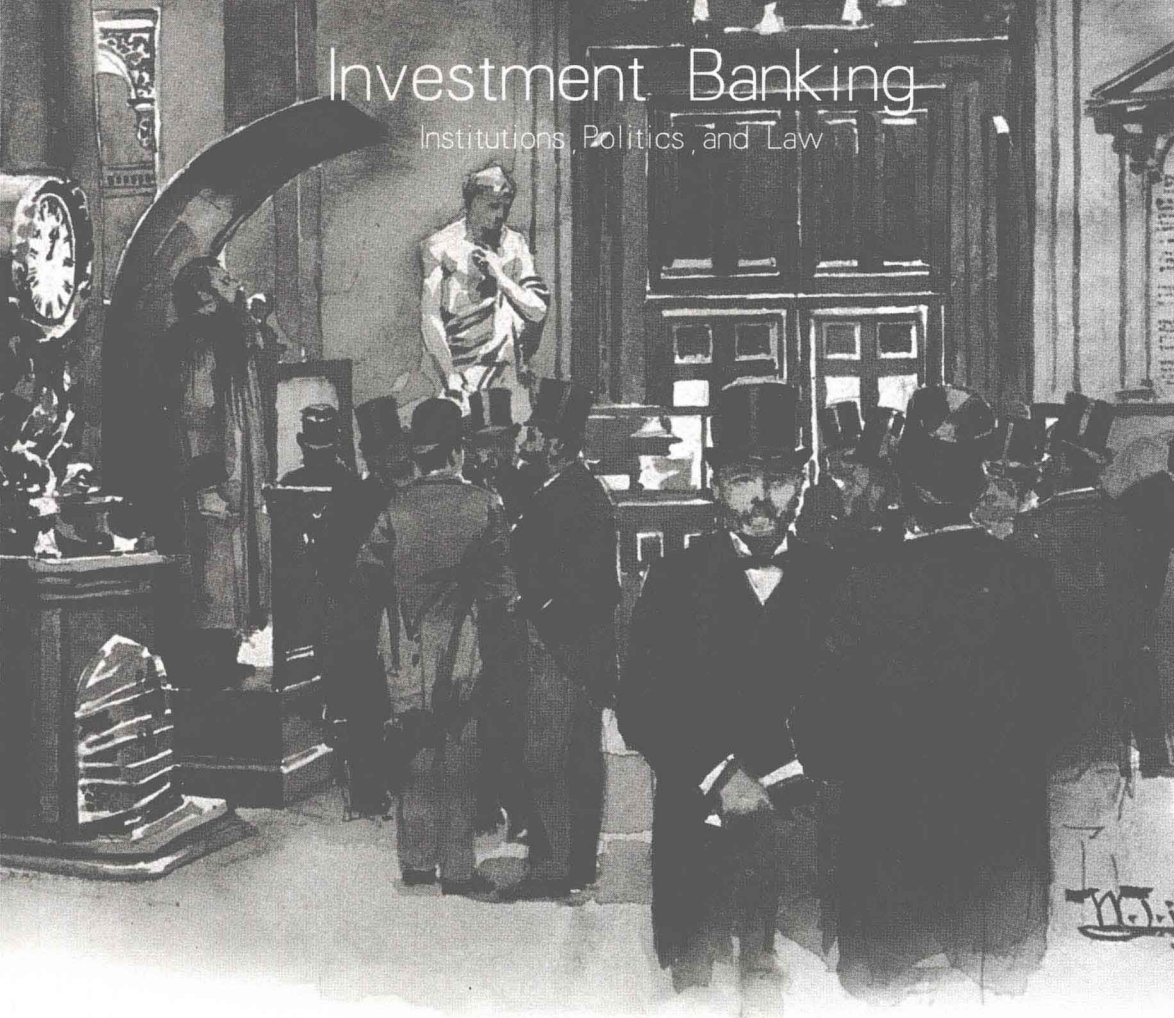


Investment Banking

Institutions, Politics, and Law



投资银行

制度、政治和法律

阿兰·莫里森 小威廉·维尔勒姆 著 何海峰 译



中信出版社·CHINA CITIC PRESS



投资银行

制度、政治和法律

阿兰·莫里森 小威廉·维尔勒姆 著
何海峰 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

投资银行：制度、政治和法律 / (美) 莫里森, (美) 维尔勒姆著; 何海峰译. —北京: 中信出版社, 2011. 9

书名原文: Investment Banking: Institutions, Politics and Law

ISBN 978-7-5086-2968-1

I. 投… II. ①莫… ②维… ③何… III. 投资银行—研究 IV. F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 160199 号

Investment Banking: Institutions, Politics and Law by Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr.

