

## 新冠肺炎疫情以来欧盟卖空监管的改革动向及其启示

徐承志\*

**摘要:**全球范围的新冠肺炎疫情对于各国经济带来了深远影响。疫情导致的证券市场波动和个股异动也使理论界与实务界再次关注卖空交易监管问题。疫情初期,部分欧盟成员国对于卖空交易进行了及时干预。后续,欧盟层面也针对欧盟证券市场波动以及美国市场个股异动进行了回顾,提出了优化干预措施,防范“裸卖空”及完善信息披露制度的改革方案。国内市场方面,受疫情及国际局势影响,我国股市在 2022 年上半年也经历了一定波动。如何规范卖空交易,维护市场稳定,仍是资本市场的重要课题。在此背景下,跟踪了解欧盟等成熟市场的卖空监管改革动向及运行效果,可提供有益参考。一方面应根据我国证券市场发展和投资者分布特点继续坚持监管干预、防范“裸卖空”及加强信息披露;另一方面应思考前述安排的审慎性、科学性,以有效发挥卖空交易在促进价格发现、增加市场流动性等方面的积极作用。

**关键词:**卖空交易 监管干预 “裸卖空” 信息披露

---

\* 上海财经大学法学院博士研究生。

2020年以来,由于新型冠状病毒肆虐全球,世界格局加速震荡、重构。经济领域,呈现市场衰退与政府刺激并存的景象。金融市场也在2020年初的急剧下滑之后随着疫情企稳而逐渐回升,随后在衰退和刺激之间震荡波动。

在此背景下,各国高度重视维护金融稳定发展,加强逆周期调节和金融监管。本文主要关注2020年新冠肺炎疫情以来欧盟证券监管机构ESMA(The European Securities and Markets Authority)在市场波动情况下针对卖空交易的监管措施和改革动向,以期为我国卖空交易(融券交易)<sup>[1]</sup>及其监管制度的发展完善提供参考借鉴。

## 一、疫情之下欧盟对于卖空交易的监管与关注

### (一) 市场波动:部分欧盟成员国实施卖空禁令

自2020年年初开始,受疫情冲击,全球经济深陷泥潭,海量财富蒸发,贸易投资下挫,金融市场动荡。<sup>[2]</sup>2020年3月前后,全球股市仅在短短40个交易日内就出现了近30%的下跌,创下了有史以来最急剧的修正。据不完全统计,2020年3月11日,有近11个国家的股市发生熔断。截至2020年3月底,这场恐慌性抛售导致全球股市下跌了12万亿美元的市值。<sup>[3]</sup>

面对疫情冲击造成的市场波动,西班牙国家证券市场委员会(CNMV)、意大利证监会(CONSOB)、法国金融市场管理局(AMF)、比利时金融服务和市场管理局(FSMA)、希腊资本市场委员会(HCMC)、奥地利金融市场监管局(FMA)等国家监管机构(national

---

[1] 根据中国证券业协会主编的《融资融券业务知识手册》,我国的卖空交易称为融券交易,是融资融券中的交易类型之一。融资交易即借入资金买入证券,融券交易即借入证券卖出。

[2] 参见凌朔:《疫乱交织 正道致远——回眸2020年的世界》,载新华网, [http://www.xinhuanet.com/world/2020-12/21/c\\_1126888774.htm](http://www.xinhuanet.com/world/2020-12/21/c_1126888774.htm)。

[3] 参见吴家明:《魔幻的2020 海外股市:疫情给市场留下了什么》,载中证网, [https://www.cs.com.cn/hw2020/202012/t20201229\\_6125564.html](https://www.cs.com.cn/hw2020/202012/t20201229_6125564.html)。

competent authority, NCA) 颁布了一系列卖空禁令, 以求稳定证券市场。卖空禁令原先大部分规划为 2020 年 3 月 18 日至 4 月中旬, 后整体推延到了 5 月 18 日。<sup>[4]</sup> 针对前述举措, ESMA 按照职责进行了评估, 认为成员方实施的卖空禁令紧急措施及后续的续期确有必要<sup>[5]</sup>, 并整体支持了前述干预措施。

2020 年 3 月 16 日, 为提升监测力度, ESMA 发布决定, 临时要求在欧盟市场的股票卖空方在其卖空头寸 (net short positions, NSP) 达到或超过已发行股份的 0.1% 时, 就需要通知相关国家监管机构<sup>[6]</sup>, 这降低了原先规定的 0.2% 的报告门槛。ESMA 表示, 降低报告门槛对于监管机构监测市场动向至关重要, 以确保欧盟市场的有序运行, 维护金融稳定和投资者保护。后续, 该临时命令共更新 (延期) 了 3 次, 最终于 2021 年 3 月 15 日终止。<sup>[7]</sup>

## (二) 个券异动: 美国市场 GME 事件引起欧盟关注

2021 年 1 月, 部分华尔街机构投资者开始实施针对纽交所上市公司游戏驿站 (GameStop, GME) 的卖空操作。截至 2021 年 1 月 26 日,

---

[4] 意大利证监会 (CONSOB) 卖空禁令原设定的终止日期为 2020 年 3 月 18 日至 6 月 18 日, 后于 2020 年 5 月 18 日提前终止。

[5] ESMA issues positive opinions on short selling bans by Austrian FMA, Belgian FSMA, French AMF, Greek HCMC and Spanish CNMV, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-positive-opinions-short-selling-bans-austrian-fma-belgian-fsma>, accessed June 1, 2022.

