

# 融资融券参与资格可适当放宽

王晓国

最近,中国证监会发布《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》,部署融资融券日常审慎监管、试点方案评价、交易系统测试,其中的投资者适当性制度系一项重要创新,需要认真研究、准确把握。

## 境外适当性理论的新发展

开设融资融券试点,实质是组建融资融券交易市场,目标是促成市场均衡,实现帕累托最优。从风险大小看,主板市场、创业板市场、融资融券市场、股指期货市场的标的证券价值形成和价格发现不同,几个细分市场系统风险依次增加,风险衍生环节依次增多,需要对市场区别层次、对要素进行分类的管理理念。这就说明,融资融券试点从需求角度要“让合适的投资者去买合适的产品”,构建投资者适当性制度,从供给角度要“将合适的产品卖给合适的投资者”,建立证券公司适当性制度;从市场机制要“选合适的证券充当合适的等价物”,设立标的证券适当性制度;做到投资者合适、证券公司合适、标的证券合适,实现社会福利最大化。

上述分析表明,投资者适当性制度派生于市场均衡的要求,是市场均衡理论的新发展,实质是根据投资禀赋和投资能力,设置资金门槛、知识门槛和经验门槛,建立融资融券试点的投资者市场准入制度。欧盟2006年7月20日通过的《金融工具市场法规》要求把客户

细分为零售客户、专业客户与合格对手方三类,香港证监会将投资者分为“专业投资者”和“非专业投资者”,投资者适当性制度在境外证券市场已有一定的探索和实践。美国1990年修订的证券法第144条规定了参与私募证券认购的投资者资格,日本2006年7月修改通过的《金融工具交易法》第40条规定了适合性原则。

## 国内市场实践上的新突破

投资者适当性管理理念和管理原则正在境内市场推行。银行业贯彻的“了解你的客户”原则,信托计划的合格投资者制度,创业板的投资者适当性管理,证券投资基金的销售适用性,正在试行的股指期货投资者适当性制度充分显示,投资者适当性制度建设已经有了实践新突破。

从创业板率先实践看,通过签定风险提示书和实施冷却期制度,让投资者了解、评估、接受创业板投资风险,取得了较好效果。据深交所统计,创业板投资者中具有2年以上交易经验的占比70%,高于整个股票市场的54.76%;持股市值10万元以下的占比71%,低于整个股票市场的90.7%,提高了投资者入市门槛。中登公司数据显示,创业板开市首月,2007年后入市的投资者盈利户数占比在55-58%之间,2007年之前入市的占比稳定在63-66%之间,高出8个百分点左右,交易经验与投资者盈亏

比例直接相关,说明这个制度切实保护了投资者利益。

同时,境内投资者适当性管理还处在起步阶段,如何根据市场特征设置门槛、设置几类门槛、设置多高门槛,经验匮乏,理论欠缺,工作尚有较大提升空间。

从市场特征看,融资融券交易是一种抵押信用交易,增加了借贷关系和部分保证金交易,实施强制平仓制度,需要其投资者适当性标准增加资金实力;与商业银行信贷相比,融资融券交易的是标的证券,授信安全性很大程度上取决于风险认知能力和风险控制能力,不是银行授信的还款能力和还款意愿,需要其投资者适当性标准增加证券知识和延长交易经验。这就说明,融资融券交易投资者适当性制度与股指期货相似,需要提高资金门槛、知识门槛和经验门槛。

## 适当性标准不宜过高

从已有实践看,在融资融券试点筹备工作中,华泰证券建立合格客户池,东方证券与银行共享征信记录,招商证券设立推荐人制度,中信证券实施证书管理,证券公司分别从多种角度探索投资者适当性制度。11家参与启动试点全网测试的证券公司几乎都将投资者适当性标准定在资金100万元、开户18个月以上,甚至200万元、开户24个月以上,一味优中选优,这种做法值得商榷。

鉴于融资融券与股指期货相比,均有做空机制和保证金交易,但有个股风险和系统风险之别,因此,融资融券投资者适当性标准可在正在试行的股指期货自然人投资者适当性标准(50万元资金,基础知识,10个交易日,累计20笔仿真交易经历或者10笔商品期货成交记录经验)基础上适当调整。

在资金门槛上,建议参照纽约证券交易所条例431和纳斯达克证券交易所条例2520规定:最低融资融券交易开户资金为2000美元,从事日交易的融资融券交易的最低开户资金为2500美元;根据单只标的证券融资余额20%以下时恢复其融资买入和初始保证金不低于50%,投资者资金实力以市值最小的单只标的证券上市流动市值的10%(50%×20%=10%)除以目前股东人数为适当性资金标准。

