

指数型基金调仓交易引发 尾市异动的分析与思考

高海涛*

摘要:近年来国内股票市场发生多起权重股在毫无征兆的情况下突然出现尾市价格异常波动的现象,这与境内外被动跟踪A股指数投资的基金机构定期进行的集中、大规模调仓交易密切相关。2013年12月20日尾市异动事件,首次披露了境外投资者跟踪A股指数的调仓交易策略和手法。本文试图对类似指数型基金的交易行为异常性进行类型化分析,探讨交易策略的正当性及在A股市场的异化现象,勾勒行为可能存在的违法状态及规制依据。结合当前A股市场现状及国外监管经验,提出应合理发展多维度市场、注重培育抗风险能力,通过加强交易机制创新、提升市场价格自愈能力,进一步转换监管思维,通过国际监管协作防范打击跨市场违规。

关键词:指数型基金 调仓交易 操纵市场

* 中国证券监督管理委员会稽查总队干部,清华大学法学院2012级民商法硕士。

一、追踪中国股市的指数型基金频频因调仓交易引发尾市异动

2013年12月20日下午临近收盘3分钟,“建设银行”、“交通银行”等股票瞬间遭遇大额卖单砸至跌停,截至收盘时,银行板块重挫3.54%,上证指数跌幅达2.02%。^[1]12月23日,上交所发布申明,称因境外指数机构以沪深市场为取样范围所编制的指数成份股和权重分布调整,12月20日个别QFII跟踪指数进行调仓,导致建设银行、中信银行、交通银行和伊利股份等相关股票尾盘异动。12月27日,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)公开通报了初步调查情况,^[2]尾市异动主要由于瑞银、花旗、汇丰银行、马丁可利等4家QFII对以上股票集中操作所致。由于新华富时A50指数(富时A50)成份股第4季度调整将在12月20日收盘后生效,相关指数基金产品的管理人要根据指数成份股及其权重的变化进行调仓操作,且在执行中要尽量避免指数产品出现净值跟踪偏差,因此在交易执行策略上倾向于有关股票参与最后一分钟的交易,以求最大限度上接近收盘价格。上述4家QFII在最后3分钟内,对新华富时A50指数调出或权重降低的股票累计卖出6.8亿元,对调入的股票累计买入1.2亿元。12月20日的股市尾市异动与新华富时A50指数成份股及其权重调整密切相关。

近年来,国内股票市场已发生多起权重股在毫无征兆的情况下突然出现尾盘异动的事件。2011年3月18日(周五)14点57分,大盘电力股“大唐发电”突然被7500多手大单从6.19元瞬间打到跌停,^[3]收盘跌幅4.6%,而3月18日正好为富时A50第一季度调仓生效的前一个交易日,“大唐发电”将被调出成份股。2008年8月26日,“东阿阿

[1] “权重股现尾盘诡异大面积跳水 市场猜测纷纷”,载证券时报网,<http://kuaixun.stcn.com/2013/1221/11022258.shtml>,2014年1月8日访问。

[2] “关于12月20日A股市场尾市异动的情况通报”,载证监会官方微博,<http://weibo.com/3802136340/AppgKvTvr?mod=weibotime>,2014年1月8日访问。

[3] “大唐发电尾盘瞬间打到跌停 接筹方3分钟暴赚36万”,载金融界网站,<http://finance.jrj.com.cn/2011/03/1816459502144.shtml>,2014年1月8日访问。

胶”股价一路走低,盘中最多跌超8%,但尾盘集合竞价阶段一笔4739万手的大额买单将股价迅速拉升涨超10%。^[4]10月10日,“沈阳机床”在尾盘集合竞价阶段被一笔6310手的买单将股价从5.31元直接拉上6.36元的涨停板,股价瞬间涨幅达到19.77%。^[5]根据深交所的公开信息,两笔交易均来自招商证券的机构专用席位(052300),该席位专为基金、QFII等高端客户提供交易通道。虽然监管部门未曾发布过有关异动事件的调查结果,但其外在表象与12月20日尾市异动极为相似,如果也缘于基金、QFII等采取的被动跟踪指数策略的调仓交易,^[6]则对于基金机构该类交易的异常性应当提高警惕。

