

商学院
文库

投资银行学

(第二版)

王长江 编著

0.017 5.0 0.12 2.3

12 1.25 3.17 2.14

32 1.21 3.47 0.01

0.235 0.147 0.263

2.134 0.543 1.247

0.017 5.0 0.12 2.3

1.25 3.17 2.14

1.21 3.47 0.01

35 0.147 0.263

34 0.543 1.247

0.017 5.0 0.12 2.3

5 3.17 2.14

32 1.21 3.47 0.01

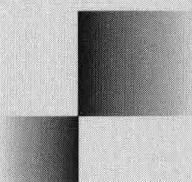
0.235 0.147 0.263

商学院
文库

投资银行学

(第二版)

王长江 编著



 南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

投资银行学 / 王长江编著. — 2 版. — 南京 : 南京大学出版社, 2013. 12

ISBN 978-7-305-12450-1

I. ①投… II. ①王… III. ①投资银行—银行理论—高等学校—教材 IV. ①F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 271129 号

出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
网 址 <http://www.NjupCo.com>
出 版 人 左 健
丛 书 名 商学院文库
书 名 投资银行学(第二版)
编 著 者 王长江
责任编辑 府剑萍 编辑热线 025-83592193
照 排 南京南琳图文制作有限公司
印 刷 常州市武进第三印刷有限公司
开 本 787×1092 1/16 印张 20.5 字数 510 千
版 次 2013 年 12 月第 2 版 2013 年 12 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-305-12450-1
定 价 39.80 元
发行热线 025-83594756
电子邮箱 Press@NjupCo.com
Sales@NjupCo.com(市场部)

* 版权所有,侵权必究

* 凡购买南大版图书,如有印装质量问题,请与所购
图书销售部门联系调换

前 言

2007 年到 2008 年发生于美国的金融危机,导致了美国前五大投资银行,即高盛、摩根斯坦利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登,有的破产、有的被并购、有的被迫转型为银行控股公司。在人们对金融危机进行的反思中,一种观点认为:国际大型投资银行不断创新高风险高收益产品、不顾职业道德约束、高杠杆经营等,是导致金融危机的根源之一。而发生于 2010 年的希腊债务危机,高盛又被指为幕后推手。在我国,2013 年 5 月,万福生科上市造假被中国证监会处罚,其主承销商平安证券主动出资 3 亿元赔偿投资者;2013 年 8 月 16 日光大证券因“乌龙指”及涉及内幕交易而后被中国证监会罚款等等。这些事件对我国投资银行以及资本市场规范发展均产生了重大影响。曾经在金融市场叱咤风云的投资银行,如今则受到许多责难。但是,与金融市场一起发展的投资银行一直是金融市场的核心,并推动了金融市场向更高层次的发展。

投资银行是证券和股份公司制度发展到特定阶段的产物,是发达证券市场和成熟金融体系的重要主体,在现代社会经济发展中发挥着沟通资金供求、构造证券市场、推动企业并购、促进产业集中和规模经济形成、优化资源配置等重要作用。经过近 100 年的发展,现代投资银行已经突破了证券发行与承销、证券交易经纪、证券私募发行等传统业务框架,企业并购、项目融资、风险投资、公司理财、投资咨询、资产及基金管理、资产证券化、金融创新等都已成为投资银行的核心业务组成。在中国,经过 30 多年的发展,已经形成了一批制度完善、规模较大、高素质专业人才众多的投资银行,为中国资本市场发展作出了巨大贡献。

本书分 12 章,从理论到实践详细阐述了现代投资银行业务的最新发展,指出了我国投资银行业务的具体操作方法以及存在的问题,论述了为保证我国投资银

行业健康稳步发展的具体策略。特别指出,本书的写作参阅了国内外大量的研究材料,在此向所有文献的作者致谢!

本书适合作为有关金融机构从业人员、高年级大学生和研究生在投资银行业与金融市场方面的专业参考书。但因水平所限,书中肯定存在许多不足与缺陷,敬请批评指正!