在交易经验上,建议参照台湾开立受托买卖账户已满三个月,最近一年内委托买卖成交10笔以上、累计成交金额达申请融资额度50%的经验门槛,结合市场实际情况,交易经验门槛以有足够的熊市体验、我国证券市场平均的到两个熊市周期为宜。

(作者为中国证券业协会发展战略工作委员会副主任)

## 焦点评论

# EVA没有点中 央企考核的命门

黄小鹏



国资委日前公布了最新版本的央行负责人考核办法。其中最引人注目的,就是引入经济增加值这一考核指标,并通过降低非经常性收益的折算比例来引导央行深耕主业。

经济增加值(EVA)是近年来日益流行的一个评估企业绩效的财务指标,尽管其计算方法对中国人来说显得有些陌生,但其经济含义却至为简单,那就是充分考虑股权资本的机会成本,以消除单纯的以会计利润考核指标时,表面上赚取不菲利润,但股东却连市场的平均回报也得不到的窘境。

在垄断大量存在和和其它行政力量普遍介入的中国经济活动中,租金的总量十分惊人。曾有专家测算,2004年中国经济活动中的租金总额达到了4.5万亿,占当年GDP的28%。当然,这个估算不一定准确,央企也有可能只占总租金中相当小的一部分,但绝对额之大是不难想象的,2008年底以来,在金融危机的背景下,国进民退愈演愈烈,国企得到的支持持续增加,租金还在继续上升是不争的事实。面对中国的电信巨头、石油巨头、央企地产商们天文数字般的账面盈利,又有谁知道这里面到底有多少是租金、有多少才是真正的利润?

租金作为垄断权力的回报,应该归垄断权力的所有人即政府所得,而政府是全民的代表,这意味着央企的租金最终应该归全民所有。当然有人会问,全民既是央企的多数股东,又是租金理论上的最终归属人,没必要将利润和租金区别开来。但仍然有几个理由使得这种划分显得十分必要:一、央企股权早已多元化了,央企的少数股东特别是外资股东拿走了一部分租金,这是不合理的。二、央企掌握着大量性质不明数量不清的租金,其投融资行为会受到严重的扭曲,人们普遍认为,难以遏制的投资冲动就与此有莫大的关系。三、央企存在严重的内部人控制,不仅高层管理人员,而且普通职工在理论上都可以归入内部人范畴中。国资委作为委托人,要真正实现对代理人的有效监督,第一步就是要能计算出央企的租金来,否则谈何考核和监督?在科学界定租金、并发展出一套计量租金的方法之前,国资监管部门对央企的考核,不管采用什么财务指标,都无法做到真正的科学合理,甚至极易成为央企内部人挥霍浪费、捞取高薪厚禄的借口。

然而,细读此考核办法,却有四处令人生疑。第一,资本成本的计算不是建立在市场的基础上,而是行政指定的。稍懂公司金融理论的人都知道,资本成本是计算EVA的基础,它的取值是通过债务融资和股票融资的成本加权得来的,以指定的5.5%作为计算EVA的依据是否科学本身就是很成问题。行政指定一个资本成本,不仅容易造成低估或高估,更无法反映行业间的差异,三年不变的标准更是无法反映各年度企业融资成本的实际情况。当然,在无效的中国股票市场上,一些大型企业的发行市盈率动辄达到30、40倍,贷款利率也很低,5.5%这一数字在现阶段也许谈不上严重偏低,但人为指定资本成本的作法,还是给人很“计划经济”的感觉。第二,考核是建立在由前三个年度确定的基准值上的,也给人一种“相对主义”的感觉。当然,上述两点也许恰恰反映了在中国资本市场不完善的环境中,按市场化方法来考核企业绩效在操作上的困难,采用某种过渡或变通的方法,正体现了监管者的良苦用心。从这个意义上看,说风凉话并不厚道。

但是,笔者要说的是,对企业考核的真正难点和核心问题并不在这儿,而在于如何衡量央企的资源租金。这个问题如不从理论上澄清和操作上予以解决,可以毫不夸张地说,一切考核都是假象。因为在现有的利润数据之下,EVA指标也绝对不会难看,但是,不管它有多高都不能说明这些利润和“价值”的真正来源。因为在垄断前提下,没有任何指标能证明央企的高额利润和“价值”真正是企业管理层和员工为股东创造出来的。

