

■ 关注“8·16”事件后续影响

# “8·16”事件不能仅归咎于技术因素

□中国社科院金融研究所  
金融市场研究室主任 杨涛

光大证券“8·16”事件日前闹得沸沸扬扬,这也使得A股市场一些顽疾再次浮出水面。基于“阴谋论”而指责这起事件,显然不符合实际情况,但也不能简单以“技术性故障”来掩盖其中存在的诸多问题,这包括券商层面、交易所层面和股市制度层面的缺失。

国内投资者曾经津津乐道的,只在国外股市才出现过的“乌龙指”事件,目前也出现在自己眼前,并且颠覆了许多股民对股市的某些传统认知,这是A股市场建立以来的标志性事件。对于事件的发生,其中最重要的启示之一,就是随着大数据时代的来临,技术进步已经开始使我国股市同步全球股市,处于风险与机遇并存的前沿。在明显改进现代金融市场效率的同时,也引发巨大的威胁,尤其是以高频交易领域为突出代表。

在各国金融市场上,基于经过计算机处理过的数据信息,进行的高频交易已成为主流。尤其在股市上,高频交易商越来越依赖于“策略时序交易”,这种技术由程序算法来识别并分析金融数据,以此来捕捉其它市场参与者留下的交易痕迹,在此基础上做出交易决策。然而,这种大数据时代的高频交易模式,既可能放大信息错误而引起股市动荡,又可能加剧股市崩盘风险。对此,我国的监管者和投资者与国外站在同一起跑线的情况下,必须充分认识这些新风险,并且及时有效调整市场规则。需要强调的是,在应对技术进步挑战的同时,还需避免缺乏制度约束下的人为因素。

为此,现代股市监管中要彻底改变“维稳”心态,目前“维稳”思路浸透在金融改革与监管模式中。监管部门在18日的通报中



CFP图片

指出:经初步核查,在核查中尚未发现人为操作差错,但光大证券该项业务内部控制存在明显缺陷,信息系统管理问题较多。”如果考虑到“8·16”事件中的潜在信息误导、操纵市场、内幕交易等迹象,显然不能简单地关注舆论集中在交易软件的缺陷上,其中不可避免地涉及到某些人为因素。

事实上,在当前全球股市的发展中,一种值得质疑的现象是,将股市中的失误损失和操纵事件,归咎于高频交易模式,而非操作风险管理缺陷和违规交易,把市场不公平归咎于技术因素而非大机构行为和监管漏洞上。对此,许多国家的监管者在职责和压力下,都在努力进行“道高一尺、魔高一丈”式的无奈应对。如果监管层仍停留在“捂盖子”式的思路中,面对金融市

场的国际化、大数据化、大机构主导化,将会纵容更多的市场机会主义者和潜在风险。

当然,与“知道真相”相比,可能更为重要的是“处理结果”。例如,在因交易员导致的2010年5月6日美国道琼斯指数暴跌千点事件背后,真相反而可能是美国证监会给出的结论,即电脑自动执行的一笔高达41亿美元的“高频交易”买单,引发了市场恐慌。无论真相如何众说纷纭,但该事件却导致了新的旨在保护市场的游戏规则出现。

长期以来,很多人把A股市场的内在弊端之一,归结为散户主导型运作,由此提出要大力发展机构投资者,对上市公司注重中小股东利益形成外部制约。可以看到,欧美市场显然是机构主导的市场,但我国如缺乏对大机构的制度约束、

不改变对股市运行的习惯性行政干预和指导,则即便进入机构主导的股市模式,亦会出现机构与上市公司的普遍串谋,甚至机构对普通股民的利益侵害。换句话说,如果对股市缺乏相关的立法司法制度变革和约束,大数据时代的来临、衍生品金融产品的创新、机构投资者的规模扩张、金融市场的国际化

“高频交易”买单,只会带来一场“灾难”吞噬公众财富的新盛宴。

需要承认,在股市“乌龙事件”发生后,各国的小股民往往都难以获得事后索赔,但是这并不意味着监管者的无所作为。笔者认为,从加强保护中小投资者的角度出发,可以藉此研究和建立旨在控制高频交易风险的“熔断机制”,亦可对某些人为因素或内控失误施加严惩,来提振公众对股市的信心,防止对券商等

机构投资者的严重信誉损害。此外,要约束机构投资者针对股市异常波动来谋利的行为,同时为中小投资者提供更多直接或间接的避险工具。

总之,监管部门的核心职责是抓住股市“坏分子”,这不仅是指上市公司,也包括机构投资者。考虑到光大证券在IPO保荐中暴露出的诸多问题,以及光大期货在此次事件中的角色,使人不得不怀疑其内部控制漏洞与交易投机心态。应该说,该事件再次挑战了监管者的应对策略,如果确有“故意犯错”行为,则需予以严惩以儆效尤;如果属于“过失犯错”,则应以此为契机来减少引发过失的土壤,促进市场规则的完善,实现机构投资者“良币驱逐劣币”,加强中小投资者保护,并有效应对新型市场风险的挑战。

