

Inspiration of "Game Stop" Short Selling Event to Stock Market

Tianji Zhang

Henan University of Economic and Law, Zhengzhou, Henan, 450001, China

Email: 983814915@qq.com

Abstract

The stock price of "Game stop" company rose sharply in 2021, and the market value deviated greatly from the intrinsic value of the company, and then fell quickly. Many retail investors suffered heavy losses and lost all their money. The event, which made Wall Street history, could be the start of financial reform or a cautionary tale about the order, structure and supervision of global financial markets. Under the background of extremely loose monetary policy implemented by the Federal Reserve and strong bailout policy of the US government, investment popularization and financial democracy triggered by fintech innovation are dominated by Wall Street elites. Some seemingly fair and reasonable financial transactions are actually tools for traditional elites to exploit the defects of financial markets and financial instruments anonymously to plunder the wealth of the public. This is the key reason why the company is being shorted. The democratisation of investment and the democratisation of finance are already well under way. The difficulty will be how to increase the intensity of financial reform and innovation while improving the rules of regulation to prevent this from happening again. Based on the analysis of the stock shorting mechanism, this paper analyzes transmission process, mechanism and operation mode of the Game stop company being shorted, analyzes the present development status of the shorting mechanism in our capital market, and summarizes the influence of the shorting mechanism. This paper studies the operating conditions of "Game stop" company, the unprecedented background of being done, and the reasons for being shorted. At the same time, it analyzes the specific conditions of our national conditions and the rules of the stock market, points out the existing problems in our country, and further analyzes the causes of these problems from the system and rational level. It draws the enlightenment of this incident to our stock market supervision in three aspects: financial democratization, government supervision and rational investment of investors.

Keywords: *Game Stop Event; Short-Selling Mechanism; Stock Market*

“游戏驿站”做空事件对股票市场的启示

张天霁

河南财经政法大学, 河南郑州 450001

摘要: “游戏驿站”公司的股价在 2021 年大幅上涨, 市值与公司内在价值严重偏离, 随后迅速回落, 众多的散户损失惨重, 血本无归。此次事件创造了华尔街的历史, 这或许是一场金融改革的开始, 又或许是对全球金融市场秩序、结构及监管理念的警示。美联储实施极度宽松的货币政策和美国政府较强的纾困政策, 金融科技创新所引发的投资大众化和金融民主化为大背景的前提下, 由传统华尔街精英所引导, 一些看似公平合理的金融交易其实是传统精英利用金融市场缺陷及金融工具匿名性掠夺大众财富的工具, 这是“游戏驿站”公司被做空的重要根源。投资大众化及金融民主化早已进一步发展, 我们面临的困难将会是在如何加大金融改革及创新的力度的同时, 改进监管的规则, 防止类似事件重演。本文通过对股票做空机制进行分析, 深度剖析“游戏驿站”公司被空空的传导过程和机理、运行模式, 分析了我国资本市场目前的做空机制发展状况, 总结了做空机制的影响; 研究“游戏驿站”公司经营状况、遭做空前的背景, 被空空的

原因。同时，结合我国国情和股票市场规则的具体情况进行具体分析，指出了我国存在的问题，并进一步从制度和理念层面对问题出现的原因进行了分析，得出此次事件对我国股票市场监管在金融民主化、政府监管、投资者理性投资三方面的启示。

关键词：游戏驿站事件；做空机制；股票市场

1 引言

1.1 研究背景

随着经济的高速发展，人们越来越热衷于将自己闲置资金放入股票市场进行投资。而互联网的普及，智能手机的便利；网络上的各种信息也影响着投资者的投资决策。这些信息为投资者提供便利的同时，也使信息使用者无形中承担了巨大的风险。

在 2021 年初，一场散户和金融机构的博弈大战悄悄拉开序幕。在短短的 3 个月里，美股“游戏驿站”的股价大幅上涨几十倍，其市值和公司内在价值严重偏离，众多机构投资者和做空机构竞相投降退出。随后该股票的价格迅速回落，众多的散户投资者没有经过分析就盲目追涨，投资不理性，结果损失惨重，血本无归。

近几年我国资本市场体系总体发展良好，但仍有不稳定的风险。如今人们手里也有了投资的闲置资金，网络上各种投资信息鱼龙混杂，投资者不乏被真假各种信息蒙蔽视野，做出不理智的投资选择失。作为投资者，自然更想看到一个公平交易，信息公开透明的股票市场。而美股“游戏驿站”事件就是一个因为政府监管不力，散户和机构投资者之间权利不对等，进而引起系统性风险的活生生的例子。

