

Denna ekonomiska kommentar diskuterar blankningsförbud med bakgrund av de förbud som infördes på många marknader under hösten 2008. Både motiven för införande av blankningsförbud och argumenten emot förbud diskuteras liksom om blankningsförbud påverkar finansiella kriser. Kommentaren ifrågasätter om den kortsiktiga vinsten av att tillfälligt hålla aktiekurser uppe för att minska den systematiska risken överväger kostnaderna för försämrade marknadseffektivitet.

Hur påverkar blankning finansiella marknader?

Maria Strömqvist

Författaren är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet.

Om finansiella marknader är effektiva ska priserna på finansiella tillgångar spegla all tillgänglig information som är relevant för värdet på respektive tillgång, vilket innefattar både negativ och positiv information. För att detta ska fungera behöver informationsflödet vara fritt och deltagarna på marknaderna ska ha möjlighet att ta positioner som reflekterar deras syn på det framtida värdet på tillgången. Men under den nuvarande krisen begränsades både informationsflödet och marknadsdeltagarnas frihet att agera genom det blankningsförbud som tillsynsmyndigheterna i flera länder införde under hösten 2008. Denna ekonomiska kommentar diskuterar varför förbud infördes och vilka argument som kan framföras för och emot denna typ av restriktion på finansiella marknader. Slutligen diskuteras om det finns en relation mellan blankning och finansiella kriser.

Vad är blankning?

Att blanka (eller gå kort i) en finansiell tillgång innebär att en investerare spekulerar i att priset på tillgången kommer att falla. När det gäller aktier sker detta genom att investeraren lånar aktier av en aktieägare mot en avgift. De lånade aktierna säljs sedan på marknaden. Investeraren behöver efter en tid köpa tillbaka aktierna för att återlämna dem till ägaren. Förhoppningen är att aktierna under den tiden har fallit i pris. Då gör investeraren en vinst som motsvarar skillnaden mellan det pris som aktierna såldes för och det som de köptes tillbaka, justerat för utlåningsavgiften. Om aktierna i stället ökat i pris gör investeraren en förlust.

Risken med att blanka är att tillgångens pris kan öka obegränsat. Däremot kan det bara falla till noll. Risken att göra förlust är alltså inte begränsad på samma sätt som möjligheten att göra vinst (se diagram 1). Förhållandet mellan vinst och förlust är däremot det motsatta om man äger en aktie, det vill säga har en lång position. Kassaflödet skiljer sig också åt mellan en lång och en kort position. Vid ett köp av en aktie betalar investeraren köpeskillingen till säljaren och har därmed ett initialt negativt kassaflöde. Vid blankning säljer investeraren en lånad tillgång och köparen betalar köpeskillingen till investeraren, som därmed har ett initialt positivt kassaflöde till dess att aktien köps tillbaka. Det innebär att investeraren vid blankning kan ingå transaktionen utan att behöva ha ett eget kapital.

En mer kontroversiell form av blankning är en så kallad naken eller oäkta blankning. Det innebär att investeraren säljer en aktie utan att först ha lånat den. Förhoppningen här är att hinna köpa tillbaka aktien med vinst innan den sålda aktien måste levereras till köparen. Regelverket kring den typen av blankning skiljer sig åt mellan marknader men i många fall, som till exempel i Sverige¹, finns inga regler som förhindrar naken blankning.

¹ I Sverige kan en oäkta blankning endast genomföras under handelsdagen eftersom positionen måste täckas av en "äkta" blankning innan handelsdagens slut.

Vad hände hösten 2008?

Efter att Lehman Brothers hade ansökt om konkurs den 15 september 2008 utbröt panik på de finansiella marknaderna och aktiekurserna, speciellt i finansiella bolag, föll kraftigt. På en sådan orolig marknad styrs tillgångspriserna till stor del av psykologi och rädsla, och inte utifrån analysen av bolagens fundamentala värden. För att hantera situationen valde den amerikanska tillsynsmyndigheten (Securities Exchange Commission) den 18 september att tillfälligt förbjuda blankning av aktier i 799 finansiella bolag. Även tillsynsmyndigheten i Storbritannien, liksom motsvarande myndigheter i Canada och Australien, valde att inte tillåta blankning av vissa aktier. Många europeiska länder följde efter. Kina gick dock en annan väg och beslöt under hösten 2008 att tillåta blankning. Förbudens omfattning och längd var olika i olika länder (se tabell 1). Vissa tillsynsmyndigheter valde att enbart förbjuda naken blankning, andra blankning av vissa typer av aktier och några få införde ett totalt blankningsförbud. I USA avskaffades förbudet redan i oktober 2008, medan förbuden på andra marknader fortfarande är aktiva. Länder som inte valde att införa blankningsförbud utökade dock oftast marknadsövervakningen.

