

“航母级”外行管内行 大树底下难乘凉

“小舢舨”券商拼爹拼爷拼不过“慢婆婆”

业内期盼加速推动并购重组，引入外资、民营股东

□本报记者 杜雅文

背靠大树难乘凉，这是创新一年来，一些股东是“航母级”产业集团的中小券商负责人的感受。

如果要“拼爹”，他们的股东都是能上500强企业名录的“高富帅”。然而，这些股东大多为大型国有集团，主营业务与金融毫不沾边。外行管内行以及体系过于庞大、管理体制过于僵化，让这些券商在创新政策密集出台的今天，深陷“小脚穿大鞋”奔跑的窘迫。

有券商负责人认为，中小券商应是求新求变最有活力的群体，除找准着力点、加快创新外，加速推动此类中小券商的并购重组，实现股东的多元化，引入外资、民营股东，不失为一条出路，这实际也是放这些证券公司一条“生路”。市场人士称，近期已经有一些产业集团开始出售旗下证券公司，在市场化加速推进的新格局下，未来可能出现新一轮并购重组潮。



CFP图片 合成/王力

体制僵化管控过多 创新大潮中“小脚穿大鞋”

在100多家证券公司中，有不少中小券商属于“产业管金融”类型，其控股股东是非金融行业的“巨无霸”。数据显示，此类证券公司近几年的发展大多不温不火，少有亮点，有的还连续出现亏损。在这一轮创新中，在“慢婆婆”机制束缚下，他们又面临新的窘境。

股东管理的理念是不出风险放第一位，业绩好坏反倒是其次。”南方一家证券公司负责人告诉中国证券报记者，业内不少跨行业国有大企业控股的中小证券公司，在风险控制方面比较严格，但也往往体制僵化与市场脱节，在创新大潮中面临被动的局面。

该负责人所在的证券公司由一家大型国有集团控股，股东背景十分雄厚。在前几年的券商综合治理中，证券公司曾出现重大风险，让大股东伤透了脑筋。后来虽然出手挽救，保住了证券公司牌照，却多年来

不再有大资金投入，证券公司发展也一直徘徊不前。随着股市持续低迷，公司业绩也不断下滑，最近两年亏损越来越严重。此轮创新启动之后，虽然证券公司高管多次与大股东沟通，但提出的很多发展建议难以得到落实和推动，在一些重要业务部门的薪酬激励制度方面也难以完全与市场接轨。

另一家小券商相关负责人也有同感。这家小券商的大股东背景实力更加雄厚，在全球500强企业中都排在前列，但其主营业务与金融行业相差甚远。此前该证券公司曾出现巨额亏损，经过大股东扶持给了些项目，才勉强实现盈利。“体制太僵化，决策链条太长，不利于证券公司的发展。”该负责人表示，证券行业正全面走向市场化，变化极快，而大股东在自己所处的领域处于垄断地位，计划性极强，其文化也是求稳，大到证券公司的业务发展方向，

小到办公用品的审批，处处都是“慢性子”。

比如买电脑，整个集团实行严格预算及统一招投标采购。年初就做好全年的计划，最多调整一两次，不会有大的变化。去年，证券公司买电脑的预算使用较少，于是今年大股东在证券公司去年实际花费的基础上新增了一些预算，然而今年却迎来券商设立分支机构等创新政策，如果要进行扩张，大股东给出的预算根本不够。当别的券商已经开始招兵买马，为经纪业务新格局大干快上时，他们却还在为增加购买电脑的预算，来回与大股东解释打报告。

更让一些中小券商感到无奈的是，为严格控制风险，不少大股东从集团的后备干部序列中给证券公司委派董事长、总经理等高管，甚至是一些业务部门负责人。这些高管此前完全未涉足过证券

公司业务，在业务发展中往往“心有余而力不足”。

虽然有的证券公司也引入职业经理人做高管，但大股东对公司财务、人事控制过严，在激励机制上与市场脱节，一批从市场引入的优秀人才，要么不适应选择离开，要么也被僵化的体制同化，丧失了市场活力。甚至还有一些人将证券公司作为跳板，希望能实现进入集团公司工作的“曲线救国”路线。

