

对“8·16 光大事件”内幕交易定性之质疑

陈洁* 曾洋**

内容提要:“8·16”光大事件是我国资本市场建立以来首次发生的一起因交易软件缺陷引发的极端个别事件,对证券期货市场造成的负面影响很大。本文针对证监会就该事件的处理情况,从内幕交易的构成要件出发,结合“利用未公开信息”以及对冲止损的相关问题,对光大异常交易事件及其对冲减亏交易的定性、信息披露与抗辩等进行法理分析和逻辑推演,以求弥补监管疏漏,修正相关立法,裨益未来市场。本文认为,就法律适用的技术层面以及证券期货市场运行规律的角度考量,证监会对光大事件的处理结果无论在法律规则的准确把握还是市场逻辑的理性坚守方面都值得商榷。

关键词:内幕信息 未公开信息 内幕交易 对冲交易

距震惊股市的“8·16”光大证券公司异常交易事件(以下简称“光大事件”)的发生仅仅两周,证监会就迅即通报了对该事件的调查处理情况:将光大证券公司查明异常交易原因后至其公开披露原因之前进行的卖空交易行为认定为内幕交易,并处以高达5.2亿的内幕交易罚没款。^①

对此处理结果,媒体舆论纷纷表示,此案“为依法治市、铁腕治市树立了又一个标杆”。^②的确,出于对违法行为的愤怒和对证券市场乱象的忧虑,证监会“从重从快从严”的治市决心值得嘉许。然而,就法律适用的技术层面以及证券期货市场运行规律的角度考量,证监会对光大事件的处理结果无论在法律规则的准确把握还是市场逻辑的理性坚守方面都值得商榷。本文从内幕交易的构成要件出发,结合“利用未公开信息”以及对冲止损的相关问题,对光大异常交易事件及其对冲减亏交易的定性、信息披露与抗辩等进行法理分析和逻辑推演,以求弥补监管疏漏,修正相关立法,裨益未来市场。

鉴于证监会认定的光大证券的内幕交易主要有两次:“13时至14时22分,光大证券卖空IF1309、IF1312股指期货合约共6240张,获利7414万元。同时,转换并卖出180ETF基金2.63亿份、50ETF基金6.89亿份,规避损失1307万元”,前者发生在股指期货市场,后者发生在A股市场(主要交易是ETF基金),因此,本文对内幕交易构成要件的分析需要分别从两个市场角度加以阐释。其中,A股市场主要依据《证券法》,而期货市场主要依据《期货交易管理条例》(以下简称“《期货条例》”)。不过,基于《证券法》与《期货交易管理条例》的上下位阶关系,对于《期货条例》没有规定或规定不明的,应参考适用《证券法》的相关规定。

一、《证券法》与《期货条例》对“内幕信息”界定的差异

对内幕信息的界定是认定内幕交易行为的前提。依据证监会的处理情况,“光大证券异常交易事件不仅对光大证券自身的经营和财务有重要影响,而且直接影响了证券市场的正常秩序和造成了股票价格的大幅波动,影响了投资者对权重股票、ETF和股指期货的投资决策,属于《证券法》第75条、《期货交易管理条例》第82条规定的证券、期货市场内幕信息。”

* 中国社科院法学所研究员,法学博士。

** 南京大学法学院副教授,法学博士。

① 参见证监会《光大证券异常交易事件的调查处理情况》,载中国证监会 www.csrc.gov.cn,访问时间:2013年8月30日。

② 佚名《铁腕治市 证监会认定光大证券内幕交易》,载《上海证券报》2013年8月31日。

仔细审视我国《证券法》第 75 条,^③该法条首先界定了内幕信息的概念,规定“证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息”,接着列举了八种可能影响证券市场价格的重大信息,大致包括公司经营管理信息、公司财务信息以及国务院证券监管机构认定的其他重要信息。这些信息本质上都是属于对证券投资者进行投资交易具有实质性影响的重要因素,一旦被不正当利用或者泄露,将对相关证券的市场价格产生重大影响。至于不在《证券法》第 75 条所列举的内幕信息种类之列的是否构成内幕信息?从证监会的执法实践以及学界的认识来看比较一致,即以相关信息是否具有重要性作为判断内幕信息的标准,而不仅仅局限于《证券法》第 75 条对内幕信息的列举。^④

