

# 融资融券业务的财务风险分析及防范

黄雯 王玥 杨克智

**摘要：**融资融券业务作为证券信用交易机制具有杠杆性，在提高证券市场效率的同时也存在较大的风险。本文结合昌九生化融资爆仓事件，从投资者、证券公司以及上市公司等方面分析了融资融券业务的财务风险，并提出了一些具体的风险防范措施。

**关键词：**融资融券；昌九生化；财务风险

融资融券又称证券信用交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保，借入资金买入证券或借入证券卖出的行为。我国自2010年启动融资融券业务试点以来，融资融券业务的规模迅猛发展，融资融券余额从2010年年末的0.78万亿元增长到2015年年末的338.73万亿元；融资融券业务参与人数也持续增加，2010年年底我国沪深两市融资融券信用证券账户为4.2万个，2015年年底达到397.69万个，增长了95倍。在看到融资融券业务快速发展的同时，我们也应当警惕其杠杆效应所带来的财务风险，并采取有效措施来防范风险，以促进融资融券业务在我国健康发展。

## 一、融资融券业务的财务风险

1. 投资者面临的财务风险。(1) 由于投资者投资于融资融券业务的资金除了自有资金外还有向证券公司的借款或借券，按照50%的保证金比例计算，即100元的自有资金可以借入200元的借款(100/0.5)，投资于证券300

元资金的(100元+200元)权益乘数为3，也就是说投资者的投资收益率=证券投资收益率×3，投资者的投资风险扩大了3倍，即面临较高的杠杆风险。(2) 由于资本具有追涨助跌的属性，引入杠杆交易和做空机制后，融资融券标的证券价格可能出现暴涨暴跌的现象，这增大了证券投资收益率的不确定性，投资者的投资风险也因此增加。(3) 证券公司出于自身风险控制的目的，往往设置强制平仓机制，只要触发了强制平仓条件，投资者购买的证券会被强制卖出，从而给投资者带来损失。而且由于融资融券一般期限不超过6个月，不利于投资者做出最优投资决策。

2. 对于证券公司而言，融资融券业务本质上是一项抵押贷款业务。贷款业务的风险主要集中在客户能否按期还本付息，也就是我们所说的信用风险。融资融券业务中借款人将证券公司借款投资于股票等风险相对较高的资产，承担的风险更高。因此，证券公司往往要求投资者提供高保证程度的

担保，而且保证金也是随着标的证券的价格波动而变化，如果保证金达不到要求，证券公司则采取强制平仓机制以最大程度减少损失。另外，证券公司不同于银行金融机构，主要依靠自有资金和证券，融资渠道比较窄，这就会产生资金的流动性风险。其流动性风险的一个最大特点是本金和利息的收回时间具有不确定性。虽然借出资金约定了最长期限，但由于投资者偿还本息的具体时间取决于证券在借款期的价格，证券价格的不确定性决定了还款时间的不确定性，这也给证券公司的流动性风险管理带来了挑战。

3. 对于标的证券而言，理论上，融资融券业务对其没有本质的影响，其只是投资者和证券公司的“对赌工具”。但由于融资融券信用交易和做空机制提高了标的证券信息的灵敏度，标的证券公司的各项信息如盈利能力、营运能力等价值信息被证券价格反映得更充分更及时，意味着标的证券公司在进行投融资活动以及经营活动中要更加注重其证券的价值管理或市值管理。

## 二、昌九生化融资爆仓事件分析

江西昌九生物化工股份有限公司(下称昌九生化)主要生产丙烯酰胺,于1999年在上交所上市,最终控制人为江西省赣州市国资委,纳入合并财务报表范围的子孙公司有8家。公司2012年和2013年连续两年亏损,被上海证券交易所实行退市风险警示特别处理,2014年通过政府补助和处置资产扭亏为盈,避免了连续三年亏损被强制退市,2015年公司亏损2460万元。

根据证监会《证券公司融资融券业务管理办法》及相关实施细则,昌九生化股票符合融资融券标的证券条件并于2013年9月16日纳入融资融券标的证券。2013年9月16日当天昌九生化收盘价为27.55元,融资余额为3832.79万元,融券余额为0。此后,昌九生化融资余额持续大幅增长,到2013年11月1日融资余额达到3.54亿元,股价上升到29.02元。然而,2013年11月1日是一个转折点。由于昌九生化重组消息落空,公司股价连续出现七个跌停,到2013年11月13日股票收盘价仅为13.89元,公司也于次日紧急停牌。至此,昌九生化3.54亿元融资盘出现巨亏,这就是所谓的“昌九生化融资爆仓”事件。该事件给参与主体带来了很大的财务风险,引发了市场热议。

