

# 第一篇

## 券商政策及研究



## 1.1 论证券经营机构的科学管理

随着我国资本市场的发展，证券经营机构也得到了相应的发展。

十多年来，证券经营机构为我国的改革事业做出了历史性的贡献。从证券市场的出现和发展，到 800 多家公司上市；从企业资产重组，到企业股份制改造；从企业财务顾问，到政府财务顾问；从为企业融资，到为政府融资，所有这些，都体现了证券经营机构的作用。

过去十年，正是我国经济由计划经济向市场经济转换的时期。经济体制改革的迅速发展，客观上为证券经营机构的迅速发展提出了要求，也为证券经营机构的发展创造了条件。在这样的经济环境下，证券经营机构按照自我发展思路向前发展。伴随发展，证券经营机构也积累了很多问题。诸如管理制度不健全，经营风险环节多，不良资产沉淀多，缺少经营资金，业务范围狭窄，缺少发展后劲等。这些问题的存在，严重制约了证券经营机构的发展，使之很难适应经济发展的要求，更难抵御金融市场开放以后外来资本的冲击，也无力参与国际资本市场的竞争。1999 年 7 月 1 日，证券法开始施行。证券法既规定了证券经营机构的行为准则，同时也为证券经营机构发展创造了外部环境，可以说为证券经营机构的发展从根本上提供了法律保障。但是，仅有法律保障还是不够的，证券经营机构要生存和发展，还必须在自身建设上发动一场革命，建立一整套适应生存和发展需要的、科学的现代企业管理体系。

证券经营机构的科学管理体系至少包括 11 个方面，即以科学决策为核心的组织领导体系；以风险防范为核心的业务监管体系；以公司发展为核心的研究信息体系；以人才资源为核心的人才工程体系；以发挥潜能为核心的员工激励体系；以经营利润为核心的业务拓展体系；以资金运作为核心的财务管理体系；以盘活资产为核心的资产运营体系；以优化环境为核心的公共关系体系；以公司形象为核心的企业文化体系；以后勤保障为核心的行政管理体制。

### 一、以科学决策为核心的组织领导体系

组织领导体系是一个公司的灵魂，任何正确的或错误的决策都产生于此；而公司的经营、管理决策科学与否，直接关系到公司的生死存亡，兴衰成败，在这方面，经验和教训是不胜枚举的。我国证券行业发展到今天，证券经营机构都面临着历史性的抉择，这就要求证券经营机构必须把建设一个以科学决策为核心的组织领导体系放在首位。

(1) 公司要有一支优秀的干部队伍。公司的干部队伍包括高层和中层，一支优秀的干部队伍应该是思维敏锐 学识渊博 经验丰富 思路开阔 决策英明 互相配合 讲求实效 推功揽过 领导有方 勇于开拓。

(2) 公司要有一种科学的管理体制。在现阶段，股份制的体制应该在证券经营机构普遍推开，让股东大会、监事会、董事会在公司决策中真正起作用。

(3) 公司要有现代企业的组织管理层次。公司的组织管理层次应该是依据《公司法》和《公司章程》的规定设置。

(4) 公司要有一套民主的决策机制。公司的重大经营、管理决策，要经过周密策划、民主决策，把失误和损失控制在最小程度。

(5) 公司要有精简高效的机构设置。公司机构设置的基本原则是符合实际、精简高效。精简高效的组织机构是实施科学决策的组织保证。

(6) 公司要有一套科学的管理模式。科学的管理模式应该是决策上互相渗透、执行上互相制约。避免出现决策中的封闭现象和执行制约上的真空现象。

(7) 公司要有适应时代要求的思想体系。指导公司各级领导做出科学决策的是适应时代要求的思想体系。缺少先进思想的人不能进入各级管理层，尤其不能进入高级管理层。先进的思想体系有利于在经营管理的决策上达成共识，起到推动公司发展的作用。

证券经营机构有了这样一套组织领导体系，再配合以完善的制度建设，就能保证公司的发展方向。

## 二、以风险防范为核心的业务监管体系

证券行业在我国是个新兴行业，无论管理层还是企业都缺少规范的历史和防范风险的经验。证券行业的风险性远远超过其他金融行业，更大于传统产业。近些年来，在这个领域发生的风险事例屡见不鲜，给企业造成了巨大损失。因此，该行业成为重点防范对象。证券经营机构只有严密防范风险，避免实发风险对日常经营活动的干扰，公司的经营活动才能正常进行。构成证券经营机构风险的因素有内部因素和外部因素，可以归纳成数十种。概括起来可分为九大风险。即市场风险、环境风险、政策风险、系统风险、机制风险、资产风险、管理风险、经营风险、人才风险。针对诸多风险，证券经营机构必须建立以风险防范为核心的业务监管体系。

(1) 要树立全员风险意识。公司所有岗位特别是直接业务岗位，都可能发生风险。公司要经常开展风险教育，让风险因素和风险环节深入人心，消除风险盲点，实行风险一票否决制。

(2) 建立健全的规章制度。制度设计要覆盖所有风险因素和风险环节，消除制度盲区。

(3) 加强研究，采取措施。对风险因素和风险环节要加强研究，利用先进技术和科学方法对风险加以化解和防范。建立风险评估系统，运用各种方法、指标和模型，配置技术监测工具。

(4) 建立组织架构，强化监管力度。设立风险管理委员会、财务管理委员会、资产管理委员会和风险管理部及风险管理员。经常检查，发现问题，堵塞漏洞，避免风险实际发生。

## 三、以公司发展为核心的研究信息体系

我国的证券经营机构起步晚、底子薄、规模小，但发展速度比较快，这是基本特点。经过十年的竞争发展，证券经营机构逐步呈现出四大发展趋势，即规模化、特色化、科学化和国际化。随着证券市场买方市场的形成，证券经营机构开始以理性的集约发展代替非理性的粗放发展。我国经济和社会的发展，对证券经营机构不断提出新要求。证券经营机构的竞争实力，除了资本的实力，就是研究的实力，要保证自己在日趋激烈的竞争中立于不败之地，证券经营机构必须建立起以公司发展为核心的研究信息体系。