至于期货领域,《期货条例》第 82 条规定,内幕信息是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息,包括:国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的政策,期货交易所作出的可能对期货交易价格发生重大影响的决定,期货交易所会员、客户的资金和交易动向以及国务院期货监督管理机构认定的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息。

比较《证券法》及《期货条例》,两者均采用了“内涵界定+外延列举”的相同立法模式,但证券内幕信息与期货内幕信息无论从内涵还是外延上都存在较大差异。从内涵来说,前者所涉及的是有关公司的经营、财务或者其他对公司证券市场价格有重大影响而尚未公开的信息,即强调了信息与证券标的公司之间的关联性,^⑤或者说,强调了信息源主要来自证券标的公司。而后者是指可能对期货交易价格产生重大影响的政策信息或者客户资金和交易动向。这里,没有突出强调特定期货合约与信息的相关性而导致期货市场的内幕信息的范围其实“无所不包”。由内涵界定所决定,从列举的外延来看,国家政策以及交易所会员、客户的资金和交易动向等一般不构成证券内幕消息,但构成期货市场内幕信息。

推究这样的立法差异,实际上是由证券、期货两个市场的运行特性所决定的。在证券市场上,作为证券投资判断依据的市场信息可以分为两大类:一类是公共信息,即发生在证券发行人外部的信息,诸如国家相关法律政策的变化、国家政治经济发展前景、某一行业的发展现状与发展前景、银行利率的变化、一定时期的证券发行量和交易量等。这类市场信息可以影响证券的市场价格,但其对市场上的证券价格只具有类的决定性,即对证券市场的总体价格或者某一类证券的市场价格产生影响。另一类是私有信息,即发生在证券发行人内部的信息,主要是证券发行人的经营状况以及其他证券市场主体的有关信息。私有信息对市场上的证券价格具有种的决定性,即对某一种证券的市场价格产生影响,是市场上不同证券之间产生价格差别的主要决定因素。^⑥申言之,股市上股票的价格表面上受投资者资金及交易量的影响,但背后真正起决定因素的

^③ 《证券法》第 75 条列举的内幕信息包括:(1)《证券法》第 67 条第 2 款所列重大事件;(2)公司分配股利或者增资的计划;(3)公司股权结构的重大变化;(4)公司债务担保的重大变更;(5)公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的 30%;(6)公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任;(7)上市公司收购的有关方案;(8)国务院证券监管机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。《证券法》第 67 条第 2 款规定的重大事件包括:(1)公司的经营方针和经营范围的重大变化;(2)公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;(3)公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响;(4)公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况;(5)公司发生重大亏损或者重大损失;(6)公司生产经营的外部条件发生的重大变化;(7)公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动;(8)持有公司 5% 以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化;(9)公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定;(10)涉及公司的重大诉讼,股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效;(11)公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查,公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施;(12)国务院证券监管机构规定的其他事项。

^④ 参见彭冰《内幕交易行政处罚案例初步研究》,载《证券法苑》(第 3 卷),法律出版社 2010 年版。

^⑤ 依据我国《证券法》,关联性体现在“涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,为内幕信息”。从成熟市场的经验来看,我国台湾“证券交易法”第 157 条之 1 规定,内幕交易的构成,需内部人所获悉者,为“发行股票公司有重大影响其股票价格之信息”,其意义系指“涉及公司之财务、业务或该证券之市场供求、公开收购,对其股票价格有重大影响,或对正当投资人之投资决定有重要影响之消息”。据此,所谓重大消息的意涵有二:(1)关于公司财务、业务或公司股票的市场供求或公开收购的消息;(2)该等消息对公司股票价格有重大影响或对正当投资人的投资决定有重要影响。参见赖英照《股市游戏规则—最新证券交易法解析》,中国政法大学出版社 2006 年版,第 296 页。

