

# 中外投资银行历史演进中的若干支持条件

王 静

(浙江大学经济学院, 浙江杭州 310027)

**摘 要:** 投资银行作为一种复杂的金融中介体, 影响其演进的因素是多方面的。本文试图从市场推进与政府推动、资本市场的生存条件、信用支持体系、投资银行家等几个方面, 分析起步支持、环境支持、信用支持、人力资本支持等条件在中外投资银行历史演进中所起的作用。

**关键词:** 投资银行; 历史演进; 支持条件

**中图分类号:** F830      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1002-7246(2005)08-0123-08

投资银行(Investment Bank)作为一个金融理论上的称谓, 是指以证券承销为本源业务、从事直接融资服务的金融中介机构。投资银行是一个动态而复杂的体系, 在其内涵日渐丰富、外延不断拓展的历史演进中, 所履行的金融功能也从简单趋于复杂。市场经济的心脏是以证券市场为主体的资本市场, 而证券市场的心脏则是投资银行。与西方投资银行在国际金融市场中的份额与影响力蒸蒸日上的发展势头迥异的是, 在困境中努力求存的中国投资银行影响力却趋于式微。导致中外投资银行竞争力差距的原因是多方面的, 如果从中外投资银行的历史演进切入, 或许可以在历史兴替的经线与他山之石的纬线交织中, 觅得一些借鉴之道。

## 一、起步支持: 市场推进与政府推动

### 1. 市场自由竞争形成了早期万能的西方投资银行。

最早的投资银行型业务可以追溯到 3000 多年前的美索不达米亚地区, 而现代意义的投资银行业则萌芽于西欧。一些信誉卓著的大商人为商业活动提供资金融通, 并不断拓展以融资业务为核心的其他金融业务, 成为有别于商业银行的商人银行。商人银行的影响力与本国在世界经贸与金融活动中的实力及地位密不可分, 在 15 到 18 世纪, 随着国际商贸与金融中心的转移, 意大利、荷兰、德意志等国的商人银行曾经渐次拥有过领先优势。工业革命之后, 英国经济的强盛及伦敦国际金融中心地位的确立, 使得不列颠一些家族化的承兑商号, 如著名的巴林家族(Baring)、罗斯柴尔德家族(Rothschild)等, 借势发

收稿日期: 2005-04-26

作者简介: 王 静(1966.01-), 女, 浙江人, 副教授, 浙江大学经济学博士生, 供职于浙江金融职业学院。

展成为专门从事投资银行业务、有影响力的商人银行。直接推进西欧投资银行业发展的因素主要有：第一，大商人从海外贸易中分化出来专事某些金融业务；第二，股份公司使大商人成为社会公众与企业之间的资金中介；第三，战争使政府公债成为投机获利的工具。受古典和新古典自由主义经济思想的影响，政府对经济金融活动的干预是非常有限的，商人银行处于自发且比较自由的生长状态。

现代投资银行能成为金融市场中最具创新力的主体，得益于美国的发展环境。推动美国投资银行后来居上的原因主要有：第一，战争。美国政府以发行联邦债券的形式承担了独立战争中发行的各种各样债券所遗留的债务，投资银行以积极的介入、专业化的服务帮助联邦政府完成了筹资目标，发展了自身业务。例如，在南北战争中积累了资本的 J. P. 摩根，以“辛迪加募捐”等金融创新手段成功地承销了各国公债，在帮助各国政府（如 1871 年普法战争中的法国梯也尔政府、1898 年美西战争中的墨西哥政府等）度过难关的同时，成为有力地促进投资银行事业的投资银行家。第二，基础设施建设。伴随着资本主义经济迅猛发展而至的交通、能源等基本建设，需要巨量的资金，在铁路债券、政府债券的发行和销售中，投资银行业得以突飞猛进。第三，企业并购。在 1898～1902 年的企业横向并购浪潮中，投资银行以发行可转换债券、并购顾问咨询等业务拓展，推进企业兼并活动，获取可观利润。第四，证券交易。作为证券承销商和证券经纪人，投资银行的发展是与证券市场的不断拓展相伴而行的。早期的美国投资银行也处于自由的发展中，证券市场基本上依靠自律管理。区别于商业银行的是，投资银行无权通过发钞或创造存款来增加货币资金，而主要是充当投资人与资金短缺企业的中介，为客户提供证券发行及投资咨询、推销或包销证券，以从中获取佣金和发行差价。市场开拓与创新能力强劲的投资银行家还通过涉足实业公司的经营管理，控制商业银行、信托公司、保险公司而发展为金融寡头。20 世纪 30 年代以前，尚处于初创期的金融体系是混业经营管理模式，这既与当时的经济发展总量、金融业务发达程度、金融法规及监管的不健全等因素相对应，更是金融企业逐利的本能使然。高额利润的驱动使投资银行与商业银行的业务毫无约束地互相渗透，形成了金融业务的万能机构。

