

**A Study on
Brokerage Commission Strategies
in Securities Company**

券商交易佣金定价研究

田晓军 著

 上海财经大学出版社

券商交易佣金定价研究

田晓军 著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

券商交易佣金定价研究/田晓军著. —上海:上海财经大学出版社,
2005. 10

ISBN 7-81098-470-5/F · 425

I. 券… II. 田… III. 证券交易-价格-研究 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 103741 号

☐ 责任编辑 吴晓群

☐ 封面设计 周卫民

QUANSHANG JIAOYI YONGJIN DINGJIA YANJIU

券 商 交 易 佣 金 定 价 研 究

田晓军 著

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海叶大装订厂装订

2005 年 10 月第 1 版 2005 年 10 月第 1 次印刷

890mm×1240mm 1/32 7.375 印张 178 千字

印数:0 001—1 500 定价:17.00 元

序

价格能以最直接的方式为企业“获取价值”，即有利的回报。这一点早已为企业研究所证明。1992年，麦肯锡(McKinsey)咨询公司对2500家企业所作的一份调查显示，价格提高1%，能使企业运营利润增长11.1%，这要大大超过销量增加1%、可变成成本或固定成本削减1%所带来的影响。定价的艺术和其中的科学性值得人们予以更密切的关注是毋庸置疑的。

证券经纪服务产品外在表现为价格和其承诺提供的服务内容。当证券市场处于爆发期、缺乏竞争时，价格约束并不是证券公司发展的羁绊，但当竞争开始成为常态，证券经纪商要在市场上一竞高低，价格管制的弊端便凸现出来。有的券商成本管控能力强，盈利水平高，能给投资者提供更便宜的服务，但在价格管制的情况下，这种优势体现不出来，直接限制了优势券商的发展。佣金自由化后，证券经纪商则能根据投资者的偏好开发出多元化的服务模式，提供差异化服务。这种差异化定价、差异化服务体现了市场公平，而券商的定价之痒客观上也有助于提升券业运作效率。由于佣金价格政策的巧拙决定着券商利益的增减并影响市场占有率，进而影响券商的品牌形象，因此，价格政策在竞争性佣金体制下的券商经营战略中开始居于重要的地

位。

统筹考虑各种定价因素,将战略规划理念融入定价决策之中,以战略性观点探讨定价问题,充分发挥自己的能动性和想像力,制定出能够突出券商优势的佣金价格,无疑是每一个处在价格十字路口的券商的追求目标。在对证券经纪服务产品进行全面、深入、细致的剖析后,就会发现券商佣金价格策略的表现形式十分灵活多样,并不仅仅是在低成本上直接定低价那样简单。有些券商面对价格竞争时,刚开始也会有一种冲动,想要与对手大干一场,然而硬碰硬的结果很可能陷入“两败俱伤”的恶性循环。事实上,价格仅仅是市场竞争的一个方面,从非价格竞争中获取的优势能够战胜(至少部分战胜)低成本竞争者的价格优势,这可以(至少在一定程度上)在不损害行业利润率的前提下,同样阻止市场份额的下降。因此,更多的券商开始关注定价中的服务变量,思考为客户创造价值,讲求服务品质,以争取竞争的空间。高明的券商着眼于投资者心理感受所形成的效应,娴熟运用定价艺术,采用高超的价格策略,实施完善的价格管理,这些均值得我们深入探讨。从更深层面来看,价格往往代表了服务的一切,服务品质不佳、人员素质不高和技术不够先进等缺失都会在市场对其佣金价格的接受程度上显现出来。在佣金价格的背后,蕴藏着一系列管理和营运活动因素,因此,对佣金定价的研究自然不能就事论事地囿于价格决策的最后环节。

从理论上讲,定价是一种博弈,它的成功不仅取决于券商自身的定价策略,还取决于投资者和竞争者的反应。在合作博弈中,券商之间能够通过谈判达成一个有约束力的契约以限制彼此的定价行为。若券商在市场竞争中仅仅考虑到了竞争对手可能采取的行为,但并不相互合谋,而是独立地进行佣金价格的决策,则为非合作的博弈,典型如佣金价格战。

