

# 中国投资银行融资缺口与融资创新初探

刘峻

**摘要:**由于受到融资渠道和方式的限制,中国的投资银行目前普遍存在着融资缺口。探求国内投资银行的融资创新,对中国的投资银行和资本市场的发展都是十分重要的。结合中国资本市场、金融市场的发展情况,中国投资银行可以采取基金私募债券、银行的长期循环贷款协议、重购协议、期权融资、按揭债券、商业票据等几种融资创新手段来解决融资缺口问题。

**关键词:**投资银行 融资缺口 融资创新

从20世纪80年代开始,中国的证券公司随证券市场的兴起而如雨后春笋般地发展起来。经历20多年的发展,证券公司各项业务逐步成熟,在排名前10位的证券公司中,投资银行业务的收入已接近20%,逐渐向国际著名的投资银行的业务收入比例靠拢。

需要指出的是,中国与国外对投资银行的理解略有不同,因此有必要对投资银行这个概念作一个基本的解释。对于“投资银行”的概念可以从广义和狭义两个角度来理解,从广义的角度看,对“投资银行”的解释比较有代表性的是美国著名金融专家罗伯特·库恩(Robert Kuhn)的界定:“投资银行在一国经济中最根本、最关键的作用是成为筹资者与投资者之间的纽带与媒介……是经营一部分或全部资本市场业务的金融机构”。由此我们可以得出,广义的投资银行业务涵盖了资本一级、二级市场运作的各个层面。从狭义的角度来看,“投资银行是指,发起、认购与分销公司企业和政府机构新发行证券的商号。”根据这一定义,投资银行主要是从事公司资本筹措、资产重组、专业咨询、基金管理业务的金融机构,这也是一般意义上的投资银行的定义。

国际上对证券商的称谓一般有三种:投资银行、证券公司和商人银行。欧美各国沿用较多的是投资银行,日本称为

证券公司。在中国则称证券商为证券公司,中国证券公司的业务有多项,一般有投资银行业务、经纪业务、自营业务以及其他业务等,而投资银行只是中国证券公司多项业务中的一项重要业务。目前中国证券公司中基本符合这一定义的是具有证券承销资格、资产管理资格的综合类证券公司,本文沿用欧美国家对证券商的称谓,研究中国综合类证券公司(下称投资银行)的融资创新问题。

## 一、投资银行融资缺口的成因

中国的投资银行目前普遍存在着融资缺口。这里的融资缺口指的是在目前国内各家投资银行中,公司为了维持自身经营业务的正常运转和保持一定的竞争优势,以及为支撑整个宏观资本市场的健康发展和壮大而对资金不断扩大的需求,同投资银行所拥有或能够实际控制、运用的资金供给之间所存在的不足或缺口。

从中国投资银行的发展历史看,中国投资银行起步初期至2000年的业务范围,主要限于经纪和自营业务,投资银行业务和资产管理业务只占有很小的份额。从下面表1、表2所列国内国际两家投资银行的收入结构表的对比就可以反映这一问题。

表1 美林证券公司1996-1999年收入结构表

	1996年		1997年		1998年		1999年	
	业务收入 (百万美元)	所占比例 (%)	业务收入 (百万美元)	所占比例 (%)	业务收入 (百万美元)	所占比例 (%)	业务收入 (百万美元)	所占比例 (%)
投资银行	2 022	14.8	2 876	17.7	3 264	18.6	3 614	16.6
佣金	4 086	30.0	4 996	30.7	6 799	33.0	6 334	29.0
自营	3 631	26.9	3 827	23.6	2 661	16.1	4 361	19.9
资产管理	2 431	17.9	3 002	18.6	4 202	24.0	4 763	21.7
利息收入	1 033	7.6	1 066	6.6	1 008	6.7	2 087	9.6
其他	619	3.8	600	3.1	622	3.6	710	3.2
收入总额	13 621	100	16 286	100	17 647	100	21 869	100

