



您的位置：首页 - 文章选登

加快完善证券行业创新政策环境(王晓国；2月20日)

文章作者：王晓国

证券行业创新的政策是一个完整的体系，包括价值标准、创新的定位、创新的方向、创新的路径、业务的属性、收益再分配、创新的监管和风险的补偿等八大方面，它们既相互区别，各有不同的时间和空间坐标，依次承担不同的政策功能；又相互联系，左右互相支持和承让，构成一个完整的创新政策体系。

调查发现，实践中对创新的认识存在较大分歧，有些方针政策没有明确，问题涉及创新的评判标准、主要内容、主攻方向、可行路径、业务定性、税收政策、监管约束和风险补偿等八大环节，存在着企业与社会之争、改革与发展之争、买方与卖方之争、中介与市场之争、QFII与券商之争、基金与券商之争、计划与市场之争和银行与券商之争。

按照证券行业创新的客观规律和我国资本市场新兴+转轨的市场特征，选取如下政策措施：以创新业务量的最大化作为创新的评判标准；以先有客户独立存管制度有效实施，确保服务的安全性后，才考虑创新收益，作为持续健康发展的创新定位；以边际收入效应等于边际替代效应作为决定创新买方业务还是卖方业务的依据；以逐步强化中介业务为主，承担市场职能为辅，作为券商创新路径；以高端客户冗余资金的风险厌恶程度匹配资产管理业务创新资产配置的目标；以税收支持边际正反作用的均衡点作为业务创新税率设计的基准；以监管层诱导型创新作为创新监管的目标，以建立市场需求为导向的品种创新机制、专利制度和从严审查作为创新监管的手段；以系统风险和非系统风险区别对待，社会和个体各自承担的创新风险再分配制度及其实现机制作为创新风险补偿的基本制度，个体承担非系统风险的无限责任，存款保险制度和证券投资者补偿基金作为社会补偿系统风险的创新风险实现机制。

自2004年8月证监会《关于推进证券业创新发展有关问题的通知》发布以来，截至2005年12月31日，中信证券、光大证券、中金公司和国信证券等14家经批准成为创新类证券公司。它们进行组织创新、业务创新和经营方式创新，承载着证券业通过创新实现发展的重任。

证券行业创新体系中，业务创新是各项创新的载体和主轴，因此试点证券公司的业务创新自然就是本文的研究样本。2004年8月证监会《创新通知》发布以来，试点证券公司的业务创新突出集中在集合资产管理业务创新，截至去年12月31日证券公司批准设立集合资产管理计划10只。我们将它们作为样本点。

按照本文的研究路径和研究方法调查发现，目前的集合资产管理业务政策体系，只是证券行业资产管理业务创新的部门规章，所涵盖的创新业务单一，涉及到的层面局限于微观操作，支撑的社会公权力仅来源于中国证监会。尽管目前证券行业创新政策体系中，资产管理业务创新的操作规范已经齐备，但是整个创新政策并不完备。实践中对创新的认识存在较大分歧，有些方针政策没有明确，问题涉及到创新的评判标准、主要内容、主攻方向、可行路径、业务定性、税收政策、监管约束和风险补偿等八大方面。通过逐项研读，仔细辨别，按照它们所处的创新环节和问题的实质，适度抽象为八大争议。

企业与社会之争

证监会《创新通知》发布一年多来，11家经批准成为试点证券公司的“创新不能迅速形成新的盈利能力，利润贡献度不明显；创新突破后未能迅速扩大战果，拉动整个行业发展；具备创新资格，但不具有可持续的创新发展的能力”。业界显然是以企业经济效益作为要不要创新和创新措施取舍的价值标准。

《创新通知》明确“要对从事相关创新活动试点的证券公司设定一定的标准，并先行评审。试点证券公司应具备公司治理和内部风险控制较好、资本充足水平较高、经营管理较规范等条件”，可见主管部门是以风险可测、可控、可承受的作为评判创新的价值标准。

上述表明，创新的价值标准存在企业和社会之争，经济效益最大化与社会福利最大化博弈，表面上有不可协调的矛盾。实质上从企业的角度看，只是短期利益和长期利益的冲突，短期解困和长期发展的矛盾。如果将企业创新的效用函数调整为企业的可持续发展后，短期利益和长期利益两者就能统一，证券行业创新的目标就有均衡解。

