

■ 类金融控股企业集团监管课题组 著

类金融控股企业集团的 监管与风险处置

—— 德隆事件引发的思考

南开大学出版社

类金融控股企业集团的 监管与风险处置

——德隆事件引发的思考

类金融控股企业集团监管课题组著



南开大学出版社

天津

图书在版编目(CIP)数据

类金融控股企业集团的监管与风险处置：德隆事件引发的思考 / 类金融控股企业集团监管课题组著. —天津：南开大学出版社，2008. 8

ISBN 978-7-310-02977-8

I. 类… II. 类… III. ①金融公司：持股公司—监督管理 ②金融公司：持股公司—风险管理 N. F831. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 112781 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人：肖占鹏

地址：天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码：300071

营销部电话：(022)23508339 23500755

营销部传真：(022)23508542 邮购部电话：(022)23502200

*

天津市蓟县宏图印务有限公司印刷

全国各地新华书店经销

*

2008 年 8 月第 1 版 2008 年 8 月第 1 次印刷

880×1230 毫米 32 开本 5.375 印张 2 插页 151 千字

定价：20.00 元

如遇图书印装质量问题，请与本社营销部联系调换，电话：(022)23507125

本课题由南开大学虚拟经济与管理研究中心
和国家开发投资公司共同承担

目 录

第一章 导论	(1)
一、研究的背景和原因	(1)
二、研究德隆事件的现实意义	(5)
三、本书的基本结构	(9)
第二章 德隆系风险形成与处置	(10)
第一节 德隆系的诞生及其扩张	(10)
一、德隆系实业领域的形成	(11)
二、德隆系金融领域的形成	(12)
第二节 德隆危机的爆发及原因探析	(13)
第三节 德隆系风险形成与爆发的主要原因	(16)
一、德隆危机爆发的内部原因	(17)
二、德隆危机爆发的外部因素	(19)
第四节 德隆系风险处置的主要做法	(22)
一、德隆风险处置的主要过程	(22)
二、德隆危机处置的特点分析	(24)
第五节 德隆危机的处理经验	(30)
一、建立了强有力的组织领导体系和协调机制	(31)
二、遵循了市场化、法制化和专业化的原则	(31)
三、努力创新、积极探索,为完善相关制度和政策措施 奠定基础	(32)

第三章 类金融控股企业集团的概念、模式和国际比较	(38)
第一节 类金融控股企业集团的概念	(38)
第二节 类金融控股企业集团构建的理论分析	(40)
一、类金融控股企业集团的形成体现了产业资本向金融资本转化的内在要求	(40)
二、企业构建类金融控股企业集团所获得的利益增长点	(41)
第三节 类金融控股企业集团的分类	(43)
一、资本溢出型	(43)
二、融资依赖型	(44)
第四节 类金融控股企业集团的发展模式	(45)
一、市场主导下的类金融控股企业集团的发展模式	(45)
二、政府主导下的类金融控股企业集团的发展模式	(52)
第五节 类金融控股企业集团的国际比较	(59)
一、美、日类金融控股企业集团的比较分析	(59)
二、形成不同产融结合模式的原因分析	(61)
三、中国类金融控股企业集团发展模式的选择	(63)
第四章 类金融控股企业集团的风险控制	(71)
第一节 类金融控股企业集团的输入型风险	(71)
第二节 类金融控股企业集团的运营风险	(73)
一、内部经营风险	(74)
二、外部性风险	(80)
第三节 中国类金融控股企业集团风险的特殊性	(82)
第五章 政府对类金融控股企业集团的监管	(86)
第一节 金融业的“准公共产品”特性	(87)
一、“准公共产品”的概念与特性	(87)
二、金融业的“准公共产品”特性	(88)
第二节 政府对类金融控股企业集团监管的边界分析	(91)
第三节 世界各国政府对类金融企业集团监管经验	(94)
一、各国类金融控股企业集团监管制度没有统一的	

