

融资融券交易监管 法律制度研究

齐萌 著



上海财经大学
法学院博士文库



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

D922. 287. 4
68

上海财经大学法学院博士文库

融资融券交易监管 法律制度研究

齐萌 著



法律出版社

图书在版编目(CIP)数据

融资融券交易监管法律制度研究 / 齐萌著. —北京:
法律出版社, 2013. 6

(上海财经大学法学院博士文库)

ISBN 978 - 7 - 5118 - 5054 - 6

I. ①融… II. ①齐… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 135091 号

上海财经大学法学院
博士文库

融资融券交易监管
法律制度研究

齐 萌 著

责任编辑 黄琳佳
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 A5

版本 2013 年 7 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京京华虎彩印刷有限公司

印张 9.25 字数 223 千

印次 2013 年 7 月第 1 次印刷

编辑统筹 学术·对外出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 5054 - 6

定价:32.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

《上海财经大学法学院博士文库》编委会

周仲飞	郑少华	马 洪	杨 峰	廖益新
王全兴	王士如	单飞跃	刘水林	张淑芳
张圣翠	张军旗	单海玲	徐继强	朱晓喆

序

境外证券市场的经验表明,融资融券交易作为一项基础性交易制度对于证券市场的发展意义重大,但它的推出,对于我国证券市场的发展是机遇和风险并存。一方面,融资融券交易有利于提高市场流动性、稳定市场价格、完善价格发现机制,但也容易被滥用成为操纵市场、驱使股价下跌的工具,因此迫切需要对其进行有效监管。我国于2010年3月正式进行融资融券交易的试点工作,并相继出台了《证券公司融资融券业务试点管理办法》、《证券公司监督管理条例》、《转融通业务监督管理试行办法》等一系列的监管文件。随后,学术界对于该论题的研究也逐渐增多,但遗憾的是,相关研究主要集中于经济学等领域,鲜有从法学角度对其风险控制和监管的系统研究。可以说,从法学角度出发,对于融资融券交易监管的研究是一个较为薄弱的环节。

融资融券交易作为一种金融创新,风险和功效并存,但如何寻求两者之间的平衡,在肯定监管的同时,又不损害创新的效应;以及如何结合中国证券市场的

发展实际,设计一套适合中国融资融券交易的监管制度。本书作者正是依此路径,对于融资融券交易的监管模式选择、市场准入监管、风险控制与监管、信息披露监管等方面进行了细致和系统的研究。并设计了一套以市场准入监管、断路器规则、严格的结算制度以及个别证券重大空头头寸的信息披露制度为主体的融资融券交易监管制度。

齐萌博士是一位优秀的青年学者,他于2008年考入上海财经大学法律金融学专业攻读博士学位,我作为导师见证了他的成长。在三年的博士学习期间,他学习刻苦、治学严谨,针对金融法学、法律金融学等领域进行了相关的阅读和写作。其研究总能紧扣国际和国内金融市场的发展实际,能以跨学科的研究视角进行分析论证,显示出较高的科研素养和研究能力。融资融券交易作为证券市场的一项创新业务,对于中国证券市场的发展具有重要的意义。自从融资融券交易筹备之初,作者就密切关注和研究该论题,并将该论题作为其博士学位论文的选题。本书正是在他的博士论文基础上修改而成,也是他的第一本学术专著,该书搜集了大量的前沿性资料。可以说,它反映了目前关于融资融券交易监管的最新成果,在一定程度上弥补了该领域的研究空白。作为作者的指导老师,我欣然为之作序,并向学术界和实务界推荐该书。

