

# 金融机构混业经营双刃剑

## 摘要

瑞士银行（UBS）作为全世界混业经营、快速成长的典范，在此次次贷危机中已经减计了300多亿美元的损失，资本金减少了50%以上，杠杆率一度达到136倍。公司之所以没有破产，并不是因为它的混业框架提供了稳定性，而是因为它较早确认了信贷损失，从而在市场还没有形成全面恐慌前就已进行了几轮融资，补充了资本金，但即使如此，到2008年10月，UBS还是向瑞士政府申请援助，剥离了600亿美元的“有毒资产”，并向瑞士联邦发行了60亿瑞士法郎的可转债融资。

研究表明，正是瑞士银行引以为傲的多业务经营扩大了风险敞口，使它从一个产品蔓延到另一个产品，从一个部门蔓延到另一个部门，并最终导致50%的资本缺口和1400亿瑞士法郎的客户资金净流出。如何才能有效抑制部门间经营协作的负效应？本文给出了三个措施：弱化总部资本供给、强化各业务部门独立资本拨备；理顺内部转移定价机制，引入独立监督机构；有效隔离长尾风险。

这些措施不仅是风暴中心的欧美金融机构正在做的，而且对于业务结构日益膨胀、产品服务日益多样化的中国金融机构也有借鉴意义。

## 一、 案例分析：瑞士银行

### 1. 1 瑞士银行，用经营协同推动集团发展

现代UBS是在1998年6月经由瑞士联合银行与瑞士银行公司合并而成的，由于合并前瑞士银行公司已经收购了纽约的Dillon Read和伦敦的华宝公司，建立了全球投资银行业务框架，因此，合并后的瑞士联合银行自然也就大举进军了投资银行业务领域，此后公司又在2000年收购了潘恩韦伯公司，成为全球最大的私人银行。

2003年重组后的瑞银集团分为三个事业部：全球财富管理及瑞士银行本部、全球资产管理部、投资银行部，目前瑞银集团的收益结构中40%收益来自于投资银行，40~45%来自于财富管理和资产管理，10%左右来自于瑞士本土的商业银行。

在最近几年中，这几个部门在金融创新的推动下，不断相互渗透，逐渐形成了今天“你中有我、我中有你”的业务格局，而在不断的并购融合中，集团提出了“One Firm”的理念，即，使多业务的金融集团象一个公司那样运做，在“One Firm”理念下，客户将可以在不同业务间自由转换产品和服务，而集团内部各部门间也可以共享知识资本。

UBS认为“One Firm”的理念可以让它更好的服务客户。根据公司的表述，通过经营协作，财富管理和商业银行这些直面零售客户的部门可以将客户的最新需求反映给资产管理、投资银行等部门，然后由这些部门设计制造出能满足客户需求的产品，再提供给财富管理或商业银行部门来出售，通过这一循环使个人客户也享受到了投资银行部门提供给机构客户的产品和服务，同时使本来仅面向机构客户的产品得到了更大范围的推广。

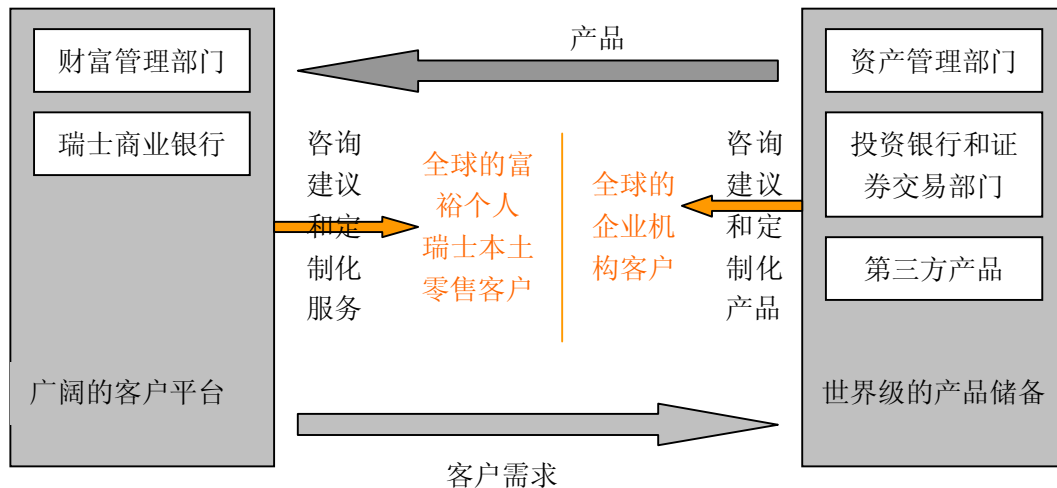


图 ( ) UBS不同部门间的经营协作图  
(UBS\_2007\_Annual P39)

