

上海证券交易所

卖空的监管与信息透明性

上海证券交易所研究中心(译)

2006年4月



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

卖空的监管与信息透明性

(国际证监会组织IOSCO, 2003年6月)

研究中心 施东晖 司徒大年译

一、前言

1、背景

卖空一般是指卖出未持有的有价证券,关于卖空的作用长久以来存在着截然不同的观点。

有人认为卖空可提高市场效率;有人虽然认为卖空交易对市场有正面效应,但认为应对其加以限制;甚至还有人认为卖空行为危害市场的可能性大过促进市场的可能性。基于上述认识,不同市场对卖空也采取了不同的管理取向。IOSCO 技术委员会二级市场监管执行委员会(Standing Committee on the Regulation of Secondary Markets; SC2)的全体会员都准许卖空交易,但约有一半的国家对卖空的标的证券及方式进行控制。

一些市场认为让市场使用者尽可能获得有关市场交易动态的信息非常重要,因此针对卖空交易设有相关的信息披露规定,以提升其透明性。虽然IOSCO 并未建议完全披露有关卖空交易的所有信息,但在其发布的《证券监管的目标与原则》中指出:“披露有关卖空交易及有价证券借贷的信息(或至少向市场监管者呈报),是进一步降低风险的工具。”此外,IOSCO的新兴市场委员会在1997年5月发表的《卖空交易及证券借贷》中也指出:“为避免卖空交易沦为操纵市场

的工具，市场监管者应通过经常向投资大众披露整体市场卖空交易活动的成交量，来增加信息透明性，使投资者能预期卖空所可能导致的后果及对市场的影响。此外，这些信息也是市场参与者进行投资决策的有用参考。”

在上述报告发表后，使用卖空的交易策略不断发展。但在熊市中，有些国家的市场人士也产生了卖空交易可能会加剧市场下跌趋势、增加市场波动的疑虑。为此，技术委员会要求SC2准备一份报告，探讨增加卖空交易信息披露程度在证券市场中的作用，及其可以采取的具体形式。

本报告的目的在于协助市场监管者评估：

- 增加卖空交易信息透明性的优缺点；
- 信息披露机制的架构及执行方式；
- 不同国家或不同市场对同一交易标的采取不同的卖空交易信息披露制度所可能引发的问题。

2、本报告的范围及结构

对卖空交易的监管与各市场本身的具体情况有关，因此，本报告并不提供如何监管卖空交易一般观点，但提供了卖空交易在市场中的作用、卖空交易对市场秩序及投资者保护所可能带来的风险，以及降低这些风险的主要工具等背景知识。通过这份报告，各国的市场监管者可以评估卖空交易的信息披露在自身市场中所扮演的角色。

本文结构如下：第二部分探讨卖空的定义、卖空在市场的角色与正面效应，及卖空占各国总市值及成交量的比重；第三部分探

讨一般管理问题,包括市场监管者在制定卖空交易信息披露制度时的考虑因素、管理取向及工具;第四部分则分析问题的核心,讨论信息披露的可能效益及弊病;最后部分则是建立信息披露制度所牵涉的执行问题及本文的结论与建议。

二、简介

1、卖空的定义

在SC2 的许多会员市场,卖空(short sale)这个概念并未被特别放入主要的立法中,也没有正式的法律地位。但是,大部分市场监管者及使用者对卖空的概念仍有一些共同的认识。根据一般的认识,卖空在本报告中是指卖出未持有的**有价值证券**,且在卖出这些有价值证券时,这些交易人尚未签订买进这些有价值证券的合约。

批注:在大部分国家,证券的借入者获得了法律上的所有权,因为其需要将法律所有权转移给买入者。

因此,卖空者必须在其交付这些有价值证券的义务期限到期前采取以下措施:

- 在交付证券义务到期前买进相同数量的有价值证券。在这种情况下,卖空常常仅经历极短暂的时间。
- 在交付这些有价值证券的义务期限到期前,借入相当数量的有价值证券,卖空者可能是在卖空前就已商定,也可能是在卖出后、交割前商定。

然而,在一些情况下,卖空者在交割期之前或之后并不计划相关的交割安排,而任由卖空头寸保留到市场规则所准许的最长时期,甚至让市场或结算系统采取行动来了结其卖空头寸。

批注:许多市场制定有“买入(buying-in)”规则,替卖空者买入证券以完成交割,而产生的成本则由无法履行交割义务的卖空者承担。

在卖空时，如果所卖出的有价证券已经借到，或是确定有来源可以取得，这类的卖空通常称为“有保证的卖空”（covered short），其它的卖空交易则被称为“没有保证的卖空”（naked short）。不同国家对“没有保证的卖空”的看法存在一些差异，但一般是指卖出未持有的有价证券，而且在交割期限来临时，这些交易人尚未签订借入这些有价证券的合约。

卖空交易的分类	
卖出时的可交收性	分类
卖出者已买进但尚未交收	一般并不认为是卖空（如果其所买入有价证券的交收期在卖空交易的交收之后，那么也有可能技术上被认为是卖空。）
卖出者行使了期权、认购权证、转换权或其它合约上的权利，最终取得所卖出的有价证券。	一般并不认为是卖空。
卖出者有权利行使期权、认购权证、转换权或其它合约上的权利，但还没有行使这些权利。	一般认为是卖空。
卖出者已借入所卖出的有价证券	一般认为是卖空。
卖出者已签订协议，借入所卖出的有价证券	一般认为是卖空。
卖出者在卖出有价证券时或交收前，未签订协议，借入所卖出的有价证券	一般认为是（没有保证的）卖空。