“大股东不懂证券业务，即便有心扶持，也往往是隔靴搔痒。同时又怕出问题，于是管控过严、插手过多。”一位证券公司负责人表示，以薪酬为例，大股东集团负责人的年薪甚至比不上下属子公司证券公司的副职收入，从事传统行业的大股东对投行团队的成本更是难以理解，也就很难招到优秀的人才。

产融结合初衷遇挫 协同效应知易行难

可以忽略。

“在内部我们被叫做‘三级公司’老总。”某证券公司负责人半开玩笑地说，大股东控股多家上市公司，不论是级别还是所占业务比重，证券公司都很难单独进入大领导的决策视野。此前虽提出要资源整合，让证券公司为集团上下游企业提供投行业务，然而因投入过大又难以短期内实现收益，至今还没有下决心设立投行团队。加上集团内部各个板块分管的领导不同，就连研究所的分析师想去集团其他子公司调研，有时候都吃“闭门羹”，资源整合

并不是一句话的事。

“集团老总级别的领导就有一二十个，谁跟谁合得来也搞不清楚。”另一家证券公司负责人也深有体会，虽然多次提出要发挥协同效应，但很多内部项目他们根本拿不到。该负责人自嘲是“抱养”的孩子，虽然是某地国有企业下属的子公司，但当地国资委优先照顾本地的证券公司，不仅内部的项目不给他们，连股东所在地的优质项目也挤不进去。

即使大股东强势力挺，拿到的项目也未必能“啃”下来。一些大股

东是航母级企业，动辄几十亿元的融资，或者在海内外进行大手笔的并购重组，而其下属的证券公司只是证券行业里的“小舢舨”，即便拿到了也没有能力做好。久而久之，大量项目仍然被大券商拿走。

这就形成了怪圈，因长期受到大股东的严格束缚或特殊照顾，这些中小券商的业务能力大大退化，专业人才也很缺乏，甚至缺少相关业务牌照，只能依靠大股东过日子。导致大股东越发不敢增加对证券公司的投入，或者把更多项目委托给他们，反过来使其业务能力进一步退化。

产业集团或加速退出 并购重组有望潮涌

团以1.48亿元入股天源证券，成为公司控股股东，虽然天源证券最近几年持续亏损，但如果该项目转让成功，南航集团仍将获得4.32亿元的投资回报。

随着改革深入，证券公司牌照的稀缺性将消失，一些国有大股东可能会加速退出该领域。”某证券公司负责人认为，一些产业集团本身就是作为财务投资者进入金融领域，并没打算长期经营，目前趁着牌照溢价还未全部消失，脱手卖高价

是不错的选择。另外一些地方国资委要求国有企业尽快退出非主营业务，而其旗下证券公司长期亏损，正好顺水推舟卸掉这个包袱。

多位证券公司负责人认为，一些产业集团主动退出这一行业，实际上是放了证券公司一条“生路”。长期以来，此类证券公司不是在市场化体系下运行，其受行情影响造成业绩波动性很强，已经让大股东觉得难以掌握。现在创新政策频频出台，市场进一步放开，使得大股东

对于证券公司未来发展方向感到非常迷茫。于是证券公司越亏损，大股东越下不了决心投入，而越不投入又导致公司经营状况持续恶化。大股东的犹豫不决、摇摆不定，必然延误证券公司本轮发展良机。“希望监管部门也应积极允许并推动并购重组，加快中小券商的市场化步伐。”某券商负责人说，“不仅可以降低大股东持股比例，也应该允许中小券商引入民营、外资等其他类型股东，以增强市场活力。”



记者观察

牌照溢价贬值

中小券商逆水行舟不进则退

□本报记者 侯志红

各地证监局日前下发《关于落实<证券公司分支机构监管规定>的通知》以及相关公示材料及范本，这意味着证券公司开设分支机构将不再受到数量上限、营业部饱和度等硬性约束，券商经纪业务牌照所带来的行业壁垒进一步松动。

