

美国金融控股集团发展经验及启示

田晓林 国网英大国际控股集团有限公司高级总监、国家金融与发展实验室特聘高级研究员¹

一、监管政策

二战后，美国作为全球经济领域的“超级大国”，金融行业高度发达，金融控股集团作为重要的市场主体，其监管政策也不断调整和优化。总体上看，可以分为 2008 年金融危机前的“伞状监管”模式，和危机后的“伞状监管”+“双峰”模式。

（一）危机前的“伞状监管”模式

20 世纪末期，欧洲金融业以全能型银行模式开展国际竞争，美国政府开始放松原有的分业监管模式，鼓励跨业兼并行为，其金融行业的监管架构逐渐向“矩阵模式”演进。1999 年，美国国会通过了《金融服务现代化法案》（Gramm-Leach-Bliley Act），在联邦政府层面，构建了以美联储为核心的“伞状监管”模式（Umbrella Supervision），即美联储作为监管的“伞尖”，是金融控股公司并表监管的主要负责机构，货币监管局、联邦存款保险公司、美国证券交易委员会等监管机构作为“伞柄”，分别对金融控股公司相应的金融业务承担功能性监管责任。同时，在州政府层面，各州政府依然保持着原有的多方面金融监管权力，特别是保险行业。这种模式下，金融控股集团内的子公司的经营行为也受所在州政府的行业监管机构约束。这一“双线多头”模式实际上是“矩阵监管”模式，“双线”指的是纵向上的联邦政府和州政府两条线，“多头”指的是横向上的实施分业

¹ 大型金融投资机构经营环境和策略课题组成员为常凯文、张妍、黎嘉琦、王雪蓉、田晓林等。

监管的各个监管职能机构。

基于美国的司法体系和联邦、州两级架构，在危机前的“伞状监管”模式下，美联储的伞尖功能实际是在逐渐被削弱的，美联储对金融控股公司中受分业监管的子公司的监管权是受限的，只有在必要的情况下才可以对银行、证券公司、保险公司行使裁决权。各级监管机构之间也或多或少缺乏沟通协调，监管体系的冗余拖累了监管效率，在不断变化的金融市场实践中，出现了监管真空与疏漏，比如金融控股集团的资本重复计算问题、跨境经营中的监管套利等。同时，危机前的传统监管更重视单个金融机构或单个金融控股集团的稳定，这种微观审慎的模式对于整体的国家金融系统缺乏关注，忽视了体系内的金融机构和市场的联动与系统性风险²。

（二）危机后的“伞状监管”+“双峰”模式

金融控股集团经营范围广、业务复杂，涉及受监管实体和未受监管实体（如特殊目的公司和未受监管的控股公司），原有的监管未能全面覆盖金融控股集团的所有经营活动，也未能准确评估上述活动给金融体系带来的影响和成本。

2008年初，美国财政部颁布了《现代化金融监管架构蓝图》（Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure），建议由美联储继续负责整体市场稳定，并且提出要侧重控制系统性风险；参照荷兰的“双峰监管”模式，通过另设审慎监管机构替代货币监管局与联邦存款保险公司的审慎监管职责；另设行为监管机构以保护消费者与投资者权益等。

2011年，美国政府颁布了《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank

²王钟秀，民生加银资产管理有限责任公司助理研究员，《美国金融集团监管模式及其对我国金融改革的启示》，《当代经济研究》2018年第9期。

Wall Street Reform and Consumer Protection Act), 正式调整金融监管体系。通过对金融监管目标进行重塑, 划分为审慎监管和从业行为两方面, 前者以维护金融稳定、实现金融机构稳健经营、防范和化解系统性风险为目标, 后者以防范金融机构可能出现的道德风险、欺诈和不公正交易, 以及保护金融消费者权益为目标³。主要内容包括: 扩大审慎监管的使用范围, 开始引入宏观审慎的理念, 彰显“美联储”的监管地位, 扩大其监管范围; 要求规模达到 500 亿美元以上的金融控股公司必须接受美联储的系统审慎监管, 包括符合一系列资本充足原则及风险控制要求等; 由财政部牵头设立金融稳定监管理事会, 负责管理系统性风险; 设立消费者金融保护局, 加强对消费者和投资者保护。

二、经营特点

美国金融控股集团的主要模式是纯粹型金融控股公司, 其主要特征为: 金融控股公司的母公司仅仅是公司经营策略的制定者和决策者, 负责从事产权管理和重大资产的投资运作, 通过收购、兼并、转让和对子公司的控制权, 达到控制其重大决策和经营活动的目的。其本身一般不从事具体的金融业务, 具体金融业务通常由控股子公司开展。

三、典型案例

(一) 伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)

哈撒韦公司早期为一家纺织公司, 上世纪 60 年代巴菲特入主后逐渐转型发展为控股公司, 旗下业务包括金融、保险、投资等。根据 2019 年公布的《财富》全球 500 强榜单, 哈撒韦公司按照营业收入全球排名第 12 位。它还拥有许多实业公司, 涵盖糖果制销、商品

³Edward V. Murph, 《Who Regulates Whom and How?》, CRS report, 2015.

零售、家具、珠宝、汽车制造、飞机租赁、能源、铁路基础设施等领域。

1. 组织架构

哈撒韦公司设有治理、薪酬及提名委员会，具体有帮助董事会确定公司治理方针的适用性、测定董事会成员的合格性、制定薪酬制度和向董事会提名做出建议等职责。总部负责日常运营管理的办公室有 26 名成员，该部门是集团的核心，负责统筹管理各业务部门，具体包括保险业务、制造业务、铁路公用事业能源和服务与零售部门。据集团 2018 年年报显示，公司共有员工 389373 人。

2. 经营模式

哈撒韦（母公司）2018 年实现总收入 2400 多亿美元（约合 17010 亿人民币），总利润 325 亿美元（约合 2229 亿人民币），总资产超过 7000 亿美元（约合 48577 亿人民币），其历年收入与资产情况见图 1.2。⁴

哈撒韦用保险事业所创造的浮存金（float，即保户在保单签订、理赔尚未发生前所缴交的保险费），作为投入生产事业的资本（即投资）。集团早期专注于公开上市股票的长期投资，近年来则逐渐转为企业多数股权的并购。媒体喜欢将巴菲特称为“股神”，但实际上，哈撒韦的公开市场投资总仓位成本约 1029 亿美元，截至 2018 年底市值约 1728 亿美元，这在集团管理的约 7000 亿美元总资产中，成本占比大约是 14%，市值占比大约是 24%。也就是说，集团的大部分资产配置在其并购的实业公司上，这种策略大大增强了对实业企业经营的管控能力。

