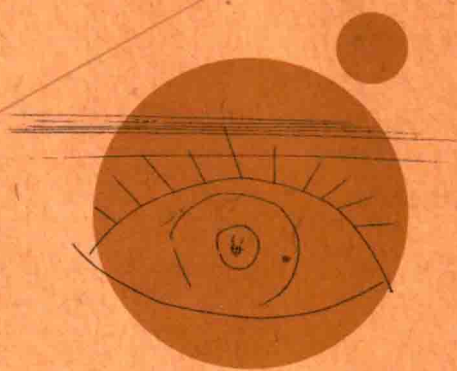




实践的眼睛

证券公司与资本市场研究

蔡咏◎著

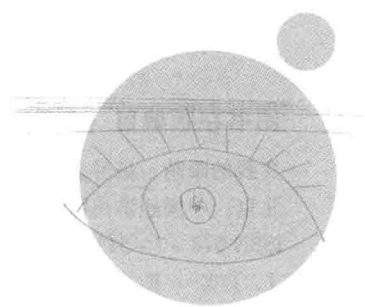
PERSPECTIVE OF PRACTICES

Research on Securities Companies
and Capital Market



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



实践的眼睛
证券公司与资本市场研究

PERSPECTIVE
OF 蔡咏◎著
PRACTICES

Research on Securities Companies
and Capital Market



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

实践的眼睛：证券公司与资本市场研究 / 蔡咏著.

北京：中国经济出版社，2015.5

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3717 - 6

I. ①实… II. ①蔡… III. ①证券公司—中国—文集

②资本市场—中国—文集 IV. ①F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 025131 号

责任编辑 焦晓云

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 任燕飞装帧设计工作室

出版发行 中国经济出版社

印 刷 者 北京科信印刷有限公司

经 销 者 各地新华书店

开 本 787mm × 1092mm 1/16

印 张 17

字 数 304 千字

版 次 2015 年 5 月第 1 版

印 次 2015 年 5 月第 1 次

定 价 68.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010 - 68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010 - 68355416 010 - 68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010 - 88386794

序言

Preface

—

著名新闻记者、政论家邹韬奋先生（1895—1944）曾经说过：“理论是实践的眼睛。”1982年，我从安徽财经大学毕业后留校从事了8年的教学工作，主讲过“会计学”“西方财务会计”等课程，曾做过一些会计学基础理论方面的研究。1990年末离开大学后，我在美国工作了3年，做过财务管理、项目投资；1993年回国后即进入信托行业，短暂从事信托业务后就转去从事证券业务。在长达20多年的证券生涯中，我做过证券经纪、投资、投行、资管等业务，始终在第一线，后又从事证券公司的经营管理工作，至今已做了14年证券公司的总裁和董事长，工作地点也在深圳、香港、合肥、上海等地变换。这期间，我所在的国元证券也从一家区域性的中小券商，成长为一家全国性的综合性上市券商，资本实力、业务能力和管理水平均居行业前列。目前公司各项传统业务和创新业务资格齐全，100多家营业网点分布在全国各主要省份及香港地区，并控股基金、期货等5家子公司。

在长达20多年的证券从业生涯中，我忙碌于日益繁杂的证券业务和管理工作，奔波于大江南北、境内境外，始终没有中断过对证券行业发展和资本市场理论的关注和研究。除时常参加专业培训外，我先后去过荷兰鹿特丹大学、美国宾大沃顿商学院、新加坡国立大学、北京大学等院校学习，除了有针对性地选择证券公司管理及业务实践中遇到的问题进行专题研究外，我还带领研究团队承接中国证券业协会、沪深交易所的科研课题，也不定期地去大学或在论坛上进行专题讲座和演讲，并接受一些专业报纸、杂志的约稿，撰写有关证券公司发展及资本市场的学术论文及专业评论。多年来，我一直有个愿望，就是将自己多年工作和实践中所发表的文章进行整理，从中挑选一些经得起时间考验、其内容没有随着时光流逝而落伍并对现