随着新华富时A50中国指数期货合约在新加坡交易所近年来的交投逐渐活跃,越来越多财富管理机构使用新华富时A50指数来提供创新的指数投资工具。^[7]目前,海外市场跟踪富时A50的上市交易ETF基金规模已达六七百亿元,加上其他形式的指数基金产品,海外投资者因富时A50指数每季度成份股变化而需要进行股票调仓交易规模可上百亿元,如果集中在指数调整生效日前进行,占沪深交易所日均股票成交总额5%以上。^[8]若再考虑标智沪深300中国指数基金等香港、美国上市的以被动跟踪沪深300、上证50等内地指数为投资方向的基金产品规模,离岸挂钩A股指数的调仓交易规模更大。

与此同时,国内被动指数型公募基金规模的日益增长,带来的调仓交易导致股市异动效应更加复杂。^[9]据WIND资讯数据统计,截至2014年1月28日,50家公募基金管理公司共发行了210只被动指数

[4] “东阿阿胶尾盘‘突袭’大单横扫瞬间涨超10%”,载全景网,<http://stock.sohu.com/20080826/n259219509.shtml>,2014年1月8日访问。

[5] “沈阳机床:一笔交易拉升20% 盘中离奇逆转”,载21世纪经济报道网,<http://finance.sina.com.cn/stock/s/20081011/04555379462.shtml>,2014年1月8日访问。

[6] 上交所曾对相关尾市异动事件与跟踪指数投资交易策略的关系进行专题研究,参见“关于完善QFII交易监管服务工作的若干思考”,载上海证券交易所《研究建议》2012年10月23日。

[7] “新交所富时A50中国指数期货成交量快速增长”,载新华网,http://news.xinhuanet.com/fortune/2013-10/11/c_117676311.htm,2014年1月8日访问。

[8] 以2014年1月24日统计,沪深交易所日均股票成交额为1871亿元。

[9] 丁学梅:“成份股调整引价格波动指基换仓套利机会”,载《华夏时报》2011年6月27日。

型基金,资产净值 3273 亿元。其中,完全复制沪深 300、深证 100、上证 180、上证 50 等主流指数的基金 60 余只,净值 2439 亿元。即使按照每次指数调整涉及股票买卖的权重合计 6% 计算,相应的交易规模也达 150 亿元,是沪深交易所大宗交易平台日均交易规模 10 倍以上。^[10] 值得关注的是,上交所和中证指数有限公司决定自 2013 年 7 月起将沪深 300、上证 180、上证 50 等指数调整实施时间从每年 7 月和次年 1 月的第一个交易日,修改为每年 6 月和 12 月的第二个星期五收盘后的下一交易日,^[11] 从而与富时 A50 第二、四季度的调仓时间交叉或可能重合,跟踪这两类指数的公募基金和海外投资者则需同时进行调仓交易。境内外参与被动指数投资基金的调仓交易引发的巨量交易规模,对市场可能造成的影响将难以估计。

二、指数型基金调仓交易的异常性分析

从上述事件的公开信息来看,异动期间的调仓交易具有以下几个特点:(1)一般选择临近收市 10 分钟左右开始下单,有的账户甚至在收市前最后 1 分钟提交订单,交易时点偏向于选择收盘价形成期间;(2)账户提交的订单多为一篮子股票,有时多达四五十只,但发生异动的每次只有几只,即使发生如 2013 年 12 月 20 日的极端行情,异动股票也不及 QFII 当日交易股票的半数;(3)账户订单多为一次性集中、大额的同方向申报买入或卖出涉案股票,未出现同一股票买卖交叉的现象;(4)账户申报买卖量和实际成交量相对于市场同期总量比值非常高,有的股票尾市异动阶段几乎全部的成交量均由调仓机构账户完成,占当日全天的交易量比值也较高,例如“东阿阿胶”异动期间的那笔大额交易,成交金额达 950 万元,占当日全天成交金额的近 20%;(5)账户申报价格大幅优于前一刻市场成交价,并且主要以涨停或跌停价

[10] 2014 年 1 月,沪深交易所大宗交易的日平均交易金额不到 10 亿元。

[11] “指数样本定期审核实施时间及证券事件维护规则变更公告”,见上交所网站 http://www.sse.com.cn/market/sseindex/disclosure/c/c_20130704_3725117.shtm, 2014 年 5 月 2 日访问。

