

投资银行经济资本配置的适用性研究 ——基于经营特征与风险的分析

王玉峰

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 本文基于“业务结构-经营特征-风险表现-经济资本配置的适用性”为分析思路, 从现代投资银行的一般风险分析与我国投资银行的特殊风险分析两个方面, 结合协同学理论, 从内部视角论证了基于经济资本配置的投资银行协同风险管理的适用性。

关键词: 投资银行 经济资本 经营特征 风险

引言

经济资本作为金融机构风险管理的新理念、新手段, 被用以度量金融机构为吸纳非预期损失所必须要拥有的最低资本金, 其最初产生于1978年美国信孚银行的风险管理实践, 并被国外以商业银行、保险公司为主的金融机构广泛应用, 国内建行(1999)、中国银行(2004)、农行(2005)等大银行也陆续引入经济资本作为内部风险管理的重要手段, 同时巴塞尔委员会(2004)在《巴塞尔协议II》中也明确要求内部评级法下金融机构的资本要求需要覆盖非预期损失。另一方面, 2008年次贷危机爆发后, 曾被我国投资银行业奉为风险管理“圣经”的美国五大投行风险防范能力受到了广泛质疑, 亟须重新审视具有激进风险文化的现代投资银行风险管理理论。进一步地, 针对具有特殊的资产负债结构、逐日盯市的会计制度安排和复杂表外衍生品业务的现代投资银行, 经济资本配置对其是否适应? 如果能, 又如何构建投资银行经济资本配置体系, 并处理好、体现出净资本监管约束? 我国投资银行又该创造什么样的应用环境?

尽管IOSCO、欧盟的净资本监管体现了经济资本的思想, 但起源于商业银行内部风险管理实践的经济资本配置, 是否对投资银行适用, 尚没有从投资银行内部风险管理视角下进行的系统研究。本文从内部风险管理和外部净资本监管两个视角对投资银行经济资本配置的适用性进行了系统、全面的论证, 并试图将两者通过协同学理论统一于一个分析框架: 基于经济资本配置的投资银行协同风险管理。研究认为, 经济资本配置能够在防范现代投资银行所具有的相对更激进的风险文化与财务杠杆风险等方面发挥积极作用, 并能为净资本监管的合意水平提供政策参考, 深化了IOSCO、欧盟在投资银行净资本监管指引方面所暗含的经济资本思想。

一、现代投资银行的经营特征与风险分析¹

(一) 核心功能观视角下的投资银行业务

投资银行业务范围随着金融服务技术、社会需求、制度环境等的改变而不断变化, 但其核心功能是提供风险资源配置服务²。下面从投资银行作为风险资源配置的金融中介角度, 将投资银行业务归为如下三个层次:

1、一级市场的证券承销业务——本源业务: 实现风险资源的初次分配

证券承销作为投资银行的本源业务, 在一级市场上媒介了资金供需双方的资金调剂, 实现了风险资源跨时空的初次配置, 使得社会资源向优势企业聚集, 风险向意愿承担者转移, 提高了风险资源的配置效率。同时, 投资银行通过承担代销(或包销)存在的主要风险: 操

¹ 本节的主要内容已经公开发表。

² 兹维·博迪和罗伯特·C·莫顿的金融功能观认为, 金融系统的基本功能包括提供跨时间、跨区域的资源配置途径, 提供可以用于管理各种风险的办法, 提供客户交易结算的便利方式, 提供进行所有权分割的制度, 向相关者提供信息, 金融系统有助于解决信息不对称、激励问题这六个方面。而其中风险资源配置是其核心功能, 本文简称之为“核心功能观”。

作风险（或市场风险），获得佣金（或价差）收入。

2、二级市场的服务型业务及自营业务——传统业务³：实现风险资源动态配置

投资银行通过经纪业务、资产管理服务等业务活动，帮助投资者在二级市场上进行风险资源的动态转移，这类活动符合了金融资产风险暴露不断变化、需要进行动态配置以保证金融效率（并以此促进实体经济效率提高）这一实际需求，此外投资银行常常还以买方身份在二级市场进行自营交易来承担风险资源。相应地，投资银行通过此传统业务获得佣金或投资收益。

3、场内或场外创造金融衍生品——创新业务：实现原生风险与风险资源的“形体”分离

投资银行通过创造出金融衍生工具，使得投资者能够在继续保有风险资源的条件下转移原生风险，具体表现在其可以提供期货、期权等衍生金融产品以及相应的利用衍生品的套期保值服务上。相比于自营业务，投资银行通过衍生品创新实现了盈利方式从买方业务向卖方业务的角色转变，即通过向市场主动供给产品来获得回报。

为了表述的方便，本文将经营本源业务和传统业务的投资银行称为传统投资银行，而将同时经营衍生品创新业务的投资银行称为现代投资银行⁴。

（二）现代投资银行的经营特征：基于与商业银行的比较视角

相对于商业银行以资产负债转化业务⁵为主，上述现代投资银行业务及其风险配置特点决定了其与商业银行在经营特征上存在以下几个方面的差异。

1、特殊的资产负债结构

相对于商业银行，现代投资银行特殊的资产负债结构体现在两个方面：

（1）金融衍生品创新和佣金业务作为投资银行的主要利润来源，并不在其资产负债表上体现。与投资银行通过承销业务来调剂资金不同，商业银行在资金调剂的同时进行了资产与负债的转化，通过存款为贷款融资，而且这直接体现在商业银行的资产负债表上。然而，投资银行资产负债结构的特殊性表现在其承销业务、服务型业务以及衍生品创新业务几乎不在其资产负债表上体现出来。其中，金融衍生品本身对提高资产流动性、配置风险并由此提高整个社会的资源配置效率是有益的，但投资银行既是金融衍生产品的设计者，也是产品的销售者，加上衍生品复杂的技术特性使得具有双重身份的投资银行更容易采取激进的创新策略，容易导致过度创新的出现。

（2）投资银行的表内业务有较大的财务波动风险。为了更深入理解这一差异性，我们从资金来源和运用两个方面加以分析。

首先，资金来源方面，投资银行的股权融资和债券融资的成本及其波动性要大于商业银行。具体原因如下：①股权融资方面，投资银行除了一般企业相同的股权融资成本高，还因资本市场波动、该行业运转很快、财务状况变动快于许多制造行业和其他金融服务业（Charles R. Geisst, 1998）等原因引起的股权资本成本波动大。以1982年至1991年的十年间美国投资银行股权成本为例，1984年最低，仅1.90%，而最高年份是1991年，达到13.82%，与之相对应的是1984年的牛市和1991年市场再度处于衰退之中。②债务融资方面，商业银行主要以存款作为主要负债来源，投资银行则以发行金融债券、同业拆借的方式募集资金。显然，前者在存款保险制度、中央银行的最后贷款人安排下，即使出现经济不景气，存款资金来源仍然相对稳定，而后者较易受到市场环境的影响。

