

# 人为垄断下的超额 利润、趋同化竞争与业间合作

## ——兼论中国投资银行业务的现状、趋势及对策

莫学斌 王长江 刘晓辉

**摘要:** 中国投资银行业的市场结构基本上是垄断与竞争并存, 在近年来垄断因素逐步加强, 但是这一趋势却植根于人为垄断。而中国投资银行业超额利润也源自这一人为垄断因素。同时, 由市场结构所决定的中国投资银行业的市场行为十分单一, 业务竞争严重趋同。并且, 论文提出了一些解决这些问题的相应的策略与措施。

**关键词:** 人为垄断 投资银行 市场结构 市场行为 市场绩效

### 一、中国投资银行业的市场结构: 高度竞争还是寡占

以美国为典型代表的西方经济发达国家市场经济体系中的投资银行产业, 其基本业务主要囊括以证券承销、证券经纪和自营业务为主导的传统型业务; 以企业兼并、咨询、委托理财等为主导的创新型业务和以金融工程为主导的引申型业务。经过百年的发展、沉淀, 美国投资银行业务发展已顺利完成了向创新型业务的转型, 并正日益向引申型业务演进。相形之下, 新生的中国证券市场因发展时间短促及固有的制度性缺陷等问题, 使得在其中孕育、成长、发展的中国投资银行的业务品种的发展甚为稀少。目前其业务只局限于证券承销(主要包括企业债券、股票的承销)、证券经纪、证券自营业务、推荐上市和托管等传统型业务领域, 基本上并未涉足创新型或引申型业务领域。而由于证券自营业务并非投资银行向客户提供的服务, 因此在此不将其列入分析框架中。

#### (一) 证券承销业务市场集中度分析

中国投资银行目前的承销业务主要集中在新股(增发)承销和配股承销方面。2000 年的统计结果表明, 一级市场上前 5 位投资银行的市场份额从 1999 年的 41.86% 上升到 2000 年的 44.31%, 同比增长 5.85%; 前 10 位投资银行的市场份额则从 61.4% 上升到 64.67%, 同比增长了 5.33%。从承销金额看, 前 5 位投资银行所占市场份额已由 1999 年的 43.6% 上升到 2000 年的 45.36%, 承销业务的集中趋势正逐步显露。

在 2001 年新股(增发)承销业务(按承销量计算)中, CR1 指标达到了 21.93%, 这一变动主要是因为中国国际金融有限公司所导致。其他指标并未有剧烈增减变化, 基本上保持了相对稳定的增长(见表 1)。

参照贝恩对美国产业的分类, 可以发现, 尽管中国投资银行业在承销业务领域集中度开始提高, 但是, 中国投资银行业在该领域仍基本上是一种贝恩所提出的中(下)集中寡占型的市场结构。在此市场类型中, 企业数目很多(实际上中国目前拥有承销资格的投资银行近 30 家, 而成熟的西方国家具备承销业务资格的投资银行也只不过 10 家左右, 相比

而言, 中国投资银行在承销业务领域的企业数目确实过多), 寡占程度并不高, 同时存在着激烈的竞争。相比之下, 美国投资银行 2000 年股票承销业务集中度 CR1、CR3 分别为 26.7% 和 67.6% , 基本上是一个高寡占、高集中度的业务领域。因此, 中国投资银行业确实存在集中的因素, 但是这一寡占因素尚不明显。

表 12001 中国投资银行业新股(增发)承销业务集中度指标(%)

指标计算方法	CR1	CR4	CR5	CR8	CR10	CR15
按承销量计	21.93	42.38	46.66	56.79	61.56	67.03
按承销家数计	7.45	20.76	23.42	30.34	33.54	39.38

资料来源: 根据《中国证券期货统计年鉴 2001》、中国证券监督管理委员会、巨灵信息网、巨潮资讯网公布的数据计算得到。以下资料如无特别说明, 均来自于此。

根据前述 H. I 指数的计算公式 对我国投资银行业 2000 年和 2001 年新股(增发)承销业务进行测算, 其指标分别为 0.038 和 0.069。这一指标因中国国际金融有限公司市场份额的巨增而增长了 80%, 说明承销业务领域集中趋势正在加强, 但是该指标绝对数仍然接近于 0, 这说明在承销业务领域尽管存在《证券法》规定的分类管理的市场进入壁垒, 但是竞争仍十分激烈。