[6] ESMA decision of 16 March 2020 to require natural or legal persons who have net short positions to temporarily lower the notification thresholds of net short positions in relation to the issued shares capital of companies whose shares are admitted to trading on a regulated market above a certain threshold to notify the competent authorities in accordance with point (a) of Article 28 (1) of Regulation (EU) No. 236/2012 of the European Parliament and of the Council, ESMA70-155-9546, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9546\\_esma\\_decision\\_-\\_article\\_28\\_ssr\\_reporting\\_threshold.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-155-9546_esma_decision_-_article_28_ssr_reporting_threshold.pdf), accessed June 1, 2022.

[7] ESMA to allow decision on reporting of net short position of 0.1% and above to expire, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-allow-decision-reporting-net-short-position-01-and-above-expire>, accessed June 1, 2022.

卖空方的空头头寸高达55.1亿美元,是GME流通市值的140%,[8]该股票处于重度卖空(heavy short)的状态。在此背景下,一些对手方开始号召投资者买入GME股票抬升股价对抗卖空方,在论坛Reddit上发起了与华尔街对着干的风潮。于是,众多散户抱团买入GME股票,将其股价抬升到2021年年初价格的20多倍,造成了卖空方的重大损失。[9]后续,严重虚高的GME股价在高位并未持续太久后开始暴跌[10],许多原先高价买入GME股票的散户也损失惨重。GME事件前后持续一个多月时间,GME股价经历的大幅波动以及“散户大战华尔街”事件均引发广泛关注。

GME事件造成个券异动也引起了欧盟方面的关注。2021年2月17日,ESMA发布一份声明,敦促散户投资者谨慎根据来自社交媒体和其他不受监管平台的信息做出投资决策,因其相关信息的可靠性和质量无法得到验证。[11]2021年2月23日,欧洲议会经济和货币事务委员会(European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, ECON - Ausschuss)专门讨论GME事件及其对欧洲市场的影响。ESMA主席Steven Maijor在会上表示,大量购买股票和看涨期权,加上非常高的空头头寸为GME股价前所未有的价格上涨创造了条件。欧盟证券市场的空头头寸低于美国,只有20家发行人的净空头比例超过10%(最多16%)。这可以有效降低类似GME事件的轧空

---

[8] 参见黄世忠、李诗、于晓然:《游戏驿站股票现象的解析与启示——基于行为金融的视角》,载《财会月刊》2021年第5期。

[9] 参见上海交通大学上海高级金融学院、上海交通大学中国金融研究院课题组:《游戏驿站 Gamestop(GME)事件核心问题分析与评价》,载中国金融研究院网,<http://www.cafri.cn/Contents/images/Research/20210209040846.pdf>, 2022年6月1日访问。

[10] Wind数据库显示,GME股票价格从1月27日的347.5美元跌到了2月19日的40.59美元。

[11] ESMA highlights risks to retail investors of social media driven share trading, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-highlights-risks-retail-investors-social-media-driven-share-trading>, accessed June 1, 2022.

(short squeeze)风险。<sup>[12]</sup> 2021年3月17日,ESMA在2021年第一期的TRV(trends, risks and vulnerabilities)报告中再次提及了GME事件,认为GME股票价格异动,最初由散户投资者使用杠杆进行大量购买引发,也因空方和期权承销商的对冲购买而放大,欧洲市场需要关注其他被严重做空的股票或金融产品是否会出现如此脱离经济基本面的价格异常波动。<sup>[13]</sup>

## 二、疫情之前欧盟已形成统一的卖空交易监管制度

此轮疫情引发市场波动及个券异动之前,欧盟市场针对卖空交易的监管制度在2008年金融危机之后已经构建成形,并在十多年的时间里整体保持稳定。为对比分析疫情以后的改革动向,先梳理回顾欧盟市场的卖空监管制度。

### (一)金融危机促进欧盟市场卖空监管协同

2008年金融危机之后,欧盟各国开始关注卖空监管与政策协同问题。从2010年开始,部分成员国陷入主权债务危机引起欧盟市场波动,包括法国、意大利、德国、希腊在内等国家都出台了针对证券卖空的限制性措施,但是由于各国监管政策不同,欧洲金融市场陷入分列,并导致监管套利现象的发生。<sup>[14]</sup> 为了统一金融市场的卖空监管,欧盟加快推进卖空监管立法,最终于2012年颁布了《卖空及信用违约互换监管条例》(SSR Regulation on Short Selling and Certain Aspect of Credit Default Swaps),对于欧盟市场卖空交易进行统一管理。SSR主要包括

---

[12] See Steven Maijor, *Introductory statement – ECON Exchange of views in relation to GameStop share trading and related phenomena*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1307\\_introductory\\_statement\\_on\\_gamestop\\_share\\_trading\\_-\\_steven\\_maijor.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1307_introductory_statement_on_gamestop_share_trading_-_steven_maijor.pdf), accessed June 1, 2022.

