



金融投资概论

范根成 孙国强 贾卓鼎 主编

AN INTRODUCTION TO
FINANCE INVESTMENT
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF
FINANCE AND ECONOMICS PRESS

西南财经大学出版社

《金融投资概论》编委会

主 编:	范根成	孙国强	贾卓鼎
副 主 编:	杨海燕	陈 东	马延秋
	戚建勤	程云中	赵玉民
	胡俊民	王全志	褚家茂
	崔晓峰	夏 磊	
编 委:	郭保华	孟皓东	徐大领
	谷宏伟	孟凡强	赵玉霞

前 言

金融投资领域是广阔的,但近年来兴起并为广大投资者所关注的当数投资银行及投资基金、可转换债券、股票等金融投资工具。

资本的动员和有效利用是通过正确的投资选择实现的,投资选择是经济活动中最重要的决策,投资是在资金和机会之间铺架桥梁。投资者要完成一项高质量的投资,需要在大范围内寻找和发现资本配置的落差,更需要调动和组合资源的能力。这就需要系统地掌握和分析信息,需要高度发散性的投资构思和投资创意,需要各类专业人员的精心设计,需要可靠的信誉和融资能力,一句话,需要一个涉及信息业、咨询业和金融业的行业,这就是投资银行业。

全面认识投资基金,就不应仅仅将投资基金作为均衡证券市场供求的手段来对待,还应从完善社会储蓄与产业资本转换机制的高度予以统筹把握。优化证券市场需求结构,培育规范的机构投资者早已成为市场共识。一方面发挥专家理财、降低投资成本和分散投资风险的作用,引导市场投资理念更加成熟;另一方面以

投资基金为主体的市场,可以减少小额投资者的群体单向买卖行为所造成的市场震荡,促进市场的平稳发展。

除投资银行和投资基金并不为多数投资者所熟悉外,可转换债券作为公司债券的一种连同股票已为投资者所认可,并被用作新的投资工具。

总之,几位多年来一直从事基层金融投资的专家、学者,能从新的、不同的角度,对投资银行和投资基金等金融投资工具提出新的论点,给广大投资者一个崭新的视野,对于致力于金融投资工具研究和操作的人们,必定会开卷有益。

编 者

1997年11月

目 录

第一章 投资银行	(1)
第一节 投资银行的概念	(1)
第二节 投资银行的业务范围	(3)
第三节 国外的投资银行	(9)
第四节 投资银行与中国的国有企业改革	(12)
第五节 中国的投资银行业	(16)
第二章 投资基金	(31)
第一节 世界基金业的发展现状	(32)
第二节 投资基金的种类	(36)
第三节 证券投资基金	(48)
第四节 产业投资基金	(67)
第五节 美国和中国香港的投资基金业	(81)
第六节 中国的投资基金	(98)
第三章 可转换债券	(121)
第一节 可转换债券的概念和特征	(121)

第二节 可转换债券的发行和上市	(123)
第三节 可转换债券的投资	(128)
第四章 股票投资	(133)
第一节 世界著名的股票价格指数	(133)
第二节 股票投资经典理论	(147)
第三节 股票需要理性投资	(158)
第四节 股票投资风险实例及其分析	(198)
第五章 产融结合	(223)
第一节 产业资本和金融资本的概念	(223)
第二节 产融结合	(227)
第三节 产融结合在中国的实践	(239)
附录:	
一、国债期货交易管理暂行办法	(249)
二、证券交易所管理办法	(263)
三、上海证券交易所上市公司董事秘书管理 办法(试行)	(284)
四、证券经营机构证券自营业务管理办法	(289)
五、证券市场禁入暂行规定	(298)
六、关于股票发行与认购方式的暂行规定	(304)
后记	(312)

