

## 第一章

# 引 论

证券市场是现代金融市场的重要组成部分，在国民经济中发挥着越来越重要的作用。证券公司作为证券市场的重要组织者，是决定和影响证券市场发展的关键因素。在影响证券公司核心竞争力的诸要素中，公司治理机制已成为最综合、最重要的部分。完善内部风险控制制度，建立有效的综合治理机制，对于增强证券公司的竞争实力，防范和化解市场风险，将起到至关重要的作用。

本书研究的目的是：面临我国加入 WTO 后的挑战，研究证券公司的治理机制问题，探讨完善我国证券公司治理机制的路径和方法，为健全监管手段和相关法律法规提供参考建议，为证券公司建立健全的治理机制、强化内部管理、形成完善的经营决策机制提供理论依据，以增强证券公司核心竞争力和证券公司防范市场风险的能力，促进我国证券公司的健康发展。

## 第一节

# 我国证券公司发展： 历史回顾与现状评估

经过十多年的发展，我国证券公司不断壮大，在我国证券市场发展及国民经济建设中发挥了积极的作用。为了适应激烈竞争的市场环境，我国证券公司经过调整，在公司治理方面取得了长足的进步。但是也应当看到，我国证券公司基本是在政府行为主导下产生的，而非市场选择的结果，因此在公司治理机制上具有国有企业常见的弊端。

### 一、发展回顾

我国证券公司产生大致有以下几种不同的背景：（1）由国有商业银行或保险公司等金融机构发起设立的股份公司或全资子公司。这类证券公司多属全国性的大证券公司，如华夏证券、南方证券和海通证券等公司。（2）由地方金融机构入股或出资组建的股份公司或全资子公司，如申银证券、北京证券和河北证券等公司。（3）由地方财政系统组建的证券经营机构转制形成的证券公司，如上海证券和湘财证券等公司。（4）全国性的信托投资公司和地方金融机构所属的信托投资公司投资设立的证券公司，如中信证券、光大证券和宏源证券等公司；或者由信托投资公司所属证券业务在信托证券分业经营过程中分立形成的证券公司，如中国银河证券、中国科技证券等公司。（5）由期货交易所、产权交易中心等交易市场改制形成的证券公司，如首创证券、恒远证券和众成证券公司。2000年以来，随着信托与证券分业经营步伐加快和国债经营机构转制为证券公司，我国证券公司数量不断增加。根据统计资料，截至2003年底，我国证券公司达128家（见图1-1）。但数量的增加并不意味着资本市场效率的增加，这其中不乏经营效率低下的公司，这类公司的存在在一定程度上造成了社会资源的浪费和市场秩序的紊乱。

由于产生背景不同，我国证券公司在发展过程中形成了国有控股的全国性证券公司与地方性证券公司并存的格局。证券市场发展初期，全国

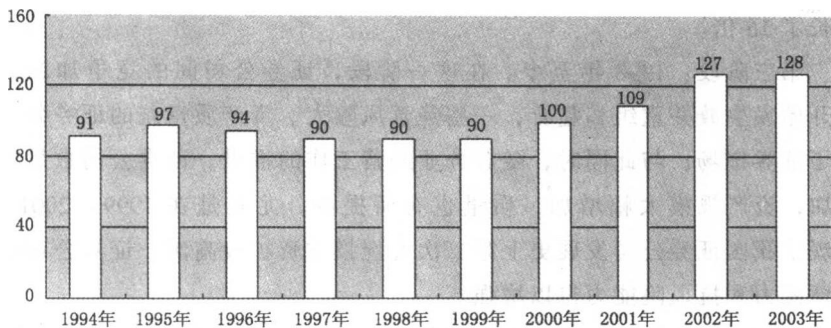


图 1-1 1994~2003 年我国证券公司发展情况

性大证券公司因制度安排上的特权而获得更多的“优待”，在资金规模、业务领域、技术装备和人才资源等方面拥有先天优势，位于市场的制高点；地方证券公司与之相比明显处于劣势。但是，随着《证券法》的实施和证券市场外部环境的变化，证券市场中的竞争格局也悄悄地发生了演变。一批资产优良、管理先进、注重企业战略管理的地方证券公司，由于经营机制灵活，历史包袱轻，在竞争中扬长避短，脱颖而出，其发展速度令人刮目相看。国内证券公司生存环境发生的深刻变化，使得“全国性证券公司”与“地方性证券公司”的内涵已发生了质的变化，证券公司之间的竞争从资金实力、员工人数、营业网点等存量资源拥有量的“硬竞争”，向运用这些资源能力的“软竞争”转化。在这一转化过程中，证券公司治理机制建设是增强其竞争力极为重要的内容。

