

■ 维权进行时 | Right-Protecting

# 黄光裕民事赔偿案需厘清三个问题

□北京市中银律师事务所 付明德

近日,北京市第二中级人民法院正式受理了黄光裕内幕交易民事诉讼案,这也是中国内幕交易民事诉讼的第一案。但是,由于《证券法》对于内幕交易的民事规定过于原则、相关司法解释尚未出台,加之内幕交易的复杂性、隐蔽性和手段的多样性,内幕交易民事诉讼无论是在理论上还是在实践上,尚有很多问题急需解决。在黄光裕刑事案终审判决后,有多位律师通过媒体公开征集委托。但是,各律师提出的观点却不尽相同,仅在哪些投资者可以做原告这一点上,就提出了五种观点,至于如何计算损失,亦存在重大分歧,这凸显了当前内幕交易民事诉讼所面临的困境。因此,需要理论界和实务界进行深入的探讨和研究,以推动内幕交易民事诉讼制度的完善。

## 哪些投资者可以向黄光裕提起民事诉讼

### (一)几种不同观点

归纳目前各位律师的观点,可以提起诉讼的原告分别为:

- 1、2007年4月27日至2008年5月7日期间曾经持有过中关村(000931)股票并存在亏损的投资者。
- 2、黄光裕案内幕交易行为发生在2007年4—9月。在此期间,在买卖中关村股票时造成实际投资损失的投资者,可作为原告。
- 3、可以索赔的投资者有3种:其一,在2007年4月27日之前买进中关村股票的投资者,在2007年4月27日至2008年5月7日,以低于10.91元价格卖出的;其二,在2007年4月27日至2008年5月7日期间买进又卖出,遭受损失的投资者;其三,2007年4月27日至2008年5月7日期间买进,在2008年5月7日后卖出遭受损失的投资者。
- 4、据媒体报道,目前已经起诉到法院的原告是“当事人周某于2007年9月17日以每股15.578元购买中关村股票13100股,总金额为人民币204069.4元,2007年9月18日以每股16元购买中关村股票34400股,总金额为人民币550400元,并于2007年9月24日将上述股票以每股14.3元卖出23658股,卖出总金额338309.4元,共损失34688元。”
- 5、可以提起诉讼的原告包括两

类投资者:其一、在中关村重组信息公告日前,与黄光裕同时进行反向操作、在内幕信息公开后遭受损失的投资者;其二、重组信息公告日至中关村宣告放弃重组日这段时间内买入中关村股票,在中关村宣告放弃重组日后卖出股票或继续持有该股票造成损失的投资者。

### (二)内幕交易原告的确定

认真分析上述确定原告的方法和思路,不难看出,有的人是把内幕交易对市场的影响与虚假陈述和操纵证券市场对市场的影响等同起来,是按照虚假陈述案原告的确

定方法确定内幕交易案的原告。内幕交易是一种民事侵权行为,应当按照投资者的损失与内幕交易行为是否存在因果关系的原则来确定。根据内幕信息种类的不同,可分为如下两种情况。

### (1)一般情况下内幕交易的原告

如果根据信息影响股票的涨跌对内幕信息进行分类,内幕信息可以分为利好和利空两种。内幕信息知情人员进行内幕交易,一种情况是在掌握利好信息时买入股票以获取股票上涨的利益,在此种情况下,其剥夺了卖出者获利的机会。另一种情况是在掌握利空信息时卖出股票以避免股票下跌的损失,此种情况下,其将损失转嫁给了买入者。因此,内幕信息的受害人需要具备下列两个条件:一是与内幕信息行为人进行反向操作的投资者,二是在内幕信息公开后,遭受损失的投资者。只有符合上述条件的投资者才有资格作为原告提起诉讼。

