



21世纪经济与管理精编教材
金融学系列

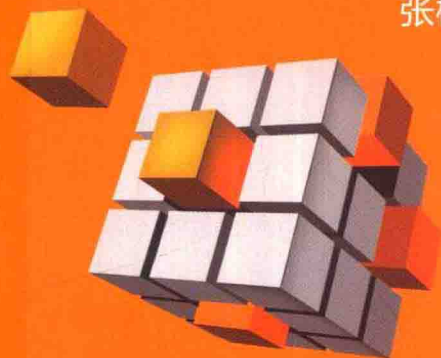
投资银行业务

(第二版)

Investment Banking

2nd Edition

俞 姗◎主 编
张榕晖 谢八妹◎副主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



21世纪经济与管理精编教材
金融学系列

投资银行业务

(第二版)

Investment Banking

2nd Edition



俞 珊◎主 编
张榕晖 谢八妹◎副主编



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

投资银行业务/俞姗主编. —2版. —北京:北京大学出版社, 2018.4

(21世纪经济与管理精编教材·金融学系列)

ISBN 978-7-301-29409-3

I. ①投… II. ①俞… III. ①投资银行—银行业务—高等学校—教材 IV. ①F830.33

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第051652号

书 名 投资银行业务(第二版)

Touzi Yinhang Yewu

著作责任者 俞 姗 主编 张榕晖 谢八妹 副主编

责任编辑 兰 慧 付海霞

标准书号 ISBN 978-7-301-29409-3

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>

电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者 河北滦县鑫华书刊印刷厂

经 销 者 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 21.75印张 537千字

2013年2月第1版

2018年4月第2版 2018年4月第1次印刷

定 价 43.00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 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

前言

我们编写的《投资银行业务》(第一版)已出版四年有余。这四年多来,国内外投资银行业务的发展有了许多新的变化。特别是我国,伴随着监管转型与多层次资本市场建设的稳步推进,行业创新发展的步伐不断加快。从立法和制度建设的角度看,2014年和2015年,《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国证券投资基金法》这两部根本大法分别进行了修正;2013年以来,《证券公司监督管理条例》《证券发行与承销管理办法》《证券公司融资融券业务管理办法》《证券公司客户资产管理业务管理办法》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》等与新旧业务相关的行政法规和部门规章进行了修订。得益于制度的健全和优化,我国证券行业的基础功能进一步完善,治理水平不断提高。从业务发展角度看,尽管承销、自营、经纪等传统业务在证券公司的经营活动仍然占较大的比重,但资产证券化、客户资产管理等创新业务快速成长,成为行业盈利模式转型和业务结构优化的重要推动力,越来越多的机构通过资源和产业链的整合正在向综合性金融服务商转变。

正是在这样的背景下,为了更好地反映当前我国证券公司投资银行业务的发展变化,我们对第一版教材做了如下两个方面的调整:

第一,增加了“客户资产管理业务”这一章。2008年全球金融危机后,投资银行业加快了降杠杆的过程,大力推进业务结构从重资本向轻资本转型,具备较强抗周期能力的资产管理业务成为国际大型投资银行转型发展的重要方向。与此同时,我国证券公司资产管理业务的发展也随着金融市场的成长和监管政策的变迁而不断推进。2013年,新《中华人民共和国证券投资基金法》的修改和实施,以及与之相适应的《证券公司客户资产管理业务办法》《证券公司集合资产管理业务实施细则》等的修订完善了证券公司资产管理业务的基础制度。为此,本书增加了这一章,分别对集合、定向、专项三类业务进行了解读。

第二,根据近年来相关国家法律、行政法规、部门规章、行业自律规范的修正和修订就第一版中各章节的内容进行了修改和增补,更新了有关内容和数据,使本教材能够更加及时、规范地反映我国投资银行业务发展的实际情况。

第二版的修订工作由俞姗统筹,经原书各章节编者精修,新增第六章“客户资产管理业务”编写者为:第一、二节,俞姗;第三节,张榕晖;第四节,谢八妹。投资银行业务发展日新月异,虽然我们时刻保持高度关注,但由于水平有限,仍存在许多不足之处,敬请专家和读者批评指正。最后,十分感谢北京大学出版社在本书第一版发行中给予的大力支持并督促我们完成了第二版的修订。

编者

2017年6月于福建师范大学

首 版 前 言

现代投资银行可以溯源到数百年前欧洲的商人银行。通过书籍和网络,我们可以很方便地了解众多关于投资银行历史沉浮的史料或轶事。2007年美国爆发的金融危机,又让我们近距离地观察到了投资银行业的剧变及其对现代金融和经济体系的重大影响。历史和现实的多姿为投资银行课程的教学提供了丰富的素材。

早期投资银行的本源业务主要是证券承销、财务顾问和交易经纪等。它们都是基于收费和佣金的业务,对资本金的需求较少,风险也相对较小。随着现代金融市场的发展和金融机构间竞争的加剧,传统的投资银行业务已经不能带来更快的收入和利润增长,现代投资银行迅速进入了新的领域——自营交易和投资业务。本金交易部门逐渐成为各大投资银行更多的收入和利润的新来源,同时,也将投资银行暴露在巨大的市场风险中,特别是高风险的金融衍生品交易。繁荣的市场掩盖了投资银行自身风险管理的缺陷以及监管的不足,因此当危机来临时,一切都显露无疑。

