

# 华尔街 投资银行史

华尔街金融王朝的秘密

The Last Partnerships

Inside the Great Wall Street  
Money Dynasties

作者 © 查尔斯·R. 盖斯特(Charles R. Geisst)

译者 © 向 楨



中国财政经济出版社

# 华尔街 投资银行史

华尔街金融王朝的秘密

查尔斯·R.盖斯特 © 著

向 桢 © 译

The Last  
Partnerships

中国财政经济出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

华尔街投资银行史:华尔街金融王朝的秘密/(美)盖斯特著;向桢译.

—北京:中国财政经济出版社,2005.6

书名原文:The Last Partnerships

ISBN 7-5005-8178-5

I. 华… II. ①盖… ②向… III. 金融-经济史-美国 IV. F837.129

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 042430 号

著作权合同登记号:图字 01-2001-5046 号

Charles R. Geisst

### The Last Partnerships

ISBN 0-07-136999-6

Copyright © 2001 by McGraw-Hill Companies, Inc.

Original language published by McGraw-Hill, a division of The McGraw-Hill Companies, Inc. All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition is published and distributed exclusively by China Financial & Economic Publishing House under the authorization by McGraw-Hill Education (Asia) Co., within the territory of the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan. Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书中文简体字翻译版由美国麦格劳-希尔教育出版(亚洲)公司授权中国财政经济出版社在中华人民共和国境内(不包括香港、澳门特别行政区及台湾)独家出版发行。未经许可之出口,视为违反著作权法,将受法律之制裁。

未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签,无标签者不得销售。

**中国财政经济出版社** 出版

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

E-mail: [webmaster@ewinbook.com](mailto:webmaster@ewinbook.com)

(版权所有 翻印必究)

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码:100036

发行电话:010-88191017

北京中租胶印厂印刷 各地新华书店经销

787×1092 毫米 16 开 24.75 印张 314 千字

2005 年 6 月第 1 版 2005 年 6 月北京第 1 次印刷

定价:49.80 元

ISBN 7-5005-8178-5 / F·7150

(图书出现印装问题,本社负责调换)

## 序

近年来，关于华尔街的神话流传甚广，那些银行家和投资者引起了太多人的崇拜。这本由曼哈顿学院的金融学教授查尔斯·R. 盖斯特写的书，无疑给我们讲述了更多的故事——神话背后的故事。

从历史的角度看，资本市场是伴随着资本主义的兴起而不断发展成长起来的。封建时代的农业经济与资本主义工业相比，是那樣的微不足道，即使封建领主拥有大片土地，也无法用资本主义的生产方式去经营。资本主义生产方式对资本的巨量需求，如铁路的兴建，钢铁、造船业的发展，大公司的组建，都需要大量资本，它已不再是几个家族可以承受的了。于是，股份公司式的生产经营模式出现了，并成为近 200 年来的标准企业模式之一。

股份制的最大特点是要通过向公众出售股份的形式，筹集公司运营所需的资本金，从而使股份持有人成为股东。向公众公开出售股份及股东想卖掉自己的股份都需要一个市场，因而，股票市场出现了，它成了大规模开发与大规模生产的资本集结地。同时，在股票市场上代理公司发行股票和代理客户

进行股票交易的公司也出现了。这种公司就是证券公司。

在美国，证券交易商们在纽约华尔街这个舞台尽情地表演，舞台的灯光与观众的目光从不间断地聚焦在他们身上，比起好莱坞的演员们，真是有过之而无不及。这些角色里面有好人，有坏人；有奸诈和投机，也有精明和奋斗；有爱国热情，也有与政府讨价还价，锱铢必较。这就是故事的来源。

证券公司不但为股份公司发行股票，他们也为企业与政府发行各种债券。在美国的历史上，南北战争、两次世界大战的军费筹措，没有证券商们的贡献，没有他们努力为政府推销公债，恐怕美国的历史就不是现在这样。因此，战争期间，一些券商也往往被捧为“英雄”。当然，商人就是商人，他们要为利润而奋斗。为政府发债既是赚钱之道，也是同政府密切关系的重要途径，这种关系使券商的社会地位不断提高，为进一步赚钱打好基础。

