

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

王 旻¹, 廖士光², 吴淑琨³

(1. 上海交通大学 安泰经济与管理学院, 上海 200052; 2. 上海证券交易所 研究中心, 上海 200120;
3. 海通证券 机构业务部, 上海 200001)

摘要:融资融券交易是证券市场的重要组成部分, 它的推出会对整个市场产生何种影响是非常值得研究的问题。文章利用中国台湾证券市场的融资融券交易数据, 从市场流动性与波动性角度研究融资融券交易对整个市场的冲击效应。研究结果表明, 融资买空交易有助于提升整个市场的流动性水平, 在一定程度上可以改善市场流动性水平相对不足的状况, 但融券卖空交易对市场流动性水平没有显著影响; 融资买空与融券卖空交易并未显著影响整个市场的波动性水平。文章建议证券监管部门可以将融资融券交易保证金率作为市场调控工具, 通过适时调整保证金率调控整个市场, 避免市场出现大幅震荡。

关键词:融资融券交易; 流动性; 波动性; 保证金率

中图分类号: F830. 91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2008)10-0099-11

一、引言

2006年7月3日, 中国证监会同时发布《证券公司融资融券业务试点管理办法》和《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》。2006年8月21日, 沪深证券交易所对外公布《融资融券交易试点实施细则》(简称《实施细则》)和交易指南。2007年4月, 中国证券业协会原秘书长聂庆平调任证监会机构部巡视员, 负责筹建提供融资融券业务的证券金融公司。这一系列措施的出台, 标志着中国证券市场融资融券交易已经进入实质性操作阶段。2008年上半年, 随着沪深股市出现大幅调整, 由于缺乏融资融券机制, 市场呈现较为显著的“单边市”形态, 供求关系在一定程度上被严重扭曲。因此, 市场各界人士对于融资融券的呼声日益加大。但是, 融资融券推出后, 究竟会对市场产生何种影响, 这是有待审慎探讨的问题。

证券融资融券交易又称为证券信用交易, 即投资者在买卖证券时, 向证券

收稿日期: 2008-06-25

作者简介: 王 旻(1962—), 女, 山东即墨人, 上海交通大学安泰经济与管理学院博士生;

廖士光(1977—), 男, 江苏阜宁人, 上海证券交易所研究中心研究人员, 金融学博士;

吴淑琨(1972—), 男, 江西波阳人, 海通证券机构业务部, 管理学博士。

公司或其他金融机构支付一定比例现金或证券作为保证金,并融入购买证券所需资金或出售证券所需证券的交易形式。由于证券融资融券交易需要投资者交付保证金作为抵押,因此,融资融券交易又称为保证金交易。

最早有记载的卖空交易发生在 17 世纪的荷兰,1609 年,一名商人在阿姆斯特丹证券交易所对荷兰东印度公司的股票进行卖空。随着市场的发展,卖空已成为基础交易制度的一个重要组成部分。当前,大多数发达证券市场已经引入卖空交易机制,在新兴证券市场中,由于市场处于发展阶段且存在较多制度性问题,因而,这些市场在发展初期都不允许卖空,但随着各国证券市场对外开放度的增加和自身市场的发展,新兴市场国家正在不断尝试引入卖空交易机制,如阿根廷(1999)、智利(1999)、波兰(2000)、希腊(2001)和秘鲁(2002)等。一项调查研究(Anchada 和 Hazem,2003)显示,早在 20 世纪 90 年代前,有 64% 的成熟证券市场允许卖空,而仅有 10% 的新兴市场允许卖空;至 2002 年,允许卖空的成熟市场占 95%,允许卖空的新兴证券市场增加至 31%。在这些新兴市场国家引入融资融券交易机制的同时,融资融券机制对证券市场的实际影响也逐渐引起学者、业内人士和管理层的关注。市场的流动性和波动性可以用来反映整个证券市场质量,对于流动性高而波动性低的市场而言,其质量显然是高的,这正是各国证券市场所要追求的目标。鉴此,本文利用中国台湾证券市场数据,从市场流动性与波动性的角度探讨融资融券交易对整个市场的冲击效应,以期为中国证券市场提供一些有益建议。

