

# 融资融券交易机制探讨

黄超<sup>1</sup>

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433)

**摘要：**融资融券业务作为一种创新型市场交易机制，在证券市场上发挥着重要作用。基于国内外相关文献的研究，本文首先探讨了融资融券交易的基本内涵和实施情况，然后评价了融资融券交易对证券市场的定价效率和波动性产生的影响，以及融资融券交易产生的公司治理效应。文章最后探讨了我国融资融券制度的政策启示。

**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：**F239.221 **文献标识码：**A

## 一、引言

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（张永力和裘骏峰，2012）。作为卖空机制的交易手段，融券业务在国外证券市场已日渐成熟，它是指客户提供担保物向证券公司等中介机构借入上市证券进行卖出交易（融券卖出），并在约定期限内偿还证券及费用的证券交易活动（许红伟和陈欣，2012）。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。卖空限制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（Miller，1977）。而放松卖空限制可以提高股票市场定价效率，使坏消息更快地通过卖空交易反映到股价上，有利于反映股票的真实价格（Boehme 等，2006；Rich 等，2007）。卖空交易者可以提前识别公司的负面消息，从而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（Dechow，1996；Desai 等，2006；Engelberg 等，2010）。

Drake 等（2011）发现，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。由于持有卖空头寸有较高的成本（Cory 等，2011），只有掌握一定私有信息的投资者才会进行卖空交易（Diamond 和 Verrecchia，1987）。因此，卖空机制的引入对公司管理层可以发挥监督约束的作用，促使其减少盈余操纵等机会主义行为。2010年3月31日，我国融资融券交易正式推行，这标志着中国股票市场建立了卖空机制，告别单边市场，进入双向交易时代（王性玉和王帆，2013）。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梳理卖空机制的相关文献，把握当前研究的前沿及趋势，以期政府监管政策的制定提供参考。

## 二、融资融券的基本内涵和实施情况

**（一）融资融券的基本内涵** 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（肖浩和孔爱国，2014）。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。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。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。

融券业务即卖空机制，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。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。

**（二）卖空机制的实施情况** 目前，融资融券制度在世界范围内的实施情况各不相同。Bris 等（2007）根据各国的法律法规和

卖空交易实施情况，将 46 个国家或地区的资本市场分为四类：（1）90 年代之前就制定法律允许卖空，且现在依然运行，如美国、英国、法国、德国、瑞士、日本、加拿大、墨西哥等；（2）在 2001 年 12 月之前禁止卖空的国家，包括中国、哥伦比亚、希腊、印度尼西亚、巴基斯坦、韩国等；（3）法律上允许卖空但实践上难以实现，如阿根廷、菲律宾、西班牙、以色列、中国台湾等；（4）在 1990 年 1 月至 2001 年 12 月之间卖空法律和实施情况发生变化的国家或地区，如中国香港、挪威、瑞典、马来西亚、泰国。总体来说，西方发达国家大多允许卖空交易，而亚洲国家则各不相同。

随着我国资本市场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已经成熟。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，截止到 2014 年 12 月份，融资融券股票达到 900 只。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%。

### 三、卖空机制对证券市场的影响

**（一）卖空机制对市场定价效率的影响** 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，

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的回归，提高市场的定价效率。Miller（1977）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。卖空约束的存在导致股票价格只反映乐观交易者的观点，而悲观交易者因为无法持有足够的卖空头寸不能参与市场交易，导致其预期估值无法有效体现在股票价格上。

由此，特定股票的需求更多地来源于乐观投资者，从而加大股价的波动，并导致股价体现乐观性偏差而被高估。

后面的研究大都支持了 Miller 的观点。Figlewski（1981）通过对卖空约束的信息效应进行实证研究，发现卖空约束导致悲观投资者不能通过交易反映自己的预期，而乐观投资者可以通过买入资产参与市场交易，这会导致市场股价被高估。Diamond 和 Verrecchia（1987）则通过建立模型进行研究，发现卖空约束降低了股价对私有信息（尤其是负面信息）的调整速度，导致股价容易被高估。Saffi 和 Sigurdsson（2011）基于全球数据的研究发现，卖空约束显著影响股票的定价效率，即股票的融券余额不足会降低价格发现效率。

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（1980）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。廖士光和杨朝军（2005）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。才静涵和夏乐（2011）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。

