

HONGGUO ZONGHELEI ZHENGQUAN GONGSI YEWU JIEGOU DONGTAI XINGCHENG YANJIU

中国综合类证券公司业务结构 动态形成研究

祝玉斌 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

中国综合类证券公司业务 结构动态形成研究

祝玉斌 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国综合类证券公司业务结构动态形成研究/祝玉斌著.
—北京:经济科学出版社,2007.12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6720 - 8

I. 中… II. 祝… III. 证券交易所 - 企业管理 - 研究 -
中国 IV. F832.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 177021 号

责任编辑：解 丹

责任校对：徐领弟

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

中国综合类证券公司业务结构动态形成研究

祝玉斌 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

三河市欣欣印刷有限公司印装

787×1092 16 开 16.5 印张 260000 字

2007 年 12 月第一版 2007 年 12 月第一次印刷

印数：0001—3000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 6720 - 8/F · 5981 定价：30.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



作者简介

祝玉斌，男，1972年出生，山东淄博沂源人。2001年毕业于华东理工大学商学院，获管理学硕士学位（MBA），2007年毕业于同济大学经济与管理学院，获得管理学博士学位。1993年起，先后在齐鲁证券、申银万国任职，担任过交易员（上海证交所第十六期）、主管、营业部总经理等职务。在《统计研究》、《中国金融》、《中国证券业》、《上海证券报》等重要刊物上发表学术论文数十篇，参与编著《公共组织管理学》等多本书籍。

序 言

一年前，祝玉斌同志完成了他的博士学位论文《中国综合类证券公司业务结构动态形成研究》，当时学位论文答辩委员会认为：祝玉斌同志一直在大型证券公司从事证券业务管理工作，具有比较丰富的实践经验和较高的研究能力。论文从中外券商比较研究和自身业务实践出发，运用规范分析、定性分析和定量分析等方法，对我国证券公司业务结构动态形成进行了理论和方法研究，对证券公司业务结构动态形成的四种重要方法——购并重组、业务流程重组、组织结构调整和业务创新，进行了系统分析和研究，构建了证券业务结构动态形成的评价模型，为我国券商当前的业务实践提供了重要的参考。论文框架结构复杂，难度大，针对性强，是一个很有现实意义的选题。

随后，祝玉斌同志对博士学位论文进行了修改完善，现在专著《中国综合类证券公司业务结构动态形成研究》即将出版了，我作为他的博士生导师，深感欣慰，借此，我就综合类证券公司业务结构谈点认识和体会。

现代经济的核心是金融，证券公司则是现代金融的核心力量。经过一百多年的发展，现代证券公司已从单一的证券承销商发展为高度工程化、多元化、最具影响力的金融中介。经过十几年的持续发展和不断改进，作为证券市场参与主体的我国证券公司，逐步走上了规范发展的道路。但回顾十几年来的几个证券市场周期，可以明显发现我国券商仍然没有改变巨盈巨亏的粗放式经营模式，没有改变对市场被动依赖的局面。随着证券市场规模的逐步膨胀和证券公司规模的逐步扩大，这种现象越来越明显，其所带来的负面效应也越来越剧烈。进入2001年以来最近的一个证券市场下跌周期后，我国券商由原先下跌周期中部分券商亏损、破产发展到行业性亏损和行业性危机。如何改变我国券商原有的粗放式经营模式，如何保持券商盈利的稳定性和持续性，就成为一个迫在眉睫的课题。

近年来,我们欣喜地看到国内关于综合类证券公司业务结构的理论和实务研究逐渐深化,但这个问题涉及证券公司定位、企业制度、金融体制等诸多方面,现今成果主要集中在具体业务的规则和运作上,而对证券业务管理理论阐述较少,至今尚未形成完整的理论体系,特别是对综合类证券公司业务结构动态形成缺乏较为深入的研究。

