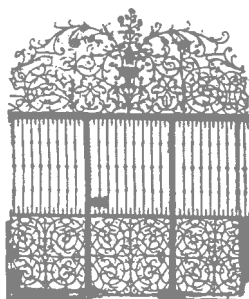


第一章

导 论



随着证券市场的迅速发展，投资者队伍日渐壮大，证券市场的各种结构性矛盾开始凸现，券商的简单型委托代理业务已不适应市场发展的需要，一种新型的证券经纪制度亟待建立。

第一节 问题的提出

中国证券市场以 1990 年 11 月 26 日上海证券交易所的成立为标志，进入了一个新的历史发展阶段。在新中国成立以前，上海、北京、天津都曾有过证券交易所，1952 年以后，证券交易所在中国大陆绝迹。作为中华人民共和国的第一家证券交易所，上海证券交易所的正式成立开业，结束了八十年代初

以来，中国证券市场以区域试点、柜台交易为特征的摸索阶段。之后，深圳证券交易所于 1991 年 4 月 11 日经中国人民银行批准成立，同年 7 月 3 日正式开始营业。从此，沪、深两地证券市场由分散交易走向集中交易，由行政管理为主走向依法管理为主的规范化运作阶段，以沪、深证券交易所为中心的全国性的统一证券市场开始形成。至今，中国证券市场的发展已取得丰硕的成果，其发展速度令海内外叹为观止。截止 1997 年底，沪、深两市上市证券总数 888 家，上市公司总数达 745 家，市价总值达 17529.24 亿元，占中国国民生产总值的四分之一强，沪、深股票合计成交额达 30721.85 亿元，开户投资者突破 3200 万户。

证券包括股票和债券，而证券市场包括证券发行市场（一级市场）和证券交易市场（二级市场）。本书研究的主题是证券经纪制度，研究对象是证券交易（主要是股票交易，如无特指，本书中“证券”即指“股票”）过程中的证券经纪行为。因此，本书侧重于证券交易市场中各构成因素的结构性缺陷研究，并由此出发阐释重构中国证券经纪制度的历史必然性与重构设想。

一、投资者的结构性缺陷

众所周知，中国证券市场起步较晚，金融证券知识的社会启蒙也较晚，同时因为中国经济尚不发达，老百姓收入不高的现实，拥有巨额资金的投资大户不多，机构投资者更是凤毛麟角，市场投资主体主要由众多的中小投资者构成，形成投资者主体结构中最明显、最主要的结构性缺陷，对形成稳定的证券

市场发展目标不利。而鉴于为数众多的中小散户投资者背景的不一，目前证券市场的投资主体存在着如下严重的结构性缺陷：

（一）从年龄结构分析，参与证券市场交易的投资者主要由 30—50 岁之间的中年人构成，这部分投资者是上班族，没有过多的空余时间，既不利于个人证券帐户的有效性操作，又不利于全社会经济的高效运转。因此，必须寻找一种有效的中介服务来缓解这种矛盾。

（二）从文化程度来看，投资者的总体文化程度不高，并且有关调查数据表明，随着证券市场的发展和投资人的增多，投资者的文化程度呈递减之势。这种文化程度的结构性缺陷，直接影响到投资者对经济发展趋势的把握，直接影响到投资者的投资分析与操作技巧，进而影响市场整体投资决策与投资收益。

（三）从投资者职业与收入结构分析，在职人员所占比重偏大，下岗职工入市者有增大的趋势；就平均收入水平而言，主要属于低收入阶层，而低收入者大量直接入市，将进一步加大上述结构性缺陷，并将可能影响到社会的安定。

（四）从投资者入市时间与证券市场涨跌周期分析，1996—1997 两年是中国证券市场连续上涨时期，这两年中投资者入市人数翻了一番。说明许多投资者是在股市牛市效应的影响下入市的，其主要目的在于博取股市波动的差价，因而导致了追涨杀跌，盲目操作的短线投机之风盛行，既加剧了市场的波动，增大了投资者的交易风险，又加大了投资者的交易成本，对中国证券市场的长远发展极为不利。

