

证券市场“讲故事”行为的 认定与识别

——兼谈上市公司信息披露原则*

杜勇波** 吴文光***

摘要:我国《证券法》规定上市公司应当真实、准确、完整、及时地披露信息,不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。实践中,上市公司涉及虚假记载和重大遗漏的处罚案例较为常见,而误导性陈述的认定极少,“讲故事”型误导性陈述更为鲜见。近期证监会对 AS 公司“讲故事”型误导性陈述案作出行政处罚,引起了市场广泛的关注。本文拟从 AS 公司误导性陈述案入手,以上市公司信息披露原则为视角,对误导性陈述行为进行分析判断。

关键词:上市公司 信息披露 误导 认定

一、案件概况

上海 AS 股份有限公司(以下简称 AS 公

* 本文仅代表作者本人学术观点,与所任职单位无关。

** 现任职于中国证监会上海专员办。

*** 现任职于中国证监会上海专员办。

司)注册成立于2011年3月,是由原上海AS公司技术有限公司整体改制设立的股份有限公司,股本总额5154万股。AS公司2014年1月份获取证监会核准发行股份1718万股,发行后股本总额为6872万股,2014年1月28日在深圳证券交易所创业板上市交易。公司主营业务为计算机软件的开发、设计、制作;销售自产产品及提供售后服务,相关技术咨询,技术服务;网络技术的开发与设计。

证监会行政处罚决定书披露,某证券公司郑某某发邮件给AS公司董事长和总经理,声称AS公司股价已跌至发行价附近,价值绝对低估,建议AS公司做好市值管理,提升资本市场对AS公司的认同度,并提出希望与AS公司交流沟通后向机构推介。董事长高某回邮件让郑某某与AS公司董事会秘书曹某联系。2014年5月6日,公司董事会秘书联系郑某某到AS公司交流。此后,双方便开始宣传涉案信息。2014年5月至2015年5月近一年的时间,一方面,AS公司利用接待投资者、临时信息披露和路演等形式,陆续介绍了未来AS公司“一横一纵”发展战略和互联网金融发展规划;另一方面,某证券公司浦某某和郑某某根据AS公司披露的“一纵一横”发展战略、征信业务、数据业务、小贷云业务和互联网金融业务等信息,在未经证券公司内控部门审批、复核的情况下,使用诱导性和夸大性的语言文字编写邮件,向128家基金、券商、私募等机构的1279名人员累计发送邮件1.1万余封,传播AS公司开展互联网金融服务业务和互联网金融业务的信息。

证监会认定,AS公司当事人行为构成误导性陈述,某证券公司浦某某、郑某某行为构成传播误导性信息行为,并分别给予行政处罚。

二、AS公司误导性陈述行为分析

根据《证券法》《信息披露违法行为行政责任认定规则》规定,误导性陈述是指信息披露义务人在信息披露文件中或者通过其他信息发布渠道、载体,作出不完整、不准确陈述,致使或者可能致使投资者对其投资行为做出错误判断。

首先,从行为主体看,该违法行为的主体为特殊主体,是负有信息

披露义务的主体,不负信息披露义务的主体不能认定为误导性陈述行为的当事人。例如,在本案中,AS公司、证券公司分析师浦某某和郑某某同时实施了上述行为,但由于AS公司负有法律规定的信息披露义务,因此,可以成为该案违法行为的主体,而证券公司的分析师则由于没有信息披露的义务,不能在行政处罚层面认定其为该违法行为的主体。

其次,从行为特征看,误导性陈述行为主要对上市公司信息做出了不完整、不准确和不严谨的陈述。本案中,公司通过两种手段宣传披露其涉案信息:一是利用指定媒介,披露公司投资、设立相关业务公司,如公司在巨潮资讯等披露设立征信公司、互联网金融公司以及普惠金融公司等。二是通过接待投资者或者路演等形式,宣传公司业务转型、业务规划等前瞻性信息。这两种信息披露模式,均使用了碎片化语言,不完整的宣传手段,使传递到投资者的信息就成为了一个模糊不清的信息。

再次,从误导信息本身看,误导性陈述信息具有真真假假、半真半假的特性。这些信息不准确、不完整,与公司真实状况存在较大差距,缺乏未来实现的基础。AS案呈现出一种基本真实、完整信息,并通过碎片化语言不谨慎、不客观地宣传上述信息的状态。

最后,从行为后果看,由于当事人实施的误导性陈述行为致使或者可能致使投资者做出错误判断。“致使或可能致使”表明无论是否造成严重后果,均可以构成误导行为。本案中,由于AS公司以及证券公司分析师的误导性陈述行为,已经致使投资者特别是机构投资者认定AS公司转型成为互联网金融公司,大量投资者跟风买入,使AS公司股价从2014年4月30日28.30元上涨至2015年5月13日450元,涨幅为15.9倍。