[13] See *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities (TRV) No. 1, 2021*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524\\_trv\\_1\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1524_trv_1_2021.pdf), accessed June 1, 2022.

[14] 参见周杰:《金融危机后欧盟“证券卖空”监管立法研究——兼评我国融券卖空法律制度》,载《苏州大学学报(法学版)》2015年第1期。

以下四个方面内容：

一是强调信息披露即卖空交易的透明度。第一章总则之后，SSR第二章就直接规定了净卖空头寸(NSP)透明度要求。卖空头寸的信息披露包括报告监管机构和公开披露两种安排，具体指卖空方净空头寸达到一定标准后，应该向监管机构报告或向市场公布；向监管机构报告的标准为净空头寸达到某一股票发行在外股本金额的0.2%，向市场公开的标准为0.5%。同时，达到报告或公布标准后，净空头寸每往上增加0.1%也应向监管机关报告或向市场公布。

二是原则上禁止“裸卖空”。<sup>[15]</sup> SSR第三章规定了卖空交易的券源定位规则(locate rule)<sup>[16]</sup>以及无法交割之后的补券流程。卖空股票需满足以下条件之一：(1)卖空方已经借入股票，或已做出替代性的、能够产生与借入股票相同法律效果的安排；(2)卖空方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，该权利的行使将使得卖空方获得相关股票的所有权；(3)卖空方和第三方之间达成一项定位相关股票的安排足以让卖空方产生到期能够获得相关股票的合理预期。可见，此处规则相较于借到证券才能卖空的绝对禁止“裸卖空”要求有所放松，无法完全避免交割失败的发生。为了防止交割失败对手方风险传导，SSR第15条规定了中央对手方自动买入证券防止交割失败，以及相应的对于卖空方交

---

[15] 按照卖空方在卖出证券时是否真实持有证券为区分，卖空分为有交收保障的卖空和没有交收保障的卖空。前者是指卖空方已经借入证券后再将证券出售，可以确保向买方足额及时交割证券。后者也称“裸卖空”，是指卖空投资者还未借入证券即在市场上挂单出售，待需要交割时从市场上借入证券进行交割。这一交易机制下，容许卖出并不在手的证券理论上卖出数量将不受限制，可能造成市场上卖出申报大增，造成市场抛售假象，引起证券价格滑坡风险。此外，如果卖空方在交割时不能获得证券，或者无法在规定的时间内借入证券，就会出现交割失败(fail to deliver)的情况。

[16] 定位规则(locate rule)，也称禁止无担保卖空规则(rules against uncovered short sales)，要求在卖空交易之前明确证券的来源，明确券源“定位”，防止无券卖空。

割失败的惩罚性措施。<sup>[17]</sup>

三是规定监管例外。SSR 第四章规定了第三国交易以及做市商例外。第 16 条规定,证券在多地上市的情形下,主交易场所外第三国市场针对该股票卖空在很大程度上被豁免 SSR 限制规则。第 18 条规定,做市商在做市活动中的卖空交易在一定程度上也被豁免。

四是明确监管权力。SSR 第五章明确了监管权力,规定异常情况下可以实施卖空禁令。第 20 条规定,当发生严重威胁金融体系稳定以及市场信心的不利事件时,监管机构可以禁止证券卖空交易,或者对证券卖空施加限制性的条件;对于和证券卖空具有相似经济效果的金融衍生品等金融创新交易,监管机构也可以采取禁止或者其他限制措施。

## (二) SSR 与 IOSCO 监管原则整体趋同

SSR 的制定颁布与国际层面的卖空监管探索整体同步。国际层面,IOSCO 于 2008 年金融危机之后组织多个地区监管机构研究如何实施卖空监管<sup>[18]</sup>,并最终提出了四个原则:一是卖空应受到适当的控制。通过可卖空证券范围控制、杠杆比例限制等<sup>[19]</sup>约束卖空行为,以降低影响金融市场有序、有效运作和稳定的潜在风险。二是卖空方应向市场或市场主管部门及时提供信息报告,提高卖空透明度的水平。三是强调监管执法的重要性,监管机构应具有全面的检查,调查和处置权力。四是允许某些类型交易作为例外,包括善意对冲,做市和套利活

[17] SSR 第 15 条明确,在成员方建立的为股票交易提供清算服务的中央对手方应该建立符合下列要求的机制:第一,如果卖空方在结算到期后的四个交易日内,仍然不能交付相应股票,为了保证结算活动的正常进行,清算所将自动启动补购程序;第二,如果购入该股票在客观上不可行,清算所将给予买方与交付日该股股价等同的金钱赔偿,因结算失败给买方带来的任何其他损失也应该同时以金钱方式赔偿;第三,导致交付失败的卖空方将向清算所偿还因上述两项产生的任何损失。

