



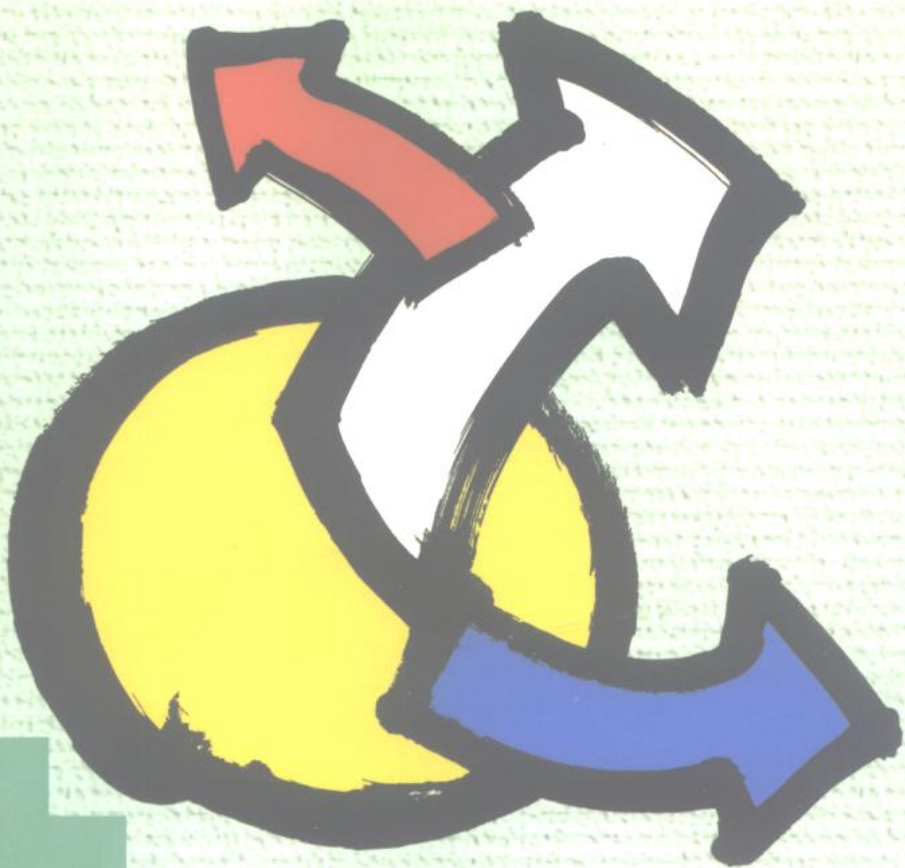
资本运营丛书

投资银行的魅力

——中美投资银行业比较研究

常振明
杨巍
著

• 社会科学文献出版社 •



资本运营丛书

投资银行的魅力

——中美投资银行业比较研究

常振明 著
杨巍

社会科学文献出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资银行的魅力:中美投资银行业比较研究/常振明,杨
巍著. —北京:社会科学文献出版社,2001.3
(资本运营丛书)
ISBN 7-80149-470-9

I. 投… II. ①常… ②杨… III. 投资银行-银行业
务-对比研究-中国、美国 IV. F832.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 80746 号

·资本运营丛书·

投资银行的魅力

——中美投资银行业比较研究



著 者: 常振明 杨 巍
责任编辑: 许春山 张丽华
责任校对: 同 文
责任印制: 同 非

出版发行: 社会科学文献出版社

(北京建国门内大街 5 号 电话 65139963 邮编 100732)
网址: <http://www.ssdph.com.cn>

经 销: 新华书店总店北京发行所
排 版: 北京中文天地文化艺术有限公司
印 刷: 北京科技印刷厂

开 本: 850×1168 毫米 1/32 开
印 张: 11.5
字 数: 211 千字
版 次: 2001 年 3 月第 1 版 2001 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 7-80149-470-9/F·129

定价: 23.00 元

版权所有 翻印必究

序 言

20 世纪最后 10 年，中国的投资银行经历了萌芽、形成与发展的历程。与中国的资本市场一样，投资银行的发展速度也是世界历史上空前的。年轻的投资银行业将跨入 21 世纪，迎接全球金融一体化的挑战与机遇。

