



# 预测性信披失误:无法预料之痛

证券时报记者 文雨

## 来信选登

2010年6月,A公司原第一大股东将部分股份公开征集转让,后被B公司摘牌受让。受让股份后,B公司承诺实现A公司当年扭亏,但结果却让人眼镜大跌。今年10月,A公司因业绩不佳变身ST。据相关人士透露,A公司在摘牌时信誓旦旦承诺,使得众多中小股东深受其害。突然遭遇此次巨变,令其损失惨重。希望能认真核查。  
——某股民

证券时报网(www.stcn.com)维权频道中“我要维权”栏目,有股民对上市公司股东承诺实现扭亏的说法提出质疑。2010年6月,B公司受让A公司股份后,曾承诺实现公司扭亏。但今年10月,公司却因业绩不佳变身ST。此类重大性的预测性信息披露是否构成虚假陈述?股民是否能够追究相关股东,或上市公司相应的民事责任呢?

## 行为主体:

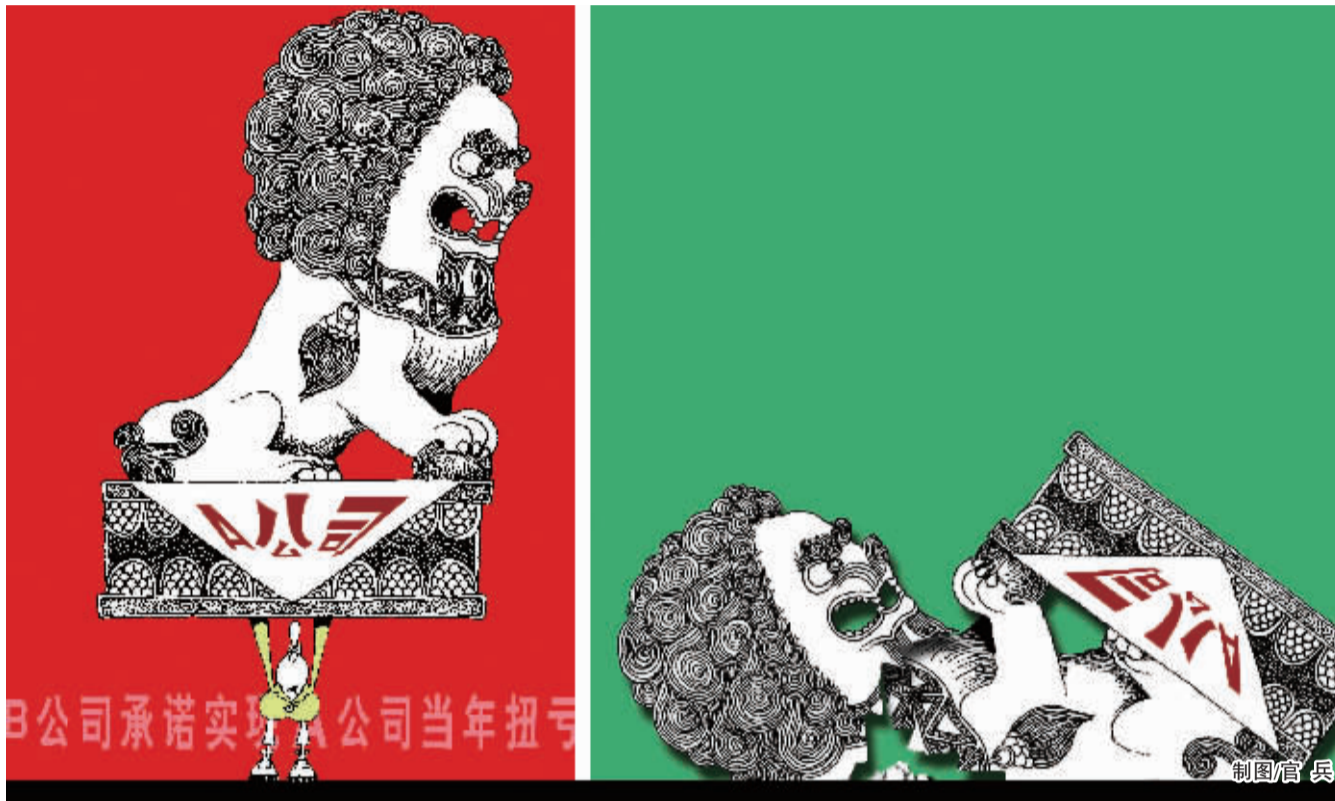
包括控股股东或实际控制人

证券时报记者:从上述股民的提问看,B公司承诺实现A公司当年扭亏”的事实及行为性质是问题关键。以往的虚假陈述证券民事案件中,投资人多以上市公司为被告,且最终承担民事赔偿责任的都是上市公司。而本案却很有特色,上市公司的股东成为主角。

