

Ff

高等院校金融学核心课系列教材

TOUZI YINHANG LILUN YU SHIWU

# 投资银行 理论与实务

窦尔翔 冯科 编著



对外经济贸易大学出版社

University of International Business and Economics Press

高等院校金融学核心课系列教材

# 投资银行理论与实务

窦尔翔 冯 科 编著

对外经济贸易大学出版社  
中国·北京

## 图书在版编目 (CIP) 数据

投资银行理论与实务/窦尔翔, 冯科编著. —北京  
: 对外经济贸易大学出版社, 2010. 11  
高等院校金融学核心课系列教材  
ISBN 978-7-81134-857-6

I. ①投… II. ①窦… ②冯… III. ①投资银行 - 高等学校 - 教材 IV. ①F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 193236 号

© 2010 年 对外经济贸易大学出版社出版发行

## 投资银行理论与实务

---

对外经济贸易大学出版社

北京市朝阳区惠新东街 10 号 邮政编码: 100029

邮购电话: 010-64492338 发行部电话: 010-64492342

网址: <http://www.uibep.com> E-mail: uibep@126.com

---

北京市山华苑印刷有限责任公司印装 新华书店北京发行所发行

成品尺寸: 185mm × 230mm 25.25 印张 505 千字

2010 年 11 月北京第 1 版 2010 年 11 月第 1 次印刷

---

ISBN 978-7-81134-857-6

印数: 0 001 - 5 000 册 定价: 38.00 元

# 前 言

随着经济的发展、金融工具的增多，以及资产价格的波动，生产、投资、理财已经成为人们获取财富的三大常用手法。有些人善于实业经营；有些人擅长开办新公司，然后采取引股、整体出售或者上市的方法获得回报；有些人则善于入股不同产业领域和不同生命周期的企业进行财务投资；有些人则善于对企业进行重构整合，买买卖卖而赚钱；有些人通过简单的股票、债券等有价值证券的持有或买卖获得收益，有的人则通过金融工程的方法进行保值或投机等等。

总而言之，生产、投资和理财具有共性，都可以看成是广义的理财行为。个人参与工作是对自己智慧、体力和人际等等资源的整合与管理；开办企业则是对物质资源和人力资源的整合与管理；投资于有价值证券则是对信息资源和对有价值证券的认知资源等等的整合与管理；企业重构与借助于金融工程原理来获利则是对专业知识资源和交易艺术资源等的整合与管理。这些整合能力和管理能力是其财富增长的重要条件。在这个大理财观念下，投资银行的基本功能在于帮助理财人理财。

何小锋教授的“资产运营一般模式理论”将资产分为现金资产、实体资产、证券资产、信贷资产，以及智力资产等五大类资产，有效概括了现实中人们大理财行为所涉及的资产类别。人们的大理财行为，正是人们利用智力资源不断进行四种资产的生产并进行资产转换的过程，以达到效应最大化的目的。<sup>①</sup>当智力资源稀缺到需要借助外部力量的时候，投资银行应运而生。本书从框架的构思上正是基于何小锋教授的“资产运营一般模式理论”，如图0-1所示。

《投资银行理论与实务》包含了六大篇，第一篇是投资银行概论，从投资银行概念辨析、发展过程的角度认识投资银行；第二篇以“广义资产证券化理论”为基础，主要从筹资主体的角度来理解投资银行；第三篇则从交易场所的角度来理解投资银行；第四篇则是从资金供给者角度理解投资银行，即在投资的过程中，单个投资者基于知识和信息的稀缺性，委托机构投资者进行专业化投资；第五篇从组织重构的角度来理解投资银行，当将企业作为财富载体的时候，经济主体将会围绕企业控制权调整企业结构以获得财富最大化效应；第六篇则从管理角度来理解投资银行，既包含了投资银行的自我管

---

<sup>①</sup> 这种转化包含了“四种资产”的现金化、实体化、债券化、证券化等十六种子模式。参见何小锋等，资产证券化：中国的模式。北京：北京大学出版社，2002。

理,也包含了来自投资银行外部的监管。在初稿的讨论和写作中,我们成立了投资银行兴趣小组,组员都积极参与了章节探讨,也尝试写出了不少文字,他们是谢海闻、郑庆义、菅宁、马兰、宫玲玲、刘仙丽、胡蓉、王敏、张碧莲等。

