

我国证券市场卖空交易模式选择

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 建立卖空交易机制有助于解决我国股市目前存在的问题。本文介绍了海外卖空交易机制的主要模式,提出我国要博采众长,同时考虑我国证券市场发展的特点,在合适的阶段推进合适的卖空交易模式。

【关键词】 卖空交易 股指期货 分散授信 集中授信

卖空交易是指市场投资者预计证券价格即将下跌,从其他证券持有人手中借入证券然后将证券出售给市场上的其他投资者,等价格下跌时再买回等量的证券归还原来的证券持有人,以此获取利差的一种交易方式。一般在允许卖空的市场中,卖空的主要形式均是融券卖空,而对于市场欠发达、监管较严厉的新兴市场尤其如此。建立卖空机制对解决我国股市目前存在的问题将发挥重要作用:①有利于我国股市价格的理性回归和价值投资理念的深化;②卖空机制是规避系统性风险的利器;③有利于大力发展机构投资者;④有利于提高股市的流动性和市场资金的周转率;⑤股票的卖空机制是建立股指期货的必要条件。

当然,卖空机制具有双刃剑的特性,只有在规模大、不易受单一势力操纵、法规较为完善和管理者监控能力较强的市场中才可以建立。

一、卖空交易的主要模式

海外市场的证券信用交易经历数百年发展,目前已形成了各具特色的信用交易模式,主要有以欧美和我国香港地区为代表的市场化的分散授信模式、以日本为代表的集中授信模式和以韩国和我国台湾地区为代表的“双轨制”集中授信模式。

1. 分散授信模式。分散授信模式是一种市场化的融资模式,这种模式不存在从事信用交易融资融券的机构,客户的融资或融券由大量的、分散的证券公司办理。融资融券由市场上的证券公司、商业银行和其他非银行金融机构通过信贷、回购等多种形式完成。分散授信模式运作流程为:投资者向券商申请融资融券,由券商直接对其提供信用,当券商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)标借取得相应的股票。在这种模式下,信用交易的风险表现为市场主体的业务风险,监管机构只是对运行的规则做出统一的制度安排并监督执行。欧美金融市场发达,信用制度健全,投资银行等金融机构内部控制制度健全,因此选择了市场化的分散授信模式。

2. 集中授信模式。日本信用交易的模式是典型的专业化模式,也是集中授信模式。其中,专业化的证券金融公司在信用交易资金流动中处于垄断地位,严格控制着资金和证券在

市场中的流动。证券公司与银行在证券抵押融资上是被分隔开的,证券金融公司充当中介,成为连接证券市场与货币市场的一座桥梁。客户不能直接向证券金融公司融资融券,只能通过证券公司融资融券;证券公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。证券公司在信用交易中的主要作用则是代理客户的融资或融券需求。其中,股票融资融券是证券公司从证券金融公司获取资金的主要方式,而股票融券则是借券的主要内容。

3. “双轨制”集中授信模式。在我国台湾地区所有的证券公司中,只有一小部分经批准可以办理融资融券业务,其余的证券公司则没有获得营业许可。获得融资融券许可的证券公司可以为客户提供融资融券的服务,然后再从证券金融公司转融通;没有获得融资融券许可的证券公司,只能接受客户的委托,代客户向证券金融公司申请融资融券。韩国则扩大了证券金融公司的业务范围,特别重要的是建立了完善的客户保证金制度和证券借贷制度,为韩国证券市场和期货市场的迅速发展提供了坚实基础。

4. 三种交易模式的比较。在分散授信模式中,证券公司是绝对的枢纽,承担了最大的风险控制责任,同时也获取最大的利益。在这种模式中,证券公司直接面对客户,直接从事再融通交易,所有的风险都独立承担。而市场上能够从事融资融券业务的证券公司数量极多,整个业务的风险控制由所有证券公司共同承担,政府主管部门不需要设立证券金融公司进行控制。因此,只有在市场机制完善、法制健全、信用基础好的市场上,才能实现分散授信模式。而在集中授信模式中,由政府主管部门设立的证券金融公司成为绝对的枢纽。所有的融资融券业务必须通过再融通实现,证券金融公司掌控了所有再融通交易,即控制了融资融券业务的数量、价格、时间等关键要素。这样,监管者只要通过控制证券金融公司,就可以调控进出证券市场的资金和证券流量,控制融资融券的放大倍数,从而调控市场。证券公司掌握客户资源,也具有一定的话语权。在市场发育时间短、监管手段滞后、信用环境较差的情况下,使用这种模式能够最大限度地控制风险,但在便于监管的同时,也在一定程度上损失了资源快速配置的效率。“双轨

制”集中授信模式则是一种过渡模式,我国台湾地区的融资融券交易模式目前正向集中授信模式转变。

二、建立有中国特色的证券公司卖空交易机制

海外证券市场卖空的发展历史表明,卖空是证券市场的一种基本而且重要的交易方式。卖空机制模式是为了规范卖空而形成的一种制度安排,这种制度安排与一国或地区的证券市场基础和金融体系监管模式密切相关,不是一蹴而就的。分散授信模式相对稳定,是因为其已经过漫长的修正和规范;集中授信模式的确立是利用技术和制度上的“后发优势”,博采众长,故有一个较高起点,但同样受历史背景的局限。因此,我国要考虑的是在合适的阶段推进合适的模式。