### (2)特殊情况下内幕交易的原告

在我国,凡是涉及上市公司并购重组、新股发行、定向增发等事项的,需要向中国证监会或其他部门提出申请并经其核准或批准。这些事项在未公开披露前,均属于内幕信息。如果这些内幕信息的知情人员利用掌握的内幕信息实施内幕交易,该行为一旦被监管部门发现,其所申请的事项是不会被核准或批准的。一般情况下,这类信息属于利好的内幕信息,在公告后,会吸引大量的投资者买入,但是如果因为内幕交易行为导致所申请事项不被有关部门核准、批准或相关当事人不得终止、放弃所申请事项,那些受公告事项影响而购买股票的投资者所遭受的损失,就是由内幕交易行为造成的,符合侵权行为因果关系的

构成要件,遭受损失的投资者有权向内幕交易行为人主张权利。

### (三)可以向黄光裕提起诉讼的原告

黄光裕一共实施了两起内幕交易行为。一起是2007年4月27日至6月27日发生在中关村拟与鹏泰公司进行资产置换期间。由于此次资产置换行为已经获得证监会核准,因此,此次内幕交易行为的原告是:2007年4月27日至6月27日,在黄光裕购进中关村股票时,卖出中关村股票的投资者。

另一起是2007年8月13日至9月28日发生在中关村拟收购鹏润控股公司全部股权进行重组期间。其一部分原告就是2007年8月13日至9月28日,在黄光裕购进中关村股票时,卖出中关村股票的投资者。

根据黄光裕刑事判决书所透露出的信息进行推断,中关村之所以放弃重组,是由于黄光裕的内幕交易行为已经被监管部门发现,不得已采取的行动。因此,2008年5月7日至中关村公告放弃重组期间买入中关村股票、在公告放弃重组后卖出或仍然持有股票的投资者,有权向黄光裕主张权利。

## 投资者的损失如何计算

对于股票的交易损益,通常是由卖出价格或当前持有价格与买入价格进行比较来确定。但是,由于内幕信息分为利好和利空,这两种信息对卖出价格或持有价格的影响是不同的。如果内幕信息行为人利用所掌握的利空信息卖出股票,一旦该信息被披露,股票就会下跌,此时与内幕交易行为人反方向操作的投资者无论是持有股票还是卖出股票,都会遭受损失。但是,如果内幕信息行为人为人利用利好消息买入股票,与其进行相反操作的投资者却未必感受到损失。其实,内幕交易给投资者造成的损失,既包括实际损失,也包括可期待利益损失。行为人为人利用利好消息进行内幕交易,就是剥夺了投资者可期待利益。之所以出现行为人为人利用利好消息进行内幕交易,投资者“没有损失”的情况,是由于投资损益计算仍然采用卖出价与买入价进行比较这一通常做法。

(一)内幕信息公开日是确定投资者是否存在损失的分水岭。

内幕信息一旦披露,变成公开信息,必然会导致股票上涨或下跌。

内幕交易行为人为人正是利用这一点达到获利或规避损失的目的,也就是说内幕交易行为人的利益是在这一时点实现的,而投资者的损失也是在这一时点产生的。因此内幕信息公开披露这一时点,就是确定投资者损失的分水岭。由于内幕交易是秘密进行的,不会对市场造成波动,即便投资者与内幕交易行为人同时进行了反向操作,但在此时点之前的交易损失,不属于因内幕交易造成的损失。只有在此时点或此时点以后的损失才与内幕交易行为存在因果关系。因此,确定投资者的损失,应当用此时点或以后的股票价格与内幕交易时的价格进行比较。具体如何比较,需要根据是利用利好的内幕信息进行内幕交易还是利用利空的内幕信息进行内幕交易来确定。

### 1、一般情况的内幕交易

(1)利用利空内幕信息进行内幕交易的损失确定。

内幕交易行为人为人利用利空内幕信息进行内幕交易,是在内幕信息公开之前将股票卖出,将损失转嫁给投资者。参与比较的时点就是信息披露日、股票卖出日、内幕交易日。具体损失的计算方法是:如果投资者在信息披露日及以后卖出股票,则用卖出价与买入价(即内幕交易时的价格)比较。如果投资者在信息披露日后仍然持有,则用信息披露日的价格或日后一段时间的平均价格与买入价格(即内幕交易时的价格)进行比较。