资料来源: <http://www.ml.com> (对美林证券公司网站1996-1999年相关数据的整理)。

从表1和表2的对比中可以发现,美林证券公司的收入结构特点是:经纪业务的佣金收入和自营业务收入占总收入的比例,从1996年的56.9%下降到1999年的48.9%,呈下降趋势;而投资银行业务收入和资产管理收入占总收入的比例则从1996年的32.7%上升到1999年的38.3%,呈上升趋势,特别是作为投资银行新兴业务的资产管理收入上升更快。

宏源证券公司是我国最早上市的证券公司,从宏源证券的收入结构也可以发现我国投资银行与国际投资银行的差距。宏源证券的收入结构特点是:作为传统业务的佣金和自营收入是公司收入的主要来源,1999年、2000年分别占收入总额的85.62%和85.03%;即使是作为国际市场传统业务的投资银行业务收入比例也十分低,2000年还只占1.63%,至于新

兴业务如资产管理业务收入占总收入的比例也非常低。

在中国投资银行发展的这一阶段,还由于银证、信证混业经营,相关法律、法规尚不健全和完善,各投资银行均存在着大量违规使用客户保证金作为自身经营资金的现象,因而这一时期的投资银行的资金供求矛盾尚未显现,融资缺口并未形成一个突出的问题。

表2 宏源证券公司 1999 - 2000 年收入结构表

	1999 年		2000 年	
	业务收入 (万元人民币)	所占比例 (%)	业务收入 (万元人民币)	所占比例 (%)
投资银行	123	0.8	574	1.63
佣金	5 020	33	17 477	49.73
自营	8 005	52.62	12 403	35.30
资产管理	234	1.53	832	2.37
利息收入	609	4.00	705	2.00
其他	183	1.22	64	0.19
金融往来	1 040	6.83	3 084	8.78
收入总额	15 214	100	35 139	100

资料来源: <http://www.cninfo.com.cn> (巨潮互联资讯网),根据宏源信托 2001 年中报披露的 1999 年和 2000 年的财务数据整理而来。

从 1995 年至 1998 年,中国投资银行发展逐步规范,1997 年颁布实施的《证券法》规定“证券业和银行业、信托业、保险业分业经营,分业管理。证券公司与银行、信托保险业务机构分别设立。”这一规定拉开了中国投资银行银证分离、信证分离的序幕。1998 年以后,国家对资本市场和券商的规范管理进一步加强,同时,中国投资银行的业务结构开始与国际投资银行的业务结构接近,综合排名靠前的券商的投资银行业务收入、财务顾问收入、理财服务收入比重逐步上升,自营业务、经纪业务的收入比重逐步下降。这一趋势表明中国投资银行的发展逐步成熟。

随着中国证券市场的交易佣金下降,市场竞争进一步加剧,中国投资银行的经纪业务收入还将减少。因此,在保持传统的经纪业务和自营业务的同时,它势必将进一步扩大投资银行业务和资产管理业务的比重。在中国投资银行发展的这个阶段,融资的矛盾、资金供求的矛盾便逐步显现出来:一方面中国投资银行原有的融资渠道大幅度减少,银证分离、信证分离约束了银行资本、信托资本向中国投资银行的投资,同时严格的法律监管使券商无法利用违规的途径如挪用客户保证金来获得其所需要的资金;另一方面中国投资银行的资金需求不断扩大,传统经纪和自营业务比重不断下降,新业务的扩张需要投资银行有更多的资金作保障,即使是作为传统业务的投资银行业务本身也需要券商有雄厚的资金实力,因为随着资本市场的扩大,投资银行包销新股、配股在一个较长的时期内需要有大量的、稳定的资金来源。

