

我国融资融券业务模式的选择

卢太平(教授) 宋根苗

(安徽财经大学会计学院 安徽蚌埠 233030)

【摘要】在全球金融危机背景下实施融资融券业务,模式的选择至关重要,关系到其在我国证券市场能否成功运作。本文通过将各种融资融券业务模式进行比较,基于我国国情以及美国金融危机的经验教训,认为我国融资融券业务可采用以日本为代表的集中化模式为主、以香港的半市场化模式为辅的混合模式。

【关键词】融资融券 模式 集中化 半市场化

我国证券市场经过十多年的发展,虽然已初步建立了与社会主义市场经济相适应的金融体制,形成了较为完善的金融宏观调控体系和金融监管体系,但与发达国家相比,其发展相对滞后,金融产品创新不足。因此,必须进一步深化金融体制改革,以金融创新促进金融发展,增强金融风险管理和控制能力,确保国内金融局势稳定,增强我国金融市场对金融危机的免疫力。证监会于2008年10月5日适时宣布,经国务院批准,证监会近期将正式启动证券公司融资融券业务试点工作。本文通过比较各种融资融券业务模式,以期提出符合我国国情的融资融券业务模式。

一、融资融券业务的影响效应分析

融资融券交易又称为证券信用交易,指投资者向具有深圳证券交易会员资格的证券公司提供担保物,借入资金买入本所上市证券或借入本所上市证券并卖出的行为。其具有以下几个方面的特点:①暗含做空机制。融资融券业务能实现股票市场的卖空和买空,直接改变我国股票市场盈利模式。在股票价格上涨时,从事普通证券交易的投资者很容易获利,但股票价格下跌时投资者只能割肉止损或等待价格重新上涨。然而引入融资融券制度后,即使股价下跌,投资者仍然可以通过向证券公司融券卖空的方式获利,从而改变了单边市场状况。②杠杆效应。普通的股票交易必须支付全额价格,但融资融券只需交纳一定的保证金即可交易。③改变了投资者与证券公司之间的关系。从事普通证券交易的投资者与证券公司之间只存在委托买卖的关系,而从事融资融券交易时,投资者与证券公司之间不仅存在委托买卖关系,还存在资金或证券的借贷关系。

1. 融资融券业务对券商的影响。

(1)创造了新的盈利模式,使券商获得更高的成长性溢价。目前我国券商经营模式较为单一,经纪业务收入主要来源于交易手续费。引入融资融券业务,一方面会大大提高交易的活跃性,为证券公司带来更多的经纪业务收入;另一方面还将给券商带来利息收入,拓宽其盈利渠道。当以同样价格买入的证券价格上涨时,自有资金投资者可能已经获利了结,而

融资交易者还要向证券公司交纳一部分利息。在融资融券业务开展初期,融资利息无疑将成为券商业务收入中重要的一部分。

(2)进一步加强券商之间的竞争。我国对券商开展融资融券业务实行许可证制度,受净资本的约束及对券商综合实力的考量,不是所有的证券公司都可获得这种直接融资融券的权利。因此,率先开展融资融券业务的券商可以吸引更多客户,这必将加强券商间的竞争。同时,券商的净资本也决定了其开展融资融券业务的规模,这将会带来融资融券业务的市场细分,大客户将向净资本雄厚的券商集中。融资融券业务的开闸将加速券商的分化,获得试点资格的创新类券商的经纪业务将具备很大优势,同时也促使不符合相关标准的券商加速自身发展,以尽快达到标准。

(3)进一步加大券商的风险。券商开展融资融券业务面临的最大风险在于投资者不能按时足额偿还资金或者股票的风险。另外,券商开展融资业务的资金分为自有资金和借贷资金,而提供给客户的资金一般要被长期占用,这无疑会影响到券商的流动性指标、资产负债指标等一系列相关的风险控制监管指标。因此,开展融资融券业务后,券商面临的风险将会进一步加大。

2. 融资融券业务带给投资者的机遇和挑战。

(1)投资者面临的机遇。融资融券业务给投资者带来了新的投资理念,提供了新的选择机会。对于投资者尤其是拥有资产管理需求且资金富余的企业而言,其在可承受的风险范围内,可以适时地利用融资融券的杠杆功能,通过自身信用进行证券投资活动。这不仅可以增强投资者短期证券投资资产的灵活性和流动性,而且能够发挥杠杆效应,在满足出于投资目的而产生的融资需求的同时,维持投资者资金链的顺畅。

