中国平安全混业金融模式的优势与风险探讨

——基于财务及价值分析视角

张海报（副教授）

【摘要】目前我国金融业混业经营发展势头强劲，但面临着监管分业进行的困境，金融领域的体制和监管改革势在必行。在此背景下，以国内全混业金融模式经营得最成功的企业——中国平安为研究对象，对全混业金融模式带来的风险和机遇进行研究，站在金融改革和监管改革的高度，从微观角度对中国平安进行深入的分析，并对其未来5～10年及10～20年的发展状况进行研判，并提出具体的监管改革建议。

【关键词】全混业金融模式；内在价值；风险；中国平安

【中图分类号】F275　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2017)13-0072-8

我国经济领域供给侧结构性改革已进入关键阶段，但金融领域的改革仍未见大的突破。2015年的股灾，更凸显了金融稳定对国家经济发展的重要性。从已有文献和研究来看，学者们对混业金融模式的相关理论和优缺点进行了大量的研究，但对于如中国平安这类取得全金融牌照的企业的全混业金融模式的研究不多。

本文在财务分析和价值分析的视角下，站在我国金融改革和监管改革的高度，从微观角度对中国平安全混业金融模式的优缺点及未来发展进行深入的研究，并提出相关的监管改革建议。本文对于我国金融监管改革与金融控股公司加强自身的风险防范能力，均具有一定的参考价值。

一、中国平安全混业金融模式发展概述

中国平安保险（集团）股份有限公司（简称“中国平安”）1988年在深圳成立，经过多年发展，已成为集保险、银行、投资三大主营业务为一体，核心金融业务与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团。公司致力于成为国际领先的个人金融生活服务提供商，是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛的金融服务集团之一。旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安大华基金等，涵盖金融业各个领域。

公司拥有金融业全部牌照，并通过“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”的经营模式，及公司蓬勃发展的陆金所等互联网金融业务，不断实现对不同公司客户资源的共享，并为客户提供一站式的金融服务。截至2016年9月，中国平安总资产5.29万亿元，归属母公司股东的净利润565.08亿元。

二、中国平安的财务状况及企业价值

（一）中国平安的财务状况

1. 偿债能力。根据财务报告计算可得，中国平安2013～2015年的资产负债率分别为92.87%、91.17%、91.32%，而中国人寿则分别为88.72%、87.21%、86.68%。中国平安保持了相对较高的资产负债率，公司负债的扩张速度远高于中国人寿等国有控股的保险公司，经营风格相对激进。当然，公司经营在总体上仍较稳健可控，但财务风险明显大于中国人寿等公司。这和公司近年的迅猛发展及崇尚业绩高速增长的狼性文化关系密切。

2. 运营能力。中国平安2013～2015年的总资产周转率为0.12、0.13、0.14，中国人寿的数据则为0.22、0.21、0.22。说明中国平安虽然总资产规模、净

【基金项目】湖北省教育厅人文社会科学研究一般项目“价值投资在我国面临的问题及实际应用研究”（项目编号:15G151）

利润等均超过了中国人寿，但从资产运营效率来看，和中国人寿具有很大的差距。这说明全混业金融模式虽然给中国平安带来了较快的发展速度，但也制约了公司经营效率的提高。

3. *盈利能力*。中国平安2013～2015年的净利润率分别为9.93%、10.34%、10.51%，加权净资产收益率分别为16.40%、18.30%、17.10%，中国人寿这3年的净利润率为5.90%、7.29%、6.88%，加权净资产收益率分别为11.22%、12.83%、11.56%。中国平安的净利润率和净资产报酬率均远高于中国人寿，说明中国平安的盈利能力很强，产品的竞争力强，具有较大的产品定价权，利润空间较大，同时公司在成本控制方面做得很好。这也和公司强力推行业绩末位淘汰制具有很大的关系。

4. *发展能力*。中国平安2013～2015年营业收入同比增长率分别为21.13%、27.65%、33.94%，净利润同比增长率分别为40.42%、39.51%、37.99%。中国人寿这3年营业收入同比增长率为4.50%、5.23%、14.71%，净利润同比增长率分别为123.89%、30.07%、7.72%。根据数据可知，中国平安的营业收入和净利润的增长幅度大部分年度远高于中国人寿，保持了迅猛增长的势头，这充分显示了中国平安业绩和利润导向战略的较好实施效果，也说明未来中国平安仍有较大的发展空间。但一个不容忽视的事实是，中国平安的高增长，更多的是建立在兼并收购及不断地在A股市场和H股市场再融资基础上的，中国平安的历次再融资规模都居于同期市场榜首，但公司的分红水平较低，说明公司重扩张，却不重视给股东的回报。从长期来看，该增长模式的效应将逐步减弱，给公司带来的潜在挑战也将不断显现。

