

实现

SHIXIAN
MENGXIANGDE
TOUZIYINHANG

梦想的
的

投资银行

何诚颖◎等著



中国财政经济出版社

实现

SHIXIAN
MENGXIANGDE
TOUZIYINHANG

梦想
的

投资银行

何诚颖◎等著

 中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

实现梦想的投资银行/何诚颖等著. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 6
ISBN 978 - 7 - 5095 - 2880 - 8

I. ①实… II. ①何… III. ①投资银行 IV. ①F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 084856 号

责任编辑: 杨 静
封面设计: 天女来

责任校对: 王 英
版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 960 毫米 16 开 31.25 印张 568 000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月涿州第 1 次印刷

印数: 1—1500 定价: 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2880 - 8/F · 2443

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

代 序

实现梦想的投资银行

我所知道的投资银行

一

经常有很多年轻人向我打听投资银行到底是做什么买卖的？为什么薪水那么高？如果想进入证券公司工作需要具备哪些条件？对于很多年轻人来说，投资银行是一个神秘而又让人向往的机构。因为神秘，就容易遭人误解；因为向往，又总是希望去了解。因此，我根据自己十多年的证券从业经验，讲讲我所知道的投资银行，希望帮助那些站在投行门口的年轻人实现自己的梦想。

提起投资银行，我们还得从华尔街说起。华尔街位于纽约曼哈顿南部，在这条只有 500 米长的街道上，总共聚集了数千家投资银行及各类金融机构，许多大公司和国际跨国集团总部也设在这里，在此从事金融工作的员工最多时有 40 多万人。在这条街道上，所罗门兄弟曾经提着篮子向证券经纪人推销债券，摩根曾经召开拯救美国金融危机的秘密会议，年轻的温伯格曾经战战兢兢地敲响高盛公司的大门，米尔肯曾经向整个世界散发他的垃圾债券。一部华尔街的历史，就是一部投资银行的发展史。

华尔街金融帝国的崛起有着其特定的历史背景。1775 年到 1783 年的八年独立战争，使美国背负了大量政府公债和欠条。1790 年，第一任财政部长汉密尔顿实行改革，建立以纽约为主的金融市场。从 1790 年到 1800 年前后，由汉密尔顿推行的三只国债加上美国第一银行发行的股票，构成了美国资本市场和华尔街的最初起源。在美国证券发行之初，尚无集中交易的证券交易所，证券交易大都在咖啡馆和拍卖行里进行。1792 年 5 月 17 日，24 名经纪人在纽约华尔街和威廉街的西北角一家咖啡馆门前的梧桐树下签订协议，相互约定保证在



为客户提供证券交易服务的时候，收取不低于 0.25% 的佣金，这就是 1792 年签订的《梧桐树协议》^①。这个协议本质上是经纪人的价格联盟，这也是纽约交易所的前身，现在通常认为《梧桐树协议》是华尔街正式起步的标志。

从 19 世纪二三十年代开始，随着美国交通能源基础设施建设和南北战争的需要，美国政府和大多数采矿业、铁路公司通过发行巨额债券筹措资金，为投资银行的起步发展提供了业务机会和有利条件。于是，一些经营证券承销业务的商号便在当时出现了。早期的投资银行是由那些私人财富积累者创办的，这些投资银行多以合伙制的形式组成。投资银行通过办理证券承销和经纪业务，发挥了作为证券市场中介人的功能和作用。

19 世纪，美国的投资银行还没有成为一个独立的金融行业。许多投资银行业务是由被称为私人银行的机构经营的。进入 20 世纪 20 年代，美国经济的持续繁荣带来证券市场的迅速发展。美国公司融资的性质发生了根本性的变化。由于股票和债券市场中的资本成本较低并且融资期限较长，公司扩充资本便更多地通过证券市场进行，对银行融资的依赖变小了。在这种经济背景下，美国的投资银行业得以迅速发展壮大，投资银行除主要经营证券承销业务和经纪业务外，还将业务范围拓展到企业收购和兼并、企业创立与改组，乃至商业银行的业务领域。