模式	(95)
二、及时建立、健全相关监管法律制度	(96)
三、加强不同监管当局间的监管协调	(96)
四、注重实行对整体风险的监管	(97)
第四节 金融体系系统性风险的处置:国际比较	(98)
一、美国长期资本管理公司风险处置	(99)
二、台湾力霸集团的风险处置	(102)
第六章 促进我国类金融控股企业集团健康发展的对策	(106)
第一节 完善相关法律,强化金融监管	(106)
一、我国金融业监管的现状	(107)
二、强化对金融企业控股股东的监管	(110)
三、完善信托法律制度体系	(112)
第二节 加强监管、预警和控制风险	(116)
一、明确监管对象	(117)
二、类金融控股企业集团准入风险的控制	(118)
三、类金融控股企业集团的经营监管	(121)
第三节 完善监管协调机制,加强对整体风险的把握	(125)
一、明确监管协调的责任和程序	(126)
二、建立、健全类金融控股企业集团监管信息共享 机制	(128)
第四节 进一步完善金融安全网建设,有效处置风险	(130)
一、推进存款保险制度建设	(130)
二、坚持政府支持下的市场化风险处置方式	(132)
附录 1 德隆系实业领域的经营业绩:以沈阳合金为例	(134)
附录 2 长沙市商业银行的处置案例	(137)
一、长沙市商业银行与德隆系的关系	(137)
二、长沙市商业银行对德隆债权的处置措施	(137)
三、处置经验和体会	(139)
附录 3 金新信托乳品计划项目的处置案例	(141)
一、乳品计划项目简介	(141)

二、乳品计划项目的清算	(141)
三、最终处置办法	(142)
附录 4 中富证券处置案例	(144)
一、德隆对中富证券的股权控制	(144)
二、中富证券的托管经营	(145)
三、中富证券的重组	(145)
四、中富证券重组后的交接	(146)
附录 5 德隆是否属于资本溢出型的类金融控股企业集团	(147)
一、德隆对实业领域的经营业绩分析—— 以“老三股”为例	(147)
二、德隆的配股资金使用情况	(149)
三、德隆对银行信贷资金的运用成为“血库”	(150)
附录 6 政府介入德隆危机的博弈模型分析	(153)
附录 7 控股股东的控制权收益和投资行为分析	(156)
参考书目	(157)
后记	(162)

第一章

导论

一、研究的背景和原因

(一)德隆危机的形成与处置

1. 德隆危机的形成

德隆系的崩溃为中国政界、企业界、学界理性对待“类金融控股企业集团”这一企业组织模式敲响了警钟。毕竟,德隆仅是中国类金融控股企业集团发展过程中的一种表现形式;近年来,国内一些实业企业通过控股商业银行、证券公司、保险公司、信托公司等金融机构,探索产融结合和金融创新的发展模式,“类金融控股企业集团”的企业组织形式应运而生。虽然实业企业构建类金融控股企业集团的目标各有不同,但大体可分为两大类:第一类属于实业领域经营业绩出色、资本充盈的企业为寻找新的利润增长点而进入金融业;第二类则片面看重金融体系的融资功能,通过收购银行、证券、保险等金融企业,追求控制权收益,缓解企业的“融资饥渴”。事实证明,德隆系是典型的类金融控股企业集团,其运做模式无疑属于后者。

多年来,德隆系通过一系列的资本运作和企业并购,一方面斥巨资收购了数百家实业公司,另一方面大肆向金融业渗透,将多家金融机构纳入麾下,最终造就了一个庞大的产业金融帝国,以“德隆国际”、“新疆

德隆”和“新疆屯河”为主线,控股、参股和控制了 200 多家实业企业和金融机构。事实上,德隆通过复杂的股权关系和金融机构控制,形成了复杂的融资路线。由于德隆扩张太快,一旦某一个融资节点发生问题,都可能迅速扩张为全面的资金链条紧张。2004 年 4 月,德隆系控股的 3 家上市公司股价下跌,导致德隆系金融机构和上市公司面临跨行业、跨市场的金融风险,导致德隆系金融机构关闭,大量个人债务无法兑付,银行巨额贷款损失,多家上市公司财务危机等一系列问题。据唐万新于 2004 年 7 月向央行解释德隆多年来的资金流向时的说法,自 2001 年以来,所有的资金流向只有两个——兑付客户到期资金和收购金融企业,投资在产业上的资金是少之又少。随着德隆系扩张速度的加快,其融资成本越来越高;而德隆投资项目产生的经营现金流又不足以弥补资金缺口。不仅如此,在计算了产业和金融的往来后,德隆生产型企业用于解救金融企业挤兑危机的金额不低于 47 亿元,由此形成的巨大风险当资金链条出现断裂时最终浮出水面,德隆危机爆发^①。这一危机对金融体系、经济与社会发展造成很大的负面影响,被权威媒体称为“建国以来涉案金额最高的金融证券案”^②。