研究信息体系包含研究体系和信息体系两部分。就研究而言，证券经营机构要以证券

法对证券经营机构业务范围的规定为基础，研究公司业务发展方向。

(1) 要研究经济发展对证券经营机构业务的需求，特别是对主体业务的需求。证券经营机构的业务供给和经济发展对证券经营机构的业务需求必须吻合，供大于求或供小于求都不利于公司发展。不论是金融创新，还是服务项目，亦或是服务手段，都应如此。当然，研究工作的适当超前还是有益的。

(2) 要研究国内同行业发展状况，做到知己知彼。由于各公司发展历史不同，地理区域不同，发展战略不同，思维视野不同，形成了不同的发展定式，进而形成了不同的发展规模和发展速度。因此，公司之间有必要互相开放，互相学习，取长补短。

(3) 要研究国家法律、法规、政策，做到依法经营，合规运作。证券经营机构既要研究本业法律、法规、政策 还要研究业务所及领域的法律、法规、政策 把法律、法规、政策用好用足。

(4) 要研究公司自身建设问题。诸如体制改革、增资扩股、资产重组、制度建设、企业文化、公共关系 等等。

(5) 要研究证券一级市场和二级市场，服务公司的经纪业务和投资银行业务。

(6) 要面向世界开展研究。证券经营机构的业务要走向世界，必须研究国际范围内的政治、经济、业务环境 证券市场的供求关系 同行业的发展状况 相关的法律、法规、政策。

就信息而言，证券经营机构要建设广阔的信息渠道，要有先进的信息网络。对采集的信息应及时分析、筛选 去粗取精 去伪存真 供决策参考。

研究工作和信息工作是证券经营机构发展的两个翅膀，缺一不可。

证券经营机构的研究体系和信息体系主要依靠相应的机构来保证。公司应该成立研究中心和信息中心，并为其职能定位。

#### 四、以人才资源为核心的人才工程体系

在产业结构中，证券行业属于高智商板块，是知识密集型产业。对于这样一个行业来说，它的发展需要有一大批专门人才做支撑，否则的话，将难以为继。业内人士常常把人才和资金比做证券经营机构的两个轮子，缺一不可。而在现实中，人才的短缺恰恰成为很多证券经营机构发展的瓶颈。人才队伍的差异，成为证券经营机构之间发展不平衡的主要原因。而且，证券经营机构新一轮竞争，将是综合实力和综合素质的全面较量。因此，证券经营机构的人才队伍建设是决定公司生死存亡的大问题。必须从长计议，下大力气，建设以人才资源为核心的人才工程体系。

人才工程体系，主要包括以下内容：

(1) 扩大选才半径，打破局域限制，把选拔人才的工作扩展到更大的空间，以充分利用社会上的人才资源。

(2) 要有一套科学的选拔机制和用人原则。唯才是用，任人唯贤。

(3) 要有长远的人才理念，把公司长远发展战略体现在选人用人上。在人才的学历结构、专业结构、职称结构、年龄结构、性别结构、能力结构诸方面认真研究 既要满足公司现实业务对人才的需要，又要考虑到公司在一段时期内业务发展对人才的需要；既要降低人工成本，又要避免人才浪费。

(4) 要有一套立足现实和长远相结合的培训措施，以解决人才的智力资源再生问题。

对人才智力的使用，不能采取掠夺式，要边使用边培养，利用多种手段和机会为人才补充知识，包括到国内、外去考察、进修等，以适应证券行业不断加速的知识更新。

在人才培养方面，除了知识提升以外，更要在敬业精神、团队精神、守法意识、纪律观念等方面下功夫。

(5) 要有一套科学的人才评价制度和评价方法，避免在人才评价上的长官意志和主观主义。客观、公正地评价人才，是对人才的爱护，是调动人才积极性的起码条件。

(6) 在人才结构上，要有现代企业所需要的人才层次。人才层次可以有不同的体现方式 例如 决策层、执行层、操作层是一种体现 领导型、智囊型、管理型、技术型、公关型、熟练型又是一种体现。无论用什么方式体现，人才的层次结构和梯队结构都是人才工程的组成部分。各种类型人才的供给，仅仅依靠外来补给是不可取的，还要依靠内部的发现和造就。

(7) 在用人方式上，可以招聘和租赁相结合。

(8) 要建立非常完备的人才档案，对人才实行跟踪管理，并存入计算机。人才工程体系的核心是符合公司长远发展需要的人才数量和员工队伍的素质。

人才工程体系的建立是一个系统工程，要有长期性和计划性。

人才工程体系的建立，要依靠公司各级领导、有关部门和员工自身共同完成。

## 五、以发挥潜能为核心的员工激励体系

马克思主义告诉我们，人是生产力中最活跃、最有生气的革命力量。在现代企业中，人们越来越重视以人为本的企业理念。以人为本，就是尊重人、信任人、承认人的价值和努力，并在物质上和精神上得到体现。以人为本的作用在于尽可能多地发挥人的潜能，激励员工更好地为公司效力。这就要求公司必须建立以发挥潜能为核心的员工激励体系。

