

证券业发展的三种模式及我国券商的选择 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E4_B8_9A_E5_c33_41724.htm 证券公司与商业银行是金融市场上的中坚力量，前者主导着直接融资，而后者则在间接融资市场上扮演着重要角色。虽然二者是不同融资方式的主要中介人，从表面来看似乎差别较大，但是就其本质而言，它们的实质功能是一致的，都是在充满信息不对称问题的金融市场上，生产信息并从中获利。先从证券公司角度来看，在一级市场上，投资银行家首先会对所承销企业各方面财务信息进行专业性的收集处理，再以标准格式对广大外部投资者发布，为那些对该上市企业感兴趣的投资者“免费”提供信息咨询。当投资者认可该企业的投资价值后，他们就会积极认购该股票，证券公司最后才从上市公司所募集资金的总额中按规定比例提取费用。至此，投资银行家前期生产信息的劳动就取得了相应回报。而在二级市场上，证券公司通过对已上市企业项目的风险、收益等信息的综合分析向投资者提供投资建议，后者往往以佣金的形式为他们获得的信息服务付费。由于证券公司发布信息时是面对广大潜在的投资者，并不仅仅是那些最终付费的投资者，因此它们的信息生产公布活动具有较强的外部性，为“搭便车”提供了可能，这会在一定程度上减弱投资者为信息付费的积极性，最终将使证券公司生产信息的活动受到抑制。再来看银行，一方面由于银行与企业具有长期的合作关系，因此对企业的资信、财务状况及其所投资项目的风险和收益等信息都可以非常方便地了解，他们生产信息的成本较低；而另一方面，由于

银行贷款是不可交易的，或者更准确地说，银行对客户的贷款外部人是看不到的，这在相当程度上减弱了银行生产信息的外部性，从而使其生产信息的积极性得到有效保护。正因为银行生产信息的成本较低和贷款的不可交易性等特点的存在，使银行成为金融市场上最为重要的力量。实质功能的趋同使证券公司与银行存在一定的替代性，但由于前者主要是为企业筹集长期资金，而后者主要是为客户提供短期贷款，这又使得二者的作用存在一定的互补性。证券业与银行业既替代又互补的关系使二者在实践中同时存在着合、分两种可能性。根据银行业和证券业关系紧密的不同，我们可将证券业的发展模式分为三类：(1)附属发展模式。在这种模式下，证券业与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”模式下的证券业就是这种模式。(2)独立发展模式。此模式下证券业同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。大危机之后的美国等就是采取这种模式。(3)关系型发展模式，在此模式下。证券公司和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。现在的德意志银行、花旗银行集团公司就是这种模式。三种模式的综合比较从历史上看，证券业从一开始是作为银行的一个附属部门而存在的，但是20年代“大危机”后，美国国会认为银行资金不受限制地进入证券市场是导致这场灾难的主要原因，随后通过了将银行业与证券业严格分离的《格拉斯斯蒂格尔法》。此后

，银行业与证券业分业经营才作为一种独立的模式发展起来。在间接融资主导金融市场的时代，证券公司和银行分业经营对双方似乎都没有形成多大不利影响，但自上个世纪60年代以后，信息技术的飞速发展使直接融资出现了前所未有的增长局面，而全球金融市场一体化的发展又使美国金融界要直接面对来自欧洲全能银行的竞争。在这种背景下，美国的证券业和银行业出现了相互融合的内在与外在需要，《金融服务现代化法案》的通过和实施为这种合并扫清了法律障碍。此后，双方便以金融控股公司的形式开始了紧密的合作，证券业也同银行业结成了一种兄弟式的合作关系。从三种模式在实践中的运行情况来看，它们各有利弊。下面我们对这三种模式展开进一步的分析。

一、附属发展模式的优劣

银行的发展早于证券公司的发展，在第一家真正的证券公司产生之前，银行吸收的存款、经营规模、所拥有的分支机构及对客户的了解就已达到相当水准。由于证券公司从事的经营活动在很大程度上是与银行相似的，是可以以银行的资源为依托的，因此，后产生的证券公司若依附于银行则会在业务发展上获得许多便利。

1. 资金上的便利

证券公司的三大传统业务——经纪业务、投行业务和自营业务无一不需相当资金的支持。经纪业务的开展不仅需要在人口居住密集度较高、地价较贵的地方兴建营业网点，而且还需购置昂贵的信息传递设备，若想增强对客户的吸引力，有时往往还需要雇佣一批证券分析人员，而这些员工的工资通常也是不菲的。投行对资金的依赖一方面体现在项目的选择、项目的培养需要相当资金的投入，另一方面，为了分散风险，各国证券管理机构都将单个证券公司所能包销的证券金额与其注册资本挂钩，若