在这一理念下，2006年UBS内部成立了一个联合行动小组，它由面向零售客户的财富管理部门高层与面向机构客户的投资银行部门高层组成，聚焦于高收入人群，向它们同时提供投资银行部门的产品和财富管理部门的建议。在联合行动小组的努力下，产品的销售确实得到了推广，例如，“结构性产品和替代投资产品”，作为一类相对复杂的金融产品原本主要面向机构客户，但部门间的交叉合作使此类产品在零售业务部门的比重大幅上升——为个人客户提供理财服务的“国际财富管理部门”中，结构性产品和替代投资产品的投资额从2004年的810亿瑞士法郎上升到2007年2380亿瑞士法郎，资产比重从10%上升到16%。仅2007年一年，联合行动小组就为财富管理部门带来了90亿瑞士法郎的新客户资金，为投资银行部门带来了90个新委托，创造了3亿瑞士法郎的费用收益。

根据UBS自己的估算，“One Firm”的协同效应每年可为集团贡献36亿瑞士法郎的增量收入，节约10亿瑞士法郎的成本，而在资产管理和投资银行部门的双重推动下，UBS财富管理部门在过去几年中也实现了高速扩张，成为全球最大的私人银行。公司坚信资源整合后可以在资本使用、现金流调配、服务共享、人力资本、品牌等方面创造更多价值，从而使整合的价值大于单个业务独立运营的价值。

在“One Firm”的理念下，UBS也在不断调整集团内部业务结构，以加强彼此联系：2005年将美国证券子公司转变为财富管理部门的一个分支，并把财富管理部门的市政服务部门转移到投资银行部旗下固定收益部门；2006年把美国商业银行部门整体并入财富管理部门，把瑞士商业银行部门82亿瑞士法郎资产转移到财富管理部门旗下，以便使这些高端客户能够更好享受财富管理服务；还是在2006年，集团把投资银行部门专门从事自营替代投资业务的DRCM部门转移到资产管理部，通过对外发行基金来放大其投资管理能力……

但是，就在这种交叉协作与内部转移中，风险在积聚。

## 1. 2 经营协同的负面效应

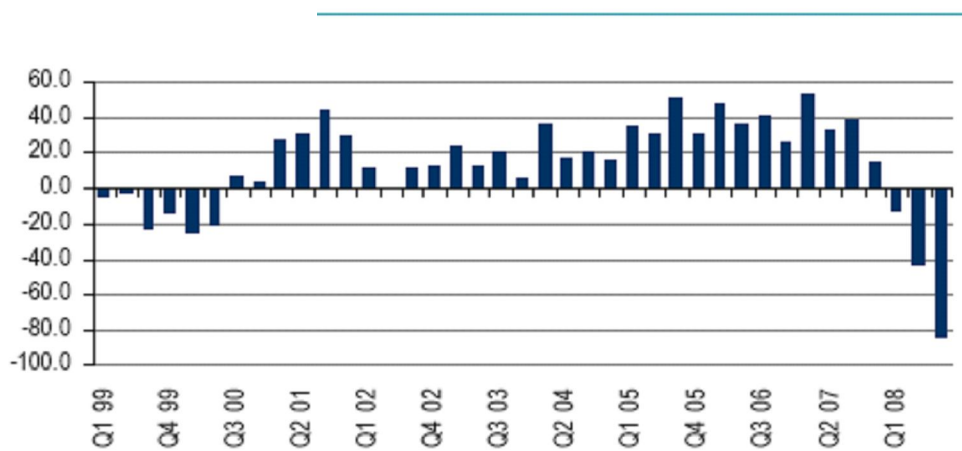
### 1. 2. 1 交叉销售中，把不恰当的产品推荐给客户

在UBS原来的构想中，财富管理部门与投资银行、资产管理部合作的主要好处是把原本为机构客户设计的产品推向个人客户，使个人客户也能享受到机构般的服务，同时机构产

品的市场规模也得到了扩张。不过，UBS忽视了一点，就是为机构客户设计的产品不一定适合个人客户的理财需求。

以“迷你债”为例，它并非传统意义上的债券，而是一种金融衍生产品，是将原本出售给机构投资者的产品，拆细成比较小的份额，通过银行出售给个人投资者。由于结构复杂，在香港出售时它的招售书长达54页，连银行的销售经理也不能完全理解其中的含义，但它却作为一种定期存款的替代品被卖给了个人投资人，结果在次贷危机中导致了投资人的巨额损失，并引发了多起投资人诉银行不当销售、涉嫌欺诈的案件。

损失的不仅是金钱，还有声誉，2008年一季度，UBS客户资金净流出128亿瑞士法郎；2008年二季度客户资金净流出438亿瑞士法郎；2008年三季度，客户资金净流出额达到836亿瑞士法郎，其中财富管理部门现金流出458亿瑞士法郎，资产管理部门现金流出344亿瑞士法郎，银行部门现金流出35亿瑞士法郎，前三季度累计客户资金净流出达到1400亿瑞士法郎。相比于短期的资本损失，长期的客户流失是一个更难以弥合的成本。



Source: Company data

图（）UBS在次贷危机中的客户资金流失  
(资料来源：公司数据)

