

第一部分

什么是投资银行

第1章 投资银行导论

第2章 投资银行的发展历史和趋势

第3章 资本市场上的金融工具

第4章 投资银行的业务类型

第 1 章 投资银行导论

◇学习目标

- 掌握投资银行的定义、本质和行业特征
- 了解国内外投资银行的基本类型
- 熟悉国内外投资银行的发展模式及其利弊

投资银行（Investment Bank）和商业银行都是现代金融体系中的重要组成部分，商业银行主要提供间接融资，而投资银行则是直接的金融媒介，是直接经营资本的金融企业。投资银行在现代市场经济和金融体系中发挥着不可替代的作用，它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。投资银行的主要资产是金融智慧，主要产品是金融建议和金融职能。在经济全球化的浪潮中，投资银行在国际经济运行中发挥着越来越重要的作用，日益成为推动全球经济融合的重要力量。

投资银行的基本概念

1.1.1 投资银行的定义

投资银行起源于欧洲，于 19 世纪传入美国，在西方发达国家已经经历了几百年的发展，并在美国达到了空前的繁荣。投资银行业不断出现新领域、新产品、新机构，特别是 20 世纪 90 年代世界范围内投资银行业务和商业银行业务出现了融合的发展新趋势，使投资银行成为现代资本市场上最具活力的因素。投资银行在各个国家有不同的称呼，在美国被称为投资银行，以英国为主的英联邦国家称之为商人银行（Merchant Bank），在日本则被称为证券公司（Security Firm）。虽然名称千差万别，但这些金融机构的实质是一样的，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，所以都是现代投资银行。

因为投资银行业是一个日新月异的行业，对于投资银行的界定显得十分困难。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（1年或1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。

罗伯特·库恩认为上述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）。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。

结合罗伯特·库恩的观点，我们认为，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金融通服务的中介性金融机构。

1.1.2 投资银行的本质

在1929年大危机之前，投资银行和商业银行是混业经营的，他们之间的业务存在交叉和渗透，投资银行可以从事存贷款业务，而商业银行可以从事证券投资、股票承销和经纪业务等，投资银行和商业银行业务界限十分模糊，导致彼此之间的竞争十分激烈。大危机之后，为了控制风险和金融危机对社会造成的冲击，西方国家开始加强对金融体系的监管，开始实行投资银行和商业银行严格的分业经营制度。1933年美国颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法》（Glass Steagall Act），开始了投资银行和商业银行的分野。

投资银行是一个非银行的金融机构，它不能通过发行货币或创造存款增加货币供应量，不能办理商业银行的传统业务，如吸收活期存款、结算业务等，不参与形成一个国际支付体系。投资银行最本源的业务主要是证券承销以及在此基础上的证券经纪业务（库恩对投资银行的第四种定义），其他任何投资银行业务都是在此基础上的延伸和发展。

虽然投资银行和商业银行之间的直接竞争减弱了，但是在争夺资金来源上仍然存在竞争，因此为了充分了解投资银行的本源和实质，我们有必要将投资银行和商业银行进行对比。

1) 本源业务不同

商业银行是间接融资服务的金融机构，其业务主要包括负债业务、资产业务和派生出来的表外业务。负债业务是商业银行吸收外来资金的业务，包括存款业务和借款业务（金融债券），其中最主要的是存款业务。资产业务是运用其所支配资产的业务，主要是贷款和投资两部分，核心是贷款业务，一般占商业银行总资产业务量的一半以上。资产业务和负债业务能够在资产负债表上反映出来，合称表内业务。表外业务是在表内业务的基础上，利用自身的资金、信息、人才、技术等优势发展起来的金融服务项目。可见，资金存贷业务是商业银行业务的本源和实质，其他业务则是在此基础上的延伸和扩展，商业银行在本质上是存贷款银行。

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。

2) 融资功能存在明显差异

商业银行和投资银行都是沟通资金提供者和资金需求者的媒介，但运作方式上存在根本的区别。

商业银行是间接融资的媒介，它对于资金供给者来说是资金需求者，从事负债业务，而对于资金短缺者来说又是资金供给者，从事资产业务，资金盈余者和资金短缺者彼此之间并不承担任何权利和义务，他们只与商业银行发生关系，彼此没有契约的直接约束，而只是间接信用。债权债务和风险大小均由商业银行和筹资者承担。

投资银行则是直接融资的媒介，所谓直接融资即由资金盈余者以最终贷款人的身份购入资金筹集者所发行的债权凭证的方式而进行的融资。投资银行可以向投资者推介发行股票或债券的筹资者，也可以为投资者寻找适合的投资机会，投资银行是直接融资的中介。投资银行并不介入投资者和筹资者的权利和义务，其利益主要来自于佣金。投资者和筹资者相互接触，并且相互拥有权利并承担相应的义务，是一种直接的信用过程。