第一章 投资银行

第一节 投资银行的概念

投资银行并不是一般意义上的银行。银行最主要的存、贷、汇业务,投资银行都没有。投资银行的主要业务是在证券市场之中以低价位买入,再高价位卖出(特别是证券包销),旨在从差价中赚取利润,因此,投资银行从狭义上讲实际上就是证券公司。

证券公司之所以又被叫做投资银行,一方面是证券公司确定是金融体系中的重要组成部分,而不是一般意义上的公司;另一方面是由历史原因所致。在 1993 年美国证券法(即“格拉斯——斯特加爾法”)颁布以前,投资银行和商业银行是相互融合彼此渗透的。后来两者分业经营,投资银行专门从事证券经纪而不再办理存贷汇业务,但仍然保留了“银行”的名称。

投资银行在各国的名称并不一致。投资银行主要是美国的叫法,在英国以及澳大利亚等国家称为商人银行,德国称私人承兑公司,法国称实业银行,日本称证券公司,泰国称金融证券公司,新加

坡称商人银行或证券银行等。虽然这些金融机构在各国业务侧重点不同,但均可称为现代投资银行。西方发达国家的投资银行业务,大体上可分为两类。一类是商业银行也可以从事的批发银行业,即货币市场、外汇市场、资本市场、交易与投资、以及集团贷款;另一类投资银行业,即不需要贷出资金而以收取手续费为主的金融服务,主要是发行股票、债券、投资管理,提供咨询。随着资产证券化的发展,后一部分业务越来越重要,并成为投资银行业务利润的重要来源。

投资银行从一开始出现就以独特的姿态登上金融界的舞台,开展了一系列多功能的证券和企业金融业务而饮誉于银行界,并成为金融市场特别是证券市场的核心。由于投资银行能为企业、政府、私人投资者提供包罗万象的金融服务,因此它也能称为“金融百货公司”。可见,投资银行业的兴盛已成为一个成熟的市场经济的重要标志。为了迎接 21 世纪的挑战,我国经济的稳步发展亟待金融业的支持,特别是有待于投资银行业的崛起。目前我国经济体制改革的重点和难点是企业的改革,即现代企业制度的建立,国有企业在为合格的市场经济主体转变过程中,从企业的股份制改造、合并、收购乃至集团化的发展,都有赖投资银行业的多方位给予企业以金融服务和支持。

在当今国际银行业中,除了一些实行全能银行业(universal Banking)的国家(如德国)外,投资银行的结构与职能一般都是与商业银行业(Commercial Banking)相分离的。投资银行业(Investment Banking)与商业银行在其各自的属性之下同样都具有很多特殊的职能,简单说来,投资银行业从事的是直接与证券及证券市场相关联的业务活动。

第二节 投资银行的业务范围

一、国际投资银行业务

投资银行业就是在经济系统中以资本为处理对象的行业。投资银行从过去到现在一直是以自身行为媒介向资本的供需双方提供服务,其主要职能有:帮助需要资金的政府、企业获得资金;帮助投资者进行投资策划。主要传统业务有:证券承销、私募发行、购并策划、财务顾问、项目融资引资、证券交易、资产管理、基金管理、企业资金筹措等。

现在世界上大的投资银行主要在美国,其资金实力比较雄厚,投资银行多为高杠杆公司,大部分公司负债占到总资本的60%以上。资金融通、证券承销是投资银行的传统业务,将政府债券或企业债券、公司股票经过转手卖给投资者以获取利润。投资银行要为售卖者设计券种,提出融资计划来收取手续费或赚取证券倒手差价;证券交易是指二级市场的投资投机行为,以买卖证券差价和自有证券升值以及套期保值来获取收益;财务顾问业务80年代在美国的购并风潮中得到很好发展,到90年代演变为公司在金融方面提供策略安排的业务,主要有收购与反收购的各项设计、收购价格预算到编制文件、财务安排等等,以此获取手续费。基金管理是发达国家投资银行施展投资管理技术的一项专业性很强的业务,以养老资金、投资基金等为管理对象获取管理费用;私募发行针对公开发行而言,投资银行向定向的机构投资者发行证券,为一些新兴的公司募集资金,针对不同的投资者设计证券结构、发行方案及证券价格来收取咨询费用并且在该公司以后的发展中获取收益;

