

SSEResearch

上 证 研 究

《上证研究》2005 年第1辑

- (1) 卖空机制——国际金融市场运用和中国可能采取的模式
- (2) 中国证券市场引入卖空机制研究
- (3) 雅典股票回购与逆回购合约评介
- (4) 新加坡股票借贷市场：发展、模式及借鉴
- (5) 赫尔辛基股票借贷市场的经验和对发展我国股票借贷产品的借鉴意义
- (6) 在上证所适时推出认股权证
- (7) 关于我国推行日内回转交易(T+0)制度的可行性研究
- (8) 开盘机制透明性与“波动性比率之谜”
- (9) 交易所衍生品市场发展的国际经验及中国的路径和策略选择研究

1

復旦大學 出版社

上 证 研 究

二〇〇五年第一辑

上海证券交易所研究中心

復旦大學 出版社

图书在版编目(CIP)数据

上证研究. 二〇〇五年第一辑 / 上海证券交易所研究中心. — 上海: 复旦大学出版社, 2005. 10

ISBN 7-309-04682-X

I. 上… II. 上… III. 证券交易—资本市场—研究—中国—2005 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 097502 号

**上证研究 二〇〇五年第一辑
上海证券交易所研究中心**

出版发行 **复旦大学出版社** 上海市国权路 579 号 邮编 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65118853(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 徐惠平
总编辑 高若海
出品人 贺圣遂

印刷 江苏句容市排印厂
开本 787×1092 1/16
印张 16.75
字数 327 千
版次 2005 年 10 月第一版第一次印刷

书号 ISBN 7 - 309 - 04682 -X/F · 1035
定价 30.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。
版权所有 侵权必究

主 编	朱从玖		
副主编	方星海	胡汝银	
编 委	施东晖	刘 逖	傅 浩
	卢文莹	王风华	张卫东

目 录

卖空机制——国际金融市场运用和中国可能采取的模式	1
James J. Angel	
中国证券市场引入卖空机制研究	12
上海交通大学证券金融研究所 银华基金管理有限公司联合课题组	
雅典股票回购与逆回购合约评介	76
上海证券交易所研究中心 刘逖	
新加坡股票借贷市场：发展、模式及借鉴	107
上海证券交易所研究中心 司徒大年	
赫尔辛基股票借贷市场的经验和对发展我国股票借贷产品的借鉴意义	117
上海证券交易所研究中心 王风华	
在上证所适时推出认股权证	123
上海证券交易所研究中心 卢文莹	
关于我国推行日内回转交易(T+0)制度的可行性研究	142
上海证券交易所研究中心 刘逖	
开盘机制透明性与“波动性比率之谜”	149
上海证券交易所研究中心 施东晖	
交易所衍生品市场发展的国际经验及中国的路径和策略选择研究	166
交易所衍生品市场发展的国际经验及中国的路径和策略选择研究课题组	

卖空机制——国际金融市场 运用和中国可能采取的模式^{*}

James J. Angel

内 容 摘 要

本篇报告分析了各国卖空机制的实践经验,认为卖空机制有助于降低股市的投机性和波动性,并增加市场的流动性。报告认为建立一个透明、高效的股票借贷市场是推行中国卖空机制的重要环节。上海证券交易所可以利用自身先进的限价订单交易平台,通过与证券登记结算公司等市场参与方的紧密合作,建立一个可行的股票借贷市场。

^{*} 课题承担人:上海证券交易所高级金融专家 James J. Angel

课题协调人与译校:上海证券交易所研究中心王风华

课题研究助理与中文翻译:于李胜、古甘霖

目 录

1 引言	3
1.1 卖空机制的作用	3
1.2 如何看待对于卖空的反对意见	3
2 美国的卖空监管	5
2.1 身份原则	5
2.2 到账原则	5
2.3 披露原则	5
2.4 抵押品要求原则	5
2.5 限价卖空规则	6
2.6 交易的透明度原则	6
3 其他国家对卖空的监管	6
3.1 欧洲	6
3.2 美洲	7
3.3 亚洲	7
4 卖空在中国的实践和监管	7
4.1 内地	7
4.2 香港	7
4.3 台湾	8
5 中国股票借贷市场可能采取的模式	8
5.1 混合模式下股票借贷市场的交易流程	8
5.2 关于卖空监管的建议	9
5.3 相关问题	11