[18] 参与的监管机构包括美国、英国、日本、德国、法国、中国香港等国家和地区监管机构。

[19] 一些地区(如中国香港)只允许卖空符合某些合格条件的股票(范围限制);在某些司法管辖区中,要求在将股票卖空之前预先借入股票,而其他司法管辖区(如美国)有“定位”要求(禁止“裸卖空”)。在加拿大、中国香港和日本的卖空活动受价格限制规则等交易管制的约束(交易规则);在澳大利亚、加拿大、日本和中国香港等司法管辖区,将订单提交到交易所市场执行时,要求卖空的“标记”(信息披露);在日本等司法管辖区,保证金要求也被用作控制卖空的工具(杠杆控制);在大多数辖区中,对于在标准结算周期内未交付库存的交易,存在某种形式的强制买入或平仓要求,旨在弥补库存的交付失败(交收安排)。

动等。<sup>[20]</sup> 可见,其基本逻辑是,在明确的限制性约束和有效的执法之下,对于卖空交易进行监测把握,重视信息披露及透明度以维护市场秩序,并允许监管规则的适当例外情形,如针对做市、对冲等行为予以监管豁免,体现灵活性和包容度。

IOSCO 原则及 SSR 监管逻辑的对比体现出一定的趋同:一是强调信息披露,吸取 2008 年金融危机中监管机构对于市场形势缺乏了解的教训<sup>[21]</sup>,发挥信息披露的市场揭示功能,防止市场无序和恐慌。<sup>[22]</sup> 二是实施交易约束,原则上禁止“裸卖空”,要求一定程度的交割保障。三是明确监管机构的干预权力,作为应对市场波动,维护市场稳定的重要“抓手”。

### 三、疫情以来欧盟卖空交易监管的改革方向

在经历了 2020 年的市场波动以及关注到美国市场 2021 年的 GME 事件后,ESMA 进行了卖空交易监管方面的梳理,并着手改革。2021 年 5 月 20 日,ESMA 建议欧盟委员会将卖空方向各国监管机构的净空头头寸(NSP)报告门槛从 0.2% 降低至 0.1%<sup>[23]</sup>,便于监管机构及时了解市场情况,提高监管能力。<sup>[24]</sup> 2021 年 9 月 21 日,ESMA 发

---

[20] 由于这些活动通常为市场带来流动性和风险对冲,应考虑在适当情况下为这些活动增加灵活性,豁免规则适用。

[21] 参见美国金融危机调查委员会:《美国金融危机调查报告》,俞利军、丁志杰、刘宝成译,中信出版社 2012 年版,第 23 页。

[22] 参见罗黎平:《证券卖空交易信息披露及监管问题研究》,中国社会科学出版社 2017 年版,第 35 页。

[23] See ESMA Proposes lowering the reporting threshold for net short position to 0.1% on a permanent basis, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-proposes-lowering-reporting-threshold-net-short-positions-01-permanent>, accessed June 1, 2022.

[24] See Opinion for the adjustment of the threshold for the notification of net short positions in shares set out in Article 5(2) of Regulation (EU) No236/20121 (SSR), available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4262\\_opinion\\_for\\_the\\_adjustment\\_of\\_the\\_threshold\\_set\\_out\\_in\\_article\\_52\\_of\\_ssr\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4262_opinion_for_the_adjustment_of_the_threshold_set_out_in_article_52_of_ssr_0.pdf), accessed June 1, 2022.



布《关于 SSR 某些方面评估的咨询报告》(*Consultation Paper: Review of Certain Aspects of the Short Selling Regulation*, 以下简称《咨询报告》), 评估了新冠肺炎疫情期间欧盟市场卖空监管措施的影响, 并提出了针对 SSR 的多方面修改建议。2022 年 3 月 22 日, 经过向市场咨询意见后, ESMA 公布了《关于 SSR 某些方面评估的最终报告》(*Final Report: Review of Certain Aspects of the Short Selling Regulation*)。ESMA 在关于此次征求意见及最终报告的说明<sup>[25]</sup>中指出, 其审查和改革主要包括以下三个方面。

### (一) 对疫情期间采取的紧急措施进行实证分析并对监管机构的干预权力进行解释明确

#### 1. 疫情期间的紧急措施并未获得市场认可

ESMA 在咨询报告中对 2020 年疫情期间欧盟成员国卖空禁令的影响进行了实证分析。分析显示, 2020 年卖空禁令产生了多重影响, 导致市场流动性恶化, 但也有助于在市场承压期间防止卖空交易额持续增加, 减少了相关股票的波动性。<sup>[26]</sup> 因此, ESMA 认为, 对卖空交易采取的限制性措施有利于防止市场无序下降, SSR 中有关监管机构的紧急干预措施安排是整体有效的, 并应该进行改革完善。

然而, 多数回复意见并不认同这一观点, 并提供了支持卖空活动的论据, 论证卖空交易对市场并无危害<sup>[27]</sup>, 进而无须进行限制。也有一些支持者认为, 在一般市场环境下, 卖空发挥了价格发现的重要作用, 但在极端市场条件下, 如疫情期间, 卖空可能会对股价造成不必要的下行压力。<sup>[28]</sup> 因而确有必要实施限制。ESMA 在最终报告中承认, 回复意见

---

[25] See ESMA publishes its final report on the review of the Short Selling Regulation, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-its-final-report-review-short-selling-regulation>, accessed June 1, 2022.