集团资产配置目标是：以合理的价格部分或全额购买具有良好

⁴数据来源：Berkshire Hathaway, 2018 annual report

管理的和持久经济特征的企业⁵。集团持有的第一类资产是其控制的几十家非保险业务子公司（通常拥有 100%的所有权，从不低于 80%）。集团持有的第二类资产是它的股票投资组合，通常会涉及大型企业 5%至 10%所有权。截至 2018 年底，其股票投资价值近 1730 亿美元，且远远高于其买入成本。集团持有的第三类资产是价值约 1120 亿美元的美国国债和其他现金等价物，以及 200 亿美元的各类固定收益工具用以防范外部风险。集团不同业务板块收入情况如图 3 所示，集团通过将以上四类资产板块整合成一个实体来实现价值最大化。

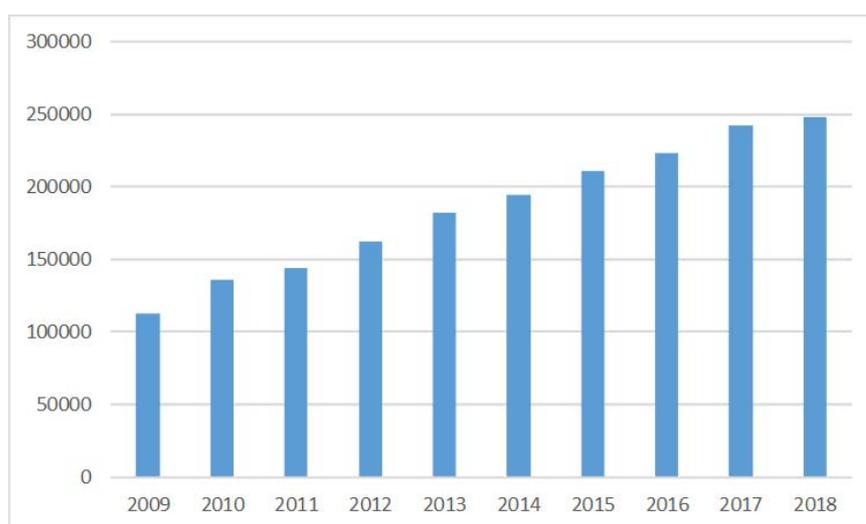


图 1 哈撒韦公司历年收入情况（百万美元）

数据来源：哈撒韦集团历年年报

5 Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders, 2019。

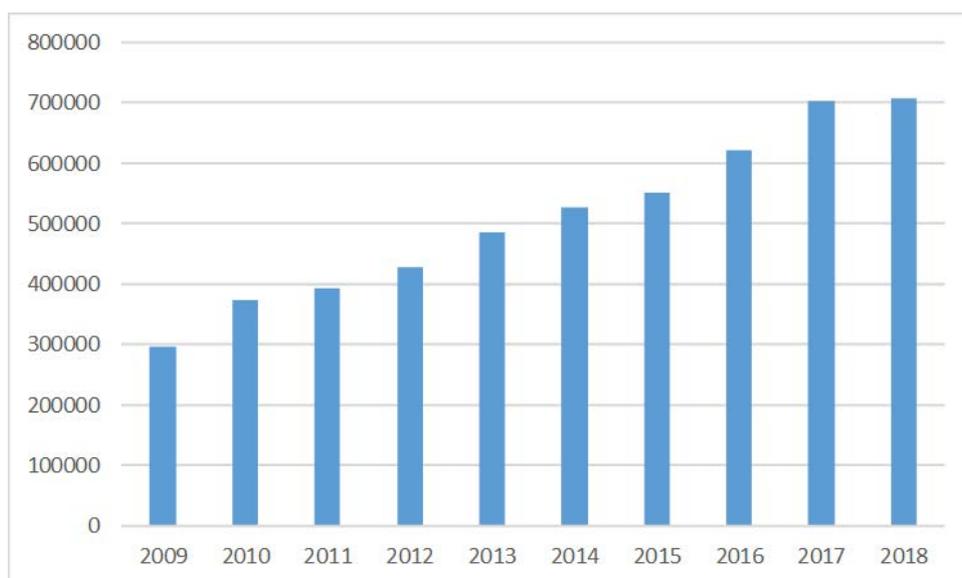


图 2 哈撒韦公司历年总资产情况 (百万美元)

数据来源：哈撒韦集团历年年报

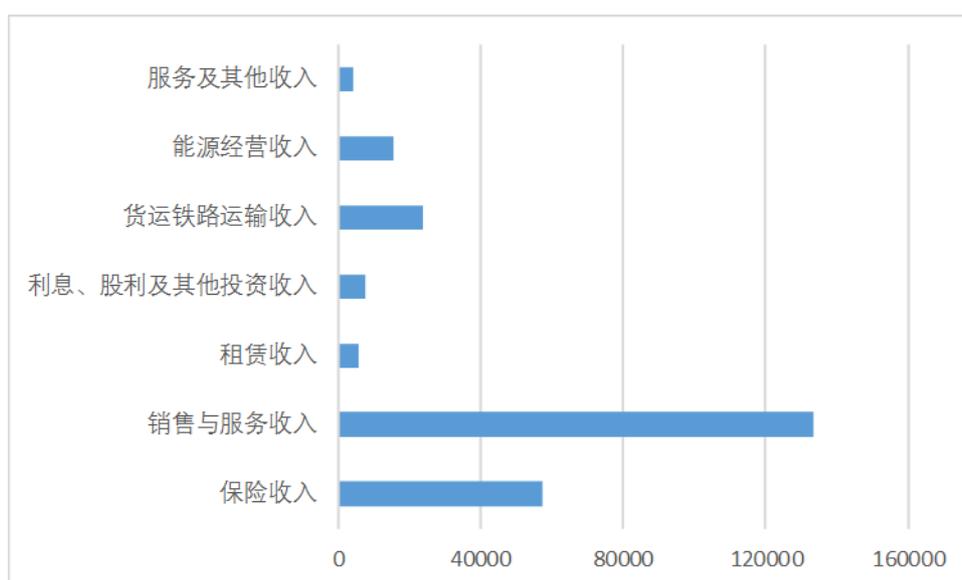


图 3 哈撒韦公司业务收入情况 (百万美元)

数据来源：哈撒韦集团 2018 年年报

3. 股东及参控股情况

哈撒韦集团的主要股东如下表：

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
The Vanguard Group	136576639	10.02
BlackRock, Inc.	107111080	7.86
State Street Corporation	78863546	5.78

数据来源：wind 数据库

哈撒韦对其子公司基本为 100%控股，其中，保险业务板块主要有 GEICO、General Re、Berkshire Hathaway Reinsurance Group 等。实业方面则涵盖广泛的业务范围，其中，包括铁路公司 BNSF，消费品公司 Fruit of the Loom，食品生产公司 Heinz，供应链服务公司 McLane Company 以及地毯制造公司 Shaw Industries 等。此外，对其他实业企业的参控股方面，集团还持有苹果公司 5.4% 的股份，可口可乐公司 9.4% 的股份等等。

