

# The Last Partnerships

Mc  
Graw  
Hill  
Education

HZ BOOKS  
华章经管

inside the Great Wall Street Money Dynasties

首部解密华尔街金融世家沉浮录的史书

# 华尔街投行 百年史

[美] 查尔斯 R. 盖斯特 著 寇彻 任晨晨 译  
( Charles R. Geist )

 机械工业出版社  
China Machine Press

# The Last Partnerships

Inside the Great Wall Street Money Dynasties

# 华尔街投行 百年史

[美] 查尔斯 R. 盖斯特 著 寇彻 任展展 译  
( Charles R. Geisst )



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

华尔街投行百年史 / (美) 盖斯特 (Geisst, C. R.) 著; 寇彻, 任晨晨译. —北京: 机械工业出版社, 2013.2

书名原文: The Last Partnerships: Inside the Great Wall Street Money Dynasties

ISBN 978-7-111-41639-5

I. 华… II. ①盖… ②寇… ③任… III. 投资银行—银行史—美国 IV. F837.123

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 037054 号

**版权所有·侵权必究**

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

**本书版权登记号: 图字: 01-2012-7786**

Charles R. Geisst. The Last Partnerships: Inside the Great Wall Street Money Dynasties.

ISBN 0-07-136999-6

Copyright © 2001 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2013 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳—希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。

版权 © 2013 由麦格劳—希尔教育(亚洲)出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 左萌 版式设计: 刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2013 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 20.75 印张(含 0.5 印张插页)

标准书号: ISBN 978-7-111-41639-5

定 价: 59.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com



献 给  
玛格丽特 & 梅格

| 致谢 | THE LAST PARTNERSHIPS  
| Inside the Great Wall Street Money Dynasties

在此，我谨向以下各位表示感谢，感谢他们提供了宝贵的写作素材——这些通常是无法拿到的。他们分别是纽约罗斯柴尔德档案馆的维克多·格雷、纽约金融史博物馆的梅格·温特路铎、纽约证券交易所的档案员史蒂夫·怀特，以及乔治敦大学图书馆特殊收藏室的各位员工。

麦格劳-希尔的凯利·克里斯蒂安森对本书投入颇多，一直关注着本书的进展，她的催稿加快了本书的写作进度。在写作期间，最感谢的是我太太——玛格丽特，她付出了非凡的耐心。

翻译这本书时，国内证券行业正面临巨变。原有的业务模式逐渐失效，新的业务模式尚未形成，证券行业在双重压力下苦苦挣扎。证券市场一直以来的两大顽疾，让市场发展面临重重障碍。重融资轻回报，让股市沦为单向受益，竭泽而渔的最后结果是双输——融资量连创新低；政府的监管，让券商的创新能力也受到钳制——同质化现象严重。

经纪业务方面，零售经纪业务和机构经纪业务逐年萎缩；承销业务方面，IPO和再融资数额连年下降；资产管理业务方面，证券业被信托和银行抛到身后；投资业务方面，靠天吃饭现象未改，连年亏损；私募业务则更是惨不忍睹，无法与同行竞争。

在这些挑战中，有些是共性问题。佣金率下滑，也曾在华尔街出现。固定佣金转变为协议佣金后，华尔街证券公司也遭遇了佣金战，最后通过客户分级、服务分类来实现稳定。投行客户从大企业转变为中小企业后，同行竞争和专业水平就成为券商面临的两大挑战。在这种挑战下，高盛借服务中小企业跻身行业顶端，德崇则凭借垃圾债业务快速崛起。这段历史在当下无疑也有很好的借鉴意义——国有大型企业已基本上市完毕。所罗门在抵押支持债券上的风生水起，源于政府制定的住房政策——实现民有所居的目标。目前，中国正处于城镇化进程之中，住房压力极大——这与美国当时