#### (二) 推荐上市业务和托管业务集中度分析

在推荐上市业务领域, 2000 年中国投资银行业的市场集中度指标中(见表 2), CR4 近于 46%, CR8 则接近 74%, 这基本上介于中(上)集中寡占和中(下)集中寡占的市场类型之间。

表 22000 年中国投资银行业推荐上市业务集中度指标(%)

指标计算方法	CR1	CR4	CR5	CR8	CR10	CR15
按推荐量计	13.51	45.85	53.73	73.90	83.73	98.79

在托管业务中, 1999 年以来掀起的中国投资银行业的增资扩股浪潮加大了行业托管业务的集中程度, 但是这一作用的显著性很低(见表 3、表 4)。1999 年 8 月合并的国泰君安证券有限公司以 6.01% 的市场份额居于同业首位, 到 2000 年和 2001 年, 由中国华融信托、长城信托、东方信托和中国信

达信托投资公司以及中国人保信托投资公司等5家公司所属的证券部合并组建的中国银河证券有限公司一举超越国泰君安,分别以6.16%、6.01%的市场份额跃居同业之首,其余各项集中度指标值在2000年和2001年比1999年也均有所增长。但尽管如此,托管业务领域仍然未脱离集中度低下的状况。前4家市场份额总计分别是18.06%、20.70%、19.83%,前15家市场份额均未超过45%,并且各项指标在2001年均出现不同程度的下降。在2000-2001年,其托管业务的H. I指数比1999年有所增长,增幅为80%和60%,但是各年H. I指数的绝对数基本为0。这说明托管业务竞争十分激烈,集中或产业内垄断因素并不明显。整个业务领域基本上是一种“原子型”市场结构,参与该业务的企业数目极多,其位次更迭频繁。

表3 1999-2001年中国投资银行业托管业务集中度指标(%)

	CR1	CR4	CR5	CR8	CR10	CR15
1999年	601	1806	2132	2905	3313	4075
2000年	616	2070	2486	3472	3872	4255
2001年	601	1983	2358	3261	3656	4476
2000年同比增长率	250	1462	1660	1952	1687	442
2001年同比增长率	-244	-420	-515	-608	-558	519

表4 中国投资银行业托管业务、债券交易业务和股票、基金交易业务H. I指数

	1999	2000	2001	2000年同比增长率(%)	2001年同比增长率(%)
托管业务	001	0018	0016	80	60
债券交易	0297	0674	0262	127	-157
股票、基金	005	0071	0071	42	0

### (三) 证券经纪业务集中度分析

中国投资银行的经纪业务主要包括企业债券代理交易、股票代理交易和基金代理交易三种。在企业债券代理交易业务中,海通证券一直处于绝对优势的地位,在2001年甚至处于寡占垄断地位。1999年其市场份额为54.1%,到2000年则飙升到82%,尽管在2001年其市场份额下降到34%,但这并没有改变其绝对优势的地位(见表5)。

表5 中国投资银行债券交易集中度指标(%)

	CR1	CR4	CR5	CR8	CR10
1999	54.08	63.67	64.26	65.38	65.47
2000	81.85	91.44	92.24	93.02	93.07
2001	34.31	74.8	76.48	77.16	77.23

在1999年与2001年,中国投资银行业债券代理交易业务基本上接近于高度集中寡占的市场结构。但在2000年则出现了“异象”,整个业务领域出现了贝恩所称的“极高寡占型”市场结构,全部市场基本上由海通证券一家垄断。但是这一现象昙花一现,到2001年又迅速恢复到1999年的市场结构形态。这种现象在H. I指数上反映也十分明显。该指标从1999年的0.3迅速劲升至0.67后,又于2001年回落到0.26附近(见表4)。总体而言,可以断定中国投资银行在债券代理交易业务中存在显著的集中与垄断,甚至存在寡占现象。

在股票、基金代理交易业务上,首家投资银行的市场份额从1999年到2001年基本上呈稳定增长,各集中度指标也均稳定上升(见表6);2000年与2001年股票、基金代理交易业务H. I指数也增长了近42%(见表4),中国投资银行产业在股票、基金代理交易业务上垄断与集中的趋势正日益加

强。但是这种上升并不说明中国投资银行业在此业务上出现了“领头羊”,整个行业在股票与基金代理交易业务中集中程度或垄断程度并不高,仍呈现出一种中(下)集中寡占型市场类型。

表6 中国投资银行业股票、基金代理交易业务集中度指标(%)