除了中介服务方式的差异，投资银行和商业银行的融资服务的重点也不同。商业银行本身必须保持资产具有一定的流动性，对贷款的质量和期限具有严格的要求，一般情况下只向客户提供短期的信贷。根据《巴塞尔协议》的精神，商业银行的资本充足率应达到 8%，其中核心资本充足率应达到 4%。因为商业银行的资金来源主要是客户的存款，银行要保证随时提取和兑付，所以保证资产和负债的流动性成为商业银行的一个主要经营目标。而投资银行侧重于向长期资金需求者寻找长期资金供给者，最初的投资银行业务是在商业银行无法提供中长期贷款，而市场对中长期资金的巨大需求的情况下发展起来的。股票或债券融资获取的资金具有很强的长期性和稳定性，发行时间、证券种类、期限等都可以创新，这些都是商业银行无法满足的。所以，商

业银行侧重于短期资金市场的活动，而投资银行侧重于长期资本市场的活动。

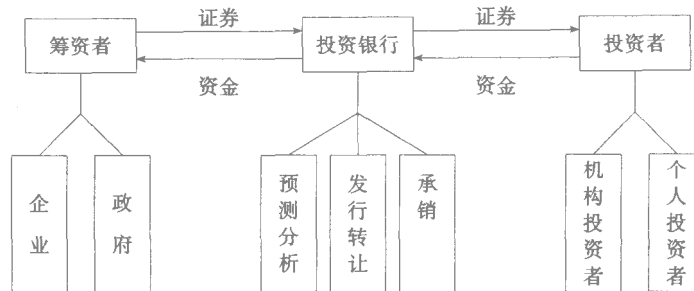


图 1—1 投资银行作为证券经销商的中介作用

3) 利润来源和构成不同

商业银行的利润来源包括三个方面：存贷款利差、资金运营收入和表外业务收入。投资银行的利润来源也包括三个方面：一是佣金，佣金是投资银行主要的利润源，包括一级市场上承销证券获取的佣金和二级市场上作为证券交易经纪收取的佣金，以及金融工具创新中收取的佣金；二是资本运营收入，是投资银行参与债券、股票、外汇以及衍生金融工具投资和资金对外融通而获取的收入，包括投资收益和其他收入；三是利息收入，包括信用交易中的利息收入和客户存入保证金的存差利息收入。

从收入结构来看，商业银行的核心收入是存贷款利差，排在商业银行收入的第一位。表外业务的佣金收入则列在次要位置，尽管表外业务的利润有逐渐增长的趋势。而投资银行的核心收入是佣金，它是投资银行最主要的收入来源，主要是证券承销和证券经纪方面的佣金。就资金运营收入而言，商业银行资金运营收入主要来自于贷款业务和证券投资，其中证券投资的对象通常是风险较小、收益稳定的国债和基金。投资银行除了参与证券投资以外，许多资金通常被用来参与企业上市、并购等。而这种投资一般不是实质性的股权投资，而是契约式的股权投资。从利息收入来看，商业银行的利差收入具有多样性，因为其存款业务可分为活期、储蓄、定期三种类型，贷款也分为短期、中期和长期等多种方式。投资银行的利息收入主要来源于保证金存款，类型单一，不能随意支配。

4) 经营管理风格的差异

由于商业银行的资产来源和运用的特殊性，商业银行首先必须保证资金的安全性和流动性，坚持稳健的管理风格，力求避免挤兑现象。而投资银行则突出稳健和创新并重的策略。一方面，一级市场的承销或者在兼并中的投资，都属于高风险业务，而二级市场的经纪业务，要随时防范证券市场的价格波动以及由此导致的大量提取、挤兑现金的风险。另一方面，投资银行的主要利润来自于佣金，必须要有创新精神，对人才具有综合的要求，以便向客户提供优质而专业的服务。

表 1—1 投资银行和商业银行的区别

	投资银行	商业银行
本源业务	证券承销	存款、贷款
功能	直接融资和长期融资	间接融资和短期融资
业务概貌	不能通过资产负债表反映	表内业务和表外业务
利润主要来源	佣金	存贷利差
经营原则	在控制风险的前提下更重开拓	追求收益性、安全性、流动性，坚持稳健原则
宏观管理	证券监管机构、财政部、中央银行和证券交易所多层次管理	中央银行
保险制度安排	投资银行保险制度	存款保险制度

1.1.3 投资银行的行业特征

投资银行作为一个十分具有生命力和挑战性的行业，具有与其他行业不同的特点，主要表现在创造性、专业性和职业道德方面。

1) 创造性

随着竞争程度的激烈化、金融机构的融合、金融全球化、企业并购的加剧等因素的影响，投资银行越来越有必要为客户提供具有创新性的方案，以满足客户多样化的需要。创造性是投资银行生存的决定因素，未来投资银行的生存取决于能否不断根据经济环境和客户需求的变化，开发出新的金融产品和服务内容，以便在竞争中独占鳌头。