从 1987 年我国第一家证券公司设立以来，我国证券公司在过去十多年中其数量规模的变化发展大致经过了以下三个阶段：

第一阶段：1987~1989 年。这一阶段是证券公司发展的起步期，其特点是证券公司作为证券市场不可或缺的组成部分实现了零的突破，证券公司数目增加较快；但各公司资产规模较小，基本只有经纪业务。到 1989 年底，全国共有证券公司 30 余家，总资产仅有 50 多亿元人民币。

第二阶段：1990~1998 年。这一阶段是证券公司快速增长时期，其特点是证券公司的数量大量增加，同时资产规模也迅速扩张。一大批证券公司如广发证券等通过大规模增资扩股，注册资本分别达到原有规模的 2.5 倍~50 倍，出现了我国证券公司发展历史上的第一次增资扩股高潮。到 1998 年底，全国证券公司达到 90 家，总资产 832 亿元人民币，比 1989 年

增长了 16 倍。

第三阶段：1998 年至今。在这一阶段，证券公司间的竞争加剧，业内开始发生兼并重组和整合，一些经营风险大、资产质量差的证券公司退出了证券市场；与此同时，随着分业经营工作的推进，证券公司数量有所增加，资产规模大幅增加，质量也有所提高。尤其是在 1999 ~ 2001 年，出现了我国证券公司发展史上第二次大规模增资扩股高潮，证券公司持续经营能力和抗风险能力得以增强。

我国证券公司在短短的十多年间快速成长，然而在高速发展的同时，证券公司的内部制度却隐含不少弊端。在证券业发展初期，由于国家对金融机构的垄断，证券公司大多是由金融机构组建的，我国证券公司基本上属于国有独资公司。1994 年《公司法》和《金融机构管理规定》颁布后，金融监管当局开始对证券经营机构进行相应的规范。此后，我国证券公司的组织形式逐渐演变为有限责任公司。步入 1998 年后，部分证券公司出于增资扩股的需求，在“有限责任公司”的基础上改制为“股份有限公司”。“股份有限公司”这种比较典型的股份制公司形态在数量上有所增加。通过对 1998 年底我国 90 家证券公司中 70 家公司进行相关统计，我国证券公司的组织形态主要有“有限责任公司”、“股份有限公司”和“国有公司”三种类型。我国证券公司的组织形式历经了从“国有独资公司”到“有限责任公司”再到“股份有限公司”的变迁过程，向现代企业制度逐渐靠拢。但是，由于我国的股份有限公司脱胎于国有独资公司和有限责任公司，与西方投资银行成熟的股份制差距很大，股份制的效能未能完全体现。股东中国有大股东所占比重过大，股权不够分散，容易造成大股东控制经营层，对其他中小股东的利益构成侵害，亦不利于证券市场的长期稳定发展。

我国证券公司由于发展历史较短，尚未建立起科学、合理的法人治理体系，股东、董事会、监事会和管理者之间没有形成有效的相互制约、相互协调的运作机制。在我国证券公司中，通常都存在信息不透明、内部人控制和操作不规范等弊端，股东的权益不能得到有效保障，公司的经营决策难以做到科学化和民主化。同时，由于我国证券公司脱胎于计划经济体制的母体，普遍带有“大而全”“小而全”的通病，证券公司在业务范围、经营机制、管理模式以及组织人事制度等方面大同小异，没有形成自身的

特点。证券业的这种格局降低了市场效率，淡化了市场的资源配置功能，加剧了同业竞争，因而在我国证券市场上不同程度地出现了恶性竞争、业务趋同、分工程度低等现象。

我国证券公司多数从银行脱胎而来，最初是银行体制中的一个分支，因而沿袭了银行的管理体制。银行、证券分业后，开始实行由所在地政府管理干部、由证券监管机关监督管理业务的特殊管理体制。这种体制一方面导致证券公司高级管理人员的选用同业务脱节，对经理人的管理不能充分反映证券行业的特殊性；另一方面，对证券公司高级经理人的外部监督也因为脱离了业务环节，容易产生疏于监督或监督不当的问题。由于监督管理体系不完善，加之内部治理机制不健全，我国证券公司在日常经营和业务操作中违规经营行为普遍，风险不断积累，已形成我国证券市场中的重要风险源。

## 二、现状评估

近几年来，随着我国资本市场的快速发展，资金不断流入证券行业，证券公司的资本实力显著提高。2002年，全国证券公司资本金规模首次突破1000亿元。通过合资合作，国内证券公司在投资理念、产品开发和风险控制方面逐渐缩小了与国际同行的差距。然而，由于市场自2001年下半年开始持续低迷，证券公司多年积累的许多深层次问题逐渐显现。由于规模小、业务雷同，在单边下行的市场态势下缺乏有亮点的盈利模式等，一些证券公司经历了前所未有的生存挑战。

