

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 15620131152130

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 专 业 学 位 论 文

证券公司融资融券业务对我国股票市场的 影响研究

The analysis of securities margin trading's impact on china stock market volatility

李 丽 龙

指导教师(校内): 戴 淑 庚 教 授

指导教师(校外): 郑 学 军 教 授

专 业 名 称: 金 融 硕 士

论文提交日期: 2015 年 09 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 09 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（———）课题（组）的研究成果，获得（———）课题（组）经费或实验室的资助，在（———）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

2010年3月31日，融资融券交易的正式推出，结束了我国股票市场长期以来的“单边”格局。对于融资融券交易机制的引入能否提高我国股票市场的运行质量，学术界及业内人士的看法不一。鉴于此，本文通过选取上海股票市场的相关交易数据进行分析，试图探究推出融资融券交易对于国内股票市场的影响。

本论文首先整理并分析国内外融资融券交易的相关资料，确定研究思路 and 方向；其次，对融资融券含义、发展过程、交易方式、对市场的影响作用，股票市场波动性、流动性的影响因素及融资融券交易对于股票市场流动性和波动性影响进行具体解析，为实证研究奠定基础；然后，以上海股票市场作为研究对象，利用 VAR 模型、格兰杰（Granger）因果检验、脉冲响应、方差分解等具体方法，对融资融券交易和我国股票市场的流动性与波动性影响进行实证分析，并且具体论证影响的方向以及大小。最后，结合实证分析结果和我国股票市场的具体发展情况，本论文从降低投资者入门槛、促进融资融券交易机制完善化及证券公司的内部体制建设、加强投资者教育等几个角度探索融资融券发展趋势以及建议。

本论文取得以下研究结论：

- （1）融资融券交易有利于抑制股票市场波动，但是效果不是非常明显；
- （2）融资融券交易影响股票市场流动性是双向影响，但效果均不显著。

关键词：股票市场，融资融券，流动性，波动性

Abstract

On March 31, 2010, the official launch of securities margin trading, ended the China Stock Market "long-term unilateral" pattern. Whether the introduction of securities margin trading can improve the operation of China Stock Market, academics and insiders have different opinions. In view of this, the paper attempts to explore the influence of securities margin trading by analyzing the deal date of Shanghai stock market. Firstly, the paper studies domestic and foreign related literature about securities margin trading, in order to determine the direction for further research and ideas. Secondly, the concept of securities margin trading, the development history of securities margin trading, securities margin trading patterns, the impact of securities margin trading on the stock market, the influential factors of the stock market volatility and liquidity, the influence mechanism of securities margin trading on the stock market volatility and liquidity are analyzed in detail, so as to lay a good foundation for the following empirical analysis. Then, the paper selects Shanghai stock market as the research object, using VAR model, Granger causality test, impulse response and variance decomposition method, to make empirical analysis of securities margin trading's impact on china stock market volatility. Finally, combined with the empirical results and the actual situation of China stock market, we suggest a few improvements, such as lower barriers to entry, improving the mechanism of securities margin trading and securities company's internal system construction, enhancing investor's education and so on, for the future development of securities margin trading.

The conclusions of the paper are as follows:

(1) Securities margin trading has certain inhibitory effect on the volatility of China stock market, but the effect is not significant.

(2) Securities margin trading's impact on the liquidity of China stock market has two sides, but the effect is not significant.

Key words: stock market, securities margin trading, liquidity, volatility

目 录

导 论	1
第一节 选题背景和意义	1
第二节 研究思路及方法	2
一、研究思路	2
二、研究方法	2
第三节 本文创新点及不足之处	3
一、本文创新点	3
二、本文的不足之处	3
第四节 国内外文献综述	3
一、国内文献综述	3
二、国外文献综述	5
第一章 融资融券基本概念	7
第一节 融资融券基本概念	7
第二节 我国融资融券的发展历程	7
第三节 我国融资融券的发展现状与存在的问题	8
第四节 融资融券的海外借鉴	9
一、美国模式	10
二、日本模式	10
三、中国台湾模式	10
第二章 融资融券对我国股票市场的影响	12
第一节 融资融券对我国股票市场的积极影响	12
一、有利于增强股票市场流动性	12
二、有助于股票内在价格的发现，提高股票市场定价合理性	12
三、完善货币政策传导机制	13
四、有利于提高证券公司融资渠道的有效性	13
五、为证券公司建立新的盈利模式	13