从国资委网站的最新资

料上可以看到,目前央企共有129家。这些企业要么是特许经营的垄断企业,要么是不允许民营资本进入或对民资设置重重或明或暗障碍的行业,即便一些看上去是完全竞争的行业,名单上的央企也受到了国家资源(如信贷、土地、市场交易方面)的特殊支持。一句话,能进入这个名单的全部是垄断企业或具有垄断性质的企业。按照经济学的理论,政府的特许权或者政府支持是一种资源,它对应的报酬是租金。如此说来,政府理应向向央企收取租金来获得其应得的报酬。也就是说,如果这笔租金没有先行从企业的经营利润中扣除,最终报告出来的净利润就是严重虚增的,而建立在营业利润基础上的EVA,自然也是严重虚增的。这好比是一个佃农,将当年的收成全部算作了自己的所得,欣欣然地将其全部背回家,全然忘了还有向地主交租这回事。

在垄断大量存在和和其它行政力量普遍介入的中国经济活动中,租金的总量十分惊人。曾有专家测算,2004年中国经济活动中的租金总额达到了4.5万亿,占当年GDP的28%。当然,这个估算不一定准确,央企也有可能只占总租金中相当小的一部分,但绝对额之大是不难想象的,2008年底以来,在金融危机的背景下,国进民退愈演愈烈,国企得到的支持持续增加,租金还在继续上升是不争的事实。面对中国的电信巨头、石油巨头、央企地产商们天文数字般的账面盈利,又有谁知道这里面到底有多少是租金、有多少才是真正的利润?

租金作为垄断权力的回报,应该归垄断权力的所有人即政府所得,而政府是全民的代表,这意味着央企的租金最终应该归全民所有。当然有人会问,全民既是央企的多数股东,又是租金理论上的最终归属人,没必要将利润和租金区别开来。但仍然有几个理由使得这种划分显得十分必要:一、央企股权早已多元化了,央企的少数股东特别是外资股东拿走了一部分租金,这是不合理的。二、央企掌握着大量性质不明数量不清的租金,其投融资行为会受到严重的扭曲,人们普遍认为,难以遏制的投资冲动就与此有莫大的关系。三、央企存在严重的内部人控制,不仅高层管理人员,而且普通职工在理论上都可以归入内部人范畴中。国资委作为委托人,要真正实现对代理人的有效监督,第一步就是要能计算出央企的租金来,否则谈何考核和监督?在科学界定租金、并发展出一套计量租金的方法之前,国资监管部门对央企的考核,不管采用什么财务指标,都无法做到真正的科学合理,甚至极易成为央企内部人挥霍浪费、捞取高薪厚禄的借口。

然而,细读此考核办法,却有四处令人生疑。第一,资本成本的计算不是建立在市场的基础上,而是行政指定的。稍懂公司金融理论的人都知道,资本成本是计算EVA的基础,它的取值是通过债务融资和股票融资的成本加权得来的,以指定的5.5%作为计算EVA的依据是否科学本身就是很成问题。行政指定一个资本成本,不仅容易造成低估或高估,更无法反映行业间的差异,三年不变的标准更是无法反映各年度企业融资成本的实际情况。当然,在无效的中国股票市场上,一些大型企业的发行市盈率动辄达到30、40倍,贷款利率也很低,5.5%这一数字在现阶段也许谈不上严重偏低,但人为指定资本成本的作法,还是给人很“计划经济”的感觉。第二,考核是建立在由前三个年度确定的基准值上的,也给人一种“相对主义”的感觉。当然,上述两点也许恰恰反映了在中国资本市场不完善的环境中,按市场化方法来考核企业绩效在操作上的困难,采用某种过渡或变通的方法,正体现了监管者的良苦用心。从这个意义上看,说风凉话并不厚道。

但是,笔者要说的是,对企业考核的真正难点和核心问题并不在这儿,而在于如何衡量央企的资源租金。这个问题如不从理论上澄清和操作上予以解决,可以毫不夸张地说,一切考核都是假象。因为在现有的利润数据之下,EVA指标也绝对不会难看,但是,不管它有多高都不能说明这些利润和“价值”的真正来源。因为在垄断前提下,没有任何指标能证明央企的高额利润和“价值”真正是企业管理层和员工为股东创造出来的。

