

■读者之声

不能忽略行权风险

按照《上市公司证券发行管理办法》，马钢股份近期发行了可分离交易可转债。对于这一创新再融资形式，投资者仍感陌生。其实，可分离交易可转债是将可转债的股权分离出来，扩大了期权的市场溢价，相当于上市公司向行使权证的投资者增发新股。《办法》中规定：“认股权证的行权价格应不低于公告募集说明书日前二十个交易日公司股票均价和前一个交易日公司股票均价，且存续期行权价不能修正。”由于分离交易可转债权证的存续期大都是24个月，相对于普通可转债3~5年的存续期来说，其期限明显偏短。如果发行后股价下跌，行权价不能修正，则存在严重的行权风险。

因此，笔者认为，在投资可分离交易可转债时，作为一个创新品种，分离交易可转债包含大量权证，同样不能忽略行权风险，同时要参考正股的表现，并结合权证定价规则进行可分离交易可转债的投资。特别是从募集到上市大约有半个月的时间，此间正股表现不佳，仍会对认购收益造成冲击和影响。为此，需要证券营业部对投资者进行系统的培训，并就可分离交易可转债投资的相关规则，特别是行权规则进行研究和分析，为投资者提供有针对性的咨询服务。(河南 文华)

清欠责任人岂能一退了之

伴随着清欠工作的步步紧逼，有关上市公司清欠工作的压力也越来越大。尤其是证监会此前已明确提出年底无法落实清欠最终方案的上市公司责任人，必须在“要么还债，要么承担法律责任”之间做出选择。因此，对于那些“清欠困难户”公司的董事长来说，他们所面临的清欠压力越发沉重。但据不完全统计，自今年8月份以来，已有S*ST天发、宝硕股份等11家未清欠公司出现了总经理级别以上的高管变更，而新近曝出的占款大户东盛科技的董事长郭家学也有意辞去董事长职务。

针对某些清欠责任人这种临阵脱逃的做法，笔者以为，那些已经退下来的原清欠责任人，不能任其一退了之。首先，作为有关负责人来说，临阵退出，这不仅会影响公司清欠工作的进程，而且还会增加清欠工作的难度。毕竟对于现任的责任人来说，一些占款的形成过程，现任的责任人会更清楚一些，有的甚至就是其亲自主办的。而这种临阵脱逃的做法，是对清欠工作不负责任的一种行为，甚至是与当前清欠政策的一种“对抗”。

其次，由于证监会规定清欠责任人“要么还债，要么承担法律责任”，因此，有关责任人的临阵脱逃显然是一种逃避责任的行为。为防范有关责任人推卸或逃避其应承担的责任，作为监管部门有必要对此采取相应的措施。之一，未完成清欠的上市公司高管人员在清欠工作未完成之前不得辞职；之二，已经辞职的原清欠责任人，一并列入上市公司清欠组成员之中，一起参与清欠工作；之三，对上市公司占款形成负有直接责任的责任人，需承担法律责任的，不论其辞职与否，都将追究其法律责任。(湖北 红铃)

开放式基金应有清盘机制

《开放式证券投资基金试点办法》第九条规定：基金“净销售额超过2亿元”即可成立。第十条规定基金资产净额连续20个工作日低于5000万元的，基金管理人应当及时向中国证监会报告，说明出现上述情况的原因以及解决方案。

这个规定显然是极力保护基金的。“净销售额超过2亿元”即可成立，低于5000万元要连续20个工作日才需拿出解决方案，这方案也不一定是清盘。按说2亿元成立，低于2亿元就不能再成立。凭基金公司的活动能量和自身能力，维护5000万元的净值还是较容易的。所以这样的规定实际上是让开放式基金永不退出，没有清盘机制，这也就是直到现在也没有一家开放式基金清盘的原因。这个规定制订在开放式基金启动之前，当时由于开放式基金还没有实践经验，从保护开放基金发行和运行一定成功着想，以较宽松的规定约束开放式基金，是有一定道理的。但是随着开放式基金的大量发行和运行的成熟，这样的规定应该修改。

现在有的基金管理人面对自己的基金份额不断缩小，不是积极地查找原因，而是怪基金投资人不理性，不成熟，说什么基金业绩不错呀，红也分了，怎么就是赎回呢？有的基金投资人不成熟也有可能，但是赎回到5000万份以下的一定是基金有问题。基金只有用自己的业绩，给投资人带来丰厚的回报才能征服人心。(河北 谭天)

