

# “下错单”后该如何赔偿投资者

□中国社科院金融所 郑联盛

近期光大证券 8·16”事件引发的股市较大波动导致投资者重大损失,利益受损方是否有权利进行索赔,以及如何进行可能的赔偿等,是市场的关注点。光大证券在公告中也提及将会考虑投资者损失的赔偿问题。

## 操作风险的赔偿

操作风险与人为失误、不完备的程序控制、欺诈和犯罪活动相联系,操作风险可以分为由人员、系统、流程和外部事件所引发的四类风险。在金融市场中,业务规模大、交易量大、结构变化迅速的业务领域,比如外汇、衍生品等受到操作风险冲击的可能性较大。

操作风险需要承担相应的法律责任。如果光大事件最终被确定为操作风险,那必须承担操作风险引发的法律责任及其中的赔偿责任。国内对证券金融机构的操作风险及其赔付责任缺乏明确的法律界定。为此,操作风险的赔偿责任和具体操作存在较大的不确定性。如何与投资者、消费者保护联系起来,法律问题可能更为复杂。

国外对于操作风险的处置方法中,第一个方式就是宣布相关交易无效。这种方式直接将由操作风险发生方与同时交易对手方的利益关系切断,使得同时交易对手方的损失即刻“归零”或明显减少。由于在操作风险中,同时交易对手方的损失是最大的,宣布交易无效之后,最大受害方的利益得到了保障。例如,2010年5月6日下午2:47,一名交易员将1600万美元的股指期货单错误地打成160亿美元,导致道琼斯指数即刻出现近千点暴跌。但是,当日收盘后,交易所方面宣布将取消部分异常交易。

光大证券 8·16”事件后,上海证券交易所已经公告当日交易系统运行正常,已达成的交易将进入正常清算交收环节。这意味着交易所已经认定由光大自营操作的交易是合法有效的。交易所的公告是具有法律基础的,《证券法》规定,按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果。

操作风险赔偿的另一种方式是对交易对手方的赔偿。根据美国等发达国家的经验,一般是对同时交易对手方进行相应的赔偿。2010年4月高盛权证“乌龙”事件具有一定的代表性。当时高盛旗下4只日经指数权证现金结算方式出现失误,因为对汇率标价理解差异,本应该“除以”汇率错误写为“乘以”汇率,最终导致结算价格与理论价值相差百倍。权证价格急速飙升,高盛发现其操作风险而紧急停牌。高盛可对操作风险并回购权证,但回购价为这4只权证的净购买价格总值的110%。同时,每位参与回购的权证持有人将获得5000元的一次性行政费。按照这一方案,投资者的成本基本都能得以回收,但无法享受因操作风险带来的暴利。

操作风险的第三种处理方式就是拒不赔偿。由于有些金融机构在操作风险中具有一定的隐匿性,投资者或消费者难以举证因果关系,最后导致诉讼无门,金融机构因此可以逃避操作风险。

如果光大 8·16”事件的最终调查结果是操作风险,那对同时交易方产生过失责任,可能需要根据光大证券的过失行为和因果关系,以及造成同时交易方的损失,确定赔偿金额。同时,还可能考虑市场因素调整赔付额度。由于交易所交易系统能够显示光大证券和交易对手方的交易因果关系,光大证券无法逃避操作风险的法律责任。只是国内对



证券机构的操作风险赔偿没有明确的规定,具体赔偿将存在较多不确定性。

## 内幕交易的赔偿

如果光大 8·16”事件最后被认定为是内幕交易,那就可能升级为刑事责任,其承担的法律责任要远远大于操作风险引发的法律责任。如果最后调查认定为是内幕交易,光大 8·16”事件将远远超越“情节特别严重”的规定。刑法第一百八十条第一款规定内幕交易“情节特别严重”情况的其中两个界定分别是:一是证券交易成交额在250万元以上的;二是期货交易占用保证金在150万元以上的。

内幕交易罪需要内幕人认定、内幕信息认定、内幕交易行为认定、防范措施以及法律制裁与赔偿等五个不同的维度,其涉及的法律程序将比操作风险更为复杂。同时内幕交易导致的损失赔偿也更加复杂,一般赔偿金额更为巨大。

从法理上,内幕交易可能受害的对象有三类:一是被诱使从事与内幕交易相反的同时交易对手方;二是被剥夺交易机会的投资者;三是高价买入或低价抛出,与内幕交易相反的追随投资者。这三类对象所遭受的损失都是确定的,他们具有内幕交易损害赔偿请求权。但是,我国法律并没有对此进行规定。美国享有民事诉讼权利的只有第一种受害人,即内部交易的对手方享有诉讼主体资格。但是,也有国家认可其他交易方的利益损失,但考虑到公检法机构的实际工作负担,第三类受害人可以通过集体诉讼追索利益损失。

