

上证联合研究计划第 18 期课题报告

我国证券公司上市与重组问题研究

证监会机构部课题组

课题主持人：王建平 欧阳昌琼 杨志华 陆文山

课题研究与协调人：上海证券交易所 项剑

课题研究员：陆泽峰、庞介民、徐风雷、杨烈、张冀华、
吴年文、张悦、童卫华、殷志诚、闫云松、
卢景琦、贾秋彤

我国证券公司上市与重组问题研究

内容提要

随着中国加入 WTO 和国际金融一体化进程的加快,中国证券公司面临着将和国际知名跨国投资银行进行竞争的严峻挑战。在当前金融业分业经营、分业管理的背景下,公开发行人股票和重组上市是证券公司快速发展壮大的重要途径之一。

本课题从理论和实证两个方面对我国证券公司上市与重组进行了深入的研究,并在国内外一系列证券公司上市案例分析的基础上,提出了如何对我国证券公司上市与重组进行监管的问题。最后,根据我国证券公司的具体现状,针对国内证券公司提出了对策与建议:证券公司重组目标应该定位于提高公司综合竞争力、完善证券公司治理结构,证券公司重组的资本规模扩张和业务扩大,应与风险防范能力提高并举。

关键字: 证券公司 上市 重组 监管

目 录

1	我国证券公司上市问题研究.....	4
1.1	我国证券公司上市理论分析.....	4
1.1.1	证券公司上市意义.....	4
1.1.2	我国证券公司上市模式分析.....	7
1.2	证券公司上市国内外实践分析.....	10
1.2.1	证券公司上市国内实践分析.....	10
1.2.2	证券公司上市国外实践分析.....	22
1.3	证券公司上市监管的挑战.....	24
1.3.1	证券公司上市加强监管之必要性.....	24
1.3.2	证券公司上市监管要点.....	26
1.3.3	证券公司上市监管对策.....	33
2	我国证券公司重组问题研究.....	34
2.1	重组基本理论分析.....	34
2.1.1	基本概念.....	34
2.1.2	公司重组分析.....	35
2.2	证券公司重组实践.....	37
2.2.1	国外成熟市场证券公司重组实践.....	37
2.2.2	我国证券公司重组实践.....	41
2.2.3	中外证券公司重组实践差异.....	46

2.2.4 我国证券公司重组的现存问题解析.....	46
2.3 我国证券公司重组的对策和建议.....	50

1 我国证券公司上市问题研究

1.1 我国证券公司上市理论分析

1.1.1 证券公司上市意义

证券公司作为中国证券市场最主要的中介机构,自产生之日起就在中国资本市场上发挥着桥梁和纽带的作用,其发展水平和完善程度直接关系到中国资本市场的发展和壮大。随着中国加入 WTO 和国际金融一体化进程的加快,中国证券公司面临着将和国际知名跨国投资银行进行竞争的严峻挑战。如何尽快提高竞争能力,进一步实拓宽发展空间,是摆在中国证券公司面前最紧迫的课题。在当前金融业分业经营、分业管理的背景下,公开发行股票和重组上市是证券公司快速发展壮大的重要途径之一。

从国外成熟资本市场经验看,公开发行股票上市,向社会公开募集资金,是证券公司进行外部融资的重要渠道之一。在美国,知名的十大投资银行基本上都是纽约证券交易所的上市公司,并且多数证券公司在国内多个交易所同时上市,如美林证券的普通股在纽约证券交易所、芝加哥证券交易所、巴黎证券交易所、伦敦证券交易所及东京证券交易所均有上市。

近年来,在我国,金融机构上市的问题一直是证券市场关注的焦点。伴随着中国银行、工商银行成功的在香港和国内市场 A+H 股上市,银行股已经成为我们证券市场的重要组成部分。而证券公司上市问题却一直迟迟不得解决,除较早的宏远信托被批准改组为证券公司外,目前直接上市的证券公司仅有中信证券一家。今年以来,随着广发证券成功借壳延边公路,证券公司借壳上市和 IPO 问题,再次成为了市场的热门话题和关注焦点。

推进有条件的证券公司上市意义深远。微观上不仅能增加国内证券公司资本实力,拓宽融资渠道,而且有利于促进国内证券公司完善法人治理结构,提高知名度,有利于证券公司广泛吸纳人才、管理规范化以及拓展国内及海外证券业务

市场，并逐步推动国内优秀的证券公司成为资本实力雄厚、人才济济、具有国际竞争力的跨国投资银行。宏观上，对我国证券市场、国民经济的可持续发展，对证券市场的平衡发展、社会主义市场经济的完善都将起到强有力的推动作用。

一、从微观方面分析

1. 有利于证券公司拓宽融资渠道，增强资本实力。这是证券公司上市最明显的优势。首先，上市融资可以使证券公司在不增加债务负担的前提下以较低的成本筹集到长期资金，大大增强自身的资本实力。其次，股票发行的溢价效应将进一步扩大证券公司的融资规模。第三，上市融资还有利于提高证券公司的资本充足率，增强公司抵御风险的能力。在各种可能的融资方式中，只有发行股票和上市才是能够满足增强证券经营机构资本实力要求的最佳选择。它既能解决证券公司营运资金紧缺的困难，又能提高证券公司的资本充足率，增强其资本实力，双重效应推动证券公司提高综合竞争能力。

2. 有利于证券公司完善现代企业制度。首先，上市将促进证券公司更加完善法人治理结构、健全经营机制。回顾我国证券场所走过的短短十年历程，由于证券公司内部治理结构的不健全导致市场动荡屡见不鲜：究其原因，还是证券公司的法人治理结构仍不完善，股东会、董事会、监事会以及经理层之间的相互监督、相互制约较为薄弱，经营机制距离真正的股份制企业相去甚远。然而，允许证券公司上市则有利于改变这种状况，因为证券公司发行股票并上市后，它必须按照上市企业的运行规则建立健全相应的管理组织架构，明确各自的职责，建立严格的相互监督、相互制约关系，这就可以促使证券公司的法人治理结构趋于完善。上市之后，证券公司管理层不仅要接受股东大会、董事会和监事会的监督，而且要接受外部市场的评判和监督。

上市还有助于证券公司完善外部和内部的约束机制，如果广大投资者对证券公司管理层丧失信任而大量抛售股票，导致股票价格下跌，就会对证券公司管理层形成强大压力，这无疑将加大高管人员的行为约束，从而促进证券公司形成合理的运营机制。另外，证券公司上市也有助于加速企业内部风险控制制度、财务制度等内控制度的完善，降低企业运营的风险，这对于在不完善的市场经济体制中成长起来的中国证券公司来说，尤其具有深远的意义。

3、有利于推动证券公司间的购并浪潮，优化证券业资源配置。一方面，证

券公司上市后资本金实力增加，收购其他证券公司的能力随之增大，使得证券公司可以根据自身的业务需要兼并收购优质资产，拓宽自己的业务范围，实现规模效应；另一方面，借助于股票上市买卖，证券公司的股权处于高度流动状态，这将改变我们证券公司股权长期处于非流动或者低流动性的状态，股权的这种流动性不仅可以促进金融资源在不同证券公司之间的优化配置，提高资金的使用效率，而且可以刺激投资者对证券公司股权投资的积极性。

4、有利于提高业务运作能力和公司整体运行效率，提高竞争力。众所周知，国内证券公司与国外大型投资银行在规模方面的差距是无法比拟的。截至 1998 年底，国内 96 家专业证券公司的资产总额不足 2000 亿元，而同期美林证券一家的总资产即达 2130 亿美元，相差 10 倍以上；就单个证券公司之间进行比较，差距更是多达百倍。以资本金规模衡量，国内最大证券公司与国外著名跨国投资银行的差距也在 20~30 倍之间。然而随着中国加入 WTO，中国证券公司将面临这与国外大型跨国投资银行进行竞争的严峻挑战。在此背景下，国内证券公司发行股票并上市，利用筹集的资金充实资本金，拓展国内或国外经营网络，充分利用各种证券资源开拓经营业务品种，吸纳高级管理型人才加盟，将能使公司的业务能力和整体运行效率得到进一步的提升，显然，这将有益于尽快提高国内证券公司的综合竞争力。

二、从宏观方面分析

1、证券公司上市将有利于中国证券市场的平衡发展。长期以来，我国的上市公司中国有工商企业数量明显较多，而金融企业数量明显较少，尤其是证券公司目前只有两家上市公司（宏源证券和中信证券）。这不仅使得证券公司难以利用证券市场进行融资，而且不利于上市公司结构的优化。然而，放松对证券公司上市的限制即可扭转此种不利的局面，不仅可以从上述几个方面促进证券公司自身的发展和壮大，而且可以为证券市场注入新鲜血液，有利于上市公司结构的优化和证券市场平衡的发展。

2、证券公司上市将为行业引入优胜劣汰的机制。证券公司上市将加速证券行业的结构调整与产业升级：一方面，证券公司上市将加速了优势证券公司的资本运营，有助于优质公司做优做强；另一方面，证券公司上市将使得对弱势证券公司的并购更为便利。证券市场是一个充分竞争、资本高度流动的市场，也是一

个优胜劣汰的市场。证券市场为上市的证券公司提供了一个公平竞争的环境，通过市场博弈，发展规范、业绩稳定的证券公司将会继续获得市场资金的支持，而一些发展前景黯淡的证券公司终将被市场所淘汰。因此，证券公司发行股票并上市将有利于我国券业市场的长远发展，经过大浪淘沙，最终我国的证券市场必将沉淀出自己的一批有国际影响力的证券公司。

3、证券公司上市有利于促进证券市场的健康发展，从而推动我国社会主义市场经济的进一步完善。目前，我国企业直接融资与间接融资结构的不合理状况仍然存在，证券市场所应具有积聚社会资本、优化资源配置、调整产业结构、转换企业机制等重要功能尚未得到充分发挥，在支持国企改革与发展的深度方面还有待进一步深化。据此，推进我国社会主义市场经济的进一步深化需要进一步壮大证券市场规模，改善证券市场结构，使证券市场在资源优化配置方面发挥更大的作用。在具体措施上，积极扶持证券市场的重要主体——证券公司上市，不仅可以壮大证券公司作为投融资中介主体的实力，提高证券市场组织和运行效率，确保证券市场长期稳定发展，而且证券公司发行股票所筹集的资金又直接进入国民经济系统，从而促进投资需求的增长。因此，证券公司上市直接起到完善证券市场功能的作用，并将推动当前产业结构调整、国企改革，以及市场经济进一步完善。

1.1.2 我国证券公司上市模式分析

证券公司上市方式包括首次公开发行股票（IPO）或借壳上市，形式可以是整体上市或分拆上市。

一、首次公开发行股票和借壳上市

在我国，股票公开发行后即获得上市资格，因此 IPO 是指企业在达到上市条件时，按照中国证监会的要求申请首次直接向投资者公开发行股票筹集资金的方法。

借壳上市是指证券公司以已上市公司为桥梁，通过收购已上市公司达到间接上市目的的方式。证券公司收购已上市公司，可以通过国有股、法人股的协议转让，或者通过二级市场直接收购流通股，达到控股的目的，然后进行资产重组，将证券公司的资产注入其中，达到间接上市的目的。

1、IPO 方式的利弊分析

IPO 方式可以给上市公司带来很大的收益：一是可以给公司获得较充足的资金来源。公开发行股票可以不增加公司偿债负担的情况下为公司筹得大量的长期

资金，而且上市之后公司还可以通过增发股票、配股等方式进行再融资。二是可以增加公司得知名度。公司在申请上市、进行股票公开发行推介得时候，实际为公司起到了宣传与广告作用，有助于提升公司的企业形象。三是有助于增加员工的信心，便于公司吸引人才。公司能够成功上市显示出公司的实力，有助于增加内部员工的信心，同时，上市有助于公司建立明确的激励机制，便于公司广泛的吸引人才。

但是，IPO 方式也有自身的缺点：一是上市门槛高，IPO 上市条件相对比较严格。二是历时较长，需经历漫长的改造辅导及申报审查的程序。三是费用较高，公司在公开发行过程需要支付大量的费用，包括承销费用、会计师费用以及律师费用等。除此之外，还有注册费、审查费等一系列费用。四是风险较大。除上述条件之外，公司的上市时机也非常重要，公司能否顺利上市还与市场的行情密切相关。如果市场低迷，公司的上市会被推迟甚至会被彻底取消，公司一旦上市不成功，公司没有丝毫的灵活度，此时大量的先期投入都付之东流。

2、借壳上市方式的利弊分析

与 IPO 方式比较，借壳上市具有很多优势：（1）手续简单，上市条件灵活。借壳上市可以避免 IPO 方式严格的条件，避免复杂的财务和法律障碍，没有繁琐的上市审批程序和漫长的审查和等待发行的时间。（2）实现上市时间短。借壳上市（约 6-8 个月以内）一步到位，可以节省很多时间和费用。（3）公司重组收益较大。控股一家上市公司，将广泛引起投资者的关注，使得壳公司和证券公司都会受到较大的新闻效应。同时，壳公司经过资产置换，盈利能力将大大提高，其股市价值可能迅速增长，因此证券公司所购买的股权价值也可能成倍的增长，使得证券公司因此获得巨大的重组受益。（4）获得证券市场再融资资格。证券公司通过借壳实现上市后，可以根据公司业绩的好坏、股价的高低，通过增发新股、配股等方式进行再融资。

借壳上市的缺点：（1）壳资源稀缺。壳公司的选取是借壳上市的第一步，是至关重要的一环，目标公司选择的正确与否，将直接关系到借壳交易是否能够取得最后成功，但一般适合的目标公司非常难找。（2）融资额度小。借壳上市后通过配股、增发的条件较高，而且再融资的额度要比首次上市可融资额小。（3）财务风险较大。借壳上市必须通过购买壳实现，收购壳公司成本通常较高，公司财务风险较大，往往成功率不是很高。

我国证券公司增资扩股后资金实力普遍得到提高、盈利能力也大大加强，这为收购上市公司提供了优越的条件，再加上间接上市成本低廉、程序简单，在直接上市存在困难或者成本相对较高的情况下，借壳上市可以成为很多证券公司寻求上市的重要途径。

