

PDF-CASE2015024

“8·16 光大证券乌龙指”交易的法律责任与投资者赔偿¹

案例正文

摘 要：资本市场是个法治市场，离开法治的约束不可想象。保护企业权利，虽是市场繁荣的重要促动因素，却不能因此故意侵害投资者利益。对于被监管者在巨大的利益驱使下产生的打擦边球倾向，无论是主观还是客观，监管者都需要承担极大的法律监管责任。面对超前或者滞后的法规，监管者不仅需要依法律授权行政，也需要依公平正义履职。最重要的是保证这一切开放透明，在事实论证和利益博弈中去辨析一条最符合现实需要和成本负担的监管之道。本教学案例围绕“8·16 光大证券乌龙指”事件，探讨了由于套利系统出现技术性故障，内幕交易引发大盘指数短时大幅波动，并通过对冲交易使广大投资者遭受巨额损失、整个资本市场受到巨幅震荡背后的法律责任，进一步地分析“乌龙指”衍生出的两起案件应如何判决。这两起案件为最高人民法院研究出台内幕交易和利用未公开信息交易民事责任的司法解释提供了实践基础，这也是该起乌龙指案件背后的法治价值。只有看到这点，才可以推动中国法治进步，看到现代型监管在中国逐渐成熟的希望。

关键词：光大证券 高频交易 乌龙指 内幕交易 法律责任 证券法

1本案例由复旦大学经济学院的田素华、杨穆彬、勾宇茜、华东政法大学商学院的窦菲菲撰写，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. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

0 引言

2013年8月16日上午，家住温州的郭女士像往常一样，在电脑前开始了期货交易操作。经历了6月份的惨痛下跌之后，A股市场有所反弹。屏幕上的K线图显示，8月的前十个交易日，沪深300指数涨幅达10%，而紧随其后的是连续两个交易日均以阴线报收。作为职业期货投资者，郭女士做出判断，由于没有基本面和政策的护持，投资者仍相当谨慎，落袋为安的情绪浓烈，因此获利回吐的回调趋势仍将持续。当天上午平开低走的走势给她吃了一颗定心丸。11点左右，郭女士卖空2手IF1308股指期货合约，按当时一手期指合约的保证金10万元计算，动用资金约20万元。结果几分钟后，沪深300指数突然暴涨，她的2手合约被迫于11点08分左右平仓，损失近2.5万元。

在分析了上午火爆的行情后，郭女士认为，按照A股市场以往的规律，当天很可能有重大利好消息，这无疑是久旱逢甘霖。加之光大证券董秘坚决否认乌龙传闻，以及上交所公告称交易系统正常，更加坚定了她的判断。于是，下午13点42分，郭女士马上空翻多，买入3手IF1309股指期货合约，动用资金30多万元。

当天下午买入多单后，股指快速跳水，郭女士又被迫平仓损失近2万元。此外，郭女士当天上午11点15分左右还做多买入10手焦炭期货，结果到下午又损失了2万多元。短短一天之内，郭女士损失了6万多元。

表1 郭女士8.16当天操作与损失

时间	操作	损失
11点	卖空2手IF1308股指期货	无
11点08分	2手IF1308股指期货强制平仓	2.5万元
11点15分	买入10手焦炭期货	2万元
13点42分	买入3手IF1309股指期货	无
15点	3手IF1309股指期货强制平仓	2万元
合计	2次股指期货强制平仓，1次商品期货损失	6.5万元

资料来源：潘侠《粤沪“光大索赔案”遇阻 温州郭女士仍在等待》，载《证券日报》2013年9月11日。

当天休市后，后续调查证实了股价异动确有光大证券乌龙事件造成。郭女士

很是气愤，她的交易逻辑本没有问题，然而乌龙事件和不负责任的辟谣造成了她当天巨额损失。想到 A 股混乱的市场秩序，郭女士决定用法律武器维护自己的权利，委托浙江六和律师事务所正式提起诉讼，将光大证券和上交所、中金所一起告诉了法庭，等候执法机关的判决，踏上了漫漫索赔之路……

1 事件过程

2013 年 8 月 16 日，光大证券公司策略部按照计划开始 ETF¹策略交易。该部门核定的交易员当日现货交易额度为 8000 万元，并在交易开始前由审核人员进行了 8000 万元的额度设定。

9 点 41 分，交易员分析判断 180ETF 出现套利机会，及时通过套利策略订单生成系统发出第一组买入 180ETF 成分股的订单，即 177 笔委托，委托金额不超过 200 万元。

10 点 13 分，交易员发出第二组买入部分 180ETF 成分股的订单，即 102 笔委托，委托金额合计不超过 150 万元

11 点 02 分，交易员发出第三组买入 180ETF 成分股的订单，即 177 笔委托，委托金额不超过 200 万元。

11 点 05 分，光大证券订单生成系统发出了 26082 笔预期外市价委托订单，自动买入 ETF180 成分股，下单金额 234 亿元，沪指突然出现大幅拉升，引发市场量化买单²自动跟进。11 点 05 分 56 秒，沪指涨幅超过 5%，最高报 2198.85 点，

¹ ETF，即交易型开放式指数基金，是 Exchange Traded Funds 的英文缩写。对 ETF 基金份额，投资者可以像封闭式基金一样在交易所二级市场进行交易。它又可以像开放式基金一样申购、赎回。