在2007年的金融危机中,美国几大投资银行迅速以倒闭、被收购和转型的方式“倒下”。现实令人震惊,但从资本市场和投资银行的发展历史来看,这只不过是它们自我调整的一个阶段。众多中小型独立投资银行仍在它们的专业领域中精耕细作,大型投资银行解体或转型后,其业务被吸纳进金融控股公司或银行控股公司的业务体系中。因应新的监管需要,被剥离的高风险衍生品交易业务仍由对冲基金经营着,而更多的投资公司、管理咨询公司、私募股权基金仍在从事一项或多项投资银行业务。投资银行业务仍然是资本市场上最活跃的部分。

与国外市场相比,我国的资本市场和证券经营机构从初创至今不过短短二十多年时间,其成熟度和规范化仍有待进一步提高。先行者的经验和教训,对于我们把握资本市场和证券行业的发展规律、探寻适应我国经济发展和全球化竞争需要的道路和模式具有重要的意义。

投资银行业务是大学本科金融专业的专业课,本书即是按照本科教材的要求组织编写的。现实中,投资银行业务几乎涵盖了资本市场的全部活动,容量很大。在搜集资料的过程中,我们发现在国外很难找到以“投资银行”命名的教材,大学多以专题讲座的形式向高年级学生开设投资银行的相关课程。从我国的情况来看,投资银行课程的教学内容与金融学专业普遍开设的证券投资学、金融市场学、金融工程学等在知识模块上存在交叉。教学实践中,又考虑了课时安排等因素,通过不同课程之间的统筹协调,我们最终将讲授内容集中在十个知识模块上:前三篇参照美国主要投资银行的业务收入分类,分为核心的投资银行业务、证券投资服务业务、自营交易与投资业务,包含八个模块;第四篇投资银行经营与监管包含投资银行组织管理和监督管理两个模块。

从金融学专业本科高年级学生的特点来看,他们对专业知识已有了基本的概念,同时面临就业或考研的选择,自我发展和能力培养的需求比较突出,对与本专业有关的社会热点问题十分敏感。因此,本教材以对业务常规机理的说明为主,同时突出对业务发展进程及其趋势的介绍,并尽可能多地提供相关案例。由于篇幅的限制,许多概念和问题只能点到即止,希望同学们能在其中发现自己感兴趣的知识点,通过其他材料和途径作更为深入的学习和研究。

本书由俞姗主编,并负责全书的修改定稿。其中,各章节的编写者为:第一、二、三章,张榕晖;第五、六、七章,谢八妹;导论,第四、八、九、十章,俞姗。十分感谢北京大学出版社为我们提供了难得的机会,使本教材得以付梓。我校开设投资银行业务课程的十年,对授课教师来说,就是一个持续学习、积累、更新知识的过程。我们不断努力以使自己不落后于时代的变迁,但学识和能力仍是十分有限,教材中的不足和错误之处,敬请专家和读者批评指正,以使我们的教学能够得到不断的完善和提高。

编 者

2012年8月于福建师范大学

目 录

导论 现代投资银行的发展概况	1
----------------------	---

第一篇 核心的投资银行业务

第一章 证券发行与承销业务	15
第一节 证券发行与承销概述	15
第二节 股票公开发行与承销	21
第三节 债券发行与承销	32
第二章 企业并购业务	45
第一节 企业并购概述	45
第二节 企业并购的运作	55
第三节 反收购	65
第三章 资产证券化业务	77
第一节 资产证券化概述	77
第二节 资产证券化的运作	81
第三节 资产证券化的类型	87
第四节 资产证券化与投资银行	97

第二篇 投资服务与资产管理

第四章 证券经纪业务	107
第一节 证券经纪业务概述	107
第二节 证券经纪业务的流程	117
第三节 我国证券经纪业务的发展	122
第五章 证券投资基金业务	131
第一节 证券投资基金概述	131
第二节 证券投资基金的参与主体	140
第三节 证券投资基金的运作	145
第六章 客户资产管理业务	162
第一节 客户资产管理业务概述	162

第二节	集合资产管理业务	170
第三节	定向资产管理业务	180
第四节	专项资产管理业务	190

第三篇 自营交易与直接投资

第七章	证券交易业务	201
第一节	证券自营业务	201
第二节	证券做市商业务	211
第八章	金融衍生工具业务	225
第一节	金融衍生工具概述	225
第二节	金融期货合约及其应用	230
第三节	金融期权合约及其应用	238
第四节	金融互换合约及其应用	245
第五节	金融衍生工具交易的风险	251
第九章	直接投资业务	257
第一节	直接投资业务概述	257
第二节	风险投资业务	262

第四篇 投资银行经营与监管

第十章	投资银行的组织管理	285
第一节	投资银行的组织结构	285
第二节	投资银行的经营管理	295
第十一章	投资银行的监督管理	314
第一节	金融监管概述	315
第二节	投资银行监管	322
主要参考文献		336

