



证券卖空交易信息披露及 监管问题研究

罗黎平 著

中国社会科学出版社

证券卖空交易信息披露及 监管问题研究

罗黎平 著



中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券卖空交易信息披露及监管问题研究 / 罗黎平著. —北京: 中国
社会科学出版社, 2017. 5

ISBN 978 - 7 - 5203 - 0533 - 4

I. ①证… II. ①罗… III. ①证券市场 - 监管制度 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 120346 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 宫京蕾 谢欣露
责任校对 王佳玉
责任印制 李寡寡

出 版 **中国社会科学出版社**
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京市兴怀印刷厂
版 次 2017 年 5 第 1 版
印 次 2017 年 5 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 13. 5
插 页 2
字 数 185 千字
定 价 58. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683
版权所有 侵权必究

国家社会科学基金青年项目 (11CGL023)

目 录

第一章 绪论	(1)
第一节 选题的理论与实践价值	(1)
第二节 国内外研究的现状	(6)
第三节 研究的思路与方法	(20)
第四节 研究的主要创新点	(21)
第二章 证券卖空交易信息披露的相关概念	(25)
第一节 证券卖空交易及交易信息透明度	(25)
第二节 证券卖空交易信息披露制度的基本内容	(29)
第三节 证券卖空交易信息披露的主要目标	(34)
第三章 证券卖空交易信息披露的理论基础	(39)
第一节 证券卖空交易信息披露的经济学基础	(39)
第二节 证券卖空交易信息披露的法理学基础	(49)
第四章 证券卖空交易信息披露制度的国际比较	(55)
第一节 市场化分散授信模式的证券卖空交易 信息披露	(55)

第二节	专业化单轨授信模式的证券卖空交易信息披露	(61)
第三节	专业化双轨授信模式的证券卖空交易信息披露	(66)
第四节	本章小结	(70)
第五章	证券卖空交易信息披露市场效应的理论模型研究	(72)
第一节	证券卖空交易信息披露市场效应的 C - W 模型	(72)
第二节	证券卖空交易信息披露市场效应的连续变量建模	(81)
第三节	证券卖空交易信息披露与隐秘交易假说	(96)
第四节	本章小结	(103)
第六章	证券卖空交易信息披露市场效应的实证检验	(105)
第一节	香港新的卖空申报制度出台的背景与内容	(105)
第二节	新的卖空申报制度对香港证券市场影响的实证检验	(108)
第三节	本章小结	(123)
第七章	证券卖空交易信息披露制度设计的理论与实践	(125)
第一节	证券卖空交易信息披露制度设计的一般原理	(125)
第二节	基于成本收益框架的证券卖空交易信息披露制度设计	(132)
第三节	证券卖空交易信息披露制度设计的实践：香港市场案例	(142)
第四节	本章小结	(148)

第八章 中国证券卖空交易信息披露制度的现状分析	(150)
第一节 中国证券卖空交易的发展现状	(150)
第二节 中国证券卖空交易信息披露制度的现状	(154)
第三节 中国证券卖空交易信息披露制度总体评价	(162)
第四节 本章小结	(169)
第九章 中国证券卖空交易信息披露制度优化及前瞻	(171)
第一节 中国证券卖空交易模式与制度的演化方向	(171)
第二节 中国证券卖空交易信息披露制度优化建议	(174)
第三节 本章小结	(187)
参考文献	(188)
后 记	(207)

第一章

绪 论

2010年3月30日,上海证券交易所和深圳证券交易所正式开展融资融券交易业务试点,这意味着中国证券市场从此正式迈入了“卖空交易”时代。当时,世界正在经历严重的金融危机,像每次金融危机一样,有关卖空交易尤其是卖空交易信息披露问题的争议再一次被抛到了舆论的风口浪尖。对于正处于融资融券交易业务试点期的中国证券市场,在世界其他主要国家开始评估、反思世界金融危机期间所出台的卖空交易信息披露临时措施的利弊时,我国从中可以获得哪些有益的经验与启示?针对市场交易制度的实际需求和特点,该如何对我国现有证券卖空交易信息披露制度做进一步的改进与完善?这些现实问题的解答对于当前中国证券卖空交易市场的制度建设,具有重要的理论意义和实践参考价值。