二、证券经纪商的结构性缺陷

根据券商(俗称“券商”)在证券市场中的角色定位,参照国际惯例,可划分为证券承销商、证券经纪商与证券自营商三种类型。目前中国券商的业务范围涵盖这三种基本类型。本书研究的主题是中国证券经纪制度,因此,证券经纪商便成为本书研究的对象之一。证券经纪商是证券交易市场的中介者。由于法律、政策与发展过程的局限,目前中国证券经纪商在体制上尚不完善,体现在现行证券交易制度上,则是一种功能单一的委托代理制。因此而导致了下述结构性缺陷:

(一)中介服务功能单一。由于体制的原因,市场缺少一种有效的竞争机制,因此导致证券经纪商在观念上安于现状,不思创新,经纪业务一直停留在单纯委托代理的柜台服务这一简单层次上,并且形成一种趋同性,反过来又加剧了传统体制的“惰性”,导致证券经纪商漠视市场培育的义务,忽视了配套性的深层次的系统的中介服务体系的创建。虽然随着证券市场的发展与投资者对信息需要的增多,现在很多营业部也推出了诸如 24 小时查询热线、信息咨询服务、投资咨询服务等多种特色服务项目,但限于目前证券经纪商对系统的中介服务体系认识不足,限于证券经纪商从业人员的素质尚未获得有效提升,信息咨询与投资咨询尚处较低层次等原因,很多营业部目前仅限于为投资者提供交易所披露的信息与各类传真资料,而营业部自身的专家型投资咨询指导尚未有效开展,针对投资者资金状况提供投资组合与投资策略的针对性服务更是少得可怜。凡此种种,与快速发展的中国证券市场很不适应,不改变证券经纪商的这种结构性矛盾,就有可能阻碍中国

证券市场的健康发展。

(二) 在市场培育方面尚存在功能性缺陷。现在券商在一级市场承销业务方面已开始对潜在客户进行培育,并且有不少颇具实力的券商已做得相当出色。但是在二级市场客户培育方面,却还是停留在拉客户、挖客户、抢客户等浅层次,甚至是恶性循环的水平上,尚未进行真正意义上的客户资源培育,市场开发意识不强。对现有客户没有进行系统的证券知识与投资技巧培训,也没有进行客户资产保值、增值目标的系统策划与操作。不清楚培育一个合格的客户,使其证券资产得以回避风险并达到保值、增值的目标,对保证客户质量、吸引新的客户投入所具有的价值。至于走出柜台,深入潜在客户群体中进行有计划、有系统的培育更是罕见。这种功能缺陷一方面与证券经纪商的历史局限性有关,同时也与现行政策对新增网点的限制有关。但最主要的还是与券商自身的战略性局限有关。长期处于一种保护政策下,做一年养三年的习惯性思维使证券经纪商等客上门,以赚取手续费为唯一目标,导致其目光短浅,不能从深层次上考虑自身发展的问题。

(三) 人才培育机制存在缺陷。中国券商大多从银行、财政、信托等行业衍生而来,员工中来自上述行业的占有一定的比重,1996—1997年券商员工人数从不到10万迅速增加到20多万,大批新人从各个行业、各个专业涌进证券业,其中不乏大批博士、硕士等高学历者,但这批人才基本上都进入了研究部门与投资银行部门。在券商人数急增的同时,也使得其学历结构大为改善,并使得证券行业成为高学历密集的行业之一。但是证券行业有其本身的运作规律,同时随着证券市场的

