

中国证券市场

A RESEARCH ON
MARGIN TRADING
IN THE SECURITIES
MARKET IN CHINA

信用交易 研究

张万成 著

云南大学出版社

中国证券市场信用 交易研究

张万成 著

 云南大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场信用交易研究 / 张万成著. —昆明: 云南大学出版社, 2008

ISBN 978 - 7 - 81112 - 615 - 0

I. 中… II. 张… 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(2008)第 103930 号

中国证券市场信用交易研究

张万成 著

策划编辑 张丽华

责任编辑 张丽华

封面设计 丁群亚

出版发行 云南大学出版社

印 装 昆明市西山新雅彩印厂

开 本 850mm × 1168mm 1/32

印 张 5.875

字 数 153 千

版 次 2008 年 7 月第 1 版

印 次 2008 年 7 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 81112 - 615 - 0

定 价 18.00 元

地 址: 云南省昆明市翠湖北路 2 号

云南大学英华园 (邮编: 650091)

发行电话: (0871) 5033244 5031071

网 址: <http://www.ynup.com>

E-mail: market@ynup.com

目 录

第1章 导 论	1
1.1 问题的提出和研究目的	1
1.2 本书重要概念的界定与区分	2
1.3 本书的总体框架	8
1.4 本书的研究方法和主要创新	10
第2章 证券市场信用交易研究的文献综述	14
2.1 卖空交易机制对股票市场影响的理论分析文献	14
2.2 调整保证金比率的影响	18
2.3 融资融券量变动的影响	24
2.4 股票抵押对股市的影响	28
2.5 卖空交易及其市场效果	29
第3章 海外主要证券市场信用交易的基本做法	34
3.1 美国的市场化模式	34
3.2 日本的集中授信模式	36
3.3 中国台湾地区的双轨制集中授信模式	40
3.4 证券信用交易模式的分类	43
3.5 海外证券融资融券交易的基本经验	46
第4章 信用交易对证券市场影响的实证研究	48
4.1 香港市场的信用交易业务模式详析	48

4.2	香港证券市场卖空交易机制概况	56
4.3	香港证券市场卖空交易机制对市场影响的实证研究	57
4.4	实证结果的解释与分析	68
4.5	研究结论与政策建议	71
第5章	信用交易中卖空交易机制基本功能研究	73
5.1	稳定市场的功能	74
5.2	价格发现的功能	77
5.3	提供调控工具的功能	80
5.4	提供流动性的功能	83
第6章	我国开展证券信用交易的必要性和可行性	85
6.1	我国开展证券信用交易的必要性	86
6.2	我国开展证券信用交易的可行性	90
6.3	信用交易业务对中国证券市场发展的意义	93
第7章	开展信用交易需要构建具有中国特色的 证券金融公司	99
7.1	建立过渡性专业化证券金融公司的总体设想	99
7.2	建立证券金融公司的意义	100
7.3	证券金融公司的制度框架和运作机制探讨	101
第8章	我国证券公司开展信用交易的业务方案设计	106
8.1	信用交易业务方案的初步设计	106
8.2	信用交易业务方案的业务流程	109

8.3 融资融券业务的转融通流程	110
8.4 融资融券业务运作模式中的风险管理	113
8.5 参与各方的职责与分工	116
8.6 证券公司融资融券业务操作说明	117
 第9章 我国开展信用交易需要进一步研究的问题.....	119
9.1 关于融资融券业务的开展顺序	119
9.2 关于开展信用交易过程中股票的选择	120
9.3 关于开展融资融券运作模式的选择	120
9.4 应该从制度创新的角度来理解和推行信用交易	122
 第10章 结束语	123
 附录1：证券公司融资融券业务试点管理办法	124
 附录2：证券公司融资融券业务试点内部控制指引	136
 附录3：上海证券交易所融资融券交易试点实施细则	142
 附录4：深圳证券交易所融资融券交易试点实施细则	153
 附录5：融资融券试点登记结算业务实施细则	164
 参考文献.....	175
 后 记.....	181