1. 对用于融资融券交易的证券的资格认定。融资融券交易有较强的倍乘效应,能在短时间内大规模增加交易额度,从而增加市场风险。因此,为防止交易信用的过度膨胀,应设立一套有效的机制对其进行管制。考虑到我国的证券公司尚无办理证券抵押融资业务的经验且自律程度低,不同证券的质量和价格波动性差异很大,将直接影响到信用交易的风险水平,因此并不是所有的证券都适合进行融资融券交易,而应对其进行资格认定,资格认定权可归属于证券交易所。证券资格管理是信用交易中非常重要的一环,是防止恶性炒作、形成良性投资理念的必要手段。其主要标准是:股价波动幅度不能太大、主营业务稳定、流通股股本较大,并考虑法人治理结构的完善程度、大股东和管理层的诚信度等因素的影响。

2. 对市场整体信用额度的管理。对市场整体信用额度的管理包括对融资保证金比率和融券保证金比率的动态管理。融资保证金比率包括最低初始保证金比率和常规维持率,现阶段我国这两个比率可考虑设定为60%和30%。也就是说,券商在融入资金购买证券时,必须交纳60%的保证金,并把购得证券交给证券金融公司作抵押。当证券价格下跌导致保证金比率低于60%时,证券金融公司将停止为该券商继续融资,当保证金比率低于30%时,证券金融公司将通知券商补交保证金,否则将强行卖出抵押证券。券商的保证金可以是现金,也可以是符合条件的证券。当用证券作保证金时,还应设定另外两个指标:①现金比率,即券商的保证金不能全部是证券,而必须包含一定比例以上的现金。现阶段我国的现金比率可设定为20%。②担保证券的折扣率,即用作保证金的证券不能按其市值来计算,而应扣除一定的折扣率,以降低证券价格过度波动带来的信用风险。担保证券的折扣率与证券的类型有关,政府债券可按10%计,上市股票可按30%计。融券保证金比率也包括最低初始保证金比率和常规维持率(含义同上),可分别定为70%和30%。

3. 对证券机构信用额度的控制。首先,应考虑证券金融公司资本充足率的设定。我国台湾地区要求证券金融公司的负债总额不能超过其资本净值的11.5倍,相当于最低资本金充足率为8%;日本证券金融公司的资本金充足率相对较低。考虑到金融机构的性质及本着稳健性原则,我国证券金融公司的最低资本金充足率设定为8%比较适宜。另外,证券金融

公司应设立专门的风险监控机构,对其融资融券业务进行监控。其次,规定证券金融公司从银行获得的融资额不得超过其资本净值的6倍。第三,证券金融公司对任何一家证券公司的融资额度不能超过其净值的15%。对证券公司的管理:①规定证券公司对投资者融资融券的资格,以资产负债率不超过95%为限,且资产质量良好、守法经营;②规定证券公司对投资者融资融券的总额与其资本净值的最高倍率,现阶段可定为150%;③每家证券公司在单个证券上的融资额和融券额分别不得超过其资本净值的10%和5%。

4. 对个别股票的信用额度管理。对个股的信用额度管理是为了防止股票过度融资融券导致风险增加。可规定:当一只股票的融资融券额达到上市公司流通股本的25%时,交易所将停止融资买进或融券卖出,当比率下降到18%以下时再恢复交易;当融券额超过融资额时,也应停止融券交易,直到恢复平衡后再重新开始交易。另外,证券存管也是融资融券的一个关键环节,而美国的存管制度是最完善的,因此,在设计我国的融资融券制度中有关抵押品存管的制度时应更多地借鉴美国经验。

5. 卖空交易风险控制。首先,应遵循“分类管理”的原则,将用于融资融券的证券与自营账户中的其他证券分开管理,不得串户运作;应在法律上明确证券作为抵押物时,被抵押人何时具有清偿变现的权利;应建立规范、统一的融资融券合同模板。其次,在卖空报价规则上,为防止证券价格下跌时市场的过度反应,各国对卖空交易都做出了严格的规定。我国可借鉴美国证券市场的“波幅检测规则”即报升或零加标,前者指卖空申报价必须高于前一个成交价,后者指卖空申报价如等于前一个成交价时必须高于此价之前的成交价。另外,还必须规定内幕人士不得从事本公司证券的卖空交易;要建立相应的规则防止证券商利用卖空机制联手操纵市场。第三,提高信息透明度。监管者应尽可能向公众定期披露市场卖空的程度,使其结果可被预期,市场条件的变化能更好地被理解。这些信息有助于市场参与者的交易行为,但只有披露的情况与市场实际卖空程度相符时,这些信息才有意义。最后,规定卖空的期限与清算。对于信用交易的期限,各国证券市场的规定有所不同。美国没有限制,其他国家有的长则6个月,短则150天,一般为6个月。期限过长会影响证券金融机构的资金和证券的周转,过短则容易引发投机行为。

主要参考文献

1. 谢晋明. 建立卖空机制势在必行. 金融信息参考, 2004; 5
2. 陈建瑜. 我国证券融资融券的实现路径. 中国金融, 2006; 8
3. 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
4. 邓桑, 杨朝军. 国外证券市场卖空交易风险的监管经验与借鉴. 经济纵横, 2006; 9
5. 张万成. 融资融券交易模式需因地制宜. 中国证券报, 2006-08-14