

国内外融资融券业务与股价波动性关系的文献评述

钟碧兰, 申 韬

(广西大学 商学院, 广西 南宁 530004)

摘要: 现阶段, 针对内地市场融资融券与股价波动关系的研究存在正效用说、负效用说和效用不明说, 研究结论差异较大。未来可通过借鉴和改进国外研究方法, 结合中国内地融资融券市场开放程度, 运用更长期的样本数据, 从不同研究视角、采用适合内地实际的实证分析方法对融资融券业务与 A 股股价波动的关系进行研究, 可以分别对融资卖空和融券买空交易进行研究, 更确切地把握融资融券交易对股价波动的影响, 不断提升我国 A 股市场的开放程度, 提高我国证券市场的运作效率, 促进融资融券业务的良性、有序发展。

关键词: 融资融券; 股价波动; 效用

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2016)03-0015-05

一、引言

融资融券交易包括融资交易和融券交易两种类型, 是指投资者在进行证券买卖时, 可以通过缴纳一定比例的现金、证券或其他商定财产作为保证金向具有融资融券业务资质的证券公司或金融机构借入资金买入上市证券(融资)或借入上市证券进行卖出(融券)的行为。随着我国资本市场的日益发展壮大和证券市场法律法规不断完善, 2010 年 3 月 31 日, 我国 A 股市场的融资融券业务正式拉开序幕, A 股市场迎来双边交易时代。截至 2016 年 2 月, 我国融资融券的股票数量达 2835 只, 沪深两市融资融券余额达 315972.42 亿元。^①将融资融券业务引入 A 股市场, 实现了 A 股市场的杠杆交易和卖空机制。伴随融资融券业务的深入发展, 融资融券交易对我国 A 股市场价格波动的影响引发学术界广泛的讨论。根据目前的研究成果, 对于融资融券业务对证券价格波动性的影响, 理论界主要存在以下三种观点: 融资融券正效用说、融资融券负效用说、融资融券效用不明说。

二、融资融券正效用说

融资融券的正效用说是基于通过融资融券业务的做空机制, 能够有效抑制在单边市场上可能会出现“羊群效应”, 从而起到平抑股票价格波动作用的观点。

(一) 国外学者的研究

国外学者的主要从理论和实证两个方面进行证实。在理论研究方面, Hong & Stein(2003)^[1]采用异质代理人模型分析融券交易与股价波动的关系, 发现融券交易能够有效阻止股价的大幅下跌。特别的, 缺乏有效融券机制的市场容易造成市场的剧烈波动, 酿成股灾。Bai 等人(2006)^[2]采用完全理性预期均衡模型论证

① 数据来源: wind 数据库

收稿日期: 2016-02-24

基金项目: 2013 年度广西高等教育教学改革工程项目“地方综合性院校金融学实验实训教学研究与实践”(2013JGA103)

作者简介: 钟碧兰(1991-), 女, 满族, 广西梧州人, 硕士研究生, 研究方向为金融与投融资管理;

申 韬(1975-), 女, 博士, 教授, 研究方向为金融理论与实践、投融资与信用管理。

融券交易机制有效的保障了股票价格波动的合理性和稳定性。Hong 等人(2013)^[3]运用均衡模型分析得出融券约束将扩大股票市场的买卖价差,不利于股票股票市场的稳定。在实证研究方面,Charoenrook&H. Daouk(2003)^[4]通过分析 111 个国家 2001 年 6 月至 12 月的证券市场表现得出发达证券市场的股票收益率的波动幅度比新兴证券市场的股票收益率的波动幅度要低的结论。Bris 等人(2007)^[5]对全球 47 个证券市场进行分析,发现允许融券卖空的证券市场相对比较稳定,股价的波动性较小。而 Cai(2006)^[6]和 Chan Shik Jung(2012)^[7]则运用事件分析法分别对香港和韩国的股票市场在允许融券交易前后的股价波动进行分析,得出融券交易可以有效稳定股票价格。