总的来说，在 1929—1933 年股市大崩溃和经济危机以前的一个时期，美国的商业银行和投资银行的业务界限并没有严格分开，而是交叉融合。商业银行直接或间接地通过其附属公司涉足于证券市场业务领域，参与竞争公司债券和股票承销，甚至凭借其雄厚的资金来承销资信低劣的证券，进行股市投机。同时，美国政府对证券业的管制比较放松，缺乏完善、有效的法律和制度来规范证券市场的发展。

二

美国独立投行的真正诞生，是在 1920 年以后、“大萧条”之前。当时的混业是单向的，即商业银行都可以做投行的承销业务，但投行做不了商业银行的存贷业务^②。然而，1929 年“大崩盘”改变了一切。

1929 年股市的崩溃引发了经济危机，商业银行是否应该为那次崩溃承担罪

^① 18 世纪后期，华尔街靠近今天的百老汇的街口有一棵高大的梧桐树，它能遮阳避雨，是做生意的好场所。曼哈顿的证券经纪人选择华尔街的梧桐树作为交易地点，每天从上午 10 点到下午 4 点，他们以固定的价格收购国债，再以另一个略高的价格卖出国债。

^② 参见王欧：“华尔街投行不归路”，《金融实务》，2009 年第 4 期。



名，人们至今争论不下，但有一点是肯定的，商业银行参与的投机活动起到了推波助澜的作用。危机发生后，美国制定了一系列的法规，包括证券法、证券交易法、银行法（即格拉斯—斯蒂尔法案），此后又制定了投资公司法 and 投资顾问法等。这些法律使得资本市场从没有监管、自生自灭的状态，一下子变成了一个立法最为密集、监管最为严厉的领域。其中影响最大的是《格拉斯—斯蒂格尔法案》，这一法案明确规定：银行与其证券子公司分离；商业银行可以做政府债券业务，不可以做与公司证券有关的证券业务；商业银行和投资银行的业务必须严格分离开来；禁止银行在证券公司安排雇员或董事会成员。这一法案对商业银行和投资银行的影响都是巨大的，它直接促成了商业银行和投资银行的分业经营。当时主宰美国金融业的 JP 摩根公司也不得不将从事投资银行业务的部门分离出来，成立了摩根斯坦利公司。

在股市恢复生气之后，美林的创始人美里尔将商业连锁店的模式引入到经纪业务中，建立了遍布全国的网点，使得美林证券一举成为傲视群雄的“美林帝国”。这是“大萧条”之后投资银行业极为重要的创新。1933—1975 年间，美国投行主要从事传统业务，即一级市场证券承销和二级市场证券交易和经纪业务，业务收入稳定，风险不大。到了 1975 年，佣金自由化使得竞争激烈，投行不得不通过新业务和新产品开拓市场，行业收入结构出现较大变化：传统的佣金、证券承销收入比重大幅下降，交易和投资收益明显增加，特别是随着业务创新和多元化，不能归于传统业务范畴的其他业务收入比重从 1973 年约 10% 的比重上升到 2007 年的 62%。伴随着投行业务的拓展及收益的增加，独立投行承担的风险也随之增加。

金融创新是横贯整个 20 世纪 70 年代最重要的主题，也引发了投资银行和商业银行间的激烈竞争。一个典型的创新产品，就是 1977 年美林发明的 CMA 账户，也就是所谓的“现金管理账户”。当时，利率大幅上扬，投行发明了这种与银行相竞争的储蓄替代产品，快速入侵商业银行的传统领域，使得银行的竞争力严重受损。此后，华尔街投行蜂拥而上，提供了更多的储蓄替代品，而商业银行为了回击投行的这种进攻，开始尝试提供证券经纪业务，这标志着美国在格拉斯—斯蒂尔法案后，商业银行和投行的业务开始走向混合。

