

全球投资银行 发展模式及借鉴

曹大宽
丁朝宇

体制的转变。根据商业银行业和投资银行业关系紧密的不同,可将投资银行的发展模式分为独立发展模式、全能银行附属发展模式、金融控股公司关系型发展模式。以花旗集团为代表的金融控股公司发展模式,不但冲击独立发展模式的投资银行业务、欧洲传统的综合化银行制度,也为我国投资银行混业经营模式选择提供了有益的借鉴。

一、全球投资银行排名正在发生变化

从上个世纪 70 年代末开始,世界各国从政策到法律上纷纷放松金融管制,内容包括扩展现存金融机构业务、允许发行创新金融工具、放松利率最高限、放松外汇管制、充分发挥金融市场作用等,以及出现了各种金融创新工具,如票据发行融资便利、可转让贷款证券以及各种抵押贷款证券等,促金融机构间连续地重新融合,产生了国际金融市场上所谓的“超级银行”,推出了全方位的金融一条龙服务,在愈演愈烈的市场竞争中一举夺得领先地位。作为全球金融业务中最具有创造性的和盈利性的投资银行业务,必然成为国际“超级银行”争夺的焦点,其竞争格局被不断地改变。

华尔街三大投资银行—美林、高盛、摩根士丹利传统的优势地位正在受到冲击。根据美国著名的汤姆森金融证券数据(Thomson Financial Securities Data)统计,2001 年花旗集团取代美林成为华尔街最大投资银行,结束了美林长达 11 年的霸主地位,花旗集团在 2002 年和 2003 年继续保持其优势地位。根据 Freeman & Co. 统计,

国际金融业出现的由分业经营体制向混业经营体制转型的潮流,正在逐步冲击着全球投资银行

表 1 全球投资银行证券承销、并购顾问业务手续费收入排名

2003 年排名	机构名称	2003 年收入 (十亿美元)	2002 年收入 (十亿美元)	增长幅度	2002 年排名
1	高盛	2.50	2.03	23%	4
2	花旗集团环球金融	2.39	2.32	3%	1
3	摩根士丹利	2.14	1.90	13%	5
4	瑞士银行	2.09	1.57	33%	7
5	摩根大通	2.04	1.87	9%	6
6	美林	1.91	2.12	-10%	2
7	瑞士信贷第一波士顿	1.91	2.04	-6%	3
8	德意志银行	1.80	1.46	+23%	8
9	雷曼兄弟	1.40	1.19	+18%	9
10	美国银行	0.94	0.75	25%	10

资料来源: Freeman&Co.

2003 年花旗集团投资银行业务收入排名第一，达 35.7 亿美元；摩根大通第二，为 32.3 亿美元；高盛第三，为 28.9 亿美元。

而在 2003 年主流投资银行业务方面（包括证券承销、并购顾问），高盛超过花旗集团，位居第一，花旗集团第二，摩根士丹利第三。

综合各种因素分析，高盛、花旗集团、摩

根士丹利、瑞士银行、摩根大通、美林、瑞士信贷第一波士顿、德意志银行、雷曼兄弟、美国银行当之无愧为全球排名前十大投资银行。在前十大投资银行中，独立投资银行机构有美林、高盛、摩根士丹利、雷曼兄弟等 4 家，其余 6 家都为金融集团下的投资银行机构，其集团在全球大银行最新排名如下：

表 2 投资银行所在之金融集团在全球大银行排名

投资银行	金融集团	一级资本在全球大银行排名
花旗集团环球金融	花旗集团	1
瑞士信贷第一波士顿	瑞士信贷银行	34
摩根大通	摩根大通	4
瑞士银行	瑞士银行	21
德意志银行	德意志银行	12
美国银行	美国银行	2

资料来源: The Banker

二、投资银行发展模式及效率分析

根据商业银行业和投资银行业关系紧密的不同，我们可将投资银行的发展模式分为三类：

1. 全能银行附属发展模式

在这种模式下，投资银行与商业银行的关系最为紧密，前者是作为后的一个业务部门而存在，不是一个自负盈亏的法人实体，其最终决策权属于银行。德国“全能银行”模式下的投资银行业务就是这种模式。

