

## 美国股票市场交付失败问题初探

申 兵\* 陈加赞\*\*

美国股票市场存在不少卖方未能在交收日按期交付证券的情况,即“交付失败(fail to deliver)”问题。近几年,这一问题越来越成为公众关注的焦点。投资者和上市公司指责美国证券存管清算公司(Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC)的清算交收制度纵容了交付失败,助长了“裸露卖空”行为。目前已经引发了14起针对DTCC的诉讼,并导致美国证监会(Securities and Exchange Commission, SEC)推出旨在限制“裸露卖空”行为、减少交付失败的证券卖空规则(Regulation SHO)。本文将对美国股票市场“交付失败”问题进行深入探讨,并谈谈该问题对我国证券市场的借鉴意义。

---

\* 中国证券登记结算有限责任公司总部员工。

\*\* 中国证券登记结算有限责任公司总部员工。

## 一、美国股票市场的交易和结算

### (一) 美国的股票市场

美国股票市场大致可以划分为证券交易所市场和场外交易市场两部分。符合证券交易所条件的证券可以在证券交易所上市交易。证券交易所传统上有一个集中交易的大厅,会员在大厅里进行人工竞价交易。计算机技术发展后,证券交易所引入了电子交易系统,会员可以通过终端连接到电子交易系统进行交易。美国证券交易所的典型代表是纽约证券交易所(NYSE)和美国证券交易所(AMEX)。

在证券交易所场外也有股票进行交易转让,人们形象地称之为“柜台交易(Over The Counter, OTC)”,或“场外交易”。按照交易或报价要求从高到低的顺序,美国 OTC 市场涵盖了纳 NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System)、OTCBB (Over The Counter Bulletin Board) 和“粉红单市场”(Pink Sheets Market)。其中, NASDAQ 利用先进的通讯技术与全国范围内的做市商终端系统相连接,实现了自动撮合下的 OTC 证券交易。OTCBB 即场外柜台交易系统,供不能满足 NASDAQ 条件的股票进行交易;它只是会员的实时报价系统,不提供自动撮合功能。“粉红单市场”是美国柜台交易(OTC)的初级报价形式;它为那些选择不在交易所或 NASDAQ 挂牌上市,或者不再满足挂牌上市条件的股票提供报价服务。

### (二) 卖空和证券借贷

在美国,卖空是经纪/交易商或投资者预期某一股票价格过高、未来价格可能下跌时所采取的一种交易策略。这是美国股票市场运行的一个内在组成部分。进行卖空时,卖空者通常需要借入股票并卖出。卖空者希望在价格下跌后,以更低的价格买回股票归还给出借人,从而从高卖低买中获利。

#### 1. 定位(Locate)要求

根据美国现行法规和业务规则要求,卖空者在卖出股票时,原则上应当已借入股票,或者已经作出了借入股票的安排,或者确定在交收日

前能够收到供交付的股票。除做市商等市场参与者外,证券交易所一般要求市场参与者在卖空前证明他们能够获得供交付的股票。用市场行话说,卖空者需要在卖空前“定位”证券。<sup>①</sup>

## 2. 借券和费用返还(Stock Borrowing and Rebate)

一般来说,卖空者从自身的经纪商借入股票。卖空收入所得资金连同卖空者向经纪商缴纳的保证金作为股票卖空的担保。

对于卖空所得资金所产生的利息,经纪商仅向卖空者支付一部分,剩余的作为经纪商出借股票的收入。经纪商向卖空者支付的部分利息占全部利息的比例称为“返费比例”。一般来说,投资者交易额越小,“返费比例”越少;换言之,证券借贷成本越高。总体来看,多数股票的借贷成本不高,不过有一些股票是例外。这些股票一般涉及公司行为,对卖空者吸引力较大。共同基金等一些地位特殊的投资者可以借入这些股票,但“返费比例”不高,即借贷成本较高。

### (三) 股票交易的结算

经纪/交易商达成的多数股票交易一般通过 DTCC 的子公司全美证券清算公司(National Securities Clearing Corporation, NSCC)的持续净额结算系统(Continuous Net Settlement System, CNS 系统)进行多边净额清算。经纪/交易商或者是 NSCC 的清算会员,或者委托 NSCC 的清算会员办理结算。通过 CNS 系统,各 NSCC 清算会员每天负责结算的证券买卖,将按照各只证券自动轧抵成一个应收或应付证券的净额。会员卖出证券应收的资金与买入证券应付的资金也将轧抵成一个应收或应付资金的净额。清算后,DTCC 的子公司证券存管信托公司(Depository Trust Corporation, DTC)根据 NSCC 的清算数据负责办理证券交收,各结算银行根据 NSCC 的清算数据通过美联储的资金支付系统 Fedwire 办理资金交收。

以下是清算交收的具体过程:

#### 1. 清算

美国证券市场的清算业务主要由 NSCC 提供,一般在 T+2 日进行清算。流程大致如下:

---

<sup>①</sup> 本文主要讨论股票市场,但行文中视需要可能使用“证券”这样更宽泛的字眼。

第一,交易日(T日)。交易活动的所有内容通过电脑传输给 NSCC。其中,在证券交易所大厅人工撮合成交的证券交易,由买卖双方在交易结束后,通过电脑输入有关交易指令传输给 NSCC,供 NSCC 进行比较和配对。通过证券交易所电子交易系统撮合成交的证券交易为“锁定交易(Locked-in Trade)”,无须对账确认,可以由证券交易所于成交当日直接以计算机联机方式传输给 NSCC,供后者直接进行清算。NSCC 对人工撮合成交的证券交易进行比较和配对,并将结果返回给清算会员。对于锁定交易和配对成功的交易,NSCC 从 T 日的午夜开始承担担保交收责任。

第二,T+1日。对于此前配对失败的交易,会员可以对交易指令进行修改,并传输给 NSCC 继续进行配对。NSCC 配对后,将配对结果通知清算会员。

第三,T+2日早上。NSCC 的持续净额结算系统(CNS)对锁定交易以及在 T 日和 T+1 日配对成功的交易进行清算,然后将清算数据传送给清算会员。同时,NSCC 还将协调处理有关尚未完成配对的交易。

## 2. 交收

清算之后,NSCC 将向 DTC 发送证券交收指令,向资金清算银行发送资金交收指令。DTC 和资金清算银行在 T+3 日根据 NSCC 交收指令相应办理证券交收和资金交收。

### (1) 证券交收

NSCC 从交收日(T+3)零时起,先检查净应付证券的清算会员在 DTC 账户内的证券数量是否足额,再通知 DTC 将净应付证券清算会员账户内的证券拨入 NSCC 在 DTC 的交收账户;如果数量不足,可以就其现有数量先行拨转。NSCC 将交收账户内已收到的证券,依既定的分配原则通知 DTC 将该证券分别拨入各净应收证券清算会员在 DTC 的账户。

上述流程在交收日持续进行,至 T+3 日下午三点十分(美国东部时间)证券交收截止前,清算会员所收到或存入 DTC 账户的证券,均可用于履行其证券交收义务。

### (2) 资金交收

证券交收截止后,NSCC 对清算会员未完成证券交收的部分,以各证券的当日收盘价进行盯市操作。盯市操作后计算出清算会员应收或应付金额,并与清算会员已完成证券交收的证券交易的应收应付资金净额轧抵。