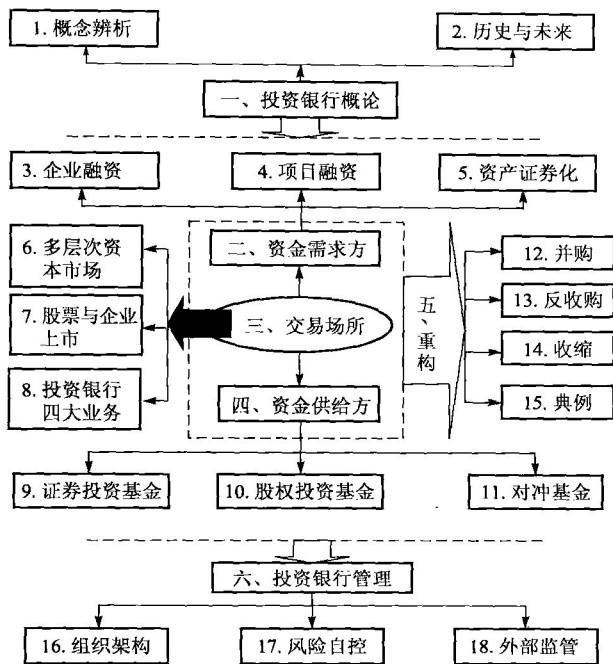


图 0-1 《投资银行理论与实务》逻辑框架

本书的突出特点是体系架构的创新,其内容除一些概念和观点创新以外,大量吸收借鉴了同行的研究成果,在此表示感谢。若有在引用方面注释不到位的地方,敬请原谅,再版时加以更正。鉴于篇幅所限,本书没有涉及足够多的案例。将在最近编写一本与本教材相配套的案例书,以有助于本教材的理解。将要出版的案例书有几个突出的特点:其一,与教材框架体系相匹配;其二,案例将从人物、机构、事件、工具等等若干方面全方位透视投资银行;其三,写作风格清新简明,可读性强;其四,突破传统的大案例、综合案例的写作方法,代之以小案例、专项案例,针对性更强;其五,案例图文并茂,表现手法多。

# 目 录

## 第一篇 投资银行概论

第一章 投资银行概念辨析 .....	(3)
第一节 投资银行的内涵 .....	(4)
第二节 投资银行的外延 .....	(6)
第三节 投资银行的行业特征与人才需求 .....	(17)
思考题 .....	(25)
第二章 投资银行的历史与发展趋势 .....	(27)
第一节 投资银行发展的历史 .....	(28)
第二节 投资银行发展的趋势 .....	(36)
思考题 .....	(41)

## 第二篇 从资金需求者角度理解投资银行

第三章 企业（或者政府）筹资 .....	(45)
第一节 融资的工具和种类 .....	(45)
第二节 股票首次公开发行 .....	(49)
第三节 债券融资 .....	(71)
思考题 .....	(86)
第四章 项目融资 .....	(87)
第一节 项目融资概述 .....	(88)
第二节 项目评估 .....	(95)
第三节 项目融资组织结构的设计 .....	(98)
第四节 融资关联方合作模式选择 .....	(106)
第五节 融资结构安排 .....	(123)
第六节 项目担保的安排 .....	(129)
思考题 .....	(132)

## 2 投资银行理论与实务

<b>第五章 资产证券化</b> .....	(133)
第一节 资产证券化概述 .....	(134)
第二节 资产证券化的运作 .....	(138)
第三节 资产证券化的特征和动因 .....	(143)
第四节 基于交易结构的资产证券化分类 .....	(148)
第五节 资产证券化在国内外的实践 .....	(152)
第六节 投资银行在资产证券化中的作用 .....	(156)
思考题 .....	(157)

### 第三篇 从交易市场角度理解投资银行

<b>第六章 证券交易市场的多层次性</b> .....	(161)
第一节 多层市场的一般分类 .....	(162)
第二节 多层次资本市场的实践 .....	(163)
思考题 .....	(186)
<b>第七章 股票与企业的上市交易</b> .....	(187)
第一节 股票的上市与交易 .....	(188)
第二节 企业上市操作技巧 .....	(199)
思考题 .....	(211)
<b>第八章 投资银行的四大业务</b> .....	(213)
第一节 投资银行的证券经纪业务 .....	(213)
第二节 证券自营业务 .....	(218)
第三节 证券做市商业务 .....	(220)
第四节 投资银行的融资融券业务 .....	(222)
思考题 .....	(223)