[26] See *Consultation Paper: Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-review-certain-aspects-short-selling-regulation>, accessed June 1, 2022.

[27] See *Final Report: Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10\\_final\\_report\\_-\\_short\\_selling\\_regulation\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf), accessed June 1, 2022.

[28] Ibid.

对卖空活动效用和相关卖空禁令的看法大相径庭,无法达成一致。<sup>[29]</sup>

## 2. 对于监管干预权力和机制进行解释澄清

考虑到各方观点分歧较大,ESMA 决定维持现有干预机制不作改动,并适当对于部分条文进行解释澄清,从总体上确保各成员国监管机构可以灵活、高效地发布短期和长期卖空禁令,用以应对市场突发状况。干预措施方面,ESMA 明确,在符合 SSR 第 20 条规定的条件下,欧盟成员方监管机构可以采取 SSR 第 20(2)条(a)和(b)点中的一种或两种措施,而不是仅仅只能二选一;干预程序方面,ESMA 明确,与证券流动性关系最密切的欧盟成员方监管机构可以宣布实施该证券的短期卖空禁令,并对所有成员方的卖空交易产生效力,其他成员国无权反对;相应地,宣布短期禁令的成员方应及时通知 ESMA 和所有其他成员,并及时向全市场发布有关短期禁令公告。<sup>[30]</sup>

此处,ESMA 明确表示,其有关干预措施条文的解释澄清不会从根本上改变目前归属于各成员方监管机构的干预权力,因为它们目前可能已经采取了 SSR 第 20 条规定的两种干预措施;短期禁令有关程序的明确也旨在明确各方权责关系,以便于快速应对市场波动。可见,本次对于紧急措施干预权力的改革规划在争议声中被轻轻带过,并未对于现有机制进行实质性变动,体现了 ESMA 对于市场呼声的重视以及对于行政干预的谨慎态度。

## (二) 受 GME 事件启发对于防范“裸卖空”的定位规则进行完善

### 1. ESMA 拟收紧防范“裸卖空”的定位规则

美国 GME 事件也引起了欧盟的关注,与此相关的卖空头寸控制和防止“裸卖空”等也成为其本次改革的重点内容。ESMA 在《咨询报告》第 4 部分建议对 SSR 中净空头头寸(NSP)计算口径、定位规则和监管豁免清单(the list of exempted shares)进行审查和修订。其中,净空头头寸(NSP)计算口径主要讨论认购权是否应纳入测算;监管豁免清单修订主要就虽不在欧盟经济区(EEA)注册发行但是 40% 以上份额在欧盟区域交易的证券不得豁免执行 SSR 规则;而事关防范“裸卖

[29] Ibid.

[30] 同前注[27]。

空”的定位规则因其关系到防范“裸卖空”带来的重复卖空和交割失败,是 ESMA 意欲改革的重点。

ESMA 在《咨询报告》中指出,鉴于“裸卖空”行为放大卖空头寸和导致交割失败的潜在影响,以及美国市场 GME 事件带来的风险警示<sup>[31]</sup>,完善定位规则至关重要。其具体建议包括三个方面:一是提升 SSR 第 20 条中来自第三方承诺券源的可靠性,要求第三方应考虑到可能的卖出规模,确保(firmly commits)在适当的时候提供足额证券以供卖空方进行交割;二是增加记录义务(record-keeping obligation),要求卖空方将其券源定位安排(arrangements)有关记录保存 5 年,供监管机构的查验监督;三是各成员方构建协同的责任体系(harmonised sanctions),对违反定位规则实施“裸卖空”的行为实施有效制裁和威慑。可见,ESMA 要求更加明确和更为可靠的券源定位之后方可实施卖空,趋向于压缩在取得券源承诺后即实施卖空的弹性,走向更加严格可靠的有充分交割保障的卖空模式。

## 2. ESMA 在市场反对声中做出妥协

虽然咨询回复意见支持增加卖空方的 5 年数据保存义务,但是大部分意见反对就第三方承诺券源的定位规则进行任何更改。<sup>[32]</sup>反对声提出,这相当于限制卖空,此类措施将对整个市场的流动性产生破坏;而且没有看到足够的证据支持这种加强定位规则的必要性。一些回复意见提到了美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)关于 GME 事件的报告,指出该报告不建议对美国市场的卖空定位规则进行任何修改<sup>[33]</sup>,因而欧盟方面也无须自我加压。还有部分人认为,如果定位规则执行不到位导致交割失败,可以实施严

---

[31] ESMA 在《咨询报告》中提出,美国市场上,大量购买所谓的 meme 股票和看涨期权,再加上非常高的空头头寸,为价格急剧上涨创造了条件,导致其中一些股票出现轧空的情形。

[32] See *Final Report: Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10\\_final\\_report\\_-\\_short\\_selling\\_regulation\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf), accessed June 1, 2022.

[33] See *Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*, available at <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-paper-review-certain-aspects-short-selling-regulation>, accessed June 1, 2022.