(1) 要熟悉每个人的专长和能量，并根据能量极限原理，安排每个人的工作。

(2) 要根据证券经营机构高学历人才密集的特点，制定相应政策，以保护高中级知识分子的积极性。

(3) 要为人才创造良好的工作环境，特别是企业文化环境和人文环境。

(4) 鼓励良性竞争，建立良性激励机制。不给嫉贤妒能者以滋生的土壤。

(5) 证券经营机构就整体而言，是知识密集、人才集聚的地方，但就具体岗位而言，还有劳动复杂程度的不同。因此，激励机制要有倾斜性。

(6) 建立一套员工参与管理、参与决策的机制。让员工的聪明才智和热情通过正常渠道渗透到公司的管理和决策中去，让员工通过关心公司的利益来实现个人的利益。为体现员工的利益和公司的利益一体化，还可以实行“职工持股计划”。

(7) 对公司中层以上干部、分支机构的经营管理者、高级研究员、特殊岗位、特殊贡献人员，还可以实行年薪制、干股、期权等办法。

(8) 建立一套有利于人才脱颖而出的机制。

证券经营机构的人才激励体系，主要依靠决策层的高度重视，然后是制度保证，再就是有关部门的政策水平。

## 六、以经营利润为核心的业务拓展体系

证券经营机构是以与金融证券有关的业务为主体的企业，而企业一切行为的最终目的

便是实现利润最大化。证券法的颁布，为证券经营机构的业务范围做了界定，公司要在证券法的界定之内，制定出以经营利润为核心的业务拓展体系。

(1) 要把经纪业务做好。经纪业务是证券经营机构的基本业务，也是大部分证券经营机构的利润源泉，是证券经营机构的成熟业务。近年来，由于信息通讯手段的发展，使证券经营机构的经纪业务向智能化、便捷化、高效化、安全化发展。经纪业务不断被创新，深度和广度不断得到拓展，但远没有达到横向到边、纵向到顶的程度，拓展的空间仍然很大。

经纪业务的服务对象是投资者，证券经营机构在这方面要做的主要工作就是开发投资者市场。

(2) 要做好投资银行业务。投资银行业务在我国还刚刚起步，对一些中小证券经营机构来说，这方面的业务还很生疏。社会上对证券经营机构的这方面业务也还有待认识。但随着经济改革的不断深入，随着投资银行业务示范效应的蔓延，这方面的业务便会空前广阔，证券经营机构在这片广阔的天地里会大有作为。

(3) 要做好上市公司的业务。我国国有企业要摆脱困境，任务还相当艰巨，而证券市场将起到更大的作用。

(4) 要做好金融创新业务，开发金融衍生品。我国现阶段金融产品还很有限，还不适应经济发展的需要。特别是与发达国家比较，差距就更大。随着我国金融市场的对外开放，我国的金融产品会不断被开发出来，而证券经营机构在这方面可以做大量工作。

(5) 要做好国际业务。随着国际资本市场的迅速发展和全球经济一体化进程的推进，国际间的金融、证券、投资业务将迅速渗透。国际融资，境外上市，跨国兼并等，都将为证券经营机构开展业务创造更大的空间。

证券经营机构拓展业务，要本着充分论证、规模适度、成本低化、规避风险的原则。发展项目选定之后，先由研究发展部门进行调研、论证，再由风险控制部门进行风险测试，再由财务控制部门进行成本测算和资金平衡，最后由决策机构定夺。

## 七、以资金运作为核心的财务管理体系

证券经营机构是典型的资金密集型企业，其经营活动常常需要大量资金做保证。因此，公司建立以资金运作为核心的财务管理体系至关重要。

(1) 要赋予财务管理部门以资金运作的职能。财务管理部门的职能不能停留在一般意义上的财务会计工作上，而应把资金运作作为财务管理的重要组成部分。

(2) 资金运作的核心是保证资金的有效供给。公司要把融资工作摆在重要位置，确保政策允许范围内的资金供给渠道，在公司经营需要资金时，能保证及时到位。

(3) 资金运作的另一重要职能就是资金在经营各环节之间的平衡、调配。根据轻重缓急，把有限的资金用在刀刃上。

(4) 公司在做财务计划时要充分考虑到资金的需要与可能，特别要安排好风险保证金。

(5) 公司始终要把开源节流、控制成本开支作为财务管理的日常工作。

(6) 财务管理是公司控制风险的主要环节，公司的财务管理委员会和财务部在资金的运筹帷幄中，要维护制度，严格把关，控制风险。

## 八、以盘活资产为核心的资产运营体系

经过十年左右的经营，证券经营机构都不同程度地沉淀了一些资产，需要盘活证券经营机构需要盘活的资产，主要体现在证券资产、席位资产、清偿债权后沉淀下来的各种实物资产、尚未脱钩的经营实体、暂时不能变现的债权以及知识产权的形态上。由于存在大量的非流动资产和不良资产，使证券经营机构背上了沉重的包袱，使公司的优良资产率和资产流动性大大降低，严重地影响了公司资金周转和企业形象，给公司带来了巨大的损失。因此，证券经营机构有必要建立以盘活资产为核心的资产运营体系。

(1) 根据管理层的要求，将经营实体剥离，实行分业经营。由于大多数实体都是不盈利的，把它们剥离出去，既有利于改善公司的资产质量，又有利于激活实体。

(2) 对自身的资产进行整合。可以采取剥离、置换、出售、出租、抵押、典当、托管、重组、核销、加速折旧、作价入股等方式，将资产盘活。

(3) 寻找合作伙伴，对内吸股或对外参股，通过体制改革将自身激活。

公司进行资产运营，应有研究发展部门、资产管理部门、财务管理部门以及资产管理委员会共同参与。

公司进行资产运营，可利用各种先进手段，包括在互联网上运作。

## 九、以优良环境为核心的公共关系体系

一个公司的经营活动得以顺利进行，离不开良好的公共关系环境。因此，证券经营机构必须建设以优良环境为核心的公共关系体系。

- (1) 建设好公司所在地的公共关系。
- (2) 建设好业务网点所在地的公共关系。
- (3) 建设好项目所在地的公共关系。
- (4) 建设好项目合伙人的公共关系。
- (5) 建设好行业管理部门的公共关系。
- (6) 建设好投资者的公共关系。
- (7) 建设好新闻媒体的公共关系。
- (8) 建设好金融系统的公共关系。

