



打击内幕交易是监管层的责任,防范内幕交易是每个投资者的责任

从黄光裕案看内幕交易民事赔偿

主持人:上海新闻闻达律师事务所副主任 宋一欣

本期嘉宾: 申万证券研究所市场研究总监 桂浩明
上海交大凯原法学院副教授 许多奇

本期《证券时报》与《证券时报网 www.stcn.com》举办的投资者法律保护论坛,是本论坛第 11 期,在上海举行。这期的主要话题是从黄光裕案终审判决看内幕交易民事赔偿问题的可行性。

如何发现内幕交易线索?

宋一欣:大家都知道,黄光裕三罪(非法经营罪、内幕交易罪、单位行贿罪)并罚,被判处有期徒刑 14 年,并处罚金人民币 8 亿元。我们这里今天讨论的主要是内幕交易问题,主要讨论黄光裕涉及内幕交易以后,我们怎么看?包括证监会在内很多关于内幕交易问题的法律规制。同时,我们也想讨论一下海外证券市场内幕交易制度的法律借鉴,内幕交易民事赔偿的法律问题以及内幕交易证券法学现象分析。

在证券市场违法案例当中有三大环节:第一个是虚假陈述,第二个是内幕交易,第三个是操纵股价。从现象的角度来说,虚假陈述和操纵股价比较容易发现,相对来说内幕交易发现的难度较大,因为它都是内幕人的内幕行为。在这种情况下,监管机构和交易所也采取了一系列措施来强化对内幕交易的法律规制和对内幕交易行为的打击,包括法院、证监会都进行了很多处罚,内幕交易的司法判决也不少。

但是在市场向好的情况下,内幕交易仍然是很普遍的行为。下面,我们先请桂浩明先生谈一谈内幕交易在证券法学当中的现象分析,作为投资者怎么样才能发现内幕交易的线索?

桂浩明:关于内幕交易问题确实一直非常受人关注,这几年证监会也加大了对内幕交易的打击力度。最近黄光裕案的三大罪名当中也涉及到内幕交易罪。我们现在界定内幕交易,是指上市公司的当事人或者重要的管理人员、关联人士,这些人利用得到的有关对上市公司可能会产生重大影响的事件信息,这些事件尚未被披露,还属于内幕交易状态,他们预先就开始进行有利于自己利益的买卖行为,或者他觉得这个消息一旦披露,股价会大幅上涨,他会买入;或者其预期股价会下跌,他会事先卖出,我们现在把它界定为内幕交易。它直接违反了证券市场当中的“三公原则”。上市公司的信息应该在第一时间让每个投资者都能公平得到,但内幕交易现在违背了这个规律,会对投资者利益造成非常大的侵害。所以,内幕交易无论是在中国也好、海外也好,都是证券市场重点打击的对象。

现在很多投资者在实践当中可能会产生这样的问题,第一,什么样的行为算是内幕交易?我了解到这个信息,这个信息算不算重大?对于资本市场来说到底会产生怎样的影响?这可能到目前为止还是比较难以准确作出界定的事情。现在我们断定是一个重大事件,什么算重大事件?有些可能只是提到了一下,属于结算公司的事情,和上市公司到底有多大的关联?对此一直存在争议。此外,内幕交易过程当中什么样的行为够得上处罚?过去我们在这方面的政策比较粗糙,现在正逐渐加以研究,比如证监会规定如果参与内幕交易的交易额达到 50 万元就可以认定为参与内幕交易,这就比较严厉了,而且对于重大信息也会有越来越准确或精确的判断。但是从实践当中来看,毕竟有些还属于定性的东西,比较难以判断。