导论 现代投资银行的发展概况

2007 年的美国金融危机之后,“投资银行”迅速成为众人皆知的名词,“华尔街五大投资银行全部消失”这样的标题充斥在各种媒体的报道中。除了作为时事新闻的“热点”外,在经济领域,大型投资银行的高杠杆经营、过度冒险的自营交易和无节制的金融衍生品创造受到了猛烈的批评,政府也大幅度地强化了对投资银行乃至整个金融行业的监管。那么,对世界金融和经济发展具有这么大影响力的投资银行是如何发展起来的?五大投资银行“消失”后的投资银行业又是什么格局?在开始本课程的全面学习之前,我们先来简要地了解一下现代投资银行的发展概况。

一、现代投资银行历史概览

要完整地描绘现代投资银行业的发展史,那将是一幅以数百年来各国经济格局变迁为背景的宏大图景,无法用简短的文字加以概括。所幸历史总会留给我们一些寻找“捷径”的工具——语言。“投资银行”(Investment Bank)这个称谓来自美国。早期美国的金融机构不仅经营今天我们所说的商业银行存贷款业务,还兼营证券承销、交易等投资业务,因而人们就自然地称其为“投资银行”。而在今天的英国,这一类从事证券和其他投资服务的专业机构,有着另一个传统的称谓——“商人银行”(Merchant Bank)。从投资银行追溯到商人银行,就勾勒出了一条现代投资银行发展的基本脉络。

(一) 英国商人银行的产生与发展

现代意义上的英国商人银行最早出现在 16 世纪末期。自从 1588 年打败西班牙的“无敌舰队”、确立了海上霸权之后,英国的海外贸易就迅速发展起来。伴随着海外贸易范围和交易额的扩大,客观上需要发展与海外贸易业务相适应的融资服务机构。于是,一些信誉好、资金丰裕的大商人便利用其积累的财富开办了许多金融商号,这就是商人银行的雏形。最初,商人银行只是商人家族的家庭式企业,主要以承兑汇票的方式为海外贸易提供资金融通服务,所以,当时的商人银行又被称为“承兑银行”(Accepting House)。随着海外贸易的发展,从事承兑业务的商人银行逐渐成为贸易商和海外私人客户的融资顾问。

拿破仑战争期间(1799—1815 年),欧洲大陆的战乱使大批富有的商人来到伦敦,开办了不少商人银行,促进了英国商人银行业的充分发展。商人银行家们为各国政府和企业发行债券融资,伦敦因此成为主导外国债券发行的世界金融中心。例如,1803—1804 年间,巴林银行为美国募集了从法国手中购买路易斯安那州的资金;1870—1913 年,英国为外国筹集了约 6 亿英镑的铁路建设资金,其中 40% 由商人银行募得;1914 年(第一次世界大战爆发)以前,欧

美大陆铁路建设的资金主要来源于英国商人银行。

第一次世界大战爆发后,英国作为国际贸易中心的地位开始下降,欧洲各国政府转而依靠美国的投资银行发行债券,英国商人银行的地位随之下降。第二次世界大战结束后,英国在国际金融市场上的地位被美国取代,英镑作为国际通货已经无法实行自由兑换,一直是国际贸易支付和融资工具的伦敦票据的交易量也在萎缩。同时,英国政府对资本发行和外汇交易进行了严格的控制,也在客观上使伦敦不再成为世界其他国家发行债券的中心。这些都严重制约了英国商人银行的发展,使其逐渐失去了在世界金融市场上的主导地位。

20世纪70年代以来,在国有企业的民营化改革浪潮、大规模的企业兼并收购活动中,英国商人银行又获得了迅速发展壮大的契机。特别是1986年10月通过的《金融服务法案》,解除了对金融市场的许多管制,结束了证券业的固定佣金制度和许多其他限制,极大地降低了市场新进入者(尤其是外国公司)的门槛。充分的市场竞争带来了金融业的“大爆炸”(Big Bang),形成了今天英国商人银行和商业银行共同经营投资银行业务的格局。

(二) 美国投资银行的产生与发展

美国投资银行业的发展历程几乎是与美国经济发展史相重叠的。建国初期,美国需要大量的建设资金。然而,当时的美国既没有欧洲那些历史悠久的商人家族,本土居民也没有充足的资金能够从事股票或债券投资,甚至连政府财政也时常处于捉襟见肘的境地。早期的美国投资银行家们是从一般贸易商人中脱颖而出的佼佼者,他们敏锐地抓住了美国西部大开发、南北战争等契机,在协助发行铁路债券、政府债券的过程中,确立了自身对美国经济发展的长期影响力,其中的一些现在仍处于行业的领导地位,如J. P. 摩根(J. P. Morgan)等。确切地说,当时这些机构是同时经营商业银行存贷款业务、证券业务和其他金融服务业务的综合性金融机构。

第一次世界大战给欧洲带来了沉重的打击,英国的世界经济中心地位开始衰落,但却给美国带来了历史性的机遇。第一次世界大战后的美国经济空前发展,资本市场迅速扩张,各种投资和投机活动日益活跃。20世纪20年代,纽约股票交易所已经成为世界上最大的股票交易所。这一时期,美国国民生产总值增长了不到50%,但作为资本市场成长性指标的道·琼斯指数却上涨了3倍。资本市场扩张的速度远远超过了实体经济。1929年10月,美国股市暴跌,经济进入大萧条时期。到1932年,股市市值只剩下危机前的10%。1929—1933年,美国共有11000多家金融机构倒闭,信用体系遭到毁灭性的破坏。当时,人们普遍认为,银行、证券的“合业经营”是引发经济危机的主要原因。

