

教 育 部 推 荐 教 材

金融学研究生核心教材系列

投资银行学

主编 任淮秀·····

 中国人民大学出版社



教育部推荐教材

金融学研究生核心教材系列

投资银行学

..... 主编 任淮秀

 中国人民大学出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

投资银行学/任淮秀主编.

北京: 中国人民大学出版社, 2006

教育部推荐教材.

金融学研究生核心教材系列

ISBN 7-300-07233-X

I. 投…

II. 任…

III. 投资银行-经济理论-研究生-教材

IV. F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 031655 号

教育部推荐教材

金融学研究生核心教材系列

投资银行学

主编 任淮秀

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北涿州星河印刷有限公司

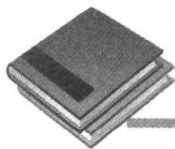
规 格 185×240mm 16 开本 版 次 2006 年 5 月第 1 版

印 张 23.5 插页 1 印 次 2006 年 5 月第 1 次印刷

字 数 457 000 定 价 39.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



总 序

亚里士多德曾经将人类的知识分做三大类：纯粹理性、实践理性和技艺。而金融学却将这三类知识完美地融合在一起，体现了它的独特魅力，也激发了一代又一代学者的研究兴趣。金融业的发展壮大，金融学者的艰难求索，推动了金融学科的发展。曾几何时，金融学只是经济学中一个无足轻重的分支；今天，金融学与经济学相互融合，你中有我，我中有你，并且在很大程度上金融学在改写着经济学。诺贝尔经济学奖多次颁发给在金融研究中有突出贡献的经济学家便是金融学科日益壮大的明证。

20 世纪 30 年代之前，受落后的经济发展水平和简单的金融活动的制约，当时的经济学家将货币看做覆盖在实物经济上的一层“面纱”，对经济并不产生实际影响。货币政策的任务也仅是控制货币数量，稳定物价水平，维持货币的购买力。30 年代大萧条之后问世的凯恩斯《就业、利息与货币通论》成为金融学发展史上一个重要的里程碑，它推进了经济学家对于货币的地位和作用的认识。当时金融理论的视角虽然由宏观和微观两个角度构成，但是宏观层次的研究明显要重于微观层面的研究。宏观金融理论主要围绕货币职能、货币供求机制以及货币政策等问题展开。微观金融理论则局限于商业银行领域，对其他金融机构极少涉及。在研究方法上，当时的金融理论采用的是古典经济学一般均衡的分析方法，侧重于纯理论性的描述，极少运用数学和统计学的分析工具。





20 世纪六七十年代, 货币经济进一步发展到金融经济。随着金融市场化、自由化的兴起和技术进步的加快, 金融活动突破了原有的机构和国界的藩篱, 金融创新层出不穷。沧海桑田式的巨大变迁, 不仅冲击着传统的经济思想, 而且, 从根本上使人们重新认识了金融之于现代经济的重要意义, 分析视角也日趋创新。追随着哈里·马科维茨的创见, 金融学家在资本市场运行机制、资产定价与公司财务方面进行了深入的探索, 奠定了金融经济时代的思想基础。与传统金融理论相比, 现代金融学研究更加务实与深入, 研究对象更偏重微观层次。由于金融活动前所未有的复杂性, 金融理论的研究手段更为先进, 借助了现代信息技术, 并广泛运用数学和模型分析方法以及定量分析方法。金融学由描述性逐步走向了分析性科学。

