

现代资本市场研究丛书

证券公司 规模经济研究

冯恩新 著

CONGSI GUIMO JINGJI YANJIU

SENGQUAN



 中国金融出版社

现代资本市场研究丛书

证券公司规模经济研究

冯恩新 著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 李淑清

责任校对：李俊英

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

证券公司规模经济研究 (Zhengquan Gongsì Guimo Jingjì Yanjiu) / 冯恩新著. —北京：中国金融出版社，2005. 5
(现代资本市场研究丛书)
ISBN 7-5049-3671-5

I. 证… II. 冯… III. 证券交易所—规模经济—研究
IV. F830.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 027146 号

出版

中国金融出版社

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 松源印刷厂

尺寸 148 毫米×210 毫米

印张 8.5

字数 253 千

版次 2005 年 5 月第 1 版

印次 2005 年 5 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

【作者简介】

冯恩新，男，1964年生于陕西眉县，毕业于中国人民大学经济学院，获经济学博士学位。先后在高等院校、国家机关及证券公司任职。在《财政研究》、《CHINA ECONOMIC QUARTERLY》等中外报刊上发表论文30多篇。其中《债券市场利率问题研究》等多篇文章分别获《中国证券报》全国有奖征文及北京市综合经济部门优秀调研报告评选一、二等奖。参与编著《财政学新论》等多本书籍。是北京财政学会、中国国债协会理事，中国人民大学金融创新与个人理财研究会特聘专家。

【内容提要】

本书通过对美国、日本、韩国、泰国等国家及我国台湾、香港地区证券公司的形成、资产规模、业务规模、收入和利润指标等进行比较分析，得出了证券公司存在规模经济的基本结论，并对其特点和诸多影响因素进行了具体的分析。在此基础上，对我国证券公司成立至今十多年的规模发展历程进行了系统研究，通过理论、数据、模型、案例等全面剖析了我国证券公司的规模经济问题，系统性地提出了实现规模经济的目标取向及六大途径。此外，还对美林证券和海通证券做了全景式的案例研究。

封面设计：耀午书装

序

杰格迪什·谢斯和拉金德拉·西索迪亚在他们所著的《3法则》一书的导言中写道：“我们发现了一个令人惊讶的规律，就是在每一个行业中，占统治地位的企业数目限制为3个，任何大于或者小于这个数目的数字都是暂时的。”而且还认为，“越来越多的证据表明，3法则在欧洲和亚洲市场中发生的频率比以前大得多，尤其是随着全球化的到来，这种现象更加明显。”成熟的市场之所以最终会形成这样的结构，是因为企业追求效率。“当追求效率演化成无益的过度竞争时，大多数市场会做出合乎逻辑的反应。在不成熟市场中占多数的新企业经历一次重组后，通常会接连发生几次重组，最终会出现3个最重要的企业。”

杰格迪什·谢斯和拉金德拉·西索迪亚依据众多公司的市场发展史所揭示的“3法则”规律，是认识和分析我国市场结构的极其宝贵的工具和框架。到目前为止，我国的市场应该说还是不成熟的，但即使从这个不成熟的市场演进来看，“3法则”规律同样在一定程度上得到了印证。例如，我国一些行业如葡萄酒、微波炉等基本由前3家企业统治市场；一些行业如家电业的彩电、冰箱、洗衣机、空调等都经历了从100多家企业向5~10家的演进；一些行业如汽车正在经历着从100多家企业向5~10家的演进。

“3法则”规律对中国市场结构演进的适用性，至少给我们以下几点警示：第一，与成熟的市场结构相比，我国的市场结构是严重过度竞争的，因而是处在向成熟演进过程中

的不稳定的市场结构。第二，在向成熟市场结构的演进过程中，众多企业面临着激烈的市场竞争，价格战将再所难免。在激烈的价格战中如何胜出，将考验企业的生存之道。第三，在激烈的市场竞争过程中，大多数企业将会被淘汰出局或被兼并收购，企业如何活下来，以及如何淘汰别人而不是被别人淘汰，将是企业家们进行企业战略安排的重中之重。

“3 法则”规律对中国市场结构演进的适用性，目前在实体经济中如家电、汽车等产业应该说已经得到了一定程度的验证，但是，它对虚拟经济如银行业、证券业、保险业等是否具有适用性，还有待于理论和实践的进一步验证。我认为，理论上的验证，至少需要解决以下两个基本问题：第一，实体经济中的规模经济理论是否适用于虚拟经济，如果虚拟经济同样存在规模经济，那么，虚拟经济的市场集中化就将是必然趋势，“3 法则”规律就会同样适用于虚拟经济。第二，如果“3 法则”规律同样适用于虚拟经济，我国银行业、证券业、保险业等企业在未来的竞争中也将面临着淘汰和重组，但是，虚拟经济中的企业淘汰和重组是否会沿用实体经济中企业淘汰和重组的规则，是否会因产业的差异而表现出特殊的规律，就需要在虚拟经济的企业重组风暴来临之前做出理论上的说明，以避免盲目行动而造成巨大的损失和风险。

