

# 胎动“大投行” 券商市场化并购重组阵痛

□本报记者 蔡宗琦

上市券商首例并购重组案正在紧张谈判之中，面对西南证券打造千亿市值大手笔中的关键一步，诸多市场人士揣测，曾经经历过大规模洗牌的券商行业是否将再次迎来并购潮？

对此，业内人士分析认为，证券行业做大做强必须走资源全面整合的“大投行”路线。目前我国多数券商依然只靠经纪业务支撑，但这一模式随着佣金的持续下滑已经难以为继，可以预见，行业内乃至整个金融体系内的并购重组在未来五年内将大潮涌动。

不过，也有专家指出，拥有政府大力支持的西南证券此番并购颇为特殊，其他券商或难以复制，短期内证券公司的并购重组仍将面临诸多阻力。

## 地方政府鼎力

### 西南范本非典型

西南证券的一纸公告一石激起千层浪，3月4日，公司公告称，已与国都证券有限责任公司签订了《西南证券股份有限公司与国都证券有限责任公司重大资产重组意向书》。在媒体上消失多时的券业并购案再次引起市场关注。

西南证券与国都证券的牵手，尽管仍需一个月时间来敲定合作的诸多细节，但外界普遍分析，此次并购重组将有吸收合并、定向增发和控股收购三种待选方案。有消息人士透露，在上述三种方案中，吸收合并为首选策略，但这将挑战西南证券的资金实力。

对于西南证券的此番行动，有接近西南证券的人士评价认为，西南之举在业界并不具有普遍意义，仅仅只能当作个案来解读。

首先，西南证券背后的地方政府支持力度或许是其他地区难以比拟的——它不仅是重庆唯一的证券公司，同时也是少数几家由地方国资委控制的上市券商。有“金融市长”黄奇帆坐镇，近几年重庆积极建设长江上游地区金融中心，重庆市提出的证券市场发展“5个要点”中明确指出，要培育国内一流证券公司和基金管理公司，将西南证券提升到全国前十位。重庆市政府去年也对公司提出要求，希望三年时间内使市值达到1000亿元。

业内人士表示，按照证券业协会的排名，西南证券的业界排名在四十开外，整体实力与国内颇多一线券商相比依然较弱，但在其他券商尚未着手并购之际，西南证券抢跑同行，最重要的原因就是有重庆市的大力支持，西南证券方有底气展开同业重组。

其次，此番并购的标的国都证券比较适当。国都证券地处一线城市，不如地方券商般受本地金融监管部门庇佑，加之股东分散，人保集团、北京国际信托等大股东对公司支持力度有限，这使得合作的谈判变得较为容易。

## 保卫牌照资源

### 购并冲动频频碰壁

对于券商行业而言，不少公司一直都有在业界并购重组的冲动。早在2006年，经过一轮增资扩股潮后，借势行业大刀阔斧的综合治理，券商行业的并购重组活动出现愈演愈烈之势，其中创新类券商占据主导地位：广发证券收购第一证券，中信证券重组华夏证券，国信证券合并大鹏证券——在倚重营业部数量、靠经纪业务吃饭的证券行业中，所有的实力券商都钟情于通过兼并收购来不断扩张自己的“版图”，而这种低成本扩张也确实帮助这些券商在争抢客户资源和业务网络的大战中迅速壮大、占尽先机。

对此，长江证券分析师刘俊认为：

“增资扩股背后很可能就是券商不甘寂寞，有自己的计划。”近两年券商行业再次出现增资扩股潮：2009年以来，国元证券、东北证券、西南证券、长江证券等提出再融资方案，华创证券、银泰证券、中信证券、新时代证券、大通证券和众成证券等向证监会递交了增资扩股申请，融资的重要目的之一是补充净资本金规模；此外，包括西南证券在内的部分券商还明确表达了收购其他券商资产的欲望。

但仅有手握重金的券商冲动远远不够，行业内此前多次并购重组的计划虽历经周折，却难以达成共识，一个广为人知的范本即是国元证券。

他还透露，其公司早些年曾意欲收购本省一家业绩颇差的小型券商，为此，该公司总裁亲自带队前往做政府公关，无奈“媳妇不同意，婆婆不从”，当地国资部门和金融办坚决反对，收购计划只好作罢，最后还是当地市政府出面，向本市企业呼吁合作，这家券商才渡过难关。

谈及同业收购之难，有东南沿海省份的中型券商人士表示：地方政府的主导是引导收购的重要力量，不论对于一个省还是一个市来说，券商牌照弥足珍贵，辖区有一家管得住的券商就是金融资源，不论是从盘活资金、财税收入、本地企业融资还是政府业绩考虑，撤手让外人收购都难以接受。就算是本地内部吞并，也会很难过大股东一关。

尽管随着证券业协会监管的加强，近期佣金战局势有所缓和，但对于中小券商而言，2010年的险恶局面预示着继续死守经纪业务将难以为继。不过，在券商收入的“经纪、投行、自营”三驾马车中，投行业务优势常年为中金、中信、平安等强势券商把持，自营业务收益又难以保持稳定，中小券商靠自身力量突围困难重重。