在高而固定的传统佣金体制下,券商对交易佣金定价采取的是一种被动姿态,对定价能力缺乏有组织的训练和总结积累,因此,面对佣金自由化时代的来临,券商普遍对佣金定价缺乏系统明晰的认识。即使在佣金自由化已经施行数年之后,且实际参与定价的人士繁多的今天,有关佣金定价的许多问题仍处于摸索阶段。“工欲善其事,必先利其器”,通过服务、宣传和分销所创造的价值与通过定价所收获的价值是密切相关的,敏锐的佣金定价分析和判断会给券商带来可观的收益改善,定价策略这种运营层面上的“软能力”,是佣金自由化时代券商所迫切需要的。系统地探讨券商佣金定价问题,廓清佣金定价的思想脉络,勾勒佣金体系设计的基本轮廓,提升“定价智商”,有助于我们更好地理解未来证券经纪业的经营范式。

田晓军
2005年8月

目 录

序/1

1 券业交易佣金制度导论/1

1.1 证券交易佣金释义/2

1.2 证券交易佣金的经济职能/3

1.2.1 微观企业职能/3

1.2.2 宏观社会职能/4

1.3 证券交易佣金制度的国际变迁/5

1.3.1 证券交易佣金制度的类型/6

1.3.2 佣金制度变革的趋势/6

1.3.3 佣金制度变革的方式/8

1.3.4 国际佣金制度变革的驱动因素/9

1.4 中国证劵交易佣金制度演变的后顾与前瞻/13

1.4.1 早期的柜台交易佣金管制阶段/13

1.4.2 交易所交易佣金管制阶段/14



- 1.4.3 竞争性佣金制度阶段/16
- 1.4.4 佣金市场化的背景简析/19
- 1.4.5 竞争性佣金体制下的佣金价格监管取向/21
- 1.4.6 从国际历史经验看佣金制度变革对中国券商的冲击/22

2 券商佣金定价的基础认识/30

- 2.1 券商竞争新前沿:佣金定价/31
- 2.2 证券经纪服务产品特点:佣金定价的认识起点/33
 - 2.2.1 实质结构/34
 - 2.2.2 形式结构/35
 - 2.2.3 延伸结构/36
- 2.3 佣金价格企划的一般流程/39
 - 2.3.1 数据收集阶段:分析定价环境/39
 - 2.3.2 战略分析阶段:明确定价目标/41
 - 2.3.3 预估制定阶段:设计佣金体系/42
 - 2.3.4 实施反馈阶段:调整佣金价格/44
- 2.4 佣金定价的原则/45
 - 2.4.1 整体性原则/45
 - 2.4.2 动态性原则/46
 - 2.4.3 前瞻性原则/47
 - 2.4.4 沟通性原则/49

3 细分定价与佣金费率结构设计/51

- 3.1 定价标的/53
- 3.2 定价结构/57
 - 3.2.1 横向结构:产品线的分离定价和捆绑定价/57
 - 3.2.2 纵向结构:交易通道的线性定价与非线性定价/59
- 3.3 佣金费率结构扩展轴心的区隔分割与多维组合/61
 - 3.3.1 佣金费率结构扩展轴心的选择空间/62

