

第一篇 体制

第一章

投资银行简史

本章主要介绍中外投资银行的成长环境和发展轨迹。学习本章重点要掌握两点：一是投资银行和商业银行的分合过程。投资银行和商业银行是推动现代金融市场和市场经济的两股重要力量。考察投资银行发展历史可以发现，投资银行和商业银行早期处于混合生长的状态，但是，由于投资银行在直接融资领域起着主导作用，而商业银行在间接融资领域起着主导作用，所以，为了减少金融风险，美国、日本、中国等国家相继采取了银证分离的政策，而市场力量和竞争格局又驱使美国和日本等发达国家的投资银行重新走上和商业银行融合的道路；二是投资银行和证券市场的互为促进关系。证券市场的创立和规模扩大，带来投资银行的繁荣和业务创新，而投资银行实力壮大和不断推陈出新的金融创新，又直接推动着证券市场的发展和直接融资比重的提高。

第一节 国际投资银行简史

一、投资银行的起源及其早期发展

最早的投资银行型业务可以追溯到大约 3 000 多年以前，当时，在美索不达米亚地区就存在着一种投资银行业务的原始形态。这种初始的投资银行业务在古希腊与古罗马时代得以继续发展，那时某些富有的商人不仅为王公贵族和教会提供贷款，而且还帮助他们管理财产、制定策略——这种业务活动与今天投资银行的基

金管理、咨询服务等职能有相似之处。

当时，这些王国的货币主要以贵金属为主，所以，金匠能够利用职务之便帮助商人进行资金融通，从这个意义上来说，它们既是现代商业银行的鼻祖，又是近现代投资银行的原始状态，这也说明，商业银行和投资银行从一开始就存在着千丝万缕的联系。一方面，金匠们从担任客户的货币保管人起步，逐步发展成为向商人们提供便利的货币兑换商；从单纯的收取储存货币开始，后来发现有一笔“安全的”库存货币（即存款中的沉淀资金）可以用来借给其他商人从中牟利；从收取储存货币保管费发展到向储存货币的人们支付存款利息；从开具存款收据以作为取款凭证，到凭此收据可以直接支付（标志着银行信用的产生），表明已经具备了近、现代商业银行的一些职能。而在另一方面，这些金匠又为商人们提供票据的兑现、各类证券的抵押放贷和转让、财务顾问及经营咨询等金融服务，这些业务又是近现代投资银行一些主要业务的雏形。尤其是，一些规模庞大的金匠家族不仅承揽了很多工商业者的财务事宜，代其理财或提供咨询，而且往往还有实力保证随时贴现工商业者持有的政府债券，甚至通过向国王提供资金融通帮助而对王国的经济局势产生不可忽视的影响。

投资银行形成的另一个分支则是贸易商人和商人银行的发展。随着区域贸易和国际贸易的逐渐兴起，许多大的商人不仅累积了财富，而且也积累了许多专业商品和国内外市场的知识。这些大商人信誉卓著，除了自己从事商业贸易的同时，还向其他商人提供资金融通的支持。由于这些融资业务利润日益丰厚，所以，一些商人逐渐改变了主业，脱离了商业贸易领域，而专注于融资业务的发展，并不断拓展以融资业务为核心的其他金融业务，于是，这些商人便演变成为汇票经纪人或银行家，他们与金匠家族合而成为早期的商人银行。商人银行的早期业务和一般的商业银行并无很大区别，只是商人银行的业务不断扩展，并逐步走向专业化。

首先进入商人银行这个领域的是意大利人。这和当时意大利经济和金融称雄欧洲分不开。但是，随着时间的推移，意大利人逐渐丧失了在欧洲的经济、贸易、金融的中心地位，到 17 世纪，意大利人已经在欧洲银行业中失去了领先优势。17 世纪后，荷兰的阿姆斯特丹成为新的国际贸易和金融中心，荷兰的商人银行和商业银行家们在 17 世纪乃至 18 世纪的大部分时间里从事着为国际贸易融通资金、兑换外国货币以及为国外政府提供贷款的业务。18 世纪，德意志巨大的扩张野心和成功的冒险为德意志经济的崛起提供了良好的政治环境，随着德意志经济的迅速发展，德意志投资银行不失时机地扩大融资业务，因而在短时期内成为欧洲早期投资银行界一支强大的队伍。到 18 世纪后期，伦敦逐渐取代阿姆斯特丹成为新的欧洲和国际贸易、金融中心，它的核心地位维持到第一次世界大战。正是在这一时期，英国对商人银行业的发展起了至关重要的作用。在这段时期，欧洲大陆许多富有

的商号开始涌入英国，在伦敦建立营业场所。随着贸易竞争逐渐加剧，海外贸易利润下降，制造业中的专业化倾向得到加强，商人们已经无力负担贸易中拓展市场的财务风险。于是，大约从 1825 年开始，伦敦金融市场上崛起了一批承兑商号，这些商号由一些出色的商人主持，专门从事承担出口业务中的财务风险。后来这些商号逐渐家族化。

承兑商号就是英国商人银行的前身，他们的业务从一般贸易转向专门贸易，又从专门贸易转向金融业务，但是，主要业务仍然局限于承兑票据和为贸易提供融资的业务领域。此外，这些家族性质的承兑商号也利用和政治权势的勾结，大量进行投机。这其中，最著名的承兑商号就是霸菱家族、施罗德家族、汉布罗家族和罗斯柴尔德家族。例如，罗斯柴尔德家族借助快马、轮船和信鸽等当时的先进通讯工具，发展起一套情报网络。在拿破仑战争中，他们最先得知拿破仑战败滑铁卢的信息。得知这一讯息后，他们先是在市场上大量抛售英国政府债券，导致英国公债价格暴跌，市场流言四传。但随后，罗斯柴尔德家族又秘密地通过另一位经纪人大量低价吸纳抛盘。结果法军战败消息正式到达伦敦以后，公债价格暴涨，罗斯柴尔德获利丰厚。

