

金融学教程系列

F830.33-43

F25

投资银行学

TOUZI YINHANGXUE

范学俊 编著

立信会计出版社

金融学教程系列

F830.33-43
F25

投资银行学

TOUZI YINHANGXUE

范学俊 编著



A0934664

立信会计出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

投资银行学/范学俊编著. —上海:立信会计出版社,
2000.8

(金融学教程系列)

ISBN 7-5429-0770-0

I. 投... II. 范... III. 投资银行-经济理论-教材
IV. F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 45075 号

出版发行 立信会计出版社
经 销 各地新华书店
电 话 (021)64695050 × 215
(021)64391885(传真)
(021)64388409
地 址 上海市中山西路 2230 号
邮 编 200233
E-mail lxaph@sh163c.sta.net.cn
出 版 人 陈惠丽

印 刷 上海申松立信印刷厂
开 本 850 × 1168 毫米 1/32
印 张 13.5
插 页 2
字 数 328 千字
版 次 2000 年 8 月第 1 版
印 次 2000 年 8 月第 1 次
印 数 3 000
书 号 ISBN 7-5429-0770-0/F·0709
定 价 25.00 元

如有印订差错 请与本社联系

前 言

投资银行是发达金融体系中的一个重要组成部分,是资本市场中的灵魂机构,是连接宏观经济决策与微观企业行为的枢纽。投资银行承担了收集、分析、综合信息,寻找商业机会,调配资本,作出投资决策并承担风险的职能,发挥了媒介资金供给、推动证券市场的发展、提高资源配置效率、推动产业集中等的重要作用。20世纪60年代以来,投资银行及其业务发生了比起其他经济领域更为巨大的变化和突破。它在金融资源分配中所发挥的功能和作用甚至影响着世界现代经济发展的趋势和格局。

投资银行业务的一个最大特点就是不断创新,经常在变化、发展、进化。新技术频繁出现,新工具相继问世。最初的投资银行业务主要从事证券的承销和二级市场上的交易业务,随着金融理论的重大突破以及跨国公司的兴起所带来的更具竞争性的商业环境,特别是电讯、计算机和数字处理等方面的技术进步,使得投资银行经营范围与运作功能大大增加;与此同时,新兴市场的不断诞生及金融工具的创新,也形成了现代投资银行的新体系。

投资银行业具有变色龙般的特性。当金融环境发生变化时,投资银行会随之发生变化,有时它是多功能机构不可或缺的金融业务,另一些时候它又被剥离出去,在更严格的监管下操作。但永恒不变的是它对经济的推动力,它那永远使人充满激情的复杂性和创新性。

投资银行起源于欧洲,于19世纪传入美国,如今美国是投资银行业最为发达的国家。本书主要是以美国投资银行的发展历史

为背景,以美国投资银行的机构及业务运作实践为主要素材,对投资银行的实质、主要业务及其功能,进行论述和介绍,着重反映投资银行的创新作用,力求从理论和实践两个方面探索投资银行学的内涵。