当然,这一矛盾目前仅存在于国内排名靠前的投资银行,因为大部分中国投资银行的业务仍集中在经纪、自营等传统业务上。随着这一批投资银行的新兴业务的不断开展,对资金需求的不断增加,中国投资银行的资金供求缺口将进一步扩大,势必对中国证券市场以至于整个资本市场和国内经济的发展产生不利的影响。根据市场经济发达国家的经验,一个成熟的资本市场的健康发展,必须有一批具有相当资金实力的投资银行作为机构投资者的支撑,带动整个资本市场在稳定的基础上向前发展。所以探求中国投资银行的

融资创新,对中国证券市场和资本市场的发展都是非常重要的。

## 二、融资缺口与融资创新

由融资缺口问题所引发的融资创新属于金融创新的一个分支。金融创新是指创新型金融工具与金融手段的设计、开发与实施,以及对金融问题给予创造性的解决。而本文所讲的融资创新,在中国目前的金融体制下投资银行融资方式的创新,具体指的是投资银行融资渠道的多元化和融资机制的市场化,也即是针对我国传统计划经济体制下企业非常单一的融资方式和融资机制行政化以及投资银行融资渠道仍较狭窄、融资机制仍带有较多的行政色彩的现状提出来的金融改革深化问题之一。融资方式的创新也即融资渠道多元化和融资机制市场化绝不只是一个技术层面的问题,它首先而且主要是制度层面的问题,因为融资渠道多元化与融资机制的市场化必须以整个宏观金融管理体制和银行金融机构的改革为前提,同时也要以政府管理职能的改革为前提,而且在很大程度上,它还受宏观资本市场的发育和完善状况的制约。由于这种创新不仅有利于资本市场的发展与壮大,而且更有利于金融体制的创新,同时对金融市场也起着重要的补充作用,因此它实际上包含于金融创新这个范畴之中,是金融创新在资本市场领域内融资方式中的具体体现。

同时,由于融资方式创新也是实务性的具体操作,具有较少的理论性。因此,投资银行融资渠道的多元化和融资机制的市场化,在本文中也具体到如何借鉴国际投资银行常用的融资方式和手段作为创新形式,来为中国的投资银行融资缺口问题服务。至于融资创新的其他方面,例如传统计划经济体制下融资渠道的弊端、整个宏观金融管理体制和银行等金融机构的改革、宏观资本市场的发展和完善程度等方面虽然和融资创新有着不可分割的紧密关系,但在本文中不作深入探讨。

中国投资银行的融资方式即融资渠道与国际投资银行相比较相对较少,目前比较容易获得融资的方式仅有银行同业拆借和有限责任公司向股东募集资金增资扩股两种方式。1999 年 8 月,中国人民银行为改善国内投资银行的融资渠道问题,下发了《证券公司进入全国银行间同业市场管理规定》(以下简称《规定》),允许符合条件的证券公司进入全国银行间同业市场,进行同业拆借和国债回购交易。但《规定》第十条规定:“成为全国银行同业市场的证券公司的拆入资金最长为 7 天”,同时规定成为全国银行间同业市场成员并进行拆借业务的证券公司的负债总额(不包括客户交易保证金)不得超过净资产的 8 倍。根据这一规定,中国投资银行的拆借资金在时间上受到较大限制,使券商只能在资金周转困难时用于应急;同时负债资金总量不得高于净资产的 8 倍这一比例,大大限制了证券公司资本扩张的能力,也小于国际同类的投资银行的负债比例,该规定并不能消除中国投资银行的长期的资金供求矛盾。自 1999 年以后,国内很多券商采用增资扩股的方式扩大净资产,也有许多券商争取上市获得资本市场融资。结合国际投资银行的资本资产结构来看,扩