王长江

2013年10月

目 录

第一章 导 论

第一节 投资银行概述·····	1
第二节 投资银行盈利模式与经营原则·····	9
第三节 投资银行发展模式·····	12
第四节 投资银行家·····	23

第二章 风险、风险管理与投资银行治理结构

第一节 投资银行风险及其管理·····	30
第二节 投资银行股权结构·····	37
第三节 投资银行董事会制度·····	41
第四节 投资银行激励机制·····	44

第三章 证券承销

第一节 证券发行制度·····	50
第二节 股票承销·····	60
第三节 债券承销·····	83
第四节 证券承销收益与风险·····	90

第四章 证券交易

第一节 证券经纪业务·····	95
第二节 融资融券·····	109
第三节 自营业务·····	117
第四节 做市商业务·····	123

第五章 私募股权投资与风险资本投资

第一节 私募股权投资·····	133
第二节 风险资本投资·····	141
第三节 二板市场·····	147

第六章 并购业务

第一节 公司并购概述·····	161
-----------------	-----

第二节	公司并购操作	172
第三节	杠杆并购	181
第四节	反并购	188

第七章 资产证券化

第一节	资产证券化概述	198
第二节	资产证券化运作	206
第三节	资产证券化风险管理	212

第八章 基金管理

第一节	证券投资基金理论基础	223
第二节	证券投资基金概述	228
第三节	投资银行在证券投资基金中的操作	235
第四节	证券投资基金业务风险管理	240

第九章 项目融资

第一节	项目融资基本原理	245
第二节	项目融资风险管理	251
第三节	投资银行在项目融资中的具体操作	258

第十章 金融工程

第一节	金融工程基本原理	262
第二节	投资银行与金融工程的运用	271
第三节	金融工程与风险管理	280

第十一章 资产管理

第一节	资产管理概述	290
第二节	投资银行资产管理业务操作	294
第三节	资产管理业务收益与风险	299

第十二章 投资银行监管

第一节	投资银行监管的基本原理	307
第二节	投资银行监管体制	309
第三节	净资本监管	318

主要参考文献	322
--------------	-----

第一节 投资银行概述

投资银行是资本市场的介质,一个多层次、多元化、结构合理、功能健全的立体化资本市场,是投资银行金融功能得以充分发挥的外部条件。无论是在成熟市场还是在新兴市场,投资银行业都是随着资本市场的发展而成长,并在金融管制放松、行业竞争以及社会、经济等因素的影响与推动下不断进化、走向成熟的。

一、投资银行与资本市场

投资银行是伴随资本市场的产生而产生和发展的,资本市场的不断创新与发展推动了投资银行业今天的辉煌。当然,投资银行在资本市场上的不断创新,也促进了国际资本市场的飞快发展。

资本市场是经济发展的产物,现代资本市场是与企业制度的历史演变相联系的。股份公司的发展使得两权分离的公司治理结构得以出现,而为了部分解决股份公司中的代理成本问题,股票二级市场就产生了。股票二级市场不仅为股票持有者提供了资产流动性的场所,而且对经理人员构成了约束力和压力。资本市场的出现加速了经济的发展,它成为沟通资金盈余者和资金短缺者之间的桥梁。资本市场的首要功能就是资源配置。一个国家的经济结构一般由四个部门组成,即企业、政府、家庭和国外部门。家庭一般是收支盈余部门,企业和政府一般是收支差额部门,收支盈余部门一般要将其剩余资金进行储蓄,而收支差额部门要从收支盈余部门举债,收支盈余部门将其剩余资金转移到收支差额部门中去。其次,资本市场发挥资本资产风险定价功能。资本市场就是在这一功能的基础上,指导增量资本资源的积累与存量资本资源的调整的。此外,资本市场还能提供资本资产的流动性功能。投资者在资本市场购买了金融工具后,在一定条件下可出售所持有的金融工具,这种出售的可能性或便利性称为资本市场的流动性功能。流动性越高的资本市场,投资者的积极性就越高。

