

○金融与投资

# 卖空约束对股票市场的影响

## ——兼论中国能否引入卖空机制

郑振龙, 俞琳, 张睿

(厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005)

**摘 要:**卖空作为一种重要的金融创新,经常被人们提及,但很多人却对卖空心存疑虑。在很多资本市场发达的国家,卖空也仍然受到限制,因此,很多人就反对目前在我国引入卖空机制。然而,卖空并没有很多人想象中的那么可怕。本文从实证和理论两个角度论证了卖空对市场效率的重要作用,考察了卖空与市场崩溃间的关系,发现二者并没有必然的联系。

**关键词:**卖空; 市场效率; 市场崩溃

中图分类号: F830.91

文献标识码: A

文章编号: 1007-2101(2004)06-0051-05

卖空是指投资者本身没有股票,而是向经纪人借入股票并将其卖掉,之后,再在市场中购买相同数量的股票归还经纪人的一种行为。如果投资者预期到未来股价将会下跌,但自己手中又没有股票,这时他就可以进行卖空。如果未来的股价真的下跌了,那么他就可以赚取利润,卖空的数量越多,赚取的利润也就越多。但他所赚取的利润有一个限度,因为一般来说,卖空者在借入股票时必须交纳与股票市值成一定比例的初始保证金,我们称之为保证金比例,投资者只有交纳了一定的保证金后才能卖空股票。由于保证金的比例一般都小于100%,所以卖空是一种杠杆交易,也就是说,卖空者只需投入一定的初始保证金便可以进行数倍于保证金的交易,因此,它的收益和风险都被放大。由此,很多人认为卖空就是一种以小博大,以少博多的赌博行为。诚然,从某种意义上讲,卖空的确是一种投机性的赌博行为,过多的投机性卖空行为会给市场造成很大的破坏,但是,我们应该看到,任何事物都有它的两面性,卖空不单只具有投机性,它还可用于套期保值或是套利,而这对于提高市场价格发现的效率乃至促进金融市场的创新都具有非常重要的意义。

收稿日期: 2004-09-24

作者简介: 郑振龙(1966-),男,经济学博士,美国加州大学洛杉矶分校富布莱特研究学者,厦门大学金融系副主任、教授,博士生导师;俞琳(1981-),男,厦门大学金融系2002级硕士研究生,主要研究方向为金融工程。

## 一、卖空对市场效率的影响

有的人认为多头是一种投资,而空头则是一种投机,因此对卖空畏若猛虎。实际上,这种看法是不正确的。因为在股票市场上,不管是买还是卖都是一种赌博,都是一种投机性行为(Powers, Schizer, and Shubik, 2003),没有好坏之分,只是反映投资者在股票价格上的分歧。如果人为地对卖空进行限制,就相当于限制了拥有利空消息的投资者的权利。这不但对投资者不公平,而且还会损害市场的效率。

股票市场实际上包含了两大功能:一个是实现风险资产在投资者之间的分配,即资本资产定价模型所阐述的内容;另一个功能就是信息加总的功能,通过将投资者分散的信息汇总起来,从而形成一个市场价格。因此,信息效率就成了市场效率非常重要的一个方面。由于卖空约束的存在(包括对卖空的禁止及与卖空相关的各种成本),使得拥有负面信息的投资者无法卖空或者相对减少卖空的数量,从而负面信息就不能被充分地反映到市场价格中去,这往往会导致资产价格偏高。Figlewski(Stephen Figlewski, 1981)以卖空头寸作为利空消息的近似反应,证实了对卖空的限制会导致股票价格高估的假设。Charles等人(Charles M. Jones, Owen A. Lamont, 2002)研究了1926~1933年间美国股市的卖空成本,发现具有高卖空成本或进入股票借入市场(market for borrowing stock)的成本很高的股票的收益率偏低,也证实了卖空约束会造成股票价格高估的假设。Senchack等人(A.J. Senchack, Jr., Laura T. Starks, 1993)则发现卖空头寸对股票收益率有显著的影响,未预期到的卖空头寸的增加会产生负的异常收益率,这说明卖空头寸的增加包含了未反映到市场价格中去的信息。因此,卖空约束的存在束缚了市场的价格发现功能,减缓甚至阻止了信息的传递,降低了市场的信息效率。