奇怪的是，在这个最具资本主义特征的市场里，证券公司不断地帮客户把股票卖给公众，使股份公司成为大公司的标准模式。但是，这些券商本身，却长期地保持了合伙制（甚至家族制）的公司模式。这种模式保持了100多年，直到近年来，随着业务竞争与管理规则的变化，他们才逐渐将合伙制转变成了股份制，成为上市的公众公司。

合伙制公司是公司的发起人邀请有限的合伙人出资或以其他形式参股所形成的公司。一般有三种形式成为合伙人：一是家族成员入伙，在合伙公司成立之初，往往将家族成员列为合伙人；其次是带资金入伙，合伙公司在公司创立或公司扩大业务需要资金时，邀约合伙人入股；第三种是合伙制公司发展过程中，根据公司的章程规定，公司的高级管理人员逐渐晋升为合伙人。这种合伙人并不需要投入资金，但可能是因为业务开拓得好，或因为他们的加入带来了大量业务的缘故。

合伙制公司可以不像上市公司那样需要接受证券管理部门和公众的监督，也没有其他股份公司那样多的股东，这样可以减少意见的分歧与高利润的流失。这也正是证券行业高知识型管理对高利润率的自

我分享模式。

但是，在现代经济的激烈竞争下，资本的大小也常常成为中介机构业务规模、业务标准、服务质量和风险承受能力的衡量标准之一，扩张资本的压力终于使美国证券业的合伙制坍塌了。大证券公司纷纷改制成为公众公司，这就是我们现在看到的美国证券公司资本雄厚、咄咄逼人的形象。

这本由查尔斯教授写的书，并不是一本教科书。但你完全可以把它看成一本美国证券史，一本华尔街发展史。那些早已耳熟能详的证券公司，如摩根士丹利、美林、高盛、雷曼兄弟、所罗门兄弟公司等，究竟是怎样由小商号变成大公司，又怎样由合伙制公司转变为股份公司。也有一些我们不太熟悉的，但曾经也在华尔街荣耀一时的公司，是如何盛极而衰，被淘汰出局的。他们的故事，对我们既有启发，也有警示。

改革开放以来，中国的资本市场仅仅经历了十多年的时间，但演绎的故事，其惊心动魄之处也不亚于华尔街，公众对券商们的评价，与华尔街如出一辙。当然，华尔街的老板们，有不少挥金如土的，也有慷慨捐款、热心慈善的。中国的券商还没有那样的奢侈，但也并没有那么慈善。

我们必须认识到，资本市场有其固有的特征：那就是其风险性和投机性。没有无风险的资本市场，也没有无投机的资本市场。无论在哪儿，无论在哪个社会，如果你要建立资本市场，想让它为这个社会服务，你就得承担由于风险和投机带来的社会成本。有人想等社会成熟以后，没有或只有很少投机的条件下建立资本市场，那只是一厢情愿。也有人认为中国的资本市场太多投机，是一个赌场，要推倒重来。我们也可以预见，重新建立的资本市场也同样免不了投机与风险，因为这是它与生俱来的特性。当然，我们应当在资本市场上建立更为严格的监管制度，减少市场操纵、伪造公司报表等行为对市场的破坏，以减少成本。但是我们也要有足够的心理准备，即使像有些人推崇备

至的完善的美国股票市场，近年来也出现一些大公司造假的事情。其实，在美国200年的资本市场发展历史中，此类事情并不是个案。认识这一点，对于认识中国资本市场及其发展非常重要。市场的建立是一个过程，市场的完善更是一个过程，我们都在这个过程中进步，而不存在所谓的“最终”。

我们也应该认识到，在中国的经济改革过程中，股份制改造对于一些公司来说是最优的，但并不是说只有改制成股份公司才是现代企业。比如说家族式公司和合伙制公司，在一定经济发展时期，是最适合一些公司的组织模式。实际上，即使现在，发达国家中仍有不少家族式公司，或由家族控制的企业集团。而在国际著名的中介公司中，仍有相当比例的公司采用合伙制，他们仍然运行得很成功。因此，在中国的经济改革中，不要一窝蜂地追求单一模式。