不同的是，它的申购是用一揽子股票换取 ETF 份额，赎回时也是换回一揽子股票而不是现金。这种交易制度使该类基金存在一、二级市场之间的套利机制，可有效防止类似封闭式基金的大幅折价。ETF 交易价格取决于它拥有的一揽子股票的价值，即“单位基金资产净值”。

² 量化交易系统就是用计算机来代替人下单的一种交易系统，有全自动和半自动两种。高频交易是利用极快的交易速度完成的交易行为，与传统的交易相比，最顶尖的高频交易策略可以快到微秒级。

假定某个股票，同时有 A 投资者发出了 30 元的卖单（分批委托），B 投资者发出了 31 元的买单（分批委托），根据撮合竞价原则，A 和 B 将直接成交，但是由于这两个投资者用的是传统的交易系统，速度相当的慢。高频交易者用极速交易系统，不停在市场上用很小的委托单，例如每次 100 股，进行探测。当它探测到 A 和 B 的委托单后，就假定未来还有更多的委托单出现。则迅速用 30 元的买单将 A 投资者的卖单吃进，等到 B 投资者的 31 元的买单进入之后，转手卖给 B 投资者，中间白赚 1 元。参见丁鹏《解密高频交易》，载 2013 年 8 月

包括中国石油、中国石化、工商银行、中国银行等市值靠前的 71 只超级大盘蓝筹股瞬间涨停。

11 点 07 分，交易员通过系统监控模块发现成交金额异常，同时接到上海证券交易所的问询电话，于是迅速批量撤单，并终止套利策略订单生成系统运行，同时启动核查流程并报告部门领导，开始卖出股指期货 IF1309 空头合约，立刻做空 7000 多手股指期货以对冲股票持仓风险。市场反应过来，所有涨幅均回落，上证指数日 K 线留下一根长上影线。

截止 11 点 30 分早间交易收盘，光大证券股票成交金额约为 72.7 亿美元，累计用于对冲而卖出的股指期货 IF1309 空头合约共 253 张。

12 点 13 分，市场传闻是乌龙指造成的股指波动，上交所早间收盘后在其官方平台发布声明称，“截至目前为止，上交所系统运行正常”。

12 点 45 分，市场传言股指波动为光大证券乌龙指所致，光大证券董秘对此予以否认。光大证券董秘梅键表示，相关传闻说明他们不了解光大证券严格的风控，不可能存在 70 亿元乌龙情况，称传闻纯属子虚乌有。

13 点，光大证券下午暂停交易，网传上海证券交易所已联系光大证券，股指波动缘于光大证券交易系统问题，他们的技术人员在查，但还没有查出原因。

表 2 光大证券 8.16 乌龙指事件过程

时间点	事件进展
9 点 41 分	交易员发出第一组买入 180 ETF 成分股的订单（177 笔，不超过 200 万元）。
10 点 13 分	交易员发出第二组买入部分 180ETF 成分股的订单（102 笔，不超过 150 万元）。
11 点 02 分	交易员发出第三组买入 180ETF 成分股的订单（177 笔，不超过 200 万元）。
11 点 05 分	（1）光大证券订单生成系统发出了 26082 笔预期外市价委托订单，自动买入 ETF180 成分股，下单金额 234 亿元。（2）A 股股指涨逾 5%，工农中建四大行携石化双雄等权重股集体涨停。
11 点 07 分	交易员迅速批量撤单，并终止套利策略订单生成系统运行，同时启动核查流程并报告部门领导，开始卖出股指期货 IF1309 空头合约，立刻做空 7000 多手股指期货以对冲股票持仓风险。市场涨幅均回落。
11 点 30 分	早间交易收盘，光大证券股票成交金额约为 72.7 亿美元，累计用于对冲而卖出的股指期货 IF1309 空头合约共 253 张。
12 点 13 分	上交所公告称交易所系统正常。
12 点 45 分	市场传言股指波动为光大证券乌龙指所致，光大证券董秘对此予以否认。
13 点	光大证券股票临时停牌，早盘收涨 6.69%。

13 点 05 分	交易所联系光大确认是光大系统问题，技术人员在查未果。光大的所有高管都待在公司不准离开，等着上交所来查。
13 点 15 分	传光大证券模拟盘突然切入实盘，合规部全部被停职。
13 点 30 分	50ETF 股票涨停。中国石油、中石化、工行等的成交金额均为 1 亿元左右。
13 点 30 分	基本确定光大乌龙指是衍生品部门量化投资 ETF 套利产品下单失误所致。
13 点 35 分	光大证券申请交易作废。
13 点 45 分	传光大衍生品部门量化投资的 ETF 套利产品 3000 万股错写成 3000 万手。
13 点 50 分	初步消息显示，乌龙指操作者被定位为光大证券葛新元量化投资团队。
14 点 23 分	央视财经称，上交所确认 A 股早盘暴涨是光大系统问题，光大证券临时停牌。
14 点 43 分	光大的自核报告交到会里，下单 230 亿，成交 72 亿，涉及 150 多只股票。
15 点	当天光大证券将已买入股票申购成 ETF 在二级市场卖出，共卖出 50ETF 和 180ETF 的总金额约 18.9 亿元，全天新增股指期货空头合约总计为 7130 张。
15 点 01 分	上交所称上交所今日交易系统正常，已达成的交易将进入正常清算交收环节。
15 点 14 分	此次乌龙指或与光大证券葛新元领导的团队有关。葛新元明确表示，此事与他所负责的团队无关，他们走的是光大证券的经纪业务通道。
16 点	中金所盘后持仓数据显示，光大期货席位大幅增空 7023 手，减多 50 手，看空坚定。值得关注的是光大期货当日大幅增加空单，初步计算，增加空单的金额为 48 亿元。有网友表示光大是最先知道沪指波动原因的人，并借此巨额做空股指期货，涉嫌违规。
16 点 13 分	上交所核查显示主要是光大证券自营账户大额买入。证监会指出，乌龙事件为光大证券自营账户买入。