祝玉斌博士的这本著作,将证券公司业务结构动态形成作为选题方向,认为以核心业务群为基础、符合自身特色、多元均衡的证券业务架构是问题的解决之道。从中外券商比较研究和自身业务实践出发,对我国证券公司业务结构动态形成进行了理论和方法研究,提出了证券公司业务结构动态形成的基本原则、目标、内容和模式,清晰而又准确地揭示了证券公司业务结构动态形成过程,并且有一些创新。

第一,突破了证券业务功能的传统结论,构建了证券业务结构“钻石模型”。将所有证券业务分为服务于企业经营与发展领域的证券业务和服务于证券流通领域的证券业务两大类,并进一步分为投资银行业务、经纪业务、资产管理业务和资金营运业务四小类,由此建立了证券业务结构的“钻石模型”,为纷繁复杂的证券业务提供了分析框架。

第二,从证券业务结构“钻石模型”出发,以波特业务关联理论为基础,建立了证券业务关联度分析模型。通过证券业务关联度分析模型,提出了以下新观点:

1. 投资银行、经纪业务、资产管理和资金营运四大业务领域二十几项子业务中,各业务领域内业务之间的关联度最强,若券商某业务领域内一项子业务处于优势竞争地位,则可优先发展该领域内其他子业务。

2. 服务区域相同的业务即经纪业务领域、资产管理业务领域和资金营运业务领域之间的业务,它们共同服务于证券流通领域,这些业务领域之间存在较强的业务关联。若证券公司在其中一领域领先,则应率先在这些业务领域中建立核心业务组合。

3. 从跨服务区域的业务即投资银行业务分别与经纪业务、资产管理业务、资金营运业务之间的业务关联度出发,提出若证券公司在投资银行业务领域领先,则对其他业务领域都有较强的推动作用,若证券公司在经纪业务或资金营运业务领域或资产管理业务领

域领先，对于投资银行业务，则应选准突破方向，走特色化、差异化道路。

第三，建立证券业务竞争地位评价模型和证券业务结构优化评价模型，对证券业务结构动态形成进行了实证检验。

这些理论的创新与提出，能够为我国证券公司粗放式经营模式的转变提供有益的理论依据和方法参考，能够对我国证券公司业务结构建设和不断完善提供一定的借鉴和支持，相信这本书的出版对我国证券行业以及其他经济金融从业人员都会大有裨益。



2007年10月16日

目 录

序言	1
第1章 绪论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 本书研究对象	3
1.3 研究思路、基本内容和方法	9
1.4 研究的理论意义、应用价值和创新	13
第2章 文献综述	16
2.1 关于产品生命周期理论的研究	16
2.2 关于业务组合理论的研究	18
2.3 关于证券公司业务理论的研究	33
参考文献	43
第3章 证券公司业务结构形成与比较	47
3.1 中国证券公司业务结构形成历史及现状	47
3.2 证券公司业务结构形成的国际比较	62
3.3 对我国证券公司的启示	92
参考文献	95
第4章 证券公司业务结构动态形成的目标、内容和模式	97
4.1 证券行业业务结构和证券公司业务结构类型	97
4.2 证券公司业务结构动态形成的基本原则和目标	102
4.3 证券公司业务结构分析与业务结构动态形成的内容	108
4.4 证券公司业务结构形成模式	114

参考文献	116
第5章 证券公司业务结构动态形成过程	118
5.1 证券业务结构选择	119
5.2 证券业务结构整合	130
5.3 证券业务结构优化	149
参考文献	153
第6章 证券公司业务结构动态形成的方法	155
6.1 证券公司业务结构动态形成的方法一：购并重组	155
6.2 证券公司业务结构动态形成的方法二：业务流程重组	162
6.3 证券公司业务结构动态形成的方法三：组织结构调整	168
6.4 证券公司业务结构动态形成的方法四：业务创新	178
参考文献	190
第7章 证券公司业务结构动态形成的评价模型	192
7.1 证券业务竞争地位评价模型和实证分析	192
7.2 证券公司业务结构优化评价模型	207
参考文献	225
第8章 结论与展望	226
8.1 基本结论	226
8.2 展望	228
附表	
附表一 1999 年公布财务报表证券公司财务数据汇总	230
附表二 2000 年公布财务报表证券公司财务数据汇总	233
附表三 2001 年公布财务报表证券公司财务数据汇总	237
主要参考文献	244
后记	252

