

# 目录

2019年第3期 总第310期

CHINA SECURITIES 中国证券

C O N T E N T S



主办  
中国证券业协会

编辑委员会主任  
陈共炎

编辑委员会（按姓氏笔画排序）  
王 醒、王常青、王燕红、方向瑜  
兰 荣、毕明建、安青松、孙树明  
李晓安、杨德红、何 如、张佑君  
陈共炎、周 易、孟宥慈、葛伟平  
储晓明、霍 达、瞿秋平

主 编 安青松  
执行主编 孟宥慈  
执行副主编 曹永强  
编 辑 姜婧一、刘相君、李亦博  
李劭琛  
地 址 北京市西城区金融大街  
19号富凯大厦B座2层  
邮 编 100033  
电 话 (010) 66290488  
传 真 (010) 66290936  
网 址 www.sac.net.cn  
投稿网址 http://keti.sac.net.cn/uktselect  
发送对象 协会会员  
平面设计 北京百思设计  
印刷单位 北京地大彩印有限公司  
印刷日期 2019年3月  
印刷数量 4100册

本出版物发表的文章均系作者观点。  
文章未经书面允许，不得转载。

## 高端视角：证券公司董事长谈证券业高质量发展

- 02 把握机遇、回归本源、守住底线，更好服务实体经济 周杰
- 08 以优秀文化为引领，推动投资银行高质量发展 王常青
- 14 打铁还需自身硬——证券公司高质量发展之路的认识与思考 蔡咏

## 本期专辑：优秀重点课题报告精编

- 19 中国证券公司跨境并购投资研究  
国泰君安证券股份有限公司
- 26 固定收益类平台产品运行研究  
上海申银万国证券研究所有限公司
- 35 中国投资银行国际化经营策略研究  
海通证券股份有限公司
- 45 证券公司差异化发展与特色化经营研究  
海通证券股份有限公司
- 55 中国投资银行集团管控与一体化发展模式研究  
海通证券股份有限公司
- 62 业务结构对券商经营业绩及风险的影响研究  
南京证券股份有限公司
- 72 证券经营机构战略绩效管理研究  
国泰君安证券股份有限公司

# 把握机遇、回归本源、守住底线，更好服务实体经济

■ 海通证券股份有限公司党委书记、董事长 周杰\*

过去30余年证券行业高速发展，截至2018年末，国内证券公司已扩张至131家，总资产达到6.26万亿元。然而，回顾证券公司三十年发展历程，在从零起步、迅猛发展的过程背后，也经历着十年一轮回，“发展—风险—规范—再发展”的几度浮沉。如今，在中国经济高质量转型的过程当中，作为直接融资的主战场，资本市场正迎来历史性的发展机遇。作为资本市场核心载体的证券公司，更需要把握机遇、回归本源、守住底线，以更高质量的发展，支持实体经济发展，服务国家战略。

## 一、把握科创板并试点注册制的战略机遇，证券公司亟待步入更高质量的发展阶段

### （一）中国经济转型需要高质量发展的证券公司，科创板并试点注册制提供了战略机遇

1. 中国经济转型需要强大的资本市场提供支撑

在供给侧改革的引领下，中国经济正处于从总量扩张向结构优化转变、产业结构升级转型的新时代。中国经济的高质量发展，需要金融体系进一步深化改革，提高直接融资比重，促进间接融资体系向直接融资体系转型。与间接融资相比，直接融资可以减少信息不对称，提高资本市场效率，降低企业融资成本，服务实体经济尤其是创新创业企业的发展。根据人民银行的数据，近年来，我国直接融资占比虽然已有所提升，但仍处在较低水平（2017年我国直接融资占比32.0%，美国80%以上，日本、德国70%左右，印度和印度尼西亚65%左右）。因此，作为直接融资的主战场，强大的资本市场是中国经济转型发展的必然选择。

2. 强大的资本市场需要高质量的证券公司作为核心载体

证券公司是资本市场最重要的金融机构，是资本市场直接融资功能的主要承担者。因此，为了保障资本市场直接融资功能的有效运作，需要努力做

\* 作者简介：周杰，硕士研究生，曾先后任职于上海万国证券有限公司、上海上实资产管理有限公司、上海实业医药科技（集团）有限公司、上海实业控股有限公司、上海上实（集团）有限公司和上海医药集团股份有限公司。现任海通证券股份有限公司党委书记、董事长，上海市第十四届、第十五届人大代表，兼任上海证券交易所监事、薪酬委员会主任，上海证券同业公会会长，上海金融业联合会副理事长。

强做优做大证券公司，提升证券行业服务实体经济的能力，以更好的发挥市场资源配置优势。

3. 科创板并试点注册制为证券公司高质量发展提供了战略机遇

上海证券交易所设立科创板并试点注册制，是党中央、国务院的重大战略决策，是完善中国多层次资本市场基础设施的重要举措，具有极强的现实意义和深远的历史意义。科创板并试点注册制中长期将重塑证券行业生态，在促使证券公司发挥资本市场的核心功能、深度融入并推动市场化改革进程的同时，要求证券公司打造并持续提升综合的多元金融服务能力（包括专业能力、定价与销售能力、合规风控能力、综合金融服务能力等），促进内部资源整合、组织架构和流程的优化，大力提升协同能力。证券公司作为这项制度变革的核心参与者和受益者，将迎来改革转型、高质量发展的历史性战略机遇。

4. 中国企业“走出去”需要本土证券公司保驾护航

“一带一路”倡议持续推进将进一步加速中国企业的国际化进程，客观上需要既有本土经验又有国际视野的金融机构提供全方位的金融服务。然而，在目前中国企业“出海”的过程中，中国金融机构的服务主要集中在中资银行海外分支机构的贷款服务，一方面无法完全满足企业海外业务发展的融资规模，另一方面更无法覆盖企业的综合金融服务需求。从近几年的数据来看，中国企业的海外并购仍然主要依靠外资投行，国内证券公司的跨境服务能力明显不足。这就要求

证券公司努力实现高质量发展，提升跨境服务的能力以及国际竞争力，为“走出去”中资企业提供并购交易及境外发债上市等投资银行特长业务，促成“走出去”企业与境外资本市场的直接对接，更好地为企业的国际化提供全方位的金融服务。

表：2018年中国前五大海外并购交易

交易买方	交易标的	交易标的所属国家或地区	交易金额(亿美元)	买方财务顾问
中远海控、上港集团	东方海外国际	中国香港	83.1	瑞银
天齐锂业	智利化工矿业	智利	40.7	摩根士丹利、Sinolink
宁波均胜	高田公司	日本	15.7	Jefferies、KPMG Corp Fin、瑞银
远大医药、鼎晖投资	Sirtex	澳大利亚	13.4	Lazard
南方电网	Transec	智利	13.0	德意志银行、Lazard

注：联想控股18.2亿美元收购卢森堡国际银行的交易由于未披露买方财务顾问，未在上表中体现。

## （二）证券公司高质量发展需顺应六大趋势

在国家战略持续推进以及提升直接融资的内在要求的背景下，我国现代化经济体系建设和金融改革将不断深化，市场需求将日益多元，证券行业将拥有广阔的发展空间。证券公司的高质量发展离不开行业发展的大趋势，我们认为，立足当下看未来，中国证券行业面临以下六个方面的变革。

1. 国内证券公司正从通道型中介转向资本型中介

无论是从国际投行的发展轨迹看，还是国内综合性大券商正在推进的举措看，通道型中介向资本型中介的转向是大势所趋，也是国内券商走向国际投资银行市场的必由之路。随着牌照的日益放开以及互联网证券等业态的兴起，证券行业当前以通道型中介业务收入为主体的盈利模式将

逐渐向基于资本优势、客户基础以及专业服务能力的资本型中介模式转型，证券公司已经进入重资本型业务与轻资本业务深度融合的发展阶段，以更好地满足客户多元化的金融需求，更好地服务实体经济。

2. 国内证券公司要从业务为中心转向以客户为中心

在证券公司以交易通道为核心、基于牌照及业务资格优势的传统盈利模式将逐步难以为继的同时，与证券公司和资本市场一同成长的客户在专业能力、议价能力持续提升的过程中，也衍生出更为综合化、多元化以及个性化的需求。面对市场环境、竞争格局的变革，客户资源的竞争必将日趋白热化，以客户为中心的服务体系将成为现代投资银行构建差异化竞争优势、取得行业领先地位的核心基石之一。

3. 资本市场的客户结构日益从散户为主到散户逐步机构化

当前，证券公司正面对着日益膨胀、空间巨大的资产管理与财富管理市场。一方面，国内可投资金融资产规模伴随社会经济的高速增长迅速提升；另一方面，作为中国资本市场走向成熟的必然趋势，散户机构化将为资产管理与财富管理市场引入大量的资金以及客户需求；此外，中国资本市场的国际化进程将衍生出大量跨境资产管理与财富管理的全球综合金融服务需求。与此同时，市场竞争也是激烈而充分的，在资产管理与财富管理市场中，证券公司还要面对来自于银行、保险、信托、基金公司等金融机构的竞争。

若想在硕大的市场中分一杯羹，基于人才的主动管理能力和产品设计能力将成为资产管理的核心竞争力。

4. 国内证券公司的市场战略纵深逐渐从境内为主转向境内外联动发展

在国家战略和政策的引导下，在资本市场双向开放、资本配置国际化进程加速，客户跨境投、融资需求增强等多方因素推动下，市场和客户的国际化发展将推动证券公司国际化进程大大加速，为满足客户全球综合金融服务需求，跨境联动将日益深入。

5. 证券行业的合规与风险管理日趋规范严格

合规与风险管理是证券公司业务持续发展的支柱和基石，近年来，随着各项证券业务资格的放开，各家证券公司集团化、国际化战略的不断推进，再加上客户各类综合化金融服务需求的不断延伸，券商业务在产品种类、服务模式、地域覆盖等各方面的复杂程度显著提升。同时，境内外监管部门的监管日趋严格，监管部门新出台了一系列规章制度，也对证券公司提出了更高的合规与风险管理要求。

6. 金融科技正加速塑造证券行业的基础和格局

无论是面向客户服务的业务发展和转型，还是合规与风险管理等中后台职能管控效率的提升，都需要打造强大的金融科技平台，实现金融科技从服务业务向推动业务和引领业务的转变。可以预见，基于移动互联网和人工智能为特点的金

融科技，正在不断地塑造证券行业发展的基础和格局。

## 二、证券公司高质量发展的核心在于回归本源，提升服务能力，守住防范风险的底线

### （一）回归本源，提升服务国家战略和实体经济的能力

证券公司的高质量发展，首先必然要回归投资银行的“本源”。投资银行作为资本市场的核心载体，其设立的初衷就是为实体经济提供基于投资、融资、交易、托管等基础功能的、涵盖客户全生命周期的全产业链服务。

证券公司打造高质量发展，就是要充分发挥其“资本中介”的职能定位，以客户、尤其是企业客户为中心，做深客户服务的价值链，满足实体经济发展转型的需求，服务国家战略。

### （二）提升证券行业国际影响力与话语权，助力强大的资本市场建设

证券公司，尤其是系统重要证券公司的高质量发展，要以提升行业国际影响力，助力资本市场建设为己任。证券公司要进一步加速推进国际化进程，形成本地市场与跨境联动相辅相成的良性循环，满足实体经济日益增长的多品种、跨区域的全球综合金融服务需求，提升国际定价权。

### （三）合规经营，守住不发生系统性金融风险的底线

证券公司的高质量发展建立在稳守合规经营底线的基础之上，必须持续提升全面合规风控管

理水平。尤其对于系统重要的证券公司来说，还需要有行业层面的担当和责任，要从专业机构角度出发，不断强化防范风险的主体责任，将自身打造为守住不发生系统性金融风险底线的中坚力量。

## 三、双管齐下，多措并举，推进证券公司高质量发展

在推进高质量发展的过程中，一方面，需要一如既往得到监管机构的推动支持，强化行业的顶层设计；另一方面，也需要证券公司不断深化改革创新，激发自身活力、倡导专业专注、提升能力能级。双管齐下，回归本源、守住底线，提升对国家战略和实体经济的服务能力。

### （一）做大做强，助力打造强大的资本市场

1. 做大做强证券公司，完善行业顶层设计，优化行业资源配置

目前，中国资本市场“大市场、小行业”的格局仍亟待改变。一方面，2018年全国证券业资产总额6.26万亿元，仅为银行业的2.3%，相当于一家中型银行的水平，相比较3693家上市公司，总市值62.3万亿元的证券市场规模，还有海量的潜在企业客户和数亿计的交易类客户，无论是在服务的覆盖面，还是服务的深度上都存在较大的差距。另一方面，我国证券行业的集中度也亟待提升，根据中国证券业协会2017年公布的行业经营数据，中国前十大证券公司收入占比仅为49.1%，提升空间明显。同时，与当前在顶层设计下逐渐成型的多层次资本市场体系相比，证券

行业层面的顶层设计仍有待进一步完善。

对于证券行业及证券公司来说，做大是做强 的必然基础。建议从国家战略层面更加重视证 券行业发展的广度和深度，完善证券行业顶层 设计，实行差异化监管，优化行业资源配置，适 时放开“一参一控”限制，并支持符合条件的证 券公司开展行业并购，尽快做强做大投行主业。 同时，允许符合条件的证券公司通过直投或境外 子公司等合适途径，适时进入银行、信托、保险 等其它金融业态，实现综合化经营，提升综合实 力。

2. 证券公司自身要做大做强公司规模，提 升资产负债管理能力

一方面，建议进一步放宽证券公司的境内外 融资渠道，简化境内外融资审批流程，允许证券 公司动用自身资产负债表创设产品，提升负债经 营功能；将净资本的核算置于集团层面，支持证 券公司集团化战略的进一步深入。

另一方面，证券公司也要着力提升资产负债 管理能力，完善资产负债管理的配套体系，加大 对优质资产的战略配置，优化资产负债的匹配性 管理，加强汇率管理和跨境资金的安排及调动。

**（二）抓住科创板并试点注册制的契机，深 化改革创新，激发自身活力，做深客户服务价值 链，提升实体经济服务能力**

1. 深化改革创新，抓住科创板并试点注册 制的战略契机

在科创板并试点注册制的改革当中，证券公 司要充分发挥金融中介的功能，深入参与并推动

资本市场向市场化、法制化方向发展。证券公司 要着重培养以专业能力、定价及销售能力、合规 风控能力为核心的综合金融服务能力，充分发挥 证券公司的价值发现功能，严把项目风险关，作 为总协调人推动督促发行人、其他中介机构、战 略配售者、一般投资人等参与各方切实尽责， 提高信息披露质量，促进市场健康发展；此外， 证券公司应当抓住科创板和注册制改革的历史机 遇，不断加强人才队伍建设，培育专业专注精 神，深耕新经济领域，打造特色品牌，增强投行 业务的核心竞争力。

2. 进一步推进以客户为中心的业务服务体 系建设

为适应从业务为中心转向以客户为中心的发 展趋势，以客户、尤其是企业客户、机构客户为 中心的服务体系将成为证券公司构建差异化竞争 优势、取得行业领先地位的核心基石之一。未 来，证券公司要继续积极提升各业务板块以客户 为中心的综合服务能力，同时，以金融科技平台 为基础打造客户管理体系，推动各业务板块间的 协同发展。

3. 进一步丰富业务及产品线，提升客户综 合金融服务能力

目前资本市场呈现“重场内、轻场外”的倒 金字塔结构，场内市场中主板企业数量多于中小 板企业，中小板企业多于创业板企业；相较于场 内市场，场外市场目前总体仍处于业务发展初 期。这与实体经济中企业构成结构相反，造成资 本市场为中小企业提供融资服务能力不足。

建议进一步丰富证券公司的业务及产品线，为综合金融服务能力的提升奠定基础。首先，推动证券公司依托柜台市场拓展各类有助于中小企业融资的金融产品以及各类衍生品等，为实体经济提供风险管理工具，同时也是更好地满足居民多样化财富管理需要；其次，进一步丰富衍生品品种，允许证券公司提供外汇类衍生品服务，提升商品衍生品市场的广度和深度，配合实体企业的风险对冲、套期保值和资金流动性管理需求及投资者的跨境资产配置需求，加强我国在国际大宗商品市场及其衍生品市场上的话语权。最后，探索做实证券公司托管职能，试点客户资金和资产的一级托管模式。

### （三）提升证券公司全球综合金融服务能力，服务国家战略

#### 1. 加强跨境联动，推动国际化发展

对于已推进国际化战略的证券公司，要进一步践行“客户跟随”方针，做强、做优、做大海外子公司，并且积极推进跨境联动，通过加强跨境联动，发展境内外本地市场，通过境内外本地市场的发展进一步促进跨境联动，形成良性循环，提升证券公司全球综合金融服务能力。

对于已设立海外机构的证券公司，建议设置集团年度专项外汇额度和开设可在集团内自主使用的跨境专项账户，为走出去的中资企业提供境内外投融资服务，积极落实国家“一带一路”倡议。同时，赋予证券公司结售汇资格，拓展在资金账户、外汇服务和跨境结算等方面的基础服务。

#### 2. 着力打造全球化金融机构

建议进一步支持符合条件的证券公司在境外新设、收购、参股各类金融机构，探索开展综合经营，鼓励在境外设立各类子公司、分公司，提升国际化水平。对于初步完成海外布局的证券公司，要进一步优化海外业务布局，扩展经营区域和业务领域。

### （四）强化金融科技平台建设，塑造智慧型投资银行

随着金融科技手段发展，证券公司无论是业务发展和转型，还是集团管控水平提升，强大的金融科技平台都必不可少。未来，证券公司要继续推动金融科技从服务业务向推动业务和引领业务的转变，构建明晰的信息化战略规划，树立大数据思维，深度挖掘数据价值，提高证券公司信息系统的可扩展性，为客户提供更加智能化、精准化、专业化和个性化的金融服务；同时，通过金融科技平台建设，提升内部管理水平，解决各项制度流程落地的“最后一公里”。

### （五）切实提升合规风控能力，守住防范风险底线

证券公司要切实提升整个集团层面整体的合规风控水平，牢牢守住不发生系统性风险的底线。合规管理方面，要培育全方面合规的治理内控环境，构建集团化的合规管理体系，实现“合规管理全覆盖”，倡导全员合规意识，稳守合规经营的底线；风险管理方面，要完善集团范围内可测、可控、可计量、可应对的全面风险管理体系，构建集团基于客户的风险信息共享体系。SAC

# 以优秀文化为引领， 推动投资银行高质量发展

■ 中信建投证券股份有限公司党委书记、董事长 王常青\*

2019年是新中国成立70周年，也是中国改革开放四十年之后资本市场迈入新发展阶段的开局之年。习近平总书记于2018年11月5日宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。2018年中央经济工作会议明确指出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，对资本市场的战略定位提到了一个新的高度，对证券行业提出了新的更高要求。作为资本市场和证券公司中最受关注也最具有代表性的以企业融资、收购兼并、财务顾问为核心的投资银行业务，在中国经历了二十多年的快速发展之后，也需要认真总结经验，透彻审视问题，明确今后方向，争取尽快再上新台阶，以更好适应资本市场新的发展形势，更好为实体经济发展做出新的更大贡献。

我本人在投资银行领域工作了26年，在此重要节点，我愿意结合中信建投证券公司的具体实践，围绕投资银行这个领域，略陈个人一些心得体会，并就当前投资银行发展中存在的突出问题以及下一步努力的方向，提出个人一些不成熟的看法和建

议，以就教于同行专家，更希望有助于推动中国投资银行高质量发展。

## 一、优秀的投行文化是投资银行健康发展的基石

中信建投证券成立于2005年，虽然在证券经纪等业务领域承接了不少的网点、客户、人才等方面的积累，但在投资银行业务领域，可以说基础薄、底子差，项目几乎没有，人员也大量流失。面对这一状况，公司当时的所有投行人没有气馁，而是脚踏实地，砥砺前行，从细致服务好每一个客户、认真做好每一个项目、不断汇聚行业优秀人才做起，一步一个脚印，经过十多年来的不懈努力，中信建投证券的投资银行业务终于取得了长足的进步，在行业有了一席之地。根据有关统计数据，中信建投证券主承销家数和金额连续六年位居行业前3名，有些指标如股权再融资金额、公司债家数与金额等连续多年位居行业第1名，也完成了很多有行业影响力的重大项目，仅以2018年为例，公司就完成了宁德时代和深信服的IPO项目、中国重工发行股份

\* 作者简介：王常青，现任中信建投证券股份有限公司党委书记、董事长，兼任中国证券业协会副会长、北京证券业协会常务副理事长、中国证券业协会投资银行委员会主任委员、上海证券交易所第二届监事会监事、北京市朝阳区政协委员。

购买资产及市场化债转股、京蓝沐禾PPP项目可持续发展资产支持专项计划、中信泰富有限公司熊猫公司债券、龙湖拓展住房租赁专项公司债券等。

对于公司投资银行业务这些年来所走过的历程，我们曾于2017年3月份专门召开会议，进行认真回顾和总结。无论是从我本人多年的心得看，还是从公司投资银行业务骨干的共同体来看，大家都认为公司投资银行业务之所以能够不断进步并接连取得良好成绩，最重要的是我们信奉、尊崇和践行了符合投资银行业务本源特点的共同的文化和，我们把这个共同文化概括和总结为十条准则，也就是《中信建投证券投资银行业务共同准则》，在公司内部我们称之为“316共同准则”。这个准则形成之后得到了广大投资银行业务人员的认同，通过深入学习和讨论，大家也认为，公司投资银行业务接下来要继续前进和取得进步，也必须继续践行这十条准则。如果要用一句话总结，在我看来那就是，培养优秀文化是投资银行业务健康发展的重要根基。具体说来，以下五个方面尤为重要。

第一，始终坚持我们是客户永远的“乙方”，致力于为客户提供高质量的优质服务。投资银行本质上是服务业，客户就是业务之本，也是公司的衣食父母。多年来我们始终把客户开发与服务放在各项工作的首位，对各类客户我们都会采取有针对性的开发与服务模式，比如对大型国有商业银行、股份制银行、大型央企集团等，我们认为需要调动公司的所有资源才能为之提供综合性的满意服务，为此我们推出了大客户经理制，让公司的领导和高职级核心骨干分工负责，为这些客户提供服务，取得了很好的效果，接连争取到很多银行与央企的大型项目，成为提高公司市场地位的重要因素。我们也

认为，服务好每一个客户就是我们服务实体经济的最佳途径和手段，我们为实体经济中最活跃、最有潜力和成长性、最优质的客户提供金融服务，就能更好地促进经济的发展与社会的进步，为此我们提出了“让最好的企业成为我们的客户，让我们的客户成为更好的企业”的理念，这方面的例子不胜枚举，我们在金融地产、TMT行业的优势，在其它新经济领域的优势，都得益于我们不断开发与优质服务客户。在具体服务过程中，我们还始终坚持把客户的体验、客户的利益放在最重要的位置。这就是我们努力树立的客户文化，也是公司投资银行业务赖以长期发展的基础。

第二，始终坚持市场化的共享机制，汇聚行业最优秀的人才。投资银行是高度依赖高素质人才的行业，没有高素质的专业队伍，发展投资银行业务就成了无本之木。如何汇聚人才、如何凝聚人才，是投资银行业务管理者要付出很大心血的重要工作。公司投资银行业务的快速发展与人才不断汇聚相伴始终，两者相辅相成。我们多年来的经验是，坚决不搞包干制、也不搞提成制，始终坚持市场化的共享机制，坚持先人后事和五湖四海的用人理念，致力于吸引和培养志同道合、有共同价值观的优秀人才，通过提供合理的激励机制和良好的职业平台，凝聚队伍，激励士气，共创事业。我们尤其愿意为能力突出的青年才俊提供职业发展的快车道，助力他们成就理想人生。在中信建投证券，很多年轻人经过短短几年的努力往往就能脱颖而出，成为业务的中坚力量与行业的精英翘楚。

第三，始终坚持把口碑和信誉放在重要位置，致力于成为受人尊敬的投资银行。我们认为，信誉和口碑是公司最值得珍视的无形资产，也是投资银

行业务赖以发展壮大的基石。同时信誉和口碑难积易毁，必须像爱护眼睛一样倍加珍惜。正是由于我们对信誉与口碑的重视，我们服务的客户的回头率很高。我们曾经统计过，2006年以来公司完成的94单IPO项目，截至目前超过90%的客户依然由我们持续服务着，这在整个行业都是极为突出的。我们还曾经有过连续十多年为客户提供持续服务的案例，也有许多连续5次、7次为客户提供发行债券服务的案例。正是这些客户的信赖和选择，推动了公司投资银行业务市场声誉的不断提高，有力促进了公司投资银行业务的快速发展。

第四，始终坚持守法合规，守住执业质量和风险控制的底线。投资银行业务的严格监管属性决定了执业过程中必须始终牢牢树立依法合规的意识，制定完备的业务管理制度，养成重视执业质量与风险控制的素养。在投资银行业务发展过程中，我们经常可以看到，有不少证券经营机构因为违法违规而受到监管部门的严厉处罚，甚至遭到停牌，这种处罚的后果是极其巨大的。这种案例和教训在国内外同业中屡见不鲜，因此我们一直向投资银行业务人员反复强调，要以史为鉴，汲取国内外金融机构兴衰成败的教训，坚决杜绝违法违规行为，同时也要全面加强合规管理、质量管理与风险防范，确保所承做的每个项目经得起监管检查与历史的检验。

第五，始终坚持良好的职业操守，与各利益相关方合作共赢。投资银行在很多人心目中是一个高大上的职业，客户对从业人员有着很高的期待和要求，要想在这个行业真正立足并取得事业上的成功，除了具备较高的专业能力之外，还必须具备良好的职业操守。我们深信，正直诚信为立身之本，职业操守为立业之基。在我们看来，良好的职业操守首先要有强烈

的团队精神，一名优秀的投资银行家只有把自己融入到一个强有力的团队中，并在其中最大程度发挥自己的能力和潜力，才有可能不断取得事业上的成功。因此，我们不会容忍那些毫无组织纪律性、甚至置个人利益于公司和客户利益之上的员工。其次，良好的职业操守还要求我们要始终坚持公平竞争精神，尽管行业竞争十分激烈，但绝不能放低自身要求和自律精神，绝不能诋毁竞争对手。最后，良好的职业操守需要妥善处理业务开展中的各利益相关方的关系，我们珍视在业务上友好合作的伙伴，愿意共享资源，相互配合，共同服务好客户。

## 二、中国投资银行业的历史成绩、面临的问题与挑战

中国证券市场成立近30年以来，相关制度和规则持续完善，逐步建立起了交易所、银行间市场及场外市场等互为补充的多层次资本市场体系。投资银行作为证券市场最本源的业务之一，相关制度的建立和完善见证着证券市场发展的每一个阶段。

### （一）投资银行业务相关制度体系已较为全面

从股票发行制度来看，1993年国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》，标志着我国股票发行审批制的正式确立。1994年至今，我国股票发行制度先后经历了“额度管理”、“指标管理”、“通道制管理”和“保荐制”四个阶段。2019年3月1日，科创板注册制试点规则正式落地，即将实施与国际接轨的注册制，这是一个重大的历史性变化。

从债券发行制度来看，历史上不同的债券品种分别由人民银行、发改委、中国证监会等多个部委分别监管，不同的监管模式也产生了差异化的业务标准，增加了金融机构之间竞争的不公平，同时也

产生了很多监管套利。2018年底，中国证监会联合人民银行、发改委共同发布了《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》，中国证监会获得了统一的执法权，债券市场终于将逐步告别长期以来“九龙治水”的局面。

经过多年的发展，尽管目前国内投资银行业务的相关制度相比国外成熟资本市场还有一定差距，特别是股票发行制度的市场化程度有待提高，但整个制度体系相对完备，无论是股权类融资品种还是债券融资品种的种类都已经比较齐全。

### （二）投资银行为我国经济发展做出了重要贡献

截至2019年3月12日，我国沪深两市A股上市公司共有3,606家，合计市值52.49万亿元，上市公司数量排名全球第4位，市值排名全球第2位，证券化率达到了58.32%，投资银行为我国证券市场输送了大量优质的上市企业，这些构成了我国证券市场最基础的资产。

中国证券市场成立以来融资规模总体呈现出持续上升的态势。2018年证券市场实现股权融资共计1.38万亿元，其中IPO融资1378亿元，上市公司再融资1.02万亿元，新三板与区域性股权市场分别实现融资604亿元和1783亿元；交易所债券市场发行各类债券8.82万亿元；此外，并购重组实现交易金额2.58万亿元，同比增长38%。投资银行业为国家供给侧改革和经济结构的转型升级提供了强有力的支持。

### （三）投资银行目前面临的问题与挑战

投资银行业随着中国经济的发展取得了长足的进步，但当前阶段也有一些问题和瓶颈亟待解决。

#### 1. 传统业务同质化竞争加剧

投资银行传统业务的同质化竞争加剧，导致佣金持续走低，通道业务创收难度加大。2016年

至2018年，A股市场非公开发行股票项目的平均保荐承销费率呈现逐年下降的趋势，分别为0.59%、0.42%、0.39%。2018年初，市场甚至出现了不少极端案例，如上海农商行IPO项目的保荐费仅5万元、承销费率仅万分之五；华夏银行非公开发行股票项目的保荐承销费仅42万元。债券市场零费率，甚至倒贴承销费的情况更不鲜见。之所以出现恶性价格战，主要原因在于国内投资银行业长期以来单纯依靠牌照和政策开展业务，业务广度和深度与国际投资银行有较大差距，差异化发展不够充分。

2. 外资投行的全面进入可能改变现有竞争格局，商业银行也是潜在的竞争对手

2017年11月，财政部宣布，外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制从当前的49%上调至51%，上述措施实施三年后，投资比例将不受限制。短期内，我们与以高盛为代表的外资投行在业务发展理念、国际化程度、估值定价、交易撮合、风险控制、内部管理等方面均存在较大差距。外资投行完全进入后，可能会给投资银行业带来服务理念、能力水平等方面全方位的变革和提升，同时也势必会分流部分本土投资银行的现有客户。除了客户方面的争夺外，外资投行必然还将与本土投行在人才资源方面展开激烈争夺。

另外，商业银行也是重要的潜在竞争对手。目前商业银行已经在债券承销、结构化融资、财务顾问等业务领域驾轻就熟，很多商业银行都设立了投资银行部门，广泛开展投资银行业务。一旦监管部门放开商业银行的投行牌照，其资金实力、客户规模、综合服务等方面的优势，将会给现有证券公司的投资银行业务带来巨大挑战。

#### 3. 风险管控水平参差不齐

中国证监会李超副主席在多次讲话中都提到，投资银行行业内存在风控水平参差不齐的情况，指出很多证券公司的风险管理不到位，风控意识不到位，制度体系不到位。历史的经验告诉我们，迄今为止倒闭和经营失败的证券公司，几乎没有一家是被竞争对手所打败的，无一例外的是自己在遵纪守法与合规风控等方面出了问题，最终自己打败了自己。

2018年，针对3家证券公司在保荐或并购重组业务执业过程中，未能勤勉尽责履行核查义务以及投行业务风控合规不到位的情况，中国证监会对这3家证券公司和8名相关责任人做出了行政处罚决定，累计罚没金额5300余万元。

2018年，债券市场中信用债违约事件频发，全年共有160只债券发生违约，合计违约规模约为1,205.61亿元，是2017年全年的3.57倍，预计2019年债券违约形势仍较严峻。

4. 投资银行在支持高科技和新经济企业发展方面存在能力不足的情况

我国经济进入新常态，经济增长动力由传统的投资驱动步入高科技、新经济模式驱动的新阶段。近年来国家陆续出台了《中国制造2025》、

《“十三五”战略新兴产业发展规划》等规划，正是试图引领我国新一轮的科技和产业变革。

2008至2018年，美股市值前10公司的格局由“能源+消费”转变为“互联网+科技”。在美国高科技、新经济巨头诞生及发展壮大过程中，我们看到了美国资本市场和投资银行在其中发挥了巨大的培育和支持作用。而近十年来A股市场除茅台入局外，仍保持“能源+金融”的格局，可见过去十年我国资本市场和投资银行在支持高科技、新经济企业方面未能有太多建树。