应该说，对虚拟经济市场结构的研究，目前主要集中在银行业。“3 法则”规律的始创者杰格迪什·谢斯和拉金德拉·西索迪亚在对美国银行业考察后写道：“大银行一直在以惊人的速度进行合并，而在更多新的专业化银行进入这个市场的同时，有许多中等规模的银行正在退出这个市场。”我国也有一些文献对银行业的集中度进行了研究，但对新兴

的证券行业来说，这方面的研究还很薄弱。可是，实践已经走到了理论研究的前面。综观 2004 年中国的证券公司，有的被关闭，有的被接管，中信证券甚至要用市场的办法收购广发证券，虽然这次收购没有成功，但却预示着中国证券公司重组风暴的来临。毕竟，中国不可能长期存在 100 多家证券公司。在“山雨欲来风满楼”之际，对中国证券公司集中度以及重组的研究就显得异常迫切。

我的博士生冯恩新在证券公司做管理工作，积累了多年的证券业实践经验，通过在中国人民大学 3 年攻读博士学位的理论提升，敏锐地觉察到中国证券公司集中度以及重组问题研究的薄弱性和重要性，毅然在两年前开始了这方面的研究，并于 2004 年 5 月写出了博士论文，经同行专家评审给予了很高的评价，并顺利地通过论文答辩，被授予经济学博士学位。本书是在他的博士论文基础上修改而成的。在此书出版之际，我愿意向大家推荐这本书。

黄泰岩
2005 年春节

目 录

0 导论	1
0.1 问题的提出	1
0.2 虚拟经济企业与实体经济企业的异同	6
0.3 国内外研究现状	12
0.4 研究方法和内容框架	14
0.5 研究创新与不足之处	19
1 证券公司规模经济的国际比较	21
1.1 产业规模分布的分析指标——集中度	21
1.2 发达国家证券公司的规模经济	26
1.3 新兴工业化国家(地区)证券公司规模经济	62
1.4 发展中国家证券公司规模经济	72
2 证券公司的规模经济及其影响因素	75
2.1 证券公司规模经济的特征	75
2.2 影响证券公司规模经济的因素	78
3 我国证券公司规模经济分析	88
3.1 我国证券业的发展	88
3.2 中外证券公司规模经济的比较	94
3.3 我国证券公司规模经济现状	111
3.4 我国证券公司规模经济的发展环境及不足	136
4 我国证券公司实现规模经济的目标取向	155
4.1 实现规模经济的现实意义	155

4.2	追求规模经济的原则	158
4.3	实现规模经济的目标取向	163
5	我国证券公司实现规模经济的途径	170
5.1	证券公司的并购重组	170
5.2	证券公司的增资扩股	191
5.3	建立证券公司进入退出机制	199
5.4	建立金融控股公司,逐步走向混业经营	207
5.5	开展业务创新和特色经营,加强风险防范	215
5.6	改善证券公司的外部制度环境,强化内部制度建设	218
附录一	国外证券公司规模经济案例分析——美林证券	224
附录二	我国证券公司规模经济案例分析——海通证券	244
附表	我国证券公司年度经营业绩排名	247
参考文献		257
后记		262

0

导 论

0.1 问题的提出

规模经济是指企业因扩大某种产品的生产规模或经营规模而使收益增加的现象。一般认为,规模经济是在给定的技术条件下(指没有技术变化),随着企业各种投入要素的增加和生产规模的扩大,所导致的单位产品平均成本的下降。凡由扩大规模导致平均成本降低情况的出现,就称为具有规模经济,或者称之为具有规模经济性,具有规模经济效益。相反,凡是在规模扩大以后,出现单位平均成本上升的情况,称之为规模不经济。

上述规模经济理论在实体经济中已得到证明,但在日益发展的虚拟经济中规模经济是否仍然存在就成为一个需要研究的重大课题。

所谓虚拟经济是指以金融系统(金融机构、金融工具和金融市场)为主要依托,与虚拟资本的循环运动密切相关的经济活动。显而易见,虚拟经济是一种与实体经济相对应,与传统物质生产及其有关的一切劳务活动相区别的经济形态。也就是说,虚拟经济是和资本运动相关联的经济,以盈利为目的的资本是其运动的主体,并且资本以脱离实物经济的价值形态独立运动。从运动形态上看,早期它是以银行资本、股票资本运动为特征,后来在价格剧烈变化条件下出现了以金融衍生工具为典型特征的运动形态,近年来又随着其交易和清算等都通过网络服务系统自动进行而出现了以网络工具和场所为特征的

