

博士文苑



东吴证券研究系列丛书

价值创造与证券公司的成长

——中国证券业的困境与出路

滕 泰 著

上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

价值创造与证券公司的成长——中国证券业的困境与出路/滕泰著.

—上海:上海财经大学出版社,2003.8

(博士文苑)

ISBN 7-81049-969-6/F·840

I. 价… II. 滕… III. 证券交易-资本市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 061172 号

☐ 责任编辑 张筱峰

☐ 封面设计 周卫民

JIAZHI CHUANGZAO YU ZHENGQUANGONGSI DE CHENGZHANG

价值创造与证券公司的成长 ——中国证券业的困境与出路

滕泰 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

上海财经大学印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2003 年 8 月第 1 版 2003 年 8 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 7.5 印张 194 千字

印数: 0 001—2 000 定价: 15.00 元

序言一

这本书是滕泰同志的博士论文《价值创造与证券公司的成长——中国证券业的困境与出路》经整理修改后出版的。把价值创造与证券公司的发展结合起来研究尚属新意,可为研究中国证券业发展状况、面临的问题以及金融创新提供新的视角。

中国证券公司的发展历史不长,只不过十几年的时间,但在国民经济中的作用是明显的。我国的证券市场萌发于国债买卖,最早一批证券公司靠代理国库券买卖起家,并形成我国的柜台市场。后来,上海、深圳进行股份制和股票市场试点,证券公司又成为推动股票发行与股票交易的一个轮子,使我国证券市场成为全球发展最快、增长最有潜力的新兴资本市场。因此,证券公司在推动市场经济形成、充当金融中介方面的作用十分显著。同样,证券公司作为财务顾问在帮助国有企业改制、促进直接融资、规范上市公司治理结构方面也发挥了积极作用。

证券行业面临的问题很多。长期以来,证券公司在一波又一波的行情中跌宕起伏。遇到牛市行情,证券公司经营如同印钞票的机器;遇到熊市行情,证券公司如同寒冬度日。这说明我国的证券公司至今还没有稳定的经营模式和盈利结构,现代意义上的投资银行在我国形成还有待时日。证券公司如同连锁的超级市场,证券研究、证券经纪业务、投资银行业务和衍生产品业务四个环节密切配合,提供给客户多样化

的服务。没有好的证券研究,就没有好的证券投资客户,缺乏好的投资客户,证券经纪就搞不起来,证券公司的销售网络就无法形成。同样,没有好的投资银行业务和衍生产品,客户就买不到好股票,证券经纪业务就受到影响。反过来,没有好的证券经纪客户网络,股票就销售不出去,投资银行项目自然也就抓不到。这就是国际资本市场为什么大鳄有大鳄的活法、小鱼有小鱼的套路的原因,不同特色的证券公司有自己的定位、自己的客户、自己的盈利模式。我国的证券公司有何特色至今还看不出来,其既有市场的原因,也有监管制度的原因。随着我国证券市场国际化的步伐加快,证券公司还面临着被“狼”吃掉的风险,想想 20 世纪 80 年代至 90 年代的 10 多年间,伦敦、中国香港、东京证券市场的本土证券机构无一不被美资大行吞并的现实,中国的证券行业没有理由不产生紧迫感。

滕泰同志写的这本书,是一部比较系统、比较务实、比较有理论深度研究证券公司问题的书。作者从理论的、历史的、微观的分析思路出发,研究了证券公司业务形态、资本运作和发展模型诸多问题,并结合中国证券行业的实际提出了中国证券公司成长的建议。在理论研究方面,作者注意运用宏观经济学、微观经济学,甚至管理学和经济史等方面的理论,分析证券公司的价值创造问题。具体包括:运用政治经济学的劳动价值论、古典经济学的三要素理论、厂商竞争理论,现代西方管理学中的创造股东价值理论、财务分析理论、并购与企业成长理论,以及宏观经济平衡、资本流动和金融史方面的有关理论与资料,对证券公司的资本经营,包括证券公司股权资本、债务资本的运作、资产负债结构、证券公司成长、并购与风险管理等展开分析。作者通过虚拟资本、价值体系、资本经营等相关理论探讨中国证券行业业务创新的必要性和实质需要;通过宏观平衡、资本流动、金融混业经营趋势和证券市场