## 三、以优秀文化为引领，推动行业健康发展

当前国家的供给侧结构性改革战略、“一带一路”倡议、创新驱动战略都给投行业务发展提供了历史性的机遇；特别是在当前资本市场推出科创板注册制试点重大举措的背景下，投资银行业的发展无疑将迈入新的阶段。此时，投资银行业更应该树立正确、健康的投资银行理念和文化，抓住历史机遇，共同推动投资银行业高质量的发展。

### （一）提高执业质量和抗风险能力

由于一定程度上存在的质控、内核等内部控制体系在实际运作当中出现了“走过场”、“有名无实”等问题，中国证监会2018年颁布了《证券公司投资银行类业务内部控制指引》。各家证券公司需要按照规定加强投资银行业务“三道防线”建设，各道防线守土有责，切实提升投资银行类业务内部控制水平，有效防范化解风险，促进行业规范发展。合规风控不到位是投资银行业高质量发展的拦路虎，是生或死的问题，这一点需要全体行业成员的共同重视。

### （二）明确自身定位和发展方向，形成差异化发展格局

为应对外资投行、商业银行等机构可能给本土证券公司投资银行业务带来的冲击，从投资银行个体来说，需明确自身定位，制定差异化竞争战略，形成自身优势或特色领域。未来，投资银行业可以有“大而全”的业务综合型投资银行；也可以有“小而美”的专注某些细分领域的精品型投资银行。

对于外资投行全面进入国内市场这一点，我们无需妄自菲薄，本土投行在政策把握、及时响应客户需求方面具备自身独特的优势。我们认为，外资投行进入国内市场一段时期内，将会有所侧重，

或走精品投行路线、或侧重服务某一类客户群体、或侧重提供某一类服务、或侧重跨境业务。本土投资银行应充分利用好不多的宝贵时间苦练内功，尽快建立及提升自身核心竞争力。

### （三）以注册制试点和科创板推出为契机，提升投资银行服务客户的综合能力

科创板的注册制试点和市场化发行机制的推出，无疑将重塑投资银行业的生态，投资银行不能再单单依赖通道业务生存，必须深度发掘客户多样化需求，提高自身估值定价能力、交易撮合能力、资源配置能力乃至投资能力等多方面的服务客户的综合能力。只有拥有强大综合能力的投资银行才能在科创板市场的大浪淘沙中生存下去。

### （四）重视金融科技在投资银行业务转型中的重要作用

随着数字化、智能化的信息技术在证券领域的应用，单纯依靠人力完成尽职调查以及依靠人脉资源开发客户的模式需要加快转型和不断创新。投资银行需要利用大数据分析提高客户开发、底稿审核效率以及加强风险管理，还可以利用区块链、云计算等技术帮助投行人员开展材料搜集、行业研究、尽职调查。

### （五）响应“一带一路”，支持服务实体经济高质量发展

当前“一带一路”正处于全面推进的关键节点，投资银行应发挥自身所积累的专业化综合金融服务能力，担当起国家重点企业走出国门的助力者角色。同时，投资银行应主动回归本源，围绕实体经济需求，利用资本市场在债转股、破产重整等产品和技術方面的优势，为化解金融风险做出应有的贡献，发挥资本市场的桥梁作用，助推中国经济转型升级。

### （六）投资银行业的发展需要证券市场监管制度的不断改革和进步

投资银行业要往前继续发展，既需要行业自身努力，同时也离不开整个证券市场监管制度的进步和相关规则的进一步市场化。

从监管和规则的层面来说，改革面临的局面错综复杂，难以一蹴而就，需要从千丝万缕中找到痛点，并以此为抓手进行改革。在推进科创板注册制试点的过程中，我们感受到市场对于新股审核及发行制度市场化改革的认同和期待。2019年1月31日科创板相关制度的征求意见稿发布至3月12日，在短短的23个交易日，上证综指就累计上涨18.41%，一扫2018年单边熊市的阴霾。

在当前良好的局面下，我们建议，待科创板成功开板并稳定运行一段时间后，要积极推动主板、中小板及创业板的IPO制度改革，并以此为抓手，循序渐进推动证券市场其余融资品种的市场化改革，完善多层次资本市场体系，最终实现各参与主体归位尽责的应有格局。只有这样才能充分激发市场活力，提高A股市场支持和培育高科技、新经济企业的力量，增强证券市场服务实体经济的能力。

总之，无论从国家经济转型和创新发展的战略需要来看，还是投资银行业自身演进的历史阶段来看，中国投资银行业在经过多年的历练和积淀之后，即将迈入全新的发展阶段。整个行业既面临着千载难逢的重大历史机遇，同时也面临着重塑行业发展理念和创新发展的重大挑战与艰巨使命。作为置身其中的所有投资银行从业人员都应当以先进投行文化为引领，以应有的历史责任担当为使命，勤奋敬业，追求卓越，努力推动中国投资银行业的高质量发展，为促进中国经济的结构转型升级和创新发展做出新的更大贡献。SAC

# 打铁还需自身硬

## ——证券公司高质量发展之路的认识与思考

■ 国元证券股份有限公司党委书记、董事长 蔡咏\*

“忽如一夜春风来”，近期市场回暖使得资本市场受到空前关注。习近平总书记在2019年2月22日的中央政治局就完善金融服务、防范金融风险的第三次集体学习上指出“金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”，同时强调“深化金融供给侧结构性改革要以金融体系结构调整优化为重点，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务”。这是对作为金融体系重要组成部分的资本市场的充分肯定，也为其发展指明了方向。证监会主席易会满在2月27日的国新办发布会上进一步明确表示“资本市场这个‘晴雨表’功能主要通过上市公司来体现，提高上市公司质量是重中之重”。证券公司作为上市公司和资本市场之间最重要的桥梁与纽带，一定要走高质量发展之路，在控制风险的前提下，为实体经济提供高质量的中介服务，事关资本市场的成败，是金融能否发挥国家重要核心竞争力的重要保障。如何充分理解和做到证券公司的高质量发展，证券公司怎样才能

走好高质量发展之路？综合各方面实际情况来看，本人对证券公司高质量发展的认识与思考如下：

### 一、充分发挥服务实体经济的功能， 站位要高

证券公司高质量发展必须要坚持服务实体经济，以服务实体经济作为首要功能，而且这个功能要得到充分发挥。除了通常包括的企业提供投融资服务促进实体经济增长外，还应该深刻理解“充分发挥”的内涵。具体来讲就是要提高站位，关注社会发展对证券公司的要求，从科技企业发展壮大、混合所有制改革、并购重组、中小微企业融资需求、保护投资者权益、增加市场活力和韧性等多方面推进创新企业加快发展，主动为实体经济排忧解难、为资本市场增添活力、为投资者保驾护航。在过去二十多年间，我国证券行业从无到有、从小到大、从区域到全国，得到了迅速发展，走过了一些成熟发达市场上百年的道路。截至2018年12月底，131家证券公司总资产为6.26万亿元，净资产

\* 作者简介：蔡咏，现任国元证券股份有限公司董事长、党委书记，国元国际控股有限公司董事长，中国证券业协会理事、人力资源管理专业委员会主任委员，亚洲金融合作协会（AFCA）首席经济学家合作委员会委员、亚洲金融智库研究员，安徽省证券期货业协会名誉会长，深圳证券交易所战略发展委员会委员，上海证券交易所博士后导师。

为1.89万亿元，净资本为1.57万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）9,378.91亿元，托管证券市值32.62万亿元，受托管理资金总额14.11万亿元。证券公司作为资本市场的重要机构和参与者，也是我国经济快速发展中成长最快的行业之一，证券公司应立意更加高远，承担与其自身地位相称的更加高层次的功能角色，更加有效地支持实体经济发展，积极主动承担更多服务实体经济的业务活动，通过深化金融供给侧结构性改革，将服务实体经济的责任意识进一步融入到行业发展和公司的日常经营活动中，形成在资本市场中普遍接受的行为准则。

## 二、大力提升证券公司实力，资本规模要大

长期以来，我国证券公司由于同质化发展及其他原因，过分依赖政策和A股二级市场，典型表现是“靠天吃饭”。如上所述，截至2018年底，我国131家证券公司总资产6.26万亿元，而同期美国高盛公司总资产折合人民币约有6.25万亿元，高盛公司一家的总资产就与我国全部证券公司的总资产基本相当，这反映出我国证券公司规模过小、竞争力不足的残酷现实，证券公司要想在未来经济发展中做出更大贡献，必须奋起直追、做大做强。简单来讲，证券公司核心竞争力有的是业务规模，有的是服务能力，有的是效益，有的是团队，结合自身情况寻求差异化发展，但证券公司核心竞争力都需要有与之相适应的资本金规模作基础，需要保持一定的资本金实力。据观察，十几年来证券公司收入利润排名与其资本金实力排名基本上一致。尽管资本

金增大后短期内可能使ROE水平下降，但是资本金大了抗风险能力相应会增强，市场不好时也能承担更大的风险，所以资本金实力规模仍是证券公司高质量发展的重要基础条件。

## 三、全方位满足客户进入多层次资本市场的需求，客户服务能力要强

证券公司提供的产品本质上是一种服务，客户满意度是衡量证券公司业务质量的关键指标。国内金融行业中，证券行业是市场竞争最为激烈的，尤其是目前高度同质化市场中，谁能提供最适合客户需要的产品、更好的客户服务、更快的客户响应，谁就能在竞争中脱颖而出，获得更好的发展，也意味着更高的发展质量。不同客户的差异化服务必须借助多层次资本市场来实现，目前各级政府十分重视多层次资本市场的建设。经过20多年的发展，我国已经初步建立了主板、中小板、创业板、新三板、区域性股权市场等构成的多层次资本市场体系，尤其是习近平总书记2018年11月5日在首届中国国际进口博览会上宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心的建设，不断完善资本市场基础制度，这将我国多层次资本市场建设推进到了一个新的历史阶段。李克强总理2019年3月5日在第十三届全国人民代表大会第二次会议上作的政府工作报告中再次强调“改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重”。显然，证券公司高质量发展需要统筹协调各种资源，扩大视野和格局，调动各方面积极性，全方位满足各方主体进入多层次资本市场的投

融资需求，以专业的业务能力和职业素养为客户提供资本中介增值服务。

#### 四、在资本市场对外开放中增强跨境业务的能力，国际化经营范围要宽

随着我国金融开放格局的确立，外资金融机构在华的自由度和话语权都将提高，这将给国内证券公司带来巨大冲击，但大多数国内证券公司仍相对闭塞，只看到了国内的竞争对手，没有足够的国际竞争危机感，真正打造具有国际竞争力的国内证券公司明显不足。监管部门对此认识十分深刻，一直鼓励国内证券公司发展壮大走出国门，前不久又推出了“跨境业务”资格，跨境业务是指公司本部开展的涉外业务，拥有这个资格才可以开展相关的境外业务，并与中资券商境外分支机构联手开展业务。按照证监会国际化竞争水平分类评价加分标准，海外收入占证券公司总收入的10%就可以加分。努力提升国际化经营水平是对外开放赋予我国证券公司的重大使命，也是自身持续高质量发展的必然要求，证券公司责无旁贷，必须义无反顾地落实推进。

#### 五、打造金融科技运用能力，科技手段要新

随着互联网与金融间的跨界融合持续加深，国内金融科技发展迅猛，这让“金融科技”成为近年来金融圈最为炙手可热的潮流词。证券经营机构和金融科技企业优势互补、深度融合是大势所趋，必将大大加速金融证券体系和业务模式的变革，进一步提升证券服务实体的效率和质量。证券业拥抱

“金融科技”也是互联网时代发展普惠金融的一个重要载体，借助互联网技术与金融平台的搭建，发挥金融科技的巨大力量，可以为证券公司发掘更多的潜在客户需求，以全维度的投融资产品和服务为客户提供量身定制的解决方案，努力打造一个集数据、配置、渠道、产品、服务于一体的更加智能化的金融证券服务生态圈。

#### 六、专业人才培养应先于业务发展，团队建设要早

证券行业对从业人员的经济、金融、投资分析等方面的知识和经验要求较高，是典型的知识型、智力型行业。证券公司业务核心在于经营管理风险，依托各类专门人才才能开展相关工作，对人才的要求相对其他行业要高得多，同时由于业务的专业性强，大多需要团队协作，因此人才团队建设始终是证券公司高质量发展的核心任务。证券监管部门对证券公司开展业务实行严格的资格审核，目前证券公司所拥有大多数业务资格均需要专业的业务团队来进行，没有专业的运作人才，相关业务就无法展开。人才培养是证券公司高质量发展的重中之重，而且人才团队建设必须要走在业务发展及经营管理的前面。

#### 七、严控隐性潜在风险或损失，资产质量要高

证券公司业务基础是为客户提供投融资服务，核心在于通过管理风险创造价值，其自身发展无时无刻都有着风险陪伴，这显然对证券公司的资产质量提出了较高要求。没有隐性潜在风险或损失才能

表明证券公司资产的高质量。知易行难，要想真正做到这一点对证券公司来讲并非易事。2018年3月至12月，随着市场持续下行，证券公司群体出现了大面积的股权质押风险、债券“踩雷”风险等，多家证券公司承受了大规模的资产减值计提，各级政府不得不紧急出台相关政策为民企纾困以避免系统风险，所暴露出的股权质押风险和债券违约风险问题，为证券公司下一步如何加强股权质押风险管理和固收投资风险提供有益的经验与教训，可以进一步促使证券公司提高风险管控水平。

## 八、满足监管要求，风控、合规指标要达标

为提升风险控制指标的有效性，促进证券公司持续稳定健康发展，证券监管部门很早就制定了《证券公司风险控制指标管理办法》和配套措施，为适应不断变化的市场形势，2016年6月份再次修订发布并于同年10月份正式实施。修订后《办法》主要通过资本杠杆率对公司杠杆进行约束，综合考虑流动性风险监管指标要求，财务杠杆率大体为6倍左右；通过风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标，构建合理有效的风控指标体系，是有效管控证券公司经营风险的有力保障，证券公司必须认真执行，确保各项风控指标持续达标。在合规管理方面，不能违规经营是证券公司的立身之本，理应成为证券公司高质量发展的根基。证券公司在追求利益最大化的道路上始终与业务风险、合规约束相伴，依法合规经营则是证券行业的底线。业务发展、风控并行和合规约束是证券行业发展的核心要义。敬畏规则、遵守规

则、主动合规、违规问责应成为行业共识，真正做到有所为、有所不为，这样才能实现证券公司的持续健康发展。

## 九、培育风清气正的证券行业文化，价值观、理念要正

前面讲到，证券公司高质量发展的关键在于人才，由于证券行业的专业性导致其具有较高的从业门槛，尤其是专业性较强的一线投资、投行和研究人员。证券从业人员“跳槽”现象频繁，正常的人员流动对于行业发展是必要的，但过于频繁的“跳槽”，会影响证券公司稳定乃至整个行业的发展。同时，由于证券市场“新兴加转轨”初级阶段的基本特征还没有发生根本性的变化，证券行业目前存在的对投资者服务意识不足、行业特色不明显等问题亟待解决，证券从业人员专业的服务能力有待加强，社会责任担当意识和层次也需要进一步改进。解决上述存在的问题，仅仅依靠提高薪酬待遇、强化制度管理等“硬性”办法是不够的，还需要通过树立正确的价值观和培育积极进取的企业文化，发挥文化在证券公司专业团队建设中的影响作用，也是践行习近平总书记“文化强国”重要思想在证券行业的具体体现，可以提高证券公司人员素质、促进证券行业的可持续发展。

## 十、经济、社会效益一起抓，履行社会责任要实

如果没有改革开放40年中国经济的迅猛发展，没有中国特色社会主义市场经济理论和实践的强大支撑，我国资本市场不可能取得现在的业绩，证

券公司的迅速发展也无法想象。证券公司理应在获得较大经济效益的同时积极主动承担更多的社会责任，感恩和反哺社会、履行社会责任不能停留在口头上。作为一家国有的上市证券公司，国元证券一直非常注重履行社会责任，积极投身于党中央提出的脱贫攻坚战略，公司从2007年上市至今通过结对帮扶、教育扶贫、金融扶贫、消费扶贫等方式积极参与国家大力倡导的“精准扶贫”攻坚战，范围覆盖安徽全省并逐渐扩展至西藏、新疆、宁夏、青海、贵州等少数民族地区。公司2016年、2017年公益性支出总额和支出占营业收入之比两项指标位居行业前列，先后荣获“2018中国证券期货业扶贫卓越贡献奖”、“安徽上市公司履行社会责任贡献奖”等荣誉。在证券公司走好高质量发展的道路上，经济、社会效益一起抓、双丰收，履行公司的社会责任决不可或缺，而且还要更加重视、积极参与其中。

国元证券经过十幾年来的创新发展和业务转型，公司紧跟行业发展的步伐，从区域性券商发展成为在全国有一定知名度的综合类证券公司。国元证券目前在高质量发展方面已经初见成效，由于公司上下的共同努力，拥有了面向未来高质量发展好的起点，也具备了下一步高质量发展的基础。今明两年是国元证券加快业务转型步伐，提升盈利能力，以客户为中心，重塑业务系统，打造面向未来的差异化核心竞争力，使公司的高质量发展水平进入国内证券行业前二十位，并实现向具有本土优势和国际视野的现代投资银行迈进的关键时期。同时，2019年也是建国70周年，公司将深入贯彻落实党的十九大精神和省委省政府的各项决策部署，抓住资本市场和证券行业深化改革的战略机遇期，坚

定差异化竞争的战略定位，以服务实体经济和满足客户需求为导向，推进零售业务向财富管理转型，全力备战科创板和注册制，推进机构服务体系的建立与完善，树立投资管理业务的新模式，提高科技运用的水平和国际业务的发展能力。在实现高质量发展的过程中，在行业中既不掉位，还要促使排名前移，进一步增强公司资本金实力，打造综合实力较强、业务有特色、资产质量高、合规风控达标、有差异化核心竞争力的现代投行，为建设“五大发展美好安徽”做出更大的贡献。

综上所述，证券公司应该紧随国家经济发展步伐，提高政治意识，集思广益、上下联动，谋划高质量发展，更好地适应行业开放和监管变化的新形势，全面加强风险经营能力、投资交易能力、产品设计能力、金融科技能力、研究分析能力等核心业务能力建设，深刻理解金融科技、技术进步对经济生态、人文生态、金融生态的深远影响，探索向金融科技深度转型，在做大做强自身的同时，不断提升服务实体经济能力，为实现我国经济健康发展发挥重要作用。走高质量发展之路是证券公司未来几年战斗号令和发展纲领，谋划高质量发展需要提高政治意识，要有更高的发展定位，要制定更好的工作方案，要集思广益、上下联动，心往一处想、劲往一处使，使高质量发展成为各家证券公司的共同奋斗目标，要主动对照证券公司高质量发展的要求找出差距、补上短板，积极谋划高质量发展的路径，更好地适应行业开放和市场转暖的新形势，推动证券行业形成敢于担当、比学赶超、奋发有为的氛围，为推动高质量发展做出应有的贡献。SAC

# 中国证券公司跨境 并购投资研究

■ 国泰君安证券股份有限公司\*

## 一、国内外一流金融机构跨境并购投资历程研究

### (一) 高盛跨境并购投资历程研究

#### 1. 高盛跨境并购投资历程回顾

高盛成立于1869年。2017年末，高盛海外业务收入占比达39%，其中亚太区贡献15%，欧洲、中东和非洲贡献24%。

20世纪80年代，高盛还只是美国的中等投行，90年代，高盛经过跨越式发展跻身美国领先投行，开始利用跨境并购投资加快主要业务发展和海外布局。其间，高盛以战略投资者身份，相继入股中国平安、工商银行、泰康保险等我国重要金融机构。近年来，高盛着力打造金融领域的“科技公司”，频频并购投资全球金融科技企业（见表1）。

#### 2. 高盛跨境并购投资的特点

(1) 本土做强做优后再开展跨境并购投资，实现做大。20世纪90年代前，高盛实力一般，直到在美国确立领先地位才开始发力跨境并购投资，最终成就今天的“高盛帝国”。

(2) 以战略目标为导向。高盛发力跨境并购投资前恰逢战略转型，资管业务成为战略重点，彼时其跨境并购投资标的多是资管机构。近年来，高盛

表1：1994年以来高盛主要跨境并购投资活动

时间	增强型	补短板型	渗透型	关键国家金融企业的战略股权投资
1994年				中国平安 (7.63%)
1996年	CIN Management Ltd (英国)			
1997年	Commodities Corp International Ltd (卢森堡)			
2005年		Delmora Bank (德国)		
2006年				中国工商银行 (4.9%)
2007年	Macquarie-IMM Investment Management (韩国)			
2011年	Benchmark Asset Management (印度)		2011年以来，多次并购全球金融科技企业	中国泰康保险 (12.02%)
2013年	苏格兰皇家银行欧洲货币基金业务			

资料来源：Bloomberg，本课题组整理。

强化金融科技战略，所以着重在金融科技领域开展跨境并购投资。

(3) 灵活运用“关键国家金融企业的战略股权投资”模式。高盛多次开展关键国家金融企业的战略股权投资。通过该模式，一是熟悉关键国家金融行业运作，待政策限制放开后利用经验迅速拓展业务；二是与关键机构以及政府、监管建立良好关系；三是获取财务回报，因持股价格一般偏低，即便前述两个目标未能实现，也可择机转让退出。

\* 作者简介：课题负责人：聂小刚，经济学博士，国泰君安证券战略管理部总经理。课题组成员包括：杨光，管理学硕士，国泰君安金融控股有限公司副总经理；王文雯，法学硕士，国泰君安证券战略管理部子公司管理主管；崔冬冬，管理学博士，国泰君安证券战略管理部战略研究员。

## （二）花旗集团跨境并购投资历程研究

### 1. 花旗集团跨境并购投资历程回顾

花旗集团由花旗银行和旅行者集团于1998年合并而成，系全球最大的全能银行之一，投行、商业银行、保险等位居世界前列，在90多个国家和地区设有分支机构。

花旗集团成立后，跨境并购投资步伐加快，相继在亚太、欧洲、南美等地区并购当地知名机构，进一步提升全球影响力（见表2）。

### 2. 花旗集团跨境并购投资的特点

（1）先境内并购做好根植本土，再跨境并购投资覆盖全球。“并购”在花旗集团发展中非常重要，其核心成员花旗银行正是在1955 - 1984年依靠境内并购，成为美国最大的银行控股公司。本土领先地位确立后，花旗集团跨境并购投资获得强大支撑，可向海外输出业务和管理经验。

（2）以客户需求为导向，完善区位布局。花旗集团在区位抉择上，注重客户需求导向，强化“Go Everywhere, Do Everything, To Serve Everyone”全球服务意识，通过跨境并购投资快速将业务触角延伸到世界各地。

（3）精选标的，跨境并购投资对象具有区域影响力。花旗集团强调跨境并购投资标的与自身的战略协同，尽可能甄选区域实力机构。如，花旗集团为开拓拉美市场，并购墨西哥第二大金融机构；为开拓日本证券市场，并购日本大型零售券商日兴柯迪。

## （三）德意志银行跨境并购投资历程研究

### 1. 德意志银行跨境并购投资历程回顾

德意志银行始创于1870年。20世纪80年代中期，德意志银行致力打造欧洲全能银行及全球化投资银行，加大跨境并购投资步伐。其跨境并购投资历程大致可分为四个阶段：

第一阶段是20世纪80年代中期到90年代中期。

表2：2000年以来花旗集团主要跨境并购投资活动

时间	增强型	补短板型	渗透型	关键国家金融企业的战略股权投资
2000年	Diners Club of Japan（日本，消费金融） Banco Bilbao Vizcaya（阿根廷，保险） Bank Handlowy S.A.（波兰） 富邦证券（中国台湾，投行）			
2001年	Genear AFJP（阿根廷，保险） 巴拿美克斯金融公司（墨西哥，消费金融）			
2003年	裕宝联合银行（德国）			
2004年	KorAm Bank（韩国）			
2005年				广发银行（20%）
2006年	Credicard S.A.（巴西，信贷）			
2007年	AK bank TAS 20%（土耳其） 日兴柯迪（日本，投行）			
2010年	LQ Inversiones Financieras S.A.（智利，投行）			
2013年			Traiana（英国，金融科技）	
2014年	瑞士信贷集团的大宗商品交易业务			

资料来源：Bloomberg，本课题组整理。

其间分两次并购英国投行Morgan Grenfell，为创建欧洲全能银行奠定坚实基础。

第二阶段是20世纪90年代中期到2001年。该阶段，德意志银行主要在美国跨境并购投资，特别是1999年并购投行业务颇为出众的美国第8大银行——信孚银行，由此跻身全球领先投资银行之列。

第三阶段是2002 - 2007年。因频繁的跨境并购投资，德意志银行成本收入比在2001年攀升至87%。为此，德意志银行将跨境并购投资目光转向新兴市场，寻找新的利润增长点，标的主要是盈利好、在某业务领域领先的专业机构。

第四阶段是2008年至今。次贷危机后，由于欧元区经济低迷以及美欧监管加强，德意志银行业绩下滑，被迫压缩全球运营成本，再无大手笔跨境并

购投资（见表3）。

表3：1986年以来德意志银行主要跨境并购投资活动

时间	增强型	补短板型	渗透型	关键国家金融企业的战略股权投资
1986年	美国银行意大利分行 C.J.Lawrence（美国，投行）			
1988年	McLean Mc Carthy（加拿大，投行）			
1989年	Morgan Grenfell 4.99%股份（英国，投行）			
1993年	Banaca Popolare di Lecco（意大利）马德里银行（西班牙）			
1995年	Morgan Grenfell 剩余全部股份（英国，投行）			
1998年		Boullioun（美国，飞机租赁）		
1999年	信孚银行（美国）			
2002年	2002-2007年，先后并购土耳其、墨西哥、俄罗斯、越南等国的投行、资管公司、银行			
2006年				华夏银行（9.9%）
2016年		NBGI Private Equity（英国，私募公司）		
2018年			Quantiguus Solutions Pvt Ltd（印度，金融科技）	

资料来源：Bloomberg，本课题组整理。

## 2. 德意志银行跨境并购投资的特点和问题

### （1）以战略为导向，以做强做优主业为出发点。

德意志银行的跨境并购投资，以其“创建欧洲全能银行及全球化投资银行”战略目标为导向。项目多由业务单元提出，然后逐级提交审核，重点分析标的与其整体的战略协同等，最后由最高决策层审批。

（2）路径“由近及远”，先重点完善欧洲布局。德意志银行先通过跨境并购投资完善欧洲布局，实现“欧洲全能银行”目标；然后再强化美国布局，初步实现“全球化投资银行”目标；最后再开拓新兴市场。

（3）整合速度落后并购速度，“消化不良”拖累整体业绩。德意志银行的跨境并购投资速度一流，但整合速度并未跟上，导致成本收入比迅速攀升，影响资产负债表的稳健。次贷危机爆发时，德意志银行一些跨境并购投资项目尚未完成整合，既不能形成合力抵御风险，又拖累整体业绩，迄今仍未完全摆脱“并购快、整合慢”的负面影响。

## （四）野村证券跨境并购投资历程研究

### 1. 野村证券跨境并购投资历程回顾

野村证券成立于1925年，2001年在纽交所上市后实施一系列跨境并购投资，加快国际化步伐。其跨境并购投资以增强型为主，大致可分为三个阶段。

第一阶段是2001-2006年。此间，野村证券未开展大型跨境并购投资。

第二阶段是2007-2010年。次贷危机前后，欧美金融机构多陷入困境，野村证券借机加快跨境并购投资步伐，2008年并购雷曼的欧洲、亚洲、中东业务，轰动一时。

第三阶段是2011年至今。此间，野村证券再未出现类似并购雷曼的著名事件（见表4）。

表4：2003年以来野村证券主要跨境并购投资活动

时间	增强型	补短板型
2003年	中信集团的国际咨询业务（中国，咨询）	
2007年	Instinet（美国，证券经纪）	
2008年	雷曼的欧洲、亚洲、中东业务	
2009年	Tricorn Partners LLP（英国，投行）	
2010年		爱尔兰银行
2012年		通用电气金融（GE Capital）在华业务
2014年	安泰证券投资信托（中国台湾）	
2016年	世纪投资公司（美国）	

资料来源：Bloomberg，本课题组整理。

### 2. 野村证券跨境并购投资的特点和问题

（1）先自主搭建全球平台，再跨境并购投资，加快国际化进程。野村证券较早确立了“亚洲的全球

性投行”战略目标，并采用“两步走”方式实现。

第一步，自主设立境外分支机构，搭建全球业务平台。1967年、1969年、1981年，先后设立野村证券国际(香港)、野村证券国际(美国)和野村证券国际(欧洲)，初步搭建以“东京—香港—纽约—伦敦”为核心的全球平台。

第二步，采用跨境并购投资加快国际化进程。在各大金融中心设点布局后，野村证券积累了丰富的国际化运营经验，为后续跨境并购投资形成有效支撑。

(2) 克服文化差异，保留核心人员应对整合风险。并购雷曼是野村证券走向全球的重要一步，但雷曼与野村证券风格迥异，潜在文化冲突激烈。在整合环节，野村证券抓住关键点——保留核心人员，维护经营稳定，为业务整合和管理整合赢得了时间。

(3) 未准确评估次贷危机风险，并购后一度受到拖累。野村证券并购雷曼当年，即2008财年，巨亏72亿美元，根源在于野村证券低估了次贷危机对其自身和雷曼后续经营的影响。尽管雷曼售价不高，但短时间内就使野村证券人工等开支增加约6亿美元，远超支付对价。

## (五) 中国工商银行跨境并购投资历程研究

### 1. 中国工商银行跨境并购历程回顾

工商银行成立于1984年。2017年底，工商银行在45个国家和地区建立了419家机构，覆盖六大洲和重要的国际金融中心。

工商银行早期主要通过自主设立分支机构的方式拓展海外市场，同时在我国香港“试水”跨境并购投资。2006年上市后，工商银行加快国际化，实施自主设立和跨境并购投资并举策略。跨境并购投资类型主要是增强型和补短板型：前者可直接承继标的在当地的资源；后者可迅速拓展跨境业务范围和非息收入（见表5）。

表5：1998年以来中国工商银行主要跨境并购投资活动

时间	增强型	补短板型	关键国家金融企业的战略股权投资
1998年		西敏证券亚洲公司(香港)	
2000年	香港友联银行		
2007年	印尼哈利姆银行		
2008年	澳门诚兴银行		
2008年			南非标准银行(20%)
2010年	加拿大东亚银行 泰国ACL银行	富通证券(北美)一级交易商服务部门	
2012年	美国东亚银行 阿根廷标准银行(南非标准银行子公司)		
2013年	永丰银行20%股权(中国台湾)		
2014年		标准银行公众有限公司60%股权(英国; 南非标准银行子公司)	
2015年	土耳其纺织银行		

资料来源：Bloomberg，本课题组整理。

### 2. 中国工商银行跨境并购投资的特点

(1) 陪伴客户“走出去”，务实推进跨境并购投资。改革开放后，工商银行逐步建立并巩固了本土龙头地位，工商类客户资源领先，“走出去”的企业客户众多。所以工商银行跨境并购投资的区位重点是与我国内地经贸往来密切的国家和地区，为“走出去”的客户提供优质跨境金融服务。

(2) 路径“由近到远、从易到难、循序渐进”。工商银行跨境并购投资先从我国港澳特区试水，然后到印尼、泰国等新兴市场，再到加拿大、美国等地，非常契合跨境并购投资区位抉择理论：我国港澳特区经济发达，与内地血脉相通，最易开展跨境并购投资；东盟地区发展迅速，与我国关系较密切，难度相对较小；欧美市场竞争激烈且准入门槛高，布局难度较大。

(3) 运用“关键国家金融企业的战略股权投资”模式取得丰硕成果。2008年，工商银行并购南非标准银行20%股权，成为其第一大股东，并以此为契机与

南非标准银行建立了良好关系。2012年，工商银行通过南非标准银行取得阿根廷标准银行80%股权，进一步拓展南美市场；2014年，又通过南非标准银行取得标准银行公众有限公司（伦敦）60%股权，顺利打破当地监管对中资银行设立网点的限制。