2. 德隆危机的处置

面对危机,有关部门积极介入,经过各方的努力,在实践中探索出了一条政府支持下市场化处理跨行业金融风险的道路。德隆危机涉及包括上市公司在内的 200 多家实业企业和银行、证券、信托、保险等众多金融机构,波及全国 20 多个省市,并影响到当地的工农业生产和金融秩序,危及社会稳定,其涉及面之广,社会影响之大前所未有的。在中国市场经济体系不健全、法制环境不完善的情况下,市场手段处置与政府支持相结合的方式就成为危机处理的必然选择。危机爆发后,国务院确定了“统一领导、市场原则、地方负责、部门配合、减少损失、确保稳定”的风险处置原则,成立了德隆风险处置小组,确定按照“市场化”的处理

^① 参见王云帆著《俘获者:德隆最后的 600 天》,上海文艺出版社,2006 年 5 月版,第 229~237 页。

^② 新华网 2006 年 1 月 26 日

思路,迅速成立债权人委员会分别处理德隆的产业债务问题。中央政法委发出通知,对德隆系企业实行“三中止”的司法保护^①。与此同时,各地政府迅速成立了德隆危机风险处置领导小组,组织中介机构分别对其辖区内的信托公司、租赁公司等进行了专项审计及法律调查,并采取有力措施对企业进行控制,有效地防止了风险的进一步扩大和蔓延。经过几年的努力,德隆系风险处置平稳有序,基本实现了当初确定的目标。

(二)中国类金融控股企业集团的产生与发展

金融全球化、自由化和混业化的趋势对大型企业尤其民营企业形成了很大的冲击,中国作为发展中国家的新兴市场,金融业发展前景被广泛看好。一些有实力的实业企业为了实现做大做强目标,纷纷向金融业进军,谋求占领金融领域的高地^②。事实上,像德隆这样利用手中握有的实业资本进军金融业的,并非只有一家。不少有较强经济实力的企业集团,仍在通过各种形式向金融领域渗透,形成了所谓的类金融控股企业集团的架构,即同一实际控制人既经营实业企业又从事金融业务的企业结构。类金融控股企业集团的形成有其经济合理性,主要表现在两个方面:一是母公司是来源于产业资本的实业企业,具有较强的财务实力,有利于补充金融子公司的资本金;二是母公司的发展获得便利的融资保障。但是,类金融控股企业集团的特殊经营模式给其自身带来了特殊的风险:实业企业和金融机构之间容易发生违规的内部关联交易,两者的体内危机也更容易向对方传递和扩散。我国目前投资金融机构的实业企业,特别是部分民营企业,带有一定的盲目性且缺乏风险意识,有的甚至违法违规操作,给类金融控股企业集团的发展带来了巨大的隐患。

^① 参见《德隆系实业企业托管重组》中国华融资产管理公司,2006年12月,第45~47页。

^② 参见贝政新、陆军荣著《金融控股企业集团论——兼析在我国的发展》,复旦大学出版社,2003年9月版第194~197页;中国人民银行金融控股企业集团处《我国金融控股企业集团的规范和发展研究》,2005年10月,第12~13页。

1. 中国类金融控股企业集团的发展模式

由于实业企业对金融机构的投资不像金融机构那样受到严格的监管,类金融控股企业集团在中国发展较快。其中既包括国有企业集团,如宝钢、山东电力、海尔等,也包括大型民营企业集团的投资,如新希望和德隆等^①。

