



长江证券
CHANG JIANG
SECURITIES

二〇〇二年研究年报

新华出版社

图书在版编目(CIP)数据

长江证券 2002 年研究年报/聂祖荣主编. -北京:新华出版社,2003.2

ISBN 7-5011-6101-1

I.长… II.聂… III.证券市场-研究-中国-2002-年报 IV.F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 008762 号

长江证券 2002 年研究年报

聂祖荣 主编

※

新华出版社出版发行

新华书店经销

武汉大学出版社印刷总厂印刷

※

889×1194 毫米 16 开本 31.25 印张 800 千字

2003 年 2 月第一版

2003 年 2 月第一次印刷

ISBN 7-5011-6101-1/F·876

定价: 精装 168.00 元
简精装 68.00 元

研究證券市場
服務投資大眾

董輔弼



顾问委员会 (按姓氏笔画排列)

田 丹	刘鸿儒	陈耀先	李 扬
李格平	张世祥	张维迎	邹恒甫
明云成	姜波克	聂庆平	董辅弼
戴根有			

编辑委员会 (按姓氏笔画排列)

马 莉	石应刚	刘开忠	刘云忠
邵稳重	李晓昌	李 波	胡维维
徐 建	聂祖荣	梅 键	黄 斌
雷 泽	谭再刚		

主 编

聂祖荣

副主编

黄 斌

长江证券有限责任公司研究所简介

公司自创立以来，就认为研究能力是形成公司核心竞争力的关键因素，高水平的研究是公司对客户、对市场有责任感的表现。公司一直高度重视研究工作，在国内券商中率先设立研究所，是国内首批获得证券投资咨询资格的机构之一。

著名专家、学者刘鸿儒、陈耀先、董辅初、李扬、张维迎、邹恒甫、姜波克、戴根有、聂庆平先生均为公司发展战略咨询委员会委员。

研究所下设综合信息部、统计部、投资策略研究部、发展战略研究部、财务顾问部、金融工程部。研究所设立学术委员会，负责研究课题的申报评审、课题成果考核评价，以提高管理的透明度，增强研究所的学术氛围。研究所实行研究员制，研究员系列分为核心研究员、高级研究员、研究员和助理研究员，研究所推行岗位责任制，并对研究人员进行履历考核。研究所与公司博士后科研工作站共同负责博士后研究课题的研究工作，根据公司的发展实际和业务发展要求提出博士后研究课题，并指导研究课题的实施。博士后科研工作站是由国家人事部审批的业内第三家工作站，是在证券业内实施“科教兴国”战略，建立“产、学、研”相结合的基地，将为证券业的高层次人才培养作贡献。

研究所积极贯彻公司领导提出的“服务经济、服务股东、服务客户”的核心理念，工作目标是为公司创造商誉，并培养高素质人才；为公司决策和业务提供支撑；为公司和客户提供信息平台和咨询服务；公司业务创新孵化器的职能。

研究所拥有一批高学历、高素质的专业人才，并取得一批具有相当价值和专业水准的研究成果。研究所鼓励和支持研究人员成为所研究领域的专家；要求研究人员成为研究工作的组织者和联络人，更多地利用社会资源进行联合研究；同时要求研究人员的成果必须面向业务、面向客户、面向市场。研究所每年根据资本市场发展的状况，对中国资本市场中的热点和重点问题进行研究，尤其是在证券公司发展战略研究、高科技产业的金融支持、并购资产重组、风险投资、股票期权、中西部资本市场以及湖北上市公司等领域的研究有突出成就，树立了自己的品牌。研究所在各大媒体具有一定影响力。研究成果先后获中国发展研究奖、湖北省政策研究奖，多次获中国

证监会、中国证券业协会奖项，在连续三届深圳证券交易所会员单位研究成果评比中取得好成绩，在同行中享有较高的声誉。

研究所通过对行业与上市公司的研究，对宏观政策变化和二级市场敏感性变化的分析，为公司各部门和客户提供公共信息服务平台，并提供投资咨询与策划服务。湖北板块研究历来是我们奉献给投资者的一道传统名菜，其中湖北上市公司资产重组的总体政策建议、围绕“中国光谷——武汉光电子产业基地”展开的研究，都受到辖区政府、企业的高度评价，并被业内著名投资机构引为权威参考。发展战略研究致力于为公司领导决策提供基础性支持和为公司业务发展提供战略性服务，目前的研究方向包括证券公司的外部生存环境、证券行业的发展趋势、国内外券商发展的经验与教训，以及本公司自身的生存与发展问题，如公司发展战略、业务发展模式、科学管理与决策等。研究所利用自身在高科技产业、风险投资、股票期权、并购重组等方面的品牌和组合优势，对外积极开展并购重组、财务顾问、投资咨询等业务，为客户提供高层次的智力策划服务，为北汽福田、长源电力、华工科技、烽火通讯、ST猴王、ST幸福等一批企业担当财务顾问，提供的资本运作和项目投资等方案策划获得了客户的好评，并积累了丰富的经验。