申报。

虽然我们无法获知上述异动事件期间 QFII 账户交易的具体股票名称及申报价量等细节数据,但交易异动涉及的股票均为 A 股市场有关指数调整时新增、剔除或权重大幅调整的成份股。股价异动多发生在临近收盘阶段,突出表现为申报量、成交量突然激增放大,价格走势巨幅震荡,相伴出现瞬间触及涨(跌)停板、由涨转跌、涨(跌)幅加深等极端行情,股票收盘价涨跌幅也明显大幅偏离同期大盘可比指数,而股票基本上并未出现影响价格走势的重要信息。市场纷纷猜测相关账户的交易到底是股指期货空头蓄意在砸盘,或类似“光大证券”事件的下单程序操作失误,还是融资客户被迫平仓卖出股票。虽然监管部门初步结论认定 QFII 交易源于跟踪指数的调仓交易,但其交易行为的异常性及对证券交易价格和证券交易量的巨大影响,值得我们进一步分析。

(一)“好人”身份:以合法证券投资为宗旨,操纵市场动机较弱

虽然 QFII 等被动跟踪指数型基金的调仓交易引发了上述股价异动事件,但其特殊身份与异动结果并无必然联系。国内的基金、保险、资产管理机构每到所跟踪指数或股票的建仓日、换仓日、集中申购赎回日的交易,同样容易诱发目标股票或整个市场的价格波动,这也是市场价格形成机制的必然反映。

QFII 作为重要的机构投资者之一,不同于个人投资者或蓄意以操纵市场为目的而设立的单位组织。这类机构所具有的资金或持股优势相比普通投资者更有能力左右股价涨跌,但其专业的投资素养和社会影响力能够持续获得客户青睐和股东支持,从而延续稳定的经营收益模式,管理层及从业人员也能获得较高的社会地位和丰厚的收入报酬。在执法严苛的市场环境中其违法成本远高于一般投资者或蓄意违法者,从事操纵市场等违法犯罪行为的动机相对较弱。与此同时,这类机构相比普通投资者受到法律政策更为严格的调控约束,对其股东资格、资产状况、人员结构、机构设置、风控管理等各个方面都有明确具体的监管标准,主管部门也通过专项报告、特别审计、现场检查等各种手段保持必要的监督和管控,内部和外部的双重制约压缩了相关机构或个人滥用受托财产进行操纵市场等违法行为的空间。严苛的受信义务、

专业的投研能力、规范的内部治理和完善的风控合规,使得其更易赢得监管层和社会公众的信赖,与公募基金、保险、资管等机构共同被视为价值投资理念的引导者,享受了明显高于其他机构投资者或价差投机者的正面评价和“优待”。即使其交易行为导致了股价异常波动,真实交易需求、专业投资模式和特有的交易策略也往往是其免受操纵市场质疑的正当化事由,无形中对于其行为违法性的认识趋于严格、谨慎,对于主观犯意的认定更加具体、细致。

(二) 策略“合理”:巨量跟踪指数的被动投资难免引发市场波动性

从证监会目前披露的信息看,参与涉案股票交易的 QFII 均因持有与 A 股市场连接的各类指数类基金产品,跟踪指数成份股定期调整而进行的调仓交易。由于 QFII 受直接投资 A 股的外汇额度限制,^[12] 海外投资者为提高复制所跟踪的离岸 A 股指数成份股的准确率,除通过 QFII 通道直接在 A 股市场实际买卖相应一篮子股票,还通过买卖国际投行发行的指数基金或衍生品来最大限度地复制标的指数规模,国际投行再根据其发行的衍生品所包含的基础股票资产头寸风险敞口情况,利用 QFII 额度在 A 股市场进行相应标的股票买卖。

例如香港上市的 iShares 安硕富时 A50 中国指数 ETF 基金(以下简称安硕 A50ETF)资产规模已达 500 亿元,通过具代表性抽样投资策略可直接买卖 A 股、投资实质 A 股 ETF 以及 CAAP 组合,^[13] 但其直接投资 A 股能力受限于基金管理人贝莱德资产管理北亚有限公司获配的 QFII 额度,^[14] 实质 A 股 ETF 的规模也不能超过资产规模 10%。因而,大量的交易以合成模拟子策略交易 CAAP 组合衍生产品形式存在。

