



# 融资融券制度实施对我国证券市场的影响

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

**【摘要】** 本文基于“融资融券制度是成熟资本市场的标志之一”的认识,论述了融资融券的推出对投资者结构、产品设计、风险管理及我国证券市场的发展所具有的积极意义。

**【关键词】** 融资融券 证券市场 流动性 风险管理

融资融券制度在国际上已有数百年的历史,是否建立融资融券制度被公认是成熟资本市场的标志之一。一些市场经济较发达的国家和地区基本上都建立了适合自身情况的融资融券制度。证券融资融券交易,又称证券信用交易,包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券四种。通俗地说,融资是借钱买证券;而融券则是借证券来卖,然后以证券归还,即卖空。市场通常说的“融资融券”是指券商为投资者提供融资和融券交易服务。

融资融券制度是多层次证券市场的基础,能有效缓解证券市场的资金压力,促进证券市场稳定发展。本文就融资融券交易相关问题作以下探讨。

## 一、融资融券交易的特点

1. 财务杠杆效应。融资融券交易最显著的特点是借钱买证券和借证券卖证券。这与投资办实业时由于资本有限而向银行申请贷款有类似之处。投资者通过向证券公司融资融券,扩大交易筹码,可以利用较少的资本来获取较多的利润,这就是信用交易的财务杠杆效应。

2. 与现货交易原则相一致。融资融券交易虽然有其特殊的买卖方式,但是从交割方式来看,其与现货交易基本一致。融资交易达成后,买卖双方都必须及时结清交割,在清算时买卖双方都以现款或现货进行交割,这与现货交易方式是一样的,其差别只是有一部分现款(或证券)是借来的。

3. 交易中存在双重信用关系。在融资信用交易中,投资者仅仅支付部分价款就可以买进证券,不足的价款则由证券公司垫付,而证券公司向投资者垫付资金是建立在信用基础之上的。一方面,证券公司垫付部分差价款,是以日后投资者能够偿还这部分价款以及支付相应利息为前提的,这是第一层信用关系。另一方面,证券公司所垫付的差价款,来源于券商的自有资金、客户保证金、银行借款或在货币市场的融通资金。这种转融通的授信有集中和分散之分,在集中授信模式下,由专门的机构例如证券金融公司提供;在分散模式下,这种转融通由金融市场中拥有资金或证券的任何人提供。

4. 交易的行为具有特定含义。证券融资的目的是购买证券,以所购买的证券为抵押品,所以证券融资是一种抵押贷

款。证券融券即是卖空,在具备一定保证金的前提下,融券者借入证券的目的就是卖出,以卖出证券的款项作为抵押,融券者在还清证券及相关费用后收回款项。

5. 保证金比例是调节交易规模的重要工具。投资者在进行证券融资或融券买卖时缴纳的价款(或抵押证券)占总交易金额的比例称为保证金比例。保证金分为初始保证金和维持保证金。在海外市场,监管当局可以以保证金比例的高低调节银行资金流入证券市场的规模。

## 二、融资融券的推出对市场的影响

1. 证券信用交易的重新启动会对证券市场产生积极的推动作用。对于证券市场而言,融资融券的首要意义是解决了流动性问题。信用交易制度是在发达国家广泛实施的一项成熟制度。对于我国股市外的14万多亿元的储蓄存款来讲,信用交易制度无疑打开了银行资金间接入市的渠道,对当前证券市场构成了实质性利好。融资融券制度的实施给证券市场开拓了新的资金来源渠道,增强了证券市场的活力。根据海外市场的实践,融资融券交易往往会使得证券市场的交易量明显放大,市场的活跃程度大大提高。如美国和日本的证券信用贷款规模一般低于证券市值的2%,但是信用交易规模占证券交易金额的比重却达到6%~20%左右。我国的《证券公司风险控制指标管理办法》规定,证券公司“对所有客户融资融券业务规模不得超过净资本的10倍”。这意味着,如果融资融券业务得以开展,在假设所有券商都可以从事融资融券业务且没有其他限制性指标的前提下,目前所有券商约420亿元的净资本最大可以产生约4200亿元的资金供给。但出于控制风险的考虑,各国各地区往往对融资的比例有一定的限制,如我国台湾地区证券融资余额占股市总市值的比重为1.5%,欧美国家一般也不超过2%。证券信用交易的重新启动对市场产生积极的推动作用可能更多的是心理上的。尽管融资和融券的同时推进可能带来证券供给和需求的双向扩容,从而抵消单方面的作用,但在行情向好时,融资业务将成为主导因素,从而对行情的发展起到巨大的推动作用。

2. 有利于为新股发行和上市公司再融资创造良好的外部环境。一批大型优质企业持续不断地到海外上市,对于投资

者利益、证券市场发展、国家税收、解决眼前经济运行矛盾、国家金融战略等都是不利的。一般发达国家往往也出于对本国利益的考虑,并不鼓励优质企业到海外上市。优质企业是我国证券市场的核心部分,这些企业发行股票有利于分流国内储蓄资金,并让投资者分享这些企业经济增长的成果。但是,大盘股发行带来的扩容压力有可能导致市场短期供求失衡。从国际上的做法来看,信用交易体系对新股发行提供强有力的支持,一般都为新股的发行上市提供保证金信用,从而在一个低风险的水平上保证发行的成功。一般来说,提供融资融券的机构都会对所发行的新股提供承销认股融资。无论是发行公司的经营者、股东、员工或者是中签人,以及其他特定人,都可以向提供融资融券的机构提出特殊的承销认股申请。在这种情况下,并不需要申请人已经拥有股票或者信用账户,而只要凭借认股缴款书,就可以以所认购的新股作为担保品,获得所认购新股的资金。而提供融资的范围,不限于交易所所提供的融资融券范围,只要是增发新股、配股、初次发行,都可以适用。融资融券能够利用发行新股折价概率小的特点,提供信用融资,这样就增强了社会对新股的认购意愿和申购能力,有助于发行的成功,提高了整个证券市场的融资能力。