资金融通即投资银行为收购方融通资金,为发展中国家进行单个项目的资金融通等等。另外,金融创新、衍生产品的设计也是投资银行最富有挑战性的业务。

在经过 80 年代的高增长后期后,投资银行开始进入调整期,面临各种竞争,生存环境也开始有所改变。首先,投资方式的转变使投资银行减少了许多大的客户,直接利用商业银行贷款进行投资成为许多企业首先考虑的融资渠道,利用股票融资则成为次要考虑对象;经过几十年高速增长,发达国家的财团、银团向国外投资往往采取直接投资的方式;商业银行和商业企业内部的财务公司侵占投资银行市场,同样经营投资银行原有的承销等传统业务。

二、国内投资银行业务

中国的投资银行业自 1991 年开始兴起至 1993 年随着证券市场的发展、股份制企业的增长逐步发展起来。国内投资银行的业务主要有:

1. 一级市场承销。承销业务同样是国内传统的投资银行业务,但主要仍是股票市场的承销,国债、企业债券一直是由商业银行经营,直到 1993 年才有所改变,国债一级自营商的加入,国家重点企业债券的承销使券商有了参与的机会。从 1995 年国债承销情况来看,国债发行承销业务在国内投资银行业务中占越来越大的比重,这一点已经从 1996 年一年期记帐式国债承销中得到验证,以申银证券为主干事的承销团中有更多的券商加入了这一行列。1991 年至 1993 年,股票承销市场是一个卖方市场,万国等一批老券商借此机会迅速扩大,培养了人才,积累了经验和资本。进入 1994 年则情况有所改变:①市场低迷使承销业务基本停滞;②由原来选送绩优股上市到一哄而上,使上市成为一种时尚和企业圈钱的好方法;③1995 年开始,承销市场“白热化”的竞争,助长了不良的业务习气,同时使股份制工作发生变“质”,好企业不急于股

份制，差企业倒急于改制上市以获取廉价资本，而一级市场则从过去卖方市场变成现在的买方市场。

一级市场的有限业务和二级市场的持续低迷使券商之间出现了前所未有的竞争。国内专业券商 1995 年达 90 多家，再加兼营商有近 400 家，一些大券商利用其资金实力和背景占领了大部分承销市场，一些地方性券商则基本上停止了证券承销业务。尽管如此，仍有 30 多家左右的券商在争夺这 55 亿的承销权，致使承销成为一种“买方市场”，造成股份公司无论业绩好坏均居奇待售，完全脱离了股份制改造的本质。但随着近期二级市场的日渐低迷，券商争破头抢到手的股票很有可能在承销时“烂”在手里，这样迫使券商去选择更加优良的股票支承销，才能保证将其销售出去。

2. 购并、财务顾问。国内改制工作的进行，购并之风的兴起使投资银行的业务中又多了一项财务顾问业务。它并不是指一般会会计事务所进行的资产评估和财务调整，而是为企业的融资进行安排策划，帮助完成收购与反收购及闲置资产的保值策划。政府对国企实行抓大放小的政策，部分中、小企业充分走向市场，为投资银行提供了购并、财务顾问的工作机会。因此投资银行应该对不同的市场客户作出分类，推出不同的金融服务和金融产品，针对中、小企业进行融资、购并策划，同时挖掘经营潜力被掩盖的企业或参与其重组、转手、出让、兼并。而对于有些业绩优良的企业来说，改制工作并不显得那么迫切，应该对它们进行需求研究，并为其推出新的金融产品和服务。因此，财务顾问将是国内投资银行很有潜力可挖的业务。