研究所代表公司多次与国内部分省、市人民政府和国务院有关部委联合举办研讨会，从而为政府决策提供相应支持。公司协办并参与策划的由国家科技部、湖北省人民政府等主办的“中国高新技术产业与资本市场国际论坛”已成为一年一度的高新技术企业的盛会，在业内具有广泛的影响，研究所每次都为论坛提供高质量的主题报告。研究所组织长江证券有限责任公司发展战略咨询委员会年会，2000年、2001年、2002年成功组织了以“长江证券有限责任公司2001-2005年发展战略规划”、“宏观经济形势和证券公司经营策略”、“证券公司转型与创新”为主题的高级研讨会，为公司决策提供支持。

目前，研究所系列研究成果包括《投资策略》（日刊）、《长江证券研究》（不定期）、《宏观研究》（不定期）、《行业研究》（不定期）、《公司研究》（不定期）、《市场研究》（不定期）、《专题研究》（不定期）、《专题参考》（不定期）、《研究年报》（年刊）、《业务统计分析》（周报）、《业务统计分析》（月报）、《证券业动态》（月刊）。

目 录

金融控股公司与证券公司的战略选择..... 明云成 (1)

市场分析与预测

中国宏观经济 2002 年回顾与 2003 年展望..... 田 丹 (12)

羊年休养生息 逐利贵在波段——A 股市场 02 年回顾与 03 年展望..... 课题组 (19)

股指进入新箱体运行——2003 年 B 股市场分析报告 伍朝晖 (31)

机会不大 波动减少——国债市场 02 年回顾与 03 年展望..... 汪 奇 (34)

直面逆境 把握机遇——基金市场 02 年回顾与 03 年展望..... 谭再刚等 (38)

股道西风瘦马——环球股市 02 年回顾与 03 年展望..... 谭再刚等 (45)

行业与公司投资价值研究

湖北上市公司融资状况分析..... 聂祖荣等 (53)

上海本地上市公司综合分析..... 课题组 (63)

油价波动对国内相关上市公司业绩影响的实证分析..... 赵 楠 (76)

农业机械行业与相关上市公司分析..... 罗 军 (84)

美国农业上市公司的发展模式及其对中国的影响..... 沈筱敏 (91)

变数与商机——2003 年医药行业投资策略 叶颂涛等 (97)

2003: 通信上市公司触底回升 欧阳刘琳 (102)

迎接挑战 固本培源——入世周年旅游行业发展特点及相关上市公司分析 谭再刚 (108)

增速放缓 步入调整——2003 年房地产上市公司的投资策略 伍朝晖 (119)

软件产业的格局将出现剧变——2003 年软件产业研究报告 周晓忠 (127)

迎来新一轮投资机遇——2003 年钢铁行业投资策略 杨广伟等 (135)

中国农药行业分析与企业发展战略建议 李志磊 (143)

集成电路: 低谷回升 潜龙在渊 陈小平 (154)

金融行业 2002 年年度报告..... 鲁 艺 (161)

投资方法及模型

宏观情景、公司信息与股价决定 黄 斌 (175)

行业评价方法研究——“本构关系”分析方法体系 课题组 (186)

股票定价的主因子模型方法 课题组 (196)

主因子定价模型的应用及后验分析 雷 泽 (207)

新股定价模型及其实战操作 叶颂涛 (215)

上市公司经营业绩的主成份评价方法 姜雪晴 (221)

整体经济约束下的上市公司价值—价格分析模型 虞唯君 (228)

我国证券市场几种套利产品研究 陈小平等 (242)

重组并购问题研究

控制权与控制权收益研究	聂祖荣 (253)
湖北省商业类上市公司资产整合的构想	课题组 (260)
我国上市公司并购绩效实证研究 ——兼论我国上市公司并购重组中的体制性障碍及对策	邵稳重 (267)
并购主体多元化对上市公司控制权市场形成的影响	张 俭 (276)
我国上市公司收购与支付方式研究	安兆宏 (282)
外资并购在中国——政策、法律及通道	田晓琪 (287)
凤凰涅槃——2002 年我国上市公司重组概况暨重大个案分析	田晓琪 (293)
我国上市公司 MBO——困惑与出路	宋中庆 (300)

券商发展问题研究

关于新经纪业务市场营销体系研究	梅键等 (308)
从服务利润链看证券经纪业务营销策略	严赤卫 (322)
证券公司竞争力评价方法和实证研究	课题组 (327)
证券公司核心竞争力分析的理论方法框架	宗传宏 (343)
我国证券公司资本结构与绩效的实证研究	姜雪晴 (351)
我国券商融资渠道研究	黄 琳 (357)
中国券商的战略重组途径	高怡暄 (365)
证券业多元化扩张问题探讨	郑金国 (371)
研究工作与证券行业可持续发展	刘云忠等 (378)
券商知识管理系统建设研究	程少锋等 (385)
证券公司风险评价及风险管理的研究与探讨	黄朝贵 (392)

专题研究

中国金融行业 2002 年回顾与 2003 年展望	彭兴韵 (405)
金融混业经营形态及比较	李 波 (415)
我国证券交易违法违规行为发展趋势预测与分析报告	课题组 (423)
公司形式变更法律问题研究	吴代林 (434)
网上证券交易之国际司法管辖权研究	陈真等 (446)
投资咨询产品定价问题研究	李波等 (454)
中国 A 股市场市盈率实证研究	刘开忠 (460)
证券市场投资的行为模式与激励研究	刘云忠 (470)
中国国债市场流动性问题研究	李晓昌 (477)
ETFs 国际比较研究及借鉴	李晓昌 (484)