资料来源：凤凰网财经。

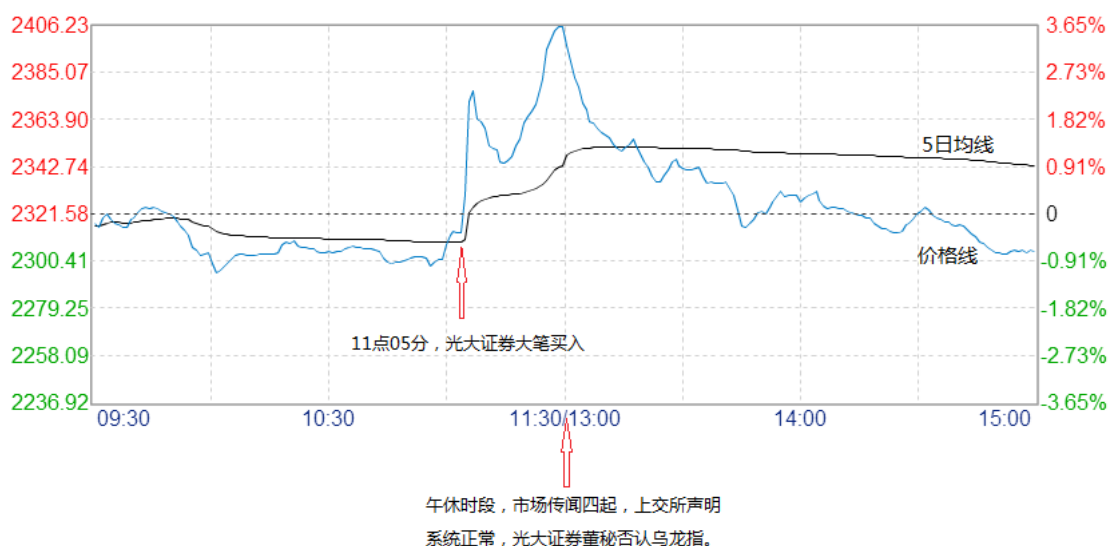
13 点 45 分，网传光大证券量化团队为始作俑者。据悉不是自营，是衍生品部门做量化投资的一个 ETF 套利产品下单失误，误将 3000 万股错写成 3000 万手。乌龙操作被定为光大证券葛新元量化投资团队，是光大证券量化投资为客户模拟演示时，不小心接入实盘。

14 点 23 分，央视财经发微博称，上交所确认 A 股早盘暴涨是光大证券系统问题，光大证券临时停牌。

14 点 43 分，光大证券发布公告承认与沪指异动有关，承认其套利系统出现问题，公司正在进行核查和处理工作，传光大的自己核查报告已经交到证监会，光大证券共计下单 230 亿元，成交 72 亿元，涉及 150 多只股票。光大证券董秘表示正在进一步核查交易，会讨论赔偿方案，公司其他经营活动保持正常。

截止 15 点，当天光大证券将已买入股票申购成 ETF 在二级市场卖出，共卖出 50ETF 和 180ETF 的总金额约 18.9 亿元，全天新增股指期货空头合约总计为 7130 张。

15 点 01 分，上交所官方微博称，上交所今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。光大证券乌龙指事件成为当天最热新闻。



资料来源：新浪财经。

图1 2013年8月16日沪深300指数分时图

15点14分，业界纷纷传说，此次乌龙指或与光大证券葛新元领导的团队有关。葛新元明确表示，此事与他所负责的团队无关，他们走的是光大证券的经纪业务通道。

16点，中金所盘后持仓数据显示，光大期货席位大幅增空7023手，减多50手，看空坚定。值得关注的是光大期货当日大幅增加空单，初步计算，增加空单的金额为48亿元。有网友表示光大是最先知道沪指波动原因的人，并借此巨额做空股指期货，涉嫌违规。

16点13分，上交所核查显示主要是光大证券自营账户大额买入。证监会指出，乌龙事件为光大证券自营账户买入。

2 光大证券乌龙指交易背后的法律探讨

2.1 对光大乌龙事件的法律认定

2013年8月30日，证监会认定光大证券异常交易构成内幕交易、信息误导、违法证券公司内控管理规定等多项违法违规行为。2013年11月14日，光大证券发布公告称，收到证监会《行政处罚决定书》。因“8.16事件”涉嫌利用内幕信息进行交易共计被处罚5.23亿元。相关4位责任人每人被罚款60万元，并予以

市场禁入，董秘被处罚 20 万元。

表 3 证监会对光大证券和相关人员的处罚

处罚对象	处罚内容
光大证券	罚款 5.23 亿元。
徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波	分别罚款 60 万元，终身证券市场、期货市场禁止进入。
董事会秘书梅键	责令改正，并处以 20 万元罚款。