国际化探讨证券公司的定位和发展方向问题;通过厂商理论、竞争理论、金融企业财务分析研究解决证券公司微观业务定位、行业进出、并购与资本运作、财务运作等问题。作者在三条主线中交叉着对证券公司各种业务进行阐述,从思考中得出中国证券行业的业务转型和创新的方向,以及中国证券行业的未来发展形态探讨。应该说,作者采用这样的研究方法分析证券公司问题是有难度的。因为运用这种分析方法,要求作者有较深厚的经济学理论素养,同时又要了解中国证券公司业务实践,而且学术研究具有原创性。滕泰同志能写出这样一本书,就在于他有10年经济学研究生涯和5年证券行业的从业感受。也正因为如此,这本书才与众多的研究证券公司问题的书相比,具有新意和深度。

值得一提的是,作者现任职于东吴证券股份有限公司,具备多年从事投资银行、证券研究和国际业务的经历,在忙碌的商海中还能做到潜心研究,先后与他人合作出版了6本书,发表了40余万字的研究报告,实属可贵。我愿意将这本书推荐给业内同行和广大读者,希望滕泰同志今后会有进一步的研究成果问世。

中国证券业协会秘书长 聂庆平

2003年6月

序言二

曾几何时,昔日曾是“全民炒股”的中国,当时每一个证券交易场所里熙来攘往,人声鼎沸;今日绝大多数人对股市抱茫然的冷漠态度,各个证券交易场所几乎都门庭冷落,甚至门可罗雀。这种决然反差个中缘由一清二楚:中国证券市场从2001年以来已经有几千亿市值被迅速蒸发了,2002年刚刚经过增资扩股高潮的中国证券商第一次进入全行业亏损!无怪乎股民们面对江河日下的股市兴味索然,哀毁骨立。怎么看待证券市场?怎么认识证券业?其本质和前景如何?你翻阅的这本书会从理论上给你一个回答,并作出本质的剖析。

说实话,评论股市,每天声文千万;分析资本市场和证券公司的书籍更是不计其数。但本书对中国证券业和证券公司战略性剖析,不少论证和观点看法是作者深入研究思考并有感而发的,有其独特的价值,值得一读。

本书从理论视角即从价值论介入正题,论证了证券公司的资本经营,分析了证券公司能否创造价值,以及如何创造价值,从而深入浅出地阐明证券公司的性质和定义,准确地概括了证券公司在经济尤其是金融领域中扮演的角色及其所起到的作用。作者对证券公司的本质作了这样理论性的表述:以证券市场为依托,通过将存量价值变成流动的价值,将非生产性价值变成生产性价值,让更多的私人财产同时具备社会财富的性质,将各种实物形态的社会财富变成金融形态的价值,在促进整个社会经济价值增长的过程中,为证券公司自身和

利益相关人创造财富。作者还通俗地描述了证券公司所担当的角色：全方位承担资金供需的沟通者、信用中介、商人银行、交易成全人、风险资本经营者、虚拟资产创造者……。作者鲜明地指出，证券公司通过资本运作追求资本市场价值最大化的过程，也就是通过资产配置策略不断推进经济价值体系中的资产由死变活、产业从无到有、价值从小到大的过程。从上述这样的一些关键性的论证和概述中，读者可以体会到作者在把经济学理论和证券业业务的实践紧密结合，甚至可以说融会贯通上做得相当出色。贯串全书不少论证都显示出作者具有经济学专业理论功底和丰富扎实的证券业务实践体会。因此，我认为本书是作者 10 年经济学学习和 5 年证券行业从业经验相结合的一份有自己独到见解的科研成果。

作者兼具青年学者和证券业圈内人双重身份，较好地发挥双重身份的长处，对不少问题的透视分析常常入木三分。他强调中国证券业必须认真思考自身所处的政策环境、业务构架的支撑价值以及证券业在资本市场和国民经济价值体系中所扮演的角色，他大声疾呼中国证券公司的业务转型、新业务领域的开拓已经是一个迫在眉睫的问题了。作者就此对中国证券行业的业务转型和创新的方向，以及中国证券行业的未来发展形态做了专门的比较深入的论证。全书的分析论证表明，作者对中国证券业和中国经济发展的未来充满信心和期望，他认为，中国经济的确能够支撑起一个具有巨大业务量的资本市场，他相信，中国证券业的前途是光明的。