第一节 选题的理论与实践价值

一 选题的现实背景

美国第四大投资银行雷曼兄弟(Lehman Brothers Holdings Inc.)于2008年9月15日正式宣布申请破产保护。受此事件影响,第二天美国纽约股市遭遇恐慌性抛售,道琼斯指数和标准普尔指数分别下跌了

4.42%和4.71%，创下了自“9·11”恐怖袭击事件以来的最大单日跌幅；同样在英国伦敦，美元的同业隔夜拆借利率由前一交易日的3.11%迅速攀升至6.44%，涨幅高达107%。雷曼兄弟倒闭在资本市场引发了多米诺骨牌效应，世界金融危机的阴霾正在快速蔓延与笼罩。

正如凯斯琳·F. 斯泰莱在《卖空的艺术》中所言，“当破产的投资者为他们悲惨的境遇寻找替罪羊时，空头们就开始变得有新闻价值了”。^①与历史上历次由于资产泡沫崩溃所导致的金融危机一样，在2008年的世界金融危机期间，卖空交易也被推到了舆论的风口浪尖。市场普遍认为，正是由于股票卖空交易导致了相关股票价格的崩溃以及许多金融机构的破产倒闭。随着金融危机的进一步蔓延和加剧，世界各国的市场监管部门开始担忧卖空交易会进一步加剧市场恐慌。于是在2009年9月18日，美国证券监管部门首先颁布了新的限制裸卖空规定，希望以此来打击市场裸卖空，有效管控卖空交易的市场滥用行为。为了向公众解释此项措施的意义，2009年9月19日美国证监会（Securities and Exchange Commission, SEC）主席克里斯多佛·考克斯（Christopher Cox）还曾专门发布了一份声明，认为“针对金融股的临时卖空禁止措施将有助于恢复市场均衡”^②。在美国采取限制裸卖空的措施以后，英国、加拿大、法国、澳大利亚、德国、韩国、日本等国家也针对指定股票的“有担保卖空”交易和“裸卖空”交易实施了禁止或限制措施。同时还通过修改相关规则，大大加强了卖空交易信息披露监管的力度，主要体现在两方面：一是进一步拓宽了信息的披露范围，如希腊要求同时披露卖空交易量和融券借出量，美国要求披露卖空数量及价值，

① [美] 凯斯琳·F. 斯泰莱：《卖空的艺术》，崔世春译，上海财经出版社2002年版，第302页。

② 转引自蔡笑《全球金融危机中多国限制卖空：措施、效果及监管趋势》，<http://bond.hexun.com/2012-09-28/146363990.htm>。

英国金融服务管理局实施了一项临时的淡仓（卖空仓位）披露规定，将申报标准设为公司已发行股本的 0.25%，随后该披露规定成为常态，并将触发水平定于 0.5%，新加坡交易所发表咨询文件，建议将触发水平设为 1%。二是进一步提高了信息的披露频率，如印度、希腊、葡萄牙、澳大利亚、新加坡要求每天披露一次，冰岛要求证券交易所成员和券商把所有卖空交易数据每周公布一次，美国要求由每月披露一次提高到每两周公开披露一次。^①