大净资产规模虽然可以获得较多的自有资金融资,但仍不能成为一种最有效的融资方式。这一点可以用下面表3所列出的中、美投资银行的净资产、总资产的比较来说明。

表3 1999年中、美证券公司净资产、总资产、净资产负债率、总资产负债率比较

中国资产排名前五位的证券公司				
公司名称	净资产 (亿元人民币)	总资产 (亿元人民币)	资产负债率 (%)	产权比例 (%)
国泰君安	34.23	241.85	85.84	6.06
申银万国	23.60	167.31	85.89	6.08
南方证券	17.42	155.28	88.78	7.91
华夏证券	13.36	110.60	87.92	7.27
海通证券	14.64	102.67	85.64	6.01
平均	20.66	155.54	86.72	6.52
美国资产排名前五位的证券公司				
公司名称	净资产 (亿美元)	总资产 (亿美元)	资产负债率 (%)	产权比例 (%)
摩根·斯坦利	83.29	3 022.87	97.24	35.29
美林集团	139.56	2 928.19	95.23	19.98
雷曼兄弟	45.23	1 517.05	97.02	32.54
贝尔思蒂恩斯	19.30	1 214.33	98.41	61.91
普惠集团	32.76	571.46	96.62	16.44
平均	64.03	1 850.78	96.54	28.90

资料来源:《国际金融报》,1999-10-27,第3版;产权比例=负债÷净资产,即净资产负债率的倒数。

从上面表3中中国、美国投资银行的资产比较表可以发现,美国资产排名前5位的投资银行的净资产占总资产的比例平均为3.46%,其中摩根·斯坦利公司仅为2.76%,贝尔思蒂恩斯更只有1.59%,而我国证券公司的平均水平是13.28%。在我国投资银行增资扩股扩大净资产规模后,该比例在一定时期内还将提高。美国投资银行净资产占总资产的比例大大低于中国的水平,将使美国投资银行获得三个明显的优势,一是有利于提高净资产收益率,由于净资产占总资产的比例小,在计算净资产收益率时分母相对净收益要小,因此净资产收益率相对要高;二是可以降低融资成本,由于负债成本如利息等可以在税前列支,而权益成本要在税后列支,因此以债务融资的成本比较低;三是股东权益更大,美国投资银行以较小的净资产获得较大的总资产规模,而较大的资产规模将获得更大的收益,收益的扩大必然使股东权益增大。同时,从比较中还可以发现美国投资银行的总资产负债率比中国投资银行高约10个百分点;而中国投资银行的资本规模远远小于美国投资银行,这说明了中国投资银行的资本扩张能力远远小于美国的投资银行,这和中国资本市场的发展是不相称的。这一状况并不会随着中国投资银行增资扩股而有所改观,扩大净资产规模后,负债的比例只会进一步缩小。因此,中国投资银行除了通过增资扩股和上市获得融资以外,更需要扩大负债的资金来源。

结合国际证券市场的融资方式和国内投资银行的资本结构特点来看,中国投资银行除国债回购和银行拆借以外,还可以采取下面这几种融资创新的手段:

#### (一) 保险公司保险基金和其他基金对投资银行的私募债券

发行债券是中国投资银行获得融资的一个重要渠道,债券可以分为公募和私募两种方式,公募债券原来是国际上通用的融资方法,但是当公司发行新的债券后,原有的债券信

用能力往往会大幅下降,使债权人利益受到损失,而私募债券具有较大的灵活性,可以制定严格的限制条件来避免这一类风险。私募债券近年来在国际市场上又重新受到重视,亦值得我国借鉴。私募债券是指企业向个别投资者定向募集的债券,这种债券发行方式比较简便,借款合同订立比较灵活。由于中国的企业债券市场和国际相比还比较落后,上市公司发行可转换债券的比例很小,并且对公募债券的法律约束机制和监管制度也很不完善,而采用私募债券的方式,可以避免约束、监管无效的问题。1999年国家放开保险基金不能投资证券市场的限制,由于业绩优良的中国国内投资银行的盈利能力高于许多上市公司,因此保险基金投资于国内投资银行的债券将获得较高的收益。保险基金用于购买投资银行的私募债券可以避免中国国内一般企业公开发行债券的复杂程序,又能得到稳定的还款保障。