Copyright © 2007 by Alan D. Morrison and William J. Wilhelm, Jr.

This translation is published by arrangement with Oxford University Press.

The simplified Chinese translation rights © 2011 by China CITIC Press.

ALL RIGHTS RESERVED.

仅限中国大陆地区发售。

投资银行：制度、政治和法律

TOUZI YINHANG: ZHIDU、ZHENGZHI HE FALÜ

著 者: [美] 阿兰·莫里森 [美] 小威廉·维尔勒姆

译 者: 何海峰

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 19.75 字 数: 320 千字

版 次: 2011 年 9 月第 1 版 印 次: 2011 年 9 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2009-2797

书 号: ISBN 978-7-5086-2968-1/F · 2420

定 价: 39.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84849000

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

序 言

如果 1933 年《证券法》把政府推入了投资银行业，那么它将被赋予充分的正当性。
——威廉·道格拉斯^①

1954 年，哈罗德·梅迪纳大法官宣称，“投资银行对于国民经济的重要程度怎么强调都不为过”。^② 这个论断至今依然成立。不管是在美国还是在英国，投资银行都是资本配置的核心环节；而且在世界其他地区，它们的重要程度也与日俱增。投资银行的行为有时颇具争议，一个世纪以来，它们的业务活动一直受到媒体和政府的审视。

尽管有时看来，似乎每个普通民众对投资银行业都有一番看法，但我们对于它的存在仍旧缺乏一个逻辑一致的理论解释。虽然有大量的历史文献考察了投资银行的发展历程：法律文献分析了股票发行与交易的规则；金融和经济文献描述了投资银行家及其客户的动机，并据此解释他们开展交易时的机制。但是，几乎没有文献精确地阐释投资银行家为经济生活带来的变化，而这正是本书的目标所在。

对于上面的问题，现在还不足以用纯粹的金融学术语加以回答。众多的经济权力通过投资银行发挥作用，而且，政治家们认定，其中一些权力已不同程度地渗入了各投资银行。本序言开头引用的那句话就很好地说明了这一

^① 参见威廉·道格拉斯 1934 年 2 月 19 日写给菲利柯斯·弗兰克福特的信件——引自斯基尔（2001 年，第 123 页）。

^② 参见 Medina [（1954）1975，第 15 页]，本书第七章介绍了该评论的有关背景。

点。威廉·道格拉斯毕业于哥伦比亚大学法学院，而后短暂地担任过华尔街律师协会的主要成员——克莱瓦斯公司的首任律师；然后，又在耶鲁大学法学院担任了6年的教授。罗斯福“新政”时期，威廉·道格拉斯声名鹊起；此后，又成为履职时间最长的最高大法官。他的评论反映了当前的一个普遍观点：华尔街投资银行的权力过大，投资银行的证券交易活动也应该被一种新体系所取代，这种体系允许政府更多地介入资源的理性配置。我们知道，罗斯福“新政”的一个关键特征就是加强了对金融市场的监管。

正如我们将在本书中看到的那样，罗斯福“新政”对金融市场的种种控制措施，一经引入就开始受到侵蚀，这一侵蚀过程的最后阶段就是1999年《格拉斯-斯蒂格尔法》的废止。20世纪末，投资银行普遍获得了前所未有的权力、知名度和自由度，在许多方面，与20世纪初J. P. 摩根所享有的待遇不相上下。但是，一如J. P. 摩根的遭遇，投资银行很快就成为监管与政治抵制的对象，这种政治抵制贯穿整个投资银行业的发展史且反复发生。现在，投资银行家们又一次被斥为不负责任地滥用权力，其必然结果就是对投资银行更深入的监管与干预。

如果我们不能理解究竟是什么原因导致道格拉斯及其同人得出了他们的观点，我们就无法理解投资银行。为此，我们既需要深入考察投资银行运行的制度环境，还需要准确界定投资银行的哪些活动引起了政治家们的关注。立法机构的活动与投资银行家们采取的应对行动共同勾勒出今日投资银行业的概貌，同时也影响了英美式资本主义制度的发展。