中国投资银行业有巨大的市场需求

20 世纪的最后 10 年，是中国投资银行业的摇篮期，直到最近两年，现代投资银行概念准确的外延与内涵，才为业内人士所共识。在中国，证券公司和证券投资基金是目前股市中最主要的机构投资者。中国现有 90 家左右证券公司。原先几家最大的证券公司的注册资本金为 10 亿元。1999 年有 12 家规模较大的证券公司如国泰君安、中信证券、海通证券和国信证券等增资扩股。今年又有 10 家证券公司获准增资扩股，从而使公司的资本金规模急速扩大，如中信证券、国信证券等公司经增资扩股后的资本金已超过 20 亿元，而国泰君安、海通证券公司的注册资本金已分

别扩大为 37.8 亿元和 33.6 亿元。与此同时，为了扩大证券投资基金的规模，去年以来已先后设立了 10 家基金管理公司和 20 多家封闭式证券投资基金，总规模已超过 600 亿元。在国家证券主管部门的鼓励和推动下，中国的基金业正在借鉴国际通行的经营模式向目前的以封闭式基金为主逐步转到以开放式基金为主。作为中国未来投资银行雏形的证券公司和股市中的主要机构投资者的证券投资基金，虽然在资产规模上加速扩展，但与美国投资银行相比，各方面的差距仍是非常大的，如目前中国规模最大的国泰君安证券公司的注册本金为 37.8 亿元，而美国三大投资银行巨头之一的高盛公司（Goldman Sachs & Co.）1997 年的总资产已超过 1500 亿美元。又如，中国目前证券投资基金的总规模为 600 亿元左右，而 1997 年美国的股票基金资产总额为 2.4 万亿美元。从规模上讲，中国现阶段的证券公司和证券投资基金确实无法与美国的同类机构相比，但随着中国综合经济实力的迅速增强，以及中国金融市场和资本市场的加速扩展，中国证券公司和证券投资基金的资产规模会以非常迅猛的步伐赶上去。

无疑，在深化中国经济体制改革的大格局中，确立了现代企业制度的地位，确立了资本市场的地位，确立了直接融资的地位，也就确立了投资银行的地位，决定了其从无到有，从小到大，飞跃性的成长。特别是党的十五大以来，在市场体系全面形成、投资——融资体制重大变革、国有经济战略性重组、产业结构面向新世纪的调整与升级

序 言

（本书在编写过程中，得到了许多专家和学者的帮助，在此表示衷心的感谢。）

等一系列重大问题上，投资银行都被赋予了重要的历史使命，获得了举世瞩目的生长空间。中国投资银行业要走的路很长，但世界之交的几年却是作为一个产业发展的关键时期。

中国的投资银行业有着极其广阔的市场需求前景与发展空间。

经济发展产生直接融资需求。随着一国经济的发展，其金融工具的市场总值与实物形式的国民财富的市场总值之比及金融相关比率将有提高的趋势；随着经济的发展，银行系统在金融机构资产总额中的比例下降，而新型金融机构的比重将上升。传统金融机构受到业务萎缩的挑战，而以保险基金、共同基金为代表的新型金融机构获得了极大的发展，直接金融的比例大幅度提高。目前发达国家金融工具的市场总值大约相当于国民生产总值的3~5倍。

中国经济在新世纪的发展，预示着国民经济金融化的程度将有大幅度提高，中国目前金融工具的总市值（含所有货币化资产）与GDP的比率约为1.5倍，要达到发达国家目前3~5倍的水平，还有很大的上升空间。在此过程中，间接融资为主的格局亦会有较大的改变，直接融资的规模会大大提高，投资银行将面临巨大的市场需求。

制度变迁要求资本市场的发展。中国经济体制改革已从产品市场深入到要素市场，没有资本市场、劳动力市场，市场配置资源的优化作用就无从谈起。国有企业改革与建立现代企业制度，是深层次改革的攻坚战，更离不开发展

资本市场的基本条件。资本市场提供的不但是宝贵的资金、数以万亿计的国有资产存量重组、盘活的机遇，更是现代企业产权制度的建立机制、企业运营的市场规则。在企业制度变迁中，资本市场与投资银行，将始终扮演重要角色。

制度变迁的另一重要内容是建立适应市场经济的金融体制。在银行商业化的过程中，发展直接融资，可以逐步化解金融风险。债权的证券化、住宅的金融化、以及保险基金、共同基金等新的投资方式，为投资银行提供了巨大的商机。