在交易对手方的交易认定和规模上,发生的第一笔内部交易记为始点,但是终点存在争议,因为内部交易结束之后,其对投资标的价格的影响还没有结束。美国是从内幕交易者第一笔交易作为起点,将内部交易者最后一笔交易作为终点,期间发生的对手方交易行为和交易数量被认定为受害范围,但法院

会考虑内幕交易结束后的市场影响,以及受害人的利益损失。在损失的计算上,一般基于差价原则,内部交易成交价或起始日收盘价(根据不同交易对象,比如期货一般为成交价,尚未发生明显异动的股票可采用收盘价)可作为基期价,终点价格确定的差异性较大。比如股票,美国将信息公开后90个交易日收盘价平均值作为终点价格,加拿大则为20个交易日,台湾地区仅为10个交易日。

美国《证券交易法》还规定,只要是内幕交易者的同时交易对手方,法律就自然确定其与内幕交易行为之间存在因果关系,而交易对手方作为原告无需证明因果关系,除非被告能证明同时交易对手方知悉内部交易信息(即安全港原则)。这个规定实际上是确认了内幕交易的同时对手方的法定赔偿权利。

除了对交易对手方的赔偿责任之外,国外还有施加惩罚性损害赔偿金的案例。这个机制的设立,主要是基于惩罚和防范功能。一般而言,惩罚性损害赔偿金的数量会比较大,甚至能使得一个机构陷入破产清算的困境。据报道,如果对冲基金SAC内幕交易罪成立,美国证券交易委员会可能会对其施加高达100亿美元的罚金或收缴其资产,这可能会导致SAC破产。

光大证券的 8·16”事件,引发了市场巨幅波动,同时由于光大证券后续的风险对冲导致市场反向运行,投资者直接或间接损失较大。从事件性质的法律认定上,操作风险是可以成立的,但是否为内幕交易仍然存在较大争议和不确定性,监管和法律部门将会有个公开的结论。操作风险和内幕交易引发的赔偿责任的国际经验,为中国完善金融市场制度特别是投资者损失赔付机制,提供了借鉴。一般地,操作风险对应的是过失侵权和民事赔偿,而内幕交易则对应刑事责任和投资者保护框架下的赔偿责任及惩罚金。

# 不宜大规模大范围征收碳税

□国家气候战略中心 龚勇 马涛

由财政部会同国家税务总局、环境保护部起草的《环境保护税法》,将二氧化碳排放纳入环境税征收范围。而为减少碳排放,我国碳排放权交易试点也在紧锣密鼓地开展。在国际上,欧盟、新西兰等国家和地区采用碳排放权交易这种基于市场的减排手段,而碳税目前主要应用于一些欧洲国家,如芬兰、瑞典、丹麦、荷兰、挪威和英国等。可以看出,在欧盟部分成员国内部,既存在开展碳排放权交易又同时征收碳税的现象。那么,碳排放权交易和碳税两种减排机制能否同时在我国开展呢?

碳税是以应对气候变化,减少CO2排放为目的,向化石燃料使用者征收的环境税。与碳排放权交易相比,碳税有三方面的优点。

第一,碳税的实施成本低于碳排放权交易。征收碳税可依托于已有的税制体系,无须设置新的机构,不存在行政制度上的障碍,并且碳税的管理成本较低。第二,碳税可以有效应对贸易摩擦。以美国为例,在其《清洁能源与安全法案》、《清洁能源工作与电力法案》、《美国电力法案》中提出要对进口产品征收碳关税,但是对碳税征收方的出口产品征收碳关税的双重征税违反WTO协议,因此我国若开征碳税,可以使美国等国家和地区的“碳关税”失去合法性。第三,碳税可以通过价格信号改变消费者的行为。碳税是一种财政手段,而碳交易是一种市场行为。政府开征碳税,在短期会释放强烈的价格信号,以引导和激励企业作出减排的决策。

不过,征收碳税也有一定的负面效应。一方面,碳税减排效果具有一定的不确定性。碳税的减排效果和税率有着紧密的联系。高税率的减排效果明显,但是随着税率的提高,减排效果的边际递减和减排成本的边际递增使得减排的不确定性增大。由于生产者会将收取的碳税转嫁给消费者,从而也降低了减排的不确定性。同时,可能采取的税收优惠和豁免也会使减排效果偏离应对气候变化的最初设计。