投资银行的创造性包括“创造”和“革新”两个方面，创造是指有价值的新事物产生的过程，革新是指将有价值的新事物转变为商业上可行的产品或服务的过程。创造的实质是从“无”到“有”，而革新的实质是把已经存在的事物进行商业化。投资银行创造和革新包括开发更好的金融产品、提供更为高效的服务，以及更节约成本的服务方式等。

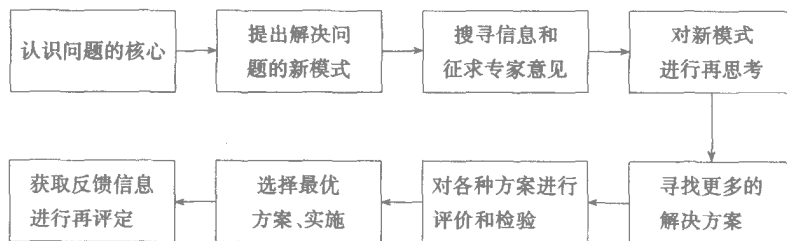


图 1—2 投资银行创造和革新的流程

2) 专业性

投资银行是一个知识密集型的行业，需要专业的知识和专门的技能，特别是在资本市场飞速发展的年代，要做好投资银行业务，对专业性的要求更高。投资银行专业性的特征主要体现在以下几方面：

(1) 投资理论。投资银行的业务主要与资本市场紧密相连，其从业人员必须对投资理论和金融工程方面的知识有十分精通的了解，熟悉投资理论的最新进展，并掌握金融工程的基本技术和工具，以便在业务开展过程中有雄厚的理论后盾。对一些常规的理论和技术，如资产组合理论、金融衍生工具、套期保值技术，以及公司的财富分析、成本分析、收益曲线分析技术等都能够灵活地运用。许多国际大型的投资银行对投资理论和投资技术都有很高的要求，并且配有专家委员会对业务开展提供支持。虽然投资理论的重要性并不能造就成功的投资银行家，但是缺乏必要的投资理论，也不可能成为一流的投资银行家。

(2) 融资经验和渠道。因为投资银行是直接资本市场上融资的媒介，投资银行的专业性还体现在其拥有丰富的融资经验和专门的融资渠道，能够高效地沟通资金供给者和资金需求者。通过长期从事证券承销和企业并购业务，可以培养专业的融资经验，建立良好的融资渠道，这是投资银行开展业务的结果，也是取得竞争力的重要保障。在投资银行开展业务过程中，丰富的融资经验和专门的融资渠道可以减少不必要的环节，节省成本，提高效率。当然，丰富的融资经验和专业化的渠道对造就杰出的投资银行家来说也不是充分的，它只是投资银行专业知识体系中的一个重要组成部分。

(3) 行业专长和业务能力。投资银行的核心竞争力应体现在精通的业务能力和行业专长上，因为投资银行的资源和人力也是有限的，不可能把精力平均分散到所有的投资银行业务中，最佳的选择是根据一般的业务原则和行业的特殊性，集中资源于某一种或几种业务，重点发展某一行业或几个行业的业务，创造业内的最佳和最有竞争力的品牌。因此，对投资银行的从业人员来说，精通的业务能力和行业专长也是十分关键的，有利于投资银行的专业化和分工。

(4) 市场洞察力。投资银行处于千变万化的市场环境中，虽然技术方面的理性分析非常重要，但对市场的洞察力和感悟力同样不可缺少，有时甚至发挥着非常重要的作用。它不仅影响着投资银行具体业务的开展，而且对投资银行自身的发展起着非常重要的作用，许多国际大型投资银行成功的经验都充分证明市场洞察力的关键性。优秀的投资银行家善于把握证券承销的最佳时机和制定最合适的发行价格，发现那些极具成长性的行业，察觉那些不利或危险的因素。市场洞察力已经成为投资银行家的一种职业本能，他们凭着职业直觉来对未来的市场前景做出判断。

(5) 公关技能。投资银行是一种特殊的金融服务业，在开展业务的过程中需要和利益相关的多个利益集团或个人打交道，向不同的人或集团推介自己的方案，因此具有一定的公关技能是非常重要的。例如在证券承销过程中，投资银行要和筹资方交

流，推荐自己的方案，使筹资方成为自己的客户，并积极进行筹资路演，向资金供给方推介筹资方案，吸引资金供给者投资，在这个过程中，投资银行还必须与政府的有关部门、中介机构（会计师事务所、审计师事务所、律师事务所）、法律机构等发生联系，所以公关技能显得十分重要。

3) 职业道德

职业道德是投资银行业的一个重要的行业特征，其职业道德不仅是投资银行重要的无形资产，而且是提高声誉、扩大业务范围和增加投资银行家个人价值的稳妥方式。职业道德构成了投资银行业的内在基础，是客户产生信心的源泉，否则投资银行将无法生存。证券市场越成熟，客户对投资银行家的行为标准越敏感，并且力求寻找具有高标准和良好道德准则的投资银行作为其代理。职业道德越来越成为投资银行业竞争的新武器。投资银行业对职业道德要求具体表现在以下几方面：

