

资本市场若干问题研究

主 编: 沈 沛
副主编: 许均华 李启亚



中国金融出版社

资本市场若干问题研究

主 编:沈 沛

副主编:许均华 李启亚

中国金融出版社

责任编辑:张哲强

封面设计:胡 颖

责任校对:吕 莉

责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

资本市场若干问题研究/沈沛著. —北京:中国金融出版社

ISBN 7 - 5049 - 2260 - 9

I. 资…

II. 沈…

III. 资本市场 - 研究 - 中国

IV. F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 55968 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安县印刷厂

开本 850 毫米 × 1168 毫米 1/32

印张 13.375

字数 360 千

版次 1999 年 12 月第 1 版

印次 1999 年 12 月第 1 次印刷

印数 1—4584

定价 33.80 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换

前 言

中国证券市场是随着改革开放和现代化建设逐步成长起来的。9年来,中国证券市场从无到有,从小到大,从地区性市场快速发展成为初具规模的全国性市场,取得了众所瞩目的成就,为国有企业改革,为中国的改革开放,作出了巨大的贡献。

像中国的改革开放一样,中国证券市场的发展在很大程度上也存在着“摸着石头过河”的性质,一般没有足够的准备和详尽的规划。起步之初,它只是作为改革的一项实验品,一旦运转不顺,随时可能关闭。但是,众所周知的是,中国证券市场不但没有被关闭,反而快速地发展壮大起来了。今天,它已成为国民经济与人民生活密不可分的一部分。这之中,凝结着政府管理机构、交易所、上市公司、证券公司及广大投资者的智慧和汗水。但是,在这里,我想特别强调的是,中国证券市场的发展壮大,也是证券理论研究支持的结果。

与中国改革开放中的其他领域比起来,中国证券市场在发展过程中,有一个较为优越的地方,就是它从一开始,就始终受到了理论界的高度关注。证券市场是一个新兴的市场,在发展过程中,有许多前所未遇的问题需要解决。要解决这些问题,必须有理论的指引。诚如周正庆主席在证监会举办的第8期(证券研究人员)培训班上的讲话中所指出的那样,我国证券市场每一个发展的关键时刻,都离不开理论探讨和证券研究工作的贡献。事实如斯,翻开中国证券市场9年的发展史,我们可以发现,我们在实践当中碰到的几乎所有的棘手的问题的解决,都是在经过了充分的理论探讨之后。这些理论研究不仅来自政府、学校和科研机构,更多的是来自证券公司办的研究组织。现在,证券公司的研究所或发展研

究中心,已成为推动中国资本市场理论研究的骨干力量。

南方证券的证券研究工作起步是早的,公司成立伊始就设立了发展研究部门,可以说研究工作是伴随着公司的成长而发展起来的。但研究工作真正上规模、上档次,则始于1997年10月研究所的成立。两年多来,我们投入了大量的人力、物力,旨在通过建立一个高水平的研究机构,更好地为上级主管部门提供决策的依据,为各级地方政府运用资本市场促进经济腾飞献计献策,为我们的客户提供至诚至善的服务,为推进国企改革和我国证券市场的发展作出贡献。

一分耕耘一分收获。两年来,我们研究人员的足迹遍布大江南北,我们咨询人员的声音赢得了掌声阵阵,我们财务顾问的智慧酿成了地方政府和企业资本运营的杯杯美酒,我们雄厚的研究实力在深圳证券交易所1998年度会员研究成果评比中得到证实。当然,在证券市场的发展实践不断向我们提出许多新的课题和新的挑战面前,我们更加意识到研究工作任重道远的责任感和紧迫感。作为全国性综合类大券商的研究机构,既要全面,更应该创造、培养和形成自己的特点和风格,应在不断进取和不断创新中走向一个个新的台阶。

这里辑录的,是我们过去两年来在理论研究、市场研究、资产重组研究、创新研究及国际金融研究等方面的部分成果,也是南方证券有限公司对我国证券市场发展的一些思考,它们从不同的研究领域和视角折射了南方证券在证券研究工作中所付出的努力,是我们迈向二十一世纪的起点。我们期待着关注我国证券市场发展的各界人士批评指正。