■维权之路

郑百文证券民事赔偿案“完美”落幕

宋一欣

郑百文的全称是郑州百文股份有限公司(集团)。2000年10月31日,新华社记者发表署名文章《郑州百文:假典型巨额亏空的背后》,揭露出郑百文公司在有效资产不足6亿元、亏损超过15亿元、拖欠银行债务高达25亿元的背后是虚假陈述的欺诈行为。该文成为对郑百文公司的虚假陈述行为最早的揭露,由此引发了这座纸糊大厦坍塌的一连串事件。

民事赔偿制度的始作俑者

实际上,郑百文事件还下意识地导致了中国证券法制建设的一次大变革。以2000年郑百文事件与猴王事件被揭露为契机,导致了证券界、经济学界和法学界质疑当时针对证券市场违法违规行为只有刑事制裁和行政处罚,而没有民事赔偿制度的不足。专家们强烈呼吁借鉴海外法制建设的成功经验,以保护中小投资者为目的,引入证券民事赔偿诉讼制度、集团诉讼制度和股东代表诉讼制度。一年半后,通过最高人民法院的司法解释建立了证券民事赔偿诉讼制度;五年后,通过《公司法》的修改建立了股东代表诉讼制度;但保护投资者权益一个重要制度——集团诉讼制度则至今尚未建立。尽管如此,郑百文事件被揭露后六年来,中国证券民事赔偿制度取得了长足的进展。截至目前,已经有二十二家存在虚假陈述的上市公司被投资者起诉,起诉原告逾万人。所以说,郑百文是中国证券民事赔偿制度产生的始作俑者。

引发问责独董第一案

郑百文虚假陈述行为被揭露后,2000年12月31日,郑百文公司股东大会通过了重组方案。2003年7月18日,郑百文公司重新复牌上市,不久,郑百文更名为三联商社股份有限公司,简称三联商社。在郑百文公司重组过程中,不少反对重组方案的中小投资者提起的诉讼,当时曾经轰动一时,也为证券市场及财经媒体所关注。但是这些案件中的原告最后均没有取得成功,主要原因是旧《公司法》中存在明显的缺陷,缺少有关收购重组中异议股东享有股份价值评估请求权和股份回购请求权的制度性规定。实际上,在这个案例中,当事人各方的立场与

■编读往来

11月2日,本报《一心信箱》栏目刊发了石家庄读者张平海来信后,又有30余名投资者请求“蓝田案”原告代理律师陈荣能继续代理此案,并呼吁法院不应该由于诉讼时效的问题而认定原告无诉讼主体资格。这些投资者表示上诉决心已定,就是败诉也要讨回公道。

河北功成律师事务所薛洪增律师认为,“蓝田案”是十分典型的证券民事赔偿案件,充分暴露了证券民事赔偿诉讼中存在严重问题,这些问题严重影响投资者利益的保护和证券民事赔偿诉讼的进行。在该案的诉讼过程中,审判机关应当站在客观公正的立场正确运用法律和司法解释,必要时可以请示最高人民法院作出新的司法解释,或者对该案作出个案批复,以解决目前存在的诉讼时效起算冲突问题。由于“蓝田案”的诉讼时效从何时起算的问题确实存在重大争议,同时该案是备受证券市场关注的民事赔偿案件,涉及到很多中小投资者的切身利益。在此,我们希望相关讨论能引起有关部门的重视,同时将继续跟踪报道此案。

薛洪增

司法解释须与国家法律衔接

2002年1月9日最高人民法院颁布的《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》(以下简称“1.9规定”)第五条中明确了投资人对虚假陈述行为人提起民事赔偿的诉讼时效期间,适用《民法通则》第一百三十五条关于两年的规定,但在诉讼时效的起算上却严重违背了《民法通则》第一百三十七条的规定,不再从权利人知道或者应当知道自己的权利受到侵害时起算,而是规定了具体的起算时间。

事实上,急于提起证券民事赔偿诉讼的广大投资者根本无法按照最高法院“1.9规定”规定的起算时间计算诉讼时效。因为:1、虽然“1.9规定”明确了证监会、财政部等行政机关对虚假陈述行为人作出行政处罚的,投资者提起证券民事赔偿的诉讼时效从行政机关公布

