

文章编号:1673-0062(2013)02-0042-08

# 融资融券业务中可充抵保证金担保证券折算方法研究

龚日朝,陈 驰

(湖南科技大学 商学院,湖南 湘潭 411201)

**摘 要:**在证券市场融资融券业务中确定可充抵保证金担保证券折算率,是融资融券业务风险管理中的一个重要环节.针对股票类可充抵保证金担保证券,本文从系统性风险、行业风险、公司风险以及流动性风险、变现能力等方面进行分析,构建了可充抵保证金担保证券折算率计算模型,提供模型估值结果、市场风险评价结果等各类指标值,并以某证券公司为例,对房地产行业股票保利地产作为可充抵保证金进行实证分析.

**关键词:**融资融券;可充抵保证金担保证券;折算率

**中图分类号:**F832.5      **文献标识码:**B

## Research on the Conversion Ratio Calculation Analysis of Qualified Securities Representing Margin

GONG Ri-zhao, CHEN Chi

(School of Business, Hunan University of Science and Technology, Xiangtan, Hunan 411201, China)

**Abstract:** Conversion ratio calculation is very important in risk management of the margin trading and short selling which was started in China Securities Market. The research of this thesis focuses on collateral securities from five aspects including systematic risk, industry risk, company risk, fluidity risk and cash ability. Then builds the models to calculate the conversion ratio of qualified securities representing margin. At last, Z securities company is illustrated on how to calculate the conversion rates of Poly Real Estate.

**key words:** margin trading; qualified securities representing margin; conversion ratio

在融资融券交易中投资者必须向证券公司提供一定数量的自有资金,或有价证券、融资买入的

收稿日期:2013-05-03

基金项目:国家社科基金资助项目(09BTJ012);教育部人文社会科学研究规划基金青年基金资助项目(09YJC630065)

作者简介:龚日朝(1966-),男,湖南安化人,湖南科技大学商学院教授,理学博士,硕士生导师.主要研究方向:风险理论与决策理论研究.

证券、融券卖出所得资金或者股息等,将其存放在投资者专用信用交易账户和信用交易资金账户上,作为对投资者进行融资融券业务所产生债务的担保<sup>[1-6]</sup>。以上海证券交易所为例,投资者融资买入(或融券卖出)证券时,投资者必须提供比例不得低于50%的融资(或融券)保证金;投资者维持担保证券比例不得低于130%<sup>[2,7-8]</sup>。目前,我国证券公司允许的保证金担保证券一般是流通性较好的股票、基金和债券等有价值证券,因此,在我国证券市场投资者主要以股票冲抵保证金进行融资融券交易。为此,在投资者使用有价值证券作为融资融券交易担保时,证券公司必须对其有价值证券进行折算。然而,投资者使用有价值证券冲抵担保金时,证券公司必将承担一定的风险。因此,本文以股票为研究标的,从系统性风险、行业风险、公司风险、流动性风险以及变现能力等几个方面建立折算模型,探讨融资融券业务中可充抵保证金担保证券的折算方法,科学计算有价值证券的折现值。

## 1 可充抵保证金担保证券折算率计算方法

现代投资理论认为,股票价格波动与市场波动、公司运营质量、流动性等因素紧密相关。因此,构建可充抵保证金股票折算率计算模型,可从系统性风险、行业风险、公司风险及流动性风险、变现能力这四类因子分别进行分析<sup>[9-10]</sup>。

### 1.1 系统性风险

系统性风险是所有股票交易品种所需要面临的共同风险,是确认折算率的过程首要的衡量指标。本文假设股票市场系统性风险具有“存在”与“不存在”两种状态,分别记为 $\beta_1 = 1$ 和 $\beta_1 = 0$ 。为了预测股票市场在下一阶段是否具有系统风险性,国外研究一般使用10年期国债收益率与股价指数的股利收益比值作为 $GEYR$ <sup>①</sup>的取值。本文考虑到样本的可得性与债券市场的流动性,采用上证综指1998年1月至今的月度市场平均市盈率 $PE$ 和对应时期的7年期国债的年收益率作为基础数据,按照如下公式计算 $GEYR$ 指数,即

$$GEYR = \frac{y_g}{y_s}$$

考虑到流动性和时间长度,上述公式中 $y_g$ 取交易所7年期的国债收益率。 $y_s$ 的取值方法国外比较通行的是用平均股票股利率,也有的采用上市公司平均每股收益。考虑到我国上市公司财务报表的公布频率,以及我国上市公司分红的不稳定性,