应该说,B公司的承诺性质为盈利性预测信息披露。与事实不符合的预测性信息披露是否可能转化为虚假陈述?其转换的首要条件又有哪些呢?针对此,维权信箱对北京大成律师事务所陶雨生律师进行采访。

陶雨生律师:本案中,承诺实现A公司当年扭亏”的主体并非上市公司,而是其股东B公司。本案中,B公司是否应当承担虚假陈述的证券侵权民事责任应当从以下问题考虑。与事实不符合的预测性信息披露可能转化为虚假陈述,但其转换的首要条件是,虚假陈述的主体是否包含这种预测性信息披露行为人。

根据《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》(以下简称《司法解释》)的规定,虚假陈述的主体是“虚假陈述行为人”。《司法解释》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:(一)发起人、控股股东等实际控制人;(二)发行人或者上市公司;(三)证券承销商;(四)证券上市推荐人;(五)会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构;(六)上述(二)、(三)、(四)项所涉单位中负有责任的董事、监事和经理等高级管理人员以及(五)项中直接责任;(七)其他作出虚假陈述的机构或者自然人”。

因此,本案中B公司在受让原第一大股东所持公司股份之后,已经成为《司法解释》第七条规定的“控股股东”或“实际控制人”。因此,B公司应当按照《证券法》及相关法律法规履行信息披露义务。如果B公司违反信息披露义务,则根据《司法解释》第一条“本规定所称证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件,是指证券市场投资人以信息披露义务人违反法律规定,进行虚假陈述并使其遭受损失为由,而向人民法院提起诉讼的民事赔偿案件”之规定,购买A公司股票的投资人有权对B公司提起虚假陈述证券民事赔偿。

## 行为界定:

预测性信息披露错误预测

证券时报记者:本案中,股民提出问题的焦点在于B公司“承诺实现A公司当年扭亏”上。因此,承诺实现A公司当年扭亏”是否属于符合《司法解释》中规定的虚假陈述行为界定呢?

陶雨生律师:其实,这是非常关键的法律问题。从英美的立法来看,证券虚假陈述主要包括不实型虚假陈述、遗漏型虚假陈述、误导性虚假陈述、错误预测。而目前国内《司法解释》第十七条对于虚假记载、误导性陈述、重大遗漏均有定义,但对于“错误预测”并没有明确规定。本案中“承诺实现A公司当年扭亏”与虚假记载、误导性陈述、重大遗漏均不能完全吻合,却恰恰与“错误预测”直接相关。既然能够“承诺”扭亏,则必然能够对于公司的业绩进行事先预测。

预测性信息披露是信息披露制度在20世纪70年代以后出现的新事物。预测性信息披露对整个证券市场都有很大的益处,它可以提醒投资者注意将要发生的一切,并使其做好充分准备,从而提前释放证券利好、或利空的影响,减小证券市场波动。比如本案中,理论分析,如果B公司承诺属实,那么投资者必然会提前买进A公司股票,提前分享扭亏为盈的财务报告公布后,股价大幅上扬带来的收益。

从国外的法律制度看,一般来说,预测性信息主要包括以下五个方面内容:对利润、收入(或亏损)、每股收益(或亏损)、资本成本、分红、资金结构或其他财务事项预测的陈述;公司管理者对未来运营的计划与目标的陈述,包括有关发行人产品或服务的计划与目标;对将来经济表现的陈述,包括管理者在对财务状况分析与讨论中的任何陈述;任何对

上述事项所依据的假设前提及其相关事项的陈述;任何证券管理机构可能要求对上述事项预测与估计的陈述等。本案中,B公司的承诺内容正是对于上市公司利润等财务事项的预测,而且该预测比较肯定。从法理上看,B公司“承诺”与事实出现重大出入的行为性质,很可能认定为虚假陈述。

## 适时建立民事责任追究制度

证券时报记者:目前来看,对于预测性信息披露的违法违规,我国目前仍未走出以行政处罚替代民事责任的格局。对于民事赔偿和救济的制度性规定,您有哪些建议和意见呢?

