
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 陈建瑜

证券融资融券交易是海外证券市场普遍实施的一项成熟交易制度，是证券市场基本职能发挥作用的重要基础。证券市场的发展提出了我国是否需要开展证券融资融券交易的问题。规范我国证券业存在的“地下”融资，包括券商对客户的融资和券商对客户的“透支”，以及打通银行信贷资金进入股市的合规渠道，形成统一互联的金融市场，是我国证券市场迫切需要解决的现实问题。

一、 海外证券融资融券交易的实践及效果

（一）海外证券融资融券交易的基本做法

早在 1607 年，当荷兰东印度公司的股票在阿姆斯特丹刚刚有了交易时，就已出现买空、卖空和借券活动。19 世纪下半期，英国也出现了大规模的借券卖空活动。许多债券交易商在除息日前后先卖空再买入以逃避利息税。20 世纪 60 年代，随着英国监管当局进一步放宽对信用交易的限制，伦敦出现了股票的抵押融券的借券，使得融资融券活动进入了一个新的阶段。

证券融资融券交易是指为证券买卖而进行的融资或融券，是狭义的证券信用交易。从广义的证券信用交易上说，还涉及证券的发行市场。证券融资融券交易最显著的特点是借钱买证券和借证券卖证券。投资者通过向证券公司融资融券，扩大交易筹码，这就是信用交易的财务杠

杆效应。证券融资融券交易虽然有其特殊的买卖方式，但是从交割方式角度来讲与现货交易基本一致。券商对投资者的融资，与个人股票质押贷款不同，必须开立专门的信用交易帐户，与券商为投资者的“透支”以及券商作为中介人的“三方协议贷款”相似。融券也是包括投资者向券商借券和券商向其他机构借券。

信用交易在法律上得到规制已经有近百年的历史，许多国家和地区结合自身市场特点对证券信用交易进行了精心的制度设计，形成了各具特色的信用交易模式。欧美金融市场发达，信用制度健全，投资银行等机构内部控制制度健全，形成了市场化的分散授信模式（图 1）。香港市场也采用类似的模式。在这种模式下，信用交易的风险表现为市场主体的业务风险，监管机构只是对运行的规则做出统一的制度安排并监督执行。而日本战后借鉴了美国的作法同时考虑自身的情况，选择了集中授信的模式，设立具有垄断地位的证券金融公司，专司对券商价款或证券不足的转融通业务，在操作上形成“客户—证券公司—证券金融公司—金融厅（财务省）”四个层级的机构联系（图 2）。这种职能分工明确的结构形式，便于监管，也与金融市场的欠发达相适应。在吸收日本的经验基础上，韩国和台湾地区形成了自己的特色，建立了“双轨制”的集中授信模式（图 3）。韩国扩大了证券金融公司的业务范围，特别重要的是建立了完善的客户保证金制度和证券借贷制度，为韩国证券市场和期货市场的迅速发展提供了坚实基础。从实践来看，证券金融公司在活跃市场、融通资金和控制风险等方面确实发挥了重要的作用。事实证明，这些模式都经受住了市场的考验，证券信用交易的正面功能得到了积极的显现。

可用于融资融券的证券种类逐渐多样化。最初是集中市场和柜台市场上市的部分股票，后来扩大为债券、基金及受益凭证、ETF 等。实际上，融资交易量大于融券交易量，原因在于操