法院的处理结果均无可非议,可以非议的是当时存在明显缺陷的公司法制,这是我们立法上缺乏前瞻性所付出的代价。在许多情况下,市场经济的法律制度是共通的,完全可以采用拿来主义的做法,而不必采取反复总结经验、不断试点试错的后掠式立法模式。

2001年9月27日,中国证监会的行政处罚做出后,郑百文公司及大部分被处罚人员没有提起行政复议和行政诉讼。而被处罚对象之一、时任郑百文公司外部董事(相当于现在的独立董事)的陆家豪不服中国证监会的行政处罚决定,向北京市第一中级人民法院提起了对中国证监会的行政诉讼,要求撤销该处罚决定。后来,北京一中院做出了维持中国证监会行政处罚决定的一审判决。对此,陆家豪不服,向北京市高级人民法院提起上诉,2002年11月18日,北京高院做出终审判决,判决维持一审原判,驳回陆家豪的上诉。应该说,陆家豪案实质上是 中国独立董事法律责任第一案。

同时,2002年11月14日,郑州市中级人民法院根据检察院的公诉,以提供虚假财会报告罪对郑百文公司原董事长李福乾、原总经理卢一德、原财务处主任都群福做出认定其有罪的判决。在证券市场中,一个上市公司因虚假陈述被分别处以行政处罚、刑事制裁,并被投资者提起民事赔偿的案例并不多见。这种兼有刑事、行政、民事的“大满贯”式的结局,根据我的记忆,大概也就六、七家而已,郑百文当然位列其中,其他还有红光实业、银广夏、大庆联谊、圣方科技、科龙电器等。

维权活动取得完胜

2003年1月15日,最高人民法院公布了受理虚假陈述证券民事赔偿案件的通知,权益受损的郑百文投资者因此得以向河南郑州中院提起诉讼。当时,由于法院对投资者提交的证券民事赔偿诉讼材料的立案审查持续了很长一段时间后,最后,估计大约只有十位以内的投资者正式立案起诉。时至今日,我仍感到很困惑,因为像郑百文这样影响很大、权益受损人数众多的案件,竟然起诉者这么少,显然难以理解。我相信,权益受损的投资者绝对不止这个数,可是为什么起诉人数又这么少呢?难道投资者不想或者没有信心维权吗?是三

联商社与其他投资者已达成了庭外和解?还是加长的立案审查期限限制了投资者的起诉?我无法回答。而我所代理的范女士等三位投资者的案件则在2003年8月被郑州中院受理,投资者要求法院判令郑百文(即三联商社)向原告支付因虚假陈述引起的侵权赔偿款项,并承担案件诉讼费。

整整了一年时间,2004年11月,郑百文民事赔偿案终于在郑州中院开庭。在庭审答辩阶段,三联商社一度以中国证监会的处罚决定针对的是公司重组前原郑百文公司的违法行为,重组后的公司不应该承担重组前公司的责任。最终,三联商社的理由没有被法院接受。又过了一年时间,2005年12月,郑州中院终于下达了一审判决(判决书下所标明的日期却是2005年4月),判令三联商社对其虚假陈述给投资者造成的实际损失进行全额赔偿,范女士等三位投资者的索赔总金额超过17万元。据了解,同类判决一共有五起。郑州中院在其做出的民事判决书中称,法院认为,投资者所投资的是与虚假陈述直接关联的郑百文股票,投资者在虚假陈述实施日以后至揭露日前买入该股票,在虚假陈述揭露日以后持续持有该股票而遭受实际损失,应当认定虚假陈述与损害结果之间存在因果关系,三联公司应当对其虚假陈述给投资者造成的实际损失承担民事赔偿责任。在上诉规定的时间内,三联商社不服一审判决,向河南省高级人民法院提出上诉,上诉的主要理由是郑州中院在判决时没有考虑系统风险因素等。

今年10月20日,郑百文虚假陈述纠纷上诉案在河南省高级人民法院开庭。二十多天后,河南省高级人民法院很快做出了二审判决,维持了郑州市中级人民法院的一审判决,即100%支持了原告投资者的诉讼请求。应该说,郑州中院和河南高院所做出的一、二审判决最大限度维护了投资者的利益,在范女士等三位投资者的案件中,二级法院全额支持了原告的诉讼请求,这在迄今为止的证券民事赔偿判决中是绝无仅有的。至此,在郑百文虚假陈述民事赔偿的维权活动取得完胜,可以这样说,由郑百文事件引起的诉讼至此也告一个段落,郑百文也将成为中国证券民事赔偿史上的历史坐标。(作者单位:上海新新闻达律师事务所)