[12] 根据国家外汇管理局统计数据,截至 2014 年 1 月 27 日已批准投资额度为 514 亿美元,占同期沪深交易所上市公司流通股总市值(19.8 万亿元)比值不到 1.6%,详见国家外汇管理局网站 http://www.safe.gov.cn/resources/wcmpages//wps/wcm/connect/safe_web_store/safe_web/glxx/hgjwjgtzzmd/node_glxx_jwjg_store/d6dc31004dc4fb3ea76aa7a46e1b18c9/,2014 年 6 月 1 日访问。

[13] CAAP 是以美元为单位的中国 A 股连接产品,以实现与持有相关 A 股或指数相同的经济表现,即具有载于基金章程特点的挂钩衍生工具(如认股权证、票据或参与证明),包括与基础指数或基础指数所挂钩或不挂钩的 A 股。

[14] 目前,贝莱德资产管理北亚有限公司获配的安硕 A50ETF 的 QFII 额度只有 7000 万美元。

而安硕 A50ETF 公布的 CAAP 组合衍生产品的发行人名单,包括了 12 月 20 日尾市异动交易的瑞银、花旗、汇丰银行等 QFII 机构。

为避免被动跟踪指数产品出现净值跟踪偏差,类似指数型机构投资者并非以买入卖出价差最大化为交易目标,而是呈现以下特点:(1)股票选择的被动性。为减小指数跟踪的误差,机构持有股票的种类及数量完全取决于所跟踪指数的成份股及其权重,调仓日买入、卖出哪只股票及数量完全依据指数成份股的调整结果,并非根据市场行情或投资机会临时或随意确定交易的目标股票。(2)交易时间相对固定。机构调仓完全依照所追踪的相应指数的定期调整来交易,比如富时 A50 每年 3、6、9、12 月共进行 4 次成份股调整,QFII 如集中在指数调整生效前一天交易,交易成本和持仓风险最小。(3)优先保证买卖股票的数量。指数若进行调整,机构必须卖出原持有的已被指数剔除或权重减低的成份股,买入或增持既定数量的新成份股。为实现全额成交目的,当需要买入或卖出的股票市场交投不活跃时,QFII 会延长交易时间或以较优于市场即时成交价水平申报。特别是当流动性不足发生在尾市时,行为人基于无法成交的担忧,会大幅度偏离市价申报,引发追涨杀跌的效果。(4)成交价尽量等于收盘价。由于相关指数产品多以成份股收盘价为核算基准,QFII 及境外投资者在海外市场多采取 MOC 订单(Market At - The - Close Orders,收盘市价订单)跟踪收盘价策略交易。但国内缺乏针对收盘价交易的特别安排,国内代理券商倾向于直接以涨跌停板限制价格在收盘集合竞价期间一次性集中申报,确保能以价格优势且最大数量的以收盘价成交。

因此,为求复制的成份股价值与跟踪指数的变动值完美契合,指数型机构投资者的调仓交易具有明显的被动性、确定性、公开性,行为人自主决策的空间较小。既要保证在特定时间完成既定数量的股票买卖,又要尽量以收盘价成交,低买高卖并非其投资获利的方式,故意制造虚假价格诱使其他投资者买卖而牟利的动机较弱。从相关机构所跟踪指数的历次调整与调仓交易的关联度来看,并非每次指数调整期间的调仓交易均出现了股价异常,也并非所有调仓股票都发生了尾市异动,投资模式与股价异动并无直接相关性。

(三) 好人“犯规”: 交易策略失效还是故意扰乱价格秩序

根据前文分析, QFII 等指数型基金的交易, 无疑是相关股票市场行情价格剧烈波动的直接原因。尾市阶段的大额、集中申报以及申报买卖的价格明显偏离市场即时成交价, 是形成相关股票期间成交价格的主导力量。相关股票价格走势明显背离发行人基本面情况和市场可比指数、证券交易价格和交易量的巨大变动。是否存在异常性、不合理性, 指数型基金所具有的资金和持股优势是否人为操控了相关股票的价格形成, 抑或只是正常交易策略执行下的必然结果, 解答这些问题并对调仓交易定性的关键仍在于判断其行为是否体现了违法操纵的意图。