- 3.3.2 佣金费率结构扩展轴心的区隔分割原则/65
 - 3.3.3 佣金费率结构扩展轴心的多维组合/66
 - 3.4 递阶的佣金折扣比率推算/68
 - 3.5 交易通道与信息咨询的套装定价/69
 - 3.5.1 证券信息咨询产品及其特点/69
 - 3.5.2 证券信息咨询产品定价概述/70
 - 3.5.3 套装定价模式之一:纯粹捆绑/74
 - 3.5.4 套装定价模式之二:混合捆绑/78
 - 3.5.5 对套装定价的评价/79
- 4 成本导向的佣金定价/81
 - 4.1 证券经纪商的成本结构特点/82
 - 4.2 成本导向定价方法/84
 - 4.2.1 完全成本定价法/84
 - 4.2.2 变动成本定价法/87
 - 4.2.3 边际成本定价法/89
 - 4.2.4 目标成本定价法/90
 - 4.3 对成本导向定价的评价/91
 - 4.4 战略性成本管理:创造更大的降价空间/93
 - 4.4.1 券商的成本领先战略/93
 - 4.4.2 券商战略性成本管理新思维/95
 - 4.4.3 优化成本控制:两个具体的分析/102
- 5 价值导向的佣金定价/108
 - 5.1 客户认知价值及其构成/109
 - 5.2 价值导向定价方法/113
 - 5.2.1 对客户价值评估——价格反应预估/113
 - 5.2.2 经验性的价格敏感分析/118
 - 5.2.3 调查性的价格敏感分析/121
 - 5.3 对价值导向定价的评价/124



- 5.4 系统思考的价值创新:开拓提高价格的空间/125
 - 5.4.1 差异化战略/125
 - 5.4.2 证券经纪业务创新的系统性认识:一个服务业框架内的分析/129
 - 5.4.3 券商的业务创新度与业务创新域/131
 - 5.4.4 创新的思考模式/133
- 6 竞争导向的佣金定价/136
 - 6.1 证券经纪业的价格竞争特点/137
 - 6.2 竞争导向定价方法/140
 - 6.2.1 通行价格定价法/141
 - 6.2.2 类比定价法/142
 - 6.2.3 排他定价法/143
 - 6.3 对竞争导向定价的评价/146
 - 6.4 券商佣金折让:价值形成、折扣定价与潜力挖掘/148
 - 6.4.1 券商佣金折扣定价的内在依据及分类折扣系数/149
 - 6.4.2 券商佣金分类折扣定价模型/150
 - 6.4.3 券商佣金完全折扣定价模型/154
 - 6.4.4 对佣金折扣定价模型的进一步阐释/157
- 7 佣金价格战/161
 - 7.1 佣金价格战的一般路径和策略/162
 - 7.2 佣金价格战的驱动因素/165
 - 7.3 佣金价格战的经济后果/168
 - 7.4 深化佣金价格战的模式:交叉销售/171
 - 7.4.1 证券经纪商的交叉补贴与交叉销售/171
 - 7.4.2 通道运营的交叉销售:以证期业务合作为例的分析/174

8 “零佣金”/179

8.1 “零佣金”表象综述/181

8.2 “零佣金”的行为机理:消极透视/183

8.2.1 经济学视角的“零佣金”/184

8.2.2 法学视角的“零佣金”/185

8.3 “零佣金”的行为机理:积极透视/188

9 佣金价格联盟/194

9.1 佣金价格联盟的形式/195

9.1.1 正式的佣金价格联盟/195

9.1.2 非正式的佣金价格联盟/197

9.2 佣金价格联盟的驱动因素/199

9.3 佣金价格联盟的合规性/200

9.3.1 佣金价格联盟:非典型性价格垄断/201

9.3.2 佣金价格联盟的法律风险/202

9.4 佣金价格联盟的效应/204

9.4.1 佣金价格联盟的正效应/204

9.4.2 佣金价格联盟的负效应/205

9.5 佣金价格联盟的脆弱性/207

参考文献/211

后记/220

券业交易佣金制度导论

证券交易佣金是证券经纪服务的价格,交易佣金制度是证券市场制度的重要组成部分,其演变体现且影响着证券市场的绩效。2002年4月5日,中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)、国家计委和国家税务总局联合发布了《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》(证监发[2002]21号),这标志着中国证券市场延续十余年的固定佣金制度宣告结束,证券市场已然步入佣金自由化时代。系统地审视这场中国证券市场的制度变革,对于我们理解未来中国证券业的竞争无疑大有裨益。