本书通过构建投资银行家的理论解释框架，提出了以上待解问题，并努力将其置于更为宽广的社会和法律环境之中。我们希望，这种投资银行的“制度”分析视角能够较为清楚地揭示现代投资银行的演变过程，对解释投资银行业的法律和政治属性有所帮助。但是，这样做的代价是：我们并非律师或历史学家，为了写作本书，我们不得不直面法律和历史问题。我们无意于在这两个领域有新的学术建树，相反，我们希望利用法律和历史文献，能够在一定程度上说明投资银行这个核心经济机构的运行。

我们衷心感谢在本书写作过程中曾提供帮助的人。我们的研究助手

Thomas Knull、Qiao Ma、Mary Weisskopf 和 David Wilhelm 给予了出色的支持。我们还要特别感谢 Brendan Abrams 辛勤的劳动，他跟踪处理了大量历史数据，整理编辑了银行资本化数据。Paul Bennett、Steve Wheeler 以及纽约证券交易所（NYSE）档案部门员工对 20 世纪投资银行合伙人的数据整理提供了非常有益的帮助。我们也还要衷心感谢埃特研究公司的 Sang Lee 和格林维治合伙公司的 Marc Greene 为我们提供数据，普林斯顿大学 Mudd 图书馆的员工为我们提供了哈罗德·梅迪纳文集的使用之便，以及证券业协会的帮助。

我们特别感谢 Don Chow、Peter Engel、Jim Harris、Shaw Joseph、Mike Millette、Bill Schnoor 以及 Vice Simone，与他们关于投资银行实践的交流信息丰富、启发甚多。Ed Perkins 和 Alexander Ljungqvist 在核查学术研究史料方面提供了特别帮助。我们最初关于合伙人的思想在与 Bruno Biais、Zhaohui Chen、Steven Tadelis、Bharat Anand、Oren Sussman 以及 Colin Mayer 的谈话中得以成形；而 David Smith 对本书历史材料的初稿给予了非常有益的评论。

最后，在我们忙于写作该书的过程中，我们的家庭同样经历了各种困难，对他们的奉献，我们深怀感激。我们希望他们会认为，此书值得他们付出。

阿兰·莫里森 小威廉·维尔勒姆
牛津与夏洛特镇

目 录

序 言	VII
第一章 导 论	1
市场趋势	7
行业结构	14
投资银行业务	20
日益分化的专家交易商与一般交易商	29
结 论	33
第二章 制度理论	34
产权、制度与政府	35
非政府机构	42
政府政策制定、法律与法外合约	55
结 论	58
第三章 投资银行的制度理论	60
信息、创新与产权	62
信息市场与投资银行	66
内部组织	82
产业组织	86
结 论	88

第四章 投资银行的起源	91
信息交易	92
制度与法律	95
商业网络	101
早期资本市场	111
结 论	115
第五章 投资银行的兴盛	116
商人银行	118
法律环境与政治环境	121
投资银行的演化	131
结 论	150
第六章 “自由放任”时期的投资银行	152
法律环境与政治环境	153
技术发展	154
南北战争与零售投资银行	157
1873 年后的投资银行家	159
1873 年后的投资银行	169
结 论	184
第七章 极权主义与投资银行	186
法律环境与政治环境的变迁	187
立法、监管与投资银行	195
产业演化	216
联邦政府与摩根士丹利	221
结 论	224
第八章 现代产业革命	226
早期计算机技术的发展	227
早期投资银行市场结构的变化	232
实时计算	238

金融经济学的革命	242
全新的人力资本企业	249
结 论	261
第九章 投资银行的内部结构	262
投资银行的合伙制	264
股份制投资银行	275
结 论	286
第十章 未来是什么?	288
大型、复杂的银行组织	289
小型、专门的投资银行	295
结 论	304

第一章 导 论

在发达国家中，证券市场正成为越来越重要的投资资金来源。在证券市场上，公司和企业通过出售经营活动的投票权来筹集资本，而这些经营活动可以产生未来收入的现金流。他们的交易对手分布广泛，涵盖了从个人投资者到大型投资机构，比如养老基金、保险公司以及共同基金等。尽管这种融资类型一直以来都占据着重要地位，但 20 世纪末，资本市场的业务活动在全世界范围内迅猛增长。图 1.1 显示了证券发行和并购活动的变化趋势。从 20 世纪 80 年代早期开始，无论是在美国还是在全世界，以美元计价的证券产品