其次，资金运用方面，投资银行资产业务极易受到经济政策、投资者预期等市场环境影

³ 一般分类中，承销业务属于投资银行传统业务，但本文为了研究方便，将两者分开。

⁴ 从这个层面上讲，目前我国大部分投资银行都属于传统投资银行，而美国五大投资银行则为典型的现代投资银行。所以，下面对现代投资银行经营特征与风险的分析，主要是以美国五大投行为例。

⁵ 商业银行的资产负债转化业务指的是将储户资产转化为自身负债，进而为贷款（资产）融资，而投资银行在调剂资金盈亏时则不存在这种转化，为表外业务。

响，其实际损益偏离预期损失的方差较大。统计显示，投资银行季度交易收入极不稳定，季度标准差高达 52%，远高于商业银行存款服务业务的标准差 3.44%（朱民，2009）。而相对来说，商业银行的资产主要为信贷资产，本身具有分散化特征（表现在行业分散、地域分散），因此其风险的非系统性特征明显得多。

2、逐日盯市的会计制度安排

逐日盯市制度的原则是，结算部门在每日闭市后计算、检查保证金账户余额，通过适时发出追加保证金通知，使保证金余额维持在一定水平之上的结算制度。若调整后的保证金余额小于维持保证金，交易所便发出通知，要求在下一交易日开市之前追加保证金，若会员单位不能按时追加保证金，交易所将有权强行平仓（彭兴韵、吴洁，2009）。逐日盯市制度的存在和逐日结算制度的实施使得当价格发生剧烈波动时，交易者将可能会面临相当大的负现金流的风险。投资银行传统业务里的自营业务、衍生品创新业务均采用公允价值计量，而作为商业银行主要资产（负债）——贷款（存款）不像证券资产的公允价值容易获得，因此公允价值计量制度对投资银行的总体影响要显著得多⁶。

3、混业制度安排下的表内高杠杆特征

根据相关数据，美国五大投资银行在 2007 年危机前的表内杠杆⁷倍数为 30 倍，危机前商业银行的杠杆率倍数为 12 倍，相差甚大。关于两者差异的深层次缘由，需要深入考察美国分业与混业经营的制度安排与变迁。1933 年的《格拉斯-斯蒂格尔法》为了避免混业经营带来的不利影响，规定商业银行和证券公司不得有交叉经营，即开始了美国分业经营的历史，以此为界，之后的投资银行被称为现代投资银行。从 1933 年开始，投资银行因为特许权不断发展壮大，通过不断地创新业务范围，扩大资产规模，迅速成长，并将经营从传统的经纪业务、并购咨询服务和承销业务等，通过金融工程、产品创新，进行自营业务投资和衍生品交易。但此时，投资银行的经营出现了较大的变化：传统业务主要以人力资本投入为主，对资金的占用较少，但自营业务等新兴的投资银行业务而言，则主要以资金投入为主，风险也更高。于是，在新兴业务比重不断提高的背景下，投资银行的经营实践需要更高的资金投入保障。由于合伙制形式下的投资银行不仅资金规模有限，而且具有合伙人撤资带来的稳定性差的缺点，因此投资银行的发展瓶颈主要表现在资金规模有限上。为了解决资金需求问题，美国投资银行纷纷采取上市发行股票形式，从合伙制转化为有限责任公司，增加了自身的资本金规模，以满足新兴业务对资金需求。见表 1-1。

表 1-1 美国五大投行从合伙制企业转身上市时间

公司名称	成立时间	上市时间	说明
贝尔斯登	1923	1985	1923 年初始成立时只有 7 个雇员、50 万美元的资本额；1985 年上市后，资本总额增加至 5.17 亿美元。
雷曼	1844	1994	在纽约和太平洋股票交易所上市。
美林	1914	1971	在纽约证券交易所上市。
高盛	1869	1999	在纽约证券交易所上市。
摩根士丹利	1935	1986	在纽约证券交易所上市。

注：1984 年，上市公司（希尔森公司）收购雷曼，1994 年重新独立。

似乎问题到此得以解决？直到 1999 年美国通过《金融服务现代化法案（Financial Services Modernization Act）》，结束了长达六十多年的分业经营的现状。自此，商业银行和独立投行陷入了新一轮的竞争。显然，投资银行在资本规模上明显弱于商业银行。此时，混

⁶ 当然，商业银行的证券类资产同样受到公允价值计量的影响，只是从总体上看，存贷业务是其主要业务，所以这种（不利情形下的）影响往往不像投资银行那样成为“最后一根稻草”。

⁷ 为了区别于后面的衍生品交易的杠杆（本文称之为表外杠杆），本文将传统的财务杠杆称为表内杠杆。

业竞争压力下的上市投资银行扩大资金来源的唯一渠道便是实行高杠杆化的负债融资战略，而商业银行具有稳定的存款负债来源。投资银行负债融资的主要市场便是短期货币市场进行资金拆借，扩大资产规模。根据统计，美国五大投资银行在 2007 年危机前的杠杆倍数为 30 倍，而 1994 年杠杆倍数为 15 倍，1986 年杠杆倍数均值才为 8 倍。

4、衍生品交易业务的表外高杠杆特征

除了前面投资银行作为衍生产品的设计者、销售者身份外，现代投资银行还常常以交易者的身份持有大量的金融衍生品。例如，雷曼兄弟是 2006 年次级贷款证券产品最大的认购商，占该市场份额的 11%。依据雷曼兄弟的报告，其持有的 CDO 总价值大约为 500 亿美元（马红霞、孙国华，2009）。但由于金融衍生品交易具有表外高杠杆性质⁸，使得其破产的负外部性比只经营承销业务、传统服务型业务和自营业务的投资银行要明显得多。

（三）现代投资银行的风险特征

1、特殊资产负债结构与逐日盯市制度下，相对商业银行具有更强的顺周期性

正如前面所述，商业银行在存款保险制度、中央银行的最后贷款人安排下，即使出现宏观经济不景气，存款资金来源仍然相对稳定，而且其资产主要为信贷资产，难以进行公允价值计量。然而，投资银行在资金来源与应用方面对资本市场等宏观环境的反应就敏感得多，两者相互影响，进一步强化了这种强周期性特征，结果是：（1）当宏观经济走势向上、资本市场前景乐观时，投资银行业往往会发生资产超配现象。这种超配是指超过了其本金的承受范围。（2）反之，如果当宏观经济不利变动引起资本市场环境变得糟糕，投资银行则超配的资产会出现本金的偿付危机，此时，市场上的投资者会对投资银行的经营前景不再看好，结果其再融资出现困境，同时，金融资产价格的大幅下降也使其资产变现也变得非常困难。而且，在上述过程中，逐步盯市的会计制度起到了推波助澜的作用。市场上升的时候，资产价值和回报迅速增长，投行净值增加，弱化了投行与贷款者之间的信息不对称问题，从而进一步改善市场预期和投资需求；一旦市场下跌，资产和回报就全面下降，这时，投行的资产净值下降，加剧了投行与贷款者之间因信息不对称而产生的逆向选择和道德风险，贷款者为了防范各种风险，就会紧缩信贷条件，恶化了投行的外部融资环境（彭兴韵、吴洁，2009）。