第1章 导论

1.1 问题的提出和研究目的

我国能否开展信用交易，何时开展信用交易一直以来都是资本市场的热门话题。证券信用交易是海外证券市场普遍实施的一项成熟的交易制度，是证券市场基本职能发挥作用的重要基础。证券市场系统性风险偏高，是我国新兴市场运行的重要特征。根据现代证券投资理论，非系统性风险可以通过构建证券投资组合来分散，但是系统性风险却只能借助于信用交易中的卖空交易机制，通过对冲方式来规避。借鉴海外成熟证券市场的信用交易制度，开展融资融券业务使我国的资本市场与国际接轨，或者说使我国的资本市场成为本应该成为的资本市场，都是非常迫切和必要的。2005年10月27日修订的《证券法》第142条：证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。这一重新修订为开展这一业务扫清了法律上的障碍。关于信用交易国际上的通常做法如何，有何种模式可资借鉴，开展信用交易的利弊有哪些研究，探索适合我国的信用交易制度如何开展，就成为本书研究和关注的重点。

本书以我国资本市场即将推出的这一制度创新为研究主题，以成熟资本市场和新兴资本市场开展这一业务的实践为研究参考，立足于为我国开展信用交易这一制度创新提供理论上的参考，也希望能够在实践上为证券公司开展这一业务提供一些借鉴。

1.2 本书重要概念的界定与区分

1. 信用交易的概念

(1) 什么是信用交易

证券信用交易通常简称为信用交易。信用交易 (margin trading) 在各国的定义略有不同。日本《证券交易法》对信用交易的定义是: 证券商对客户授予信用而为有价证券买卖及其他之交易; 中国台湾《证券法》将信用交易称为“有价证券买卖的融资或融券”。

尽管有这些差别, 但是, 这些不同的定义中包含的意思是基本一致的。总体来说, 证券信用交易, 是与证券现货交易相对而言的一种交易形式, 指交易客户在买卖股票等有价证券时, 向经纪人支付一定比例的现金或者证券, 其差额部分由经纪人或者银行通过借贷而补足的一种交易形式。所以信用交易有时又被称为保证金交易或垫头交易。它的基本作用在于通过信用的授予, 满足投资者利用财务杠杆追求更大利润的动机, 并进而活跃证券市场。它实际上是银行信用模式在有价证券领域的具体运用。

(2) 信用交易与证券融资

从世界各国证券市场的实践看, 投资者在进行证券交易时, 既可以采取现金交易, 即在证券买卖过程中, 投资者必须支付全部证券或价款; 也可以采取保证金交易 (信用交易)。当然, 投资者也可以使用借贷资金 (如向银行、亲友等的借款) 进行证券买卖, 但这种形式的买卖只要采取现金交易方式, 仍属于现金交易。

这种在证券交易过程中, 采取非现金交易, 或由有关机构给予授信的证券交易行为, 就是证券融资 (security financing)。证券融资制度又称证券信用 (security credit) 制度, 包括广义和狭义两个方面的内涵。

从广义看，证券融资涉及证券的发行、分销、交易等在内的所有金融活动。广义上的证券融资活动，可分为三种主要类型，即一级市场融资、二级市场融资和证券抵押贷款。

①一级市场融资。一级市场的证券融资主要涉及证券市场的新股发行与分销。可分为三大块：新股承销贷款、新股做市贷款和新股认购贷款。

新股承销贷款指给承销商提供的用于在公开发行人承销股票或债券的信用。

新股做市贷款指给承销商提供的在某股票上市后的特定时间内、用于稳定新股股价的信用，接受该贷款的承销商应在新股价跌破公开发行人价时买入股票，以稳定新股股价。

新股认购贷款指通过承销商间接提供给个人投资者认购新股的信用贷款。

②二级市场融资。二级市场融资指有关的证券融资机构给投资者提供的在二级市场进行交易的融资便利，其主要形式就是保证金信用交易。

保证金交易，也称垫头交易（margin transaction），主要有两种形式：保证金融资买空交易（简称买空）和保证金融券卖空交易（简称卖空）。

保证金买空交易，又称保证金多头交易，指投资者出于对市场价格将上扬的预期，支付一定比例的保证金，同时由经纪人垫付其余款项而购进股票的一种信用交易形式。买空者所购入的股票，按规定存入证券商或相关机构，以此作为垫头贷款的抵押。