### （一）规模发展特点

#### 1. 资产规模增长态势明显小于资本（股本）扩张

经过几年的增资扩股，证券公司的资本金规模逐年稳步增长，抗风险能力大大增强。与之相比，资产规模和净资产的增长速度则明显小于资本的扩张速度。截至2002年底<sup>①</sup>，经统计的125家证券公司平均净资产规模为9.2亿元，仅略高于平均股本规模8.92亿元（见表1-1）。这表明，有相当一部分证券公司基本上没有留下积累和滚存利润。2002年的年报显示，有58家证券公司净资产小于资本金，有76家证券公司的未分配利润

<sup>①</sup> 中国证券监督管理委员会：《2003中国证劵期货统计年鉴》。

为负值。如执行《金融企业会计制度》，负值还会增大。

表 1-1

全国证券公司总体财务情况

(单位：亿元)

	2002 年 (125 家)	2001 年 (102 家)	2000 年 (94 家)
总资产	5 393	5 817	5 299
客户资金	3 423	4 245	3 756
剔除客户资金后的总资产	1 970	1 572	1 553
总负债	4 242	4 953	4 591
剔除客户资金后的总负债	819	708	845
净资产	1 151	863	708
资(股)本	1 115	729	491

## 2. 与国外知名投资银行相比规模小

与国际同行相比，我国证券公司无论是规模还是盈利能力，都无法相提并论。我国证券公司资本回报率很低，这一方面与我国证券公司融资渠道少、财务杠杆结构不合理有很大关系；另一方面，也反映了目前我国证券业空间有限，市场集中度较低，光靠增加资本金或合并来与国际投资银行（以下简称“投行”）相竞争是不现实的。规模越大，风险也越大。国际知名投资银行的核心竞争力不仅仅在于资本实力，更重要的是品牌、信誉、经验、体制和管理能力等。如果我国证券公司不解决这些问题，一味做大，不仅会造成治理难题，而且也难以在竞争中取胜。

我国证券公司普遍存在股东缺位和内部人控制等公司治理问题。现行证券公司治理机制的局限性导致了公司缺乏长期战略规划，追求长期价值意识差，短期化行为严重。管理层基于自身利益考虑，有盲目扩张规模的动机，普遍不重视资本回报等运作指标。在资本市场快速膨胀发展的早期阶段，这种经营理念也可能会迅速抢占市场份额，因为公司的种种弊端被规模膨胀所带来的利益所掩盖。当市场比较稳定时，这种粗放经营所带来的恶果逐步显现，尤其是当市场处于低迷状况时，证券公司首先要考虑的不应是规模扩张问题，而应是如何解决公司的治理问题，以便更有效地提高经营效率，在残酷的市场竞争中处于领先地位。

## 3. 行业集中度提高过程中未出现大规模合并重组

从 2000 年以来排名前 10 名的证券公司的总资产、总负债、净资产以

及营业收入、利润总额和净利润合计数占全部证券公司相应指标合计数的比例（见表 1-2）来看，总资产、总负债和净资产的集中度逐年下降，但损益类指标则基本上呈逐年集中趋势。资产类指标下降的原因主要是公司数量增加，从而稀释了资产类指标的集中程度，但公司数量的增加并未使大公司的市场份额缩小；损益类指标逐年集中趋势反映出市场竞争中的两极分化在加剧，部分证券公司将出现生存危机。

表 1-2 排名前 10 名的证券公司占全部证券公司的比例（单位：%）

项目	2002 年	2001 年	2000 年
总资产	41.48	47.67	50.23
总负债	43.81	49.96	51.39
净资产	35.89	39.09	48.58
营业收入	41.49	51.84	51.66
利润总额	—	78.08	54.45
净利润	—	95.54	56.50

据统计，1971~2001 年，在美国，由于经营失败通过破产退出市场的证券公司达 299 家，平均每年破产的证券公司近 10 家。我国 2001 年市场低迷以来，被撤销、关闭的证券公司 13 家，但国内市场并未出现大规模重组并购，反而出现了增资热，主要原因是：（1）我国证券公司业务雷同，缺乏互补性，降低了收购的可能；（2）地方保护主义和来自控股股东的保护等因素，使证券公司不想退出垄断性行业，客观上也阻碍了合并重组的顺利进行；（3）大部分证券公司没有上市，股权相对集中，没有形成高度流动性的控制权交易市场。