上海财经大学法学院院长、教授、博士生导师

郑少华

2013年7月8日

目 录

导论 001

第一章 融资融券交易的学理阐释 024

第一节 融资融券交易的内涵、特征及其法律关系 025

一、融资融券交易的内涵 025

二、融资融券交易的法律特征 029

三、融资融券交易的法律关系 032

第二节 融资融券交易的功能分析 034

一、对投资者而言 034

二、对证券公司而言 035

三、对商业银行而言 037

四、对证券市场而言 038

第三节 融资融券交易与邻近交易的辨析 041

一、融资融券交易与证券现货交易 041

二、融资融券交易与股指期货交易 042

三、融资融券交易与证券透支交易 044

四、融资融券交易与三方监管业务 046

第四节 证券金融公司的法律价值及其性质分析	048
一、证券金融公司的定义	049
二、证券金融公司存设的法律价值	049
三、证券金融公司的法律性质：制度样态的差异性考察	051
第五节 本章小结	056

第二章 融资融券交易法律监管的基础理论 058

第一节 融资融券交易法律监管的经济学基础	059
一、市场失灵和金融监管的必要性	059
二、市场失灵和政府干预理论之于融资融券交易监管的意义	063
第二节 融资融券交易法律监管的目标	068
一、维护投资者信心、保护投资者利益	068
二、防止系统性风险、维护市场稳定	070
三、确保市场公平、有效、透明	071
四、三个目标之间的关系	073
第三节 融资融券交易法律监管的原则	074
一、公开原则	078
二、成本—收益原则	079
三、本土化检验原则	080
四、合作原则	082
五、有适当例外原则	084
第四节 本章小结	086

第三章 中国融资融券交易监管模式选择 088

第一节 融资融券交易监管模式概述	089
一、市场化的分散授信模式及其特征	089

二、专业化的单轨授信监管模式及其特征	094
三、专业化的双轨授信监管模式及其特征	099
第二节 融资融券交易监管模式的比较分析	102
一、融资融券交易监管模式的一般规律	103
二、融资融券交易监管模式的差异和政策取向	103
第三节 中国融资融券交易监管模式的选择	105
一、我国融资融券交易监管的发展历程	106
二、我国融资融券交易监管模式的选择和完善	109
第四节 本章小结	112

第四章 融资融券交易市场准入监管 114

第一节 投资者市场准入监管	115
一、投资者市场准入的积极条件	115
二、投资者市场准入的消极条件	119
三、构建融资融券交易的投资者适当性制度	122
第二节 证券公司市场准入监管	123
一、证券公司市场准入的净资本和能力要求	124
二、证券公司市场准入的除外条款	126
三、引入融资融券交易引介证券商制度	127
第三节 标的证券市场准入监管	129
一、交易所集中市场标的证券的准入条件	129
二、店头市场标的证券的准入条件	132
三、建立融资融券交易标的证券的动态管理制度	136
第四节 证券金融公司市场准入监管	139
一、证券金融公司的设立许可	140
二、证券金融公司的业务范围	142

三、证券金融公司的从业人员资格	146
四、构建和完善我国证券金融公司法律制度	147
第五节 本章小结	153

第五章 融资融券交易风险控制与监管 155

第一节 融资融券交易的风险及其成因	156
一、融资融券交易蕴含的风险	156
二、融资融券交易风险的成因分析	160
第二节 融资融券交易的风险揭示原则	163
一、建立风险揭示原则的价值和意义	164
二、风险揭示原则在融资融券交易监管中的应用	166
第三节 融资融券交易风险控制的交易和结算制度	168
一、保证金制度	168
二、提价规则	178
三、断路器规则	192
四、限制或禁止融资融券交易	203
五、严格的证券结算制度	216
第四节 证券公司内部控制制度	223
一、加强和完善证券公司内控制度的必要性	224
二、内部风险控制的文化环境	225
三、内部风险控制的组织结构	227
四、证券公司内部风险控制制度的构建	228
第五节 本章小结	230

