

证券与法

打击虚假股评无须禁止股评

——评《证券法(修改草案)》关于禁止股评的规定

□宣传华

据悉,《证券法(修改草案)》二审稿中拟增加“禁止各种传播媒体对上市公司的单支股票进行评价、推介”的条文。这虽然有利于封杀“黑嘴”,防止其利用媒体发布虚假信息误导投资者,损害投资者利益,但却不利于那些规范经营的证券咨询机构、股评人士,尤其是各类信息传播媒介。我们认为,如此规定,既无必要,也不见得有利于证券市场的规范发展。

现行法律法规已经层次分明地对“黑嘴”传播虚假信息进行了规定

我国现行生效的法律、法规关于封杀“黑嘴”的规定并不是一片空白:《证券法》第七十二条以实施编造和传播虚假信息的主体为序,分多个层次作了禁止性规定。例如第一款就规定了“禁止新闻传播媒介从业人员和有关人员编造并传播虚假信息,严重影响证券交易”;第三款规定了“各种传播媒介传播证券交易信息必须真实、客观,禁止误导”。这些规定的内容中有关“禁止虚假股评”的部分与近日争议的问题是一致的。

《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(简称《若干规定》)第七条规定:“虚假陈述证券民事赔偿案件的被告,应当是虚假陈述行为人,包括:……(七)其他作出虚假陈述的机构或者自然人。”进一步,第二十五条又解释和

规定了上述“其他作出虚假陈述行为的机构或者自然人”,违反证券法第七十二条规定,给投资者造成损失的,应当承担赔偿责任。

结合上述规定,可以看出,虽然《证券法》第七十二条的禁止性规定在法条中并没有明确承担民事责任的内容,传媒、中介机构及其从业人员等也不承担法定信息披露义务,但《证券法》规定他们对市场负有不得虚假陈述或信息误导的义务。如果其违反了上述禁止性规定的法定义务,对市场作出虚假陈述或信息误导并给投资者造成损失的,则必须承担侵权损害赔偿的民事责任。而上述《若干规定》第七条、第二十五条的规定,可以认为是国家以最高人民法院司法解释的形式对《证券法》第七十二条、对《民法通则》就证券市场上因编造传播虚假信息侵权行为所专门作出的承担民事赔偿责任的补充性规定。

可见,现行法律、法规并未作出禁止各种传播媒体对上市公司的单只股票进行评价、推介的行为,而是较为合理地既按照各类主体的不同特征加以规范股评行为,又在不同的立法层面规定了追究编造和传播虚假信息行为人的各种法律责任(刑事责任、行政责任和民事责任)。因此,对投资者所痛恨的虚假股评的打击,不是没有法律武器,也不是不完备,而是没有被重视和充分利用。

如何认识和利用法律武器追究编造传播虚假信息人的民事责任

(一)此类纠纷的性质及其适用法律。因

编造、传播虚假信息引发的纠纷,属于侵权的民事责任范畴,当然,情节严重的还将构成刑事犯罪。由于证券市场的信息传播和信息接收有其特殊性,其特殊性在于信息编造者与传播者往往是两个不同的主体,并通过两个不同功能的载体将编造的虚假信息传递给接收者。这两个载体一是各种传播媒介(例如报纸、电视、电台、手机短信、电脑网络信息等),二是证券交易系统。虚假信息编造者利用传播媒介并借助证券交易系统,使虚假信息制造——虚假信息传播——投资者吸后交易——交易系统转化——投资损失产生等各个环节得以递进式完成。因此,此类纠纷应当属于证券市场的虚假信息编造传播侵权纠纷,和证券市场的虚假陈述民事赔偿纠纷一样,属于特殊的侵权纠纷,除侵权纠纷的共性部分适用《民法通则》的有关规定外,特殊性部分适用《若干规定》的有关规定。