(2)利用利好内幕信息进行内幕交易的损失确定。

内幕交易行为人为人利用利好的内幕信息进行内幕交易,是在内幕信息公开之前买入股票以谋求股票上涨收益。此种情况下,损失的计算方法就是信息披露日的价格或日后一段时间的平均价格与内幕交易时的价格(投资者卖出的价格)进行比较的差值。

(3)特殊情况下内幕交易的投资者损失的计算。

特殊情况是指内幕信息公告后,投资者受公告信息的影响购入股票,但由于内幕交易行为败露导致有关事项不被有关部门核准或批准,或相关方因内幕交易行为败露而放弃、终止相关事项而给投资者造成损失的。

确定这类投资者的损失,需要确定如下两个时点:一是信息公告

后股票买入日,是指投资者在公告后买入股票的时点,以确定其交易价格。二是事项终止公告日,即相关当事人宣告终止有关原告事项。

此种情况投资者的损失计算方法为:若投资者在“事项终止公告日后”卖出股票,其损失为卖出价与买入价的差值,若投资者继续持有,则为“事项终止公告日”后连续若干个交易日的均价与买入价的差值。

(二)黄光裕内幕交易案投资者损失的计算。

(1)一般情况下投资者损失的计算。

2007年4月27日至6月27日,在黄光裕购进中关村股票时,卖出中关村股票的投资者;2007年8月13日至9月28日,在黄光裕购进中关村股票时,卖出中关村股票的投资者,可以采用下列方法计算损失:

用信息公告后某几个连续交易日股票的平均价格与投资者的卖出价的差值来确定损失。在黄光裕的刑事判决中,法院是将公告日的收盘价作为黄光裕获利的计算依据,投资者也可以依据法院的这一计算方法即公告日的收盘价与卖出价之差作为损失的计算依据。

(2)特殊情况下内幕交易的投资者损失的计算。

具体到黄光裕案,2008年5月7日重组事项公告后中关村公告放弃重组期间买入中关村股票、在公告放弃重组后卖出或仍然持有股票的投资者,作为特殊情况下的原告,其损失的计算方法为:

用中关村公告放弃重组后若干个交易日(以30日为宜)的均价与投资者购买股票时的买入价的差额,作为投资者的实际损失。

投资者的损失还包括投资差额损失部分的佣金和印花税。

## 黄光裕内幕交易民事诉讼案的被告和受诉法院

根据黄光裕刑事判决书,黄光裕实施的第一起内幕交易的被告应当是黄光裕和杜鹃,第二起内幕交易的被告为黄光裕、杜鹃和许钟民,其中许钟民对30个账户的内幕交易行为承担责任。

由于黄光裕和许钟民是服刑人员,综合各方面因素,此案由北京市第二中级人民法院审理比较合适。据报道,黄光裕已对管辖权提出异议,受诉法院的最终确定将由法院裁定。

## ■ 巴菲特财报分析密码

## 成本决定大多数企业命运

□刘建位

巴菲特关注收入增长率高高低,更关注成本高低。收入高低决定企业日子是好还是坏,但成本高低决定大部分企业是生还是死。因为巴菲特发现大部分行业的竞争不是品牌竞争,而是成本竞争。只有企业成本足够低,才能盈利更多,生存更久。

拥有强大品牌、专利等独一无二资源而具有提价能力的企业只是极少数,大多数企业生产的是替代性很强的普通商品,行业竞争激烈,只能接受市场定价。正如巴菲特所说:“如果成本和价格根据非常激烈的市场竞争来决定,产品往往就会供过于求,顾客又不在乎产品生产厂商或销售渠道有什么不同,那么这个行业里面的公司日子肯定不会好过。”