格的纪律处分进行威慑,进行事后监管。<sup>[34]</sup>

在一片反对声中,ESMA 最终决定不对现有 SSR 定位规则进行修改,并承认通过执行严格的结算交割纪律及违规处分有利于防范“裸卖空”及违反定位规则的行为。但是,在最终报告中,ESMA 强调了“裸卖空”对于放大卖空交易头寸,以及潜在的交割失败对于市场的危害。相应地,虽然 ESMA 不建议修改 SSR 第 12 条定位规则,但仍然坚持应审查评估欧盟 827/2012 号实施条例第 6 条<sup>[35]</sup>的规定,确保用来卖空的证券达到“合理预期”和“易于借用或购买”的标准,并加强各成员国监管机构之间的对话,促进该领域的监管协同。<sup>[36]</sup> 可见,虽然 ESMA 考虑到市场呼声放弃了收紧 SSR 中的定位规则的规划,但依旧在朝着更加彻底的有交收保障的方向努力。

### (三) 进一步优化信息披露提升市场透明度

自颁布以来,SSR 一贯重视卖空头寸信息披露和市场透明度建设。本轮疫情影响及美国 GME 事件之下,ESMA 就信息披露和市场透明度提出了进一步优化方案。

《咨询报告》第 5 章讨论了空头头寸的披露尺度和披露渠道问题,主要包括以下三个方面:一是是否降低重大头寸的公开披露门槛。<sup>[37]</sup> ESMA 分析了降低公开披露门槛可能带来卖空方披露成本和其他投资者“搭便车”等问题,认为当前的公布门槛(0.5%)在市场透明度和市场效率之间提供了一个很好的折中方案,并表示欢迎公众提出完善建议及相关考虑依据。二是关于空头头寸信息汇总。ESMA 认为,可以每两周统计并公布每只证券的汇总空头头寸来提升市场透明度。三是

---

[34] See *Final Report: Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10\\_final\\_report\\_-\\_short\\_selling\\_regulation\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf), accessed June 1, 2022.

[35] 欧盟 827/2012 号实施条例是对于 SSR 某些条款的细化规定,其第 6 条规定了对于交易所上市证券进行买空前的具体要求,其中包括卖空前已经实现券源“定位确认”(locate confirmations)。

[36] See *Final Report: Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10\\_final\\_report\\_-\\_short\\_selling\\_regulation\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf), accessed June 1, 2022.

[37] ESMA 在《咨询报告》中表示,有市场主体提出,重大空头头寸公开披露门槛应从当前 SSR 6(2)规定的 0.5% 适当降低,以便公众及时了解重大空头头寸信息。

关于卖空信息的集中通知发布系统(centralized notification and publication system)。ESMA认为,新冠肺炎疫情暴发和随后的经济波动显示,急需一套统一的信息采集和公布系统提升披露效率。因此,ESMA提议建立欧盟层面的卖空信息披露系统,相应地,卖空交易相关主体不再需要向各个相关国家监管机构报告卖空信息,可以降低其披露成本,也可以避免成员国监管机构在国家层面重复建设和维护信息披露系统。

市场回复意见整体支持ESMA在信息披露方面的规划。关于公开披露门槛,大部分回复意见也不希望降低门槛,支持维持现有的0.5%的公开披露标准,这与ESMA在《咨询报告》中提出的思路一致。关于汇总每只证券层面的卖空信息以及统一的信息发布系统提议,回复意见也整体表示支持。ESMA表示将着手这方面的工作。<sup>[38]</sup>

#### 四、欧盟卖空交易监管改革动向评述及其启示

新冠肺炎疫情对于欧美证券市场都带来了冲击,不同于SEC对于美国市场卖空交易的不干预态度,ESMA更加积极作为,并提出了整体上支持监管干预、加强交易限制和促进市场透明度的改革建议。此后,由于收到众多反对声,ESMA不得不放弃了加强监管干预和交易限制的规划,转为更加温和的改革措施。整个过程体现了ESMA及时应对市场变化,聆听市场意见,尊重市场规律的改革思维,值得审视、品位与适当借鉴。

##### (一) 监管干预:应有之意且需科学审慎

市场平稳时期,卖空在价格发现与促进流动性方面的价值毋庸置疑,但在市场波动时期,是否引发价格下坠,进而是否应当干预甚至禁止,则是争议颇多。疫情期间,欧盟区域法国、西班牙等国卖空禁令重

---

[38] See *Final Report: Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*, available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10\\_final\\_report\\_-\\_short\\_selling\\_regulation\\_review.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf), accessed June 1, 2022.