《证券法》对有关操纵市场行为的规定, 体现了对行为人主观意图的要求, 即明知自己的行为是操纵市场的行为而实施。^[15] 否则, 有时投资者的正常交易行为, 表面上可能与操纵市场的结果类似, 如果不在主观意图上加以区分, 可能导致客观归责。但《证券法》对于操纵意图的表述过于原则, 近年来法院判决的多起操纵市场案件对于被告人操纵意图的认定也有相应讨论分析,^[16] 但尚未形成明确的证明规则。因而, 行为人主观意图的认定, 是操纵市场司法认定和行政执法实践中的难点和重点。从最高人民法院起草的《关于办理操纵市场刑事案件具体应用法律若干问题的解释》征求意见稿相关内容来看, 行为人为诱使他人买卖证券, 故意制造该证券交易活跃的假象, 意图抬高或者打压证券交易价格, 促使证券交易量的大量增加或者减少的, 可以认定其有操纵市场的主观犯意。操纵市场行为的本质在于人为制造证券供需与价格变动的假象, 扭曲价格形成机制。因此, 对于操纵意图的认定, 需要从行为人交易的动机和对行为性质、后果的认知状态来综合

[15] 最高人民检察院法律政策研究室、中国证券监督管理委员会法律部编著:《证券期货犯罪司法认定指南》, 中国人民公安大学出版社 2008 年版, 第 77 页。

[16] 例如, 法院在汪建中抢帽子操纵案中认定, “汪建中……人为影响该支股票的交易价格, 并于上述信息公开后马上卖出相关股票的行为, 属于法律所禁止的操纵证券市场的行为, 且其为了获取非法利益, 仍然无视国家法律, 实施了 55 次操纵证券市场的行为, 因此, 其实施操纵证券市场的主观故意明确……”, 参见北京市第二中级人民法院刑事判决书(2010)二中刑初字第 1952 号。

分析。

鉴于每次调仓交易规模较大,国内交易所也无类似 MOC 订单机制,以 QFII 为代表的指数型基金机构和代理券商一般会事先根据目标股票价格走势和流动性预判,制定有针对性的交易方案。对于流动性较好、市场参与度高的股票,多采取在接近收市时一次申报成交。对于流动性不佳的股票,则适当提前进行平滑交易,将委托数量尽量平均分散于较早时间进行成交,极端情况下甚至调整为数天内进行,尽量缓和对市场造成的冲击,避免流动性不足时仍需通过尾市阶段交易来抢购股票。因此,一旦委托订单出现在流动性不足的目标股票集合竞价阶段时,已经表明其交易策略出现了异常。对指数型基金及代理券商在此交易策略失效情境下的主观意图分析,是认定其交易是否存在违法性及有责性的关键。

1. 多数情况下,相关机构为简化复制收盘价成交的效果,提前设置以涨(跌)停价在尾市申报的订单,不顾市场后续变化。比如,有的代理券商当天接收多家 QFII 或 RQFII 多达上千笔的委托,为保证及时完成下单指令,交易人员不再根据当前市场状况和委托订单的影响力合理分布交易时段和申报价格,而是利用辅助下单系统提前设置在收盘前 3 分钟以涨(跌)停价集中申报的程序,任其高价订单对尾盘市场价格的冲击。《合格境外投资者管理办法》明确要求 QFII 等境外机构委托境内证券公司办理在境内的证券交易活动,本意应在于鼓励境内证券公司发挥熟悉本土资本市场发展实际、法律规则和交易机制的优势,提供专业、市场化的经纪服务,督促境外投资者的交易符合中国的法律规范要求,避免不合规交易对市场其他投资者的侵害,体现券商的综合竞争实力。但如果代理券商不对境外投资者的接近收盘价成交的投资策略在中国市场上的合理性与可行性进行评估和改造,一味迎合境外投资者的各种要求,直接“简单粗暴”的在尾市集合竞价阶段以涨跌幅限制价格申报,明显与其丰富的市场投资经验和经纪服务商的角色不符,难以证明其履行了专业判断和必要的谨慎注意义务。对于价格秩序可能出现紊乱的严重后果,其主观上具有一定程度“过于自信能够避免”或“疏忽大意而没有预见”的过错。

