

裸卖空、卖空型操纵与股指期货做空监管研究

Naked Short Selling, Short Selling-related Manipulation and Selling in Stock Index Futures

缪因知

MIAO Yin-zhi

【摘要】 卖空机制可促进证券市场的定价有效性和流动性，但也易伴生投机和操纵。裸卖空是对日后交割无保障的卖空，故凭空增加了证券的市场供应量，因而更具风险性。与卖空有关的操纵方式包括发布虚假性利空信息、影响行情、卖空权重股等。美国在2008年金融危机后加大了对卖空的规制，包括调整报价规则和严格控制证券交付时间、增强经纪商清收责任。欧盟模式与之类似，均属于以市场为基础的规制。中国对融券卖空实行零加价规则，在技术上无法实行裸卖空。股票指数期货中更不存在裸卖空操纵，其在设计上也并非天然有利于做空，不应对其盲目限制。

【关键词】 卖空 裸卖空 操纵市场 跨市场操纵 股票指数期货

【中图分类号】 DF438 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2015) 06-0025-18

Abstract: Short selling can serve useful market purposes, including providing market liquidity and pricing efficiency. But it also potentially has a harmful impact on the market when it is used improperly for speculation and manipulation. Naked short selling is short selling without a guarantee for the future delivery of the securities, so it increase the uncovered supply of the securities in the market, causing more risk to the trading. Manipulation acts related with short selling including disseminating false information, influencing trading and selling high-weighted stocks. After the 2008 Crisis, the U. S. adjusted bid rules, took measures to ensure the delivery of the stocks, and restricted short selling when a stock is experiencing significant downward price pressure. EU also adopted a regulation model based on the market mechanism. P. R. China has a zero-plus tick rule and there is no room for naked short selling. Naked short selling has no relation with stock index futures whose designs are not necessarily easier for short selling. It is unwise to restrict stock index futures.

Key words: Short selling Naked short selling Manipulation Stock index futures

【收稿日期】 2015-08-07

【作者简介】 缪因知，男，1981年10月生，中央财经大学法学院副教授，研究方向为证券法。

【基金项目】 北京市社科基金“证券期货欺诈行为执法标准研究”；北京市社科界联合会项目（项目编号：2014SKL003）；中央财经大学121博士发展基金。

2015年6—8月的股市下挫期间,卖空、股票指数期货卖空以及所谓的裸卖空对证券市场的影响得到了很多讨论,一些人也提出了对法律规则完善的看法。但不少观点似是而非,值得澄清。本文将从卖空的基本原理出发,考察美国和我国香港的法律制度,从而得出结论。

证券操纵的载体是证券买卖。从买卖的基本方式上,我们可以将操纵区分为普通操纵即以证券现货买卖为载体的操纵和做空型操纵,也叫卖空型操纵。

一、卖空及其分类

证券交易中的卖空,指投资者在不持有特定证券时,而卖出该证券,并在事后向证券出借人归还该证券。归还方式通常是从市场上购买该证券。如果在未来买入时证券价格低于卖出时的证券价格,卖空人就会获利。预期该证券价格将会下跌,是卖空动因所在。

卖空有利于市场获得更多流动性,造市^①商为了应对未曾预期的需求,可以通过卖空来使得交易达成。卖空有利于更有效率的市场定价。当证券价格出现泡沫时,如果不能卖空,则看空的意见将无法有效表达,只能任由股价泡沫膨胀到临界点再崩塌。而如果能卖空,就可更好地及早释放看空信号和抑制股价虚涨,甚至积极揭穿股价泡沫^②,证券持有人也能对冲价格下降对持仓的危险。早在1609年的荷兰,股票卖空已经出现,最早的卖空禁令也如影随形地出现于1610年。^[1]

金融学界对卖空之作用做出正面肯定的研究文献较多。如1987年的一项研究指出,限制卖空不利于私人信息体现在股票价格中,特别是负面信息。^[2]2007年一项对46个国家证券市场的截面和时间序列(cross sectional and time series)研究同样发现,由于卖空能更好地传递负面信

息,故能提高市场定价效率。监管者往往推定限制卖空能降低市场恐慌度的态度,受到了他们的质疑。^[3]2009年一项基于对111个国家的实证量化研究指出,允许卖空能减少股票收益波动性、增加流动性、抬高股价,无证据表明限制卖空能影响回报偏度(skewness)或市场崩盘可能性。1990年前,在前述111个国家的统计样本中,有64%的发达国家证券市场、10%的新兴市场国家证券市场允许卖空;至2002年,允许卖空的发达国家占到95.5%(22个国家中仅有新加坡不可以),新兴市场国家增加至31%。^[4]

此外,在包括中国在内的诸多国家,为客户提供融券卖空服务已经成为证券公司利润的重要来源。很多发达国家的养老基金、社会保障基金、保险公司也常在卖空交易中扮演证券出借方。它们虽然未必通过卖空来捕捉差价,但却能通过借出证券来获取利息。卖空交易使得这些必须稳健经营的金融机构在熊市中也能获取稳定收益。^[5]

卖空分为融券卖空(又称覆盖卖空、covered short sale)和裸卖空。

融券卖空,即卖出股票者虽然自身并不真正持有股票,但可以通过先行借入股票、签订未来借入股票的合同、购买期权等方式保障在交收日交付股票。这种买卖发生时,市场上流通的证券数量并未变化,是主流的卖空方式。

而裸卖空时,投资者未曾获得证券即卖出。这意味着可供卖出的证券量增加,故天然有导致股价下行的压力。很多国家曾允许裸卖空,但与很多人想象的不同,裸卖空并非一种与融券卖空并列的卖空方式。其毋宁被视为融券卖空中的一种例外。有时裸卖空是为了应对市场需求而迫不得已(如造市商的裸卖空),有时属于卖空者对市场形势的判断失误(低估了日后借入证券的难度)。

① 以欧盟法的定义为例,造市主要包括:以竞争性价格发布稳定的、规模具有可比性的同时双向报价,从而在有规律的持续的基础上为市场提供流动性;接受订单、满足客户对交易要求;对冲为完成前述任务而产生的头寸。Regulation (EU) No. 236/2012 on Regulation on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps, article 1.1 (k).

② 对一种功能类似的交易机制的较详尽的分析,见缪因知:《反欺诈型内幕交易之合法化》,载《中外法学》2011年第5期。

根据美国证券交易委员会（SEC）的阐述^①，股票、债券、市政证券、共同基金份额、公开交易有限合伙份额通行的证券交易交割规则是 T+3，投资者可以在交易日后的三个工作日内完成证券交易。当购买证券时，经纪商需要在三日内实现支付；当出售证券时，需要在三日内交付证券。^②所以裸卖空实际上不是一种标准交易模式，而是一种交易现象，即卖空者在交易时不能保证在交易日后的三个工作日内提交卖空的证券，因而可能无法到期交付。^③

在金融危机之前，裸卖空被容忍较多。因为监管者考虑到，一方面，肩负提高市场流动性职责的造市商需要对未曾预期的买单做出及时的回应，而临时借入证券较为困难，故应当允许其在没有把握买入证券时先行卖出，以便新的市场交易价形成；另一方面，如果所卖空的证券交投清淡、流动性差，卖空者未能在三日内获得相应证券返还、补足仓位也情有可原。换言之，这里的制度设计目的本来是为了提高市场效率、尽量不断发现新的市场价格，而以交付迟延为代价。

对卖空者而言，其在财务效果上相当于持有了一项约定在未来卖出目标证券的期货合约，但卖空者交易的不是可现金结算的标准化合约，而必须在约定时日买入实物证券并交割，所以可能难以顺利交割。

卖空还可以结合个股期权行使。看空后市者可以在目标价位上卖出认沽期权（put option，即购入期权者有权以约定的价位将股票卖出）。这样股价跌至目标价位及以下时，卖空者不仅能按照目标价位购入证券，还能获得卖出认沽期权本身获得的对价；而如果股价始终在目标价位之上，则看空者保有卖出认沽期权本身获得的对价，因为购入认沽期权者不会

行权。

二、卖空型操纵的主要手段探析

卖空本身不属于操纵，但卖空却似乎更讨人嫌。这是因为看多、通过证券价格上涨而获利是公众投资者的主流偏好，而卖空却只是少数资深玩家的谋利之道。所以在大众情绪中，卖空者希望目标证券价格下跌，属于“砸锅党”，更有道德可谴责性。此外，卖空看上去属于“空手套白狼”、无须先期投入就能“不劳而获”，在金融欠发达国家的社会观念中更让人难以接受。最后，卖空者由于最高损失金额在理论上近乎无限，一般冒险精神更强，也会采取更激烈的手段，所以更容易引发争议。

而裸卖空者由于无须借入现券再卖出，可以持有更大的仓位，故而促使证券价格下跌的动因也更为强烈。

以美国《证券交易法》第 10 节《操纵性或欺骗性行为规制》为例的立法原则性地禁止了卖空型操作，第 10 (a) (1) 节禁止违法违规地进行卖空（effect a short sale），第 10 (c) (1) 节禁止进行、接受或协助违法违规的证券借贷（effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities），并授权证交会为了公共利益和投资者保护所需制定适宜的细则。在实践中，与卖空有关的操纵主要体现在如下形式。