作的便利性、款券来源的差异性（可用于融券的证券来源较少）。当然，近年来，随着证券借贷市场的迅速发展，融券交易额有所上升。

图 1 美国证券信用交易框图

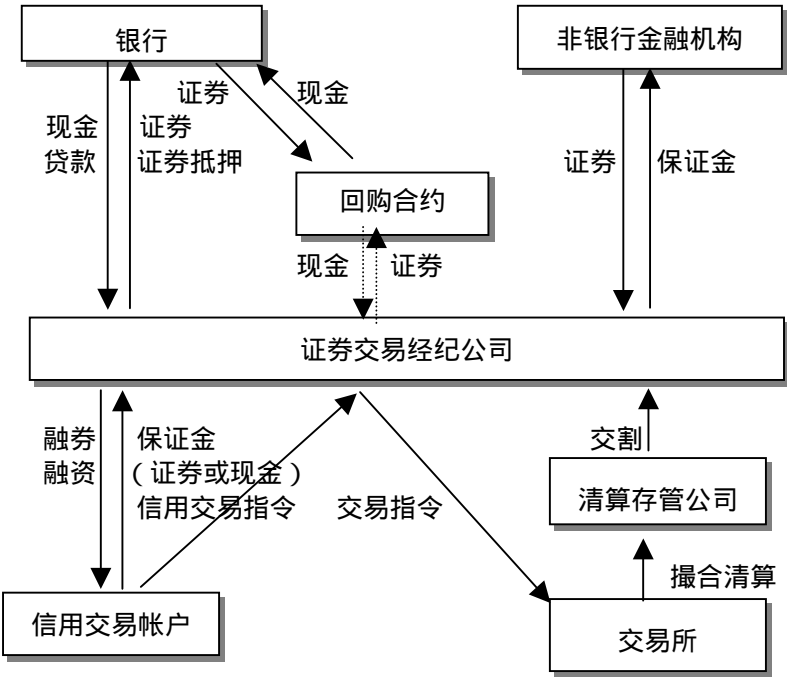


图 2 日本的信用交易框图

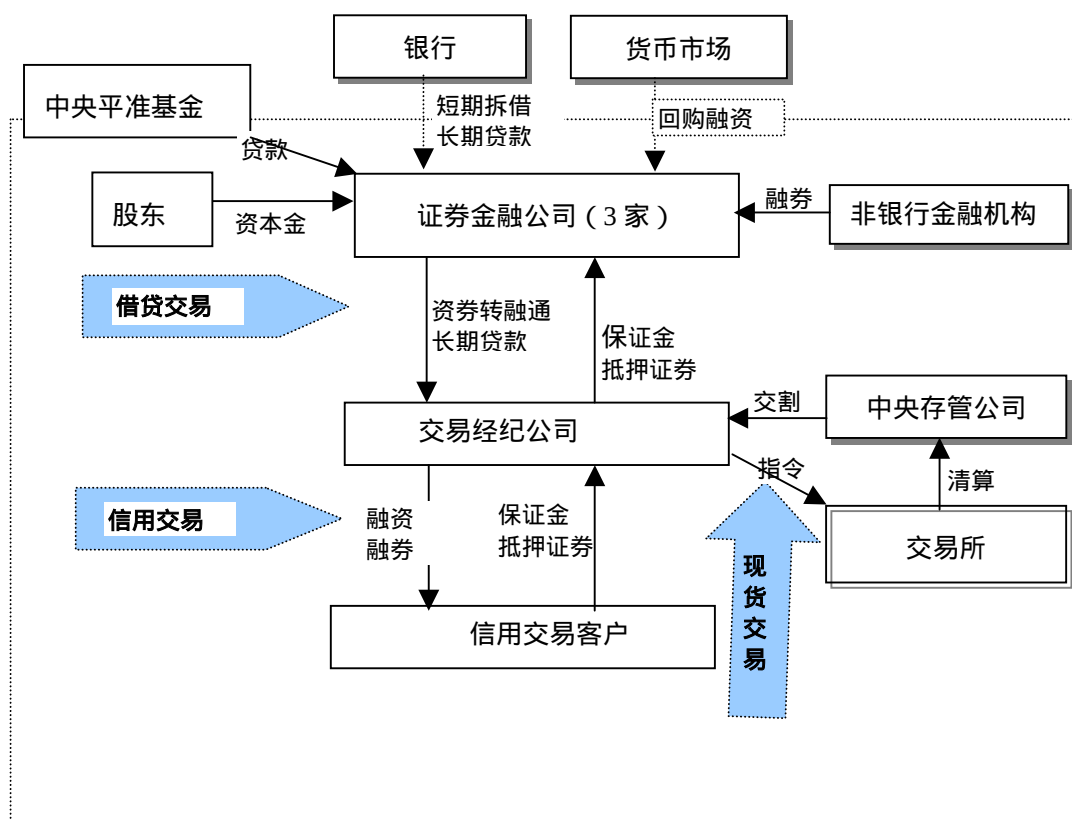


图 3 台湾的信用交易框图

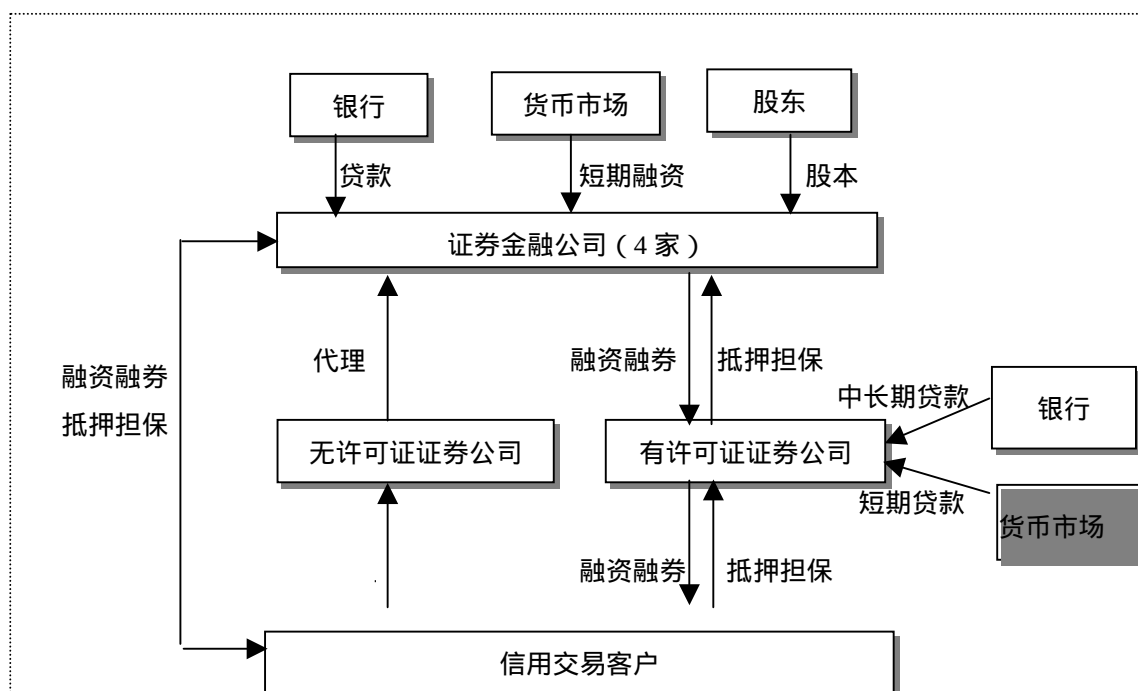


表 1 台湾复华证券金融公司业务

证券融资业务 单位：百万台币								
年度	对投资人融资		对券商融资		现金与承销融资		合计	
	金额	%	金额	%	金额	%	金额	%
1998	99890	87.02	5484	4.78	9420	8.21	114794	100.00
1999	87860	90.47	6756	6.96	2496	2.57	97112	100.00
2000	87207	92.75	6736	7.16	80	0.09	94023	100.00
2001	32919	98.90	344	1.03	23	0.07	33286	100.00
2002	33780	98.19	624	1.81	0	0.00	34404	100.00

