

证券错盘交易后应对行为动机分析与监管建议

——基于行为金融理论

薛艳丽(副教授)

(郑州大学管理工程学院 郑州 450001)

【摘要】对错盘交易(俗称“乌龙指”)关注的重点应是交易主体应对错盘的方案和行动。本文以错盘交易后交易员应对处理的行为动机为研究重点,通过建立震慑变量、内驱变量、行为趋向及主观认知四大指标体系进行实证研究,通过对样本总体进行相关性分析及描述性统计分析得出结论:与利益诱导及从众心态等因素相比,交易员对于行业信誉与信息披露,尤其是惩戒力度、监控力度等风险成本更为敏感。因此建议改善监管层面的制度性缺陷,如制定严密的监控程序、强化查处及惩戒力度,以及完善信息披露等,从而有效地弱化机构交易员错盘后实施违法交易的行为倾向。

【关键词】错盘交易 行为趋向 震慑变量 监管机制

一、由光大“乌龙指”事件说起

所谓“错盘”,指的是交易员、操盘手、股民等在交易时失手敲错了价格、数量、买卖方向等事件的统称,俗称“乌龙指”交易。在2013年十大上市公司舆情事件中,8月16日的光大“乌龙指”事件居首位。事后发现,“乌龙指”是由于其策略投资部门使用的套利策略系统出现问题所致,该交易对沪深300指数、180ETF、50ETF及股指期货合约价格均产生重大影响。在公众投资者尚不知悉市场异动真正原因时,光大证券本应戒绝交易,但光大证券在内幕信息依法披露前即着手反向巨额交易,对市场造成了严重影响。证监会将此事件定性为内幕交易,并为其开出了“5.23亿罚款、创新业务暂停、4名高管终身禁入证券市场”的“顶格”罚单。监管部门后来亦将此事件定性为“我国资本市场建立以来的首例极端个别事件”。

实际上,即便在全球最大、最先进的美英日资本市场上,“乌龙指”事件也屡次发生。据有关统计,仅仅是进入21世纪以来,全球发生的比较大的所谓“乌龙指”事件就有八起,如日本瑞穗证券曾经出现的交易失误,让瑞穗证券承受了270亿日元的损失;2010年美国的“闪电崩盘”事件导致美股瞬间狂跌近千点,造成了道琼斯指数史上第二大单日波幅。

错盘交易作为一种乌龙指令或系统错误,本身很难说有主观意图在,因此与证券违法无关;但错盘交易发生后采取何种方案和行动应对,则决定了是否涉嫌证券犯罪。2013年的光大乌龙指事件中,光大证券采取了如下三类措施应对:①巨额买单造成股价剧烈震荡,有操纵市场

之嫌;②错盘后,董秘公开否认,有虚假陈述、披露错误信息误导投资者之嫌;③在投资者未获知真实信息前,开出巨量股指期货空单,利用乌龙交易获得的筹码打压股指获利,有内幕交易之嫌。

“乌龙指”事件表面上暴露的是光大证券的问题,实际上暴露的是监管的制度性缺陷问题。对于乌龙错盘后的违规交易,以往的监管多侧重于事后处罚,缺乏从心理学、社会学及行为金融学等视角来研究交易主体的行为动机。本文基于行为金融理论,以错盘交易后应对处理的行为动机为研究重点建立指标体系并进行实证分析,得出一些初步结果,为监管层在制度建设方面加强错盘交易的事前事后监管提供实证依据。

二、证券错盘交易事件后应对行为动机的实证分析

1. 应对行为动机指标体系的建立。由于错盘交易后应对行为往往涉及违规及触犯《证券法》,所以对于该指标体系的建立,我们首先要研究心理特征与行为动机的犯罪心理学。犯罪心理学对犯罪行为动机的研究主要从震慑变量研究、内驱变量研究两个方面展开。其中震慑变量被区分为行业信誉、监控力度与惩戒力度三类,而内驱变量被区分为预期获利、从众效应两类。震慑变量与内驱变量的作用效果最终是通过行为趋向指标体现出来的。行为趋向指标即直接度量交易主体对错盘交易后的处理态度,其由认知程度和决策结果两个子因素构成。此外,交易主体错盘后实施处理的行为趋向还会受到其对所在环境内部控制水平和信息披露质量主观认知因素的影响。