（二）中国平安的企业价值

本部分对中国平安的内在价值进行分析，估值模型采用真实收益现金流估值模型（具体模型的要点、假设讨论和案例应用的计算过程，见笔者发表在《财会月刊》2016年第10期的《真实收益现金流估值模型的理论探析及应用——以万科2014年财务数据为基准》，为避免重复，本文仅做与中国平安混业金融模式高度相关的要点讨论，相关具体计算方法等，参见前文）。

1. *估值模型*。

$$V=\sum_{i=1}^{n}\frac{TEATC_i}{(1+K)^i}$$

模型说明：V为公司内在价值，TEATC为真实收益现金流，K为综合折现率，i为年份，n→+∞。TEATC=EAT+C1−C2−C3，其中：EAT=公司年度报告中的税后净利润；C1=近3年平均折旧费用+近3年平均长期待摊费用摊销+近3年平均其他非现金费用；C2=近3年的平均资本化支出；C3=近3年平均其他战略性超额流动资金支出或占用。K=K1+K2+K3，其中：K1=近5年国内长期国债利率的平均水平；K2=预期未来10年国内平均通货膨胀率；K3=预期未来10年个别公司的风险溢价。

2. *参数确定*。

（1）基期真实收益现金流$TEATC_0$的确定。笔者已在之前发表的论文中阐述过TEATC的计算方法，此处不再赘述。

根据中国平安的具体情况，由于平安公司近年业绩处于快速上升期，为了更加真实地反映中国平安的未来增长趋势，C1、C2、C3均仅采用最大值，不采纳近3年的平均值，以使得估值更加谨慎和保守，计算得到，中国平安的$TEATC_0$为505.90亿元。

（2）TEATC未来增长率g的确定。根据对中国平安的深入分析，判断未来中国平安的增速区间分为三个。

第一阶段：1～5年，年均15%增长率，即g1=15%；第二阶段：6～10年，年均增长率为10%，即g2=10%；第三阶段：10年之后，从第11年起，年均增长率为−5%，即g3= −5%。则可得$TEATC_1$为581.79亿元，并可测算出中国平安以后每年的TEATC，$TEATC_{ih}$=TEATC×（1+g）。

（3）综合折现率K的确定。根据历史数据可得K1=5.69%，K2=2.92%，本文判断中国平安的全混业金融模式从长期来看，将给中国平安带来较大的经营和系统风险，为了保证风险的充分估计，综合判断K3=3%，则可得K=11.61%。

3. *估值结果*。根据估值模型，利用EXCEL软件计算可得，中国平安的企业价值V为8706.54亿元。中国平安总股本为182.8亿股，即每股价值为47.62元。截至2017年2月17日，中国平安股价为36.26元/股，理论上说，股价尚有31%的上涨空间。

4. *估值讨论*。通过上述分析可以知道，未来5～10年内，中国平安仍将保持较高的业绩增长率，但由于中国平安全混业金融模式带来的较大风险，并伴随着机构不断庞大和核心管理层的不稳定性及股权结构存在较大不确定性等问题，未来10～20年，中国平安将存在较大不确定性，经营利润较大可能存在较大幅度下滑的风险，制约了公司内在价值的进一步提升。

三、中国平安全混业金融模式的优势

（一）聚焦实力成为系统重要性金控集团并提升品牌价值

中国平安在创立之初，就确立了走混业金融控股平台的战略方针，近几年，中国平安连续入选由金融稳定理事会（FSB）和国际保险监督官协会（IAIS）联合公布的全球系统重要性保险机构（G-SIIs），成为国际金融保险体系中的重要力量。随着中国平安下属子公司平安银行和陆金所等互联网金融子公司的快速发展和壮大，中国平安在国内金融体系中的重要性更是日益增强。这也为中国平安拓展新业务奠定了雄厚的实力基础。

中国平安凭借全混业金融模式优势，形成了极强的品牌价值。中国平安在2016年《福布斯》"全球上市公司2000强"中名列第20位。截至2017年2月16日，中国平安总市值6628亿元人民币，位列全世界保险业第1名，形成了强大的品牌溢出效应。

