

第一章 投资银行概述

第一节 投资银行的概念

一、投资银行的定义

投资银行又称商人银行。作为金融体系中最为重要的组成部分之一，它是指那些专门从事证券发行、承销、交易，企业重组、兼并与收购，投资分析、风险投资、项目融资等业务活动的非银行金融机构，是资本市场上的主要金融中介。

投资银行是证券和股份公司制度发展到特定阶段的产物，是发达证券市场和成熟金融体系的重要主体，在现代社会经济发展中发挥着沟通资金供求、构造证券市场、推动企业并购、促进产业集中和规模经济形成、优化资源配置等作用。在当今国际金融界的大舞台上，投资银行扮演着呼风唤雨的角色，发挥着举足轻重的作用，对世界经济的发展产生了深远的影响，因而投资银行在美国享有“华尔街的主角”的盛誉。投资银行的业务发展和组织结构的变迁，反映了现代金融业务和资本市场的发展趋势，即由传统的间接金融业务向直接金融业务转换。

由于投资银行业的发展日新月异，对投资银行的界定也显得十分困难。投资银行是美国的叫法，在英国，商人银行承担了投

资银行全部业务；在日本，则由证券公司承担了投资银行业务。在当今国际银行业中，除了一些实行全能银行业（universal banking）的国家外，投资银行的结构与职能一般都是与商业银行（commercial banking）相分离的。“投资银行业”（investment banking）与商业银行业在其各自的属性之下同样都具有很多特殊的机构。简单来说，投资银行业从事的是直接与证券和证券市场相关联的业务活动。

根据罗伯特·库恩的《投资银行学》，投资银行学有如下四种定义：

1. 最广泛的定义是，投资银行学实际上包括华尔街大公司的全部业务，从国际承销业务到零售交易业务以及其他许多金融服务业务（如：不动产和保险）。

2. 第二广泛的定义是，投资银行学包括所有资本市场的活动，从证券承销、公司财务到并购，及以公平观点来管理基金与风险资本。但是，如向散户出售证券，消费者不动产中介，抵押银行，保险产品等业务不包括在内。如果投资银行家为自己的账户而投资和经营的商人银行则应包括在内。同样，金融机构的大宗股票的成批交易也包括在内。

3. 第三广泛的定义是，投资银行学只限于某些资本市场活动，着重证券承销和合并与兼并。但是，如基金管理、风险资本、资产及风险管理等业务不包括在内。按照公司的方针，主要用于支持零售业务的研究也不包括在内。（请注意，投资银行学的情况正在变化，本定义现在也应包括商人银行在内。）