保证金卖空交易，又称保证金空头交易，指投资者出于对市场价格将下跌的预期，支付一定比例的保证金，同时向经纪人借取股票或其他证券，按现行市场价格卖出的信用交易形式。卖空者卖出股票等的款项，必须存在证券商或相关机构，以此作为股票贷款（又称融券）的抵押。

③**证券抵押贷款**。证券抵押贷款是由金融机构向个人提供的以股票或债券作抵押的贷款。证券抵押贷款主要有三大类：向证券公司、证交所、投资信托公司、保险公司等提供的流动资金贷款，向证券公司和投资信托公司等提供的股票购买贷款和向个人提供的证券抵押贷款。与一级市场和二级市场融资不同，证券抵押通常对贷款资金的使用没有限制。

上面的关系可以从图 1-1 方便地看出，从中我们也可以看出证券融资与信用交易的关系：

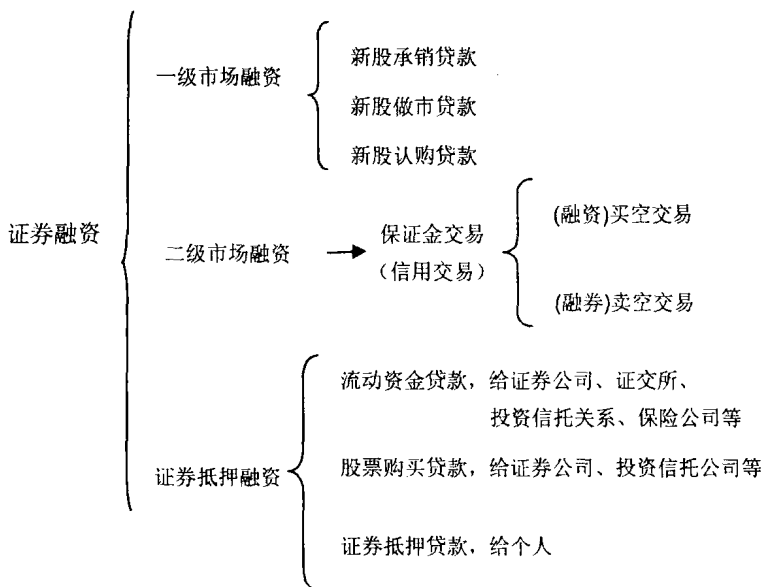


图 1-1 证券融资与信用交易的关系

从上面可以看出，信用交易只是证券融资的一种，主要发生在证券二级市场的融资上。

(3) 信用交易的类型

按照分类方法的不同，信用交易可以有多种不同的分类：

信用交易的进行有赖于投资银行向客户融通资金或者证券,因而也就分为融资和融券两种类型。所谓融资,是指在客户买入证券时,投资银行以自有或向外部筹措的资金来源,为客户垫付部分资金以完成交易,以后再由客户归还这笔资金,并支付相应的利息。而融券是指在客户卖出证券时,投资银行以自有、客户抵押或者向外部借入的证券,为客户代垫部分或全部证券以完成交易,日后再由客户归还这些证券。

按保证金种类,信用交易可以分为三种类型:

①现金保证金交易,即以金额表示的保证金,它以支付一定比例的现钞为交易的前提。

②权益保证金交易,即以权益表示的保证金,这种表示权益的质押品一般是证券。这种保证金反映了质押品的市场价格与客户在其账面所占权益的关系。例如,若规定质押品的贷款价值应为其市场价值的40%,则客户应向证券公司缴纳60%的保证金。

③法定保证金交易,指法律所要求支付的保证金,又分为原始法定保证金与往来法定保证金。前者指有关法规要求客户在证券公司开户时应缴纳的保证金份额,后者指法规要求客户在开始交易后应缴纳的保证金份额。