二、整体上市和分拆上市

整体上市是指将被改组证券公司的全部资产和业务整体改制为股份有限公司，然后以之为股本增资扩股、发行股票和上市与重组的方式。

分拆上市指证券公司将某些独立性业务分离出来，成立专门的子公司分别公开招股上市，然后视市场情况，通过资产重组或配股的形式将母公司的资产逐步注入到已上市的子公司，逐步壮大上市公司，最终达到整体上市的方式。2003 年末，中国人寿保险公司通过分拆为三家公司，并使其中的中国人寿保险股份有限公司在国内和海外同时成功上市即属此例。

1、整体上市的利弊分析

整体上市的优势在于：（1）增强上市公司的独立性。由于历史原因，我国

上市公司很多是其大股东挖出来的一块资产包装上市的，这种结果导致了上市公司与大股东之间复杂多样的关联交易，通过重整上市公司资源实现整体上市，公司的独立性和透明度将得到提高。（2）简化重组程序，提高上市效率。整体上市将证券公司全部资产投入股份有限公司，不存在资产剥离。这种方式大大缩短了公司重组运作程序，缩短了上市与重组时间，大大提高效率。（3）有利于保持公司运作的连续性和稳定性。采用整体上市方式，公司的资产、负债以及其他经营要素在重组前后一般不会发生太大的变化，因而有利于重组证券公司保持原有的运作秩序和重组前后证券公司经营活动的稳定性与连续性，可以避免在其他重组方式中由于证券公司各方面结构（包括资产结构、产权结构、人员结构等）的变化而可能给证券公司经营秩序带来的冲击。（4）简化员工安置问题。整体上市使得证券公司全部资产投入股份公司，同样原来的员工通常情况下也同时进入上市公司，避免了剥离重组模式中人员分离的现象，这既可以简化证券公司重组上市的内容，又可避开因员工是否进入上市公司而可能产生的矛盾冲突。

整体上市也存在若干不足，主要表现为：（1）整体上市门槛较高，难度大。整体上市受市场规模的限制，而且上市证券公司的财务指标要求较高。（2）不利于优化上市证券公司的资产结构。整体上市不区别公司的经营性资产和非经营性资产，而将其全部转移至上市证券公司，这样不利于上市证券公司资产结构的优化，而且会因为那些非盈利或非经营性资产转入而降低上市证券公司未来的整体资产盈利水平。（3）不利于人员结构的优化。整体上市使原有的职工都进入上市公司，不存在人员的筛选，将原班人马大多数都留任，这不但不利于重组之后证券公司职工队伍的精简和结构的优化，而且不利于公司吸收外部优秀的经营管理人才。

总之，整体上市方式主要适用于规模较大且不需要进行资产和人员剥离的证券公司的重组，对于那些或存在较多非经营性资产或不良资产需要进行资产剥离的证券公司而言，不宜采用这种方式。

2、分拆上市的利弊分析

2001年12月，《证券公司管理办法》出台，其中允许证券公司设立子公司，首次对证券公司的合并、分立、证券公司及子公司、分公司的解散、撤销规则和程序做出了规定，为证券公司采用分拆的方式上市提供了法规依据。《证券公司管理办法》第14条规定：“证券公司可向中国证监会申请设立经营证券经纪业务、网上证券经纪业务、投资银行业务、资产管理、证券投资咨询等业务的子公司，其中，证券公司所持股份不得低于51%。因此，证券公司可根据不同的业务划分，将有条件独立的业务重组上市，今后既可能出现一个证券公司的母公司控股若干个上市子公司的情况，也可能出现证券公司母公司借已上市子公司的壳最终整体上市的结果。

对比整体上市，分拆上市的优势主要体现在一下几个方面：（1）操作性强。分拆上市可以相对缩小股票发行规模，与现有证券股市场容量小的现实相适应，相应工作量较小，对市场冲击面也要小得多，实际操作性比较强，容易被市场所接受，有利于整体改革的协调。（2）有利于优化企业资源。将企业得业务、子公司分拆后单独上市，有利于业务的专业化管理和发展，提高企业的整体价值。

分拆上市缺点：（1）不利于企业的整体竞争力的提高。分拆重组有按地域的“横拆”，如中国民航业的重组；有按业务的“竖拆”，如中国电信业的重组；还有剥离优质资产重组的方式，如中国石化和中国人寿的重组方式。“横拆”容易造成地域分割，“竖拆”将企业业务进行肢解，降低了综合竞争力。剥离重组，

使得母公司不得不背负不良资产和富余人员，举步维艰、难以为继。（2）不利于上市公司的独立性。分拆上市使得母公司和子公司之间容易产生“内部人”控制及发生复杂的关联交易和同业竞争问题，极易出现集团公司与上市公司财务不清、人员不明，大股东占用上市公司资金等问题。

1.2 证券公司上市国内外实践分析

1.2.1 证券公司上市国内实践分析

一、特殊的改制上市——宏源证券上市案例

（一）情况介绍

1、宏源信托上市

宏源证券股份有限公司前身是中国人民建设银行新疆信托投资公司，1993年1月，采取社会募集方式，设立新疆宏源信托投资股份有限公司。1993年11月8日，公司向国务院证券委员会呈报了公司设立及股票发行的申请。1994年2月2日，“新宏信”A股正式在深圳证券交易所上市，成为新疆第一家上市公司。

2、宏源信托改制为宏源证券

2000年，按照国务院关于信托公司整顿改组的精神和中国证监会《关于进一步加强证券公司监管的若干意见》的规定，公司申请改组为证券公司。此后，新疆维吾尔自治区人民政府向中国证监会上报公司改组具体方案：宏源信托彻底剥离和处置信托资产和信托负债，不再经营信托业务，整体改组为宏源证券股份有限公司；公司注册资本为5亿元人民币，为综合类证券公司，注册地仍为新疆乌鲁木齐市；改组完成后，逐步增资，扩大经营规模。2000年3月中国证监会批复同意公司改组为证券公司，在改组为证券公司前，应将非证券类资产及相应的负债全部剥离。公司完成相关批复安排后，2000年9月13日，中国证监会批复同意公司整体改组为宏源证券股份有限公司，并同意开业。公司成功改组为证券公司，向中国证监会申领了《经营证券业务许可证》和《证券经营机构营业许可证》，并办理了工商注册登记。

（二）简析

上市证券公司宏源证券是从原宏源信托改制而来，不同于IPO上市，也不是借壳上市，严格来讲，并不存在宏源证券上市问题。而是上市信托公司的营业范

围变更问题。该情况信证分业历史遗留问题的产物。

1、宏源证券是由上市证券公司宏源信托改制而来，因此其上市方式难以为其他公司效仿。证券公司借壳上市过程中涉及的证券经营许可继承、迁址审批、章程更改审批等均未涉及。

2、由于宏源证券上市是解决信证分业问题的产物，因此宏源证券虽为上市公司，但并没有通过上市使宏源证券与宏源信托相比，在法人治理，内部控制等方面有一质的提高。在股改前，宏源证券的经营状况与非上市证券公司相比，并不具有优势。

二、证券公司通过 IPO 上市——中信证券上市

（一）情况介绍

中信证券股份有限公司的前身中信证券有限责任公司，成立于 1995 年 10 月 25 日，后于 1999 年 12 月 29 日增资改制为股份有限公司。经中国证监会核准，中信证券股份有限公司分别于 2002 年 12 月 17 日采用 45%上网定价和 2002 年 12 月 19 日采用 55%向二级市场投资者定价配售相结合的方式发行 A 股股票 40000 万股，通过 IPO 实现了上市。

（二）简析

中信证券是目前唯一一家通过 IPO 上市的证券公司。与先前的上市证券公司宏源证券相比，中信证券通过 IPO 上市，不仅仅只是增加了融资渠道，同时按上市公司有关要求规范了信息披露、法人治理、内部控制等制度，切实提高了公司质量，并获得了重大发展：

发行前，中信证券注册资本 20.8 亿元，截止 2002 年 6 月 30 日，公司总资产 171.11 亿元，净资产 34.86 亿元，净资本 29.2 亿元。2002 年，公司经公开发行了 4 亿股人民币普通股股票（2003 年 1 月 6 日上市流通）。2006 年，公司又经中国证监会批准非公开发行了 5 亿股人民币普通股股票，并于 2006 年 6 月 27 日上市。目前，公司总股本已达 29.82 亿元。在近年证券市场低迷的情况下，中信证券的资本实力仍不断增强。2006 年 12 月底，公司总资产 316 亿元，净资产 123 亿元，净资本 106 亿元。

通过上市，中信证券规范了自身行为，获得了发展的机会。目前，公司控股中信金通证券、中信万通证券、中信建投证券、中信证券(香港)有限公司、华夏

期货等公司，并分别通过中信万通证券、中信建投证券控股青岛万正通实业有限公司、北京华夏证券研究所有限公司；通过中信证券(香港)有限公司全资控股中信证券融资(香港)有限公司、中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司。此外，公司参股中信基金管理有限公司(持股49%，系第一大股东)、华夏基金管理有限公司(持股41%)、建投中信资产管理有限公司(持股30%)。

三、借壳未股改公司上市——广发证券借壳延边公路

(一) 情况介绍

1、方案内容：广发证券借壳延边公路建设股份有限公司(000776，S 延边路，下称延边公路)是严格意义上的证券行业第一单借壳上市的证券公司，具体方案如下：

第一步：股份回购

即由延边公路回购吉林敖东持有延边公路的全部46.15%的股份。按照双方签订的协议基准日计算，延边公路经审计的资产总额为375,610,461.12元，负债总额为145,957,922.87元，所有者权益为229,652,538.25元。延边公路将其截至基准日的全部资产(包括负债)作为回购对价全部转让给吉林敖东，同时回购并注销吉林敖东持有的全部46.15%的股份。

第二步：吸收合并广发证券

在回购吉林敖东持有延边公路的全部46.15%非流通股股份，并且延边公司原股东公路机械厂、勘测设计院和建行办事处完成缩股后，延边公路的股份总数变更为97,407,185股。合并基准日在册广发证券股东所持股份全部换为延边公路股份，换股比例为1:0.83，即每0.83股广发证券股份换1股延边公路股份。延边公路因合并需新增股份2,409,638,554股，合并完成后，延边公路的股份总数增至2,507,045,732股并更名为广发证券股份有限公司。

2、广发证券对壳资源选择的考虑：

(1) 延边公路原主营业务为公路、桥梁、隧道的投资开发建设与经营期内的收费管理。由于周边多条高速公路的陆续建成，该公司的主业逐年萎缩，资产的盈利能力大幅下降。于2004年相比，2005年业绩下降43.46%，公司缺乏利润增长点，发展前景不明朗，为广发证券借壳提供了现实基础。

(2) 吉林敖东作为广发证券的第二大股东和延边公路的第一大股东, 使得广发证券便于充分了解延边公路的基本经营和财务情况, 加大了借壳成功的可能性。

(3) 通过受让深圳国投持有的延边公路 34,675,179 股非流通股, 占总股本的 18.83%, 吉林敖东合计持有延边公路股份达 46.15%, 简化了延边公路的股权结构, 降低了谈判成本。通过股权回购, 将延边公路打造成为了一个极为干净的壳, 不仅有效降低了广发证券借壳的难度和风险, 也消除了借壳成功后的财务风险。

(4) 延边公路尚未进行股改, 借壳延边公路能够避免因股改带来的借壳成本的上升。

(二) 简析

1、广发证券借壳上市是严格意义上的证券行业第一例借壳上市, 对中国整个证券行业的发展影响深远, 一时间, 证券公司上市成为中国当前证券市场发展的亮点之一, 广发证券借壳, 带动起一股众多证券公司借壳上市的热潮。

2、广发证券借壳延边公路上市相对于传统的借壳上市而言有一些创新之处。传统的借壳上市往往是先收购上市公司股权, 然后通过资产注入或资产置换来完成借壳上市过程。相比较而言, 广发证券是通过股份回购, 将延边公路打造成为一个干净的壳公司, 然后再由这个壳公司吸收合并广发证券, 从而完成整个借壳过程。

3、广发证券借壳上市是对特许行业上市的一个有益尝试, 在许多方面开创了先例。因为证券公司借壳上市不同于一般公司借壳上市, 它在审批等环节有一系列的特殊之处; 借壳上市采取的是上市公司吸收合并证券公司的方式, 吸收合并后, 原证券公司注销, 原上市公司接受注入的证券公司资产后更名。但由于上市公司与原证券公司在法律上是不同的法人, 证券公司借壳上市涉及上市公司如何承继原证券公司证券业务许可问题, 同时还涉及中国证监会对证券公司股东资格审批, 迁址审批, 章程变更审批、董事、监事、高级管理人员任职资格的审批等问题。还可能涉及与其他部门有关的行政许可变更, 如经营外汇业务资格、银行间同业拆借资格、短期融资券承销资格、企业债券承销资格等。一般企业借壳上市不涉及上述审批问题。

4、广发证券借壳上市也给监管部门提出了挑战。广发证券借壳上市过程中，延边公司股价大幅波动，从4月份的3元一路飚升到停牌前（6月2日）的8元，涉嫌内幕交易。但由于广发证券上市延边公司股价波动所带来的投机效应，给市场形成了不良影响。一时间，各种有关券商借壳上传闻四起，多支股票借券商上市概念被炒作，扰乱了证券市场的正常秩序，侵害了投资者的利益。

广发证券借壳上市，是中国证券公司的第一单借壳上市，它所遇到的许多问题都是以前没有碰到过的，如行政许可的审批，证券行业的内幕交易等等，迫使监管层进行了思考，并于10月份出台了相关内部监管指引。

四、借壳已股改公司上市——海通证券借壳都市股份

（一）情况介绍

海通证券的上市方案是借壳都市股份（600837）实现上市。都市股份已于2005年11月8日完成股权分置改革。都市股份的控股股东是光明食品(集团)有限公司（以下简称“光明集团”），持有都市股份目前总股本的67.36%。

截止2006年9月30日都市股份股权结构如下：

股东名称	持股数（万股）	持股比例（%）	股份性质
光明食品(集团)有限公司	24,134.33	67.36	有限售条件流通股
流通A股	11,692.96	32.64	无限售条件流通股
合计	35,827.29	100	

海通证券借壳上市的具体方案如下：

1、光明集团以现金购买都市股份的全部资产及负债

光明集团按照都市股份2006年9月30日经评估的净资产值以现金购买都市股份全部资产及负债，共计人民币7.56亿元。都市股份现有员工也将随资产（含负债）一并由光明集团承接；同时，都市股份现有业务也将由光明集团承继。通过本次资产出售，都市股份非证券类资产将被剥离。资产出售后都市股份股本结构未发生变化。