（二）摩根大通公司（JP Morgan Chase）

摩根大通集团的业务板块包括商业银行、证券和资产管理。业务遍及 50 多个国家，5000 多个分支机构，服务包括个人金融、投资银行、金融交易处理、投资管理、私人银行等。摩根大通由大通曼哈顿银行及 JP 摩根公司于 2000 年合并而成，2004 年与 2008 年分别收购芝加哥第一银行、华盛顿互惠银行和美国著名投资银行贝尔斯登。集团在 2019 年公布的《财富》世界 500 强排名第 41 位。

1. 组织架构

摩根大通金融控股集团主要的银行子公司是摩根集团（JP Morgan）和美国大通银行（Chase），主要的非银子公司有摩根证券有限公司（JP Morgan Securities）等。2012 年摩根大通正式将其业务划分为四大版块：消费者和社区银行、公司和投资银行、商业银行、资产管理，其中前一个板块属于零售业务，后三个板块属于批发银行业务。

2. 经营模式

2018 年集团总收入 1121 亿美元（约合 7694 亿人民币），总利润 465 亿美元（约合 3193 亿人民币），总资产 2.6 万亿美元（约合 20.54 万亿人民币），其历年收入与资产情况见图 4.5。消费者和社区银行

业务属于摩根大通的零售银行板块，近年来保持了良好的发展态势，截至 2018 年底，其投资回报率高达 28%，得益于美国大通银行悠久的历史 and 扎实广布的客群基础。它与美国几乎一半的家庭建立了业务关系，覆盖近 6200 万家庭，其不同业务板块收入情况如图 6 所示。摩根大通的公司和投资银行业务连续十年排名全球第一，得益于多年来摩根集团在投行领域的优势地位、强大长期的客户关系和全球性解决方案。近年来，其 ROE 也呈现逐年递增的势头，从 2014 年的 10% 上升至 2018 年的 16%。此外，摩根大通重点拓展资产管理业务，并在资产类别、获客渠道及地区多样性等三个关键因素上投入资源。摩根大通与全球主要养老基金、主权财富基金等建立了业务关系，连续多年实现资金净流入，如图 7 所示。