的背景何其相似！在成为世界工厂多年之后，我国众多行业也开始兼并收购，这是行业发展的必经之路，那么摩根和诺斯德的并购业务能否成为我们学习的榜样呢？

当然，中美情况不同，在有些问题上存在差异。美国券商从市场中崛起，而中国券商则受政府管控。华尔街投行的崛起，大都是顺应时代潮流，满足了客户需求。美国内战时期联邦政府的融资需求，成就了杰·库克公司；由战后对国外资金的需求，让奥古斯特·贝尔蒙公司扶摇直上；世界工厂时期产能过剩，让摩根公司的并购交易如火如荼；小投资人的大规模涌入，让美林成为时代宠儿；中小企业的债权融资，让德崇公司快速崛起；投行客户从大公司转变为小公司，则让高盛乘风直上。不过政府的存在，也改变了不少企业的发展轨迹，美国内战的结束使得杰·库克公司走向沉寂；也是政府的反对，让摩根公司最终拆分。而 20 世纪末，又是政府的默许，使美国金融业重现混业经营。

对我国国内券商来说，政府的影响更为深远，政府对行业的定位为证券行业划定了范围，这决定了证券行业的发展空间和利益分配。各家公司能做的则是在其中选取自己那块空间带着镣铐来跳舞。

专业化、差异化是企业发展的关键。谈起美林，大家就会想起它的经纪业务；谈起高盛，大家就会想起它的投资业务；谈起摩根士丹利，大家就会想起它的财富管理业务。但这背后，是各公司上百年的历史积累。纵观历史，无论是经纪业务、投行业务，还是资产管理或私募业务，都可以涌现出行业巨头。这对国内券商来说也是一大启示。在变革的时代，券商的发展战略也急需确定，找到适合自己的发展之路是确保未来成功的关键。大而全、大而美是很多公司的梦想，但这是否是明智的选择呢？在社会扁平化、透明化和标准化的发展大势下，专业化、差异化是企业发展的唯一道路。

纵观华尔街发展历史，我们可以看到公司制度对企业发展的影响。合伙制早期对行业发展的推动，以及后期对业务发展的障碍，都让我们思考制度的利弊得失。目前，国内券商都在纷纷上市，上市给券商带来了资金，也给

券商带来了名义上的公众监督，但企业制度能否跟上社会发展呢？什么样的制度和机制才能确保券商未来的发展呢？这也许是各家券商都需要思考的问题。

近一年来，证监会出台的种种政策都在为券商松绑，这意味着创新空间被打开，券商的业务开拓也受到了鼓励。但这是否意味着各家公司能坐享制度红利呢？我想可能不会，对行业的放松和鼓励同业竞争，最后要求券商更加市场化，那么优胜劣汰就成为必然，未来券商更需要苦练内功。

最后，我们要记住：金融是为实体经济服务，脱离了这一基础，金融行业就成了无本之木。未来，我们可以看到垃圾债业务、资产证券化业务、衍生品业务在国内的跨越式发展。从欧美的经验来看，这些产品既推动了社会进步，也给社会带来了大麻烦。所谓成也萧何败也萧何，如何在发展的同时控制风险是我们思考的关键。

这是一个伟大的时代——百舸争流；这也是一个糟糕的时代——万马齐喑。面对未来，无论是整个国家还是整个行业，都还有很大的不确定性。而企业经营和投资，最关键的是把握确定性。那如何来做呢？多读历史可能是一个不错的选择。在此，要感谢华章公司策划本书出版。了解了历史，我们也就明白了兴衰更替。毕竟历史是一面镜子，我们能读多久，就能了解多远！

翻译期间时间仓促，自己也力有不逮。若有不足，还请读者见谅。在此一并感谢给予帮助的各位朋友，谢谢你们！

寇彻

CHIA

2012年年末于郑州



## | 前言 | THE LAST PARTNERSHIPS

Inside the Great Wall Street Money Dynasties

150 年来，投行合伙人都是华尔街的代名词。在各种传说、嫉恨故事、政治中伤，以及臭名昭著的权财交换的故事中，他们都是主角。今天，他们已不再家喻户晓，但在 19 世纪，他们却被酒吧歌谣和流行民谣争相传唱。在体育明星和流行歌手占据新闻头条之前，他们一直矗立在那儿——成为美利坚合众国历史上第一批名人。