经纪类区域中小券商怎么活？拼价格没“余粮”，拼创新缺资源，求收编牌照溢价一夜贬值。”有业内人士感叹。逐步失去牌照保护红利，证券行业洗牌将进一步加剧，依靠竞争不充分获取高佣金的区域中小券商将受到巨大冲击，缺乏造血功能、跟不上变革节奏者将逐渐边缘化或被其他金融机构吞并。

从目前已经开展的业务来看，券商业务类牌照限制正逐步放开。今年3月，证监会批准证券公司开展非现场开户业务。招商证券、中信建投等少数券商已饮“头啖汤”，率先推出见证开户及网上开户业务。虽然目前真正推出并能够进行非现场开户业务的券商并不多，但从各大券商不遗余力地开发非现场开户系统可以一窥未来发展的趋势。近期发布的《证券营业部信息技术指引》、《证券账户非现场开户实施细则》、《证券公司分支机构监管规定》等规章制度表明，券商经纪业务中期竞争加剧，券商牌照壁垒在逐步降低。资产管理、自营、投行等业务事实上都有其他相应的金融机构进行竞争。尤其是资管业务进入泛资管时代，众多金融机构在财富管理展开激烈竞争，和牌照壁垒关系越来越小。

目前金融产品的界限松动，跨界、跨领域产品频出，市场化、脱媒化和混业化发展趋势越来越明显。在这样的背景下，证券公司股权和牌照全面开放是大势所趋，牌照红利的终结不可避免。监管部门人士此前透露，对于业务牌照的放开，将总结过去一些实际做法，借鉴成熟市场经验，比如凡是符合条件的市场主体都可以申请相应的业务牌照。这意味着未来牌照很有可能向互联网开放，也会允许证券投资咨询、私募机构等申请证券公司牌照。

实际上，股东的行业和地域背景是中小券商实现差异化优势的重要助力。如国开证券背靠国开行在债券承销方面突飞猛进；五矿证券所依靠的五矿集团，令其在某些矿产行业具有优势；东吴证券等一批中小券商在地域上做足了“文章”。而且，犹如“逆水行舟、不进则退”，如果因体制僵化束缚或特殊照顾，业务能力退化，专业人才缺乏，在创新大潮中仍然变革动力不足，此类券商势必会被市场淘汰。

专家认为

中小券商创新重在找准定位

□本报记者 杜雅文

在这一轮创新大潮中，大型券商所具有一些先发优势显而易见。中小券商到底有没有突围的机会？多位市场分析人士认为，如果能够准确找到自身定位，在所有领域都出类拔萃，发挥自身特长、形成优势业务是证券公司生存和发展的必经之路。

依托股东切入新业务

具体到一些业务领域，市场分析人士认为，在新三板、资产证券化等创新业务里，中小券商或许能凭借地域优势取得一些亮点。中信建投分析报告认为，城镇化是未来十年中国经济发展引擎，根据《全国促进城镇化健康发展规划（2011-2020年）》，城镇化将在未来十年拉动40万亿元投资。仅靠政府当期收入推进城镇化，势必加重各级地方政府的资金压力。要筹措城镇化建设资金，从根本上解决地方融资平台困局，资产证券化是最好的选择。

大券商在投行、固定收益、资产管理等业务线的实力明显强于中小券商，凭借这些领域的优势可能会在资产证券化业务中领先于中小券商；并且，从长期竞争看，中小券商也处于弱势地位，因此中小券商逐渐被市场所忽视，但城镇化和地方政府债务所带来的资产证券化业务的广阔前景为中小券商提供了一次千载难逢的良机。在证监会公布的《证券公司资产证券化业务管理规定》中，为中小券商开展这项业务提供了便利，给予了中小券商更为公平的竞争环境。

专家认为，对于这项业务，中小券商的股东背景是主要的影响因素之一，由当地政府控股或者当地政府股权占比较高的券商，由于天生的血缘关系，可能会分得更大的“蛋糕”。