根据交易所对会员券商的管理规定,^[17]代理券商本应发挥前沿监管功能,建立、完善有效的证券交易监控系统,在接受客户委托时应该就交易指令对证券交易价格造成的影响进行专业判断,并对指令的合规性进行审查,对于这类发生在尾市收盘阶段、明显偏离前一刻市价的极端价格的大额申报,如果未能采取有效方式与委托机构进行及时调整或适当制止,也未立即向交易所报告,至少暴露了其经纪业务的合规意识和风控管理的不足。事实上,上交所对于12月20日执行QFII相关交易指令的代理券商,也拟根据《上海证券交易所会员管理规则》、《上海证券交易所证券异常交易实时监控细则》等业务规则采取相应的自律监管措施。^[18]

2. 少数情况下,相关机构对目标股票流动性发生了误判,但仍在尾市执行已失去市场基础的订单。例如12月20日尾市异动,由于已近年底最后一个交易周,当天又是沪深300股指期货交割日,银行正面临“钱荒”压力,所以银行股出现了流动性不足现象。当尾市的流动性已明显不足以支撑大额高价订单时,行为人面临着继续高价申报抢购股票引发价格波动或者调减交易数量、承担投资策略失败的两难选择。行为人若强行制造价格优势申报,打破本已趋于稳定的供需状态,市场价格突然偏离预期,已申报投资者原本可实现的交易机会被剥夺,其他投资者也可能被异常波动的成交价量所误导而入市交易,人为增加了整个市场交易成本。价格形成机制将变得无法预判,市场定价功能难以正常发挥,普通投资者也将失去对市场秩序的信心。行为人虽未表现出扭曲价格、诱使他人买卖而牟利的操纵恶意,但其对价格秩序被扰乱的后果具有明知而放任的心态,严重削弱了真实交易需求的正当性,

[17] 《上海证券交易所会员客户证券交易行为管理实施细则》(2008年5月9日)第20条规定:“会员应当建立、完善有效的证券交易和资金监控系统,并制定相关的管理制度,结合公司客户具体情况,在监控系统中设置相关预警指标,关注下列情形,以及时发现、制止可能存在的异常交易行为。(一)单一客户对单只证券进行大额申报、大额成交、大额撤单、频繁撤单的……(六)客户申报买入价格明显高于或卖出价格明显低于申报时点之前的行情揭示最新成交价且数量较大的;……会员发现客户涉嫌违法违规交易且无法及时制止的,应当及时以书面形式报告本所。”

[18] 周松林:“上交所查清12月20日沪市尾盘异动情况”,载《中国证券报》2013年12月29日。

其扰乱市场秩序的行为具有不法性和可责性。对于这类虽无操纵意图但以涨跌幅限制价格大量申报而影响了证券交易价格和交易量的行为,交易所仍可以采取相应的监管措施。^[19]

3. 极端情况下,指数型基金或代理券商早已预判目标股票存在流动性不足,故意延迟至尾盘集中以涨跌停价格申报。虽然其行为仍似执行跟踪指数调仓策略,但其推迟交易时间的做法,并不仅是为完成原定交易任务,而是为利用其优价申报对尾市价格的冲击力,直接干预收盘价格形成,实现对特定期股票价格的控制。行为人故意改变交易策略的实施条件,并通过下单时间的变化来促成价格被干扰的效果出现,对于其交易行为性质和危害后果具有明知而积极的心态,与故意制造交易活跃假象而意图操控价格具有同质性。

当然,如果相关基金机构完全意欲借调仓交易影响收盘价的同时进行跨市场套利,则其操纵意图更为明确。典型案例如2010年发生在韩国的指数闪电崩盘事件。2010年11月11日是韩国股票交易所KOSPI200股指期货到期日,德意志银行韩国业务部门在收盘前10分钟内下达了22亿美元的卖出指令,而且申报价格低于市场前一刻成交价4.5%至10%,导致KOSPI200指数瞬间下跌2.79%。根据韩国股票交易所规定,投资者如果要在收盘前10分钟内提交市价订单,最迟应在收盘前15分钟向交易所报告,防止突然出现大额申报。但德意志银行不仅比规定时间晚1分钟报告,并且提前创设了大量短期期货和看跌期权头寸,在KOSPI200指数下跌过程中获利高达4050万美元。2011年2月25日,韩国股票交易先以违反金融交易规则为由,对德意志银行韩国业务部门处以10亿韩元(约合88.8万美元)罚款,韩国金融服务委员会又对德意志银行涉嫌在现货市场与期货市场的非法套利