1. 对于投资者来说,2013年11月1日昌九生化融资余额为3.54亿元,其中,仅当日融资买入额就高达1672.71万元,也就是说,至少有1672.71万元的资金买入价在29.02元左右,其他3.37亿元买入价至少在25.81元左右(9月16日至11月1日期间最低收盘价为25.81元)。经过连续七个跌停,到11月13日公司股价跌至13.89元,此后股价稳定在11元左右。按照保守的25.81元买入价计算,投资者股票投资跌幅至少为-46.18%[(13.89-25.81)

×100%/25.81)],融资盘股票投资损失至少1.63亿元(3.54×-46.18%)。按50%的保证金来算,投资者投入昌九生化融资的本金约1.18亿元(3.54/3),这意味着投资者投入的本金全部亏损,且还欠证券公司0.45亿元的负债,投资收益率为-138.54%(-46.18%×3),投资者损失巨大,特别是对于借入保证金的客户,投资风险及损失更大。

2. 对于证券公司来说,按照协议当融资担保比例降至130%后,可以要求融资者追加担保比例,否则就进行强制平仓。但11月1日至13日期间由于股价下跌太快,证券公司无法进行强制平仓。11月14日至12月19日昌九生化紧急停牌,在停牌期间证券公司也无法卖出股票强制平仓。12月20日开盘当日收盘价仅为12.5元,接着又连续三个跌停,至12月24日股票收盘价仅为10.13元,至此股价才稳定下来。可以看出,由于昌九生化股价在11月1日至12月24日期间不是无量跌停就是停牌,证券公司无法通过强制平仓以减少损失。12月24日后昌九生化股价基本稳定在11元左右,证券公司即使再强制平仓也无法足额收回本金及利息。

3. 对于昌九生化公司来说,因为融资融券的杠杆效应增加了重组预期对公司股价剧烈波动的程度,股票连续跌停。同时,针对投资者关于昌九生化信息披露涉嫌误导性陈述的投诉,证监会对昌九生化信息披露可能存在的违法违规问题进行了立案调查,这无疑会对企业的生产经营和融资、筹资活动产生较大的负面影响。

## 三、风险防范建议

1. 监管机构。监管机构要进一步完善融资融券制度设计,严格实行融资融券交易的集中模式,规范证券公司资金和融券渠道,完善标的证券的甄选和退出机制;探索设置融资融券控制指标,

强化对融资融券信用证券账户的管理;加强对证券交易所、证券公司、上市公司以及证券金融公司的监管,提高信息披露质量;严格证券从业人员的资格审批,依法对证券违法行为进行调查、处罚。

2. 投资者。投资者要加强对融资融券业务风险的认识,深入理解融资融券业务的风险,强化风险意识;选择经营风格稳健、经营规范、风险控制良好的证券公司进行融资融券业务;根据自身的风险承受能力和市场判断慎重选择和投资融资融券标的证券,密切关注融资融券余额变化,控制好资金和持仓比例,及时止盈止损,将风险控制可在承受范围内。

3. 证券公司。证券公司应严格按照证监会以及证券交易所等要求,制定和严格执行融资融券业务风险管理制度。如对申请开立信用账户的客户进行严格的信用评估,包括财产状况、收入情况、风险承受能力以及投资经验和风险意识;强化风险动态监控能力,建立健全逐日盯市制度、保证金追加制度、强制平仓制度;合理确定融资融券标的证券的范围和抵押证券折算率;严格控制融资融券业务规模,控制自身流动性风险,积极规范开展转融通业务。

4. 标的证券公司。标的证券公司要强化价值管理或市值管理的理念,规范日常经营活动和投融资行为;规范公司信息披露,提高信息披露透明度。

(本文受到国家社科基金“价值链视角下轻资产运营非线性成长研究”<14BGL188>、北京市社科基金项目“北京市企业集团轻资产模式财务风险研究”<13JGB056>、北京市社科基金项目“北京市国有资本授权经营体制改革研究”<15JGC161>和教育部人文社科项目“跨组织控制:激励模式与合作绩效研究”<11YJA630080>的资助)

(作者单位:北京工商大学商学院)

责任编辑 陈利花