第一章从投资银行的本质、投资银行业的特征、投资银行业务支柱及投资银行的发展 4 个方面对投资银行作概要性的介绍。

第二章从传统证券融资成本的决定、投资银行的创新证券的设计及公募承销业务和私募周旋业务方面探讨投资银行在公司融资中的作用。

第三章主要介绍投资银行在交易市场所从事的经纪、做市及自营 3 种业务及功能。

第四章主要从项目融资业务的技巧、项目融资的风险及分担等方面介绍投资银行在项目融资中的作用。

第五章首先讨论投资银行在企业重组中的地位和功能,然后主要介绍投资银行的并购代理业务的运作,同时也涉及一些商人银行业务的内容。

第六章探讨风险资本在资本市场中的地位,分析了风险投资的运作特点及合伙制风险投资公司运作机制,介绍了投资银行参与风险资本业务的原因及运作步骤。

第七章讨论了资产证券化的运作框架、主要内容、证券化的形式及意义,重点分析投资银行在住宅抵押贷款证券化过程中,尤其是在创造担保抵押债券中的贡献。

第八章着重介绍了投资银行在互换工具创造方面的作用以及金融衍生工具在有关投资银行业务中的运用。

第九章结合所发行证券的具体特点,进一步介绍投资银行在商业票据融资、公共融资及国际融资中的作用,是第二章内容的扩展。

第十章主要探讨中国投资银行的发展现状、历史使命及发展

趋势。

投资银行业务出现在我国仅有几年的历史,而且业务规模 and 水平尚处起步阶段,然而步入新世纪的中国投资银行却肩负着推动中国经济发展大变革顺利实现的历史使命。国企改革与筹资、经济结构的调整、繁重的基础设施投资、巨大的社会公众储蓄的动员以及房地产的证券化等等方面的任务,大部分要靠投资银行来完成,中国投资银行任重而道远。

相信《投资银行学》对立志从事投资银行业的大学生及研究生、金融界的从业人员、企业的经营者和财务管理人员,以及对投资银行有兴趣的各类人员了解投资银行的基本价值会有所帮助。

作 者

2000 年 7 月

第一章 投资银行概论

投资银行与商业银行一样是金融体系中的一个重要组成部分,如果说商业银行是一个主要经营货币的金融机构,那么投资银行就是一个主要经营资本的金融企业。投资银行的主要作用是媒介资金的供给者和资金的使用者,为融资者和投资者创造最佳的财务效益。投资银行在市场经济中起着关键的作用,因为它直接促成了金融资源的有效配置。投资银行致力于促成交易,属于服务性行业。它不生产任何产品,也不出售任何商品,然而在实质上它却左右着从事工商活动的所有企业,它在金融资源分配中所发挥的功能和作用甚至影响着世界现代经济发展的趋势和格局。本章从投资银行的本质、投资银行业的基本特征、投资银行业务的支柱、投资银行的发展 4 个方面对投资银行作概要性的介绍。

第一节 投资银行的本质

一、投资银行的含义

投资银行在西方已经历了几百年的发展,它起源于欧洲,于 19 世纪传入美国,并在欧洲与美国分别地发展起来,如今美国是现代投资银行业最为发达的国家。投资银行主要是美国的称呼,英国、澳大利亚及原先的英联邦国家称之为商人银行,在日本称之为证券公司。虽然称呼不同,但从性质上来说是的相同的,都可以将其称之为现代投资银行。

目前,理论界对投资银行还没有一致的定义,实践中各国也互

有差异,而且投资银行业又是一个日新月异的行业,所以对投资银行的界定就变得较为困难。

美国著名的金融投资专家罗伯特·库恩(Robert Kuhn)提出了4种投资银行定义,包括了从大范围金融服务的广义投资银行定义到传统的狭义投资银行定义。

最广义的定义:即任何经营华尔街金融业务的机构,都可以称之为投资银行。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;业务包括从国际银团承销到分支零售营销,再到其他金融服务(例如房地产和保险)的所有内容。

较为广义的定义:即经营一部分或全部资本市场业务的金融机构是投资银行。业务包括证券承销和公司理财、收购兼并、商人银行业务,还包括基金管理和风险资本管理,但不包括向客户零售证券、消费者房地产经纪业务、抵押银行业务、保险产品之类的业务。

较狭义的定义:即经营某些资本市场业务的金融机构是投资银行。证券承销和收购兼并业务是重点。它不包括基金管理、风险资本管理、商品和风险管理等。

最狭义的定义:也就是最传统的投资银行定义,即在一级市场上承销证券筹集资本和在二级市场上交易证券的金融机构是投资银行。

罗伯特·库恩认为上述第二种定义最符合美国投资银行的现实状况,因而是投资银行的定义。同时,他根据“以为公司服务为准”的原则指出,那些业务范围仅限于帮助客户在二级市场上出售或买进证券的金融机构不能称作投资银行,而只能叫作“证券经纪公司”。

罗伯特·库恩对投资银行和证券经纪公司的区分是有其深刻道理的。因为投资银行在一国经济中最根本和最关键的作用是在资金短缺者和资金盈余者之间的纽带和媒介作用,而证券(经