### 第四篇 从资金供给者角度理解投资银行

<b>第九章 证券投资基金</b> .....	(227)
第一节 投资基金概述 .....	(228)
思考题 .....	(246)
<b>第十章 股权投资基金</b> .....	(247)
第一节 股权投资基金的概述 .....	(248)



第二节	私募股权投资基金的组织形态及其治理 .....	(254)
第三节	股权投资基金的实务操作流程 .....	(259)
第四节	股权投资基金的退出 .....	(260)
第五节	私募股权投资基金的优点和风险 .....	(261)
思考题	.....	(264)
<b>第十一章</b>	<b>对冲基金</b> .....	(265)
第一节	对冲基金概论 .....	(266)
第二节	对冲基金的结构 .....	(269)
第三节	对冲基金的类型 .....	(270)
第四节	对冲基金与证券投资基金的区别 .....	(271)
思考题	.....	(272)
<b>第五篇 从组织重构角度理解投资银行</b>		
<b>第十二章</b>	<b>并购</b> .....	(275)
第一节	并购概论 .....	(276)
第二节	并购历史回顾 .....	(279)
第三节	并购流程 .....	(281)
第四节	并购支付手段的选择 .....	(290)
第五节	并购融资：融资收购 .....	(293)
思考题	.....	(301)
<b>第十三章</b>	<b>反并购</b> .....	(303)
第一节	含义与动因 .....	(304)
第二节	反收购的手段 .....	(304)
思考题	.....	(309)
<b>第十四章</b>	<b>收缩型企业重构</b> .....	(311)
第一节	企业收缩概述 .....	(311)
第二节	企业收缩的操作程序 .....	(317)
第三节	企业收缩对企业价值的影响 .....	(321)
思考题	.....	(322)
<b>第十五章</b>	<b>几种典型的企业重构</b> .....	(323)
第一节	企业股权调整 .....	(324)
第二节	企业流程再造与持续再造 .....	(330)



#### 4 投资银行理论与实务

第三节 投资银行在企业重构中的作用 .....	(334)
思考题 .....	(336)

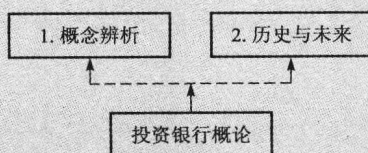
### 第六篇 投资银行内控与外管

第十六章 投资银行的组织结构 .....	(339)
第一节 投资银行的组织形态选择 .....	(340)
第二节 投资银行的组织架构 .....	(342)
思考题 .....	(349)
第十七章 投资银行风险内控 .....	(351)
第一节 概念及分类 .....	(352)
第二节 投资银行风险管理概述 .....	(358)
第三节 投资银行风险管理方法 .....	(363)
思考题 .....	(376)
第十八章 投资银行的外部监管 .....	(377)
第一节 市场准入和经营活动监管 .....	(378)
第二节 业务活动监管 .....	(379)
第三节 投资银行的自律监管 .....	(384)
第四节 次贷危机与美国投资银行监管模式的变革 .....	(386)
思考题 .....	(391)
参考文献 .....	(392)

# 第一篇 投资银行概论

**本篇导读** 本篇主要从基本概念出发，通过阐述投资银行概念的内涵、外延来认识投资银行范畴，并进一步了解投资银行的发展对我国经济发展的作用。通过投资银行曲折发展历史来认识和预测投资银行发展的趋势，并了解投资银行理论与实践的发展需要怎样的理论支撑。

## 本篇逻辑架构





# 第一章

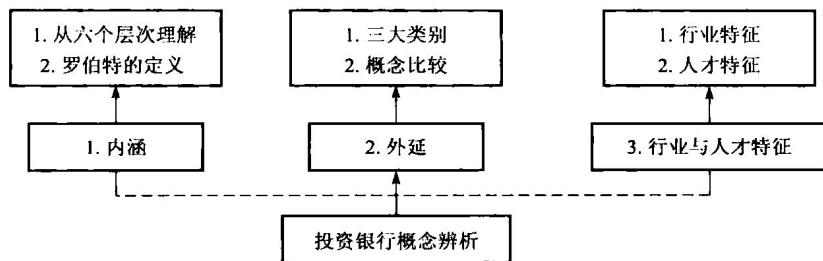
## 投资银行概念辨析

### 本章摘要

投资银行是一个十分复杂的概念，从不同的侧面观察，有不同的含义。本章将首先从行业、业务、职业、学科、市场、工具等六个层面理解投资银行概念的内涵；然后通过投资银行的分类及其与其他金融机构、金融市场、金融学科的比较理解投资银行的外延；接着通过探讨投资银行的行业特征以及人才特征进一步加深对投资银行的理解，指导学习者如何为成为一个投资银行从业者而努力。

