

证券市场是现代金融体系的核心组成部分，证券公司作为证券市场的主体，承担着直接融资的重任。证券公司的管理和发展，同样存在着激励和约束的问题。证券公司的激励约束机制如何，不仅反映了证券公司自身的素质，而且关系到证券市场的效率，进而影响着整个金融体系的效率。中国的证券公司是在中国经济体制转轨和金融制度变迁过程中，随着证券市场的诞生和发展而逐渐发展起来的，作为新兴市场的新型金融机构，如何学习国际投资银行的经验，建立适合中国国情的科学、有效的激励约束机制，是值得关注和研究的重大课题。

第一节 证券公司概述：角色与特点

研究证券公司的激励约束问题，首先要对证券公司有一个全面的认识，即了解证券公司在经济金融体系中的角色与功能，以及它与银行等其他金融机构相比有什么特点。

证券公司（Securities Company），在不同国家有不同的称谓，在美国称作投资银行（Investment Bank），在英国称作商人银行，在日本则叫证券公司。德国等一直实行银行与证券混业经营，没设专门的证券经营机构。不过，由于美国的证券机构大名鼎鼎，业务遍布全球，因此，投资银行的称谓比较普遍，是证券公司通行的称呼。另一方面，与间接融资的商业银行相对应，证券公司作为直接融资机构，称作投资银行似乎也顺理成章。

在我国，官方对证券经营机构的称谓为证券公司，投资银行业务作为证券承销业务的代名词只是证券公司的主体业务之一。不过，在我国理论界，则较多地把证券经营机构叫作投资银行，而认为证券公司只是投资银行的雏形，或者说是我国证券市场发展初期的“准投资银行”。

一、证券公司的角色

（一）证券公司是直接融资的媒介

在现代市场经济中，资金是基本的生产要素，企业的生产、经营和运转离不开资金。总体上说，家庭部门是储蓄者，是资金剩余者即社会资金供给者；企业部门是投资者，是社会资金需求者。资金的特性是追求价值增殖，因此，社会资金总是要从储蓄转化为投资，即从家庭部门流向企业部门。储蓄向投资的转化，即资金融通的渠道主要有两条：间接融资和直接融资。间接融资是以银行为中介进行的，直接融资则主要是通过以经营股票、债券业务的证券公司完成的。也就是说，商业银行是间接融资的机构，证券公司是直接融资的媒介。西方现代金融业发展的趋势表明：传统的间接融资的比重正趋下降，直接融资的比重已经超过间接融资而逐渐成为主

渠道。亦即，证券业已经成为资金融通的主渠道，证券公司成为继商业银行之后最重要的金融机构之一，在现代金融体系中担当中重要的角色，发挥着更加突出的作用。

（二）证券公司是证券市场的主体

证券市场是由发行人、投资者、证券公司和监管机构四类主体构成。其中，证券公司是最重要的主体，在其中担当着牵线搭桥、联系不同主体、构建证券市场的角色。具体表现在：在一级市场中，证券公司的职责主要是证券发行承销、分销、代销等，由此形成了证券发行市场，是标准的“承销商”。可以这样说，没有证券公司，就不可能有高效率、低成本、规范化的证券发行市场，证券市场的“集资功能”就不可能实现。在二级市场中，证券公司分别以自营商、经纪商和做市商的身份参与证券交易、不仅自己而且代理客户吞吐大量证券，发现价格，维持价格的稳定性和连续性，提高交易效率，实现证券市场的“流通职能”；同时，证券公司搜集、整理、传播市场信息，进行市场预测，从而起到了“信息中介”的作用。可见，证券公司是现代证券市场的主体机构，发挥着构造市场、维持市场、平衡市场的主要功能，是证券市场不可或缺的核心机构。

（三）证券公司通过融资优化资源配置

证券公司在市场经济中的重要作用还表现在，直接促成社会资源的优化配置。例如，证券公司通过协助企业发行股票或债券的方式，一方面筹集资金，使闲置资金流向这些优质企业，支持生产发展和商品供给，而且使企业的经营管理置于广大股东和债权人的监督之下，有益于企业建立科学的激励机制与约束机制，推动企业的发展。证券公司通过兼并和收购业务，促进了经营管理不善的企业被并购，绩优企业得以迅速发展壮大，实现规模经济，从而促进了产业结构的调整和生产的社会化。证券公司通过代理发行股票或债券方式为许多尚处于新生阶段、经营风险较大的朝阳产业提供筹资机会，支持其发展，因而促进了产业的升级换代和经济结构的调整。另外，证券公司通过政府债券的发行，使政府可以获得足够的资金用于提供公共产品，加强基础设施建设，从而为经济长远发展奠定基础。

（四）证券公司是金融创新的主要源泉

证券市场是金融创新最活跃、最集中的地方。证券公司作为市场主体，是最积极的创新力量。证券公司的创新首先表现在金融工具上，从早期股票、债券等有价值证券，到可转换债券、可售回股票以及期权、互换等金融衍生工具的出现，都是金融工具创新的表现。证券公司的创新还表现在业务种类上，先后出现了收购、兼并、资产证券化、财务顾问等业务类别，不断开拓出新的业务领域。证券公司的金融创新，不仅增强了自身的核心竞争力，不断开辟出新的利润增长点，而且通过资产组合

、避险工具有效地控制和分散了市场风险，还客观上使金融市场更为活跃，推动了金融产业的不断升级和进步。

（五）证券公司是信息服务机构

证券市场是信息最重要、信息最集中、也是信息最不对称的市场。证券公司不仅是一个证券中介组织，而且还是一个重要的信息传播机构。一方面证券公司自己的业务经营需要大量的信息，另一方面满足客户需求也需要大量的信息。证券公司通过其各项信息服务，使信息更迅捷、更准确、更客观地传递到交易过程、反映在证券价格中去，极大地提高了证券市场的有效性，也成为国民经济的信息源。

二、证券公司的特点

以上是关于证券公司角色的一般认识，实际上，如果从国际投资银行的角度来看，则能从更高、更广、更深的程度上全面认识证券公司的鲜明特点。

（一）证券公司是不同于商业银行的现代金融工程师

如果把1801年英国银行家霸菱帮助美国政府融资向法国政府购买路易斯安那州算作是投资银行业务的雏形的话，那么证券公司至今也有近200年的历史了。长期的风雨历程中，证券公司社会发展、经济增长、资源配置、资金融通、企业扩张等方面发挥了无法比拟的作用。每一次经济格局变动，每一次产业结构升级，每一次企业并购浪潮，幕后都有证券公司的导演和推动。如今，证券公司已发展成独具魅力、特色鲜明、极富创新性和挑战性，又不乏科学性和艺术性的全球性金融机构。美林、高盛、摩根斯坦利、所罗门美邦、第一波斯顿等都是当今世界颇具影响的国际性证券公司，它们导演了一个又一个企业并购案例，掀起了一轮又一轮并购浪潮。

证券公司的特点首先表现在与商业银行之间直接融资和间接融资的区别上。具体来说，二者在融资上的不同表现在：

（1）商业银行在融资过程中既是债务人又是债权人，充当了实质性的“第三者”，主动负债筹集资金（吸收存款）并以吸收的存款换取资金需求方的债务（发放贷款），这种实质性的介入最终使资金供需双方都与商业银行发生债权债务关系而它们相互之间不存在任何权利义务关系；而证券公司在融资中只是服务性“媒介”，不是实质性介入的“第三者”，只起牵线搭桥的作用。

（2）商业银行在融资中受其资产负债结构的自然约束，决定了它不能为产业资本提供大量的长期信用，而只能以短期资金为主；证券公司则不存在资产负债结构的

“瓶颈”约束，融通的是长期资金。

(3) 商业银行的融资是以契约为载体存在的，作为一种挂帐信用，本身是很难流通转让的；而证券公司的融资是以有价证券为载体的，流通性和灵活性更强。

(4) 商业银行是以“吃利差”为生存基础的，而证券公司则是靠收取手续费、佣金等为收入来源的。

(5) 商业银行在融资活动中面对众多的存款者和贷款者，需要一一谈判、一一签约，融资活动没有制度化、标准化，环节较多，手续复杂，影响了融资效率；而证券公司的融资则是在已制度化的交易所对标准化的金融产品进行交易的公开市场进行的，交易合约具有中性化、标准化、权利与责任相对称和事先确定的特性，不需要交易主体一一订约，减少了迂回过程，节省了搜寻、谈判和签约费用，因而效率更高。

显然，证券公司的直接融资比商业银行的间接融资具有直接性、少环节、低成本、少摩擦、更灵活、高效率的比较优势，因而在现代金融体系中扮演着越来越重要的角色。

证券公司除了象商业银行具有融资功能（尽管不同）以外，角色要多得多，业务范围要广泛得多，业务手段要丰富得多。一般来说，可以划分为以下三个层次：

一是一级市场的发行承销和二级市场的经纪自营，这是其本源性、传统型的业务，在这里证券公司的角色是证券承销商和经纪商；

二是企业的兼并、收购、资产重组、资产证券化等，这是其创新性、核心型业务，在这里证券公司是金融工程师、资本运营专家；

三是战略投资、产融结合等，这是其引申型、深层次的业务，在这里证券公司是企业的合伙人、命运共同体。

对此，有人曾作过这样的比喻：如果说商业银行象“公共汽车”，具有固定的线路和站点，为所有人提供同样的常规的标准化的服务的话，那么，证券公司就是“出租车”，为企业提供特殊的专门的个性化的服务，选择最佳路线，以最快的速度到达目的地。这个比喻形象生动地概括出了证券公司的本质内涵和业务特征，也道出了证券公司与商业银行的不同。

