

# 加快立法 构建我国金融控股公司

□张双智 张双勇

面对国外混业经营的强烈冲击和严峻挑战,如何在分业经营的法律框架下寻求突破,这是摆在金融企业、监管部门和立法机构面前的一个共同问题。金融控股公司“集团混业、子公司分业”的特殊性给我们提供了实现这种突破的有效途径。“入世”已经过去了四年,五年的“缓冲期”将很快度过。积极利用余下的宝贵时光,尽快构建中国的金融控股公司,是我们的明智选择。

自上个世纪90年代以来,混业经营已经逐步发展成为国际金融主流趋势。如何走有中国特色的金融混业经营之路,成为实践部门、监管机构和立法当局共同关注的热门话题。《国民经济和社会发展规划纲要》中明确提出,稳步推进金融综合经营试点。这是一个重要的开端。

## 我国金融控股公司的现状

金融控股公司作为一种新型的混业经营模式,实际上是在分业经营的法律框架下银行业和其他金融企业为了绕过法律障碍,拓展业务领域而积极进行组织创新的结果。在我国分业经营的法律环境下,现实生活中也同样存在着各种形式金融控股公司。概括起来讲,主要包括以下几种类型:

第一类是中信、光大、平安等非银行金融机构形成的控股公司。其中以中信控股最为典型。2002年12月5日,中信控股有限责任公司正式挂牌,国内首家纯粹性金融类控股公司开始试水。中信控股有限责任公司是经国务院同意、中国人民银行批准,由中信集团公司出资设立的国有独资有限责任公司。旗下包括4个全资子公司,即中信实业银行、中信信托、中信资产管理公司和中信期货经纪公司;3个控股子公司,即中信证券、信诚人寿和在香港的中信国际金融控股有限公司。中信控股通过投资和接受中信集团公司委托,管理银行、证券、保险、信托、资产管理、期货、租赁、基金等金融企业,统一配置和有效利用资源,提供全方位服务,以实现效益最大化。隶属中国光大集团的中国光大(集团)总公司也是一家纯粹性的控股公司,目前拥有中国光大银行、光大证券和光大信托三家金融机构,也是申银万国证券的第一大股东,1999年12月15日,中国光大(集团)总公司又与加拿大永明人寿保险公司共同组建了光大永明人寿保险公司。以保险公司名义注册的平安保

险公司目前已经发展成为经营性的控股公司,其自身办理保险业务的同时,又全资控股平安信托投资公司,通过信托公司又以61%的比例控股平安证券公司。去年汇丰银行出资6亿美元参股平安保险,双方合作发行信用卡也是目的之一,这标志着平安保险公司已向银行业渗透。

第二类是作为中国金融业的主力——四大银行对构建金融控股公司的尝试。早在1995年,中国建设银行就和境外投资银行摩根士丹利合资成立了中国国际金融有限公司,建设银行拥有42.5%的控股权,如今中金公司的多项指标已居国内证券公司首位,很多大型国企海外上市都有中金公司的参与。中国银行在1998年用10亿美元在英国注册中银国际(后迁址香港),从事投资银行业务,收购英国信诚保险公司,从事寿险业务;2002年4月,中银国际“返乡”(控股49%在上海成立中银国际证券有限责任公司),中国银行高层在不同的场合也表明,中行的目标就是金融控股,最终实现混业经营。1998年,中国工商银行与香港东亚银行合作在香港收购增长投资银行业务的国民西敏银行下属的西敏证券,合作建立工商东亚金融控股公司,从事香港和内地的投资银行业务。虽然这些银行在名称中无控股公司的字眼,但可被划入金融控股公司的范畴,且均属经营性的金融控股公司。

第三类是产业资本投资金融机构形成的控股集团。最为典型的是山东电力集团和招商局集团。山东电力集团已经成功控股了英大信托、蔚深证券、鲁能金穗期货公司,并成为湘财证券的第一大股东,招商局集团的第二大股东。曾经创办了平安保险公司和招商银行的招商局集团在整合资源的过程中也向金融业倾斜。如今,招商局金融集团有限公司旗下拥有招商银行、招商证券、招商基金、招商保险以及在香港和英国的其他金融机

构,去年又和美国信诺保险公司合资组建寿险公司,完整的金融产业链已经形成。另外,以海尔、宝钢、鲁能集团、中远集团、北京首创集团等大型国企为代表的产业资本也抓住机会纷纷介入银行、证券和保险业,积极打造金融控股公司的构架。依第一节分类标准划分,这些公司一般为经营性的控股公司,且母公司主业为非金融业务,按照巴塞尔联合论坛所下的定义,它们还不能算作严格意义上的金融控股公司。