2、卖空在市场中的作用

出于不同的目的，卖空被投资者广泛采用。目前许多卖空交易主要是为了先高价卖出，然后再低价补回。但是，这并不是市场上卖空交易的唯一目的。卖空交易已被越来越多的交易策略所采用，在这些策略中，投资者的利润仅取决于其作空与作多的有价证券或契约的相对价格表现，但并不与有价证券的价格涨跌直接相关。

即使认为必须对卖空交易加以监管的市场监管者，一般也会承认卖空交易对市场效率确实有促进作用，可能的正面效应包括：

- 通过卖出价格被高估的有价值证券来提高定价效率。
- 促进做市商对流动性的提供，特别是其有义务连续提供流动性时。
- 为持有多头风险头寸的投资者提供风险管理的工具。
- 通过套利行为使相关资产的价格维持合理的关系。
- 在有关自营及股价稳定操作 (stabilization) 的规则下，协助新股的发行。
- 有利于发展更复杂的交易策略，如统计套利 (statistical arbitrage)、配对交易 (pairs trading) 等。
- 增加市场整体的流动性及交易量。

批注：当做市商存货中没有某种证券时，可以通过卖空来满足客户的买入委托，从而保持了市场的流动性和交易连续性。

3、卖空的程度

世界各国的市场监管者及投资者对卖空占其市场交易比重的了解各不相同。显然，那些对卖空交易订有报告及披露制度的市场会比较了解卖空交易的比重。然而，就算有些国家对卖空交易没有正式的控制措施，市场监管者仍可以通过良好的市场经验及监控其它相关活动，如借券资料等，来了解市场上卖空交易的概况。纽约证券交易所的数据显示，其市场整体卖空头寸约占总市值的1.5%。在对卖空交易及有价值证券借贷未加以监管的英国，其市场整体卖空头寸则约占总市值的2%甚至更高。这些数字显示卖空交易占整体市值的比重并不高，当然个别有价值证券的情况有所例外。

批注：如果卖空的交割是通过借券完成的(在集中的中央结算系统内进行)，那么证券借贷数量可较好地衡量卖空活动。

如果与每天的成交量相比，就会觉得整体卖空头寸的规模并不

小。这也是经常为策略性目的而卖空的交易者会高度关注卖空股票流动性的原因所在，这些交易者通常会将其欲卖空的数量与该证券每天的成交量相比，以分析回补其空头头寸，且不对市场造成重大影响所需要的时间。举例来说，如果一个证券一年（以250个交易日计）的成交量相当于其流通在外的发行量，占发行数量 1%的卖空头寸大约相当于于2.5个交易日的成交量。

批注：纳斯达克每月统计未平仓头寸与日交易量的比例。

三、一般监管事宜

卖空交易长久以来就一直是各方争议的一个问题。这反映了一般大众对卖空交易的认识，认为卖空基本上是一个投机活动，会将价格打压到合理的价位以下，并危害市场整体或个股价格的稳定。但是，我们在此也需要指出，许多对卖空的责难其实是出于误解。例如，一般认为卖空是不需成本的投机行为的看法就并不正确，虽然在一些市场，可能还有办法在很短的时间内（通常是同一交易日内）进行没有保证的卖空交易，并在当日交易结束前或交割义务来临前，冲销或了结卖空头寸。此外，一些国家则采取比较宽松的管理，准许没有保证的卖空头寸保留一段相当长的时间。

事实上，卖空者会承受比较大的成本和风险，特别是这些卖空者通常被要求借入所卖空的有价证券，交付给对手买方。在许多国家，借入有价证券就形同向贷方买入这些有价证券，因此必须付出全额的市价，外加保证金及手续费（可能以现金或有价证券支付）。特别是，当所卖空的股票价格不跌反涨时，卖空该股票的人有可能暴露在无限

的价格风险之中。

1、监管考虑

大部分对卖空交易的担忧来自于这样一种认识，即卖空可能会在市场正常的卖出之外，人为地增加市场的卖出压力，从而导致市场秩序紊乱，或者便利市场操纵等不法行为。此外，市场监管者也会担心卖空交易(特别是没有保证的卖空)会导致交割方面的问题。

当然，卖空交易还会带来更广泛的问题，包括一般投资者从事卖空的适当性及利益保护、券商从事卖空及有价证券借贷所面临的风险等，但这些风险并非本报告的重点。

(1)市场失序

存在矛盾的是，即使是卖空交易对市场的正面效应——更快速地调整被高估资产的价格，也可能是卖空的致命弱点。这主要是因为价格修正的程度及速度反过来可能会导致市场失序。举例而言，卖空交易可能进行的非常迅速，以致于在其它投资者的新买单有机会进入市场前，价格已经急剧下跌。此外，卖出压力出现的速度及规模常会使潜在的买方退却，因为他们无法掌握市场的状况。在某些情况下，因卖空导致的急跌有时会诱使长期投资者抛售所持股票。

因此，对市场失序的担忧包含两个层面：一方面，价格下跌的过程本身可能就已构成市场失序。另一方面，任何下跌都可能因为“超调”而导致更严重的后果，例如，当发行人出现问题(可能是因客户或债权人对该公司股价下跌，而对该公司营运前景产生疑虑)时；持有该公司股票的机构为了遵守主管机关所订的财务标准或其它领域