然而,细读此考核办法,却有四处令人生疑。第一,资本成本的计算不是建立在市场的基础上,而是行政指定的。稍懂公司金融理论的人都知道,资本成本是计算EVA的基础,它的取值是通过债务融资和股票融资的成本加权得来的,以指定的5.5%作为计算EVA的依据是否科学本身就是很成问题。行政指定一个资本成本,不仅容易造成低估或高估,更无法反映行业间的差异,三年不变的标准更是无法反映各年度企业融资成本的实际情况。当然,在无效的中国股票市场上,一些大型企业的发行市盈率动辄达到30、40倍,贷款利率也很低,5.5%这一数字在现阶段也许谈不上严重偏低,但人为指定资本成本的作法,还是给人很“计划经济”的感觉。第二,考核是建立在由前三个年度确定的基准值上的,也给人一种“相对主义”的感觉。当然,上述两点也许恰恰反映了在中国资本市场不完善的环境中,按市场化方法来考核企业绩效在操作上的困难,采用某种过渡或变通的方法,正体现了监管者的良苦用心。从这个意义上看,说风凉话并不厚道。

但是,笔者要说的是,对企业考核的真正难点和核心问题并不在这儿,而在于如何衡量央企的资源租金。这个问题如不从理论上澄清和操作上予以解决,可以毫不夸张地说,一切考核都是假象。因为在现有的利润数据之下,EVA指标也绝对不会难看,但是,不管它有多高都不能说明这些利润和“价值”的真正来源。因为在垄断前提下,没有任何指标能证明央企的高额利润和“价值”真正是企业管理层和员工为股东创造出来的。

然而,细读此考核办法,却有四处令人生疑。第一,资本成本的计算不是建立在市场的基础上,而是行政指定的。稍懂公司金融理论的人都知道,资本成本是计算EVA的基础,它的取值是通过债务融资和股票融资的成本加权得来的,以指定的5.5%作为计算EVA的依据是否科学本身就是很成问题。行政指定一个资本成本,不仅容易造成低估或高估,更无法反映行业间的差异,三年不变的标准更是无法反映各年度企业融资成本的实际情况。当然,在无效的中国股票市场上,一些大型企业的发行市盈率动辄达到30、40倍,贷款利率也很低,5.5%这一数字在现阶段也许谈不上严重偏低,但人为指定资本成本的作法,还是给人很“计划经济”的感觉。第二,考核是建立在由前三个年度确定的基准值上的,也给人一种“相对主义”的感觉。当然,上述两点也许恰恰反映了在中国资本市场不完善的环境中,按市场化方法来考核企业绩效在操作上的困难,采用某种过渡或变通的方法,正体现了监管者的良苦用心。从这个意义上看,说风凉话并不厚道。



## 联系我们

本版文章如无特别说明,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。

如果您想发表评论,请打电话0755-83501640;发电邮至ppl118@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。

## 财经漫画

# 经适房屡成唐僧肉 孙悟空何在

周建邦

据报道,宁波市在对2009年申购经济适用房名单进行审核时,发现了多达999名的申购者隐瞒住房情况,试图骗购经适房。有人拥有4套房子、面积达670平方米也来申购。

经适房本是一项对中低收入市民的优惠,却屡被投机取巧之徒染指,骗购经适房者有之,出租经适房牟利者有之,大有成为饕餮之徒觊觎的“唐僧肉”之势。经适房这个“唐僧”其实很瘦。现在,竟然一双双的黑手又来割“唐僧肉”,令更多的人无法摆脱无处安居的窘迫。在此,不由得焦急地呼唤:孙悟空何在?

群众的眼睛是雪亮的。进一步增强发售的透明度,让公众参与监督,公众的眼睛就是孙悟空的“火眼金睛”,可以看清垂涎经适房唐僧肉的“妖孽”。这样,就能够形成强大的舆论攻势,形成良好的社会氛围。对于骗购经适房者,对于出租经适房牟利者,人人唾骂之、检举揭发之,让他的丑陋嘴脸暴露于阳光之下。

有人会说,骗购经适房者是要钱不要脸的人,公众的讥笑怒骂皆无济于事,奈何?对此等无耻之徒,自然要举起孙悟空的“金箍棒”,也就是要用法律武器,将骗购经适房者绳之以法。