不断发展，证券从业人员的知识也存在一个不断更新的问题。至今为止，券商在员工的素质再教育方面尚未引起足够的重视，尚未形成一套系统的人才培育机制。证券从业人员的知识补充主要依靠自学进行，拚知识老本的实例随处可见。而新进员工在进行简单的见习后立即投入使用，影响了工作效率的提高。从业人员知识结构的不合理与人才培育机制的缺陷在证券经纪商处尤为突出。而对人才培育机制的忽视，最终必然导致中国券商无法适应未来趋势的发展。

三、证券交易市场的结构性缺陷

中国证券经纪商存在着因体制原因而导致的种种结构性缺陷，中国证券投资者队伍也因背景的差异而呈现出结构性的缺陷。而证券经纪商与证券投资者是证券交易市场的重要组成部分，其结构性缺陷必然在证券交易市场中折射出来。总而言之，中国证券交易市场存在如下结构性缺陷：

（一）法律、法规不完善。法律、法规是市场最高层次的行为规范，决定着经济行为的性质与其合法活动的范畴。长期以来，证券监管机构、法律界和证券理论界对证券市场中某些行为（如经纪行为）在概念和法律定位的内涵、外延上认识不一，《证券法》迟迟未能问世而市场业务又在一种缺乏系统、明确的法律定位的情况下蓬勃开展，造成一定程度上的市场管理混乱：恶性竞争、违规交易、越位经营等等。在造成经济纠纷时又由于责、权、利界限的模糊难以形成权威的行为认定和合理的裁决。法律、法规的不系统、不完善直接影响和制约着中国证券市场的发展，成为中国证券交易市场和发行市场的

结构性缺陷之一。

(二) 市场竞争机制不健全。中国证券商客观上受一种市场准入机制的制约和保护,而自 1996 年以来,中国人民银行禁止券商增设新的交易网点,对新的证券经营机构的审批也基本停止。在这种情况下,证券经纪商及其交易网点的数量已经无法扩充,无形中使得证券经纪商及其现有网点形成一种稀缺资源,并因此而限制了证券经纪商在网点数量上的竞争,避免了证券经纪商资源的重复配置所造成的浪费,但也因此保护了落后,导致证券市场上证券经纪商的竞争机制不健全。在外延无法扩大的情况下,部分证券经纪商开始在内涵上增强竞争能力。但更多的证券经纪商则采取牺牲部分利益的策略争夺客户资源,给大户提供资金透支,手续费返回,甚至于出现零手续费现象等等,证券经纪商之间出现了恶性竞争的苗头。

(三) 券商资源无序、低效、规模偏小。资本密集是证券业的行业特征,目前中国券商所拥有的证券资产之和达到 1600 亿元人民币,但在 450 多家券商之间的资产分布却形成大头小尾的格局即 20% 的券商占有 80% 的证券资产而 80% 的券商只占有 20% 的证券资产。与国际大券商如美林、所罗门兄弟、高盛、野村等相比,中国券商大的不大、小的太小,只能说是一群“舢板级”券商。从 1997 年度中国券商的总资产来看,尚不足美国美林集团 2130 亿美元的十分之一,全国券商的年度总业务量与之相比差距就更大。从市场份额来看,名列中国前 20 位的全国性和地方性大券商,不仅占有 800 亿元 (50% 以上的总资产,在一级市场承销占有率达到了 80% 以

上，二级市场上占有的市场份额也达到了 50% 以上，而且，因为实力、信息与服务的优势，大券商的一、二级市场业务的市场份额还有继续增大的趋势，不少中小券商业务单一，仅仅涉足二级市场业务，并且其业务量也十分有限，与其占用的券商“壳资源”以及资金、人力资源等相比，不成比例，因此而导致市场效率低下的结构性缺陷，而在业务运行中所涌现的各种无序状态，也不能不说与其结构性缺陷有很大关联。中国券商数量偏多、业务趋同、经营业务单一、规模过小、竞争能力弱等结构性的缺陷若不抓紧研究，及时解决，必将对未来中国证券市场的健康发展带来阻碍。