他们，就是华尔街投行背后的合伙人！其中有些非常知名，而其他一些则在幕后闷头发财，不愿招致大众关注。投行合伙人的鼎盛时期从 1812 年开始，一直持续到第二次世界大战（以下简称二战）结束。在这期间，大部分投行都以合伙制模式运营。合伙人的名字排列起来，就像是纽约的名人录。没有他们在商业上的成功，就不会有美国诸多文化机构的卓越发展。大都会歌剧院、大都会艺术博物馆以及其他重要的文化教育机构多年来都从他们的慷慨解囊中受益。很多大学的校园建筑也以他们的名字命名，特别是那些第二次世界大战（以下简称二战）以前的著名人物。

华尔街投行时代的崛起，就是 19 世纪“白手起家时代主题”的代表。有这么一位典范：一位来自北欧的年轻移民，起初靠挨家挨户兜售杂物起家。最初，他在美国中西部和南部发展。几年后，他转向做干货销售，并在多个州设立连锁商店。此后，他又带着全家搬至纽约进军金融业，做起了票据融资和股票债券交易业务。

二三十年的工夫，他就将公司打造成华尔街备受尊重的一家机构。其家族成员既是社交名人，又是纽约精英俱乐部的会员，对艺术贡献不菲。他们不仅给渴求资本的美国提供资金，还给那些急需资金来发展的非营利性机构提供数百万美元的财务支持。

银行家的名人身份，遮盖了二战前华尔街公司在美国社会中起的作用。“金融王朝”不仅是各种传说的主角，也是各种传奇故事的写作对象。19世纪，金融业和美国并肩发展，金融业的核心人物也成为美国的时代英雄。当时，很多父母为出生的小孩取名为“杰”，这背后的原因就是杰·库克，一位帮助美国政府发行战时债筹措了大量资金的传奇人物。由于有很多民众认购，所以杰·库克这个名字在当时变得家喻户晓，一夜之间成为美国最知名的银行家。若没有塞利格曼家族的资助，玛丽·托德·林肯不可能在德国过上体面的生活（在林肯总统被暗杀之后，其最终流落德国）。在国会延迟发放总统遗孀养老金时，塞利格曼家族给予她资助。此外，华尔街的克莱伦斯·狄龙如此出名，以至于他的绰号——“华尔街之狼”也成为19世纪20年代末一部电影的片名。目前，法国的一个葡萄园依然在沿用他的名字。

这些故事，既出现在霍雷肖·阿尔杰儿童小说的传奇里，也体现在华尔街诸多大投行的历史中。事实上，美国内战后，阿尔杰曾是约瑟夫·塞利格曼孩子的导师。在此期间，他也从这家19世纪最受尊重的投行——J. & W. 塞利格曼公司的创始人那里学到了成为合伙人的必备知识。阿尔杰之所以能白手起家，很大程度上要归功于其作为塞利格曼家族家庭教师的经历——亲耳聆听塞利格曼兄弟如何来到美国并起步。事实上，塞利格曼家的传奇并不是个例。布朗兄弟和哈利曼合伙公司的创始人亚历山大·布朗、高盛公司的创始人马库斯·高盛、雷曼兄弟公司的创始人亨利·雷曼，都有类似的奋斗经历。本书前几章介绍的公司都有非常相似的开端。那为什么此类公司都有类似经历呢？原因在于它们都掌握了19世纪美国金融业的成功之道。他们的成功被口口相传，以至在20世纪时，很多外来移民依然沿此路追寻他们的美国梦。

