

□ 蔡则祥 卞志村

## 我国投资银行发展问题研究

投资银行是资本提供者和资本使用者之间的桥梁,是促使市场经济下资源有效配置和有效转换的中介机构。随着我国金融体制改革的进一步深化,投资银行在我国也应运而生。在经济体制转轨进程中,金融业的分业经营与管理势在必行。在我国证券市场尚在发育和逐步完善的今天,比较研究成熟市场经济国家的某些经验和惯例,探讨我国投资银行的发展状况及前景,对我国证券业健康发展和金融体制改革深化有着积极意义。

### 一、我国发展投资银行的战略意义

#### (一)发展投资银行是社会主义市场经济的客观要求

现代市场经济发展的历史告诉我们,投资银行在资本市场、企业与项目融资领域以及产业结构调整方面都能发挥重要作用。我国要建立社会主义市场经济体制,完善金融市场及金融组织体系,没有高度发达的投资银行是不行的。投资者和筹资者都是投资银行的客户。投资银行以其公正的信誉,在投资者和筹资者之间达成有效的沟通,为新发行证券确定一个合理的价格,为已发行证券维持一个稳定有效的二级市场。具有高度公众信誉的投资银行,通过调查与研究,判断公司新发行证券的质量,监测发行公司的活动,从而有效降低市场信息的不对称程度,促进资本市场的健康发展。高效率的投资银行机构,可以创造出高效率的资本市场。而这正是建立社会主义市场经济体制的必要条件。

#### (二)发展投资银行可以推动我国专业银行商业化改革

银行商业化是我国金融体制改革的难点之一。大力发展投资银行,减除国有商业银行要为企业和建设项目提供长期资金的任务是一条可供选择的金融改革之路。我国由于长期缺乏投资银行体系,使得以国有商业银行为基础的金融市场风险很大;居民的富余资金除存入银行之外,缺乏其他的投资渠道;企业的资金缺口除向银行告贷之外,缺乏其他的筹资方式;居民的存款必须得到保值贴补,企业投资失败还不了贷款只能形成银行的呆帐、坏帐等,致使全部的金融市场风险都集中在国有商业银行这一个环节。去年7月1日生效的《商业银行法》,规定商业银行不准经营投资银行业务,商业银行要与其已有的证券公司、信托投资公司等脱钩。这为我国投资银行发展提供了契机。发达的投资银行和创新性的投资银行手段,将为银行的商业化提供必备条件,促进我国银行商业化的改革进程。

#### (三)发展投资银行有利于建立宏观经济稳定的金融基础

我国现行体制下商业银行为企业提供长期资本贷款,承担了超越商业银行自身能力的资本市场风险,干扰了商业银行发挥正常功能。发展投资银行,建立风险与收益对称的直接融资

体制,让商业银行逐步从高风险、期限长的批发性资本市场业务领域走出来,专门履行货币功能,让居民和企业作为独立的投资者与筹资者进入资本市场承担投资风险,可以减轻通货膨胀压力,增强商业银行的经营效益。

多年来,“三角债”一直是困扰我国宏观经济稳定的一个重要根源。处理银行与企业、企业与企业之间的不良债权和债务关系的可行的市场方法之一就是投资银行的债务重组。将现有银行对企业的部分债权以及企业对企业的部分债权,通过公开拍卖、协商出售等各种形式转给投资银行、机构投资者及其他企业集团,让具备专业知识并能有效地整顿负债过多企业的投资者和因自身需要而愿意接管负债过多企业的机构,来收购这些债权,再以这些债权为支持发行证券,以及将这些债权转为股权等等。消除负债过度集中,建立债权债务的新型市场关系,不仅可以更大限度地提高资本使用效率,还可以为宏观经济稳定奠定一个健康的金融制度基础。

#### (四)发展投资银行是我国建立现代企业制度的重要条件

建立现代企业制度可能是比金融体制改革更为基础性的一项工作。现代企业制度的核心内容就是国有企业的公司化改造与公司管理监督结构的建立。我国传统的企业改造与重组,主要运用行政手段来促成“关停并转”。而在现代市场经济中,应主要依靠投资银行完成企业的改造与重组。投资银行参与企业改造与重组的主要方式就是兼并与收购。在股票市场之外的兼并与收购中,投资银行作为买方代理或者卖方代理,参与交易;在股票市场中,投资银行可以为收购公司提供融资服务,也可为被收购公司设计反收购策略。