二、融资融券交易市场冲击效应的文献回顾

近年来,境内外部分学者对融资融券交易中的卖空交易机制展开了一系列研究,主要集中在卖空交易对整个市场的影响方面。国外一些学者就卖空交易对市场股价波动的影响进行了大量研究,结果普遍认为卖空交易信息宣布后通常会引发股市价格下跌。Senchack 和 Starks(1993)、Figlewski 和 Webb(1993)根据股票是否有期权在交易所上市交易,将卖空行为进一步区分并研究卖空交易对股价的影响,结论表明,卖空有期权上市交易的股票对股价下跌的影响较小,并且这些股票的卖空信息大多是不公开的。Conrad(1994)构建了一个“信息公开”与“信息不公开”的卖空交易模型,研究结果表明,在公开意料之外信息的情况下,卖空交易与股价下跌呈正相关关系,但在不公开意料之外信息的情况下,卖空交易对价格下跌的影响更大。Keim 和 Madhavan(1995)、Aitken 和 Frino(1996)还研究市价委托与限价委托的卖空交易对市场价格的影响,发现卖空交易者大多采用市价委托,且市价委托对市场价格下跌的影响较大。但是,另外一些学者的研究也发现,卖空交易的存在并不会影响股票市场的正常波动。Angel(1997)以纽约股票交易所(NYSE)股票为研究对象,研究股价下跌是否与卖空交易相关,发现常规性买卖指令形成的“助

涨杀跌”效应是加剧市场波动的一个重要原因。台湾学者张哲章(1998)利用台湾证券市场上的数据进行实证分析,研究台湾加权指数同融券余额的关系,结果表明,融券余额的变动滞后于股价变动,认为股价可作为融券余额的先行指标(即股价变动是因,融券余额变动是果)。

同时,也有学者从流动性角度探讨卖空交易与买空交易对市场的影响。Woolridge 和 Dickinson(1994)的研究表明,卖空交易者通过在上漲的市場中增加卖空交易量、在下跌的市場中减少卖空交易量向整个市場提供流动性。Anchada 和 Hazem(2003)利用换手率作为衡量流动性的指标,通过对 111 个国家證券市場的研究发现,在附有较为严厉卖空约束条件的新兴市場国家中,股票市場的流动性水平要明显低于没有卖空约束条件的发达国家市場。王丽容、郑思因(2001)的研究发现,1991 年至 2000 年期间,台湾股市买空交易量与市場成交量的相关系数高达 97%,当日冲销成交量与大盘成交量的相关系数高达 84%,而卖空交易量与大盘成交量的相关系数仅为 57%,同时认为这是由于台湾在融资融券交易中融券卖空被大幅压低造成的。廖士光、杨朝军(2005)对香港股市中卖空交易的市场影响的分析发现,卖空交易的推出并未加剧市場波动,也未能增强市場流动性,原因在于香港市場卖空交易的限制条件过多,造成卖空交易额的相对比重过低。骆玉鼎、廖士光(2007)分析台湾證券市場买空交易对市場流动性的影响,发现融资买空可以为市場提供流动性。

从已有文献中可以看出,学者们大多考虑卖空交易对市場波动性与流动性的影响,而较少同时涉足买空交易对市場流动性与波动性的影响。同时,文献在流动性衡量指标上存在问题,多数文献采用换手率指标测度流动性,因为换手率指标仅从成交量的角度考察流动性而忽略价格波动层面。

三、台湾證券市場融资融券交易的市场冲击效应分析

基于以上认识,本文构建流动性综合测度指标,利用台湾證券市場数据,从市場流动性、波动性两方面考察融资融券交易对整个市場的冲击效应。

(一)融资融券交易、流动性及波动性指标选择。对于融资融券交易而言,本文用台湾證券市場中的买空交易额(MP, margin purchase)代表买空交易,用卖空交易额(SS, short sale)代表卖空交易。

流动性是證券资产与現金资产之间的相互转换能力(Amihud 和 Mendelson, 1991),既包括證券资产转换成現金资产的能力(即变现能力),又包括現金资产转换成證券资产的能力(即变券能力)。流动性可以通过多维度指标加以刻画,如 Kyle(1985)将流动性分解为紧度(tightness)、深度和弹性三个指标;Harris(1990)认为流动性包括宽度、深度、即时性和弹性四个维度。多维度指标的实质是从交易量、价格和时间三方面测度流动性,对于既定时间内的流动性,可以用交易量与价格相结合的指标衡量流动性,这类指标有 Amivest

