

# 金融控股公司分类特征及信用分析要点

金融评级二部 张晨露 王亚龙

## 摘要

在金融业综合化经营快速发展的情况下，金融控股公司的系统重要性显著提高，但金融控股公司业务多元化程度高，风险复杂性高，不同类型的金融控股公司具有较大差异，本文将不同类型金融控股公司纳入同一信用分析框架内，主要从经营风险和财务风险角度对金融控股公司个体信用水平进行分析，并结合外部支持对金融控股公司整体信用水平进行评价。

本文所述金融控股公司（下文亦称“金控”或“金控公司”）为广义概念，系指以控制金融类（含类金融）企业的股权作为其主要业务，并以所投资企业产生的投资收益作为主要收入或利润来源的企业。

随着金融创新的不断加快和金融业混业经营的逐步发展，我国金融控股公司取得快速发展。从2002年以中信集团、光大集团和平安集团作为综合金融控股集团试点开始至今，我国已形成央企金控、区域地方金控和民营金控（含互联网金控）并存的格局。

图 1 金控公司发展时间轴

### 金控公司发展时间轴

- ▼ 2002年
  - 国务院批准中信集团、光大集团、平安集团为三家综合金融控股集团试点
- ▼ 2005年
  - 央企金控、地方金控平台陆续兴起
- ▼ 2008年
  - 民营资本参与金融控股集团
- ▼ 2013年
  - 多个互联网平台相继拿下金融牌照，互联网金控集团的兴起
- ▼ 2020年
  - 国务院发布《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》，正式对金控公司实施市场准入管理
  - 人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法》
- ▼ 2022年
  - 中信金控、北京金控、招融投控获得金控牌照
- ▼ 2023年2月
  - 中国人民银行正式发布《金融控股公司关联交易管理办法》
- ▼ 2023年10月
  - 国务院将央行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责，划入国家金融监督管理总局

资料来源：公开资料，联合资信整理

## 一、不同类型金控特点

央企金融控股公司可根据股东背景细分为金融背景型、产业背景型及资本运营型。金融背景型

是由早期金融机构混业经营形成的综合金融控股集团，是我国最早出现的金融控股公司形式，其金融牌照相对较为齐全、资产规模体量较大，例如中信集团、光大集团等。产业系央企金控则由具有实业背景的央企集团设立，以促进产融结合、扩大业务协同，例如大唐资本、中航资本等。资本运营型央企金控主要系由国家设立的国有资本运营平台，如中央汇金、国新控股等。央企金控得益于央企内部严格的管理体系，经营发展较为规范，整体风险相对很低。

区域地方金融控股公司的控股股东或实控人则多为地方政府或地方国资委，目的为整合地方优质金融资源、助力经济发展、促进当地产业结构调整，部分区域地方金控还并表了部分公用事业类、实业等业务，促进当地产融结合、融融结合，带有较强的政策属性，如江西金控、渝富控股、甘肃金控等。由于地方金控带有整合地方金融资源的属性，因此对于聚合并拓展区域内金融资源相当重视，银行、证券、信托等牌照资源受到地方金控重视，此外由于地方资产管理公司（AMC）作为处理不良资产的主体，因此在经济下行时期防范区域金融风险具有重要作用，故地方资产管理公司几乎为地方金控公司的标配。地方金控公司多受当地政府或者当地国资委监管，较为重视经营稳健性，整体风险相对较低。

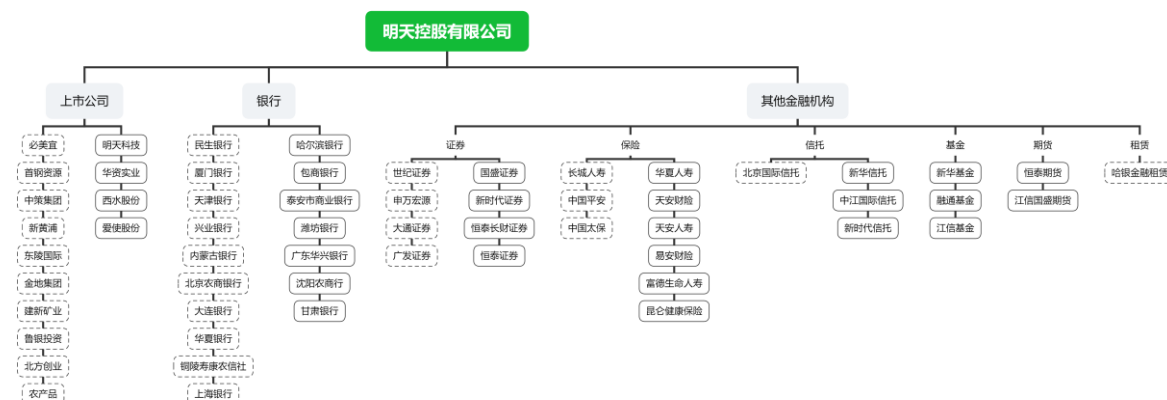
民营金融控股公司一般系从事传统行业的民营企业逐步通过投资、并购金融机构而形成，在传统业务盈利能力下滑、银行对民营企业惜贷等环境下，民营企业布局多元金融业务，目的系实现产融结合及业务多元化，如万向控股、复星集团等。互联网金控作为民营金控中创新模式的代表，兼具有新型互联网公司的网络属性，又具有传统金控的金融属性，在背靠互联网平台提供的庞大流量下，互联网金控发展迅速，如蚂蚁金服、京东金融等。互联网金控业务交叉性强、场景丰富且信息不够透明，但随着《金融控股公司监督管理试行办法》的出台后互联网金控的逐步整改及落实，有望健全风险隔离措施。