^⑥ 参见陈甦《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版,第 105 页。

是公司本身经营的好坏和效益的高低。因此,《证券法》规制的信息是证券市场上的私有信息,《证券法》规制的“内幕信息”也主要来源于证券发行人、上市公司的经营状况。至于期货市场,其交易的对象是期货合约。期货市场有两个基本特征,一是通过保证金制度,期货交易能够以小博大;二是双向交易和对冲机制。期货双向操作,看涨可以低买高卖,看跌时可先卖出,后买进平仓对冲,因此,期货市场比现货市场更抽象、更复杂。期货交易的双向交易和对冲机制特点吸引了大量期货投机者参与交易,而投机者的参与又大大增加了期货市场的流动性。除此之外,与商品期货相比,金融期货的合约标的物不是实物商品,而是金融商品,如外汇、债券、股票指数等。这些基础商品的可供供应量近乎无穷大,基础商品的供应量足够大,以至于几乎没有被操纵的可能。^⑦受这些特征所决定,一方面,期货交易价格要受买卖合同双方实际资金量及交易量大小的影响,另一方面,市场管理者的有关政策和决议对期货交易市场的制约,也直接影响到期货交易价格上下波动。事实上,交易资金、动向因素很大程度上也取决于管理者的有关政策和决议。因此,期货内幕交易的内幕信息主要是期货市场管理机关和职能部门制定的政策、决定以及交易动向等。概以言之,如果说证券交易内幕信息更多的是来源于上市公司内部的经营、财务信息的话,期货交易内幕信息更多的是来源于市场有关管理部门的管理信息。这可以说这是二者之间认定上的一个显著区别。^⑧

通过对上述《证券法》及《期货条例》相关法律条文的解读可以把握内幕信息的基本内涵,然而,由于文字的局限性以及市场实践的复杂性,仅仅通过法律文本的解读实际上难以准确把握内幕信息的外延,更难以精准解决司法实践中的具体问题。这也是业界对光大事件处理结果争议不休的主要缘由。因此,坚持以证券法的规范保护目的为基础,透过法律文本与事实文本的距离,在法律文本与案件事实之间进行目的性的理解和把握,方能揭示条文的真实含义。

二、光大事件所涉信息在A股市场的定性探讨

在光大事件中,2013年8月16日11时05分,光大证券在进行ETF申赎套利交易时,因程序错误,其所使用的策略交易系统以234亿元巨量申购180ETF成份股,实际成交达72.7亿元,引起沪深300、上证综指等大盘指数和多只权重股短时间大幅波动。证监会认为光大证券在公告“当天上午公司策略投资部门自营业务在使用其独立的套利系统时出现问题”之前不应进行交易。换言之,光大事件所涉信息具体就是指光大自营业务订单生成系统中ETF套利模块的设计存在严重的程序错误,致使订单生成错误,最终导致异常交易。这种信息的性质究竟如何认定?当事人在该信息公开前是否必须戒绝交易?而必须戒绝的究竟是何种特定标的证券的交易?这均是值得探讨的问题。

(一)光大事件所涉信息在《证券法》第75条规范下的“双面”解读

1. 光大事件所涉信息的传统解读:光大作为机构投资者的视角

在光大事件的处理报告中,证监会对该事件的描述如下:该异常交易事件“引起沪深300、上证综指等大盘指数和多只权重股短时间大幅波动……对证券期货市场造成的负面影响很大”……“影响了投资者对权重股票、ETF和股指期货的投资决策”。证监会如此描述的潜台词无疑就是光大公司异常交易符合内幕信息的“重大性”特征。此外,由于2013年8月16日中午11点05分至14时22分期间,光大事件真相信息未见任何法定的公开情形,因此,光大事件所涉信息无疑属于非公开重大信息。

尽管证监会的上述描述在事实上应该符合当时的市场状况,但从法律适用层面考虑,并非具备了重大性和非公开性的信息就必然属于证券法意义上的内幕信息。如前所述,在我国现行证券法律制度下,依据《证券法》第75条及其所包含的第67条第二款,除了“重大性”和“非公开性”,内幕信息还应具有一个很重要的特征:与上市公司本身的密切相关性。^⑨事实上,除了第75条第(8)项和第67条第二款第(12)项作为兜底条款之外,其他每一款都强调了“公司”——内幕信息是指与上市公司本身密切相关的经营和财务信息。换言之,《证券法》始终强调,内幕信息“重大影响”的是“该公司证券的市场价格”,强调的是涉内幕信息的上市公司本身。而考察其他国家和地区的相关法律规定,也可以发现,内幕信息“必须是和发行公司相关的信

