

融资融券业务研究：一个文献综述

王 敏¹, 黄新莹², 黄 超³

(1. 山东财经大学 会计学院, 山东 济南 250014; 2. 菏泽职业学院 经济管理系, 山东 菏泽 274031;
3. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

摘要:作为一种创新型市场交易机制,融资融券业务在证券市场上发挥着重要作用。相关文献的现有研究大都基于不同的理论基础,研究视角具有一定的局限性,而且研究结论并不统一。我国融资业务和融券业务同时实施且融资业务长期占据主导地位,但国内学者大都只关注融券业务实施的经济后果,往往忽视了对于融资业务和融资融券失衡现象的考察。通过系统梳理国内外相关文献,对融资融券业务的基本概念、制度背景、实施动因以及经济后果等方面的研究成果进行了总结,探讨了该领域研究存在的问题,提出了相关对策建议。

关键词:卖空机制;融资融券;定价效率;崩盘风险;公司治理

中图分类号:F380.91 **文献标识码:**A **文章编号:**2095-929X(2017)01-0001-10

0 引 言

作为我国金融改革的一项重要举措,融资融券业务降低了投资者的信息不对称程度,发挥着提高证券市场资源配置效率的重要功能。融资融券业务是指具有融资融券业务资格的证券公司在投资者提供担保物情况下,向其出借资金供其买入证券(融资交易)或出借证券供其卖出(融券交易)的交易行为。融资融券业务在西方证券市场实施较早,因此发展也日渐成熟。长期以来,大量学者围绕着这一主题做了大量研究,但大都集中在对于融券业务(即卖空机制)经济后果的探究。大部分研究表明,一方面,卖空机制可以加快坏消息融入股价的速度,提高股票的定价效率,降低市场的崩盘风险;另一方面,卖空机制对公司管理层也可以发挥一定的监督制约作用,提高公司治理水平,改善公司信息环境。但是,也有部分学者对上述研究结论进行了质疑,研究结论并不统一。

2010年3月31日,我国融资融券业务正式推行,这标志着中国证券市场正式迎来了信用交易时代。但是我国融资融券交易自推出以来发展就严重失衡,融资交易始终占据绝对优势状态,这在一定程度上可能会影响这一创新工具的积极作用。目前,国内关于融资融券领域的研究存在如下不足之处。首先,大部分学者比较关注融券业务在市场定价效率、公司治理机制等方面发挥的功能,对融资业务的经济后果的研究略显匮

修回日期:2016-10-31

基金项目:国家自然科学基金项目“上市公司 IPO 发审监管效率的研究:基于‘关系’与‘舆情’视角的分析”(71372038);上海财经大学研究生创新基金项目“卖空机制下的诉讼风险与审计收费研究”(2015110649)。

作者简介:王敏,女,山东德州人,山东财经大学会计学院教授,研究方向:财务会计、公司治理;黄新莹,女,山东菏泽人,菏泽职业学院经济管理系教师,研究方向:国企改革、公司财务;黄超,男,山东菏泽人,上海财经大学会计学院博士研究生,研究方向:国企改革、公司治理,Email:jchuangchao@163.com。

乏。其次,对融资融券机制运行的影响因素的研究还需要进一步拓展。市场环境的建设、公司信息披露机制、政府监管机构的干预等都可能制约融资融券制度的正常运行。因此,探究融资融券业务在我国证券市场发挥积极作用的影响因素也具有一定的理论贡献和现实意义。最后,我国融资业务和融券业务是同时实施的,但国内研究卖空机制的文献大都集中在实施融券业务对我国资本市场产生的影响,却忽视了融资业务对于研究结论的影响。鉴于我国融资融券交易给资本市场和上市公司带来的重大影响,本文希望通过系统回顾和整合融资融券国内外的相关文献,把握当前研究的前沿及趋势,以期促进国内学术界对该研究主题的关注,并为政府监管政策的制定提供参考。

本文的后续安排如下:第一部分从融资业务和融券业务两个方面解析融资融券业务的概念,并介绍中国融资融券业务实施的制度背景;第二部分探讨融资融券业务的实施动因;第三部分分别阐述融资业务和融券业务对证券市场的影响;第四部分讨论融资融券业务产生的公司治理效应;最后一部分在前文的基础上指出未来的研究方向以及相关政策建议。

1 融资融券业务的概念解析及中国的制度背景

1.1 融资融券业务的概念解析

融资融券业务是证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出,并由客户交存相应担保物的经营活动^[1]。融资融券交易使原本被排除在市场外的投资者通过借入现金或股票的方式进行买卖活动,并且其杠杆作用使得投资者能够以数倍于自己的财富能力进行交易,从而能够对信息做出积极有效的反应^[2]。作为一种证券信用交易方式,融资融券业务的交易类型包括融资和融券两种。