AS误导性陈述案是近期监管部门众多信息披露违法违规处罚案中的一例,但本案与其他案例存在显著不同,本案涉案期间是时间段而不是时间点,即在一段时间内误导投资者,且持续行为周期较长。行政处罚书认定AS公司在近一年的时间实施了上述行为,这在处罚案例上十分罕见。另外,本案是组合性信息误导而不是单个信息误导。行政处罚书披露AS公司接待投资者多达十几次,披露设立和成立公司

多次。AS公司一方面通过接待投资者宣传发展战略和转型计划;另一方面为转型设立目标公司,并在指定媒体披露。这种真真假假、假假真真的信息披露行为具有较大的迷惑性,给监管部门以及中小投资者带来极大的困扰。

三、“讲故事”行为特征与辨别

资本市场是一个信息化的市场,信息真实与否是市场作用能否有效发挥的基础,也是区分“讲故事”行为的关键。从哲学角度讲,事物的现象是外在的表现,事物的本质是内在属性。“讲故事”是上市公司信息披露的一种外在表现形式,本质是上市公司为了达到不法目的,利用信息披露的手段,将不实或者夸大的信息传递给市场投资者的一个过程。无论是AS公司误导性陈述,还是之后被处罚的鲜言和海润光伏的信息披露违规案,均有一个共同的特征,即为了达到某种目的,将不真实信息传递给市场投资者,以达到误导投资者的后果。但“讲故事”行为与一般信息披露违法行为相比具有较大差异,本文将在下文进行分析其特征。

(一)“讲故事”行为的特征

“讲故事”行为的特征概括讲就是将公司整体信息通过对话形式传递给市场,或者通过中介机构的研究报告形式展示给市场投资者,达到投资者认同的目的。

1. 编制并夸大信息

讲故事首要是编制信息。通过对上市公司过去、现在和将来的信息进行整理,将其编制为整体上具有竞争力的信息。在学理上,上市公司信息从是否具有强制性的角度,一般分成硬信息(刚性的信息或者描述性信息)和软信息(评价性信息或预测性信息)。硬信息(hard information)也被称为“事件型”信息,一般是指公司在经营活动中已经发生或正在发生的客观事实性陈述。这些信息按照信息披露法律法规的规定属于法定信息披露范畴,达到披露的标准应当进行披露。软信息(soft information)是相对于硬信息而言,主要是对公司利润、收入或

亏损、每股收益等其他财务信息的预测性陈述；公司管理层对未来经营计划与目标的陈述；对未来经济表现的陈述，如对财务状况分析。^{〔1〕} AS 公司误导性陈述案即是这种将“硬信息”中公司众多分散“事件”，用“软信息”串联起来夸大和扭曲公司的形象，造成投资者做出错误的判断。

2. 主动、积极传播信息

讲故事的另一个典型特征就是“讲”。这种“讲”包含一种积极主动传播的心理状态，即主观上希望将公司的“故事”传递给市场投资者。这与虚假记载和重大遗漏不同，后两者无须认定主观状态，而“讲故事”违法行为主体具有较强的主观故意。当然，这种主观故意不一定是直接想要达到违法违规目的的心理，而是主观上积极实施“讲故事”的这种心理状态。只要主观上具有积极实施“讲故事”的意图，无论是否具有违法违规的心理，都构成了主动积极传播信息的心理状态。美国第九巡回法院在 Apple Computer 一案中确定了预测性信息误导心理状态的认定标准，一是陈述当事人明知陈述信息为虚假或误导的信息；二是陈述行为得到了公司执行官的许可，而该执行官在当时确知该陈述是虚假或误导的。^{〔2〕}

3. 造成误导或可能造成误导的后果

“讲故事”被受众接受后，无论是否造成了误导或可能造成严重的后果，均构成了误导性陈述的行为。可见，误导性陈述行为的后果认定上采取的是或然性标准。造成误导性后果在认定上比较容易，而对可能造成后果的认定则需要有一定的判定标准。这就需要对被误导对象的行为认知水平进行判断，一般来讲，误导的效果认定应当以普通投资者的专业水平和理解能力进行考虑。但如果有关证据表明，该信息是专门披露给专业投资者的，则应当以具有专业投资水平和认知能力的投资者的标准来衡量是否产生误导。