证券融券业务 单位：万股						
年度	对投资人融券		对券商融券		合计	
	股数	%	股数	%	股数	%
1998	180479	99.00	1822	1.00	182301	100.00
1999	129186	99.39	798	0.61	129984	100.00
2000	85458	99.45	474	0.55	85932	100.00
2001	93814	98.45	1481	1.55	95295	100.00
2002	146787	97.41	3910	2.59	150697	100.00

资料来源：根据复华证券金融公司网站所提供的数据整理计算。

比较日、韩和台湾地区证券金融公司的业务范围，韩国证券金融公司的业务最为广泛，主要包括：(1)存管客户交易结算保证金；(2)为维持证券的市场价格而贷放资金；(3)通过证券交易所的清算机构，贷放证券市场上交易结算所需的资金或证券；(4)通过证券抵押来贷放资金或出借证券；(5)通过包销商向公众投资者贷放认购所需的资金；(6)在规定的范围内进行公司债券交易；(7)保管证券和接受证券寄存；日本与韩国证券金融公司的业务大体相同，而台湾证券金融公司的业务范围最为狭窄，主要包括以上的(3)、(4)和(5)。台湾证券金融公司的业务结构显示(表1)，证券金融公司对投资人所提供的无论是融资还是融券，都远远高于对证券公司的转融通，而且这个差距还在不断扩大。目前台湾证券融资融券交易制度的问题日益暴露，

就发展趋势来看，改“双轨制”为“单规制”，明确交割责任；借鉴韩国的作法，扩大证券金融公司业务范围，发展证券借贷市场。

（二）健全监管制度，防范融资融券交易的风险

证券融资融券交易是一把双刃剑，一方面，信用交易与现货交易的相互配合可以增加证券的供求弹性，有助于稳定证券价格，完善股价形成机制，为投资者提供新的盈利模式、规避投资风险渠道；另一方面，信用交易的投机特性，具有助涨助跌效应，加大股市波动幅度。信用交易使得一些投机者更容易操纵股价，甚至与证券公司或上市公司联手操作，损害广大中小投资者的利益。

由于信用交易的风险较大，各国和地区都制定了十分严密的法律法规，建立起十分细致的业务操作规程和严格的监管体系。其目的在于：维持证券市场交易的有序性与安全性、防止证券市场信用过度扩张以及防止证券市场价格因证券信用交易而异常波动。信用交易的消极影响完全可以通过从严规定诸如融资融券的对象、期限、额度、保证金比例、利率水平、结算制度、处罚等措施予以控制。

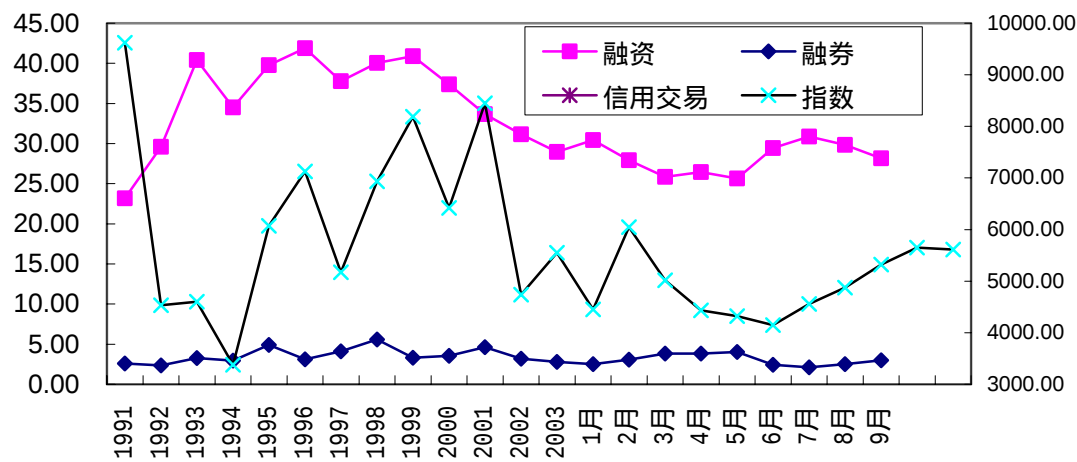
（三）证券融资融券交易对证券市场的效果

证券融资融券交易对于增加股市流通性、活跃交易具有明显作用。美国和日本的证券信用贷款规模一般低于证券市值的 2%，但是信用交易规模占证券交易金额的比重却达到 16%—20%（Hardouvelis，1989）。台湾地区证券融资融券交易的规模占总交易量的比例高达 40%（图 4）。

至于证券融资融券交易是否具有稳定股价、形成合理价格水平的功能，则还有待检验。用

因果关系检验表明，股价的变化往往先于证券融资融券交易余额的变化。卖空与股价变化之间存在负关系，卖空被视为熊市指标。但是在更为透明的市场环境下，卖空信息被视为几乎是同步的“坏消息”。

图 4 台湾证券信用交易与股指变化趋势



资料来源：台湾证券暨期货管理委员会全球资讯网。

（四）调整证券保证金比例是重要政策工具

设置和调整初始保证金比例将能有效地调控证券融资融券交易的规模。Goldberg(1985)以及Luckett(1982)等的研究表明，提高初始保证金可以提高证券购买成本，降低证券收益率，作为理性的投资者，必然减少利用信用贷款购买证券。同时，提高初始保证金比例对投资者起到“信号”作用，促使理性投资者减少信用购买。

但是，调整保证金比例对股价水平、市场波动的影响在不同市场是有差异的。调整保证金比例，对欧美市场的融资融券交易作用不明显，而对东亚市场，包括日本、韩国和台湾等，其

作用是显著的。市场波动与保证金比例变化呈同方向关系，即保证金比例提高，市场波动上升；保证金比例减小，市场波动降低。Hardouvelis(1989)以及 Lee 和 Yoo(1991)的研究证明了这点。

