

吴奉刚 ■ 著

# 证券公司集团化 —— 模式与治理

ZHENGQUAN GONGSI  
JITUANHUA  
MOSHI YU ZHILI



中国金融出版社

证券业·中国

# 证券公司集团化 ——模式与治理

CHINA SECURITIES GROUPING  
MODELS AND GOVERNANCE  
JITEN KUMAR  
JITEN KUMAR  
JITEN KUMAR

中国金融出版社

F830.39

4

# 证券公司集团化

## ——模式与治理

吴奉刚 著

 中国金融出版社

责任编辑：王效端 任黎鸿

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

## 图书在版编目 (CIP) 数据

证券公司集团化 (Zhengquan Gongsi Jituanhua): 模式与治理/吴奉刚  
著. —北京: 中国金融出版社, 2006. 8

ISBN 7-5049-4063-1

I. 证… II. 吴… III. 证券交易所—企业集团—研究 IV. F830.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 060569 号

出版

发行

**中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 13.75

字数 267 千

版次 2006 年 8 月第 1 版

印次 2006 年 8 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 29.00 元

如出现印装错误本社负责调换

# 迎接中国券商发展的新时代

(代序)

券商作为证券市场重要的中介机构，在证券市场的形成和发展中发挥了至关重要的作用，从某种意义上说，券商是证券市场的核心力量。但由于制度缺陷和市场结构缺陷等原因，券商在快速发展的同时，也积累了许多风险和问题。近年来，随着证券市场的结构调整和制度完善，券商存在的问题逐渐暴露，风险集中爆发，许多券商的经营和发展遇到了很大困难，一批缺乏核心竞争力的券商退出了历史舞台。截至2006年6月底，累计已有30家证券公司先后被关闭、清算、托管或行政整顿，还有数十家券商正在重组或等待重组。

在以往的券商重组中，政府往往居于主导地位。这样做尽管可以稳定金融市场和金融秩序，但也容易导致券商的道德风险。南方证券出现亏损和巨额挪用客户交易结算资金后，监管层变被动为主动，采取了先行政接管、后关闭清算的方式。这一转变实际上揭开了以关闭、合并为基调的券商重组的序幕。从最近两年参与重组的主体来看，有三股力量主导着整个市场的重组。一是商业银行。券商全面整改以来，银行背景的中央汇金公司和中国建银投资有限公司（简称“建银投资”）就频频参与券商的重组；市场份额日益扩大的中信证券的银行背景也显而易见。2005年以来，中央汇金公司分别向银河证券、申银万国证券和国泰君安证券注资并提供贷款。建银投资2005年8月在承接中央银行80亿元再贷款的基础上，又收购了南方证券的经纪业务和投资银行业务，成立了中投证券。同月，建银投资又会同中信证券分别出资在华夏证券的基础上组建中信建投证券。此外，建银投资还参与了北京证券的重组和齐鲁证券的增资扩股。对齐鲁证券的注资事实上是经国务院批准的处置天同证券风险方案的一部分。二是外资机构。2005年8月，瑞银集团投资17亿元换取北京证券20%的控股权，给中国证券市场带来一次强烈的震撼。在此之前，摩根斯坦利参股中金公司、里昂证券参股华欧国际、高盛证券通过“买门票”模式组建高盛高华。目前瑞士信贷第一波士顿、摩根斯坦利、J.P. 摩根正在与湘财证券、山西证券、辽宁证券等洽谈股权收购事宜。外资金融机构参股控股的券商

虽然现在还没有形成大气候，但其增长潜力不可小视。三是优质券商。以广发证券、中信证券、华泰证券为代表的优质券商频频注资、托管高危券商。广发证券已经控股和正在托管的券商有广发华福、广发北方、武汉证券、河北证券、第一证券等。而华泰证券近期刚刚完成对联合证券的注资，成为其控股股东。