因此,各清算会员每日对 NSCC 仅有单一的资金净应收或净应付金额。

NSCC 将通过其资金交收系统,经 Fedwire 向清算会员指定的有关结算银行发送资金交收指令,办理资金交收,即 NSCC 将付款给净应收款的清算会员,并向净应付款的清算会员收取款项。

#### (四) 证券交付失败和证券借贷系统

卖方经纪/交易商的清算会员(以下简称卖方会员)需要在交易成交后的第三个交易日(T+3)交付证券。卖方会员未能按期向 NSCC 交付证券,称为“交付失败(fail to deliver)”。“交付失败”将导致 NSCC 无法向买方经纪/交易商的清算会员(以下简称买方会员)交付证券,即买方会员“收取失败(fail to receive)”。出现这一情况时,CNS 系统将自动在证券借贷系统中查找该证券。如果可供出借,系统将按照事先设定的算法确定从各出借会员出借证券的顺序,并将出借的证券自动分配给证券收取失败的买方会员,同时将相当于出借证券市值的现金支付给出借会员作为担保品。

证券借贷系统于 1981 年经美国证监会批准后运行,目的是减少或消除证券交付失败的影响。参与该系统的清算会员可以授权 NSCC 将其存放在 DTC 的证券用于出借,一旦出现证券交付失败,NSCC 能够从供出借的证券中出借并交付给应收取证券的会员,从而减少证券“收取失败”的头寸。2005 年 12 月 31 日日终,NSCC 通过证券借贷系统借入大约 9.78 亿美元的证券,占证券交付失败余额的比例为 28.57%。

通过证券借贷系统出借的证券将在 CNS 系统正常证券交收过程中偿还,即一旦 CNS 系统收到证券的数量超出 CNS 系统应付该证券的数量,CNS 系统将超出部分按照一定算法归还给出借会员。在收回证券的同时,出借会员应当将相当于证券市值的现金支付给 NSCC。

如果出借会员要求归还已出借的证券,可以根据 NSCC 业务规则启动补购(Buy-in)程序。出借会员可以向 NSCC 发出补购通知,如果 NSCC 在交收时有该证券可供交付,则优先归还给该出借会员;如果没有,则于次日(T+1 日)将该通知转发给存在证券交付失败头寸的卖方会员。卖方会员应当在 T+2 日前履行补购责任。如果卖方会员没有履行补购责任,则 NSCC 将进行补购操作并将买入证券交付给买方会员,相关交易费用由卖方会员承担。

### (五) 买方会员的强制补购要求

证券借贷系统一般很难完全消除“收取失败”。如前所述,2005年12月31日日终,NSCC通过证券借贷系统解决了大约28.57%的交付失败,但大约还有71.43%的交付失败最终造成了买方会员“收取失败”。存在“收取失败”的会员有权通知NSCC,表明他们希望获得其部分或全部应收的证券,即要求补购。如果NSCC在当日交收时有该证券可供交付,则优先归还给该出借会员。如果没有,则于收到补购要求的次日转发该通知,要求存在交付失败头寸的会员补购证券。如果存在多个交付失败的会员,NSCC将要求交付失败持续时间最长的会员进行补购。如果这些会员未能在收到补购要求的两天内进行补购,则应收证券的会员有权要求NSCC强行进行补购。NSCC将执行强制补购,并要求交付失败会员承担价差损失和相关费用。

交付失败可能是清算会员自身引起的,也可能是清算会员的不同客户引起的。因此,一旦NSCC将补购要求转发给清算会员,清算会员或者自身进行补购,或者按照规则要求对应的客户进行补购。清算会员将补购要求分配给不同客户的规则不尽一致。

## 二、交付失败问题的现状、根源和争议

### (一) 现状

DTCC于2005年3月在一份名为“裸露卖空和证券借贷系统”的公告<sup>②</sup>中指出,2005年3月份左右,出现交付失败的交易每天大约24,000笔,包括新发生和仍持续的交付失败。相对于NSCC每天处理的2300万笔交易来说,所占比例大约为千分之一。从金额来看,新老证券交付和收取失败的金额每天大约为60亿美元,相当于NSCC每天处理的4000亿美元交易的1.5%。证券借贷系统可以解决11亿美元

---

<sup>②</sup> See DTCC. Naked short selling and the stock borrow program[EB/OL]. (2005-03-30) [2007-06-04]. [http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked\\_short\\_selling.html](http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked_short_selling.html)

的“证券收取失败”,或者可以处理总失败头寸的20%。另外,根据DTCC年报,在2005年12月31日当日,NSCC新老证券交付和收取失败的金额大约为60亿美元,其中交付失败金额大约为30亿美元,占2005年NSCC每天处理金额2665亿美元的1.1%。

SEC聘请的学者Leslie Boni于2005年6月根据NSCC提供的2003年9月23日、2003年11月17日和2004年1月21日的数据对交付失败问题进行了统计分析。统计结果表明,在NYSE、AMEX或NASDAQ上市的股票的5950只证券中,出现交付失败的股票达4778只,比例达80.3%。在OTCBB和“粉红单市场”交易的3075只股票中,出现交付失败的股票达1790只,比例为58.2%。在NYSE、AMEX或NASDAQ上市的股票且出现交付失败的4778只证券中,交收失败持续的天数平均为13天,交付失败数量占流通数量的比重大约为0.19%。在OTCBB和“粉红单市场”交易且出现交付失败的1790只证券中,交收失败持续的天数平均为56.6天,交付失败数量占流通数量的比重大约为1.56%。

应该说,美国市场交付失败的情况是比较普遍的,交付失败持续的天数也比较长。不过,相对于总交易金额和总流通证券数量的比例比较低,对美国证券市场的影响比较有限。但对于一些特定证券,证券交付失败问题还比较严重。美国证监会承认,<sup>③</sup>“在某些时候,证券交付失败的数量可能超过流通量。实际上,裸露卖空者单方面地将证券交易合同(必须在交易后第三日进行交收),篡改成无期限的远期合同,而对这一更改买方可能是不同意的,或者可能不会接受原先的交易价格”。

---

<sup>③</sup> See Securities and Exchange Commission. Proposed rule: short sales [EB/OL]. (2003-10-28) [2007-06-04]. <http://www.sec.gov/rules/proposed/34-48709.htm>.