陶雨生律师:从本案来看,证券民事赔偿立法的进步,尤其是《司法解释》的修订及完善的空间还是非常大的。目前国内立法对于预测性信息披露的义务没有系统性的明确要求,只有个别规范性文件有所规定,比如《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》对上市公司盈利预测、发展规划等预测性信息进行了相应的要求。

当然,对预测性信息披露制度进行立法需要较为高超的立法技术,比如关于“预测与事实出现重大出入”中的“重大”如何解释、如何界定、采取何种标准,是否应当考虑预测者的主观状态,是否应当考虑预测信息的合理事实基础以及在诉讼程序中的举证责任如何分配等,均需要在立法中予以明确。

# 无救济即无权利

上海交通大学凯原法学院 许多奇 教授

者利益?笔者认为,关键在于要求上市公司遵循全程性信息披露原则。这一原则的具体内容包括:其一,披露预测的基础方法及基本假设。上市公司必须清晰披露预测性财务信息的假设前提、生成方法、财务指标口径与标准、时间跨度等内容,并经过注册会计师审核;其二,披露预先警示。上市公司在披露预测性信息时,必须用适当的方式充分的警示性陈述,以便投资者在使用预测性信息时保持清醒头脑和谨慎态度;其三,对于预测信息的持续披露。预测性信息建立在现实的基础之上,一旦客观条件发生变化,预测的客观基础不再存在,而使预测性信息变得不真实时,披露人应及时更正预测信息,并予以必要的解释和证明。做到这些,即便公司实际经营情况与预测不

符,也不致使投资者利益受损,披露人也可以免责。

上述案例中,B公司作出“承诺扭亏为盈”承诺时,既未同时披露承诺的现实基础和可行性依据,又无任何警示性陈述,尤其是缺少后续性的更正和更新,总之是完全违背全程性信息披露原则。其结果,B公司的承诺成为虚假陈述,对市场产生误导性影响,损害了投资者利益。

## 引入司法介入机制

对于预测性信息披露的违法违规行为,我国目前仍未走出以行政处罚替代民事责任的格局。一方面,相关监管机构违规处罚严厉,且有很强的行政任意性;另一方面,受损投资者难以得到补偿。我国《证券法》没有为受损投资者提供民事赔偿和救济的制度性规定。

2003年2月1日起实施《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》则未对预测性信息披露的民事责任予以关注。而且,上述《若干规定》对虚假陈述受害者要求民事赔偿的起诉设置了前置条件,即司法程序的启动必须在经过证监会处罚之后。笔者认为,这对于受损投资者及时要求补偿无疑是设置了障碍。

笔者之见,无救济即无权利。我国目前应尽快建立预测性信息披露的民事责任制度,对这一前瞻性信息披露的虚假陈述认定、归责与免责事由、共同侵权责任的承担、损失认定及赔偿等事项作出法律规定。此外,在对虚假陈述人进行行政处罚的同时,引入直接司法介入机制,以满足受损投资者及时要求补偿的法律诉求,从根本上保护投资者的利益。



## 投资锦囊

### 个股启动四大征兆

有相当一部分股票在行情起来之前是有一些征兆的,只是没有引起投资者的注意而已。

第一种征兆:较大的卖单被打掉。尽管交易清淡,但总会有一些较大的卖单出现。比如日成交在30万股以内的行情必定会有一些万股以上的单子出现,这是完全正常的。如果这些卖单的价格一旦离成交价比较近,就会被主动性的买单打掉,这就是主力拉升前的征兆。众所周知,一旦股价拉起来,主力最害怕的就是前面接到相对低位的获利盘。因此,只要主力资金状况允许,在拉升前会尽可能地接掉一些稍大卖单,以减轻拉升股价时的压力。也可以理解为是主力在一个较小的范围内完成一个相对小量的建仓任务。一旦股价拉升成功,那么这些相对低位买进的筹码就成为主力获利盘。如果操盘手技巧高超的话,一波回升行情是可以获利。也就是说,可以降低自己的持仓成本。尽管对于总持仓盘子来说,降低幅度非常有限。