4. 最狭义的定义是，投资银行学应回到它过去的原则上，严格限于证券承销和在一级市场上筹措资金，以及在二级市场上进行证券交易（即经纪人/交易商功能）。

二、投资银行在金融市场上的地位

投资银行是现代金融市场体系中重要的组成部分，它是资本市场的纽带与灵魂。在西方发达国家，投资银行是金融市场中一支具有举足轻重的力量，它几乎涉足所有种类的金融市场。

（一）货币市场与投资银行的关系

1. 投资银行购买某些短期证券以满足其本身证券组合对流动性的需要。

2. 投资银行是许多商业票据的承销商。

（二）债券市场与投资银行的关系

1. 投资银行进行债券承销、代客买卖债券，并作为客户顾问建议其买卖何种债券。有些投资银行已经成立了专门进行债券投资的基金。

2. 投资银行为自己的投资组合购买债券。

3. 投资银行通过发行垃圾债券（高收益债券）帮助其客户从事兼并与收购。

（三）股票市场与投资银行的关系

1. 投资银行进行股票承销，代客买卖股票，并作为客户顾问建议其买卖何种股票。

2. 投资银行为其自身的证券组合购买股票。

（四）期货市场与投资银行的关系

1. 投资银行作为其客户的顾客，建议其如何利用期货市场进行套期保值防范风险。

2. 投资银行作为经纪人帮助客户进行期货交易。

（五）期权市场与投资银行的关系

与期货市场一样，投资银行作为其客户的顾问，建议其如何利用期货市场进行风险防范。

投资银行作为经纪人帮助客户进行期权交易。

（六）抵押市场与投资银行的关系

投资银行通过资产证券化业务，使许多金融机构的抵押资产证券化。

（七）借贷市场与投资银行的关系

1. 投资银行承销某些由发行者资产作为抵押的证券。

2. 这是商业银行的传统业务领域，但投资银行已经侵入这一市场。

三、投资银行与其他金融机构的关系

（一）投资银行与商业银行和其他储蓄机构的关系

有些商业银行和储蓄机构通过信托业务提供经纪服务，这与投资银行存在着激烈的竞争。

许多商业银行为商业票据和国债进行承销，与投资银行的承销业务存在竞争。

商业银行的许多咨询业务，尤其是针对兼并与收购的财务顾问服务，是投资银行强劲的竞争对手。

在许多金融市场上，尤其在国际金融市场上，商业银行与投资银行业务活动已看不出差别。

在实行万能银行制的国家中，商业银行和投资银行合为一体。

许多商业银行设立了从事投资银行业务的子公司，而投资银行也收购了一些陷入财务困难的储蓄机构。

（二）投资银行与共同基金的关系

1. 投资银行帮助共同基金进行证券买卖（即证券经纪）。

2. 投资银行可以组织和管理自己的基金。

3. 投资银行代客户管理基金。

（三）投资银行与保险公司的关系

1. 投资银行作为保险公司的财务顾问，向其建议购买何种股票，保持怎样的资产组合为好。

2. 投资银行帮助保险公司进行证券买卖。

3. 投资银行作为保险基金管理人的顾问，向其建议如何在金融市场上利用风险控制工具规避利率、汇率等风险。

4. 投资银行承销的证券中，尤其是私募发行的证券有很大的一部分由保险公司购买。

5. 投资银行在自己发起组织基金时，与保险公司存在着激烈的竞争。

6. 投资银行在兼并与收购融资中，经常依靠保险公司提供的资金。

有些投资银行已经与保险公司合并，希望借此提供更广泛的服务（例如，美国培基投资银行（Prudential）就已和贝奇保险公司（Bache）联合，建立了 Prudential - Bache 公司）

（四）投资银行与养老基金的关系

1. 投资银行作为养老基金的顾问，向其建议买卖何种证券，保持什么样的证券组合为好。

2. 投资银行帮助养老基金买卖证券。

3. 投资银行作为养老基金的顾问，向其建议如何利用风险控制工具规避市场风险。养老基金是投资银行所承销证券的购买人之一。

四、投资银行的功能

投资银行的功能可以概括为：媒介资金供需、构造证券市场、优化资源配置、促进产业整合。

（一）媒介资金供需

与商业银行相似，投资银行也是沟通资金供求两方的桥梁，它一方面使资金盈余者能够充分利用多余资金来获取收益，另一方面帮助资金短缺者获得所需资金以求发展。但在发挥上述媒介作用时，投资银行有其特色，即它可向投资者推荐介绍发行股票或债券的筹资者，也可为投资者寻找适合的投资机会。但从根本上说，投资银行并不介入投资者和筹资者之间的权利和义务之中，而由双方接触，并且相互拥有权利和承担相应的义务。故这种融资方式称为直接融资方式。在融资的过程中，投资银行收取手续费，而不同于商业银行在间接信用中赚取存贷利差。此外，同样是媒介资金，商业银行侧重于短期资金市场，而投资银行则成为企业筹措中长期资金的根本途径。投资银行和商业银行以不同的方式和侧重点起着重要的资金媒介作用，在国民经济中，缺一不可。

（二）构造证券市场

证券市场是一国金融市场的基本组成部分之一。任何一个市场经济相对发达的国家中，无一例外均拥有比较发达的证券市场体系。概括起来，证券市场由证券发行者、证券投资者、市场监管者和投资银行四个主体构成。其中，投资银行起了穿针引线、联系不同主体、构建证券市场的重要作用，具体表现在以下几个方面：

