



经济与管理规划教材
金融学系列

投资银行学

INVESTMENT BANKING

(第二版)

何小锋 黄嵩/著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

21世纪经济与管理规划教材
金融学系列

投资银行学

INVESTMENT BANKING

(第二版)

何小锋 黄嵩/著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

投资银行学/何小锋,黄嵩著.—2版.—北京:北京大学出版社,2008.8

(21世纪经济与管理规划教材·金融学系列)

ISBN 978-7-301-05786-5

I. 投… II. ①何… ②黄… III. 投资银行-经济理论-高等学校-教材
IV. F830.33

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第120279号

书 名: 投资银行学(第二版)

著作责任者: 何小锋 黄嵩 著

责任编辑: 王花蕾

标准书号: ISBN 978-7-301-05786-5/F·0541

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

出版部 62754962

电子邮箱: em@pup.pku.edu.cn

印刷者: 北京宏伟双华印刷有限公司

经销者: 新华书店

730毫米×980毫米 16开本 28.25印张 507千字

2002年7月第1版

2008年8月第2版 2008年8月第1次印刷

印 数: 0001—4000册

定 价: 45.00元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子邮箱:fd@pup.pku.edu.cn

金融学系列编委会

(按姓氏拼音顺序)

陈雨露	中国人民大学
戴国强	上海财经大学
姜波克	复旦大学
史建平	中央财经大学
易 纲	北京大学
杨胜刚	湖南大学
叶永刚	武汉大学
郑振龙	厦门大学



第二版序

我和黄嵩博士编写的《投资银行学》(第一版)已经出版了6年。这6年来,投资银行业在中国蓬勃发展,投资银行学成为“显学”,我们的教材也多次加印,受到读者的欢迎。

更可喜的是,我们开创的投资银行学“新体系”,得到了金融界、学术界的广泛认可。这个新体系是我们将投资银行学作为一门学科所建立的逻辑结构,可以说是一个理论创新,在实践中也不断得到证明和运用。

这个新体系可以用下面几句话概况:

- (1) 一个基础:资产经营的一般模式;
- (2) 一个中心:企业与资产现金流分析的理论与技术;
- (3) 两条主线:资产证券化和企业重组;
- (4) 两条辅线:投资银行的内部组织管理和外部监督管理。

我们在这个新体系中的主要贡献是:①以“资产经营的一般模式”为投资银行学的基础,这个基础理论已经由著作《资本市场理论与运作》(中国发展出版社,2006)给出了更详细的阐述和解释。②以“广义资产证券化理论”作为投资银行学的分析主线之一,这个理论在《资产证券化——中国的模式》(北京大学出版社,2002)中得到进一步阐述。③我们在投资银行的重大领域和重大项目中,对某些专题作出了较为深入的研究,将投资银行学的研究引向深入。例如,对私募股权投资基金的研究,反映在我们一些内部研究报告中,也反映在我指导的博士论文中(例如周丹博士、韩广智博士的论文),还反映在我的研究生李昕阳、我指导的进修教师杨

文海合著的《私募股权投资基金理论与操作》(中国发展出版社,2008)中;又如,对奥运金融的研究,反映在《奥运金融工程》(同心出版社,2004)中。

虽然全书的体系不变,但在新的版本中,我们对原版作了修改和补充,反映了投资银行业务的新变化、新进展、新法规和新制度以及我们近几年的最新研究成果。

感谢广大读者对我们的尝试和探索提供了许多意见和建议,也感谢北京大学出版社一直以来对我们的研究工作的大力支持。

谨以此书纪念我的亡妻李大农副教授,她对我和儿子无微不至地关怀和爱护,为我们奉献了一切;而当我们有所成就时,她却离我们而去。她伟大的爱将终生伴随我们!

