

# 融资融券是证券市场重要的基础制度

王晓国 何诚颖

卢宗辉 张龙彬

1月22日，中国证监会发布了《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》，部署融资融券试点，资本市场开始引入信用交易制度，这种制度改变市场什么、影响途径怎样、实际影响多大，需要认真细致研究。

## 加快传递证券信息

融资融券制度包括融资制度和融券制度两个部分。从最早记载的1607年阿姆斯特丹证券交易所卖空荷兰东印度公司股票到2002年，已有95%的成熟市场、31%的新兴市场允许融券卖出，融资融券制度成为证券市场一项重要的基础性制度。从实践来看，融资融券制度改变了标的证券、投资者、中介机构、资本市场、监管部门的部分运行方式和运行结果，加剧市场短期波动、不改市场长期趋势。

根据试点安排，沪深交易所从符合条件的证券范围内筛选试点初期的标的证券，试点证券公司在交易所的标的证券内确定标的证券、开设融资融券交易。如果标的证券有足够利好信息，投资者就会融资买入；按照我国单只标的证券融资余额占上市可流通市值25%的上限测算，标的证券融资交易量最大可增25%，利好信息传递速度最大可快四分之一。如果标的证券出现超预期利空信息，投资者就会借入标的证券卖出，利空信息传递速度最大也可加快四分之一。这说明证券价格反映信息的速度加快，价格水平反映信息的程度更加充分。融资融券交易从反映信息速度和反映信息程度两个方面促进价格形成的有效性；而且在信息分布密度较大和分布密度相同的条件下，如果不过多限

制卖空交易，利空信息不会累积到市场下跌时集中释放，不至于加剧市场调整甚至酿成股灾，减少一定时期内证券价格大幅波动的频率。

## 保值增值证券资产

引入融资融券交易后，投资者既能借入资金、购买证券，新增证券买空交易；又能借入证券、进行卖出，新添证券卖空交易。

如果投资者对标的证券持续看好，就会负债买入标的证券，增加投资盈利的杠杆工具。如果投资者高价借入证券卖出，日后低价买入证券交割，这又新增卖空盈利模式。如果投资者做多证券的同时卖空相同头寸的证券，新增证券套期保值方式。

目前，美国融资融券交易余额占其证券总市值的1%左右；东京证券交易所融资融券交易金额占整个市场交易金额的比重15%左右，其中的融资余额占融资融券交易余额的比重约为80%左右，融资余额远大于融券余额。

融资融券制度增添信用交易后，投资者从买空卖空和产生羊群效应两个渠道增加市场交易额。有研究表明，近半数新上市股票的成交量在放开信用交易之后增加，研究期间越长成交量增加现象越明显。有人对比了纳斯达克的股票发现，能够进行保证金交易的股票比不能进行保证金交易的股票成交量要大14~40%。

引入融资融券交易，减少标的证券的市场摩擦，加速形成新的比例关系，衍生标的证券与非标的证券之间的套利行为，调整证券市场的整体价格水平，改变市场整体价格生成速度和波动幅度，短期内加

## 提升中介竞争能力

融资融券交易赋予证券公司信用

角色，增加证券公司收入来源。按照融资融券合同约定，投资者向证券公司借钱、购买证券，到期还本付息；向证券公司借入证券、卖出证券，到期返还证券、支付利息。这就增加了证券公司利息收入和佣金收入，改善证券公司盈利模式。从海外市场的经验来看，融资融券交易的利息收入大约占券商净利润的8~10%，增加的佣金收入约10~20%。

融资融券交易形成证券公司与投资者的借贷关系，新增融资和融券业务单元，延伸试点公司基本业务链条，借助市场准入赢得优质客户，增加试点公司的核心竞争力。按照信用交易市场占比15%测算，增加试点公司15%的市场份额；按照我国现行的20%净资本参与、不低于6个月贷款利率4.86%计算，融资融券增加试点公司利息收入0.97%，加上增加佣金收入15%，合计增加试点公司收入约16%。