1. 在一级市场中，通过咨询、承销、分销、代销、融券等方式辅助构建证券发行市场。可以这样说，没有投资银行，就不可能有高效率、低成本、规范化的证券一级市场。

2. 在二级市场中，分别以自营商、经纪商和做市商的身份参与市场交易、维持价格的稳定性和连续性，提高交易效率，维持市场秩序，搜集市场信息，进行市场预测，吞吐大量证券，发挥价格发现的职能，从而起到了活跃并稳定市场的作用。

3. 投资银行作为金融领域最活跃、最积极的力量，从事金融工具与投资工具的创新，开拓了新的业务领域，通过期货、期权、互换等金融衍生工具，不仅有效地控制了自身风险，客观上还使金融市场更为活跃。

4. 投资银行不仅是一个证券中介组织，而且还是一个重要的信息传播机构。通过其各项信息服务，使信息更迅捷、更客观地反映在交易过程中，保障了证券市场在信息享有上的效率与公平。

5. 投资银行通过代理债券还本付息、股息红利的代理发放等业务，便利了投资者获取投资收益，降低了运作成本，提高了证券市场的整体运营效率。

（三）优化资源配置

实现有限资源的有效配置，是一国经济发展的关键。在这一方面，投资银行亦起了重要作用。

首先，投资银行通过其资金媒介作用，使能获取较高收益的企业通过发行股票和债券等方式来获得资金，同时为资金盈余者提供了获取更高收益的渠道，从而使国家整体的经济效益和福利得到提高，促进了资源的合理配置。

其次，投资银行便利了政府债券的发行，使政府可以获得足够的资金用于提供公共产品，加强基础设施建设，从而为经济的长远发展奠定基础。同时，政府还可以通过买卖政府债券等方式，调节货币供应量，借以保障经济的稳定发展。

第三，投资银行帮助企业发行股票和债券，不仅使企业获得了发展和壮大所需的资金，并且将企业的经营管理置于广大股东和债权人的监督之下，有益于建立科学的激励机制与约束机制，以及产权明晰的企业制度，从而促进了经济效益的提高，推动了企业的发展。

第四，投资银行的兼并和收购业务促进了经营管理不善的企

业被兼并或收购，经营状况良好的企业得以迅速发展壮大，实现规模经济，从而促进了产业结构的调整和生产的社会化。

第五，许多尚处于新生阶段、经营风险很大的朝阳产业的企业难以从商业银行获取贷款，往往只能通过投资银行发行股票或债券以筹集资金求得发展。因此从这个意义上说，投资银行促进了产业的升级换代和经济结构的进步。

（四）促进产业整合

在企业并购过程中，投资银行发挥了重要作用。因为企业兼并与收购是一个技术性很强的工作，选择合适的并购对象、合适的并购时机、合适的并购价格及进行针对并购的合理的财务安排等都需要大量的资料、专业的人才和先进的技术，这是一般企业所难以胜任的。尤其在二战之后，大量的兼并与收购活动是通过证券二级市场进行的，其手续更加繁琐、要求更加严格、操作更为困难，没有投资银行作为顾问和代理人，兼并收购已几乎不可能进行。因而，从这一意义上来说，投资银行促进了企业实力的增加，社会资本的集中和生产的社会化，成为企业并购和产业集中过程中不可替代的重要力量。

第二节 投资银行的产生与发展

一、投资银行的起源

最早的投资银行业务可以追溯到 3 000 多年前的美索不达米亚地区，随后，这种原始的投资银行业务在古希腊和古罗马时代得以继续发展，当时一些富有的商人为皇室提供的服务与今天投资银行的基金管理、咨询服务等职能非常类似。