(二)此类纠纷与上市公司的虚假陈述民事赔偿纠纷有何区别与共性。区别在于:第一,实施侵权的主体不同。前者是股评机构、股评人士和传播媒介;后者是上市公司及其董事、承销证券的券商、会计师事务所等中介机构。第二,虚假信息内容不同。前者是信息编造人编造了他人的虚假信息,“为推广他人”而牟利;后者是上市公司自编虚假信息,为“推广自己”而牟利。第三,是否适用“前置程序”不同。我们不认为虚假信息编造传播侵权行为存在《若干规定》中有关“前置程序”问题,即在受到行政处罚或刑事判决后才能诉至法院,该类纠纷无须适用前置程序。第四,诉讼时效的起算日不同。该类纠纷的诉讼时

效适用《民法通则》的规定,即向人民法院请求保护民事权利的诉讼时效期间为两年,从知道或应当知道权利被侵害时起计算;而“知道或应当知道”是指编造传播虚假信息被揭露、揭穿的那个时间,即从“揭露日”起开始计算诉讼时效,而不是指《若干规定》所指的行政处罚决定日或刑事判决生效日。

共性主要体现在:第一,两者均适用有限举证责任原则。即只要符合《若干规定》第十八条的情形,法院就可以认定损害与结果之间存在因果关系。

第二,两者均存在一个“揭露日”问题。揭露日是指编造传播虚假信息的责任人受到有关部门的处罚、或被媒体揭穿、或自我揭露、或自我更正的那个具体的时间。揭露日是一个很重要的时间,它决定了哪些投资者在哪个时间段内的损失可以请求赔偿,即在揭露日前买入并在揭露日后卖出或仍然持有证券、且受到亏损的投资损失才可要求索赔。

第三,投资者损失的计算方法相同。两者均按照《若干规定》的计算方法计算投资损失,并同时适用“基准日”的有关规定,当在基准日后仍然持有证券时,应按照一个虚拟抛售价格计算出“抛售”该部分证券时所受的投资损失。

值得提醒的是,最近不少媒体在报道科龙电器时,呼吁投资者为了索赔在等待证监会出台处罚决定前不要抛售手中的股票。这种完全错误的理解,只会加大投资者的损失。处罚决定日只是诉讼时效的起算日,不是界定可求偿投资者以及投资损失范围的日期。

同时,也不是捏紧科龙电器的股票直至证监会作出处罚为止的投资损失都可获赔,而是上文所说的必须在“基准日”前卖出并受到亏损的部分才可依法求偿,所谓“基准日”,通俗地讲是指虚假陈述被揭露/被更正后该股票换手率达100%的那天。

“一棍子打死”的做法既无必要也不现实

“禁止各种传播媒体对上市公司的单只股票进行评价、推介”的条款本身并不规范。例如股评机构及其工作人员或其他人士与传媒及其工作人员是两类不同的主体,前者表现为信息编制、发布等行为特征,而后者表现为传播。假如信息为虚假,则两者在主观过错程度上显然也是不同的。条款的重点似乎在禁止传媒的传播,而不是编制和发布,这是令人难以理解的。另外,什么叫“评价和推介”?由谁来定义等也是问题。

鉴于投资者通常远离上市公司经营本身,存在难以获得相关信息的客观现实。因此,“股评”不失为投资者获取和分析上市公司相关信息的渠道之一,真实的、客观的股评对于投资者的决策是有所裨益的。并且,投资者对于任何信息的接受也应自行作出分析和判断。我们认为,对于是否允许传媒发布股评,宜采取“扬弃”的做法,在允许的基础上进行严格规范,提高证券咨询行业从业人员的职业素养,加强对股评中介机构、传媒及相关人员信息传播行为的监管,不当因噎废食,一棍子打死。(本文作者单位为国浩律师事务所(上海)事务所)

该给“黑嘴”建规立制

□福州 李想

长期以来,股评人士言之无法、言之无据、言之虚假的现象触目皆是,但据司法界人士介绍,“编造并传播证券、期货虚假信息犯罪”这一罪名从制定至今,尚未有过真正的案例。如今,确实到了该给证券咨询业建规立制、给黑嘴贴一张封条的时候了。

