

我国证券市场引入信用交易机制研究

黎元奎

(湖北经济学院 金融学院, 武汉 430061)

摘要: 信用交易机制是沟通货币市场和资本市场之间资金流动的重要通道, 因其所特有的功能和运作机理而成为发达国家证券市场上通行的交易机制。在我国证券市场, 因人们漠视其功能, 顾忌其风险, 至今尚未引入这一机制, 导致我国证券市场运作机制残缺。本文在对信用交易机制的特性、效应、风险及其监管分析基础上, 对我国证券市场引入信用交易机制的可行性作了分析, 提出在我国证券市场引入这一机制的主张, 并对引入这一机制的制度架构作了初步探讨。

关键词: 市场微观结构; 信用交易; 机制; 制度

中图分类号: F224.0 **文献标识码:** A

1 引言

在我国证券市场引入信用交易机制的呼声由来已久。早在 10 年前就有学者提出这一主张(韩志国 1994), 但并没有引起人们的重视。在实行银行业和证券分业管理后, 货币市场和资本市场之间的资金流动受到阻塞。近两年来, 这两个市场之间的“防火墙”开始松动, 券商和基金管理公司可以通过银行间拆借市场融资和进行股票抵押贷款, 银行资金通过这种有限的通道间接进入证券市场, 但事实上因通道狭窄受到券商和基金管理公司的冷淡。同时, 金融管理高层人士(戴相龙 2000)也曾提出引入信用交易机制, 建立短期融资公司沟通两个市场通道的设想, 但这一设想也没有提上议事日程。近来, 引入信用交易机制的问题在理论界和证券界又开始引起关注, 在今年 4 月举行的“中国金融改革与发展高级论坛”上, 证券管理高层人士又提出要“沟通货币市场和资本市场的对接渠道”(尚福林 2003), “允许组建证券融资公司”(周正庆 2003), 而这正是引入信用交易机制的题中应有之义。

我国证券市场之所以一直排斥信用交易机制, 原因似乎主要在于: 一是理论界对这一机制的内在机理、基本功能、市场效应及其所蕴含的风险缺乏全面深入的研究, 人们看到的更多的只是风险的一面, 而它所具有的功能和效应却受到人们的漠视。二是我国证券市场目前还处于发展初期, 人们对信用交易机制的风险尤为敏感和担忧, 自然也就一直难以被管理当局所接受。很显然, 对信用交易机制不作全面深入的分析研究而一味地排斥, 其结果必然是导致我国证券市场运作机制残缺, 不利于我国证券市场的发展。有鉴于此, 本文将信用交易机制的基本特征、市场效应作为研究的逻辑起点, 在此基础上对其风险及其监管进行分析研究, 对我国证券市场引入这一机制的可行性和制度架构作初步探讨。

2 信用交易机制的基本特征及其市场效应分析

信用交易机制是发达国家证券市场上通行的交易制度, 也是促使证券市场走向繁荣, 使投资者

趋于成熟的重要手段。所谓信用交易（margin transaction）是指证券金融机构在投资者进行证券交易时以投资者提供的部分现金作保证或有价证券作抵押为前提，为其代垫所需的其余现金或有价证券，帮助客户完成证券交易的行为，故又称为保证金交易或垫头交易。主要有保证金买空（margin purchase）和卖空（short sale）两种交易形式。以信用交易行为为核心而形成的信用关系、运作方式、操作规程、监管法规等要素及其相互联系而形成的一套交易体系便构成信用交易机制（margin transaction mechanism）。

2.1 信用交易机制的基本特征分析

信用交易机制的基本特征是其本质特性的反映。

（1）资金疏通性。我们知道，货币市场和资本市场是金融市场的两个有机组成部分，两个市场之间的资金流动必须保持顺畅状态，如果相互之间资金流动的通道阻塞或狭窄，势必使金融市场的整体效率衰减。信用交易机制以证券金融机构为中介，一头联结着银行金融机构，一头联结着证券市场的投资者，通过融资融券交易，引导着资金在两个市场之间有序流动，从而提高证券市场的整体效率。因此，从信用交易机制的基本功能看，它是货币市场和资本市场之间重要的资金通道，具有资金疏通性。