现代意义上的投资银行起源于欧洲，于 19 世纪传入美国，并在美国得到迅速发展。

投资银行的建立是在商品经济发展的基础上自然形成的。在商品经济条件下，商品生产者各自独立的，是有着不同经济利益的个体所有者。激烈的竞争迫使商品生产者不断扩大生产规模或不断采用先进技术以增强自身的竞争能力。然而，随着商品生产规模的迅速扩大，仅仅依靠商品生产者个人资本已无法适应商品生产和商品流通扩大的需要，客观上需要采用新的信用方式在全社会范围内筹集资金，其结果便是促进了股份公司的发展，股票、债券等信用工具便应运而生了。当这些信用工具广泛发行和流通过后，便形成了证券市场，证券市场的运作，客观上产生了形成投资银行的需要，投资银行是商品经济发展到一定阶段的必然产物。随着经济的发展，生产规模的扩大，货币资本的需求量及供给量日趋扩大，资金融通成为企业生产正常进行的必要条件，这就促使了金融业的发展。金融业的发展又为投资银行提供了良好的环境。

投资银行的早期发展主要得益于以下四方面因素：

1. 贸易活动的日趋活跃 伴随着贸易范围和金额的扩大，客观上要求融资信用，于是一些信誉卓著的大商人便利用其积累的大量财富成为商人银行家，专门从事融资和票据承兑贴现业务，这是投资银行产生的根本原因。

2. 证券业的兴起与发展 证券业与证券交易的飞速发展是投资银行业迅速发展的催化剂，为其提供了广阔的发展天地。投资银行则作为证券承销商和证券经纪人逐步奠定了其在证券市场中的核心地位。

3. 基础设施建设的高潮 资本主义经济的飞速发展给交通、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 世纪欧美掀起了基础设施建设的高潮。这一过程中巨大的资金需

求使得投资银行在筹资和融资过程中得到了迅猛的发展。

4. 股份公司制度的发展 股份制的出现和发展，不仅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。

二、投资银行的发展

投资银行从其起源至今，随着经济金融的发展，经历了若干发展阶段。我们可以从不同的角度对它进行划分。研究不同的阶段及其划分，可以了解其发展轨迹和规律性，对我国发展投资银行业自然有借鉴意义。

从投资银行的业务发展和经营范围来看，它可以划分为四个发展阶段。

1. 初始意义上的投资银行阶段，也就是库恩的最狭义投资银行定义阶段。这一阶段为 18 世纪，其业务范围为证券承销、经纪业务和为本身的账户而投资和经营的商人银行业务（要注意，这里对应的英文词是 Merchant Banking，而不是 Merchant Bank，后者作为一种“银行”，在英国人那里，大体上就相当于投资银行）

2. 严格意义上的投资银行阶段，即库恩说的较窄定义的投资银行阶段，时间跨度是 19 世纪。这一阶段除了开展传统的证券发行与交易业务、某些商人银行业务之外，还发展了以公司并购为重点的某些资本市场业务。

3. 全能投资银行阶段，即库恩的广义投资银行定义所指的阶段。这一阶段从 20 世纪初到 20 世纪 70 年代，投资银行从事所有资本市场业务，包括证券承销、公司理财、收购兼并、提供咨询、管理基金和风险资本（创业资本）。欧洲的投资银行业务范围还更广，例如前面提到过的英国《银行词典》（F.E. 佩里，

1983 年)在“商人银行”条后半部分说：现在的商人银行活动包括承兑票据、存款业务、筹措资本、参与银团、代客户管理资金、公司咨询、兼并收购、外汇交易、发行和推销股票和债券、海险及其他保险。

4. 金融工程公司阶段。这一阶段起始于 20 世纪 80 年代，经过经济危机后近 30 年的调整，投资银行业再次迎来了飞速的发展。80 年代以来，抵押债券、一揽子金融管理服务、杠杆收购(LBO)、期货、期权、互换、资产证券化等金融衍生工具的不断创新，使得金融行业，尤其是证券行业成为变化最快、最富革命性和挑战性的行业之一。这种创新在另一方面也反映了投资银行、商业银行、保险公司、信托投资公司等正在绕过分业管理体制的约束，互相融合对方的业务，投资银行和商业银行混业及其全球化发展的趋势已经变得十分强大。