进入 20 世纪八九十年代，随着资本市场和投资者的全球化，投行在全球范围内开始扩张。许多大机构开始相信，美国的《格拉斯—斯蒂格尔法案》被取消指日可待，导致大量的非投行机构开始进入投行领域。同时，欧洲的全能银行也在全球布局，开始在美国华尔街与华尔街投行进行面对面的竞争。此时的欧洲银行已经实行了比较长时间的全能银行的制度，它不区分商业银行和投资银行，银行可以参加所有的业务，包括投行业务、保险业务、经纪和交易等



业务。

终于在 1999 年,《金融服务现代化法案》正式取消了银行、证券、保险之间分业经营的限制,允许成立金融控股公司。这个时候,大量的银行控股公司涌现。到 1999 年底,美国一共有 51 家银行控股公司具有从事投行业务的子公司。这是美国商业银行对投行的一次大整合。到了 21 世纪初,华尔街的版图已经彻底改变了。2004 年,在全球承销业务前十名中,只有五家是独立投行,即摩根斯坦利、高盛、美林、雷曼兄弟、野村,剩下五家全部是金融控股公司或全能银行。由于后者可以提供全方位的金融服务,华尔街的独立投行节节败退。在这个生死攸关的时刻,五大投行只有一个选择,那就是转型成为全能投行。而金融危机的到来,最终使得华尔街独立投行全军覆没。

三

2007 年,一场由美国次贷危机引发的金融危机席卷全球。“次贷”即次级按揭贷款,是相对资信条件较好的按揭贷款而言的。由于资信较差,商业银行通常要求次级按揭贷款人支付更高的利率,并遵守更严格的还款方式。众所周知,《巴塞尔协议》对商业银行有最低资本金的要求,商业银行当然知道次贷的风险,但它们有自己的算盘。商业银行转手就把贷款卖给投资银行,这让自己能够把长期才能收回的贷款立刻变现,风险也随之转移出去;投资银行当然也不会安分地抱着一堆次贷坐收利息,推销证券是它的老本行,投行希望把这些资产重新汇总,打包成抵押债券出售给世界各地的投资者;同时,投资银行会定期向最初的贷款人收取本息,用于向投资者支付利息;投行同保险公司签订 CDS(信用违约互换)合约,支付一定数量的保险金,保险公司则为投行的抵押债券提供信用保险。

次级按揭给千千万万不具备住房贷款标准的人(通常是无工作、无收入、无资产的“三无人员”)提供了贷款,其中很多都是零首付。那时候,所有的次贷相关者都做着高枕无忧的发财梦:只要房价上涨,就不怕房贷贷款人违约,大家就都能赚满腰包。然而,美国利率上升和住房市场持续降温,惊醒了这帮人的黄粱美梦。利息上升,导致很多本来信用不好的用户顿觉还款压力加大,违约可能性增加,这对银行贷款的收回造成危机。并且从 2006 年下半年起,美国房价便冲高回落,促使更多人违约并将房子交还给银行。房价跌得越多,观望的人也就越多,需求就越萎缩,如此不断恶性循环,次贷危机的严重性终于暴露出来。马克思曾说过:“危机一旦爆发,问题就只是支付手段。”2007 年出现的正是这样一种形势:没人愿意购买除美国国库券之外的任何债

券；人人都希望把手中的债券卖掉，以换回现金；只有借款者、没有投资者；RMBS（住宅房贷担保证券）和 CDO（担保债务凭证）要么价格暴跌，要么是有价无市。流动性危机很快又发展为信贷紧缩危机，几乎在一夜之间，华尔街的投资银行、保险公司等金融机构由于缺乏充足的流动性一个个走到了破产的边缘。次贷危机对投资银行产生的直接后果就是雷曼兄弟破产，美林和贝尔斯登分别被美银和摩根大通收购，顽抗到最后的高盛和大摩也被迫转型为银行控股公司。