何小锋

2008年4月



第一版序

投资银行学是一门创新性、实用性很强的新兴学科,在中国只发展了不到十年。

即使在投资银行业务最发达的美国,投资银行学的书籍也出奇的少。投资银行是一个只重实干、不重著述的行业,所以人们往往感觉投资银行是一个难窥全貌的冰山,投资银行家是一些神秘的金融“魔术师”,令人难以探悉其奥妙。

确实,如果你到一个大的投资银行去工作,公司会对你进行一系列的在职培训,向你灌输其独特的公司文化。但你要真正掌握其诀窍和经验,非要在第一线实践十年八年不可;至于局外人和在校学生,则只能在边缘上了解个一鳞半爪,毕竟投资银行业是特别强调创新性和实干性的。

然而在中国,对这么一个历史短暂的学科,冠名为“投资银行学”的书籍之多,恐怕能称得上世界之最了。这反映了在信息经济发达的今天,各种新知识、新学科在中国的传播速度之快以及社会的求知欲望之强都是出人意料的。但也不可否认,不少此类书籍粗制滥造,是商业炒作的产物;最佳者也不过是步外国的后尘,以介绍、仿造为使命,遑论创新和实用了。

那么,我们为什么还要出版这本书?是滥竽充数还是此书有什么价值?

三年前,我和一批北大的年轻研究人员,在课堂研讨的基础上,写作过一本投资银行学教材,出版社对该教材的出版也很热心,但我最后还是放弃了,原因还是缺乏创新性和实用性。综观国内外的投资银行学书籍,投资银行研究的现

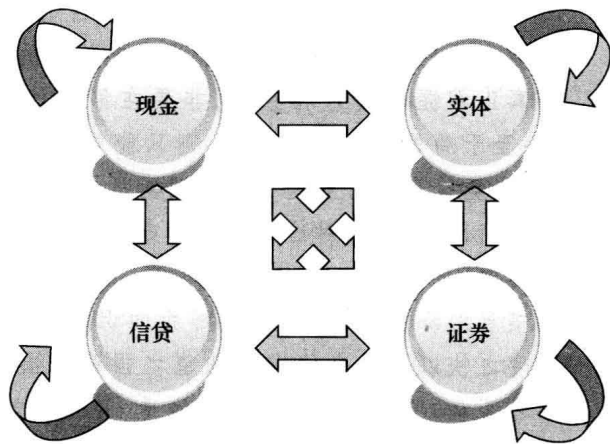
状可以归纳为三方面:重实务、轻理论,重业务、轻组织,重微观、轻宏观,大多以业务罗列和机构罗列为特征,缺乏内在的逻辑结构和前后顺序。这是一个矛盾:这么一个充满创新性和实用性的行业,如果仅仅满足于生搬硬套地介绍和传统的教学方式,岂不滑稽?

因此,如何构造一个投资银行学的理论体系,并按照这个体系用一定的方法来串联投资银行的种种业务和技术,是我们几年来在研究和教学中苦苦思索的课题。我们不敢说现在出版的这本书已经实现了这个目标,但我们可以自信地说,我们已经总结出一些体会,获得了一些进展。

投资银行学是研究资本市场的理论和实务的一门学科。作为研究对象的资本,其表现形式——资产有四种类型:

- (1) 资产的现金化:这是资本资产(capital assets)运作的起点与终点;
- (2) 资产的实体化:表现为未上市的股权,包括有形资产和无形资产等;
- (3) 资产的信贷化:表现为债务和债权;
- (4) 资产的证券化:表现为股票、债券、商业票据和各种投资收益凭证。

各种资本资产的运营,无非为上述四种形态的互相转化,即16种组合,如下图所示:



注:箭头表示资产价值形态的转换,而非现金流的方向。

所有的资产运营方式都可以概括为上图中16个转化形式中的一个或几个的组合。如果简单类比,每一个转换都可对应一种资本市场的业务(见下表):