## 关于金融控股公司的立法

虽然现实生活中存在着多种形式的金融控股公司,但目前我国尚无相关的法律规定。

1、成立经营性的金融控股公司的法律障碍。按照严格的定义,这种类型的母公司自身应以经营某类金融业务为主,然后再控股其他的金融业务。从我国目前的相关法律规定来看,除信托投资公司外,我国的商业银行、证券公司、保险公司都难以在国内直接发展成为这类控股公司。

(1)商业银行成为集团公司的法律障碍。《商业银行法》在第四十三条第二款明确规定:“商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。本法施行前,商业银行已向非银行金融机构和企业投资的,由国务院另行规定实施办法。”既然在境内的投资权被剥夺,通过投资控股其他金融业务子公司就遇到了法律障碍,也就无法在境内通过直接对外投资成立集团公司。为了鼓励商业银行进军国内的金融市场,《商业银行法》对投资国外业务“留了口子”,这样就出现了四大国有银行纷纷在境外投资设立非金融机构的情况。虽然国内的银行正在设法利用“国外的子公司投资国内的非金融业务”来绕过法律的障碍,但目前来讲,在国内由商业银行通过对外投资直接成立金融控股公司仍为法律所禁止。

(2)同样,证券公司和保险公司也难以通过对外投资直接转化为金融控股公司。《证券公司管理办法》第三十二条规定:“证券公司不得兴办实业,不得购置非自用不动产。”中国证监会在2002年4月发出通知,证券公司不得直接或通过参股风险投资公司间接进行风险投资。这些规定,使得证券公司对外投资的行为被禁止,相应地,巴塞尔联合论坛所下的定义,它们也无法获得法律的保护。“显然,保险公司也难以通过对外的投资控股建立金融控股公司。

(3)信托投资公司则没有这方面的法律限制。《信托投资管理办法》第二十四条规定:“信托投资公司所有者权益项下依照规定可以运用的资金,可以存放于银行或者用于同业拆放、贷款、融资租赁和投资,但自用固定资产和股权投资余额总和不得超过其净资产的80%。”按照这一规定,信托投资公司可以通过投资控股其他金融业务成立金融控股公司。为此,我国才有了中信模式的金融控股公司。

2、成立纯粹性金融控股公司的法律空间。虽然在金融立法上对大部分金融机构的对外投资进行了严格的限制。但是,其他非金融企业对金融机构的投资限制则宽松了许多,如《商业银行法》在第二十八条规定:“任何单位和个人购买商业银行股份总额百分之十以上的,应当事先经中国人民银行批准。”这条规定,虽然限制了对商业银行的控股比例,但经过人民银行批准后,比例是可以提高的,这就为实际操作留下了足够的空间。

对于证券公司的投资,目前中国证券监督管理委员会也有股东出资比例的限制;除国有资产代表单位、综合类证券公司、信托投资

公司之外,单个股东直接或间接向证券公司投资的总金额不得超过该证券公司注册资本的20%。这同样给我们实施投资控股留有一定的空间,首先,如果是上述三类单位(即国有资产代表单位、综合类证券公司、信托投资公司),则不受比例限制;其次,20%的比例也不算低,股权分散到一定程度,也能达到相对控股。同样的,对其他金融机构的投资也是“为法律所允许的”或“非法律所禁止的”。这样,这就为我们成立纯粹性金融控股公司留下了法律空间,我们完全可以在银行、证券、保险等金融机构之上成立一个金融控股集团,并通过股权投资间接经营银行、证券、保险等业务。

## 何谓金融控股公司

金融控股公司是与“全能银行”相对应的一种混业经营模式,它以资本为纽带,将各类金融业务统一到一个组织体内,实现资源的协同效应,增强金融企业的整体竞争实力。1999年2月,由巴塞尔银行监管委员会、国际证券联合会、国际保险监管协会发起成立的金融集团联合论坛,在其颁布的《对金融控股集团的监管原则》文件中指出:“金融控股公司是指在同一控制下,完全或主要在银行业、证券业、保险业中至少两个不同的金融行业大规模地提供服务的金融集团”。简而言之,金融控股公司可以理解为以控股公司形式组成的金融服务集团。具体而言是指整个集团的经营以金融业为主,一般通过一个控股母公司全资拥有(或控股)专门从事具体业务的许多子公司;这些子公司都具有独立法人资格,都有相关的营业执照,都可独立对外开展相关的业务和承担相应的民事责任;并且下属子公司至少分布在商业银行、投资银行、保险等两个以上的金融服务领域;集团公司通过合理配置内部资源,在集团层面上从事混业经营。

