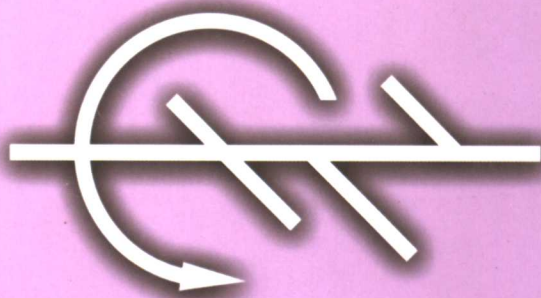


TOUZI YINHANG XUE JIAOCHENG

21世纪高等学校金融学系列教材



投资银行学教程



郑 鸣 王 聪 著



中国金融出版社
CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

21 世纪高等学校金融学系列教材

投资银行学教程

郑 鸣 王 聪 著



中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：张志文

责任印制：程建国

图书在版编目 (CIP) 数据

投资银行学教程 (TOUZI YINHANGXUE JIAOCHENG) / 郑鸣, 王聪著. —北京:
中国金融出版社, 2004.9

(21 世纪高等学校金融学系列教材)

ISBN 7 - 5049 - 3131 - 4

I. 投…

II. ①郑…②王…

III. 投资银行—经济理论—高等学校—教材

IV. F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 090084 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190 (010) 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63365686

读者服务部 (010) 66070833 (010) 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京新丰印刷厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 25.5

字数 508 千

版次 2005 年 4 月第 1 版

印次 2005 年 4 月第 1 次印刷

印数 1 - 5090

定价 33.00 元

如出现印装错误本社负责调换

21 世纪高等学校金融学系列教材

编审委员会

顾问:

黄 达 中国人民大学 教授 博士生导师

主任委员:

李守荣 中国金融出版社 编审

刘锡良 西南财经大学 教授 博士生导师

副主任委员: (按姓氏笔画排序)

吴晓求 中国人民大学 教授 博士生导师

宋逢明 清华大学 教授 博士生导师

张 杰 中国人民大学 教授 博士生导师

张亦春 厦门大学 教授 博士生导师

周战地 (女) 中国金融出版社 副编审

委员: (按姓氏笔画排序)

王振山 东北财经大学 教授

王爱俭 (女) 天津财经大学 教授 博士生导师

史建平 中央财经大学 教授 博士生导师

刘 亚 对外经济贸易大学 教授

朱新蓉 (女) 中南财经政法大学 教授 博士生导师

李志辉 南开大学 教授 博士生导师

汪祖杰 南京审计学院 教授

陈伟忠 同济大学 教授 博士生导师

姚长辉 北京大学 教授

胡炳志 武汉大学 教授

胡涵钧 复旦大学 教授

赵锡军 中国人民大学 教授 博士生导师

高正平 天津财经大学 教授

崔满红 山西财经大学 教授 博士生导师

彭元勋 中国金融出版社 副编审

彭建刚 湖南大学 教授 博士生导师

潘英丽 (女) 华东师范大学 教授 博士生导师

戴国强 上海财经大学 教授 博士生导师

作者简介

郑鸣，男，1957年出生，经济学博士。现任厦门大学经济学院金融系学术委员、主要学术带头人、金融学教授、博士生导师。同时兼厦门大学兴业银行金融创新研究中心副主任、广东证券股份有限公司博士后导师、中国金融学会理事。在全国学术刊物上已公开发表了60余篇学术论文，出版了12部（含合作）著、编、译著作，主持或参与过国家社会科学基金、教育部博士点基金、福建省规划课题等研究项目13项，多次获得省、部级学术成果奖。

王聪，男，1958年出生，经济学博士。现任广东暨南大学经济学院金融系主任、主要学术带头人、金融学教授、博士生导师。同时又是香港大学兼职研究员，广东外语外贸大学兼职教授。在全国重要学术刊物上已公开发表了60余篇学术论文，承担过国家自然科学基金、国家社会科学基金、教育部、国务院侨办、广东省等研究项目11项，其博士论文《我国证券市场交易成本制度研究——关于中国证券市场的SCP分析框架》被评为2004年全国优秀博士论文。多次获得国家、省、部级学术成果奖。



