

“黑天鹅”接连来袭 股民受伤向谁“诉”

证券时报记者 唐立

11月16日，横空出世的塑化剂风波不仅将酒鬼酒打翻在地，而且还将白酒行业搅成一团浑水，猝不及防的股民由此蒙受损失自在话下。现在的问题是，被塑化剂这只“黑天鹅”狠狠啄伤的股民，能否反戈一击以维护自己的合法权益呢？

“黑天鹅”爱抢食 股民很受伤

在资本市场上，投资者常用“黑天鹅”事件专指那些非常难以预测且不寻常的事件，而这类事件的发生通常会引起市场连锁的负面反应。值得注意的是，近年来，“黑天鹅”事件已是频频发生，A股似乎已是“黑天鹅”乐园。

观察被“黑天鹅”袭击的相关上市公司，其股价同期表现可谓惨不忍睹。今年8月，张裕葡萄酒被曝农药残留超标，股价迅速暴跌。8月10日，张裕A开盘即一路下滑，收盘报跌9.83%，盘中还出现了资金抢道出逃的景象。最新降落于A股的“黑天鹅”，则是酒鬼酒的塑化剂事件。被媒体曝光塑化剂含量超标的酒鬼酒，11月23日复牌后遭遇连续4个跌停，同期还牵连众多白酒股齐齐大跌。可以看出，由塑化剂事件引发的白酒股大跌，显然已令此前一路“唱高”的投资者胃出血。

从这些典型的“黑天鹅”事件中，我们也不难发现，食品饮料行业很容易成为黑天鹅的集中营。那么黑天鹅为何爱“抢食”呢？不少的业内人士认为，随着国人生活水平的不断提高，食品的卫生安全越来越受到消费者的重视，但目前食品饮料行业在安全生产方面依然存在诸多短板。这些短板长期不改，理所当然地成了孵化“黑天鹅”的温床。

花钱买罪受 股民被绑架

上述“黑天鹅”事件的存在，显然就是对股民的一种绑架。不过，自从A股引入了股指期货、融券等做空机制之后，“黑天鹅”的出现已不再是纯粹地让所有投资者受罪的事情了。相反，有资格有能力做空的投资者却可从中渔利。这种状况的存在，也给股民维权领域带来了新的课题。此前，上市公司因虚假陈述而引发的股民维权仍举步维艰，由内幕交易所引发的股民维权甚至原地踏步，那么在A股全面做空时代来临之时，股民维权又该从何做起呢？

以深陷塑化剂风波的酒鬼酒为例，虽然该股现时并非融券标的，但很多股民却质疑，为何在涨到20元或者30元价位的时候，塑化剂不出来搅局，却偏偏在该股创出60元以上的高点以及

整个白酒行业累计较高涨幅的时候出来搅局呢？他们同时认为，由塑化剂风波带来的股价暴跌并不应该让他们买单，对此负责责任的应该是上市公司以及可能存在的恶意做空资金。

对此，北京市盈科律师事务所合伙人臧小丽律师给出以下建议：首先，如果受损股民提起维权诉讼，以虚假陈述为主张索赔并不适合。通俗来说，虚假陈述就是上市公司信息披露违规，常见的情况有虚增利润、财务数据造假以及隐瞒重大事项等。酒鬼酒塑化剂事件，是外部人士质疑公司产品的质量而引起的，并非公司刻意隐瞒消息，不能算是虚假陈述，因此股民难以根据虚假陈述主张索赔；其次，受损股民还可以以内幕交易、操作市场为由主张索赔，但目前来看，这两种情况的索赔也有一定难度。因为内幕交易、操纵市场的定性必须要有法定机关定性，比如证监会作出行政处罚、法院作出刑事判决等。只有具备了这些前置程序，才会给股民索赔留出法律上的操作空间。目前来看，酒鬼酒事件是不是有人恶意操纵还仅仅停留在怀疑阶段，股民索赔时机尚不成熟。不过，臧小丽律师同时强调，如果确有人事先布局而恶意做空，一定会留下操作痕迹，比如做空前大量抛出，事后低价买入等等。投资者或相关人员一旦发现这种情况应当积极举报，提供线索。这样不但是保护自己，也是对股市制度的维护。