金融控股公司与证券公司的战略选择

董事长 明云成

20 世纪 90 年代以来，全球金融体系呈现出从严格分业逐渐向混业经营转变的趋势，银行、投资银行与保险公司之间的兼并收购不断涌现。在这种背景下，金融控股公司作为股权集中，经营分散的运作实体，具备相当的灵活性可以适应分业与混业两种模式，同时还具有协同效应、分散风险、促进业务多元化等多种优势，成为从分业向混业转型的过渡模式，并被全球普遍采用。我国实行分业经营、分业管理的金融模式。在分业经营条件下银行、证券、保险等不同类型金融机构加强合作已成为金融系统运行的重要趋势之一。在我国目前的金融监管的法规制度建设、金融机构的内控机制以及金融监管水平并没有发生根本性变化的前提下，采用金融控股公司的模式，可以在坚持分业经营、分业监管的框架下，抓紧完善法规制度，通过金融控股公司下设子公司并内设防火墙的形式，实现其资产负债的适当多样化，以不断提高金融业的国际竞争力。本文在对金融控股公司进行理论分析的基础上，探讨了在分业经营条件下金融控股公司的发展动因、过渡性质，分析了我国金融控股公司的现状及存在的问题，在此基础上提出证券公司在向金融控股公司的转变过程中，是一支不可忽视的主导力量，建议监管层和金融业界共同推动金融控股公司监管和治理、提升我国金融行业和证券公司的核心竞争力。

1 金融控股公司模式是我国金融业的现实选择

进入九十年代末以来，随着全球经济金融环境发生的巨大变化，科技、信息以及金融服务业自身技术水平与风险控制能力的提高，金融企业竞争形势日益加剧，金融混业成为全球性的趋势。除了以德国为代表的部分发达国家一贯坚持采用全能银行体制之外，其他国家的金融业在经过几十年的分业经营之后，重新出现了银行、保险和证券三业兼营的趋势。

1.1 金融控股公司的发展动因

在国际金融服务业的一体化发展进程中，金融机构的组织模式呈现多种表现形式，可分为混业经营、分业经营和金融控股公司三种模式，金融控股公司只是金融系统组织模式的一种类型。金融控股公司的发展动因应从金融系统模式演变及选择的环境中分析探求，选择金融控股公司模式是金融系统运行中矛盾转化的结果。

金融系统的基本功能是引导储蓄向投资的转化，具体表现为金融系统的筹资投资功能、资源配置功能和风险搭配功能，这些功能是通过商业银行、投资银行、信托、保险等一系列业务运作来实现的。金融系统运行中的主要矛盾在于提高运行效率与降低系统风险两大目标之间的对立统一。金融业务在金融企业中的不同组合模式构成了以完全分业经营和完全混业经营为两极的一系列金融系统组织模式，在不同的组织模式中矛盾处于不同的平衡点。系统运行效率表现在业务协调成本、信息优势、规模经济、范围经济等方面；系统运行风险表现在竞争限制、风险传递、利益冲突等方面。效率与风险矛盾的核心载体是内部交易，一方面，内部交易有助于提高系统运行效率，另一方面，内部交易也可能提高系统运行风险。

——金融混业模式。指金融业务的混合、交叉经营，即业务的混业，一个法人，多张执照，多种业务。混业经营模式允许在一个公司实体内从事所有金融业务，也称为全能型银行模式。从系统运行效率来看，公司内部各个部门、各项业务可以实现资源共享，信息资源流动性最高，公司实现收入多元化；信息优势充分发挥，规模经济、范围经济的实现程度最高，不同金融业务协调成本最低，金融系统运行实现高度效率；从系统运行风险来看，全能型银行内部大量频繁的内部交易也提高了系统风险。德国等欧陆国家的全能银行体系是金融混业的原型，其特点是，银行不光能提供短期银行信贷和中间业务，而且能通过承销和股票投资而开展长期资本业务；银行与其投资和持股的商业和工业部门之间可以通过董事会建立紧密的关系。

——金融分业模式。指银行与其他金融机构及工商实业部门相互分离的分离银行体制，一个法人，一张执照，一种业务。分业经营模式要求不同类型的金融业务由没有所有权联系的不同公司实体经营。在这种模式下，金融企业收入来源单一，资源和信息共享程度低，规模经济和范围经济难以实现，不同金融业务协调成本最高，金融系统运行效率较低。金融系统的经营单位——金融企业有追求收入多元化和提高经营效率的冲动，而金融监管者对效率——风险矛盾的取向影响监管政策和金融管制的力度。金融企业的本质是经营风险的企业。金融作为一国经济体系的基础，国家必须通过有效的监管以避免金融风险在银行业和证券业之间的传递以及降低系统性风险，因而在过去几十年中绝大部分国家采用了分业监管的金融体系以确保金融安全，以 1999 年之前的美国、日本为代表。

——金融控股公司模式。国际上三大金融监管部门——巴塞尔银行监管委员会、国际证券联合会、国际保险监管协会，1999 年 2 月颁布《对金融控股集团的监管原则》文件，定义金融控股（集团）公司（以下简称金融控股公司）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大规模提供服务的金融集团。至少两个不同的金融行业活动往往受两个以上行业监管当局的监管。