跨越大西洋的英美贸易在 18 世纪得到快速发展，日益繁荣的英美贸易也推动了商业、贸易和银行业在美国的发展，为美国投资银行业快速崛起创造了有利环境。但是，美国投资银行的发展环境和发展路向和英国又有所不同。美国政府出于战争的需要，以及铁路建设等基础工业设施发展的需要，发行了大量的政府债券和铁路债券来筹集资金，这是推动美国投资银行业的最有力因素。美国最早的投资银行是 1761 年由 T·A·汤毕尔在费城建立的，而公认的美国投资银行业的创始人则是撒尼尔·普赖姆。他于 18 世纪 90 年代到达华尔街，成为一名主要的股票经纪人，而后成立经营外汇的普赖姆·华德全投资银行，并且进入批量证券交易领域。美国投资银行业产生后，加入了与英国等欧洲老牌商人银行竞争的行列。美国的投资银行不仅从事贸易、承兑汇票、持有汇票和为贸易融资的业务，而且在 19 世纪的七八十年代中，开始大量进入政府债券、铁路债券的发行和销售业务中，在迅速占领本土市场后，它们又向英国乃至欧洲大量派出投资银行家，设立分支机构和营运场所，这些美国投资银行后来发展成为立足美国的国际商号。

二、1929 年大崩溃前的投资银行

从对投资银行雏形和早期投资银行的分析中可以看到，现代意义上的投资银行业产生于欧美。由于美国内战期间和随后出现的兴建铁路热带来庞大的资金需求，美国投资银行帮助美国政府和民间机构发行了大量的政府债券和铁路债券。美国政府债券除了在本国市场交易外，还通过一些大的投资商号进入欧洲市场。

在某些年份里，美国政府债券几乎成为法兰克福证券交易所最主要的交易对象，而与美国金融市场、法兰克福金融市场乃至整个欧洲金融市场共同繁荣的自然是在背后大力推动债券发行和交易的美国投资银行。例如，美国著名的投资商号塞利格曼利用美国内战带来的在欧洲市场上行销政府债券的机会，到 19 世纪 70 年代已经跻身欧洲市场上五大投资商号。而相对于美国投资银行的崛起，伦敦和欧洲的投资银行力量却遭到削弱。一方面，受 1890 年经济危机和第一次世界大战的打击，欧洲经济增长屡屡遭到拦截，与此同时，伦敦的国际金融中心地位也逐渐下降，欧洲投资银行的发展空间受到压缩；另一方面，来自商业银行的竞争也日益使商人银行失去越来越多的融资业务，于是，有些商人银行便逐渐转向发放短期贷款，专事融通票据业务，或是与股份银行合并，逐渐淡出投资银行领域。

整个 19 世纪，美国最著名的投资商号包括摩根·塞利格曼·斯培叶、摩顿·罗斯、梅里尔·林奇(Merrill Lynch, 即美林公司)、雷曼兄弟公司、哥德曼·萨克斯公司(Goldman Sachs, 即高盛公司)等。投资银行与商业银行的区别在美国金融市场上逐渐体现出来。投资银行无权通过发行钞票或者是创造存款来增加货币资金，相反，投资银行家主要是充当中介机构，把投资人和那些需要资金的企业拉在一起。后来，投资银行家逐渐成为投资业务的专家，就最符合市场需要的证券种类及其数额等问题向顾客提出意见和建议。由于投资银行家逐渐积累了丰富经验，许多公司在发行证券筹集资金时，通常都要与投资银行家商量，要求投资银行家帮助决定发行证券的种类并协助推销证券。后来，投资银行家为了获取更丰厚的利润，愿意承担更高的风险而把公司发行的证券全部买断，然后在公开市场上转售出去。如果发行数额太大，他们通常要与其他几家银行组成辛迪加，共同销售这些证券。

随着投资银行操作技巧的提高、规模实力的扩张以及声望资信的上升，许多投资银行家开始直接参与那些和他们有业务往来的公司的管理。例如，通用电气公司、美国钢铁公司和国际商船公司就是在摩根公司领导下创建的。后来，这些善于经营的投资银行家又发现，控制商业银行、信托公司和保险公司可以扩大自己的力量和影响，于是，他们又开始涉足其他金融领域，扩大控制范围。这样，加上他们控制的工业公司，美国就出现了金融寡头，如当时的摩根财团控制了美国钢铁公司、美国电报电话公司、纽约中央铁路公司、几家全国最大的保险公司等。到 1912 年，摩根在 120 家大公司中占据了 341 个董事席位，控制着规模高达 240 亿美元的资产。

1929 年以前的经济持续繁荣带来了证券业的高涨，证券投机商的野心极度膨胀，在“永远繁荣”的舆论鼓吹下，他们把西方主要证券市场的繁华交易变成了一种狂热的货币投机活动。然而，当时投资银行与商业银行不但没有严格分开，反而相互渗透。商业银行凭借其雄厚的资金频频涉足于证券市场，一些大型的银行和信托公司都设有投资附属公司，大银行往往就用存款人的钱来承保新股票甚至直接

参与证券投机；同时，当时各国政府对证券业没有专设的管理机构，也没有制定有效的法律来规范证券业的发展，对证券市场中极为猖獗的操纵价格、欺行霸市的行为置若罔闻，熟视无睹。这一切，都为 1929~1933 年的金融和经济危机埋下了祸根。

三、1929~1933 年的投资银行

1929 年 10 月 28 日这个被西方人冠以“大崩溃”、“黑色星期一”的可怕一天，拉开了整个世界 30 年代大萧条的序幕。在这一天中，华尔街上市的钢铁公司股票下跌了 18 点，通用电器公司的股票下跌了 48 点，纽约证券交易所的股票平均下跌了 50 点。然而这仅仅还是开始，在此之后，股市狂跌不止。从 1929~1930 年，纽约证交所上市的股票价值下跌了 82.5%，从 892 亿美元下跌到 156 亿美元。

股市的崩溃，是经济危机的导火索。从股市崩溃到 1932 年，世界经济一直呈螺旋形下降，世界历史上空前持久和深刻的经济危机爆发了。从危机前最高点（1929 年 5 月）到危机时的最低点（1932 年 7 月），美国的工业生产下降了 55.6%，退回到了 20 世纪初的水平。在危机中，英国生铁产量下降 52.9%，钢产量下降 46%，造船业产出下降 91%。德国的工业生产降低了 40.6%，其中生产资料生产指数下降 53%，消费品生产指数下降 25.3%，分别退回到 19 世纪末和 20 世纪初的水平。在这个史无前例的危机中，无数银行、工厂破产倒闭，成千上万的工人失业，数以亿万计美元的财富付诸东流，生产停滞倒退，主要产品的产量甚至退回到 19 世纪的水平。在这一灾难中，投资银行当然是首当其冲的受难者。无数的投资银行倒闭，证券业极度萎靡。