上海新望闻达律师事务所高级合伙人、副主任宋一欣律师也认为，在塑化剂事件中，首先是消费者维权，投资者维权则需等待处罚决定书的出台。对于如何避免更多的“黑天鹅”事件发生，宋一欣律师还认为，目前我国已制定了较多、也较为严格的相关法律，重在执法、重在信用建设以及重在社会监督等也应该取得市场的共识。

驱逐“黑天鹅” 法律是魔杖

由乳制品、肉类加工龙头到酿酒行业，这些年来接连发生的食品饮料“黑天鹅”事件，已引起了全社会的共同关注。有专业人士为此专门研究和分析了事件规律，发现过往的“黑天鹅”事件大都在资本市场上引起轩然大波之外，其经历的几个发展阶段也存在明显的相似。

首先，恐慌期。曝光阶段，“黑天鹅”事件的最明显特征是引发投资者情绪恐慌，持股资金纷纷抢道出逃，从而导致震源股票一周内急跌15%~30%左右；第二，发酵期。媒体大肆跟进爆料、解读，使得事件的内幕逐渐明朗化，针对相关当事人的处罚以及上市公司及其

所属行业等的应对举措相应出台，帮助股价跌速趋缓。但此时受“黑天鹅”事件影响的上市公司股价仍然会继续盘跌，投资者对这些股票或者对应板块则避之唯恐不及；第三，淡期。“黑天鹅”事件的冲击力开始淡化，随着舆论关注度的降低，危机事件逐渐淡出人们视野，企业逐步恢复正常，投资者信心恢复，股价逐步盘升；最后，恢复期。受“黑天鹅”事件袭击的股票或行业得到恢复，因为相关问题得到了彻底解决，公司开始运营正常，股价则随着投资者信心的稳定而恢复正常走势。

从上述针对“黑天鹅”事件发展规律的分析中，我们不难得知，此类事件明显给来不及出逃的投资者造成资金、时间成本以及心理上的极大压力，但对于提前做空的资金来说，“黑天鹅”无疑是帮助其炮制利润的“金丝鸟”。虽然做空者在“黑天鹅”事件中容易大发股财而备受争议，但客观上，做空却是一种合理的机制。目前，我们尤其担心的是，那些唯利是图而恶意做空的行为，将会给中小投资者以及整个市场带来怎样的伤害？而对于做空手段日益丰富的A股来说，这样的担心并非杞人忧天。

由于当前融券做空的标的依然有限，加上绝大部分的中小投资者受困于资金门槛而被挡在做空游戏之外，因此当“黑天鹅”事件发生时，市场的目光很轻易地就聚焦到了事件发生前期，明显增加融券做空的资金量。对于如何理解“黑天鹅”事件中的做空者，北京威诺律师事务所主任杨兆全律师认为，如果做空者发布的是虚假信息，属于典型的恶意做空行为。由于2010年以来，A股市场引入的做空机制仍在不断成熟和完善的过程中，因此恶意做空行为尤其需要监管层严加监督和防范。对此，上海市华荣律师事务所许峰律师认为，中国股票市场的投资者结构比较特殊，个人投资者占了绝大多数。由于了解信息的渠道有限，他们很容易被虚假信息“忽悠”。在无法判断重大利空消息真伪的情况下，他们很容易恐慌性地抛售股票，而造成股价明显下跌却上恶意做空者坐享其成。因此，他认为对于恶意做空者，监管层应该严格监管，并加大处罚力度。

“黑天鹅”事件中，投资者非常关注的另一个问题也值得提及。如果做空者利用掌握某只股票重大利空消息这一信息优势，先行买入股票，然后再释放消息，从而达到做空目的，这一连串行为是否已涉嫌操纵证券市场呢？许峰律师认为，至少发布消息者应该对公众有一个透明度，告知公众投资者在发布消息的同时，其已经做空了这只股票。消息发布后，投资者对消息作出处理，则由投资者理性作出判断。当然，如果信息发布者恶意编造假消息，毋庸置疑的是，操纵证券市场的行为甚至可能构成犯罪，目前证券法治在这些方面已经有了比较完善的规定。