第六章 融资融券交易信息披露监管

——以卖空交易为中心 232

第一节 融资融券交易信息披露监管的意义和目标 233

一、融资融券交易信息披露监管的意义 233

二、融资融券交易信息披露监管的目标 236

第二节 卖空交易的信息披露监管框架 238

一、信息披露的利弊和对称性分析 239

二、信息披露的框架和执行方式 241

第三节 卖空交易信息披露的方法比较 246

一、卖空交易的标记制度 248

二、个别证券的空头头寸总额的信息披露制度 248

三、个别证券的重大空头头寸的信息披露制度 249

四、对我国现行卖空交易信息披露制度的反思与评价 251

第四节 个别证券的重大空头头寸信息披露的制度构建 253

一、信息披露的范围 254

二、信息披露的双层结构 255

三、信息披露的门槛设置 256

四、信息披露的运作方式和披露时机 258

第五节 本章小结 258

结语 260

参考文献 266

后记 282

导 论

一、本书的理论意义与实用价值

融资融券交易(也称证券信用交易或者保证金交易),是相对于一次性的“钱券两清”的现货交易而言的,它是指投资者在买卖股票时,向证券公司或其他金融机构支付一定比例的现金,其差额部分通过证券公司或银行借贷而补足。^①融资融券交易在海外几乎和证券市场同时产生,是成熟证券市场上广泛流行的一种交易方式。这种交易方式以其特殊的运作机理和特点对投资者产生了巨大的吸引力,深受投资者欢迎。^②但在我国,时至今日,对于是否应引入融资融券交易仍有不同声音。赞成引入融资融券交易的人士认为,融资融券交易的引入在改变我国证券市场单边

^① 本书所研究的融资融券交易是指狭义的融资融券交易。广义的融资融券交易包括三个层面的含义:一是买卖双方的相互授信,即证券期货交易(或远期);二是证券商或证券金融机构对投资人的授信,即融资融券交易;三是证券商或金融机构对投资人的借贷。狭义的融资融券交易仅指证券商或证券金融机构对投资人的融资融券交易。参见陈建瑜:《我国开展证券融资融券交易问题研究》,深圳证券交易所2004年研究报告,第3页及以下。

^② 同上注。

市的格局,提高市场的流动性,消除地下融资交易,保护投资者利益等方面具有重要意义;而反对者认为,融资融券交易所具有的高风险性、高杠杆性,会引发证券市场的投机风潮,加大证券市场的波动。^①但国内外的研究显示,融资融券交易的实施并不会加大证券市场的波动,反而具有稳定证券市场,提高证券市场流动性的功能。

我国证券市场从成立以来取得了巨大的发展,自2005年年底更是实现了跨越式的增长,市值规模从2005年12月底的32430亿元增长到2007年12月底的超过32万亿元,上证综指也从2005年年底的1161点上涨至2007年10月的5000点。而2007年更是以接近97%的年度涨幅稳居各国资本市场首位。但自2007年10月以来,中国大陆股市出现了深幅调整,在不到半年的时间之内,上证综指从最高的6124点到最低跌破3000点。在股市暴涨暴跌的背后,我们注意到我国资本市场还存在着一些制度性缺陷,特别是卖空机制等融资融券交易制度至今仍未完全建立和真正实施。^②尽管中国证监会在2006年发布了《证券公司融资融券业务试点管理办法》(以下简称《试点管理办法》,2011年修改为《证券公司融资融券业务管理办法》,以下简称《管理办法》)、《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》(以下简称《试点内部控制指引》,2011年修改为《证券公司融资融券业务内部控制指引》)等关于融资融券交易试点的规章制度,但直到2010年,融资融券交易才正式开始试点。究其原因,融资融券交易是一把“双刃剑”,它的推出既有重要的意义,同时也会带来较大的风险。而如何能对融资融券交易进行有效监管将是关系到融资融券交易能否健康运行的关键。由此,探讨融

① 关于学者的具体观点,详见本章国内外研究现状第一部分——对于我国是否引入融资融券交易制度的研究。

② 翁弘林:《融资融券交易对市场效率的影响——基于台湾经验的研究》,厦门大学2008年博士学位论文,第1页。

融资融券交易监管制度对于股市暴涨暴跌现象尤为频繁的我国具有重要的理论意义和实用价值,主要表现在以下几个方面:

首先,融资融券交易是证券交易的重要组成部分,而一个国家证券交易制度的发展与这个国家的证券市场的发展息息相关。但我国资本市场一直缺乏系统的融资融券交易的规章制度,我国学术界对融资融券交易的研究也有待于进一步的深化。

