

# 陈发树套现青啤惹是非 精准减持难逃质疑

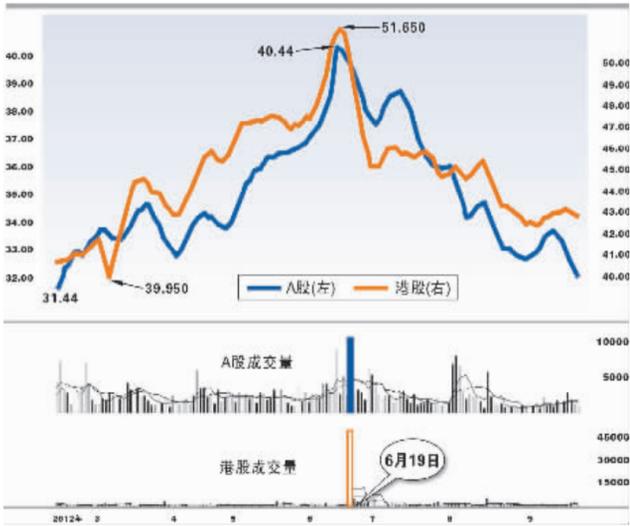
翻看青岛啤酒 H 股的日 K 线走势图, 大多投资者的目光难免会聚焦在 6 月 19 日拔地而起的成交量“巨柱”上。正是这一“巨柱”的出现, 使得新华都董事长、青岛啤酒第三大股东陈发树陷入了涉嫌内幕交易的漩涡。话说回来, 塑造这一“巨柱”的, 恰恰也是陈发树本人。当下, 精准减持式的内幕交易, 正被越来越多的市场参与者加以关注。

证券时报记者 唐立

## 精准减持惹是非 后发声明难释疑

6 月 19 日之前, 今年以来青岛啤酒 H 股的表现, 其实足够令看多的投资者感到满意。自 2 月 6 日探出 39.4 港元的低点之后, 青岛啤酒 H 股便开启了向上攀爬的步伐。尽管上升期间的多数时候青岛啤酒 H 股震荡明显, 但股价却不断创出新高, 截至 6 月 18 日, 该股的累计涨幅达到了 23.14%。值得注意的是, 在股价不断攀高的过程中, 青岛啤酒 H 股的成交并未出现放量的迹象, 而是一直延续上市以来缩量成交的状态。

不过, 6 月 19 日, 青岛啤酒第三大股东陈发树的巨量抛售让这一切发生了改变。当日, 青岛啤酒 H 股大幅跳空低开, 在抛压的垂直打击之下, 该股收盘大跌 7.81%, 而当天成交 4915 万股, 也创下了公司 H 股上市以来的成交纪录。从事后的公开信息来看, 陈发树 6 月 19 日独卖 3200 万股, 占该股当天总成交的 65.11%, 套现逾 15 亿港元。经此一战, 青岛啤酒 H 股的股价随即掉头向下, 截至昨日收盘已累计下跌 15.33%, 陈发树的减持可谓精准。



青岛啤酒 A、H 股走势图

张常春/制图

# 精准买卖: 判断内幕交易的重要特征

杨兆全

在青岛啤酒董事长宣布辞职之前, 陈发树集中大笔减持青岛啤酒 H 股股票。考虑到精准减持的时间, 陈发树与当事人的朋友关系, 种种迹象似乎表明, 陈发树的减持行为可能涉嫌内幕交易。

对于内幕交易, 世界主要经济体的证券法律都严格加以禁止。虽然在法律条文上略有差异, 但是对内幕交易的认定基本趋同, 即利用未经公布的内部重大信息, 卖出或者买入证券的行为。那么, 为了获取暴利, 内幕信息知情人会在精准的时间内买入或者卖出。因此, 这种精准买卖行为, 就成为了内幕交易行为的重要特征。

## 香港对内幕交易查处规定

香港《证券及期货条例》对内幕交易的构成条件、行为特征及处罚有详细的规定。由于陈发树减持香港上市的青岛啤酒 H 股, 因此, 该违法行为为发生地和直接受影响地, 在香港。从既往的案例来看, 该案应该由香港证监会进行调查。