本文设计指标体系的方法采用层次结构分析法

(AHP),由总指标(目标层)分解成次级指标(准则层),并对次级指标进行指标解释,在此基础上得出各指标与行为趋向的假设关系。基于上述考量,本文得到证券错盘交易事件后应对行为动机的分析指标,如表1所示:

表1 证券错盘交易事件后应对行为动机分析指标

目标层	准则层	解释	与行为趋向的关系
震慑变量	行业信誉	由于错盘交易后应对行为而使行业信誉受损程度	负向变动关系(即该指标越高,行为倾向越弱,下同)
	监控力度	错盘交易后违规行为被监管当局监控到的可能性	负向变动关系
	惩戒力度	错盘交易后违规行为被惩戒的严重程度	负向变动关系
内驱变量	预期获利	从违法行为中预期获取的期望收益	正向变动关系(即该指标越高,行为倾向越强,下同)
	从众效应	周边或过去的违规行为对交易者的影响效应	正向变动关系
行为趋向	认知程度	是否认为错盘后的处理属于违法行为	负向变动关系
	决策结果	是否选择实施违法或违规决策	正向变动关系
主观认知	内控水平	交易者对所在环境风险内控水平的认知	负向变动关系
	信息披露质量	交易者对所在环境信息披露质量的认知	负向变动关系

2. 实证检验。我们向证券机构交易员发放了150份调查问卷,收回有效问卷133份。问卷评分标准采用10分制。对于决策结果,分为“实施”、“不确定”、“不实施”三个选项,分值分别为10分、5分、2分;认知程度分为认为“不重要”、“不太重要”、“比较重要”、“非常重要”四个选项,分值分别为10分、7分、4分、1分;震慑变量、内驱变量、主观认知,亦分为“不重要”、“不太重要”、“比较重要”、“非常重要”四个选项,分值分别为1分、4分、7分、10分,该分值体现了该指标对决策结果的影响程度。

首先,对样本总体进行相关性分析,结果见表2:

表2 样本总体的相关性分析

	决策结果	认知程度	行业信誉	惩戒力度	监控力度	内控水平	信息披露	预期获利	从众效应
决策结果	1								
认知程度	0.602	1							
行业信誉	-0.172	-0.299	1						
惩戒力度	-0.159	-0.420	0.25	1					
监控力度	-0.270	-0.395	0.249	0.448	1				
内控水平	-0.10	-0.149	0.150	0.232	0.46	1			
信息披露	-0.239	-0.395	0.310	0.319	0.410	0.530	1		
预期获利	0.059	0.99	-0.098	0.401	0.400	0.372	0.310	1	
从众效应	0.042	0.064	0.208	0.308	0.452	0.401	0.373	0.601	1

由表2数据可以看出,认知程度、决策结果(行为趋向变量指标)与预期获利、从众效应(内驱变量指标)呈正相关关系,而与行业信誉、监控力度及惩戒力度(震慑变量指标)呈负相关关系;行为趋向指标、内驱变量指标、震慑变量指标、主观认知各指标间均高度正相关。

进一步分析来看,决策结果与内驱指标的正相关程度并不高,但与监控力度和信息披露的负相关性较高,这说明对于证券交易员来说,预期获利与从众效应并非其在“乌龙错盘”后进行违规交易的主要动因,他们更多的是考虑震慑变量,即被监控到的可能性及惩戒的力度,也就是说,证券机构交易员在错盘后的应对行为动机更主要取决于从事该交易的风险。