刘俊也认为，券商诸多新业务的审批均与净资本挂钩，尽管未来融资融券等新业务会转为常规业务向全行业放开，但在未来不同券商之间的经营差异将会越来越明显，中小规模的券商与其忍受较差的业绩，不如被并购。但行业内的并购重组难以一蹴而就，随着营业部开设网点的限制逐步放开，有意扩张的券商与其同业并购，不如自己开设网点，成本更为低廉，但这反过来也会推动并购成本下降，加速并购。

现在是春秋战国，乱世自寻出路。

对于并购来临的时间点，上海某大型券商董事长表示，今年对于全行业而言是转型的关键年份，实力较弱的券商



CFP图片 合成/王力

## 生存危机重重 行业整合大势所趋

我国已经保持了106家券商的数量好几年，市场是否需要这么多家券商？不好说。行业整合是大势所趋，市场主导的并购重组现在或许不会开始，但未来5-10年内肯定会成为现实。”对于业界的微妙变化，某大型券商副总裁在接受采访时表示，随着佣金战的恶化，券商同质化竞争加剧，原本死守通道服务“靠天吃饭”的盈利模式正在走向死胡同。

经纪业务作为券商最为传统的业务，一直是券商收益的中流砥柱和保底线，在国内券商其他业务未兴之前更是支撑券商创新业务前期投入的坚实后盾。统计2007年至2009年的数据不难发现，绝大多数券商营业收入构成中，来自经纪业务的比重占到70%-90%，但近两年来佣金的大幅下滑正在吞噬券商盈利，仅2010年一年，行业平均佣金率跳水幅度在20%左右，在部分竞争激烈的沿海城市，佣金战如火如荼的2010年7、8月间，不少券商被动卷入恶性厮杀，甚至开出了低至万分之三甚至零成本的佣金招揽客户。2010年6月，有券商人士向中国证券报爆料，北京辖区1-4月，在沪、深两市日均成交量高达2127.83亿元的情况下，全市210余家营业部中超过20家遭遇亏损，6月份，全国范围内约有三分之一的营业部已面临当月亏损的困局。

尽管随着证券业协会监管的加强，近期佣金战局势有所缓和，但对于中小券商而言，2010年的险恶局面预示着继续死守经纪业务将难以为继。不过，在券商收入的“经纪、投行、自营”三驾马车中，投行业务优势常年为中金、中信、平安等强势券商把持，自营业务收益又难以保持稳定，中小券商靠自身力量突围困难重重。

刘俊也认为，券商诸多新业务的审批均与净资本挂钩，尽管未来融资融券等新业务会转为常规业务向全行业放开，但在未来不同券商之间的经营差异将会越来越明显，中小规模的券商与其忍受较差的业绩，不如被并购。但行业内的并购重组难以一蹴而就，随着营业部开设网点的限制逐步放开，有意扩张的券商与其同业并购，不如自己开设网点，成本更为低廉，但这反过来也会推动并购成本下降，加速并购。

现在是春秋战国，乱世自寻出路。”对于并购来临的时间点，上海某大型券商董事长表示，今年对于全行业而言是转型的关键年份，实力较弱的券商

找到出路则活，找不到新的盈利点则将面临公司亏损的困局。他说：“为什么现在行业内还能打佣金战？因为现在就靠佣金大家还能活，只是赚多赚少的问题。待市场竞争进一步激烈，若是遇上行情较弱，未来两三年内就不仅仅是营业部亏损，而是券商全行业亏损，所谓并购重组潮才会到来。”

而金融行业的特性也在无形推动券商行业内的整合。前述副总裁表示，参照成熟市场经验不难看出，金融机构的竞争到最后是资金和人才的集合竞争，中国的金融行业在未来将走向“大投行”模式。

2010年，国务院特批的国开行旗下国开证券正式开张，正是我国银证混业的第一次尝试。国开证券董事长高坚在接受中国证券报记者采访时表示，选择此时设立证券公司，意味着国开行在促进银行、证券之间实现业务互补，为未来银行和投行业务融合的大趋势做准备。

业界人士预测，未来五到十年内，待试点成熟，不难想象，届时将出现的并购重组将不仅仅是证券行业内的博弈，而是银行联手券商、券商联手基金公司的金融行业大合并。

## ■记者手记

### 券商难再得过且过

□本报记者 蔡宗琦

券商的日子不好过”。2010年里，采访券商行业的记者常常都能听到这样一句话，多数证券公司的老总都明白，经纪业务在未来必将式微，在拥有106家券商的市场上，行业并购重组不可避免。不想被吃掉，只能抓紧时间抢跑转型。

参照海外成熟证券市场的发展，上海博润投资有限公司董事总经理胡志斌曾总结，机构都经历了一个由小型化、分散化逐步向大型化、股份化、集团化发展演变的过程。

如美国投资银行的并购发生在美国企业并购的第五次浪潮期间，大都采用善意并购、股权转让的方式进行，随着时间的推进，交易规模与数量不断扩大。通过大规模的并购重组，美国大型投资银行家数减少了三成，美国前十大券商资本总额占全行业资本总额的比例由20世纪70年代初的1/3，上升到本世纪初的3/4。