2、相对商业银行有更高的道德风险或更激进的风险文化

危机期间，公众广泛质疑投资银行的薪酬制度。美国投资银行危机的爆发，有人认为这更源于投资银行从业人员的自利、贪婪的欲望所致。比如：在雷曼公司任 CEO 的 Richard S.Fuld，在任职 8 年时间（2000 年-2007 年），具有鼓励冒险精神的期权激励价值高达 4 个亿美元，构成了总薪酬的 4/5 多（巫和懋，2009）。在这样高的激励诱惑下，雷曼开始步入毫无相关经验的抵押市场业务。这种分析不无道理，某种程度上，风险-收益不相适应的激励方案，在鼓励员工或管理人冒险精神的同时，代理问题的存在往往损害了股东利益，不利于公司价值最大化这一目标，而成了代理人追求个人利益最大化的工具。

但深入分析，这种高管的道德风险还源于前面所说的投资银行对资本规模追求的结果：纷纷由合伙制企业变身为上市公司。在有限责任公司的破产保护制度下，不仅高管、甚至股东本身都有可能进行冒险活动，这当然会损害投资银行的债权人利益。因此，上市后的投资银行在经营活动中表现出在有限责任公司“破产保护制度”下的股东和高管存在高道德风险或更加激进的风险文化。比较于上市商业银行，正如前面分析一样，其存贷款业务的现金流都相对稳定，高管和股东进行冒险所引起的财务波动空间相对有限。

3、表内外高杠杆与逐日盯市制度下，相对商业银行更易发生流动性风险

⁸ 一方面，金融衍生品交易由于以下原因，一般做表外业务处理：金融交易属于未履行合约，当事人一方是否负有债务，端视他方是否执行而定；某些金融交易（例如远期合约）在到期前已平仓（结清部位）；某些金融交易存在资产、负债互抵的权利。另一方面，金融衍生品交易的高杠杆性在于：金融衍生工具通过预测基础金融工具之市场行情走势，交易人以支付少量保证金签订远期合同或互换不同金融商品之衍生交易合同，具有以小博大的高杠杆效应（张世洁，2008）。

一方面，投资银行为了扩大资金规模，通过在货币市场进行表内高杠杆的负债融资，把负债风险与资本市场更加稳固地联系起来，主要表现在：如果投资银行的新兴业务所持有的资产价格出现不利的变动，加上此时的投资银行已经为上市公司，其严格的信息披露制度和逐日盯市制度下，投资银行的财务报表迅速恶化，并通过资本市场快速传播开来，改变了市场上投资者对投资银行的信息，形成一致性损失预期，结果使得投资银行的融资能力急剧下降，甚至枯竭；反过来，资产市场的价格本身出现了不利变动，引起投资银行自营资产变现损失。另一方面，投资银行表外高杠杆的衍生品创新业务与保证金结合在一起，进一步会加剧投资银行的流动性风险，以致于引起金融市场的流动性危机。上述这两个方面相互促进，将投资银行带入了流动性危机的境地，形成如图 1-1 所示的流动性螺旋现象⁹。

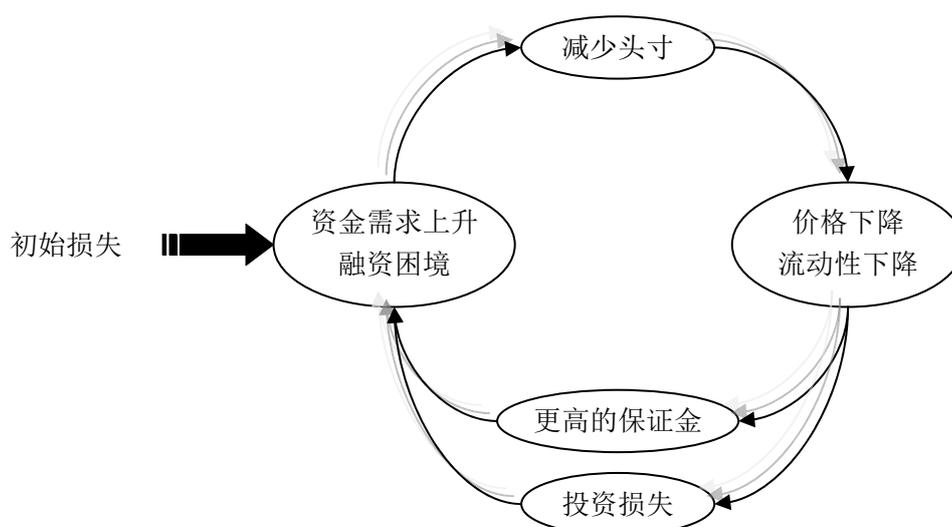


图 1-1 流动性螺旋 (Brunnermeier and Pedersen, 2009)

实际上，上述原因还可以从对五大投资银行在 1996 年-2008 年期间的季度杠杆率及其变动趋势中进行分析。2008 年危机前五大投行的杠杆率实际上在上个世纪末就一直保持下来，并没有较之前有什么大的变化。何况，这五家投行（除了摩根士丹利以外）的杠杆率甚至在此次危机前也不是历来的最大值。可见，投资银行经营表现出的高杠杆特征同顺周期特征同时出现的情况下，两者便相互叠加，甚至互为因果，尚且需要如下外部条件：资产价格大幅下降，而危机前美国住房价格的下降成了诱因，住房价格泡沫破灭迅速影响到了投资银行，使得五大投资银行短期内迅速土崩瓦解。

⁹ 对于商业银行，最为担心的是信任危机的出现引起银行挤兑情况，为此商业银行往往有存款保险制度和央行的最后贷款人制度安排，在这样的制度安排下，其流动性风险相比投资银行要小得多。

