



中国 投资银行论

王玉霞 著

ZHONGGUO TOUZI YINHANG LUN

中国社会科学出版社



中国 投资银行论

王玉霞 著

ZHONGGUO TOUZI YINHANG LUN

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国投资银行论/王玉霞著. 北京:中国社会科学出版社,
2005.1

ISBN 7-5004-4983-6

I. 中… II. 王… III. 投资银行—研究—中国 IV. F832.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 017849 号

责任编辑 张 林
责任校对 李云丽
封面设计 格子工作室
版式设计 戴 宽

出版发行 中国社会科学出版社

社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号	邮 编	100720
电 话	010-84029450(邮购)	传 真	010-64031534(总编室)
网 址	http://www.csspw.cn		
经 销	新华书店		
印 刷	北京盛华印刷厂	装 订	桃园兴华装订厂
版 次	2005 年 1 月第 1 版	印 次	2005 年 1 月第 1 次印刷
开 本	850×1168 毫米 1/32		
印 张	10.75	插 页	2
字 数	270 千字		
定 价	28.00 元		

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

1993年，我曾在世界上最美丽的国家之一的瑞士生活了近一年时间，西方文明社会给我留下了极其深刻的印象。除了感受到不同的自然景观和迥异的风土人情之外，这里发达的资本市场、股份制度、可以自由赎回的开放式基金、企业集团之间的并购重组也都深深地吸引着我，我为中西资本市场存在的巨大差距感到震撼。回国后，适逢学校应市场经济发展的需要，进行专业方向改革，我很幸运地有机会将研究方向转向资本市场，投身到深受自己喜爱的证券投资学等课程的教研工作。有幸与中国的资本市场一起走过了风风雨雨的十几个年头，与众多投资者一起经历了股市暴涨的欣喜，也共同体会了股市狂跌的无奈；与此同时目睹了证券行业短短发展史上的几次繁荣与衰落。十几年的教学、研究、实战，十几年的历练，不仅仅是知识的丰富、经验的积累、心理的成熟，更多的是对中国资本市场及其参与者如何健康发展的深深思考。

为什么1996年12月16日在上证指数1200点附近，《人民日报》要发表关于股市的特约评论员文章《正确认识当前股票市场》，股票市场会应声下跌，由1200点附近下跌至865.58点，

随后又引起巨幅震荡？

为什么 1999 年 6 月 15 日在大盘处于反弹周期中，《人民日报》就证券市场又发表题为《坚定信心，规范发展》的特约评论员文章，特约评论员文章出台之后，大盘会进一步强势反弹，使“5·19”行情进入高潮？

为什么 2001 年会有银广厦、东方电子、麦科特、蓝田股份等一个个绩优蓝筹股陆续被证监会立案稽查？

为什么 2002 年以来会有鞍山证券、大连证券、新华证券等众多的证券公司倒闭，退出市场？

为什么作为中国最大的券商——南方证券公司在委托理财业务上会有近百亿之巨的财务黑洞，谁又将为这黑洞买单？

为什么业务最为市场化的券商却又一身的“国企病”？

中国的资本市场具有明显的“新兴加转轨”的历史特征。由于历史变革和经济转型的迫切性和复杂性，我国资本市场并非是在市场经济条件下自发渐进形成的，而主要是在政府作用下实现跨越式发展的产物。时至今日，中国的资本市场以惊人的速度，走完了西方发达国家一百多年的发展道路，但是我们不得不承认这种超常规发展也不可避免地带来了许多问题和矛盾。至于中国资本市场主要参与者——投资银行，作为中国资本市场中成长最为迅速的机构，毫无疑问，伴随资本市场的发展而发挥了极其重要的历史作用，但由于与资本市场相同的原因以及经验的缺乏和制度缺陷，也不可避免地陷入行为失当和发展受困的局面。

中共十六大报告提出了推进资本市场改革开放和稳定发展的总体目标。在 WTO 的框架下，如何才能让中国的资本市场健康发展？除了要完善法制环境和管理制度、建立合理的法人治理结构等宏观配套因素以外，还要培育出有竞争力的中国投资银行。

从某种意义上讲，投资银行业是资本市场的灵魂，它的主要资产是金融智慧，主要产品是金融建议和金融智能。它在资本市场和经济发展中扮演极其重要和不可替代的角色。从世界范围看它是一个全新的不断开拓发展的行业，以至于不同的地区、不同的历史发展阶段、不同的专家都给它下过不同的定义，到目前还无人知晓它的业务边界何在，明天会发展成什么样子。然而，这也正是它最吸引人的地方。