### 1. 2. 2 交叉销售中的隐性承诺风险

UBS对于经营协同的过分强调和绩效考核中对于交叉销售的倾斜，使财富管理部门在推销本公司自己开发的产品时更有动力，甚至会做出一些保证收益的隐性承诺或虚假宣传——UBS国际财富管理部门的投资资产中，16~18%为本集团资产管理部门的共同基金产品，23%为本集团投资银行部门的替代投资产品——交叉销售产品占到总产品的40%左右。随着财富管理部门中立地位的变化，它与投资银行、资产管理部门之间的界限日益模糊，风险也在积累。

表（）UBS国际财富管理部门的投资资产组合

	2005	2006	2007
第三方共同基金	8%	7%	7%
股票	18%	18%	18%
结构产品和替代投资	16%	21%	23%
UBS 自己的共同基金	18%	18%	16%

债券	17%	14%	13%
货币市场及托管投资	23%	22%	23%
	100%	100%	100%

(资料来源: UBS\_2007\_Annual P127)

随着次贷危机的蔓延, UBS卖给客户的理财产品开始出现问题。ARS (Auction Rates Securities) 是一种将学生贷款、市政贷款证券化打包出售的衍生金融产品, 它的利率是浮动的, 利率水平取决于定期拍卖, 随着次贷危机的深化, 尽管学生贷款本身的违约率并没有大幅上升, 但流动性却受到重创——2008年三季度确定利率水平的债券拍卖市场崩溃, 拍卖活动停止, 资金被冻结, ARS的风险急剧上升。但是, 在经营协同的过度刺激下, 意识到风险上升的UBS管理层仍要求员工大力推销这种产品。美国检察机关的调查显示, 就在利率拍卖市场崩溃前夕, 瑞士银行的多名高级执行官员迅速出售了个人持有的2100万美元的拍卖利率债券, 但与此同时, 瑞士银行却依然在向客户继续兜售这类债券, 并声称ARS产品是“安全的、高流动性的、现金等价债券”。

2008年7月美国纽约州官员决定以证券欺诈罪对瑞士银行提起诉讼。2008年8月UBS被迫与纽约律师协会、州政府、证监会等达成协议, 同意从2009年1月到2010年底以面值回购私人客户手中的83亿美元ARS, 从2010年6月起再以面值回购机构客户手中的103亿美元ARS产品, 同时为那些因暂时不能出售ARS以换取流动性的客户提供无息贷款, 为那些在2008年2月14日到2008年8月8日期间折价出售ARS的客户提供补偿, 此外, 公司还将回购35亿美元的以免税优先股为标的的ARS (Auction Preferred Stock), 并同意向州政府支付1.5亿美元罚款。目前公司财富管理部门已经在2008年一季度确认了9.7亿美元损失, 二季度又确认了4.5亿美元的损失, 三季度确认3.4亿美元损失, 并增加了9亿美元拨备, 对ARS的进一步回购要求可能给公司带来流动性压力。

表 ( ) UBS 的 ARS 产品赎回安排

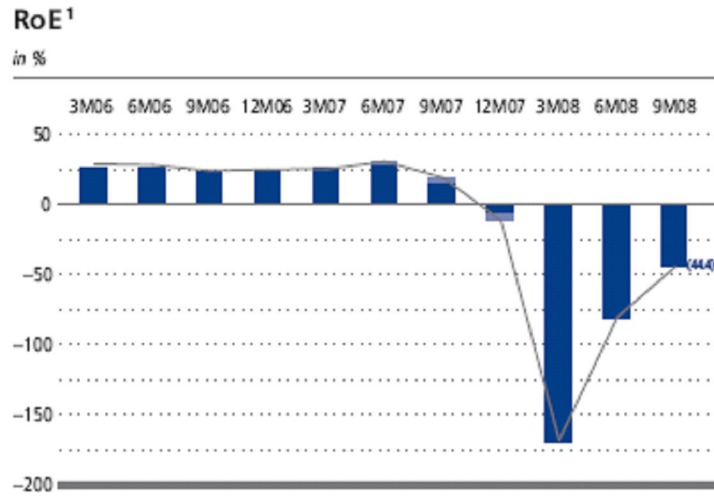
百万美元	按面值赎回额	赎回限期		
		私人客户		机构客户
		2008. 10. 31~2011. 1. 4	2009. 2. 1~2011. 1. 4	2010. 6. 30~2012. 7. 2
学生贷款的 ARS	12263	495	2737	9032
市政债的 ARS	2218	246	1608	364
非免税优先股 ARS	3067	883	1801	383
免税 ARS	3320	559	2468	294
合计	20868	2182	8614	10072