如果行业非常景气,所有的企业都产销两旺,但往往产能扩张的速度大大超过市场需求的增长,一旦市场需求下滑,产能却不会马上下降,这时所有企业只能降价促销。当市场价格降到其成本线以下,那些成本高的企业就面临倒闭,成本越高,死的越早。在这种高度竞争的行业中,最后活下来,而且能够长期存活下来的唯一办法就是,降低成本。

巴菲特深知成本竞争的残酷,因为他本人有两个深刻的失败教训:

第一个教训是成本竞争逼得他关闭伯克希尔纺织厂。

1965年巴菲特收购了伯克希尔公司,当时这家公司是一家纺织厂,主要生产西服的衬里。巴菲特说:“我用了许多年才搞明白这不是一家非常好的企业。尽管在纺织业,我们的纺织厂占据了美国男士西服衬里超过一半的市场份额。如果你穿了一套男士西服,很可能就是我们生产的哈撒韦品牌的衬里。西尔斯百货把我们评选为‘年度最佳供应商’。他们对我们非常欣赏。但是问题是,即使我们只想每码提价半美分,他们也不答应,原因很简单:从来没有任何一个人走进一家男装店指定要购买使用哈撒韦品牌衬里做的西服。顾客根本不看衬里是谁生产的。”

1985年,巴菲特勉强维持伯克希尔纺织业务20年之后,不得不关闭这一业务,因为人工成本太高:“我们遇到的大多数麻烦可以直接地或间接地归因于来自国外的竞争,那些国家工人的工资只及美国最低工资的一小部分。”

第二个教训是成本竞争逼得Dexter鞋业连年亏损。

1993巴菲特耗资4.75亿美元收购了美国著名高档品牌鞋企Dexter,本以为这家公司的品牌竞争力能够抵抗亚太鞋企的成本竞争,结果他大错特错。

1999年我们旗下几乎所有的制造、零售与服务业务都取得了优秀的业绩,唯一的例外是Dexter鞋业。不过这并非公司管理上的问题。在管理技巧、能力与敬业等方面,Dexter管理层与其他公司相比毫不逊色。但我们大部分鞋子是美国本土生产的,而美国本土厂商与境外厂商的竞争变得非常困难。1999年在美国13亿双鞋子的消费量中,约93%是进口产品,国外非常廉价的劳动力是决定性的因素。”

2001年巴菲特不得不认赔又认错:Dexter在我们收购之前几年,事实上在我们收购后也有几年,尽管面对海外鞋企残酷的竞争,业务仍然十分繁荣。当时我认为Dexter应该能够继续成功应对国际竞争问题,结果表明我的判断完全错误。”

巴菲特有教训,也有经验。最成功的例子是GEICO汽车保险公司。

保险行业竞争更加激烈,一是产品特别容易复制,二是产品供给根本没有限制,所以,最主要的竞争是成本竞争。保险公司主要采取代理销售,向代理人支付的佣金通常会占到保费收入的15%。GEICO在汽车保险业内重点发展政府雇员这些处世谨慎、安全驾驶的司机,而且直接通过邮寄信件来购买保险,直销比代销成本低得多,因此可以大幅降价吸引更多客户,而且老客户再投保率也很高。其他保险公司由于不愿放弃已有的代理分销渠道而损害原有的市场份额,无法模仿GEICO,因此,GEICO能够长期保持成本优势:“在容量巨大的汽车保险市场,大多数公司由于销售渠道结构限制了灵活经营,GEICO却一直将自己定位为“一个保持低营运成本的公司。GEICO根据其定位进行经营,不但为客户创造了非同寻常的价值,同时也为自己赚取了非同寻常的回报。”

1986年巴菲特在年报中分析GEICO成为全球业绩最优秀的保险公司的最重要原因是成本优势:“GEICO的业绩记录是全世界保险公司中最好的,甚至比伯克希尔公司的经营记录还要好得多。GEICO能够成功的最重要因素,在于它能够将营运成本降到最低,这使它与其他所有汽车保险公司相比如鹤立鸡群。1986年GEICO公司的承保支出和损失调整支出占保费收入的比例只有23.5%,许多大型保险公司的综合费用比例比GEICO要高出15%。”