（2）信用双重性。投资者以部分自有资金（或证券）以及向金融机构借入的其余部分资金（或证券）买入（或卖出）某种证券，其不足部分，即向证券金融机构借入的垫付款（或证券）是建立在信用基础之上的，这是证券金融机构与投资者之间形成的第一重信用关系。另一方面，证券金融机构垫付的差价款可以是其自有资金，但在多数情况下是它向银行的贷款，银行在放款后它作为贷款方将来必须偿还这部分贷款本金和利息，在银行与证券金融机构之间便形成第二重信用关系。因此，从信用关系角度看，信用交易机制具有信用双重性。

（3）财务杠杆性。由于信用交易机制是以信用授受关系为基础的，因而能够把投资者虚拟的资金需求（贷款）和虚拟的证券供给（贷券）导入市场，使资金充分发挥效能，投资者可用同样的资金购买更多的证券，或以较少的资金购买同样数量的证券，从而提高投资的财务杠杆比率。但这种虚拟供求却是一把双刃剑：当证券价格未来的走势与投资者的预期相向运动时，投资者的收益被放大，获取更大收益；相反，如果证券价格未来的走势与投资者的预期逆向运动时，投资者的收益则被逆向放大，蒙受更大损失。因此，从财务运作角度看，信用交易机制具有财务杠杆性。

（4）可调控性。信用交易机制的信用双重性和财务杠杆性决定了这一交易机制具有很强的风险性。然而信用交易的成立，必须以投资者向证券金融机构按规定缴纳一定数额的保证金为前提。保证金通常分为初始保证金（initial margin）和维持保证金（maintenance margin）两种，前者由金融管理当局根据社会货币松紧状况规定和调整，是一种重要的选择性货币政策工具；后者由证券交易所和经纪商根据市场的资金供求状况确定和调整。这就为管理者控制风险、实现货币政策和市场稳定目标提供了可调控的工具。因此，从宏观管理角度看，信用交易机制又具有可调控性。

2.2 信用交易机制的市场效应分析

信用交易机制的上述特征，决定了它具有以下市场效应：

（1）流动性效应。流动性是证券市场的灵魂，是证券市场有效性的重要标志之一。证券交易的顺利进行和公正价格的形成，必须以相当数量的交易量作保证，仅靠市场内的实际交易量，市场有时难以激活。引入信用交易的虚拟供求，使投资者能够超出自身实力进行大量的交易，以维持足够的交易量活跃市场，维持证券价格运动的连续性，从而提高市场效率。

（2）市场缓冲效应。由于各种证券的供给有确定的数量，其本身没有替代品，如果证券市场仅限于现货交易，证券市场将呈单向运行，在供求失衡的时候，市场必然会巨幅震荡。引入信用交易机制与现货交易配合运作，可增加证券的供给弹性。当证券价格过度上涨时，卖空者预期价格下跌，

会提前融券卖出，增加了证券的供给，使行情不致过热；当证券价格如预期下跌后，卖空者需要补进，增加了购买需求，从而促使证券价格回落。显然，信用交易机制发挥了对市场的缓冲效应。

(3) 对冲避险效应。“卖空”是证券市场的重要机制之一，包括投机性卖空、对冲性卖空、持有卖空、套利性卖空、做市商和经纪商卖空等多种形式。如为避免证券价格下跌导致损失，投资者出于对冲的目的可进行“持有卖空”。投资者卖空后，如果证券价格下跌，其持有的证券价格下跌的损失可以从卖空的盈利中得到弥补；如果证券价格上升，其卖空的损失可以从实际持有的证券价格上升中得到弥补。利用现货交易与信用交易进行对冲，为投资者提供了一种回避风险的工具。

(4) 机构盈利效应。毫无疑问，信用交易机制扩大了市场交易量，增加了证券商的佣金收入；同时信用交易机制复杂，需要证券商提供更多的服务，也为证券商开辟了增加服务收入的渠道。投资者向证券金融机构融资交易须支付所借资金的利息；投资者以现金作为担保，证券金融机构可对其适当运用获取利差收入；证券金融机构对投资者用于抵押的证券也可进一步进行操作，融券或出借以获取收益。当证券金融机构向银行机构再融资时，银行机构也可获取相应的利息收入。

3 信用交易机制的风险识别与国外的监管经验

如上所述，信用交易因其所具有的信用双重性和财务杠杆性，在给投资者可能带来高收益的同时，它所蕴含的风险也是不容置疑的，但我们也必须看到，这种风险是可以识别的，也是可控制的。