然而,笔者以为,像“禁止各种传播媒介对上市公司的单只股票进行评价、推介”这样的所谓规定是幼稚的,也是不切合实际的,根本达不到鼓励推介股票者讲真话和保护公众投资者利益的目的。为何说它是“幼稚”的?皆因黑嘴评价和推介垃圾股、问题股和庄股,可以是单只的,也可以是双只的,甚至可以是更多只的;可以是一带二,的,也可以是一带三的。黑嘴胡吹一只股票与胡吹几只股票之间,并没有什么实质意义上的区别。为何说它是“不切合实际”的?皆因它没有根据人们所推介的个股质地、股价、诚信度、市盈率、派息率、关联交易情况等不可或缺的因素,确定一个推介标准或推介底线。

股权激励机制需经受实践检验

□苏州 陈悦

据报道,由多部委联合拟定的《上市公司股权激励规范意见》在进一步征询意见后,预计正式的办法即将出台。股权激励机制起源于美国,目的在于促使高管尽职尽责,通过激励机制达到公司利益最大化的目的。

但是事实上,很多先进的管理模式在我们的企业中未必能达到其推出的初衷。这就好比高管的高薪酬与企业的业绩并不怎么挂钩一样,往往本身是很好的激励机制在我们的有些企业中就会变味。而且由于目前上市公司的股权激励与薪酬激励机制均由董事会制定,没有采取相应的分类表决机制,内部人控制的现象无法杜绝,缺少接受公众股股东的监督的环境。所谓的激励机制由代表控股股东的董事会说了算,如此一来,什么样的激励机制更符合全体股东的利益没有一个规范的尺度予以衡量,就会出现内部人利用激励机制的名义来寻租的行为发生。

我们可以看到,目前已实施股权激励制度的企业还未出现由于业绩滑坡而追回股份的案例出现,好像送出去的股权就再也不会收回来了,这如何谈激励?上市公司的高管本身已有远高于社会平均水平的薪酬制度予以激励,

□上海 张善高

近期,折价率偏高的封闭式基金由于包括保险资金、社保基金、QFII在内的机构投资者介入,其走势一改以往的平淡,随着成交量的放大,一波红红火火的行情展现在投资者面前。但是,投资者很快发现,由于封闭式基金的净值是一周公布一次(每周六公布),不像开放式基金那样每个交易日都公布,这对投资者很不公平。

封闭式基金的净值不及时公布带来了不

其拿高薪就理应为全体股东创造财富,这是其应尽的职责。如果其经营业绩很差,有退回上市公司部分薪酬的情况出现吗?好像绝无仅有吧。这就根本谈不上奖惩分明的激励机制了。即便由利润中提取的资金用来购买股份赠与公司高管,由于不是其自掏腰包购买,将来无论什么价格兑现,都是一本万利的好买卖。真正能起到什么激励机制,只需把已实施股权激励的企业业绩,是否远远高于未实施股权激励的企业比较一下就能明白了。

股权激励机制不是不能推广,关键是在实施过程中是否做到了奖惩分明。如果最终公司实施的股权激励与完成的业绩不挂钩,那么这种股权激励只能是被认为新的一种内部人为自身谋福利的“暴富”机制而已。

不应对股权激励机制抱过高的期望值,对股权激励制度的设计过程及是否科学要经得起舆论的监督与最终实践的检验。在公司治理之路还有漫长的道路需要摸索的市场环境下,如何健全薪酬激励机制与股权激励机制的事后考核与监督,才是流通股股东最为关心的问题。而如何防止以各种激励机制之名行掏空上市公司之实的行为,则是需要监管机构制定相关的监督规则来予以日常防范的。

封闭式基金净值应及时公布

少信息盲点,投资者不能正常的依靠封闭式基金净值的波动,来作出买进卖出的操作选择,以规避风险或捕捉获利机会。这不但给普通投资者带来了投资风险,而且也给机构投资者造成了同样的投资风险。投资者普遍认为封闭式基金的净值,完全应该像开放式基金那样每个交易日都公布,这也是证券投资基金信息披露公开化、透明化的最基本要求。另外,封闭式基金净值的及时公布不存在技术层面上的障碍,只要基金公司和相关的托管银行通力合作即可。