此外,开征碳税会对国民经济产生一定的冲击。征收碳税会增加企业的成本,对能源密集型产业影响更为明显,并且降低出口企业在国际市场的竞争力。而碳排放权交易的框架设计灵活,可以通过控制配额总量和免费发放配额的方式降低对企业及国民

经济的影响。

反观碳排放权交易,同样具有一定优势。从温室气体排放总量控制角度来看,碳排放权交易会设置明确的总量控制目标。碳排放权交易的框架设计更加灵活,能够适应不同情况下的温室气体减排要求。在总量设置阶段,可以根据实际情况设定每个履约期的配额总量,控制履约期内的温室气体排放;在配额分配阶段,既可以通过免费发放的方式减轻企业负担、调动企业参与碳交易的积极性,又可以通过定价出售或者拍卖的方式增加政府收入,便于政府统一运用资金支持温室气体减排。此外,碳排放权交易可以吸引资本市场,利用多方力量开展应对气候变化事业。由碳交易衍生出的一级市场及二级市场将吸引大量资本进入应对气候变化行业。

我国能源消费结构以煤独大,能源利用效率低的现状决定了我国能源减排策略应该“两条腿走路”——短期内提高能源利用效率,中长期改变能源结构。因此,当前不适宜大规模、大范围地征收碳税。

笔者建议,应加快推进全国碳排放权交易试点工作,早日建立全国碳市场。加快推动全国碳市场MRV体系、国家登记簿等研究工作,总结分析排放权交易试点的经验,尽快建立全国碳市场。此外,明确开征碳税的目的,完善征收碳税的配套体系。我国征收碳税以应对气候变化为主,改善碳收权作用为辅,并在目前的设计碳税的征收范围、征收方式、税收退还、税收使用等要素。开展碳税试点工作,争取早日建立碳税—碳交易联合体系。

## 真相能救市 风险可对冲

□中证期货 刘奥南

8月16日,光大证券异常交易指令导致沪深两市早盘瞬间放量暴涨,此后更在跟风盘推动下大幅上扬,午后沪深股指快速回落,尾盘双双收跌。事情过去几日,光大 8·16”事件仍不断发酵,但给市场留下的两大启示值得回味。

### 启示一:真相能救市。

赛场不乏“乌龙球”,证券市场也不可能彻底消灭“乌龙指”。2005年日本瑞穗证券交易员误将“以每股61万日元卖出1股”,下单为“以每股1日元卖出61万股”,导致日本股市大跌,瑞穗证券损失400亿日元,远超上年利润280亿日元;2010年美国一名交易员将“百万”误敲成“亿”,令道琼斯指数实现千点暴跌……类似事件不胜枚举。

本次光大 8·16”事件不同于以往的新特点在于,不是人为而是电脑系统成为“始作俑者”。随着市场广度、深度和速度的飞跃发展,程序化交易在国外占比已达70%以上,在国内也从两年前的5%,快速上升到现在20%—30%。系统升级、软件创新,在发现和排除漏洞的同时又难免产生新的漏洞。操作程序化交易都是机构或高端投资者,规模大、资金大,一旦出事影响大,但这是市场发展的趋势。

本次出事故的光大证券交易系统,此前模拟运行6个月,实际使用4个月,均未出现问题。光大证券公告称,策略投资部使用的套利策略系统,包含订单生成系统和订单执行系统两个部分,检查中发现,订单执行系统针对高频交易在市价委托时,对可用资金金额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。

16日上午11:07,光大证券交易员就发现成交金额异常,并接到上交所来电查询,于是迅速批量撤单,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,还通过做空期指进行了对冲。这说明上交所、光大证券第一时间已发现情况异常,但由于原因不明,可能还由于是异常大涨而非异常暴跌,没有及时向市场披露更多情况。

虽然涉事主体准备查明真相之后再进一步披露,未能及时澄清对权重股瞬间涨停原因的猜测,无法阻断传言的误导。于是众多投资者因不明真相又不知所措,恐惧加贪婪进而跟风抢筹。只有第一时间披露已知的事实真相,及时公布正在采取的各项应对措施,才能有效抵制传言,遏制贪婪和恐慌。

### 启示二:风险可对冲。

黑天鹅引发大意外,小概率导致大风险,已成为现代市场的常态。仅以72.7亿元的意外成交就撬动大盘一分钟暴涨100余点,再次证明将市场异常波动归咎于股指期货并不科学。即使没有股指期货,一家机构的一次“乌龙”也足以重创证券市场。