其次,融资融券交易是海外证券市场一种较为完善和成熟的交易制度,但对我国来说,融资融券交易对我国现行的监管制度和市场环境提出了挑战。由于我国证券市场发展较晚,自身的监管体系还未完全建立,融资融券交易的推出为我们如何更新和完善证券监管的理论提出了挑战。

最后,融资融券交易的推出对现行的证券法、保险法、银行法、担保法等法律法规和国际金融实践产生了极大的冲击和影响。在以下几个方面尤为明显:

一是对国外证券市场的监管制度和实践进行考察固然重要,但在比较的过程中,如何进行去粗取精、如何找出适合我国国情的监管制度才是我们进行比较的真正目的。二是如何从源头上杜绝风险的发生,更有效地监管融资融券交易,这就涉及融资融券交易的准入研究。而如何更好地对投资者、证券公司、标的证券、证券金融公司的市场准入进行监管,是重中之重。三是融资融券交易所蕴含的以小博大的机制,如果运用不当,势必给投资者和证券市场带来负面效应。如何更好地防范交易过程中的风险是关键所在。境外证券市场的监管经验表明,保证金制度和证券金融公司的设立主要基于防范风险、保证交易安全以及保护授信者利益的考量。但前者的制度设计与存在的缺陷以及如何构建适合我国国情的证券金融公司是立法者和监管者必须考虑的问题。此外,断路器规则、提价规则、证券结算制度也是世界各国或地区

普遍采用的监管制度,但是否适合我国的市场环境还需要我们认真研究。四是信息乃进行有效金融监管的基础所在,那么在融资融券交易的情况下,进行信息披露的方法有哪些?各自应披露的信息范围以及如何构建融资融券交易信息披露的有效机制?

上述问题的出现及其重要性无不表明对融资融券交易监管制度的研究,具有重要的理论意义和实用价值。

二、国内外研究现状

国外对融资融券交易的相关研究已经颇为深入,我国由于一直禁止融资融券交易,所以相关研究较为滞后和浅显,2006 年我国启动融资融券交易试点以来,学界和实务界对此的研究才逐渐增多和深入。

国外对融资融券交易特别是买空卖空的研究,可以追溯到 20 世纪中叶,近年来更是西方金融界的一个热点研究领域。相关的研究主要集中在融资融券交易对证券市场的效果、市场流动性及市场定价效率等方面。从笔者搜集到的资料来看,从实务的角度看,主要有 Fabozzi, Frank J. 的《卖空:策略、风险及回报》(*Short Selling: Strategies, Risks, and Rewards*); Staley、Kathryn F. 的《卖空的艺术》(*The Art of Short Selling*); 欧尼尔·W. J. 的《如何在卖空中获利》(*How to Make Money Selling Stocks Short*)等。从理论的角度来看,主要有 Miller 教授、Hardouvelis 教授、Hsieh 教授、Bris 教授等所撰写的一系列关于卖空的论文。另外,还有国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)等发布的关于卖空监管的研究报告等。

国内的研究始于 20 世纪末,到目前为止已经取得了可喜的成绩,相关的研究成果不断增多。但与境外相比,中国大陆对融资融券交易的研究起步较晚,研究领域也比较浅显,20 世纪 90 年代曾有少许的研究论文和课题成果,但主要是关于融资融券交易的介绍性文章。进入

21 世纪之后,关于融资融券交易的研究论文和课题逐渐增多,特别是在融资融券应时推出前后,实务界有组织地到境外证券市场进行考察,相关内容以考察报告、研究报告或专著的形式发布。^①同时,学术界对融资融券交易的研究也是热情高涨,相关的论文和著作也呈上升势头。^②笔者通过中国知网的两大数据库(中国学术期刊全文数据库、中国优秀硕士学位论文全文数据库)的搜索,截止到 2013 年 4 月,关于融资融券交易(融资融券)的文章和硕博论文已经超过了 1200 篇,^③但与国外及我国证券市场其他研究课题相比,关于融资融券交易的研究无论是在广度还是深度上,都相去甚远。