## （二）资产状况

从 2002 年证券公司的资产构成（见表 1-3）来看，流动性资产有 4 793 亿元，占总资产的 89%。与 2001 年相比，流动资产总量及其占总资产的比例都有所下降，资产流动性降低。长期资产由 2001 年的 466 亿元增加到 601 亿元，占扣除客户资金后的总资产的比例由 2001 年的 30% 增加到 31%。证券公司存在资产长期化的发展趋势。在 3 240 亿元的货币性资产中，公司自有的货币性资产 367 亿元，比 2001 年的 972 亿元减少了 452 亿元，减幅高达 72%，因此证券公司可供使用的货币性资金较为紧张。

表 1-3

证券公司主要资产项目简表

项 目	2002 年		2001 年		2000 年	
	金额 (亿元)	比例 (%)	金额 (亿元)	比例 (%)	金额 (亿元)	比例 (%)
银行存款及现金	3 020.06	60.00	3 757.42	64.60	2 621.98	49.48
清算备付金	220.02	4.08	274.72	4.72	1 058.39	19.97
其中：客户	3 240.08	57.27	3 397.24	58.40	2 998.44	56.59
货币资金小计	2 873.45	64.08	4 189.14	72.01	3 680.37	69.45
自营证券	518.38	9.61	454.77	7.82	352.53	6.65
应收账款净额	445.49	8.26	356.89	6.14	464.35	8.76
受托资产	505.10	9.37	466.36	8.02	233.95	4.42
买入反售证券	51.21	0.95	11.62	0.20	19.63	0.37
流动资产合计	4 792.60	88.86	5 350.56	91.98	4 875.90	92.02
长期投资净额	183.24	3.40	93.70	1.61	103.16	1.95
固定资产	275.47	5.11	243.37	4.18	219.97	4.15
无形资产及其他	137.26	2.54	117.21	2.02	90.89	1.72
长期资产合计	600.72	11.14	466.22	8.02	422.8	7.98
资产总计	5 393.32	100.00	5 816.78	100.00	5 298.70	100.00

### 1. 客户资金所占比例大

对于资产的定义，各国的会计准则都把会计主体能够“拥有或控制的一项资源”作为该项资源是否属其资产的一个必要条件。客户资金是源于证券公司与客户之间在证券业务上的委托代理关系形成的一项资源。这些资源是否属于证券公司的资产，关键在于证券公司能否拥有或控制这些资源。

在《客户交易结算资金管理办法》颁布之前，客户资金与证券公司自有资金往往是在同一银行账户中存放，两者之间没有明确的区分界线，证券公司可随意划拨客户资金。2001年5月发布的《客户交易结算资金管理办法》，明确规定客户资金与自有资金在银行分户存放，禁止证券公司挪用客户资金。因此，证券公司对客户资金不再具有实质性的控制权。客

户资金占总资产的比例，2000年底为70.69%，2001年底为72.89%，2002年底为63.47%。扣除客户资金后的总资产更能反映证券公司的真实价值。

## 2. 低流动性资产规模大

按照净资产的计算规则，计算净资产时，对各项资产折扣实际上剔除了证券公司的低流动性资产，因此净资产是扣除负债之后的优良资产。

净资产 = 各项资产 × 相应折扣 - 负债总额 - 或有负债

低流动性资产 = 净资产 - 净资产

按照这一口径计算，证券公司的低流动性资产规模分别为：2001年406亿元，2002年476亿元。在扣除客户资金之后，低流动性资产占扣除后总资产的比例分别为：2001年25.83%，2002年24.17%。这一数据表明证券公司中有1/4的资产缺乏流动性，资产质量不容乐观。从低流动性资产在证券公司的分布情况看，截至2002年，共有10家公司的低流动性资产在10亿元以上，总和为180亿元，占总额的38%。为什么证券公司会有如此之多的低流动性资产呢？从各公司的年报披露中，可以发现这是历年经营不规范造成的，主要体现在：（1）不规范的实业投资和房地产投资；（2）在地方产权交易中心形成的国债回购业务、场外资金拆借以及来自场外的买入返售证券等形成的大量逾期应收款项；（3）代企业发行债券或兑付债券所产生的兑付款难以收回；（4）为其他公司担保承担连带赔偿责任所产生的逾期应收款项；（5）以前各公司证券营业部的权限过大，进行不规范的投资、担保、资金拆借等形成的不良资产。