在对证券市场和银行业务活动进行精密的调查之后，美国政府认识到银行信用的盲目扩张和商业银行直接或间接地卷入风险很大的股票市场，是 1929 年股市大崩溃的罪魁祸首。一旦处于全国经济核心的银行倒闭（1930~1933 年美国共有 7763 家银行倒闭），整个经济便不可避免地陷于崩溃。因此，美国国会通过了《1933 年银行法》，其中第 16、20、21 和 32 条就集中地对证券投资活动的布局和渠道作了大规模调整，制定了证券投资活动的根本原则。这些原则通常被称作《格拉斯·斯蒂格尔法》（Glass Steagall Act），它将商业银行业务和投资银行业务截然分开，从而根本上确定了投资银行的概念及其在国民经济中的地位。同样，在认识到投资银行与商业银行混业经营、混业管理的缺陷之后，英国在 1933 年也将投资银行和商业银行业务分开，并进行分业管理。从此，一个崭新的、独立的投资银行业在大危机的废墟中崛起。

投资银行和商业银行分业经营之后，许多既从事商业银行业务又从事投资银行业务的大银行将两种业务分离开来，成立了专门的投资银行和商业银行。例如，JP 摩根公司根据 1933 年银行法关于商业银行业务和证券业务必须分离的决定，

于 1935 年决定维持原有的商业银行业务，而部分高级合伙人和职员退出公司，成立摩根·斯坦利(Morgan Stanley)证券公司，由此，前者成为专业的商业银行，后者成为专业的投资银行。还有些银行在两者之间，根据自身情况挑选一种而放弃另一种，成为专门的投资银行或商业银行。例如，花旗银行和美洲银行成为专门的商业银行，而所罗门兄弟公司(Solomon Brother)、美林公司和高盛公司等则选择投资银行业务，成为专业的投资银行类金融机构。

四、大危机后投资银行的发展

经历了大危机之后，美国经济乃至世界经济在罗斯福“新政”的刺激下开始复苏。1934 年，以美国华尔街为代表的世界证券市场逐渐从“黑色星期一”的阴影中走出，沉寂多时的投资银行又重新活跃起来。可惜不久以后，欧洲和日本便陷入了战争的灾难之中，其证券业的发展受到严重制约。相反，远离第二次世界大战主战场的美国的证券市场则在日趋完善的法律的护航下平稳地发展了数十年。第二次世界大战结束后，美国证券市场更是突飞猛进。20 世纪 50 年代末，美国的股价和交易量同步增长，1963 年股票交易量首次超过 1929 年的水平，从 1963~1968 年交易量增长了 3 倍。在此过程中，美国投资银行获得了迅猛的发展，为其成为世界上最具典型性、实力最雄厚的投资银行奠定了坚实的基础。投资银行和商业银行分别在证券领域和存贷领域，为美国经济发展和成为世界头号强国作出了卓越的贡献。

但是，随着证券交易额的大幅上升，证券交割制度的落后就愈显突出，并对美国投资银行的发展造成了严重伤害。1968 年 12 月末交割金额达 41 亿美元，清算的差错率高达 25%~40%，人工交割的落后和未交割业务的堆积使 100 多家投资银行因此倒闭。这次投资银行危机促使了证券业电子技术的普遍运用。此外，美国政府于 1970 年颁布了《证券投资者保护法》，设立了与商业银行存款保险制度有异曲同工之妙的“投资银行保险制度”，并在此基础上建立了“证券投资者保护协会”(Securities Investors Protection Corporation, SIPC)。70 年代以来，为了同其他金融机构竞争，投资银行不断在市场上推出各种各样的金融创新产品以争取顾客。例如 70 年代初开始出现的抵押债券；由美林公司创办的一揽子金融管理服务；杠杆收购(Leveraged Buyout, 简称 LBO)及其相关金融产品；期货、期权、互换等金融衍生工具等等。投资银行开拓性的工作，使得金融行业尤其是证券行业变成了变化最快、最富革命性和最富挑战性的行业之一。同时，金融创新的突飞猛进，也反映了投资银行、商业银行、储贷机构、保险公司、信托公司等正在绕过传统的严格的分业管理体制的约束，互相侵蚀对方的地盘，金融竞争已经白热化。面对这种形势和不断加剧的来自国外金融机构的竞争，实行分业管理的国家都不得不重新审视以往的金融管制政策，投资银行和商业银行业务的再度融合，已经成为不少发达国

家金融市场的大势所趋。

日本投资银行的兴起和衰落是第二次世界大战之后国际投资银行界值得关注的事情。第二次世界大战后，随着日本经济从废墟中迅速崛起，日本投资银行也异军突起，成为国际投资银行界不可忽视的一支力量。1948年5月，日本颁布第一部证券交易法，采用美国的银证分业经营模式，从而确立了证券公司存在、发展的基础。1949年恢复和成立的东京、名古屋、京都、神户、大阪等证券交易所又刺激了日本证券市场的发展。进入20世纪70年代以后，日本政府十分注重对证券公司的管理，提高公司质量，扩大公司规模。进入80年代后，日本投资银行进入业务创新和规模扩大阶段，证券公司经过分化改组，发展出野村、大和、山一、日兴四大投资银行巨头。在80年代末期的泡沫经济中，随着日本证券市场市价总值雄居世界第一，野村等日本投资银行也在规模上傲视全球同行。但是好景不长，由于日本证券市场泡沫经济破灭，日本经济陷入长期低迷，以四大投资银行为首的日本投资银行界也陷入困境，特别是在亚洲金融危机爆发之后，1997年和1998年日本投资银行界出现了行业性亏损，1997年甚至出现多家证券公司破产的事例，引发日本战后最大的金融机构倒闭风潮，先是11月3日，名列日本第七的三洋证券因其债主拒绝把200亿日元债务的还款期限推迟而被迫向法院申请保票令，成为日本金融史上第一家宣布破产清盘的投资银行，后是11月24日，第四大投资银行山一证券在成立百周年之际突然宣布破产，负债高达3.2万亿日元，成为日本战后规模最大、负债金额最多、影响最大的倒闭事件。为了改革迟暮的日本金融业特别是证券业，提高其效率和国际竞争力，1996年11月开始，日本公布金融体制改革方案，这场被称为金融大震荡的改革以“国际化、公平化、自由化”为原则，允许各金融机构业务相互渗透，允许股票交易手续费自由化。这场改革，在日本投资银行界引入商业银行、国际投资银行的激烈竞争，能否使日本投资银行业以大量证券公司倒闭为代价带来效率的提高，事关日本投资银行业下个世纪的国际竞争力和生存能力。