1. 卖空后发布虚假性利空信息

卖空者通过散布虚假性的利空消息，自然能实现操纵股价和获利的目标。不过这和发布虚假性利多消息的操纵方式本质上并无区别。虚假信息+卖空的结合只不过是令利空消息也能成为操纵获利的手段，以及放大了可能的交易规模，并

① 下述信息出现在证交会官方网站上，但根据证交会投资者教育办公室的声明，这只是对投资者的服务，不构成证交会做出的法律解释或政策声明。

② 参见证交会投资者信息服务栏目，<http://www.sec.gov/investor/pubs/tplus3.htm>。

③ 参见证交会投资者信息服务栏目，<http://www.sec.gov/answers/nakedshortsale.htm>。

没有改变信息型操纵行为的本质。^①

实践中比较多见的是违法性不太明显的看空行为,例如,通过搜寻在技术面和基本面值得做空的标的股票、投入不菲成本调研后发布负面性研究报告、同时融券卖出的“浑水模式”。这实际上是合法的。国内市场也已经出现了类似的调研机构,如2003年成立、做财务股指模型软件起家但无证券投资咨询资质的北京中能兴业投资咨询有限公司,但它们本身不从事交易,而是可能通过和卖空客户分成获利。由于先后通过媒体发表文章高调质疑乐视网(2012年4月)、塑化剂风波中的白酒类股票、康美药业(2012年12月中能兴业在《证券市场周刊》撰文指其财务造假,并向证监会举报,后康美股价跌停,但至今未被处罚)并颇为成功,中能兴业在2012年名噪一时。^{[6][7]}

中能兴业还主动致函证监会,探索看空报告与投资咨询、融券看空与操纵之间的区别。证监会首次于2013年4月以复字[2013]100446号回函称:“根据《证券法》、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》(证委发[1997]96号)、《发布证券研究报告暂行规定》(证监会公告[2010]28号)等法律法规及中国证监会有关规定,以研究报告或其他形式,向投资者或客户提供证券投资分析、预测或建议,并直接或间接获取经济利益的,属于从事证券投资咨询业务,应当经中国证监会核准取得证券投资咨询业务资格。未取得证券投资咨询业务资格,任何机构和个人均不得从事证券投资咨询业务。”“根据《证券法》及证券期货信息传播管理有关规定,禁止任何单位和个人编造、传播虚假不实信息,扰乱证券期货市场秩序。根据《证券法》及有关规定,以编造、传播或散布虚假不实信息等不正当手段,影响证券价格波动,并获取经济利益,涉嫌构成操纵证券市场的,依法予以查处。”

这种法条复述有些无关痛痒,所以中能兴业

追问:该公司不具有证券投资咨询业务资格,没有任何证券投资咨询业务客户,因此不存在回函所称“向投资者或客户提供证券投资分析、预测或建议,并直接或间接获取经济利益”的行为。而且,上述研究限于陈述已发现的事实,不包括回函所称“提供证券投资分析、预测或建议”的内容,亦不包括《发布证券研究报告暂行规定》第二条所指“证券估值、投资评级等投资分析意见”等内容。所以,未向客户提供证券投资咨询服务,但公布这种限于陈述事实、不含“投资分析、预测或建议”与“证券估值、投资评级等投资分析意见”的研究成果,是否“属于从事证券投资咨询业务,应当经中国证监会核准取得证券投资咨询业务资格”?如市场机构公布的调查研究信息真实可靠,该信息“影响证券价格波动”,市场机构因而“获取经济利益”,这是否属于“扰乱证券期货市场秩序”、“涉嫌构成操纵证券市场”?投资研究机构通过分析研究与实地调查等手段,对发现的有疑问证券先融券卖出,然后再发布看空的研究成果以谋求利益,是否违法?

证监会于2013年7月5日以证监信复字[2013]101091号文二次回函称:“如果发表的文章限于陈述事实,不含‘投资分析、预测或建议’及‘证券价值、投资评级等投资分析意见’内容,不属于证券投资咨询业务。”对于“公布真实可靠的调查研究信息,但影响了证券价格波动,机构因而获利,是否涉嫌构成操纵市场”,及“对发现的有疑问证券先融券卖出,再发布看空报告以及谋求利益的行为是否违反《证券法》及相关法律法规”的问题,证监会回函认为现行法律法规没有明文规定,必须结合具体事实、证据做出认定。^②

这给了纯粹的看空报告以合法性避风港,即便发布者缺乏证券投资咨询资质,只要单纯陈述投资者“你懂的”事实,不对买卖做出建议,就

① 卖空与信息传播关联度的一项实证研究见 Merritt B. Fox et al., Short Selling and the News: A Preliminary Report on an Empirical Study, Columbia Law and Economics Working Paper No. 364, 2010, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1543855.

② 相关材料包括证监会回函影印件。参见中能兴业在新浪网的机构认证博客, http://blog.sina.com.cn/s/blog_88d7430f0101n8ca.html。

属于合法。虽然对于是否涉嫌操纵的问题,证监会拒绝通过事前列明的方式给予避风港保护,但至少可以认为单纯的证券先融券卖出,再发布看空报告以及谋求利益的行为,并非本身违法的行为。至于其从中获利,无关违法性。^[8]

除了针对个股外,虚假性消息当然也能针对宏观面,如货币政策、行业政策、监管政策。

2. 卖空后通过影响行情,引诱他人交易

卖空后通过蛊惑交易等方式来做低股价,再买入平仓获利,构成操纵市场。这与散布利空性消息本质上是类似的。其他做空方式还包括在卖空后,组织股东起诉目标公司等方式来打压证券价格。

3. 逼空和逼多:不易实现

在商品期货、个股期货和国债期货市场上,比较有特色的操纵行为是逼空性操纵。逼空(short squeeze)指卖空方由于在交割前拥有的期货合约标的物数量不足,而必须以高价买入的现象。很多卖空者并非有真实需求的卖方、没有现货储备,如果交割临近时无法以正常市场价购得履约所需的足量标的物,就必须以很高的价格买入标的物(基于同一原因,此时买入合约的交易价也会随着现货市场价格急剧提高,即使持有卖出合约者希望以持有买入合约的方式来平仓,也会遭受极大的损失),甚至被迫接受唯一现货卖方即期货合约买方提出的漫天要价式的价格,从而导致严重亏损。

逼空不一定是违法行为所致,而可能是卖空方计算不周、过度开仓的结果。较著名的事例是2008年德国保时捷(Porsche)汽车公司在公开市场收购德国大众(Volkswagen)汽车公司的股票。由于基金业普遍不看好此事,而大举做空保时捷的股票。保时捷利用大众上市的德国法兰克福证券交易所的一项规则,通过全款支付的方式秘密买入了大量大众股份的购买期权而无须披露,最后导致大众个股的卖空单数量超过了可交易的大众股票的数量。在保时捷公开了实际持有股票之数量的信息后,法兰克福交易所在2008年10月27日发生了惨烈的逼空行情,大众股票两天内从240欧元上涨到最高1005欧元,令股票指数也为之扭曲,最后由交易所出面协调令保时捷于29日主动出售部分股票,令卖空者得以

平仓,随后大众股价大跌。经德国证券监管部门确认,保时捷并无违规之处。

此外,有时投资者通过约定式回购向证券公司卖出证券,该证券被锁定在券商专用账户内,短期内减少了证券流通量,导致市场价格上升,也会达到一定的逼空效果。

但是,如果合约多方故意囤积合约标的商品,或故意影响期货交易价格和交易量,以迫使合约空方必须以高价来平仓,就可能构成操纵。

在所有证券期货交易中,卖空者是逼空的对象,而非逼空的实施方。不过股票指数期货由于不存在实际交割,所以不存在逼空。

而作为逼空的反方向运动的逼多一般较难实现,因为商品价格是有下限(0)、无上限的,即便把现货价格打压到0,对合约买方来说损失也未必无法承受。而且商品和股票指数都有客观价值在,很难无限压低。

4. 卖空权重股

股指期货操纵可以通过卖空权重成分股的方式来实现。1998年亚洲金融危机期间,香港地区恒生指数成份股共33只,且前四大成份股市值占总市值的45%以上,汇丰控股市值当时占总市值的25%以上,故只要对这四只股票做空甚至只针对汇丰控股做空,就可以基本上达到做空大盘的目的。从风险控制角度看,香港联交所尽管有股票T+2交收规则,但中央结算所并未严格执行,香港期交所对大户定义和持仓限制也比较宽松,使得国际资本有机会利用这个漏洞成功平掉期指空头仓位,从容买入股票现货。^[9]也就是说,投机者可以只用少量资金抛售权重股,同时以大笔资金卖空股指来获利,并拖延股票交收,伺时而动。

三、境外法域对卖空的规制历程

1. 1998年亚洲金融危机时的香港地区卖空规则

香港地区较早就禁止了裸卖空。香港联合交易所参与者进行卖空活动一般需遵从的主要要求有:

(1) 交易者必须在进行卖空前拥有一项即时

可行使而不附有条件的权利,以将有关证券转归于其名下,或者他合理并诚实地相信自己具有这样的权利,否则即属刑事罪行(《证券及期货条例》第170节,即禁止裸卖空)。(2)只能对交易所指定的可卖空证券进行卖空,1994年1月推出的卖空试验计划规定17只可作卖空交易的证券,1996年3月后有所扩大;只能在持续交易时段内通过香港联交所的交易系统进行,不能进行场外交易。(3)当卖空盘输入自动对盘系统时,必须在香港联交所交易系统中把交易委托标记为卖空交易(《证券及期货条例》第172节)。(4)必须遵从最优价格规则,即卖空交易不能低于当时最佳沽盘价的价格;1996年3月该限制取消,1998年9月恢复。(5)卖空参与者在任何时候均必须遵守不时修订的交易所条例及交易规则附表中的卖空规例。

1998年亚洲金融危机爆发后,香港地区卖空规则收紧,只准就符合若干资格规定的、在香港联交所定期调整名单上的证券进行“有担保”卖空。交易者必须保留有担保卖空的全部审计跟踪记录。当客户发出卖空交易委托(落盘)时,必须向其经纪人或代理商提供可证明证券被融出以及卖空所产生的债务被担保的书面证明。交易者必须就卖空交易向香港联交所汇报,香港联交所每日两次公布各证券的卖空成交额。香港结算公司(香港联交所子公司)对于延误交付证券的参与人处以失责罚金,并在T+2日(到期交收日)晚通知授权经纪人于T+3日进行强制补购,相关费用和损失由延误交付的结算参与人承担,对结算参与人的失责罚金会于T+2日直接记扣。授权经纪人一般都是在T+3日开市便以市价买入。

2008年1—8月,香港地区卖空交易成交总额占同期市场总成交额7.6%,远低于美国市场25%~30%的水平。截至2008年8月底,香港地区卖空持仓额约为1600亿港元,约占总市值的1%,远低于纽约市场的4.7%。香港卖空活动并不活跃的主要原因可能即在于严格的卖空

管制。

2008年早期曾有人建议香港地区废除最优报价规则,在金融危机爆发后自然此议无疾而终。由于在西方主要国家纷纷临时加强限制卖空时,香港之前已经对卖空执行了更为严格的监管措施,因此并没有在全球金融危机下大举加强监管力度。金融危机期间,联交所在对可卖空证券目录调整时,也不是只减不增,但总体上减多于增,2008年5月5日、7月31日和11月7日,分别调入22只、10只、6只,调出47只、51只、114只,使得可卖空的证券从538只减少到364只。此外2008年10月2日起,香港结算公司将结算延误的罚金额由原为待交付股份市值的0.25%调整为0.50%,每一相关待交付股份的最高罚金仍为10万港元。

值得一提的是,2008年9月22日后西方主要国家大力禁止卖空,有猜测称卖空压力会转向香港,但数据表明香港市场卖空金额并未显著增加,波动幅度也仍然不及美英。可见卖空限制并不必然与市场波动有关。^[10]

2. 2008年金融危机前后的美国卖空规则

美国的规则更为成熟和具有代表性。1938年证交会开始规制卖空,根据关于卖空的10(a)节之授权制定了10a-1规则,又称提价规则或上击规则,规定纽约股票交易所和美国证券交易所上市的证券(不适用于纳斯达克市场)以最新交易成交价为测试价格(tick test),卖空时的价格应高于最近一次成交价格,即加价规则(plus tick),或卖空价格等于最近一次成交价格,但这个价格又必须高于前一次成交价格,即零加价规则(zero-plus tick)。制定10a-1规则的目的在于防止抛卖形成恶性循环。

2004年,证交会专门研究了该价格测试的作用和必要性,并制定了《证券卖空规章》(Regulation SHO)^①。该规章开始尝试暂停实施10a-1规则,与此同时以更系统的方式规制裸卖空,包括禁止普通客户进行裸卖空,但允许造市商(包括股票造市商、期权造市商)和自营商

^① 该规章(17 CFR PARTS 240, 241 and 242)全文可见美国证券交易委员会网站, <http://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm#III>。因为该regulation的发布者证交会而非立法机构或美国中央政府,同时为了和证交会发布的rule相区别,所以本文译之为规章,而非条例或规则。

进行裸卖空。总体来说,该规章提供了一种新的简化监管框架,目的是为卖空制定统一的标识要求,建立一种统一的证券定位和交付要求,裸卖空等问题带来的市场冲击的重心从“价格管制”转移到了“交付保障”。这一思路也被金融危机后的规则版本所延续。

(1) 价格测试。规则 201 规定以最优成交价作为测试价格 (bid test) 以取代 10a-1 规则,包括纳斯达克全国市场在内的卖空交易价格必须高于市场最高卖价。这样卖空价格就不必拘泥在最近的一次成交价上。在最近一次成交价与最新整体趋势背离时,这尤为有意义。

(2) 定位 (locate) 要求。规则 203 (b) (1) 规定当经纪商—自营商接受客户的卖空指令或以自身账户下达卖空指令时,必须已经借入证券或者已经达成借入证券的安排;有合理依据 (reasonable grounds) 相信客户在交割日可以借到证券。为界定交易者是否已经借入证券或拥有目标证券,规则 200 (b) 规定以下情形视为某人已经拥有了证券:①此人或其代理人已经获得了该证券的权利;②该人已购买,或者签订了无条件的对买卖双方都有约束力的合同,即便证券还未交付;③该人拥有可转换和交换的证券或者已提出转换或交换证券的请求;④该人已获得目标证券买入期权并已经行使了该权利;⑤该人有权购买或获得目标证券的权证,并已行使了该权利;⑥该人持有买入目标证券的期货合同,并已进行了结算,确定能够获得目标证券。

(3) 对界限 (threshold) 证券的清仓要求。规则 203 (c) (6) 规定,界限证券指五个连续结算日在登记结算机构未能交割数量不少于 1 万股且①未交割数占到其已发行股份数 0.5% 的证券,或自律监管组织认定的证券。规则 203 (b) (3) 规定,如果登记结算机构的参与人对界限证券的卖空交割失败超过 13 天,参与结算的代理机构必须购买同种类和数量的证券完成交割,并对未

成功交割的界限证券进行强制平仓,且不能再从事界限证券的卖空,除非已经购入同种类和数量的证券。不过,这些期限的执行在实际操作中,监管并不严格。^[11]

2007 年 7 月,由于研究认为规则 10a-1 的作用不大,但却限制了市场交易,经过试点检验后,证监会、证券业协会和交易所最终均废除了所有对卖空的价格测试限制。但是生不逢时的是,由于次贷危机的冲击,2007 年开始全球主要证券市场的波动性均开始增强,发行人和投资者开始呼唤重新对卖空做出限制。2008 年 3 月的一次公开讲话中,证监会主席 Christopher Cox 提议制定裸卖空反欺诈规则,以制裁在裸卖空前有意向证券经纪人隐瞒其并无把握借入相应股票的投资者,以及在交割日无法交付股票的投资者。4 月证监会提出若干替代性卖空计划,包括恢复上击规则:在股价较上日交易价至少上涨 1 美分前禁止卖空者操作;另一个备选方案是如果股价下跌 10% 或以上,当天余下的交易时间内将不得进行卖空操作。

2008 年夏秋,受次贷和金融危机影响,证监会根据《证券交易法》12 (k) (2) 节通过了数项临时紧急令 (emergence orders),该节授权证监会在紧急情况下,基于保护公共利益和投资者的需要,采取实属必要的行动,来变更、补充、终止或实施任何要求或限制。其具体包括^②:

(1) 直接对特定证券禁止裸卖空和卖空。7 月 15 日证监会宣布禁止对房地美、房利美、雷曼、高盛、摩根斯坦利、摩根大通、瑞银、美林、花旗银行、美利坚银行、苏格兰银行、瑞士信贷第一波士顿、大和证券、德意志银行、瑞穗、瑞银、安联、巴黎银行证券公司等 19 家受次级债影响的大型金融机构的股票裸卖空,即必须已经通过以借入协议等方式对交付有保障安排,才可卖空。^[12]起初其规定有效期为 7 月 21 日至 29 日,29 日宣布延长至 8 月 12 日。

① 国内一些研究称界限证券的这两个量化条件满足其一即可,但规章原文是“and that is equal to”。

② 对证监会的这些未经充分评估就出台的救市临时禁令的一项评述见 Christopher A. Stanley, “The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted During the 2008 Financial Crisis”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, Vol. 4, No. 1, 2009.