实际上，“黑天鹅”事件频仍发生，也在一定程度上显示当前的信息披露环节存在着漏洞。对此，许峰律师特别强调，传播媒介应该在遭遇恶意做空时有所作为。根据《证券法》的规定，“各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观，禁止误导。”对于违反此规定而扰乱证券市场的行为，由证券监督管理机构责令改正，没收行为人的违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足3万元的，处以3万元以上20万元以下的罚款。许峰律师认为，监管层未来很有可能会加大对传播媒介的监管，媒介从业人员在传播相关信息时需要保持更高的职业审慎，以免被恶意做空者利用。当然，如果重大利空信息是真实的，即使爆料者有其目的，他认为这也不妨碍媒体的客观报道。

另外，许峰律师还认为，恶意做空应该界定为编造发布假消息以打压股价，从而实现做空目的，这属于操纵证券市场民事赔偿的问题。不过，尽管证券维权律师已为此呼吁良久，司法层面也进行了一定的研究，但目前并未有相关的司法解释出台。从司法实践来看，因恶意做空造成损失，投资者只有在恶意做空被证监会行政处罚或被法院生效刑事判决确认后，才可以提起操纵证券市场民事赔偿诉讼，值得注意的是，相关案件的审理过程和结果都存在较大的不确定性，因此受损股民欲从“黑天鹅”事件中获赔偿，仍然路漫漫其修远兮。

“黑天鹅”事件 逃生术怎么学

证券时报记者 刘雯亮

在澳大利亚被发现之前，生活在十七世纪欧洲的人们都相信一件事——所有的天鹅都是白色的。直到1697年，探险家在澳大利亚发现了黑天鹅，人们才知道以前的结论是片面的——并非所有的天鹅都是白色的。”

一段摘自《黑天鹅：如何应对不可知的未来》的话，寓意着意料之外、不可预测的重大稀有事件，但却有着改变一切的力量。

瞬息万变的资本市场，似乎已经被众多“黑天鹅”绑架。11月19日，因媒体报道旗下产品塑化剂含量严重超标，酒鬼酒临时停牌，再度引爆了“黑天鹅”事件。随后，中国酒业协会宣称，白酒板块个股纷纷大跌，酒鬼酒更是以连续4个跌停，深刻揭示了“黑天鹅”掀起的黑旋风威力，股价也从停牌前47.58元，跌至昨日收盘的29.15元，下跌幅度近39%。

回顾历史，资本市场食品类个股“黑天鹅”事件频发，相关数据让我们触目惊心。2008年，三聚氰胺事件曝光，伊利股份股价一度下跌近60%。2011年，瘦肉精事件曝光，双汇发展股价一度下跌近35%；三全食品“速冻产品细菌超标”事件，股价一度下跌近40%。今年以来，汤臣倍健保健品“螺旋藻铝超标门”、光明乳业酸奶“明胶门”、伊力股份“梁超标”、光明乳业“院碱门”、古越龙山“致癌门”、张裕A“农药残留超标门”……门门相连、环环相扣，涉及乳制品、肉类、酒类、保健品等方面，难怪有股民惊叹，“还有什么食品是安全的，还有什么食品类个股是安全的！”

俗话说，“民以食为天”。然而，舌尖上的“黑天鹅”在啄伤我们的胃，摧残我们身体的同时，资本市场上的损失更让股民神伤。

从过往的历史来看，受“黑天鹅”事件影响的公司，多数股价可能出现连续大幅下跌。当然，也有一些公司受事件冲击较小，股价甚至可能出现反转。例如，今年4月5日，被报道“螺旋藻铝超标”的汤臣倍健复牌当天股价重挫8.48%。不过，在短期调整之后，公司股价于7月份一度上涨到70元高位。

虽然有一些个股的存在，但“黑天鹅”事件对股民构成巨大的投资损失依然是不争的事实。2011年3月15日，央视曝光双汇发展子公司收购的生猪中，部分使用了国家严令禁止的“瘦肉精”喂养，严重损害消费者健康。双汇发展股票当天下午即跌停，新闻曝光次日被紧急停牌一个月，复牌后再度连续两个交易日跌停。二级市场上，双汇发展股价更从曝光前的86.6元跌至最低价55.6元，下跌近35%。另外，重仓双汇发展的兴业全球基金也遭到了50亿元的大额赎回，一时间令双汇发展和兴业全球基金的投资者损失惨重。