在及未来仍有一定参考价值及指导意义的学术论文、课题报告及评论文章汇编成册，为关注或投身证券及资本市场领域的读者提供一些借鉴，我希望这本书能反映我的所思所想，哪怕其中有些观点可能以偏概全、不太准确或存有争议，我也想把这件事做完，了却自己的一个夙愿，殷切希望此书能够发挥一些作用，也恳请读者朋友们提出宝贵意见。

二

作为证券从业人员，我们这一代人是幸运的，经历了中国证券市场从无到有、从小到大的“传奇”过程。中国基本上是花了 30 年的时间走完了西方发达国家证券市场 200 多年走过的路程，期间无论多么波折坎坷、跌宕起伏，甚至彷徨绝望，但都走过来了。尽管对结果及现状有些争议，中国证券市场所取得的成就仍引起了全世界的关注，亿万人的参与不可小视，这些成就对实体经济所发挥的作用无可替代。

1986 年 11 月，邓小平接见美国纽约证券交易所董事长约翰·凡尔霖时，曾赠送给他一张“飞乐音响”纸质股票，第二天，这位美国客人就到了当时中国内地第一个证券柜台交易点——中国工商银行上海信托投资公司静安分公司去办理过户，因为当时赠送给他的那张纸质股票的股东栏上写的是中国人民银行上海市分行副行长周芝石的名字。在那个年代，这可是一个“爆炸性”的新闻，它让更多的中国人知道了什么叫“股票”及“过户”。1987 年 9 月，第一家证券公司（深圳特区证券公司）成立，这是中国内地首家真正意义上的证券专营公司，历经 20 多年的沉浮，这家公司后来更名为“巨田证券”，最终被招商证券兼并。1990 年 12 月 19 日，上海证券交易所开业。这在当时可是件惊天动地的事情，因为也就在距那时 40 多年前的新中国即将诞生之际，上海市人民政府强行关闭了位于浦西汉口路上的证券交易所。据史料记载，旧上海的证券交易所始建于 1934 年，是一幢 8 层高楼，规模庞大，当年号称是远东地区最大的证券交易所。1949 年 5 月 27 日，上海证券交易所的一些经纪公司就打着经营证券的幌子复业，进行扰乱金融市场、投机银圆、哄抬物价的不法行为。1949 年 6 月 9 日，中共中央华东局、中共上海市委、上海市军管会、上海市人民政府召开联席会议，决定于 6 月 10 日上午查封上海证券交易所。6 月 10 日上午 8 时许，200 余名换上便装的解放军战士分散进入证券大楼，随后按预定部署控制了各活动场所和所有进出通道。10 时许，解放军华东警卫旅约一个整营

的战士乘 10 辆大卡车分 5 路对大楼实行了包围，查封了整个证券大楼。10 时整，预先分布在证券大楼各个场所的士兵同时亮出身份，命令所有人员立即停止活动，不准随便外出，不准通电话，就地接受检查。根据事先确定的抓捕名单，当场逮捕了重要的投机交易人员 238 名，其余 1800 多人陆续放出。旧上海证券交易所的查封举动，震撼了江浙一带、华东地区乃至全国，给投机交易以沉重打击。这天以后，银圆价格即从 2000 元跌至 1200 元，大米跌价一成，食油跌价一成半，人民币与外币比价逐步提高，上海及周边地区金融市场渐趋稳定。从此，证券交易所在中国内地销声匿迹 40 余年。

