

INVESTMENT BANKING

回眸百年华尔街 开启中国投行梦

投资银行

财富天使 V^S 金钱魔鬼

滕泰◎著



 上海财经大学出版社

生活中处处充满博弈，资本市场也如此，批评指责还不如了解并接受它。滕泰先生新作《投资银行——财富天使vs金钱魔鬼》告诉我们投资银行中的明规则和潜规则，对于现代金融从业者和学习者来说，这些知识都是非常珍贵的。

——耶鲁大学管理学院金融学教授 陈志武

滕泰博士的新著《投资银行——财富天使vs金钱魔鬼》，融其12年的投资银行从业经验，以简洁而深刻的语言揭开了西方投资银行的面纱，全面剖析了投资银行的价值创造、经营风险和业务技术，并从理论与实践角度探讨了中国证券行业的发展历史、现状、挑战和未来发展方向，为高等院校相关专业本科生和研究生学习投资银行课程提供了一部难得的辅助教材。

——中国人民大学财政金融学院院长、长江学者特聘教授 郭庆旺

我认为，投资银行不可能创造财富，但是，可以使她尽量有助于财富的创造。中国的投资银行和做投资银行的人们，都需要尽快成长，需要提高技术含量。为了成长，学习和思考是重要的。这本书是学习和思考的结果，也许可以有助于中国投资银行业的成长。

——中央财经大学经济学院院长、长江学者特聘教授 黄少安



INVESTMENT BANKING

回眸百年华尔街 开启中国投行梦

投资银行

财富天使^v^s 金钱魔鬼

滕泰◎著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资银行:财富天使 VS. 金钱魔鬼/滕泰著. —上海:上海财经大学出版社,2010. 11

ISBN 978-7-5642-0880-6/F · 0880

I. ①投… II. ①滕… III. ①投资银行-经济理论 IV. ①F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 192947 号

策 划 王永长

责任编辑 王永长

封面设计 张克瑶

TOUZI YINHANG

投资银行

——财富天使 VS. 金钱魔鬼

滕泰 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海竟成印务有限公司印刷

上海远大印务发展有限公司装订

2010 年 11 月第 1 版 2010 年 11 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 16 印张(插页:3) 267 千字

印数:0 001—5 000 定价:38.00 元

滕泰博士从事投资银行理论研究与实际经营管理已有十多年时间，积累了丰富的理论与管理经验。他的新著《投资银行——财富天使vs金钱魔鬼》以全新的视角对中国、西方投资银行非凡的发展历程、价值创造体系、创新中的风险及潜在的社会问题等进行了深刻的剖析与比较。书中涉及的一系列前沿问题事关中国证券业发展的未来，值得中国资本市场的管理者、参与者、关注者深思。

——中央汇金投资有限责任公司副总经理

中国银河金融控股有限责任公司董事长

中国银河证券股份有限公司董事长

陈有富

滕泰博士的这本论著从全球的视野对投资银行的发展历程做出了全新的阐释，对中国证券业的一些前沿问题提出了独到的见解，理论与实践并重，是一本了解、认识投资银行的好书，读者可以从中获益良多。

——海通证券股份有限公司党委书记、董事长 **王开国**

相对于欧美的投资银行，中国的证券公司仍然是一个处于成长期的少年。特别是在2008年因美国次债危机而引发的全球金融危机后的今天，在我国战略性提出转变国民经济增长方式的今天，承担价值发现与价值创造功能的证券公司，应如何学习国际先进投资银行的管理经验和业务经验，滕泰博士的新作《投资银行——财富天使vs金钱魔鬼》无疑给我们提供了一个全新、全景的视野，值得一读。

——民生证券董事长、董事会执行委员会主席 **岳献春**

序 言

魔鬼撒旦(Satan)曾经是上帝座前的六翼天使,负责在人间放置诱惑,后来他觉得自己强大到可以挑战上帝耶和华了,于是在欲望的蛊惑下,反叛上帝,最终堕落成为魔鬼。投资银行百年兴衰史表明,它可以成为企业甚至国家创造财富的天使,而一旦过分被金钱所驱使,也有可能堕落为魔鬼。

