

# 清华法律评论

TSINGHUA LAW REVIEW

变化社会中的法律文明秩序



《清华法律评论》编委会 编

第九卷 第一辑

清华大学出版社

TSINGHUA LAW REVIEW

VOLUME 9 NUMBER 1

# 清华法律评论

变化社会中的法律文明秩序

第九卷 第一辑

《清华法律评论》编委会 编

清华大学出版社

北京

## 内 容 简 介

《清华法律评论》(第九卷第一辑)分为三个部分,共收录七篇文章。第一部分为“笔谈:股灾背景下的证券法治”,介绍了不同国家或地区的经验。第二部分“论文”,共收录了四篇视角独特、内容新颖的文章,内容涵盖法律史、民法、商法、刑法、宪法多个领域。第五部分是“明理讲坛”。本书适合法学学者、法律专业学生以及一般读者阅读。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

### 图书在版编目(CIP)数据

清华法律评论. 第九卷. 第一辑, 变化社会中的法律文明秩序/《清华法律评论》编委会编. —北京: 清华大学出版社, 2017

ISBN 978-7-302-45872-2

I. ①清… II. ①清… III. ①法律—文集 IV. ①D9-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 294604 号

责任编辑:朱玉霞

封面设计:李诗晴

责任校对:王荣静

责任印制:李红英

出版发行:清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编:100084

社总机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, [c-service@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:c-service@tup.tsinghua.edu.cn)

质量反馈:010-62772015, [zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn](mailto:zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn)

印 装 者:清华大学印刷厂

经 销:全国新华书店

开 本:170mm×255mm 印 张:12.5 字 数:233千字

版 次:2017年1月第1版 印 次:2017年1月第1次印刷

定 价:45.00元

---

产品编号:069931-01

# 《清华法律评论》第九卷 第一辑

## 顾问委员会

主 席 章 程

顾 问 委 员 高 丝 敏 蒋 舸 龙 俊 鲁 楠 任 重

屠 凯 王 钢 汪 洋

## 编辑委员会

主 编 刘 猛

副 主 编 许 尚 楸

责 任 编 辑 陈 晓 彤 李 广 德 刘 东 辉 吕 翰 岳 田 力

王 星 译 姚 宇

编 辑 助 理 陈 文 涛 李 佳 星 李 傑 婧 马 文 静 席 茜

颜 佳 莉 俞 彦 韬 郑 灿 陈 双 亚 妮



## 卷首语：法政五院士图序



“如此风流”语出胡适之先生的诗句“如此风流一代无”，所绘为一九四八年第一届中央研究院院士中的五位法政学科院士，自右至左依次为：萧公权、周鲠生、王宠惠、王世杰、钱端升，他们是那时中国法政领域最顶尖的知识人。

王世杰先生早年就读于北洋大学，武昌起义时南下参加革命，后以稽勋局官费留欧，先在伦敦大学后在巴黎大学，得博士学位。回国后任教北大，以研治“比较宪法”扬名学界。六年后以学者身份从政，担任党政多个机关的首长和幕僚长，将法政学识应用于实际，以立法推动社会进步。他官居高位，直接影响中枢，也体验了花近高楼的伤心之感。雪公做事刚毅沉潜，闲居气定神闲。他沉着静敏，话语不多但是极富定力，打定要做的事情则很是果断。一生立德立功立言，在政、学、艺三方面都达到崇高地位，加以福寿双全，五事齐备，在近代史上实属少见。

王宠惠先生毕业于北洋大学法科，是中国第一个拿到法律学毕业文凭的人。后来他赴美，在耶鲁大学取得民法学博士学位。又到欧洲大陆游学，将《德国民法典》译为英文，因信、达、雅享誉学界，一举在国际上确定其法学家的地位。回国后，他在中央政府服务，跻身中国最高层精英行列。无论是北京政府时期还是南京国民政府时期，都担任多项职务，包括司法总长、司法部长、司法院

院长、外交部长等,以法学素养解决国内和国际实际问题。亮老寡言少语,做事也颇为优柔,具有一种英国绅士的气度。这样的一个人,私人生活颇为吝啬,却又在国家公务需要时放弃海牙国际法庭法官的大笔恤金回国。

