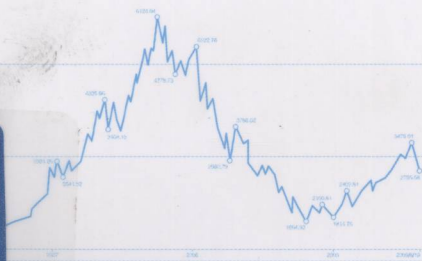


卖空制度的 市场效应研究

The Impact of
Short-sale Constraints
on the Stock Market

夏乐才静涵 著



上海交通大学出版社

卖空制度的市场效应研究

夏 乐 才静涵 著

上海交通大学出版社

内 容 提 要

本书对资本市场卖空制度在世界范围内的发展进行了梳理,同时,研究了引入卖空制度后对个股的影响。主要指标包括:个股的交易活跃程度、流动性、波动性与信息不对称变化。本书提出了噪声交易者假说,即引入卖空制度后重要的变化是噪声交易者会出于对更高的亏损可能的担心而退出交易或变得谨慎。通过研究,作者对中国资本市场引入卖空制度提出了具体的政策建议。

本书适合证券市场研究人员及政策制定者参考阅读。

图书在版编目(CIP)数据

卖空制度的市场效应研究/夏乐,才静涵著. —上海:
上海交通大学出版社,2009
ISBN978-7-313-05885-0

I. 卖... II. ①夏... ②才... III. 股票—资
本市场—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 122042 号

卖空制度的市场效应研究

夏 乐 才静涵 著

上海交通大学出版社出版发行

(上海市番禺路 951 号 邮政编码 200030)

电话:64071208 出版人:韩建民

常熟市文化印刷有限公司 印刷 全国新华书店经销
开本:787mm×960mm 1/16 印张:6 字数:72 千字

2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷

印数:1~2030

ISBN978-7-313-05885-0/F 定价:20.00 元

版权所有 侵权必究

前 言

证券卖空是境外证券市场普遍实施的一项成熟交易制度。近年来,我国证券市场规模迅速增长,规范化建设取得重大进展,证券卖空制度的缺失对我国证券市场发展的制约作用愈发明显。引入证券卖空是完善我国证券市场机能的积极举措,也是进一步推进我国证券市场金融产品创新、促进证券业健康发展的重要环节。

目前,我国开展证券卖空在市场、技术以及监管方面的条件已经初步具备,证券法的修改已清除了证券融券的法律障碍。《证券公司融资融券试点管理办法》、《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》、《融资融券合同必备条款》、《融资融券交易风险揭示书必备条款》、《证券公司监督管理条例》、《证券公司风险处置条例》等系列文件业已推出,证券卖空制度在我国证券市场上的实施已经万事俱备,只待合适的时机便可推出。

然而,如果真的引入卖空制度,会对市场有何影响?风险何在?对此,目前尚没有准确且令人信服的预测。这也是正式引入卖空制度前各方关注的问题。

本书回顾总结了已有研究中对相关问题的研究结果。已有的研究认为,引入卖空制度后,最直接的反应就是股票累计超额收益率的降低。同时,日间收益波动性会显著提升。但也有研究认为,引入卖空制度后,市场的波动性并没有明显地增大。然而,已有的研究对引入卖空制度影响的描述仍远不够完善,与交易相关的各类指标变化的情况也未能得到全

面揭示。

在梳理了现有关于卖空限制的相关文献的基础上,本书提出:一旦引入卖空制度,一个最直接的结果就是噪声交易者心态和行为的变化。在现实的市场中,存在着大量的摩擦和障碍,而正是由于存在着这些摩擦,噪声交易者才可以存在,卖空限制就是这些摩擦之一。一旦卖空限制被解除,造成的直接结果就是部分噪声交易者会退出交易。因此,引入卖空制度产生的影响应从这一角度加以解读。

为了从实证上提出有说服力的证据,本书以香港市场为案例,研究了引入卖空制度对个股的影响。实证结果可以概括为以下几点:

(1) 引入卖空制度会造成交易笔数和成交量的降低,同时,交易方向会由卖转买,但交易规模没有明显的变化。潜在的解释是:由于卖空制度驱逐了部分噪声交易者,因此,加快了市场对坏消息的吸纳速度。

(2) 引入卖空制度后,个股的流动性会有所下降,如:买卖盘数量显著减少,买卖盘深度显著降低,价差变宽,市场质量下降。另外,没有任何实证结果表明,引入卖空制度后日内波动性将有显著提高。这一结果提示,在引入卖空制度的时候,我们应该更需要解决的问题可能不是波动的加大,而是交易的清淡。

(3) 我们进一步分析了引入卖空制度与信息不对称程度之间的关系。通过对买卖价差进行分解,可以发现,在引入卖空制度之后,信息不对称程度加大,这一结果的可能途径就是通过噪声交易者的减少而实现的。知情交易概率(PIN)在引入卖空制度后呈现出显著升高的趋势,而使其升高的因素就是噪声交易者参与程度的降低。

基于上述研究结果,本书针对不同对象,分别提出如下观点和建议。

(1) 针对卖空制度所可能带来的市场风险,研究认为:

- 卖空制度不会导致市场崩盘,还有利于市场结构优化,可以考虑

在成交活跃时引入。

- 执行报升规则,可以防止在市场下跌情形下,卖空交易行为加剧市场行情的恶化。

- 加强信息披露,可以有效地减轻价格波动程度,降低市场风险。

- 进行标的证券的资格认定,防止恶性炒作,降低市场风险。同时,充分发挥卖空的积极作用,为股指期货、备兑权证等衍生品对冲提供方便。

(2) 针对操作性风险,研究建议:

- 进行交易规模与头寸限制。
- 证券融资融券交易的市场监管。

(3) 针对引入卖空制度后中小个人投资者的保护,研究建议:

- 加强中小个人投资者教育,谨慎参与卖空,特别是谨慎参与相关炒作行为。

- 大力发展专业化的理财队伍和机构,鼓励个人投资者通过专业化的理财机构进行投资。

目 录

第 1 章 境外卖空制度的历史演进与现状	1
1.1 引言	1
1.2 境外卖空制度的历史演进	3
1.3 对境外证券卖空交易基本做法的总结与比较	15
1.4 我国引入卖空制度的潜在风险	20
第 2 章 关于卖空制度的研究回顾	24
2.1 关于卖空限制的理论研究	25
2.2 关于卖空限制的实证研究	31
2.3 关于香港特殊的卖空制度的研究	35
2.4 本研究的定位与贡献	39
第 3 章 引入卖空制度对市场影响的研究设计	42
3.1 本研究的学术价值和政策意义	43
3.2 数据与样本	45
3.3 指标体系的设计	47
第 4 章 引入卖空制度对市场影响的实证结果	52
4.1 交易活跃程度	52

2 卖空制度的市场效应研究

4.2 流动性	57
4.3 收益波动性	63
4.4 买卖价差分解	65
4.5 知情交易概率(PIN)	67
第5章 结论与政策建议	69
5.1 结论	69
5.2 政策建议	71
附录 世界各市场引入融券制度情况比较	77
参考文献	82

境外卖空制度的历史演进与现状

1.1 引言

证券卖空,也称融券,是境外证券市场普遍实施的一项成熟的交易制度——即投资者出于对股票未来价格下跌的预期,向证券公司或其他金融机构支付一定比例的保证金,从证券公司或其他金融机构借入股票并售出的交易行为。通过股票卖空,投资者可以套取卖空与购回股票之间的价格差额;同时,投资者的私人信息也可以反映在股票的市场价格之中。

随着我国证券市场规模迅速增长,规范化建设取得重大进展,证券卖空机制的缺失对证券市场进一步发展的制约作用越来越明显。2005年10月27日,新《证券法》提出,“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务,应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准”。2006年6月30日,证监会发布《证券公司融资融券试点管理办法》。同年8月29日,中国证券登记结算公司发布了《中国证券登记结算有限责任公司融资融券试点登记结算业务实施细则》。9月5日,中国证券业协会制定