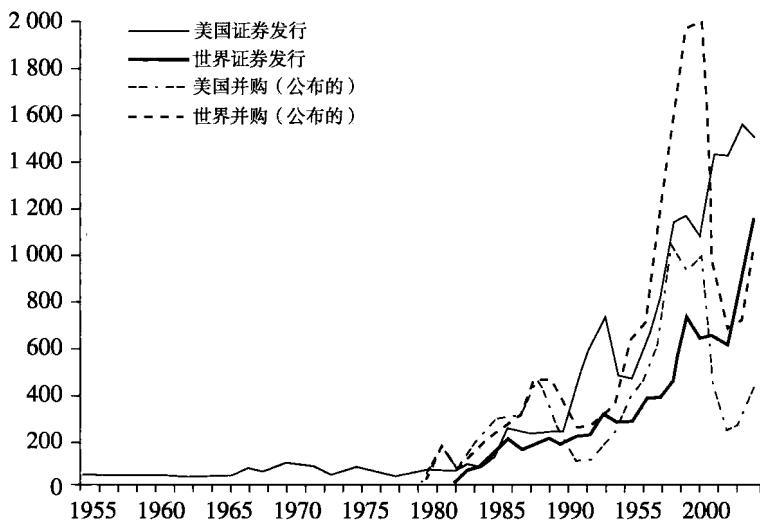


图 1.1 美国和全球证券市场交易情况

资料来源：证券业协会和证券业数据库。

价值都在急剧增加。并购活动具有很强的周期性：相对于历史水平而言，20 世纪 80 年代美国的兼并浪潮异常高涨，但 90 年代则又迅速回落。

一般来说，公开的证券市场发行两种类型的证券。债务型证券向投资者承诺固定的收益支付时间表，但是其持有者只有在未得到收益支付时才有投票权。股本型证券的持有者拥有投票权，但这种权利只有在债务清偿后仍有收益剩余的情况下才能实现。由于人们可以很方便地在证券市场上出售这些权利，因此，那些通过证券市场筹资的公司一般不与它们的投资者建立密切关系。在美国、英国和日本，这种公开股票市场上的距离型融资长期以来都是企业资金的重要来源；但在其他一些主要经济体中，例如法国和德国，它的重要性则明显要低得多。然而，法国和德国正日益转向公开市场融资。图 1.2 给出了自 20 世纪 90 年代以来股票市场资本总额与 GDP 之比的变化，说明了这些国家的近期状况。德国，特别是法国，值得我们关注，因为它们更广泛地转向了公开发行业股票筹资。然而，即使在那些传统上拥有发达公开证券市场的地区，银行融资依然是中短期债务融资的重要手段。2002 年艾伦（Allen）和盖尔（Gale）对该专题进行过全面的理论和实证研究。

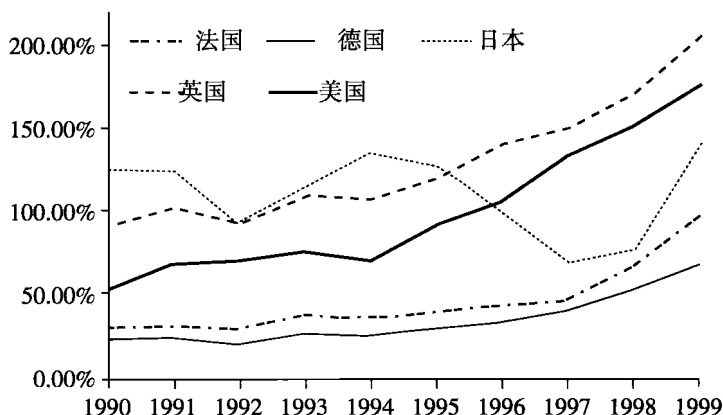


图 1.2 主要工业国家股票市场资本总额占 GDP 的百分比

资料来源：证券业协会和证券业数据库（2001）。

基于对价格影响程度的不同，证券市场有别于银行贷款等融资方式。由于和公司业务相关的信息分散在众多经济活动者身上，所以，当公司证

券在公开市场上交易时，这些信息就通过利己主义者之间的竞争性博弈而最终体现在证券价格上。如我们所知道的那样，相对价格反映了与经济中资源约束条件有关的信息，进而有助于企业对自身经营活动进行规划和评估。