	CR1	CR4	CR5	CR8	CR10
1999年	11.12	38.99	46.47	59.46	65.16
2000年	12.47	42.86	51.84	69.13	75.44
2001年	12.76	44.25	53.03	70.55	77.82
同比增长率	12.14	9.93	11.56	16.26	15.78
同比增长率	2.33	3.24	2.30	2.05	3.15

### (四) 中国投资银行的规模集中度分析

中国投资银行经过10余年发展,截至2001年底已有109家证券公司,营业部2700余家,已经初步形成了三个层次,即全国性投资银行,如华夏证券、银河证券等,地方性投资银行,如华泰证券、天同证券等,和兼营投资银行业务的其他金融中介机构等。

1999年以来,中国投资银行业迎来了第三次增资扩股的浪潮,各投资银行股本与实力得到进一步加强,初步形成了资本额在15~50亿元人民币的10余家大型投资银行。但是,尽管绝对规模有了很大发展,经过考察,我们发现中国投资银行仍然处于较低的集中寡占型市场结构下,也尚未形成像美国等发达国家一样的优势投资银行群体。

1999年中国投资银行业净资产总额为485.71亿元人民币,第一家国泰君安证券所占市场份额为8.21%,从CR4(26.17%)与CR8(43.89%)来看,整个产业基本上属于低集中寡占型的市场结构;2000年中国投资银行业净资产总额达652亿人民币,同比增长34.24%。首家投资银行——海通证券净资产53.4亿人民币,仅占净资产总额8.19%,比1999年国泰君安的市场份额下降了0.24个百分点。尽管2000年其他集中度指标比1999年均有所增长,但是这一增长并未使中国投资银行业脱离低集中寡占型的市场结构(见表7),中国投资银行业也并没有形成诸如美国投资银行业中所存在的优势群体。

表7 1999 - 2000年中国投资银行净资产集中度指标(%)

	CR1	CR4	CR5	CR8	CR10	CR15
1999	8.21	26.17	30.99	43.89	50.37	63.32
2000	8.19	27.43	32.62	45.77	52.73	65.40
同比增长率	-0.24	4.81	5.26	4.28	4.69	3.28

## 二、中国投资银行业高垄断利润的来源——人为垄断

市场绩效是指一定的市场结构下,由一定的市场行为所导致的、反映市场运行效率的产业的最终经济成果。在判断某一产业市场绩效时,西方产业组织理论常常从产业的利润率水平和资源配置效率等方面进行考察。

在此我们选取中国上市公司的净资产收益率作为社会平均利润率水平(这显然高估了全国的社会平均利润率水平)。1993-2000年中国上市公司净资产收益率分别为14.60%、14.20%、10.80%、9.50%、10.99%、7.96%、7.99%和7.66%。但中国投资银行净资产收益率远远高于这一水平。1997年全国十大投资银行净资产收益率为

23.86% ,1998 年为 31.47%,1999 年为 19.2%, 分别是同期上市公司净资产收益率的 2.17 倍、3.95 倍和 2.4 倍,是同期具有高度垄断产业形态的美国投资银行平均净资产利润率的 1.17 倍、2.21 倍和 1.12 倍。2000 年中国 101 家证券公司净资产总计 652 亿元,共实现利润 240 亿元,即使按 33% 的所得税率计算,全国投资银行业的净资产收益率也高达 24.66%。前 10 大投资银行(按利润总额排名)净资产收益率平均为 27.878%,是同期中国上市公司这一指标的 3.64 倍。2000 年前 10 大投资银行中净资产收益率超过 30% 的计有光大证券、广发证券、中国银河证券和中信证券 4 家(见表 8)。

表 82000 年按利润额排名的中国 10 大投资银行净资产收益率(%)

海通	中信	国泰君安	申银万国	广发	南方	国信	国通	光大	华夏
24.20	31.27	24.95	33.17	33.81	23.24	22.97	23.17	38.33	23.67

资料来源:根据中国证券业协会披露的券商利润和净资产数据计算得到。

说明:其中,注册地在上海、深圳的投资银行所得税率按 15% 计,注册地在北京和其余地区的投资银行所得税按 33% 的标准税率计算。

排名第 8 位的中国国际金融有限公司因其公布的利润数据未经审计,故未加以考虑,而选用排名第 11 位的华夏证券作为第十位投资银行,国通证券与光大证券位次分别前移一位。