二、我国开展证券融资融券交易的必要性

（一）规范地下证券融资融券交易的需要

证券公司对客户最早的融资方式就是“透支”，其中以券商挪用客户保证金为股民“透支”最为普遍。从程序上比较，我国证券交易存在的“透支”与国外大体相似。一般而言，“透支”双方签订一个协议，规定“透支”金额、利率、期限以及平仓机制等等。由于政府监管力度的不断加强，营业部对客户透支行为越来越谨慎也越来越隐蔽。一方面开始控制透支比例，另一方面研究融资技巧，强调其隐蔽性。近年来，券商探索出一种新的名为“三方协议贷款”的对客户融资方式。

证券融资融券交易包括券商对投资者的融资、融券和对券商的融资、融券四种。综合来看，我国至今为止还没有真正意义上的证券信用交易，券商向客户的“透支”或“三方协议贷款”有所类似。目前，券商、基金管理公司可以进入银行间拆借市场，券商、基金管理公司可以进行股票抵押贷款，银行信贷资金通过有限的渠道进入证券市场。实质上，股票抵押不属于证券信用交易，因为不存在证券融资融券交易的保证金类别与比例以及平仓机制等证券融资融券交易要素，而且获得证券信用贷款的对象仅局限于券商和基金管理公司。两者共同点都体现在银行资金以股票抵押的方式进入证券市场。部分地区还出现了股票典当质押业务，为投资者股票质押融资提供了渠道。

地下证券融资融券交易对证券市场的健康发展、维持正常的市场秩序具有危害性，表现在：

第一，投资者透支炒股，信贷资金违规流入股市，交割违约。与此伴随的是券商、上市公司与庄家伙同操纵股市，导致券商之间的恶性竞争，损害投资者利益。证券市场多年来恶庄的猖獗、泡沫的堆积、个股的疯狂炒作、投资理念的偏差以及证券公司遭遇的各种风险和冲击，都直接或间接、或多或少与这潜伏汹涌的地下融资有关。第二，地下信用交易的风险更大。对于这种形式的融资和信贷现金违规流入股市，监管机构很难进行监控，实际上进行的是“猫捉老鼠”的游戏。同时，监管机构每一次对信贷资金入市的查处，都会带来股市的振荡。第三，券商面临极大的信用交易风险。一方面，客户进行帐户上的资金、证券的转移，而后逃之夭夭，使营业部面临被诈骗的风险；另一方面，客户在融资融券交易中发生巨额亏损，被强制平仓时，有可能起诉证券公司，证券公司因违法，需要承担相应的法律责任。

（二）完善证券市场交易机制的需要

我国证券市场属于典型的单边市，只能做多，不能做空。投资者要想博取价差收益，只有先买进股票然后再高价卖出。一旦市场出现危机时，往往又出现连续的“跳水”，股价下跌失去控制。即使在实行涨跌幅度制的情况下，我国股市的波动仍然高于海外主要市场。据统计，从 1996 年到 2002 年，我国股票市场的年平均波动幅度达 30% 左右。而在完善的融资融券制度下，市场本身具备了价格稳定器的作用。

信用交易制度通过融券卖空机制就可以大幅增加股票的供应，达到削弱或消除“庄家”控制股票交易的目的，还原价值规律在股价形成机制中的主导作用。从证券市场的发展历史来看，

各种创新都需要卖空机制。股指期货期权、股票期货期权等的条件之一就是存在卖空套利机制。

我国证券市场不断创新，引进股指期货期权、股票期货期权，以及开发 ETF 等新产品，都需要以做空机制为前提。与股票期货和期权相比，证券融资融券交易的杠杆放大作用较小，信用扩张度也较小，证券信用交易的风险介于现货和期货期权之间。从适宜对象上看，信用交易对所有类型的投资者都适合，并不必然要求大量资金，它比期货期权更具有普适性。

（三）促进券商盈利模式创新的需要

面对加入 WTO 后外资券商进入的挑战，券商内部控制的不健全和各种不规范运作必须加以改观。从粗放经营到集约经营是我国证券业发展的必然趋势。

目前我国券商经纪业务（营业部）收入的主要来源是交易手续费。据统计，截至 2002 年 5 月底，中国 118 家证券公司的净资产额为 917 亿元，但其中不良资产却高达 460 亿元，不良资产比率超过 50%。证监会决定自 2002 年 5 月 1 日起放弃 3.5‰ 的固定佣金制转而实行上限为 3‰ 的浮动佣金制。佣金总收入将主要取决于股市行情的好坏。截止到 2002 年 11 月，中国证券公司的年度亏损总额（不包括委托理财业务所发生的亏损）已经达到 220 亿元。在 2003 年 11 月公布的部分券商年报显示，126 家券商利润总额为负 3 亿元，亏损面超过 60%，而手续费收入与金融利差收入仍然是券商上半年收入的顶梁柱，占其营业收入净额的 62.63%。

开辟信用交易，券商为客户提供信用，可以赚取利息，这无疑为券商提供了一个重要的收入来源。融资融券业务的导入无疑将有利于我国证券业成功实现盈利模式的转变，还可以培养一批优秀的券商。信用交易给券商提供了一个竞争的砝码。风险与收益状况完全取决于券商的

竞争力。这会促进券商的分化，优胜劣汰，改善证券商的素质。

（四）投资者规避风险、促进机构投资者的发展的需要

证券信用交易为投资者提供了进行多样化投资的机会和风险回避的手段，可以满足不同市场主体的投资需求和风险偏好。投资者可以扩大投资,通过财务杠杆获取利润。证券信用交易不但多了一个投资选择机会，而且在遭遇熊市时，投资者可以做空以回避风险。而公开披露的融资融券余额是市场行情的重要参考指标之一。