[19] 《上海证券交易所证券异常交易实时监控细则》(2013年12月)第8条规定“证券交易出现以下异常交易行为之一的,本所可以对相关账户持有人发出书面警示,或者直接采取暂停证券账户当日交易、限制证券账户交易等措施:……(四)通过虚假申报、大额申报、密集申报、涨跌幅限制价格大量申报、在自己实际控制的账户之间进行交易、日内或隔日反向交易等手段,影响证券交易价格或交易量的”。

交易开展进一步调查。^[20]

综上所述,即使指数型基金存在实现真实交易需求的正当性,但在市场已丧失执行正常交易策略机会的情况下,主观心态的不同,行为性质和法律后果也不同,可能是因风控合规缺失而造成的不当交易,或者罔顾对价格秩序干扰而为的异常交易,抑或借助合理交易需求而蓄意影响股价走势的操纵市场。相关机构因指数调整而进行大额集中交易只是股价尾市异动的力量基础,策略的合理性、交易的被动性及适当的平滑交易措施赋予其行为的正当性,个股市场流动性不足和类 MOC 交易机制缺失是外在诱因。因此,判断股价异动过程中的 QFII 交易是否有操纵市场的违法性,需要首先确认其是否在正常执行既定交易策略,其次要根据市场环境分析具体下单时刻、单笔申报价格的异常性,再者要查明 QFII 和代理券商对采取异常申报策略的意图、动机和认知状态。不能因为被动跟踪指数的真实交易需求而忽略关注特殊行情时段行为入主观意志变化的异常性。而在对行为人异常申报的违法性判断时也需要考虑投资策略的特殊性及其对市场状况认知的状态。

三、反思与建议

(一) 合理发展多维度市场,注重培育抗风险能力

尽管我国沪深交易所股票交易额、上市公司总市值等指标均位居世界前列,但其市场的容量和深度与境外发达资本市场还存在一定差距。比如大盘股流通市值动则成百上千亿,体量巨大,通常认为其价格难以被单个投资者撼动,抗风险能力强。但从上述事件看,多数涉案股票都是蓝筹股,几百万股的申报量也足以致使“建设银行”等超级大盘股价格瞬间跌停。原因在于,目前投机氛围浓厚的资本市场更青睐题材丰富的创业板、中小板炒作。大盘股业绩稳定,又多为保险、基金、资

[20] “韩国重罚德意志银行”,载新华网, http://news.xinhuanet.com/2011-02/26/c_121124586.htm, 2014年5月1日访问; *S. Korea suspends Deutsche Bank Brokerage Unit on Stock Manipulation*, 载 http://news.xinhuanet.com/english2010/business/2011-02/24/c_13748393.htm。

管等大型机构稳健持有,即使价格超值,交投却并不活跃,主板市场的脆弱性不容忽视。而随着指数投资模式的兴盛,预期未来市场会出现更多以行业、地域、成长性甚至题材为选股标准的个性化指数产品,不同指数的参与投资者风险偏好、知识结构、交易方式的差异化,形成了独特的交易策略、价格制约因素和违法违规形态,各具特色的指数板块进一步模糊了大盘股、中小板和创业板的传统市场界限。

因此,上交所已提出要完善交易机制创新,做活蓝筹股市场。但在日益增长的指数投资综合效益推动下,不同板块、不同交易所、国内和国际市场互动发展,不仅单纯侧重提升单一板块市场的活跃度,核心仍应提升整体市场的协调度、深度和广度,建立防范流动性泛滥或不足时可能诱发的风险和违规行为,增强抵御突发事件冲击和防范恶意操纵的能力。

