

了解**投资银行**的必读书

一本书读懂 投资银行

[美] 米歇尔·弗勒里耶◎著
朱凯誉◎译

资深投行从业者
为你揭开投行的运作原理和战略

神秘的投行究竟是怎样运作的？
它们用什么战略创造惊人利润？
怎样通过金融杠杆影响全球经济？

Investment Banking Explained

An Insider's Guide to Investment Banks



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

了解**投资银行**的必读书

一本书读懂 投资银行

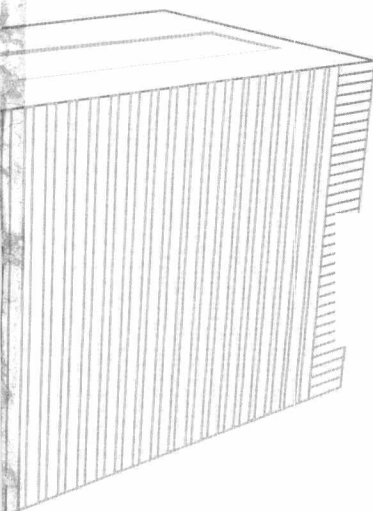
[美] 米歇尔·弗勒里耶◎著

朱凯誉◎译



资深投行从业者
为你揭开投行的运作原理和战略

Investment
Banking
E_xplained



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

一本书读懂投资银行 / (美) 弗勒里耶著; 朱凯誉译. —北京: 中信出版社, 2010. 5

书名原文: Investment Banking Explained: An Insider's Guide to Investment Banks

ISBN 978-7-5086-2009-1

I. 一…… II. ①弗…②朱… III. 投资银行—经济理论—通俗读物 IV. F830.33-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 059455 号

Investment Banking Explained: An Insider's Guide to Investment Banks by Michel J. Fleuriot

Copyright © Michel J. Fleuriot

Chinese (Simplified Characters) trade Paperback copyright © 2010 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED.

一本书读懂投资银行

YIBENSHU DUDONG TOUZIYINHANG

著 者: [美] 米歇尔·弗勒里耶

译 者: 朱凯誉

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京京师印务有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 18.5 字 数: 240 千字

版 次: 2010 年 5 月第 1 版 印 次: 2010 年 5 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2008-2097

书 号: ISBN 978-7-5086-2009-1/F·1946

定 价: 42.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com



投资银行业是一个由众多交易员、分析师、经纪人、经理、套利者、退休的规划师以及银行参与的复杂行业。从质量和数量上看，投资银行业也如它的机制一样充满创新精神。它的客户既有美国本土的家庭主妇，也有国际亿万富翁；既有最新成立的小公司，也有大型跨国公司。同时，投资银行也为政府部门工作。

投资银行的业务是为需要发行证券和投资的客户提供战略建议 and 风险管理方面的产品和服务。在 20 世纪，投资银行主要是为企业融资和并购提供建议。投资银行服务被定义在一个比较狭窄的范畴：证券承销和金融咨询。与之前相比，现在的投资银行则更趋向于一个广泛的定义。正如 J·P·摩根总结的那样——“简单点说，投资银行帮助公司作出市场决策，还为政府部门、跨国公司、私人公司和个人客户提供公共投资和私人投资等级债券、高收益产品和金融市场的渠道。”投资银行还通过自营账户从事证券交易，其中很多涉及第三方资产管理。

世界上最大的投资银行至今已经运作了 100 多年，有些甚至达到 200 年。然而，它们的业务在最近 10 年中发生了巨变，而且进行了创新。也许这是它们至今仍存在的一个理由。可以这样说，像所有其他需要努力求生的有机体一样，投资银行也需要抓住经济世界中的每一个机会，如果有任何一方面没

