

内幕交易中投资者损失该如何计算

◎杨兆全

我国内幕交易民事赔偿的司法实践尚处于探索起步阶段,对于与内幕交易有关的民事赔偿案件没有可资借鉴的判例,但要推动内幕交易民事赔偿方面的诉讼进展,我们就必须明确地从理论上来解决内幕交易的有关问题。

内幕交易市场的三种反应

股价的变化受多种因素的影响。为从理论上考察内幕交易投资者损失问题,此次研究中暂不考虑其他影响因素。因此,没有内幕交易的时段,股票走势简化为股价不波动;而在内幕交易中,股票一般存在三种价格走势:1.内幕交易量小,手段和缓。内幕交易期间,股价没有产生显著变化。内幕消息正式公布后,价格上涨。2.内幕交易者利用利好消息大量买入,造成股价显著上升。消息公布后,股价继续上涨或者趋于正常,利好提前释放。3.内幕交易者利用利空消息大量卖出,造成股价显著下降。消息公布后,股价继续下跌或者趋于正常,利空提前释放。由于第一种情况下内幕交易没有对股价产生明显影响,在此期间投资者买进或者卖出股票的价格没有受到影响,因此我们认为内幕交易没有导致投资者产生损失。内幕交易者的违法行为要受到处罚,但不承担对投资者的民事责任。以下则分析第二、三种情况下投资者的损失问题。

利好买入的内幕交易过程中投资者的损失

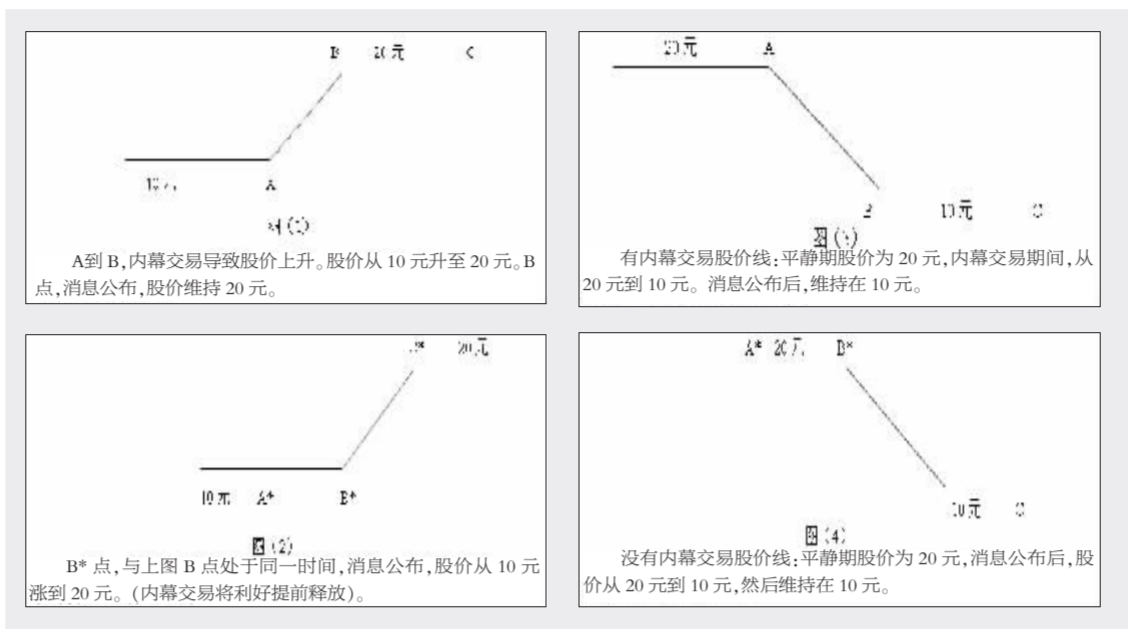
要分析内幕交易情形下投资者的损失,我们就要对比分析有内幕交易和没有内幕交易时股价的走势,以及投资者买卖证券的行为模式。(如图(1)、图(2))从图(1)我们看出,内幕交易者利用利好消息买入,股价从平静转为上升。在此情形下,受到影响的投资者有两类:上涨期间(A—B之间)卖出的