1 引言

1.1 卖空机制的作用

在金融市场中,卖空交易是一种经常被误解的交易方式。简单来说,它是指卖空者出售一种自己并不拥有的金融工具。

我们可以举个例子来说明卖空是如何进行的。假设一个投资者想卖空中国联通在纽约证券交易所挂牌的 1 000 股股票,经纪人可以安排借入这些股票,并且在纽约证券交易所按当时的市场价 7 美元卖掉。如果事后该股票价格下跌到 5 美元,这个投资者可以按此价购入 1 000 股归还当初所借股票,从而取得每股 2 美元收益。相反,如果股票涨到 10 美元,投资者每股将会损失 3 美元。

卖空机制在金融市场有着重要的作用。第一,它将更多的信息融入股价里,从而有助于降低股市的投机性与波动性,这是卖空机制最重要的作用。以长期投资为主的投资者通过购买股票往往较容易把正面消息反映在股价中。然而,要是股价只反映正面消息,不反映负面消息,那么股价将高于其真实的价值,投资者最终还是会失望。基于美国证券市场的研究表明,当卖空由于股票借贷市场的无效性而受到限制时,股票回报率远低于市场的回报率,即当卖空受限制时,投资者将为购买股票付出过高的价格。尽管开始时股票价格过高似乎很好,但当股价下跌时,许多投资者最终还是受损,并且对资本市场的运行机制失去信任。他们将不愿意买任何股票,从而增加了所有上市公司的融资成本。

第二,卖空机制有助于增加资本市场的流动性,比如有助于做市商做市。在美国,做市商作为专业投资者,为市场提供了买卖两方面的对手方,增加了股市的流动性。然而,当客户买股票时,做市商不一定有货。如果做市商可做空,那么做市商就可按市价卖给客户。如果不能做空,股价将会临时跳到一个过高的水平,使得股市波动性更大。

第三,卖空机制有助于证券衍生品的价格充分反映衍生品所代表证券的实际价格。由于存在套利关系,衍生品的价格是与基础证券价格相联系的。如果衍生品的价格偏离其合理的价格,套利者就会买进低估的证券,卖出高估的证券,这有助于把证券价格推至正确的水平。

例如,交易所基金(ETF),即在交易所交易的一揽子股票,是证券衍生品的一种形式。为了确定 ETF 的价格是紧密跟踪指数价格的,套利者会监视 ETF 的价格和 ETF 包含的股票的价格。当 ETF 的价格低于它所包含的股票的价格时,套利者会买入 ETF,卖空股票;反之亦然。这使得 ETF 与它所代表的股票组合的价格一致。

1.2 如何看待对于卖空的反对意见

自资本市场发展初期起,卖空就一直是争论的焦点。事实上,每一个发展中的资本市场在其发展过程的某一阶段都曾禁止卖空,多年后才逐渐放开。

1610 年荷兰禁止卖空行为;1733 年英国禁止卖空;1802 年拿破仑在法国禁止卖空;1821 年纽约州禁止卖空。

当股票价格下跌,投资者遭到损失时,对卖空的指责往往也最多。一般来说,人们通常会在以下几方面指责卖空行为:

- (1) 出售不属于自己财富的行为有偷窃之嫌;
- (2) 当卖空者赚钱时,必定有人要损失,把盈利建立在别人的痛苦上是错误的;
- (3) 卖空使股票价格下跌;
- (4) 卖空者传播了一些对绩优公司诽谤的言论;
- (5) 卖空者操纵了价格;
- (6) 卖空者增加了股价的波动性;
- (7) 卖空机制鼓励了过度投机;
- (8) 当卖空者不能归还借入的股票时,清算机制会遭到破坏。