## 2. 国家干预促使西方投资银行规范化发展。

市场失灵在 1929～1933 的集中体现，促使“看得见之手”介入经济、金融领域，美国金融业从自由发展走向全面监管，投资银行在金融分业经营格局中获得了规范化的独立发展空间。作为《1933 年银行法案》修订条款的《格拉斯—斯蒂格尔法案》（The Glass—Steagall Act），其核心有二：建立联邦存款保险公司（FDIC），要求吸收存款的商业银行和储蓄机构参与存款保险；对商业银行和投资银行实行分业经营，禁止吸收存款的机构单独或联合发行、承销、出售股票、政府债券、企业债券或其他证券。美国是金融分业模式的先行者，之后，英联邦国家、日韩等国纷纷效仿美国实行分业经营。依据 GS 法案，摩根银行一分为二，摩根·斯坦利成为专门的投资银行，而 J. P. 摩根成为专业的商业银行；花旗银行和美洲银行选择了商业银行发展之路，所罗门兄弟公司（Solomon Brother）、美林（Merrill Lynch）、高盛（Goldman Sachs）等则选择了投资银行业务。金融监管是政府为弥补金融市场内在机制缺陷而进行的一种制度安排，GS 法案用金融监管的硬壳来纠正商业银行的投机行为和违规操作，有助于金融秩序和公众信心尽快恢复到国家重建经济所需的良好状

态,在当时有积极的意义。

二次大战后证券市场的迅猛发展,技术、制度、金融创新等多种因素的共同作用,为美国投资银行成为世界上实力最雄厚的投资银行奠定了坚实的基础。1968年后,电子技术的运用改进了美国的证券交割制度。1970年颁布《证券投资者保护法》,设立“投资银行保险制度”,并据此成立“证券投资者保护协会”(SIPC),日趋完善的制度为市场平稳运行提供了良好的保障。与美国的经济实力与影响力相对应,其投资银行发展模式成为许多后起国家及地区投资银行仿效的模式。

### 3. 中国证券市场与投资银行的起步。

1949年建国之前的证券市场与旧中国政权一同兴衰,没有传承给新中国现成可用的载体。新中国在发展证券市场上曾有过尝试,那就是存在于1949~1950年间的天津证券交易所和北京证券交易所,但社会主义计划经济体制的运行使得通过证券市场疏导游资的意义不复存在。在中断三十多年后,中国借鉴国际经验培植了证券市场。在1978~1990年的中国证券市场上,最主要的功能是以开拓直接融资渠道来筹集建设资金,推进经济发展。经13年的积累,中国达到发行5大类18个品种、总额2861亿元的证券。在起步阶段的“需求尾随型”金融发展中,特有的金融中介服务也在市场诱致下自发地产生了。股票掮客们(上海称“黄牛”、深圳称“强龙”)利用信息、资金和社会关系等资源优势,在证券私下转让中赚取差价和佣金,一度曾出现买卖双方不约而同的固定的私下交易场所。掮客们这种基于当局对证券转让的严格限制及市场人为分割,进而导致的信息不对称、交易成本高、存在证券买卖的意愿差价等市场获利因素的捕捉,是中国资本市场原生的“投资银行式”服务。当然,对于倒买倒卖的投机性行为,当时的社会包容度与市场承受力都有限。从微观层次的自然演进中萌生、发展出现代投资银行及其私人化的信用,仅仅是有某种可能。

实际上,中国出于后发国家追赶战略的需要而推行的“供给引导型”金融改革发展,用规范化的股票柜台交易在瞬间覆盖了私下交易,并在短时间内催生出一批从事证券业务服务的证券兼营机构,包括信托投资公司、银行的证券部、财政证券事务所、证券交易代办点、保险公司的证券部、城市信用社的证券交易部等等。虽然这些机构按经济形式可划分为独资企业与股份制企业,但从本质上说它们都是国有企业。它们的业务范围主要包括:代理发行各种有价证券,自营和代理证券买卖,代理支付和代收证券的本息红利,证券的签证、登记过户,证券代保管,证券投资咨询,国库券相关业务等。这些国有证券经营机构的存在,是政府推动型改革的产物与需要,有一种与生俱来的公信身份,客观上已经产生了对中国资本市场之私有制及私人信用萌发的抑制作用,并将以政府信用的扩展、强化来替代市场的私人信用。