同时,从微观的角度来看,卖空还会影响到投资者个人的投资决策。由于受到卖空约束的限制,投资者资产组合中各只股票的最低权重只能为零,而不能为负,这可能导致投资者无法有效地分散风险,或者提高了他们分散风险的成本,这就减弱了金融市场风险集散(risk pooling and sharing)的功能,降低了市场的效率。Basak等人(Gopal Basak, Ravi Jagannathan and Guoqiang Sun, 1997)检验了存在卖空限制条件下的均值方差的有效性,发现对卖空的限制会导致原本是均值方差有效的组合变成均值方差无效的组合。De Roon等人(Frans A. De Roon, Theo E. Nijman and Bas J. M. Werker, 2001)用基于回归的检验方法对存在市场摩擦情况下的均值-方差边界的扩展进行了检验。他们发现,对于美国投资者来说,如果在没有市场摩擦的情况下,投资于新兴市场国家将会获得分散化的收益,而在存在市场摩擦的情况下,尤其是存在卖空约束的情况下,这些分散化的收益将趋于消失。Nagel(Stefan Nagel, 2003)发现低账面价值/市价效应集中于卖空操作比较困难的股票,而且这些股票的回报具有一定的可预测性,说明卖空约束限制了套利者的套利行为,使股票市场失去效率。Powers(Powers, Schizer, and Shubik, 2003)等人也指出了卖空对市场效率的重要意义。

另外,从最早限制卖空的目的来看,对卖空施加限制的初衷本是为了防止股票市场的过度波动,降低市场崩溃的可能性,但实证的结果却表明,对卖空的限制反而会加大股票价格的波动性,尤其是在股票价格下跌时,这也就使得卖空约束加大了市场崩溃的可能性。Ho(Kim Wai Ho, 1996)研究了新加坡股票市场从1985年12月5日至1986年1月3日限制卖空对股票波动率的影响。他分别用了无条件条件和条件波动率检验,发现对卖空的严格限制加剧了股票市场的波动性。Hong和Stein(Harrison Hong and Jeremy C. Stein, 2003)在异质预期及存在卖空约束的情况下推导出一个模型,解释了为什么股票价格会呈现负偏斜,即股票价格在下跌时会呈现过度的波动(excess volatility)。

最后,从监管的目的来看,监管的最终目的在于促进市场效率不断地提高及市场的不断完善,因此,在制

定监管规则时,应该保证监管规则的实施有助于市场信息更快、更准确地反映到价格中去,同时,对于通过套利行为不断促进市场完善、加快信息被价格吸收速度的套利者也不应施加过多的限制,以免给他们造成额外的成本,减少市场上有效的套利行为。Powers 等人(Powers, Schizer, and Shubik,2003)认为,对卖空的管制无非是由于研究了世界各国监管当局对卖空的管制,发现他们的管制行为(包括对卖空收入的税收惩罚,up-tick 规则)实际上都是无效的,不但不能有效地实现监管的初衷,即防止市场操纵和降低市场崩溃的可能性,而且在很多情况下还限制了一些有益的卖空行为。因此,从监管当局的角度来看,对卖空施加过多的限制往往是得不偿失。

只有当买方和卖方能够将基于自己的信息判断形成的买卖意愿付诸实施时,市场的价格才能对价格作出迅速地反映,实现新的均衡。如果出于对卖空会造成市场操纵和加大市场崩溃可能性的考虑,那么对卖空的监管也应该同样施于多头操作上,因为市场操纵也存在于多头操作中,况且单边的多头操作(即对卖空加以限制)会造成股市的泡沫,同样会引发市场崩溃。所以,从这种意义上说,片面地强调对卖空的管制是没有根据的,监管当局不应应对卖空实行歧视性的限制。

## 二、卖空与市场崩溃(market crash)的关系

过去20年中,世界各地的金融市场多发生过金融危机,如1987年美国股市大崩溃,1992年欧洲金融危机,1994年墨西哥金融危机,1997年亚洲金融危机,给各国的经济带来了巨大的打击。这些金融危机都有一些共同的特征:它们一般都是在没有什么重大的利空消息时,市场突然发生大幅下跌行情,且这种下跌行情具有传染性(Harrison Hong and Jeremy C. Stain,2003)。而在研究金融危机的发生根源时,不少人把矛头指向了卖空机制,认为卖空机制为投机分子提供了打击市场的机会,1997年亚洲金融危机时,马来西亚、香港地区就取消了卖空机制。