## 应尽快完善金融衍生品市场

□明清

光大证券“8·16”事件导致A股出现了过山车行情,光大证券通过抛空18.5亿ETF、大幅增加7000多手股指期货空单,试图减少损失,也许行为过于仓促,但至少可以说明,机构的套保意识大大加强,在现货抛无可抛的情况下,期货成为替代,金融期货功能得到发挥。

若没有踩下股指期货“刹车”,那将是另一番景象。光大证券在本次事件中累计申报买入金额为234亿元,实际成交72.7亿元,而光大证券2013年一季度显示,该公司的货币资金也不过250亿元。也就是说,这次事件导致光大证券超过93%的资金都拿去炒股。目前,光大证券自营被暂停业务三个月,假如没有及时参与股指期货,且股市在这期间暴跌,该机构几乎只能坐以待毙。如果光大证券自身的风险无法得到有效处置,那么市场的稳

定也就是一句空话,本周一股市也就不会出现平稳态势。

就在三年前股指期货上市之时,笔者曾经向多位私募大佬问起参与股指期货的意愿,多数证券从业近20年的资深人士竟对股指期货不屑一顾,认为这一金融衍生品不过是资本市场的小角色,自身所在公司也不会参与。三年之后,从券商到基金,从信托到QFII,各种机构竞相进入到股指期货市场。这种情况在2012年表现得尤其明显。当年新开的特殊法人客户占股指期货特殊法人客户总数的五成以上,为三年来最多;同时,股指期货客户类型不断丰富,2012年新增的机构客户类型包括单一信托、公募基金,以及套利客户和证券自营机构客户;2013年1月首批5家QFII也正式入市,投资者结构进一步完善,机构成交持仓规模也保持快速增长。

在光大证券“8·16”事件发生后,很多没有参与股指期货的

机构都在反思,都在重新衡量金融衍生品在投资中的作用。光大证券的期指套保是一种“自救”行为。为对冲现货,光大证券在事件发生当日就将18.5亿元股票转化为ETF卖出,同时卖空7130手股指期货合约,使得现货风险对冲大半。在这场事件中,首要的是先保证现货仓位的安全和全市场的稳定。

目前,中国证监会已经对光大证券正式立案调查,将根据调查结果依法作出严肃处理,及时向社会公布。“8·16”事件之后,光大证券的补救是否违规,还有待监管部门的调查结论。有关部门对光大事件的界定,将在很大程度上成为未来对此类避险操作程度化的参考。对这样一个前所未有的案例,既要认真查处、严格追究,给市场一个公道,又要保持前瞻性,尊重市场发展权,不要因匆忙决定而牵制市场长远发展。

在国际衍生品市场,金融衍

生品的地位可谓举足轻重。包括股指期货、个股、外汇、利率期货和期权在内的产品,长期占据场内衍生品交易量排名的前列。根据美国期货业协会(FIA)的统计,截至2011年,全球金融期货交易量已占全部期货交易量的88.7%。

与国际市场相比,我国的金融衍生品市场尚不发达。虽然近几年机构对股指期货的参与越来越多,但总体而言,股市投资者利用股指期货套保的比例仍较低。部分投资者盲目追高而蒙受亏损甚至减少利润,不能将责任全部算在光大证券身上,但这也从一个侧面反映出我国金融衍生品市场远未跟上股市等现货市场的发展步伐。目前,国内未有的案例,既要认真查处、严格追究,给市场一个公道,又要保持前瞻性,尊重市场发展权,不要因匆忙决定而牵制市场长远发展。

机构没有进行金融期货套保或参与程度较低,原因也很复杂。有些机构规模小、底子薄,其

思维还停留在“精选个股、持股待涨”的单向操作中,对套保重视程度不够;有些机构内部系统庞杂,参与金融期货交易前需对机构内部制度做大规模调整;有些机构并非属于证券、期货行业,参与金融衍生品市场需要其行业内监管部门的投意和跨部门协调。

鉴于此,为了维护市场稳定、保护广大投资者的合法权益,大力发展金融衍生品,提供充分的避险工具,已是摆在资本市场管理者面前的重要课题。从目前看,笔者认为应从三方面着手。一是尽快推出更多金融衍生品,让投资者有更多避险工具可选;二是鼓励而不是限制投资者利用金融衍生品,形成避险惯例;三是交易所、中介机构等需进一步深化投资者教育。只有将投资者从思想和意识上“武装”起来,让其手握避险利器,才能真正实现金融市场的稳定。