2. 独立发展模式

此模式下投资银行同商业银行保持着相当距离，前者是一个真正的市场主体，不受后者支配。1929 年经纪危机之后的美国等就是采取这种模式。

3. 金融控股公司关系型发展模式

在此模式下，投资银行和商业银行同属于某一金融控股公司，二者是一种兄弟式的合作伙伴关系，虽然保持着一定距离，但业务上的相互支持较第二种模式紧密了许多。因此，该模式本质上是一种介于前面两种模式之间的模式。

对表 1 中全球十大投资银行归类如下：独

立投资银行模式 4 家：美林、高盛、摩根士丹利、雷曼兄弟；金融控股公司模式 3 家：花旗集团环球金融、摩根大通、美国银行；全能银行模式 3 家：瑞士信贷第一波士顿、瑞士银行、德意志银行。表 3 对不同模式下投资银行经营效率进行分析。

由于无法取得金融控股公司、全能银行中投资银行业务财务数据，以金融集团整体财务指标代替。表 3 分析结果表明，金融控股公司经营效率最高，独立投资银行次之，全能银行经营效率最差。而以单个机构指标排名，美国银行、花旗集团等美国金融控股公司各项指标都是最优秀的，而瑞士信贷银行各项指标最差，其他两家欧洲全能银行指标也在倒数之列。此点证明，混业经营的协同效应不是自然而生的，必须借助有效的组织结构才能发挥。

三、金融控股公司的优势分析

以花旗集团为代表的美国金融控股公司作为一项制度创新，其成功得益于强强联合所带来的协同效应，不但冲击独立发展模式的投资银行业务，也向欧洲传统的全能银行制度发起了挑战，为全球投资银行体制变革提供了有益的借鉴。

表 3 投资银行经营模式：2002 年效率分析

模式	机构名称	ROA(%)	ROE(%)	净利率(%)	费用 / 收入(%)
独立发展模式	美林	0. 57	11. 70	13. 50	79. 81
	高盛	0. 63	11. 30	15. 12	76. 74
	摩根士丹利	0. 59	14. 10	15. 64	75. 30
	雷曼兄弟	0. 38	11. 20	15. 84	77. 27
	平均	0. 54	12. 08	15. 03	77. 28
金融控股关系型发展模式	花旗集团	1. 42	18. 60	21. 42	64. 49
	摩根大通	0. 23	4. 09	6. 58	79. 72
	美国银行	1. 40	19. 44	26. 81	61. 11
	平均	1. 02	14. 04	18. 27	68. 44
全能银行附属发展模式	瑞士信贷银行	- 0. 34	- 10	- 11. 80	83. 92
	瑞士银行	0. 32	8. 9	11. 33	86. 2
	德意志银行	0. 047	1. 31	1. 50	85. 49
	平均	0. 01	0. 07	0. 34	85. 20

资料来源: 根据公开披露整理

1. 集团控股, 联合经营。控股公司的基本作用是形成同一集团在品牌、经营战略、营销网络以及信息共享等方面的协同优势, 从而降低集团整体的经营成本并从多元化经营中获取更多收益。从更一般意义上看, 控股公司结构之所以适用金融集团的多元化经营, 和金融业的资产特性密切相关。就金融业而言, 不仅商业银行、投资银行、保险各业之间存在很强的关联性和互补性, 而且由于其经营对象是货币资产而非实物资产, 因此相互转换十分便利, 比如贷款可以证券化, 开放式基金和银行存款十分近似, 保险兼具投资和储蓄功能等。因此, 金融资产的强关联性和弱专用性, 决定了其综合经营比其它行业更能形成规模经济和范围经济, 而控股公司结构正是发挥这一优势的合适载体。金融控股公司的投资银行可以借助商业银行开发客户, 而独立投资银行则无此优势。

2. 法人分业, 规避风险。法人分业是金融控股集团的第二个重要特性, 是指不同金融业务分别由不同法人经营。法人分业的作用是防止不同金融业务风险的相互传递, 并对内部交易起到遏制作用。例如花旗集团全资控股下属三大子公司分别开展三大业务: 花旗银行有限公司(商业银行)、花旗集团环球金融公司(投资银行)、旅行者保险集团国际有限公司(保