资料来源: UBS2008年二季度公司报告

### 1. 2. 3 多部门协作下产品风险的串联

混业经营理论中, 除了交叉销售外, 风险的分散也是混业金融机构的重要优势。但实际上, 商业银行部、投资银行部、资产管理部、财富管理部……虽然从事业务不同, 但常常是同一产品的发起人、设计者和推销员, 如商业银行是次贷的发放者, 并成为次贷冲击中的直接受害人; 投资银行部是次贷产品的证券化打包者, 并承担着维持证券化市场流动性的做市商责任; 财富管理部门将次贷的衍生产品卖给了私人客户并由此可能被追讨回购责任; 资产管理部旗下的对冲基金投资于各种次贷产品, 相应承担投资贬值损失; 而对对冲基金的破产又有可能增加投资银行部主经纪商业的风险; 此外, 为了满足对冲基金和





每股收益

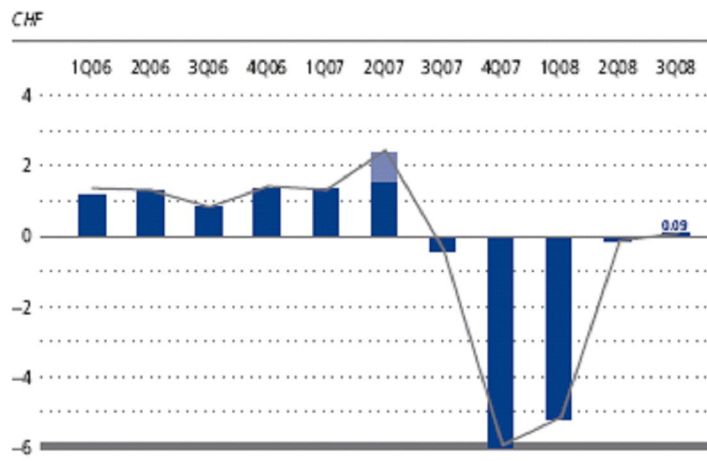
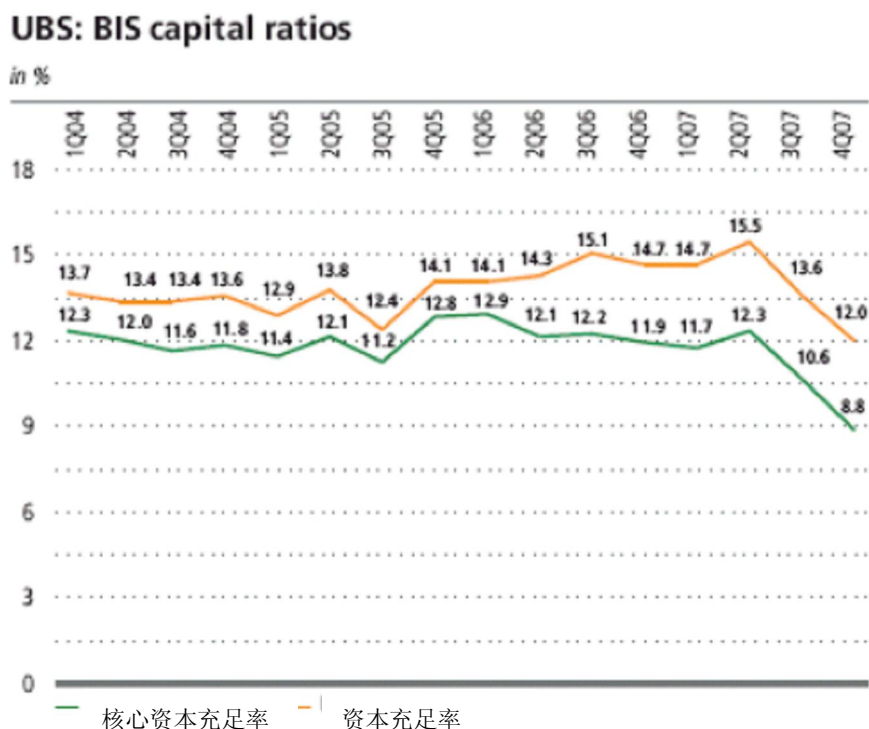


图 ( ) UBS 的在次贷危机中的 ROE 和 EPS  
(UBS\_Q3 P12)



图（）UBS的资本充足率变化

为了弥补快速减少的资本金，2007年底，UBS把2007年的现金分红计划改为股票红利，2008年5月发行了130亿瑞士法郎的可转债，6月又进行了一次股权融资156亿瑞士法郎，使总股本增加了40%多。但这些还不够，为了彻底从次贷资产以及ARS等衍生品的阴影中走出来，2008年10月UBS同瑞士央行(Swiss National Bank)达成协议，将当时无法流动的600亿美元证券和其他“有毒资产”从UBS的资产负债表中剥离出，划入一个独立的基金实体，UBS为该基金提供60亿美元的资本金，瑞士央行为其提供540亿美元的无追索权贷款，同时UBS向瑞士联邦政府发行60亿瑞士法郎的强制可转换债券，年息12.5%。