第1章 绪 论

1.1 问题的提出

现代经济的核心是金融，证券公司^①则是现代金融的核心力量。经过一百多年的发展，现代证券公司已从单一证券承销商发展为高度工程化、多元化，最具影响力的金融中介。作为经营全部资本市场业务的非银行金融机构，通过资本市场，证券公司将社会剩余资金长期融通，大大提高了整个社会资金的周转速度和使用效率。作为证券市场最重要的参与力量，证券公司打通了资金融通的中间流通环节，实现了社会资源的优化配置，从而成为国际资本市场的核心和灵魂。

中国证券市场产生于20世纪80年代，是以国债业务为基础逐步发展起来的。在早期证券市场中，证券公司主体是兼营证券业务的信托投资公司，90年代后，随着证券市场规模特别是股票市场规模不断壮大以及证券交易所正式建立，资本市场上金融业务品种增加，中国证券市场才初具规模。经过十几年的持续发展，当今的中国证券市场，从上市公司数量和整个市场交易总额来说，已经具有了相当规模，但从市场内涵特别是其主要参与者（证券公司）来说，仍然处于发展的初级阶段，与国外证券公司相比，还存在较大差距，如资本规模小、行业集中度低，业务结构单一、创新和盈利能力弱，经营机制不健全、风险控制能力差等。为提高中国证券公司的国际竞争力，张东祥（2004）认为我国券商应做到：一是加快兼并重组步伐，实现集团化经营；二是实行股份制改造，健全法人治理结构；三是加快业务创新、产品创新，实现多

^① 投资银行在美国称之为 Investment Bank（投资银行）或 Security Firm（证券公司），大多数大型公司都称之为投资银行。日本和中国的投资银行制度均脱胎于美国，但投资银行均称之为证券公司。为了避免歧义，本书统称为证券公司，简称券商。

元化经营。当前，中国证券界已经认识到业务多元化的重要性，中国证券监督管理委员会也对中国证券公司实行分类管理，第一类是创新类券商，证监会允许该类券商进行业务创新以实现业务多元化。随着证券创新业务的不断推出和券商业务多元化的持续推进，如何发现增长潜力大的创新业务，如何保持高现金流的领先业务，如何识别风险高、价值低的应放弃业务，保持一个动态、高效的多元化证券业务结构，就成为证券业理论界必须解决的课题。

本书将证券公司业务结构动态形成作为选题方向，不仅是证券公司将来的管理需求，更是解决当前中国证券公司业务危机的迫切需要。1998年12月29日，第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过的《中华人民共和国证券法》，规定信托投资公司及其他兼营机构不得经营证券业务，证券业务由证券公司专营。自此，中国证券公司进入了一个高速发展、规模迅速扩大的时期，同时，业务雷同、竞争手段单一、市场高度垄断、粗放式管理，也成为该时期证券公司经营和管理的主要特点。2001年后，中国证券市场从高增长的牛市进入了一个大幅度、长时期的向下调整阶段。熊市的来临，使得牛市繁荣掩盖下证券公司长期积累的经营风险和管理风险全面爆发。几年间，先后有十几家证券公司破产、接管，如鞍山证券、大连证券、海南证券、富友证券、南方证券、闽发证券、大鹏证券、德恒证券、恒信证券、亚洲证券等，多数证券公司经营困难、多年亏损，处于破产边缘，证券公司发生行业性经营危机。具体分析破产证券公司问题所在，可以发现两个方面原因：一是公司治理结构存在严重问题。不论是国有控股证券公司，还是民营控股证券公司，其监事会形同虚设，道德风险事件频发，高管人员挪用、转移巨额资金，自设大量老鼠仓，损公肥私，导致证券公司大量资产被非法转移，从而引起破产。二是证券公司业务结构严重扭曲。长期以来，中国证券公司严重依赖四项业务，即经纪业务、投行业务、自营业务和代客理财业务。而原先的代客理财，实质上相当于证券公司自营业务。在证券市场处于上升通道时，为获取高回报，证券公司通过保底的资产管理业务将数倍于自身净资产的资金投放到证券市场中，2001年以来股市的大幅下跌，使得证券公司损失惨重，致使证券公司无力偿还委托理财资金，从而导致破产。现在，为挽救证券公司、挽救证券行业，国家通过汇金公司和建银公司注资，从资本层面来解决证券公司生存和发展问题，但这还不是从根本上来解决问题。从券商自身角度而言，如何建立核心业务群，如何发现和发展高潜力创新业务，如何构建