很多投资者都希望从炒股软件提供的信息快速当中发现线索,但我理解炒股软件一般来说存在两种状况:一种是根据技术走势来判断,这很明显不属于内幕交易;另外一种它是说某

某公司将会发生怎样的事件,如果这个事件最后被证实是确实有的,对了解事件的人士、发布这个信息应该要承担法律责任,也就是说他违规发布了信息。因为信息发布有规定的平台、规定的时间,交易时间是不能发布的,必须在交易时间以后,重大信息必须在证监会指定的媒体发布。另外,如果这个消息在公告于其他受众之前,已经在内部事先传播了,并且已经有交易行为了,这至少有涉及到内幕交易之嫌疑,这个问题需要仔细判断。一般来说,我们会提醒投资者在交易软件上提供的信息只能作为参考,最重要的权威信息还是应该以上市公司在指定媒体当中披露的信息为主,如果你以其他信息作为投资依据可能会存在比较大市场风险。

宋一欣:按照桂先生的讲法,就是比较难以从炒股软件或者网上发布的信息当中发现线索?

桂浩明:从炒股软件或者网上发布的信息中发现内幕信息,一是消息真假有问题,有些投资者看到了会询问,我们一般给他的建议是以三大报指定媒体为主。从现在的情况来看,大多数消息不是很可靠,或者偏差很大,如果你按照这种信息投资股票,本来以为是得到了内幕交易,实际上很可能是掉入了陷阱。

宋一欣:这也是投资者应当引以为戒的。

海外市场如何监管内幕交易?

许多奇:刚才桂总谈到内幕人、内幕信息以及什么叫内幕交易,然后又谈了谈我们国家的情况。我想从国外法律的发展来谈一谈对内幕交易的看法,从法学的角度,一是从立法,二是从行政,三是从司法三个角度来对它进行分析。

从立法上来看,加拿大和荷兰是从《公司法》对内幕交易进行追究。从《公司法》来追究有一个问题,就是对内幕人的追究会比较窄,主要是董事对上市公司负有怎样的诚信义务,所以比较窄。另外一个就是从英国来看,英国以前是自律的金融监管、证券监管模式,发展到后来发现光靠自律或只靠法院系统,对内幕交易的打击不够严厉。英国大概是从 1988、1989 年金融危机以后,就开始从刑法定内幕交易罪。到 2000 年以后《金融服务与市场法》出现了以后,就开始从民法、行政法、刑法三者相结合对其进行监管。

第三种模式是美国。美国主要是从《证券法》这个角度,我们国家香港地区也是这个模式。我去年到美国纽约大学做访问期间,发现美国主要是通过信息监管,他们也叫“证监会”,但跟我们的证监会不太一样,他们的证监会比我们证监会权力大很多,因为他有国会授权的,还有准司法权。我们的证监会只有调查权,但这个调查只限于现场调查,而美国证监会的调查权除了一般的调查以外,还可以直接向银行或金融机构发起“冻结令”、“搜查令”,只要他观察到有一些银行账户的异动变化,他认为这就是信息监管,马上就会引起证监会的警惕。强调行政监管的迅速,司法监管强调相互制约、相互合作,因为美国在这方面发展的比较早,比我们国家早几十年,有些地方值得我们学习。

海外处理内幕交易手段有哪些?

宋一欣:我们国家现在对内幕交易的处理手段,一是行政处罚,二是刑事处罚,现在在民事赔偿也可以进行。请问许教授,海外对内幕交易处理的手段一般有哪些?

许多奇:各个国家各有特点,如果是以美国为例的话,它主要是证监会的一些法规,最主要的是判例,判例不断的变化,每一个判例下来会形成一



摄影/俞叶峰

些选择。

刚才桂总也谈到取证的问题,内幕交易是非常难取证的,而且内幕交易是非常难规制的,它考量一个国家资本市场的发达水平和法律监管水平。美国是以判例为主,所以原则也会不断变化,一开始是一定要面对前面一个人负有信义义务,这个时候我才承担内幕交易的责任。后来发展到推到几个层级,第六层的人对第一层的人没有信义责任,以及刚开始的时候,它的原则是市场上每一个平等的人,他认为每一个投资者都应该对信息有同等接触权利。发展到后来发现这样也不是特别合适,有些情况不是为了个人的私利,你公布这个信息,利用了这个信息,我没有这个义务,也可以运用这个信息,也不叫内幕交易,不是违规或犯罪的行为。