在中国，投资银行业主要由各类证券公司、资产管理公司、信托投资公司组成。此外，某些金融集团和商业银行也从事部分投资银行业务。经过十多年的探索与发展，投资银行在国企重组改制上市、资本运作等方面已经逐步摆脱了粗放式经营风格，积累了相当经验，并在资本市场中发挥着重要作用。历史证明，它在资本市场中的作用超出了我们曾有的想像，它的未来也可能会超出我们现有的预期。由于投资银行业务的高财务杠杆特性，很多优秀的投资银行由此而生，也由此而败，他们的经验和教训正代表了对投资银行业务的某种领悟。而且不可否认在今后的成长过程中他们还会不断出现这样和那样的问题。中国的经济体制改革和市场化运作要求中国的投资银行超常规迅速发展以肩负起历史的使命，轰轰烈烈的改革大潮将推动它在业务领域不断进行开拓创新。“在规范中发展，在发展中规范”，中国的投资银行将演义更多的历史故事，这也正是吸引我去研究、去探索的魅力所在，也是我写这本书的动因。

书中如有不妥之处，恳请读者不吝赐教。

王玉霞

2004年10月

目 录

前言	(1)
绪论	(1)
第一章 投资银行的发展历史	(21)
一 投资银行的起源及发展	(21)
二 投资银行的机构体制形式和类型	(30)
三 中国投资银行发展历史	(35)
第二章 投资银行业务	(48)
一 传统投资银行业务	(48)
二 现代投资银行业务	(54)
三 投资银行业务发展新趋势	(69)
四 中国投资银行业务	(76)
第三章 投资银行的基本功能	(91)
一 投资银行的地位	(91)
二 投资银行的作用	(97)

三 转型经济时期中国投资银行的主要功能·····	(106)
第四章 中外投资银行比较·····	(145)
一 公司法人治理结构比较·····	(146)
二 内部组织管理结构比较·····	(163)
三 资产规模比较·····	(169)
四 资产构成比较·····	(174)
五 业务种类比较·····	(186)
六 市场占有率及经营特色比较·····	(191)
七 风险内控制度比较·····	(195)
八 专业人才比较·····	(197)
第五章 中国投资银行面临的生存挑战及发展困境·····	(199)
一 中国投资银行面临的生存挑战·····	(199)
二 中国投资银行发展中的困境·····	(204)
第六章 构造中国投资银行运行环境·····	(230)
一 改善宏观环境 ·····	(230)
二 完善微观基础·····	(239)
第七章 新世纪中国投资银行发展战略研究·····	(279)
一 中国投资银行发展机遇·····	(279)
二 中国投资银行发展模式研究·····	(289)
三 中国投资银行发展战略研究·····	(295)
参考文献·····	(328)

绪 论

一 投资银行定义

投资银行，在西方金融理论界中的一般称谓是“Investment Bank”或“Merchant Bank”。从本质上讲投资银行就是在证券发行人与投资公众之间提供中介服务的非银行金融机构，是资本所有权与资本使用权交易的中介，是确定资本最佳使用方案、最佳使用方式、最佳使用对象的资本配置者，是直接为资金需求者进行直接融资的现代金融机构。

投资银行起源于欧洲，19 世纪传入美国，在西方发达国家经历了几百年的发展，并在美国达到了空前的繁荣。由于历史发展的原因，投资银行的称谓在各国不尽相同。“投资银行”实际上是该类金融机构的美国式称谓，以英国为主的英联邦国家称之为商人银行（Merchant Bank），在日本称之为证券公司（Security Firm），法国称之为“实业银行”，香港称之为“吸储公司”等。但在实际生活中各投资银行类机构并不一定都冠以银行两字。例如，摩根斯坦利公司（Morgan Stanley）、索罗门兄弟公司（Saloman Brothers）等都是美国最著名的投资银行。虽然名

称千差万别，但这些金融机构的实质都是一样的，都是资本市场的媒介，是直接为资金需求者进行直接融资的现代金融机构。

到底什么是投资银行？不同的教科书、不同的国家、不同的学者下过不同的结论。这是因为投资银行业不断出现新领域、新产品、新机构，它是一个最具活力和创新性的行业，因此，对于投资银行的界定显得十分困难。