还有其他方面的公共关系。

对一个公司来说，良好的公共关系的建设，必须依靠公司所有部门，而且是全方位、立体化、持久性的系统工程，忽视不得。没有良好的公共关系，往往事与愿违，事倍功半。具备了良好的公共关系，则畅通无阻，事半功倍。

## 十、以公司形象为核心的企业文化体系

一个公司形象的树立，依赖于该公司企业文化体系的建设。而企业文化体系的建设，是影响企业发展的重要因素。一方面，积极、健康、向上的企业文化，蕴涵着强大的原动力和凝聚力，推动企业向前发展；而消极、颓废的企业文化，则蕴涵着涣散和没有作为，从而制约企业发展。另一方面，建立在不同企业文化底蕴基础上的公司形象，在社会上也会产生不同的反响，被社会认可或者否定，从而间接地影响着公司的发展。由此可见，证券经营机构的领

导切不可忽视企业文化体系的建设。

企业文化体系，主要包括以下内容：

- (1) 公司要有自己的经营方针、经营战略、经营理念。
- (2) 公司要有整齐划一的包装形象，包括系列化的形象标志。
- (3) 公司要有朝气蓬勃的精神风貌。
- (4) 公司要有丰富多彩的文化活动。
- (5) 公司要有精神文明建设的载体，诸如文化刊物、内部网络之类。
- (6) 公司要有计划性和节奏感较强的宣传活动。

公司的企业文化既要体现时代特征，又要体现自己的特色。

证券行业的员工队伍应年轻化，知识化，企业文化的建设要依靠他们，还要反映他们的要求。

证券经营机构的企业文化体系建设，要系统规划、统筹运作。

## 十一、以后勤保障为核心的行政管理体系

“兵马未动，粮草先行”，讲的是后勤保障的作用。证券经营机构的经营管理活动，离不开以后勤保障为核心的行政管理体系。行政管理体系主要包括以下几方面：

- (1) 资产管理。公司要做到资产底数清楚，法律文件完备，产权关系明晰，资产价值清楚。
- (2) 档案管理。公司要建设现代化的档案管理系统，人、财、物经营，管理、法律文件等档案必须完备，不得遗失。
- (3) 文秘管理。文秘管理主要是文件、印鉴管理。
- (4) 办公用品管理。
- (5) 员工福利管理。
- (6) 对外行政事务的往来。

公司的行政管理不仅仅是行政管理部的事，其他部门也有一定的行政管理职能，只不过行政管理部的职能更集中。

行政管理的核心是后勤保障。因此，行政管理部和行政管理人员要树立周到、热情、勤勉、快捷的服务理念；应保证这个系统的高效运转，以适应公司业务经营活动的需要。

证券经营机构只有建立了这样一套管理体系，其公司的管理才可以称之为是科学的，而科学的管理是能够给公司带来竞争实力和经济效益的。（王宝连）

## 1.2 股指期货离我们有多远？

1982年2月，美国堪萨斯交易所 Kansas City Board of Trade 首次推出股价指数期货（即价值线 Value Line）股价指数期货合约。由于具有交易成本低、抗风险性强等优点，这种金融工具创新一经推出就赢得了广大投资者的热情追捧。此后，各种形式的股指期货迅速出现，使其成为迄今为止历史最短、发展最快的金融期货品种。

股价指数期货，本质上是一种金融衍生工具，是以股票市场的股票价格指数为交易对象的期货，是交易双方根据事先约定的价格同意在未来某一特定时间进行股价指数交易的一种契约。其价格高低是以股价指数的变化为基础，并且合约到期时以现金进行交割。合约到期时，如果股价指数高于期货价格，则卖方向买方支付现金差额，使买方由此实现低价买进的愿望；反之，如果股市指数低于期货价格，则买方支付现金差额给卖方，卖方即达到高价卖出的目的。

### 一、股指期货的特征

股指期货具有“间接股票”的特征。股指期货往往被称为“没有股票的股票交易”。由于它的交易对象不是具体的某一只股票，而是股价指数期货合约，因此，它并没有实际的股票交割，而是相应地进行差额结算、现金交割。但是，股指期货以股价指数期货合约作为交易对象，本质上就是以一揽子股票为交易对象，以一揽子股票的加权平均价格为基础，因而它实质上是一种“间接股票”，股指期货交易本身是一种间接的股票交易活动，具有期货机制特征。既然是股指期货，那么，它的交易就必须以期货机制来进行运作。首先，股指期货是交易双方同意在约定的价格下于某一履约日期进行股价指数交易的一种契约。其次，股指期货实行保证金制度，以一定的资金就可以购买数倍于该资金的股指期货合约，即以合约总值的一定比例的保证金就能够持有该份合约。这就是期货机制的以小博大的杠杆原理。一般保证金比率在3%~10%之间，但是可以调整的。说股指期货交易有风险，主要原因并非它的价格波动太大，而是因为保证金比率过低造成的杠杆效应。

### 二、股指期货的市场绩效

股指期货以其“间接股票”和“期货机制”双重特征而对证券市场产生显著的正绩效：真正分散证券市场的投资风险，有效激励证券市场的交易活动。

由于本质上是一揽子股票为交易对象的间接股票交易，股指期货符合分散投资的基本原理，将单只股票的急剧跌宕带给整个投资组合的破坏力降到较低水平，明显降低了投资风险，使投资者容易地采取高度分散化投资而无需直接从事大量的股票交易。

