

融券制度与股市波动

徐 枫

股票市场中，风险处置的核心任务是提高股票定价效率，防止股市暴跌出现。长期以来，由于具备揭示公司内在价值、提供风险管理工具、增强市场流动性、降低市场投机性和波动性等优势，卖空制度尤其是针对个股做空交易的融券机制备受西方成熟市场国家青睐，部分国家甚至为了提升卖空效率积极推出“裸卖空”交易机制。中国资本市场2010年启动融券制度试点，而后多次渐进式扩容，既呈现出禁止卖空与允许卖空两种制度并存的局面，又有从禁止卖空向允许卖空进行制度转变的过程，为我们考察卖空机制化解股市暴跌风险提供了天然“试验田”。

卖空机制降低股市暴跌风险的理论逻辑

现有理论表明，禁止卖空机制是导致股市暴涨暴跌的制度根源。早在1977年，Miller就提出禁止卖空导致股价高估的观点，即证券市场投资者对公司价值的预期并不完全一致，对公司未来持悲观态度但无法进行做空交易的投资者被迫离开市场，因此与公司价值相关的负面信息就不能充分传导到股价中。其后多期交易中，看空投资者会根据新收到的信息重新调整交易决策。当股价高于心理预期时，由于缺乏卖空机制，他们仍然无法参与市场交易，其掌握的负面信息会继续隐匿而不能反映到股价当中。当负面信息累积到一定程度，一旦外生事件出现触发股价下跌，前期累积的负面信息就会向市场迅速释放，导致股价进一步下跌，从而形成股市暴跌现象。

卖空机制降低股价暴跌风险是通过传

导负面信息来实现的。如果市场存在卖空机制，预期未来股价会下跌的悲观投资者就会以融券方式做空股票，这相当于向市场释放了与公司价值相关的负面信息，由此导致股价下跌。股价下跌接近心理预期时，悲观投资者就会买入股票现货来平仓前期持有的空头头寸，从而获取做空收益。从供求关系看，悲观投资者平仓行为会增加股票需求量，从而减缓股价下跌趋势。换言之，卖空机制一方面通过“充分性”将做空交易者建仓环节的悲观预期反映到股价中防止股市暴涨，将平仓环节的悲观预期反映到股价中防止股市暴跌；另一方面通过“及时性”将负面信息当期释放，避免多期交易过程中的负面信息积累。

融券制度未能抑制中国股市暴跌风险

为提升个股定价效率和化解股市暴跌风险，2010年3月31日证监会启动融券交易试点，将融券标的设定为上证50指数所有成分股和深成指数40只成分股。此后，融券标的经历了五次扩容。从可得性看，融券标的范围不断扩大，近三分之一的上市公司股票可用于融券交易；从交易成本看，融券利率不断下降，多数券商融券利率维持在10.35%，部分券商甚至将其下调至8.35%。启动至今7年之久的融券制度，是否实现了提高股票效率的良善初衷，促进股市运行更加稳定呢？

宏观观测视角是大盘波动趋势。有分析家测算，中国资本市场崩盘风险从2011年开始有所下降，但2013年后开始显著攀升。尤其是2015年，伴随着股指

不断飙升，大盘暴跌现象频频出现。仅2015年5~6月就有5天接连暴跌，主要综合指数单日跌幅几乎都在6%以上。其中6月26日，上证综指和深圳成指分别下跌7.4%和8.2%，沪深两市跌停股票超过2000只。从大盘波动态势来看，融券制度并未起到抑制股价暴跌的“稳定器”作用，反而被部分学术界和实务界人士诟病为加剧市场暴跌的“助推器”。

微观观测视角是个股暴跌概率。根据相关专家的测算，区分两种交易制度差异看，纳入融券标的范围前，融券标的公司股价暴跌概率显著小于非融券标的公司；纳入融券标的范围后，融券标的公司股价暴跌概率反而显著高于非融券标的公司。从市场融券行为看，融券净交易量较大的公司股票崩盘风险显著高于融券净交易量较小的公司。与宏观直觉结论相呼应，微观层面的测算结果也证实融券制度不仅没有降低股价暴跌概率，反而加剧了股价崩盘风险。

融资融券比例失衡加剧股市暴跌风险

融券制度不仅没有证实卖空机制降低股市暴跌风险的理论逻辑，反而从实践层面加剧了中国股市运行的暴跌风险，如何解释这一悖论？一些观点认为融资融券交易比例严重失衡是市场暴跌主因。以2015年股市行情为例，暴跌前夕沪深两市融券交易规模余额不足500亿元，约占融资和融券交易余额总和的0.5%，而同期国外发达市场中这一比例维持在30%以上。在现有融券机制下，投资者对所有标的股票既可以进行融券交易又可以进行融资交易，因此“融券制

度加剧了中国股市暴跌风险”的结论,可以更准确地表述为“融资融券制度合力加剧了中国股市暴跌风险”。仅从融资效应看,股价处于上升周期时,融资交易的加杠杆效应会推动股价上涨;股价处于下跌周期时,融资交易的去杠杆效应则会加剧股价下跌。仅从融券效应看,一些研究证实,分离融资效应后,单独融券交易仍然可以起到降低股价暴跌风险的作用。但从综合效应看,交易量更大的融资交易完全抵消了融券交易对股价暴跌的抑制作用,起主导作用的融资交易行为最终导致股价暴跌风险显著上升。