中国券商重组之所以出现这样的格局有其深刻的背景。首先是中国证监会在完善制度、摸清底数的基础上，坚决而积极地推进券商综合治理，对推进行业资源整合、支持优质公司规范发展起到了积极的作用。2004年8月和2005年4月证监会分别发布了《关于推进证券业创新活动有关问题的通知》和《关于规范类证券公司评审和监管相关问题的通知》，2005年7月国务院办公厅转发了证监会拟定的《关于证券公司综合治理工作方案》，2006年6月证监会又紧急下发《关于进一步落实证券公司整改工作的通知》。据悉，《证券公司监管条例》和《证券公司风险处置条例》的出台也在酝酿之中。其次是金融发展混业化、国际化的趋势。1986年英国政府宣布银行业可以直接进入证券交易所进行交易；1997年日本金融当局通过了全面进行金融体制改革的法律；1999年美国国会通过《金融服务现代化法》，废止了象征分业体制的《格拉斯—斯蒂格尔法》，至此，混业经营、混业监管已成为国际金融的主流。中国加入世界贸易组织以后，外资金融机构纷纷以各种形式进入中国市场，尽管它们仍遵循中国分业经营的原则，但其混业经营的国际背景为其在中国开展业务提供了莫大的支持，对国内金融业形成了极大的压力。面对组织边界和产品边界日益模糊的趋势，国内金融机构有发展其他金融业务的强烈需求，特别是占主导地位的银行业，迫切想通过进入资本市场来发展其非信贷业务，即通常所说的表外业务，从而改变传统的以信贷业务为主的营业收入格局，以提高自身的综合竞争能力。国家也有意通过可控的多元化经营降低间接融资的比重，提高银行业抗风险能力，维护国家金融的稳定与安全。这是我们在券商重组中经常见到银行的身影的主要原因。

新形势下证券业的重组必然引发其组织创新和业务创新。目前我国金融业实行的是分业经营、分业管理的体制，在混业经营的国际背景下，如果我们坚持采取绝对的分业模式，可能会损害我们金融机构的整体效益；如果我们采取完全的混业又不现实，金融控股公司形式下的多元化经营是一种可以探索的模式。根据金融联合论坛1999年发布的《对金融控股集团的监管原则》，金融控股公司是指在同一控制权下，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提供服务的金融集团。目前，虽然在我国金融控股公司的法律地位尚未确立，但在现实中中信控股、光大集团和平安集团等一些金融控股公司正在做着有益的尝试和探索。

2004年下半年,我在完成《技术上已破产券商处置模式研究》这份研究报告时,一直在思考着这样一个问题:中国的券商到底应该采用一种什么样的组织结构或者说到底什么样的组织结构能够使券商避免或摆脱“扩张—违规—风险—被处置”这样的宿命呢?借鉴国际经验,结合国内实际,我个人认为:理想的券商组织结构模式是这样的:首先,它是金融控股公司的一个组成部分;其次,它的股权是相对分散并且合理的,这样的券商才会有一个良好的公司治理结构。这里我所说的金融控股公司模式是由金融机构作为主体的金融控股公司。非金融企业组建的金融控股公司未必是中国金融业走向综合经营或混业的良好模式。中央汇金公司从形式上看是一个纯粹的控股公司,但目前,它主要是代替国家行使出资人职能,在未来混业经营中它以什么样的形式发挥作用值得探讨。

国外以金融机构为主体的金融控股公司也有多种模式。德国的特点是以商业银行为服务主体,即内部综合经营式的全能银行模式;而美国更多是以投资银行为母体开展混业经营,即子公司式的混业模式。在我国,从金融组织结构和金融资产规模来看,商业银行最具备组建金融控股公司的优势。目前商业银行虽然受到诸多限制,但好在新修订的《中华人民共和国商业银行法》和《中华人民共和国证券法》,为金融混业经营留下了一定的想象空间。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中明确提出,要完善金融机构规范运作的基本制度,稳步推进金融业综合经营试点,这为我国金融业的发展定下了基调。

接下来的问题是:券商在今后的金融组织结构重建中究竟居于什么样的位置呢?在前面所提到的三股力量所主导的市场重组中,不论是以银行为背景还是以外资金融机构为背景,最后,券商都必然地成为金融控股公司的一部分,以银行和外资金融机构为控股主体的券商将成为市场的主流。目前,券商不论是从资产规模上还是从行业优势上,都不具备组建综合经营的金融控股公司的实力。那么,缺乏银行和外资两种背景的券商在市场上到底还能走多远,让我们拭目以待吧!