本文采用市场滚动月度平均市盈率 $PE$ (即根据最新四个季度的每股收益水平计算的平均市盈率)的倒数来代表股票市场的收益率水平 $y_s$ ,即

$$GEYR = \frac{y_g}{y_s} = y_g \cdot PE$$

如果 $\text{Prob}\{GEYR = 1\} > 0.5$ ,即下期 $GEYR$ 指数出现状态1的预测概率大于0.5,则认定市场处于低 $GEYR$ 状态,处于适合投资股票的周期,市场不存在系统性风险,定义 $\beta_1 = 0$ 。反之,则认为市场处于高 $GEYR$ 状态,处于不适合投资股票的周期,市场存在系统性风险,定义 $\beta_1 = 1$ 。

为了判别 $GEYR$ 可能的状态空间,我们依据马尔科夫机制构建状态转移模型<sup>[11]</sup>,将 $GEYR$ 的具体数值区分为1、2两种状态。状态1表示 $GEYR$ 在低位运行,表明股票收益率相对较高,国债收益率相对较低,适合股票投资;状态2表示 $GEYR$ 在高位运行,此时股票收益率相对较低,国债收益率相对较高,适合国债投资。马尔科夫状态转换模型研究重点就是判断 $GEYR$ 值在状态1和状态2之间的转移概率分布,通过概率分布来判断 $GEYR$ 可能处于的状态空间。为此,令 $r_t, t = 1, 2, \dots, T$ 表示 $GEYR$ 指标时间序列,并且满足如下的Markov状态转换模型:

$$r_t = \mu_{s_t} + \sigma_{s_t} \varepsilon_t, t = 1, 2, \dots, T$$

$r_t$ 表示 $t$ 时期的实际收益率,其中随机变量 $\varepsilon_t \sim N(0, 1)$ ,即服从标准正态分布, $s_t$ 是 $\varepsilon_t$ 的标准差, $s_t$ 是一个2阶的不可观测的Markov过程,表示当前时刻 $t$ 标的指数的收益率所处的状态; $s_t = 1$ 表示 $GEYR$ 指标处于低位状态, $s_t = 2$ 表示 $GEYR$ 指标处于高位状态。 $m_{s_t}$ 表示 $t$ 时刻当收益率处于 $s_t$ 状态时 $r_t$ 的条件均值。假设Markov过程 $s_t$ 的转移概率如下定义:

$$\text{Prob}(s_t = 1 | s_{t-1} = 1) = p_{11}$$

$$\text{Prob}(s_t = 2 | s_{t-1} = 1) = 1 - p_{11}$$

$$\text{Prob}(s_t = 2 | s_{t-1} = 2) = p_{22}$$

$$\text{Prob}(s_t = 1 | s_{t-1} = 2) = 1 - p_{22}$$

则模型需要估计的参数包括 $\mu_1, \mu_2, \sigma_1^2, \sigma_2^2, p_{11}, p_{22}$ 。其中 $\mu_1, \sigma_1$ 分别为低位状态( $s_t = 1$ )时的收益率条件均值和标准差, $\mu_2, \sigma_2$ 分别为高位状态( $s_t = 2$ )时的收益率条件均值和标准差, $p_{11}$ 为低位状态( $s_t = 1$ )时的机制转换概率, $p_{22}$ 为高位状态( $s_t = 2$ )时的机制转换概率。利用极大似然函数

① 是指长期国债收益率与证券市场股利收益率的比值。

的方法可以得到模型参数的估计值. 首先选择前40个月的数据作为初始观察值, 估计各个参数, 然后计算第41个月的样本外预测值, 此后随着时间的推移滚动进行参数估计, 并判断出下一个月的预测结果. 即利用第  $t-1$  期及过去的信息, 来估计第  $t$  期的预测值.

