



您的位置：首页 - 文章选登

股市规范化发展须引入做空机制(李永龄；10月29日)

文章作者：李永龄

做空(short-sell,或go short)通常是相对于做多(golong)而言,它与人们经常谈论的投资者卖掉自己手中股票的意思并不相同。做空是指投资者将从某特定从事股票业务的专业公司所借入一定数量的股票卖掉,获取收益之后,过一段时间再将所借之股票购回,到期归还借方的一种投资行为。通常情况下,人们往往以自有资金购买有价证券(如股票,债券等),取得股本收益,但投资者往往并不满足于有限的股本收益,而希望获得更高的超额回报,此时,做空常常是令人注意的重要方法。当然,人们也必须承担它所带来的风险和成本。做空的基本过程可略述如下:某投资者借入100股股票A,以每股10元的时价卖出,获得资金1000元。经过一段时间后,该股票价格下跌至每股5元,此时,投资者进入市场将100股股票A重新购回,耗资500元,并将原所借100股股票A归还借方。该投资者通过完成将所借股票卖掉后又重新购回这两次发生于不同时间点的反向操作,获得500元的利润差价。

目前在我国,投资者只能通过做多博取差价利润,而在西方发达国家,做空却是世界上各大股票市场早已采纳实行的游戏规则,成为基金和机构投资者始终青睐的重要方法和手段。许多闻名世界享誉全球的股票投资公司都大量而频繁地使用这一方法。其中,索罗斯旗下的量子基金(quantum fund),更是震撼世界,声名远播。尽管索罗斯本人超乎常人的禀赋和判断功力堪称第一,但毫不夸张地说,恰当地运用做空机制,使他能够系统调度资金,收放调整兵力,“明修栈道,暗渡陈仓”,完成一次又一次投资决战的战略部署。

“他山之石,可以攻玉”。吸收和借鉴发达国家在发展完善证券市场方面的有益启示和经验教训,尽快适时引入做空机制,对于提高经济管理技巧和水平,培育理性的广大投资者,树立正确的风险意识,建立健全规范成熟发达的证券市场,杜绝违法犯罪投机,都具有非常重要的意义。

化解扩容矛盾

中国股票市场是改革开放的产物,因此,有别于西方发达国家,其发展从诞生伊始便始终伴随着计划经济向市场经济体制的转化进程,注定要背负沉重的历史包袱前行。只能做多的规范虽然成就了中国股票市场的早期建设,但对于已走过10多年历程,拥有超过6000万人的投资群体,流通市值达万亿以上,日成交量近数百亿份量的市场而言,弊端也是显而易见的:

1. 它将扩容与资金承受能力之间的关系人为对立起来,形成了一旦增加上市规模,加大扩容速度和力度,便担心市场失血过多,丧失元气,故此反而不得不减少上市规模,放慢扩容速度和力度的恶性循环怪圈,管理手法何其拘谨而无奈。
2. 游戏之所以有趣就在于刺激,在于游戏的规则可以提供给游戏的参与者以更多的想象空间、操作空间和获利机会,玩的就是心跳,玩的就是这一把。在股票市场上,没有比做空更惊险刺激的了。而只能做多的规则封闭了投资者的活动空间,限制了他们的想象,束缚了投资者的手脚,正使游戏逐渐丧失趣味。投资者超过6000万人的庞大群体拥挤在一个狭窄单调的操作层面上寻求获利突破,进退维谷,实则相当困难。大家都始终不渝地盼望那巨大空前的利好消息出台,令市场焕发起色,再创新高,这一事实本身反而难以使股价上涨。

对于这些发展中出现的问题,必须采用新思路、新方法,以更大更进一步的发展来加以解决。不大胆突破现有既定的规范框框,中国股票市场的发展将仍然非常有限,无法谋求进入21世纪加入世贸组织后更大发展的历史机遇。按照现有经济发展水平与城市居民收入水平的情况,继续沿用通常的传统方法,以行政手段调控平衡扩容规模和强度,力薄而任重,只会落后于进一步开发利用股票市场优化配置资源,消化解决历史遗留问题,以积极面貌迎接金融开放,加入世界贸易组织,与世界经济体系接轨,建立和完善具有中国特色的社会主义证券市场体系的时代要求。

笔者认为,通过制度创新,尽快适时引入做空机制,调整丰富现行的游戏规则,则可化解扩容规模和市场承受能力之间、发展和稳定之间的矛盾,使股票市场上的供求关系在一个更为动态的过程中实现良性的平衡互动,以最小的代价、最小的市场阻力加大扩容速度与力度,在发展中解决问题,在发展中壮大,在发展中完善,不失为一条即符合国际模式和规则惯例,同时又不影响目前现有稳定的市场格局,具有中国特色的解决之道。因为引入做空机制,则不论上行与下行都会产生获利机会,双向操作所具有的自由度令获利空间趋于对称,使扩容与市场承受能力之间的冲突,发展与稳定之间的矛盾得以统一而两全,为新股大规模上市,国有股流通,以及债转股的后退出,降低金融系统风险等历史遗留问题的解决创造有利条件。

