家等虽然和传播媒介之间不存在劳动关系,但也使用传播媒介渠道向大众发声,具有传播渠道方面的优势。另一方面,大量个人都通过微博、微信向公众发布信息,一些粉丝数量众多、受关注度较高的微博“大V”,其本身具有的舆论影响力甚至超过一般的媒体。二是与公众信任有关。公信力既可能来源于真实的身份、工作经历等因素,也可能来源于并非真实但当事人自我塑造的一些因素,如陈某案中,陈某一直以该机械工程上市公司员工自居,并长期在微博上讨论与该公司有关信息,因此,在微博上给公众以公司内部人之映像,使其在发布与该公司相关信息时,具有较高之公信力。三是与履行职责有关。如上市公司的董事、监事、高级管理人员因承担保证投资者所获信息真实、客观之义务,且市场影响力较大,因此若上市公司董、监、高违背其职业义务,直接或者授意他人编造、传播虚假信息,应认定董、监、高为“有关人员”。此外,一些公司职员或者是和公司有紧密联系的人士会有机会接触到一些上市公司未公开的内部文件,作为这些接触者应临时性地负有保密义务,不应随意向公众发布信息,更不应添油加醋的对内部文件作出公开解读。四是与利益有关,第二百零六条作为对应第七十八条第一款、第三款的法律责任,对当事人通过传播虚假信息扰乱证券市场获取经济利益的行为予以了特别关注。通过编造、传播虚假信息谋取某种利益的个人应该被视作“有关

人员”。所谓谋求利益,应该是一种广泛意义上的利益。可以是买卖股票获利之类的直接经济利益,也可以是其他利益;可以是为自身利益,也可以是为他人利益。

## (二) 违法行为

行为方面,编造虚假信息,或者明知是编造的虚假信息而进行传播均属于第七十八条第一款所禁止之行为。根据第七十八条第一款的文字表述,无论是单独的编造行为,还是单独的传播行为或者是既编造又传播的行为都具有法律上的当罚性。即使《刑法》第一百八十一条规定为编造并且传播影响证券、期货交易的虚假信息,在对该条文的解读中,一般也认为明知是他人编造的影响证券、期货交易的虚假信息而传播的,即使与编造者没有通谋,也能成立该罪。“编造并且传播”的规定,只是为了将缺乏故意的传播行为排除在犯罪之外。<sup>[1]</sup>此外,我们要注意到单纯的编造行为,不能认定违反了第七十八条第一款的规定。单纯的编造而没有使任何他人知晓的行为,不具有侵害法益的可能性。此外,单纯的编造行为虽然使得信息具有了一定的表现形式,但还不具有“传播性”这一信息的基本属性,应该说此时的“信息”还处于个人的思想范畴,个人的思想不应受到法律处罚。

编造行为既可能是凭空捏造,也可能是对真实信息的加工、修改。加工、修改之后必须构成新的独立信息才成立编造之行为。如果只是对臆测、推断过程的表现或者只是对已有信息的评论,则不构成新的独立信息,不成立编造行为。虚假信息的表现形式不尽相同,大致有以下类型:虚构型,信息完全无事实依据,纯属人为虚构;添加型,信息有一定的根据,但其中部分情节想像而成,多属信息制造或传播者的主观臆想和揣测;拼凑型,将不同信息改头换面,将相互关联的信息改头换面拼凑而成的信息;夸张或缩小型,夸大或者缩小事实,畸型地反映客观存在的事实真相;片面型,信息只反映事实的一部分或者某个方面,掐头去尾,任意截取,隐瞒部分事实的信息;流言型,由似是而非,捕风捉影,无法查证的流言、传闻转化而来的信息;假象型,通过对事实真象的表象加工,无法反映真实的本质特征的信息。

[1] 参见张明楷:“单一行为与复数行为的区分”,载《人民检察》2011年第1期。

传播是指将虚假信息传达至不特定多数人的行为,向特定人传达但怂恿其向其他人传达的行为,也可以认定为传播。无论使用何种方式,只要使虚假信息处于不特定人或者多数人知悉或可能知悉的状态,即可以认为是传播行为的完成。例如,无论是传播媒介雇用的从业人员还是雇员以外的一般撰稿人只要将虚假信息提交给或者是投稿给传播媒介,即完成了虚假信息的传播。此时,虚假信息已经被编辑、审稿人在内的不特定多数人知晓,并且处于可能被通过发表被更广泛的公众所知晓的状态。传播行为的完成,并不要求传播方式、传播效果一定要达到传播者预想的效果。