据此我们可以断定,中国投资银行产业内一定存在垄断利润。现代产业组织理论认为,某一产业要获得超过社会平均利润的超额利润,必须具备两个条件:(1)行业进入壁垒很高;(2)行业集中度很高,具备寡占垄断的市场结构。尽管中国投资银行具备很高的进入壁垒这一条件,但是根据前述分析,中国投资银行业却并不具备高垄断或寡占垄断的市场结构,而是基本上呈现出一种中(上)或中(下)集中垄断的市场结构,竞争性因素十分明显,而集中或垄断的结构形态并不显著。但是,在竞争很激烈的市场结构中,厂商却一般只能获得(或略高于)社会平均利润率水平的利润。这就说明在我国投资银行产业中一定存在某种“隐蔽性”的垄断或集中因素,正是这种因素导致了我国投资银行产业的高额利润。微观经济理论认为,垄断分为自然垄断和人为垄断。根据我们的分析,中国投资银行业显然并不存在明显的自然垄断因素,因此中国投资银行业的高额利润或超额利润一定来源于人为垄断。而这种人为垄断则又表现为政府“非市场化”的行政干预和不合理的政策倾斜。

中国投资银行本身就脱胎于受政府保护的银行和信托等金融中介机构。它可以享受到政府政策上的各种倾斜所带来的好处。从诞生伊始,中国投资银行业就被烙上了人为垄断的印痕。这主要体现在以下几个方面:

1 税收的政策倾斜。注册地在上海、深圳的中国投资银行或兼营投资银行业务的金融机构,其缴纳的所得税税率为 15%,注册地在其余地区的投资银行所得税率为 33% 的标准税率。这就意味着仅仅将注册地进行变更,中国投资银行就可以减免 18% 的企业所得税。实际上,中国投资银行大部分的注册地均是在上海或深圳,其动机基本上也是为了合法地规避所得税。另外,2001 年 3 月 7 日,《财政部 国家税务总局关于降低金融保险业营业税率的通知》规定,从 2001 年起,金融保险业营业税率每年下调 1 个百分点,分 3 年将营业税率从 8% 降低到 5%。这些税收上的倾斜政策无疑大大增加了中国投资银行业的利润。

2 证券承销业务的管制与证券经纪业务的价格规制

1999 年 7 月 1 日开始实施的《证券法》规定,国家对证券公司进行综合类和经纪类的分类管理制度。从而人为地关闭了综合类券商的大门,并且未就经纪类券商与综合类券商角色的演变与综合类券商资格的撤消作出具体规定。在此情况下,综合类投资银行就有了政府天然的人为垄断的保护,在与经纪类券商的竞争中就可以高枕无忧。在经纪业务上,中国投资银行业一直享受着政府的人为的佣金价格规制(这一状况直到 2001 年才进行改革)。A 股交易佣金为 0.35%,沪、深市 B 股交易为 0.6% 和 0.43%,证券投资基金为 0.25%。这一相对其他国家较高的佣金率无疑为投资银行带来了丰厚的人为垄断利润或超额利润。

中国投资银行业务主要由证券承销、证券经纪和证券自营业务构成,这三项业务收入即证券承销收入、证券经纪收入和证券自营收入,也就构成了中国投资银行主要的收入来源。三类收入对利润贡献比分别为 18%、40%、28%,其他收入<sup>10</sup>对收入贡献占比 14%。1996 年到 1999 年,中国投资银行经纪业务收入占其总收入比重分别是 41.2%、38.4%、36% 和 32.9%。虽然比重逐年下降,但是经纪业务收入作为主要收入来源的格局基本没有动摇<sup>11</sup>。同时,承销业务收入在总收入比重中也较高。但是由前面的分析,由于中国投资银行业在承销业务和经纪业务上存在严重的人为的管制和价格规制等人为垄断因素,而在此收入格局下,就直接导致了我国投资银行业畸高的垄断利润。

3 中国投资银行存在人为垄断下生产能力的过剩的和垄断的低效率。人为垄断的结果之一必然导致福利的净损失,即所谓的哈伯格三角。目前我国拥有证券承销业务资格的投资银行近 30 家,而成熟的西方国家具备承销业务资格的投资银行也只不过 10 家左右。这样为数众多的投资银行势必造成承销市场的混乱和承销成本的居高不下<sup>12</sup>。同时在审批制下也造成了频繁的“寻租”行为,导致了生产效率的低下和社会资源的内耗。