1990 年 12 月 19 日，上海证券交易所的开业仪式在浦江饭店二楼大厅举行。浦江饭店是上海证券交易所最初的办公地点（黄浦路 15 号），这是一家有着百年悠久历史的欧洲风格酒店，与汉口路上的老上海证券交易所相距仅几条马路。时任上海市市长朱镕基、副市长黄菊，国内各界来宾，以及来自美、英、法、日和中国香港地区的政要和金融家们出席了开业仪式，朱镕基市长发表讲话，并宣布上海证券交易所正式开业。当天的交易品种仅有 30 余种，包括被称为“老八股”（飞乐音响、延中实业、爱使股份、真空电子、中华实业、飞乐股份、豫园商城、浙江凤凰）的股票和部分国债，首日交易额仅有 1030 万元。当天，上海各大报纸刊登了祝贺上海证券交易所开业的大幅套红广告，第一批发起会员单位联名祝贺，其中包括上海、北京、安徽、山东、辽宁、浙江等地的金融和证券机构。我的父亲蔡守谟先生时任安徽省国际信托投资公司总经理，也应邀参加了那天的开业仪式。当年的安徽省国际信托投资公司是上海证券交易所的第一批发起会员单位之一。

以上海证券交易所、深圳证券交易所相继开业为起始，中国证券市场从小到大、风雨兼程 20 多年，取得了举世瞩目的成就。无论从沪深交易所的市场规模（2500 多家上市公司、上市证券 6000 多只、总市值 29 万多亿、开户人数 1.3 亿）、多层次的资本市场体系（主板、中小板、创业板、港股通、新三板、区域股权交易、场外业务等），还是逐渐丰富的证券交易品种（股票、基金、权证、公司债、可转债、国债现券与回购、商品期货、股指期货、融资融券、股权质押、约定购回等）来说，中国都是名副其实的资本大国，呈现在世人面前的是一个充满生机与活力、新兴加转轨的资本市场。这个市场在中国的改革与发展、创新与升级、和谐与富裕以及实现“中国梦”的伟大进程中发挥着极其重要的作用。

三

1982年9月，我毕业后留在安徽财经大学任教，先后在财经系、会计系教书。安徽财经大学的前身是安徽财贸学院，于1959年建立。新组建的安徽财贸学院藏龙卧虎、人才济济。学校里，有美国哈佛大学毕业的经济学博士、第一本凯恩斯《公共财政学》译者张愚山教授，有第一本中国货币史著作《中国钱币史》（与千家驹合著）的作者郭彦刚教授，有会计学界泰斗李耀寰教授（他的舅舅谢霖是西南财经大学的前身“光华财经学校”的创始人）、刘文泉教授（我的指导教师，本人曾给他做过三年助教），有新中国成立后国内审计学体系创始人周舜臣教授，有与苏联学者同期发明过统计学定律的华伯泉教授，有在财政金融学界颇有影响的黄宇光、胡光教授，有新中国成立前著名教会学校毕业并在会计教学方面造诣很高的徐学莹、周宁之、唐述英、廖克礼、姜庆衍、刘大程教授等，有在《资本论》研究方面做出杰出贡献的朱慕唐教授，有做过周恩来总理英文翻译的李立中教授，以及外语教学方面造诣很深的宁家鼎、叶义材教授，有在管理学科颇有影响的唐佩芬、王英教授，还有许多老教授的名字现在我已经记不起来了。留校教书的8年里，我参与过国家教委下达的“名人大辞典”的编纂工作（后不知何故没有出版）以及整理老教授们的个人档案，对许多老教授过去的经历还知晓一些。他们的个人档案及专业经历都很丰富，档案很厚，整理起来较为费劲，但能领略老教授们的精彩人生，确是我今生之幸。读大学的4年里，他们的精湛教学、高尚品格深深地影响了我，以至大学毕业时我毫不犹豫地选择了留校教书，踏上了职业生涯中的第一站，一干就是8年。这8年里，他们的言传身教让我受益终生。8年中我也教过许多学生，虽说不上桃李满天下，但他们中大多也都学业有成，这是我至今都备感欣慰和自豪的事情。