## 两点建议

### (一) 尽快出台关于金融控股公司的立法

应当说,法律地位的确定问题不是成立金融控股公司的必要条件,目前我国现实生活中存在着相当数量的实际意义上的金融控股公司就说明了这一问题。但是,没有明确的法律地位,金融控股公司就很难名正言顺地开展相关工作,同时政府部门也难以在具体行政行为中给予相应的支持和配合,监管部门也难以恰当地履行职责,一旦出现风险,也无法获得法律的保护。所以说,没有相应的法律法规来引导,实际上是阻碍金融控股公司进一步发展的重要因素。更为重要的是,在金融控股公司的起步阶段,及时出台相应的立法,有助于正确引导控股公司的健康发展。特别是在我国社会主义市场经济刚刚建立,金融市场发展还不很完善的实际情况下,如果放任自流,就有可能出现“一窝蜂”的混乱局面。

从目前来看,由于缺乏法律的指导,在金融控股公司的监管上尚有许多盲点,诸如子公司的资本充足率问题,关联交易问题,举债投资问题,等等。这一系列问题,存在着很大的安全隐患,往往是集团公司内一个公司经营不善或倒闭,便造成严重的“多米诺”效应。所以,面对我国金融控股公司刚刚起步,并将迅速蓬勃发展的实际情况,我们应及时推出关于金融控股公司的立法,确保其健康、规范发展。

### (二) 大力发展真正意义上的金融控股公司

研究我国目前金融控股公司的发展状况,一个比较突出

的现象是过多的产业资本通过成立控股集团控制了金融资源,而且这种情况还有愈演愈烈之势。这一方面反映了我国相关立法的漏洞,过多地限制了金融企业的对外投资,但对其他产业对金融业的投资却少有限制。另一方面,也给我们提出了一个严峻的问题:如何适当控制国家改变这种不利局面。作为特殊的服务行业,金融业实际上有其自身的发展规律,由于其产品的同质性,金融各业自身的融合是自然的规律,这种融合应有其相对独立的运作空间。如果金融业过早地被产业资本所控制,失去其自我发展空间,其结果可能是灾难性的。目前,大量“跃跃欲试”想控制金融业的非金融企业集团实际上考虑的不是金融业的竞争力和国家金融的安全,而是为了抢先控制稀缺的金融资源,分享其丰厚的利润回报;也是为了利用金融机构的筹资功能,大量筹集资金,为其主业发展提供融资便利。在“只要有本钱,就抓紧控制金融资源”的动机驱使下,不排除有的集团公司不知金融为何物而盲目控股金融机构的倾向,此种情况对整个金融业的安全是极为不利的。

针对这种问题,一方面,要通过立法适当限制产业资本向金融领域的渗透(严格规定其持股比例,不能形成控股局面),同时严格规范现有的以产业资本为基础的控股集团;另一方面,积极发展以银行业为基础的金融控股公司,应抓住国有商业银行重组改制的有利时机,改商业银行总分行制为集团公司制,在银行转变为股份公司的同时,在其之上成立集团控股公司(并由其代行国有资产管理职能),再由该集团母公司来投资控股其他金融机构。

# 借鉴海外市场经验 完善我国国债管理

□中国建设银行资产负债管理部 悦欣

美国联邦投资基金在过去几十年里增长很快,联邦投资基金购买大量的不流通国债,一方面能为联邦政府提供可观的资金来源,另一方面可以减缓对可流通国债二级市场的压力,促进国债市场稳定发展。这对完善我国国债管理工作有一定借鉴意义。

通常说起美国国债大都是指可流通国债,其实在可流通国债之外,还有一大部分是不为人熟知的,不流通国债,其中联邦投资基金持有相当大份额。2006年5月美国国债余额为8.36万亿美元,其中可流通国债4.27万亿美元,其它不流通国债0.49万亿美元,而联邦投资基金持有不流通国债3.60万亿美元,占全部国债余额的43%,在国债管理的地位可谓举足轻重。

## 美国联邦投资基金及特点

美国联邦投资基金(Investment Funds),是指经美国国会立法批准并在财政部开立资金账户以满足联邦政府特殊用途需要而建立的政府基金账户。在1980—2004年期间,联邦投资基金发展较为迅速,其账户数量从85个增加到230个,资金存量从1930亿美元增加到30720亿美元。概括而言,联邦投资基金具有以下几个较为鲜明的特点:

(一)用途多样,种类丰富。按照基金用途划分,联邦投资基金有四种类型:一是信托基金,以社会保险、公务员退休和伤残、医疗保险、军人退休基金为代表,在联邦投资基金中占主导地位,2000年其账户数量占基金账户总量的47%,资金

持有量占基金资金总量的91%;二是封闭基金,以外汇稳定基金和存款保险公司银行保险基金为代表,2000年资金持有量占6%;三是存款基金,以联邦雇员退休计划中的国债投资基金、大屠宰牲畜基金和印第安部落基金为代表,2000年资金持有量占2%;四是特别基金,以水土资源保护、罚款基金为代表,2000年资金持有量占1%。

(二)财政部负责资金收支和投资。按照法律要求,联邦投资基金要在财政部开设账户,资金收支和账户服务由财政部财务管理司(FMS)代为履行;资金盈余由财政部债务管理局(BPD)联邦投资处(现有24名工作人员)代为投资。按照投资决策权归属划分,联邦投资基金分为两类:一是财政投资基金,包括社会保险、医疗保险和失业保险基金等,其投资决策由财政部负责制定,2000年有15个账户并持有14090亿美元资金,占资金总量的64%;二是部门投资基金,其投资决策由联邦政府有关部门负责制定,2000年共有199个并持有8050亿美元资金,占资金总量的36%。结合基金用途来看,所有财政投资基金属于信托基金类型;在多个部门投资基金中,既有属于信托基金类型的,也有属于封闭基金、

存款国债和特别基金类型的。

(三)基金盈余资金要购买国债。按照有关法律,联邦投资基金的资金收入要用于保证特定项目的资金支出需要,在收入大于支出情况下,其资金盈余要购买国债,主要是购买不流通国债,以便充分保证联邦投资基金的资金安全。由于联邦投资基金是由联邦政府负责管理,因此联邦投资基金购买并持有的国债属于联邦政府自己欠自己的债务。

(四)联邦投资基金属于预算外资金。从财政预算角度看,联邦政府将其投资基金当作预算外资金(Off-budget)加以管理,它与预算内资金(On-budget)一起,构成联邦政府的统一预算(Unified Budget)。多年来联邦投资基金呈现出资金盈余状况,并且盈余资金要用于购买国债从而为联邦政府所用,因此它能够有效弥补预算资金缺口,减少联邦政府向公众借款的数额。以2004财年为例,预算内收支赤字为5678亿美元,预算外资金盈余为1552亿美元,由于预算外资金盈余被用于购买国债,因此统一预算赤字降到4126亿美元,联邦政府向社会公众的借款数额相应有所减少。

## 美国联邦投资基金国债投资概况

2004年9月末美国国债总余额为73790亿美元,其中社会公众持有43070亿美元,联邦投资基金持有30720亿美元。联邦投资基金持有国债余额占全部国债余额的42%。在2004年9月末联邦投资基金持有的国债余额中,仅有2.5亿

美元为可流通国债,其余均是不流通国债。联邦投资基金持有的不流通国债包括以下两类:

(一)面值保证国债(Par value Specials)。面值保证国债是指财政部按面值发行,投资者按面值兑付和提前兑付,票面利率参照相同期限可流通国债的平均收益率确定的不流通记账式国债。面值保证国债的主要特点是:(1)票面利率参照市场利率确定,平价(而非溢价或折价)发行;(2)在确实需要提前兑付时,无论利率上升或下降,均按面值和应计利息变现,没有折价风险或溢价收益;(3)期限结构丰富,从一年到十五年不等。

由于联邦投资基金持有面值保证国债的市场风险很小,收益较为稳定,除非法律明确规定需要购买该类国债,财政部一般不会轻易扩大购买对象范围,并且对提前兑付的条件做了严格限定。按照国会立法规定,目前大约有社会保险和医疗保险等20个联邦投资基金可以投资面值保证国债。尽管符合条件的联邦投资基金账户数量不多,但是其持有的面值保证国债余额占联邦投资基金持有国债余额的比例高达83%左右。

通常在一年中的任何一天里,当基金账户出现盈余资金时,财政部首先用这种资金临时购买一种被称为“负值凭证”(CIS)的短期面值保证国债,到期日为下一个6月30日。当6月30日集中到期时,财政部会根据各基金资金需求情况,再用这些资金购买中长期面值保证国债,期限从一年至十五年不等。

