

天量错单敲响券商风控警钟

软件提供商客户包括多家券商、信托、保险机构

□本报记者 朱茵

光大证券18日召开新闻发布会,对 8·16”事件进行解释。光大证券表示,经初步核查,本次事件产生的原因主要是策略投资部使用的套利策略系统出现了问题,订单生成系统存在的缺陷导致特定情况下生成预期外的订单。为了对冲巨额被动仓位的风险,当天光大证券采取将买入股票申购成ETF卖出以及卖出股指期货空头合约的做法。光大证券表示,今后证券行业量化投资业务方面的收益风险压力测试需要并重,以防范极端风险。

高位买入者或成“堰塞湖” 大盘短期料承压

□本报记者 曹淑彦

针对 8·16”事件,业内人士表示,该事件将冲击市场参与者对蓝筹股的信心,当天高位跟风并套牢的买单、光大证券误买入的蓝筹股短期内将成为高位 堰塞湖”,从而对市场参与者情绪产生一定负面影响。

市场承受多重压力

由于股票交易实行 T+1”规则,16日追高买入的投资者当天无法将股票卖出。这些投资者今日是否会止损出局成为市场关注焦点。南方基金首席策略分析师杨德龙表示,16日不明真相误追入场的资金可能会在今日集中卖出,从而对市场构成压力,今日A股可能低开。

除跟风资金造就的 堰塞湖”外,光大证券误买入的一批蓝筹股也构成市场压力。某基金业内人士认为, 8·16”事件肯定会对市场产生偏负面影响。当天市场参与者一度关注光大证券的交易会取消,收盘后交易所确认当天交易有效,则光大证券的交易不会取消。目前,大家关心的是光大证券误买入的蓝筹股何时、以何种方式卖出。同时,目前难以预期下一步会出台什么监管措施,这方面也存在不确定性。某基金分析人士表示,光大证券16日增仓的期货空单也会对市场参与者的信心带来影响。总之,多重因素会对市场情绪产生负面影响,短期内大盘将承压。

历史经验显示,类似光大证券的异常交易事件发生后,市场确实承受较大压力。2010年5月6日,美股发生 乌龙指”事件,第二天市场出现大幅下滑。

8·16”事件中蓝筹股的集体异动能否歪打正着,引领权重股走出低迷并使市场实现风格切换?基金业人士认为,所谓歪打正着很难成为现实。蓝筹股的持续低迷不是上涨的理由,其走势主要受经济、政策等驱动因素影响,目前还看不到明显的支撑力。 8·16”事件更多的是对市场情绪产生负面影响。”某基金业内人士如是说。

杨德龙表示,A股不大可能因为这次异常交易事件而走出低迷。上周五,大盘拉上去后又跌回来,说明市场参与者没有因此扭转对权重股的看法。某基金经理表示, 8·16”事件短期内会对市场情绪产生影响,但长期来看没什么影响,市场最终会回到正常运行的轨道上。

基金称索赔不易

某基金业人士坦言,向光大证券索赔会很。如果是公募基金当天追高买入,只能愿赌输,不能怪别人。公募基金对于投资应该有自己的一套判断标准。如果仅仅因为市场出现波动就进行交易,那么就是自己投资决策的失误,没有理由索赔。况且,究竟赔谁不赔谁很难界定。”

某基金专户相关负责人表示,目前谈索赔还为时过早。除受害者难以界定外,对光大证券此次操作是否违规、违法尚难确定,有待监管部门进一步调查的结果。对于做空股指期货的专户而言,难以找到直接证据证明该事件导致自己亏损。

订单生成系统存缺陷

是什么原因触发系统交易大量自动生成订单?光大证券表示,正在继续核查该问题,从已调查的情况看,是交易指令生成和指令执行两个部分均出现错误。

光大证券表示,经初步核查,本次事件产生的原因主要是策略投资部使用的套利策略系统出现了问题,该系统包含订单生成系统和订单执行系统两个部分。核查中发现,订单执行系统针对高频交易在市价委托时,对可用资金额度未能进行有效校验控制,而订单生成系统存在的缺陷,会导致特定情况下生成预期外的订单。由于订单生成系统存在的缺

陷,导致在11时05分08秒之后的2秒内,瞬间生成26082笔预期外的市价委托订单。由于订单执行系统存在的缺陷,上述预期外的巨量市价委托订单被直接发送至交易所。

11时7分,交易员通过系统监控模块发现成交金额异常。同时,接到上海证券交易所的问询电话,迅速批量撤单并终止套利策略订单生成系统的运行,同时启动核查流程并报告部门领导。光大证券总裁徐浩明介绍说,11时2分下单之后,在150秒内未得到回报反馈,就重复下单,导致大量产生订单,这是系统逻辑判断错误所致。