(1) 保守秘密。泄露客户的机密是投资银行一个很典型的职业道德问题，能够给证券市场和客户带来巨大的不利影响。在复杂的投资银行业中，完成一项交易需要有关各方密切配合和信息共享，因此给保守秘密带来一定的困难。所以，在投资银行开展业务过程中，绝不谈论任何有关客户的无须透露的情况是一个最基本的规则。许多投资银行还硬性规定一个严格的名单，其中列出一些与投资银行有业务关系的公司，这些公司及其有关情况都属于保密范围，任何经纪人员、销售人员、并购合伙人以及任何其他雇员都不得为客户或自己买卖这一名单上的公司的证券。只要公司仍然属于被限制名单之列，投资银行和投资银行家便不能通过买卖该公司的证券来获益。

(2) 信息隔离。投资银行在开展业务中要采取信息隔离措施，要求有关各部门的人员对其所知晓的信息应保持缄默，不对本部门以外的人员传播这一信息。在美国，无论证券监管机构，还是投资银行本身，均规定投资银行内部的有关部门要执行隔离政策。美国证券交易委员会规定，同一投资银行的所有其他部门都应与企业并购部隔离，以限制机密信息在内部流通。投资银行也规定，严禁高危险区（如企业融资部、企业并购部、证券交易部等）的职员互通信息。这种泾渭分明的隔离政策在华尔街被称做“中国长城（China Wall）”。

(3) 遵守法律。投资银行在开展业务的过程中，应始终尊重和服从法律，而且绝不能支持客户从事违法或不道德的活动。一旦投资银行帮助客户违法或做不道德的行为，将使投资银行家及其合作伙伴乃至整个投资银行陷入犯罪和破产的深渊，并受到法律的制裁和道德的惩罚。20世纪80年代末和90年代初，美国两大知名高成长投资银行——德崇公司和基德·皮博迪公司就因为从事非法活动导致破产和清算出售。因此，遵守和尊重法律应是投资银行职业道德要求的第一要义。

(4) 诚信原则。投资银行业是以诚信为基础的中介服务业，致力于长期发展的投资银行必然要立足于诚信为客户提供最优服务。如果投资银行失去诚信，那么它将失去客户资源，并最终丧失在资本市场上竞争的能力。投资银行在向客户提出建议时，应尽力说明自己对这一建议的信任程度；如果投资银行自己没有把握，也要向客户诚

实相告，以免误导客户。客户一般都欣赏投资银行的诚信态度，同时诚信也是确立客户与投资银行之间长期关系的基础。

(5) 公开原则。为了维护证券市场的公平性，要求投资银行在开展业务中必须进行合乎规范的信息披露。投资银行在履行公开原则时要做到两个方面：第一，保证客户做出合适的信息披露。投资银行应尽最大努力使证券发行者将与发行有关的所有重要信息进行完整和正确的公布，避免遗漏重要资料 and 进行错误的表述。第二，主动将真实情况公布于众。例如，如果投资银行代表交易中所有的各方，应向所有各方表明这一情况；如果公开上市公司和管理层之间存在集体交易，投资银行应当加以披露。

投资银行的类型和发展模式

1.2.1 国外对投资银行的分类

投资银行的业务领域极为广泛，几乎涉足所有的金融市场，提供着一切与证券相关的金融产品，并不断进行着服务领域和服务内容的创新。但并非每一家投资银行都经营所有的投资银行业务，投资银行业也存在着规模差异和专业分工。美国是全球投资银行最发达的国家，我们以美国的投资银行为主，并兼顾其他国家的状况，对投资银行的类型进行研究。

1) 超大型投资银行

超大型投资银行在规模、市场实力、客户数目、客户实力、信誉等方面均达到一流的水平。在美国，美林证券、摩根·斯坦利、第一波士顿、所罗门兄弟、高盛及希尔逊·雷曼兄弟公司是世界公认的特大型投资银行。在欧洲，投资银行和商业银行存在不同程度的混业经营，许多投资银行附属于商业银行。欧洲的特大型投资银行有瑞士银行旗下的瑞银华宝、德意志银行麾下的德意志摩根建富。

在日本，投资银行一般被称做“证券公司”。在 1997 年亚洲金融危机之前，日本拥有世界一流的投资银行，其中野村、日兴、大和和山一分别居前四位，它们的资本金、职工人数、业务量和业务范围、客户数目和信誉等各项指标均居日本投资银行前列，不仅是日本证券业的支柱，而且是国际性的特大型投资金融机构。进入 20 世纪 90 年代，日本经济泡沫开始破裂，从此日本经济和证券市场进入长期萧条，再加上 1997 年的亚洲金融危机的爆发，日本投资银行界的“四巨头”已经今非昔比，其中，野村创下了巨额亏损的记录，日兴被迫与外资联合，山一证券倒闭，其营业网点被美林证券收购。

