

美国投资银行组织模式变迁及对我国的启示

张汉斌 电话：(86) 13811464095

邮箱：zhanghanbin@chinastock.com.cn

2008年，美国第五大投资银行贝尔斯登(Bear Stearns)被摩根大通银行收购；第四大投行雷曼兄弟(Lehman Brothers)公司在寻求收购失败的情况下向法院申请破产保护；第三大投行美林(Merrill Lynch)被美国银行收购；而最大的两家投行高盛(Goldman Sachs)和摩根斯坦利(Morgan Stanley)为换取联邦储备体系的金融救助，也被迫放弃法人独立性，转变为银行控股公司。华尔街五大投资银行作为独立法人整体消亡。

美国投资银行业在全球金融体系中具有先导地位。美国投资银行业务开展在过去的几十年一直是全球资本市场的风向标。美国投资银行业的金融创新也一直是全球金融创新的重要策源地；美国投资银行业的发展历程是现代投资银行业发展的标杆。然而，此次金融危机使作为教科书样板的美国投资银行走向转型。美国投资银行组织模式的整体转型对世界投资银行业的发展将产生深刻的影响。

一、美国投资银行组织模式变迁概览

上世纪三十年代前，美国商业银行与投资银行是混业经营的。当时的金融中介既可以经营商业银行业务也可经营投资银行业务，如最大的金融服务公司——J.P. Morgan 公司就既接受存款贷款业务，也提供证券承销、经纪和自营等投资银行业务。但始于1929年的股市暴跌和随后持续的大萧条使美国金融监管当局得出一个教训性结论：金融中介将大量储户存款用来买卖股票，既增加了股市的波动，又造成储户存款的损失。有鉴于此，1933年《格拉斯-斯蒂格尔法》规定，银行业与证券业必须分业经营、分业监管。最大的金融公司 J.P. Morgan 被限于

商业银行领域，而其证券业务部门被分立出来，成立了摩根斯坦利，专营证券业务。从此，现代意义上的投资银行开始涉足世界金融市场，发展到今天大致经历了三个阶段。

第一阶段从 1933 年到上世纪 70 年代，投资银行以合伙制和私人公司为主要形式。这种形式由于对合伙人有无限责任的要求，而使合伙人对风险管理更加重视，也更加注重公司声誉的培育。同时，合伙制企业表现出对默会知识 (Tacit Knowledge) 传承更高的有效性¹ (Morrison and Wilhelm, 2007)。投资银行家建立、维系和管理以投资银行为核心的信息网络和流动性网络，进而投资银行在信息生产和使用上创造一个“超越法律”的合约，为关键信息的交易过程中都要运用默会知识，而默会知识只能通过实践中学习，却很难通过学校显性学习。合伙制企业内部信息透明度低，股权流动性低，只有合伙人一致同意，才可进行股权结构变动或交易安排，这就使得合伙制企业员工之间更强调团队合作，几乎没有动机去采取不道德的职业行为去损害投资银行的整体利益。此外，合伙制企业有效的激励机制可以更好地削减企业内部委托代理问题。

第二阶段始于二十世纪 70 年代，终于本世纪初，为投资银行的股份化时期。尽管传统的合伙制企业有诸多优势，但其最大的局限在于资金规模的限制，因为合伙人上限决定了合伙制企业无法筹集到足够多的资本金已支持投资银行业务快速的发展。特别是随着信息技术、金融创新理论的快速发展，以前一些默会知识逐渐可以代码化或显性化。因此，从上世纪 70 年代起，无论是以美林公司为代表的零售性投资银行，还是以高盛和摩根斯坦利为代表的批发性投资银行先后顺从开始了股份化浪潮，并通过上市快速实现了规模扩充。由于批发性投资银行所专注的证券承销设计、咨询和交易业务所要求的信息网络协调技术更注重默会知识的应用，所以在二十世纪 70 年代零售性投资银行开始股份化浪潮后，批发性投资银行仍然保持了原有的合伙制组织机构模式。但从 80 年代起，信息传递速度大大加快，后台计算处理成本快速下降，实时信息交互技术基本成熟；同时，以期权定价模型为核心的资产定价、风险管理等金融理论与专用技术得到普遍运用。批发性投资银行业务中产品定价、风险管理等相关的传统隐含默会知识和人力资本技术变得日益规范化和代码化，这也为更多的专业人才流动创造了可能。尤其是，1975 年，实施了近两百年的固定佣金制度废除，交易成本快速下降；而“购买-交易”承

¹参见 Morrison A. and Wilhelm W. (2007). *Investment Banking: Past, Present and Future*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 19, pp.42-54.