(二) 加强交易机制创新,提升市场价格自愈能力

以上述尾市异动事件出现的 MOC 订单策略为例,纽约证券交易所早已将其纳入法定的订单类型。^[21] 但为应对投资者在股指期货、期权等衍生品到期日尾市阶段采用 MOC 订单引发的股市波动性,纽约证券交易所从 1986 年就开始尝试在衍生品到期日创设针对 MOC 订单交易的尾市特别程序(auxiliary closing procedures)。通过严格限制 MOC 订单提交的截止时间,强化对尾市不均衡订单的及时披露效果等措施,^[22]使得其他投资者可以及时了解尾市阶段 MOC 订单的买卖量比。一旦市场可能出现严重失衡的单边市,实时的信息披露安排可以准确、及时提醒投资者做出相应、适当的决策,为投资者提供更多的反应机会,从而有效平滑到期日大量激增的订单对尾市价格造成的冲击。而我们更侧重于对异常交易行为的发现与防控,较少从交易机制的完

[21] NYSE Rule 13. Orders and Modifiers. Market “At - The - Close” (MOC) Orders. An MOC order is a market order in a security that, by its terms, is to be executed in its entirety at the closing price. If not executed due to tick restrictions or a trading halt the order will be cancelled.

[22] 根据纽约证券交易所最新交易规则,MOC 订单应不晚于下午 3 点 45 分前提交,收盘时再一次性撮合成交,市场累计的单边不均衡订单如超过 5 万股,则应每隔 5 秒向投资者披露一次失衡订单信息。

善和整个市场体系建设来消除可能诱发价格异动的土壤。

因此,我们不能单纯地为满足投资者交易策略而简单地创设实现其需求的订单类型,更需要关注的是,在发展多样化的市价和限价订单衍生模式基础上,完善订单委托的申报、披露和成交体系。比如,针对指数调仓交易开辟专门的订单申报通道,及时披露不均衡订单的市场状况,引导市场力量来降低单边订单量对尾市价格造成的波动。同时,积极发掘大宗交易平台潜力,引导投资者将大额的调仓交易以收盘价通过大宗平台交割。再者,有条件发展做市商制度,发挥其在尾市流动性异常的时期进行双边买卖平稳价格的功能,减缓尾市价格的易操纵性。

(三) 转换监管思路,通过国际监管协作防范打击跨市场违规

随着 QFII、RQFII 的额度管控逐步放宽,境内外跟踪 A 股指数的资产容量日益扩张,调仓交易风险如未及时释放,极有可能引发整个市场波动。从上述尾市异动事件看,QFII 不仅为海外投资者提供直接交易 A 股的通道,同时发行个性化的 A 股连接金融衍生品(CAAP)与海外投资者直接交易。海外投资者实际参与 A 股市场投资的规模远大于 QFII 名义额度,其看似微小的指数调仓交易也能对国内市场产生巨大的影响力。另一方面,QFII 与海外投资者之间交易资产的结构和权属层级复杂,QFII 账户的交易难以像境内证券账户那样直接识别订单背后的实际权益人或决策人。如果境外投资者利用跟踪指数策略的正当性,通过 QFII 通道下达极易影响市场价格的巨额优价订单,影响相关指数及衍生品合约的价值;同时或提前在境外进行相应期货、期权等金融衍生品交易,不仅跨市场操纵行为隐秘而难以察觉,同时造成了境内、境外多个市场普通投资者或交易对手方的权益损害。

而我国当前针对境外投资者的监管更侧重于主体资格认定、投资额度审查,交易合规程序及决策透明度不高,QFII 与代理券商单纯依靠个性化的经纪协议来对交易行为的合法合规性进行自律约束。为防范境外投资者利用 QFII 通道逃避交易监管,利用“真实合理交易”来影响指数进行跨境、跨市场的“套利”交易,我国一方面应提高对境外投资者参与 A 股市场交易的透明度和合规性监管,建立对调仓交易账户类似“套期保值账户”的特别标识,有效区分其自营和受托账户性质,

严格禁止投机性买卖和因指数跟踪换仓交易账户的混同使用。出台可操作性的实施细则明确 QFII 逐笔交易指令的决策留痕及如实记录义务,应监管部门履行检查、调查职责时及时全面地提供账户权益人、交易决策人的真实信息,保证境外投资者的交易都能查实有据、说得清楚。另一方面,以大市场的视野监察、审视境外投资者从事的 A 股市场交易,有效建立与 A 股离岸市场监管部门和交易所机构的信息反馈和交流机制,及时掌握异动账户决策人、管理人在国际市场上的相应举动,全面还原异常交易发生时各方参与人的真实意图和行为动机,有效打击试图以跟踪指数策略变相跨操纵市场的行为。