基金既可以通过“股票持仓+卖空”组合规避股价下跌风险、锁定投资收益，又可以通过“股票持仓+融出券”组合改善盈利水平，还可以利用融资买空的财务杠杆效应提高资金的利用效率。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借券方。其收入来源有三：分红、资本利得、放券收入。其中分红和放券收入促使保险公司、社保基金等趋向于长期投资，而资本利得促使其趋向于短期投资。在当前的证券市场上，依靠分红是不现实的。2002年，深沪交易所上市公司，实际分红的仅一百多家，占总数的15%左右。这样，这些在本质上应该长期投资以获取稳定收益的机构，将转向短期持有证券。

（五）金融市场协调发展和金融资源有效配置的需要

我国银行业、证券业、保险业以及信托租赁业等分业经营的格局在短期还不会改变，不可能马上实施混业经营。但是，分业经营和分业管理与金融市场的统一互联并不矛盾。即使在分业经营时期，货币市场与资本市场的连接也是统一市场的客观要求。从金融资源有效配置角度上讲，打通资本市场与货币市场，让资金在各市场畅其流，提高资金的使用效率，是我国金融

业目前面临的重大课题，这在我国货币市场不发达、货币市场与证券市场分割的情况下具有特别的意义。证券融资融券交易是沟通资金市场与证券市场的桥梁，可以打破金融市场的割裂状态，促进两个市场的均衡发展。

通过融资融券沟通资本市场与货币市场，有利于释放金融市场风险。当前，一方面，银行存款大量增加，目前已超过 8 万亿元，且每年的增量在 8000 亿元以上，存款的迅速增加与银行“惜贷”形成了强烈的对比；另一方面，证券市场对资金的大量需求得不到很好地解决，于是违规事件时有发生，如银行资金违规入市、券商挪用客户保证金及向客户融资融券进行非法交易等。这些状况说明我国的资本市场和货币市场都已具有相互渗透的需要和冲动。开展证券信用交易，一方面体现在为社会资金、商业银行资金入市开辟了渠道，大大增强银行资金的流动性；另一方面也可以抑制当前我国证券市场上存在很大风险的地下融资活动。

三、我国开展证券融资融券交易的可行性

（一）法规上虽存在限制但是出现了松动的趋势

我国目前推行证券融资融券交易的最大障碍在于法律障碍。开展证券融资融券交易，与《证券法》的规定冲突。近年来，我国金融业在实践中不断创新，在部门行政规范上对证券融资融券交易进行了有益的探索，部分突破了法规上的禁锢，这为我国开展证券融资融券交易提供了重要的法规依据。

中国人民银行和证监会联合颁布了券商股票质押贷款条例，交易所也制定了相关操作规则，表明从部门法规上允许证券公司以自营股票和投资基金质押贷款。这实际上是参照海外证券融

资有关活动而制定实施的。当然，这还只是完整证券融资融券交易的四分之一的业务，并且证券公司的贷款质押物还局限于用自营的股票和投资基金，在法规上的还没有允许券商对客户的“透支”、银行或典当行为投资者的股票质押贷款以及“三方协议贷款”。

近年来迅速发展的银行间国债市场，对融券交易进行了有益的探索。中国人民银行在 2002 年颁布了《中国人民银行与双向报价商融券业务操作规则》，实际上就是允许银行间市场参与主体向中国人民银行借券。央行与财政部最近对国债市场实行买断式回购方案的征求意见，允许银行间国债市场的参与主体从事国债的买断式回购。这说明在银行间国债市场上，主管机构有推行为双向报价商和投资者进行融券交易和卖空机制的迹象。既然允许券商和投资者在银行间国债市场上从事证券融券交易，那么在交易所国债市场上进行融券交易在法规上也是完全可行的。

最近银行领域三大法的修改与制定（人民银行法、商业银行法与银行监管法），为商业银行从事证券事务提供了空间，也为开展证券融资融券交易在法规上提供了可能。在最近我国证券法修改的讨论中，对于允许证券融资融券交易已经达成初步共识。这为开展证券融资融券交易增加了可行性。我们认为应借鉴海外经验，修改证券法，增加允许证券融资融券交易的相关条款。从发展的眼光来看，当市场发展到一定规模后，法律制度趋于完善，信用交易制度被法律承认是国际证券市场的总趋势，我国也不例外。

（二）市场基础具备与投资者风险意识增强

经过 13 年的迅速发展，我国证券市场上市公司数量、市场规模以及投资者人数增长很快，

市场容量较大。这与日本早期的情况相似，相比韩国和台湾地区，我国证券市场的规模优势已经显现。我国股市的强大容量，使得股市抵抗风险的能力大大增强，从而为我国开展证券融资融券交易提供了现实条件。证券市场存在的券商的“透支”行为、“三方贷款协议”、信贷资金入市，这说明证券融资融券交易拥有市场基础。同时，券商自发创新的“三方贷款协议”的实践还为证券融资融券交易制定试点方案提供了重要参考。

我国证券市场投资者的构成以个人投资者为主体，与其他东亚证券市场的投资者结构相似。13 年来我国投资者在证券市场上得到了充分的洗礼，风险意识大大增强。特别是，我国监管理念从关注股市走势到提高公司资质、规范市场运作的转变，为投资者树立价值型投资理念提供了条件。机构投资者的培育和成长，包括 QFII 的引进，为证券市场的理性投资提供了参考。寻找证券市场的核心资产、崇尚价值型投资蔚然成风。

（三）作为融资融券交易中介的券商已经具备

作为证券融资融券交易的中介机构和主要参与者，券商承担对客户信用交易活动的直接监管，面临各种风险。券商实力的强弱、自律能力的高低是开展证券融资融券交易的重要条件之一。与海外尤其是欧美券商相比，目前我国券商无论在资本实力、业务经验还是在内部风险控制方面还存在较大的差距。但是，我国券商经过 13 年发展，规范化程度日益提高、内部控制日趋完善，初步具备了从事融资融券交易的资质。同时，在券商自发的创新业务——“三方贷款”暗地运转的背景下，为了对各方风险进行控制，券商及其营业部建立了相应的操作规程，为融资融券的推行提供了技术上的实践经验或教训。

