

PDF-CASE2015019

## 光大证券“8.16”事件始末<sup>1</sup>

### 案例正文

**摘要：**风险是金融活动的内在属性，随着金融市场波动性的日益增大，一些重大的损失性事件对微观经济主体乃至整个经济体系都带来了负面影响。管理风险成为现代金融的最核心内容。本案例以光大证券“8.16”事件为线索，阐述了光大证券在此次事件中所面临的操作风险与合规风险。并以“杨剑波诉证监会”一案为切入点，展示了各方在内幕信息和内幕交易等方面存在的观点冲突，以及各自的理论依据。

**关键词：**程序错误；交易异常；风险对冲；内幕交易；操作风险；合规风险

### 0 引言

2013年8月16日早间开盘，走势平淡。上午11时05分，上证综指却瞬间从2074点直线上涨至2198.85点，包括中国石化、中国石油、工商银行在内几十家权重股批量涨停。一时流言四起，市场猜测集中于以下三个方面：第一，A股暴涨源于光大证券“乌龙指”，随后该猜测进一步演变为“光大证券不慎将模拟盘切入实盘”、“巨额买盘资金走光大证券自营席位”等；第二，上交所交易平台出现故障，导致市场异动；第三，监管层将释放重大利好，诸如“优先股试点”、“蓝筹股T+0”、“印花税降低”等消息不胫而走。

- 
1. 本案例由安徽大学经济学院的陈燕玲、戴仲仪撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
  2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
  3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
  4. 本案例仅供课堂讨论之用，并无暗示或说明某种管理行为是否有效。

显然，市场并不买阴谋论的账，11 时 15 分，上证指数又开始第二波拉升，截至 11 时 30 分，收盘于 2149 点。

惊慌、愤怒、投机的情绪迅速在市场蔓延，而此时，光大证券正面临着一场巨大的危机……

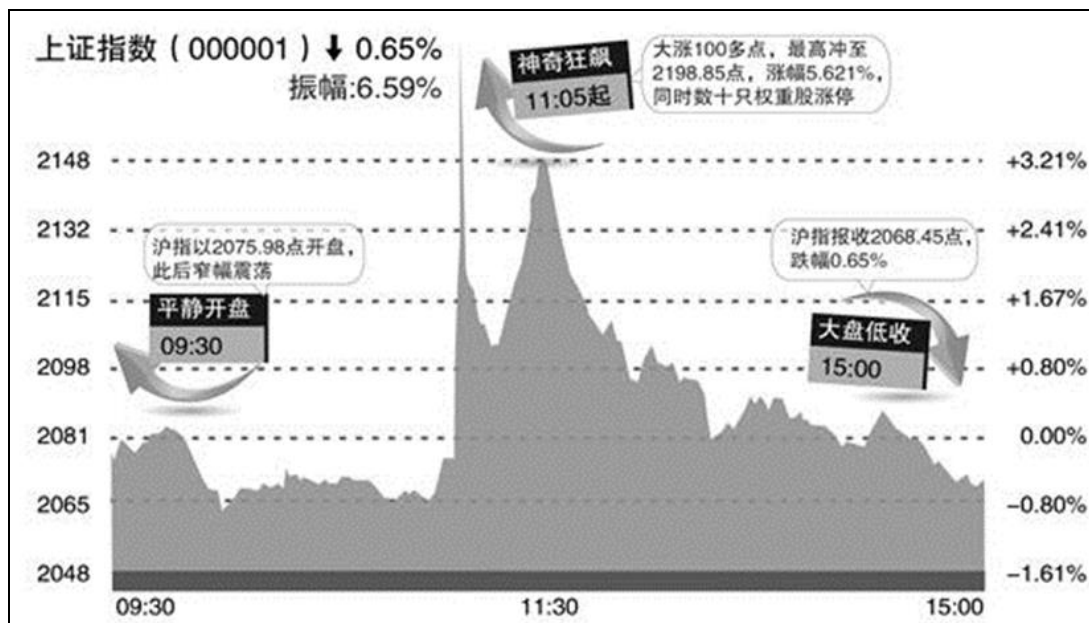


图 1 2013 年 8 月 16 日上证指数（上海商报/制图）

## 1 背景简介

光大证券股份有限公司创建于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一，2005 年光大证券改制成立光大证券股份有限公司，是由中国光大集团总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司。2009 年 8 月 4 日，光大证券首次公开发行 A 股，共募集资金 109.62 亿元，并于 8 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市。“8.16”事件前，光大证券的业绩在行业内排名第九。

