

●“投资者保护”专题研究之五

从海外市场融资融券业务看投资者的机遇与风险

□兴业证券研发中心

推出融资融券业务意义深远

(一)积极意义

1、在当前情况下推出融资融券业务有利于为新股发行和上市公司再融资创造良好的外部环境。一批大型优质企业持续不断到海外上市,对于投资者利益、证券市场发展、国家税收、解决眼前经济运行矛盾、国家金融战略等都是不利的。一般发达国家往往也出于本国利益考虑,并不鼓励优质企业到海外上市。优质企业是内地证券市场的新鲜血液,这些企业发行股票有利于分流国内储蓄资金,并让内地的投资者分享这些企业经济增长的成果。因此,从长远角度考虑,也为了增加内地证券市场的投资价值,将来必将鼓励优质的大盘企业在内地上市。但是,大盘股发行带来的扩容压力有可能导致市场短期供求失衡。

从国际的做法来看,信用交易体系对新股发行提供强有力的支持,一般都为新股的发行上市提供保证金信用(欧美国家的融资融券比例一般限制在不超过20%的标准水平),从而在一个低风险的水平上,保证发行的成功。一般来说,提供融资融券的机构都会对所发行的新股提供承销认购融资。无论是发行公司的经营者、股东、员工或者是中签人,以及其他特定人,都可以向提供融资融券的机构提出特殊的承销认购申请。在这种情况下,并不需要申请人已经拥有股票或者信用账户,而只要凭借认购缴款书,就可以以所认购的新股作为担保品,获得所认购新股的资金(比如,在我国香港,证券公司可向客户提供高达九成的IPO申购融资),而提供融资的范围,不限于交易所所提供的融资融券范围,只要是增发新股、配股、初次发行,都可以适用,这种制度,在于利用发行新股折价率小的特点,提供信用融资,扩大了社会对新股的认购意愿和认购能力,有助于发行的成功,提高了整个证券市场的融资能力。

因而,在当前情况下,尽快推出融资融券制度,率先在IPO发行中试行,或者使之与新股发行配合,有助于缓解大盘扩容压力,成为证券市场发展的“源头活水”,保障证券市场长远发展。

2、融资融券业务连通货市市场与证券市场,拓宽证券市场的资金来源。证券金融公司成立后,该公司可以一手连接着货币市场,一手向证券公司提供资金和证券的

转融通服务,证券公司再向投资者提供融资融券服务,这样融资融券业务连通货市市场与证券市场,为证券市场提供长期稳定的资金来源。比如,韩国证券金融公司的资金来源有:资本金、转融通担保资金、发行短期融资票据、银行借款、同业拆借、证券公司和期货公司存放的客户保证金。

3、促进市场交投的活跃。从理论上讲,融资行为的存在提高了买方的购买能力,扩大了需求,融券行为满足了空方卖的意愿并使之成为可能,这必然会提高市场的新鲜血液,从境外市场实证结果来看,融资融券业务对证券市场交易量存在着明显的推动作用。

4、融资融券制度是现代多层次证券市场的基础,有利于完善市场运行机制,完善制度建设。

一是促进市场由单边市场向双边市场转变,增加投资者的投资方式。信用制度是市场经济中最基本的制度,融资融券制度是现代多层次证券市场的基础性制度安排。若这一制度缺失,市场只能是单边市场,投资者只能做多,不能做空。显然融资融券制度的出台,弥补了证券市场的重大缺陷,二是起到了价格稳定器的作用。当股价下跌,远远偏离其投资价值时,多方可能融资买进,推动股价上升;当股价大幅上涨,远远高于其投资价值时,空方可能融券卖出,导致股价下跌,接近其投资价值。

5、促进目前不合规的融资活动转向合法化,便于监管。前些年,由于投资者对资金的强烈渴求得不到正规渠道的支持,使所谓的“三方监管”、“双方监管”等擦边球业务有了滋生的土壤,加剧了整个市场的系统风险,而且由于操作规则的缺失和操作行为的不规范,给一些证券公司、投资者带来了大量的风险及纠缠不清的法律诉讼。此外,由于投资者缺乏正规的融资渠道,也为私募基金的产生提供了条件。据有关方面统计,中国私募基金的规模在6000亿至7000亿元左右,但却成为监管的盲点。在经过了几年熊市的洗礼之后,建立一个合法的融通资金和证券的体系,就显得越发重要。这是市场的呼声,更是证券市场走向成熟的必由之路。