## 二、金融控股公司风险特征

金融控股公司通常旗下控股、参股多个金融机构甚至是实体企业，股权结构复杂、业务种类多样，易产生形式复杂多样的关联交易，往往存在管理混乱等情况，加之过去我国对于金融控股公司监管存在空白，容易滋生利益输送、融资性贸易等风险，形成了很大的风险隐患。

以“明天系”为例，“明天系”巅峰时控股9家上市公司，44家金融机构，资产规模合计超过3万亿元，随着包商银行破产，10余家金融机构悉数被接管，“明天系”土崩瓦解。“明天系”通过低价入股上市公司法人股并包装上市获得第一桶金，随后又赶上金融机构改制的浪潮，通过构建网状结构，采用多家公司分散持股、隐形控股的方式违规控股、参股大量金融机构完成了金融帝国的构建，并通过大量不正当关联交易、资金担保及资金占用等手段，将募集的社会资金转移至其实际控制的载体公司账户，2005年至2019年的十五年里，“明天系”通过注册209家空壳公司，以347笔借款的方式套取信贷资金，形成的占款高达1560亿元，公司治理机制缺失。

图2 “明天系”重要参股、控股公司一览



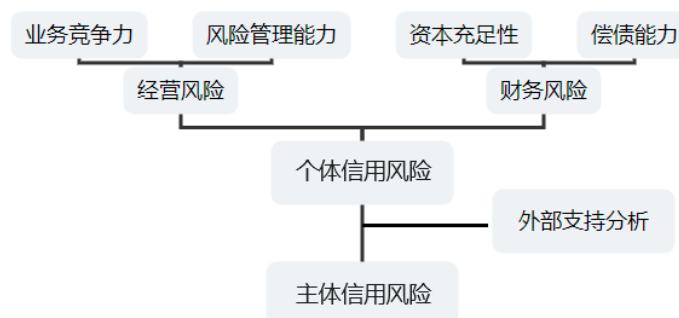
注：虚线框为“明天系”直接、间接持股小于10%的公司；实线框为“明天系”直接、间接持股大于10%的公司  
资料来源：公开资料，联合资信整理

金融控股公司通常资产体量大，因其掌握大量金融资源，对外债权债务关系复杂，当其发生财务危机时，其风险外溢可能引起金融市场动荡，易造成系统性风险。

### 三、现行信用分析框架及分析重点

从现行的金控评级框架来看，我们主要从经营风险和财务风险两个角度着手，结合外部支持等外部调整因素对金融控股公司整体信用水平进行评价。基于历史问题与经验总结，在评级过程中，针对经营风险，我们重点围绕金控整体的业务竞争力及风险管理能力进行分析，而财务风险分析则重点关注金融控股公司资本充足性及偿债风险。

图3 金融控股公司信用分析架构及分析重点



#### （1）经营风险关注要点

企业自身业务竞争力是企业作为竞争主体在市场竞争环境中赖以生存和发展的最核心能力。针对金控公司来说，衡量其业务竞争力的要素包括业务多样性和业务布局、业务规模和细分市场竞争力、资源获取和保障能力。在业务多样性及布局上，应重点关注金控公司控股金融牌照数量以及质量，我们根据金融牌照稀缺度、盈利性及发展空间将金融业务牌照大致划分为三类以评价金融牌照质量，其中银行、证券、保险为一类牌照，信托、金融租赁、AMC、公募基金、期货等为二类牌照，其余为三类牌照，例如融资担保、融资租赁、小额贷款等地方金融业务。其次，由于金控公司母公司层面往往不运营具体业务，盈利及现金流较为依赖核心子公司的分红，因此核心子公司的主营业

务经营情况往往是决定金控公司信用水平的重要因素，具体分析核心子公司业务规模、市场占有率、市场排名等，如涉及到非金融板块，非金融业务稳定性及产业链地位亦作为重要判断因素。如果金控公司具有较强的区域性特征，或其下属核心子公司因监管限制等原因只能在属地区域内展业，对其业务竞争力的考察还需综合其区域内“地缘”竞争优势进行判断。