可见，证券公司不是一般的融资机构，而是资本运营专家，是金融工程师，是企业的“私人医生”。如果简单概括的话，可以说：证券公司是资本市场上通过资本运

作来经营企业的金融企业。金融企业是它的行业归属，资本市场是它的活动舞台，资本运作是它的操作手段，而“企业”则是它的经营对象和产出产品。资本运作使它同单纯经营货币的商业银行相区别；经营“企业”使它同经营一般产品的企业相区别。证券公司总是在现实经济中，以自己的慧眼发现潜质企业，以资本为纽带和动力，通过资产重组等有效“包装”，注入自己的智慧和服务，使之价值升华并为公众所认识，然后推上市场脱手套现，从而回流资金并实现增值，实现盈利目标。企业改制上市、收购兼并、直接投资等操作过程可能千差万别，但“加工”思路莫不如此。显然，证券公司这种业务特点和行业特点是其他金融机构所不具备的。

（二）证券公司是人力资本为核心的知识密集型金融企业

证券公司的特点还表现在：证券业是典型的知识经济产业，证券公司是知识密集型企业，是人力资本最重要、最集中、要求最高的企业，也是具有鲜明文化特征的企业，这样的金融机构对于激励机制的要求更敏感、最重要。

首先，证券业不是生产物质产品的部门，不是现实资本的运动，而是资金融通的部门，它以“企业”为经营和服务对象，是超脱于现实资本运动之上的虚拟资本的运动。因而，证券业更容易受到知识因素的影响，证券公司成为典型的知识密集型企业。

其次，人力资本、智力因素在证券公司中处于绝对主导地位。与一般实物生产企业不同的是，证券公司经营的成败不是取决于企业规模的大小，办公场所的大小，产出产品的多少，而主要取决于人才的多少和素质的高低。一个策划，一种观念，一次创新，一次商机，就可以给证券公司带来可观的效益，向社会贡献巨额的税收，也可能带来惊人的亏损，甚至导致灭顶之灾。因此，证券公司人力资本是头等重要的因素。

再次，证券公司是电脑等先进技术应用程度最高的企业。证券发行和交易早已走过了原始的低级的实物交易、人工报价、手工操作的落后阶段，而代之以先进的无纸化发行、电脑撮合、网络交易的高级阶段。随着Internet的普及，网上发行、网上“路演”、网上交易已成为现实。这不仅改变了证券公司的运作模式，提高了市场效率，也改变了证券业的行业特征。

罗伯特·劳伦斯·库恩（Robert Lawrence Kuhn）这位美国投资银行家，对证券公司的知识特点和人力资本作过全面的描述，他认为证券公司的特点表现在三个方面，即思维方法、文化特征及个人特征。

证券公司的思维方法主要有：（1）追求金融最优；（2）实现财务最优；（3）善于判断与审计；（4）金融创新；（5）资金供给；（6）客户服务开发。

证券公司的文化特征包括：（1）宽厚的行业知识，例如金融理论、融资实践、经营才干与专长、市场悟性与远见、公关技能；（2）良好的教育背景，大都受过名牌大学的正规训练，拥有名校的MBA证书；（3）发展与进步，投资银行家从不安于现状，一般来说是做不好商业银行家的；（4）客户服务与职业道德，不仅要对客户的要求唯命是从，更应该告诉客户什么有利、什么有弊，什么该做、什么不该做，唯一比为客户服务更重要的是挚爱投资银行业。

证券公司的个人特征主要有四种类型：（1）专家型：善于开发金融工具，善于从事数量分析的大师；（2）创造型：看重数量和技术分析背后的东西，具有市场悟性，富有创新精神；（3）公关型：往往是证券界的领袖，以超凡人格魅力吸引客户；（4）管理型：管理证券公司不是管理制造业，而是善于把从业人士的思想和干劲集中到公司的目标上。

显然，这位西方投资银行家关于发达国家成熟的投资银行哲学的个人体会，确实道出了证券公司的精髓和灵魂，也是证券公司不同于其他企业最显著的特征。

总之，证券公司的业务范围、知识特性和人力资本特征决定了其相对于一般金融企业来说，具有十分鲜明的特性；证券公司如何发挥人力资本的作用，建立合理科学的激励机制具有极端的重要性。

第二节 证券公司的激励约束机制：理论描述

激励约束机制是现代企业内在机制的重要组成部分，证券公司作为一种金融企业同样存在激励约束问题，而且由于其鲜明特性，激励约束机制显得更为突出和重要。这里，先从理论上对证券公司的激励约束机制作以简单的描述。

一、什么是证券公司的激励约束机制

任何事物的发展变化都有其内在的原因和规律，即机理；有要求大家共同遵守的办事程序或行动规则，即制度。机制可以理解为事物发展变化的内在机理和使其健康发展的制度的综合。证券公司作为一种现代金融企业，是融经营目标、业务运作、组织管理、风险控制于一体的复杂的组织系统，同事物发展变化的道理一样，也有其内在机制。

证券公司的内在机制，包括激励机制和约束机制两个方面。

“激励机制”是在一个证券公司内部组织系统中，公司运用多种激励手段并使之规范化和相对固定化，而与部门和员工相互作用、相互制约的结构、方式、关系及演变规律的总和。激励机制是证券公司将远大目标转化为具体事实的实现手段。一定的激励机制会“自动”地导致公司员工的一定行为，呈现出某种规律性。激励只有

形成机制，才能持续有效地发挥作用。激励机制对于证券公司的高层、中层、基层都是一个需要认真对待的问题。

“约束机制”是证券公司根据经营业绩及对部门和员工的各种行为的考核结果，对其作出的适时、公正的奖惩决定的总和。约束一般包含内容：对权力的约束，对行为的约束，建立较完善的考核、评估和监督机制，对渎职者和违规者采取的惩罚措施。

一个证券公司，要实现利润最大化目标，有效地规避风险，获得高效率、可持续的发展，必须同时具有激励机制和约束机制这两种相互制衡的内在机制。其中，激励机制是证券公司发展的动力所在，缺乏激励机制经营者将丧失业务开拓的积极性，公司效率必然低下；约束机制是证券公司发展的制动器，缺乏约束机制公司行为就会发生扭曲，难以稳定发展。两个方面相互依赖，相互制衡，构成了证券公司完整的内在机制，是证券公司生存和发展壮大的内在基础和必要前提。

总之，激励和约束是一对既对立又统一的有机体：二者就如同胡萝卜(carrot)与大棒(stick)的关系，是一把双刃剑，通过激励和约束，使主客体关系由对立走向统一。证券公司现代企业制度的建立，必须从激励约束机制开始。

二、代理理论与证券公司激励约束机制

关于企业的激励约束问题，现代经济学从多个角度作过有力的解释。这些解释对证券公司也是同样适用的。

在古典企业中，资本所有者就是企业经营者，“资本家”与“企业家”职能合一，业主作为理性的经济人，追求利润最大化的动机会刺激其努力工作，激励机制健全自不必说；作为风险的最终承担者业主会谨慎决策，尽量规避风险，“自己监督自己”，约束机制自然完善。因此，在古典企业中不存在动力不足和行为扭曲的问题。但是，在现代企业制度中，尤其是在典型形式的股份有限公司中，情况就不同了，近些年来当代经济学中的“代理理论”对此作了深入精辟的分析。

代理理论认为：在以分工为基础的社会中，委托—代理关系是普遍存在的，委托人(Principal)与代理人(Agent)订立或明或暗的契约，授予代理人某些决策权并代表其从事经济活动。但是，由于信息不对称(Information Asymmetry)，双方所订立的契约是不完全的，必须依赖于代理人的“道德自律”；而这是一种风险，因为代理人在最大限度地增进自身效用时可能作出不利于委托人的行为，这种风险被称作“道德风险”(Moral Hazard)。

以代理理论来分析证券公司，可以发现公司治理结构中所有者和经营者之间也是一种委托—代理关系。股东作为资本所有者是委托人，经理层作为经营者是代理人，

股东和经理层之间存在着道德风险，其道德风险主要表现在两个方面：一是偷懒（Shirking）行为，即经营者所付出的努力小于其获得的报酬；二是机会主义（Opportunism），即经营者付出的努力是为了增加自己（而不是所有者）的利益，也就是说其努力是负方向的。之所以产生以上道德风险，是由于信息不对称，即所有者无法象经营者本人一样了解经营者所采取的行动；换言之，经营者可以利用其信息优势来逃避监督，追求自身利益的最大化目标。偷懒和机会主义两种行为即道德风险的存在，使得证券公司建立激励机制和约束机制变得十分必要。

显然，证券公司克服或防止代理人的道德风险行为，关键是处理信息不对称问题。按照经济学家詹森和梅克林（Jensen and Meckling,1976,1979）的说法，委托人必须给予代理人适当的激励来减少他们之间的利益差距和花费一定的监控成本来限制代理人偏离正道的活动。具体来说：（1）委托人只能通过剩余索取权的分享形成激励机制，将代理人的努力诱导出来，从而克服偷懒行为；（2）委托人通过信息的交流建立监控（约束）机制，将代理人的能力逼迫出来，从而防止机会主义行为。这实际上就是证券公司激励机制和约束机制的建设问题。