（二）形成协同效应并极大促进各单元业务发展

全混业金融模式给中国平安带来的巨大的协同和促进效应，是其最大优势之一，在国内仅有的几家全牌照金融控股公司中，中国平安是唯一一家把优势发挥到了极致的公司。

中国平安通过全混业金融模式，实现了公司全部金融业务的高度融合。这一模式通过客户迁徙策略表现得淋漓尽致，庞大的集团保险客户迁徙到银行可以快速弥补平安银行网点少的短板。反过来，寿险代理人通过交叉销售也有效地为客户提供综合金融服务，并作为综合理财客户经理，增加了客户粘性。同时，通过交叉销售极大地降低了渠道成本。根据中国平安2016年第三季度财务报告数据，金融客户在各产品线之间已高度交叉渗透，互联网用户也大量购买金融产品，例如，金融客户中，已有29%的信用卡客户、23%的互联网金融客户和18%的银行存款客户购买了中国平安的人寿保险。在互联网用户方面，2016年上半年，金融一账通用户中有34万人购买了车险、21.8万人购买了人寿保险、19.3万人开通了银行账户。

随着购买金融产品与使用服务的增加，金融客户的留存与满意度不断提升。借助陆金所的互联网金融平台，中国平安已经形成了全闭环的完整金融生态圈，并不断向开放式平台化的方向发展，形成了巨大的成长空间。截至2016年底，按保费计算，平安人寿和平安产险均排名行业第二，平安银行净资产和净利润排名行业第12位，平安证券营业收入和净利润排名行业第15位，平安信托已经跃居行业第一。多个子业务均处于行业领先的地位，这一现象在国内金融集团绝无仅有，显示了中国平安经营模式的巨大威力。

（三）汇聚全金融行业最顶尖的人才以促进公司发展

中国平安的成功离不开其创始人马明哲的努力。中国平安是国内金融保险业第一家引入外资的企业，在建立了较为完善的公司治理结构的基础上，也不断引进外脑，并凭借全混业金融模式的优势、开放包容的思维和提供较高的薪酬，挖来了全球金融行业最优秀的人才。这些人才在中国平安充分发挥自己的作用，为中国平安的成功奠定了坚实的基础。2004年1月，中国平安聘请被称为华人保险教父的梁家驹负责平安寿险业务，当时平安寿险经历了连投险危机，梁家驹带领平安寿险走出危机，并脱胎换骨，稳坐国内第二大寿险公司的宝座。2005年从花旗集团加入中国平安的原平安银行行长理查德·杰克逊，成功完成了平安银行对深发展银行的兼并整合。2011年，前麦肯锡公司资深董事兼台湾台新金融控股公司运营长计葵生加盟中国平安，在他的带领下，仅花费短短4年时间，陆金所成为国内最大的互联网金融平台，目前估值超千亿元人民币。

（四）形成了强大的学习和金融创新能力

中国平安的全混业金融模式，使其拥有完整的全金融生态链，逐步向开放式的金融平台模式进化，并形成了强大的学习和创新能力。

善于学习一直是中国平安的优势，已形成中国平安的固有文化。中国平安创新式复制了汇丰综合金融管理架构，包括经营模式、治理结构等。如中国平安位于上海张江的后援中心，就是吸收汇丰的经验，并结合了中国平安特色创新服务模式，张江后援中心也被评价为国内顶级的"金融工厂"。同时中国平安不断进行客户经营模式创新，积极探索"先服务，再多项服务，后多个产品"的经营模式，努力促进线下客户向互联网用户迁徙，并大力提高互联网平台的多项金融服务水平，以提供让客户更满意的全方位服务。截至2015年底，中国平安互联网用户规模约2.42亿，移动端APP用户数1.07亿，均实现了超过90%的增速。

（五）扩大在国际金融保险市场的话语权和规则制定权

在进军国际金融市场方面，中国平安遇到了一些挫折，但近年仍积极探索，加大国际市场的投资力

度，取得了不错的成效。

截至2015年年末，中国平安海外投资额仅为398亿元，而到2016年6月末海外投资额已猛增至770亿元，在险资资产中占比从2.3%提升至4.2%。未来中国平安海外投资占比将进一步提升至7%～8%的水平。近几年来，中国平安也多次入选由金融稳定理事会（FSB）和国际保险监督官协会（IAIS）联合公布的全球系统重要性保险机构（G-SIIs）。

（六）全混业金融模式有利于公司战略目标的更好实施

中国平安实行的是全混业金融模式，而我国目前实行的是分业监管模式，所以中国平安只能采取大金控平台公司的运营模式，即综合金融控股集团架构。在此构架下，中国平安集团公司不从事任何具体金融业务，核心职责是对集团下属子公司进行管理，并制定公司的整体发展战略，督促各子公司更好地实施公司整体战略并进行整体监管。由于集团公司具有金融行业的全部牌照，具体的寿险、产险、证券、银行、资管、互联网金融等业务都由其全资或控股的众多子公司进行完全独立的运营。集团层面只负责资源整合和人才资本的配置。此种运营模式，使得马明哲等集团公司核心高管摆脱了具体繁杂业务的羁绊，能专心于公司未来长期发展的战略把握，并在整个集团发展的框架内，进行更好的资源和人才配置。