2、以新增股份换股吸收合并海通证券

在将全部资产及负债出售的同时，都市股份将以新增股份换股吸收合并海通证券。都市股份的换股价格以停牌前市场价格为基准确定为5.80元/股，海通证券以2.01元/股作为换股价格，由此确定都市股份与海通证券的换股比例为

1: 0.347, 即每 1 股海通证券股份换 0.347 股都市股份的股份。

新增股份换股吸收合并的基准日为 2006 年 9 月 30 日, 海通证券吸收合并前股本为 8,734,438,870 股, 换为都市股份 3,031,000,000 股, 占合并后都市股份总股本的 89.43%。换股吸收合并后都市股份总股本增加为 33.89 亿股。

本次以新增股份换股吸收合并完成后, 都市股份申请更名为“海通证券股份有限公司”, 并申请将注册地迁往海通证券注册地, 按海通证券现有经营范围更改其经营范围。

3、赋予都市股份流通股股东现金选择权

吸收合并过程中, 光明集团同时赋予都市股份所有流通股股东现金选择权。具有现金选择权的都市股份流通股股东可以全部或部分行使现金选择权, 行使现金选择权的股东, 将按照都市股份停牌前收盘价格 5.80 元的换股价格取得现金, 并将其相应的股份过户给光明集团。

吸收合并现金选择权行使过程中的第三方(光明集团)将按照有关规定及时将相当于全部换股金额的 20% 的现金及时划入中国证券登记结算有限责任公司上海分公司指定账户中。

4、非公开发行

都市股份完成吸收合并后拟以向特定对象非公开发行的方式引入战略投资者, 定向发行不超过 10 亿股股份。

5、海通证券的证券类资产进入上市公司

截至 2006 年 9 月 30 日, 海通证券经审计的净资产数为 32.23 亿元, 根据吸收合并协议及与光明集团签署的相关协议, 海通证券的所有资产及负债将在支付给光明集团计人民币 1.5 亿元后全部进入上市公司。海通证券在审计基准日至合并完成日产生的利润扣除 5000 万元(支付光明集团)外由合并后新老股东共享。

(二) 简评

海通证券借壳都市股份上市案例的意义在于, 是第一单证券公司借壳已完成股改后的公司实现上市的尝试。与广发证券借壳延边公司案例相比, 海通证券在借壳上市过程中, 由于都市股份已完成股改, 因此, 涉及如何遵守股改承诺以及如何对老股东进行股改代价支付的补偿的问题。方案中进行了以下安排:

1、关于股改承诺问题

根据方案，于资产转让及合并完成后，都市股份的股东及其持股情况将发生变化，对于股改承诺的维持与承继问题，海通证券与相关方做出如下安排：

首先，光明集团继续保留其在都市股份的持股，成为存续公司第二大股东，持有存续公司有限售条件流通股股份 241,343,291 股，占存续公司股份总数 3,389,272,910 股的 7.12%。保证了其所持都市股份的股权在吸收合并未发生任何变化。

其次，为确保股改承诺的有效承继，光明集团以及海通证券现有 12 家股东（在吸收合并完成后，共持有都市股份 17.31 亿股，占总股本比例为 51.07%，以下简称“各方”），就承继光明食品（集团）有限公司在都市股份股权分置改革中作出如下承诺：

（1）各方持有的存续公司的所有股票，自本次吸收合并完成及原海通股东持有的存续公司股票获得上市流通权之日起，在 2010 年 11 月 8 日前不上市交易或者转让；

（2）自本次吸收合并完成及原海通证券股东持有的存续公司股票获得上市流通权后，各方承诺将提议都市股份或存续公司 2005 年至 2007 年连续三年的利润分配比例将不低于当年实施的可分配利润的 50%，并承诺在股东大会表决时对该议案投赞成票；

（3）为增强无限售条件流通股股东的持股信心，各方承诺，自本次吸收合并完成及原海通股东持有的存续公司股票获得上市流通权之日起，各方合计持有的存续公司的股票占都市股份总股本的比例在 2010 年 11 月 8 日前将不低于 51%。

（4）各方同意自本次吸收合并完成及原海通股东持有的存续公司股票获得上市流通权之日起至 2010 年 11 月 8 日止的期间（下称“承诺期间”），按下列程序和方式行使股份表决权：

a、任何一方按照存续公司章程的规定向存续公司提出提案或临时提案，均应事先与其他各方协商一致；

b、各方应在存续公司股东大会召开日 10 日前，就提交股东大会审议的事项及提案的表决协调一致，并按协调一致的立场行使其股份表决权；

c、任何一方需委托其他股东出席存续公司股东大会及行使表决权的，只能委托签署本承诺书的其他各方的任何一方作为其代理人，并按前段所述协调一致

的立场在授权委托书中分别对列入股东大会议程的每一审议事项投赞成、反对或弃权的指示。

d、各方一致同意在承诺期间，各自持有的存续公司股份均由中国证券登记结算有限责任公司上海分公司予以保管及锁定。

(5) 各方在承诺期间将互为一致行动人，各方承诺将严格遵守和履行相关法律、行政法规、中国证监会行政规章及规范性文件规定的、关于一致行动人的义务和责任。

2、关于股改代价的支付

海通证券老股东向光明集团支付共计人民币 2 亿元，即原海通证券的所有资产及负债（包括海通证券在审计基准日至合并完成日产生的利润）在支付给光明集团 2 亿元后全部进入上市公司，由合并后新老股东共享。此成本包含两部分：

(1) 分担光明集团为股改支付的对价

由于都市股份是一家股改后上市公司，已由光明集团支付股改对价，因此在本次重组中，尚需考虑光明集团已经为股改而支付的对价。光明集团在股改中向流通股股东送出股份总额为 2076 万股。按照都市股份在本次重大重组停牌前最后一天交易日的收盘价（2006 年 10 月 13 日）5.8 元/股计算，光明集团为取得流通权支付的股份价值约 1.57 亿元。[计算过程：2006 年都市股份进行股利分配（10 送 3 股），此本部分由光明集团支付的股份对价实际扩大为 2700 万股（ $=2076 \times 1.3$ ），按都市股份 10 月 13 日收盘价每股 5.8 元计算，可折为 1.57（ $=2700 \times 5.8$ ）亿元。] 光明集团在股改对价支付完毕后，海通证券老股东无需再为获得流通权支付其他对价，由于吸收合并完成后，上市公司的有限制性流通股增加为 32.72 亿股，其中海通证券老股东持有 30.31 亿股，占比 92.62%。因此按照其在限制性流通股中所占比例，其应当分担光明集团已支付的流通权对价约 1.52 亿元。

(2) 对光明集团经营压力的补偿

本次重组后，原都市股份的资产全部出售给光明集团，该资产将丧失原上市公司的直接融资优势以及信用优势，相应会增加光明集团经营压力，海通证券老股东为此向光明集团支付补偿款约 0.48 亿元。

五、规范类证券公司上市的范例——国金证券借壳

国金证券有限责任公司（以下简称“国金证券”）的主要股东，拟通过与成都建投投资发展股份有限公司（S 成建投）（以下简称“成都建投”）资产置换、以国金证券股权认购成都建投非公开发行股票、由成都建投新股东支付股权分置改革对价等方式，完成成都建投的股权分置改革工作，并实现国金证券借壳上市。有关方案如下：

（一）成都建投及国金证券相关简要情况

1、成都建投

成都建投（600109）现有总股本 7098.27 万股，其中国家股 3348.27 万股，境内法人股 1000.00 万股，社会流通股 2750.00 万股。

2、国金证券

国金证券注册资本为人民币 50,000 万元，2006 年 6 月 30 日账面净资产为 5.74 亿元，2006 年上半年实现利润总额 9400 万元，净利润 6028 万元。公司估值为 22 亿元。

2006 年 9 月 7 日，国金证券前五名股东为：

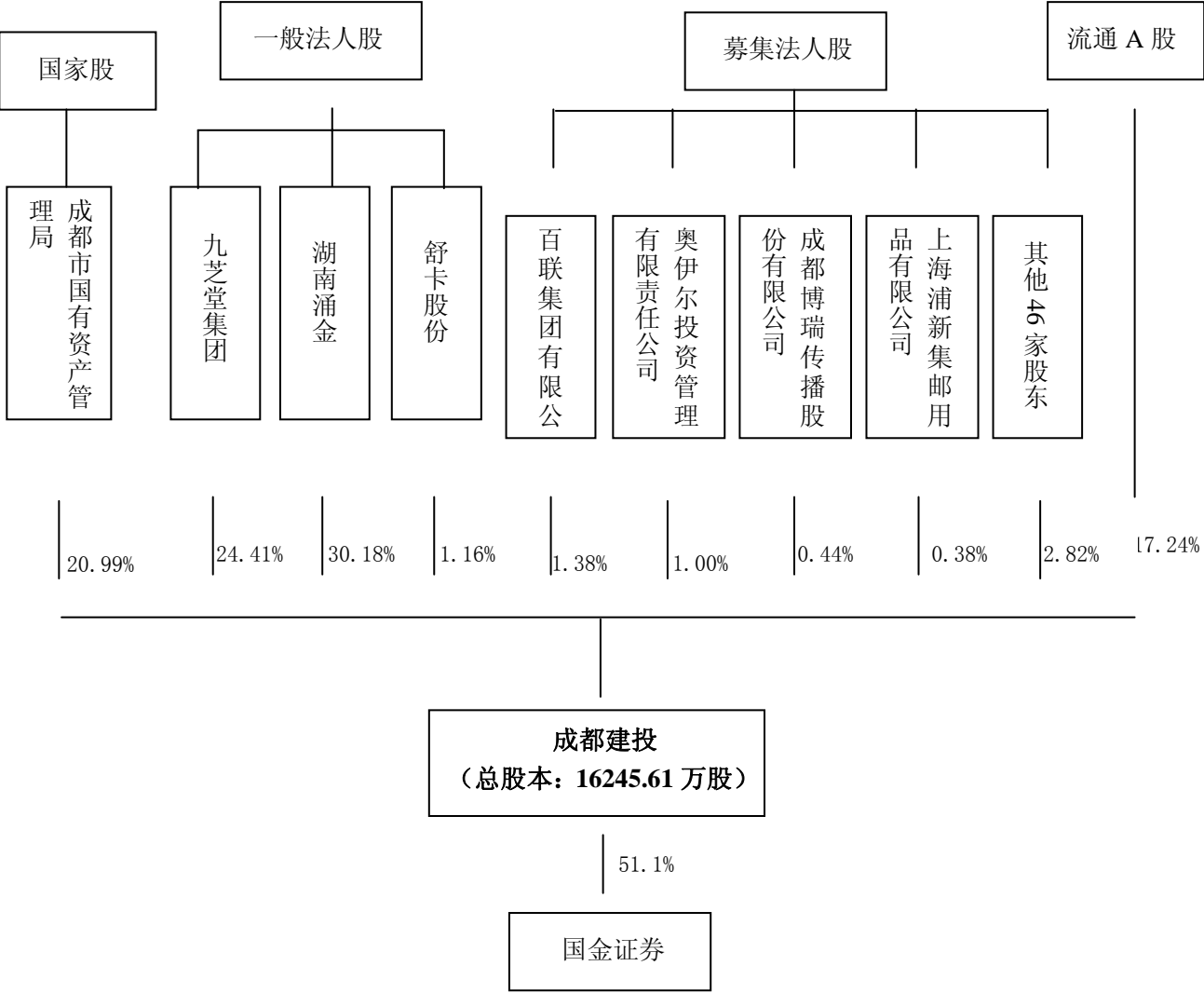
股东姓名	出资额（万元）	持股比例（%）
长沙九芝堂(集团)有限公司	15,250	30.500
湖南涌金投资(控股)有限公司	10,000	20.000
清华控股有限公司	10,000	20.000
上海鹏欣建筑安装工程有限公司	6,741	13.482
衡平信托投资有限责任公司	3,038	6.078
合计	45,029	90.058

（二）方案安排

1、资产重组——置入国金证券控股权

国金证券股东——长沙九芝堂集团有限公司（以下简称“九芝堂集团”）、湖南涌金投资(控股)有限公司（以下简称“湖南涌金”）、四川舒卡特种纤维股份有限公司（以下简称“舒卡股份”），承诺以所持国金证券股权与成都建投现有全部资产负债进行置换。以 2006 年 6 月 30 日为基准日，拟置出净资产审计值为 19785.15 万元，评估值为（待定），交易价格为 2.22 亿元；拟置入国金证券股权交易价格为 79825 万元，置换差价部分由成都建投向上述特定对象发行新股作为支付对价，每股发行价格为 6.44 元。其中，国金证券第一大股东——九芝堂集团，代表资产置入方单方面以其持有国金证券股权置换出成都建投全部资产及