本文基于资本市场卖空机制，借由这一事件，主要采用文献法，比较法，量化分析等方法分析股票做空这一机制对金融体系稳定性的利与弊。通过这一事件吸取教训，为我国资本市场监管体系的革新建言献策。第一部分主要介绍本论文研究的背景环境和意义，根据国内外文献资料，对做空行为进行总结和评述，点出本文的主要研究内容。第二部分概述股票做空机制，本部分主要简述做空这一机制的原理和影响，以及做空机构的运行模式，近几年中概股被做空的范例等。第三部分概述“游戏驿站”公司经营状况，介绍该公司现在的经营状况和处境。其次结合其近 5 年的财务报表，对其盈利能力，偿债能力，营运能力，发展能力进行系统详细的分析，为后文分析做空事件的原因提供数据支撑参考。第四部分概述“游戏驿站”事件，首先介绍背景，补充论述的完整性。其次详细描述“散户大战华尔街”事件全过程，最后找出事件发生的原因，详细分析各种原因产生的风险。第五部分阐述对我国股票市场监管的启示，结合上文对事件原因的总结，结合我国国情和股票市场规则的具体情况，反思这一事件教训，为我国股票市场发展提出建设性意见。

1.2 文献综述

纵观中外对做空的研究结果，不乏支持者和批评者的声音，充分说明了做空机制给资本市场带来的两面性。在 Woolridge and Dickinson^[15]研究得出的结论中，做空机构一般会在对象公司股价上升时增加做空额，在股价下跌时减少做空额，这一行为提高整个金融体系的流动性。廖士光、杨朝军研究港股和日本股票市场的做空行为^[4]之后，在报告中指出做空行为能增加股票交易量，为资本市场带来活性。同样的，詹雷^[11]分析做空机构选取对象的依据是该企业股价是否明显高于其实际价值，随后发布调查报告来向投资者传达这一消息，从而使该企业股价回到实际价值，使资本市场投资者重回理性。

与之相反，对于做空行为的负面影响，也有许多学者有不同的声音。Haruvy and Noussair^[13]指出做空行为会导致公司股票价值低于其实际价值，偏离实际市值。Pollock^[14]认为许多做空机构为恶意做空，为达目的不惜歪曲事实，将无明显问题的企业扭曲为有投资风险的企业。李琛^[9]等分析了我国近几年股票市场的情况，认为在行情不好的经济形势下，做空行为会恶化市场环境，增加风险，从而易于导致股票市场崩溃。

十八届三中全会之后，“注册制”改革成为了未来我国股票市场发展的核心方向。注册制要求上市公司具有较强的信息披露，而信息不对称问题就是造成企业被做空的首要原因。陈洁^[1]认为，注册制的改革会使我国的资本市场更加完善，同时在股票发行的过程中减少政府干预，使资本分配更加市场化，从而使各资本的定价更加合理。

2 相关理论基础

2.1 股票市场做空机制

股票做空是金融资产的一种操作模式，属于融券的一种。做多是指投资者常用的投资手段，即购入标的资产，并预计其未来有价格上涨的趋势，等到价格上涨将标的资产卖出。与做多相反，做空是指投资者认为某个公司经营情况不佳，该公司股价在未来有下跌趋势，以不动产等标的物为抵押，向券商借入该公司股票。随后卖出获得资金，等股价下跌时买入证券归还券商，以此赚取差额利润。做空行为对资本市场的发展有促进作用，它会使脱离基本面的股票脱虚向实，抑制泡沫，良性发展。但也有恶意做空的行为，这会导致资本市场动荡，引发更大的风险^[2]。

2.2 做空机构

做空机构一般会选取股票价值高于实际价值，或是经营存在严重问题，甚至是濒临破产的公司作为做空对象。通常做空机构会对对象进行细致的实地考察，在获取该公司存在问题的相关证据后，做空机构借入对象公司的股票卖出，有的还会鼓动其他机构一起参与做空。随后发布对做空对象公司的调查报告，质疑该公司的经营能力。此时该公司信用受到影响，股票持有者抛售股票，股价下跌。做空机构趁虚以低价购入股票归还券商平仓，以此赚取差价。