	资产现金化	资产实体化	资产信贷化	资产证券化
现金资产的运作	外汇交易； 货币掉期	购买实物资产； 投资实业(包括 无形资产)	取得债权； 银行放贷	投资证券
实体资产的运作	出售资产或股 权套现；典当	资产、股权的掉 期	经营租赁	企业现有资产转化 为上市证券；创业 投资基金上市；投 资收益凭证上市
信贷资产的运作	收回债权取得 现金；商业票据 贴现；取得债务	收取抵押物； 债转股； 赎回典当物	债权掉期	MBS； ABS
证券资产的运作	证券发行出售； 开放式基金赎 回	下市； 证券换资产或 股权	证券质押贷款； 融券	债券、股票、基金掉 期；证券投资基金 管理过程；认股权 证；可转换债等

这就是我们称之为资产经营的一般模式。在这个一般模式中，资产证券化(上表第四列)是资本资产运营的高级形式之一，资产证券化已经成为现代经济生活中的重要现象，它对现代经济产生了巨大影响。

从证券的供给角度来看，证券化可以分为实体资产证券化、信贷资产证券化和证券资产证券化三类，我们概括为广义的资产证券化。从证券的需求来看，证券化就是现金资产转化为证券资产的过程，即现金资产证券化的过程。

我们的投资银行学的新体系以资产经营的一般模式为基础展开，该体系的特征是“一个中心、两条主线、两条辅线”。这个新体系从理论层面上概括了投资银行学的全部内容，也提供了投资银行理论研究的内在逻辑。

这个投资银行的新体系是在北大经济学院的本科生、研究生、进修生的课堂上经多次研讨形成的，并在我们的学术网站——投资银行大师([www. ibmasters. com](http://www.ibmasters.com))上零散地发表，还在我们的多次投资银行业务实践中得到验证。

这本教材脱胎于三年前的内部教材《投资银行研究》，它虽然没有正式发表，但为我们现在这本教材起到了催生的作用，因此我们应当感谢《投资银行研究》的写作者，他们是：张伟、刘仕宏、李诗晗、范坤、王东毅、鹿炳辉、冯娟、尹嘉、车兰梅、孙诚等同学，他们已经硕士毕业，正在投资银行业工作，仍不断地为母校的教研提供实践养分。

我们亦感谢北大资产证券化研究小组的成员，他们(除上所述)是：宋芳秀、刘永强、刘剑峰、王国强、李宁忠、于映辉、张春煜、来有为、沈春晖、龚英姿、张萍、龙欣、陈俏、刘双玲、廖乙凝等同学。他们的研究成果已经以他著发表，但其

成果则为本教材起到了奠基的作用。

本书可作为大学本科生和研究生的教材,亦可作为投资银行从业人员的培训资料,也可作为业余爱好者的阅读材料。但是必须注意:投资银行是强调实践的,在我们的教学中,有大量的最新实践案例与本书配合。这种有针对性的案例是本书所没有包含的,我们将在网站(www.huangsong.name)上随时进行更新。同时,我们也希望读者能够就本书的内容和投资银行方面的问题与我们进行交流,我们的电子邮箱是:jeffrey@263.net。

最后,我们感谢北京大学出版社和责任编辑符丹先生,他们为本书做了大量的工作。正是因为有了他们的努力,本书才得以如此顺利地付梓。

何小锋

2002年5月28日于北京大学



目 录

导言 (1)

第一篇 投资银行概论

第一章 投资银行业概述 (11)

 第一节 投资银行的含义 (11)

 第二节 投资银行的类型 (12)

 第三节 投资银行职业素质 (17)

第二章 投资银行的发展历史与趋势 (25)

 第一节 投资银行的发展历史和现状 (25)

 第二节 投资银行的发展趋势 (31)

第二篇 投资银行理论

第三章 价值评估 (41)

 第一节 现金流折现估价法 (41)

 第二节 对比估价法 (47)

 第三节 期权估价法 (58)

第四章 风险与收益理论 (67)

 第一节 有效市场假设 (67)

 第二节 资产组合理论 (71)

 第三节 资本资产定价模型 (78)



