

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017年11月21日

## 賣空有效抑制企業帳目造假

黃昊

香港科大商學院會計學系副教授

賣空 (short selling) 行為對市場所產生的影響，表面看是對股價造成衝擊。過往，當大家一想到股票市場上的「賣空」活動，一般都不期然認為，此舉會打壓公司的股價，這些「賣空者」的沽空行為，不僅令遭到賣空的企業不高興，連持有這家公司股票的小投資者心中都不感愉快。大家覺得，這些賣空者進行沽空，衝擊公司股價，從中謀取利潤後，便飽食遠颺，因而認為市場上的賣空行為，對社會毫無正面貢獻。然而，賣空活動其實對市場也會帶來往往為投資者所忽略的好處。

### 「混水」衝擊中國民企啟示

記得 2011 年 6 月，專門針對一些「有問題」公司進行賣空的「渾水研究」(Muddy Waters Research) 發表報告，指出多家在美國上市的中國內地民企「帳目不清」、甚至涉嫌造假賬，報告一出，該公司的股價暴跌，並引發了一場中國民企在海外上市的「誠信危機」。

一些進行賣空的投資機構，殫盡心思去發現某家上市公司帳目有問題，接著發表研究報告，最終令到這家公司帳目失實或造假的真相暴露出來。值得深思的是，這家公司帳目失實或造假之後，遭賣空者「發現」，失實或造假行為才暴露出來。若賣空的行為更為活躍，上市企業被發現和遭揭發造假的風險便會升高，這樣一來，上市企業是否會對於帳目造假的行為有所抑制、有所顧忌，從而減少造假，令投資者得到更大的保障？這個命題，過去並無學者進行實証分析，故而很值得探索，因為在企業上市數目不斷增加，而且也不排除當中良莠不齊的情況下，研究的結果便很有意義。

對於賣空活動，過去的研究多著眼於賣空的數量和賣空行為的成因研究，然而，決定賣空，當中或牽涉很多不同因素，筆者不擬於本文詳論，本文只集中闡述賣空對企業帳目造假行為影響的研究結果。

### 賣空受「差價標準」管制

為了保護小投資者的利益，維護市場穩定，美國於 1934 年通過了《證券交易法》，正式引入了賣空交易機制，對賣空交易實施嚴格的管理。法案中有關賣空交易一節，明確規定了賣空交易必須符合「差價標準」，即賣空的價格，必須高於前一次交易的成交價格，即存在正價差（plus tick）；或賣空的價格可以等於上一筆成交的價格，但此價格必須高於再上一筆成交的交易價格，即「零的正差價」（zero-plus tick）。換言之，賣空必須在股票價格處於上升（uptick）的態勢下進行。

為了瞭解這項「限價沽空機制」（uptick rule）會否因限制了股票格價的走勢，而可能會對市場構成損害，美國證券交易委員會（SEC）於 2004 年 6 月實施的新規制 Regulation SHO，在其 Rule 202T 中，授權實施一項允許若干上市證券的賣空交易，不受「限價沽空機制」約束（即 Rule 10a-1）的試點計劃（pilot program），以期能了解「限價沽空機制」對市場的影響。

### 豁免限價沽空測試後果

這項試驗計劃首先從羅素 3000 指數（Russell 3000 Index，包含了美國 3000 家最大市值的公司股票，以加權平均的方法來編定的指數）3000 家公司中，隨機抽取其中三分之一，即 1000 家公司作為試點計劃的樣本企業。由 2005 年 5 月 2 日至 2007 年 8 月 6 日，這些納入試點計劃的公司，可以豁免「賣空價格計劃」的限制，包括在交易所上市股票的「限價沽空」，以及在納斯達克市場上市的「出價測試」（bid test），亦即只准以高於最高買入價進行沽空的規定。

試點計劃正好為審查賣空對公司財務報告決策的影響創造了一個理想環境（這也為筆者研究賣空如何影響企業帳目造假的問題，提供了研究方便），原因有三。

第一，豁免「賣空價格測試」使沽空的成本相對那些沒有獲得豁免的公司股票有所下降了。換句話說，沽空者的成本得以降低，因而這些試點公司股票的沽空前景，相對沒有獲得豁免的公司股票更「引人入勝」。第二，試點計劃代表受影響企業的賣空成本所受到的真正外生衝擊（exogenous shock）。第三，試點計劃具有特定的開始和結束日期，使透過「差異中的差異法」（Difference-in-Differences，簡稱為 DID），分析賣空對企業財務報告的影響提供了方便之門，尤其預定中的結束日期，使我們能夠檢測「沽空價格測試」，在測試結束後，其結果有沒有逆轉。

