聚焦FOCUS 证券公司创新发展研讨会再回首(五)

券商“走出去”正当时 海外展业也需顶层设计

证券时报记者 于扬

在证券公司创新发展研讨会的五个主题分会场中，“对外开放”会场内的观众明显少了很多。但这丝毫没有影响参会代表们的发言热情，证券行业创新的春风还是让这些代表们提前感受到拨云见日般的喜悦。他们围绕券商海外拓展途径的选择等现实问题纷纷献计献策。

需解决母子公司“两张皮”

实际上，迄今能“走出去”的券商无论从综合实力还是业务能力，都属于业内佼佼者。但这条跨境之路并非一帆风顺，很多至今还在面临生存的压力与挑战。2011年，在港中资券商亏损过半，实现盈利的仅有国泰君安国际、海通国际、申银万国(香港)、招商(香港)等几家进入较早者及多元发展者。对此，去年在深圳证监局举行的跨境业务座谈时，证监会副主席庄心一的概括十分精辟：“总体上讲，挣了点钱，有了点雏型，有了点影响，以前不会做的业务，现在可以做了。问题是母公司和子公司各管各的，属于两张皮。”

对此，几位在境外经营分支机构多年的公司高层深有感触。他们都提到，现有中资券商几乎无一例外的选择由境内总公司在香港设立子公司的结构，但这并非是以服务客户为初衷，以客户需求为导向，而是境内境外各干各的，子公司无法和母公司的业务形成合力与协同效应。

与会者普遍认为，中国券商在“走出去”的过程中，必须进行通盘考虑，应从顶层管理和整体运营上对国际化进行进行设计。中国资本市场的国际化当然离不开中国证券公司自身的国际化，而境外业务发展的瓶颈实际上就受制于母公司的国际化水平。所以，“走出去”的市场选择和方式选择应当是多样的，因地制宜，因人而宜；券商的国际化途径应该是发挥自身优势，选择更适合自身发展的准确市场。

“四张牌照”监管模式亟需修正

参会代表在讨论中认为，目前境内券商的商业经营模式是高度同质化的，以四张牌照(经纪、投行、资管、自营)为基础从事通道业务，对于非通道业务的创新能力弱，久而久之，构成了境内公司长得“都一样”，并长期彼此复制和恶性竞争。

中信证券自身的案例就具有鲜明的说服力。去年在H股路演时，中信证券发现这种旧有业务模式与国际通行的业务模式差别很大。经反思和调整，中信证券根据收入性质及资本利用方式的不同，将产品及服务重新分成三类，即传统中介型业务、资本中介型业务及资本回报型业务。这个调整最终说服了海外投资人。这表明，券商国际化发展中，海外上市是一个重要手段，而如果选择海外上市，中资券商如不能按照一个国际通行的标准和模式梳理自身的业务，所谓走出去就成了空谈。最终，如果境内监管层不抛弃按四张牌照监管的模式，则国内券商的商业模式同质化不会得到彻底的改变。

抓住中国企业“走出去”大机遇

为鼓励中国证券公司抓住当前国家鼓励企业“走出去”的机遇，参会代表针对跨境产品和业务，在六个领域集中提出建议和意见。

一是进一步推动中国企业赴海外上市的步伐，相关审批交由上市属地监管机构负责。从中国证监会的角度，进一步降低设立的门槛，让海外上市成为鼓励中国企业实现融资的重要手段和途径。与此同时，考虑用法规形式将中资投行在海外资本运作中的法定地位予以确立。

二是允许设立专项合格境内机构投资者(QDII)经纪业务，让境内符合条件的投资者可以通过券商已有的QDII额度直接投资海外证券市场。

三是允许将人民币合格境外机构投资者(RQFII)业务的投资从资产管理领域扩大至经纪业务领域，允许港澳台居民通过开立A股账户，投资中国股票，共同分享祖国经济繁荣带来的成果。

四是允许中资机构享有与外资机构同样的美元合格境外机构投资者(QFII)额度，让中资机构在争取境外客户投资中国的业务时具有同等的竞争能力。

五是开放合资券商的中方股东资格，不再限制对合资券商母子公司从全牌照的业务资格(可先从允许研究业务起步)，并考虑缩短考察期。

六是在相关操作机制允许的范围内，鼓励中资券商境内母公司直接走出去开展国际业务，积极探索和完善境内外母子公司的管理体制，内外联动，在跨境业务发展上形成协同与合力。

西南证券:国内券商目前处于“跨境良机”