对于资本市场功能的发挥,中介机构功不可没。因为没有资本市场中介机构,资本市场就是一个简单的市场,它不可能有人们现在所看到的资本

市场的广度和深度。中介机构对于资本市场的效率有着重要的影响,而且它本身也是一个完整的资本市场所不可或缺的组成部分。资本市场中介的出现,使得资本市场的活动更方便了,它还有利于扩大资本市场的规模。资本市场中介之所以能够发展,是因为它能够集中资本市场的信息,并且可以以较低成本集中处理资本市场中交易双方的信息不对称,并减弱这种信息不对称的程度。

资本市场的中介主体便是投资银行。投资银行作为资本市场最重要的中介,在资本市场中发挥着“纽带”和“灵魂”的作用。首先,投资银行执行资本市场的资本资源配置功能。现代经济发展的日益专业化和社会化,科学技术和产业创新速度的日益加快,使得资金所有者(投资者)不可能有足够的知识和经验来了解到投资于何种产业或哪个企业才能保证资金的安全与增值;同时也使得资金需求者(筹资者)尤其是新兴产业的资金需求者也不可能有足够的声誉和能力来筹得所需的大量资金。投资银行作为投资者和筹资者的中间人,利用其信用、信息、业务技术和经验,可以快速地把投资者的资金转移到筹资者的手中,形成社会资源的有效配置。其次,投资银行起着资本形成作用。在一级市场上,投资银行是证券发行的主角和关键环节,没有投资银行,证券发行就不可能顺利或根本就不能实现。投资银行对发行人的责任是提供咨询、协助筹资和制定稳定的融资对策;对投资客户的责任则是为他们提供发行人及其证券的全面调查资料、选择可靠的证券、形成投资判断。大多数证券是通过投资银行对外公开发行的,私募发行的证券也大多以投资银行为代理人。投资银行的专业知识、经验和信誉使得投资者和筹资者之间达成有效的沟通,维持资本市场的有效稳定。第三,投资银行为资本资产提供风险定价。投资银行在发行新证券中,要根据新证券的内在价值、二级市场的收益率或价值水平以及对市场风险的预测来对新发行证券定价,使得新证券能被市场接受。第四,投资银行对资本市场的流动性发挥推动作用。投资银行不断将新的证券引入流通市场,扩大了市场的容量,也增加了市场的流动性。此外,投资银行现代业务还包括资产及基金管理、项目融资、公司理财、财务顾问和投资咨询、资产证券化等等。现代投资银行除了不做典型的存贷款业务和保险业务之外,几乎什么都做,成了货真价实的“金融百货公司”。毫无疑问,投资银行的业务重心向并购业务转移以及投资银行业务朝着多元化方向发展既是投资银行发展史上质的飞跃,也是现代投资银行得以确立的重要标志。

总之,投资银行在其发展过程中,始终作为资本市场的主角,发挥着资本市场“纽带”和“灵魂”的作用;始终保持旺盛的创新能力,通过创新发展资本市场,通过创新发展自己,这就是投资银行。当投资银行向现代投资银行转型时,其地位和作用进一步提升,是当之无愧的现代金融的核心。投资银行在沟通资金供求、拓宽融资渠道、构造证券市场、推动企业并购、优化资源配置、促进产业集中、实现规模经济等方面发挥着重要作用,是现代经济增长的重要因素。

二、投资银行的含义

投资银行是从事证券业务的金融机构,是证券市场的主要中介机构,是连接投资者(资金盈余者)和筹资者(资金短缺者)的纽带和媒介。

投资银行在世界各国的称谓不一致,投资银行是美国等一些国家的叫法,而其他一些国家还有不同的叫法,如英国称投资银行为商人银行,日本则称投资银行为证券公司。各国对投资银行叫法不相同的原因与各国投资银行起源发展各具特色有一定的关系。如英国称投资银行为商人银行,因为英国投资银行的前身是商人银行;日本投资银行称为证券公司,因为它的产