投资银行市场化的企业改造与重组技术,对推动我国建立现代企业制度有重要意义,也只有通过投资银行这种市场化的方法,才能真正建立起现代企业制度。投资银行专业化的购并与重组能够有效强化公司的经营行为,规范其市场运作,从而也就成为现代企业制度有效运转的必要条件。高度发达的投资银行,尤其是以投资银行为主要推动力量形成的接管与公司控制权市场,将对公司管理阶层造成比现行的道义与行政体制更强的约束力,降低代理成本,以保证现代企业制度的有效运转。

#### (五)发展投资银行业可为我国利用国内国际资本创造新的渠道

发展投资银行,还能为加速经济建设提供国际与国内金融支持。投资银行的发展,可以为我国更大规模地引进国际资本开创新渠道,也可为引导国内资金汇入大型项目与基础设施建设提供有效方式。在有效利用国内闲置资金方面,投资银行可以为大型建设项目设计出灵活多样的无追索权或有限追索权的项目融资方式,通过各种新型金融工具的创设,把处于分散游离状态的私人与法人资本聚合起来,以最佳方式导入大型产业与基础设施建设项目。

## 二、发展我国投资银行的模式选择

投资银行在我国以特有的方式存在着。如果以投资银行的业务特性对其组织机构进行大致界定,除中国银行在境外设立的商人银行(如在香港设立的中建财等)外,国内始于1986年初期建立的信托投资公司和证券公司一定程度上起了投资银行的作用。迄今为止,全国已建立387家金融信托公司,87家证券公司,29家财务公司,11家金融租赁公司,已经形成并存经营、分工协作的投资银行格局,只是这些投资银行还处于初级阶段。我国现存的各种证券公司及一部分信托投资公司,虽已涉足证券的承购包销、发行、交易、自营、基金管理以及财务顾问等投资银行业务,但无论从最初产生的目的或是目前的现实运作上看,它们与真正意义上的投资银行还存在较大差距,金融环节中的一些不健全机制及漏洞常被他们利用来获取暴利。尤其是

股票二级市场持续低迷,令这些机构的主要业务失去利润来源时,各种违法违规的操作如以回购方式套取资金、乱拆借及进行存贷款业务等成为他们求生存的必然行为,这既扰乱了金融秩序,也容易扼杀我国目前尚相当脆弱的资本市场。因此,我们要通过发展投资银行业来促进我国资本市场的发展,妥善解决现有证券公司的出路问题。

大力发展我国投资银行,首先需要解决的问题就是确定我国投资银行的发展模式。这一点我们吸收借鉴西方成熟投资银行模式是很有裨益的。投资银行在西方发达国家的模式大致可分为三类:

第一类是美国严格分业管理的模式。其特点是投资银行业与商业银行业严格分离,投资银行不得经营零售性的存放款业务,只能从事证券的承购包销、分销、自营买卖、金融产品的设计、开发和发行的协调与安排,充当企业兼并与收购的财务顾问,管理基金等业务。

第二类是欧洲模式。这一模式的最根本特点是投资银行业务与商业银行业务间存在较大程度的融合与渗透。其又可分为两类:(1)英国的商人银行模式。英国的商人银行在从事标准的投资银行业务的同时,可在一定程度内吸收存款并进行放款。其另一个特点在于国内商人银行数量多、规模小、且多由家族控制,在业务范围、市场份额及网络广度等方面远逊于美国及欧洲的同业。(2)欧洲大陆模式。这一模式有别于英国之处在于其市场由数家大机构主导(类似于美国),而这些机构几乎清一色依附于大型商业银行。如德国的资本市场几乎被德意志银行、德累斯顿银行及商业银行这三家所垄断,尤其是德意志银行,其投资银行业务不但占据了国内的首要份额,而且在国际证券的全球发行、包销、金融产品的开发与交易、企业购并财务顾问等方面均有优秀表现,已成为华尔街的劲敌。与此类似的是瑞士的三大商业银行也在国内及国际资本市场上崛起。从目前全球金融业发展趋势来看,这一模式很可能会居于主导地位。

第三类是日本模式。这一模式脱胎于美国模式,经过战后的多年发展形成了自己的特色,即主要由金融型的证券公司从事投资银行业务。其证券的零售、代理与交易业务占全部业务的较大份额,这一点有别于美国的超一流投资银行,后者盈利的极小部分来源于这一业务,因此也就不象日本那样在全国各地开设众多营业部从事这些业务。另外,这些证券公司常常与商业银行一起属于某个大企业集团,并可以持有商业银行的股份,如野村证券在大和银行事件发生时就持有该银行20%以上的股票。