与证券市场相反，经济中一般不存在银行贷款收益的市场；因此，银行不能通过提供贷款的价格来获取其交易对手的信息。相反，贷款人往往与他们的借款人建立密切关系，以此获得所需要的信息来评估借款人的投资活动。这种信息不会被广泛传播，因而银行存款人在信息的收集和分析中不发挥作用。银行作为贷款人通过直接介入其借款公司业务运作的方式取代了价格机制的作用。

银行借款人以中介者身份替代了产生信息并将信息提供给公司借款人的价格机制，这也是银行融资不同于证券市场融资的一个方面：后者需要投资者自己发现信息，当公司传递价格信号失败时，需要投资者自行校正。尽管如此，中介机构在证券市场上仍发挥着重要作用，这些中介机构就是我们所说的投资银行。

投资银行最重要的功能就是为需要融资的公司或企业安排证券发行。它们的客户既有通过首次公开发行（IPO）上市筹集股本的小企业，也有周期性进入资本市场为正在开展的业务和新项目融资的成熟企业。投资银行也为政府及其部门发行公共债券提供服务。新发行证券的市场通常称为一级市场。这个术语有一定的误导性，它会让人以为新证券发行没有一个单独正规的市场，发行过程竟然需要建立一个全新的市场。

用来交易发行后证券的市场被称为二级市场，最明显的例子就是纽约证券交易所。我们已经强调过，证券市场的作用之一就是把分散的信息集中起来，形成一个价格。正因如此，证券才能够在交易者之间方便地转手，某一证券在二级市场上交易的便利程度被称为“流动性”。流动性因证券以及市场结构的不同而异，目前市场结构已发生了全新而巨大深远的变化：从人工中介转向电子交易平台。

在流动的证券市场上，市场主体有搜集并交易信息的激励。但是，当公

司和存款人或投资者之间有一个中介机构时，比如发放贷款的银行，这种激励就消失了。因此，投资银行这类中介机构在融资过程中的重要性乍看起来显得很奇怪，而本书的目的就是解释投资银行的作用。

与放贷机构或者商业银行不同，传统上，投资银行很少向需要融资的公司客户投入自有资金。投资银行通常也不会积极连续地监管客户：任何这种企图都会损害证券市场在产生和整合相关信息方面的作用。^①然而，我们还是认为，像商业银行一样，投资银行的中心活动就是与信息有关的活动。

投资者如果对一个公司未来表现的信息知之甚少，他们就不太愿意投资于该公司发行的证券。相应的，如果这些公司能够吸引的投资者群体范围狭窄或者没有充分的信息，公司能够得到的关于其商业决策的市场反馈就会很少。在首次发行证券时，这更是公司所面临的最严重的问题，因为这时的投资者可能对证券发行者的业务了解很少，而公司在发行新证券时又很需要市场的反馈信息。于是，这两个问题都拖累了证券发行的效果：没有充分信息的投资者不愿意购买证券，而企业因没有充分了解市场的可能反应，而不愿意筹集资金。

如果能够得到确凿的数据，一些投资者也许能够估计新证券的需求状况，进而预测到证券发行的合适价格。利用这些信息，投资者在证券发行后进行交易就可以获取利润。发行者只有在保证给予这些投资者足够回报的情况下，劝说投资者披露信息，才能得到更加准确的发行价。但众所周知的是，拟定一份涵盖这类消息的合同非常困难。在很多情况下，合同问题都非常严重，它有可能阻碍证券发行，进而阻碍了基于市场的信息生产。

本书的观点是，投资银行的核心功能就是克服上述难题。当然，投资银行或许永无可能达成具有法律强制执行力的价格相关信息（price - relevant information）方面的合约，而这些信息对新证券发行来说至关重要。但

^① 尽管我们在第八章中解释了迈克尔·米尔肯在早期的二级市场通过次级债券或所谓“垃圾债券”获得了巨大的成功。

是，它创造了一个投资者网络，这个网络中的投资者信任投资银行并把它作为一个处于投资者和新发行商之间的中介机构，并给投资银行提供私人信息，投资银行利用这些信息就可确定市场需求状况，进而为发行商制定更准确的发行价。这种网络关系在价格相关信息方面发挥着非正式市场的作用，其参与者通过明示合同和隐含（或所谓关系型）合同的组合，相互约束。需要注意的是，后一种合同是由投资银行而不是法庭来执行的。所以，我们把投资银行的这种网络称为“信息市场”。在这个市场上，投资银行执行隐含合同的能力取决于它们在平衡众多交易对手相互冲突的利益方面所享有的信誉。