负债（净资产 197,851,473.50 元）。资产置换工作完成后，成都建投控股国金证券 51.1%股权。



2、支付股票对价

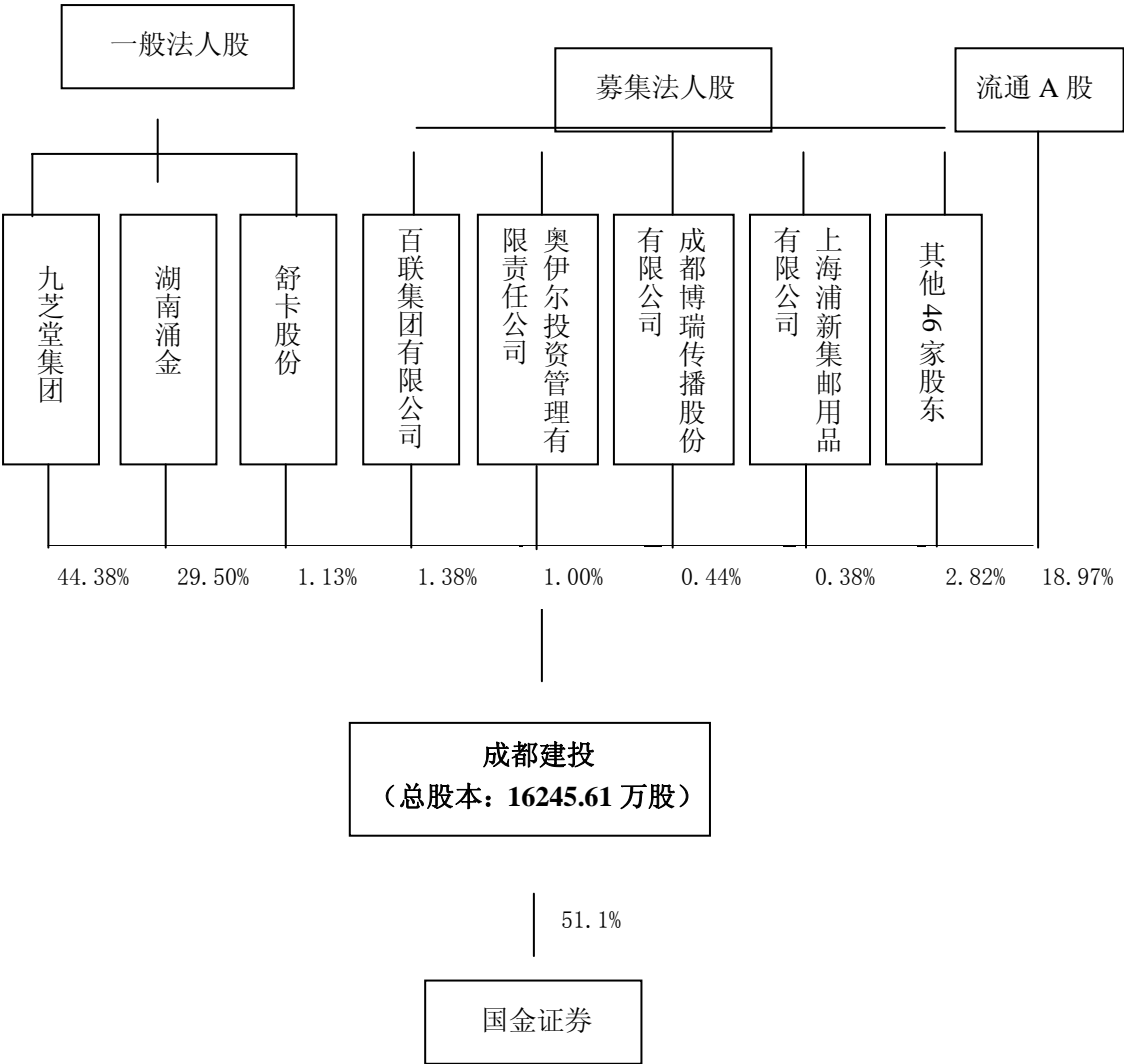
国金证券股东在成为成都建投股东后，将代替现有全部非流通股股东向流通股股东每 10 股送不超过 1 股股票对价，成都建投现有全部非流通股股东不支付股权分置改革对价即可获得所持原非流通股份的上市流通权。

3、追送股份承诺

九芝堂集团承诺，国金证券 2006、2007、2008 年扣除非经常性损益后净利润分别达到 9000 万元、11000 万元、15000 万元，若该承诺未实现，则由九芝堂集团向流通股股东追送股份一次，总计 275 万股（即相当于向现有流通股股东每 10 股支付 1 股）。

4、九芝堂集团以置换出的资产受让国有股权

国金证券第一大股东——九芝堂集团，以等值的国金证券股权置换出的成都建投全部资产及负债（账面净资产 197,851,473.50 元）及 10,000,000.00 元现金，即以总价 2.22 亿元（以评估值为准）作为对价，收购成都市国有资产管理委员会持有的成都建投 33,482,696 股（占成都建投目前总股本 7098.27 万股的 47.17%）。变更后股权结构如下：



5、吸收合并

下一步，成都建投将吸收合并国金证券，将成都建投更名为国金证券，并迁址、进行承继营业执照等行政审批，从而最终实现国金证券的上市。

2006年8月22日，成都建投因股改停牌，10月26日，成都建投完成了股改程序复牌。但截止目前，成都建投尚未吸收合并国金证券。国金证券借壳上市尚未最终完成。

（三）简评

1、国金证券借壳上市的特殊意义在于，它是规范类证券公司实现上市尝试的第一例，也是民营资本主导的证券公司寻求上市发展的第一例。如果国金证券能够最终实现上市，对于整个证券行业的激励作用将是巨大的。

2、国金证券借壳成都建投的方案属于传统借壳上市方式，即首先由大股东获得上市公司的控股权，然后通过注入优质资产实现上市。该方案分为两个步骤，循序渐进，比较符合国金证券有限责任公司的性质。先进行资产置换，使得标的公司是一个干净的壳。定向增发和股权收购则保证了上市公司的控股权牢牢掌握在国金证券的控股股东手中。国金证券的上市模式为中小券商，特别是尚未实现股份化改制的券商提供了借鉴。相比之下，广发证券的借壳则采用定向回购注销股份，然后换股吸收合并的方式，比较适合已完成股份制改造的大型券商借鉴。

3、国金证券借壳上市方案的缺陷

国金证券的上市方案大体与广发证券类似，但其分两步走。第一步，使成都建投变为净壳，持有国金证券51%股权，该步骤于10月26日成都建投复牌时已完成。第二步，成都建投吸收合并国金证券，实现国金证券的上市。该步骤尚待中国证监会批准。但事实上，难度最大的安排在于第二步，它涉及到成都建投要承继国金证券的证券经营许可，迁址、变更章程。实际上，证券公司借壳上市与其他一般公司借壳上市的不同均体现在第二步。而且，作为一个规模小，实力较弱的证券公司，能否得到证监会的批准实现上市，还是个未知数。

国金证券借壳上市方案的主要缺陷在于将借壳分为两步走，增加了公司上市的时间跨度，复杂了审批流程和手续，提高了上市成本。同时，市场环境的变化也会影响到公司实现整体上市的计划。

4、优化资源配置

尽管国金证券整体上市尚是个未知数，但成都建投顺利实施了股权分置改革，不仅解决了绩差上市公司的股改难题，同时，也使暂不具备 IPO 条件的国金证券部分实现了借壳上市的目的，上市公司资源优化配置功能得以充分体现。

5、实现国有资产保值增值

国金证券第一大股东——九芝堂集团，以等值国金证券股权置换出的成都建投全部资产及负债（净资产 197,851,473.50 元）的基础上再追加支付 10,000,000.00 元现金，即以总价 20,785 万元，收购成都市国有资产管理委员会持有的成都建投 33,482,696 股（占成都建投总股本 7098.27 万股的 47.17%）。据此计算，国有股权每股出让价格约 6.21 元/股（成都建投 2006 年中期每股净资产为 2.78 元/股），国有股权益出让溢价约 11,477 万元。

同时，成都市国有资产管理委员会无需再支付股改对价，从而避免国有资产减值约 2523 万元（假设向每 10 股流通股送 3.3 股，非流通股股东需要送出 9,075,000 股，按照每股净资产 2.78 元计算）。

综上所述，成都市国有资产管理委员会出让成都建投国有股权，可以实现国有资产保值增值总计约 1.4 亿元，增值幅度约为 150%。

1.2.2 证券公司上市国外实践分析

从世界发达国家证券市场的现实及未来发展趋势看，证券公司通过发行股票上市，向社会公开募集资金，已成为证券公司融资的重要方式之一。20 世纪 70 年代西方发达国家的主要从事零售业务的投资银行纷纷由合伙制走上股份制并谋求上市，目前大证券公司几乎都是上市公司，其他大型金融企业包括商业银行和保险公司等一般也都是上市公司。

受证券市场发展、法律环境、行业监管、以及投资银行组织形式发展历史的共同作用，在典型的金融市场上，以美国和日本的上市证券公司最多，由于日本投资银行业基本上脱胎于美国模式，因此我们以美国为例回顾一下证券公司上市发展历程。

1970 年，美国证券市场上出现了第一家公开上市的证券公司——唐纳德·卢夫金&杰略特公司，但影响力较小。

1971 年 7 月，美林证券公开发行上市，真正揭开了大型证券公司由合伙制向股份制转变的序幕。美林证券是第一家在纽约证券交易所挂牌的投资银行。

其后帝杰、佩因·韦伯、所罗门兄弟、摩根期坦利等投资银行也纷纷采取了上市策略。

随着高盛集团 1999 年 5 月在纽约证券交易所挂牌上市，美国知名的十大投资银行基本上都属于纽约证券交易所的上市公司，并且大部分证券公司不仅在国内而且在海外多个交易所同时上市，如美林证券的普通股在纽约证券交易所、芝加哥证券交易所、巴黎证券交易所、伦敦证券交易所及东京证券交易所均有上市，这些证券公司在证券市场上一般发行不具有投票权的优先股和有投票权的普通股。高盛作为华尔街最后一家大型私人合伙制公司，也于 1999 年 5 月公开上市。

从发展历程看，大部分美国证券公司成立于 20 世纪 60、70 年代，以零售业务为主的证券公司于 70 年代开始谋求公开上市的发展，同时进入兼并收购发展时期。而以批发业务为主的证券公司则于 80 年代开始才进入兼并收购高峰期，同时也纷纷从合伙制公司向股份制公司的组织形式过渡，同时纷纷公开上市以适应竞争需要。从上市的动因看，70 年代的证券公司上市热潮主要源于证券零售业务管理和业务扩张竞争的需要，70 年代开始，随着零售业务的扩张，账户管理和清算耗费了大量的后台管理资源，规模效应成为各家证券公司提升经营效率的第一选择，然而合伙制的组织形式无论在充实资本金扩大规模还是引进技术人才方面都无法满足迅速扩张的需求，改制上市成为发展热潮。80 年代的证券公司第二次上市热潮则主要源于 80 年代开始计算机系统以及金融工程技术的大量应用，技术进步使人力资本的价值进一步弱化，同时也降低了高利业务市场的进入门槛，随之而来的竞争使规模效应和范围效应开始成为证券公司竞争的焦点，而人力资本的作用进一步弱化，这一趋势使以人力资本为本的合伙制组织模式受到进一步挑战，最终以批发业务为主的证券公司均纷纷走向公开上市的发展道路。从上市的途径看，大部分公司通过兼并收购方式上市，只有少部分公司采用首发上市方式。而在日本，目前约有十几家上市证券公司，由于日本证券市场上不允许买壳上市，因此，所有的上市公司都是通过 IPO 方式上市的，证券公司自不例外，日本三大证券公司野村、大和与日兴证券上市已有相当历史。

美林证券上市经验与得失

美林证券是第一家在纽约证券交易所挂牌的投资银行，1971 年通过 IPO 方式公开发行股票。

简评：

1、上市前充分的准备，使美林顺利地从一个合伙制企业转为了上市公司。如在信息披露方面，美林实际上已不象是一家合伙制的企业，而具备了股份制企业的基础。早在 1940 年，美林就曾把自己亏了 30 万美元的年报公之于众，并从此开每年对外公布年报。因此，当美林决定变为公众公司并上市时，其转换并不困难。

2、上市有利于证券公司做大做强，但上市并不是意味着万事大吉、一劳永逸。依靠上市获取的超常规资本实力，美林开始了向综合性证券公司的转变。利用上市公司在薪酬待遇方面的优势，美林对其他同业开始了整合，把战略目标直指那些在债券交易和投资银行等领域占据优势的证券公司，并通过收购兼并等手段，在很短时间内建立起足以与其他同行相匹配的债券部门和投资银行。到 1988 年，美林已成为美国排名第一位的承销商了。

但美林在上市的路上，也曾有过坎坷，有过经验教训。上市前的美林，是当时最大最盈利的证券经纪公司，但企业业务范围主要是从事证券经纪业务。美林证券上市后的头几年，由于对企业上市后如何发展缺乏经验，加上企业上市方案做的不理想，造成了巨大的发行成本，公司在经营策略上也没有什么大举措，依旧是以其擅长的经纪业务打天下，而且，上市后的美林因资金宽裕而盲目投资，一系列失误曾造成了不良反应。

1.3 证券公司上市监管的挑战

1.3.1 证券公司上市加强监管之必要性

随着我国股权分置改革的基本完成，上市公司质量的逐步提高、我国资本市场基础环境得到了很大改善，上市已经成为优秀公司完善资本结构、改善公司治理、提高资本实力的重要途径。而随着证券公司综合治理的阶段性成功，证券公司历史遗留的风险得到基本化解。证券公司面临的是如何做优做强，扩大自己资

金实力、改善公司治理结构、提高风险控制水平来应对外资投资银行、国内商业银行的竞争。因此，可以预计将有越来越多的证券公司通过借壳、IPO 等方式上市来达到做优做强的目的。而如何确保证券公司在上市过程中及上市后披露的各种信息准确、充分，各种行为合法合规，对监管部门则是一严峻挑战。

与一般行业公司相比，证券业是公认的高风险行业，而且其风险具有较强的外部性，加上其业务比较复杂，为确保中小投资者的利益，资本市场的健康发展，金融市场的稳健运行，监管部门需要加强对证券公司上市过程及上市后的信息披露、内幕交易、市场操作等行为加强监管。

1、证券公司风险高

证券公司作为金融企业，与一般企业最大的区别在于，证券公司是经营风险的企业。证券公司通过吸收企业、个人的各种风险，然后利用自身的优势，运用各种金融工具来达到有效分散风险。。在经营风险过程中，证券公司面临着市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险、系统风险等诸多风险，其中任何一项风险都会对证券公司的经营成败产生重大影响。证券公司的这种经营特性决定了其高风险的特征。而且由于我国资本市场尚处于“新兴加转轨”阶段，缺乏有效的治理结构、成熟的市场化运营方式、合规的风险意识。在这次大环境下，证券公司并不真正关心风险控制对公司长期发展的重要性，往往为了追踪高额利润，具有盲目扩张业务规模，向风险高、收益大的产品、项目扩张的内在动机，从而导致公司出现危机，甚至破产。如果不加强对证券公司这种扩张冲动的监管，上市证券公司将极大损害中小投资者利益。不利于整个资本市场的健康发展。

2、证券公司风险具有外部性

近年来，大量触目惊心的事实使得国内外学者、实务界、监管层越来越清楚地意识到，证券公司风险问题不仅关系到证券公司的生死存亡，还可能引发金融系统风险和金融危机，具有较强的外部性。而对于上市证券公司而言，这种外部性的危害往往更大。由于上市证券公司需要公开披露各种信息，因而其受到广大投资者的广泛关注。上市证券公司的经营状况、行为、业绩会直接影响广大投资者对证券行业、资本市场的看法和信心。因此证券公司的风险具有很强的传染性，一家或几家上市证券公司出现危机会继续波及其他证券公司，从而形成整个证