三、人力资本理论与证券公司激励约束机制

关于证券公司的激励约束机制问题，还可以从人力资本理论获得解释。因为，如前所述，证券公司是人力资本为核心的金融企业，人力资本在证券公司的发展中是极端重要的因素。

罗纳德·科斯（Ronald Coase）认为，企业是一个人力资本与非人力资本共同订立的特殊市场合约。在工业化时代，决定企业生存与发展的主导要素是企业拥有的物质资本，在企业中，物质资本的所有者占据着统治地位。在知识经济下，物质资本与人力资本的地位发生了重大变化，人力资本特别是企业经营者的知识、经验、技能，在企业中占据了越来越重要的地位。证券公司就是这种知识经济型企业的典型代表。

人力资本与其所有者不可分离的特征决定了证券公司对人力资本要进行充分的激励以有利于人力资本能量的释放。而且人力资本的价值是一个隐藏信息，其定价具有间接性特点，所以不能像物质资本那样采用简单的直接的方法。因此，证券公司只有通过激励约束的制度安排，让经营者拥有一定的剩余索取权，才能使人力资本的价值显示出来，把经营者的能力诱逼出来，促进证券公司的发展。

过去，我们讲企业治理结构，主要就是讲所有者和经营者的关系怎么界定，认为所有者与经营者的关系界定清楚了，那么企业的法人治理结构就好了。现在，这种企业治理结构的观点在国际上已经过时，目前的治理结构主要是讲物质资本和人力资本这两种资本的关系如何界定。也就是说，人力资本作为企业的制度安排的重要要

素，已登上了社会经济的历史舞台，现在的治理结构主要是围绕人力资本作用的发挥和控制来安排。而人力资本作用的发挥和控制，必然要有两种机制的建立，这就是对人力资本的激励机制和约束机制。对治理结构的研究，应主要集中在对人力资本激励机制和约束机制的研究上。因为人力资本的激励机制可以保证人力资本应有的地位及利益，而人力资本的约束机制则可以防止人力资本侵犯所有者的利益，从而有效地维护所有者资本的地位及利益。

总之，证券公司与一般企业一样，同样存在激励约束问题。而且，证券公司身处信息最不对称的证券市场，委托代理现象更为严重；证券公司又是人力资本最为集中的知识型企业，因此，其激励约束问题比一般企业表现得更敏感、也更突出。

第三节 国外证券公司的激励约束机制：实证分析

为了分析我国证券公司的激励约束机制，首先需要了解国外证券公司的激励约束情况。国外证券公司发展了二百多年，形成了比较成熟的激励约束机制，这些成熟的激励约束机制和经验值得我们学习和借鉴。这里主要以美国的投资银行为例进行介绍和分析。

一、产权结构：不同组织形式下的激励约束机制

产权结构是激励约束机制的前提和基础，产权结构在现实中表现为企业的组织形式。不同产权结构和组织形式下的投资银行具有不同的激励约束机制。在美国，投资银行的组织形式经历了从“有限合伙制”向“股份制”的长期演变。这里，我们分别看看在这两种组织形式下投资银行不同的激励约束问题。

（一）有限合伙制：早期投资银行的激励约束

在美国，早期的投资银行绝大多数采用了合伙制企业的组织形式。合伙制因其所有权与管理权合二为一，能充分调动管理者的积极性，同时保证投资银行经营的稳定性和连续性，因而一度被认为是投资银行最理想的组织形式。美国合伙制投资银行保持了100多年的辉煌历史，直到1999年高盛公司上市合伙制才退出历史舞台。

所谓有限合伙制，是指在企业中存在两类人，一类是有限合伙人，一类是普通合伙人。有限合伙人可以是自然人，也可以是法人，它只提供资金，不直接参与决策与经营，以出资额为上限承担有限责任。而普通合伙人也出一部分资金，并参与经营管理，对经营损失负有无限责任。有限合伙制比合伙制的优越之处在于，有限合伙制企业中的普通合伙人只需提供小部分注册资本，其余的大部分资金由有限合伙人承担，这就解决了投资银行注册资本的资金来源问题，而又能真正起到对经营者的

激励和约束作用。

有限合伙制投资银行的激励约束机制主要表现在以下几个方面：

1、所有者和经营者的物质利益得到了合理配置，有了制度保障。在有限合伙制投资银行中，有限合伙人提供大约99%的资金，分享约80%的收益；而普通合伙人则享有管理费、利润分配等经济利益。管理费一般以普通合伙人所管理资产总额的一定比例收取，大约3%左右。而利润分配中，普通合伙人以1%的资本最多可获得20%的投资收益分配。现代企业理论认为，企业的控制权与剩余索取权应尽可能地匹配，且剩余索取权应尽可能地分配给企业中最重要的人员，因为他们的积极性对企业成败最为关键。剩余索取权还应尽可能地分配给企业中最有信息优势、最难监督的人员，因为由于高昂的监督成本存在，最有效的监督办法就是让他们自己监督自己。

2、除了经济利益提供的物质激励外，有限合伙制对普通合伙人还有很强的精神激励，即权力与地位激励。公司治理机制从狭义上讲，就是公司权力在三会（股东大会、董事会、监事会）以及经理层之间加以分配并形成相互制衡的机制。在有限合伙制企业中，有限合伙人作为投资者不参与公司运营，而普通合伙人作为经营层，全权负责公司的运营和管理，可以充分发挥其知识水平，享有风险业务的控制权，并从享受获得的权力与地位中最大化个人效用。

3、有限合伙制由于经营者同时也是企业所有者，并且承担无限责任，因此在经营活动中能够自我约束控制风险，并容易获得客户的信任；同时，由于出色的业务骨干具有被吸收为新合伙人的机会，合伙制可以激励员工进取和对公司保持忠诚，并推动企业进入良性发展的轨道。

4、有限合伙的制度安排也充分体现了激励与约束对等的原则。因为普通合伙人作为合伙制企业的出资方，也需要拿出一部分资金作为企业的注册资本。由于普通合伙人是靠专业经验和个人才能来获得收益，且对企业负有无限责任，必将为企业的盈利与长远发展尽职尽责，否则不仅在经济上蒙受损失，作为职业经理人的声誉也将大打折扣，甚至就此终结其投资银行的职业生涯。这就从制度上比较成功地解决了激励与约束的对称问题，和投资银行内部的委托代理问题。

总之，有限合伙制具有独特的较为完善的激励约束机制，因而曾被认为是投资银行最理想的体制。

（二）股份制（上市公司）：现代投资银行的激励约束

但是，在今天的美国证券业，有限合伙制投资银行已经几乎完全被股份制上市公司代替了。

1970年，美国证券市场上出现了第一家公开上市的投资银行——唐纳德·卢夫金和杰略特公司。但由于影响有限，直到1971年7月，美林证券公开发行上市，才真正揭开了大型投资银行由合伙制向股份制转变的序幕。1981年10月，所罗门公司脱离了合伙制的轨道成为公众公司。随着美国连续多年的牛市带来的效应，高盛公司于1999年完成了公开发行，美国最后一家合伙制投资银行消失了。至此，美国所有的投资银行都变成了股份制上市公司。

有限合伙制投资银行之所以向股份制上市公司转化，主要是基于以下原因：

(1) 扩充资本金的压力。合伙制企业原本就是更适合于小企业和中介业务的组织模式，而标准的中介业务并不需要多少资本金。但是投资银行业务则大为不同，往往是集中和交易者于一身。随着金融产品的不断发展和资本市场的膨胀，合伙制投资银行在争夺证券承销业务时，常常深感自身资本规模太小。特别是在利率变动充满不确定性的时代，加上大型企业的发债或股票规模越来越大时，预测上一个点的误算，都可能会绷紧券商的资金链条，甚至导致破产。因此，合伙制投资银行迫于扩充资本金的压力，不得不选择股份制的形式，通过发行股票并上市来迅速增大资本实力。

(2) 承担无限责任的风险和压力。70年代随着华尔街金融创新尤其是金融衍生工具的发展，证券市场的规模和风险也同时被杠杆效应放大了。金融企业因为一次失败的业务而导致破产的可能因此大为增加，这使得企业的合伙人不得不忧虑风险的底线。尤其是80年代发生了一系列事件，例如储贷协会全行业破产，促使合伙人们开始为他们承担的无限责任焦虑起来，相关案件的判决，也促使合伙制投资银行开始采取措施免除自身的无限责任。

(3) 激励机制的掣肘与人才竞争的压力。合伙制投资银行对优秀业务人员的最高奖励就是接纳其成为合伙人。这种奖励所建立的基础是：员工希望成为合伙人，因而不在于短期收入。股份公开上市的公司，在分配制度上没有成为合伙人的诱惑，它们实施按盈利提成的分配制度。由于金融工具的创新，一线的业务人员虽然很多并非合伙人，但常常能为公司创造惊人的利润。然而，其成为合伙人的可能性却极小。对于这些优秀一线业务人员来说，经过漫长等待成为一名合伙人与短期获暴利相比，后者诱惑更实在。这使得上市公司在与合伙制投资银行进行人才竞争时处于优势地位。