■思考与建议

清欠需要地方政府配合

周到

11月7日,中国证监会等八个部委签署了《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》,对下一阶段清欠工作作出明确分工,并督促各级地方政府和相关部门协同配合,加大清欠力度,确保今年年内按时完成清欠工作任务。笔者印象中,针对证券市场的相关工作,由八个部委联合签署1个文件,还是第一次。

该通知对下一阶段清欠工作作出明确的分工,并督促各级地方政府和相关部门,协同配合,加大清欠力度,确保今年年内按时完成清欠工作任务。通知要求:中国银监会对限期内未完成清欠的大股东或实际控制人限制授信;公安机关对占用上市公司资金的涉嫌犯罪案件和线索及时审查,符合立案条件的应尽快立案侦查;各级地方政府主要负责人应直接负责清欠工作,领导、组织和协调各部门协同配合清欠;对上市公司及股东提起的民事诉讼,地方政府采取必要措施协调地方法院尽快受理、加快审理、加大执行力度。对资金占用责任人而言,最严厉的处罚须按法律规定执行。因而,该通知不会在这方面有新的提法。

实际上,要求限时完成清欠的工作已经布置三年多时间,处罚力度也早就明确。2003年8月28日,中国证监会、国务院国资委签署《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》(以下简称《通知》),要求“上市公司董事会应当针对历史形成的资金占用……,制定切实可行的解决措施,保证违反本《通知》规定的资金占用量、对外担保形成的或有债务,在每个会计年度至少下降30%。”这相当于要求在2006年8月28日前,上市公司被占用的资金,降至2003年8月28日的10%。但从目前占用资金余额看,要远远大于《通知》下达时资金占用余额的10%。《通知》还规定:“国有控股股东违反本规定的,国有资产监督管理机构对直接负责的主管人员 and 直接责任人依法给予纪律处分,直至撤销职务;给上市公司或其他

■杂谈

价值投资七十二变

胡飞雪

胡适先生曾言:历史就是一个任人打扮的小姑娘。大意是,由于人们的利益立场、思想认识和情感好恶不同,各自所描述和解释的历史往往各不相同,且不乏随意性。在我们的沪深股市,也颇有这种意味。综观沪深股市16年来的发展演变,分析参与者的行为模式特征,市场主流所宣扬的一直都是价值投资理念,但其表现出来的却是不折不扣的投机那一套。虽然这种名为投资的投机像孙猴子那般七十二变,变化多端,经常变来变去,但它投机的尾巴是藏不住的。

两市草创初期的特点是,股票筹码稀少,而有发财欲望的人奇多,资金也奇多,所以主力庄家也就是大户的操盘方式是利用并制造紧张的股票资金供求关系,股价的升降实质上就是筹码的集中和扩散的循环。操纵散户广播出来的却是价值投资那一套理论说辞,什么公司业绩好转呀、政府支持呀之类。大众投资者对这些说辞虽然半信半疑,但一不留神还是很容易就忽悠上当。当然从根本上说,那时的两市就是赤裸裸的投机,比如江苏悦达权证竟出现了637%的涨幅奇观。

物极必反,由于投机的毒副作用太过明显,沪深两市单纯的投机,从1996年开始有所收敛。与其说有所收敛,不如说内容和形式有所改变。经过一段时间的反思,主力们摇身一变,打出了绩优高成长的漂亮大旗。1996年,跑赢大盘的股票一般都是具备高成长、高送配、绩优的特点,如四川长虹、深发展、深科技、东大阿派就是当年的耀眼明星白马股。主力选择优质公司当虎皮大旗,当然是一种进步,但既然是投机,主力就要爆炒,就要透支,就要数年的饭在一年里吃干喝净,就要一口吃他个胖子,如1996年涨幅最大的个股创立科技,年涨幅达712.75%。当然也有志存高远的家伙,如炒东方电子的主力,连续三年运作,除权后又上升,又除权,再上升,市值不断爆炸式增长。也许有人会问,炒三年也是投机?是的,因为后来东方电子和炒它的主力都漏了馅儿,现在东方电子虚假陈述民事赔偿案还没结呢。