投资银行管理信息市场的核心功能为它在证券市场中的其他活动提供了竞争优势。例如，我们曾提到，对于那些依赖证券市场融资但表现不佳的企业积极进行干预的，通常是投资者而非这些企业的筹资中介机构。一种干预机制就是公司控制权市场。投资银行可以利用它们的信息市场获得对潜在购买者有价值的信息；也正因为如此，兼并与收购顾问业务也是投行业务的重要组成部分。

由于具有一级市场的专业知识，投资银行自然也是二级市场上的活跃分子。例如，它们愿意在二级市场上进行交易使它们的投资客户感到放心，原因在于这能确保投资者在决定退出的时候，能够顺利退出。投资银行也为其公司客户提供融资之外的其他市场服务。投资银行可以就企业的资本结构提出积极建议，并指出如何优化资本结构，从而使企业增强盈利能力。在作为“金融工程师”的这种现代功能中，投资银行越来越多地通过设计和出售衍生产品合约，将它们提供给企业的建议付诸实施，这些合约可以使企业更加有效地降低融资成本、减少财务困境以及促进内部激励。在许多情况下，投资银行是衍生产品合约的初始交易对手；但是，它通常会寻求在流动的二级市场上进行相关证券的对冲交易，以便转移风险。

最后，投资银行越来越多地把其证券市场技巧直接和间接地用于资产管理业务。通过管理、销售共同基金和对冲基金，投资银行越来越多地直接参与市场。1980年，纽约证券交易所十大会员公司（按资本额衡量），都是大

型投资银行机构，其资产管理收入还不到总收入的1%。到了1990年，这个数字便增长到了4.17%，或者相当于承销收入的2/3。2004年，资产管理费用总计占十大会员公司收入的7.5%，或者相当于承销收入的60%。^① 投资银行还通过提供“一级市场经纪业务”间接服务于资产管理市场，这些业务专门针对机构投资者，绝大多数机构投资者的交易频率和交易数量都远高于散户投资者。

在本书的后半部分，我们将建立一个投资银行的理论模型，并借助这个模型来考察投资银行业从18世纪大西洋贸易时期的发端直到现在的历史演化过程。本章通过对现代投资银行的描述为我们的讨论设定背景。首先，我们将研究证券市场发展的重要趋势，并揭示这些趋势对投资银行经营的潜在影响。我们认为，对一些投资银行来说，20世纪后期的技术进步使金融资本相对于缄默人力技能变得更为重要。这些变化对投资银行业的结构产生了深远影响：一些投资银行仍旧把重点放在人力因素起最大作用的活动中，而另外一些投资银行则采用新技术，在那些日益依赖金融资本的业务领域创造了业务成功所需的规模经济和范围经济。

在本文的结尾部分，我们更深入地研究两家投资银行，它们分别代表了行业分化的两种典型。摩根士丹利是大型投资银行的代表。在过去20年中，它把自己从私人合伙制转为股份制，与零售经纪商添惠合并，把业务范围由原先狭隘的咨询服务扩展到更广泛的服务领域，由此获得了迅速发展。由于这些转变，在摩根士丹利的生产过程中，金融资本相对于人力资本的重要性大幅提高。2005年，随着麦晋桁取代裴熙亮成为新的CEO，日益紧张的人力资本和金融资本之争也达到了顶峰。裴熙亮支持金融资本密集型业务，而约翰·麦克则更多地代表传统看法，即支持人力资本密集型业务。

与摩根士丹利相反，拉扎德（Lazard Freres）直到不久前还保持着小型私有合伙制，业务也几乎全集中在咨询领域，在这个业务领域，人力是

^① 数据来自证券业协会和证券业数据库。

至关重要的因素。不过，拉扎德最近的首次公开募股既标志着投资银行业的私人合伙制寿终正寝，也是小而精的咨询类投资银行进行股份制实验的一个例证，在这些投资银行中，核心资产依然是人，而股东对“人”这一资产的产权可谓相当薄弱。我们试图解释投资银行各种历史悠久的独特特征，在这样做的过程中，人力资本与金融资本之间的冲突将是贯穿始终的一个主题。