对总体样本的描述性统计分析详见表3。不难看出,认知程度的均值与标准差较低,且均低于决策结果,说明同实际行动相比,交易者在心理认知上更不认同错盘后的违规交易,但现实交易中仍有可能参与。

表3 总体样本的描述性统计分析

	认知程度	决策结果	内控水平	信息披露	预期获利	从众效应	行业信誉	惩戒力度	监控力度
均值	2.50	2.98	7.76	7.0	6.92	6.20	7.60	8.91	8.65
标准差	1.38	1.98	1.72	2.49	2.28	2.23	1.69	1.64	1.63

此外,在另外7项指标的均值排序中,惩戒力度、监控力度、内部控制水平对交易主体行为趋向的影响程度最大,其次是行业信誉与信息披露,而从众效应及预期获利排在末两位,这再一次印证了与利益诱导及从众心态相比,交易员对于风险规避更为关注。

三、监管建议

业界将此次光大乌龙事件称为“黑天鹅”事件,撇开其造成的损失不谈,事件本身给现行监管机制及规则提出了新的课题,同时应当看到,“乌龙指”事件一旦发生,后续应对方式的选择对市场的影响更大。基于上述对应对动机指标的分析结论,我们认为,监管机构应当从严防范错盘后涉案主体进行内幕交易等违法违规交易。

1. 对错盘交易的认定与处置问题。错盘交易一旦发生,监管者面临的首要问题是如何处置。美国有许多经验值得我们借鉴,美国证券交易委员会(SEC)和交易所一般会采取取消该交易的方案,这一措施将鼓励当事交易人及时选择向公众披露而非盲目自救,从而避免了股市震荡,如高盛投资出现错盘交易后,芝加哥交易所即刻发表声明,错盘于交易日下午即被取消。

而我国现行《证券法》第120条规定,对于错误交易,只要按交易规则进行的,不得改变其交易结果。据此,上交所处理光大错盘时认定交易有效,但这显然违背了市场机制的自愿、公平原则,也迫使错盘交易当事人急于自救,如光大当日下午在中金所巨量卖空避险,对证券期

货市场造成了很大的负面影响。

因此,应该借鉴成熟证券市场国家的经验,考虑建立错盘交易取消制度,调整《证券法》第120条,为监管部门对错盘交易的处置预留一定的政策空间。

2. 对程式交易的监管。所谓程序化交易是一种在计算机和网络技术的支持下,瞬间完成所预先设置好的组合交易指令的一种交易手段。光大“一指”下去而掀起如此大的波澜,正是程式交易系统闯的祸。该系统对于单笔交易的额度未设限制,监管部门对此也无任何预警机制,导致交易设定中的70多亿元的额度如果全部投入股市,A50股票将被全部拉至涨停。

对程式交易的监管,可借鉴香港的现有制度。前端控制方面,香港证监会要求各交易机构应当确保其使用的程式交易系统均事前经过充分地测试及评估,能够有效执行交易指示、处理可预见的极端情况及巨额交易。一旦发现股价突然出现脉冲式震荡,该程式交易系统应设置相关控制,延缓交易直至股价回归。

此外,香港证监会对于此类案件设立了严格的事后责任追究及惩戒制度,相关当事人将被判处监禁,当事机构将被禁止在香港从事任何证券交易,其力度远高于此次国内证监会对光大事件的处罚。

3. 对市场交易规则设计及应急机制的设置。国内目前交易规则的缺陷是扩大错盘事件影响的幕后推手。光大证券最后利用期货市场的T+0制度进行对冲锁定风险,但现行的现货市场T+1制度使得中小股民无法进行及时纠错,高价买进后只能无望地眼看股价大幅跌落而无能为力。此外,与券商等机构相比,中小散户不能进行透支交易,这无形中凸显了不同投资者之间的不公平竞争。否则,光大错盘事件不会造成股价如此剧烈的震荡。