然而,实际情况并不是这样的。1994年墨西哥金融危机的根本原因被认为是墨西哥严重的社会问题,结构问题,以及持续动荡的局势(《国际金融研究》,1995);1997年东南亚金融危机的根源则被认为是东南亚国家经济结构发展的失衡,对外资的过度依赖等(《东南亚研究》,1997)。由此可见,大部分金融危机发生的根源还在于该国经济结构存在的问题,而且发生金融危机的国家中有很多并不允许卖空,因此,卖空并不是引起金融危机的罪魁祸首。

Arturo Bris 等人(Arturo Bris, William N.Goetzmann and Ning Zhu,2003)通过检验市场回报的偏斜度(skewness)也发现,实施卖空约束并没有使市场回报的偏斜度明显变小,也就是说,卖空约束对防止市场崩溃的作用不大。

相反,国外的一些学者却发现(Harrison Hong,Jeremy C.Stain,2003),限制卖空反而可能引起市场崩溃。假设市场中存在两类投资者:风险厌恶的一般交易者和风险中性的套利者,一般交易者面临着卖空的约束,也就是说,他们只能持有股票多头。由于收到市场信号不同,一般交易者会存在意见的分歧,为了简化分析,我们将一般交易者分为两类:A和B。A在时刻1收到一个不利的信号,B收到一个有利的信号,但由于存在卖空的约束,所以A只能选择不交易,而B则选择买入股票。套利者不知道股票的真实价值,只能通过市场价格和交易状况来推断。套利者知道A收到不利的信号,因而不进行交易,但却无法知道这个信号有多坏,所以无法准确推断出股票的真实价值,于是采取观望态度,也不进行交易。到了时刻2,假设B继续收到有利的市场信号,股票价格进一步上涨,那么A依然选择不交易;然而,如果B收到了不利的信号,股票价格开始下跌,那么A就有可能介入市场,买入股票,那么他在时刻1收到的不利信号就显现出来了。比如说,当股票价格下跌5%时,A就开始买入股票,那么说明他在时刻1收到的信号还不是太坏;而如果股票价格下跌20%时,A还不

买入股票,那就说明他在时刻1收到的信号非常坏,据此,套利者就会抛售股票,导致价格进一步下跌。也就是说,时刻2价格的下跌不单单只反映了当时的信息,它还反映了之前被隐藏的信息。

在模型中,我们假设一般交易者只分为A、B两类人,但在现实中,一般投资者意见的分歧更大,所收到利好、利空消息的程度差异可能很大,因此,随着市场价格的一次次下调,越来越多的A类投资者浮出水面,以前累积的利空消息由次坏到坏逐渐得到释放,股票价格进入一个不断下跌的恶性循环,直至整个市场的崩溃。这可以用来解释危机的一个特征,即在无重大利空消息的情况下,股价出现大幅的下跌。因为即使是一个小的利空消息导致的股价小幅下跌,有时也便会引发股价的循环下跌,最终导致市场的崩溃。Romer (David Romer,1993)解释了理性市场在没有什么信息时为什么会大幅震动,他认为市场中由于存在持不同观点的投资者,是一个多维、异质的博弈过程,因此市场价格并不能简单地反映出所有的信息。1987年10月19号美国股市的大崩溃并不是因为市场的非理性或噪音,而是在限制卖空的条件下,市场对信息揭示的调整。Hong和Stain(Harrison Hong, Jeremy C.Stain,2003)研究了卖空限制对股价的影响,认为在股市下跌时,持悲观态度者会大量地从隐蔽状态显现出来,从而在市场中没有新信息时依然导致市场的崩溃,因此卖空限制可能是引起金融危机的一个重要因素。

### 三、结论

本文引用了大量的国内外学者的研究结果,发现卖空机制对于提高市场的价格发现效率起着很重要的作用。而且,这些研究结果表明,卖空并不会像一些人所担心的那样会引起金融危机,相反,限制卖空反而可能导致市场崩溃。

市场稳定是监管当局实施监管的目标之一,但它不是最终目标。监管的最终目的在于促进市场效率不断地提高及市场的不断完善。因此,监管当局应依据这种监管思想,为金融市场的创新创造良好的环境,而不要因为卖空可能存在的风险而将其扼杀。