一心信箱

一心编辑:我是贵报的忠实读者,现有个问题想请教。

按照交易所目前的规定,非流通股股东支付给流通股股东的对价不进行除权处理。但是,管理层不对对价除权,这并不表明市场就不对G股进行除权。实际情况是,市场对这种对价支付后的G股进行了“自除权”,市场都不自留留下一个除权的缺口。我觉得,不对G股作除权处理很容易误导投资者,引发投资者判断上的错误。如7月28日是紫江企业股改方案实施之日,前一日该股收盘价价为3.29元,按10股得到3股的对价计算,其除权价为2.53元。28日,该股以2.59元收盘,股价本来是上涨了2.37%,可由于交易所方面不对G股进行除权处理,以至当天行情显示的是G紫江的股价下跌了21.27%。原本是上涨的行情显示为下跌的行情。如何计算G股复牌首日实际涨跌,对我们中小投资者来说颇感困惑。

湖北 王小智

审计与被审计关系需理顺

□河北 陆向东

尽管半年报并不需要审计,但在此期间,财政部对在违规行为8家公司会计师事务所和23名注册会计师进行处罚,其用意还是令人感到振奋。但笔者认为,要想从根本上改变每当进入信息发布期,投资者都要为某些上市公司业绩“变脸”而揪心的状况,关键在于如何改变会计师事务所同上市公司的经济利益关系。

须知,在目前情况下,会计师事务所是靠向上市公司提供相应服务来获取收益的,并且其收益仅同其业务量呈正相关关系,却与审计质量无直接关系。由这种经济利益关系决定,会计师事务所担负的审计监督职能已同其追求收益最大化的动机产生了矛盾,把关作用不可避免地被弱化。因而,在此建议相关管理部门应该规定,由证交所负责向上市公司指派担负审计任务的机构,凡未经证交所批准而进行的审计一律无效。从而使那些敢于主持正义、严守职业道德的会计师事务所,能获得充分展示自身能力的机会和相应报酬,也使那些见利忘义者失去存在基础。同时规定,由上市公司每年向证交所统一交纳审计费用,由证交所根据各会计师事务所的工作质量和业务量支付相应审计报酬。从而使会计师事务所的报酬同工作质量和业务量实现双挂钩,以切实提升上市公司信息披露质量,防范违规造假行为。

一心信箱

王小智读者:

你好!股改方案实施后的G股复牌首日交易时,交易所之所以不对非流通股股东支付给流通股股东的对价进行除权处理,是因为这种对价的支付并没有增加上市公司的总股本,上市公司的每股收益与权益也并没有因此而被摊薄。事实上,对于股改方案中由上市公司支付的送转股及现金分红派现,在方案实施时,交易所还是要对其股价进行除权处理的。当然,不可否认的是,交易所现行的做法,给部分普遍投资者在判断G股复牌交易首日的股价实际涨跌上造成了一定的困难。

下面我们引入“股改方案实施时流通股股东以复牌交易前的停牌价计算的持仓成本价”这一概念,来介绍一下如何计算G股复牌首日实际涨跌,其方法类似于一般除权的处理。

8月4日股改方案实施复牌首日交易的G股东,交易所给出的除权价是5.92元,因为其方案中有上市公司向全体股东10股派2.14元的规定,以其方案实施前的停牌价6.13元减

去0.214元,就得到了5.92元的除权价。但是,对于在股权登记日及之前以停牌价6.13元买入的流通股股东来说,其在方案实施后的持仓成本并不是除权价5.92元,因为非流通股股东将其从上市公司所得的股利,作为对价支付给了流通股股东,流通股股东10股实获4元。这里,G股东的“股改方案实施时流通股股东以复牌交易前的停牌价计算的持仓成本价”应该是5.73元(6.13-0.4)。从盘口看,G股东复牌首日涨幅为14.53%[(6.78-5.92)/5.92],这是以5.92元的除权价计算的涨幅;而以5.73元的持仓成本价来计算,可以得到当日其实际涨幅为18.32%[(6.78-5.73)/5.73]。