2. 中国类金融控股企业集团发展的问题

虽然目前实业资本并购组建类金融控股企业集团的动力很足,热情很高,但其风险不可低估。金融业是高风险行业,金融机构的经营管理与普通实业企业的经营管理也大不相同,如果不能保证金融机构相对的独立性、完善的公司法人治理结构、透明规范的财务和经营信息、恰当的内部关联交易,就可能引发金融风险。目前,中国类金融控股企业集团的发展仍然存在诸多问题:

一是法律法规不健全,行政干预较多。有的类金融控股企业集团仅充当地方国有资本的运作平台,或以获取财务投资收益为目的;有的立足于为实业企业主业发展提供便利的金融服务^②。在这种情况下,金融机构失去了其本质功能,成为类金融控股企业集团筹资、利益输送的工具与平台,为其提供了挪用资金、违规担保、非法融资的便利。同时这些金融机构在由民营企业介入之后,公司治理结构倾斜,经营不规范,造成外部负效应明显。

二是资源整合深度和广度不够。虽然目前实业企业投资、控股金融机构的情况越来越多,但实业和金融业之间相互协调配合不多,难以形成范围经济和规模经济。从中国金融机构目前这种分散投资的局面,类金融控股企业集团还难以形成的协同效应和整体优势,无论是金融投资主体或产业投资主体,仍旧停留在分散投资阶段,仍旧没有组建规范的类金融控股企业集团。

三是规范关联交易、内控制度和信息披露的措施政策也尚不完善。

^① 参见罗军著《中国现代产融结合研究》,西南财经大学出版社,2005年1月版,第150~153页。

^② 中国人民银行金融控股企业集团处《我国金融控股企业集团的规范和发展研究》,2005年10月,第13页。

尤其是上市公司与证券公司因产权关系产生的共同利益会使二者互动趋势更加明显,合谋、内幕交易、暗箱操作等发生的机会将大大增加。类金融控股企业集团不仅内部之间各公司通常都会相互持股,增加了对企业运作的监管难度;而且母公司和子公司利用相互担保等多种方式形成复杂的债权债务关系,只要有一家子公司经营发生问题,其风险就有可能传播到母公司或其它子公司。

二、研究德隆事件的现实意义

(一)德隆危机的处置经验

德隆危机处理反映出我国现行制度的某些缺陷。德隆系危机爆发及其风险处置带给人们最深刻的印象是:我国社会主义市场经济发展到现阶段后,许多制度建设滞后于经济实践,发展亟待完善。1997年亚洲金融危机以来,我国政府处置了众多高风险金融机构。在当时的条件下,采取了“谁的孩子谁抱”的政策,即中央政府部门所属的金融机构风险由中央政府负责,地方政府所属金融机构风险由地方政府负责。人民银行为此发放了约1400亿元再贷款,用于兑付高风险机构的个人合法债务^①。但是随着我国经济市场化程度不断提高,国有企业不再是市场的主体,非国有企业参股和控股金融机构的情况必将大量出现。对这些企业如何监管,以及企业发生危机时应该如何处置成为一个必须尽快研究解决的问题。

首先,对于类金融控股企业集团的监管应该加强,防止风险的积累和扩散;其次,由于类金融控股企业集团中的金融企业发生危机后对经济发展具有负外部性^②,政府应该在危机处置中发挥积极的作用。尤其是在现阶段,我国金融机构和上市公司等涉及公共利益的市场主体危机处置市场化程度不高,相关法律法规不健全,政府在风险处置中充分而又适当地发挥作用就尤为重要。第三,要不断完善法律及相关制度,充分发挥市场机制的作用。如完善破产重整制度,建设投资者保护基金