中国平安的三次重大发展战略变革的顺利实施，正是全混业金融模式优势的体现。在中国平安1.0时代，公司用了近18年时间，以传统金融业务为主，从保险公司发成为综合金融集团。在中国平安2.0时代，公司利用多年积累的线下、线上独特优势，立足客户需求，将地面综合金融服务与互联网金融平台深度结合和衔接，提供全面和便捷的金融服务。在2016年，中国平安提出了3.0战略，即“综合金融+”和“互联网+”战略，核心是“开放平台+开放市场”，以实现“开放、共享、连接”的愿景和公司的更大发展。陆金所的成功，就是中国平安3.0战略成功的最好体现。

（七）总结

由于中国平安采取的全混业金融模式的优势及公司的锐意进取，公司取得了巨大的成功，并保持了业绩长期的高增长。1988年，中国平安成立之初的营业收入是418万元；2015年，中国平安营业收入6199.9亿元，净利润651.78亿元。

同时，作为全球范围全混业金融模式最典型代表的中国平安，其市场价值也逐步得到了市场专业人士的认可。如2016年汇丰知名分析师James E. Garner最新发布的研报，重新评估了中国平安的业务模式后，首次取消了其20%的综合金融估值折价。市场普遍认为，中国平安全混业金融模式和发达市场同业金控模式非常不一样，而中国平安在当前的环境下更容易获得成功。

四、中国平安全混业金融模式面临的挑战及风险

（一）“大而不能倒”对国家金融稳定的威胁

随着中国平安的高速发展，截至2017年2月17日，公司市值已达6628亿元，未来可能达到万亿市值。中国平安业务错综复杂，和国内众多重要金融机构开展了广泛而深入的合作，国际市场投资比重也日益增加，公司还有数量可观的衍生金融工具投资。这都体现了公司的系统重要性，成为“大而不能倒”的重要金融机构。在G20金融稳定委员会（FSB）公布的2016年系统重要性保险公司中，中国平安是大陆唯一一家上榜的保险集团。一家非国有控股公司成为巨无霸的系统重要性金融企业，这在新中国的金融发展史上，尚属首次。

而2008年全球金融危机的爆发，凸显了“大而不能倒”金融机构对全球金融体系的重要影响，也揭示了该类机构出现严重问题时给国家金融稳定带来的严重威胁。中国平安正日益成为倒闭后会掀起巨大连锁反应，甚至可能造成国家金融体系严重伤害的金融机构，这给国家监管和国家金融安全带来了很大的挑战和隐患，必须重视。

（二）国家监管规则改变带来的风险

目前我国金融监管的重要议题就是控制风险。金融监管改革到位后，首先，很可能出现对系统重要性金融机构进行重点全面监管、更加严格监管的趋势。如要求大型金融机构具备更高的资本水平，这将限制中国平安这类公司的盈利能力。其次是可能扩大监管权限，以破解金融机构“大而不能倒”的困局，有可能对大型的全混业金融公司进行更加严格的业务监管和限制，这会限制公司的发展速度和创新能力。再次可能会采取类似美国的“沃克尔规则”，即限制大金融机构的投机性交易，尤其是加强对金融衍生品的监管，以防范金融风险。最后，参照美国经验，对于出现问题的大型金融机构，监管部门更倾向采取分拆的方式解决问题，这将给中国平安全混业金融模式带来致命的打击。

总之，中国平安全混业金融模式的成功，得益于

政府混业经营的试点，但金融监管体系及规则存在较大的变革和不确定性，是该模式面临的一大风险。

（三）人才培养和储备不能满足公司更长远发展需要的潜在风险

具备强大的人才培养能力，并吸引了行业内最优秀的人才加盟，是中国平安成功的重要原因。但随着中国平安的不断发展壮大，在人才战略方面也面临很多挑战，其隐患也逐步显现。

其一，中国平安善用外脑，但从目前来看，能长期融入中国平安的外脑凤毛麟角，且中国平安山头林立和内斗激烈现象也长期存在，尚未得到解决。中国平安引进的众多重量级外脑，如梁家驹、张子欣、顾敏等近年纷纷离职，平安银行的高管近年也先后经历了理查德·杰克逊、邵平、谢永林时代，平安银行派系林立、内斗激烈，更是媒体关注的焦点。这些用人弊端得不到有效解决，甚至创始人马明哲一定程度上纵容和默认了中国平安的山头文化，这将严重内耗和制约着中国平安未来的发展。

