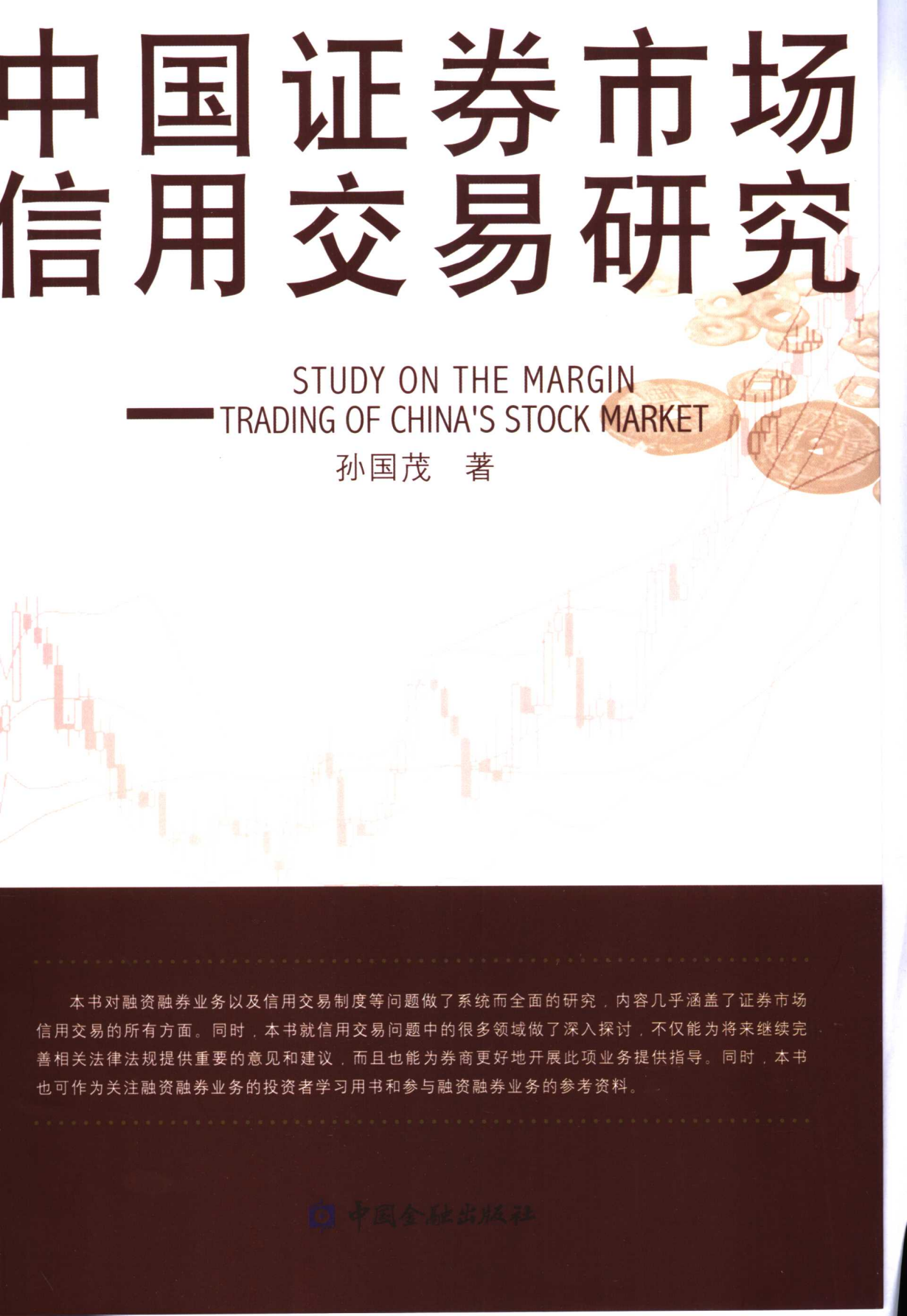


中国证券市场 信用交易研究



STUDY ON THE MARGIN
— TRADING OF CHINA'S STOCK MARKET

孙国茂 著

本书对融资融券业务以及信用交易制度等问题做了系统而全面的研究，内容几乎涵盖了证券市场信用交易的所有方面。同时，本书就信用交易问题中的很多领域做了深入探讨，不仅能为将来继续完善相关法律法规提供重要的意见和建议，而且也能券商更好地开展此项业务提供指导。同时，本书也可作为关注融资融券业务的投资者学习用书和参与融资融券业务的参考资料。