第四节	套利定价理论	(82)
第五章	金融工程原理	(87)
第一节	金融工程概述	(87)
第二节	固定收益证券	(91)
第三节	远期合约	(93)
第四节	期货合约	(97)
第五节	掉期	(99)
第六节	期权	(104)

第三篇 资产证券化

第六章	资产证券化理论	(113)
第一节	资产运营的一般模式	(113)
第二节	资产证券化的核心原理和基本原理	(120)
第三节	资产证券化趋势的理论分析	(124)
第七章	股票发行与企业上市	(128)
第一节	股票	(128)
第二节	发行上市	(131)
第三节	买壳上市	(139)
第四节	借壳上市	(143)
第八章	债券发行	(149)
第一节	债券	(149)
第二节	国债	(151)
第三节	市政债券	(156)
第四节	企业债券	(162)
第九章	证券交易	(168)
第一节	证券交易的一般理论	(168)
第二节	投资银行的证券经纪业务	(173)
第三节	证券自营业务	(178)
第四节	证券做市业务	(180)

第十章 信贷资产证券化	(185)
第一节 资产证券化概述	(185)
第二节 资产证券化的运作	(188)
第三节 资产证券化的特征和意义	(193)
第四节 资产证券化的核心	(198)
第五节 住房抵押贷款证券化	(202)
第六节 资产支持证券化	(206)
第十一章 投资基金	(217)
第一节 证券投资基金	(217)
第二节 对冲基金	(225)
第三节 私人股权投资基金	(229)
第十二章 项目融资	(236)
第一节 项目融资概述	(236)
第二节 项目可行性分析与风险评价	(243)
第三节 项目投资结构设计	(246)
第四节 项目的融资结构模式设计	(253)
第五节 项目融资的资金选择	(259)
第六节 项目担保的安排	(266)

第四篇 企业重组

第十三章 企业重组概论	(275)
第一节 企业重组的形式	(275)
第二节 投资银行在企业重组中的作用	(278)
第三节 企业重组的定价	(280)
第十四章 企业扩张	(291)
第一节 企业扩张概述	(291)
第二节 企业扩张的操作流程	(294)
第十五章 企业收缩	(304)
第一节 企业收缩的形式、动因和时机	(304)
第二节 企业收缩的操作程序	(308)
第三节 企业收缩对企业价值的影响	(312)

第十六章 企业所有权或控制权变更	(315)
第一节 反收购	(315)
第二节 股票回购	(322)
第三节 杠杆收购	(325)
第四节 管理层收购的原理	(327)

第五篇 投资银行的内部组织管理

第十七章 投资银行的组织结构	(335)
第一节 投资银行的组织形态选择	(335)
第二节 投资银行的组织架构	(338)
第十八章 投资银行的风险管理	(347)
第一节 投资银行面临的风险	(347)
第二节 VaR 方法及其补充	(353)
第三节 Creditmetrics 模型与 KMV 模型	(359)
第四节 投资银行的风险管理实务	(365)
第十九章 投资银行的创新管理	(372)
第一节 创新对投资银行的意义	(372)
第二节 投资银行的制度创新	(376)
第三节 投资银行的业务创新	(378)
第二十章 投资银行的人力资源管理	(384)
第一节 投资银行家的重要性	(384)
第二节 投资银行家的个性与道德	(385)
第三节 人力资源管理制度	(391)

第六篇 投资银行的外部监督管理

第二十一章 资本市场监管	(401)
第一节 监管目标	(401)
第二节 监管原则	(406)
第三节 监管体制与监管模式	(413)
第四节 中国证券市场的监管	(416)

第二十二章 投资银行监管	(420)
第一节 市场准入和经营活动监管	(420)
第二节 业务活动监管	(422)
第三节 投资银行的自律监管	(427)
参考文献	(432)