一个风险可控、布局合理的证券业务架构，才是证券公司必须考虑和解决的急迫问题。

本书设想从管理学中比较成熟的业务组合理论和投资银行学相关理论出发，结合国外大型证券公司业务经营经验，并结合我国证券市场发展阶段，来研究我国证券公司合理的业务结构，形成业务结构构建体系，并试图建立证券公司业务结构形成的相关理论和方法，来保持核心业务群的竞争优势，发现和培育高增长潜力创新业务，控制业务结构风险爆发，为我国证券公司将来参与国际资本市场竞争打下坚实的基础。

1.2 本书研究对象

1.2.1 证券公司

（一）证券公司的分类

证券公司依据国别、金融法律法规和传统习惯的不同，大体可分为三大类：一是美国式证券公司。美国式证券公司称之为 Investment Bank（投资银行）或 Security Firm（证券公司），大多数大型公司都称之为投资银行。日本和中国的证券公司都属于此类，但称之为证券公司。此类证券公司最根本的特点在于在法律的规定下，它们不得从事商业银行的存贷款业务，而主要从事与证券及证券市场相关的业务活动。第二类是英国式证券公司，称之为 Merchant Bank（商人银行）。此类证券公司最初都是可以从事存贷款业务的商业银行，而后随着伦敦逐渐成为早期国际金融中心，大量的商业银行从事证券承销、交易等证券业务，但也从事中长期信贷业务。第三类是德国式证券公司，称之为 Universal Bank（全能银行）。证券业务和银行业务在德国是不分业经营的，全能银行可以自己经营所有的证券业务和银行业务。

（二）证券公司的定义

关于证券公司，国内外尚无比较权威、统一的定义。较有影响的是美国著名金融投资专家罗伯特·劳伦斯·库恩（Robert Lawrence Kuhn）的定义，他在其《投资银行学》（Investment Banking）一书中，根据业

务范围大小对证券公司下过如下四个定义：（1）任何经营华尔街金融业务的银行都可以称为证券公司。这是有关证券公司最广义的定义，它不仅包括从事证券业务的金融公司，甚至包括保险公司和不动产经营公司。（2）只有经营一部分或全部资本市场业务的金融机构才是证券公司。因此，证券承销、公司资本金筹措、兼并与收购、咨询服务、基金管理、创业资本及证券的私下发行等都属于证券公司业务，而不动产经纪、保险、抵押等则不属于证券公司业务。（3）更狭义的证券公司业务定义则仅包括某些资本市场业务，例如证券承销业务、经纪业务和兼并收购业务等，其他资本市场业务，如基金管理、创业资本、风险管理和风险控制工具的创新等则应排除在外。（4）最狭义也最传统的证券公司定义则仅把一级市场（Primary Market）上承销证券、筹集资本和二级市场（Secondary Market）上交易证券的金融机构称为证券公司。罗伯特·库恩认为，上述第二种观点最符合美国证券公司的现实情况，因而是目前证券公司的最佳定义。本书认同罗伯特·劳伦斯·库恩的观点。