并公布了《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》，从而规范了融资融券合同签订双方即证券公司和投资者之间的法律关系。2008年4月25日，国务院正式出台了《证券公司监督管理条例》和《证券公司风险处置条例》，对证券公司的融资融券业务进行了具体的规定。融券卖空制度在我国证券市场推出已经万事俱备。

到目前为止，卖空制度在我国资本市场中仍未正式实施，其中蕴含的风险因素是一个重要考虑。根据陈建瑜和吴林祥(2006)的相关研究，引入卖空制度的潜在风险大致上可以分为两类：其一为基本面风险(市场风险)，其二为操作风险(派生风险)。他们指出，派生风险可以通过头寸管理、资格管理等监管手段予以控制，而基本面风险，即引入卖空制度后市场下跌的风险则既难以衡量，更难以控制。卖空制度对于市场的影响是复杂的，这也是目前相关研究莫衷一是的原因。

2008年的全球金融海啸浪潮似乎为这种谨慎提供了最好的注脚：自金融危机以来，出于风险控制的考虑，很多市场相继出台了一系列紧急措施，对卖空行为进行干预。2008年7月15日，美国证券交易委员会(SEC)发令要求杜绝对房利美和房地美及花旗、高盛、雷曼兄弟等19家主要金融机构股票的“裸卖空”(Naked Short Selling)，但不包括合法卖空。所谓裸卖空是指在没有事先借入相应数量的股票或不能保证能借到相应数量股票的情况下就卖出该股票。这种操作手法事实上是美国证券监管的灰色地带，因为美国证券交易系统的交易系统没有对投资者可卖余额作前端检查，所以从技术上讲难以完全杜绝“裸卖空”。因此，长期以来，出台的一些对于“裸卖空”的限制条例并不能真正杜绝这一现象。但是此次金融海啸的爆发令监管人怀疑有人利用“裸卖空”操纵部分金融机构的股价。9月17日，美国证券交易委员会又发布旨在限制“裸卖空”的紧急令，硬性规定T+3结清，引入“卖空欺诈”规则处罚违规卖空行为。

9月19日,美国证券交易委员会进一步将限制卖空的金融机构股票扩展到799只,且暂停了合法卖空。9月21日,为满足做市商的特殊做空需求,SEC又发布了相关紧急令。10月8日,美国证券交易委员会的临时卖空限制取消,但“裸卖空”仍然在制止之列。

就在美国采取行动的同时,其他各国也纷纷出台限制裸卖空的措施:英国禁止了对32家金融机构股票的卖空行为;德国金融监管局则宣布将临时禁止对某些德国金融保险股(共有11家,几乎囊括了所有德国最重要的金融保险企业)的“裸卖空”行为,有效期从2008年9月20日零时起至2008年年底;2008年9月22日,澳大利亚宣布了更为广泛的禁止卖空金融机构股票措施;意大利证券监管机构 Consob 宣布,禁止卖空银行和保险类股直至2008年10月底;西班牙监管当局要求投资者披露自身卖空金融机构的仓位。

在这一大背景下,我们尤其感觉到对卖空制度进行深入研究的必要性和紧迫性。深入了解卖空机制的作用机理,探讨卖空制度对定价机制的作用,理解和分析卖空制度的市场效应,未雨绸缪,为我国引入卖空制度及之后的相关风险控制提供理论和实证数据支持,具有重要的学术意义和现实意义。