在分析借鉴国外模式的同时,我们必须遵循把握我国投资银行新体系发展模式的几个原则:第一,较为严格的分业经营与分业管理,尤其要杜绝国有商业银行信贷资金以投资银行的名义介入证券市场;第二,强调投资银行投资中介的超脱地位,必须独立于国有商业银行体系之外;第三,商业银行与投资银行可以发生资金关系,但只能是信贷关系而不能是投资关系,也就是要清理那些所属各商业银行的证券公司,在明确脱钩之后,变商业银行对投资银行(证券公司)的股权为债权,再逐渐分离两者的关系;第四,投资银行体系的建立,必须处理好新形势下的银企关系,可以尝试与大企业、大基金相互参股,形成强大的“银”企集团,以便于在资本市场还不十分发达的情况下,更为有效地拓展投资银行业务领域。

在以上原则指导下,通过对国外模式的比较研究及充分考虑我国的现实情况,我们认为,一个较可行的模式选择是借鉴美国与日本模式中适用于我国国情之处。首先严格对商业银行业与投资银行业进行分业管理,禁止商业银行直接经营投资银行业务,但可吸收欧洲的经验,允许少数实力雄厚的国有商业银行设立从事投资银行业务的子公司进行试点,而市场主体应主要是由现有的证券公司和信托投资公司改组、改制、改造而成的投资银行公司。

### 三、发展我国投资银行的主体定位

去年,中国国际金融公司以中外合资的方式(其中建行控股份额达42.5%)在中国建立了投资银行,并开始开展业务,这是以典型的美国式的投资银行业务推动中国投资银行业务发展的尝试。以新设立投资银行来推动我国投资银行业的发展,固然一开始就可以使它规范运作,但新机构的审批、筹建到建立起市场信誉,还要有相当长的时间,有时还可能是很困难的。因此,我们认为设立新机构并不是最好的方法。相比之下,如能有效利用现有证券公司及信托投资公司的组织机构、业务经验,通过购并重组的形式,不但能迅速建立起符合我国国情的投资银行体系,而且能极大地减少投入成本,较快地适应日益激烈的国际竞争。

#### (一) 购并重组已成为当今世界投资银行业的发展趋势

1995年,投资银行界的购并风潮席卷全球,各大投资银行纷纷行动,或通过合并以自保,或通过跨国收购扩大规模,以增强竞争实力。例如,欧洲最大的商人银行巴林银行倒闭,随之被荷兰ING集团收购;英国最大的投资银行S.G.华宝被瑞士银行公司(SBC)以13.9亿美元收购了其投资银行业务;美林公司出资8.4亿美元收购英国最大的独立经纪公司——兆富公司,从而成为世界最大的股票证券经纪公司。可以说,当今世界上一流的投资银行,大多经历了多次合并。以第一波士顿公司为例,它于1934年由波士顿第一国民银行证券部与大通哈里期证券公司合并组成;1946年,格林公司并入第一波士顿,巩固了第一波士顿的资本和客户基础;1978年,第一波士顿与瑞士信贷银行签订了股权互持协议;1988年,第一波士顿、瑞士信贷金融——第一波士顿,和瑞士信贷银行建立了全新的全球投资银行——CS第一波士顿集团。

通过购并、重组、上市、扩大规模,是美国投资银行迅速发展的重要手段。投资银行界的购并、重组,充分利用各种契机,在不同时期呈现不同的特点。美国1933年《道格拉斯—斯蒂格勒法》的颁布,标志着美国现代商业银行与投资银行分业格局的形成。60多年来,美国的投资银行利用各种机会,通过业务的不断创新与多样化,机构的多次合并、重组以及上市,才发展成今天的规模。在我国,1995年通过了《人民银行法》、《商业银行法》、《保险法》,这三部金融大法确立了分业经营分业管理的格局,对于我国证券机构来说,也许正面临着相似的机遇。

#### (二) 我国证券业存在的现实问题决定了必须走购并重组之路

我国证券业的发展在相当程度上取决于我国证券机构的成熟、壮大、提高。通过分化、重组、改造,成长为拥有雄厚实力的现代投资银行,是我国证券公司发展的方向,也是我国证券业的发展基石。我国证券机构在短短五年里虽已取得了长足的发展,但在规模、结构、业务范围等诸多方面存在不少问题。

1. 资金规模普遍较小。证券公司除华夏、南方、国泰、申银等少数几家外,大多资本在1亿元以下,平均资本金只有3000万元,这样小的规模与美国等发达国家相比难以同日而语。

2. 业务范围狭窄。如信托投资公司虽然也参与企业融资活动,但自身的投资项目所占比例一般都比较小,而大部分的证券公司和信托投资公司主要充当资本市场的二级市场的经纪商和交易商,以及一级市场的承销商,业务网络分割,各自为营的倾向比较严重。