出江湖,而美国方面,尽管疫情初期股市经历了较大波动<sup>[39]</sup>,SEC从未禁止卖空。

ESMA原先希望在适当认可干预措施的基础上,对于干预权力进行完善,但由于招致较多反对而在最终减少了提倡监管干预的笔墨。最终的改革安排也仅仅是对于既有规则措施的解释澄清,而没有增加干预权力,较为审慎克制。这也符合SSR第20条确定的干预前提与谨慎态度,一是只有出现了对于金融稳定或市场信心的严重威胁(serious threat)才能进行干预,二是干预措施必须遵循比例原则,不能对于市场效率产生严重危害。可见,监管干预作为市场机制基础上的风控安排,确有必要但也要科学审慎使用。

目前,我国也已经建立了证券价格异常波动禁止卖空机制。2015年《证券公司融资融券业务管理办法》第39条规定,融资融券交易活动出现异常,已经或者可能危及市场稳定,有必要暂停交易的,证券交易所应暂停部分或者全部证券的融资融券交易并公告。相应地,沪深交易所《融资融券交易实施细则》也明确规定,卖空交易出现异常或市场持续大幅波动时,交易所可视情况暂停特定标的证券的融资买入或融券卖出交易,暂停整个市场的融资买入或融券卖出交易以及认为必要的其他措施,并向市场公布。<sup>[40]</sup>这一机制的前提条件较为严苛,即异常情况已经或可能危及市场稳定,才进行部分或全部禁止卖空。国内证券发展历史上,未见监管层或沪深交易所公开披露的暂停融资融券记录,足见禁止卖空在我国也是慎之又慎的非常手段。<sup>[41]</sup>

结合我国市场发展阶段及投资者结构等特点,设置多样化的监管干预措施是有依据的,但应考虑制度科学化、精细化完善。欧盟SSR

---

[39] Wind数据显示,道琼斯指数从2020年2月21日的29,214.67点下跌至3月27日的18,213.65点,跌幅超过1万点。纳斯达克指数从2020年2月21日的9691.95点一路下跌至3月27日的6631.42点,跌幅超过3000点。

[40] 《上海证券交易所融资融券交易实施细则》(2019年修订)第53条、《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》(2021年修订)第63条。

[41] 2015年夏“股灾”期间,出现了一次券商暂停融资业务的情况,中信证券、华泰证券等大型券商宣布“因交易系统技术改造”暂停融券业务。监管机构是否协调了本次业务暂停不得而知。资料来源:《融券改为T+1多家券商暂停融券》,载新京报电子版,[http://epaper.bjnews.com.cn/html/2015-08/05/content\\_591396.htm](http://epaper.bjnews.com.cn/html/2015-08/05/content_591396.htm)。

不仅在第 20 条、第 23 条规定了监管机构的卖空禁令干预权力,也在第 24 条至第 27 条规定了配套约束和评价机制,包括:卖空禁令期限不得长于 3 个月(可以延期),各成员国监管机构必须向市场说明实施卖空禁令的原因及依据,以及 ESMA 对各成员方卖空禁令应该进行评估,并可以进行矫正和干预。相应地,我国相关规则重点强调行政干预或自律监管权力,对于权力约束与配套机制方面考虑不多。本着科学审慎的态度,可以对于卖空禁令等干预措施的期限、监管机构对外公告说明义务,以及干预措施自评估或者主管部门(证监会)评估等方面进行探索和优化,进一步促进干预机制的透明度与合理性。

## (二) 防范“裸卖空”:共识之下的宽严尺度

“裸卖空”带来过度卖空及交割失败风险传导问题。SSR 第 12 条规定了卖空交易的券源定位要求。美国《证券卖空条例》(SHO 条例) 203(b) 也规定了类似的定位要求:投资者的经纪商在执行卖空申报及卖空交易时,需要有充分的理由明确后续交割环节,投资者可以借到相应证券进行交割。

但是,SSR 和 SHO 条例等规则对于交割保障要求并不够彻底,并不强制要求借入证券才可以卖空,而是要求定位到证券来源或者有借入证券的协议以及类似借入安排。这种折中路线并不能完全防止无券卖空情形的出现,可能会导致重复卖空和头寸失控。但是,这种相对宽松的要求有利于市场主体更加便捷地实施卖空,在“定位到”或者“预到期”证券后就快速实施卖空,有利于抓住市场机会,提高卖空效率,也有利于促进市场流动性与活跃度。此次 ESMA 意欲收紧券源定位规则后由于市场反对而放弃可以看出,欧美监管机构并不是不了解折中做法带来的潜在“裸卖空”和交割风险,而是在市场效率和市场安全方面进行摸索平衡。

相比于欧美市场的折中路线,我国市场融券交易制度体现出了更强的安全观,实施了绝对的防止“裸卖空”策略,即要求借到证转入交易账户之后才可以进行卖空。《证券公司融资融券业务管理办法》第 38 条规定了融券卖空前端检查机制,证券交易所在确保投资者信用交易账户中有足额证券后才能执行卖空指令,从规则上和技术上完全拒绝了“裸卖空”的可能。考虑到我国市场卖空策略的普及程度和仅仅

十多年的发展历史与欧美市场百年实践有一定差距,现阶段在牺牲一定市场效率基础上采取绝对禁止“裸卖空”机制也属“严”之有理,无须学习欧美退回到定位规则这一折中路线。

### (三) 市场透明度:不是披露得越多越好

2008年金融危机中,监管机构对于市场交易规模缺乏掌控,教训深刻。<sup>[42]</sup> 为了防止市场无序和恐慌,各国逐渐完善了金融交易的监测监控和信息披露。<sup>[43]</sup> 信息披露及市场透明度也是2008年金融危机后卖空交易监管的重点方向。IOSCO卖空监管原则强调,卖空方向市场或主管部门及时提供卖空交易的信息,以实现有效监管,其形式主要有卖空标记(flagging of short sales)和卖空报告(short positions reporting)两种模式,前者是指对于具体卖空交易进行标识,后者则强调对于卖空额度、卖空比例等数据的报告或披露。<sup>[44]</sup>