^⑦ 参见于勤《期货交易的界定及其完善》载《证券法苑》年第8卷,法律出版社2013年版。

^⑧ 参见张国炎《期货内幕交易》载《政治与法律》1999年第6期。

^⑨ 内幕信息的性质三分法之说,即重大性、非公开性、相关性。

息,特别是和公司的财务和经营相关的信息。”^⑩申延之,其内涵应理解为某事件实质上改变了公司的内在价值,并进而影响了公司证券(主要指该公司股票)的交易价格。本案中,光大公司是证券市场的机构投资者,光大事件所涉信息不是其所购买的ETF基金所指向的标的证券公司的相关信息,不涉及标的公司本身的运营质量,因而不构成标的证券公司的内幕信息。

当然,这里可能产生的问题是:既然光大事件所涉信息符合“重大性”和“非公开性”的特征,那么证监会是否可以依据法律兜底规定将其认定为内幕信息?对此,笔者以为,兜底条款并非可以任意解释的条款,兜底条款的解释至少有两个原则需要坚守:

(1) 预先规定原则。依据兜底条款,经兜底条款授权之后,被授权机构应先出台相关“规定”,然后依据“规定”才能对未来出现的新情况、新问题进行解释。即便“规定”制定时难以框定具体事项,但至少要先建立兜底解释的标准。而众所周知,证监会对前述《证券法》兜底条款下授权解释的相关规定目前还未出台。

(2) 逻辑一致原则。成文立法中兜底条款往往紧随之前的列举条款,以此构成一个完整的规则体系。在没有明确的兜底识别标准的情况下,其解释路径不应超越前面列举各事项所隐含的范围,以保持规则内在逻辑的一致性。具体而言,前述两项兜底条款应当是对与公司关联性信息可能构成内幕信息但目前不确定情形的概括性规定,而不应超越现有规则的一般逻辑,将其扩张解释至与公司无关联性信息。

综上,根据现行证券法律规范的传统解读,光大事件所涉信息不属于《证券法》第75条规定的光大公司所交易的特定证券所涉标的公司的内幕信息。

2. 光大事件所涉信息的另一种解读:光大作为上市公司的视角

上述从光大作为机构投资者的角度出发,阐述了光大事件所涉信息不构成其所购买证券标的公司的内幕信息。但由于光大本身是上市公司,光大事件所涉信息是否构成光大自身公司的内幕信息呢?对此,证监会“处理情况”中提到了“光大证券异常交易事件对光大证券自身的经营和财务有重要影响”,其隐含的意思就是该信息具有重大性,但并未清楚指明该信息是否构成光大公司的内幕信息。

依据《证券法》第67条第(五)项之规定,“公司发生重大亏损或者重大损失”是上市公司应当立即临时报告并予以披露的重大事件,而《证券法》第75条又将第67条所列“重大事件”明确定性为“内幕信息”。笔者仔细研读光大证券8月18日发布的公告,尽管公告表明,“该事件对公司造成的最终损失以及对公司财务状况的影响程度还可能随着市场情况发生变化”,^⑪但按照8月16日的收盘价,光大证券公司当日盯市损失约为1.94亿元人民币。据此,光大交易系统存在重大问题而导致其经营发生重大亏损无疑属于《证券法》第67条第(五)项规定之范畴并进而纳入应当进行临时报告并予以披露的重大事件,该事件未公开前显然属于《证券法》第75条所规定的内幕信息。

然而,尽管光大事件所涉信息可以构成《证券法》第75条所规定的光大公司自身的内幕信息,但是,根据《证券法》第76条规制内幕交易之规定,“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券,或者泄露该信息,或者建议他人买卖该证券”。据此,“标准”的内幕交易样态是:A上市公司发生了重大事件且该事件属于法律规定的内幕信息,知情人以此为依据交易了A公司的股票。具体言之,在本案中,光大公司只有交易涉内幕信息的上市公司证券才符合《证券法》意义上的内幕交易,即只有交易“该公司——即光大证券(601788,SH)”股票,才构成《证券法》意义上的内幕交易。但根据证监会《调查处理情况》记载,“光大证券在8月16日13时(公司高管层决策后)至14时22分转换并卖出50ETF、180ETF基金以及卖空IF1309、IF1312股指期货合约”。因此,光大公司的交易行为不构成《证券法》上的内幕交易。