本书的作者吴奉刚博士曾在中国人民银行、国家外汇管理局、证券公司、控股上市公司的企业集团工作过,对金融改革、金融业发展和企业集团化在理论上有深刻的理解,并且有相当丰富的实践经验。这部著作是他在中国人民大学博士后研究工作报告的基础上修改而成的,该著作从多个角度分析了券商和金融控股集团产生的理论、模式和发展路径,并就金融控股集团的监管问题提出了一些设想。他在写这本书时,曾多次和我讨论书中的一些问题。坦率地说,我和他在一些观点上意见并不完全相同,但这并不妨碍我们的交流和切磋。当然我从他那里也学到了很多新的观点和新的知识,而且他治学严谨的精

神常常让我感动。在他的著作出版之时，我把自己的观点也奉献给读者，供参考，是为序。

孙国茂

2006年7月18日于济南舜华园

---

注：代序作者为山东证券业协会副会长、齐鲁证券有限责任公司总经理。

## 目 录

C O N T E N T S

|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| <b>第一章 导论</b> .....           | 1   |
| 1.1 问题的提出 .....               | 3   |
| 1.2 概念的界定 .....               | 7   |
| 1.3 文献评析 .....                | 12  |
| 1.4 方法、结构与创新点 .....           | 19  |
| <b>第二章 理论基础</b> .....         | 25  |
| 2.1 效率分析 .....                | 27  |
| 2.2 风险 .....                  | 40  |
| 2.3 企业理论 .....                | 44  |
| 2.4 制度变迁理论 .....              | 51  |
| <b>第三章 模式比较</b> .....         | 57  |
| 3.1 附属发展模式 .....              | 59  |
| 3.2 独立发展模式 .....              | 65  |
| 3.3 关联发展模式 .....              | 72  |
| 3.4 我国的进展 .....               | 85  |
| <b>第四章 结构与治理</b> .....        | 99  |
| 4.1 公司组织结构形式的演变 .....         | 101 |
| 4.2 法人证券公司的组织结构 .....         | 106 |
| 4.3 金融控股公司的类型与结构 .....        | 110 |
| 4.4 金融集团的内部治理 .....           | 115 |
| 4.5 金融集团对子公司的控制和协调 .....      | 126 |
| 4.6 美国投资银行股权结构的变化特征及其启示 ..... | 130 |
| 4.7 花旗、汇丰集团法人治理结构 .....       | 134 |

|                      |     |
|----------------------|-----|
| 第五章 发展路径 .....       | 137 |
| 5.1 业务合作 .....       | 139 |
| 5.2 向下集团化 .....      | 151 |
| 5.3 向上集团化的股权战略 ..... | 161 |
| 第六章 监管安排 .....       | 169 |
| 6.1 法律框架 .....       | 171 |
| 6.2 监管模式 .....       | 176 |
| 6.3 资本充足率 .....      | 191 |
| 6.4 “两墙”制度 .....     | 194 |
| 结束语 .....            | 202 |
| 参考文献 .....           | 204 |
| 后记 .....             | 210 |

## 第一章

# 导论



美国金融学家戈德史密斯教授(1969)在《金融结构与金融发展》一书中提出,金融结构即金融工具和金融机构的相对规模;各种金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模共同构成了一国金融结构的特征,并且,金融结构随时间推移而变化。在全球金融混业经营趋势的冲击下,中国的金融结构也在发生着重大的变化,证券公司作为金融机构中的一员如何应对这种挑战是本书研究的内容。

## 1.1 问题的提出

### 1.1.1 国内外金融混业的趋势

20世纪80年代以来,随着全球金融市场一体化趋势的增强,金融业竞争日益激烈,金融创新层出不穷。从国际范围的发展趋势看,银行业、证券业、保险业的相互渗透和政府分业管制的放松,已经成为一种世界性的潮流。