金融实践的革命, 金融学研究的推进, 成为推动金融学科发展的沃土。尤其在我国这样一个经济体制转轨的国家, 近几十年间, 金融无论在实践还是在理论上的发展都是日新月异, 一日千里。结果是, 金融学在整个学科体系中的独立地位日渐凸现, 研究体系和基本框架日益完善, 有力地指导着现实的经济运行。改革开放之前, 金融学科的理论基础是马克思主义经典作家关于货币、信用和银行在社会主义社会中的地位和作用的有关论述, 学科发展模式则是以当时的苏联为范本。这一时期, 该领域研究的重点集中在货币、信用和银行等问题上。由于当时实行的是高度集中的计划经济体制, 金融业在经济中的作用受到了极大的抑制, 金融学科发展缓慢。随着经济制度的转轨, 中国的金融实践得到了发展, 同时, 以市场经济为背景的西方金融理论思想被引入, 涌现出一批旨在描述和解释中国金融实践的理论成果。金融学作为新兴学科在高等教育学科体系中确立了相对独立的地位, 金融学科发展呈现出繁荣景象。20 世纪 80 年代开始, 随着改革开放的深入, 我国金融业发展的市场化、科技化和全球化的趋势日益明显, 对金融人才的质量和结构提出了更高的要求。为此, 金融教育需要先行一步, 通过相应的改革设计, 努力培养出大批既掌握本国金融运行特点和规律, 又通晓金融国际运作的高级人才。目前, 金融学术界和教育界人士就学科发展定位、学科边界、课程体系设计等诸多方面还存在着争论, 但总体而言, 要适应我国金融实践的发展, 金融学科的研究对象应当向金融市场和微观主体倾斜, 更加体现其应用性; 研究方法也应当更多地使用数理分析工具, 更加体现其科学性。

金融学研究生核心教材系列是“211 工程金融政策与金融管理”项目的标志性成果之一。该项目根据教育部“进一步凝练学科方向, 使学科的结构更加优化, 定位更加准确, 重点更加突出, 特色更加鲜明”的指示精神, 目标是要巩固和加强中国人民大学在宏观金融学领域的优势地位, 并以此为基础, 发展以金融风险管理为基础的微观金融学, 特别是努力探索微观金融与宏观金融的内在联系机理, 然后在一个合理逻辑的基础上, 推动中国金融教学领域的改



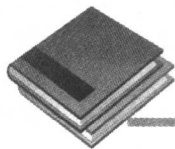


革。本套教材系列包括的 13 部教材：《货币经济学》、《金融经济学》、《数理金融学》、《计量金融学》、《制度金融学》、《高级财务学》、《证券投资学》、《国际金融学》、《投资银行学》、《银行经济学》、《金融工程学》、《保险经济学》、《保险精算学》，就是基于上述思想，在充分消化、吸收国际一流同类教材精华的基础上，立足于中国国情，强调金融学一般原理与本土案例的结合。值得一提的是，本套教材吸收了中国人民大学成功的教学改革实践——“中美金融教学实验项目”的许多成果。这一中外合作办学项目于 2002 年开始实施，旨在培养融会贯通中西、既掌握现代金融理论、又有实际应用能力的高层次人才。项目的生源是中国人民大学相关专业本科三年级开始本硕连读的优秀学生（2005 年开始通过全国大学生金融夏令营的方式选拔）；授课教师既有美国麻省理工学院、耶鲁大学、哥伦比亚大学和明尼苏达州立大学的经济学或金融学教授，又有接受过国外金融学教育的国内优秀教师。课程安排的原则是学术与应用并重，思想与方法并重，中外教材并重，授课语言依从效果。四年来，该项目培养的人才已经开始得到社会和学界的认可。“中美金融教学实验项目”的有益成果为本套教材提供了教育实践基础。

鉴于金融是当前市场经济中最为活跃的一分子，金融学是一个正在发展的开放性新兴学科，因而学科边界和内涵都处于一个不断更新、变化的动态环境之中。金融理论研究和金融学科建设的争论远远没有尘埃落定的一天。现在，本套教材即将面世，唯愿能够为生机无限的金融学科贡献一份绵薄之力！

最后，特别感谢国务院学位办领导和教育部社政司领导的支持与指导。在 2002 年 7 月举办的“全国金融学科研究生专业建设研讨会”中，该套教材被定为推荐教材。





前 言



任准秀：经济学博士，金融学教授，中国人民大学财政金融学院副院长，中国人民大学投资研究所所长，中国投资学会常务理事，中国投资协会政策研究委员会委员。1992—1993 年赴美国哥伦比亚大学从事美国证券市场研究。主要研究方向为投资理论、企业投资、投资银行、国际投资等。