### 三、趋同化竞争与业间合作

人为垄断下的市场结构也决定了中国投资银行产业的市场行为。在趋于完全竞争的市场结构中,非价格竞争至关重要,也是厂商同业竞争的主要的有效手段。但尽管中国投资银行业已经具备了竞争性很高的市场形态,其业务竞争中非价格竞争因素并没有显著地凸显出来,业务差别化策略在中国投资银行产业中并没有得到体现,整个投资银行业业务趋同化十分明显。另外,厂商之间的共谋性合作也基本上不存在,反而是与国内银行业或国外金融中介机构进行的业间合作频频,但也未脱离基本业务趋同化因素的影响。

1 承销业务的服务方式雷同。审批制下,中国证券市场基本上处于卖方市场状态。投资银行承销业务一、二级市场发行差价巨大,但发行不成功的风险却很小,基本上是一种无风险或低风险的业务。这种高收益、无风险或低风险的风险——收益对应状况显然背离了市场经济的基本原则。在有厚利可图的情况下,具有承销业务资格的投资银行纷纷云集到这一业务领域,以试图在该领域占有一席之地,分上一杯羹。因此投资银行大部分的人力、物力和财力都投入到这一业务中,导致投资银行在承销业务领域中的竞争手段、业务内容十分一致,惊人的雷同。这从我国最近承销业务创新——“绿鞋期权”这一事件中可见一斑。我国于 2001 年 9 月 13 日颁布了《超额配售选择权试点意见》,开始在我国首发新股时推行“绿鞋期权”承销方式,但这一引入型承销方式

的创新到目前为止并无几家投资银行加以采用。

2 投资银行证券经纪业务品种单一、业务趋同。截至 2000 年底,中国债券市场共计有 A 股、B 股、企业债券、国债现货、国债回购、基金和可转换债券等 7 个证券交易品种,其中,A 股交易占有绝对优势的市场份额,B 股和基金以及可转换债券正是我国目前领导层所极力推行、发展的金融工具,其市场潜力十分可观。这种状况使得中国的投资银行无心进取,也无进行金融创新的内在动力,静待市场机会,直到将 B 股、基金与可转换债券的市场瓜分完毕。这种格局和现状就直接导致了我国投资银行业经纪业务的单一和服务的趋同。

3 业间合作的趋同化。近年来,在中国加入世界贸易组织的形势下,中国投资银行开始面临着潜在的、即将转变为现实的外国同行的竞争,各投资银行因此也纷纷开始致力于自身竞争力的提高,进行了一些业务创新和业间合作,包括与国内银行业的合作和与外国金融中介机构的合作。如,国泰君安证券、闽发证券分别与中国工商银行开展“银证通”业务;西南证券、长江证券也分别与建设银行、中国农业银行合作推出了这一业务类型。尽管券商进行了创新,但是其业务仍然十分相似。这一点在与国外证券或银行等金融机构的合作上也十分突出,其业间合作项目基本上是基金管理业务(见表 9),鲜有独立特行的合作业务或创新业务。

表 9 中国投资银行与外国投资银行合作备忘录

中国投资银行名称	外国投资银行名称	合作项目
国泰君安证券	安联—德累斯顿集团	签订基金业务技术合作协议
中国银河证券	英国施罗德集团	签署基金管理合作备忘录
中国银河证券	台湾富邦证券集团	签订业务合作备忘录
申银万国证券	法国巴黎资产管理公司、国际金融公司	签订基金管理技术合作协议
南方证券	德国商业银行	签订资产管理业务技术合作协议
国通证券	荷兰国际集团(ING)	签署基金管理业务技术合作协议
广发证券	富兰克林坦伯顿集团	达成设立合资基金管理公司协议
海通证券	富通集团	签署基金业务战略合作协议
光大证券	美国保德信金融集团	签署合资基金公司意向书
长江证券	荷银投资管理(亚洲)有限公司	签订基金业务全面技术合作协议

#### 四、基本结论和政策建议

1. 中国投资银行业近两三年来行业内垄断趋势开始形成,但尚不显著,并且垄断趋势的出现很大程度上植根于人为垄断;人为垄断现象在中国投资银行产业的发展中十分显著,主要体现在政府各种政策的倾斜、人为的价格规制和政府证券市场的“隐性担保”上。中国投资银行业若要在金融业对外开放的 5 年缓冲期内形成一定的、可与国外投资银行相抗衡的规模与竞争力,政府在政策上就必须逐步解除人为垄断,使中国投资银行逐步走向行业的自然垄断或集中,通过业内兼并、重组、或增资扩股、或公司上市等形式形成有一定实力的投资银行群体。