本书是作者 3 年博士学习的结晶，在博士学位论文的基础上略加修改而成。我赞赏他在本书中应用的三条线索、多种理论工具交叉论证的写作方法。这一新颖的研究写作方法，以及大量第一手资料和抽样调研的成果，为本书的学术性增辉。本书对中国证券行业的评论和对策建议，又无疑体现了本书的现实意义和实践价值。我相信这本书可能会对中国

证券业的各级管理和研究人员乃至政策制定者和执行者,以及其他关注中国证券业发展的人士,提供一些有益的启示和参考。

本书作者滕泰是位有才华、善思考、肯钻研,做事有股闯劲和干劲的青年知识分子,他在兰州大学、复旦大学、上海社会科学院世界经济研究所从本科到博士攻读了整整 10 年的经济专业,在专业理论和专业知识方面都打下了比较深厚和扎实的基础,又在证券行业中做了 5 年的专业工作,这本理论与实践结合得比较好的学术著作是他的处女作。在攻读博士学位 3 年期间,他担负着繁重的业务工作,但对待专业学习认真勤奋,尤其在博士学位论文写作期间,他白天工作,晚上就埋头用心读书、思考和研究。据我所知,在将近一年的时间里,他几乎没有清闲地度过一个周末。现在,他的博士学位论文完成了,经济学博士学位获得了,自己多年辛苦学习思考的结晶学术专著也出版了,我怀着极其喜悦的心情向他表示热忱的祝贺,并希望他保持并发扬永不满足、不断进取,勇攀高峰的朝气、活力和精神,再接再厉、勤奋踏实地闯出一番更好的事业来。

这本书不是他学业的一个终点,而是他人生未来事业的一个新起点。我对他有更多更高的期盼。

我乐意为本书作序,乐意向热心的读者们推荐这本书。

上海社会科学院博士生导师 伍贻康

2003 年 6 月 15 日

内容提要

随着中国资本市场的发展壮大,诸如虚拟经济、价值创造、资本运营之类的词语越来越多地见诸各种媒体。然而,虚拟经济与泡沫经济、经济价值的来源及创造途径、资本运营的相关理念是什么?证券业是掠夺财富,还是创造价值?为什么华尔街的证券公司 100 多年来一直拥有高于传统产业的利润率?上述问题在很多人的概念中还是模糊不清的。因此,本书第一章从价值创造、社会经济价值体系、资本有效流动的角度作出了全新的阐述。在此基础上,作者认为,如果证券业务仅仅作作为普通第三产业(服务业)的一个分支,这个行业的利润空间必然受到较多的局限,哪怕这种服务可能具有较高的技术含量。事实上,证券公司在 100 多年的发展历史中,不仅致力于提升其证券服务的支撑价值,而且全方位地承担了资金供需的沟通者、风险承担者、信用中介、商人银行、交易成全人、咨询顾问、风险资本投资者、虚拟资产的创造者等多种角色,以证券业务为依托,直接创造实体经济和虚拟经济价值。正因为如此,100 多年后的今天,证券行业不但没有像那些与其同时代诞生的传统产业一样成为夕阳产业,而且获得了越来越大的利润边际。

2000 年以来,以美国为代表的西方证券市场,在网络泡沫破裂之后,已经经历了连续 3 年的持续下跌。可是翻开高盛、美林等证券商的 2002 年年报,我们发现在熊市中挣扎了 3 年的国外证券业巨头仍然有 15% 以上的净资产收益率。而经历了短短两年熊市的中国证券行业却迅速陷入全行业亏损。这种鲜明的对比使我们不得不深究中外证券公司的业务

结构究竟有哪些不同,以及造成中国证券公司的业务结构缺陷的根本原因是什么。因此,本书第二章结合中外证券公司的具体业务演变对上述问题进行了深入的剖析,发现在证券公司业务形态演变的历史进程中,早期的本源性业务创造价值的 ability 并没有衰退;证券发行业务仍然不断创造虚拟价值,并引导着实体经济的资源配置方向,经纪业务和交易专家业务也一如既往地保持着证券价格的连续交易和价格稳定——业务形态的变化使这些传统业务中包含了更多的价值创造能力。而并购咨询业务、资产管理业务、资产证券化业务、风险资本业务、商人银行业务,以及各种金融衍生产品业务的开辟和不断发展,使证券行业继续成为令人羡慕的特殊行业——价值创造能力的不断提升是国外证券业长期保持高额利润的最本质因素。