1.2 境外卖空制度的历史演进

1.2.1 美国市场

1.2.1.1 美国市场卖空制度历史演进

在欧美国家的资本市场发展史中,卖空交易很早就出现了。据记载,世界上第一笔卖空交易出现在17世纪初。1602年,一位名为 Isaac Le

Maire 的荷兰贸易商买入了大量荷兰东印度公司的股票。然而,直到 1609 年荷兰的东印度公司也没有发放红利。此时,这位贸易商的海外贸易由于荷兰与英国之间的贸易纷争而处于困境。因而他宣布卖出比自己持有量还多的荷兰东印度公司股票,也就是现在意义上的卖空。在当时,他的这一举动被认为是疯狂行为,1610 年交易所立刻禁止了卖空行为。此后又出台了一系列的规定,加强对卖空行为的限制。然而据记载,荷兰市场的卖空行为并没有因为这些限制法案的存在而销声匿迹;相反,大量的卖空行为还加速了随后“郁金香泡沫”的破灭。

震惊于卖空现象在“郁金香泡沫”破灭阶段起到的推波助澜作用,英国在整个 18 世纪中都明令禁止市场上的卖空行为。然而,从 19 世纪下半期开始,英国也出现了越来越多的债券卖空活动,许多债券交易商在除息日前后先卖空再买入以逃避利息税,这种“洗券”交易活动大大刺激了融资融券业务的发展。20 世纪 60 年代,随着英国监管当局进一步放宽对信用交易的限制,伦敦金融市场又出现了以股票为标的的卖空活动。此后,伦敦金融市场相继出台了许多有关卖空行为的措施,尽管其中有些措施旨在提高卖空交易的透明度等,但总的趋势是放松对卖空交易的限制。

美国市场的证券卖空最早可以追溯到 1776 年的独立战争期间,而更为成形的私有证券卖空市场则是在 19 世纪中才逐渐得到发展。到了 20 世纪初,随着美国经济的飞速发展,证券信用交易规模也开始不断扩大。但是在这一阶段,美国的卖空交易仍是以私有信用为载体,常见于在投资者或经纪商之间直接进行。

即使处于美国资本市场的高涨时期,卖空者也是受到普遍批评的。在当时人们的印象中,卖空行为是与不择手段的投机商甚至发国难财的商人联系在一起的。在 1917 年美国与德国宣战期间,为避免德国间谍利

用卖空制度扰乱市场,纽约交易所还特意出台了特别禁止卖空的禁令。

1929年,美国股市大崩盘之后,美国社会对卖空者的指责达到了高潮,许多人认为卖空者应该对此次大崩盘负责。1932年,当时的美国总统胡佛甚至公开指责纽约交易所的卖空行为。1934年,美国国会通过了著名的《1934年证券交易法》,旨在规范证券市场行为。其中,为了防止信用交易的过度滥用,还列出了一些有关证券借贷的非法行为,如规定任何证券交易所以及经纪商不得直接或间接地参与信用交易,或者替客户安排交易。但是,在《1934年证券交易法》中,卖空交易仍属于合法行为。同时成立了美国证券交易委员会,对信用交易活动进行严格的管理,美联储作为证券信用交易的监管机构,行使市场监督职责。不久又颁布了T条例、U条例、G条例和X条例等一系列监管条例,完善了证券信用交易制度,同时也规范了卖空交易实现的外部体制框架。

1938年,美国证券交易委员会引入了卖空报升规则(Tick Rule),即禁止交易商以低于此前最后一次交易的价格进行卖空,旨在市场上升时期不过分限制卖空活动,并且防止卖空行为对市场的潜在操纵可能,促进证券价格的连续性和市场的流动性。卖空报升规则一直延续至2007年6月,此后美国证券交易委员会通过投票取消了卖空报升规则。

1940年美国投资公司法案中禁止了共同基金(Mutual Fund)涉及证券保证金交易以及卖空交易。然而在1949年,Alfred Winslow Jones,创立了历史上的第一家对冲基金(Hedge Fund),他在买入部分股票的同时沽空部分其他股票,从而对冲市场风险。

20世纪60年代,美国经济繁荣,带动了其证券市场投资热情的再次兴起,大量的个人投资者和退休基金冲进了市场,美国证券卖空交易开始发展成为大量日间交易的、由专业机构服务的市场。但是,此时的卖空交易主要集中在股票交易上。为了防止在卖空之后出现不能按时交付的情