完全混业经营和完全分业经营位于金融模式光谱的两端，而金融控股公司模式则位于光谱中间的位置。虽然相对于完全混业经营模式，金融控股公司内部的信息交流的部分限制使信息优势减少，不同业务主体的隔离使规模经济、范围经济实现程度降低，业务协调成本和控股公司经营成本增加；但是另一方面，相对于完全混业经营模式，金融控股公司的利益冲突、风险传递等系统风险有所减轻，扩展了证券部门的安全网，控股公司在市场和分销网络上可能实现协同效应。与全能银行比较，金融控股公司透明度高，受到各国监管部门推崇。金融控股公司模式与完全分业经营模式相比较，结论则正好相反，即效率偏高、风险偏高。金融控股公司由于业务范围广泛，有利于形成规模经济和范围经济；业务分散化和收入来源多元化，有利于风险分散化和降低替代风险；同时能够为客户提供全方位多元化的服务，密切了银行与客户的关系。金融控股公司在应对金融全球化和自由化带来的金融市场深刻变化的挑战中，表现出较高的应变能力、灵活性以及较强的竞争力。

金融控股公司既是金融企业的一种结合方式，又是金融企业集团的一种经营、管理体制。从金融控股公司的经营特点看，金融控股公司采取了集团控股、联合经营、法人分业、财务并表，各负盈亏的构架。值得注意的是维系金融控股公司的是资本的纽带关系，目前在美国和日本的金融控股公司实践中，最可行的模式采取了“控股+分业”的架构，属于金融控股框架下的分业经营模式。金融控股公司的业务整合及风险防范问题成为核心问题。以香港金融控股公司的业务整合为例，普遍采取公司总部控股、后台整合、业务分开的方式，分业的一个子公司持一个经营牌照，按照牌照进行整合，总部进行后台整体支持，使风险得以控制。

1.2 金融控股公司可以解决我国金融发展需求与监管能力之间的矛盾

在吸取了改革开放以来金融系统运行模式演变过程中的历史教训以后，结合我国金融机构特有的产权结构和风险控制水平，目前我国金融业实行严格的“分业经营，分业管理”模式，政策法规不允许同一法人同时经营银行、证券、保险、信托四项业务中的任何两项不同的业务，也不允许金融机构之间相互控制、渗透。在严格的分业经营背景下，银行、证券、保险等不同类型金融机构通过签订有关销售和市场协议进行分业合作，在一定程度上减轻了分业限制对范围经济、信息共享等效率因素的影响。但是，由于不同金融机构之间几乎没有所有权联系，这种分业合作稳定性和持久性较差，利益协调难度较大。因此，通过组建金融控股公司形成不同业务单位的产权联系就成为我国金融业的重要战略取向之一。

从我国金融业发展需求来看，金融创新、科技进步以及国际金融业的竞争使我国金融业受到强大的冲击，我国金融业必须以多样化的金融服务去满足需求和赢得竞争。金融混业经营的全球性趋势对金融监管提出了更高的要求，而我国金融监管水平与风险管理的能力不高，如果监管力度和方式不当，就会给金融业的稳定和发展带来风险和负面效应。而且，近年我国金融体制改革虽已取得一定的成绩，但金融业发展中的深层次问题并未得到根本解决，市场体系不完善，金融监管效率低，市场分割严重，金融机构尤其是国有商业银行改革不到位等提醒我们，金融混业经营是发展方向，但在制定转变模式过程中必须考虑部分条件的不成熟，选择不激化矛盾并能在过渡进程中逐步解决矛盾的模式。金融控股公司正是在分业监管模式前提下，实现由分业走向混业的一种合理的过渡模式，符合我国金融改革遵循的渐进原则，也可能妥善地解决我国监管能力与金融发展需求之间的矛盾。

——在金融分业监管体制下，采用金融控股公司的方式可以将各金融业务的经营牌照与其股权分离，实现“分业经营，股权集中”，可以适应分业与混业两种监管模式。金融控股公司是在一个法人金融集团公司内设多个法人子公司，统一被控制在一个母公司之下，由控股公司持有证券、银行、保险和其他金融资产的股权，但彼此之间实行完全的分业经营，各金融业务子公司各自持有相关业务牌照，完全的分业管理，接受各自监管部门的监管，符合分业经营、分业监管的精神。同时减少一金融机构同时开展其他金融业务带来的监管压力。是实现由分业经营向混业转型的最佳模式。

——在分业经营的制度框架下，通过金融控股公司这一组织形式，既能发挥金融企业集团综合经营的优势，又能在不同金融业务之间形成良好的防火墙，从而有效地控制风险。

——采用金融控股公司这一组织形式，不仅有利于银行业的集团化改造和综合经营，而且也有利于产业资本和金融资本的融合。以控股公司作为资本运作平台，通过兼并收购或设立新的子公司以开展其他金融业务，构建金融服务平台，建立全功能金融服务集团。