### 1.2 行业风险

对于行业风险主要依据各行业的估值水平, 即行业平均市盈率  $PEI$ 、行业平均市净率  $PBI$  水平分布情况来认定行业是否存在风险. 通常是按照证券公司二级行业的分类标准, 统计所有行业指数滚动的月度  $PEI$ 、 $PBI$  水平, 根据历史回测结果认定. ①当  $PEI > \mu_{PEI} + \sigma_{PEI}$  时, 可认定进入行业  $PE$  风险区间, 一旦进入该区间, 即可认定存在行业市盈率估值风险. 该风险的解除需要  $PEI$  恢复至  $\mu_{PEI} - \sigma_{PEI}$  时方可确认. 本文  $\mu_{PEI}$  为1998年1月以来计算的  $PEI$  月度均值水平<sup>①</sup>,  $\sigma_{PEI}$  为1998年1月以来计算的  $PEI$  月度波动率水平. ②当  $PBI > \mu_{PBI} + \sigma_{PBI}$  时, 可认定进入行业  $PB$  风险区间, 一旦进入该区间, 即可认定存在行业市盈率估值风险, 该风险的解除需要  $PBI$  恢复至  $\mu_{PBI} - \sigma_{PBI}$  时方可确认. 本文  $\mu_{PBI}$  为1998年1月以来计算的  $PBI$  月度均值水平,  $\sigma_{PBI}$  为1998年1月以来计算的  $PBI$  月度波动率水平.

如果  $PEI$ 、 $PBI$  均处于风险区间, 则认定该行业存在较高风险, 行业风险  $\beta_2$  取值为1. 如果  $PEI$ 、 $PBI$  有且仅有一个值处于风险区间, 则认定该行业存在中等风险, 此时  $\beta_2$  取值为0.5. 如果  $PEI$ 、 $PBI$  均不处于风险区间, 则  $\beta_2$  取值为0.

### 1.3 公司风险

公司风险主要从估值水平和流动性情况两方面来分析. 首先, 在分析估值水平时, 为了增加不同行业股票之间估值水平的可比性, 可考虑不计算单个股票自身的  $PE$ 、 $PB$  水平, 而计算个股相对于所处行业的超额  $PE$ 、 $PB$  水平, 记为  $PE_{s,t}$ 、 $PB_{s,t}$ . 计算公式分别为  $PE_{s,t} = PE_s/PE_t$  和  $PB_{s,t} = PB_s/PB_t$ , 其中,  $PE_s$  表示股票  $s$  的市盈率水平, 而  $PB_s$  表示股票  $s$  的市净率水平. 根据  $PE_{s,t}$ 、 $PB_{s,t}$  计算结果, 分别对股票从低到高进行排序, 取排序结果的平均值作为判断估值水平的结果. 其次, 在分析个股流动性指标时, 个股流动性的衡量通常主要从60天的波动率和60个交易日的平均换手率角度出发. 根据 spearman 等级检验, 个股60天平均波动率与收益的绝对值呈现出比较显著的负相

关. 因此, 以60天波动率水平为标准对所有券种从低到高进行排序. 同时, 换手率与收益、收益的绝对值都呈现出比较显著的负相关. 因此, 以60个交易日的平均换手率为标准对所有券种从低到高进行排序. 于是, 我们取波动率和换手率排序结果的平均值作为个股流动性的评判结果.

取估值水平和流动性水平的排序结果作为公司风险  $\beta_3$  的最终评估结果, 按照大小划分为9级, 每级下调公司风险折扣0.5档, 即  $\beta_3$  的取值为  $[0, 0.5, 1, 1.5, 2, 2.5, 3, 3.5, 4]$ . 其中1级为折扣率最高的公司类别, 无须下调公司风险折扣; 9级为折扣率最低的公司类别, 下调公司风险折扣4档.

### 1.4 变现能力

当触及平仓线时, 强行平仓可能造成对市场的冲击并由此形成冲击成本. 为了实时跟踪各个券种存在的潜在变现损失, 可根据交易所公布的融资融券各个券种的交易量情况逐日测定各个券种在既定持仓量情况下的变现天数并确认各个客户账户内各抵押券种的平均变现天数, 由此衡量各个客户的变现风险  $\beta_4$  并作为强制平仓时的平仓顺序参考. 具体衡量方式如下: 记  $r_t$  为标的股票的(日)收益率,  $v_t$  为股票的日成交量(或者换手率). 假设股票收益率满足如下的 ARMA 模型<sup>②</sup>:

$$r_t = \alpha + \beta r_{t-1} + \gamma v_t + \sigma \varepsilon_t, t = 1, 2, \dots, T, \quad (1)$$

其中随机变量  $\varepsilon_t \sim N(0, 1)$ , 可利用历史数据可以估计得到上面 ARMA 模型的相关参数.

考虑下面的控制问题: 按交易所公布的各个券种总持仓量进行抛售, 要求抛售对每日股价的影响不超过1%, 计算各个券种可变现的最小天数  $T^*$ .