只要监管当局做好充分的思想准备,积极研究监管对策,相信目前我国引入卖空机制不会对市场造成太大的影响。由于篇幅所限,本文没有具体探讨卖空机制该如何逐步引入,以及该如何对其进行监管,这些都是值得进一步研究的。

#### 参考文献:

- [1]陈乔之. 东南亚金融危机因果剖析[J]. 东南亚研究,1997,(5).
- [2]李忠尚,王建华. 墨西哥金融危机的影响及启示[J]. 国际金融研究,1995,(4)
- [3]凯思琳·F. 斯泰莱著,崔世春译. 卖空的艺术[M]. 上海:上海财经大学出版社,2002.
- [4]A.J. Senchack, Jr., Laura T. Starks, Short-sale restrictions and market reaction to short-interest announcements, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1993, Vol.28, No.2.
- [5]Arturo Bris, William N.Goetzmann and Ning Zhu, Efficiency and the bear: short-sales and markets around the world, Jan. 2003. Yale ICF working paper, No.02-45.  
Charles M. Jones, Owen A. Lamont, Short-sale constraints and stock returns, *Journal of Financial Economics*, 2002
- [6]David Romer, Rational Asset-Price Movements Without News, *The American Economic Review*, Vol.83, No.5 (Dec.1993), 1112-1130.
- [7]Frans A. De Roon, Theo E. Nijman and Bas J. M. Werker, Testing for mean-variance spanning with short sale constraints and transaction costs: The case of emerging markets, *The Journal of Finance*, April 2001, vol.LVI, No.2.

- [8]Gerald D. Gay, and Dae Y. Jung, A further look at transaction costs, short sale restrictions and futures market efficiency: the case of Korean stock index futures, *The Journal of Futures Markets*, 1999, vol.19, No.2 .
- [9]Copal Basak, Ravi Jagannathan and Guoqiang Sun, A test of mean-variance efficiency when short selling is prohibited, 1997.
- [10]Harrison Hong, Jeremy C. Stain Differences of Opinion, Short-sales Constraints and market crashes, *The society for Financial Studies*, 2003.
- [11]HongHui Chen and Vijay Singal, Role of speculative short sales in price formation: case of the weekend effect.
- [12]Joseph K. W. Fung and Paul Draper, Mispricing of index futures contracts and short sales constraints, *The Journal of Futures Markets*, 1999, vol.19, No.6.
- [13]Kim Wai Ho, Short sales restrictions and volatility: the case of the stock exchange of Singapore, *Pacific-Basin Finance Journal*, 1996.
- [14]Michael Gallmeyer, An examination of heterogeneous beliefs with a short-sale constraint, 2002.
- [15]Michael Powers, David Schizer, and Martin Shubik, Market bubbles and wasteful avoidance: tax and regulatory constraints on short sales, Mar. 2003, *The Center For Law and Economic Studies Columbia Law School Working paper*
- [16]Robert Jarrow, Heterogeneous expectations, restrictions on short sales, and equilibrium asset prices, *Journal of Finance*, Dec.1980, vol.35.
- [17]Stephen A. Ross, The Capital Asset Pricing Model(CAPM), short-sale restrictions and related issues, *The Journal of Finance*, March 1977, vol.XXXII, No.1.
- [18]Stephen Figlewski, The informational effects of restrictions on short sales: some empirical evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1981, Vol.16 .
- [19]Stefan Nagel, Short sales, institutional investors, and the book-to-market effect, Feb 2003.

责任编辑:李金霞

### Effect of the Restriction of Short Selling on the Stock Market

ZHENG Zhen-long YU Lin ZHANG Rui

**Abstract:** Though frequently mentioned as an important innovation, for many, short selling still arouses some doubts. Even in many countries with developed capital market, there are still some restrictions on short selling. As a result more than a few people have expressed their arguments against introducing short selling mechanism into China. As a matter of fact, short sale is not as terrible as what it is thought to be in many minds. This paper, both empirically and theoretically, illustrates the impacts of short selling on the efficiency of stock market and demonstrates that there is no distinct relationship between short selling and market crash.

**Key words:** short selling; market efficiency; market crash