2. 中国投资银行产业业务竞争严重趋同化,业务品种单一,由人为垄断所导致的内在的创新动力不足,因此,中国投

资银行应该也必须实行产品差别化策略,并积极向创新型和引申型业务拓展,从而有利于在微观机制上形成综合性投资银行与专业性投资银行并存的、有充分竞争能力的全方位竞争格局。

3. 在中国投资银行业集中度向自然垄断过渡,并且逐步加强之时,资源的配置效率、资源的利用效率和产业整体的竞争能力也会因垄断因素而降低。这时如何解决“马歇尔冲突”(Marshall Conflict)就必将成为中国投资银行业所面临的另一个课题。

#### 注释:

市场集中度指标(CR<sub>n</sub>)的计算公式是:  $CR_n = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{X} = \sum_{i=1}^n S_i$ , 其中 n 为中国投资银行产业内在某一指标上处于领先地位的公司数目; X 为整个投资银行产业内某项指标总额(如承销量、代理交易额等); X<sub>i</sub> 为第 i 家公司的某项指标额; S<sub>i</sub> =  $\frac{X_i}{X}$  表示第 i 家公司某项指标的市场份额。根据贝恩(Bain)对 20 世纪 50 年代美国产业的分类标准,在 CR<sub>4</sub> = 75%, 即可认为该产业为极高寡占型产业;65% < CR<sub>4</sub> < 75% 且 CR<sub>8</sub> > 85% 时,该产业为高集中度寡占型产业;50% < CR<sub>4</sub> < 65% 且 75% < CR<sub>8</sub> < 85% 时,该产业为中(上)集中寡占型产业;50% < CR<sub>4</sub> < 50% 且 45% < CR<sub>8</sub> < 75% 时,该产业为中(下)集中寡占型产业;而 30% < CR<sub>4</sub> < 35% 且 40% < CR<sub>8</sub> < 45% 时,该产业为低集中寡占型产业。见杨公朴、夏大慰主编:《产业经济学教程》,137 页,上海,上海财经大学出版社,1998。

《资本市场》,2001 (3),52 页。

H·I 指数的计算公式是:  $H \cdot I = \frac{\sum_{i=1}^N S_i^2}{N}$ , 其中 N 为中国投资银行产业内公司总数。其余符号同注释。该指标值越接近于 0,说明产业越趋近完全竞争的市场形态;反之,H·I 指标值越接近于 1,则说明产业中的垄断和集中程度越高。该指标值对产业内并购、重组、分立等极其敏感,但它能克服绝对集中度指标 CR<sub>n</sub> 的缺陷,并反映产业内企业的规模分布状况。

目前有些学者和业内人士认为企业债券交易量在投资银行业务收入中的贡献并不大,因此在对投资银行的研究文献中也甚少提及该业务。但是本文认为,这一业务领域存在很高的寡占和集中因素,并且随着央行降息政策的出台,部分券商也开始对该业务重视起来。

中国证券监督管理委员会编:《中国证券期货统计年鉴(2001)》,北京,中国财政经济出版社,2001。东北证券公司金融与产业研究所课题组:《中国证券市场的制度性缺陷与风险防范》,载《经济研究参考》,2002 年 8E-1。

该数据根据美国证券业协会公布的全美证券商协会的 300 家会员公司的数据计算得到。这 300 家会员公司的收入、资本、净资产等财务指标基本占美国整个投资银行业的 60% ~ 85% 左右,颇具代表性。在 1997、1998 和 1999 年该 300 家会员公司平均净资产利润率分别为 20.37%、14.22% 和 17.14%。

李民吉:《我国券商管理制度市场化探讨》,载《中央财经大学学报》,2001 (3)。

杜焯君:《竞争市场中的垄断利润:中国证券业的产业组织与价格规制》,载《世界经济》,2001 (5)。

根据《证券法》规定,只有综合类证券公司具有证券承销的权利。

10 主要是保证金的息差收入。

11 张弘:《新环境下券商经纪业务的策略调整》,载《证券市场报》,2001 (2)。

12 蒋茵:《我国券商的发展之路——兼论券商的财务管理》,载《中南财经大学学报》,2001 (5)。

(作者单位:南京大学金融学系 南京 210093)  
(责任编辑: N)