

融券业务能保护投资者吗？

—— 中信证券“巨亏门”的案例分析

赵京遇 叶凡 刘峰

充分、透明的信息披露，是资本市场良性、健康发展的基础，它不仅来自法律、法规的强制性要求，还需要有相应的利益激励制度安排，推动、激励资本市场各参与方更有效地挖掘信息，提升市场的透明度，以保护投资者的利益，而这也正是卖空机制存在的理论基础。我国资本市场自20世纪90年代初恢复设立以来，一直是一个“单边市”，即不允许卖空交易的存在。没有卖空机制的约束，被认为是中国资本市场信息披露不充分、质量低的一个制度性因素。

2010年1月，中国证监会发布《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》（证监会公告[2010]3号），提出自当年3月31日起试点开展融资融券业务。其中的融券业务即为一种卖空机制，指投资者从证券公司借得证券并卖出，此后通过直接或买券的方式偿还证券，结束交易。融券业务试行之后，理论上，机构投资者有利益激励去挖掘与公司价值相关的负面信息，并将之披露出来，同时通过融券业务获取收益，这实际上也就是浑水公司做空中国概念股的模式。事实上，自2010年3月我国正式试点实行融券业务以来，资本市场上屡屡爆出与上市公司有关的“利空”消息如“塑化剂”等），这些信息被挖掘、发布出来，对提升整个市场信息披露的透明度、降低投资者的风险不无助益。但任何事物都有它的两面性，在提升市场信息披露透明度、降低风险的同时，在利益的驱动下，虚假消息的问题也显现出来。

按照LLSV(Laporta、Lopez-de-silanes、Shleifer& Vishny)的系列研究，一国(地区)投资者保护程度的高低，决定了该地区资本市场的发展状况。我国的投资者保护程度低，是一个相对比较典型的弱法律环境。在目前这种相关法规不是很健全、对投资者利益保护尚显不足的环境下，卖空机制的存在是否会诱发道德风险，即卖空的“庄家们”通过发布虚假的“利空”消息，拉低股价，获取收益？笔者通过对中信证券股份有限公司(以下简称中信证券)“巨亏门”事件进行分析发现，利用卖空机制，通过发布虚假信息来获取

表1 负面信息与澄清公告

时间	来源	内容
8月13日，13时48分	东方财富网股吧	中信证券海外投资出现巨亏29亿元
8月13日，14时40分	“卯年申月”微博回复 “波段兔王伟”微博	中信证券海外投资亏损29亿元，董事长王东明被带走
8月13日	中信证券董事会秘书郑京	否认上述传言
8月14日，13时07分	曹某注册的“曹某某”微博	里昂证券出现大规模人员离职
8月14日，晚间	《中信证券股份有限公司澄清公告》	传言与实际不符，目前经营良好，业务进展顺利。且不存在应披露而未披露的信息

收益的现象，在我国目前资本市场环境下确实存在。因此，期望发挥融券制度对投资者利益的保护作用，前提是加强相应投资者保护法律的建设。

一、中信证券“巨亏门”事件

2012年8月13日、14日，三条关于中信证券的负面信息被网络媒体披露，此后被广泛传播。同时，中信证券迅速发布澄清公告(具体过程如表1所示)。

负面信息中的“海外投资”、“里昂证券”，指的是中信证券收购里昂证券。截至8月13日，中信证券收购里昂证券的事宜基本确定，对于该收购的利弊，不论是当时还是事后，并没有较明确的定论。此后中信证券的公告显示收购正常进行。

事后，2012年9月3日，证监会查明三条负面信息均为虚假信息，分别为：福建南平个体工商户张某某，由于股票投资(累计投资额6万-7万元)持续亏损而不满，因听闻多家证券公司亏损，便选择最大的证券公司编造虚假亏损信息发布；浙江某股权投资管理有限公司陈某(目前证券账户金额约5万元)，根据其QQ群内聊天内容，编辑加工虚假信息于微博发布；某财经网站曹某(2011年开始累计股票投资为6万元)，称出于记者本能对8月13日中信证券大跌

事件进行核实,此后根据所得信息发布猜测性信息。

二、负面信息的经济后果

这一事件中的负面信息仅仅是几则虚假信息。事件前后,中信证券和行业内也并没有更多的负面信息,但是这一事件却引发了实质后果。表2和图1为中信证券及所在行业在事件发生前后的市场表现。事件发生的8月13日,中信证券下跌9.10%,之后两日小幅下跌,13日、14日交易量放大,此后股价回归波动;行业表现出相似的情况,8月13日下跌7.13%。理论上,虚假信息令股价下跌后,当信息被揭穿为虚假时,股价应返回信息前的水平。由于中信证券及时发布公告,这一虚假的负面信息并没有形成股价持续的下跌,但是股价却并没有完全回到虚假信息发布前的水平。