截至 2014 年年报，公司股权结构如下表所示，中国光大(集团)总公司为财政部出资设立的全民所有制企业，中国光大控股有限公司则是中国光大集团有限公司的控股子公司，二者占据绝对控股地位。

表 1 光大证券股东构成（截至 2014 年 12 月 31 日）

类别	股东名称	持股比例
持股 5%以上的股东	中国光大(集团)总公司	33.92%
	中国光大控股有限公司	33.33%

其他社会流通股	32.75%
合计	100%

### 1.1 大盘突变

“8.16”事件当天，光大证券策略投资部按照计划进行ETF套利交易，并在交易开始前由审核人员进行了8000万元的额度设定。9时41分和10时13分的两组买入ETF成分股的订单顺利完成。11时02分，交易员发出了第三组买入180ETF成分股的订单。11时05分08秒，交易员尝试使用“重下”功能对第三组交易涉及的买入订单中未能成交的24只股票进行自动补单，但补单买入24只股票被执行为“买入24组ETF一篮子股票”，并被报送至订单执行系统。686亿的交易指令被系统软件阻挡了一部分，到达交易所为234亿，又因为交易所五档成交的规则被再次阻挡了一部分，实际成交的72.7亿元瞬间推高大盘。

### 1.2 投资策略部——光大证券的明星部门

相关资料显示，光大证券策略投资部是光大证券的市场中性交易平台，独立于自营部门，直接受副总裁指挥。其对内利用公司自有资金进行以量化交易为核心的绝对收益交易，对外利用量化及衍生品策略将交易能力产品化，与银行、基金公司、信托合作发展代客交易业务。同时利用部门的量化研究成果配合实盘交易能力向金融机构提供投顾、研究报告和产品设计咨询业务。根据光大证券2012年年报，策略投资业务累计实现收入1.24亿元，为2011年同期的33倍，据推算，若没有此次事件，2013年突破2亿收入“完全没有问题”。成功的风险对冲是其交易业务获得收益的关键，也代表了未来券商的发展方向。

### 1.3 程序错误导致异常交易

光大证券策略投资部的订单系统包括订单生成系统和订单执行系统两部分，其中订单生成系统由该部门自行开发，订单执行系统则从铭创软件购置。2秒内生成26082笔预期外订单和这两个系统的程序错误有着密切的联系。

其中，订单生成系统中的“重下”功能，在设计时错误地将“买入个股函数”写成“买入 ETF 一篮子股票函数”。而外购的执行系统则错误地将市价委托订单的股票买入价格默认为 0，委托订单金额无法被正确校验，账户授信额度也就形同虚设，直到成交成功才被发现。

## 2 紧急应对

11 时 07 分，策略投资部交易员通过系统监控模块发现成交金额出现异常。得知出现问题后，策略投资部迅速批量撤单，并终止订单生成系统的运行，启动核查流程并通知负责人杨剑波。为了对冲买入股票的持仓风险，交易员开始卖出股指期货 IF1309 空头合约，截至早间收盘，累计用于对冲而卖出 253 张空头合约。

11 时 32 分，有媒体以《A 股暴涨：光大证券自营盘 70 亿乌龙指》为标题发文指出，问题出在光大证券。随后光大证券董秘梅键对媒体表示，自营盘 70 亿元乌龙纯属子虚乌有。光大证券的出面否认，并没有打消市场疑虑，相反催生了更多的传闻与猜测，包括“光大证券模拟盘切入实盘”、“3000 万股错写成 3000 万手”等消息在社交媒体被纷纷转载。

两天后，18 日下午的光大证券新闻发布会上，梅键回应“当时并不知道此事，甚至都没有看盘”，梅键称以朋友的身份澄清敲错键盘不太可能，“这只是出于个人判断”。

## 3 监管问询

当光大错误的买入指令发出并成交时，上交所监控系统也立即发出累计涨幅预警信息。11 时 07 分至 11 时 40 分，上交所电话询问光大证券近 5 次，但光大方面一直表示暂不清楚情况。实际上，据媒体报道，“11 点 20 分，异常操作的情况才被财务部经理沈诗光问询策略投资部负责人杨剑波后，传达至徐浩明处。”光大证券内部此时也是一片混乱。

