

建设有中国特色的投融资 顾问产业

——谈投资银行在中国的功能定位

中国投资史研究会理事长 曹尔阶

一、我主张把中国的投资银行业 称作投融资顾问产业

我主张把中国的投资银行业，称作投融资顾问产业，这可能更适合中国的情况。因为：

（一）投资银行本来就不是银行

在金融领域，投资银行是作为同商业银行相对立的非银行金融机构而独立存在的。它包括投资银行、证券

公司、投融资顾问公司，还包括信托投资公司。

国际上对投资银行的称谓并不统一。英国和大多数欧洲国家称为商人银行，美国称作投资银行。虽然都称作银行，事实上它们都不办理一般货币业务。日本在战后吸取美国银行和证券两业分管的经验，按其业务特征，称作证券公司，专营证券承销和交易；而把从事企业兼并、重组和资产管理业务的机构，称作投资顾问公司，都不称作银行。

（二）投资银行产业有其独特的服务领域

一般来说，商业银行从事存款、放款、汇兑和结算等一般货币业务。投资银行不从事这类货币业务。

投资银行的主要业务：一是以证券为主要方式的企业资本融通以及由此引出的证券发行、承销和证券交易业务，这是传统的投资银行业务；二是为企业资产重组、变现、置换以及企业兼并、集团重组所进行的智力服务和金融服务；三是基金管理、直接投资和资产管理；四是公司顾问。后面三项是后来发展的业务。因此，可以说，投资银行所从事的是同资本市场有关的资本类和资产类业务。

投资银行的业务有一个不断开拓发展的过程。早期的投资银行，大部分业务都同资本市场的证券业务有

关，所以最狭义的投资银行定义是严格限于在一级市场以证券承销筹措资金和在二级市场上以经纪人和交易商进行的证券交易。那时有关企业兼并和资本扩张这类重大事务，常常是由资本家依靠自己的经营策略、计谋和诀窍来实施资本运营的。随着生产社会化和市场经济的发展，特别是 80—90 年代西方国家第 4 次和第 5 次两次企业兼并高潮，投资银行把一切企业兼并重组和资本运营的智力服务，都实现了商品化、市场化和产业化。从此，投资银行很快便超出证券范围，把证券经纪人的业务分离出去成为专门的证券经纪人公司，而使自己演变成为专门从事企业并购和重组业务的策划者和组织者，从而在公司顾问和企业并购方面开拓出一个新的天地。严格地说，投资银行既不是银行，也不是证券公司，它同一般货币业务和证券交易业务都没有关系。现在的投资银行实际上已经发展成为一种专门从事企业兼并、收购和重组的投资顾问或金融顾问的知识产业。所以，美国的罗·库恩在其新著《投资银行学》中主张区别投资银行与证券业的不同，只探讨那些影响资本市场活动的证券交易，而把向散户出售证券的零售业务及其研究活动除外。

（三）为什么中国的投资银行业发展不快

我国的证券业务最早是由银行兼营的。50年代的经济建设公债和80年代以来的国库券以及大量企业债券，都是由银行代理发行和承销的。80年代成立了信托投资公司，开始代理股票、债券业务，80年代后期才创办了证券公司，其业务范围大体与日本类似，并没有承担起真正意义上的投资银行业务。直到1995年中外合资的中国国际金融公司创立，中国才有了第一家真正的现代投资银行，这标志着中国的金融改革向发展投资银行产业方面迈出了重要的一步。

中国投资银行为什么发展不快？名称问题和业务范围问题是一个重要原因。

中国的经济管理，一向有两大顾虑：一是顾虑银行的信贷膨胀和投资规模膨胀；二是顾虑证券交易炒作上的过度投机。前一段，信托投资公司和证券公司都争先要承办投资银行业务，而在经济生活中信托投资公司曾经多次以短期拆借资金扩张长期投资，证券公司曾在股票炒作上一度助长过度投机，这就更加增加了中国金融管理层在发展投资银行产业方面的顾虑。因此，发展中国的投资银行业，必须对于防止信用膨胀、投资膨胀和防止过度投机，有一个明确的说法。我认为，在中国为