## 放大市场交易规模

融资融券制度不仅改变投资模式，而且改变投资结构，融资交易、融券交易和套期保值在信用交易中有不同的比重和运行机理。从有关研究结果看，一方面，融资交易、套期保值和融券交易的比重依次减少；另一方面，市场上相当部分的卖空交易出于指数期货套利目的，比如，1990年1月至1999年12月，纽约股票交易所的卖空份额与NYSE综合指数呈相似的变动趋势，指数高涨时卖空量大、指数低迷时卖空量小。

引入融资融券交易，减少标的证券的市场摩擦，加速形成新的比例关系，衍生标的证券与非标的证券之间的套利行为，调整证券市场的整体价格水平，改变市场整体价格生成速度和波动幅度，短期内加

剧市场波动。据研究，印度证券交易所2004年2月1日开始融资融券交易后的4个月内，sensex指数日内波动率和30日波动率经过一次较大波动。但从长远看，融资融券交易是证券价值的外生变量，只是改变市场微观结构和价格形成机制，不会改变证券市场内在的长期趋势。

## 丰富市场监管工具

从融资融券交易看，保证金率影响单只标的证券买空交易和卖空交易的限额，标的证券种类和范围分别影响交易总量加总核数和加总权重。同时，由此产生的政策倾斜信息含量，上调证券估值水平。这就说明，调整融资保证金率、融券保证金率和标的证券范围，短期改变证券市场总供给和总需求，影响证券市场短期价格的调整幅度和调整频率，增加监管部门管理市场的数量工具。从实践来看，台湾监管部门把保证金作为调控证券市场的工具，从1988年11月至2001年7月，调整台湾信用交易初始保证金28次。据有关研究，1999年7月与2001年6月的调整，既符合政策取向又有显著效果。

(王晓国系中国证券业协会发展战略工作委员会副主任，何诚颖、卢宗辉、张龙彬工作单位系国信证券博士后工作站)



# 网店监管不能止于实名注册

黄云香

国家工商总局拟定的《网络商品交易及有关服务行为管理暂行办法》预计在今年3月15日前夕颁布实施。根据该办法的征求意见稿来看，个人在网上开店必须实名注册，具备条件的还应该办理工商登记注册。

个人网店从虚拟走向实名注册，对于保障消费者的合法权益，无疑起到较好的约束作用。对于网店的管理，笔者认为仅靠诚信自律是远远不够的，此次工商总局拟规定个人网店需实名注册，结束网络交易的法律空白，将个人网店走向制度约束，很是值得期待。但在笔者看来，个人网店监管任重道远，我们不能过分依赖实名注册，还需多方配套跟进，方可让个人网店做到真正意义上的完善。

实名注册登记可以提高卖家诚信度，增强买家的网上购物信心，使个人网店发展更加趋于成熟，有利于保证交易双方的利益不受损失。此外，还有助于解决个人网店发展中存在的诚信缺陷问题。不过，笔者建议在管理上不宜管得太死，毕竟个人网店的盈利模式本身低价微利，一笔实

名注册登记费对其他是一笔不小的负担，这点要考虑个人网店的承受能力。不容忽视的是，个人网店监管是一个全新的领域。从试点工作来看，不是工商部门能够独立完成的。需要公安局、银监局、税务局等职能部门的通力合作才能完成。比如，工商部门即使查出某个个人网店经营主体有违法违规行为，也没有权限去冻结其银行账户，这就需要银行的通力配合。

此外，大多数个人网店都没有达到税务起征点，如果做点小生意的店铺，都要花大力气征税，可能征税成本远远大于税收。因此，什么情况要征税、什么情况不征税，都应有明确的规范。其实，个人网店形同一匹疾驰的骏马，如何既给骏马上“辔头”，又不让马儿放慢脚步，考验政府部门的智慧。笔者想要说的是，个人网店的实名注册虽说有了游戏规则。然而，个人网店需实名注册只是起点而非终点，绝不是一个实名注册就能化解任何疑难杂症。

## 实话实说

## 财经漫画

### 融资融券试点门槛



朱慧卿 / 图

# 新股“变数”打破两个基本面“不变”的平衡

吴智钢

国家统计局上周公布了中国2009年度的主要经济数据，中国去年全年GDP的增长达到了8.7%，高于多数经济学家增长8.5%的预期。然而，中国股市却在这些经济数据公布之后继续走出明显的跌势，2010年新年开市以来，A股呈现震荡下行之势，沪深300指数已经连续收出第3根周阴线。为什么A股市场在良好的经济数据公布的背景下，依然走出了持续的下跌行情？