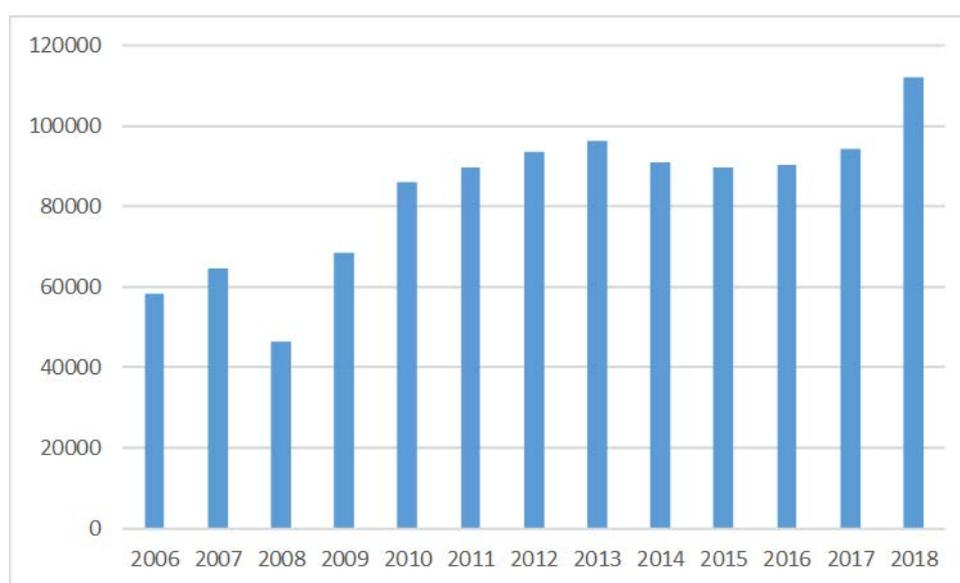


图 4 摩根大通集团历年收入情况（百万美元）

数据来源：摩根大通集团历年年报

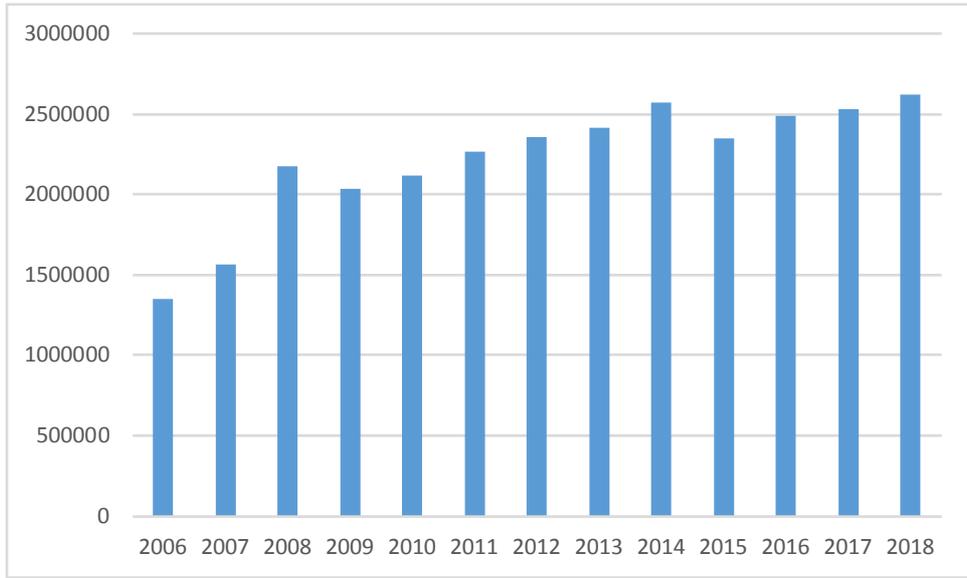


图 5 摩根大通集团历年总资产情况（百万美元）

数据来源：摩根大通集团历年年报

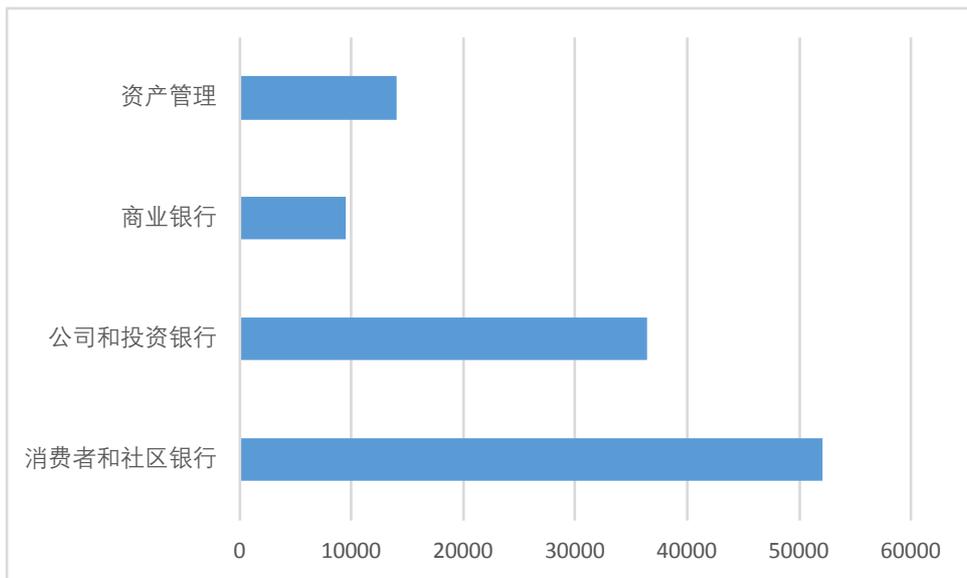


图 6 摩根大通集团不同业务板块情况（百万美元）

数据来源：摩根大通集团 2018 年年报

				2014	2015	2016	2017	2018
资产分类 (产品)	资产	资产管理规模	固定收益	流入	流出	流入	流入	流出
			权益	流入	流入	流出	流出	流入
			多资产	流入	流入	流入	流入	流入
			另类资产	流入	流入	流入	流入	流入
			流动性资产	流入	流入	流入	流入	流入
		资产监督规模	经纪业务	流入	流入	流入	流入	流入
			托管业务	流入	流入	流入	流入	流入
	存款业务		流入	流出	流入	流出	流出	
渠道	资产	财富管理	流入	流入	流入	流入	流入	
		零售业务	流入	流入	流入	流入	流入	
		机构业务	流入	流出	流入	流入	流出	
地区	资产	美国	流入	流入	流入	流入	流入	
		拉丁美洲	流入	流入	流入	流入	流入	
		欧洲、中东、非洲	流入	流出	流入	流入	流入	
		亚洲	流入	流入	流入	流入	流入	

图 7 2014-2018 客户资产总体流入/流出情况

数据来源：摩根大通集团历年年报

3. 股东及参控股情况

摩根大通集团的主要股东如下表：

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
The Vanguard Group	259207050	7.79
BlackRock, Inc.	215948619	6.49

数据来源：wind 数据库

JP Morgan Chase Bank, National Association 是摩根集团的主要银行，在全美有 27 个分行。JP Morgan Chase Holdings LLC 是集团另一个子公司，Chase Bank USA, N.A. 是集团主要的信用卡发行银行，JP Morgan Securities 证券公司是摩根集团主要的非银行金融机构。集团也适应市场变化，加大了在金融科技方面的拓展。⁶

(三) 美国银行 (Bank of America)

美国银行是由大约 3000 家银行合并而成的，服务遍及美国 30 个州，所在客户分布在全球 150 多个国家。美国银行的网上银行是在线金融服务的领先者，其网上银行业务获得了全球范围内的认可，同时美国银行拥有世界上丰富的在线注册用户。

⁶ <https://www.jpmorganchase.com/corporate/news/stories/tech-global-good.htm>

1. 组织架构

美国银行在总行之下的每个层面上，并不存在一个全面集中管理的机构，而是由各个业务单位或团队根据情况进行各自的设置，彼此并不是相互隶属而是合作关系。从整体架构看，美国银行设有个人金融服务、小企业金融服务、公司及机构金融服务和财富管理四大业务板块。职能与职责的划分以业务为单元，各个业务单元实行垂直管理。

2. 经营模式

2018年，美国银行总收入约912亿美元（约合6263亿人民币），同比增长4.5%，总利润346亿美元（约合2374亿人民币），2018年股本回报率达到10.63%，处于行业领先水平，其历年收入与资产情况见图8,9。在美国银行的主要业务板块中，利息收入和投资和佣金服务占据了收入的主要来源，其2018年收入分别约为474亿美元和142亿美元，其不同业务板块收入情况见图10。美国银行用“六西格玛管理模式”来改善成本、服务、销售和整合所有方面和环节，该模式在实行的最初几年通过节约开支和增加营业收入，使美国银行的利润增长了数十亿美元，而且客户满意度迅猛提升。此外，集团善于将企业社会责任作为其海外扩张并与当地银行竞争的方法，例如在开拓亚洲市场时，集团主动加入亚洲可持续与责任投资协会ASRIA，以此来提升其在亚洲的地位并开拓亚洲市场。