况,证券公司的存管结算部门常常需要借入股票来完成交易,实现交付承诺。

20 世纪 70 年代早期,美国证券托管银行开始为保险、公司投资组合和慈善基金提供证券出借服务,很快法律也允许养老金参与证券卖空来获得更高的收益。到了 80 年代中期,美国大部分的机构投资者都可使用卖空交易,证券卖空也已经完全制度化。

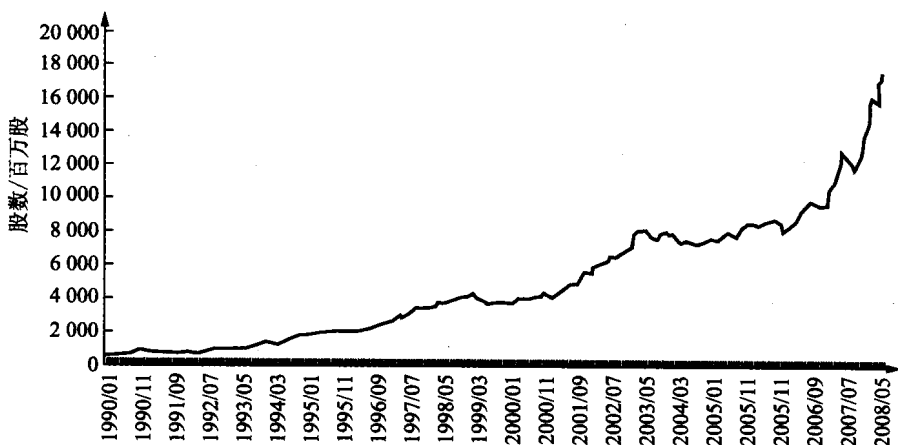


图 1-1 美国市场的证券卖空(1990~2008 年)

资料来源:联合证券研究所。

然而,与第二次世界大战前的情况一样。尽管卖空交易已经广泛存在,但每一次市场大规模的波动都使卖空者招致了严厉的指责和监管的关注。在 1987 年的黑色星期一之后,美国国会曾着手调查崩盘之后的卖空交易;而在 2001 年美国“9·11”之后,美国的金融监管部门也曾调查卖空者是否与发动恐怖袭击的恐怖分子有关。

1.2.1.2 制度现状

美国的卖空制度采用的是分散的市场化授信模式。根据美国《1933 年证券交易法》的规定,美国的券商可以向任何一家合法的联邦银行借入

证券。其证券的来源包括:券商自有的有价证券,保证金账户中的融资担保品,以及从其他券商或银行等金融机构借贷的证券等。

涉及卖空交易的美国信用交易监管机构主要有美联储、美国证券交易委员会以及美国的各个交易所,其中美联储根据各项法律,如《1933年证券法》、《1934年证券交易法》,对信用交易进行管理,负责制定各项制度规则,并根据市场状况进行修订;美国证券交易委员会对各项信用交易进行专门的严格管理;各证券交易所则根据政府法律指导、制定本所的交易规则,包括对投资者资格、交易程序、交易限制等方面进行规范。

美国对客户资格方面的要求是比较宽松的,但是在一些方面还是有要求的,纽约交易所条例 431 和纳斯达克交易所条例 2520 明确规定:最低卖空交易开户资金为 2000 美元,并保持在此值以上;从事日卖空交易的最低开户资金为 2500 美元,并保持在此值以上;卖空账户保证金必须维持在资产净值的 30% 以上。

1938 年美国证券交易委员会推出了卖空报升规则:禁止交易商以低于最后一次交易价格进行卖空,以防止股价下行时投资者的过度抛售行为。在 1991 年,美国政府运作委员会对卖空进行了一次调查,指出证券市场的卖空作用作为一个重要的基础角色并未为广大公众所认识,应该继续报升规则,因为其在维持股票稳定性方面具有重要作用。

