

## 证券行业发展与我国证券公司发展模式比较

黄超

从历史上看，证券业从一开始是作为银行的一个附属部门而存在的，但是经历上世纪 20 年代“大危机”后，美国国会认为银行资金不受限制地进入证券市场是导致这场灾难的主要原因，随后通过了将银行业与证券业严格分离的《格拉斯·斯蒂格尔法》，此后，银行业与证券业分业经营才作为一种独立的模式发展起来。证券公司与商业银行是金融市场上的中坚力量，前者主导着直接融资，而后者则是间接融资市场上的重要角色。虽然二者是不同融资方式的主要中介，从表面来看似乎差别较大，但是就其本质而言，它们的实质功能是一致的，都是在充满信息不对称问题的金融市场上，生产信息并从中获利。

实质功能的趋同性使证券公司与银行存在一定的替代性，但由于前者主要是为企业筹集长期资金，而后者主要是为客户提供短期贷款，这又使得二者的作用存在一定的互补性。证券业与银行业既替代又互补的关系使二者在实践中同时存在着合并、分业经营两种可能性。根据银行业和证券业关系紧密的不同，从历史上看，可将证券业的发展模式分为三类：(1) 附属发展模式。在这种模式下，证券业与银行的关系最为紧密，前者是作为后者的一个业务部门而存在，不是一个自负盈亏的法人实体，其最终决策权属于银行。德国金融业“全能银行”模式下的证券业就是这种模式。(2) 独立发展模式。这模式下证券业同银行保持着相当距离，前者是一个真正的市场主体，不受后者支配。(3) 关系型发展模式。证券公司和银行同属于某一金融控股公司，二者是一种兄弟式的合作伙伴关系，虽然保持着一定距离，但业务上的相互支持较第二种模式紧密了许多。因此，该模式本质上是一种介于前面两种模式之间的模式。目前，美国花旗银行集团公司就是这种模式。

从三种模式在实践中的运行情况来看，它们是一定经济发展条件下的产物。

### 一、附属发展模式

银行的发展早于证券公司的发展，在第一家真正的证券公司产生之前，银行吸收的存款、经营规模、所拥有的分支机构及对客户的了解就已达相当水准。由于证券公司从事的经营活动在很大程度上是与银行相似的，是可以以银行的资

源为依托的，因此，后产生的证券公司若依附于银行则会在业务发展上获得许多便利。

### 1、资金上的便利

证券公司的三大传统业务——经纪业务、投行业务和自营业务无一不需相当资金的支持。经纪业务的开展不仅需要在人口居住密集度较高、信息集中的地方兴建营业网点，而且还需购置昂贵的信息传递设备，若想增强对客户的吸引力，有时往往还需要雇佣一批证券分析人员，而这些员工的工资通常也是不菲的。投行对资金的依赖一方面体现在项目的选择、项目的培养需要相当资金的投入，另一方面，为了分散风险，各国证券管理机构都将单个证券公司所能包销的证券金额与其注册资本挂钩，若注册资本较低，则其在承销证券方面竞争力将受到较大影响。自营业务利润一直是证券公司利润的重要组成部分，而它对资金的需求量也是较大的，具体数额主要受到市场行情的影响。上述三方面对资金的需求汇总起来是非常大的，单凭证券公司自身的信用要么所吸引的资金不足，要么资金成本过高，在其发展初期该问题表现得尤为明显。而银行由于能面向广大社会公众吸收存款，其资金来源较为充裕，证券业务部若作为银行的一个附属部门无疑可以在注册本金、流动资金等多方面得到它的支持，从而缓解资金缺乏的困扰。进一步讲，即使证券公司不得不寻求外部融资，当它作为全能银行的一个附属部门去资本市场或货币市场融资时，全能银行潜在的担保会提高它的信用度，从而降低其筹资成本。

### 2、营销网络的便利

证券公司的经纪业务和证券发行业务都需要强大的营销网络支持，这需要在各个地方设立网点与广大投资者建立直接联系。建立众多的营业网点需要大量资金支持，银行由于直接面向广大公众吸收存款，因此它们分支机构往往遍及城市甚至农村，利用银行业已建立起的网络体系来开展经纪业务和证券发行业务，显然可以大大降低证券公司的营运成本。

### 3、信息上的便利

在证券公司产生之前和在普通的公司具备上市资格之前，银行就与企业有了长期的合作关系，银行对企业的财务状况、所从事的投资项目的风险、收益情况以及企业高层管理人员的管理素质、领导能力、道德品质等方面都有较为深刻的

了解。上述这些重要信息也是证券公司在向广大社会公众投资者推销企业债券、股票时所必需披露的。因此，当作为银行的一个附属部门时，证券部门就可以在做投资银行业务承销股票和证券分析业务时获得银行提供的信息便利。即使承销和分析的公司与银行并无合作关系，但银行长期以来从事信贷活动积累起来的专家才能对证券部门业务的开展也是一种重要支持。