1. 投资银行的有关定义

美国著名的金融投资专家罗伯特·库恩（Robert Kuhn）针对投资银行的发展状况和趋势，曾经对投资银行下过四个权威的定义：

定义之一：任何经营华尔街金融业务的银行都被称为投资银行。这是投资银行最广义的定义，它既包括从事证券业务的金融机构，也包括保险公司和不动产经营公司，从事与华尔街金融活动有关的所有内容，如国际银团承销、企业证券发行和房地产及保险等。

定义之二：投资银行是指经营一部分或者全部资本市场业务的金融机构。这是投资银行第二广义的定义。这里的资本市场主要指为资金需求者提供中长期（一年或一年以上）资金的市场，包括证券发行与承销、公司理财、收购兼并、商人银行业务、基金管理、风险资本运作、私募发行、咨询服务，以及风险管理和风险工具的创新等。但是不包括向客户零售证券、不动产经纪、抵押、保险以及其他类似的业务。

定义之三：较为狭义的投资银行是指经营资本市场某些业务的金融机构。其主要的业务包括证券承销与收购兼并，但不包括基金管理、风险资本运作、风险管理和风险控制工具的创新等。

定义之四：最狭义的投资银行是最传统意义上的投资银行，即在一级市场上承销证券筹集资本和在二级市场上交易证券的金

融机构。这种定义排除了投资银行从事的其他重要的并具有创新性质的业务，是十分狭窄的，不能概括现代的投资银行。

2. 不同学者观点

观点之一：罗伯特·库恩认为，第二种定义最符合美国投资银行的现实情况，因此是投资银行的最佳定义。值得指出的是，他根据“以为公司服务为准则”的原则指出，那些业务范围仅限于帮助客户在二级市场上出售或买进证券的金融机构不能被称为投资银行，只能叫做“证券公司”或“证券经纪公司”（Securities Firm or Brokerage Firm）。

观点之二：陈琦伟（上海交通大学管理学院教授、博士生导师，中国创业资本研究中心主任）认为，在我国，能够被称做“投资银行”的是那些具备证券承销资格的综合类证券经营机构。

观点之三：同陈琦伟教授的观点差不多，认为只有从事了证券承销业务才算是步入了投资银行领域。他们认为对于投资银行来说，虽然其业务范围十分广泛，一般包括证券一级市场、二级市场、项目融资、资产管理、咨询服务等，但是证券承销则是投资银行的一项最核心的业务，没有证券承销业务，证券的发行与交易就不能实现。投资银行是证券市场的主角和关键环节，而证券承销是投资银行业务的轴心，从本质上讲，投资银行就是证券承销商。

观点之四：我国一些经济理论学家认为，投资银行是在资本市场上从事证券发行、承销、交易及相关的金融创新和开发等活动，为长期资金盈余者和短缺者双方提供资金融通服务的中介性金融机构。

3. 笔者观点

笔者比较赞同第四个观点，认为只要是充当了资本市场的媒介，直接为长期资金需求者提供了直接资金融通服务的中介金融

机构，就都是现代投资银行。本人反对认为只有从事了证券承销业务才算是步入了投资银行领域的观点，本人认为这是对投资银行业存在的认识上的偏差。应该认识到投资银行业务的领域非常广泛，证券承销业务仅是投资银行的三大传统业务之一，除了证券承销业务之外，证券交易业务、兼并与收购、资产重组、资产证券化、项目融资、公司理财、财务顾问与投资咨询、基金管理等都是现代投资银行业务的范围。

二 投资银行在中国经济结构调整中的作用

经过二十几年的风风雨雨的改革实践探索，中国的经济发展取得了举世瞩目的巨大成就，国家经济实力显著增强，国际地位空前提高，特别是中国的资本市场，用短短的十几年时间走过了一些发达国家百年的发展历程，为社会主义市场经济带来了全新的思想冲击和市场活力。种种事实都已经证明了中国已步入了追求可持续发展的社会主义市场经济的健康轨道。在中国经济步入新的成长期的关键时刻，2002年11月17日，举世瞩目的中国共产党第十六次全国代表大会胜利召开。在党的十六大报告中又进一步明确提出了我国要全面建设小康社会的战略目标，提出了“我国的经济总量（国内生产总值）在未来20年内要翻两番”，和“必须进一步完善社会主义市场经济体制”的战略发展目标，并且强调这一目标是中国特色社会主义经济、政治、文化全面发展的目标。为了完成这一目标，必须坚持“发展要有新思路，改革要有新突破，开放要有新局面，各项工作要有新举措”。可以说，十六大报告为中国的经济改革进一步指明了方向，在未来相当一段时期，与时俱进、深化改革、不断创新，将是中国整个社