提高投资效用

引入做空机制,变被动单调向上的简单操作为多元立体化的全方位操作,变静态发展为动态发展,冲突发展为均衡协调发展,利用部分群体的投机取向来抑制整个市场的投机程度,以投机抑制投机,使整个市场的系统风险在向投资者转移的过程中得到释放降低,从而提高投资者的效用和整个市场的有效性程度,有助于保障和维护广大中小投资者的合法利益,有助于避免出现由于过于庞大的投资群体拥挤在一个狭窄单调的操作层面内寻求突破,造成价格与价值严重背离的泡沫经济现象。由于拓宽了股票从业机构的业务范围,增加了交易量,企业效益提高,实力得到壮大,国家税收得以增加,只有价格向上才可获利的片面认识得到矫正,有利于培育成熟的大众投资者,树立对风险收益补偿关系的理性认识,促进国民经济建设与社会发展的共同进步。

“君子好财,取之有道”。由于引入了利益驱动机制,比较容易为市场接受,应用前景相对乐观。可以想见,在其他因素不变,保持相对稳定的情况下,投资者的获利机将会提高一倍,整个市场风险将释放一半,股票从业机构的效益和国家税收都将得到明显提高。也就是说,完全可以在不影响目前现有市场格局的条件下,使吸纳能力提高一倍。毋庸置疑,这对于国有企业股份制改造后的新股上市,国有股流通等历史遗留问题的解决,对于促进国民经济建设和社会进步的共同发展,效果和影响直接而显著。

有利弹性调控

由于受到扩容规模与资金承受能力之间矛盾的制约,新股发行,国有股上市流通似成为笼中之虎和高悬于投资者头上的达摩克利斯之剑。市场欣欣向荣之际,便是扩容山雨欲来之时,而一旦市场低迷不振,扩容渐告平息。纵观股票市场发展的数次大起大落,无一不是如

此，使管理层只能依靠平衡发行盘子，上市规模，减缓扩容速度和力度的刚性手段进行调控，仿佛在玩弄市场的魔法，期待能有奇迹发生。但由于行政方法不可避免的人为化简单生硬特征，往往导致最后实际效果变形，虽有短期即时效果，长期看却留有非常明显的副作用，致使我国股市在10多年发展之后的今天，仍被人们冠以“政策市、政治市、消息市”的称呼，成为只能收效于一时，治标不治本的权宜之计，虽然有效，不算高明。

如果引入做空机制，扩容与市场承受能力之间的冲突，发展与稳定之间的矛盾得以统一而两全，管理层无须担心扩容造成失血而使用竭泽而渔的刚性调控手段，可以变前台参与市场，运用行政手段直接调控的刚性模式，为后台设计游戏规则间接调控的弹性模式，逐渐与国际通行规则接轨，经济管理的技巧和水平都将得到显著提高。

完善制度建设

目前中国股票市场上实际上存在着两种不同类型的投资者。一种是所谓的大众投资者，众所周知，不言而喻。另一种是接受大众投资者的委托代理，提供保管结算业务的证券公司，即券商，其作用较为隐蔽并不为人们所了解。现行单向做多的游戏规则令这两种不同类型投资者的角色定位，生存方式和操作手法产生扭曲错位。一方面，大众投资者受到这一游戏规则的限制，只能采取低买高卖的操作，通过博取价差来获利。另一方面，那些本来应当只接受大众投资者委托代理，提供保管结算业务的券商，却可以凭借其委托代理和自营买卖两种职能为一身的特殊身份，超脱于这一规则的束缚限制，从而采取了与大众投资者低买高卖做多手法完全截然相反的做空策略，进行反向操作，反其道而逆行之，高买低卖出货获利，然后再尽快补仓归位，摆脱自营职能，还原为代理的角色。毕竟，证券公司在交易所可都是有席位的，替别人买卖股票和为自己买卖，就购买这一行为本身并没有任何区别。

历数中国证券市场的每一轮爆发行情，都没有得以真正持续持久。究其根本原因，笔者认为还是在于目前我国只能低买高卖单向做多的游戏规则本身，在于本来应当完全彻底分离的这两种角色和职能定位之间极不正常的重叠扭曲。因为行情一旦上涨，券商便会自然而然地在每一波行情发动后的某一关键时机，兵贵神速，突然摆脱代理的职能和角色而自行参与买卖，毫不客气而堂皇之地充当一回“庄家”，从而腰斩一轮又一轮大众投资者盼望已久的行情，至使今日之大盘点位仍在低位徘徊。

因此实事求是的说，中国的股票市场虽然没有公开透明规范化的做空机制，但绝非没有做空的投机行为。只能单向做多的交易规则封闭了市场投机本应正常存在，正当发挥建设作用的活动空间。造成本来可以，而且应当参与投机的大众投资者被排斥于游戏之外；而本来禁止投机，应当被排斥在游戏之外的券商，却可以凭借其独有不可替代的交易平台进行高买低卖的反向做空操作获利，使投机走向地下，走向隐蔽，走向非法，侵害大众投资者的利益，向不利于规范化市场制度建设的破坏性方向发展。

越是对立就越容易统一，这是生活哲理，更是在经济学上的具体应用。做多与做空虽是两种截然相反完全不同的方法，代表两种思路，两种进攻路径，但受制于“那只看不见的手”，殊途同归，可以最终为我所用，统一于整个市场的发展之中。

文章出处：《国际金融报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所