9月15日美国五大投资银行之一的雷曼兄弟公司申请破产保护,美林被美利坚银行收购,金融局势恶化。9月18日证监会宣布禁止卖空其列明的799只股票^[13],其后又增加到950只,包括IBM、通用电气等130只左右的重要非金融股票,同时要求基金经理必须及时报告他们的空头仓位。该禁令首次有效期在10月2日结束。10月1日,证监会将禁令延长至10月17日。不久,《2008年经济稳定法》出台。

(2)对大型投资者卖空提出披露要求。2008年9月18日证监会颁布了临时规则10a-3T,要求有市场影响力的大型机构的投资经理在卖空交易后的下一周起,每周的最后一个交易日以SH表格形式向证监会报告,内容包括交易时间、相关证券、交易当天卖空证券的总体数量、当天结束时的卖空仓位等。证监会收到SH表格后两周,会将其公布。

(3)反欺诈规则。2008年9月18日证监会颁布了反欺诈规则10b-21(10月17日生效),卖空者如果就在结算日交割的能力进行欺诈,故意做出无保障的卖空,致使清算参与人不能按时交割的,构成反欺诈规则10b-5规定的操纵或欺诈行为。

(4)强化经纪商—自营商的平仓责任。2008年10月14日证监会通过58773号文告(Release No. 58773)颁布了临时规则204T,强化了股权证券的清收责任。未能清收的期权造市商必须在未能交割日的次结算日开盘前清收平仓(close out)。10月17日证监会通过58775号文告开始实施《卖空规章》修正案^[14],取消了原先对期权造市商的平仓要求例外。期权造市商对冲造成未能交割界限证券的不再被豁免于平仓要求。

清算参与方的经纪商—自营商必须在应结算(settlement)日后的次结算日(T+4)开盘前代为客户购买或借入同样(like)种类和数量的证券,以清收/结束未能交付的状态,否则将不再能下达卖空指令。不过规则204T规定了以下例外情形:其一,清算参与方账簿和记录中显示为现券卖出(long sale)的,则参与者必须不迟于T+4日交易开盘时完成交割;其二,如果参与者卖空《证券法》144节规定的限售证券,则

参与者必须在不迟于结算日后的第36个连续交易日的交易开盘时交割;其三,如果参与者的交割失败是由负有在场外市场报价义务的注册做市商、期权做市商或者其他做市商的真正做市活动引起的,则参与者必须不迟于T+6日开盘时完成交割。规则204T旨在防止未交割仓位的累积,以免投资者不愿意交易此类证券。

需要注意的是,由于美国证监会不是期货监管机构,所以不能对看跌期权、股票指数期货等证券衍生品交易予以限制。因此主张限制卖空措施的研究者对此表示了不满。^{[15][16]}后来欧盟的卖空条例也将股票现货与衍生品一体规制。

但此类为救市而出台的卖空禁令是否奏效,值得讨论。2011年美国联邦储备系统最重要的分支纽约联邦储备银行发布职员报告(staff report)认为,各国对卖空的限制在阻止股价下滑方面作用甚小,但显著减少了市场流动性,提高了市场参与者的成本。2011年美国股市由于美国国债评级被标准普尔下调而大跌,也与卖空关联不大。^[17]

3. 2008年金融危机后的其他西方主要国家卖空规则

2008年金融危机中,为减缓市场急速下跌、防止崩盘,美国以外的主要国家都禁止了裸卖空,包括英国、德国、法国、希腊、荷兰、爱尔兰、意大利、瑞士、澳大利亚、新加坡、巴基斯坦、中国台湾、韩国等。

2008年9月15日美国雷曼兄弟公司申请破产保护,9月18日英国金融服务局(FSA)颁布了为期四个月的禁止做空金融股的规定,并修改了《市场行为准则》(Code of Market Conduct),规定计算衍生品交易持仓应被计算在净空头仓位之内;德国随后宣布禁止卖空11只德国金融地产类股票;荷兰财政部宣布从9月22日起三个月内禁止金融机构裸卖空;澳大利亚政府在11月13日向国会提出立法,要求永久禁止裸卖空。

2008年11月12日,国际证监会组织向20国集团金融市场和世界经济峰会发表公开信,呼吁各国提高对股票卖空的信息披露要求,加强对滥用卖空行为的查处,并完善监管的合作和信息共享机制。

2010年上半年欧洲主权债务危机爆发,5月19日德国联邦金融监管局(Bafin)实施临时禁令,禁止对全国10个最重要金融机构的股票实施裸空交易。该禁令也将适用于欧元政府债券及相关信贷违约互换(CDS)。德国财政部还表示,政府将就相关禁令草拟法案,以阻止投机者威胁整个金融体系的稳定。6月,德法领导人开始要求欧盟实施裸卖空禁令。

四、美国现行的卖空法律规则

国内之前的研究已经注意到美国金融危机后对卖空监管的新动向。^[18]有学者批评了证交会未能坚守经过长期论证后废除提价规则的立场,“草率否定不仅破坏了监管政策与规则的连贯性,而且也给监管机构监管声誉造成永久伤害”^[19]。但囿于时效性,对证交会《卖空规章》2010年的最终修订尚未跟进。当前版本《卖空规章》的主要内容如下。

规则 200。要求报单注明现券卖出(long)、卖空、卖空豁免。

现券卖出即卖方拥有被卖证券,所谓拥有指持有、控制或能合理认为不迟于结算(settlement)时可持有或控制证券。卖空就是不能合理认为不迟于结算时可持有或控制证券。卖空豁免指卖空能够豁免于卖空价格测试触断,即以较高价格卖出。

规则 201。2009年4月证交会就新的卖空限制开始进行征询,获得了4300多份评论。之前业界也已经对之多有讨论,如指出其废除抬价规则的测试是在股票牛市中,故不能解决熊市中的问题。^[20]

2010年2月,证交会修改了《卖空规章》,通过了新的规则201^①,5月10日生效。规则201的主要目的是在证券价格在单日内显著下跌时,防止卖空进一步压价,从而促进市场稳定、维护投资者信心。根据新规则,在全国性交易所和柜台市场挂牌的股票遭受重大下行价格压力,较之前日收盘价在一日内下跌幅度达到或超

过10%时,会引发触断(circuit breaker)机制,当日和次一交易日的卖空将受到限制,除非证券价格高于当前全国最优买单(current national best bid)。卖空价高于当前全国最高买单,意味着卖空者是为了给证券做出更高的新定价,看好后市,而非利用卖空机制本身的特点来通过一味打压股价而实现“高卖低买”获利。

触断机制生效后,现券卖方(long sellers)仍然能卖出,地位优于卖空者。在以往架构下,持券人可能会在市场恐慌期过分担心卖空者的大肆卖出而导致价格崩盘,所以会一并加入抛售的恶性循环,为卖空者做嫁衣。此备用上抬(alternative uptick)规则生效后,在跌满10%后,1~2日之内是否卖出仍然只是现券买卖双方之间的博弈,从而为市场在压力和动荡时期赢得了一定的确定性。卖空虽然是一种逐利的交易方式,其必须服务于增进市场有效性且无损稳定性的大业,其内在的破坏性必须被遏制。

规则201还进一步要求交易场所建立、维持和执行书面政策与程序,以便在一只股票已经引发触断后,合理防止卖空以不被许可的价格出现。

规则 203 (b) (1) 和 (2)。定位要求条款,即要求经纪商有合理依据相信卖空者能在任何股权证券的卖空指令生效前借入证券并在交付日可交付。但诚信(bona fide)地从事造市活动的经纪商—自营商可获豁免,因为他们需要在快速变化的市场中不加延误地呼应客户指令。诚信造市活动不包括与经纪商—自营商的投机性卖出策略或投资目的有关的活动,或与经纪商—自营商通常的造市模式或操作不匹配的活动。造市商也不得与他人合谋利用豁免来规避定位要求。

规则 204。清收条款。其要求清算参与人对卖空者未能交付的仓位采取行动,必须在不迟于应结算(settlement)日后的次结算日(T+4)开盘时代为客户购买或借入同样种类和数量的证券,以清收/结束未能交付的状态(close out a failure to deliver positions)。

^① Release No. 34-61595; File No. S7-08-09. 全文见美国证券交易委员会网站, <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>.