3.1 信用交易机制的风险识别

证券交易机制的风险属于金融风险的范畴，从类别上主要可分为三类：一是体制风险。这种风险属于系统性风险，指一国金融体系由于存在缺陷而隐含的风险。由于信用交易机制具有创造虚拟供求的功能，并通过银行信贷融资，扩大银行的信用规模，可能导致两方面的后果：一方面，信用交易引起虚拟资本的增长，比一般信贷引起信用扩张的乘数效应更为复杂，从而对中央银行在宏观控制社会信用总量上提出了更高的要求。另一方面，虚拟供求有可能助推证券价格上扬，形成证券价格脱离实际经济状况的泡沫现象。二是信用风险。这是指交易一方违约给另一方造成损失的风险。从根源上说，引发信用风险是由于交易双方拥有信息的不对称，导致“逆向选择”和“道德风险”。信用风险是金融机构在信用交易中必须解决的风险。三是市场风险。这是由于市场价格变动引起的风险。对信用交易如果失控，实力雄厚的投资者更容易操纵市场，甚至与证券商联手操纵，可能会引发市场巨幅震荡，损害投资者利益。这恐怕也是我国目前仍排斥信用交易机制的主要原因之一。信用交易机制中还存在其他类型的风险，如法律风险、结算风险、流动性风险等。从层次上判断，体制风险、信用风险和市场风险是基本的风险，其他风险属于派生风险。

3.2 国外证券市场对信用交易机制的监管实践

由于信用交易是一种蕴藏着较大风险的交易机制，一些国家对这一机制也是毁誉参半。尽管如此，这些国家证券市场都认为这是一种合法的交易机制，并在市场运作中通过建立相应的监管机制强化监管，扬长避短，发挥它的积极作用。通常采用以下做法：(1) 法律监管。把信用交易纳入证券市场法律框架之内是各国证券市场通常的做法。美国最为典型。在 1929 年股市大危机之前，美国对信用交易并没有作出相应的法律规定，但在股市大崩溃之中，许多采用信用交易的投资者和经纪商蒙受了重大损失。为防止历史重演，1934 年颁布了《证券交易法》，对信用交易作了相应规定，在第七条中规定美联储有权调整初始保证金比率，并授权美联储制定了 T、U、G、X 等条例，对信用交易在法律法规上作了规范。(2) 调整保证金比率。信用交易量的大小取决于一国政府主管部门和证券交易所规定的保证金比率的高低，通过调整保证金比率来调整和控制信用交易量是国外通常的做法。对初始保证金比率的调整，美国自 1934 年到 1974 年大萧条时期，共调整了 24 次；韩国从 1971 年开始，到 1988 年共调整了 13 次；日本最为频繁，从 1951 年开始，到 1988 年共调整了 100 多次。(3) 规定信用限额。日本的一些交易所把最低保证金限额规定为 30 万日元，但一些大的证券公司将这一限额规定在 100 万日元以上，以限制风险承受力薄弱的投资者参与。为防止信用交

易过度，韩国证交会规定了保证金贷款的最高限额：证券公司提供的信用交易不得超过其资本金的150%，其中卖空不得超过资本金的50%；一家证券公司对单个客户提供的垫头贷款最限额为5000万韩元；股票贷款最限额为2000万韩元等。（4）限制卖空行为。如美国证券交易委员会为防止空头投机者故意扰乱市场，操纵股价，于1938年公布了X10A-1、X10A-2、X10A-3等三项法规，限制信用卖空者的交易行为，这就是所谓“波幅检测规则”（tick-test rules）。（5）实行抵押制度。一是认定从事证券抵押业务的金融机构的资质。如美国规定进行证券抵押贷款业务的银行只限于美联邦储备制会员银行，或者符合证券交易法、各州银行法和联邦储备法规定的非联邦储备制会员银行。开展证券抵押业务的经纪商必须是全国性证券交易所会员，或为全国性证交所会员从事中介业务的证券自营商和经纪商。二是规定除支付保证金外，还必须提供相应的抵押品。如进行买空时购入者的证券即为经纪商的垫付价款的抵押品。此外，如提高信用交易保证金中现金部分的比率、限制抵押证券的种类、降低抵押证券换算比率等，都是常用的做法。