（三）本书研究的证券公司

本书虽然认同罗伯特·劳伦斯·库恩的观点，但本书研究的不是单一业务种类证券公司。2005年10月27日，第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订后并于2006年1月1日实施的《中华人民共和国证券法》第一百二十五条规定：“经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以经营下列部分或者全部业务：1. 证券经纪；2. 证券投资咨询；3. 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；4. 证券承销与保荐；5. 证券自营；6. 证券资产管理；7. 其他证券业务。”本书研究的是多业务组合的综合类大型证券公司。

1.2.2 证券公司业务

经过最近70多年的发展，国际证券公司已经突破了证券发行与承销、证券经纪、证券自营等传统业务框架，企业并购、项目融资、基金管理、风险投资、财务顾问及咨询服务、资产证券化、金融工程等都已成为证券公司的核心业务。当前，中国证券公司业务仍然以传统业务为重点，其他创新业务处于萌芽和试点阶段。证券公司具体业务介绍如下：

1. 证券发行与承销 (Securities Underwriting)。是指通过在一级市场上股权和债券的承销,为企业融资的业务,包括私募和公募两种方式。这是证券公司最本源、最基础、最核心的业务,也是证券公司之所以成为证券市场心脏的关键所在。

2. 证券经纪业务 (Securities Exchange)。是指证券公司通过其设立的证券营业部、证券营业部下属的证券服务部、网站等服务渠道接受客户委托,按照客户要求,代理买卖有价证券的业务。在证券经纪业务中,按照《证券法》规定,证券公司不得垫付资金,不得赚取差价,只收取一定比例的交易佣金作为业务收入。

3. 证券自营业务。是指证券公司用自己可以支配的资金,通过证券市场从事以营利为目的的证券买卖行为。因为以赚取证券买卖差价为目的,所以在市场判断失误时,证券公司要承担投资损失的风险。

4. 委托资产管理业务。是指资产所有人将资产的经营管理权依据约定的契约或法律法规让渡给专业管理机构,由专业管理机构凭借其人才、资源、信息等方面的优势进行管理,使得该资产获得增值,资产所有人对资产享有所有权、收益分配权、剩余资产处置权和其他相关权力,并承担相应义务。当前我国开展委托资产管理业务的机构有资产管理公司、信托投资公司、基金管理公司、证券公司等,委托人包括机构投资者、上市公司、个人投资者等。证券公司委托资产管理业务则是受托以现金为主的高流动性金融资产,其资金投向主要是证券市场,其业务类型主要有四种:固定回报型、保本保息型、保本分成型和风险自负型。前三种资产管理业务可以看做是券商变相自营业务,违反了委托资产管理是以收费为基础的代客理财的基本含义,已被证监会定义为违规委托资产管理业务。

5. 融资融券业务 (Margin Trade)。又称为保证金交易业务或垫头交易业务,是一项通常以证券公司为授信主体的借贷业务,是银行信用模式在证券领域的应用,主要有融资买空 (margin purchase) 和融券卖空 (short sale) 两种交易形式。

6. 企业兼并与收购 (M&A)。是指证券公司作为并购顾问 (M&A Adviser) 协助企业进行兼并、收购等股权重组活动。并购顾问业务被称为证券公司的现代核心业务,是财力和智力的高级结合。

7. 项目融资 (Project Finance)。是指证券公司作为融资顾问,设计以项目资产为基础的融资方式,并在一定程度上参与融资。

8. 基金管理 (Fund Management)。是指证券公司通过发起设立基

金管理公司,参与基金的发起、销售、管理和运作,通过按比例提取管理费来获得投资收益的业务。

9. 风险投资 (Venture Capital, VC)。是指证券公司对无法通过传统渠道获得融资的风险企业进行中长期股权投资,为风险企业提供资金、管理和技术,最后在适当的时机将股权变现退出,以获得高额回报的业务。