这场金融危机引起了我们对金融衍生工具创新和投行经营模式的深刻反思。既然金融衍生工具给金融体系带来了如此巨大的不稳定性，我们是否应该全盘否定金融衍生工具创新呢？事实上，任何金融工具或者金融衍生工具的创设，都是有其独特作用的。以资产证券化为例，商业银行可以凭借资产证券化扩展新业务，取得赢利，而无须使用自己的资本金。在传统金融体系下，假设某家商业银行发放贷款 10 亿元，但主要集中于某一特定客户，如果这一客户发生违约，那么银行将面临极大风险。但是通过证券化的渠道，商业银行可以将这 10 亿元资产分成 1 亿份，每份 10 元钱，卖给市场上的大众。这样一来，即便客户出现违约，风险也已经被社会化了，因为对大众而言，可能每个人的投资只有几千元，这就是所谓的“利润私有化，风险社会化”^①。所以资产证券化本身有很多益处，我们也应该坚持下去。CDS 的误用，并不是问题的源头。源头在于衍生出 CDS 的基础债券（房贷）贷款人没有偿还能力，才导致后续一系列问题的产生。因此关键还是要按照最基本的要求和规则去使用这些金融工具。

随着高盛和摩根斯坦利转为银行控股公司，混业经营似乎成了投资银行的唯一出路。美国的投资银行业，是因为 1929 年的“大萧条”而产生的，又是因为 2008 年这场金融大风暴所消失的，这实在值得玩味。投资银行是否能够继续独立存在，本质上是直接融资和间接融资的争论。直接融资具有为企业提供长期资金、增强资产流动性、分散投资风险等优点，这显然不会因为此次金融危机而消失。投资银行为直接融资提供中介服务，以自有资金适度承担风险，满足企业和投资者转移风险的需求，提高证券市场流动性。商业银行基于存款基础与投资银行基于风险承担的赢利模式、企业文化有着根本性的不同。大多数人都认为，金融危机产生于投资银行家的贪婪、无止境的创新以及高杠杆经营。但事实并非如此，自私、贪婪和创新等等都是社会和机构进步的动力而非阻碍，缺乏对信息隔离的有效监管而引发的系统性风险才是危机的真正来

^① 参见赵怀南：“洞察新金融”，《第一财经日报》，2008 年 12 月 23 日。



源。难怪哈佛大学教授理查德·库珀亦认为：混业经营并非对症下药，这次金融危机主要说明针对金融机构的监管缺少力度，而非分业所致。

我们认为，对于中国投资银行未来的发展，首先需要认清的是定位问题，也就是说发展应该围绕一条怎样的主线。这是最为根本的问题，也恰恰是很多人忽略的问题。投资银行的本质是中介机构，高盛的成功来源于建立在知识型中介基础上的资本型中介业务，也就是在依赖于“客户+渠道”的手续费模式基础上实现向“客户+产品”的交易差价模式转变。如今创业板、股指期货、融资融券业务都已经展开，中国多层次的资本市场体系建设正在有序的进行中，这些都为我们打开了新的业务空间，为开拓中介业务的广度和深度提供了极大可能。中国要打造高盛那样的百年投行，必须认清投行的本质和发展规律，在正确定位的基础上寻求突破。

四

与定位同样重要的是投行组织模式问题。纵观投行发展史，组织模式和制度变迁在投行的发展中扮演着重要角色。不论是从分业经营到混业经营，还是从小规模到大规模，伴随着的都是从合伙制到股份有限公司制的体制变更。这些投行一般在19世纪末或20世纪初由私人发起成立，由于竞争压力开始强强联合，并在以后相当长的时期内保持了合伙人制度，只是从20世纪六七十年代开始，投资银行之间的竞争空前激烈和残酷，为了进一步适应成倍增长的市场和新兴的利润增长点，比如信托业务，投行们开始谋求上市，因为合伙人毕竟资金、人力、信息等资源有限，阻碍了公司进一步发展。

国外投资银行按产权制度划分类型，主要包括合伙制和公司制两种形式。国际投资银行的起源绝大多数为合伙制企业，合伙制因其所有权与管理权合二为一，能充分调动管理者的积极性，同时保证投资银行经营的稳定性和连续性而一度被认为是券商最理想的经营方式。美国合伙制投资银行保持了100多年的辉煌历史，高盛公司到1999年还维持使用合伙制。