周鲠生先生是国际法学家,他从英法留学回来后做北京大学的教授,授课之余发表过一系列时评,针砭时弊,开启民智。他前半生主要在武汉大学教书,并有治校之才,王世杰离任武大校长时本打算让他接替,但因种种原因未能如愿。待到他十多年后做了校长,多方面物色人才,提升学校的学术实力。他的功绩在于教育和影响了国际法学界的一代人才;一九四九年之后职位变换,贡献则在外交实践方面。

钱端升先生早年留学美国,受美国政治学的影响,注重的是不同于传统国家学说的行政学路径,他预当时学术之风,在国内成立专门的“行政研究室”,组织团队开展相关研究。他少年成名,个性高傲,虽然是政治学家,却怀着“学优则仕”的心愿,愿意把所学贡献实际,做个政治家,无奈生不逢时。前半生秉持为国贡献己身学识的心力,风风火火,经历了从积极加入政府到积极批评政府的转变,后半生因为政治的原因,沉默做事。虽然经历多难,与同事和朋友相比,他享得高寿。

萧公权先生是一位仙风道骨的学人,颇有些道家的风骨,个头不高,“麻雀般的精神,总是跳跳跃跃的”。他出身哲学,研究政治学,又能兼及历史,自然较传统派更上层楼,他以所受的西方政治学训练研究中国政治思想史,后来居上,成一学科的扛鼎之作。作为研究政治学的学人,他没有涉身政界,但常常有政论见诸报刊,自嘲曰“是亦为政”。他除了“思精明治道”,亦“诗美醉流霞”,要说的话常常以中国古代的诗词表达,以诗言志,用词画梦。一九四九年后他飘零海外客居美邦,寄踪于万里之外,“每因长夜怀师友,更假余年念清华”,在华盛顿大学过完融合东西两个伟大学术传统的一生。萧先生性情较为平和,谦逊有礼,无文人的轻狂之气,在学校大楼中常常“循墙而走”,保有中国古典知识人的风范。

在中研院第一届院士选举中,王世杰、王宠惠以法律学专长当选为院士,他们候选资格的根据分别为:

研究比较宪法,主持国民政府法制局,于立法事业及宪法制度均有贡献。

早年以英文翻译德国民法,至今有国际声誉,在国内对于法律修订及宪法制度多所贡献。

周鲠生、钱端升、萧公权以政治学专长当选为院士,他们候选资格的根据分别为:

研究国际法及外交,主持政治学系多年。

研究比较政治制度及现代中国政治制度。

研究西洋及中国政治思想。

“如此风流”背景为南京鸡鸣寺路一号中央研究院总办事处大楼，也就是第一届院士合影之处，其时王世杰、钱端升不在合影之列。图中王宠惠、王世杰位置略靠前，隐含的是在一个非常态国家，法律往往为政治冲锋陷阵，而优秀的法学家不仅仅是法学家同时也是政治学家。王世杰、王宠惠同居高位影响中枢，虽都秉持自由主义，不同于政府中的亲德派，却有淡淡的瑜亮情节，故两人所站位置有略大间距。钱端升与二王同排，端公虽为后辈，然而年纪不足五十即当选院士获学术界承认，自然意气风发，当仁不让。周鲠生、萧公权二人并未出仕，致力于教育行政和学术研究，内敛低调，位置稍后一步。周公资格老，萧公更有道家风范。

在中国一百多年的国家现代化进程中，学人以自身学识贡献政治，进而形成专家治国，成为现代分工下的一种常态。而在这其间，法政学人因为专业之故发挥了更多的作用。古人说，所谓故国者，非谓有乔木之谓也，有世臣之谓也。我们不得不说，在中国文明再生的过程中，在中国国家建构的步伐里，得益于有这么一批顶国之乔木，治世之能臣。