生与发展直接依赖于日本证券市场的产生与发展。各国投资银行称谓各不相同,反映了各国投资银行业务范围各有侧重,但各国投资银行的本质是相同的。

按照美国著名投资银行家罗伯特·劳伦斯·库恩的分析,投资银行的定义主要有四个层次。^①最广泛的定义是,投资银行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,投资银行包括所有资本市场的活动,从证券承销、公司财务到并购,以公平观点来管理基金与风险资本,但不包括向一般投资者销售证券、保险产品、客户不动产代理等。第三广泛的定义是,投资银行只限于某些资本市场活动,着重证券承销、合并与兼并,但基金管理、风险资本、商品、风险管理等业务不包括在内。最狭义的定义是,投资银行仅能在一级市场从事证券承销和在二级市场进行证券交易业务。

许多经济学家认可第二种定义。如美国经济学家弗朗哥·莫迪利亚尼等^②在《资本市场:机构与工具》中指出:在金融服务业中,只为客户代理买卖证券而自身没有融资功能的公司是证券公司或称经纪公司,即“投资银行有两项功能:对于需要资金的公司、美国政府机构、州和当地政府以及外国实体,投资银行帮助他们获得资金;对于希望投资的投资者,投资银行充当证券买卖的经纪人和交易商”。

美国经济学家米什金在《货币金融学》中,把投资银行、证券经纪商和证券交易商统称为证券市场机构。他说:“投资银行是在一级市场帮助这个产权首次出售的企业,而证券经纪商和交易商则在二级市场上协助证券交易。”但是包括美林证券在内的许多经纪公司“从事所有三种证券市场活动,他们既充当经纪人,又充当证券交易商,还充当投资银行家”^③。

美国1933年《证券法》从法律意义上提出了有关投资银行的含义。该法规定:“承销商是指任何为证券的分配从发行人手中购入证券,或就证券的分配为发行人提供或出售证券,直接或间接参与任何这类事情的直接或间接认购的人;交易商是指任何一个以其部分或全部时间,直接或间接作为代理人、经纪人或委托人,从事发行证券的报价、买卖或其他证券交易的任何人。”美国1934年《证券交易法》指出:“证券经纪商是以他人名义从事证券交易的任何人,但是不包括银行。在美国,法律形态上的交易商和经纪商是一体的,只是从事不同证券业务时称呼不同。”

我国许多学者认为证券承销是投资银行的本质,其理由是^④:①从各国投资银行产生的历史看,证券承销是各国投资银行的基本业务,证券承销业务的出现是各国投资银行诞生的标志。②随着投资银行的发展,投资银行业务范围不断扩大,然而证券承销业务是投资银行各业务中最基础最核心的一项,没有证券承销,证券发行难以顺利进行,二级市场不能及时补充新鲜血液,整个证券市场难以维持和发展,投资银行的其他业务也难以存在和发展。③从事证券承销业务使投资银行与证券市场形成相互依存、互促共进的辩证关系,一方面投资银行的形成发展依赖于证券市场的形成发展;另一方面,投资银行在证券市场中居于心脏的特殊地位,投资银行发展壮大反过来促进证券市场发展壮大。总之,投资银行、证券承销、证券市场三

① 罗伯特·劳伦斯·库恩:《投资银行学》,北京师范大学出版社,1996年版。

② 弗朗哥·莫迪利亚尼、弗兰克·J.琼斯:《资本市场:机构与工具》,中国人民大学出版社,2004年版。

③ 米什金:《货币金融学》,中国人民大学出版社,1998年版。

④ 方秀丽:“投资银行国际比较研究”,厦门大学博士学位论文,2003年。

位一体,不可分割,这就是投资银行的本质特征。

基于此,现代投资银行的定义可概括为:投资银行是以证券承销为本源业务,基于资本市场而不断进行金融创新,促进资金合理流动,优化资源配置的金融中介。

三、投资银行发展的历史回顾

投资银行在起源和发展初期,就是从事证券承销和经纪业务的金融机构。一般认为,投资银行这类金融机构,起源于15世纪欧洲出现的近代商人银行。以英国商人银行为代表的投资银行,被公认为是较早的。而按英国人所编《银行词典》的说法^①,商人银行则起源于18世纪,且这些商人所办的银行开展的业务很杂:“商人银行是18世纪时来到英国的移民在活动中发展起来的银行。这些移民原来是商人,在贸易过程中,他们得到了同自己经营贸易有关的世界市场知识。后来他们出了名,人们要求他们承兑票据以便票据更容易出售。特别是由于伦敦发展成为世界金融中心,吸引了外国的商业和金融公司的代表。他们不仅带来了有关国家的经济谋略和信息,还以其首创精神和精明才干制定新的金融方法来满足不断增长的需求,特别是领头为外国政府和大公司筹措长期资金(承销债券等)”。到19世纪时,投资银行虽然也从事某些货币市场业务,但主要从事的是证券市场业务,从承销政府债券和企业债券、包销公司股票,到参与投资咨询和管理,以及开办股票经纪人业务,直至所有证券交易业务。