注册资本较低，则其在承销证券方面竞争力将受到较大影响。自营业务利润一直是证券公司利润的重要组成部分，而它对资金的需求量也是较大的，具体数额主要受到市场行情的影响。上述三方面对资金的需求汇总起来是非常大的，单凭证券公司自身的信用要么所吸引的资金不足，要么资金成本过高，在其发展初期该问题表现得尤为明显。而银行由于能面向广大社会公众吸收存款，其资金来源较为充裕，证券业务部若作为银行的一个附属部门无疑可以在注册资本金、流动资金等多方面得到它的支持，从而缓解资金缺乏的困扰。进一步讲，即使证券公司不得不寻求外部融资，当它作为全能银行的一个附属部门去资本市场或货币市？ 谧适保孺星痹诘牡 1；崽岫咚男庞枚龋佣档推涑镒食杀?R吉斯特，1998)。

2. 营销网络上的便利 证券公司的经纪业务和证券发行业务都需要强大的营销网络的支持，这需要在各个地方设立网点与广大投资者建立直接联系。要建立这么多的网点不仅需要大量资金支持，同时由于证券的推广发行是短期事件，而短期内要招到足够的素质合格的员工也是困难的。而银行由于要直接面向广大公众吸收存款，因此它们分支机构往往遍及城市甚至农村，利用银行业已建立起的网络体系来开展经纪业务和证券发行业务，显然可以大大降低证券公司的营运成本。

3. 信息上的便利 在证券公司产生之前和在普通的公司具备上市资格之前，银行就与企业有了长期的合作关系，银行对企业的财务状况、所从事的投资项目的风险、收益情况以及企业高层管理人员的管理素质、领导能力、道德品质等方面都有较为深刻的了解。而由于企业的生存、发展都需要银行的长期支持，企业在与银行相处时的机会主义也较弱，

企业向银行提供虚假信息的可能性也较小。而上述这些重要信息也是证券公司在向广大社会公众投资者推销企业债券、股票时所必需披露的。因此，当作为银行的一个附属部门时，券商就可以在做投行业务承销证券和证券分析业务时获得银行提供的信息便利。即使证券部门要承销和分析的公司与银行并无合作关系，但银行长期以来从事信贷活动积累起来的专家才能对证券部门业务的开展也是一种重要支持。作为银行的一个附属部门，证券业务部确实可以获得上述诸多便利，但享有这些好处是有代价的，或者说作为附属部门，证券业务部在开展业务时也会受到一些限制。这种限制主要来自全能银行各部门间潜在的利益冲突(conflicts of interest)，即当银行内部业务上存在冲突且一方是证券部门时，全能银行为了总体利益最大化而主动牺牲或放弃证券部门的利益，使后者的业务发展受到不利冲击。从投行业务来看，当一个低风险高收益的优质项目需要融资时，银行既可以直接为其提供较长时期的贷款获取高额利息收入，也可为其发行证券融入长期资金而收取较低的佣金费用，在这种情况下，全能银行一般倾向于对其发放贷款。而当受理的项目是些低收益高风险的项目时，全能银行则会为其努力包装，将它推销给广大投资者。再如，当客户存在巨额未偿还贷款并无力支付时，全能银行会主动替借款人发行债券以抵偿无法收回的贷款，将信贷风险转嫁给客户。但来自实证方面的研究却对所谓的“利益冲突”问题提出了异议。美国两个学者克罗兹勒(Kroszner)和雷简(Rajan)在1994年利用美国在1921-1940年的资料作了研究。他们首先把该期间的美国商业银行和投资银行承销的121类行业的债券给予配平(matched security method)

，对它们之间的绩效进行对比研究。绩效指标采用正常履约、未清偿和违约三项。正常履约(retired)表示发行的债券在到期时或到期前全部偿还本息；未清偿(outstanding)表示债券还未到期；违约(default)则表示发行的债券在到期后未能偿还本息。该研究成果揭示，1921-1940年，美国商业银行承销债券的违约率比美国投资银行要低得多。1925~1930年，商业银行承销债券的平均违约率约为0.6%，投资银行的这一数字是1.5%；1932-1940年承销债券的违约率，商业银行平均约为11%，而投资银行则为27%。可见，商业银行承销的债券有着比投资银行更好的绩效。但后来的歌伯斯和勒纳(Paul Gompers and Josh Lerner, 1998)认为上述的研究存在一定缺陷：一是因为Kroszner和Rajan在收集数据时未注意那些发行股票的投资银行是否拥有对该上市公司的贷款，若没有，则“利益冲突”问题根本不会出现；二是在大危机背景下，很难测量证券的长期收益率，而只能看到违约率；三是由于所选择的时间太短，说服力不强。认识到上述不足之处，歌伯斯和勒纳对“利益冲突”问题进行了重新分析，但他们并未直接对全能银行展开研究，而是选择了那些在拟上市公司拥有一定比例的风险投资，同时自己又是该公司承销商的投资银行。他们认为投资银行对拟上市公司的风险资本投入类似于全能银行模式下银行对后者的贷款。这两位学者选取了20年的样本数据进行研究，最终发现：(1)投资者是理性的，对于存在“利益冲突”的投资银行发行的股票，他们都会要求一个价格折扣来获得补偿；(2)从业绩表现上看，由这样的投资银行发行的股票的市场表现，它的长期收益率同由那些不存在“利益冲突”的投资银行发行的股票一样好，甚至更好

；(3)存在“利益冲突”的投资银行会适应性地选择那些对信息不敏感的股票来承销。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com