投资银行正名，不称作银行，而称作投融资顾问公司和投融资顾问产业，可以同银行的货币业务和一般证券交易业务有所区别。在具体的机构设置上，可以顺应原来的习惯，把从事证券承销和经纪交易业务的称作证券公司；把从事企业投融资顾问业务以及企业兼并、重组和资产管理等业务的，称作投融资顾问公司。两者可以总称为投融资顾问产业。

同时，考虑到金融向全能银行发展已经是世界性趋势，对投融资顾问业务应该适当放开，投融资顾问公司可以做，信托公司和证券公司也可以做，但应该设置专职部门。乃至一般商业银行也可以专设一个部门从事除证券和基金承销、交易以外的投融资顾问业务。

（四）投融资顾问的服务需求突如其来

在传统体制下，产权不能流动，资产存量不能流动。产业结构调整，只靠投资增量调节和行政性的“关停并转”，抑制了资源优化重组的市场服务需求，投融资顾问产业不具有生存空间。

1995年十四届五中全会提出了“两个根本转变”，确立了存量资产重组的方针。1997年的十五大重申了社会主义初级阶段，确立了从战略上调整国有经济布局和对国有企业实施战略重组的方针，投资银行的服务需

求出现了戏剧性的增长。

——几十万个国有企业的“抓大放小”，需要对凝固了 40 多年的产权和资产存量进行流动和重组；

——高负债率的企业有近 1 万亿元的过度负债，需要通过股市直接融资来优化资本结构，调整负债比率；

——国企改革实施“以资本为纽带，通过市场，组建跨行业、跨地区、跨所有制和跨国经营的具有国际竞争力的大企业集团”战略，需要投融资顾问产业帮助组织兼并、收购和企业重组；

——大量的企业进行股份制改造和上市，大量已上市公司要在经营中注入优质资产，保持高回报率和壮大公司实力，都需要金融顾问；

——几千亿的银行不良资产需要进行资产保全和债务重组；

——中国的工业化和城市化建设、西部地区开发和建设，以及优势产业的战略发展和集团重组，需要在财政、银行以外，从国内外资本市场筹措巨额资金；

——中国的大城市需要在产业结构调整中培育产业结构转移能力来实现产业结构高度化。

——近 5 万亿元的居民存款和 2 万亿元的企业存款，需要寻找投资顾问和新的投资形式；

所有这些，都向投融资顾问产业从资本融通、产权流动、企业重组、产业扩张、资产管理和财务金融顾问

等方面提出了广泛的服务需求。构成了世界上任何一个国家很难碰到的几乎是从平地上涌现而又潜力极大的投融资顾问方面的服务需求。所以确切地说，中国的投资银行不应当称作银行，而应当称作投融资顾问产业。

二、当前中国资本市场和投融资顾问业情况

（一）从证券市场看中国的投融资顾问业

以股票市场为主的证券市场是社会主义市场经济的一个重要组成部分。股市的实践，至少显示了三大主要功能和主要成就。

一是以资产换资本的交易，体现了融资功能，以资本社会化适应了社会化大生产的资本扩张需要。1997年新上市公司 215 家，境内外筹资 1325 亿元。

二是产权流动对企业资本价值的发现功能。到 1997 年底，深、沪上市公司总数 745 家，总股本 1771 亿元，年末总市值已达到 17529 亿元，升值近 10 倍，市盈率 40 倍左右。

三是资产重组，以优汰劣，优化资源配置的功能。1997 年上市公司的资产重组有 263 家，343 起。其中，买壳或借壳上市的 52 起。除极少数外，大多数公司的

资产质量和财务状况均有不同程度的改善。

股市的实践说明，国有企业进行股份制改造并上市，在抓好生产经营的基础上抓好资本运营，提高企业和资本的运作效率，是企业发展的一个重要途径。股市的成就同时也体现出初出茅庐的中国投融资顾问产业（包括证券公司和信托投资公司）在企业上市融资和资产重组方面的成就，尽管是初步的，但却是大有潜力和大有可为的。