投资学子系列

前言

这是一个对金融服务业极富挑战性的时代，创新变革是时代的主题，也是金融事业不断发展的内在动力。在金融创新和金融革命过程中，投资银行充当了开路先锋，一次又一次地突破管制，引领金融业的新潮流、新发展。正是投资银行使得金融中介变得更富竞争力，让金融交易的手段变得更复杂多样，从而带来了资本市场的繁荣和国际金融的发展。金融是现代经济的核心，而投资银行更是现代金融的核心，21 世纪国际金融市场的全球化变化趋势，将为投资银行提供更广阔的表演舞台。中国经济正处于由计划经济向市场经济的转轨过程中，在市场经济体制下，更强调通过市场、利用市场机制来融通资金、促进积累、引导资源的合理配置，从而推动国民经济的发展。调整融资结构，大力发展资本市场，成为中国现阶段金融改革的重心。在这种时代背景下，作为资本市场的核心中介，中国投资银行的发展尤为迫切。

21 世纪将是我国投资银行发展的黄金时期，国企改革、资本流动、结构调整、金融创新，都将促成投资银行的大发展。为了适应新形势的需要，培养和造就高素质的顶尖投资银行人才，是摆在我们面前的重大课题。我国资本市场和投资银行发展的时日尚浅，囿于实践的限制，尽管我国许多高等院校已经设置了投资银行方面的课程，但从总体上看，不少教材仅简单地引用西方国家投资银行理论，并且与其业务隔离开来，无法体现投资银行理论和实践的最佳结合与最新发展。针对这种情况，我们本着全面、求实、创新、前瞻的原则，在吸收了投资银行理论和实践最新成果的基础上，结合中国资本市场的实际，对现代投资银行的基础理论、业务运作及发展前景作了全面的阐述和分析。本书的特点如下：

1. 重点突出。本书紧紧围绕投资银行这个机构，以此为中心，从投资银行的发展历史、定位、业务演进、技术与方法等方面展开论述，使读者能详细了解投资银行的运作。

2. 全面性。投资银行核心业务大致分为三类：传统型、创新型和引申型。传统型业务主要包括证券承销、经纪和自营，这是投资银行最本源、最基础的业务。到了第二次世界大战后，特别是 20 世纪 70 年代以来，投资银行广泛参与企业融资活动有关的各种金融服务，如企业并购、财务顾问、项目融资、风险投

资等，这些业务称为投资银行的创新型业务。而引申型业务则指近二十年以来兴起的资产管理和新的衍生品交易，包括互换、契约废止等产品。本书的主体部分对这三种业务类型进行详细研究，使读者能全面把握投资银行的整体业务与发展方向。

3. 创新性。投资银行的运作与发展既是一个实践问题，也是一个理论问题。目前关于投资银行的教材或专著大都从实践角度来介绍或研究，甚至很多是散见于各种业务的分类介绍中。针对这些问题，本书的一个创新之处在于我们始终站在投资银行的角度来研究与之相关的具体业务，体现出其完整性和内在逻辑性；另一创新之处是对投资银行的相关理论——资本市场理论和投资银行管理理论作了归纳和总结，使之更具有系统性。