## 3. 资产质量问题严重

历史风险未能化解，新的风险又在滋生，提高资产质量步履艰难。各证券公司由于以前年度的不规范经营形成了大量的不良资产，历史包袱沉重。按照净资产计算规则，2002年125家公司的资产折扣与或有负债总和为476亿元，资产折扣率平均为24%，比2001年的26%降低了2个百分点。从不良资产的分布看，部分中小证券公司的资产折扣率较大，资产质量较差，经营前景不乐观；而大型证券公司一般通过分立、剥离的方式，降低了资产折扣的比例，但是仍存在绝对数额较大的不良资产。老的漏洞没有弥补，新的风险又已出现。2002年，在从事受托业务的50多家证券公司中，有44家存在期末浮亏，浮亏金额达64亿元。

资产质量一直是证券公司最显著的问题，由于历史上经营不规范等各种原因，各公司普遍存在较多的不良资产，特别是成立时间比较早的公司问题更为严重。这些不良资产的存在严重影响了公司的财务状况和资产的流动性，也使我们无法通过各项财务指标了解证券公司的真实状况。在2002年会计师事务所出具非标准审计意见的63家证券公司中，有32家涉及到资产质量问题。其中，大部分出现在保留意见、拒绝表示意见和否定意见中，只有6家是通过说明段予以揭示的。经统计，审计意见中有关不良资产或重大资产的不确定性涉及总金额约98.4亿元，而且被出具否定意见的证券公司往往存在巨额不良资产，如辽宁证券公司就涉及不良资产26.67亿元。归纳起来，证券公司的不良资产主要是由于自营和委托理财产生的投资亏损、在经营过程中形成的不良债权以及内部管理混乱造成的。

现行会计准则制约了对不良资产的账务处理，证券公司的会计报表有很大水分，这就影响了管理层的决策，导致多纳税，超分配。由于《证券公司会计制度》在资产确认计量上的缺陷，使得证券公司大量的不良资产不能在财务上进行处理，各项资产计提的准备金明显不足，整个会计报表不能体现真实的财务状况。

证券公司普遍缺乏处置不良资产的动力。从年报分析情况来看，各证券公司计提资产减值准备明显不足，大致有以下原因：（1）税收的影响。由于计提减值准备一般都不能在税前列支，各证券公司普遍不肯“挤水分”。（2）股东短期化行为严重。从以前年度分析情况来看，多数证券公司利润分配的比例都比较高，为了多分配利润，谁也不想承担历史包袱，导致这些历史累计的潜亏因素一直挂账不能处理。（3）监管部门审批各项资格指标的达标压力大。按现行政策，证券公司申请主承销资格、资产管理业务资格、基金发起人资格等，都有财务指标要求，各证券公司为了保住各种经营许可，只能是把不良资产和亏损隐藏起来。

### （三）收支情况

#### 1. 收入构成分析：传统经营模式丧失盈利能力

从收入的总体构成来看，手续费收入仍然是证券公司主要的收入来源。2001年手续费的占总收入的51.88%，2002年占58.63%。这种传统的经营模式在证券市场早期迅速膨胀发展时给证券公司带来了丰厚的

润，但是在 2002 年的佣金收费市场化和股票市场交投不振的双重打击之下，部分证券公司传统经纪业务盈利机制一时不能适应市场化的竞争，反而成为吞噬公司营运资金的黑洞。2002 年占证券公司收入来源次席的是金融企业往来收入和利息收入，占营业收入的比重分别为 18% 和 15%。这项收入中有相当部分是证券公司转存客户资金存款的利差收入，一旦央行利率政策或客户资金存管制度发生变化，就会化为泡影。证券发行收入占营业收入的比重仅为 8%，而全行业的自营证券收入和受托资产管理收益则是双双亏损，亏损额分别达 4.17 亿元和 10.82 亿元。

## 2. 成本费用分析：营业支出刚性大，营业场所及相关费用居高不下

从证券公司的营业支出构成来看，营业费用是最大的支出项目，占 70%。我国证券公司营业费用的构成主要有两个特点：（1）从营业费用的构成上看，人工成本是证券公司的主要费用支出项目，每年的支出大约为 50 亿元左右，占营业费用 1/4 左右。国际知名投资银行员工的薪金和福利支出一般约占营业费用的 60% 左右。与国际同行相比，我国证券公司人工成本所占比重并不算高。（2）传统的经纪业务模式使得经营场所及其相关的折旧、租赁、摊销费用所占的比例过高。2002 年，我国证券公司该项费用高达 85 亿元，平均占营业费用的 41%，占营业支出的 27.62%；而国外知名投资银行该项费用占其营运支出的比例只占 6%~7%（见表 1-4）。