流动性比率与 Hui-Heubel(1984)流动性比率,但这两个指标均存在一定缺陷,如前者未能剔除非交易时间内信息对股价波动的影响,后者用价格波幅与换手率的组合衡量流动性,无法真实反映证券的流动性水平。为克服以上缺陷,本文在借鉴 Amivest 流动性比率与 Hui-Heubel 流动性比率思想的基础上,提出新的流动性指标: $LIQ_{mt} = V_t / |R_t|$ 。其中, LIQ_{mt} 表示股票市场第 t 日的流动性水平, $R_t = (I_t^c - I_t^o) / I_t^o$ 为根据台湾发行量加权指数开盘价与收盘价数据计算的第 t 日收益率, I_t^o 与 I_t^c 分别表示加权指数第 t 日开盘价格与收盘价格, v_t 为股票市场第 t 日的成交总金额(成交金额单位为万亿台币)。由于台湾证券市场不存在非流通股问题,市场指数可以反映整个证券市场的变化情况,因此,市场指数法计算的流动性可以反映市场流动性的真实水平。

但是,该流动性指标在实证过程中可能会遇到问题,当股票或指数的开盘价格与收盘价格差异较小甚至相同时,流动性指标的数值会很大或趋向于无穷大,为了克服流动性指标在实证过程中出现的问题,本文借鉴 Amihud (2002)非流动性指标的做法,利用非流动性指标间接反映流动性水平,即取原先流动性指标的倒数得到非流动性指标: $ILLIQ_{mt} = |R_t| / V_t$ 。

同时,由于本文重点利用台湾证券市场日交易数据研究融资融券交易对市场流动性与波动性影响,因此,本文利用市场指数的价格波幅反映市场波动性水平,即: $VOL_t = \frac{P_t^H - P_t^L}{(P_t^H + P_t^L) / 2}$ 。其中, P_t^H 表示市场指数第 t 日最高价格, P_t^L 表示市场指数第 t 日最低价格。

(二)研究期限及阶段划分。为控制融资融券交易的风险,台湾证券市场的融资融券交易在推出初期就设立保证金制度。同时,保证金也被监管当局视作调控证券市场的工具,从 1988 年 11 月至 2001 年 7 月期间,台湾融资融券交易初始保证金的调整次数高达 28 次。监管部门调整保证金的初衷是通过改变融资融券的成本影响投资者的交易行为,达到平抑市场波动的目的。在 1999 年 7 月 2 日至 2006 年 7 月 31 日,融资买空交易的保证金调整过 3 次、融券卖空交易的保证金调整过 5 次(见表 1),其中仅有 2 次符合监管部门的政策预期,即融资融券交易保证金的调整对股价指数产生应有效果,保证金率提高则指数下降,保证金率下降则指数上升,有 1999 年 7 月与 2001 年 6 月的调整对成交量影响在统计意义上较为显著且又符合政策效果。从表 2 中可知,不同时期保证金率的调整对成交量均产生了影响,但影响程度与影响方向并不一致。之所以出现这种情况,有研究表明,投资者可能有其他的融资融券渠道,从而取代了正常的融资融券交易资券来源,进而使保证金率变化无法调控市场波动(王甦,1995),而且,研究还表明,保证金率是在市场波动发生变化后才跟着调整。

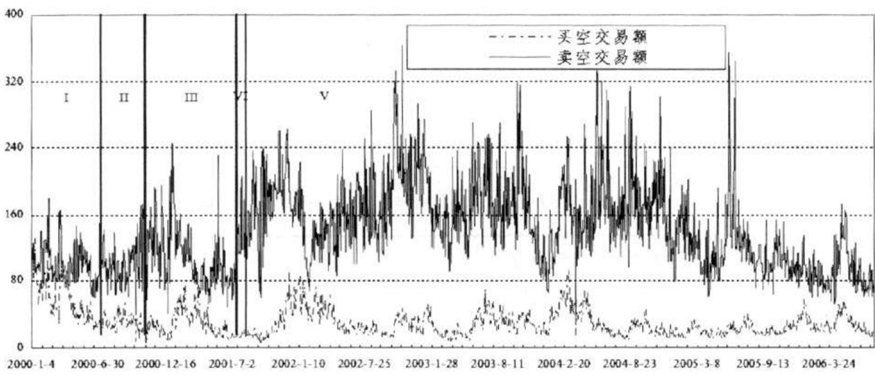
表 1 台湾融资融券交易保证金率(%)调整及影响情况一览

调整日期	1999.7.2	2000.6.30	2000.10.20	2001.6.26	2001.7.10
融资保证金	50	60	60	60	50
融券保证金	70	90	120	150	90
政策效果	相符	相反	相反	相符	相反
成交量变化	显著放大	缩小但不显著	放大但不显著	显著缩小	缩小但不显著