(4) 信用交易的基本方式

①信用“买空”交易

从事信用买空交易的投资者,是在对某种股票价格运动作出分析预测,判断该股票行市将会大幅上涨,向证券公司发出“买入”指令,并依照规定存入一定比例的保证金,不足的价款由证券公司运用自有资金,或再转向银行或证券金融公司贷款来解决,所购入证券存放该证券公司或贷款银行,以作为借款的抵押。

以信用交易的方式购买证券,首先需要在证券公司开设保证金账户,每次购买都需要按规定的保证金比率交纳保证金,证券公司则向客户收取垫付款的利息和经纪业务的佣金。收取利息的

比率，主要取决于当时银行的利率，一般比银行利率高出 0.5 ~ 1 个百分点。同样，客户存入的保证金也视同存款处理，由经纪人支付一定比例的存款利息。

用保证金购入证券的动机是以较少的资本投入获取较多的收益，即产生杠杆效应。例如：某客户有本金 2 万元，他要买的证券价格为 40 元，采用现货交易，可以买入 500 单位；当证券价格涨至 60 元时，该顾客赢利 1 万元。在同样的情况下，若该顾客采用保证金方式买入该种证券，假设保证金比率为 50%，则该顾客可以买入 1000 单位，价格涨至 60 元时可赢利 2 万元，比现货交易的赢利多一倍。

用信用交易的方式购入的证券如果价格不涨反跌，那么投资者就要蒙受比现货交易加倍的损失，而且其保证金也在发生变化。例如，在前述情况下，投资者在 50% 的保证金比率下购进 1000 单位的证券后，如果价格跌至 30 元，这时他的证券总市值为 3 万元，去掉证券公司代垫的 2 万元，还剩 1 万元，这时保证金比率变为 33.3%，如某证券价格继续下跌，这一比率还将不断下降。一般各个证券公司都有最低的实际保证金比率标准，低于这一标准，就会要求客户追加保证金或者强行斩仓以收回欠款，客户必须在二者中选其一，要是顾客无力增加保证金，则投资损失立即兑现。

②信用“卖空”交易

卖空交易，是指投资者出售自己并不拥有的证券的行为，或者投资者用借来的证券完成交割的任何证券出售行为。^①按照卖空时卖空者是否持有证券，卖空可以分为普通卖空和持有卖空（short sale against box）；按照卖空时是否有交割安排，卖空可以分为有交割保障卖空（covered short sale）和无交割保障卖空

^①美国证券交易委员会（SEC）3B-3 规则规定。

(naked short sale)。

信用交易的期限一般为6个月,在此期间内,只要保证金比率没有突破证券公司规定的标准,投资者可随时将买空的证券卖出,或将卖空的证券买回,进行对冲结算。如果超过期限未能进行对冲结算,证券公司有权将客户的账户强行对冲结算。

根据国际证券委员会的解释,卖空可以划分为如表1-1所示情形:

表1-1 卖空的划分标准

出售时是否具有交割能力	是否属于卖空交易
卖出者已经购买了该证券但在出售时尚未收到该证券	非卖空
卖出者已经行使了期权、认股权证、可转债或其他能用于交割证券的权利	非卖空
卖出者拥有期权、认股权证、可转债或其他能用于交割的权利,但尚未执行	卖空
卖出者已借到证券	卖空
卖出者与第三方达成融券协议	卖空
卖出者在卖出时或交割前未有融券	卖空(无交割保障卖空)

从表1-1中,我们可以看出虽然各国证券市场对于卖空交易有不同的交易安排,但其内涵只有两种:即有交割保障卖空与无交割保障卖空。

2. 本书信用交易概念的界定

所谓证券信用交易,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而补足。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;而狭义的证券信用交易仅指证券流通市场上的保证金交