由于具备期货机制安排，在保证金制度下，投资者买进股指期货合约比同时买进相应股票所需投资金额要少得多，对投资者而言是一种更加经济合算的交易活动，因此，股指期货交易对场外资金积极入市具有激励作用，有助于活跃证券市场的交易行为。

作为一种金融衍生工具，股指期货通过将期货市场的做空机制引入股票市场，为股市投

资的反串对冲和规避风险提供了一种重要工具。为避免或降低难以预测的风险，投资者可以在进行股票投资的同时，伺机进行股指期货的反向操作。这样一来，股市下跌导致股票价格降低的同时也加大了所持股期货价格与股票指数之间的差额，从而使股票交易上的损失在期货交易中得以补偿，达到“堤内损失堤外补”的效果。分散投资风险和增加获利机会的双重激励促进了证券市场的交投活跃。

### 三、股指期货，我们已经可以准备实施

股指期货，作为一种金融衍生工具，既有规避风险的一面，也有产生风险的一面；既具有投资性，也具有投机性，但它本身并不具有善恶之分，只要运用得当、监管严密，就能够充分发挥它规避风险和活跃市场的功能，就能够对证券市场产生显著的正绩效。

在我国，股票市场已经有了九年的发展历史，期货市场也走过了十年的风雨历程，两个市场均已具有相当规模的规模，积累了比较丰富的经验。目前，我国证券市场已经基本具备股指期货生存的理论准备、市场基础、交易需求和监管环境，也就是说，我们已经可以准备实施股指期货交易制度。

从理论准备来看。自从 1990 年中国证券市场正式建立以来，有关证券期货的理论和实务研究就在学术界和市场界广泛兴起。与此同时，对国债、股票和期货等知识的传播也逐渐深入到社会各阶层，从教授到学生，从领导干部到平民百姓，从大都市到小城镇，从城市到农村，都有人谈论证券和期货。这些都为我国准备实施股指期货提供了知识准备。

从市场基础来看。截止 1999 年一季度末，我国上市公司已达 900 多家，累计筹资近 4000 亿元，总市值已达 30000 亿元，流通市值也有 9000 多亿元，投资者的开户数已有 4000 万户。我国证券市场日益扩大的投资规模和快速增长的流通市值已为市场的相对稳定提供了基本保证，从而为准备实施股指期货奠定了市场基础。

从交易需求来看。经过几年的市场锤炼，为数不少的老基金已经理性起来，而不断登场的新基金更是循规蹈矩，理性投资正在逐渐成为我国证券投资的主流观念。银行、保险公司和其他各种基金在国债投资上也是极为理性的。这些机构投资者理性的巨额投资具有强烈的避险需求，它们需要新的交易工具来满足这种需求，而股指期货是目前比较理想的一种选择。

从监管环境来看。经过整整一个年代的努力，我国证券期货市场在规范 and 发展的互动之中基本形成了一套比较完整的监管体制。尤其是确立了中国证监会的垂直领导体系，《证券法》已于 1999 年 7 月 1 日正式生效，期货市场在完成第三次具有战略意义的深刻调整之后即将迈出坚实的发展步伐。所有这些，不但为实施股指期货构建了良好的监管环境，而且为股指期货的实施及其交易、结算和监督制度的建立提供了成功经验。

综上所述，我们距离股指期货实际上已经越来越近，我国证券市场已经可以准备付诸于实施了。当然，目前是否准备实施主要取决于管理部门的意愿。不过，笔者以为，只要按照先立法、后试点、再推广的思路来展开，现在我国就可以进行实施股指期货的准备工作了。

（谢曙光）

## 1.3 加入 WTO 中国券商的机遇与挑战

1999 年 4 月 10 日，中美就中国加入世界贸易组织（WTO 前身为 GATT 即“关贸总协定”）问题发表联合声明，美方在声明中表示“坚决支持中国在 1999 年加入世界贸易组织”，并且双方已就中国加入 WTO 一揽子协议中的重要组成部分《中美农业合作协议》达成一致意见。随后，包括欧盟、日本等在内的区域性组织和国家纷纷表示支持中国在 1999 年内加入 WTO。尽管在 5 月份，中国与美国、欧盟国家经历了严重的政治障碍，但中国政府明确强调，经济建设依然是中国的首要任务，再大的政治分歧也不会影响中国的经济建设，也动摇不了中国坚持改革开放的决心。由此表明，在经历已达 13 年之久的“复关”谈判之后，中国加入 WTO 进程已经取得了重大进展并进入最后冲刺阶段。加入 WTO 对中国金融企业，尤其是对证券经营企业（券商）将有着重大影响。

### 一、WTO 关于证券行业开放的基本要求

世界贸易组织（WTO）的宗旨在于，通过建立一个开放、完整、健全和持久的多边贸易体制，促进世界货物和服务贸易的发展，有效而合理地利用世界资源，达到改善生活、扩大就业、确保实际收益和有效需求稳定增长的目的。开放国内的证券业，允许国外证券公司参与国内证券业务，属于服务贸易范畴，归辖于 WTO。WTO 缔约方证券行业的对外开放，必须遵循《服务贸易总协定》的基本原则，其主要有以下六项：最惠国待遇原则、透明度原则、发展中国家更多的参与原则、市场准入原则、国民待遇原则以及逐步自由化原则等。其中，前三项原则为一般性原则，各缔约方在所有服务贸易领域都必须遵守。而市场准入、国民待遇和逐步自由化等后三项原则则属于特定义务，需要各缔约方经过谈判达成具体承诺并加以执行。

《服务贸易总协定》对于证券业开放的基本要求，是由其基本的法律原则所决定的：

（1）就证券业的市场准入原则而言，各缔约方的证券业应该向其他缔约方开放，除非在承担义务清单中明确规定，否则任何缔约方不得限制外资进入本国证券业，包括限定其最高持股比例，或对单个或累计的外国投资实行限制；不得要求缔约方必须通过特定法人实体或合营企业从事证券业务；不得限制境外投资者的数量，包括采用数量配额、垄断、专营服务提供者等方式；不得限制外资经营业务的总量。