（4）注重整合速度和整合技巧。工商银行在跨境并购投资中形成了科学的整合体系。一方面注重整合速度，推动标的加快融入集团体系；另一方面注重整合技巧，人力资源整合上注重保持标的企业队伍稳定，文化整合上注重增进标的企业员工对工商银行的了解和信任。

## 二、中国证券公司跨境并购投资的现状、进程与案例研究

### （一）中国证券公司跨境并购投资的现状与进程

#### 1. 中国证券公司跨境并购投资的现状

中国证券公司跨境并购投资可追溯到2005年。截至2018年底，已有30余家境内券商通过并购和自主创设的方式在境外设立子公司（见表6）。

#### 2. 中国证券公司跨境并购投资的进程

中国证券公司跨境并购投资进程大致可分为三个阶段：

第一阶段为2005-2011年。这是本土券商跨境并购投资初期，部分券商相继并购港资机构。其间，欧美机构因次贷危机陷入困境，实力券商开始筹划在欧美并购投资。

第二阶段为2012-2015年。这是本土券商跨境并购投资发展期，以中信证券并购里昂证券、海通证券并购圣灵投资银行为代表，引起广泛关注。

第三阶段为2016年至今。本土券商掀起新一轮跨境并购投资热潮，如华泰证券并购AssetMark，中国银河并购联昌证券国际私人有限公司等。

#### 3. 中国证券公司跨境并购投资的特征

表6：2005年以来中国证券公司主要跨境并购投资活动

时间	事件
2005年	招商证券并购香港招商证券国际有限公司（两家券商此前均隶属招商局，但无股权关系）
2010年	海通证券并购香港本地最大券商大福证券60.48%股份
2011年	光大证券通过香港子公司并购光大证券（国际）有限公司51%股权
2013年	中信证券通过香港子公司中信证券国际有限公司并购里昂证券全部股权
2013年	海通证券通过香港子公司海通国际控股有限公司并购香港恒信金融集团全部股权
2014年	中信证券通过里昂证券入股美国券商BTIG
2014年	海通证券通过香港子公司海通国际证券集团有限公司并购日本Japaninvest
2015年	西南证券通过香港子公司西证国际投资有限公司并购香港敦沛金融73.79%股权
2015年	海通证券通过香港子公司海通国际控股有限公司并购葡萄牙圣灵投资银行
2015年	国金证券并购香港粤海证券有限公司和粤海融投资有限公司99.99%股权
2015年	中信证券通过子公司中信证券海外投资有限公司并购昆仑国际金融集团有限公司60%股权
2015年	光大证券通过香港子公司光大证券金融控股有限公司并购新鸿基金金融集团70%股份
2016年	华泰证券通过子公司华泰金融控股（香港）有限公司并购美国领先的统包资产管理项目平台AssetMark
2017年	中金公司并购纽约金瑞基金管理公司多数股权
2017年	光大证券通过香港子公司新鸿基金金融有限公司并购英国券商及投研机构North Square Blue Oak Ltd
2018年	中国银河通过香港子公司中国银河国际金融控股有限公司并购马来西亚联昌集团(CIMB)旗下联昌证券国际私人有限公司50%股权

资料来源：根据证券公司公告和媒体报道整理得出。

一是跨境并购投资主体以大券商为主，中小券商较少见。二是多以我国香港为跳板，或是先试水并购港资机构，然后再并购投资其他地区标的；或是前期在港自主设立子公司积累境外运营经验，再并购其他地区标的，鲜见绕过香港直接布局境外。三是以增强型和补短板型为主，着力实现区域和业务双重拓展。四是市场化程度高，区位、标的选择以及交易价格由券商自主决策。五是速度逐步加快，但跨境并购投资效益释放需要时间，目前尚不能断言具体案例成功与否。

### （二）中国证券公司跨境并购投资的典型案例研究

#### 1. 中信证券并购里昂证券的背景和过程

（1）并购背景。一是中信证券并购前已确立本

土龙头地位。并购里昂证券全部股权的前一年，即2012年，中信证券营收117亿元，净利润43亿元，已连续多年位居行业第一。

二是里昂证券被并购前陷入困境。里昂证券创建于1986年，主要从事经纪、投行及财富管理业务，总部设于我国香港，在亚太具有一定影响，在欧洲、非洲、巴西和印度均有布局。受次贷危机余波影响，里昂证券被并购前经营困顿，2011年亏损1000万美元。

(2) 并购过程。中信证券并购里昂证券酝酿于2009年，至2013年完成全部股权并购，前后历时4年（见表7）。

表7：中信证券并购里昂证券过程表

时间	事件
2009年	中信证券与里昂证券大股东东方汇理多次洽谈，并购里昂证券提上日程
2010年	中信证券公布与东方汇理的合作计划，双方在港成立合资公司，各自持股50%，中信证券将中信证券国际注入合资公司，东方汇理将里昂证券注入合资公司
2011年6月	中信证券国际计划出资3.74亿美元，并购里昂证券和盛富证券各19.9%股权，盛富证券为东方汇理全资子公司
2012年3月	中信证券国际放弃并购盛富证券股权，但并购里昂证券19.9%股权
2012年7月	中信证券董事会审议通过并购里昂证券其余80.1%股权议案
2012年8月	中信证券、法农控股、东方汇理以及Stichting基金签订里昂证券80.1%股权的售股选择权协定的补充协议
2013年7月	中信证券完成里昂证券剩余80.1%股权并购，里昂证券成为中信证券国际全资子公司

资料来源：根据中信证券公告和媒体报道整理得出。

## 2. 海通证券并购圣灵投资银行的背景和过程

(1) 并购背景。一是海通证券并购前已具备良好的基础和经验。并购圣灵投资银行的前一年，即2014年，海通证券营收180亿元，净利润81亿元，已连续四年位居行业第二。2010年、2014年，海通证券先后并购香港大福证券和香港恒信金融集团，跨境并购投资具有一定的经验。

二是圣灵投资银行被并购前陷入困境。圣灵投资银行创建于1989年，总部位于里斯本，分支机构分布在4大洲的12个国家，是葡萄牙语及西班牙语地区的领先投行，2003-2013年并购项目数连续排名葡萄牙第一。2014年，圣灵投资银行母集团出现严

重财务危机，导致圣灵投资银行股价暴跌超30%。

(2) 并购过程。从时间跨度看，海通证券仅用1年便完成了并购活动，且一次性购得全部股权（见表8）。

表8：海通证券并购圣灵投资银行过程表

时间	事件
2014年7月	圣灵投资银行母公司Novo Banco出现严重危机，圣灵投资银行股价暴跌
2014年8月	葡萄牙央行宣布救助圣灵投资银行，将该行拆成“不良银行”和“新银行”两部分，出售“新银行”
2014年12月	12月5日，海通证券子公司海通国际控股有限公司与Novo Banco磋商，拟并购Novo Banco拥有的圣灵投资银行全部股本
2014年12月	12月10日，Novo Banco同意将其旗下圣灵投资银行投行业务出售给海通证券
2015年9月	海通证券完成对圣灵投资银行的股份交割买卖手续，圣灵投资银行更名为海通银行

资料来源：根据海通证券公告和媒体报道整理得出。

## 3. 两大案例的比较研究

(1) 两大案例的共性特征。一是中信、海通并购前均已确立本土领先地位。二是两大案例分别符合中信、海通的国际化战略方向。三是中信、海通均是以我国香港为跳板开展跨境并购投资。四是并购标的均与并购方具有良好的协同前景，被并购前，里昂证券在全球拥有21家分支机构；圣灵投资银行在欧洲、南美具有较强的业务优势和运营经验。五是并购方均采用逆周期投资策略，在标的陷入困境、估值下降时实施并购。六是中信、海通在并购前资本充裕，均以自有资金为主支付对价。七是并购后均进行深度整合，注重保留标的核心人才，提高标的公司士气。

(2) 两大案例的不同之处。一是中信证券并购里昂证券前，未发生较大规模的跨境并购投资；海通证券在并购圣灵投资银行前已先后在中国香港、日本并购投资，具备一定经验。二是中信证券并购里昂证券从洽谈到完全并购历时4年；海通证券用1年便完成整个并购。三是中信证券分阶段分步骤并购里昂证券全部股权；海通证券一次性并购圣灵投资银行全部股权。

### 三、关于中国证券公司开展跨境并购投资的建议

#### (一) 理论和案例对中国证券公司跨境并购投资的启示

1. 避免跨境并购投资对本土经营造成冲击是底线

跨境并购投资风险重重。与国内外一流金融机构相比，本土券商规模体量小，一旦决策有误，很可能被标的拖累。因此，本土券商开展跨境并购投资首先是避免“1+1<1”，其次再争取“1+1>2”。

2. 本土做强做优是更好开展跨境并购投资的前提

跨境并购投资对并购方要求高，特别是要具备强大的业务、资本实力，本土业务强才能向外输出知识和经验，资本实力强才能更好地抵御风险冲击。

3. 跨境并购投资路径可考虑“由近及远、先易后难”

区位抉择上，可先选择文化或地理位置相近、有发展潜力的，再选择文化差异较大、空间距离较远的区域；难易程度上，可先考虑容易通过境外审批的项目，再考虑流程较复杂的项目。

4. 有效整合是跨境并购投资成功的关键

须提前制定详细、科学的整合计划，迅速实现有效整合。须重视人力资源等无形资源整合，保留核心人才，保持队伍稳定。

5. “关键国家金融企业的战略股权投资”模式灵活高效

该模式极具灵活性，一是初始投资比例无须太多即可介入关键国家的关键金融企业，降低风险的同时亦能了解境外市场运营环境；二是以股东而非竞争者身份出现，容易与政府、监管及关键金融企业建立良好关系；三是进退灵活，既可择机增持股

份，也可择机转让股份获取财务回报。

#### (二) 基于理论和案例对中国证券公司跨境并购投资的建议

1. 客观理性，辩证看待跨境并购投资

跨境并购投资决策前须明确几个问题：一是是否符合公司长远利益；二是是否是唯一、最佳实现战略目标的方式；三是能否承担项目彻底失败。避免为了“跨境并购投资”而做出决策。

2. 戒骄戒躁，并购前先做好自身实力积累

一是要有强大的业务和管理能力，能够向境外输出专业技能，形成有机协同。二是熟悉境外市场环境，对境外业务发展方式有足够认知。三是保证资本充足，增强抵御、应对各类风险的能力。四是重视人才储备，培养和引进精通跨境并购投资业务的专业人才。五是跟踪研究一批标的企业，既可抢占先机，也可避免盲目介入“有毒”标的。

3. 审慎推进，系统防范关键环节的潜在风险

一是加强决策的内部风险控制。以公司战略目标为准绳，优化跨境并购投资决策流程，避免因“管理者自负”或“代理人利益输送”而做出非理性决策。

二是谨慎选择跨境并购投资区位。依托专业人才或机构对拟跨境并购投资区域的环境系统评估，综合考量并制定风险防范预案。

三是强化尽职调查。既要防范标的企业利用信息不对称造假，也要防范突发政治、经济风险导致跨境并购投资不能正常进行。

四是条件允许情况下考虑分步并购。既缓解短期资金压力、避免一次性“ALL IN”蕴藏的风险，也避免错过优质标的。

五是高度重视后期整合。既要注重整合速度，避免迟迟不能完成整合而造成损失，也要注意保持标的公司核心员工队伍稳定。SAC

# 固定收益类平台产品运行研究

■ 上海申银万国证券研究所有限公司\*

## 一、产品运行是做大做强固定收益类平台的关键所在

### （一）大力发展固定收益类平台是提升直接融资比重的有效方式

固定收益市场是直接融资的重要组成部分，大力发展固定收益类平台是提升直接融资的有效方式。党的十九大及第五次全国金融工作会议都明确指出：“要把发展直接融资放在重要位置，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。”从现状来看，当前我国融资体系仍然呈现出间接融资为主导的结构特征。截至2018年底，从增量口径统计的我国直接融资（股权融资+企业债+公司债等）占比不足15%，较美国等成熟市场直接融资占比高达80%的水平相比仍存在较大差距。近年来我国固定收益市场稳步发展，固定收益产品种类、交易规模以及参与投资者数量都有所增加。但从流动性水平来看，我国固定收益产品的交投并不活跃，固定收益交易平台主要以银行间债券市场和交易所

债券市场为主，交易平台数量相对有限。未来债券市场的发展除了在发行端要解决多头监管、“九龙治水”的问题外，在交易端要借助提升固定收益类平台的活力来解决流动性相对不足的难题。

### （二）当前我国固定收益类平台发展面临三大难题

从现状来看，当前我国固定收益类平台发展面临三大难题：一是固定收益产品风险管理工具相对缺失。尽管近年来我国固定收益基础产品种类不断丰富，但整体上均以传统产品为主，衍生品及创新类产品仍相对不足。更为重要的是，固定收益产品的风险管理工具相对欠缺，期权、期货、CDS以及ETF等市场都未有效发展起来。二是固定收益类平台的流动性不足，交投不活跃。截至2017年底，我国国债、企业债和公司债的年换手率分别为0.89倍、0.9倍、0.19倍，与境外成熟市场国债及公司债6倍以上的换手率相比，我国固定收益类平台的交投并不活跃。如果再将新三板、机构间私募产品报

\* 作者简介：课题负责人：蒋健蓉，上海申银万国证券研究所副所长，申万宏源证券战略规划总部副总经理，战略客户部总经理，首席战略研究员，从事资本市场政策及证券行业研究近17年，对资本市场基础制度及改革发展具有独特见解。课题组成员包括：龚芳、袁宇泽、孟祥娟、陆媛媛，均为上海申银万国证券研究所资深研究员。

价系统以及券商柜台市场考虑在内，我国固定收益类平台的流动性水平更低，大部分固定收益产品在这类平台上均以挂牌为主，基本无交易。三是固定收益类平台之间缺乏互联互通机制，银行间债券市场与交易所债券市场一直还未实现统筹发展，固定收益类平台之间的分割进一步降低了市场交易活跃度，同时也加剧了固定收益产品跨市场发行、交易的成本以及托管清算等运营成本。

### （三）完善产品运行是做活固定收益类平台的重中之重

产品运行是解决我国固定收益类平台流动性不足的突破口。固定收益产品作为连接发行人与投资者的重要媒介，是固定收益类平台最重要的交易品种。完善产品运行是解决当前我国固定收益类平台流动性不足、活力不够的重要突破口。从产品体系来看，丰富的固定收益产品体系能够吸引多元化的发行人和投资者，做大固定收益市场规模；差异化的固定收益产品设计能够更好地满足部分投资者的风险偏好；基础工具丰富的产品体系还能够为投资者提供有效的风险对冲工具，进一步提升市场交易活力。完善的产品运行除了能够丰富产品种类之外，还能够从多方面提升固定收益类平台的交易活跃度：在发行人主体上，固定收益类平台可以重点发展某类型的品种，吸引相应的发行人主体；在投资者方面，丰富的产品体系能够吸引多元化的投资者主体，使得投资者的风险承受能力呈现出阶梯化、全覆盖的基本特征；在产品设计上，借助特定产品条款的设计能够有效提升产品流动性；在交易制度及流动性机制上，特定交易制度的安排或者做市商机制能够为特定产品提供流动性，进而满足差异化投资者的个性需求。

## 二、当前我国固定收益类平台产品运行现状分析

从境内不同固定收益产品的横向比较来看，一般资产等级越良好、标准化程度越高的固收产品流动性越强、交易活跃度越高。考虑到国债、政策性金融债等品种在银行间债券市场及交易所债券市场的交投都相对较活跃，已有成熟的平台为其提供发行及交易服务，因此此类固定收益产品并不是本文研究的重点。为了更好地解决我国类固定收益产品整体流动性相对不足的困境，本文拟将研究重点放在广义ABS产品以及非公开发行公司债等流动性相对不足的类固收产品上，围绕发行主体、交易市场、投资人结构、产品结构、流动性水平及支持工具、利差水平和交易方式等方面展开深入分析。

### （一）广义资产证券化产品运行现状

资产支持证券（ABS）是一种通过将可预期且稳定的未来现金流收入的资产组建资产包，并以资产包产生的现金流为支撑的证券。按照监管主体，我国资产证券化产品可分为证监会主管ABS（信贷资产证券化）、银保监会主管ABS（企业资产证券化）、交易商协会主管ABN（资产支持票据）以及银保监会主管项目资产支持计划（保险资产证券化）四种类型。截至2017年末，资产证券化市场存量规模达19454亿元，其中信贷资产证券化产品6766亿元，占比34.8%；企业资产证券化产品11847亿元，占比60.9%；资产支持票据产品798亿元，占比4.1%；保险资产证券化产品43亿元，占比0.2%。

从发行主体来看，券商、银行等金融机构是资产证券化产品的主要发起主体。企业资产支持证券发行主体为券商，以券商集合理财计划形式出现；

信贷资产支持证券的发行主体为特定目的的信托受托机构（信托公司），代表特定目的的信托受益权份额，受托机构以信托财产为限向投资机构支付资产支持证券收益；而资产支持票据的发行主体为非金融企业（见表1）。从发行规模来看，企业资产证券化产品发行提速，2017年发行规模8857亿元，占总发行规模比例的57.5%；信贷资产证券化产品与资产支持票据保持平稳增长，2017年发行规模分别为5972亿元和575亿元，占比分别为34.8%和4.1%。

表1：广义资产证券化产品的核心要素特征

	信贷资产证券化	企业资产证券化	ABN	保险资产证券化
发行主体	特定目的的信托受托机构（信托公司）	券商，以券商集合理财计划形式出现	非金融企业	保险公司
投资人结构	主要是机构投资者，包括银行、保险公司、共同基金等			
流动性水平	流动性较低，信托、其他一般法人等一般持有至到期			流动性缺乏，投资平均期限在5年左右
利差水平	资产高度分散的ABS信用风险要低于资产集中度较高的ABS，ABS发行票息与相似期限和等级的中票间的利差呈现扩大趋势，这个特征在交易所ABS中尤为明显			
交易方式	主要在银行间债券市场发行和交易，也可跨市场发行和交易，在中央结算公司登记托管	在交易所、机构间私募报价系统发行和交易，在中证登记托管	在银行间市场发行和交易	暂无

从基础资产来看，各市场各有侧重，呈现多元化的发展特征。企业资产证券化产品中，小额贷款、应收账款、企业债券占据了主要的市场发行量，2017年证监会ABS的基础资产类别愈加多样化，房地产相关的CMBS、REITs等成为市场创新的风口，此外PPP资产证券化在政策激励下成为市场的新热点。信贷资产证券化产品中，个人住房抵押贷款、信用卡贷款、企业贷款等占据了主要的市场发行量，2017年住房抵押贷款取代企业贷款，成为发行量最大的基础资产类型，同时个人消费贷款和汽车抵押贷款发行提速。在交易商协会ABN中，融资租赁类资产占据了一半发行量，其次是商

业房地产抵押贷款和应收账款。

从利差水平来看，资产高度分散的ABS信用风险要低于资产集中度较高的ABS，ABS发行票息与相似期限和等级的中票间的利差呈现扩大趋势，这个特征在交易所ABS中尤为明显。

从交易来看，企业资产支持证券的交易量更高，证监会主管的ABS交易主要集中在深交所。企业资产支持证券在交易所发行和交易，在中证登记托管；信贷资产支持证券主要在银行间债券市场发行和交易，也可跨市场发行和交易，在中央结算公司登记托管；资产支持票据是银行间交易商协会推出的金融创新产品，同样在银行间市场进行发行和交易。从各市场的交易量来看，银行间市场ABS的成交量及换手率都明显高于交易所市场；在证监会主管ABS中，发行主要集中在上交所，而交易主要集中在深交所。

## （二）非公开发行公司债运行现状

非公开发行公司债是我国固定收益的重要品种，从发行主体来看，包含境内所有公司债法人，以工业、金融及房地产行业相关企业为主。《公司债券发行与交易管理办法》实施后，公司债的发行主体由原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人。Wind数据显示，2017年全市场共发行私募公司债券662只，发行规模5383.03亿元。分行业来看，发行主体主要集中在工业、金融、房地产等公司制法人，三者合计发行的私募公司债规模占整体发行规模的68.8%（见表2）。

从投资人结构来看，非公开发行公司债仅面向合格投资者。上交所数据显示，非公开发行公司债

表2：非公开发行公司债要素特征

要素	特征
发行主体	所有公司制法人，以工业、金融、房地产行业为主
投资人结构	仅面向合格投资者，基金专户、其他一般法人、券商资管、信托是主要持有人
产品结构	中小企业私募债券、非公开发行可交换公司债券、创新创业可交换债券、证券公司次级债券、证券公司短期债券等都隶属于私募公司债的范畴
流动性水平	交易所市场非公开发行公司债券的流动性较低，保险、银行等一般持有至到期；非公开发行公司债是机构间私募产品报价与服务系统交易最活跃的品种，2017年转让成交金额达497.77亿元，占比83.55%
利差水平	收益率主要分布在5%—7%，约高出同期发行的一般公司债1个百分点
交易方式	交易所不支持竞价交易，仅支持报价交易；场外平台交易机制相对灵活，涵盖点击成交、拍卖竞价、标购竞价、做市等方式
流动机制安排	沪、深交易所分别开发了电子平台，采取了以做市商为核心的报价驱动的交易机制；机构间私募产品报价与服务系统也积极推进做市商机制建设，支持做市商采用双边报价做市、回应询价做市等方式

的主要投资者为基金专户、其他一般法人、券商资管、信托，四类机构合计持有比例超过85%。《公司债券发行与交易管理办法》实施后，非公开发行公司债的内涵进一步丰富，中小企业私募债券、非公开发行可交换公司债券、创新创业可交换债券、证券公司次级债券、证券公司短期债券等都隶属于私募公司债的范畴。

目前我国非公开发行公司债的交易主要集中在机构间私募产品报价与服务系统。《公司债券发行与交易管理办法》第三十条规定，非公开发行公司债券，可以申请在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台转让。整体而言，交易所市场非公开发行公司债券的流动性较低，2017年年换手率仅为0.24倍，交易多在券商自营、基金专户、券商资管、信托机构间进行，保险、银行等机构一般持有至到期；机构间私募产品报价与服务系统中，非公开发行公司债是交易最活跃的品种，2017年转让成交金额达497.77亿元，占比83.55%。

从利差水平来看，非公开发行公司债券的票面利率普遍高于一般公司债。从2017年新发私募公司债的票面利率分布来看，75%左右分布在5%—7%的水平，大约高于同期发行的一般公司债1个百分点（见表3）。

表3：2017年新发私募公司债、一般公司债票面利率分布

票面利率 (R)	非公开发行公司债			一般公司债				
	发行只数 (只)	占比 (%)	发行面额 (亿元)	占比 (%)	发行只数 (只)	占比 (%)	发行面额 (亿元)	占比 (%)
R≤4%	0	0.0	0.0	0.0	2	0.4	18.0	0.3
4% < R ≤ 5%	20	3.0	199.3	3.7	195	36.2	2164.8	41.7
5% < R ≤ 6%	222	33.5	2189.0	40.7	187	34.8	2030.6	39.1
6% < R ≤ 7%	284	42.9	2174.2	40.4	90	16.7	631.3	12.2
7% < R ≤ 8%	126	19.0	757.2	14.1	64	11.9	347.0	6.7
8% < R	10	1.5	63.4	1.2	0	0.0	0.0	0.0
合计	662	100.0	5383.0	100.0	538	100.0	5191.7	100.0

资料来源：Wind，申万宏源研究。

从交易方式来看，不同固定收益类平台针对非公开发行公司债交易方式也有所不同。有别于公开发行品种，非公开发行公司债的交易机制存在一定的局限性，场内交易平台的竞价交易方式对其并不适用，交易机制以报价、询价以及协议交易为主。以上交所固定收益类平台为例，针对非公开发行公司债券，平台提供三种交易机制，除确定报价询价和指定对手方外，交易商还可以和自己的客户在场外进行协议交易，成交结果通过场外成交申报功能进入证券报价系统。相比之下，场外交易平台的交易机制相对灵活。以机构间私募产品报价与服务系统为例，报价系统参与人可以在报价系统向全部或特定参与人发出意向报价、要约报价，意向报价不具有成交义务，有交易意向的参与人可以与意向报价发布人进行在线协商；要约报价具有成交义务，应当包含确定的私募产品名称

或代码、价格、数量、买卖方向、交收方式等报价系统规定的要素。非公开发行公司债券可以采用协商成交、点击成交、拍卖竞价、标购竞价、做市等方式在报价系统转让。

### （三）国内固定收益类平台产品运行的特征及面临的问题

当前国内固定收益类平台产品运行存在五大特征和问题。

一是固定收益产品缺乏有效的交易流通平台，除了国债、政策性金融债及公司债、企业债等有相应的交易平台，广义ABS产品、非公开发行公司债券等固定收益产品都缺乏有效的交易平台，且固定收益产品交易大多集中在银行间市场，其他市场的交易占比不足10%。

二是我国固定收益交易平台投资者结构呈现出商业银行主导、不同风险偏好的投资者分层结构尚未形成的基本格局。以银行间市场为例，2017年末商业银行的债券托管市值占比高达67%，且不同品种的债券单一投资者类型的持有比例较高，如基金公司偏好企业债和公司债，交易占比接近70%。

三是国内固定收益市场存在着品种分类与定位并不明确的问题。同类型的固定收益产品，由于监管分割，产品名称及监管条件等都不相同，这集中体现在资产证券化、企业债券及泛资产管理产品上。

四是当前我国固定收益类平台产品运行呈现出明显的发行品种决定交易品种的基本特征。以交易所市场为例，其发行品种主要为公司债和企业债，从交易结构来看，公司债和企业债占其交易规模的比重超过70%。引致此种特征的根源在于我国固定收益类平台的发展大多呈现出重发行、轻交易的基

本特征。

五是在没有完全打破刚性兑付的环境下，我国固定收益类产品的发行利率在很大程度上反映的是流动性溢价而不是信用利差。在2018年以前，尽管我国信用利差在某些阶段也呈现出走阔的特征，但整体上不同信用评级结果的品种信用利差并不大，一般流动性较差的固定收益品种在发行定价时，其发行利率会比流动性较高的品种高1-2个百分点。

## 三、境外固定收益类平台产品运行的经验借鉴

### （一）资产证券化产品运行现状

资产证券化产品是境外成熟市场最常见的固定收益产品之一。以美国为例，截至2016年底，美国资产证券化市场存续规模约1.3万亿美元，资产证券化产品的日换手率约为15.9%，资产证券化余额占GDP的比重为7.16%，交易量占债券市场的27.3%。当前境外资产证券化产品形成了发行主体多元化、产品结构差异化、多种交易方式并存、机构投资者主导的基本格局（见表4）。

美国资产证券化产品已形成多元发行主体，汽车贷款、信用卡贷款和助学贷款是其最重要的基础资产类型。从交易结构来看，ABS产品大体由原始权益人、特殊目的载体和投资者三类主体构成。在发行ABS产品前，原始权益人将其所持有的特定资产过户给特殊目的载体（SPV），SPV在拥有了该资产的所有权后，发行以此为抵押的证券。承销商根据在ABS产品一级市场发行中担任的职责被分成两个团队——承销团队和定价团队。承销团队负责设计交易结构、与评级机构沟通从而推动评级过

表4：美国资产证券化产品的核心要素特征

要素	资产证券化产品
发行主体	资产证券化产品由原始权益人通过特殊目的载体发行；原始权益人为拥有基础资产的机构，根据ABS产品的不同，分别为汽车贷款、信用卡贷款、助学贷款及其他债务的债权人；承销商为产品发行的牵头人
投资者结构	投资者主要是对现金流有特定需求的机构投资者
产品结构	现金流瀑布是资产证券化产品重要的设计特点；产品运作模式分为循环购买结构和静态摊还结构；产品利息支付方式分为固定利率和浮动利率；产品设计注重提供超额利差
流动性水平	产品发行速度未从金融危机中完全复苏；不同ABS产品交易活跃度趋势分化；相对买卖价差总体偏低并有收窄之势；单笔交易对整体市场的扰动有所下降
利差水平	一级市场和二级市场的利差基本联动；多种因素导致利差的扩大与收紧
交易方式	做市商是ABS产品交易市场的核心；具体交易主要通过BWIC竞争报价模式进行
流动性支持方式	产品本身的特点决定流动性受限；信用评级制度提升了ABS产品一级市场的流动性；做市商与BWIC竞争报价制度提升了ABS产品二级市场的流动性

程、与原始权益人和法律顾问协作准备投资者路演推介材料等；定价团队负责与投资者沟通并确定合适的发行价格。

美国资产证券化产品的投资者主要是对现金流有特定需求的机构投资者。由于资产支持证券的一个关键层面是发行人和投资者之间利益的一致性，发行人会担任资产服务商并持续与其潜在投资者沟通。发行人一般持有残值证券，而投资者根据对现金流和风险的特点需求持有较高等级的证券。正因为如此，ABS产品的投资者大多为机构投资者。

境外资产证券化产品设计借助三大机制来保障产品流动性和吸引力。一是借助现金流瀑布来明确资产证券化产品的利益分配机制。现金流瀑布是指将从基础资产（被证券化的资产）归集的本金和利息按照优先次序在不同等级的投资者（优先级、次级、权益级）之间分配的机制。对于循环购买结构，发行人会把归集的现金分配到金融费用账户和本金账户，并将超额利差放入一个交叉担保账户，

归集的资金根据各自的现金流瀑布分配给投资者。二是借助循环购买和静态摊还两种结构来满足不同发行人和投资者的需求，发行人通常把ABS产品划分为动态循环购买模式（动态池ABS）和静态摊还投资模式（静态池ABS）。动态循环购买结构一般适用于期限较短的基础资产，在这种模式下发行人依靠循环池来逐步累积基础资产，并在聚集足够份量的基础资产后，用以支持分期摊还证券，故产品一般将存续期划分为循环期和摊还期两个时期。在循环期内，ABS产品不进行本金的偿付，进入摊还期之后，按照各档证券的分配顺序进行本金的偿付。三是借助超额利差和多元化的利息支付方式来满足不同投资者的风险偏好和现金流需求。

境外不同资产证券化产品的流动性有所差异，整体上资产证券化的交易活跃度还未恢复到金融危机前的水平。从相对买卖价差（bid-ask spread）看，一般该价差越小，金融产品的流动性越好。据FINRA数据显示，2016年末汽车贷款ABS和信用卡贷款ABS的相对买卖报价只有0.04美元，相比公司债的0.34美元十分窄。另外，助学贷款ABS和其他ABS的相对买卖报价较高，但也小于公司债，并且较2012年有较大收窄。

做市商是ABS产品最重要的交易方式。ABS产品交易市场的核心成员是发行ABS产品活跃的数十家承销商。一般来说，ABS产品的承销商是该产品在二级市场上流通中的做市商。而各做市商之间有交易发生时，则通过银行间经纪公司（Interbank broker）。美国固定收益市场的交易分层十分严格，即做市商和其机构客户之间通过做市商自己的销售部门进行买卖对接，而银行间经纪公司只能

接手做市商之间的交易，不可以直接接触其机构客户。这种分层机制保证了做市的义务和责任是与ABS产品制作与发行销售方的利益结合在一起的。在具体交易上，主要通过BWIC竞争报价模式进行。在做市阶段，做市商积极调动二级市场资金，为第三方投资者提供流动性。在竞争报价阶段，投资者向做市商提供从其他公司（做市商）处获得报价的列表，其包含原始及现有票面价值、证券名称、CUSIP编号、评级和当前加权（未偿付本金余额）平均期限等信息，做市商根据这些信息决定报价。在定价阶段，投资者根据当前信用市场环境、基础资产表现及提前偿付假定的调整决定溢价或折价买入或者出售ABS产品。

## （二）私募型公司债运行现状（见表5）

私募型公司债是境外市场高收益债的重要品种，在发行主体上，私募型公司债由豁免备案的公司发行。1990年美国证券交易委员会（SEC）通过

了144A规则，允许公司可以在不向SEC申请或备案的情况下向合格机构投资者募资。由于豁免了备案的程序，私募型公司债的发行较公募型公司债程序更为精简，速度更快，并且尤其适合满足美国监管要求成本较高的海外公司。2017年，共有超过1万只私募型公司债（不包含可转债）在美国发行。FINRA数据显示，发行人中有大量海外的金融及非金融公司。