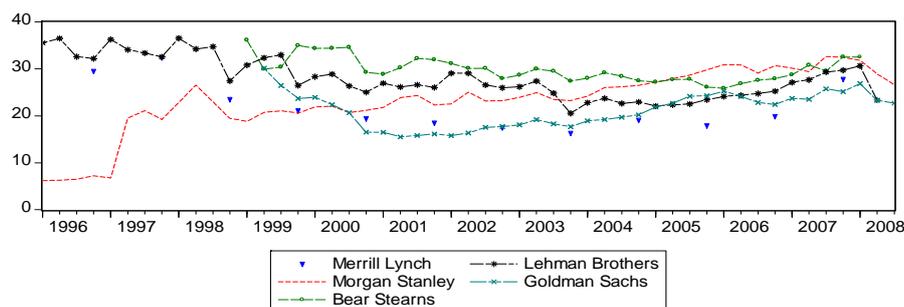


图1-2 危机前美国五大投资银行季度杠杆率

注:数据来自wikinvest网站和美林1996-2007年年报;除美林为年度杠杆率外,其余为季度杠杆率。

4、表外衍生品创新的高杠杆特征下,投资银行危机同样存在较大的负外部性

传统金融理论关于金融机构的外部性问题,一般认为:商业银行的存款业务涉及公众利益,其破产具有较大的负外部性,需要政府通过央行再贷款、存款保险制度甚至财政注资的方式进行危机救助;投资银行不进行资产负债的转化,只是获取佣金收入,其自营业务的资金来源多以自有资金为限,因此投资银行破产不会引起公众利益受损,因而政府当好“守夜人”就可以了。但此次投行危机所引起的连锁反应颠覆了传统危机救助理论中对投资银行没有或者具有较小外部性的传统观点,投资银行危机同样表现出极大的负外部性,这源于现代投资银行通过金融衍生品创新,将业务领域从传统的买方业务扩大到了卖方业务。具体来说,衍生品的高杠杆交易特征、保证金与强行平仓制度等使得衍生品交易的风险巨大,加之复杂的衍生技术和众多的投机者、套期保值者参与其中,作为金融衍生品创造者的投资银行破产将引起极大的负外部性。可见,如何构建有效的投资银行风险管理体系,不仅是投资银行自身、也是监管部门需要思考的问题。或许正因为如此,欧盟在《资本金要求指示》修订案里明确投资银行净资本的目的在于吸收其在正常的商业进程中的非预期损失¹⁰。

(四) 两家投行转型前、中、后的经营模式比较分析

前面对投资银行的经营特征、风险做了详细分析。那么,转型为银行控股公司的摩根士丹利、高盛,在转型后是否出现了新的变化呢?为此,本部分搜集了两家投行在转型前、中、后的经营数据进行对比分析。鉴于摩根士丹利从2007年出现了公司成立73年历史以来的首次季度亏损到2008年转型,跨度两年,我们选取2005-2010共6年时间,划分为转型前(2005年、2006年)、中(2007年、2008年)、后(2009年、2010年)三个阶段比较分析摩根士丹利、高盛的经营状况。

1、去杠杆化成效显著

表1-2 摩根士丹利和高盛转型前、中、后的杠杆率比较

	转型前			转型中			转型后		
	2005	2006	平均	2007	2008	平均	2009	2010	平均
摩根士丹利	29.8	30.5	30.15	32.6	11.4	22	15.5	14.7	15.1
高盛	25.2	23.4	24.3	26.2	13.7	19.95	12	11.8	11.9

数据来源:两家公司2005-2010年年报。

从表1-2可以看出,两家转型投行在危机前2005、2006年,杠杆率远高于转型后的杠杆率水平。通过转型和美国政府“问题资产救助计划”的实施,资本金实力得以提升,“去杠杆化”的效果在转型后显著。

2、收入结构逐步恢复到转型前水平,经营战略仍未转型

¹⁰ 关于这一点,已经在第1章导论部分进行了综述。

从表 1-3 可以看出，摩根士丹利在转型前 2005、2006 年收入占比较高的三大业务逐次是自营业务、资产管理业务和投资银行业务；转型期间，资产管理、经纪业务和投资银行业务占比靠前，而自营业务占比显著下降，2008 年降到 7% 的低位；转型后 2009、2010 年，自营业务、资产管理业务和投资银行业务重新成为三大主营业务，而且自营业务收入在 2010 年达到 35.5%，基本上恢复到转型前水平。

表 1-3 摩根士丹利转型前、中、后主营业务收入结构比较

	转型前		转型中		转型后	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
投资银行(%)	17.4	16.0	23.9	18.3	21.5	16.2
自营业务(%)	39.0	45.7	24.4	7.0	27.4	35.5
经纪业务(%)	15.2	12.7	17.6	20.1	18.1	15.6
资产管理(%)	17.7	17.6	20.7	21.9	25.2	25.2
其他(%)	-0.5	1.8	2.9	17.4	3.6	4.7
利息净收入(%)	11.1	6.3	10.5	15.2	4.2	2.7
合计(百万美元)	21789	28340	26478	22111	23358	31622

数据来源：根据摩根士丹利 2009 年、2010 年年报整理。

从表 1-4 来看，高盛在转型前的三大主营业务是自营业务、投资银行业务和资产管理与经纪业务；转型期间，三大业务仅在比重上有所变化，其中自营业务下降到 2008 年的 36.4%；转型后 2009、2010 年，自营业务、利息净收入和投资银行业务成为靠前的主营业务，且自营业务比重达 64.6%，恢复到转型前的最高水平。

表 1-4 高盛转型前、中、后主营业务收入结构比较

时间	转型前		转型中		转型后	
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
投资银行(%)	14.3	14.9	16.4	23.3	10.6	12.3
自营业务(%)	61.2	63.8	64.6	36.4	63.9	64.6
资产管理与经纪业务(%)	12.2	12.0	10.3	21.0	9.1	9.1
利息净收入(%)	12.3	9.3	8.7	19.2	16.4	14.1
合计(百万美元)	25238	37665	45987	22222	45173	39161

数据来源：根据高盛 2007 年至 2010 年年报整理。

由于转型为银行控股公司，摩根士丹利和高盛可以通过吸收存款获取稳定的资金来源，也具备了向美联储获取紧急援助的资格，同时接受更加严格的资本监管，所以表 1-3 看出“去杠杆化”成效显著。但是，也应该注意到，目前两家公司的经营模式仍然与之前的独立投行模式相雷同，自营业务和投资银行业务是其利润的主要来源。

二、我国投资银行的经营特征与风险分析

我国投资银行起步较晚，至今也就二十多年的历史，但却一路坎坷，先后经历了初期的乱象丛生（1987 年-1997 年）、清理整顿（1997 年-2003 年），到 2003 年-2007 年的综合治理，并进入到了分类监管的新阶段。从前面投资银行业务的分类来看，目前我国投资银行主要以承销业务和传统的佣金业务、自营业务为主，买方业务特征明显，与美国投资银行在经营特征、风险表现方面存在较多差异。为了深入理解我国投资银行在上述方面的变化，下面从综合治理前进行分析。