资本的损失、长期客户的流失，这些成本已经远远超过了每年几十亿瑞士法郎的经营协同收益了。

## 二、 解构交叉销售、金融混业风险

从瑞士银行的案例中我们看到，财富管理部门与投资银行、资产管理部的合作，虽然碰撞出很多创新的火花，但风险产品的杠杆也通过客户服务部门的广阔平台被进一步放大，集团整体的风险敞口因此扩大，潜在的风险超过了协同的收益。

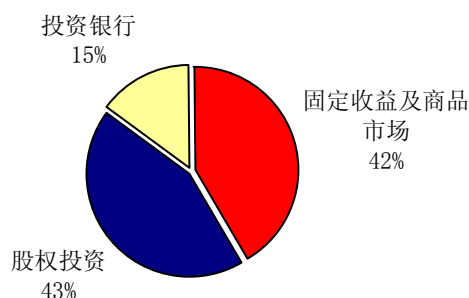
### 2.1 识别风险源

回溯次贷危机中UBS内部风险蔓延的路径不难发现，危机的发源地是投资银行部。传统的投资银行主要从事发行承销、证券经纪等业务，作为中间商投资银行的上述业务几乎不承担风险，也不会成为风险的发源地。但在过去几年中，随着金融市场的发展，UBS投资银行业务部门已开始由承销、并购、重组等传统投资银行业务渗透进入资本市场业务：2004年UBS

收购了知名证券公司Charles Schwab的资本市场部门，从而成为NASDAQ市场上的主要交易商；2005年集团又把财富管理部门的市政债业务转移到投资银行部，从而可以直接从事市政债券交易；2006年UBS收购了ABN ARMO的期货期权业务；2006年，UBS在美国、日本、欧洲成立地产金融部门，并加强了向客户提供杠杆融资的能力——截止2007年底，UBS在股票的二级交易市场上，以14.3%的全球份额位居第一，在亚洲和泛欧洲的市场份额均为第一，在美国是第四，在拉美第二，在债券、期货等市场上也成为主要的交易商。交易资产的增长推动了整个资产负债表的扩张，到2006年，投资银行业务部仅有15%的收益来自于传统的承销、并购等业务，其余85%都来自于交易收益。

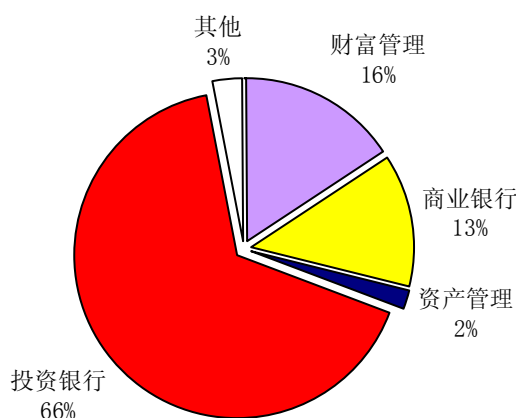
转型资本市场交易的投资银行部集中了UBS集团三分之二的风险资产、90%以上的市场风险，占用了集团50%以上的资本金。

UBS投资银行部门的收益结构(2006)



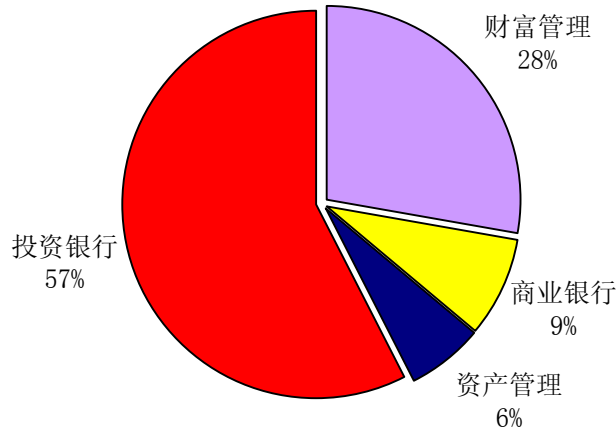
图（）UBS投资银行部的收益结构

UBS各业务部门的风险资产贡献(2008Q2)



图（）UBS各业务部门的风险资产贡献（2008Q2）

UBS各业务部门的资本需求(2008Q2)



图（）UBS各业务的资本需求

表（）UBS各业务部门的市场风险VAR（10天、99%置信区间、5年历史数据）  
（百万瑞士法郎）

	2007. 12. 31	2006. 12. 31
投资银行及资本市场	614	473
资产管理	3	10
财富管理及商业银行	3	5
公司总部	61	27
多元化分散风险效应	-93	-52
合计	588	463