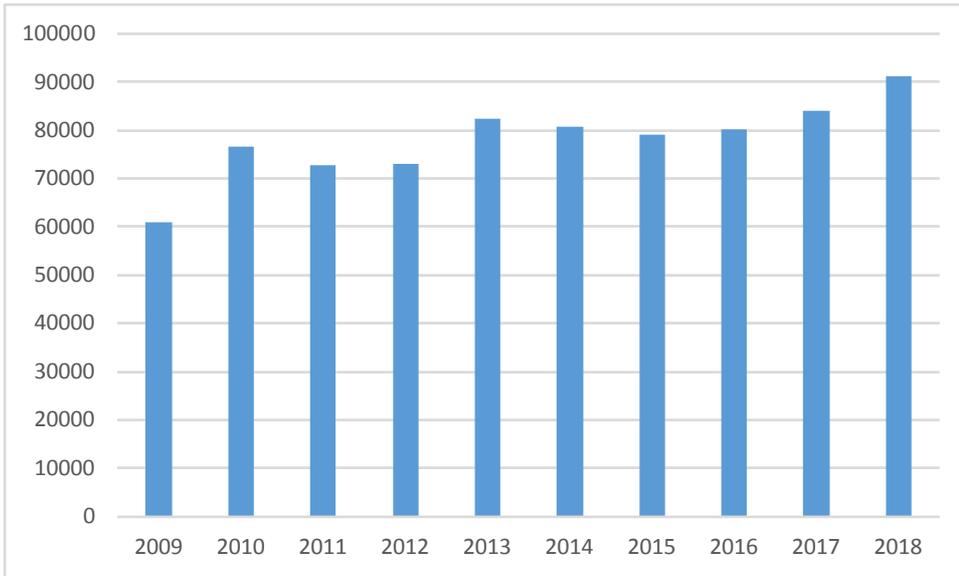


图 8 美国银行历年收入情况（百万美元）

数据来源：美国银行历年年报

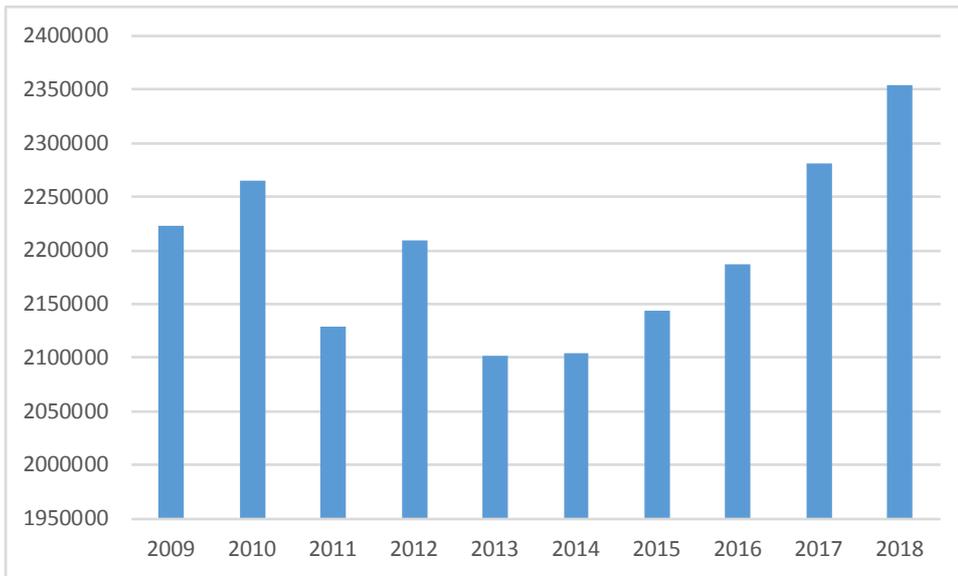


图 9 美国银行历年总资产情况（百万美元）

数据来源：美国银行历年年报

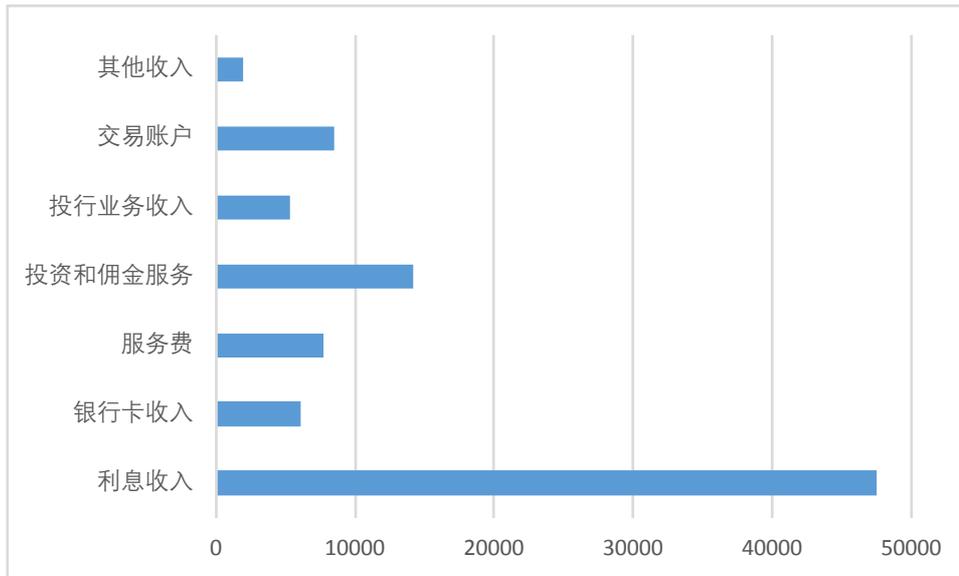


图 10 美国银行不同业务板块收入情况 (百万美元)

数据来源：美国银行 2018 年年报

3. 股东及参控股情况

美国银行的主要股东如下表：

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
Berkshire Hathaway Inc.	918900000	9.36
The Vanguard Group	660112645	6.73

数据来源：wind 数据库

美国银行的参控股子公司涉及行业主要为投融资、保险、权益投资等，例如完全控股 Merrill Lynch Luxembourg Finance S.A., Merrill Lynch Japan Securities Co., Ltd., Merrill Lynch Equities (Australia) Limited, 投资衍生品公司 Merrill Lynch Derivative Products AG, 再保险公司 Merrill Lynch Credit Reinsurance Limited, 信托公司 ReconTrust Company 等。在其他行业中，美国银行也持有服务公司 Merrill Lynch Global Services Pte. Ltd.、Bank of America Custodial Services (Ireland) Limited, 租赁公司 Banc of America Leasing & Capital, LLC, 电子科

技及数据行业的 BA Electronic Data Processing (Guangzhou) Ltd., Financial Data Services, 以及方案解决公司 BAMS Solutions, Inc 等 100% 的股份。

（四）美国国际集团

美国国际集团（American International Group，简称为 AIG）成立于 1919 年，是美国最大的商业保险提供商、最大的寿险公司之一，也是世界著名的金融集团，业务遍及 80 多个国家和地区。集团业务板块含保险、银行和科技，核心业务保险板块主要包括一般保险，人寿保险和退休基金管理。

1. 组织架构

在 2015 年，AIG 集团开始实行战略重组，引入“模块化”运营模式，将企业重组为 9 个模块，每个模块都是一个独立的单元，以增强独立性和策略灵活性。此外，AIG 集团制定了将 IT 部门重组为单一机构的计划。2017 年，AIG 技术部门正式独立，与财险业务、人寿保险业务平级，直接向 CEO 汇报。到目前为止，集团已经形成了 CDO、CSO、CTO、CIO 全方位数字管理团队。AIG 建立了风险暴露全面审查机制，运用情景压力测试充分了解风险因素与经营状况的关系。AIG 集团自 2012 年以来的组织架构转型精简了结构，强化了风险管理，有助于实现可持续发展和价值创造的目标。

2. 经营模式

2018 年底，AIG 集团实现总收入 473.89 亿美元（约合 3252.4 亿元人民币），总利润 15 亿美元（约合 105 亿人民币），总资产达 4919.84 亿美元（约合 3.38 万亿元人民币），集团历年收入与总资产情况如图 11,12 所示。AIG 集团由保险业务扩展至其他金融服务类，包括退休金管理服务、非人寿保险类的产物保险、资产管理等。

AIG 已在纽约证券交易所、美国 ArcaEx 电子证券交易市场、伦敦等地上市，AIG 通过其子公司美国友邦保险推进人寿保险业务。在美国政府 1800 亿美元注资的帮助下，AIG 集团度过了 2008 年金融危机，此后集团根据金融市场形势发展采取剥离非主业，回归保险核心业务的战略，如剥离了大量非核心业务和海外资产以获得现金流，例如出售从事财富管理业务的私人银行，剥离墨西哥和俄罗斯等地分支机构等。AIG 集团主要的业务板块收入如图 13 所示。