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缓解信息不对称，提高市场的定价效率。古志辉等（2011）构建了一个随机估值模型，在此基础上运用面板数据方法对 A 股市场的资产定价泡沫水平和成因进行了研究，发现卖空约束导致的定价偏差是估值过高和定价泡沫的成因之一。张永力和裘骏峰（2012）测量了我国股票价格在实行融券交易前后的变化，并比较回报率横截面分布特征的变化，发现融券交易使股价降低，投资者意见分歧加大会导致股价更大程度下跌。潘宏（2012）发现意见分歧越高的公司，股价在发布盈余公告前的高估情况越严重，在公告发布时的下降幅度也越大。由于卖空交易的限制，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（沈冰等，2012），而且卖空机制的缺乏还会使上市公司的内幕人员利用利好信息进行内幕交易的概率大于利空信息（沈冰等，2013）。肖浩和孔爱国（2014）发现卖空机制使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，有效地促进股价向公司内在价值的回归，提高市场的定价效率，而且，对个股而言，融资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。吴术等（2014）采用计算实验的方法，基于投资者情绪，构建市场模型进行研究，发现融资融券交易使价格对信息反应更加迅速，可以提高市场的有效性。李科等（2014）利用自然实验——白酒行业“塑化剂事件”，研究发现卖空限制导致了股价高估，融资融券制度等做空机制有助于矫正高估的股价，提高市场定价效率。包锋和徐建国（2015）的研究发现也支持 Miller（1977）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。李志生等（2015a）也发现融资融券交易的推出有效改善了中国股票市场的价格发现机制，通过提高股票流动性、降低信息不对称程度和增加持股宽度提高了融资融券标的股票的定价效率。李志生等（2015b）还发现融资融券交易在抑制股票价格异质性波动上也起到了实质性作用，

从而有助于增加上市公司信息透明度和市场信息效率。方立兵和肖斌卿（2015）以融资融券业务“常态化”后的三次扩容新增股票为研究对象，发现融券交易的相对比重与标的股票对坏消息的定价效率正相关，卖空机制能发挥应有的价格发现作用。

但是，也有学者质疑我国融资融券业务在提高市场定价效率方面的积极作用。许红伟和陈欣（2012）发现我国融资融券试点对股票定价效率和收益率分布的影响仅在少数指标上有一定积极作用，总体上效果仍然相当有限。具体来说，融资融券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；对抑制暴涨几乎没有影响，最终只起到了“单向缓冲器”作用；对改善收益率的尖峰现象也没有起到积极作用。

**（二）卖空机制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的缺乏会导致股票定价过高，负面信息融入股价的速度变慢，会增加市场的波动性，从而加大市场崩溃风险。Seguin（1990）的研究就发现，卖空机制可以降低交易噪音，增加信息的流动，加大市场的深度，并降低股价的波动。Hong 和 Stein（2003）通过建立模型研究了卖空约束和投资者的异质信念如何导致市场崩盘。因为卖空约束的存在，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。Bai 等（2006）研究了卖空约束如何影响资产定价和市场效率，认为在信息不对称的情况下，卖空约束的存在会增加不确定性，使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。Bris 等（2007）基于全球 46 个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，而且，与监管者认为卖空约束能够降低市场恐慌的观点相反，卖空机制显著降低了市场的股价崩盘风险。陈淼鑫和郑振龙（2008）选取 37 个国家和地区的证券市场作为研究对象，发现放松卖空约束不会加大市场的波动性，而是可以降低市场崩盘的概率。

也有学者对卖空交易如何影响股票价格进行了研究，发现卖空交易会​​导致股价下跌，降低未来的股票回报率，从而使负面消息得到释放，这在一定程度上可以降低市场的崩盘风险。Senchack 和 Starks（1993）发现异常的卖空交易量越高，股票短期回报率越低。Desai 等（2002）也得出了类似的结论，发现随着卖空交易量的增加，股票收益率显著下降，这意味着大量的卖空交易可能暗示着下跌行情的到来。卖空交易成本越高的股票往往也有越高的市场估值，导致未来的股票回报率也越低（Charles 和 Owen，2002）。关于卖空交易的市场反应，Aitken 等（1998）的研究发现，信息事件前的卖空交易比套利或套期保值的卖空交易引起的市场反应更大，且市价委托方式的卖空交易比限价委托方式引起的市场反应更大。

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，卖空机制并不总能有效发挥降低市场崩盘风险的作用，甚至可能会助涨投资者的投机行为，加大股票市场的波动性。在实证检验中，Keim 和 Madhavan（1995）从实际交易的角度进行了研究，认为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。廖士光和杨朝军（2005）利用中国香港股票市场上的数据，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。Saffi 和 Sigurdsson（2011）基于全球数据的研究也发现，放松卖空约束与股价波动和市场崩盘没有必然联系。