Vilka var motiven bakom blankningsförbudet?

Införandet av blankningsförbud motiverades främst av att det skulle skydda finansiella företag från en förtroendekris och förstärka investerarnas förtroende för finansiella marknader.¹ Att just finansiella bolag, såsom banker, brukar anses behöva skydd beror på att deras verksamhet bygger på att motparterna har förtroende för dem. Försvinner förtroendet för bankerna påverkas den finansiella stabiliteten i hela det ekonomiska systemet. Hösten 2008 var tillsynsmyndigheterna oroliga för att den kraftiga kursnedgången för aktier i finansiella bolag, som till viss del ansågs vara orsakad av blankning, skulle rubba förtroendet för bankerna. Blankningsförbudet kan därför förklaras av att tillsynsmyndigheterna ansåg att de behövde stödja priserna på aktier i finansiella bolag artificiellt för att reducera systematisk risk. Aktieindex för finansiella bolag på New York börsen sjönk dock kraftigt under perioden trots blankningsförbudet (se diagram 2).

Tillsynsmyndigheterna angav även andra motiv som skäl till förbudet. Investerare, och särskilt hedgefonder, anklagades för att använda blankning för att driva kurserna nedåt utan att ha information som motiverade den stora nedgången. Chefen för tillsynsmyndigheten i USA sa i ett pressmeddelande att den amerikanska myndigheten var beredd att med varje medel bekämpa den manipulation av marknaden som hotar investerare och kapitalmarknader.² Detta uttalande rättfärdigade blankningsförbudet genom att argumentera att prissättningen av finansiella företags aktier inte var rättvisande och att förbudet var ett försök att förhindra att investerare i rena spekulativa syften skulle spåda på den negativa marknadstrenden. Även den diskussion som förts i Europa om att blankning använts för att trycka ned aktiekurserna under teckningskursen vid nyemissioner relaterar till detta.³

Vad sa man i Sverige?

Sverige var ett av få europeiska länder som under hösten 2008 inte införde något blankningsförbud. Finansinspektionen ansåg inte att det förekom sådana störningar på de svenska marknaderna som skulle motivera ett blankningsförbud.⁴ Tillsynsmyndigheten ökade dock övervakningen av blankning av svenska aktier.⁵ Men debatten kring blankningsförbudet fördes även i Sverige. Bland annat krävde Swedbanks ordförande Carl Eric Ståhlberg i en artikel i Dagens Industri att ett blankningsförbud skulle införas även på den svenska marknaden.⁶ Swedbanks aktie var under stor press under en längre period hösten 2008 och det sades att Londonbaserade hedgefonder blankat aktien och därefter försökte pressa ner dess kurs genom ryktesspridning. Även

¹ Securities and Exchange Commission (2008).

² Goldman (2008).

³ Se till exempel Financial Services Authority (2008).

⁴ Dagens Industri (2008a).

⁵ Finansinspektionen (2008).

⁶ Dagens Industri (2008b).

Vad är skillnaden mellan otillbörlig marknadspåverkan och blankning?

Debatten runt blankningsförbud har egentligen inte handlat om problemet med blankning i sig utan om otillbörlig marknadspåverkan, då man ansett att blankning använts som ett instrument för detta. Det är därför viktigt att i detta sammanhang klargöra skillnaden mellan *blankning* och *otillbörlig marknadspåverkan*.

Blankning är en åtgärd där investeraren, utifrån publik information, spekulerar i att värden på finansiella tillgångar kommer att sjunka. Att spekulera i sjunkande tillgångsvärden är därför inte annorlunda jämfört med att spekulera i ökande tillgångsvärden. Otillbörlig marknadspåverkan innebär däremot att investeraren, utan att ha någon annan information än andra marknadsaktörer, medvetet försöker påverka marknadspriset eller vilseleda köpare eller säljare av finansiella tillgångar. Ett exempel på detta är falsk ryktesspridning. Otillbörlig marknadspåverkan är förbjudet i lag.⁸ Det bör också noteras att otillbörlig marknadspåverkan lika gärna kan innebära att tillgångspriser pressas upp som att de pressas ned för att generera vinster. En diskussion om blankning bör därför föras oberoende av debatten om otillåten marknadspåverkan.

