提高违法成本将成为证券立法趋势

´5˝5„5•555ˇ5ˇ55 '5ˇ˚–，55·¸•·5‡`¸„œ˜5†¿•55ˇ˚–„«¸55ºˇ5·œ•¤5¸†»ˇ5–›555˜˙Ø¿5。5Æ,5¸¥•¤‡5–5，˚˙·5»55ˇ˚–„«¸5¸¥•¤¸¥„5—¸“”˝„5•¶5⁄¨ﬂ˚–‡¡55¸“5–‰5˚5¶¸，5†–5‰«‡5¸“5⁄¨ﬂ`¢•¤5˜˙5˚˘5ﬁ5»。

陶雨生 刘晓雨

6月2日，骆驼股份在上交所挂牌上市不久，湖北省环保厅即对其旗下两家公司进行停产整顿，并向襄阳市环保局下达了《关于查处襄阳市部分铅酸蓄电池企业环境违法问题的监察通知》，称被整顿企业存在污染治理设施不完善、未落实卫生防护距离等情况。根据证券时报本周五报道，公司认为这是由于上市前后搬迁主体变更，导致理解有误所致，并否认欺诈上市。

无论如何，骆驼股份涉嫌欺诈上市的相关报道引起市场一片哗然，关于上市公司在环境保护等方面的社会责任及信披义务问题再次令人深思。

国内相关法律体系基本建立

关于上市公司在环保方面的要求，国内的相关法律体系已经基本建立起来，只是在实际执行环节中出现了“有法不依”，甚至“违法不究”的情况。原国家环境保护总局曾于2008年2月公布《国家环境保护总局关于加强上市公司环境保护监督管理工作的指导意见》，要求进一步完善和加强上市公司环保核查制度，积极探索建立上市公司环境信息披露机制，开展上市公司环境绩效评估研究与试点，加大对上市公司遵守环保法规的监督检查力度。

此外，《环境信息公开办法（试行）》（国家环保总局令第35号）、《关于对申请上市的企业和申请再融资的上市企业进行环境保护核查的通知》（环发[2003]101号）、《关于进一步规范重污染行业生产经营公司申请上市或再融资环境保护核查工作的通知》（环办[2007]105号），以及《上市公司信息披露管理办法》（中国证券监督管理委员会令第40号）、《关于重污染行业生产经营公司IPO申请申报文件的通知》（中国证券监督管理委员会发行监管函[2008]6号）等规定均对上市公司保护环境的义务与责任进行了相应规定。如果骆驼股份欺诈上市的事实成立，则公司势必也违反了上述相关规定。

“严刑峻法”维护市场规则

提到上市公司的社会责任、信披义务，一方面要靠公司主观的社会责任意识来维持，另一方面则应当靠市场规则、靠“严刑峻法”来维持。所谓“严刑峻法”，就是要强化上市公司违法违规的责任承担，不仅要承担行政责任，甚至刑事责任，更要承担相应的民事赔偿责任。目前，国内对于上市公司违反社会责任、信披义务所应承担的行政责任、刑事责任已经有较为完善的制度。但对于民事责任的承担，虽然在立法及司法实践中也在不断进步，但是仍未能有效提高上市公司违法违规成本，并对上市公司真正起到震慑作用。

之所以目前国内上市公司在社会责任、信息披露上“肆无忌惮”，从与美国证券市场的比较中可以看出，主要是出于如下几个原因：第一，在上市公司违法违规应承担的民事赔偿责任的立法原则方面，国内的立法仍然采用传统民法中的“填平”原则，即能够有效地对投资者或者消费者的损失进行填补。上市公司作为公众公司违反社会责任或者违反信披义务给公众造成损失的，只要能够对损失部分进行赔偿即可。相比而言，美国证券市场中上市公司对公众承担赔偿责任则往往是“惩罚性赔偿”，所谓惩罚性赔偿是指法院判决的赔偿金额超出所造成的实际损失。惩罚性赔偿属于民事责任中最为严厉的责任承担方式，一般针对“主观恶性”较大的侵权或违约行为。在美国证券市场上，上市公司作为公众公司，如果故意推卸社会责任，对证券类法律法规明知故犯，则容易被视为具有严重的“主观恶性”，因此其承担民事赔偿责任也具有一定惩罚性，甚至要“倾家荡产”的赔偿。这种情况下，上市公司违法成本大大提高，违法违规行为也相应减少。而国内上市公司由于违法成本极低，违背社会责任、违反信披义务的情况才会屡见不鲜。