按照美国的法律,一是其证监会会出合很多规章、制度,二是有一定的成文法,美国是判例法的国家,在内幕交易上有成文法,同时靠判例,非常灵活,不强调完全按照严格的理论或规则来办事,而是强调按照怎样适用法律。

刚才还提到一个问题,就是投资者自我保护的意识问题。美国上世纪 60 年代以前在内幕交易到底要不要法律制裁的问题上有很多争议,甚至大经济学家凯恩斯认为,这就像我们玩一个游戏,就像击鼓传花或者是占位游戏,投资者自己愿意坐上去,那投资者自己承担责任就好了。还有一个经济学家认为这就是对企业高管的补偿,而且内幕交易收集证据这么难,何必去花这么大的人力、物力、财力呢?那么怎么办?是不是不查了?后来美国证券法知名学者 LOSS 教授说,这就像我们玩牌一样,如果有人能在牌上做记号,你不管,那么还有谁玩这个游戏呢?

我们国家走到现在,像黄光裕这个案子,在刑法上内幕交易已经接近于上限了,黄光裕是数罪并罚,14 年。宋律师现在做的内幕交易民事赔偿、私人救济,美国在这两项上是并行不悖的。我在考虑,是不是将来发展到一定的程度,老百姓保护自己的利益,自己要学会自我救济,自我防范、自我保护,另外在公立救济这一块有一些律师的帮助,发挥公立救济和私人救济相互配合的作用。

国内内幕交易民事赔偿存在问题

宋一欣:许教授提到内幕交易民事赔偿,我说几句,内幕交易民事赔偿目前为止有过两起案件,但都不太成功。虽然《证券法》2005 年修改了以后,明确可以以内幕交易民事赔偿了,但相应的细则没有出。

我现在主张前置条件应该扩大一些,现在的太窄了,管辖应该没有什么问题,时效也没什么问题,难的就是哪些人可以作为内幕交易的原告。我们现在是根据法院的判决,黄光裕案中现在确定 2007 年 4 月 27 日到 2008 年 5 月 27 日为内幕交易实施日,这个时期

是北京市第二中级人民法院判决书中规定的日期,这段时间他们有内幕交易的实施过程,北京高院也确认这一点,所以我觉得这是比较好的,符合条件的原告应该在这个范围之内有买卖才行。

接下来没有解决的是什么问题呢?我跟其他几个律师也探讨过,现在很多律师在网上征集中关村案件,这样的话就碰到一个问题,这个期间里面是单向的买入还是双向的买和卖?是双向的交易,就是黄光裕买进你也买进,还是黄光裕卖出你也卖出?或者是黄光裕买卖你也买卖,这个问题没有解决。我看了一下,美国内幕交易民事赔偿是适用于同时交易理论,也就是说只要黄光裕在这段时间买卖的,你也买卖了,那么你就可以计算损失。

问题又来了,我在实施日之前买入的,延续到这个时期的算不算?到实施日结束了,还没有卖出,应该怎么办?这就需要最高人民法院的司法解释。

接下来又碰到一个问题,起诉了以后法院怎么送达传票呢?黄光裕关在里面,杜鹃是放出来了,判了缓刑,按照我们国家规定,判了缓刑的也是要监视,每个礼拜或者每隔几天要汇报,公安机关要抽查你在哪里,是有管制的,那么杜鹃在哪里?黄光裕关在哪里?除了内部几个人知道以外,谁也不知道,我给北京市司法局和北京市监狱局写了一个申请,要求信息公开,涉及到投资者利益的问题,你要告诉我黄光裕在哪个监狱服刑。

还有一个问题现在没碰到,哪一天碰到不知道。现在黄光裕是有钱的,有些内幕交易案件罚了以后是没钱的,有些罚款收了,人也找不到了,如果起诉的话怎么办?《证券法》当中有一个条款,民事赔偿、行政处罚和行政罚款如果相矛盾的话,民事赔偿优先。假如说黄光裕我们找不到了,他也没钱了或者破产了,他的罚款都交了,那么投资者怎么办?现在案子还没打起来,事情已经有一大堆了。这个确实是一个很大的问题,对此两位有什么见解?