易，称为证券融资融券交易。^①

本书的信用交易概念主要针对狭义的证券信用交易，是指为证券买卖而进行的融资或融券，即证券融资融券交易。从具体内容来看，包括证券融资交易和证券融券交易。证券融资交易（又称保证金买空交易或保证金多头交易），指投资者出于对股票价格将上涨的预期，支付一定比例的保证金，同时由证券公司垫付其余款项而购入股票的一种信用交易方式。买空者所购入的股票必须存入证券公司或相关机构，作为垫头贷款（也称融资）的抵押。证券融券交易（又称保证金卖空交易或保证金空头交易），指投资者出于对股票价格将下跌的预期，支付一定比例的保证金，同时向经纪人借入股票后按现行价格卖出的一种信用交易方式。卖空者卖出股票所得的款项必须存入证券公司或相关机构，作为股票贷款（也称融券）的抵押。

1.3 本书的总体框架

本书的研究对象是我国证券市场开展信用交易的研究，全书的写作思路从海外成熟证券市场美国、日本以及我国台湾地区的具体模式和实际操作入手，对现存的各种模式进行了比较，对我国开展信用交易提供可资借鉴的参照系，进而对我国香港市场开

^①中国台湾学者认为信用交易有广狭二义，如为广义者，则包括买卖双方互为授信者，或证券商、银行给予证券投资人授信者，狭义者则仅指证券商或证券金融机构对证券投资人融通资金（融资）或融通证券（融券）者而言。从该观点看来，广义信用交易无非包括三层面的含义：第一，买卖双方的相互授信，即证券期货（或远期）；第二，证券商或证券金融机构对投资人的授信，即融资融券；第三，证券商或金融机构对投资人的借贷。狭义上则仅指证券商或证券金融机构对投资人的融资融券。另一台湾学者认为，所谓信用交易从广义上来说可包括证券信用所涉及之买卖双方给予的信用（如欧陆之期货交易），由证券商给予顾客之贷款贷券的信用（如美国之 margin trading 或 short selling），由银行贷款给顾客从事保证金交易或给予其他以证券为担保之贷款及证券买卖的选择权等；从狭义上说，则是证券商或证券金融机构对顾客的贷款贷券业务。《日本证券交易法》规定：证券商对客户授予信用而为有价证券买卖及其他交易。按照台湾学者的标准，日本的证券融资融券即为狭义的。

展信用交易的影响进行了实证研究,然后探讨了信用交易中“卖空”机制的功能以及我国开展相关业务的必要性和可行性,提出建立具有我国特色证券金融公司的设想,初步设计了我国证券公司开展信用交易的方案,并提出了开展这一业务需要进一步研究的问题。本课题沿着理论综述——国际经验——实证研究——必要性和可行性分析——方案设计的思路展开论述。

第一部分是理论准备部分,主要是第2章。这是研究信用交易的理论综述部分。第2章对现有文献中信用交易的影响进行了文献综述,主要有以下几个方面:调整保证金比率的影响、融资融券量变动的影响、股票抵押对股市的影响、卖空交易及其市场效果等方面。

第二部分是信用交易的海外现有模式介绍和来自中国香港市场的实证研究,主要是第3章和第4章。第3章是国际比较部分,分别对美国的市场化模式、日本的集中授信模式和我国台湾地区的双轨制集中授信模式进行了简要介绍,认为不同的信用交易模式差异的根源在于金融市场发达程度的不同。第4章是以香港市场为例来进行信用交易对证券市场影响的实证研究,认为卖空交易机制的推出对整个市场的影响是一个相当复杂的过程,最终影响方向(是加剧市场波动还是平抑市场波动)要取决于市场中卖空交易者的类型、操作策略及交易信息的公开程度。

第三部分探讨信用交易中卖空交易机制基本功能以及我国开展证券信用交易的必要性和可行性,主要是第5章和第6章。第5章对信用交易中卖空交易机制基本功能进行了分析,认为其具有稳定市场的功能、价格发现功能、提供调控工具的功能以及提供流动性的功能。第6章则主要分析我国开展证券信用交易的必要性和可行性。

第四部分是证券公司开展信用交易业务方案设计和进一步研究需要探讨的问题,主要是第7章、第8章、第9章和第10章。第7章提出要建立我国特色的证券金融公司,来开展转融通业