在校期间，我主讲“会计学原理”“会计理论”和“西方企业会计”三门课程。正是“西方企业会计”这门课程，让我与证券行业结下了不解之缘。因为这门课程虽然主要讲的是会计与财务，但它是以股份制企业为基础的，要想讲好这门课，首先就要了解有关股份制、股票融资及股权、分红派息和上市公司报表等内容。这门课在我上大学时曾由李耀寰教授讲授，由于当时条件有限——没有教材，只有几张油印的讲义，还是选修课程，学完印象并不深。记得1985年的一天，李耀寰教授（他当时还担任安徽财贸学院的副院长）叫我到他办公室去。我坐下后，他从抽屉里拿出一沓讲义（还是刻钢板油印的）放在我的面前，缓缓说道：“小蔡，我就要

退休了，这门课程就交给你了，希望你能克服困难，发挥个人才智，把这门课一直教下去。”我伸头一看，原来是“西方企业会计”，没等我说话，他又说道，“现在这门课程是选修课，可有可无，但今后一定会大有用途的，你自己去干吧。”我当时的心情是既高兴又紧张，但更多的还是不安。高兴的是得到了李教授的器重，他把“看家”的课程交给了我；不安的是这门课程实在太难教了，一无大纲、二无教材，更别说什么参考书籍之类，只有这沓几页纸的讲义。从那天以后，我就一头扎进图书馆，查找、借阅可以利用的各类相关资料。那时大陆还没有一本这方面的正式教科书和出版物，我只好求助港台图书。那个年代，去图书馆借港台图书是要专门打报告申请、找领导审批的，需费一番周折，且不让带出去，只能在馆内查阅。我也就只好每天抽空去图书馆，查看和摘抄这方面的资料。许多有关股份制及股票、债券的名词，对我来讲都是陌生的，如除权、除息、配股、送股、库藏股票、合并报表、留存收益……这些名词现在证券营业部里炒股的普通投资者都懂，可那时我们这些大学老师却不懂，原因就是我们所学的会计课程体系基本上是由苏联会计学体系借鉴过来的，社会主义国家与资本主义国家的企业会计内容完全不一样。现代会计已成为一种国际上通用的商业语言，近年来，中国的会计体系基本与西方会计准则接轨，这也是改革开放 30 多年来中国经济战线取得的伟大成果之一。也就是说，中国企业目前采用的国内会计准则可以不经太多的调整，就适用于在国外上市；国外投资者到中国境内投资经营办企业，也能轻松地看懂国内的财务报表，了解企业的财务状况。虽说现在的中国已在企业会计方面基本与西方接轨，但在当时，我们则视之为巨大“鸿沟”，不知猴年马月才能趋同，这也证明了李教授当年的远见卓识。

1986 年初，我在安徽财贸学院的学报上发表了《论西方财务会计中的“稳健主义”》一文，文中所谓的“主义”，也就是现在讲的“原则”或“准则”，可当时却不知该如何准确翻译。这篇论文后来成了国内会计学界研究“稳健准则”常引用的论文之一，被许多报刊、图书资料库收录。参考港台图书资料有一个好处，就是作者喜欢在每个专有名词之后标注上英文单词，这样我们就知道无论中文如何翻译，其词义都是一样，都是指向那个专业名词，不至于产生歧义。后来这类书看多了，就产生翻译一点国外会计教材和文章的念头。几年后，我与别人合作翻译了国内第一本《国际会计》以及一些介绍国外通胀会计的学术论文，在国内会计学界最早引进了国际会计及通胀会计的相关概念与内容。后来，我又写了《论物价变动会计模式的选择与确立》一文，当时编辑同志以为中国不可能有“通货膨胀”，那是资本

主义特有的，故文章中用“物价变动”一词代替“通货膨胀”。这些可以说是为会计学科建设贡献了一点力量，虽微不足道，但也令我感到些许欣慰。

8年留校执教生涯，我从老一辈知识分子身上，不但学到了丰富的专业知识，而且学到了许多做人的道理，这些对我当年的教学工作大有裨益，也为我之后20多年从事证券业务打下了扎实的基础，让我可以站在一定的理论高度上，理性地分析国内证券市场的现状及未来的发展方向。