针对风险管理能力，在金控公司层面，我们主要关注本部内控体系设置是否合理，包括治理结构及制度体系建设两方面，较为完善和合理的内控体系对企业的中长期发展具有重要意义，能够有效防范企业经营风险。其中针对公司治理结构主要从企业独立性、董事会运作机制、组织结构合理性以及子公司控制能力等角度来分析；针对制度体系建设，主要从制度完备性、有效性、及时性方面进行分析。其次，在子公司层面，我们主要从核心业务集中度及资产质量角度进行评估，具体分析子公司业务客户、行业、区域等集中度，五级资产分类情况，资产不良率、逾期率等，同时可以结合监管处罚情况、监管评价等进行评价。此外，由于金融机构的特殊性，隐匿的关联交易具有虚增资产、放大风险倍数的影响，我们还应关注金控公司对关联交易的管理，关注母子公司之间的拆借款、担保及抵质押情况等。对于存在表外业务的情况，还应该关注表外业务及信用承诺等风险向表内传导的可能性。

## （2）财务风险关注要点

资本是金融企业开展各项业务的基础和业务发展的重要保障，也是其吸收各类风险损失的重要缓冲工具，因此对于资本充足性的判断是金控财务风险分析的重要部分之一。虽然监管 2020 年出台的《金融控股公司监督管理试行办法》中提及并表资本管理，但目前我国金融控股公司资本并表管理配套机制还不够完善，而金控下属业态复杂，各业务监管标准也不统一，整体资本充足性难以进行核算。因此，我们在并表层面主要通过合并权益规模及构成情况对资本实力进行判断，并结合其业务风险水平和拨备计提情况判断其资产拨备是否充足，进而对资本的“厚度”进行综合性判断。

针对偿债风险，需结合当前企业债务负担、盈利能力及流动性因素进行综合分析。其中，对于企业债务负担考察的主要内容包括杠杆水平、债务规模及变化、债务来源及结构、融资成本、期限结构、表外融资等情况。对盈利能力的判断一方面要关注企业综合盈利能力，另一方面要评估收入和利润的稳定性以及可持续性。流动性方面，则需综合当前现金流状况、资产流动性、即期债务偿还压力，并结合再融资能力判断偿债风险。

在金控本部作为偿债主体时，我们还需要注意判断母公司财务风险。因为金控平台本部盈利及现金流往往依赖子公司经营及分红情况，因此母公司对子公司控制力判断十分重要。一般情况下，我们可以通过金控公司经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母子公司财务控制关系判断对子公司的管控能力，从财务指标上看，可以体现在金控公司合并报表中少数股东权益占权益总额的比例。此外，对于本部的债务负担及资产变现能力也是母公司财务风险分析中需重点关注的内容。

## （3）外部支持

由于金融控股公司属于资本密集型行业，因此政府、股东等对金控公司的资金支持对于其信用水平有明显的积极影响；在业务开展、项目渠道及风险管理体系等方面的支持在一定程度上有助于金控公司业务拓展及提高业务质量。在对金控公司外部支持情况进行判断时，一方面考虑股东背景及实力判断股东支持能力，另一方面结合历史支持情况及金控公司定位或策略重要性来判断股东整体支持意愿。从行业现状来看，我国金控公司主要以央企或国企背景为主，股东支持在金控公司发

展过程中起到了重要作用，主要是在业务资源、资本金及流动性方面对金控公司进行大力支持。

#### 四、总结及局限性

经过多年发展，我国已形成央企金控、地方金控和民营金控（含互联网金控）并存的格局，金控公司业态复杂，风险复杂程度较高，我们主要从经营风险和财务风险的角度来衡量其自身信用水平，并综合外部支持等因素对其整体信用水平进行衡量。其中对于经营风险重点关注业务竞争力和风险管理能力，其中主要从金控公司牌照持有数量及质量、核心子公司的主营业务经营情况及资源禀赋等方面判断业务竞争力，从内控管理情况、集中度和资产质量等方面判断风险管理能力。对于财务风险重点关注资本充足性及偿债风险，并需结合母公司对子公司控制力判断母公司财务风险；其中对于资本充足性判断主要从并表角度判断金控公司资本实力及资本“厚度”，偿债风险需结合企业债务负担、盈利能力及流动性因素综合分析。

但由于金控业态多样性及风险复杂性，当前对金控公司实际评级过程中仍然存在许多困难及局限。例如针对不同业务组合的金控公司，难以用统一的定量指标或标准去衡量金控整体的竞争力强弱及资产质量优劣，目前仍主要基于对核心子公司细分市场竞争力以及风险管理能力的分析，并综合母公司资源禀赋及内控情况去判断金控公司实际经营风险，期间对金控各业务间协同效应、整体竞争力及风险水平的分析仍较为依赖专家主观经验判断。此外，在金控公司发挥自身业务协同作用的同时，易产生多种交叉性金融业务或关联交易，风险较为复杂且隐蔽，且对于表外业务信息披露程度不足，风险亦难以量化。同时，在财务风险方面，目前亦难以通过单一指标衡量金控公司整体资本充足性，在财务指标横向比较过程中，亦需考虑不同金控公司财务报表格式不统一（金融企业财报格式和一般工商企业财报格式）对可比性造成的影响。