上市公司的管理者们常常对卖空者非常憎恶,这是因为卖空者因其经济利益的驱动会全力传播他要卖空的上市公司的负面消息。

事实上,绝大多数对于卖空的指责是误解和完全错误的,如果我们仔细思考一下,这些指责同样可以针对普通的股票购买行为。在股票所有者允许的情况下,卖空者借入股票并将其出售的行为不是偷窃。另外,卖空者有助于防止股价被高估,从而防止做多头的投资者损失更多的钱。如果卖空者基于某公司正确的消息做出卖空决定,那么公司股票的价格应该下跌以反映公司真实的价值;反之,如果卖空者基于错误的消息做出卖空决定,股价将会上涨以反映公司真实的价值,最终卖空者会遭受损失。

过去,卖空者被指责为熊市制造者——他们不断出售股票,从而使股票的价格远远低于其真实价值。然而,这些年在美国的大量研究,包括 Meeker (1932) and Lamont (2003) 表明,企业对卖空者的指责和抱怨是过头的,甚至是错误的。

中国《证券法》第 72 条规定禁止散布虚假信息。事实上,卖空者并不比做多者有更多的动机去传播假公司信息,而且散布假消息的卖空者也会面临公司的起诉。

谈到过度投机,即使在卖空未受限制的市场,卖空行为也是很少的。纽约证券交易所平均每月被卖空的股票的未到期余额占到所有发行在外股票量的 2%。当然,在纽约证券交易所卖空成交量是很高的,2003 年达到交易总量的 13.5%。

对清算机制产生威胁是另一个问题。很明显,假设清算机制建立不当,如果卖空者可以不借入股票就直接卖空,那么这种卖空会在市场上产生虚拟股票,流通中的股票数就会未经允许地增加;另外,如果卖空者到期不偿还股票,出借股票方就可能会有损失。

卖空机制涉及股票的借出,就像银行系统中的借款一样,自然会存在信用风险。股票借出者要确信他们在需要时可以召回借出的股票,这就要求有足够强大的融资系统,以使资本市场的运作不会造成财务公司的连锁倒闭。一个可能的系统风险是资本市场的投资者在很短的时间内损失了很多钱以至于股票借款无法归还,并且经纪人也损失惨重,从而引起融资市场一系列问题。尽管这种可能性很小,监管者仍需要认识到这个问题并采取措施加以防范。

2 美国的卖空监管

由于存在各种潜在的风险,对卖空的监管非常重要,监管的目的是:

- (1) 防止清算出现问题;
- (2) 防止因无法归还股票使得经纪人失败产生的问题;
- (3) 防止由于金融机构的连锁失利带来的系统风险;
- (4) 保持对完好市场机制的信心;
- (5) 体现政府监管市场的意图。

历史上,卖空在美国经历了多种不同的监管政策。1821年纽约州曾一度禁止卖空,后来又废除禁令。纽约证券交易所在联邦政府对证券交易行为进行监管之前,就对各类交易行为进行了管制。时至今日,纽交所要求它的成员和上市公司执行比法律规定的最高标准还要严格得多的标准。为了方便监管,纽交所要求交易指令表明空头或多头来收集卖空的数据。纽交所在1931年还设置了证券提价交易规则(uptick rule),这比美国证监会制定相关准则早了七年。

美国现行的卖空监管包括以下内容:

2.1 身份原则

通常大部分的投资者都可以进行卖空操作。然而,拥有递延税项的退休金账户,如个人退休金账户不能进行卖空;共同基金一度不允许卖空,这个禁令现在已被解除,但是许多共同基金和机构投资产品经常含有对卖空的限制。公司管理人员被禁止卖空自己公司的股票,这个政策目前已被禁止短期交易本公司股票的规定所取代,但该规定没有明确禁止公司管理人员卖空自己公司的股票。另外,许多雇佣合同经常包含着对卖空本公司股票的限制。