此外,中国的基金市场正面临巨大的变革,开放式基金即将出台,原有老基金也正在清理并进一步扩募。2000年基金投资获得了很好的收益,但是随着2001年高科技股的持续走软,股票市场连续出现三个黑色“星期一”,并且以基金重仓股下跌最为猛烈,中国的基金也将考虑投资组合的调整。和国际上的基金一样,购买业绩优良的企业债券一直是国际上基金的投资方向之一,所以开放式基金对中国投资银行私募债券投资的融资将是一项双赢的举措。

#### (二) 银行的长期循环贷款协议

投资银行的资金需求特点是需要大量的流动资金,银行长期循环贷款是指在一定时间内签订一个最高金额的贷款协议,公司可以在不高于这一贷款协议规定的额度内随时向银行借款并随时归还闲置的贷款,而银行在协议规定的时间内需要保证对券商的资金供应。前面的中、美投资银行资产比较表显示大部分国际投资银行采用高负债运行的模式,这些投资银行大多和银行间签订有长短期的借款协议。中国证监会对券商可以进入同业拆借市场的规定在实际操作中 and 长期贷款协议类似,中国国内券商可以和银行签订“授信协议”,商定在一定时期内可以向银行拆借一定数额的资金,但由于其在时间和金额上的约束,拆借方式仅起到对投资银行资金短缺的缓冲作用,而且银行常常面临大额资金拆借时在资金头寸管理上的被动局面。如果放松这一规定,允许国内投资银行和商业银行签订长期循环贷款协议,投资银行可以向银行融入长期资金,不仅会给证券公司开辟一个长期流动资金的来源,也将有利于商业银行对资金头寸的计划管理。

#### (三) 重购协议

该方式是国际投资银行的主要融资渠道,占其总资产的20%~40%,重购协议指债务人和债权人签订“借贷合同”,债权人购买投资银行的有价证券并在一定的时间内由投资银行将证券以一定价格购回,买卖的差价是投资银行应付的贷款利息。目前,国内投资银行的资产中自营的证券(包括股票、债券)和证券发行中所包销的余股占总资产的比重均较大,因此采用该方式为投资银行带来的短期融资的资金额度也将比较大。目前开展的国债回购就属于该方式,放开对

有价证券的回购,将使中国国内投资银行获得更多的融资渠道,但是由于受到有关法律的限制,使得国内投资银行在目前的环境中还不能充分利用这一融资渠道,只能作为其融资方式的一个补充。

#### (四) 其他方式

上面介绍的这三种融资手段是目前国际投资银行采用较多的方式,由于在国际上这三种融资方式也是刚出现不久,基本上也属于创新手段,因此也没有实际的证据表明哪种方式是有效和长久的,或者说是弊端最少的。国际的投资银行和金融机构之间在采用这些融资渠道和手段时也在不断的尝试着完善它们。中国的投资银行起步不久,国内的相关宏观经济环境和资本市场发展程度以及具体国情不同,我们也不能贸然认定其中一种或几种方式或手段就一定适合中国投资银行的实际状况,也需要在逐步尝试和改善各种融资手段的过程中逐步摸索出一个适合中国国内经济和资本市场发展状况的融资方式,其实这个过程本身就是融资创新,这也是融资创新的特点。

从国际上投资银行已尝试和完善各种融资手段的经验来看,相对于其他方式,以上介绍的三种融资方式是目前比较可行和适合国内经济实际发展状况的,并且这些方式也可以使中国的投资银行获得一定的融资。除此之外,中国的投资银行还可以借鉴国际投资银行采用的下面几种方式作为补充和参考。只是由于国情不同或是经济和资本市场发展阶段的不同,采用以下融资方式时需要认真研究,慎重考虑其是否适合中国国内的情况。

##### 1. 期权融资

建立期权市场,对已上市的投资银行,进入市场的投资者可以购买公司未来时间的认购期权,到期可以选择以约定的价格购买或放弃购买,投资银行可以通过金融衍生市场融资。由于中国金融衍生市场还很不发达,这种方法融资的可行性很小。