以著名做空机构“浑水”（Muddy Water）为例，在 2010-2020 十年内狙击了数十家中国企业。2020 年瑞幸咖啡被“浑水”指控财务造假，随后在开盘前跌幅近百分之八十。除此之外还有 2019 年的安踏体育，2018 年的宏利金融等中概股企业。多数被做空机构做空的企业最终面临股价大幅下降，公司市值蒸发，甚至是退市的窘境^[9]。

2.3 资本市场的监管制度

证券市场的运作需要依靠一套完善的法律法规和监管制度，以确保证券市场的公平、公正和透明，是证券市场基础理论中非常重要的一部分。而监管部门指的是负责证券市场监管和管理的政府部门或机构。我国的证券市场的监管机构有中国证券监督管理委员会、证券业协会等。监管机构通过制定各种监管规则和制度，确保证券市场的正常运转和投资者的合法权益得到保护^[3]。

在本文分析的美股市场中，联邦政府在证券市场中扮演了重要的监管角色，其主要职责包括制定证券市场的法律法规、处理证券市场中的争议和诉讼等。而美国证券交易委员会（SEC）是美国最主要的证券市场监管机构。其他机构还有美国金融业监管局（FINRA）、美国证券监督管理委员会（CFTC）等，这些监管机构在美股市场的监管和管理中起着非常重要的作用。

3 “游戏驿站”公司概况

3.1 公司简介

游戏驿站（Gamestop）简称 GME，成立于 1984 年的美国，是全球最大的游戏零售连锁品牌，在全球各地有六千多家门店。随着科技的发展，游戏设备的一代代更新，实体游戏光碟也越来越成为人们娱乐的选择。2005 年，游戏驿站正式成为全球最大的游戏零售品牌^[12]。

可惜好景不长，随着科技的发展，游戏驿站没能赶上游戏数字化的浪潮。越来越少的电脑选择携带光

驱，实体游戏盘的市场空间也所剩无几，这家公司也逐渐没落。投资者都对这只股票不看好，游戏驿站的股价也从 2016 年的二十多美元跌到 2019 年底将近四美元^[6]。在如此窘迫的境地，2020 年新冠疫情来势汹汹，这下游戏驿站的销售额一降再降，整个公司濒临破产。

本部分将结合做空“游戏驿站”发生的前 4 年即 2016-2019 年的财务报表为例，对该公司的盈利能力，偿债能力，营运能力和发展能力作详细分析，为后文分析事件的缘由提供理论依据。

3.2 盈利能力分析

企业的盈利能力指企业根据自身资源获取盈利的能力，是企业生存和发展的基础。一个公司的盈利能力一般通过该公司的总资产净利率，营业净利率和净资产收益率等指标来体现。一般数值越高，反映的获取利润的能力越强。本部分选取游戏驿站在 2016-2019 年以下的三个指标，来反映该公司四年内的盈利能力。

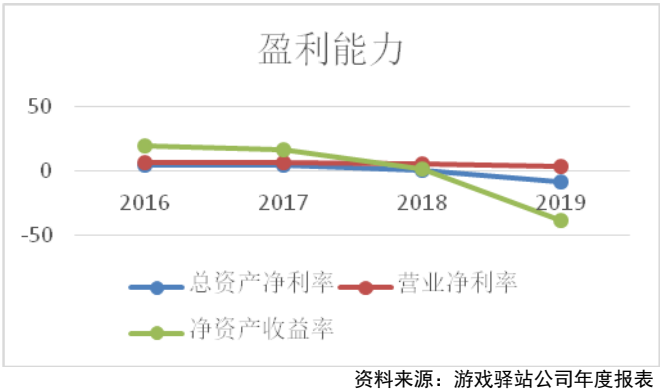


图 1 盈利能力

	表 1 盈利能力				单位：%
	2016	2017	2018	2019	
总资产净利率	4.3	4.4	0.4	-8.1	
营业净利率	7.0	6.3	5.3	3.8	
净资产收益率	19.4	16.3	1.6	-37.9	