表 1-4 证券公司营业费用基本构成

项 目	2002 年		2001 年		2000 年	
	金额 (亿元)	比例 (%)	金额 (亿元)	比例 (%)	金额 (亿元)	比例 (%)
人工费用	48.16	23.17	54.24	24.31	53.29	25.93
折旧费	31.42	15.12	32.18	14.43	24.66	12.00
摊销	23.00	11.07	19.65	8.81	13.27	6.46
租赁费	30.54	14.69	27.16	12.18	16.02	7.79
其他支出	74.72	35.95	89.84	40.27	79.8	38.83
合计	207.85	—	223.07	—	205.53	—

其次是利息支出，占营业总支出的 10.55%。与国外投资银行相比，

这个比例是比较低的，这与我国证券公司现有的负债结构特点有关。我国证券公司利息支出主要是支付给投资者的交易结算资金利息；金融企业往来支出主要是来自同业拆借的利息支出。在我国证券公司的负债来源中，客户的交易结算资金占了 81.3%。由于融资渠道单一，同时利率是管制利率而不是市场利率，因此利息费用并没有反映出市场上资金需求的实际成本。

#### （四）客户资产的安全性

保证客户资金与证券的安全是证券市场稳定的基石。客户资金指按《客户交易结算资金管理办法》要求进行存管的资金，主要包括代理买卖证券业务与受托投资管理业务形成的资金。从会计要素的定义来看，客户资金对应的资产不属于证券公司，但是为了保证客户资金的安全，监管部门规定将其纳入资产负债表，同时确认为资产和负债。在分析证券公司的资产规模时，必须扣除这部分资金以真实反映公司的状况。客户资金的不规范管理主要涉及两个方面：一是挪用客户资金；二为客户提供融资。

2002 年 1 月 1 日正式实施的《客户交易结算资金管理办法》要求“客户交易结算资金必须全额存入具有从事证券交易结算资金存管业务资格的商业银行，单独立户管理，严禁挪用客户交易结算资金”；规定“证券公司开展资产管理业务接受客户存入的委托资金，在本办法中视同客户交易结算资金进行管理”。为了检查证券公司客户资金年底的存管情况，年报准则专门设置了监管专项报表“客户资金情况表”，并要求会计师对此进行审计。挪用客户交易结算资金的具体计算公式如下：

$$\text{挪用客户交易结算资金} = (\text{代卖证券款} + \text{受托资金}) - (\text{客户资金存款} + \text{客户清算备付金} + \text{受托资产} + \text{交易保证金})$$

由于证券公司目前的客户资金循环体系在流转过程中并不封闭，在会计核算上又与公司的营运资金体系混用一张表，使得证券公司完全可以用拆东墙（营运资金循环）、补西墙（客户资金循环）的手法，顺利通过公式的检验。因此，单纯按照公式计算的结果很可能与实际情况不相吻合。由于客户资金循环体系运转始终未能封闭，部分证券公司拆借资金基本来去自由，因此存在这种现象：一些证券公司在月底或年底拆入大量资金并打入客户资金专户，以此在监管时点临时补足客户资金。客户资金安全性

的核心问题仍未解决，客户资金循环体系不能真正地封闭。

2002年会计师事务所对证券公司的客户资金监管专项报表的审计结果表明，125家证券公司有18家公司承认挪用客户资金，占证券公司总家数的14.4%；挪用总金额为64亿元，占客户资金总额3423亿元的1.88%，占净资产1151亿元的5.60%。由于“客户资金情况表”由公司自行填报，因此以上数据还不包括那些确实挪用资金却没有填报的公司情况。海南证券、珠海证券、佳木斯证券等公司净资产已为负数，挪用保证金都在亿元以上，严重损害了投资者的利益。

从规范运作的角度看，证券公司应存在两个互不交叉的资金循环体系，即公司的营运资金体系和客户资金的运转体系。由于目前的会计核算过程中这两个体系掺杂在一起，使得证券公司可以在平时通过挪用客户资金补充自己的营运资金，也可以在监管时点通过自己或拆来的营运资金补足客户资金。因此，如不在同一时点对两个资金循环体系进行分析，不可能排查出真实的挪用情况。

#### （五）内部控制

证券公司内部控制制度是证券公司治理机制的延伸。从形式上看，我国每家证券公司都有自己的内部控制制度，但内容大多雷同，基本是现有法律法规的简单复制，在实际运作中很难得到有效执行。只顾眼前利益，忽视风险管理，为了激发自己内部各部门尤其是证券营业部的积极性，过分强调核算各部门的经济利益，而忽视了公司的整体利益和长远发展。