清算参与方账簿和记录 (books and records) 中显示为现券卖出 (long sale) 或由于诚信的 (bona fide) 造市活动而卖出的, 应当不迟于结算日后的第三结算日 (T+6) 开盘时清收, 否则将不能再下达卖空指令, 除非借入证券或签署借入证券的诚信协议 (这被称为“预借要求”)。换言之, 如果在 T+6 日不能归还所借证券, 经纪商—自营商就不再能从事裸卖空, 而只能融券卖空。

不过, 如果卖方确定会拥有 (deemed to own) 证券且其意图在限制性因素消除后立刻交付, 经纪商可以在交易日后 35 个自然日清收。哪些情形属于卖方确定会拥有证券, 在规则 200 中被列出。在此, 额外时限被许可, 是由于迟延交付仅仅是由于卖方或经纪商—自营商控制力以外的流程处理迟延。常见的所谓限制性因素包括 1933 年《证券法》下的 144 转售限制规则。

规则 203 (b) (3)。当界限证券未交割状态已持续 13 个连续结算日时, 清算中心 (如全国证券清算公司, NSCC) 参与方之一的经纪商 (清算参与方) 必须立刻自行购买股票来结束这一状态。界限证券指已出现大量常态性的卖空后未能到期交付情形的股权证券, 具体认定同前。尽管由于下述规则 204 的要求, 很少有一家清算参与方会令一只证券连续 13 日得不到交付。

2004 年的《卖空规章》中, 规则 203 (b) 规定了两大例外情况: 一是既往不咎的“祖父”条款, 一只证券未能成功交付的仓位发生在 2005 年 1 月 3 日之前, 或在该证券成为界限证券之前, 卖空交割的期限可以不受 13 个结算日的限制; 二是豁免做市商为造市所进行的卖空。2007 年 7 月《卖空规章》修正案在废除对卖空的价格测试限制时, 取消了“祖父”条款, 缩小了做市商的豁免范围, 即仍豁免对证券成为界限证券之前的卖空交割义务。

2008 年证交会制定了临时规则 204T, 期权造市商也开始受清收条款束缚, 不受豁免。这也是市场形势发展的必然, 因为“祖父”条款废除后, 卖空交易者必须努力筹措股票去满

足现货交割, 这导致很多尚在豁免内的股票期权造市交易不能顺利实现交割。临时规则 204T 有效期本来是到 2009 年 7 月 31 日, 但根据证交会经济分析委员会办公室 (OEA) 的分析, 该规则实践反响良好, 证交会遂于 2009 年 7 月 27 日宣布将 204T 规则永久化, 正式规则 204 将适用范围扩展至所有股权证券, 并缩减了一些限期清收的时限。

所以, 如前文所述, 裸卖空并非一种标准的常规交易模式, 而只是允许在特定情形下实施对还券无保障的卖空。其主要目的是服务于造市商。美国在金融危机后仍然没有完全禁止裸卖空。一是只要经纪商合理相信卖空者能在 T+3 日时交付, 就不必以现券已到位为发出卖单的前提。换言之, 如果经纪商的“合理相信”被后来的事实证明是正确的, 这就是符合美国法的融券卖出, 否则就成了裸卖空。二是造市商如果是在诚信地从事造市活动, 即便不能“合理相信”在 T+3 日时交付, 也可以继续卖空。相比之下, 中国的证券卖出实行的是 T+0, 相应的融券卖出也是必须已经有券到手才能卖出。

金融危机后, 证交会主要是通过对经纪商施加压力来避免裸卖空后多日不能交付证券的风险; 此外, 对卖空定价规则也做了限制。

从另一个角度看, 美国现在的裸卖空主要会因为如下四种情形而发生。

(1) 卖空时未曾定位到可用于结算交付的股票。除非是为诚信造市所需, 这将是违反规章 SHO 的。但造市商仍然受制于清仓和预借要求。

(2) 卖空者合理认为已经定位到可用于结算交付的股票, 但卖空后未能在结算日交付股票, 则作为清算参与方的经纪商将承担起按期清仓责任, 否则该经纪商就只能通过预借现券卖出。

(3) 卖空时未曾定位到可用于结算交付的股票, 且卖空后未能在结算日交付股票。这会违反定位条款和清仓条款。根据 2008 年秋天制定的规则 10b-21 (裸卖空反欺诈规则), 就他们按时交付证券的意愿和能力做虚假陈述者将在未能

于结算日交付证券时构成欺诈。^①

(4) 为了压低股价而故意卖空和不按期交付。由于现行法律禁止把故意不交付作为影响股价的交易策略,这将属于操纵行为,会违反规则10b-5等证券法律。

五、欧盟现行的卖空法律规则

欧盟委员会在2010年就提出了制定卖空条例的建议,最终2012年3月经欧洲议会和欧盟理事会通过,《卖空及信用违约互换相关事项条例》(Regulation (EU) No. 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on Regulation on Short Selling and Certain Aspects of Credit Default Swaps)(简称《案例》)颁布。^②

与美国证券和期货分别立法的传统不同,欧洲的主流传统是证券和期货统一立法。^[21]所以此条例也将主权债券和衍生品交易一并纳入规制。《条例》注重从实质交易结果判断,如规定空头仓位(short position)不仅来自于卖空,还来自于令交易者由于股份或债券工具价格或价值下跌而在财务上受益的交易安排(第3.1条)。在计算多空仓位时应考虑各类经济利益包括期货、期权、指数、一篮子证券、交易所交易基金(ETF)等衍生品(前言说明第12点)。《案例》

明确在一个或多个成员国发生严重威胁金融体系稳定或者市场信心的负面(adverse)事件时,成员国监管机构有权禁止或者限制卖空或会由于其他金融工具价格或价值下跌而受益的交易(指衍生品交易)(第20条)。

在卖空相关信息披露事项上,经欧盟委员会授权,欧洲证券监管者委员会[The Committee of European Securities Regulators, 2011年后被欧洲证券市场管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)取代]设计出了双层信息披露模式,视卖空者净空头仓位(net short position, 空头仓位超出多头仓位的部分)不同,而决定其该向监管者报告还是向市场公告。首先,卖空者在净空头仓位达到或低于报告门槛(notification threshold)时,应该向监管机构报告。该门槛为净空头仓位达到某一股票已发行股本资本(share capital)的0.2%。到达门槛后,净空头仓位每往上增加0.1%,也需要报告(《条例》第5条)。卖空者在净空头仓位达到或低于公告门槛(publication threshold)时,应将该仓位的详细信息公告,公告门槛为该净空头仓位到达某一股票已发行外股本资本的0.5%。类似地,达到门槛后,该净空头仓位每增加0.1%,卖空者也应公告相关仓位的详细信息(第6条)。这实际上与收购上市公司中的持股变

^① 证监会对此执法甚多。See In the Matter of Gonul Colak and Milen K. Kostov, Exchange Act Release No. 71461 (Jan. 31, 2014) (settled administrative proceeding), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2014/33-9522.pdf>; In the Matter of optionsXpress, et al., Admin. Proc. File No. 3-14848 (June 7, 2013), available at <http://www.sec.gov/alj/aljdec/2013/id490bpm.pdf>; In the Matter of Jeffrey Wolfson, et al., Exchange Act Release No. 67450 (July 17, 2012) (settled administrative proceeding) available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67450.pdf>; In the Matter of Jeffrey Wolfson, et al., Exchange Act Rel. No. 67451 (July 17, 2012) (settled administrative proceeding) available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2012/34-67451.pdf>; In the Matter of Gary S. Bell, Exchange Act Release No. 65941 (Dec. 13, 2011) (settled administrative proceeding), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2011/34-65941.pdf>; In the Matter of Rhino Trading, LLC, Fat Squirrel Trading Group, LLC, Damon Rein, and Steven Peter, Exchange Act Release No. 60941 (Nov. 4, 2009) (settled administrative proceeding), available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60941.pdf>; In the Matter of Hazan Capital Management, LLC and Steven M. Hazan, Exchange Act Release No. 60441 (Aug. 5, 2009) (settled administrative proceeding) available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60441.pdf>; In the Matter of TJM Proprietary Trading, LLC, et al., Exchange Act Release No. 60440 (Aug. 5, 2009) (settled administrative proceeding) available at <http://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60440.pdf>.

^② 对此条例的一个批评见 Rodolphe B. Elineau, "Regulation Short Selling in Europe after the Crisis", Brigham Young University International Law & Management Review, Vol. 8, 2012. 对该条例的中文研究可见周杰:《金融危机后欧盟“证券卖空”监管立法研究》,载《苏州大学学报(法学版)》2015年第1期。

动报告制度类似,不过由于门槛明显更低,为了保护交易者的投资策略这一信息本身的秘密性,而增设了在仓位较少时向监管者的单线报告的渠道。

在防止裸卖空的问题上,《条例》规定卖空在欧盟交易场所(European Trading Venue^①)上市的股票时必须满足以下条件之一:第一,卖空者已经借入股票,或者已做出可产生与借入股票相同法律效果的替代性安排;第二,卖空者已经签订了借入股票的协议,或者拥有一项绝对可执行的、根据合同法或物权法所产生的请求权,该权利的行使将使其获得相关证券的所有权;第三,卖空者和第三方之间达成一项定位目标股票的安排,足以令卖空者合理预期到期可获得相关股票(第12.1条),注意这一合理预期要具体结合目标股票的所需数量和流动性来看。

不过,只要允许卖空和非即时交割,以及给卖空者“未来是否可以交割”的裁量空间,就必然会出现实质性的裸卖空,为解决此问题,《条例》规定各成员国为证券交易提供清算服务的中央对手方(central counterparty)需建立代购(buy-in)程序和相应的交付失败惩罚性措施,以遏制交付失败给金融体系带来的风险、维护清算秩序。其具体机制包括:如果卖空者在结算日后的四个交易日内仍然不能交割相应股票,中央交收方将启动自动代购程序;如果无法代购,清算人将按照交割日应交割证券的价值和买方由于结算失败而遭致的其他损失,对之支付价金(payment);交割失败的卖空者将向中央交收方赔偿上述损失(第15.1条),并在股票未如期交割的次交易日起,按日向中央交收方交付水平足以产生震慑力的价金,直到交割失败问题解决(第15.2条)。