本书既可以作为我国高等院校金融学专业的核心课程教材，也可以作为经济类、管理类大学本科生，财经类各专业研究生的教学参考书。

由于作者水平有限，书中错误或遗漏在所难免，希望广大读者不吝指正。

作 者
2005 年 1 月



目 录

1	第一章 导论
1	第一节 投资银行的基本内涵
1	一、投资银行的定义
3	二、投资银行的业务与特点
7	三、投资银行的功能
10	第二节 投资银行与其他金融机构的关系
10	一、各国金融体制的类型与特点
12	二、投资银行与商业银行的比较
13	三、投资银行与其他金融机构的联系
14	第三节 资本市场中的投资银行
14	一、资本市场在现代经济中的作用
16	二、投资银行与资本市场的关系
21	第二章 国际投资银行业的演化及发展趋势
21	第一节 投资银行的历史演进过程
21	一、投资银行产生和发展的历史条件
22	二、投资银行的发展历程
29	三、投资银行的发展特点和发展趋势
31	第二节 国际投资银行核心业务结构的演化和发展
31	一、投资银行核心业务结构的演化
35	二、投资银行核心业务结构的发展趋势
37	第三节 投资银行业务的国际化
37	一、国际金融市场一体化及投资银行的作用
38	二、投资银行业务国际化的历程
39	三、投资银行业务国际化的内因和外环境
40	四、投资银行业务国际化的表现

44	第三章 投资银行的企业评价方法
44	第一节 企业质量分析
44	一、对企业的宏观角度分析——PEST 分析
45	二、对企业的中观角度分析
46	三、企业的微观因素分析
48	第二节 企业定价
48	一、收益法
51	二、市场比较法
52	三、成本法
54	第四章 投资银行的组织结构与管理
54	第一节 投资银行的组织结构
54	一、投资银行的组织理论
57	二、投资银行的组织形态
59	三、投资银行的组织体制
63	第二节 投资银行的经营战略
63	一、投资银行经营战略概述
65	二、投资银行的经营战略思想
66	三、投资银行的经营战略过程
68	第三节 投资银行的管理内容
68	一、财务管理
70	二、内部控制
72	三、人才管理
77	第五章 投资银行的传统业务
77	第一节 承销业务
77	一、投资银行的承销作用与功能
80	二、证券承销方式与承销商业务
84	三、承销业务的步骤
87	四、有价证券安定操作
89	五、证券发行定价法与发行费用
92	第二节 经纪业务
93	一、投资银行流通市场业务的职能分类
96	二、投资银行经纪业务中的委托方式
99	三、经纪业务的步骤和投资银行所起的作用

101	四、佣金与信用经纪业务
103	五、各国证券经纪商的比较
105	第三节 自营业务
105	一、投资银行自营业务的方式
106	二、自营业务的步骤与投资银行所起的作用
107	三、自营业务的原则
107	四、投资银行从事自营业务的条件
108	五、投资银行自营业务的风险管理及所受的 监管
110	第四节 私募
110	一、私募市场的演进
111	二、私下募集与公开发行
112	三、债券与股票私募
115	第六章 投资银行的创新业务 (一)
	——兼并与收购
115	第一节 并购的概述
115	一、并购的基本概念
117	二、并购的效应
119	第二节 并购的经济利益
120	一、现金融资合并成本的计算
121	二、股票融资合并成本的计算
122	三、并购的风险套利
123	第三节 投资银行参与并购的历史与逻辑分析
124	一、全球并购浪潮与投资银行
129	二、投资银行参与企业并购的可行性分析
134	第四节 并购的运作程序
139	第五节 投资银行在企业并购中的具体运作
139	一、参与企业战略结构设计
139	二、协助企业确定并购基本原则
140	三、运用“交易策略”使并购计划实现
141	四、评估企业并购风险
141	五、设计多重评价指标,进行尽职调查 (Due Deligence)
142	六、为企业并购进行结构设计