##### 1. 授权控制

部分证券营业部长期从事违规违纪业务，埋下了风险隐患。防火墙不严密，向下授权过大，有的证券公司的自营、经纪和资产管理业务由一人负责分管，有的证券公司前台经纪业务和后台的资金结算系统由一人负责，中间没有防火墙。有些证券公司的证券营业部，除经纪业务外，在公司授权或者没有授权的情况下，还不同程度地经营资产管理、担保、自营等其他业务，给公司带来巨大的风险。在评审报告中，《证券公司管理办法》规定，证券公司应设立独立的合规性审查部门，对公司各部门内部控制制度的执行情况独立地履行检查、评价、报告、建议职能，但我国证券公司普遍缺乏类似的部门对内控制度进行定期维护、更新和细化。

##### 2. 员工管理

证券公司已形成了较为完整的聘用、培训、考评、晋升、淘汰等人事管理制度，普遍实行业务人员、管理人员薪酬与公司业绩、个人表现挂钩的奖惩制度。证券公司在回避的基础上对重要岗位的管理人员实行委派制，探索建立、健全激励与约束机制，并开始重视员工守法意识和职业道德的教育。目前存在的主要问题是普遍忽视商业伦理的作用。鉴于证券市场的高度风险和内部人舞弊或犯罪的极大危险性，有些证券公司已开始建立关键管理人员的道德风险防范系统和诚信档案，在人员招聘、考核、晋升等各个环节，将道德和诚信记录作为重要的考虑因素；同时，完善员工表现评估机制，避免员工的短期行为。

### 3. 经纪业务控制

经纪业务是我国证券公司最基本、最成熟的业务之一，在开展经纪业务中遇到的各类风险主要集中在证券营业部，为使证券营业部这个最基本的经营单位具有足够的抵御和化解各项风险的能力，证券公司尤其应注重在经纪业务中针对证券营业部这一层面探索建立行之有效的管理模式、管理制度，并设立专门的管理机构规范证券营业部的经营行为。但是，由于历史原因和经纪业务本身环节复杂等因素，许多公司在经纪业务的内部控制上仍然需要改进，主要存在以下几个问题：（1）部分证券营业部客户存在开户缺乏必要的审验或开户资料不全的现象；（2）有些证券公司的证券营业部存在挪用客户保证金现象；（3）客户开户不规则，存在同一客户拥有多个资金账户及一个资金账户对应多个客户的情况。

### 4. 投资银行业务的风险控制

证券公司在投资银行业务控制方面，形成了从组织结构、运行机制、质量评价体系、风险控制责任到内核工作程序方面一系列较为完整的控制体系，贯穿项目的立项、实施、终审、后审全过程；对在投行业务中的不同阶段可能存在的业务风险，制定了一系列规章制度，一般都设立了由立项审核委员会、内核小组、风险控制小组等组成的业务风险控制管理体制，并由常设机构质量控制部门对日常业务进行风险控制和业务指导。目前存在的问题是：（1）与国外大投资银行相比，目前我国证券公司的投资银行项目缺乏严格的操作规定，没有形成系统的分析调查方法，依赖个人经验过多，造成低效率和失误；（2）有些证券公司虽然制定了完善的制度，但执行不力，各项具体分析指标设定和运用未彻底贯彻执行，从而造

成市场风险。

#### 5. 自营业务控制

由于证券公司一方面从事委托理财业务，另一方面自己也从事股票和债券等自营交易，这就有可能使自己的利益与其所服务客户的利益发生冲突。证券公司的自营收益可以自己独享，而受托资产管理业务的利润则要与客户分享。证券公司有可能在自营账户和受托管理账户之间进行利润转移，从而直接或间接影响客户的利益。具体包括：自营证券少计提或不计提跌价准备；高息融资进行账外自营；自营证券违规操作，且不按照有关规定进行财务核算等。证券公司自营业务内部控制方面虽然建立了投资决策管理、自营人员管理、风险控制体系、自营资金管理办，在业务执行中基本遵循了决策、操作、资金调度和会计核算相分离的原则，但存在以下主要问题：（1）自营业务的决策程序不严密；（2）证券公司虽然大多已建立止损制度，但是尚未充分发挥其作用；（3）大部分公司均建立了恰当的责任分离制度，风险控制部门与交易决策部门保持相对独立，但是仍有一些证券公司存在风险控制人员与投资决策者重叠的现象。

#### 6. 受托资产管理业务控制

作为一项新兴业务，在有关法规尚不健全、监督制度尚不完善的情况下，受托资产管理业务存在的问题较多：（1）资产管理业务与自营业务未彻底分开的问题普遍存在，很多证券公司在人员、资金、会计等方面均未分开，防火墙制度形同虚设；（2）“保底”承诺是委托理财业务中最突出的问题，在未设立风险准备金又无其他避险工具的情况下，“保底”承诺无疑会加大经营风险；（3）受托资金的管理运作存在各种不规范现象。