总结现行内幕交易规制的法律架构,并对照上述两种视角下对光大事件所涉信息的定性解读,我们可以发现,现行规制内幕交易的法律规范在光大事件面前无所适从。究其因,在传统内幕交易规制理论及现行法律框架下,由于内幕信息与公司股价之间的实质关联性,内幕人在涉自己公司的内幕信息公开前必须戒绝交

^⑩ 杨峰《证券民事责任制度比较研究》,法律出版社2006年版,第268页。

^⑪ 数据来源:【2013-08-19】(601788)光大证券重大事项公告的第四部分“直接影响”。

易,但戒绝的交易只能是关涉内幕信息的本公司的证券。换言之,内幕信息与戒绝交易对象之间是非常明确的单线对应关系。但在光大事件中,内幕信息与光大所交易的对象之间无法建立起明确的单线对应关系,因而无法纳入现行法的规制。然而,以光大事件为契机,考虑到跨市场策略交易的不断发展以及证券衍生品种的极大丰富,内幕信息与交易对象之间的关系无疑会变得极其复杂和隐蔽,因此,如何突破传统理论下的单线对应关系,合理界定两者之间的关系标准并进而予以必要的规制无疑是未来内幕交易规制立法和市场监管无法回避的难题。就光大事件来说,尽管就现行法考察,该事件的确不构成《证券法》上的内幕交易,但是,鉴于光大事件事实上造成了整个股票价格指数及很多权重公司股票的大幅波动,其所涉信息与其转换并卖出50ETF、180ETF基金的交易行为之间是否存在某种可深究可归责的联系,其实还值得进一步的思考。

(二) 光大对冲交易行为不属于“利用未公开信息”

如前所述,在A股市场,光大事件所涉信息的定性具有“双面性”,不过,这又引发出另外一个问题,光大对冲交易是否构成利用未公开信息交易?

在我国,“未公开信息”是“老鼠仓”行为发生后在“内幕信息”基础上又引伸出的一个概念。《刑法修正案(七)》直接将情节严重的“老鼠仓”案件界定为“利用未公开信息交易罪”,与内幕交易罪规定在同一条款,并要求依照内幕交易罪进行处罚。

可以说,内幕信息与未公开信息都是对证券、期货市场价格变动具有重要影响依法具有非公开性的相关信息。从表面上看,内幕信息基本上是与上市公司相关的“实体型信息”,而“未公开信息”多涉及投资“交易型信息”;内幕信息按法律程序应该公开,而“未公开信息”并无必须公开的义务等等。然而,这样的区别仅是表象意义上的,从本质上说,两者所代表的法律关系、所侵害的法益是不同的。

从国外立法例看,所谓利用未公开信息交易是指“相关基金经理利用其在基金公司所任职务的便利,利用非公开的基金投资信息,先于有关基金买入同一公司股票,为自己及其亲属牟取私利”的行为。^⑫ 这种行为实质上就是依法为他人处理事务者“以谋求自己或第三者利益,或以损害他人的利益为目的,而违背其任务,致使他人财产受到损失的行为”。^⑬ 具体到证券、期货市场中,该行为的着眼点在于行为人违背金融从业人员的受托义务,利用本公司未公开的基金投资信息谋利的行为,其实质是一种背信行为。虽然这种背信交易行为和内幕交易行为都属于滥用信息便利和优势、追逐个人私利的行为,但二者行为主体和行为损害的对象是不同的。从主体看,背信交易行为人多是基金从业人员,其行为侵害的是基金公司的利益,即行为人之行为侵害的是具体的投资人的利益,因而可表现为个人法益;而内幕交易行为人包括内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的任何人,这些行为人所侵犯的法益为不特定的投资人的利益,其表现为社会法益,通过这种社会法益可转换成对个人法益的侵害。这正是二者相区分的入径之口。^⑭