3. 项目融资。国内现在急需资金投向交通、能源、石化等大型基础项目，但其周期长、见效慢的特点使国外资金不敢全力以赴投入，汇率的风险、政策稳定性以及欧美市场融资成本的增加都制约了此项业务的发展。但从长期来看，随着投资银行业务国际化的发展，投资银行会寻找出一条适合国情的项目融资方式。

4. 资产管理。国民生活水准的提高,居民收入的增加为资产管理业务提供了市场。基金市场的发展使此项业务更加专业化。目前由于国家出于风险方面的考虑尚不允许保险基金、养老基金进入股票市场,但投资银行应认真分析研究市场供求,根据不同的中小投资者设计新的、有效的投资产品来满足未来市场的需要。

5. 投资顾问。它最早产生于西方发达资本主义国家。投资顾问早期的咨询服务主要是针对工程建设类投资项目。随着社会的不断发展和经济生活的日益丰富,投资顾问的业务范围也逐渐扩大,并从传统的建设项目、政府宏观政策、企业发展战略及内部管理等领域的投资咨询服务拓展到金融领域的投资咨询服务,并涌现了一大批在国际上享有盛誉的顾问公司如 Morgan Stanley, Salomon Brothers, First Boston, Goldman Sachs 等机构,他们所发表的研究报告常常能对全球金融市场产生深刻的影响。

在中国,投资顾问是一种新兴的产业,虽然中国在 80 年代出现了一批提供信息服务的咨询机构,成为投资顾问的雏形,但投资顾问形成行业并迅速发展则是 90 年代初才真正开始。

随着中国经济由传统的计划经济体制向市场经济体制的转化,建立现代企业制度已成为中国企业的必由之路。现代企业作为自主经营、自负盈亏的独立法人,要在市场竞争中生存发展,必须以市场为导向规范自身的投资行为。企业作为投资主体,必须具备对市场周密细致的调研分析能力,需要有准确论证和决策投资方案的能力,以及有效地组织实施的能力。在投资项目的分析论证中,还需要有完备的信息来源渠道,能全面了解和熟悉投资项目建设程序,并能预见项目实施可能出现的问题及有相应的对策措施,而这一切仅依靠企业自身的力量是很难做到的。此外,对于现代企业来说,资本是一个重要的发展要素,企业如何制定财务计划以形成资金成本最小的资本结构,在资产的规划和投入过程中如何面对众多的投资机会并作出理性的投资决策,越来越成为专

业性、技术性非常强的工作,而中国企业由于众所周知的原因对于如何有效的、合理的运用金融市场为其服务则缺乏经验。

所有这一切都说明,在现代的运作过程中,迫切需要一批通晓国际国内资本市场动作,掌握专业财务会计及法律知识,具备投资分析论证能力的专门人才为企业的投资管理和筹资决策提供专业顾问服务。

一般来说,投资顾问是一种中介机构,它们在企业、机构或个人的投资或融资活动中提供专业的咨询意见,从而帮助客户减少投资风险,拓宽融资渠道,以获取最大收益的智力服务活动。

投资顾问作为咨询业的一种,具有不同于其他行业的业务特点。①投资顾问作为知识密集型产业,对员工素质要求很高,除了对员工专业知识和技能的要求外,还包括对员工的品格、学识、修养、体质等多方面的要求。此外,还要求员工善于更新知识、善于接受新事物。②投资顾问提供的咨询是一种创造性思维成果,它有其独特的产品,即各种方案、建议书以及资讯信息。③投资顾问提供的是一种服务,更应讲求高质量、高效率的服务。在实务操作中,要求员工头脑清醒、思维严密、做事仔细、有条不紊。④投资顾问有规范的工作程序。与客户合作从事各项业务都应制定工作时间和周密细致的工作计划、内容。这样既可以增加工作的透明度,便于客户了解工作过程,又能提高工作效率,保证工作质量。