更有甚者，部分融资融券标的曝出的“黑天鹅”事件，由于增添了与金融资本挂钩的元素，让事件显得更为扑朔迷离。典型如张裕A，在曝光“农药残留超标门”事件前，便有资金逐步融券卖出。并且在张裕A冲击跌停，成交量放出历史第二天量的当天融券平仓。虽然目前我们无从分辨这是否存在虚假陈述、内幕交易现象，但在毫不知情的情况下，股民被动承担了投资损失，又一次充当了幕后资金火中取栗的那只猫。

投资有风险，入市需谨慎”，这句格言传递出的是买者自负的信息。然而，买者自负应该建立在价格真实的基础之上。如果人为原因导致价格失真，则不应该只让投资者无辜地承担损失。威诺律师事务所杨兆全律师认为，“黑天鹅”事件中，做空者是利空消息的揭露人，他们真实的意图有可能是做空获利。如果该信息是真实的，则该揭露行为合法；如果发布的是虚假信息，则构成侵犯公司名誉权，必须承担民事侵权责任。情节严重触犯刑法的，要承担刑事责任。

上述案例值得投资者警惕和深思。在突发性重大事件来袭之际，投资者如何保护自己已在资本市场的利益，目前的法律并没有给出一个明确的解释。因此，学会在“黑天鹅”掀起的黑旋风中逃生，则是每位投资者必须做的功课。

信息披露只以不违法为底线？

许峰

这一周，酒鬼酒的投资者们仍处在塑化剂风波阴霾当中。在澄清公告出炉后，公司复牌后股价连续下跌，给投资者造成严重损失。同时，澄清公告可看出，酒鬼酒虽然“深表歉意”，但也很得意，因为“截至目前，国际食品法典委员会、我国及其他国家均未制定酒类中邻苯二甲酸酯类物质的限量标准。”虽然塑化剂不是好东西，但是他们没违法，这就是当今很多上市公司的底线：生产产品如此，信息披露也是如此。

《上市公司信息披露管理办法》第三十条第一款规定，发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，上市公司应当立即披露，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。从塑化剂超标事件产生的影响来看，无疑已符合重大性的标准，应该及时披露。如果刻意隐瞒，则涉嫌虚假陈述。很可惜，截至目前，尚未有相关调查信息公开披露。

这一年，除了酒鬼酒塑化剂超标，还有张裕A农药残留风波、汤臣倍健保健品“铅超标”涉及食品安全问题。媒体曝光食品安全问题，首先感到恐惧的自然是消费者。除了消费者，数量众多的投资者也是有苦难言。闪烁在食品安全事件背后涉嫌虚假陈述、内幕交易的影子，更是让投资者愤怒不已，谁来补偿投资者的损失？

作为证券维权行业的一名律师，笔者这些年接触不少案例，“认赔”是国内投资者普遍持有的一种心理。在遭受巨大亏损之后，主动考虑维权的投资者少之又少。在酒鬼酒塑化剂超标事件中，公司是否做到了完整、准确、及时、合法的信息披露？事件发生后，高管先“揣测”媒体，本能否认又无奈承认。事件出来后，先将结论发布在官方微博，相隔18个小时，才将相关信息在指定媒体进行披露，将“信息披露义务人在公司网站及其他媒体发布信息的时间不得先于指定媒体”的规定置于何处？作为一家上市公司，是否缺乏基本的信息披露常识？

酒鬼酒塑化剂超标事件发生当日，即有律师质疑酒鬼酒隐瞒塑化剂超标信息，但直至11月28日公告，酒鬼酒仍称“未发现近期公共

传媒报道了可能或已经对公司股票交易价格产生较大影响的未公开重大信息。”面对食品安全问题，上市公司应保持自始至终的信息披露透明度。如纯属突发事件，上市公司没有任何隐瞒，如及时地披露全部信息，股票复牌之后的价格下跌属于正常的市场风险，这是投资者应该承担的。对于食品饮料板块股票来说，是否存在食品安全问题是投资者投资决策的重要依据。如果上市公司隐瞒食品安全信息，则会对投资者造成误导。事情曝光后给投资者造成的损失，理由由公司方面作出赔偿。

(作者单位：上海市华荣律师事务所)



张常春/制图