从实践来看，美国投资银行由合伙制改为股份制并上市，确实带来了很大的好处：募集到大量资本，充实了资本金；雄厚的资金实力，挖走了大量人才，人力资本的优势凸现；股票上市企业价值陡升，股票期权得以实施并有了变现的通道，激励机制得以创新并作用明显；信息披露增加了证券公司的透明度，多了市场外部约束机制等等。

当某个投资银行放弃合伙制，单独上市，有可能为自己带来竞争优势。而一旦整个行业跟风模仿、结构雷同后，比较优势就会丧失，并会产生相当大的副作用。特别值得玩味的是，在1999年5月高盛作为最后一家主要的合伙制投资银行公开上市一年后的2000年5月，NASDAQ即告崩盘。而此后，安然等美国上市公司连锁会计丑闻，也波及到整个华尔街。美国投资银行因欺骗投资者而面临大量的集团诉讼和监管机构的查处，最终遭遇到空前的信誉危机。此时，人们开始质疑和反思投资银行从合伙制转为上市公司的行为与后果。

(1) 公司文化的转变或丧失。在合伙制时代，各投资银行都形成了彼此之间大相径庭的公司文化。例如在上市之前，美林充满了罗马天主教的气息，摩根士丹利则拥有盎格鲁—撒克逊血统，专注于非犹太人的上流社会；所罗门兄弟公司则看起来就像是一个犹太人的小圈子。这样的公司文化，一方面使公司的个人化特征比较突出，公司的凝聚力很强，另一方面形成了独特的客户基础，很有些“物以类聚，人以群分”的味道，客户往往与公司有着相同的宗教、文化背景，这使得合伙制投资银行更希望与客户维持一种长期的业务关系，有时这种关系会延续几代人。然而，转换成股份制企业后，股份的多元化以及员工的多元化使得这种独特的企业文化丧失殆尽。

(2) 公司核心差异的淡化与模糊。由于存在规模和人员结构上的约束，合伙制公司往往只能在某一单个领域获得市场优势。但是当企业上市以后，这些公司都本能地向综合性的集团化发展。这更进一步淡化了各投资银行的差异，加剧了各公司之间的竞争，对世界其他国家的同行也产生了深远的影响。

(3) 公司激励约束机制的变异。成功的合伙制投资银行，往往对自己的合伙人有较高的道德水准要求，通常伴随着特定的民族、宗教、种族等方面的约束。然而上市以后，随着公司文化内涵被逐渐淡化，员工之间在合伙制时代存在的这种无形的内部约束，已经不再发挥作用了。投资银行上市可以给员工及高级管理人员提供高报酬及期权等，但却无法形成合伙制所能产生的约束能力。缺乏相应的责任约束机制，使得投资银行在进行业务决策时，更愿意冒险。虽然这在一定程度上有利于活跃市场、鼓励创新，但是对于冒险的后果则是有关当事人所不能承担的。同时，必然要求监管者从公司的外在监管上来解决，而监管手段是否有效，则成为重要的课题。

可见，不同产权结构和组织形式下的投资银行具有不同的激励约束机制；有限合伙制投资银行和股份制投资银行的激励约束机制具有各自的优点和缺点，不能笼统地说后者就一定强于前者；实际上，到目前为止，还没有一种大家公认的完美的激励约束机制出现。

二、治理结构：证券公司上层的激励与约束

国际投资银行大多采取股份制组织形式，它们的激励约束机制，首先体现在治理结构上，即公司上层权力与地位的激励和约束的制度安排。从某种意义上讲，治理结构就是激励约束机制的一部分。这里，我们从治理结构上分析投资银行上层的激励约束问题。

（一）美国投资银行的董事会结构

美国投资银行的董事会和其他行业公司的董事会一样，是公司的领导核心，负责公司的重大决策。一般地，美国投资银行董事会具有以下特征：

1、尽量缩减董事会成员数量。在美国，投资银行董事会平均由11个成员组成，而高盛与雷曼兄弟的董事会均仅有9名成员。通常来讲，董事会成员的多少与公司的大小并没有必然的联系；董事会成员少有助于增强董事会的凝聚力，可以提高董事会的议事效率与效果；而且有实证分析表明，董事会成员较少的公司一般市值都相对较高。

2、董事成员的任命由专门的提名委员会依据正式、透明的程序进行。一般来说，提名委员会的成员全部为独立董事，这样可以尽量减少公司首席执行官在这一过程中的影响，这一点很重要，因为董事会将主要负责监督首席执行官并评价其业绩。另外，对董事的学识、经验、能力与个人的人格魅力也有相应的要求。

3、独立董事（Outside Director）在董事会中占绝对多数。美国投资银行董事会一般由内部董事和独立董事两部分组成，独立董事在董事会中占绝对多数，平均达到63%以上。这样可以保证董事会对公司经营情况及管理层的行为做出客观、公正的判断，防止内部人控制。研究表明，独立董事制度在美国的公司治理中的确发挥了积极的作用。

4、董事会下设独立的专业委员会履行职能。最重要的专业委员会包括审计委员会、薪酬委员会及提名委员会。审计委员会负责督察公司的内部审计程序、财务控制及存在的问题，并和外部审计相结合，保证公司的运作和财务报告等满足有关法律法规的要求。薪酬委员会负责制订公司高级管理人员的薪酬水平和分配方案。提名委员会提名董事人选，并对内部董事和高级管理人员进行系统的评价。这些专业委员会的成员一般全部为独立董事。目前高盛公司设有审计委员会、薪酬委员会；摩根士坦利公司设有审计委员会、提名委员会和薪酬委员会；美林公司设有审计与财务委员会、提名委员会。

5、保证董事会的独立领导地位。一般地，董事长与首席执行官分别由不同的人担任并清晰界定二者的责任；独立董事可以召开没有执行董事参加的会议。这样可以保证加强独立董事的监督作用，尽量减少首席执行官对董事会决策的影响。

6、经常召开董事会会议并通过对会议内容与程序的设计来保证会议的有效性。一

般来讲，每年召开6~8次董事会会议，美国的投资银行一般每年召开9~10次董事会会议。会议内容通常既包括财务事项，也包括非财务事项，既包括战略问题，也包括经营问题。会议准备很充分，将会议内容及日程安排进行充分的披露；将会议内容按重要性进行排列，留出充裕的会议时间；会议过程中不过分注重研究报表，不是由重要人物做报告，而是将重点放在对关键问题的讨论上。

值得注意的是，美国投资银行的治理结构近年来出现了以下两个新特点：

1、董事长普遍兼任CEO。美国五大投资银行摩根士丹利、高盛、美林、嘉信、雷曼兄弟的董事长和CEO都是由一人担任，其中嘉信的董事长1986~1998年一直兼任CEO，直到1998年后董事长改兼副CEO，而其CEO的职位暂时空缺。在美国十大投资银行中，董事长兼任CEO的比重高达70%，只有帝杰、沃特豪斯、贝尔斯第恩斯3家公司的董事长没有兼任CEO。同时，多数董事长在董事会中具有绝对的权威和核心作用，副董事长辅助董事长工作。

从实证角度看，董事长是否兼任CEO在一定程度上与公司业绩相关。有人选取权益资本回报率作为治理结构的绩效指标，从美国十大投资银行中选出权益资本回报率高于25%的投资银行共5家，将这五大投资银行作为一组，剩下的5家作为第二组，通过对比分析发现，董事会和经理层越是融合，越是有利于权益资本回报率的提高。这种融合一方面表现为董事长和总裁在公司运营中的核心作用，特别是董事长也是公司经营班子的成员（兼任CEO），能够保证董事会和经理层的高度一致；另一方面表现为内部董事在董事会身居要职，而他们一般也属于公司经营班子。

2、内部董事虽然所占比例极小，但在董事会中都身居要职。美国十大投资银行中的内部董事虽然所占比重很小，但这些内部董事在公司内一般都占据了最重要的位置。如摩根士丹利的两个内部董事，一个是董事长兼CEO，另一个是首席营运总裁COO；美林证券的3个内部董事分别是董事长兼CEO、副董事长兼私人客户部总监、副董事长兼法律总监；帝杰的3个内部董事分别是董事长、CEO、财务总监。内部董事身居要职一方面有利于董事会所进行的公司重大经营决策活动；另一方面也说明了美国投资银行董事会与公司经理层之间的界限趋于模糊，它有利于减少董事会和经理层之间的摩擦，但不利于董事会对经理层行使有效的监督和制衡。

（二）美国投资银行一般不设立监事会

美国投资银行治理结构的另一个特点就是，随着公司独立董事的增多、信息披露的完善、外部监督的加强，它们逐步成为监督公司经营管理的主体，而不是像欧亚国家公司那样设置监事会来行使监督职能。也就是说，美国投资银行一般不设立监事会，具体通过在董事会下设立审计委员会或其他类似的调查稽核委员会，部分地代行审计监督职能。

以美国Sarbanes-Oxley法令为例：该法令虽然没有明确要求发行人设立审计委员

会，但指出在没有审计委员会的情况下，整个董事会将被视为审计委员会；审计委员会的每一个成员都必须是独立董事；要求审计委员会直接负责外部审计师的聘用、报酬与监督；要求审计委员会制定与会计、内部会计控制和审计事务有关的申诉程序；授予审计委员会聘用独立法律顾问和其他顾问并决定其费用的权力；必须事先由审计委员会来批准外部审计师提供的所有审计服务和未禁止的增值服务，并在公司的定期报告中披露对非审计服务的批准；外部审计师必须及时向审计委员会汇报有关事项等；公司内部审计人员负责从事有关的内部审计与控制工作，并向审计委员会汇报。这些规定与其他一些规则提出的相关规定基本一致。