有时，华尔街的投行合伙人对社会进步起了推动作用。生活在世纪之交的经济学家——索尔斯坦·凡勃伦，在他那广为流传的《有闲阶级论》一书中，就用挥金如土的贝尔蒙父子作为范例，创造了“炫耀性消费”一词。他们不仅缔造了现代经济，还成为推动社会进步的高效动力——用其自身的消费需求推动社会前进。在20世纪90年代的大牛市中，华尔街的奢华无度广为人知。为了满足他们的铺张消费喜好，不少杂志应运而生。但一个世纪前，贝尔蒙无疑是这些杂志最痴迷的读者。南北战争前，仅葡萄酒一项，他的年消费就超过2万美元。虽然贝尔蒙相当富有，但在他儿子小奥古斯特去世后，贝尔蒙的遗产也被变卖出售——以偿还债务。

但这些都不重要，重要的是华尔街投行，已成为美国历史发展中的重要一部分。布朗兄弟公司，为首次横跨大西洋的汽轮航行（美国和英国之间）提供了资助。后来，它旗下的“北极号”邮轮失事沉没，成为历史上最严重的航运灾难——更为严重的泰坦尼克号事件在60年后才出现。在这次事故中，布朗家族损失惨重，丧失了数位亲人。

历史上，美国卷入的所有战争，投行几乎都置身其中——负责筹资。南北战争中，如果不是杰·库克在国债销售中的卓越表现，合众国版图将会被改写。而这次国债销售，也成为美国金融史上的一次突破。第一次世界大战（以下简称一战）中，协约国军队的军需供应和财政支持，也依赖着华尔街。一战后，J.P. 摩根公司筹划了德国的战后赔款事宜，最后却加剧了政治和经济动荡，我们一定要牢记这个教训。鉴于此，在二战中，罗斯福和他的库务局局长对华尔街实施了严格控制，以筹措对抗轴心国的资金。

投行经常被阴谋论笼罩。罗斯柴尔德家族在纽约的代理人——银行家奥古斯特·贝尔蒙（外国移民），因卷入数起阴谋事件，让其日后的生意受到严重影响。其中一件是私拿客户存款，并且客户钱财最终消失得无影无踪。

在这些阴谋故事中，国外谣传最厉害的当属“美联储成立之事”，大概的说法是：在美国国会决议成立美联储之前，纽约银行家曾举行秘密会

议，讨论创设央行的利弊得失。阴谋论者，从未忘记佐治亚州的杰克里岛会议——就是在这些会议后美联储得以诞生。他们以此为由，认为美联储应该进行改革。有人认为美联储应澄清各种传闻，破除其秘密色彩，有人则要求取消美联储。但不管如何，华尔街的影响力都极为深远，在其影响力消退之前，仍将对经济政策施加影响。

撰写华尔街投行史，有助于洗去泼在它们身上的脏水，也有助于纠正对它们历史影响和历史地位的错误描述——这些已成为街谈巷议的热点话题。这些投行中，大半合伙人都有犹太血统——J. & W. 塞利格曼、高盛、雷曼兄弟、奥古斯特·贝尔蒙、库恩-勒布、拉扎德<sup>⊖</sup>、所罗门兄弟，甚至狄龙-瑞德公司都如此。当时，作为成功人士的代表，他们和美国本土银行家一样，充分发挥了自己的影响力。不过不幸的是，他们一直是各种阴谋论的主角——从暗中控制美联储到发挥无形的巨大政治影响力。对历史的回顾，可以让这种观点彻底破灭。

阴谋论总是扭曲事实，特别是针对贝尔蒙的一系列谣传。19世纪社会动荡，但银行家却享有很大权力，这一点与当时的时代极不合宜。不过犹太银行家享受的特权并不比同行多。与美国本土银行家（比如布朗兄弟、J.P. 摩根、基德-皮伯第、克拉克-道奇等）相比，他们的特权更少。