券行业的危机，最终导致资本市场的急剧波动。为避免这种波及整个资本市场健康发展的事项出现，监管层需加强监管，及时披露权威信息，防止投资者对单个证券公司的不信任，上升到对整个行业，整个资本市场失去信心。

3、证券公司信息严重不对称

与一般上市公司相比，上市证券公司股东与高管人员、大股东与中小股东、证券公司与监管机构之间存在更严重的信息不对称问题。由于证券行业的特殊性，其业务往往比较复杂，只有具备丰富金融知识的专业人士才能真正了解证券公司的风险状况、产品特点、业务运转情况，一般投资者并不了解证券公司的真实状况。这种信息的不对称会导致严重的逆向选择和道德风险问题。投资者并不能区别不同证券公司的竞争优势与劣势，也不能正确评价证券公司的投资决策是否损害股东利益。因此，理性的投资者出于保护自身利益的考虑，会减少对上市证券公司的投资，从而会带来市场的失灵。尤其是随着我国证券市场的发展，越来越多创新产品会相继推出，例如融资融券、金融期货等。这些创新产品即为证券公司股东带来高收益，同时也为证券公司股东带来高风险，证券公司高管人员可以利用这些创新产品高风险特点，通过操纵股价、关联交易、内幕交易来实现自己私人目的。为减少投资者与上市证券公司之间的信息不对称，监管层需加强对上市证券公司的监管，强化信息披露、改善公司治理、提高内控水平。

1.3.2 证券公司上市监管要点

证券公司上市可以通过借壳、IPO 两种方式达到上市的目的。为保护投资者利益，维护资本市场的健康发展，监管机构需根据证券公司风险特点，两种上市方式的区分，加强对证券公司上市过程中信息披露、市场操作、内幕交易等进行规范。

一、借壳上市需关注的问题

通过借壳方式上市，证券公司可以在较短的时间内实现上市目的。但缺点在于买壳成本较大，容易引发内幕交易和二级市场投机等问题。因此从监管者的角度，需关注以下问题：

1、证券公司借壳上市的法律、法规要求

与一般公司借壳上市类似,证券公司借壳上市首先必须满足中国证监会2006年新修订的《上市公司收购管理办法》(证监会令[2006]第35号)。《上市公司收购管理办法》强化了市场化收购,相关条款对收购人的资格、信息披露、要约收购、协议收购和间接收购等做了详细的规定。

同时,证券公司借壳上市往往需要一个干净的壳,因此在借壳上市过程中必然涉及重大资产重组或置换,因此必须严格按照《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》(证监公司字[2001]105号)的规定处置相关问题。

而证券公司借壳往往不是其最终目的,通过借壳实现再融资才是证券公司借壳上市的最终目的。因此,在后续再融资计划中,上市证券公司还需满足证监会2006年新颁布的《上市公司证券发行管理办法》(证监会令[2006]第30号)规定的相关条件。

2、证券公司借壳上市存在的问题

通过借壳上市,证券公司可以增加融资渠道,有利于证券公司规范经营、做大做强,增强竞争力。但在借壳过程中也存在不少问题:

(1) 如何保证借壳上市证券公司质量的问题

证券公司上市不是目的,而应是其做优做强的手段。由于借壳上市并不需经过IPO阶段保荐人的审慎核查、详细的信息披露以及机构投资者挑剔的要求,借壳上市的证券公司质量难以保证。证券公司如果仅通过支付一定的借壳代价就可以上市,而没能真正达到上市公司应有的质量,如健全的公司治理机构,完善的内部控制制度,及时有效的信息披露制度等,则可能损害广大投资者利益,也不利于证券公司自身的发展壮大。

(2) 有关证券业务资格承继问题

证券公司借壳上市往往采取上市公司吸收合并证券公司的方式。吸收合并后,证券公司注销,上市公司接受注入的证券公司资产后更名。但由于上市公司与证券公司在法律上是不同的法人,证券公司借壳上市涉及上市公司如何承继证券公司证券业务许可问题,同时还涉及监管层对证券公司股东资格审批,迁址审批,章程变更审批、董事、监事、高级管理人员任职资格的审批等问题。如果证券公司还经营其他特许业务,则可能涉及经营外汇业务资格、银行间同业拆借资格、短期融资券承销资格、企业债券承销资格等的审批问题。

（3）内幕交易和二级市场投机问题

证券公司借壳上市可能导致二级市场对借壳对象股票的恶意炒作，引起股价过度波动，扰乱正常交易秩序。广发证券借壳 S 延边路，S 延边路的股价从 4 月份的 3 元左右升至停牌前的 10 元左右；S 成建投从 8 月份的 6 元左右升至停牌前的 12 元左右。在借壳消息公开前，两公司的交易量都突然放到数倍，说明在此期间可能存在大量的内幕交易。而如果借壳传言不实或是借壳因故未能成功，则公司股价会暴跌，给广大投资者造成极大损失。

（4）关于借壳上市中涉及的定价与关联交易问题

借壳上市，无论采取换股收购或资产置换，均涉及对壳公司资产、证券公司资产的估值，及两者之间相关交易的定价问题，同时估值所采用的方法不同将导致定价的差异。估值的关键在于准确合理，要能够反映被估公司的真实价值，这样才能获得广大投资者的认可。在借壳过程中，可能存在利用关联交易牟取不正当利益，损害中小投资者的问题。

3、证券公司借壳上市的监管要求

为防止有关方面通过借壳上市进行炒作，侵犯投资者合法权益，并保证上市公司质量，督促拟借壳证券公司进一步提升内部管理水平，监管机构应对证券公司借壳上市进行必要规范，提出严格的监管要求。

（1）对拟借壳上市证券公司的监管要求

借壳的主体资格。为避免一些盈利能力差、管理水平低、经营风险高的证券公司通过昂贵的借壳成本实现上市，现阶段应只允许规范类或创新类证券公司通过借壳方式上市。由于 IPO 方式上市可以提高证券公司的公司治理、内部控制、信息披露等管理水平，应鼓励证券公司通过 IPO 方式上市。

内部管理水平。借壳上市的证券公司应具备健全的法人治理和内控机制；建立有效的合规检查和风险监控制度；各项业务活动合法合规，规范经营；已制定切实可行的客户交易结算资金第三方存管方案和落实计划；自营、资产管理等各项新业务制度正在严格落实之中；已经按照综合治理的有关要求完成了整改，并通过当地派出机构核查验收。

信息披露。借壳上市的证券公司必须按照上市公司信息披露有关要求充分披露信息，对公司管理运作体系、业务架构、内部职责与授权、合规、风控以及其

他基础性制度改革等方面的安排进行充分披露，并进行风险揭示，确保披露信息真实、准确、完整。

d、风控指标。借壳上市的证券公司其净资本等各项风险控制指标必须符合《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定。证券公司应当对借壳上市后的潜在风险进行评估，确保不留后患。

（2）对借壳上市运作的要求

a、借壳对象。壳公司必须不存在重大法律风险和其他潜在风险，以免证券公司承担不必要的风险，影响其上市后的健康发展。

b、内幕交易。为避免借壳过程中，有关各方利用内幕信息进行二级市场炒作，壳公司的股价必须未出现异常波动。剔除大盘因素影响，壳公司股价在停牌前 20 个交易日内累计涨幅不得超过 20%。如果超过 20%，则说明借壳上市涉及的有关方面存在内幕交易行为的可能性。

c、借壳过程。借壳上市过程中的交易价格应当公允。上市方案具有可行性，有关操作安排不违背现有法律法规，操作过程合法合规。借壳上市涉及的有关各方应当履行必要的书面承诺。一旦发现违法违规行为，监管层应当立即进行严肃查处，从严从快追究有关公司和人员的法律责任。

二、IPO 上市需关注的问题

1、证券公司 IPO 的法律、法规要求

证券公司 IPO 上市首先需满足《上市公司证券发行管理办法》（证监会令[2006]第 30 号）以及《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令[2006]第 32 号）。这两个部门规章详细规定了证券公司上市需满足的各种条件，包括公司治理、财务状况、组织架构等。

同时，证券公司 IPO 上市需根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 10 号——上市公司公开发行证券申请文件》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 11 号——上市公司公开发行证券募集说明书》等文件的要求，报送、披露与证券公司上市有关的详尽信息。

2、证券公司 IPO 上市的主要障碍及可行途径

证券公司通过 IPO 方式上市的主要障碍在于连续三年盈利的规定。由于前几年我国证券市场处于深度调整期，大部分证券公司都处于亏损状况，要短时期满

足 IPO 条件达到上市可能存在一些困难,需要监管层从促进资本市场发展,鼓励证券公司做优做强的角度给予一定的政策支持。根据《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定,证券公司 IPO 上市的主要财务条件是:

a、最近三个会计年度净利润应当均为正数且累计超过人民币 3000 万元,净利润以扣除非经常性损益后较低者为计算依据;

b、最近一期末不存在未弥补亏损;

c、最近三个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元。

由于前四年我国证券行业不景气,大部分证券公司都不满足 IPO 的上市条件。根据证券公司 2004 年、2005 年年报,预计仅有 7 家证券公司能够初步达到上述上市条件。

3、现行法规下证券公司满足 IPO 条件的可行途径

(1) 关于满足连续三年盈利问题

a、执行新会计准则。根据有关规定,拟上市证券公司可依据新会计准则(2007 年 1 月 1 日开始在上市公司中执行),对涉及的会计政策变更事项进行追溯调整,重新编制最近三年的会计报表,作为申请发行的申报报表。依据新会计准则重编报表后,部分证券公司可能达到连续三年盈利的发行条件。

b、对重大会计差错进行追溯调整。参照银行、保险等相关金融行业的上市情况,在操作上允许证券公司根据财务重组后的实际情况,在会计审计规定的范围内对会计政策变更及确认的以前年度的重大会计差错予以追溯调整,重编重组后的财务报表。如,中国银行在 2003 年末得到汇金公司约 2000 亿元的注资,2004 年以前剥离了大量不良资产,2004 年向信达等资产管理公司出售了约 2700 亿元的不良贷款,从而提高了当年的利润水平和留存资产质量,但未对以前年度准备提取不足及其对利润的相应影响作进一步调整,满足了连续三年盈利条件。

(2) 关于未弥补亏损的解决途径问题

针对“最近一期末不存在未弥补亏损”的上市条件,可考虑:

a、用本年利润、以前年度留存的盈余公积进行弥补;

b、在公司由有限责任改制为股份有限公司的过程中,通过股权认定(以抵减未弥补亏损后的净资产出资)来解决亏损弥补问题;

c、股份有限公司通过缩股来消化未弥补亏损。

（3）关于证券公司连续三年盈利的政策豁免问题

由于证券市场具有行业固有的周期性和波动性特征，特定年度出现全行业亏损是市场发展的客观现实。因此，判断证券公司持续盈利能力的标准，不宜采用与一般企业相同的若干年度连续盈利的标准，而应借鉴成熟市场的做法，即适度降低对证券公司连续盈利年限的要求或以特定时间段（如 3 至 5 年）的累计净利润额作为判断证券公司持续盈利能力的标准。而且新《证券法》也改变原来发行新股所要求的连续三年盈利要求，仅要求具有持续盈利条件。

考虑到证券行业的特殊性及 2004 年全行业亏损的市场实际情况，在不违反《证券法》的前提下，建议监管部门对证券公司通过 IPO 上市的政策作适当调整，将证券公司盈利的年限要求由三年减至两年。

4、证券公司 IPO 上市需给予的政策优惠

（1）考虑到证券公司上市对证券市场发展具有重大推动作用，我国各监管层在审核证券公司 IPO 上市申请时，应参照推动大型优质企业在境内上市的相关做法，在发行审核方面予以优先安排。

（2）为支持证券公司通过 IPO 上市进一步完善法人治理，增强风险防范能力，我国各监管层需对有上市意向的证券公司进行指导，鼓励符合条件的证券公司通过 IPO 直接上市，具体可采取措施有：

a、支持拟上市证券公司执行新会计准则，在会计准则规定的范围内，允许公司对会计政策变更及资产管理业务和账外经营损失确认方面的重大会计差错进行追溯调整，重编会计报表；

b、要求公司尽快通过合理途径解决未弥补亏损问题；

c、要求公司聘请会计师事务所对追溯调整后会计报表的公允性进行审计，并由会计师事务所对追溯调整前后会计报表的差异情况作出说明；

d、要求公司综合考虑执行新会计准则、改制、缩股、剥离不良资产等方式夯实资产，提高可持续发展能力；

5、证券公司 IPO 上市的监管要求

为促进证券公司通过 IPO 上市，规范公司治理，提高内控水平，合法合规经营，监管层在证券公司 IPO 上市过程中应注意：

（1）关于证券公司的内控制度

证券公司作为金融企业，应特别注意风险的防范。完整、合理、有效的内部控制制度是证券公司防范风险的主要手段。由于上市后，证券公司风险具有较强的外部性。监管层应把好上市的质量关，把内控薄弱、风险较高的证券公司拒绝在外。监管部门应主要从决策体系、内部授权制度、防火墙制度、资金财务管理等重要方面予以关注、评估证券公司的内控制度。

（2）关于证券公司的治理结构

我国证券公司的股权结构的特征表现在：一是从我国证券公司股东的所有权性质看，多数为国有（或国有控股）企业，产权主体虚置。二是我国证券公司股权性质以国有股和国有法人股为主，政府干预证券公司的经营管理过多，股权的流动性普遍较差。三是多数券商股权结构过分集中，少数券商股权结构过分分散。我国证券公司股权结构的这些特征影响了公司法人治理的有效性。因此，在上市过程中，监管层应鼓励证券公司进一步完善公司的股权结构，建立合理的公司治理结构，加强独立董事制度等工作。

（3）关于证券公司上市募集资金投向

一般工商企业的募集资金投向用于固定资产投资的项目需要报经固定资产立项部门批准。对于已上市的商业银行的募集资金投向也根据《巴塞尔协议》的要求和分行新建规划由中国人民银行对募集资金用途做出批复。

对于证券公司上市募集资金除少量用于收购金融机构、新建营业部外，其余大部份用于补充营运资金，对此没有必要报证券主管部门批准，仅需进行必要的信息披露即可。

（4）关于证券公司的业务规范运作（经纪、投行、自营、资产管理）

按照《公司法》规定，公司上市必须“在最近三年内无重大违法行为”。而我国证券公司由于历史原因存在一些违法违规行，如为客户透支、挪用客户保证金、违规拆借资金、自营违规、虚假包装上市等。为避免这一法律障碍，可以考虑以《证券法》的正式实施为分水岭，在证券公司发行上市审核中可重点审核证券公司在《证券法》实施以后是否有重大违法行为，而对此前的违法违规行为，已改正或规范的，可不予追究，但需据实披露。