(二)市值挂钩国债(Market-based Specials)。市值挂钩国债是指

利率和到期日与在二级市场上选定的可流通国债的利率和到期日相同的不流通记账式国债。与面值保证国债相比,市值挂钩国债的主要特点是:(1)除不流通外,市值挂钩国债与其参照的可流通国债完全相同;(2)提前兑付价格与其参照的可流通国债的市场价格完全相同,可能发生折价风险或溢价收益,持有者可以随时提前兑付;(3)品种和期限结构与可流通国债基本相同,包括隔夜国债、短期国债、中期国债、长期国债、零息长期国债、通胀指数国债,具体期限可从隔夜至三十年不等。

联邦投资基金持有市值挂钩国债的市场风险与可流通国债基本相同,财政部发行市值挂钩国债承受的市场风险小于面值保证国债,因此财政部通常鼓励尽可能多地购买市值挂钩国债。且市值挂钩国债的提前兑付价格与对应可流通国债市场价格完全相同,财政部一般不会严格限定提前兑付的条件。目前大约有200多个联邦投资基金购买市值挂钩国债,但是其余额仅占联邦投资基金持有国债余额的18%左右。

在一年中的任何一天里,联邦投资基金都可依据资金盈余情况随时购买利率和到期日合适的市值挂钩国债,并且随时都可以提前兑付。由于市值挂钩国债的到期日是根据自身资金特点认真选择的,且可选择的国债种类非常丰富,因此持有者一般不会提前兑付。

## 对改善我国国债管理的借鉴意义

(一)增加不流通国债品种和

规模的必要性。增加发行不流通国债有助于优化国债品种结构,减轻国债发行压力。目前我国国债包括

主要面向个人发行的不流通凭证式国债和主要面向机构的可流通记账式国债。受经济金融环境制约,我国可流通国债市场处于初级阶段,深度和广度有待进一步提高。加之当前市场利率处于上升时期,如果大量发行可流通国债,可能会对国债二级市场造成一定压力,抬高国债筹资成本;如果大量发行凭证式国债,很可能面临一定的提前兑付压力。建议今后在继续发行凭证式国债和记账式国债前提下,适当考虑增加发行其它不流通国债品种及其规模,进一步优化国债品种结构,减轻记账式国债和凭证式国债发行面临的压力。

向保险资金发行不流通国债可以促进社会保险资金规范运作和改善商业保险资金资产管理行为。近些年来我国保险行业发展很快,保险类资金增长速度较高,保险机构已经发展成为国内金融市场上举足轻重的机构投资者。目前保险类资金主要包括社会保险资金和商业保险资金。其中,社会保险资金属于社会公共资金,借鉴美国经验,建议由财政部集中统一管理并将其盈余资金用于购买不流通国债为妥。在社会保险资金分散管理情况下,建议适当考虑对其资金投向加以限制,最好规定主要用于购买不流通国债,防止资金被滥用、挪用以及由公共资金进入金融市场引发的市场扭曲行为。近几年来,商业保险资金(如寿险资金)增长迅速,从其自身资产负债管理和期限匹配要求出发,对长期

乃至超长期不流通国债也有一定需求。

(二)向保险资金发行不流通国债较为可行。与美国社会保险资金管理相比,目前我国社会保险资金是由国家有关机构而非财政部负责管理,财政部并不对其日常的资金运作承担责任。借鉴美国做法,建议今后财政部适当考虑向社会保险资金发行市值挂钩国债,这能为社会保险资金确保资金安全和收益稳定提供有效的制度保障。与面值保证国债相比,财政部发行市值挂钩国债所需承受的市场风险较小,对财政部而言较为合理。与社会保险资金相比,商业保险资金更有能力承受市值挂钩国债的市场风险,财政部可以考虑同时向社会保险资金和商业保险资金发行不流通的市值挂钩国债。

稳妥有序地做好不流通国债发行工作。考虑到保险资金特点及长期国债需求情况,首先建议今后可以每年向社会保险资金和商业保险资金发行一至两次,每次一个期限品种,数量适中的长期市值挂钩国债。其次,考虑到市值挂钩国债品种及发行规模是参照保险资金需求情况予以确定,以及保险资金并非由财政部负责管理的实际情况,市值挂钩国债不能提前兑付。第三,在保险资金对市值挂钩国债需求较大情况下,可以考虑适当增加市值挂钩国债品种、发行数量和发行次数。最后,在社会保险资金大量购买国债情况下,可以考虑向它们发行面值保证国债,在确保资金安全和收益稳定的同时,减轻其面对的市场风险。