80年代以前,英国禁止本国银行业介入证券业,英国证券交易所的主要参加者是中小型证券公司。1986年英国政府推动了撼动金融界的大爆炸式(Big Bang)金融改革,宣布银行业可以直接进入证券交易所进行交易,以抗衡美国、日本等以大证券公司为支柱的证券交易所和西欧大陆以银行业为主体的证券交易所。此举不仅促成英国本土商业银行进入投资银行领域,而且更推动了美国、日本的商业银行涌入英国证券市场,巩固了伦敦国际金融市场的地位。目前,英国正进一步完善全能监管,强调对商业银行、证券业务等的全面风险管理。日本从20世纪80年代中期起,开始研究并逐步实施对分业模式的改革。首先出台的《金融改革法》准许不同行业的金融机构以子公司方式自主选择业务范围,实行跨行业兼营。1994年开始允许银行通过附属公司参与证券包销业务。1997年日本金融当局通过了全面进行金融体制改革的法案<sup>①</sup>,强调大力发展资本市场和直接融资。从美国的情况看,由于市场竞争日趋激烈,商业银行在金融业中占有的份额不断下降,投资银行、投资基金等非银行金融机构在金融市场上开始占据主导地位。面对资金分流的“脱媒”压力及优质客户流失的压力,美国银行业采取兼并和金融创新手段向证券业渗透。美国政府为了提高本国银行的国际竞争力,也默许甚至鼓励这种渗透。1984年美国联邦存款保险公司裁定9300家州注册的小银行可以进入证券行业;《1991年联邦存款保险公司改革条例》允许某些银行以等于其资本100%的数

<sup>①</sup> 1986年英国Big Bang的对象是证券市场,而日本Big Bang的对象则是整个金融体制。

量获得和持有普通股及优先股股票；1999年美国国会通过《金融服务现代化法》，废止了象征分业体制的《格拉斯—斯蒂格尔法》。<sup>①</sup>

目前，我国实行的分业经营、分业监管的体制有其历史的必然性。但随着改革开放的不断深入，特别是资本市场的发展，我国分业经营的管制也不断放松，业务交叉的法律空间不断拓展。《中华人民共和国商业银行法》虽禁止银行直接从事信托投资和股票业务，但并没有将银行参与证券业务的大门堵死，特别是十届全国人大常委会第六次会议通过的《关于修改〈中华人民共和国中国人民银行法〉的决定》和《关于修改〈中华人民共和国商业银行法〉的决定》<sup>②</sup>留下了相当大的法律空间：（1）《中华人民共和国商业银行法》第三条直接规定了商业银行的部分投资银行业务职能，如发行金融债券，代理发行、代理兑付、承销政府债券，买卖政府债券、金融债券等。商业银行可利用上述条款，开展法定的投资银行业务。（2）《中华人民共和国商业银行法》第四十三条修订为：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外。”这样就给将来的混业经营留下了法律空间。将来凡是经过国务院批准的业务，都可以逐步实施。同时，该条法律的限制只适用于商业银行的境内业务，商业银行的境外投资和证券业务不受《中华人民共和国商业银行法》的限制，商业银行完全可以根据东道国法律的规定，自由拓展全能银行业务。（3）商业银行可通过金融创新，开发新型金融产品，发展与资本市场有关的中间业务，从而变相地进入证券市场。

近年来保险资金的证券投资渠道也不断得以拓展，如允许保险公司参与银行间债券市场的现券交易、买卖信用评级在AA+级以上的中央企业债券等。2002年10月通过的《中华人民共和国保险法》授权国务院在法律规定的范围内对其他资金运用做出具体规定，拓展了保险资金的运用空间（如允许社保资金按一定比例进入证券市场）。2002年颁布的《中华人民共和国信托法》使信托公司可以从事除股票承销外的其他证券业务。

