



III 高等院校金融类专业系列教材

投资银行学

Investment Banking

主编 夏红芳

INVESTMENT

BANKING



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社



II 高等院校金融类专业系列教材

投资银行学

Investment Banking

主编 夏红芳



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资银行学 / 夏红芳主编. —杭州: 浙江大学出版社, 2010.9

ISBN 978-7-308-07980-8

I. ①投… II. ①夏… III. ①投资银行—经济理论
IV. ①F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 184054 号

投资银行学

夏红芳 主编

丛书策划 朱 玲 樊晓燕

责任编辑 朱 玲

封面设计 卢 涛

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州中大图文设计有限公司

印 刷 杭州余杭人民印刷有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 20.75

字 数 406 千

版 次 2010 年 9 月第 1 版 2010 年 9 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-07980-8

定 价 36.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

前言

2007年发端于美国的金融危机对投资银行学科的影响是不言而喻的,作为从事投资银行学教学多年的高校教师,有义务通过教学内容、教学方法的改革,对这场危机中投资银行的得失成败进行理性分析。通过教材这一知识载体,在传授知识、训练技能和发展智力的同时,提高学生发现问题、分析问题、解决问题的综合素质。

本教材立足于投资银行是什么,围绕资本市场中投资银行所做的核心业务及其内在逻辑展开阐述,主要内容包括企业上市、证券承销、证券交易、并购、资产管理、资产证券化、基金管理、风险及其监管等,在撰写过程中,我们总结了投资银行在业务运作中所创造的新知识、新理念和新方法,针对这次金融危机,特别强调了监管部门对这些“创新”的“监管创新”。

我校金融专业开设投资银行学课程已经十几年了,以夏红芳博士为学术带头人的投资银行学教学团队,依托投资银行学理论和实践科研项目,在资本市场、证券发行、公司并购、资产重组和风险管理等方面均做出了一定成绩。作为浙江省省级精品课程,已经形成一套较为完整的教学体系,教材的编写计划得到专家好评,获得浙江省“十一五”规划教材项目资助。本教材可作为高等院校金融学专业、经济类与管理类专业有关课程的教材,也适合金融从业人员以及社会读者使用。我们相信,本教材一定能够给有志于投资银行事业的学子以教益,引领他们成为未来新一代投资银行业的领军人物。

本教材由浙江财经学院金融学院部分教师参与编写,参编教师均在我国各名

牌大学获得博士学位或博士在读。夏红芳拟定总体写作大纲和撰写重点章节,各章撰写作者如下:第一、二、八、九、十章,夏红芳;第三、六章,涂琳琳;第四、五章,武鑫;第七章,张红。在写作本教材时,作者参考了国内外已出版的相关教材、著作和论文,其中主要部分已在参考文献中列出,除此之外,还有一些国内著名文献未列入,并引用了部分作者的部分资料,在此特向所有被引用的参考文献作者表示感谢。

在教材写作过程中,金融学院研究生梁涛、王文岗承担了资料整理工作,付出了辛勤劳动,在此深表感谢。浙江财经学院领导和金融学院领导对本教材的编写给予了大力支持和帮助,在此一并致谢!

感谢浙江省教育厅、浙江大学出版社的支持!也希望同行专家和读者不吝赐教,共同进步!

编 者
2010年8月于杭州

目 录

第一章 投资银行概述	1
第一节 投资银行的概念与功能	1
一、投资银行的广义与狭义概念	2
二、投资银行的功能	3
第二节 投资银行产生及发展	10
一、投资银行产生于欧洲	10
二、以美国为代表的现代投资银行发展	12
三、其他国家和地区投资银行业的发展	18
四、我国投资银行的发展	19
五、金融危机与投资银行业的未来发展	23
第三节 投资银行的结构与组织方式	25
一、合伙制	26
二、公司制	27
三、金融控股公司	29
第二章 企业上市	32
第一节 上市的条件创造及利弊权衡	32
一、企业上市的利弊权衡	32
二、上市的条件	34
三、上市前的改制	36