假设从  $t = 1$  天开始抛售股票, 每天的成交量为  $\hat{v}_t$ , 标的股票的收益率为  $\hat{r}_t$ . 假设  $\hat{r}_t$  满足如下模型:

$$\begin{cases} \hat{r}_t = \alpha + \beta r_{t-1} + \gamma \hat{v}_t + \sigma \hat{\varepsilon}_t, t = 1, 2, \dots, T. \\ \hat{r}_0 = r_0 \end{cases} \quad (2)$$

① 注: 取值需要保证所计算的  $PE$ 、 $PB$  水平反映了完整市场周期, 即包含牛熊市在内的完整的市场周期的平均估值水平.

② 注: ARMA 模型 (Auto-Regressive and Moving Average Model) 是研究时间序列的重要方法, 由自回归模型 (简称 AR 模型) 与滑动平均模型 (简称 MA 模型) 为基础“混合”构成. 在市场研究中常用于长期追踪资料的研究.

令  $x_t = \hat{r}_t - r_t, u_t = \hat{v}_t - v_t, e_t = \hat{\varepsilon}_t - \varepsilon_t$ , 将式(2)和式(1)相减,得到:

$$x_t = \gamma u_t + \sigma e_t, t = 1, 2, \dots, T.$$

在所设的假设条件下,可以得到:

$$T^* \approx \text{公布股数} / (1\% / \gamma).$$

各个客户的平均变现天数由其账户内各个券种按持有数量加权平均计算. 综合后  $\beta_4$  的取值可归纳为  $[0, 1, 2]$ , 如下: 变现能力较好, 此时  $\beta_4$  取值为 0, 即不下调变现能力折扣率. 变现能力一般, 此时  $\beta_4$  取值为 1, 即下调变现能力折扣率一档. 变现能力较差, 则  $\beta_4$  取值为 2, 即下调变现能力折扣率二档.

### 1.5 折算率计算模型

根据上述系统性风险  $\beta_1$ 、行业风险  $\beta_2$ 、公司风险及流动性风险  $\beta_3$ 、变现能力  $\beta_4$  这四类因子, 本文构建如下可充抵保证金股票折算率计算公式:

$$D = \min(M, 1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i \cdot 10\%) \quad (3)$$

其中  $M$  是沪深交易所公布的可充抵保证金股票

折算率上限. 上证 180 指数成份股为 70%, 其他股票为 65%<sup>[13-14]</sup>.

## 2 计算实例

根据上述计算方法, 本文以房地产行业保利地产(600048)为例, 计算可充抵保证金股票折算率. 据公式(3), 下面首先分别系统性风险  $\beta_1$ 、行业风险  $\beta_2$ 、公司风险及流动性风险  $\beta_3$ 、变现能力  $\beta_4$ .

### 2.1 系统性风险 $\beta_1$

以上证综指 1998 年 1 月至 2009 年 12 月的月度市场  $PE$  和对应时期的 7 年期国债的年收益率作为基础数据, 通过公式:

$$GEYR = \frac{y_g}{y_s} = y_g \cdot PE$$

即可得出马尔科夫机制转换下的状态区分图(如图 1 所示).

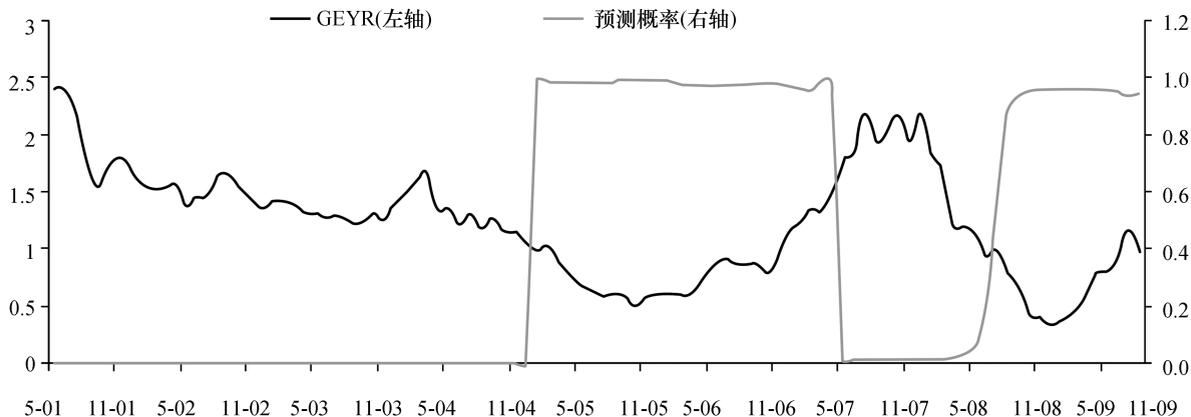


图 1 马尔科夫机制状态转换区分图

Fig. 1 The state discrimination under Markov mechanism change

在图 1 中, 预测概率指 GEYR 处于状态 1, 即处于适合投资股票的周期的概率. 根据本文设定的判别法则, 可以由此划分出我国证券市场自 2001 年月以来所处的各个投资周期的时点分布情况, 见图 2.