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市场的波动性和市场崩盘风险。杨德勇和吴琼（2011）利用事件研究法对新纳入和剔除融资融券标的证券范围的个股进行参数或非参数检验，表明融资融券交易机制对个股的波动性具有一定平抑作用，并能提升个股流动性。陈国进和张贻军（2009）发现，在存在卖空约束的情况下，我国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越大。王性玉和王帆（2013）研究发现，做空机制的推出没有造成市场的大幅波动，并为市场提供了流动性。韩梅芳和王玮（2015）认为我国的融资融券业务增加了股票流动性，抑制了股票风险，提高了股票市场的价格稳定性。李志生等（2015b）的研究表明，融资融券交易机制的推出有效提高了我国股票价格的稳定性，融资融券标的股票的价格波动率和振幅均出现了显著性下降，而且，融资融券交易显著降低了股票价格的跳跃风险，有利于防止股票价格的暴涨暴跌和过度投机。但是，也有学者对此持有不同的观点。陈海强和范云菲（2015）认为融资融券交易制度的推出为投资者提供了一种规避市场下跌风险的工具，但其杠杆效应可能吸引更多的投机行为从而加剧市场的波动，进一步地研究发现融券交易会增大股市的波动率，使大家对卖空机制的价格稳定器作用产生了质疑。

#### 四、融资融券的公司治理功能

卖空交易者有能力并有动机提前发掘公司的负面消息，因此大部分学者都认为卖空机制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。有研究发现，卖空投资者有强烈的动机和能力去分析公司的各种信息，并能够发现公司的财务舞弊、盈余管理等问题，通过创造有效的卖空组合进行交易，使负面信息及时反映到股价中（Drake 等，2011）。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。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（Cory 等，2011）。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自利行为，避免公司股票被卖空造成私人财富发生损失。那些发布可疑财务报告的公司更容易引起卖空投资者的关注（Dechow 等，1996）。Dechow 等（2001）证实，卖空者会卖空财务指标较差的股票，以期未来的股价下跌时获得收益，同时卖空者会避开那些交易成本高的股票。Griffin（2003）发现，卖空投资者进行交易的公司随后一段时间更可能被强制进行规范地信息披露，并面临更高的诉讼风险。Desai 等（2006）发现，卖空投资者在财务重述之前几个月就开始进行交易；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，其随后的财务业绩越差，退市的风险也越高。这表明卖空投资者会关注可疑的财务报告，并有一定的信息解读能力。Karpoff 和 Lou（2010）以因财务错报而被美国证券交易委员会处罚的公司为研究对象，发现卖空交易者可以比一般投资者更早发现公司的财务错报行为。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（2003）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（2005）没有发现卖空交易者对负面事件有预测能力，而且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 和 Koski（2008）利用日度数据进行研究，在股票增发公告前没有发现知情的卖空交易，因此卖空机制并不总能发挥价格发现功能。

基于我国推出融资融券交易的制度背景，大部分学者也证实了融资融券可以产生公司治理效应。肖浩和孔爱国（2014）考察发现，融资融券制度可以降低公司盈余操纵以及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，这表明卖空机制对公司的外部治理作用有待改善。陈晖丽和刘峰（2014）采用双重差分模型研究融资融券对上市公司盈余管理行为的影响，发现可卖空公司的应计盈余管理和真实盈余管理显著降低，且在市场化程度较高的地区更明显。这些结果表明，融资融券具有公司治理效应，但其发挥有赖于外部市场环境的建设。许致维和李少育（2014）研究发现，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。靳庆鲁等（2015）分析了卖空机制引入对于公司投资决策以及价值的影响，发现在放松卖空管制以后，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。

## 五、政策启示

由于我国证券市场推出融资融券业务的时间还不是很长，因此关于卖空机制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。但随着我国证券市场融资融券制度的不断发展，还会有大量研究成果出现。我国资本市场发展较晚，与西方发达国家相比还存在一定的差距。作为一项创新型交易机制，融资融券业务的推出对我国资本市场产生了积极的作用，但在某些方面还有待进一步完善。

首先，我国上市公司的信息披露机制还需要进一步提高。史永东和李凤羽（2012）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（2015）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。融资融券业务的推出在一定程度增加了股价下跌的压力，并激励卖空交易者努力挖掘公司的负面信息，可能会导致管理层进一步增加掩藏并延迟披露“坏消息”的动机。因此，政府应出台相应监管措施提高上市公司的信息披露水平，为市场营造良好的信息环境。

其次，加强对证券市场信息中介的监管。韩梅芳和王玮（2015）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。政府监管部门应合理引导资本市场信息中介的跟踪行为，使其客观真实地传递信息。

第三，进一步加大外部市场机制的建设力度。陈晖丽和刘峰（2014）的研究表明，融资融券的公司治理效应有赖于高水平外部市场环境的保障。市场化建设水平的提高可以优化资源和要素配置，提高社会效率，也有利于融资融券业务各项功能的发挥。