刘 猛

二〇一六年十月于清华园





# 清华法律评论

第九卷 第一辑

2016

## 目 录

### 笔谈：股灾背景下的证券法治

---

- 1 朱伟一/融资融券和场外配资：股市剧烈异常波动的策源地
- 34 亨利·汉斯曼 马利亚纳·帕汉德勒/股东表决权的演变：所有权与消费的分离

### 论文

---

- 83 柳立言/“天理”在南宋审判中的作用
- 122 王洪亮/三权分置与土地使用权权能的完满
- 138 劳东燕/价值判断与刑法解释：对陆勇案的刑法困境与出路的思考
- 159 郭 薇/透过影像(Image)理解“法”？  
——基于日本司法中的影像资料及其运用的探讨

### 明理讲坛

---

- 179 林来梵/宪法学：中国主体立场及其他



# 笔谈：股灾背景下的证券法治

## 融资融券和场外配资：股市剧烈异常波动的策源地

朱伟一\*

**内容提要：**融资融券和场外配资是2015年我国股市剧烈异常波动的主要成因。两者都具有三种功能：融资、杠杆交易和提供看涨做多和看跌做空的下注机制。但融资融券是监管机构支持的合法机制，而场外配资则是灰色融资方式，大多已经被叫停。融资融券和场外配资鼎盛期间提供了过度流动性，干扰了股票市场的估值。融资融券和场外配资成患，有相关法律规定所造成的原因，也有执法理念和执法实践所造成的原因。

**关键词：**融资融券、转流通、场外配资、流动性、买控购

2015年6月底至7月初三周内，上证指数和深证指数跌幅近30%，近千家公司的股票价格下跌逾50%，市值蒸发近20万亿元，<sup>〔1〕</sup>国内有媒体称其“股灾”。<sup>〔2〕</sup>但从我国和美国的经验看，股价剧烈波动和长期性低迷已经成为股票市场（下称股市）的常态，2015年6月~7月我国股价暴跌之前，我国股市就已经多年低迷，当时的股市指数低于股市暴跌后的指数。将一种常态称作股灾会引起歧义：“股灾”有可能指6月~7月的股市暴跌及其后遗症，也有可能被泛

---

\* 中国政法大学比较法学研究院教授。

〔1〕 张琦：《阳光总在风雨后，价值投资是王道》，《上海证券报》，2015-07-06，第6页。

〔2〕 国泰君安证券研究所：《海外市场股灾后救市政策退出镜鉴》，《上海证券报》，2015-08-08，第11页。

指整个证券市场的现状。<sup>[3]</sup> 中国证券监督管理委员会(下称证监会)在其公开文件中,以“剧烈异常波动”泛指类似6月~7月股市暴跌的现象。<sup>[4]</sup> 本文采用证监会推出的“剧烈异常波动”一词及其含义。<sup>[5]</sup>

痛定思痛是一种理想境界,但现实中人们的记忆很短,痛苦过后很快便开始新一轮狂欢,并重蹈覆辙。因此,有必要赶在股市剧烈异常波动的阵痛消失之前,找出和分析剧烈异常波动的成因,以期增强警觉记忆,推迟下一轮的股市狂欢和狂欢后的狼藉。

## 一、简介

股市剧烈异常波动通常有诸多成因,其中包括:融资融券、场外配资、恶意做空、杠杆、期货、程序化交易、宏观经济原因、流动性过剩,还有可能是境外机构的介入。<sup>[6]</sup> 推而广之,还可以将剧烈异常波动归咎于贪婪和恐惧这两个股市的原动力。上述原因互为表里,相辅相成。比如,流动性过度既是杠杆过高的结果,也是杠杆过高的原因,而杠杆过高又加剧了恶意做空的后果,流动性过度则是融资过度所造成的,卖空则既是融资的一种手段,也是杠杆交易的手段,同时又是下注的方式。但与我国以往的股市剧烈异常波动相比,2015年股市剧烈异常波动中,融资融券与场外配资是变局者,是不可否认的重要成因。融资融券与场外配资不仅放大了负债交易(也称杠杆交易),而且还引入了做多和做空机制,增加了股市的赌博性和不定因素。

简单说,融资融券就是借钱炒股,业内术语是增加了交易的杠杆率。此外,融资融券不仅是融资方式,也是做多做空机制。场外配资也有类似功能,而且所融得的资金也进入了融资融券的做多或做空业务,增加了股市的剧烈异常波动。融资融券与场外配资的区别在于:融资融券是合法合规定的行为,有相关