正是出于对十年前中国证券业太多财富掠夺、太少价值创造的认识,我在2003年出版了专著《价值创造与证券公司的成长——中国证券业的困境与出路》,在对比了西方投资银行和中国证券公司的业务结构之后,准确地预言了2005年中国证券行业的全行业亏损和倒闭。

在那本书中,我尚把西方投资银行的价值创造能力作为中国投资银行学习的楷模。可是2005年以后,随着美国投资银行深度卷入次级按揭贷款相关的金融衍生品,西方投资银行的经营风险显著增加。除了价值创造的回报,在投资银行的收入中越

Investment
Banking

来越多地掺杂了通过资本市场和金融衍生工具进行的巧取豪夺。

2007年,我在美国花半年多时间潜心研究美国的金融市场和金融机构。回国后,在2008年1月份,撰写了深度报告《次贷危机与全球五年牛市的结束》,这篇报告在一周之内先后被《21世纪经济报道》和《中国证券报》分别作了整版报道。2008年,我偶尔翻阅国内大小书店琳琅满目的介绍美国金融风暴的书籍,每次都失望地发现:不论是国内原创的著作,还是从西方快速翻译过来的著作,大部分都只是把有关金融风暴和投资银行倒闭的新闻报道、相关故事和网站数据拼凑起来而已。

更可怕的是,大部分报道和著作都无视投资银行的价值创造能力,对西方投资银行采取了全面否定的态度,甚至用“阴谋论”的思想去加以“污蔑”。这对于国内投资银行的创新和发展是非常不利的。

早在我2003年出版的《价值创造与证券公司的成长——中国证券业的困境与出路》一书中,就引用了2001年全美国投资银行业的财务数据:“当年全美投资银行净资本占总资产的比例是3.21%,平均财务杠杆是30倍以上。”为什么那时候它们不倒闭?2002年30多倍的杠杆也不倒闭,2003年、2004年、2005年也是30多倍杠杆而不倒闭,直到2008年才倒闭?如果不是后来资产负债表中有太多次级按揭贷款相关的衍生品,这样的高杠杆是不是可以持续100年?

国内金融界人士看到西方投资银行危机,就简单攻击它们资本杠杆太高了——这种认识是非常肤浅的。很多人并不知道10年前它们就有30多倍的财务杠杆,也不知道它们通过什么渠道获得这么多倍的融资。按照相当于净资本30倍的总资产规模,只要有3%的总资产价格下跌就能够造成这些投资银行的资不抵债,投资银行们到底有什么绝招让它们在金融风暴之前长期稳定地运行且赚取暴利?

解决这些问题,需要深入了解国外投资银行的类型、业务演变过程、竞争和兼并的历程、具体产品结构和风险对冲安排、资产负债各项目的明



确含义,以及资金来源和资产配置的关系。所以,从2008年我想就写这样一本书,这本书首先要解决的问题是:如何用最通俗的表达方法,解决国人对西方投资银行业“只知其一,不知其二”的问题。就算有些人戴着有色眼镜看待西方投资银行,也不妨学习一下它们业务中的技术含量。

除了彻底揭开西方投资银行的面纱之外,本书还想对中国证券行业的发展历史、现状、挑战和未来发展方向,做一个理论和实践性相结合的探讨。西方投资银行的倒闭从很大程度上延缓了中国证券业的创新步伐,让它们在中国资本市场高速成长的过程中享受着垄断利润而沾沾自喜。然而,有战略眼光的人已经意识到,这个行业的又一次危机正在逼近。

按照目前的趋势,中国证券公司经纪业务的平均佣金已经接近万分之八,甚至更低,全国证券营业部已经增加到4 000多个,如果平均佣金进一步降低到万分之五,交易量进一步萎缩,营业部增加到5 000个以上,占中国券商收入80%的经纪业务会不会大面积亏损?如果市场阶段性低迷,100多个证券公司将如何抢夺每年总承销费约百亿元的融资和再融资项目?绝大部分中国证券公司尚没有足够大的资产管理业务和并购咨询业务,风险投资、私募股权投资还在试点,股票自营规模不敢扩大,资产证券化业务、大宗商品业务、金融衍生品业务还没有形成主要收入……仅仅仰仗牌照垄断和几项业务专营权,还不能算真正的投资银行。