会发展的基本主题。

在中国经济改革发展又迎来一个崭新的春天的时刻，我们还必须清醒地认识到，中国的社会主义市场经济体制是在计划经济向市场经济转轨条件下发展起来的新兴市场体制，还很年轻，随着其市场经济地位的不断提升，由于建立初期改革不配套和制度设计上的局限性，多年积累的阻碍市场经济改革发展的问题和深层次结构性矛盾逐步暴露并日显突出，还有许多问题需要面对、需要认真研究。

1. 新时期经济改革发展面临的突出问题和深层次矛盾

第一，覆盖全社会各类产权的现代产权制度尚未建立，而产权问题是我们社会主义市场经济今天所面临的从简单商品经济进入到社会主义资本经济时代必须要解决的问题。因为，产权即对财产的所有权和对其经营权、使用权、剩余价值索取权及与财产相关的权力。如果产权不清晰，权责就难以明确，在中国以国有经济为主的市场经济体系中政企也就难以分开，也就谈不上健全企业法人治理结构和建立管理科学的现代企业制度，因此产权关系是所有一切经济关系中最重要、起决定作用的关系。而我国现代产权制度尚未在全社会建立，这将严重阻碍市场经济的向前发展。

第二，从市场经济的微观基础看，国有经济是我国国民经济的支柱，占用着 70% 左右的社会经济资源；但是，这些资源并未得到有效的利用，表现为国有企业的大面积亏损和资产流失。因此，国有企业改革是整个经济体制改革的中心环节，也一直是我国经济工作的重中之重。可以这么说，国有企业改革是我国经济体制改革的核心和决定改革成败的关键，可谓牵一发而动全身。尽管经过 20 多年的改革之后，到 2000 年 85% 的国有大中型企业已完成了改制，建立了现代企业制度，但是，企业产权归

属与国有资产管理体制问题，仍然没有解决，不少国有企业包括国有金融企业还未真正建立起现代企业制度，竞争力不强。难以适应市场经济发展和我国加入 WTO 后与国外对手竞争的要求，也正因为如此，中共中央高瞻远瞩在十六大报告中提出了要继续深化国有企业改革的战略发展目标。

第三，从我国经济结构 and 市场体系来看，我国产业结构不合理，地区发展不协调，城乡结构不合理。地区分割、行业垄断仍阻碍着全国统一市场的形成和发展，且社会信用体系尚未建立，市场秩序比较混乱，市场机制尚未形成，这是当前我国经济发展中所面临的突出的结构性矛盾。

第四，从政府职能转变来看，政府对微观经济活动的直接干预仍很普遍，而社会管理和公共服务职能比较薄弱。

此外，还有农村土地制度还不完善，农产品市场体系、农业社会化服务体系和国家对农业支持保护体系不健全，统筹城乡发展的体制和机制尚未形成；科教文卫的体制改革仍不适应社会主义市场经济的要求等等问题。

这些情况表明，我国只是初步建立了社会主义市场经济体制，这与党在十六大报告中提出的“全面建设小康社会”的历史任务不相适应。尽管经过 20 多年来的经济改革实践，使我国经济社会发展取得了巨大成就，但是一些长期存在的深层次矛盾和结构性问题还没有从根本上解决，而且，在改革过程中，经济和社会领域又积累了不少新的矛盾和问题，这些矛盾和问题都同体制不完善密切相关，需要依靠进一步的深化改革，来消除发展中的体制性障碍。另一方面也表明，目前的经济环境也与我国加入世贸组织后，面对的国际竞争形势不相适应。加入世贸组织后，我们参与国际竞争的范围和规则都不同以往，面对全球化浪潮和新技术革命推动下经济增长方式、生产方式、经济组织 and 市场结

构的变革，中国必须快马扬鞭、深化改革，才能适应国际竞争环境。

所以，以完善社会主义市场经济体制为目标，加快推进各方面改革，是顺应国际国内形势发展、解决当前经济社会发展中突出矛盾的现实选择，也是实现全面建设小康社会目标的可靠保证。