Vem använder sig av blankning och i vilket syfte?

Blankning används för många olika syften. Som tidigare nämnts kan blankning användas för *spekulation*, om investeraren har en negativ syn på bolagets framtid. Blankning används också för *hedging* som handlar om att minska risken i värdepappersportföljer genom att säkra en lång position med en kort position. Samma teknik kan användas för att låsa in vinster från *arbitrage*, vilket är en vanlig strategi för hedgefonder. Arbitrage innebär att felaktiga prissättningar mellan relaterade instrument eller marknader utnyttjas genom att den övervärderade tillgången säljs (blankas) och den undervärderade tillgången köps. Arbitrage har en positiv effekt på effektiviteten på finansiella marknader. Brent m.fl. (1990) fann att den stora delen av blankning av aktier i USA utfördes för arbitrage och hedging, och att den bara till mindre delar kunde härröras från spekulation. Två aktörer som i stor utsträckning använder sig av blankning är hedgefonder och så kallade market makers⁸ på aktiemarknaden.

Varför är det bra att tillåta blankning?

Det främsta argumentet för att inte reglera möjligheten att ta korta positioner på finansiella marknader är en ökad marknadseffektivitet. Mer effektiva marknader är en positiv faktor både i uppåtgående och nedåtgående marknader. Det finns flera aspekter på marknadseffektiviteten. En av dessa är effektiv prissättning, det vill säga med vilken hastighet som information integreras i tillgångspriset. En annan är likviditet, alltså den hastighet med vilken en tillgång kan säljas och köpas. Likviditeten mäts till exempel i transaktionsvolymen och skillnaden mellan köp- och säljkurs.

Ett blankningsförbud försämrar prissättningen eftersom det hindrar och försenar att informationen från investerare med en negativ syn på tillgångens värde reflekteras i priset.¹⁰ Aktier som inte går att gå kort i tenderar därför att vara övervärderade.¹¹ Boehmer m.fl. (2008) visar att de som i hög grad utnyttjar blankning främst är välinformerade investerare. Det innebär att deras handel ger signaler till andra investerare om värdet på tillgången. Boehmer m.fl. (2009) fann dessutom att blankningsförbudet på den amerikanska marknaden under 2008 innebar sämre prissättning eftersom volatili-

⁷ Dagens Industri (2008c).

⁸ I Sverige regleras otillbörlig marknadspåverkan i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

⁹ En market maker är en finansiell aktör som ställer ut köp- och säljpriser för en finansiell tillgång. I USA omfattades inte dessa aktörer av blankningsförbudet hösten 2008.

¹⁰ Se Diamond och Verrechia (1987), Saffi och Sigurdsson (2008) och Bris m.fl. (2007).

¹¹ Se Chang, Cheng och Yu (2007) och Jones och Lamont (2002).

teten i aktiekurser blev högre. Högre volatilitet innebär att osäkerheten kring priserna ökar.

De aktörer som utnyttjar blankning (till exempel hedgefonder) tenderar att vara bland de mer aktiva på marknaden. Genom att delta i marknadsoperationerna bidrar de med likviditet och med information som i och med denna handel integreras i priserna. Ett blankningsförbud kan göra det svårare för dessa aktörer att till exempel utföra arbitrage som görs oberoende av marknadsförhållanden. Den likviditet som dessa aktörer tillhandahåller är viktig för att marknaden ska fungera effektivt. Boehmer m.fl. (2009) visade att de amerikanska aktier som hösten 2008 omfattades av blankningsförbudet fick sämre likviditet. Blankningstransaktionerna, som innan förbudet utgjorde runt 20 procent av den dagliga transaktionsvolymen i de aktuella aktierna, minskade då med 65 procent.

Ytterligare ett argument mot att införa ett blankningsförbud är att dess effekt begränsas av att det är möjligt att skapa en kort exponering mot en aktie med hjälp av andra finansiella instrument, till exempel genom att köpa en sälloption.¹² En sälloption ger innehavaren rätten att sälja en aktie till ett i förväg bestämt pris. Om aktien går ner i pris ökar värdet på sälloptionen. Det innebär att för att få full effekt av ett blankningsförbud skulle tillsynsmyndigheterna även behöva reglera optionsmarknaden. Detta skulle å sin sida innebära långtgående restriktioner på handeln på finansiella marknader. Att antalet blankningstransaktioner starkt minskade när förbudet var i kraft i USA behöver alltså inte betyda att investerare avstod från handla utifrån en negativ syn på företagets framtida värden. I stället kan det innebära att de gick över till att använda andra instrument. Ett tecken på att så var fallet är att antalet optioner med amerikanska aktier som underliggande tillgång, vilka handlades på NASDAQ OMX, i september 2008 nästan fördubblades jämfört med september 2007.¹³

Hur påverkar blankning finansiella kriser?