（2）就证券业的国民待遇原则而言，各缔约方给予外国证券投资及投资者的待遇不得低于给予本国证券投资及投资者的待遇，包括投资品种、投资数量、投资比例等方面都不应有差别。

（3）就证券业的透明度原则而言，除非存在紧急情况，各缔约方必须将其与证券业有关的法律、法规、行政命令和所有的其他决定、规定以及习惯做法，最迟在生效之前予以公布，以便于国内外市场主体有充分的时间予以了解和掌握，尽量使得市场环境变得可以预见，并进而决定自己的行为取向。

在世界贸易组织的主持下，1997 年约有 70 个国家和地区的代表参加了金融服务贸易的多边谈判，并在年底最终达成了新的金融服务贸易协议。该协议旨在消除各国长期存在的

银行业、保险业和证券业的贸易壁垒，确立多边的、统一的、开放的规则和政策。其中，在证券业的开放方面，新的金融服务贸易协议确定了具体的要求，包括各缔约方同意对外开放证券及其信息市场；允许外资在国内建立金融服务公司并按照竞争原则运行；外国公司享有与国内公司同等的进入证券市场的权利；取消跨境服务的限制；允许外国资本在国内投资项目中的比例超过 50%。

## 二、中国券商的现状分析

### （一）机构数量与规模问题

据统计截止 1998 年底，中国券商机构数量超过 400 家，其中比较规范的专营证券业务的券商有 90 家，兼营证券业务的信托投资公司有 245 家，财务公司有 69 家，融资租赁公司有 16 家。在众多券商机构中，注册资本达到或接近 10 亿元的仅仅 10 家左右，净资产规模超过 10 亿元的也只有 16 家。考虑到 1999 年 7 月 1 日《证券法》正式生效后券商按照综合类和经纪类划分，部分券商（主要是兼营证券业务的券商）会依法清理整改，部分券商之间会实施合并重组，部分券商会进行增资扩股。但是，与西方发达的证券业相比，中国券商机构在数量上依然较多，在规模上仍显偏小。就总体规模而言，目前中国券商机构的资产总额为 1600 亿元，平均每家 3.5 亿元左右，与国际大型券商相比，1600 亿元的机构资产总额简直微不足道。如 1998 年底美林证券公司总资产即达 2998.04 亿美元，摩根斯坦利的总资产更是高达 3175.90 亿美元，是 1600 亿元人民币的 15 倍以上，是最近合并形成的中国最大券商国泰君安证券公司总资产（不过 300 亿元左右）的 80 多倍。

### （二）业务品种与结构问题

目前，中国券商的业务品种并不算少，主要有以下几项：① 证券承销，② 证券经纪，③ 证券自营，④ 企业并购和重组，⑤ 基金管理，⑥ 研究及咨询，⑦ 国际业务。就业务结构而言，证券承销、证券经纪和证券自营是中国券商的核心业务，而其他业务则发展相对缓慢，造成了中国券商业务结构相对单一化的局面。从中国券商的利润构成中可以清晰地看出其业务结构的相对单一特征：券商主要收益来自于经纪业务，大型券商的交易佣金及相关收入一般占其营业收入的 50% 左右，而自营业务和承销业务收入占 30% 左右；小型券商由于主要从事经纪业务，其交易佣金及相关收入一般占营业收入的 80% 以上。就中国券商整体的业务结构来看，证券承销、证券经纪和证券自营在利润构成中所占比重分别为 15% ~ 20%，30% ~ 40%，25% ~ 30%。金融企业往来收入占 15% ~ 20%，其他业务收入占 10% ~ 15%。

中国券商的业务品种与业务结构现状，与国外成熟证券业相比，差距是明显的。以美林证券公司的业务状况为例，其主要业务品种及结构特征为：① 利息和股息收入，这是美林公司收益来源的最大部分，来自于美林公司持有的其他公司股票分红和为客户提供短期贷款所获利息，在其利润构成中的比重达 50% 左右；② 佣金收入，来源于上市证券交易、共同基金销售、货币市场交易、期货市场交易及场外交易等，在其利润构成中占 15% 左右；③ 主要交易收入，是指美林公司参与股票、债券、外汇及掉期、金融衍生工具交易而取得的收入，在其利润构成中占 15% 左右；④ 投资银行业务收入，包括承销各类证券和提供战略性服务的收入，其中战略性服务又包括债务重组、并购活动以及其他咨询服务等，在其利润构成中的比重接近 8%；⑤ 资产及投资组合管理收入，包括管理资产、托管服务、咨询服务、按揭服务、人寿保险、养老保险以及各种信托服务，在其利润构成中占到 9% 以上。由此不难看出，中