(二)可能带来的问题

融资融券交易是一个全新的事物,其操作与管理方式与现金交易区别较大,社会公众、有关政府部门和司法机关对其缺乏了解;同时,融资融券交易对投资者、证券公司等的信用要求较高,

融资融券制度是现代多层次证券市场的基础,其推出将有利于市场的稳定和发展,有效缓解市场的资金压力,从而为新股发行和上市公司再融资创造良好的外部环境。目前,绝大多数成熟市场和新兴市场允许融资融券交易。各种迹象表明,我国内地证券市场也即将引入融资融券制度。有关资料显示,融资融券交易量占证券交易总量的比重,美国为16%-20%。但对大多数内地投资者来说,对该项业务还相对陌生。因此,如何认识这项业务,如何把控融资融券业务的机遇与风险就显得非常重要。

本文执笔:孙国雄 黄宪 严长胜

而当前的社会信用环境有待进一步改善。因此,如果制度设计不合理,证券公司操作不规范,可能会带来一些新的问题。

1、可能增强投机性,加剧市场波动。虽然一般认为融资融券交易具有稳定市场的功能,但如有关制度设计不完善、监控不得力,也有可能起到助涨助跌的负面作用,从而加剧市场的波动,带来大盘的系统性风险。

2、可能使市场操纵等违法行为更易发生。在融资融券交易方式下,操纵市场所需的自有资金和证券量比在现金交易方式下要小,这使得市场操纵行为更易发生;对融券交易者而言,散在上市公司不利的信息可以打压股价使其获利,这又可能强化行为人为散布虚假信息的动机。

3、可能加大证券公司的风险。融资融券业务要求证券公司内控机制健全、风险管理能力较强,相关制度得到强有力的执行。证券公司若管理不善、控制不力,很容易引发客户违约、市场波动、系统操作等方面的风险。

4、可能加大交易结算系统的技术风险。由于市场交易量的放大和新的监控要求的引入,交易结算技术系统的复杂性增强、负荷增大,发生故障和错误的风险性加大。

5、可能加大宏观管理层面的风险。融资融券这一全新的市场运行模式,要求有更高的宏观管理能力。在市场运行初期,由于缺乏经验,监管机构包括自律组织决策失误、执行不力的可能性加大,由此引发的批评、指责甚至对融资融券交易本身、对推出这一交易方式的必要性和可行性的怀疑也可能较多。

但是,以上这些可能产生的问题可以通过合理的制度设计、及时有效的市场监管及进行充分的投资者教育等措施,进行较为有效地规避,将可能带来的负面影响降低到最低限度。

投资者面临的机会与风险

(一)投资者面临的机会

1、对融资者而言,可以利用杠杆,扩大资产规模,提高资产收益。融资使投资者可以在投资中借助杠杆效应放大财富,在上涨行情时的利润可以很大。例如,通过融资使资金放大两倍,股价上涨一成,投资收益就变成两成,在不考虑融资利息的情况下,利润可以增加一倍。

2、对融券者而言,在下跌市场进行投资,获得收益。现在的证券市场,由于没有融券,因此投资者小,只能做多赚钱,不能做空,所持股票只有价格上涨才能获利。在这种单边市场的结构中,投资者无法防范价格下跌的风险,更不能在股票价格下跌的过程中获利。若遇下跌行情,投资者除了暂时退出别无选择。而融券机制给了投资者从下跌预期中获利的可能。以往投资者进行股票操作只能选择市价被低估的个股,融券机制的出现又给了广大投资者选择市价被高估个股的交易机会。投资者从此将可以完全根据自己对市场的预期来选择做多还是融券,增加市场活跃度。这样即便是股市下跌,准确操作的投资者也能获得赚钱机会。