根据截至 2009 年 12 月的基础数据, 可测定 2010 年的 GEYR 处于状态 1 的概率仍然高达 95%, 由此认为, 2010 市场不存在系统性风险, 无需对抵押券种给予额外折扣率. 与 2010 年我国证券市场实际运行结果一致. 即: 系统性风险  $\beta_1 = 0$ .

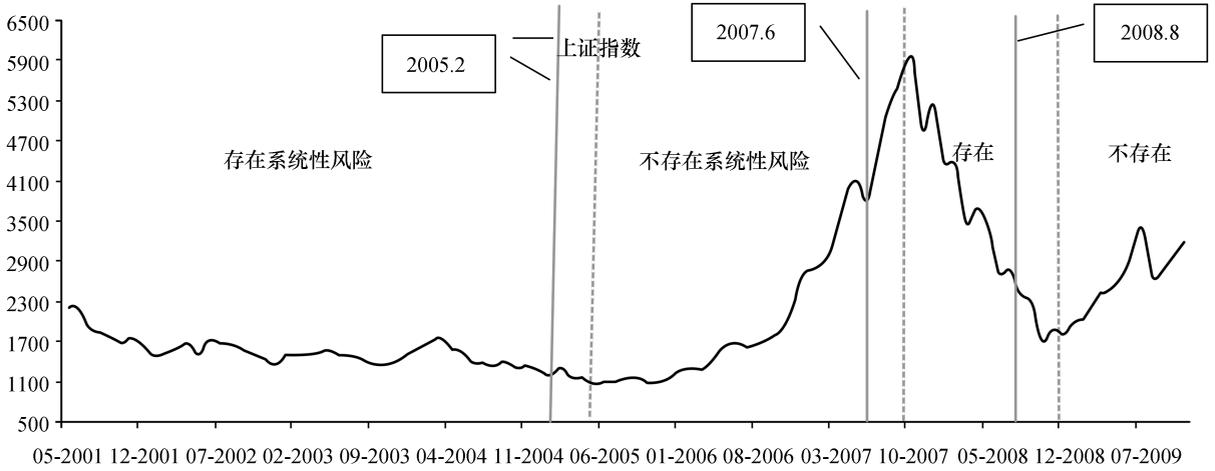
### 2.2 房地产行业风险 $\beta_2$

行业风险, 主要是依据各行业的月度市赢率  $PEI$ 、月度市净率  $PBI$  来进行估值确认的. 本文以房地产行业为例, 来说明行业风险的判别结果. 根据沪深交易所公布的 2004 年 1 月到 2010 年 1 月房地产行业市赢率数据, 可以得出房地产行业的  $PE$  估值图, 如图 3.

2007 年 7 月房地产行业开始进入  $PE$  风险区域, 直到 2008 年 7 月退出, 则可认定该区间属于房地产  $PE$  估值的风险区间.

同样, 可得到房地产行业的  $PB$  估值图, 如

图4.