外券商在业务品种及其结构方面的差距是巨大的。这种差距固然与中外券商在金融制度环境方面的不同有关，更反映出中国券商在业务开拓创新上同国外券商之间的差距。

### （三）机构运作与管理问题

中国券商目前普遍存在机构运作效率低的问题，主要表现在权益乘数和智力效率双低上。权益乘数和智力效率集中体现券商的核心竞争力，前者指券商的财务杠杆比率，即其资产总额与股东权益的比率；后者指券商对所拥有的人力资本的使用效率。一般地，权益乘数越大，券商在经营中运用财务杠杆的能力就越强。根据中国人民银行总行对全国 28 家主要券商的调查统计，其平均资产负债率为 87.58%，平均权益乘数仅为 8 倍。与国外大型券商的同期资产负债率相比，中国券商是比较低的，如美林公司为 97%、摩根斯坦利公司为 96.67%。但是，这些国外大型券商的权益乘数高达 30 倍以上，其运用财务杠杆的能力却比中国券商强数倍。而且，国外大型券商所持资产的流动性也远比中国券商高，因为中国许多券商将大量资产沉积在房地产和三角债等难以收回的非金融资产上。这就使中国券商机构的运作陷入了“悖境”，即一般不会同时出现的低权益乘数与高经营风险却集于一身。在体现券商核心竞争力的另一方面，中国券商使用人力资本的智力效率也比较低。目前，中国券商是国内人力资本最密集的企业。绝大多数从业人员具备本科以上学历，不仅具备硕士学历的从业人员随处可见，就连一般的中小型券商，每家也有几个具有博士学历的从业人员。但是，从中国券商整体角度来看，人均支持资本量仅在 10 万元到 50 万元之间，这与高素质、高学历的人力资本群体是极不相称的，粗放型的运作模式造成了对人力资本的大量浪费。

在与机构运作密切相关的机构管理方面，中国券商的管理模式和组织功能同日益深化的市场经济的要求之间，已经存在一定差距，并有继续拉大的趋势。目前，中国券商主要采取金字塔型的管理模式，其特征表现为中间传递环节多，决策输送链条长。在激烈而广域的市场竞争中，这种管理模式不仅受到来自外部竞争对券商应变能力即决策时效要求的压力，而且还会加深内部下属机构对券商总部的决策依赖。同时，中国券商的组织功能尚待深化。现代企业组织通常具有三种功能：协调功能、激励功能和信息共享功能。中国券商具有国有金融机构的一般特征，即组织的协调功能往往发挥得比较充分，而激励功能则缺乏效率，主要体现在收入分配的平均化和员工福利的刚性化。对于信息共享功能，大多数中国券商缺乏现代化的信息网络或者信息网络的功能没有得到充分发挥，部门之间信息共享度比较低，由此造成的部门壁垒使许多券商存在重复投入、浪费资源的现象。

## 三、加入 WTO 中国券商的应对策略研究

持续快速发展的国民经济为中国证券业提供了广阔的发展前景，而中国证券业正步入黄金发展时期，这不仅引起了全球投资者的关注和重视，而且欧美等发达国家要求中国开放证券业的呼声日益增高。现在时值中国加入 WTO 的最后冲刺阶段，面对加快对外开放步伐的现实，中国证券业何去何从的问题，已成为国内外证券界人士关注的一个焦点。在 WTO 管辖的服务贸易范畴内，按照《服务贸易总协定》和新的金融服务贸易协议的要求，开放国内证券业，允许国外证券公司进入国内证券市场经营证券业务，将是中国必须作出的选择。加入 WTO，从长远来看，给中国券商带来的是一种机遇，将促进国内券商之间的兼并重组，有利于提高国内券商的经营管理水平，也有利于国内券商参与国际竞争。但是在短期内，加入 WTO 给中国券商带来的更是一种挑战。在即将到来的挑战面前，中国券商如何应对，要做

好哪些准备？下面，笔者就中国券商为加入 WTO 的应对策略作些探讨。

### （一）加快实施规模经营战略，提高规模竞争力

今天的证券业，市场竞争日趋激烈，强势金融工具频频面世，加之客户对资本的需求、业务日益全球化及券商自身的扩张动力等，都要求券商具有比较雄厚的资本实力，具备一定的资产规模，以保持其竞争能力。在相同的不确定情况下，大型规模的券商拥有资本优势，比小券商有更大的融资能力，可以获得较高的信用评级，当其需要通过资本市场或货币市场进行融资时，就能够以较低的融资成本筹集到资金。为加入 WTO 早作准备，加强参与国际竞争的能力，中国券商必须借助《证券法》正式实施之际，加快实施规模经营战略，壮大资本实力，扩大资产规模，提高规模竞争力。具体可以采取以下方式：①增资扩股。中国证监会最近已经批复同意湘财证券和湖北证券两家券商注册资本为 10 亿元、中信证券注册资本为 21 亿元的增资扩股计划，这是《证券法》正式实施之际国家为券商合法融资开辟的新的渠道。这条渠道为中国券商的跨世纪发展提供了长期资本。②参与同业拆借市场和国债回购市场。实施资产管理，盘活不良资产。一方面，券商应将实业投资与证券业务分开，针对实业投资成立专门的资产管理公司，重点盘活投资于实业领域的资产。另一方面，券商可以通过资产抵押、股权抵押、质押等方式进行融资，通过资产、股权、债权相互置换等多种手段盘活所持各种证券。利用证券市场筹集资金。在按照《证券法》进行规范运作的基础上，中国券商可以考虑通过依法发行金融债券或可转换股票或向社会公开发行的方式筹资。

### （二）大力提高资本运营效率，增强核心竞争力

当今券商的核心竞争力主要体现在对财务杠杆和人力资本的运营上。目前，中国券商必须大力提高资本运营效率，扩大权益乘数，改进智力效率，增强自身的核心竞争力。首先，券商应当强化自身的财务管理，根据自身特点依法积极开拓融资渠道，正确制定融资计划，有效提高权益乘数，同时加强资产与负债管理。其次，剥离不良资产，或通过与工业资本结合即与工业企业置换股权的方式处置不良资产，改善资产质量，同时提高流动性资产的水平。第三，改进入力资本管理，提高人力资本运营的智力效率。一方面要裁减低效员工，保留现有精干人才，吸收新的优秀人才，整体提高员工素质。另一方面要优化组织结构，深化组织功能，建立起良好的激励与协调运行机制，以提高人才的使用效率。此外，还要建立和完善现代化的信息网络，提高部门之间的信息共享度，为智力效率的改进创造良好条件。