第二节 上市市场的选择	47
一、中国内地证券市场	47
二、中国香港证券市场	49
三、美国证券市场	51
四、日本证券市场	54
五、英国证券市场	56
六、上市地点选择	57
第三节 上市方式选择	58
一、整体上市和分拆上市	58
二、买壳上市与借壳上市	60
第四节 海外上市及其具体方式	62
一、海外上市	62
二、国内企业海外上市的具体方式	65
第三章 证券发行与承销	66
第一节 股票发行的核准	66
一、我国股票发行制度	66
二、承销与保荐的业务资格	68
三、募股文件的准备	69
四、我国首次公开发行股票核准	70
第二节 股票发行与承销的实施	72
一、股票的承销方式	72
二、公开招股的推销努力	73
三、股票发行的估值方法	74
四、首次公开发行股票的询价与定价	78
五、发行方式	80
六、超额配售选择权	83
第三节 国债的发行与承销	85
一、我国国债的发行	86
二、国债的承销程序	87

三、国债承销的价格、收益和风险	88
第四节 其他债券的发行与承销	90
一、企业债券的发行与承销	90
二、公司债的发行与承销	93
三、金融债券的发行与承销	95
第四章 证券交易业务	102
第一节 证券交易概述	102
一、证券交易中的相关主体	102
二、证券交易的对象	104
三、证券交易市场	105
第二节 证券经纪业务	107
一、证券经纪业务的含义与特点	107
二、建立经纪关系	108
三、委托买卖	109
四、竞价与成交	111
五、信用交易	112
六、禁止行为与其他事项	114
第三节 自营业务	115
一、自营业务的特点与原则	115
二、国外对投资银行自营业务监管的经验	117
三、我国对投资银行自营业务的规定	117
第四节 做市商业务	120
一、证券做市商的含义	120
二、做市商的作用	121
三、做市商优缺点比较	124
第五节 证券交易业务的发展趋势	126
一、网上证券交易业务的开拓	126
二、逐步推行规范的经纪人制度	128
三、理财顾问的个性化服务	130

第五章 并购与重组业务	132
第一节 并购与重组概述	132
一、并购与重组的基本概念与分类	132
二、兼并收购的发展趋势	134
三、投资银行在并购中的作用	137
第二节 扩张性并购与重组	138
一、企业扩张的动因分析	138
二、扩张性并购的业务流程	140
第三节 反收购及防御策略	148
一、反收购的总体防御策略	148
二、反收购的主要手段	149
第四节 收缩性并购与重组	155
一、企业收缩的动因分析	155
二、企业收缩的具体形式	156
第五节 企业所有权或控制权结构变更	158
一、股票回购	158
二、杠杆收购	160
第六节 全流通时代的中国并购市场	161
一、全流通带来并购机会	161
二、全流通对并购行为的影响	162
三、在新条件下要注意的问题	165
第六章 资产管理业务	167
第一节 资产管理业务概述	167
一、资产管理业务的内涵	167
二、我国资产管理业务的种类	169
三、我国开展资产管理业务的基本要求	170
四、资产管理业务与其他业务的关系	171
第二节 资产管理业务的运作管理	173

一、投资银行资产管理业务的方案设计	173
二、资产管理业务的操作程序	176
三、资产管理业务的模式	176
四、禁止行为和监管措施	178
第三节 委托资产的投资管理	179
一、委托资产投资管理的投资目标	179
二、投资限制	180
三、投资管理策略	182
第七章 资产证券化业务	196
第一节 资产证券化概述	196
一、资产证券化的内涵	196
二、资产证券化的特征	197
三、资产证券化的类型	198
四、资产证券化的起源与发展	200
第二节 资产证券化的运作	201
一、资产证券化的参与主体	201
二、资产证券化的一般流程	203
三、资产证券化的核心——破产隔离	207
四、投资银行在证券化过程中的作用	208
第三节 资产证券化实践的经验借鉴	209
一、美国资产证券化的实践	210
二、欧洲资产证券化的实践	213
三、亚太国家和地区资产证券化的实践	215
第四节 资产证券化在中国	217
一、我国资产证券化的背景	217
二、我国资产证券化实践的阶段	219
三、美国次贷危机对我国资产证券化发展的启示	222
第八章 基金管理业务	226
第一节 基金的当事人及其运营	226

一、基金当事人	226
二、基金的设立、发行和交易	233
第二节 基金投资运作和管理	238
一、基金投资目标	238
二、基金的投资政策	239
三、基金的投资限制	241
四、信息披露	242
五、基金的费用	244
六、基金的收益和分配	245
七、基金的税收	246
八、基金的选择及其调整	247
第三节 基金家族管理	250
一、基金的规模效应	251
二、基金的明星效应	252
三、基金家族的投资策略	253
第九章 投资银行风险管理	255
第一节 投资银行风险概述	255
一、风险的含义	255
二、风险分类	256
第二节 投资银行风险管理系统	263
一、投资银行风险管理目标及思路	263
二、风险管理系统构建的基本原则	264
三、投资银行风险管理程序	264
四、风险管理组织机构及其职能	265
第三节 投资银行风险管理外部配套系统	267
一、建立完善的投资银行保险制度	267
二、建立投资银行信息披露制度	268
三、建立投资银行退出机制	269
四、建立投资银行资信评级制度	269