光大错盘事件还暴露出国内缺乏发达的做市商机制及有效的熔断机制的风险。而美国证券市场在2010年后制定了上下限机制和熔断机制后,做市商和做空机制对个股非理性震荡的抑制功能凸显,降低了如高盛乌龙交易这一突发事件的冲击波。

而目前国内交易所缺乏对个股的瞬间波动的熔断机制和做市商制度,对股价异常波动缺乏自动反应机制,导致光大的乌龙指在交易出现异常之后的半个小时之内,监管部门都没有采取任何措施规避投资者风险,而是放任其蔓延,从这个意义上说,中国股市需要加快实施做市商制度,深入研究是否实施T+0制度及风险控制措施等。

4. 对交易所生成与预警机制的完善。对于异常大单,如果交易所能够在其生成时将其限制在一个合理的区间内,就可以减少大的动荡。光大错盘交易中涉及下单金额高达其净资本的1.78倍而被交易所毫无辨别地顺利生成,这说明交易所生成与预警机制不完善是沪深股市的

软肋所在。

如前所述,近年来海外证券市场常常发生乌龙交易,各交易所因此增设了防控机制。如港交所对异常报价(如超高或畸低及数量过大)均设置自动警示,交易员会再复核,一旦确认为异常报盘,交易所即暂停其交易,且要求其在规定时间内核实并及时向投资者公告。而在光大错盘事件中,相关证券监管机构不是依据自身的预警系统第一时间发布预警,而是先向光大证券询问,延误了公告时间,导致大量股票投资者在股价骤然暴涨而不知真实状况的情形下急于追高,对股指期货交易者也做出了严重误导。而光大证券似乎也事先预料到监管部门的监控力度,选择以一种几乎公然违反证券法规的方式作为错盘交易后的应对措施。如果沪深两市也设置有类似的生成与预警机制,那么大型错盘事件发生的概率将会大大减少乃至消除。

5. 规范信息披露制度,引导分析师回归理性做出专业判断。光大事件之所以受到指责,很大程度上源自在发生“乌龙指”等突发情况后,光大证券利用绝大多数投资者信息缺失情况,巨额做空交易自救方式引起人们对其内部交易的联想。在错盘交易后的信息披露上,关键是如何认定该突发性事件与商业私密的关系,光大证券的错盘交易实为一种投资者应在第一时间知情的公共信息,而不属于商业私密的范畴,然而交易者却独享真实信息,并利用该信息优势采取股指期货对冲交易规避风险。这说明国内股市信息披露机制存在严重缺陷。股市信息披露机制不公开透明,为少数投机炒作者操纵股市创造了条件。而在美国证券市场上,由于制定了较发达有效的集体诉讼及和解制度等,当事方发现乌龙交易会首先履行信息披露义务,第一时间向交易所和SEC报告,接下来是在合乎证券法规的条件下采取自救措施避险,以避免将其他投资者置于信息不对等地位及涉嫌内幕交易之罪。

此外,在这次光大“乌龙指”事件中,许多知名证券分析师在股指出现异动时,急于做出盲目判断,向投资者传递了未加核实的所谓经验信息,加剧了市场动荡。因此,在信息披露方面,监管层亦应就证券分析师该种随意传播不明信息的行为追究其法律责任,以引导证券分析师基于理性分析做出专业判断。

6. 对证券市场保护和赔偿投资者机制的完善。证监会对光大证券做出了“史上最大罚单”的处罚,然而在该事件中无辜受损的投资者却无法得到合理赔偿,在我国证券市场上,少有投资者集体诉讼制度成功的现实案例。

2005年日本“JCOM 乌龙指案”则凸显了对投资者的保护:“JCOM 乌龙指案”后,在日本政党公开强烈批评的政治压力下,6家大型证券公司主动将在乌龙指案中的获

国内外 P2P 网络借贷发展研究

莫易娴(博士)