美国私募型公司债的投资者须有合格机构投资者资质。由于私募型公司债披露不如公募型公司债充分，投资风险相对更高，故其投资者需要具备一定的财务能力和投资经验。144A规则规定只有“合格机构投资者”（Qualified Institutional Buyer）才可以参与私募型公司债的交易，并且引用SEC的Regulation D中对合格机构投资者的定义，即“拥有或者管理超过1亿美元证券的机构投资者”。

私募型公司债大多在场外市场交易，做市商是主要的交易方式。在交易环节，由于各个券种间差异较大以及投资者之间或许存在利益冲突，直接交易较为困难，私募型公司债的交易主要由做市商撮合而成。在交易对账环节，和公募公司债一样，私募型公司债交易在完成后的15分钟之内交易参与人须将交易报告到美国金融业监管局（FINRA）的债券报告及合规系统（TRACE），并通过美国证券存管和结算机构（DTCC）的交易实时匹配系统进行交易匹配，成功后进入清算和交收环节。在清算和交收环节，参与人可以自行选择交收方式（双边逐笔交收、余额交收和持续净额交收），与DTCC和做市商之间完成交收。

借助四大机制来提升私募型公司债的流动性水

表5：美国私募型公司债的核心要素特征

要素	私募型公司债产品
发行主体	私募型公司债由豁免备案的公司发行； FINRA数据显示，发行人中有大量海外的金融及非金融公司
投资者结构	私募型公司债的投资者须有合格机构投资者资质； 合格机构投资者须拥有或者管理超过1亿美元证券的机构投资者
产品结构	从有无抵押物看，美国私募型公司债可以分为抵押债券和公司信用债券； 从优先权看，美国私募型公司债可以分为优先权和非优先权债券
流动性水平	私募型公司债日均交易量快速提升； 在高收益债券市场中，私募型公司债产品交易占比超过1/3
交易方式	在交易环节，产品交易主要由做市商撮合而成； 在交易对账环节，产品交易在完成后的15分钟之内交易参与人须将交易报告到美国金融业监管局（FINRA）的债券报告及合规系统（TRACE），并通过美国证券存管和结算机构（DTCC）的交易实时匹配系统进行交易匹配； 在清算和交收环节，产品交易的参与人可以自行选择交收方式与DTCC和做市商之间完成交收
流动性支持方式	144A规则通过保证投资者资质来保证发行产品质量； 144A规则放松对私募型债券持有期限定； 做市商制度保证交易顺利完成； FINRA公布月度数据，增加市场透明度

平。一是在发行环节，144A规则通过保证投资者资质来保证发行产品质量，144A规则将个人投资者及规模较小的机构投资者排除在私募型公司债的市场之外。二是放松对私募型债券持有期限定，在144A规则中，对于限制性交易产品（无须向SEC申请或备案的产品）的持有期限由此前的2年缩减为6个月（对于发行人须遵循《1934年证券交易法》履行披露义务）或1年（对于发行人无须遵循《1934年证券交易法》履行披露义务），这在很大程度上释放了私募型公司债的流动性。合格机构投资者被允许进行较为短期的投资，从而提升了对该债券的需求（进而提升了其一级市场的流动性）以及其二级市场的交易频率。三是做市商制度保证交易顺利完成。在场外交易中，投资者间直接交易私募型公司债存在多方面的困难，在这种情况下，做市商根据从交易双方得到的信息积极促成交易，为场外交易提供流动性。四是借助月度信息公开，提升市场透明度。从2014年7月起，FINRA开始披露月度私募型公司债的交易信息。虽然信息仍然十分局限（只有日均交易量，而无交易价格等公募型公司债的信息），但是仍然在私募型公司债信息透明化的进程中走出了关键的一步，更加透明的市场将吸引更多投资者进行私募公司债的投资。

### （三）境外固定收益类平台产品运行的特征及经验

综合来看，境外固定收益类平台产品运行有以下几方面经验可以借鉴：

其一，境外固定收益市场发行主体都比较多元化，这在很大程度上推动了其平台产品多样化的发展，资产证券化、信用违约互换、公司债、抵押支

持债券、高收益债、优先股、市政债、结构化产品、国债、联邦机构债等是最常见的交易品种。其二，境外成熟市场固定收益平台的交易活跃度普遍偏高，其交易主要集中在场外交易。以美国为例，其债券交易以场外交易为主，报价经纪公司、做市商和一般投资者形成了分层次的市场体系，除了国债及部分公司债之外，其他固定收益产品80%以上的交易都集中在场外交易平台。其三，美国固定收益市场以机构投资者为主，且类型多元化，形成了较好的风险分担体系，2017年末外国投资者持有美国国债的规模达6.3万亿美元，占比高达38%。其四，境外固定收益产品结构化设计及多种交易方式提升流动性水平，这包括在一级发行市场上，借助明确的发行条件，构建投资资产风险属性与投资者门槛相适应的适当性管理机制，从发行端对交易资产的质量进行有效约束；在二级市场交易上，借助做市商、电子交易等多种交易方式来提升流动性。另外，借助信息披露等监管制度不断提升市场的透明度，借助及时的信息发布来降低市场信息不对称程度，进而吸引更多的投资者参与。

## 四、完善国内固定收益类平台产品运行的建议及措施

### （一）以完善产品运行为突破口来提升固定收益平台的活力

建议大力推进基础产品创新，丰富固定收益产品种类。丰富的产品体系是固定收益类平台吸引投资者参与的有效措施，从现状来看，我国各类固定收益类交易平台的产品种类都相对欠缺。在我国大力推进直接融资体系大发展的背景下，固定收益市

场的发展要以基础产品的创新发展为突破口，加快推进REITs、CDS等创新产品的发展。建议借助标准化的运作来提升产品运行效率，尤其是针对利率互换和CDS等衍生品，合约的标准化能够在很大程度上降低交易成本，增加交易透明度，进而吸引更多的投资者参与市场交易。

## （二）多措并举提升我国固定收益产品的流动性水平

从产品设计来看，建议借助结构化设计、资产池运作以及增信机制来吸引更多投资者参与市场，提升产品流动性。从投资者来看，应大力发展我国机构投资者队伍，充分发挥承销商在二级市场交易中的做市商作用。在推进银行间债券市场与交易所债券市场互联互通的基础上，放开银行等机构准入机构间私募产品报价与服务系统等场外交易平台，进一步放开证券公司进入银行间债券市场。建议借鉴境外资产证券化产品的运行机制，充分发挥承销商在二级市场交易中的重要作用。承销商在二级市场上一般为相应固定收益产品的做市商，借助此种捆绑机制来有效提升二级市场的交易活跃度。从交易方式来看，建议积极拓展多元交易方式，满足不同固定收益产品的交易需求。当前我国固定收益产品的交易呈现出以回购交易为主、现券交易为辅的基本特征。建议在现有基础上，积极拓展多元交易方式，引入做市商机制，完善做市商准入机制，健

全做市商考评体系，形成有效的激励、淘汰机制；同时，加强做市商机制的相关政策支持，为其提供有效的风险对冲工具，防止市场出现单边行情时无法完全对冲的风险。从流动性机制安排来看，建议大力发展固定收益交易的场外市场，充分发挥交易商的流动性创造功能，在做大交易量的同时，借助买卖价差的缩窄来提升对产品价格的统一判断。另外，建议借助完善信息披露等配套机制来提升市场透明度，增强投资者信心。

## （三）持续完善固定收益市场相关的基础设施

建议推进固定收益产品评级制度的持续完善，引导行业构建重评级技术竞争、轻信用级别竞争的评级制度，推进境内外评级体系的兼容发展，为固定收益产品的发展提供更好的市场评估及定价机制。建议鼓励积极探索多种增信机制，提升固定收益市场的活力：一是厘清增信机制和刚性兑付的差异。增信机制是指借助分层证券结构、建立现金抵押账户、设计超额抵押交易结构等结构化设计来保障产品现金流，吸引不同风险偏好的投资者参与投资，产品发行人及管理者并不承担兑付责任，其不属于刚性兑付，而只是一种风险分担机制。二是积极探索多种增信机制，借助优先劣后的产品分层结构以及政府担保、备用信用证等外部增信机制来提升固定收益产品的评级，借助SPV实现有效风险隔离，解决低等级固定收益产品流动性不足的难题。SAC

## 参考文献：

- [1] 蒋健蓉，龚芳. 固定收益类私募证券交易平台建设研究[J]. 中国证券，2018（3）：67-80.
- [2] 中国证券业协会. 2017年机构间私募产品报价与服务系统发展综述[A]. 中国证券业发展报告（2018）[M]. 2018.
- [3] Securities Industry and Financial Markets Association. Research & Data[EB/OL].[2018-08-23].<https://www.sifma.org/resources/archive/research/>.

# 中国投资银行国际化经营策略研究

■ 海通证券股份有限公司\*

## 一、中国投资银行亟须加快推进国际化发展

### (一) 积极服务国家战略，助推经济转型升级

1. 强大的资本市场是中国经济发展的必然选择  
中国经济目前正在由总量和规模的高速增长向高质量发展转型，为进一步提升对实体经济的服务能力，我国的金融体系需进一步深化改革。其中，提高直接融资占比格外重要。与间接融资相比，直接融资可以减少信息不对称，提高资本市场效率，降低企业融资成本，服务实体经济尤其是创新创业企业的发展。资本市场是直接融资的主战场，强大的资本市场是中国经济转型发展的必然选择。

2. 投资银行是资本市场的核心载体，在建设资本市场强国的过程中，中资投行需加快推进国际化发展

强大的资本市场除了需要具备较大的规模体量、完备的市场功能、高效的资源配置等要素之外，核心逻辑就是要拥有一流的投资银行。党的十九大报告中提出了“培育具有全球竞争力的世界一流企业”的要

求，在建设资本市场强国的过程中，中国投行不仅要夯实国内市场的基础，也要进一步提升自身的国际化水平，增强国际市场的竞争力和影响力。

### (二) 在初步实现海外布局基础上，亟须做强做优做大海外业务

1. 推动中国投行境内及境外业务全面发展，提升国际影响力

目前，开展国际化经营的中国投行在数量上虽已初具规模，但在发展质量方面，现阶段中国投行在产品及服务种类、跨区域业务联动、海外收入对集团总收入贡献，以及在国际市场影响力等方面都仍处于相对落后的位置。

2. 切实有效地助推中资企业在海外的发展

随着“一带一路”倡议的稳步实施，中国企业主动融入经济全球化进程加快。企业的出海离不开金融的支持，考虑到企业在海外的长期发展，以及国家层面的信息及金融安全等因素，中国投行亟须做大做强海外业务，切实有效地助推中资企业在海外的发展，为企业保驾护航。

\* 作者简介：课题负责人：吴淑琨，博士研究生，海通证券战略发展部总经理，主要研究方向包括战略规划、公司治理、企业及私人客户财富管理；著有《公司治理与中国企业改革》，主持或参加国家、省市和企业咨询课题四十多项，获得省部级奖项10多项，在《经济研究》等国内外报刊杂志上发表论文130余篇。课题组成员包括：任昕、汤婧、黄靓雯、梁云、王未，均为海通证券战略发展部资深工作人员。

## （三）应对国内金融市场继续开放政策实施后带来的机遇和挑战

### 1. 积极应对国际投行进入中国市场后的挑战

随着银行、证券、保险行业外资持股比例及设立要求的放宽，中国投行将在国内市场与外资投行展开直接竞争，这也迫使中国投行加快改革和创新的步伐，全面提升自身经营和服务能力。资本市场的双向开放也为进一步推进国际化创造了有利条件，中国投行应加强在海外业务上的投入和建设，继续做强做优做大海外业务，提升对公司总收入的贡献。

### 2. 把握向国际领先投行学习海外经营管理经验的机遇

在外资投行加速进入中国市场的背景下，中国投行增加了新挑战、面临着新机遇。能够近距离学习和了解国际领先投行的运作和管理，特别是跨国经营方面的经验，无疑是中国投行迅速提升自身国际化水平和能力的最佳机会。

## 二、中国投资银行国际化经营面临的主要问题

### （一）全面服务客户海外综合需求的能力较弱

与国际一流投行相比，中国投行起步较晚，整合内外部金融资源能力较弱。在国际化初期，较难在集团层面实现资源的统一整合，特别是针对客户需求积极调配各国家地区资源，提供跨境类产品及服务水平仍然较低。此外，由于在境外拓展业务难度大，投入的人力、财力成本高，为公司整体盈利贡献水平低，中国投行在资源配置方面对国内业务具有明显的倾向性，导致投入海外业务发展的资源明显不足。中国投行长期以来以产品为中心，过去的发展主要依赖市场行情，近些年来，虽然提出由

“以产品为中心”向“以客户为中心”转变，但转型时间相对较短，发展经验积累较为不足，难以满足中资客户在海外的各类金融需求。

在信息系统建设上，大多数中国投行还处于较为初级的阶段，业务部门往往自行发起建设部门业务相关的信息系统，导致各系统之间相对隔离。当拓展海外分支机构时，由于时间、空间的阻隔，在缺乏完善的客户关系管理系统的情况下，共享客户资源变得更加困难，阻碍了国内外业务的协同发展。

此外，与成熟金融市场混业经营模式相比，我国金融行业目前仍实行分业经营的模式，不同市场间相对分割、缺乏有效的互通机制，收入利润来源较为单一，无法充分发挥混业经营在信息、协同、规模经济等诸多方面潜在的优势，也无法充分满足客户在不同业务领域、不同区域的全方位需求。

### （二）未能有针对性地解决客户海外发展的痛点与短板

中国投行在海外对于大型配套募资项目的承接能力不足。与国际一流投行相比（见表1），中国投行的杠杆率普遍较低（见表2），负债经营动力不足源于负债渠道受限以及资管类、交易类、投资等非通道类业务发展较为缓慢，使得中国投行在海外募资项目的竞争力不如国际一流投行。

表1：2017年末主要国际投行总资产与净资产情况  
(单位：亿元人民币)

排名	名称	总资产	净资产	杠杆率
1	美银美林	157192	18350	8.6
2	瑞银	64551	3614	17.9
3	高盛	62984	5647	11.2
4	摩根士丹利	58574	5317	11.0
5	野村	27123	1731	15.7

资料来源：Wind资讯，各公司年报，汇率为2018年8月20日中间价1美元/6.87元人民币。

表2：2017年末前五大中国投行总资产与净资产情况  
(单位：亿元人民币)

排名	公司名称	总资产	净资产	杠杆率
1	中信证券	6256	1531	4.1
2	海通证券	5347	1297	4.1
3	国泰君安	4316	1337	3.2
4	华泰证券	3815	886	4.3
5	广发证券	3569	886	4.0

资料来源：各公司年报。

此外，由于我国外汇管制政策整体趋严，跨境资金流动存在障碍，资金出境存在较大不确定性，中国投行虽然在境内有较强的资本及资金实力，但较难为客户提供海外资金支持，大大削弱了中国投行为“走出去”的客户在海外提供融资支持的能力。

在产品与服务创新方面，国际投行业务较为注重差异化与专业化经营。例如美国投行经过多年发展形成了以高盛、摩根士丹利等大型投行为主，拉扎德、杰弗瑞、Stifel等精品投行与Etrade、嘉信等折扣经纪商并存的行业格局。相比之下，中国投行的海外发展历程较短，与其他国家发展历史差异较大，不能很好地融入当地金融发展环境，难以结合所在境外国家的市场特点和客户的特殊需求来设计与制定创新产品及服务策略。

### （三）集团跨境管控能力不足

现阶段大部分中国投行的管理模式，包括工作流程、组织架构等仍然沿袭国内现行的体制模式。从协同性来说，多数中国投行仍采用业务条线和子公司为管理模块，这些管理模块平行并列，各自运营，缺少信息共享，也没有统一的运营平台，这导致国内母公司与境外子公司难有主动协同。

从执行力来说，多数中国投行采用锥形结构的汇报流程，层级众多，审批繁琐，对市场的应变能

力缓慢，缺少灵活性。而国外投行多采用扁平的汇报流程，决策层级少，对市场的反应速度快。当中国投行海外子公司沿用国内原有的流程时，使当地外籍员工不适应；同时国内母公司也无法及时得到境外子公司的信息，影响了经营决策的时效性。

此外，由于中国投行的信息化仍处于初级阶段，公司缺少统一的数据底层平台，导致业务和客户数据在内部无法实现实时有效共享。集团总部无法实时了解境外子公司的经营情况和业务信息，使得总部的管理较为被动，也严重阻碍了境内外业务的协同发展。

### （四）国际化人才队伍的建设和储备不足

中国投行的专业人员多为本土培养，经历了中国金融行业的改革和逐步开放，但由于中国投行在经营管理及业务拓展方式上与国际投行存在差异，因此，既认同中国投行管理文化又懂得国际投行运作的管理和业务人才出现了断层。此外，由于文化背景等因素的差异，中国投行海外分支机构的吸引力比较弱，很难在当地招聘到优秀人才，有些被收购的境外子公司甚至留不住原有的优秀员工。在国际化队伍建设方面，中国投行国际人才培养计划也大多缺乏前瞻性、针对性、系统性，因此造成各层次国际化人才储备匮乏。

### （五）对境外当地企业文化、法律及监管环境了解不深

由于归属感不同，中国投行的公司文化对于外籍员工没有同文同种的凝聚力，再加上民俗习惯以及思维方式的不同，使得中国投行海外机构的外籍员工与母公司容易产生文化隔阂。

在对海外经营环境的了解方面，由于国内外政策环境、金融监管规定和法律等方面的不同，以及

国内外投行在合规管理方式及理念上的差异，使得中国投行难以适应跨境业务的需求，公司合规管理体系仍有待完善，这也使中国投行的海外经营面临潜在的合规风险。

## 三、国际先进金融机构的国际化经营经验和教训

### （一）汇丰银行及野村证券国际化成功经营的经验

汇丰银行和野村证券在成立之初便确立了清晰的国际化发展路线，由战略指引国际化发展方向，并配套建立地区资源配置标准及市场参与战略。在经营管理方面，打造“以客户为中心”的服务理念，逐步采取以客户群或业务线为主导的灵活矩阵管理模式，并搭建统一系统平台提供支持。在业务协同方面，通过一系列的策略及激励手段，有效推动了集团层面及跨区域间的业务协同发展，做到了紧跟客户需求推进国际化。在人员管理方面，汇丰银行和野村证券均建立了符合国际主流的人力资源管理模式，尤其是汇丰银行打造了一支既兼容国际化又适应本土化的人才队伍。在公司文化及合规风控方面，主动向国际主流投行文化靠拢，并在全球建立起统一的合规风控体系及标准。

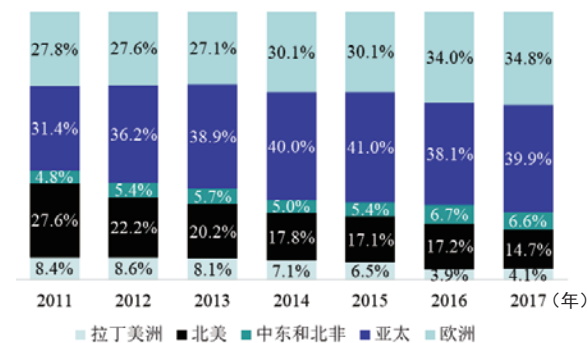
### （二）汇丰银行以战略为指引，以组织架构为支持，推动协同，做好人才与合规的全球化

1. 基于总体战略规划，针对国家和地区进行布局、定位及调整

汇丰银行定期更新整体战略，为国际化发展指明方向。汇丰银行2011年战略更新为国际化发展，确立了把握贸易及资金活动集中度、聚焦新兴市场的大方向，其后几年汇丰银行在全球缩减风险加权资产的过

程中，优先缩减北美及南美地区，使得资产在亚洲及中东和北非市场的集中度逐步上升（见图1）。

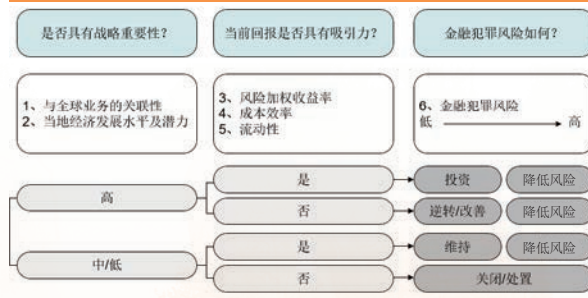
图1：2011—2017年汇丰银行各地区风险加权资产占比



资料来源：汇丰银行年报，海通证券战略发展部整理。

采用六维决策模型，为提升资本配置效率的决策提供衡量依据。通过对某一国家和地区在战略重要性、投资回报吸引力以及金融犯罪风险等三个方面、六个细分维度的表现做出投资、转变/改善、维持、关闭/处置的决策（见图2）。

图2：六维决策模型



资料来源：汇丰银行年报，海通证券战略发展部整理。

为不同国家和地区区分定位，明确当地市场参与战略。汇丰银行将所有展业地区分为规模市场、获得领先国际银行地位的市场、用于连接其他业务网络的市场三类类型，并为其制定不同的参与战略，在不同的战略周期甚至同一战略周期内对国家和地区的参与战略进行动态调整。

2. 构建并不断完善以客户群/全球业务线为主导的组织架构

汇丰银行在以客户群为业务部门的划分原则下，形成了四大客户群/全球业务线——零售及财富管理、工商金融、环球银行及资本市场、环球私人银行，对应四类客户群体提供针对性产品，并设有独立的客户服务团队。此外，汇丰银行全球四大业务线适时对客户群细分及产品归属进行动态调整，通过长期博弈达到使集团内部最切合客户需求的部门主导客户服务活动、最大化使用产品的部门获得产品相关的基础平台、主导产品运作等目的。

采用矩阵管理运营模式。汇丰的矩阵管理结构由四个客户群/全球业务线、五个地区和11个环球职能组成。矩阵管理的对象是每一个独立的法律实体/子公司（见图3），其特征是以业务为主，以地区和功能为辅，母公司专注于战略安排，业务部门专注于业务构建，子公司落实业务经营，功能性部门则专注服务于成本效益（见图3）。

图3：汇丰银行矩阵管理运营模式

汇丰银行控股公司		
<b>全球业务</b> 制定全球统一的业务策略并负责执行、发布业务的发展指引等	<b>地理区域</b> 负责公司所在各区域业务的经营责任，代表其与各自客户/监管机构/雇员及中介机构沟通等	<b>全球职能</b> 制定及管理与银行运营有关的一切政策、程序及规章制度，由全球总部或地区公司
• 零售及财富管理 • 工商金融 • 环球银行及资本市场 • 环球私人银行	• 欧洲 • 亚太 • 中东和北非 • 北美 • 拉丁美洲	• 企业通讯部 • 公司财务部 • 企业可持续发展部 • 财务部 • 汇丰科技及服务部 • 人力资源部 • 审核部 • 法律事务部 • 市场推广部 • 风险管理部（含合规部） • 策略和规划部
法律实体/子公司		
落实集团策略、提供集团产品及服务，拥有其自身的董事会		

资料来源：汇丰银行年报。

统一系统平台，承载集团组织架构运行。汇丰银行自20世纪90年代后半期起，加大统一系统平台建设力度，发展动因从主要为加强运营效率、控制成本支出拓宽至实现更进一步的集团中心管控模式，以及更加有效落实“以客户为中心”的服务理

念，包括客户关系管理系统的上线使用等。

### 3. 致力推动全行跨地区、跨业务线的交叉销售活动

在汇丰银行的交叉销售体系中，其四大全球客户群/业务线既可以向其他客户群引介客户并提供产品，也可以从其他客户群/业务线获得客户来源并利用其他客户群/业务线的产品服务自身客户（见图4）。

图4：汇丰银行交叉销售活动的主要流向

	零售及财富管理	工商金融	环球银行及资本市场	环球私人银行
提供客户/接受产品	• 向环球银行及资本市场提供跨境业务客户及上市融资的跨境需求	• 向环球银行及资本市场提供跨境业务客户及上市融资的跨境需求	• 向工商金融提供跨境业务客户及上市融资需求	• 向全球四大业务线提供跨境业务客户及上市融资需求
接受客户/提供产品	• 向零售及财富管理提供跨境业务客户及上市融资需求	• 向工商金融提供跨境业务客户及上市融资需求	• 向环球银行及资本市场提供跨境业务客户及上市融资需求	• 向全球四大业务线提供跨境业务客户及上市融资需求

资料来源：汇丰银行年报，海通证券战略发展部整理。

此外，汇丰银行历来重视业务协同，使用多种手段鼓励和推动业务协同，包括但不限于：（1）建立系统平台；（2）业务协同机制先试点后铺开，从某一个地区延展至多个地区，从某一条业务线延展至多条业务线；（3）设立专门或合作覆盖的客户服务团队；（4）使用收入共享等激励手段；（5）创建共同的管理会计科目；（6）设置考核指标。

### 4. 培养并依靠一支既国际化又本土化的人才队伍

汇丰银行拥有一支数量可观的国际经理队伍，具有国际化视野和最佳实践经验。它使得汇丰银行具有很强的灵活性，能够及时应对全球范围内的各类问题或机会。

汇丰银行同样重视使用本土人才管理和运作本地市场。为增加在规模市场及获得领先国际银行地位的市场中的影响力和市场份额，近年来，汇丰银行有意逐步提高本地领导人员的人数占比，例如减

少总部派遣“空降兵”的数量，并要求外籍员工的工作重心仅仅是以专家身份传授经验。

## 5. 实施全球标准应对合规管理挑战

后金融危机时期，汇丰银行也曾涉及诸如不当销售保险产品、违反反洗钱规定、涉嫌帮助客户避税等不合规事件并付出了惨痛的代价。为加强全球合规管理能力，避免类似情况再次发生，汇丰银行采取了多种合规缓释手段，包括在资本配置决策的五维模型基础上增加金融犯罪风险维度，在2014—2016年战略计划中将落实全球（合规）标准作为三大战略优先举措之一，涉及客户尽职调查、税务透明框架、金融犯罪合规措施等方面。截至2017年末，汇丰银行已基于所有汇丰集团经营地区中“最高或最有效的”的反洗钱标准，完成制定反洗钱及制裁政策架构并全面推行，为整个集团引入合规相关的重要资讯科技系统等。

## （三）野村控股致力于成为来自亚洲的全球投资银行

1. 在全球范围内采用矩阵式管理体系克服不同区域和业务间的隔阂

野村自成立之初便有着明确的国际化发展战略，之后也提出了将公司打造成“亚洲的全球投资银行”的战略定位。通过几十年的发展和积累，野村已建立起能够有效管理和协同各地区间业务发展的矩阵式管理体系（见表3）。通过这套体系，加强了不同业务板块及地区之间的信息交流和共享，克服了直线职能结构中各地区及各部门间相互脱节的现象。

2. 以优势业务为突破口，通过客户跟随带动公司国际化发展

野村在零售和机构业务间的客户共享和协同发

表3：野村矩阵式管理体系

业务/地区矩阵式管理				
地区及负责人 业务及负责人	日本	亚洲（除日本）	欧洲、中东、非洲	美洲
零售业务 零售业务负责人	国内业务 总裁	亚洲（除日本）地区 负责人	欧洲、中 东、非洲 地区负责 人	美洲地区 负责人
资产管理 业务 资产管理 业务负责人				
机构业务 机构业务 负责人				

资料来源：2017年野村证券年报，海通证券战略发展部整理。

展战略也为其国际化的成功奠定了基础。野村的零售业务在日本国内有着悠久的历史 and 坚实的基础，为进一步提升公司整体实力，野村后来成立了机构业务部门，负责产业链上游包括证券发行、承销等业务；由于零售业务在渠道和分销端的既有优势和影响力，野村很快在机构业务上取得突破并赢得了客户的信任。伴随着日本经济的发展和日资企业国际化进程的推进，凭借在国内与这些企业在零售和机构业务条线建立起来的良好关系，野村自然拥有了开展跨境业务的客户资源。另一方面，在海外市场如能与当地金融机构展开合作将是进入当地市场的一个有效切入点。野村同样依靠在零售业务条线上的优势，首先与一些在日本国内开展业务的国际金融机构客户成为合作伙伴，然后利用这些客户在海外市场的资源和优势，成功为其机构业务的国际化打开了局面。

3. 符合国际主流的人力资源管理框架能有效融合和激励野村在全球的雇员

野村自成立之初始终将员工视为公司最重要的财富。时至今日，野村已在全球范围内建立起一套人力资源管理框架。这套框架从人才招聘、员工发展、绩效考核、工作环境改善四个方面，保证从人员聘用到管理各方面与国际主流接轨，形成有效的人员管理体系和制度，为公司的国际化发展提供人

力资源方面的保障。

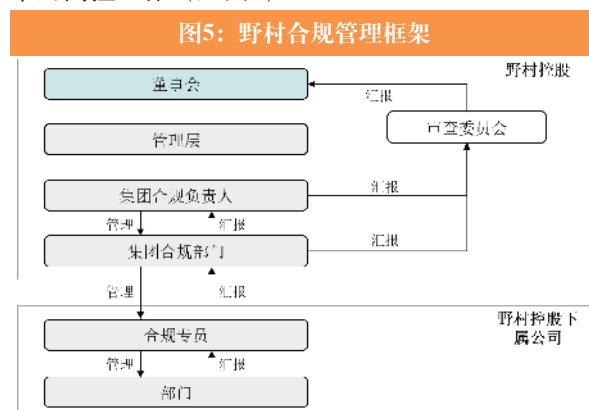
4. 管理层主动向内改革，克服国际化发展中的文化差异问题

截至2017年末，野村在全球拥有超过28000名雇员，这些雇员分别来自70多个国家和地区。如何有效管理这些员工，野村曾遭遇过不小的挑战和危机。2008年野村收购雷曼在亚洲、欧洲和中东的大部分业务后，很多前雷曼的员工无法适应野村恪守传统、等级森严的公司文化风格；前雷曼的外籍高管与日本员工之间在工作上缺乏有效沟通。野村的管理层感受到了前所未有的压力，开始改革公司文化，向国际投行主流文化转变。此后，陆续任命了一些前雷曼的高管进入董事会、执委会，出任公司副总裁、担任董事总经理等职位，并坚持海外战略，采用西方的薪酬水平、提拔外籍管理人员。公司内部主动改革逐渐收到了成效，在经历了收购后一段时期的阵痛和磨合后，野村的海外业务净收入在2012年取得显著突破，并在此后一直维持在较为稳定的水平。

5. 对合规和风控高度重视，通过统一的制度进行有效管理

野村内部将合规工作视为集团管理的首要事项，目前的合规制度是基于公司内部道德规范准则建立的，所有的管理人员和员工每年都要签署遵守公司道德规范准则的承诺。之所以对合规管理如此重视，也是因为历史上曾因合规问题遭受过沉重打击。例如，2012年由于牵扯一桩股票增发项目的内幕交易问题，直接导致前CEO官渡部贤一和前首席运营官柴田拓美引咎辞职，并使公司零售和机构业务当年的利润大幅下滑。在现任CEO的带领下，野村构建了现行的合规管理体系，公司任命集团合规

负责人，在合规专职部门的协助下，合规负责人管理公司整体的合规工作。公司合规部门会指派合规专员驻守集团下属的各地区公司，加强国际化发展中的内控工作（见图5）。



资料来源：野村证券年报。

在风险管理方面，公司内部的所有员工不分区域和业务条线，都必须定期接受有关公司制度和风险管理的各类课程培训，从而了解并建立起与公司一致的风险管理文化。此外，公司建立了风险管理的三层防线体系，确保各业务部门、风险管理部门和内部审计都能够各司其职，在各环节遵守公司风控制度，及时发现并解决相关风险问题（见图6）。



资料来源：野村证券年报。

为了更有效地管理全球各地区的风险，野村在全球5个区域的7个国家和地区——日本、韩国、中国香港、新加坡、印度、英国和美国设立了区域型的风险管理部门，确保更加有效地识别和管理当地的风险，真正减少集团由于跨区域和国家经营带来的不确定风险的影响。