2.2 到账原则

投资者必须确定股票在卖空前可以被借到。

2.3 披露原则

当投资者发出卖出指令,指令必须表明是多头还是空头。这个信息将提醒经纪人公司做好股票安排,并将按照限价卖空规则(tick rules)或买价测试原则(bid test)传递给交易所和做市商。

2.4 抵押品要求原则

联邦储备的T号规则(Regulation T)通常要求卖空者在经纪人为其安排好股票贷款进入空头状态前,支付50%的抵押品。抵押品可采用客户账上的

证券。交易所规定抵押品保持水平的最小值为不低于股票价值的 25%。抵押品实际水平最终由经纪人公司确定。事实上,经纪人公司会设立更高的抵押品水平。

上述规定只适用于卖空者向经纪人借入股票,如果卖空者直接从股票借出者借入股票,50%的抵押品水平不再适用,抵押品水平由二者谈判确定。

2.5 限价卖空规则(tick rules)

进行卖空交易时,美国有一套复杂的制度规定在什么情况下卖空订单可以被执行成交。这些规定在各交易市场之间变化很大,并且美国证监会也在不断修订这一制度。

2.6 交易的透明度原则

在美国,交易所每月一次披露每只股票的卖空情况,但没有更高频率的数据,也没有场外交易议价板市场和粉色价单市场上的卖空交易的信息。

3 其他国家对卖空的监管

卖空监管在世界各国差异很大。通常卖空在发达资本市场是允许的。Bris, Goetzmann, and Zhu (2003)调查了世界各国的股票市场,发现世界股票市场市值的 93%可被用来进行卖空交易,允许卖空的股票市场数也在增加。

3.1 欧洲

总的来说,主要的欧洲国家对卖空限制较少,既没有要求卖空指令要标明空头,也没有对何时可进行卖空的交易做出限制,如德国交易所股份公司、泛欧交易所、斯堪的纳维亚交易所。2003 年,英国金融服务局表示:

“我们对卖空的评价始终是:这是一种合法的投资行为,在支撑有效市场中起了重要的作用。卖空对被高估的股票起到加速股价纠正的作用;它也支持了衍生品交易和套期保值行为,有利于流动性和交易机会。我们因此不禁止卖空。”

然而,英国金融服务局也认为增加透明度对市场有益,并且促使清算公司 Crestco 根据证券借贷行为披露信息。Crestco 现在每月披露最大的 350 家公司的证券借贷数据,并且向订购者出售每日数据,该公司也会披露在清算问题上表现最差的 50 家公司。

赫尔辛基和雅典交易所已形成正式的证券借贷市场,它是衍生品市场的一部分。由于两个交易所都有微机化的限价订单簿交易平台,它们为中国建立有效的股票借贷市场提供了良好的模型。

在雅典市场,股票借入又叫股票逆回购。交易所统一管理股票借出池,并作为唯一的借出者。投资者将自己的股票放入借贷池中,如果股票通过交易所被借出,投资者将得到扣除交易所费用后的收益。但是,潜在的借出者不能利用交易所系统发出愿意借出的指令,在这里只有一种标准合同,这种合同一般在年底到期,在新年的第一天新合同订立,所以投资者在年末借贷股票不是很

方便。虽然合同签到年底,但借入者可提前还贷,而借出者也可要求提前偿还。此外,在希腊还存在着与之相竞争的场外股票借贷市场。

赫尔辛基交易所经营着一个透明的股票借贷市场,它是衍生品市场的一部分。该市场允许潜在的股票借贷双方为股票借贷发出借出与借入的交易指令。借贷市场每月都会有合同到期,借贷合同最长期限不超过一年。在这里除了一些流动性不好的股票不能借出以外,大部分的股票都可借出。

赫尔辛基交易所经营的股票借贷市场在期限上存在相当大的灵活性。借贷双方可以就移交和支付的时间达成一致,也可以就贷款可否提前催缴等问题达成一致。交易所有能力在其系统内匿名对合适的借贷双方进行配对撮合。