### 4. 与资本市场一起成长的中国投资银行。

中国投资银行的发展脉络是与宏观调控主体对金融市场及特定金融组织的认识水平与人为操控密切相关,这从证券公司、投资基金管理公司、资产管理公司等投资银行类金融中介的数量起伏中可以看出(如图1)。20世纪90年代初期,在建设“有计划的商品经济”背景下,企业管理体制与融资体系没有根本性转变,缺少突进条件的证券市场蓄而未发,数量增长不大的证券经营机构分布各地,尚未形成一个统一的市场网络。受

1992 年邓小平南巡讲话鼓舞, 证券市场及证券公司数量增长迅速, 与银行有密切关系的证券公司组建, 全国性的证券公司群体兴起。随着中国《商业银行法》、《保险法》的实施, 在 1996 年后证券市场大发展的背景下, 证脱钩及证保分离, 促使了全国证券机构之间的收购兼并与增资扩股, 呈现出证券公司数量不变但资金实力增强、业务经营猛增、经济效益普遍好转的景象。与此同时, 基金管理公司与金融资产管理公司应运而生, 在转轨经济的资本市场中扮演重要角色。然而本世纪之初, 中国投资银行业在经历与证券市场一同的短暂景气后, 面对着一个持续走向低迷的证券市场。数量更多、业务“同构化”严重、信用与声誉受到社会公众与投资者质疑的众投资银行必须寻求创新图存之策。

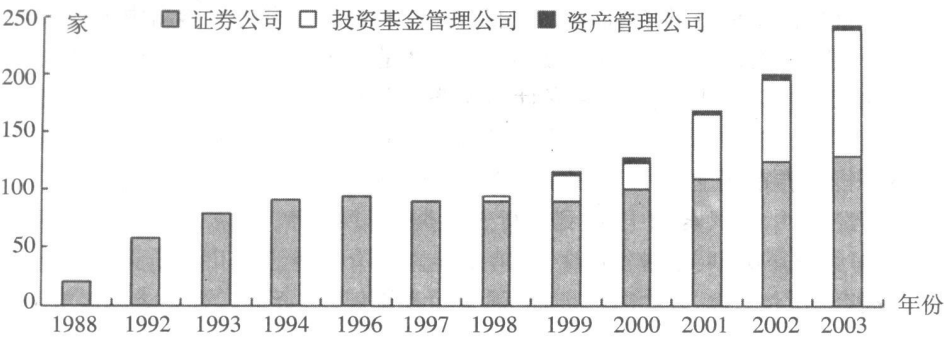


图 1 1988—2003 中国投资银行数量列表

资料来源: 中国证监会网站 [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)。

二、环境支持: 资本市场的生存条件

投资银行是资本市场的介质, 一个多层次、多元化、结构合理、功能健全的立体化资本市场, 是投资银行金融功能得以充分发挥的外部条件。中国资本市场正处于一个高速成长的量变过程。证券市场以 1370 余家上市公司、约 4 万亿人民币市价总值而成为亚太地区规模仅次于日本的第二大市场。沪深两个交易所 10 年左右的时间达到 1000 家上市公司, 而伦敦交易所、纽约交易所、东京交易所大约分别用了 190 年、165 年、100 年才使上市公司数量达到这个规模。从铺摊子的效率来看, 显然政府推动型的强制性金融制度变迁比市场自然演化的诱致性制度变迁更有优势。它克服了纯粹市场机制的某种低效率, 毕竟“耗时费日的‘周期’会浪费宝贵的资源, 尤其是人力资源”, 这对追赶型经济社会把握发展机遇而言尤为重要。

不过与发达国家(地区)相比, 中国的资本市场规模太小, 上市公司的数量较少且规模小, 股市综合发展水平与欧美等国的差距很大。以证券化率对比来看, 中国证券市场的市值占的比重不仅低于发达国家, 也低于一些新兴的市场经济国家。