表1 美国股票市场交付失败问题统计

	在 NYSE, AMEX 或 NASDAQ 上市		在 OTCBB 和“粉红单市场”交易	
	所有股票	出现交付失败的股票	所有股票	出现交付失败的股票
股票只数	5950	4778	3075	1790
出现交付失败股票只数占比	80.3%	-	58.2%	-
月度卖空数量占流动证券数量比例	2.6%	2.9%	NA	NA
平均值	0.9%	1.1%	NA	NA
中值				
交付失败数量占流通证券数量比重				
平均值	0.15%	0.19%	0.91%	1.56%
中值	0.00%	0.01%	0.00%	0.03%
交付失败持续天数				
平均值	10.5	13.0	33.0	56.6
中值	2.0	2.9	2.0	12.9

数据来源: Boni L. Strategic delivery failures in U. S. markets [R/OL]. (2005-12-14) [2007-06-04]. <http://www.fma.org/Chicago/Papers/StrategicFailsPaperFMA.pdf>

## (二) 产生原因

DTCC 认为证券交付失败产生的原因主要是操作延误,但不少投资者和学者不同意 DTCC 的这种看法,认为裸露卖空才是证券交付失败的主要原因,并且认为 DTCC 的清算交收制度助长了这一非法行为。

### 1. 操作延误

DTCC 在“裸露卖空和证券借贷系统”的公告<sup>④</sup>中指出,出现证券交付失败的原因可能有多种,很多是投资者的操作延误。例如,投资者卖出证券后,可能未能及时将纸面证券交付给经纪商;投资者可能未能正确地签署纸面证券的过户文件;投资者可能在交易时搞错了证券代码,

<sup>④</sup> See DTCC. Naked short selling and the stock borrow program [EB/OL]. (2005-03-30) [2007-06-04]. [http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked\\_short\\_selling.html](http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked_short_selling.html)

以致随后不能交付证券;由于纸面证券失窃,<sup>⑤</sup>投资者在下单卖出后才发现找不到自己持有的纸面证券。这些操作上的延误,均可能导致证券交付失败。DTCC 同时承认确实存在“裸露卖空”行为,但认为“裸露卖空”行为是否普遍存在争议。

SEC 的市场监管部在一份关于“市场监管部:对 SHO 规则民众经常询问问题的回复”<sup>⑥</sup>的文件中指出:清算会员无法在交收日交付证券,很多情况下是清算会员无法预计和控制的,例如:(1)客户没有及时交付证券;(2)未能及时借入证券用于交收;(3)未能及时取得所有权;(4)无法取得所有权;(5)经纪/交易商未能收到预期应收到的证券,进而无法交付证券。

但一些市场观察人士对此提出质疑,认为“未正确签署过户文件或者证券遗失”等理由很难解释在一些证券出现的数量很大的、持续时间很长的交付失败。

## 2. 裸露证券卖空

股票卖空(Shorting)在美国证券市场是合法业务。根据美国证监会的定义,卖空是指交易者卖出自身当时实际并不拥有股票,但在卖出之前已经借入股票,或者安排了证券借贷协议,并在规定的 T+3 交收日交付股票。借出股票一方暂时不能卖出这些股票,所以上市公司的可交易股票数并不会因为卖空行为的存在而增加。

但裸露卖空(Naked Shorting)交易者并不借入股票,也不打算在 T+3 日交付股票,因此将导致交付失败。<sup>⑦</sup>换句话说,他们卖出的股票事实上并不存在,市场上因此多了些“虚拟”的股票。

1999 年,SEC 曾经向市场征求对证券市场卖空问题的意见。当时收到大约 3000 份意见,其中有接近 2/3 对裸露卖空持强烈的反对态度。SEC 于 2005 年再次征求意见时,许多投资者仍然抱怨裸露卖空侵害了

<sup>⑤</sup> DTCC 指出,2004 年纸面证券失窃数量为 1700 万张。

<sup>⑥</sup> See Division of Market Regulation, Securities and Exchange Commission. Responses to frequently asked questions concerning regulation SHO[EB/OL]. (2007-07-06) [2007-07-06]. <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrfaqregsho1204.htm>.

<sup>⑦</sup> See DTCC. Naked short selling and the stock borrow program[EB/OL]. (2005-03-30) [2007-06-04]. [http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked\\_short\\_selling.html](http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked_short_selling.html).

他们的利益。一些议员(如 Christopher S. Murphy、Tom Feeney 和 Jim Matheson 等)<sup>⑧</sup>也认为证监会应当对裸露卖空采取更为有效的措施。除了向 SEC 和议会申诉外,一些投资者甚至向法院提起了诉讼。因为裸露证券卖空问题,共计发生了 14 起针对 DTCC 的诉讼。<sup>⑨</sup>其中有 9 起已经被法庭驳回或原告撤诉,4 起判决 DTCC 无过错。<sup>⑩</sup>

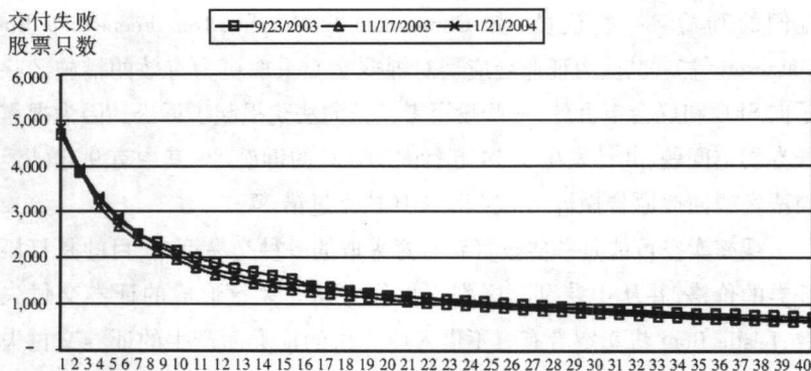
裸露卖空可能是一些投资者有意采取的一种交易策略,目的是打压证券的价格,并从中获利。区别于操作方面等无意形成的证券交付失败,Leslie Boni 将卖空者有意不借入应交付的证券而产生的证券交付失败称为“策略性交付失败”。<sup>⑪</sup>按照这一定义,“策略性交付失败”实际上等同于裸露卖空行为。一般认为纸面证券操作延误造成的交付失败不会超过 5 天,即持续时间在 5 天以上的可以认定为是策略性交付失败。根据 NSCC 提供的 2003 年 9 月 23 日、2003 年 11 月 17 日和 2004 年 1 月 21 日的数据库,Leslie Boni 发现在 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 上市的证券中,有超过 2000 只的证券的交付失败头寸持续了 5 天以上。这些证券可能存在“策略性交付失败”或者说“裸露卖空”行为。

⑧ See <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/s71206-890.pdf>; <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/s71206-281.pdf>; <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/s71206-271.pdf>.

⑨ See DTCC. Naked short selling and the stock borrow program[EB/OL]. (2005-03-30) [2007-06-04]. [http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked\\_short\\_selling.html](http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked_short_selling.html).

⑩ See DTCC. Naked short selling and the stock borrow program[EB/OL]. (2005-03-30) [2007-06-04]. [http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked\\_short\\_selling.html](http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked_short_selling.html). 对于针对 DTCC 及其子公司的诉讼,DTCC 认为,法庭的判决和 SEC 的声明支持了 DTCC 的看法,即卖空和裸露卖空是交易策略,与后台的清算交收没有关系。

⑪ See Boni L. Strategic delivery failures in U. S. markets [R/OL]. (2005-12-14) [2007-06-04]. <http://www.fma.org/Chicago/Papers/StrategicFailsPaperFMA.pdf>.