随着经济全球化、金融证券化趋势的不断加强,投资银行在经济与金融发展过程中所处的特殊地位越来越明显。投资银行作为活跃于国际金融市场上一类重要的金融机构,在现代市场经济和金融体系中发挥着不可替代的作用。它以灵活多变的形式参与资本市场配置,成为资金供给者和资金需求者之间重要的联系纽带,在资金供给者和资金需求者之间建立了一个方便快捷的通道,节省了交易环节和交易费用,实现了资本的高效配置。

现代意义上的投资银行不仅延续其传统业务即证券承销与交易、经纪业务和自营业务等,同时在诸多新领域开辟了利润增长空间,主要有兼并和收购业务、共同基金管理业务、金融工程、风险投资业务和资产证券化等。在与商业银行业务分工的基础上,投资银行在证券业领域和资本市场上越来越成为各项交易的核心,充当着组织策划的灵魂作用。

在借鉴国外发达市场经济国家投资银行发展的经验基础上,考虑我国投资银行业发展的现状并提出发展的新思路和政策建议已成为理论界研究的一个重大课题和任务。正是在这一背景下,本书从阐述投资银行基本内涵出发,详细深入地分析了投资银行业的历史演进和发展趋势,对投资银行的理论基础进行了充分说明,并详细介绍了投资银行的各项重要业务,包括承销、交易、兼并与收购、共同基金、金融工程、风险投资和资产证券化,并在分析投资银行业风险管理的基础上,详细论述了投资银行职业道德问题,创造性地提出了我国投资银行职业道德建设的方向和步骤,具有非常重要的现实意义。

本书的特色在于以下三个方面:

首先,在结构安排上,本书在对投资银行基本概念和发展历程介绍的基础上,重点论述了投资银行的理论基础;在介绍业务方面,不仅全面论述了传统业务,还从全新的角度分析了投资银行的创新业务,业务体系的论述更加全面,最后还重点分析了职业道德问题。

其次,在投资银行业务的划分上,既有对传统业务的深入分析,又有对现代业务的创造性拓展。投资银行业务的发展与金融业的变革紧紧相连,本书不仅对传统业务做了翔实的回顾和分析,而且重点分析了投资银行的创新业务。在并购领域、财务顾问和融资领域、基金管理和金融工程领域、资产证券化领域都做了非常具体和开创性的拓展,使读者对投资银行的新型业务有了更为深刻的认识。在具体论述业务时,本书特别重视对风险的控制,并专门独立一章来论述投资银行的风险管理问题。

最后,在同类教材中,本书第一次对投资银行职业道德问题进行了专门论述。进入二十一世纪以来,安然、世通和施乐等公司的欺诈丑闻接连曝光,引起了公众对投资银行从业人员的职业道德的高度关注,对职业道德含义的疑义,也使得投资银行从业人员的公信力降到了历史低点。因此必须要重视职业道德的研究,提高从业人员的职业道德操守,重新树立良好的社会形象。本书





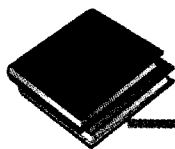
在这个领域的论述大大丰富了投资银行教材的内容，完善了体系。

全书共分 12 章，实际上可以分为三个部分。第 1 章到第 3 章为基础部分，主要介绍了投资银行的基本概念、投资银行的发展历史和趋势以及与投资银行相关的理论基础。第 4 章到第 10 章为实务部分，详细介绍了投资银行的业务，不仅包括传统的承销、交易、并购等，还包括新兴的金融工程、风险投资、资产证券化等业务，在每个具体的业务类型分析中都与当前经济、金融形势的发展密切相连。第 11 章和第 12 章为专题部分，详细论述了投资银行的风险管理和职业道德问题。

本书由任淮秀主编，具体分工为：任淮秀编写第 1 章、第 4 章和第 12 章；汪涛编写第 2 章、第 3 章、第 6 章；张平编写第 5 章、第 8 章；朱华培编写第 9 章、第 10 章、第 11 章；黄晓萍编写第 7 章。全书由任淮秀通读定稿。