更实质的是，这种放松不仅体现在业务的交叉上，2002年12月国内首家金融类控股公司——中信控股有限责任公司成立，依法管理中信旗下的银行、证券、保险、信托、资产管理、期货、租赁、基金、信用卡等金融企业，这标志着我国混业经营在组织体系上已有所突破。

### 1.1.2 我国证券公司集团化的必要性与可行性

在我国正式加入世界贸易组织的体制框架下，面对国际国内日益增强的混

<sup>①</sup> 又称《1933年银行法》。

<sup>②</sup> 文中所述的两个决定于2003年12月27日通过，2004年2月1日起实施。

业经营趋势,我国证券业面临着日益严峻的竞争格局。自1987年第一家证券公司成立以来,我国证券公司在数量上迅速发展,截至2005年底有近120家。但与国外著名券商相比,我国券商在资本规模、业务品种结构、创新能力、内部管理水平等方面处于明显劣势,其中尤以规模小和业务品种的单一雷同为甚,这两方面又间接影响到其他竞争条件。竞争劣势使我国券商的市场环境愈加复杂,竞争形势愈见严峻,特别是股市近几年的持续低迷,更凸显了证券公司抗风险能力的脆弱性,其生存发展受到极大挑战,进而影响到整个金融市场和国民经济体系的稳定与发展。发展环境的剧变已经对证券公司形成通过业务多元化寻求战略突围的强大压力。在这种困境下,证券公司实施集团化发展战略不失为一种有效的发展之道。

目前,我国证券公司实行的总公司(各业务部门)—区域管理总部—营业部的管理体制,本质上是一种总分公司体制。该体制虽然有利于总部对公司各部门的控制,但却从体制上抑制了各部门潜能的发挥。证券公司通过开展集团化经营,可以以控股的形式控制众多不同业务种类的子公司,发挥资金的杠杆效应,控制规模更为庞大的资产,优化证券业的存量资产,提高证券业的集中度。利用控股公司机制,证券公司可以开展横向并购活动,以壮大某项或某几项业务的竞争能力,形成强而有力的核心产品,更大限度地占领某一细分市场。在集团内部,不同分支机构基于公司的核心竞争力,侧重于不同的业务领域,有利于形成具有差别化的产品系列,提高产品差别化程度。同时,由于子公司是独立的法人实体,依据其注册资本的大小承担有限责任,这无疑在母子公司之间设立起一道防火墙,有利于总公司从整体上控制经营风险。集团化战略的实施所导致的经营规模扩大与管理水平提高,最终将降低平均营运成本,实现规模经济,有利于提升我国证券公司的竞争力,迎接入世的机遇和挑战。在这样的条件下,组建证券控股集团,凭借高效的管理构架和完善的母子公司法人治理结构而获取一体化经营的优势,就成为一种适宜的选择。

广义上讲,证券公司集团化还有另一层含义,那就是证券公司在发展壮大基础上,向其他金融业务拓展,通过股权控制形成银行、保险、信托、期货等混业集团,或引入具有银行、保险、信托业务背景的大股东,分享集团混业的效率。

从目前的实际情况看,我国也具备了证券公司集团化、业务多元化的可行性。

一是不断修订完善的证券法律法规为集团化证券公司的建立提供了制度准备。《证券公司管理办法》已于2002年3月1日正式实施。该办法是我国第一部全面系统规范证券公司运作的重要文件,与以往的制度相比,实现了多个突

破。首先,该办法允许证券公司设立分公司和单项业务子公司,并明确了子公司是证券公司分支机构的一种,且具有法人资格。其次,证券公司的投资领域更为广阔,可以相互参股,可以设立基金公司、期货公司等。再次,拓宽了证券公司的融资渠道,允许证券公司公开发行股票、债券等有偿证券,通过资本市场进行融资。该办法明确了集团化是我国证券公司的发展方向,提出了我国证券公司集团化运作的基本框架和实现集团化的主要途径,将极大地促进我国证券公司向集团化方向发展。2005年10月27日经十届全国人大常委会第十八次会议表决通过修改、2006年1月1日正式实施的新的《中华人民共和国证券法》尽管没有像人们期待的那样在混业经营方面有实质性的进展,但增加了“国家另有规定的除外”,为稳步实施综合化经营,实现经济主体连通,留下了法律空间。《中华人民共和国证券法》第六条规定:“证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理,证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。国家另有规定的除外。”