的公共政策，将被迫卖出股票

当然，卖空交易并不必然会导致市场失序，事实上，正常的卖出也有可能导致市场失序。问题的要害在于，卖空交易可能会提高市场失序的风险。因此，监管决策是要判断在某一特殊的情况下，是否需要进行人为干预。

(2) 市场滥用 (market abuse)

监管上必须探讨的第二个问题是卖空交易可能会被市场滥用。卖空交易本身并非万恶之源，但因其具备加速市场下跌、及便利掌握发行人重大未公开利空消息的人士进行内幕交易的能力，所以极有可能成为不法分子操纵市场的一种手段。

批注：在 1997 年亚洲金融危机中，对冲基金一方面供给港元联系汇率制，另一方面在股市上大量卖空，对港元的攻击导致利率上升，从而使股市出现恐慌性抛售，对冲基金得以通过卖空获取暴利。

操纵行为的认定标准会因市场不同而有所差异。但是，卖出股票，同时伴随着不实谣言，以诱使他人跟进卖出则是明显的操纵行为。但卖出者如果故意将价格打压到一定水平，并从其它相关的交易（如衍生商品交易）中获利或减少损失，这种行为是否构成违法，目前在法律上仍处于灰色地带。一般而言，企图操纵价格、扭曲市场或误导投资者的行为通常都构成违法，或至少是处于违法的边缘，这与正常卖出还是卖空卖出关系不大。但是，如果属于卖空卖出的话，其牵涉的层面可能会更广一些。

(3) 结算问题

卖空交易可能也会导致有关结算方面的问题。这方面的焦点在于卖空交易的过程是否会对买方带来困难。对于需要履行投票权或需要持有股票以满足特定义务的买方而言，实时交付股票非常重要。事实

上,如果没有足够的股票供卖空交易的实时交割,就会存在较大的系统风险。这方面的困难主要来自两方面:首先,卖空者可能未事先安排借券以供交割,且没有很强烈的动机交付股票(如果交易规则准许的弹性比较大);其次是由于有价证券借券市场供给及需求的变化,虽然近年来有价证券借贷市场的流动性及复杂度均有长足的进步,但是卖空者仍然存在着面对券源短缺或突然被要求返还证券的风险。

2、管理理念与工具

SC2 的各成员国对卖空交易所伴随风险采取的管理理念不尽相同。一些国家对卖空交易并不采取特定的控制措施,而仅仅通过结算规则、保证金需求、一般性的波动市场暂停(volatility halt)等类似的措施,间接应对卖空交易所伴随的风险。另一些国家虽然允许卖空,但却在整个卖空流程中施加了不同程度的控制措施。深入的分析显示,没有一个单一的原因可以完全解释这些管理理念的差异。例如,美国对卖空交易的价格控制适用于竞价市场及做市商市场,而在欧洲则两种市场均不适用。事实上,对卖空控制的差异主要随地域而变,控制较少的国家集中于欧洲,控制程度较高的市场则多位于北美及亚洲。

批注:这些国家对卖空的控制大多源于国家层面的法律和法令,但具体的实施规则由交易所制定。

对卖空交易采取控制措施的国家大多希望能够保留卖空的效益(如修正过度上涨的市场、便利避险及风险管理),同时限制其可能带来的市场动荡。一般而言,对卖空所采取的控制措施集中在如下三个领域:

- 可以被卖空的有价证券种类;

- 进行卖空交易的程序；
- 针对卖空的结算规定。

对卖空交易的监管措施				
市场	一般措施	标的证券控制	交易控制	信息披露
澳大利亚	除非获得监管机构许可，否则卖出未拥有权利的证券属于非法	限于流动性好的证券；限于发行量的10%；购并期间不允许卖空。	档位规则	有
巴西	无限制	无	无	借券
加拿大	允许，但受到信息披露、保证金要求和交易控制的监管。	无	档位规则	有
法国	没有限制	无	无	无
德国	没有限制	无	无	无
香港	除非获得监管机构许可，否则卖出未拥有权利的证券属于非法	限于流动性好的证券、衍生品和ETF的标的证券	档位规则	有
意大利	无限制	无	无	无
日本	允许，但受到保证金需求和交易规则的监管	无	档位规则	是
马来西亚	允许，但限场内交易，且需要事先借入证券。	限于流动性好的证券	档位规则	是
墨西哥	允许，但限场内交易，且受到一定的限制。	限于流动性好的证券	档位规则	是
荷兰	无限制	无	无	是
新加坡	无限制，但交易所如果认为某个证券过度投机或有违法行为时，可禁止该证券的卖空。	无，除非该证券被暂时指定为不准卖空。	无	无
西班牙	无限制，但必须在交割日前借入证券。	无	无	证券借贷
瑞典	无限制	无	无	是
瑞士	无限制	无	无	无
英国	无限制	无	无	规划中
美国	允许，但需借入证券，且受到信息披露、保证金要求和交易控制的监管。	无	档位规则和最佳卖价规则	是

批注：交易所对做市活动、对冲、风险管理和套利交易等一般有档位规则的豁免规定。

(1)对标的证券的控制

对卖空标的证券有控制的一些市场，如澳大利亚、香港、马来西亚及墨西哥，仅允许卖空流动性较好的股票，这主要是因为考虑到流动性较差的股票价格更容易被操纵。另外一个考虑则是卖空者可能更难借到流动性较差的股票，进而会增加交割秩序紊乱的概率。