投行的合伙制由来已久，最早可以追溯到19世纪末。相当一部分合伙制投行的创始人是当时移民到美国的德国犹太人。高盛、雷曼兄弟、所罗门兄弟等就是其中的佼佼者。这个悠久的制度使得少数能力卓绝的个人成为一个公司甚至是整个金融界在某一时代的代表，反映出金融业务基于人际关系和信用的本质与特征。

《高盛帝国》的作者埃利斯认为，归属感是合伙制最大的优点，员工在长年累月的工作中培养出对公司强烈的忠诚感，而且成为合伙人意味着终生雇

佣，几乎没有人会放弃这一备受尊敬的位置而加入其他公司。合伙人彼此间分享所有的信息。在高盛，员工极其认真地对待两年一次的合伙人选拔，一选就是7个月。2.4万名员工都想成为1200名中层中的一员，而这1200名员工又个个想成为300名合伙人之一。这300名合伙人，年薪60万美元以上，还可参与公司分红。

这一机制的特点，很好地保证了所有的高盛员工一面努力赚钱，一面对共同利益进行高度监督。尽管最终由于交易规模、投资银行业务种类以及金融工具品种的几何级数增长，对资本的需求促使高盛不得不在1999年结束其长达130年之久的合伙制度，而改组为上市必须的股份有限公司。但是没有人可以否认正是合伙人制度这种形式，使得像高盛这样的投资银行在长达100多年的时间里，得以将最优秀也是流动性最高的业内精英集结在一起，形成一种独特、稳定而有效的管理构架。

从美国投资银行的历史来看，国际投资银行从合伙制向公众化转变经历了两次浪潮：

第一次浪潮：零售投资银行的转变。20世纪60年代计算机技术显著进步，大型计算机引入后台操作，技术能够替代人力资本，在处理量相当大的情况下，大大降低了交易处理的单位成本。为使工作更加有效，零售型投行不得不选择放弃合伙制形式，并进行扩张以适应新后台科技。

第二次浪潮：批发投资银行的转变。20世纪80年代末、90年代初，金融工程的出现，使得批发投资银行的人力资本价值下降。商学院的学生（MBA）受到批发投资银行的欢迎，因为他们具备新的金融理论知识。这种原先是隐形人力资本的代码化及传播使得行业竞争加剧。批发投资银行只能依靠规模取胜，因此逼迫其必须放弃合伙制。

需要特别指出的是，在投资银行从合伙制向公司制的转变过程中，投资银行家仍然想保留合伙制的长处。合伙制中的合伙人，往往在公司制的公司中仍然是大股东。他们在公司的业务方面，仍然凭借其拥有的客户资源，对公司的业务发挥较大的影响。因此，合伙制转为公司制后，公司上层仍然是以前的合伙人，只是现在是通过持有股份的体制，以及利用经营者自己对公司的贡献，按照一定的价格来获得股份即股票期权计划（Stock Option Plan）。

高盛可以说是将合伙人制度的优势发挥到极致并坚持到最后才上市的顶级投行。合伙人制度究竟对高盛意味着什么？合伙制确实为隐形人力资本的转移提供了一个合适的制度框架。合伙制将合伙人与该公司的声誉联系在一起，合伙人指导新来的员工，以便保持公司的声誉，以保证他们的股份能有市场。因此合伙制在那种人力资本密集型的，公司声誉重要的行业比较盛行，如法律、



咨询、金融服务等行业。尽管法律、咨询公司仍然保持合伙制，但美国投资银行现在已经放弃合伙制形式。由于在合伙人当中存在的搭便车问题，合伙制公司的规模存在一个上限，因此很难让公司能够在有效规模上运用新科技，而不得不在人力资本和最优经营规模间进行选择。当后者更有价值时，合伙制公司将会选择公众化。

在 20 世纪 70 年代，高盛仍然是以经营美国本土业务为主的投行，但是在合伙人的正确决策和带领之下，高盛抓住了英国大变革的契机，在欧洲建立了坚实的业务基础，并且在与老牌投行，例如摩根斯坦利、所罗门兄弟以及华宝的斗法中屡占上风。同时，随着其国际化业务的发展，高盛在商品业务、并购业务、资产管理等各项投行业务中都独领风骚，在短短的数十年间就发展成为全球金融行业的领军者。