责任编辑：肖丽敏

责任校对：张京文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场信用交易研究 (Zhongguo Zhengquan Shichang Xinyong Jiaoyi Yanjiu) / 孙国茂著. — 北京: 中国金融出版社, 2007. 8

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4475 - 7

I. 中… II. 孙… III. 证券交易—信用制度—研究—中国
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 117238 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 17.25

字数 205 千

版次 2007 年 9 月第 1 版

印次 2007 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—4090

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4475 - 7/F. 4035

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



作者简介

孙国茂

研究员，中央财经大学经济学博士，加拿大不列颠哥伦比亚大学金融系高级访问学者，长期从事公司财务理论和中国资本市场研究，著有《公司价值与股票定价研究》（上海三联出版社）等，本书是作者的第四部专著，曾在《管理世界》、《经济学动态》和《东岳论丛》等学术刊物发表论文几十篇。

责任编辑：肖丽敏

封面设计：耀午书装

内 容 提 要

本书对融资融券业务以及信用交易制度等问题做了系统而全面的研究，内容几乎涵盖了证券市场信用交易的所有方面。同时，本书就信用交易问题中的很多领域做了深入探讨，不仅能为将来继续完善相关法律法规提供重要的意见和建议，而且也能券商更好地开展此项业务提供指导。同时，本书也可作为关注融资融券业务的投资者学习用书和参与融资融券业务的参考资料。

迎接证券行业发展的新机遇

(代序)

证券行业是资本市场中最重要的组成部分，它承担着中介投资和直接融资的功能。如果我们把资本市场想象成大海，那么证券行业则是千帆竞发的航船。当前，我国国民经济又好又快的发展，使资本市场呈现出十分明显的结构性牛市特征。在资本市场体制性、深层次问题解决以后，证券行业在牛市中必然水涨船高，这表现为一方面证券市场充分分享着经济发展的成果，跨入了增量业务发展时期，另一方面证券市场也在分享着经济改革的成果，步入存量业务自然翻番的时期。2006年，上海、深圳两个市场的综合指数同比增长了130.43%和97.52%。基金行业也实现了突破式发展，资产规模增幅高达79.40%。证券公司结束了连续4年全行业亏损的局面，总资产达到6200亿元，总收入超过600亿元，总利润突破250亿元。如果说股权分置改革前我国证券市场的特点是“新兴加转轨”，重在“转轨”的话，那么，实现全流通以后证券市场的特点则是“转轨加新兴”，重在“新兴”。证券公司一定要适应行业持续做优、做强和做大的趋势，迎接行业发展的新机遇。

一、证券行业跨入增量业务发展时期

按照又好又快的经济发展战略要求，我国国有企业将以提高竞争力和控制力为重点进一步深化改革。国有企业兼并重组后的优良资产逐步上市，使我国证券市场逐渐朝着以大盘蓝筹股为主导的市

场发展。事实上,大盘蓝筹企业不仅是证券市场发展的主力,而且也是国民经济发展的支柱。大盘蓝筹企业的上市增强了证券市场与国民经济的关联程度,使股市作为国民经济“晴雨表”的功能得到进一步体现。最近几年,我国国民经济一直保持两位数的增长。2006年,我国GDP突破20万亿元,2007年有望达到22万亿元。日本、韩国等国的经验表明,当GDP达到1万亿美元后,股票市场的融资规模会经历一个快速增长期,而且成为GDP变动的领先指标。在当前投资率较高和投资增幅较大的情况下,直接融资需求还会快速增长,因此,证券行业在直接融资持续性、大幅度增加的同时将跨入增量业务的快速发展时期。