三、弱法律风险下的融券业务

卖空机制引入的是反向获利方式,预期将使价格被高估的股票回归合理价格。但在案例中,虚假负面信息的后果事实上是使股价低于合理价格。由于这一差异,融券业务并未发挥理论上的价格发现作用。Battalio&Mehran&Schultz(2012)指出,卖空并不应该与股价低于合理价格有关联,因为卖空者无法通过这一方式获利:人为地令股价低于合理价格时,由于卖空交易卖出股票后还需买入,从对称的交易中无法获利,结果只损失交易成本;或者卖空者可以愚弄其他交易者跟着卖出,但在卖空者买回股票前,可能就会被其他投资者发现,结果反而是损失;若卖空者是通过传播虚假消息或者操纵股价来影响价格,则将受到法律惩罚、引起标的企业的回击。那么,为什么融券业务中还会出现这种现象?为了回答这一问题,需要具体分析案例背后的制度、收益与成本。

(一)融券收益

案例中,虚假信息带来的收益主要体现在通过融券交易获得的价差收入。根据融券数据,本文给出融券收益的保守估算(如表3所示)。首先,融券交易的期限最长不得超过6个月。统计信息显示,2011年全年融券平均持仓天数仅为2.37天。因此,假设融券交易依循先进先出的原则,融券先偿还较早卖出的部分,融券余量由最近期融券卖出部分构成。由于中信证券在事件发生前所处的大趋势是下跌,这一方法下融券余量当时的卖出价格较低、差价较小,测算所得的收益也较保守。同时,本文也使用2012年8月1日至10日间的最低价11.96元作为卖出均价。由此融券余量由事件前3个交易日构成,假设持仓时间为3日,事件期间各证券公司平均融券年利率为10.19%。其次,融券卖出有价格限制,假设融券均按收盘价卖出。最后,13日、14日融券余量

表2 事件中股价、涨跌幅与交易情况

时间	中信证券			行业
	收盘价(元)	交易量(股)	涨跌幅	涨跌幅
8月9日	12.24	38 694 047	0.25%	0.20%
8月10日	12.09	32 180 835	-1.23%	-1.62%
8月13日	10.99	175 148 588	-9.10%	-7.13%
8月14日	10.81	107 696 225	-1.64%	-0.70%
8月15日	10.7	42 907 646	-1.02%	-1.29%
8月16日	10.73	54 971 194	0.28%	0.06%

表3 融券收益测算

卖出均价(元)	时间	净偿还量(股)	收益一(元)	收益二(元)
12.20	8月13日	837 364	1 000 813.68	3 475 191.08
	8月14日	859 534	1 027 537.61	1 774 731.11
	合计	1 696 898	2 028 351.29	5 249 922.19
11.96	8月13日	837 364	803 690.18	3 278 067.58
	8月14日	859 534	825 195.08	1 572 388.58
	合计	1 696 898	1 628 885.27	4 850 456.17

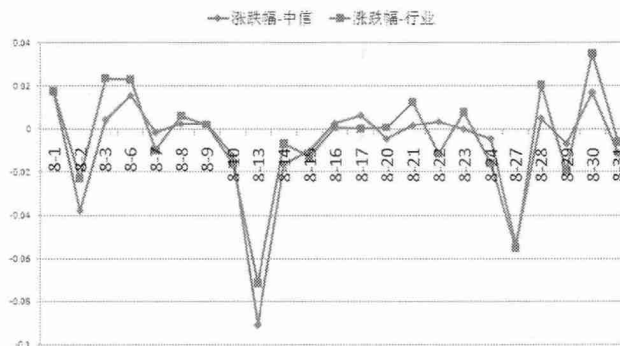


图1 中信证券与行业涨跌幅情况

下降,但并不只有融券偿还,同时继续发生融券卖出。由于不能确定当日融券卖出的时间在消息(股价下跌)前或后,因此表3列示两种情况:“收益一”假设当日卖出的价格等于当日偿还价格,“收益二”假设当日卖出价格等于前一日收盘价。由于股价大幅下跌发生于13日,15日后融券余量回升,中信证券发布澄清公告,因此只考虑13日、14日的融券收益情况,结果最低的测算收益也达到约160万元。