产业升级需要投资银行的服务。世纪之交，中国面临经济结构与产业内部结构调整的艰巨任务。消费升级，产业升级，在开放的市场中守住阵地，提高国际竞争力，需要大量资金对传统产业进行全面改造，对新兴产业进行扶植；甚至原来尚未完全市场化和产业化的行业，如铁路、公路、水利等，也在国有经济战略性重组的大背景下进行投融资体制的重大改革，利用与参与资本市场，实现融资及经营的市场化。产业升级带来的大量收购、兼并、重组，离开市场离开交易行为是难以实现的，产权制度改革越向前发展，这一点就看得越清楚。旨在提高产业竞争力的产业集中化，没有投资银行的参与是不行的，这已被国际经验所证明。只要中国改革方向不变，在中国也是普遍适用的。我们已经看到，越来越多的企业在进军行业龙头和备战国际竞争中，向投资银行提出战略策划、财务咨询、融资安排等资本经营方面的全方位服务需求。

序 言

中国投资银行业的发展与改革

经济发展、制度变迁、产业跃升，这三大因素交织在一起，共同构建起中国投资银行业的发展沃土，就成长性发展空间而言，这将是全球最具吸引力的市场之一。

中国投资银行业面临生存挑战

与几乎所有的民族产业一样，需要方面的乐观估计总是与供给竞争的严酷前景并存。相对于其他行业而言，投资银行业的国内需求潜力更大，而新生市场与成熟市场的反差也更大，竞争实力对比更加悬殊。在迟早要开放的资本市场服务中，中国投资银行业面临生存挑战。

随着国际金融市场的形成，投资银行早已国际化。美国投资银行巨头美林、高盛、摩根斯坦利等都在全球设有庞大的机构网络，业务遍及各个角落。对新兴市场的渗透，成为所有国际性投资银行发展战略的组成部分。亚洲金融危机虽然可能使这些计划有所延缓，但不会改变。中国这样的新兴市场，仍然是国际投资银行界的战略目标。

20世纪90年代以来，投资银行、商业银行等金融机构之间的兼并重组愈演愈烈，尤以美国为甚。近年来，格拉斯——斯蒂格尔法的严格规定有所松动，商业银行与投资银行结合渗透成为一种趋势，超级金融机构已经出现。投资银行本身也在日趋激烈的竞争压力之下，经过强强合并或收购兼并，实现业务互补、规模扩张、成本降低，形成更加强大的行业巨头。典型的如1997年摩根斯坦利与迪

目前中国投资银行业的生存与发展是以封闭的市场为条件的,这种作法符合新兴市场发展的惯例。东南亚危机再一次告诉人们,在条件不成熟的情况下过早对外开放金融市场,将对国民经济造成灾难性的后果。但在全球金融一体化的时代潮流面前,一国的金融市场不可能永远对世界紧闭,除了加入 WTO 金融服务开放的压力外,其自身也面临两难选择:开放,民族的投资银行业将面临强大竞争对手的冲击;不开放,与世界的差距就越拉越大。现实是,中国的投资银行业正在等待条件成熟中一步步审慎地走向开放,如中银集团在境外建立投资银行参与国际竞争,中国建设银行与摩根斯坦利合资成立的中金公司已取得 A 股主承销权,都是中国投资银行业对外开放的重要征兆。

[illegible]

除了国际竞争压力，国内同业之间的竞争白热化，这是促进整个行业重组的必要条件。如果说投资银行前几年依靠经营特许权进行资本原始积累，进行充分竞争，今后几年就会加快优胜劣汰的进程，进入垄断竞争的时代。在市场初具规模、规范不断加强的情况下，行业的平均利润率呈下降趋势，而市场风险、经营风险、政策风险将会加大。

跨世纪的发展方略

[7]

景下现代投资银行的竞争要求，制定了明智的发展战略。

①以实践作为检验标准，选择适合中国实际的投资银行体制模式。分业管理或全能银行，涉及金融体制问题。业内人士对此一直给予极大关注。当一位中国记者就此对摩根—迪恩威特总裁发问时，他的回答是没有统一答案，两者都可以操作，关键是必须有正确的法规与市场规则。这对我们很有启示。分业与混业，并不一定只与发展阶段相关，也并不一定是一成不变的。金融市场中的各种不同的业务，有其内在的联系和共同的属性，本质上要求沟通和疏导，关键是如何切断不同业务间的风险传递，防止不同风险重叠放大。欧洲一直采取全能银行的模式，美国 20 世纪 30 年代由混业经营改为分业，分开 60 年后又趋向于合并。针对当时市场混乱、风险极大的状况制定的《格拉斯——斯蒂格尔法》在漫长的时期内发挥了重要作用，保证了美国证券市场半个多世纪的发展。然而，在 20 世纪 90 年代全新的发展环境下，金融制度提出了创新的要求。显然，这并不是历史的倒退，而是螺旋式的上升。在新的混业条件下，美国不断出台法规加强监管，以控制整个金融系统的风险。