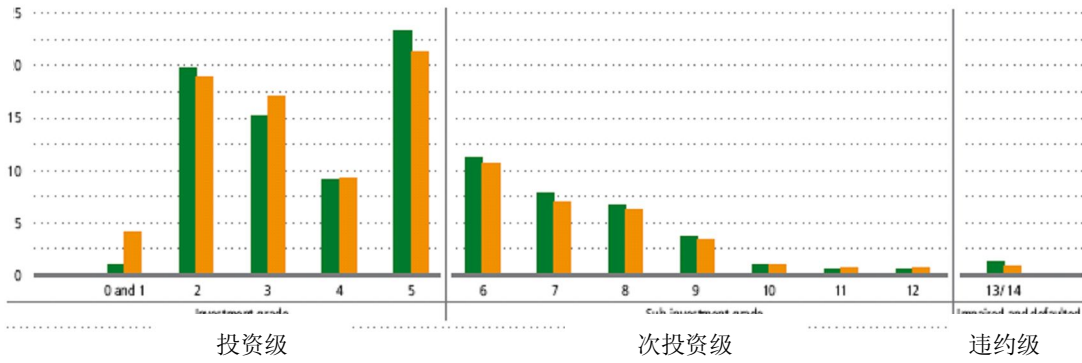
资料来源：UBS2007年年度报告

投资银行部门不仅集中了大量风险，而且这些风险具有“长尾性”（Long-tail）。由图（）可见，尽管财富管理与商业银行部门，非投资级产品的占比接近30%，但内部评级10级以上的高风险产品占比不到2%；但投资银行部不同，尽管该部门非投资级产品的比例低于财富管理与商业银行部门（在20~25%之间），但风险等级在10级以上的产品比例却接近10%，投资银行业务的收入分布呈现典型的长尾特征。

统计学的规律显示，对“长尾风险”的监测，历史数据并不可靠，任何计量模型都难以准确预测风险，只能依靠情景分析和压力测试来控制最差情况下的风险损失（……相关利率）。但由于管理层总有乐观预期的倾向，因此，“长尾”业务比其他业务具有更大的风险性，也常常成为集团内部风险的发源地。

全球财富管理和商业银行部门的产品风险内部评级

占总头寸的百分比



(UBS\_2007\_Annual P228)

投资银行部产品风险的内部评级

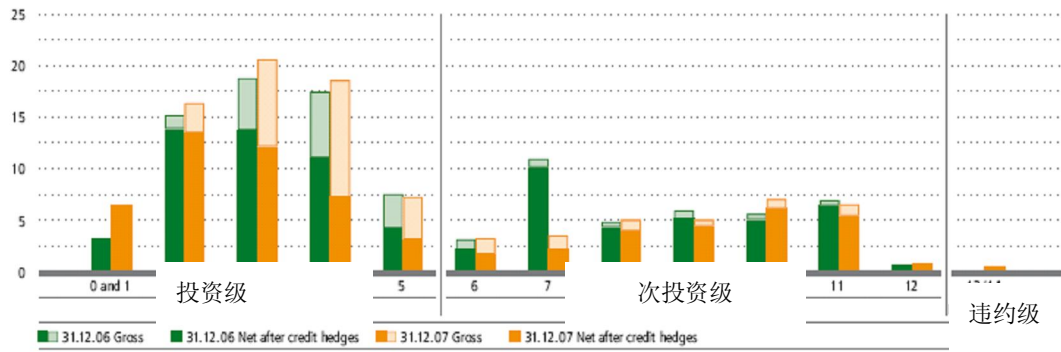


图 ( ) UBS财富管理与投资银行部门产品风险等级的分布

(UBS\_2007\_Annual P230)

投资银行部：压力测试下的日交易收入-风险资产价值  
(99%置信区间)(2007年)

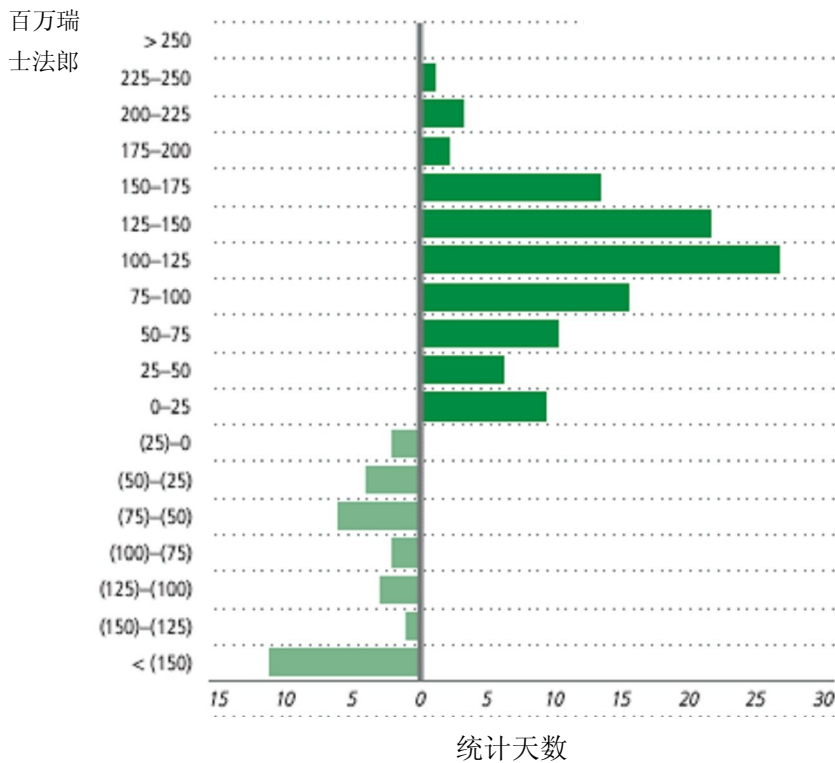


图 ( ) UBS投资银行部压力测试下的收入分布  
(UBS\_2007\_Annual P251)