(2)投资者面临的挑战。①频繁交易与融资利息可能增加投资者的理财成本。融资融券交易多为短线、中线操作,这种交易虽然增强了资产的流动性,但随之带来交易成本的提高,而且这类投资者在交易完成后还要交纳一部分融资利息,这无疑也大大增加了投资者的交易成本。②融资融券业务在放

大资金使用效率的同时,也加大了风险。对投资者来说,不仅要承受股价波动带来的风险,还得支付一定的资金利息。如果投资的股票和质押的股票价格同时下跌,会使投资者面临保证金不足的风险,如果不能及时追加保证金,经纪公司有权强行平仓,甚至关闭投资者的信用账户,这样投资者便会丧失股价重新上涨时挽回损失的机会。

3. 融资融券业务对证券市场的影响。

(1)完善资本市场运行机制,填补做空机制的空白。在海外主要证券市场,融资融券业务是证券公司的一项常规和成熟业务。而在我国,股票市场仍属于典型的单边市场,只能做多,不能做空,总是处于高系统性风险的“单边”行情之中。融资融券业务在一定程度上弥补了该缺陷,使投资者不仅能受益于未来股价的上涨,也能在股价下跌中获利。

(2)融资融券交易有助于增强市场流动性。融资融券业务的启动将为市场输入增量资金,对市场产生积极的影响。融资交易主要从两个渠道增加市场交易金额,一是买空交易的自身交易额,另一个是买空交易通过其“示范效应”引发投资者增加正常交易(非保证金交易)额。同时,无论是融资还是融券,至少会进行买入、卖出或卖出、买入两次交易,这将大大提高证券交易的换手率。

(3)稳定市场价格,实现价格发现功能。在完善的融资融券制度下,信用交易制度能发挥价格稳定器的作用,即当市场过度投机导致某一股票价格暴涨时,投资者可通过融券卖出方式沽出股票,从而促使股价下跌;反之,当某一股票价值被低估时,投资者可通过融资买进方式购入股票,从而促使股价上涨。另外,欧美发达国家成熟的资本市场发展经验表明,融资融券者往往也是市场中最为活跃的交易者,其对市场机会的把握、对信息的快速反应和对股价的合理定位都对市场的完善起着非常好的促进作用,融资融券者成为实现价格发现功能的主要推动力量。

(4)融资融券交易会助长市场投机,加大市场风险。任何事物都有两面性,融资融券交易可以放大市场证券供求,使市场交易更加活跃,但如果融资买入和融券卖出的证券流量小、市场管理不当,也容易产生过度投机等负面作用。

二、融资融券业务模式的比较

1. 以美国为代表的市场化模式。美国等西方发达国家的市场化信用交易模式是一种分散授信交易模式。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,向金融市场融通或通过拆借取得相应的资金和股票。这种模式以发达的金融市场和各种市场主体之间的高度信用水平为基础,具有很高的市场化程度和运行效率。但由于不存在专门从事信用交易融资的机构,集中调控力度较小,信用交易的风险主要表现为市场主体的业务风险,监管机构仅对市场运行规则做出统一的制度安排后监督执行。其具体运行机制见图1。

2. 以日本为代表的集中化模式。以日本为代表的集中化模式是一种集中授信交易模式。不仅客户不能直接向证券金融公司融资融券,而只能通过证券公司融资融券,而且证券公

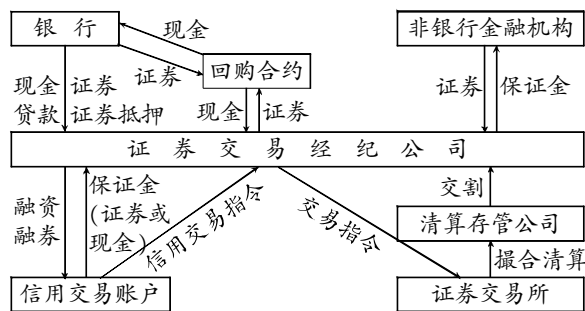


图1 分散授信模式(市场化模式)