一家企业要实行股份制规范化改造或发行股票成为上市公司,将面临诸多的专业性事务工作。首先,它要评估这一方案是否值得或可行。如果本身是一家股份公司,它将面临如何规范化的问题;如果不是股份公司,则将面临企业重组设立规范化股份公司的问题。因此,这家企业必须制定总体工作方案,列出总体方案实施所需资料清单,确定中介机构(会计师、律师、评估师、主承销商等),进行资产评估和财务审计,出具法律意见书,制作招股方案和招股说明书,撰写有关申报文件、材料。在此基础上,进行承销宣

传,最终发行、上市,达到从资本市场直接融资的目的。所以,企业需要聘请专业的投资顾问为其设计股份制规范化改造及股票发行上市的总体工作方案,为企业顺利通过发行申请提供建议。例如,投资顾问制定公司重组方案,使得企业能够通过企业组织机构和财务的重组给投资者树立以独立、健全经营、资本安全的公司形象和公司财务形象。而在具体的技术处理方法上则由投资顾问提供多种选择。投资顾问还可就诸如经营性资产剥离问题、离退休职工的养老及福利待遇处理问题等企业面临的有关特殊问题提供具体的解决方案。而对于原有股份公司的规范化运作,投资顾问则可协助企业按照《公司法》、《股票发行和交易管理暂行条例》、《股份有限公司国有股权管理暂行办法》等有关法规,对公司的财会制度、组织机构形式、股权结构、资本金水平、负债比率等方面进行规划,以符合公开发行股票的条件。在具体的技术处理方法上则由投资顾问提供多种选择。

针对部分企业海外融资的需求,投资顾问可就海外资本市场的状况、海外融资手段(海外债券融资、海外上市招股融资、DR 融资、海外投资基金融资)提供咨询。针对企业境外上市的要求,投资顾问可提供不同国家证券交易所的上市条件咨询,并就企业海外上市所需申报资料的完善、工作时间表的制定、发行工作的宣传等提供服务。投资顾问还可就与境外中介机构以及国内、国际证券监管机构的联络担任协调人。

在中国,投资顾问不仅帮助企业完成公司化改造,而且使企业通过资本市场筹集资金成为可能。接受投资顾问发表的专业意见,通过投资顾问周密细致的工作,可使企业的融资更为有效而投资的风险将降低到最低程度。

第三节 国外的投资银行

一、国外投资银行与资本市场

投资银行起源于西方国家,是西方市场经济和金融体制发展到一定阶段上的产物。“投资银行”一词只是理论上的一个称谓,实际上,它既不是“银行”,也不搞“投资”(即生产性投资)。尽管西方国家的投资银行有着不同的组织类型和管理模式,它们的业务范围和侧重点也不尽相同,但它们在资本市场上却发挥了重要作用。从严格意义上讲,国外的投资银行既不是商业银行,也不同于我们所称的证券公司,但它的活动几乎涉及到资本市场上的所有业务。在国外,投资银行的业务一般分为两块:一是一般性的公司理财业务,如调研、考察、分析与研究、制定企业的发展战略、重建企业财务制度、化解公司在突发事件中的压力与困难等;二是并购业务,主要包括:①策划兼并交易,为客户公司寻找合适的靶子公司或寻找候选的兼并与接管者;②筹措交易资金,利用金融机构的优势为交易所需的巨额资金设计融资方案;③参与交易谈判,向交易双方提出交易的价格与非价格条件的建议,或者帮助被兼并者挡掉不友好的兼并;④兼并完成后,参与公司重组,为公司的结构调整和财务重组及再资本化提供建议,并从财务顾问的角度向投资者阐述兼并交易对公司经营的影响;⑤监督公司经营,即在兼并完成的一定期限内监督辅导公司经营。一家投资银行不一定经营上述的所有业务,可能只经营其中的几项业务,这要看它的规模、信誉、客户基础以及它在市场中的表现。经过几百年的发展,西方现代投资银行业务呈现出多样化、专业化、集中化和国际化的