（二）不完全的资本市场与不完全的投融资顾问产业

这是股市的实践向我们展示的另一个现实。

1. 筹资手段即证券品种不完全，证券市场侧重于股票和国债，基金市场仅仅在证券投资基金上刚刚起步。企业债券的面很窄。股票当中，优先股还是空白。

证券品种的不完全，一方面，不能不使企业和投融资顾问产业在筹资方式上受到很大的局限，不可能认真地权衡筹资成本和选择筹资方式。另一方面，也使投资者失去了从多种筹资渠道了解筹资企业经营信息和选择合适的金融商品的机会。

2. 投资者不完全。我国证券市场体制设计上有一大缺陷，就是只考虑利用证券市场筹资，没有规划好面对各种投资者的资金渠道。只有 3100 万分散的个人投

资者，缺少机构投资者队伍。保险基金、养老基金不许入市，企业只能在“不许炒股”的条件下进入股市，证券公司的自营资金可以入市，但不能融资和融券，银行信贷资金不许违规流入股市。这样，就把证券市场置于一个非常不稳定的 3000 万散户游击队的基础之上。

3. 股票流通的不完全。现在只有社会公众股可以流通，国有股和法人股不能流通。由此带来了多方面的矛盾。一是同“十五大”确定的调整国有经济战略布局必须推动产权流动和资产存量流动的战略方针相矛盾，使改制上市刚刚出现流动希望并凝固了 40 多年的资产存量，又在国有股、法人股不能流通的法制规定上，重新冻结了起来。二是它同利用国内外资本市场帮助企业上市筹资、帮助国有大中型企业三年摆脱困境的大目标有了矛盾。三是上市公司越来越多，不能流通的国有股、法人股包袱累积的面值已近 1400 亿元。四是给上市公司的资产重组带来种种非市场行为和难以规范的困难。

4. 政府越俎代庖。中国是个公有制为基础的国家，政府改革的方向是政企分开。但是在真正实现政企分开之前，总是一身二任：既是地方国有企业的出资人和决策者，又是区域经济的管理者和协调人。在涉及国有企业改制、改组和地方控股企业的并购、重组这些问题上，不但是地方政府说了算，而且常常是政府直接策划

和运作，使投融资顾问产业很难起到顾问和中介的作用。

另一方面，上市程序上实行的“总额控制、限报家数”，也使地方总揽了上市企业预选名单的圈点核批大权，从而使企业上市这个本来是市场经济的活动，一开始就受到了政府非市场行为的畸形控制，出现了一些弊端。诸如，把上市当作“扶贫”，以“捆绑上市”的所谓集团来追求发股圈线的规模，以及不顾条件地指令上市公司兼并某某亏损企业等等。

5. 证券法制不完全。当然，发展中国家的新兴股市，从无到有，从小到大，在法律规制上总有一个逐步制定和不断完善的过程。但是，这个过程不宜拖得太长，特别是对于有些同战略方针相背离的规定和条款，应及早发现和修订。

6. 投融资顾问产业不完全。由于上市指标审批制和国有股、法人股不能流通的制约，又由于股市缺少机构投资者，使得中国股市过分依赖于分散的个人投资者。企业的上市或重组，不取决于投资银行的高智力服务，仅仅取决于投资者的感觉和投机偏好，也给了券商在信息获取不对称条件下做庄炒作左右市场的机会。这种市场条件，培育了券商的过度投机。所以，有人说，中国只需要券商，不需要投资银行。这不是没有道理的。去年以来，上市公司“壳资源的利用”、企业并购

和资产重组成为股市热点，其中确有一些并购和重组案例，是聪明绝顶的投资银行创意。但是，对于有些证券公司来说，真正赚钱的并不在并购和重组上，而是在（而且仅仅在）二级市场的做庄和炒作上。前一段重组板块股价异常波动，其源盖出于此。其后监管当局加强了对 ST 板块的特别处理，股价稍见抑制。其实，这仍然是扬汤止沸。如果不能在上市审批和国有股、法人股流通方面有彻底的改革，不能在培育机构投资者方面有较大规模的突破，股市的过度投机问题是不会得到根本解决的。