资料来源：游戏驿站公司年度报表

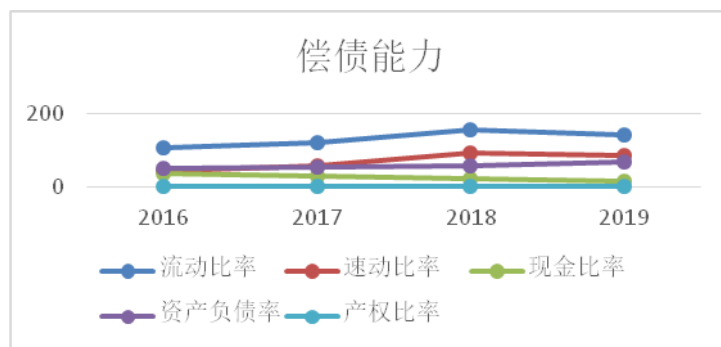
由图 1 我们可以看出，三个指标总体都呈下降趋势，其中最为明显的是净资产收益率。净资产收益率计算公式为：净利润/平均股东权益，体现的是公司的净资产的利润创造能力。从具体数据来看，2016 年游戏驿站的年净资产收益率约为 19.4%，而后三年内连续大幅度下降到 2019 年的-37.9%。

其次，总资产净利率和营业净利率也都呈现不同幅度的持续下降，说明企业的生产和发展不稳定，竞争优势很小，市场认可度差。可见在数字时代，技术进步对传统实体游戏零售商的巨大冲击。

宏观分析来看，游戏驿站公司的盈利能力总体较差，远低于正常持续经营企业盈利能力的标准，在后几年甚至大幅下降至负值。在自身主营业务领域受到技术冲击之后，没有采取合理的模式转型，导致业绩急剧下降，公司入不敷出，财务状况极不乐观。从投资者视角来看，盈利能力差的公司风险极大，投资价值很低。

3.3 偿债能力分析

偿债能力也是一个公司极为重要的能力之一。偿债能力差的公司无法按时偿还债务，公司内部资金周转能力差，内部生产缺乏活性。同时偿债能力也代表着公司信用，不充裕的资金无法持续扩大公司的生产和经营规模。



资料来源：游戏驿站公司年度报表

图 2 偿债能力

		2016	2017	2018	2019
短期偿债能力	流动比率	108.0	121.5	156.3	143.4
	速动比率	43.2	57.9	91.6	86.1
	现金比率	36.6	30.5	22.5	14.9
长期偿债能力	资产负债率	51.9	54.7	56.1	67.0
	产权比率	1.08	1.21	1.28	2.03

资料来源：游戏驿站公司年度报表

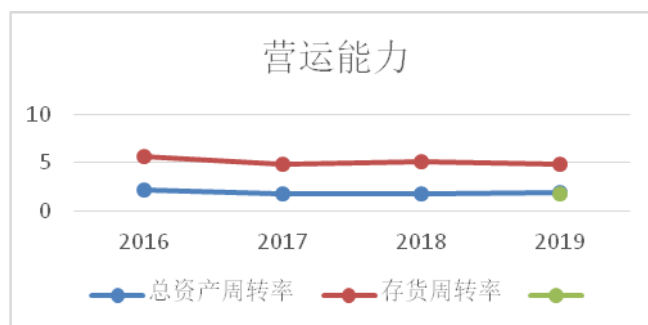
本部分从流动比率，速动比率和现金比率三个方面来分析游戏驿站的短期偿债能力。由具体数据分析，游戏零售行业的平均流动比率约在 150%-200%区间内，2018 年游戏行业流动比率为 262%，而游戏驿站虽然在 2016-2019 年的流动比率稍有上升，但基本仍处于平均区间以下。速动比率在四年间持续提升，在 2018 年达到峰值的 91.6%。现金比率在四年内持续下降，说明企业内闲散资金越来越少，货币资金流动情况不佳。

长期偿债能力：资产负债率是评判一个公司负债情况的重要指标。根据游戏零售行业的平均资产负债率约在 10%-20%区间内，游戏驿站的资产负债率在四年间持续上升且远高于同行业平均区间，在 2019 年底甚至达到了 67%。

综上所述，游戏驿站的债务偿还能力较低，债务风险远高于同行业水平。

3.4 营运能力分析

营运能力反映了公司对内部资源的利用情况，对资金的运用以及财富创造能力。营运能力的主要指标有总资产周转率，存货周转率和应收账款周转率等。由于传统游戏行业为虚拟产业，不存在存货一说，故本部分选用零售行业的平均存货周转率作为参考数据。