创新业务风控需加强

光大证券分管策略投资部的总裁助理杨亦忠在发布会上表示,策略投资部是完全基于量化对冲的风险交易部门,与传统自营部门有分割。策略投资部利用ETF与成分股之间交易的成交价差实现盈利。策略投资部模拟交易这一ETF套利模式已有半年时间,并且已实盘运营4个月,一直在2亿元的限额内小规模操作。该部门过去两年半均创造了很好的业绩,去年全公司考核还是第一名。

业内人士表示,在国内券商中,国泰君安与光大在量化交易方面探索较早,做的交易量也相对较大,此次事故显示出系统的脆弱和风控的薄弱。

为光大证券提供相关交易执行系统的软件商为上海铭创,其客户不仅包括光大证券,还包括海通、华泰、爱建、高盛高华等证券公司,信托、保险、租赁、担保、资产管理、典当等行业也有其客户。

光大证券表示,公司已启动针

对包括全资子公司在内的所有交易系统全面排查工作,重点排查包括量化交易在内的新业务IT系统,重点关注资金校验、指令校验等前端风险控制节点。对于存在风险隐患的系统,责成相关部门及时整改。公司将全面检讨交易系统管理现状,严格完善并落实系统管理的制度和规范,切实消除系统操作风险隐患。

徐浩明介绍,在创新业务发展过程中,券商积极创新,基于期指风险中性的业务受到重视,各种前中后台风险控制已经建立,但还是在逐步摸索,在创新转型过程中发生的问题,值得公司加强风险管理端口、公司启动总量风险控制,对风控的稳定性,实时监控的有效性有必要增强。今后需实时监控,不能为了一时效益,而放大风险。他表示,今后证券行业量化投资业务方面的收益风险压力测试需要并重,以防范极端风险。

紧急对冲补救损失

在16日11时7分发现错误后,到14时发布公告之前,光大证券做了什么交易?是否有违规之嫌?金融机构在考虑自身利益最大化的同时如何考虑其他投资者利益?

光大证券介绍,为了对冲股票持仓风险,在发现错误交易后开始卖出股指期货IF1309空头合约。截至11时30分收盘,股票成交金额约为72.7亿元,累计用于对冲而卖出的股指期货IF1309空头合约共253张。

在发现错误交易后,光大证券相关管理人员召开紧急会议,决定对上午形成的过大风险敞口尽量申购成ETF直接卖出,而对于因ETF市场流动性不足而不能通过申购ETF卖出的持仓部分,逐步使用股指期货卖出合约做全额对冲。

下午开盘后,策略投资部开始将已买入的股票申购成50ETF以及180ETF在二级市场上卖出,同时逐步卖出股指期货IF1309、IF1312空头合约,以对冲上午买入股票的风险。下午交易时段,策略投资部总共卖出50ETF、180ETF金额约18.9亿元,累计用于对冲而卖出的股指期货合约共计6877张,其中IF1309、IF1312空头合约分别为6727张和150张,加上上午卖出的253张

IF1309空头合约,全天用于对冲而新增的股指期货空头合约总计为7130张。

光大策略交易部共申请套保6000手、套利6000手的期指持仓限额。因此,当日交易并未超限。

针对当天对冲交易在公告之前所产生的部分是否得当,光大证券总裁助理杨亦忠表示,当日公司为尽量减少风险敞口,必须采取对冲策略,并没有主观故意操纵市场。由于系统故障,被动增加72.7亿元股票,短时间使得投资者风险暴露过大,基于公司长期对该部门业务的定位,自然后续处理措施与此相关,处理制定的原则就是尽量减仓,但股票减仓难度大,当天只能利用成分股转换成ETF卖出。但受到流动性的限制,最终卖出18亿多元,相对72.7亿元是小部分,主要是由于现有ETF产品流动性不足,此时公司只能使用空头合约做风险对冲,让公司风险敞口减少。累计用于对冲而卖出的期指合约共7130张,离上午被动形成的仓位仍然有1.8亿元没有完全对冲。

他表示,这样操作有国际先例。当出现类似的巨额被动仓位时,马上处置不一定最有利,需要立刻考虑对冲以关闭风险敞口,在风险敞口较小的情况下才能考虑下一步对策。

业内人士称光大空单未突破持仓量限制

□本报记者 熊锋

在 8·16”事件中,光大期货当天增仓的逾7000手期指空单成为市场热点话题。专家表示,市场上关于 操纵市场”、做空获利”的说法是误解,在现行交易体制下不大可能出现。