一个完全的市场，应该是有多方面的投资者，又有多方面的企业，还有包括投融资顾问产业在内的多方面的中介机构，又有多种筹集资金的手段和金融商品，在信息披露相对充分条件下进行股票和各种证券的完全流通。筹资者有充分权衡筹资成本和选择筹资手段的机会；投资者有充分认识企业、权衡收益、判断风险和选择证券的机会；投融资顾问企业有为企业进行常年服务、显示其资本运作效率和高智力服务并能不断向市场提供优等经营和成长性高的企业的机会。所以，市场资金才能充沛，资本的流转才能有效率，市场才能起到扶优汰劣、优化资源配置的作用。我们现在是一个不完全的资本市场，市场不完全，投资者不完全，证券品种不完全，股票流通不完全，政府又干预过多。股票的发

行，有赖于以低价中签向二级市场让利；上市和重组不靠投资银行的智力服务，完全依靠市场炒作。所以，股市资金支持，投机性过大，市场效率不高，股价波动异常，监管非常吃力。

三、建设有中国特色的投融资顾问产业

（一）发展中国的投融资顾问产业，要在中国特色上下功夫

所谓“中国特色”就是从中国的实际出发。

第一，要切合中国社会主义初级阶段的国情，既要致力于促进能够极大地发展社会生产力的公有制实现形式，又要促进多种所有制经济使它们各得其所。但是，要把借助于国内外资本市场发展直接融资，支持国有经济调整战略布局和国有企业的战略改组放在第一位。

第二，要切合中国经济体制从计划经济转向社会主义市场经济的变化，借鉴西方经验，因地制宜地设计各种适合中国需要的筹资方式、筹资手段，资产证券化的方式，以及相关的各种金融商品，并提供一切智力服务，促进中国证券市场的发展。

第三，要从中国目前已经形成的不完全资本市场的

实际出发，针对现实经济生活中的各种矛盾，适时地提供各种智力服务，使它逐步发展成完全的资本市场。这当中要着重处理好政府和市场之间的关系，既要充分考虑政府是出资人和决策者的地位和作用，又要促进政企分开和市场化的改革，按市场规律办事。

第四，要从中国企业组织形式上的“小而散”和产权分散在地方的特点出发，在产业整合的基础上，以资本为纽带，为发展跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的具有国际竞争力的大型企业集团服务，形成各主要产业的核心力量。

（二）建设投资者队伍——重点是基金

中国资本市场的当务之急是培育机构投资者队伍，当前的重点是发展证券投资基金。证监会宣布开放十家投资基金，至少将吸收资金 200 亿元，这在股市资金方面将有所突破。

各国经验表明，投资基金是证券市场十分重要的支持力量。有资料说，10 年前美国个人的银行存款是共同基金的 10 倍，到 1997 年，美国个人存款为 3.36 万亿美元，共同基金为 2.88 万亿元，基金已相当于银行存款的 85.7%。现在我国股市市值约 2 万亿元，其中可以流通的社会公众股不过 5000 亿元左右。如果能在投资

基金上吸收二三千亿元，经过几年的发展，每年居民新增储蓄存款 1 万亿元中，能有 1/3 或 1/2 投入基金，中国的证券市场将会有很大改观。

基金的另一个方面是不仅要发展证券投资基金，还要发展产业投资基金、创业基金和风险投资基金，使它们在未来的投资体制中居于一个重要的位置。

中国的投融资顾问产业要在中国资本市场上建立功勋，首先必须在基金管理上迈出步伐。重要的不在于管理多少基金，而在于如何显示出基金管理上的获利能力，即基金的获利水平是否确实高于一般散户投资者的获利水平。

现在大家争论保险基金、养老基金能否入市？我认为，关键还是看基金管理者有多大的本领。如果基金管理获利颇丰，不但基金会有大发展，保险基金、养老基金也能在购买基金上有所突破。否则，你管不好老百姓的钱袋，就更不必指望你能管好养老基金和保险基金的钱袋了。