在香港, 内幕交易由“市场失当行为”进行查处, 如果情节严重, 将进行刑事检控。陈发树减持青岛啤酒事件, 在减持时间、陈发树与青岛啤酒当事人的关系等多方面, 都

资料显示, 陈发树于 2010 年 5 月以个人身份出资 2.35 亿美元从原第三大股东英博集团手中收购青啤 7.01% 的股权, 成为青岛啤酒的第三大股东。由于陈发树本次减持的数量较大, 也引起了投资者对其行为的关注。陈发树在随后发布的声明中称, 其减持股份是基于个人投资理财方面的考虑, 并无任何违法违规操作。不过, 在青岛啤酒 6 月 28 日宣布董事长金志国正式辞去董事长职务之后, 众多投资者的关注焦点出现了明显的转折。由于陈发树此前曾经和金志国是中欧 EMBA 班的同窗密友, 许多市场人士纷纷怀疑陈发树已提前获悉金志国离职的消息, 然后才大幅抛出股份, 因此其精准减持的行为有内幕交易的嫌疑。

## A 股同日也遭殃 严查内幕呼声起

回头看青岛啤酒 A 股, 其阶段内的走势与 H 股相当形神相似。自 2 月 8 日探至 30.24 元的低点之后, 青岛啤酒 A 股也展开了震荡上行的走势, 截至 6 月 18 日累计上涨 28.03%。但在 H 股暴跌 7.81% 的 6 月 19 日, 青岛啤酒 A 股也大幅低开, 收盘报跌 2.30%, 明显跑输大盘当日 0.66% 的跌幅。同时, 青岛啤酒 A 股当日成交 1037 万

股, 创下近一年以来的成交高点。随后青岛啤酒 A 股虽小有反弹, 但单边下跌的趋势异常明显。截至昨日收盘, 自 6 月 19 日以来该股已累计大跌 19.34%, 前期高位接盘的投资者应该损失不小。

可见, 6 月 19 日的异动, 也成了青岛啤酒 A 股年内表现的一个重要的分水岭。许多专业人士认为, 虽然 A 股和 H 股的市场表现一直有联动的效应, 但这并不能排除青岛啤酒 A 股在异动当日有内幕交易的可能。上海新望闻达律师事务所高级合伙人、副主任宋一欣甚至呼吁监管层尽快调查此事, 这种“神似”内幕交易的行为了理要让投资者得到一个确切的说法。

如果陈发树精准减持青岛啤酒 H 股的行为被确认为内幕交易, 则 A 股同日出现的异动确实也存在着内幕交易的可能。根据《证券法》相关的规定, 内幕交易的范围不仅是指内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人, 根据内幕信息非法买卖相关证券以获利, 而且还包括建议他人买卖该证券非法获利的情况。换句话说, 一些持有青岛啤酒 A 股的投资者有可能获得内幕信息或者得到相关建议, 并据此在该股异动的当日套现离场。

不过, 陈发树精准减持事件迄今已有 3 个月了, 无论是港交所还是中国证监会, 官方的跟进动态却均没有进一步披露。由于在监管层作出行政处罚之前, 证券民事赔偿不能立案, 因此在此事件中, 受损的 A 股投资者想要索取赔偿, 可以说是连起跑线都还没划好。广东奔奔律师事务所主任律师刘国华认为, 虽然香港法律针对内幕交易的处罚较内地更严格, 但由于两地在内幕交易的法律适用上存在不同, 因此该事件的法律定性相对复杂, 当然监管层也应对此给予足够的关注。

## 精准减持可以有 巧合连连咋能有

精准减持, 不仅使得减持者的利润大有可图, 而且还包含着投资的智慧, 因此理所当然成为了境内外投资者竞相向往的一种投资境界。不过, 在波谲云诡的证券市场, 平凡的投资者毕竟占据绝大多数, 所以算得上精