南方证券有限公司董事长 沈沛

1999年11月23日

目 录

理论研究

世纪之交的选择·····	沈 沛	(1)
我国券商新世纪发展战略思考·····	许均华	(11)
《证券法》出台对券商未来发展的影响 ·····	李启亚 黄奕林	(18)
股票市场到底能否启动国内消费? ·····	课题组	(31)
高交会给深圳证券市场带来了什么? ·····	课题组	(51)
我国证券公司风险管理研究·····	课题组	(64)

市场研究

中美证券市场高科技股发展现状比较及启示·····	沈 沛	(81)
基金投资组合所透出的新理念 ·····	李启亚 蒋露洲 李少明	(98)
涨涨落落 事出有因·····	杨冬梅	(109)
证券二级市场代理业务的竞争态势及应对策略的研究 ·····	郭昌盛	(122)
中国股市运行特征分析·····	周龙华	(154)
H股市场现状及前景展望·····	李启亚 李少明	(163)
B股市场现状及发展思路·····	课题组	(190)
ST板块分析报告 ··· 蒋露洲 孙 伟 罗延新 刘文超		(201)

上市公司股价运动规律初探	济南管理总部	(211)
--------------------	--------	-------

资产重组研究

充分利用资本市场,推动国有经济战略性改组	许均华	(225)
解决深圳市上市公司亏损问题的对策探讨	课题组	(240)
证券市场如何为培育上海蓝筹企业服务	课题组	(258)
如何利用证券市场激活上海市绩差上市公司	课题组	(269)
上市公司资产重组分析	汪前明	(287)

创新研究

信贷资产证券化	沈 沛 许均华 刘 敏	(307)
不良贷款证券化的运作思路	沈 沛 许均华 刘 敏	(330)
国有股回购:推向前台的金融创新	许均华 蔡志明	(345)
认股期权——从设计到应用	王义国	(356)

国际金融市场研究

拉开亚洲经济复苏的序幕	沈 沛	(366)
1998 年国际资本市场资产重组实证研究	李启亚 黄奕林	(378)
大变改 大调整	蒋露洲	(391)
日本山一证券破产倒闭给我们的启示	杨宗耀	(400)
台湾证券公司的经营与管理	高 戈	(411)

世纪之交的选择

——中国券商发展战略探析

沈 沛

改革开放的大潮奔涌入 20 世纪 90 年代后,历经了风风雨雨洗礼的我国证券业进入了一个开天辟地的发展时期,已成为我国国民经济中一个引人注目的重要行业。券商作为这个行业的主角,其发展与否,决定着整个行业的成与败、兴与衰。当新世纪的曙光初照之时,中国券商的发展前景究竟是阳光灿烂,还是荆棘满途,抑或别有天地?这不仅为行业同仁所关注,也为广大民众所瞩目。本文试图在构建中国券商跨世纪发展框架的前提下,对照现实,找出差距,寻求对策,以求为促进中国券商的发展提供一种思路。

一、对下世纪初中国券商发展格局的基本描述

(一)从机构上来看,将形成二元企业结构模式,即一方面是逐步走向集团化和国际化的大型券商,另一方面是渐趋组织化和专业化的中小型券商。二者相辅相成,共生共长。

经济学原理表明,随着生产能力的扩大,单位成本呈现下降的趋势,即形成规模经济。作为实现规模经济重要途径之一的集团化,是现代市场经济时代企业组织所追求的一个重要目标。从现实来看,实施“大公司、大集团”战略是社会主义市场经济的客观要求,也是落实中央提出的实现经济增长方式由粗放型向集约型转