1. 融资业务。融资业务即买空交易,是指客户向证券公司等中介机构借入资金来购买证券,并在约定期限内偿还本金及费用的交易活动。投资者先向证券公司缴纳一定的保证金,然后在授信额度内买入由证券交易所和证券公司公布的融资标的名单内的证券。如果投资者预期股票价格会上涨,可以在市场中进行融资交易,从证券公司借入足额资金购入该股票,到期后卖出股票并偿还本金及费用。若股票价格上升,且投资收益超过融资交易的成本,则投资者获得正的投资回报;若股票的价格涨幅很小甚至下跌,则投资者将承担相应的投资损失。

2. 融券业务。融券业务即卖空交易,是指客户提供担保物向证券公司等中介机构借入标的证券进行卖出交易,并在约定期限内偿还证券及费用的交易活动。投资者预先向证券公司交纳一定金额的保证金,作为其对证券公司所负担债务的担保。通过卖空交易,投资者可以新的方式实现盈利或规避投资风险。如果投资者预期股价将会下跌,可以预先从证券公司融入股票并在市场上卖出,到期后再以更低的价格买入股票归还给证券公司,从而获利。另外,投资者还可以通过融券卖出来对冲自己持有证券的价格波动风险,实现套期保值。在卖空限制得到放松的情况下,当股票价格由于炒作等原因偏离其真实值时,追逐利益的投资者会通过从证券公司借入标的股票并卖出来进行融券交易,从而增加市场上该股票的供给量,缓解市场对该股票供不应求的紧张局面,抑制股票价格泡沫的产生。当这些被高估的股票价格随后下跌时,融券交易者再买入这些股票归还给证券公司,从而获取一定的投资收益。

1.2 我国实施融资融券业务的制度背景

1. 发展历程。随着我国资本市场的迅速发展和证券市场法制建设的不断完善,证券公司开展融资融券业务试点的法制条件逐步趋向成熟。我国的融资融券业务发展至今,主要经历了以下四个阶段^[3]:

第一阶段:前期准备阶段。2005年10月,十届全国人大常委会十八次常委会议审定通过新修订的《证券法》,规定证券公司可以为客户融资融券服务,这为融资融券的展开奠定了法律基础。2006年6月,中国证监

会发布《证券公司融资融券试点管理办法》,并于当年8月公布《融资融券交易试点实施细则》。

第二阶段:联网测试阶段。随后,在2008年4月,经国务院常务会议审议通过《证券公司监督管理条例》,对证券公司的融资融券业务进行了具体规定,初步确立了融资融券交易的制度框架。2008年10月5日,证监会宣布启动融资融券试点。2008年10月31日,证监会发布《证券公司业务范围审批暂行规定》,并于12月1日开始实施。当年10月和11月,中国证监会、沪深证券交易所及中国证券登记结算公司两次组织11家证券公司参与联网测试,融资融券的推出取得实质性进展。

第三阶段:试点启动阶段。2010年1月8日,国务院原则上同意了开设融资融券业务试点,这标志着融资融券业务进入了实质性的启动阶段。2010年3月19日,中国证监会公布融资融券业务首批6家试点证券公司名单。2010年3月31日,融资融券交易试点启动,上海、深圳证券交易所开始接受券商的融资融券交易申报。至此,融资融券交易正式进入市场操作阶段。

第四阶段:转入常规阶段。2011年10月26日,中国证监会发布《转融通业务监督管理试行办法》。10月28日,中国证券金融股份有限公司成立。11月25日,沪深证券交易所修订发布《融资融券交易实施细则》,融资融券业务由试点转入常规。2012年8月30日,转融通业务试点启动,先行办理转融资业务。2013年2月28日,转融券业务试点正式推出,此时500只融资融券标的股票中的90只股票成为首批转融券标的。

2. 制度特征。首先,从政府监管机关颁布的融资融券相关规定来看,成为融资融券标的股票需要满足一系列的标准。《上海证券交易所融资融券交易实施细则》第二十四条及《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》第3.2条规定,标的证券为股票的,应当符合下列条件:(1)在证券交易所上市交易满三个月;(2)融资买入标的股票的流通股本不少于1亿股或流通市值不低于5亿元,融券卖出标的股票的流通股本不少于2亿股或流通市值不低于8亿元;(3)股票发行公司的股东人数不少于4000人;(4)近3个月内日均换手率不低于基准指数日均换手率的20%,日均涨跌幅的平均值与基准指数涨跌幅的平均值的偏离值不超过4个百分点,且波动幅度不超过基准指数波动幅度的500%以上;(5)股票发行公司已完成股权分置改革;(6)股票交易未被证券交易所实行特别处理;(7)证券交易所规定的其他条件。因此,从上述标准来看,证券交易所对于标的股票的选取,重点考虑了股票流动性、换手率和波动幅度等客观指标,并不涉及对上市公司投资价值的主观判断。那些具有市值规模大、流动性好、波动性小等特征的股票更加容易被选入融资融券标的的名单。2010年第一批允许卖空的标的证券仅有90只,后来经过四次扩容,截至2014年12月份,融资融券股票达到900只。