2) 大型投资银行

大型投资银行 (Major Bracket Firms) 也是从事综合性的投资银行业务，但在资本规模、信誉、实力等方面均低于特大型投资银行。在美国，大型投资银行有普惠证券 (Paine Webber) 和培基证券 (Prudential) 等。

特大型投资银行和大型投资银行是投资银行界的核心，在一国或世界经济中发挥着十分重要的作用。表 1—2 列示了 1999 年全球前 10 位投资银行排名。

表 1—2 1999 年全球投资银行排名

排 名		投 资 银 行	国 别	资 本 (亿 美 元)	
1999	1997			1999	1997
1	1	美林	美 国	703.22	400.04
2	2	摩根·斯坦利	美 国	379.22	326.46
3	6	雷曼兄弟	美 国	327.54	217.15
4	3	瑞士第一波士顿	美 国	327.53	286.93
5	4	所罗门·美邦	美 国	289.19	275.91
6	5	高盛	美 国	262.16	217.74
7	10	贝尔·斯特恩	美 国	188.60	147.89
8	—	佩斯集团	美 国	72.78	—
9	15	帝杰	美 国	66.10	44.81
10	7	野村	日 本	49.09	179.88

注：资本是指所有者的股权、储备、少数权益、优先股和长期债务的总和；资产计算中不包括托管的证券、借入的证券和回购协议规定必须再出售的证券。

资料来源：Asian Wall Street Journal, 1998 年 10 月 5 日 江建华：《我国投资银行趋势初探》载《财经问题研究》，2001 (2)。

3) 次大型投资银行

次大型投资银行 (Sub - major Bracket Firms) 是指那些以本国金融中心为基地，专门为某些投资者群体或较小的公司提供服务的投资银行。这些投资银行一般规模较小，资本实力和信誉相对较差，在组织上一般采取灵活的合伙制。

4) 地区性投资银行

地区性投资银行 (Regional Firms) 是指专门为某一地区投资者和中小企业及地方政府机构服务的投资银行。它们一般以某一地区为基地，不在全国及世界金融中心设立总部和分支机构。

5) 专业性投资银行

专业性投资银行 (Specialized Firms) 通常被称为投资银行界的“专卖店”，专门从事某一或某些重要领域的业务，发挥竞争优势。重要的例子是那些仅承销或经营某些行业证券（如新材料行业证券、IT 行业证券、网络行业证券、生物制药行业证券

等)或进行技术性承销的投资银行。这类投资银行具有很强的专业性和行业特性,在单个行业具有很强的竞争优势,往往能取得出人意料的成绩。那些以高质量投资分析和投资研究著称,而其业务是基于这些分析和研究的投资银行,也应该属于专业性投资银行。

6) 商人银行

这里的商人银行与英国的“商人银行”概念不同,它是指专门从事兼并、收购(Merger & Acquisition)与某些筹资活动的投资银行,这类投资银行有时也用自有资金购买证券。黑石集团(Blackstone Group)、瓦瑟斯坦·潘里拉公司(Wasserstein·Porella & Co.)可以称为美国著名的商人银行。

1.2.2 国内投资银行的分类

根据投资银行的定义和业务经营的范围,我国证券公司都可称为投资银行。在我国,证券公司按照《公司法》和《证券法》的规定从事证券经营业务,在形态上采取有限责任公司或股份有限公司的形式。按照我国证券法的规定,设立证券公司必须经国务院证券监督管理机构审查批准,未经批准,不得经营证券业务。

在我国,证券公司的业务主要有:证券代理发行;代理证券买卖或自营证券买卖;兼并和收购业务;研究与咨询业务;资产管理;《证券法》规定的其他业务。

1998年颁布并于1999年7月实施的《证券法》把证券公司分为“综合类”和“经纪类”两类^①。我国《证券法》第119条规定:“国家对证券公司分类管理,分为综合类证券公司和经纪类证券公司,由国务院证券监督管理机构按照其分类颁发业务许可证”。我国投资银行的规模较小,位于前11名的投资银行如表1—3所示,我国所有的投资银行加起来还抵不上一家国际上特大型投资银行的规模。

1) 综合类证券公司

业务范围:根据《证券法》第129条规定,综合类证券公司可以从事证券承销业务、证券经纪业务、证券自营业务,以及经国务院证券监督管理机构核定的其他证券业务。

设立条件:根据《证券法》第121条规定,设立综合类证券公司必须拥有注册资本5亿元人民币以上,主要管理人员和主要业务人员必须具有证券从业资格,有固定的经营场所和合格的交易设施,有健全的管理制度、规范的自营业务和经纪业务分业管理的体系。