不论是信息所涉主体、信息范围、侵害之法益以及进行规制的法律等若干方面均表明,光大事件不构成利用未公开信息交易行为。

三、光大对冲交易在期货市场的合理性抗辩

如前所述,由于《期货条例》中对“内幕信息”界定的无所不包,所以,光大事件所涉信息可以纳入《期货条例》“内幕信息”的范畴。具体根据《期货条例》第82条的规定,光大事件属于该条“期货交易所会员、客户的资金和交易动向对期货交易价格有显著影响”的其他重要信息。但是,是否拥有或知悉内幕信息的交易就必然构成期货市场内幕交易并遭受相应的处罚呢?

这里值得注意的是,与《证券法》第76条有关内幕信息公开前戒绝交易“该公司的证券”的规定不同,

^⑫ 参见黄鑫《从“老鼠仓”事件谈增设背信罪之必要》,载《中国刑事法杂志》2009年第2期。

^⑬ 张明楷《外国刑法纲要》,清华大学出版社1999年版,第652页。

^⑭ 参见刘爱童《证券、期货内幕交易犯罪若干问题研究》,载《武汉理工大学学报》2012年第4期;程皓《内幕交易、泄露内幕信息罪若干问题研究》,载《法学评论》2006年第4期。

《期货条例》第 70 条仅笼统规定禁止“利用内幕信息从事期货交易”,^⑮换言之,在期货市场上,只要存在内幕信息,又从事期货交易(不管具体期货合约所指向的标的),都可能构成期货市场的内幕交易。面对如此无所不包的规制之网,正视期货市场客观实践,为切实保护交易主体的合法权益,对内幕交易规制例外情形的界定以及赋予拥有内幕信息的期货交易者必要的抗辩权就至关重要了。

推究我国现行立法,《证券法》第 76 条第二款其实就表明了一种例外:“持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司百分之五以上股份的自然人、法人、其他组织收购上市公司的股份,本法另有规定的,适用其规定。”该条款表明在上市公司收购中,收购人在内幕信息公开前买卖该公司证券的行为不构成内幕交易。事实上,随着资本市场金融工具的丰富以及市场监管理论与实践的发展,成熟资本市场的法律规定已经提供了越来越多的例外情形。最值得借鉴的就是美国 SEC Rule 10b5-1 新规则。美国 SEC 于 2000 年通过该规则并于 2003 年再次修订,^⑯针对内幕交易认定列举了三类肯定性抗辩(Affirmative defenses),所谓肯定性抗辩(Affirmative defenses)是指“被告举证存在相关事实后具有阻却案件成立之效果”,前述三类肯定性抗辩中,“依据确定的书面合同、指令或计划进行交易”这一抗辩事提供给我们理论上的借鉴,光大事件中公司《策略交易部管理制度》关于“系统故障导致交易异常时应当进行对冲交易”的规则正是属于一个“确定的计划”。结合我国证券期货市场的运行实践,笔者尝试对光大对冲交易提供如下合理性抗辩。

(一) 类似光大公司的对冲交易在证券期货市场具有普遍性

我国证券市场在设立之后的近 20 年时间内,市场结构单一,证券市场风险对冲的交易工具和交易机制几近空白。股指期货的创立,标志着我国资本市场金融现货与金融期货两个市场并存的双边市场格局的形成,我国证券市场对冲交易也由此产生。

股指期货本质上是金融工具,它是投资者利用做空机制有效地规避证券市场的系统性风险的工具。从理论上说,基于双边市场和股指期货的期现对冲、跨期对冲、跨市对冲和跨品种对冲交易,可使投资者尤其是必须持有股票现货并达到一定比例的机构投资者(如发行股票型基金的基金管理公司)进行风险对冲和风险转移的操作,这将大大提高了投资者的资产管理效率,降低其交易风险。^⑰事实上,对冲交易发展至今已逾 60 多年,在当前国际成熟股指期货市场,其交易额达到市场总交易额的 50% 左右。就我国而言,自 2010 年股指期货开通后,利用股指期货实施的期现套利也成为证券行业存在已久的赢利模式。2011 年开始,A 股自券商自营盘大量进入套保套利阶段。^⑱光大证券 2013 年的中期报告显示,套保 4.6 个亿,套利却高达 7.3 个亿。由此可见,随着我国经济发展和各类市场建设的加速,证券市场的复杂化和新型金融工具的不断出现,衍生交易市场的发展已经是大势所趋,类似光大事件中的对冲交易将不断增多。如果不对双边市场的运行机制以及体现其中的市场主体行为逻辑做出合理的构成分析再予以规制,有违金融交易本身的发展规律。