当合伙制结束，转型后投资银行的衍生品融资规模越来越大，也带来了巨大的库存风险。于是次贷危机爆发之后，贝尔斯登于 2008 年 3 月后轰然倒地，当年 9 月摩根斯坦利和高盛也主动申请成为银行控股公司，将业务重点转向风险更低的储蓄业务。一些学者认为此次危机的深层次原因正是美国投资银行自身的制度缺陷，特别是组织形式的有限责任制。在次贷危机中仍屹立不倒的高盛，合伙制文化可以说是贡献良多。高盛的转型的确发人深省，不过，应当看到，高盛的发家史中也有过多次大起大落，它一次次地度过了诸如滥用研究报告、马克斯韦尔危机、宾州中铁破产等令人心惊胆战的阶段，越战越强，越挫越勇，这都为这家百年公司积淀了丰富的经验和强大的自我修复能力，也磨炼出高盛强大的自我提升能力。无论是否有金融风暴，高盛恐怕都会一直生活在风口浪尖上。不过，它对此似乎已经习以为常了，我们别忘了，正是高盛独特的基因与力量让它在经历了一次又一次的风暴之后反而越来越坚不可摧，越来越鹤立鸡群。高盛虽然已经结束了合伙制经营，却仍然将合伙文化中敏感的风险防范意识很好地继承了下来。

五

纵观投行演变史，投资银行的产生和发展一方面适应了经济发展的需要，另一方面也促进了经济的发展。华尔街成为世界金融中心，或许有其偶然因素，但投资银行成为金融业的骄子则是历史的必然。投资银行发挥的最重要的功能就是把资金输送到能创造最大价值的地方，帮助那些有梦想的企业家实现自己的理想。打个比方，你现在有一个专利或者想法希望将其商业化，但是这需要 1 亿元的投入，而你自己没有钱，那么这时候你就可以去找高盛或者摩根

斯坦利这样的投资银行家，只要你能够凭借自己的商业计划说服他们，他们就能给你找到所需要的资金。成功的企业背后都站着自己的投资银行，IBM 与所罗门美邦，德意志电讯与高盛，美国钢铁与摩根等等，无不如此。投资银行因为帮助企业壮大，也使自己获得了壮大。如果投资的企业在三年后变成了 10 亿元，那么投资银行也会从这多出来的 9 亿元中获得相应的收益。人们常常以为投资银行家什么事都没有做，只是不停地把钱倒来倒去，结果自己却赚满了腰包，这显然是对投资银行家的误解。人们只看到企业家的人力资本投入，但投资银行家把真金白银押在了这家企业的未来上，他承担了比企业家更大的实际风险。

对于一个年轻人来说，如果希望成为华尔街的投行家，除了需要超常的智慧，还需要对投行业枯燥的工作充满极大的热情。华尔街一般只招聘那些毕业于顶尖学府的高材生，除了具备扎实的金融知识，他们还需要拥有复合型的专业背景。在投资银行工作两年后，为了获得更大的职业空间，你的知识必须到商学院重新回炉——而且必须是名牌商学院。华尔街的投行家们不仅要承担风险，还必须对市场、政治和宏观经济有直觉，因此必须是具备混合专业背景的复合型人才。他们经常在全世界飞来飞去，辛苦程度及所承受的压力是常人无法体会的。

投资银行家们因为承受了风险和压力，也因此获得了收益。华尔街的投行精英们拿到了高人一等的收入，2006 年华尔街 30 多万员工的年平均收入超过了 30 万美金，是美国人平均收入的 7 倍左右。记得有这样一个故事，一名急于致富的美国青年在一次聚会上，碰巧遇上了美国最著名的投资家、亿万富翁巴菲特。年轻人一看机不可失，就斗胆上前求教：“巴菲特先生，像我这样的年轻人，在美国人哪一行赚钱最多最快呢？”巴菲特笑笑说：“很多聪明的年轻人都问我这个问题，我只能一只手捏着鼻子，另一只手指向华尔街。”巴菲特虽然不喜欢华尔街的“铜臭味”，但他不得不承认，华尔街仍是实现发财梦的最佳途径之一。华尔街，这条位于纽约曼哈顿岛南端的小街道不但吸引了许多美国的精英分子加盟，每年还吸引了成千上万名来自世界各地的圆梦者。