许多奇:黄光裕是国美的大股东,他可能有 30% 的股权,他有办法赔,但是有很多被告或者内幕交易者没有办法赔,那么怎么办?到底是罚金、罚款都收归国库还是怎么样?美国有这样一个做法,《证券交易法》有三种措施,一是罚款,二是没收违法所得,还有一个是刑事罚金。罚金与罚款是不能动的,但是没收违法所得,原告受到多少损失是无法计算的,但被告获得多少违法所得是可以计算的,比如黄光裕获利 1 个亿,那么就在证监会立一个账户,这个账户叫做证券赔偿基金,等民事诉讼打完了以后,虽然它有惩罚性条款,比如赔偿 3 倍,我赔不了你那么多,那么我就以这个账户为限。美国这个立法的目的就是内幕交易双轨并行,另外一方面对投资者来讲也有一个限度,你对自己的行为要负责任,有一个赔偿的限度。

宋一欣:目前来说,中国证券民事

赔偿当中,因为把证券侵权案件定为特殊的侵权,特殊的侵权执行举证责任倒置,原告只要提供基本信息和损失情况,如果说被告不同意的话,那就由被告来举证,这一点还是有优势的,我想今后的内幕交易民事赔偿也应该适用于这样一个规定。

中国现在的问题在什么地方呢?中国现在是你起诉了法院才能立案,就是所谓的单独诉讼,最多是共同诉讼,最大的前提是你诉了才行,不诉不行。和美国最大的区别就是美国是集团诉讼,一个人诉了,凡是等同条件的人都等于诉了。

因为我们现在的制度是你告了才行,投资者觉得:第一、不知道;第二、知道了不合算,就与我们现行的制度有关,告了要花成本,他就宁可选择不告。我统计过,持股人数和起诉人数比例,从来就没有超过 0.5% 的,投资者起诉的比例相当小。

桂浩明:大多数人选择放弃。
宋一欣:对,要么不知道,要么选择放弃。我做了那么多年,我觉得再推进,推进的力度都不大。对于违法违规者来说,他永远是违法成本低于违法收益,违法所得远远高于违法支出,实际上对于投资者保护力度还是很有有限,就像法院判了违法者,判了刑以后,一般来说服了 50% 以上的刑就可以出来了。证监会的行政处罚,没收、罚 30 万、50 万、100 万,对于一个很大的违法者来说,这真不算什么,最多我不做市场了,找一个替身来做。

对内幕交易的打击,除了桂总刚才讲的作为投资者自己眼睛要睁大以外,实际上光靠司法部门、监管部门来处理还是非常有限的,美国有一项制度是举报奖励制度,现在据说奖励到 10%,这个制度听起来还是很好的,许教授你觉得这个制度在中国推行有没有难度?

许多奇:实际上很多内幕交易案子的起因,包括黄光裕的案子,刚开始是单位行贿罪,然后把内幕交易罪引出来的,美国也是发现,如果没有知情人举报的话,有时候你很难发现,就是刚才宋律师所讲到的,他的违法成本非常低,另一边利益又非常大,他肯定选择违法。美国想了这样的一个奖励制度,重金之下必有勇夫,你得到所有赔偿的 10%,在这种情况下是不是能真正对内幕交易产生遏制作用?

宋一欣:今天的节目时间已接近尾声了,按照惯例,最后请两位嘉宾总结一下。

桂浩明:打击内幕交易是监管层的责任,而防范内幕交易是每个投资者的责任。

许多奇:防范内幕交易和保护投资者权益,从各个国家的历史来看都有很长的路要走。我们国家目前的立法、司法、行政都在努力做,在现有的情况下,有些地方做的比较好,但有些地方还有待进一步努力,这需要公法的救济和司法救济同时努力。



9月17日,证券时报网(www.stcn.com)《专家在线》栏目与投资者交流的嘉宾,有申银万国分析师胡芳、东莞证券分析师梁锦雄、大同证券分析师石劲涌。以下是几段精彩问答回放。

时报网友:安泰科技(000969)21元成本,能补仓吗?