（四）机构投资者队伍尚未形成，市场投资主体是数量众多的中小散户投资者。这种结构状况加大了中国证券交易市场的的不稳定性，而且，由于中小散户投资者数量众多，文化背景各异，空闲时间不多，操作技术粗糙，投资理念简单，成为证券市场中的跟风群体，在一定程度上加剧了市场的波动，成为新兴证券市场中羊群效应产生根本原因。而由于中小散户的资金特点和交易特点以及跟风心理，导致经纪业务具有业务笔数很大，但单笔业务金额很小；营业厅面积很大，但单厅交易量不大；客户人数很多，但证券经纪商所能提供的服务质量不高等特点，并因此造成了行情高涨时证券交易大厅人满为患，证券交易网点和营业面积、跑道拥挤；而行情清淡时人去鸟散，宽大的证券交易大厅冷冷清清的矛盾现象。加大了证券经纪商的运作成本，增大了证券经纪商客户管理和风险、成本控制的难度。对此，现行的证券经纪制度无法从根本上解决。

（五）市场缺乏一种信用交易机制。信用交易包括融资信

用与融券信用两部分。融资信用交易在市场上俗称“透支”，这是一个颇为敏感的话题。目前中国证券市场上严禁透支，因为透支尚缺乏相应的条件。对于客户（投资者）而言，因为素质高低不等，证券投资专业技能相对不足，有可能因盲目地大比例透支而造成血本无归甚至负债累累；而对于证券经纪商而言，因为缺乏法律的认可和相关制度程序的保证，客户因透支而造成的损失往往就转嫁到了证券经纪商的头上。更为严重的是，在缺乏法律和制度规范的情况下，透支的随意性很大，容易扰乱正常的证券交易市场秩序。融券信用实际上就是一种做空机制，在现行交易制度下，尚不具备做空机制。但是在中国证券市场发展到一定程度以后，包括融资融券在内的信用交易将势在必行，因为在证券市场上不允许信用交易是不符合市场规律和市场特点的。证券市场一个很大的特点便是资本的虚拟化，相应地，证券市场中的股票总市值也并非一个变现值的概念，而是一个虚拟值。因此，随着证券市场体系的完善，必然导致合法化的信用交易机制的产生。不具备这种信用交易机制，证券市场便将因此而形成一种结构性缺陷。

（六）客户资产管理业务尚未拓展。从事客户资产管理是证券经纪商改变经营品种单一格局的一种重要方式。但目前在中国证券交易市场上尚未合法化。客户资产管理因证券交易市场的发展而产生，是投资者针对市场特点与个人背景而自主选择的一种全权委托方式。可以预见的是，随着全球经济一体化发展的趋势，证券交易上的商品将越来越多，如美国纽约证券交易所目前上市的品种就有几千个之多，还有许多衍生产品，如指数期货、指数期权、股票期货、股票期权等。中国

证券市场上虽然暂时没有衍生产品，但截止 1997 年底，上市证券总数也达 888 家，其中上市公司总数 745 家。如此多的品种，如此多的股票，简直就令人眼花缭乱。作为一般投资人，客户不是专家，如何保证自己的投资获得成功，可选择方式不少，其中比较直接的一条就是借助证券公司，通过专业化理财来实现投资收益，这就需要客户资产管理制度来保证。客户资产管理的基本内容便是机构和个人客户将资产委托给券商，双方签订合同，约定盈亏处理办法和资产委托期限，由券商来运作这笔资产。客户资产管理是一种对券商和客户双方都有利的业务，境外券商大多通过这种业务来扩大资产，如大家熟知的美林证券等，但在现行交易体制下，客户资产管理暂时无法正名与展开，因此而影响证券经纪商经纪业务的拓展，成为证券交易市场上的结构性缺陷之一。