由于时间紧迫和水平有限，书中不足之处，恳请读者批评指正。





目 录

第 1 章	投资银行概论	(1)
1.1	引 言	(1)
1.2	投资银行的含义及类型	(1)
1.3	投资银行的业务范围与特征	(3)
1.4	投资银行与商业银行的区别	(6)
1.5	投资银行的职能与作用	(7)
1.6	现代投资银行的组织结构	(12)
	结语	(19)
	思考题	(19)
	阅读材料	(19)
	附录	(20)
第 2 章	投资银行的历史演进与发展趋势	(24)
2.1	引 言	(24)
2.2	发达国家投资银行业的历史演进	(24)
2.3	新兴国家(地区)投资银行业的历史演进	(32)
2.4	中国投资银行业的发展	(39)
2.5	投资银行业的发展趋势	(49)
	结语	(54)





思考题	(55)
阅读材料	(55)

第3章 投资银行的理论基础	(56)
3.1 引 言	(56)
3.2 风险基础知识	(56)
3.3 证券市场效率理论	(62)
3.4 马柯维茨均值方差模型	(70)
3.5 资本资产定价模型	(76)
3.6 套利定价理论	(86)
3.7 企业并购理论	(92)
结语	(96)
思考题	(97)
阅读材料	(97)

第4章 承 销	(98)
4.1 引 言	(98)
4.2 承销概述	(98)
4.3 债券承销	(108)
4.4 股票承销	(116)
结语	(124)
思考题	(125)
阅读材料	(125)

第5章 交 易	(126)
5.1 引 言	(126)
5.2 经纪业务	(127)
5.3 自营业务	(135)
5.4 网上交易	(142)
结语	(146)
思考题	(146)
阅读材料	(147)

第6章 兼并与收购	(148)
6.1 引 言	(148)





6.2 兼并与收购概述	(148)
6.3 兼并与收购的过程分析	(161)
6.4 反并购	(172)
6.5 兼并收购过程中的投资银行	(177)
结语	(180)
思考题	(180)
阅读材料	(181)
附录	(182)

第7章 共同基金

7.1 共同基金概述	(184)
7.2 美国共同基金业的发展	(191)
7.3 中国共同基金业的发展	(201)
结语	(207)
思考题	(207)
阅读材料	(207)

第8章 金融工程

8.1 引 言	(208)
8.2 金融工程概述	(209)
8.3 第一代金融衍生产品	(211)
8.4 第二代金融衍生产品	(218)
结语	(232)
思考题	(232)
阅读材料	(233)

第9章 风险投资

9.1 引 言	(234)
9.2 风险投资概述	(235)
9.3 风险投资的运行机制	(240)
9.4 风险投资的决策分析	(252)
9.5 风险投资的风险分析	(259)
9.6 风险投资的退出机制	(264)
结语	(268)
思考题	(269)
阅读材料	(269)





第 10 章	资产证券化	(270)
10.1	引 言	(270)
10.2	资产证券化的发展及现状	(270)
10.3	资产证券化的原理	(275)
10.4	资产证券化的运行机制	(279)
10.5	资产证券化的风险分析	(286)
10.6	资产证券化产品定价模型	(299)
	结语	(305)
	思考题	(305)
	阅读材料	(306)
第 11 章	投资银行业的风险管理	(307)
11.1	引 言	(307)
11.2	投资银行风险管理概述	(308)
11.3	风险管理的评估方法	(312)
11.4	风险管理系统的构建	(320)
11.5	风险管理的流程	(325)
11.6	风险管理的有关措施	(328)
11.7	投资银行风险管理的国际经验	(333)
	结语	(337)
	思考题	(337)
	阅读材料	(337)
第 12 章	投资银行职业道德分析	(339)
12.1	引 言	(339)
12.2	职业道德概述	(339)
12.3	投资银行职业道德的内涵和具体要求	(341)
12.4	投资银行职业道德的核心	(344)
12.5	国外投资银行职业道德理论分析	(348)
12.6	加强我国投资银行职业道德建设	(355)
	结语	(359)
	思考题	(359)
	阅读材料	(360)
	附录	(361)