资料来源：包兴安《光大证券被罚 5.23 亿元 4 人被终身市场禁入》，载《证券日报》2013 年 11 月 15 日。

证监会《行政处罚决定书》显示，依据《中华人民共和国证券法》和《期货交易管理条例》的有关规定，中国证监会对公司内幕交易违法行为进行了立案调查、审理，并依法向光大证券、徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波告知了作出行政处罚的事实、理由、依据及当事人依法享有的权利，当事人均提交了书面陈述、申辩材料，未要求听证。本案现已审理终结。经查明，根据《证券法》第七十五条第二款第（八）项和《期货交易管理条例》第八十二条第（十一）项的规定，“光大证券在进行 ETF 套利交易时，因程序错误，其所使用的策略交易系统以 234 亿元的巨量资金申购 180ETF 成份股，实际成交 72.7 亿元”为内幕信息。光大证券 2013 年 8 月 16 日下午将所持股票转换为 180ETF 和 50ETF 并卖出的行为和 2013 年 8 月 16 日下午卖出股指期货空头合约 IF1309、IF1312 共计 6240 张的行为，构成《证券法》第二百零二条和《期货交易管理条例》第七十条所述内幕交易行为。徐浩明为直接负责的主管人员，杨赤忠、沈诗光、杨剑波为其他直接责任人员。

根据《证券法》第二百零二条和《期货交易管理条例》第七十条的规定，中国证监会决定：没收光大证券 ETF 内幕交易违法所得 1307 万元，并处以违法所得 5 倍的罚款；没收光大证券股指期货内幕交易违法所得 7414 万元，并处以违法所得 5 倍的罚款。上述两项罚没款共计 5.23 亿元¹。

对光大证券 ETF 内幕交易直接负责的主管人员徐浩明、其他直接责任人员

¹ 光大证券2012年净利润为10.03亿元，该公司今年10月经营数据显示，当月净利润为763万元，今年前十个月净利润为4.75亿元。

杨赤忠、沈诗光、杨剑波给予警告，分别处以 30 万元罚款；对光大证券股指期货内幕交易直接负责的主管人员徐浩明、其他直接责任人员杨赤忠、沈诗光、杨剑波给予警告，分别处以 30 万元罚款。上述两项罚款每人合计 60 万元。

另外，中国证监会下发《市场禁入决定书》，决定内幕交易行为相关责任人徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波为终身证券市场禁入者、期货市场禁止进入者。中国证监会在《行政处罚决定书》中对时任董事会秘书梅键的信息误导行为，责令改正，并处以 20 万元罚款。

2.2 内幕交易引起的民事诉讼难点

根据证券法第 76 条的规定，内幕交易行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任，投资者可依法提出民事诉讼。那么，哪些人可以进行索赔？损失如何认定？管辖法院是哪家？内幕交易民事赔偿在中国至今没有司法解释和成功案例，起诉成功率有多高？

证券市场的公平、公正、公开原则必须予以维护，但因内幕交易所引起的民事诉讼具有特殊性，内幕信息所引起的股票和期货市场波动，在认定利益受损人、受损之因果关系确立及受损利益大小衡量方面都存在极大困难，在民事处理上应更加慎重。因光大证券 8·16 异常交易事件所引起的民事赔偿诉讼存在不少难点

首先，当事人交易行为与内幕交易之间的因果关系认定难度大。由于证券市场采取匿名、集中配对的交易方式，“多对多”的交易条件下难以确定交易的相对关系，并且交易人在市场交易中仅是在匿名条件下提出交易报价，其交易动机无从判断。所以交易人参与交易很可能仅仅是时间上的碰巧而非受内幕交易诱使，交易人很难证明其参与交易或者反向交易的行为与内幕交易之间存在着直接的因果关系。

其次，内幕交易造成的损失数额难以认定。由于引起证券价格波动的因素种类繁多，对市场价格的影响很难单独予以精确量化，而确定内幕交易造成的价格波动更是极为困难。因此，在涉及内幕交易时，若无条件地支持民事赔偿请求，将会导致很多仅仅是因为自身投资决策失误而需承受商业风险损失的交易相对人以存在内幕交易为由无节制地提起诉讼，从而出现“搭便车”的“滥诉”行为，影

响证券市场的交易秩序。

第三，期货市场的内幕交易的民事责任缺乏法律和司法解释的明确具体规定。对于纯粹因受错单交易而引发的民事赔偿问题，如果错单交易被撤销，则受该交易直接影响的投资者可以提出索赔，但由于我国尚无错单交易撤销机制，相关错单交易被认定为有效，光大证券已经自行承担了因错单交易造成的损失，投资者跟风追涨的获利亦为有效，因此，交易各方的获利和受损均应当自行承担。

3 光大证券乌龙指交易的投资者赔偿

3.1 投资者赔偿诉讼的律师建议

郭女士委托律师认为，郭女士 2013 年 8 月 16 日操作股指期货合约遭受近 4.5 万元损失与光大证券严重的违法违规行为有直接的因果关系，光大证券应赔偿郭女士的这一损失。¹

同时，上交所、中金所发现交易异常，并与光大证券取得联系，在获知有关交易异常原因的信息后，既没有对市场发出警示，也没有采取临时停市等措施，上交所反而公告说交易正常，严重误导了包括郭女士在内的投资者，纵容了光大证券严重的违规行为，使光大证券有足够的时间利用内幕信息大量卖出股指期货合约，导致包括郭女士在内的投资者遭受巨大损失。因此，上交所、中金所的行为违反信息披露等有关规定，履行监督管理职责不当，根据最高院《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定(二)》的规定，上交所、中金所应对郭女士在下午遭受的 2 万元损失承担共同赔偿责任。