（四）技术条件具备但需要整合与改进

证券融资融券交易虽然是以现货交易为基础，但是信用交易由于涉及客户资信的调查、保证金的维持、客户与券商和券商与其他金融机构的信用关系，涉及的方面更多，在操作技术上更为复杂。

我国证券市场始建于 13 年前，在交易、登记、结算与客户帐户管理领域的技术系统设计能够充分参考世界其它资本市场的经验和发展趋势，在较高的起点上进行了系统开发。证券市场的无纸化、电子化、人工智能化，为及时调查客户资信及资券情况、券商自身风险的评估、交易所融资融券交易的信息处理提供了前提条件。银行间债券市场实行买断式回购，一定程度上看就是融资融券交易，可以为证券市场的融资融券交易的技术提供了经验。与信用交易基本相同的券商股票质押贷款已经实行了一段时间，技术问题基本得到了解决，这说明证券融资在技术上具备可行性。

当然，实施证券融资融券交易，需要对以上提到的几方面技术进行配套与整合以适应证券融资融券交易对技术上的要求，同时还要改进现行的证券登记结算制度。证券融资融券交易，要求建立完全净额结算模式，即结算公司与证券公司进行股份与资金的净额清算交收，证券公司与投资人完成股份与资金的最终结算；建立二级托管制度。

（五）监管体系健全但还需完善协调机制

我国证券市场已经形成了包括证监会集中监管、交易所一线监管、证券业协会及券商自律管理较为完善的“四级”监管体系，提高了监管协调性和整体效率。这是证券融资融券交易顺

利进行的重要保证。监管者通过查处证券交易中的“透支”行为、“三方贷款协议”等，积累了较为丰富的经验。海外对证券融资融券交易进行了有效的监管，这就为我国开展证券融资融券交易提供了丰富的经验与教训。

证券融资融券交易涉及证券业、银行业与保险业，包括证券市场、货币市场与保险市场三个市场的互动，这就对监管提出了更高的要求。开展证券融资融券交易，现有的监管方式、监管技术手段尚需配套，监管水平有待进一步提高。同时，在分业经营、分业监管模式下，银行、证券与保险的监管协调机制还有待建立和完善。

四、我国开展证券融资融券交易的构想

（一）选择合适的证券融资融券交易运作模式

一个国家或地区的信用交易模式很大程度上取决于其经济发展状况，金融市场尤其是证券市场的发育程度，社会信用水平，券商银行等金融机构的风险意识和内部控制的水平，以及社会文化习惯等因素。我国证券市场的发展仍处于新兴加转轨阶段，市场运行机制尚不健全，法律监管体系还不完善，各市场参与主体尚未成熟、风险控制能力还比较低，证券市场存在较大的系统性风险，信用机制还没有真正建立。我们认为，在现有制度和结构下不适宜直接采用完全市场化的信用交易模式（美国模式），而应采取证券金融公司主导的集中信用模式，可以有效地组织融资融券活动并对风险进行监控。待市场发育成熟以后再逐步转向市场化模式。

对证券公司从事融资融券业务实施许可证制度。具有证券融资融券交易资格的券商限定为实力雄厚、规模较大、管理规范的综合类券商。没有许可证的证券公司只能从事代理业务，接

受客户的委托，代理客户向证券金融公司的融资融券申请。这与《证券公司管理办法》中各证券业务的分类管理原则是一致的。这种信用交易资格限制可以激励证券公司的竞争，使之提高业务素质，遵纪守法，从而有利于信用交易的顺利进行与证券市场的规范发展。

（二）完善证券融资融券交易的相关机制

1．明确监管主体及其分工，建立监管协调机制

为了与我国目前的证券监管体系保持一致，我们建议证监会应在证券融资融券交易监管体系的建立中发挥主导作用。央行、银监会、证券交易所、证券登记结算公司是证券融资融券交易中的重要监管主体，证券业协会、证券金融公司以及有许可证的券商也是证券融资融券交易监管体系中的重要环节。同时，制定和实施相关的法规和细致的业务规则，包括法律条文、证券监管部门与货币管理部门围绕信用交易过程所颁布的强制性规章和条例、以及证券交易所和证券金融公司的实时控制规则和业务操作规范文件。

表 2 我国证券融资融券交易监管主体及其分工协作体系

监管主体	主要职责描述
证监会	● 负责有关法规和规章的制定， ● 负责监管证券交易所、证券登记结算公司、证券金融公司和证券公司融资融券交易的业务运作， ● 负责制定证券金融公司向券商提供资券转融通的管理办法， ● 负责制定券商向投资者提供融资融券的规范意见 ● 协助银监会对银行的有关执业行为进行监管；调查与处理有关违法、违规行为。
央行	● 对证券融资融券交易的信用扩张情况进行监控， ● 确定与管理初始保证金与维持保证金比例以及融资融券利率（或基准利

	率)。
银监会	● 负责制定商业银行向证券金融公司及券商提供资金的渠道、方式和管理办法； ● 会同证监会监管证券金融公司、银行的有关执业行为。
证券交易所	● 负责制定融资融券交易、证券存管、资金结算等的管理规则； ● 决定融资融券交易证券的资格，定期公布允许从事融资交易或者融券交易的证券，临时决定取消该证券的交易资格； ● 披露证券融资融券交易信息； ● 对异常交易的监控，必要时与证监会密切配合展开深入调查。
证券登记结算公司	● 确认券商对抵押股票的处理权，并帮助其实现有关权益的划转； ● 在融券机制中，审查并确认融券交易的合法性和有效性。
证券业协会	● 负责拟订融资融券交易有关协议与合同的规范文本，促进融资融券交易的标准化。
证券金融公司和有许可证的券商	● 依据上述相关要求制定融资融券交易的具体操作流程。