注：1999 年 7 月 2 日之前的融资保证金为 60%，融券保证金为 90%。

资料来源：王丽容、郑思因,《我国证券市场信用交易制度之检讨》，台湾证券交易所研究报告，2001。

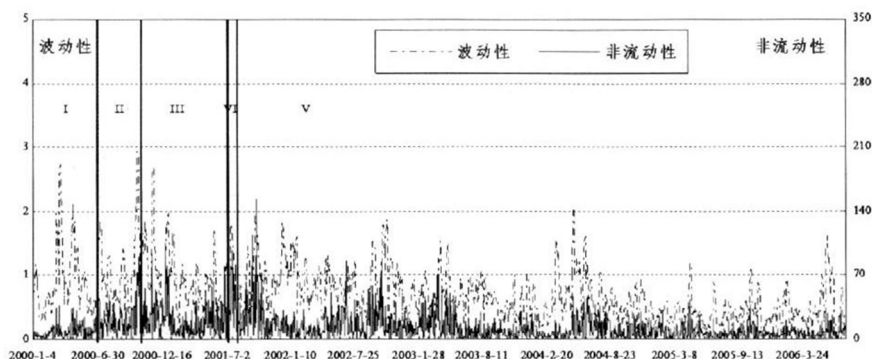
由于本文着重研究融资融券交易对市场流动性、波动性的影响,同时,为剔除保证金调整因素对流动性和波动性的影响,因此,有必要按照保证金率调整情况划分研究期间,保证各个阶段中保证金率相同。由于目前仅能获得台湾证券交易所 2000 年 1 月 4 日—2006 年 7 月 31 日的融资融券交易数据,因此,本文将研究期间定为 2000 年 1 月 4 日—2006 年 7 月 31 日。同时,在这一时间段内,保证金比率调整过 4 次,因此,将研究期间细分成五个阶段,依次是:(1)阶段 1 (2000 年 1 月 4 日~2000 年 6 月 29 日):融资保证金为 50%,融券保证金为 70%;(2)阶段 2(2000 年 6 月 30 日—2000 年 10 月 19 日):融资保证金为 60%,融券保证金为 90%;(3)阶段 3(2000 年 10 月 20 日—2001 年 6 月 25 日):融资保证金为 60%,融券保证金为 120%;(4)阶段 4(2001 年 6 月 26 日—2001 年 7 月 9 日):融资保证金为 60%,融券保证金为 150%;(5)阶段 5(2001 年 7 月 10 日—2006 年 7 月 31 日):融资保证金为 50%,融券保证金为 90%。



注：1.买空交易额单位为十亿台币,卖空交易额单位为百万股,计算非流动性的成交金额单位为万亿台币、波动性数量级为%；2.图中 I、II、III、IV 和 V 分别表示阶段 1、阶段 2、阶段 3、阶段 4 和阶段 5。

资料来源：台湾证券交易所网站(www.tse.com.tw)，下同。

图 1 台湾证券市场融资融券交易额概况(2000 年 1 月 4 日—2006 年 7 月 31 日)



注:1.计算非流动性的成交金额单位为万亿台币、波动性数量级为%;2.图中 I、II、III、IV 和 V 分别表示阶段 1、阶段 2、阶段 3、阶段 4 和阶段 5。

图 2 台湾证券市场流动性与波动性对比(2000 年 1 月 4 日—2006 年 7 月 31 日)