其次,我国融资融券业务在市场参与者层面上存在非常明显的非对称性特征,因为只有部分试点会员证券公司具有融资融券权限,证券公司在投资经验、资金规模、风险承受能力等方面对参与融资融券的投资者有着苛刻的要求^[4]。根据中国证监会《证券公司融资融券试点管理办法》的规定,对于不满足证券公司征信要求、在该公司从事证券交易不足半年、交易结算资金未纳入第三方存管、证券投资经验不足、缺乏风险承受能力或者有重大违约记录的投资者,以及证券公司的股东、关联人,证券公司不得向其融资、融券。因此,市场中参与融资融券交易的投资者都具有较强的资金实力、较高的风险承受能力和丰富的投资经验,能够比较理性地参与市场交易。

最后,融资融券业务的制度设计还具有一个重要特征,即融资和融券两种业务是同时实施的。沪深两市两融余额在推出后首日仅为659万元,仅为当日两市股票交易量的万分之0.3,但第2个交易日即突破千万,此后融资余额和融券余额继续呈现平稳增长态势。截止到2014年12月31日,融资融券累计余额达到10256亿元,其中融资余额约为10173亿元,约占99.2%,融券余额约为83亿元,约占0.8%。^①因此,可以看出,在中国证券市场的融资融券交易中,融资交易规模远远超过融券交易,这在一定程度上可能会影响融资融券业务在证券市场发挥正常功能。

①数据来源:国泰安数据库。

2 融资融券业务的实施动因

卖空约束的存在意味着卖空交易受到一定程度的限制,会导致有效市场理论与现实不相吻合,影响资产定价和市场效率。Miller^[5]最早将卖空约束和异质信念相结合,认为风险和不确定性意味着异质信念的产生。卖空约束会驱逐对股票看空的投资者,使其所持有的有关该股票的负面信息无法充分反映到股价中去,使得股票价格向上偏离其内在价值。从卖空约束产生的信息效应来看,悲观交易者无法通过卖空交易反映自己的预期,但是乐观交易者却可以通过买入相关资产来参与市场交易,这就导致股价更多地融入了乐观交易者的观点,从而被市场高估^[6]。Diamond 等^[7]则是通过建立模型进行了实证研究,发现卖空约束会降低股价对私有信息(尤其是负面信息)的调整速度,导致股价容易被高估。卖空约束会赋予交易者将一项资产出售给其他投资者的权利,资产购买方认为还会有更加乐观的投资者愿意为该资产报出更高的价格。该权利的价值被市场过度放大,导致资产价格被严重高估,产生资产泡沫^[8]。另外,卖空约束还会导致股票交易量下降,从而降低股票价格的信息含量^[9]。在我国股票市场上,古志辉等^[10]构建了一个随机估值模型,发现市场上股票估值过高和定价泡沫产生的一个重要原因就是卖空约束导致的定价偏差。

另外,卖空约束还会阻碍负面消息及时融入股票价格,导致市场崩盘风险加大。由于卖空约束和投资者异质信念的存在,悲观交易者无法参与市场交易并将自己的预期反映在股价上;但在市场大跌时,悲观交易者积累的私有信息会集中释放出来,导致市场股价崩盘,增大市场的波动^[11]。在信息不对称的情况下,卖空约束的存在会增加不确定性,导致非知情交易者对资产的需求降低,并进一步增大价格的波动水平^[12]。

我国证券市场自 20 世纪 90 年代初建立以来,一直严格限制卖空交易,即投资者只能通过股价上涨获取投资收益。在这种单边市场中,由于股价无法及时反映公司的负面消息,造成市场投机横行、定价效率降低和崩盘风险上升等一系列不良后果。基于中国股票市场的研究发现也支持 Miller^[5]的观点,当异质性信念水平增加,卖空约束下边际投资者的估值水平会提高,导致资产价格上升,即卖空约束导致股票价格只反映乐观投资者的观点^[13]。而且存在卖空约束的情况下,投资者的异质信念程度越大,市场和个股发生暴跌的可能性就越大^[14]。卖空约束和投资者异质信念还会导致股价在发布盈余公告之前被严重高估,继而在公告发布时大幅下跌^[15]。另外,卖空约束还使得知情者大都利用利好信息进行知情交易,导致利空的私有信息的利用价值不如利好的私有信息,而且上市公司的内幕人员利用利好信息进行内幕交易的概率也大于利空信息^[16-17]。

卖空机制作为金融创新的一种,被普遍认为是市场不可或缺的一种定价手段或组成部分^[18]。从各国的实践来看,目前已有越来越多的国家和地区允许卖空交易,并对资本市场的发展发挥了一定的积极作用。因此,为了更好地促进证券市场的健康发展,2010 年 3 月中国证监会启动融资融券交易试点,使得我国资本市场股票卖空成为可能,结束了长期以来我国股市“单边市”的格局。在此制度下,获得好消息且对未来市场持乐观预期的投资者,可以融资买入股票(“买空”通道),进而提升价格对好消息的定价效率;而获得坏消息且看空后市的投资者,可以融券卖出股票(卖空通道),从而提升价格对坏消息的揭示效率^[19]。