## 四、中国投资银行国际化深入发展的建议

### (一) 客户跟随战略，全面满足其跨境金融服务需求

1. 进一步跟随客户“走出去”，加强在集团层面海外资源的重点配置

在资源配置方面，积极从人才、资金、考核激励等方面加强对海外业务的配置倾斜，特别是在资金配置方面，从长远考虑，在境外业务发展速度、规模与自身经营管理能力匹配的基础上，结合自身特点，对于部分风险可控、发展具备优势的海外业务给予资金上的重点支持。在交叉销售及考核激励方面，初期以鼓励推动为主，可以试行“双计”政策，对于支持海外业务交叉销售表现积极的单位及个人予以一定的重点奖励。

2. 围绕客户需求优化境外布局，及时调整国际化地区及业务布局

一方面，积极围绕客户需求特点，对于国家“一带一路”政策倡导的、客户海外拓展的重点目的地予以重点跟踪及布点。同时也建议监管机构对于上述跟随客户“走出去”的符合条件的中国投行，简化其海外布点的审批流程，加快整体审批速度，使中国投行走出去的速度能够跟上客户“走出去”的需求。

另一方面，对于已经拓展的、监管政策不友好的部分海外国家或是长期以来整合难度较大、经营相对困难的海外运营实体，建议在集团层面成立专门的工作组，及时、持续跟踪评估，对海外布局适时做出动态的优化及调整，以便根据自身实力及业务特点调整海外发展战略。

3. 集团统一客户资源管理，全面了解并满足其境外金融需求

集团层面建立统一的客户关系共享系统（CRM），使得不同地区、不同条线及子公司的业务人员在第一时间掌握客户资源等各类信息，避免信息的割裂及时滞，以最大化地利用集团客户资源。

此外，建议在集团层面建立进一步完善跨业务条线、跨地区的交叉销售机制，根据不同业务属性及各团队实际贡献度大小，制定并逐步完善详细的跨地区、跨业务线的交叉销售管理办法，以便调动不同人员拓展客户海外业务的积极性，为客户海外跟随战略的实施提供制度保障。

4. 满足特定客户海外需求，设计开发相关创新跨境金融产品

对于个人及高净值客户，建议在充分了解不同客户的风险承受能力及现有资产的基础上，充分研究海外法律法规、税收等方面政策，在合法合规的前提下，开发设计出针对不同风险收益偏好的对标产品，以满足零售及高净值客户的海外资产配置需求。

针对企业及其他机构客户，面对其具体海外投融资需求，如跨境并购需求、海外股权及债权融资需求等，积极通过对外直接投资（ODI）、境内担保+境外融资等形式，并对比不同跨境融资渠道成本、风险等，根据企业自身特点，充分利用境内外不同市场利率及汇率优势，降低融资成本，并提供相应的汇率对冲等方案，为解决企业海外“融资难、融资贵”问题提供多种选择。

### (二) 有针对性地解决客户海外发展的痛点和短板

1. 探索跨境资本中介业务，满足对符合要求的客户海外融资需求

建议中国投行利用“资本+客户+牌照”的优势，积极探索资本中介业务的跨境模式，利用境内

相对成熟的业务模式，在符合境内外监管要求的前提下，通过已有的客户团队、相关业务的风控及监控流程，实现客户境内股票等资产在中国投行境内主体的质押，并充分发挥境外主体的牌照优势，满足客户在境外的融资需求。

## 2. 建立海外专业融资团队，提升客户境外直接融资能力

建议加强海外债权及股权融资等直接融资的业务团队建设，指导客户选择合适的时间窗口在境外发行股票、债券，同时积极丰富海外项目收益债、可转换债、永续票据等各类融资产品，通过丰富海外直接融资工具，更好地满足客户在海外的直接融资需求。就监管层面而言，建议进一步简化中资企业境外发行的审核程序与材料要求，以鼓励境内企业在境外的直接融资。

## 3. 给予符合一定条件的中国投行政策上的支持，提升服务客户境外各类金融需求、特别是跨境融资需求的能力

建议监管机构给予一定的政策支持，进一步放宽中国投行境内外融资渠道：一方面，对于已有的融资渠道，如发行债券、银行同业拆借、公司增资扩股等，降低发行门槛，简化审批流程，创造更有利的境内外融资条件；另一方面，借鉴成熟证券市场券商融资的成功做法与有益经验，积极稳妥地拓宽与完善中国投行新的融资渠道，如建立证券融资公司、允许公司开展融资融券收益权资产证券化业务等，提高负债经营能力，并在健全自身融资能力的基础上，为客户融资服务创造条件。

同时建议外汇管理机构给予符合条件的中国投行一定的集团年度专项外汇额度，明确该外汇用于国家政策鼓励的部分国家和地区（如“一带一路”

沿线）跨境项目的海外融资项目等用途；赋予符合条件的中国投行结售汇资格，拓展在资金账户、外汇服务和跨境结算等方面的基础服务。

## （三）建立基于金融科技的集团管控平台，加强跨境管控能力

### 1. 加强集团国际化制度流程建设，境外子公司不但要满足境内外的“国法”，也要遵守集团母公司的“家规”。

中国投行国际化要按照国际投行的规则来经营，对于一些“不合规矩”的市场行为，要根据海外市场当地的监管规范及时对海外分支机构的管理流程做出修正。如通过并购海外投行拓展国际市场，需要将母公司的管理流程融入当地已有的流程，使海外分支机构的运营不仅符合所在国的法律要求，也符合母公司的管理流程规范。

### 2. 跨国经营战略的实施须有相配套的组织架构保证管理的有效性

海外运营战略的落地须有适当的组织管理加以配合，组织架构则是保证有效管理的基础和框架。建议国际化运营的中国投行采用矩阵架构，并针对不同业务以及相应客户的特征进行改善：比如投行板块对接的客户多是大型跨国企业，应偏重全球化的矩阵式组织管理架构，进行统一的客户维护和管理；而经纪业务的客户更多是当地客户，则可以给予不同地区的经纪业务部门一定的决策自由，提高其响应当地需求的速度。

### 3. 建设集团一体化的综合管理系统平台

建议进一步加深中国投行信息化程度，把更多的业务搬上信息化平台。要尽快为各个业务部门零散的信息系统构筑统一的数据底层和信息平台，打通各部门之间的信息，将不同国家海外分支机的业

务和管理流程整合到集团统一的平台上，真正实现集团的全球化信息管理。

#### （四）加强对国际化人才的培养，建立国际化人才队伍

##### 1. 加强人才融合，推行“本土化”策略

以“融合”的态度和方法贯穿海外机构的经营管理。在并购初期，向被并购企业派遣高层领导者对海外机构进行管理的同时，需要尽量留用被并购海外企业的中高层管理者，既要“管理”，也要“学习”。对于外派海外人员，不仅包含管理层，还应包含其他各层级人员，让他们尽快熟悉当地业务和金融市场规范，适应当地文化，学习国外的管理流程和模式等。

##### 2. 完善人事外派制度，建立国际化人才储备

完善的人事外派制度不仅应当包含驻外员工的福利、返回国内后的安排等，帮助外派人员解除后顾之忧，还应当包含外派员工如果在外派期间离职等情况的说明。国际化人才储备也应该从多方面着手，比如基于管理培训生的框架，选拔一批具有国外留学背景的海归金融人才，先在母公司轮岗，熟悉公司的文化以及管理运营，然后外派到海外分支机构进行轮岗培训；又比如定期在各业务部门选拔对海外业务感兴趣的业务骨干，外派到海外分支机构学习一段时间，回国后既可以作为母公司原部

门的储备干部，又可作为海外新业务拓展的储备力量。同时集团总部可以设定将每年营业利润的固定比例投入公司的国际化人才培养，使培训的资金投入与业务增长挂钩。

#### （五）中西合璧再造企业文化，加强对境外当地法律和监管的研究

1. 境外子公司企业文化既要入乡随俗，又要发扬中国文化兼容并蓄的特色

文化培训可以加强员工对不同文化环境的反应和适应能力，促进不同文化背景员工之间的沟通理解，并传递公司共同的文化，形成文化感召力和凝聚力。同时，企业文化不是一成不变的，尤其是海外企业文化建设，需要结合中西方文化的特点，围绕有利于开拓国际市场的方向，中西合璧、取长补短。

##### 2. 合规管理要有全球化视野

中国投行应结合海外监管要求，对公司国际业务的合规流程与制度进行整体设计，并为每项制度配备操作流程指引。在操作流程指引中，针对每个高风险领域，详细规定控制环节、控制目标、管理职责等内容，以确保按照规定实施合规管理。此外，留用或聘用熟悉海外当地金融市场规则的专业合规风控人才，给予当地合规部门独立的架构使其能直接向董事会负责，并严守当地合规要求，开展属地化经营。SAC

#### 参考文献：

- [1] 搜狐财经. 全球顶级投行盈利模式分析[EB/OL]. [https://www.sohu.com/a/192530389\\_816142](https://www.sohu.com/a/192530389_816142). 2017-09-17.
- [2] 搜狐财经. 郭松: 构建跨境融资宏观审慎管理框架[EB/OL]. [http://www.sohu.com/a/214215824\\_184153](http://www.sohu.com/a/214215824_184153). 2018-01-02.
- [3] HSBC Holdings plc. HSBC Holdings plc Annual Report and Accounts 2012[R]. 伦敦: 汇丰控股有限公司, 2013.
- [4] HSBC Holdings plc. HSBC Strategy Update: Return to Growth and Value Creation[R]. 伦敦: 汇丰控股有限公司, 2018.
- [5] 李茜. 汇丰组织结构变迁及对国内大型银行的启示[J]. 海外视界, 2013, 320(3): 47-49.
- [6] HSBC Holdings plc. HSBC Holdings plc Annual Report and Accounts 2016[R]. 伦敦: 汇丰控股有限公司, 2017.
- [7] 和讯新闻. 野村“堕落”内幕交易丑闻促使CEO、COO双双辞职[EB/OL]. <http://news.hexun.com/2012-08-10/144632790.html>. 2012-08-10.

# 证券公司差异化发展与特色化经营研究

■ 海通证券股份有限公司\*

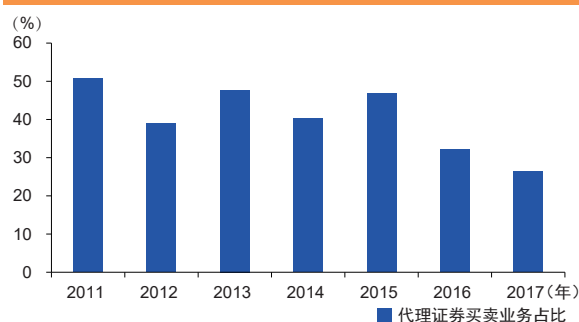
## 一、国内证券公司差异化发展现状及问题

### (一) 国内证券公司盈利模式及竞争结构变化

2010年后，受到互联网业务快速发展及业务管制放松的影响，证券行业佣金率大幅下行，掀起了证券公司以创新求发展、扩宽收入渠道、减少对经纪业务的依赖、力求均衡发展的全新发展道路。这一过程与20世纪80年代美国投行佣金自由化后大力发展其他业务的经历非常相似，在这个过程中，毛利率水平不断提升的资产管理业务、证券投资业务和收益率稳定较高的投行业务受到更多的青睐。

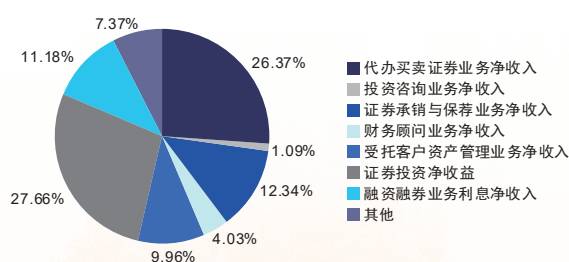
盈利模式变化显著。2011年行业证券经纪业务收入占比仍达到50.67%，是证券公司最主要的收入来源；随后其占比逐步下滑，截至2017年，证券经纪业务收入占比已经下滑至26.37%（见图1）。证券投资收益、资产管理和利息收入均从以前不足5%的占比上升至10%以上的较高水平；特别是证券投资收益，连续6年收入占比20%左右，成为证券公司的主要收入来源（见图2）。

图1：2011年以来，证券经纪业务收入占比逐步下降



资料来源：Wind资讯。

图2：2017年证券行业业务收入结构



资料来源：Wind资讯。

在盈利模式呈现显著变化的同时，行业竞争结构也有明显提升，行业成熟度提高。截至2017年底，我国证券行业前十大券商的总资产占比（CR4）达到32.14%，比2007年提升3.76个百分点。

\* 作者简介：课题负责人：路颖，海通证券研究所所长，CFA，复旦大学经济学博士；曾荣获上海市劳动模范、上海市三八红旗手、黄浦区专业技术拔尖人才等荣誉称号，唯一同时获得《新财富》杰出研究领袖和白金分析师的证券行业人士；曾在《经济研究》、《中国证券报》等报刊发表论文，参与的课题曾荣获交易所、监管部门等组织的多项优秀研究成果奖项。课题组成员包括：朱蕾、陈久红、王旭，均为海通证券研究所分析师；孙瑞，上海立信会计金融学院讲师；李昱喆，辽宁大学本科生。

点；CR8达到49.60%，比2007年提升5.15个百分点。营业收入CR4达到37.55%，净利润CR4达到34.7%，分别比2007年提升11.89及9.83个百分点（见表1）。这表明，十年间国内证券行业的集中度有明显提升。根据贝恩的行业竞争格局理论，我国证券行业处于寡头垄断阶段。

表1：我国证券公司规模与营业收入集中度（单位：%）

时间 (年)	总资产		净资产		营业收入		净利润	
	CR4	CR8	CR4	CR8	CR4	CR8	CR4	CR8
2017	32.14	49.60	27.31	41.07	37.55	53.60	34.70	51.46
2016	34.05	50.92	28.30	41.78	34.30	50.27	29.39	46.01
2015	32.70	50.93	30.44	44.73	28.71	47.31	26.67	44.49
2014	34.81	51.30	28.53	43.12	30.14	46.61	31.93	48.02
2013	34.29	49.05	29.82	42.67	27.50	43.83	34.01	52.92
2012	28.54	43.59	30.94	43.33	27.50	43.66	36.25	54.75
2011	27.00	42.22	31.56	44.47	35.31	51.51	51.94	69.35
2010	24.84	41.12	31.16	44.54	29.66	44.96	29.73	45.31
2009	26.76	42.62	32.09	44.53	26.39	41.72	26.12	41.47
2008	29.02	43.71	34.87	45.60	34.71	49.84	39.51	53.26
2007	28.38	44.45	36.69	48.43	25.66	41.23	24.87	40.27

资料来源：Wind资讯。

## （二）证券公司差异化发展方向及特色化经营案例

2010年来，在市场规模没有显著增长的背景下，佣金自由化、互联网技术的冲击对行业产生重大影响，以往行业保护所带来的垄断利润已经无法持续，行业正处于整合蜕变的关键时期。在这样的行业背景下，许多证券公司开始意识到差异化竞争、形成特色经营的重要性，并以实际行动实施差异化竞争战略。根据规模、业务和客户区域特征，梳理出目前国内券商初步成形的差异化模式，包括大型综合券商、专业化券商（包括互联网券商）和

区域性券商。

### 1. 大型综合券商

全能投行典范——中信证券。中信证券在各项业务中实力雄厚，是定位于发展全能型投行的典范。以全能投行为发展目标，须拥有雄厚的实力和全方位的产业链优势，中信证券正是具有这样优势的行业领头羊。2017年，中信证券紧密围绕“做大客户市场、提升综合服务能力”的工作方针，在市值、总资产到营业收入各分项，均在行业中排在首位，行业龙头地位稳固。其中，股票承销规模、债券承销规模、境内并购重组（证监会通道类业务）交易规模、资产管理业务规模、融资融券余额、利率产品销售总规模等多项业务均处于行业第一位；经纪交易规模处于第二位（见表2）。

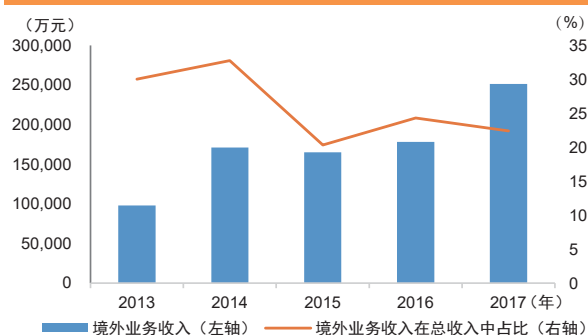
表2：我国优势券商主要业务指标排序（2017年）

	市值	总资产	营业收入	净利润	经纪业务收入	证券承销净收入	资产管理业务净收入	融资融券净收入	投资业务净收入
中信证券	1	1	1	1	1	1	1	5	1
国泰君安	2	3	2	2	2	4	6	1	5
海通证券	3	2	3	4	9	2	4	2	2
广发证券	4	5	4	5	6	3	2	15	3
华泰证券	5	4	5	3	7	7	3	3	4

资料来源：Wind资讯。

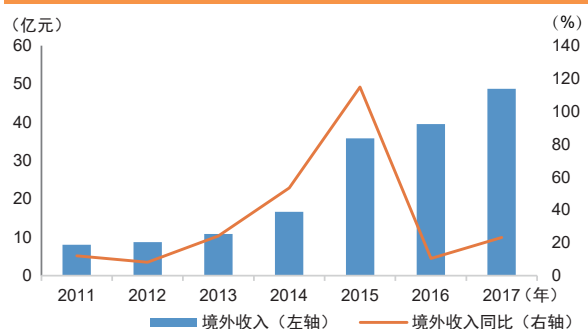
除中信证券以外的其他大型券商，在一些业务领域也形成了特色化的竞争优势。如中金公司和海通证券2017年在国际化业务上，海外收入占比分别达到22%和17%，其中海通证券为国际化发展后起之秀，其境外收入快速提升，从2011年的7.22亿元上升至2017年的48.73亿元，6年间增长约6倍（见图3和图4）。另外，华泰证券和中信建投证券分别在零售业务、投行业务领域拥有发展优势。

图3：中金公司海外收入及其占比情况



资料来源：Wind资讯。

图4：海通证券境外收入同比增长情况



资料来源：Wind资讯。

## 2. 专业化券商

(1) 资管业务差异化——东方证券。中信证券的资管子公司就是定位全能投行背景下的资管战略典范。截至2018年7月底，中信资管共发行产品341个，资产净值合计1048亿元。其中债券型、混合型、货币市场型和股票型基金分别为397.64亿元、296.08亿元、182.71亿元和25.99亿元。此外，其另类投资基金规模达到143.11亿元，显示了其资产管理与一级市场密切的相关性。

相较之下，定位精品投行的资管，在品种上就更为精简，也由于一级市场、国际市场的业务局限，并不强调在另类投资、海外资产方面资产管理布局。中小券商中，关注资管业务的代表性证券公司包括东方证券、第一创业和财通证券。2017年，

东方证券自营投资与资产管理业务合计占比均在60%以上。作为一家实力较为雄厚的全国性券商，其资产管理业务一直保持着较高的业务占比。

(2) 互联网券商——国金证券。结合自身战略差异，互联网券商主要分为两类：一类是定位全能银行的券商发展互联网券商业务，大力发展互联网相关业务，看重的是互联网对客户的揽聚能力，经纪业务并不是其获利的重点，将互联网资源与其固有的强项投融资产品进行供需匹配，实现综合金融服务才是关键。另一类是专业化的互联网券商，本身并没有全能投行其他强项业务的支持，而是利用互联网企业技术实力的支持，在提供低成本的经纪业务、优良的客户交易体验的基础上，快速获取客源，在此基础上拓展其他相关的投行业务。

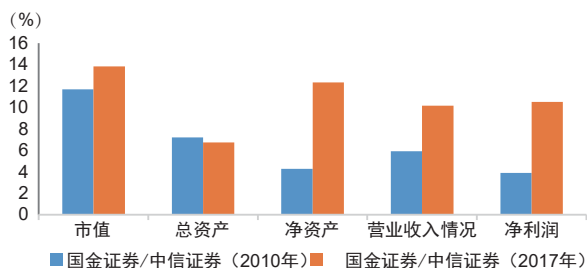
国金证券在2011年前是一家优势并不突出的区域证券公司，按照总资产、净资产、营业收入、净利润在上市公司中的排序，均在20位开外。在互联网证券业务发展的浪潮中，国金证券抓住技术革新与业务创新的机会，成为互联网券商快速发展的典范。

2013年国金证券首先提出“互联网+金融”理念，与腾讯建立战略合作关系，打造在线金融服务平台，实现理财服务的线上线下贯通。2014年2月，国金证券联合腾讯推出佣金宝，成为首个互联网服务产品，在线提供包括网上开户、网上交易证券、基金买卖一揽子服务。与此同时，利用腾讯的流量导入，佣金宝大胆地将佣金降至远低于行业平均水平的万分之二。产品推出后，国金证券迅速累积了大量客户，佣金宝面世的近3周内，平均每周开户数量为16.8万户，较之前提高10倍有余。2014年10月，国金证券深化与腾讯的合作，入驻微众银

行，合作开发新的金融业务。2015年，国金证券更进一步与百度签署战略合作协议，在金融大数据、移动证券业务领域进行合作。

2017年国金证券营业收入43.9亿元，较2011年底的10.79亿元增长3倍，而同期行业整体营业收入增长仅为2.3倍。2017年国金证券的净资产、营业收入、净利润排序从2011年的30名开外提升到20名以内，行业地位得到显著提升（见图5）。

图5：国金证券提升对比图



资料来源：Wind资讯。

国金证券差异化竞争获得成功主要得益于：其一，在经营理念上，重视与互联网企业的合作，将自身行业特性与技术相结合，充分利用互联网企业的先进生产力和网络流量导入，发挥后发优势；其二，国金证券能在创新中不断完善和拓展业务模式，把经纪业务的优势向其他业务链条拓展，以点带面，持续发展。

### 3. 区域券商

在国内进行差异化竞争道路选择时，具有较强实力的大型券商利用自身雄厚的基础进行全国布点，实施全面化的竞争策略。而对于中小型券商，若母公司所在地是北、上、广、深之外的二线发达地区，则往往选择深耕母公司所在地的策略方针，会获得差异化竞争的意外效果。例如江苏的东吴证券、浙江的财通证券，都在区域竞争中获得了较好的成绩。

东吴证券根植于苏州。成立之初，由于政策的限制，东吴证券的业务全部集中于苏州地区。1997-1998年，在信托行业清理过程中，东吴证券在政策引导下收购了问题信托的营业部、资产、客户和人员，一方面获得了增资扩股的机会，另一方面也为苏州市完整网点的建设打下了良好基础。作为当时苏州的独营券商，东吴证券在服务当地企业、盘活当地资本市场的业务开展中获得了较快发展。这个阶段，东吴证券的“根据地战略”是被动的战略选择。

2001年中国证监会核准苏州证券有限责任公司增资扩股至10亿元，并更名为“东吴证券有限责任公司”后，管理层曾制定过走向全国、将来要走向世界的新战略，并实施了业务总部迁到上海的扩张举动。之后由于市场状况变化、自身经营的优势受限等多方因素让管理层逐步认识到，要找寻适合自身优势和特点的差异化竞争道路。这样，植根苏州的主动“根据地战略”才逐步形成。

其一，在管理机制上，在县级市设立分公司，对接地方政府。同时，把投行分成7个事业部，每个事业部对接一个县市，将投行业务深入到县市。分公司不在政府机构的序列当中，但是它参加当地政府的相关会议，参与当地的各种经济金融活动，成为区域经济发展的重要组成部分。在这样的策略指导下，地方政府也更加积极重视与东吴证券的业务合作。

其二，在业务开展上，尽力做好资本中介，顺应时代的发展，以客户需求为导向，从全业务链的角度打造面向客户的“大服务”模式，实现各模块的业务协同与资源共享。

经过多年发展，东吴证券获得了快速增长。截至2017年底，东吴证券净资产210.56亿元，较2007年增长13倍，业务结构也从2007年经纪业务占比超过70%的单一结构转化为投资资产管理业务、证券承销等多项业务齐头并进的多元化经营模式。

### （三）行业发展问题

第一，龙头券商竞争力有待增强。大型券商的规模和盈利增速没有显著优势。2007年来的十年间，行业净资产同比增长4.88倍，前四大券商的净资产增长仅为3.09倍；十年间，前四大券商的净资产增长率也仅有3年超过行业平均水平。从营业收入来看，两者增速基本相仿，均为1.5倍。这充分说明我国行业龙头企业并未获得显著的竞争优势。另外，行业内第三至第十位的位次不够稳定，队内竞争依然激烈。

第二，众多券商存在“求大求全”心态，核心竞争力较为薄弱。我国证券行业中大多数证券公司仍未意识到差异化竞争的重要性，仍处于行业相对保护环境下“靠天吃饭”的生存模式中，不能摆脱同质化竞争，更没能形成真正不可替代的核心竞争力和显著的经营特色。而部分从差异化竞争中获利的证券公司在获得长板后，并未继续加强自身的优势，反而在业务上更加注重全面铺开，在条件并不成熟的前提下一味“求大求全”，弱化了曾经获取的差异化竞争优势。

第三，“一参一控”政策因素及国资股东背景导致行业内资源浪费或闲置。参照海外经验，在行业竞争加剧、寻求差异化竞争过程中，行业内并购非常活跃。这种基于业务重整的并购不仅强化了优势券商的强项业务，也解决了落后券商的经营

困难，是优化行业运行结构、提升行业整体活力的重要举措。但在我国，由于“一参一控”等牌照管理方面的政策因素及控股股东国资背景、地域限制等政治方面因素的影响，行业内并购重组实现难度大，存在资源浪费或闲置的情况。

## 二、境外证券行业发展经验总结

我们对美国、日本、韩国、中国台湾地区等代表性海外市场证券行业的竞争结构、差异化发展模式及特色化经营案例进行了系统梳理，不仅借鉴成熟市场的经验，同时对新兴市场证券经营机构在差异化发展过程中的同类问题进行反省、总结，以更加充分地国内证券行业的经营发展提供政策及战略层面的建议。

研究发现，美国证券市场从规模大小与业务种类两个维度，将投资银行初步分为大型投行、精品投行及中型市场投行等（见图6）。其中公司规模大（人员规模超过10000人）且业务覆盖范围广的归为大型投行（Bulge Brackets），而业务领域较为集中、业务类型较少的则为精品投行（Boutique Bank，主要从事并购顾问业务），或为折扣经纪商（Discount Broker，主要以低佣金为投资者提供证

图6：美国投资银行基本分类



资料来源：海通证券研究所。

券经纪业务），而居于大型投行和精品投行之间的便是中型市场投行（Middle-Market Banks）。采用这一分类方式，对美国市场的9家特色化投行及日本、韩国、中国台湾地区的4家典型券商进行详细的案例分析，得到如下结论。

## （一）大市场、大行业，是证券公司差异化、特色化发展的重要条件

从美国、日本、韩国、中国台湾四个国家和地区证券行业发展的集中度看，虽然美国投行业是发展时间最久、最为成熟的市场，但美国市场的行业集中度最低。从证券公司的差异化和特色化发展看，美国投资银行业业态丰富，大而全的大型投行、小而精的精品投行、稳健的中型市场投行、特色化的折扣经纪商百花齐放。美国开放而自由的市场和行业环境，为投资银行的业务发展造就了广袤的土壤，为差异化、特色化发展提供了更多的可能性。

美国拥有全球最大、最成熟的资本市场，不仅拥有多层次的股票债券市场，汇聚了全球各地的企业资源，同时衍生品品种丰富、交易频繁，吸引了全球的投资者。在“宽进严管”的投资银行牌照体系管理下，投资银行数量众多，从业人员规模巨大，资本市场业务有序开展。行业结构由市场参与者自由竞争所决定，宽准入口是促成美国证券行业差异化竞争模式得以形成的一个重要因素。在美国，除了大型投行占据市场的主要份额外，中型市场投行、精品投行及折扣经纪商共同构成了美国资本市场多样化的生态环境，多种盈利模式相互制衡、相互依存。

## （二）成功的特色化经营源于对目标客户和业务模式的精准定位，以及与时俱进的动态调整

无论是大型投行还是中小型投行，都希望通过

建立具有特色的业务模式在行业竞争中脱颖而出。大型投行往往经历了明确业务模式、定位目标客户群、甚至舍弃一些已有业务板块、集中力量办大事的成长过程。比如，美林证券在2006年前一直是卖方资产管理和买方资产管理两手抓，但由于买方资产管理业务规模增长缓慢、第三方产品销售的收费率高于自有产品的管理费率，2006年2月，美林剥离买方资产管理业务，将资产管理公司Merrill Lynch Investment Managers (MLIM) 并入贝莱德集团，换取后者49.8%的股权。由此，美林成为纯粹的卖方资产管理公司。高盛在20世纪70年代仍是名气一般的小型二流投行，在当时“恶意收购”浪潮兴起之时，高盛率先打出“反收购顾问”的旗号，帮助那些遭受恶意收购的公司请来友好竞价者参与竞价、抬高收购价格，或采取发托拉斯诉讼，用以狙击恶意收购者。由此逐步进入并购市场，累积企业资源。并购业务迅速发展，业务收入快速增长。1966年业务收入大约是60万美元，1980年该项业务收入规模上升到9000万美元，1989年则上升至3.5亿美元。

精品投行虽然缺乏规模优势，但是一旦建立专业、特色的业务模式，业务能力也不逊色。黑石投资在初创之时从事并购重组财务顾问业务，并在1987年成立私募股权投资部门。由于在投资管理领域的扩大和深入，公司担心财务顾问业务和资产管理两大业务之间存在潜在利益冲突，因此将财务顾问业务分割出去，成为独立的另类资产管理人。Jefferies和Stifel Financial分别在可转债和高收益债、小型证券市场等利基市场建立竞争优势。前者在美国可转换证券市场排名第3位，市场占有率超过10%，在2017年被Greenwich Associates评为全美固定收益市场最具

进步奖，被固定收益客户列为全美最佳交易平台第10名；后者在2017年汤姆森路透分析师奖项全球小型股票覆盖数量领域的评选中，居于第二位。

### （三）机构业务是大型券商脱颖而出的关键

大型投资银行不仅注重机构业务，而且在组织架构上均形成独立的机构客户部门，利用其综合服务能力更好地满足机构客户的业务需求。2009年高盛“机构客户服务”部门独立以来，机构客户部对公司的净收入贡献平均高达51%，在2008年交易业务带来大幅亏损的局面下，机构客户部实现223.45亿美元的净收入，成为集团的业绩支撑。再看摩根士丹利，2009年来其机构证券业务的净收入贡献平均为52%，基本与高盛相当。在资产管理业务上，高盛和摩根士丹利也更注重机构客户和高净值客户，摩根士丹利甚至在2010年将零售资管业务出售，使其资产管理部专注于机构客户及高净值客户。日本的前五大证券公司占据了投资银行业务市场约80%的市场份额，而网络经纪商占据了零售业务80%的市场份额。

机构业务中，投资银行业务是投资银行的立根之本，该项业务可以反映投行的信誉、业务能力和行业地位，高盛、摩根士丹利、摩根大通等均是证券承销和并购业务领域的佼佼者，投行业务也一直是公司收入的重要贡献者。证券交易业务展现投行定价和撮合能力，以高盛、摩根士丹利为代表的一流投行都曾凭借卓越的交易撮合能力奠定了市场地位。2017年高盛做市商交易实现营业收入近76.6亿美元，收入贡献超过23.9%。2017年摩根士丹利做市交易实现营业收入108.7亿美元，占总营业收入的31.5%。机构业务的优势同时也能够为零售市场提供更强大的产品支持，是证券公司提高竞争力的重要基础。

### （四）金融控股集团成为投行市场的主角，独立投行面临更大的竞争挑战

金融控股集团突破单一的业务限制，在多种金融业务的经营中形成规模经济、协同效应、分散风险等优势。经过20世纪末和21世纪初大规模的兼并收购，全球大型独立投资银行的数量大大减少，美国次贷危机后，雷曼兄弟破产，美林证券被美国银行收购，贝尔斯登被摩根大通收购、高盛和摩根士丹利均转型为银行控股公司，十大投行中独立投资银行的模式不复存在。在日本和韩国也发生了同样的情况。日本前五大投行中三家为银行系券商，韩国大型金融集团近几年也陆续并购三家传统独立大型券商，带来韩国龙头证券队列的大洗牌。在进行海外业务拓展的新兴经济体证券公司中，大多已经实现金融混业经营，或本身隶属于具有商业银行背景的金融集团。