六、有利于推动证券公司的产品创新	14
七、为投资者提供多样化的投资机会及风险规避工具	14
八、有利于提高投资者的资金利用率	15
第二节 融资融券对我国股票市场的负面影响	15
一、助长股市投机气氛加剧市场波动	15
二、使证券公司面临更大的信用风险和流动性风险	15
三、加大了投资者的风险	16
四、融资融券业务规模和集中度失控可能会引发整个股票市场危机	16
第三章 股票市场波动性和流动性的影响因素	17
第一节 股票市场波动性的影响因素	17
一、宏观因素	17
二、微观因素	18
三、市场因素	18
第二节 股票市场流动性的影响因素	19
一、产品设计	19
二、宏观经济环境	19
三、市场微观结构	19
四、投资者行为	20
第四章 融资融券对股票市场波动性和流动性的作用机制	21
第一节 融资融券对股票市场波动性的作用机制	21
第二节 融资融券对股票市场流动性的作用机制	22
第五章 融资融券对股票市场波动性和流动性影响的实证分析	24
第一节 样本数据与指标选取	24
第二节 实证检验	24
一、平稳性检验	24
二、向量自回归(VAR)模型及 Johansen 协整检验	27
三、格兰杰(Granger)因果检验	32
四、脉冲响应	33
五、方差分解	35

第三节 实证结果总结与解释	37
结论及政策建议	38
第一节 结论	38
第二节 政策建议	39
一、降低投资者的准入门槛	39
二、完善融资融券交易机制	39
三、确定合适的保证金比例	39
四、进一步完善证券公司的内部体制建设	39
五、加强投资者教育	40
参考文献	42
致 谢	44

Contents

Introduction	1
0.1 Background and significance of the subject	1
0.2 Research ideas and methods	2
0.2.1 Research ideas	2
0.2.2 Research methods	2
0.3 Innovation and insufficiency of the paper	3
0.3.1 Innovation of the paper	3
0.3.2 Insufficiency of the paper	3
0.4 Domestic and foreign literature review	3
0.4.1 Domestic literature review	3
0.4.2 Foreign literature review	5
1. Basic overview of securities margin trading	7
1.1 The concept of securities margin trading	7
1.2 The development history of securities margin trading in China	7
1.3 The present situation and existing problems of securities margin trading in China	8
1.4 Overseas reference of securities margin trading	9
1.4.1 American model	10
1.4.2 Japanese model	10
1.4.3 Taiwan model	10
2. The impact of securities margin trading on China stock market	12
2.1 The positive impact of securities margin trading	12
2.1.1 Benefit to enhancing the stock market liquidity	12
2.1.2 Benefit to improving the pricing efficiency of stock market	12
2.1.3 Improve the monetary policy transmission mechanism	13
2.1.4 Broaden the financing channels for securities companies	13
2.1.5 Establish a new profitable model for securities companies	13
2.1.6 Benefit to innovating securities companies' products	14
2.1.7 Provide investors with a variety of investment opportunities and risk	

aversion tools	14
2.1.8 Benefit to improving utilization rate of investors' money	15
2.2 The negative impact of securities margin trading	15
2.2.1 Contribute to speculation and illegal trading	15
2.2.2 The securities companies face much more credit and liquidity risk	15
2.2.3 Increase the risk of investors	16
2.2.4 The large scale and high concentration of securities margin trading may lead to stock market crisis	16
3. The influential factors of the stock market volatility and liquidity	17
3.1 The influential factors of the stock market volatility	17
3.1.1 The macro factors	17
3.1.2 The micro factors	18
3.1.3 Market factors	18
3.2 The influential factors of the stock market liquidity	19
3.2.1 The product design	19
3.2.2 Macroeconomic environment	19
3.2.3 Market microstructure	19
3.2.4 Investor behavior	20
4. The influence mechanism of securities margin trading on the stock market volatility and liquidity	21
4.1 The influence mechanism of securities margin trading on the stock market volatility	21
4.2 The influence mechanism of securities margin trading on the stock market liquidity	22
5. Empirical analysis of securities margin trading's impact on china stock market volatility	24
5.1 The select of data and indicator	24
5.2 The empirical analysis	24
5.2.1 Stationarity test	24
5.2.2 Vector autoregressive (VAR) model and Johansen cointegration test	27
5.2.3 Granger causality test	32
5.2.4 Impulse response	33