(二) 国内学者的研究

国内学者的研究以实证分析为主,起初学者们主要对我国香港、台湾等地的证券市场进行研究,王富宣(2007)^[8]、袁华涛(2007)^[9]和施文雅(2007)^[10]运用计量研究方法对香港证券市场进行研究,得出融券交易具有稳定股价的作用。陈森鑫和郑振龙(2008)^{[11][12]}运用香港和台湾股市推出融券卖空机制前后的数据建立非对称 GARCH 模型,对比分析融券交易开展前后香港和台湾市场股价波动的变化情况,最终认为融券交易降低香港股价的波动率。袭红霞(2010)^[13]以香港恒生指数作为分析对象,运用 GARCH 模型分析香港股市中融资融券交易机制对股价的影响,得出融资融券机制的引入可以实现有效稳定股票的市场价格的目标。随着内地证券市场融资融券业务开始展开,国内学者基于内地市场的研究逐渐展开。袁怀宇和张宗成(2009)^[14]将 1997-2008 年上证综指和香港恒生指数运用 EGARCH-GED 模型进行实证分析,指出在内地股市引入融资融券业务十分有必要。陈伟(2011)^[15]运用 GARCH 模型对上证 50 指数与深证成指进行实证研究,研究显示融资融券交易对股价的波动具有平抑作用。于孝建(2012)^[16]运用 VAR 模型以 A 股交易数据为对象,证明内地股票市场中融券交易不是引起股价波动的格兰杰原因,即融券交易减小了股价的波动性。杨德勇和吴琼(2011)^[17]利用事件研究法研究分析纳入融资融券业务对个股波动性的影响,结果发现融资融券交易的引入降低了个股的波动性。贾明琪和赵亮(2012)^[18]采用上证融资融券数据分析得出融资融券余额和日涨幅标准差之间存在单向的因果关系,即引入融资融券交易机制有助于控制股价的涨跌幅度。

三、融资融券负效用说

融资融券的负效应说认为,融资融券业务的引入会加剧证券市场的波动,产生“助跌”效应,不利于稳定证券市场。

(一) 国外学者的研究

部分国外学者通过选取世界不同地区,不同证券市场的融资融券交易数据进行研究分析, Henry & McKenzie(2006)^[19]和 Chang 等人(2007)^[20]采用相关融资融券的交易数据研究发现融资融券交易机制引入后,证券市场各类消息的反映更加敏感,加剧股票价格波动。Alex Frino(2009)^[21]对 14 个国家开放证券市场卖空限制的前后进行对比研究发现这 14 个国家的证券市场出现股票买卖价差加剧,股价波动率上升,市场整体交易量下降的特征。Ofek & Richardson(2003)^[22]对美国网络公司 1998-2000 年间的股票进行研究分析后得出,融券卖空交易会引入大批新的投资者,致使该公司股价严重下跌。部分外国学者运用理论对融资融券的负效应进行解释, Bernardo & Welch(2004)^[23]发现金融恐慌的发生于融资融券业务的开展有着密切的联系,限制融资融券的卖空交易有利于证券市场的稳定。而 Guo 等人(2011)^[24]运用“金字塔效应”和“倒金字塔效应”解释融资融券业务与股价波动的关系。

(二) 国内学者的研究

早期国内学者主要选取中国台湾、香港数据进行实证研究,以证明融资融券的负效用说。陈思行(2010)^[25]运用 GARCH 模型和 VAR 模型对台湾证券市场进行分析,指出由于台湾市场融资交易的杠杆作用易进行投机,造成台湾市场投机交易盛行,股价波动加剧,不利于市场的稳定。胡华锋(2012)^[26]利用中国香港证券市场数据进行实证分析,认为在一定程度上,融资融券交易机制将会加大证券价格的波动。在我国股市开展融资融券交易后,国内学者基于国内融资融券的数据进行研究,于孝建(2012)^[16]采用 VAR 模型分析我国 A 股市场融资交易数据,得出融资交易是引起股价波动的格兰杰原因,即融资交易增加了股票价格

的波动性。冯玉梅和陈璇(2012)^[27]以2010年3月至2011年9月,我国首批进行融资融券的71只股票作为数据,采用面板数据的回归模型证实净融资额对个股价格波动性产生正向作用,即融资融券交易增加了股价波动率。

四、融资融券效用不明说

不同于以上两种观点明确的结论,融资融券效用不明说认为,融资融券的卖空机制对股价影响的方向并不明确。

(一) 国外学者的研究

Gallmeyer & Hollifield(2008)^[28]通过假设在一个具有异质信念的活力经济体中限制融资融券交易,发现若乐观投资者的跨期替代弹性小于1,则对融资融券进行限制加剧了股价的波动;若乐观投资者的跨期替代弹性大于1,则对融资融券的约束平抑了股价的波动。大部分外国学者主要运用实证研究方法对效用不明说进行论证。Battalio & Schultz(2006)^[29]仅选取NASDAQ 1999年-2000年间的高频交易数据对网络股泡沫进行研究,发现网络股价格的异常波动与禁止融资融券交易之间没有任何关系。Saffi & Sigurdsson(2011)^[30]研究全球26个国家2005年-2008年期间的股票数据发现限制融资融券交易虽然使股票收益率正偏,但并未降低股票极端损失出现的概率。Xiao(2012)^[31]采用计量分析方法对2011-2012沪深两市进行研究发现融资融券的引入并未对我国沪深两市的股价造成较大的波动。但其指出股价波动是影响投资者是否需要进行融资交易决定重要参考指标。