——金融控股公司模式具备多种运营方式，包括投资管理型控股与经营型控股等，这为未来伴随着金融监管水平的提高，整体金融体系向混业经营的逐渐转变奠定了基础。

在现阶段金融分业经营的格局下，金融控股公司采取“集团混业、经营分业”的模式，组建金融控股公司，通过不同的子公司分别经营不同类型的金融业务，能在分业经营的政策限制下实现业务协同效应和风险相对隔离的有效统一，是适应当前我国金融业整体发展水平和提高竞争力要求的，也是适应金融监管部门对风险的辨识与监管能力的。金融控股公司模式适合中国当前金融监管和提升金融行业竞争力的实际，是在各种分业经营政策限制下金融企业为实现多元化经营而作出的战略选择。

2 我国的金融控股公司处于萌芽阶段

2.1 我国金融控股公司的发育

金融创新和金融监管始终是“猫捉老鼠”的游戏。尽管目前我国金融业实行分业经营和分业管理，法律也未明确金融控股公司的地位，但我国从 80 年代就存在一些金融控股公司。我国金融控股公司主要包括三种类型：由金融机构、集团公司以及产业资本投资形成的金融控股集团。

我国现阶段的金融控股公司（作者整理，资料截止到 2002 年 9 月）

类 型		监管现状	典 型	经营现状和教训
由金融机构为主体形成的金融控股公司	信托投资公司为主体,从事信托、证券、银行、实业业务	引起政策管理层高度关注,在根据分业理念重组或调整	整顿前有广信、闽国投等;整顿后有上海国际、北京首创	信托投资公司从事混业经营,缺乏有效的防火墙,未受到严格的内部管理和外部监控,是其走入经营困境的主因。信托的“金融百货公司”模式存在致命缺陷。整顿后信托业除存贷业务外,涉足了其他所有金融业务。
	保险公司为主体,从事保险、证券和信托业务	在根据分业理念进行重组	平安保险	集团资本金重复计算;各个子公司之间的关联交易未能有效控制
	四大国有商业银行设立的独资或合资投资银行类机构	监管当局默许;或境外注册	中金公司;中银国际、工商东亚	除中金外,其他公司尚未找到自己明显的市场优势和清晰的业务战略

类 型	监管现状	典 型	经营现状和教训
以集团公司为主体的金融控股公司	历史遗留问题	中信、光大	实业投资过多、实业投资对金融企业造成不利影响,金融主业不突出;组织机构复杂、涉及行业多,管理难度大;光大的“双总部”结构形成了北京、香港两个金融控股公司
一个产业公司投资入股不同的银行、证券、保险和信托公司,甚至取得相对控股地位	尚未引起监管当局的足够重视,不受金融监管当局的监管	招商局、山东电力、海尔、云南红塔	金融主业不清,其金融业务并不稳健

——以集团公司为主体的金融控股公司。比较典型的如中信公司和光大集团。其特征是：集团的控股公司为非银行金融机构，全资拥有或控股一些包括银行、证券、保险、金融服务等公司以及非金融性实体等附属机构或子公司。这些具有独立法人资格的附属机构或子公司独立对外承担相应的民事责任；集团公司董事会有权决定或影响其子公司最高管理层的任免决定及重大决策。我国金融机构形成的金融控股集团主要是历史原因造成的，目前面临的主要问题是整顿与规范经营。

——由金融机构为主体形成的金融控股公司。根据我国《商业银行法》的规定：商业银行不能投资非银行金融机构（不包括商业银行在海外投资注册的一些非银行金融机构）。但我国四大国有银行中已有三个建立了金融控股公司。中国银行 1998 年在香港成立中银国际（集团），开展投资银行业务。建设银行与摩根斯坦利 1995 年合资成立了中国国际金融公司，经特许，它可以在内地从事投行业务包括承销 A 股。工商银行在香港与东南金融控股公司 2000 年又收购了香港友联银行，在内地和香港拓展其投行业务。在三大商业银行之外，其他金融机构如股份制商业银行、证券公司、保险公司等也跃跃欲试，把金融控股公司作为其今后发展的方向。

——产业资本控股形态。产业资本控股形态特征是集团的控股公司是一个非金融机构的经济实体，其控股公司不具有金融许可证，但其全资拥有或控股包括银行、证券公司、保险公司、其他金融服务公司以及非金融性实体在内的附属公司或子公司，这些具有独立法人资格和独立营业执照的子公司，独立对外开展相关的业务并承担相应的民事责任，这些子公司的最高决策层及重大决策都直接或间接地受制于集团公司的董事会。如山东电力集团、海尔集团、宝钢集团、招商局集团、红塔集团、深圳国有资产投资管理公司等企业集团，都形成了至少在两个金融领域同时投资的控股结构。这些产业资本投资大都是集团多元化经营的结果，明显地想获得稀缺的金融资源的利润，实现产业发展与金融服务在集团内的互动。

近年来，《证券公司管理办法》和《商业银行中间业务暂行规定》的出台，标志着我国金融混业经营迈出了实质性的一步。2002 年 7 月，中信金融控股公司的成立是中国金融业自实行分业经营以来，第一家经批准设立的可以跨金融业务领域经营的金融控股公司。这预示着金融业从此将逐步拉开金融控股公司探索的序幕。但整体上，目前我国金融控股公司尚处于发育过程中，虽已具备