### （三）推进业务多元化战略 改善业务结构

由于历史和现实的原因，当今西方国家券商在业务上既充分利用自身的独特优势向专业化方向发展，同时为增强抵抗风险能力和综合竞争优势，积极推进业务向多元化和交叉化发展。《证券法》已经正式实施 加入 WTO 迫在眉睫 中国券商 主要是大型券商 必须积极主动地推进多元化的业务战略，改善各项业务的利润构成。既要保持在传统的经纪业务和承销业务中的优势地位，又要在新兴业务方面大胆开拓、积极创新。大券商应充分利用自己的人才优势及对国家政策取向和国内法律环境及企业环境等熟悉的优势，加强与企业界的交流和沟通 为国内企业提供并购重组、公司理财、项目融资、资产管理、投资咨询、资产证券化等多种金融服务。同时，为了适应加入 WTO 后开放竞争的需要，中国券商不但要巩固在国内市场的占有优势，而且应放眼世界，积极从事国际业务。面对国外大型券商的强力竞争，中国券商可以选择两个方向推进，一是积极介入国内企业发行 B 股、H 股、N 股、S 股的证券业务，并在这类企业的并购重组、财务顾问等业务方面塑造良好的国际形象；二是以自

己富有特色的服务，在国外大型券商无暇顾及的业务领域立足，体现出自己专业化的独特优势，并通过这些业务的运作来学习和熟悉海外市场，为国际化发展积累经验、锻炼人才。

#### （四）加强金融衍生工具创新研究

自本世纪 70 年代以来，金融衍生工具在西方国家已先后经历了三代变迁：70 年代产生了第一代衍生工具——传统期权和金融期货；80 年代产生了第二代衍生工具——利率互换和货币互换；随后合并并在颈圈互换（Collars）和互换期权两大类里的衍生工具及商品互换，被称为第三代金融衍生工具。国外券商不仅把这些金融衍生工具视为提供给客户的当然服务，而且自己也利用这些工具来为自己的帐户服务以规避风险。而对于中国券商来说，在金融衍生工具交易方面曾经有过短暂的业务历史（仅仅是 1995 年已被关闭的国债期货交易）。在加入 WTO 后，大量的国外券商将进入中国证券行业，以及国内各种金融机构，如正在兴起的证券投资基金、规模庞大的保险基金和养老基金等也将进入证券市场，对具有规避风险和套期保值功能的各种金融衍生工具将会形成强劲的需求。因此，面对金融衍生工具将在国内再度兴起的潜在机遇，中国券商应当及早制订研究计划，加强对可能出现的金融衍生工具的研究，并结合国内市场特点加以创新开发，随时准备抢占新业务的制高点。（谢曙光）

## 1.4 美国资产证券化运作的机制、特征与经济绩效

证券化 (Securitization) 是本世纪 30 年代以来世界金融市场出现的最重要和最持久的创新之一。“Securitization”这个术语由华尔街所创，最早出现于 1977 年《华尔街日报》的“华尔街见闻”专栏中，而资产证券化 (Asset Securitization) 只不过是证券化的一种直接而具体的表述。所谓资产证券化，是指这样一个过程：集合一些缺乏流动性、但具有未来现金收入流的资产如各类应收帐款，通过结构性重组，将其转换成可以在金融市场上出售和流通的证券，以便融通资金。

资产证券化的现代起源地是美国，而美国也是资产证券化最发达的国家。从 70 年代住宅抵押贷款的证券化发展至今，美国的资产证券化运作形成了一套比较完善的机制，并以其鲜明的融资特征大大促进了美国资本市场的发展，提高了美国资本市场的运行效率。资产证券化对于解决中国基础设施建设项目的融资问题和各类企业面临的资金短缺问题，对于促进中国资本市场的发展及其融入国际资本市场都具有重大的现实意义。因此，深入了解美国资产证券化运作的机制与特征及其对美国宏观经济和资本市场的绩效，对于我们积极地、创造性地运用和发展资产证券化，具有重要的借鉴意义。

### 一、美国资产证券化的运作机制安排

美国的资产证券化具有一套严谨的运作机制安排，以此保证融资目标的成功实现。这套运作机制安排包括运作主体、运作条件和运作程序等三个方面。其中，运作主体由原始权益人、特殊信托机构和投资者三类构成，他们形成一种被称为资产证券化核心的“基本交易结构”：原始权益人将其拥有的特定资产以“真实出售”的方式转让给特殊信托机构，特殊信托机构获得了该项资产的所有权，发行以该项资产（标的资产）的预期现金收入流为基础的资产支撑证券出售给投资者，并以其对该项资产的所有权确保未来的现金收入流首先用于对投资者还本付息。

为保证三个运作主体之间形成的基本交易结构有效，在资产证券化的运作机制安排前，设置了一系列不可或缺的运作条件：①证券化的标的资产能够产生固定的或循环的现金收入流；②原始权益人对标的资产拥有完整的所有权；③标的资产的所有权以“真实出售”的方式转让给特殊信托机构；④特殊信托机构本身的经营有严格的法律限制和优惠的税收待遇；投资者具备资产证券化的知识、投资能力和投资意愿。

在满足一系列运作条件的上述基本交易结构的基础上，美国资产证券化的运作机制安排具体体现在一组比较规范的运作程序中。这组运作程序包括以下几个基本步骤：

(1) 确定资产证券化目标，建立资产组合。首先，原始权益人分析自身的证券化融资需求，根据融资需求确定资产证券化目标。然后，对自己所拥有的能够产生未来现金收入流的资产进行清理、评估和核定，根据资产证券化目标确定要将多少资产实现证券化，即确定标的资产。最后，把这些标的资产汇集起来，建立一个资产组合。一般地，资产组合的预期现金收入流应大于对资产支撑证券的预期还本付息金额。