至于如何找到均衡解，证监会《试点证券公司创新方案评审暂行办法》规定“试点证券公司的创新方案应当具备新颖性或独创性，并具有实用性。新颖性是指与传统证券业务产品相比有明显的不同；独创性是指与传统证券业务产品相比有突出的特点和显著的进步；实用性是指创新方案能够实施，具有相应的产品和业务管理模式，制定相应的业务管理和风险控制流程，并且能够产生创新效果”，从此有了定性的评判标准。如果深入研究，应该可以得到量化的价值标准，便于操作的量化评判标准。经济学是运用均衡点的左侧、夹在需求曲线和供给曲线之间部分的面积来度量社会福利的大小，右移均衡点就会增大社会福利。这么说来，我们就可以运用创新的业务量的大小作为创新方案的价值标准。比照“如果新的合约让原有的每一个合约的交易量增加，称为强强作用；如果仅让原有合约的交易量之和增加，称为弱强作用；使原有合约的交易量之和保持不变称为中性作用；使原有合约的交易量之和减小称为弱弱作用；使原有每份合约的交易量均减小则称强弱作用”，又可以得到评判创新优劣的五级标准：最优的创新方案是出台后能够增加现有每一个证券公司业务量的创新方案；次优的创新方案是出台后能够增加证券行业业务量的创新方案；中性的创新方案是出台后既没有增加也减少证券行业业务量的创新方案，考虑到创新成本，中性的创新方案应该是准予创新的临界点；最劣的创新方案是出台后减少现有每一个证券公司业务量的创新方案，理当严禁。

改革与发展之争

除了创新评判标准有企业与社会之争，创新定位或创新内容也有改革与发展之争。

按照《创新通知》“鼓励证券公司充分发挥创新的积极性和主动性，根据市场需要和自身实际进行业务创新、经营方式创新和组织创新，提高服务质量，改善盈利模式，在市场竞争中做优做强，推进证券行业的整体发展。”证券行业的创新包括业务创新、经营方式创新和组织创新，创新活动是一个多维空间上的行动，既可以通过业务创新和经营方式创新，达到产品创新，直接生成新的生产力，实现发展目标；也可以通过组织创新，改革现有的业务模型，重组和改造业务流程，形成发展的基础，表现在创新选项的时间顺序上就有先改革，还是先发展，改革或发展的创新定位之争。

事实上，当前证券行业正在全面开展综合治理工作，推进客户独立存管制度等行业基础性制度改革，和《创新通知》规定“试点证券公司的各项创新活动应在其风险可测、可控、可承受的前提下进行”，表明政府主导下的证券行业创新，选取了先改革后发展的时序组合。

其实这样选项的政策目标是“在创新中实现我国证券业的持续健康发展”，约束条件是“新兴+转轨”的资本市场特征，和“近几年来，一些证券公司的潜在风险不断暴露”的创新主体个性。政策选项最优化的逻辑演绎是，面对新兴市场环境，意味着市场还不成熟，市场后续发展潜力巨大。谁注重合规经营和风险控制，并善于创新和把握商机，就能化不利因素为机遇；反之，就会被市场淘汰。考虑到“近些年来，随着市场结构性调整和持续低迷，证券公司存在的问题逐步暴露，风险集中显现，证券行业的生存与发展面临严峻的挑战和困难”急需改革。面对转轨的市场要求，意味着改革任务繁重；加上证券公司从事金融市场中介服务的业务属性，要求“安全性、流动性和收益性”的依次满足的规律，只能是先有客户独立存管制度有效实施，确保中介服务的安全性后，才考虑创新收益性，先改革后发展的创新时序。

卖方与买方之争

在创新流程中，创新方向环节也出现了是创新卖方业务，还是创新买方业务之争。

业界认为“我国证券市场最根本的制度设计出了问题。我们的证券市场，在最初的制度设计中，就没有给证券公司的卖方业务预留足够的空间。长期以来，证券公司的主业空间狭小，导致铤而走险”，因而呼吁“解决当前证券公司的问题，其中最重要的一条，应该是拓展证券公司主业空间，恢复其作为卖方角色的本来面目”，存在创新方向是买方还是买方的辩论。