（二）美国证券监管当局对“讲故事”的监管

美国证券市场信息披露制度在不同的阶段有不同的特点，其中就

〔1〕 周友苏：《新证券法论》，法律出版社 2007 年版，第 397 页。

〔2〕 张保华：《上市公司预测性信息披露制度研究》，载《法律适用》2003 年第 4 期。

包括了对“软信息”态度的演变。

美国证券交易委员会(以下简称 SEC)早期对软信息采取禁止态度。他们认为,软信息既然为预测性信息,那么对投资者来说根本不值得信赖,甚至还会对缺乏经验的投资者造成误导。1973年后,SEC改变了这种观点,开始准许公司自愿披露预测性信息,但不明确鼓励这种披露。1978年,SEC彻底改变了态度,鼓励预测性信息披露,同时制定了《揭示预测经营业绩的指南》和《保护预测安全港规则》等有关规定,虽然不强制但鼓励盈利预测的披露。从此,信息披露制度突破了原有禁止披露软信息的框架,进入支持软信息披露的信息披露制度阶段。目前,预测性信息披露不但受到鼓励,还被认为有助于保护投资者并符合公共利益。1995年,美国修改了《私人证券诉讼改革法》,完善了安全港规则,加强了对作出预测性信息披露的善意发行人的保护。

安全港规则是通过鼓励公司披露预测性信息,如预测财务运行或者未来运营规划,促进市场效率。按照安全港规则,发行人的以下陈述即使与现实不相符合,也不被视为虚假记载或误导性陈述,除非原告能够证明其没有合理的基础或者披露的方式违反诚实信用原则:(1)对某些财务事项的预测;(2)公司管理者的规划和目标;(3)在管理层讨论与分析中披露的未来经济运行状况;(4)与上述相关的前提和假设。^[3]

由此可见,美国虽然鼓励市场主体对于软信息的披露,但对“讲故事”也是持谨慎态度的,安全港规则明确阐述了违背诚实信用原则、没有合理基础的信息披露不受法律保护,甚至还会遭到诉讼。例如,在2015年3月24日,美国联邦最高法院通过 OMNICARE (Omnicare, Inc., et al. v. Laborers District Council Construction Industry Pension Fund, et al.) 的案件判决,首次对“软信息”披露进行了全面的分析。最高法院认为,如果公司上市申请注册报告中遗漏对其观点性陈述所做的调查或认知的重大事实,并且如果此重大事实与一个理性投资者根据上下文所理解到的事实矛盾的话,那么公司有可能根据美国《1933

[3] 鞠雪芹:《美国预测性信息披露制度及其对我们的启示》,载《山东社会科学院》2006年第2期。

年证券法》第 11 条的规定为其上市申请注册报告中阐述的观点承担法律责任。可见,“讲故事”的行为因违背诚实信用原则,故意编制和传播不准确信息,夸大信息对公司的影响,受到国际证券监管部门严格监管。

(三) 信息披露基本原则是衡量“故事”的唯一尺度

信息是资本市场投资决策的关键,有效的信息披露是资本市场发挥功能的基础。资本市场自诞生以来,就伴生着欺诈、虚构信息等违法犯罪行为,为此,世界各国都把严格的信息披露制度作为资本市场最根本的制度之一。“讲故事”行为扭曲了信息披露的真实、准确和完整的核心要义,背离了信息披露制度的设立初衷。然而,由于“故事”信息花样繁多,形式多样,无法准确界定“故事”信息的具体内容及其表现形式。但无论上市公司怎么讲,都离不开信息披露基本规则的约束,任何信息都必须真实、准确、完整和及时,不得虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。因此,信息披露的基本原则就成为衡量“故事”信息的唯一标准。

1. 真实性原则

证券市场的真实性与透明度是股票市场有效性理论的基础,也是保证中小股民利益的根本。真实性原则要求公司的信息无论通过何种渠道、何种方式披露,都应当是客观事实或具有客观事实基础的判断和意见,且未曾被扭曲或修饰。即实事求是地披露信息,客观描述信息的状态。例如,上市公司成立一家子公司,不仅要客观描述该子公司成立的事实,还要描述该子公司当前的状态和所属的阶段,对公司是否有重大影响。真实性是对披露信息的定性,其与虚假性相对应。虚构关联交易和虚增业务收入都是对真实性原则的违背,具有较大的主观恶性。从近几年披露的处罚案例看,违背真实性原则的信息披露违法行为主要为 IPO 造假和重大资产重组等事项。为了达到符合发行条件的目的,故意粉饰财务报表、增加业务收入以及资金体外循环,将不存在的业务披露成存在的“事实”。AS 公司误导性陈述案中,公司披露与凉山州商业银行合作,成立西昌安硕易民互联网金融公司,但并未对设立该公司的现状和存续情况进行详尽描述,特别是在市场追捧互联网金融概念时,公司匆匆设立,明显存在博取市场眼球的主观目的。公司董