对于中国本土的券商行业而言，中国台湾和日本经验足以参考：上个世纪80年代，台湾证券行业在经历了残酷的竞争之后进入市场化并购重组大潮之中，通过合并、转让、收购等方式，台湾证券公司总家数从1991年的353家减少到2000年的190家，而分公司家数则由74家增加至1090家，综合类券商数量由1988年的22家增加到2000年的78家。

在日本，券商数目从1949年的1127家、1968年的277家，到1997年底的232家，日本证券业在经历了市场淘汰的合并风潮后，至今仅剩约十家大型券商，而前四大券商（野村、大和、日兴、山一）掌握了日本全国80%以上的证券交易。

从这些市场的经验不难看出，随着市场推移，经纪类券商在市场中已不具备竞争力，提供更多样化的金融商品及全方位的理财服务才是证券行业未来的发展趋势。如美林，在过去几十年中逐步收购国泰经险公司、专营不动产租赁融资业务的哈博德·威斯特沃·默特莱公司、财务管理与经济咨询服务公司——莱昂德·D·埃迪公司，方才成为日后的券商巨头。

参照全球券商业的发展历史，可以预见，在我国券商行业未来的并购重组过程中，最容易胜出的，是那些既拥有网点和渠道优势，又拥有投行、研发实力的综合类券商。对于大型券商而言，未来几年将是提升企业规模、做大做强的关键时刻。

当然，对于不少规模较小的券商而言，在行业大转型的背景之下，如果不想被吞并只能走差异化道路。目前，我国券商同质化严重，绝大部分券商的主营收入均来自经纪业务、资管、投行、自营及创新业务乏善可陈。在当前市场运营环境下，中小券商缺乏网点和客户资源，没有投研实力支撑，依靠经纪业务突围之路难以走通，与其死守经纪业务，不如另辟蹊径。正视现实，已有部分沿海地区的中小券商开始在其他业务上着力，力图在某一业务领域做到行业优秀。如东海证券提出做理财型券商，资管业绩在业界领先，东方证券则提出在创新业务领域进入行业第一梯队，这些尝试的效果都值得期待。

总之，不论如何选择发展道路，证券行业在佣金降至成本价之际已经难以再依靠通道收费得过且过，转型刻不容缓。

## 分分合合 券商江湖股权故事

### 资料链接

券商江湖从来不缺乏故事，从草创初期至今，股权经历几轮分分合合。

第一轮重组来自银证分离。自1995年《商业银行法》颁布以来，我国开始实行银行、证券分业经营，从此拉开了我国券商行业内部重组的序幕。在此期间，1996年万国证券与申银证券合并，广发证券兼并中银信。2000年8月，由四大商业银行信托公司证券部和人保信托证券部，通过合并重组设立的中国银河证券公司，注册资本达45亿元，营业部为172家，均居全国券商之首。

2000年后，券商大规模增资扩股，

将注册地迁移至沪、穗、京等一线城市。又一轮并购重组如火如荼展开：2002年银河证券入驻亚洲证券，从而拉开了券商重组并购的大幕。

券商综合治理更是推进了行业并购热度。其中，2005年中央汇金投资公司通过注资方式先后重组申银万国、国泰君安、银河证券等知名券商，建银投资也先后对华夏证券、南方证券等券商进行重组。特别值得一提的是，中信证券凭借其强大的实力担当了券商重组并购的先锋。2004年12月，中信证券牵头手中信万通四家营业部，2005年

与建银投资联合成立中信建银证券收购华夏证券，随后出资7.96亿元收购金通证券，甚至一度意欲收购广发证券，从而把券商重组并购大潮推向高潮。

在这一阶段，湘财证券、北京证券、天通证券、中关村证券等相继宣布正

在酝酿重组计划。“参一控”大限亦刺激了券商行业的股权变更。2009年7月，华泰证券完成吸收合并信泰证券，在新一轮券商并购重组潮中拔得头筹；10月，华泰证券与控股97.43%的华泰联合证券在经纪业务上南北分治，解决同业竞争

问题。明天系”券商的整合之路也越走越快，继2008年12月新时代证券吸收合并上海远东证券后，2009年12月，长财证券正式更名为恒泰长财证券，成为恒泰证券的全资子公司。

此后，诸多券商股权加入转让行列，为支持国信证券“参一控”达标，深圳国资局不惜出售万和证券控股权以及安信证券7.41%的股权，而国信自身也放弃了对华林证券的收购计划。赶在大限之前，中信证券转让中信建投股权。上海的几家涉及一参一控的券商亦逐步解决股权问题，按规划，上

海国际将控股国泰君安，参股上海证券，因此，还待处理的券商股权包括上海证券及海际大和、中银国际和爱建证券。

纵观十余年券商行业的并购重组不难发现，多数行为并非市场行为和企业主动选择，而是有着极重的政策主导背景，这也与我国证券市场二十年来发展轨迹相伴。但随着券业的几轮兴衰，证券市场日趋成熟，西南证券意欲重组国都证券，或许是证券行业并购重组全面走向市场主导的一个开端。（蔡宗琦）