后来，阴谋论不仅波及犹太裔银行家，还波及 J.P. 摩根——美国最著名的本土银行家。在美国金融史上，J.P. 摩根地位独特。正是他对银行业的巨大影响，让国会在 20 世纪 30 年代通过证券、银行法案以限制其权利。但摩根本人的历史角色和重要性却常被历史研究者误读——阴谋论者总是希望在每块石头下都翻出阴谋。在美国金融史上，J.P. 摩根的角色不只是行业巨头，更是一代主宰。他的儿子杰克，也是继他之后的重要人物。若没有 J.P. 摩根，美国政府在几次重要历史关头遭受的挫折会更大——会不止一次出现债务违约。正是看到摩根本人的巨大影响力，国会才出台《格拉斯-斯蒂格尔法案》以限制银行家的权力。不过即使之前没有任何管制，也没几人能像摩根这样……

<sup>⊖</sup> 该机构在中国的注册名字为诺斯德，本书仍沿用了拉扎德。

投行的历史意义表现在两个方面，一是助推华尔街的发展，二是指出美国银行体系在 20 世纪 30 年代之前存在的弊端。

投行是美国资本主义的最佳代表。自 1812 年战前亚历山大·布朗在巴尔的摩创建公司开始，为美国政府筹措战争资金和为企业筹措经营资金就成为投行的主要业务。多年来，它们采用各种方式募资、筹措了巨额资金。没有它们，墨西哥战争、南北战争以及第一次世界大战（美国作为协约国的一员军参战）都会失败。同时，在筹资活动中，由于没有政府监督，很多投行违背竞争原则相互勾结、联手牟利。在 1915 年的战争筹资中，这些投行就曾串谋。30 年后，这成为政府出台反垄断法律的根据。在所有针对华尔街的指控中，都有一项共同罪名——假公济私。虽然不是全部如此，但有些是真实存在的。

在回顾合伙制投行历史时，我们会发现证券业一直存在的一些问题。大部分合伙制投行，特别是起步于 19 世纪的那些，缺乏正常的公司管理机制——为争取和维持业务的安排大都是临时起意。合伙制模式下的投行以简单的劳工关系为基础，辅以合伙人监督指导核心业务。在合伙人顺风顺水时，公司业务源源不断。但当他们过世或者离开公司时，没有相应机制可以保留业务。多年来，成功的合伙制投行要么是由家族传承，要么是被熟悉公司运营的员工接管。在管理方面，华尔街公司做得普遍不佳，无论大小均是如此。

不过在合伙制投行中，最常出现的是资本问题。不管是承销股票还是债券，在售出之前，投行都需要承担承销风险。承销中，虽能从商业银行获得部分资金支持，但投行自身仍需要相当多的资本才可获得这一短期贷款。投行的资本要么来自股东的股本投入，要么来自合伙人的资金投入。如果资本规模变小，在日后的大宗承销中，投行遇到的困难就会变大。二战后，发行规模日益庞大，无法跟随时代提高自身资本实力的投行就江河日下。最后，即使是最高贵的华尔街投行，也面临上市筹资压力。这段时期的显著特点就是投行与时代压力之间的冲撞。

一个多世纪以来，合伙制一直是华尔街投行的主流经营模式。也正是在这一模式下，美国成长为超级经济大国。只要经济不高速增长，合伙制就能长期存在。但若承销规模变大，投行就需要有更多的资金。无法应对这一挑战的投行，要么垮台、要么被收购。20世纪80年代，华尔街很多金融机构开始上市，以筹集资金拓展业务——变身为公众公司。不过有些老牌投行则抵制这种趋势，拒绝从众。多年以来形成的强烈独立意识，让它们无法接受上市的想法，接受公众监督更是它们未曾考虑过的问题。但到90年代，几乎所有的华尔街公司都已上市。最终，它们都融入了历史潮流。

多年以来，资本问题一直困扰着华尔街公司。资本的短期性，让华尔街投行的发展难以持续。合伙人去世或退休后，他们投入公司的资本将会被抽走。出现这种问题时，很多证券公司都难以为继。而且这种情况不止发生在小证券公司。摩根大通在20世纪40年代就曾遇到此类问题并被迫上市，屈从于资本密集型行业的内在压力。