3. 现有证券公司的股本结构存在问题。我国现有的证券公司,大多是由政府、银行主办,在运行机制上很不灵活,官办气息浓厚,很难适应证券业的高度竞争。同时,由于商业银行法、保险法的实施,相当数量的证券机构面临股本问题。银行、保险公司办了许多证券机构,这些银行主办或控股的证券公司是我国证券机构的主体。如华夏证券由工行主办、国泰由建行主办、

南方由农行主办、海通为交行全资附属,另外如广发证券、招银证券、平安证券等,大批银行派生的信托投资公司办的证券机构,设立的各种营业部。如果真正实施商业银行与证券业、信托业分开,这些证券公司将面临严重的股本问题。

### (三)吸收国际经验,抓住机遇,重组现有机构,大力发展我国投资银行

国际投资银行业购并重组的发展趋势告诉我们,通过股份制、重组、兼并,尽快扩大资本,转变企业机制。通过兼并、优化结构,扩大规模,是我国证券机构规模化发展的必由之路,也是我国发展投资银行的最佳途径。当前,我国大力发展投资银行的条件已逐步成熟,新经济形势给我国证券机构及投资银行的迅速发展提供了难得的历史性机遇。

首先,中国经济的高速发展,经济建设中的大型项目越来越多,资金融通量也越来越大,单靠银行融资已不能满足经济建设的需要。金融市场的发展也在逐步完善,各种金融工具越来越多地被采用,大型企业在金融市场上将会扮演越来越重要的角色。现在融资渠道单一,企业获得资金的方式主要靠银行贷款。诚然,银行贷款简便易行,但是,如在一个比较完善的金融市场上发行债券或商业票据融资,有时会得到比银行贷款更好的融资效果和更低的筹资成本。因此,从国际国内项目投资和融资方式上看,现代投融资都会涉及到大量的法律和财务问题。引进项目,或用项目去吸引国际国内资金,或者,当大型企业在市场上融资时,都需要使用投资银行的服务,才能正确、快速地运行项目,保证资金的有效运用并减少风险。

其次,建立现代企业制度是我们面临的一项重大任务。在这个过程中,必定会出现相当数量企业间的收购与兼并。过去几年,我国每年被兼并的企业数达3000家左右,但这一过程大多是采用行政性手段完成的,效果欠佳。而利用投资银行的技术进行企业购并,则是通过市场原则进行的,购并后所形成的新企业,其结构也符合现代企业制度的要求。在今后几年里,中国企业面临重组、兼并、收购的重大任务,若再一味地用行政手段去完成这一历史使命,显然是行不通的,要用市场手段来进行中国的微观经济重组,必须要有投资银行的大量介入。

另外,商业银行与证券业的分业经营,给各证券公司向规范投资银行业发展带来了难得的机会。竞争对手的减少,相当多业务有可能接手,正是证券公司扩大规模、拓展业务的良机。

在对我国现有从事投资银行业务的证券公司及部分信托投资公司等机构进行重组时,应认真解决好以下几个方面问题,才能建立起良好顺畅的投资银行发展模式。第一是对其产权结构的重组。要通过对机构产权的重组,切实改变原来常见的证券机构经营中的短期行为、寻租倾向及负盈不负亏等弊病,创建规范的投资银行。第二是对其业务的重新定位。应将这些机构的经营重点放到:(1)为国家建设筹集资金,包括对国债的发行进行承购包销、分销及托市等业务及在此基础上开发与交易金融创新产品等;(2)为企业尤其是国有大中型企业的改革进行融资、财务顾问及帮助实现其产权的流动与重组,从事企业股票、债券的设计、发行、包装、承购等业务及为企业的收购、换股、合并、破产与拍卖提供咨询服务。当然,要做到这一点还需要我国经济体制中一些环节的配套改革。(3)为投资者提供交易服务。第三是对其设置的重新布局。要改变目前到处设点,各地按行政区域纷纷上马设证券公司盲目竞争的做法,由中央银行重新审批,以资本金规模、客户基础及市场信誉等为标准,按全能型、专门型等各个层次各设立数家投资银行,同时允许少数知名的国际性投资银行来我国设立合资公司参与竞争,并用政策加以引导使投资银行各自利用自身优势和特色、强项选择某几方面业务进行重点发展。第四就是要加强对投资银行的监管,参照国际通行标准来对其各种风险进行全面、正确、客观的评价,并及时矫正投资银行发展过程中的不良行为,切实为我国投资银行业健康有序发展保驾护航。