需要注意的是,只有达到了“扰乱证券市场”的程度,才能完整地构成《证券法》第七十八条所述违法行为,适用《证券法》第二百零六条予以处罚。在我国立法体例和法学理论中,类似于“扰乱证券市场”这样的表明违法性及其程度的事实,通常被纳入违法构成要件。例如,《刑法》第二百九十一条之一所规定编造、传播虚假恐怖信息罪。要成立该罪,以发生“严重扰乱社会秩序”的结果为要件。没有严重扰乱社会秩序的,不能认定为该罪。而在德国、日本等大陆法系国家的传统法律理论中,将“扰乱证券市场”这种表明违法程度的客观要素视为处罚条件,而不是违法的构成要件。未到处罚条件的标准,不影响行为的违法性认定,只是不具有当罚性,不能适用法律责任。综上,无论是基于哪种理论,只有编造、传播虚假信息达到了“扰乱证券市场的程度”才能适用第二百零六条予以处罚。

### (三)主观意志

主观意志方面,违法者对编造、传播虚假信息应持故意态度。编造的主观故意本身即已蕴藏在了行为之中。无论是凭空捏造,还是对真实信息的加工、修改,都是在主观意志支配下的行为。完成编造行为,一定具有编造的故意。至于编造的故意是否能等同于编造虚假信息的故意。某案中,当事人认为其基于自身的知识和经验,从“某上市公司成立军工部”推导出“该上市公司获得军工准入证”具有主观合理性。并且考虑到军工行业为众所周知的管制行业,这种推测也具有客观上的合理性。因此,该当事人不具有编造虚假信息的故意。甚至,因为臆断的过程具有客观上的合理性,当事人连过失都不能构成。从审判视



角来看,无法在事后准确还原当事人的主观心态,只能以理性人的标准推测编造者是否明知所编信息的不实性。本文认为,从信息来源和信息产生方式两个角度,只要编造者达到了一般理性的程度,都能明知自己所编信息是否属实。从信息来源看,作为一般理性人的当事人完全能够认识到本人不可能是“上市公司获得军工准入证”这一信息的合理来源,不具有来源上的可信性。同时,当事人清楚“上市公司获得军工准入证”这一信息只可能基于事实产生,而不可能基于编造产生,因此不具有产生方式上的可信性。综上,只要当事人具有一般理性,在主观上完全应该清楚自己编造的信息为不实。推而广之,信息编造者对编造行为具有故意,并且从信息来源和信息产生方式的角度完全可以明知编造信息的不实性,则编造者当然具有编造虚假信息的故意。

传播的故意应以传播者明知信息不实为条件,或至少以普通理性人之标准,能认知到信息的不实。传播的故意,不以传播者对传播范围的认识为限。在股吧、微博中发布的信息,天然具有被不特定对象阅读、评论的功能,在股吧、微博、微信朋友圈中发布的信息,天然具有被不特定对象进行转发,扩大传播范围的功能。这意味着,通过股吧、微博、微信发布信息,一旦发布,即完成了对不特定对象的传播。而现代人作为互联网工具的熟练使用者,熟知互联网工具特性,应知互联网传播不会以自己设想范围为限进行传播。

故意的范围仅限于对编造、传播虚假信息行为的故意,而不需要对传播范围、扰乱市场的后果具有认识与希望、放任态度。立法者之所以增加编造、传播虚假信息达到“扰乱证券市场”的程度这一客观要素,是出于限制处罚范围的政策考量。无论将此类客观要素视为违法构成要件还是处罚要件,在中外学理上都不要行为人对这类客观要素具有认识与希望、放任的态度,只要具有认识可能性即可。

#### (四) 危害结果

危害结果方面,行政处罚实践中主要从三个角度考虑编造、传播虚假信息的危害性,认定为对证券市场的扰乱。

一是对上市公正常信息披露秩序的扰乱。虚假信息的广泛传播,会混淆投资者视听,影响投资者的决策。根据相关规定,上市公司需要针对虚假信息发布澄清公告。

二是对股票正常交易秩序的扰乱。根据交易所的相关规定,连续三个交易日内收盘价格涨跌幅偏离值累计达到 $\pm 20\%$ 的,属于股票价格异常波动。根据规定,当公共媒体中出现上市公司尚未披露的信息,可能或者已经对股票及其衍生品种交易价格产生重大影响的,交易所可以在时间对公司股票及其衍生品种实施停牌,直至公司披露相关公告的当日复牌。上市公司不能在股票异常波动的下一个交易日披露股票异常波动公告的,为了避免股票价格的进一步波动,上市公司往往也会向交易所申请停牌,直到披露股票异常波动公告复牌。一些虚假信息,在现实中已经导致了上市公司的临时停牌,影响了相关股票的正常交易秩序。

