

十年沉寂徘徊 內地證券再革新

企業管治

李元莎、何順文

沉寂多年之後，內地證券行業正在進行歷史性的革新。在IPO改革難以完成，內地A股市場行情沒有明顯起色的情況下，證券行業卻在快速擺脫主要依賴經紀業務生存的靠天吃飯模式。

曾經作為內地金融領域最為活躍的產業集群，在經過十年的徘徊後，正迎來業務大發展，體現在業務指標上，就是從2013年開始，相比銀行、信託和保險等金融子產業，證券業淨利潤增速一枝獨秀。

十年生聚

證券業曾經是內地創新色彩最濃和業務最為活躍的金融產業，甚至可以說是當時內地所有產業中創新因數最為豐富的一個集群。但對於這一產業集群，過去十年則是失去的十年，不僅喪失了突飛猛進的機會，還被其他金融產業拋到了後面。以相對發展較平穩的銀行業為參照系，2013年底銀行總資產規模為150萬億元，而證券業的總資產規模只有2萬億元，而發展產業緩慢的直接原因，則是此前的政府監管中，注重風險強過業務創新。

十年前的2004年，在經過長期的野蠻生長並頻頻發生行業危機之後，中國證監會啟動了證券公司綜合治理工作，三年間共處置了30多家高風險證券商，指導重組了近20家風險證券商，並出台了行業分類監管規定等基础性制度規則。2008年，綜合治理基本結束，證券業進入規範發展階段，但是接踵而來的金融危機沒有給證券行業機會，當時剛剛推出的融資融券和股指期貨等主要創新業務一度被擱置。

市場主導

2012年的第一屆證券業創新大會，成為證券業自我主導創新發展的標志

性事件，但是當時的會議理念仍是堅持創新與監管相協調的發展，而且是中國證監會主導提出了11項創新措施，這一局面在2014年得到扭轉。在簡政放權的宏觀政治環境下，證監會提出了從事前審批到事中和事後監管的思路轉型，監管轉型和證券機構發展被列入了中央政府的資本市場發展綱領性文件，證券業的政策空間明顯放大。

市場自我創新方面也開始更為專業化和操作性制度設計，在當年的創新大會上即分別設立了六個專業分論壇，以推動討論深入和專業化。當時涉及的話題就包括私募基金、財富管理、互聯網證券、融資業務、投資諮詢和風險管理。更有意思的是，在今年的創新大會上，證監會主管官員還提出以後將不再召開類似的創新大會，而是進行專業化的會議制度設計，證監會從會議的主導者也將向組織者轉化。

業務空間

雖然證監會的監管者身份一度被業界認為是行業创新的主要障礙，但是在內地現實的政商環境下，業務创新的第一推動力還是需要來自監管者。而監管者對於業務创新的最大的貢獻可能就是不監管，從證券業現有的三種主要業務內容來看更是如此。傳統的經紀業務曾經佔證券業收入的70%多，而現在則下降一半到了35%的比例。

而兩大業務來源的資本中介和融資業務，則在產業創新發展的直接推動下迅速擴張。以融資融券業務為例，2012年該業務只佔總收入的4%，但是到了2014

年則攀升到18%左右，同時，證券業的資產管理業務也出現爆發式增長，但是由於該業務90%屬於以收費為基礎的通道業務，其佔行業的收入比還是只有5%。

行業分化

對於制約證券業發展的槓桿率水準，目前證監會正在進行鬆綁，希望能在目前2.2倍的基礎上，將資質優秀的證券公司放鬆到5到8倍，也就是接近金融行業的整體平均水準。即使在企業資本水準不變的條件下，財務槓桿的放鬆則可以直接刺激資本業務實現翻番式增長，即使按照比較保守的5年發展時間來測算，這一業務每年也需要20%到30%的年增長率。

財務槓桿的放開，將推動內地證券業進入重資產模式，權益乘數作用下，未來行業的資本回報率將很大程度上取決於槓桿系數，而這一業務放大效應將直接導致證券業的內部分化，即大的機構可以憑藉自身的資本實力放大自身的業務操作能力，而中小機構則將逐步被邊緣化，或者另擇精品化的發展戰略。

十年徘徊積累了大量的發展問題，一朝放開，業界自我創新也依然不容樂觀，但是創新與否，發達資本市場已經充分發展的資本中介業務將迅速鋪開，行業能否革新尚待觀察，但是创新的大旗之下，機構彼此競爭則是在所難免，行業分化已成必然。行業创新需要業務充分競爭之後優勝劣汰，革故鼎新，否極泰來。

李元莎 yuansha_li@uml.edu
何順文 simonhoshunman@gmail.com



■內地證券業經歷失去的十年，被其他金融產業遠遠拋離。
(資料圖片)