在 2008 年世界金融危机期间，香港是世界少数几个没有出台禁止卖空或其他紧急限制措施的证券市场之一。但是在 2012 年 8 月 2 日，香港证监会还是颁布了《证券及期货（淡仓申报）规则》（以下简称《规则》）。《规则》新引进的内容主要体现在三方面：一是香港卖空申报规定适用于恒生指数及 H 股指成分股，以及其他金融股（即非上述指数的成分股，但被香港联合交易所批准允许卖空的股票）；二是每周最后一个交易日结束时，计算卖空交易者的淡仓持仓量，如果持仓超过了标的股票公司已发行股本的 0.02% 或者 3000 万港币（相对于有些国家 0.25% 的阈值，香港这一申报标准较为严格，可以对大量的卖空交易活动实施有效监管），则该交易者须在下周的第二个交易日前用证监会的规范文本做申报，直至淡仓量降到规定阈值以下；三是证监会不会直接公开向社会公布卖空申报资料，但会将每只股票的淡仓数据合并计算，一周后在证监会网站予以公开披露。

对于中国大陆证券市场而言，在世界金融危机期间，证监会正式启动了融资融券交易试点。2010 年 3 月 30 日，上海证券交易所和深圳证券交易所通知相关会员券商，可以从第二个交易日起开展融资融券交易业务，这意味着中国证券市场从此正式走进了“卖空交易”时代。关于卖空交易监管相关制度，出于试点期审慎稳妥的原则，中

① 罗黎平：《证券市场卖空交易信息披露边界问题研究——一个基于成本收益方法的分析框架》，《财经理论与实践》2012 年第 1 期。

国证监会出台了较为严格的融券卖空交易信息披露规定，如规定每个交易日开市前须公布前一交易日市场融券卖空交易的总量数据，单只标的证券融券交易信息须披露融券卖出量、融券余量等数据信息；如果单只标的证券的融券余量达到该证券上市可流通量的 25%，或者单只标的证券当日融券卖出数量达到当日该证券总交易量的 50% 时，则需要在第二个交易日开市前向市场公开发布风险揭示公告，并要求把该标的证券融券余量前五位会员的名称及相应的融券余量数据信息，在证券交易所网站予以公开披露，直到该标的证券的融券余量占该证券上市可流通量的比例降至 20% 以下，等等。

二 选题的理论背景

学术界和实务界关于证券卖空交易信息披露的利弊一直存有争议。赞成的一方认为，证券卖空交易信息披露可以规范卖空交易行为，有效地维护市场秩序。国际证监会组织（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）技术委员会早在 2002 年发布的《证券监管的目标和原则》就明确了证券监管的三大目标，即保护投资者，建立公平、有效、透明的市场以及减少系统性风险。关于卖空交易信息披露的监管目标，特别提出了五个方面：一是提供关于卖空交易的信息以促进市场活力；二是阻止市场滥用；三是减轻因操纵性卖空造成的市场失灵；四是对大额空头头寸提供早期预警，进而提示监管者对可疑活动及时展开调查；五是为其后的调查和指控行动提供帮助。^① 在 2009 年 3 月国际证监会组织技术委员会发布的《卖空监管原则》中，对卖空监管提出了四个原则，其中第二条是“应建立卖空的信息披露制度，以便为市场和市场监管者提供及时的信息”^②。

① IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2002.

② IOSCO, *Regulation of Short Selling*, 2009.

但也有许多人认为卖空交易信息披露存在许多弊端,至少体现在以下两个方面:一是认为卖空交易信息披露会一定程度上暴露卖空交易者特别是大额卖空交易者的私有信息,从而迫使他们退出交易市场,结果导致市场整体流动性的下降;^{①②}二是认为卖空交易信息披露可能导致卖空交易者行为发生异化,如坎普斯霍夫(Kampshoff)和尼切(Nitzsch)基于日本市场的实证研究发现,卖空交易信息披露导致了市场投资者交易的羊群行为,^③奥利弗·怀曼(Oliver Wyman)基于欧洲和美国证券市场的实证研究发现,卖空交易信息披露会导致证券基金经理人采取减少交易或隐秘交易的策略。^④其实在2008年世界金融危机发生的数月之后,证券市场监管部门和相关学者就已经对金融危机期间颁布出台的与限制或禁止卖空相关的临时措施提出了反思与质疑,如美国证券交易委员会前任主席克里斯多佛·考克斯曾指出,“如果当时我们知道会发生什么,我相信在权衡利弊以后美国证监会不会再做出这些决定”。^⑤

三 选题的目的和意义

在以上叙述的现实与理论背景下,我们不禁开始思考:在认为卖空交易信息披露的利弊依然存有争议的背景下,对于依然处于融资融券交易试点期的中国证券市场,该如何针对制度的实际需求和特点,对现有证券卖空交易信息披露制度做进一步的改进与完善?