### （五）投行、业务和资管能力不足，导致新兴市场大型券商的国际化进程较慢

韩国和中国台湾地区的龙头券商近年来纷纷加快国际化布局。总的来说，与野村证券这种已经完成国际化进程的大型投行，元大证券、三星证券的国际化还处于起步阶段。目前元大证券在海外的布局包括中国香港、新加坡、泰国、越南、日本及美国等；三星证券在中国香港设立了亚洲总部，在伦敦、纽约、新加坡和东京拥有分行，海外收入占比不足5%。

这些投行在人才储备、投行、业务、资管等能力方面无法与国际一流投行媲美。元大证券在业务结构上，仍以经纪业务、利息收入和自营为主要收入来源，合计比例超过90%（2017年财报数据）；三星证券以经纪业务和金融产品销售收入为主要收入来源，合计比例约为75%。

## （六）业务结构单一，可能带来业务前景的不确定性及收入放缓的风险

在2008年次贷危机后，美国不少精品银行正在涉猎除了并购业务以外的领域，主要是源于并购业务前景的不确定性。全球并购交易的规模已经放缓，2016年全球并购总额下降了18%。为了保障公司业务收入的持续稳定增长，一些精品投行开始考虑收入的多元化，包括罗斯柴尔德、拉扎德和Evercore Partners Inc均在寻求包括债务重组、公司治理及投资咨询业务来增加业务收入。更多小型投行模仿凯雷投资集团和黑石集团等私募股权投资公司，在能源、房地产、贷款等投资领域建立多元化的业务。2014年Evercore已经收购了专注于市场研究的经纪商Institutional Strategy & Investment，以求在资本市场业务（如首次公开发行）领域的发展。黑石投资保持其稳定收益率的秘诀之一，即在于投资品种的多元化，利用更广阔的平台来分散风险，如在经济低谷，地产基金表现不佳，但信贷基金通常表现较好，源于基金产品拥有较长的存续期，通过较长期限可以平抑周期冲击，保持整体业绩。

从网络券商的发展看，纯经纪业务模式的盈利能力相对其他成功模式低。盈透证券和E\*Trade在2012 - 2017年的平均ROE水平约为6.86%和4.74%，低于TD（银行合作模式）和嘉信理财（财富管理模式的）13.9%和12.5%。因纯经纪业务模式与市场表现密切相关，抗风险能力也较其他折扣经纪商弱。日本网络券商虽然占据了零售经纪业务80%的市场份额，但在各家佣金率纷纷触底的情形下，网络券商也致力于拓展新的业务（如交易业务），以增加收入来源。

## 三、政策建议

### （一）发展大市场，拓展市场深度、广度及国际影响力，奠定行业发展优质土壤

资本市场是证券行业发育和成长的土壤，行业的发展成熟、个体的差异化竞争均离不开市场的培育，也是来自市场化的发展选择。目前我国股票市场是全球第二大股票市场，债券市场是全球第三大债券市场，资本市场在全球的影响力逐渐上升，金融市场的对外开放也已成为金融市场持续发展的新趋势。

然而，不少优秀企业依然选择在境外上市，国内投资者和证券公司均失去共同分享企业成长和成功的机会。衍生品市场的缓慢发展，制约了机构投资者的交易方式及对海外投资者的吸引力。新加坡市场富时A50股指期货（基于中国A股市值规模最大的50只股票编制的指数），由于保证金要求低、交易时间长等特点，其成交金额大，交投活跃。

建议多渠道推动股权融资，完善直接融资市场建设；促进债券市场主体归位尽责，推动债券市场产品创新；进一步丰富场内衍生工具，尽快推出包括股指期货、股票期权、商品期权等品种，优化保证金制度等市场机制，提升对期权做市商的激励程度；加大市场对境外投资者的开放程度，利用自贸区平台、与异地交易所的联动等机制，有节奏且可控地扩大我国资本市场的影响力。

### （二）打造大行业，优化牌照管理体制，适当放开“一参一控”限制，支持行业内适当的并购机会

囿于历史原因，我国社会融资结构长期以银行主导的间接融资为主，直接融资体量相对间接融资体量差距十分明显。以间接融资为主的融资结构，

客观上造成了国内资本市场的发展速度有限，证券公司在整个金融体系的地位和影响力相对银行业不够突出，证券公司作为现代投行的交易、托管结算、支付、融资和投资等基础功能与银行相比存在不小差距，且迟迟未予完善。在此背景下，国内证券公司所能提供金融服务的深度和广度有限，在参与银行间市场、壮大托管业务规模、拓宽融资渠道等方面也面临诸多障碍，规模体量自然也就难以出现质的飞跃，迟迟未能形成能与银行等金融机构比肩的一流投行和系统重要性机构。

建议优化境内证券牌照管理体制。通过“宽进”明确界定证券监管范围，吸引更多资源进入证券行业，优化市场竞争结构和促进行业盈利模式转型，打造健康的行业发展生态。通过“严管”确保市场公正、有序和防止欺诈，保护投资者利益和防范系统性风险。建立基于证券交易、证券投资顾问、资产管理、融资服务等牌照管理类别，较好地与我国现有的证券经营机构准入和监管体系相衔接，也遵守国际通用的惯例和标准，实现与国际市场的衔接。

建议我国适时放开证券公司之间“一参一控”的限制，支持证券行业的兼并、联合，鼓励市场化竞争，利用一些政策工具对证券公司兼并与重组进行引导，进一步提升行业集中度，优化行业资源配置，做大做强证券主业。国内大多数证券公司均由国有资本控股，由于地域、政治方面的因素及证券公司内“一参一控”的限制，尽管行业内一些区域小券商面临经营亏损的财务困难，但是“以大吃小”的情况并不多见，资源闲置或浪费的现象并不少见。纵观美国大小投行的发展历史，几乎无不是经历了行业内的并购才形成了目前的格局。通过行

业内的并购整合，大型投行可以丰富其业务条线，精品投行可以加强特色业务优势，折扣经纪商则可加强技术投入，延伸业务布局。

### （三）支持证券公司向其他金融业务延伸及合作，增强综合经营及风险管理能力

建议允许试点公司通过直投或境外子公司等合适途径，适时进入银行、信托、保险等其他金融业态，对标国际投行综合化经营模式，探索综合金融服务，提升服务实体经济的能力，在将来金融业格局的划分中抢占机遇，占据有利地位。

然而，独立经营模式仍将在较长一段时间内维持主流地位。从美国投资银行业的发展历程看，在金融混业模式下，大型独立投行逐渐在组织形式上转变为金融控股模式，但一些专业化投行仍旧保持轻盈的盈利模式和独立的投行身份，通过在特定业务领域的特色化经营，获取较高的市场份额和较强的盈利能力，独立经营模式和以金融控股公司为代表的综合经营模式长期并存并相互补充。我国金融业在未来比较长的一段时间内仍将采取分业监管的监管体制，商业银行直接控股非银金融机构存在明显的制度障碍，因此，大型投行以金融控股公司模式开展业务虽然是大势所趋，除了政策障碍外，综合性业务的开展是在金融创新和管理创新基础之上，其进程较慢。在此背景下，证券公司可加强与其他金融子行业的合作，在客户、业务及区域上进行多方面的合作，试图实现多方共赢，提高资源配置效率。

### （四）建议证券公司实事求是，制定基于规模、业务和区域等维度的公司战略

通过对四个国家和地区市场的分析可知，规模和业务是界定券商类型的主要特征。规模大、业务

全的被称为大型投行；规模中等、业务较全的被称为中型综合投行；资本规模不大、专攻某些业务领域的被界定为精品投行，其中专攻于网络经纪业务的则被称为网络经纪商；资本规模较小、业务主要集中于某些区域或在某些地区占有较高的市场份额的，可被称为区域性投行。当然，投资银行的规模、地位、业务范围并不是一成不变的。大型投行也是从中小型投行发展壮大而来，业务模式也可能经历了从精品投行向综合投行的转变。

因此，建议国内证券公司基于个体规模、业务和区域三大维度，以实事求是为基本原则，摒弃盲目“求大求全”的不良心态，通过对行业的整体把握、与同行的多方位比较，深入分析自身的优劣之处，结合国内证券行业未来发展趋势和国外成熟及新兴市场的投行发展经验，量身定制战略规划，不可夸大自我、藐视竞争对手，亦不可短视、满足现状。

综合型证券公司必须是市场的中坚力量，具有

资本市场组织交易、提供流动性的雄厚实力，同时能对金融风险进行准确定价。这样的要求不仅是资本实力的要求，也是对券商技术实力、人才储备、长期的市场领导地位的要求。要以全能银行为目标，具有均衡发展的盈利结构、完整的全产业链和合理的管理架构，同时具有较强的风险管理能力。否则，不仅不能从综合型券商的管理体系获利，反而会因为巨大的资金成本和管理问题拖垮公司。

定位于精品投行的券商，在重点领域必须有特殊的优势。以并购业务为特色的投行，需要有很强的行业背景和专业咨询能力，具有合理并购交易的管理框架，有利于并购策略的实施。以专业资产管理为特色的投行，则需要优良的人才储备和显著高于市场的主动投资管理能力。同样，如果定位于互联网券商，就需要有较为深厚的专业金融技术背景和支持，同时有低成本的优势和优良的交易平台客户体验。SAC

## 参考文献：

- [1] 海通证券李迅雷等. 证券经营机构牌照管理境外经验与我国业务牌照管理体系研究[R]. 中国证券业协会2014年重点课题研究报告, 2014-09.
- [2] 蒋健蓉, 钱康宁, 龚芳. 证券公司核心竞争力及评价研究[R]. 上海: 申银万国证券研究所, 2015-01-14.
- [3] 李明亮, 陈久红, 周洪荣, 倪玉娟, 朱蕾. 扬帆出海, 布局未来: 国内券商国际化战略探讨[R]. 上海: 海通证券研究所, 2012-10-30.
- [4] 刘庆元, 刘宝宏. 战略管理分析、制定与实施[M]. 东北财经大学出版社, 2001.
- [5] 齐鲁证券. 美林证券业务考察报告[R]. 2011-12-21.
- [6] 乔春雨. SBI证券: 打造金融生态系统 成就日本最大互联网券商[D]. 2017-01-05.
- [7] 孙婷, 何婷. 日本证券行业的荣与觥——日本非银金融调研系列之一[R]. 2016-10-25.
- [8] 翁媛媛. 高盛投行业务转型与创新之经验借鉴[J]. 中国证券, 2013(1).
- [9] 周洪荣, 李明亮, 朱蕾. 从美国商业银行拓展证券业务的历程看我国证券行业开放和发展[J]. 中国证券, 2013(7): 2-10.

# 中国投资银行集团管控与一体化发展模式研究

■ 海通证券股份有限公司\*

## 一、中国投资银行实施集团管控、推动一体化发展具有现实的紧迫性

### (一) 集团化经营管理方式转型是让管控“灵魂”跟上发展“脚步”的重要路径

1. 随着证券行业的发展，以母子公司为主体的集团架构逐渐成为中国投资银行，尤其是大型综合类投资银行的重要组织形式

回顾我国资本市场不断深化改革和对外开放的过程可以发现，促使投资银行集团化发展的原因主要有两方面：一是监管政策的引导为我国投资银行集团化发展提供了良好的市场环境；二是投资银行自身业务发展的内在需求是我国投资银行集团化发展的又一重要驱动力。

目前，中国投资银行子公司的业务范围主要涵盖经纪、投行、资产管理（含公募基金、私募基金）、期货、另类投资等金融子领域，全行业子公司资产总量及占比持续提升。从2014到2017年，中国投资银行的子公司总资产由5321亿元增至14258亿元，占行业合并口径总资产的比例从12%提升至19%。

以母子公司为主体的集团架构在大型综合类投资银行中尤为突出。选取行业历年总资产规模排名

前5位的中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券，从2010年到2017年，这5家投资银行的子公司总资产之和从1041亿元增至6599亿元，8年年复合增长率达到30%；样本投行的子公司总资产占其合并口径总资产的平均比例从18%提升至28%。同期，样本投行的平均子公司家数从23家增长至60家。

2. 子公司作为中国投资银行的重要构成部分，其业绩贡献越发突出

随着中国投资银行子公司数量和资产总量的增加，其对集团的收入贡献也同步增长。从2014年到2017年，证券行业子公司的营业收入总额从451亿元增至1082亿元，占投资银行合并口径营业收入的比例从15%大幅提升至26%。

在大型综合类投资银行中，子公司的收入贡献也更为明显。选取同样的样本，从2010年到2017年，上述5家投资银行的子公司营业收入之和从155亿元增至591亿元，8年年复合增长率达21%；样本投行的子公司营业收入占集团合并口径营业收入的比例从24%提升至43%。2016年以后，样本投行的子公司盈利能力超越母公司，其主要子公司的平均净资产收益率（ROE）普遍高于所属母公司的净资产收益率。

\* 作者简介：课题负责人：吴淑琨，博士研究生，海通证券战略发展部总经理，主要研究方向包括战略规划、公司治理、企业及私人客户财富管理；著有《公司治理与中国企业改革》，主持或参加国家、省市和企业咨询课题四十多项，获得省部级奖项10多项，在《经济研究》等国内外报刊杂志上发表论文130余篇。课题组成员包括：江孔亮，海通证券战略发展部副总经理，具有10多年证券行业经验，主要研究方向包括行业研究、合规管理等；陈玮、麦其芑、王浩、谢康、徐心航、邓荣超均为海通证券战略发展部资深工作人员。

3. 在中国投资银行集团化“脚步”快速迈进的过程中，集团管控的“灵魂”表现出明显的滞后

诸多实践充分表明，中国投资银行对集团成员企业的管理更多地跟随业务的发展呈现“打补丁”的状态，无论是从整体架构的顶层设计，还是制度体系的全面构建，到管控流程的搭建落实，管控的“灵魂”都没有跟上集团化发展的“脚步”。因此，中国投资银行亟待通过实施集团管控强化对成员企业的全面引导，并依托业务及管理的有效协同，推动集团一体化发展。

## （二）集团化经营管理方式转型是顺应监管趋势、提升核心竞争力的必要手段

国内投资银行在为全球范围客户全面高效地提供跨区域、跨市场、跨业务品种综合金融服务的过程中，将面对日趋复杂的风险环境与因素；此外，全球金融监管的深度和广度也在日益加强。以全球视野审视集团合规风控体系，构建集团管控和一体化模式，将有助于加强各业务板块、子公司与母公司之间的协同，从母公司管理层面更好地落实集团战略规划，提升资源配置效率，加强风险合规管控等等。实施集团管控、推动一体化发展成为国内投资银行提升行业竞争力的必要手段。

## 二、境内外金融机构在实施集团管控、推动一体化发展方面的经验总结

### （一）境外金融机构已形成较为成熟的集团一体化发展模式

本文选取了境外7家规模大且具有代表性的国际化金融集团，即高盛、美国银行、德意志银行、汇丰

集团、花旗集团、摩根大通、瑞穗金融集团作为研究对象，分析其年报及相关文献资料，发现受监管变化的影响，境外金融机构集团管控体制发展经过了多次变革。以典型的美国模式为例，其经历了从早期的混业发展模式到严格的分业经营模式再到当前的混业经营模式。目前境外金融机构的管控模式大多采用母公司从事金融控股的控股型金融集团模式。

根据金融集团母公司是否从事特定业务为依据，境外金融集团主要可以分为两大类：一类是母公司从事金融控股的金融集团，即（纯粹）控股型金融集团；另一类是母公司从事特定业务的金融集团，即经营型金融集团。其中，经营型金融集团包括母子公司模式和全能银行模式。母子公司型金融集团以高盛集团、美国银行为代表，多为“多个法人，多个牌照，多种业务”；全能银行以德意志银行为代表，多为“一个法人，多个牌照，多种业务”<sup>1</sup>（见表1）。

境外金融机构采用矩阵式的管控模式、集团管控侧重于业务条线的垂直管理、普遍构建集团一体化的金融科技平台等实践经验对中国投资银行实施集团管控、推动一体化发展具有借鉴意义。

### （二）境内金融机构探索综合化经营的道路各具特色

在我国金融业从分业经营到混业经营的演变中，境内金融机构也逐步走上了集团化的发展道路。本文选取了四大国有商业银行以及民营最大的金融全牌照金融集团平安集团作为研究对象，通过分析其年报和有关文献，梳理各自在集团管控或一体化发展中的特色。

按母公司是否从事具体业务，它们同样可分为

<sup>1</sup> 田晓林：《金融控股集团的经营管理之道》，第1版，经济管理出版社，2017：93-95页。

表1：境外金融集团管控类型和特点

集团类型	境外金融集团代表	集团管控特点
经营型金融集团（母子/公司型）	高盛	协同：集团层面客户业务关系共享 职能管理：借助信息系统强化集团层面的风险管理
	美国银行	部门与职责的划分以业务为单元，各个业务条线垂直管理 协同：集团内部共享客户资源，分支机构逐步向客户服务中心升级 <sup>①</sup>
经营型金融集团（全能/银行）	德意志银行	矩阵式组织架构，从业务条线、职能管理和区域三个维度构建集团组织架构 <sup>②</sup> “总行-管理行-分行”：总行对分行有强有力的控制权，按照区域来划分下设分行的经营范围 <sup>③</sup> 。总部职能是确定集团战略方针以及对管理行的管理指导；管理行职能是重大业务的决策以及对分行的管理指导；分行职能是开拓市场，建立属地化的客户服务团队 <sup>④</sup> 金融科技：提出“在数字化世界中打造平台化银行”战略。建立“数字工厂”，作为数字化银行产品研发中心 <sup>⑤</sup>
	汇丰集团	矩阵式组织架构，重视业务条线垂直管理，区域管理权限相对弱化 重视业务条线穿透式管理 金融科技：大量投入金融科技，研发管控系统和智能投顾系统Erica等
（纯粹）控股型金融集团	花旗集团	矩阵式组织架构，业务条线按全球消费者零售银行、机构客户业务、企业及其他客户业务划分，区域板块按北美、拉丁美洲、亚洲和欧洲、中东、非洲划分。集团管控上以业务条线为主导，弱化地区职能 双头汇报：地区分行业务和职能部门主管必须同时向区域主管和集团相应部门或业务线主管汇报 金融科技：投资Feedzai数据公司，对电子商务和网络安全进行监控
	摩根大通	弱化区域条线的管理，以业务条线垂直管理为主 金融科技：开发X-connect系统，用于检索电子邮件，帮助员工搜索匹配与潜在客户有业务联动的同事，挖掘潜在业务机会 <sup>⑥</sup>
	瑞穗金融集团	矩阵式组织架构，不同子公司负责管理不同类别的客户和业务。如瑞穗银行负责零售客户业务、瑞穗实业银行负责企业客户业务、瑞穗证券公司负责投资和证券业务、瑞穗信托银行负责信托业务 <sup>⑦</sup>

注：① 陆晓明：《美国银行战略转型及对中国银行业的启示》，载《国际金融》，2014年第9期，第12-15页。  
② 《德意志银行2017年年报》，第30页。  
③ 张伟：《金融控股集团离岸发展的案例比较与路径借鉴》，载《南方金融》，2013年第11期，第58页。  
④ 阙景阳：《西方金融集团组织架构及其发展演变》，载《北方金融》，2015年第1期，第83-84页。  
⑤ 《德银金融科技战略给银行业的启示》，官方网址：<https://www.yicai.com/news/5361296.html>，最后访问日期：2018年7月19日。  
⑥ 《身处金融业的你，应该了解美国七大银行的AI革命》，官方网址：<https://www.yiyou.com/p/48082>，最后访问时间：2018年7月19日。  
⑦ 贺晨：《日本瑞穗金融集团整合经验与转型历程》，载《现代日本经济》，2009年第2期，第35-36页。

纯粹型金融集团、经营型金融集团两大类——前者不经营具体金融业务，只通过投资、管理控股、参股的金融机构开展各项金融业务，以平安集团为代表；另一类母公司本身从事某项金融业务，再通过控股子公司来经营其他金融子领域业务，以建设银行、中国银行、农业银行、工商银行四大行为代表，如表2所示。

境内金融机构在后台集中、数据一体、渠道共享等领域的实践值得中国投资银行参考学习。

### 三、中国投资银行建设集团管控与一体化发展体系的方案建议

随着资本市场改革向纵深推进和中国资本市场国际化步伐加快，我国大型综合类投资银行正逐步意识到集团化是未来证券行业发展的趋势，建设相适应的集团管控体系以推动集团一体化发展，必须

在公司整体层面以及战略高度予以规划和实施。以将集团管控及一体化发展上升至战略高度为前提，部分中国投资银行进行了有益的尝试，并在业务协同发展、职能条线管控、管控制度建设等方面展现出亮点。例如，中信证券在集团层面打造出较为完善的业务协同体系，国泰君安在集团职能条线管理体系的搭建方面卓有成效，而海通证券则构建了较为全面系统的子公司管理制度体系。

然而，尽管有以上的探索与实践，但中国投资银行在集团管控及一体化发展方面与汇丰、高盛、中国平安等国内外金融机构尚存在显著差距。

根据战略发展阶段和经营管理实际情况的差异，中国投资银行实施集团管控、推动一体化发展可以选择不同的方法和路径。以下内容明确了体系中长期的建设方向，并结合投资银行现阶段普遍具备的条件基础对体系建设方案的重点工作举措提出了建议。

表2：境内金融机构集团管控的特点

管控类型	境内金融集团	管控/协同的特点
经营型金融集团	建设银行	以商业银行业务为起点，确立综合性经营的战略定位 搭建大数据系统架构，实施个性化精准营销 通过渠道共享和联动机制，与子公司形成全方位业务协同
	中国银行	实行全球信息系统的集中部署和运维一体化 <sup>①</sup>
	农业银行	尝试搭建矩阵式组织架构，实行垂直管理，业务上以客户为中心，职能上管理专业化，但目前尚未形成以客户为中心的架构 <sup>②</sup>
	工商银行	利用工行的资金结算、托管等银行技术资源，为投行业务提供支持 <sup>③</sup>
纯粹型金融集团	平安集团	推行综合金融战略，打造集团统一品牌 采用集中的运营管理模式，搭建统一的集约化后援中心

注：①《中国银行巩固金融科技全球一体化建设，全面推进国家战略实施》，2017年。  
② 陆铭：《商业银行条线经营管理模式的优化研究》，苏州大学硕士学位论文，2015年：第22页。  
③ 刘志明，张帅：《银行系金融控股集团的协同效应研究》，载《东方企业文化 公司与产业》，2011年：第1页。

## （一）方案目标是搭建“集团服务与管控体系的经纬线模型”

借鉴数学上的“矩阵”概念以及“矩阵式”组织结构的核心逻辑，本文认为应将搭建“集团服务与管控体系的经纬线模型”（以下简称“集团经纬线模型”）作为中国投资银行建设集团管控与一体化发展体系中长期的方向。

1. 方案的整体思路在于贯彻集中、穿透、共享的集团一体化发展原则

中国投资银行建设集团管控与一体化发展体系应该面向由母子公司关系联结的、多法人主体的集团整体，在纵向上打造集中、穿透的集团客户服务体系与集团职能管控体系，横向上建立更有利于响应客户需求的区域业务与营销服务管理架构，并辅以经线之间、经纬线之间的信息交互与协同共享机制，从而逐步通过对集团范围业务条线、管理职能及区域资源的协调整合，实现将“以客户为中心”作为根本出发点的集团一体化发展，以支撑围绕资本市场业务为核心的综合金融发展战略，并响应客户跨区域、跨市场、跨业务品种的综合金融服务需求。

（1）集中、穿透、共享三原则的内涵。投资银行集团一体化发展的“集中”原则，是指为达到集团成

员之间资源共享、合作共赢、共同发展的一体化发展目标，在集团管控中重点突出集团母公司在各个业务与管理职能条线中全面掌握、重大决策与有效控制的角色地位。集团管控的集中根本在于信息的集中。

“穿透”原则，是对国内穿透式监管原则的承袭与衍生，是指集团管控的根本要求、准则规范要贯穿于集团由母子公司控制权关系所关联的各个层级成员企业。

“共享”原则，是指为凝聚形成集团整体发展的合力，在满足监管要求的前提下，集团应在各业务条线之间、管理职能之间以及二者之间建立起信息数据的交互共享机制，在集团各类信息系统互联互通的同时，在集团范围树立和培养协同文化。

（2）方案整体思路所对应的建设目标。

第一，投资银行对围绕资本市场业务为核心的综合金融发展方向形成完整清晰的战略规划，覆盖集团母公司及具有控制权的各成员企业的业务范围，明确集团综合金融发展的总体方向、发展思路、财务与业务细分目标、实现路径、各子公司金融业务在集团业务体系中的定位、各子公司细分发展战略等内容，进而通过对集团整体战略的顶层设计为集团依托管控与协同实现一体化发展奠定基础。

第二，以综合金融发展战略为指引，以监管合规为前提，投资银行集团范围客户类别及相适应的营销与服务模式清晰，客户标识统一，客户信息全面且更新及时，客户需求挖掘深入、响应高效。

第三，以综合金融发展战略为指引，投资银行对各业务及职能条线实施集中、穿透式管控，实现对集团层面各类资源的集约管理以及最优配置。

第四，在投资银行集团范围逐级培育出一支具备高端客户营销、关系维护及综合金融服务协同能力，全面且熟练掌握集团范围围绕资本市场业务的综合金融服务/产品特点，并能将各级高端客户需求与集团金融服务/产品建立有机联系的客户经理队伍。

第五，通过一段时间的知识储备和实践锤炼，在投资银行母公司层面的重点职能条线，培育出一支具备跨区域、跨市场、跨业务品种职能管理视野、知识技能、沟通协调能力的管理人才队伍，以满足集团一体化发展的管理需要。

第六，在构建制度体系与管控流程的基础上，最终借助金融科技平台，推进整个集团服务与管控体系的运转，实现上述所有建设目标的执行、落地、监督与调整。

2. 方案的核心内容是模型经线、纬线以及经纬线之间的交互协同机制

中国投资银行以搭建“集团经纬线模型”为方向建设集团管控与一体化发展体系的整体框架见图1。

(1) 模型的外沿。集团经纬线模型的外沿，是指对整个集团一体化发展体系的牵引与支撑要素。其中，“以客户为中心”理念、综合金融发展战略以及集团化/国际化路径共同形成了对集团一体化发展体系的目标牵引；而制度体系、信息系统以及流程规范则共同构成了对集团一体化发展体系的基础支撑。



(2) 模型经线：业务与管理、协同与管控并重的双体系。

集团客户服务体系，是指以监管合规要求和集团客户分类为前提、以客户信息管理为基础、以客户综合服务及展业过程管控为目标、以金融科技和信息系统为支撑的业务体系。

集团职能管控体系，是指在满足法人治理架构与跨区域、跨市场监管合规要求的基础上，贯彻集中、穿透要求，明确在集团各个管理职能条线中母公司/区域总部的角色定位、权限分配、汇报路径，并采用适当的管理工具与技术手段所构成的管理体系。

在集团客户管理体系与集团职能管控体系内部以及两大体系之间，围绕客户及金融产品/服务形成信息的共享与交互。

(3) 模型纬线：以区域总部为承载的区域业务与营销服务体系。围绕区域市场与监管环境、集团综合金融战略引导下的业务布局等因素，投资银行建立区域总部，负责该区域内集团各项业务与营销服务的管理，与模型经线的纵向内容一起，打破单体子公司独立法人所形成的经营管理信息壁垒，双向汇聚，形成集团一体化发展的合力。

(4) 模型经纬线的交互协同。模型经纬线的交互协同，是指投资银行依托区域与集团母公司业务、管理职能条线共同构成的矩阵式组织结构所承载的运

行机制，在能够巩固和确保纵向管控与协同力度的同时，充分调动区域经营管理的主观能动性与活力，并兼顾合规监管与高端客户服务的属地化特性。

## （二）方案重点是集团客户服务体系、集团职能管控体系及区域总部的建设

1. 建设集团客户服务体系需明确客户分类服务模式，并搭建统一的技术平台

（1）实施集团客户统一分类并建立相应的服务模式。中国投资银行发展围绕以资本市场业务为核心的综合金融，其客户可以分为高端客户和零售客户。

在综合金融发展战略下，投资银行服务不同类型的客户应建立各有侧重的差异化服务模式。对于高端客户，投资银行需要在集团范围建立成建制的专业人员团队，在围绕高端客户全生命周期所进行的数据挖掘、信息交汇及业务协同的支持下，对高端客户进行统一对接、营销、管理及关系维护，以快速、全面地满足其跨区域、跨市场、多样而个性化的综合金融服务需要。对于零售客户，投资银行则应建立以大数据、人工智能等金融科技为依托，以线下标准化、集约化服务响应和客户关怀为辅助的服务模式，持续提升金融服务技术水平与效率是核心和关键。

相较于零售客户，投资银行集团高端客户服务体系的构建具有更强的紧迫性，需要对高端客户进一步细分并配套组织架构及职能调整来共同推进。

（2）搭建集团统一客户服务平台。集团统一客户服务平台是集团客户服务体系建设重要的信息系统支撑。投资银行建设该平台应以综合金融发展战略为指引，以监管合规为前提，依托集团整体大数据平台，重点打造客户管理、营销管理、事务管理、绩效管理、数据分析等功能模块，形成统一的

客户信息、产品信息、与客户和客户服务功能相关联的职能管控信息，对内实现与集团账户中心、产品中心、各类金融产品/服务的业务系统、职能管控信息系统等的串联交互，对外通过统一的渠道实现与客户的有效联结。

而以当前的现实情况为基础，投资银行现阶段搭建集团统一客户服务平台，建议按照先母公司后子公司、先境内后境外的思路，将集团范围的集中/信用交易、衍生品、投资银行、卖方研究、QFII、场外市场、资产管理、期货等现有业务系统与合规管理、风险管理、资金财务预算管理、人力资源管理 etc 基础较好且与业务协同交互密切的集团职能管理信息系统首批纳入源系统范围，并围绕平台各重点模块的功能需求实施开发建设，平台整体架构如图2所示。



2. 建设集团职能管控体系应遵循集中、穿透原则，逐步实现所有职能全覆盖

（1）明确集团职能管控的主体定位、范围与内容。遵循“集中”与“穿透”的原则，投资银行实施集团职能管控，集团母公司总部应定位于管控政策制定者、职能管理指导者、职能管理过程监控者以及重大事项决策者；区域总部应定位于管控实施协助者。

投资银行实施集团职能管控所涉及的管理职能

范围，从目标方向来看应基于集团母公司各个职能管理条线实现全覆盖，具体包括集团党建监察稽核管理、战略管理、人力资源管理、合规管理、风险管理、资金管理、财务管理、运营管理等。

与集团母公司总部职能管控的角色定位相匹配，投资银行各个职能管理条线管控的共性内容应包括但不限于职能体系规划、制度规则与流程设计、重点管控事项与权限设置安排、重大事项决策机制等。

(2) 采取“重点优先”、“有序推进”的策略。现阶段，投资银行全面铺开集团职能管控体系的建设，不可避免地会面临客观现实的困难和问题。因此，结合资本、风险和价值是金融集团经营管理核心的研判，建议投资银行可先围绕合规管理、风险管理以及资金管理三个职能条线展开；对于其他管理职能，建议根据已经具备的管理基础，综合考量重要性、难易度等因素，按照“成熟一个推进一个”、“成熟一块纳入一块”的思路予以有序推进。此外，为了达到集团各项资源的集约管理及最优配置，投资银行还可在可行的范围内围绕部分管理职能的集中运营展开试点规划。

3. 建设区域总部应依托矩阵式组织架构发挥业务协同作用

(1) 厘清区域总部的中长期建设方向。在集团内部各方面条件酝酿成熟的前提下，区域总部应属于与集团母公司总部平级的、非独立法人地位的经营管理机构，为区域的经营结果负责；同时，区域总部也是集团通过经线体系实施业务与职能管控的协助机构。在集团各项业务与营销服务管理领域，区域总部与母公司总部业务条线共同构成矩阵式组织结构，根据集团统一的权限设置，隶属于区域范围的各业务单位所有的相关事项均需同时面向母公司总部业务条线相应部门和区域总部双向汇报，对于超出区域内各业务单位管理授权范围的事项，由母公司总部和区域总部协商决策。

(2) 现阶段对区域总部展开培育。考虑到目前中国投资银行的国际化战略仍在进程之中，所涉及的境外区域相对有限，且境外各区域业务主要由少数境外子公司开展等实际因素，建议投资银行现阶段可选择个别子公司，参照区域总部中长期建设方向的定位要求和运行方式进行培育。

投资银行筛选区域总部的培育对象，应首先考虑子公司具备区别于集团母公司所在地的地理区域特性，以境外子公司为宜；其次，应将业务发展及经营管理成熟度较高的子公司列为选择重点。SAC

## 参考文献：

- [1] 工商行政管理局. 企业集团登记管理条例. 1998.
- [2] 田晓林. 金融控股集团的经营管理之道 (第1版) [M]. 经济管理出版社, 2017: 2-7.
- [3] 安德鲁·坎贝尔, 凯瑟琳·萨姆森. 战略协同. 2000: 28-83.
- [4] 张伟. 我国金融控股公司内部的协同机制探究[D]. 安徽大学, 2016.
- [5] 田晓林. 金融控股集团的经营管理之道 (第1版) [M]. 经济管理出版社, 2017: 113.
- [6] 陆晓明. 美国银行战略转型及对中国银行业的启示[J]. 国际金融, 2014 (9): 12-15.
- [7] 德意志银行2017年年报[R].
- [8] 张伟. 金融控股集团离岸发展的案例比较与路径借鉴[J]. 南方金融, 2013 (11): 58.
- [9] 阙景阳. 西方金融集团组织架构及其发展演变[J]. 北方金融, 2015 (1): 83-84.