四

教育理论家徐特立老先生曾说过：“没有实际的理论是空虚的，同时没有理论的实际是盲目的。”

为了所从事的证券行业，也为了更好地经营和管理公司，我一直非常注重理论与实践的结合，在实践中发现问题、不断研究探索，并用理论来指导自身的实践活动。古人云：“知之愈明，则行之愈笃；行之愈笃，则知之益明。”为了更好地解决实际中遇到的各种问题，我选择了一些在证券公司经营管理以及资本市场发展过程中遇到的问题，单独或带领团队进行理论研究与探索，以期收到“用理论推动实践，用实践修正或补充理论”的效果。我孜孜不倦地坚持了30多年，这本论文集就是一次成果的梳理与汇集。

有关证券公司的研究，包括证券公司的治理架构、经营范围、国际化、业务与产品、盈利模式、市场竞争、佣金制度、流动性风险管理、转型与创新等方面的内容，几乎涉及证券公司日常经营及发展中的各个层面，可以说涵盖了证券公司管理者所碰到的各种问题，值得集中精力、组织人员、花费时间去进行深入探讨，并将研究成果运用到经营管理之中。本书前半部分挑选了相关但不重复的12篇文章，希望对现在及将来从事证券公司管理的同行们有一些启发和帮助。

2007年9月2日，中国证监会在北京京西宾馆召开“证券公司综合治理总结表彰大会”。大约一年后，我在《证券时报》上发表了一篇题为《感恩综合治理》的文章。文章中写道：“2004年国内123家证券公司，平均亏损4580万元，净资产收益率为-5.29%。证券公司长期积累的问题充分暴露，风险集中爆发，全行业的生存与发展遭遇严重挑战。在此背景下，中国证监会根据国务院的部署，风险处置、日常监管和推进行业发展三管齐下，坚持防治结合、以防为主、标本兼治、形成机制的总体思路，证券公司综合治理的大幕正式拉开。”经过3年艰苦卓绝的综合治

理，证券行业终于迎来了新生——总共处置了 31 家高风险证券公司、19 家证券公司被关闭、7 家公司被撤销、4 家公司被撤销业务许可、14 家公司和 9 家营业部被暂停业务。证券行业从此进入规范发展的新时期。在此期间，我带着一个团队承接了两项课题，即“证券公司失败研究”和“证券公司治理研究”，研究成果当时被监管部门广泛运用，在行业内引起一定反响。

2012 年、2013 年和 2014 年连续三年的春天里，中国证券业协会均召开了“证券公司创新发展研讨会”。第一次会议我因出国访问没有参加，其余两次均出席了。三次“创新大会”推动了我国证券行业的创新大发展，取得了丰硕成果，使证券公司走上业务与产品创新的良性发展道路。这三年，证券公司的创新发展迈了三大步、上了三个台阶，证券公司作为现代投资银行的固有功能得到了部分恢复，并为下一步加速发展指明了前进方向，同时也提出了有关创新后的证券公司风险管理能力匹配的课题。2012 年，应《财经》杂志社的邀请，我撰写了《证券公司创新的未来》和《加强证券公司流动性风险管理的几点应对之策》两篇文章，对证券公司的创新发展及风险管理提出了自己的一孔之见。这两篇文章也收入本书中，就算是为正处在行业创新发展关键时期的同行们抛砖引玉、建言献策吧。