### 关键词

内涵 外延 比较 特征



本章逻辑框架图

## 第一节 投资银行的内涵

### 一、概念界定：从六个层次理解投资银行

投资银行一词译自英文词组“Investment Banking”。投资银行这一名词早在20世纪80年代初就传入中国了，但投资银行究竟指的是什么，在国内的学术界和实务界一直很混淆。其关键原因在于“Investment Banking”有多个层次的含义。

目前来看，较多地可以从六个层次理解投资银行：第一，市场层次，是指投资银行业务发生的场所；第二，机构层次，是指作为金融市场中介机构的金融企业；第三，行业层次，指投资银行的整个行业；第四，业务层次，指投资银行所经营的业务；第五，学科层次，是关于投资银行的理论和实务的学科；第六，投资银行业务从业者（家）层次。

这六个层次的概念之间有密切的内在联系。第一，学科层次与其他五种层次相对应，从理论上探讨其和公司理财学、投资学、货币银行学等学科在研究对象、内容和范围上等方面的关系。第二，大体来看，市场、从业者、行业、机构、业务等五个层次的概念，其外延由大到小排列。有业务的存在，必然有相应机构、行业、从业者、市场的存在。第三，从机构层面理解投资银行比较有效，从业务层面理解投资银行过于琐碎，而从行业甚至从业者，乃至市场层面理解投资银行又过于宽泛和抽象。

### 二、投资银行的内涵

罗伯特·库恩的《投资银行学》，是从业务层面，从以下四个范围定义投资银行的。

最广泛的定义是，投资银行学实际上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务（如：不动产和保险）。

第二广泛的定义是，投资银行学包括所有资本市场的活动，从证券承销、公司财务到并购，及以公平观点来管理基金与风险资本。但是，如向散户出售证券，消费者不动产中介，抵押银行，保险产品等业务不包括在内。如果投资银行家为自己的账户，而投资和经营的商人银行则应包括在内。同样，金融机构的大宗股票的成批交易也包括在内。

第三广泛的定义是，投资银行学只限于某些资本市场活动，着重证券承销和合并与兼并。但是，如基金管理、风险资本、商品、风险管理等业务不包括在内。按照公司的方针，主要用于支持零售业务的研究也不包括在内（请注意，投资银行学的情况正在

变化，本定义现在应包括商人银行在内)。

最狭义的定义是，投资银行学应回到它过去的原则上，严格限于证券承销和在一级市场上筹措资金，在二级市场上进行证券交易（经纪人/交易商功能）。

根据投资银行业在美国的发展，罗伯特·库恩倾向于第二定义。根据这个定义可知，并不是所有经营资本市场业务（或投资银行业务）的企业都是投资银行，只有那些主营业务为资本市场业务的企业才是投资银行。另外，并不是经营全部资本市场业务的企业才是投资银行，只要主营业务是资本市场业务——无论是一项还是二项的企业就是投资银行。

当然，这个定义是动态的，因为随着资本市场业务的不断发展，投资银行的内涵也在不断发展。正如著名的投资银行家罗伯特·库恩所言：“投资银行业务是一个有机的过程——经常在变化、发展、进化，任何书籍都无法精确而详尽。”因此，不应该对上述投资银行的定义进行机械的理解。就目前而言，资本市场业务（或投资银行业务）主要包括证券承销、证券交易、兼并收购、资金管理、项目融资、风险投资、信贷资产证券化等。<sup>①</sup>

在投资银行业高度发达的美国，层出不穷的投资银行新业务使得人们索性将投资银行业称为投资银行家从事的事业。这个定义从某种意义上说比宏观和传统的定义更客观灵活，比较适合不断变化的环境。该定义在强调投资银行的功能领域时常被采用。

通过对上面的分析，我们可以弄清楚这么几个问题。第一，投资银行并不单指证券公司，投资银行业也不单是证券业，所以，投资银行在中国的称谓是证券公司的说法是片面的；第二，投资银行并不要求经营全部投资银行业务，单独经营某一项投资银行业务的金融机构也可以叫做投资银行，比如专营风险投资业务的风险投资基金，所以“中国没有完全意义的投资银行，只有中金公司最接近投资银行”的说法也是错误的。