三、发达国家的投资银行

(一) 英国的商人银行

英国的商人银行是为了满足对外贸易活动不断发展的融资和服务需要而产生的。顾名思义，商人银行与商人有关，它的鼻祖是 18 世纪中叶一些大贸易商开办的承兑所，由于信用卓著，许多商人要求它们承兑汇票以便出售或贴现。后来伦敦发展成为世界金融中心，商人银行也逐渐从家庭式企业转变为股份有限公司，并且不断拓展新的金融业务，还带头向外国政府和从事国际业务的大公司筹集长期贷款，对英国资本主义经济的发展起了重要作用。

经过多年的发展，英国的商人银行已经形成了具有自身特色的银行业务，它们的经营活动包括承兑票据、大额存款、筹措资本、参与银团、保险、代客户管理资金、公司咨询、管理合并和

资本重组、发行和推销有价证券以及进行外汇、黄金交易等业务。

商人银行还积极参加国际资本运营。在欧洲资本市场——欧洲债券市场和伦敦欧洲通货市场的发展中，商人银行都起到了积极的作用。

1. 为公司提供有关的金融服务 为公司提供金融专门知识，如帮助公司寻找合适的资金来源，包括安排向公众销售或发行公司股票，设法使公司股票在证券交易所上市，以及为公司合并或一家公司收购另一家公司提供咨询，甚至充当合并的代理人。

(1) 为新上市的股份公司担任财务顾问。在英国，申请在伦敦证券交易所上市的公司，应满足以下要求：

证券发行者必须是符合公司法要求的股份有限公司，但国家、地区、地方政府、公共国际组织发行的证券除外。

申请上市证券必须达到最低市场价值额的要求，按规定，股票为 70 万英镑，债券为 20 万英镑。但若预期申请上市证券有较高的市场能力，经审查可允许低于上述市场价值额下限的证券上市，已上市证券再次发行时不受此限制。

申请上市公司必须根据有关法律要求，已经公开报送会计报表满 5 年。也就是说在申请之日时，公司已有 5 年的经营历史，特殊情况可以例外。

申请上市时，必须至少有 25% 的股票由大众投资者持有。如果不影响市场的正常运作，也可低于这个标准。

商人银行作为股票上市公司的经纪人，代表公司与伦敦证券交易所联系，代为办理一切必要手续；制定审查招股章程，包括公司发展简史及公司目前业务组成，公司财务状况评价，对公司交易前景的陈述，对公司高级官员的介绍，对公司近 5 年财务状况的报务，以及总的附录，帮助公司选择发行方式、定价和承销。

英国目前的证券发行一般有三种方法：公开发售，适用于一次发行股票总值超过 1 500 万英镑的公司；私募配售，适用于一次发行股票价值不超过 1 500 万英镑，在股市上尚未树立且公开发行难以奏效的公司；介绍上市，是指由证券交易所介绍上市而进行的发行。

决定股票发行价格是股票发行中的又一重要环节。在英国，商人银行一般都与发行公司签订协议，保证在一定价位上承销全部股票。因而，商人银行希望自己的工作既能使上市公司获得其股票应有的价值，又能使投资者感到对自己有益。如果发售期结束，上市公司的股票尚未全部销售出去，商人银行就要购进全部股票的未售部分。

(2) 为公司收购与兼并担任顾问。60 年代早期，英国掀起了公司兼并浪潮，商人银行辅助公司进行兼并的部门——公司融资部得到了相当大的发展，咨询业务也使商人银行获利甚丰。实力雄厚、管理有方的公司，采取接管同业企业或与之合并的办法往往比通过扩大现有业务更有利可图，因而到了 90 年代，公司收购与兼并仍很盛行，商人银行也在企业兼并中获取了大量的收益。

在公司收购中，商人银行既可以做收购方的顾问，也可以担任被收购方的代理人。作为顾问和代理人，商人银行必须保证收购和兼并行为符合一切必要的法规，他们代表收购公司和被收购公司进行谈判。通过拉锯式的谈判，商人银行使各自代表的两家公司达成一致的收购和兼并的标价。除此之外，商人银行还帮助兼并后的公司调整结构，统一经营思想，制定管理方针，并改进原公司的管理业绩和工作效率，从而使新公司产生良好的合成效应。