二是国外证券公司集团化发展道路为我国建立集团化证券公司提供了成功经验。西方成熟的证券市场在实行分业经营时期,许多是通过集团化的方式实现银行、保险、证券等业务活动的交叉、互补,这种集团化的发展思路体现了金融市场内部相互沟通的内在要求,有利于提高金融市场配置资源的效率。随着经济全球化、一体化的发展,金融业的综合经营和一体化服务已经成为一种国际潮流,它能使金融机构的竞争力进一步增强。花旗、汇丰、美林、摩根斯坦利等金融控股集团的成功运作,为我国的证券公司集团化提供了经验。

三是我国目前一些事实上的金融集团的成功尝试对证券公司的集团化道路创造了条件。目前尽管我国法律上还没有承认,但事实上已经出现了集团化的金融控股公司,而且取得了一定的成绩。具体的例子是中信集团、光大集团等。中国光大集团目前拥有中国光大银行、光大证券和光大信托,拥有光大控股、光大国际和香港建设三家在香港的上市公司,是申银万国证券的最大股东,同时还在与加拿大一家公司筹建合资人寿保险公司。

随着国际国内金融业混业发展趋势的加强,近几年国内对金融集团、金融控股公司的研究逐步深入,但基于国内银行业的基础地位,大多数是从商业银行角度来对金融集团、金融控股公司进行研究的。本书从证券公司角度,全面系统地研究了金融集团的理论基础、模式选择、治理结构、发展路径、监管安排等问题。因此,本书的研究既有理论意义,又有针对性的实践意义。

## 1.2 概念的界定

### 1.2.1 战略

关于什么是战略，战略是如何形成的，学术界有诸多观点。亨利等（2001）在其著作《战略历程——纵览战略管理学派》中，对这些问题进行了很好的总结。在他们看来，战略至少有五种定义：其一，向前看战略是计划；其二，参考过去的行为，战略是一种模式，即长期行动的一致性；其三，战略就是市场定位；其四，战略是一种观念，及一个组织做事的基本方式；其五，战略就是策略（Ploy）。

关于战略的形成，设计学派将战略形成看做一个概念作用的过程，有效的战略产生于受严密控制的人类思维过程；计划学派把战略制定看做是更加独立和系统的正式计划过程；定位学派将战略形成看做一个分析的过程，更关注企业对经济市场战略位置的选择；企业家学派将战略形成看做一个预测的过程；认识学派采用认识心理学的理论来解释战略，把战略理解为概念在企业家头脑中的聚积过程；学习学派将战略形成看做一个应急的过程，认为世界的复杂程度不允许战略像清晰的计划和远见那样一下子形成，战略的产生就如同组织的变化或“学习”，在“应急”的积累中逐步地形成；权力学派认为战略形成是一个协商的过程，包括组织内部各个矛盾着的集团之间和互为外部环境的组织之间的协商；文化学派认为战略形成根植于组织文化当中，是一个集体思维的过程；环境学派将战略形成看做一个反应的过程，组织必须适应环境的变化；结构学派将战略形成看做一个变革的过程，它实际上是其他学派的综合，把战略的各个组成部分归结成清晰的阶段或时期，认为战略的制定必须反映战略在不同状态下的跃变。

任何关于战略的讨论总是以达成“战略是一把双刃剑”的共识而宣告结束。因为与战略相关的每一种优势，总是伴随着一种缺陷。表1-1揭示了这些优势和缺点，它提示我们战略虽有一定的长期性，但并不是一成不变的，应随着情况的变化适时进行调整。

本书将战略定义为战略主体为实现一定的目标而制定的与组织使命一致的计划模式，它的形成是一个定位分析过程，要随着环境的变化不断地加以修订。证券公司集团化战略就是证券公司根据市场环境的变化，对组织结构、业务模式、发展路径等进行集团化定位的分析过程。