注:纵轴表示出现交付失败的股票只数。横轴表示交付失败持续的天数。

来源: Boni L. Strategic delivery failures in U. S. markets [R/OL]. (2005-12-14) [2007-06-04]. <http://www.fma.org/Chicago/Papers/StrategicFailsPaperFMA.pdf>.

图1 交付失败持续时间: NYSE, AMEX 和 NASDAQ 上市证券

人们还认为, 裸露卖空行为还比较普遍地存在发行“无底价可转债 (Floorless Convertible Debt)”公司的股票上。“无底价可转债”是一些濒临绝境或者诚信记录较差的公司发行的债券, 债券持有人可以按照变动的价格 (按照市场价格打一定折扣) 将债券转换为股票。公司发行这种债券后, 股票价格下跌幅度较大。有人指出, 债券持有人的策略是大肆进行裸露卖空, 因为股价下跌后, 转股时可以获得更多的股票, 并且还可以从股价下跌中直接获得卖空差价收益。但 DTCC 认为, 这些公司股价下跌, 问题不在于裸露卖空行为, 而是公司本身的管理和运营出现了问题。<sup>⑩</sup> 这些公司的管理层将公司股价下跌归结为裸露卖空的影响, 事实上是转移视线, 逃避责任。

### (三) 投资者和发行人对证券交付失败和裸露卖空问题的意见

一些投资者和发行人认为, 裸露证券卖空虚增了证券总量, 人为打压了证券价格, 裸露卖空者从中获取大量利润, 而证券持有人蒙受重大损失, 证券发行人的筹资能力也受到了非常不利的影 响。DTCC 未能保证证券和资金的按期交收, 通过容忍证券交付失败助长了裸露卖空行

<sup>⑩</sup> See DTCC. Naked short selling and the stock borrow program [EB/OL]. (2005-03-30) [2007-06-04]. [http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked\\_short\\_selling.html](http://www.dtcc.com/Publications/dtcc/mar05/naked_short_selling.html).

为,对裸露卖空行为的泛滥负有不可推卸的责任。

Robert J. Shapiro 指出,<sup>⑬</sup>卖空交易方面存在的制度性问题包括:(1)经纪/交易商和投资公司参与了大量的裸露卖空交易,人为地打压了目标公司的股价;(2)DTCC 及其子公司 NSCC 的体系允许成千上万的交付失败持续存在;(3)美国证监会没有能力或不愿意执行现有的卖空交易规则。

由于裸露卖空打压证券价格,影响发行人再筹资,因此一些发行人也采取了对策。例如,有些发行人认为电子簿记证券使得虚增证券更容易实现,投资者买入证券后不能确定是否买入真实的证券。为此,他们要求每一笔交易均进行纸面证券的交付,要求将投资者原先存管在 DTC 的证券从 DTC 中提取出来,并且不允许将证券登记在 DTC 名下。<sup>⑭</sup> 这些发行人认为,这么做之后,卖空者就不能利用 DTC 的清算交收制度维持自身的裸露卖空头寸。但该做法随后被美国证监会禁止。<sup>⑮</sup>

#### (四)对 DTCC 清算交收制度特别是证券借贷制度的质疑

有人认为,自动证券借贷系统自身可以创造“幽灵证券”,即 NSCC 可以将用于出借的证券反复用于出借,导致证券虚增。对此,DTCC 的回应是 NSCC 通过自动证券借贷系统取得的证券仅仅是出借人可供出借的证券,一旦取借后,证券即从出借人证券账户过户至 NSCC 账户,并最终过户给应收证券的清算会员。因此,出借人的证券不可能反复用来出借。

不过,批评者指出,出借人出借的证券交付到应收的清算会员后,清算会员可能将其继续用于出借。这样反复循环,人为掩盖了裸露卖空的规模。而这一切的基础还在于,买入股票的客户向经纪商支付了款项,

<sup>⑬</sup> See Shapiro R J. Comments on the “proposed rule: short sales”. (2003 - 12 - 24) [2007 - 06 - 04]. <http://www.sec.gov/rules/proposed/s72303/rshapiro122403.htm>. Robert J. Shapiro 是两个起诉 DTCC 的律师事务所的顾问。

<sup>⑭</sup> 在美国证券市场,投资者一般将证券交存到交易/经纪商或托管银行,再由交易/经纪商或托管银行交存到 DTC, DTC 将收取的证券统一更名到自身名下。

<sup>⑮</sup> 为了避免对证券的流动性和清算交收效率的不利影响,2003 年 6 月份美国证监会批转 DTC 的业务规则,明确发行人发出的提取证券的指示对 DTC 没有约束,并进一步要求在 SEC 注册的股权过户机构(即证券登记机构)不得配合发行人的指示。

而只是收到一笔买入证券数量的记录。而这一记录只是 IOU (= I Owe You),<sup>⑩</sup>而不是实际的股票。

#### (五) 结算会员很少提出强制补购要求的原因

根据 NSCC 业务规则,仍存在“证券收取失败”的买方会员有权通知 NSCC,表明他们希望获得其部分或全部应收的证券,即要求补购。如果买方会员均提出这样的要求,卖方会员不交付证券的成本显然增大,可以有效减少交付失败的规模和持续的时间。不过,有文献<sup>⑪</sup>指出会员很少提出补购要求,从某一个期权市场做市商 1998 ~ 1999 年间的数据看,该做市商在 69,063 笔交易中出现了部分或全部的交付失败,但其中只有 86 笔被要求进行补购,所占比例仅为 0.12%。

对于这一现象,市场参与人认为可能有以下几个原因:

一是买方会员未能收到证券的成本很低。不论是否交付证券,NSCC 对清算会员应收和应付的证券每天均以市价重新计算,并向清算会员收取和支付有关差额。如果证券价格上涨,买方会员也可以从 NSCC 收到价格上涨的收益。当然,证券收取失败的买方会员丧失了一定潜在的收益,例如,买方会员如果按期收到该证券后,就可以更早地将该证券借出。不过,由于美国市场卖空比例不大(表 1 表明,在 NYSE、AMEX 和 NASDAQ,证券卖空数量占流通数量所占比例平均为 2.6%),因此被出借的机会不大,可能获得的出借收益也就很小。

二是强制补购的证券届时仍无法交付的可能性很高。例如,交付失败的卖方会员收到补购要求在两天内补购证券,但在补购完成后的第三天(交收期为 T + 3),通过市场补购的证券仍存在无法交付的可能。一旦出现这种情况,收取失败的买方会员仍无法收到其应收的证券,而此时收取失败持续时间已经达到五个交易日。由于可能继续出现收取

---

<sup>⑩</sup> See National Coalition Against Naked Shorting. An introduction to naked short selling-Failing To Deliver (FTD). <http://www.ncans.net/intro%20to%20naked%20short%20selling.htm>. <http://www.ncans.net> 是全美反裸露卖空联合会(National Coalition Against Naked Shorting)的网站。

<sup>⑪</sup> See Evans R B, Geczy C, Reed A, et al. Failure is an option: impediments to short selling and option prices [R/OL]. (2005 - 12 - 07) [2007 - 06 - 04]. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=42388](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=42388).