纪)公司在证券市场中,仅起了“交易润滑剂”的作用,故不能称作投资银行。

二、投资银行的业务

根据投资银行定义,现代投资银行的业务可分为以下几类:证券承销、证券交易、证券私募、收购兼并、商人银行、资产证券化、风险资本、资产与基金管理、衍生工具的交易与创立、财务顾问与公正意见等。

投资银行的业务运作是通过各个业务部门来进行的,因此可以从投资银行的业务部门的设置来了解投资银行的业务范围。一般地投资银行具有以下几个主要的业务部门:

(一) 企业融资部

这个部门主要是承销企业新上市的证券和再发行的证券。大的投资银行承销业务量大,有的按工业部门分组,如基础工业组、高科技工业组、服务性行业组、轻工业组等。部内的专业人员分管不同的工作,如进行企业财务分析、证券上市定价、起草推销说明书及各类文件等。

(二) 公共融资部

这个部门专门为公共机构融资,以公募发行债券形式为联邦政府、州政府和市政府、保健卫生机构、公用事业公司、公交系统、大学等单位筹集资金。公共融资部发行的债券按发行主体不同分为3类:国库券、机构债券和市政债券。国库券是政府为筹措财政资金,弥补财政缺口而发行的债券;机构债券是联邦政府及其创办的公司发行的债券;市政债券则是州政府和市政府及其他的一些实体和政府机构发行的债券。因为投资于州政府、市政府发行的公债的投资者所得利息收入不必缴税,所以这类债券对于纳税率高的投资者特别有吸引力。

(三) 私募证券部

除了在公开市场上承销证券外,投资银行还向数量有限的机

构投资者,如保险公司、专业投资公司、养老基金私下推销不公开上市的证券,这就是私募证券。凡在证券市场公开上市的证券,发行企业都必须向美国证券交易委员会登记,并按时公布业务报告,整个过程费时而复杂。对于一些较复杂的投资项目或资金需要量不大的或过大的融资,可用私募的方式进行。私募的速度较快,手续简易,投资的条件也较灵活。私募资金部常与企业兼并买卖部配合作业。

(四) 证券交易部

企业融资部、公共融资部及私募资金部从事的都是一级市场的证券发行业务,而证券交易部从事的是二级市场的证券买卖业务,它要推销投资银行认购下来的各种证券,向客户介绍各种投资机会。证券交易部既为投资银行的客户买卖证券,也为投资银行自己买卖证券。在二级市场中,投资银行充当了做市商、经纪商和自营商三重角色。做市商是发行者的代理;经纪商是投资者的代理;自营商则为投资银行自己买卖证券。由于不同证券其性质也各不相同,所以证券交易部分为股票部、债券部、期权期货部、外汇部等。

(五) 项目融资部

这个部门并不为任何项目融资,主要是为大规模的自然资源开发,如天然气、火力发电、开矿等之类的项目建设筹措必要的资金。不同于其他融资,项目融资是一种以项目未来的现金流为担保条件的无追索权的融资方式。投资银行要根据预测的项目未来现金收入、各投资者的需要、项目风险(如产品价格的波动、成本超支的可能、项目能不能及时竣工,会不会发生意外事故)等因素,设计出一套适用于该项目的筹资方案。

(六) 企业收购兼并部

收购兼并是企业发展的—种战略,恰当地运用这种战略,企业可以获得跳跃式的发展。投资银行在收购兼并活动中起着十分重

要的作用。投资银行可以通过多种方式参与收购兼并业务。① 充当买卖双方的财务顾问,如物色收购兼并的对象;向收购公司或目标公司提供交易价格和非价格条件的咨询;对目标公司进行估价,或为目标公司分析评估收购公司的收购建议,并对收购价格合理性提出公平意见;帮助目标公司拒绝不友好的收购企图。② 为收购兼并融资,帮助收购公司获得必要的资金。③ 有时投资银行可能运用自有资本为客户提供债务融资或股权投资,以促成交易的达成,也为投资银行自己获取企业买卖利润,这一活动就是商人银行业务。