---

[3] 有杂志提到“A股二次股灾”,继2015年6月~7月后,“从股市8月18日以来,A股市场打开了下跌通道,且跌势较之‘国家队’救市之前更加迅猛……”蒋飞:《A股二次股灾》,《财新周刊》,2015-08-31,总669期,第50页。“股灾”果然如此频繁发生,则股市本身存在的意义也值得怀疑。所以中国证券监督管理委员会并不承认有“股灾”发生。

[4] 证监会公告[2015]21号。或许有人认为,“剧烈异常波动”一词轻描淡写、有文过饰非之嫌,但文字就有这种神奇的力量,既精准贴切,又似是而非,有时候还能够化腐朽为神奇。英美媒体也并没有称我国股市剧烈异常波动为“股灾”。《金融时报》用的最多的一词是“rout”,汉语的大意为“溃退”。Charles Clover and Gabriel Wildau, China Cracks Down on Margin Lending in Latest Effort to Shore up Markets, Financial Times, July 13, 2015, p. 1. Ralph Atkins, Chinese Equity Rout Is an Ominous Lesson for Europe over Grexit, July 10, 2015, p. 22.

[5] Charles Clover and Gabriel Wildau, China Cracks Down on Margin Lending in Latest Effort to Shore up Markets, Financial Times, July 13, 2015, p. 1.

[6] “司度公司在股灾救市期间成为市场焦点,7月末沪深两地交易所对频繁申报或频繁撤销申报,涉嫌影响证券交易价格的24个账户采取了限制交易措施,其中之一便是司度贸易公司,而司度大股东是全球最大的对冲基金之一Citadel。”财经新闻:《券商救市还有多少黑幕》,《北京青年报》,2015-11-29,第8页。

的法律法规规制，<sup>[7]</sup>由证监会保驾护航并受其监控；与之相反，场外配资是有争议行为，<sup>[8]</sup>2015年我国股市剧烈异常波动之后，很多场外配资业务已经被叫停。但就两者所从事的业务类型而言，融资融券与场外配资并没有本质不同，两者都是对贪婪的纵欲，两者的区别是正室与偏房的区别，<sup>[9]</sup>是交际花与流莺的区别。<sup>[10]</sup>从事融资融券业务的是中国证券金融公司和证券公司，而从事场外配资业务的则是形形色色的各类公司，统称“配资公司”。一些证券公司又脚踏两只船，既公开从事融资融券业务，又悄悄从事场外配资业务。

融资融券与场外配资创造了流动性。<sup>[11]</sup>过度流动性使得人们难以确定股票或其他相关证券的价值，进而削弱了股市存在的积极作用。流动性是股市所不可缺少的，没有流动性，投资者和投机者都无法兑现其所持有的股票或其他证券，无法及时退出股票市场或其他证券市场。但流动性过多，则扭曲了供求关系，同时也会造成股市的波动、异常波动或剧烈异常波动。

本文结合相关法律法规，介绍分析了融资融券和场外配资的具体做法及其与剧烈异常波动的关系。通过对相关法律法规的分析，本文力求为融资融券和场外配资卸妆，还其本来面目。<sup>[12]</sup>本文第一部分介绍分析了融资的追涨杠杆效应；第二部分介绍分析了融券的杀跌做空或恶意做空的效应；第三部分介绍分析了转流通业务以及中国证券金融公司在融资融券以及股市救助中的作用；第四部分介绍分析了场外配资；第五部分介绍分析了融资融券和场外配资所产生的过度流动性及其恶果；第六部分介绍分析了融资融券和场外配资提供监管教训；第七部分为结束语。

“证券市场”“资本市场”和“金融市场”三词为近义词，而且经常作为同义词

[7] 见《证券公司融资融券业务管理办法》(证监会令第117号)。

[8] 场外配资妾身不明，没有法律地位。场外配资是本土创造的新名词，英国将其译作“fund-matching”。Charles Clover and Gabriel Wildau, China Cracks Down on Margin Lending in Latest Effort to Shore up Markets, Financial Times, July 13, 2015, p. 1.