(二) 策略交易的计划性与止损目的连续性

策略交易(Strategy Trading)通常是相对于传统的价值型、成长型投资而言,以证券价格变化趋势理论为依据,关注交易惯性、趋势延续和变化,致力构建诸如反转、支撑、阻力、止损、止赢等金融交易技术分析指标整体分析工具,并以此为决策依据进行投资的交易模式。策略交易是一个概括性表达,在不同的角度下,策

^⑮ 《期货条例》第 70 条规定:期货交易内幕信息的知情人或者非法获取期货交易内幕信息的人,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,或者向他人泄露内幕信息,使他人利用内幕信息进行期货交易的,没收违法所得,并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的,处 10 万元以上 50 万元以下的罚款。单位从事内幕交易的,还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处 3 万元以上 30 万元以下的罚款。

^⑯ Rule 10b5-1, 17 C. F. R. § 240.10b5-1 (2003).

^⑰ 参见马学玲《基于做空机制和股指期货的对冲交易发展探析》,载《商业时代》2012 年第 8 期。

^⑱ 套保 股票做多 股指期货做空,为空头套期保值,空头套保乃是为了防止下跌所带来的影响。套利,买入一揽子股票,导致行情大涨,然后卖出 ETF,或做空股指期货。

略交易又表现为高频交易、量化交易、算法交易或程序化交易,并体现出各自的特质差异。^①现代资本市场中,策略交易的决策方法已经以电脑执行的系统交易为主流,其交易模块反映在通过程序实现的算法交易之中。结合光大事件中所称策略交易,可以发现这种交易模式的主要特点是对计算机程序的高度依赖,在低成本、高效率的操控大量资金的优势之下,计算机程序的预先设置及其软件程序的相对稳定其实表明类似光大事件的对冲交易总体上属于源于确定的或长期的交易计划,这样的交易计划由于并不依赖于内幕信息的知悉利用而成为成熟市场内幕交易的抗辩事由并为我国立法所借鉴。我国最高人民法院、最高人民检察院2012年5月22日公布了内幕交易问题的最新司法解释《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》。该《解释》实际上吸收了SEC10b5-1的经验做法。《解释》第四条列举了内幕交易的法定豁免情形:(1)持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有上市公司百分之五以上股份的自然人的、法人或者其他组织收购该上市公司股份的;(2)按照事先订立的书面合同、指令、计划从事相关证券、期货交易的;(3)依据已被他人披露的信息而交易的;(4)交易具有其他正当理由或者正当信息来源的。^②

此外,从止损角度分析,止损是期货投资者必备的交易技巧,也是每一个市场主体从事交易的基本权利。在光大事件中,光大事发当天从事对冲交易的目的始终是“止损”(这也是光大交易行为不能定性为操纵的根本理由)。止损可以分为计划止损与突发止损。单从表面意思看,计划止损就是在制定交易计划时设定的止损价位或条件信号。但从更深层次的认识来看,计划止损(也可以说是止损行为)在实际操作中是可以按计划设定的价位被执行。从双边市场出发,套期保值其实可以说是计划止损的范畴。股指期货的风险转移是通过套期保值来实现的,投资者可以通过在股票市场和股指期货市场反向操作达到规避风险的目的。而突发止损是指在计划止损无法有效执行时的止损,具体表现为,突发情况出现,或没有连续价位可以执行的,或因流动性不足引起计划止损障碍。实践中,市场主体的损失大多来自突发性损失,因此,控制突发止损成为期货交易成功的重要手段与能力之一。光大乌龙指事件发生后光大先是计划止损,而后才是突发止损。在光大事件中,如果我们认同套期保值的合理性,其实我们就可以认同光大止损的合理性。当然,这里还需要探讨的问题是,是否现货市场买入的产品必须与期货市场卖出的完全一致才能称得上止损?在光大事件中,实行对冲的既有相同的产品,也有不同的产品,是否都可以称得上止损?对此,笔者以为,鉴于策略交易以及跨市场交易的复杂性,止损方法无疑超出一一对应范畴而具有多样性,拘泥于同类产品的止损显然是不切实际的。