资料来源：游戏驿站公司年度报表

图 3 营运能力

表 3 营运能力

单位：%

	2016	2017	2018	2019
总资产周转率	2.18	1.71	1.71	1.82
存货周转率	5.6	4.8	5.1	4.8

资料来源：游戏驿站公司年度报表

由表 4 可得游戏驿站的总资产周转率在 2016 年有所下降，之后保持稳定的水平。零售行业的平均资产周转率约在 0.73 左右，由此可得该公司的资金利用效率较高，运营能力长久。零售行业平均的应收账款周转率约在 7.8 左右，游戏驿站的应收账款周转率自 2016 年起大幅下降，在 2019 年又回升至 60.74，总体高于同行业水准。

表 4 应收账款周转率

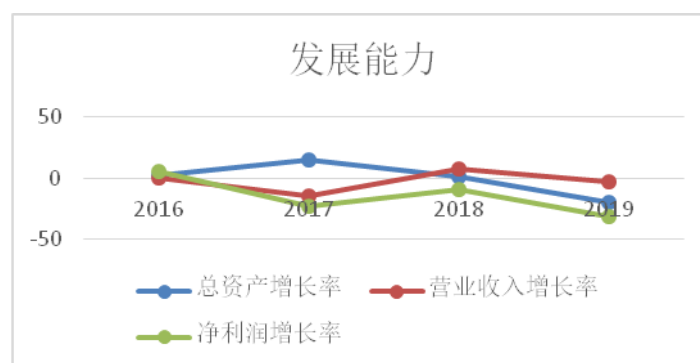
单位：%

	2016	2017	2018	2019
应收账款周转率	64.58	43.32	45.71	60.74

存货周转率反映的是存货在当前财年在企业内部的周转次数，越高越好。存货的周转次数越多，周转速度越快，库存的变现能力越强，其内部资金流动性越大。根据零售行业的平均存货周转率约在 3（次/年）左右，游戏驿站的存货周转率较好。考虑到游戏行业的特殊性，核心客户群体黏性较大，并且新发售的游戏具有较强时效性，同时期发售的游戏销量之间存在挤占现象，因此认为游戏驿站的营运能力处于较合理区间。

3.5 发展能力分析

发展能力即成长能力，指的是企业的生产扩张能力。体现在财务报表上的数据又总资产增长率，营业收入增长率，净利润增长率等几项指标。



资料来源：游戏驿站公司年度报表

图 4 发展能力

表 5 发展能力

单位：%

	2016	2017	2018	2019
总资产增长率	2.09	14.91	1.32	-19.78
营业收入增长率	0.7	-14.9	7.3	-3.1
净利润增长率	5.2	-23.2	-9.6	-30.7

资料来源：游戏驿站公司年度报表

总资产周转率是指企业所有资产以年为单位的增加速度。由图 4 知，游戏驿站的总资产增长率和在 2017 年有所上升，随后呈持续下降趋势。营业收入增长率和净利润增长率的大概趋势也类似，在经历了

2018 年的短暂上升后又迅速下降，总体呈下降趋势。游戏驿站的发展能力有不小波动，但总体情况不容乐观，投资前景较差。

3.6 游戏驿站财务状况分析结论

根据对游戏驿站在 2016 年-2019 年四年财务报表的解读，经过对其四项财务指标的分析，我们发现其中只有营运能力较为出色，具有良好的处理存货和持续运营能力，不易发生产品滞销等现象。其他如盈利能力、偿债能力、发展能力等情况均表现较差，不仅多数处于行业平均水平以下，甚至指标的具体数据连年下降，在股票市场上缺乏竞争力，股价连年下跌。

这也就不难理解为什么做空机构会看上如此一个在生涯末期摇摇欲坠，濒临倒闭的公司。在技术更新换代迅速的今天，一切科技产品趋向数字化、便捷化，实体游戏光盘作为游戏载体的独占性大幅削弱。同时，电子商务的成熟普及也使游戏驿站的生意雪上加霜，人们不再线下排队购买游戏光碟，纷纷转向更为便捷的线上交易。除此之外社会信息交流便捷，人们的娱乐活动也不仅仅局限于游戏。游戏驿站公司经营惨淡，门店的顾客越来越少，股价跌至三美元多。于是看空机构嗅到了机会，这也是后来散户大战华尔街的契机。在接下来的第四章，将会对做空“游戏驿站”事件作详细阐述，具体分析其发生的前因后果。[7]