（一）综合治理期间我国问题投资银行的风险处置回顾与简评

1、我国投资银行经营失败的主要案例

1995 年，中银信因为严重违规、资不抵债被人行接管，开创了我国的问题证券经营机

构被处置先河。随后几年，万国证券、君安证券等个别高风险的证券机构被先后处置。但到2002年5月底，118家投资银行净资产额为917亿元，不良资产高达460亿元，不良资产率过半，投资银行业面临行业性的生存风险，在这种情况下，同年8月鞍山证券因为违规行为严重、资不抵债，成为首家被责令关闭的证券经营机构，我国投资银行业进入了风险集中处置的时代。根据中国证监会的统计数据，截至2007年9月，在我国历时三年的证券公司风险治理过程中，有31家高风险投资银行得到平稳处置，其中27家高风险投行在监管部门推动下实施了重组。风险投行的主要违规行为包括挪用保证金、挪用客户国债和违规委托理财，而处置的主要方式包括政府救助、并购重组和责令关闭或撤销，分别见表2-1和表2-2。

表 2-1 我国投资银行被风险处置的主要原因

违规行为	数量	公司
挪用保证金	28	鞍山证券、大连证券、海南证券、佳木斯证券、新华证券、南方证券、德恒证券、恒信证券、中富证券、汉唐证券、闽发证券、大鹏证券、亚洲证券、北方证券、民安证券、五洲证券、武汉证券、甘肃证券、昆仑证券、广东证券、天勤证券、西北证券、兴安证券、河北证券、新疆证券、中关村证券、中科证券、天同证券
挪用客户国债	26	大连证券、富友证券、新华证券、南方证券、德恒证券、恒信证券、中富证券、汉唐证券、闽发证券、大鹏证券、亚洲证券、北方证券、民安证券、五洲证券、武汉证券、甘肃证券、昆仑证券、广东证券、天勤证券、西北证券、兴安证券、河北证券、新疆证券、中关村证券、中科证券、天同证券
违规委托理财	24	南方证券、德恒证券、恒信证券、中富证券、汉唐证券、闽发证券、大鹏证券、亚洲证券、北方证券、民安证券、五洲证券、武汉证券、甘肃证券、昆仑证券、广东证券、天勤证券、西北证券、兴安证券、河北证券、新疆证券、中关村证券、中科证券、天同证券、健桥证券

注：根据丁国荣（2009）、孙明明（2007）等相关资料整理。

表 2-2 我国投资银行被风险处置的主要模式

处置模式	公司
政府救助	鞍山证券、新华证券、南方证券、闽发证券、申银万国、华安证券、银河证券、国泰君安、北京证券、南方证券、华夏证券、西南证券、齐鲁证券
并购重组	中信证券、华夏证券、金通证券、国泰君安、申银万国、银河证券、北京证券、海通证券、长江证券、广发证券、华安证券、东方证券
责令关闭或撤销	鞍山证券、大连证券、富友证券、佳木斯证券、新华证券、大鹏证券、南方证券、汉唐证券、昆仑证券、武汉证券、闽发证券等 20 多家证券公司。

注：根据丁国荣（2009）、孙明明（2007）等相关资料整理。

2、综合治理期间问题投行的风险处置特征简评

金融机构的风险处置有行政化与市场化两种模式。行政处置是在金融机构出现风险时，监督管理机构对其采取的化解风险、帮助重组或使其顺利退出市场的行政措施。在行政化的处置模式下，政府(或监管部门)主导金融机构的风险处置，需要考虑非市场的因素。与此相对应，市场化的处置模式下，主要依靠市场机制来完成特定问题金融机构的风险化解或重整、破产退出等过程。在综合治理期间，我国问题投行风险处置表现出较强的政府主导特征，表2-3为地方政府、央行或汇金公司对问题投行的注资情况。

表 2-3 部分投资银行风险处置中的注资或再贷款情况

问题投行	注资及再贷款情况	所占股份 (%)
君安证券	上海市政府注资 18 亿元	16
港澳证券	中银国际注资 9 亿元	-
河南证券	中原证券以 1.17 亿元收购	-
海南证券	高盛“捐赠” 3.8 亿元	-
新华证券	再贷款 14.5 亿元	-
南方证券	再贷款 80 亿元	-
汉唐证券	再贷款 40 亿元	
银河证券	汇金注资 55 亿元	78.57
国泰君安	汇金注资 10 亿元，再贷款 15 亿元	21
申银万国	汇金注资 25 亿元，再贷款 15 亿元	37.3
中央民族	汇金注资 5 亿元	33

注：根据公开资料进行的不完全整理。

随着综合治理期间历史性、系统性风险的化解和未来我国金融市场的发展和市场规模的持续扩大，在处理问题投资银行时，监管部门应从过去的行政化处置为主转向以市场化处置为主。在市场失灵或机制不完善的情况下（如单一机构的影响对市场冲击巨大），需考虑使用行政手段作为及时的补充。这样的处理方式更有利于稳定金融市场预期，促进市场机制的完善，并提升金融体系的效率（巴曙松，2012）。显然，处置方式的市场化转变需要以投资银行自身建立起有效的内部风险防范体系为前提。

（二）2008 年以来我国投资银行的经营特征及评价

经过以行政处置为主要特征的投资银行风险处置，目前我国投资银行业发展进来了一个新的阶段。下面，主要结合综合治理后投资银行的经营现状，分析其表现出来的特征。

1、收入结构中服务费占比高，盈利模式同然存在明显的周期性风险

前面分析了以美国独立投行为代表的投资银行具有特殊资产负债结构。那么，我国金融衍生品市场刚刚起步，是否意味着这一结论不成立？并非如此。我国投资银行服务收入占比甚高，这类中间业务并不在资产负债表中反映出来。下面搜集了 2007-2010 年我国 94 家投资银行的经营数据，描述性分析见表 2-4。

表 2-4 2007 年-2010 年我国投资银行收入占比情况

年份	统计值	手续费及佣金净收入				利息净收入	投资净收益	公允价值变动净收益	汇兑净收益	其他业务收入
		合计	代理买卖证券业务净收入	证券承销业务净收入	受托客户资产管理业务净收入					
2007	均值	72.4%	59.4%	2.0%	0.8%	4.7%	20.0%	1.1%	-0.5%	1.2%
	标准差	0.196	0.287	0.035	0.030	0.071	0.282	0.246	0.030	0.039
2008	均值	101.4%	85.8%	3.4%	1.3%	14.3%	-11.8%	-13.1%	-0.5%	10.9%
	标准差	1.353	1.319	0.068	0.118	0.244	1.508	1.105	0.013	0.892
2009	均值	82.0%	69.0%	4.2%	0.9%	7.5%	7.6%	2.4%	0.0%	0.3%
	标准差	0.112	0.232	0.071	0.038	0.040	0.103	0.072	0.003	0.005
2010	均值	77.9%	60.3%	7.7%	1.1%	8.8%	12.3%	-1.0%	-0.1%	0.4%

	标准差	0.153	0.237	0.128	0.030	0.047	0.135	0.070	0.003	0.008
总体	均值	83.4%	68.5%	4.3%	1.0%	8.8%	7.0%	-2.7%	-0.3%	3.2%
	标准差	0.485	0.483	0.086	0.067	0.087	0.380	0.439	0.017	0.033