第二，国内目前民事诉讼制度中还没有“集团诉讼”这类适合进行公众诉讼、公益诉讼的诉讼制度，投资者或者消费者必须分别通过向法院提起诉讼，才有可能从上市公司那里获得赔偿。法院也是分别立案、合并审理，而且不告不理。相比之下，国外的集团诉讼制度是值得借鉴的，集团诉讼的程序一旦启动后，法院会面向公众发布公告，因上市公司违法违规而受损的投资者、消费者便可以陆陆续续、源源不断去法院进行登记或直接提起诉讼。此外，对于国外上司公司引发的集团诉讼，大都是通过谈判、和解结案，效率也较高。一方面是由于上市公司在集团诉讼中的时间、经济成本都较大；另一方面则是由于上市公司往往都会购买责任保险，保险公司也会参与到谈判中来并最终承担赔偿责任。而国内尚没有建立起上市公司责任保险法律制度，也没有类似于“投资者赔偿基金”等机构的设置。

第三，国内证券诉讼法律业务发展并不成熟，证券诉讼律师队伍的水平也有待提高。目前国内真正长期从事证券诉讼业务的律师极少，而且专业化分工的迹象也不明显，因此证券类诉讼相比美国而言，也不是非常普遍。一方面是由于律师业务产业化发展程度较低，另一方面也是受到投资者获赔比例限制。在美国，律师行业非常发达，诉讼不仅是广义的司法行为，更形成了一个产业。许多专业律师常年研究上市公司的各类信息，也就容易发现上市公司的违法违规之处。

最后，在诉讼文化和诉讼意识方面，国内证券市场与美国证券市场存在很大差距。如果从美国历史及文化传统上来讲，诉讼在美国是可以算作一种文化，这对证券类集团诉讼的发展也是有很大影响的。国内证券诉讼除了成本高之外，国内民众“厌诉”的文化心理也对证券类诉讼的发展有着消极的影响。这种“和为贵”、“忍为上”、“息事宁人”的心理，与现代法治要求的诉讼意识是直接冲突的。

骆驼股份涉嫌欺诈上市，再次反映了国内部分上市公司与现代法治不相协调的情况，无论这是何种原因造成的，最终都会集中体现在违法成本的高与低上。提高违法成本，是打击上市公司违法违规行为和规范证券市场最为直接和有效的手段，也必将成为证券立法的趋势之一。

官兵/漫画

实际价值：内幕交易损失首选计算方法

郑名伟

具体计算内幕交易损失有五种方法：实际价值计算法、差价计算法、实际诱因计算法、重新卖出价格法、补进法。笔者看来，实际价值计算法因其适用所有类型的内幕交易损失计算，计算方法虽复杂，但是明确，为常用的方法。

计算内幕交易损失，有三个重要的时间点：一个是内幕信息的产生时间，我们设为A点，准确说应该是第一次内幕交易的时间。由于这时间在实务中相差不大，在这里不作严格区分；一个是内幕信息的公布时间，我们设为B点；另一个是内幕价格的基准时间，我们设为C点。C点是指内幕信息公告后，其证券累计成交量达到其可流通部分100%的时点。之所以建议规定为可流通部分100%流通，是基于这样的假设：内幕信息公告后，市场投资者会进行价格判断，确认该证券的价值，全部流通股都得到换手，说明市场在公开信息下是接受这样的价格，这段时间的平均收盘价就为基准价，也就是证券的真实价格，虚假陈述计算损失也是采用这样的方法。就笔者办过的案件测算，大概在一个月左右的时间，比较适合中国证券市场。

按照内幕信息对证券价格涨跌的影响，可分为“利多”和“利空”信息，其对投资者损失的计算方式也不一样。

“利多”计算方法

首先，“利多”的计算方法。对证券价格产生上涨影响的“利多”信息，证券价格在A点至B点过程中会上升，在B点至C点的过程中可能上升，也可能下跌，这会因为证券市场对该信息的反应有可能认为“利多出尽”，也有可能认为还有增长潜力。不管市场如何反映，从B点到C点的平均收盘价格为证券的真实价格，即基准价格。

符合索赔资格的投资者有两类：一是在AB期间高于基准价格买进；二是在AB期间低于基准价格卖出。第二类投资者的损失为基准价与卖出价之差额；第一类投资者还要以其是否遭受损失，才能确认是否具备索赔资格。因内幕信息公开后，股价高于其买入价，其就不存在损失，当然不能索赔。如果在BC期间，其卖出的股价低于其买入价，则损失为买入价与卖出价之差额；如果在BC期间，其没有卖出，而基准价也低于其买入价，则其受到的损失，为其在AB期间购入价与基准价的差额。而该投资者在C点以后再卖出该证券，不管其是盈利还是亏损，都属于正常的市场投资行为，自行承担盈利及亏损。