1.1 证券交易佣金释义

证券交易佣金是证券经纪商根据投资者的要求,提供证券经纪服务后所收取费用的统称。这一概念是分层次的,它的稳定内涵是因券商为客户代理买卖证券即提供了交易通道所发生的收费,可调整的外延边界还可包括券商为客户提供各种增值服务如信息咨询乃至全权交易委托等所发生的收费。一般意义上,证券交易佣金是指能够满足客户委托交易时的整体价格,有时候,也指满足客户交易时的其中单项服务价格。

在没有交易成本的经济环境中,证券交易可以通过投资者“两两”直接接触的方式进行,不需要任何正式的经济中介组织。但在现实世界中,投资者在证券买卖过程中存在着搜寻交易对手方、信息不对称和交易违约等一系列的交易成本,如果没有一些必要的经济中介组织(如证券经纪商、证券交易所等),那么投资者彼此之间就必须相互寻求接触以确定交易价格和交易数量,然后才能完成交易。随着市场规模的扩大和交易环境的日益复杂,投资者要达成合意交易的搜寻成本越来越高,同时,要真实地了解交易对手方资信状况的难度也越来越大,这样,交易过程中的种种违约事件也势必会频繁发生。显然,这样的交易方式是极其缺乏效率的。相反,如果存在一系列能降低信息不对称性、强化交易契约效力、建立集中的交易设施的制度安排,如证券经纪商、证券交易所等,那么就会显著改善证券交易效率,使投资者从交易促成中解放出来,专注于交易决策。这样,往下的演化是:包括交易通道、信息咨询等在内的一系列中介延伸服务安排已成为今天证券交易顺利进行的基本保证,是有效率证券市场不可或缺的重要组件。既然作为这些制度安排之一

的证券经纪商,为投资者实现有效率证券交易创造了种种利益或满足,那么,证券经纪商收取其产品或服务的价格——证券交易佣金,便自然具有了合理性。^①

1.2 证券交易佣金的经济职能

当不考虑证券交易税赋时(全球主要证券市场的交易税赋都很低),佣金是证券交易的最主要成本,也是券商能否取得适当利润、能否为投资者提供最佳服务的重要指标。佣金费率的高低不仅影响着投资者参与交易的积极性,也决定着整个证券市场的活跃程度与国际竞争力。简而言之,证券交易佣金具有重要的微观企业职能和宏观社会职能。

1.2.1 微观企业职能

对一个券商来讲,证券交易佣金主要有以下三个职能:

(1) 营销职能

现代市场营销学认为,企业市场营销的成败,是若干种因素共同作用的结果,只有将这些因素有机地结合起来,才能够取得理想的结果,这就是营销组合概念。这些对企业营销具有重大影响力的因素,无论是尤金·麦卡锡(Eugene McCarthy)的4Ps,即产品(Product)、定价(Price)、分销(Place)、促销(Promotion),还是菲利普·科特勒的6Ps,即4Ps+关系(Public Relations)和权力(Power),产品价格都是被作为营销组合因素中不可或缺的基本一环来使用的。证券经纪商也概莫能外,当佣金

^① 颇具权威的美国市场营销协会定义委员会(AMA)把产品定义为:“由企业生产出来并销售给消费者的利益或满足。”

发生变动的时候,券商市场营销的整体效果必然会发生相应的变化。

(2) 促销职能

尽管券商市场营销组合的所有因素,如交易设施的性能、券商品牌、业务定价、人员推销、营业推广、广告宣传和关系权力等,都会影响到经纪服务的销售,但是由于服务多有同质性,因此作为业务价格的佣金在很多时候又是最敏感、最普遍和最具有冲击力的武器,这使得佣金与券商市场占有率之间存在着相当密切的正相关关系。事实上,既然投资者是一个具有价格意识的群体,那么,市场上就从来没有用价格买不到的忠诚。佣金的促销职能是不言而喻的。