① IOSCO Technical Committee, *Report on Transparency of Short Selling*, 2003.

② Oliver E. Williamson, “Transaction - Cost Economics: The Governance of Contractual Relations”, *The Journal of Law & Economics*, Vol. 22, No. 2, 1979.

③ Kampshoff and Nitzsch, “Herding Behavior of Investors after the Disclosure of Individual Short Positions”, Working Paper, 2009.

④ Oliver Wyman, “The Effects of Public Short - Selling Disclosure Regimes on Equities Markets”, Working Paper, 2010.

⑤ Nick Ronalds. :《对2008年金融危机卖空限制的反思》, <http://opinion.caixin.com/2015-09-10/100848192.html>。

在世界其他主要国家开始评估、反思 2008 年世界金融危机期间所出台的卖空交易信息披露临时措施的利弊时，我们又从中可以获得哪些有益启示？香港证券市场曾因为其保持了卖空交易制度的稳定性和连续性而在国际上享有盛誉，但这次却极力推出新的严格的卖空申报制度，该项制度的颁布对香港证券市场又产生了什么样的效果和影响？香港证券卖空交易信息披露制度设计实践又有哪些可资借鉴的经验？可以说，这些问题的解答对于当前中国证券卖空交易市场的制度建设，具有重要的理论意义和实践参考价值。

第二节 国内外研究的现状

一 交易信息披露对交易者行为的影响

在实行集中竞价交易规则的市场中，交易者基于所获得的信息形成对证券内在价值的判断，然后提交证券买卖交易指令，市场通过场内竞价撮合成交，最终形成了证券的市场价格。巴杰特（Bagehot）根据交易者是否拥有关于证券内在价值的私有信息，将市场交易者区分为知情交易者和不知情交易者两类。^① 根据这种划分方式，证券的市场价格形成过程本质上就是知情交易者和不知情交易者这两类交易者之间的重复博弈过程。在开始阶段，知情交易者拥有关于证券内在价值的私有信息，不知情交易者尚不拥有，在交易开始后，两类交易者均会基于证券内在价值的信息形成一种先验判断，并提交买卖交易指令。在接下来的交易中，不知情交易者通过观察市场披露的交易信息，对开始的先验信念进行修正并形成了新的价值判断，即所谓的后验信念。如果不知情交易者再参加市场交易，

^① Bagehot W., "The Only Game in Town", *Financial Analysts Journal*, Vol. 27, No. 2, 1971, pp. 12 - 14.

他就会基于更新后的信念提交交易指令，形成新的证券市场价格。在这种反复的信息博弈过程中，知情交易者的私有信息在交易过程中不断释放，而不知情交易者通过市场学习不断更新对证券内在价值的判断，这种信息博弈的均衡结果是：所有市场交易者关于证券内在价值的信念判断趋向一致。