2．建立健全的证券信用交易管理机制

控制信用交易风险的核心是控制证券公司在交易业务中的规模与比例，包括：可用于融资融券交易的证券的资格认定制度、市场信用额度的管理制度和单只股票的信用额度管理制度。

(1) 证券的资格认定制度。证券资格管理是信用交易中非常重要的一环，是防止恶性炒作、形成良性投资理念的必要手段。主要标准是：股价波动幅度不能太大、主营业务稳定、流通股本较大，并考虑法人治理结构的完善程度、大股东和管理层的诚信度等因素的影响。证券的资

格认定工作在证监会的授权下由交易所来完成。在实际操作上，可以对上证 180 指数和深圳成指或深圳 100 指数的成份股作必要调整来确定信用交易股票。交易所可根据上市股票基本面和交易情况的变化，对融资融券资格的股票清单进行修订。

(2) 建立完善的市场信用额度管理制度，包括两个方面，一是对融资保证金比例和融券保证金比例的动态管理。同时还应设定两项指标：现金比率；担保证券的折扣率；二是对融资融券的限额管理，包括对证券金融公司和券商的管理，限制市场信用交易总体规模。证券金融公司根据主管部门的要求，确定季度和月度的融资和融券规模，然后根据各证券公司的申请，审核的融资或融券规模。券商对投资者的融资融券限额管理同样实行比例管理：一是规定每家券商在单个证券上的融资和融券额度与其资本净值的比率；二是规定券商对投资者融资融券的总额与其资本净值的最高倍率。如台湾就规定，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%，对客户的融资融券总额不能超过其资本金的 250%。

(3) 单只证券的信用额度管理制度，限制单个证券的信用交易量占公司所有流通证券的比例，目的在于防止股票被过度融资融券而导致风险增加。参照海外市场的经验，当一只股票的融资融券额达到其流通股本 25% 时，交易所应停止其进行融资买进或融券卖出，当比率下降到 18% 以下时再恢复交易；当融券额超过融资额时，应停止融券交易，直到恢复平衡后再重新开始交易。

3 . 证券融资融券交易的市场监管

市场监管，主要是监管部门围绕信用交易的市场活动所进行的实时控制。市场实时监管的

责任主要由交易所来承担,交易所一线监管动主要有:(1)对维持保证金比例的适时调整;(2)对信用交易活动异常、股权结构异常变化的上市公司实行监管,可以随时提出暂停或取消交易资格;(3)信用交易相关信息的披露。证交所要求证券公司每周提交一次信用交易余额报告,并由此计算出全部股票合计数值、投资客户和证券公司的融资融券余额等信息进行公开披露供投资者参考。此外,每周揭示其信用交易量的变动状况,并对可能产生问题的股票视具体情况采取每日信用交易利用度的揭示性措施。

(三) 分步推进证券融资融券交易

证券融资融券交易体制的建立,应该与市场参与者的自律能力、风险控制能力和监管体系的完善紧密结合起来。充分考虑我国股市发展的现实情况及未来的发展趋势,精心制订方案,实行分步实施战略,稳步推进。

第一步,以证券融资为主,实施券商对客户的证券融资,规范地下融资交易,以解决券商挪用客户证券结算资金(客户保证金)问题,同时拓展券商的融资渠道。

这一阶段的主要工作是规范目前普遍存在于券商的三方融资协议,解决券商对客户的融资需求。这种对客户的证券融资,类似于现行的对券商的股票质押贷款。在操作上应没有太大的法律障碍,技术上完全可行,便于实施。力争开展国债的融券交易。

各级监管部门主要工作包括:制定相关的规则和操作细则,建立证券融资融券交易的信用监管机制和配套的证券存管、结算制度。审查券商从事证券融资交易的资格并颁发许可证。

筹建证券金融公司。证券金融公司主要业务是为券商提供证券融资,即转融资业务。对券

商客户的信用交易帐户上的保证金要求统一由证券金融公司来保管，以解决券商挪用客户结算资金问题。证券金融公司股东应包括：券商、证券交易所、证券结算登记公司、商业银行、投资公司等。建立专门的顾问咨询机构来协调对客户保证金的运作。证券金融公司除了股本金以外，资金主要来源有：中央银行的平准资金、通过银行间融资市场（拆借、债券回购）获得的资金、以及商业银行的信贷资金。用于转融券的证券来源主要是：基金、社保资金、银行、保险公司的股票或者债券。其中由于银行在法律上不允许从事直接的股权投资，银行出借的主要是作为风险管理工具的债券。

第二步，拓展证券融资融券交易的范围，允许进行证券融券交易，即卖空交易，实现交易机制的重大创新，建立完整的证券融资融券交易制度。

在证券法完成了重大修改、市场规范化程度提高、券商的自律能力增强以及监管机制和技术较为完善的前提下，允许进行证券卖空交易。扩大证券金融公司业务，包括对券商的融资和融券，对券商进行的承销证券融资、客户保证金的管理运筹等。

由交易所或登记结算公司牵头，在证券金融公司与证券公司、证券长期投资主体之间建立兼有信息和交易功能的融券供求信息系统与融券机制，解决借券不足问题，促进融资融券交易协调发展。