第二种征兆:盘中出现一些非市场性的大单子。比如在日成交30万股的行情中出现3万股、5万股甚至10万股以上的单子,而且不只一二次,挂单的价格距离成交价较远,往往在第三价位以上,有时候还会撤单,有一种若隐若现的感觉。这种较大数量的单子由于远离成交价,实际成交的可能性很小,因此,可能是主力故意挂出来的单子。其用意只是告诉市场:主力已经在注意这家股票了。主力既然要市场知道,那么股价的结局就是上涨或者下跌,而不会是盘整。当然主力希望市场认为股价要上涨,但我们不能排除下跌因素,除非有其它细节能够排除这一点。但有一点是可以肯定,主力在大量出货前是有可能做一波上升行情。

第三种征兆:盘中出现脉冲式上冲行情。所谓脉冲式上冲行情是指股价在较短的时间内突然脱离大盘走势而上冲,然后又很快回到原来的位置附近。伴随这波行情的成交量有一些放大,但并没有明显的对倒。由于成交

量相当清淡,所以主力肯定在一段时间内没有参与交易,对市场也没有什么感觉。因此主力在正式拉升股价前会试着先推一下股价,业内称为“试盘”,看看市场的反应。也有一种可能是,主力想多拿一些当前价位的筹码,通过往上推一下以期引出市场的割肉盘,然后再选择适当的时机进行拉升。这种情况表明主力的资金相对比较充足,对股价的上升比较有信心。

第四种征兆:大盘稳定,个股盘中出现压迫式下探走势,但尾市往往回稳。这种走势比较折磨人,盘中常常出现较大的卖压,股价步步下探,但尾市却又往往回升。毫无疑问,这种走势的直接后果必然是引来更多的割肉盘,但若无外力干扰,这种脱离大盘的走势在成交清淡的行情中很难出现,因此一般是有主力在其中活动。否则的话,起码尾市股价是很难回升。为了使这类走势成立,主力肯定需要加一些力,因此盘中会出现一些较大的卖单,甚至会加一些向下的对倒盘。总之我们可以仔细观察其交易的自然性,一般来说会有很多疑点让我们研判。

主力将市场上的割肉盘都吸引出来,目的也就很清楚,无非是想加大建立短期仓位的力度,希望买到更多的低价筹码。这是一种诱空的手法,让市场在此位置大量割肉给主力,然后主力再做一波行情。通常主力会在股价的回升过程中尽可能地将前面买进的筹码倒给市场,从而达到了既维护股价,又摊薄了原有持仓成本的目的。

我们分析了四种情况,这四种情况都有一个特点:就是主力要建立一些短期仓位。根据这些仓位的量,我们可以对后面股价上升幅度有一个大概判断。原则上,建的仓位越多,股价升幅就越高,但最终结果还是取决于股价起来后市场的认可程度。也有一些主力是拉起来就做,根本没有建仓的过程。这种情况有几种可能,如大盘走好,个股成为热门板块,个股基本面方面有变化等。

(文雨整理)



## 上市公司在线答疑

### 联发股份(002394) 不受人民币升值影响

问:今年棉花大涨。中报称棉花是去年库存,现在下游服装价格也提了近30%。公司生产的布匹有没有同步涨价?如果涨了,对年报业绩影响有多大?公司产品基本上是出口,是不是去年商定价格?棉花涨,产品价格是会涨还是不变?人民币升值对公司影响有多大?公司是用美元结算的吗?

公司答复:

今年棉花价格大幅涨价、人民币快速升值,对公司成本造成

一定影响,但影响有限。这得益于公司积极采取多元化措施应对上述变化,如加大库存、锁定汇率、调整产品结构、上调价格等,且我公司产业链较长,能部分消化高涨的成本。经过全体员工的努力,公司持续维持稳定的盈利水平。公司75%左右的产品出口,主要以美元结算。我公司订单的价格是根据对未来原料价格及人民币汇率走势的判断,按照一定利润率来确定,因而不是去年价格。

### 焦点科技(002315) 子公司带来积极贡献

问:台湾文笔今年会给公司带来收益吗?最近3年文笔的收益情况怎么样?

公司答复:

我公司于今年9月正式签约收购台湾文笔的业务,近期工作

重点在于团队磨合及业务整合。鉴于以上实际状况,台湾子公司今年暂不会给公司带来收益。我们相信随着持续不断的整合效应,在未来几年里,台湾子公司会给公司带来积极贡献。