143	七、为并购企业提供融资服务
144	八、协助企业进行公司重整
149	第七章 投资银行的创新业务 (二)
	——财务顾问与项目融资
149	第一节 财务顾问
149	一、财务顾问概述
152	二、投资银行的财务顾问类型
156	三、投资银行的财务顾问发展战略
159	第二节 项目融资
159	一、项目融资概述
163	二、项目融资的风险阶段与规划步骤
165	三、项目融资发行备忘录
167	四、项目融资的主要模式
170	五、投资银行在项目融资中的作用
176	第八章 投资银行的创新业务 (三)
	——风险投资
176	第一节 风险投资概述
176	一、风险投资的概念及其特征
177	二、风险投资的四个阶段
179	三、风险投资公司的组织形式
180	四、风险投资对经济发展的作用
181	第二节 风险投资的发展历程和业务创新
181	一、风险投资的发展历程
183	二、风险投资的业务创新
186	第三节 投资银行在风险投资中的决策及作用
187	一、筹资阶段
188	二、评估阶段
190	三、交易阶段
191	四、辅导阶段
192	五、退出阶段
194	第四节 风险投资与二板市场
194	一、二板市场简介
197	二、风险投资与二板市场的相互影响

198	三、风险企业在二板市场上市的程序
201	四、投资银行在风险企业上市过程的作用
203	第九章 投资银行的创新业务（四）
	——投资基金管理
203	第一节 投资基金概述
203	一、投资基金的基本内涵
208	二、投资基金的当事人
211	第二节 投资基金的运行流程
211	一、投资基金的发起设立
214	二、投资基金的发行与认购
216	三、投资基金的资产管理
221	第三节 投资基金运作中的投资银行
221	一、投资银行介入投资基金的方式
223	二、投资银行介入投资基金的收益和风险
225	三、投资银行在中国投资基金中的作用
228	第十章 投资银行的引申业务——金融工程
228	第一节 投资银行与金融工程
228	一、金融工程与金融产品开发的基本概念
231	二、投资银行与金融工程
234	第二节 远期类合约
234	一、远期合约
242	二、期货合约
247	第三节 期权合约
247	一、期权合约的交易及分类
252	二、股票期权价格的性质
256	三、Black - Scholes 期权定价公式
259	第四节 互换
260	一、利率互换
265	二、货币互换
268	三、投资银行在互换中的作用
269	第五节 资产证券化
269	一、资产证券化发展的简单回顾
269	二、证券化的过程与条件

272	三、资产担保证券的结构
273	四、投资银行在资产证券化中的收益与风险
276	第十一章 投资银行风险管理与监管
276	第一节 投资银行面临的风险
276	一、风险识别
279	二、风险监视和度量控制模型
280	第二节 投资银行的风险管理机制
280	一、风险管理理念
281	二、风险管理的组织架构和体系
283	三、风险控制方法
285	第三节 VaR 风险管理理论
285	一、VaR 概述
287	二、VaR 的计算方法
288	三、VaR 方法的优点
288	四、VaR 方法的缺点
289	五、VaR 方法的应用
291	第四节 投资银行监管体制和立法体系
291	一、投资银行监管体制模式
293	二、投资银行监管主体
295	三、投资银行监管立法体系
296	第五节 投资银行监管的具体规范
296	一、投资银行资格审定
297	二、投资银行财力许可标准
298	三、投资银行经营行为监管
299	四、投资银行业务监管
304	第六节 《巴塞尔协议》与投资银行风险监管
304	一、1988 年《巴塞尔协议》内容及意义
304	二、1996 年《为涵盖市场风险而对〈巴塞尔协议〉的增补》(简称《增补》)
306	三、《巴塞尔委员会银行业有效监管核心原则》(简称《核心原则》)
306	四、投资银行风险监管的借鉴与思考
308	第七节 《巴塞尔新资本协议》及其对投资银行风险监管的影响