准减持者的往往就是凤毛麟角。

在 A 股市场, 投资者一方面羡慕着减持者的每一次精准减持, 另一方面却对这种奇迹式的巧合满怀抱怨。他们认为, 精准减持若算奇迹是可以存在的, 但奇迹如果反复出现的话就不能谓之奇迹了, 其背后一定藏着猫腻。但事实一再向我们证明的是, 精准减持这种奇迹的巧合不仅在 A 股存在着, 而且还反复出现。可见, 一些减持者打着精准减持的幌子, 却大行内幕交易之道。

典型的例子如近期向日葵高管的精准减持。在公司 4 名高管于 6 月 29 日至 7 月 2 日大量抛售股份, 套现过千万元之后, 向日葵 7 月 11 日起停牌, 称其将披露半年报业绩预告。7 月 14 日, 该公司发布业绩修正预告, 把上半年业绩从此前预计的“比上年同期下降 50% 以上”调至“亏损 1.6 亿至 1.7 亿元”, 7 月 16 日公司的股价跌停。根据上市公司高管在业绩预告、业绩快报公告前 10 日内不得买卖本公司股票的规定, 市场人士认为此 4 名高管在减持之前得到默契的“掩护”, 由此带来精准减持难逃内幕交易的嫌疑。

有市场人士担心, 随着创业板和中小板公司逐渐增多, 高管持股并进行内幕交易的可能也在加大, 如果监管层不能对精准减持行为给予有效约束与惩罚的话, 市场的法制建设将难以取得实质进步, 中小投资者的利益保护也将被大大削弱。值得提及的是, 由于没有配套的司法解释, 截至目前内幕交易的民事赔偿仍未有成功的案例出现, 可见, 不管是针对内幕交易的打击而言, 还是就股民的维权来说, 中国资本市场法制依旧滞后。

对此, 刘国华律师认为, 一方面上市公司的内幕消息源没能有效防止重大信息泄密, 是造成内幕交易盛行的重要原因之一; 另一方面, 虽然监管层在制度上严禁内幕交易, 但却没有明确和具体说明如何打击内幕交易行为, “吓唬”的成分偏多。因此, 他建议证监会、公安机关等加强配合, 强化针对内幕交易的执法力度, 真正做到违法必究, 同时最高法院也尽快出台内幕交易民事赔偿的司法解释, 建立内幕交易相应的民事责任制度。

# 内幕交易如何承担法律责任

根据香港和内地法律, 对内幕交易罪, 均可处以最高 10 年的有期徒刑(监禁)。在财产刑上, 香港规定最高罚金为 1000 万港元, 内地法律规定没收违法所得, 并处 1 到 5 倍的罚金。相关人员还可能被认定为市场禁入者。

内地证券法以及相关的司法解释, 在充分吸收发达国家和地区监管经验的基础上, 对内幕交易的认定进行了完善, 特别是今年 6 月 1 日生效的关于内幕交易的司法解释, 使得我国对内幕交易的认定规则与国际同步。最高法院、最高检察院出台的内幕信息司法解释规定, 交易金额超过 50 万元, 或者获利(亏损)超过 15 万元的, 属于数额巨大, 将被处以 5 年以上、10 年以下的有期徒刑, 并处违法所得 1 到 5 倍的罚金。

根据两地法律规定, 内幕交易对投资者造成损失的, 还要承担对投资者赔偿责任。目前看来, 内地内幕交易民事赔偿诉讼还在探索阶段, 相信不久的将来, 其民事赔偿终将步入正轨。

(作者单位: 北京威诺律师事务所)



翟超/制图

记者观察 | Observation |

# 精准减持藏污纳垢 稽查从严打击从重

证券时报记者 唐立

在市场化和监管力度亟待加强的中国股票市场, 精准减持在长时期内注定是一个逃不开的话题。一方面, 精准减持行为不仅让减持者在市场风险爆发的临界点溜之大吉, 而且还顺手将利润悉数收归囊中, 其神奇的效力总让逐利者趋之若鹜; 另一方面, 精准减持之后, 唯拥一地鸡毛的“滞留者”往往怨声载道, 大多时候却只能向精准减持者投去质疑的目光。