市场趋势

我们在第三章中提出投资银行的核心功能就是创造一个能提供信息产品的环境。投资银行通过创造信息市场来达到这一目的，在这个信息市场中，由投资者组成的小团体可以为银行提供信息。信息产品的合同不可能由法庭来执行，而是借助信息市场参与者之间多次反复互动建立起来的彼此信任来执行，这种信任关系强化了他们的市场业务关系。

投资银行核心的信息创造活动从证券市场建立以来几乎没有什么变化（参见第四章至第七章）。但是，投资银行制造信息的方式却随着技术、政策、法律以及人口结构的变化而不断改变。近几年来，投资银行业的发展前景由于信息技术革命、金融工程技术以及衍生产品交易的爆发已经发生了转型。这些变化拓展了投资银行更富效率的业务规模，从而提高了金融资本的重要性。同时，这些变化也降低了交易场所内人工经验和判断的重要性，减少了对技术支持的反对。

如图 1.3 所示，过去 40 年里，这些因素已经对二级市场交易产生了很大影响。纽约证券交易所的日均成交量在 20 世纪 60 年代增长了 4 倍，从 300 多万美元增长到了 1968 年约 1 300 万美元。这段时期内，过时的后台办公系统问题迫使靠零售交易起家的美林证券这类公司实施计算机化。只有通过注入金融资本，这些公司才能获得必需的业务规模。交易所终于在 1971 年意识到了这一点，于是在这一年，它开始允许其会员公司像上市公司一样经营。

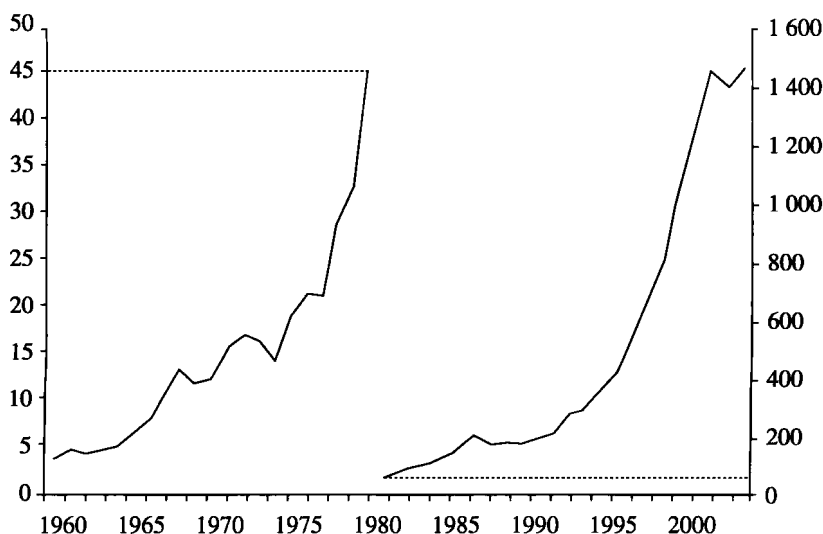


图 1.3 1960 ~ 2004 年纽约证券交易所日均交易量

资料来源：纽约证券交易所。

交易量持续增长。1980 年比 1970 年又增长了 4 倍，这迫使交易所（1976 年）为电子订单和执行小额交易指令引进了指定订单传输系统（Designated Order Turnaround，简称 DOT，即一种电子自动撮合成交系统），从而避开了场内专家交易商的报价程序。20 世纪 80 年代成交量再次增长了 4 倍，并在 1987 年 10 月股市崩盘时达到了顶点。伴随着成交量的一个短期回调和对交易技术的持续巨额投入，日均成交量在 1990 ~ 2004 年间又有了近 10 倍的增长。

人口结构和技术方面的变革共同推动了 20 世纪 80 年代股票市场的发展。正如我们指出的那样，证券所有权形式发生了变化。此外，更廉价的计算机技术和金融理论的发展使投资银行首次可以运用复杂的定价方法和风险管理技术。其结果是，在某种程度上，为支持二级市场活动而开发的计算机系统取代了人力在撮合交易时的作用。例如，在外汇交易和金融期货市场中，电脑管理的交易账户就很重要。不过，尽管做市操作需要巨额金融资本而且获益越来越少，但是对最大的投资银行来说，它仍然是获得信息的一个重要渠