3.2 美洲

加拿大有一个类似于美国的证券提价交易规则(uptick rule),要求交易前标明是否是空头。然而在交易程序、做市和套利行为方面对空头没有过多的限制,即没有要求交易前股票到账,因此也导致了虚卖空等情况。

3.3 亚洲

通常来说,亚洲国家比欧美国家倾向于更严厉的卖空管制。最近,日本把增加卖空的限制作为对付通货紧缩的一种手段,增加了卖空时必须标明是空头的强制性要求,同时也加强了监管。在日本,如果卖空价与最近一次交易的价格相同,但低于前一次的价格,那么证券提价交易规则将禁止卖空。笔者认为,这些举措只是日本监管部门想要体现自己的监管职能,而并非有多少作用。目前,在日本从证券公司借入股票的投资者必须在交易前提供 130% 的抵押品,其抵押品的维持水平在 120%。

4 卖空在中国的实践和监管

4.1 内地

卖空在中国内地并不存在,没有官方提供的证券借贷市场。实际上,《证券法》第 141 条禁止证券公司借出客户的证券,还要求卖出指令在被执行前,投资者账户上必须有证券,这是为了防止清算失败。当然,在私人之间可能存在非官方的股票借贷,只是无从考究。然而,卖空本身没有明确违反法律,所以在不改变法律的前提下,在中国设计和实施一个股票借贷市场是可行的。

实际上,中国公司的某类股票是可以卖空的,如所谓的 N 股,它是中国的上市公司在美国市场发行美国存托凭证(ADR)。ADR 在美国是可以卖空的。

4.2 香港

在过去十年里,卖空在香港经历了各种监管政策。证券提价交易规则在 20 世纪 90 年代中期被取消,但在 1998 年由于亚洲金融危机又重新启用。在香港,也要求在进行卖空交易时标明空头,同时披露每日每只股票总的卖空量。股票借入者提供的抵押品至少是股票价值的 105%。因为经纪人对目前已有的股票借贷市场不很满意,所以香港交易所考虑建立一个基于交易所的股票借

贷市场。

4.3 台湾

台湾对可卖空的股票类型有一定限制。例如：股票必须至少上市 6 个月，不能按低于面值出售。另外，如果在交易中出现清算问题或价格过度波动，那么卖空将可能被取消。台湾有证券提价交易规则，但是对 ETF 和衍生品对冲的交易并不适用。另外，台湾对外国公司的交易行为也加强了限制。

5 中国股票借贷市场可能采取的模式

上海证券交易所研究中心对上证所建立股票借贷市场的可行性已进行了深入的研究，本课题所建议的市场模式在相当程度上借鉴了已有的研究成果。

证券借贷市场存在五种可供选择的模式：① 类似于赫尔辛基交易所的长期借贷合同；② 雅典模式，交易所作为借贷池的唯一管理者；③ 通过经纪商进行的场外交易系统，类似于美国和欧洲；④ 简化的股票借贷安排；⑤ 赫尔辛基和雅典的混合形式。

笔者建议在上证所建立第五种模式，它结合了其他模式的优点。通过内部系统连接上证所交易平台和股票存托机构，上证所很容易在其股票借贷市场上对借入与借出者进行配对。

5.1 混合模式下股票借贷市场的交易流程

可以通过以下的例子说明股票借贷市场是如何运作的。

第一步：客户像进行其他交易一样输入卖空指令。

第二步：经纪人把指令传递给上证所。

第三步：上证所交易平台把指令转发给股票借贷市场。上证所交易平台注明该指令是卖空指令，并把该指令传给股票借贷市场，此时股票借贷开始进行。上证所等待股票借贷市场股票借贷已完成的确认信息。