按照在业务中的买卖角色，证券公司业务可分为卖方业务和买方业务。依此划分，证券发行承销业务和经纪业务是证券公司的卖方业务，自营业务和资产管理业务是证券公司的买方业务。十几年来证券公司作为证券市场最重要的中介机构，通过提供证券交易、证券承销、财务顾问等金融服务，在满足直接融资中不断成长，证券公司群体在资产规模、治理结构、业务拓展和区域布局等方面形成了相对完整的行业形态；尤其是证券发行承销业务和经纪业务等卖方业务，无论从存在的时间跨度和业务规模，还是从覆盖的公司数量来说，都已经成为证券行业的主营业务。自营和资产管理业务等买方业务2000年一度膨胀，但风险频发，成了烫手的业务。面对新兴的市场机遇，和买方业务与买方业务的不同特性，证券行业创新发展，难免出现是做优做强主营业务，还是做大做强自营和资产管理业务，延伸产业链的两难困境。

从成熟市场的经验看，证券公司的主营业务一般集中在证券发行承销业务和经纪业务方面。自有资金的投资一般也是以支持做市商交易的经纪业务为主。虽然伴随着风险控制手段的增强，以及金融衍生品和对冲工具的广泛运用，资产管理业务在海外大型投资银行的收入来源中所占比重越来越高，但资产管理作为买方业务，仍然是独立于投资银行母体之外，采用独立公司的模式运作。我国证券公司当前的投行业务和经纪业务，内容狭窄和单一，与成熟市场相比，无论是深度还是广度，都大有发展空间，似乎应该着力于卖方业务创新。但是从理论上分析，目前做优做强卖方业务是专业化的创新发展之路，系内涵式的扩大再生产；创新买方业务是做大做强产业链的发展途径，系外延式的扩大再生产。与成熟市场不同，在新兴市场条件下两者都能产生收入效应和替代效应，取舍的标准是边际收入效应是否大于边际替代效应，均衡条件是边际收入效应等于边际替代效应。

中介与市场之争

除了创新的定位和方向之争，还有创新的路径之争，即做中介与做市场之争。所谓中介与市场之争，就是强化证券公司的中介职能，通过充当多层次的证券市场代理中介，创新中介服务形式，丰富中介服务内容，实现创新发展；还是尽快创造条件，实行“做市商”制度，实现“金融脱媒”，让证券公司争做市场，达到职能创新。换句话说，目前做市场就是，改革股票发行的集中申购制度，赋予证券公司新股自主配售的权利；改革股票交易制度，在集合竞价制度之外，增加一些品种或者一些大型股票的做市商交易业务；改革委托理财模式，大力发展集合资产管理业务。

美国麻省理工大学的金融学教授斯蒂芬·罗斯对金融机构进行了分类后发现，商业票据等货币市场的发展使货币市场基金(透明的机构)替代银行(不透明的机构)吸纳储蓄；股指期货市场正在替代市场指数基金和区域指数基金，垃圾债券市场和中期票据市场的发展使共同基金、养老基金可以直接投资于以往依靠银行融资的公司，国家抵押市场的产生使共同基金、养老基金能够取代储蓄机构提供住房抵押贷款，表明金融体系的功能逐渐由不透明的机构转向透明的机构。

事实上，金融体系的融资功能可以细分成为商品和劳务的交换提供支付、为大规模不可分割的企业投资集中资金、在时间、地域和行业转移经济资源、管理风险、价格发现、解决信息不对称等6个核心功能。家庭偏好和禀赋是金融体系的外生变量，经济组织(企业、市场和金融机构)是金融体系的内生变量，体制的设计应根据金融机构的功能来进行。目前在我国新兴的市场条件下，多层次市场尚未建立，指令驱动的价格形成机制独存，允许证券公司等中介机构承担一些市场建设的任务，完善市场层次；在集合竞价制度之外，运用报价驱动的价格形成机制，增加一些品种或者一些大型股票的做市商交易业务，是从无到有的创新，一种质的飞跃，不失为有益的过渡政策。至于这些市场层次丰富之后，如何提高融资效率，还得按上述经济规律再度分工。

QFII与券商之争

根据1998年证监会《关于加强证券投资基金监管有关问题的通知》，一个投资者持有某一基金的份额不得超过该基金总份额的3%，超过部分由交易所指定机构卖出。1999年保监会《保险公司投资证券投资基金管理暂行办法》，保险公司投资于单一基金的份额，不得超过该基金总份额的10%。目前证券公司集合资产管理计划投资于单一基金的份额，已参照保险公司的标准由基金总份额的3%提高到10%。而2003年上海和深圳证券交易所发布的QFII证券交易实施细则对QFII投资基金无任何比例限制。券商曾经希望能够享受QFII一样的待遇，但向监管层的数次申请未果。存在QFII与券商之争。