第 7 章

投资银行概论

1.1

引言

投资银行作为活跃于国际金融市场上的一类重要的金融机构，在现代市场经济和金融体系中发挥着不可替代的作用。它以灵活多变的形式参与资本市场配置，成为资金供给者和资金需求者之间重要的联系纽带，在资金供给者和资金需求者之间建立了一个方便快捷的通道，节省了交易环节和交易费用，实现了资本的高效配置。

1.2

投资银行的含义及类型

1.2.1 投资银行的基本概念

投资银行是主要从事证券发行、承销、交易、兼并与收购、基金管理、衍生金融、风险投资、投资分析等业务的非银行金融机构，是资本市场上非常重要的金融中介。





投资银行虽然冠有“投资”和“银行”的名称，但是它本身并不从事具体的生产性投资，主要是协助企业或政府在市场上发行证券，并帮助投资者获得这些证券。它也不是一般意义上的“银行”，商业银行最主要的业务是吸收存款和发放贷款，而投资银行主要是从事证券的发行、销售以及二级市场上的非储蓄金融中介机构业务。

由于历史发展的原因，投资银行的称谓在各国不尽相同。美国称之为投资银行，日本称之为证券公司，英国称之为商人银行，德国称之为私人承兑公司，香港称之为吸储公司，法国称之为实业银行等等。

要准确定义投资银行，就需要从其业务特征出发，而投资银行业务常常会跟随金融环境的变化而变化。当前，投资银行业务范围已经从传统的承销角色扩展到广泛的金融咨询、投资理财等各式各样的金融服务。根据投资银行业务的发展变化，参照美国著名金融专家罗伯特·库恩所著的《投资银行学》，我们将投资银行以其业务范围从大到小的次序定义为：

(1) 最广义：投资银行包括华尔街大公司的全部业务，从国际承销业务到零售交易业务以及其他许多金融服务业（如不动产和保险）。

(2) 次广义：投资银行包括所有资本市场的活动，从证券承销、公司财务到并购及管理基金和风险资本。但是，向散户出售证券和抵押银行、保险产品等业务不包括在内。如果是投资银行家为自己的账户而投资和经营的商人银行（不同于英国的商人银行概念），则应包括在内。

(3) 次狭义：投资银行只限于某些资本市场活动，着重于证券承销和兼并与合并，基金管理、风险资本、风险管理不包括在内，按照公司方针主要用于支持零售业务的研究不包括在内，但包括商人银行业务。

(4) 最狭义：投资银行回到它过去的原则上，严格限于证券承销和在一级市场筹措资金、在二级市场上进行证券交易。根据投资银行业在美国的发展，罗伯特·库恩倾向于上述的第二定义，把投资银行业放在资金筹措和融通、资本运营的层面上。这有助于我们跳出仅将投资银行看做证券融资这种传统观念的圈子，充分把握其动态变化。现在，在美国，投资银行同国内承销、企业产权和债券市场交易是同一的。

1.2.2 投资银行的类型

1. 国际上投资银行的主要类型

国际上投资银行的主要类型有两大类：一类是独立的专业性投资银行，另一类是附属于商业银行或者大型企业集团的投资银行。第一种类型的投资银行在规模、实力、信誉、客户资源与数量等方面都达到了世界一流水平，在全世界范围内广为存在，触角伸及世界各地。代表性的投资银行有美国的摩根斯坦利、高盛公司、美林公司、所罗门兄弟公司、第一波士顿集团、莱曼兄弟公





司,日本的野村证券、三一证券,英国的瑞银华宝公司、宝源公司等,这些专业性的投资银行都有各自的专长和方向。第二种类型的投资银行包括商业银行所拥有的投资银行、全能性银行直接经营的投资银行业务和一些大型的企业集团所拥有或兴办的财务公司。

2. 国内投资银行的主要类型

根据投资银行的定义和业务经营的范围,我国证券公司就是广义上的投资银行。在我国,证券公司的主要业务包括: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、风险投资、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。