了金融控股公司的架构，但未能对所控股的金融机构实现一体化的经营和管理，缺乏金融控股公司的协同效应与整体优势，尚未形成一家真正意义上混业经营的金融控股公司。

2.2 建立对金融控股公司监管的制度安排

金融控股公司自身存在系统风险、内幕交易、部门间利益冲突、财务杠杆比率过高的潜在风险。而且我国现有的形态各异的金融控股公司是在特定的历史、行政和政策条件下产生的，由于监管法规的缺位和监管措施的滞后，其运行存在一定弊端。在银行、信托投资公司直接控制其它金融企业的模式下，由于“防火墙”机制的运转不力一度造成金融秩序混乱，增大了系统风险。尤为突出的是我国以控股公司方式发展的金融集团的监管迄今仍处于真空地带。在实业型企业参股或控股多家金融企业的模式下，作为控股母公司的实业企业游离于金融监管层的监管之外，也不利于金融系统的稳健运行。同时，虽然《商业银行法》不允许商业银行投资于非银行金融机构，但是我国并没有任何一部法律禁止其它的一个实体同时持有保险、证券、银行的股份，中信公司、光大集团等就是很好的实例，我国的法律、法规或国务院任何一个有关部门的部门规章均未对金融控股公司作过严格的定义界定。这种状况严重地制约了金融业向综合、全能的方向发展。

从长期来看，混业经营是我国金融业的发展趋势，中国的金融业必然要走上混业经营、统一监管的道路，但是在短期内我国分业经营的格局不会改变。在目前坚持分业经营、分业监管的框架下，有必要加强对金融控股公司的研究，建立对金融控股公司监管的规范。目前无论是金融投资主体或产业投资主体，均将组建规范的金融控股公司作为其发展目标，它们普遍寄望于国家能出台有关金融控股公司的试点办法或其它过渡性法规，明确金融控股公司的性质、组建条件和相关监管部门。有关金融控股公司的监管已经引起金融理论界和监管部门的关注，所以规范金融控股公司运作的政策法规将在未来成为影响和制约金融控股公司发展的关键因素。

在现阶段分业经营的格局下，我国的监管层应对金融控股公司采取“集团混业、经营分业”的宽松政策，在一个纯粹控股公司下的商业银行、证券公司、保险公司等机构分业经营、分业监管，同时又实现了在同一利益主体下互相协作的混业经营的局面，便于我国目前中国人民银行、中国证监会、中国保监会的分业管理体系执行对各自行业的监管并不断提高监管水平。待市场发展成熟，金融监管有了一定的经验积累，逐渐在完善相关法律的基础上明确金融控股公司的法律地位，同时在金融控股公司的管理实践中逐步探索金融业合作的方法和途径，为综合监管制度的建立和完善积累经验。

3 证券公司是组建金融控股公司的重要力量

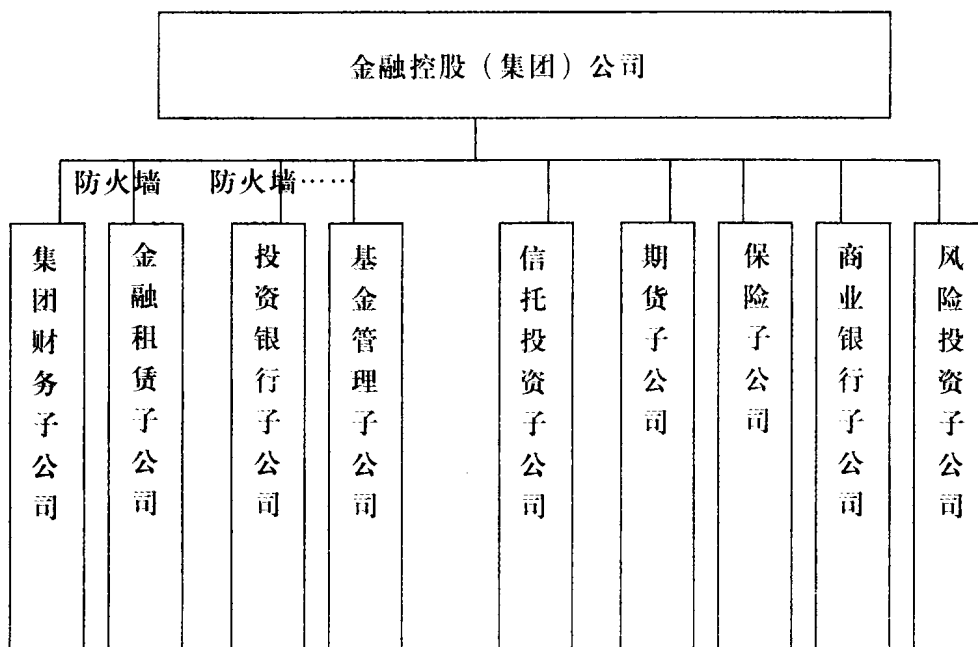
在金融控股公司的创建过程中，金融行业中的商业银行、证券公司、保险公司、信托公司等都可以发挥主导作用。其中商业银行资本实力相对雄厚，又面临传统存贷利差利润萎缩以及“脱媒”的压力，对于组建金融控股公司的意愿相对更为积极一些。与大型商业银行相比，我国证券公司的资本实力相对薄弱，在发展初期又曾受到政策上一定程度的保护，一度缺乏通过创建金融控股公司实现多元化经营的动力和压力。