10. 财务顾问及咨询服务。财务顾问是指证券公司在公司的股份制改造、上市、二级市场再筹资以及出售资产等重大交易活动时提供专业性财务意见,咨询服务一般指对投资者进行的二级市场的咨询服务。

11. 资产证券化 (Asset Securitization)。是指证券公司以某公司的一定资产作担保而进行的证券发行,是将流动性不强的资产、贷款和债务工具等包装成流动性很强的证券并出售的过程。

12. 证券研发。是指证券公司通过对宏观经济运行、行业发展状况和证券市场未来走向等的研究,向其他部门或企业提供相应咨询报告或投资建议等,其主要包括宏观研究、行业研究和市场研究三部分。

13. 金融工程 (Financial Engineering)。是指证券公司利用基础的资本市场工具组合成新工具的过程,即证券公司通过开发、设计、运用金融衍生工具,为客户避险或盈利寻找机会。

1.2.3 证券公司业务结构

(一) 现代证券公司的业务类型

1. 托马斯·利奥的分类

美国投资银行学家托马斯·利奥 (K. Thomas Liaw) 在《投资银行学业务指南》(The Business of Investment Banking) 一书中将证券公司业务分为四大类:投资银行业务、自营与投资业务、佣金业务和资产管理业务。投资银行业务主要是证券承销和并购顾问业务,自营与投资业务主要是自有资金交易业务,佣金业务主要指经纪业务,资产管理业务包括风险投资、基金管理业务等。

2. 查里斯·吉斯特的分类

美国证券公司学家查里斯·吉斯特 (Charles R. Geisst) 在《金融体

系中的投资银行学》(*Investment Banking in the Financial System*)一书中将证券公司业务分为三大类:证券承销业务、证券交易业务(*Securities Exchange*)和收费业务。证券交易业务包括证券自营和经纪业务,收费业务主要是咨询、顾问业务。

3. 国内分类

(1) 郑鸣、王聪在《现代证券公司研究》中将证券公司业务分为传统业务、创新类业务和引申类业务三大类。传统业务包括证券承销、经纪与自营;创新类业务包括并购顾问、公司理财、风险投资和项目融资以及资产证券化业务;引申类业务主要指资产管理和金融工程带来的衍生品交易等。

(2) 任英国、徐洪才在《证券公司学》一书中将证券公司业务按价值增值分为五级:一级增值为私募市场上的溢价增资扩股;二级增值为证券发行上市的溢价收益;三级增值为证券交易的差价收益;四级增值为上市公司的并购重组业务;五级增值为金融衍生工具的应用。

(3) 冯恩新(2005)从经纪业务、投资银行业务、资产管理业务和自营业务四个方面对证券公司业务规模进行了研究。黄华民(2004)将证券公司业务分为经纪业务、投资银行业务、资产管理业务和资金运用业务,并进行了相关研究。

本书在综合国内外众多专家观点的基础上,认为证券公司业务应首先分为经纪业务、投资银行业务、资产管理业务和资金营运业务四大类型,并做进一步细分:(1) 经纪业务。按客户划分,经纪业务可分为私人客户和机构客户,机构客户再细分为一般机构客户、基金和QFII;按交易方式划分,经纪业务可分为现场交易和非现场交易,非现场交易再细分为电话委托和网上交易。(2) 投资银行业务。可分为证券承销、证券私募发行、兼并与收购、项目融资、资产证券化、金融咨询、风险投资和证券研究等。(3) 资产管理业务。主要分为公募基金和非公募资产管理,如基金管理、定向、专项和集合理财计划等。(4) 资金营运业务。主要包括证券自营、融资融券、买入返售证券、金融企业往来收入、利息和投资等。从国外证券公司的损益表中,可以明显发现业务结构划分为四大领域的依据,本书也从证券公司的收入结构出发,来分析和研究证券公司的业务结构。