2008 年中国证券业平均工资为 17.2 万元，是全国平均水平的 5.9 倍，但中国的投资银行家们常常因为较高的收入而背上了不好听的名声。为什么投资银行业能有如此高的收入？这公平吗？根据一份统计，美国证券业员工的薪水占附加值的比重在 80% 左右。但反观中国，情况几乎完全相反，只有 21%，这一比重即使比起中国的全行业也是偏低的，因为全行业收入占附加值的比重达到了 26%。要判断一个行业的收入太高还是太低，不能仅仅看绝对收入，还要看这个行业所创造的价值和相对收入。中国的投行精英们虽然拿到了相对较高



的绝对收入，但这一收入比起美国的同行们，简直是小巫见大巫；即使跟我国的其他行业相比，收入占附加值的比重也是偏低的。由此看来，相对于行业平均水平，中国的投资银行不仅不是价值剥夺者，反而是被剥夺者。谈不上忍辱负重，至少是理应所得，背上高收入的骂名对投资银行业显然是不公正的。

六

从19世纪初期美国第一家投资银行创建到21世纪初期的200年间，在华尔街投资银行业的风云际会中，出现过摩根斯坦利、第一波士顿、雷曼兄弟、美林、高盛这些让人敬畏的身影。从1990年到2010年，中国的资本市场不过20年。中国的证券公司的主体脱胎于旧的计划经济体制，历经了从“国有独资公司”到“有限责任公司”再到“股份有限公司”的变迁过程。中国的券商，从成立之初就定位在有限责任制和股份有限制上，究其根源，恐怕有三：其一，重要性考虑。这么关键的行业国家是不允许私人涉足的；其二，垄断性考虑。由于券商一般由国有银行投资或是相关部门改制而来，在形成一定规模之前，私有的企业是不可以参与竞争的；其三，走捷径考虑。这正是前面所提到的一点，设计者认为可以直接参照国外投行的现有体制。

上述三个原因中，重要性应该是可以理解的，证券业对我们来说毕竟是一个完全陌生的领域，刚开始需要由国家宏观调控多一些，等到行业初具规模后再逐步放开。但其余的两点就值得商榷了。垄断性的考虑其实从本质上来说是与市场经济相违背的，归结到底是一部分利益集团不愿割舍自身利益造成的。走捷径的想法本来也可以理解，只是没有考虑到中国证券市场的发展现状和外国投行的发展轨迹。要知道有些东西是可以走捷径的，比如监管的方法和模式，交易类型的设计和更改；而有些东西还是需要踏踏实实、一步一步走过来的，比如券商的体制。发展的速度可以加快，转变的时间可以缩短，但绝不可省略和跨越。

成为一流的投行需要太多的因素，高盛的打造也不是一蹴而就的。有人说合伙制练就了今日的高盛，此话并不夸张。出于业务竞争压力而形成无限责任的合伙人制度，在以诚信立业的中介行业中比其他组织形式更具有竞争力。对于包括投行在内的中介结构而言，合伙制是从业人员素质与技能的自然沉淀和累积，是一种行业自律与经验不可或缺的前提和基础，没有经过这个阶段锤炼的投行是虚浮和浮躁的，目前中国券商面临的许多诸如从业人员的素质及自律等问题都源自于此。