变以及“抓大放小”战略的重要措施。证券企业的集团化,对于我国资本市场的健康发展和深化改革有着重要意义,其主要目的,是为了更好地发挥券商的规模优势和综合功能,形成券商资源的优化配置,促进我国券商队伍与我国经济结构调整和国企战略重组相伴发展。大券商的集团化,也是迎头赶上国际上成熟证券市场发展潮流的需要。放眼当今世界,那些在国际资本市场纵横驰骋的证券公司,无一不是规模庞大、实力雄厚,如美林集团、摩根斯坦利集团、野村证券等。在美国,排名前 10 位券商的资本额占全行业的比重,1968 年为 33.2%,1980 年为 54.5%,1991 年为 76.6%,券商的个体规模呈现明显的增长之势。

国际化是发达证券市场中券商发展的又一特征。当今世界经济的发展,将会越来越打破国界,形成全球性的生产、贸易和金融体系,世界经济一体化的潮流滚滚向前。我国证券市场从初创之始,就处在经济一体化的潮流之中,处在国际大金融市场的辐射范围之内。走向国际资本市场的竞技舞台,一开始就是我国各大券商的主要发展目标或发展目标之一。实践中,许多大券商立足于国内资本市场,面向国际资本市场,纷纷在国外设立子公司、代理点或直接收购境外公司,以图迅速拓展国际业务。随着世界经济发展重点的转移及东太平洋经济成长中心的崛起和我国对外开放的全面深入,以及我国加入世界贸易组织的指日可待,我国资本市场与国际资本市场的接轨势在必行,大券商的国际化也将水到渠成。

在大券商逐步集团化和国际化的同时,中小券商由于受资金、规模、业务、人才、地域、政策等诸方面因素的制约,其在选择发展方向时,将因地制宜、另辟蹊径,以求得与大券商共创繁荣的均衡局面。为此,走组织化和专业化的道路,便成为中小券商首选目标。

组织化是指把小的单个企业有机地联系起来的组织形态。组

组织化是增强中小券商的活力和竞争力的重要途径。中小券商一般规模较小,单个企业的资本力也较弱,在多数情况下个别地去谋求急速的规模化是比较困难的,也是难以同资本规模化的大型券商相抗衡的。只有通过谋求中小券商的协作化、共同化等组织手段,才能实现单个小资本的综合机能。中小券商组织化的内容包括“硬”和“软”两部分,即设备、资金、场地等“硬”的一面的组织化和信息、业务、人才等“软”的一面的组织化。

中小券商虽然本身难以同实力雄厚的大券商进行全面的抗衡,但并不意味着不可以在某些领域或某个领域与大券商分庭抗礼和形成自己的独特优势。事实上,中小券商有着地利人和与“船小好掉头”的自身优势,因而可以做到扬长避短、避实就虚,即选准有利于自己生存和发展的方向。走专业化之路,是发挥这种优势的重要途径。例如,中小券商可以根据自身特点,集中优势兵力,专门为某一行业的公司提供证券承销、项目融资、财务顾问、企业购并等方面的服务;也可以“拾遗补缺”,在某方面形成自己的特色,如积极开展地县一级的代理市场。

(二)从业务上看,将形成分工基本合理、个体特色突出和以提供全方位金融服务的投资银行业务为主的多元化格局。

在分工方面,大、中小券商各有侧重。从业务的开拓性和创造性角度来考察,一般而言,中小券商多侧重传统业务,大券商更注重开创新业务。这并不是说中小券商无力开拓新业务,恰恰相反,许多中小券商并不缺乏创新的能力。问题的关键在于,新业务的开创者如果没有相应的实力迅速推广并占领市场,就难免为他人作嫁衣裳。再者,开创一项新业务的费用不薄,这也是中小券商所必须考虑的。从业务的复杂程度来考察,大券商更具备承担那些大型项目或综合项目开发的能力,中小券商则次之。从业务的范围来考察,大券商的业务触角呈现多角化的态势,中小券商的业务呈现专业化的态势。