其二，近年来中国平安用人战略发生了较大的变化，本土化人才日益成为中坚力量。但众多本土派少帅如任汇川等，从长期来看，能否真正地担当重任，能否带领中国平安继续稳健发展，尚需市场的检验和时间的证明。

其三，中国平安更大的挑战在于马明哲，公司的全混业金融模式由马明哲一手打造并发展壮大，目前也只有马明哲能掌控好中国平安这艘金融业的世界级巨舰。在后马明哲时代，或马明哲退休后，是否有人能担当重任，扛起大旗，掌舵中国平安，存在太大的不确定性。这也是中国平安面临的最大人才潜在危机和挑战。

（四）全混业金融模式带来的风险放大和交叉传染的挑战

中国平安的全混业金融模式，给监管带来了很大挑战，对于中国平安自身的风险控制体系，也带来了极大的挑战。这也是中国平安潜在的最大风险。

中国平安的根本业务是保险业务，平安文化也深深打上了狼性十足的激进保险文化的烙印。从被诟病传销式的推广储蓄型保险，运动式做业务，到资本市场的激进投资，都是这种激进文化的体现。2008年平安投资富通集团，由于盲目乐观，在金融危机的背景下巨亏228亿元。中国平安在收购上海家化后，强行撤换上海家化原全部高管，导致近年上海家化内部纷争不断，业绩也急剧下滑。对比国际保险巨头伯克希尔公司的投资成绩和并购模式，中国平安在投资领域的业务和风险把控能力上，尚不成熟。而兼并深发展后成立的平安银行，也被深深地打上了保险的烙印，保险文化入侵，原深发展员工评价中国平安业务风格简单粗暴，运动式做业务，唯业绩导向。被激进保险文化主导的全混业金控集团，必将存在很大的风险隐患。

中国平安虽说是各子公司在分业监管的前提下进行独立运营，但因总公司强大的控制力，各子业务单元高度渗透，已经形成了真正的高度融合的全混业金融模式，这在带来业绩增长的同时，也极容易导致集团内某成员公司产生的风险通过内部交易或其他方式扩展到集团内其他成员公司，使其他成员公司遭受损失。从微观层面来看，不同业务公司拥有同一客户时，单一子公司客户的风险也被其他业务放大。例如，如果平安保险的客户理赔受阻，他很可能也不再使用平安银行信用卡；客户今天在陆金所的投资不如预期，明天就可能放弃整个中国平安提供的服务。从宏观层面来看，各核心子公司均有重要投资业务，其可能的损失极容易形成多米诺骨牌效应，造成整个公司经营的大溃败，甚至影响到整个国家的金融体系，引起金融动荡。2008年法国兴业银行的单个交易员在股指期货操作上的欺诈行为，给该行带来71.4亿美元的损失。2008年次贷危机期间，成立近百年的全球保险业最大巨头AIG集团，由于在金融衍生品投资上的巨大失误，致使公司陷入绝境，公司最高经营亏损达992.89亿美元，2009年7月末，其市值由2006年底的1900亿美元下降至17.5亿美元，濒临破产，经过美国政府高达1800亿美元的救助才起死回生。这些应该是中国平安最应该吸取的教训。

（五）大公司病及官僚主义横行带来的风险

中国平安拥有87万名寿险销售人员和约27.5万名正式雇员，已经成为国际级别的巨无霸公司。目前，中国平安由于非国有性质及股权高度分散的背景，管理层对整个公司能实施强有力的控制，但随着公司规模的壮大，能否克服大公司弊病和公司内部产生的官僚主义横行的风险，是较大的挑战。

（六）公司业务操作的不透明和可能的暗箱操作带来的负面影响

中国平安的年度报告的披露方式和透明性一直受市场诟病，公司很多投资业务的具体内容和操作模式十分不透明，且规模巨大，使得市场相关人士和投资者对中国平安的投资情况总是心存疑问。

同时，公司的一些重要关联交易和股权变更，也

被市场质疑有较严重的利益输送的可能。最典型的代表就是陆金所的股权变更等一系列操作。2011年9月，陆金所成立之初，陆金所的注册资本为8.37亿元人民币，由平安信托控股将近75%，2013年陆金所做了股权变更，仍然由上市公司中国平安持股73%以上，上市公司仍然享有陆金所的主要经济利益和控制权。但经过A、B两轮融资后，通过巧妙的股权结构设计，陆金所的实际控制人已经由上市公司中国平安，变更为了平安管理层。中国平安所持陆金所的股权被稀释到44%左右。在陆金所即将上市且估值极高之际，这种复杂而明显极有利于管理层的股权交易，交易对价等均不透明且不对外披露，不能不引起投资者和市场的质疑。