与英国相比,美国投资银行起步较晚,但发展很快,堪称现代投资银行的典范。推动美国投资银行发展的原因主要有^②:第一,战争。美国政府以发行联邦债券的形式承担了独立战争中发行的各种各样债券所遗留的债务,投资银行以积极的介入、专业化的服务帮助联邦政府完成了筹资目标,发展了自身业务。例如,在南北战争中积累了资本的JP摩根,以“辛迪加募购”等金融创新手段成功地承销了各国公债,在帮助各国政府(如1871年普法战争中的法国梯也尔政府、1898年美西战争中的墨西哥政府等)渡过难关的同时,成为有力地促进投资银行事业发展的投资银行家。第二,基础设施建设。伴随着资本主义经济迅猛发展而至的交通、能源等基本建设,需要巨量的资金,在铁路债券、政府债券的发行和销售中,投资银行业得以突飞猛进。第三,企业并购。在1898—1902年的企业横向并购浪潮中,投资银行以发行可转换债券、并购顾问咨询等拓展业务,推进企业兼并活动,获取可观利润。第四,证券交易。作为证券承销商和证券经纪人,投资银行的发展是与证券市场的不断拓展相伴而行的。早期的美国投资银行也处于自由的发展中,证券市场基本上依靠自律管理。与商业银行的区别是,投资银行无权通过发钞或创造存款来增加货币资金,而主要是充当投资人与资金短缺企业的中介,为客户提供证券发行及投资咨询、推销或包销证券,以从中获取佣金和发行差价。市场开拓与创新能力强劲的投资银行家还通过涉足实业公司的经营管理,控制商业银行、信托公司、保险公司而发展为金融寡头。20世纪30年代以前,尚处于初创期的金融体系是混业经营管理模式,这既与当时的经济发展总量、金融业务发达程度、金融法规及监管的不健全等因素相对应,更是金融企业逐利的本能使然。高额利润的驱动使投资银行与商业银行的业务毫无约束地互相渗透,形成了金融业务的全能机构。

20世纪60年代的公司并购潮,使得投资银行的业务范围有了拓展。许多交易导向型的

^① Paley, F. E., *A Dictionary of Banking*, Macdonald and Evans, 1983.