2007 年,美国证券交易委员会通过投票,撤销了卖空报升规则。但是在 2008 年全球金融海啸爆发之后,美国证券交易委员会又开始重新审视卖空报升规则,并于 2009 年 4 月提出新的卖空报价规则建议,准备重新实行卖空报价规则。

1.2.2 日本市场

第二次世界大战前日本并没有专业化的证券金融公司,但是存在信

用交易,证券公司的转融通主要靠银行解决。日本的现代化金融和证券市场制度体系是二战之后确立的。在美国占领时期,日本实施美国的《1933年证券法》、《1934年证券交易法》和《1933年银行法》等金融市场法律规范。1949年,日本国会通过了自己的《证券交易法》,该法于1954年正式生效,是日本证券市场发展的基本纲领。1954年通过的新《证券交易法》中又推出融券卖空制度。日本很快又成立了日本证券金融公司,专门负责提供信用交易的资金。这标志着日本的卖空机制正式确立。

1955年,日本修改了《证券交易法》,旨在对证券金融公司进行更为严格的监管,规定大藏省负责对新成立的证券金融公司进行审批,这使得日本的融券市场和卖空交易得到进一步的规范。从证券金融公司的创建过程可以看出日本市场卖空制度形成的特殊历史背景:建立专业化公司的转融通机制,是为了使当局能够有效地控制市场。这样,专业化的公司实际既担负着向市场提供资金的功能,又有平衡市场、减少价格波动幅度的职能。在实际运作中,证券金融公司和中央银行一起,是大藏省对证券市场进行调控的左膀右臂。监管当局可通过对证券金融公司的业务活动进行跟踪监督来了解市场的资金活动情况。同时,专业化的公司也便于监管,有关证券融资的法规条例可以直接针对公司,这大大减轻了监管部门的工作负担。20世纪90年代以来,虽然日本股市一直低迷,但是融券的比重一直比较稳定,而且个人投资者占信用交易(包括融资和融券)的比重呈不断上升之势。

从参与融资融券的主体资格来看,日本对客户资格要求是很宽松的,凡是开户并缴纳一定保证金的均可进行信用交易,而券商办理融资融券业务的主要要求是自有资本比率大于120%以上。

对于个人投资者而言,在向证券商借入证券卖空之前,个人投资者应先缴纳30%的现金或股票为保证金,而卖空得到的资金需要留在证券商

处作为担保品,并且每天按市价估值并追缴不足部分。考虑到机构投资者违约风险较低,证券借贷制度也规定了专门针对机构投资者的“议借债券”制度,即债券的机构投资者只需要提供等同于借入股票市值100%的现金或股票作为担保品,而无需提前提供现金或股票形式的保证金。这样降低了机构投资者的融券卖空成本,提高了他们的参与积极性,但是担保品还是需要按日估值并追缴不足部分。

1.2.3 中国台湾市场

1979年7月,台湾制定了《证券金融事业管理规则》,规定符合条件的股份有限公司可以办理相关证券金融业务。为因应证券商的交割需求,1988年修正后的《证券交易法》规定券商可以办理融券业务。1996年证交所推出证券借贷制度,以提升其市场竞争力,并配合证券衍生品市场的发展。

2003年,台湾开始实行以证交所为中介人,开办集中式证券借贷交易,交易参加人仅限于证券商、银行、保险公司以及特定的海外机构投资者。出借人与借券人须通过证券商向证交所申请以定价、竞价或议借交易方式借入有价证券,出借人可赚取出借收益,而借券人则可满足其套利、避险交易及履约等策略性操作的需求。当时,为了稳定市场的需要,证券的借出和卖空仅限于满足投资者参与衍生性产品的需要,并实施借券策略性目的检查等限制。后来,根据市场发展与参与者需求,相关的一些限制性措施已陆续放宽。

2005年,台湾证券业主管机关取消了“策略性交易目的”及“外资间办理议借交易需提供境内担保品”等限制证券借贷规定;即允许单纯借券放空,同时增加可以借贷卖空的证券种类,允许外资机构通过提供境外担保品参与到市场中来。为维护市场秩序,降低借券卖出对交易市场可能