（5）关于证券公司的盈利预测

证券公司的盈利水平除取决于经营者的管理水平外，还受到各种不确定性因

素影响，导致证券公司的盈利水平具有较大的不可测性。因此，可以考虑淡化对证券公司盈利预测的强制性披露要求，改强制性披露要求为自愿性披露。

1.3.3 证券公司上市监管对策

针对证券公司上市带来的监管难题，可能采取的对策有：

1、进一步加强信息披露监管。要求证券公司就借壳、IPO 过程中涉及到的重要信息进行详尽披露，包括证券公司行业特殊风险、证券公司内部控制情况、经纪业务、资产管理业务、自营业务之间是否建立有效隔离墙等重要信息。

2、进一步完善联防机制，发挥协同监管的作用。一是加强中国证监会机构部与各证监局在监管上的协调配合，及时沟通证券公司上市有关政策要求、辖区证券公司上市动态；二是加强中国证监会机构部与发行部之间的沟通。由于中国证监会机构部是证券公司的主管机构，其对证券公司风险状况、财务状况、管理水平等比较熟悉，因此有助于发行部判断证券公司是否符合上市要求。而通过与发行部沟通，机构部也可帮助证券公司在上市政策、上市条件上获得支持。促进证券公司通过上市尽快做优做强。三是加强机构部、交易所、证监局之间的互动，及时把证券公司经纪、资产管理、自营等业务的风险状况反馈到各监管单位，有助于防范上市证券公司风险的进一步扩大，波及资本市场的稳定。

3、进一步加强上市证券公司内幕交易监管。一是研究制定证券公司董事、监事和高级管理人员买卖股票相关规定，防止上述人员利用内幕信息进行交易。二是强化信息披露功能，对股价或成交量异动的公司，加强联合监管，及时督促相关证券公司、借壳对象披露相关信息，并通过临时停牌减轻市场振荡。

4、进一步提高监管效率。一是加强监管人员有关证券公司组织结构、业务知识的培训，尤其是对创新产品，例如融资融券、金融期货、资产证券化、QDII 等产品的风险状况、监管重点进行深入讲解，为有效监管做好准备。二是改变监管手段，从重市场准入、现场检查到实时、动态监管，充分利用网络的优势，及时发现上市证券公司在市场操纵、内幕交易等方面的违法违规问题，建立网络化的监管体系。

2 我国证券公司重组问题研究

2.1 重组基本理论分析

2.1.1 基本概念

并购(Merger and Acquisition)一词是兼并和收购两个概念的总称。《大不列颠百科全书》对兼并(Merger)的解释是:两家或更多家独立的公司(企业)合并组成一家企业,通常由一家占优势的公司(企业)吸收另一家公司或更多的公司(企业)。这一定义,也兼有合并、吞并和吸收之意,相当于我国《公司法》中规定的吸收合并,是指在两个以上的公司合并中,其中一个公司因吸收了其他公司的股份而成为存续公司的合并形式。在这类合并中,存续公司仍然保持原有的公司名称,而且有权获得其他被吸收公司的资产和债权,同时承担其债务,被吸收公司从此不复存在。《公司法》中另一种合并方式是新设合并,指两个或两个以上的公司通过合并同时消失,形成一个新公司。吸收合并和新设合并统称为合并(Consolidation)。收购(Acquisition)是指一种购买行为,一家或更多的公司用现金、债券或股票购买另一家公司的股票或资产,以获得对该公司的控股权,该公司的法人地位并不消失。严格来说,收购是以达到对被收购公司的绝对或相对的控股权为目的的购买行为。由于兼并和收购有着共同或相似的动机和行为,习惯上将其合在一起使用,称之为“并购”。综合起来,所谓“并购”是指产权独立的法人双方,其中一方以现金、股权或其他支付形式,通过市场购买、交换或其他有偿转让方式,达到控制另一方的股份或资产,实现企业控股权转移的行为。

重组(Restructuring)是比并购更广泛的概念,它包括在并购前后或并购过程中的业务重组、资产重组、债务重组、股权重组、人员重组和管理制度的整合。狭义的企业重组是指企业的资产重组,指对一定重组企业范围内的资产进行分拆、整合或优化组合的活动,一般有资产剥离与分立两种形式。资产是指企业拥有或控制的能以货币计量的经济资源,包括各种财产、债权和其他权利。企业的资产重组不是简单的资产叠加,而是资源的重新配置,以发挥资源间的互补性和

规模效益、提高资本运营的效率，它是企业重组的核心。

本文所讨论的“公司”是指，依照我国《公司法》设立的有限责任或股份有限公司。而“证券公司”是指依照《中华人民共和国公司法》和《证券法》规定设立的经营证券业务的有限责任公司或者股份有限公司。证券公司经营的主要业务包括：（一）证券经纪；（二）证券投资咨询；（三）与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；（四）证券承销与保荐；（五）证券自营；（六）证券资产管理；（七）其他证券业务。因此，本文将证券公司视为公司的一个种类。

证券公司重组指的是证券公司资产的调整和重新组合，主要包括公司治理结构、经营战略、人力资源、市场资源和企业控制权等的整合，是一个全方位、多元化的系统工程。

2.1.2 公司重组分析

一、公司重组的内涵

资产重组用通俗的语言来表示，就是企业资产的重新组织，它包括封闭式和开放式两种形式。封闭式就是企业产权边界不变，仅仅是企业资产在企业内部进行重新组织；开放式就是一个企业同外部其他企业之间发生了资产交易使企业的产权边界发生了变化。开放式资产重组主要包括并购与资产剥离两种形式。

企业的资产是指企业拥有或控制的能以货币计量的经济资源，包括各种财产、债券和其他权力，《企业会计准则》对资产按照其流动性质进行了分类，并按照下列顺序做了排列：流动资产、长期投资、固定资产、无形资产、递延资产和其他资产。通常我们所说的资产重组主要就是对上述资产的重组，其中最关键的部分是固定资产重组和流动资产的重组，同时流动资产的重组也是资产重组中技术性最强难度最大的部分。

二、公司重组的动机

企业进行资产重组的目的就在于通过改变企业资源配置，提高资源使用效率，增加企业价值。具体来讲，从增加企业价值角度来看有以下几个主要动机：

1、增加效率

每个企业的管理层的管理能力是不同的，管理能力层次不同的企业合并可以

带来效率的改善。一个相对有效率的竞价者可能会收购一个相对无效率的目标企业。通过改善目标企业的效率，使目标企业的价值可以得到提高。或者竞价企业可能会寻求对某个目标企业进行兼并，因为该目标企业的管理可以改善竞价企业的效率。目标企业可能有比竞价企业有更好的增长机会，反之亦然。有时，合并会使合并后的企业获得一种更有效率的关键规模主体。即，合并后的企业将会获得规模经济优势。对于那些制造企业，昂贵的专业机械的投资额可能非常大。合并的企业可以获得对大宗固定资产得更好利用。

2、经营协同效应

建立在经营协同效应基础上的理论假设在行业中存在着规模经济，并且在兼并之前，企业的经营水平达不到实现规模经济的潜在要求。规模经济由于不可分性而产生，如人员、设备、管理费用等，当其平摊到较大单位的产出中去时，可以提供高收益率。因此在制造业中，对厂房及设备的大量投资通常会产生这样的规模经济。

3、多样化经营的动机

管理者和其它雇员为了保持组织资本和声誉资本以及在财务和税收方面的优势可能会寻求多样化经营。原因在于：第一，与股东可以在资本市场上对许多不同的公司进行分散投资的状况相反，公司雇员只有一个有限的机会分散其劳动收入来源。通常公司雇员需要进行公司专有知识方面的投入。他们获得的知识可能只对其所在的企业有价值，企业雇员由于具有专有知识，因此一般在其现有的工作中要比在其他企业中有更高的劳动生产率。第二，在企业理论中，企业中有关雇员的资料会随着时间的推移而逐渐积累起来。这些资料在某种程度上是企业专有的，因为转移到外部企业或市场是不可行的，或进行转移十分困难。这些资料是用来将雇员与工作岗位进行有效匹配，或在特定的工作中对雇员进行有效的搭配。第三，企业还拥有声誉资本，顾客、供应商和雇员可以利用这一资本与企业建立联系。声誉资本是企业长期通过特有的（因此是不可挽回的）对广告、研究与开发、固定资产、人员培训以及机构发展等方面的投资而获得的。多样化经营有助于保持企业的声誉资本，如果企业被清算，那么这项资本将不复存在。第四，如在财务协同效应和税收影响中讨论的一样，多样化经营可以提高企业的举债能力并降低未来税款责任的现值。

4、财务协同效应

财务协同效应的来源之一是较低成本的内部融资和外部融资。有大量内部现金流和少量投资机会的企业拥有超额现金流。有较低内部资金生产能力和大量投资机会的企业需要进行额外的融资。这两个企业的合并可能会得到较低的内部资金成本的优势。

5、战略重新调整

企业的经营战略随着企业所处的经营环境、企业的资源变化及社会科学技术发展而不断地进行着调整。有的企业因为某些业务利润下降甚至亏损，于是决定将其抛弃售出，而另外有些企业可能觉得这些企业抛弃的业务正是自己想要的于是就又将其购买过来。企业的收购与兼并正是由于各企业根据自己战略调整的需要而进行的。

三、公司重组的模式

当企业与另一企业进行资产重组的时候，一定资产在两企业之间进行转移，那么与这被转移的资产相对应的股权便也在两企业之间发生着变动。在实际工作中，上市公司的资产重组按资产转移、股权变动的实质内容分，主要有股权转让、资产置换、收购兼并、并壳让壳、股份回购五种形式。此五种方式可以单独使用，也可根据上市公司的具体情况综合运用。在实践中，上市公司资产重组还有国有股配售、投资参股、债权换股权、外资收购上市公司经营性资产等形式。

2.2 证券公司重组实践

2.2.1 国外成熟市场证券公司重组实践

一、历史背景

目前世界上主要存在三大金融体系，分别为美英金融市场主导型体系、日本主办银行体系、德国全能银行体系。从三大金融体系的演变进程看，大体经历了“自然混业”、“分业”（20世纪30年代到80年代）、“混业经营”（20世纪70年代以来）三个发展阶段。从分业再次走向混业，管制的解除必然导致激烈的竞争。为了应对商业银行的竞争压力，证券公司只有不断扩张资本实力，主动进行同业

或混业并购，分业一混业的国家政策转变，成为成熟市场并购重组的契机。

以美国为例。为整顿金融业的混乱局面、降低银行经营风险，1933 年美国颁布了《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)，美国金融体系从自然混业进入分业经营时期，证券公司开始独占资本市场。随着金融一体化和全球化的趋势不断加强，1999 年美国颁布了《金融服务现代化法案》(the Financial Service Modernization Act)，美国金融体系再次进入混业经营时期。随着证券公司对资本市场的垄断被打破，美国证券业于 20 世纪 90 年代进入并购时代。

二、重组模式

成熟市场证券公司的兼并重组基本是在完全竞争的条件下进行的。大型证券公司主动出击兼并小型证券公司，大型证券公司强强联合以实现优势互补和规模效应，以及商业银行、保险公司、证券公司之间的混业、跨境并购，是成熟市场证券公司重组的 3 种主要模式。

三、行业大事记

以美国为例，20 世纪 90 年代以来，美国金融业涉及证券公司的重组大事记如下表所示。

四、典型案例分析

1、美林——打造超级金融百货公司

美林证券 (Merrill Lynch) 是世界上著名的大型投资银行，公司成立二百多年以来，一直遵循着公司创始者之一查尔斯·梅里尔将美林办成一家“超级金融百货公司”的宗旨。公司成功之处主要两点，一是成功地运用兼并重组扩大自身规模，二是拥有强大的研究创新能力。

1940 年美林与皮尔斯合并，1941 年公司又与芬纳一比恩合并，从而成为美国大型投资银行。

1963 年，美林收购了精于政府证券业务的德旺证券 (C. J. Devine)；

1969 年，美林收购了精于货币管理与咨询业务的埃迪证券 (Lionel D. Edie)；

1970 年，美林收购了擅长于市政债券业务的固德波帝证券 (Goodbody) 并于同年跨国收购了一家加拿大投资银行，开始大力拓展国际市场。

1972 年，美林与一家金属公司合资开展商品交易业务；

时间	并购方	被并购方	并购金额 (亿美元)	备注
1991 年	美洲银行	太平洋证券		
1995 年 6 月	第一联合银行	第一富达银行	54	市场范围扩大, 营业网点增多
1995 年 9 月	荷兰银行	美国 Chicorp 证券		荷兰银行进军美国投资银行市场
1996 年 3 月	大通银行	化学银行	104	降低成本
1997 年 2 月	摩根斯坦利	迪安·威特证券 (Dean Witter)		摩根斯坦利为美国第三大投资银行; 迪安·威特为美国第三大证券经纪公司; 合并后的公司成为美国最大证券公司
1997 年 4 月	美国纽约信孚银行	AB 证券	16	美国有史以来最大规模的商业银行与证券公司合并
1997 年 11 月	美林证券	英国水星资产管理公司	53	使美林资产管理公司成为全球最大的资产管理机构之一
1998 年	花旗银行	旅行者集团	829	商品与通道互补, 结合花旗的全球网络与旅行者的保险与证券经纪业务
1998 年 6 月	美国旅行者集团	日本日兴证券	2200 (亿日元)	
1999 年	大通银行	美国投资银行	13.5	
2000 年 9 月	大通银行	J. P. Morgan	360	
2000 年	瑞士联合银行 (UBS)	美国潘韦伯证券 (Paine Webber)	158	潘韦伯证券擅长于私人银行业务, UBS 借此快速打入美国私人银行领域
2001 年 6 月	高盛公司	在线投资银行		给高盛公司带来 1000 万名零售客户

1974 年，美林收购了一家家庭生命保险公司，开始涉足保险业；

进入八十年代和九十年代，美林在垃圾债券、商业银行等业务上取得成功，不断以兼并重组的方式实现了业务多元化和国际化，最终形成在世界投资银行业的霸主地位。

1995 年，美林收购英国管理资产规模为 1770 亿美元的水星资产管理公司；

1996 年收购日本山一证券，成为日本第十大零售经纪商；

2000 年 6 月，为恢复做市商的地位，美林收购了纳斯达克市场第 3 大证券公司 Herzog Heine Geduld，此举使美林在纳斯达克市场的排名从第 6 位跃升至第 2 位。