3 融资融券业务对证券市场的影响

3.1 融资业务对证券市场的影响

关于融资业务实施的经济后果,国内的研究相对较少。融资业务的实施有助于投资者通过杠杆交易来表达自己的观点,增加证券市场交易的活跃性和流动性,提高市场的定价效率,促进市场资源的合理配置。投资者如果认为资产的价值被低估,可以通过融资业务向证券公司等中介机构借入资金买进该资产,充分利用中

介机构的资金优势,获取更大的投资收益。融资业务有助于乐观交易者及时将自己的观点通过买入交易反应在股价中,使被市场低估的股票价格及时向公司的内在价值回归。

但是,由于我国的证券市场体系尚不完善,融资业务的实施能否真正起到提高市场定价效率、降低股票风险的作用?自融资融券业务开展以来,投资者已经经历了融资余额平稳、快速增长、快速下跌的三个阶段,初步见识到杠杆交易的威力^[20]。有研究表明,融资交易制度的杠杆效应会吸引更多的投机行为从而加剧股票市场的波动,这使大家对融资业务的价格稳定器作用产生了质疑^[21]。由于券源不足及融券成本高等因素,我国融资融券业务长期处于融资交易占据绝对优势的状态。在融资融券失衡的背景下,如果融资交易占据绝对优势的状态是投资者基于理性预期、充分利用融资交易的“买空”通道而产生的合理结果,则好消息将得到迅速有效的揭示,从而显著提升标的股票对好消息的定价效率;然而,上述状态的出现却是因为买空通道被“过度开采”,损害了融资交易本应具有的提升标的股票对好消息定价效率的积极作用^[19]。因此,我国融资融券业务的实施将信用交易引入证券市场,产生了一定的杠杆效应,助长了市场的投机气氛,加大了股价的波动性。

3.2 融券业务对证券市场的影响

关于融券业务对证券市场产生的影响,我们主要从市场定价效率和市场波动性两方面进行阐述。融券业务即卖空机制,可以使坏消息更快地通过卖空交易反映到股价中,有利于反映股票的真实价格,提高股票市场定价效率^[22]。另外,卖空机制还可以降低交易噪音,增加信息流动,加大市场深度,并降低股价的波动性^[23]。

3.2.1 融券业务对市场定价效率的影响

大量的文献对卖空机制如何影响证券市场的定价效率进行了研究,但结论并不一致,存在一定的争议。大部分文献认为卖空机制能够提高负面消息融入股价的速度,有效地促进股价向公司内在价值回归,提高市场的定价效率。卖空交易者可以提前识别公司的负面消息,从而能够抑制股价泡沫的产生,加快股价对坏消息的反应速度,提高市场定价效率^[24-26]。以盈余公告的发布为例,当卖空约束存在时,由于股价在盈余公告公布之前选择性地融入了更多的正面信息,导致股价在盈余公告公布之后出现下跌^[27]。而且卖空约束和投资者意见分歧越大,盈余公告前的股价上升就越明显,接下来盈余公告之后股价的下跌幅度也就越大^[28]。如果股票的融券余额不足,那么卖空机制对于股票价格的发现效率就会降低,这也说明卖空约束会显著影响股票的定价效率^[29]。

尽管上述研究指出卖空机制的引入有利于市场定价效率的提高,但也有学者持有相反的观点。Jarrow^[30]检验了卖空约束对风险资产价格的影响,发现只要投资者对于未来一期的资产价格存在异质信念,风险资产的价格就有可能上升或者下跌,这取决于现实经济中的各项参数。因此,卖空约束对于股票价格的影响方向是不确定的。廖士光等^[31]利用中国香港股票市场的数据,证实卖空交易并不能引发市场波动性的增加和流动性的增强。才静涵等^[32]应用香港市场的案例进行实证检验,结果发现引入卖空制度会带来交易活跃程度下降、流动性下降以及信息不对称水平升高。由此可见,由于各市场的运行机制及制度环境的差异,卖空机制对市场定价效率的影响也不尽相同。

基于中国的制度背景,大部分学者认为卖空机制的推出有利于降低投资者之间的信息不对称程度,提高市场的定价效率。在实行融券交易之后,我国股票价格显著降低^[18],知情者能利用负面的私有信息进行杠杆交易,降低标的证券的噪音交易,提升信息传递速度,有效促进股价向公司内在价值的回归,提高市场的定价效率;对个股而言,融券增加了知情者利用公司特质信息获利的能力和途径,增加了股价的信息含量^[1]。另外,卖空机制的引入还能提高股票流动性、降低信息不对称程度、增加持股宽度和抑制股票价格异质性波动,从而有效改善了中国股票市场的价格发现机制、增加上市公司信息透明度和市场信息效率^[4]。有学者通过事件研究或计算实验的方法,发现卖空交易有助于矫正高估的股价,使价格对信息反应更加迅速,从而提高市场的有效性^[2,33]。也有学者利用融券交易的相对比重来检验标的股票对坏消息的定价效率,进一步证实了卖

空机制的价格发现作用^[19]。但是,也有学者质疑我国的融券业务是否能够提高市场定价效率。由于我国融资融券业务实施时间较短,标的证券的数量有限,导致融券业务对定价效率的改善较弱,标的股票价格的负面信息含量和对市场向下波动的调整速度变化均不明显^[34]。