本书第三章重点探讨了证券公司资本运作问题。通过比较国外证券公司和中国证券公司的资金来源、资金运用和资产负债结构,作者认为,成熟市场的证券公司是以证券业务为载体,广泛利用各种融资渠道,通过资本运作和财务运作,获得佣金和利息,推动自身价值和社会经济价值增值的专业资本经营机构。证券公司的股权资本和债务资本规模的扩张和收缩都必须符合创造资本市场价值的内在动因和创造经济价值的外在动因,否则就是非理性的资本运作。在资产配置方面,最好同时符合战略性资产配置原则、财务性资产配置原则和投机性资产配置原则——只有这样才能够从整体上提升证券公司的价值创造能力,在促进社会经济价值增值的过程中,提升公司的资本市场价值。20 世纪末开始的世界金融深化过程,使证券公司的资本经营的范围也不断拓宽,资本经营工具进一步丰富,财务杠杆倍数也不断提高,证券公司作为资本经营者的角色得到进一步强化。相比较而言,国外证券公司的资本杠杆倍数平均达到 20 倍,而中国证券公司的实际杠杆

倍数只有4倍,中国证券公司从本质上仍然是“证券服务业”,其资本来源和资本运用方面的严格管制已经成为限制这个行业发展的根本原因之一。

证券公司的成长是多种因素形成的复杂过程。本书第四章结合中西方证券公司成长的历史,通过层层分析,认为资本市场的发展、分工、结构变化是决定证券公司成长的大背景,只有通过资本市场在现代经济价值体系中功能的提升,证券公司才能够不断丰富自身的价值创造手段,从而迅速发展、成长起来。在整个行业价值创造能力不变的假设下,作者应用主流微观经济学的市场竞争理论、规模经济理论和企业成长理论对证券公司的竞争均衡态势进行了分析,并对各证券行业的寡头垄断和垄断竞争格局进行了感性的描述,进一步提炼出证券公司成长的微观规律。比如:在证券公司的成长过程中,每一个经济发展阶段都会产生最适应该阶段经济发展的证券业务,只有那些能够适应时代经济发展潮流,通过业务创新提升价值创造能力的证券商才可以成为证券行业巨头——直接融资的兴起与摩根公司、高盛等老牌投资银行的发展壮大;证券市场向买方市场的转化导致所罗门、美林等交易主导型券商的崛起;美国中产阶级队伍的壮大与美林等公司的进一步发展;自主投资群体、养老金规模的扩大、共同基金的兴起与查尔斯·韦伯等公司的成长;成熟市场经济的存量整合与证券公司并购咨询业务的价值提升……证券公司只有依托经济发展的具体情况和资本市场的分工结构,通过业务创新、不断提升价值创造能力,才能够为自身和利益相关人积累起巨额财富。又如:资本运作和并购是证券业成长的必经之路和迅速做大的捷径,大部分证券行业巨头都是通过各种形式外部成长模式发展起来的。而企业内部资源的积累和适当的资本运作战略至关重要。由于证券行业并购金额的巨大,关键的证券业并购案例都是借助于资本市场通过股权置

换来完成,而在混业经营的趋势下,金融控股公司正在取代证券控股公司在资本市场上扮演着重要角色。证券公司虽然可以借助于商业银行的诸多优势,但是却不得不在混业成长过程中暂时处于从属地位。

本书第五章旨在解决于中国证券公司成长的过程中出现的很多实践问题,诸如:为什么国外证券公司的成长取决于业务创新,而中国证券行业中最具有创新能力的公司都先后倒闭了,反而是业务保守的公司逐渐成为行业领先者?为什么中国证券公司的投资性业务总量上并未给公司成长做出重要贡献,但是却一直处于证券公司的核心地位?为什么中国证券公司多年的发展中为股东创造的价值低于股东投入的价值?为什么在证券公司普遍出现亏损的一年中,中国证券业却迎来了增资扩股的高潮?中国证券行业的未来格局和发展方向究竟怎样?第五章从学术的角度,结合中国资本市场的发展以及分工结构的变化、中国证券公司的现状与困境、中国证券公司价值创造能力提升与未来业务形态的演变、股权资本与债务资本运作的得失与局限性,以及资本规模伸缩与经济价值创造的关系、中国证券公司的价值创造与成长战略等理论的研究,穿插着作出了回答,并对中国证券行业的发展提出了积极建议。

ABSTRACT

As the development of china's capital market, words like fictitious economy, value creating, capital management, are more and more frequently seen at mass media. But in most cases these words are used, people are actually confused by the concept.