## 2. 2 风险的蔓延路径：内部转移定价体系的混乱

投资银行部门“长尾”风险特征使它成为风险的发源地，但如果风险只局限于一个部门，损失仍在可控范围内。遗憾的是，投资银行部门的上述风险特征并没有得到充分重视，在和其他部门的协作过程中，管理层的目光只盯在收益的分享上，少有人关注风险的转移，结果随着投资银行部产品的转移，长尾风险从一个部门传染到另一个部门：投资银行—资产管理—财富管理——到2008年三季度末，公司手中的直接涉毒资产达到388亿美元，另有300多亿美元的ARS和其他衍生产品承诺，此外，投资银行和财富管理部门证券化出售的表外SPE多达13000亿瑞士法郎，其中很多附有回购条款，一旦违约率触发回购条款，它们也将成为UBS的沉重负担。

### 2. 2. 1 扭曲的内部定价体系

在“One Firm”理念下，集团内部各业务部门间经常发生产品或资产的划转，为此集团建立了一套内部定价体系，即，通过内部定价机制来确定产品转移过程中，各部门的收益和

成本。但在这个体系中，只强调了时间成本而忽视了风险成本：投资银行部门因其资产的交易性质，通常被赋予更短期的资金成本，结果内部转移中产品的成本更低、收益率更高，协作部门也因此有了更大的激励来推销产品——扭曲的定价放大了风险。

## 2. 2. 2 资产转移中风险分担不明

在资产转移过程中由于风险分担责任不明，导致资本拨备疏漏。

随着替代投资业务的发展，UBS投资银行部旗下以自有资金进行替代投资的业务部门获得了连续多年的超额收益，集团管理层认为应该将该部门的投资能力放大——仅为UBS自营业务服务太可惜了。于是，2006年底，该部门被从投资银行部划转给资产管理部，并成立子公司DRCM，专门从事过桥贷款、商业地产投资等替代投资业务。2006年11月，DRCM发行了第一支对外基金，此后，该公司同时管理UBS自营资金和外部客户资金。根据集团内部协议，自营资产收益归投资银行部，外部基金的投资管理收益归资产管理部，人员和管理费用由两部门分担。

成立DRCM的目的是希望能够放大投资银行部自身的替代投资能力。但事实证明这一模式并不成功，它增加了集团内部运营的复杂程度，在利润、成本被两部门分割的时候，自营资产的风险头寸和资本拨备却被相互推诿：投资银行部认为既然整个替代投资团队都划给了资产管理部，它就不应该再承担相关的风险责任，于是，在投资银行部的计算中，风险头寸减少了，它用结构性MBS等其他风险资产填补了原DRCM部门的风险头寸，结果导致在抵押贷款上的超配；而资产管理部则认为，DRCM自营资产的风险和收益仍归投资银行部所有，自己没有义务对这部分风险进行拨备和监管。结果，随着DRCM部门的转移，自营替代投资业务的风险拨备消失了。

次贷危机中，交叉运作的风险显现，2007年5月DRCM公司被关闭，对外基金资产被客户赎回，旗下自有资产重新划归投资银行部所有。在关闭过程中，资产管理部承担了关闭赎回所产生的费用，约3.84亿瑞士法郎，而投资银行部则承担了DRCM和集团内部超配资产上的信贷损失，双赢战略变为双输结局。

交叉协作中，长尾风险成为风险的源头，而内部转移定价体系的混乱则成为风险蔓延的路径。

## 三、 如何规避混业经营双刃剑

面对次贷危机造成的严重打击，UBS也在反思自身的业务战略。它采取的的第一个措施是去杠杆化：2007年四季度UBS就开始减少交易资产、抵押融资和贷款帐户，2008年二季度又把美国的MBS资产包以七折价格、150亿美元卖给BlackRock旗下基金，截止2008年9月底，UBS累计减少的风险资产已经达到7000亿美元，其中大部分是投资银行部的交易资产，2008年10月又将600亿美元涉毒资产包剥离给瑞士政府。但是这些措施只能是应急救困，为避免类似危机的再度发生，公司必须从风险资本制度上进行彻底改革。

### 3. 1 弱化总部的资本供给职能，强化业务部门的独立风险管理职能

以往UBS为了强调“One Firm”的经营协同效应，建立了一个强大的总部，用以促进各业务部门间的协同运作，并负责集中管理集团公司的流动性资产和资本配置——UBS认为资源的集中配置能够更好的发挥协同效应，而多元化业务的风险分散作用会使总风险资本需求