资料来源：根据 94 家投资银行资产负债表（2007-2010）资料整理。

我国投资银行业主要依赖于手续费及佣金收入，2007 年-2010 年期间 94 家投资银行的服务费收入占比为 83.4%，其中经纪业务占比达到了 68.5%。同时，2007 年-2010 年的自营业务收入平均为 7.0%，且表现出极大的市场顺周期性，见表 2-5，尤其在 2007、2008 两年表现突出。

表 2-5 我国 94 家投资银行自营业务收入占比与市场指数收益率的对比

年度	2007	2008	2009	2010
自营业务收入占比	20.00%	-11.84%	7.59%	12.32%
沪深 300 指数收益率	158.25%	-65.95%	96.71%	-12.51%

2、财务杠杆过低，不利于混业趋势下投资银行业的长远发展

2007 年-2010 年我国 94 家投资银行的杠杆率情况见表 2-6。美国次贷危机中西方投资银行面临的最大问题是过度使用杠杆，纷纷开启“去杠杆化”之路。或许受此影响，我国以净资本监管为具体内容的投资银行杠杆率受到严格控制¹¹，投资银行业的杠杆率水平降到 4 左右。

表 2-6 2007 年-2010 年我国投资银行杠杆率情况

统计值	2007	2008	2009	2010	总体
均值	6.1	3.8	4.9	4.2	4.7
最大值	16.2	8.1	10.1	9.7	16.3
最小值	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

资料来源：根据 94 家投资银行资产负债表（2007-2010）资料整理。

从表 2-6 看出，2010 年 94 家投资银行的平均杠杆倍数为 4.7 倍，其中当年上市投资银行的杠杆率平均约 2 倍左右。上市投资银行杠杆率更低这一现象，或许因为面临市场约束更大的上市投资银行为了获得更高监管评级¹²，往往采用了低杠杆率的发展战略。相比国外大投资银行，我国投资银行业的杠杆率水平普遍低得多。比如，2010 年，高盛杠杆率达 11.8 倍，摩根士丹利为 12.4 倍，野村证券则更高达 17.6 倍的杠杆率。

在前面一节的分析中发现：混业制度安排下美国独立投行表现出高财务杠杆特征。与此相反，目前国内投资银行的低杠杆现象¹³是否就有助于投资银行业的长远发展呢？关于这一点，我们可以从未来国内金融业混业趋势进行分析。1993 年以前，我国金融业属于混业经营阶段，商业银行作为建设之初的资本市场的主要参与者。后来，为了推动商业银行的市场化改革步伐，同时建立商业银行与资本市场的风险隔离机制，1995 年《商业银行法》、1999 年《证券法》都明确规定，我国商业银行业与证券业实行分业经营。目前，随着开放程度的加深，我国产融结合达到了新的高度，在金融业出现了各类金融集团，参见表 2-7。金融集团股本结构复杂，持股形式呈现多样化特征，产业和金融出现双向移动趋势¹⁴。

¹¹ 有关我国净资本监管程度的讨论，将在第 3 章展开。

¹² 我国证监会从 2010 年开始，对每家投资银行进行分类评级，并以此作为净资本监管标准的划分依据。客观上讲，监管者这种既是裁判又是运动员的双重身份，使得评级结果具有较强的行政色彩。

¹³ 近期，监管部门修订了《证券公司风险控制管理办法》，调整投资银行的风险控制指标，投资银行在理论上最大杠杆率可以达到 10 倍以上。

¹⁴ 金融集团的风险管理更具有特殊性，比如：如果同一金融集团内部的不同金融业务部门之间缺乏有效的“防火墙”，关联交易可能会增加集团的总体风险，甚至影响到实体经济的健康发展。由于本文以独立投行作为研究对象，本问题便不展开讨论。

表 2-7 我国金融混业情况

金融集团类型	实例
金融控股型	中信集团、平安集团、光大集团
银行控股型	工行、中行、建行
企业控股型	希望系、泛海系、万向系、东方系

混业经营下的银行控股公司，如美国高盛和摩根士丹利转身银行控股公司，其相比于独立投行来说，经营投资银行业务具有如下优势：（1）可以充分利用商业银行网点、客户关系资源等信息优势；（2）可以通过业务的多元化来分散风险，获得规模经济和范围经济的好处；（3）拥有存款商业银行的稳定资金来源优势；（4）可以成为央行作为“最后贷款人”功能的救助对象，降低生存风险。但同时，如同美国 20 世纪 30 年代大危机期间实现严格分业经营一样，混业经营同样面临潜在的威胁：（1）防火墙缺失或者失效导致的不同业务的利益冲突；（2）金融集团的风险损失与政府救助边界难以界定，可能引起高的道德风险；（3）“巨无霸”的金融超市容易形成垄断或寡头的行业布局，抑制了金融创新，降低金融服务效率。因此，我国未来投资银行业的发展可能会出现两种趋势¹⁵：一种是提供全方位服务、资本实力雄厚、兼营投资银行业务的银行控股公司；第二种是仍然专注于某个传统投资银行业务的独立投资银行。表面上看，过低的杠杆约束不利于混业背景下投资银行与商业银行展开公平竞争，影响投资银行业的市场效率，而杠杆过高又给投资银行带来较大的流动性风险，而存在的深层次问题是投资银行是否具备了有效的内部风险控制能力以防范杠杆风险¹⁶。

3、股权集中度高、性质单一，行政治理容易替代内部风险管理建设

公司治理理论认为，股份制公司的两权分离特征对公司经营行为、经营绩效有着重要影响，而考察股权结构是分析两权分离情况的重要内容，是研究公司治理机制、评价公司治理水平的关键变量。从文献来看，研究股权结构的指标可以从股权集中度和股权性质两个方面考察：股权集中度是反映投资银行股权集中或分散程度的指标，一般以持股比重在前几名（常常用第一名、前五名、前十名等）的股本数与总股本数之比来表示；股权性质是产权视角下用以反映投资银行的国有或非国有股权性质的指标，多用于分析产权性质对公司行为的影响，一般以第一大股东是否为国有股来表示。王聪、宋慧英（2012）整理了我国投资银行股权集中度和股权性质的情况，见表 2-8。

表 2-8 我国投资银行的股权集中度与股权性质

时 间	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		
股权集中度 (%)	50.34		49.67		51.16		53.83		55.71		
第一大股东性质	家	比例									
	国有	75	75.26	81	79.41	80	78.43	79	79.80	78	78.79
	非国有	24	24.24	21	20.59	22	21.57	20	20.20	21	21.21