事长在接待投资者过程中也不断给投资者描绘公司互联网金融的发展前景,这明显已经超出了真实性原则的范畴。近期一家名为“匹凸匹”的公司也因误导性陈述而受到监管部门处罚。该公司为从事瓷砖原材料、建筑材料和化工产品等生产销售,但公司却更名为匹凸匹金融信息服务公司,这种与实际状况大相径庭的更名行为,已经脱离了公司真实状况。

2. 准确性原则

准确性原则是信息发布者与信息接受者之间对同一信息以及各个信息接受者之间对同一信息在理解上的一致性。不准确信息可能会有多种解释和理解,而且各种理解和解释都有合理性。准确性原则是在真实性原则基础上产生的一种派生原则。在信息真实的情况下,由于披露信息具有多种理解,导致信息受众者得到不同的结果。实践中,该原则主要多见于上市公司日常监管过程中,如公司披露信息被市场投资者过度解读,监管部门需要及时提醒信息披露义务人对该信息补充披露。市场出现公司影响股价的重要信息,而该公司未披露,需要信息披露义务人及时就该信息进行披露,以免由于信息的不准确导致投资者投资失误。准确性原则确保了信息披露的有效性,特别是在刚性信息披露出现误导时,上市公司基于对信息的掌握,需要做出解释,将真实信息有效传递给信息接收者。因此,判断信息是否准确,应当以信息的内容是否产生歧义以及结果是否会使人产生误解为标准。AS公司误导性陈述案中,公司宣传披露信息故意混淆互联网金融业务和互联网金融服务的概念。这种宣传方式,不但没有将有效信息传递给投资者,反而将不客观信息传递给投资者,使投资者误以为公司转型成功,成为互联网金融公司。

3. 完整性原则

完整性原则即全面的披露信息,上市公司必须把能够提供给投资者判定证券投资价值的情况全部公开,完整性原则包括质和量两方面的规定。首先,上市公司应当充分公开符合条件的信息。其次,公开的信息在数量上必须达到一定的标准,须足以使投资者在通常情况下能够据此做出适当的投资判断。实践中,信息披露的不完整主要表现在故意片面披露信息和不完整披露信息,致使投资者对上市公司的信息

了解不全面,影响投资决策。同样,在 AS 公司误导性陈述案中,有关主体对涉案信息披露较为片面,仅披露有利信息,不披露不利信息,如对征信子公司的披露,仅披露了设立而未披露进展;再如,对成立西昌易民互联网金融服务有限公司的情况,也未披露后续进展,使得这些信息有头无尾,影响了投资者的投资判断。判定完整性原则的主要标准在于市场投资者的接受信息是否与公司真实信息相一致,如果未能达到一致的目的,信息披露义务人披露的信息极有可能存在不完整的情况。

4. 及时性原则

及时性原则又称时效原则,包括在法定期间内披露信息,重要事项达成及时报告制度等。当原有信息发生实质性变化时,信息披露义务人应当及时更改和补充,使投资者获得当前真实有效的信息。信息披露义务人有时为了达到不法目的,故意调节信息披露时间点。例如,在监管部门对宏达新材的处罚决定书中认定,涉案主体通过调节信息披露时间点,故意操纵证券市场。为此,我国《证券法》以及《上市公司信息披露管理办法》对信息公开的时间期限做出了明确规定,即只有在规定期限内披露才符合及时性原则。

四、“讲故事”与其他违法行为的区别

“讲故事”作为误导性陈述违法行为与证券法规定的其他信息披露和操纵市场行为相比,有相似之处,但也存在一定的区别。

(一)“讲故事”与虚假记载、重大遗漏的区别

“讲故事”行为与虚假记载、重大遗漏同为信息披露违规行为,均表现为信息披露义务人披露的信息存在问题,但信息的状态存在不同之处。

1. 信息真实度不同

虚假记载的信息是不真实的信息,如财务指标虚增和业务虚构等。重大遗漏信息是公司披露信息存在缺失或者遗漏,而且这种缺失或者遗漏的信息达到了“重大”的标准。“讲故事”的信息则有可能是虚假信息,也有可能是半真半假的信息,还有可能是未达重大标准的信息。无论这些信息处于何种状态,均可能成为误导性信息。

2. 信息表现形式不同

虚假记载和重大遗漏的信息的表现形式主要基于公司披露的定期报告、财务报表和临时公告等,是记载于书面的媒介。“讲故事”的表现形式则不限于书面,也包括口头的路演、接待投资者和调研的资料等。