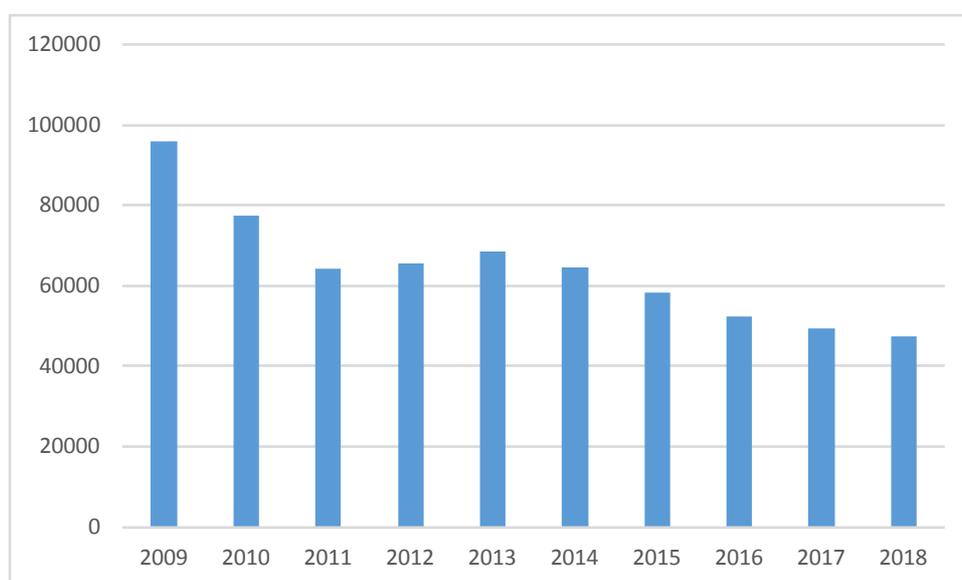


图 11 AIG 集团历年收入情况（百万美元）

数据来源：AIG 集团历年年报

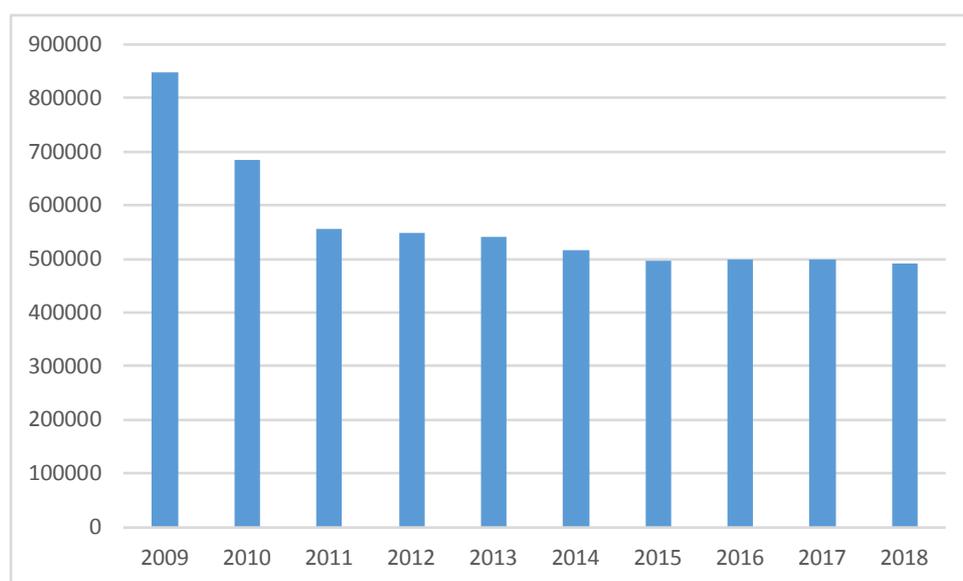


图 12 AIG 集团历年总资产情况（百万美元）

数据来源：AIG 集团历年年报

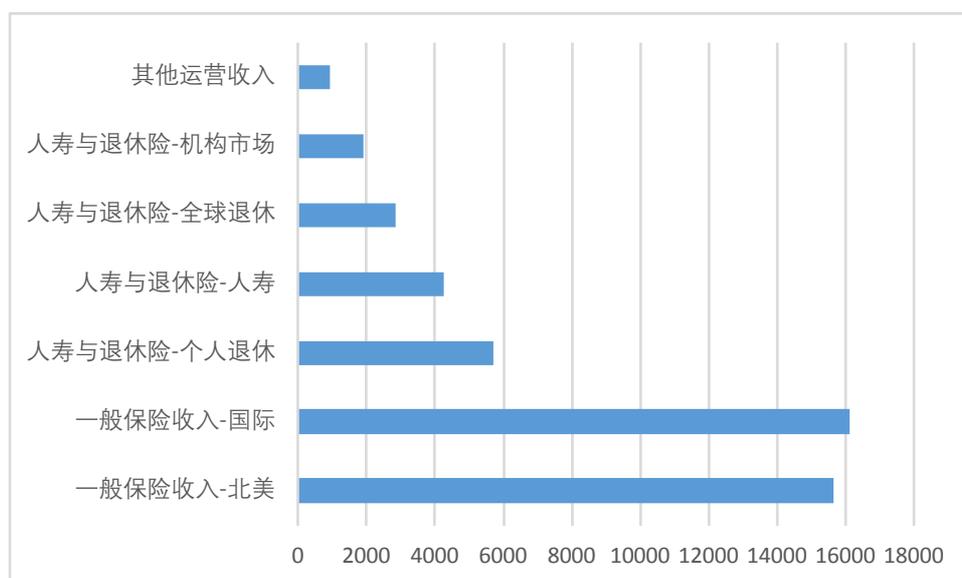


图 13 AIG 集团不同业务收入情况 (百万美元)

数据来源：AIG 集团 2018 年年报

3. 股东及参控股情况

AIG 集团的主要股东如下表：

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
The Vanguard Group	67664554	7.78
BlackRock, Inc.	64768700	7.45
Capital Research Global Investors	47237956	5.43

数据来源：wind 数据库

美国友邦保险公司是美国国际集团的全资附属公司，业务遍布亚太区的 17 个市场，客户为超过 2700 万份个人保单持有人及 1600 万名团体保险计划成员。友邦保险与 AIG 集团都属于金融稳定委员会 (FSB) 公布的 9 家系统重要性保险公司。此外，AIG 集团在保险板块还有 G Reinsurance Limited, American Security Life Insurance Company Limited 和 MG Reinsurance Limited 等子公司。在银行领域，集团完全控股 AIG Federal Savings Bank。AIG 集团还涉及科技领域，并拥有 AIG Technologies, Inc. 100% 的股权。在服务领域，有 AIG Employee Services, Inc. 和 MSAFG Retirement Services, Inc. 等子公司。

（五）贝莱德集团（BlackRock, Inc.）

贝莱德集团成立于 1988 年，最初只开展债券方面的资产管理业务。2009 年 6 月，贝莱德收购了巴克莱全球投资，一举成为资产管理领域的领导者。

1. 组织架构

贝莱德重视独立性和全球合规性，公司治理比较独特，董事会主要由独立董事组成，董事会不被单一主要股东所控制或左右。集团全球执行委员会（GEC）的 35 名成员都是集团重要业务部门的领导者。公司管理层设计的经营原则是“绝不仅仅为公司自身利益而进行交易”。贝莱德为全球 100 个国家和地区的客户提供服务，十分注重满足不同国家和地区的合规性要求，以期产品和服务能够在该地区得到顺利落地，集团在服务政府和官方机构方面有着丰富的经验和人脉。针对涉及大量金融交易和人才密集的特点，集团对人才培养与管理的重视，设立了全球人力资本委员会（HCC）负责集团的人才管理政策与实施。