证监会曾表示，光大证券案中，投资者要依据自身情况主张权利，但具体赔偿如何认定，还须司法部门依法确定。业内律师认为，虽然监管层有这个态度在，但正式处罚决定没公布，具体违法情形也不详细，索赔条件还不太好界定。

律师认为，相比光大证券违法收益和投资者巨额损失，这 5.23 亿元罚没款不足以惩戒内幕交易违法犯罪行为。虽然《证券法》规定：内幕交易行为给投资

¹ 本部分内容参见《侵权内幕交易罪起诉 粤沪“光大索赔案”遇阻》，载2013年9月10日《21世纪经济报道》。

者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。但由于相关司法解释迟迟未出台，导致原告、损失计算方法怎样认定等比较困难。比如，光大证券当时的违规过程、具体时间点、谁买了多少、损失多少，判定哪些人符合索赔条件等，都需要等证监会最终查处结论，投资者才能当做起诉依据。律师表示，股票买入时间点必须是“乌龙事件”后买入的，期货则是 T+0 交易并可以做空。由于 A 股股票当前不能同日卖出，当天损失难以估计。

因此，有律师认为，光大证券“乌龙事件”不仅暴露了不少金融法律漏洞，事件影响更是长远的，可能会推动《证券法》修订，并将重大交易事故赔付列入投资者保护范围内。面对超前或者滞后的法规，监管者不仅需要依法授权行政，也需要依公平正义履职，最重要的是保证这一切开放透明。

3.2 投资者如何获得赔偿

证监会对光大内幕交易的处罚决定并无不当，但对虚假信息、操纵股价两项行为的处罚决定有待出台。投资者待正式的处罚决定公布后，再提起民事索赔诉讼胜算更大。对 50ETF、180ETF、IF1309、IF1312 投资者的索赔权应无异议，但是 50ETF、180ETF、股指期货的投资者胜算更大。

在侵权类型上，股民应根据不同的情况提出不同的诉讼。在不同时间段交易的投资者，可能受到不同违法行为的侵害，最早买的可能受到操纵市场的侵害，到买入空单的时候受到内幕交易的侵害，光大董秘发表声明后受到虚假陈述的侵害。

在起诉时机上，在证监会正式处罚决定书发布以后起诉为好。原因在于，一是单纯认定为内幕交易与认定为虚假陈述、操纵股价、内幕交易三项罪责，所涉及到的原告范围不同，根据处罚结果来认定原告范围比较合适；二是证监会后续也可能会出台相应的赔偿措施。

光大证券内幕交易涉及到 50ETF、180ETF、IF1309、IF1312 等投资品种，以下证券产品的投资者有权索赔：一是 50ETF 基金、180ETF 基金；二是 IF1309，IF1312 股指期货合约；三是上证 50、上证 180、上证 300 指数、上证综合指数和沪深 300 指数项下的权重股，去掉重复的有 560 只权重股。

证监会认定这是内幕交易，就需要按照内幕交易的法律关系和规则来确定它的适合原告。所以 50ETF、180ETF、IF1309、IF1312 的投资者属于最适合的原告。如果认定是虚假陈述或股价操纵，那么投资者和股票就更多了，可能比 560 只股票还要多。

此外，8 月 16 日上午 11 点 05 分买入光大证券股票，在周一抛出或到现在还持有并且有损失的这部分投资者也是适合的原告。但早晨追高的投资者、早晨做空期指的这部分投资者、下午做多期指的投资者并非适合的原告。对于分布较广的股民来说，考虑到涉及的投资者比较多，很多投资者可能因为嫌麻烦而放弃索赔，最好能通过集体诉讼方式，向光大证券提出索赔。

在法院的选择上，光大证券位于上海静安区，那里有上海第二中级人民法院，广大投资者要上诉，律师要维权的话，上海市二中院是合法管辖地。

4 光大证券乌龙指事件的法律价值

“乌龙指”事件后，证监会对光大以及其相关责任人做出了被称为“史上最严厉”的处罚。而光大证券策略投资部原总经理杨剑波则因为不满对其个人的处罚，一纸诉状将证监会告上法庭。¹

对“乌龙指”当天发生的客观事实，两案的控辩双方都无异议，关键在于证监会的监管行为虽然得到兜底授权，对内幕交易却无行政处罚的细则规定。同时，对于因内幕交易引发的民事诉讼也没有明确的司法解释。投资者损失如何计算、因果关系如何认定等，都缺乏相应的法律条文支撑。

2006 年施行的证券法，说起来还算是“新版”，却已跟不上瞬息万变的市场。在社会系统愈发复杂的今天，监管者常常要接触很多来不及备案的新情况，甚或面对没有列举出来的“违规”。这样的背景下，实时检视和完善相关法律规章，确保中小投资者的利益不受侵害，成为不容回避的法治课题。