资产管理业务选择资产类别的限制比例，实质上是证券公司创新什么业务品种，选择什么类型标的资产，对接目标客户的风险偏好的问题。作为一种金融中介业务，证券公司资产管理业务的资产配置政策，取决于其市场定位，取决于目标客户的风险偏好和资源禀赋结构。

更进一步看，创新金融品种的经济动因是现金流管理，从时间和空间两个方面优化现金流，实现预期效用最大化。从顾客角度来分析就是工具需求，“工具需求是指套期保值者需要减小价格风险的工具和投机者需要获取收益的工具”以及投资者需要规避风险的工具。也就是说，要逐一把握证券市场的股票型产品、债券型产品、货币市场产品和基金中的基金的资产收益和风险特性，甄别委托人的风险偏好，实证分析之后找出它们的匹配关系，提供代客理财服务。

事实上，《试行办法》规定“限定性集合资产管理计划接受单个客户的资金不得低于人民币5万元；非限定性集合资产管理计划接受单个客户的资金不得低于人民币10万元。”是证券投资基金的购买起点1000元的50倍和100倍。

一个能拿出10万元投资于集合理财计划的客户，其金融资产至少在30-50万元，而中国非沿海地区拥有这么多金融资产的客户数目并不多。可见，与证券投资基金主要面向公众投资者不同，集合资产管理业务的目标市场不是广大的公众投资者，而是具有一定投资经验和风险承担能力的特定投资者。如果按照家庭年收入是普通家庭年收入的3倍为高收入家庭惯例，集合资产管理业务运作对象集中在特定的高收入家庭和资金相当富余的法人群体的优势部分。高端客户富余资金的风险厌恶程度较低的特征，决定了其资产配置政策与QFII相似，但不同于养老保险和医疗保险等机构投资者。考虑到目前证券公司风险管理手段和风险管理能力与QFII差异悬殊，其资产配置政策区别对待，系当前的约束条件使然，贯彻了“风险可测、可控、可承受的”原则，有其合理性。

基金与券商之争

目前券商不能进入银行间市场，《试行办法》又要求“集合资产管理计划资产中的证券，不得用于回购”。但根据《基金管理公司进入银行间同业市场管理规定》和《基金参与同业市场债券交易结算业务规程(暂行)》，基金可通过托管银行以每只基金名义直接在中央结算公司开立债券托管账户，参与银行间同业债券市场，券商希望集合资产管理计划也可参与银行间同业债券市场，出现基金与券商之争。

根据相关税收政策，基金产品享受六大税收优惠。券商希望能比照解决集合理财的税赋问题，如对发行集合资产管理计划募集的资金不征收营业税；对集合计划买卖股票、债券、封闭式基金的差价收入暂免征收企业所得税和营业税等。加上基金资金账户存款享受金融机构同业存款利率，券商又希望集合资产管理计划也享受金融机构同业存款利率。再现基金与券商之争。

表面上看，基金与券商资产管理业务创新的税收安排之争，隶属于证券公司业务创新的收入再分配，按照经济学的原理，税收是夹在供给曲线和需求曲线之间的一根“楔子”，会产生沉没成本；减免税收能够减少沉没成本，增加参与人的社会福利，促进经济增长，这只是其普遍性。如果站在当前的时点，证券公司集合资产管理计划，是其业务创新的主要项目，承载着证券业通过创新实现发展的重任，是其特殊性。所以，基金与券商之争实质上是证券业创新的税收支持问题，体现着社会对创新业务偏好程度。

对证券业创新的税收支持问题分两个层面，一是对投资者的税收支持，二是对创新主体的税收减免。对投资者的税收支持，拉大了投资证券公司创新业务的绝对比较优势，扩大需求，将促成证券公司早日创新，增加经济总量。对创新主体的税收减免，有正反两个方面的作用。一方面上移了创新主体的边际收益曲线，在其他条件不变情况下，增加创新主体的总收益；另一方面，市场竞争会导致创新时机过早，上移创新主体的边际收益曲线，将加剧这种效果，从而将可以获得较高回报的资源用于证券公司创新业务，减少社会的经济总量。具体的最优税率位于边际正反作用的均衡点。