实线部分是按照判别法则认定的投资周期;虚线部分表示考虑时滞后的投资周期时点分布。

图2 系统性风险认定结果图

Fig.2 The state of systemic risk identification

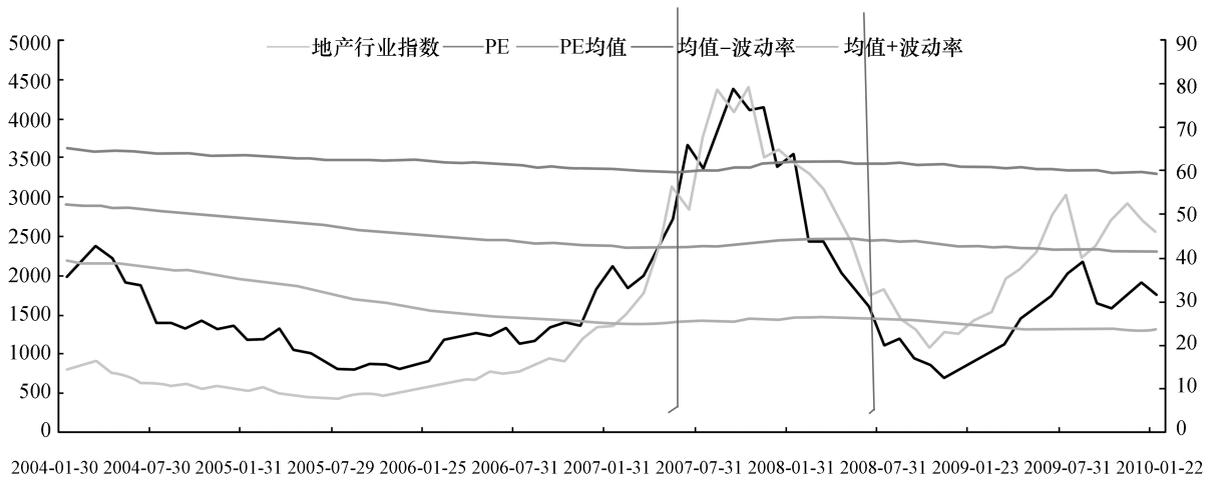


图3 PE估值认定结果

Fig.3 The curve of PE valuation

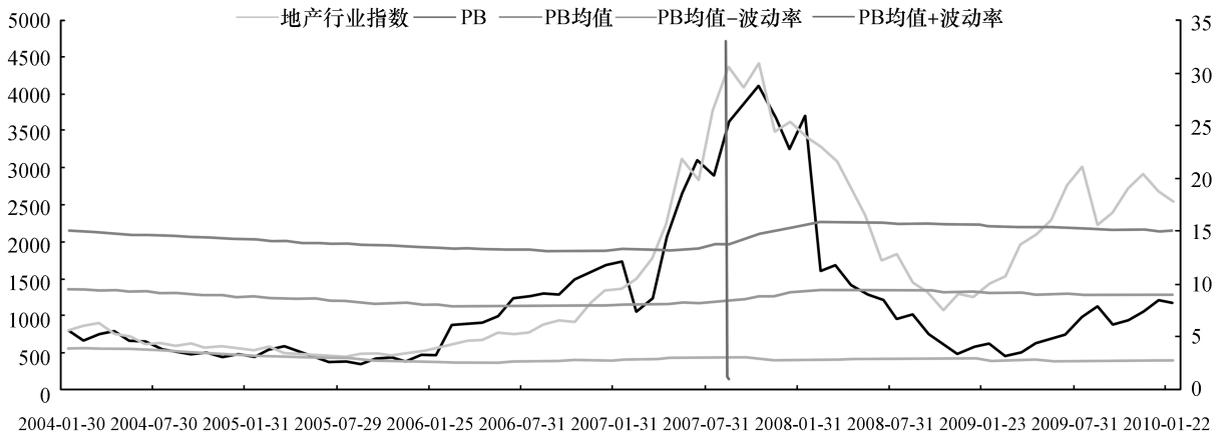


图4 PB估值曲线

Fig.4 The curve of PB valuation

2007 年 4 月房地产行业开始进入  $PB$  风险区域,从本文设定的标准来看,可认为 2010 年上半年开始触及退出标准。

结合  $PE$ 、 $PB$  估值结果,可确认房地产行业风险认定区间,分别为:高风险区间:2007 年 7 月—2008 年 7 月,此时  $\beta_2$  取值为 1,即房地产行业所有股票下调行业风险折扣一档。中等风险:2007 年 4 月—2007 年 7 月,2008 年 7 月至 2010 年,此时  $\beta_2$  取值为 0.5,即房地产行业所有股票下调行业风险折扣 0.5 档。低风险:其余时间段,不另行下调行业风险折扣率。上述测定结果表明,房地产行业在 2010 年需要下调行业风险 0.5 档,即:行业风险  $\beta_2 = 0.5$ 。

### 2.3 保利地产公司风险 $\beta_3$

保利地产作为一家房地产公司,具有房地产、基金重仓、沪深 300、融资融券等多种概念,在房地产板块中是一只颇受投资者关注的股票。以 2010 年房地产上市公司保利地产(600048)为例来说明。