在国内金融市场日趋饱和的前提下，发达国家投资银行积极向新兴证券市场如墨西哥、新加坡、韩国、印度、印尼等国乃至中国的台湾、香港地区及大陆内地的证券市场进军，并取得了可观的利润。整个20世纪80年代和90年代的上半期，投资银行都在一个不断变化的环境中发展壮大，新的金融工具、新的业务领域、新的金融市场、新的金融体制使得投资银行业经历着日新月异的变革。

五、新兴市场投资银行的发展

和发达国家的成熟资本市场相对应，新兴市场（Emerging Market）是对发展中国家和地区创立时间短、发展速度快的资本市场的称呼。第二次世界大战之后国际投资银行界的一个重要特点，就是在发展中国家和地区涌现了一批新兴市场和

活跃于这些新兴市场的投资银行。

在 20 世纪 70 年代前后，处于东南亚的东盟各国纷纷引入投资银行。新加坡的第一家投资银行是创立于 1970 年 3 月的渣打投资银行（The Chartered Merchant Bankers Limited）；泰国的第一家投资银行是于 1969 年 3 月成立的泰国投资证券有限公司（Thai Investment and Securities Co., Ltd）。在东盟国家中，这些现代投资银行的建立有 3 种方式：一是由政府部门发起，在世界银行集团下属的国际金融公司（IFC）的帮助下创立，如泰国和马来西亚；二是由私人部门自发创立的，如印度尼西亚和菲律宾；三是依靠其发展银行类金融机构创立的，如新加坡。此外，由于国际货币市场的充分流动性、东盟国家旺盛的贷款需求以及新加坡、香港证券市场的繁荣，也吸引了大量的国外金融机构涌入东盟各国。不过，其中绝大多数机构由于受到东道国对国外资本控制权方面的限制，采用了购买持有东道国其他投资银行类的非银行金融机构的股份方式进入东盟各国的金融市场。东盟各国的投资银行业在 1973 年至 1974 年发展至阶段性顶峰，以后各国都开始限制新进入者的数量（新加坡例外）。从业务上看，东盟的投资银行都将注意力集中在 2 个方面，一是基金操作和筹集存款，二是充当经纪人。

在其他新兴市场，以国内业务为主的投资银行业也迅速得到发展，在亚洲，这类投资银行发展最为成功的是韩国。韩国最大的本土证券公司大宇证券前身是成立于 1970 年的东洋证券公司，1973 年被大宇收购，1983 年与三宝证券公司合并，实缴资本从 1970 年的 5 000 万韩元增至 160 亿韩元，成为韩国大宇集团的核心成员机构。1996 年大宇证券公司资产达到 26.88 亿美元，按资产计，列全球各大投资银行的第 22 名。但是，在亚洲危机中，大宇证券和其他韩国本土投资银行一道受到沉重打击。在拉丁美洲，本土投资银行最为发达的是巴西和墨西哥；在中东是约旦；在非洲是尼日利亚。

六、现代投资银行业发展的共性分析

从对投资银行业发展的时间序列和空间序列两个维度所作的分析中可以看到，尽管投资银行在各国产生和发展的历程不尽相同，但是，如果抛弃其中的特殊差异性，而对一般性进行抽象，可以发现，现代意义上的投资银行，其产生和发展具有如下的一般共性特征。

（1）证券与证券交易。投资银行诞生伊始，就同证券结下了不解之缘，而证券交易及证券交易所的发展，更是投资银行迅猛壮大的催化剂。1773 年在英国伦敦柴思胡同建立的伦敦证券交易所，1792 年几个美国人在纽约的一棵梧桐树下商定成立的纽约证券交易所，以及 1878 年成立的日本东京证券交易所等各国证券交易所，为投资银行的迅速发展提供了广阔的天地，投资银行逐步奠定了其作为证券承

销商和证券经纪人在证券市场中的突出地位。反过来，投资银行及其开拓性业务的发展也极大地促进了证券市场的发展。而到了 20 世纪 90 年代，金融证券化的突飞猛进，更是为投资银行发展创造了前所未有的良好环境。统计数据表明，在 1993~1998 的五年间，国际银行信贷融资净额从 2 000 亿美元降至 1 150 亿美元，而同一时期国际证券融资净额却从 1 949 亿美元猛增到 6 703 亿美元，如图 1-1 所示。1999 年，全球股票市价总值首次超过全球国民生产总值更标志着证券市场在金融深化中扮演的重要角色。

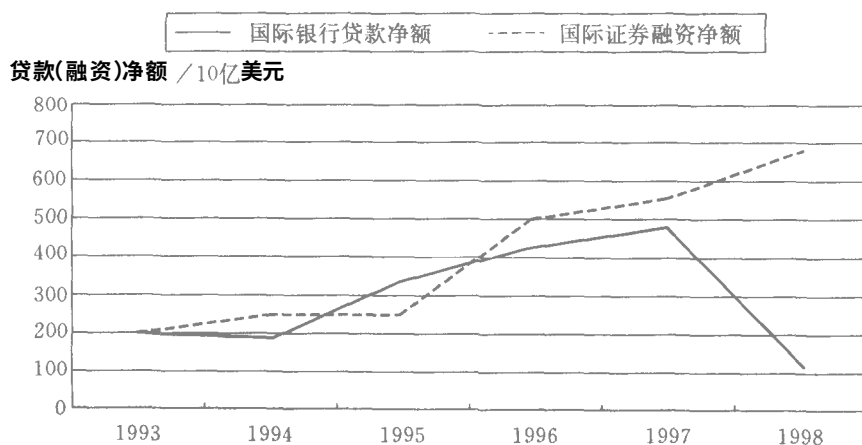


图 1-1 国际银行贷款和国际证券融资净额的变化

(2) 战争等特殊事件带来的资金需求。以美国为例，在美国独立战争中，美国的战时国会、各州和军队都发行了各种各样的中期债券和临时债券。战争结束后，美国联邦政府为了取信于民，就以发行联邦债券的形式承担了这笔共达 8 000 万美元的债务。在发行债券进行筹资的过程中，投资银行作为中介机构起了重要作用，同时通过经营批发业务、安排证券发行、进行证券承销等，投资银行的自身业务也得到了飞速发展。