销结构的设计和运用，都使得交易量迅速上升，投资银行资本力量和交易能力越来越成为投资银行业竞争的关键力量，同时受到已然股份化而资金实力雄厚的美林、所罗门兄弟等公司的业务挤压，定位于批发性投资银行业务的投资银行也开始通过公众化来实现快速扩充资本金。

第三阶段从本世纪初开始延续到今、甚至未来，美国投资银行开始采取金融/银行控股公司模式。1999年，克林顿总统颁布了《金融服务现代化法案》，将金融控股公司的经营范围彻底扩充至商业银行、投资银行和保险业务，即为全能型金融服务企业的运营创造了法律条件。出台此法案既是由于金融市场竞争使得分业经营带来的业务单一和利润空间狭小因素所致，同时也是由于美国金融中介面临德国、日本全能型银行的业务竞争使然。尽管《金融服务现代化法案》开创了美国混业经营时代的可能，但金融控股公司组织模式很难在短短几年占据美国投资银行业的主导地位，据美联储的统计，到2004年年底，美国金融市场的644家金融控股公司中，从事证券承销和自营的数量不足9%；从事证券承销和自营的资产占总资产的比例也仅为2.3%。而从美国排名前50位的银行控股公司来看，从事混业经营的资产收益率比未开展混业经营的资产收益率还要略低。也就是说，全能型的、集团化运作的金融控股模式并未得到美国投资银行的普遍看好和青睐，直到由于“次贷”危机引发的金融海啸对美国投资银行业形成了强烈的冲击，美国投资银行才被迫采取了银行控股组织模式。

二、投资银行组织模式利弊分析

前已述及，虽然投资银行传统的合伙制组织模式对于客户网络、默会知识传承和声誉管理及员工激励方面都有特色和优势，但无论是鉴于美国投资银行组织模式演进历程来看，还是鉴于中国投资银行创立、发展现状来考，合伙制都不可能是投资银行的主流组织模式。毕竟，信息技术已然发生了深刻变革，而金融市场结构及政策环境的发展都具有不可逆性。因此，这里主要讨论金融控股公司模式相对独立法人模式的优缺点分析。

（一）金融控股公司模式相对独立法人模式的优势分析

首先，金融控股公司模式相对独立法人模式具有信息优势与规模优势。业务范围更广的金融控股公司可以为客户提供范围更广的金融服务产品，甚至于可以满足客户各生命周期阶段的多种金融服务需求，这既有利于金融服务企业与客户建立长期、稳定的业务关系，更有利于信息的积累和传递，因为信息获得渠道的多元化有助于提高和改进金融服务企业生产信息的数量

和质量。Santos (1998) 认为在技术提供方面和服务消费方面金融控股公司可以节约搜寻成本、监督成本，并利用声誉外溢效应来更好地实现规模经济和范围经济²。

其次，金融控股公司模式可以更好地适应全球性竞争形势。在长期混业经营法律环境下，德国、日本等国家培育出资本实力庞大的全能性银行。全能型、一站式金融服务企业可以为客户提供全面的、系列的金融服务，采取金融控股公司组织模式可以更好地应对国际上全能性银行的竞争。

再次，金融控股公司模式有利于投资银行本身的稳定与安全。从世界各国特别是美国的金融政策环境来看，具有独立法人资格的投资银行并未被视作提供“基本公共品”或公共服务的机构，只是一类提供特殊业务的金融公司而已。金融监管当局对投资银行既无资本充足率、法定存款准备金、存款保险制度等硬性监管约束，也无“最后贷款人”等金融系统安全保障网的安全保障，而作为银行控股公司模式的投资银行则可以得到联邦安全网的延伸保障，从而在危机时得到财政救助和国家信用背书，以此来说，金融控股公司模式有利于投资银行的稳定与安全。

（二）金融控股公司模式相对独立法人模式的劣势分析

首先，金融控股公司模式使倾轧客户利益的可能性增大，金融控股公司可能利用其信息优势甚至市场垄断地位来损害部分客户的潜在利益。如在客户资产选择中，金融控股公司可能向存款者促销本公司承销的证券，而市场上却存在更好的证券产品。也就是说，当金融服务企业向更多客户提供更广谱金融产品时，利用关联交易或内幕信息来损害外部人利益，特别是资金和信息均为弱势的散户或小投资者或小存款人的利益，来获取自身利益的可能性大大增加，这就增加了监管的复杂性、难度和成本。

其次，金融控股公司模式导致整个金融系统的安全性降低。金融控股公司开展金融业务种类更多，复杂性更高，从而使“防火墙”面临的挑战也更大。由于金融控股公司业务和附属机构的多元化，机构运行中信息生产和传递的共享性也为成本和利润的重新分配提供了新空间，这就容易引发新的关联交易，强化了道德风险和逆向选择动机，也使高杠杆业务的高风险更易传导到低杠杆、基础性信用业务，从而降低了既定“防火墙”的有效性。而且，由于业务种类广泛，金融控股公司更易变得规模庞大，这不但容易产生局部垄断和低效率，而且根据“太大

² 参见 Santos J.A.C. (1998). *Commercial Banks in the Securities Business: A Review*. Journal of Financial Services Research, 14(1), pp.35-59.