那么,中国证券业应如何转型?怎样才能算真正的投资银行呢?真正的投资银行仅仅是“服务业”,还是经营资本的企业?它们的收入是服务费,还是资本经营报酬?真正的投资银行是一味回避风险的“中介机构”,还是必须创造、吸收、对冲风险并赚取风险报酬?真正的投资银行仅仅是靠某项资格收取交易佣金或保荐承销费,还是应该成为交易成全人、流动性创造者、融资担保人和产业整合顾问?此外,在全世界任何地方都没听说过只有1倍杠杆就敢号称是金融企业的——而我国证券公司平均只有不足1倍的财务杠杆,连金融企业的基本特点都不具备,却为什么站在那

里嘲笑美国投资银行的倒闭？所以，本书的第二个目的就是写给中国证券公司的董事们、高管们以及关心行业发展的行业监管部门以及数万名证券从业人员，希望此书能够为推动中国证券业的进步贡献微薄之力。

本书目的之三是帮助经济和金融专业的学生们更完整地了解投资银行和投资银行业务。为此，在写这本书之前，我翻阅了国内不同版本的“投资银行论”的教科书，发现的确比15年前广发证券董事长陈云贤博士的《投资银行论》有一定进步，但是，大部分还是有些简陋、雷同和陈旧，绝大部分著作没有反映20世纪90年代以后西方投资银行的变化，也没有总结出投资银行百年历史中不同阶段的成长规律，更没有充分揭示投资银行赚钱的本质和不同类型投资银行的竞争策略。本书希望结合12年的投资银行从业经验和对西方投资银行和中国证券业的研究，写成本能够作为高等财经院校金融专业投资银行课程的辅助读物。而这本教材与国内其他同类学术著作的不同之处是：力求做到内容的前沿、原创并有实践价值，而表现形式却尽量简单易懂——抛弃传统学术著作的结构，完全借鉴通俗书的写法。

年初的计划是在7年前的专著《价值创造与证券公司创造》的基础上更新、改写。按照这个改写计划，金融分析师许力平博士帮我搜集准备了大量数字和文字资料。在后期决定重写之后，中国人民大学的初晨、林海、何振福同学，中央财经大学的曹又丹同学先后参与了部分章节的文字处理工作。尤其在第二篇的业务介绍部分，由于涉及大量材料、数据和案例工作，上述四个同学做出了重要贡献。在成稿后期的文字表述、修饰等方面，本书还得到了中国证券报社资深编辑杨光先生、上海财经大学出版社王永长先生等人的帮助和支持，在此表示衷心的感谢！当然，由于涉及资料和数据较多，难免有错漏之处，责任全部由我一人承担。

滕 泰

2010年10月于北京

目 录

序言 ■ 1

第一篇 百年投行——“金融变色龙”