(华南农业大学经济管理学院 广州 510642)

【摘要】2013年是我国互联网金融元年,国内P2P网贷平台呈现出爆发式增长。本文对国内外P2P网贷平台发展现状,从国内外P2P网络借贷的利益相关者、交易的金额、交易的价格、交易的形式、监管的差异多方面、多角度进行比较分析,最后分析了未来我国P2P网贷平台的发展趋势。

【关键词】P2P网络借贷平台 比较 国内外

一、P2P网络借贷的产生及快速发展

2005年3月,英国人理查德·杜瓦、詹姆斯·亚历山大、萨拉·马休斯和大卫·尼克森共同创造了世界上第一家P2P贷款平台Zopa,次年Prosper网贷平台在美国成立,如今这两家P2P贷款平台已经成为欧美最典型的P2P贷款平台。此后,P2P网络贷款平台迅速在国际上广泛传播。

2007年网络贷款正式进入中国,拍拍贷是国内第一家注册成立的P2P贷款公司,同期还有宜信、红岭创投等平台相继出现。从2011年的10家P2P网贷平台增长到2013年年底的800家,年化增长速度是每年400%。2013

年,我国P2P网站贷款存量268亿元,总成交量为1058亿元,较2012年200亿元左右的规模呈现爆发式增长。

从国际上来看,2013年9月,P2P网络借贷成交量超过64亿美元,该数据来源于国际证监会组织(The International Organization of Securities Commissions,简称IOSCO)。

从下图可以看出,目前全球P2P网络借贷中美国交易额为第一位,中国暂时位居第二,第三位是英国。由于存在着个人、微小型企业资金旺盛的需求与供给的现实错配和利率非市场化等因素,我国P2P网络借贷存在着广阔的市场,未来将更有发展的潜力。

利进行了返还。次年,日本证券业协会表示,该返还是由会员共同向“证券市场基础整備基金”赠予209亿日元,以稳定投资者信心。

我国应完善证券市场保护和赔偿投资者基金制度。目前,我国证券市场有三大风险基金,证券交易所风险基金、证券结算风险基金和证券投资者保护基金,可考虑将这些资金用于赔偿投资者在虚假陈述、内幕交易和操纵股价中所遭受的损失。

7. 跨市场监管机制的协调问题。光大事件中,中金所虽早已启动与光大证券的沟通,但困于无法了解现货市场异动的真实原因。股指期货诞生以来,虽然监管层就跨市场监管机制、高频交易等问题进行了专题研究,但还是有一些比较原则的规定,具体的制度安排还是比较薄弱。未来,跨市场监督协调机制还需要真正细化。

总之,避免错盘交易后应对方式的选择对市场产生的强烈动荡,最为关键的还是要抓住监管层面的制度性缺陷,通过制定严密的监控程序、强化查处及惩戒力度及完善信息披露等措施有效地削弱机构交易员错盘后实施违法交易的行为倾向。

主要参考文献

1. 熊欣,孟勤国.光大之过在应对而非乌龙指本身.证券日报,2013-08-28
2. Becker. G.. Crime and Punishment: An Economic Approach. Journal of Political Economy, 1968;2
3. 徐宁.衍生品交易员内幕交易行为动机研究及监管建议.股指期货应用策略与风险控制论文集,2009;7
4. 雷东辉.以透明的交易秩序减震乌龙交易风险.21世纪经济报道,2013-08-23
5. 臧倩.程式交易监管的香港经验.恒生财富,2013;11
6. 魏守华.五问光大证券“乌龙指”事件.中国报道,2013;9
7. 林楚涛.浅谈光大证券乌龙指事件.商品与质量,2013;11
8. 周芬棉.光大证券“乌龙指”事件暴露多重制度困境.法制日报,2013-08-20
9. 梁爽.日“JCOM 乌龙指案”:推动完善证券交易系统.法制日报,2013-09-17