5.2.5 Variance decomposition	35
5.3 Summary and explanation of the empirical results	37
6. The conclusions and policy suggestions	38
6.1 The conclusions	38
6.2 Policy suggestions	39
6.2.1 Lower the entry barrier for investors	39
6.2.2 Improve the mechanism of securities margin trading	39
6.2.3 Calculate rational securities margin	39
6.2.4 To further improve the construction of the securities companies	39
6.2.5 To strengthen the education of investors	40
References	42
Acknowledgements	44

导论

第一节 选题背景和意义

二十世纪九十年代，我国开始建立股票市场，自此之后，成长非常快速，时至今日我国股票市场已经发展为包含主板、中小企业板和创业板等多层级的资本市场结构，在很大程度上拓宽了企业的融资渠道。我国股票市场的高速发展在经济建设中发挥了无可替代的作用，但是，因为当时没有实现卖空机制，所以投资人只能在股市上涨的过程中盈利，因为盈利方式比较单一化，使得投资者普遍频繁的买进卖出，市场投机氛围浓重。单一的做多模式及浓重的投机氛围导致了市场的暴涨暴跌，并使市场很难构成效果好的价格发现制度。

随着我国证券市场不断地发展和完善，各种法律法规也逐渐完善化，融资融券交易在证券公司进行试点的各项要求得到满足，全国人大常委会在 2005 年通过《证券法》，该法已经经过修订，对证券公司提供给客户的各项业务进行规定。

2006 年 6 月 30 日，中国证券监督管理委员会^①发布《证券公司融资融券试点管理办法》，当年 8 月，《上海证券交易所融资融券交易试点实施细则》公布。

2008 年 4 月 23 日，经国务院常务会议审议通过的《证券公司监督管理条例》对证券公司融资融券业务的开展进行了具体的规定。

2008 年 10 月 5 日，中国证监会开始启动融资融券试验点。

2008 年 10 月 30 日，中国证监会发布了《证券公司业务范围审批暂行规定》，并规定于 12 月 1 日开始实施。2010 年，国务院许可设置融券融资试验点，这表示我国融资融券业务正式启动。

2010 年 3 月 19 日，6 家证券公司被中国证监会公布允许试点融资融券业务。

2010 年 3 月 30 日，沪深两个交易所正式通知 6 家试点券商，可以于当年三月三十一日起开始申报融资融券交易。这标志着我国融资融券业务正式进入市场运作阶段，结束了中国股票市场的单边交易时代。

在融资融券业务开展五年多来，其对我国股票市场的影响到底如何，是否完善了价格发现机制，避免了市场的剧烈震荡等问题。随着融资融券业务的发展，

^① 以下简称中国证监会。

海内学者和业界人士对其的关注也日渐增多，关于其影响的争论也不绝于耳。本文拟使用上海证券交易所的交易数据，从流动性及波动性的角度出发，对融资融券对股票市场的影响进行分析，并提出自己的观点及建议。

第二节 研究思路及方法

一、研究思路

本论文研究思路为：首先介绍了融资融券交易对于我国股票市场产生影响的背景资料以及发展意义；其次，详细阐述了融资融券的概念、发展历程、交易模式、对市场的影响作用，股票市场波动性、流动性的影响因素及融资融券交易对股票市场波动性和流动性的作用机制；紧接着，以上海股票市场作为研究对象，利用 VAR 模型、格兰杰（Granger）因果检验、脉冲响应、方差分解等具体方法，对融资融券业务影响我国股票市场流动性、波动性之间的联系，以及影响的方向和大小。最后，得出研究结论，并且针对结论给出具体的发展建议。

二、研究方法

本论文使用以下研究方法：

（一）实证研究和规范研究结合：规范研究的方法用来研究融券融资对于我国股票市场的影响，实证研究用来分析上海股票市场数据，注重凸显研究的实践价值。

（二）定量分析和定性分析结合：本论文使用定性分析方法对融资融券交易模式、我国融资融券市场的运行现状等方面进行了分析，并结合上海股票市场的交易数据，去定量分析，更为细致地介绍和解读了融券融资交易对国内股票市场产生的影响。