反观中国，由于处于非常初期的发展阶段，采取与美国类似的分业经营管理模式，是一种必要的选择。几年的实践证明，这种模式对保证市场与证券经营机构的健康发展，发挥了不可低估的作用。今后，在考虑选择与转换体制模式时，应坚持以下原则：

序 言

1. 本书是中国人民银行总行组织编写的，旨在为金融界、学术界、政策制定者和广大读者提供有关中国金融改革的最新动态和理论支持。

——国际接轨。如果世界金融体制的发展趋势是全能性的金融机构为主体，那么在市场开放、参与竞争的条件下，中国最终的模式也将是如此。

——市场实践的发展。需求创造供给，实践是检验真理的标准，应当密切关注中国商业银行改革与商业银行、投资银行业务融合、渗透、互补、合作的动向，了解市场需求的变化。现实是，随着金融资产的增加，投资者与融资者都开始要求多元化、系统性的金融服务，对银证联合提供的服务持欢迎态度。

——管制的可操作性。任何一项市场实践，都应当在突破原有法律的同时又置于新的法律法规管制下，以防范机构风险。如果在管制上不可操作，则是不可行的。在这方面，美国近年来的经验可资借鉴。

——时代特点。目前全球已进入信息时代，过去要几十年经历的过程，现在可能用几年时间完成。中国建立证券市场不过七八年，交易手段已完全达到现代水平。在信息时代，后进国家迎头赶上的物质条件已极大改善，发展速度有时是超乎人们预料的。

——调整修正。在从目前分业经营向最终的全能机构的过渡中，应当对相应的法律法规进行不断的调整与及时的修正，以纠正认识偏差，不存在一成不变的定式。

②建造投资银行旗舰，增强综合实力。中国的投资银行业要有竞争力，关键是看能不能在短短几年内提高产业集中度，形成几个有实力的行业排头兵。在这方面，业内

人士的忧患意识十分强烈，与管理层达成了比较明确的共识。收购、兼并、联合、重组，快速提高集中度，是中国投资银行业发展的当务之急。1998年以来，中国的主管部门相继批准了20多家证券公司的增资扩股申请，最大的证券公司的注册资本达到37.27亿元。尽管这样，中国的证券公司与美国相比，资本金规模仍相差20~30倍，还需要从政策上鼓励国内的大型证券公司通过强强联合、上市等方式实现规模与资本扩张。资本市场是投资银行最熟悉的舞台，美国排名前列的投资银行都是上市公司。中国的大型证券公司上市有以下好处：

一是可以按现代企业制度的要求实现规范化管理，加强管理，加强监管，增强经营透明度。成为上市公司，将促使投资银行规范运作，在行政管理的同时，增加了社会股东与市场、舆论的监督。从股东的角度降低经营风险，有助于防范整个金融风险。

二是可以按照利润资本化规律，不断筹集资金，实现加速扩张。投资银行业是较高风险与较高利润并存的行业，成长性较好，比较适于上市筹资，对投资者有吸引力。进行行业整合也需要资本市场的运作，如发行新股进行收购兼并等。

三是利用上市公司地位，增强综合实力。如其他企业一样，上市可以有效增加投资银行的无形资产，增加市场影响力与竞争力，达到强者恒强的客观效果，使行业的集中过程加快。

序 言

（此页为本书目录页，目录内容请参见本书目录页）

投资银行发行上市，虽然增加了一部分社会股东持股，但不会动摇国家作为控股方的控制权。除目前通行的方式外，可以增设具有否决权的特殊股权，以保证国有资产的代
表者以较少的持股控制大规模的企业。

具备一定规模的行业排头企业，应当采取集团化的发展模式，建立不同业务、不同地区的分支机构，以利于科学管理与控制风险。

③发展市场需求，加快金融创新。投资银行基本特征就是创新，规范不能取消创新。市场需求可能是潜在的，或是被现行制度束缚着，尚未成为现实的需求，它要求投资银行有创新意识，创新技巧，寻找现行制度下的创新空间。在中国只有传统基础金融工具，又处在以行政手段管理为主的现阶段，比较现实的是形成从上到下的创新机制，形成管理层与企业有机结合的格局。随着资本市场的成熟，应当给投资银行更多的创新余地。