3.2.2 融券业务对市场波动性的影响

关于卖空机制对市场波动性的影响,大部分学者认为卖空机制可以使负面信息融入股价的速度加快,降低市场的波动性。与监管者认为卖空约束能够降低市场恐慌的观点相反,基于全球股票市场的研究表明,卖空机制使得负面信息融入股价的速度加快,从而减小了市场的波动性,降低了市场的股价崩盘风险^[35-36]。随着卖空交易量的增加,股票收益率会显著下降,这意味着大量的卖空交易可能暗示着下跌行情的到来^[37-38]。股价的下跌使得负面消息得到释放,这在一定程度上可以降低市场的崩盘风险。

虽然大部分文献肯定了卖空交易降低市场波动性的作用,但也有部分文献认为由于各个市场的政策环境和交易状况存在差异,卖空机制可能会助长投资者的投机行为,加大股票市场的波动性。卖空交易者利用私人信息、杠杆交易、市价委托指令等行为有可能加大市场波动,起到“助推器”作用^[39]。Allen等^[40]建立了一个不完全市场的一般均衡模型,发现卖空交易不利于市场达到有效的均衡状态,但在卖空交易被禁止的情况下,企业可以参与完全竞争,市场均衡是有效的。基于全球股票市场的研究,有学者发现有卖空约束的市场和没有卖空约束的市场在股票回报率的偏度以及股价崩盘风险方面并没有显著差异,这就说明卖空机制在提高股票市场稳定性方面可能是无效的^[29,41]。廖士光等^[31]利用中国香港股票市场的数据,证实卖空机制对整个市场的影响是一个复杂的过程,最终的影响方向(加剧市场波动或平抑市场波动)要取决于市场中卖空交易者的类型、操作策略及交易信息的公开程度。

基于中国的制度背景,大部分学者认为我国卖空机制的推出没有造成市场的大幅度波动,反而为市场提供了流动性,对个股的波动性也具有一定的平抑作用,从而抑制了股票风险,有效提高了我国股票市场的价格稳定性,有利于防止股票价格的暴涨暴跌和过度投机^[42-44]。

4 融资融券业务的公司治理效应

大部分学者都认为融资融券业务具有一定的外部治理功能,可以对公司管理层产生一定的监督制约作用,改善公司信息环境,提高公司治理水平。从事卖空的金融机构善于从公司财务报表以及资本市场捕捉有关信息,从而能够准确解读风险并创造有效的卖空组合^[45]。持有卖空头寸的成本往往较高^[46],因此只有掌握一定私有信息的投资者才会进行卖空交易^[7]。如果存在卖空约束,中小股东对于公司管理层的不良行为只能采取“用脚投票”的方式来保护自己的利益。但是卖空机制可以使投资者利用卖空交易惩罚管理层的不良行为,使公司的股价及时反映坏消息从而快速下跌。由于管理层持股以及契约设计等原因,管理层的个人财富与公司的股票价格直接相关,因此管理层有动机约束自己的盈余操纵等机会主义行为,提高公司盈余质量,避免公司股票被卖空造成私人财富发生损失^[47-48]。

卖空机制的存在会激励投资者充分挖掘公司负面消息,识别公司财务舞弊行为,从而增加公司的诉讼风险。卖空交易者会投入大量时间搜集并分析公开信息以选定目标公司^[46],甚至可以利用未曾引起投资者关注的美国证监会(SEC)公开披露的公司公告意见信作为信息来源,准确预测公司的财务舞弊行为^[49]。管理层盈余管理越多,卖空交易量就越大;卖空交易量越大的公司,其随后的财务业绩往往也越差,退市的风险也越高^[25]。那些发布可疑财务报告、财务指标较差或应计项目较多的公司更容易引起卖空交易者的关注^[24,50-51],而被进行卖空交易的公司随后一段时间被强制进行信息披露规范的概率也更高,并面临更高的诉讼风险^[52]。在公司发布财务重述公告、亏损的盈余公告之前,或分析师下调股票评级之前,大量投资者就开始进行知情交易,卖空交易量显著升高,这也反映出卖空交易者具有一定的专业能力^[53-55]。卖空交易者不

仅可以比一般投资者更早发现公司的财务错报行为^[56],而且还能准确预测股票未来负的异常收益率,并利用市场短期的过度反应进行卖空交易以获取投资收益^[57]。

但是,也有学者质疑卖空交易者对负面信息的分析和预测能力。Richardson^[58]发现投资者并没有利用应计项目中包含的信息进行卖空交易,即没有卖空应计项目较多公司的股票。Daske等^[59]也没有发现卖空交易者对负面事件的预测能力,并对以往文献认为卖空交易是基于私有信息提出了质疑。与以往文献大多使用月度卖空交易数据不同, Henry等^[60]利用日度数据对卖空交易进行了研究,在股票增发公告之前也没有发现知情的卖空交易。