（四）美国投资银行对经理层的监督约束机制

美国投资银行对经理层的监督约束机制一般通过以下几个方面来实现：

1、加强对公司高级管理层的监管，突出其个人责任。如Sarbanes-Oxley法令要求公司制定首席财务官职业准则；规定了首席执行官与首席财务官认证制度；并就此修改了刑法，增加了有关人士违反上述规定的刑事处罚。

2、强调外部审计师的监督责任与独立性。外部审计师不得向其审计客户提供若干非审计服务；提供允许的非审计服务必须事先得到该客户审计委员会的批准；外部审计师的牵头审计合伙人和审阅审计合伙人必须定期轮换等。

3、完善的信息披露制度。美国的证券立法对包括投资银行在内的上市公司信息披露作了较详细的规定。公司必须披露的重大信息包括：①公司的经营成果及财务状况；②公司的发展战略和计划；③公司股权结构及其变化；④董事和主要执行官员的资历、信誉和报酬；⑤一些可预见的重要风险因素；⑥与雇员及其他利益相关者有关的重大事件。健全的信息披露制度本身就是对经理层的一种制衡约束手段，也是对公司进行市场监督的基础，是股东正确行使表决权的关键。

4、外部市场监督与制约。投资银行经理层的管理策略、经营行为及最终的经营成果都要接受市场的评判。投资者会根据自己的评判采用不同的投票方式；公司业绩和股价的不良表现可能会引发公司被收购兼并的危险，公司的经理层也有被取而代之的职业风险。这是对经理层滥用权力、实行内部人控制的很好的外部市场制约。

5、虽然公司治理的最终目的是保护投资者的利益，但公司也应当妥善处理与其他利益相关者的关系。就投资银行而言，其他利益相关者方包括各相关的监管机构、员工、客户、债权人及其所在社区等。公司在处理与这些利益相关者特别是与监管部门的关系时应当以保护投资者利益为原则，首先采用对话与协商方式。

总之，美国投资银行治理结构建立在非常发达的市场经济基础之上，总体上表现出较强的生命力和实效性，代表了当今国际比较先进的一些治理模式，“经济合作与发展组织”的《公司治理原则草案》在相当大程度上参考了美国公司的治理结构。

三、薪酬制度：激励约束机制的核心

(一) 美国投资银行薪酬结构及特点

投资银行薪酬结构与一般公司薪酬构成基本一致，主要包括基本薪酬、年度（短期）奖金、长期激励和各种福利津贴四个组成部分。各部分在支付时间及风险方面都有不同特点。

1、基本薪水。基本薪水是永久薪酬，并定期支付，通常每月支付一次或两次（也有按周支付）。基本薪水是最安全的薪酬形式，只涉及就业风险，风险程度非常低。

2、年度奖金或短期激励薪酬。年度奖金或短期薪酬激励计划通常每年支付一次，尽管有些计划每季度或每半年测量绩效一次并支付绩效薪酬。通常，新绩效标准始于每个财务年度。年度奖金计划涉及未来就业风险与公司的未来绩效低于目标水平的风险。

3、中长期激励薪酬，包括股票期权、股票增值权、受限制的股票、虚拟股票、绩效股份（现金）等。中长期薪酬激励计划的时间跨度从3年至10年不等。一个证券公司很少会同时使用多个时间跨度不等的中期激励计划与长期激励计划。一些证券公司按年支付，其他公司定期支付，但不是每年支付；一些证券公司对某种形式的长期激励计划按年支付，而另一种计划则每年支付两次。中长期薪酬激励计划涉及未来就业风险、未来公司绩效与股市风险。

4、福利计划。分为以下两大块：

(1) 法定福利与公司内部福利，包括养老金计划、医疗计划与牙医服务、储蓄计划、寿险计划、伤残计划。福利计划覆盖范围是在职、退休、残障、死亡的高层经理，以及因公司合并、重组或其他原因导致就业终止的高层经理。法定福利的风险通常比补充计划小。

(2) 补充福利计划，包括延期支付薪酬计划、高层经理的补充退休金计划、超额退休金计划、补充医疗与残障计划、补充寿险计划。延期支付薪酬计划的计时各不相同，通常是长期计划。补充福利计划涉及未来就业风险与公司的未来绩效风险。多数（不是全部）补充计划与延期支付计划是没有保障的。近来的趋势是：设计补充福利计划，使公司绩效与福利之间的关联度更大。

5、其他待遇，包括成为各类俱乐部会员、理财规划或顾问、享用公司汽车与飞机、专用住所及配套园林花草、家庭安全保卫系统、长假、公费娱乐与旅游等。特点是只要高层经理在职，这些待遇通常是永久性的。

以上所列，只是一般薪酬结构的基本组成部分。应当注意的是：任何一家投资银行的薪酬结构都是不完全相同的，即使大体相同，各部分的比例也是不一致的。

(二) 美国投资银行的薪酬水平

薪酬结构只是薪酬制度的一个方面，而薪酬水平则是其另一方面。薪酬水平由于其

敏感性和保密性，一般很难获得某个投资银行的具体薪酬数字，因此给全面研究带来困难。这里我们只能从一些报道中观测、描述投资银行薪酬水平的大体情况。

美国投资银行总裁的薪酬水平到底有多高？可以说，没有一个准确的答案。因为任何一家投资银行总裁的薪酬都是不相同的，即使是同一家投资银行在不同年份薪酬水平也是不一样的。判断薪酬水平高低，参照不同的标准，得出的结论也不同。

2002年，美林证券和摩根斯坦利首席执行官的年薪在 1000万到1400万美元之间。2003年度华尔街证券公司的老板们和经理人的收入分红总额高达107亿美元，其中高盛集团主席亨利·保尔森的薪酬为2100万美元，摩根大通董事长威廉·哈里森2003年的薪酬为2000万美元，都比2002年翻了近一倍。

这样的水平相对于其他行业来说，要高出许多。就金融行业来看，相对于其他知名金融机构负责人的薪酬水平来说，也要高出许多。

就构成来说，美国投资银行总裁薪酬中，基本工资只占较小比例，绝大部分为股票和期权分红，一般比例为25%：75%。例如，2003年度高盛集团主席亨利·保尔森的薪酬为2100万美元，其中基本工资只有60万美元，其余都是以股票和分红形式获得的。这种比例与其他行业总裁们的薪酬比例相似，美国国际集团的首席执行官格林伯格在2003年拿到的基本工资是100万美元，红利是650万美元，另外还有价值3750万美元的股票期权分红。

以上是就高层管理人员来说，那么就员工角度看怎样呢？从全球范围看，美国证券公司高级经理的薪酬平均水平也是比较高的。2000年由香港注册财务分析员考试的主办机构投资管理及研究协会 (AIMR)及国际性行政人员招聘公司Russell Reynolds Associates联合进行的一项调查显示：英国及美国的投资经理的薪酬比国际总薪酬的中位数分别高出12% 和7%，加拿大及新加坡的薪酬大幅落后，香港则处于中间。不过，各国与地区具备10年或以上经验的投资经理的薪酬较为接近，但以新加坡最高。新加坡从业人员的整体薪酬中位数为29.5万美元，其中底薪中位数为14.45万美元，现金花红为7.5万美元，非现金报酬达3万美元。在香港，经验丰富的专业从业员的整体薪酬中位数达24万美元，其中底薪中位数为16.6万美元，现金花红达8.5万美元，非现金报酬则达到4.5万美元。同样，相比之下，美国经验相若的同业薪酬则为24.5万美元。

四、案例分析：高盛证券的激励约束机制

以上我们从总体上介绍了美国投资银行的激励约束机制。可以看出，世界上没有任何两家投资银行的激励约束机制完全相同，可以说，各有各的做法，各有各的特点。这里，我们以高盛公司为个案看看其独特的具体的做法。

高盛证券是美国著名的跨国投资银行，在全球公司融资、企业并购等领域均扮演领导者的角色。那么，高盛证券的激励和约束机制如何？高盛证券的激励措施主要有股票激励计划、特定捐献计划和合伙人薪酬计划，而约束机制则体现在公司与高管人员签署的聘用、非竞争与保证协议上。其中股票激励计划与其他投资银行做法相似，这里不再重复，而对其颇具特色的措施介绍如下。

（一）特定捐献计划：特殊激励措施

特定捐献计划实际上是一种单独设立的奖励基金。高盛公司特定捐献计划的主要内容如下：

1、奖励对象。公司董事会或由其任命的特定捐献计划委员会选择参加特定捐献计划的雇员。

2、捐献来源。高盛公司在圆满上市后即向特定捐献计划所属的信托基金作了首笔不可撤消的捐献——12555866股的公司普通股。公司会随时自行决定另外向特定捐献计划信托捐献普通股股份或现金。公司打算继续向特定捐献计划捐献，并重新分配所没收的参加人员的财产。