二、证券行业存量业务将会自然翻番

进入21世纪以来,资本市场发生了一系列变化。国家关于资本市场的方针政策和法律制度的重大调整,极大地拓展了证券市场发展空间。目前,股权分置改革已基本完成,历史形成的上市公司三分之一股份流通、三分之二股份不流通的股权分置局面即将结束。所以,可流通股份事实上已增加到股权分置改革前的三倍,从理论上说,证券经纪业务也应该比以往大幅增加。

股票市场从量变到质变。半流通市场变成全流通市场使得市场参与者利益显性化。作为一个逻辑结果,这不仅重塑了资本市场的价格形成机制,而且套利动机和财富效应也将导致上市公司控制权争夺日益激烈。新修订的《上市公司收购管理办法》把强制性全面要约义务调整为自行选择部分要约方式,从而使交易成本下降,这无疑会进一步激活公司控制权市场。与证券经纪业务一样,证券发行业务和上市公司退出市场等业务也进入了一个新的发展阶段。2006年,沪、深两市股票融资额达2 204.43亿元,约为2005年338.14亿元的6.52倍,比历史最高的2000年增长了43.14%,融

资步伐明显加快。证券公司作为资本市场最重要的中介机构，不仅有迅速增加的证券发行与承销业务，而且还有收购兼并等其他业务。与此同时，普通散户投资者的风险防范能力和专业知识已经无法适应全流通投资的要求，为了获得利润并降低风险，其选择各种理财产品的概率大大增加。2006 年，全部基金份额同比增长 1 380 亿份，增幅达 28.31%，资产规模同比增加 3 810 亿元，增幅高达 79.40%。由此我们不难看出，资产管理业务的快速增长期也已经来临。

三、创新将成为证券行业的重要内容

首先是股指期货业务。股指期货业务具有套期保值功能和衍生对冲机制。按照现行的制度设计，创新类和规范类证券公司可以介绍经纪商（IB）或居间人参与股指期货经纪业务这将给上述两类券商的业务发展带来重大发展机遇。从短期来看，券商更大的机遇在于经纪业务的增长和基于市场做空机制的投资机会。1995 ~ 2005 年香港衍生品市场中股指期货的交易结构显示，投机交易占 68.12%，套期保值占 21.24%，套利交易仅为 10.64%。在交易者类型方面，期货商自身交易仅为 11.34%，远小于其经纪业务的 88.66%。这意味着，推出股指期货将从投机交易和经纪业务两个层面增添券商的经纪业务。例如，1986 年 5 月，香港推出恒生指数期货，当年港股交易量同比增长了 62.43%，次年又同比增长 201.62%。

其次是与股指期货业务相配套的融资融券业务。自 2006 年 7 月以来，《证券公司融资融券业务试点管理办法》、《证券公司融资融券业务内部控制指引》、《证券公司融资融券业务风险控制指标管理办法》、《证券公司融资融券业务实施细则》、《登记结算业务实施细则》、《证券公司融资融券业务合同必备条款》和《证券公司融资融

券业务交易风险揭示书必备条款》等一系列行业规则相继发布，证券信用交易制度体系基本建立，资本市场增加卖空机制，“单边市”的问题随之解决。融资融券业务有望增加市场的交易量，一个典型的例子是日本证券市场，信用交易占市场交易总量的 20%。融资融券业务还能提高券商的盈利能力，国外的经验表明，净利息收入（融资融券收入）在收入中的比例都达到 15% 以上。而美国证券行业信用交易的保证金贷款收入占手续费收入的 38% 左右。按照目前融资融券业务的审批进度，首批创新试点券商的融资融券业务有望在年内推出。这项业务在相当大的程度上将会提高证券公司的盈利水平和盈利能力。

以上我从三个方面阐明了证券市场的快速发展，尽管如此，新形势下的挑战仍然与机遇并存。因此，证券行业始终要处理好改革、发展和稳定的关系，要居安思危，用科学的发展观统领证券行业的全局，抓住机遇，实现发展。发展是目的，通过改革建立持续的盈利机制是动力，而有效防范化解风险则是确保稳定的前提。为此，我认为证券行业尤其是证券公司要从以下几个方面做好工作。