三是对投资者行为、市场价格形成机制的扰乱。如造成了股价的异常波动,使得股票价格走势偏离该股的近期历史价格走势,偏离大盘及所属板块走势。如某案中,信息在中午休市期间广泛传播后,下午开盘之后买盘大量涌入,推高股价,在短短两分钟内封住涨停,并且有117万手买盘直到当天交易结束仍未能成交,短时间内,投资者对买入该股票的意愿迅速提升,并且这种意愿表现的强烈而坚决。同时,该股票的散户线仍在升高,表明筹码分散程度在提升,说明买盘来自较多的不同账户,而非个别主力突然加仓。股票在站稳涨停板之后,呈现出明显的缩量交易态势,持有股票者的惜售导致分时交易量不断下滑。这说明投资者群体基于虚假信息普遍看好该股票后市走势。而在当天收盘之后公司发布澄清公告,交易意愿的一致性明显分化。次日,交易量较之前数个交易日成交量大幅攀升,达到了前几个交易日的两倍以上,并且高度集中于上午10时之前的交易阶段。说明澄清公告发布后,虽然部分投资者仍然看好该公司的业务转型前景,但也有为数众多的投资者认为前景不明晰,股票价格走势不清,选择减持仓位。在澄清公告发布之后,投资者的判断由高度一致的看好变为对前景判断的高度分化。

### (五) 因果关系

因果关系方面,虚假信息的行为与上市公司正常信息披露受到影响之间的因果关系往往显而易见。上市公司之澄清公告与虚假信息多存在对应关系,且多将虚假信息内容列于公告之中,明确正是因虚假信息

息广泛传播才有澄清之必要。而虚假信息与市场受到扰乱之间的因果关系则较为复杂。信息与市场反应之间传导链长,过程难以跟踪,建立完整的因果关系逻辑链条并非易事。在刑法理论中,在探讨公害类犯罪的因果关系时,会考虑借鉴流行病学上的因果关系理论。在流行病学当中,符合以下四个条件,就可以肯定某种因子与疾病之间具有因果关系;第一,该因子在发病的一定期间之前起作用;第二,该因子的作用程度越明显,患病率就越高;第三,该因子的分布消长与流行病学观察记载的流行特征并不矛盾;第四,该因子作为原因起作用,与生物学并不矛盾。

这一理论与实践对虚假信息与市场受到扰乱之间因果关系的考量有相似之处。实践中会从以下三个方面考虑因果关系:第一,虚假信息在市场受到扰乱前的一定期间传播。时间上的紧密性是一种常用的盖然性分析。市场异动应该有诱导因素的存在,虚假信息可能成为诱导因素,虚假信息的传播与市场异动在时间上紧密出现,则虚假信息具有高度盖然性导致了市场异动。第二,虚假信息的传播态势和市场反映高度趋同,即传播越广,市场反应越为强烈。这一条其实体现的是一种更小时间单位上的紧密性。但由于虚假信息传播过程事后难以还原以及市场行为的高度复杂,高度趋同只在少数案例中可能观察到并作为因果关系的佐证。某案中,该案当事人于某日9时分发布了包含虚假信息的微博,公众通过阅读、评论、转发等形式,了解到当事人发布的虚假信息。在当天午盘收盘前,S虚假信息涉及的股票交易小幅放量,股价略有上升。早盘结束之后,在中午休市期间,当事人删除微博之前,一些粉丝数众多的财经微博账户开始转发该微博。可以搜索到的最早转发的是拥有82万余粉丝的“某财经记者工作平台”账户,该账户在当日11时40分进行了转发。在微博上,专业财经微博介入传播过程使得虚假信息广泛扩散。此外,根据媒体的侧面报道,在中午休市期间,微信朋友圈开始盛传当事人所发微博的整体截图。综上,当事人编造的虚假信息的传播高峰出现在早盘收盘之后。与之高度契合,下午一开盘,大量买盘涌入,两分钟之内该股票即站稳涨停板。第三,认定该类虚假信息对市场产生扰动,与市场观察并不矛盾。如上文分析,市场对于不同信息具有不同反应。例如,对涉及军工类的题材信息