第一章 投资银行的类型——种群庞大的“变色龙”军团 ■ 3

金融分工催生“变色龙”降临 ■ 3

物种起源——英国商人银行与美国私人银行 ■ 5

独立投行大航海时代开启 ■ 7

证券承销商——发迹于战时债券 ■ 9

证券交易商——交易大玩家的百年沉浮史 ■ 11

经纪商——从游走于纽约街头到网上冲浪巨擘 ■ 12

资产管理者——效力于中产阶级的掘金人 ■ 14

卖方研究机构的崛起——大智慧赚大钱 ■ 15

商业银行内部投行——银行大佬要分一杯羹 ■ 17

保险公司主导型投行——保险财主闲不住 ■ 18

重回混业经营格局 ■ 19

次贷危机如陨石雨 独立投行成恐龙 ■ 21

融入金融控股集团航母战斗群 ■ 22

Investment
Banking

第二章 投资银行业务变革——“变色龙”掘金术演化史 ■ 24

- 颜色千变却永不褪色的投行业务 ■ 24
- 二战后重拼传统业务版图 ■ 25
- 70 年代掘金中产阶级崛起大潮 ■ 26
- 80 年代并购咨询业务驶入高速路 ■ 27
- 90 年代的辉煌与不断扩张的资产负债表 ■ 28
- 当贪婪无法满足——要么走向海外,要么制造泡沫 ■ 29
- 滚雪球——抓住时代主题,实现跳跃式发展 ■ 32
- 适者生存——法律、政策与投行生态 ■ 34

第三章 破译投资银行 DNA——组织构架与成长模式 ■ 36

- 直线管理型——权力集中,决策简单 ■ 36
- 事业部制——与跨国巨头亦步亦趋 ■ 37
- 重归混业——多维矩阵式重装上阵 ■ 39
- 外部成长 PK 内部成长 ■ 40
- 内部成长的典型——高盛和雷曼 ■ 41
- 花旗集团——外部成长高手 ■ 42
- 美林——最忙碌的并购者 ■ 43
- 摩根士丹利的并购足迹 ■ 45
- UBS 与瑞士信贷溯源 ■ 45
- 投行进退之道——成长空间和最优规模 ■ 47

第四章 利益相关人、社会约束与经营目标大博弈 ■ 49

- 合伙人制——姜还是老的辣 ■ 49
- 变形公众持股公司 ■ 51
- 内部人控制与天价薪酬 ■ 52
- 信披、监管一个都不能少 ■ 55
- 利润最大化与市场规模最大化——谁更重要 ■ 56
- 绑架政府——天使变魔鬼 ■ 57
- 魔鬼藏在贪婪背后 ■ 58
- 大规模杀伤性武器——隐身金融控股公司 ■ 59

第二篇 透视投资银行业务——天使离魔鬼只有一念之差

第五章 证券交易与经纪业务的魔力 ■ 63

- 历史最悠久的专家经纪人制 ■ 63
- 疑似“庄家”的交易成全人——做市商 ■ 66
- 电子通讯网络制——后发者的选择 ■ 69
- 不同交易制度造就不同交易与经纪业务模式 ■ 70
- 从经纪人到投资顾问 ■ 72
- 资产管理“助跑”经纪业务 ■ 73
- 融资融券——给我一个支点可以撬动市场 ■ 75
- 谁家的货架最丰富——券商“理财超市” ■ 76
- 潘多拉魔盒——金融衍生品 ■ 77
- 信息技术革命革——动了经纪商的奶酪？ ■ 80
- 高频交易异军突起 ■ 82
- 谁还停留在佣金战的原始阶段？ ■ 83
- 价格战阵营分化——全服务型、折扣型和深度折扣型 ■ 85
- 证券经纪商四大竞争模式 ■ 86

第六章 一手缔造神话的融资业务 ■ 90

- 融资业务——字典里没有不可能 ■ 90
- 化腐朽为神奇的股权融资 ■ 95
- 融资一哥——债券 ■ 97
- “进可攻、退可守”的可转债 ■ 102
- 权证——馅饼还是陷阱 ■ 103
- “一箭 N 雕”的私募融资 ■ 106
- 资产证券化——数学天才竞折腰 ■ 108
- 承销与发行——紧张熬人的战斗 ■ 112
- 路演推介——上市前的面试 ■ 114
- 定价——高难度规定动作 ■ 115
- 过桥贷款——企业资金桥 风投试金石 ■ 117