第四，有关政府监管部门应该加大打击市场操纵和内幕交易的力度，维护股票市场的稳定。融

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，但也有部分投机者滥用杠杆交易，造成市场剧烈波动。因此，应该加强对投资者的引导和教育，进一步完善和规范融资融券业务，使融资融券能够发挥积极地作用。

第五，融资融券交易中的融资和融券业务出现了发展失衡的现象。在融资融券的交易总额中，融资交易占据了绝大部分份额，而融券交易量相对较小。融资交易量过高，会增加股市的杠杆率，增加股票市场的崩盘风险。杠杆交易量过高也是 2015 年股灾发生的重要原因之一。因此，如何进一步平衡融资交易和融券交易，使融资融券交易机制在资本市场发挥最大功能是一个很重要的问题。

### 主要参考文献

- [1]Aitken M J, et al. Short sales are almost instantaneously bad news: Evidence from the Australian stock exchange[J].Journal of Finance1998, 53 (6) : 2205—2223.
- [2]Bai Y, et al. Asset prices under short-sale constraints[R].Working Paper, 2006, The University of Hong Kong.
- [3]Boehme R D, et al. Short-sale constraints, differences of opinion, and overvaluation[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2006, 41 (2) : 455—487.
- [4]Bris A, et al. Efficiency and the bear: Short sales and market around the world[J].The Journal of Finance, 2007, 62 (3) : 1029—1079.
- [5]Charles M J and Owen A L. Short sale constraints and stock returns[J].Journal of Financial Economics, 2002, 66 (2-3) : 207—239.
- [6]Cory A C, et al. Short interest as a signal of audit risk [J].Contemporary Accounting Research, 2011, 28 (4) : 1278—1297.
- [7]Daske H, et al. Do short sale transactions precede bad news events?[R].Working Paper, 2005, University of Pennsylvania.
- [8]Dechow P M, et al. 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.
- [9]Dechow P M, et al. Short-Sellers, Fundamental Analysis, and Stock Returns[J].Journal of Finance Economics, 2001, 61 (1) : 77—106.
- [10]Desai H, 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.
- [11]Desai H, et al. Do short sellers target firms with poor earnings quality? Evidence from earnings restatements[J].Review of Accounting Studies, 2006, 11 (1) : 71—90.
- [12]Diamond D W and Verrecchia R E. Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information[J].Journal of Financial Economics, 1987, 18 (2) : 277—311.
- [13]Drake M S, et al. 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.

[14]Engelberg J, et al. How are shorts informed? Short sellers, news and information processing[R].Working Paper, 2010, University of North Carolina.

[15]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.

[16]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.

[17]Henry T R and Koski J L. Short selling around seasoned equity offerings[J].Review of Financial Studies , 2008, 23 (12) : 4389—4418.

[18]Hong H and Stein J C. Differences of opinion, short sales constraints and market crashes[J].Review of Financial Studies, 2003, 16 (2) : 487—525.

[19]Jarrow R. Heterogeneous expectations, restrictions on short sales, and equilibrium asset prices[J].Journal of Finance, 1980, 35 (5) : 1105 —1113.

[20]Karpoff J and Lou X. Short sellers and financial misconduct[J].Journal of Finance, 2010, 65 (5) : 1879—1913.

[21]Keim D B and 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.

[22]Miller E M. Risk, uncertainty and divergence of opinion[J].The Journal of Finance, 1977, 32 (4) : 1151—1168.

[23]Richardson S A. Earnings quality and short sellers[J].Accounting Horizons (Supplement) , 2003, 49—61.

[24]Saffi P A C and Sigurdsson K. Price efficiency and short selling[J].The Review of Financial Studies, 2011, 24 (3) : 821—852.

[25]Seguin P J. Stock volatility and margin trading[J].Journal of Monetary Economics, 1990, 26 (1) : 101—121.

[26]Senchack A J and Starks L. Short-sale restrictions and market reaction to short-interest announcements[J].Journal of

Financial and Quantitative Analysis, 1993, 28 (2) : 177—194. [27]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. [28]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.

[29]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. [30]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. [31]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. [32]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. [33]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. [34]付鸣, 刘启亮, 李伟. 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.

[35]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.



- [36]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.
- [37]靳庆鲁,侯青川,李刚,谢亚茜.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.
- [38]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.
- [39]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. [40]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,2015a,(4):165—177.
- [41]李志生,杜爽,林秉旋.卖空交易与股票价格稳定性——来自中国融资融券市场的自然实验[J].金融研究,2015b,(6):173—188.
- [42]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. [43]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. [44]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. [45]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.
- [46]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. [47]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. [48]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.
- [49]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. [50]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.
- [51]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.
- [52]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.
- [53]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.