8月16日恰逢期货交割日,也是“操纵市场”的最佳时机。面对股指期货上市以来最大一次“危机”考验,中金所称,沪深300股指期货交易一切正常,系统运行平稳,12%的保证金比例足以抵御当前市场波动,没有出现客户爆仓等风险案例。进入交割的IF1308合约以2330.22点顺利完成交割,交割量处于正常水平,多空双方有序平仓离场,未出现异常现象。而且,及时在期货市场进行对冲操作,恰恰是投资者缓冲波动、及时止损的有效途径。光大证券自营盘做空期指当日新增7130手空单,按照9月合约收盘价2286.2点计算,其当日持仓合约合48.9亿元股票市值,虽不可能弥补约全部浮亏,但毕竟对冲了部分亏损。

对于光大证券期指空头建仓时点,以及未能及时向市场披露空仓信息是否涉嫌违规,尚有待进一步调查取证。但利用期指可以快速关闭风险敞口,进而缓冲该事件对机构业绩的冲击,缓冲其股价波动,对冲持仓股票损失。由于股指期货市场容量充足,虽部分席位空单陡增,但并未对市场正常运行造成负面影响。

不过,当前期现两市交易规则不对称,现行投资者适当性制度使部分股市的投资机构和散户可通过股指期货对冲保值,期指市场投资者也能通过T+0交易尽快纠错,然而中小股民却无法涉足对冲交易。这也是未来期现市场值得探索创新的内容。

## 养老金“资金池”亟待做大

□国家信息中心预测部 张莱楠

国务院近日召开常务会议,确定深化改革加快发展养老服务业的任务措施。这意味着深化养老保险制度改革已经提上议事日程,然而真正建立“广覆盖、保基本、多层次、可持续”的养老保险体系还任重道远。

我国是全球唯一老年人口超过1亿的国家,也是全球老龄化速度最快的国家。第六次人口普查资料显示,2010年我国60岁以上人口为1.776亿人,占人口总数的13.26%,其中65岁以上人口为1.19亿人,占总人口的8.87%。“十二五”时期是我国人口老龄化加速发展期。预计到2015年,我国老年人口将达到2.16亿人,约占总人口的16.7%,年均净增逾800万人,并将超过新增人口数量。

一直以来,老龄化被看作是“人口红利”相对“人口负债”。人口老龄化确实会给经济增长带来许多挑战和冲击。老龄人口数量的增加,将导致用于养老资源总量增加。例如,需增加有关养老的财政支出,提高企业养老金的支付水平,配置更多与养老有关的公共设施等。这些都意味着国民收入分配格局以及经济资源配置格局的改变。同时劳动力严重短缺也将带来经济总产出下降,储蓄率下降,投资减少等。

中国养老金支出正面临着越来越大的压力。数据表明,当前我国社会基本养老保险制度的覆盖人口约为2.6亿人,其中1.9亿人为缴费人口,而另外7000万人为领取养老金的人。养老金支出面临非常巨大的压力。2011年底,全国城镇职工基本养老保险个人账户为2.5万亿元,但是个人账户实有资金仅有2703亿元,空账金额高达2.2万亿元。

一方面是不断增加的养老保障需求,而另一方面却面临着非常大的养老资金压力,那么中国应该选取什么样的模式?笔者认为,中国的养老体制安排需要与“朱富光老”的国情相一致。在较低收入水平下解决中国养老问题,既要考虑人口老龄化对现行养老保障体系的挑战,又要考虑财政压力量力而行,防止对长期增长带来冲击。因此,我们需要从

## 欧元区应立即终止紧缩政策

□马克·布里斯

最近几周,关于欧元区复苏萌芽的讨论声渐响起,关键指标表明核心国已步入扩张,很多人将之作为紧缩最终奏效的证据。来自美国的货币市场基金又开始为欧洲银行债务提供资金,就连高盛目前也看好欧洲股市。然而,欧洲的复苏真的已经开始了吗?

关于欧洲经济复苏的预期早在2010年第四季度就已经出现,自此以后,IMF每次都会预测欧洲经济将在“年底”复苏。但事与愿违,西班牙和意大利经济今年预计将收缩2%,葡萄牙经济将收缩超过2%,希腊产出可能下降4%。

此外,欧元区失业率水平达到了惊人的程度,平均为12%左右,外国国年轻人失业率更是超过了50%,这意味着人才的长期损失和税基的侵蚀。尽管欧元区失业率居高不下,生产率水平却稳处于负区间。

更重要的是,去年一年,国债务/GDP的比率在意大利上升了7个百分点,在爱尔兰上升了11个百分点,在葡萄牙和西班牙上升了15个百分点。通过紧缩实现复苏的必要条件是债务水平的稳定和下降,上述数据恰恰说明紧缩政策的无效。