通过不断的收购兼并活动，美林终于成为一家能够提供全方位金融服务的国际性巨型证券公司。在各个附属公司和联营公司的努力下，美林在 1990-1993 年三年，公司累计盈利 31 美元；1993 年末，私人委托美林管理的资产总额超过 5000 亿美元；1993 年全球发行的证券金额约 15000 亿美元，美林主承销总值 1930 亿美元，连续 6 年在美国主承销排行榜排名第一；连续 5 年全球主承销排行榜第一。此外，根据美国《机构投资者》和《华尔街日报》调查，美林的研究力量在全球名列前茅。

2、摩根·斯坦利与迪恩·威特的重组

1997 年 2 月 5 日，摩根·斯坦利与擅长于零售业务的迪恩·威特 (Dean Witter, Discover&Amp) 的合并缔造了一个美国第一大证券公司，这一事件被评为“华尔街上空的霹雳”。合并后新公司命名为摩根，斯坦利——迪恩·威特发现股份有限公司 (Morgan Stanley, Dean Witter, Discover)，重组后新公司总市值为 213.49 亿美元。

在这次重组中，近年来业绩骄人、实力雄厚的摩根·斯坦利不惜在新公司控股权方面做出牺牲，屈居第二。对于合作的目的，昔日摩根·斯坦利的总裁马克认为：“金融服务业正在进入史无前例的集中和聚合时期，一个公司若想在下世纪掌握自身命运，必须在全部业务中拥有市场领先地位，平衡自身收入流，获得广泛的客户基础，而且以全球性姿态出现在资本的供应者与需求者面前。这次合并重组将大大提高公司的实力，以实现我们长远而重大的战略目标”。

摩根·斯坦利——迪恩威特发现股份有限公司的成立对原两公司来讲是完成了

一次根本性战略转变，主要意义一是准备与将来加入投资银行业务的国际大型商业银行竞争；二是充实各自相对薄弱的业务项目，充分利用相互可以利用的资源优势。摩根·坦斯利与迪恩·威特的重组，新公司的资产规模迅速扩大，并把高风险的投资银行交易业务与收益稳定的信用卡业务结合起来，使业务组合更完美，提高了新公司的竞争能力和抗风险能力。在资产管理上，新公司管理的资产达 2700 亿美元，在证券公司中排名第一；在信用卡领域，两家公司的品牌资源加上摩根的全球性影响将为业务发展和开拓创造巨大能量。摩根-迪恩合并，给世界各国的金融家带来一个启示：金融服务业已到了僧多粥少之时，未来的证券市场只能是少数大型投资银行的天下，兼并聚合重组势在必行。

2.2.2 我国证券公司重组实践

我国证券公司正式登上证券市场舞台始于 1985 年成立的深圳特区证券公司。此后，证券公司从无到有，伴随着中国证券市场的成长而迅速增加；由于当时没有严格的准入限制，银行、信托投资公司等也竞相跻身证券行业。因此，从 1985 年-1996 年间，我国证券经营机构主要经历了一个数量增长时期；截至 1996 年底，全国各类证券专营机构（证券公司）及兼营机构（信托投资公司、财务公司、融资租赁公司等）共 430 家，营业网点 2600 多个，平均每家拥有营业网点仅 6 个。

大体来看，我国证券业经历了两次重组浪潮。第一次为 1995-2001 年间由于银证分离、《证券法》实施引发的行业重组；第二次是 2004 年 8 月以来中国证监会开展的证券公司综合治理工作引发的行业重组。

一、第一次重组浪潮（1995-2001 年）

1、历史背景

1993 年开始到 1996 年初，我国证券市场从处于熊市状态，部分原实力较雄厚的证券公司出现严重违规和亏损，经营难以为继。

1996 年初开始，我国证券市场步入牛市时期。由于市场的过分投机和风险加剧，政府迅速实施宏观调控，对银行和证券业实行分业管理，要求银行、信托和证券业进行脱钩。

1999 年 7 月 1 日起《证券法》实施。《证券法》除了从法律上规定了金融业分业经营的模式外，还将证券公司划分为综合类和经纪类，并规定注册资本最低限额分别为 5 亿元、2000 万元。

2001 年 12 月，我国加入 WTO，并承诺 5 年的过渡期结束后，我国金融业将全面对外开放。

在上述四方面因素的共同作用下，我国证券业经历了第一次重组浪潮：银行、信托投资公司下属证券营业部纷纷脱钩组建为独立的证券公司；部分发生严重违规和亏损、难以持续经营的公司被其他公司兼并；部分中小证券公司通过合并跻身综合类证券公司行列；部分证券公司未雨绸缪、主动进行市场化购并以应对加入 WTO 带来的挑战。经过本轮重组浪潮，我国证券业格局基本形成，一些大型证券公司迅速崛起，成为行业龙头。

2、重组模式

（1）银证脱钩、信证分业合并型。1996 年初开始，按照国家关于银行和证券分业经营的政策要求，一批原隶属于银行或信托投资公司的证券营业部纷纷脱钩，并成为独立的证券公司，其特点是业务分离和产权的重新界定。

典型的例子如 1995 年 10 月，原平安保险公司证券业务部独立成为平安证券；1998 年 3 月，在收购抚顺证券公司、上海浦东发展银行和上海城市合作银行所属证券经营机构基础上，成立了东方证券；2000 年 8 月，在华融、长城、东方、信达、人保信托投资公司等 5 家公司所属的证券业务部门及证券营业部合并的基础上，成立了银河证券。

（2）政府安排合并型。部分原实力较雄厚的证券公司出现严重违规和亏损后，为保护投资者利益，维护市场稳定，由政府出面主持其与其他证券公司兼并。

典型的例子如 1996 年 9 月，申银证券兼并万国证券成为申银万国证券；1999 年 7 月，国泰证券兼并君安证券成为国泰君安证券。

（3）区域性整合型。为达到《证券法》要求、跻身综合类证券公司行列，在地方政府的主持下，一些省内较大型证券公司兼并了当地经营不善的小型证券公司，形成新的区域性大型证券公司。

典型的例子如 2001 年 1 月，陕西证券、宝鸡证券、陕西信托投资有限公司、陕西省西北信托投资有限公司下属证券营业部重组后经增资扩股成为西部证券。

(4) 市场化兼并型。为应对我国加入 WTO 的挑战,部分证券公司未雨绸缪,主动进行市场化购并重组。

典型的例子如 2001 年 7 月,广发证券收购锦州证券;2002 年 9 月,银河证券以证券类资产参与出资设立亚洲证券(持股 19%);2003 年 4 月,广发证券进一步收购华福证券;2003 年 10 月,中信证券收购青岛万通证券。

二、第二次重组浪潮(2004 年初-目前)

1、历史背景

十几年来,我国证券公司在探索和改革中逐渐成长,但也积累了许多矛盾和问题,相当一部分证券公司存在集中持股、随意挪用客户保证金和客户债券、违规开展受托理财业务等违法违规问题。随着证券市场的结构性调整 and 改革力度加大,相当一批证券公司陷入经营困境和财务危机,反过来,这又导致更多的违法违规事件发生,形成恶性循环。2004 年初前后,证券公司长期积累的问题充分暴露,风险集中爆发,全行业生存与发展遭遇严峻的挑战和空前的困难。为从根本上解决问题,中国证监会根据国务院的部署,按照风险处置、日常监管和推进行业发展三管齐下,防治结合,以防为主,标本兼治,形成机制的总体思路,于 2004 年 8 月全面启动了证券公司实施综合治理工作。在“分类监管、扶优汰劣”的监管思路指导下,整个行业经历了一场全方位的洗礼,一批问题公司退出了历史舞台,一批优质公司实现了快速发展,行业整体风险获得集中释放,行业集中度明显上升。

目前,18 家创新试点类公司占全行业 106 家公司总数的 17%,净资产的 52%,经纪业务的 45%,承销业务的 87%,净利润的 51%。

2、重组模式

(1) 风险处置。2004 年以来,中国证监会相继处置了南方、闽发、大鹏、德恒、民安等 29 家高风险证券公司,其中以行政方式处置 27 家,以市场化方式和破产重整方式各处置 1 家。14 家创新试点类、规范类公司托管了 22 家被处置公司、600 家营业部,3 家资产管理公司托管了 5 家公司、88 家营业部。被托管证券公司的证券类资产,大部分成为托管证券公司的收购目标。

(2) 政策性重组。由央行(中央汇金投资有限公司及其全资子公司中国建银投资有限公司)和中国证券投资者保护基金有限责任公司出面,对处于财务危

机中、但实力尚可的证券公司进行注资，形成了一支“中央系券商”。

截至目前，中央汇金投资有限公司控股 3 家证券公司，下属证券营业部达 395 家，经纪业务市场份额达到 17.37%。中国建银投资有限公司先后托管并控股 9 家证券公司，下属证券营业部达 355 家，经纪业务市场份额达到 10.54%。中国证券投资者保护基金有限公司投资证券业的时间较晚。2006 年 8 月，在重组广东证券、科技证券和中关村证券的基础上，由中国证券投资者保护基金有限公司出资组建的安信证券宣告成立。安信证券下属证券营业部 94 家，经纪业务市场份额约为 2%。

依托母公司强大的资金实力背景，可以预见，“中央系券商”将成为证券行业中的“巨无霸”。

（3）市场化并购。借助证券公司综合治理的行业大环境，中信、广发、华泰证券等优质公司通过收购问题公司获得了高速成长机会，进一步巩固了市场地位；同时，财通证券等资本实力较雄厚的经纪类公司也不甘寂寞，收购了其他经纪类问题公司，积极扩张营业网点。

市场化重组一览表

时间	并购方	被并购方	被并购方 营业部家数	并购方式
2005 年 11 月	中信证券	华夏证券	87	华夏证券被处置；证券类资产被收购
2006 年 5 月	广发证券	第一证券	16	第一证券被处置；证券类资产被收购
2006 年 7 月	中信证券	金通证券	20	股权收购；金通证券成为中信证券全资子公司并更名为中信金通证券
2006 年 7 月	华泰证券	联合证券	38	定向增资扩股
2006 年 8 月	招商证券	北京证券	27	收购营业部
2006 年 10 月	财富证券	华欧国际	-	增资方以所持华欧国际股权对财富证券增资
2006 年 12 月	财通证券	天和证券	13	吸收合并

（4）外资并购。2001 年 12 月我国加入 WTO 并承诺，入世后三年内允许设立中外合资投资银行，外资持股比例不超过 1/3。2003 年 4 月以来，华欧国际、长江巴黎百富勤、海际大和、高盛高华等 4 家中外合资投资银行先后设立；

三、典型案例分析

1、中信证券

在第二次重组浪潮中，借助上市公司和背靠中信集团的双重优势，中信证券广泛开展并购活动，成为最大的赢家。

2003 年 10 月，公司收购青岛万通证券并将其更名为中信万通证券（下属 18 家营业部）；

2004 年 9 月，公司发布要约意欲收购广发证券但最终广发证券的反收购成功而告结束；

2005 年 11 月，在收购华夏证券（下属 87 家营业部）证券类资产的基础上，公司与中国建银投资有限责任公司共同出资设立中信建投证券（公司持股 60%）；

2006 年 7 月，公司完成对金通证券 100% 股权的收购工作并将其更名为中信金通证券（下属 20 家营业部）。

通过上述收购活动，中信证券的营业部数量从 40 家扩张到 165 家。

同时，公司积极拓展海外业务。2005 年 9 月，公司从中信集团收购了中信证券（香港）有限公司；2006 年 6 月，中信证券（香港）有限公司进一步收购了中信集团下属中信资本市场控股有限公司旗下的 3 家香港子公司——中信证券融资（香港）有限公司、中信证券经纪（香港）有限公司和中信证券期货（香港）有限公司，获得证券承销、经纪及期货业务资格。

公司还将业务领域积极扩张到基金管理、期货经纪、资产管理等领域。继 2003 年设立中信基金管理有限公司（持股 49%，第一大股东）后，2006 年 7 月，公司收购了华夏基金管理有限公司 41% 股权；2005 年 9 月，在受让华夏证券非证券业务及相关资产的基础上，公司与中国建银投资有限责任公司共同出资设立建投中信资产管理有限公司（公司持股 30%），从事不良资产的收购和管理；2006 年 7 月，公司以自身和旗下子公司的名义收购了华夏期货经纪有限公司 100% 的股权；

此外，2006 年 3 月，公司设立了中信标普指数信息服务（北京）有限公司（持股 50%），并正在与麦格理（香港）有限公司共同出资筹建中信麦格理资产管理有限公司（出资比例 51%），从而进一步丰富了中信集团作为金融控股集团的构架，并确立了中信证券在行业的龙头地位。

2、广发证券

2001 年 7 月，广发证券收购锦州证券（下属 14 家营业部）；2003 年 4 月，广发证券进一步收购华福证券（下属 21 家营业部）；2005 年 8 月，广发证券托管武汉证券并收购其 25 家营业部；2006 年 1 月，公司托管河北证券（下属 38 家营业部）；2006 年 5 月，公司收购第一证券下属 16 家营业部；2006 年 9 月，公司受让长财证券下属 2 家营业部。

2.2.3 中外证券公司重组实践差异

通过上述比较分析，我们发现，成熟市场与我国市场证券公司重组存在如下主要差异：

一、我国证券公司重组多以政府主导型为主，纯粹市场化的整合比较少见。由于重组并没有建立在市场化的基础上，部分重组后的公司在经营体制上仍然缺乏活力，创新动力不足；两家或多家公司合并后“貌合神离”，企业文化、管理人员之间未真正磨合，企业凝聚力低下，重组并未产生竞争合力；但同时重组后的公司成本增大，股东回报率降低。这也是我国证券公司虽已经历两次重组浪潮，但仍然规模偏小、资产质量低下、竞争力较弱的主要原因之一。

二、我国证券公司重组基本为以强并弱模式，强强联合案例尚未出现

无论是最早的申银证券兼并万国证券，还是最近的财通证券吸收合并天和证券，我国证券公司市场化重组基本都采用优势证券公司兼并问题证券公司模式，像摩根斯坦利与迪恩·威特强强联合的重组在我国尚未出现。