合伙制投行时代，华尔街金融圈和华盛顿政治圈的关系开始明朗化。工业革命伊始，华盛顿就开始依赖华尔街。虽然前者是机构化体制，后者是私人化运作，两者之间的合作并没受到影响。塞利格曼家族攀附上格兰特，在战前大肆招商。库克则利用财政部长西蒙·契思的授权，赢得南北战争期间国债承销的巨额生意。而库恩-勒布和雷曼兄弟，则在1908~1912年间，在设立美联储问题上立了头功。与借助政府关系谋利不同，两次世界大战期间，有很多银行家投身公职。战后，克莱伦斯·狄龙合伙公司的狄龙、所罗门兄弟合伙公司的威廉·西蒙、高盛公司的罗伯特·鲁宾，都曾进入政府担任财政部长。彼得森在加入雷曼兄弟公司前也曾担任政府的商务部长。最近的范例则是拉扎德公司的菲力克斯·罗哈廷出任美国驻法大使。由于政府举债需要借助华尔街，双方的合作就显得特别重要。

不过，华尔街银行家获得的盛誉并没能让他们躲过1929年的股灾，也没能让他们在罗斯福新政中免受打击。股灾之后，喜剧演员兼投资人埃迪康托对投行大加嘲讽，曾编了一个3795位妇女被高盛诱骗而买入证券的故

事。投资噩梦散去后，不曾有任何喜悦，很多华尔街家族的魅力和声誉都受到了严重破坏。其中相当一部分在 20 世纪 30 年代败落。

20 世纪 20 年代的股市萧条，也将贝尔蒙公司以及李·希金森公司拉下马来，后者是 19 世纪最著名的投行和私人银行。塞利格曼家族也很快放弃了投行业务，而集中精力于基金管理业务。而 J.P. 摩根的帝国也被议会解散，化归尘土。同样，高盛和库恩也在 30 年代受到了影响。

随着艾森豪威尔时代牛市的兴起，合伙制投行从大萧条和二战中恢复过来，并继续引领着华尔街。但在“消费时代”遇到的业务压力，让合伙制投行意识到自身业务结构的严重过时。最终，大部分合伙制投行走上了上市道路，或者被华尔街的新势力——零售经纪商兼并。零售经纪商中的大部分也进入了传统业务领域，比如说并购业务和承销业务。这些零售经纪商很少脱胎于上流投行，它们中大部分将市场营销作为成功突破口，这是老牌投行不屑做的。

现在，尽管华尔街出现变化，综合服务占据主流，但那些历史悠久的合伙制投行仍居尊高位。新时代中，猛犸巨兽般的巨型金融机构大都使用没有历史底蕴的名字，但传统投行却保持着自己的风采，依然在新金融环境中保持着自己的光环。即使大型金融机构采用竞争手段打败传统投行，也无法改变这一点。

致谢

译者序

前言

## 第 1 章

### 扬基银行

克拉克 - 道奇公司和杰·库克公司..... 1

## 第 2 章

### 犹太兄弟

塞利格曼公司、雷曼兄弟公司和库恩·勒布公司..... 29

## 第 3 章

### 白马投行

布朗兄弟 - 哈里曼公司和奥古斯特·贝尔蒙公司..... 67

## 第 4 章

### 消亡兼并

基德 - 皮伯第公司和狄龙 - 瑞德公司..... 99



第 5 章

**时代变幻**

J.P.摩根公司和摩根士丹利公司..... 141

第 6 章

**走向大众**

美林公司和E.F.赫顿公司..... 189

第 7 章

**贪婪无度**

所罗门兄弟公司和德崇公司..... 219

第 8 章

**坚守阵地**

高盛公司和拉扎德公司..... 259

**总回顾**..... 289

**注释**..... 293

**参考书目**..... 301

**大事表**..... 305