再来看一看G转化的例子,其对价方案是流通股股东10股获送4.5股。7月19日方案实施前的停牌价是13.99元,8月4日股改方案实施复牌首日交易的收盘价为12.3元,盘口显示,跌1.69元,跌幅为12.08%。而以13.99元计算的投资者的实际持仓成本价为9.65元(13.99/1.45),以9.65元作为基准价,实际上当日股价上涨2.65元,涨幅达27.46%。

本报记者 熊永红

给二批试点工作提几点建议

□河北 张书怀

第二批试点公司已处于临时股东大会的最后表决中。管理层申明,在第二批试点结束以后,将在认真总结经验的基础上出台一个更为稳定完善的操作规程指引,在此笔者提出以下几点建议。

明确资金扩容预期。现在的股改方案,均是非流通股锁定一年(有的承诺锁定更长时间),第二年流通不超过总股本的5%,第三年不超过10%,以后进入全流通,有的在此基础上加了流通的最低价格。但这只是对扩容的延缓,几年后仍是一个大扩容。所以如果没有相应的资金扩容,人们对后市仍不能乐观态度。管理层应协调各部门,明确相应的资金扩容计划,如第一年增多多少,第二年增多多少,第三年增多多少,社保基金增多多少,企业年金增多多少,QFII增多多少,让股市扩容和资金扩容相匹配。

明确对价要素。现在制定对价是各说各的理,应有个较明确的统一说法。比如对价应包括新发、增发、配股溢价等。在这个基础上再考虑哪些情况下可以增加对价,哪些情况下可以减少对价。

取消股改必须聘请保荐人的做法。股改是公司内部两类股东自己的事,怎样制定方案、制定怎样的方案应由两类股东协商解决。两类股东如果认为有必要聘请保荐人,那可以聘请专家或权威机构来帮助制定方案,认为没必要就可以自己协商制定方案,不能是现在以文件的形式强加给公司。现在保荐费要价很高,已要到500万、800万,以一家500万计,1400家需70亿,这是投资者沉重的负担。承诺要有法律保证。现在的承诺五花八

门,有承诺锁定定期的,有承诺流通价的,有承诺拿出多少股票来搞股权激励的,有承诺未来分多少红的。这些承诺要有法律保证,将来公司或大股东有变化很可能是一纸空文。

新老划断要慎之又慎。新老划断何时启动要由市场说了算,应进行广泛研讨和论证。如果占市值60-70%的200至300家公司股改完成之后就可启动,那还有1100家公司上没有进行股改的公司怎么办?这1100家公司才是难啃的硬骨头,股改的各种难点和特殊情况将在这1100家公司里产生,且这1100家公司可占总市值虽然不高,但拥有的中小散户却可达70%以上。

权证融资需经过审批。如有家公司方案里说每10股派权证1.5份,一年后1份权证认购1股股票,每股5.5-6元。这是融资行为。新发、增发、配股都有条件,都经过审批,权证融资也应该有条件,也应该经过审批。

方案未被通过,公司应有说法。公司方案第一次未被通过,需二次或三次启动,对此应有说法。比如方案未通过应属失误,二次、三次启动增大了公司的成本,因此应规定公司高管人员当年不得评先,不得增加薪酬。

停牌规定应有改进。应在公司获准股改日起开始停牌,直至临时股东大会有了结果再复牌。这样能较好地制止公司大股东为了方案顺利通过违规购买自己的流通股,也可以较好地避免这段时间内因信息多又不对称造成的部分人的不当得利。

严厉打击违规行为。现在已有报道说,有的公司为为了顺利过关以购买基金份额为条件拉拢基金投赞成票,应予以查证,并对各种违规行为予以严惩。

提倡上市公司养成 良好的分红习惯

□沈阳 丰色

2005年上市公司中报拉开序幕已经一个多月了,截至8月3日,共有247家上市公司披露了半年度报告。其中仅有神火股份、南化股份、华光股份、精达股份等4家公司推出了分配预案,占已公布半年报上市公司总数的1.6%。而去年同期两市共有54家进行了中分配,占当时上市公司总数的4%。虽然今年中报还没有披露完毕,但可以预计今年上市公司的分红比例和分红数额和去年相比呈下降趋势。那么,上市公司中报流行不分红的原因何在呢?