空单量符合业务规则

16日的中金所盘后数据显示,光大期货持有10194手,比前一日大幅增加7023手。

这7000多手空单全部是按照中金所的交易规则做的,不存在违法违规行为。”光大期货总经理田亚林对中国证券报记者表示,这些空单的交易行为都是合规的。

国泰君安期货研究所研究总监陶金峰表示,光大证券是利用股指期货对其现货头寸进行补救,其头寸应是在申请的套保额

度之内,没有进行所谓投机,这只是正常的对冲行为。

有市场人士质疑光大期货逾7000手空单数量突破沪深300股指期货持仓限制。陶金峰表示,根据中金所相关规定,符合证监会和交易所规定的会员和客户可以从事套期保值、套利及投机等交易。股指期货600手的持仓限制主要针对进行投机交易的客户某一合约的单边持仓。如果客户进行套期保值和套利交易,可以按照相关规定要求,向中金所提交相关材料,申请相应的套期保值、套利额度,其持仓规模上限受该额度的约束。也就是说,套保套利持仓额度突破600手是很正常的,符合相关业务规则。

“操纵”说法不成立

有市场观点称,光大证券通过期指空单赚取巨额利润。陶金峰表示,这种说法只看到了期货

头寸可能的盈利,没有看到现货头寸的浮亏。虽然光大证券利用股指期货进行对冲,弥补了一定亏损,但未能弥补所有亏损,更不可能获利。

业内人士分析,股指期货上市3年以来,运行非常稳健,没有发生违规事件,即便有机构想通过操纵市场获利,但囿于严格的套期保值规定,实际上很难操作。

股指期货的风险控制很严格,有严格的前端控制,单个客户如果从事投机,当日只能做600手交易,而套保要求有对应的现货资产。”国金期货副总裁江明德表示,从目前的情况看,利用股指期货操纵市场的可能性并不存在。

江明德表示,从期指和现货16日当天的走势看,很明显是A股现货先行启动,期指再被动跟随,从全天交易情况来看,期现拟合情况良好,基差水平没有显著变化,操纵市场”的说法很难成立。

律师称法律依据缺乏 光大证券赔偿范围难划定

□本报记者 朱茵

光大证券是否有操纵市场和内幕交易之嫌?投资者是否能就此提起诉讼?国浩律师(上海)事务所合伙人宣伟华对中国证券报记者表示,对于光大证券卖出股指期货空单以对冲风险的行为,现行有效的法律条款中找不到可以直接追究光大证券行政法律责任和刑事法律责任的依据。至于光大证券大额购入权重股的行为,不适用《证券法》上的民事赔偿责任依据,目前没有可直接利用的索赔法律依据。

记者:光大证券为了对冲风险卖出大量股指期货空单,这是否是通过内幕交易减少错单损失?

宣伟华:《证券法》未定义期货内幕交易、内幕信息以及知情人,因为这属于《期货法》立法范畴。目前《期货法》尚在酝酿中,期货市场最高层级的法律是国务院1999年6月2日发布的《期货交易管理暂行条例》,2007年修订为《期货交易管理条例》。《期货交易管理条例》对 期货交易内幕信息的知情人”和 内幕信息”的列举式定义停留在 单市场”意义上,立法时不会想到股市波动传导到期市后转瞬间可能形成期货内幕信息的情形。现行有效的法律条款中找不到可以直接追究光大证券行政法律责任和刑事法律责任的依据。因此,光大证券大单买入权重股将会推高股指,在外界尚不知情的情况下卖空期指,这种行为算不算 期货内幕交易”,从法律层面还缺乏判定依据。

□本报记者 杨博

由于高频交易普及,近年来海外股市 乌龙指”事件时有发生。在发生类似事件后,直接损失主要由责任方承担,但能通过公开渠道查询到的相关处罚和对投资者赔偿的资料很少。

美国完善熔断机制

2010年5月6日下午2时47分,美股一名交易员在卖出股票时误将1600万美元打成160亿美元,导致道琼斯指数突然出现近千点的 闪电暴跌”。当天美股收盘后,纳斯达克运营部门宣布,在当天下午2时40分至3时之间执行、股价波幅较2时40分之前最后一笔交易的报价超过60%的交易指令全部取消。为避免类似事故重演,美国证交会于2010年6月更新 熔断机制”。根据该机制,价格不低于1美元的股票或交易所交易基金ETF如果在5分钟内波幅达到或

另一方面,光大证券大单买入权重股并非主观意愿,以股指期货对冲自己的损失是一种自救行为,这有别于通常在股票市场上的内幕交易。但光大的自救行为符合 在对期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前,利用内幕信息从事期货交易”这一特征。因此,光大 大额购入权重股会推高股指”这一客观判断(也是事实)是否属于 期货交易的内幕信息”将是本事件的争议焦点。光大在本事件中是否应当承担行政责任和刑事责任与上述焦点息息相关。

记者:光大证券的错误操作导致市场剧烈波动,是否会使光大证券承担民事责任?