务。第8章对证券公司开展信用交易进行了方案设计,第9章则进一步探讨了开展该业务需要进一步研究的问题,第10章是一个简短的结束语。

1.4 本书的研究方法和主要创新

1. 研究的方法

科学的方法是认识世界的有效工具,它能起到事半功倍的效果。针对即将开展的信用交易这一业务进行研究具有特殊的意义,它不仅通过梳理国外成熟资本市场的做法模式以及现有研究成果为我国开展该业务提供理论依托,而且在证券公司开展该业务的实践中也能提供借鉴。课题主要使用的研究方法如下:

(1) 逻辑的方法与历史的方法相结合

逻辑的方法和历史的方法是一切科学研究的两种基本方法,前者通过概念、判断、推理等形式来再现研究对象发展变化的本质特点,确定其规律性;后者则从研究对象发生发展的自然过程中揭示其本质和规律。^①这两种方法在本质上是一致的,逻辑方法“不过是历史进程在抽象的、理论上前后一贯的形式上的反映”,但这种反映是经过修正的,“是按照现实的历史过程本身的规律所修正的”。^②历史起点即是逻辑思想进程的起点,但逻辑过程本身要求在所考察的范畴内,紧紧抓住决定性的因素,“摆脱历史的形式以及起扰乱作用的偶然性”,^③通过逻辑思辨探讨经济发展及制度变迁的内在规律。由于“事物在其现象上往往颠倒地表现出来”,^④逻辑归纳和理论抽象便必然要舍象历史发展中的曲折性和反复性。具体到本书研究中,逻辑方法与历史方法的

①李清凌:《史学理论与方法》,甘肃民族出版社,1993年版,第164~165页。

②《马克思恩格斯全集》,第13卷,人民出版社,1972年版,第532~533页。

③《马克思恩格斯全集》,第13卷,人民出版社,1972年版,第532~533页。

④《马克思恩格斯全集》,第23卷,人民出版社,1972年版,第588页。

一致要求对现有的信用交易模式进行历史维度的归纳总结，从发展模式的历史演进中寻找可资借鉴的规律，历史发展的演进同时也是逻辑方法的演进。

(2) 从内生逻辑和制度变迁的角度进行研究

中国证券市场发展至今，一直没有信用交易这种制度安排。曾经一段时间非常盛行，直到现在也没有完全断绝的“透支”行为，实际上就是在信用交易制度短缺的情况下所出现的一种非正式的制度。一些机构和个人，甚至利用透支做诱饵，开展非法证券交易，欺骗投资者。这些都是没有证券信用交易这种制度安排的成本。在转型经济学的研究中，制度分析方法也是极具解释力的方法。制度分析方法在中国资本市场问题的研究中具有较充分的现实背景。中国市场化改革的进程也是制度创新的过程，制度非均衡是一个重要特点，制度分析方法侧重对制度变迁的内在决定因素的分析，侧重分析制度效率及其成本——收益关系，也侧重分析具体制度安排的实际效果与影响等问题。这些方面都对我们开展信用交易这一制度创新的研究具有参考和借鉴意义。

(3) 定性分析与定量分析方法相结合

在本书的研究中，将以理论实证分析为主，辅之以经验实证，或者说，采用定量分析的方法。理论实证就是对现实经济现象的内在联系和存在于其中的规律性做出理论上、逻辑上的分析和解答。只有通过抽象的分析各种因素的作用及它们之间的相互作用，才能从经验观察到的现象和数据中得出规律性的结论。但是，理论实证研究得出的结论还仅具有“假说”的性质，它必须经过经验实证的检验，才是科学正确的结论。正如马克思所指出的：“一种科学只有在成功地运用数学时，才算达到真正完善的地步。”^①只有把定性分析与定量分析方法相结合，才能够更全

^①转引自张维达著《〈资本论〉中的定量分析方法及其现实意义》，载于《张维达选集》，山西经济出版社，1996年版，第3~16页。