# 业务结构对券商经营业绩及风险的影响研究

■ 南京证券股份有限公司\*

## 一、引言

自2012年证券公司创新大会开始，创新成为证券行业的主旋律，各项新业务层出不穷，成为驱动行业发展的原动力。但业务创新对于证券公司而言是一把双刃剑。业绩方面，布局新业务能够为证券公司创造新的利润增长点，但同时创新业务收入波动性较大，也可能对公司造成损失；风险方面，新业务与原有业务相互关联、交叉、渗透，风险分散效应有利于降低公司的整体风险，但同时创新业务会增加风险来源，导致公司整体风险的增加。

为了推动行业健康持续发展，我们有必要对上一轮创新周期对证券行业产生的影响展开分析，了解创新业务的开展、业务结构的调整对行业产生的具体影响。基于此背景，本文建立了一套较为完整的证券公司业务结构、经营业绩、风险衡量的指标，结合描述性分析和实证分析，确定证券公司业务结构对经营业绩及风险的影响程度，并对行业创新提出政策建议。

## 二、证券公司业务结构等指标体系构建

从2006年开始，中国证监会要求行业内所有证券公司对财务报告进行定期披露，因此我们获取了行业内所有证券公司2006-2017年共12年的财务报表。2007年我国开始实行新的会计准则，为保持口径一致，以2007年为起始年份。在样本数量上，通过对行业内所有证券公司的数据进行整理，剔除数据缺失、发生过并购重组等重大事项的证券公司，最终筛选出90家证券公司作为样本。本文涉及的指标主要包括证券公司业务结构、经营业绩、风险以及分类评级结果四项，此外还引入资产规模等指标作为控制变量（见表1）。

### （一）业务结构衡量指标

参考相关文献，我们采用赫芬达尔指数（HI）对证券公司业务结构进行衡量，计算公式为：

$$HI=1-(BR^2+IB^2+AM^2+Invest^2+Interest^2+Other^2)$$

其中BR指经纪业务收入占比，IB指投行业务收入占比，AM指资产管理业务收入占比，Invest指

\* 作者简介：课题负责人：步国旬，南京证券党委书记、董事长，先后在长航南京物资供应站、中燃总公司、中国人民银行南京分行工作，历任南京证券总经理助理、副总裁、董事、总裁，拥有丰富的宏观经济、产业经济及资本市场研究经验。课题组成员包括：周旭，高级经济师，南京证券研究所所长；陈君君，管理学博士，高级经济师，南京证券研究所副所长；陈铎，南京证券研究所研究员。

表1：变量统计

变量类型	变量名称	符号	计算方法
因变量	经营绩效	PR	净资产收益率、资产利润率、收入利润率、支出利润率的加权平均
	风险	SDROE	三期滚动平均的净资产收益率标准差
自变量	业务结构	HI	赫芬达尔指数
	分类评级	Grade	AAA-E，分别为11-1
控制变量	资产规模	LnAsset	资产规模的自然对数
	资本结构	A/L	资产负债率
	股市行情	Stock Index	沪深300指数年涨跌幅
	股市波动性	Volatility	沪深300指数全年日平均波动率
	经济发达程度	GDP	当年全国GDP
	第一大股东持股	TOP1	第一大股东持股比例
	所有制性质	State-Owned	国有1，非国有0
	是否公开上市	Listed	上市1，非上市0

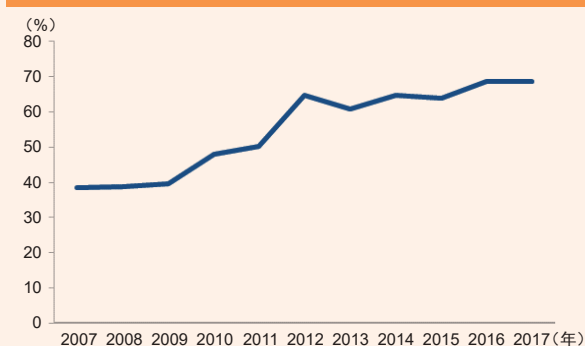
自营、直投业务收入占比，Interest指融资融券业务收入占比，Other指投资咨询、财务顾问等其他业务收入占比。

通过对90家证券公司2007-2017年的HI指数进行统计（见图1），纵向来看，除2008年受金融危机影响导致HI指数出现极端值之外，行业整体的HI指数从2007年的0.39稳步提高到2017年的0.69，行业多元化程度大幅提高；横向来看，2017年业务多元化程度最高的为光大证券，HI指数为0.80，最低的为某中小型证券公司，HI指数仅为0.16，两极分化情况严重，大型综合证券公司与中小型证券公司在业务创新、多元化方面仍存在较大差距。

## （二）经营业绩衡量指标

证券公司的经营业绩体现为盈利能力，财政部2016年对《金融企业绩效评价办法》进行修订，提出了证券类金融企业盈利能力的衡量指标（见表2）。基于此，我们将证券公司经营业绩衡量指标

图1：2007—2017年证券行业赫芬达尔指数



资料来源：证券公司财务报表。

定义为 $PR = \text{加权平均净资产收益率} \times 33\% + \text{资产利润率} \times 33\% + \text{收入利润率} \times 17\% + \text{支出利润率} \times 17\%$ 。

表2：证券类金融企业绩效评价表

	权重	指标	权重
盈利能力	30%	加权平均净资产收益率	10%
		资产利润率	10%
		收入利润率	5%
		支出利润率	5%

资料来源：财政部2016《金融企业绩效评价办法》。

对90家证券公司2007-2017年间的盈利能力进行分析，我们发现证券行业盈利能力存在较大的波动性，整体并未表现出明显的趋势；同时，行业盈利能力与A股市场行情表现出较高的相关性。横向来看，龙头证券公司盈利能力遥遥领先，而部分新设证券公司及合资证券公司则出现了连续亏损的现象，两极分化现象仍然严重。

## （三）风险衡量指标

业务结构多元化对公司整体风险的影响主要体现在收入和盈利能力的波动性上。通过对相关文献进行总结，我们发现总资产收益率标准差（SDROA）和净资产收益率标准差（SDROE）较多地被用来衡量公司的整体风险。考虑到证券公司总资产中客户交易保证金占比较大，ROA难以反

映真实的盈利能力，而ROE衡量证券公司自有资本获取收益的能力，因此本文选用净资产收益率标准差（SDROE）来衡量证券公司的风险。参考Lepetit（2008）对银行业务结构多元化与风险相关性的研究，本文采用三期滚动平均的净资产收益率标准差（SDROE）作为衡量风险的指标：

$$SDROE_{it} = \sqrt{\frac{1}{3} \sum_{t=N}^{N+2} (ROE_{it} - \overline{ROE})^2}$$

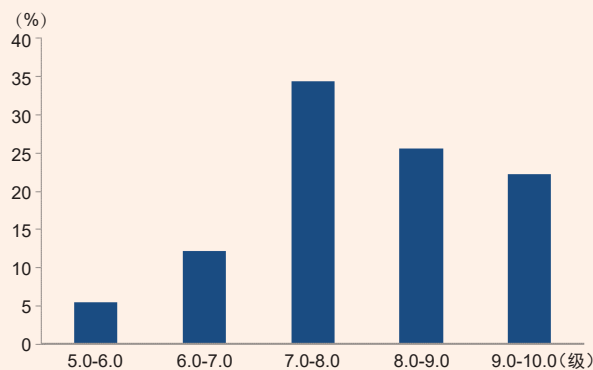
目前我们能获得的财务数据时间区间为2007-2017年，但由于采用三期滚动平均的净资产收益率标准差，时间区间只能缩短为2007-2015年。90家证券公司2007-2015年间风险整体较为平稳，除2007年风险明显偏高之外，其他年份标准差都在10%以下。从行业内部来看，不同证券公司之间风险也存在一定差异，风险最高的为某证券公司，标准差均值达19%，风险最低的为海通证券，标准差均值仅为3%。

#### （四）分类评级衡量指标

根据2017年7月修订的《证券公司分类监管规定》，中国证监会以证券公司风险管理能力为基础，将其分为A、B、C、D、E等5大类11级。为了将分类评级结果量化，我们用1-11分别代表每一级别，其中1代表最低级E，11代表最高级AAA，数字越大，对应证券公司风险管理能力越强。中国证监会从2010年开始正式对外公布分类评级结果，我们发现2010年到2017年，全行业的平均分类评级结果是在逐步提高的，这表明在监管力度加大、从业人员素质提高等多重因素的共同作用下，证券行业的风险管理能力、合规经营水平得到改善。从分类评级结果的分布情况来看，证券公司评级结果主

要集中在B-AA之间（见图2）。

图2：2010-2017年证券行业平均分类评级分布



资料来源：中国证监会。

#### （五）控制变量

除了业务结构和分类评级之外，我们还筛选出其他对经营业绩和风险产生影响的指标作为控制变量。证券公司经营情况主要受公司自身和市场的影响。从公司自身来看，公司规模、资本结构、股权结构均会对其经营情况产生影响；从市场角度来看，证券公司的经营情况受宏观经济和股市行情的影响。

##### 1. 资产规模

根据微观经济学的理论，企业规模报酬呈现倒U形，存在规模报酬递增、不变和递减三种情况，资产规模与经营业绩之间存在相关关系，在风险方面也存在相似的关系。参考相关文献，本文采用资产规模的自然对数作为控制变量。

具体来看，2007-2017年行业资产规模稳定增长，90家证券公司资产规模从1.7万亿元增长至7.0万亿元，年复合增长率达15%，行业整体发展速度较快。具体来看，龙头证券公司和小型证券公司之间资产规模仍然存在较大差距，截至2017年底，资产规模最大的中信证券（6256亿元）与资产规模最小的证券公司（17亿元）之间相差超过300倍。

## 2. 资本结构

根据Franco Modigliani and Merton H. Miller (1958) 提出的“修正的MM理论”，在考虑公司所得税的情况下，资本结构会影响业绩，从而进一步对公司价值产生影响。此外，不同资本结构下企业财务杠杆存在差异，面临的风险也不同。参考相关文献，本文采用资产负债率作为衡量证券公司资本结构的指标。

2007—2017年，90家证券公司平均资产负债率基本在60%—80%区间，预期在严控金融风险、去杠杆、严监管的行业背景下，资产负债率存在一定下降空间。与资产规模相似，在资本结构方面，行业内部存在分化，大中型证券公司在融资渠道方面具有一定优势，有实力放大杠杆开展业务，资产负债率也更高，而小型证券公司由于在融资、展业方面受到较多限制，资产负债率相对偏低。

## 3. 股东背景

股东背景体现在公司经营层面上即为公司的所有制性质。随着金融行业对外开放程度逐渐提高，外资、民营资本都积极参与竞争，但不同所有制的券商在经营牌照、资本实力、政策待遇上均存在较大差异，进一步导致了经营业绩和风险的差别。参考相关文献，本文采用虚拟变量“是否国有”作为股东背景的衡量指标。

本文将实际控制人是否国有作为“是否国有”指标的判断标准。经过统计，90家证券公司中国有证券公司共57家，非国有证券公司33家，且33家非国有证券公司中多数含有国资成分。

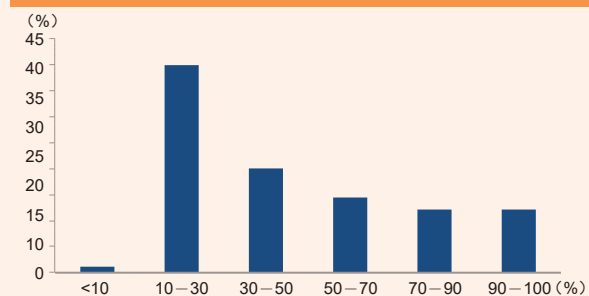
## 4. 股权集中度

相关文献多以第一大股东持股比例作为股权集

中度的衡量指标，第一大股东持股比例越高，股权集中度越高。高股权集中度下大股东能够加强对管理层的监督，有效制约管理层的代理问题和道德风险，改善经营业绩，降低风险。基于此，本文将第一大股东持股比例作为股权集中度的衡量指标。

通过研究发现，2017年末有近60%的证券公司第一大股东持股比例在50%以下，其股权结构相对较为分散；约10%的证券公司股权结构非常集中，第一大股东持股比例超过90%（见图3）。同时发现股权结构相对分散的证券公司以民营企业为主，而股权结构集中的证券公司多为国有企业。

图3：证券行业第一大股东持股比例分布



资料来源：各证券公司年报及官网。

## 5. 是否公开上市

是否公开上市也是影响证券公司经营业绩和风险的重要因素。随着IPO步入常态化，证券公司相继在A股、H股上市，这一方面拓宽了证券公司的融资渠道，但同时也为证券公司带来了风险。因此本文引入虚拟变量“是否上市”。

考虑到目前新三板市场尚不成熟，在融资功能、估值水平等方面与主板存在较大差距，因此暂不将新三板上市券商纳入上市证券公司行列，“是否上市”指标的确定标准仅为A、H股上市。截至2017年末，90家证券公司中共有29家A股上市证券公司，14家H股上市证券公司，其中10家证券公司同时在A股和H股均

已上市，另有7家证券公司于新三板上市。

## 6. 股市行情

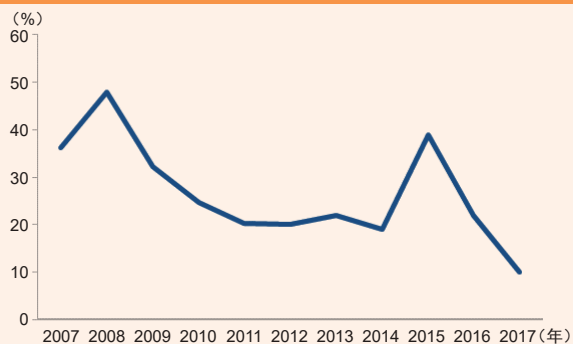
对于证券公司而言，二级市场行情直接影响证券公司经纪、自营、资本中介等业务，是券商经营业绩的重要决定因素。本文采用沪深300指数年涨跌幅来衡量当年股市行情。

## 7. 股市波动性

除股市行情之外，证券公司经营业绩还受股市波动性的影响，股市自身的波动性会导致证券公司营业收入不稳定性增加，从而增加行业的风险。参考相关文献，本文采用沪深300指数年化波动率作为衡量股市波动性的指标。

2007-2017年沪深300指数年波动率整体呈现出下降的趋势，2017年波动率在10%左右。股指波动率走势与市场行情基本保持一致，2008年金融危机及2015年股市异常波动期间，股指波动率出现两次峰值（见图4）。

图4：沪深300指数波动率



资料来源：Wind。

## 8. 经济发达程度

证券公司是宏观经济的重要组成部分，业务受到宏观经济整体发展情况的影响。一方面，宏观经济发展情况与企业经营状况具有较强的相关性，在企业经营状况良好、业绩改善的情况下，存在

更活跃的投融资需求，对于证券公司经营业绩的改善具有正向促进作用；另一方面，宏观经济状况良好，居民积累的财富水平相应增加，投资理财需求旺盛，也会提高证券公司经营业绩。本文采用当年GDP来反映宏观经济状况。

## 三、业务结构对券商经营业绩及风险影响的实证分析

### （一）研究模型

本文对90家证券公司2007-2015年共9年的面板数据、810个样本展开实证分析。构建的回归分析模型如下所示：

$$PR_{it} = \alpha_i + \beta_1 HI_{it} + \beta_2 LnAsset_{it} + \beta_3 \frac{A}{L_{it}} + \beta_4 StockIndex_t + \beta_5 Volatility_t + \beta_6 GDP_t + \beta_7 TOP1_i + \beta_8 State - Owned_i + \beta_9 Listed_i + \varepsilon_{it}$$

$$SDROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 HI_{it} + \beta_2 LnAsset_{it} + \beta_3 A/L_{it} + \beta_4 StockIndex_t + \beta_5 Volatility_t + \beta_6 GDP_t + \beta_7 TOP1_i + \beta_8 State - Owned_i + \beta_9 Listed_i + \varepsilon_{it}$$

首先，不考虑分类评级因素，直接分析业务结构对证券公司经营业绩和风险的影响。按照上述回归模型，分别以经营业绩和风险作为因变量，业务结构作为自变量，引入控制变量，进行回归分析，确定业务结构与经营业绩和风险之间的相关性。这一阶段选取全样本，时间区间为2007-2015年。为便于后续分析，把以经营业绩和风险作为因变量的回归结果分别记为模型1和模型2。

随后，将90家证券公司按照分类评级结果进行分类，将各证券公司2010-2015年分类评级结果的均值从高到低排序，分为排名前25%、后25%及其他证券公司三组，排名越靠前意味着分类评级越

高。按照上述模型对三组样本分别进行回归，通过比较不同评级水平下业务结构与经营业绩和风险之间相关系数的大小，来判断各评级证券公司业务结构对经营业绩和风险的影响程度。此阶段实证分析中，受分类评级结果的可获得性限制，选取的时间区间为2010-2015年，每组样本分别包含22、45、23家证券公司。为了便于后续分析，把以经营业绩为因变量的模型记为模型3，按照分类评级结果高低顺序将三组样本回归结果分别记为模型3-1、3-2和3-3；把以风险为因变量的模型记为模型4，按照分类评级结果高低顺序把三组样本回归结果分别记为模型4-1、4-2和4-3。

## （二）模型设定形式检验

本文采用F检验、LM检验和Hausman检验来确定模型的设定形式。在模型选择过程中，发现第一大股东持股比例、是否上市以及是否国有三个控制变量与其他变量之间存在较强的共线性。在采用常规的消除多重共线性的逐步回归、主成分分析、扩大样本量等方法之后，多重共线性问题仍然没有解决。为了避免共线性问题对回归结果产生影响，在之后的模型中把第一大股东持股比例、是否上市以及是否国有三个变量直接剔除，以保证模型的稳健性。

通过进行F检验、LM检验和Hausman检验（见表3），初步确定了第一阶段和第二阶段各项回归采用的模型形式，在5%的显著性水平下，第一阶段模型2及第二阶段模型4-2选择固定效应模型进行回归分析，其他阶段各项回归分析均选择随机效应模型。

## （三）实证分析

### 1. 全样本实证分析

在第一阶段的模型1和模型2中，我们分别以经

表3：模型设定形式检验

	F检验		LM检验		Hausman检验	
	F值	P值	chi2	P值	chi2	P值
模型1	2.11	0.0000	36.41	0.0000	3.44	0.7518
模型2	1.75	0.0001	12.26	0.0002	16.14	0.0130
模型3-1	4.03	0.0000	33.78	0.0000	2.09	0.9111
模型3-2	4.97	0.0000	105.82	0.0000	1.42	0.9647
模型3-3	1.76	0.0294	4.12	0.0212	0.91	0.9889
模型4-1	1.67	0.0478	1.74	0.0936	4.37	0.6264
模型4-2	3.30	0.0000	25.32	0.0000	27.53	0.0001
模型4-3	3.27	0.0000	23.55	0.0000	2.06	0.9139

营业绩PR和风险SDROE作为因变量，业务结构HI作为自变量，其他因素作为控制变量，采用随机效应模型进行回归分析（见表4）。

表4：模型1和模型2回归结果

	模型1		模型2	
	系数	标准误	系数	标准误
HI	0.0042***	0.0003	-0.0003***	0.0001
Asset	0.0522***	0.0066	-0.0176**	0.0073
A/L	0.0570	0.0601	0.0822***	0.0289
Volatility	0.7741***	0.0728	0.2558***	0.0230
Stock Index	0.1997***	0.0104	0.0768***	0.0044
GDP	-0.1939***	0.0553	0.0046	0.0336
R <sup>2</sup>	0.5854	0.4158		

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%以及1%的显著性水平

（1）经营业绩。从模型1回归结果来看，业务结构HI与经营业绩PR在1%的显著性水平下正相关，这表明公司业务结构多元化提高，经营业绩也会相应提高。

长期以来我国证券行业依赖经纪、投行等传统业务作为主要收入来源，归根到底利润来源于牌照价值。但随着行业竞争加剧、佣金率降低，传统业务的发展进入瓶颈期，经纪、投行业务对利润的边

际贡献程度也在逐渐下降。在这样的背景下，行业急需寻求新的利润增长点，因此通过开展创新业务提前占领业务蓝海成为大量证券公司的选择。前期各类证券公司均着力于经纪业务的扩张，通过大量设立营业网点进行业务布局，在产生成本消耗的同时也积累了大量资源。开展创新业务，一方面为证券公司带来新的利润增长点，另一方面也与传统业务在营业网点、营销渠道、人员配置、客户基础等方面产生协同效应。创新业务与传统业务之间相辅相成，带动业绩的整体提升。

(2) 风险。从模型2回归结果来看，业务结构HI与风险SDROE在1%的显著性水平下负相关。这表明业务结构多元化在一定程度上能够降低公司整体的风险。

2012年是证券行业创新元年，之后融资融券、股票质押、股指期货等新型业务大量推出。创新业务的推出一方面会带来新的风险源，导致整体风险的增加，另一方面也会与原有业务相互关联、交叉、渗透，产生风险分散效应。当前创新业务是循序渐进的，首先在行业内龙头证券公司间进行小范围的试点，待业务模式成熟之后再在行业内进行推广。龙头证券公司大多资本实力雄厚、风险控制能力强，经过龙头证券公司业务模式、行业规则的探索，创新型业务自身风险会处于相对较低的水平，其与证券公司业务之间相互关联产生的风险分散效应则从整体上降低了证券公司的风险。

## 2. 分组实证分析

(1) 经营业绩。在第二阶段的模型3-1、3-2以及3-3中，以经营业绩PR为因变量，分别以分类评级位于前25%、中间以及后25%的证券公司作为研

究样本，以业务结构HI作为自变量、资产规模等其他因素作为控制变量进行回归分析（见表5）。

表5：模型3-1、3-2、3-3回归结果

	模型3-1		模型3-2		模型3-3	
	系数	标准误差	系数	标准误差	系数	标准误差
HI	0.0241	0.0472	0.1014***	0.0146	-0.0040***	0.0009
Asset	0.0409***	0.0113	0.0367***	0.0114	0.0577**	0.0281
A/L	0.02905	0.0828	0.0125	0.0603	0.1245	0.1606
Volatility	1.0191***	0.1199	1.3429***	0.1062	1.5754***	0.3610
Stock Index	0.1807***	0.0361	0.2770***	0.0307	0.3451***	0.1034
GDP	-0.5462***	0.0914	-0.6642***	0.0799	-0.4534	-0.2979
R <sup>2</sup>	0.5835	0.5619	0.3351			

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%以及1%的显著性水平。

从模型3-1、3-2和3-3的回归结果来看，对于分类评级前25%的证券公司，业务结构与经营业绩之间存在正相关关系，但并不显著；而对于分类评级位于中间及后25%的证券公司，二者具有显著的相关关系，其中分类评级位于中间水平的证券公司业务结构与经营业绩存在显著的正相关关系，而分类评级位于后25%的证券公司则表现出显著的负相关关系。这表明，对于分类评级表现不同的券商，业务多元化程度对经营业绩的影响存在一定差异。分类评级位于中间水平的证券公司，业务多元化对经营业绩的改善效果最为显著；分类评级位于前25%的证券公司，业务多元化对经营业绩具有一定的改善作用，但效果并不显著；而分类评级位于后25%的证券公司，业务多元化程度的提高反倒会使经营业绩出现恶化。

在前述的描述性统计中，我们发现，分类评级的高低与证券公司的规模大体是一致的，分类评级高的证券公司资产规模大于分类评级低的证券公司，且分类评级高的证券公司业务多元化程度更

高。因此我们可以粗略地将分类评级位于前25%、中间以及后25%的证券公司分别对应大型、中型和小型证券公司，大型证券公司业务多元化程度最高。

对于中、小型证券公司而言，其在资产规模、业务规模等方面与大型龙头证券公司存在一定差距，主要表现为资产规模相对偏小、业务发展不均衡、对传统业务依赖程度较高。除此之外，我国证券行业实行分类监管政策，对于不同评级的证券公司在监管政策上存在一定差异，具体表现为对分类评级低的中小型证券公司实行更为严格的监管政策，而评级高的大型证券公司面临的监管政策相对宽松，且在创新业务试点时多被优先考虑。因此对于中小证券公司而言，其业务创新受到一定压制。

另外，对于高评级的大型证券公司来说，大量创新业务试点多在高评级证券公司中展开，由高评级证券公司对创新业务的展业模式进行探索。这从行业的角度来看能帮助行业稳健发展，但从高评级证券公司自身来看，由于业务模式、政策法规不完善，所以创新业务出现亏损的可能性较大。此外，高评级证券公司为了维持现有评级，在风控、合规上通常会付出更多精力，这也会对证券公司盈利能力的提升产生影响。

在上述两方面因素的作用下，业务结构多元化程度的提高对高评级证券公司带来的边际收益相对较小，这也就解释了模型3-1以大型券商作为样本进行回归分析时，业务多元化程度（HI）与经营业绩（PR）之间正相关关系并不显著。

但具体到中、小型证券公司，在当前业务多元化程度不高、创新业务受到监管的环境下，业务多元化程度的提高对证券公司经营业绩带来的影响又

存在一定差别。与中型证券公司相比，小型证券公司资本相对匮乏、人才储备不足、经营管理规范性不够，而大多数创新业务风险相对较高，即便是在经过大型证券公司对创新业务的模式、行业规则进行探索之后，对于风险抵御能力不足的小型证券公司而言，创新业务的开展仍可能因高风险而对其经营业绩带来负面影响。基于上述原因，回归分析过程中发现小型证券公司业务多元化程度的提高使经营业绩出现下滑，而中型证券公司业务多元化程度提高则对经营业绩有显著的改善效果。

因此对于中型证券公司而言，需要通过提高资本实力、加强人才储备、注重风控合规、提高自身评级，申请更多创新业务展业资格，充分享受业务结构多元化带来的边际收益。而小型证券公司则应在日常经营中进一步夯实基础，选择与自身能力相匹配的业务，避免因创新业务的开展而对公司经营业绩产生负面影响。

（2）风险。在第二阶段的模型4-1、4-2以及4-3中，我们以风险SDROE为因变量，分别以分类评级位于前25%、中间以及后25%的证券公司作为研究样本，以业务结构HI作为自变量，其他因素作为控制变量，进行回归分析（见表6）。

从模型4-1、4-2和4-3的回归结果来看，分类评级位于前25%的证券公司，业务结构与风险在10%的显著性水平下表现出负相关关系；而分类评级位于中间水平及后25%的证券公司，业务结构与风险之间也表现出负相关关系，但并不显著。从大小关系来看，分类评级位于前25%的证券公司业务结构对风险的影响程度最大，这表明分类评级高的证券公司业务多元化对风险的降低作用最为明显。

表6：模型4-1、4-2、4-3回归结果

	模型4-1		模型4-2		模型4-3	
	系数	标准误差	系数	标准误差	系数	标准误差
HI	-0.0432*	0.0245	-0.0033	0.0049	-0.0001	0.0002
Asset	0.0175	0.0157	-0.0258***	0.0076	-0.0152	0.0110
A/L	0.0557	0.0491	0.0623**	0.0256	0.0420	0.0331
Volatility	0.1818**	0.0771	0.2397***	0.0429	0.1597*	0.0846
Stock Index	0.0411**	0.0199	0.0402***	0.0110	0.0327	0.0204
GDP	0.1123**	0.0502	0.1045***	0.0284	0.0734	0.0513
R <sup>2</sup>	0.3804	0.3966	0.1594			

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%以及1%的显著性水平。

分类评级高的证券公司多是行业龙头，相对于其他中、小型证券公司的一个显著特点是业务种类丰富，基本能够实现业务全面覆盖。由于其业务种类相对更加完善，因此创新业务能够更好地实现不同业务之间风险的分散。而对于中小证券公司来说，其自身业务范围比较狭隘，创新业务的开展并不能充分地发挥风险分散效应，因而分类评级高的证券公司业务多元化能够更加显著地降低风险。除此之外，多数创新型业务风险偏高，对于风控能力薄弱的中小型证券公司来说容易造成经营业绩的大幅波动，从而导致风险上升。在这两方面因素的共同作用下，中、小型证券公司业务多元化对风险的降低效果并不明显。

## 四、政策建议

### （一）证券行业应坚持业务创新以提高多元化程度

在传统业务发展进入瓶颈期的背景下，大力进行业务创新、寻找新的利润增长点、实现盈利模式的转型升级是各大证券公司的共同选择。通过理

论、数据、实证分析，本文发现我国证券公司仍然具有较大的业务多元化空间，证券行业应坚持业务创新以提高业务多元化程度，从而实现经营绩效的提高。

具体来说，对于大型龙头证券公司，其业务多元化程度相对较高，应将更多的精力用于探索创新业务的展业模式，创造出更为稳定的业务开展方式，并在行业内予以推广，提高创新业务的稳健性，降低创新业务的开展给行业带来的风险；对于中型证券公司，开展创新业务能够产生明显的边际效益，因此未来的工作重点应该转向创新业务的探索，通过提高资本实力、加强人才储备、改善风控合规水平、提升自身评级，获得更多创新业务展业资格；对于小型证券公司，则应在日常经营中进一步夯实基础，选择与自身资本实力相匹配的业务，避免因盲目追求创新业务的开展而对公司整体经营业绩产生负面影响。

### （二）各类证券公司应选择合适的发展路线实现业务创新

虽然业务创新、业务结构多元化是行业发展的必然趋势，但对于不同类型的证券公司来说，需要选择适应自身经营特点的多元化路线。本文在实证分析过程中发现，虽然创新业务的开展在带动经营业绩提升的同时也会带来风险的降低，但创新业务的盈利模式不成熟、前期投入高都会导致风险的积累。因此，一味地通过业务创新提高业务结构多元化程度并不是所有证券公司都适合的发展路线。

对于资本实力相对较弱、风险承受能力相对较低的小型证券公司来说，不应过分求新，而是应首先在现有业务领域深耕细作，打下坚实的业务

基础，在现有的业务领域均衡发展，待到创新型业务具备较为成熟的业务模式之时再抓住机遇，开拓新的利润增长点。而对于资本实力强劲的大、中型证券公司来说，能够较好地应对创新业务带来的风险，适合作为领头军在新的业务领域进行探索，因而适合走综合化发展路线。

### （三）业务多元化过程中应重视风险控制

业务创新虽然是行业发展的大势所趋，能够显著提高经营业绩，但业务模式不成熟带来的风险也不容小觑。创新型业务的开展使得行业面临的风险结构由原来的以市场风险为主转化为市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险等并重，所以业务多元化也带来了风险的多元化。以股票质押业务为例，2012年我国推出股票质押业务试点，股票质押业务的推出拓展了市场的融资渠道，是证券市场支持实体经济发展的的重要途径。但2018年以来股票市场出现大幅波动，股票质押业务风险相继暴露，民

营上市公司股东没有充足的资金进行补充质押，证券公司资产减值损失计提规模大幅提高。因此创新业务面临的风险相对较高，证券公司在开展新业务的过程中应注意风险防范。

### （四）继续坚持贯彻分类监管政策

分类监管评级政策为提高证券行业业务结构多元化程度、实现行业平稳过渡指明了发展方向，因此在行业未来发展过程中，应继续坚持贯彻分类监管政策，进一步促进行业稳健发展。金融监管是一把双刃剑，一方面可以控制金融风险，另一方面也会对金融创新和活力产生一定的抑制作用，而分类监管政策则为差别化监管、适度性监管提供了操作空间。从理论和实证分析来看，当前的分类监管政策起到了推动行业健康发展的作用，但仍有完善和改进的空间。对于高评级证券公司，应警惕道德风险现象的发生，防止其利用评级优势进行盲目扩张、提高杠杆，导致风险暴露增加。SAC

## 参考文献：

- [1] Bian W L, Wang X N, Sun Q X. Non-interest Income, Profit, and Risk Efficiencies: Evidence from Commercial Banks in China[J]. Asia-pacific Journal of Financial Studies, 2015, 44(5):762-782.
- [2] Meslier C, Tacneng R, Tarazi A. Is bank income diversification beneficial? Evidence from an emerging economy[J]. Journal of International Financial Markets Institutions & Money, 2014, 31(1):97-126.
- [3] 郝杰. 我国上市证券公司收入结构、市场集中度对其经营绩效的影响分析[J]. 西部金融, 2017 (1) : 19-24.
- [4] 李志辉, 李梦雨. 我国商业银行多元化经营与绩效的关系——基于50家商业银行2005-2012年的面板数据分析[J]. 南开经济研究, 2014 (1) : 74-86.
- [5] 刘孟飞, 张晓岚, 张超. 我国商业银行业务多元化、经营绩效与风险相关性研究[J]. 国际金融研究, 2012 (8) : 59-69.
- [6] 尚妍, 段忠辉, 李斌等. 多元化经营对商业银行绩效影响的实证研究——基于国内商业银行与国外商业银行对比的视角[J]. 管理评论, 2016, 28 (5) : 3-12.
- [7] 赵伟. 我国证券公司收入多元化的风险分析[J]. 宏观经济研究, 2013 (7) : 62-69.