经济形态。

考察虚拟资本的兴起与发展,从历史的角度看,市场发展之初人们并无虚拟经济的概念,它是从实体经济中演化出来的。本书中所讲的虚拟经济是指从马克思的虚拟资本概念发展而来,即马克思在研究生息资本时认为:在生息资本的形式上,资本主义生产关系的偶像化完成了。生息资本的形式造成这样的结果,每一个确定的和有规则的货币收入都表现为资本的利息,而无论这种收入是不是由资本生出的。由此,人们把股票、债券等能够带来确定的、有规则货币收入的所有权证书或凭证按平均利率资本化,从而这些所有权证书被幻想为资本,虚拟化为资本,这种收入的资本化过程形成虚拟资本。^①之所以叫虚拟资本,是因为这些所有权证书本身没有价值,不能带来剩余价值,它们本身不是资本,但它们是“现实资本的纸制复本”。^②而且由于这些所有权证书具有独立于它们所代表的现实资本运动的价值运动,这种独立的价值运动“加深了这种假象”。^③马克思对虚拟资本的分析,主要可归纳为两条,一是虚拟资本(股票、债券、不动产抵押单等)是在借贷资本(生息资本)和银行信用制度的基础上产生的。二是虚拟资本本身没有价值,但可以通过循环运动产生利润,获得某种形式的剩余价值。由此可见,在货币出现后,只有货币被虚拟化后才开始产生虚拟资本,即虚拟资本是随着资本主义信用的发展而产生的,是生息资本发展的必然结果。

国内学者对虚拟经济的兴起与发展的研究最具代表性的是成思危的观点。^④他认为,虚拟经济的发展经历了五个不同阶段,第一个阶段是闲置货币的资本化,即人们手中的闲置货币变成了可以产生利息的资本。第二阶段则是生息资本的社会化,即由银行作为中介机构将人们手中闲置的货币借入,再贷出去生息,人们手中的闲置货币还可

① 马克思:《资本论》,中文版,第3卷,526~529页,北京,人民出版社,1975。

② 马克思:《资本论》,中文版,第3卷,540页,北京,人民出版社,1975。

③ 马克思:《资本论》,中文版,第3卷,529页,北京,人民出版社,1975。

④ 成思危:《虚拟经济探微》, <http://www.people.com.cn/>, 2002年12月20日。

以购买各种有价证券生息,此时的存款凭证和有价证券即是虚拟资本。第三阶段是有价证券的市场化,即有价证券可以根据其预期的收益自由买卖,从而产生了进行虚拟资本交易的诸如股票市场、债券市场等金融市场。第四阶段是金融市场的国际化,即虚拟资本可以跨国进行交易。这一过程直到第二次世界大战后在《布雷顿森林协议》及《关税和贸易总协定》的推动下,才逐渐形成了规模巨大的国际金融市场,并陆续出现了股票、债券、外汇等金融商品的期货交易方式及期权交易。第五阶段是国际金融的集成化,即各国的国内金融市场与国际金融市场之间联系更加紧密,互相间的影响也日益增大。尤其随着金融创新的增强,信息技术的迅速进步,金融自由化程度增大,虚拟资本在金融市场中的流动速度越来越快,流量也越来越大,从而使虚拟经济的规模不断增大。

虚拟经济已成为当今世界国家竞争力的一个重要组成部分。20世纪80年代以来,世界经济每年平均增长约为3%左右,国际贸易平均每年增长约为5%左右,但国际资本流动每年平均增加了25%,全球股票总额每年平均增加250%,到20世纪90年代末,国际金融交易量已是国际贸易和实际投资的5倍以上,外汇交易达到国际贸易和实际投资的60倍以上。2000年底全球虚拟经济的总量已达到160万亿美元,其中股票市值和债券余额约为65万亿美元;金融衍生工具柜台交易额约为95万亿美元,而当年各国GDP总和约30万亿美元,即虚拟经济的规模已达实体经济的5倍左右。我国虚拟经济随着经济市场化程度的不断提高而迅速发展。目前已初步形成了以沪、深两地交易所市场为主的股票市场和以银行间债券市场为主,交易所市场、银行间柜台市场为辅的债券市场,票据市场也形成了一定规模。到2004年8月底证券市场上市公司已达1380家,总股本7047.26亿股,市价总值39031.4亿元,流通市值12223.73亿元。^①除此之外的外汇交易、资产证券化、金融衍生工具等虚拟资本在我国尚处于引进阶段。中共十六大报告首次提出要“正确处理虚拟经济和实体