3、捐献的分配。特定捐献计划的每位参加人员都将有一个帐户，并将有一个单独的未分配帐户以记录已没收的、将重新分配给参加人员的普通股数量。特定捐献计划委员会将确定可分配给每位参加人员帐户的普通股数量。在每个捐献计划年度的最后一日，未分配帐户上任何因没收或捐献收到的普通股均将按照相应份额或特定捐献计划委员会确定的方式，再次分配给高盛公司聘用的参加人员的各自帐户。

4、普通股的投票与照管。已分配给参与人（股东协议的一方）的普通股股份将按照股东协议进行投票选举，在转让限制取消的情况下将遵循参与人的委托建议由特定捐献计划信托的受托人照管，当然若转让限制未取消则无须照管。而已分配给不受股东协议约束的参与人帐户的普通股股份将由特定捐献计划信托的受托人遵循参与人的委托建议进行投票和照管。若特定捐献计划信托的受托人未收到就参与人帐户中股份的投票或照管指示，则不进行投票或照管。未分配帐户中持有的普通股股份将按照与收到投票或照管建议的已分配给参与人帐户的相同比例由受托人进行投票或照管。

5、分红。已分配给参与人帐户的普通股应得的分红，均将在收到分红的日期所在的季度结束后分配给各参与人。

6、授予和分配。对于向特定捐献计划的普通股的初次捐献，若参与人满足特定的条件并且其与高盛公司的雇佣关系没有终止，那么分配给参与人帐户的收到普通股的权利和普通股应在捐献日后的大约第三、四、五周年分批等额得到授予或分配，当然由于死亡或控制权变化导致的终止例外。而对于初次捐献以外的向特定捐献计划的捐献，特定捐献计划委员会可以决定分配给参与人帐户的收到普通股或现金的权利被授予或分配的日期。

7、特定捐献计划的管理。特定捐献计划由特定捐献计划委员会进行管理，当然公司董事会可以决定捐献的分配，或管理特定捐献计划。

8、修订。在受到以前规定限制的情况下，公司董事会可以修改、变动或终止特定捐献计划或特定捐献计划信托。但特定捐献计划不能做出这样的修改，致使或允许

特定捐献计划的任何部分财产被用来或转向参与人或其受益人利益以外的目的，或会导致特定捐献计划的任何部分财产重新成为高盛公司的资产。

9、对义务的限制。特定捐献计划下的所有分配将仅仅从特定捐献计划信托的资产支付或提供，就特定捐献计划信托的普通股或其他资产而言，公司对参与人或其受益人不负有任何责任或义务。建立特定捐献计划信托的协议保证高盛公司的债权人对特定捐献计划信托不拥有任何权利。

10、美国联邦收入税影响。特定捐献计划中的参与人将其帐户中的一部分数量的普通股按市场价值确认为其普通收入，而在此纳税年度，公司则亦按其市场价值获得等额的扣减。

（二）聘用、非竞争与保证协议：特殊约束措施

协议约束是国外企业约束机制经常采用的一种形式，即在协议中规定当事人的权利和义务以及不得从事的活动等，以约束当事人的行为，它对个人具有直接有效的约束力。高盛公司与执行董事中参与公司利润分享的有限合伙人签订了聘用协议、非竞争及保证协议，以下是关于这些协议实质性条款的描述。

1、聘用协议

每份聘用协议要求执行董事中参与公司利润分享的有限合伙人在事先确定的期限内，将其全部工作时间奉献于高盛公司的事务。当然双方均有权在任何时间提前90天以书面通知的方式终止聘用协议。高盛证券亦与其他执行董事签署了类似的协议，只不过并未事先确定初步的服务期限。

2、非竞争协议

每份非竞争协议包括下列内容：

（1）保守秘密。执行董事中参与公司利润分享的每位有限合伙人，均被要求按照高盛公司在内部信息使用及披露方面的规定去保护与使用这些信息。

（2）非竞争。执行董事中参与公司利润分享的有限合伙人在其与高盛公司终止聘用关系12个月以内，不得：①在任何竞争性企业中取得5%及以上的所有权、投票权或利润分享权。②加入竞争性企业，或与从事与执行董事在高盛公司的活动有关系的任何活动的协会建立联系。这里的竞争性企业是指从事与高盛公司业务构成竞争的任何营利企业，或在这样的实体中拥有相当利益的企业。

（3）不得带走现有客户。执行董事中参与公司利润分享的有限合伙人在其被高盛公司停止聘用18个月以内，不得直接或间接，以任何方式：①动员与执行董事合作的或因其被高盛公司聘用而熟悉的任何客户，与高盛公司的竞争性企业进行业务合作，或减少、限制与高盛公司的业务往来；②干扰或破坏高盛公司与任何现有或潜在客户的关系；③动员高盛公司的任何雇员去申请或接受任何竞争性企业的聘用。

（4）客户关系的移交。执行董事中参与公司利润分享的有限合伙人一旦终止高盛公司的聘用关系，则被要求在90天的合作期限内采取措施或一切合理的做法维护公司的业务、声誉，及与其合作的客户和公司的业务关系。

（5）损害赔偿。一旦有执行董事在公司上市之日起的5年内违反上述的非竞争或

不得带走现有客户的条款，必须就损害做出赔偿。损害赔偿的金额，对自始就服务于公司董事会、管理委员会或合伙人委员会的执行董事是1500万美元，其他执行董事中参与公司利润分享的有限合伙人则是1000万美元。该损害赔偿金额没有将因违反上述条款一同取消的以股权为基础的奖励计算在内，而上述条款同样是实施股权激励的条件。

3、保证协议

每份非竞争协议的损害赔偿条款都有最初价值与实际赔偿金额100%等值的股票或其他资产抵押以确保得以实施。每份担保协议在下列任一事件发生时将自行终止：

- (1) 相关执行董事死亡；
- (2) 相关执行董事在聘用关系解除24个月期限过后；
- (3) 公司公开招股5周年后。

4、例外与裁决

上述讨论的损害赔偿及担保安排，并不排除高盛公司有权利就违反非竞争性协议的情况放弃要求赔偿，在担保协议终止后，高盛公司亦有权就防止违反非竞争协议采取可能的补救措施。聘用、非竞争及担保协议通常规定其产生的任何争端均可通过有约束力的裁决来解决。

第四节 中国证券公司的激励约束机制

中国的证券公司是随着中国金融渐进式增量改革、随着中国证券市场的发展而产生和发展起来的，经过十几年的历程已经发展成为中国证券市场的主体，也是中国金融机构中的一支生力军。

一、中国证券公司的激励约束状况

(一) 中国证券公司的概况

自从1987年9月第一家证券公司——深圳经济特区证券公司诞生以来，多年来，我国证券公司从无到有，从小到大，成为推动我国证券市场发展的主要力量。中国证监会最新公布的机构名录显示，截至2004年3月底，我国共有证券公司129家（由于富友证券、大连证券等被关闭，总数比前几年有所减少），营业网点数约为3057家。

从资本规模看，2004年3月底，我国证券公司注册资本金总额为1250多亿元，平均注册资本约9.68亿元（见下表）。在所有证券公司中，注册资本在10亿元以上的证券公司已达到50家，约占总数的38.7%左右。目前注册资本最大的证券公司是海通证券87亿元，第二名是银河证券45亿元，申银万国以42亿元排名第三。

从组织形式上看，经过几年的改组，我国目前证券公司几乎全部采用了股份制的形式。其中采取股份有限公司的证券公司有海通、华夏、申银万国、国泰君安、东方、中关村、中信、招商、南方、广东、广发、金通、健桥、兴业、宏源、红塔、大通、中原等18家，占总数的14%；其余全部为有限责任公司，占总数的86%。在股份有限公司中，宏源证券和中信证券2家在交易所正式上市，属于证券公司中为数不多的上市公司，仅占证券公司总数的1.5%。

从种类上看，我国证券公司分为综合类和经纪类两大类，综合类证券公司的注册资本最低限额为5亿元人民币，可以经营所有的证券业务；经纪类证券公司注册资本最低限额为5千万元人民币，只能经营经纪业务。现有的证券公司中，综合类（包括过渡类和未规范类）约100家，占77%左右；经纪类证券公司约30家，占23%左右。

（二）中国证券公司的股权结构

目前我国证券公司的组织形式大体上可以分为两种：一是有限责任公司，其又可以分为两种类型，即国有独资的有限责任公司和多个法人机构投资形成的有限责任公司。二是股份有限公司，也可分为上市的股份有限公司和非上市的股份有限公司两种。而在这两种类型的证券公司中，又以多个法人机构投资形成的有限责任公司为主。

无论是股份有限公司，还是有限责任公司（国有独资除外），证券公司在股权结构方面具有以下特点：

- （1）从股东的所有权性质看，多数为国有或国有控股企业。
- （2）股东多数为一般的工商企业，而较少为金融机构；这与我国法律法规限制金融机构直接投资证券行业的政策有关。
- （3）多数证券公司股权结构较为集中，国有股份占绝大比例。
- （4）股权的流动性差，很少也较难交易转让；这与证券公司上市较少、股权只能协议转让有关。
- （5）经营层普遍不持有公司的股权。