投资者;上涨期间买入的投资者。下面我们分别予以考察。

(1) 上涨期间卖出的投资者的损失。比如投资者15元卖出。他赚到了钱,但是没卖到消息公布后的最高价格区间。他们是否存在损失?我们看到,导致投资者15元卖出的原因有,1.由于信息没有披露,她认为股票的价值应该是10元,而没有意识到股票的真实价值已经是20元。2.现在的股价明显高于正常值。这个时候卖出,符合投资股票的基本规律——尽量买进价格低于正常价值的股票,卖出价格高于价值的股票。由此我们可以看出,内幕交易导致的在无正当理由的情况下股价的明显上升,是投资者卖出股票的原因。因果关系的链条是存在的。

根据法律上的因果关系界定的要求,要认定内幕交易是投资者损失产生的原因,还要符合“如果没有原因,就没有结果”的公式。我们看到,如果没有内幕交易者拉升股价,使得明显高于其实际价值,则该股票表现为股价与实际价值基本一致,一般理性投资者不会认为该时段是卖出的好时机,不会卖出股票。他们会在消息公布后,在其认为合适的时间(20元)卖出,从而不会发生15元卖出的情形。由此可以看出,投资者在内幕交易持续期间卖出股票,与内幕交易者拉升股票价格有直接因果关系。内幕交易者应该对这部分投资者的损失承担赔偿责任。

国内外内幕交易中有一种理论认为,在内幕交易中,和内幕交易者直接成交的投资者,才是受害者。这种看法缺乏依据。在内幕交易期间卖出股票的人,其卖出的依据都在于内幕交易者导致的股价高于其可判断的价值现象,他们受害的原因和性质完全一样,只是在成交中股票经过电脑撮合卖给了不同的人。因此,所有在此期间卖出的人,都是内幕交易的受害者。(2) 上涨期间买入的人的损失。内幕交易者拉升股票,造成投



资者购买成本提高,失去了在消息正式公布前低价买入机会。如果没有内幕交易者的介入,这部分投资者在同一时间买入该股票,成本应该是10元。内幕交易者拉升了股价,投资者要想买进,必须高于10元。高出的部分是否是内幕交易者给投资者的损失?

我们看到,没有消息也没有内幕交易时,股票价值为10元,股价表现为10元。但是投资者对股票价值认识是由差别的,有人为此时股票的实际价值为15元或者更高,所以他愿意买进。他以这个价格买进时完全自愿的,这是对市场的不同判断,而不是受到了内幕交易因素的影响。投资者没有买到低价,与内幕交易没有实际联系。

内幕交易导致股价下跌投资者损失的考察

内幕交易导致股价下跌,投资者在此期间的损失。这个过程股价运行相反,但与上涨中投资者损失

在原理上由很多相同之处。在下面分析中,相同之处省略叙述。(如图(3)、图(4))

(1) 在下跌幅度买入的投资者的损失。

由于没有公布消息,投资者判断股票价值维持在20元,现在股价明显低于20元,是进场的时机。由此看出,导致投资者买入有两个因素:没有披露信息,股价明显低于正常价格。买入的人的损失,由内幕交易者承担。

(2) 在下跌幅度卖出的投资者的损失。

如果没有提前降价,投资者在同样的时间可以买到20元。提前降价后,投资者在同样的时间卖出价低于20元。提前降价的原因是内幕交易者造成的,因此内幕交易者应该承担损失。

内幕交易中上市公司的赔偿责任

内幕交易的受害者除了向内幕交易者(含泄密者)索赔外,我们还要考虑上市公司是否应该承担责任。根据证券法规的规定,上市公

司有义务及时合法地披露其公司信息。内幕交易中,常见的情形是上市公司对对应披露的信息不及时披露,内幕交易者利用这段时期进行买进或者卖出股票。两者明知消息公布后股价明显上涨或者下跌,而故意不予披露,内幕交易者则利用普通投资者不知情,以不合理的价格成交。在此过程中,上市公司与内幕交易者的行为属于共谋的欺诈行为。因此,在内幕交易民事赔偿中,内幕交易者与披露义务人承担连带责任。当然,如果上市公司对消息的泄露没有过错,则可以免于承担此项赔偿责任。还需要说明的是,上市公司的不当披露信息的行为,除了上面的对内幕交易的连带责任外,还要承担虚假陈述或者陈述不当的民事责任。