2) 经纪类证券公司

业务范围:按照《证券法》第130条规定,经纪类证券公司只允许专门从事证券经纪业务,并且在其名称中必须注明“经纪”字样。

在《证券法》颁布以前,我国经营证券业务的金融机构分为两类:一类是证券专营机构,即专门从事与证券经营有关的证券公司;另一类是证券兼营机构,即通过设立的证券业务部经营证券业务的信托投资公司。

设立条件：《证券法》第 122 条规定，设立经纪类证券公司的注册资本最低限额为 5 000 万元人民币，主要业务人员和管理人员必须具有证券从业资格，有固定的经营场所和合格的交易设施，有健全的管理制度。

表 1—3 2000 年我国券商资本规模状况

排 名	券商名称	总股本规模 (亿元)	地 址
1	银河证券	45	北京
2	国泰君安	37.27	上海
3	中信证券	20.82	北京
4	广发证券	16	广州
5	申银万国	13.2	上海
6	西南证券	11.28	重庆
7	湘财证券	10.02	长沙
8	南方证券	10	深圳
9	联合证券	10	深圳
10	华夏证券	10	北京
11	海通证券	10	上海

资料来源：中国证监会 2000 年 9 月 31 日发布的有关资料。

1.2.3 投资银行的发展模式

世界上处理投资银行与商业银行的关系有两种基本模式：以 20 世纪 90 年代以前的美、日等国为代表的分离型模式和以德国与 20 世纪 90 年代以后的美、日等国为代表的混合型模式。

1) 分离型模式

20 世纪 90 年代以前的美、日、英等国是这种模式的典型代表，他们均实行银证分离的经营模式。追溯到 20 世纪 30 年代的“大危机”，美国经历了银行连锁倒闭的惨痛教训，深刻认识到商业银行与投资银行混业经营的弊端与危害，并于 1933 年通过了被称为“防火墙”的《格拉斯·斯蒂格尔法》，最先在法律上确立了商业银行与投资银行的分离。该法明确规定：商业银行可以买卖美国政府公债以及某些地方政府债券；商业银行最多可以用自有资本的 10% 进行股票和其他非债券证券的买卖，并严禁买卖 BBB (Bbb) 级以下的高风险债券；严禁商业行动用存款进行除上述两项规

定之外的证券投资活动；商业银行通过信托业务，可以代理客户进行证券投资和买卖。这样，商业银行只能从事中短期贷款、存款和买卖政府公债等银行业务，不能从事发行、买卖有价证券等投资银行业务，有效地控制了商业银行的风险；而投资银行不得经营吸收存款等商业银行业务。

日本也是实行分离型模式的典型国家，但是它并不是在 30 年代大危机之后，而是在第二次世界大战之后才将投资银行业务与商业银行业务明确分开。二战之前，日本政府并没有关于银行业务与证券业务分离的法律规定。采取银证分离模式始于 1948 年《证券交易法》的实施，该法明确规定，银行不得承购国债、地方债券和政府担保债券以外的证券，禁止银行兼营有价证券的买卖活动或充当证券买卖的中间人、经纪人和代理人，这类业务由证券公司经营。因此，经营证券业务的金融机构只有证券公司和证券金融公司，野村、日兴、山一和大和四家证券公司巨头就是分业经营的产物。尽管 1981 年《新银行法》和修改后的《证券交易法》使日本的银证界限逐渐模糊，但这些法律仍然相当明确地规定了商业银行经营的主要业务是存款业务及其相关业务。

英国在进行金融管理时历来注重市场参与者的自我管理自我约束，较少依靠立法进行限制。英国专业化的存款银行和投资银行（商人银行）一开始就是分道扬镳地发展起来的，业务交叉并不多。30 年代大危机后，虽然英国实行了投资银行与商业银行分业经营、分业管理的体制，但其却没有像美国和日本那样严格、明确的业务划分。与其说英国金融业的这种职能分离是法律和规范造成的，还不如说是其历史惯例的结果。

2) 混合型模式

混合型模式以德国和 20 世纪 90 年代以后的美、日等国为典型代表，其他欧洲大陆国家如奥地利、瑞士、荷兰、比利时、卢森堡等也实行这一模式。

德国是银证混合型模式的典范，这种模式又被称做“全能银行制度”（Universal Banking System）。在混合型模式下，没有银行业务之间的界限划分，一个金融机构可以全盘经营存贷款、证券买卖、租赁、担保等商业银行与投资银行业务，至于每一家银行具体选择经营何种业务，则由其根据自身优势、各种主客观条件及发展目标等自行决定，政府对其不作过多干预。

在德国，实力最雄厚的全能银行是德意志银行、德累斯顿银行和商业银行三家著名的大银行。这三家银行不仅在存贷款总额、清算服务金额等商业银行业务方面稳居德国银行榜首，而且还掌握了全国大部分证券发行和证券交易业务，它们集投资银行与商业银行为一身，便利地进出各种金融市场，令美、日、英同行们望尘莫及。