为了改变危机前资本市场的极端无序状态,政府加强了立法监管,多项具有历史意义的重要法律相继出台,如美国的《1933年证券法》《1933年银行法》(即著名的《格拉斯-斯蒂格尔法》)、《1934年证券交易法》《1940年投资公司法》《1940年投资顾问法》等。这些法律将证券业务置于联邦政府的严格监管之下,使原来法律法规一片空白的证券投资领域很快成为立法监管最为严厉的领域。

在这一系列立法中,对证券业务发展模式影响最大的是《格拉斯-斯蒂格尔法》。法案规定,任何以吸收存款为主要资金来源的金融机构,不能同时经营证券投资等长期性资产业务,而任何以经营证券业务为主的金融机构,也不能同时经营存款等商业银行业务。根据该法令,当时的综合性金融机构必须在商业银行业务和证券业务两者间作出选择。可以说,是《格拉斯-斯蒂格尔法》推动了美国独立投资银行的产生和发展,催生了一批现代著名的投资银行。

J. P. 摩根保留了商业银行业务,而将证券业务剥离出去,交给原来机构中的一些高层管理者经营,组建了摩根士丹利(Morgan Stanley)。波士顿第一国民银行将其证券业务分离出来,和大通银行的证券机构合并组成第一波士顿公司(First Boston)。雷曼兄弟(Lehman Brothers)则放弃了商业银行业务,保留了证券业务。

然而,对利益的追求使商业银行从未放弃过进入证券业务领域的努力。20 世纪 80 年代初到 90 年代初,是美国金融业的逐步融合阶段。《格拉斯-斯蒂格尔法》在严格限制商业银行业务和投资银行业务的同时,允许商业银行对美国政府及其他联邦政府机构发行的债券进行投资或买卖,也可以动用一定比例的自有资金进行股票、证券的投资和买卖,还可以代理客户的证券投资。随着金融国际化趋势的不断加强,外资银行大举进入美国的金融市场,一些发达国家的全能型“金融百货公司”以先进的技术手段、良好的经营信誉、优质的金融服务以及种类繁多的金融产品对美国金融市场产生了前所未有的冲击。为了保护本国银行业的利益,确保金融市场不出现大的动荡,美国政府在 1980 年和 1982 年先后通过了《取消存款机构管制和货币控制法案》《高恩-圣杰曼存款机构法案》等有关法律,放开了存款货币银行的利率上限,从法律上允许银行业和证券业的适当融合。1987 年,J. P. 摩根、花旗银行等金融控股集团获准成立证券子公司,开始开展证券承销业务。

20 世纪 90 年代初,并购浪潮席卷国际金融业。这一时期的并购大大改变了国际银行业的整体格局,并表现出不同于以往的一些新特点:一是银行业并购的规模、金额不断扩大;二是跨行业合并成为新的热点;三是跨国界并购越来越多。在这种国际金融环境下,美联储于 1997 年年初修改了《银行持股公司法》中的个别条例,建立起更有效率的银行兼并和开展非银行业务的申请和审批程序,取消了许多对银行从事非银行业务的限制,商业银行能够更加自由地从事财务和投资顾问活动、证券经纪活动、证券私募发行以及其他一些非银行业务。更加重要的是,美联储扩大了银行持股公司附属机构可以承销和交易证券的范围,并大大减少了可能降低这些业务收益的限制。1999 年,美国通过了自 20 世纪 30 年代大萧条以来最重要的金融改革法案——《格兰姆-里奇-布利雷金融服务现代化法案》(Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act)。该法案允许商业银行、证券公司和保险公司互相渗入对方的业务领域。此后,金融控股集团下属的投资银行业务部门和独立的投资银行机构成为美国投资银行业务经营的两种模式。

2007 年美国金融危机之后,五大独立投资银行中,雷曼兄弟倒闭,贝尔斯登(Bear Stearns)和美林(Merrill Lynch)分别被 J. P. 摩根和美国银行(Bank of America)收购,高盛(Goldman Sachs)和摩根士丹利转制为银行控股公司。2008 年 6 月,美联储和美国证券交易委员会(SEC)两大监管机构开始共享投资银行结算、交易与持有头寸方面的数据。SEC 通过美联储获得短期融资信息,美联储则通过 SEC 获得投资银行的交易头寸、杠杆比例、资本要求及其他信息,目的是监控投资银行对更广泛金融系统可能造成的潜在风险,并重组华尔街的监管格局。

2008 年 9 月 21 日,美联储宣布:批准高盛和摩根士丹利的申请,两家公司将从传统的投资银行转变为银行控股公司(Bank Holding Company)。转变身份后,高盛和摩根士丹利将能够设立可吸收存款的商业银行,从而改善资金状况,并可永久性地获得从美联储申请紧急融资的资格。

二、现代投资银行的经营模式

(一) 现代投资银行的业务范围

虽然我们约定俗成地接受了“投资银行”这个提法,但实际上在世界各国的相关法规中都从未对某一类型的金融机构给予如此明确的界定。如果我们查阅一些大型投资银行,如摩根士丹利、高盛等的利润表(Statement of Income),会看到其收入(Revenue)的第一项即为“投资银行业务”(Investment Banking),而该项收入通常在机构的全部收入中只占较小的比例。例如,在高盛2010年的年报中,该项收入为48.1亿美元,占其全部336.6亿美元非利息收入(Non-interest Revenue)的14.3%;而摩根士丹利同样也在其利润表中列出了“投资银行业务”收入51.2亿美元,占其全部307.6亿美元非利息收入的16.65%。那么,投资银行、投资银行业务、投资银行中的投资银行业务之间到底存在什么差别呢?