另外,投资者也可将自己持有的证券融出,获得融券收入。从国际经验来看,保险公司和社保基金是整个证券信用交易市场中最为重要的融券方。但内地短期内不会推出此项业务。

3、为投资者提供通过组合投资、进行多样化投资的机会和规避风险的手段。融资融券不但给融资融券交易本身、对推出这一交易方式的必要性和可行性的怀疑也可能较多。

效应提高资金的利用效率。

4、在当前情况下,投资者还将在IPO融资融券中受益。有关资料显示,目前监管层正在研究IPO融资融券,试图将融资融券与IPO相结合,客户将能获得放大手中的新股申购资金。依据市场经验,新股发行上市后一般都有有一定幅度的溢价,在IPO中开展融资融券,其风险性远远小于二级市场的融资融券,将为投资者带来新的盈利机会。

总之,融资融券的引入为投资者提供了新的盈利模式。融资使投资者可以在投资中借助杠杆放大收益,而融券可以使投资者在市场价格下跌的时候也能实现盈

投资者应注意的四个问题

高度关注融资融券业务的特点,就使得投资者融资买进的股票在下跌行情中出现类似期货交易“逼仓”现象,特别当保证金以某只股票作质押物时,两者往往同时下跌将加剧保证金的不足,导致投资者流动性迅速恶化。因此,融资融券交易将使得投资者的行为更加激进,对投资者的流动性管理要求也更高。所以,投资者应加强下跌行情时的流动性管理,尽量选择基本面和流动性好的蓝筹股作为融资融券标的。如果保证金选择股票作质押物,则应选择股性稳定或抗跌性好的股票,也可选择国债或现金作质押物。

三是投资者应分散投资,对冲风险。投资者首先应在基本稳定的宏观经济和市场中运用融资融券;其次,应选择流动性和基本面好的股票作为融资融券标的,并应控制运用保证金交易的规模;其次,由于融资融券风险中个股股票与期货之间,投资者应当适当采用低风险资产进行组合配置;最后,可利用融资融券具有的风险对冲和

的系统性风险。另外融资融券将大大增强市场的投机气氛,市场震荡的幅度会大很多,上涨或下跌的空间也会大很多。类似期货的操作手法将更多浮现市场,个股的起落将更加疯狂或惨烈。因此,投资者对大盘和个股趋势的判断变得十分重要,如果对趋势的判断相反,即在上涨趋势中融券卖出或在下跌趋势中融资买入,将出现资产的损失。

(二)投资者面临的风险

融资融券交易是一个全新的事物,投资者需要充分考虑融资融券业务可能产生的各类风险。

1、杠杆效应带来的风险,可能放大投资者的亏损。融资融券是杠杆式的投资工具,是一把“双刃剑”,放大了效益,也必然放大风险。投资者在将股票作为担保品进行融资时,既需要承担担保品的股票变化带来的风险,又得承担新投资股票带来的风险,还得支付相应的利息。另外,融资融券交易的复杂程度较高,如果投资者判断正确,可获得较大的利润,如判断失误或操作不当,则投资者的亏损可能比在现金交易方式下更为严重。对融资者而言,如果股价下跌,投资者所投入的资金便可能会全部化为乌有。

2、投资者对趋势判断错误的风险,就整个证券市场来说,过多的融资融券交易有可能形成一种虚假的市场需求,造成过度投机,甚至引发“股市泡沫”,加大市场

防范功能,稳定投资收益。例如可考虑将融券卖出与该标的证券多头组合,以锁定股票下跌的风险。

四是在进行融资融券买卖前,投资者还需留意下列情况:(1)密切关注的证券融资融券整体余额变化情况,密切关注个人融资融券余额变化情况;(2)关注融资融券的额度、期限、利率、费用、计息方式,保证金比率及可充抵保证金的有价证券种类和折扣率,通知补仓的程序,强制平仓的权限和方式及其他有关事项。(3)融资买入时,选择标的股票还要注意规避全流通以后减持可能性比较大股票;(4)融资融券试点后,管理层可能允许更多的证券公司开展此项业务,此业务的竞争将更激烈,不排除会有一些证券公司为争夺业务而向投资者提供更好的优惠条件,甚至会违背管理层及公司内部的一些规定,从而给未来留下一些风险隐患。此时投资者不能只看各证券公司的优惠条件,而应该选择经营风格稳健、经营规范、风险控制良好的证券公司。