(3) 股份公司出现给投资银行承销业务带来革命性影响。股份公司是资本主义经济发展的必然产物，它在 16、17 世纪随着西欧各国海外贸易和殖民扩张的兴起而兴起，在 18、19 世纪逐步完善发达。股份制的出现，带来了西方经济体制中一场深刻的革命，也使投资银行作为企业和社会公众之间资金中介的作用得以确立。

(4) 满足基础设施建设需要而发行债券，是投资银行快速发展的强大推动力。资本主义经济的迅猛发展，给交通、能源等基础设施造成了巨大的压力，为了缓解这一矛盾，18、19 世纪欧美掀起了建设基础设施的高潮。例如，1840 年左右，美国在密西西比河和太平洋之间修建了 9 条铁路，中路和南路的铁路线也在当时开始

动工，从东北部的平原至墨西哥湾的南北主干线也在修筑，在同一时期内有 900 条铁路线在施工。在此过程中，资金的需求十分巨大，这是任何个人所无能为力的，于是，投资银行业务在筹资和融资过程中得到了突飞猛进的发展。

(5) 企业兼并刺激投资银行并购业务和咨询业务的跃升。资本主义的发展始终伴随着企业之间的兼并与联合。仍以美国为例，在 1898~1902 年间，美国企业界掀起了一次横向并购的浪潮：1897 年仅有 4 起并购事件发生，而在 1898~1902 年间，则有 360 起并购事件发生。为了帮助企业融资并促进并购活动的完成，投资银行在 1897 中发行了 62 起可转换成其他证券和资产的债券，在 1898~1902 年则迅速增加到了 3 026 起。在此浪潮中，投资银行不仅拓展了其在收购、兼并方面的顾问业务，而且获取了可观的利润。

第二节 国内投资银行简史

一、国内证券市场状况

要了解我国投资银行和投资银行业的发展历程和当前状况，并对我国投资银行业的未来前景作一展望，首先要掌握我国证券市场的发展脉络。本节主要研讨改革开放后我国大陆证券市场和投资银行的发展状况，不涉及我国香港特别行政区和台湾省的证券市场和投资银行。

1. 改革开放后国内证券市场发展的 3 个阶段

我国的股票交易最早可以追溯到 19 世纪 60 年代，1891 年建立的证券捐客公会构成了我国证券交易所的雏形。1920 年和 1921 年，上海证券物品交易所和上海华商证券交易所开业。到 20 世纪 30 年代，上海成为远东的金融中心，中外投资者均可通过经纪商买卖中外企业股票、债券、政府公债和期货等。1946 年以华商证券交易所为基础成立上海证券交易所股份有限公司，1949 年停业。此后，我国证券市场出现 30 年的空白。进入 80 年代后，在邓小平理论的指导下，伴随着改革开放和社会主义市场经济的发展，我国证券市场逐步成长起来。若以 1981 年我国恢复国债发行为新中国证券市场的发端，迄今我国证券市场已有 20 年左右的历史。考察其发展历程，可以发现存在 3 个突破性的发展阶段：

(1) 从国债发行到交易柜台的出现。1981 年，我国冲破狭隘的“既无内债，又无外债”的社会主义特有光环，向社会公开发行首批国库券。但在那时，一方面国债每年发行的规模极为有限，另一方面，依靠思想动员和行政手段而不是市场手段

来销售国债。在 1981 年到 1985 年，财政部规定国库券不得自由买卖。1985 年以后，投资者可以拿国库券向银行抵押或者贴现，但是，这一改变并未真正使国库券流通起来。1988 年，第一批国库券转让试点在沈阳、上海、哈尔滨、武汉、重庆、广州和深圳 7 个城市同时进行允许 1985 年和 1986 年发行的国库券流通转让，到年底，国库券转让业务基本上在全国铺开，1990 年以后，国债交易市场全面放开。再从股票来看，1984 年 7 月 26 日，北京天桥百货股份有限公司宣告成立，并首次向社会公众发行 300 万元股票，这是第一家在国家工商部门注册登记的股份有限公司，标志着中国改革开放后重新出现股票。1986 年 9 月 26 日，新中国第一个股票交易机构工商银行上海静安股票交易柜台宣告成立，从这个简陋的小柜台起步，我国股票市场开始了包括微观结构在内的各个方面的建设。证券市场由此迈出了从无到有的第一步，实现了从一级市场到二级市场的巨大飞跃。

(2) 从柜台交易到沪深证券交易所的成立。从商业银行和证券公司纷纷开展股票和国债的柜台交易到 1990 年上海证券交易所成立并投入运作之前，我国证券市场基本上处于一种分散交易的状态。但是，分散交易存在市场透明度低、内幕交易盛行、无统一价格的弊端，而且随着交易品种和交易金额的增加，这种分散交易的弊端越显严重。在国家体改委、中国人民银行和有关部门以及上海、深圳证券业内人士的共同努力下，1990 年 12 月 19 日，上海证券交易所宣告正式开业，1991 年 7 月 3 日，深圳证券交易所也宣告正式开业。两个证券交易所在开业之初只有寥寥几家上市公司，如上海证券交易所从开业到随后的一年多里，总共只有 8 家上市公司的股票上市交易。但是，沪深证券交易所的成立，标志着中国证券市场进入集中、有序的新阶段，因此，1990 年上海证券交易所开业也被许多人视为改革开放后中国证券市场的发端。除了在上海、深圳两地创办证券交易所之外，中国人民银行开始建立全国金融市场报价信息交易系统，该系统于 1990 年 10 月在北京建立，1991 年 4 月开始并网运行。