## 光大事件凸显企业制度建设不足

□万联证券研究所所长 傅子恒

光大证券“8·16”事件爆发后,市场在哗然中进行了诸多反思,许多券商迅速进行了合规与风控制度与工作的重新审视部署,检查自身对操作风险有效监管以及突发事件的及时应对处理能力。从各方反应来看,光大事件昭示出的反面警示意义,符合辩证法认为的“坏事也可以变为好事情”原则,市场就是由无数的正、反面的事件推动进步的。

对券商而言,应从事件中吸取教训,杜绝类似事件在今后再度发生。市场的反思与建议已足

够多,其办法或者“药方”都离不开一点,即要求与督促从业者主观上严肃认真,以及券商在客观上进行严格的风控监管。

从主观方面分析,对于事件发生的原因,笔者认为,这是从业内人员缺乏基本的职业精神与工作责任心所造成。对于高风险投资操作而言,一个普通的工作人员瞬间可能造成数千万、数亿损失,甚至将公司多年的经营成果毁于一旦。对于如此重要的岗位与工作,不用去怀疑操作人员缺乏足够的专业技能训练,但必须质疑其缺乏对工作的足够敬业、认真与责任心。在以物质利益交换为目的的高度商业化现

代社会,对工作保持基本的热忱、基本的敬畏心与责任心,应该还是每一位职场中人应该坚守的底线。

通过分析,笔者认为,造成认真态度与职业精神缺失的原因可能有多方面原因。主观世界是客观世界的反映与折射,当社会在浮躁中只追求短期利益时,当出现收入分配与发展机会不平等、企业内外部制度与机制不公平时,人们在心态失衡中就容易丧失基本的职业操守,由此也就失去了认真与敬业精神。当然,认真与敬业精神的缺失也可能与合规、监管等企业内部控制制度有关,企业缺乏严厉的外部

监管与惩处机制。仅就“8·16”事件本身而言,目前查出的问题包括软件程序设计原因、操作员操作失误原因、风控内控机制未能有效发挥作用等多重原因。逐一分析都存在认真精神与责任意识问题,比如软件程序设计问题,对一家普通的企业而言,项目的承建要经历史立项、承建公司资质选择确定、产品开发实施、验收、试用、后期运行维护等多个环节。如此重大项目在立项、建设决策过程中都需要进行风险控制论证。而从事件所暴露出的问题中,不能不使人怀疑企业风险决策是否缺乏健全流程,没有做到

严肃认真地执行。一家企业内控制度是整个制度的重要方面,企业管理在出现问题的同时,如果再遭遇员工对未来发展、收入分配、个人发展机遇不平等等方面产生不满情绪时,也当然可能会影响其对岗位工作热情与精力的投入。

总而言之,要杜绝类似“8·16”事件的发生,需从合规等有效外部监管机制、改进企业内控制度、强化从业者职业操守三个方面进行落实。这三个方面是相辅相成的,其中制度与机制建设是关键因素,它直接或者间接深刻影响着对从业者职业道德操守的建设。

■ 记者观察

## 前海开发需摆脱“地王阴影”

□本报记者 张莉

前海首批出让的第三块土地日前以109亿元竞价再次刷新深圳总价地王的记录,这也让一再宣称不炒作房地产概念的前海陷入颇为尴尬的境地。以改革试验田为战略定位的前海被各方寄予厚望,但诸多优惠政策也难以吸引一批套利者,将前海开发视为赚取“政策红利”的资金游戏。如果不把控制好地产风险,前海未来产业发展可能出现偏离规划轨道的风险。另一方面,连续两轮以内地企业为主导的土地拍卖,也凸显前海与香港之间“若即若离”的微妙关系,以庞大资金投入为支撑的前海开发无疑也给港资企业入驻加上了一道屏障。

从开发的角度而言,高地价的土地形式在一定程度上能够为前海带来丰厚的资金收入,为前海高端金融、现代物流等产业定位夯实基础。但与此同时,拿地成本连番高企无疑也抬高了前海地块开发成本。以出让条件来看,开发商高价竞得的土地被要求,部分办公场所需无偿移交给前海管理局。再加上建设成本不低于1.5万元/平方米,市场核算楼面价格至少要在4.5万元/平方米以上。加上前海土地开发条件门槛设置较高,未来能否打造成为产业配套发展的土地,以合理价位吸引产业入驻,发挥前海产业的聚集效应,不得不打上一个问号。

防止前海沦为房地产概念,这是前海管理局不断强调的底线,从产业发展基金、弹性年期到设置开工期限等等,诸多前海土地开发方案要点表明,政府正在试图摆脱“土地财政”的思维。但是,这并不会阻止地产巨头在15平方公里的土地上展开激烈竞争,22条先行先试政策使市场对前海乐观预期空前高涨,地王频现也佐证了这一事实。按照年内8-10块土地出让的节奏,前海今年土地出让