经光大证券向上交所申请，午间上交所发布公告，光大证券因重要事项未公

告，当天下午起临时停牌。14 时 22 分上交所微博转发光大证券公告，公告承认套利系统出现问题，并称正在进行相关核查与处置工作。

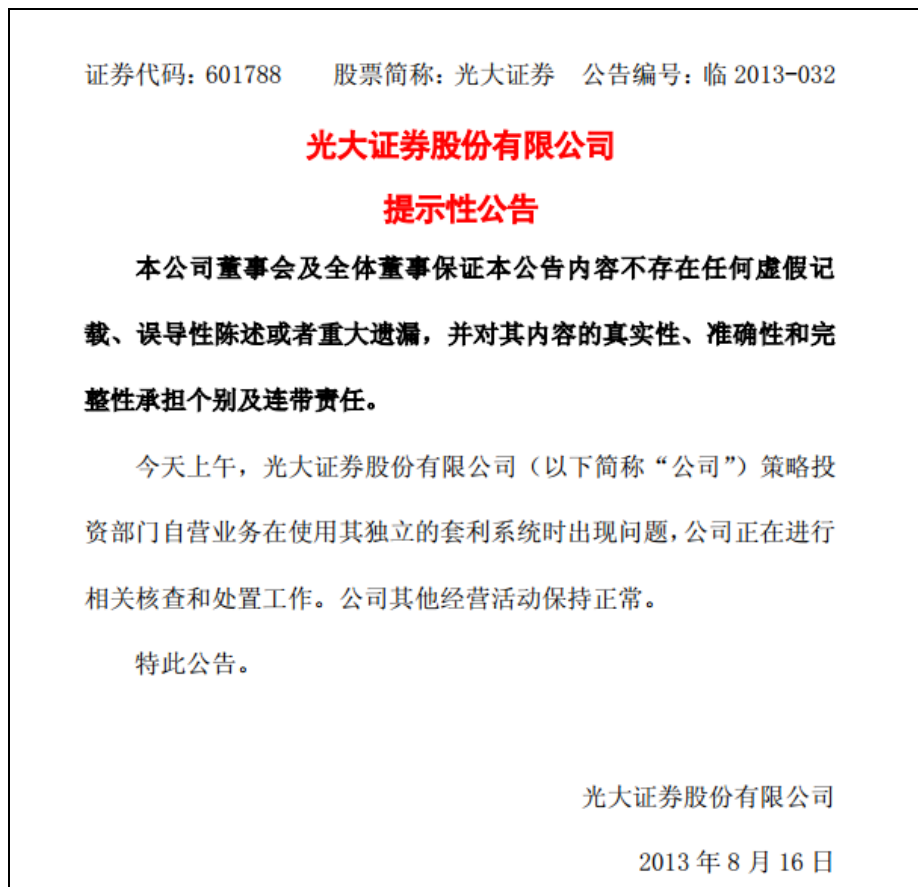


图 2 2013 年 8 月 16 日光大证券发布公告

#### 4 风口浪尖上的对冲

“乌龙指被发现后，公司高层和监管机构先后开了几个会，内容都是如何降低损失、减小错误交易的影响。”时任策略投资部总经理的杨剑波告诉记者，按照光大证券以及策略投资部的规定，通过“卖空期指”进行风险对冲，这是最为可行的办法。

于是，在杨剑波的指导下，从下午开市起进行对冲交易。13 时至 14 时 22 分的 88 分钟内，光大证券先后卖空 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。

如何为这次对冲行为定性，成为日后各方争议的焦点。包括杨在内的光大证券人士将其称为完美对冲，是为了规避公司损失的纯商业性市场行为，而证监会却认定其为内幕交易，并最终得到法庭的支持。

“当时，包括外界和我自己都认为，这 88 分钟里的对冲技术堪称完美。”杨剑波认为，正是自己负责的对冲交易挽救了处于危难的光大证券。他在起诉证监会的庭审中指出，证监会及其下属机构，包括上交所在内于 8 月 16 日都了解并见证了光大证券实行对冲交易的事实过程，在见证过程中所有监管人员均未指出下午的对冲行为涉嫌内幕交易。“为什么行政监管机关和机构人员不制止光大证券行为反而指导行为呢？因为当时他们也是认真负责的，不知道在 8 月 16 日发生事情如何定性。”

8 月 18 日晚间，中国金融期货交易所紧急发布公告，针对光大证券“对冲”所持有的空单合约，决定自 8 月 19 日起对其自营业务股指期货交易采取限制开仓的措施。