2. 经营情况

2018 年度，贝莱德集团总收入约 142 亿美元（约合 974.4 亿人民币），总利润 55 亿美元（约合 378 亿人民币），总资产约 1595.7 亿美元（约合 1.095 万亿人民币），集团历年收入与总资产情况见图 14，15。贝莱德集团注重被动型投资产品，其被动型投资产品与交易所交易基金类似，以跟踪与标普 500 类似的指数作为投资目标。相比于公募基金，被动型投资产品费用低廉，收益、对冲风险容易计算。其收购的巴克莱全球投资拥有全世界种类最多的指数化产品，助力其发展指数化产品的战略。贝莱德的发展经历了一系列兼并收购，例如 2005 年收购了道富研究与管理公司，2006 年与美林资产管理公

司合并，2009 年兼并巴克莱全球投资。一系列基于核心资源的收购使得贝莱德成功整合了被动型投资产品的行业资源及技术优势，实现了对市场份额的全面占领。集团主要业务板块收入如图 16。此外，贝莱德集团十分重视在金融科技领域的发展。其阿拉丁系统可以运用大数据建模实现定制化的情景分析、压力测试、关联分析，从而对投资组合趋势进行预测。阿拉丁系统为包括瑞银、摩根士丹利、贝尔斯登、美国国际集团等金融业巨头在内的全球客户服务，涉及全球金融资产规模超过 20 万亿美元。为了弥补在主动投资领域的不足，贝莱德集团开始探索 AI 在资管方面的应用。2018 年 2 月，BlackRock 在美国加州设立 AI 实验室，开始探索通过“人类+人工智能”的方式进行资产管理的策略。

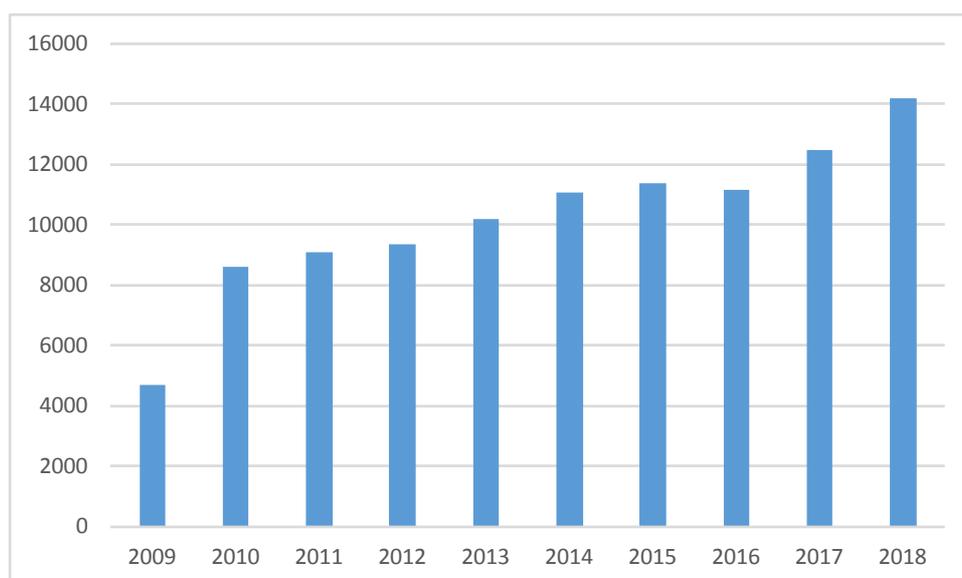


图 14 贝莱德集团历年收入情况（百万美元）

数据来源：贝莱德集团历年年报

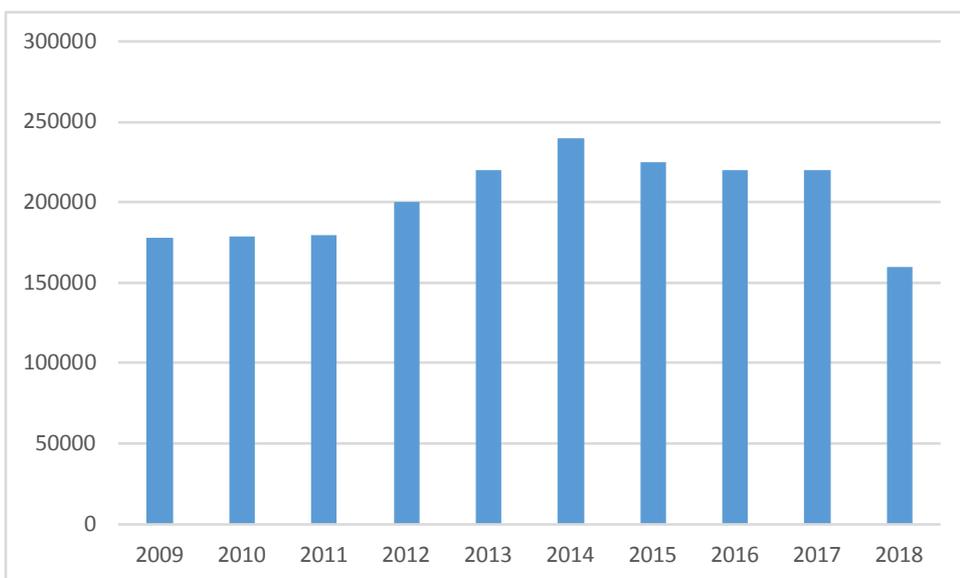


图 15 贝莱德集团历年总资产情况 (百万美元)

数据来源：贝莱德集团历年年报

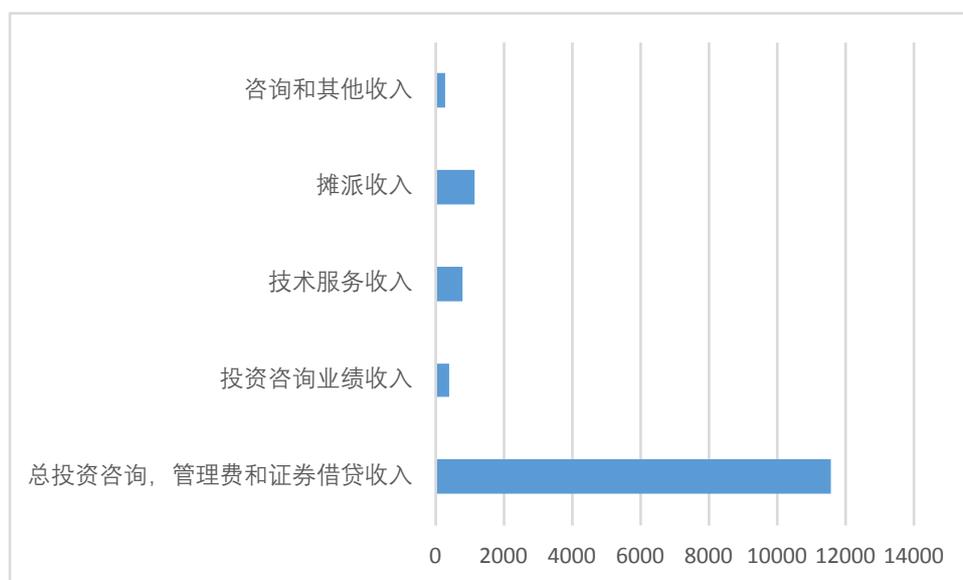


图 16 贝莱德集团不同业务板块收入情况 (百万美元)