2. 投资管理 所谓投资管理即商人银行替大慈善事业、保险公司、养老金基金、投资信托、单位信托等管理投资基金，因

为这类机构绝大多数从公众吸收了大批资金，需要有人为其提供有经验的资金管理。这些资金有半数投在英国股票上，约占英国股票总投资的 1/10。

3. 商人银行业务的多样化 与美国的投资银行不同，英国的商人银行也提供一般银行服务，诸如接受活期存款和定期存款，但主要面对公司客户。现在，商人银行的一般银行业务发展很快，各种存款已占其总负债的 80%，贷款占其英镑资产的 50%，因此它们已经成为零售性银行的激烈竞争对手。例如近年商人银行贷给英国银行系统的放款已达该系统所得放款的 40%。

（二 美国的投资银行

美国投资银行的发端可以追溯到 19 世纪初期。随着经济的繁荣与发展，一些地方出现了经销政府债券和贴现企业票据的商号。当时，美国的工业企业为了满足自身发展的资金需要，开始发行票据。这些商号就为企业的票据提供贴现，帮助企业进行资金融通，使当时的票据贴现业务得到了迅速的发展。许多后来的著名投资银行当时都从事票据贴现业务，现在美国最大的投资银行之一——美林公司就是由 1820 年创建的“船用杂货商兼轮船代理商”发展而成的。

南北战争结束以后，美国开始兴建铁路，工业日益发展，资金需求量猛增。为了筹措资金，企业向投资者发行股票，政府向民众发行债券。随着美国西部铁路建设的拓展，股份公司的大量涌现，推销证券业务迅速膨胀起来，于是美国的投资银行便应运而生，买卖证券的证券交易所也自然而然地形成了。投资银行便成了投资者与企业、政府之间的中介人。

进入 20 世纪后，美国的证券市场蓬勃发展，投资银行作为一些大企业组织筹集了巨额资金。19 世纪末 20 世纪初，美国钢铁公司的组建和通用汽车公司的成立，都与美国的投资银行有着密切的关系。这时的投资银行除从事证券承销业务外，还从事商业

银行的业务，例如吸收存款、放款、外汇业务等。客户既可以在银行存款，又可以在银行买到自己想要的证券。银行则通过出售证券而赚到数目可观的佣金。但是问题也随之产生了，银行在承销证券之前，须把钱付给证券的发行者，即先把证券认购下来，而这笔钱银行往往用客户的存款进行垫付。

20 年代末，美国的经济发展速度放慢了，卖股票的人超过了买股票的人。无论银行怎样千方百计向客户推销自己卖不掉的股票，也无济于事，投资者竞相抛售股票，终于发生了 1929 年 10 月 21 日的股市大崩溃。银行自己的投资和借给投资者的贷款都收不回来，大批投资者破产，许多银行倒闭，整个美国陷入了经济大萧条。

到 1933 年美国有 5 700 多家银行倒闭，客户损失达 35 亿美元。为了防止灾难再次发生，美国国会通过了著名的《格拉斯—斯蒂格尔法》，明确规定将投资银行业务与商业银行业务分开。投资银行不得从事商业银行的存放款业务，只能用自己的资本而不是客户的钱去认购证券；禁止商业银行从事包销股票和债券业务，不准商业银行持有公司股票。这样，投资银行业务就从商业银行中分离出来了，它的主要业务包括承销企业、公司和政府所发行的证券以及有关这一业务的顾问、咨询等工作。

虽然商业银行与投资银行分开了，但它们彼此间的业务仍有着密切联系，竞争也很激烈。其中有些投资银行就是从原来的商业银行中分离出来的。比如摩根·士坦利公司就是由原来的大商业银行 J.P. 摩根公司的一部分内部高级管理人员离开后成立的专门从事投资银行业务的机构。