批注：在香港，决定一个股票是否可以卖空的主要因素是：该股票是否有衍生品存在？

显然，市场监管者必须在两个考虑因素间取得平衡：一方面希望能提升流动性较差股票的流动性，另一方面又害怕给操纵者可乘之机。事实上，要改变流动性较差股票的价格可能不需付出太大的代价，但从中可赚取的利润（无论是绝对金额或与其所承担的风险相比）可能也相对有限。如果卖空者必须借入股票，其面临的困难和付出的成本都远甚于借入流动性较高的股票。更危险的是，卖空者被轧空（bear squeeze）的概率也相对较高。

批注：当证券借贷市场不发达时，流动性好的股票的卖空活动也较为少见。

整体而言，市场监管者在决定是否要对卖空的标的证券加以限制时，必须将自身市场的诸多环境因素纳入考虑范畴。这些因素可能包括：卖空交易受欢迎的程度、是否有证据显示卖空会扭曲小盘股的股价、其它交易控制措施对降低流动性较低股票的特定风险的有效性等。

(2)范围和时机

对卖空交易的其它限制措施还包括限制整体卖空头寸的额度、或禁止在市场监管者认为会有问题产生的期间卖空。举例而言，澳大利亚证券交易所将个别股票的整体卖空部位限制在发行总额的10%，且

批注：澳大利亚证券交易所每日公布这一比例。

规定在公司购并期间不得卖空相关有价证券。在美国，SEC禁止卖空者直接以所认购的承销股票回补其卖空头寸，从而间接地限制新股发行前的卖空交易。

(3)交易控制

对卖空交易的直接控制措施被广泛采用，这些控制措施一般被称为“报价档位规则”（tick rule），其目的在于防止有人以连续低价进行卖空，以减缓卖空对股价下跌的加速作用。但是，许多市场也有豁免规定，使做市商和具有避险及其它风险管理目的的委托不受“报价档位规则”的制约，因为如果缺乏做市及风险管理的活动，市场的流动性可能会受到负面影响，从而危及套利及避险的进行。当然，这些豁免规定也会增加市场监管的成本及复杂度。

批注：报价档位规则通常禁止卖空在最新成交价以下成交，在某些情况下只允许以高于最新成交价的价格成交。在做市商市场中，规定卖空价不得低于目前做市商的最优买入报价。

(4)卖出前取得券源规定

许多市场对卖空交易的结算安排有特殊规定，采取的措施包括：在交割日无法交割股票时需强制回补、强化有价证券借贷程序的稳健性及效率。

批注：许多交易所在卖空者无法交割时有此类规定，例如，新加坡交易所将会促成以累进的价格进行买入。

虽然各国市场监管者普遍认为用于一般证券结算的相关规定并不足以应对卖空交易的结算，但其所采取的具体措施则各有不同。一种方式是只要卖方无法举证其对所卖出证券具有所有权，即禁止其卖出，但也有一些市场采取较有弹性的作法。例如，在西班牙，卖空者必须在交割日前借入股票（否则就会受到罚款）。在其它国家，卖方可能只要举证有股票可供交割，或有渠道进入借券市场借到股票即可（如美国、香港）。还有一种方式是新加坡交易所所采取的，如果交易

所认为个别股票投机活动过热或有违法的嫌疑，即可停止该证券的卖空交易。

当市场监管者在考虑要采取何种方法时，必须考虑做市商及主要自营商的特殊需要，尤其应保持控制措施具有一定弹性，以便市场有需要时可以即刻卖空。

监管工具		
工具	目标	评论
限制可以卖空的证券种类	通常是为了降低流动性差的股票价格被操纵的风险	限制措施可能反而会降低流动性并增加股价高估的风险
在交易失去秩序时，限制单个证券的卖空交易	防止市场失去秩序，包括结算时的混乱，但仅限于市场监控表明此情况可能发生时	在大部分情况下允许自由卖空。施加这一限制可能会扰乱衍生市场的运作
在敏感时期(如购并、发行新股)限制单个证券的卖空	保护发行人的筹资活动免受市场操纵的影响	可能会降低操纵的程度，但会降低价格套利的效率，增加发行价格被高估的风险
限制卖空比例	通过上限设计来控制过度的卖空	可能会限制合法的卖空，导致股价被人为高估。当证券在多个地方交易时很难实施。
限制以连续低价卖空股票	旨在限制卖空交易使股价快速下跌的能力	“一刀切”的限制措施可能会阻碍对冲活动，但豁免规定可能会改变交易方法和相对成本
限制无保证的卖空	防止结算失序，阻碍免费搭车的投机行为	要求对中介进行有效控制。
要求客户缴纳保证金	保护经纪商和交易对手方免于信用风险	对投机买入无类似控制可能会因为增加成本而减少卖空交易，并且交易量可能会分流到成本更低的衍生市场

四、透明性

不管市场的监管者或组织者是否采用以上所提到的工具，来控制因卖空交易所可能带来的风险，其实都存在着一个基本的问题，即卖空交易可能带来的市场效率，是否会因信息不对称和不透明而被抵消。

有些市场认为对市场参与者披露有关卖空交易的信息是很有价值的，并且在交易所或自律组织的层面上披露这些信息。在具体内容上，一些市场每日公布个股卖空的总数量，另一些市场则定期披露在特定时点个股未平仓卖空的总余额。

还有四个会员，如巴西、日本、西班牙及瑞典，则会经常公布有关借券的统计数据，这些信息不但可用以判断卖空交易的趋势，更可以显示这些股票的借贷供求弹性，以判断是否可以很容易地进行借券。