对于骗购经适房者,现在通行的做法是收回,而宁波市的做法则加上了“列入个人诚信档案”。如此处罚,较之于骗房所获得的巨大利益而言,根本就不痛不痒。可见,在政策上失之于软,在处罚上失之于宽,这是导致骗购经适房怪事屡屡发生的重要原因。对于骗购经适房者,岂能在查实之后,一退了之?完全应该高举法律的“金箍棒”,以“诈骗罪”论处。

骗购经适房,应该符合“诈骗罪”的要件。根据《最高人民法院关于审理诈骗案件具体应用法律的若干问题的解释》规定:个人诈骗公私财物3万元以上的,属于“数额巨大”;个人诈骗公私财物20万元以上的,属于诈骗数额特别巨大。《刑法》266条规定,这些行为最重可判处十年以上有期徒刑或者无期徒刑。一套经适房与商品房的差价高达数十万,完全达到了诈骗罪的标准,何不用法律武器斩断伸向唐僧肉的黑手呢?

何?对此等无耻之徒,自然要举起孙悟空的“金箍棒”,也就是要用法律武器,将骗购经适房者绳之以法。

何?对此等无耻之徒,自然要举起孙悟空的“金箍棒”,也就是要用法律武器,将骗购经适房者绳之以法。

何?对此等无耻之徒,自然要举起孙悟空的“金箍棒”,也就是要用法律武器,将骗购经适房者绳之以法。

何?对此等无耻之徒,自然要举起孙悟空的“金箍棒”,也就是要用法律武器,将骗购经适房者绳之以法。



唐志顺/图

# 加息时机正在成熟

于建国

1月初以来,央行在公开市场上4次上调央票发行利率,2次上调回购利率。目前,3个月期和1年期央票与同期存款的息差缩小至0.30和0.32个百分点。与此同时,央行1月18日提高存款准备金率0.5个百分点,使得调整后的存款准备金率高达16%,为历史上第4个高点。准备金率提高抽紧了银行信贷资金头寸,增加利率上行动力,从而使利率结构的调整进程进一步加快。而从利率结构的变动特点来看,央行加息的时机正在成熟。

2009年第3和第4季度M1增长连续超过M2(分别为29.51%对29.30%、32.35%对27.68%),引起货币结构发生很大变化,其中,准货币占比由08年底的65.02%下降至2009年底的63.71%,下降

了1.31个百分点。准货币(即定期存款、储蓄存款和其他存款)代表着社会长期资金供给。而银行中长期贷款则代表了社会长期资金需求。2009年底银行中长期贷款占比由08年底的51.09%提高至55.65%,上升了4.56个百分点。很显然,全社会长期资金的需求和供给的变动方向发生了较大背离。在这种情况下,提高准备金率将加剧长期资金供需失衡状况,增强长期利率的未来上行趋势。

我国加息周期正在形成。但是,加息周期的真正出现还需要具备特定的利率结构。以2006年8月起步的上一轮加息周期为例,期间(2006年8月-2007年7月)法定存款利率、央票利率和上海银行间市场Shibor利率自下而上呈“多头”排列,三者依次代表了银行负债成本、市场

无风险收益和风险溢价。作为风险溢价,Shibor利率在加息周期中始终居于存款利率和央票利率之上。

当前央票与存款利率仍处于倒挂状态,但息差正在缩小。尤其是经过央行最近两次提高央票发行利率,1年期央票与存款的息差已不足1个百分点(仅为32.36个基点)。加息周期所必要的利率结构正在形成,央行加息的时机已逐步成熟。相反,通胀只是加息的充分条件,并非必要条件。事实上,从以往历史上我们并不难找到实际存款负利率的例子。

本轮流动性主要起因于银行超常规贷款。2009年银行累计新增人民币贷款9.6万亿元,比2008年增长了130%。今年年初,银行贷款冲动依然非常强烈。笔者认为,除了提高准备金率、窗口指导等行政性手段外,加息尤其是提高存款利率以缩小银行息差收入,则可以降低银行的贷款冲动。加息还将促使银行提高实际贷款利率,从而起到抑制贷款需求的作用。当前银行贷款利率仍处于历史低位。按照央行2009年3季度货币政策报告,当季非金融公司贷款的加权平均利率为5.05%,比2008年1季度低3.67个百分点。贷款利率向上的空间还很大。而当前存款准备金率与2008年6月的历史最高位相比,仅有1.5个百分点的上调空间。因此,与准备金率相比,央行在加息上有更大的调控余地。加息应该成为央行下一步调控的重要工具。总之,笔者认为,央行加息的脚步已经走近了。

(作者单位:海通证券研究所)