[9] 正室和偏房同为人妻，但地位身份不同，融资融券与场外配资功能相同但法律性质不同，故以正室与偏房之间的区别类比融资融券与场外配资之间的区别。

[10] 股市博弈因贪欲而起，流连烟花柳巷出于情欲，两者都涉及人欲，故以交际花与柳莺之间的区别类比融资融券与场外配资之间的区别。

[11] 流动性(liquidity)是指公司资产或是一项投资能够被出售或是转换为现金的难易程度。R. J. 舒克：《华尔街词典》，陈启清译，北京，中国商业出版社，2002，第592页。流动性的来源多种多样，包括养老基金、赠款基金、主权财富基金等有政府背景的大型基金。贫富差别是证券市场出现大量游资的主要原因之一。2015年第一个季度，股市90%的投资金额来自自然人。刘志毅：《火线救A股》，《南方周末》，2015-07-09，第B9页。虚假交易也可以产生流动性。银行通过理财产品造假，进行不存在的交易。2013年的资料显示，一家大银行的虚假交易可高达8亿元人民币。将表现好的理财产品的利润转移到前9个月内表现不佳的理财产品上。同一托管银行的理财产品交易不受央行监管。Summary, Bank Profits Powered by Fraud, Caixin Century Weekly, December 2, 2013, p. 112.

[12] 股市的很多做法非常隐秘，除非监管机构花大力气进行调查，否则很多问题就不会浮出水面。但仔细分析融资融券和场外配资的相关法律法规，就可以发现其中的很多问题。

通用。“资本市场”侧重融资的动态活动,指股权和债务等资本资金交易的市场,<sup>[13]</sup>“证券市场”则是“股市”代名词,尽管证券远不限于股票,“金融市场”所强调的是整个金融格局和结构。<sup>[14]</sup>但三词有很多重叠之处,业内人士、监管机构 and 学者经常将三词混用。美国最高法院肯定了这种用法,在瑞士信贷诉比林案<sup>[15]</sup>判决中,“金融市场”和“证券市场”就是两词混用。<sup>[16]</sup>就本文而言,“股市”与“证券市场”通用。

## 二、融资融券：杠杆交易

融资融券是通过借贷款或借贷证券,筹集资金进行股票和相关证券的交易,以便通过杠杆效果和做多做空获得更多的利润。融资融券是成语似的四字结构,似乎是本土元素的金融创新,其实是向美国学来的做法,英语原文“margin lending”,意为保证金借款(margin lending),相关交易被称为“借款交易”(margin trading)。融资融券朗朗上口,铿锵有力,有诗一般的意境,俨然是正确路线的产物,掩盖了其危险性和危害性。

### (一) 融资融券是杠杆交易

融资融券是杠杆交易,允许机构投资者<sup>[17]</sup>和个人投资者借钱借券交易。《证券公司融资融券业务管理办法》<sup>[18]</sup>(下称《融资融券管理办法》)将融资融券界定为:“向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出,并收取担保物

[13] 英文“capital market”, R. J. 舒克:《华尔街词典》,陈启清译,北京,中国商业出版社,2002,第105页。

[14] 近年来我国又开始使用“互联网金融”一词。我国监管机构的立场是,互联网金融是传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式,但互联网金融本质仍属于金融,没有改变金融风险隐蔽性、传染性和突发性的特点。《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》(银发[2005]22号)第一条、第二条。

[15] Credit Suisse v. Billing, 551 U.S. 264 (2007).

[16] 证券市场发展到一定阶段后,又渗透到金融市场的各个领域之中,资本市场又成为一个常用词;资本市场就是证券市场与金融市场的结合。确实,资产证券化已经将金融市场与证券市场融为一体。中国的商业银行发行理财产品,而证券投资基金又购买这些理财产品。信息披露:《中银理财7天债券型证券投资基金更新招募说明书摘要》,《中国证券报》,2014-02-07,第A15页。商业银行内还有保险公司的员工在销售保险,而这种保险有年化利率,可以被定性为证券产品。根据中国保险监督管理委员会(下称保监会)的最新规定,《中国保监会关于保险资金投资创业板上市公司股票等有关问题的通知》(保监发[2014]1号),保险资金可以投资高风险的上市公司股票。中国资本市场发展到今天,各种金融机构及其业务错综复杂,犬牙交错,你中有我,我中有你。