有随其他竞争者以相应的程度改进和提高，那么很快就会被淘汰。

40 年前，如果有人想控制运营风险，那么投资股票市场就是背道而驰的——这很大程度上就是在参与一场赌博。股票市场是投机者的乐园。在 20 世纪 60 年代，新发明的计算机运行的方法和数学模型使金融服务公司分散化管理金融投资风险的技术成为可能。投资银行炫耀出色的风险管理能力的一个好方法就是拥有优秀的资产管理经理。

然而，在过去 10 年，风险管理的方法改变了。投资于多样化的资产虽然仍是资产管理的重要原则，但是新的方法改变了金融市场。投资银行不再依靠多样化投资来分散风险，而是把不同资产分割并包装成新的产品在市场上进行交易。这些被我们称为互换、衍生品、债务抵押证券和信贷违约掉期的新产品，使风险从厌恶风险的一方转移到希望掌控风险的一方。

随着管理风险新方法的出现，投资银行承担了更多的风险，改变了业务组合。投资银行从以前商业模式中单纯的中间人角色走了出来，用自有资金投资、交易更多创新型的产品，因此也承担了更多的风险。新的商业模式无疑已经使投资银行和客户间产生了新的利益冲突。任何一家大型投资银行都要向证券交易委员会（SEC）提交 10K 申报文件，其中有十多页的内容是客户和监管层相关的法律声明。

20 世纪 90 年代末到 21 世纪初，投资银行卷入了如安然公司、环球电讯公司和世通公司等大量丑闻事件中。

此外，之前类似的事件还包括被视为现代投资银行鼻祖之一、拥有 200 年历史的巴林银行的崩溃，以及美国奥兰治县政府财政基金的破产。

事实上，几乎所有的投资银行都在以下类似的事件中遭受过打击：

- 2001 年所罗门美邦公司和美林证券卷入的丑闻。
- 美国长期资本管理公司的崩盘。
- 安然公司通过特殊目的实体隐瞒债务事件和奥兰治县的破产事件。
- 瑞士信贷第一波士顿银行陷入弗兰克·奎特隆 IPO 分配丑闻。
- 戴姆勒-克莱斯勒和美国在线时代华纳等大型并购完成后业绩恶化。

- 2003 年骏利集团、强力金融公司以及普特南投资公司卷入的共同基金丑闻。

这些丑闻已经在众多书本中被多次批判，投资银行也经常在各种商业文章中备受攻击。阐述投资银行运作机理的书很少，外行人也难以理解它们。因此，很多人往往只是片面地看到了整幅图画中不光彩的一小块。

你了解投资银行业务、投资银行与商业银行之间的区别吗？很多人都在谈论全球化，但你知道华尔街之外的投资银行是如何运作的吗？作为一个潜在的客户，你准备如何选择一家为你服务，而不是只为它自己创造价值的投资银行？从职业层面上说，你是否希望为投资银行工作，你又期望从中得到些什么呢？

本书将阐述投资银行的常规工作机理。多数时候它们非常有效率，这也是它们能够生存下来的原因。本书还是一本投资银行业的入门参考书，它揭示了全球性投资银行的战略，回顾了投资银行业的组织原理和不同区域间投资银行的相互依赖性。笔者将以远早于华尔街出现的投资银行的悠久历史作为开篇，来阐述投资银行的各种具体业务，随后将阐述那些大投资银行——美林和高盛——虽然不同但都被事实证明非常成功的战略。



IX 序言

1 第一章 投资银行的起源

- 4 商业银行家和金融银行家
- 6 欧洲的银行业
- 8 早期的投资银行
- 9 美国投行的兴起
- 11 现代投资银行业的诞生
- 14 20 世纪 60 年代的银行业

17 第二章 金融产品的历史

- 20 短期国债
- 21 回购协议
- 21 住房抵押贷款证券
- 22 债券联盟
- 23 期 权
- 24 现金为王
- 25 有限公司
- 27 证券交易所