往往予以高度积极的回应,认为当事人编造的涉军工类信息具有导致股价大幅上涨的可能性与对市场的整体观察并不矛盾。此外,与传染病传播的无声无息不同,市场有着诸多的发声渠道。诸多财经类媒体对市场异动会有所关注,对其成因也会有所讨论。该案中,大量财经类媒体关注到了上市公司股票价格的异常波动,分析原因时多提到当事人编造之虚假信息是主要的推动因素。本文认为,媒体的原因分析虽不能完全反映市场中的思维逻辑,但毕竟能反映市场中部分直观判断,也有倾听的价值,一定程度上能从侧面佐证因果关系的判断。

#### (六)量罚考量因素

对当事人的量罚,会综合考虑当事人的获利因素、身份因素、行为因素、主观态度、危害后果等因素。

获利因素是《证券法》第二百零六条明确规定的—个量罚考量因素,在当事人利用编造、传播虚假信息获利超过3万元的情况下,应该没收当事人的收入,并视具体情节处以一至五倍的罚款。

身份因素方面,一方面会考虑当事人自身是否具有特殊身份。如是否属于国家工作人员、传播媒介从业人员或者是上市公司董、监、高等特殊身份。此类人员编造、传播虚假信息不仅市场影响力更大,也严重违背职业操守。另一方面,也会考虑在多个当事人在共同编造、传播虚假信息中,当事人在共同违法中的地位、作用等因素。

危害后果方面,一方面会考虑是否影响了上市公司的信息披露管理秩序和股票的交易秩序;另一方面,会考虑股票价格、投资者行为受影响程度,其中最重要的一个指标为上市公司股票价格的偏离程度。所谓偏离程度,既包括上市公司股票价格与大盘整体走势的偏离程度,也包括上市公司股票价格和所属板块的偏离程度。在偏离幅度的计算期间选取上,一般认为,随着虚假信息开始传播扩散,其对相关股票价格的影响就应该开始有所体现,计算的起始日期一般确定为虚假信息开始传播的交易日或者结合案件的具体情况确定为开始传播的下一个交易日。计算的结束日期一般应不晚于上市公司发布澄清公告或者是股价异动公告。上市公司的澄清公告和股价异动公告都会对涉及的虚假信息传播情况予以说明并作出澄清解释。虽然不排除在澄清之后虚假信息仍有可能对股票价格造成影响的情况。但通常来说,上市公司

公告起到的就是“周知天下”的作用,而股票投资者普遍都会对所投资上市公司的情况予以关注。因此,上市公司发布公告之后,虚假信息已经得到澄清,影响力也基本得到消除。公告发布之后,股票价格的走势不应再视作受到虚假信息的影响。当然,结束日期并不一定要确定到发布公告或者因异常波动停牌的当日。如果能够确定在上市公司发布公告之前虚假信息的传播影响和对股票价格的影响已经随着时间的推移而自然减少、消除,则只应比较股票价格受到影响期间的价格偏离幅度。互联网时代,虚假信息借助互联网工具,可以实现快速、广泛的传播,从而影响到为数众多的投资者,引起股票价格的严重偏离,短短数个交易日,就可能造成上市公司市值数十亿的波动,就可能对数以亿计甚至数以十亿计的股票交易产生影响。在证监会查处的数起案件中,当事人直接获利数额普遍不高甚至未曾牟利。但其对应的市值变化和造成的异常交易,体量十分巨大。进一步考虑到我国资本市场的投资者结构,我国是一个以普通中小投资者为主体的投资市场,而往往是这些中小投资者最容易受到虚假信息的干扰。因此,编造、传播虚假信息的当事人可能自身获利微薄甚至编造、传播虚假信息并不以盈利为目的也并没有预期对证券市场造成严重扰乱。但事实上造成的是上市公司市值的巨大振荡,是对中小投资者的严重伤害。

#### 四、网络虚假信息的防治措施

其一,大力宣传网络时代虚拟空间的道德规范和守法意识。虚拟空间的使用者要树立网络道德意识和守法观念,发布信息要遵守真实准确完整的原则,要为其言论承担相应的法律责任,做到心有所畏,言有所戒,行有所止,不能想发则发,不顾后果,不担其责。这是网络时代信息传播所必须具有的道德和法律观念。