这种股权结构的缺陷表现在：

- （1）在我国国有资产管理体制仍有待完善、实际所有者主体缺位的情况下，较多

的国有大股东的存在不利于证券公司股东层面制衡机制的建立，从而导致证券公司法人治理不完善。

(2) 实业股东多属非战略性投资，其退出可能造成公司股权结构的不稳定，进而影响到证券公司经营层和长期发展战略的稳定性。

(3) 经营层不持有公司股权，无法建立有效率的激励约束机制，容易导致证券公司短期行为和疏于风险防范。

(二) 中国证券公司的治理结构：上层的激励约束机制

目前中国证券公司的治理机制主要采用了欧洲大陆的治理模式，没有采取美国投资银行的治理模式，《公司法》、《证券法》等法律法规规定证券公司必须实行“股东大会 - 董事会 - 监事会 - 管理层”的以“三会”为主体的治理模式，证监会也按此要求进行监管。尽管近年来少数中外合资的证券公司如中金公司、中银国际证券等采取了美国投资银行的治理结构，没有设置“股东大会”（股东较少，若设立则与董事会重叠），不设监事会等，但属于证监会要求“规范”之列。

目前，证券公司的治理结构大体如下：

1、股东大会。股东大会是公司最高权力机构，投票决定公司重大事项，每年至少召开1次会议。

2、董事会。董事会审议公司重大决策，报股东大会批准；董事长是董事会的代表，在董事会中有实际的领导权；董事会下设各委员会（目前要求设立审计委员会、风险管理委员会等）是董事会的日常办事机构。各委员会是董事会和董事长的参谋机构，为公司重大事项出谋划策。

由于大部分证券公司并非上市公司，其外部市场的监督和约束非常轻微，对公司经营层的日常监督和考核主要通过审计委员会、风险管理委员会、稽核合规部、风险管理部的工作来实现。

3、监事会。监事会负责监督公司经营管理活动的合法性、合规性，有相应的独立性，不应受公司管理层影响，对公司的重大决策和有异议的事件进行调查、监督。

4、管理层。公司管理层由公司总裁、执行副总裁、副总裁等组成，有的还包括财务总监、稽核总监等。总裁是最主要的领导者，掌握公司日常经营和管理的决定权。

该治理结构不同于美国投资银行，比较接近于欧洲大陆的证券机构。这种模式具有以下特点：

(1) 董事长不得兼任公司总裁。这样做有利于分清职责、相互牵制，但也降低了决策效率。

- (2) 有些公司董事会对公司经营管理干涉不多，有些则干涉过多，界限很难把握。
- (3) 公司风险防范、财务稽核方面的管理部门重复设置。除了监事会外，董事会下有审计委员会和风险管理委员会，总裁管理下有风险管理部门，稽核总监下有稽核合规部。这种多头管理，容易出现责任不清、相互扯皮现象，影响公司的风险防范和管理效果。

近年来，一些中外合资的证券公司，如中金公司、中银国际证券等采用了美国投资银行的治理结构，一般不设立股东大会（股东较少），而由董事会代行其职能；不设立监事会，其对公司的监督、稽核、风险控制等职能由董事会下属的有关专业委员会、公司的稽核合规部、风险管理部以及聘请的外部审计师来代替。这种新的治理结构与我国现行的《公司法》、《证券法》及证券监管规则有冲突，处于证监会的密切关注之下，但符合国际惯例，实际运作效果也不错，可以说是一种创新的治理模式，但能坚持多久尚难预料。

（三）中国证券公司的薪酬制度

薪酬制度始终是激励机制的核心。在中国证券公司激励约束环境尚不成熟的情况下，薪酬激励成为看得见、摸得着的激励形式，是目前中国证券公司最主要、最有效的激励形式。

中国证券公司目前的激励机制主要由薪酬、培训开发、工作激励等部分组成。培训开发和工作激励等处于不确定状态。培训开发有的公司有，有的公司没有；有的公司一般是公司组织，并不是每个员工都能参加；工作激励如职位提升、单独奖励等一般只有少数人能享受到。因此，薪酬激励才是中国证券公司目前激励机制的核心。

1、薪酬结构

中国证券公司的薪酬结构目前主要由固定薪酬和浮动薪酬两大部分组成，也包括社会福利和其他收入。

(1) 固定薪酬：包括固定基本薪酬和固定津贴。

a、固定基本薪酬包括基本工资和固定奖金。

b、固定现金津贴的项目多种多样，例如住房、交通、差旅、餐饮、车辆等。各个公司的津贴内容和津贴水平是不同的，同一个公司不同级别员工的津贴标准也是不一样的。

(2) 浮动薪酬：即年度浮动奖金。一般年底根据业绩考核一次性发放。

(3) 社会福利：包括养老金、医疗保险、失业保险、住房公积金等。这些都是国家强制的社会统筹的部分。公司和个人各缴纳一部分，目前缴纳，不能支用，一定年限和一定条件下才能享受。因此，对员工来说，是收入中的“减项”。

(4) 其他收入：例如“过节费”、“服装费”、“降温费”等。这些一般是可有可无、可多可少的，因不同公司、不同业绩等而不同。

证券公司以上收入都属于年度收入，即短期薪酬。截至目前，还普遍没有建立中长期激励制度，在国外普遍采用的股票期权激励在我国证券公司中暂时阙如。

2、薪酬水平

证券公司的薪酬水平都是保密的，不仅对外保密，即使公司内部不同员工之间也保密。中国证券公司上市的极少，没有对外公布薪酬信息的义务，加之为了避免竞争和人才流失，证券公司对薪酬都是讳深莫如。

那么，证券公司薪酬水平和结构如何呢？据对2003年证券公司薪酬状况的非正式、小范围、不完全抽样调查，可以初步看出以下几个特点或趋势：

(1) 证券公司总裁等高级管理人员的年度薪酬水平的中位数为40~50万元，部门经理等中层人员的薪酬水平在10~25万元，一般员工薪酬水平在10万元以下。

(2) 年度薪酬中，固定薪酬（基本工资加津贴）占80%左右，浮动薪酬（年度奖金）占20%左右。

(3) 不同地区的证券公司薪酬水平差异较大，领先的城市是上海、深圳、北京。而且从结构上看，深圳薪酬结构中浮动薪酬比例相对高些，上海次之，北京随后，这从另一个侧面反映了薪酬结构的市场化程度差异。

(4) 证券公司薪酬水平近年来呈现明显的下降趋势，并且与当年的市场行情呈现显著的正相关。但是，与其他行业相比，证券公司的薪酬水平依然名列前茅。

应该说，证券公司目前这种激励机制只解决了短期激励问题。存在的问题是激励形式单一，重物质激励轻精神激励，重短期激励轻长期激励。结果是，证券公司员工普遍抱着追求眼前利益的短线心理，不重视个人技能的发展，在各个证券公司之间频繁地流动，给证券公司人力资源管理带来很大的麻烦，也对公司业务产生不利影响。象职业生涯规划、股权激励等有效的联系公司长远利益与员工长远利益的激励

手段普遍没有设立，表明证券公司在长期激励机制设计方面明显滞后。

二、中国证券公司激励约束机制存在的问题

我国证券公司发展的时间不长，激励约束机制尚处于摸索之中，由于内外环境的制约，目前还存在不少问题。主要表现在以下方面：

（一）国有控股为主，基本上移植了国有企业落后的激励约束机制

我国证券公司目前虽然都采用了股份制的组织形式，然而不管是股份有限公司还是有限责任公司，基本上都是国有控股为主。要么是国家出资，要么是地方政府出资，终极股东都是国家。不仅市场化的私有资本控股的证券公司很少，而且像美国那样合伙制的组织形式更是不可能出现。这样单一组织形式下的证券公司的激励机制难免单一，没有多样化的创新形式的激励机制出现；而且国有控股的证券公司大多从股东单位那里移植了国有企业的激励约束机制，其最大的特点或者说缺陷就是“平均主义”和“大锅饭”，激励形式单一，缺乏长期机制，难以形成真正科学有效的激励约束机制。长期的实践证明，像国家最早发起设立的南方、华夏、国泰等三大证券公司，国有控股比例越大，激励约束机制就越死板，市场竞争力就越弱，生存下去的机会越小。目前南方证券的被接管和华夏证券的被迫重组足以说明问题。

（二）治理结构“全而散”，形式与实质不相符，没有形成真正科学有效的激励约束机制

治理结构主要是解决委托代理关系，解决公司上层的权力设置与责任制约的问题，是激励约束机制的主要内容。目前国内证券公司的治理机制主要采用了欧洲大陆的治理模式，没有采取美国投资银行的治理模式，《公司法》、《证券法》等法律法规规定证券公司必须实行“股东大会 - 董事会 - 监事会 - 管理层”的以“三会”为主体的治理模式，证监会也按此进行监管。尽管近年来少数中外合资的证券公司如中金公司、中银国际证券等采取了美国投资银行的治理结构，没有设置“股东大会”，不设监事会等，但属于证监会要求“规范”之列。

这种治理结构表面上注重董事会、监事会、经营班子之间的制衡关系，是一种全面的制度安排，但实际执行的效果很难令人满意，存在许多漏洞和缺陷。比如，董事多是由国有企业股东选派的代表，关注的主要是股东利益即分红，以及个人的政治前途，对公司的经营管理关心不够。“三会”之间理论上相互制约，实际上忽略了相对集权的效率效应，造成流程不畅、存在矛盾、办事扯皮等现象；普遍设置监事会，但不少证券公司监事会的职责多流于形式，真正发挥监督作用的不多；有的证券公司管理层权力过大，缺乏约束，形成严重的“内部人控制”现象；虽然证券公司引进了外部董事制度，但外部董事基本上是“摆设”，很少发挥实质性作用。总