Den främsta frågan som aktualiserades under hösten 2008 var om blankning ökar sannolikheten för – eller kan förvärra – en finansiell kris i det avseende att den skapar en negativ spiral med fallande tillgångspriser som skadar förtroendet för finansiella marknader. Även om det finns teoretiska modeller som kan visa att blankning både kan ha positiva och negativa effekter på finansiella kriser¹⁴, finns det ingen direkt empirisk forskning som stödjer argumentet att blankning ökar risken för kris. I stället har forskare visat att blankningsförbud inte har någon signifikant effekt på vare sig sannolikheten eller förekomsten av finansiella kriser.¹⁵ Forskningen kring IT-bubblan runt år 2000 visar dessutom att svårigheterna att ta korta positioner i IT-aktier bidrog till att driva upp priserna på dessa och därmed förstärkte bubblan.¹⁶

Om finansiella marknader är effektiva ska priserna på finansiella tillgångar spegla all tillgänglig information som är relevant för värdet på respektive tillgång, vilket och innefattar både negativ och positiv information. För att detta ska fungera behöver informationsflödet vara fritt och deltagarna på marknaderna ska ha möjlighet att ta positioner som reflekterar deras syn på det framtida värdet på tillgången. Ett blankningsförbud hindrar ett fritt informationsflöde och gör därmed prissättningen mindre effektiv. Argumentet att blankningsförbud förhindrar att investerare i tider av finansiell oro i spekulativa syften pressar ner tillgångars värde är kortsiktigt. Ett förbud kan försena nedgången i priser, men kan på sikt inte förhindra att investerares negativa syn reflekteras i priserna. Man kan därför ifrågasätta om den kortsiktiga vinsten med att på ett konstgjort sätt hålla aktiekurserna uppe för att förhindra systematisk risk inte övervägs av den långsiktiga kostnaden för att marknadseffektiviteten blir sämre.

Det bästa skyddet mot finansiella kriser är just effektiva marknader. Om tillgångars värde pressas ned långt under de fundamentala värdena kommer investerare på en effektiv marknad att uppmärksamma den felaktiga prissättningen, göra arbitrage och

¹² Exempel på artiklar som diskuterar detta är Figlewski och Webb (1993) och Diamond och Verrecchia (1987). Andra instrument som kan användas för att skapa en kort exponering mot en aktie är till exempel futures.

¹³ NASDAQ OMX (2008).

¹⁴ Bernardo och Welch (2004) har tagit fram en teoretisk modell där blankningsförbud har en stabiliserande effekt på ekonomin. Hong och Stein (2003) presenterar däremot en teoretisk modell som visar det motsatta, det vill säga att blankningsförbud ökar risken för finansiell kris.

¹⁵ Se Saffi och Sigurdson (2008), Bris m.fl. (2007), och Charoenrook och Daouk (2005).

¹⁶ Se Lamont och Thaler (2003), Lamont och Stein (2004) och Ofek och Richardson (2003).

därmed återföra priserna mot deras fundamentala värden. Curtis och Fargher (2008) finner att användningen av blankning över längre tidshorisonter inte förstärker en prisnedgång, utan snarare spelar en viktig roll i att föra tillbaka priser till deras fundamentala värden. Sammantaget finns det därför ingen anledning för tillsynsmyndigheter att försöka kontrollera aktiekurser för att upprätthålla förtroende för finansiella bolag och marknader. Även om marknaderna under kris tillfälligt präglas av att investerare betar sig på ett sätt som inte är förenligt med effektiva marknader är ett blankningsförbud inte lösningen på detta problem.

Tabell

Tabell 1. Åtgärder för ett urval av länder

Tabellen nedan visar vilka åtgärder som vidtagits i 25 länder, varav 20 europeiska, fram till 31 maj 2009. Tabellen beskriver vilken typ av åtgärd som företogs, datum för införandet och vilket datum åtgärden avslutades eller ska avslutas .