在年报中,高盛将自己描述为全球领先的经营投资银行业务、证券和投资管理的公司^①,并详细解释了其“投资银行业务”的主要服务对象是企业、金融机构、投资基金和政府,业务范围包括为并购、资产剥离、反收购、风险管理、重组、分拆等提供咨询服务,为债券和股票的公开和私募发行提供承销服务,以及与上述业务直接相关的衍生交易服务^②。

让我们再来看一下美国著名的金融投资专家罗伯特·库恩(Robert L. Kuhn)提出的四类投资银行概念,也可以说是四个不同边界的投资银行业务范畴^③:

最广义的定义:任何经营金融业务的机构,都可以称为投资银行。这一范畴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机构的零售营销和散户投资服务,再到其他金融服务(例如房地产和保险)的所有内容。

较广义的定义:经营一部分或全部资本市场业务的金融机构。业务包括证券承销、公司理财、收购兼并和商人银行,还包括基金管理和风险资本管理,但不包括证券零售、消费者房地产经纪、抵押银行、保险产品及类似的业务。

较狭义的定义:经营某些资本市场业务的金融机构。业务包括证券承销和企业并购,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:也是最传统的投资银行的定义,即在一级市场上提供证券承销服务以及在二级市场上提供证券交易服务的金融机构。^④

对照高盛的年报可知,投资银行自身所认定的传统“投资银行业务”与库恩“较狭义的定义”比较吻合,即核心的投资银行业务主要包括证券承销和与之相关的延伸交易服务、企业并购重组服务等。这部分业务主要是为企业提供融资和大规模资产重组服务,突出体现了投资

^① 原文为“a leading global investment banking, securities and investment management firm”,节选自 *Goldman Sachs 2010 Annual Report*, p. 97。

^② 原文为:“The firm provides a broad range of investment banking services to a diverse group of corporations, financial institutions, investment funds and governments. Services include advisory assignments with respect to mergers and acquisitions, divestitures, corporate defense activities, risk management, restructurings and spin-offs, and debt and equity underwriting of public offerings and private placements, as well as derivative transactions directly related to these activities.”节选自 *Goldman Sachs 2010 Annual Report*, p. 97。

^③ Kuhn, Robert L. *Investment Banking Library I-VI*. Illinois: Richard D. Irwin Press, 1990.

^④ 这里的证券交易服务不包括一般的证券经纪业务。库恩根据“为企业服务为准”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做投资银行,而只能叫做“证券经纪公司”。而核心投资银行业务中的证券交易服务主要是指投资银行为创造市场而进行的二级市场交易活动。

银行作为企业等机构的直接融资中介的基本功能。

因此,我们认为英文“Investment Banking”的解释应为“投资银行业务”,主营投资银行业务的机构就是“投资银行”(Investment Banking Firms)。目前,被普遍接受的投资银行的定义是上述“较广义的定义”,即投资银行是主营业务为一部分或全部资本市场业务的金融机构。

参照主要投资银行年报中的业务收入分类,本教材将当代投资银行的主要业务分为核心的投资银行业务、证券投资服务业务、自营交易与投资业务三大部分。

(二) 现代投资银行的组织形式

1. 金融控股公司下属的投资银行业务部门

20 世纪 90 年代以来,欧美发达国家的金融管制不断放松,催生了一批规模巨大的全能型金融机构——金融控股公司,在其内部发展起专门的投资银行业务部门。根据汤森路透公司(Thomson Reuters)对 2011 年度全球投资银行核心业务(证券承销和并购咨询)市场份额的调查,排名前十位的,除了高盛和摩根士丹利外,J. P. 摩根公司、美国银行美林公司、瑞士信贷集团(Credit Suisse)、德意志银行(Deutsche Bank AG)、花旗集团(Citi)、巴克莱银行下属的巴克莱资本(Barclay Capital)、瑞银集团(UBS)、富国银行(Wells Fargo & Co.)全部都是金融控股集团及其下属的投资银行部门(见表 0.1)。

表 0.1 2011 年全球投资银行核心业务市场份额前十名

排名	机构名称	市场份额(%)
1	J. P. 摩根	6.8
2	美国银行美林公司	6.1
3	摩根士丹利	5.1
4	高盛	4.9
5	瑞士信贷集团	4.2
6	花旗集团	4.1
7	德意志银行	4.0
8	巴克莱资本	3.5
9	瑞银集团	2.9
10	富国银行	1.9

资料来源:GLOBAL INVESTMENT BANKING REVIEW Full Year 2011, <http://dmi.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/QuarterlyReviews>。