本书后半部分是资本市场要素的一些课题，主要探讨融资、股价、资产增值、会计等方面的问题，其中还少量地选择了与我过往的工作经历相关的两篇文章，如《港府入市干预金融市场之评论》。那段时间，我在香港的公司工作，因为业务需要，一直在与香港的金融证券机构打交道。香港金融危机最严重的那一天（1997 年 10 月 23 日），我恰好在香港中环的一家银行办事，看到大厅里电视屏上显示，同业拆借利率飙升到 280%，政府严令银行限制短期拆借额度，让金融大鳄们借不到资金进行交割，这样则无法攻击港币。但随后一段时间港股暴跌，市场损失惨重，香港特区政府最后不得不出资千亿购买股票，恒指、期指不断攀升，使得做空的国际炒家们全线溃退、落荒而逃，赢得了香港金融保卫战的胜利。亲眼所见，几许感叹，故写了《港府入市干预金融市场之评论》一文，发表在《国际金融报》上。《资金所有者收益的最大化和风险性是金融信托与银行信贷区别的基本点》一文也收入此书，这是为了记录我的一小段信托从业经历。这篇文章是我在 1994 年黄山信托理论研讨会上的论文，主要论述信托资金的基本特点，其中关于“信托资金收益最大化与风险特征”的结论，现在看来仍有一定的借鉴意义。目前，信托行业面对“刚性兑付”苦不堪言，似乎不实行“刚性兑付”，就会引起社会动荡，大家将信托资金的“风险性”完全忘却了，对信托的委托人、受托人还有受益人都不再强调信托资

金的风险性，这将对社会融资产生较大的负面影响。

最后，我还是想以邹韬奋先生的名言作为结束语：“实践决定理论，真正的理论也有着领导行动的功用。”衷心希望本书能够对关心证券公司和资本市场发展的读者们发挥一些效用。

蔡 咏

二〇一五年三月十日于合肥琥珀山庄

目 录

Contents

上篇 证券公司探讨

证券公司创新的未来	003
加强证券公司流动性风险管理的几点应对之策	007
证券公司治理研究	015
证券公司失败研究	050
积极推进我国证券公司经营业务范围多样化的探讨	062
证券公司：直面入世的挑战	082
证券公司盈利模式转型与创新问题研究	090
论证券经营网点参与市场竞争的八大要素	109
论我国证券经纪业的竞争力——基于产业组织理论的分析	115
试析佣金制度改革对证券行业的重大影响	141
证券公司开展股指期货业务的风险与监管对策	151
一站式金融超市——证券公司转型的新定位	159

下篇 资本市场研究

港府入市干预金融市场之评论	171
国际金融危机与资产的保全、增值	175
中小企业如何借助资本市场破解融资难题	181
限售股解禁对市场的影响	188
发挥消费对经济的拉动作用	201
A股市场股价国际接轨依据何在	213
资金所有者收益的最大化和风险性是金融信托与银行信贷区别的基本点	220
试论各国会计差别的影响因素	227
应确立我国会计中的“或有”概念	232
论西方财务会计中的“稳健主义”	234
无形资产的无形损耗探讨	242
论物价变动会计模式的选择与确立	246
索引	255
代后记 徽商蔡咏印象：有所为，有所不为	257

上 篇

证券公司探讨

证券公司创新的未来

加强证券公司流动性风险管理的几点应对之策

证券公司治理研究

证券公司失败研究

积极推进我国证券公司经营业务范围多样化的探讨

证券公司：直面入世的挑战

证券公司盈利模式转型与创新问题研究

论证券经营网点参与市场竞争的八大要素

论我国证券经纪业的竞争力——基于产业组织理论的分析

试析佣金制度改革对证券行业的重大影响

证券公司开展股指期货业务的风险与监管对策

一站式金融超市——证券公司转型的新定位

证券公司创新的未来^①

2012年5月初证券公司创新大会之后推出的一系列创新发展思路与措施，给证券公司未来的发展带来了无限遐想。有关创新发展的配套措施陆续密集出台，但对大多数证券公司来说，前几个月最为急迫的事情，就是积极应对中国证券业协会、沪深交易所推出的诸多创新业务，例如，上交所的债券质押式回购、约定式购回，深交所的现金宝，中国证券业协会的中小企业私募债，以及上报备案各种各样的理财产品、研究策划有关回归证券公司五大基础功能的设计方案等，可谓响应迅速，争先恐后。

