

我国证券市场推出融资融券的影响及风险控制

周蓓蓓

(上海建桥学院 上海 201319)

【摘要】 本文对海外主要市场融资融券制度的发展历程、制度安排及发展过程中的风险进行了阐述,理性看待我国即将推出的融资融券对市场的影响,对其风险进行分析并提出相关控制制度,以期融资融券作为一种新的信用交易制度能稳妥、有序、健康地实施。

【关键词】 证券市场 融资融券 风险控制

随着全球金融危机越演越烈,我国证券市场也遭受沉重打击,而正值此时,融资融券作为我国资本市场长期酝酿的重要基础性交易制度即将展开试点。毫无疑问,对每一位参与者而言这将是一个风险和机遇并存的时期,此举将对未来我国资本市场的发展产生重大而深远的意义。

一、融资融券的发展模式

目前融资融券交易主要有两种授信模式:市场化融资融券模式和专业化融资融券公司模式。前者是以欧美、中国香港为代表的分散信用模式,又称作直接授信模式,这种模式下投资者向证券公司申请融资融券,由证券公司直接对其提供信用,当证券公司的资金或股票不足时,向金融市场融通资金或通过证券借贷市场(场外)借取相应股票。后者是以日本、韩国等为代表的集中信用模式,又称作证券金融公司授信模式,由专门的证券金融公司向客户提供融资融券,或通过券商或直接向客户提供。在市场化融资融券模式中,证券公司主要通过货币市场向银行和非银行金融机构以信贷、回购和票据进行融资,融资融券交易均表现为典型的 market 行为,欧美的主要工业化国家实行的就是这种市场化的融资融券制度。在专业化融资融券公司模式中,证券公司必须向经过特批的证券金融公司筹借资金,亚洲的一些国家和地区如日本、台湾等实行的就是这种模式。

根据我国证监会发布的《证券公司监督管理条例》、《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》的规定,证券公司向客户融资,应当使用自有资金或依法筹集的资金;向客户融券,应当使用自有证券或依法取得处分权的证券。在融资融券业务试点阶段,证券公司主要是以自有资金或证券向客户提供此项服务。证券金融公司成立后,券商可以将其取得担保权的客户资产用于向证券金融公司申请转融通业务。有融资融券资格的券商从证券金融公司借入资金后,再根据信用额度融资给客户。从这种模式的初期试点阶段我们可以看出,融资融券的风险规模是可量化、可控、可承受的。同时我们看到,《证券公司监督管理条例》中首次明确了融资融券业务通过证券金融公司进行。

《证券公司监督管理条例》第五十六条规定,证券公司从事融资融券业务,自有资金或者证券不足的,可以向证券金融公司借入,证券金融公司的设立和解散由国务院决定。这意味着我国融资融券业务集合了两种授信模式的特点,在证券金融公司成立之后更多的是以集中授信模式为主。

二、融资融券对市场的影响

融资融券作为具备杠杆性质和做空功能的交易工具,其对市场的影响是双向的。借助融资融券既可以活跃市场及稳定股价,也将为市场带来信用交易的投机特性,加大市场阶段性的波动和放大风险。

1. 融资融券对市场的正面影响。

(1)提高市场流动性。融资融券交易将为市场输入增量资金,同时无论是融资还是融券,至少会进行买入和卖出两次交易,这将提高市场的交易换手率,给券商经纪业务带来的好处是显而易见的。因此融资融券能进一步提升市场的活跃度。

(2)强化证券市场的价格发现功能。这和期货市场的基础功能是类似的,在股价过度上涨时,卖空者预期股价下跌,便提前卖出融券,增加证券的有效供应从而使行情不至于过热,反之亦然。因此融资融券可以通过市场机制调整供需不平衡现象,有助于稳定市场价格。比如在安然事件中,最先发现问题的便是卖空交易者,其推动市场迅速重新定价。实证研究也表明,融券卖空机制的引入有利于完善证券市场的价格发现机制。

(3)为投资者提供新的盈利模式和风险管理手段。我国证券市场不能做空一直为机构投资者所诟病,同时单边做多的交易模式下对冲基金这样的机构投资者无法得到发展。通过融资融券中的卖空机制,投资者可以在下跌的市场中获取盈利,同时多头投资者可以通过对冲性卖空在相关品种上建立反向头寸,实现保值。

2. 融资融券对市场的风险影响。

(1)扩张银行的信贷规模,增加金融风险。融资融券创造出虚拟的证券供求,并通过银行的信贷扩张了银行的信贷规模,在市场出现剧烈动荡时可能会诱发金融风险。当前全球性

的金融危机似乎已经证明了这一点。

(2)加大市场的短期波动。在某个阶段,融资融券具有助涨助跌的作用。尤其是在股价出现大起大落的时候参与融资融券交易的投资者无法补足保证金,此时券商只能回补证券或者处置担保证券,导致市场波动。

(3)助长市场的投机行为,滋生了股价操纵。在逐利动机的驱使下,投机者利用信用交易更容易操纵股价,损害中小投资者的利益。对融券交易者而言,散布对上市公司不利的信息可以打压股价使其获利,这有可能会强化行为人散布虚假信息的动机。