从称谓上来看，投资银行是来自于美国的一个称谓，实践中不同国家和地区对其有不同的称谓。如，投资银行在大多数欧洲国家被称为商业银行（Merchant Bank），在我国、日本和韩国被称为证券公司（Securities Company），在美国被称为华尔街金融公司（Wall Street Firm），德国称之为私人承兑公司，我国香港称之为吸储公司，法国称之为实业银行等等。并且在实际的商业中，许多此类机构并不在名称中冠以“银行”二字。例如，美国的摩根·斯坦利（Morgan Stanley）、所罗门兄弟公司（Saloman Brothers），日本的日兴证券公司、大和证券公司等。称谓的不同在某种意义上反映了投资银行在各业务范围的不同。因此，要想给投资银行下一个精确的定义并不容易。

---

<sup>①</sup> 何小锋，黄嵩．投资银行学．北京：北京大学出版社，2002：导言．

## 第二节 投资银行的外延

投资银行的分类也是从外延的角度考察和理解投资银行概念。本文将按照模式、区域、上市、组织形式对投资银行进行分类。<sup>①</sup>

### 一、投资银行的分类

#### (一) 按照投资银行的发展模式划分

投资银行按照发展模式，可以划分为两大类：独立型投资银行模式与非独立型投资银行模式。

##### 1. 独立型投资银行模式

独立发展模式是分业经营体制下的主流经营模式。1929 - 1933 年经济危机以后，美国就采取了这种模式。独立型投资银行模式可以进一步分为全能型投资银行和专业型投资银行。

##### (1) 全能型投资银行

该模式提供全面的投资银行业务，以美国高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟等为代表。这些投资银行历史悠久，行内专业程度高，信誉卓著。他们主要从事证券发行、证券经纪与自营、并购顾问、基金管理、风险管理、债权债务证券化等业务，是美国证券市场的做市商，与共同基金、保险公司一起，构成了美国金融市场的机构投资者<sup>②</sup>。

中国的中金公司也属于独立的全能型投资银行，其总部设在北京，在香港设有子公司，在上海设有分公司，在北京、上海和深圳分别设有证券营业部。中金公司拥有投资银行部、资本市场部、销售交易部、研究部、固定收益部和资产管理部等六个主要业务部门。

全能型投资银行的业务一般包括：

##### ① 一级市场中的证券承销价值

证券承销（Underwriting of Securities）是投资银行的本源业务。投资银行证券承销的业务范围非常广泛，从对象上看，可以承销国内外政府、企业发行的证券。从服务内容上看，主要包括三个方面的内容：一是向证券供求双方提供信息咨询服务，特别是向投资者提供信息发布和推介服务。二是公开销售，其销售方式包括代销、余额包销和全额包销三种。三是私募发行（Private Placement），即投资银行针对投资基金、养老基金

<sup>①</sup> 参见：张志元，投资银行学，北京：机械工业出版社，2009：5 - 6。

<sup>②</sup> 经过 2007 开始的金融危机的冲击，上述的美国几大投行已不复存在。



和保险公司等机构定向销售证券，以使发行过程得以顺利进行。

为了确保一级市场的效率，确保一级市场对新发行证券的信心，投资银行一般通过以下环节完成证券承销：发行者选择、尽职调查（due diligence）、定价机制、销售安排和供求均衡等。

### ② 二级市场中的经纪商、自营商和做市商价值

二级市场的作用在于使已经发行的证券可以自由买卖，为证券提供流动性，从而提高投资者的信心。这反过来有利于降低一级市场上证券发行人的发行成本。

证券经纪商（Brokers）也是投资银行的本源性业务，指投资银行充当客户的委托代理人，接受客户的指令，促使客户的买入或卖出交易。但其自身并不买卖证券，不承担价格变动或利率变动的风险，收益来源于交易佣金。

证券自营商（Dealers）是指投资银行自己参与证券买卖，使自己拥有证券。其资产来源于自由资产或养老基金、共同基金委托的资产。投资银行需要承担价格风险和利率变动的风险，其收益来源于红利和资本利得。

证券做市商（Market Makers）是指投资银行为了保持所承销证券的流动性，并促使其价格稳定，而进行证券买卖。这种机制可以促使投资银行重视和提升其定价技巧。如果定价太高或太低，都会引起市场价格和发行价格的较大偏离，从而损害证券供求双方的利益。