2.2.4 我国证券公司重组的现存问题解析

一、证券公司重组目标定位不准

一些证券公司的重组单纯是以能否成为综合类证券公司为目的，或以单纯的为扩大资本规模为主要目的，而不是业务范围的拓展和业务的创新发展。然而，资本规模的扩张，并不意味着综合竞争力的必然提高，做大做强，也不等于已经做强了实力。有些证券公司原本就先天不足，却为做大而做大，在盲目扩大地盘的同

时,原有的技术力量、质量管理、风险管理体系被稀释,结果造成管理松散、人浮于事、机构重叠,其简单的重复不仅使扩张毫无结果,而且阵线的拉得越长,薄弱环节就暴露的越多。

诚然,“资源的稀缺性决定了竞争的严峻”,为了在竞争中求生存,企业需根据市场环境和自身条件采取各种竞争手段,企业通过规模的扩大来谋求增强市场的势力,这无可厚非。但是,企业规模和市场势力并不总是正相关的,若企业并购超越了企业规模的内在极限,将带来规模不经济,并购后的企业还因管理者的能力极限、并购业务的非相关性、行业的整体衰退等不确定因素而导致盈利能力枯竭,此时的企业规模就反而有害了。经济学的“规模经济效应”理论,已经很好的证实了这个结论。即:规模经济指的是:对于某一产品(单一产品或复合产品),如果在某些产量范围内平均成本是下降或上升的话,我们就认为存在着规模经济或规模不经济。具体表现为“长期平均成本曲线”呈U型,从这一意义来说,长期平均成本曲线(LAC)就是规模曲线,长期平均成本曲线的最低点就是“最佳规模”。企业可通过并购达到最佳规模,使企业保持整体最低生产成本,实现生产层面的规模经济;同时,规模经济效应也可在管理层面得以实现,多个生产单位在同一企业的管理下,可以节省管理费用(包括营销费用和研发费用等),单位产品的管理费用可以大大降低。而一旦“越过”了长期平均成本曲线的最低点则又处于“不经济”的范围内。

二、证券公司重组与完善公司治理脱节

证券公司增资扩股式的重组,只注意了扩大资本规模,而没能把增资扩股与优化证券公司股权结构结合起来,没能从完善证券公司的法人治理结构入手,增资扩股没能解决证券公司的“内部人控制问题”。许多证券公司采取了增资扩股式的重组,但从增资扩股后的事实证明,其负面作用大于正面作用,很多券商的原有问题没有得到解决,却暴露出了更多的新问题。最近两年出现的“高危券商”、“问题券商”就说明了这些,如南方证券在倒闭前就曾成功地进行了增资扩股。目前,我国证券公司除银河证券为完全国有独资外,其余的大都为有限责任公司或股份有限公司,从形式上看都符合现代公司治理结构。但由于我国证券公司产权结构的特殊性,并没有真正形成公司治理的内核。从股权结构来看,在原来严格的市场准入限制下,只有国有资本才有资格进入证券业,使得我国大多数证券公

公司的终极股东都为国家,这也造成了我国的大多数证券公司存在着与其他国有企业一样的通病,如:“所有者缺位”、“内部人控制”等。“内部人控制”在公司层面的表现就是,短期的激励机制使得证券公司的管理层具有强烈的表达业绩的欲望和规模扩张的动机;在营业部层面,营业部的经营活动经常会出现以下情况:非授权经营、违规融券融资、不真实的财务簿记、挪用客户保证金等。而在外部证券市场,则经常出现“老鼠仓”的现象。

三、证券公司重组的资本扩张与监管的缺失

证券公司是资本市场的最重要的中介机构,是连接筹资人与投资人的桥梁,其行为的规范程度和风险状况,直接关系到整个市场的健康和稳定运行。我国证券公司普遍的违规经营形成的经营风险和不良资产在低迷的股市中积聚了巨大的风险,并表现出社会性、长期性、复杂性及外部性与系统性的特点,为保护投资者利益,保障市场公平、透明,减少系统性风险,对证券公司风险的法律监管就成为监管机构急需的工作重点。从学界对证券违规行为分析论证的结论来看,我国证券公司目前存在的风险分为两类:资金风险与业务风险。而证券公司的重组均会增加这两类风险。因此,在证券公司重组的资本扩张过程中,加大监管力度是必须之举。然而,我国的现实状况却往往相反,证券公司的重组只注意了资本规模的扩张和营业网点的扩张,没能使重组后的证券公司在风险防范能力有所提高。随着资本规模的不断扩大,一些证券公司的各种风险抵抗能力反而越来越低。风险管理能力与资产规模的不对称,使得证券公司要么承担过多的风险,要么隐藏着很多的风险陷阱。一旦市场发生变化,这些风险就会在短时间内集中释放,给证券公司带来巨大的危害。

四、证券公司重组相关配套法律滞后

我国对证券公司监管的法律规定最早出现在20世纪80年代中后期的地方证券法规中,90年代初才出现了全国统一的管理规定,但开始真正重视对证券公司的风险监管始于1997年东南亚金融危机之后。1998年6月,由证监会统一监管证券市场;1998年底,全国人大常委会通过了《中华人民共和国证券法》,证券法在证券公司进行分类规定的基础上,对证券公司的市场准入、业务范围、经营行为、财务管理等方面做了初步规定。以2001年证券市场监管年为标志,加强了对证券公司资金使用,业务行为方面的监管。此后,在借鉴国外监管规范及

国内监管经验的基础上，监管机构开始逐步调整监管理念，完善证券公司监管制度，重视发挥证券交易所、证券业协会自律组织的作用，进一步规范证券公司业务行为，指导券商建立科学的公司治理结构，加强内控制度建设等。国务院办公厅于 2005 年 7 月转发了证监会拟定的《关于证券公司综合治理工作方案》，计划力争在两年内，基本化解证券业现有风险，初步建立新的机制，监管机构配套出台了一系列新政策、制度以促进证券业健康发展。2005 年 10 月第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过了对《证券法》的修改，以“完善金融市场功能”为目标，对 1998 年《证券法》进行了较大的修改，提升了的证券公司业务的制度标准，加强了证券公司作为市场主体准入和退出的管理，设立证券投资者保护基金和规定了客户交易结算资金管理新制度，强化对证券公司财务风险的监管。

可以看出，我国对证券公司风险的法律监管经过了一个从不完善到逐步成熟的过程；从对证券公司风险的认识上经历了从忽视到重视再到成为重点监管的过程；监管主体上经历了中国人民银行单独监管到中国人民银行和证监会共同监管再到证监会分业监管的过程；从监管内容上经历了由静态监管到动态监管，由合规监管到审慎监管，由全面监管到重点监管的过程；监管的法律法规依据逐步健全；监管力度上逐步加强；监管方式亦不断完善。从中，我们看到了监管机构强化监管、防范风险的决心和力度。

但需要看到的是，在重组证券公司的时候，很多问题是我国资本市场发展历史中没有遇到的，甚至某些问题在其他国家资本市场发展过程中也是并不存在的。在我国的大陆法系的制度安排下，新生的证券行业中很多问题是没有法律依据的，或很难实现法律的有效约束和保护。

目前，证券公司的重组采取的多为证券行业主管部门以政策为导向的处理机制，且证券公司的退出多为被动退出。在证券公司破产问题上，证券法没有对此做出任何规定，存在着立法上的重大不足。如：证券法中仅规定证券公司在证券交易中有严重违法行为，不再具备经营资格的，由证券监督管理机构取消其证券业务许可，并责令关闭。这就使法院在证券公司的破产问题上缺乏特别性的法律规定，更无法准确处理与我国证监会的权力衔接。证监会在证券公司破产程序中的权利模糊，增大了证券公司破产对证券市场造成巨大冲击的可能性。另外，实践

中对一些“问题券商”采取的托管经营方式也存在立法上的不足，如：对托管经营的法律性质，托管方和被托管方、投资人、债权人的关系至今没有法律法规规制。从而造成了大量悬而未决的问题，托管机构和被托管机构的债权人，职工之间的法律诉讼和纠纷不断发生，法院在处理该类案件中由于无法可依，存在极大的任意性，造成证券市场的严重混乱。

2.3 我国证券公司重组的对策和建议

一、证券公司重组目标定位——提高公司的综合竞争力

从我国现状来看，我国证券公司资本规模都比较小，无论是从行业整体或是从单个证券公司。目前最大的证券公司海通证券，其注册资本金为 87.34 亿元人民币，而美国的一些大型投资银行美林、高盛、摩根斯丹利等，其注册资本均为数十亿美元。以 2004 年被行政接管的南方证券来说，我国证券公司竟没有一家有实力接手其重组。再者，目前证券公司所承销的证券的总价值大都超过了其净资产，一些大型公司上市融资需要多家证券公司联合才能承销。另外，资本金的不足，也会引发证券公司的承销风险。因此，不断通过兼并重组来扩大证券公司的资本规模是必要的，但是，证券公司不能只为资本规模的扩张而扩张，资本规模的扩张只是一种手段，目的是为了^①提高证券公司的综合竞争能力。从行业整体来看，应对国外同行的竞争，证券公司的重组应着眼于“提高券商行业的集中度，提高券商整体的竞争力”；对单个券商来说，应通过重组、资本规模的不断扩大来拓展新的业务范围，如项目融资、企业并购、资产管理、风险投资、投资咨询等。

二、完善证券公司治理结构是公司重组的功能之一

应该说，证券公司仍是公司的一种，尽管许多的“特性”，但一般公司问题其亦有之。公司治理问题也是证券公司的重组的一个重要话题。故而，应将公司重组置于“优化证券公司股权结构，完善证券公司的法人治理结构，解决‘内部人控制’等问题”的视野之下。管理学研究的结论指出，股权结构是公司治理问题的核心。因此，在我国证券公司重组的过程中，应进一步放开民营资本进入证券市场，让有实力的民营资本参与证券公司的并购重组，放宽证券公司股东持股资格的限制，鼓励外资参与证券公司的重组，促进证券公司的股权多元化、公众化、

国际化,推进证券公司产权制度的改革,改变证券公司的股权过于集中,实现股东间的相互制衡,从而完善证券公司的法人治理结构,消除“内部人控制”现象。

三、证券公司重组的资本规模扩张和业务扩大,应与风险防范能力提高并举

证券公司重组,在资本规模扩张和业务扩大的同时,也应注重提高证券公司的风险防范能力,使公司的资本规模与风险管理能力相匹配。因此,证券公司重组中,也应加强公司风险管理能力的提升,具体可以从以下几点入手加强内部风险防范与控制。第一、构建证券公司风险管理体系,其中包括构建风险管理组织体系,可以成立“风险管理委员会”,对风险进行全方位的预防和控制;确立风险管理控制体系,确定风险管理的对象、风险管理的控制环节及风险管理具体考核标准和指标,建立风险管理指标控制预警系统。第二、建立健全证券公司内部控制和操作流程,建立和落实各项内控制度,时时关注公司风险状况,树立和加强员工的风险意识,严格按照规章制度进行操作,减少和消除风险。第三、优化资产负债管理,降低流动性风险,除计提自营证券跌价准备金外,还应对承销业务计提风险准备金,同时还应建立良性的财富积累机制。在外部控制方面,应加快实施和推进客户交易结算资金第三方存管制度,改革国债回购交易结算和证券自营、资产管理业务制度,建立和完善证券公司信息披露制度;严格市场准入,加强对证券公司及其股东和高管人员的持续监管,对违法违规人员坚决予以惩处。

四、完善证券公司重组相关法律体系

在我国证券市场发展的 10 多年中,有一些上市公司本来已经到了退市的边缘,却因种种原因而被改头换面地保留了下来。由于没有退出机制,导致了部分上市公司不思进取,在地方政府和行业主管机构的帮助下,弄虚作假,发行上市以“圈钱”为目的,完毕便万事大吉,经营状况每况愈下,业绩年年滑坡,从上市之初的绩优公司,沦落为绩差公司甚至亏损公司,而且有的公司财务状况急剧恶化,已经到了资不抵债的地步,失去了持续经营的能力。这样的发展过程,已成为严重亏损公司的发展趋势。这样的公司必须退市,以净化证券市场,保护绝大多数投资者的利益。

因而,尽快制定和出台针对证券公司的破产立法,建立健全证券公司市场化退市机制,明确证券监管机构和法院在证券公司破产程序中的分工和权限,从而

促进证券公司的重组。建立证券公司市场化退市机制,还应加强相应的配套措施建设,完善投资者保护机制,以配合市场化退市机制的实施。

参考文献

1. Kodres L., Pritsker M.,2002, “A rational expectations model of financial contagion”, Journal of Finance 52:769-799.
2. Lee, C.M.C., A.shleifer, and R.thaler, 1991, “Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle”, Journal of Finance 46(March):75-109
3. Gavin Michael, and Ricardo Hausmann,1996,“Sources of Macroeconomic Volatility in Developing Economies”, IADB Working Paper (Washington Inter-American Development Bank).
4. Lu Karen, 2003, “An overview of the Taiwanese qualified foreign institutional investor system”, BIS papers No 15,141.
5. World Bank, “Finance for Growth Policy Choices in a Volatile World”, 2001, Policy Research Report.
6. Richards Anthony, 2004, “Big fish in small ponds, the trading behavior and price impact of foreign investors in Asian emerging equity markets”, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
7. Martin Lettan, Sydney Ludvigson ,2001, “Consumption, Aggregate Wealth,and Expected Stock Returns” , 2001,Journal of Finance VOL. LVI, NO. 3.

8. Martin Lettau and Sydney C. Ludvigson , 2003, “Expected Returns and Expected Dividend Growth.” Working paper.
- 10.王丽、李向科, 2006, 《美国资本市场分层状况及对我国的启示》, 《中国金融》2006年第三期。
- 11.吴晓求, 2001, 《中国资本市场: 股权分裂与流动性变革》, 中国人民大学出版社。
- 12.王国刚, 2002, 《中国资本市场热点研究》, 中国城市出版社。
- 13.谢百三, 1999, 《证券市场的国际比较》, 清华大学出版社。
- 14.曹凤岐, 2001, 《中国资本市场发展战略》, 北京大学出版社。
- 15.沈振宇、王金圣等, 2004, 《证券公司的利益冲突与变革》, 《中国证券期货》2004年第二期。
- 16.刘加, 2003, 《中国证券公司制度创新分析》, 《财贸经济》2003年第一期。
- 17.王益、齐亮, 2003, 《资本市场开放下证券公司竞争力的国际比较与中国的选择》, 《经济科学》2003年第三期。