根据证券法的规定,上市公司作为披露义务人,应该承担不当披露的责任,包括虚假陈述的民事赔偿责任。这种虚假陈述的赔偿责任与其对内幕交易行为承担的连带责任处于竞合状态。根据法律的规定,受害人有权选择以虚假陈述为由,也可以选择以内幕交易的为由向上市公司主张权利。(作者为北京华堂律师事务所律师)

上维维权在线·投资者维权志愿团 每周一刊出



有困难找周晓 要维权寻投资者维权志愿团

◎维权热线:021-96999999
◎维权博客:http://zhouxiaohong.blog.cnstock.com
◎邮箱:wq315@cnstock.com
◎维权频道:http://www.cnstock.com/stock315/index.htm
◎来信:上海杨高南路1100号上海证券报通信箱(200127)

周晓信箱

股票停牌为何不能提前公告

周晓同志:

我是一名新开户的股民,我发现有些股票常常突然停牌而不能进行交易。那么,股票停牌为何不能提前一天公告呢?

山东王先生

王先生:根据上海和深圳证券交易所现行的《上市规则》,股票停牌可能有多种原因,包括召开股东大会、发布定期报告及临时报告、业绩预告、快报、公报等。如公共传媒中出现上市公司尚未披露的重大信息,可能或者已经对公司股票及其衍生品种的交易价格产生较大影响的,公司股票及其衍生品种应当停牌,直至公司披露相关公告的当日上午十时三十分复牌。而上市公司股票交易出现异常波动的,公司股票及其衍生品种也应停牌,直至公司披露相关公告的当日上午十时三十分复牌。由于上述情况都需要对媒体信息和交易状况进行实时监控,如有需要则临时作出停牌决定,因此无法提前一天进行公告。当然,有出现其他情况的,应当鼓励上市公司提前发出相关公告。

周晓

证券公司倒闭交易资料如何寻

周晓同志:

我以前在广东的南方证券公司开户炒股,但后来南方证券倒闭了。那我应去哪里找回我的相关的交易资料呢?

广东赵女士

赵女士:自2004年元月南方证券因亏损严重被行政接管后,建银投资公司已通过竞拍取得南方证券的有关证券类资产,接手了南方证券74家营业部和投行业务,并以此为基础设立了建银投资证券有限责任公司,简称“中投证券”。2005年11月4日,原先所属南方证券的正常客户,在办完交接手续后便自动转入中投证券。因此,您若找回相关交易资料,查看股票托管事宜,则应与当地的中投证券进行联系,查询相关资料。

周晓

维权动态

与诉讼时效赛跑,小股民打赢“蓝田案”

◎本报见习记者 徐锐

备受广大投资者关注的蓝田股份虚假陈述民事赔偿案近日有了新的“开花结果”,本报记者近日从原告——河北投资者张平海处了解到,湖北省武汉市中级人民法院已对该案做出一审判决:判处湖北江湖生态农业股份有限公司、华伦会计师事务所赔偿其经济损失12646元。此外,由张平海代理的其他两名投资者也同时获得胜诉判决。

据了解,此次蓝田股份虚假陈述民事赔偿案诉讼时效的确定一直是外界普遍争论的话题,面对着

诉讼失效过期的争论,先前错失集体诉讼机会的张平海等人没有就此放弃,以实际行动来与诉讼时效赛跑,积极上诉,最终打赢“蓝田案”。

张平海在此次诉讼中称,蓝田股份自上市以来便大肆在媒体上做广告,来宣传其广阔的发展前景及高额的收益回报。受其影响,张平海先后在1998至2002年间分五次购买蓝田股份股票共计1600股。谁知蓝田股份的收益和利润是通过提供虚假财务报告的方式编造出来,并连续造假数年,因此给其造成了一定的经济损失,遂要求判令其赔偿投资损失12646元。其同