《条例》第23条在价格上也实施了日内价格急跌时的触断机制,以免金融工具的价格无序(disorderly)下跌。如果某一具有流动性的股票的价格较之前一交易日收盘价下降超过10%,

该交易场所的母国监管机构可以考虑禁止或者限制该股票的卖空交易是否适当(appropriate),但禁止或限制的期限不超过自价格急跌日的次交易日。如果在次交易日收盘时该股票的价格较之前一交易日的收盘价又下降超过5%,监管机构可将该禁止或限制措施自第二个交易日起延长不超过两个交易日(第23.2条)。

除了这种明确的量化标准外,监管机构也有裁量权。当在一个或多个成员国发生严重威胁金融体系稳定以及市场信心的负面事件时,相关监管机构可以限制或禁止证券卖空交易(第20条)。如果发生对欧盟金融市场的完整稳定运行造成严重威胁的极端事件,并且该威胁的影响超出一个成员国的范围时,倘若没有任何成员国监管机构采取相应的干预措施,或者采取的应对措施不足以平息该威胁,则欧盟证券市场监管局可以直接要求证券卖空者将净空头信息向成员国监管机构报告或公告,也可以直接禁止或限制证券卖空和会由于其他金融工具价格或价值下跌而受益的交易(第20条),可谓预留了政府干预的一切手段。不过此类限制有三个月的期限,如不续期,将自动终止(第24条),而且监管机构干预权只具有临时性质,仅为处理特定化的(specific)威胁必需限度内所用(前言说明第36点)。

对造市商为提供流动性而进行的买卖活动,《条例》有较大的豁免,造市商无须对显著的净空头仓位进行报告和公告,无须在交易前实现合理的股票借入安排(第17条),不过立法者的预期是造市商一般不会持有显著的(significant)空头仓位,除非是非常短的时期(前言说明第26点)。

六、我国基本的卖空规则

(一) 先借入式的融券卖空,无裸卖空的余地

2006年1月起施行的《中华人民共和国证券法》第一百四十二条新增规定:“证券公司为

^① 根据2004年欧盟《金融工具市场指令》(Markets in Financial Instruments Directive,简称“MiFID”)第4.1条,欧盟的交易场所分为受监管市场(regulated market)、多边交易设施(multilateral trading facility)、系统化内化者(systematic internaliser)。在《卖空条例》下, trading venue只包括前两者[第1.1(1)条]。

客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”2006年6月中国证监会公布了《证券公司融资融券业务试点管理办法》，后因美国次贷危机等因素的影响，直到2010年3月31日证券公司融资融券业务才正式推出。2011年证监会颁布《证券公司融资融券业务管理办法》，2015年7月修订。我国实行的一直是融券卖空模式，而且是严格的先借入式融券卖空。投资者必须在选定的一家证券公司处提交担保物、从该券商处借入证券、再予以卖出。卖空的规则是客观的“先借到券再卖出”，而非主观的“卖出时可合理预期借到券”，所以不存在到期未能交割的裸卖空的存在余地。

这也符合我国证券交易交割的技术标准。我国证券交易普遍实现了电子化，出售实行的是T+0，撮合成交后证券即从账户中被划走（虽然从买方的角度看是T+1，要次日才能卖出）。融券卖出必须要求已借得的现券在账户内。事实上，较之裸卖空带来的危害，我国处在另一个极端——“融券难”。可融券集中在300ETF、500ETF等品种，供应不足成为我国股票卖空业务发展的瓶颈，市场看空信号较难发出。与之相关的是，我国沪深证券交易所中不存在造市商。

股灾后，卖空难度加大。《上海证券交易所融资融券交易实施细则》（2011年颁布、2015年8月3日最新修改）第十五条原先规定“客户融券卖出后，可通过买券还券或直接还券的方式向会员偿还融入证券”。在7月底刚从股灾中恢复的股市开始连跌后，8月3日上交所将第十五条改为“客户融券卖出后，自次一交易日起可通过买券还券或直接还券的方式向会员偿还融入证券”（同日《深圳证券交易所融资融券交易试点实施细则》第2.13条也做了类似规定）。也就是说，卖空从T+0变成了T+1。卖空者不能再当日买入，即时结清交易，而至少必须承受卖空当日剩余交易时间的风险。由于不能裸卖空，当然

也难以在一日内反复交易。不过，这一规定直接带动中信证券等多家券商4日宣布暂停融券交易，其中中信证券巅峰时期的融券量达到了市场总融券量的50%，所以造成了对市场的冲击。

（二）对融券卖空报价采用了零加价规则

《上海证券交易所融资融券交易实施细则》第十二条规定：“融券卖出的申报价格不得低于该证券的最新成交价；当天没有产生成交的，申报价格不得低于其前收盘价。低于上述价格的申报为无效申报。融券期间，投资者通过其所有或控制的证券账户持有与融券卖出标的相同证券的，卖出该证券的价格应遵守前款规定，但超出融券数量的部分除外。交易型开放式指数基金或经本所认可的其他证券，其融券卖出不受本条前两款规定的限制。”^①第十三条规定：“本所不接受融券卖出的市价申报。”《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》（2011年颁布、2015年8月3日最新修改）第2.10、2.11条^②做了相同的规定。

2015年4月提交全国人大常委会的《证券法》修订草案第七十三条也规定：“投资者从事融资融券交易的，融券卖出的申报价格不得低于该证券的最新成交价；当天没有成交的，申报价格不得低于其前一交易日的收盘价。低于上述价格的申报为无效申报。法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构另有规定的除外。”

换言之，之前现券交易的最新成交价格构成了融券卖出价格的下限，融券卖出不能对证券交易形成新的压力。这种规制方式与美国早期的10a-1规则类似，不过在现有的更为频繁的交易环境下，遵循的成本更大，其也容易被规避，有意大额卖空者可以先行通过扫单等方式压低成交价。似可考虑改为美国当前的最优价格测试模式。

（三）以券商为单位的融资融券规模披露义务

《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》第四十九条规定：“会员应当按照本所要求向本所报送当日各标的证券融资买入额、融资还

① 第12条第三款暂不实施。

② 注意，2015年版规则的相关条文序号与2014年版不同。

款额、融资余额以及融券卖出量、融券偿还量和融券余量等数据。会员应当保证所报送数据的真实、准确、完整。”第五十条规定：“本所在每个交易日开市前，根据会员报送数据，向市场公布以下信息：（一）前一交易日单只标的证券融资融券交易信息，包括融资买入额、融资余额、融券卖出量、融券余量等信息；（二）前一交易日市场融资融券交易总量信息。”

《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》做了相同规定。在此基础上，值得讨论的是是否有必要令对单只证券的融券量较大的个别交易者做出披露。

（四）没有针对融券交易的触断机制

我国实行涨跌停板，证券触线时交易全面停止。2015年9月7日沪深证券交易所和中国金融交易所联合开始就熔断机制征求意见，但计划的也是交易全面停止，而不针对融券交易。

七、股票指数期货不存在裸卖空操纵：兼评7—9月的股指期货限制规则

1982年美国出现了世界上最早的股指期货，至今全球约有400多种股指期货产品。2010年3月上海的中国金融期货交易所推出股指期货，4月16日沪深300指数正式上市。2015年4月16日上证50和中证500指数期货上市。沪深300指数期货经过五年发展，已基本实现日成交量100万~200万手，日持仓量约20万手，成交持仓比约为5:1，市场逐渐成熟。2015年7月，股指期货成交量占全期货市场15.1%，成交金额占83.5%。2014年我国股指期货成交量在全球排名第四，次于迷你标普500股指期货、Euro Stoxx 50股指期货和RTS股指期货；成交金额排名第二，仅次于迷你标普500股指期货。

2015年6月15日到7月8日沪深交易所发生股灾，上海综合指数下跌超过30%，创业板指数下跌超过40%。很多人指责恶意做空是连

续大跌的原因。8月下旬，股指再度进入下跌通道，监管者也对之采取了行动。

中国证监会7月2日以“答记者问”的形式回应了“恶意做空”的问题，3日中金所直接称禁止“蓄意做空”，据称同日上午直接在盘中暂停19个股指期货账户交易一个月，6日中金所决定自7日起对规模较小的中证500期指客户日内单方向交易开仓量限制为1200手，8日结算时将中证5000期指各合约卖出持仓保证金率从10%提到20%（套期保值持仓持外），9日结算提到30%。