(七) 市场缺乏证券经纪人。证券经纪人制度是证券经纪制度中的一项重要内容，而且证券经纪人也是证券交易市场中一个不可或缺的组成部分。其原因在于：(1) 证券经纪人有助于提高行业整体水平。经纪人制度可以帮助证券经纪商从手续费折让、提供透支、盲目攀比装修交易场所等低层次的恶性竞争中解脱出来，通过提高经纪人的素质来吸引更多客户。(2) 证券经纪人制度有助于促进理性投资，抑制股市投机。(3) 证券经纪人可以活跃证券市场，培养正确的投资理念，提高投资者素质。(4) 证券经纪人制度有助于社会交易成本的大幅降低。(5) 证券经纪人制度有助于市场的规范化。(6) 证券经纪人制度还可以通过其咨询和交易功能，改变市场上许多人的投资理念，强化社会的金融证券意识，推广金融证券知

识，支持金融新产品的出现和新技术的应用，推动投资者整体素质的提高。(7) 证券经纪人制度的确立和实行，有助于中国证券市场与国际接轨。但是，在目前法律法规尚不完善的制约下，在现行证券交易制度和管理体制下，证券经纪人尚未取得生存资格，中国证券交易市场因此而失去了一个重要的构成要素，形成中国证券交易市场的一大结构性缺陷。

中国证券交易市场及其组成要素在现行交易制度下都存在着这样或那样的结构性缺陷，这些缺陷若不能得到妥善解决，必然导致证券交易市场的功能性障碍，影响中国证券交易市场的健康发展与国际化进程。这些结构性缺陷无法在现有制度体系内获得解决，重构中国证券经纪制度便成为历史必然的选择。

中国证券经纪制度的重构，首要的问题是从法律上重新规范，从内涵到外延重构证券经纪及证券经纪制度的概念与监管体系；其次是从制度上解决证券经纪商从传统意义上的“代理委托”到“经纪业务”的转变，也就是从内涵到外延重构证券经纪制度市场组织，包括市场组织结构与运作机制；同时，对证券经纪人制度进行法律认定和系统重构。这些问题，在本书中将得到逐一阐释。

第二节 几组基本概念以及 研究方法、理论基础

一、几组基本概念

首先我们要表述几组贯穿全书的概念，以构成我们研究证券经纪制度的逻辑，并在一定范围内界定所探讨问题的内涵与外延。由于缺乏足够的法律定义，这几组概念一直是争论的焦点，所以我们更看重以基本法律为立足点，结合市场行为来表述，而并不完全依赖外部惯例和已形成的思维惯性。

（一）经纪与经纪人

1 经纪

经纪，是一种代理行为（从法律角度讲：代理人在代理权限内，以被代理人的名义实施民事法律行为，被代理人对代理人的代理行为承担民事责任），是指处于商品劳务等供需双方的中介地位，为交易双方提供信息，撮合商品、劳务的交易成功，并提供与交易有关服务的一种商业活动和行为（主要指市场行为）。经纪作为一种法律行为，应该既受商法调整又受民法调整，但由于中国目前并没有一部完整的商法，因此我们更原则性的将之定位在民事行为中。在大陆法系国家，还有一类行纪行为，即被代理人授权经纪人以后者自己的名义与第三

人签订合同，所产生的法律关系和法律后果由经纪人承担，这显然与我国法律所定义的代理行为不相同，但实际操作中存在的基金、资产委托管理等业务与之类似。

2、经纪人

经纪人，是一种代理人，既可以是经济法人，也可以是自然人（从法律角度），具体则指在市场上为买卖双方充当中介，并收取佣金的中间人。我国 1995 年 10 月 26 日发布的《经纪人管理办法》中规定“经纪人是指‘在经纪活动中以佣金为目的，为促成他人交易而从事居间、经纪或代理等经济业务的公民、法人和其他经济组织。’”