比规模问题更加突出的是中国资本市场的结构性缺陷, 结构单一的资本市场不能满足多层次筹资者与投资者在金融产品与服务需求上的多样性。主要表现在两个方面: (1) 资本市场品种结构失衡。在国外成熟资本市场中, 债券市场的融资规模通常是股票融资额的数十倍, 而且企业的债券融资达到其股票融资额的 3~10 倍。从发展的角度看,

公司债券作为介于国债(低风险、低利率)和股票(高风险、高收益)之间的基础性证券,是实现货币市场与资本市场连接的有效工具。我国的资本市场不仅债权融资比例很低,而且债券品种的结构失衡,企业债券市场严重滞后(如图2)。资本市场畸形发展与企业融资顺序异常,两者之间虽非简单的因果关系,然均有一个共同的引致原因,就是中国资本市场的初始定位及功能性缺陷。(2)资本市场层次结构缺损。1998年中国证监会取消包括STAQ、NETS在内的全国26家证券交易中心,将股票交易集中于沪深两个交易所,从而形成了统一标准、方便监管、单一层次的全国资本市场。各地虽然建立了许多产权交易中心,但因前提条件制约(企业法人治理结构尚未真正建立)而使大多数中心处于有场无市状态。做一横向比较,资本市场发展状态良好的国家及地区都有多层次的资本市场体系,包括几家证券交易所(美、日在7家以上)、覆盖全国的场外交易系统、以私下交易为主要内容的无形市场等。筹资者与投资者层次的多元化及其需求的多样性,客观上要求有多层次的资本市场来提供立体化的金融服务。比如风险投资的退出方式中,与IPO的冷清相对应的是并购退出方式的持久稳定,不仅在欧美,即使在中国本土的风险投资退出中,股权转让也成为主流退出方式,而这是需要以多层次资本市场作为坚实基础的。从经济社会运行的诸要素看,国内的商品市场、技术市场、劳动力市场等均已发展为多层次的市场体系。若从防范金融危机方面考虑,1997年国际金融投机大鳄正是利用了东南亚相关国家资本市场层次单一、品种稀少的弱点而在股市和汇市之间连环操控。因此必须加快地方证券市场体系的发展,因为一个层次单一、机制单向的资本市场显然无法履行其应有的金融功能,更遑论浸润于其中的证券市场与投资银行业。

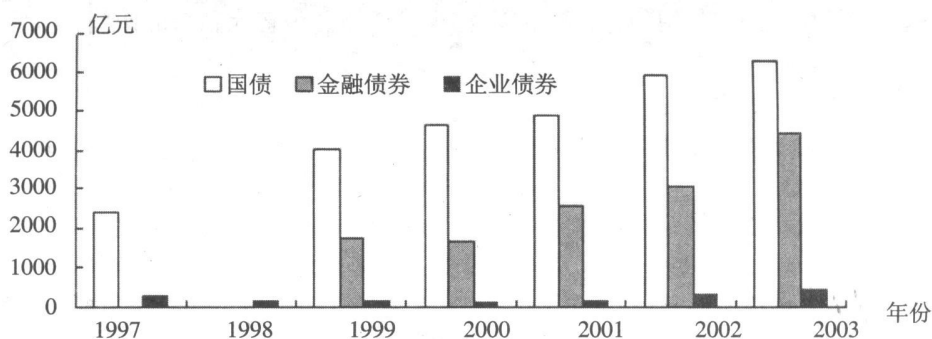


图2 中国债券市场发展情况

资料来源:中国证监会网站 [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)。

### 三、信用支持:“双信用”系统与“腐败指数”

#### 1. 西方投资银行的“双信用”支持系统。

伴随西方投资银行成长全过程的有两股信用力量——(国家)政府信用与私人信用,即公信与私信。国家作为一个抽象的主体,必须通过其代理主体——政府来实现产权要求,国家产权的实际归属是政府。从产权的角度简而言之,将国家、政府、国有的金融中介组织所拥有的信用一并通称为“公信”。在早期发展阶段,投资银行提供给市场的只有