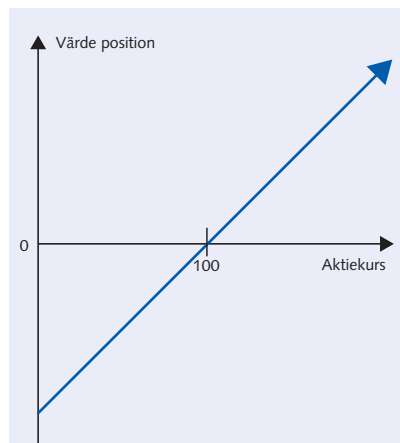
Land	Åtgärd	Datum	Slutdatum
Australien	Blankning alla bolag	22 september 2008	25 maj 2009 (nov 2008 icke-finansiella aktier)
Belgien	Blankning finansiella aktier	22 september 2008	21 september 2009
Bulgarien	Ökad marknadsövervakning		
Canada	Blankning finansiella aktier	19 september 2008	8 oktober 2008
Danmark	Blankning finansiella aktier	13 oktober 2008	Tills vidare
Frankrike	Blankning finansiella aktier	19 september 2008	Tills vidare
Grekland	Blankning finansiella aktier	24 september 2008	31 maj 2009
Finland	Ökad marknadsövervakning		
Holland	Blankning finansiella aktier	5 oktober 2008	1 juni 2009
Irland	Blankning finansiella aktier	18 september 2008	Tills vidare
Island	Blankning finansiella aktier	7 oktober	30 januari 2009
Italien	Blankning finansiella aktier	22 september 2008	31 maj 2009
Japan	Endast naken blankning	28 oktober 2008	31 juli 2009
Luxemburg	Endast naken blankning	19 september 2008	Tills vidare
Norge	Blankning finansiella aktier	9 oktober 2008	Tills vidare
Portugal	Blankning finansiella aktier	22 september 2008	Tills vidare
Schweiz	Blankning finansiella aktier	2 oktober 2008	16 januari 2009
Singapore	Ökad marknadsövervakning		
Spanien	Endast naken blankning	24 september 2008	Tills vidare
Storbritannien	Blankning finansiella aktier	18 september 2008	16 januari 2009
Sverige	Ökad marknadsövervakning		
Tyskland	Blankning finansiella aktier	19 september 2008	31 maj 2009
Ungern	Ökad marknadsövervakning		
USA	Blankning finansiella aktier	18 september 2008	9 oktober 2008
Österrike	Endast naken blankning	26 oktober 2008	30 april 2009

Diagram

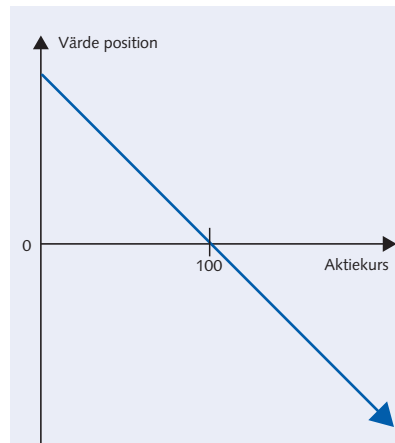
Graferna nedan visar avkastningen för en transaktion där en aktie antingen har köpts för priset 100 kr (A) (lång position) eller har blankats (det vill säga lånats och sålts) för priset 100 kr. Om en aktie köps för 100 kr kan förlusten maximalt bli 100 kr (om aktien blir värdelös). Däremot kan aktien, och därmed också vinsten, öka obegränsat i pris. När en aktie blankas (kort position), det vill säga lånas och därefter säljs för 100 kr (B) kan aktien som mest falla i värde till noll, vilket innebär en maximal vinst på 100 kr. Går aktien upp i pris efter köpet gör investeraren en förlust. Den förlusten är obegränsad eftersom priset på aktien kan öka obegränsat.

Diagram 1. Avkastning vid lång och kort position

A. Lång position (köppris 100 kr)



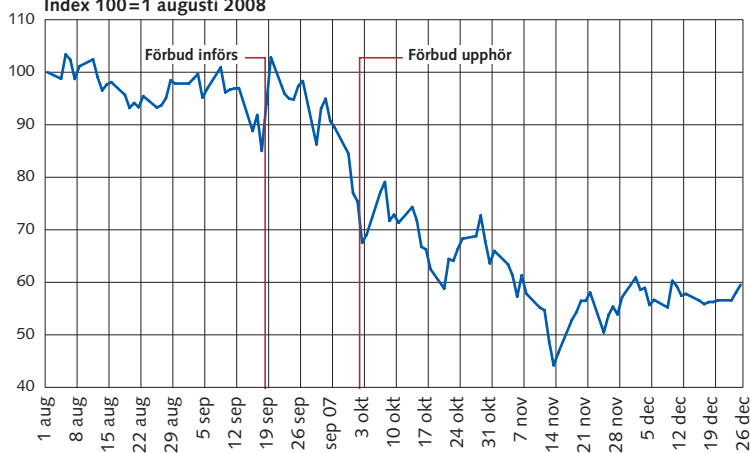
B. Kort position (säljpris 100 kr)