到1998年,主力又摇身大变,大炒

股东利益造成损失的,应当承担相应的赔偿责任。非国有控股股东直接负责的主管人员和直接责任人违反本规定的,给上市公司造成损失或严重损害其他股东利益的,应负赔偿责任,并由相关部门依法处罚。构成犯罪的,依法追究刑事责任。”由此可见,按照当前清欠工作的进度,表明有关主体在着对清欠要求置若罔闻的倾向。

当前,清欠工作的受重视程度,甚至已经超过股权分置改革。《关于进一步做好清理大股东占用上市公司资金工作的通知》规定,中国证监会须将清欠完成情况专报国务院。我们并未看到在公开文件中,几乎涉及全部上市公司股权分置改革进度要专报国务院。国务院的关注、八部委的“围剿”,恐怕旨在进一步推动各级地方政府的重视。从一些清欠“钉子户”的情况看,离开地方政府“领导、组织和协调财政、国资、工商、税务、银行、公安等各部门,协同配合清欠工作”,恐怕根本不可能完成清欠。这一方面说明了地方政府在清欠工作中的重要性,同时也表明,一些地方政府存在介入清欠工作力度有限的情形。这离国务院批转中国证监会《关于提高上市公司质量意见的通知》的精神存在一定的距离。

防止上市公司违规,要引起地方政府的长期高度重视。一些地方政府在推动企业上市时态度积极。甚至,境内不能上市时还可以推动境外上市。上市后公司存在的不规范行为,则很少引起地方政府的注意。这使得上市公司埋藏“地雷”有隙可钻。如果地方政府在领导、组织和协调处理上市公司违规问题上,投入更多的精力,那么,不仅清欠工作的长效机制更容易建立,而且上市公司引爆“地雷”的概率也会降低一些。这不仅有利于证券市场的和谐发展,而且也有利于地方和谐社会的构建。上市公司往往是地方经济的龙头企业。一个地方如果上市公司存在的问题不少,也会影响地方经济的发展甚至社会安定。笔者希望,通过清欠工作的推进,地方政府能对资本市场的健康发展发挥更大的作用。

重组股,真假重组又使两市的投机恶炒风再度吹热,而其说辞仍旧离不开乌鸦变凤凰的所谓价值投资经。其时的成功典范当推主力对亿安科技的运作,主力从4~8元炒起,一路高歌猛进,直炒到126元的天价。但随着玩家长梁的出事,投机终于被剥去投资的迷彩装,现了原形。

进入新世纪,证券投资基金成了市场主导力量,众多基金经理真诚地奉行价值投资理念,但也就大约一年光景,他们就发现情况不妙,原来自己身处内外夹击之中:一是任期考核制不允许他们四平八稳搞什么价值投资二是众多游资用游击战术骚扰他们从他们口中抢食。不合时宜的所谓价值投资理念造成他们整体上的亏损,促使他们认识到,价值投资不等于长线持股,于是他们开始做波段,用投机的操盘方式执行价值投资的理念。

后来QFII加入了沪深股市的混战,QFII基金经理们挟浪洋风远道而来,当然要高价值价值投资的大旗。QFII基金经理们还高调宣布,他们实践价值投资理念的具体方式就是亲躬亲为,去上市公司实地调研。不过,很快QFII就露出了破绽,所谓调研,与其说是调研上市公司的经营情况,不如说是设宴请客,寻找朋友,发展线人。QFII的如此调研确实叫人哑然失笑,发展线人,这不是上世纪初中国土生土长的主力庄家们早已玩过的招法么。

近两年,所谓主题投资甚嚣尘上。进入2006年10月份,G股谢幕,S股登场,有些有识之士的新的投资说辞随即现身沪深股市,说是S股所代表的未股改股票,从此成了稀缺资源,今后要炒S股。物以稀为贵,贵就是有价值,有价值就要投资,但仔细揣摩这种说辞,还是万变不离其宗,摆脱不了投机炒作的窠臼俗套,还是只把价值当成投机的借口。

股票市场的虚拟性本质特征,决定了它是非常适宜投机的。不论这种投机如何七十二变,如何变化多端,如何覆雨翻云,如何与时俱进,这种本性都是始终改变不了的。对此,参与者不必讳言,不必回避,也不必刻意把己打扮成什么投资的模样。其实说是投机也罢,说是投资也罢,说法名号再新鲜再奇特也不重要,重要的是其实质。