在金融分业监管体制下,由控股公司通过收购、兼并或新设子公司的方式构建覆盖证券、银行、保险和其他领域的金融服务平台,建立全功能金融服务集团,能够使金融控股公司本身拥有巨大的协同效应优势,为客户提供集成式的金融服务。当然,我们也看到由于金融控股公司控制的金融资源规模巨大,对国际金融和经济活动的影响也很大,当系统性风险爆发时,就可能使整体经济暴露在风险之中,并可能使震荡更容易传播。

2. 大型综合性投资银行

在 2007 年金融危机爆发之前,能够与金融控股公司分庭抗礼的大型综合性投资银行以华尔街五大投资银行高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟、贝尔斯登为代表。这些机构有着较长的投资银行业经营历史,20 世纪 80 年代以来,为适应业务大规模扩张的需要,纷纷由传统的合伙企业转制为股份公司并公开发行上市。它们主要以大型企业和机构为服务对象。

这类投资银行不经营商业银行业务,因而在监管上不受商业银行资本充足率的约束,经营

杠杆率较高。在业务结构上,核心的投资银行业务所占比重不高,而以自营交易(Principal Trading)作为它们的主要利润来源。传统上,投资银行的自营交易业务主要延伸自证券发行后的造市交易,是一种辅助性的业务。随着证券交易规模的不断扩大,投资银行也越来越多地参与到证券,特别是金融衍生品的交易中。20世纪90年代末以来,自营交易收入在五大投资银行机构全部净收入中的占比越来越大。在危机爆发前的2006年,自营交易收入在扣除利息费用后的总收入中的占比,高盛为63.8%,雷曼兄弟为55.7%,贝尔斯登为54.1%,摩根士丹利为39.6%,美林为21.5%。然而,自营交易受市场波动的影响很大。2007年金融危机爆发,当年五大投资银行自营交易收入的占比就迅速下降,除了高盛仍维持64.6%的高比例外,雷曼兄弟、贝尔斯登、摩根士丹利分别下降为47.8%、22.3%和11.4%,美林更是报告了高达120亿美元的负收益。^① 自营交易收入的大幅下降成为拖累机构总收入的主要原因。

在危机的持续剧烈影响下,金融资产的市场价值急剧缩水,导致各大投资银行自营交易的损失不断扩大。最终的结果是,贝尔斯登和美林分别被J. P. 摩根和美国银行收购,成为金融控股公司的一部分;雷曼兄弟宣布破产;高盛和摩根士丹利转制为银行控股公司。

3. 专业型投资银行

除了我们耳熟能详的金融控股公司和大型综合性投资银行外,还有相当数量的投资银行仍然沿袭传统的业务经营模式,以证券承销、咨询和其他收费业务为主要收入来源,自营交易的占比很小。这类专业型投资银行有时又被称为精品店(Boutique)式的投资银行,它们的客户主要是中小企业。其中比较有代表性并且公开上市的美国投资银行有R. 詹姆斯(Raymond James)、杰佛瑞(Jefferies & Co.)、格林希尔(Greehill & Co.)、K. B. 伍德(Keefe Bruyette & Woods)和P. 派杰(Piper Jaffray)等。2006年,自营交易收入的占比,除杰佛瑞较高,为32%之外,P. 派杰为2.7%,R. 詹姆斯为4.8%,格林希尔为4.9%,K. B. 伍德为8%。

这些专业型投资银行的特点是经营杠杆率低、系统性风险小、业务集中度高。例如格林希尔在其网站的介绍中就明确了自身的业务焦点:与那些大型、多元化经营的竞争者相比,格林希尔聚焦于咨询业务,为企业、机构和政府提供并购、重组、财务和融资建议。^② 又如R. 詹姆斯,其业务相对多元化,但也是围绕其核心业务向产品和业务深度而非广度扩展。在2007年的金融危机中,这些专业型投资银行受到了一定的冲击,拥有的自营交易也蒙受了不小的损失,但其他业务线(如承销、咨询等)的佣金和收费收入弥补了交易损失。在最艰难的2008年,它们的净收益只是比2007年略有下降,有些业务线还保持了增长。

危机过后,原有的五大独立投资银行或倒闭,或并入金融控股集团,或转型为银行控股公司,上述五家专业型投资银行已取代了原有的五大巨头成为目前美国最大的独立投资银行。这五家专业型投资银行的总市值仅有120亿美元,只是原有五大投资银行的4.8%。未来,这类机构将会继续维持低杠杆率,力争在特定的领域内建立核心竞争力,更加注重特定的业务线和客户,形成良好的专业知识和管理技能优势,成为集中于某一领域的专业化机构,并与全能银行化的投资银行并存。

① 以上数据根据各投资银行年报计算得出,年报来自各投资银行网站。

② 原文为:“Unlike the large, diversified financial institutions with which we compete, Greehill is focused on the advisory business. We provide important merger, acquisition, restructuring, financing and capital raising advice to leading corporations, partnerships, institutions and governments around the world.”节选自公司网站:<http://www.greenhill.com/homepage.php>。