资本市场是个法治市场，离开法治的约束不可想象。18 世纪初，英法股市的“泡沫危机”，主因便是早期市场操纵、欺诈行为的泛滥与失控。美国 1929 年

¹ 本部分内容参见《光大证券乌龙指事件的法治得失》，载 2014 年 8 月 18 日《人民日报》。

造成大危机的股灾，根源也是百年股市中，没有统一的成文法，没有维护市场秩序的公共机构。博时基金原基金经理马乐，拿着 200 万元的年薪，还搞内幕交易“老鼠仓”。日本“活力门”总裁堀江贵文，靠伪造财务数据发达，丑闻曝光令日本股市深度震荡。

说到底，保护企业趋利，虽是市场繁荣的重要促动因素，却不能因此故意侵害投资者利益。许多时候，被监管者并非不了解其行为对市场可能造成的危害，是巨大的利益让其选择不作为或者打擦边球。对于这种倾向，无论是主观还是客观，监管者都需要有极大的担当。这不仅是金融领域的监管要诀，其他领域的监管也是同理。面对超前或者滞后的法规，监管者不仅需要依法律授权行政，也需要依公平正义履职。最重要的是保证这一切开放透明，在事实论证和利益博弈中去辨析一条最符合现实需要和成本负担的监管之道。

“证券的发行、交易活动，必须实行公开、公平、公正的原则。”证券法第三条要真正落到实处，还需要一系列的制度合力。正如监管部门所检讨的那样，一线监管存在的纰漏亟待补上，快速反应能力的培育亟待提高，行政处罚自由裁量权的边界亟待划清……核心则在对内幕交易、信息披露做出更多、更详细的规范，确保市场安全有效规范运行，保护中小投资者的信息获得权，从而把他们从孤立无援中解放出来。

5 前路与希望

作为“乌龙指事件”主角之一，杨剑波被证监会处罚，从光大离职。告别证券业的杨剑波选择了回到母校上海财经大学任教，但他认为证监会对他的处罚不合法理，2014 年 2 月，杨剑波提起诉讼状告证监会，请求撤销其做出的《行政处罚决定书》和《市场禁入决定书》。

漫长的审理过程之后，杨剑波一审败诉。但他并没有放弃，当庭表示上诉。“民告官”注定是一条艰难曲折的道路，杨剑波坦言在状告证监会的过程中，自己也有相当的压力以及一些需要克服的东西。“但我一直心态都很好。从来没有心理不适，更没有沮丧过。”

与此同时，温州的郭女士也在等待，我国目前内幕交易引发的民事诉讼方面

并没有明确的司法解释，投资者损失如何计算、因果关系如何认定等还缺乏相应的法律条文支撑。投资者们的索赔之路，注定崎岖艰难。

“乌龙指”衍生出的两起案件，无论结果如何，都将为最高人民法院研究出台内幕交易和利用未公开信息交易民事责任的司法解释提供实践基础。一次有争议的监管，以及随后的依法维权，恰恰是司法自我完善的重要途径。看到“乌龙指”背后的法治价值，我们才能看到现代性监管在中国逐渐成熟的希望。

（案例正文字数 7886 字）

The Legal Responsibility and Compensation to Investors in Everbright Securities Fat Finger Scandal

Abstract: Capital market is a market under the restriction of law. If capital market runs out of control, all participants will be hurt. Although capital market can help build a prosperous economy, investors' interests cannot be violated deliberately. The regulators should largely bear legal responsibility to forbid misconducts driven by the great interest, both subjective and objective. In face of the ahead or lagged laws and regulations, regulators need to exercise powers and perform duties in accordance with not only legal authorization, but also fairness and justice. The most important is to guarantee open and transparent environment everywhere, and differentiate and analyze a path towards regulation corresponding to the realistic demands and cost burdens in fact argumentation and interest games. Around the '8·16 Everbright Securities fat finger' event, the teaching case discussed the technique problems due to the arbitrage system, and the short-term fluctuations of the market index by insider trading. In consequence, a broad range of investors suffer huge losses by the hedging trades of Everbright Securities. The case further discussed the legal responsibility behind the severely big swings of the capital market, and civil claims of the two cases derived from the 'fat finger' case. The true value of the rule of law refers to providing practical basis to the judicial interpretation of insider trading and the civil responsibilities of the use of non-public information trading. Only cast focus on this point, China can make a progress in the rule of law, and thus regulation of modernity will gradually mature in the foreseeable future.

Key words: Everbright Securities; Fat Finger; Insider Trading; Legal Responsibility; Civil Litigation Claims; Securities Law

案例正文参考文献

- [1] 包兴安：《光大证券被罚 5.23 亿元 4 人被终身市场禁入》，《证券日报》 2013 年 11 月 15 日。
- [2] 本报评论员：《光大证券乌龙指事件的法治得失》，《人民日报》 2014 年 8 月 18 日。
- [3] 本报记者：《光大证券索赔问题仍只有一句“建议起诉”》，《投资快报》 2013 年 9 月 11 日。
- [4] 本报记者：《侵权内幕交易罪起诉 粤沪“光大索赔案”遇阻》，《21 世纪经济报道》2013 年 9 月 10 日。
- [5] 刘文谋：《光大证券乌龙指事件惊心 5 小时》，凤凰网财经。
- [6] 潘侠：《粤沪“光大索赔案”遇阻 温州郭女士仍在等待》，《证券日报》 2013 年 9 月 11 日。
- [7] 孙曼：《向光大证券起诉：ETF 股指期货投资者胜算更大》，《证券日报》 2013 年 9 月 13 日。
- [8] 熊锦秋：《光大证券应为乌龙指事件负全责》，《经济网-中国经济周刊》 2014 年 8 月 18 日。
- [9] 朱茵：《法学专家研讨光大 8·16 事件 认为后续民事诉讼当慎重》，《中国证券报》2013 年 9 月 16 日。