据说，在一所名校的EMBA班上，老总们向老师提出的第一个要求是给他们讲讲美国的老板们是如何掘到“第一桶金”的。如果此事当真，我倒是想向老总们推荐这本书。华尔街的老板们倒还真有不少“掘金”经历和经验——尽管本书的目的并不是要向大家讲这些故事。

这本书里的专业名词比较多（这是没有办法的事情，因为金融是一个很复杂、运作技巧很高的行业），但是本书的故事性和文笔都是不错的，读起来不会感到枯燥无味。

应编辑之邀写成此文，是以为序。

唐 旭

## 鸣 谢

在此，我谨向以下诸位表示衷心的感谢，谢谢他们为我提供了在正常情况下无法获取的素材与资料。他们是纽约罗斯柴尔德档案馆（Rothschild Archive）的维克多·格雷（Victor Grey）、纽约美国金融历史博物馆（Museum of American Financial History）的梅格·温特鲁多（Meg Ventrudo）、纽约股票交易所档案员史蒂夫·怀勒（Steve Wheeler），以及乔治敦大学图书馆特别收藏部的员工们。

麦格劳-希尔的凯丽·克里斯蒂安森（Kelli Christiansen）一直关注着本书的进展，并且自始至终敦促着本书成文的全过程。

我尤其应当感谢我的妻子玛格丽特，感谢她在我写作本书的过程中所付出的非凡的耐心。



## 时 间 表

- 1818 年 约翰 A. 布朗商号成立
- 1832 年 维米利商号成立
- 1836 年 S. M. 艾伦商号（成立于 1808 年）倒闭
- 1836 年 阿诺奇·克拉克创建克拉克—道奇商号
- 1837 年 奥古斯特·贝尔蒙特商号成立（该商号于 1924 年解体）
- 1838 年 德雷克赛商号成立
- 1848 年 雷达飞瑞商号诞生（至今尚存）
- 1858 年 雷曼兄弟商号诞生
- 1861 年 杰伊·库克离开克拉克—道奇商号，创立杰伊·库克商号
- 1864 年 J. W. 塞里格曼商号成立
- 1864 年 乔治·皮伯第商号改名为 J. S. 摩根商号
- 1868 年 科恩—娄布商号成立
- 1869 年 高盛成立
- 1871 年 德雷克赛商号和 J. S. 摩根合并成为德雷克赛—摩根商号
- 1873 年 杰伊·库克商号倒闭
- 1873 年 杰伊·库克的女婿重振岳父的事业，建立查尔斯·D. 巴尔尼商号
- 1894 年 J. S. 摩根商号改名为 J. P. 摩根商号
- 1903 年 E. F. 哈顿商号成立
- 1905 年 维米利商号改名为威廉—瑞德商号
- 1910 年 所罗门兄弟商号诞生
- 1914 年 美林成立