作为银行的一个附属部门，证券行业确实可以获得上述诸多便利，但享有这些好处是有代价的，或者说作为附属部门，证券行业在开展业务时也会受到一些限制。这种限制主要来自全能银行各部门间潜在的利益冲突，即当银行内部业务上存在冲突且一方是证券部门时，全能银行为了总体利益最大化而主动牺牲或放弃证券部门的利益，使后者的业务发展受到不利冲击。无论证券业附属发展模式下的“利益冲突”问题是否真实地在实践中存在，但在信息不对称的情况下采取的“两利相权取其重，两害相权取其轻”的策略使这种模式下证券业的业务发展受到一定限制，可能增加证券公司的运营成本，是不利于证券业的发展的。

## 二、独立发展模式的优劣

没有商业银行的全方位支持，证券公司的发展会受到一定不利影响，但从整个证券市场健康成长和控制宏观金融风险角度来看，这种模式具有许多可取之处。

1、从证券公司自身发展来看，虽然全能银行模式条件下的许多便利条件都无法享受，但是由于脱离了银行的控制，证券公司可以从长期利益最大化的角度来独立地做出决策，注意信誉度的培养，避免做出那种为了全能银行利益而损害广大投资者的行为，这对它自身的长期发展是有利的。而脱离了银行稳定利润的支持，证券公司成为了一个自负盈亏的法人实体，它们的生存压力大大增强，这迫使它们必须不断地寻找利润增长点，开发新的产品和新的业务，其创新动力也显著加强；同时，在这种模式下，证券公司与银行各司其职，双方都可以将自己所有的精力放在如何发展业务上，避免浪费资源。专业化的分工也有利于专业技能、专业知识的培养和积累，这会在一定程度上增大行业创新的可能性，从而增强行业竞争力。美国投资银行业长期在金融创新以及业务规模和质量上名列前茅，与其分业管理政策是不无相关的，这也从另一个侧面说明证券行业是一个非常重视创新的行业

2、从证券市场的健康发展来看，独立发展模式有利于市场的公正和合理。因为商业银行与工商企业的关系相当密切，它不仅可以作为开户行了解企业的资金收支状况，而且还可以通过贷款信用评估掌握企业内部财务、经营管理等多方面的情况。因此，它可以比较方便地获得外界难以掌握的内幕信息，并在这种信息影响证券市场之前抢先做出反应，可能形成内幕交易，这样对广大投资者是不公平的。所以，证券公司的独立发展模式可以减少它利用内幕信息情况的发生，有利于维护证券市场的公正性。

3、从宏观层面来看，有利于降低整个金融体制运行中的风险。其一，商业银行进行证券投资的收益和风险是不对称的。其二，商业银行注重短期收益和证券的流动性。其三，避免经济危机结果放大。

从上面的分析可以发现，单从微观层面考察，或者说仅从证券公司和商业银行的立场来看，二者存在着融合的内在需要，混业经营对于双方来说都是利大于弊的，但若从控制宏观金融风险 and 证券市场健康发展角度来看，在缺乏配套的制度安排的条件下，混业经营总体上是不利的。能否成功地推行混业经营制度，关键在于是否能在银行业务部门和证券业务部门之间建立起两道“墙”：一道“墙”用来阻隔非法的信息流动以保持证券市场的公平和公正；另一道“墙”则用于防止风险在部门之间的过度扩散和放大。这两道“墙”的建立不仅取决于健全的法律环境和监管机构能力的提高，同时也取决于公司业务部门相关人员自律能力的培养。

### 三、关系型发展模式的利弊

由于单纯的附属发展模式和独立发展模式都有自己的不足之处，在利益的诱导下，近年来，尤其是上个世纪 90 年代以来，金融市场上逐渐出现了一种新的发展模式——金融控股公司，而随着这种制度创新的产生，证券业逐渐出现了第三种发展模式——关系型发展模式。

巴塞尔银行监管委员会、国际证券联合会、国际保险监管协会发起成立的多样化金融集团公司联合论坛对金融控股公司所下定义为：“在同一控制权下，完全或主要在银行业、证券业、保险业中至少两个不同的金融行业大规模地提供服务的金融集团公司”。因此在金融控股公司中，银行与证券公司是两个既相互独立又有着密切联系的法人实体。独立性体现在财务上，而密切联系体现在它们同