2015年8月25日出现两个交易日的同方向单边市，同日中金所宣布自26日结算时起将各合约平仓手续费从万分之零点二三提高到万分之一点一五；沪深300和上证50股指期货合约的非套期保值持仓交易保证金、中证500合约的非套期保值持仓的买入持仓保证金从合约价值的10%^①提高到12%，27日结算时提高到15%，28日结算时提高到20%；并开始限仓管制，单个品种单日开仓量（不含套保开仓）超过600手的认定为异常交易行为，26日宣布对152名单日开仓量超过600手、13名日内撤单次数达到400次、1名自成交次数达到5次，共计164名（去除重复）客户采取限制开仓一个月的监管措施。28日宣布自31日结算时日内开仓量交易较大的异常交易行为标准降为超过100手，股指各合约非套保持仓交易保证金提高为30%。9月2日宣布自7日结算时日内开仓量交易较大的标准降为超过10手，起各合约非套保保证金标准提高到40%，套保持仓保证金标准从10%提高到20%，平今仓手续费提高为万分之二十三，为8月26日之前的100倍。

这不仅意味着程序交易、量化交易、高频交易等由于交易成本过高无法进行，普通交易者也很难盈利。很多市场人士感慨股指期货作为一种金融商品已经没有交易价值。还有一些人指责了股票指数期货中的“裸卖空”操纵，实际上这更属于张冠李戴。

^① 2010年4月上市时到2014年8月，沪深300指数期货保证金为18%。

(一) 股票指数期货在设计上并非天然有利于做空

在证券交易中,裸卖空制造了额外的空头,但期货交易中的买卖合同必须一一对应,属于零和博弈,每一份卖出合约都有等量的买入合约对应,不能产生股票现货市场中裸卖空带来的额外卖盘的冲击力。期货交易中的“卖”,并非出让标的物的所有权,而只是以特定的方向缔结一份合约,特别是在指数期货中,双方并无实际交付标的物的可能。所以期货交易并不像存在现货意义上的“卖空”,而更宜称之为“做空”。期货的卖出合约持有者本身不需要已经或确定将要持有合约标的物,故更谈不上“裸卖空”。只不过,有的客户是投机性单边持有卖仓,孤注一掷,在个人投资收益效应上较接近裸卖空。

股票指数期货的交易方式基本上三类^①,一类是对冲和套期保值,即买卖期指与买卖股票现货同步进行,目的是为了保护现货交易的价值。如买入或持有股票后,为了降低、抵消现货价格下跌的风险而卖空期指,或在融券卖空时在期指做多。

一类是套利,这与对冲较为接近,但交易者不一定有真实持仓需求,而只是投机。其方式是捕捉两种可比的证券和证券组合之间的差利。如同一公司的A股和H股的价值应当具有可比性,可以卖空高估的股票,买入低估的股票。特定期货指数和特定指数对应的一揽子股票之间也可如此操作。如有升水时(即股指高于现货指数)卖空高估的指数,买入对应的股票或ETF;有贴水(股指低于现指)时反向操作。当升贴水比较明显时,套利是较为有保障的收益方式。对套利者而言,价格本身并不重要,重要的是价差。

上述两类原因导致的空头在我国期指市场上约占60%~70%,市值约2000亿元。^[22]目前38家合格境外机构投资者(QFII)、25家人民币合格境外机构投资者(RQFII)在股指中都只能做

套期保值交易。

另一类是非套利投机,交易者单边下注,认定股指会升或会降,潜在收益和风险都远远大于套利交易。由于期货指数是无数量上限的标准化合约,最后买卖双方直接用现金结算,卖方并不需要真的交付证券,故而不存在买不到证券无法交付、被逼空的问题。但对个人财富的潜在变化而言,其高风险性类似于证券裸卖空。由于前述套利交易者的存在,现货和期货指数必然走向收敛。不顾一切地单边投机做空,只会给别人创造套利机会。五年多来,中国股指期货经历的完整牛熊周期,与股票现货价格相关性高达99.94%,期现货价格相差1%以内的交易日占93.13%。^[23]

需要注意的是,期指投机空头并非击垮现货股指的原因。北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越教授总结了三点:(1)投机性做空市场的压力释放在了期货市场而不是现货市场,实际上是期货市场转移承载了本属于现货市场的做空压力。据统计,2015年6月15日至7月31日,股指期货日均吸收的净卖压约为25.8万手,合约面值近3600亿元,这相当于减轻了现货市场3600亿元的抛压。影响期货市场运行的仍是现货因素,这些人的看空立场客观存在,不是因为有了期货才产生的。(2)期货投机空头大约是1000亿元的持仓额规模,对应的保证金在100亿元左右,相比股市50万亿元市值的规模,实在太小。(3)股指期货投机多头超过了股指期货持仓量的90%,远大于空头,正是期指投机(净多头)承接期指套保套利(净空头)。^[22]换言之,股票现货持有者总是希望股票价格上升的,所以他们要在期指套保套利,必然是持有空头而非多头。可谁来持有多头与之匹配成交呢?主要就是由投机交易者来承担。

事实上,对股指期货的操纵风险的忧虑多是想当然。中金所董事长张慎峰指出:中国股指期货在设计上就“把防范市场操纵作为最重要目标”。如沪深300指数期货自推出至今,合

① 在我国期货市场开户时,套期保值、套利、投机使用不同交易编码。

约面值一直维持在60万元人民币以上的水平^①，在全球范围内都是最大的合约之一；成份股集中度不高，前10大成份股权重从上市至今一般维持在22%左右；到期交割结算价采用最后两小时现货标的指数价格的平均值，采样时间长，有效增加了操纵难度。股指期货合约保证金比例是国际平均水平的两倍，有效压缩了杠杆。中金所还严格限制单个投机客户在单个合约上单边持仓水平，大机构套保套利额度必须经过严格的审批和管理。^[24]通过包括一户一码、套保套利和投机不同编码、持仓限额、每日交易限制、下单限量、大户持仓报告、强制减仓平仓、每日涨跌幅限制及最新的按照报单委托量差异化收取交易费用措施，在中金所进行期指操纵要比很多境外交易所困难，上下波动的到期日效应不明显。

（二）做空不具有可谴责性，限制期指做空并不“利多”

即便期指投机空头刻意追求股指走低，其也不具有可谴责性或有害性。做空本身无所谓恶意与善意。天下熙熙皆为利来。做空盼跌者和做多盼涨者在赚钱上的道德程度是一样的。在道德上讲，明知股价虚高而继续做多，比起明知股价虚高而有意做空，或许更为恶劣。在法律上，则只有手段的合法性之分，没有目标的违法性之别。中金所7月3日公告指出：通过计算机软件预先设定的、自动跟随市场指标而下单的程序化交易等量化方式已经超过了该所交易量的半壁江山。显然对电脑而言，更无所谓善意恶意。

而且，期货交易的复杂性在于现货期货市场的双向影响与高端玩家之间的多重博弈。例如，在缺乏基本面支持的情况下，单边卖空股指其实风险不小。比较理想的模式是单边卖空后形成贴水，吸引机构套利者做多股指并融券卖空、拉下现货指数。但由于沪深交易所融券难，所以即使形成贴水，也不能为套利者做空现货提供太大便利。从7月4日起，国泰君安、招商证券、平安证券、安信证券等多家券商为

避免风险而暂停融券券源供给。这一卖空限制也使得投资者只能借助股指期货来对冲市场下行的风险。

数据显示，6月15日到7月2日，股指期货机构投资者整体呈现多头增仓、空头减仓趋势，空头增仓占比较低。不同于市场整体减仓趋势，机构投资者多头逆势增仓。^[25]6月20日之前的贴水并不明显，而到7月初融券量也没有显著增加。^[26]6月29日，沪深300股指期货收盘价贴水170多点，有利于做空股市，但第二天股市反而出现5%以上的反弹。所以很可能是本来就市盈率泡沫明显过高的现货指数不支，而拉低期指。如7月7日中证500期指跌停，而中证500跌幅不到7%，但实际上500只股票中有132只停牌，还原后实际跌幅为9.8%。

此外，由于套期保值需求的存在，当股票现货面临减值风险但不愿意或不能出售时，投资者需要卖空期指。这种卖空期指的目的是为了不抛售现货，故即便股指低于现货指数而出现较大贴水，入不敷出，也仍然值得尝试。在1:10的杠杆下，只要少量的期指保证金就能在现货市场维持不抛盘。相反，倘若此时限制期货卖空，又不能实现现货市场抬升，即便出现升水，也会导致现货持有者为减少损失而不惜代价地抛售，从而加剧下跌。这也正是7月3日到8日之间所发生的市场格局，并在之后两个月多次重现。7月份开始的诸多限制期指的做法，特别是警察力量入市，还导致诸多资金流出股指期货市场、持仓量减少，反而可能令期指陷入恶性循环，现货指数大起大落的“猴市”加剧。

尤其是9月初极度限制股指期货合约交易后，出现了9月到期的套保合约无法移仓到10月的窘境。表面上看投机交易者受损，实际上套保者同样受损，因为没人来与之进行配对了。业内人士指出，投机盘的持续下降对套保的冲击成本很高，加之远月合约点位较近月有较大价差，每次期指移仓都会带来不小的亏损，很多机构不得不选择卖出股票现货、平掉期指仓位。这不仅冲击了股票现货市场，也造成了期货持仓量的大