3. 为券商开辟新的盈利渠道,促进行业规范经营。目前我国有证券公司 128 家,经纪业务收入占比达到 70%左右,淡季时更是达到 90%。证券行业内部同质化竞争加之证券行业周期性波动风险,使证券公司的利润空间不断受到挤压。而融资融券业务不仅可以增加券商的手续费收入,而且可以为证券行业带来较为稳定的信用交易收入。从经纪业务方面看,以沪深两个交易所 1996~2005 年股票基金交易平均额 10.3 万亿元(双向)、平均手续费率 0.2%计算,券商年均手续费收入为 206 亿元。从融资融券利息收入方面看,以美国证券行业 1980~2003 年收入结构为参照,信用交易的保证金贷款收入占手续费收入的 38%左右。考虑到国内券商融资成本与国外的差距,假设融资融券收入为手续费收入的 20%,则融资融券将为国内券商带来 48.62 亿元的利息收入。尽管 1999 年实施的《证券法》明确规定证券公司不得为投资者提供融资融券的信用交易,但我国证券业存在的“地下”融资活动却从未停止过。透支炒股、券商挪用客户保证金、三方协议贷款等事件时有发生,信贷资金违规进入股市屡禁不止。现在解除对券商融资融券业务的法律限制,使其由“地下”走到“地上”,可将整个过程置于有关部门的监管之下,增加信息的透明度,可以起到保护投资者利益、促进券商规范经营的作用。

4. 融资融券是当前稳定市场的最佳工具。融资融券机制能在市场反复波动时扮演稳定器的作用,即无论在市场疲弱低迷状态还是在上涨即将见顶时刻,融资融券的双边盈利机制都将成制约市场重大调整的阻力。以市场疲弱状态为例,如前段时间市场由于缺乏真正的买空和卖空交易制度,投资者更多地采取了观望和看空的态度,市场预期很容易达成一致,出现了毫无反弹的下跌。如果当时市场存在融资融券制度,那么广大投资者或者投资机构就不会在融券之后进行大规模卖空交易。因为当前市场投资者的观望和看空态度演变

为交易层面卖空交易需要更多的信息支持和更为准确的市场判断;同时未预期到的市场上涨力量很有可能使卖空策略带来巨大的损失,因此卖空制度的存在会成为一种市场价格发现和防止暴涨暴跌行为的稳定器,这时投资者的分歧越大,市场便越稳定。这种促进市场稳定的作用贯穿于市场走势的全过程,即便在市场处于高点时它同样会起作用。然而,融资融券稳定市场的特点对市场的利好仅体现在市场稳定方面,而非促进市场大幅上涨方面。融资融券制度推出后的市场走势可能出现这样一种情况,即首先出现阶段性的上涨,而后转变为以缓慢振荡为主,中长期市场的上涨和下跌取决于上市公司的业绩状况。这并非当前市场上大多数投资者所希望的,但是它却是一个对市场长期发展有好处的制度。

5. 融资融券对证券公司风险管理是一个严峻挑战。融资融券业务超出了传统的经纪业务范畴,蕴含了更多的风险,对券商的风险管理流程和方法提出了严峻的挑战。投资者在买空和卖空过程中可能会给券商带来的风险主要包括市场风险和投资者违约风险。市场风险主要是指券商在动用自己的资金或者证券为投资者融资融券过程中由于错误判断市场所引发的风险,即将股票上涨误判为下跌而错误地融出资金,将股票下跌误判为上涨而错误地融出股票。实际上,这种风险是一种机会损失,对券商的利润会产生负面影响。如果券商的融资融券业务量足够多,那么券商资金流入流出和股票的流入流出应该可以实现动态平衡,从而实现风险的自我对冲。然而,在开展融资融券业务的初期,几乎所有的券商都很难达到这种业务规模,市场风险的存在将不可避免。在这种情况下,券商最佳的选择是通过证券金融公司的中介进行融资融券,将风险转嫁给证券金融公司。但由于需要向证券金融公司付费,又会降低融资融券业务的利润,因此,券商形成足够的融资融券业务量非常重要。投资者违约风险是融资融券业务的主要风险,即投资者在损失超过保证金后发生违约行为产生的信用风险。若采用 50%的融资融券保证金比例,并采取完善的盯市风险管理制度,则投资者违约风险的概率会降到很小,除非标的股票发生连续多日跌停才会受到重大的损失。一般情况下,交易所在确定融资融券榜单时会充分考虑市场的流动性问题,因此这种风险将大大降低。

#### 主要参考文献

1. 孙国茂. 中国证券市场信用交易研究. 北京: 中国金融出版社, 2007
2. 桂浩明. 发展融资融券 推动市场建设. 上海证券报, 2008-04-30
3. 闻岳春. 证券融资融券制度实施的影响及其应对. 中国证券, 2006; 3
4. 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
5. 李滨, 胡天彤. 融资融券业务对券商的影响及应对策略. 渤海证券, 2006-01-16
6. 房振明. 融资融券业务带来三大机遇三大挑战. 上海证券报, 2008-05-07