失败,因此清算会员提出强制补购要求的积极性不高。

三是考虑对自身声誉的影响,避免损害未来的利益。清算会员可能达成一种默契,即如果收取失败的清算会员不提出补购要求,今后该会员交付失败时,其他应收的会员同样不会向他提出补购要求。另外,交付失败的会员可能是承销商,掌握有价值的新股资源,收取失败的清算会员想与交付失败的清算会员保持较好的关系。同时也有证据表明,清算会员更倾向于允许同一地区的其他清算会员交付失败。也就是说,清算会员不提出强制补购要求,是为了避免背上强制他人补购的“恶名”,以免损害自身未来的利益。

Leslie Boni 利用 NSCC 提供的数据对这些解释进行分析,认为第三种解释与实际情况比较符合。

#### (六) 交付失败的披露问题

对于交付失败,目前市场公开数据较少。DTCC 作为清算和交收的组织者,掌握相关数据。但 DTCC 仅将有关数据提供给监管者和自律监管机构,<sup>⑩</sup>使监管者和自律监管机构可以对其中是否存在违法行为进行核查。

根据 SEC 目前的规定,DTCC 的子公司 DTC 和 NSCC 每日须向 SEC 和证券市场及其自律组织(如交易所等)提供关于交付失败的数据,包括交付失败的总量和涉及交易的细节。自律组织和 SEC 利用这些信息编制“门槛证券清单”(Threshold List),从而对相关证券的交易行为实施更为严格的限制。但目前这些信息是不对公众披露的。

一些投资者要求自律监管机构提供每只“门槛证券”更详细的信息,包括该证券的交付失败总量、总的空头头寸、发生交付失败的经纪/交易商的名称、卖空证券的经纪/交易商的名称。DTCC 认为,个别公司的交付失败统计数据是该公司的专有信息,可能反映了该公司的交易策略。如果公开披露这些信息,有人可能乘机采取“逼空”的策略,对空方实施合法的卖空交易策略不利。

但不少投资者认为,既然 SEC 承认存在裸露卖空的非法行为,那么就应该向市场提供透明的信息,而不是向这些违法分子提供保护。有人指出,公布这些数据不会暴露合法卖空交易的交易策略,因为证券交易

<sup>⑩</sup> 指 NASD、NYSE 和 AMEX 等。

所已经将每只证券的未平仓卖空头寸和每天发生的卖空交易向市场公布。DTCC 提供的额外数据只不过可以揭示这种交易策略是否是裸露卖空。而那些使用裸露卖空交易作为交易策略的人没有理由阻止公布该证券的裸露卖空总量,因为裸露卖空违反了交易所和证监会的规则,而且以操纵为目的进行的裸露卖空更属于犯罪行为。因此,不少投资者对 DTCC 的态度颇有微词。

在公众特别是一些律师和议员的压力下,美国证监会已经宣布将考虑按季度公布有关证券交付失败的数据,但只能提供两个月前的数据,且仅是每天的合计数,即不公开具体每个清算会员的交付失败头寸信息。DTCC 对 SEC 的这一决定表示支持。<sup>①</sup>

### 三、证券卖空规则的相关规定

为了限制“裸露卖空”行为,减少证券交付失败,2004 年 7 月 28 日,SEC 公布实施了证券卖空规则(SHO 规则),修改了美国股票市场以往的一些规定。SHO 规则 203 条款规定了一系列有关卖空者借券和交付证券的要求,并且对那些交付失败持续时间较长的证券施加了更多的限制。2005 年 1 月 3 日,SHO 规则 203 条款正式生效。

#### (一)SHO 规则主要内容

根据 SHO 规则,证券交易所将检查证券交付失败是否超过流通量的 0.5% 或 10,000 股,并且是否连续 5 天出现交付失败。如果出现这一情况,该证券就进入清单,成为“门槛证券(Threshold Securities)”。对于门槛证券,如果某清算会员的证券交付失败已经持续了 10 天,<sup>②</sup>则该清算会员必须采取平仓措施,即通过买入同样种类和数量的证券来消除交付失败头寸。如果该清算会员未采取平仓措施,则在借入该证券或作出借券安排之前,该会员不能继续在该只证券上卖空。

---

<sup>①</sup> See DTCC. DTCC supports SEC initiative to make trade failure data publicly available. (2007 - 6 - 19) [2007 - 6 - 24]. [http://www.dtcc.com/news/press/releases/2007/trade\\_failure\\_data.php](http://www.dtcc.com/news/press/releases/2007/trade_failure_data.php).

<sup>②</sup> 从交收日起算。

表 2 SHO 规则发布前后的规定对比

	SHO 规则发布前	SHO 规则发布后
定位要求	在卖空前,卖空者应当作出安排,或者应当有合理理由确信其借到卖空的证券并且可以在交收日交付。例外:股票做市商、期权做市商、避险者、套利者。	在卖空前,卖空者应当作出安排,或者应当有合理理由确信其借到卖空的证券并且可以在交收日交付。例外:股票做市商、期权做市商。
强制交付	收取失败的清算会员可以通知 NSCC,要求采取强制补购措施。	与 SHO 规则发布前的规定相同。
强制平仓要求	对于交付失败不少于发行量 0.5% 或 10,000 股的 NASDAQ 股票,如果交付失败头寸持续时间不少于 10 天,则必须采取平仓措施。例外:股票做市商、期权做市商、避险者、套利者。	对于在 NYSE、AMEX、NASDAQ、OTCBB 以及“粉红单市场”上市或交易的股票,如果交付失败不少于发行量的 0.5% 或 10,000 股,并且连续 5 天发生交付失败,则被纳入门槛证券的清单。对于门槛证券,如果交付失败头寸已经持续 10 天,则该清算会员必须采取平仓措施。例外: 1. 原先存在的交付失败头寸; 2. 期权做市商因为已有的期权头寸避险需要而新增的卖空交易。
其他限制	NASD 禁止交付失败已至少 60 天的证券发生新的卖空。	对于门槛证券,如果投资者的交付失败已经持续了 10 天以上,则该投资者不能继续卖空,除非失败头寸已平仓或者有关证券已经借入(或已经作出了借券安排)。

资料来源: Boni L. Strategic delivery failures in U. S. markets [R/OL]. (2005 - 12 - 14) [2007 - 06 - 04]. <http://www.fma.org/Chicago/Papers/StrategicFailsPaperFMA.pdf>

## (二) SHO 规则实施的效果

DTCC 网站 2006 年 1 月 24 日发布的一份报告称:纽约证券交易所 (NYSE) 注意到,自 SHO 规则实行以来,交割失败的现象下降了 47%。DTCC 表示,85% 的交割失败情况会在 10 个工作日内解决,90% 能在 20 个工作日内解决。

表3 SHO规则生效前后的交付失败情况统计

指 标	SHO 规则 发布前	SHO 规则 发布后	变化	变化比例
天数	189	353		
日均证券交付失败总量(百万)	810.7	534.7	-276.0	-34.0%
日均证券交付失败的证券只数	2,735.5	2,557.3	-178.2	-6.5%
证券交付失败头寸数量	10,747.1	9,106.5	-1,640.6	-15.3%
证券交付失败头寸平均期限(天)	35.7	30.9	-4.8	-13.4%
日均门槛清单证券只数	298.2	184.4	-113.8	-38.2%
门槛证券日均交付失败总量(百万)	131.6	62.7	-68.9	-52.4%