收入也将接近10亿元,如果前海土地出让被高价拍卖定性,市场难免更关注的是这块区域的“生地盛宴”,这也让前海产业发展的概念趋于模糊。

更为重要的是,前海连续两轮土地拍卖,港资企业集体缺席,也给定位于深港合作的前海抛出难题。一直以来,前海在制度和产业发展方面都在积极融合香港的优秀经验,吸引港资进驻成为必然趋势。而此次为港资企业量身打造的土地却难获青睐,也让前海管理局不得不反思其土地出让政策的问题所在。据业内人士反映,资金投入过大的土地拍卖,开发成本收回不确定性以及信息不对称等问题,是造成港企徘徊在前海边缘的重要原因。尽管港资企业对前海仍抱有浓厚兴趣,但却不得不选择一个合适的契机切入,才能真正参与到前海建设中来。

由于承载过多调控目标,前海在最初阶段不得不限制门槛,在防控风险的初衷下却让前海开放步伐“步履维艰”。纵观历史上成功的新区开发经验,吸引财富聚集、形成稳定产业格局的重要条件,在于最大限度地为目标企业提供实质优惠。从蛇口工业区到浦东新区,企业入驻即不存在昂贵的成本顾虑,也没有政策不确定性顾虑,加上开放的优惠政策与高效率的建设力度,让新区能够快速成熟起来。

“放水养鱼”而非“涸泽而渔”的开发模式,是前海亟需转变的思维。尽管深港双方都意识到前海将是未来双城力量整合互补的关键平台,但若延续传统开发思路,依赖土地财政单一融资方式,则深港合作未来仍难实质性启动。在业内人士看来,前海开发需要尽快摆脱“地王阴影”,适度有针对性地降低门槛,加大开放的力度和速度,同时细化优惠政策,确保金融创新等制度逐步落地,消除入驻企业疑虑,才能真正激活前海的潜力。

## 银行股价值为何不被认可

□中国人保资产公司 蔡红标

银行股价值不被认可,目前已经到了十分严重的程度。相关数据显示,6月底基金的银行股仓位水平已降至历史最低位。2季度末全部基金所持银行股仓位为5.53%,其中股票型和指数型分别为2.6%和15.29%。即剔除被减持仓位后基金实际持有银行股仅2.6%,这比银行股在股市总市值中的17%、沪深300中30%的权重相比显著过轻。笔者注意到,近期分析师的一致观点是银行业中报符合预期或略高于预期,既然如此,为什么基金不去买中报业绩增长13.8%的银行股?

是因为银行股缺乏价值吗?答案是肯定的。根据证监会的报告,今年上半年银行业净利润增长13.8%。尽管不良资产略有上升,但二季度的净息差环比略上升2个BP。笔者认为,市场对于银行股主要有以下几点担忧:首先是国内经济仍在下行,银行坏账可能大幅暴露;其次是利率市场化及存款保险制度等改革不断推进,将导致银行净息差降低一半以上,在恶性竞争情况下是否会使得银行出现巨亏;互联网金融将颠覆银行业,银行业生存状况是否将出现危机。

对于上述担忧,笔者认为大可不必。一方面,7月以来中央政府稳增长的措施已经改变了市场预期,IMF、世行及OECD等国际组织的最新报告预计中国今年

GDP分别为7.75%、7.7%及8.5%;近日发生的新兴市场股市、汇市下跌,不必一定认为是第二次亚洲危机,目前国内经济问题已是“稳增长”的可持续性如何。

另一方面,利率市场化进程向来是渐进式,在放开贷款利率管制后,存款利率的放开至少是一年之后的事情。

此外,互联网将加速改变金融生态,但不会消灭银行。阿里巴巴的信贷定位于初级产品,因此不必过于担心银行的生存与发展,互联网会冲击部分低端的银行业务,但更多的是推动银行真正成为新金融服务商,美国富国银行的成功便具有很好的借鉴意义。关于稳定分红率的问题,则需要银行董事会做出明确回答:一是能否制度化;二是银行如此高利润为什么中期不分红?

笔者建议,有关部门应考虑从三方面改革银行股,即私有化、回购或保留控股权、让出管理权。比如,交通银行股仅4倍P/E、0.7倍PB,但为什么仍未得到投资者青睐,笔者认为其管理层要清晰地说明物有所值,即除了银行的周期性特点外,银行在会计报表上还应增加透明度。为减少投资者的疑虑,如果有关部门宣布以净资产价格全部回购发行在外的流通股,那么银行股的形势一定会发生变化。因此,既要强调股权多元化,而对于藏在香山人未“见”的上市银行私有化也是一个备选项。



CFP图片