注：（1）数据来自王聪、宋慧英（2012）的研究文献；（2）股权集中度为第一大股东的持股比例。

从表 2-8 可见，我国投资银行的股权集中度较高，第一大股东持股比例在 50% 左右，远

¹⁵ 实际上，目前在英国、美国、德国和日本，已经出现了这样的金融格局。

¹⁶ 或许正因为此，欧盟明确“监管资本的目的在于吸收信用机构或者投资公司在正常的商业进程中的非预期损失”，即以非预期损失大小来作为金融机构杠杆率高低的衡量标准。

远高于国外同行业的水平¹⁷。同时，2006-2010年国有控股的投资银行占总数的75%以上，产权性质单一化特征明显。十八大报告提出“更大程度更广范围发挥市场在资源配置中的基础性作用”，而何时推动、如何推动作为风险资源配置重要主体之一的我国投资银行产权改革，以促进经济更有效率、更加公平、更可持续发展，其关键还在于投资银行内部风险控制能力的培育上。

三、构建基于经济资本配置的投资银行协同风险管理模式

（一）中国、美国投资银行业的经营特征与风险比较

从前面两节的研究结论来看，即使在危机后，中美两国投资银行在经营方面均存在较大差异：我国投资银行业务以传统业务为主、服务收入占比相对较高，美国投行的自营业务占比较高；国内投资银行业的财务杠杆率普遍较低，而美国投资银行业表现出高财务杠杆的经营特征；我国股权集中度高、国有产权性质突出，而美国投行股权相对分散；等等。但是，随着我国投资银行的风险承担机制将逐渐以市场机制为主，同样亟须建立有效的内部风险防范体系。具体来说，在2007年综合治理后，我国投资银行系统性的制度风险问题得到纠正，出现行业性的倒闭可能性较小。为此，未来投资银行风险处置需要更多地从过去的行政处置模式转向市场化处置模式，即投资银行生存风险需要通过市场化并购、重组甚至破产来化解，避免行政处置可能存在的道德风险、处置成本高和社会不公等缺点。同时，从未来发展趋势上，随着第2节分析的我国混业竞争压力的显现、市场利率化改革的推进和人民币汇率波动空间的进一步扩大¹⁸，我国投资银行需要通过创造利率、汇率衍生产品来开拓市场空间，满足企业的风险管理需要，这种趋势性特征将与美国投资银行业相似。

美国五大投资银行的风险演进路径可以归纳为“单一或多个风险因子-较小的风险损失-流动性不足-风险损失扩大化-资本金不足-生存危机”，其最终表现上投资银行的生存风险表现为资本金防线的崩溃，而且进行衍生品业务创新的现代投资银行危机同样具有较大的负外部性，因此投资银行的资本金管理成了其自身风险防范以及外部监管的关键内容，而基于经济资本的协同风险管理理论可以将投资银行的内部风险管理和外部净资本监管统一于在一个风险管理框架里。正如第1章所述，经济资本在本质上是一种风险的计量，IOSCO和欧盟将其作为净资本监管的评价标准。

（二）协同风险管理的基本思想

协同学理论研究复杂系统在子系统的相互作用下，以自组织的方式在特定时空和功能上形成有序结构的条件以及演化规律（Haken, 2006），以促使系统能够从无序或低序状态变为有序状态。曾忠生（2006）利用协同理论对我国信托机构风险的协同管理进行了研究，认为信托公司要有效防范和化解风险，必须对风险与收益、不同种类的风险进行协同管理，同时发挥企业内部控制、行业自律、社会监督和政府监管四个层次对风险的协同管理作用，但是没有对信托机构如何实现协同风险管理进行研究，缺乏切实可行的技术路径。

投资银行作为直接金融的服务中介，是影子银行系统的重要一员，次贷危机证明了投资银行危机具有负的外部效应。正因为如此，与商业银行一样，投资银行业也有相应的外部监管、自律监管和内部风险控制。投资银行的利益相关者不仅仅包括股东和债权人，还包括代表公众利益的政府、交易对手等，对于作为风险承载主体的投资银行在经营中面临的各种风险，再加上金融风险具有多种多样的、传染性，利益冲突不能避免，有必要借助经济资本手段，实现投资银行风险的协同管理。

需要注意的是，协同风险管理与全面风险管理在概念上类似，但存在差异。全面风险管理是对整个金融机构内各层次业务单位、各个种类的风险的通盘管理，它将市场风险、信用风险、操作风险、战略风险、商业风险、技术风险和其他各种风险，以及包含这些风险的各

¹⁷ 美国投资银行第一大股东持股比例一般在10%（王聪、宋慧英，2012）。

¹⁸ 十八大报告明确指出要深化金融体制改革，稳步推进利率和汇率市场化改革。

种金融资产与资产组合,承担这些风险的业务单位纳入到统一的体系中,对各类风险依据统一的标准进行测量并汇总,且根据全部业务的相关性对风险进行控制和管理(KPMG, 2003)¹⁹。可见,全面风险管理思想意义重大,有助于金融机构从各个角度去理解自身的风险威胁,但由于金融机构的风险难以穷尽、且具有时变性,过于“全面”的管理容易停留称为空中楼阁,难以实施。相比之下,协同风险管理则是追求风险管理体系的各个要素在现有的各种约束条件下有序发展、相互促进,从而促进金融机构的健康发展。比如,若把投资银行风险管理视为一个系统,可以分为外部的净资本监管和内部的风险管理两个方面²⁰,则协同风险管理旨在寻找促使两者相互促进的办法,即净资本监管有助于促进投资银行自身风险管理水平的提高,后者又反过来可以促进外部监管更加有效。罗嘉和李连友(2009)建立了协同测度模型实证研究了我国金融监管系统的协同程度,结果发现证券监管相对来说处于最低的协同水平。这或许与我国目前投资银行的内部风险管理缺位或不完善、表现出合规风险管理的特征有关。因此,本文认为协同风险管理比全面风险管理更符合实际、可操作性更强。

(三) 投资银行协同风险管理的主要内容

1、内部风险管理与外部监管的协同

由于现代投资银行危机同样具有较大的负外部性,需要在建立内部风险管理的同时强化其与外部监管的协同,以建立真正有效的风险防范体系。这里我们以投资银行为主体来分析,投资银行经营不但受内部风险因素的制约,如操作风险、技术风险,也受到外部环境变化的影响,如市场风险。一般来说,内部风险因素需要自身通过内部控制等公司治理结构的完善来消除,外部风险因素则需要视非系统性因素还是系统性因素,分属于投资银行自身或者政府来进行管理。此外,投资银行的行业自律管理和社会中介机构、投资者的监督,对投资银行的风险管理也有重要的促进作用²¹。因此,就需要建立内、外风险管理的协同机制、协同技术,才能真正达到有效控制投资银行风险的目的。