(4)带来超出投资者风险承受能力的风险。融资融券是一把“双刃剑”,放大效益的同时也必然放大风险。投资者在将股票作为担保品进行融资时,既需要承担原有的股价变化带来的风险,又要承担新投资股票带来的风险,还要支付相应的利息。亏损可能比在现金交易方式下更为严重,超出其风险承受能力。

(5)融资融券交易制度对券商形成了客户违约风险。杠杆交易的特性本身就放大了波动风险,而卖空通常意味着更大的风险。近期发生的大众汽车卖空事件就是非常典型的案例。保时捷公布增持大众汽车股票引发了“轧空”行情,引发空头竞相高价回补,造成股价暴涨,股价暴涨会引发保证金缩水,进一步引发因无法追加保证金而出现新的平仓浪潮。因此,做空不仅要关注市场的趋势,还要关注做空标的的流动性以及做好资金管理,谨防因突发性波动引发保证金不足而被强制平仓。而在这种情形下,券商很可能因为客户无法偿付而承担连带风险。

三、我国推出融资融券制度的相关风险控制建议

对于我国而言,全球金融危机不应是融资融券裹足不前的理由,面对危机我们应该更多地思考如何做好风险控制,实现融资融券制度稳妥、有序、健康地推出。

1. 分步骤、分阶段有序推出融资融券制度。笔者建议将融资融券分成三个阶段实施:第一个阶段是先在部分创新类券商进行试点,这一阶段主要观察融资融券实施后证券市场的反应和将来可能对整个证券市场产生的影响,包括证券公司、机构投资者和个人投资者等,并总结初步实施后所出现的问题及其原因,同时为以后的全面推行提供经验支持。第二个阶段是在券商中全面推行融资融券业务。鉴于第一阶段融资融券的试点效果,证券监管部门将会制定具体的实施办法,并对融资融券业务中的关键性指标进行调整。同时需要考察,推行融资融券可能会对其他行业比如银行、信托业等,产生什么样的影响。由于暂时没有设立证券金融公司,因此证券公司第一、二阶段只能以自有资金和自有证券开展融资融券交易,我们也能预见此时融资融券的规模还是比较小的、风险可量化、可承受。第三个阶段是设立证券金融公司,在证券行业全面开展融资融券业务。由于目前我国已实现保证金第三方银行存管,保证金不可能成为未来成立的证券金融公司的资金来源。因此,银行资金可能是证券金融公司运营资金的重要来源。另外,券商、证券交易所、证券登记结算公司等均有可能成

为未来成立的证券金融公司股东,这也是符合国际惯例的。设立证券金融公司后,证券公司可以在自有资金和自有证券不足时,向证券金融公司进行融资融券,因此融资融券的规模会扩大。第三个阶段的进入要建立在第一、二阶段完美实施的基础之上。

2. 完善融资融券卖空交易基本要素的管理控制。融资融券卖空交易基本要素的管理控制包括:融资融券实施细则、保证金管理、资格管理、融券标的证券管理、控制信用额度等等。
①推出融资融券实施细则,对从事融资融券交易的主体资格标准、融资融券标的证券标准、证券金融公司的业务范围、证券金融公司和券商的内部控制与市场风险控制指标等做出具体的监管要求。
②对保证金比率做出科学的规定,根据本国市场的特点,推出合理的保证金比率。同时对证券公司融资、融券的金额占其净资产的比例也应明确规定。
③对客户融资买入、融券卖出的证券,应明确规定范围,对入围的标的证券要设置明确的标准。对作为融券标的的上市公司以及关联公司的信息披露应做出详细规定,防止内幕交易和散布虚假信息。
④对卖空行为进行全程监管。为防止利用信用交易压低证券价格、操控市场行为的发生,应规定融券卖空者卖空的价格至少要比近期的售价高。这样的规定有利于防止市价走低时卖空者的抛售行为,从而避免“跳水”情况的出现,同时要求证券公司应逐日盯市。在融资融券交易活动发生异常时,证券交易所可以暂停交易。
⑤对参与融资融券的客户资格进行界定。对有融资融券需求的客户要设定资金要求和程序要求。对此类客户进行专门的风险偏好测试,做好融资融券风险教育和风险揭示工作。

3. 减少市场制度层面的不确定性。市场制度层面的不确定性表现为对行政干预的依赖,这是我国证券市场政策市的基本特征。我国股市目前的制度层面是不确定的,而任何一个小的制度调整,都会影响到股价的走势。卖空机制能够降低市场中的风险,但对于制度变化带来的风险却无能为力,甚至可能加剧市场的不可预测性,因此要尽量减少市场制度层面的不确定性。若在某一特定环境下,市场确实需要依赖行政干预,也要结合卖空机制的作用来进行。

笔者认为导致金融危机的并不是卖空制度及衍生产品本身,而是监管者的失职。风险控制和监管制度的实施,是融资融券业务顺利推出的关键。推出融资融券业务体现出监管者的魄力,而对融资融券风险的控制则将考验监管者的能力。融资融券制度的推出,将是我国证券市场走向国际化的一个重要标志。

主要参考文献

- 徐婕.我国融资融券交易模式的制度选择分析.上海金融,2008;3
- 潘焕焯.融资融券业务模式与中国选择.银行家,2008;7
- 龙云飞.浅析融资融券业务对证券公司的影响.科技咨询导报,2007;30
- 孙国雄,黄宪,严长胜.从海外市场融资融券业务看投资者的机遇与风险.上海证券报,2006-06-28