4 “游戏驿站”事件概述及原因分析

4.1 事件背景

红迪网（Reddit）是美国最大的社交新闻站点，运行模式类似于国内的百度贴吧，在这个庞大的互联网社区里，人人都有发表自己意见的机会。2012 年，Reddit 网站的一个子版块“Wall street bet”创立，意为“华尔街赌场”。这个论坛渐渐聚集了一大批风险偏好极高的投资者，他们投资无目的性，投资依据不是该公司的运营盈利情况，而是看是否有高的投资风险。

2015 年，一款专门面向散户的交易软件 Robin hood 横空出世。2020 年，游戏驿站本身的主营业务就受游戏数字化的重创，疫情来袭又使不少线下门店关停，华尔街对这只股票的看法均为做空。同时，这只股票所呈现出的高风险完全符合 Wall street bet 论坛用户的投资趋向。

4.2 事件经过

2020 年，一位专业人士阿尔文·周分析，GME 股票的流通股被做空的比率高达 140%。2020 年 8 月，一位知名企业家，投资人瑞恩·科恩，买下了约占 9% 的六百多万股的游戏驿站股票，随后又在新一轮董事会中成功升任董事长。随后 WSB 的散户们立即给予反馈一举将游戏驿站的股价从四美元拉升到近四十美元。

2021 年 1 月 19 日，著名空头机构香橼研究发布对 GME 的做空报告，认为其被严重高估，公司高管还开直播辱骂跟风的散户。这直接激怒了 WSB 散户们的怒火，于是散户们纷纷重仓跟进，并且坚决持有不卖出。以下是 1 月 19-26 日游戏驿站的股价情况。



图 5 “游戏驿站”股价走势

1月27日，特斯拉首席执行官马斯克发文力挺散户逼空空头机构。同日，游戏驿站开盘价达到了354美元，盘中最高价380美元。在游戏驿站股票的急速上涨中，各大空头机构损失惨重。最先唱空的香橼研究45美元入场，在90美元时被迫平仓出局，损失率达到了100%。最早被打败的空头机构Melvan capital几天时间几乎损失了全部资产的30%。显然这种结果并不是华尔街贪婪的巨头们想要的。在1月28日开盘的时候，散户们发现自己用的几个券商app突然限制了游戏驿站的股票买入，理由是防范风险，保证散户交易安全。此操作一出，许多恐慌的散户争相卖出，GME的股票开始瞬间暴跌。而且券商只限制了散户的买入操作，并没有限制机构们的买入。散户们迅速转移阵地，找到加拿大或者欧洲的券商购买游戏驿站股票。28号当日收盘时，GME的股价跌掉40%多，而在盘后又被散户们拉起100%，价格来到了380美元。

4.3 事件原因分析

4.3.1 参与者多对08年金融危机怀恨在心

在Wall street bet论坛里有很多不亚于专业投资者的用户，他们在2008年的次贷危机中亲身经历了自己家庭从富裕到破产的经历。并且在事后，华尔街金融家们一个都没有受到惩罚。散户们将愤怒转嫁到行动上，拿出全部身家买入股票。至于投资对象的公司业务状况如何，是否具有投资价值，散户们并不关心。^[10]

4.3.2 监管机构和券商沆瀣一气

游戏驿站事件中，空头机构通过不正当手段操纵市场，最大的股票交易平台Robinhood在游戏驿站涨势凶猛的时候关停买入功能，联合券商限制散户买入，理由仅仅是因为股价上涨导致的保证金不足，需筹集足够保证金之后才能正常买卖。那为什么不同时关闭卖出功能？这是因为空头机构和券商达成了利益勾结，通过损害股民合法权益来达到给空头机构止损的目的。这一举动迅速拉低了游戏驿站股价，使得市场上其他投资者无法通过正当手段获取投资收益，损害市场公平性和透明度。

4.3.3 其他投资者盲目跟风

这些不理性的行为包括：盲目跟风：一些投资者只是跟随他人的建议或者社交媒体上的热点信息，而不是经过自己的研究和分析来做出投资决策。这种盲目跟风的行为也容易导致市场价格出现过度波动，从而影响市场稳定性。短视行为：主要的散户投只关注短期的利润，而忽视了长期的风险和收益。一些散户采取抱团买入逼空这种高风险的短线交易策略，追求快速的利润，而忽视了股票基本面和长期的投资价值。^[8]