（七）股权结构不稳定带来的风险

中国平安股权结构较为分散，不存在控股股东，也不存在实际控制人。截至2015年底，中国平安已发行股票的总股本为182.80亿股，持股5%以上的股东中，卜蜂集团有限公司合计间接持有该公司H股1752331636股，占总股本的9.59%；深圳市投资控股有限公司合计持有该公司A股962719102股，占总股本的5.27%。目前卜蜂集团仅对中国平安派驻非执行董事，不干涉公司的具体经营业务。

由于历史原因，中国平安现有管理层对公司具有绝对的控制权，也与几大股东保持了良好的沟通和默契。但未来中国平安股权结构如果出现较大的变动，或管理层出现较大的变动，有可能会出现打破平衡，出现管理层和大股东之间产生较大分歧的状况。近期的万科公司的股权纷争对公司经营产生的巨大的负面影响，即是前车之鉴。

综上所述，全混业金融模式给中国平安带来了很大的优势，但也带来了很多的不确定性和潜在风险，这些风险将在中国平安逐步壮大中不断积累，并很有可能以黑天鹅式的事件爆发出来。中国平安的未来发展，仍存在较大的不确定性。

同时，从全世界范围来看，全混业金融模式在美国等西方发达国家尚没有真正成功的先例。中国平安是世界范围内目前为止做得最成功的一家，其具体模式也和西方国家的混业控股集团有很大的不同，但能不能经得起时间的检验，长期成功并成为伟大公司，需要进一步研究分析和经过时间的检验。

五、中国平安面临的挑战、应对措施及其效果

（一）创新方面的应对措施及评价

中国平安的创始人马明哲说过：守业被淘汰是必然的，因此，与其做被动的防守，不如选择永远做一个创业者，不断地创新。市场也普遍认为，中国平安自成立之日起就具有创新基因，善于学习一直是中国平安的优势，已形成中国平安的固有文化。到目前为止，中国平安仍是国内传统金融行业互联网创新做得最好的企业，在创新理念的指引下，其核心金融业务不断稳固，互联网金融业务也在快速发展。

中国平安仍保持了极强的创新能力，并能在未来持续保持，这将是中国平安仍能高速发展的一大有利因素。

（二）风险控制方面的应对措施及评价

中国平安一直将风险管理视为经营管理活动和业务活动的核心内容之一，并不断完善风险管理组织架构，规范风险管理流程，以便更好地进行风险的识别、评估和缓释。在风险控制难度极大的互联网金融方面，中国平安也进行了大量卓有成效的工作，如2016年9月，KYC 2.0系统在经过两个月内测后正式开始在陆金所平台上应用，该体系除了包括利用大数据对投资者作出更精确的“画像”，还有对于资产端风险的动态评估、资产和资金的精准匹配以及更透明的信息披露等内容。

中国平安风控仍在持续投入，虽然得力，但从历史经验来看，全混业金融模式对公司的风控能力提出了较大的挑战，历史上的法兴银行巨亏、AIG的衍生品投资导致公司濒临倒闭，都是血淋淋的教训。中国平安自己的历史上，也有平安投资富通不慎巨亏200多亿元的惨痛教训。所以在投资领域可能出现的毁灭性的黑天鹅事件，是中国平安的最大隐患，也是未来较长时间内中国平安最应该防范的风险。

（三）公司治理方面的应对措施及评价

中国平安在公司治理方面，也积极采取了一些措施，包括信息披露更加规范透明，对关联交易管理更加严格规范，更加重视风控和各业务单元的业务独立性等。如中国平安明确加强关联交易审核管理，确保关联交易定价公允，不存在不当利益输送，完善关联交易信息披露和管理报告机制，并进行全方位的监控等。但公司各子公司的交叉交易也呈现逐步增多的趋势，如2014年7月平安银行发行的200亿元优先股，中国平安资管公司认购近60%。

中国平安的公司治理在不断优化，但关联交易在未来仍将呈现更加集中和高度增长的趋势。中国平安的整体良好业绩，在一定程度上得益于各子公司对彼此业务的大力支持，在各子公司一片向好的背景下，掩盖了相应的风险。未来如果一家重要子公司出现大的经营亏损或黑天鹅事件，将会给整个集