(七) 风险资本部

这个部作为中介人为新生公司融资,有的投资银行还专门设有风险投资基金,直接投资于新生企业。这个部的专业人员审核各种新生公司的融资建议,他们从风险、技术性、业务规划、市场营销、今后资金的需要、管理人员的能力等各方面估计新生企业的存活率和收益率,以此来确定是否为其融资。因此这个部的专业人员不仅要具备金融知识,还应具备专业技术知识,在投资后还可能要参与新生公司的管理。

(八) 资产证券化部

资产证券化是指以一定资产作为抵押品而发行证券的过程。资产证券化部负责将消费者小额债务累积转化成为大宗公开上市的证券。第一个被证券化的资产是住房抵押贷款,投资银行将由政府担保的这种房屋抵押贷款从商业银行那里接管过来,然后按偿还期限的长短,组编成为期不同的债券卖给投资者,购房人所缴的利息则转化为债券利息。1985 年以来,其他资产也开始证券化了,包括汽车贷款、信用卡贷款和应收账款、计算机租赁、一般的商业贷款等,被创造出来的证券称为资产担保证券。

(九) 国际业务部

这个部门负责投资银行的所有国际业务,其业务范围有证券

承销、私募、证券买卖、项目融资、跨国企业的并购、出口信贷融资、外汇买卖等项业务。随着资本的日益国际化,这是一个相当兴旺的部门。所有大投资银行都在发展国际融资,一些大的投资银行在纽约、东京、伦敦、香港、巴黎、法兰克福和新加坡等国际金融中心城市设有分支机构,不少国际知名的大投资银行已将中国新兴的资本市场纳入其全球战略的视野之中。

(十) 风险管理部

这个部门将专门技能和各种套期交易工具(期货、期权和互换)结合在一起,为企业财务管理开发一整套套期交易战略。套期交易战略是指通过在不同的市场条件下购买与初级证券呈反方向变动的金融证券的方法,来减轻利率、汇率和股票价格剧烈波动所带来的风险。风险管理部也可称之为金融战略部门。

(十一) 投资研究部

这个部门负责对全球、某一地区或某一国家的经济、金融及资本市场的发展状况进行研究并作出未来发展趋势的预测。根据研究部门的研究报告,投资银行可作出自身业务发展的方向、侧重点、业务发展的区域重点等重要决策,其具体业务部门也据此开发新的业务品种,提供新的服务。它与证券买卖部配合,可为客户的投资提供深入的信息与咨询服务。投资研究部集中了一批优秀的经济学家、技术分析家以及按工业部门分工的专业分析人员,其研究报告具有很高的权威性,一些著名的投资银行的研究报告还成为一国政府决策经济事务的重要依据。

(十二) 基金管理公司

资产与基金管理是投资银行的重要业务之一,通常投资银行设立独立的机构为个人或机构管理资产与基金。资产与基金管理从严格意义上讲是一种信托行为,这就要求资产与基金管理公司按事先约定的管理原则,管理委托人委托的财产。投资银行管理的对象可以是共同基金、单位信托基金、或其他机构、个人的财产,其

中最典型的是共同基金。共同基金是公司型的基金,基金组织将基金以股份的形式出售给投资者,并上市流通,所以基金组织是一个有独立法人地位的公司。投资银行管理的基金可以是投资银行自己发起建立的基金,也可以是别人发起由投资银行承销发行的基金,还可以是受托管理的基金。

由于经营规模和组织形态的不同,投资银行在业务部门的设计和安排上也不尽相同。有些投资银行拥有更多更细的业务部门,但所有投资银行都会根据业务发展的需要,随时增加或调整其业务部门的设置。

三、投资银行的性质

投资银行是一个非银行的金融机构,即投资银行不能通过发行货币或者创造存款增加货币资金;也不能办理商业银行的传统业务,即它不能吸收活期存款,也不办理结算业务,不参与形成一国的支付体系。它的经营资本主要依靠发行自己的股票或债券来筹措,虽然美国废除了《格拉斯—斯蒂格尔法》,投资银行与商业银行之间的业务界限已不复存在,但投资银行与商业银行之间的区别依然存在,我们从以下的比较中可以看到,它与商业银行是不同的。