(3) 管理职能

由于佣金竞争的压力,迫使券商普遍致力于控制成本,尽一切可能降低成本基础,提升活动价值。为了降低经营成本,券商必须科学管理与技术创新;为了提升活动价值,券商必须强化集约化经营与业务创新。同一服务质量的券商会在佣金价格上竞争,同一佣金水平的券商又会在服务质量上竞争。优胜劣汰是市场法则,因此,无论哪一种竞争形式,都必须向管理要效率和效益。

1.2.2 宏观社会职能

对整个证券市场来讲,证券交易佣金主要有以下三个职能:

(1) 市场调节职能

支付给券商的佣金是投资者买卖证券的一项主要成本,佣金水平的提高使证券交易成本大幅上升,从而会抑制投资者买卖证券的积极性,并在一定程度上遏制市场的投机气氛,避免证券市场过度活跃;佣金水平的下降使证券交易成本大幅下降,从

而会调动投资者买卖证券的积极性,并在一定程度上激发市场的投机气氛,有助于活跃证券市场。

(2)资源配置职能

整个市场一般佣金水平的高低在很大程度上反映了证券经纪这个产业的平均利润水平,从而引导着社会资源对该产业的投入规模。当佣金水平高的时候,高额利润无疑会引导整个社会资源如资本、人才等大量流入证券业;当佣金水平低的时候,微利乃至亏损势必会使整个社会资源减少进入证券业的数量乃至出现退出现象。这就使得社会管理层可以通过佣金调整,直接实现对金融业内部产业结构和资源配置的调整。事实上,佣金水平在一定程度上影响着投资者参与证券市场的积极性,这也会对整个社会的资源配置产生间接的影响。

(3)国际竞争职能

全球金融一体化进程正在加快,主要证券市场在争夺投资者、上市公司资源等方面的竞争日益激烈,为提升本土证券市场的国际竞争力,吸引国外的证券投资者,大部分国家和地区都意识到可以借助佣金水平来体现其竞争优势。

1.3 证券交易佣金制度的国际变迁

证券交易佣金制度是有关证券交易佣金收取对象、收取标准、收取方式等的规则安排,是证券市场实现有序交易的制度保证。从国际证券市场的发展来看,各国普遍根据所处社会发展的不同阶段,对佣金制度进行着适当的调整,以求在各个利益主体之间形成一个相对稳定的平衡点。

1.3.1 证券交易佣金制度的类型

根据券商是否拥有定价权力和拥有定价权力的程度来划分,佣金制度大体可以分为固定制、浮动制和自由制,其中浮动制和自由制体现了佣金决定的市场化,属于竞争性的佣金制度。所谓的佣金自由化也就是佣金制度由固定制向浮动制或自由制转化的过程。在固定制下,佣金收取的标准是由外部管理层或有关的券业组织决定,券商不能以任何直接或间接的方式部分减免、返还、打折或补贴。固定佣金制又可分为单一固定佣金制和分级固定佣金制。在单一固定佣金制下,所有投资者都按同一固定的费率缴纳佣金;在分级固定佣金制下,则对不同类别的投资者设定了不同的佣金费率标准。在典型的浮动制下,外部管理层给佣金设置了一个最高上限和最低下限,在此范围内,券商拥有一定的定价自主权,可以根据不同客户情况在其范围内制定较为灵活的佣金收取标准。在自由制下,佣金定价的权力完全归属于券商,由券商根据市场的变化情况与客户自由协商决定。

此外,根据佣金收取的方向来划分,佣金制度可以分为单向收费制(一般是向证券交易的卖方收取佣金)和双向收费制(向证券交易的买卖双方分别收取佣金)。

1.3.2 佣金制度变革的趋势

从世界范围来看,各国在证券市场发展初期采用的佣金标准,都不是由证券经纪商自己决定的,而是由外部决定的,即由各国证券管理部门或证券交易所来确定一个单一或分级的固定佣金比率。1792年,美国24个股票经纪商在华尔街的一棵梧桐树下,达成了一项关于相互交易证券及彼此收取最低佣金的