^① 现在沪深300、上证50、中证500股指期货合约面值分别约为90万元、60万元和130万元。

幅下降。

更有甚者,当普通的投资者无法套保可以退出股票市场时,作为股市一大主力的券商却被“套牢”。7月救市时期证监会要求证券公司在上证综指在4500点以下时维持净买入,现在券商既不能见低抛仓,遭受人为压制而萎缩的股指期货市场已只能为400亿元规模的现货提供对冲,所以出现了券商5000亿元的股票在市场行情下跌时任由宰割的“全裸”风险暴露局面。^[27]新一轮金融风暴隐隐出现。

正因为如此,成熟市场经济国家没有禁止期货卖空的。1987年股灾后,美国通过认真地理论反思,澄清了对股指期货的错误认识,反而推动了其发展。2008年9月15日,美国券商巨头雷曼兄弟公司宣布破产。芝加哥期货市场迷你标普500指数期货主力合约交易量从前一交易日的256万张激增至399万张,18日交易量更达到601万张,相当于股指期货市场为股票现货市场额外提供了3600亿美元的流动性,比纽交所和纳斯达克市场交易量总和还要多,为股票现货市场不崩盘提供了支持。而日本20世纪90年代初经济泡沫破灭时,曾在舆论氛围下限制了期指,也未能扭转长期的熊市。^[28]

对中国这样的大经济体而言,用股指期货来测量市场趋势,体现的是一种全球性的需求。境内,自我限制股指期货,并不会影响到海外市场。当初国内在金融危机后不久就推出股指期货,原因之一就是为了解应对2006年9月在新加坡上市的、日渐壮大的新加坡新华富时(SGX FTSE)中国A50指数期货的压力。本来境外股指期货市场的一大弱点是投资者持有A股现货数量有限,但随着QFII额度的放宽和其他资本

自由化措施的推进,其对中国市场的影响力只会越来越大。上海自废武功会令股指期货市场的定价权转向海外。2015年8月芝加哥商品交易所(Chicago Mercantile Exchange)集团与伦敦股票交易所的全资指数子公司富时罗素合作宣布在第四季度推出富时中国50指数期货。^①该期货属于E迷你(E-mini)型,只针对在香港上市的50家最大的中国内地股票^②,但由于A股H股固有的联动性以及沪港通、深港通业务的成熟,也会对沪深股市造成影响。

另外,有经济学者在2015年8月下旬指出,“我国散户直接持股市值占股票总市值比例超过80%”,因此股指期货市场会成为高级交易者“屠杀”散户的场所,“证监会应该暂停股指期货交易。只有中国居民户直接持股市值比例下降到30%以下时,才能再次开放股指期货”。但不幸的是,她引用的数据是错误的,现在的市场结构恰恰是符合该研究员主张的开放股指期货的条件。

所谓的“超过80%”可能指的是我国在2014年以前的散户占投资者的比例。中国证券登记结算公司数据显示,2013年年底我国持有A股流通市值在10万以下的账户(包括自然人和机构)占总账户比例为84.7%。但这个数据到2014年年底已经变成72.75%。^③显然,散户平均持股市值要小得多,根据中国证监会数据,截至2011年年底,自然人即持有流通A股市值占比达到26.5%,企业法人占比为57.9%,专业机构投资者占比为15.6%^[29],“中国居民户直接持股市值比例”不到总市值的30%。何况,居民/自然人也不一定就是散户。《金融时报》甚至认为散户所持股票市值比例可能不到5%。^[30]

① CME Group and FTSE Russell to Offer Leading Index Derivatives — CME launching futures on the Russell 1000, Russell 1000 Growth and Russell 1000 Value, FTSE 100, FTSE Emerging Market, FTSE Developed Europe and FTSE China 50 indexes by the end of Q4 2015, 芝加哥商品交易所新闻发布稿, <http://cmegroup.mediaroom.com/2015-08-03-CME-Group-and-FTSE-Russell-to-Offer-Leading-Index-Derivatives?pagetemplate=article>.

② 该期货合约信息详见芝加哥商品交易所网站, <http://www.cmegroup.com/education/files/e-mini-ftse-china-50-index-futures.pdf>.

③ 《2015年末A股市值分布表》,《中国证券登记结算统计年鉴(2013)》,26页;《2015年末一码通账户市值分布表》,《中国证券登记结算统计年鉴(2014)》,27页。2014年10月起中证登为所有证券账户投资者配发一码通账户。

参考文献

- [1] Rodolphe B. Elineau. Regulation Short Selling in Europe after the Crisis [J]. Brigham Young University International Law & Management Review, 2012, 8: 65.
- [2] Douglas Diamond et. al. Constraints on Short Selling and Asset Price Adjustment to Private Information [J]. Journal of Financial Economics, 1987, 8(2): 277-311.
- [3] Arturo Bri, William N. Goetzmann and Ning Zhu. Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World [J]. The Journal of Finance, 2007, 62(3): 1029-1079.
- [4] Anchada Charoenrook, Hazem Daouk. A Study of Market-Wide Short-Selling Restrictions, 康奈尔大学应用经济学和管理学院网站 http://dyson.cornell.edu/research/researchpdf/wp/2009/Cornell_Dyson_wp0921.pdf, p. 8. 或社会科学研究网 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=687562.
- [5] 孙国茂. 中国证券市场信用交易研究 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2007: 87-88.
- [6] 黄莹颖. A股版浑水做空三部曲 [N]. 中国证券报, 2012-12-22.
- [7] 刘田. 中能兴业: 中国式浑水 [N]. 第一财经日报, 2012-12-22.
- [8] 缪因知. 反欺诈型内幕交易之合法化 [J]. 中外法学, 2011(5).
- [9] 张慎峰. 股指期货“稳定器” [EB/OL]. 中国金融期货交易所网站, http://www.cffex.com.cn/gyjys/jysdt/201403/t20140318_17948.html.
- [10] 夏峰. 美国、香港证券市场限制股票卖空浅析 [J]. 证券市场导报, 2009(5): 39-40.
- [11] 马玉荣, 于南. 裸卖空的深刻警示——专访美国纽约国际集团总裁本杰明·卫及金融风暴中心亲历者 [N]. 证券日报, 2009-01-19.
- [12] Emergency Order Pursuant to Section 12 (k) (2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments, Exchange Act Release No. 34-58166 (July 15, 2008).
- [13] Emergency Order Pursuant to Section 12 (k) (2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments, Exchange Act Release No. 34-58592 (September 18, 2008), pp. 3-4.
- [14] Amendments to Regulation SHO, Exchange Act Release No. 34-58775 (October 17, 2008), <http://www.sec.gov/rules/financial/2008/34-58775.pdf>.
- [15] Tyler A. O'Reilly. Reconstructing Short Selling Regulatory Regimes [J]. Wayne Law Review, 2013, 59: 60.
- [16] Emiliios Avgouleas. A New Framework for the Global Regulation of Short Sales: Why Prohibition is Inefficient and Disclosure Insufficient [J]. Stanford Journal of Law, Business & Finance, 2010, 15: 395.
- [17] Robert Battalio, Hamid Mehran, Paul Schultz. Market Declines: Is Banning Short Selling the Solution? [R]. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 518, September 2011, 全文见纽约联邦储备银行网站 http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr518.pdf.
- [18] 郑少华, 齐萌. 融券卖空监管的法律思考 [J]. 中国法学, 2010(4).
- [19] 贺绍奇. 金融危机背景下美国卖空监管法律制度改革述评 [J]. 证券市场导报, 2010(2): 46.
- [20] Jeff D. Opydyke, Uptick Rule Gets Debate Amid Turmoil, WALL ST. J., Dec. 24, 2008.
- [21] 张洁. 境外期货立法对我国期货立法的若干启示 [N]. 上海证券报, 2013-06-06.
- [22] 胡俞越. 真实还原股指期货“多”与“空” [EB/OL]. 腾讯证券研究院, <http://stock.qq.com/a/20150716/046016.htm>.
- [23] 巴曙松. 股指期货 该责难还是该大力发展 [N]. 中国证券报, 2015-08-28.
- [24] 张慎峰. 股指期货“稳定器” [EB/OL]. 中金所, http://www.cffex.com.cn/gyjys/jysdt/201403/t20140318_17948.html.
- [25] 王超. 机构没有集中做空股指期货 [N]. 中国证券报, 2015-07-06.
- [26] 许哲. 本轮股指期货的做空原理是什么? [EB/OL]. 搜狐财经, <http://business.sohu.com/20150706/n416225306.shtml>.
- [27] 弘毅. 期指套保盘移仓难券商数亿股票自营面临“裸奔” [N]. 证券时报, 2015-09-15.
- [28] 金西. 股指期货悲壮自残让人惊呆 从此绝对收益是路人 [N]. 中国基金报, 2015-09-04.
- [29] 证监会: 自然人持有流通 A 股市值占比达 26.5% [EB/OL]. 证券时报网, http://kuaixun.stcn.com/content/2012-06/21/content_6016241.htm.
- [30] 吴佳柏. “大爷大妈”不是中国股市主角 [EB/OL]. 金融时报中文网, <http://www.ftchinese.com/story/001062978>, 2015-07-13.

(责任编辑: 邢会强)