其二,进一步加强立法,应对互联网时代新问题。现有的立法基础已经为加强对互联网监管打下了扎实基础。

自2015年3月1日起,国家互联网信息办公室发布的《互联网用户账号名称管理规定》正式施行。该规定的实施有助于做到信息可

查、可跟踪、可追责。许多不怀好意的信息发布和传播者常常利用匿名或假名,随意发布信息,制造新闻,吸收眼球,获取关注,并存有侥幸心理,认为即使编造传播假大空的信息,无法追查到本人而为所欲为,甚至胡作非为。

可考虑借鉴民事侵权领域的相关立法经验,将微博、微信、贴吧、搜索引擎等网络服务提供者纳入监管范畴。《侵权责任法》第36条第2款和第3款都是确立在网络用户利用他人的网络设施实施一定的侵权行为之后,网络服务提供者未尽到法律规定的义务,未采取必要措施而造成损害的扩大,网络服务提供者与网络用户应当承担连带责任。而这种连带责任的承担,要满足一定的条件,这就是该条确立的“通知规则”。所谓通知规则,也称为提示规则,或者“通知—删除”规则,它是指在网络用户利用网络服务者提供的网络实施侵权行为发生之前,只有在受害人同志网络服务提供者要求采取必要措施以后,网络服务提供者才有义务采取必要措施以避免损害的扩大。<sup>[2]</sup>

现实中,微博、股吧等互联网平台是很多虚假信息的发源地,对于提供股吧、微博等网络服务的提供者,也至少应当建立起基于“通知规则”的监管责任。一是要建立起完善的被通知渠道,否则网络服务提供者永远“不会知道”虚假信息的传播。如微博中设置了举报功能,对于可能为虚假的信息,则会标注分析提示。二是知道之后,网络服务提供者要完备履行删除责任,彻底消除虚假信息的影响,而不是仅仅基于通知者的通知范围履行。在我国的相关民事侵权判例中,就确定了这一要求。例如,广东梦通文化发展有限公司诉百度网讯科技有限公司侵犯著作权纠纷案中,被告在被告知侵权之后,仅删除了原告提供了具体 URL 地址的 24 个侵权搜索链接,法院认为其怠于行使删除与涉案歌曲有关的其他侵权搜索链接的义务,放任涉案侵权结果的发生,主观上具有过错,属于通过网络帮助他人实施侵权的行为,应当承担相应的侵权责任。

其三,对违法行为严格查处。与西方国家资本市场交易方式存在漫长的自然演进过程不同,我国资本市场起步晚,起点高,建立初始就

---

[2] 参见王利民:“论网络侵权中的通知规则”,载《北方法学》2014年第2期。

建立了电子竞价交易方式。这种交易方式公平、公开、高效,但也天然适合普通的个人投资者参与其中。这种散户众多的投资者结构要求证券执法机构必须立足国情、市情,对资本市场的舆论环境保持高度关注,要进一步加大执法力度,严惩各类虚假信息的编写和传播。

## 五、网络时代信息传播的基本特征

人类社会已经不可逆转地进入网络时代。而人类的投资行为更是受到了互联网的深刻影响。研究显示,任何一个普通的投资者可以获得30亿条金融数据,而如果投资者愿意付费,可以得到不少于2800亿条的金融数据。考虑到该研究成果发表于2001年,今日的投资者可以通过互联网得到的金融数据已经大大增加。<sup>[3]</sup>

网络时代信息传播呈现出与传统媒体传播时代不同的鲜明的特征,主要包括以下几个方面:(1)内容的自由性,网络时代的媒体呈现自由化的趋势,自媒体成为发表意见的传播信息的重要平台。而这些信息的编写与传播事前多不需要媒体或者管理部门审查。(2)方式多样性,互联网时代的传播媒体形式非常多样,网站、博客、股吧、论坛、个人网页、微信等涉交媒体都可以成为编写与传播的媒介。(3)编写与传播的易得性,与传统媒体不同,任何人都可以通过各种网络媒介发表文章和评论,并且借以传播。(4)传播速度的迅捷性:通过互联网信息可以迅速复制、摘引、评论,几乎可以零时差地进行广泛传播。(5)传播内容的类似性,互联网时代的网络内容可以通过毫不费劲地复制、粘贴、检索、链接等方式将相同工或者相似的内容进行传播。(6)信息传播的连续性和重复性,信息一旦产生可以连续在同一平台或者不同平台间连续不断地反复被传播。(7)信息传播的长期性,互联网上的信息只要存在就可以长期被传播,甚至无限期地受到受众的关注。(8)传播受众的广泛性,由于互联网或者移动互联网的用户巨大,并且