3.3 国外证券市场信用交易机制的监管经验

纵观国外一些证券市场信用交易机制的监管实践，不难看出，这些证券市场在长期的监管实践中积累了比较成熟的监管经验。

（1）法律法规是监管的前提。美国于1934年颁布的《证券交易法》，将信用交易首次纳入了法律法规监管范畴，之后信用交易机制一直在法律法规监管的框架内运作。目前，国外一些发达证券市场已经形成了一套成熟的法律法规体系；而完整成熟的信用交易法律法规体系，反过来又推动了信用交易机制的规范化和法制化。一些新兴的证券市场在引入信用交易机制时，借鉴成熟市场的这一做法，使信用交易机制很快进入发展轨道。可见，健全的法律法规体系为信用交易机制的运作和监管提供了法制平台。

（2）保证金比率是监管的直接工具。保证金比率是货币市场和资本市场之间资金流动的调控阀。一些国家证券市场都规定了买空卖空保证金的比率。初始保证金比率的高低及松紧调控，直接影响到整个社会的货币供给结构，引导资金的有序流动；各交易所和经纪商也可根据市场状况，在各自的权限范围内适时调整维持保证金比率，对信用量进行调控。

（3）证券金融机构是监管的关键。证券金融机构处于中介地位，是金融管理当局联结投资者的纽带，其资金实力、风险承受力和资信状况等，对于信用交易机制的风险监管甚为关键。对证券金融机构的资本充足率、证券金融机构和银行机构融资额度对其资本净值的倍数、一家金融机构对一家经纪商或证券金融机构的融资额度对其净值的比率等都有明确要求。由于融资机构通过信用融资可获得相应的利息和服务收入，在利益机制的驱动下，其行为有可能与货币政策的调控方向相悖，因而在加强监管的同时还要求证券金融机构要有高度的自律性和法律意识。

（4）供抵押的优质证券是监管的基础。一些发达国家和地区对抵押证券的规模、质地和流通性都有严格要求。根据市场化的程度不同，对可供抵押的证券的要求也不同。日、韩当时市场化程度较低，因而要求较严，即必须是由主管部门指定的并在主板市场上交易的证券，各抵押证券都规定了相应的换算率。美国市场化程度较高，因而要求较松，将抵押证券分为合格、不合格和豁免三类，除不合格证券外其余两类都可作为抵押证券。

4 我国证券市场引入信用交易机制的可行性分析

信用交易机制与证券市场其他交易机制一样，是在证券市场基本成熟和具有相当规模的条件下，适应市场需要而自然产生的一种交易制度。从我国证券市场现状看，笔者认为，引入信用交易机制不仅是必要的而且也是可能性的，因而具有可行性。

4.1 必要性分析

（1）引入信用交易机制有利于吸引居民储蓄流入证券市场。根据中国人民银行最近发布的金融

统计数据显示,到今年2月末,全部金融机构(含外资机构)本外币居民储蓄存款余额首次突破10万亿大关,比年初增加5894亿元,同比增长18%。其中,定期储蓄存款比去年初增加3877亿元,活期储蓄存款比年初增加2017亿元。如此庞大的资金滞留在银行系统,将使风险集中到银行。引入信用交易机制,激活证券市场,使资金分流出来,可促使我国居民金融资产形成一个相对稳定的合理结构。实际上,从居民储蓄存款的走势可以发现,居民储蓄与证券市场走势具有相关性。前几年证券市场行情趋旺时,居民储蓄存款呈下降趋势;近年来证券市场行情陷入持续低迷,人们投资股市就显得比较谨慎,居民储蓄存款持续增长,即使央行进行了第八次降息,储蓄存款仍然得到人们的高度认可。可见,引入信用交易机制分流居民储蓄就显得尤为突出。

(2) 引入信用交易机制有利于拓宽货币市场与资本市场之间的资金通道。除居民储蓄存款外,我国的社会资金也相当充足。根据有关机构测算,今年内可入市的潜在社会资金估计在2400亿元左右。目前,这些社会资金进入证券市场的通道主要有两类:一类是银行资金可以通过银行拆借市场、股票抵押贷款等两种方式为券商融资,间接进入证券市场;二是社会资金(包括三类企业资金、保险机构资金、GFII等)以直接或间接方式进入证券市场。从目前运作状况看,尽管管理层提出超常规发展机构投资者,但因这资金通道狭窄,不能满足当前社会资金进入证券市场的需要,降低了社会资金的使用效率。因此,引入信用交易机制,为社会资金进入证券市场拓宽了资金通道,可提高资金使用和配置效率。