注:1. 数据来自 NSCC 的 CNS 证券交付失败数据,范围是交付失败10,000股以上的 NYSE、AMEX 和 NASDAQ 上市证券。

2. 各证券交易所 2005 年 1 月 1 日以前没有公布的门槛证券清单,2005 年 1 月 1 日之前的门槛证券清单是按照 SHO 规则对历史数据进行测算的结果。SHO 规则发布后,也同样按照规则对历史数据进行测算,并得出有关门槛证券清单。这样得出的清单与公布的清单略有差异。

3. SHO 公布前的取样范围为 2004 年 4 月 1 日至 2004 年 12 月 31 日。SHO 公布后的取样范围为 2005 年 1 月 1 日至 2006 年 5 月 31 日。

来源:DTCC 网站。

对此,有人认为,上述数据可能缺少可比性,因为前后对比期间的天数不同。而且有人注意到,<sup>④</sup>SHO 实施后的交付失败下降时期主要在 2005 年 6 月到 2006 年 1 月,而 2006 年 2 月份之后,门槛证券数量又大幅增长,2006 年 9 月份左右,门槛证券数量已经与 SHO 规则实施之前持平。2004 年至 2006 年 3 月的数据显示,交付失败超过 10,000 股的失败数量的下降主要发生在 2005 年 1 月到 2005 年 11 月,2005 年 11 月后,该数量又出现了急剧增加的情况。

### (三)SHO 的修订意见

对于 SHO,不少投资者认为尽管对裸露卖空行为进行了限制,但只是朝着正确的方向前进了一小步,仍需要采取更为有效的措施。甚至有人认

<sup>④</sup> See Shapiro R J. Comments On proposed amendments to Regulation SHO. (2006 - 09 - 14) [2007 - 06 - 04]. <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/rjshapiro5967.pdf>

为,SEC 允许证券失败永久存在,并且定义了失败的可接受水平,这种做法违反了 1934 年证券法。有人还认为,SEC 之所以未对裸露卖空和交付失败采取更严格的限制,是因为 SEC 将华尔街的利益放在普通投资者之上。

因此,SHO 发布实施后,市场对裸露卖空问题批评的声浪并未减弱,事情甚至发展到美国国会不得不举行专项听证会的程度。在听证会上,参议员 Bob Bennett 与时任 SEC 主席 William. Donaldson 展开了激烈的争辩,参议员对 SEC 主席说:“SHO 规则不起作用。”

迫于压力,SEC 于 2006 年 7 月份重新征求公众对于 SHO 规则的修改意见。SEC 自身提出的修订意见主要包括:一是取消不溯及以往的条款,即取消有关 SHO 规则生效之前的交付失败不受 SHO 规则规制的条款;二是缩窄期权做市商豁免范围,规定当期权做市商持有期权头寸到期或平仓时,期权做市商需要在一定期限内了结交付失败头寸。

从公众对 SEC 所提意见来看,<sup>②</sup>多数投资者希望 SEC 继续加强对裸露卖空问题的监管,包括加强对裸露卖空的限制,并通过严格执法确保规则得到执行等,一些专家提出了较为具体的建议。初步归纳如下:

1. 缩短强制补购的宽限期。在修改前,SHO 规则规定,对于已经出现大量交付失败的证券(即门槛证券),即使在交收日(T+3)出现交付失败,投资者可以在 10 天的宽限期内自行采取补购措施。这样,投资者从交易完成到需采取补购措施的总体宽限期为 13 天(T+3+10)。对此,有一些专家建议,<sup>③</sup>除非投资者或经纪商以书面方式证明交付失败确属因纸面证券、管理问题或正常做市活动引起的,否则必须适用强制补购规定;而且在证券被列入清单之前发生的交付失败,投资者或经纪商应当在该证券被列入清单后的 3 天内进行补购,这样总体宽限期为 11 天(T+3+5+3)。对于那些证券被列入清单后发生的交付失败,投资者或经纪商应当在交付失败发生后的 8 天内进行补购[总体宽限期也为

<sup>②</sup> See Erskine, Thompson B, Patch D, et al. Comments on proposed rule: Amendments to Regulation SHO (2005-08-05) [2007-06-04]. <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/s71206.shtml>

<sup>③</sup> See Shapiro R J. Comments on proposed amendments to Regulation SHO. (2006-09-14) [2007-06-04]. <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/rjshapiro5967.pdf>

11天(T+3+8)]。有专家<sup>②</sup>提出了更进一步的观点:“DTCC应当确保所有交易在T+3日完成交收,禁止超过T+4的交付失败。如果一笔交易在交收时出现了交付失败,交付失败者应当在下一日解决这一问题”。这些专家认为相对于德国、澳大利亚和新加坡等境外主要金融市场,美国证券市场强制补购要求过于宽松。在这些金融市场,卖空者应当在交收日交付证券,否则在交收日的次日即面临强制补购要求。

2. 增大裸露卖空者的成本。目前,未对交付失败头寸进行平仓的惩罚主要是禁止继续卖空。这实际上并没有对违规主体进行严格的处罚,没有从经济激励上遏制交付失败的产生。消除证券交付失败的措施可以考虑增大卖空者的成本,如要求交付失败的卖空者提交担保品、支付罚金、没收其裸露卖空所得利益等。而且也可考虑规定经纪商也需对此承担责任,促使经纪商加强对投资者裸露卖空行为的管理。

3. 缩窄或取消期权做市商的豁免。期权交易所认为,<sup>③</sup>期权做市商在做市活动中需要根据客户的需求买入认购期权或卖出认售期权。为规避风险,期权做市商需要卖空证券,在一些情况下可能导致证券交付失败。但这一行为不是SHO规则所要解决的那一类“裸露卖空行为”,因此做市商需要继续豁免SHO规则的限制。但有一些投资者指出,做市商可能滥用豁免条款,因此建议缩窄对做市商豁免的范围,并建议SEC区分真实的做市行为和假借做市名义逃避监管的行为。甚至有经纪商代表认为没有必要豁免做市商,因为经纪商与做市商一样,也需要尽快满足客户交易的需要。

4. 加强执法,确保SHO规则得到遵守。投资者认为,SEC的SHO规则仅仅是原先自律监管机构有关规则如NASD的3370条规定的重复,如果不加强执法,仍不见得到切实的遵守。例如,以往曾规定“如果没有采取避险措施,空头头寸应当在交收日后的10天内平仓”,但

---

<sup>②</sup> 比如Susanne Trimboth, STP咨询服务公司总裁,该公司注册在加州。See Trimboth S. Re; File No. S7-12-06. (2006-08-29) [2007-06-04]. <http://www.sec.gov/comments/s7-12-06/strimbath7022.pdf>.

<sup>③</sup> The American Stock Exchange; Boston Options Exchange; Chicago Board Options Exchange; International Securities Exchange; NYSE/Arca; The Options Clearing Corporation; Philadelphia Stock Exchange.