29 第三章 投资银行业务

- 31 投资银行的功能
- 33 投资银行的业务范围
- 33 为客户提供的服务
- 34 产 品
- 35 角 色
- 35 投资银行的组织结构
- 36 高 盛
- 38 德意志银行
- 39 收入来源
- 40 重要客户
- 44 美林：天才的计划

51 第四章 投资银行的策略

- 53 产品/客户矩阵
- 54 服 务
- 55 客 户
- 56 案例：为什么高盛如此成功？

61 第五章 全球化扩张

- 63 国际化扩张的关键
- 67 美国和欧洲市场
- 69 亚洲市场
- 71 案例：中国如何成为世界级投资银行的战场？

75 第六章 关系管理战略

- 77 相信我，我是一个银行家

	78	关系管理成功的三个关键
	79	关系管理的种类
	79	高盛的模式
	80	银行家如何获得客户的并购委托?
	82	案例: 美林证券如何为世界上最大的并购提供咨询建议?
89	第七章	交易与资本市场活动
	91	场外交易市场与场内交易市场
	93	报价驱动的市场
	96	订单驱动的市场
	98	从报价驱动的系统到指令驱动的市场
	99	场内交易所和电子化市场
	100	案例: 长期资本管理公司近乎致命的交易策略
103	第八章	交易中的策略
	105	交易所的竞争战略
	107	交易所的合并
	110	场外交易市场的战略
	111	风险价值
	112	套利交易
	113	场外交易革命
	114	原油: 多方与空方
	116	投资银行在金融市场发展中的作用
119	第九章	证券研究
	121	受到置疑的美林证券研究

- 122 证券分析师都在做些什么？
- 123 分析师提出买/卖建议
- 124 安然事件
- 127 研究的两个难题
- 131 研究的商业模式
- 133 案例：花旗集团的研究模式错在哪里？
- 134 不值得称道的建议

137 第十章 股票发行业务

- 139 股票首次公开发行的难题
- 140 拍卖定价机制
- 141 固定价格发行机制
- 142 邀标定价机制

151 第十一章 股票首次公开发行策略

- 154 选择主承销商
- 155 选择股票首次公开发行的方法
- 156 选择首次公开发行新股的公司
- 159 确定发行价格
- 160 投资者选择
- 161 谷歌的股票首次公开发行

167 第十二章 固定收益业务

- 169 固定收益业务工具
- 170 债 券
- 172 公共和私人发行者
- 174 发行债券的方法

176 新的金融产品

183 **第十三章 固定收益业务中的战略**

- 185 理解投资者群体
- 186 了解发行者的业务
- 189 价值创造之谜
- 191 案例：多利羊

195 **第十四章 并 购**

- 197 并购的类型
- 198 并购和价值创造
- 199 收购 - 防御
- 201 并购浪潮
- 202 分析战略
- 203 并购交易时间表
- 206 如何识别潜在客户
- 208 交易佣金

211 **第十五章 并购协同效应**

- 213 如何用财务指标评估协同效应？
- 215 并购分类
- 216 产能过剩的并购交易
- 217 地盘倾轧并购交易
- 218 产品/市场扩张并购交易
- 219 研发并购交易
- 220 产业趋同并购
- 221 宝洁/吉列

- 222 案例：汽车行业中的成功与失败
- 229 提供协同效应

231 第十六章 完成交易

- 233 现金出资收购和股票出资收购之间的差异
- 234 并购难题
- 235 超短期估值理论
- 236 可比估值方法
- 237 贴现现金流量法
- 238 为协同效应估价
- 240 在现实世界中的协同效应估值
- 241 分享协同效应
- 243 为何收购方在股票交易中更容易过度支付
- 244 案例：阿尔卡特和朗讯的合并