险)。三个全资子公司”分业经营”, 独立开展商业银行、投资银行和保险业务。这种”集团混业, 经营分业”的混业形式, 继承了北美银行业一贯对内部风险控制的侧重。金融控股这种内部“ 防火墙 ”功能是欧洲全能银行所不具备的, 在全能银行模式下, 一种业务的风险必然对另一种业务造成冲击, 从而对整个集团经营造成不利影响。

3. 健全的组织管理结构。金融控股公司的集团总部不从事子公司的经营业务, 主要负责集团战略规划、收购、兼并、转让和子公司的股权结构变动, 协调内部资源共享形成合力及新领域投资等, 但收购兼并后的公司和新投资的公司是实行独立经营、独立核算的。子公司完全独立经营、独立核算。子公司完全是一级法人单位, 独立开展各项业务, 集团不干预其日常经营活动, 只负责派往子公司的董事和提名的总经理等人事、财务、收益、重大投资和内审、风险监督等管理事项和政策业务指导工作。如花旗集团的审计部门和财务总监(CFO) 对各子公司要进行定期检查, 并提出改进意见。相比于全能银行, 这种组织结构避免了集团总部陷于日常经营事务, 而削弱战略规划、组织管理和风险控制的功能。从发展历程分析, 花旗集团与美国银行等几乎没有因兼

并后整合而导致经营效率下降,而欧洲几家全能银行经营都遭遇到兼并后管理无效率的不利影响。

因此,多元化、跨区域的巨型金融集团必须有健全的组织结构与之相配套,而金融控股公司结构是目前为止最有效的组织结构。

四、中国投资银行:旧体制遭遇新竞争

1. 中国投资银行体制演变

改革开放以来,我国投资银行体制经历以下重要发展阶段:

(1) 混业经营

1997年以前,中国金融业实行混业经营,银行、保险可以经营信托、证券等业务。此外,当时也成立了一批证券公司,独立经营证券业务,如深圳特区证券(现改为巨田证券)、华夏证券、南方证券等就是在这一时期成立的。

(2) 分业经营

1995年以《中华人民共和国商业银行法》的立法形式确立了我国金融业分业经营的格局。1997年底,国务院进一步强调了分业经营分业管理的原则。与之相对应,银行业和证券业进一步明确了各自的监管主体——中国人民银行和中国证券监督管理委员会。

按照分业经营原则,证券业务必须与商业银行、保险、信托业务分离,由此诞生一批金融集团下属的证券公司,如招商证券、中信证券、光大证券等就是分业经营的产物。

以上两阶段产生的证券公司可以归为传统体制下的投资银行,经营活动是参照商业银行模式进行的,其特点以营业部网点开展粗放式经营,以经纪业务为主导,承销业务比重不大。

(3) 现代投资银行的发展

我国真正的现代投资银行是成立于1995年的中金公司,以及2002年初成立的中银国际证券。它们是以承销、并购业务为主,与传统的证券公司经营模式有很大的不同。中金公司和中银国际分别为中国建设银行和中国银行下属

的投资银行公司,其发展模式为银行控股公司模式。

通过以上分析,我国投资银行发展变化模式划分为三类:第一种是独立发展模式,目前大部分证券公司都属于这种模式;第二种是金融控股公司关系型发展模式,包括金融集团下属的证券公司;第三种是银行控股公司关系型发展模式,中金公司、中银证券属于此种模式。

由于我国证券市场是个封闭市场,传统体制下的投资银行基本以国内市场为主,其证券承销业务采取通道制的计划经济管理方法,不能简单以国际标准对它们的竞争优势进行评价。但随着我国证券市场对外开放,参考香港、日本等国证券市场开放的经验,面对国际大投资银行的竞争,可以肯定,一大半传统体制的证券公司将被淘汰出局。

事实上,我国传统投资银行已遭受到了以中金公司、中银国际为代表的现代投资银行的巨大冲击,中金公司、中银国际在中国企业海外上市承销业务上建立竞争优势,并以此为基础拓展国内投资银行业务。综合评价,中金公司是目前国内最具有竞争力的投资银行(2002年中金公司获得股票主承销金额、利润总额和人均利润总额三项第一),而中银国际证券则有迎头赶上之势。