第四步：股票借贷市场在最合适的价位上将该卖空指令与一个股票借贷的供给相配对。

第五步：股票借贷市场通知股票存托系统中国证券登记结算有限责任公司将股票从借出者转入借入者的账户。

第六步：股票存托系统将股票从借出者转入借入者的账户后，通知股票借贷市场股票过户已完成。

第七步：股票借贷市场通知上证所股票已成功借入。

第八步：上证所执行卖空程序。

第九步：把相关的一些信息传递给相关方面。

以上的交易过程将在瞬间完成。其后，在卖空清算日，发生下列程序：

第一步：相当于股票价值 25% 的抵押品，从卖空者在经纪人公司开立的现货账户中经正常的清算程序转移至股票借贷市场的抵押品账户。

第二步：股票出售收益从股票购买者在其经纪人公司中开立的现金账户

中转移至股票借贷市场的抵押品账户。此时,股票借贷市场拥有的抵押品和现金的价值相当于股票卖价的 125%。

第三步:被卖出的股票从股票存托系统中卖空者账户过户至买入者的账户。

5.2 关于卖空监管的建议

5.2.1 披露

客户必须在发出卖空指令时对卖空交易进行披露。这一点可以通过在现有标准订单上增加“卖空”这一栏便可达到。为了防止卖空交易被滥用,对监管者来说识别卖空过程是必要的,因此,当卖空者发出指令时要求他标明卖空是有意义的。

5.2.2 抵押品要求

抵押品有三个作用:(1)当借入者空头头寸损失,抵押品可防止借出者和经纪人公司遭受损失;(2)增加借入股票或货币的成本,降低投机行为;(3)阻止了一些没有经验的投资者的投机行为。

值得注意的是,在美国以机构投资者为主的股票借贷市场中,借出者要求股票价值的 102% 作为抵押品,同时,借出者在选择交易对手时也是非常小心的。

如果抵押品水平设置太低,系统遭受损失的可能性会增大。进一步说,没有经验的投资者可能会采取不理智的买卖行动。如果抵押品设置水平太高,将会给卖空造成较大障碍,这将导致股价失真和过高的市场波动率。

通过前面对卖空市场的介绍,在市场初期,投资者和监管者都在对卖空积累经验,设置高的抵押品水平是可以理解的。因此,我们可以最初要求 125% 的现金抵押品,而后维持 115% 的水平,这样比较合理。这种水平比美国和赫尔辛基市场的水平要高多了,但是也不至于高到完全阻碍市场运作的程度。抵押品的水平可以随着市场的成熟而降低。

5.2.3 卖空者的资格

一个需要明确的问题是哪些投资者可以卖空?为了遵循循序渐进的改革过程,可以先允许一部分投资者进行卖空交易。例如,一般人会认为散户投资者在运用这种金融工具时会相对没有经验,只有机构投资者,即只有达到一定财富量的投资者,才能卖空。类似地,也有人认为外国投资者不能卖空,这样外国游资就不会对我们的市场造成破坏。

但是,诸如此类的“划分”也会带来一系列问题:一是任何像这样的局部限制将会遇到遵守和实际执行的问题。如果这种限制是无效的,那么我们会浪费稀有的监控资源,而不能用之来对付真正的市场欺诈行为。

第二个问题是“划分”将会造成市场不公平的印象。不能卖空的投资者将会把股价下降的责任推给能卖空的投资者。如果“规则不是公平的”,不能卖空的投资者将会离开市场转而将他们的资本投向别处。

信息披露是一个解决不成熟投资者问题的途径。例如,美国要求经纪公司在允许客户进行期权交易前提供给客户一份标准的所交易期权的风险报告。

5.2.4 可被卖空的股票

接下来的问题是:是否所有的股票都可被卖空,还是仅仅流动性最强的股票能被卖空?回答这个问题的正确途径是回顾实施卖空机制的主要原因:增强股价的稳定性,提高价格的发现功能,提高市场的流动性,为衍生金融产品定价提供基础。