团带来无限放大的风险。

（四）人才培养和引进方面的应对措施及评价

中国平安的成功离不开成功的人才战略，中国平安在人才培养方面，仍是整个行业做得最好的公司之一。在核心外脑及高管纷纷离职的背景下，中国平安也在不断引进新的人才，包括2015年10月原上交所副总经理刘世安任平安证券总裁；2016年3月，原兴业银行行长李仁杰任陆金所董事长；2016年10月，原海通证券董事长王开国负责并购投资基金；2016年10月，原浦发银行行长朱玉辰负责海外资产交易所。国内金融业大佬纷纷集中于中国平安，中国平安还培养了以任汇川为代表的一批本土少帅。

中国平安虽然在人才引进和内部人才培养方面，力度很大。但其激进而功利主义的保险文化，也给其长期人才战略投下了较大阴影。近年来，中国平安子公司包括董事长、总经理、副总经理及监事董事在内的高管，有37位离职。这说明中国平安仍缺乏统一而长远的人才战略，用人方面急功近利、实用主义色彩仍然浓厚，且公司内斗明显，内耗很大。同时，中国平安培养的内部人才如任汇川等，虽然优秀，但在资历、能力及把握全局方面，仍未得到市场的充分证明，在后马明哲时代，能否出现得到大股东、全体高管及员工一致认可和支持的掌舵人，仍是最大的变数。如果没有强有力的掌舵人，中国平安这艘巨舰，将成为大海中的“泰坦尼克”。

（五）股权结构不稳定的应对措施及评价

中国平安的股权结构非常分散，但管理层仍牢牢地控制着中国平安，掌握着中国平安发展命运的主动权。有市场传言，汇丰入股中国平安时与中国平安高管签署了保密协议，保密协议的主要内容就是保持中国平安现有管理层的格局与管理权限。中国平安目前的单一大股东正大也明确表态，将持续以长期战略投资者身份支持中国平安未来发展，认同中国平安现任管理层团队和现有商业模式。从目前治理结构来看，董事会的要位基本都被中国平安管理层占据，如创始人马明哲、孙建一分别为董事长和副董事长，而中国平安培养的本土少帅任汇川、姚波等为董事会成员。按市场分析，未来即使有新的大股东入场，短期内也难改管理层强势把握中国平安发展方向的格局。

由于长袖善舞的马明哲的运筹帷幄，中国平安目前由管理层牢牢掌控，但如果未来股权结构发生变化，或管理层与大股东之间出现矛盾，以万科的股权纷争为鉴，股权结构的过于分散，仍将是公司未来发展的又一隐患。

（六）业务协同方面存在问题的应对措施及评价

中国平安最推崇的是各子业务高度协同的业务模式，近年也在这方面大力推进，形成合力，效果明显。按公司发展战略，中国平安未来仍将促进各业务模块的更高强度的融合和互相支持。目前通过紧密而强有力的控股，董事长马明哲的高度的个人权威，及各子公司领导的较高的团队协作能力，保证了协同发展的正面效应的发挥，负面和内耗控制在适度的范围内。

随着公司规模的扩大，如果掌舵人发生变化，按照国外经验，业务协同的负面效应将逐步显现，内耗和利益纷争将日益加剧，甚至吞噬企业的已有利润。同时业务协同也存在较大的风险交叉传染的隐患。

（七）监管方面给公司带来挑战的应对措施及评价

从中国平安的发展历史可见其政府公关能力之强，中国平安是我国第一家股份制保险企业，是我国金融保险业第一家引入外资的企业（当时中国平安仍是国资控股），是我国第一家以保险为核心的综合金融服务集团，更是第一家拥有全业务牌照的金融控股集团。很多国有大型金融央企想做而做不到的事情，中国平安全做到了。目前的中国平安，仍具有和政府良好沟通的能力及良好的公司形象。

目前中国平安仍和监管层保持良好的沟通，但随着我国政府监管改革逐步向更加透明化、规范化和国际化迈进，监管层将对所有金融企业一视同仁。同时我国监管体制也将进行大的变革，保监会分块监管有可能成为历史，监管规则也将巨变。面临监管方面巨大调整带来的不确定性，中国平安只能通过调整自身结构，进行应对。参考美国监管机构对花旗银行等超大型金融机构进行分拆的经验，在新的监管模式下，中国平安的全混业金融模式是否面临新的监管挑战，能否长期坚持，尚存在一定的不确定性。

六、中国平安全混业金融模式未来发展展望及监管建议

（一）中国平安全混业金融模式未来发展展望

未来5～10年，凭借全混业金融模式优势，中国平安仍将高速发展，规模将不断壮大，在保持全世界最大规模保险公司地位的前提下，市值在未来将不断增加，公司内在价值将在8700亿元人民币左右。在资本市场向好及风险偏好提升的情况下，也有可能突破1万亿元市值，成为全球金融行业的前5名。