表 2 不同阶段融资融券交易额、流动性与波动性水平统计结果

指标	时间阶段	阶段 1 2000.1.4—2000.6.29	阶段 2 2000.6.30—2000.10.19	阶段 3 2000.10.20—2001.6.25	阶段 4 2001.6.26—2001.7.9	阶段 5 2001.7.10—2006.7.31
买空交易 MP	均值	58.55	31.48	29.87	13.01	27.73
	标准差	24.14	8.61	14.96	1.73	14.13
	Wilcoxon 秩和检验		-8.5508*** (0.0001)	2.1266** (0.0335)	4.2318*** (0.0001)	-4.5903*** (0.0001)
	研究结论		买空交易显著下降	买空交易显著下降	买空交易显著下降	买空交易显著上升
卖空交易 SS	均值	100.76	101.01	112.68	84.27	149.72
	标准差	23.08	23.73	39.10	13.28	51.62
	Wilcoxon 秩和检验		0.51011(0.6100)	-1.7511* (0.0799)	-2.4683** (0.0136)	-4.4580*** (0.0001)
	研究结论		卖空交易无显著变化	卖空交易显著上升	卖空交易显著下降	卖空交易显著上升
非流动性 ILLIQ	均值	9.45	20.67	20.51	22.73	12.47
	标准差	8.68	17.43	17.68	24.61	13.96
	Wilcoxon 秩和检验		5.5933*** (0.0001)	0.1183(0.9058)	-0.1211(0.9036)	1.4671(0.1423)
	研究结论		流动性显著下降	流动性无显著变化	流动性无显著变化	流动性无显著变化
波动性 VOL	均值	0.91	1.06	0.96	0.99	0.66
	标准差	0.54	0.56	0.50	0.28	0.37
	Wilcoxon 秩和检验		2.3692** (0.0178)	1.4071(0.1594)	-0.6645(0.5064)	1.4778(0.1395)
	研究结论		波动性显著性增强	波动性无显著变化	波动性无显著变化	波动性无显著变化
样本数目		130	85	171	10	1253

注:1.Wilcoxon 秩和检验的统计值为 Z 值;2.括号中的数据为 p 统计值(双侧检验);3.*、** 和 *** 分别表示统计结果在 10%、5% 和 1% 的置信水平下显著,下同;4.买空交易额单位为十亿台币,卖空交易额单位为百万股,计算非流动性的成交金额单位为万亿台币、波动性数量级为%。

这五个阶段的融资融券交易额、非流动性水平(ILLIQ)与波动性(VOL)对比的时序变化分别反映在图 1 与图 2 中,从中可以发现,阶段 1 中的流动性水平与融资额均相对较高(非流动性水平较低表明流动性水平相对较高),波动性水平相对较低;2000 年 6 月 30 日,当融资保证金率和融券保证金率分别提高至 60% 和 90% 后,在阶段 2 中,流动性水平与融资买空交易额均显著下降,市场波动性水平显著增强,从 Wilcoxon 秩和检验结果中可以看出(见表 2),阶段 1 与阶

段 2 中的流动性水平与融资买空交易额在 1% 置信水平下存在显著差异,波动性水平在 5% 置信水平下存在显著差异,融券卖空交易额上升但不显著;当融资保证金率与融券保证金率分别调整至 60% 和 120% 后,在阶段 3 中,市场流动性未发生显著变化,波动性水平下降但不显著,买空交易额则在 5% 置信水平下显著下降,卖空交易额在 10% 置信水平下显著上升;当融券保证金率上升到 150% 后,在阶段 4 中,流动性水平下降(表现为非流动性水平上升)、波动性水平上升但均不显著,融资买空交易额与融券卖空交易额分别在 1% 和 5% 置信水平下显著下降;当融资保证金率与融券保证金率在 2001 年 7 月 10 日分别下降至 50% 与 90% 后,在阶段 5 中,流动性水平提高、波动性下降但均不显著,买空交易额与卖空交易额均在 1% 置信水平下显著上升。

由此可见,融资融券交易保证金率调整对市场流动性与波动性产生影响,但影响程度并不一致(仅有 2000 年 6 月 30 日的调整对流动性与波动性产生显著影响,但该次保证金率调整对市场波动性影响与预期效果相反)。同时,融资保证金与融券保证金率的调整对融资融券交易额产生显著影响,这就进一步验证分阶段研究融资融券交易对整个市场影响的必要性。由于阶段 4 中的样本数仅为 10,不足以展开研究,因此,本文只研究阶段 1、阶段 2、阶段 3 和阶段 5 中融资融券交易对整个市场的冲击效应,并按时间顺序将上述四个阶段重新标识成阶段 I、阶段 II、阶段 III 和阶段 IV。