计划与市场之争

对于创新方式，可以分为“自主创新”、“在监管层相对明确方向性的情况下进行创新的诱导型创新”和“管制创新”，因此，创新监管存在自主与管制之别，计划与市场之争。

《创新通知》明确“在推进证券公司创新的起步阶段，要先行试点，以点带面，不断总结经验，完善有关规则，逐步推开”。说明主管部门施行政府主导的创新。业界认为“由于制度上不允许证券公司进行业务创新，所以我国证券公司几乎没有推出过一项真正符合投资者需求的自主创新产品”，因此呐喊“随着市场环境的变化和盈利模式的转变，创新将日益成为各类资本市场主体生存与发展的必然选择，建立以市场为主导的品种创新机制已经迫在眉睫”。可见，自主与管制之辩，计划与市场之争，十分激烈。

计划与市场之争，作为管理经济的两种手段之争，由来已久，政府干预和无形的手各有系统的理论支撑。但是具体到证券行业金融服务的创新，一是实践中需要明确的监管方针，不容含糊；二是监管对象确有特殊性。事实上，金融产品与耐用消费品二级市场的流动性有根本区别。由于金融产品的可替代性强，易于集市贸易，减少交易成本，进而导致交易渠道的依赖性，结果是创新者拥有市场势力。与创新者竞争，主要通过别的产品创新，构建新的市场优势。依此逻辑，产品创新是证券公司的主要展业途径之一。再从理论上延伸，建立以市场需求为导向的品种创新机制。但是自由竞争会损失金融创新效率，专利制度和从严审查(如延长审查时间)确能增加创新的社会福利。我国佣金制度改革就是一个例证。实施浮动佣金制度确实推动了券商经纪业务的发展，但结果却走向了反面。由于没有规定最低佣金制度，导致券商经纪业务的过度竞争，结果是收益率趋向零，严重影响了证券公司的盈利能力；在证券业普遍依赖经纪业务的背景下，不断在摇篮之中扼杀中国券商。

依据著名的利皮特和怀特的领导风格与群体行为的实验，基于创新效率最大化的目标和现有的证券公司业务创新的行为能力的约束条件，监管层诱导型创新应该成为创新监管的目标模式。

银行与券商之争

创新与风险共存，面对不确定的环境，金融创新的风险更大。按照2004年11月4日中国人民银行、财政部、银监会、证监会四部委《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》，2005年6月30日中国人民银行、财政部、证监会三部委《个人债权及客户证券交易结算资金收购实施办法》和《关于证券公司个人债权及客户证券交易结算资金收购有关问题的通知》三个政策依据，所有被处置券商个人债权和客户证券交易结算资金损失由政府负无限责任，说明今后包括证券行业创新风险的损失将由社会承担。

目前各界对此颇有争议。一方认为：“政府可以用巨大的资金向国有银行注资，为什么就不可以向股市和证券公司注资？”另一方坚持：“政府向银行注资与向股市、证券公司注资性质并不一样。因为，银行的很多不良贷款是政策直接导致的结果(当然其中并不排除银行经营不善的问题)，但证券公司则不然，基本上是违法乱纪经营的结果”，出现了创新风险承担的银行与券商之争。

创新风险承担的银行与券商之争，实质上是创新风险的再分配制度及其实现机制的应用问题。对于银行业和证券行业创新风险，风险的生成机理一样，创新风险的再分配制度及其实现机制应该一样。对于个体风险，由个体的有效前沿，自行分散，个体承担无限责任；对于社会风险，应该构建社会组合保险，分摊风险，通过存款保险制度和证券投资者补偿基金，建立社会共担的创新风险补偿机制。

《收购意见》考虑到在风险处置中，国家对个人债权实行全额兑付，虽然维护了社会稳定，但也带来不可忽视的道德风险。在利益的驱使下，少数金融机构从事违规经营活动，一些个人投资者为追求高额回报，仍然购买违反国家政策规定的高利金融产品，甚至不自觉地参与违规活动，加剧了金融风险的积聚。为了维护金融秩序，保持社会稳定，同时也为了保护小额投资者利益，防范道德风险，培养投资者的风险意识，在存款保险和证券投资者保护制度建立之前，按照“依法清偿、适当收购”的原则处理停业整顿、托管经营、被撤销金融机构中的个人债权及客户证券交易结算资金问题。说明《收购意见》明确了“系统风险和非系统风险区别对待，社会承担系统风险和个体承担非系统风险”的创新风险的再分配制度及其实现机制。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所