附录

表 3 美、日、韩以及台、港地区证券融资融券交易制度比较

	美国	日本	韩国	台湾	香港
基本框架	无证券金融公司。 证券商主导保证金交易：由券商向客户授信；如果资金不足，向银行借；如果证券不足，向同业借。 办理信用交易的券商，其净资本占总负债比率需高于 1/15。	单轨制（券商对委托者提供融资融券，证金公司转融通）；证金公司独占（特许）为政策工具；证金制度是由政府主导。	单轨制（券商对委托者提供融资融券，证金公司转融通）；证金公司独占（特许）为政策工具；证金制度是由政府主导。业务多元化。目前信用交易比重下降。	双轨制（券商对委托者提供融资融券，证金公司除办理对券商的转融通外，还通过代理券商办理融资融券业务）；台湾的证金业开放（即非独占—券商也可做），又非自由竞争（被局限业务范围）	市场化模式
相关法规	美国证券交易法、联储（FRB）制定的规则 T、规则 U、规则 X 及规则 G、1996 年全美证券市场促进法。	日本证券交易法	证券交易法	证券交易法、证券金融事业管理规则等	证券条例—香港法例第 333 章，规则第 101 第 6 条、第 11 条。
授信机构及资格	持有客户证券的券商；未持有客户证券的券商，促成客户与持有客户证券的券商之间办理融资融券。	具备交易所正会员的券商	由财政部、证监会与证券监理局审核的券商	许可的券商，直接对客户；未许可的券商，促成客户与证金公司。	监察委员会核准的证券交易商、财务公司
标的物（允许信用交易的证券）	上市普通股；NASDAQ 市场上市股票；符合规定的收益凭证、认股凭证、及债券等所有的证券。	第一类上市股票，及第二类上市股票（1991 年 11 月以后）。JASDAQ（佳斯达克）上市股票	第一类型上市股票，而且经证监会指定。KOSDAQ（科斯达克）上市股票。	普通股票及受益凭证。符合信用交易的第一标准的合格证券。	联交所上市的；由香港政府或 OECD 或新加坡政府发行或担保的，或评级为 Baa 或优质 - 3 级或以上

					(BBB 或 A-3 级)的有价证券
管制工具	调整初始保证金及维持保证金比例。实施初始保证金比例时间 1934 年；调整初始保证金次数：22 次(最后一次 1974 年 7 月)；卖空者，抛空的限制 (X10A-1、2、3)准许按前一市场价卖空，但前一市价必须大于一次市价；规则 T、规则 U、规则 X 和规则 G。	实施初始保证金比例时间 1951 年 7 月，100 多次、47 次(截止 1988 年)；调整委托保证金比例；调整委托保证金的现金比率；调整代用证券的折价比率；调整利率；被列为注意股票；证券金融公司直接调整券商的转融通额度；证券交易法。	实施初始保证金比例时间 1971 年 10 月，13 次(截止 1988 年)；对证金公司管制(流动金额有上限、调整保证金比例，融资融券资格的规定，个别券商证券的融通有限额标准、对个别股票及对个别客户都有管制；融券特别限制=》监理制度证券交易法。	实施初始保证金比例时间 1974 年 4 月，29 次(截止 1988 年)；调整融资比率、保证金成数；对异常状况股票，停止其信用交易；管制比日、韩较松，但较美国严。证券金融事业管理规则。	授信机构的财务管制的规定：证券交易商证券介绍经纪；单一客户或一组关系人所借出的款不得超过担保金贷款总额的 10%；集中于个别股票风险不得超过股票抵押总额的 10%。
全市场融资融券融券限额	无明文规定	无明文规定。但融资或融券余额偏高时，证交所将发布资讯，提醒投资者注意	对个别股票的融通部分设有限额	每只股票融资余额不得超过其上市(柜台)总股数的 25% 每只股票融券余额不得超过其上市(柜台)总股数的 25%	
证券商融资融券融券限额	没有依照券商的资本净值，对全体客户融资融券总金额或个别有价证券的融资融券总金额设定限额；但是货币市场对券商的融资有一定的限额。	日证金依据其所定的专融通基准计算对个别券商的授信额。	1. 对个别券商本身融资融券有限额；2. 个别券商对个别股票融通有限额，对个别客户也有一定程度的管制。	1. 个别券商融资余额不得超过其净值的 250%，融券余额不得超过其净值的 250%；2. 对每一证券的融资余额不得超过其净值的 10%，融券余额不得超过其净值的 5%	
信用交易清算期限	没有限制	6 个月(指定股票 3 个月)	150 天	6 个月	
最低保证金金额	2,000 美元	300,000 日元	100,000 韩元	融资限额 250、500、600、1000、1500 新台币等五种	
委托保证金比例	由 FSB 规定，为 50%。	委托保证金比例最低 30%，通常	委托保证金比例最低 40%，由	由证监会经中央银行同意	

		在 50%至 60%之间，最低委托保证金 30 万日元。	证监会视市场情况调整。	后确定。	
证券商资金来源	自有资本； 银行转帐； 融资保证金、担保价款； 客户帐户贷方余额。	自有资本；向证券金融公司转融通；银行借款； 融资保证金、担保价款；委托保证金。	自有资本；向证券金融公司转融通；银行借款； 融资保证金、担保价款； 委托保证金。	自有资本；向证券金融公司转融通；银行借款； 融资保证金、担保价款。	自有资本；银行贷借或融资；信用交易客户保证金； 银行及证券或财务公司相互融借。
证券商证券来源	融资担保品、抵缴证券（须经客户书面同意）； 自营买进的股票； 同业拆借； 客户同意寄存的证券。	融资担保品、抵缴证券（须经客户书面同意）； 向证金公司转融通； 自营买进的股票。	融资担保品、抵缴证券（须经客户书面同意）； 向证金公司转融通； 自营买进的股票。	融资担保股票； 抵缴证券； 向证金公司转融通。	
证券金融公司证券来源	无证券金融公司	转融资担保股票 抵缴证券 公开标借	证券金融公司的业务早已多元化，信用交易比重逐年下降，其专业证金身份已经模糊。	转融资担保股票 抵缴证券 公开标借、议借、标购	
强制回补	没有			遇到股东会、除权或除息、及融券期限到期时，必须强制回补	
贷款来源	货币市场 (call Money Market)	日本证券金融公司等	韩国证券金融公司	复华证券金融公司等	

资料来源：Lee, Yoo (1993) 和各证券监管机构网站。