(一)从本源上讲,商业银行是存贷款银行,投资银行是证券承销商。

商业银行的业务基本上可以分为3类:负债业务、资产业务和表外业务。负债业务是商业银行以自有资本为基础吸收外来资金的业务,包括存款业务和借款业务,其中最主要的是存款业务。商业银行的负债业务是其开展资产业务的前提和基础。资产业务是商业银行运用自有资本和负债以获得收益的业务活动,包括贷款和投资,其中最主要的、更本源的资产业务是贷款业务,一般占商业银行总资产业务量的一半以上。表外业务则是在表内业务的基础上,利用商业银行资金、信息、人才、技术等金融优势发展起来的

金融服务项目。由此可见,存贷款业务是商业银行业务的本源和实质,其他各种业务是在此基础上衍生和发展起来的。

而投资银行,尽管其业务范围很广,然而证券承销业务则是投资银行业务中最核心的一项业务。它是投资银行所以成为证券市场心脏的关键,没有它,证券的发行就不可能顺利进行或根本不能实现。同时证券承销业务又是证券流通市场的基石,如果没有将新的股票债券承购并发行出去,流通市场上就没有新的证券可供流通,从而失去必要的金融工具。

投资银行是证券市场的主角和关键环节,而证券承销是投资银行业务的轴心,这在投资银行的起源上是如此,而且在现代投资银行业务多样化发展中仍然是这样,从本质上讲,投资银行就是证券承销商。

(二)从功能上看,商业银行行使间接融资职能,投资银行行使直接融资职能

与商业银行相似,投资银行也是沟通互不相识的资金盈余者和资金短缺者的桥梁,但在发挥上述桥梁作用时,投资银行的运作方式与商业银行根本不同。

商业银行对于资金盈余者(存款人)来说是资金需求,而对于资金短缺者(贷款人)而言又是资金供给者,在这种情况下,资金盈余者与资金短缺者并不相互承担任何的权利和义务,他们都仅与商业银行发生关系,彼此不存在契约的直接约束,因而这是一种间接信用过程。

投资银行作为资金供需双方的媒介,可以向投资者推荐介绍发行股票或债券的筹资者,也可以为投资者寻找适合的投资机会,但是从根本上来说,投资银行并不介入投资者和筹资者之间的权利和义务,投资者与筹资者互相接触,并且相互拥有权利和承担相应的义务,因而这是一种直接信用的过程。

除了中介服务方式不同之外,投资银行和商业银行融资服务

侧重点也不相同。由于商业银行本身必须保持资产具有一定流动性,因而对贷款质量和期限往往有严格的要求,尤其在 20 世纪 40 年代以前,受到真实票据理论和转换理论等影响,商业银行一般只向客户提供短期信贷,所以需要中长期资金的客户只能转向投资银行,要求其协助发行股票或债券以获得中长期资金的支持。从历史上看,最初的投资银行业务就是在商业银行无法提供中、长期贷款,而市场对这种资金的需求又极为旺盛的基础上发展起来的。尽管 70 年代末以来,商业银行普遍开始对资产和负债进行综合管理,通过中、长期负债来提供中、长期信贷,但商业银行在中、长期信贷资金市场中所占的地位仍然十分有限。股票或债券融资所获取的资金具有很强的长期性和稳定性,且发行手段灵活多样,其发行时间、证券种类、期限等可以随便选择,这一切都是商业银行贷款所不能比拟的。因此,商业银行侧重于短期资金市场的活动,而投资银行则侧重于资本市场的活动。

(三) 从利润构成上看,商业银行的利润首先来自于存贷差,投资银行的利润主要来自于佣金。

商业银行利润来源包括 3 个方面:首先是存贷利差;其次是资金营运收入;最后才是表外业务收入。投资银行的利润来源也包括 3 个方面:一是佣金,包括一级市场上承销证券获取的佣金;二级市场上作为证券交易经纪收取的佣金,以及金融工具创新中资产及投资优化组合管理中收取的佣金。佣金是投资银行业务中的主要利润来源。二是资金营运收益,包括投资收益与其他收入,它是投资银行参与债券、股票、外汇以及衍生金融工具投资和资金对外融通而获取的收入。三是利息收入,它既包括信用交易中的证券抵押贷款的利息收入,又包括客户存入保证金的存差利息收入。例如参与二级市场证券交易的投资者,以较低的利息存入保证金(按储蓄存款利息计算给客户),而相关的投资银行机构则以较高的利息回报存入商业银行(商业银行按金融机构同业往来支付给证券机