## 5 处罚降临

8 月 23 日，证监会召开新闻发布会，表示对光大证券的调查取证工作已经基本完成，目前正在移交会内相关部门审理。经核查后证监会发现，光大证券策略投资部自营业务的内部控制存在缺陷，信息系统管理问题较多。根据《证券法》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司风险控制指标管理办法》，证监会决定先行对光大证券采取行政监管措施，暂停其策略投资部证券自营业务，并责令其进行整改和内部责任追究，“同时，我会还决定对其正式立案调查”。

8 月 30 日，证监会在例行新闻发布会上宣布了光大证券异常交易事件的调查处理情况，指出“光大证券在异常交易事件发生后、信息依法披露前转换并卖出 ETF 基金、卖空股指期货合约”，并认定 13 时至 14 时 22 分的“对冲”属于内幕交易行为，杨剑波等人被宣布为市场禁止进入者。

调查同时指出，在事件发生后，光大方面曾四次篡改程序，试图让调查人员认为“重下”指令是由系统自动执行，而非手动发出。

表 2 证监会对光大证券异常交易事件的调查处理情况

一、违法违规事实
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 光大证券在异常交易事件发生后、信息依法披露前转换并卖出 ETF 基金、卖空股指期货合约。</li> <li>● 光大证券内控缺失、管理混乱，自营业务套利系统存在的技术设计缺陷导致异常交易发生。</li> </ul>
二、对违法行为的认定
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 光大证券异常交易事件虽然是因证券经营机构交易系统设计缺陷导致的，但是，这一事件暴露了光大证券在内部控制、风险管理、合规经营等方面存在很大问题，事件发生后，光大证券及其事件相关人员在考虑对冲风险、调剂头寸，降低可能产生的结算风险时，采取了错误的处理方案，构成内幕交易、信息误导，违反证券公司内控管理规定等多项违法违规行为。</li> </ul>
三、行政处罚和行政监管、市场进入措施
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 没收光大证券违法所得 87214278.08 元，并处以 5 倍罚款，罚没款金额总计 523285668.48 元。</li> <li>● 对徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波分别给予警告，罚款 60 万元并采取终身的证券市场禁入措施，宣布徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波为期货市场禁止进入者。</li> <li>● 对梅键责令改正并处以罚款 20 万元。</li> <li>● 停止光大证券从事证券自营业务(固定收益证券除外)，暂停审批光大证券新业务，责令光大证券整改并处分相关责任人员，并将整改情况和处理结果报告中国证监会。</li> </ul>

## 6 杨剑波的上诉

面对证监会的处罚决定，杨剑波很愤怒。“第二次调查组到来后，我就觉得情况变严重了，但我还是在等待。直到去年 8 月 30 日，处罚决定出来，我知道结果已难更改。”被处罚的人员并不只有他一个，但只有他决定上诉。

2014 年 2 月 8 日，杨剑波将证监会告上法庭，要求撤销对其做出的行政处罚决定以及市场禁入决定。

4 月 3 日上午 9 时 30 分，北京市第一中级人民法院西中庭开庭审理杨剑波诉证监会一案。现场座无虚席，图文、微博、视频多路直播同时进行。法庭将争议焦点归纳为以下四个方面：

第一，被诉决定认定的内幕信息是否构成内幕信息。该焦点又包含两个问题：第一，内幕信息是否必须是与发行人自身相关的信息，第二，涉案信息何时公开。

关于第一个问题，证监会方认为，“法律没有规定内幕信息一定是与发行人

相关的信息”，内幕信息的判定是根据其特点划分而与价格、形式无关。杨剑波方则认为，作为机构投资者，买卖股票的交易信息不属于内幕信息，不能用上市公司的法律义务去要求机构投资者。关于第二个问题，证监会方反驳了杨的观点，认为内幕信息的公开应该由上市公司主动披露而非由媒体任意揣测。

第二，光大证券的交易行为是否构成内幕交易，该争议的核心在于该交易行为是否基于既定交易策略。证监会一方并不认同杨的“中性策略”一说，“超出了业务管理制度所规定的限额，不是管理制度认可的中性策略投资”。

第三，原告是否构成其他直接责任人员。杨认为，自己只是在执行公司既定交易安排，“如果有人需要对错单交易负责的话，负责人不是原告”。证监会方则以“原告在光大证券内幕交易过程中发挥了较大作用”为理由，认定杨是其他直接责任人员。