NASD、DTCC、NSCC 和 SEC 并没有对这方面发生的许多违规行为进行处罚。因此投资者建议 SEC 加强执法,以确保 SHO 规则得到遵守。

5. 实行交易前端监控。有人认为,技术系统应当追踪客户是否在交收日时交付了证券,甚至应当在交易前检查投资者卖出的证券是否存在。

6. 要求 DTCC 披露更多的数据。投资者认为,尽管证监会发布了上市的和在 OTC 交易的门槛证券的交付失败总数,但由于没有每只股票当前交付失败的数据,因此无法对裸露卖空对美国金融市场和个别证券的损害进行评估。DTCC 掌握所有的数据,应当将这些数据向社会公布。

#### 四、对我国的启示

我国证券交付失败比较少见,目前仅深圳 B 股<sup>②⑥</sup>和上海证券交易所企业债<sup>②⑦</sup>偶尔会出现交付失败问题。原因是我国以往法律上禁止卖空,在技术上对除企业债和深圳 B 股以外的品种实行了卖空前端监控。<sup>②⑧</sup>

②⑥ 由于没有前端监控,我国深圳 B 股可能出现交付失败问题。一旦在交收日(T+3 日)出现交付失败(称为“B 股股份卖空”),交付失败方卖出款项将被扣减冻结。同时,结算公司将直接记增对应买方证券账户,即虚增证券(将造成股东名册上的股数超过实际发行股数)。如果不是因为托管银行和证券公司之间转托管延误造成的交付失败,结算公司将对交付失败方处以罚金(1 股罚港币 1 元),并没收卖空收益。如交收失败方未能在 T+5 日(T 日为成交日)前补购证券,结算公司将在 T+6 日强制性补购,产生的亏损和费用由交付失败方承担。在补购之前如发生权益分派,交付失败方应当补购红股,并将分派手续费及现金红利交付给结算公司,以便结算公司将红股或现金红利转付给 B 股持有人。

②⑦ 目前,在上海证券交易所上市的企业债(不同于可转债和分离交易可转债)记在证券公司席位上,而不记在投资者证券账户中。对于记在席位上的企业债,上海证券交易所未实行前端监控,因此可能出现交付失败。企业债出现交付失败,称为“欠库”或“债券现券交收违约”。交付失败者将不能收到对应的卖出款项,并需要按违约金额的千分之一按日缴纳违约金。同时,结算公司将直接记增对应买入席位(将造成企业债暂时虚增)。交付失败者应当在 T+2 日前进行补购,否则自 T+3 日起,结算公司将采取强制补购措施。如果在此期间出现兑付兑息,结算公司将对交付失败的相应席位记负,即交付失败方需要将对应的利息或本金支付给结算公司,以便结算公司转付给债券持有人。(编辑注:2008 年 9~10 月,上交所会同中国结算公司将企业债记入证券账户,并自 2008 年 10 月 13 日起更改申报方式,实行前端监控。)

②⑧ 证券公司自营或接受投资者委托卖出 A 股等证券时,证券交易所将对交易申报进行检查,确定对应证券账户内有足额的可供卖出的证券。检查通过的,该笔交易申报才能进入交易系统参与撮合。

但实行前端监控是以较为复杂的交易系统作为代价的。未来,随着各种制度创新、业务创新和产品创新的推出,我国也可能不得不在一定程度上放松前端监控。例如,融资融券业务开展后,投资者进行卖空交易且证券公司自有证券不足以出借时,如果交易系统需要事先检查证券公司是否可以从证券金融公司处借入该证券,而交易系统和证券金融公司的技术系统相当复杂。对此,一种考虑就是放松卖空交易的前端检查,待交易闭市后方处理证券公司和证券金融公司之间的转融券业务。在这种情况下,交付失败可能出现。<sup>②</sup>另外,未来如果引入做市商制度,则作为配套措施,也需要允许做市商卖空而不要求其事先借入证券。在这种情况下,交付失败也可能出现。

因此,为了在业务规则和技术系统上适应证券交付失败的新情况和新问题,有必要对证券交付失败的机理和处理原则进行前瞻性研究。在这方面,美国股票市场交付失败问题的经验和教训对我国有一定的借鉴意义。我们认为,具体可以从以下几个方面进行探讨:

一是,我国制度设计应当与市场流动性和公平公正之间取得平衡。从美国市场来看,美国证监会之所以在承认存在裸露卖空行为的情况下不完全禁止交付失败,其原因一是一些投资者的操作延误不可避免,二是为了满足做市商做市的需要。如几家证券交易所认为,豁免做市商不受 SHO 规则限制,对保障市场流动性是非常必要的。交付失败在某种程度上是保障市场流动性的必要代价,不能完全把交付失败看作是一件坏事。但另一方面,交付失败也很可能被裸露卖空者滥用,导致发行人和投资者的利益受损,影响市场的公平公正。美国市场这一问题就比较突出。因此,未来我国设计交付失败处理制度时,应当在保证市场流动性和公平公正之间进行平衡。一方面要考虑严格限制交付失败可能给市场流动性带来的不利影响,另一方面也要考虑交付失败限制过于宽松可能给市场公平公正带来的不利影响。

二是,我国至少在初期应当对交付失败采取更严格的措施。从美国市场来看,SEC 和 DTCC 之所以受到较大的压力,原因在于交付失败处

---

<sup>②</sup> 在当前交付失败处理制度尚不建立健全的情况下,我们建议仍通过技术手段确保投资者卖空的证券均属可借入的证券,以避免出现交付失败。

理规定过于宽松。美国不少专家和投资者认为,DTCC 的清算交收制度助长了裸露卖空行为,损害了市场的公平公正。这一教训值得我国注意。我国未来对交付失败问题的处理时,至少在初期应当采取相对更严格的措施。例如,可考虑缩短强制补购期限,借鉴德国、新加坡、澳大利亚、香港等市场的规定,要求出现交付失败的清算会员在交付失败出现后的次日即采取补购措施。另外,也可以考虑增加交付失败方的成本,例如借鉴我国香港地区的规定,要求交付失败方缴纳罚金。<sup>⑩</sup>

三是,我国需要建立处理交付失败问题的全面制度安排。如前所述,美国 NSCC 自动证券借贷系统只能解决 28% 左右的交付失败,清算会员仍存在收取失败的可能。因此,美国股票市场对后续的处理设计了相应的制度,如补购要求,将交付失败时间较长、数量较多的证券列为门槛证券,等等。这些思路也值得我国借鉴。我国应当在建立自动证券借贷系统的基础上,建立起处理交付失败问题的全面制度安排,如强制补购要求、推迟向买方会员交付、<sup>⑪</sup>门槛证券限制、交付失败数据披露,以及证券交付失败后的投票、<sup>⑫</sup>分红派息<sup>⑬</sup>等业务的处理,等等。在这些制度建立健全之前,建议仍保留或部分保留前端监控,处理好制度间的衔接。

<sup>⑩</sup> 香港结算对交付失败向失败方收取罚金。罚金计算方式为:未交收证券股数×每股在 T+2 日之收盘价×0.25%,香港结算并可视情况调整 0.25% 的比率。参考:香港交易及结算有限公司、中央结算系统一般规则。(2008-12-02) [2007-06-04] [EB/OL]. [http://www.hkex.com.hk/rule/ccassrule/ccassrule\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/rule/ccassrule/ccassrule_c.htm).