当前在证券市场竞争环境发生深刻变化的背景下，我国证券公司选择金融控股公司战略取向具有重要的现实意义。以佣金自由化和证券业对外开放为标志，证券行业的政策环境已发生重大变化。在市场多元化格局下，证券业传统的投资银行业务“奶酪”被蚕食，商业银行、保险、资产管理、信托、期货、财务公司、实业机构纷纷进入证券业，证券行业竞争日趋激烈。经纪业务价格管制的取消使得证券公司经纪业务失去政策保护，价格自由化导致利润平均化趋势出现，激烈的价格竞争使经纪业务的利润空间迅速压缩。证券业对外开放后，外资投资银行和全能型银行的进入又将

对内资证券公司形成巨大的外部压力。外资金融机构目前大部分已经实现业务多元化集团化发展，资本金巨大，实力强大，使我国证券行业在未来面临的挑战相当严峻。因此，发展环境的剧变已经形成证券公司必须通过业务多元化来寻求战略突围的强大压力和动力。

从证券公司自身实力分析，我国部分证券公司具备通过实施金融控股公司战略推进多元化经营的基本条件。从业务关联度来看，信托业、期货业、与证券业有密切的关联，资产管理等信托业务是证券业的派生业务，股指期货业务更是与证券现货市场直接相关，而保险代理业务也与证券经纪业务有一定关联度。这些新的金融业务在我国有广阔的发展空间，存在良好的市场机会，将促使证券公司通过实施金融控股公司战略捕捉金融业新生业务机会的动力。证券公司向上述业务的拓展是基于金融证券主业的相关多元化，是在基于核心竞争力提升基础上的先做强后做大，有助于提升企业的竞争能力和抗风险能力；从企业素质来看，部分规范经营、稳健发展的证券公司，已具备一定的资本实力和市场信誉，拥有必要的经营经验、客户资源、人才储备、技术设施和信息渠道，通过实施金融控股公司战略能够在一定程度上实现规模经济、范围经济，有利于提升企业经营效率；从组织准备来看，集团化多元化战略在证券业内获得广泛认同，金融控股公司的形成将更多地和证券业务发展以及机构重组相结合，部分证券公司正在谋求在一些新业务以及具有发展潜力的业务领域设立单独的子公司，集团化券商形成的母子公司组织架构有利于集团母公司通过控股非证券业务子公司实现业务拓展。金融控股公司将成为金融机构业务及机构重组的一个重要形式，将成为金融机构逐渐走向全能化经营的重要载体。

当然，证券公司相对于商业银行的资本实力相对薄弱，这是证券公司组建金融控股公司的主要障碍。但是，资本实力并非是不可克服的矛盾。随着政策对证券公司上市限制的放松，证券公司的资本补充渠道将发生改变，股份化和资本经营将建立证券公司有效的资本补充机制，增强证券公司资本实力，为证券公司的多元化经营提供资本保证。有实力的证券公司可以成为组建金融控股公司的主力军之一。证券公司在向金融控股公司的转变中，是一支不可忽视的主导力量。



未来的金融控股公司组织结构图

4 在金融控股公司框架下提升核心竞争力

理论上金融控股公司有助于推进我国金融业市场化发展进程，但我国金融控股公司能否发展和壮大，主要取决于我国金融业自身的金融实践，金融控股公司问题与其说是一个理论问题，不如说是一个实践问题。

从金融控股公司的国际经验看，迄今少有能够照搬照抄的经典案例，关于金融控股公司的模式设计并没有唯一答案。例如美国花旗银行成为金融控股公司后，曾经在商业银行和投资银行两个领域的业务居业界首位，但 2002 年以来连续遭遇到安然、世界通讯等事件，花旗集团的银行、证券、保险业务与这些事件均有瓜葛，损失惨重。而且在美国，还有象高盛这样的超级“纯投资银行”，固守投资银行的领地，不为金融控股公司的多元化所动。可见要找到金融控股公司的盈利模式十分不易，最终结果未必是乐观的。我国的金融监管现状和证券公司的规模实力，决定我国证券公司的集团化多元化道路更是一个渐进的、漫长的过程。美国管理学家钱德勒在《策略与结构》一书中提出过一个著名的命题：组织结构服从战略。即经营战略的不同将决定选择不同的组织形式。我国证券公司选择发展方向时应当遵循战略管理的规律，综合考虑金融业发展环境，公司的优劣势，面临的机遇和威胁，选择最合适的发展方向 and 路径，核心目标是在金融控股公司框架下提升核心竞争力。

4.1 培育核心竞争力

金融控股公司的多元化经营完全取决于证券公司对自身的素质、禀赋、能力和优劣势的估价，需要科学分析市场竞争的趋势、本公司的资源配置、经营能力状况和发展战略。核心竞争力与金融控股公司的多元化经营是一对矛盾，尤其是在中国的证券公司还未能形成核心竞争力的条件下，盲目的多元化经营可能不具备必要的基础。如果我们认同在多元化中逐步培育形成核心竞争力的观点，那么以此为前提，我国证券公司应精心选择多元化经营的领域和方向，有所为有所不为。事实上，国外大型金融集团在经营范围选择上也采取了有进有退的经营战略，金融控股公司并不一定要进入所有的金融业务领域。如美国大的投资银行业务范围在业务范围上始终没有进入零售金融和资金清算。今年一些大的投资银行摩根士丹利、瑞士信贷第一波士顿将其网上证券经纪业务出售，放弃网上证券交易业务，主要就是基于折扣经纪业务的利润率低，继续开展网上交易与其发展战略不匹配。在金融集团化过程中，证券公司可考虑在集中精力继续专注证券主业、做大做强证券主业的同时，寻找新的生存和发展空间，把握好集团化多元化经营的机会和节奏，不断创新证券公司的业务内容和组织模式，为金融控股公司的构建打好坚实基础。