“利空”计算方法

其次，“利空”的计算方法。对证券价格产生下跌影响的为“利空”信息，一般情况下内幕交易行为人会卖出手中持有的证券或卖空相应的证券衍生产品。证券价格在A点至B点过程中会下跌，在B点至C点的过程中可能下跌，也可能上升，因为证券市场对该信息的反应有可能认为“利空出尽”，也有可能认为还有进一步下跌。从B点到C点的平均收盘价格为证券的真实价格，即基准价格。

符合索赔资格的投资者也有两类：一是在AB期间低于基准价格卖出；二是在AB期间高于基准价格买进。第一类投资者的损失为基准价与卖出价之差额；同样道理，第二类投资者如果在BC期间卖出证券，则损失为买入价与卖出价之差额；如果在BC期间，其没有卖出，则其受到的损失，为其在AB期间购入价与基准价的差额。而该投资者在C点以后再卖出该证券，不管其是盈利还是亏损，都属于正常的市场投资行为，自行承担盈利及亏损。

黄光裕中关村内幕交易案是利多型的内幕交易，内幕交易期间为2007年4月27日至9月28日，后停牌。2008年5月7日公布重组内幕信息，至6月20日的30个交易日（证券累计成交量达到其可流通部分100%之日）期间的平均收盘价为10.91元，按照“利多”型的计算方法，在2007年4月27日至9月28日期间，有两类受害投资者符合索赔条件，一类是以低于10.91元价格卖出中关村股票，一类是以高于10.91元价格买入中关村股票。第二类受害投资者，如果在2008年6月20日前卖出的，其损失为买入价与卖出价的差额；如果其未在2008年6月20日前卖出，则其损失为买入价与10.91元的差额部分。

（作者单位：广东经天律师事务所）

5¤…555ˇ5 | Expert Online

7月1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、东吴证券分析师寇建勋、民生证券分析师赵前、大时代投资梅俊。以下是几段精彩问答回放：

时报网友：˙º¸˚5¶˝ß„¨(002161)˝5˚–¨5˝¸†555?

梅俊：作为物联网感知层关键技术的射频识别（RFID）及相关产业正受到前所未有的重视。公司在铁路、烟草、图书、畜牧四大行业市场都将保持较快增长。图书市场，公司的自助图书馆业务将逐渐启动；烟草市场，公司已和烟草总局进行战略合作，共同规划烟草物联网，扩大标签应用范围；畜牧市场，公司参与了商务部主导的放心肉工程，试点将逐步推广。物流、景区管理、防伪等其他行业市场也有望打开空间，中线潜力看好。

时报网友：·¤¨5„5•5（002272）¶5ˇ5»„5–5ˇ5˙¿5…5´5? ˜5•æ…5–ı‡55–? ¸5˜555‚5（600117）˝5˚–¨5˝¸?

赵前：川润股份短线反弹仍属强势，但14元附近压力较大。如能有效突破该位置，仍有反弹空间；西宁特钢，公司区域优势明显，同时坚持特钢和资源两个轮子发展，前景较好。技术面，上升趋势明显，但目前位置有调整要求，关注10元附近的支撑。

时报网友：5–5œ¶555（600528）、5–„œ˜ˇ‡5（601766）˝5˚–¨5˝¸†555?

寇建勋：随着高铁建设争议越来越大，铁路题材市场热度不再。现在投资者有两种策略：一是继续持有，等铁路股再被市场关注时候找高点卖出；另一种是换股，选择资金关注重点进行操作。个人倾向于第一种选择。

时报网友：„œ˝ª5œ´•（000594）˜5•æ»»‡5„œ55–´˜5（600348）?

胡芳：国恒铁路，短线该股受制于半年线压制，关注能否放量突破。国阳新能，由于动力煤价格高位运行，公司业绩将继续提升。公司是阳煤集团唯一煤炭资产运营平台，存在集团煤炭资产注入预期。随着对小煤矿的继续整合，公司产能也将进一步释放。从中长线的角度看，具有安全边际。如能站上60日均线可考虑逢低布局，中线持有。

时报网友：‚æ`ƒ55ˇ5（000651）‡5–5 23.75 5˝，˝5˚–¨5˝¸†555?