<sup>⑪</sup> 美国及香港股票市场采取这种措施。未来,如果我国存在交付失败问题,思路一是推迟交付,在这种情况下,需要改变投资者买入证券必定在交收日到账的观念。另一种思路是虚增投资者证券账户,但这种做法无法解决投票权行使问题。我们认为,推迟交付的思路较为恰当。

<sup>⑫</sup> 美国市场属于间接持有体系,投资者持有的证券一般存管在 DTC,并以 DTC 的名义列示在股东名册上,即 DTC 是名义股东。投票时,由 DTC 委托参与人代理投票;参与人代理投票时需征询投资者的意见。在出现交付失败后,一部分投资者可能无法收到证券,将丧失投票权。但由于投资者的投票权由参与人受 DTC 委托行使,因此普通投资者对投票权不是很关注。我国是直接持有体系,投资者作为股东对投票权可能更关注一些,因此这一问题需要特别注意。

<sup>⑬</sup> 交付失败持续期间,如果恰好遇到分红派息,则交付失败方需要向收取失败方赔偿对应金额或数量的红利、红股或利息。交付失败方赔偿的红利、红股或利息,由作为共同对手方的结算公司转付给收取失败方。

## 附件: NSCC 证券借贷系统简介

在美国证券市场, 卖方经纪/交易商的清算会员(以下简称卖方会员)需要在交易成交后的第三个交易日(T+3日)向 NSCC 交付证券。如果卖方会员未能在 T+3 日交付证券(即“证券交付失败”, 英文为 Failure-to-deliver), 可能进而导致 NSCC 无法向买方经纪/交易商的清算会员(以下简称买方会员)交付证券, 即买方会员“证券收取失败”(Failure-to-receive)。

为减少证券交付失败的影响, 1981 年 NSCC 经美国证监会批准推出了证券借贷系统(Stock Borrow Program)。参与该计划的清算会员(以下简称出借会员)可以授权 NSCC 将其存放在 DTC 的证券用于出借。一旦出现证券交付失败, NSCC 能够从供出借的证券取借并交付给买方会员。NSCC 业务规则附件 C 明确了证券借贷流程。2005 年 12 月 31 日日终, NSCC 通过证券借贷系统借入大约 9.78 亿美元的证券, 占证券交付失败余额的比例为 28.57%。

以下具体介绍证券借贷系统。

### 一、证券出借池的建立

出借会员可以自行决定是否参与证券借贷系统。由 DTC 存管并可以纳入 NSCC 持续净额清算系统(简称 CNS)的证券均可以出借。出借会员可以通过电子通讯网络与 NSCC 连接, 确定哪些账户内的证券可以出借。NSCC 不主动寻找供出借的证券, 出借与否、出借证券的品种和数量均由会员自行决定。

### 二、取借

作为 CNS 系统的组成部分, 证券借贷系统的运行也是自动化的。如果 NSCC 从卖方会员收到的证券数量不足, 将导致买方会员证券收取失败, 则 CNS 系统将自动在证券借贷系统中查找该证券。如果可供出借, 系统将按照事先设定的算法确定从各出借会员取借证券的顺序, 并将取借的证券自动分配给证券收取失败的买方会员, 同时将相当于出借证券市值的现金支付给出借会员作为担保品。这个过程是自动进行的, 没有人工干预。

通过证券借贷系统自动取借的证券将从出借会员对应的 DTC 账户

过户到 NSCC 在 DTC 的账户内,并进而作为整个证券交收过程的一部分过户给有关买方会员。

在证券借贷记录方面,NSCC 将在出借会员 CNS 的 D 子账户和 C 子账户分别记录应付(short)和应收(long)的日记账,分别代表出借会员有义务交付出借的证券(D子账户的应付头寸),以及会员有权利收回其出借的证券(C子账户的应收头寸)。根据 NSCC 业务规则,这些子账户的记录是证券借贷的证据,不代表证券的所有权。会员 D 和 C 子账户的记录不向公众公布,仅 NSCC 和会员自身可以获取这些日记账信息。

### 三、归还

通过证券借贷系统取得的证券将在 CNS 系统正常证券分配过程中偿还,即一旦 CNS 系统收到证券的数量超出 CNS 系统应付该证券的数量,CNS 系统将超出部分按照一定算法归还给出借会员。在收回证券的同时,出借会员应当将相当于证券市值的现金支付给 NSCC。需要说明的是,在 CNS 系统归还证券前,NSCC 每天按照新的市场价格对出借会员 C 子账户的应收头寸进行计算。如果该证券市价上升,NSCC 将把差价补偿给出借会员;如果该证券的市价下跌,NSCC 将向出借会员收取差价。这样处理,可以保障 NSCC 和出借会员双方的利益,防范价差风险。

### 四、索还

如果出借会员要求归还已出借的证券(可称为“索还”),可以根据 NSCC 业务规则启动补购(Buy-in)程序。即出借会员可以向 NSCC 发出补购通知,NSCC 如果无法在当日日终归还证券,则于次日(T+1日)将该通知转发给存在证券交付失败的卖方会员。卖方会员应当在 T+2 日前履行补购责任。如果卖方会员没有履行补购责任,则 NSCC 将进行补购操作并将买入证券交付给出借会员,相关交易费用由卖方会员承担。

### 五、费用

按照 NSCC 业务规则附件 A 的规定,NSCC 按照证券交付的笔数向会员收取费用,其中晚间进行的证券交付每笔收取 30 美分过户费用,日间进行的证券交付每笔收取 75 美分过户费用。出借会员将证券交付给 NSCC 时,NSCC 向出借会员收取过户费用;NSCC 向买方会员交付证券时,NSCC 向买方会员收取过户费用。这一费用标准与正常 CNS 证券交收一样,只不过正常 CNS 证券交收时,是卖出会员而不是出借会员支付

过户费用。

需要指出的是,证券借贷系统没有对证券交付失败的卖方会员收取费用。证券交付失败的卖方会员仅丧失了其卖出款项的利息收入(出现证券交付失败时,NSCC也暂不向卖方会员支付卖出款项)。<sup>⑭</sup>对此,有人认为,由于卖方会员证券交付失败的成本很低,可能导致卖方会员自身或纵容客户进行裸露卖空,<sup>⑮</sup>因此NSCC证券借贷系统对美国证券裸露卖空行为的泛滥负有一定责任。

---

<sup>⑭</sup> 交付失败会员还需要按照一定比例缴纳清算保证金(Clearing Fund),但交付失败头寸平仓后该缴款可以退回。

<sup>⑮</sup> 裸露卖空与合法卖空相对应。卖空者合法卖空时,应当事先采取措施,确保在交收时可以用借入的证券或其他方式得到的证券(如期权或权证行权得到的证券)履行交付证券的义务。裸露卖空者卖空前未做好获取证券的准备,卖空后也未采取借入证券等措施,实际上放任了证券交付失败的发生。因此裸露卖空一般被认为是非法行为。