导 言

教育的目的是使年轻人为终身自我教育做准备。

——罗伯特·梅纳德·哈金斯

“Investment banking”一词至少有四层含义：其一，机构层次，是指作为金融市场中介机构的金融企业；其二，行业层次，指整个投资银行业；其三，业务层次，指投资银行所经营的业务；其四，学科层次，指关于投资银行理论和实务的学科。当前国内学术界和实务界对“Investment banking”一词的理解和翻译存在相当混乱的状况。我们认为，由于这个英文词组的四层含义都有相应的中文单词，所以应该对上述四层含义作出明确区分，即分别用投资银行、投资银行业、投资银行业务和投资银行学来表示这四种含义。本书讲述的就是第四种含义的“Investment banking”——投资银行学。

一、本书的研究背景

投资银行是主营资本市场业务的金融机构，现实中的证券公司、并购顾问公司、基金管理公司、私人股权投资基金等都是投资银行机构。投资银行起源于15世纪的欧洲，于19世纪传入美国，20世纪发展到全球。经过数百年的发展，投资银行已成为金融体系的一个重要组成部分，是资本市场的核心。与之相对应，投资银行学作为一门学科在金融学中并没有得到相应的重视与发展，一个直接原因是投资银行“重口传而轻书授”的行业传统制约了相关理论的传播和发展。

（一）国外投资银行研究的现状

目前国外投资银行研究的现状可以归纳为三方面：重实务、轻理论，重业务、轻组织，重微观、轻宏观。

（1）重实务、轻理论

目前，国外有关投资银行学的文献绝大部分是由投资银行的从业人员写的，这一方面保证了文献在实务操作方面的优势，但另一方面由于作者学识、精力等方面的原因也不可避免地导致了理论上的不足。同时，“重口传而轻书授”

的行业传统使得没有实务操作经验的理论研究者很难对投资银行的实践知识进行理论升华。这两个原因使得投资银行学的研究呈现了重实务、轻理论的现状。

(2) 重业务、轻组织

国外投资银行的研究主要着重于投资银行业务,而内部组织管理的研究却相对落后,只局限于投资银行机构自身在实践中的探索。

(3) 重微观、轻宏观

国外投资银行研究一般都是从单个投资银行的微观角度出发来考察,而很少从整个行业发展的宏观角度来考察,这主要是因为国外投资银行及整个行业的产生与发展是经济发展的自然结果,政府除进行必要的监管之外很少推动整个行业的发展,从而理论界和实务界也就很少从宏观角度来考察投资银行。

(二) 国内投资银行与国外投资银行的差距

与国外发达国家相比,国内投资银行在理论与实践方面都存在很大差距。

(1) 实践差距

中国证券市场的发展仅仅只有十几年的历史,而企业的并购重组、风险投资等也都是新近出现的事物,因此,投资银行的发展尚处于起步阶段,无论从个体还是整个行业来说,在质量上与数量上都大大落后于国外发达国家。

(2) 理论差距

国内关于投资银行方面的理论研究尚处于引进阶段,因此,存在与国外研究同样的缺点,即轻理论、轻组织、轻宏观,同时还存在只引进不吸收的缺点,不是简单地照搬照抄,就是生搬硬套地应用。另外,投资银行作为一门学科,在中国尚未得到应有的重视与发展,这使得投资银行人才的培养得不到保证。然而,中国经济尤其是资本市场的快速发展,急需投资银行理论与实践的发展,急需培养一大批投资银行方面的人才,因此,如何发展中国投资银行的理论与实践,已成为摆在中国学者面前的一个重大的、迫切需要解决的课题。

二、金融学中的投资银行学

“Finance”一词在国内有多种不同译法,如金融、财务、理财、融资、财政等以及相应的学科。如,“Finance”被译为金融学,“Corporate finance”常常被译为公司财务学或公司理财学,“Public finance”被译为公共财政学或财政学。这种情况与“Finance”一词在英语中本身就有多种含义并且每种含义对应着不同的中文有关,也与我国长期实行计划经济以至于金融现象得不到重视有关。

在英美等英语国家中,“Finance”一词在经济学上有三种含义:① 通过出售