综上,从证券现、期货对冲交易以实现避险减亏或套期保值的常规交易形态来看,光大公司的这一策略安排具有正当性。

(三)光大公司内部规则的合理性考量

根据证监会通报的光大事件调查处理情况,光大证券在异常交易事件发生后,根据公司《策略交易部管理制度》中关于“系统故障导致交易异常时应当进行对冲交易”的规则,开始卖空IF1309股指期货合约。不过,证监会仅仅认定,“光大证券在8月16日13时(公司高管层决策后)至14时22分转换并卖出50ETF、180ETF基金以及卖空IF1309、IF1312股指期货合约,构成《证券法》第202条和《期货交易管理条例》第70条所述的内幕交易行为”。换言之,证监会在处罚光大公司时,以当日13时为界,对13时之后的公司对冲交易认定为内幕交易,但对此前的对冲交易却认可了前述内部规则的合理性。证监会之所以将13时作为认定内幕交易的起点,在于其后的交易是“公司高管层决策后”实施的,而之前是交易员个人依据公司规定实施的。

为什么证监会只是部分认可该公司内部规则的合理性呢?从法律关系上说,交易员在实施对冲交易时

^① 例如同为依赖计算机表达的算法交易和程序化交易之间的差别,参见杨明秋《论全球证券交易系统七大发展趋势》,载《世界经济研究》2010年第11期。

^② 对此,最高人民法院新闻发言人孙军工指出,这是为了保障被告人的抗辩权,防止内幕交易、泄露内幕信息罪的适用对象被不当扩大,故而借鉴成熟资本市场国家和地区的做法,采用列举表述加兜底条款的方式规定了不属于从事与内幕信息有关的证券、期货交易的情形。资料来源“最高人民法院新闻发布会材料”,<http://www.law-lib.com/fzdt/newsthtml/yjdt/20120522135820.htm>,访问时间:2012年5月23日。

是代表公司的交易行为,高层决策后仍然由某交易员实施,仍然是公司行为;交易员在 13 点之前的交易依据的是公司《策略交易部管理制度》中关于“系统故障导致交易异常时应当进行对冲交易”的规则,公司高层决策后进行的对冲交易并未出现新的避险交易依据。所以,光大证券公司高层的决策行为本来并不能实质影响光大事件的定性,但证监会人为地将这两个时段分开定性的理由在于,光大事件发生后光大负有重大事件临时报告披露义务,尤其在交易所要求之下,光大公司查明事实后应及时披露程序出错导致异常交易这一事实,披露之前进行交易即是构成内幕交易。但是,如前所述,在 A 股市场,证监会的定性忽略了光大披露内幕信息之前不能买卖的只能是本公司股票;而在期货市场,光大对冲交易具有合理的抗辩事由。因此,在光大事件事发当日,作为证券金融公司的光大,为止损而自营交易非本公司的证券品种应该是无可苛责的。

结语

客观而言,本次光大事件的处罚可能会留下一些遗憾,但是,这也许就是一个市场走向成熟的代价。笔者无意于指责任何市场主体的失职或失误,笔者只是希望,在一个全新的问题出现时,对包括交易所、机构投资者在内的市场各方主体,不要过于求全责备,但要加强研究,尽量做到未雨绸缪、防患于未然。而对监管者而言,规范市场行为的法律制度,应当根据市场活动的机制和特点而定。在法律滞后于实践时,应尊重市场实践,把握市场运行规律,合理地解释法律,并及时完善法律,不必过于推崇“雷厉风行”而忽视可能给市场主体、市场带来的损失。对市场而言,比高效更重要的是正确地执行适用法律,执法不当给市场主体造成的创伤,最终伤害的是投资者,伤害的是我们步履蹒跚的市场。

(责任编辑:冯 果)