① 中国证券监督管理委员会网站 <http://www.csrc.gov.cn>。

经济的关系”，中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》进一步指出：“大力发展资本和其他要素市场。积极推进资本市场的改革开放和稳步发展，扩大直接融资。建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品。规范和发展主板市场，推进风险投资和创业板市场建设。积极拓展债券市场，完善和规范发行程序，扩大公司债券发行规模。大力发展机构投资者，拓宽合规资金入市渠道。建立统一互联的证券市场，完善交易、登记和结算体系。加快发展土地、技术、劳动力等要素市场。规范发展产权交易。积极发展财产、人身保险和再保险市场。稳步发展期货市场。”这为我国今后发展一个强大的资本市场，大力发展虚拟经济提供了体制保证。

虚拟经济作为市场经济高度发展的产物，以服务于实体经济为最终目的，与实体经济相比，虚拟经济具有明显的不同特征，根据成思危等人的观点，概而言之，主要表现为复杂性、高流动性、不稳定性、高风险性和高投机性等几个方面。

(1) 复杂性。与一般商品不同，虚拟经济中的金融产品如股票、债券及其衍生品等各种形式的权益凭证具有一般商品所没有的非物质化、同质性等特点。各种不同的金融产品虽然有着不同的具体规定和约定，一个产品区别于另一个产品之处仅在于其具体的构思、法律规定和具体的运动方式上。因此，金融产品的创造在原则上不受具体的物质条件，如原材料、生产设备等的限制，这一特点使虚拟经济各参与主体可以在法律许可的条件下，根据投融资的需要进行自由地创造。这就是虚拟经济中各金融产品随着市场经济的发展得以大量涌现和越来越脱离现实的物质基础的原因。同时，由于金融产品的非物质化，已逐渐使产品本身连纸制的凭证都不需要，采取电子计账的形式，使金融资产及其市场管理的难度越来越大，而产品创新所带来的新产品泛滥，使投资者识别和运用这些产品越来越难，因此，虚拟经济的复杂性日益凸显。

(2) 高流动性。实体经济活动的实现需要一定的时间和空间，即无论技术如何高度发达，实体经济活动从生产到实现需求均需要耗

费一定的时间,但虚拟经济活动是虚拟资本的持有与交易活动,只是价值符号的转移。相对实体经济物质产品而言,金融产品具有使用价值和价值同一的特性,即都是虚拟的价值符号。这种同质性消除了各金融产品之间因使用价值的不同而引起的相互替代障碍,具有极强的互相替代性,使资金能在各种金融产品和市场之间快速而自由地流转,使金融资产有很强的流动性和可变现能力。尤其随着信息技术的快速发展和股票等有价值证券的无纸化、电子化,其交易过程也可在瞬间完成。正是虚拟经济的这种高流动性,提高了社会资源的配置效率,也使虚拟经济成为市场经济体系中重要的组成部分。

(3) 不稳定性。相对实体经济而言,虚拟经济的价值决定和价格运动有自己的特殊性。例如一般商品的价值是由其所消耗的社会必要劳动时间决定的,而虚拟资本只是权益凭证,其内在价值是由将来的现金收入流决定的,是未来全部现金收入的贴现值。由于未来的不确定性,使得虚拟资本未来的现金收入难以准确预见。因此,股票等金融资产内在价值很难像实物商品那样准确推定;从而也使虚拟资本在市场买卖过程中,价格的决定并非像实体经济价格决定过程一样,遵循价值规律,而是更多地取决于虚拟资本持有者和参与交易者对未来虚拟资本所代表的权益的主观预期,而这种主观预期又与宏观经济环境、行业前景、政治及周边环境等多种非经济因素相关,加剧了虚拟经济的不稳定性。

(4) 高风险性。与实体经济中一般物质产品相比,金融资产由于所具有的极强的互相替代性,使各种金融产品和市场之间容易产生共振效应。一个市场或一种产品的价格波动极易直接被传导到另外的市场或其他产品,从而使金融产品价格的波动性具有很强的传导性,加剧了虚拟经济领域的动荡和风险。进而由一般的市场风险演化为虚拟经济系统的风险,波及到实体经济领域。另外,近年来,随着虚拟经济的快速发展,交易品种和交易规模不断扩大,尤其随着各种风险投资基金、对冲基金等大量投机性资金的介入,更加剧了虚拟经济的高风险性。