- 1920年 威廉—瑞德商号改名为狄龙—瑞德
- 1930年 布朗兄弟商号与哈里曼家族兼并成为布朗兄弟—哈里曼商号  
(延续至今)
- 1934年 德雷克赛—摩根商号改回原来的名字——德雷克赛商号
- 1934年 从 J. P. 摩根中分离出摩根士丹利 (J. P. 摩根营运至今)
- 1937年 查尔斯·D. 巴尔尼收购了爱德华·B. 史密斯商号, 成立史密斯—巴尔尼商号
- 1966年 德雷克赛商号收购了哈里曼—里普利商号, 成为德雷克赛—哈里曼—里普利商号
- 1970年 德雷克赛—哈里曼—里普利改名为德雷克赛—凡世通
- 1971年 德雷克赛—凡世通商号与本海姆商号合并为德雷克赛—本海姆商号
- 1974年 基德·皮伯第商号收购克拉克—道奇商号
- 1976年 德雷克赛—本海姆商号与威廉·D. 威特合并, 并且采用了威特商号中一个主要投资人的名字, 更名为德雷克赛—本海姆—兰伯特商号
- 1981年 所罗门兄弟商号与菲布罗商号合并为菲布罗—所罗门 (1985年又恢复为所罗门兄弟)
- 1984年 谢尔逊美国运通收购雷曼兄弟
- 1987年 E. F. 哈顿被谢尔逊收购
- 1990年 德雷克赛—本海姆—兰伯特申请破产
- 1994年 谢尔逊美国运通放弃雷曼兄弟商号, 雷曼兄弟得以延续至今
- 1997年 史密斯—巴尔尼与所罗门兄弟商号合并为所罗门兄弟—巴尔尼商号, 该商号成为今日花旗集团的一部分
- 1997年 信孚银行集团收购阿力克斯—布朗
- 1997年 狄龙—瑞德被瑞士银行集团收购
- 1997年 摩根士丹利与丁—威特合并为摩根士丹利添惠
- 1997年 阿力克斯—布朗被信孚银行集团收购后成为今天德意志银行的一部分
- 1997年 高盛首次公开发售股票, 成为公共持股公司

## 引 言

在长达 150 多年的时间里，他们的名字曾经被作为华尔街的同义词。他们之中最成功的那些，早已成为街谈巷议的对象，成为嫉妒的标靶，成为政治中伤的目标，成为财富与权力臭名昭著的象征。即使是那些今日已不再家喻户晓的名字，在 19 世纪时也都曾经被写在酒吧小调中，被人们口口相传。远在体育明星和流行乐手还没有占据新闻版面之前，他们是这个国度里真正的社会名流。

他们就是隐藏在伟大的华尔街合伙制企业背后的名字——那些了不起的名字。他们之中有的极其著名，可谓家喻户晓；有的却宁愿隐身幕后，专心打理生意而不愿太惹人注目。他们的全盛时期从 1812 年的美英战争开始，到第二次世界大战未结束，在那段时期，华尔街上绝大多数证券商号都还是以合伙制为组织形式的。如果把他们的名字一一列出的话，听起来就像纽约的社会名人录，而纽约正是他们中的绝大多数人谋求生计的地方。如果没有他们在事业上的巨大成功，这个国家的文明进程恐怕不会像现在这样引人注目。多年以来，大都会歌剧院、大都会艺术博物馆以及其他许许多多重要的文

艺机构和教育组织都从他们的慷慨捐赠之中获益良多。许多大学校园里的建筑物都以捐赠人的名字命名，那些名字听起来活像是一本美国银行界名人录，尤其以二战以前就名扬天下的银行家居多。

华尔街银行王朝的崛起，印证了 19 世纪白手起家、一夜暴富的故事。一个年轻小伙子从北欧移民到了美国，建立起自己微不足道的小生意，通常是在南部或者中西部挨家挨户地推销、贩卖各种小杂货。几年以后，他成功地“升级换代”，成为纺织品商人，并且在进军纽约之前已迅速在别的州开设了若干店铺。又过了若干年，他和他家族中的成员进入银行业、票据交换业，并且开始从事股票和债券的交易。二三十年后，他的商号成了华尔街上中坚力量。在这一代人中，他的家族成员皆名列社会名人录，属于纽约的精英俱乐部成员，是慷慨的艺术品捐赠者。他们向渴求资本的国家提供资金，并且对同样急需资金的非营利性机构提供数以百万计的美元。