该行为主体只能提供服务，不得从事直接交易；不占有商品，也不拥有货币，对交易双方的货币和商品没有留用权、抵押权，也不拥有所有权、使用权；所提供服务具有一定的使用价值和价值，主体可向供求双方索取一定的报酬，这种报酬就是通常意义上的佣金。值得指出的是：佣金是经纪人从事经纪活动的基本动力，如果没有佣金，是很难存在和发展下去的，因此，必须承认佣金的合法性和连续性。

此外，经纪人不独立承担民事责任，经纪人为供求（交易）双方提供签约机会，最后签约的是供求双方，经纪人本身不参与签约，只是在其中起到撮合成交、沟通信息的作用。即使日后供求双方发生什么纠纷，相应的法律责任也是由供求双方当事人承担，经纪人并不承担任何责任。

（二）证券经纪与证券经纪人

1、证券经纪

证券经纪是市场经济中一种特殊的经纪行为，是指为促

成证券买卖双方交易行为而进行的中介业务；证券经纪除具备一般经纪行为的普遍性以外，由于证券市场的特殊性质，它也具备一些特殊要素：

(1) 具有法定的证券交易所。交易所是进行集中交易和连续交易法律上生效的场所，所有的客户买卖都要通过证券商汇总到交易所进行，所以没有交易所就无法实现交易过程。这是证券经纪活动区别于一般经纪活动的显著特点。

(2) 具有按法定程序取得证券买卖资格并合法开户的投资者，即客户。证券投资者是证券经纪的关键因素，没有投资者，就不可能具有证券经纪这一经纪行为。并非所有的法人和自然人都能进行证券买卖，国家有关法律法规均有明文规定，所以只能是按法定程序取得法定资格的自然人和法人。

(3) 具有合法地位、合法经营资格的证券商。券商具有完全合法的代理资格，具有对外营业的正式场所，具有席位、从事证券交易的有关设备和专业人员。

券商是投资者与交易所之间的桥梁，三者有机构成证券经纪不可缺少的主体构成要素体系。

2、证券经纪人

证券经纪人是指从事证券交易中介服务的自然人、法人和经济组织。券商是最主要的证券经纪人，而作为自然人（以佣金为收入来源的一类证券从业人员）和非法人的经济组织形式存在的证券经纪人不能独立存在，必须依托于券商才能实现其证券经纪的功能，这与其他种类的经纪人有本质的区别。证券经纪人具有四个方面的主要特征：一是从法律行为理解为代理特征，经纪人以客户（被代理人）的授权为限代客户

保管资产，代理买卖证券；二是具有监管当局认证的某种资格，具备合法运作的许可证，并受该许可证的约束；三是代管资产，经纪人实际承担了代保管客户资产的责任，属于一种信托行为；四是收入佣金化，体现一种收入分配与行为特征的一致性，即不承担交易本身的盈亏责任。

证券经纪人的基本职能可以分为三种：

(1)传递被代理人的证券交易指令，并回馈成交回报，这是证券经纪人最基本的职能，从具体经纪行为分类来看，相当于基本的代理职能；

(2)为代理服务提供配套相关的咨询和信息服务，相当于证券经纪人的投资咨询的职能；

(3)资产管理服务职能，由于有代保管客户资产的信托行为，实际运作中存在类似资产管理的服务，运用经纪人财务专家和投资专家的身份，发挥一体化经纪服务的综合职能。

(三) 证券经纪制度与证券经纪人制度

1、证券经纪制度

证券经纪制度是证券交易市场中一系列关于中介行为的运行机制和规范约束机制的总和。分别包括：有关法律规范和监管体系，如相关法律框架以及对分级监管体系的构架，监管主体的定位和分工等；有关市场运作机制，如交易机制和清算机制等等；有关经纪人具体运作规范和管理，实际上该部分的主要内容就是下面一个定义——证券经纪人制度的内涵。

2、证券经纪人制度

证券经纪人制度是关于对证券经纪人主体在证券交易市场的所有经纪行为的规范和约束的总和。证券经纪人制度包