司也不能直接向银行融资融券,只能通过证券金融公司向银行融资融券,即证券交易经纪公司供给客户的资金或者证券,全部是转融通而来。这种模式具有以下特征:①证券金融公司居于排他的垄断地位。该模式通过设立半官方性质且具有一定垄断性的证券金融公司为证券公司提供资金和证券的转融通,以此来调控流入和流出证券市场的信用资金和证券量,从而对证券市场信用交易活动进行灵活的管理。②便于监管。该模式下的证券金融公司是整个信用交易体系的核心,只要控制证券金融公司,便可调控进出证券市场的资金和证券流量,从而控制信用交易的放大倍数。虽然这种模式的集中调控力度较大,但损失了效率,增加了成本,一般适用于金融市场欠发达的国家和地区。其具体运行机制见图2。

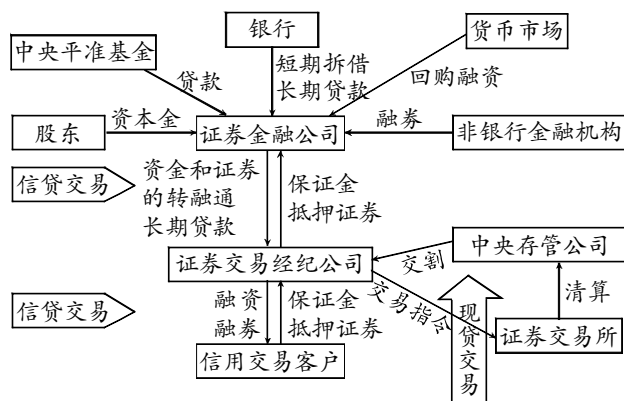


图2 集中授信模式(集中化模式)

3. 以台湾为代表的中间型信用交易模式。在我国台湾地区的中间型信用交易模式下,证券公司和一般投资者的融资融券交易同时存在,即证券金融公司不仅可以为证券公司办理资金和证券的转融通,还可以直接为一般投资者提供融资融券服务。该模式相对于集中化模式而言,证券金融公司的地位有所下降,只有一小部分拥有营业许可证的证券公司才能从事融资融券业务,集中调控力度小,但市场化程度和运行效率则有所提高。其具体运行机制见图3。

4. 香港的中央结算公司模式。香港证券市场的融资融券业务模式以市场化为主、集中化为辅,是一种半市场化模式。融资沿袭了欧美国家的市场化模式,而融券则建立在严格的法律法规限制和高度发达的技术平台之上,中央结算公司通

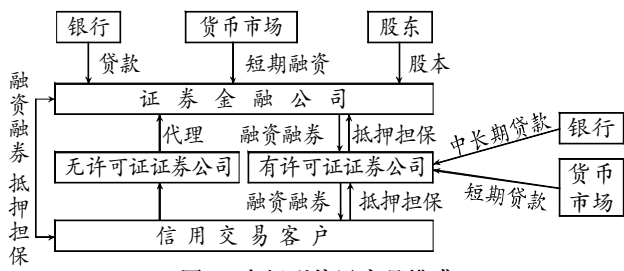


图3 中间型信用交易模式

过自动对盘系统分配可借贷股票，证监会与联交所协力监管和控制卖空活动。中央结算公司模式将融资和融券业务作为两个相对独立的机制运行，获得特别牌照的证券交易经纪公司可以从事保证金融资活动，并受到证监会和联交所专门法规条款的限制。一方面，融券活动的运行机制采取先进的交易系统自动撮合方式，同时辅以相关部门调控和市场监管，兼具分散授信与集中调控的特色，监管较为严格；另一方面，虽然融资活动采取证券公司授信的市场化方式，但是融资途径和工具相对单一，而且运行效率低于市场化模式，另外，运作成本和调控力度则比市场化模式大。其具体运行机制见图4。

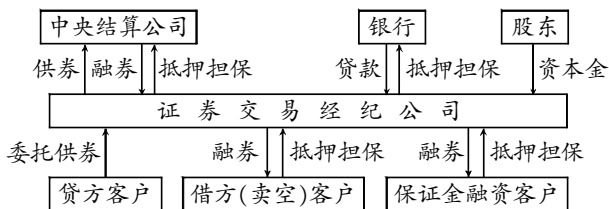


图4 中央结算公司模式(半市场化模式)