综合存贷款业务和证券业务的混合经营模式是德国金融机构的历史传统。在第二次世界大战后，德国作为战败国承受着来自美、英等国要求其实行银证分离制度的压

证券金融公司是向证券公司进行融资和融券的金融机构，存在于日本和我国台湾的证券市场上。

力，但德国全能银行的传统没有改变。这种混合型模式没有使德国的金融体制陷于动荡之中，恰恰相反，它极大地促进了德国银行的发展壮大和竞争力的增强，从而催生了德国经济的迅速崛起和“莱茵河经济奇迹”的出现。

3) 两种模式的利弊分析

分离型和混合型两种模式在实际运作过程中各有利弊，这些利弊主要来源于对金融业的风险控制和效率两方面的考虑。

(1) 分离型模式的利弊

分离型模式第一个最大优点在于能够有效地降低整个金融体制运行中的风险。这主要表现在以下几方面：商业银行是一个资金存贷机构，储户存款的目的是要获得安全和稳定的利息回报（否则他完全可以去投资股票或债券），或者仅是为了交易或价值转移上的方便，因此，如果商业银行将储户的存款用于风险很大的证券投资，那就可能损害储户的利益。商业银行在进行高风险、高收益的证券投资时，一旦成功，高额的收益便可被银行所有者或经理阶层占为己有（因为存款利息是固定的），倘若投资失败，将导致商业银行破产，那么损失则由储户或存款保险公司承担。另外，有些商业银行居于金融体系的核心地位，金融监管机构为了维护金融体系的稳定，必然会提供大量的资金以防止商业银行的倒闭，从而造成“大则不倒”（Too Big to Fail）效应。由此可见，商业银行进行证券投资的收益与风险是不对称的，这种不对称性必然促使商业银行大胆冒险，从而引起金融动荡。分离模式可以保证商业银行及时满足客户提现和本身业务经营对现金的需要，保证资金的流动性和安全性。尽管商业银行拥有庞大的资金，但它与可以进行中长期投资的投资基金存在明显差异，因此它一般不宜在证券市场中大规模进行中长期投资，因而更注重短期收益和证券的流动性。如果实行混业经营模式，这种投资上的短期性和由此产生的商业银行在市场上的频繁进出，很可能引起证券市场的大起大落，从而影响金融市场的稳定并损害小额投资者的利益。商业银行如果进行证券投资，会对经济危机起助长作用，会陷入古典式的经济危机：经济状况恶化 投资者狂抛股票和债券 股市危机 银行危机 经济危机。如果银行不涉足证券业，以上危机恶性循环的链条就可以被打断，即证券市场的危机不一定能传递到银行乃至涉及整个国家信用机构和信用制度。

分离型模式的第二个优点是有益于保障证券市场的公正与合理。商业银行与工商企业的关系非常密切，它不仅可以通过账户了解企业的资金收付状况，而且还可以通过贷款信用评估，掌握企业内部财务、经营、管理等多方面的信息，因此比较方便地获得外界难以知道的内幕信息。在这种情况下，如果商业银行可以从事投资银行业务，极有可能造成内幕交易（Inside Trading），这对广大的投资者是不公正的，将造成证券市场的混乱。

分离型模式的第三个优点是促成了金融行业的专业化分工。投资银行和商业银行可以分别利用有限的资源，各司其职，拓展自己的业务领域。同时，业务分离弱化了金融机构之间的竞争，客观上降低了金融机构因竞争被淘汰的概率，从而增强了金融

体系的稳定性。

虽然分离型模式有许多优点，但是在长期的运作过程中，它的弊端也日益显现。分离模式最主要的缺点是它限制了银行的业务活动，从而制约了本国银行的创新能力和发展壮大，影响和削弱本国金融机构的国际竞争力。例如，在第二次世界大战之后，美国经济向外扩张，以寻求市场和利润，而实行分离模式的美国商业银行面对欧洲全能银行的激烈竞争显得力不从心。20世纪70~80年代，美国商业银行的地位日益衰弱，外资银行在美国的地位逐渐占据优势，1989年外资银行贷款占美国商业贷款的28.5%，1992年美国最大的商业银行花旗银行在世界的排名仅为27，远逊于许多日本、德国、英国的商业银行。另外，在进行欧洲债券承销时，主承销商一般是美国或英国的投资银行，但由于他们缺乏庞大的分支机构和广泛的客户网络，销售能力有限，通常被迫邀请德国或瑞士的全能银行参加承销。因此，严格的分业经营对商业银行和投资银行的发展都有强烈的制约作用。