梁锦雄:公司作为一家新材料公司,具有领先的技术,公司年产4万吨非晶带材及制品项目预计在2010年能得到全部释放,将使公司占据全球一半市场份额,成为全球第二家生产企业。发展前景看好,股价坚挺,可持股。但市场趋势不明朗,不建议补仓。

时报网友:富龙热电(000426)现价能买吗?

石劲涌:前期因为与内蒙古兴业集团资产置换,转型为矿产型公司。公司的资源具有稀缺性,未来前景较好。但目前股价偏高,建议股价下调时买入。

时报网友:三环股份(000883)目前可以进入吗?

梁锦雄:三环股份原拟将全部资产及负债与湖北省国资委、长江电力和国电集团持有的湖北能源合计100%的股份进行资产置换。从收入构成看,湖北能源的最主要盈利点依然是水电,其次是房地产,火电盈利能力则相对较弱。股价近期维持箱体运行,昨日冲高回落,继续上行动力不强,暂观望。

时报网友:星湖科技(600866)怎样操作?

胡芳:2010年半年报每股收益0.3268元,2009年年报每股收益0.41元,流通A股52110万股。公司主要产品是铝水铝锭的价格回升带动业绩快速增长,半年报增长幅度超过220%。明年新建4000吨产能投放后公司销量将达到10000吨,盈利预期向上提升,建议中线关注。

时报网友:山东威达(002026)现在买行吗?

胡芳:公司是全球最大的钻夹头制造厂商之一,主营产品为钻夹头、锯片及粉末冶金件,主要用于电动工具、机床、汽车等行业,钻夹头在主营收入中占比超过65%,且有50%以上出口欧、美、亚等地。技术面上5日均线附近可适量逢低吸纳。

时报网友:云南城投(600239)后市会怎么样?

胡芳:公司是云南省国资委旗下唯一的地产运营平台。目前承担着省城昆明城市综合运营商的职责,承担着完成滇池环湖东路一级开发、建设新昆明的重任,还承担着大量的城中村改造项目。短期该股受制于半年线压制,不破30日均线可暂守。

时报网友:新疆天业(600075)近期有上涨空间吗?

胡芳:投资亮点:1、节水灌溉行业有着良好的发展前景。公司节水器材的生产和推广能力均居全国第一,是国内的知名企业,有着良好的竞争优势。目前,已准备在巴基斯坦等国实施大面积的推广,公司节水灌溉的国际影响力不断加强。2、公司聚氯乙烯(PVC)产能达到70万吨,离子膜烧碱60万吨,电石100万吨,发电量80万千瓦及150万吨电石渣制水泥项目,已位居全国同行业第一。3、随着沿海地区部分企业出口方向开始向西转移,这对新疆的产品和国内产品,通过新疆进入中、西、南亚、东欧入俄罗斯对接极为有利。短期该股站在所有中短期均线之上,强势特征明显,可继续持有。

时报网友:濮耐股份(002225)、晋西车轴(600495)被套,后市怎么看?

胡芳:濮耐股份2010年上半年实现营业收入7.30亿元,同比增长56.88%;营业利润8249万元,同比增长26.88%;净利润6940万元,同比增长20.80%;基本每股收益0.12元。行业整合仍是看点,以下两个方面将有效促进耐火材料行业整合:(1)钢铁产业整合将使耐火材料企业的客户更集中,国家规划在未来3-5年将钢铁企业整合成少数几家钢铁集团,钢铁企业整合将推动耐火材料需求集中化,耐火材料行业的竞争格局预计将开始分化;(2)整体承包销售模式有利于大型耐火材料企业,公司近期陆续设立昆明耐火材料有限公司,收购上海宝明耐火材料有限公司、焦作贝格耐火材料有限公司,充分表明公司开展行业整合的积极性。短期该股跌破半年线,如近几天不能有效收复,将考验60日均线的支撑。

晋西车轴作为铁路设备零部件的领先提供商,未来发展确定性高,短期不破20日均线可守。(唐维整理)