三、我国投资银行业的发展

在我国,经营投资银行业务的金融机构主要为证券公司。我国投资银行业的产生与发展是和经济体制改革与证券市场的成长密不可分的。改革开放之后,我国的企业制度改革,特别是国有企业改革成为国家经济生活中的一个重要问题。为适应发展市场经济的要求,大量的国有企业需要进行公司化改造和重组,改革旧的、完全依靠国家拨款或国有银行贷款的融资模式。这就需要有专门的机构提供中介服务,协助企业完成融资结构的设计、股票债券的发行以及产权的流转和重组,专业的证券经营机构就应运而生了。

(一) 我国投资银行业的产生与发展

1985年1月,我国第一家专业的证券经营机构——深圳经济特区证券公司试运行,并于1987年7月开始正式运营。和我国大多数经济领域的改革路径相同,证券业的改革发展也是自上而下的。为了配合国债交易和证券交易市场的发展,中国人民银行陆续牵头组建了43家证券公司,同时批准部分信托投资公司、综合性银行开展证券业务,初步形成了证券专营和兼营机构并存的局面。1990年,中国人民银行颁布了《证券公司管理暂行办法》,初步确立了证券公司的监管制度;1991年,上海、深圳证券交易所成立;1992年,国务院证券委员会和证券监督管理委员会(中国证监会)成立,对证券经营机构进行业务监管,标志着中国的证券业进入新的发展阶段。此后,我国的证券业基本上经历了以下几个发展阶段:

1. 高速增长期(1992—1997年)

在我国证券市场发展初期,证券业是绝对供不应求的卖方市场。因没有严格的准入限制,市场迅速扩容。银行、信托公司等都可以从事证券业务。到1996年年底,全国共有各类证券专营和兼营机构430家,营业网点2600多家,平均资本金仅为2000万—3000万元。一些证券公司开始从事实业投资、房地产投资,甚至违规融资,产生了大量的不良资产和违规负债。证券公司的违规经营活动给资本市场的发展带来了不利影响并累积了很大的风险。为此,监管部门加强了对证券业的监管。1996年,中国人民银行发布了《关于人民银行各级分行与所办证券公司脱钩的通知》,推动了银行、证券和保险的分业经营,这是我国证券业经营格局的第一次大规模调整。随后,国务院证券委员会和中国证监会先后发布了有关股票承销、自营、经纪、投资咨询等业务的管理办法,加强了对证券业务经营的监管。

2. 规范调整期(1998—2005年)

1998年年底《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)出台,并于1999年7月开始实施,标志着我国金融业分业经营、分业管理的格局正式形成。1998年,国务院决定由中国证监会集中监督管理全国证券市场,原属于中国人民银行的证券机构监管职责全部移交给中国证监会。中国证监会将证券公司分为综合类证券公司和经纪类证券公司进行分类管理。为引导证券公司规范经营,完善证券公司内部控制机制,增强证券公司的自我约束能力,推动证券公司现代企业制度建设,防范和化解金融风险,2001年,中国证监会发布《证券公司内部控制指引》。但处于成长期的我国证券业仍然存在大量经营不规范、系统性风险高的情况。为了从根本上解决证券机构违规经营,特别是挪用客户资金的问题,2003年8月,中国证监会召开“证券公司规范发展座谈会”,会上对券商提出“三大铁律”——严禁挪用客户交易结算资金、严禁挪用客户委托管理的资产、严禁挪用客户托管的债券,开始了长达数年的“券商综合治理”。从2003年到2005年,多家证券公司因为严重违规行为被托管或关闭。其中,最典型的

就是南方证券股份有限公司(南方证券)的关闭。

南方证券是经中国人民银行批准,由中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行和中国人民保险公司联合发起,并由国内 40 多家著名企业出资组建的全国性大型证券公司,于 1992 年 12 月 21 日在深圳特区宣告成立。2000 年年底,公司完成增资扩股,股本达到 34.5 亿元人民币。可以说,创立之后的南方证券位于国内证券行业金字塔的塔尖。从 2001 年年初开始,南方证券重点开拓委托理财业务。但由于 2001 年 6 月之后我国股市一直处于下跌趋势中,南方证券的自营业务和委托理财业务都遭受了很大损失。2003 年 10 月,南方证券爆发大范围信用危机。2004 年 1 月 2 日,由于挪用客户准备金高达 80 亿元以及自营业务的巨额亏损,中国证监会、深圳市政府宣布对南方证券实施行政接管。2005 年 5 月 10 日,南方证券清算组发布公告,中国证监会下达《行政处罚决定书》,取消南方证券证券业务许可并关闭南方证券。

3. 稳定发展期(2005 年至今)

我国的资本市场和证券业是伴随着经济体制改革的进程发展起来的,制度和监管的不完善是发展进程中的必经阶段。在强化监管的前提下,经过大规模调整,在处置高风险证券公司的同时,经过重组和整合,一批新型综合性证券经营机构又发展起来。2005 年 10 月,我国首批 7 家规范类券商名单公布,包括中银国际证券有限责任公司、中原证券股份有限公司、兴业证券股份有限公司、广发华福证券有限责任公司、南京证券有限责任公司、西部证券股份有限公司、国海证券有限责任公司。2005 年 10 月 27 日,十届全国人大常委会第十八次会议通过了新修订的《证券法》《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》),自 2006 年 1 月 1 日起施行。2005 年 11 月,中国证监会严令整肃券商自营业务,转发了中国证券业协会制定的《证券公司证券自营业务指引》,要求证券公司不得将自营业务与资产管理业务、经纪业务混合操作;不得以他人名义开立自营账户;不得使用非自营席位从事证券自营业务;不得超比例持仓或操纵市场。2006 年 7 月,中国证监会颁布了《证券公司风险控制指标管理办法》,并于同年 11 月 1 日起施行,该办法成为证券业“常规监管期”的监管指针。