个体特色突出表现为:或品牌过硬,或专项见长,或服务占优,如此等等,十八般武艺,尽显英雄本色。

提供全方位投资银行业务,是跨世纪券商业务的又一特征。全方位投资银行业务一般包括八大方面:证券承销、证券交易、企业并购、资产管理、咨询顾问、项目融资、风险资本投资、金融创新。对于大券商而言,若在保证投资银行业务长期稳定地成长,不仅要在传统业务(主要是经纪、承销和自营)领域辛勤耕耘,更要在新兴领域积极进取,力求业务的多元化。综观当今世界,投资额排名靠前的投资银行,皆在诸如兼并收购、全球发售、垃圾债券、资产后备证券等新兴领域实力非凡。以美林集团为例,其拥有众多不同的金融产品(如期权合约、金融期货合约、共同基金、信托及按揭借贷、保险产品等),能够随时满足顾客不断变化的金融需求。

(三)从管理上看,将形成自觉自律、注重风险防范、千方百计降低交易费用的特色。

我国证券市场在经过近几年的迅速成长之后,将进入以规范化为主流的稳健发展时期。相应地,券商将由不成熟走向成熟,其市场行为也将由不规范走向规范。自觉遵守证券市场的各项法规,约束自己的一切市场行为,将不再仅仅是政府的要求,而成为所有券商的心灵之约。

防范风险是券商行为的一个永恒主题。作为高风险的证券行业,控制风险是稳定发展的前提。无论是大券商,还是中小券商,都不能超越这一法则。国内外证券界,因疏于风险防范而招致公司毁灭性打击的事实亦不鲜见,这些反面教材足以使券商们认识到:控制风险也是金!可以预见,跨世纪券商们的防范风险意识将大为增强。

降低交易费用是现代管理的一大重要课题。在尚不成熟的证券市场,新兴行业较高的利润率往往易于掩盖费用问题。随着市场的日趋成熟,边际利润下降的趋势在所难免,此时,降低交易费

用对利润增长的贡献将凸现,由此将受到每个券商的高度重视。

(四)从人才上看,将形成面向现代化、面向国际化和面向未来的人才群体。

现代化的人才相对于现代科技而言的。现代科技的发展日新月异,科技成果得以广泛应用,反映在证券业的发展中则主要体现在两个方面:其一是证券业开始广泛和大规模地运用现代科技成果,如股票行情信息的卫星传送、证券竞价的计算机自动撮合及有价证券管理的电脑化等,证券业的含量科技将越来越高。其二是上市企业具有不同的科技背景、科技特点和科技含量,其上市过程中的投资银行业务的开展应被视作高难度、高智能和高创造的活动。证券业的上述特征,要求证券从业人员了解现代科技的发展进程,掌握与业务有关的现代工作手段,做到智能结构复合化,具备为不同科技特点的企业担任股票承销、财务顾问等金融服务的能力。

面向世界的人才群体是券商走向国际舞台的内在要求。一般而言,适应国际化要求的证券从业人员应该具备国际通用型的智能结构,这主要反映在:一是熟练地掌握和运用有关的国际化的专业知识;二是熟练地掌握和使用外语,特别是英语;三是熟悉与业务活动有关的国际惯例;四是具有很强的独立工作能力和适应能力;五是具有广博的人文科学知识。

放眼未来,下世纪初的证券人才,应具备高尚的思想品德和合理的知识结构,具有较强的现代意识和时代精神。高尚的思想品德主要体现在为社会主义证券市场服务,具有强烈的责任心和事业心。合理的知识结构包含三个因素:一是宽厚坚实的基础知识;二是稳固精深的专业知识;三是广泛的知识面。三者互相补充、彼此渗透、协调发展。现代意识则包括法律意识和公平意识、开放意识和科学意识、主体意识和竞争意识、时效意识和信息意识。时代精神则体现为探索和创新精神、合作精神、奋斗精神和奉献精神。

(五)从竞争上看,将形成有效竞争的格局。

有效竞争从静态来看是一种规模经济与竞争力相兼容的竞争格局,从动态来看是一种最有利于提高经济效率的竞争过程。券商之间的未来竞争,是建立在机构合理(包括数量和布局)与分工合理的基础之上,并具有以下三个特点:一是适度垄断,在鼓励正当竞争的前提下,适度的垄断是促进证券市场繁荣的重要手段,也是大力增强券商国际竞争力的重要途径;二是竞争在传统业务层面相对平稳,而更多的在新兴领域展开;三是在与国外券商的竞争中,国内券商将更多地携手合作、并肩作战。