三、我国融资融券业务的模式选择

一个国家或地区信用交易模式的选择，在很大程度上取决于其经济发展状况、金融市场特别是资本市场的成熟程度、社会信用水平、证券公司及银行等金融机构的风险意识和内部控制水平以及社会文化习惯等因素。我国融资融券业务模式的选择也应基于目前资本市场和货币市场的实际。通过前文的分析，笔者认为以日本为代表的集中化模式和香港的中央结算公司模式值得借鉴。在目前资本市场与货币市场条件下，我国可以采用以日本为代表的集中化模式为主、以香港的半市场化模式为辅的混合模式。当具备混业经营、股权全流通、投资者成熟、客户评级体系完善等为标志的成熟市场条件后，应逐步提高市场化程度。值得注意的是，本文所说的市场化并不是说要照搬以美国为代表的市场化模式，而是结合我国国情和实际情况，实施集中管理下的市场化模式，并且市场化模式是我国融资融券业务的长期发展方向。

1. 集中化模式有利于加强风险管理。由美国次贷危机引发的全球性金融危机，本质上并不是金融创新或金融产品的问题，而是由金融产品市场监管缺失及交易机制弊端引起的。我国在全球性金融危机背景下实施融资融券业务，加强风险管理尤为重要。因此，完全的市场化模式并不适用于我国目前

的证券市场，只能是未来的发展方向，而以日本为代表的集中化模式更具有现实性。一方面，我国证券市场还处在初级发展阶段，证券监管滞后，集中化模式可以使证监会通过证券金融公司调控市场，从而及时有效地控制金融系统风险；另一方面，我国的证券公司资本规模较小、管理水平落后，创新能力有限，使用证监会主管的证券金融机构的半官方信用部分替代券商信用，有利于在信用环境薄弱的情况下，推广融资融券业务。

2. 中央结算公司模式能降低交易成本、减少制度摩擦。一个合适的模式要给投资者带来尽可能低的交易成本，即模式要有较高的效率和合理的定价机制。香港的中央结算公司模式在兼顾市场化趋势和集中监控职能的前提下，能充分利用现有证券市场中介，不用重新设立专门部门以及重构现有市场组织体系，只需对市场参与者各方的责、权、利作适当的制度安排即可运行，充分利用了现有的技术、制度和人力资源，不仅可以发挥我国目前市场的潜力，还可以最大限度地缩减改革成本，降低改革风险，避免制度摩擦，减少今后模式变革和完善的阻力。

3. 适合我国国情的融资融券业务模式。通过以上分析，我们认为简单地模仿日本或香港的模式是行不通的。对于尚不成熟和规范的国内证券市场我们应借鉴集中化模式中政府对金融机构实行严格监管的做法；而中央结算公司模式兼顾了市场化趋势和集中监控职能，不单独组建具有垄断地位的证券金融公司能减少成本。因此，我们要吸取这两种模式的优点，根据国内市场的实际情况，创建出一种适合我国国情的融资融券业务模式。这种模式的具体运行机制见图5。

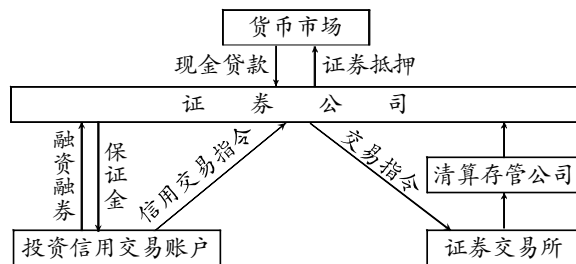


图5 我国的模式选择

主要参考文献

1. 刘中文, 李军. 拓展融资融券业务对证券市场的影响. 金融经济, 2007; 4
2. 吴淑琨, 廖士光. 融资融券交易的市场冲击效应研究——台湾的经验与启示. 深圳证券交易所研究报告, 2007; 4
3. 应展宇. 中国股票市场流动性研究. 证券市场导报, 2001; 7
4. 吴卫星, 汪勇祥, 成刚. 信息不对称与股权结构: 中国上市公司的实证分析. 系统工程理论与实践, 2004; 11
5. 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