所谓股海无日不风波, 股市的起起落落天然地为精准减持搭建了足够的舞台。换句话说, 精准减持可以是一种客观的存在。但是, 对于市场监管者来说, 仅仅承认这一点是不够的, 因为现实中已有太多的案例表明, 不少所谓的“精准减持”实际上只是披着“精准”的外衣, 其背后却暗藏着不可见光的玄机。

由于当前的国内股市仍然以单向的交易机制为主, 因此精准减持形态基本上都表现为减持者的高位减持。根据证券时报记者的观察, 精准减持的类型主要有以下几种: 首先, 是在“黑天鹅”事件等系统性风险突降的状态下, 减持者做到精准减持。这种类型的精准减持, 往往不是以赚取利润为主, 而是将资产规避风险冲击为主, 因此减持者减持“精准”不一定表现为高位离场出逃, 而是其减持的点位最终都有足够的安全垫。譬如去年 7 月突然发生的动车相撞事故, 直接导致股市的高铁板块遭到重创, 7 月 25 日, 在高铁概念板块集体下挫的当天, 持股资金纷纷抢道出逃。从多次“黑天鹅”事件带来的市场反应看, 类似的精准减持受到投资者的质疑最少, 这是因为投资者普遍承认“黑天鹅”事件中存在着地理远近、信息传播时差以及投资者个人认知差距等客观因素。当然, 减持者如果利用夸大或隐瞒事实的手法作出精准减持的行为, 则另当别论。

其次, 利空出台前的精准减持。这种类型的精准减持是当前市场中最为常见的, 也最受到市场的质疑。与

第一种类型不同的是, 尽管两者含有的偏空消息都会造成股价的大跌, 但第一种类型中的利空消息基本上不存在可预知的可能, 第二种类型中的利空消息则是被提前获知, 减持者也最终据此选择利己的时机出逃。从这点上看, 此类所谓的精准减持明显是钻了上市公司信息披露的空子, 实际上已经涉嫌了违法违规。

较为典型的例子是今年 7 月遭中国证监会立案稽查的永安药业。7 月 2 日, 永安药业发布公告称, 公司于 6 月 29 日收到中国证监会相关部门的《立案稽查通知书》, 此举立刻引发投资者恐慌。深交所的董监高持股变动数据信息显示, 2011 年 11 月 2 日~17 日, 永安药业出现 10 位高管 11 次减持, 合计减持达 1286.54 万股, 套现达 2.02 亿元。而公开资料显示, 湖北省环保厅 10 月初发出文件, 对公司产品进行检查。11 月底, 公司才披露这一信息。而此时, 公司股价已开始大幅下跌。

类似永安药业这样的“精准”减持例子并不少见, 汉王科技、如意集团、凤竹纺织等也先后演绎过“精准”的光彩, 因此陈发树此番精准减持青岛啤酒, 不过是市场多增“精准”的一例而已。但从维护市场正常交易秩序和投资者保护的角度出发, 监管层岂能坐看“精准”不停地搭积木呢?

第三, 如果减持者的持股具有一定影响力的话, 从实质上与内幕交易、操纵市场并无二致。这种类型的特点是, 减持者在最初其实是伏击者, 等股价拉升到一定的高度后他们便使出金蝉脱壳术, 携利逃之夭夭。从这点上看, 此类精准减持不仅违法, 而且还牵出所谓的精准伏击同样难以取信于市场。目前, 这类精准减持受到的打击力度比较大, 比如早已定案的黄光裕内幕交易案等。但遗憾的是, 这类精准减持所带来的民事赔偿问题, 至今仍未取得司法层面的成功突破。

后两种精准减持的特点来看, 信息披露的疏于监管无疑成为了减持者塑造“精准”的重要原因, 因此加强和健全信息披露机制, 应成为拧干“精准”水分的一个重要手段。