第四，被告认定涉案交易行为构成内幕交易是否满足行政处罚依据应当事先公开的要求，各方当事人对焦点问题的总结是否有异议。杨剑波方认为，“任何自由裁量权行使必须在合法性前提下，遵循合法原则，一旦构成对立法原意补充修改，解释权在立法机关不是被告（证监会）。因此，如果说有必要随着证券市场发展将错单交易行为、交易行为纳入内幕信息范围中去，以有利于中国证券市场发展的话，该决定权不在被告而是全国人大”，证监会不能在事先未公布规范性文件解释“其他重要信息”的情况下，自行事后解释。

杨剑波质疑，认为证监会提交的证据涉嫌“瞒报和篡改信息”。根据被告方提供的书面调查资料，中金所监察部股指期货风控组负责人在当日下午 13 时 08 分开始与杨通话数次。而根据杨的说法，该负责人对光大证券的“对冲”不仅知晓，还对具体操作提出过指导意见。不过，庭审时双方并未在这一事实认定上有太大分歧。

杨还对媒体透露，当日 14 时 22 分的公告，其实早在 13 时 15 分左右就由光大证券交给了上海证监局，时间差造成的后果不应该由光大方面承担。

整个庭审持续了三个半小时，结束时间也因此从中午 12 点推迟到下午 1 点多。此后，因“案情复杂重大”，北京市第一中级人民法院三次推迟宣判时间。2014 年 12 月 26 日，法院判决驳回了杨剑波的诉讼请求，对杨剑波以上四个焦点的主张均不予支持。对于该判决，杨剑波当庭表示将继续上诉。



## 7 事件并没有结束

8月20日，在经历前一日的停牌后，光大证券复牌交易。而就在19日，媒体传出光大证券的固定收益部交易再出“乌龙”，以4.20%的收益率卖出了1000万元的国债。尽管通过协商，该误操作债券没有进行交割，但连续两个交易日的意外事故，使得光大证券更难从负面影响中脱身。实际上，当日复盘即跌停并没有出乎市场的意料。

“8.16”事件发生后，多家基金公司纷纷下调光大证券的股票估值。南方基金在事发当晚发布公告称，在复牌之前对持有的光大证券股票按10.22元估值，比停牌前的价格低了15.68%。当年9月，中诚信国际将光大的主体信用等级下调至AA（原AAA），评级展望调整为负面。

当年11月15日，最高人民法院发出《关于光大证券股份有限公司“8·16”内幕交易引发的民事赔偿案件指定管辖的通知》，明确指出，起诉人以证监会对光大证券作出的行政处罚决定为依据，以行政处罚决定确认的违法行为侵害其合法权益、导致其损失为由，采取单独诉讼或者共同诉讼方式向人民法院提起民事诉讼的，人民法院应当受理。

就在杨剑波诉证监会开庭四个月之后，同样经历过延期的光大“8.16”民事索赔案在上海市第二中级人民法院正式开庭。法庭将争议焦点归纳为以下四点：第一，是否存在内幕交易行为；第二，内幕交易行为人是否具有主观过错；第三，投资者的经济损失与行为人的内幕交易是否存在因果关系；第四，内幕交易行为是否给投资者造成了经济损失。当年12月，法院通知因案件复杂，该民事索赔案将延期审理。

当年8月22日，光大证券第三届董事会第十四次会议审议通过了《关于接受徐浩明先生辞去光大证券股份有限公司董事和总裁职务的议案》，而此次事件的主角——光大证券策略投资部，在业务发展受到重创之际，多位人才相继出走，人事震荡已经难以避免。

2014年1月，杨剑波接受了上海某高校的金融学教授一职。他对媒体表示，有一天，他也会把自己的经历当成案例讲给学生听。（案例正文字数：5746）

The whole story of Everbright Securities' 8.16 Event

**Abstract:**

Risk is the inner attribute of financial activities. Due to the higher volatility of the markets, some major loss events made harmful impacts on the microeconomic entity and even the whole economic system. Risk management has become the core of the modern financial industry. Guided by the event of “8.16”, this case illustrates the operation risk and the compliance risks faced by Everbright Securities. In the clue of “Ex-executive sues China’s securities regulator”, the case shows the conflicting views on inside information and insider trading with their own reasons.

**Key words:** program error; abnormal transaction; risk hedging; insider trading; operational risk; compliance risk