而不能倒” (too big to fail) 意识或思维范式，会增加大型金融控股公司承担额外风险的冲动。

再次，金融控股公司模式易导致整个市场的金融创新能力弱化。Boot 和 Thakor (1997) 研究认为一个集中的全能性金融服务公司支配的金融系统与分业经营的金融系统相比，在动态上表现出较低的金融创新激励³。历史地看，可与大银行相竞争的、独立的投资银行的存在和发展，是美国金融市场有效性、创新性和竞争性比其它国家更充分的重要制度前提。特别是在银行“脱媒”征兆下，具有独立法人地位的投资银行在过去成功地扮演了资本供求媒介者、资产增值服务者、金融创新产品设计者以及金融衍生产品的开发者（做市商）等多重角色，为美国持续保持证券市场的高流动性、资本市场的有效性及在全球金融创新市场的先导性起了显著作用。相比来说，德国、日本的全能型银行在金融市场创新频率和风险管理的效率方面都难及美国。

三、美国投资银行组织模式演变对我国券商组织模式选择的启示和借鉴

我国的投资银行职能基本由证券公司来承担，由于初创期的证券公司主要由国有金融机构组建，因此我国的证券公司大多有国有独资或控股的历史渊源。1994 年，我国颁布了《公司法》以及《金融机构管理规定》，证券公司普遍采用了有限责任公司这种较为规范的市场主体模式。目前我国券商组织模式结构中，有限责任公司在数量上仍占主流，约占 80%；股份制约占 20%。在已经股份化改制的券商中，有十多家已成功上市。由于我国证券市场发展历程短，且主要受美国金融市场发展模式影响，在过去发展阶段基本采用了分业经营和分业监管的发展战略，所以我国的券商大多以独立法人组织模式存在。

中国入世后，国际资本流动规模日趋膨胀，同时外资投资银行对中国本土券商的业务挤压也开始凸显。特别是，当人才和资本在不同金融机构之间流动性显著增强时，资本实力、有效的管理激励机制成为外资投资银行与国内券商竞争的显著优势力量，随着高素质本土人才资源和优质客户资源的悄然流失，我国券商具备的客户网络资源及信息网络资源等本土优势开始减退。在严酷的竞争形势下，我国券商面临的竞争战略选择主要突出在两方面：一是增强资本实力，这不仅可以撬动更多资金，开展更多业务，以与资金实力较强的国外同行竞争；而且也符

³ 参见 Boot A. and Thakor A. (1997). *Banking Scope and Financial Innovation*. Review of Financial Studies, 10, pp.1099-1131.

合当前的监管模式，如证监会以净资产规模来设限以确定从事创新类业务的券商资质；同时以净资本为核心指标的风险控制指标体系的设定，也决定了中国券商普遍的“做大做强”战略选择的理性。虽然上市可以实现快速资本扩张战略，但三年连续盈利的上升门槛及繁复漫长的核审等待使我国的上市券商仍然屈指可数。同时，我国券商投资银行业务范围较窄，利润来源单调。因此，选择金融控股公司模式，扩展业务范围，充分实现范围经济和规模经济，借助联合成立综合性全能型金融服务公司模式，打造具有国际竞争力的金融服务企业，实施品牌战略。事实上，在国际混业经营发展趋势下，我国券商中已有金融控股公司模式的雏形出现，如中信证券和银河证券；招商证券、广发证券和光大证券也在朝着集团化模式演进。

选择金融控股公司模式更适用于经营业绩突出、公司治理结构良好、或者与其他金融机构存在人力、资产纽带渊源的证券公司；对于占据数量主体的中小券商，专注市场细分领域，提供专业化、特色化的投资银行业务和服务，则可能是更有前瞻性和更具竞争力的战略选择。虽然金融理论和信息技术已发生了巨大变迁，但目前来看投资银行业务还有较多依赖人力资本和默会知识的成分，这就为创新性更优、默会知识传承更有效、专业性更强的独立法人化模式提供了发展空间。此外，如并购咨询、财务咨询和管理、私募股权投资以及对冲基金管理某一项或几项业务的开展都需要提供专业化、精细化、技能化的金融服务，在这些业务领域，独立法人模式具有一定比较优势。

我国券商根据自身竞争优势及市场发展结构，分别朝着金融控股集团化模式或独立法人化模式选择发展战略，可以从整体上避免目前我国证券市场业务的同质化趋向，维持资本市场配置资源的有效性和金融市场的创新性。总的来说，投资银行组织模式的选择是投资银行市场主体根据金融市场竞争格局及信息技术变革之势来做出的自主选择和市场行为，监管层或政府部门无须硬性干预，但一定程度的政策引导或产业政策倾斜还是必要的。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: (86) 13811464095

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>