融资融券:拓宽证券市场资金来源

融资融券业务本质

融资融券业务是融资业务和融券业务的合称,所谓融资是指投资人以其自有资金或证券作为担保品,向证券公司或证券金融公司融入资金,以购买证券的业务,融券是指投资人以其自有的资金或证券作为担保品,向证券公司或证券金融公司借入证券出售,在未来一定的期限内,再买入证券归还给证券公司或证券金融公司的业务。可见,融资融券业务是建立在市场对未来投资预期的基础上衍生出来的一种金融工具,本质上是一种信用交易。

海外融资融券模式

各国(地区)在融资融券业务的管理,具体操作方面有着不同的规定,因而存在不同的证券信用体制。根据是否存在专门的信用融通机构,融资融券模式可分为分散授信和集中授信两种模式。分散授信是指客户的融资由大量的证券公司办理,没有一个统一的、制度化的证券融资公司,典型国家如美国。集中授信指存在一个制度化、集中的、统一的证券融资公司,有关部门可以通过证券融资公司调控流入和流出证券市场的资金量,同时,通过证券金融公司及交易所等自律机构进行直接、主动的管理。根据信用融通过程中的证券金融公司、证券公司以及投资者的关系,集中授信模式再分为单轨模式

和双轨模式。单轨模式是指证券融资公司只负责对证券公司的融资,再由证券公司对客户进行融通,典型国家如日本。双轨制指证券融资公司既可以以证券公司融资,也可以通过证券公司向投资者进行融资,如韩国和我国台湾地区。

融资融券制度的内容比较复杂,各国(地区)对内容的规定也不尽一致。与投资者直接相关的内容主要包括以下几点:

(1)证券公司的资金来源。从海外的现有业务情况来看,证券公司资金来源主要包括自有资金、符合条件的货币市场资金、客户账户贷方余额、各类保证金及担保款项、向证券公司转融通等;其证券来源主要包括证券公司自有证券、客户融资担保证券、抵缴证券、同业拆借、委托人托管证券、向证券金融公司转融通、向证券持有方公开标借借和担保等。

(2)保证金比例。保证金比率是客户担保品价值与客户债务的比例,是证券公司防范客户信用风险的最主要工具之一,其一般可分为初始保证金和维持保证金比率。有的市场只对初始保证金比率作出规定,有的市场则对两者均作出规定。在美国,美联储对初始保证金比率有下限规定,目前为50%;全国证券商协会和纽约证券交易所则分别对融资与融券的维持保证金比率作了规定:融资的,不低于25%;融券的,则视标的证

券的种类而定,为100%或30%。日本财务省和证券交易所、证券业协会对初始保证金比率均有规定,财务省目前的规定为不低于30%。

(3)选择标准。美国规定,使用贷款购买的证券必须符合两个条件:其一,是在全国性的证券交易所上市交易的证券,或者是在场外柜台市场交易很活跃的证券;其二,必须是在证券交易委员会开列名单上的证券。证券信用交易的券种最初局限为纽约交易所、NASDAQ全国市场的证券,后逐步扩展到SmallCap、OTC等店头市场上的证券。而日本对信用交易证券的限制就更为严格,要求信用交易融资融券的股票流通股本必须在2000万以上,股东人数在2000人以上,而融券资格的股票至少股本在4000万以上,股东人数不少于3200人,并且所有券种都仅限于东京证券交易所的证券。

(4)信用客户选取标准。由于证券公司在融资融券的信用交易活动中面临一定程度的客户信用风险,因此各个市场都对信用交易客户作出了一定的选取标准,以我国台湾地区信用交易为例,客户开户条件为:①年满20岁有民事行为能力;②开立受托买卖账户满六个月;③最近一年内委托买卖成交十笔以上,累计成交金额达一年申请融资融券额度的50%;④最近一年所得及各种财产计达申请融资融券额度的30%。

(5)抵押折扣。该条款的规定主要是针对保证金比率而做出的补充,由于作为保证金的标的既可以是现金,也可以是证券,因此在保证金比率的基础上还应设定另外两个指标:一是现金比率,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。二是担保证券的折扣率,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,以降低证券价格波动带来的信用风险。从海外同业情况来看,以美国为例,政府债券按95%计算,政府担保债券按90%计算,其他债券按85%计算,可转换债券按80%计算。当然,股票的折扣比债券更高,其折扣率随时间和市场状况的不同而不同。