（三）上市与包装：为资本市场的资产换资本 提供优质企业

投融资顾问产业作为资本市场的中介机构，其特点是为资本的供求双方充当媒介。我认为，资本市场不仅

是调剂长期资金供求和余缺的市场，而且首先是一个以资产换资本的交易市场。资本交易的价格，既受资产质量的影响，也受资产风险程度的影响，当然还要受资本供求关系的影响。通行的原则是按质论价，风险和收益相对应。如何使资本市场上的资本交易保持公开、公平和公正，需要有投融资顾问产业为这种交易特别是交易价格方面提供专门的服务。作为第一步，就是为企业的上市服务，这就是通称的上市与包装。包装的实质是要为企业资产的质量和风险定价，向市场提供优质资产的企业。包装的目的不是隐恶扬善，不是把丑小鸭美化为漂亮的天鹅，而是要善于研究某一特定企业在资本运营中的机会成本与边际收益，从而发现它的价格，并以其智力服务把这种价值恰当地体现出来，使其达到最优化。投融资顾问产业必须为它推荐上市的企业充当保荐人，并对它所提供的这种“包装”负责。正因为这样，包装的正当含意，应该是以恰当的智力服务向市场提供优质企业，而不是行骗。

上市包装的核心，是为企业资产的质量和风险定价，要把特定企业的资本价值恰当地体现出来。以在香港上市的红筹股为例，1996年“上海实业”上市，正是香港“中国概念股”股价不振。当时为上海实业充当财务顾问和主承销商的是百富勤和摩根·斯坦利。他们分析过去上市的红筹股主要是工业生产企业，这次对

“上海实业”着重突出了它在“上海概念”和“消费概念”上具有的特殊价值（中国是一个有 12 亿人口消费市场的大国，上海是一个开放的大城市），确实起到了成功上市和重振中国概念股的作用。但是，上市后的“上海实业”却以上海市窗口企业的形象不断通过配股募集资金和不断注入上海市优质企业优质资产的成功实践显示出“上海实业”的高成长性而引起香港股民的追捧。1997 年“北京控股”在香港上市，充当财务顾问和主承销商的也是百富勤和摩根·斯坦利。最初也是套用“上海实业”模式，突出首都概念和消费概念方面的价值。但随着“上海实业”在注入资产上以窗口企业受到追捧的新情况，他们立即调整思路，直接端出了“窗口”概念，把“北京控股”作为窗口企业可以不断注入优质企业的成长性的价值，适时地恰当地体现了出来。所以“北京控股”超额认购 1200 倍，冻结资金 2100 亿港元，一下子走红香港。

投融资顾问产业要真正在上市包装上做出贡献，就必须抛弃过去那种依靠二级市场做庄炒作的投机商陋习，认认真真地抓财务分析，把向市场提供优质企业作为始终不渝的要旨。

特别是十五大报告提出要以资本为纽带，通过市场，组建跨行业、跨地区、跨所有制和跨国经营的大企业集团。但是，中国在长期的计划经济体制下还保留着

某些计划指标管理以及部门管理、地区管理的人为局限，给股份制改造和公司上市增添了一定的人为障碍。因此，中国的投融资顾问产业，在推进股份制方面，既要遵循市场经济的规律，为国有企业同各种所有制企业和外国企业以及外国投资者的结合提供服务；又要针对中国的具体情况，为克服旧体制下的各种条块分割和人为障碍寻找解决的办法。同时，中国股市目前实行的指标管理方法（总量控制、限报家数），也助长了地方政府用“捆绑上市”的办法把若干企业组合成所谓企业集团，以追求募集资金的规模。这就增加了投融资顾问公司的工作难度，既不能不考虑集资规模，又不能把许多互不关联的企业“拉郎配”，增加将来在经营管理上的困难。特别还因为，政府部门和企业在长期的计划经济体制下只重视产品生产，不重视资本运营，因此投融资顾问产业在资本运营方面的优势，将大有用武之地。

（四）为优化资源配置服务：企业并购与“壳”资源利用

市场经济下的企业会由于资源、技术、市场的变化以及企业生命周期的变化，出现平均利润率下降的趋势，因而需要通过市场方法对现有企业的资源配置进行优化和重组。这是一个普遍的规律。中国企业还有一个