私人信用,以投资银行家个体及家族的影响力为社会服务。投资银行的规模、实力、服务能力是与投资银行家的私人信用积累呈正相关的发展关系。经济社会在接受投资银行所提供的特殊金融服务的时候,实际上一并接受了投资银行家及其家族为金融服务所提供的私人信用担保。甚至政府信用(以发行的政府债券为载体)的实现也需要投资银行家私人信用的辅佐,尤其是对立足未稳(如新生的美国联邦政府)或者政局动荡中的弱势政权(如战争中的法国、墨西哥政府等)来说,要实现让社会公众接纳其信用凭证来融资的目标,离不开投资银行家的能动作用及其私人信用所提供的担保。随着市场经济的进一步发展,为适应金融服务趋于复杂化高级化的要求,投资银行(家)不仅自身的组织机构要升级,从个体企业→有限合伙企业→现代公司制企业,而且,其私人信用也要越来越多地与政府信用相结合,依托政府信用提供的担保来游走市场。投资银行金融功能的正常发挥,需要政府信用与私人信用这“双重信用”力量的共同支持。无论是最基础的融资功能,还是现代资本市场条件下凸显的信息筛选与激励功能,均非单一信用体系可以独立承担。

在现代市场经济环境下,一个完整的信用体系应该由私信和公信两部分组成,这两种信用之间互相支持,在不同的时空条件下,发挥各自的作用。一种信用的弱化或缺损,可以暂时由另一种信用的超强化作用来补充市场的信用供求缺口。私人信用在局域范围内因为信息高度对称性,从而对微观层次的运作效率可能具有超乎政府信用的影响功效;而政府信用则因为覆盖面大,又有政权实力为支撑,从而可以在宏观层次上产生强制性的威慑力,在稳定的政局条件下,对跨越地域甚至国界的市场交易有更好的支持功效。但是,这两种性质不同的信用各有功能范围,如果长期用公信替代私信的作用,将使公信受损。

## 2. 腐败指数与公信力损失。

经济快速增长而致的实体经济部门对资金的渴求,在客观上助长了金融部门与实体经济部门的不平等。金融部门掌握着资金配置的权力,这种权力在一个金融业高度垄断的国家(及其地区),由于信息不对称很容易引致腐败。中国金融腐败指数(FCI)的编制对金融腐败的研究无疑是重大突破。既然 FCI 数据是公众对金融行业腐败程度的一种主观判断,那么正可以说明,依靠预期、信用、信誉、信心等心理因素支持的证券市场,如果 FCI 异常,则在其基本功能上必有缺失。倘若不及时从源头入手治理,那么市场必然会在自然选择中被淘汰。中国 FCI 显示,公众把证券类机构列为金融机构中的第一腐败机构,其腐败程度远高于商业银行、保险公司、城乡信用社等金融机构。

## 四、人力资本支持:投资银行家

投资银行业作为智力密集型产业,本身没有庞大的固定资产,人力资本是其最重要的资本,而投资银行家是其中的灵魂。尽管投资银行创新的原始动力来自于系统内部提高运行效率的要求,但最终推进创新之人还是具有创新精神的企业家,投资银行家是推动投资银行创新的内在因素。

### 1. 对投资银行家的认识。

金融家是专门从事金融活动的企业家,而投资银行家是有特殊风险偏好,可能是金融家群体中金融创新能力最强的一个亚群体。投资银行在初起阶段,离不开投资银行家的抚育。从英国的家族制商人银行,到美国快速成长阶段的摩根、美林、高盛等,投资银行家以无限责任制的私人信用(有别于国家信用),较好地履行其金融功能:信息传递、专业化融资中介。与银行家相比,投资银行家的私人信用与信誉可能更重要,这从早期的投资银行称为“商人银行”,并常以个人姓名为冠中可以得到佐证。现代投资银行体系中,尚有许多具有较强竞争力的冠之以个人或家族姓氏的投资银行,它们的规模一般不比商业银行大,但是运行效率、创新能力、市场竞争力常在一般的商业银行之上。

就投资银行家的来源看,第一,有家族企业传人与职业经理的初始身份之别。世家或非世家一般与资本的积累有关。从著名的投资银行家看,摩根、罗斯柴尔德等皆出生于富有的商人之家,把高盛从家族制——合伙制企业发展为现代企业的传人们,显然也是将先人的基业发扬光大了。从职业经理层转化的投资银行家则不胜枚举:从美国的“垃圾债券”之王迈克尔·米尔肯、投资天才布鲁斯·谢尔曼,到中国民国时期“江浙财阀”中的银行家、当代的方风雷等。在经过一定的资本积累后,这些职业经理们将资本要素与人力资源禀赋、专业素养、积攒的声誉和人脉关系相结合,从被资本家所选择的经理人成为职业投资银行家。第二,从金融家与实业家两条途径转型而来。就金融机构的人力资本来看,商业银行与投资银行的服务对象类似,两种金融业务所面临的金融资产具有高度的相关性,银行家与投资银行家的知识积累是趋同或高度相关的。银行家与投资银行家的最大区别可能在于风险的偏好上。银行家是较为典型的风险规避型的金融家,而投资银行家则是善于在承担风险中抓住市场机遇的金融家。若从一般企业家转型为投资银行家,则往往是在产业资本与金融资本的深度融合中实现。