^② 王静:“中外投资银行历史演进中的若干支持条件”,《金融研究》,2005年第8期。

证券公司凸显出来,利用风险套利的创新业务方式赚取了巨额利润,它们利用做市和交易方面的专业技能、凭借交易的灵活性争取生意,使得证券交易业务在投资银行业务中日益重要起来。1975年美国国会通过了《证券法案修正案》,该法案取消了固定佣金制,使证券经纪领域有了更广的发展前景。随着交易业务的增加,许多投资银行认识到开发保值工具以帮助投资者抗御风险的必要性,于是开发出普通股份期权、利率期货和利率期权等第一代金融衍生工具。20世纪70年代在新债券发行的迅猛增长过程中,政府国民抵押协会发展出一种转手证券,这种债券筹措资金购买抵押贷款,用其收入向投资者按月付息,这种新技术就是最著名融资手段之一的证券化的雏形。在这一时期,欧洲债券和垃圾债券也是投资银行业务中的重要创新。随着市场竞争在20世纪80年代变得越发激烈,新的金融产品不断出现,并产生出一门新的科目——金融工程。投资银行家参与许多新金融工具的初始设计,借鉴其他市场的概念与债务工具融会贯通,缔造出一系列混合金融工具如利率及货币互换,而且还开发了新工具的交易市场。20世纪80年代后半期则是公司兼并和收购的高峰期,在新一轮的兼并收购活动中,投资银行设计出了杠杆并购的新业务方式。20世纪90年代美国投资银行业务的发展表现出以下特点:一是传统的证券和经纪作为投资银行最本源的业务,仍然在其业务层次中居于基础地位,但都呈收缩态势,其中尤以二级市场经纪业务最为显著。二是创新性业务在总业务收入结构中占有越来越大的比重。三是市场变得更加国际化,跨国界的资金流动,特别是通过证券市场的资金流动显得日益重要,投资银行全球范围的竞争日趋激烈。美国投资银行为了在日新月异的国际金融市场中获得更大的发展空间,攫取更多的利润,纷纷把新的资本集中到创新业务上去,争取以更高的效率在新的领域占有一席之地,于是又形成了以资产管理、购并咨询、资产证券化、在线经纪为核心的新一代业务。20世纪90年代末以来,美国大型投资银行不断从当初的证券发行做市商向自有账户交易、证券投资,特别是结构性产品投资业务扩张,采取高杠杆率扩张业务规模,追逐高额利润和扩大市场份额等。这些激进创新模式,在给投资银行带来巨大利润的同时,也给予投资银行致命打击,如2008年的贝尔斯登、雷曼兄弟的倒闭。

相对于英美而言,日本投资银行的产生又有自己的特色,这从日本投资银行的称呼可窥见一斑。日本称投资银行为“证券公司”,因为它的产生与发展直接依赖于日本证券市场的产生与发展。明治维新之后,日本开始建立证券市场,同时出现证券公司。但由于当时资金集中于财阀之手,证券市场资金严重不足,因此证券公司并不发达。那时,大企业发行的股票往往由同一财团内部消化掉了,而企业债券承销业务又几乎为银行所垄断,因此证券公司的业务范围十分有限,只是做一些证券买卖经纪业务。^①第二次世界大战后,日本财阀解体,大量股票和公司债券被释放出来,证券交易有了实质性的变化,证券公司也随之面目一新,并开始经营包销业务。除此之外,对日本证券公司发展起重大促进作用的另一事件是1948年《证券交易法》的颁布和银行分业模式的确立。银行不能经营国债、地方债、政府保证债券以外的其他证券中介业务,绝大部分证券业务规定由证券公司承担,证券公司在证券市场上起主导作用,这大大刺激了证券市场的繁荣,证券公司也因此得以迅速发展。

我国投资银行业是伴随着资本市场的发展而产生的。改革开放以前,中国没有资本市场,也就没有投资银行可言。20世纪80年代末,随着我国资本市场的产生和证券流通市场的开

^① 任淮秀:《投资银行业务与经营》,中国人民大学出版社,2000年版。

放,一批以证券公司为主要形式的投资银行产生了,商业银行以及保险公司也可经营证券业务。1997年以后,随着《商业银行法》的实施,我国金融业的分业经营及管理的体制逐步形成,银行、保险、信托业务与证券业务脱钩,诞生了一批金融集团附属的证券公司。

我国的投资银行一般为两种:第一种是全国性的,第二种是地区性的。全国性的投资银行又分为两类:其一是以银行系统为背景的证券公司,其二是以国务院直属或国务院各部委为背景的信托投资公司。地区性的投资银行主要是省市两级的专业证券公司和信托公司。以上两种类型的投资银行依托国家在证券业务方面的特许经营权,在我国投资银行业中占据了主体地位。

四、投资银行的业务

在西方国家,投资银行业有金融百货公司和金融超市之称。经过一个多世纪的不断演化,西方发达国家的投资银行已经突破了证券发行与承销、证券经纪等传统业务,企业并购、风险投资、基金管理、资产证券化、金融创新、投资咨询等已成为投资银行的核心业务。总的来讲,可以将国外投资银行的业务分为本源业务与创新业务。

(一) 投资银行业的本源业务

本源业务是投资银行业最传统的业务类型。西方国家的现代投资银行业本源业务包括:

1. 证券一级市场业务

证券一级市场业务即投资银行的证券发行与承销业务,指投资银行在证券发行市场为融资公司或政府部门公开发售债券或股票的基本业务,也称初级市场业务。投资银行在此市场上业务职权范围很广,包括本国中央政府、地方政府、政府机构发行的债券,企业发行的股票和债券,外国政府和公司在本国和世界发行的证券,国际金融机构发行的证券等。在西方国家,投资银行业的业务发展与创新日新月异,但作为投资银行最本源的证券一级市场业务,永远是衡量一家投资银行整体实力的最重要指标。

2. 证券二级市场业务

一般来讲,西方国家投资银行在二级交易市场的业务主要包括证券经纪、证券自营和证券做市商业务三种形式。

(1) 证券经纪业务。证券经纪业务属于投资银行在二级市场的零售业务。以美国为例,在1975年5月1日以前,证券经纪业务的佣金制度一直采取固定佣金制,投资银行业的经纪业务在总利润来源中所占比重较大。但在1975年5月1日之后,协议佣金制代替了固定佣金制,通过经纪业务收取佣金利润的不确定性越来越大。与此同时,金融发展和金融创新进入高潮,投资银行业越来越重视新型业务的拓展。

(2) 证券自营业务。证券自营业务与证券经纪业务不同,是投资银行以自己的名义,在自己的账户下进行交易,通过谋取证券差价而获取利润。从实质上分析,投资银行在证券自营业务中为投资者身份。投资银行的证券自营业务,对于活跃证券交易市场的交投,提高证券市场的流动性具有重要意义。另一方面,投资银行在专业知识和信息上的优势不容忽视,如果对其自营业务没有严格的监管,很容易导致操纵市场和内幕交易行为的出现。正是基于上述原因,西方国家对投资银行的证券自营业务都实施严格的管制。

(3) 证券做市商业务。从价格决定机制来看,可以把证券交易市场分为两类,一类是订单驱动市场(order-driven market),另一类是报价驱动市场(quote-driven market)。订单驱动市

场又称竞价交易市场,在这种市场中,买卖双方直接进行交易,或将委托交给各自的代理经纪商,由代理经纪商将双方的委托交到交易市场,在市场的交易中心以买卖双向价格为基准进行撮合,达成交易。报价驱动市场又称为做市商市场,在证券市场上,由具备一定实力和信誉的金融机构作为特许交易商,在市场上不断向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格,并在该价格上接受公众投资者的买卖要求,以其自有资金和证券商与投资者进行证券交易。美国的纳斯达克(NASDAQ)是典型的报价驱动市场。许多担任首次发行的证券商,在证券出售给公众后,通常充当一段时间的做市商。

(二) 投资银行的创新业务

创新是现代投资银行业最根本的特征。现代投资银行业从诞生的那一天起,就没有停止过创新。特别是 20 世纪 80 年代以来,投资银行业的业务创新步伐更快。

1. 证券私募

私募指融资者向少数机构投资者或个人投资者直接发售证券的方式。与证券公募不同,私募不需向证券交易管理者注册登记。私募发行不受公开发行的规章限制,除能节约发行时间和发行成本外,又能够比在公开市场上交易相同结构的证券给投资银行和投资者带来更高的收益率,所以近年来私募发行的规模在不断扩大。由于投资银行在寻找投资者方面具有优势,所以私募一般由投资银行代理进行。

2. 基金管理

20 世纪 90 年代以来,基金市场上资本额迅速扩张,许多投资银行不断渗入传统上由投资公司控制的基金管理业。从发达国家的实践来看,投资基金管理业务是投资银行的重要业务。投资银行与基金有着密切的联系:一是投资银行可以作为基金的发起人,发起和建立基金;二是投资银行可以作为基金管理者管理基金;三是投资银行可以作为基金的承销人,帮助基金发行人向投资者发售受益凭证。

3. 资产证券化

资产证券化指将原来的非流动资产转化为可以公开交易的流动性证券的过程。证券化可以说是投资银行创新的增值服务。在资产证券化的发展中,投资银行一直充当了重要的推动者。投资银行首先将证券化技术用于政府担保的住宅抵押贷款,并依次转向私人担保的住宅抵押贷款、商业抵押贷款、汽车贷款、信用卡贷款等。在这一过程中,投资银行进行了四种金融创新:组建特别目的的机构、分散规避风险、信用构造及提升和现金流量再包装。