251 第十七章 资产管理业务

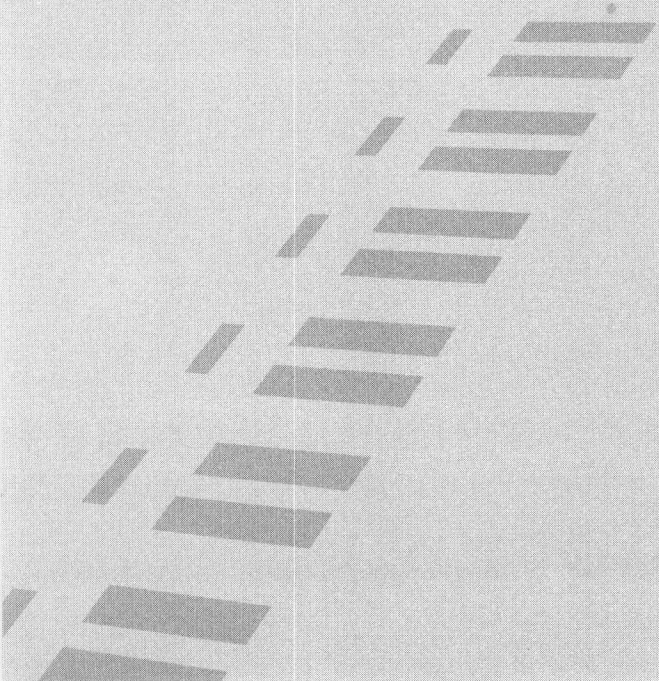
- 254 婴儿潮和行业互助基金
- 256 资产管理的成长壮大
- 261 资产管理收购
- 262 规模经济
- 263 案例：美林证券对水星资产管理公司的收购

267 第十八章 其他投资和投资银行的战略

- 270 对冲基金
- 272 2007 年的危机
- 274 风险资本基金
- 275 私募股权基金
- 278 案例：高盛其他投资基金的战略
- 281 总结

INVESTMENT BANKING EXPLAINED

第一章 投资银行的起源



纽约证券交易所（NYSE）的历史可追溯到美国独立战争之后，当时一些纽约股票经纪商在华尔街交易各种证券。1792年5月，24位经纪商签署了具有历史意义的《梧桐树协议》，协议中约定证券交易要建立在代理的基础之上。1865年，纽约证券交易所搬到了紧邻华尔街的地址。1971年2月，纽约证券交易所改组为一家位于纽约的非营利公司，由它的经纪商用户共同拥有。2006年3月7日，纽约证券交易所与群岛公司合并，由一家非营利实体转型为营利性实体，成为纽约证券交易所集团下属的子公司。

投资银行业通常被视为美国现象的一种。在华尔街，随便问一个人投资银行业的起源，如果他告诉你是始于1933年的《银行业法案》，那么你肯定没有问对人。如果一位律师告诉你，投资银行于1792年5月17日在华尔街68号外面的梧桐树下的纽约证券交易所诞生，那么他一定是位受过正规教育的投资银行家。如果他一无所知，那么他正好代表了绝大多数人的情况：没多少人确切了解投资银行业的起源，不管他实际上干哪一行。

从传统意义上看，投资银行业务是买入原始发行的各种证券，然后公开向社会公众再销售。但是投资银行还有很多其他的业务，而且其中一些业务比投资银行本身的历史还要久远。

让我们从投资银行处理的金融产品开始说起。投资银行认购并交易政府债券；通过回购协议的方式为自己筹措资金；发展了结构化融资新工具，其中最早的产品被称为基于抵押的证券；参与国际债券联合组织，买卖复杂的期权。

这些非常复杂的金融产品的历史至今已经超过500年了，有一些甚至有1000年的历史了。它们对欧洲投资银行的前身进行了改进，以非常小的流动

性在社会中提供融资。最奇怪的是，金融资本主义的基本组成元素——纸币、合股公司以及证券市场等却要年轻很多，只有两三百年的历史。它们最初在欧洲银行业务中被设立，俨然已成为产业经济的支柱。