1、透明性的潜在收益

支持透明性的人认为卖空交易包含了有价值的信息，如果这些信息能够被广泛披露，将会提高定价效率。这种潜在收益是通过下面四个层面获得的：

- 如果投资者及时了解有关卖空交易的信息，那么有助于判断某些股票的价格是否可能被高估。
- 如果投资者了解某一股票的卖出数量中究竟有多少是卖空所为，那么其进行交易的意愿会提升，这一点在有关卖空的谣言可能产生负面影响时尤为重要。
- 如果投资者了解某些卖出量来源于卖空交易，那么就会知晓在未

来某些时点这些交易会需要买进回补。

- 较高的透明度会阻碍市场操纵的意图。

近来的研究文献大多发现卖空交易确实含有有关证券价格被高估的强烈信息，但是，有关增加卖空交易透明性对市场效率究竟具有何种影响的研究尚不多见。当然，市场监管者要求提高卖空交易透明性的益处也没有定论。

2、透明性的潜在弊病

(1)阻碍卖空交易

反对卖空交易信息披露的人认为透明性是把“双刃剑”，一方面会提供有关证券发行人的新的利空信息，但同时也会提供未了结卖空头寸的信息，从而可能会使卖空者落入被轧空的困境，进而使其对风险/收益的预期态度发生变化，降低其从事卖空交易的动机，降低市场的流动性，增加整体市场的成本。

(2)对卖空信息模棱两可的解读

卖空交易信息披露的第二个可能弊端是这些信息可能模棱两可，如果卖空交易能真正显示股票价格被高估的信息，那么对市场参与者来说将是极具价值的。但目前卖空交易的实际内涵比以往要复杂得多，有时可能仅仅是市场中性策略的一部分，例如多空策略、套利交易和避险交易等。因此，披露卖空交易的信息究竟能为市场使用者带来多少价值很难定论，况且这些信息的披露可能会误导市场参与者。

上述对卖空交易量的观点同样适用于未了结的卖空头寸。除非人们可以知道这些空头头寸为什么会存在、为什么会改变、以及是否存

在可以互相抵销的多头头寸,否则有关卖空头寸的规模及变化的信息可能不具任何价值。特别需要指出的是,未了结的卖空头寸并不等于未来某个时点会在市场上买进回补卖空头寸的数量。举例来说,为了对冲卖出看跌期权(writing of put options)而进行的卖空并不一定要在市场上回补,因为卖空者借入的股票可以用因执行看跌期权而取得的股票来偿还。

披露真实的卖空交易是否会导致股价下跌,目前还很难判断。因为,一些市场使用者可能会认为该股票仍有下跌的空间而卖出,而另一些投资者则会暂缓卖出,甚至加码买进,因为其期待卖空头寸的回补会促使价格回升。事实上,只要有关卖空交易的信息充分披露,投资者之间会产生互动反应。当市场卖空数量增加的状况变得很明显时,市场参与者可能会增加卖出的数量,从而加速股价向下修正的速度;但随着股价持续下跌,卖空头寸的回补也会给股价提供支撑。

总之,我们可以找到两方面的证据来支持卖空交易信息披露有利于定价效率,或者反对这一观点。但是,即使有关卖空交易的信息是不完全的,许多市场参与者仍然认为这些信息对投资决策是有用的。

3、作多及作空信息披露的对称性

在争论卖空交易信息透明性时,信息披露的对称性是常被提起的一个问题。这包括两个层面:

首先,有人认为没有道理对买进或卖出作进一步区分,买进就是买进,卖出就是卖出,对杠杆性的卖出作进一步区分,而不对杠杆性的买入进行同等要求的作法是不对称和无法理喻的。持相反看法者则

认为卖空交易可能短暂（甚至大幅）增加交易的流通量，因此需要对卖空区别对待。此外，让市场注意到卖空的程度，也有助于市场参与者评估后续的买进回补量。

其次，有人认为，一些市场已要求披露持股信息，同理，有关卖空头寸的信息披露也会使市场受益。但这一逻辑并不有力，因为披露持股（例如超过公司发行股本5%以上）的主要目的是要使公司管理层知道目前谁拥有公司投票权，市场的需要只是附带满足。事实上，持有卖空头寸者对公司投票权毫无兴趣，从中也不获取任何经济利益。

然而，要求披露标的股票的卖空头寸，将会面临执行上的挑战，尤其是在没有规定必须声明并纪录卖空交易的市场，而要求披露通过衍生品持有的卖空头寸则更复杂。2003年4月，香港为改善对公司大股东的信息披露，制定了一套新的规定，要求所持有卖空头寸及衍生品空头头寸超过公司发行股本1%以上，及持有多头头寸占公司发行股本5%以上者必须进行披露，且多空不能互相抵消。这些规定被遵守的情况尚有待观察。

4、对市场监管者的透明性

监管机构获得卖空交易的信息可能有潜在的益处，因为可据此对可疑的卖空交易进行早期预警，或使相关调查进行得更容易、更迅速、更有效率。此外，监管机构的这种信息获取能力可能会预先阻碍操纵市场的行为。