这些不理性的行为容易导致市场出现剧烈波动，从而影响市场的稳定性和公平性。同时，这些行为也会对投资者自身造成不良影响，包括重大损失、信心受挫等。因此，投资者在进行投资决策时应该理性对待市场信息，避免盲目跟风和情绪化投资。同时，需要具备长期投资的眼光和耐心，关注股票的基本面和长期投资价值。

4.3.4 未防范系统性风险

“游戏驿站”遭做空始末反映出美国资本市场标榜的“自由市场”并不“自由”，美国的监管机构对做空机构的监管力度不够。一方面，在卖空发生时，监管机构对于WSB上的各种可能扰乱市场秩序的信息，监管机构没有及时予以管制。过大数量的集体行动会使股票价格脱离基本面，从而引发系统性风险。游戏驿站股价的大幅度波动，其背后的驱动力是来自社交媒体中散户投资者的集体行为。另一方面，美股市场的相关法律法规有条文表示，做空行为必须以实际拥有股票为前置条件，即向对应的股票持有者借入，裸空行为不被允许。然而美国市场是T+3机制进行结算，并且没有对做空机构进行合规的约束，直接造成GME的空头寸远超其流通股比例。

4.3.5 金融民主化体系不完善

此次事件散户们联合起来逼空机构，其目的就是打倒华尔街，掌握一定的话语权。在机构通过各种不公平竞争手段之后，散户们仍坚定持股，更代表了投资者们渴望建立更高层次金融民主化的决心。

4.3.6 政府监管不强

游戏驿站事件表明，监管部门需要增强监管能力，以更好地应对市场操纵和不当交易行为。在该事件中，空头机构对游戏驿站流通股的做空比达到了 140%，当轧空发生时，必然引起股票市场大的波动，从而引发更大的系统性风险。在做空发生后，机构又公开唱空该股票，引导舆论，这会使股票市场上的市场机制失灵，从而股票定价偏离合理区间。

5 对中国股票市场监管的启示

5.1 完善融券机制

融券业务，即中国金融市场模式下的卖空行为。早在 2006 年我国已经开展融资融券业务试点。2010 年，证监会正式推出证券公司融资融券业务试点业务。中国证券金融公司分别于 2012 和 2013 年开启转融资、转融券业务，标志着我国融资融券业务投资者(证券公司、证金公司)业务链条模式正式开启。目前我国采取集中授信和集中信息披露模式，仅由获得业务资质的证券公司对客户融资融券，并仅由证券金融公司向证券公司提供转融通服务，其他机构不得提供融资融券服务。在这种模式下，仅获得资质的证券公司才能向投资者提供融券业务，大大提高了对风险的管控。同时，信息披露方面形成以券商为基础的融资融券统计和披露安排。

其次，我国融券交易行为禁止裸卖空。在执行融券业务之前，会先前端检查证券公司融券客户有无足够相应证券来进行做空行为。只有满足这一条件才能进行交易。如果没有足够证券，会被交易系统认定为无效指令并拒绝。我国严格监管下的禁止裸卖空能将风险大大限制在一定区间内，在监管上杜绝卖空头寸比例过高现象的发生，也从根本上解决了卖空交易后交易失败所导致的风险。

在北交所成立之际，我国应该扩大融券业务的交易范围，增加可融券交易的券种，在有效控制风险的前提下扩大融券业务比重，向融资和融券业务达到平衡的方向进行改革。

5.2 加快金融民主化建设

中国股市成立至今也只有短短三十年，金融体系的架构相对不完善，国内散户投资者的相关投资素质和投资能力无法与美国相提并论。由于缺少多方面的衍生工具，国内投资者为了减少损失的可能，很难用合适的衍生工具来降低风险。应该开发出一种具有创新性的，符合中国投资者基本情况的新型金融工具，帮助投资者来管理风险。对于我们来说，以散户所代表的一般投资者往往对金融民主化有更高的需要，不单是置身参与投资活动种，而且更要在投资活动中有一定主动权，更加深层次的参与金融体系建设，使其朝着公平健康，服务全体参与者的角度推进。从另一种方面来讲，这要求我们深化金融民主化的程度，让一般投资者在维护自己利益时不再畏手畏脚，有更多途径，并且得到财富更加合理的分配。我们对自己的股票市场应该平等机构和个人投资者的权利关系，不应将天平倾斜向大机构从而忽视小投资者自身的权益。