第四节 投资银行风险管理的国际经验及趋势	270
一、具有清晰的风险管理理念	270
二、具有完善的风险管理架构	271
三、具有先进的风险管理方法	271
四、具有科学完善的内外部监管机制	272
第五节 风险管控技术工具	273
一、VaR 方法	273
二、VaR 方法的补充	278
三、Creditmetrics 模型	282
第十章 投资银行监管	286
第一节 国际证监会组织(IOSCO)的证券监管目标和原则	286
一、监管目标	286
二、监管原则	288
第二节 对投资银行的监管	293
一、市场准入的监管	293
二、日常经营活动的监管	295
三、主要业务活动的监管	296
四、投资银行从业人员管理制度	302
五、投资银行主要违法违规行爲监管	305
第三节 投资银行监管体制	309
一、投资银行的监管体制模式	309
二、我国对投资银行的监管体系	312
参考文献	316

第一章

投资银行概述

在现代经济系统中,各类金融活动在各国经济发展中扮演着愈来愈重要的角色,为了提升金融活动经营效率和竞争力,通过非银行体系筹资的直接金融比重大大超过了通过银行体系间接筹资的比重。投资银行作为活跃于金融市场上的一类重要的金融机构,以灵活多变的形式参与资本市场进行金融资源的配置,成为资金供给者和资金需求者之间重要的联系纽带,引导资金流向,节省交易环节和交易费用,实现了资本的高效配置。本章主要介绍投资银行发展基本情况及组织结构。

第一节 投资银行的概念与功能

投资银行是证券和股份公司制度发展到特定阶段的产物,是发达证券市场和成熟金融体系的重要主体,在现代社会经济发展中发挥着沟通资金供求、构造证券市场、推动企业并购、促进产业集中和规模经济形成、优化资源配置等重要作用。

纵观经济发达国家,其健全的金融体系都包括了中央银行、商业银行、政策性银行、投资银行和其他金融机构。其中,投资银行由于现代经济的高度发展,尤其是证券行业的发展和金融市场的繁荣而更显示其活力和重要性。目前,理论界对投资银行尚无一致定义,实践中各国也存在差异。

“投资银行”(investment bank),在世界各国有多种不同称呼,投资银行主要是美国的叫法,同时又称“华尔街金融公司”(Wall Street Firms),那是因为它们大多集聚在纽约华尔街金融区;在英国、澳大利亚等国家称为商人银行;德国称为私人承兑公司、全能银行;法国称为实业银行;日本称为证券公司(Security Firms);泰国称为金融证券公司;新加坡称为商人银行或证券银行等;我国称为证券公司。虽然这些金融机构在各国业务侧重点有所不同,但都是我们所要研究的一类特殊的金融机构。

一、投资银行的广义与狭义概念

早期的投资银行在市场扮演资金中介角色,作为投资人和发行公司资金融通的桥梁,其主要业务为股票和债券的承销,但随着金融环境的日益复杂化,投资银行将业务多元化,推出了层出不穷的新业务,从并购、创业投资到利率互换及资产证券化等,投资银行新业务的开展使得对投资银行的界定就变得较为困难。美国著名金融投资专家罗伯特·库恩根据投资银行业务的发展和趋势,曾对投资银行有过以下四个方面的描述:

(1)任何经营华尔街金融业务的银行,都可以称作投资银行。这是针对投资银行的最广义定义,它不仅包括从事证券业务的金融机构,甚至还包括保险公司和不动产经营公司。

(2)只有经营一部分或全部资本市场业务的金融机构才是投资银行。这是一个次广义的定义。这里所说的资本市场是与货币市场相对应的,即指期限在一年或一年以上的中长期资金市场。因此,证券承销、公司资本金筹措、兼并与收购、证券投资咨询服务、资产管理、创业资本及证券私募发行等都属于投资银行业务,而不动产经纪、保险、抵押等则不应属于投资银行业务。

(3)较狭义的投资银行业务的定义仅包括某些资本市场业务。诸如承销业务、兼并收购等;另外的资本市场业务如基金管理、创业资本、风险管理和风险控制工具的创新等则排除在外。