很清楚,对于有衍生产品的证券应该被允许卖空,这不仅包括包含在ETF及主要指数里的股票,还包括那些发行可转换债券的股票。但是,为了更好地发现价格,所有的股票,而不仅仅是通常与衍生工具相关的大股票都应被允许卖空,规模小、流动性较差的股票更应被允许。

5.2.5 公司治理

股票借贷市场的存在使得股票借入者有可能购买公司的投票权。如果投票权可能以低成本取得时,这就会给滥用收购者提供机会。

但是,这里所建议的借贷市场排除了通过卖空来购买投票权的可能性。这里建议的股票借贷市场自动地和卖空交易联系起来,只有在卖空交易被执行后才借入股票。这里建议的股票借贷市场只能进行卖空。即使股票借贷和卖空交易是分离的,仍然有其他办法可以限制购买投票权以防滥用的可能性,如规定只有实际购入的股份才有投票权。

5.2.6 持仓限制

通过限仓制度,衍生品市场减少了逼空而造成的价格操纵风险。

限仓制度在个人账户推行比较困难,原因有二:一是对监管者来说合并不同账户的头寸很重要,而操纵者可组成一个团体一起操纵价格;二是引入衍生品后,监管者必须考虑持仓限额中是否包括衍生品的头寸。比如,空头看涨头寸(Short Call Positions)和多头看跌头寸(Long Put Positions)都类似于空头头寸。这些应该包括在持仓限额中吗?因此,对个人账户实施持仓限制是较困难的。

限仓制度也可运用于市场整体水平上。例如,股票借贷量可限制在不超过可用于交易的股票数量的10%。

但是,对总体卖空水平实施严格的限仓制度实际上有可能导致逼仓和市场操纵。如果操纵者在某只股票接近持仓限制时,要求收回借出的股票,逼迫借入者购买股票,这样可以使股价暂时升至背离真实价格的水平。

正因为如此,笔者建议实施灵活的限仓制度,当卖空量超过可供交易股数的10%时,监管者有权介入以限制进一步的交易。

5.2.7 税收问题

股票借贷市场必然会涉及到税收方面的问题,这些问题对市场能否成功也有相当大的影响,故需要得到满意的解答。

(1) 第一个问题是有关交易印花税的。股票交易的印花税是否同样适用于股票借贷? 笔者认为答案是否定的, 因为只有在借入的股票被卖出后才应交纳印花税, 所以如果对借贷交易也征印花税就会引起双重征税。

(2) 第二个问题是有关贷出股票是否构成了应纳资本利得税的行为。很清楚, 笔者认为答案还是否定的, 股票仅仅是被借出而不是被卖出。但是, 贷出股票得到的收入明显构成应税收入。

5.3 相关问题

成功的股票借贷市场需要投资者、券商、交易所、登记公司、监管部门各方的积极参与。组建借贷市场的各方面都会面临相应的成本, 比如证券公司不得不修改系统来满足投资者卖空交易的需求, 上证所面临着设计、建立、运营方面的成本, 证券存托系统将承担借入与借出方实时交易和盯市清算的成本, 监管者将承担额外的监管责任。投资者在经济利益驱动下出借股票, 股票借贷市场的收益应在市场的组织与参与方中合理分配。

(本文为上海证券交易所高级金融专家工作站研究成果摘要, 仅反映作者本人观点, 而不代表任何个人和机构的观点)

中国证券市场引入 卖空机制研究^{*}

上海交通大学证券金融研究所
银华基金管理有限公司联合课题组

内 容 摘 要

本文分总报告和分报告两部分,对卖空交易制度的基本内涵和功能、卖空交易机制在发达证券市场中的演进、卖空交易机制衍生的风险、我国引入卖空交易机制模式选择、意义及应注意的问题作了论述。由于篇幅原因分报告中的内容略。

* 课题组组长:杨朝军

课题组副组长:尚 健

课题研究及协调人:上海证券交易所 卢文莹

课题研究员:沈思玮 李昌荣 廖士光 邓 桑 陈富权 陈 秋 陈湘永 蒋国云