案例正文附件

附件 1：光大证券股份有限公司简介

1.1 公司主营经营业务及变动情况

投资和管理金融业包括银行、证券、保险、基金、信托、期货、租赁、金银交易；资产管理；投资和管理非金融业。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。公司上市以来，经中国证监会核准，公司经营范围增加了融资融券业务、代销金融产品、股票期权做市业务；减少直接投资业务、证券资产管理（分别通过全资子公司光大资本、光证资管从事该业务）。

表 4 公司信息

公司的中文名称	光大证券股份有限公司
公司的中文简称	光大证券
公司的外文名称	Everbright Securities Company Limited
公司的外文名称缩写	EBSCN
公司的法定代表人	薛峰
公司总经理	薛峰

资料来源：公司公告。

表 5 公司注册资本

	2014 年金额	2013 年金额
注册资本（元）	3,418,000,000	3,418,000,000
净资本（元）	16,902,766,177.63	14,090,523,960.96

资料来源：公司公告。

表 6 公司各单项业务资格情况

经营范围	证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；代销金融产品；股票期权做市业务；中国证监会批准的其他业务。
	证券经纪业务资格；证券投资咨询业务资格；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务资格；证券承销与保荐业务资格；证券自营业务资格；为期货公司提供中间介绍业务资格；证券投资基金代销资格；融资融券业务资格；代销金融产品业务资格；代办股份转让业务资格；报价转让业务资格；从事短期融资券承销业务资格；开放式证券投资基金代销业务资格；网上证券委托业务资格；全国银行间同业市场进入资格；合格境内机构投资者从事境外证券投资管理业务资格；债券质押式报价回购业务资格；转融通业务试点资格；约定购回式证券交易业务试点资格；非金融企业债务融资工具主承销业

业务资格	务资格；权益类证券收益互换业务；上海证券交易所A股交易单元港股通业务交易权限；上市公司股权激励行权融资业务；全资子公司光大期货有限公司期货经纪业务许可证、金融期货经纪业务资格、中国金融期货交易所全面结算会员资格、股指期货IB业务资格、资产管理业务资格；全资子公司光大证券资产管理有限公司证券资产管理业务资格、受托管理保险资金资格；全资子公司光大证券金融控股有限公司人民币合格境外机构投资者资格；控股公司光大保德信基金管理有限公司基金管理资格。
------	---

资料来源：公司公告。

表 7 光大证券股票简况

股票种类	股票上市交易所	股票简称	股票代码
A 股	上海证券交易所	光大证券	601788

资料来源：公司公告。

1.2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系

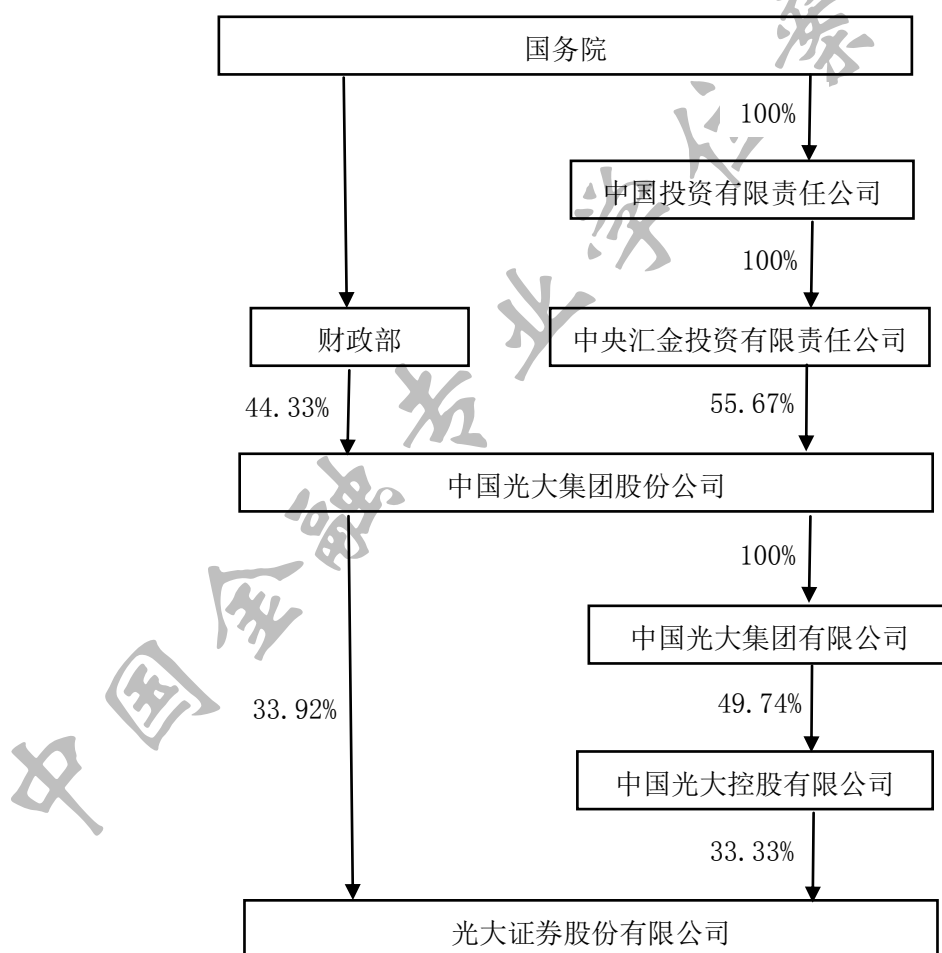


图 2 光大证券组织结构图

1.3 公司历史沿革

1995年6月21日，中国人民银行核发银复[1995]214号《关于筹建光大证券有限责任公司的批复》，同意中国光大（集团）总公司在整顿其原有证券营业（业务）部的基础上筹建光大证券有限责任公司。