(二) 国内学者的研究

廖士光和张宗新(2005)^[32]、王昱等人(2008)^[33]分别采用香港和台湾融资融券数据,运用协整检验和格兰杰因果检验等计量分析方法验证融资融券业务的引入对香港、台湾股价波动并无明显影响。同时,指出融资融券的保证金水平会对融资融券的交易额产生显著影响,保证金将成为调控证券市场的有效手段,避免股价出现大幅震荡。李竞(2010)^[34]、李俊文(2011)^[35]、翟爱梅和钟山(2012)^[36]从内地市场数据出发进行论证。李竞(2010)^[34]和李俊文(2011)^[35]采用上证允许融资融券的股票数据采用格兰杰检验得出股价波动却能对融券的成交量造成明显的影响。但股价的波动性却是投资者融资融券交易决策的重要依据之一。翟爱梅和钟山(2012)^[36]选取内地允许卖空的A股和香港证券市场上允许卖空的H股的月度数据作为研究对象,采用双重差分模型进行分析,指出金融危机发生后,证券市场的融资融券交机制对股价的波动性不具有显著的影响。

五、文献评述

从上述文献可知,外国学者通过理论和实证相结合的方法,采用不同层面的样本数据对融资融券业务开展与股价变动的关系进行系统、深入地研究,大部分研究认为,融资融券业务开展有利于平抑股价波动,稳定证券市场。而由于国内融资融券业务开展的时间不长,国内学者的相关研究较为粗浅,前期的大部分研究都采用香港、台湾的数据进行研究,且由于香港、台湾等地融资融券政策变化以及学者们数据选取和研究方法存在差异,关于香港、台湾地区融资融券业务与股价变动关系之间的研究结果迥异,并未获得统一的结论。而近期针对内地市场融资融券与股价波动关系的研究,受到内地证券市场数据样本较少、期限较短、市场非理性因素较多的影响,研究结论也存在较大差异。

随着中国证券市场的不断发展,融资融券交易的监管制度、交易方式日渐成熟,并逐步向发达国家证券市场靠拢。在未来的研究中,通过借鉴和改进国外研究方法,结合中国内地融资融券自身市场特征,采用更为长期的样本数据,从不同研究视角、采用适合内地实际的实证分析方法对融资融券业务与A股股价波动的关系进行全面、深入的研究,不仅可对现有研究进行更新补充,进一步完善国内关于融资融券与股价波动关系研究;还可以分别从融资卖空和融券买空的角度进行细致的研究,更确切地把握融资融券交易对我国A股股价波动的影响,有效利用融资融券这一信用工具,不断提高我国证券市场的运作效率,提升证券市场的融资效率,最终实现促进我国资本市场健康、高效发展的目的。

参考文献:

- [1] Hong Harrison and Jereny C. Stein. Differences of opinion, short – sales constraints and market crashes [J]. *Review of Financial Studies* 2003(16) : 487 – 525.
- [2] Bai ,Yang ,Erie C. Chang ,Jiang Wang. Asset Prices under Short – Sale Constraints [R]. Working Paper 2006.
- [3] Hong ,Liu and Yajun Wang. Short – sale constraints, bid – ask spreads and information [R]. Social Science Research Network 2013.
- [4] Anchada Charoenrook and Hazem Daouk. The World Price of Short Selling [R]. The Owen Graduate School of Management ,Vanderbilt University 2003.
- [5] Bris A. ,W. N. Goetzinain and N. Zhu. Efficiency and the bear: Short sales and markets around the world [J]. *Journal of Finance* 2007(62) : 1029 – 1079.
- [6] Cai ,Jinghan ,Li ,Yuming and XiaXe. Liquidity ,Information Asymmetry and Short Sales Constraints: Evidence from the Hong Kong Stock Market [J]. *Journal of Finance* 2006(11) : 847 – 869.
- [7] Chan Shik Jung. Short selling by individual investors: Destabilizing or price discovering? [J]. *Pacific – Basin Finance Journal* 2012(17) : 45 – 63.
- [8] 王富宣. 证券信用交易与股市波动性 [D]. 北京: 对外经济贸易大学 2007.
- [9] 袁华涛. 我国证券市场引入融资融券交易研究 [D]. 成都: 西南财经大学 2007.
- [10] 施文雅. 融券制度与股票市场波动性的研究 [D]. 武汉: 华中科技大学 2007.
- [11] 陈森鑫 ,郑振龙. 推出卖空机制对证券市场波动率的影响 [J]. *证券市场导报* 2008(2) : 61 – 65.
- [12] 陈森鑫 ,郑振龙. 融券保证金乘数调整对证券市场波动性的影响 – 来自台湾的证据 [J]. *财经问题研究* , 2008(3) : 55 – 60.
- [13] 龚红霞. 融资融券对股价波动性的影响研究 – 以香港市场为例 [D]. 广州: 广东商学院 2010.
- [14] 袁怀宇 ,张宗成. 卖空限制对股票市场收益非对称性的影响 – 基于上海和香港的实证比较研究 [J]. *管理学报* 2009(8) : 98 – 102.
- [15] 陈伟. 融资融券试点对我国股票市场波动性的影响实证研究 [J]. *上海金融学院学报* 2011(4) : 42 – 50.
- [16] 于孝建. 融资融券交易对中国股市流动性和波动性的影响 [J]. *华南理工大学学报* 2012(7) : 13 – 17.
- [17] 杨德勇 ,吴琼. 融资融券对上海证券市场的实证分析 – 基于流动性和波动性的视角 [J]. *中央财经大学学报* 2011(5) : 49 – 54.
- [18] 贾明琪 ,赵亮. 融资融券对 A 股市场影响幅度的研究 [J]. *财会月刊* 2012(3) : 46 – 48.
- [19] Henry ,O. T. T and M Mckenzie. The impact of short selling on the price – volume relationship: Evidence from Hong Kong [J]. *Journal of Business* 2006(79) : 123 – 141.
- [20] Chang ,E ,Cheng ,J and Yu ,Y. Short – sales constraints and price discovery: evidence from the Hong Kong market [J]. *Journal of Finance* 2007(62) : 2097 – 2121.
- [21] Alex Frino ,Steven Lecce and Andrew Lepone. Short – sales constraints and market quality: Evidence from the 2008 short – sales bans [J]. *International Review of Financial Analysis* 2011(26) : 225 – 236.
- [22] Ofek ,Eli and Matthew Richardson. The Rise and Fall of Internet Stock Prices [J]. *The Journal of Finance* , 2003(3) : 113 – 137.
- [23] E. Bernardo ,Antonio and Ivo Welch. Liquidity and financial market runs [J]. *Quarterly Journal of Economics* , 2004(119) : 135 – 158.
- [24] Guo W C ,Wang F Y and Wu H M. Financial leverage and market volatility with diverse beliefs [J]. *Economic Theory* 2011(47) : 337 – 364.
- [25] 陈思行. 证券信用制度对股市波动性的影响 – 基于台湾市场的实证研究 [J]. *世界经济情况* 2010(9) : 47 – 51.
- [26] 胡华锋. 卖空交易与市场波动性、流动性的研究 – 基于中国香港证券市场的实证分析 [J]. *上海财经大*

- 学学报 2012(3):82-89.
- [27]冯玉梅,陈璇等.融资融券对标的股票价格变化的影响的实证研究[J].山东财政学院学报 2012(3):15-22.
- [28]Gallmeyer M and Hollifield B. An Examination of Heterogeneous Beliefs with a Short-sale Constraint in a Dynamic Economy[J]. Review of Finance 2008(12):323-364.
- [29]Robert Baltalio and Paul Schultz. Options and the Bubble[J]. The Journal of Finance 2006(5):2071-2102.
- [30]Saffi, P. A. C and Sigurdsson, k. Price Efficiency and Short Selling[R]. IESE Business School Working Paper, 2010.
- [31]Xiao X. Influence of Chinese Securities Margin Trading Mechanism to Stock Market Volatility[J]. Advances in Asian Social Science 2012(3):594-599.
- [32]廖士光,张宗新.新兴市场引入卖空机制对股市的冲击效应—来自香港证券市场的经验证据[J].财经研究 2005(10):35-42.
- [33]王昊等.融资融券交易的市场冲击效应研究—基于中国台湾证券市场的经验与启示[J].财经研究, 2008(10):99-109.
- [34]李竞.我国A股融资融券交易与市场表现关系研究[J].现代商业 2010(27):27-29.
- [35]李俊文.我国融资融券交易对市场波动性的实证分析[J].中国证券期货 2011(12):43-47.
- [36]翟爱梅,钟山.卖空机制对股票价格波动的影响:基于A+H股公司的实证研究[J].南方经济 2012(8):43-56.

Literatures Review of the Relationship between Margin Trading and Stock Price Volatility at Home and Abroad

ZHONG Bilan, SHEN Tao

(College of Business, Guangxi University, Nanning, Guangxi 530004, China)

Abstract: There are three different perspectives on the present study of the relationship between margin trading business and stock price volatility in China: the positive effectiveness, negative effectiveness and unknown effectiveness, and the research results are quite different. In the future, by referring the foreign research methods, combining the openness of Chinese margin trading market, using long-term data from different perspectives, using the method of empirical research which fitting for the local situation, we can analyze the relationship between Chinese margin trading business and A-share price volatility and do the analysis on short of financing and overbuying of securities loan transactions respectively. Thus, we can accurately grasp the impact of margin trading on stock price volatility accurately, improve our A-share market's openness, increase the efficiency of stock market operation and promote healthy development of margin trading business.

Key words: margin trading; stock price volatility; effectiveness

(责任编辑:黎芳)