在此背景下，各证券公司除短期调整业务布局、力争多获创新业务资格外，也在重新调整发展思路、制定新的发展战略、构建新的业务框架结构。从目前行业内达成的共识和各家公司创新着力的重点来看，业内有识之士已意识到证券行业的初级阶段即将过去。一旦一些主要的、核心的创新业务开展起来并达到一定规模，将会促使证券公司逐步恢复原本所具有的交易、托管清算、支付、融资及投资等基础功能；也将推动证券公司的业务布局和盈利模式从以通道业务为主格局逐渐向资本中介、投融资和财富管理业务扩张阶段过渡；还将促使证券公司传统业务盈利占比降至50%以下，甚至更低。这对证券行业的发展意义重大，“靠天吃饭”的窘境或被改变。

但是，目前证券公司创新发展的“路线图”尚不清晰，在各项配套政策和措施没有正式出台的情况下，各家证券公司眼下所采取的策略也还不太成熟，基本上属于“摸着石头过河”。许多区域的中小证券公司打算继续做通道服务业务，不太愿意做太大的变化，这种模式处于金融市场运行价值链的最末端，有可能被市场“边

^① 本文刊登于《财经》杂志2012年（增）第4期。

缘化”，或被其他金融企业（如银行）“吞没”，其实这种担心历来有之，但也无可奈何。一些近两年刚上市且募集了大量资金的上市证券公司，正在谋划以资本金实力担当“大梁”，发挥自有资金充裕的优势，以多种方式和渠道的投资业务创造投资收益；不过此类证券公司所承担的风险也很大，且原有的客户资源可能得不到充分利用，长此以往，传统业务优势也可能丢失。行业排名前十位的全国大型综合类证券公司则凭借人才、信息、地域、背景等优势，正在抓紧时间整合资源，努力在资本市场中充当功能创造者和完善者的角色，彻底摒弃传统的、单一的交易通道业务，向资本市场组织者、市场流动性提供者、产品和服务设计者以及高端客户财富管理者等多种角色转变，其核心是利用自身熟知资本市场的先天优势和专业水平，紧紧围绕实体经济发展，逐步打造服务于投资、融资双方的资本市场全方位投资银行和财富管理的综合性平台。

创新的快速推进将对证券公司的经营模式、思维习惯、组织架构乃至企业文化产生深远影响，进而扭转目前单一化、同质化、低端化且竞争过度的行业格局。一百多家证券公司会根据自身情况，分别走上不同的发展道路，差异化、特色化、高端化的竞争特征将会在未来三五年中逐渐明显。经过三五年的创新发展，整个证券行业将会产生极其显著的变化。虽然我们无法准确地预测结果，但现在就可以描绘出一个未来行业发展的大概轮廓。证券公司将会发生以下五个方面的大转变：

（1）证券公司服务实体经济的**广度与深度**将大幅拓展。这是因为：一方面，现有交易所场内业务的品种及其衍生品会层出不穷、花样翻新；另一方面，由于场外市场、柜台交易（OTC）的设立、股权直投规模的扩大、并购和过桥融资等贷款业务的推出、新型结构化专项理财产品（类信托产品）的大量发行等，证券公司直接融资的比例会大幅提升。此外，打通银行间和交易所之间的债券市场，大力发展各种私募债融资、质押式回购、约定式购回并引入场外交易和做市商制度等，都将拓展证券公司的业务链条，推动证券公司成为直接融资的主导者和提供方，这会最终促使证券公司在服务实体经济的同时，改变证券行业收入以通道服务为主的格局，这是本次行业变革中的最大创新亮点。

（2）证券公司回归投行本质，即主要从事资本市场全方位的投资银行业务，且其**精度和速度**将大幅提高。证券公司除了将传统的经纪、承销、发行业务做深做精之外，还会投入大量的人力、物力不断拓展其他方面的资本市场投融资业务（即大投行业务），努力做多做广，加强对投、融资双方的服务力度，一手托两家，全方位服务双方，如私募发行、并购基金、过桥贷款、做市商、市值管理、期权、质押