首先，要树立“转折加新兴”的市场理念。中国资本市场经过十几年的发展，走过了一些发达国家市场几十年甚至是上百年才走过的道路，取得了巨大成就。进入 2007 年以来，市场在大盘蓝筹股的带动下持续走强、不断创出新高，人民币升值和流动性过剩使投资者的信心得以恢复和建立，促成了结构性牛市，资本市场发生了根本性转折，或者说出现了转折加新兴的特点。过去“新兴加转轨”是重在“转轨”。现在，通过股权分置改革、提高上市公司质量、实施证券公司综合治理、发展壮大机构投资者以及完善资本市场法制等一系列工作，推进了资本市场改革，一些长期困扰证券市场发展

的体制性、结构性和深层次的问题得以解决。因此，当前的“新兴加转轨”，重在“新兴”。未来全行业的工作重点将转为推进多层次市场体系的建设、大力发展公司债券市场、不断推动市场创新发展、稳妥推出金融期货等新兴市场，我国资本市场将处于全面发挥市场功能的重要发展机遇期。因此，在新的形势下，证券行业要树立新的经营理念，迎接新的挑战。

其次，要建立持续盈利的业务模式。在过去“转轨”的市场环境中，证券市场从当年的“可以试”演变成“为国企脱困服务”，始终没能发挥优化资源配置的基本功能。1998年，为吸取东南亚金融危机的教训，从制度和立法上防范金融风险成为当时的主要目的。这样的制度安排使得证券行业事实上开始脱离整个金融体系，造成证券公司无法摆脱“靠天吃饭”的被动局面，难以发挥自身的创新能力，也无法建立持续盈利模式。在“新兴”的市场环境下，融资融券业务、期权期货业务、做市商制度下的交易业务、发行注册制下的承销配售业务等已经或正在推出，证券公司从事这些业务的外部条件正在不断形成。尽管现有的制度设计和先试点后普及的改革策略使证券公司正常开展这些业务还需要一段时间，但可以肯定的是，这个过渡期不会太长。这就要求证券行业通过开展创新业务，培育新的经济增长点，实现业务转型与创新，形成持续盈利的新机制。

最后，必须真正掌握防范和化解风险的本领。新修订的《上市公司收购管理办法》出台后，大宗股权和上市公司控制权交易成本大大降低。出于套利动机，争夺上市公司控制权将成为证券市场新的风险源。由于融资融券试点阶段缺失转融通机制，证券公司在经营融资融券业务的过程中并非提供中介服务，而是直接与投资者进行类似对手的交易，将承担较大的业务风险。股权分置改革完成后，

流通股股东和非流通股股东有了共同的利益基础，相互之间的风险通过相同股价实现了连通。同样地，由于股指期货具有“瀑布效应”，如果股市下跌，组合避险者卖出股指期货以降低持股比例，使期货合约价格低于理论价格，将导致期货合约价格大幅低于现货市场价格，如此恶性循环，就有可能进一步助推股市的下跌。所以，股指期货程序交易必然引起股票现货市场的动荡。在推进综合经营的过程中，实行混业经营连通货币市场、资本市场和保险市场的政策安排，银行、保险等金融机构都将进入资本市场，渗透到证券公司的传统领地、压缩证券业务的利润空间，证券机构在资金和销售网络等方面都将处于相对劣势。所以，新的市场风险生成机制和外 在竞争压力要求证券行业应有防范化解风险的新本领，开发新的风险计量技术和管理技术，通过承担风险和管理风险获取风险收益，按照识别风险、计量风险、定价风险和分配风险等环节组织业务流程，延伸业务链条，扩大业务范围。

2006 年秋天，我在山东进行券商调研时，本书作者孙国茂同志告诉我，他正在着手撰写一部有关融资融券业务的专著，我听后非常高兴。因为据我所知，业内关于融资融券方面的专著还十分匮乏，所以当时我也对他完成这部专著提出了一些我个人的意见和想法。今天，当我看到中国金融出版社送来的书稿清样后，我为作者所做的工作所感动。尽管此前孙国茂同志已完成了三部个人专著，但作为一个大型券商的管理者，在工作之余还要做一些专业性研究并非易事。坦率地说，我不是研究融资融券业务的专家，所以对书中的内容提不出更多的意见，我总的感觉是这本书对国外（境外）的融资融券业务发展和制度变化收集的文献资料较多，对我国证券市场早期出现的融资融券业务雏型也做了详细的阐述，美中不足的是对即将开展融资融券提出的政策性建议不多，这也是我在此提出的一