4.2 相关多元化原则

全能金融服务应以相关多元化为原则。国外全能金融集团的“一条龙”“一站式”服务并不涉及非金融业务，商业服务和实业投资是与金融服务和金融投资性质不同的业务板块。上个世纪 90 年代国内金融业涉足实业投资的失败已经给我们足够的警示，所以全能金融服务并不是非相关多元化，证券公司构建金融控股公司过程中的业务整合，应以金融业务相关多元化为原则，新进入的领域应当能够有助于与现有业务产生协同效应，使公司通过多元化经营获取收益。目前看，证券公司进入其它金融业务领域时可选择的方向主要有商业银行、保险、信托、期货等，信托业是比较好的切入点。从普遍的情况看，资产管理等信托业务是银行业的派生业务，无论是事业部制还是以子公司的组织形式，信托业务从未脱离商业银行和投资银行，在美国和其他发达国家，也从未有限制信托业和证券业、商业银行业相结合的法律。证券公司集团化可以考虑选择信托业为突破口。

4.3 开放式的多元主体

证券公司组建金融控股公司需要增强资本实力，应建立多元化的资本结构，引入外资、民营资本等外部投资者，剥离部分不良资产，夯实金融控股公司的资本基础，在一定程度上推进金融业的产权制度改革和经营体制转变。在此基础上，改制上市是证券公司实现金融控股公司战略目标的关键，上市后的资本扩张潜力能为证券公司战略扩张提供资金支持和保证，同时集团下子公司也具备更高的控制经营风险的能力，有助于与其它战略目标的协同。西方发达国家大多数商业银行、保险公司、投资银行都是股份化的上市公司。证券公司的金融集团化道路要借鉴国外股份化和资本经营的经验，加快股份化改造进程，提高自有资本比重，学会运用资本经营等现代企业运营手段。

4.4 运用并购等手段实现变革

从国外金融控股公司的实践观察，其变革有两个主要的行为轨迹：一是传统的银行机构转变为新的金融服务企业，经营范围从银行业务扩大到证券、保险和资产管理业务；主要表现为混业型银行，如花旗公司、JP 摩根、德意志银行、汇丰银行、瑞银集团、瑞士信贷等，实现途径是采取商业银行参股、并购投资银行，业务范围涵盖所有金融业务。二是非银行金融机构如投资银行、共同基金、保险公司等在资产和负债两方面与银行展开激烈竞争。如纯投资银行高盛、摩根斯坦利、美林等，实现途径是参股、并购加上内源式发展，业务范围远远突破狭窄的投资银行、资产管理范畴，延伸到大企业融资、杠杆租赁、保险代理等。他们与商业银行集团在业务范围上唯一的差别是不从事零售金融和资金清算。这两种轨迹都是通过参股、并购等方式完成，最终形成具有全功能的金融控股集团。我国证券公司的多元化战略，除了内源式发展——从零开始的进入战略以外，还可借鉴外源式发展——兼并收购的进入模式，与现有一家或多家金融机构实现并购，开展非核心业务，并购双方沿着确定的综合银行发展轨迹开拓市场。

4.5 金融控股公司对子公司的控制力

证券公司的集团化道路将面临越来越多的子公司的成立和新股东的加入，子公司成为独立法人实体，如何实现集团母公司对子公司的控制权将成为突出问题。公司保持对子公司的控制力是公司业务协同效应充分发挥的核心。母公司的控制权使其能在《公司法》等法律框架下对子公司的经营方向和重大决策进行有效协调，形成同一集团在品牌、经营战略、营销网络以及信息共享等方面的协同效应，从而降低集团的经营成本并从多元化经营中获取更多收益。因此集团公司应当保持在子公司中的控股权地位。金融控股公司应实行“政策一致化”，统一经营策略，统一业务标准，统一企业文化，避免子公司盲目经营。要建立良好的公司治理机制，建立子公司评价体系。

4.6 强化金融控股集团层面的风险管理责任

金融控股公司的主要职能是风险的控制与管理。全能金融服务的特点是一荣俱荣，一损俱损。银行、证券、保险等金融行业和业务打通后，金融产品设计越来越复杂，风险放大。除了外部良好的法律监管框架以外，金融控股公司也要建立相应的风险管理和防范机制。金融控股公司在风险监管上应负起更大的责任。国外金融控股公司普遍采取“金融控股公司上市、子公司不上市”的整体上市模式，或取消子公司上市地位。其目的就是使金融控股公司的集团层面承担巨大的内部监管职责，抬高金融控股公司的门槛，并通过整体上市促进金融控股集团一体化的经营和管理，从而发挥金融控股公司的协同优势。