2009年8月4日，经中国证监会证监许可（2009）684号《关于核准光大证券股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司以每股人民币21.08元的发行价格首次公开发行了52,000万股A股，募集资金总额1,096,160.00万元。本次公开发行股票后，公司注册资本变更为人民币34.18亿元。公司股票于2009年8月18日起在上海证券交易所上市交易。

附件2：光大证券“乌龙指”案件责任人简历

徐浩明，男，董事，硕士研究生。1988年毕业于上海财经大学工业经济系。同年，任职于上海体制改革研究所；2002年9月起任光大证券有限责任公司董事；2003年2月成分股，任光大证券有限责任公司董事、副总裁、总裁。2013年8月22日，发布临时停牌公告称，徐浩明辞去光大证券董事和总裁职务。

沈诗光，男，光大证券董事，东北财经大学硕士。历任光大证券计财部高级经理、财务处处长、计财部副总经理。案件发生时任光大证券计财部总经理、会计机构负责人。

杨赤忠，男，光大证券助理总裁。杨赤忠历任深圳蓝天基金管理公司投资与研究部经理、长盛基金管理有限公司研究部副总监、基金经理、大成基金管理有限公司研究总监、光大证券证券投资部总经理。现已辞去光大证券职务。

杨剑波，男，上海财经大学经济学学士、曼彻斯特大学金融学博士。早年在股票市场的波动率方面有深入研究，是华人金融经济学者里面最早用GARCH（广义自回归条件异方差）等模型对中国及世界资本市场的波动率集群效应进行分析的研究人员。在2004年加入光大证券之后，2005年11月即作为国内第一批人员参与了中国资本市场第一批交易所权证创设等活动，并负责光大证券的备兑权证系统开发以及光大证券股本类衍生品业务平台的建立。

受证监会邀请，成为中国场外金融衍生品交易规则起草的牵头人之一。因涉嫌内幕交易被证监会处以终身证券市场禁入，现任上海财经大学商学院教授。

附件 3：《中华人民共和国证券法（2013 修订）》

《中华人民共和国证券法（2013 修订）》第七十六条：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。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。内幕交易行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。

信息披露义务人包括发行人、收购人、上市公司董监高等¹，还包括对上市公司重大事项有重要影响的控股股东、实际控制人；信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地披露信息，不得有虚假记载。

《证券法》第七十五条：证券交易活动中，涉及公司的经营、财务或者对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。《证券法》第七十五条第二款第（八）项：“国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”属于内幕信息。

《证券法》第二百零二条：证券交易内幕信息的知情人或者非法获取内幕信息的人，在涉及证券的发行、交易或者其他对证券的价格有重大影响的信息公开前，买卖该证券，或者泄露该信息，或者建议他人买卖该证券的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三万元的，处以三万元以上六十万元以下的罚款。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给予警告，并处以三万元以上三十万元以下的罚款。证券监督管理机构工作人员进行内

¹ 现实中，只有信息披露义务人披露的信息，投资者才敢相信。本案中，光大证券董秘作为信息披露义务人，在下午2点22分没有披露乌龙指信息之前，这个信息就是内幕信息。光大证券发生乌龙指，由于本身作为上市公司，有上市公司信息披露制度作为指引和规制。

幕交易的，从重处罚。

附件 4：《上市公司信息披露管理办法》

《上市公司信息披露管理办法》规定：信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地披露信息，并将“及时”定义为“自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内”；发生重大事件时就要遵循第三十条特殊规定，“立即披露”。其中对“立即”还没有定义。从语境来分析，“立即”显然要比“及时”更为急迫，特殊情况下甚至可以理解为几分几秒。乌龙指事件不仅对整个市场、对光大证券本身价格也是可产生重大影响的重大事件，应当“立即”披露。

附件 5：《侵权责任法》

《侵权责任法》第二十六条：被侵权人对损害的发生也有过错的，可以减轻侵权人的责任。如果本案要求受害投资者也承担部分责任，那么对于整个证券市场的民事赔偿法律法规体系都将产生巨大影响，包括虚假陈述、内幕交易、市场操纵，或许将来受害投资者都将要承担部分责任，尤其是市场操纵，投资者更可能要承担部分责任。

附件 6：《最高人民法院〈关于审理人身损害赔偿案件适用法律若干问题的解释〉》

《最高人民法院〈关于审理人身损害赔偿案件适用法律若干问题的解释〉》规定，“受害人只有一般过失的，不减轻赔偿义务人的赔偿责任”。

附件 7：《期货交易管理条例》

《期货交易管理条例》第七十条：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。国务院期货监督管理机构、期货交易所和期货保证金安全存管监控机构的工作人员进行内幕交易的，从重处罚。

《期货交易管理条例》第八十二条第（十一）：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。