(四)研究结果。为从更深层次探讨融资融券交易对市场非流动性与波动性的影响,本文利用 Granger 因果检验方法研究各个阶段中融资融券交易对市场的冲击效应,即研究买空交易额(MP)、卖空交易额(SS)对市场非流动性与融资融券交易额的影响。

由于买空交易额、卖空交易额、市场非流动性与市场波动性这四组序列均为时序数据,因此,在因果检验前,必须先检验序列平稳性(stationary),即检验序列是否服从单位根过程,单位根常用检验方法是 ADF(Augmented Dickey-Fuller)(Dickey 和 Fuller, 1981)检验。对买空交易额(MP)、卖空交易额(SS)、市场非流动性(ILLIQ)与市场波动性(VOL)的原序列进行平稳性检验,结果表明在四个阶段中,买空交易额、卖空交易额、市场非流动性与波动性的原序列均是平稳的 $I(0)$ 过程。

由于买空交易额、卖空交易市场额、非流动性与波动性均为平稳序列,因此,可以采用 Granger 因果检验方法验证序列间因果关系(Granger, 1981)。在四个阶段中,买空交易额与市场流动性水平存在显著的正相关关系,买空交易额是市场流动性水平的 Granger 原因(见表 3),表明买空交易额的变化引致市场流动性水平呈同方向变化,当市场中买空交易较为活跃时,投资者普遍看好市场的未来走势,因此,在买空交易者的“示范效应”影响下,其他投资者也会纷纷入市买卖股票,提高市场的活跃程度与流动性,即买空交易为市场提

供流动性、增强市场流动性。但是,买空交易额均不是市场波动性的 Granger 原因,表明买空交易对市场波动性水平没有显著影响。可见,融资买空交易虽有助于提升证券市场流动性水平,但对市场的波动性没有显著影响。同时,对于卖空交易对市场流动性与波动性的影响,在四个阶段中,仅第四阶段的检验结果表明,卖空交易是市场非流动性的 Granger 原因,同时,卖空交易均不是市场波动性的 Granger 原因,表明卖空交易对市场流动性与波动性水平均没有显著影响。

表 3 不同阶段基于 VAR 的融资融券交易、流动性与波动性 Granger 因果检验

阶段	项目	原假设	观察值	滞后期	F-Value	p-Value	检验结果
阶段 I	融资融券交易与流动性	ILLIQ 不是 MP 的 Granger 原因	129	1	1.1806	0.2793	接受原假设
		MP 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			22.0324***	6.9E-06	拒绝原假设
		ILLIQ 不是 SS 的 Granger 原因	128	2	0.5971	0.5520	接受原假设
		SS 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			1.3586	0.2609	接受原假设
	融资融券交易与波动性	VOL 不是 MP 的 Granger 原因	129	1	0.0728	0.7877	接受原假设
		MP 不是 VOL 的 Granger 原因			0.3172	0.5743	接受原假设
		VOL 不是 SS 的 Granger 原因	129	1	0.1518	0.6975	接受原假设
		SS 不是 VOL 的 Granger 原因			0.9209	0.3391	接受原假设
阶段 II	融资融券交易与流动性	ILLIQ 不是 MP 的 Granger 原因	82	3	1.1454	0.336394	接受原假设
		MP 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			2.6783*	0.0530	拒绝原假设
		ILLIQ 不是 SS 的 Granger 原因	82	3	2.2750*	0.0868	拒绝原假设
		SS 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			1.2995	0.2809	接受原假设
	融资融券交易与波动性	VOL 不是 MP 的 Granger 原因	84	1	3.8118*	0.0544	拒绝原假设
		MP 不是 VOL 的 Granger 原因			0.9590	0.3304	接受原假设
		VOL 不是 SS 的 Granger 原因	84	1	2.0587	0.1552	接受原假设
		SS 不是 VOL 的 Granger 原因			2.5872	0.1116	接受原假设
阶段 III	融资融券交易与流动性	ILLIQ 不是 MP 的 Granger 原因	169	2	0.1869	0.8297	接受原假设
		MP 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			7.7617***	0.0006	拒绝原假设
		ILLIQ 不是 SS 的 Granger 原因	168	3	7.2057***	0.0001	拒绝原假设
		SS 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			1.3385	0.2636	接受原假设
	融资融券交易与波动性	VOL 不是 MP 的 Granger 原因	170	1	0.0839	0.7725	接受原假设
		MP 不是 VOL 的 Granger 原因			0.4794	0.4897	接受原假设
		VOL 不是 SS 的 Granger 原因	170	1	6.1769**	0.0139	拒绝原假设
		SS 不是 VOL 的 Granger 原因			1.5964	0.2082	接受原假设
阶段 IV	融资融券交易与流动性	ILLIQ 不是 MP 的 Granger 原因	1250	3	2.2289*	0.0832	拒绝原假设
		MP 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			10.0751***	1.5E-06	拒绝原假设
		ILLIQ 不是 SS 的 Granger 原因	1248	5	4.2275***	0.0008	拒绝原假设
		SS 不是 ILLIQ 的 Granger 原因			5.6993***	3.3E-05	拒绝原假设
	融资融券交易与波动性	VOL 不是 MP 的 Granger 原因	1251	2	1.9257	0.1462	接受原假设
		MP 不是 VOL 的 Granger 原因			1.6467	0.1931	接受原假设
		VOL 不是 SS 的 Granger 原因	1251	2	7.5442***	0.0006	拒绝原假设
		SS 不是 VOL 的 Granger 原因			1.1661	0.3119	接受原假设