在第二次世界大战爆发以前，这个明星式的阶层大大地模糊了华尔街的商行在美国社会中扮演的角色。银行王朝并不仅仅是民间传说的对象，它们往往也是民间故事的源泉。19 世纪以来，美国银行业伴随着美利坚合众国一起成长，美国银行业的中心人物自然也成了美国的英雄。当时的父母都很喜欢给自己新生的儿子取名为杰伊，因为杰伊·库克（Jay Cooke）成功地售出了联邦战争债券，为南北战争筹集军费，确保了北方的胜利。如此多的人投资于联邦政府的战争债券，以至于库克的名字家喻户晓，一夜之间成为了美国最著名的银行家。要不是塞里格曼们的慷慨资助，玛丽·托德·林肯恐怕难以在她丈夫遇刺后，在流亡地——德国过上体面的生活。当时，国会为总统的遗孀提供养老金方面表现迟钝，是这帮银行家们慷慨解囊，为她提供了一笔钱。克拉伦斯·狄龙（Clarence Dillon）是如此有名，以至于他的绰号之一——华尔街之狼（Wolf of Wall Street）——成为了 20 世纪 20 年代末期一部影片的片名。直到今天，一个法国葡萄种植园还沿用着他的名字。

像这样的故事并不只是如霍雷肖·阿尔杰（Horatio Alger，美国儿童文学作家——译注）在作品中所描述的那些靠艰苦奋斗发家致富的系列传奇，对于华尔街上的许多最知名的投资银行而言，这些故事都是事实。实际上，阿尔杰本人在南北战争后曾经担任过约瑟夫·塞里格曼（Joseph Seligman）的孩子们的家庭教师，从20世纪纽约最受人尊敬的银行商号——J. W. 塞里格曼的族长那里，他获取了部分关于合伙制企业的成长历程的第一手资料。阿尔杰能够写出那些白手起家、勤劳致富的故事，很大程度上要归功于他在塞里格曼家中担任家庭教师的那段经历。在那里，他聆听着家族的发家史——两兄弟如何来到美洲，如何开始他们的事业。不过，塞里格曼兄弟的例子并不罕见。阿尔杰本可以轻而易举地拿布朗兄弟—哈里曼商号（Brown Brothers Harriman）的创始人亚历山大·布朗（Alexander Brown）、高盛（Goldman Sachs）的创始人马可斯·戈德曼（Marcus Goldman）或者雷曼兄弟商行的创始人亨利·雷曼（Henry Lehman）的故事作为蓝本。

本书前面若干章节中描述的商号，都有着极其相似的开端。这么多商号怎么会有相同的起源呢？事实就是如此。这些相似的起点的确为我们揭示了在19世纪美国银行业获得成功所必备的一些基本要素。他们的故事流传得如此之广，以至于到了20世纪，还有大量移民千里迢迢地来到美国寻找自己的成功之梦。

有时，华尔街上的合伙人们甚至对经济增长也具有很强的影响力。19世纪末20世纪初的经济学家索尔斯坦·维布伦（Thorstein Veblen）在他广为流传的作品——1899年写成的《有闲阶级论》（*Theory of the Leisure Class*）一书中创造了这样一个短语——“炫耀性消费”（conspicuous consumption，意即为了炫耀财富进行的消费——译注）。他就是利用奥古斯特·贝尔蒙特父子（August Belmont Sr. and Jr.）作为原型的——因为这父子俩都是出了名的奢侈汉。

华尔街上的合伙人们不仅帮助创造了美国的现代经济，而且作为个体——消费者，也是经济增长的强有力的引擎，他们的需求推动这

个国家进入了 20 世纪。在 20 世纪 90 年代的牛市之中，华尔街上的人们以挥金如土而闻名于世。不止一种大众杂志专门介绍、谈论他们独特的“炫耀性消费”。一个世纪以前，这种杂志最忠实的读者之中毫无疑问会有贝尔蒙特——南北战争以前，此公每年花在葡萄酒上的钱就不止 2 万美元。尽管他事业有成，但是，到小奥古斯特去世之时，他不得不出售自己的产业以偿付债务。