2. 新时期的经济改革呼唤投资银行的发展

从国内外经济结构调整的经验来看，无论是发达国家还是发展中国家，无论是自发还是主动，经济结构调整都是以促进产业结构的合理化和高度化、改善企业的市场适应性和竞争力、提高新技术的自生成能力和商业化能力为最终目标的。为了达到这些目标，各国通常都将产业结构、地区结构、技术结构、企业结构、产权结构、城乡结构等作为调整对象，通过这些领域的升级、整合、转化，实现整体经济结构的升级和优化。在上述领域的结构调整中，尽管离不开政府的政策引导，但资本市场中投资银行的作用是必不可少的。中外经济发展历史已经证明投资银行业对调整经济结构、推动经济发展的作用是巨大而不可替代的。投资银行是资本市场的枢纽与核心，投资银行建立了资金使用者和资金提供者之间的便捷通道，节省了交易环节和交易成本，实现了资本的高效配置，日益成为推动全球经济融合的重要力量。资本市场在中国经济转型改革过程中的作用如果离开投资银行的参与将是无本之木、无源之水。中共十六大已明确中国经济发展战略目标，投资银行适逢最佳发展时期。历史将证明，投资银行业的市场机会是巨大的，投资银行业对中国经济发展的作用是不可估量的。具体说来投资银行在中国新一轮经济改革浪潮中，对解决经济改革中的深层次矛盾和问题将责无旁贷地发挥出如下重要作用。

(1) 投资银行与建立现代产权制度

中共中央十六届三中全会提出了一个重大改革目标，即要建立“现代产权制度”。之所以将产权关系提到如此重要的位置上来，是因为资产的归属关系是最基本的经济利益关系。因为，有了资产就必然会派生和带来许多有形和无形的利益，而丧失了资产的权利必然意味着现实生活中许多政治、经济利益关系的重大变化。总之，产权利益是人们最大的经济利益，也是人们的根本利益。判断产权制度是否合理，其根本标准要看它是否有利于适应市场经济竞争环境，是否有利于企业长远发展和技术创新，是否有利于所有者资产保值和增值。

产权关系的变化必然引起社会强烈的动荡和丧失产权利益者激烈的抵制。产权关系的变化也将引起现有政府职能的变化、机构的调整，引起政府与企业关系的改变，引起企业内设机制变化，引起企业资产结构、产业结构以及就业结构的调整。所以说产权改革是一场涉及全面的改革攻坚战。

在中国由于以前实行的是全民所有制，企业归国家所有，企业产权不清、所有者缺位现象不利于建立权责分明、科学合理的现代化企业法人治理结构。而资本市场具有将企业产权分散化的功能，因此为公有制实现形式的多元化提供了有效手段。又因为资本市场提供了国有资产从实物形态到价值形态以及从价值形态中的货币形态到证券形态的转换，改变了过去产权结构不能变动、不能选择、不能竞争的状态，促进了国有产权的流动，增强了国有企业产权结构的开放性和资产的流动性。国有企业通过股份制改造上市，一方面，可以使公有制其他实现形式的产权结构进入单一的全民所有制结构，从而明晰产权，为实现企业的自主经营创造制度前提；另一方面，可以吸引和组织更多的社会资本，放大国有资本的功能，提高国有经济的控制力、影响力和带

动力。所以，资本市场的完善和发展对促进国有企业产权结构的改变能起到重要作用。而资本市场具有将企业产权分散化的功能是通过投资银行来实现和完成的。尤其是投资银行在 2002 年实行了“保荐人制度”后，在促使国有企业真正改制，通过股份制形式将国有经济的基本实现形式变成是“国有资本”，促使国有产权流动，建立现代产权制度，努力帮助提高上市公司的质量，使企业真正面对市场，在市场的压力下实现优胜劣汰，实现资源的优化配置方面，将发挥出积极作用。

（2）投资银行与国有企业改革

国有企业改革是中国经济转型过程中一个非常重要的任务。国有企业改革依然是改革的中心环节，国有企业改革与产权制度改革及国有资产管理体制改革密切相关。党在十六大报告中，用了不少的篇幅，强调下一步要深化国有资产管理体制改革，并且提出要制定相应的法律法规建立中央政府和地方政府分别代表国家行使出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。从“国家统一所有，地方分级管理”到“国家所有，中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益”。显而易见，十六大报告对于国有资产“国家所有、分级行使产权”的论述一旦兑现，作为可以“履行出资人职责”的地方政府，将可以比较直接地对相关企业做出改制决策；而地方政府对自身辖下的企业会有更切近的了解，利益关系也更为紧密，改制的推进亦减少了阻力。下一步国企要深化改革，就要运用中国改革 20 多年来一贯的方法，在和平、渐变、稳定的环境中完成国有民营或者国退民进的历程，而这个历程需要资本市场和投资银行的积极参与才能实现。

具体而言，投资银行主要从以下几个方面展开活动，参与企