(二)违规成本

案例中,主要的违规成本是传播虚假信息违反《证券法》带来的处罚。证监会表示事件中相关人员的行为涉嫌违反《证券法》第七十八条,将依据《证券法》第二百零六条做出处理,但并没有后续进一步的处理信息。根据规定,具体的处罚为:责令改正,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

复星医药年度社会责任报告评析

尹开国 施婷婷 汪莹莹

上海复星医药(集团)股份有限公司(以下简称复星医药)是一家大型专业医药健康产业集团,1998年于上交所A股上市。复星医药比较重视企业社会责任工作,将履行社会责任纳入到企业的长期发展战略之中。公司专门成立了社会责任领导小组,由总裁担任领导小组组长,负责公司社会责任管理体系的运行。公司从2008年起每年编制企业社会责任报告,迄今已发布了6期。2013年12月,复星医药获得“金蜜蜂2013优秀企业社会责任报告·成长型企业”奖。本文通过对复星医药2008-2013年年度社会责任报告的分析与评价,提出提高我国社会责任报告质量的几点启示。

一、报告理念与动机

复星医药将企业社会责任和可持续发展作为其编制社会责任报告的基本理念。在2013年度社会责任报告中,公

元的,处以三万元以上二十万元以下的罚款。上述传播虚假信息的三人并没有违法所得,按此规定最高成本为60万元。除此之外,至目前中信证券、其他投资者并未起诉求偿,也没有其他后续措施,或其他可能带来成本的情况。

通过以上测算,可以看到至目前可见的成本远不及融券带来的收益。因此,有了融券交易,再加上对虚假信息的惩罚不够,通过虚假信息压低股价可获取收益。虽然在该事件中,未出现事件前融券量增加的趋势,也没有证据表明传播虚假信息的人员与融券人员有联系,但是只要过程中收益高于成本,就有可能“激励”传播虚假消息的行为,反而不利于价格发现。

四、总结与讨论

在理论分析中,卖空机制具有正面作用,有助于价格发现、提高信息披露质量、约束在位管理层的机会行为。但是通过分析中信证券案例中的信息、交易、收益成本情况,本文发现,虚假的负面信息导致股价下跌,在弱法律风险的制度背景下,融券业务获得的收益远大于对虚假信息的惩罚成本。虚假的负面消息使融券业务与价格低于合理水平相关

司将“近期目标”描述为:“社会责任列入复星医药总体战略体系,成为中国医药健康行业领先的最具社会责任和可持续发展的企业。”将“长期目标”描述为:“与国际接轨,成为医药健康领域最受尊敬的企业公民之一;将社会责任和可持续发展推进到复星医药集团每一个业务环节,成为复星医药员工工作行为的基本原则。”

复星医药认为,发布企业社会责任报告一是可以系统梳理企业在社会责任方面的成绩和不足,对未来的发展提出更加全面的要求;二是能促使企业关注其对外部相关方的影响,维持其与利益相关者的良好关系和与社会的和谐共处;三是通过社会责任报告可把握企业的生命周期,即产品和技术以及人才团队的可持续发展,从而使企业保持青春和活力。可以看出,复星医药社会责任报告实践有明确的战略理念支撑。

联,形成的是负面影响。因此,融券业务还有赖于相关制度的配合,否则可能“激励”这类虚假信息的传播,成为获取私利的工具。融资融券业务开启以后,发生了多起负面消息被披露的事件,如双汇的“瘦肉精”、白酒行业的“塑化剂”、张裕的“农药残留”、房地产行业的“取消预售”等,其中也不乏中信证券案例这样的虚假信息。随着融券业务规模的扩大,亟需完善相关的配套制度。

本文作为一个案例研究,需要进一步考虑类似情况是否广泛存在,这种情况又会对投资者、企业行为产生什么影响。开启融券交易后大样本的股价变化、投资者的观点、不同质量企业受到的卖空挑战、企业的应对措施,都是下一步应分析的问题。另外,案例中也反映出融券业务与市场信息之间可能存在的关联。例如虚假负面信息问题,赵静梅等(2010)指出目前市场以利空谣言为主,融券业务出现后,谣言类型是否会不同,对谣言的反应又将有什么变化,都是在将来的研究中需要关注的内容。

(作者单位:中广国际总公司财务部 厦门大学管理学院 厦门大学会计发展研究中心/中山大学现代会计与财务研究中心)

责任编辑 张璐怡