在这个思路指引下，凯尔（Kyle）与巴克（Back）尝试通过理论建模的方式证明以上均衡的存在。^{①②} 虽然他们建模是基于做市商市场的条件，但是需要说明的是在非做市商条件下，这个命题同样也成立。从这个信息的反复博弈过程，不难发现交易信息披露在证券市场价格的形成中发挥着极为重要的作用。交易信息披露影响着交易者关于证券内在价值的信念判断，并最终促成了证券市场价格的形成与变化，信息披露的方式也决定着市场信息的传递、扩散与吸收的速度，对交易者的交易行为也产生了较大的影响。对于知情交易者而言，私有信息可以使他们获取更大的交易收益，因此为了保持这种私有信息优势，在交易过程中他们就会采取各种交易手段和策略，避免交易信息披露而泄露自己的私有信息。关于这一点相关研究已经予以证实，如艾德马蒂（Admati）和弗莱德（Pfleiderer）、福斯特（Forster）和乔治（George）、林迪（Rindi）等研究认为，知情交易者更喜欢信息披露程度不高的市场交易环境。^{③④⑤} 因

① Kyle A. , “Continuous Auctions and Insider Trading”, *Econometrics*, Vol. 53, 1985, pp. 1315 - 1335.

② Back K. , “Insider Trading in Continuous Time”, *Review of Financial Studies*, 1992, pp. 387 - 410.

③ Admati A. and Pfleiderer P. , “A Theory of Intraday Patterns: Volume and Price Variability”, *Review of Financial Studies*, 1988, pp. 3 - 40.

④ Forster M. and George T. J. , “Volatility, Trading Mechanisms and International Cross - Listing”, Ohio State University, Working Paper, 1992.

⑤ Rindi B. , “Informed Traders as Liquidity Providers: Anonymity, Liquidity and Price Formation”, *Review of Finance*, 2008, pp. 487 - 532.

为通过对交易信息的研判,市场上其他交易者可以识别出哪些是知情交易者,进而产生羊群效应,增加知情交易者的交易成本。在这种情况下,为了不被市场其他交易者通过交易指令信息识别出身份,知情交易者通常会采用隐秘交易策略。^①

邦弗尼斯特 (Benveniste)、马库斯 (Marcus) 和威廉 (Wilhelm) 构建理论模型重点研究了匿名交易对投资者行为的影响。该模型假设代理商可以通过指令流信息甄别出投资者的身份,而普通投资者可以根据过往交易信息判断一个投资者是否知情,这样就可以极大地减小买卖价差。^② 为此有人提出了“阳光交易”方案,为了更好地协调市场交易双方的买卖需求,投资者需向市场申报买卖交易数量,基于这些交易前的数量申报信息,投资者可以判断哪些指令包含了私有信息,这样便可以减少交易成本,降低交易中逆向选择发生的概率,进而保护市场上广大普通投资者的权益。

帕加诺 (Pagano) 和 罗尔 (Roell) 用理论模型模拟了报价驱动和订单驱动两类证券市场,其中订单驱动市场是完全透明的,而报价驱动市场的信息透明度相对较低,参与交易的市场主体包括多个风险中性的做市商和噪声交易者,知情交易者通过在两个市场之间的交易实现收益最大化,模型模拟结果显示,在订单驱动的市场中,不管知情交易者采取何种交易策略,相对知情交易者,噪声交易者的福利更优,原因在于知情交易者在信息透明的市场中很难隐藏交易策略并保持私有信息优势。^③ 1997 年 7 月,意大利公债交易由电子化的内部交易市场改变为匿名的报价市场,基于这个事件瓦

① Barclay M. and Warner J. B., “Stealth Trading and Volatility: Which Trades Move Prices?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, 1993, pp. 281 - 306.

② Lawrence M. Benveniste, Alan J. Marcus and William J. Wilhelm, “What’s Special about the Specialist?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 1, 1992, pp. 61 - 86.

③ Pagano M. and Roell A., “Transparency and Liquidity: A Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading”, *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996, pp. 579 - 611.