(3) 引入信用交易机制有利于完善我国证券市场微观结构。产生于上世纪60年代的市场微观结构理论,在1987年美国大股灾之后受到人们的普遍重视,其核心是说明在既定的市场微观结构下,金融资产的定价过程及其结果,从而揭示市场微观结构在金融资产价格形成过程中的作用。证券市场微观结构,狭义的是指市场价格的发现机制,广义的是指市场各种交易制度的总称,包括价格发现机制、买空卖空机制、清算交割机制和信息传播机制等诸方面。从总体上看,我国目前的证券市场微观结构处于残缺状态,只有现货交易,排斥信用交易,期货交易也被取消,这种单向结构在现实生活中最明显的弊端,就是只有做多而没有做空机制,缺乏避险工具。引入信用交易机制,将做空机制导入市场,改变证券市场微观结构的残缺状况,是目前我国证券市场发展的内在要求。

(4) 引入信用交易机制有利于遏制“透支”交易,规范市场行为。事实上,从融资的角度出发,我国证券信用交易从证券集中交易开始就或明或暗地存在着,简而言之,就是资金方为投资者“透支”,其中以券商利用客户的保证金为投资者“透支”最为普遍。从程序上比较,我国证券交易中存在的“透支”行为与国外大体相似。一般而言,“透支”双方签定一个协议,规定“透支”金额、利率、期限以及平仓规则等。目前券商的“透支”行为是被禁止的,不受法律保护,由此引发了不少由于“透支”给券商带来巨额损失的事件。但由于竞争的驱动以及证券市场发展趋势的内在要求,券商对投资者的“透支”屡难禁止。引入信用交易机制,“开正门,堵暗道”,将有效地化解券商“透支”带来的信用风险。

4.2 可能性分析

(1) 信用交易机制特有的功能,为我国证券市场引入信用交易机制提供了理论前提。如前所述,信用交易机制具有沟通货币市场和资本市场的基本功能,是两个市场之间资金流动的调控阀。我国政府控制证券市场冷热的基本手段一是依靠控制企业上市节奏,二是依靠控制由货币市场向资本市场的流动通道。可以说完全隔离两个市场之间的资金通道或不加限制地允许资金在两个市场之间自由地出入,都不利于证券市场的平稳发展。前者会导致证券市场因后备资金不足而萎缩;后者又会因为货币市场资金规模过大导致对证券市场形成冲击。恰当的做法只能是在进一步疏通其他资金流通管道的同时,引入信用交易机制,充分利用这一机制在货币市场和资本市场之间的资金疏通与调控功能。

(2) 我国目前的证券市场规模为引入信用交易机制提供了市场运作空间。引入信用交易机制,要有一定的市场规模,有可供选择、流动性好的优质证券作为抵押物等基本条件。我国证券市场目前虽然还处于发展初期,但经过十多年的建设和发展,已经具有了相当的规模。资料显示,截止到

2003年3月底,我国上市公司已达到1326家(其中,A股上市公司1215家,B股上市公司111家)。A股总市值41860亿元,流通总市值13000亿元;上市封闭式基金54家,总市值643亿元;国债现货上市品种35只,总市值3584亿元;可转换债券11只,总市值也达到120亿元。投资者开户近7000万个。应该说,我国目前的市场规模和已应的证券品种,为我国证券市场引入信用交易机制提供了较大的市场运作空间。

(3) 我国证券市场机构也有了长足的发展,为引入信用交易机制提供了市场主体条件。截止2002年底,我国证券公司126家,总资产5700亿元,营业网点2900多个。基金管理公司21家,证券投资基金71只,基金规模1320亿元。更为重要的是,经过证券市场10多年的发展,已经形成了一批较有实力、有一定信誉的证券公司和基金管理公司,不仅经营规模较大,而且在多年来的实践中,积累了比较丰富的市场运作经验,风险控制能力不断提高,这就为引入信用交易机制提供了市场主体条件。