在规范发展的引导下,地方性的中小证券公司积极通过增资扩股等方式发展成为全国性的综合类证券经营机构;大型证券经营机构在保持国内领先的基础上,开始拓展国际业务,向真正的国际性投资银行发展。

(二) 我国投资银行业的发展趋势

如果对照罗伯特·库恩对投资银行的定义,我国证券经营机构中能够称得上现代投资银行的很少。特别是对大多数中小型证券机构来说,主要利润来源于经纪和自营业务,承销、并购咨询等传统意义上的投资银行核心业务收入占比很低。而且,伴随着我国金融市场开放程度的不断加深,许多外资投资银行已经进入国内市场。为应对全球化的影响、掌握发展的主动权,我国各类证券机构,特别是大型证券机构正向着多元化、规模化和国际化发展。

1. 业务多元化

随着我国经济的快速发展,我国企业上市和再融资的需求持续旺盛。在相当长的一段时间内,证券承销业务(包括首次公开发行、上市公司增发、可转换债券和公司债券的发行)将是国内投资银行主要的收入来源。同时,面对金融市场全面放开后强大的国外竞争对手,我国证券公司应积极创新业务品种,开展多元化经营。在防范风险的前提下,推进投资银行业务的多元化发展。特别是在当前经济增长方式转变和产业结构调整的重要转型期,我国的投资银行

业应充分发挥自身在资本市场上的功能,为企业并购、资产重组、项目融资等提供多层次的专业咨询服务。中小型证券经营机构应采取差异化的发展战略,在某些专业领域形成核心竞争力。

2. 机构规模化

伴随着我国资本市场规模的不断扩大以及大型企业的海内外上市,我国目前也已经拥有了具备较强竞争力的金融控股集团和大型综合性投资银行。以中信集团为例,除了中信银行、信诚保险等提供银行和保险业务外,中信证券和中信建投提供证券承销、交易、并购咨询等服务,中信信托、中信基金和华夏基金等提供投资管理服务,中信集团已经成为一家颇具规模的金融控股集团。而作为中国第一家中外合资投资银行的中国国际金融有限公司,则是一家大型综合性投资银行,现有七个主要的业务部门:投资银行部、资本市场部、销售交易部、研究部、固定收益部、资产管理部和直接投资部,基本涵盖了现代投资银行的全部业务。

3. 竞争国际化

早在我国第一家证券公司成立之前,1982年,日本野村证券就成为第一家在我国设立代表处的海外投资银行。1995年5月,中国国际金融有限公司的成立打开了成立中外合资证券公司的大门。1998年,中国银行全资附属子公司中银国际在香港注册成立,迈出了我国本土投资银行国际化的第一步。目前,国外投资银行在我国从事的主要业务是A股、B股、H股、政府和公司债券的承销和交易,以及发起设立投资基金等。国内投资银行的国际业务主要是承接我国境内企业的海外上市业务。通过与跨国投资银行合作支持本土企业海外上市,我国的大型证券机构逐渐熟悉和掌握了国际市场的运作模式,积累了一定的国际市场经验。伴随着我国资本市场开放程度的不断加深,将有越来越多的中国企业利用海外市场融资,未来也会有其他国家的企业进入我国的资本市场融资。尽管金融危机造成了国际资本市场的动荡和调整,但并不会改变金融全球化的大方向。作为资本市场中坚力量的投资银行,其经营范围一定会超越地域和市场的限制。发展具有国际竞争力的全球化投资银行,是我国投资银行业的一个重要方向。

附录1 杰伊·库克与美国联邦战争债券

19世纪以来,美国银行业伴随着美利坚合众国一起成长,美国银行业的中心人物自然也成为美国的英雄。19世纪60年代,当时的美国父母都很喜欢给自己新生的儿子取名为杰伊(Jay),因为杰伊·库克(Jay Cooke, 1821—1905)是当时知名的美国投资银行家,他成功地协助北方政府出售联邦战争债券筹集军费,确保了北方政府最终取得战争的胜利。

美国南北战争是人类进入工业化时代后第一次大的军事冲突,它对现代美国的发展意义十分重大。同样影响深远的是,它提供了进行大规模现代战争融资的范例。传统上,政府筹备战争费用主要依靠征税或大量印钞,这导致的必然结果就是巨额的财政赤字和极高的通货膨胀率。但当时华尔街上年轻的银行家杰伊·库克创造性地采用了向普通公众发行战争国债的模式。

从一开始,战争双方都面临着极度困难的财政状况。由于1857年开始的大萧条,此时华盛顿的联邦政府已经连续出现赤字,主要靠短期贷款来弥补赤字。1861年12月,当南方各州开始一个一个地宣布脱离联邦政府的时候,国库中甚至没有足够的钱来支付国会议员的薪水。