卡 (Vacca) 和斯卡利亚 (Scalia) 实证研究发现, 在匿名交易市场条件下, 交易者往往会通过延滞交易来获得更多关于委托单流量的信息。^①

马德哈万 (Madhavan)、波特 (Porter) 和韦弗 (Weaver) 分析了限价交易指令簿揭示的市场效应, 模型假设有三类市场参与者, 即知情交易者、不知情交易者和流动性交易者, 重点分析交易者针对限价交易指令所蕴含的免费期权的反应。^② 研究发现, 在指令提交者修改交易指令之前, 知情交易者会迅速执行期权, 而非知情交易者基于流动性需求也会使用市场免费期权。关于信息不对称的市场环境中, 信息透明度的改变对市场参与者会产生的影响, 弗勒德 (Flood)、库代克 (Koedijk) 等采用实验方法对此进行了研究, 结果发现做市商的利益在价格效率最低时达到最大, 原因在于在不透明的市场环境中做市商会进行更积极的重新定价, 并以此来吸引委托订单, 但在完全透明的市场环境中, 因为所有订单是透明的, 做市商只能进行较小的价格改善, 不能再保证其成为最优价格的提供者。^③ 哈里斯 (Harris) 和帕切佩吉森 (Pauchapagesan) 研究指出, 对于交易信息披露通常投资者普遍存在两种矛盾的心理, 如果市场是信息透明的, 他们就容易观测并学习其他交易者的策略, 但如果市场太透明, 那么自己的交易策略和信息优势也会泄露与丧失。具体到不同交易者而言, 一般是知情交易者特别是大额头寸的知情交

① Vacca V. and Scalia A., "Does Market Transparency Matter? A Case Study", A Chapter in *Marhef Liquidity: Proceedings of a Workshop Held at the BIS*, Vol. 2, 2001, pp. 113 - 114.

② Madhavan A., Porter D. and Weaver D., "Should Securities Markets be Transparent", Working paper, 2000.

③ Flood M., Koedijk K., van Dijk M. and Leeuwen I. van, "Securities Trading, Asymmetric Information and Market Transparency", in G. Gregoriou ed., *Handbook of Trading: Strategies for Navigating and Profiting From Currency, Bond, Stock Markets*, Chapter 22, 2010, pp. 319 - 342.

易者希望市场透明度越低越好，这样可以确保自己的私有信息优势，获得最大化的信息红利，不知情交易者往往更希望市场信息透明度高些。^①

关于卖空交易信息披露方面，大部分研究认为卖空交易信息披露会对市场交易者行为产生双重影响。有些研究认为，卖空交易信息披露提升了市场信息透明度，提高了市场交易效率，如国际证监会组织在一份研究报告中指出，由于卖空交易信息中含有很多有价值的信息，因此市场披露这些信息将极大提高证券价格的定价效率，具体效益体现在以下四个方面：一是能够及时揭示哪些证券价值被市场高估了；二是通过卖空交易信息的披露，可以促进投资者交易兴趣的提升；三是通过对交易信息的研判，投资者能够更好地选择证券回补买进的时点；四是通过强制性的信息披露，可以更好地监管卖空交易风险。^②

但也有研究认为卖空交易信息披露也存在着不少弊端：一是认为卖空交易信息披露可能会抑制卖空交易者交易的意愿和积极性，从而降低整个市场的流动性；二是认为卖空交易信息披露可能导致卖空交易者行为发生异化，如坎普斯霍夫和尼切基于对日本证券卖空交易的研究发现，卖空交易信息披露确实会产生投资者羊群效应。^③ 奥利弗·怀曼基于对美国 and 欧洲证券卖空交易的研究发现，卖空交易信息披露一定程度上会导致证券经理人选择隐秘交易或减少交易行为。^④

① Harris L. and Panchapagesan V., "The Information - Content of the Limit Order Book: Evidence from NYSE Specialist Trading Decisions", Working Paper, 2003.

② IOSCO Technical Committee, *Report on Transparency of Short Selling*, 2003.

③ Kampshoff and Nitzsch, "Herding Behavior of Investors after the Disclosure of Individual Short Positions", Working Paper, 2009.

④ Oliver Wyman, "The Effects of Public Short - Selling Disclosure Regimes on Equities Markets", Working Paper, 2010.