构利息),这样投资银行就获得利息差收益,它们共同构成投资银行的利润来源。

商业银行与投资银行在利润来源的基础与比重上,存在根本区别。主要表现在:

1. 从利润构成的重心来看,商业银行的基础收入在于存贷差。存贷利差收入排列商业银行利润来源的首位,虽然在利润来源中商业银行也有表外业务收入,但其所占比重通常是排列在利润收入的第三位。而投资银行则完全相反,其基础收入在于佣金,佣金收入排列在投资银行利润来源首位。就佣金的构成来看,商业银行佣金重点来源于与商业银行存贷款业务相联系的表外业务上,而投资银行佣金重点在证券承销和证券经纪业务方面。

2. 就资金营运收入而言,商业银行资金营运收入主要来自两部分:贷款业务和证券投资,而证券投资的对象通常是风险较小、收益较稳定的国债和基金,商业银行的资金营运具有长期性。投资银行的资金营运则不然,除了参与证券投资外,许多资金营运通常是用于参与企业兼并、包装、上市等方面,而这种投资大多不是实质性的股权投资,而是契约式的股权投资,因此投资银行的资金营运较少长期性质。

3. 从利差这块收入来看,商业银行存款业务可分活期、储蓄、定期 3 种类型,贷款也可分为短期、中期和长期等多种方式,利差收入灵活多样。而投资银行利差来源的保证金存款不可能有多种类型,保证金运用也不能随心所欲,随着股票市场的波动,投资者可以随时来支取自己的保证金头寸,这就使得投资银行利差来源及收入只能靠存款差,从而显得单一与量少。

(四)从管理方式上看,商业银行行使稳健方针,投资银行在控制风险的前提下更重开拓

商业银行以稳健管理为主,这是由其负债来源及资产运用的状况所决定的。商业银行的负债来源中是大量存款和借入款,这些

借入款大小与期限长短受金融场所左右,其中活期存款和储蓄存款作为短期资金很难长期运用,而其资金运用是以贷款为主,故存在不少风险因素,资产负债风险要求商业银行必须稳健经营,而投资银行管理则需以稳健与开拓并重。它之所以要稳健,是由于其在一级市场上承销或者在兼并、转让中的投资,均属高风险业务,其在二级市场上的经纪业务,则要随时防范证券市场上的价格波动以及由此带来的大量提取、挤兑现金的风险;而之所以要开拓,就在于投资银行的利润首先来自于佣金,欲获取大量手续费,没有进取精神不行,没有业务创新精神也不行,没有优质的服务水平和过硬的技术本领也不行,这是投资银行经营与管理的特色。

可见,从商业银行与投资银行的业务本源、业务范围、金融职能、利润来源与构成以及管理方式上看,两者的性质是不同的。尽管投资银行与商业银行之间的业务交叉和融合已经是众所周知的事实,但通过上面的分析,我们可以清楚地认识到,投资银行和商业银行之间的业务交叉和融合是在不同的本源基础上的衍生业务的交叉与融合,这不能改变两者的实质。

四、投资银行的功能

投资银行是连接宏观经济决策与微观企业行为的枢纽。按照系统论的观点,现代市场经济运行体系在纵向上可以分为3个层次:最上层为政府的宏观调控层,其主要职能是维护经济、金融秩序,为经济运行提供良好的环境;最下层为以普通商品为运作对象的工商企业;在两者之间有一个庞大复杂而极具活力的中间层,正是这个中间层承担了收集、分析、综合信息,寻找商业机会、调配资本、作出投资决策并承担风险的职能。这正是投资银行所担当的职能。具体来说投资银行在经济中发挥了以下功能:

(一) 提供金融中介服务

投资银行是资本市场的灵魂机构,是资本供给者和资本需求者的中介机构,发挥了直接融资的功能。资本的需求者称之为发行