二、对中国券商现状的基本估计

伴随着经济体制改革特别是国企改革的逐步深入,中国券商队伍从无到有,从少到多,在短短的几年内迅速发展起来,并初具规模。到今天,各类券商数目总计已达 450 多家,证券从业人员达到 20 多万,已经成为发展国民经济的一支重要力量。

截至 1997 年底,我国上市公司已达 745 家,投资者开户总数达到 3300 多万户,市价总值达到 17529 亿元,占国内生产总值的 24%。我国证券市场能有如此的丰硕成果,这其中凝聚了券商的追求、智慧和汗水。可以说,券商为建设我国资本市场和推进国企改革做出了不可磨灭的贡献。

当然,中国券商的成长过程并不是一帆风顺,也曾历经风风雨雨,但总的来看,其发展主流是健康的,发展趋势是良好的。限于篇幅,本文着重分析中国券商在发展过程中所存在和面临的主要问题与不足。

(一)数量偏多,规模偏小,抗风险能力低,国际竞争力弱。

相对证券市场的总体规模和证券行业业务淡旺季分明的特征,我国证券机构数量相对过剩。这主要体现在一个项目众人争

的僧多粥少局面和业务淡季时众多机构入不敷出两个方面。从规模上看,与国际上成熟资本市场的机构相比,差距很大。我国目前排名前几位的大型券商,资产总额多在 100 亿元左右,员工也不过几千而已,倘若以资产总额超过 2000 亿美元、员工近 5 万人的美林证券来对比,则有天壤之别,不可同日而语。此外,国内券商还普遍存在资本金规模偏小的问题,一旦风险发生,承受能力十分有限。显然,以如此规模参与国际竞争,难免处于劣势。

(二)业务较为单一,创新范围狭窄。

目前,我国券商的业务主要集中在经纪、承销、自营等传统领域,尚未形成适当分工的局面。特别是许多中小券商都概莫能外地以二级市场业务为绝对主业,基本没有自己的个性特色。这种业务结构,在二级市场行情低迷的情况下,弊端尤为突出。由于受多方面因素的影响,业务创新进展缓慢,对项目融资、资产证券化等新兴领域,绝大部分券商极少涉及。

(三)竞争不足与竞争过度并存。

竞争不足主要体现在新兴业务领域,是由于这些领域的创新空白和操作难度过大所致。竞争过度则体现在多方面,例如,大量的人力、财力和物力过分集中于对相对稀缺的上市公司资源和少数几个业务领域的争夺,竞争对象过于集中,竞争手段充斥着大量惰性行为和不正当行为。过度竞争导致市场秩序紊乱、券商成本上升、社会效率下降等种种弊端的产生。

(四)运作欠规范,管理漏洞多。

运作不规范主要表现为一些券商缺乏自律和风险防范意识,违规操作行为屡屡发生,有些券商甚至置国家法律和市场规则于不顾,蓄意违规,以牟取暴利。而另一方面,一些券商管理模式陈旧、管理手段落后,导致内部管理混乱,内部犯罪时有发生,给国家、企业本身和公司客户造成重大损失。

(五)从业人员素质参差不齐,整体素质也有待提高。

一般认为,大券商由于拥有地域、品牌和待遇等方面的优势,能够汇集一大批优秀人才,少数出类拔萃的投资银行专门人才多集中在一些大型公司,而中小券商在人才竞争中则处于劣势,所以人才相对匮乏。同时,证券业作为一个新兴行业,其员工虽然学历水平相对较高,但本业经验明显不足,与国外那些拥有数年或数十年证券从业经验的同行相比,尚有相当差距。