与此相对的是,美国投资者的归来为欧洲银行债务提供了短期美元资金,他们背靠欧洲央行行长德拉吉“竭尽全力拯救欧元”的承诺,疯狂地追逐收益率。债券市场大亨Bill Blain这样评论高盛的股票买入行为:“脑海中突然浮现出买在低位,稍稍上涨后卖掉,出货完毕逃之夭夭”这句话。”

事实上,除非紧缩政策引起的损失能够得到弥补,否则就无从谈论复苏。任何实施了紧缩计划但又没有强迫私人债权人承担损失的国家,其债务水平都比开始时高。比如,根据官方统计数据,西班牙公债水平在危机肇始时只占GDP的36%左右,目前增

可持续性角度对中国养老保障体制改革进行评估,并结合人口老龄化趋势和经济增长前景,兼顾“效率”和“公平”,建立可持续多层次的养老保障体系。

在我国人口结构发生快速变迁、传统家庭养老保障功能萎缩、政府财政支付压力加大的情况下,推进社会化养老共建保障模式应该是符合中国国情的首选模式。而这种多元支撑的社会化养老保障模式就需要养老公共服务体系、社会化养老机构、社会养老保险、企业补充养老保险和个人储蓄性养老保险等一系列制度设计的全面跟进。

第一个层次,应通过针对老龄人口的福利政策,让退休养老待遇与工资增长脱钩,与物价上涨相挂钩,真正让老龄化福利与国民的收入增长同步。

第二个层次,完善养老补贴制度,延续居家养老模式。从真正体现“供养与反哺”的血脉相承和中华道德传统的角度看,居家养老模式还是最被认可的,但要看到新的年青一代面临的“421”新的家庭结构,政府如何通过各种养老补贴制度为其减负,至关重要。

第三个层次,加大社会基本养老保险的执行力度。由政府、企业和个人三方统筹模式,即企业和个人为主,政府提供补贴,实行现收现付筹资方式,是一种强制储蓄型的养老保障模式。

第四个层次,要积极壮大养老基金规模,为养老基金保值增值需要出口。对于养老金既要体外“输血”,还要自身“造血”。全国社保基金自成立以来每年的年均投资收益率为9.8%,而基本养老保险基金的投资收益率大多时间不到2%,甚至还没有跑赢通胀。

此外,与国外发达国家相比,我国养老资金占比相当低。例如,养老基金占GDP的比例最高的是挪威,为83%左右,日本是25%,美国是15%,中国只占到GDP的2%。因此,为养老金寻找增值渠道,拓宽养老金融渠道是未来的必然趋势。应该在防范风险的前提下,积极拓展股票投资、债券投资、私募基金以及主权财富基金的投资,把养老基金做强做大,并使之成为中国人养老的“资金池”。

加了近两倍,实际数字可能比这大得多。削减支出最多的国家,经历了最大幅度上升的债券收益率和最显著的债务增长。

为什么会这样?原因很简单。当一国放弃其货币主权时,其银行实际上用外币借款,这让他们极易受到流动性冲击。政府无法印钱援助银行或通过货币贬值增加出口竞争力,于是只有两个选择:违约或通缩。

紧缩的基本逻辑是,削减赤字、降低债务负担和重塑信心,最终能够增强稳定,支持增长。但是当一国与主要贸易伙伴一起追求紧缩时,总需求会下降,导致所有它们的经济全都收缩,而这反过来提高了债务占GDP的比率。

欧元区紧缩的问题更加基础,决策者试图解决主权债务危机,尽管真正的原因是银行危机。欧洲银行系统规模是美国的三倍,杠杆是美国的两倍,欧洲央行也没有真正意义上的最后贷款人权力,因此2009年外国国家的资本突然断流,造成了一个太大而救不了的流动性枯竭的系统。

一些持有欧元计价资产的投资者意识到这一状况,他们转而要求欧洲央行做出担保,投资者随后开始考虑欧元区崩溃——而不是主权债务——的风险,这导致债券收益率飙升。金融市场动荡催生了欧元区领导人之间的恐慌,导致他们错判了病根,开错了药方,结果造成了新的病症。尽管德拉吉通过欧洲央行“直接货币交易”计划,以及长期再融资操作和紧急流动性援助计划,买来了时间,但欧元区银行危机仍然没有消除。

欧元区领导人必须认识到,支出削减对稳定核心国银行资产负债表无济于事。除非欧洲为了增长而拒绝紧缩,否则所有复苏迹象都将是一场梦。

(马克·布里斯是布朗大学教授,著有《紧缩:一个危险思想的历史》,本文版权属于Project Syndicate)