3. 行为人主观心理状态不同

虚假记载无须证明当事人的主观状态,重大遗漏也无须证明当事人存在过失或者失误导致记载存在问题。“讲故事”则表现为主观故意,并且积极追求把信息讲给投资者,使得投资者认同故事。

(二)“讲故事”与操纵市场的区别

实践中,“讲故事”往往与操纵市场的行为在结果上会产生重合。“讲故事”行为和操纵市场行为都会引起市场价格波动,影响投资者的判断。在信息性操纵市场中,尤为突出。但两者也存在区别:

1. 主观目的不同

操纵市场(信息操纵)的主观目的是利用信息影响投资者,从而达到直接或间接影响股价的后果。“讲故事”的主观目的是基于公司未被市场认识的基础,通过广泛宣传公司理念和前景而使公司被市场认知的行为。除非有证据证明当事人“讲故事”行为影响股价,并利用股价的波动获取了利益,否则就不应当认定为操纵市场的行为。

2. 行为构成不同

构成操纵市场行为需要当事人主观上有操纵市场、影响量价的目的,客观上实施了影响价量的行为,实际上也达到了影响价量的波动,并从中获取了利益。而构成“讲故事”行为则仅需要证明当事人主观上有故意影响投资者对公司的认识的目的,客观上实施了误导性行为。

3. 因果关系不同

操纵市场行为影响价量的原因主要是账户的交易行为,因此当事人有无利用账户进行交易就成为认定操纵市场行为的关键。虽然“讲故事”行为也会导致股票价量的波动,但这不是该证券波动的直接或者第一层次的作用力,而是影响金融商品交易价格或交易变动的客观条件,不具备法律上直接的因果关系。^[4]

[4] 谢杰:《资本市场刑法》,法律出版社2016年版,第223页。

五、判断是否“讲故事”要把握好以下几点

虽然“讲故事”的认定标准可以《证券法》规定的信息披露的基本原则入手,但对于市场上大多数普通投资者而言,判断“讲故事”是否失实仍存在较大难度。笔者认为,对“讲故事”的辨别还要注意把握以下几点:

(一)“故事”是否具有真实客观基础

上市公司无论在接待投资者还是在路演中所讲述的“故事”,都要有现实和客观的基础,都可以在上市公司指定披露媒介找到依据,并且是围绕这些客观现实进行披露和描述。对于脱离客观情况的描述,则必须要有假设前提,而且这些假设前提必须基于客观情况,不得超出客观情况,脱离实际展开前景描述。美国 SEC 也要求某些前景性信息披露同样必须基于事实或建立在事实上的假设。另外,上市公司不得将未经讨论的信息或者内幕信息透露给他人,不得透露未披露的信息。

(二)“故事”是否具有现实可行性

上市公司围绕已披露信息的客观描述,有可能是具有规划性和指导性的,但规划必须可行,在未来能够实现,或具有较大的可能性,不得夸大或者虚构未来前景。将未来可行性较小或者几乎没有可行性的事情讲成完全具有可行性或者具有较大可行性的“故事”就违背了信息披露的基本准则,应当严厉禁止。当然如果“故事”纯粹基于理论探讨以及个人想法,则需要事先声明,表明其陈述的为个人观点,不是基于上市公司本身的客观基础,只有这样才能避免成为被公众认知为公司的前景性描述。

(三)“故事”是否充分揭示风险

讲“故事”目的是让投资者更深入地了解公司现状和发展前景,但不能一味仅披露利好信息,不提或规避不利信息。投资者在关注公司故事的同时,也要重点关注公司的风险状况,是否重点揭示风险,如是否存在资金风险、政策风险、行业风险以及管理风险等。例如,美国证券市场规则就规定了充分的警示性语言标准。预先警示理论的目的在于

使发行人在披露预测性陈述时,使用充分的警示性语言,从而成功地阻止投资者提起证券欺诈诉讼的威胁。

证券市场与其他普通商品市场的一个重大区别就在于,证券市场是高度集约化的市场,它吸收并消化了整个社会经济体系中的所有信息。如果市场投资者不能及时得到有关信息,就难以形成对证券价值的有效预期,导致证券价格脱离其内在价值的自身轨迹而无规律变动,使得证券市场异化为单纯的博弈场所。^{〔5〕} 世界各国证券市场都将信息披露作为最基础的监管制度之一。特别是对软信息的监管上要合理引导,适时介入,避免出现夸大和不实“故事”误导中小投资者,只有这样才能提高证券市场透明度,提高资源配置效率。

〔5〕 唐震斌:《信息披露理论和我国证券市场的改进措施》,载《金融教学与研究》2006年第5期。