时称,为蓝田股份提供审计的华伦会计师事务所,违反诚实信用、勤勉尽责和真实客观的原则及会计法和证券法的规定,为生态农业公司进行虚假陈述创造了必要的条件,严重违反了会计法与证券法的规定,其因此应承担连带责任。

针对张平海的陈述,法院则认为,生态农业公司自1999年8月11日至2001年3月1日期间,连续采用弄虚作假的手段夸大公司业绩,编制虚假的财务报告并向社会公布,违反了信息披露的诚信义务,其行为已构成虚假陈述。但经调查发现,张平海购买600股不在其虚假陈述期间,与生

态农业公司的虚假陈述行为之间不存在因果关系,不予支持。而张的其余1000股股票则是在虚假陈述实施期间购入的,并于生态农业公司虚假陈述被公开揭露后仍持有,其所形成的亏损与生态农业公司的虚假陈述行为之间存在法律上的因果关系,故公司应对该部分的投资损失承担赔偿责任。在会计师事务所的问题上,法院认为其应当知道生态农业公司年度报告虚假却出具无保留意见的审计报告,亦构成共同侵权,应对生态农业公司承担连带责任。综上所述,法院判决生态农业公司赔偿张平海经济损失12646元,华伦会计

师事务所对此则承担连带赔偿责任。

在蓝田共同诉讼案后,此次“蓝田案”个案的胜诉对广大投资者极具借鉴意义。蓝田股份当年因屡次造假而给广大投资者造成的极大的经济损失,在其虚假陈述行为被揭露后,广大投资者则积极参加共同诉讼,也有部分投资者因获悉时间较晚而未赶上共同诉讼。但维权意识的逐渐增强使得部分投资者并未放弃诉讼的意愿,本次“蓝田案”个案诉讼的提出便是其依法维护自身权益的最好体现,而胜诉的判决则是对其努力的最好回报。

维权在线嘉宾答疑热点

股改口头承诺到底算不算数

自股权分置改革试点开始以来,各家公司的非流通股股东纷纷在中国证监会规定的底线基础上,围绕在股改完成后继续维持本公司股票价格的中心环节,作出了各种各样的承诺。本文将针对各公司的承诺事项,提出在解释方面应当适用的几项基本原则:

1.填补空白。对于中国证监会要求参加试点的公司中的非流通股股东作出“分步上市流通”的承诺,其中包括其“持有的非流通股股份自获得上市流通之日起,至少在十二个月内不上市交易或者转让”,此处规定的禁售期间中,非流通股股东的持股既不得挂牌上市交易,也不得通过大宗交易、“定向回购”、“战略配售”等方式参加流通。有公司的试点方案中,非流通股股东仅承诺在一定期间内不“挂牌交易出售股份”,而未承诺不进行其他方式的转让,此时《通知》中关于一年禁售期的要求自然应当填补空白,成为非流

通股股东承诺的一个当然组成部分。

2.从严解释。非流通股股东与流通股股东之间“以对价换流通权”的合同虽然不是《合同法》上的“格式条款”,但双方当事人之间的缔约能力相差悬殊,如果不在合同条款的解释上对流通股股东进行适当的倾斜,后者的权益很难得到实质上的保护。笔者认为,当有关试点方案的内容含义不明时,应当参照《合同法》第41条的规定,对有关条款作出不利于非流通股股东的解释。如有试点方案规定在公司“股价”低于一定价位时,非流通股股东即应入市护盘,但上述“股价”如何界定,方案中并没有明确,此时应将此种股东的义务触发条件进行宽泛解释,只要公司股票在一段时间内的开盘价、收盘价、盘中价、算术平均价、加权平均价中任一数值低于事先确定的价位,非流通股股东就有入市护盘的义务。反之,有试点方

案承诺只有在公司“股价”高于一定价位时,非流通股股东方有减持股份的权利,但上述“股价”如何界定,方案中同样没有明确。此时应将此种股东的权利进行限缩解释,只有在一段时间内公司股票的开盘价、收盘价、盘中价、算术平均价、加权平均价均高于事先确定的价位时,非流通股股东才有出售股份的权利。