##### 2. 按揭债券

投资银行以土地、资产作为抵押发行债券,取得长期借款。由于国内投资银行拥有较大不动产的比例很小,因此该方式仅限于如南方证券、国泰君安等拥有较多不动产的投资银行。

##### 3. 商业票据

投资银行向机构投资者发行有一定期限的票据,期限为20~30天,这是国际投资银行的重要融资方法之一,但我国金融同业市场流通性差,因此该方式在短期内实行也有一定的困难。

上述几种融资方式如发行私募债券、银行长期循环贷款和重购协议是国际上较为通用的投资银行融资方式,约占其总体融资比例的90%以上。但是,由于中国金融市场的发展和国际相比仍属于起步阶段,金融市场的各种法律法规不够健全,国家在开放金融市场的过程中仍然十分谨慎。所以本文所探讨的这几种融资方式创新的实施也存在一定的困难,在目前的政策、法律和市场的環境中,国内的投资银行还只能主要依靠发行私募债券和银行长期循环贷款这两种融资

方式来解决资金来源的问题。而期权融资、按揭债券和商业票据这三种融资方式都因为目前中国资本市场的不断完善和融资方式本身的局限性等因素而使得对其的利用受到相当的限制。同时国内投资银行的净资产和国际相比要低得多,也约束其总资产扩张的规模。但是随着国内资本市场的不断发展和完善、相关的政策法规的逐渐合理化,以及随着中国加入世界贸易组织后对国内资本市场和金融市场的逐渐放开,这些困难和障碍也会逐步得到解决。

一方面,中国投资银行已经积极进行增资扩股。1999年证监会批准了11家证券公司增资扩股,这11家公司的资本金从59亿增加到175亿元,2000年又批准了7家证券公司增资扩股,增资后中国投资银行的净资产将达到485亿,2001年包括国泰君安、国信在内的证券公司都在积极准备上市。同时,在2001年11月份中国证监会也出台了新的规定,对于国内券商的增资扩股也进一步放开,由券商自己决定增资扩股,不再由中国证监会审批。这些都为国内券商迎接激烈的挑战和竞争创造了较好的环境,也为融资方式的创新造就了良好的资本条件。

另一方面,中国投资银行的银证分离、信证分离状况也在逐步改变,在经纪业务上,目前各证券公司已与银行广泛开展了银证通、存折炒股等传统业务基础上的新举措,随着国内投资银行的成熟发展,中国开放银行业、保险业对券商融资的条件也将逐步成熟。

此外,为中国投资银行乃至其他上市公司扩大融资渠道,除了进一步发展证券市场以外,还需要努力发展和放开中国的金融市场,目前中国的投资银行和其他企业的长期融资方式只有银行贷款和上市两种方式,而上所述的种种融资创新方式,都是和金融市场的规范和成熟发展紧密相关的。发展中国企业债券市场、证券回购市场、银行票据的流通市场以及期货、期权市场,必将使中国投资银行的融资环境大大得到改善。

#### 注释:

转引自王益民:《投资融资与资本市场化运作全书》,1517~1519页,北京,九州图书出版社有限公司,1998。

《简明不列颠百科全书》,中文版,第7卷,840页,北京、上海,中国大百科全书出版社,1986。

#### 参考文献:

1. 钱小安:《金融创新与发展》,北京,中国金融出版社,1999。
2. 林义相:《金融资产管理——金融产品与创新》,北京,北京大学出版社,1996。
3. 《简明不列颠百科全书》,中文版,北京、上海,中国大百科全书出版社,1986。
4. Samuel. Hays, Philip M. Hubbard: "Investment Banking", Harvard Business School Press.
5. Morris H. Felter: "Modern Corporate Capital Management", American Business Review, Oct. 1999.

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑:Q)