融资融券制度的设计初衷是将更多信息对称性地融入股价,充分揭示公司内在价值,但为何会出现两者交易量严重失衡现象?综合各方面情况,大致原因包括:一是融资融券损失不对等。投资者融资交易时承受的最大损失为100%,即股价完全跌零,而融券交易的最大损失理论上是无穷大的。二是融资融券博弈方不对等。投资者融资交易时仅与做空者博弈,而融券交易时除了与做多者博弈,还需要考虑上市公司管理层和卖方分析师态度,甚至还会面临管理层实施盈余管理进行股价操纵的风险。三是融资融券便利性不对等。从可得性看,融资交易目标更为宽泛,融券交易目标局限于沪深交易所公布的标的股票,并且受券商资产配置偏好约束,只能选择券商资产池中的库存股票。从交易成本看,融券利率普遍比融资利率高2个百分点左右。在对称性融资融券制度环境下,天然具备不对等优势融资交易发挥了主导作用。

融券标的难以维护股市稳定

即便采取“抑融资、扬融券”措施消除上述不对等,最终实现了融资融券交易比例再均衡,那么现行融券制度是否足以担当维护股市稳定之重任?答案依然是否定的,因为融券标的公司并非中

国股市暴跌源头,以之作为政策支点化解股市暴跌风险不免有“头痛医脚”之嫌。现有融券标的选择标准具有若干内生性特征,筛选出来的上市公司股价暴跌概率相对较小,即使出现个股暴跌情形,引发股市大盘崩溃的概率也很低。根据现有研究测算,纳入融资融券标的范围前,准标的公司股价暴跌风险比非标的公司要显著低30%左右;纳入融资融券标的范围后,受到融资交易的加杠杆和去杠杆效应影响,标的公司股价暴跌风险有所攀升,但仍然显著低于非标的公司。

既然标的公司股价暴跌风险较小是融券标准选择的必然结果,那么融券标准中的哪些内生性特征在起作用呢?一是较高的流动性。市场流动性是套利交易成本的直接反映。流动性增加意味着交易成本下降,投资者参与套利交易热情就会高涨,市场信息就会更为迅速和充分地被股票价格吸收,股价暴跌风险就会下降。二是较低的信息不对称性。公司基本面信息传导的阻滞或失真会引起投资者心理偏差和信念分歧,进而加大股价波动,减少信息不对称对于提高股价有效性具有积极作用。现有研究中常常采用公司规模来衡量信息不对称程度,依据在于公司规模越大意味着受到投资者关注程度越高。三是较低的波动性。波动性直接反映了股票价格相对于基本面的偏离度,也是衡量股价暴跌风险的重要测度指标。四是良好的交易记录。沪深交易所明确要求融资融券标的股票必须未被交易所实行特别处理。依据较高的流动性、较低的信息不对称性、较低的波动性和良好的交易记录等标准,选择出来的上市公司股票负面信息披露较为充分、股价暴跌风险较小,投资者自然缺乏动力对其实施做空交易。

双措并举完善融券制度化解股市风险

融券制度实施结果与政策目标南辕北辙的根源在于,一方面未能消除融资和

融券交易行为天然的不对等以实现融资融券交易比例再均衡;另一方面将暴跌风险较高的公司排除在融券标的范围之外,使得卖空机制难以发挥作用。在处置股票市场风险过程中,需要从实践层面有的放矢地完善融券制度化化解股市暴跌风险。

第一,推行差异化的融资融券制度,实现融资融券比例再平衡。借鉴发达市场融资融券运行经验,采取适当措施“抑融资、扬融券”,消除两者天然的不对等。一是降低融资交易杠杆。要求券商下调并严控融资交易场内杠杆,积极引导融资交易者场外去杠杆。二是建立“啄木鸟”机制。适度引入沽空机构,增强资本市场空头力量,监督管理层盈余操纵行为,为融券交易者创造相对公平的环境。三是提供融券交易便利性。鼓励券商缩小融资融券利率差异,考虑建立全国性融券拆借市场,为融券行为提供操作便利。

第二,完善融资融券标的准入机制,吸纳高股价暴跌风险公司。当务之急是考虑修正《融资融券交易实施细则》,放宽融资融券标的范围,吸纳股价暴跌风险较高的上市公司。一是降低流动性标准。放宽融资融券标的股票日均换手率和日均交易额标准,提高低流动性公司股价的有效性。二是降低公司规模标准。放宽融资融券标的股票流通股股本和流通市值标准,对融资融券标的公司实行同一规模标准,提高信息不对称程度较高公司的股价有效性。三是降低波动性标准。放宽融资融券标的股票日均涨跌幅偏离度和波动幅度标准,提高波动性较高公司股价的有效性。此外,还需建立标准对照组量化融资融券标的股票暴跌风险,为及时调整融资融券标的准入条件提供现实依据。[本文获国家社会科学基金“异质信念、卖空限制与企业定向增发行为研究”(13CGL033)资助。]■

作者单位:中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 刘宏振)