之，目前证券公司的治理模式“大而散”，没有很好地解决公司上层的激励约束问题。至少从目前来看，证券公司还没有找到一种完全有效的真正起到激励约束作用的治理制度，需要进一步在实践中探索。

（三）激励结构简单，形式单一

在激励形式方面，存在的问题主要有：（1）重物质激励轻精神激励，只有薪酬激励一种形式，其他激励形式缺乏或者不发挥作用。（2）重短期激励轻长期激励，薪酬激励中只是月度基本工资津贴和年度奖金，其他中长期薪酬激励方式基本没有。（3）薪酬水平与业绩考核如何挂钩，体现公平合理的分配原则，在现实中难以操作。（4）缺乏长期激励约束机制，使得员工仅以“薪酬水平”为导向频繁跳槽，引起证券公司人才队伍的不稳定和不合理的人才竞争。

（四）缺乏长期激励机制，股票期权计划等国外普遍采用的激励形式基本没有实行

在国外，股票期权制度是成熟的激励方式，在证券公司员工收入中占绝大部分，尤其是在证券公司高级管理人员收入中所占比例更高。在我国由于以下原因制约股票期权制度在证券公司的实行：（1）股票期权制度处于探讨尝试阶段，缺乏法律依据；（2）用于分配的股票从何而来，缺乏合理的来源渠道；（3）股票期权在公司内部如何分配才公平合理，没有科学的公认的方法和依据；（4）职业经理人市场尚未形成，证券公司高级管理人员的筛选和流动机制不具备；（5）证券公司中上市公司很少，缺乏公开的证券市场环境，一方面公司的价值无法准期衡量，另一方面，分配的股票期权没有兑现的渠道。这些因素使得股票期权计划在我国证券公司中基本上没有实行，普遍缺乏长期激励机制。

（五）约束机制尚不健全

就公司内部而言，股东、董事会如何约束管理层，解决好“委托代理”中激励兼容问题，消除“内部人控制”行为，是需要解决的问题；就宏观面来说，证券公司大多未上市，没有信息披露的强制要求，公司暗箱操作现象严重；另外我国经理人市场尚未形成，对证券公司高层管理人员的行为缺乏信誉约束和惩罚机制；公司经营管理活动不透明，新闻舆论监督很难发挥作用，少数公司往往在问题累积到爆发时外界才知道，舆论哗然，但为时已晚，后果严重。

三、完善证券公司激励约束机制的思路与对策

证券公司的长远发展离不开成熟的激励约束机制。针对目前存在的问题，应该采取相应的完善思路和对策。

（一）实行产权改造，从根本上为建立激励约束机制打下基础

证券公司不合理的产权安排和股权结构，是证券公司存在问题的根源，也是证券公司激励约束机制问题的根源，完善激励约束机制首先要从证券公司的产权改造开始。我们认为，可以考虑从以下几方面入手：

1、取消证券行业准入资格，降低准入门槛，打破国有资本“一股垄断”、“一股独大”的格局，允许各种类型的资本进入证券行业，尤其是民营资本的进入具有直接重要的作用。

2、鼓励证券公司增资扩股，通过增资扩股不仅可以增强证券公司的资本实力，而且可以从增量上改善证券公司的股权结构，稀释国有股所占比重，优化股权结构。

3、鼓励证券公司之间收购兼并，通过激烈的竞争实现优胜劣汰，使资本和资源不断向优秀的证券公司集中，实现整个证券行业股权存量结构的动态调整和优化。

4、在证券市场国际化、对外开放的情况下，国外资本的进入意义重大，不仅可以引入资本，而且可以引入国外投资银行先进的治理结构，包括直接引入成熟的激励约束机制，起到示范和推动作用。

（二）实行证券公司的治理结构的创新和多样化

治理结构主要决定证券公司的高层激励约束问题，同时对整个公司的激励约束机制建设产生作用，因此，证券公司激励约束机制的建立和完善必须重视治理结构的完善。我们认为，可以考虑采取以下措施：

1、从大的方面来讲，应该鼓励证券公司治理模式的创新和多样化。不仅可以实行欧洲大陆的“三会”框架的治理模式，而且可以实行美国投资银行的董事会及其多个专业委员会为核心的治理模式，也可以实行混合的、具有实效的、其他治理模式。因为到目前为止，并没有一个大家公认的完美无缺的治理模式，现有模式各有优势和缺陷，必须在借鉴的基础上，通过实践探索，形成适合我国证券公司的主导型治理模式。

2、就现行的“三会”模式来看，应该改变董事的选派方式，避免“官员型”董事进入董事会；完善监事会的职能，寻找监事会发挥作用的途径；增加外部董事的比例，从实质上增加其“话语权”；规定董事会必须设立“人力薪酬委员会”，专门负责证券公司激励约束机制包括薪酬制度建设事宜。

3、积极推进符合条件的证券公司上市，也是完善治理结构的最快捷、最有效的方

式。合规证券公司上市后，必须进行强制性信息披露，定期公布公司的治理结构、经营业绩、高管薪酬等重大事项，使得证券公司面临证券市场、投资者、监管部门的多重监管，是增加其透明度的有效途径，使其在多重压力下不断完善治理结构，规范激励约束机制。

（三）完善薪酬制度，实现激励方式的多元化

就证券公司内部来讲，实行什么样的薪酬制度是激励约束机制的核心内容。在这方面，应该注意以下几点：

- 1、证券公司的薪酬制度应该坚持的原则是：对外具有竞争力，对内要公平合理。只有对外具有竞争力的薪酬激励，才能吸引优秀的人才加盟；只有对内公平合理，按业绩和贡献大小分配收益，才能激励人才，最大限度发挥员工的积极性和创造性，保持高素质员工队伍的稳定。
- 2、从激励方式上讲，既要重视物质激励，也要重视精神激励；既要重视短期激励，也要重视中长期激励。
- 3、就目前最为看重的薪酬激励来讲，应该打破从国有股东那里移植来的平均主义分配制度，按照能力、业绩和贡献大小安排薪酬，在公平合理的原则下拉开档次，使薪酬激励恰当地发挥作用。

（四）建立长期激励机制，重视和引进股票期权制度

目前中国证券公司只有短期激励机制，缺乏长期激励机制，这种单一化的缺陷，使得证券公司的管理层具有强烈的业绩表达和规模扩张动机，经营管理行为短期化，而不少公司的“内部人控制”又为这种动机的实现创造了条件，证券公司管理层往往为了短期的业绩和个人的利益铤而走险，忽视风险，给公司的长远发展带来恶性影响。不少证券公司的关闭、清算就是例子。因此建立长期激励机制是证券公司完善激励约束机制必须跨过的“槛”。

在建立长期激励机制方面，如何把股东的利益和管理层的利益结合在一起、把公司的利益与员工的利益结合在一起，实现“激励兼容”是关键。在“合伙制”被股份制代替以后，从国际投资银行的长期实践来看，股票期权制度是目前最有效的长期激励制度，尽管“安然事件”后暴露出一些漏洞，但可以通过约束和修补来予以完善，至少在目前还没有更好的替代方案。

股票期权制度的实施需要一定的环境，如前所述，目前我国证券行业还未完全具备这些条件。但是，国内证券公司有必要探索适应市场竞争要求的、与国际接轨的股

权激励方式，创造条件完善证券公司激励约束机制。令人欣喜的是，从行业发展和外部环境的变化来看，目前证券公司实施股权激励的条件在逐步具备之中。主要表现在：

一是不少上市公司已推出各具特色的股权激励方案，股票期权激励的相关法规也有望推出；

二是随着佣金制度改革、新进入者的不断出现，使得证券业不再是垄断性的高利润性行业，证券公司建立股权激励制度的市场环境基本具备；

三是证券业包括高管人员在内的人才流动性不断提高，职业经理人市场处于形成之中；

四是证券公司直接上市已成事实（两家），随着时间的推移，会有越来越多的证券公司上市；

五是十六大以后，民营资本进入证券业，证券公司实施股权激励将会有有一个宽松的政策环境；

六是WTO后，随着QFII制度的实行，大批外资金融机构的进入，将直接带来股票期权制度，形成一种示范作用或者推进压力，有望加快股票期权制度的实施进程。

（五）建立多层次的约束制度，实现激励与约束的对称

证券公司不仅要有激励机制，而且要有约束机制，只有激励与约束相对等、相匹配，才是完整的现代企业制度，才能真正发挥作用。证券公司的约束机制包括内部约束和外部约束两个方面。内部约束主要是证券公司章程、治理结构、聘用协议、规章制度、监督措施等构成的对公司部门、管理者、员工的行为形成的约束。外部约束主要指监管机构的约束、市场的约束、法律法规的约束、行业约束、道德约束、舆论约束等。内部约束和外部约束构成了证券公司完整的约束机制。目前证券公司约束机制有的已经形成，有的尚属空缺，有的正在形成之中。只有建立了多层次的、成熟、完善的内外约束机制，才能促进和保障证券公司健康、稳定、持续地发展。

【题注】 国家教育部博士点社科基金项目《金融机构激励约束机制研究》（编码03jb790023）子课题，详见《论金融机构激励约束机制》，复旦大学出版社，2006年4月，第5章。