(4)最狭义也是最传统的投资银行定义,仅把在一级市场上承销证券、筹集资金和在二级市场上交易证券的金融机构当做是投资银行(这一定义排除了当前各国投资银行正在经营着的许多业务,因而显然已不合时宜)。

罗伯特·库恩认为,上述第二种观点最符合美国投资银行的现实状况,因而也是目前投资银行的最佳定义。但是他根据“以为公司服务为准”的原则,认为那些业务范围仅限于帮助客户在二级市场上出售或者买进证券的金融机构不能称为投资银行,而只能叫做“证券公司(security firm)”或者叫证券经纪公司(brokerage firm)。由以上可以清晰地看到,投资银行是在资本市场为各种投融资主体提供中介服务的金融机构。

根据投资银行的定义和业务经营范围,我国证券公司就是广义上的投资银行。在我国,证券公司主要业务包括:证券发行承销业务、证券经纪业务和自营业务、兼并与收购、理财业务、咨询业务、资产管理以及《证券法》规定的其他业务。我国《证券法》把证券公司主要分为两大类:综合类与经纪类,这两者的主要区别就在于其所经营的业务范围有所不同。

二、投资银行的功能

现实经济生活中,不同的金融机构提供了不同的金融或金融衍生产品以及不同的金融服务,因而对社会经济的发展起着不同的作用。但作为金融机构的一种,除了在刺激提高融资数量、提高投融资效率、完成中介职能作用以外,投资银行具有其独特的作用。虽然投资银行是在商业银行等传统信贷机构基础上发展起来的,但它的出现对金融的繁荣和经济的推动作出了独特贡献。

1. 直接融资媒介

投资银行通过帮助资金需求者发行证券等所有权和债权凭证,将其售给资金供应者,把资金供需双方联系起来,在这个过程中,投资银行充当了直接融资市场上重要的中介人。与间接融资相比,直接融资有更多的有利条件:

(1)直接融资可以有期限的多种选择,并提供中长期资金。从历史上看,投资银行最初的业务就是在商业银行无法提供中长期贷款,而市场有旺盛需求的基础上发展起来的;在资本市场中,资金的供给者希望将多余的资金转让给资金的需求者以获取收益,资金的需求者则希望筹集到所需资金谋求自身的发展。但在复杂的经济体系中,资金供给者和资金需求者相互之间是互不认识的,当然在少数偶然条件下也有双方认识的情况,但资金需求方希望寻求供应方的条件与资金供应方希望寻求需求方的条件往往难以满足,真正能够相互匹配的情况是非常偶然的。这就客观上要求有一个专门机构承担起相互沟通、寻求匹配的融资中介的作用。于是,投资银行和商业银行就历史地、客观地担当起了这样的角色。然而,商业银行和投资银行看似都是金融中介机构,其所起作用的方式和重点却大相径庭。商业银行在资本市场中充当存贷款中介,投资银行则充当直接融资的中介。

投资银行是资本市场上沟通互不相识的资金供求者之间的纽带和媒介。一方面,它为资金盈余者提供合适的投资机会,使其能够充分利用多余的资金来获取收益;另一方面,它又帮助资金短缺者获取了资本来源,对长期资本的形成起到了组织作用。在这一过程中,促使零星的分散资金转化为巨额资金、短期资金转化为长期资金、闲散资金转化为创造价值的生产资金。投资银行与商业银行在国民经济中都具有融资功能,但其功能的实现途径却截然不同。具体区别见表 1-1。

表 1-1 投资银行与商业银行的区别

	投资银行	商业银行
本源业务	证券承销	存贷款
功 能	直接融资和长期融资	间接融资和短期融资
业务概貌	不能通过资产负债表反映	表内业务和表外业务
利润主要来源	佣金	存贷利差
经营原则	创新开拓	稳健
宏观管理	证券监管机构、财政部、中央银行和证券交易所多层次管理	银行业监督委员会,中央银行