低于各业务部门风险资本需求的简单加和。但实际中，由于每个部门都考虑到集团总部在危机时的“救援”功能，因此每个部门在上报资本需求时都倾向于更少的风险拨备，以此来提高部门业绩考核时的风险资本回报率水平；而在集团层面，不同业务混杂的风险使它更难以准确判断合理的资本拨备水平。

2008年一季度，UBS重新计算了最低资本需求，这次，它根据每个业务部门的风险头寸、总资产规模和法定资本金要求，独立计算每个部门的最低资本需求，然后将各个部门的资本需求简单加总来计算集团整体的资本需求，结果总资本需求达到480亿瑞士法郎，远高于当时瑞士银行258亿的资本金，资本缺口达到222亿瑞士法郎；到二季度末，通过两轮融资，缺口减少了55亿瑞士法郎，但仍有167亿瑞士法郎的资本缺口（表（））。

表（） UBS重新计算的风险资本拨备与资本缺口（十亿瑞士法郎）

	2008Q2	2008Q1
财富管理(瑞士和国际)	6.2	6.3
财富管理(美国)	6.8	6.6
商业银行(瑞士)	4.0	4.1
<b>全球财富管理和商业银行</b>	<b>17.0</b>	<b>17.0</b>
<b>全球资产管理</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
<b>投资银行</b>	<b>27.0</b>	<b>28.0</b>
<b>公司总部</b>	<b>-16.7</b>	<b>-22.2</b>
<b>合计</b>	<b>30.3</b>	<b>25.8</b>

（UBS季度报告）

由以上分析不难看出，尽管2008年二季度末公司整体的一级资本充足率高达11.6%，总资本充足率达到15.7%，但就各个部门加总而言，资本缺口仍接近50%。可见，基于集团整体的资本规划是有缺陷的，所谓的风险分散作用常常会转化为风险的串联与蔓延。

2008年，集团提出要“减小总部的资产和人员规模，把更多资产和职能重新配置给各业务部门”。在弱化总部职能的同时，UBS要求每个业务部门的“资金成本和负债结构与那些专业化运营的竞争对手一致”，并为风险的源头投资银行部任命了独立的首席风险官，他将全权负责控制该业务部门的所有风险。

### 3.2 理顺内部定价机制，引入独立监督机构

在充分拨备每个部门独立运做风险的基础上，各部门协作过程中的风险控制成为更大的挑战。首先是各部门产品服务的准确定价，为了理顺内部定价机制，UBS提出“要在2009年中期以前完成对各部门间交叉服务、收入分享以及连带安排的重新审视”，尤其是投资银行部门的产品，必须充分考虑到在特殊市场环境下，那些证券化产品或结构性产品可能无法进行短期融资，从而在内部定价时必须赋予它们更高的资金成本和风险溢价。

但是，如何才能确保内部定价机制的公允？UBS对内部治理机制进行了改革，提出了“双董事会制度”，即，将以CEO为首的执行董事与非执行董事严格分开，前者负责日常运营，后者负责战略制定和风险监控，在非执行董事会内部重新组建了风险管理委员会，它作为最高权利机构独立负责风险的最终控制与度量。实际上，在各部门独立拨备风险的基础上，该风险管理委员会最核心的职能将是监督部门间协作过程中的风险转移、风险定价及风险串联，在参考外部市场定价基础上对集团内部交易进行客观评估。

### 3.3 长尾风险的有效隔离

但以上措施还不足以防范风险。作为金融领域的前沿机构，UBS的很多产品是一种金融创新，创新固然是好的，但创新的问题是风险难以度量，即使是独立的风险管理委员会也难以做出客观判断。对于此类风险，只能让其在外部的市场上独立接受投资人和评级机构的检验，直到产品真正成熟。

尽管这样做会降低业务间的协同效应——财富管理部门不能成为新产品的第一甚至唯一客户，集团公司也不能直接分享创新产品的投资收益，但它却能够有效控制长尾事件发生时的巨大破坏力，并将风险局限于一个独立运行的子公司，而不会传染给其他部门。

### 3.4 核心目的：经营上协同运做，风险上独立核算

次贷危机冲击下，UBS不再一味强调“经营协同”了，金融业务的特殊性决定了金融控股集团的协同运做只能是：经营上协同运做，风险上独立核算。就象UBS自己提出的改革目标：“在风险改革方案落实后，UBS将有更大的战略自由度，其业务组合将在一个品牌下运营，但各自独立核算业绩，并独立承担风险、拨备金融资源”。

## 四、对国内金融机构的启示

国内金融机构近几年也呈现混业趋势，但在学习西方金融机构“交叉销售”等经营协同做法的同时，也应在制度和组织结构设立之初，就注意防范交叉销售、混业经营的负效应，尤其是国内银行，在总分行制与事业部制的双重架构下，复杂矛盾的组织结构使风险难以做到清晰界定和准确定价，混业经营的风险也在不断积累。

在学习混业经营前，必须先设计好风险防控的框架。