以我国融资融券交易试点为背景,大部分学者都发现卖空机制可以在一定程度上发挥公司治理功能。卖空机制可以抑制公司盈余操纵行为,降低投资者之间的信息不对称程度,但是融资融券对公司盈余操纵的影响只有在业务开通时的瞬间效应而无持续效应,而且在市场化程度较高的地区更明显,这表明我国的卖空机制对公司的外部治理作用有待改善,其发挥有赖于外部市场环境的建设^[1,3]。卖空机制对公司管理层投资决策的治理作用也有学者进行了研究。许致维等^[61]发现,在限制卖空的背景下,投资者异质信念会加剧企业管理者进行过度投资。但卖空机制引入之后,当面临较差的投资机会时,可卖空公司的大股东有动机监督管理层及时调整投资决策,可卖空公司的清算期权的价值有所提升^[62]。

5 结 语

5.1 研究总结

回顾以往的研究,目前关于融资融券的研究主要从融资融券的价格发现功能、公司治理效应出发,探讨其实施后的经济后果,但有关学者的研究结论并不一致。但大部分学者都认为融资融券业务的实施有利于修正标的证券的错误定价,提高证券市场的稳定性和资源配置效率,发挥公司外部治理功能。但由于我国证券市场推出融资融券业务的时间还不是很长,因此相关的研究在最近几年才受到相关学者的广泛关注,目前的考察范围相对有限。首先,我国融资融券业务自推出以来就长期处于失衡状态,融资交易量远大于融券交易量,但融资业务的研究领域还没有引起学者们的重视。其次,对融资融券业务影响因素的研究还需进一步拓展,这对于今后进一步推进我国融资融券制度和维护资本市场的健康发展具有重要的意义。最后,国内学者在考察卖空机制的经济后果时,对于和融券业务同时推出的融资业务对证券市场影响的关注略显不足。

5.2 政策启示

与西方发达经济体相比,我国资本市场发展较晚,投资者保护机制还不够完善,在一定程度上可能会影响融资融券业务相关功能的发挥。本文结合相关文献提出以下建议:

首先,上市公司要提高信息披露水平,为市场营造良好的信息环境。史永东等^[63]证明上市公司年报会降低投资者的意见分歧,导致公告前因卖空限制和意见分歧而被高估的股价在公告日附近向其基础价值靠拢。付鸣等^[64]也发现高质量的财务报表会使投资者异质信念对特质波动率的正向影响减小。

其次,融券交易在融资融券交易总额中占比较低,因此需要进一步发挥融券业务的功能。融资融券业务是中国股票市场的一次创新尝试,虽然大部分学者肯定了其稳定股票价格、提高定价效率的作用,但也有人将中国股市近年来的大涨大跌的原因归咎于融资融券制度推出后的失衡发展。因此,寻找制约融资融券业务功能发挥的主要因素,使其更好地促进证券市场的发展是未来可能需要关注的研究领域。

第三,有关政府监管部门应该加大打击市场操纵等违法行为的力度,进一步完善和规范融资融券业务,维护证券市场的稳定。融资融券业务的开展从长远来看有利于中国证券市场的健康发展,但也有部分投机者利用杠杆交易恶意做空股市,造成市场剧烈波动。

第四,加大外部市场机制的建设力度,努力提高市场化程度。陈晖丽等^[3]的研究表明,只有处于市场化程度较高的地区,融资融券对盈余管理的约束作用才能体现,此时外部市场环境的影响更加明显,因此融资融券的公司治理效应有赖于高水平外部市场环境作为保障。

第五,加强对证券市场中介的正确引导,使其客观真实地传递信息。韩梅芳等^[44]的研究表明,媒体的过度关注和偏离公司真实价值的报道会削弱融资融券业务对股票风险的抑制作用。因此作为重要的信息供给方,媒体等市场中介需要更加客观地向市场传递高质量信息。另外,投资者也需要理性地分析和解读市场上的各类信息,尤其对上市公司的会计信息应给予足够的关注。

参考文献:

- [1]肖浩,孔爱国.融资融券对股价特质性波动的影响机理研究:基于双重差分模型的检验[J].管理世界,2014(8):30-43.
- [2]吴术,张兵,李心丹.融资融券交易对市场有效性影响的计算实验[J].系统工程,2014(9):42-47.
- [3]陈晖丽,刘峰.融资融券的治理效应研究——基于公司盈余管理的视角[J].会计研究,2014(9):45-52.
- [4]李志生,陈晨,林秉旋.卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗?——基于自然实验的证据[J].经济研究,2015(4):165-177.
- [5]MILLER E M.Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion[J].The Journal of Finance,1977,32(4):1151-1168.
- [6]FIGLEWSKI S.The Informational Effects of Restrictions on Short sales; Some Empirical Evidence[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,1981,16(4):463-476.
- [7]DIAMOND D W, VERRECCHIA R E. Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information[J].Journal of Financial Economics,1987,18(2):277-311.
- [8]SCHEINKMAN J A, XIONG W.Overconfidence and Speculative Bubbles[J].Journal of Political Economy,2003,111(6):1183-1219.
- [9]REED A V. Costly Short-selling and Stock Price Adjustment to Earnings Announcements[R].Working Paper,2007.
- [10]古志辉,郝项超,张永杰.卖空约束、投资者行为和A股市场的定价泡沫[J].金融研究,2011(2):129-148.
- [11]HONG H, STEIN J C.Differences of Opinion, Short-Sales Constraints and Market Crashes[J].Review of Financial Studies,2003,16(2):487-525.
- [12]YANG B, CHANG EC, WANG J.Asset Prices under Short-Sale Constraints[R].Working Paper,2006.
- [13]包锋,徐建国.异质信念的变动与股票收益[J].经济学(季刊),2015(4):1591-1610.
- [14]陈国进,张贻军.异质信念、卖空限制与我国股市的暴跌现象研究[J].金融研究,2009(4):80-91.
- [15]潘宏.投资者意见分歧视角下盈余公告的市场反应经验研究[J].投资研究,2012(1):98-109.
- [16]沈冰,冉光,钟剑.我国股票市场知情交易的形成及策略分析[J].管理世界,2012(1):170-171.
- [17]沈冰,郭粤,傅李洋.中国股票市场内幕交易影响因素的实证研究[J].财经问题研究,2013(4):54-61.
- [18]张永力,裘骏峰.融券对我国股票价格的影响[J].投资研究,2012(9):42-56.
- [19]方立兵,肖斌卿.融资融券失衡对标的股票定价效率的影响[J].当代经济科学,2015,37(2):48-56.
- [20]赫凤杰.A股市场杠杆交易与监管[J].财经科学,2015(11):12-22.
- [21]陈海强,范云菲.融资融券交易制度对中国股市波动率的影响——基于面板数据政策评估方法的分析[J].金融研究,2015(6):159-172.
- [22]BOEHME R D. Short - Sale Constraints, Differences of Opinion, and Overvaluation[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis,2006,41(2):455-487.
- [23]SEGUIN P J.Stock Volatility and Margin Trading[J].Journal of Monetary Economics,1990,26(1):101-121.
- [24]Dechow P M, SLOAN R G, SWEENEY A P.Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC[J].Contemporary Accounting Research,1996,13(1):1-36.
- [25]DESAI H, KRISHNAMURTHY S, VENKATARAMAN K.Do Short Sellers Target Firms with Poor Earnings Quality? Evidence from

- Earnings Restatements[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(1): 71-90.
- [26] ENGELBERG J E, REED A V, RINGGENBERG M C. How are Shorts Informed? Short Sellers, News and Information Processing [R]. Working Paper, 2010.
- [27] CHANG E C, XU J, ZHENG L. Short Sale Constraints, Heterogeneous Interpretations, and Asymmetric Price Reactions to Earnings Announcements[J]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2013, 32(6): 435-455.
- [28] BERKMAN H, DIMITROV V, JAIN P C, et al. Sell on the News: Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Returns Around Earnings Announcements[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 376-399.
- [29] SAFFI P A C, SIGURDSSON K. Price Efficiency and Short Selling[J]. *The Review of Financial Studies*, 2011, 24(3): 821-852.
- [30] JARROW R. Heterogeneous Expectations, Restrictions on Short Sales, and Equilibrium Asset Prices[J]. *Journal of Finance*, 1980, 35(5): 1105-1113.
- [31] 廖士光, 杨朝军. 卖空交易机制、波动性和流动性——一个基于香港股市的经验研究[J]. *管理世界*, 2005(12): 6-13.
- [32] 才静涵, 夏乐. 卖空制度、流动性与信息不对称问题研究——香港市场的个案[J]. *管理科学学报*, 2011(2): 71-85.
- [33] 李科, 徐龙炳, 朱伟骅. 卖空限制与股票错误定价——融资融券制度的证据[J]. *经济研究*, 2014(10): 165-178.
- [34] 许红伟, 陈欣. 我国推出融资融券交易促进了标的股票的定价效率吗? ——基于双重差分模型的实证研究[J]. *管理世界*, 2012(5): 52-61.
- [35] BRIS A, GOETZMANN W N, ZHU N. Efficiency and the Bear: Short Sales and Market Around the World[J]. *The Journal of Finance*, 2007, 62(3): 1029-1079.
- [36] 陈淼鑫, 郑振龙. 卖空机制对证券市场的影响: 基于全球市场的经验研究[J]. *世界经济*, 2008(12): 73-81.
- [37] SENCHACK A J, STARKS L T. Short-sale Restrictions and Market Reaction to Short-Interest Announcements[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1993, 28(2): 177-194.
- [38] DESAI H, RAMESH K, THIAGARAJAN, et al. An Investigation of the Informational Role of Short Interest in the Nasdaq Market[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(5): 2263-2287.
- [39] KEIM D B, MADHAVAN A. Anatomy of the Trading Process: Empirical Evidence on the Behavior of Institutional Traders[J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37(3): 371-398.
- [40] ALLEN F, GALE D. Arbitrage, Short Sales and Financial Innovation[J]. *Econometrica*, 1991, 59(4): 1041-1068.
- [41] CHAROENROOK A A, DAOUK H. The World Price of Short Selling[R]. Working Paper, 2003.
- [42] 杨德勇, 吴琼. 融资融券对上海证券市场影响的实证分析——基于流动性和波动性的视角[J]. *中央财经大学学报*, 2011(5): 28-34.
- [43] 王性玉, 王帆. 做空机制对我国股市波动性、流动性影响的实证分析[J]. *经济管理*, 2013(11): 118-127.
- [44] 韩梅芳, 王玮. 融资融券业务与股票风险: 抑制或助推? ——基于信息传递的视角[J]. *投资研究*, 2015(8): 145-160.
- [45] DRAKE M S, REES L L, SWANSON E P. Should Investors Follow the Prophets or the Bears? Evidence on the Use of Public Information by Analysts and Short Sellers[J]. *The Accounting Review*, 2011, 86(1): 101-130.
- [46] CASSELL C A, DRAKE M S, RASMUSSEN S J. Short Interest as a Signal of Audit Risk [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(4): 1278-1297.
- [47] FANG V W, HUANG A H, KARPOFF J M. Short Selling and Earnings Management: A Controlled Experiment [R]. Working Paper, 2013.
- [48] MASSA M, ZHANG B, ZHANG H. The Invisible Hand of Short Selling: Does Short Selling Discipline Earnings Manipulation? [R]. Working Paper, 2013.
- [49] 张然, 陈思, 雷羽. SEC 意见信与财务造假——基于中概股危机的实证分析[J]. *会计研究*, 2015(7): 11-17.
- [50] DECHOW P M, HUTTON A P, MEULBROEK L, et al. Short-sellers, Fundamental Analysis, and Stock Returns [J]. *Journal of Finance Economics*, 2001, 61(1): 77-106.
- [51] KOLASINSKI A C, CAO B, REED A V, et al. Bears and Numbers: Investigating How Short Sellers Exploit and Affect Earnings-Based Pricing Anomalies [R]. Working Paper, 2007.