宣伟华:民事责任是造成投资者斩仓、平仓损失所需要承担的后果。在法律适用方面,《期货交易管理条例》没有像《证券法》那样直接规定因虚假陈述、内幕交易等行为给投资者造成损失的应承担赔偿责任。《条例》只规定了行政法律责任。因此,即使根据《条例》光大被认定为实施了 期货内幕交易”,期货投资者也无法以《条例》为依据向光大要求赔偿。期货投资者原则上适用 侵权责任法”、《民法通则》的基本原则和《合同法》。

投资者存在多种起诉理由,被告可能是光大证券,也可能是期货公司。首先,投资者因斩仓产生损失,以 侵权”为由起诉光大证券;其次,投资者被强行平仓产生损失,以期货公司为被告提起 违约”诉讼;再次,投资者因爆仓

产生损失,以 侵权”为由起诉光大证券。

记者:光大证券在股票市场上的行为是否有操纵市场嫌疑?

宣伟华:光大大额购入权重股的行为,不属于上市公司虚假陈述,不属于操纵证券交易价格,不属于信息误导,也不属于证券市场的内幕交易,不适用《证券法》上的民事赔偿责任依据。目前没有可直接利用的索赔法律依据。光大证券的信息披露也较为及时,很难认定为 不及时披露”。披露内容也较为得当,很难认定为披露不彻底。假如有纠纷,投资者将应适用 侵权责任法”,投资者必须证明其损失与光大行为之间存在因果关系。这其中有很多难以认定的地方。首先, 乌龙”大单买入权重股,投资者跟风被套。股市下跌,投资者跟风产生的损失与光大 乌龙”行为之间的 因果关系”难定。其次,光大事后因抛售ETF标的股引起个股下跌,投资者产生亏损。抛售个股未必导致该股股价下跌,也可能大盘本身下跌所致,因果关系难定。再次,持有光大证券股票的投资者,因光大出事,导致光大股价下跌,产生损失。因上市公司、公司高管等本身原因,导致股价下跌,投资者踩到 地雷”,国内并未见有赔偿案例,属于股市固有的风险。

总体上,因为抛售时间、抛售数量、价格、大盘本身、境内境外市场等各种因素交织在一起,想要划定一个赔偿范围(投资者范围和投资者损失范围)非常困难。

海外“乌龙指”鲜见事后赔偿案例

□本报记者 杨博

超过30%,将被暂停交易;价格低于1美元的证券如果在5分钟内波幅达到或超过50%,将被暂停交易。该机制覆盖范围包括标普500指数和罗素1000指数成分股以及344只交易量最大的ETF。

2011年,美国证交会批准各交易所将 熔断机制”适用范围扩大至所有美国上市公司股票。2012年,证交会再次修订 熔断机制”。

针对整个证券市场,美国证交会规定,当标普500指数较前一天收盘点位下跌7%时,美国所有证券市场交易都将暂停15分钟。上述规则于今年2月4日开始实施,试行期为一年。

损失多由责任方承担

2005年12月8日,日本瑞穗证券公司的一名交易员接到客户委托,要求卖出在东京证交所新上市的人才服务公司J-Com股票。这名经纪人错误地将客户要求的 以每股61万日元卖出一手”敲成 以每股1

日元卖出61万手”。

大约1分半钟后,该交易员意识到错误,但55万股股票的交易已达成。为挽回错误,该交易员登录东证系统,但几次尝试取消都未成功,在其后不到8分钟的时间内,交易全部达成。尽管此后瑞穗大量回购股票,但至少蒙受了270亿日元(约合18.5亿元人民币)的损失。

由于东京证券交易所系统出现问使股票下单出错后无法取消,瑞穗证券要求东证所赔偿400多亿日元。2009年12月4日,东京地方法院判决东证所赔偿瑞穗证券107亿日元。

2005年6月,台湾股市爆发了有史以来最严重的 乌龙”交易。台湾第二大证券经纪商富邦证券的一名交易员因输错指令,导致其客户美林的8000万元新台币买单放大了100倍,变成以涨停板价格买进282只一篮子股票,总金额近80亿元台币。此次错误交易给富邦带来的损失超过4亿元新台币。



制图 王力