# 证券经营机构 战略绩效管理研究

■ 国泰君安证券股份有限公司\*

## 一、绩效管理理论与实践的发展历程及方向

### （一）企业绩效管理理论的发展历程

企业绩效管理是企业管理的重要方面。在20世纪60年代，对于绩效管理的探索主要是基于员工个人的绩效评估；20世纪70年代后期，国外研究者在对绩效评估进行反思的基础上，提出了“绩效管理”概念；80年代后半期和90年代早期，随着人们对人力资源管理理论和实践研究的重视，绩效管理逐渐成为一个被广泛认可的人力资源管理过程；90年代中后期，绩效管理理论迅速丰富并发展，日益侧重与组织战略的结合，战略绩效管理理论基本确立；2000年后，战略绩效管理理论结合实践经验，进一步发展完善。

### （二）战略绩效管理在企业管理中的定位

战略是企业基于自身文化、价值观和资源禀赋基础，对未来生存与发展主要路径以及价值实现手段的方向性、实质性选择。

战略管理的核心要素是制定战略并确保战略得到有效执行，使企业实现预期战略目的。包括但不

限于基于当前内外部环境因素，制定或调整当前阶段的发展重点和方式；与企业财务管理、人力资源管理、合规风险管理等关键管理手段协同，有效推动战略执行；定期评估分析战略执行效果并进行针对性调整等。

其中，战略绩效管理是战略管理中的关键一环，作为推动、督导、评估企业战略执行的重要管理工具，其重要程度不亚于制定战略规划本身。

### （三）战略绩效管理的主要工具及其相互关系

目前，较为常用的企业绩效管理工具主要包括平衡计分卡（BSC）、关键绩效指标（KPI）、目标与关键成果（OKR）。其中BSC具有较强的全局性，是战略绩效管理的主要工具，可结合战略地图应用；KPI与OKR等方法则可以在具体指标设定方面采用。

战略地图全景描述企业战略，可作为平衡计分卡的开发基础。平衡计分卡作为企业战略梳理与执行的有力工具，适用于全局性的战略绩效管理，能够更加全面地反映企业综合经营状况与发展潜力，帮助企业实现战略目标。在明确平衡计分卡的重点方面后，对于数据类指标，可采用KPI的设计

\* 作者简介：课题负责人：王青怡，管理学硕士，注册会计师，高级经济师，现任国泰君安证券战略管理部总经理助理，具有丰富的战略绩效管理实践经验。课题组成员包括：方馨，经济学硕士，现任国泰君安证券战略管理部绩效管理主管，曾任公司行业研究员并获各类最佳分析师奖项；梁斌、张款慧、商康均为国泰君安证券战略管理部绩效管理专员。

理念来分解与选取，使得最终的绩效指标体系具体而可衡量；对于难以量化的一些任务类指标，比如在内部流程、学习与成长等方面的工作任务，以及针对研发和后台类功能的考核，则可以考虑通过OKR或其他定性方法设定关键节点与阶段性目标，实现有效的分解落实。

## 二、投资银行业开展战略绩效管理的必要性和适用性

### （一）国际投资银行战略绩效管理实践归纳

国际领先投资银行均根据各自特点和战略目标，开展战略绩效管理。美银美林对应平衡计分卡四个维度，将核心战略目标拆解为四大类战略绩效指标；花旗银行采用以平衡计分卡为工具的战略绩效管理体系；高盛则强调利益捆绑和客观公正的绩效反馈。可以发现，战略绩效管理在投资银行业具有普遍的适用性。

### （二）国内证券行业开展战略绩效管理的必要性、适用性

#### 1. 国内证券公司开展战略绩效管理的必要性

一是在当前行业“去同质化”的激烈竞争中谋求生存发展的必然选择。证券公司亟须采取差异化竞争路线，根据各自实际情况做出适合自己的战略选择，并聚焦战略逐步落地，锻造自身的差异化竞争优势。二是满足高质量发展需求，打造一流现代投资银行的客观要求。面对当前复杂多变的全球政治经济形势，亟须打造若干具备全球系统重要性的投资银行及若干具有特色的中小投资银行，引导配置全球资源，提升中国经济全球竞争力。

#### 2. 国内证券公司开展战略绩效管理的适用性

由于国内资本市场和证券行业发展历史较短，

市场的价量波动性可能更大，可预测性相对更低。这要求国内证券公司在实施战略绩效管理时，针对市场影响较大的指标需要设定挂钩调整或有条件调整的机制，并及时灵活反馈；但从另一方面来看，如果不采用战略绩效管理，侧重传统财务指标考核，可能使市场波动对公司整体绩效考核的影响更大，与战略执行与竞争力提升等重要方面也很有可能脱节。

## 三、中国证券公司开展战略绩效管理的现状与不足

### （一）中国证券公司开展战略绩效管理的范围与特点

2012年前后，大型证券公司陆续开始建立战略绩效管理职能，目前已经基本都设立了该职能。2015年前后，不少中小型证券公司也开始组建队伍，设立职能。经过几年的实践，战略绩效管理功能的作用日益增强。部分大型证券公司的战略绩效管理功能已经成为业务、财务、人力、IT、合规风控等主要职能的重要连接器，成为公司推动战略执行的强有力工具。

在主要战略绩效管理工具的选择上，各家公司基本采用平衡计分卡系列理论为主要工具，辅以关键绩效指标KPI等。从开展战略绩效管理工作的效果看，不同体制的证券公司显示出一定的差异性。国有控股比例较高的证券公司，因承担着国有资产保值增值的使命，须接受国有资产相关机构的监管，激励约束机制和干部管理方面的市场化程度相对受限等原因，战略绩效管理应用的程度有深有浅。民营控股比例较高的证券公司，在激励约束机制和干部管理方面拥有更多的自主性和灵活性，战略绩效管理的应用程度相对更高。

## （二）具体案例分析总结

通过研究对比国内主要大型证券公司及部分有特色的小型证券公司的年报等资料，我们发现：一是大型证券公司由于规模较大、客户资源分布较广、渠道能力和专业竞争能力较强，其战略目标多是全面综合发展，覆盖证券行业各个子行业，甚至将业务触角延伸至租赁等其他金融行业；而小型证券公司则强调自身优势，突出特色发展。二是客户资源作为证券公司的竞争之根本，丰富的渠道网络以及强大的客户资源是证券公司核心竞争力的重要基础，能够真正以客户为中心的金融机构才可能拥有强大的客户资源基础。各公司均将客户放在最重要的位置。部分公司设置了不同大类客户专属服务部门，为其提供综合金融服务。三是多数公司均强调在财富管理、机构业务、投资业务等方面实现转型升级，提升差异化竞争优势。四是多数公司将金融科技应用提升到公司战略高度。

## （三）战略绩效管理模式分析

### 1. 战略绩效管理的组织架构

结合日常工作中的了解与研究期间的调研情况，我们发现，各家证券公司在战略绩效管理职能的组织运作方式、所赋予的管理强度方面存在一定区别，主要可分为如表1所示的三个类型。

### 2. 战略绩效管理的工作流程

（1）战略规划制定。公司战略规划一般由战略管理部门或办公室（董事会办公室或总裁办公室）负责研究编制。部分模式是自上而下，由公司最高领导层确定公司未来发展规划；部分模式是自下而上，汇总各项业务发展计划而形成公司规划；但更主流的是自上而下和自下而上相结合的模式。证券公司在对经营形势预判的基础上，与公司领导层、

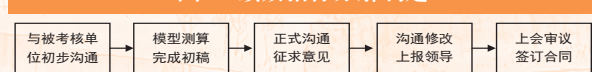
表1：战略绩效管理组织架构对比

职能分布	类型一	类型二		类型三
战略规划	战略管理部门/办公室	战略管理部门/办公室		战略管理部门/办公室
战略绩效管理	战略管理部门/办公室	人力资源部	计划财务部	专门职能组（战略+人力、财务）
战略督导	战略管理部门/办公室/其他	—	—	战略管理部门/办公室
绩效考核评价	人力资源部	人力资源部	人力资源部	专门职能组
优点	将规划与绩效管理二者结合，使战略绩效管理向上对接战略规划，向下将公司战略目标分解到各项子业务和管理条线，有利于各高管统一认识，并按分工承担相应职责	1. 贯通高管层、部门、员工的绩效指标分解体系 2. 降低绩效评价信息失真的可能性  可以使公司的年度目标任务和预算制定统一安排		有助于战略指标体系与战略规划的精准对接、战略绩效指标体系的贯通到底、公司工作计划和财务预算的有机融合、绩效评价结果和奖惩机制的紧密结合
缺点	1. 绩效跟踪数据无法不失真地传递给绩效评价部门，影响评价和激励约束的有效性； 2. 不负责高管层以下的绩效管理，可能造成中基层员工绩效管理的脱节	1. 缺乏对客户、内部业务流程、学习与成长等未来业绩驱动因素的考核； 2. 人力或财务部门不具有战略规划和战略督导职能，对战略规划的理解深度和对接精准度较弱		对战略、人力、财务的跨部门沟通、协调提出了更高要求

各业务条线充分沟通后，最终确定公司战略目标。

（2）绩效指标分解制定。战略绩效管理的首要工作是将公司战略目标分解至各层级经营管理单元的战略绩效指标。当前主要证券公司普遍分工是：战略绩效管理职能部门主要负责业务条线或部门层级的绩效管理，人力资源部负责员工层级的绩效管理。绩效指标制定流程见图1。

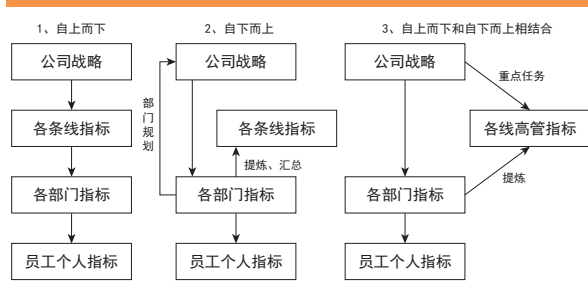
图1：绩效指标分解制定



具体绩效指标分解工作也有自上而下、自下而上、两者相结合三种模式，见图2。

其中，自上而下的绩效指标分解模式，有利于实现各条线绩效指标与公司战略紧密挂钩，但是在

图2：三种绩效指标分解模式图



从业务条线到部门级指标的分解过程中，存在因对公司战略理解不够深入而导致的基本业务单元实践偏离公司整体战略的可能。自下而上的模式虽能更好地结合各部门实际情况和个性化指标导向，但是在对公司战略的挂钩落实与推进等方面力度不足。

自上而下和自下而上相结合的模式，由战略、人力和财务组成的绩效考核小组共同负责公司部门级绩效指标体系的制定。其中战略部门侧重根据战略规划进行大方向上的分解，人力和财务结合激励约束机制和财务预算拟订绩效指标的目标值，并经分管领导和公司领导审议。这样，既保证了公司战略能够直接下达至基本业务单元的绩效指标体系中，又充分结合了公司人力资源配置、财务预算和各部门的实际情况，提高了绩效指标设计的科学性和合理性。

(3) 绩效过程跟踪督导。绩效过程跟踪督导是保证战略执行的重要环节，也是实现战略绩效管理主要目标的关键环节。

不同证券公司具体的绩效跟踪督导形式各不相同。督导力度较大的部分证券公司按月度跟踪绩效指标完成情况，结合市场和行业形势进行总结与分析，每月召开报告会进行通报，对完成情况不佳、偏离战略方向或存在风险隐患的部门加以提醒警示。部分证券公司为每个条线设置专人对接，或设

立督导组，对绩效管理指标完成情况跟踪反馈、集中讨论予以解决，或按季度对所有绩效考核指标完成情况进行打分、评估，并据此发放季度奖金。督导力度较小的证券公司则每月仅统计告知绩效指标完成情况，但不召开月度会议，反馈周期以季度会议为主。绩效管理部門不参与经营管理情况工作报告的撰写，仅扮演绩效指标反馈数据的跟踪、收集、整理、分析者，未能通过绩效完成情况反映跟踪解决公司经营管理过程中存在的问题。

(4) 绩效评估、考核与应用。战略绩效管理要想落到实处，最终离不开将绩效评估、考核结果应用到具体员工的激励约束。绩效考核结果与激励约束挂钩程度直接关系到绩效管理的力度和效果，若绩效考核结果无法应用到薪酬分配或者干部任免，绩效管理将流于形式，难以实现其应有的执行力和督导效果，更无法实现贯彻落实战略规划、凝聚全员合力等目标。

#### (四) 存在的问题与不足

1. 市场化不足使战略绩效管理效果未能较好体现

部分国有及国有控股证券公司在高管选聘、薪酬体系、考核制度等方面的市场化水平相对不足，不利于战略绩效管理的有效应用。同时在实施股权激励方面存在一定的政策障碍，容易造成国有及国有控股证券公司的高级金融业务和管理人才吸引力下降，不利于核心人才的稳定。

2. 准确定位并分解战略目标的能力仍有进步空间

虽然主要证券公司均已明确了差异化发展的诉求和方向，但从目前掌握的资料看，其战略规划仍存在一定程度的雷同，战略清晰度和特色度仍有待

提高；或者虽已找准了战略方向和定位，但在分解落实到各项业务管理工作中还存在一定不准确、不清晰，事实上公司战略绩效管理体系与战略目标的契合程度不高。

### 3. 准确把握各类业务本质的能力仍在提高中

近几年来，证券行业新业务层出不穷，客户需求快速升级，行业发展日新月异，竞争态势不断升级。与此同时，证券公司综合能力提升的速度未必能充分适应行业快速发展的挑战。证券公司需要时间积累经验乃至教训，方能更为深刻准确地把握各项新业务的风险-收益本质。

### 4. 战略督导作用的发挥程度不够

部分证券公司的战略绩效督导职能定位较低、力度较弱，仅限于定期统计绩效指标完成情况，缺乏相应的分析以及将存在的问题反馈给相关部门及人员的机制，更遑论督促引导战略实施。

### 5. 公司文化和制度环境的支持程度不够

例如部分证券公司对合规经营的重要性认识不足，绩效指标过度强调财务成果；部分证券公司尚未摆脱对单一业务牌照的依赖，过度追求山头化的“绩效主义”，各业务管理条线存在单打独斗的倾向，内部协同效应很难形成。

### 6. 战略绩效管理工作的信息化程度不够

战略绩效管理需要的信息链很长，目前的信息化程度距离理想的大数据要求还有较大差距。前端需要收集统合行业和公司合作方信息的系统，中端需要能够覆盖全部业务、管理信息的管理会计信息系统，后端则需要绩效指标制定分解、评价与激励分配信息系统。通过有力的信息自动化处理，前、中、后环环相扣，方可帮助高层管理者和绩效管理进行更准确、深入和全面的分析判断和决策。

## 四、中国证券公司完善战略绩效管理的对策建议

### （一）比照国际领先投行，完善市场化体制机制，增强国内券商基础能力

探索建立更加市场化的激励约束机制，探索中长期激励。国内领先证券公司应充分发挥主观能动性，充分发挥国有控股金融企业的体制优势，积极运用证券行业强市场化竞争的动力驱动，创造性地推动体制机制方面的制度创新，建立起具有中国特色的市场化激励约束机制，将中高端金融人才与证券公司的长期利益捆绑起来。

建立以市场化为基础的特色战略绩效指标体系。目前国内券商的差异化竞争态势尚不明显。各券商应在实际资源分配及展业、考核指标等方面有意识地构建与自己战略目标相符的特色。建议借鉴国际投行的市场化指标体系考核经验，一是绝对指标和相对指标结合；二是在具体战略目标及战略绩效考核中更突出特色，尤其是中小券商应突出特色定位。如以互联网业务为重点的券商，应多以客户类的指标为导向进行绩效考核；而以机构客户为重点的券商，则应以机构客户平均贡献与认可度、潜在客户储备量、利润率水平等为导向。

建立促进协同的收入双记与总量考核机制。客户金融服务需求日益综合化，以往以牌照为组织方式的单一业务展业模式受到挑战，不同业务间的协同迟迟无法达成。建议借鉴国际投行，在围绕客户提供综合服务时，采用收入双记（影子收入）的机制，比如美林就将交叉销售纳入KPI的考核体系，使得各类业务积极充分协同。

建立正式双向的绩效反馈机制。建立定期有效的绩效反馈制度，有助于及时发现绩效本身存在的

问题及其背后的原因，同时有助于上下级通过沟通共同加深了解，也为在适当时候进行绩效指标调整提供了准备。例如高盛有专门的绩效反馈培训，花旗强调反馈的流程正式且必须，美林看重信息高效顺畅的双向流动等。

探索中、后台服务的市场化定价。例如用同样服务的市场价格来对中、后台进行绩效管理，将有利于促进中、后台部门主动提高对前台部门的服务水平，也使得前台部门可以在同等价格下评价中、后台的服务质量。除此之外，强大的中、后台管理服务能力甚至可以进行输出，为中小券商、银行等金融机构提供服务，创造新的盈利增长点。

## （二）进一步加深证券公司核心经营管理团队对开展战略绩效管理的认识

高层领导支持变革是战略绩效管理是否成功的一个关键要素。证券行业受资本市场影响极大，收入的不稳定性明显，对公司核心管理层的战略能力与经营理念提出了较高的要求。国际投行对于核心管理层职能的定位是战略性、全局性的，管理层需要充分理解、参与并支持战略绩效管理体系，例如花旗以圆桌会议机制进行绩效评估等。同时，战略绩效管理体系要成功推广，还需要在全公司核心经营管理团队，尤其是分支机构管理层中充分沟通，以此提升团队对开展战略管理和战略绩效管理重要性、必要性的认识。

### （三）建立并不断优化开展战略绩效管理模式

#### 1. 搭建有利于战略绩效管理体系运营的组织架构模式

以公司自身战略目标为核心，搭建有助于战略实施的组织架构。建议将战略绩效管理职能设定在以战略管理部门为主、以人力资源和计划财务部门

为辅的专门职能组内。主要理由：一是可实现绩效指标体系与战略规划精准对接；二是财务部门全程参与，可实现公司工作计划与财务预算的有机融合，提升考核指标数据的精确性；三是可实现绩效考核结果与激励约束机制的紧密结合；四是绩效完成及问题反馈能够顺畅地传导到指标制定与考核激励的各个环节，促进共同反思、持续改进绩效考核体系。除了绩效考核外，建议战略绩效管理职能还包括：参与制定公司战略，根据战略目标设计人力与资金等关键资源配置方案，并参与业务改革调整方案等。

以战略管理部为主的绩效管理团队可按照公司业务单元的划分，设置专人对接每个考核单元，负责该单元的战略目标分解、绩效指标制定、过程跟踪督导、业务经营形势研究、绩效评估考核、激励约束建议、下阶段重点工作指导等全流程绩效管理。这样有利于开展专业化、有针对性的战略绩效管理，并保障各个被考核单元绩效考核的连贯性和持续性，推动考核单元以及公司整体中长期战略目标的实现。

#### 2. 建立完善战略绩效管理工作流程与制度

（1）绩效指标分解制定环节。建议采用自上而下和自下而上相结合的工作流程，指标体系重点以自上而下为主，具体目标值更多地要在战略指引下，自下而上考虑实际能力。战略绩效管理需要从公司战略向下分解，站在公司全局角度确定各条线工作重点和长期发展方向，形成战略绩效管理的指标体系。但在具体目标值的设计上也不能脱离业务实际，需要结合业务一线的实际情况与能力，制定合理的目标，起到切实的引导和考核效果。

此外，指标制定还须尽量精确、可考核。在财务

部门的参与下，内部指标口径应尽量明晰、可考核，反过来也推动公司管理会计体系的建立完善；外部指标须客观、公正、及时，尽量选取中国证券业协会、沪、深交易所等权威第三方机构的数据。建议中国证券业协会在行业数据统计方面给予更多更及时的支持，帮助证券公司提升战略绩效管理水平。

(2) 绩效过程跟踪督导环节。一是建立及时、精确的绩效数据收集机制。财务部门要提升管理会计水平，会同各业务条线等责任部门及时反馈绩效完成数据，数据可印证可校验。绩效管理相关部门要取得内部业务系统的总体数据权限，尽量通过统一数据平台获取绩效完成数据。二是建立定期双向的绩效反馈机制。可通过阶段性经营管理工作会议的形式，及时通报主要绩效指标的完成情况，并将绩效跟踪中发现的主要问题及时反馈给公司领导与相关部门负责人。相关负责人可就绩效指标推进中的重点、难点提出需求或建议，由公司管理层讨论解决。三是建立及时纠偏的绩效管理机制。就影响业务开展的重要内外部因素保持跟踪分析，必要时进行绩效中期调整，甚至进一步梳理调整业务的展业模式与考核模式，对公司内部存在的机制体制等问题及时进行分析并提出纠偏建议。

(3) 绩效评估考核应用环节。第一，建立绩效管理相关部门共同参与的机制，其中激励分配以人力资源部为主。由人力、财务和战略部门一起参与各条线绩效完成情况的评估，有利于更客观地反映各项绩效指标的完成程度。尤其是事关公司中长期战略发展重点任务的绩效指标，增加战略部门在完成情况评估中的参与程度，提高该指标完成情况对考核结果的影响权重，有利于加强对公司战略执行的督导力度。此外，在公司薪酬分配及干部任免等

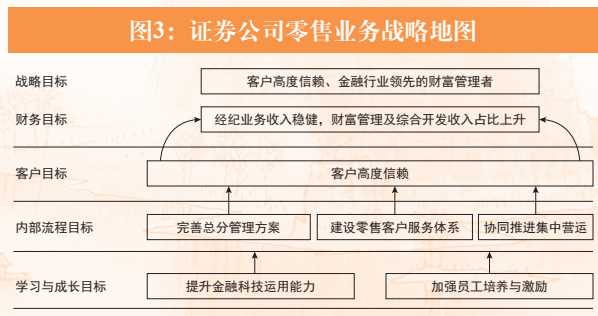
工作中，应重点考虑绩效管理相关部门根据绩效考核结果提出的意见，强化绩效考核结果在激励奖惩方面的运用。

第二，建立绩效双向反馈机制。要充分听取被考核单元的意见，对考核体系进行反思完善。绩效管理相关部门还要结合绩效考核结果，共同分析绩效管理体系本身或被考核单元存在的主要问题和痛点难点，结合内外部经营环境的变化，及时反思、梳理战略绩效考核指标体系，使未来的战略绩效管理工作不断完善、与时俱进。

### 3. 加强以平衡计分卡为基础框架的工具运用

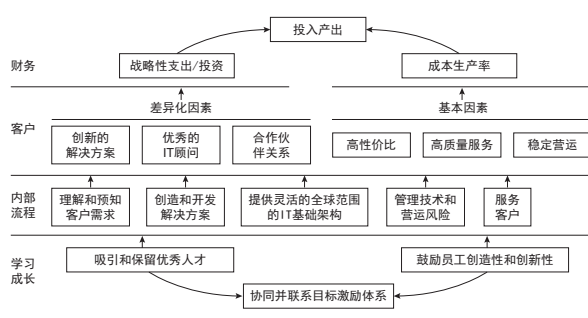
(1) 加强战略地图对指标体系的指引作用。战略地图可帮助战略绩效管理者从业务的战略目标出发，将四个维度的指标理顺，使各层级指标之间形成强有力的支持逻辑，建立逻辑完善的指标体系。然后综合考虑各指标之间的替代关系、可考核性及阶段性工作重点等因素，筛选确定当年的考核指标体系。

图3以某证券公司零售业务为例，战略目标是“客户高度信赖、金融行业领先的财富管理”。为了实现战略目标，可以在财务、客户、内部流程、学习与成长层面分别设置相关目标，最终达成战略目标。



又如图4，利用战略地图将某证券公司信息技术部门的愿景转换为各个层面的目标。

图4：证券公司信息技术部门战略地图



(2) 结合证券公司特点，提炼有代表性的指标体系。结合证券公司业务特点，就平衡计分卡的四个重要维度，提炼有代表性的指标体系。其中，卖方业务竞争性较强、风险较小；买方业务竞争性小、风险偏大，应区分考核。考核体系还要关注公司内部的协同协作（见图5）。

图5：有代表性的证券公司平衡计分卡指标体系



财务类指标方面，由于证券行业受市场影响较大，具有较强的周期性，可根据市场情况予以挂钩调整。对于传统卖方业务，如经纪业务、投行业务，应相对弱化收入、利润等受市场影响较大的指标；对于金融产品等新兴业务，应重点关注增长率、市场排名与新业务收入占比等指标。对于全成本管理比较充分的券商，可以将业务单元利润及净资产收益率等作为重要考核指标。

市场及客户类指标方面，核心指标应度量证券公司在客户及市场方面要获得的最终成果，可以参考多数企业都采用的五个方面：市场占有率、老顾

客保有率、新顾客增加率、顾客满意度及顾客利润率等；对于证券行业而言，各层级客户数量、客户资产规模、投资收益率等也是反映业务市场竞争力的重要指标。以上指标可结合各类业务的特点加以选择，并对重要子业务、跨境业务等方面也提出相应要求。

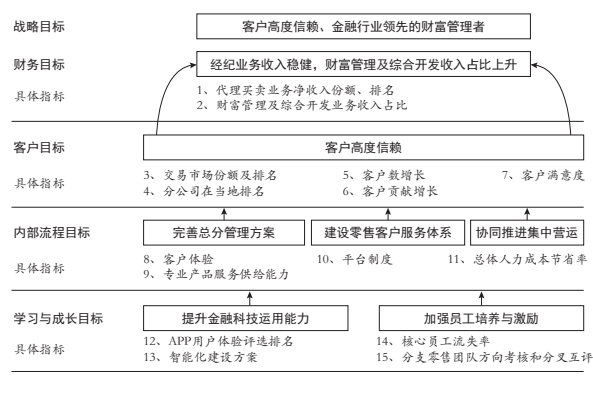
在设置公司层面的内部运营指标时，应当抓住能够支持顾客及财务目标与指标的关键流程，包括创新、日常运营及客户管理等，抓住提升流程效率的关键点加以考核。如营运数据处理效率、办公流转效率、客户引入服务的关键动作、客户开发效率及留存率等。

学习发展类指标关注的是企业的长远发展能力，强调的是如何使公司的无形资产与公司战略保持一致。一是战略能力，可以考虑战略信息覆盖率、平衡计分卡课程完成率。二是战略信息，可以设置相关系统建设指标。三是文化，以设置新员工公司战略及文化培训指标。四是领导力，包括调动公司朝着战略发展的各级高素质领导的可获得性。五是协调，包括组织各级的战略与目标、激励协调一致。六是团队工作，可以设置员工满意度、员工保持率等。

图6继续以某证券公司零售业务为例，在前面的基础上，拟订具体的指标。在具体指标选取及目标值设定方面可采用KPI与OKR的方法，指标数量不宜过多。

从平衡计分卡得到的考核结果，可以作为收入及利润的直接调整项，用以计提被考核单元的薪酬或奖金包，或通过相对排名予以调整；同时可作为考核相关负责人的重要依据，对其薪酬及职务任免起到重要作用。

图6：证券公司零售业务绩效指标



#### (四) 重视战略绩效管理人才培养

证券公司战略绩效管理需要复合型人才，一是要对证券行业发展方向和公司战略选择有较深刻的理解，要对公司综合以及子业务发展情况有充分的了解。二是要具备平衡计分卡的运用能力与财务分析能力，需要对绩效考核指标的设计与落实进行反复地沟通、深入地跟踪分析与准确地反馈。三是要具有很强的大局观，同时具备很强的团队合作能力和沟通能力。因此，战略绩效管理人才最好有证券业务实战经验、业务知识、财务相关的能力与经验，能够进行战略性思考；同时具备较强的团队精

神、学习能力、分析能力、良好的沟通协调能力和抗压能力，还需要认真细致、有责任心。建议证券公司建立战略绩效管理人才的培养机制，参考卡普兰与诺顿教授的“战略办公室”做法，精选实战经验丰富、相关能力较强的员工或相关素质突出的年轻员工，通过各部门轮岗及各类业务管理培训，全面提升上述重要方面的综合素质，以担当战略绩效管理的重要任务。

#### (五) 加强信息化建设

随着业务类型及数据量的快速增长、绩效管理的不断精细化，信息系统日益成为落实战略绩效管理的重要基础。对证券公司而言，一是要建立集团统一的数据平台，要根据战略绩效管理要求，汇聚分析、实时展现重要数据，为绩效指标测算及跟踪督导提供强有力的数据支持。二是要强化客户服务系统、管理会计等系统建设，并与各类业务系统互联互通，提供战略绩效管理的各类关键数据，使得以前无法考核的各类指标变得可考核。在此基础上，可以更为精准地分解落实公司战略目标，发挥战略绩效管理的更大作用。SAC

#### 参考文献：

- [1] 加里·德斯勒. 人力资源管理[M]. 北京：中国人民大学出版社，1999：15-40.
- [2] R.S.Kaplan,D.P.Norton.The balanced scorecard-measures that drive performance[J].Harvard Business Review,1992.70(1),71-79.
- [3] R.S.Kaplan,D.P.Norton.The Balanced Scorecard:Translating Strategy into Action[M].New York:Harvard Business Review Press,1996.
- [4] 罗伯特·卡普兰，大卫·诺顿. 自上而下打造战略地图[J]. 哈佛商业评论（中文版），2004.
- [5] 罗伯特·卡普兰，大卫·诺顿. 战略中心型组织[M]. 北京：中国人民大学出版社（中文版），2008:9-113.
- [6] 罗伯特·卡普兰，大卫·诺顿. 组织协同：运用平衡计分卡创造企业合力[M]. 北京：商务印书馆（中文版），2010：13-33.
- [7] 曲慧杰. 以战略为导向的绩效管理体系研究[D]. 天津：天津大学，2005.
- [8] 中国证券业协会. 中国证券业发展报告（2018）[M]. 北京：中国财政经济出版社，2018.
- [9] 王青怡. 提高证券公司战略绩效管理体系有效性的建议[J]. 经营者，2017（5）.