(4) 我国证券市场经过十多年的建设和发展,交易设施如委托报价系统、清算交割系统、信息传输系统等已趋完善,这也为引入信用交易机制提供了市场基础条件。

5 我国证券市场引入信用交易机制的制度架构探讨

从一些发达国家证券市场的运作实践和经验看,一个较完整的信用交易机制的制度架构主要包括三个方面:合理设置证券金融机构;建立规范的交易规则体系和确立严格的监管框架。

5.1 我国证券金融机构的设置

(1) 证券金融机构设置的两种模式。证券金融机构是将证券商和投资者联系起来,以证券商和投资者为融资融券主体,提供证券金融服务的专门性的证券金融中介机构,是信用交易机制运作的核心。我国证券金融机构的设置,可在借鉴一些发达国家经验的基础上结合我国的实际情况确定。国外证券市场目前有两种运作模式:一种是集中授信模式,即只存在一个制度化的、集中的、统一的证券金融公司,证券主管机关和交易所可通过证券金融机构融资融券行为,对流出和流入证券市场的资金量进行调控。日、韩和我国的台湾属于这种模式。另一种是分散授信模式,即客户的融资融券交易由大量的经纪商办理,没有一个制度化的、统一集中的证券金融公司,证券融资机构主要是各个经纪商。这种模式以美国为典型。

(2) 我国证券金融机构的设置宜采用分散授权模式。我国证券金融机构应确立为何种模式?目前理论界主要有三种主张:一是主张直接采用集中授信模式,在全国设立一家或几家专业证券金融公司,作为外部信用导入的桥梁,专司直接对证券商授信,然后由证券商向投资者直接授信(万国华 2003)。二是主张先期采用集中授信模式,建立过渡性的专业化的证券金融公司,待时机成熟后再过渡到分散授信模式(席迎春 2002)。三是(陈晓舜 2000)主张直接采用分散授信模式,认为采用集中授信模式,设立专门的证券融资机构,使得从货币市场到资本市场的融资融券链条过长,降低了金融体系的运作效率。笔者赞成第三种主张,除了金融体系运作效率原因外,还因为:(1)我国证券市场虽仍处于发展初期,但可以利用后发优势,直接采用分散授信模式,没有必要非得先搞个“过渡”不可。所谓“条件成熟”是个模糊概念,我国证券市场“条件”何时“成熟”、达到何种程度为“成熟”都难以把握,所谓“条件”也难有一个明确的界定。(2)实际上,从证券市场的发展历程看,信用交易机制是促使证券市场走向成熟的手段,而不是等到成熟之后再引入。日本证券市场1949年重新开张,1951年就开始了信用交易;韩国证券市场1956年建立,1971年就开始了信用交易;我国台湾证券市场1953年正式形成,1974年也开始了信用交易。可见信用交易机制是证券市场微观结构运作机理的内在要求。(3)我国证券公司经过十多年的发展,虽然与国外证券商相比还较弱,但其经济实力和抗风险能力不断提高,如给予相应的政策扶植进一步充实实力,是可以承担证券金融机构职能的。初期可挑选若干家证券公司作为试点,在取得经验后再逐步向其他证券公司放开。这种做法既遵循了我国先试点后推开的渐进式改革思路,也有利于提高我国金融体系的运作效率。

(3) 选择履行证券金融机构职能的证券公司, 要符合相应的条件。一是要有比较雄厚的资金实力。证券金融机构融资融券交易虽然可以从银行贷款和向同业拆借, 但自身必须要有一定的自有资金和自有证券, 没有雄厚的实力是难以胜任的。考虑到我国目前证券公司实力都还不是很强, 可选择相对比较强的证券公司予以扶植, 如发行金融债券、增资扩股、收购兼并等扩充实力。二是必须为全国性的证券公司。引入信用交易机制必须遵循公平原则, 不能采用先在某一地区试点而后再逐步向其他地区推开即“由点到面”的办法, 要根据市场的覆盖面在全国各大中城市同时设立一家或几家融资融券营业机构。三是要有规范的内部管理和较强的自律意识。对于内部管理混乱, 或在过去的经营中有违规经营等不良记录的证券公司, 应排除在入选范围之外, 使入选的证券公司保持很好的社会信誉。