---

[3] Brad M. Barber 和 Terrance Odean 两位教授对投资者行为和互联网的关系进行了深入研究。

网络互通,信息可以很便捷地到达巨量的受众,随着互联网的发展、用户的增加,加之,信息长期存在,可能影响到的接收者是无法计量的。就是传播的不可控性,信息一旦产生,不像传统媒体似的可以收回、销毁、删除,将与作者分离,传播方式、途径及受众将不再受作者的控制,从而导致作者不可控制的后果发生。基于上述原因,互联网时代很容易导致虚假信息泛滥,并被迅速广泛长期地传播,类似的信息被连续地反复地以复制、引用、评论、讨论、分析、汇编加工等方式持久地传播、累积、发酵、产生共鸣,放大效应从而很大地影响了人们对信息的分析判断和使用。

真实信息作为一种社会资源,会对不同个体或群体产生不同的效应或体现出不同的价值,从而影响人们的行动方向和行为表现。其中,信息可传播、可共享的特点,可以使信息资源在广阔的社会生活中产生巨大的社会影响;信息的参考价值,会对人们的决策和利益分配产生重要效用。随着全媒体时代的到来,人们获得信息的渠道越来越广泛,除了报纸杂志、电视广播、街头传单等传统传媒外,互联网、手机等新型传播媒介的兴起,使信息对人们生产、生活的影响更加突出。在这种背景下,虚假信息的存在无疑具有巨大的危害性,特别是当虚假信息通过互联网、手机等现代媒介传播时,其具有的隐蔽性和无限制性的特征,可能会严重影响社会秩序的稳定,破坏市场经济秩序,侵害人民群众的生命财产安全。<sup>[4]</sup>

这不仅是因为市场信息化过程中,市场参与者是市场信息的使用者,通过市场信息进行投资决策和市场活动;更重要的变化在于,信息效应改变了传统的市场行为的构成要素,如行为客体、因果关系。利用信息效应,原本与市场价格并无直接联系的证券的信息发布、传播、推荐等行为,能够更显著地影响市场价格和交易量走向。

互联网的兴起,给社会和民众的生活和行为方式带来了巨大的变化,成为民众表达意见的极为重要的途径,然而,许多网络使用者认为,网络本身就是的一个自由共享的空间,可以随意说说,随心议议,随便

---

[4] 参见赵秉志、徐文文:“论我国编造、传播虚假信息的刑法规制”,载《当代法学》2014年第8期。



传传,不必当真,因此,在网络上发表意见不辨真假,不分轻重,只图写得随意,说得痛快,赚个关注,挣个点赞,更有甚者利用网络管理较松,追踪困难,借机制造机会获得非法利益。这些不负责任的行为使得网上信息泥沙俱下,真假混杂,内容良莠不齐,鱼目混珠,产生了大量冗余、负面、错误的信息,其中重要原因是民众网络法律意识淡薄,道德缺失,以为网络只是虚拟空间,可以不受法律和道德的约束。加上网络信息的追查和问责较为困难,许多人存在侥幸心理,以为网络是一个自由平台,有的平台是私人空间,愿怎么说就怎么说,想传播就传播。实际上互联网并不是法律和道德的盲区。实际上,自由总是相对的而非绝对的。即使是虚拟空间,或者是所谓私人领域,只要其产生危害国家、社会、政治经济秩序和危害国家、社会和其他公民的合法利益,都将受到道德的谴责和法律责任的追究。

正如金钱永远不眠,市场也难以宁静。虚假信息的传播只是资本市场海洋中的点滴浪花,瞬时波澜但却稍纵即逝。而资本市场舆论环境的规范化建设却仍然需要付诸长久努力。我们不能否认舆论关注的正面作用,信息飞舞,舆论喧嚣也是一个活跃市场的天然组成部分。但是,推动市场舆论成熟化更是我们追求建设成熟市场的题中应有之义。希望无论是财经媒体还是普通博主,无论是专业人士还是业余股民,都能从证监会处罚案件中吸取教训,对法律有敬畏,对市场有尊重,对自己言论有约束。