Meanwhile, the security markets in major economics, has experienced more than three years' continuous decline. China's security market also lost several hundreds billions' market value. In the years of 2002, most China's security companies loss, after the industry experienced their first popularity of capital expansion.

Most Chinese security companies owe their income decrease to the policy of liberalization of security transaction commission. But, the US security companies, which had experienced the same severe income decline lead by liberalization of security transaction commission more than twenty years ago, has seen a sharp rise of total income in 1980's and 1990's. Also some security companies explained their losses by the fall of the stock index. While the global security giants still could get a ROE of 15% high, even in their third bearish market year of 2003.

So the challenge on the industry lies on the understanding of the situation, rather than the situation itself. Actually, the economists who thought China's security industry

will recover soon after a bull market, has drew a positive conclusion too early. The perspective of the industry is decided by its value creativity, which is not so easily to improve. The passed losses only exposed the vital defect of China's security industry, which has been hidden for more than ten years, when the security companies could live easily simply by the policy support.

Before 1990's, research on the above subject is few in China, because the security industry is completely new. In 1990's, scholars in universities and special research institutions started pay more and more attention on this field. Most work they did is a mass introduction of foreign security theories into China, which is helpful, but cannot actually lead the industry to the right road. The researchers in Chinese security companies and China's security exchanges, do have more knowledge and experience on the industry. But the detailed work they were required to do, limited their deep thought on the question.

Thus the question was left to the year of 2003, when Chinese security companies still see no hope of easily profit earning, which they have experienced for ten years, and are eagerly expecting for over two years.

This paper means to discuss the value creating of security industry, from the perspective of its role on economic value creation, its business management, capital operation, and the history of the industry. Through the above research, a business outline and development direction of the industry should become clear, and the China's security industry is expected to find the right way of business innova-

tion.

Work of this paper should be a positive start in the field, which I hope to be helpful, to both the security companies and the scholars who would contribute more to the subject.

目 录

序言一/1

序言二/1

内容提要/1

ABSTRACT/1

第一章 证券公司与现代经济价值创造/1

第一节 价值创造与证券公司存在的本质意义/1

一、价值的涵义：从商品价值到经济价值/2

二、经济价值的存在形态：存量价值与流量价值/6

三、价值创造理念的演变/9

四、现代经济价值创造与证券公司存在的本质意义/12

第二节 虚拟经济、资本流动与证券公司价值创造/13

一、社会经济价值体系的构成/13

二、虚拟经济、资本流动与宏观经济平衡/16

三、虚拟经济、资本流动与证券公司价值创造/19

四、证券市场在虚拟经济和资本流动中功能的提升与
证券公司价值创造/24

小结/28

第二章 价值创造与证券公司业务形态的演变/30

第一节 证券公司各项业务及价值创造能力/30

一、证券经纪业务价值创造/31

二、投资银行业务价值创造/34

三、证券交易和证券投资业务及价值分析/42

四、受托投资管理业务及价值创造能力/46

五、其他证券业务及价值创造能力/48

六、证券业的价值不仅在于服务,而且其业务活动本身就是价值增值的方式/49

第二节 价值创造与证券公司业务形态演化/50

一、证券行业业务收入结构的总体变化趋势/50

二、价值创造与证券行业不同分支业务的变化趋势/51

三、中外证券公司业务结构与价值创造能力/56

小结/60

第三章 价值创造与证券公司的资本运作/61

第一节 价值创造与证券公司资本市场价值最大化/61

一、股权结构与证券公司经营目标的演变:资本市场价值最大化/62

二、证券公司利益相关人之间的矛盾在资本市场最大化经营目标下的统一——以中国证券公司为例/64

三、价值创造与证券公司资本市场价值最大化/69

第二节 价值创造与证券公司的资本来源/70

一、股权性资本与债务性资本/70

二、价值创造与证券公司股权资本的伸缩/72

三、价值创造与证券公司债务资本的运用/77

四、价值创造与证券公司的资本来源/79

第三节 价值创造与证券公司资产运用/80

一、证券公司的战略性资产配置/80

二、证券公司财务性资产配置和投机性资产配置/86

三、资产配置、资本市场价值最大化与证券公司