(5) 高投机性。与实体经济相比,有价值证券等虚拟资本的交易

虽然可以作为投资目的，但也相伴着投机行为。电子技术和网络高科技的迅猛发展，巨额资金的划转清算和虚拟资本的交易瞬间完成等等都为虚拟资本的高度投机性创造了技术条件，提供了技术支持，所谓的“游资”、“热钱”也越容易光顾这样的市场。而如果市场发展不完善、监管能力不足、防范投机行为的措施力度不够等，更会增加虚拟经济的投机性。

由以上分析而知，虚拟经济与实体经济有着显著的区别，那么虚拟经济企业与实体经济企业相比有何特殊之处？考察规模经济理论的产生、形成和发展历史过程可以看出，它所研究的领域主要集中在工业、商业、交通运输、建筑业等实体经济组织中。因此传统的以实体经济企业为主要研究对象的规模经济理论能否扩展至虚拟经济领域？虚拟经济企业与实体经济企业在实现规模经济方面有无差别呢？

0.2 虚拟经济企业与实体经济企业的异同

1. 产业性质。一般而言，实体经济中如钢铁、煤炭、石油、化工、汽车、重型机械等行业，由于使用巨型设备、装置型设备或自动化设备等，需要巨额投资，资本有机构成较高，属于资本密集型行业。在这些产业中，企业如果达不到合理规模，生产成本就比较高；达到或超过这一规模，并在一定的范围内增加产量，成本变动呈递减趋势。因此，这些行业生产的规模经济性十分显著。实体经济中另一些行业，如家具、塑料制品、制衣等行业，由于不需要巨额的资本投入，生产要素主要依靠人力，专业化协作水平较低，企业之间、产品之间差异很少，行业壁垒低，新企业加入比较容易，竞争激烈，各种生产要素流动性强，属于劳动密集型行业，一般不需要大规模生产，因而其规模经济性不太显著。也就是说，从产业性质上看，在实体经济中，资本密集型行业生产的规模经济比劳动密集型行业显著。

银行、证券公司等金融机构在产业性质上显著区别于实体经济企业。从产业性质看，金融机构属知识密集型行业，服务的高知识含量是金融企业的突出特点。人力资本在公司价值流创造过程中处于绝对

重要的地位,谁拥有最优秀的人才,谁就有更强的竞争力。同时金融企业又是资本与技术密集型企业,资本规模达不到相应要求可能会增加经营风险,减少作为金融中介的风险收益。过小的规模也不利于金融创新和新技术推广。因此,金融企业更需要规模集中,是典型的资本密集型企业。信息技术的广泛应用又使金融企业不仅大量节约了人力资本,而且节约了信息反馈成本和代理成本,产生了远程支付、网络支付、证券买卖的网上交易等传统金融机构不可能提供的新型业务,大大降低了运营成本。因此,技术进步使金融企业不同于实体经济企业,能够迅速实现地域扩张、规模扩张,还可以大大提高金融服务的效率。所以证券公司等金融企业还是技术密集型产业。

2. 产品特点。实体经济中不同类型的产品生产成本不同,市场需要不同,因此生产不同类型产品的行业,其企业规模亦不同。例如飞机、轮船、汽车等需求量大、体积大以及价值高的所谓大型高值产品,由于需求量大和价值高,规模生产即成为必要,也很容易通过扩大生产规模获取更好的经济效益,所以生产这类产品的产业规模经济性显著。而一些需求量小,体积小以及价值小的产品,所谓的小型低值产品,一般却不需要大规模生产,规模经济不显著。又如电冰箱、电视机等使用期限长的耐用消费品,扩大生产规模则有利于提高经济效益。如果生产过于分散、企业规模过小,必定产生规模不经济。而像食品、服装等使用期限较短、价值比较低的非耐用消费品中,如果需求量很大,也需要大规模生产,并可获得规模经济效益,相反需求量小的产品则只能采取小规模生产。另外,在实体经济中生产单一产品的企业,如汽车、煤炭等企业规模经济效益显著。

虚拟经济领域的各企业由于产品的同质性,不需要像上述实体经济企业那样按经营产品的异同对企业进行分类。与上述实体经济企业生产或经营的产品相比,虚拟经济各主体首先生产的“产品”是非物质形态的服务。例如证券公司通过一级市场的证券发行及二级市场的经纪业务来完成消费资金向资本的转化,实现资本的增值。通过提供投资银行、资产管理、兼并重组、理财顾问等业务来完成资本的有效流动,实现社会资源的有效配置,从而帮助客户发现价值、提升价