5.2 制定信用交易规则

目前, 我国的证券公司尚无办理证券融资融券业务的经验, 在设计信用交易运作规则时, 可借鉴国外的成功经验。

(1) 证券资质与抵押率。证券质量不同其价格波动性差别较大, 将直接影响到对信用交易风险的监管效率, 因此, 并非所有的证券都适合作为融资融券对象的。这方面可借鉴日、韩和台湾的经验, 只限于在证券交易所指定的证券, 容易成为投机对象的证券应排除在信用交易之外, 这样便于管理。我国目前上市的证券品种虽然已有相当规模, 但仍然良莠并存, 作为可抵押的证券必须进行筛选。由于我国目前国有股和法人股暂不流通, 选择时还需考虑股票流通盘的大小, 流通盘过小容易引发投机。每种证券的资质不同, 市场价格的波动幅度不同, 融资抵押证券的折算率也就不同。一般来说, 国债的折算率较高, 股票则低些。考虑到我国的现状, 在初期, 证券折算率标准可定得略低些为宜, 国债折算率以 85% 为宜, 股票的折算率以 60% 为宜。认定证券的资质和确定折算率标准的权利可由证券交易所行使。

(2) 保证金比率。关于初始保证金比率。美国在 1934-1974 年初始保证金比率在 40%-100% 之间浮动调整, 1974 年后固定在 50% 并不再进行调整。韩国 1977 年规定为 40% 以上。我国在引入信用交易机制的初期这一比率可设得高一些, 以 60% 为宜。关于维持保证金比率, 各国大都在 20-25% 之间。我国可按“就高不就低”的原则, 以 25% 为宜。各金融证券机构在具体运作时, 出于审慎原则考虑还可略为提高。建立维持保证金规则主要有三个内容: 一是“逐日盯市”制, 即要求每日计算每一个保证金帐户抵押证券价值对客户债务的比率, 防止风险和信用膨胀。二是“保证金追加”制, 即当实际保证金下降到维持保证金标准之下时, 通知客户存入现金或证券, 或偿还部分贷款。三是“强制平仓”制, 即当“追加”制无法实施时, 强制出售当事人保存在证券金融机构的证券。另外, 还要制定限制性规则, 如证券商不得将维持保证金用于自营业务、未经客户允许将保证金和抵押证券用于其他业务交易等。

(3) 信用额度。信用额度规则就是要建立一套指标体系, 目的在于防止信用额度的过度膨胀以控制风险。证券商对客户的融资总金额对其净值的比例、客户融资的总金额对其净值的比例、证券商每种证券融资的总金额对其净值的比例和每种证券融券的总金额对其净值的比例等等, 都必须有明确的规定。为限制风险承受能力薄弱的投资者参与, 可规定最低保证金限额, 设置一个进入壁垒。同时也要确定对单个客户贷款的最高限额, 防止操纵市场。

(4) 卖空。为防止证券价格下跌时市场的过度反映, 引发市场恐慌, 各国对卖空交易都制定了严格的规定。我国可借鉴美国证券市场上的“波幅检测规则”即升标 (uptick) 或零加标 (zero-uptick)。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。

(5) 期限与清算。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, 一般都有在 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。我国信用交易期限可考虑以 3 个月为宜。同时还要制定对冲清算与实物清算的细则和流程。由于证券金融机构职能由证券公司行使, 仍然采用二级市场两级清算交割体制, 即证券交易所与证券金融机构(证券公司)之间清算交割; 证券金融机构(证券公司)与投资者之间清算交割。

(6) 抵押证券存管。其关键在于: 应遵循“分类管理”的原则, 将用于融资融券的证券与自营帐户中的其他证券分开管理, 不得串户运作; 要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; 要建立融资融券合同。

5.3 确定信用交易监管框架

根据市场经济国家的经验, 引入信用交易机制要首先制定法律法规予以规范, 明确参与各方的权利和义务。我国目前的主要难点是法律障碍。《证券法》尚未将信用交易纳入法律调整的范畴。引入信用交易机制首先必须适时修改《证券法》及相关法规, 允许银行业与证券业适度的混业经营。