更为重要的是，华尔街的合伙企业是这个国家发展的一个组成部分。布朗兄弟为第一艘横渡大西洋、联结美国和英国的轮船提供融资。当它的旗舰之一——北冰洋号（Arctic）沉没时，这一悲剧成为了世界上最大的海难事件，直到 60 年后泰坦尼克号沉入海底。布朗家族在北冰洋号海难事件中也有数名家族成员不幸丧生。华尔街的合伙人们帮助这个国家参与的每一次战争筹措资金。要不是杰伊·库克凭借他的通天本领成功地兜售出数额庞大的内战债券，合众国的命运可能就大不相同了。这一壮举开创了美国金融界的一个新景观。在第一次世界大战中，盟军严重依赖华尔街的融资能力以筹措军费。但是，由 J. P. 摩根商号（J. P. Morgan & Co.）一手导演的战后赔款数额如此巨大，以至于大大削弱了德国的政治经济基础。这些教训是深刻的，人们都牢记在心。在第二次世界大战期间，富兰克林·D. 罗斯福总统和他的财政部长一直与华尔街保持着距离，不让它染指战争经费的筹措问题。

合伙人常常被阴谋包围。奥古斯特·贝尔蒙特——这位移民银行家后来成为了罗斯柴尔德（Rothschilds）在纽约的代理人——曾经遭遇多起意外事故，他的事业也因此被罩上了一道长长的阴影，尤其是在他从外国投资人那里取钱的时候，更是多次遭袭，他们当中有几位再也没有见过自己的钞票。早在国会成立联储之前，纽约许多著名的海外出生的银行家就曾经秘密集会，讨论创建一个新的中央银行的利弊。人们从未忘记联储起源于这些在佐治亚州杰克里岛召开的秘密会议，阴谋论者们也常常把这段历史扯出来以证明联储理应进行改革或者干脆被废除，抑或消除它的这些“见不得光”的因素。即使在他们的重

要性已经被严重削弱之后很久，华尔街上的显要们仍然是大众在讨论经济政策时的话题。

一部合伙人的历史既有助于洗清他们之中一些人的名誉——这早已成为人们街谈巷议的话题，同时也有助于纠正过去一些关于他们的历史影响和历史地位的错误描述。这里谈论的合伙人之中差不多有一半都是犹太人。J. & W. 塞里格曼、高盛、雷曼兄弟、奥古斯特·贝尔蒙特、科恩—娄布、雷达飞瑞 (Lazard Freres)、所罗门兄弟，甚至狄龙·瑞德 (Dillon Read) 都有着犹太血统，他们像同时代的美国银行家们一样施展着他们的成功所造成的影响。

不幸的是，一直以来，他们都是阴谋论者攻击的目标，从对联储的“见不得光”的控制，到许多政治特权背后看不见的力量。对他们的历史进行一次清醒的研究，我们不难发现，这些所谓“阴谋论”中有许多确实是来自第一手资料而非道听途说的——尤其是在贝尔蒙特的故事之中更是如此。但是，他们太过丰富的幻想反倒掩盖了事实的真相。19世纪，所有的银行家们都行使着与当时社会不相适宜的权力。但是，犹太裔的银行家们并没有行使任何不正常的权力。事实上，与那些和他们过往甚密的美国本土银行家们——例如布朗兄弟、J. P. 摩根、基德·皮伯第 (Kidder Peabody) 和克拉克·道奇 (Clark Dodge) ——相比，他们所行使的特权要更少一些。

阴谋论的攻击对象并不止于犹太裔银行，而是将攻击对象扩展到了所有美国佬银行家中最著名的 J. P. 摩根身上。在美国金融界，他所扮演的角色是独一无二的。正是他对美国银行体系拥有的真实而巨大的影响力，才使得 20 世纪 30 年代绝大多数的证券立法和银行业立法得以通过。但是，摩根所扮演的角色以及他的重要性常常被严肃认真的学习历史的学生所误解，就像试图从每一块石头下面都找出一个阴谋集团的阴谋论者常常做的那样。摩根不仅是美国金融界的一位重要人物，更是那一代人的杰出代表，而他的儿子杰克也像父亲一样，是接下来那代人中的杰出代表。要不是有他们的银行，在美国历史上几

个至关重要的时刻，华盛顿的日子将会非常难过。至少在其中一次危机中将无力偿还债务。当国会于1933年通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act）以削弱、限制投资银行的力量时，国会重点考虑的目标就是摩根。即使在19世纪美国银行业那样一个没有约束与管制的世界里，也很少会有银行家想要拥有这样的权力。