(2) 混合型模式的利弊

混合型模式可以在一定程度上克服和弥补分离型模式的缺点和不足，更准确地说，混合型模式具有以下优势：综合投资银行与商业银行业务的全能银行可能充分利用其有限资源，实现金融业的规模效益和范围经济（Economics of Scale and Scope），降低运营成本，提高竞争能力，扩大利润来源。②两者结合有益于保障利润的稳定性。全能银行可以通过多元化经营降低银行的自身风险，当一种业务的收益下降时，可以用另一种业务收益的增长来弥补，减少了银行受不利经济环境的影响程度。全能银行有利于提高信息的共享程度。商业银行在贷款时和投资银行在承销时都希望尽量了解和掌握企业的经营管理、市场和财务状况，但是由于分离模式的限制，他们往往都仅能了解有关企业的某一方面信息，因此，如果将两者结合起来，就可以充分地掌握企业的经营状况，实现客户信息的高度共享，不仅可以降低贷款的呆账率，而且可以减少投资银行承销业务的风险。拆除“隔火墙”之后，任何一家银行都可以兼营商业银行与投资银行业务，这样便加强了银行业的竞争，而竞争有利于优胜劣汰和专业水平的提高，促进金融行业的加速发展和社会总效用的上升。混合型模式关键的弱点就在于它可能会给整个金融体制带来较大的风险，因此实行混合型模式需要建立严格的监管和风险控制制度。综合上述，我们可以认为，分离型模式的核心功能是有利于银行体制的安全和稳定，综合型模式则更注重效率，不同模式的选择实际上就是在安全和效率之间进行取舍。

1.2.4 我国投资银行的发展模式及其趋势

一国是选择分离模式还是选择混合模式，取决于该国的历史特点、经济环境、习惯偏好、实际情况、社会利益集团状况等方面的因素。目前，我国实行投资银行和商业银行分离的经营模式，这是由我国经济、社会以及金融业的现实情况决定的。但从长远的发展趋势和国际环境来看，我国投资银行和商业银行具有向混业经营模式发展

的趋势。

1) 我国实行分离型模式的依据

(1) 我国商业银行风险控制机制薄弱。从我国银行自身的角度来看,无论是国有商业银行还是其他各家商业银行,都还没有建立起有效的风险控制机制,自身控制风险的意识薄弱,银行对风险的控制目前仍缺乏市场经济条件下的实践经验和内部管理制度。在商业银行自身缺乏风险控制意识的情况下,如果涉足风险较大、波动较剧烈的证券市场,有可能造成我国金融体系的瘫痪,导致金融和经济危机。同时,我国银行业的垄断状况已十分严重(我国四大国有商业银行垄断程度大大高于西方发达国家的大商业银行),四大国有商业银行占据了全国八成左右的信贷市场,倘若让其经营证券业务,商业银行可能凭借自己的网络优势形成对证券业的垄断,造成资源配置的低效率。另外,我国商业银行和企业之间的关系十分密切,很容易获取企业的“内幕信息”,如果商业银行可以从事证券业务,可能会造成证券市场缺乏公正性和更多的“黑幕交易”。可见,在中国金融体制不完善,金融法规不健全以及金融监管比较薄弱的情况下,实行分业经营模式仍是目前短期金融当局的现实和客观选择。

(2) 我国证券市场处于幼稚阶段。经过十年来曲折的发展历程,我国证券业的市场规模已经位居全球新兴市场前列,特别是加入 WTO 将给我国证券市场带来新的机遇。但是从我国市场的规模和质量来看,我国证券市场还处在幼稚阶段,一方面我国证券市场的总体规模和发达国家相比还十分弱小,市场容量和承受能力有限,实力雄厚的商业银行介入证券市场,容易产生操纵现象和证券价格的大幅波动,另一方面我国证券市场规范程度不够,金融工具有限,缺乏做空机制,黑幕交易频繁,其公开、公平、公正的程度急需提高。另外,从金融业内部自身要素的发展来看,中国的金融业仍处于一个较低的阶段,对于防范金融风险,面向全球化、信息化的市场竞争还显力不从心。如果允许银行兼营证券业务,在市场环境不完善的情况下,银行大量资金极可能过多进入证券业,造成泡沫经济、增大证券市场的投机性并加剧其不稳定性,不利于证券市场和经济的健康发展,并很有可能导致银行业的亏损和倒闭。因此,在我国证券市场的初步发展阶段,最好让商业银行远离证券市场和资本风险。

(3) 我国金融监管体系不完善。我国金融业完善的监管体系还没有形成。一方面,中央银行实施对商业银行监督的职能,但对商业银行的资产运用缺乏科学的掌握和控制,不能有效地采取措施来监督商业银行的运营;另一方面,对证券市场实施监督职能的机构主要是证监会,其采用的监控制度和监控技术不够科学,不能及时有效地发现问题、解决问题。同时,就证券市场而言,证监会、财政部和中央银行都有对其产生影响的权力和动力,2000年国有股减持方案的出台就是多方参与的结果,成为当时股市崩盘的重要因素之一。从长期来看,我国还是一个资本匮乏的国家,经济的发展还需要大量资金的支持,如果商业银行涉足证券市场,极有可能使大量资金滞留在二级市场上,以便从股价剧烈波动中牟取高额收益,从而导致资本的非最优化配置。