[17] 原《证券公司融资融券业务试点管理办法》第十二条规定:“对……交易结算资金未纳入第三方存管……的客户……证券公司不得向其融资、融券。”这项条文使公募基金无法参与融资融券。《融资融券管理办法》去除了这项限制,允许公募基金等金融机构参与融资融券。

[18] 证监会令第117号。

的经营活动。”<sup>[19]</sup>证券公司融资融券业务规模最高达到净资本规模的4倍。<sup>[20]</sup>单一证券公司转融通的余额,可以达到证券金融公司净资本的50%,<sup>[21]</sup>证券公司客户借助融资融券进行交易,提供一定比例的保证金后便可向证券公司借得金额高于保证金的资金或证券,保证金可以以证券冲抵。<sup>[22]</sup>证券公司应当逐日计算客户交存的担保价值与其所欠债务的比例。当该比例低于最低维持担保比例时,应当通知客户在一定的期限内补交差额。<sup>[23]</sup>单个机构投资者或个人投资者没有能力在期限内补交差额,就是所谓的资金链断裂。

在杠杆的作用之下,股市不断攀高,机构投资者和个人投资者都被动员起来,蜂拥而至,投入到火热的股市中。<sup>[24]</sup>融资追涨会加速推高股市,使得牛市成为疯牛,最终将股市推入融券做空的熊市。待到股市下跌时,杠杆又加快了下跌速度,投资者争相逃离股市。融资融券加快了牛市和熊市的易位速度,但改变不了牛市短、熊市长的状况。投资者失去信心,对融资融券敬而远之,其他游资也纷纷离开股市,转战其他热点金融领域,需要很长时间才能迎来新的牛市。有一种美好愿望:牛市最好是慢牛小跑,善始善终<sup>[25]</sup>,避免剧烈异常波动。但慢牛恐怕难以吸引个人投资者群起加入股市,也难以吸引机构投资者群起加入股市。<sup>[26]</sup>对于金融机构来说,慢牛创造的利润太少,所以如有可能,要想方设法地创制牛市。

[19] 《融资融券管理办法》第二条。

[20] 《融资融券管理办法》第二十条。截至2015年5月底,我国证券公司全行业净资本0.97万亿元,按规定融资融券上限为3.88万亿元。浦弘毅、王晓宇:《众志成城稳定市场预期》,《上海证券报》,2015-07-02,第封一页。

[21] 《转流通管理办法》第四十一条第(二)款。

[22] 《融资融券管理办法》第十三条。

[23] 《融资融券管理办法》第十四条。通知客户补交差额,在英语中称为“margin call”。

[24] 2015年3月,中国证券金融公司董事长聂庆平先生发表文章表示,“本轮牛市具有结构性牛市的特征。从这个角度上说,这体现的也是价值投资,融资融券只是顺应了行情的走势。”聂庆平:《国内融资融券的现状与未来》,《清华金融评论》,2015年3(16),第87页。聂庆平董事长“不同意‘杠杆牛市’的说法,因为融资融券在4年前就出现,所以杠杆不是导致本轮牛市的主要原因,而是其他原因。”聂庆平:《国内融资融券的现状与未来》,《清华金融评论》,2015年3(16),第87页。聂庆平董事长的文章表明,早在2015年3月,就有人质疑我国牛市杠杆效力,也可以说是间接质疑融资融券的杠杆效力。显然,聂庆平董事长当时并不同意这种质疑。显然,聂庆平董事长当时是为融资融券喝彩叫好的。试问,2015年股市剧烈异常波动之后,聂庆平董事长是否就此有新的观点?聂庆平董事长在其2015年3月文章中表达的另一个观点是,杠杆并非产生牛市的主要原因。确实,融资融券问世4年后才发力发威,但仅凭这点,并不能够证明融资融券是正确路线的产物。众所周知,艾滋病病毒可以在人体内潜伏多年后致人于死;心血管病也可以潜伏多年,由他因引发之后致人于死。艾滋病和心血管病仍然是许多国家治病防病的工作重点。再比如,余则成似的红色特工潜伏敌人心脏多年,关键时刻给敌人致命一击。但红色特工的潜伏期并不抹杀其重要性。我们今天仍然讴歌余则成这样的潜伏敌营多年的红色特工,相关影视片也深受广大观众喜爱。确实,外因通过内因起作用。即便如同聂庆平董事长所述,融资融券不是2015年牛市的主要原因,是外因而不是内因,但仅凭这点,并不能够证明融资融券的正确性和必要性。