点希望，希望业内研究人员能在此书的基础上做更进一步的研究，提出更多的政策性建议，从而使我们开展融资融券业务的制度更加完善。

中国证券业协会会长 黄湘平
2007 年 5 月 30 日于北京金融街富凯大厦

目 录

0 导 言	1
0.1 信用交易与融资融券	1
0.2 融资融券的一般盈利模式	3
0.3 融资融券交易的特点	8
0.4 融资融券的基本运作机制	10
0.5 信用交易机制的市场效应	12
0.6 本书写作的目的	14
1 境外市场信用交易的发展历史	17
1.1 美国信用交易的发展历史	18
1.2 日本信用交易的发展历程	22
1.3 我国台湾地区信用交易的历史演进	25
2 我国证券市场早期信用交易	30
2.1 以允许客户透支的方式提供融资	30
2.2 三方监管业务	31
2.3 委托理财融资	32
2.4 股票质押贷款	36
2.5 股票典当	39
2.6 国债回购融资	44
2.7 地下信用交易与规范信用交易的差别	48

3 境外证券市场信用交易的主要模式	53
3.1 美国的市场化模式	54
3.2 日本的集中授信模式	56
3.3 我国台湾地区的双轨制集中授信模式	60
3.4 境外证券融资融券交易的基本经验	64
4 境外证券融资融券业务效果评价	68
4.1 融资融券业务具有双重功能	68
4.2 融资融券业务对证券市场的影响	72
4.3 调整证券保证金比例的政策效果	73
4.4 信用交易对二级市场的影响	75
5 我国开展证券信用交易的必要性	78
5.1 我国开展证券信用交易的意义	79
5.2 我国开展证券融资融券业务的条件已经成熟	88
6 我国证券信用交易的法律环境	93
6.1 我国信用交易的制度变迁	94
6.2 信托制度的引入	97
6.3 《管理办法》与《担保法》的衔接	99
6.4 证券公司强制平仓权问题	105
6.5 《管理办法》需要完善之处	108
7 我国融资融券业务的主体客体要求	110
7.1 证券公司的业务准入制度	110
7.2 账户体系	115
7.3 客户的选择标准	119
7.4 融资融券的标的证券	120

7.5 担保物、保证金及其相关比例	124
8 我国融资融券业务的操作规范	132
8.1 期限、交易规模与交易细节	132
8.2 融资融券业务的权益处理	135
8.3 信息披露和监管	139
8.4 券商开展融资融券业务准备情况	145
9 证券公司的转融通问题	150
9.1 分散授信模式下的转融通机制	151
9.2 集中授信模式下的转融通机制	156
9.3 混合授信模式下的转融通机制	160
9.4 我国开展证券转融通业务的基本思路	165
附录	170
附录一 证券公司融资融券业务试点管理办法	170
附录二 证券公司融资融券业务试点内部控制指引	182
附录三 上海证券交易所融资融券交易试点实施细则	188
附录四 深圳证券交易所融资融券交易试点实施细则	199
附录五 深圳证券交易所融资融券交易试点会员业务指南	210
附录六 融资融券合同必备条款	233
附录七 融资融券交易风险揭示书必备条款	241
附录八 证券公司风险控制指标管理办法	244
参考文献	255
后记	257

0 导 言

0.1 信用交易与融资融券

证券信用交易是相对于证券现货交易而言的。在证券现货交易中，投资者一次性完成交易，即钱券两清。但证券信用交易却不同，投资者在买卖股票时，须向证券公司支付一定比例的现金或股票，其差额部分通过证券公司或银行借贷来补足。所以，通俗地说，证券信用交易就是借钱买进股票或者借股票卖出套现的交易。