(3) 从沪深证券交易所成立到全国性证券市场的形成。沪深证券交易所的成立和发展壮大，代表了 20 世纪 90 年代中国证券市场由小到大、渐趋完善的过程。在 1991 年和 1992 年的大部分时间中，沪深证券市场依然呈现典型的袖珍市场特点，上市公司规模小，交易金额低，投资者数量少，而且上市公司和投资者主要局限于上海和深圳两地。

1992 年，邓小平“证券、股市要允许看，但要坚决地试”的言论极大地鼓舞了证券市场开拓者的信心，此后，1993 年党的十四届三中全会和《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》的通过进一步激发了证券市场的热情。从 1992 年开始，沪深证券交易所进入快速发展阶段。到 1992 年底，沪深股票家数达到 54 只，上海证券交易所异地投资者的数量和比重上升到 40 万人和 40%。1993 年，上海

证券交易所率先向全国性证券市场转化，上市公司数量从 1992 年的 29 家飞跃到 106 家，其中异地公司的数量已经占到 1/3，股票交易金额从 247 亿元提高到 2 470 亿元，更为重要的是，1993 年“青岛啤酒”的上市标志着大型国有企业开始登陆证券市场。1994 年，上海证券市场又有“上海石化”和“安徽马钢”两艘巨舰驶入，证券市场筹资能力有了质的提高，证券市场为国企改革和发展服务的意识得到进一步强化。从 1993 年到 1995 年的 3 年中，上海证券交易所新开户的投资者中，异地投资者的比重连续三年均在 70% 以上。同时，1993 年和 1994 年，上海还展开和各地交易中心的联网，把交易网络进一步铺向全国。到 1996 年，深圳证券市场也完成了向全国性证券市场转化的最后一跃。

再从管理体制上看，对沪深两个证券交易所的监管也从分散走向集中，从地方走向全国统一。在 1992 年之前，两个证券交易所基本上由人民银行和交易所所在地政府管理，在 1992 年成立国务院证券委、中国证监会后，由地方政府和中国证监会共同管理。1998 年，中国证券市场开始确立垂直统一的监管体系，国务院证券委和中国证监会合并为中国证监会，证券交易所和地方证券监管机构划归中国证监会直接管理。

2. 新中国证券市场的建设成就

(1) 市场规模扩大。第一，市值规模快速提高。从表 1-1 中可看出，到 1999 年底，沪深市场上市公司达到 949 家，市价总值为 26 471 亿元。1998 年，我国的证券化率达到了 24.52%。证券化率是一国（地区）股票市场市价总值和该国（该地区）国内生产总值的比率，证券化率越高，意味着证券市场在国民经济中的地位越重要，因此，证券化率是衡量一国（地区）证券市场规模和发展程度的重要指标。

表 1-1 沪深证券交易所 10 年市场规模

	上 市 公 司 数 量	市价总值与 GDP 比率	流通市值与 GDP 比率
1990 年	10	—	—
1991 年	14	—	—
1992 年	53	3.93%	—
1993 年	183	10.20%	—
1994 年	291	7.89%	2.06%
1995 年	323	5.94%	1.60%
1996 年	530	14.50%	4.22%
1997 年	745	23.44%	6.96%
1998 年	851	24.52%	7.22%
1999 年	949	—	—

第二，成交金额屡创新高。流动性是考察一国证券市场深度的重要指标，而成交金额是量度流动性的一个关键尺度。随着上市公司数量的增加，投资者参与热情的逐年提高，近年来，我国证券市场的成交金额呈现迅速增加的态势。1992年，沪深证券市场股票成交金额只有681亿元，到1993年提高到3667亿元，1994年为8128亿元，1995年回落至4036亿元，1996年大幅度提升到21332亿元，1997年达到30721亿元，在1998年回落到23544亿元后，1999年两个市场的成交金额再次创下31321亿元的历史新纪录。

第三，投资品种日益丰富。股票和国债是我国证券市场最主要的投资品种。随着我国证券市场不断规范发展来，近年来，企业债券市场、基金市场有了迅猛的发展，新的投资品种不断涌现。例如，1998年3月，随着基金金泰和基金开元分别在沪深证券交易所上网发行，证券投资基金正式启动，8月，又有南宁化工可转换债券上网发行，成为我国证券市场上第一只由中国证监会批准的规范的可转换债券。

第四，筹资能力不断扩大。1992年，沪深证券市场股票筹资金额只有94亿元，到1993年上升到375亿元。1994年和1995年由于市场低迷只有327亿元和150亿元，1996年和1997年猛增到425亿元和1294亿元，1998年也达到842亿元。以上海证券市场为例，从1996年到1999年，上市公司筹资总额超过1000亿元，占上海证券交易所成立以来累计筹资1600亿元的3/4。1999年，又有浦东发展银行、东风汽车、武汉钢铁等一批特大型金融和工业企业发行上市，市场承载能力稳步提高。1999年全年中国上市公司通过境内外证券市场筹资1243亿元。

(2) 市场参与主体不断发展壮大。在沪深证券交易所投入运作后前几年，会员单位数量急剧增加，以上海证券交易所为例，从1993年的33家会员扩展到1995年的521家。虽然随着银证分离和清理工作的展开，到1999年6月，会员数量下降到312家，但会员的实力已经有了质的提高。一方面，通过兼并收购和增资扩股，大型投资银行的资本金已达到数十亿元计，另一方面，这些会员公司的营业网点超过2000家，遍布全国各地。投资者数量不断扩大，1992年沪深证券市场开户数量仅有217万户，到1999年末，两个市场的开户数达到4471万户，年均增长率高达60%左右。

随着投资者数量的增加，投资者队伍的结构也在不断优化，特别是机构投资者的数量快速增加，资金实力有了质的飞跃。1992年开设B股市场，允许境外机构和个人投资者进入我国B股市场。1997年11月14日，《证券投资基金管理办法》出台，1998年，第一批5家证券投资基金推出，到1999年10月末，证券投资基金已达16个，发行总规模达到380亿元，证券投资基金已从当初的试点进入加速发展阶段。1999年9月9日，中国证监会向国企开放长期紧闭的二级市场大门，允许国有企业、国有控股企业和上市公司这3类企业进入二级市场。紧接着，1999年10