[25] 华尔街有象征牛市的铜牛,上海外滩也引进了该牛的复制品。但德国法兰克福股票交易所前既有牛的雕像,又有熊的雕像,熊牛相视对峙。德国的心态似乎更加理性:天下没有不散的筵席。

[26] 有一种常见的误解,较机构投资者而言,个人投资者更容易利令智昏。但从股市的剧烈异常波动看,机构投资者不仅会利令智昏,而且还会见利忘义,至少是比个人投资者更加容易见利忘义。或许,个人投资者也会见利忘义,但大多不具备这种能力。



## （二）融资融券所存在的风险

融资融券为股市交易提供了大量资金, 可占每日交易总额的 18.2%。<sup>[27]</sup> 资金的增多也放大了风险, 而融资融券是借钱炒股, 本身就存在很大风险。《证券公司融资融券业务内部控制指引》<sup>[28]</sup> 指出, “对于融资融券的客户来说, 融资融券的投资损失风险在于, 投资规模放大、对市场走势判断错误、因不能及时补交担保物而被强制平仓。”<sup>[29]</sup> 存在的问题还包括: “资产混用、账户混用、出借账户、虚假账户。”<sup>[30]</sup> 此外, 证券公司也有可能从事一些违法违规行为: 私下降低客户融资融券为不合格客户开户, 诱导客户开展融资融券业务; 收费标准不透明; 维持担保比例低于规定标准; 未按规定期限补交差额; 未对客户强行平仓; 融资融券超出规定标的; 质押回购业务中质押品再次质押; 挪用客户担保品; 进行利益输送和商业贿赂; 内幕交易和操纵市场; 为客户规避信息义务提供便利; 为国家限制性行业提供融资; 对业务人员、管理团队实施当期奖励。<sup>[31]</sup> 上述风险既对投资者造成威胁, 也构成整个股市的风险。

## （三）防范风险措施

为防范融资融券的各类风险, 证监会制定了若干规则, 其中包括: 投资者适当性、合约展期、结算规则、逆周期、转流通业务。

### 1. 牌照经营

证券公司从事融资融券的业务, 必须经过证监会批准,<sup>[32]</sup> 实行牌照管理。对于苹果等技术公司来说, 其拥有的专利的多少, 在很大程度上决定了公司的价值, 而对证券公司等大型金融机构来说, 其持有的业务牌照的多少, 在很大程度上决定了公司的价值。所以从理论上说, 证券公司非常珍惜牌照, 为了保住牌照, 轻易不愿违法违规。但牌照管理的方式并不灵验, 因为各国监管机构对大型金融机构大多“心慈手软”, 很少收回牌照, 即便此类金融机构有各种违法违规行为。同样, 牌照管理并没有有效预防证券公司在融资融券方面的违法违规行为。

[27] 2014年11月24日, 融资融券交易额占当日交易总额的18.2%。Shen Hong, Beijing Will Scrutinize Margin Trading, The Wall Street Journal, December 15, 2014, p. 22.

[28] 2006年6月20日, 中国证券监督管理委员会公布, 根据2011年10月26日中国证券监督管理委员会《关于修改〈证券公司融资融券业务试点内部控制指引〉的决定》修订。

[29] 《证券公司融资融券业务内部控制指引》第十一条第(一)款。

[30] 张欣然: 《三券商两融违规操作遭受通报批评》, 《证券时报》, 2014-12-18。《融资融券管理办法》第四十三条规定: “证监会及其派出机构、中国证券业协会、证券交易所、证券登记结算机构、证券金融公司依照规定履行证券公司融资融券业务监管、自律或者检测分析职责, 可以要求证券公司提供与融资融券业务有关的信息、资料。”

[31] 《证券公司融资融券业务内部控制指引》第十八条第(二)款。

[32] 《融资融券管理办法》第三条。