西南证券认为，海外扩张必须找到适合中资券商自身的特色发展模式，而实施跨境业务一体化符合中资券商目前的发展形势。目前两地的投行、经纪、交易等业务都已相对成熟，具备开展跨境业务一体化的基础。如在跨境业务监管上适当放松，给予一定的政策支持，将有利于中资券商充分利用和调动母公司资源开发海外市场，培育出具备国际竞争力的本土券商。

所谓跨境业务一体化，旨在以母公司整体资源构建统一业务平台，在政策支持下实现两地业务的协同监管，弱化行政区域和市场边界，增强两地同质业务的协同性，实现异地业务本地化服务，从而为两地客户提供更为便捷、更为低廉的跨境证券服务。该公司认为，初期可侧重于中资券商于内地市场建立统一平台为两地客户同时提供跨境证券服务，而香港则是国内券商跨境的首要选择。

在投行业务一体化方面，应鼓励整合境内外投行团队，实现项目承揽、项目承做和后续服务体系的一体化，做到对客户整体需求的全面覆盖，而不是仅关注单一市场或单一领域的需求。其次，主管机关可以考虑建立中资券商母子公司间资金往来的绿色通道，丰富资金往来的形式，将有利于推动券商投行业务一体化的进程。而中资企业如果能够在更加宽松和便利的政策环境下实现境外融资，无疑将是推动投行业务一体化的最大积极因素。

在经纪研发业务一体化方面，建议鼓励中资券商提高海外和境内经纪业务一体化，建立双边从业资格相互认证的的绿色通道，促进两地证券从业人员的交流和互通及提高跨境理财产品的审批效率。在实施一体化战略的同时，中资券商也应该建立起科学合理的管理体系，并实现管理体系的跨境延伸。

在交易业务一体化，在自营交易方面，应鼓励国内券商在境外建立分支机构。该类券商自营可充分利用跨市场交易优势，大力发展同时交易国内外市场的配套策略。同时，建议每年授权有境外分支机构的券商一定的换汇额度，在额度内券商境内外自有资金可两边自由转移。最后，鼓励该类券商充分利用中资背景和境内外可以同时交易的优势，建立、完善投资团队和基础平台，逐渐熟悉境外各种产品的交易及盈利模式，力争将这方面的业务能力提高到国际投行的同等水平。

海通证券:建议放开港股“直通车”

海通证券表示，目前海通在为境外客户提供服务方面，主要是海外经纪业务。由于经营范围受限，使国内券商为境外客户在中国境内开展业务的服务范围有限。为此，海通证券建议，可尝试对合格境外机构投资者(QFII)扩大投资范围的试点。

为此，海通证券建议试行QFII参与融资融券业务，建议对QFII放开套利和投机业务，允许QFII参与银行间债券市场的交易服务，并建议可适当降低QFII申请的资产规模门槛。对于QFII申请的资产规模，可由现行的50亿美元降低为25亿美元，商业银行排名降低到前500名，也可适当允许对冲基金、私募基金投资者的进入，以实现投资人的多样化。

谈到在港中资券商发展的困惑时，海通证券表示，除了海通、中信等少数券商外，多数券商因资本不足，业务开展受限。此外，由于内地投资者投资境外证券市场的直接途径尚未放开，在港中资证券机构无法充分利用内地资源开展跨境证券业务，严重制约了其经纪业务的发展。海通证券指出，中资券商在固定收益产品、金融衍生产品、程序化交易、风险对冲工具等方面的业务较国际投行远为落后，由于在人才、风险控制系统、交易系统等方面的限制，目前中资券商在这些业务上的涉足仍然较少，给客户提供的金融产品和工具匮乏，限制了业务开展。

对于这些问题，海通证券建议，可适时放开内地投资者投资港股的合法途径。例如：

其一，放开港股“直通车”，先机构，后个人；先局部地区试点，再全国推开。

其二，开放港股投资复委托代理业务。该业务是由境内投资者在本港中资券商的内地关联机构开立复委托股票账户，同时在托管行开立资金账户，并通过内地关联机构进行下单，再由内地关联机构委托本港中资券商进行港股交易。这是在“直通车”不能开放时的过渡方式。

其三，在内地开展港股投资的代理见证服务。在业务实施初期，建议可以由同一证券公司母、子公司在内地和香港协作完成，以有效保证资金和证券在一个相对封闭的渠道流转，使证监会对该业务的监管有效延伸到境外。

此外，为解决境内母公司和海外子公司的牌照同业竞争问题，海通证券建议，监管部门可就国际板业务给予母公司统一的投行业务牌照，将合格境内机构投资者(QDII)业务牌照资格直接授予国内母公司。至于投资咨询业务牌照，建议允许在一定区域内，如天津滨海、浦东、北京和深圳等，根据《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)设立的中港合资证券投资咨询机构，“不允许同业竞争”的规定可以得到豁免。