5.3 制定相关法律法规加强监管

对中国来说，虽然我国的 A 股市场没有做空机制，也没有 T+0 制度，这对于散户投资者本来也是一种保护，不会发生多头轧空等现象。但在北交所成立之后，注册制被逐渐推行，以后我国的资本市场制度会越来越健全，相应的做空机制也会出现。同时企业和做空机构之间做空与反做空互相博弈，应对做空的经

验也会不断加深。这就更加挑战管理部门的监管能力，制定合理的法律法规，对各种金融行为采取恰当的限制措施，是我们未来股票市场平稳运行的必要保证。

5.4 加强信息披露

财务报表所反映的该公司的基本财务信息，是决定一股股价的基础，也是资本市场平稳运行的重要保障之一。财务信息的充分披露，可以有效促进资本市场的平稳运行，提高资源配置效率。散户在投资股票的抉择中，除了分析基本的股价走势之外，财务报表所反映的信息就是其投资的根本依据。在一只股票的卖空头寸发生波动时，必须公开有力进行披露，这维护了中小投资者的知情权，减少大机构利用自身信息不对称优势不正当竞争，防止市场定价机制的失灵，从而减少大机构的市场操纵行为。

5.5 加强投资者教育

在我国资本市场日益完善的今天，我们应该加强对一般投资者的教育。股票的含义是拥有这家公司的所有权，是投资的最底层逻辑，而不是简单的对赌。若想在股票市场得到收益，应当力图买前景更好的公司拥有这家公司的所有权，享受这家公司的分红，从而实现投资者与公司的双赢。个人投资者应该合理利用金融工具来管理风险，创造收益，达到社会层面的财富再分配。纵观我国股票市场，成立至今也不过短短三十年，我国市场的种种制度有好的方面，然而也有不少问题。由于缺少金融工具，个人投资者很难通过多样化的金融工具规避风险。因此，我们不光要加强个人投资者的教育，同时也应该逐步开发出更多创新型的金融工具。尤其要树立金融民主化意识，保护中小金融投资者利益，以此推动金融民主化进程。

6 结语

我国资本市场近年来以市场化，法制化，国际化为建设方向，这也应成为卖空监管的指导方向和未来进路。在未来的研究中，可以综合卖空交易独有的市场价值，和对投资者和全市场造成的潜在危害，将改革进路落实到中国业务实践展开进一步研究。

参考文献

- [1] 陈洁.2019.科创板注册制的实施机制与风险防范[J].法学,(01):148-161
- [2] 高灿.2022.信息披露视角下中概股应对做空危机策略研究[D].武汉纺织大学.
- [3] 胡佳龙,张超.2021.浅析做空机制对我国资本市场的作用与影响[J].中国商论,(05):88-90.
- [4] 廖士光,杨朝军,2006,证券市场卖空交易机制的价格发现功能探讨[J].上海立信会计学院学报,(1):73-77.
- [5] 李琛,贺学会,李志生.2017.作为风险释放工具的卖空机制——基于不同市场态势的卖空效应研究[J].国际金融研究,(11):11.
- [6] 林建秀.2021.社交媒体时代投资者行为传染及其启示——以游戏驿站为例的事件分析[J].金融发展研究,(08):74-79.
- [7] 马广奇,陈越.2022.从美股散户抱团博弈看金融民主化-《现代营销(经营版)》-2022-03-10
- [8] 齐萌,徐承志.2021.卖空监管的法理逻辑与未来进路——以游戏驿站(GME)事件为视角[J].金融法苑,(01):122-135.
- [9] 王婧玮.2013.浑水公司做空中国概念股的财务分析方法研究[D].首都经济贸易大学.
- [10] 卧龙.2021.游戏驿站抱团大作战全解[J].股市动态分析,(03):12-14.
- [11] 詹雷,赵洵.2017.“21 世纪传媒有偿沉默”与“做空中概股”事件的对比研究[J].财会月刊,(05):74-77.
- [12] 郑丽雅,易宪容.2021.美股“游戏驿站”事件：反思与镜鉴[J].证券市场导报, (05):56-62.
- [13] Experimental Spot Asset Markets. 2010. [J].Journal of Finance,61(3):1119-1157.
- [14] Pollock.A.J.2016. Financial Interest Disclosures Can Protect Markets from Short. [R].Washington Legal Foundation.
- [15] Woolridge.J.R,Dickinson.A,1994,Short Selling and Common Stock Prices[J]. Financial Analysts Journal,50(1):2