笔者认为，2010年中国证券市场的基本面将面对两个“不变”的趋势和一个新股的“变数”。当两个“不变”的趋势大致平衡的时候，决定市场走向的将是新股这个“变数”。

A股市场基本面的第一个“不变”的趋势是宏观经济继续好转，上市公司业绩明显增长。中国经济迅速复苏，从最新公布的去年分季度的数据看，呈现了经济逐

季加快回升的趋势，去年12月，中国经济最弱的一环——出口贸易也出现了大幅增长。可以预见的是，在2010年，出口贸易的回暖将为中国经济的进一步好转提供动力。因此，中国经济的继续好转，这将是一个不变的趋势。

第二个“不变”的趋势是中国央行将在2010年全年持续收缩流动性。由于宏观经济已经复苏，而市场流动性十分充裕，去年全年中国新增信贷高达9.59万亿元，而有报道称今年1月前两周，商业银行新增贷款已经超过1万亿元，为了防范通胀，抑制资产价格的过快上涨，尤其是房地产价格的泡沫，央行不得不持续收缩流动性。在今年1月前3周，央行已经连续两次调高央票利率、一次提高存款准备金率。笔者认为，在2010年内，央行将分别采取发行央票、多次上调准备金率乃至加息的方法，进一步收缩流动性。

在2010年经济继续复苏和持续收缩

流动性这两个“不变”的趋势当中，股指能否平衡企稳则要看另一个“变数”。这个“变数”就是新股的发行和上市的节奏。新股的发行和上市是可控的。在上述两个“不变”趋势形成平衡的时候，决定股指走向的将是新股发行和上市的这个“变数”。然而，1月前3周，新股发行和上市的节奏不仅没有放缓，反而有加速的迹象，1月前3周，不仅有一大批创业板、中小板的新股发行上市，而且还有大盘股中国西电的发行和二重重装的发行，以及中国一重的招股，密集的新股扩容终于打破了市场的平衡，推动了股指的跌势。

笔者认为，在央行持续收缩流动性，市场资金供应日渐趋紧的时候，管理层也应该逐步收紧新股供应的水龙头，放缓新股发行和上市的步伐，以求获得市场的平衡和稳定。



## 众说纷纭

### 撤销“驻京办”众议

**【评论缘由】**据悉，有关主管部门刚出台一份红头文件，数千家驻京办将在6个月内撤销完毕。近年来，驻京办存在的腐败问题和种种违规行为，引起了中央高层的关注。

**【关键词】**驻京办 撤销 腐败

## 撤销易 铲“腐”难

井水明

“驻京办”的功能，其一是跑“部”，打探消息；其二是“钱”进，拉关系搞钱；其三是写报告、找关系、花小钱挣大钱。“腐败公关”成为“驻京办”的代名词。“驻京办”存在的腐败问题路人皆知，撤销“驻京办”也是大势所趋。但是，撤销“驻京办”容易，铲除“驻京办”滋生腐败的根源很难。

现在，各地方为了寻求发展的政策支持、资金支持和科技支持，离不开与中央各部委的联系，而光资金支持这一块，存在的灵活性非常大，因为中央各部委的一些专项资金分配或调拨体制存在计划经济遗风，因为这些专项资金的调拨大权仍掌握在少数人乃至个别高层官员之手，本身就为其权力寻租营造了得天独厚的便利。因为这些大人物大笔一挥，成亿成亿的资金和项目就不费多少气力地落入地方的怀中。

面对既得且可观的利益，各地在部委争取项目的工作是否“主动”，能否先他人一步抢得先机，能否以比其他地方更快捷的方式或途径，“结交”上那双把持巨额资金的权力之手，其在一笔笔专项资金或投资项目上赢得的投资份额则是完全不同的。“驻京办”即千方百计地使出浑身的解术，通过“使钱”上大打出手，达到实现地方利益的最大化。