五、信息披露制度的建立和实施

当监管者或市场组织者考虑建立卖空交易透明性制度时，需要特别考虑以下一些因素：

- 信息披露的目标；
- 明确定义需要披露的信息内容；
- 进行信息披露的机制及过程；
- 相关参与者需承担的成本。

本部分将讨论上述因素及其它相关事宜。

1、信息披露的目标

在考虑如何建立卖空交易的信息披露制度之前，监管者需要对其欲达到的目标有明确认识，这对如何设定信息披露制度的范围、豁免事项、所需的执法架构类型、对市场和监管者的初始和持续成本均非常重要。

提高透明性的可行方法		
目标	可行选择	评论
使市场及时了解买空交易活动	披露单个证券/单个种类 / 整个市场的买空交易额。	需要建立信息收集系统，并投入资源以保证持续运作。
向市场提供空头头寸的大致情况	定期披露单个证券/单个种类 / 整个市场的买空交易额。 定期披露单个证券/单个种类 / 整个市场的借贷额。	需要建立信息收集系统，但成本较低。 可以大致替代空头头寸的数据，但所需信息可以从结算系统现成得到。
预警市场注意卖空活动高的证券	公布卖空额超过某一限额 (如占总市值比例、平均日交易量等) 的股票	需要建立信息收集系统，重点关注卖空活动高的证券
预警市场注意卖空活动高的证券及可能的交割问题	公布未完成交割的股票超过某一限额的股票	可以现成地从结算系统或交割系统获得信息，但可能反映的不只是未受保证的卖空。

2、与定义有关的事项

任何信息披露制度的基础是如何定义需披露的内容。虽然对卖空的构成要素已有广泛共识，但仍很难精确地进行定义，以作为有效监管或信息披露制度的基础。

由于控制卖空的主要目的是针对借入股票卖出及没有保证的卖出所产生的风险，监管机构通常吸纳这些因素来形成卖空的核心定义。但是，如果监管机构主要考虑使市场注意到没有保证的卖空，那么这一定义的范围可能就过于宽泛了。在这种情况下，监管机构需要排除卖空者实际上持有股票或有保证的情况。为达此目的，SC2 的会员通常认为需要考虑以下因素，包括卖出股票者是否：

- 持有该股票的所有权；
- 已买入该股票，或者已签订无条件契约（unconditional contract）买进该股票，但还没有实际交割。
- 拥有其它证券的所有权，但可转换或交换成所卖出的股票（通常转换或交换的请求已经提出）。
- 持有或已执行可买入所卖出股票的期权。
- 持有或已执行可买入所卖出股票的权利（right）或权证（warrant）。
- 在证券借贷协议下借入该证券。
- 取得持有所卖出证券的第三方的承诺，出借该证券。

即使当监管机构认为卖空的构成要素已十分清楚的情况下，经纪

商或市场使用者仍然认为是复杂和困难的。

3、披露范围

与定义密切相关的是信息披露的范围，正如IOSCO 新兴市场委员会在1997 年的报告中所称：“只有在所披露的数量可以较好地反映市场上实际的卖空数量时，所披露的信息才具有意义。”

除了基本定义之外，需要考虑的因素还包括：

(1)交易所市场或柜台市场

对卖空交易来说，如何及在何处划分界线的重要性取决于各国市场的结构、交易实践及卖空交易究竟是在集中的交易所市场还是分散的柜台市场进行。在许多国家，从柜台市场搜集卖空交易的信息比从交易所市场困难得多，因此监管者必须考虑到，如果主要关注交易所市场卖空交易的透明性，那么卖空交易可能会转向不透明的市场。针对这一点，会员采取的措施各不相同，有的市场考虑交易所市场外卖空交易的信息，而有的市场则完全禁止在交易所市场外进行卖空。

(2)做市商的卖出及头寸

做市商（或其它流动性提供者）在各国市场所扮演的角色不尽相同。在扮演积极角色的市场，监管机构必须考虑是否将做市商在日常业务中进行的卖空交易计入所披露的信息中。例如，香港和纳斯达克就是将做市商的头寸纳入计算。

(3)衍生商品

另一个有关披露范围的重要问题是对卖空头寸的衡量是否应将衍生品的头寸纳入。前面已经指出强制要求披露个别巨额卖空头寸的

尝试都是很复杂的。尝试汇总某个股票在现货市场和衍生市场的全部卖空头寸将是极其困难的，可能会产生重复计算，更不用说汇总柜台市场的数据了。如果监管机构坚持要采用这种方式，那么最好将现货及衍生品的头寸区分开来，并指出有重复计算的可能。

4、纪录卖空交易的程序

任何卖空交易信息披露制度都需要一个收集信息的过程，这通常以正式的信息收集要求为基础，即要求客户及中介机构做出声明。在制定有这一规定的国家，中介机构与客户签订有契约协议，客户必须披露某一交易是否属于卖空交易。澳大利亚、香港、日本及美国等市场有法令规定要求所有市场使用者均需进行这一披露。换言之，未依规定披露即构成触犯刑法或违反法令规定。

那么如何汇总及累计向中介机构所披露的信息呢？这一问题会随市场结构及对交易过程的控制措施的不同而有所差异。在一些市场，中介机构必须通过集中交易机制执行所有卖空，并事先在系统中注明这些交易是否属于卖空交易。但在美国等经纪商未被强制使用集中交易机制的市场，经纪商在执行交易前仍需注明是否为卖空交易，从而使实际执行交易者可以判断该委托是否必须遵守档位规则。

如果监管机构希望获得卖空交易的透明度，但不想制定限制卖空的交易规则，那么在设计整个披露制度时可能有很多的选择方案，但仍然必须制定有关卖空交易声明及纪录的规则、比较及传送信息的程序及系统、以及一些监控及执法的规定。