Grafen nedan visar den kumulativa avkastningen på NYSE Financial Index (index 100 = 1 augusti 2008) under perioden 1 augusti 2008 till 31 december 2008. I grafen är tidpunkterna för införandet och borttagandet av blankningsförbudet i USA markerade.

Diagram 2. NYSE Financial Index

**Kumulativ avkastning 1 augusti 2008–31 december 2008
Index 100=1 augusti 2008**



Referenser

- Bernardo, A. och Welch, I., (2004), "Liquidity and financial market runs", *Quarterly Journal of Economics*, 119, 135–158.
- Boehmer, E., Jones, C. M. och Zhang, X., (2008), "Which shorts are informed?", *Journal of Finance*, 63(2), 491–427.
- Boehmer, E., Jones, C. M. och Zhang, X., (2009), "Shackling short sellers: The 2008 shorting ban", *Working paper*.
- Brent, A., Morse, D. och Stice, E. K., (1990), "Short interest: Explanations and tests", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), 273–289.
- Bris, A., Goetzmann, W. N. och Zhu, N., (2007), Efficiency and the bear: Short sales and markets around the world, *Journal of Finance*, 62(3), 1029–1079.
- Chang, E.C., Cheng, J.W. och Yu, Y., (2007), "Short-sales constraints and price discovery: Evidence from the Hong Kong market", *Journal of Finance*, 62(5), 2097–2121.
- Charoenrook, A. och Daouk, H., (2004), "The world price of short selling", *Working paper Cornell University*.
- Curtis, A. och Fargher, N., (2008), "Does short-selling amplify price momentum or align stocks with their fundamental values?", *Working paper*, <http://ssrn.com/abstract=1270412>.
- Dagens Industri, (2008a), "Inget blankningsförbud i Sverige", 23 september.
- Dagens Industri, (2008b), "Swedbank: Förbjud blankningen", 25 september.
- Dagens Industri, (2008c), "Gardell: Förbjud blankning!", 1 oktober.
- Diamond, D. W. och Verrecchia, R.E., (1987), "Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information", *Journal of Financial Economics*, 18, 277–311.
- Figlewski, S. och Webb, G. P., (1993), "Options, short sales, and market completeness", *Journal of Finance*, 48(2), 761–777.
- Financial Services Authority, (2008), "Financial Services Authority introduces disclosure regime for significant short positions in companies undertaking rights issues", *Pressmeddelande*, 13 juni.
- Finansinspektionen, (2008), "FI bevakar blankning av aktier", *Pressmeddelande*, 23 september.
- Goldman, D. (2008), "SEC bans short-selling", *CNNMoney.com*, 18 september.
- Hong, H. och Stein, J. C., (2003), "Difference of opinion, short-sales constraints, and market crashes", *Review of Financial Studies*, 16, 487–525.
- Jones, C. och Lamont, O., (2002), "Short sales constraints and stock returns", *Journal of Financial Economics*, 66, 207–239.
- Lamont, O. och Thaler, R. H., (2003), "Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs", *Journal of Political Economy*, 21, 227–268.
- Lamont, O. och Stein, J. C., (2004), "Aggregate short interest and market valuations", *American Economic Review*, 94, 29–32.
- NASDAQ OMX, (2008), "NASDAQ OMX Announces September 2008 Market Performance Statistics for U.S. and Nordic Exchanges", *Pressmeddelande*, 15 oktober.
- Ofek, E. och Richardson, M., (2003), "DotCom mania: A survey of market efficiency and the internet sector", *Journal of Finance*, 58(3), 1113–1137.
- Saffi, P. A. C. och Sigurdson, K., (2008), "Price efficiency and short-selling", *Working paper WP-748, IESE Business School*.
- Securities and Exchange Commission, (2008), "Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the securities exchange act of 1934 taking temporary action to respond to market developments", *Securities Exchange Act of 1934 Release no.34-58592*, 18 september.