《证券法》经过四年多的实践, 实际上其中许多内容已经不适应快速发展的证券市场的需要, 修改已是势在必行。

机构监管结构可以从三方面着手: 一是中国人民银行作为商业银行的主管机关, 制定有关银行向证券金融机构提供资金的渠道、方式和管理法规; 确定和调整初始保证金比率; 对商业银行的融资行为进行监管。二是中国证监会作为国家证券主管机关, 制定证券金融机构向投资者融资融券的法规, 并由证券交易所对有关交易、结算、存管等方面制定出细则作为补充。证券金融机构确立后, 再根据以上两方面的总体法规制定出具体的操作规程。三是证券交易所处于一线监管的地位, 应赋予证券交易所一线监管的职责。交易所要根据法律法规确定的权限, 对信用交易、清算交割等过程进行监管; 要根据价格的波动状况确定和调整维持保证金比率, 保持市场正常运行; 在必要时可采取临时性措施的权限, 如提高维持保证金比率、降低抵押证券折算率、限制或停止信用交易等。

各履行证券金融机构职责的证券公司在信用交易中履行着证券经营机构与经纪商的双重职能, 因而要加强法规自律意识, 在内部, 融资业务、融券业务、自营业务要严格分开运作, 制定出严格的内部运作管理制度, 规范自身行为; 在内部还要建立相应的风险管理机构, 强化内部风险控制。

6 结语

我们考察和研究信用交易机制, 必须要有全面辩证的观点。我国证券市场之所以一直排斥信用交易额机制, 重要原因之一就是人们对信用交易机制的特征和市场效应采取漠视态度, 而看到的更多的是它的风险的一面, 顾忌其风险对市场的影响。实际上, 信用交易机制所特有的市场效应是其他证券市场机制所不能替代的, 也是目前我国证券市场所亟需的, 问题的关键是要建立行之有效的风险防范机制和监管制度架构。从目前我国宏观经济运行和证券市场的现状看, 引入这一机制是可行的。

参考文献

- [1] 夏普等. 投资学 [M]. 中国人民大学出版社, 1998 年.
- [2] 亚历山大等. 证券投资原理 [M]. 西南财经大学出版社, 1992 年.
- [3] 李世光. 国外证券市场 [M]. 中国经济出版社, 1990 年.
- [4] 上海证券交易所. 交易体制: 原理与变革 [C]. 上海人民出版社, 2000 年.
- [5] 黄运成等. 证券公司风险管理 [M]. 中国财政经济出版社, 1999 年.

- [6] 郑振龙. 各国股票市场比较研究 [M]. 中国发展出版社, 1996 年.
- [7] 韩志国. 股票市场怎样才能走出困境 [N]. 中国证券报, 1994 年 7 月 29 日.
- [8] 陈晓舜. 信用交易制度与风险控制 [N]. 证券市场导报, 2000 年 12 月.
- [9] 戴相龙. 加强金融理论研究, 促进中国金融发展 [J]. 金融研究, 2000 年 10 期.
- [10] 席迎春等. 八点建议破解券商融资难题 [N]. 证券日报, 2002 年 3 月 31 日.
- [11] 尚福林. 积极推进资本市场改革开放和稳定发展 [N]. 金融时报, 2003 年 4 月 21 日.
- [12] 周正庆. 深化金融改革, 为全面建设小康社会服务 [N]. 金融时报, 2003 年 4 月 21 日.
- [13] 万国华. 中国证券市场问题报告: 问题、现状、挑战、对策 [M]. 中国发展出版社, 2003 年.
- [14] 李茂生等. 中国证券市场问题报告 [M]. 中国社会科学出版社, 2003 年.

A Study on the Introduction of Margin Transaction Mechanism to China's Securities Market

Li Yuan-kui

(Finance School of Hubei Economics Institute, Wuhan, 430061, China)

Abstract: Margin transaction mechanism is an important channel connecting the fund flow between monetary market and capital market, Owing to its special function and operation mechanism, it is popular in the securities markets in developed countries. Due to people's ignorance of its function and scruple of its risks, the margin transaction mechanism has not been introduced into china's securities market, leading to china's securities market's deficiency. By analyzing its characteristics, effects, risks and the supervision on it, the article discusses the feasibility of the introduction of the mechanism into China's securities market, and makes a preliminary probe into the system framework of introducing the mechanism.

Key word: the microstructure of market; margin transaction; mechanism; system

收稿日期: 2003-11

作者简介: 黎元奎 (1958-), 男, 湖北荆门人, 湖北经济学院金融学院副教授。