（三）模型分析法：本文利用 VAR 模型、格兰杰（Granger）因果检验、脉冲响应、方差分解等具体方法，研究融券融资对股票市场流动性以及波动性的影响。

第三节 本文创新点及不足之处

一、本文创新点

我国融资融券业务推出前，因为缺少具体研究数据，所以很多分析融券融资影响股票市场流动性和波动性的研究大都局限于理论方面的分析，仅有少数的实证分析是利用新兴资本市场(如台湾、香港等地区)或者发达国家金融市场的数
据，检验融资融券交易对于股票的波动性和流动性的影响。而本文从实证研究的角度进行了创新，并取得了创新性的研究成果：

(一)以我国上海股票市场为研究对象，采取定性分析方法与定量分析方法，研究融资融券交易对我国股票市场波动性和流动性的影响；

(二)实证部分在进行格兰杰(Granger)因果检验后，增加了脉冲响应和方差分解，使得分析更为全面。

二、本文的不足之处

本文仅对市场这个截面数据进行了分析，而没有结合个股因素研究融资融券交易对股票波动性和流动性产生的影响。

第四节 国内外文献综述

一、国内文献综述

与西方发达国家相比，我国融资融券业务的起步较晚，直至2010年3月31日，我国才正式开启融资融券业务的试点。因此，由于缺乏研究数据，国内专家学者大多选取香港、台湾等股票市场的相关数据作为样本，试图探究融资融券交易对股票市场的影响。

廖士光，杨朝军(2005)选择的研究对象是1998年8月到2004年2月台湾股票市场中的具体数据，然后应用单位根检验、协整检验以及格兰杰(Granger)因果检验，对台湾股票市场股票价格和卖空制度之间的关系进行分析。通过分析表明，卖空交易额和加权指数的关系是协整的关系，相对来说更具稳定性，这样一来，卖空制度就可以对市场的波动起到缓冲和平抑的作用。^[1]

巴曙松(2005)认为引入融资融券交易制度之后，股票市场流动性大大提升，

且短期内不会加大市场波动。^[2]

张磊(2006)以台湾证券市场的资料作为基本研究对象,对融资融券交易制度和股票市场流动、波动之间的联系进行解析。分析结果表明,融券交易机制与台湾证券市场的波动性及流动性不存在协整关系。^[3]

林嘉永(2006)通过对引入融券交易制度之前和之后的市场进行了对比分析,发现引入该制度之后,可以提高证券市场的有效性,减少内幕交易。^[4]

袁华涛,付新刚(2007)对融券交易制度影响股市稳定性的结果进行了分析,分析中使用的方法为:格兰杰(Granger)因果关系检验和协整检验的方法,实证分析了我国香港股票市场的股票价格和融券交易机制的联系。分析结果表明:在引入融券交易制度之后,股市波动可以得到抑制。^[5]

王旻,廖士光和吴淑琨(2008)选择了从2000年1月4日到2006年7月31日台湾股票市场的相关数据,实证分析了融资融券业务对台湾股票市场流动以及波动的影响,分析结果表明,融资交易对于抑制股市波动有作用,但在波动性水平上并未带来显著影响,融券交易并未对股票市场的流动性和波动性产生显著影响。^[6]

袁怀宇,张宗成(2009)将股市分为牛市和熊市,选取1997年至2008年上证综指2811组数据和香港恒生指数2875组数据作为分析对象,运用EGARCH-GED模型进行实证分析。分析结果表明,对融券交易制度进行限制,会使得股票价格被过高估计,这样一来,股市波动会加强。我国股票市场正是由于缺乏融券交易机制,才容易出现暴涨暴跌的异常现象。^[7]

陈思行(2010)分析台湾股票市场的具体数据,利用GARCH模型与VAR模型去分析。结果表明,融资交易所具备的杠杆作用,使得股票市场波动更加剧烈,另一方面,因股票市场上的融券规模较小,融券卖空机制对市场的影响作用有限。^[8]

谷文林和孔祥忠(2010),选取沪深股市2010年3月31日至2010年5月31日之间融资融券标的股的换手率作为研究对象,利用单因素方差法,对融资融券可能对股票市场流动性产生的影响进行分析,结果能够表明,融资融券业务的推出在短期内对股市的流动性影响不大。^[9]

陈伟(2011)选择的研究对象是上证50指数和深证成指指数,全面利用

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.