1.3

投资银行的业务范围与特征

1.3.1 投资银行的业务范围

根据库恩对投资银行次广义的界定,投资银行经营的业务涵盖所有资本市场的活动,包括股票和债券的承销、交易、私募、兼并与收购、基金管理、咨询服务等业务。

1. 证券承销

证券承销是投资银行的基本业务和本源业务。在直接融资的资本市场中,投资银行的承销活动使筹资活动高效、正规、快速进行。投资银行承销的范围很广,不仅承销本国中央政府及地方政府、政府部门发行的债券,各种企业所发行的债券和股票,外国政府与外国公司发行的证券,甚至还承销国际金融机构,例如世界银行、亚洲发展银行等发行的证券。当公司首次上市发行新股或上市公司发行新股、上市公司大股东公开发售已上市证券时,投资银行可以以包销、代销等形式进行证券承销。证券承销一般包括发行准备、向有关证券交易管理部门申报、批准后进行承销等几个步骤。承销方式有全额包销、代销和余额包销三种。

2. 证券交易

证券交易是证券承销的继续,绝大多数投资银行具有强大的交易能力。由于一级市场和二级市场的互动作用,投资银行参与证券交易既是二级市场交易的促成需要,也是维护其在一级市场地位的需要。在证券承销完毕后,投资银行要为证券创造一个流动性较强的二级市场,并维持市场稳定,防止证券上市之后的价格低于发行价过多。这样既维护了发行者的声誉,以防其日后再次发行证券受阻;又有助于维护投资银行自身的利益。这是赚取价差的需要,也是保





持其在投资者心目中地位的需要，以免影响以后的承销业务。

投资银行在构建二级市场中，对不同的证券执行不同的交易功能，既做经纪业务，又做自营业务。作为经纪人，投资银行充当客户（买方或卖方）的委托代理人，接受客户指令，促成客户的买入或卖出交易。其自身不拥有证券，在价格变更或利率变动时不承担风险，收益来自于委托佣金。作为自营商，投资银行自己拥有证券，参与证券投资。由于投资银行管理受客户（养老基金、共同基金）委托的大量资产，加之其自身拥有的资产，可通过证券组合投资获取投资收益（证券利息收益和价差），但同时承担价格风险。

此外，投资银行在二级市场还经常进行风险套利活动。例如，在企业并购中，购买被并购公司的证券，并购开始后股价上升，获取价差，但要承担并购失败的风险。

3. 私募

私募是相对于证券的公开发行而言的。为了规避公开发行的种种限制或满足快速筹资的需要，发行者不公开发行证券，只将其售给特定投资者，如共同基金、保险公司等。其间需要投资银行为发行者寻找投资人，或将其证券包销后再推销给机构投资者。由于私募发行不受公开发行的章程限制，就证券发行的种类、价格和条件等，发行者和机构投资者可在投资银行的安排下进行协商。私募市场因此成为许多金融创新的源生地和试验场所。在投资银行的中介下，私募市场的规模不断扩大，养老和保险基金等机构投资者的储备已成为资金的一个巨大来源。在其不断投资于私募市场的同时，为发行者提供了选择融资方式的自由。

4. 兼并与收购

企业的并购是经济发展中产业重组以促进效率和竞争的需要。并购涉及资本结构的改变和大量融资，必然要求投资银行的参与。并购与反并购已成为现代投资银行业务领域中最激烈复杂和引人入胜的部分，并且成为核心部分。投资银行参与并购业务，其范围不仅包括狭义的企业兼并与收购，而且包括广义的除企业兼并、收购和接管以外的公司杠杆收购、公司结构调整、资本充实和重新核定、破产与困境公司的重组等筹划与操作。投资银行的作用，一是提供信息；二是筹集资金。

5. 基金管理

这包括投资基金及保险基金、养老基金等金融机构的基金管理，投资基金在美国称为共同基金或互惠基金，在英国称为单位信托，在日本称为证券投资信托基金。投资基金近些年来得到广泛的发展和普及，作为一种集合投资，它受到广大投资者青睐。投资银行可以作为基金的发起人、管理人和托管人，更多的是由于其其在证券市场中的特殊地位，由于其丰富的理财经验和专业知识而接受基金发起人的委托管理基金，进行组合投资。对于养老基金和保险基金这些机构来说，资金储备近年来急剧增长，这也需投资银行参与其资金投资管理