中信证券:应支持券商母公司直接“走出去”

中信证券表示，和许多创新类券商一样,中信证券过去一段时间进行过跨境业务的许多创新研究和尝试，殷切希望当前在监管政策上能得到更大支持，从而引领业务和产品创新走上“快车道”。中信证券希望，监管部门在修改法规中考虑支持证券公司直接走出去，直接经营跨境业务和管理，而不是通过一个子公司在境外独立开展业务。

目前的情况是，境外分支机构的管理办法沿用于分支机构的管理思路，由当地市场监管和由母公司所在地监管的内容截然分开。一方面，要求境外分支机构遵守境内现有相关规定，其间有许多与境外实务相冲突之处。另一方面，监管内容上割裂跨境业务的天然联系，强调不同市场不同程序。这逼迫境外分支机构或者尽量独立于母公司或母市场，成为完全本地化的企业，或者成为母公司驻外代表处，重复境内业务的简单延伸，无法享受境外市场的自由度以及延伸业务深度。

对于另类投资业务，中信证券表示，另类投资业务发展将覆盖境内、境外市场，可以灵活运用多种交易工具，主要分成组合基金管理(FOF)业务和多策略管理(包括境内外系统化交易策略和基本套利策略)。但现有监管政策和规定已完全限制了中国证券机构在境内外对这一业务的介入和发展。

中信证券认为，近期迫切需要政策支持的是:

在自营方面，证券公司如在境外上市，如明确资金不汇回国而用于境外业务扩展，则其中需要以自有资金用于资本中介和交易类业务，而这些业务都需要在境外市场直接进行证券交易。希望监管部门在自营范围的规定方面考虑放开，给予支持。

对于母公司境外业务的开展方式，中信证券认为，如果按照现有模式，国内证券公司的子公司在境外独立开展业务，根本不可能参与竞争。让境内证券公司的资产负债表能在离岸市场运用，才有可能在境外市场公平参与竞争。希望监管部门在修改法规中考虑支持证券公司直接走出去，直接经营跨境的业务和管理。

此外，中信证券建议，规划发展跨境证券品种及其做市制度。根据证监会2011年6月发布的《关于证券公司自营业务投资范围及有关事项的规定》，证券公司证券自营投资品种清单中并不包括境外上市的证券。此一典型的属地监管约束，直接限制了中国证券公司以母体开展跨境和境外业务。

该公司还认为，在对外开放中应支持中国证券公司获得国外市场相应和对等待遇。期望监管层继续支持并考虑今后在审批新的中外合资券商或进一步向合资券商开放新的业务时,能兼顾对等原则。

国信证券:六建议扶持国内券商国际化

国信证券表示，要讨论中国证券市场的国际化及其目标，首先需要明确国际化的含义，它包括融资活动的国际化，证券交易的国际化，券商及相关证券市场中介业务的国际化，以及证券监管的国际化。当前于政策上应该在证券发行、交易、监管等多个方面为国内券商的国际化给予帮助，引导和扶持中国券商乃至中国证券市场更快更稳妥地实行国际化。为此，国信证券提出了六大建议。

一是建议中国证券业协会接收香港中资券商为特别会员及成立国际业务发展委员会。以此可以达到对中资境外券商的监管和对国际化业务的推进；同时建议在协会下设立国际业务发展委员会，对证券业国际化进行深入研究，为国家出台相关政策、创新业务模式和产品提供依据。

二是支持和鼓励内地企业在境外上市。建议尽快出台切实鼓励企业境外上市的政策，降低企业境外上市的审批要求及门槛，并且明确中资境外券商优先作为企业境外上市投融资的承销商地位。这样，就能够在满足企业融资需要的同时，扶持中资境外券商发展。

三是如果开设国际板，建议优先给予中资境外券商在国际板的保荐、承销、交易等多方面的资格。国际板一旦设立，将会产生庞大的境外证券服务需求。中资境外券商已经在海外搭建了业务平台，开始掌握部分海外项目、客户、网络等资源，因此，应该允许中资境外券商获得在国际板保荐、承销以及交易等多方面的资格和权限，充分利用中资境外券商的现有资源，帮助他们进一步发展国际业务。

四是跨境合格机构投资者的审批向中资券商倾斜。建议在合格境内机构投资者(QDII)业务审批方面，放宽QDII额度以及产品的审批权限，允许已经在香港设立子公司的中资券商运用更多的国内资源去拓展境外业务，支持中资境外券商的发展。另外，建议在继续推进人民币合格境外机构投资者(RQFII)的同时，合格境外机构投资者(QFII)额度和产品审批向中资境外券商倾斜。目前设置的QFII资格门槛较高，建议对中资境外券商适当降低门槛，授予他们QFII资格，以利于他们获得境外机构客户。