## 2. 关于本土金融家的几点假设。

假设把独立的私信作为与人力资本捆绑在一起的、金融家必须具备的资源禀赋,那么可以说中国金融改革20年来还没有出现真正的金融家阶层。追溯20世纪初,在经济、金融业相对发达的长三角地区的“江浙财阀”中,可以看到早期的本土金融家,如金润泉、泰润卿等。在早期本土金融家身上具备了几个共同的要素:其一,产生于市场竞争,而不是基于行政任命;其二,有从事金融业的专业素质,这些素质大多经过职业岗位的长期磨砺而得;其三,个人积累了一定的资本,其财富有别于拿薪金的职业经理人;其四,有较为雄厚的个人信用积累和信誉反馈机制,在特定局面下可以凭借个人资信而力挽狂澜。

由于国有产权高度垄断、经理人与行政官员身份的模糊、金融从业人员缺少必要的资本积累和私信积累等原因,还不能说中国已经产生了本土金融家阶层,更不用说金融家的亚形态——投资银行家。但是这种局面将随着外资金融机构的进入,以及由此产生的华洋两个体系在中国金融市场的角逐而得到改变,从金融业职业经理层中羽化出金融家是完全可以预期的市场演进结果。国际一流投资银行高盛选择了依赖投资银行家个人信用,而非国家信用的进入路径。这是否意味着,在投资银行声誉与投资银行家声誉之间,即在机构标识与个人标识之间,外资金融机构参与中国金融市场选用了个人标识?从金融市场发展的逻辑来看,职业金融家阶层的兴起将有可能造就一个权责对称、道德风险较低、稳健经营的新型金融组织架构,并由此提高中国的资本形成效率和金融安全。

投资银行家个人的作用对投资银行事业的成败至关重要,而投资银行家个人声誉在中国资本市场中有特殊的价值。在未来的企业制度中,经营者变为所有者已成为不可阻碍的历史潮流,当企业演变为所有者是最好的经营者,而最好的经营者也是拥有最好的资产所有者时,人力资本和货币资本的配置也就实现了最优化。

## 五、结束语

现代投资银行作为一种复杂的金融中介体,其形成及功能发挥是诸多因素共同作用的结果,譬如与人均收入和人均财富达到一定程度相关,列文(Levine)就用模型说明,“如果人均收入很高,当事人就会选购包括调查厂商、论证项目和调动资源等在内的金融服务以充分利用投资机会。”鉴于目前国内外有关投资银行的研究仍然缺少一个完整的理论逻辑体系,上述对影响投资银行历史演进的若干支持条件的分析仅是一种抛砖引玉的努力,更深入的剖析有待进行。

## 参 考 文 献

- [1] 马庆泉,《中国证券史(1978—1998)》,中信出版社,2003年。
- [2] 浙江省政协文史资料委员会《浙江近代金融业和金融家》(浙江文史资料选辑第46辑),浙江人民出版社,1992年。
- [3] 徐洪才,《中国资本市场研究》,经济管理出版社,2005年。
- [4] 罗伯特·库恩,《投资银行学》,北京师范大学出版社,1996年。
- [5] 张维迎,《企业的企业家——契约理论》,上海三联书店/上海人民出版社,2004年。
- [6] 张小蒂,《宏观经济学》,浙江大学出版社,1997年。
- [7] 王国刚,“中国证券市场规范化的四大问题”,全景网络,2003/09/18。
- [8] 谢平、陆磊,“中国金融腐败指数:方法论与设计”,《金融研究》,2003年第8期。
- [9] 陆磊,“职业金融家阶层兴起”,《财经》,2004年15期。
- [10] Levine R, Loayza N and Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Cause Working Paper. 1998.

**Abstract:** Investment bank is a complicated financial intermediary. This paper investigates several factors such as market—pushing or government—pushing, survival conditions of capital market, credit system, investment bankers etc., to analyze how these factors influence the evolution of investment banks.

**Key words:** Investment Bank; Evolution; Support Conditions

(责任编辑:胡海刚) (校对:HA)