### ③ 兼并收购业务价值

兼并与收购（Mergers and Acquisitions, M&A）是企业产权变动、产权交易的基本形式。兼并是指任何一项有两个或两个以上的企业实体形成一个新经济单位的交易，收购是指一家公司与另一家公司进行产权交易，由一家公司获得另一家公司的大部分或全部股权或资产以达到控制该公司的行为。由于二者都有整合的特性而被简称为并购。在西方，并购已经成为现代投资银行的核心业务之一。并购业务还包括杠杆收购、公司结构调整、资本充实和重新核定、破产重组等筹划与操作。

并购是资本市场上一项专业性很强的且十分复杂的交易活动，并购交易双方由于自身的条件所限而难以胜任，往往要求助于投资银行来担任。投资银行在并购中充当顾问的角色，利用自己的专业知识和丰富的经验为企业提供战略方案、机会评估和选择、资产评估、并购结构设计、价格确定以及收购资金的安排等，并统一协调参与并购工作的会计、法律、专业咨询人员，最终形成并购建议书，并参与谈判。

### ④ 其他价值

#### A. 金融咨询与资产管理（Asset Management）

投资银行为广大投资者提供咨询，帮助其进行市场调查、法规咨询、材料汇编，确定投资方案，评估风险收益，及时传输信息，解决资金难题。同时，投资银行也为企业

提供战略顾问服务，对其财务管理和经营管理提供咨询策划。

资产管理一般指投资银行（或其他金融机构）作为受托人接受客户的委托和信托，利用自己的投资知识和投资经验特长，对客户资产进行投资管理，为其客户资产保值增值的专业性理财活动。根据市场需要，投资银行所从事的资产管理业务可以采取三种形式：“一对一”的定向资产管理业务；“一对多”的集合资产管理业务；专项资产管理业务。

在资产管理中，基金管理是最主要的。基金作为一种集合理财制度，主要包括投资基金（证券投资基金、股权投资基金以及对冲基金等）与保障类基金（保险基金、养老基金等）。投资银行中所强调的基金以前者为主，投资银行主要发挥基金托管人、管理人的作用，同时也可以成为基金发起人发起设立某一只基金。有些投资银行还发起设立具有独立法人地位的专门投资机构——基金管理公司，借以从事基金管理活动。

随着社会财富的增加、金融工具的多样化和资本市场发展高度复杂化，资产管理业务成为投资银行一个极具发展潜力和成长空间的领域。

#### B. 项目融资（Project Financing）

项目融资是对一个特定的经济单位或项目策划安排的一揽子融资的技术手段，借款者只依赖该经济单位的现金流量和所获收益作为还款来源，并以该经济单位的资产作为借款担保。由于项目融资中的借款人成分复杂、要求各异，其中融资人要求很大比例的负债融资和有限的追索权，同时涉及的法律协议又相当复杂。而商业银行一般不接受技术和销售风险。因而投资银行所从事的筹措安排和风险评估就变得非常重要。

投资银行在项目融资中的作用非常关键，它将与项目有关的政府机关、金融机构、投资者、该项目发起人等紧密联系在一起，协调律师、会计师、工程师等一起进行项目可行性和融资方案研究，具体而言包括：从项目的技术、经济和社会等各个角度全面评估项目的可行性；估算项目的成本收益，分析项目的财务状况；评估项目的风险，对不同风险提出化解办法；确定项目最优的资金来源、期限和成本；在金融市场上进行融资，包括证券发行、从银行贷款等；以项目融资专家的身份充当领头谈判人。

#### C. 资产证券化（Asset Securitization）

资产证券化是现代金融市场上最重要的金融创新之一。它是指将缺乏流动性但具有未来现金流的资产分类重组，并以这些资产为担保发行能在金融市场上公开买卖的证券的技术和过程。因而也叫做资产担保证券（Asset-backed Securitization）。可用于证券化的资产包括：住房抵押贷款、信用卡应收款商业票据、中期债券、信托凭证、优先股票等形式。资产证券的购买者与持有人在证券到期时可获本金、利息的偿付。证券偿付资金来源于担保资产所创造的现金流量，即资产债务人偿还的到期本金与利息。如果担保资产违约拒付，资产证券的清偿也仅限于被证券化资产的数额，而金融资产的发起人或