目前，国有经济战略重组，国有资产存量调整、盘活，国有企业资本经营，社会保障制度建立，以及住房制度改革，都从投资、融资的不同角度提出了大量的金融创新需求，例如，实行住房贷款证券化、建立产业或创业投资基金、展开委托资产管理，等等。

衍生金融产品，不但是投资银行满足客户需求的手段，也是自身控制风险的必要客观条件，特别是核心投资银行的资产规模增大，资本金增加，对资产质量与抗风险能力提出了更高的要求。缺乏对冲风险的工具，从长远看，很

难保证大型投资银行的稳健经营和市场的内在平衡。应视条件的成熟逐步发展衍生金融产品，设立股票指数期货、国债期货、股票期权等投资工具。这也是为国内市场与国际接轨准备条件。

④按照国际从业标准培养跨世纪专业人才。投资银行的竞争主要是人才的竞争，中国投资银行与国际投资银行在人才方面的差距是巨大的，在没有直接正面竞争的目前，这一点还不明显。企业需要的是专业的投资银行服务，中国的服务能否达到应有的专业水准？中国应从现在起用几年时间，建立企业与学校联手的专业人才培养系统；加强国际交流和人才引进；按照国际投资银行的从业标准，逐步培养熟悉中国国情又了解国际运作的各类业务人员。特别应为新业务的开展，如经纪业务、基金业务、资产管理业务、风险控制及各类金融创新配备人才。

⑤发挥投资银行体制催化功能，形成市场中介力量。在收购与合并过程中，往往遇到这种情况，即企业的合并对行业与市场有利，但受到来自原有体制的压力、阻力；而有时政府主导型的兼并，不一定符合市场规律与优化原则。因为中国国企的并购不单是企业的市场行为，更是一种制度变迁的行为，体制中人很难超越利益局限和管理局限。那么在利用资本市场的同时，可不可以设想，赋予在原有体制之外的某种市场力量，例如赋予大型投资银行一种使命与功能，让其站在市场的立场上对各方进行游说，促进原有体制的改革。在西方，公众公司的大型并购事件

序 言

中信证券股份有限公司 中国投资银行协会 中国证券投资基金业协会 中国证券业协会

往往需要投资银行作为公正的第三方发表财务顾问意见，这说明市场中介存在的必要。在国企三年脱困的战役中，投资银行这方面的功能将日益显现出来。

⑥加快引进先进金融管理技术，加强风险管理。随着企业规模的扩大、业务的增加、金融创新的萌芽和机构集团化的出现，中国投资银行的管理日益复杂，风险增加。应学习发达国家先进的投资银行管理技术，例如管理系统、投资组合技术与优化模型的应用，结合中国国情付诸实施。管理层或行业协会应牵头促进此类课题研究。作为大型投资银行，也担负有为行业建立风险控制规范的任务。

⑦建立健全法律环境，不断完善监管模式。中国投资银行作为行业的发展，迫切需要比较完善的法律与监管环境，使企业的经营有法可依，并在平等的环境下开展竞争。目前证券法规建设与监管工作都取得了可喜的进步，但与行业发展的要求相比仍有待改善。除了基本大法的加紧出台外，应坚持执法的统一性，加强执法力度，这将有利于大型投资银行走规范发展之路。另一方面，在市场发展的时期，法规应当给予投资银行一定的操作空间，在统一的游戏规则下创新与竞争。

路漫漫，其修远兮。中国年轻的投资银行业将以全新的面貌，坚韧不拔的努力，在新世纪中接受国际同行的挑战。

常振明

中信证券有限责任公司董事长

目 录

序 言	1
第一章 绪 论	1
一、本书研究对象	1
二、本书的研究目的	6
三、结构安排	8
第二章 中美投资银行的历史发展	11
第一节 美国投资银行业的历史及趋势	11
一、《格拉斯——斯蒂格尔法案》与美国投资银行	11
二、战后投资银行业的发展	14
三、80年代以来现代投资银行的特点	15
第二节 中美投资银行发展模式的特点	17
一、分业与合业	17
二、市场主导与政府主导	20
第三节 比较与借鉴	21