对照台湾证券市场卖空交易额占市场总成交金额的比重,在 1991 至

2005 年期间,台湾市场卖空交易额比重一直低于 10%,尽管 2005 年该比重达到最高值(6.7%),但仍远低于买空交易额比重。卖空交易的低比重从一个侧面反映市场监管部门对卖空交易的监管力度较大,投资者的卖空交易难度和交易成本相对较高。

四、研究结论与启示

综合台湾证券市场融资融券交易对市场冲击效应的实证结果,本文得到以下几点结论:

第一,融资买空交易有利于提升市场流动性水平,而融券卖空交易对市场流动性水平没有显著影响。从实践操作层面分析,由于监管部门出于风险防范与控制的考虑,对卖空交易通常附有较多的限制条件,造成卖空交易额相对较小,严重减弱卖空交易对市场流动性的影响力度。

第二,融资买空与融券卖空交易对市场波动性水平均没有显著影响。证券市场中引入融资融券交易机制后,融资买空与融券卖空交易并未加剧证券市场的整体波动性水平,表明融资融券交易机制引入的同时,辅以证券监管部门的适当监管措施(如报升规则、保证金率要求等),融资融券交易并不会对市场整体波动性水平产生显著影响。

第三,融资保证金率与融券保证金率的调整都对融资买空交易额产生较为显著的影响,但对融券卖空交易的影响却不一致。如果融资或融券保证金率上调,则买空交易额显著下降;融资或融券保证金率下调,则买空交易额显著上升。但融券保证金率调整对融券卖空交易额的影响却不一致,保证金率上调后,卖空交易额可能会显著上升,也有可能显著下降或无显著变化,而保证金率下调后,卖空交易额显著上升。

台湾证券市场的融资融券交易为我们提供了以下有益的启示:

第一,适时调整保证金率有助于调控中国证券市场波动性。目前,中国证券市场的融资融券交易已经进入实质性操作阶段,沪深证券交易所均对外公布了《实施细则》,该《实施细则》参照了境外市场的交易规则与监管措施。在《实施细则》中,最令人关注的是保证金率问题。在沪深证券交易所的《实施细则》中,均明确规定融资买入证券与融券卖出证券的保证金比例不得低于 50%,但实施细则中并未提及保证金比例的调整问题。目前,对于中国股市而言,高投机性是其一大特点,具体表现为市场换手率过高,而整体市场流动性却不足,同时,境内投资者对金融创新产品有着极其狂热的追逐心理,因此,在中国股市推出融资融券交易的过程中,保证金率调整的投机性效果相对较强,证券监管部门可以根据市场的整体运行状况,适时地调整保证金率,从而达到调控整个市场的目的。同时,上文台湾证券市场的实证结果也表明,保证金率调整后,市场流动性水平并未发生显著变化,即通过调整保证金率,可以同时