“一些部委办个别人决策决定一些重大项目的投资”的现象，成为“驻京办”工作的着力点。从现在的情况分析，这种现象并没有随着政治体制改革的深入得到明确的改观。撤销“驻京办”是一种治标之策，而要实现治标又治本的目标，就是要先从革除“一些部委办个别人决策决定一些重大项目的投资”之病态权力运作机制入手，把重大项目投资的决策权置于阳光之下，置于权力的监督与监管之下，才能从源头上铲除“腐败公关”滋生的土壤。

## 谨防“责任大逃亡”

周士君

众驻京办行将“退役”，作为地方政府昔日“跑部钱进”的公关利器，这些驻京办大都替各级地方政府在争取项目的相关战役中立下头功，但伴随市场经济体制的逐步完善，驻京办肩负的使命及其所扮演的角色注定“退役”，继之迎来其角色转换或被撤销的宿命。可“功成身退”的驻京办及相关责任人，任内到底业绩如何？国有资产损益程度怎样？恐怕又都面临经济责任如何厘清的程序性问题。所以，围绕驻京办机构撤销而展开的资产评估工作及经济责任审计就必须适时跟进，以防止发生国有资产流失和经济责任递延性转移的情形。有关专家保守地算了笔账：“如果一个驻京办每年的经费保守地按100万元计算，所有驻京办每年需要的全部经费就在100亿元以上。”这么多年以来，如此庞大规模之公共资金的来龙去脉，更需要审计部门出面理清，相关国有资产管理状况以及未来如何处置，也需要各级国有资产管理部门适时介入，以防其发生不必要的“跑冒滴漏”现象。

国家审计署前审计长、现任全国政协副主席的李金华，曾针对驻京办的功能直言不讳道：“设驻京办事处就是为了来要钱，会哭的孩子才有奶吃嘛。”实际上，这些年的反腐实践也恰恰验证了李金华的判断，驻京办早已被舆论公认是“腐败重灾区”。许多落马的驻京办主任，除公然的行贿行为之外，更是不同程度地犯下了贪占公共资金的贪污罪行。当下，众驻京办被勒令统一撤退，数千家驻京办的资产家底，以及驻京办主任们任内应负的经济责任，都需要经过严格的评价和法律检验程序。不然的话，驻京办的国有资产不仅会出现不法转移和流失，就连驻京办主任们应负的各类经济责任，也可能因匆匆的撤销而被这股撤退风吹得无影无踪。

## 要做到不驻京也能办事

禾刀

“驻京办”已经构成北京街头一道诡异的风景，既易成为腐败滋生诱因，也加大了地方财政负担。整饬驻京办乃理所必然，但驻京办之所以长盛不衰，必然有其生存土壤。换言之，倘若不从根本制度上填补取消驻京办所承载的职能真空，那么，名义上的驻京办取消之后，各类挂羊头卖狗肉的驻京办依然会层出不穷。

事实上，对于驻外办，一些地方早就认识到这一特殊机构的弊端所在，也力图做出一些改革尝试。去年初，山东潍坊市出台了《市政府驻外办事处机构改革实施意见》，对市政府驻北京、上海、深圳等11个办事处（联络处）实行撤销机构、挂牌保留的做法。但目前少有地方积极跟进这一做法。这至少表明，现阶段驻外办功能仍然无以替代。山东省某市驻京办主任分析认为，“这几年，尽管国务院要求各部门减少审批手续，把一些不必审批的项目改为审核、备案制，但实际上，那些‘含金量’高的并没有废除。在这种情况下，地方政府不‘跑部’就办不成事。”

不“跑部”就办不成事，这无疑是各地乐于设立驻京办的真实注脚。地方要发展，该批的还得批，该办的还得办，该跑的又怎能不跑？头痛医头式的撤销只会逼着他们苦思应对之策，搞变相的“驻京办”。理论上讲，现在信息发达，沟通方便，承载信息传递原始功能的驻外办已经没有存在的必要。倒是觉得，什么时候地方不驻京也能办成事，办好事，这些层出不穷、五花八门、公众多为诟病的驻京办、驻外办才会自动走向消亡。

## 联系我们

本篇文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果想发表言论，请到论坛区发帖，邮箱：tmtt@163.com；电话：0755-83501640；电邮至ppll18@126.com；或寄信到深圳彩田路501号证券时报评论版（518026）。