摩根合伙制企业的历史在两个层面上都是非常重要的：对于华尔街的发展而言，它是重要的；作为反映20世纪30年代以前的美国银行体系薄弱之处的一面镜子，它的意义也是同样重要的。

合伙制企业的存在进一步强化了所谓“美国式的资本主义”的特殊本质。在1812年战争（即美英战争）之前，亚历山大·布朗在巴尔的摩创办了他的商号。从那时起，美国的所有战争融资以及公共事业的融资都约定俗成地成为几十家私有商行的分内之事。多年以来，他们基于各种原因募集了数以兆计的美元。如果没有他们的努力，墨西哥战争、南北战争以及第一次世界大战，恐怕都会以失败告终。因为当时不存在正式的政府机构进行募集资金方面的运作，而19世纪的混乱局面使得许多合伙制企业大赚了一笔，足以使他们在该行业中立足。他们在1915年为战争进行的协同努力成为了30年后一项针对反托拉斯同谋（antitrust collusion）的政府诉讼的基础。在所有这些融资案例中，华尔街的商行都被指控为牺牲政府利益牟取私利，而事实上，这种指控并不完全正确。

华尔街合伙制企业历来存在着一些严重的弊病，这些弊病也正是多年来证券业的显著特征。绝大多数合伙制企业，尤其是那些从19世纪开始就在华尔街摸爬滚打的合伙企业，都没有正规的管理体制，他们许多获取生意并保持业务的程序，充其量不过是心血来潮的权宜之计。企业的部门划分也很简单，各位合伙人分别照管自己最了解、最在行的那部分业务。伴随着这些合伙人在个人事业上的成功，整个企业也将受益并发展。当合伙人去世或者离开原来的商行时，通常也没有什么正式的机制以保持业务的发展。多年来，最成功的合伙制企业



是那些由某个家族进行控制或者由熟知家族获取商业成功秘方的雇员继承其衣钵的商行。否则的话，在华尔街许多最著名商行里积累、记录下来成功管理经验就不会特别多了。

但是，在形形色色的合伙制企业的历史中，反复出现的主题却是资本问题。当一家券商承销了一笔新发行的股票或者债券时，他就承担了这笔承销的风险，直到这批股票或者债券全部售出为止。这笔交易所需要的现金实际上是从某家银行获得的，但是，即便是要获取一笔短期融资，该券商都必须在自己的账面上保持相当数量的自有资本。这些自有资本要么来自于合伙人的出资，要么来自于后来股份制券商中股东的权益。自有资本金的基数越小，券商就越难以承销近年来规模越来越巨大的新发行项目。在第二次世界大战结束后，新的发行项目变得越来越庞大，那些没有跟随客户以及整体经济的成长而扩大规模的券商开始落后了。最终，就连那些传统的、富有的证券商行都感到了公开募股的必要性。这段历史中值得一提的是，的确有一些券商在现代化的压力面前支撑了很久，最终才迫不得已向这些压力屈服。

尽管美利坚合众国已经成为了一个经济上的超级强国，但是，一个多世纪以来，合伙制仍然是在美国占据主导地位的企业组织形式。只要日常经济生活的进程仍然保持着缓慢而且适度的发展速度，合伙制企业就仍然能够维持。当新的承销项目变得更大，要求合伙制企业的账面有更大数额的资金时，许多合伙制企业都无力应对，它们要么垮台，要么被规模更大的券商所兼并。20世纪70年代，华尔街上的许多商行开始公开募股，出售股票以筹集规模扩张所必需的新增资本。许多更加古老守旧的合伙制企业拒绝这种改变，他们认为这种做法令人厌恶。多年以来，他们固执而坚决地保持着权益上的独立，使公开募股的想法看上去不可想像。但是，到20世纪90年代，几乎所有的合伙制证券商号都成为公众持股的公司，他们的脚步终于跟上了历史的步伐。

纵贯整个华尔街的历史，资本问题一直是令华尔街券商们头痛的