投资银行在包销股票、债券时，如果金融额度很大，往往由多家银行组成辛迪加，共同购销证券，在这种情况下，商业银行也积极参与。商业银行在私募债券、公司合并与收购、提供咨询等业务方面十分活跃。由于 1933 年银行法的规定并不适用于国

外机构，因此，许多大商业银行也积极为海外的美国公司、外国大公司和政府包销债券。

与此同时，商业银行还可以包销联邦政府、州政府以及地方政府的债券，一些老的投资银行也积极开展商业银行业务，特别是国际业务。投资银行与商业银行的界限向日益缩小的趋势发展。

随着金融资本势力的扩展，投资银行逐渐成为通过投资支配企业的机构。为了加强金融统治的力量，投资银行又将保险、信托业务纳入自己的势力范围，这意味着投资银行业务将向更为广泛的范围发展。投资银行的控股实力如此之强，已形成美国证券制度的一大特色。

（三）日本的证券公司

日本证券公司的产生与英美的商人银行或投资银行不同，它纯粹依赖于证券市场的发展。日本不像其他西方国家那样依靠海外扩张而积累了巨额资本，日本国内市场资金并不充裕，加上日本企业多属国营，融资要求也不迫切。因此，证券公司建立以后，业务就偏向证券市场了。值得注意的是，英美的商人银行或投资银行起步较早，经历了一个较长的缓慢发展阶段；而日本的证券公司起步较晚，发展却十分迅速，这是因为它处于明治维新的变革时期。

日本的证券公司，早在明治维新时期就出现了。当时，由于日本资本缺乏，企业发展所需的资金多由国家供应，形成了企业自有资本率相对较低的“负债经营”情况。直至明治初年，日本所有的钢铁、兵工等重工业均属国营，国家同时对纺织、海运等行业予以巨额补贴。这种状况限制了日本企业的发展。

明治 7 年（1874 年）日本政府参照美国的证券制度制定了证券交易条例；明治 27 年（1894 年）又制定了证券交易法。在此之后，日本证券的发行和买卖活动，才走上了国民经济发展服

务的轨道。这样，专以证券市场业务为主的证券公司以及证券交易所都兴建了起来。

从上面的分析我们不难看出，日本证券公司的产生较之英美的商人银行和投资银行又有特色。英国主要是基于商人、商业的需要，美国是适应大企业、大公司的需求，而日本则纯粹依赖证券市场的发展。它不像其他西方国家由于当年海外扩张积累了巨额资本，市场资本充裕，而是由于当时大量资本集中于财阀之手，融资要求不迫切，证券规模很小，交易量也不起眼，证券市场中的交易方式大部分是以投机色彩极浓的清算交易为主。这种情况一直持续到二战以后。

第二次世界大战给整个日本经济带来了严重破坏。据 1946 年 8 月日本政府成立的“经济安定本部”估算，战争使日本损失了 1 057 亿日元的物质财富，损失率达 36%。同时，日本国内面临着严重的粮食危机与通货膨胀。在这种混乱的情况下，日本的政治经济主导权由以美国为首的占领军正式接管，当时占领军认定战前日本军国主义得以壮大的主要原因是财阀在经济上的强力支持，因此占领军对日经济政策的当务之急便是解散财阀。

解散财阀的具体方法之一，就是强制规定财阀企业必须将一定比例的股票出让给一般民众认购，通过股票的出售将财阀企业组织形态由原来的金字塔形结构（即以财阀家庭掌握的控股公司为顶点的结构）转换成各自独立的企业，并对于企业间的相互依赖关系企图做彻底的解散。但此后日本企业的形态由于企业间相互持股的特殊关系使其由纵的联合转变为现在的横的联合，从而造成了所谓的“系列”（keiretsu）企业集团的产生。

客观地说，财阀的解散对于日本经济乃至证券市场的发展有着深远的影响。财阀的解体以及因此释放出的大量股票、公司债券，引起了过去以投机性定期交易为主的股票交易所有了实质性的改变，交易所以现货交易为主。证券公司也开始经营包销等业