属于一个集团公司，共享着集团内部包括客户资源的一切资源。德国的德意志银行集团、美国的花旗集团以及英国的劳埃德信托储蓄集团、巴克莱银行集团、国民西敏寺银行集团都是选择金融控股公司这一崭新的制度作为自己进一步发展的制度平台。金融控股公司作为一种制度创新日益受到各国青睐，这是因为作为介于附属发展模式和独立发展模式之间的一种制度，它既充分吸收了原来的两种证券发展模式的优点，又采取了一些措施有效地防止了内部风险的积累，因此成为各国金融机构的一种发展趋势。

其特点主要体现在：其一，证券公司是一个独立的法人，在财务上独立核算，这使它在决策上保持了相当的自主性，受银行干预的可能性较附属发展模式下大为降低。同时，它是一个自负盈亏的市场主体，只关注证券业务的开展，这使其创新动力和创新能力都得到了保护。其二，通过金融控股公司，证券公司与银行实质上结成了比独立发展模式下更为紧密的战略伙伴关系，获得银行资金支持和营销网络支持更为便利，有利于证券业的发展。

在防止内部风险积累上，美国的金融控股公司主要采取了所谓的“防火墙”制度。“防火墙”概念是1987年美联储前主席格林斯潘在美国官方文件中第一次提出的。它特指“限制银行与证券子公司之间的交易，特别是信用交易”的措施。美国《银行法原理》一书中明确指出：“防火墙是分离银行与其子公司在从事证券活动时的风险的一种制度，其目的在于防止全能银行各业务部门之间的风险传染。”在“防火墙”制度的保护下，目前，金融控股公司比较成功地避免了金融风险的扩散，维护了证券市场的公平性。

同时，作为一种中介模式，关系型模式也部分地拥有上述两种模式的缺陷，但与其所具有的制度优势相比，是瑕不掩瑜的。

证券业由附属发展模式到独立发展模式，再走向关系型模式的演进路径，其实质是一个金融业由混业经营到分业经营再到混业经营(但这次的混业与以前有许多不同)的过程；就管理当局来说，是由单纯地注重金融体系的运行效率转向关注金融体系的安全，再发展到同时重视安全和效率的一个选择的过程。这种体制的进化是随着金融机构自律能力逐步增强以及监管方面的制度不断健全和管理者监管能力显著提高而实现的。

我国证券业在1993年之前采取的是附属发展模式，但由于当时未能在银行

业和证券业之间成功地建立起“防火墙”而被逐渐淘汰。目前，我国采取的是独立发展模式，这是由我国金融市场发展规模、金融机构的自律能力、管理制度、监管能力等多方面因素决定的。经过这么多年的实践证明，这种模式是成功的，我国的证券公司对经济发展的贡献也变得越来越重要，证券业已经成为我国经济改革中一个肩负着重大责任的行业，它们能否健康成长，直接关系到我国金融市场的发展，关系到我国金融业风险的分散及其企业化进程，关系到我国经济体制的总体市场化能否顺利实现。

我国已正式加入了WTO，将履行在谈判中做出的逐渐开放国内金融证券业的承诺。入世3年内，我国将允许外资持有基金管理公司33%的股份，3年后可以增加至49%；同时外资也可持有证券公司33%的股份。因此，对我国的证券业而言，将直接面对来自国外同行的竞争。再注意到国外金融控股公司的发展状况，这种竞争还可能来自一些诸如花旗集团之类的大型跨国金融控股公司。潜在竞争对手的增加迫使我们必须重新审视我国证券公司的发展模式。我国的证券业如果再按部就班地前进，估计是很难在合理的保护期内迅速成长起来的。毕竟，国外的竞争对手大都具有上百年的经营历史和丰富的经验，并且都形成了自己的核心竞争力，要求仅仅发展了十来年的国内同行要在几年时间内获得可与别人相比拟的经验和竞争力是不现实的。

借鉴国外最近的发展经验，并结合我国证券市场以及证券公司的实际情况，组建以证券公司为母公司的金融控股公司是较合理的选择方案。目前，我国已有诸如中信集团、光大集团以及中国平安等含有证券子公司的金融控股公司，但其控股公司均非证券公司。如果组建以证券公司为母公司的金融控股公司，借助银行的营销网络和资金支持，对于我国证券业实现低成本、跨跃式扩张，稳定和吸引更多的客户并进一步提高证券公司覆盖客户的能力，最终直接增强证券业的盈利能力，是非常有效的。在此基础上再集中资源，随着市场的成长不断研究开发并推出新产品、新业务，加强创新能力和核心竞争力的培养，才能与国外证券公司一争高下。

当然在决定组建金融控股公司的时候，还必须综合考虑健全的法律环境，“防火墙”的制度建设以及监管当局的监管能力能否适应新的监管环境和监管任务等等问题。只有在各方面政策、制度都配套的情况下，组建金融控股公司对于我国

证券业的长远发展，对于我国经济的稳定健康成长才是有利的。