3.债务承继。在法理上,各试点公司非流通股股东的承诺构成法律上可以执行的义务(债务),在承诺履行之前,如果作出承诺的自然人死亡,债务依法由其继承人在所继承遗产的实际价值范围内清偿;如果作出承诺的法人因变更、合并、分立等原因消灭,则债务依法由有关公司或其他机构承继。

4.多数人承诺。如果试点公司非流通股股东共同作出承诺,则该等股东之间应就债务承担形成连带责任。当有关债务是积极义务

时(如入市护盘),所有承诺的股东均有积极行为的义务(即投入资金购买本公司股份);当有关债务是消极义务时(如维持持股),则所有承诺的股东均有不作为的义务(即不得抛售持股)。

5.口头承诺。个人认为,根据我国合同法的规定,要约和合同本身无须采用书面形式,非流通股股东在公开场合所作的“终身不进行减持”的承诺,除非事后及时以书面形式进行否认或者撤回,也应作为合同条款订入非流通股股东与流通股股东之间“以对价换流通权”的合同中。如违反合同规定,即应由违约方承担相应的法律责任。如果事后证实为故意作出的虚假陈述,毁约方还应承担《证券法》上的责任。但该项承诺未写入公司的《股权分置改革说明书》,也未作为公司的临时报告加以公告,不涉及发行人及其高级管理人员与中介机构法律责任的问题。



上周维权在线值班嘉宾 本报投资者维权志愿团成员 北京市浩天信和律师事务所 李妍 律师

简介:毕业于北京大学研究生院,2003年进入北京市浩天信和律师事务所任专职律师。在公司、投资、证券及贸易等方面尤为专长,主要从事证券金融、资产重组、产权界定、外资企业及合同方面的相关业务。

维权博客

防范权证风险 券商应担重责

◎皮海洲

伴随着权证JTP1走向末日,市场又一次领略了权证炒作的疯狂。从0.803元的价格炒到8.05元,最终以0.107元谢幕,短短20个交易日里,权证JTP1将权证市场的风险演绎得淋漓尽致。而与此同时,令人匪夷所思的是,权证JTP1在实际价值为零的情况下,在权证JTP1走向交易的最后时刻,持有权证JTP1的投资者竟然对权证JTP1还抱有一种惜售的心理,面对权证JTP1的投资风险茫然不知,以至投资者投资权证的风险被进一步放大。

众所周知,权证是一个投机性很强的品种,也是一个投资风险很大的品种。特别是在权证最后的交易日来临的时候,一些实际价值为零的权证,最终将变成一张废纸。因此,作为权证的投资者来说一定要注意做好风险的防范工作。但从权证JTP1的走势来看,不仅一些投资者盲目地参与到权证的投机炒作中来,而且在权证最后的交易时刻,一些投资者仍然不知风险来临,自身防范权证风险的能力很差。因此,在这种情况下,为防范权证风险,作为券商来说,有必要承担起重要职责。

首先,各券商要严格按照沪深交易所的规定与权证投资者签署《权证风险揭示书》,凡未签署《权证风险揭示书》一律不准参与权证交易。而在签署《权证风险揭示书》的同时,各券商要严格按照规定向首次买卖权证的投资者全面介绍相关业务规则,充分揭示权证交易的高风险性,切实引导、提醒投资者重视并控制权证交易风险,使投资者对权证投资的风险有一个全面的了解。这样投资者在实际的投资过程中就不会对权证的风险茫然无知了。

其次,各券商要认真贯彻证监会下发的《证券公司依法合规经营,进一步加强投资者教育有关工作的通知》精神,切实做好投资者教育工作。这其中尤其是要注意采取各种形式开展权证业务的投资者教育工作,使投资者知悉权证交易、行权的基本知识和主要风险。这样投资者在了解了权证投资的基本常识和主要风险后就不会把权证当股票来投资了,从而避免不必要的投资风险。

此外,在权证交易的最后交易日里,各券商务必要采取切实措施,比如采用张贴公告、喇叭广播的形式,做好权证投资的提示工作。特别是对于那些实际价格为零的权证,一定要提醒投资者及时地卖掉到期日所持有的权证,以避免权证投资者出现血本无归的局面。(博客地址:http://pihaizhou.blog.cnstock.com)