目前,美国市场采取的是卖空标记(flagging of short sales)模式,SHO规则要求投资者向经纪商下单卖出时必须标明卖出申报是普通卖出申报(long),还是卖空申报(short),还是豁免申报(short exempt)。欧盟方面,SSR实施的是卖空报告(short positions reporting)模式:卖空方净空头头寸达到某一股票发行在外股本金额0.2%时,应该向监管机构报告;到达0.5%时,应该将空头头寸向市场公开。此次,ESMA提出的改革方向是对于现有信息披露制度的进一步完善,汇总卖空方的空头头寸后,形成每只证券的卖空头寸信息,有利于了解某一证券的卖空额度和卖空比例;此外,统一的信息发布系统则有利于提高披露效率和方便公众查阅,解决了各成员国之间的信息整合问题。

那么,我们是否要把这些披露方式学习借鉴过来呢?答案:不是多多益善。交易信息披露可以帮助投资者更新自己对于标的证券内在价值的判断,做出正确的交易决策,防止一些投资者利用信息不对称的市

---

[42] 参见美国金融危机调查委员会:《美国金融危机调查报告》,俞利军、丁志杰、刘宝成译,中信出版社2012年版,第23页。

[43] 参见罗黎平:《证券卖空交易信息披露及监管问题研究》,中国社会科学出版社2017年版,第35页。

[44] See *Regulation of short selling*, 2009, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>, accessed June 1, 2022.



场滥用<sup>[45]</sup>,从而促进市场公平,抑制利用卖空交易进行市场操控。但是,过于细致、海量的卖空信息公开也可能湮没了重要的空头头寸及重度卖空证券披露,或者产生市场“杂音”<sup>[46]</sup>,引发错误解读(*problems of interpretation*)<sup>[47]</sup>甚至是市场恐慌。此外,卖空方则希望尽量减少向市场公布其卖空头寸信息,尽量保持其卖空策略不被知晓,防止自己的私有信息丧失优势。<sup>[48]</sup>可见,过于严厉的信息披露要求可能会较早地暴露空头的卖空策略,导致空头没有寻找不良信息,而产生利用卖空策略套利的动机,最终影响卖空机制的发挥和导致市场流动性的减少,进而影响卖空制度的生命力。因此,需要设定好空头头寸信息披露的尺度,在促进市场透明与促进投资者实施卖空策略方面达到平衡。

现阶段我国的卖空(融券)交易采用集中授信模式,由获得业务资质的证券公司对客户融券<sup>[49]</sup>。相应地,形成了以证券公司信息报告为基础的头寸报告制度,并以汇总形式公开披露各证券的卖空信息。因此,目前是围绕每只证券的卖空信息披露,没有专门针对卖空方(主体)的信息披露安排。卖空方的卖空头寸、卖空标的等信息披露可以使知情交易者通过卖空机制将坏消息释放出来,反映市场状态;而非知情交易者通过逐步学习提升投资水平<sup>[50]</sup>,实现价格发现。因此,可考虑实施,规定卖空方的空头头寸达到一定程度后及时向市场公开,但公开披露的披露门槛及披露频次等有待谨慎评估确定。

---

[45] 同上。

[46] 参见袁怀宇:《卖空机制与中国证券市场运行绩效研究》,经济科学出版社2011年版,第61页。

[47] IOSCO, *Regulation of short selling*, 2009, available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>, accessed June 1, 2022.

[48] 参见罗黎平:《证券卖空交易信息披露及监管问题研究》,中国社会科学出版社2017年版,第50页。

[49] 参见陈共炎主编、中国证券投资者保护基金有限责任公司编:《投资者手册第2辑3融资融券》,中国财政经济出版社2010年版,第41~42页。

[50] 参见王攀娜:《卖空机制对分析师行为的影响研究》,经济管理出版社2019年版,第14页。

## 五、结语

卖空交易有助于降低证券市场的投机性与波动性,促进价格发现,并有助于放大证券供求,增加市场交易量,从而活跃证券交易,增加市场流动性。<sup>[51]</sup>自2010年3月证监会正式推出证券公司融资融券业务试点以来,我国的卖空交易业务已经经历了十多年的探索发展,其市场价值及监管重点也日益清晰。

秉承“严监管”的态度,我国卖空交易以客户—证券公司—证券金融公司为业务链条的集中授信模式已较为成形,配套以交易前端控制严格防范“裸卖空”,从根源上保证了市场有效监管与风险防控。在此基础上,可适当研究借鉴欧盟等成熟市场的改革动向,在提高监管措施科学性,完善市场信息披露,提升市场效率等方面进行适当尝试,以发挥卖空交易的积极价值。

(编辑:宋 澜)

---

[51] 参见中国证券业协会编:《融资融券业务知识手册》,中国财政经济出版社2010年版,第5~6页。