数据来源：贝莱德集团 2018 年年报

3. 股东及参控股情况

贝莱德集团的主要股东如下表：

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例 (%)
The PNC Financial Services Group, Inc.	34047710	21.59
The Vanguard Group	8888309	5.64
Capital World Investors	8053967	5.11

数据来源：wind 数据库

贝莱德集团涉及许多行业板块，是一家综合性金融服务集团。在资产管理和投资管理板块，其持有 BlackRock Investment Management, BlackRock Investments 和 BlackRock Asset Management International Inc.等 100% 股权。在房地产领域，有子公司 BlackRock Realty Advisors；在保险领域，有 BlackRock Pensions Limited 和 BlackRock Life Limited 等子公司；在基建板块，有子公司 BlackRock México Infraestructura I, S. de R.L. de C.V.；在服务业领域，有子公司 BlackRock Services India Private Limited 等。此外，集团还控股 Cachematrix Software Solutions LLC，主要业务是向集团提供金融数据解决方案。此外，在金融科技领域，贝莱德集团近年来进行了一系列并购操作，增强在金融科技板块的实力，例如在 2015 年收购机器人投顾 FutureAdvisor，提升 ETF 分销能力。2017 年，收购 Cachematrix，增强其在现金管理领域的实力以及在技术方面的领先地位。2017 年，入股欧洲机器人投顾公司 Scalable Capital 并成立数字财富集团，推动内部产品开发。2019 年 3 月，贝莱德集团完成了对 eFront 公司的收购，eFront 与阿拉丁的结合将对其另类投资能力产生极大地推动作用。

贝莱德集团作为全球著名金融领域投资机构，除了自身经营业务外，还持有世界上许多著名金融机构的重要股权。例如，贝莱德集团持有汇丰集团的 6.59% 股权，是其第二大股东；是德意志银行集团第一大股东，持有 5.12% 的股权；持有 ING 集团 4.98% 股权，是第一大股东；集团旗下的 BlackRock Institutional Trust Company, N.A. 持有安盛集团 5.69% 的股权和安联集团的 7.22% 的股权；在法国，集团持有法国兴业银行 5.6% 的股份。持有中国新浪集团 6.46% 的股份。集团持有美国规模最大的几家金融集团的重要股权，如它持有哈撒

韦集团 7.86%的股份（哈撒韦又持有美国银行集团 9.36%的股权），持有花旗集团 7.07%的股份，持有摩根大通 6.49%的股份，持有美国国际集团 7.45%股份。这些股权为集团带来源源不断丰厚的收益。

四、启示

（一）金融控股集团发展模式与各国的国情关系密切

二战之后，美国在全球经济金融格局中取得了压倒性优势。金融集团的发展也契合了美国历来倡导的市场竞争和金融自由化，庞大的产业市场、成熟有深度的金融市场和规则清晰的商业环境，是美国金融机构聚合发展成为金融控股集团的良好基础条件。由于各国的经济发展历程、监管架构、金融结构和所处的宏观经济环境不同，各国金融控股集团的发展路径和模式各具特色。英国由于国际地位不断下降，竞争优势逐渐弱化，不得不实行自由化的经济政策，支持“金融大爆炸”改革，由此促成了金融控股集团的产生。德国始终推崇“大陆制”的全能银行的模式。荷兰和法国金融控股集团则注重跨国化经营。日本则通过政府推动形成了独特“财团制”金融控股集团。从发达国家金控集团发展路径经验看，各国选取金融控股集团的发展模式既要遵循金融行业发展规律，又要适应本国的经济社会情况和发展的阶段性特征，这样才能有效激励和发挥金融机构的服务功能，又促进金融市场平稳发展。

（二）适当的监管政策有利于金融控股集团规范发展

完备适当的法律法规不仅可以帮助规范金融控股集团的发展，也是确定金融集团法律地位的重要保障。不同的历史阶段、经济环境和法律体系形成的金融监管政策体系对于金融行业的发展具有重要作用。金融控股集团的发展在一定程度上促进了金融法律法规的完善，例如美国的《金融服务现代化法》规定银行控股公司可以选

择转型为金融控股集团，促进了美国金融控股集团的规范化发展，使得金融机构规避法律监管的现象大为减少。金融控股集团的规范发展离不开不断发展和完善的监管体系，如《日本银行法》规定，金融控股集团只能对附属机构行使控制权，不允许从事其他经营和盈利性活动；2008年金融危机后，美国逐渐增加了金融机构的行为监管内容等。我国金控集团行业的发展时间较短，在当前经济金融发展的新阶段，采取宽严适度的监管政策有利于降低宏观金融风险，促进我国金融集团更好为社会和实体经济服务。

（三）产融深度融合是金融集团促进实体经济升级的重要内涵

美国多层次资本市场功能强大，企业更多地依靠股权等直接融资，“银企关系”这种产融结合形式不占主导地位。美国的产融结合是以市场为动力，不断进行企业股权整合，从而呈现以市场机制为主导、金融创新推动的产业竞争力上升的特点。2008年金融危机前，美国政府为推进金融自由化改革，放松了金融管制，促进产融结合；金融危机后，美国政府加强对非银行金融机构的监管，实施更严格的资本充足率和审慎监管准则。从美国的经验看，金融控股集团除了金融、保险等金融主业外，也可按照市场化原则积极参与到实业产业发展中，除了服务终端客户的功能外，在核心战略实施过程中通过金融资本配置、引导、促进产业资本，进而完善和提高产品市场质量。在全球产业集中度逐渐升级背景下，高效发挥金融市场和产业市场良性互动，相互促进的产融机制。

（四）围绕核心业务扩展是金融集团稳健发展的战略路径

提供多元金融服务，满足不同层次客户的多元金融需求是金融集团的优势。然而，在金融集团内部，不同业务单元也会存在风险收益不同的情况；另外金融集团都有各自的优势业务，过度多元化

会容易分散企业资源，增大管理半径，造成整体竞争优势下降。在市场化经营过程中，金融集团容易追求扩大自身的业务规模，却忽略了扩张过程中带来的潜在风险。从 2008 年金融危机后，AIG 经营策略调整的例子，体现了金融集团重回核心业务对企业健康发展的重要性。作为大型金融保险集团，法国安盛集团的主要业务始终立足于核心板块保险业务，专注于人寿、财产和国际保险在内的保险主业，保费增长率较高，效益较好。因此，围绕核心竞争优势制定业务发展规划，根据新技术、新市场提供的新机会审慎演进，是金融控股集团稳健经营、不断增强自身竞争力的重要战略路径。

本文作者为大型金融投资机构经营环境和策略课题组，成员：
常凯文、张妍、黎嘉琦、王雪蓉、田晓林等。