- [52] GRIFFIN P A. A League of Their Own? Financial Analysts' Responses to Restatements and Corrective Disclosures[J]. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2003, 18(4): 479-518.
- [53] CHRISTOPHE S E, FERRI M G, ANGEL J J. Short-Selling Prior to Earnings Announcements[J]. *Journal of Finance*, 2004, 59(4): 1845-1876.
- [54] BOEHMER E, JONES C M, ZHANG X. Which Shorts are Informed? [J]. *The Journal of Finance*, 2008, 63(2): 491-527.
- [55] CHRISTOPHE S E, FERRI M G, HSIEH J. Informed Trading before Analyst Downgrades: Evidence from Short Sellers[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 95(1): 85-106.
- [56] KARPOFF J M, LOU X. Short Sellers and Financial Misconduct[J]. *Journal of Finance*, 2010, 65(5): 1879-1913.
- [57] DIETHER K B, WERNER I M. Short-Sale Strategies and Return Predictability[J]. *Review of Financial Studies*, 2009, 22(2): 575-607.
- [58] RICHARDSON S A. Earnings Quality and Short Sellers[J]. *Accounting Horizons* (Supplement), 2003: 49-61.
- [59] DASKE H, RICHARDSON S A, TUNA A I. Do Short Sale Transactions Precede Bad News Events? [R]. Working Paper, 2005.
- [60] HENRY T R, KOSKI J L. Short Selling Around Seasoned Equity Offerings[J]. *Review of Financial Studies*, 2008, 23(12): 4389-4418.
- [61] 许致维, 李少育. 投资者异质信念、股权融资现金流与企业过度投资——来自中国 A 股的经验证据[J]. *财经研究*, 2014(7): 86-96.
- [62] 靳庆鲁, 侯青川, 李刚, 等. 放松卖空管制、公司投资决策与期权价值[J]. *经济研究*, 2015(10): 76-88.
- [63] 史永东, 李凤羽. 卖空限制、意见分歧收敛与信息披露的股价效应——来自 A 股市场的经验证据[J]. *金融研究*, 2012(8): 111-124.
- [64] 付鸣, 刘启亮, 李祎. 异质信念、财务报表质量与特质波动率——基于差分模型的研究[J]. *投资研究*, 2015(9): 146-159.

Literature Review on Margin Financing Business

WANG Min¹, HUANG Xinying², HUANG Chao³

(1. School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China;

2. Department of Economic Management, Heze Vocational College, Heze 274031, China;

3. School of Accounting, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: As an innovative market trading mechanism, margin trading business plays a vital role in stock markets. The existing researches on relevant literature are based on different theoretical basis, limited in study perspectives, and have no unified research conclusions. In China, financing business and margin business are simultaneously implemented with the former holding a long-term dominant position, but most domestic scholars focus only on the economic consequences of margin business, thus ignoring the investigation of the imbalance between financing business and margin financing business. By systematically sorting out the relevant literature at home and abroad, this paper sums up the research findings on margin financing business in its basic concept, institutional background, implementation motivation and economic consequences, discusses the problems existing in this field, and puts forward the possible future research directions and related policy suggestions.

Keywords: short selling mechanism; margin financing; pricing efficiency; crash risk; corporate governance

(责任编辑 高 琼)