309	一、《巴塞尔新资本协议》产生的背景
310	二、《巴塞尔新资本协议》体现出的监管趋势和监管目标
311	三、《巴塞尔新资本协议》对投资银行风险监管的影响
315	第十二章 中国投资银行业的发展探讨
315	第一节 中国投资银行业产生的历史背景
315	一、中国投融资体制的演变
316	二、中国投融资领域的变化
318	第二节 中国投资银行业的发展历程及模式演变
318	一、中国投资银行业的发展历程
323	二、中国投资银行模式的演变分析
325	第三节 中国投资银行业务构成现状及制约因素分析
326	一、现阶段中国投资银行的业务构成
336	二、现阶段制约投资银行发挥资本运营作用的因素
339	第四节 中国投资银行未来业务定位的模式选择
339	一、国企改革及其为投资银行提供的机遇
342	二、资本市场的发展与投资银行的功能定位
345	三、中国投资银行的业务定位与发展
350	四、中国投资银行业务发展的政策建议
353	五、中国投资银行的组建模式初探
362	附 录 投资银行业相关理论
363	一、效率市场假说
366	二、资产组合理论
369	三、资本资产定价模型
373	四、套利定价理论
377	五、Black - Scholes 模型
382	六、并购理论
386	七、风险收益对应论



投资学子系列

第一章

导 论

第一节 投资银行的基本内涵

一、投资银行的定义

投资银行在世界各国的称谓并不相同。如在美国叫“投资银行”，英国叫“商人银行”，日本叫“证券公司”，德国则是商业银行中的相关业务。投资银行虽然名称里含有“投资”和“银行”，但是它本身并不从事“投资”，它不以自己的资金作为永久性的生产性投资，仅仅协助政府或企业发行证券及使投资者获得这些证券；它同时也不是一般意义上的“银行”，商业银行最主要的业务是吸收存款、发放贷款，而投资银行主要是从事证券的发行和二级市场上的非储蓄金融中介机构业务。之所以称为“银行”，除了本身是金融体系的重要组成部分外，还在于历史上与商业银行业务融合给人们造成的认识习惯。与商业银行相比，投资银行的特点在于：它是非银行金融机构，并且作为资本市场的中介机构，在直接融资方式中为筹资者和投资者提供服务。而商业银行主要是通过存款和贷款，在资金盈余部门和资金不足部门之间从事间接融资业务。

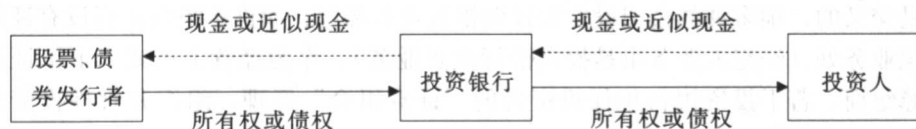


图 1-1

早期由于投资银行的本源业务是以国内股票与债券的承销为主。因此，从图 1-1 可以清楚地看到投资银行如同是投资者与筹资者之间资金流通的桥梁。

近年来,投资银行的业务随着金融环境的改变而作了大幅的调整,同时在调整过程中进一步促进了金融市场的变革。因此,投资银行不再只是股票债券承销商的代名词,其新的功能(如并购、创业投资等)、新的产品(如利率互换等)、新的技术(如资产证券化或金融产品重新包装等)、新的市场(如香港、新加坡等)不断出现,这导致投资银行业务大幅度转变。

因此,要准确定义“投资银行”的性质并不容易,因其业务常常会随金融环境的变化而变化,它的业务范围可涵盖从传统的承销角色到广泛的金融咨询等各式各样的金融服务。我们可以将投资银行以其业务范围从大到小的次序定义为:

1. 最广义:几乎包括所有位于美国华尔街的公司的业务,从国际企业承销、分支机构零售业务行销到各式各样的金融服务(例如房地产和保险业)等,都在投资银行的业务范围之内。

2. 次广义:涵盖所有资本市场的活动,从证券承销、公司理财、企业并购、咨询服务、基金管理、风险投资到商人银行(Merchant Bank)及金融机构非零售的巨额交易活动等皆在此定义范围内。但证券零售、房地产中介、抵押贷款及保险产品等业务不在此涵盖范围内。

3. 次狭义:仅包括部分资本市场上的活动,尤其是着重于证券承销和企业并购两项业务。基金管理、风险投资、金融商品交易、风险管理等业务则未涵盖。

4. 最狭义:也就是投资银行最传统的功能,相当于我国证券公司的业务,包括初级市场(Primary Market)的承销业务及次级市场(Secondary Market)的经纪和自营业务。