发展趋势,它在一国的国民经济中的地位和作用日益重要。

从我国企业和资本市场的角度来看,投资银行作为中介机构为企业所提供的中介服务不仅必不可少,而且只有投资银行的参与,企业在资本市场上的各项交易才能成功,才能降低交易成本和费用。这就需要我国企业要转变过去那种什么事情都要由自己来做的传统习惯和思维模式。

二、走向集中的美国投资银行

投资银行在美国的兴起比欧洲晚了几百年,但在美国获得了迅速发展。投资银行与商业银行走过了融合—分离—融合的过程,其间,通过不断的兼并、合并与重组,投资银行越来越趋向集中和全球化。这一领域的佼佼者,无论是在客户网络,还是服务项目上都大大超过了前辈。

30年代以前,美国的投资银行基本处于没有法规的“自由蔓延”环境中,证券经纪公司不断涌现,它们为钢铁、铁路、公路等证券发行者充当中介人,甚至为一些公司的金融事务提供咨询和决策,成为其中的寡头。投资银行与商业银行之间业务相互交叉,均拥有广泛的领地,这些金融企业成了万能型的机构。1929年大萧条和股市崩溃的到来,使投机泛滥的金融业乱了阵脚,投资银行、商业银行自身不保,与工矿企业一样纷纷倒闭。人们开始检讨金融体系中的失误,结果发现投资银行与商业银行在利益上的冲突:一些银行依靠其实力,不管所发售证券品质的好坏,仍借助客户存款向公众推售这些很可能不值几文的证券。投资银行的形象也被公众疑为投机分子,其作用颇受指责。

30年代,《道·格拉斯—斯蒂格尔法》、《1933年证券法》、《1934年证券交易法》等一系列立法的出现,为投资银行业确立了行为准则,也给证券市场带来了深刻变化,投资银行与商业银行严格分离。由此,摩根士丹利从J.P. 摩根中分立而出,第一波士顿等公

司相继诞生,经过一段时间沉寂的投资银行业进入了一个公平竞争的稳定发展期。

70至80年代,国际经济环境急剧变化,固定汇率体系瓦解,通胀加剧,利率频繁波动,与此同时,投资和贸易开始走向国际化。原来针对金融企业的法规逐渐成了业务发展的障碍,于是放松金融管制成为各国政府的选择。

此时,美国投资银行通过收购或联合兼并扩充规模的事例层出不穷。1981年,菲波罗公司(Phibro)收购所罗门兄弟公司;1984年,捷运公司买入雷曼兄弟公司(Lehman Brothers Kuhn Rhodes),并组建希尔逊·雷曼公司;普里美公司(Primerica)1987年收购史密斯·巴尼(Smith Barney),1993年又从捷运手中购得希尔逊,由此组建 Smith Barney Shearson 公司,它成为美国最大的经纪公司之一。

这些金融企业之间的并购,扩大了收购公司的业务规模,巩固了资本的客户基础;并购也带来了对于投资机构提高经营业绩的压力。

并购不仅仅出自业务补充或强化的需要,为了增加利润产出并使其来源多样化,非金融企业也介入投资领域。1981年,谢尔斯公司(Sears)收购迪恩·威特(Dean Witler Reynolds),1986年,通用电气公司接收基德·皮博迪(Kidder Peabody)。

1997年以来,美金融界又刮起旋风,2月5日,投资银行旗舰摩根士丹利与迪恩·威特(Dean Witler, Discover)宣布合并;4月7日,美国第七大银行信孚银行(Bankers Trust New York)收购亚历克斯·布朗经纪公司。

金融界人士认为,虽然无法肯定具有两种文化的两家公司能否真正融合,但这些并购事例已经表明,实力强大的商业银行将继续挺进证券业领地,现存的证券经纪公司必须重新考虑自己的发展策略,未来位于投资界前列的将是全方位、全球性的金融服务公