5、公开披露的内容及时机

信息披露的核心问题是信息的内容及披露的及时性。这两个问题都需要考虑如何平衡信息的有用性、对卖空者提供足够保护，以及汇集信息的成本。

为了保护个别头寸，通常根据单个证券汇总所搜集到的所有信息，而不是披露个别交易的细节或能够辨认出执行交易的证券商的信息。但即使是这样，对流动性较差的股票而言，个别头寸的信息仍可能被暴露出去。在这种情况下，监管机构需要考虑是否可以降低信息披露的频率。

在实践中，许多市场通常披露单个股票的卖空交易总额或未平仓卖空头寸总额，其中尤以后者较为普遍。有些交易所，如香港及墨西哥，也披露单个股票的卖空交易总额。在披露频率上，没有一家交易所披露实时信息，香港是信息披露最频繁的市场，每天披露两次单个股票的累计卖空交易总额。这种披露方式(包括每天披露一次)的一个优点是可以据此掌握日内的卖空交易动态。另一方面，只公布卖空交易总额使人无法判断到底有多少头寸在何时被平仓。此时，比较好的作法是定期公布卖空头寸净额。单个股票的买空交易总额通常是根据券商所汇报的客户账户及自营账户的未偿还借券计算得来。

有些市场会每天公布单个股票的卖空交易净额，但大部分市场的公布频率并没有这么高。例如，一些市场在周一或周二公布上一周的数据，还有一些市场则是每月公布二次（加拿大）或一次（美国）。监管机构在决定合适的披露频率时，必须权衡对卖空者的保护与信息的有效性这两个因素。

大部分有关卖空交易的信息披露是由交易所或其它自律机构负责的，通过网站或主要金融媒体进行公布。数据供应商常会购买这些信息，然后进一步发送给客户或为客户进行增值分析（如比较卖空头寸及发行股本、股价表现及每日交易活动等）。

卖空信息披露制度			
市场	信息披露内容	频率	披露者
澳大利亚	单个证券的净卖空总额	每日	交易所
巴西	证券借贷总额	每日	交易所
加拿大	卖空头寸最大的20个证券	每月两次	交易所
香港	单个证券的卖空总额	每天两次	交易所
日本	“热门股”保证金交易余额	每日	交易所
	“标准化保证金交易”借贷余额	每日	保证金借出人
	单个股票保证金交易余额	每周	交易所与JSDA
	保证金交易总余额	每周	交易所与JSDA
	卖空交易总额	每月	交易所与JSDA
墨西哥	单个证券的卖空总额	每日	交易所
荷兰	现货市场与衍生市场每个证券的卖空总额	每两周	交易所
西班牙	每个证券的借贷总额	每日	交易所
瑞典	交易所本国会员对每个证券的借贷总额	每周	交易所
美国	单个证券的卖空总额	每月	交易所

6、多个交易市场

如果所有交易市场的信息披露规则都一样，并且都能立即取得相关信息，那么在一个以上交易市场进行某一股票卖空并不会带来问题。

美国市场的卖空信息是经过汇总的，具体做法是由自律机构会员向自律机构申报其卖空头寸，各自律机构再透过证券业自动化公司(SIAC)传送到指定的自律机构汇总公布。如果纽约证券交易所的会

员卖空了在美国证券交易所上市的股票，那么该会员会先向纽约证券交易所申报，然后再自动传送到美国证券交易所。

但是，如果不同交易市场的信息披露制度不尽相同时，可能会产生一些问题，特别是当一个股票在多地上市，并且有的市场有信息披露制度，而有些市场却没有。然而，对 SC2 会员所进行的问卷调查显示，两地或多地上市的股票，在本地市场以外的卖空交易活动并未产生严重的问题。

7、 有价证券借贷信息作为替代信息

西班牙、瑞典及巴西等市场采用了另一种不同的披露制度，即公布有价证券借贷的数据，这些数据可以精确地反映卖空交易的活动。但是，如果证券借贷也被用作其它用途，如借入证券以参与股利分配、参与股东会表决或作为担保品等，那么借贷数据的有用性就大打折扣了。

如果所有（或至少大部分）证券借贷通过集中的中央结算系统进行，那么借贷数据可以精确地反映卖空交易的活动，获得这些信息的成本也比重新建立其他信息披露的成本来的低。这些信息的实时性取决于卖空交易的具体规定，是在卖空当天就需借入证券，还是在交割期来临时（多数国家为成交后第二日或第三日）借入证券。

此外，还可以向潜在的借券者提供更多有关证券供给、需求的市场信息，来提升市场效率。通过这些信息的公开披露，打破证券借贷市场被少数享有信息优势的机构所垄断的局面。在一些市场，想要出借证券者常常需要付出可观的搜寻成本，才能找到某一证券的需求

方，并制定合适的借贷费率。

8、 结算透明性

如果监管机构的主要担忧是卖空交易所导致的结算问题，那么可以提高单个证券未完成交割的卖空交易的透明性。不管未完成交割的原因是什么，这些信息对市场使用者都是有用的。一般而言，大额、长期未完成交割的头寸都是没有保证的卖空。在实务上，当未完成交割头寸超过一定数量时，监管机构可以披露如下信息：单个证券未完成交割的数量、未完成交割头寸价值与每日成交值的比例、未完成交割头寸存在的时间等。在许多国家，这些信息由结算机构或交易所产生，但一般不经常对外公布。