不可否认，投资银行最重要的“资产”是信用。世界顶级投行多年来在这

方面积累的财富远非中国内地券商可比，而且国内券商频频发生帮助上市公司作假事件，使其信用度大打折扣。但从中长期看，世界一流投行“中国造”的机会仍然相当之大。欧美等全球大投行都是伴随着它们本国经济发展而逐步发展起来的。2010年，A股市值总规模达到26.35万亿元人民币，规模仅次于美国。同期中国资本市场IPO更是表现非凡，2010年全年融资额逾4830多亿元人民币，超过全球资本市场IPO融资总额的一半。如今，中国经济总量已超过日本，越来越多的人相信在未来10年内中国将超越美国成为全球第一大经济实体，而中国的资本市场一定会水涨船高地成为全球最主要的资本市场。“赤橙黄绿青蓝紫，谁持彩练当空舞？”谁能抢得先机搭上中国资本市场快速发展的顺风车，谁就能率先跨入世界一流投行的队伍。

何微颖

2011年2月20日于深圳

前言

实现梦想的投资银行

证券市场是一个制造神话的地方，投资银行家则是这部神话中的主角之一。多少人白手起家，因为跨入了投资银行界而“腰缠万贯”。在耳濡目染了一个个投行大佬一夜暴富的传奇之后，即便是街头卖鸡蛋的老太太都想在市场上一试身手，那些热血沸腾的年轻人更是梦想着在股市上大捞一把。年轻人有梦想才会有希望。然而，对于一些初出茅庐的年轻人来说，要想跨入这样一个竞争激烈的行业谈何容易！在进入投资银行界之前，你必须充分了解这个行业的江湖规则——无论你想成为分析师、交易员还是经纪人。作为业内人士，一种使命感驱使着我们把自己多年来对于投资银行和证券市场的理解呈现给大家，如果您怀揣投资银行家的梦想，我们希望这本书能帮助您圆梦。

我们的初衷是撰写一本既充满趣味而又不失专业水准的书，让所有对投资银行和证券市场感兴趣的人士都能在阅读的时候感到赏心悦目，在思考的时候感到回味无穷。当然，这是一项极具挑战性的任务。在这样一个信息泛滥而又充满个性化的时代，权威已经走下了神坛。只要敲击键盘在网络上随意搜索一下，谁都可以对投资银行讲上三两句。但是，没有人知道自己不知道什么，我们也不能例外。即使我们已经在证券业摸爬滚打了很多年，有些时候，我们并不能总是跟上时代的节拍。因此希望读者能够在阅读思考之余，提出您宝贵的意见。

《实现梦想的投资银行》一书，囊括了作者对中外投资银行的发展历史、业务经营、整体运作以及发展趋势的剖析和思考。无论你

是希望进入投行的年轻人，或者是希望在股市大展拳脚的非专业人士，在你乘风破浪驶向财富彼岸的时候，这本书都将为你指引航程。本书的作者均系我国著名的证券研究专家，相信读者在开卷阅读的过程中，一定能够感受到他们对中国证券业的亲身体会。可以说，这是一本写给未来同行的书，希望每一次阅读都会让您感觉到这是作者与您心灵的交流，而不是我们对您一厢情愿的灌输。

本书由何诚颖博士牵头，陶鹂春统稿，李翔、卢宗辉、陶鹂春、赫凤杰、徐向阳、石建辉等分工撰写。我们真诚希望本书的面世能为对中国证券行业充满好奇和憧憬的朋友们提供参考、加深认识，我们也期待与读者一起见证中国证券公司的高速发展。

作者

2011年2月

目 录

实现梦想的投资银行

第一章

邻家闺女初长成：投资银行入门	(1)
第一节 引言	(1)
第二节 投资银行的含义及类型	(2)
第三节 投资银行的业务范围	(5)
第四节 投资银行的职能与作用	(9)
案 例：高盛发展史	(13)

第二章

养在深闺人未识：投资银行史话	(20)
第一节 发达国家投资银行业的历史演进	(21)
第二节 新兴国家（地区）投资银行业的历史演进	(30)
第三节 中国投资银行业的发展历程	(32)
第四节 投资银行业的发展趋势	(38)
第五节 中国券商的发展趋势	(42)
案 例：中国上市券商的发展壮大及竞争格局	(45)

第三章

掀起你的红盖头：投资银行真容	(51)
第一节 投资银行的组织结构	(51)
第二节 投资银行的人力资源管理	(56)
第三节 投资银行风险管理	(59)
第四节 投资银行公共关系管理	(73)