(6)信用期限。从法律规定上看,美国融资融券的信用交易并没有明确的期限要求,但纽约证券交易所却规定信用交易违反常规保证金维持率的要求之后补交现金的期限为15个工作日。日本、韩国和我国台湾地区对融资融券的期限有明确规定,其中日本和我国台湾地区为6个月,韩国为150天,但我国台湾在融资融券期限满六个月后可申请延期半年。

(7)账户管理。从世界各国(地区)的实际情况来看,有关信用交易的账户设置机制差别较为明显。总的来看包括信用交易账户、现金账户、备忘账户、证券公司或经纪人信贷账户以及为非权益类证券(如债券)提供信用

交易的账户等。以美国信用交易的账户管理为例,美国是将现金账户和信用账户严格分开,现金账户内所有的交易都必须用账户中客户自己所有的现金来完成,而现金账户中的证券无论在任何情况下都不允许证券公司挪用且出。而信用账户的客户可以通过融资融券进行信用交易的买卖,融资融券的折扣率,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,以降低证券价格波动带来的信用风险。从海外同业情况来看,以美国为例,政府债券按95%计算,政府担保债券按90%计算,其他债券按85%计算,可转换债券按80%计算。当然,股票的折扣比债券更高,其折扣率随时间和市场状况的不同而不同。

(8)总的信用额度控制。该规定主要体现在三个方面:其一,对证券公司整体资产负债比率的影响,目前各国(地区)的遵从依据也主要是巴塞尔协议中对金融机构的相应规定,比如我国台湾地区要求证券金融公司的负债总额不能超过其净资产值的1.15倍,相当于最低资本充足率8%;日本证券金

融公司的同一比率为2.5%。其二,对个股的信用额度管理,比如我国台湾地区规定个股的融资限额为750万新台币,单个证券公司对单个证券的融资不应该超过10%,融券不应该超过5%。在对待符合一定要求的特殊股票问题上,也要遵守监管机关的最低保证金比率。其三,对客户证券信用交易总额的约束规定,还以我国台湾地区为例,其要求对客户的融资融券总额不能超过其净资产的250%。

我国内地证券市场可能采取的融资融券模式

(1)融资融券模式。综合各方面的分析来看,境内证券市场可能采取集中单轨模式。融资融券业务基本模式是由证券公司向客户提供融资、融券服务;证券公司自有资金或证券不足时,由证券金融公司向证券公司提供转融通服务。在上述环节中,证券公司是融资融券业务的主体,与客户建立业务关系;证券金融公司只能向证券公司提供资金和证券的转融通,不与客户发生业务关系。但在试点阶段,证券公司只能以自有资金和证券向投资者提供融资融券服务,不得动用客户的资金和证券开展融资融券业务。

(2)业务流程。试点阶段,融资融券业务类型主要包括融资融券。在融资方面,客户以其信用账户的资金或证券作为担保品,向证券公司申请融资买入;客户偿还融

资款,可采用直接还款或融券还款两种方式。在融券方面,客户以其信用账户中的资金或证券作为担保品,向证券公司申请融券卖出;客户可采用买券还券的方式偿还融入证券。

(3)客户选择。证券公司根据自身情况和融资融券业务的特点,制定本公司融资融券客户资质标准和开户审查制度,对客户财产状况、投资经验、风险承受能力等情况进行了解,确信客户是否具备开展融资融券业务的资格和能力。证券公司可根据客户性质、资产规模、投资风格、风险承受能力等因素,将客户划分为不同类别和层次,确定每一层次客户获得授信的条件、额度、风险控制指标等,并根据监管规则要求和自身财务状况等因素,事先规定对全部客户和单一客户的融资、融券上限。

(4)交易标的证券选择及保证金比率。首先证券交易所将规定哪类标的证券可以进行融资融券交易;然后要求证券公司在符合交易所有关规定的基础上,确定交易标的证券和担保证券的种类、担保品的折扣率、初始保证金和维持保证金比率。

(5)融资利率、融券费率。按市场化方式确定行业融资利率与融券费率的基准,各证券公司可根据自身情况以及客户资信情况作出具体规定,原则上利率不低于同期贷款利率+运营成本。