最狭义的投资银行和证券公司几乎没有两样,此二者并无法确切区别出差异所在;而最广义的投资银行业务又无明确的范围,故以所有资本市场的活动即次广义的概念来定义“投资银行”,最为符合投资银行的现实状况和业务发展方向,因而是目前投资银行的最佳定义。

将投资银行与“最狭义定义的证券公司”或者“证券经纪公司”相区别是有其深刻道理的。虽然证券公司或证券经纪公司与投资银行的业务并不是分割的,而是交叉的,很多证券公司设立有投资银行业务部门,而许多投资银行设有证券经纪业务处(经纪人业务也是投资银行主要业务),作为经营上市或未上市证券的经纪商。若干投资银行担任投资者的“证券组合”经理,组织并管理投资公司,从事政府证券交易,并为金融产品交易提供便利。但是投资银行在一国经济中最根本和最关键的作用是其资金短缺者(筹资者)和资金盈余者(投资者)之间的纽带和媒介作用,它与证券(经纪)公司的最大区别就是参与政府、企业的新证券发行业务。而证券(经纪)公司在证券市场中仅起了“交易润滑剂”的作用。

目前,世界范围内的投资银行可以划分为以下四种类型:

1. 独立的专业性投资银行及其附属公司。这类投资银行著名的有美国的美林证券(Merril Lynch & Co. Inc.)、高盛证券(Goldman Sachs & Co.),日本的新村证券、大和证券,欧洲的华宝德威公司(UBS Warburg DillonRead)等。

2. 商业银行拥有的投资银行(即商人银行)。商人银行通过对现有投资银行的兼并、收购、参股或建立自己的附属公司等形式从事投资银行业务,如美国大通银行设立大通资本市场公司等。

3. 全能银行所经营的投资银行业务。这类投资银行主要在欧洲大陆,特别是德国的银行,它们既在本国内从事综合性业务,又在各个国际金融中心从事投资银行业务。

4. 大型跨国公司兴办的财务公司。

二、投资银行的业务与特点

(一) 投资银行的业务范围

上文提及,在投资银行的四种定义中,以次广义较为一般大众所接受,也就是说,投资银行经营的业务涵盖所有资本市场上的活动,包括股权与债权的承销、经纪与自营业务、私募、合并与收购、公司重整、融资收购、风险投资、项目融资、金融创新、基金管理、咨询服务、公司理财等业务。这里就各种业务作一个简单说明。

1. 股权与债权的承销(Underwriting)

证券承销是投资银行最本源、最基础的业务活动。投资银行承销的证券范围很广,包括所在国政府、地方政府及政府机构发行的债券、企业发行的股票和债券、外国政府和公司在各国发行的证券、国际金融机构发行的证券等。投资银行承销的标的物主要有股权(Equity)与债权(Bond)两类,通常承销的方式有两种:(1)包销(Firm Commitment)。包销又分为余额包销和全额包销,余额包销是指于承销契约所约定的承销期间届满后,对于约定包销的有价证券未能全数销售者,其剩余数额应自行认购,即承销者应自行认购包销部分未能销售出去的有价证券。全额包销指投资银行一开始就先以协议好的价格买下发行公司所有的股权或债权,之后再以稍高的价位卖给一般投资大众,以赚取二者之间的价差(Spread),但在谋求利润的同时,也必须承担销售风险。(2)代销(Best Effort)。这一般是由于投资银行认为该证券的信用等级较低,承销风险大而形成的承销方式。在这种情况下,投资银行只接受发行者的委托,代理其销售证券,如在规定的期限内发行的证券没有全部销售出去,则将剩余的证券退还给发行者。相对包销而言,代销没有包销所必须承担的风险,代销仅负责帮助发行公司销售有价证券,剩余数额退还发行公司,也无销售风险。