月 27 日,又宣布保险资金可以买卖已上市的证券投资基金,也可以配售新发行的证券投资基金,11 月 1 日在深圳证券交易所发行的 30 亿元规模的同盛基金就有 30% 即 9 亿份向保险公司配售,这样,保险资金通过证券投资基金间接入市的渠道已经敞开。³ 类企业直接入市和保险资金间接入市,使得证券市场机构投资者队伍得到快速壮大。

(3) 证券市场法制建设不断完善。全国统一的证券法律框架基本形成。沪深证券交易所建立以后,我国高度重视证券市场法制建设工作,强调在完善立法的基础上规范发展证券市场,先后制定出台了 250 多个证券法规、规章和制度。1993 年 12 月 29 日通过并在 1994 年 7 月 1 日实行的《公司法》规定了股份有限公司设立、发行股票、上市、组织结构、财务会计等重要事项,是规范股份有限公司和上市公司活动的根本法律。1995 年在《股票发行与交易管理暂行条例》和《禁止证券欺诈行为暂行办法》等重要法规的基础上,有关部门又颁布了《关于股份有限公司境内上市外资股的规定》、《证券从业人员资格管理暂行规定》等法规和规章,修改了《证券交易所管理办法》。1996 年,有关部门制定了《境内及境外证券经营机构从事外资股业务资格管理暂行规定》、《证券经营机构股票承销业务管理办法》、《证券经营机构证券自营业务管理办法》等。1997 年,又发布了《可转换公司债券管理暂行办法》、《证券市场禁入暂行规定》、《证券期货投资咨询管理暂行办法》和《证券投资基金管理暂行办法》等。1998 年 12 月 29 日,九届全国人大常委会第六次会议审议通过证券市场根本大法《证券法》,该法在 1999 年 7 月 1 日正式实施。1999 年末《公司法》的修改又为高科技企业通过证券市场筹资打开了方便之门。

二、国内投资银行的发展轨迹

1 银行主导的早期投资银行

改革开放后,从我国证券市场形成之初到《商业银行法》颁布之前,我国长期处于银证混合或银证混沌的状态。和其他国家一样,在证券市场发展早期,我国投资银行业务也由商业银行来完成。当时的商业银行不仅是金融工具的主要发行者,也是掌管金融资产量最大的金融机构。由于体制过渡的原因,以国有专业银行为主的商业银行群体在 20 世纪 80 年代纷纷建立了隶属其内部编制的证券部,这些证券部后来独立出去,就形成这些商业银行控制的证券公司。同时,在 80 年代中期,各家银行的总行均设立了信托投资公司及其所属的证券营业部,此外,各地地方上的分支行也仿效而建立了类似机构。截止 1995 年底,全国具有法人资格的信托投资公司共有 393 家,其中全国性公司 24 家,地方性公司 369 家,隶属于国有商业银行系统的 185 家,中央各部委和主管部门的 15 家,行业性公司的 4 家,省级政府部门的 78 家,地方(市)级政府部门的 111 家。这些信托投资公司基本上成立于

1993 年 12 月前。除了银行和银行附属机构设立证券公司外，地方力量和财务公司也参与了早期证券中介机构体系的构造。自 1986 年我国开放证券流通市场以后，各地区都先后成立了一大批证券公司。同时，财务公司也介入证券市场中的投资银行业务，截止 1995 年底，全国共有财务公司 65 家，它们中有相当一部分是当时上海和深圳证券交易所的正式会员。

分析我国一些大型证券公司的形成历史，也可以看到以银行为主的其他金融机构带来的烙印。深圳特区证券公司是我国筹建与开业最早的证券公司之一。由于 1985 年深圳的单位和个人手中持有的国库券数额庞大，迫切需要建立规范化的证券机构来方便国库券的转让和买卖，所以，深圳从 1985 年就开始筹建特区证券公司，1987 年 9 月正式开业。特区证券公司由人民银行牵头，与特区内另 9 家金融机构合资创办，成立时的注册资本为 1 130 万元，1989 年人民银行退出股份。上海的证券经营机构也是如此，海通证券成立之初是交通银行的全资附属机构，申银证券前身是工商银行上海市分行信托投资公司。晚到 1993 年成立的三大全国性证券公司，也离不开商业银行的支持，如华夏证券由工商银行主办，国泰证券由建设银行主办，南方证券由农业银行主办。此外，广发证券、兴业证券、招银证券（现为国通证券）等规模较大的投资银行也是在商业银行支持下创办并获得发展。

2. 投资银行的发展和壮大

证券市场的迅速发展，对投资银行提出了更高的要求，成为投资银行壮大最直接的推动力。在 20 世纪 90 年代上半期，我国投资银行经历了数量上的高速扩张。例如，在上海证券交易所，其会员数量从 1990 年成立之初的 25 家增加到 1995 年的 553 家，席位数从 36 个增加到 4 963 个。在这一时期，承销和经纪业务是投资银行最为主要的两项业务。少数具有开拓意识和创新精神的大型投资银行开始把眼光投向收购、兼并、企业融资以及投资基金等其他领域。例如，早在 1993 年底，国泰证券就作为财务顾问，成功策划了山东渤海股份有限公司对中国最大火柴厂山东火柴厂的兼并，开创了国内投资银行涉足购并的先河。

从 1995 年起，证券市场需求旺盛而证券公司等中介机构数量不足的供求矛盾得到缓解，并且由于市场处于发展的低潮，出现了证券公司供过于求进入买方市场的局面。因而，不仅保持和争取更大的交易和发行份额成为投资银行需要考虑的问题，而且，如何通过新业务的快速拓展，先行占据尚未开发的竞争领域，成为每个投资银行面对的严峻课题。

1995 年《商业银行法》奠定了我国银行业和证券业分业管理的法律基础，所以，银证脱钩势在必行。这一法律的颁布和实施为我国投资银行提供了规模重组和扩张的契机以 1995 年 12 月海南汇通证券加盟深圳长城为发端，各大券商刮起了一股收购扩容的旋风。10 余家商业银行及其下属的信托公司、财务公司和城