#### 1) 公司估值水平

根据某证券公司研究所提供的房地产投资报告,2010 年房地产行业及保利地产的  $PB$ (市赢

率)与  $PE$ (市净率)如表 1。

表 1 2010 年房地产行业及保利地产的  $PE$  和  $PB$   
Table 1 The  $PE$  and  $PB$  of real estate industry and Poly in 2010

	房地产行业		保利地产(600048)	
	$PE_I$	$PB_I$	$PE_s$	$PB_s$
2010 年	25.84	3.06	11.76	1.96

计算保利地产相对于所处房地产行业的超额  $PE$ 、 $PB$  分别为:

$$PE_{s,I} = PE_s / PE_I = 11.76 / 25.84 = 0.455$$

$$PB_{s,I} = PB_s / PB_I = 1.96 / 3.06 = 0.639$$

根据 Z 证券公司所有可充抵保证金担保证券的  $PE_{s,I}$ 、 $PB_{s,I}$  计算结果,分别对股票从低到高进行排序,取排序结果的平均值作为判断估值水平的结果。

#### 2) 个股流动性

经采集 2010 年 1 月—6 月保利地产(600048)的每日交易数据分析,如表 2。

表 2 2010 年 1 月—6 月保利地产(600048)每日交易数据统计表  
Table 2 Poly Real Estate (600048) statistics of the daily trading data in 2010 January to June

交易日期	昨收盘	今开盘	最高	最低	今收盘	成交量	换手率	波动率
2010-1-4	22.4	22.42	22.58	21.88	21.9	27 748 848	0.475%	3.196%
2010-1-5	21.9	21.89	21.9	20.8	21.22	62 956 934	1.077%	5.184%
2010-1-6	21.22	21.16	21.65	20.8	21.2	49 397 471	0.845%	4.009%
2010-1-7	21.2	21.26	21.5	20.85	21.21	42 234 592	0.723%	3.065%
2010-1-8	21.21	21.08	21.56	20.98	21.49	34 717 627	0.594%	2.699%
2010-1-11	21.49	21.69	21.77	20.83	21	46 524 550	0.796%	4.476%
...	...	...	...	...	...	...	...	...
2010-6-11	11.05	11.08	11.25	10.98	11.18	23 920 139	0.409%	2.415%
2010-6-17	11.18	11.18	11.39	11.16	11.29	27 046 610	0.463%	2.037%
2010-6-18	11.29	11.24	11.75	11.16	11.22	31 290 439	0.535%	5.258%
2010-6-21	11.22	11.38	11.89	11.2	11.8	48 024 459	0.822%	5.847%
2010-6-22	11.8	11.75	11.97	11.61	11.83	30 446 161	0.521%	3.043%
2010-6-23	11.83	11.75	11.92	11.54	11.65	18 070 922	0.309%	3.262%
2010-6-24	11.65	11.65	11.76	11.47	11.59	11 463 105	0.196%	2.502%
2010-6-25	11.59	11.5	11.55	11.3	11.44	10 570 333	0.181%	2.185%
2010-6-28	11.44	11.4	11.64	11.39	11.44	14 322 824	0.245%	2.185%
2010-6-29	11.44	11.44	11.53	10.58	10.63	29 234 858	0.500%	8.937%
2010-6-30	10.63	10.58	10.59	10.2	10.23	21 508 088	0.368%	3.812%

分析计算其60天平均换手率和波动率:

60天平均换手率 = 32.91%,

60天平均波动率 = 10.99%.

通过计算Z证券公司所有可充抵保证金担保证券的取估值水平和流动性水平并汇总,最终确定保利地产(600048)的公司风险 $\beta_3$ 为第3级,下调公司风险折扣1档,即: $\beta_3 = 1$ .

#### 2.4 保利地产股票变现能力

根据保利地产(600048)在2010年6月份所有交易日的普通交易统计数据 and 融资融券(此处以融资为例)交易统计数据,如表3.