首先,是今年以来部分上市公司的业绩出现了下滑的局面,上市公司失去了分红的基础。统计显示在已经披露的247家上市公司中,有92家上市公司的业绩出现了不同程度的下降。其中受国家宏观调控影响较大的有色金属、电力、水泥等行业业绩下降较为明显,钢铁行业虽仍然保持了一定的增长,但增速却呈现放缓的趋势。这些公司从公司可持续发展的角度考虑,而采取不分红的策略也在情理之中。

其次,再融资的停滞打击了上市公司分红的积极性。从去年以来,在管理层鼓励现金分红、积极给股东回报的倡导下,一些上市公司开始注意给股东以回报,分红比例也有明显提升。但随着股权分置改革的启动,上市公司的再融资处于停止状态,没有了再融资的动力,上市公司分红的积极性也很受打击。按照目前的有关政策,今后所有上市公司再融资均需先过股改关,而股改关也不是好过的。一些上市公司忙于过股改关,而忽视分红的现象,是不是也大有人“在”呢?

另外,从一些试点公司的股改方案来看,一些试点公司的对价方案提出了对价补偿中包括现金和送股,而中报如果再提出分红方案是不是“手”头有点紧,这些都是上市公司中报流行不分红的原因。从四家分红公司来看,除了神火股份这只“铁公鸡”,今年采取了大比例地分红方案外,其它三家公司近年来均保持了稳定和积极的分配政策,为投资者带来了切实的回报。

我们提倡上市公司养成良好的分红习惯,这不仅对投资者有利,对上市公司对整个资本市场的发展更有利。今年中报流行不分红,说明我们的上市公司总体上还没有养成回报投资者的习惯,也许这种习惯的养成需要很长的路要走。

G股大涨的启示

□山东 李允峰

G股两只新增成员G转化、G散度首日实际涨幅高达27.5%、18.3%,让市场再度痴迷与狂热。G股大涨带给投资者的启示有很多,笔者认为,除了要对目前市场进行的改革有信心外,最重要的一个启示是:在疯狂上涨之中,不要再次成为被市场教育的投资者。

被市场教育,尤其是风险教育,许多投资者是记吃不记打。从G转化一天上涨近30%这个信息来看,投资者只注意了G股的上涨,却没有注意G股的换手。从公开信息来看G转化8月4日的换手是29.29%,这应该是按照股改后的流通股计算的,按照股改前的流通股计算,换手已经达到40%左右。是否有风险,这个数字更可靠一些。

中小投资者教育,一直是国内证券市场的软肋。在香港证券市场有着多年监管经验的前证监会主席史美伦,在上任之前就不断强调中小投资者的风险教育,一直到她离任,耿耿于怀的依然是“没有资源、没有时间做投资者教育”。史美伦的观点虽然并非绝对正确,但也有可取之处。一个成熟的市场,最需要的是让投资者知道有多少风险,并能够回避风险。无奈的是,当前的个别咨询机构依然是我行我素,对投资者很少说实话,很少说风险。开辟除了证券咨询业务之外的投资者教育的课题也就成为市场投资者期待的事情了。

牛市是不会一蹴而就的,但改革却一定会成功。在股改中,对价的让利越来越证明了一些国家大型企业蓝筹股票的投资价值,同时也让更多的管理不善的公司加速瓦解,市场的结构性调整正在加速。这个过程中,获得利润应该是放在第二位的,尤其是资金额很小的散户。最佳的投资策略有两个,一是要舍得轻仓,重股票质量。二是等待新老划断。风险第一,利润第二,这是个需要投资者时刻铭记的原则。

一心联系办法
地址:北京宣武大街甲97号中国证券报热线 100031
电话:010-63072635
传真:010-63071041
Email:changqing@xinhuanet.com
cq@xinhuanet.com

sina 新浪财经
finance.sina.com.cn