① 参见于宁《细解央行再贷款》,《财经》杂志2005年7月第15期。

② 即所谓金融服务的“准公共产品”性质

等金融安全网等。

(二)分析类金融控股企业集团的运营模式,区分“资本溢出模式”与“融资依赖模式”的特征,确立该类企业集团发展的评价标准

德隆危机给社会带来了极大的经济损失,实业界、理论界都在反思这一事件的深层次原因。因为在目前仍有相当数量的企业集团仍在积极构建“类金融控股企业集团”,如何规避类似事件的再次发生无疑成为政策制定者和研究者不可回避的课题。类金融控股企业集团是否具有持续经营能力,可以从实业企业的金融投资是否属于“资本溢出”为标准:一是实业企业中的产业资本有大量的溢出闲置,再增加在本行业的投资,已产生明显的边际效益递减;或受市场限制已无法扩大规模,金融机构可以由此得到大量的资金去谋求金融领域内的利润回报。二是实业企业的生产存在资金缺口,借助金融机构能够适用较低的融资成本,在金融领域融通大量的资金补足实业企业的资金需求。根据上述标准,我们将类金融控股企业集团划分为两种模式:资本溢出模式和融资依赖模式。

实业溢出模式运行的类金融控股企业集团,一般都是在产品经营到相当程度后,才介入金融业。它们遵循的是从财务管理到财务服务、先内部运作后外部运作、先金融工具运作后金融机构运作、从产融结合到提供外化金融服务、最后再达到金融产业化这样的金融运作路径。这种类金融控股企业集团注重的是结合企业自身优势做专业金融,实现产融一体化发展,追求的是长期收益。它涉足的金融业务,也多是和产业实体交易密切相关的现金流管理、商业信用、消费金融、租赁、保险等。融资依赖模式的类金融公司,战略定位模糊,而投资涉及的行业过于广泛,企业整合框架过于庞大,资金供应普遍存在缺口。这种情况下,类金融控股企业集团往往会通过直接或间接控制上市公司、金融机构以获得融资平台。这时,投资金融机构的目的并不是利润回报,更多地是把金融机构当成资本游戏的筹码和融资套现的工具。因此,融资依赖模式中,注重的是通过金融机构来争取更多的融资机会。在实际运行中,这种类金融控股企业集团采用更多的方法往往是在短期内转移已经控制的企业的价值,通过收购下一个关联企业来维持资金和业绩增

长的需求,维护产业整合的理念,使企业在产业的价值链上承担了越来越多的风险,资金链条不断扩大。事实证明,德隆所构建的类金融控股企业集团的运营模式属于后者,其最终的崩溃也就不难解释了。

值得注意的是,上述两种模式并非是不可以转化的。由于受到外部冲击等原因,资本溢出型类金融控股企业集团也可能变成融资依赖型,而且往往很难战胜这种依赖,重新回到资本溢出的道路上。因此,对目前并未明确监管规定的类金融控股企业集团加强持续监管是非常必要的。

(三)金融业的“准公共产品”特性与类金融控股企业集团的风险处置

对类金融控股企业集团的风险政府是否应该介入?从德隆系风险处置的经验和国际经验来看,我们认为,由于金融业的“准公共产品”特性,政府对类金融控股企业集团的风险处置应该承担一定的责任。首先,金融业历来被视为高风险行业,其普遍的利益相关性、创造信用、繁荣经济的能力使其具备了“准公共产品”的特性。在经济学理论中,准公共产品可分为两类:一类是与规模经济有联系的产品,称之为自然垄断型公共产品,如供水供电等各项市政工程、消防服务、基础科学研究等,这些公共产品一般来说都属于社会基础设施;另一类为优效产品,即那些不论人们的收入水平如何都应该消费或得到的公共产品,如社会卫生保健、住房、中小学教育、传染病免疫措施、必要的娱乐设施、必要的社会安全保障条件^①。

其次,类金融控股企业集团持有大量的金融资产,其危机往往会引发金融体系的不稳定,并通过金融体系将其自身的危机向外部扩散,具有明显的外部性。作为提供公共产品的政府,在这样的情况下,介入风险处置是必然的选择。

第三,政府介入风险处置并不是包办代替,而是弥补市场失灵。政府不能也不应该为市场主体的行为提供隐性担保。为了实现防止危机扩散和防范道德风险的双重目标,政府的介入方式需要认真研究。行政

^① 参见韩芳、陈经纬著《金融信用体系与“准公共产品”》,《经济师》2006年第4期。

支持下的市场化处置或许是一条可行的道路。根据德隆事件的处理经验,我们认为政府处理该类问题的边界应限定在稳定社会秩序,维护公共利益,确立“政策性指导,市场化运作,专业化管理”的基本原则,避免行政过度干预。