绿鞋——发行价安全带 ■ 118

发行上市——投行大考日 ■ 119

第七章 并购咨询——没有硝烟的战争 ■ 121

投行业并购鼻祖——约翰·皮尔彭特·摩根 ■ 121

并购流程 ABC ■ 123

目标企业估值三杆秤 ■ 125

投资银行——并购战的灵魂 ■ 126

并购业务赚钱术 ■ 127

明媒正娶 VS. 抢亲 ■ 129

反收购防御术 ■ 133

收购与反收购 ■ 135

垃圾债券与杠杆收购——蚍蜉撼大树 ■ 136

并购——内幕交易高发区 ■ 138

第八章 买方业务——高等级魔法 ■ 139

买方业务是把双刃剑 ■ 139

证券自营投资——市场景气定成败 ■ 140

风险投资(VC)——投行变身“天使” ■ 141

抢滩布局私募股权(PE) ■ 143

地产泡沫投行造? ■ 145

大宗商品大鳄 ■ 146

量化投资——在数学家的领地开疆拓土 ■ 147

代客理财舍我其谁 ■ 149

亡羊补牢的《多德—弗兰克法案》 ■ 152

第三篇 价值创造 VS. 财富掠夺

第九章 独特的价值创造体系 ■ 159

经纪业务是不是盐碱地 ■ 159

证券融资和并购的价值魔方 ■ 162



- 买方业务——优化资源配置的加速器 ■ 165
- 投行的综合价值——把“死变活”，把“小变大” ■ 165

第十章 金融服务主守 资本经营主攻 ■ 168

- 是靠服务赚钱，还是靠玩资本赚钱？ ■ 168
- 资产负债的匹配与对冲 ■ 170
- 成全业务还是赚取利差 ■ 172

第十一章 不会经营风险 只能固守中介？ ■ 174

- “没了风险才行动永远一事无成” ■ 174
- 如果每一分钱的占用都要承担相应的风险 ■ 177
- 左手市场份额，右手风险报酬 ■ 179
- 传统风控理论——廉颇老矣！尚能饭否？ ■ 180
- 风控不该是战略决策失误的替罪羊 ■ 183

第十二章 从软价值创造到软财富掠夺 ■ 185

- 一级增值——把硬财富变成软财富 ■ 185
- 二级增值——用软财富改变价值创造的方式 ■ 186
- 三级增值——用软财富加速价值实现的过程 ■ 187
- 四级增值的可能性——软财富与软价值 ■ 188
- 四级增值 VS. 财富掠夺 ■ 190

第十三章 魔鬼终结者——垄断、欺诈、内幕交易与金融操纵 ■ 192

- 不完全竞争带来的超额利润 ■ 192
- 难以界定的欺诈行为——正面我赢，反面你输 ■ 194
- 内幕交易与金融操纵——诱惑难以抗拒 ■ 196

第四篇 中国投资银行的命运——向左走？向右走？

第十四章 燃烧的火鸟——中国投资银行二十年 ■ 201

- 脱胎银行、信托——出生先天不足 ■ 201

“战国时代”群雄争霸 ■ 202

倒闭潮涌——涅槃不期而至 ■ 204

上市潮换装新引擎 ■ 206

加入“航母”战斗群——向综合经营进军 ■ 207

先开放后国际化 ■ 208

第十五章 “后垄断时代”何去何从 ■ 210

阵痛加剧中的经纪业务 ■ 210

融资业务变革大潮拍岸 ■ 214

并购咨询业务雄起 ■ 216

战略性扩张买方业务？ ■ 219

第十六章 资本经营涉世未深，成长模式尚在摸索 ■ 222

跳不出中介定位窠臼难言蝶变 ■ 222

资产配置战略战术 ■ 224

资产配置的三大原则 ■ 227

外部资本进入与规模扩张——时机选择有门道 ■ 230

中国式成长——“灵魂”跟不上脚步 ■ 232

第十七章 成长与变革——空间广阔 ■ 236

背靠中国崛起的广阔空间 ■ 236

如何成为财富“天使” ■ 238

主要参考文献 ■ 241

第一篇

百年投行——“金融变色龙”

Investment Banking

一百年来投资银行们就像一条条形形色色的变色龙，在不同的时代背景下，变化着不同的颜色。这个“变色龙”军团有哪些不同的类型，不同时代的业务如何演变得曲折而精彩，“变色龙们”的组织模式和成长模式有什么差异，在不同的股权结构和监管背景下，其利益相关人的排序如何，其兴衰起落又如何能影响到国家和民众呢？