胡芳：公司连续6年全球销量第一，与同类上市公司相比，具有以较低的资金成本撬动较高盈利能力的实力。其龙头的市场地位以及在产业链中的强势地位，都决定了公司将更大受益于空调行业未来的快速成长。公司在商用空调领域具有市场空间大、利润丰厚、外资品牌占比较高的特点。近些年来，商用空调市场成为内资品牌的必争点，格力商用空调的市场份额迅速提升。据产业在线统计，2010年位居行业第4位。短线看，该股站上所有中短期均线，强势明显，短期不破20日均线可中线持有。

（唐维 整理）

与更多专家交流，请登陆证券微博（t.stcn.com）

投资锦囊 | Investment Tip

巧用通道线指标炒股

邓海平

通常在技术分析中，形形色色的通道线指标无疑是一个重要的组成部分。了解不同通道线适用的场合，以及创造性地在不同场合正确使用通道线，可以让我们的技术分析事半功倍。

百分比通道：简单但适用性差

所谓通道线，大体可以视为均线的一个衍生。其往往是在均线的基础上，通过特定的算法得到上下额外的两根走势线，从而构成一个通道。在诸多通道线中，百分比通道线无疑是最简单、也最基础的。

百分比通道线需要两个参数：一个是均线周期；另一个则是偏离度。计算通道线时则是利用均线周期计算出对应的均线值，然后利用加减偏离度，就可以得到上下轴对称的一个通道。

技术分析在讨论日线图上“有效突破”概念时，有两大甄别指标：（1）突破有效位3%；（2）突破并维持3个交易日。在实际使用中，第一个指标就可以发展成一个基于百分比通道线的技术指标和相应的交易模型。以20日均线±3%我们就可以绘制出一个通道线，同时可以规定当市价突破此通道线上轨的时候就做多，跌破下轨就做空。相比直接使用上升或者跌破20日均线作为交易系统，由于其提供了上下合计6%的过滤空间，所以可以规避许多的假突破。

不过，百分比通道线虽然简单，但是适用性却比较差。一方面，3%这个数值不过是传统技术分析用作判定有效突破的指标，但未必适用于所有的指数或者个股，分析者可能需要根据股性活跃与否自行设定偏离度；另一方面，3%是针对日线图使用的参数，而多时间框架分析是许多技术分析者热爱使用的。这就意味着在日线图上3%适用，但是即使同一个股票，到了小时图、15分钟图上也需要更换参数。不具有适应性，这是百分比通道线最大的缺陷所在。

布林线：震荡突破两相宜

在所有的通道线中，布林线无疑是最广为人知的一种。布林线其实质是一个布林带，只不过早年翻译成布林线，所以如今约定成俗就都称为“布林线”了。相比百分比通道线使用均线值的固定百分比作为通道的高度，布林线则利用了统计学中的标准差概念。

在计算布林线时，一般也需要两个参数：一个是均线周期，另一个是标准差倍数。比如布林线最常用的指标是基于20日均线和2倍标准差，其计算方法就是首先计算出20日收盘价的均值，同时计算出这20日收盘价的标准差。若是2倍参数，则是在20日均线值的基础上加上2倍的标准差便成为布林线的上轨，减去2倍的标准差便成为布林线的下轨。当然也有不少技术分析者喜欢同时绘出1倍和2倍的布林线，加上20日均线本身就形成一个5根线构成的布林带。

布林线，其基本用法是被作为一个震荡指标使用的。了解统计学的投资者相信，标准差是一个描述样本离散程度的指标，而在样本正态分布的前提下，其可以描述样本值落在某个区间内的概率。以某样本均值等于20，标准差等于2为例，根据统计学理论，这个样本95%的值应该落在1.96个标准差区间内，即落在20±1.96×2也就是【16.08，23.92】区间中。回到布林线上，这也就是说在正态分布的前提下，股价在95%的时间内应该落在2个标准差（近似于1.96个标准差）构成的上下轨中。这也就意味着，在上轨处抛售或者下轨处买入，应该是一个高胜率的入市手段。

不过，如果真的这样使用布林线，就有些过于简单化了。布林线背后的数学假设是以股价走势符合正态分布为前提的，但问题就在于大量研究已经证明股价走势并不符合正态分布，而是具有长尾效应，即落在两端极端值的可能远高于正态分布的理论值。

由于存在长尾效应，所以当你在布林线两个标准差的下轨买入或者上轨卖出之后，往往还会遇到买了之后跌了再跌，或者是卖了之后涨了再涨的情况。因此，许多布林线的使用者反其道而行之，将布林线作为突破类指标使用，按照趋势交易的思路来进行交易。当股价上升突破布林线上轨时买入，跌破布林线下轨时抛出。

不过，使用多大的标准差倍数来作为突破，依旧是一个需要投资者自行判断的问题。

一般来说，波动较小的品种，比如标普500指数1倍标准差有时就是不错的突破轨道。而对于那些波动较大的品种，比如黄金现货，有时则需要2倍标准差。