市信用社等主办的上千家证券营业部走上了或重组、或转让、或撤销的必由之路。这一期间，广发证券、君安证券、深圳国投等都成功地实现了增资扩股，注册资本分别是原来的 2.5 倍至 50 倍。经过一番证券营业部的“收购大战”，申银万国、君安证券、华夏证券、南方证券、海通证券等一些大型投资银行脱颖而出，它们拥有的营业部少则几十家，多则上百家。由此，这些投资银行真正踏上了全国化的道路，成长为我国投资银行的第一梯队，并为它们今后走向国际化奠定了基础。

在这一期间我国投资银行的发展过程中，有几个事件值得关注：

一是申银证券和万国证券的合并。由于万国证券在 1995 年的国债期货中违规交易并造成巨大损失，1996 年万国证券和申银证券合并组成申银万国证券，成为当时国内注册资本最大和营业网点最多的证券公司。申银万国证券的形成成为我国一流投资银行的强强合并铺开了道路，为后来君安证券和国泰证券合并提供了启示，重塑了我国投资银行界的格局。

二是联合证券和东方证券的组建。联合证券和东方证券成立晚，但在成立之初注册资本就达到 10 亿元，被视为当时的航母级投资银行。联合证券和东方证券之所以能够强力出击，是因为打开了产业资本和金融资本融合的道路，大型国有企业由此加紧联合，向证券业渗透，在联合证券和东方证券的股东名单中，赫然有宝钢、大亚湾核电站、申能集团等大型集团，而且这些集团均握有大宗股权。

三是中国国际金融公司的成立。中国国际金融公司成立于 1995 年 8 月，中国建设银行和摩根斯坦利公司是主要发起人和控股单位。中国国际金融公司总部设在北京，成立时注册资本为 1 亿美元。中国国际金融公司的意义在于几个方面：第一，它打开了中国投资银行和国际投资银行合作的大门。学习国际投资银行的先进经验，对于促进我国投资银行和证券市场的发展至关重要，也是提高我国投资银行未来国际竞争力的一个重要途径。第二，它开启了国有商业银行建立中外合资投资银行或在境外设立投资银行的大门。继中国建设银行发起中国国际金融公司之后，中国银行、中国工商银行等也在香港、伦敦等地成立了投资银行，并且招揽了一批国内外投资银行精英人士。第三，它是我国第一家完整意义上的投资银行。中国国际金融公司的业务范围包括：企业重组、收购与合并顾问、项目融资顾问、人民币普通股票、人民币特种股票、境外发行股票、境内外政府债券的承销、人民币特种股票、境外发行股票、境内外政府债券的自营和代理买卖、基金的发起与管理、投资顾问及其他相关顾问业务、外汇买卖、境外企业、境内外商投资企业的外汇资产管理及同业拆借等等。中国国际金融公司下设的投资银行部主要负责兼并与收购、企业重组、公司融资、结构融资和战略咨询。

3. 投资银行的质变和飞跃

伴随着我国证券市场成长脚步，我国投资银行逐渐成为市场的中坚力量。

然而，由于单个公司规模过小，行业集中度不高，业务范围不广，制约了我国投资银行的进一步发展。截止 1998 年底，我国共有专业证券公司 90 家，证券兼营机构 237 家，平均注册资本仅 1.8 亿元。无论是面对国内竞争还是国际竞争，无论是壮大自身力量还是服务国民经济的发展，都需要我国投资银行迅速扩张。

1998 年底颁布并在 1999 年 7 月实施的《证券法》把证券公司明确划分为“综合类证券公司”和“经纪类证券公司”，其中前者的注册资本要求达到 5 亿元以上。借此契机，从 1999 年起，我国处于第一梯队和第二梯队的投资银行开始大规模扩张，一些中小型的投资银行则考虑联合做大的道路，甚至第一梯队的投资银行也展开了联合行动。1999 年，中国证监会把解决券商融资政策提上议事日程，其中券商增资扩股是解决券商资本金不足的主要渠道之一。1999 年 5 月 23 日，湘财证券成为《证券法》颁布后首家获准增资扩股的投资银行，注册资本从原有的 1 亿元增至 10 亿元。随后，我国投资银行的增资扩股掀起高潮。1999 年 6 月 23 日湖北证券获准将注册资本将增到 10 亿元，7 月 2 日中信证券获准增到 21 亿元，7 月 21 日长城证券获准增到 8 亿元，8 月 18 日，兴业证券获准增到 6 亿元并改组为股份有限公司，8 月 30 日，广发证券获准增到 16 亿元，9 月 9 日大鹏证券获准增到 15 亿元，9 月 10 日江苏证券获准增到 8.5 亿元，10 月 15 日，国信证券获准增到 20 亿元，10 月 18 日，国通证券获准增到 22 亿元。前后不到 5 个月时间，这 10 家投资银行净增注册资本近 100 亿元，注册资本总额达到 136.5 亿元。在此期间，国泰证券和君安证券实现强强联合，以新设合并、增资扩股的方式组建国泰君安证券股份有限公司，注册资本 37.3 亿元，成为国内规模最大、实力最强的投资银行。

在我国投资银行 1999 年掀起的增资浪潮中，上市公司积极参与其中。深圳机场、辽宁成大、安徽华茂、青旅控股、益鑫泰、五矿发展等上市公司踊跃参股投资银行，参股金额少则几千万，多则几个亿。上市公司参股投资银行，不但增强了我国投资银行的资金实力，也为投资银行通过与上市公司缔结战略联盟，实行“主投资银行”制度，进一步打开新的业务空间奠定基础。

三、国内投资银行的未来战略

1999 年末，中国和美国达成中国加入世界贸易组织的协议。根据协议，国际投资银行可以通过中外合资的方式进入中国证券市场，开展承销业务、经纪业务和基金业务。虽然中国证券市场属于高度保护的金融领域，对外开放将采取谨慎态度，但是，加入世界贸易组织仍然会在长期内对国内投资银行产生重大的影响。

1. 加入世界贸易组织对国内投资银行的影响

加入世界贸易组织既给国内投资银行带来竞争压力，也给国内投资银行带来发展机遇。