9、 执法

制定信息披露制度的目的当然是希望这些制度得到遵守。为此，大部分SC2 会员由交易所/自律机构来监督券商的遵守情况。在手段上，可通过比较交割纪录及证券商/交易所的成交纪录，或比较卖空交易与借券资料，来检查是否有违反信息披露制度的情况。但是，一些监管机构的经验表明，决定某些卖空交易是否需要声明是很困难的，特别是要求外国投资者卖空时必须声明更难以实施。

10、 成本

即使采用现代技术，产生及监督信息纪录过程的成本也是显著的。除了信息搜集的直接成本外，还有一些隐含的间接成本，包括交易者符合信息申报的规定而导致交易延迟所产生的成本。

六、结论

IOSCO 技术委员会认识到近年来卖空交易的增长及用途的改变，这些改变包括将卖空交易更广泛地运用于套利和风险管理，以及作为越来越普遍的多/空投资策略（基本上是市场中性的）的组成部分。

IOSCO 技术委员会也认识到卖空交易的正面效应。但同时，由于卖空会放大对市场的抛压，因此有时会增加市场失序的风险，并且会扩大市场操纵等不法行为的范围。此外，委员会也认为，如果卖空交易的交割安排不够妥当，那么可能会导致交割过程的混乱。

大约一半的会员通过实行特定的卖空规则来应对上述风险，这些规则一般包括控制可卖空证券的种类和卖空交易的进行方式等。另有一些会员则禁止或限制“没有保证的卖空”。但也有一些国家认为不需要特别制定针对卖空交易的监管规则，而只需一般的监管措施来处理卖空交易所隐含的风险。需要指出的是，针对卖空交易的不同监管措施，并非表示在某一类型的市场结构中进行卖空更具风险。事实上，当地市场环境的特点似乎是一个更为重要的影响因素。

目前，大约有一半会员的监管者可以掌握有关卖空交易的信息，而这些国家中的大多数更是将这些信息进行公开披露。但是，巴西、西班牙及瑞典这三个国家并没有对卖空设有特殊的交易限制，而是定期公布有价证券借贷的统计数据，这些数据一般被认为与卖空交易有密切的关系。

虽然技术委员会认为市场监管者应致力于提升透明性，来提高市场效率，但在实践中要达到这一目标，必须平衡考虑多方面的因素。

就卖空交易而言，其所蕴含的信息可能是仁者见仁、智者见智，不同的使用者有不同的解释。此外，过度的透明性可能会改变卖空者的风险/收益组合形态，从而会降低其通过卖空来修正价格高估的动机。

卖空交易过程中的信息低效率也可能发生在交易处理链的其他环节，而不是交易本身。例如，借券者很难具体评估某种证券的供给和需求变化；又如市场使用者无法掌握因卖空交易导致未交割头寸增加的数量。在评估卖空交易的透明性时，市场监管者也需要充分考虑这些因素。在某些情况下，增加借券、交割等交易过程的透明性，可能比直接增加卖空交易的透明性具有更高的效益/成本比。

对市场监管者而言，及时获得卖空交易的信息可增加对市场动态的掌握，并对利用卖空交易进行违法行为的案例进行早期预警，在违法事件发生后也能尽快进行调查。但是，如果这些信息并没有因为其它监管目的而被搜集时，就必须考虑是否符合成本/收益的原则。正如上文所建议的那样，在监管卖空交易的各种方法中，通过监管借券或衍生品交易活动在成本/收益方面可能更具有可行性。

总的来说，卖空交易蕴含的信息对市场参与者及监管者都极具价值。IOSCO技术委员会鼓励各会员的市场监管者提高卖空交易的透明性，但同时也需要考虑当地市场的特点，以及增加透明性所带来的成本与收益。为此，技术委员会建议，当市场监管者考虑引入卖空交易的透明性制度时，应仔细考虑并处理以下一些因素：

1、卖空交易的透明性制度的目标，及欲达成这些目标的最有效途径

要实现这个目标，需考虑以下几个因素：

- 卖空交易过程中的低效率：是否因为卖空交易、没有保证的卖空头寸、未交割头寸或借券市场不透明。
- 提高透明性的可能收益：是否可提高价格被高估股票和被有关卖空交易的谣言所影响的股票的定价效率；多大程度上可阻吓利用卖空进行市场操纵等不法行为。
- 选择披露的信息应较好地平衡各种目标，包括(1) 对卖空者提供足够的保护，以确保其有卖空的动机；(2)披露有用的信息给市场参与者，便利其做出投资决策。
- 信息披露制度带来的外在成本（如执行及遵守成本）和隐含成本（如交易成本）。

2、就透明性制度的目的而言，卖空交易的定义

- 对什么信息必须加以披露、什么信息可被排除在外的定义必须准确、简单、清晰。
- 这些信息必须对外公开披露。
- 信息应披露到何种尺度可能有不同的解释，因为有些交易并不是方向性的纯粹卖空，可能是策略性交易的一部分。

3、有效执行透明性制度的安排

- 确保卖空交易的申报及文件值得信赖。
- 对在境外进行、以规避国内相关法规的卖空交易应采取的应对措施。

4、持续监管及定期检讨相关制度

- 各种实践做法的改变，如：建立空头头寸的新方法、使用卖空交易的新交易策略，改变市场使用者所需信息的市场新发展等。
- 透明性制度对市场及市场参与者交易策略的影响，考虑透明性制度对市场参与者带来的成本及收益。