表3 2010年6月份所有交易日普通交易和融资融券统计数据

Table 3 General trading and margin of the statistical data in 2010 June

成交量为:万股,金额为:万元

日期	成交量	成交金额	融资余额	融资买入额	融资偿还额
2010-6-1	2 800	30 000	2 567.66	190.93	101.84
2010-6-2	2 500	27 400	2 824.07	323.78	67.37
2010-6-3	2 200	24 300	3 225.33	586.83	185.58
2010-6-4	2 400	25 900	3 217.59	136.95	144.68
2010-6-7	1 900	20 700	3 261.39	57.94	14.15
2010-6-8	1 600	16 800	2 999.99	148.19	409.59
2010-6-9	4 600	50 400	2 908.52	127.71	219.17
2010-6-10	2 500	27 200	2 984.99	157.39	80.93
2010-6-11	2 400	26 600	3 005.75	50.17	29.41
2010-6-17	2 700	30 500	3 049.82	75.42	31.35
2010-6-18	3 100	35 800	3 492.91	532.57	89.47
2010-6-21	4 800	56 100	3 285.50	485.94	693.35
2010-6-22	3 000	36 000	3 135.77	85.22	234.96
2010-6-23	1 800	21 100	3 233.45	184.25	86.57
2010-6-24	1 100	13 300	2 887.17	110.88	457.16
2010-6-25	1 100	12 100	2 985.94	121.61	22.84
2010-6-28	1 400	16 500	3 178.96	193.62	0.59
2010-6-29	2 900	31 800	3 051.89	143.64	270.72
2010-6-30	2 200	22 300	3 241.39	322.32	132.81

再结合某证券公司保利地产实际的融资情况,可以得出保利地产的变现能力一般,下调变现能力折扣率一档.即: $\beta_4 = 0.5$ .

#### 2.5 保利地产(600048)作为可充抵担保证券的折算率

M是沪深交易所公布的可充抵保证金股票折算率上限,取M为上证180指数成份股为70%.综合起来,我们可以得出保利地产的折算率为:

$$\begin{aligned}
 D_1 &= \min(M_1, 1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i \cdot 10\%) \\
 &= \min\{70\%, 1 - [(0 + 0.5 + 1 + 0.5) \times 10\%]\} \\
 &= \min(70\%, 80\%) = 70\%
 \end{aligned}$$

从上述保利地产的折算率计算分析中可以看出,根据某证券公司自己的风险控制方法,其折算率应为80%,而上海证券交易所的规定则最高不能超过70%.在当前我国股票市场10%的涨跌幅度控制制度下,前者需要连续二个跌停板,后者则需要连续三个跌停板,才能触及股票质押的风险边界.而根据2010年全年保利地产的交易数据分析,连续二个跌停的概率几乎为0.因此,某证券公司在股票折算率的设定上,虽然对风险的控制相当充分,足够抵御融资融券相关可充抵保证金证券价格下跌形成的风险,但是也明显地降低了投资者资金的使用效率<sup>[11]</sup>.

本文建议,我国证券监管机构可以适度放宽在资金方面的限制,提高投资者的资金利用率.沪深两交易所可以将股票、基金和债券等可充抵保证金担保证券的折扣上限进一步放低,由各证券公司根据自身情况及投资者状态进行动态风险控制.

#### 参考文献:

- [1] Bris A, Goetzmann W N, Zhu N. Efficiency and the bear: short sales and markets around the world[R]. Yale: Yale International Center for Finance, 2006(4): 52-56.
- [2] 叶武,王振华.沪市融资融券标的证券选择相关问题研究[R].上海:上海证券交易所研究中心,2010: 20-25.
- [3] 卢涛,叶康.融资融券保证金比率调整及影响分析[R].上海:上海证券交易所研究中心,2008:12-16.
- [4] 卢涛.融资融券交易监管制度的国际比较研究[R].上海:上海证券交易所研究中心,2010:17-22.
- [5] 崔媛媛,王建琼,卢涛,等.融资融券运行现状分析及问题剖析[N].证券市场导报,2010-10-10(19).
- [6] 张沛媛.中国证券市场融资融券交易的授信模式选择[D].上海:华东师范大学硕士论文,2006.
- [7] 上海证券交易所融资融券交易实施细则[N].中国证

- 券报, 2011-11-26(A14).
- [8] 深圳证券交易所融资融券交易实施细则[N]. 中国证券报, 2011-11-26(A15).
- [9] 郑灿. 浅谈融资融券交易风险控制[J]. 时代经贸(中旬刊), 2008, 6(S6):15-16.
- [10] 袁俊. R 证券公司融资融券业务风险管理研究[D]. 陕西:西南交通大学, 2010.
- [11] 卞学望. 马尔科夫机制转换模型在中国股市的应用[D]. 北京:中国人民大学, 2010.
- [12] 标准券折算率管理办法[EB]. 中国证券登记结算有限公司网站, 2007:2-5.
- [13] 中国证券业协会. 融资融券业务知识手册(修订版)[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2010:4-18.