五是逐步推进“港股直通车”并扩大QDII的投资者范围。建议逐步推进内地居民境外投资渠道的建设，可以采用试点方式逐步推进港股直通车：现阶段可以考虑采用以“小QDII”的方式，由国内证券公司与其境外子公司建立一对一的客户境内外证券及资金账户，在核定的QDII额度范围内采用闭环的资金流入流出形式，在规模、风险可控的条件下拓展个人以及机构直接投资境外证券市场的业务。

六是在政策上明确允许中资券商向境外子公司开展介绍业务，增强国内证券公司与其境外子公司的业务联动。

中德证券:合资券商有望在国际板抢先机

中德证券表示，国际板和并购业务有可能成为合资券商由目前市场配角转而进入舞台中心的良好契机。合资券商介入国际板业务主要有两大优势，首先是具备本土投行多年搭建的渠道关系和销售网络，此外又兼备国际投行的海外项目延揽能力。上述优势有望助合资券商在国际板业务上占得先机，获得较大的市场份额。

中德证券还指出，当前文化冲突、管理层变更、业绩起伏、人员流动是合资券商经常出现的问题，总体来看，合资券商市场份额始终较为有限，并没有给国内证券公司带来实质性的威胁。这种现象背后的原因有三方面。

一是外资持股比例限制。目前合资券商基本都由国内券商控股，但在实际运营中，多数外方股东都不甘于财务投资者的角色，而是谋求在管理中获得更多的话语权。控股权和管理权的差异、战略定位的差异经常是造成合资双方冲突的根源。

二是外资经营牌照限制。由于同业竞争的原因，合资券商业务范围必须与内资证券公司股东相区分。从目前中国证券行业的基本情况来看，依托通道靠天吃饭还是行业的主流生存方式，券商收入来源仍严重依赖经纪业务特别是为散户投资者提供经纪服务。另外，证券公司的各项业务是相互联系、互相支持的，证券公司的投行业务需要与研究、自营投资、资产管理等形成完整的业务链条，从而促进证券公司的整体发展。

三是国内资本市场的特殊性。一方面是证券公司牌照严格管制，在一定程度上影响了行业的充分竞争；另一方面发行审核制度侧重于对企业合法、合规性审核，加之以前的保荐代表人人数控制，使得券商在定价、销售和风险控制等方面的能力差异难以体现。上述特殊性使合资券商无法充分发挥其品牌和技术等方面的优势。

上述三方面原因导致合资券商先天不足，其整体不利的表现也就不意外。但随着中国证券市场体制改革进程的推进，市场的开放程度不断提高，合资券商在专业化程度、国际化运作经验等方面的优势将慢慢显现，并将给中国证券市场带来实质性的影响，合资券商在产品创新领域的丰富经验将推动我国证券市场的创新进程。

国开证券:设立全球化服务网络体系

国开证券认为，要善用创新型思维，探讨更多、更有效的海外发展模式，以利于更好地实现中国证券市场国际化这一长远目标。该公司认为，要想发展成为国际化券商，逐渐设立全球化服务网络体系是必经之路。

对于海外发展平台设置的创新，国开证券认为，国内券商设立海外发展平台可以中国大陆为基础，以港、台作为“试验田”及“中继站”；以东南亚国家作为向海外发展输出的突破口。因此，除了在香港设立、与台湾合资成立以及在美国、新加坡等地设立海外发展平台外，还可以探讨在老挝、越南等设立平台的可能性。

对于海外发展业务模式的创新，他们认为，应将海外贷款与中资企业的海外并购重组相结合，形成独具特色的“投、贷、债、租、证”现代投资银行的发展模式。国内证券公司也将通过海外发展业务模式的创新，成为逐渐成长为具有国际化投行实力券商。

至于海外发展机构的合作创新，券商走出国门，除在全球各大金融中心设立分支机构之外，还要与世界投资银行巨头进行机构之间的合作，可以在股权、债权、财务投资、业务合作等形式基础之上与海外大投行建立战略合作伙伴关系，大力发展国内合资机构，如合资证券公司、合资基金管理公司等，形成国内外投资银行相互交织、国内外资本自由流动的国际化局面。

国开证券还提醒，随着证券市场国际化进程的加快，除了在券商内部建立健全防火墙机制之外，国内券商要将建立健全国内外金融风险隔离墙提到议事日程，通过机制的建立，有效防范海内外金融风险的传递及共振。同时，管理层应从国内证券市场的实际情况出发，充分考虑市场规则和国际竞争的要求，吸收和借鉴国外已有的经验和教训，为证券市场发展创造一个宽松和稳定的金融制度环境。

(于扬 整理)