总结国内外对融资融券交易监管相关问题的研究,国外的研究主要集中在几个方面:保证金比例与市场波动性、融资融券交易的信息披露、融资融券交易的具体监管制度,比如提价规则、断路器规则等。而相比之下,国内的研究因起步较晚,与监管相关的主题主要侧重于对我国是否引入融资融券交易制度、融资融券交易的模式选择和制度构建、融资融券交易中强制平仓的性质及相关规定的完善、融资融券交易风险控制与监管等问题。下文中笔者将对融资融券交易监管的几个重点

① 如胡继之、于华:《证券公司融资融券制度研究》,深圳证券交易所综合研究所,1999 年;陈建瑜:《我国开展证券融资融券交易问题研究》,深圳证券交易所综合研究所,2004 年;中信证券、南方证券联合课题组:“证券信用交易制度比较研究”,载《中国证券市场研究前沿问题》,商务印书馆 2001 年版;中国证券业协会:《关于台湾地区融资融券业务的考察报告》、《关于日本、韩国融资融券业务的考察报告》,2006 年。

② 据笔者统计,关于融资融券交易的专著或著作包括:沈沛等:《证券信用交易制度研究》,中国金融出版社 2002 年版;孙国茂:《中国证券市场信用交易研究》,中国金融出版社 2007 年版;张万成:《中国证券市场信用交易研究》,云南大学出版社 2008 年版;简军:《融资融券》,南京大学出版社 2009 年版;皖君:《融资融券》,中国科学技术出版社 2008 年版;傅强:《融资融券操作宝典》,立信会计出版社 2009 年版;愚寂泮:《融资融券实务》,西南财经大学出版社 2009 年版;李艳:《融资融券法律机制研究》,法律出版社 2011 年版等。

③ 其中博硕士论文 200 余篇,而在博士论文中,从法学层面研究融资融券交易的有程胜博士的《选择与发展:我国资本市场中的证券融资融券交易制度》,华东政法大学 2008 年博士学位论文;黄江东博士的《融资融券法律制度研究》,华东政法大学 2012 年博士学位论文。

研究领域作一个大致的梳理。

(一)国内研究现状

1.对我国是否引入融资融券交易制度的研究

对于我国是否应该引入融资融券交易制度,理论界和实务界长期以来一直存在争议,赞成者认为引入融资融券交易有利于丰富投资者的投资选择,促进我国证券市场的稳定发展;反对者则认为我国的监管体制及相关的配套措施不完备,无法有效应对融资融券交易蕴含的巨大风险,不利于市场的稳定。

(1)赞成引入融资融券交易的研究

谢识予(2002)从理论上论证了禁止融资融券交易会破坏股市投机力量之间的平衡和价格运动的内在稳定机制,从而使股市更容易形成多头过度投机和导致股灾,形成过度投机和萧条的恶性循环。虽然政府干预能制止过度投机和崩溃的倾向,防止严重后果的出现,却无法消除造成这种趋势的根源。因此禁止融资融券交易的股市必然是不稳定的,会成为依赖政府干预的典型政策股市。

彭韵颖(2007)认为我国证券市场由于缺乏内在的市场化约束机制,投资者理性预期的作用无法充分发挥作用,一方面,这样的股票市场往往容易形成暴涨暴跌的局面,从一个极端走向另一个极端,导致股市的过度反应;另一方面,监管机构的政策措施也往往或者被动地被市场牵着鼻子走,或者人为地扭曲市场。如果在股票现货市场引入做空机制,则可以起到缓冲作用。

张博、殷仲民(2006)通过实证研究表明,上海证券市场存在较为明显的波动聚集、波动持续现象,市场整体波动性较大。而卖空机制的建立可以有效降低其波动性水平。李宜洋、赵威(2005)通过对股价涨跌、波动幅度和成交量的对比分析,发现融券卖空机制的引入有利于完善