(2)直接融资将资金使用的风险分散给广大提供资金的投资者,风险由众多投资者承担。这在一定程度上放松了资金供应者出让资金使用权的条件,使不受银行青睐的融资者更容易筹到资金。投资银行不仅为投资者和融资者提供了资金融通渠道,而且为投资者和融资者降低了投融资风险。通过多样化的组合投资为投资者降低了风险。投资银行在其资产管理业务中,将多个客户的资金聚集起来,再用这些聚集起来的资金购买多种债券和股票的组合,这种组合是单个客户资金难以达到的。通过这种投资组合,投资银行有效地降低了每一个客户的风险。同时,投资银行通过提供风险中介的功能,也为融资者降低了风险。因为投资银行利用其对金融市场的深刻了解,为融资者提供了关于资金需求、融资成本等多方面的信息,并通过各种证券的承销大大降低了融资者的风险。但从总体上看,直接融资的风险高于间接融资,投资者需要承担一定的投资风险。

(3)直接融资使资金供求双方联系紧密,有利于资金的快速配置和使用效益的提高。直接融资的金融工具具有较好的流动性,能够在金融市场上便利地交易,直接融资能够提高金融市场的会计、信息披露和公司治理结构的标准化和规范化。

2. 完善资本市场

投资银行是资本市场上从事证券发行买卖及相关业务的一种金融机构,最初的投资银行产生于长期证券的发行及推销要求,随着资本市场的发展,投资银行的业务范围也越来越广泛。目前,投资银行除了证券的承销外,还涉及证券的自营买卖、公司理财、企业购并、咨询服务、基金管理等。在当今世界上,投资银行已成为资本市场上最重要的金融中介机构,它们时时处于市场之中,无论是在一级市场还是二级市场上都发挥着重要作用。

第一,从一级市场来看,证券发行是一项非常繁复的工作,证券发行者必须准

备各种资料,进行大量的宣传活动,提供各种技术条件,办理复杂的手续,因而仅仅依靠其自身的力量向投资者发售证券不仅成本很高,而且效果也往往很差。所以,证券发行工作总是要依靠投资银行的协助方能顺利完成。作为直接融资的中介机构,投资银行为证券一级市场构建发挥了重要作用。在证券发行过程中,投资银行充当了承销商的角色。具体来说,投资银行在辅助构建证券一级市场发挥了以下作用:①咨询。投资银行在为证券发行者提供服务的同时,也为投资者提供咨询服务。对于证券发行者,投资银行凭着自己丰富的经验,通过调查研究,向其建议发行何种证券、按何种价格、在何时发售等,并为其提供有关行业、企业、市场的分析资料,作为其发行证券时的参考。同时,投资银行还向投资者提供不同证券的资料,建议其投资何种证券。②承销。证券发行者在确定将发行证券的金额、种类、时间等基本因素后,往往需要对其即将发行的证券进行承销(一般是包销)。这样,证券发行者就可以将证券发售不出或必须降价方能售出的风险转嫁到投资银行的身上。一旦该证券没有完全售出,投资银行就有义务买入所有剩余证券,从而使发行者的风险和成本都大大降低。③分销。在承销证券之后,投资银行还利用自身的分支机构组织一定规模的分销集团及销售网络,向投资者出售其承销的证券。④代销。有时投资银行可能认为某些证券具有很高的风险,不愿进行承销保证,而仅仅是尽最大努力为之推销,但并不承诺买入未发售的剩余证券。⑤私募。在证券的私募发行中一般也需要投资银行联系发行者和投资者,设计证券发行的各种条件,使发行过程得以顺利进行。由此可见,没有投资银行,就不可能有高效率、低成本的规范的证券一级市场。

第二,就证券的交易市场即二级市场而言,投资银行以做市商(market maker)、经纪商(broker)和自营交易商(trader)的身份参与二级市场,起着重大的作用。①做市。在证券承销完毕后的一段时间,投资银行经常作为做市商,维持其所承销证券上市后的价格相对稳定。②委托代理。在二级市场中,如果证券交易在证券持有者和购买者之间直接进行,必然会造成交易活动混乱不堪,效率低下,安全性没有保障,因此,需要投资银行以经纪商的身份接受顾客委托,进行证券买卖,提高交易效率,维持场内秩序,保障交易活动的顺利进行。③自营交易。投资银行以交易商的身份活跃于二级市场中,搜集市场信息,进行市场预测,吞吐大量证券,发挥了价格发现的职能。投资银行的证券交易业务还方便了客户买卖,活跃了市场交易,保障了证券价格的连续性和稳定性。

第三,无论其在一级市场还是在二级市场,投资银行是金融领域内最活跃和最积极的力量,它们推陈出新,从事金融工具的创新,开拓了一个又一个新的业务领域。通过这些新业务的开展,从主观上讲,投资银行不仅有效地控制了自身风险,更重要的是靠革新证券设计和包装而获得新的利润增长点。客观上还使包括