记住巴菲特的教训和经验,如果公司没有提价能力,那么一定要看看,公司营业成本比行业平均水平是否更低。

■ 上海证券交易所投资者教育专栏——蓝色梦想

## 第四集

# 债券:固定收益类产品的典型代表

(下篇)

20世纪60年代以来,随着各国金融自由化加快,利率、汇率等金融市场价格波动明显加大,在规避风险、监管和税收等动机的刺激下,金融创新不断,债券市场也推陈出新。

当时,由于日本、德国经济地位提升,美国资金不断外流,美国政府抛出了“利息平衡税”和限制境内机构对国外贷款额度等政策措施。这使许多贸易盈余国尤其是石油出口国积累了大量石油美元,急需开辟投资渠道。

在这一背景下,一些欧洲国家开始在美国境外发行美元债券,逐渐形成了欧洲债券市场和欧洲货币市场。欧洲债券市场主体是美元债券和日元债券为主的离岸债券市场,交易一般由银行协助完成,没有官方纪录,因而可以达到避税和规避监管的目的。

20世纪70年代,通胀风险的加剧打破了债券必须是固定收益的传统思维,市场上首次出现了浮动利率债券,其基准利率一般是伦敦同业拆借利率。

几乎在同时,通胀风险加剧和利率攀升也使得美欧银行体系出现“脱媒”现象,即金融机构产品不能弥补通货膨胀损失,银行储蓄资金被大量提取,银行面临流动性不足难题。

为缓解金融机构资产流动性不足,政府决定启动并搞活住房抵押贷款二级市场,为住房业发展和复兴开辟一条资金来源的新途径,在资本市场中具有深远意义的住房抵押贷款证券化业务由此发端。

20世纪80年代,美国产业大规模调整,企业并购重组日益增多,非营业性资金需求大幅增加,杠杆收购开始涌现,金融市场对此做出反应,早期少人问津的垃圾债券(即高风险高收益

债券)急剧膨胀,迅速达到鼎盛时期。整个80年代,美国各公司发行垃圾债券1700多亿美元,其中仅有“垃圾债券之王”称号的德崇证券公司就发行了800亿美元。

中银国际证券有限责任公司定息收益部主管——刘勇:

20世纪80年代垃圾债券在美国风行一时,主要有以下几个原因:一是当时美国大规模产业结构调整,股市无法满足企业并购重组所需的庞大资金;二是金融管制放松,对有价值证券发行人的审查和管理并不严格,造成垃圾债券出笼;三是杠杆收购被广泛运用;四是投资者对经济前景乐观,更多关注高收益,而忽视了与之同在的风险。

在各种债券当中,处在创新前沿的当属公司债券。20世纪下半叶以来,公司债涌现出许多新品种。按债券是否可以提前赎回,公司债券分为可提前赎回债券和不可提前赎回债券,前者在到期前,发行公司有权定期或随时购回全部或部分债券;按发行人是给予投资者选择权,可分为附有权选择权的公司债和不附有权选择权的债券,前者给予债券持有人可以转换为公司股票或购买按照约定的公司股票的权利。

从某种角度而言,债券市场发展历程也是一部制度创新史。为方便投资者作出投资决策,同时减少拥有高信誉的发行人的筹资成本,现在各国通常都建立了债券评级制度,即债券公开发行时须进行信用评级,上市后或柜台交易时须进行持续的信用评级。目前,国际主要的评级机构包括穆迪、标准普尔和惠誉等。值得注意的是,某个公司或者国家的评级不是一成不变的,评级公司会根据国内外宏观经济状况、行业发展、公司成长等因

素对评级做出相应调整。

历史车轮行进至今,债券市场已经形成了发行人多样化、产品多层次、投资者多范围的市场体系,债券也成为全球投资者重要的投资工具。

上海证券交易所债券基金部副总监——袁伟荣:

作为能分散投资风险的一个较安全的选择工具,债券是稳健型投资者的选择之一。但在带来收益的同时,投资者也必须留意可能的风险。

债券投资风险主要包括以下几种:一是价格的风险。比如说,买进一种债券后,受供求关系及其他预期的影响,债券价格实际上会每天波动。二是违约风险。发行债券的公司不能按时支付债券利息或偿还本金,给投资者带来损失。三是购买力风险,指由于通胀而使货币购买力下降所引起的风险。通胀期间,投资者的实际利率应是票面利率扣除通货膨胀率。四是利率风险。利率是影响债券价格的重要因素之一,当利率提高,债券价格就降低,此时便存在风险。五是流动性不足风险,是指投资者在短期内无法以合理价格出售债券的风险。

2008年,一场由不良住房抵押贷款证券化引发的金融危机席卷全球。在这场危机中,证券经营机构因为诚信问题而被推到了风口浪尖,对证券评级机构所作的信用评级的客观性和准确性也引起了人们的质疑。

与所有投资品一样,债券也不是绝对安全和无风险的。对于个人投资者而言,加强债券知识学习,尤其是把握债券投资风险点,无疑是投资过程中必不可少的第一步。

(更多内容,请登录上海证券交易所投资者教育网站观看《蓝色梦想》,http://edu.sse.com.cn)

■ 股民之声 | Voice

## 谢卫委员的提案好

□石家庄 张书怀

全国政协委员、交银施罗德基金公司副总监谢卫在两会

上提交了自己的提案。谢卫建议新股发行参考财政部对国债招标所使用的美式招标法,即企业确定最高融资额上限及拟发行股份数量上限,市场所有参与者均可按自己的报价与数量参与新股认购,新股最终按价格高者优先配售的原则进行分配,直到某一价格之上达到融资额或者拟发行新股被认购完毕。对于他的观点,笔者十分认同。

新股发行要走市场化的路子,把定价权交给市场,这

## 请代表委员多关注投资者回报

□上海 陈奇

每年两会,代表委员们总要代表百姓,向政府部门提出诉求和政策建议。不过,看了这几天的报道,发现今年代表委员们对资本市场的建议和呼声,大多集中在如何扩大融资和市场发展等方面,很少有人提出如何增加投资者回报,如何改变目前的重融资、轻回报,重发展、轻提高质量等方面的建议。

例如,有代表委员提出,要加快中小企业上市步伐,要尽快开设国际板、三板市场,要尽快提高直接融资比例等等。笔者认为,这些建议都很好,但我们也应看到,资本市场要发展,要提高,一定要解决好融资和回报的关系。一个只有融资,不讲回报的市场,

是大家的共识。完全的市场化应由市场的全体投资者即谢卫委员所说的“市场所有参与者”自由报价定价。

全体投资者自由报价与现在的询价机构定价会产生两点不同:一是高报价会让拟上市公司多募集资金,只要对上市公司募集资金管理严格、得当,多募集资金会促进上市公司的发展;二是挤掉了现在存在的在一级市场申购在二级市场抛售的“打新”食利层。当然,现在的询价制,暂时也不要废除,询价制和全体投资者自由报价制可以并行,逐步过渡到全部由投资者自由报价。

是没有活力也是难以持久发展的市场。目前我们的股市存在很大的一个问题就是重融资、轻回报。例如,2010年A股市场融资额创下1.02万亿元的纪录,世界第一,但市场表现却是世界倒数第三。投资者在中国经济快速发展的情况下,一年的投资却处于亏损状况。又如,2010年上市公司大多取得了良好业绩,但许多上市公司仍然存在不分红现象。

目前,中国股市的参与者已经达到了上亿人,更有几亿老百姓通过基金等参与投资。作为两会代表,应该代表我们投资者,对股市重融资、轻回报现象提出批评,经济学家、投资专家等代表委员应发挥自己的专长,为政府出谋划策,提供良好的建议。