从广义上说，证券的发行市场和流通市场都可能会涉及信用交易。由于证券信用交易属于扩大信用的一种，一般来说，信用交易即使在流通市场上也可以划分为四种形式：① 保证金交易，即证券商及证券金融机构向客户融资或融券的信用交易。② 证券期货交易，又称定期清算交易，是指证券交易的买卖双方成交后并不立即交割而只缴纳一定比例的保证金，等到约定期限届满时再交付款券完成交割或在价格变动时进行反向操作冲销到期结算差额。期货交易实际上是证券买卖双方相互授予信用，无须向外部借贷，所以又称内部信用。③ 证券期权交易，是指按照契约约定的期限、价格和数量买卖某一特定有价证券的权利所进行的交易，包括买入期权与卖出期权，为内部信用的又一种形式。近十年来，期权交易在西

方国家,尤其在美国、英国和澳大利亚等国均得到较大发展。权证本质上是期权的一种,在香港市场极为发达。在我国内地证券市场,权证曾几度存废。2005年,为了配合股权分置改革的完成,权证第三次在深、沪市场出现。2006年,沪、深两市权证交易量占交易总量(指股票、基金和权证交易量,下同)的18%。^④客户以有价证券为担保品向银行贷款用于购买或持有证券,或用于其他目的,其实质上是银行信用的一种形式。股票抵押贷款就是这种形式中比较典型的一类。除了这四种信用交易外,事实上,证券回购交易也可归于广义信用交易的范畴。

狭义的证券信用交易仅指保证金交易,即证券经纪商或特定的金融机构在证券交易过程中向客户融资或融券,从而使交易得以完成。这种模式的信用交易一般称为融资融券。本书研究的对象及范围为狭义的信用交易,即融资融券,除在极少的场合,本书中所指的“信用交易”与“融资融券”是同一种含义,信用交易即融资融券,对其使用不同的称谓,是为了叙述的方便。一般来说,人们使用“信用交易”,更多的是从法律的角度出发来阐述某一问题;而我们在业内实务中则更多的是使用“融资融券”这一概念。

所谓证券融资是指投资人以部分自备款作担保,向证券公司或证券金融公司融入资金,以购买证券;融券卖空是指投资人缴纳一定比例的保证金向证券公司或证券金融公司借入证券后出售,在未来的一定期限内,再买入证券归还给证券公司或证券金融公司。

融资融券是在金融循环流动过程中,在信用的支撑下,在时间和空间上扩张证券交易的行为。在信用交易中,无论是融资购券行为,还是融券卖空行为,实际上都是在第三方信用的介入下,完成证券交易,实现交易盈利或亏损的过程。由于有了第三方(融资方

和融券方)的信用支持,因而证券交易的过程延长为“资金或证券的借贷——证券交易——偿还借贷——所有权还原(清算交割)——利润或亏损实现”这样一个过程,而不是简单的“交易——利润或亏损实现”。这样,无论是在时间还是在空间上都大大拓展了,交易的链条也延伸了,促进了交易规模的扩大。

0.2 融资融券的一般盈利模式

0.2.1 融资买券

融资买券是指客户提供一定担保向证券公司借入资金买股票,也称买空。比如投资者看好某家公司的股票,认为它会上涨,可是却没有足够的钱来投资,于是就向证券公司或券商借钱购进证券,等到股价上涨时再把股票卖出去。买进的股票须寄放在证券公司或券商处作保证,而投资者须向券商缴纳一定的利息和手续费。现在,让我们来看一个具体操作的例子。

投资者刘先生拥有 10 万元资金,以每股 100 元的价格购买了 1 000 股 A 股票,后来 A 股票涨到 105 元,刘先生的获利为:

$$(105 \text{ 元/股} - 100 \text{ 元/股}) \times 1\,000 \text{ 股} = 5\,000 \text{ 元}$$

如果以信用交易的形式,用 10 万元就可能买到 20 万元的股票,也就是相当于 A 股票 2 000 股,当 A 股票涨到 105 元时,刘先生的获利就不只 5 000 元,而是

$$(105 \text{ 元/股} - 100 \text{ 元/股}) \times 2\,000 \text{ 股} = 10\,000 \text{ 元}$$

此时,即使扣除虑利息、手续费等,仍有不少盈利。

因此,融资买券实质上是运用财务杠杆的投资行为,即“用别人的钱挣钱”往往能获得比单凭自有资金投资高得多的超额收益率。