在未来10～20年，中国平安的发展存在高度不

确定性。风险主要来自于全混业金融模式自身的短板，公司的股权结构，以及马明哲将完全退出中国平安管理层等因素。在公司追求利润至上，较为急功近利，一味追求规模扩张的文化氛围的主导下，有可能出现较大的危机和风险。

公司的不确定性，还来自于在后马明哲时代，能否出现一个同马明哲一样能够把握全局的领导人。同时，在后马明哲时代，公司在投资领域，特别是金融衍生品投资领域，风险控制难度急剧加大，结合公司内在激进文化，有较大概率出现类似AIG等公司的巨大黑天鹅事件，如恰逢巨大的金融危机，公司会面临毁灭性打击的风险，甚至走向破产或被收购。

随着公司股权结构的进一步变化，特别是在后马明哲时代，公司股权结构的不稳定性会给公司发展带来较大的影响，进而影响公司管理层和大股东之间的关系，结合万科股权纷争教训，如果处理不好，将带来剧烈震荡和危害。

随着公司的不断扩张，其系统重要性日益增加，监管难度也将急剧提升，给整个国家金融体系带来风险的潜在可能也将不断增加，必须高度重视，加强监管。在后马明哲时代，中国平安的激进文化必须得到改进，但其狼性十足、逐利短视的内在保险文化是否能得到全面的改善，也是一大挑战。

如果中国平安安然度过领导人危机和投资风险等前述危机，或如AIG，在面临巨大危机濒临破产时得到政府的大力救助，进而起死回生，并不断革新发展并重新强大，公司有可能成为世界金融史上第一家长期成功的全混业金融模式的大型金控公司。进而可能成为百年老店，基业长青。但公司面临的一系列长期挑战，极大地限制了该情形的出现。

（二）对全混业金融模式的监管建议

我国未来很有可能进行的监管改革就是全混业监管，合并证监会、保监会、银监会等三会，成立超级金融监管委员会，这将对中国金融行业的混业经营的更深入开展产生巨大的促进作用。

但鉴于美国的金融危机，特别是2008年的次贷危机，产生的重要原因就是衍生品投资的互相交叉渗透，不透明和不可监控，以及监管超大型金控公司时难以避免的监控盲区。所以对于中国平安的全混业金融模式，建议监管层一定要慎重。中国平安这类系统重要性金融巨头的崛起，除了代表中国的不断强大和国际金融市场话语权的不断增强，也给监管带来了难以估量的难度，2015年的股灾教训深刻，所以在金融改革和推进方面，务必慎重。

建议监管层在制定监管规则时：

其一，鼓励和引导金融业大部分公司进行有限混业金融模式经营，而非全混业金融模式改革。即引导大部分金融企业进行中型及以下规模化发展，在坚持主业的基础上，形成以最多两个行业为主要经营范围的有限混业金融模式，而非中国平安的全金融牌照式的、追求每个子业务都做大做强的全混业金融模式。有限混业金融模式更利于公司稳健发展，也更利于监管和防范系统性风险。

其二，在现有格局上，严控超大型全混业金融模式公司的数量，并对中国平安等全混业金融模式的系统重要性公司，采取更加严格的监管措施。包括采取更高的资本充足率制度；对公司的新兼并业务实行更严格的控制和审批；采取更加严格和更高频率的压力测试；对公司协同业务进行风险隔离，采取更高标准；采取更严格的关联交易的限制和管理办法；对公司治理，提出更严格的标准；对该类公司可能出现的内部交易、暗箱操作等，重点监管和采取零容忍政策；明确在何种情况下，必须对该类金融机构进行必要的分拆和重组；对该类公司在未来面临破产时，如何有序退出、避免金融体系震荡，做出明确的预案和推演。以便更好地进行监管和风险管理，避免该类机构出现大的危机时给整个金融体系带来的系统性风险和危害。

主要参考文献：

张海报. 真实收益现金流估值模型的理论探析及应用——以万科2014年财务数据为基准[J]. 财会月刊，2016(10).

陶存文，徐景峰. 保险监管效率及其评价[J]. 保险研究，2012(10).

宋丹. 混业经营时代银行保险发展的思考[J]. 上海保险，2011(11).

张方方，张艳. 我国商业银行混业经营状况分析[J]. 财会月刊，2010(30).

王鹤立. 我国金融混业经营前景研究[J]. 金融研究，2008(9).

邹亚宝，林石楷. 论混业经营形势下我国保险监管的创新[J]. 南方金融，2008(2).

许晓明，金明星. 中国保险业混业经营风险及监管[J]. 上海金融，2010(4).

作者单位：1.武汉工商学院财务管理系，武汉430065；2.湖北商务服务发展研究中心，武汉430065