#### 7. 资金管理业务控制

我国证券公司开始重视资金运营的安全性、流动性和效益性，以强化资金集中统一管理为目标，对资金结算、营运资金管理、长期投资和应收债权管理、内部往来资金管理制定了有关规定。部分证券公司内部构建了较为合理的资金管理体系，建立了资金与财务、业务相分离的控制系统，保证了资金运用、财务核算监督及各业务部门职责相互分离，各自独立，相互监督。但大多数证券公司尚未建立科学的资金管理绩效评价制度，难以对各业务部门资金使用及资金循环的成本与效益情况进行考核。部分证券公司不能严格执行统一清算、统一集中管理和统一调度的资金管理制度。

## （六）其他问题

### 1. 为客户非法融资

证券公司的经纪业务是公司利润的重要来源。提供给客户虚假信息以诱使其交易，采取多种手段给予客户非法融资或变相融资，都能直接或间接促进佣金的增加。这些行为会给证券公司及其客户带来巨大的财产风险和道德风险。

### 2. 存在大量诉讼事项

2002年，许多证券公司卷入诉讼事项中，证券公司对外起诉涉及资产高达40亿元左右；涉及被起诉案件总标的额接近13亿元。证券公司频频涉诉，不可避免地对公司的经营及财务造成冲击，特别是许多公司因亏损难以追回资产，而只能遭受巨大的资金损失。

### 3. 对外担保

在我国证券市场快速发展时期，各项证券业务的竞争也愈演愈烈。一些证券公司迫于竞争压力，争取承销业务，在对上市公司进行上市辅导的同时，也经常为上市公司提供贷款担保。为了增加客户交易量并增加佣金收入，一些证券公司也违反规定，为以买卖股票为目的的客户贷款提供担保或提供直接融资。

### 4. 持续经营能力差

证券公司持续经营风险日益成为人们关注的重点。失去持续经营能力，即意味着证券公司接下来面临的是重组或破产风险。具有持续经营风险的证券公司往往表现为：资不抵债、连续亏损；营运资金极度缺乏，过度依赖短期借款筹资或无法偿还到期债务；由于涉诉而存在巨额的或有损失。

## 第二节

### 证券公司治理

#### 机制研究：必要性和意义

为适应社会主义市场经济发展的需要，我国大部分证券公司已经按照《公司法》的要求确定了公司法人治理结构的基本架构，初步形成了股东

大会、董事会、监事会和经理人构成的法人治理体系，并通过公司章程对法人治理结构的各部分职能予以明确，制定了相关的决策程序和管理议事规则，按期召开会议，研究解决出现的各种问题，履行各自职责，分别行使决策权。证券公司开始聘任独立董事，重视发挥独立董事的监督职能。2002年，共有29家证券公司聘任了独立董事，并有多家公司表示即将开始聘任独立董事。36家证券公司在董事会下设立了各类专门委员会，负责内部监督、投资决策、发展战略或人力资源开发计划的制定。但是我国证券公司治理机制仍然存在明显的缺失，突出表现在对治理机制缺乏清晰的概念，普遍忽视外部治理机制的重要性，即使是内部治理机制也很不完善，将内部治理机制片面地理解为法人治理结构，错误地认为只要建立了法人治理结构，制定了股东大会制度、独立董事制度和监事会制度就能解决证券公司治理问题。对证券公司治理机制的狭义理解，使公司治理陷入困境。

## 一、股权结构

我国证券公司发展初期基本是国有股权。目前虽然有一些民间资本参股证券公司，但国有产权所占比例仍达80%以上。一方面，与上市公司类似，证券公司普遍存在“一股独大”的问题，例如恒远证券（60.4%）、广发北方（51%）、华安证券（51.6%）、青海证券（93%）、天津一德（55%）、天元证券（62%）等公司大股东持股比例均超过50%。这样导致我国证券公司股权高度集中，从所有权性质来看都属于国有股和法人股，几乎没有个人投资者。特殊的股权结构造成了我国证券公司股权的流动性很差，即使在法人股之间较有限的转让中，由于证券公司很少上市，无法通过证券市场这一高效的流通机制实现转让，效率低下。另一方面，证券公司的股东没有发挥所有者的管理职能，证券公司中存在着因法人治理结构不健全而形成的公司经理人对证券公司的内部人控制问题。由于在公司经理人的报酬机制上还没有很好的经验，公司经理人还不能很好地处理自身利益与公司发展的关系，存在着明显的行为短期化倾向。证券公司中高收入、高消费和分光吃穷的现象时有发生。证券公司的积累后劲不足，少数公司搞账外账，甚至私设小金库，非法转移收入，损害股东的利益。