2、风险与收益的协同管理

风险与收益是共生的,收益以承担风险为代价,而风险则以预期收益来补偿承担者。因此,协同管理风险与收益,就是要对风险和收益这两个方面同时兼顾,在大小关系上、时间关系上,保持协调、同步、一体化的管理。所谓大小关系的协同,就是两者要成比例,承担高风险需要高的预期收益;而所谓时间关系的协同,是指这两者一定同时附着于同一个资产或业务活动,不能分离开来。比如,信用衍生品在转移信用风险的同时,也放弃了潜在的收益。在风险与收益协同的基本原则下,投资银行一方面既需要通过主动承担风险来获得相应的报酬,又要在可承受的风险水平追求预期收益最大化。这一过程,投资银行需要设定自身的目标函数,实现两者的动态平衡。

3、不同风险之间的协同管理

从前面两节的分析来看,投资银行各类业务、风险之间存在相关性,甚至不同风险还相互转化。因此,投资银行的风险管理不能顾此失彼,必须对各种风险进行协同管理,才能达到控制整体风险水平和实现利润最大化的目标。投资银行就是要在资本金约束下,根据风险偏好、总体风险承担能力和各个风险的分布情况,对各类业务、资产组合进行协同管理。

(四) 投资银行协同风险管理的实现路径: 经济资本配置

经济资本配置为上述投资银行的协同风险管理提供了技术可能性,兼顾了各个目标的实现²²: 既把风险和收益统一起来,又能兼顾事前资本配置和事后绩效考核;既可以有助于处

¹⁹ 引自雍颢博士论文《基于全面风险管理框架的金融产品创新关键风险研究》第41页。

²⁰ 广义上还包括自律管理、市场监督等。

²¹ 鉴于自律风险管理与监管存在本质区别,且不是本文的研究范畴,本文不具体展开。

²² 需要说明的是,本章第1节所分析的投资银行还存在流动性风险大、周期性风险强的特征。尽管经济资本配置有助于风险管理能力的提升,但也不是万能的。正如第1章所述,投资银行的流动性风险是次生风险,需要通过对原生风险的有效管理来防范;而周期性风险在一定程度上属于行业性风险、系统性风险,

理内部委托代理问题产生的资产配置成本，又可以为净资本监管标准提供参考，具体来说：

1、高道德风险：经济资本配置可以优化资产配置，抑制投资银行激进的风险文化

经济资本配置有助于抑制投资银行的道德风险，在高管、员工的薪酬与其为投行所带来的风险之间实现真正的协同、一致，并反过来推动了投资银行的资产配置。具体来说，对于投资银行高管，传统上基于实现的会计收益（R）和成本（C）对其进行考核，通过引入经济资本（EC），业绩评估不仅要看事后的 R、C，还要看公司为获得 R 在事前承担的风险——非预期损失的大小。具体来说，业绩考核时，参照的不再是管理者所贡献的会计利润（R-C），而是经济利润（R-C-EC）。其中，EC 是投资银行为实现收益 R 在机构层面所必须准备的经济资本大小。显然，高管的冒险行为会增大 EC，从而减少其对投资银行的经济利润贡献，在收益 R 增长不会太显著的情况下，这反而降低了其薪酬水平，从而起到抑制其道德风险的作用。关于基于经济资本配置的投资银行资产配置的内容，本文将在第 4、5 章进行研究。

2、高杠杆风险：经济资本配置可以作为（管理视角、监管视角）杠杆水平的标准

正如欧盟将净资本在本质上等同于经济资本一样，投资银行可以借助于经济资本配置的资本金覆盖非预期损失的风险管理理念、先进风险度量技术，使得投资银行的净资本监管要求和内部的资本结构战略有一个评价的标杆，并且将两者统一到了经济资本配置的框架中，从理论上减少两者不一致引起的效率损失：如果净资本要求过高，投资银行业因为承担了过高的监管成本而降低行业的整体效率；如果净资本监管要求过低，在内控制度失效的情况下，则可能出现行业性的风险承担过度导致的系统性行业风险。

参考文献：

- [1]Herring R, Schuermann T, 2003: Capital Regulation for Position Risk in Banks, Securities Firms and Insurance Companies, working paper.
- [2]IOSCO Emerging Markets Committee, 1997: Comparative Paper on Capital Adequacy Standards.
- [3]IOSCO, 1989: Capital Adequacy Standards for Securities Firms.
- [4]J. Dhaene, L. Henrard, Z. Landsman, A. Vandendorp, S. Vanduffel, 2008: Some results on the CTE-based capital allocation rule, Insurance: Mathematics and Economics, Volume 42, Issue 2, April 2008, Pages 855–863.
- [5]James, C., 1996: RAROC Based Capital Budgeting and Performance Evaluation: A Case Study of Bank Capital Allocation, Wharton Financial Institutions Center, Working Paper, pages.96-40.
- [6]John C. Hull: Risk Management and Financial Institutions(2nd), Prentice Hall, 2009.
- [7]Kalkbrener, M., 2005: An axiomatic approach to capital allocation, Mathematical Finance 15: 425-437.
- [8]巴曙松、王劲松、刘家鹏、刘睿，2012：金融机构风险处置的理论模型研究，宏观经济研究，第 6 期。
- [9]财政部，2012：金融企业准备金计提管理办法。
- [10]蔡真、袁增霆，2009：投资银行与全能型银行在金融危机中的殊途命运——风险管理角度的解读，中国金融，第 1 期。
- [11]曾忠生，2006：试论我国信托机构风险的协同管理，南方金融，第 3 期。
- [12]查里斯·R·吉斯特：金融体系中的投资银行，经济科学出版社，1998。
- [13]陈迪红、林晓亮，2008：我国财险公司产品业务线经济资本配置的实证分析，财经理论与实践(双月刊)，第 11 期。
- [14]陈迪红、张霞，2010：财产保险公司经济资本配置中奖惩系统的构建，保险研究，第 11 期。
- [15]陈戈：寿险公司经济资本问题研究，中国商业出版社，2009。
- [16]陈林奋、王德全，2009：基于 GARCH 模型及 VaR 方法的证券市场风险度量研究，工业技术经济，第

往往需要通过借助政府的外部力量进行逆周期监管（巴塞尔协议III的一个重要内容就是增加了逆周期资本监管的内容）。因此，鉴于与本文所研究主题的相关程度不高，本文并没有对前面分析出来的投资银行所有风险如何管理进行周详研究。

11 期.

**The Applicability of the Investment Bank Economic Capital Allocation
——Based on Running Features and Risk Analysis**

Wang Yufeng

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: on the analysis idea of business structure-operating characteristics-risk performance- economic capital allocation applicability, from the modern investment bank normal risk analysis and Chinese investment bank special risk analysis, combined with the synergetic theory, this paper demonstrates the applicability of collaborative risk management of investment bank based on economic capital allocation, from an internal perspective.

Key words: investment bank; economic capital allocation; running features; risk

收稿日期: 2013-6-14

作者简介: 王玉峰, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 资本市场与证券投资