(四)类金融控股企业集团的监管问题

类金融控股企业集团横跨多个领域,法人结构复杂,以一个母公司为控股公司的核心,与下属的子公司、孙公司之间,构成金字塔式的纵向持股和交叉持股的组织结构,各子公司业务涉及不同的行业,甚至是不同的国家。虽然作为金融企业的控股股东,对金融企业的决策、经营有较大的控制权,但它并不作为金融企业接受监管,金融监管当局只能对控股公司旗下的具体行业的子公司进行监管,而对其母公司并无法定监管权力。由于类金融控股企业集团的投资分布广泛,金融投资和产业投资之间没有明晰的治理边界,在两者之间也无法有效设置法人防火墙和资金防火墙,导致实业企业和金融企业的风险有相互转移的风险,并且这种风险往往不在金融监管的范围之内。另一方面,企业道德风险的存在对监管者也提出更高要求,如何能够消除类金融控股企业集团的侥幸心理,既对其过度冒险及时惩处又不致造成对金融稳定的威胁,的确是金融监管的一大挑战。

以德隆事件为例,类金融控股企业集团经营对社会的“负外部性”甚至是所引发的危机往往始于金融领域,鉴于金融业的“准公共产品”的特性,由政府提供良好的市场秩序等公共产品是必要的,也就是政府既要类金融控股企业集团的经营进行严格而有效的规范,也要对该领域所产生的危机果断介入。

为了规范类金融控股企业集团经营行为,防范风险积累和扩散,可以对类金融控股企业集团的监管做出适当的制度安排。通过设立准入门槛,明确监管措施。例如对进入金融业的实业大股东可持续经营能力的认定,一旦实业企业控股多家金融机构,构建类金融控股企业集团,其母公司必须单独设立一个接受金融监管的控股公司来负责金融机构的运营;类金融控股企业集团内部的实业与金融业应设立“隔离墙”;加强对资本充足率的监管、对内部交易的监管、对业务的监管等。进一步

完善金融安全网的构建,逐步建立市场化的金融风险处置机制。同时,研究制订在类似危机爆发后,政府介入的时机、方式、程序等,既要避免危机的爆发和扩大,又要有效地防范道德风险。

三、本书的基本结构

本书在详细分析德隆危机的基础上,以两条主线贯穿全书:首先是类金融控股企业集团的判别标准,以“融资依赖型”和“资本溢外型”区分类金融控股企业集团的发展模式,从整体研究实业进入金融业构建类金融控股企业集团的经营行为、效率与风险;其次,以德隆事件为例,在全面考察政府对德隆危机的处置经验的基础上,分析政府如何规范企业经营行为,明确监管职责,防范社会风险等相关问题以及政府介入类似危机的必要性。另一方面,提出金融业的“准公共产品”特性,以此为基础总结国内外政府在金融风险爆发时所采取相关措施的经验,并利用经济学相关理论分析政府对该领域的规范与危机处置的边界。最后,提出了促进我国类金融控股企业集团规范发展的政策建议。

第二章主要叙述了德隆系风险的形成和风险处置的过程。通过对德隆系风险成因和处置经验的分析,为进一步讨论奠定基础。

第三章引入“类金融控股企业集团”的概念,并从理论上讨论其优势和风险因素。我们以控股企业的持续经营能力为判断标准,将类金融控股企业集团分为两类,并以此作为分析的出发点。随后,介绍了美国和日本发展类金融控股企业集团的经验。

第四章从理论上分析金融控股企业集团的风险因素,以及类金融控股企业集团的特殊风险。

第五章主要讨论对类金融控股企业集团的监管问题。首先引入了金融业“准公共产品”的概念。然后讨论了对类金融控股企业集团监管的理论问题。并介绍了国际上对类金融控股企业集团监管的主要做法。最后,介绍了美国长期资本公司和台湾力霸集团风险处置的案例。

第六章在总结德隆系风险处置基本做法和借鉴国际经验的基础上,提出了促进我国类金融控股企业集团健康发展的政策建议。