简而言之，投资银行的起源离不开金钱、公司和证券交易所。由一家银行进行投资，从公司发行者那里购买新的证券，然后通过证券交易所再向社会公众销售。需要注意的是，美国的投资银行在这里扮演了一个重要角色——开拓公司客户的战略视野。大多数人都认为是约翰·皮尔庞特·摩根在 19 世纪早期开创了投资银行业（虽然当时还没有正式使用这个词）。

1933 年，《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》将投资银行与商业银行分离开来。它要求大型综合性银行在一年内选择从事零售银行业务还是从事证券发行业务——不能两项业务同时经营。金融市场分业经营和承销证券让投资银行逐渐为人所知。法律保护了投资银行免于与商业银行竞争，让美国的投资银行能够专注于资本市场活动和为经济发展进行融资。简而言之，1933 年以后，美国的投资银行业得到了重新定义，然而它的起源却应该追溯到多个世纪之前。

商业银行家和金融银行家

众所周知，成功往往有很多父亲，然而失败却是一个孤儿。投资银行业就有很多“父亲”。第一个“父亲”就是在 18 世纪的法国和英国运作的商业银行。“商业银行家”这个词是“商业”和“银行家”的组合，它意味着一位商人通过为客户提供信用（最初是接受商业票据）而扩大了业务范围。它的起源非常古老，可追溯到 12 世纪在意大利热那亚交易的银行家。热那亚的银行家们吸收存款并且制定了跨国金钱转账的清算制度。他们是兑换钞票的商人，以海外代理银行的方式进行运作，并且进行汇率投机。但是他们也将一部分存款用于投资，并且作为商业公司和航运公司的合伙人持有股票。此后，一些公司放弃了扮演货物商人的角色而专注于交易金融证券，另一些公

司则专攻产权投资。

后来，意大利的商业银行家被介绍到英国，不仅引入了汇票，还引入了国际贸易金融中使用的技术，例如承兑商业票据。在英国（后来在美国程度稍轻）特许银行不能直接投资于商业公司或认购新发行的公司证券。商业银行也不愿意参股实业公司或交易股票。结果，公司融资只能由短期信贷、承兑票据以及通过债券发行市场提供。

投资银行的另一个“父亲”——金融银行家是王室的借款人。事实上，教会禁止高利贷，除了借钱给政府。例如，圣殿骑士就曾借款给法国国王路易七世，用于1146年第二次十字军东征。自从12世纪初以来，意大利商业银行家就为他们的国王和王族提供融资。1250年前后他们成为罗马教皇的银行家，之后不久又成了英国爱德华一世的银行家。从1276年开始，佛罗伦萨弗雷斯科巴尔迪家族来到伦敦，服务于王室，直到1311年被爱德华二世驱逐。

成为国王的银行家并不容易。作为当时最有实力的银行业家族，佛罗伦萨的巴尔迪和佩鲁齐家族从1336年英法百年战争开始，就为爱德华三世提供金融支持。不幸的是，英国国王很快破产，佩鲁齐家族和巴尔迪家族于1342年和1346年也相继破产。

创立于1397年的罗马教皇的首席银行——美第奇银行是那个时代最大的银行。作为一个持有众多子公司产权的家族合伙企业，它以中心-周边辐射状模式分布，合伙人只需要参与少量管理。因为与入侵法国派站在一边，美第奇家族在1494年的革命中被驱逐。

接下来最有势力的家族是德国的富格尔家族。雅各布·富格尔（1459～1525年）是神圣的罗马皇帝马克西米利安一世的御用银行家。富格尔借款资助马克西米利安一世，为其与法国和意大利作战筹款。在16世纪初，富格尔家族成为罗马教皇认可的银行家，负责征税和出售豁免权，并曾经一度激怒马丁·路德。1519年，雅各布·富格尔成为银行联盟的领袖，带头筹集资金支持由德国人选举出来的查尔斯五世（勃艮第公爵和西班牙王），以此对抗另一位竞争者——法国的弗兰克斯。