实现调控市场波动与不影响市场流动性水平的双重目标。

第二,及时披露融资融券交易信息有助于市场及时消化利空消息。已有文献的研究结果表明,对于卖空交易而言,在公开意料之外信息的情况下,卖空交易与股价下跌呈正相关关系,即卖空交易增加会导致股价下跌,但在不公开意料之外信息的情况下,卖空交易对价格下跌的影响更大。同时,如果对卖空交易者的卖空行为附加过多的限制措施,则卖空交易者无法通过卖空交易行为将对股票市场的不利消息及时释放,如果这些不利信息一直累积到市场开始下跌时才被迫释放,这时,不利消息的释放反而会进一步加剧市场下跌,最终会酿成股灾。因此,证券监管部门应当强化与融资融券交易活动相关信息的披露,以保证这些信息的公开性、及时性和真实性,使这些信息通过正常的公开渠道及时向整个市场传递,减少内部信息对整个市场带来的冲击,使市场通过融资融券交易及时消化利空消息,避免整个市场出现暴涨暴跌现象,同时,这些利空消息的及时披露也有助于投资者利用融资融券交易规避系统性风险,降低整个证券市场的投资风险。

参考文献:

- [1]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.
- [2]骆玉鼎,廖士光. 融资买空交易流动性效应研究——台湾证券市场经验证据[J]. 金融研究, 2007, (5): 118—132.
- [3]王牲. 证券融资与融券量变动对股市波动之影响分析[J]. 证券金融, 1995, (47): 57—84.
- [4]张哲章. 融资融券余额、成交量与股价指数之间关联性研究[J]. 证券金融, 1998, (1): 67—94.
- [5]Aitken M, A Frino. The accuracy of the tick test: Evidence from the Australian stock exchange [J]. Journal of Banking and Finance, 1996, (20): 1715—1729.
- [6]Amihud Y. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects [J]. Journal of Financial Markets, 2002, (5): 31—56.
- [7]Amihud Y, Mendelson H. Liquidity, asset prices and financial policy [J]. Financial Analysts Journal, 1991, (47): 56—66.
- [8]Conrad Jennifer. The price effect of short interest announcement[R]. Working paper, University of North Carolina, 1994.
- [9]David A Dickey, Wayne A Fuller. Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root [J]. Econometrica, 1981, (49): 1057—1071.
- [10]Figlewski Stephen, Gwendolyn P Webb. Options, short sales and market completeness [J]. Journal of Finance, 1993, (48): 761—777.
- [11]Granger C W J. Investigating causal relations by econometric models and gross spectral methods [J]. Econometrica, 1981, (37): 424—438.
- [12]Hui B, B Heubel. Comparative liquidity advantages among major U.S. Stock markets

- [J]. Data Resources, Inc: Lexington, MA, 1984.
- [13] Keim Donald B, Ananth Madhavan. Anatomy of the trading process: Empirical evidence on the behavior of institutional traders [J]. Journal of Financial Economics, 1995, (37): 371—398.
- [14] Senchack A J, Laura T. Stark, short-sale restrictions and market reaction to short-interest announcement [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1993, (28): 177—194.
- [15] Woolridge J R, A Dickinson. Short-selling and common stock price [J]. Financial Analysts Journal, 1994, (January/February): 20—28.

The Study on the Impact Effects of Margin Trading on Stock Market: Evidence and Enlightenments from Taiwan Stock Market in China

WANG Min¹, LIAO Shi-guang², WU Shu-kun³

(1. Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao

Tong University, Shanghai 200052, China; 2. Research Center,

Shanghai Stock Exchange, Shanghai 200120, China;

3. Institutional Business Department, Hai Tong Securities, Shanghai 200001, China)

Abstract: Margin trading is an important part of stock market, and it is necessary to study the impact of margin trading on stock market. Using the margin trading data from Taiwan stock market in China, this paper discusses the impact effect of margin trading on the whole stock market from the angles of market liquidity and fluctuation. The results reveal that margin purchase is apt to enhance market liquidity, while short sale has no significant effects on market liquidity, and margin trading does not affect market fluctuation remarkably. This paper suggests that margin rate could be a adjusting and controlling tool. The securities supervision authority could adequately adjust margin rate to avoid big fluctuations on stock market.

Key words: margin trading; liquidity; fluctuation; margin rate

(责任编辑 喜 雯)