由於研究的量化分析比較複雜，筆者於本文從略，只集中闡釋研究的結果（筆者與其他兩位學者合作，研究成果去年六月於《The Journal of Finance》發表，見 Vivian W. FANG, Allen H. HUANG, and Jonathan M. KARPOFF，Short Selling and

Earnings Management: A Controlled Experiment )。

## 企業帳目造假行為受抑制

研究結果顯示，在豁免「賣空價格測試」的試點企業，公司濫用「裁決性應計項目」(discretionary accruals)，以及類似公司「達致利潤目標」的行為有所減少，亦即做假帳的可能性有所降低，因為擔心被沽空者「發現」和揭發。這類行為在計劃進行期間減少，但計劃結束後，又回復至計劃前的水平，我們的「實驗」研究，充份証明了這一點。

很明顯，在計劃開始後，試點公司更容易被發現所作的欺詐，因而其股票價格包含了更多的盈利信息。可以說，研究結果清楚表明，降低賣空成本以後，賣空者能更有效的抑制企業的「盈餘管理」(earnings management)，有助檢測到企業的欺詐行為，並提高市場價格包含的信息量。所謂「盈餘管理」，是指當企業管理者在編制財務報告和構建經濟交易時，利用有選擇不同會計政策的裁量自由，運用判斷改變財務報告，從而誤導投資者和其他利益相關者對公司經濟收益的理解，由是給予公司正面的評價。

值得一提，在 2007 年，美國證券交易委員會取消了對所有股份的「限價沽空」，亦即 1000 家試點企業以外其他 2000 家企業，其沽空成本也告下降，企業管理人擔心遭沽空者發現帳目造假的風險也告提高，因而這些公司帳目造假的可能性也減少。這項研究發現進一步說明，遭賣空者監督度大的公司，會減少作假。

## 股價蘊含更多利潤訊息

過往很多的研究，聚焦於企業的行為如何影響市場和投資者的行為，但筆者的研究方向則剛好相反，顯示出市場上的投資者，包括沽空者的行為如何影響到企業的行為。與此同時，我們的研究亦發現，這些公司的股價，比其他公司的蘊含更多的信息，投資者從中可以對該公司得到更多了解。

很顯然，賣空者的行為的確使公司股票價格蘊含更多信息，也意味市場的交易更為有效率。道理其實很簡單，如果沒有賣空的機制，投資者只能對持正面評價的公司，亦即看好公司的股價前景才能夠投資獲利。換言之，不容許賣空，對於看淡公司前景的投資者，只能賣出所持有的股票，不能進行賣空，這樣一來，投資者看淡的信息，便無法在市場價格上反映出來。因此，容許沽空，股票價格便含有更多信息，市場亦更有效率，不言而喻。

無可否認，沽空者是有效監視企業帳目造假的力量，因為企業做假帳的風險，因

沽空者「虎視眈眈」而被發現做假的風險提高，而且被揭發後，其後果也很嚴重，包括大手沽空的力量令股價暴跌，因而企業帳目做假的行為有所抑制，此舉對市場的有效運作產生正面效果；也對提高公司的管治水平有所幫助。

### 賣空使帳目造假時間縮短

對於賣空對市場帶來的好處，過往亦有學者作出研究。例如，Jonathan M. KARPOFF 和 Xiaoxia LOU 的一項研究指出，當公司帳目失實造假，若有沽空者介入，進行賣空，企業帳目造假的行為會更快地遭發現和揭發，使企業帳目造假所伸延的時間有所縮短，兩位學者的研究清楚顯示，股票市場上的賣空活動，不僅有助預示企業帳目造假的行為，而且還可以把造假的真相盡快曝光，減少小投資者被誤導的時間（見 *Short Sellers and Financial Misconduct* 一文，刊 THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. LXV, NO. 5 • OCTOBER 2010）。

總括來說，市場要有效率，投資者除了能夠在上升市勢中投資獲利外，在預期市場價值將要下跌下，容許賣空，投資者亦可以有效在跌市中獲利。更重要一點是，對於上市企業帳目失實或造假，賣空活動從發現、揭露以至帳目造假企業要面對嚴重的後果，形成「阻嚇」的規範力量。可以說，市場上投資者，包括沽空者的行為，對企業行為起到了規範和影響作用，加上企業股價所蘊含更多的利潤信息，使投資者能夠更了解企業的狀況，從而作出更有效的投資決定。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，黃昊教授口述及整理定稿〕