三、本世纪末中国券商的基本对策

对比我国券商的发展前景与发展现状,要实现新世纪的发展格局,在本世纪末,有许多工作需要券商去做,也需要政府去做,但关键还是靠券商自身的努力。只有上下合力,方可马到功成。

(一)从政府的角度来看,可采取以下措施:

首先,国家证券管理部门应根据我国券商发展的现实状况,积极借鉴发达国家证券业发展的经验,制定我国券商的行业发展规划,并对整个行业的发展进行指导和监督。

其次,加快有关法规措施的出台步伐,切实做到有法可依,执法必严,违法必究。就现在券商发展的现状来看,当务之急是制定必要的竞争规则,对券商的市场竞争行为加以规范和约束。

再次,对券商的规模化和国际化给予一定的政策扶助和鼓励,如可以试行主办证券商制度和做市商制度,鼓励券商业内并购重组。值得注意的是,政策扶助既要考虑如何培植大券商,又要考虑中小券商的协同发展。

(二)从券商自身来看,可选择以下对策:

1. 学会市场细分,选准目标市场。在商品市场上,商家可以根据顾客需求的差异把整个市场划分为若干个分市场,然后根据在资金、人才、管理等方面的自身情况及竞争对手、相关政策等外部情况,选择一个或几个分市场作为自己的目标市场,并积极实施

相应的营销策略。因为客户需求的不同,证券市场也存在市场细分的基础。券商作为投资者和筹资者之间的中介,有如作为生产者和消费者之间的桥梁的商家,在对证券市场进行科学的细分之后,必须根据内因和外因两个方面的条件,选准自己的目标市场。事实上,无论是对大券商还是对中小券商,都客观存在一个最佳(或最合适)的细分市场或细分市场组合。例如,大券商可以选择多元化的道路,中小券商则可以选择专业化的道路;同样是搞研究,但定位可以不同,有的侧重宏观理论研究,有的侧重上市公司研究,还有的则侧重财务顾问,如此等等。一旦找准一个细分市场并专长于这个市场的业务,即使市场份额小于千分之一,也有利可图。

2. 树立品牌意识。市场经济在一定程度上也是名牌经济,只有企业品牌、商品品牌、服务品牌过硬,才能在激烈的市场竞争中稳操胜券。塑造一个良好的企业形象,确立某一领域的独特优势,是每一个券商发展的长治久安之计。

3. 勇于创新 and 善于创新。不断创新是金融业的生命力所在。追求更新、更强、更优的创业冲动,寻求新的发展天地,对发展我国新兴的证券业意义重大。随着我国证券业的成长和发展,可以预见,国际上许多新的金融工具将会陆续在我国资本市场出现。因此,加强对新的金融工具的研究和开发,创造新的利润增长点,应成为券商的一项重要任务。

4. 走多途径的资本扩张之路。扩大规模,壮大实力,是券商在今后一个时期的重要选择。但资本扩张力戒盲目,要看准对象和把握时机,做到重在质而不在形式,并能够真正发挥 $1+1>2$ 的效应。因此,扩张途径可以多种多样,或同业兼并重组(这种趋势已经形成,并将延续下去),或业外增资扩股;或国内联合,或国外收购;或一次完成,或分期进行。总之,宜思维开阔,着眼长远。

5. 完善管理,规范运作。证券行业是一个高风险行业,一个环节的漏洞将可能导致整个全局的崩溃。因此,券商应努力做到

管理的制度化、规范化和科学化;同时,严格自律,自觉遵守证券市场的各项法规,公平参与竞争。

6. 培养和造就一批跨世纪的高层次证券人才。天下兴亡,关键在人,对于一个国家如此,对于一个行业如此,对于一个企业也如此。人才是企业之本,也是竞争之本。在香港,金融业的中层以上管理人员大多在海外取得硕士、博士学位,我国大陆通行的做法是选派业务骨干到国外轮训,这种在实践中培养人才的方法颇有成效,值得推广。当前,人才培养要有计划性、针对性和超前性,将短期培训和长期培养有机结合起来。

(完成时间:1998年3月)