2. 现代投资银行在全球竞争中发展

中国现正处于经济高速发展的阶段,位居世界第六大经济体,客观上已经提供了世界一流金融机构的成长空间。而且中国有大量的国有企业需要不断改制上市,也为全球投资银行提供了巨大的业务机会。专家预计:在未来20年里,中国将是全球资本市场的主角。

几乎所有的全球大投资银行都在加快自己的中国战略。在大中华市场投资银行业务的争夺战中,以摩根士丹利、高盛和美林为代表的美资投资银行持续处于领先的位置,但其欧洲竞争者正有赶上之势,欧洲金融机构在大宗股票与债券的全球销售能力上,显然不如强大的美国投资银行。但欧洲投资银行把中国业务的拓展重心放在资产管理和证券交易等领域,并在组建合资券商及基金公司的谈判中抢在了美

资机构的前面。

令人欣慰的是，中金公司、中银国际在中国企业海外上市承销业务竞争中建立了优势，并进入全球或亚洲投资银行业务前 20 名。中金

公司、中银国际无疑是我国目前为止最优秀的、最有发展前途的投资银行。

3、中国投资银行体制发展趋势

基于金融制度及金融业对外开放的进展，

表 4 中金、中银在全球具有竞争力的排名

项目	中金公司	中银国际
2003 年中国企业海外股票发行承销	1	5
2003 年亚太地区 IPO 承销	9	16
2003 年全球 IPO 承销	14	
2002 年亚太区(除日本外)并购业务		

资料来源: Bondware ; Bloomberg

我国投资银行体制将呈现以下发展趋势：

(1) 我国金融业在未来相当长时间内仍采取分业经营的监管体制，独立发展模式和金融控股公司关系型发展模式将是投资银行两大主流模式。由于商业银行直接控股非银行金融业务在我国也存在明显的体制障碍，除目前已成立的中金公司、中银国际二家商业银行控股的投资银行外，其他商业银行控股的投资银行将难以产生。

(2) 由于传统投资银行体制的弊端，金融控股公司关系型投资银行与独立发展模式投资银行面对同样的发展困境，即如何面对国际大投资银行的冲击。我们认为，在我国证券市场完全开放后，传统投资银行将沦为二流、三流的投资银行，在低端业务上展开竞争，并在竞争中大量淘汰。

(3) 现有的金融集团难以对其所属的投资银行发展提供有力的支持。我国已存在业务多元化的金融集团，如中信控股、光大集团、招商局集团、平安集团等。虽然某些集团在某些金融业务上在国内具有相当的优势，如招商局的商业银行业务、平安集团的保险业务，但由于缺乏有效的组织结构，这些优势业务并未能对投资银行业务发挥实质的支持作用。再从全球角度分析，这些

金融集团规模太小，国际化程度低，其自身发展也将遭受金融开放的冲击。因此，其所属的投资银行在国内外业务拓展方面获得集团的有力支持。事实上，金融集团下面的各项业务基本上是单兵作战，谈不上协同效应。

(4) 由于四大商业银行在全球规模优势，中金公司、中银国际具备发展成为为全球一流投资银行的条件。中金公司、中银国际是按现代投资银行制度建立的，起点高，直接面对国际投资银行的竞争。在 2003 年度全球 1000 家大银行中，中国银行名列第 15 位，中国建设银行名列第 37 位。中国银行和中国建设银行在商业银行上的优势必然对中金公司、中银国际的业务形成有力的支持。

只有中国银行、中国建设银行等四大商业银行转化经营模式，完成银行控股公司向金融控股公司的转变，中国才能产生具有全球影响的金融控股公司，也就必然产生了具有全球影响的金融控股公司关系型发展模式的现代投资银行。

(作者单位：长城证券有限责任公司)

(责任编辑：王中海)

参考文献：

1. 李洁：《银行制度创新与全能银行发展》，中国人民大学出版社，2003。
2. [瑞士] 汉斯·乌里希·德瑞克博士：《全能银行：未来的银行类型》，中国金融出版社，2003。
3. [台湾] 谢明瑞：《投资银行发展之研究》。
4. Bloomberg, Freeman&Co, The Banker 之投资资料。
5. 中信集团、国研网关于混业经营之研究资料。
6. 全球十大投资银行 2002 年年报。