4. 风险投资

风险投资又称创业投资,是指对新兴公司在创业期和拓展期进行的资金融通,表现为风险大、收益高。新兴公司一般是指运用新技术或新发明、生产新产品、具有很大的市场潜力、可以获得远高于平均利润的利润、但却充满巨大风险的公司。因为风险高,普通投资者往往不会愿意涉及,而这些公司又急需资金的支持,所以为投资银行提供了广阔的市场空间。一般地,投资银行涉足风险投资的层次包括:一是采用私募的形式为这些公司筹集资本;二是对一些潜力大的公司进行直接投资,成为其股东;三是更多的投资银行通过设立“风险基金”或“创业基金”为这些公司提供资金来源。

5. 公司并购

投资银行从事并购活动在 20 世纪 80 年代达到高峰,一些著名的国际投资银行都把为企业并购重组提供服务作为自己最主要的业务。投资银行在并购业务中为客户提供的服务包

括:寻找并购目标、估价、融资以及帮助实现并购过程等。

(1) 为并购公司代理策划并购运作。许多投资银行设有并购部,专事并购业务。并购部注重收集有关并购的信息,掌握大量潜在产权交易信息,并在实践中积累并购技巧和经验。投资银行在为客户策划并购工作时,为并购公司寻找合适的目标公司并进行全面、细致的分析,提出具体的并购建议,包括并购价格、并购时间表及相关的财务安排,与目标公司协商并购条件,编制有关的并购公告,提出合理的并购计划。

(2) 确定尽可能合理的并购条件。合理的并购条件是并购成功与否的重要因素。在善意并购中,投资银行为代理方确定诸如并购价格、支付方式和并购以后的重组方案等条件,以便最终确定一个公平合理的并购合同;在敌意并购中,出价是并购成功与否的关键所在,为此,投资银行着重帮助并购公司制定一个合适的并购价格。

(3) 为并购公司提供多种融资服务。为并购公司提供多种融资服务是西方投资银行的重要业务,包括设计融资体系、选择融资工具、降低融资成本、帮助并购公司较好地实现融资计划。

6. 资产管理业务

资产管理业务是指投资银行与客户签订资产管理合同,根据合同约定的方式、条件、要求及限制,对客户资产进行经营运作,为客户提供证券及其他金融产品的投资管理服务。国际上一些著名投资银行很早就开始重视资产管理业务,并将资产管理业务作为公司发展的核心。

7. 咨询服务

投资银行的金融咨询服务包括:为客户理财、做金融规划、设计最佳金融结构、制定股息政策、大项目的可行性分析等。咨询服务为投资银行提供了极为丰厚的咨询费收入,尤其是那些声誉显著的投资银行。

8. 金融衍生品业务

金融衍生品业务,也称为金融工程业务,是 20 世纪 80 年代中后期随着西方国家公司理财、银行业和债券业的迅速扩张而发展起来的一门高级金融业务。金融工程业务包括:

(1) 新型金融工具的设计、开发和利用。这是金融工程最主要的研究内容。金融创新思想和对实际金融问题的创造性解决思路的最终体现形式就是新型金融工具,包括以利率、汇率、商品价格、证券价格或指数为基础的期货、期权、远期合约以及各种金融互换产品等。

(2) 创造性金融工程的设计和发展。这主要是为金融机构寻找新的利润来源以及在金融结算方面的方法创新。一方面,金融机构采用金融工程方法实现资产负债管理体系优化以及新业务开发;另一方面,金融机构充分利用金融市场时间、空间、结构和信息方面的差异,开拓和利用新的套利机会。

(3) 针对金融问题提出创造性的解决方略。随着市场的不断变化,经济金融的运行也会出现许多新的问题。特别是公司理财方面,有时不仅要为企业提供现存的或新创的金融工具,还要为企业构建整套金融决策框架,例如,创造性的现金管理策略、债务管理策略、企业融资结构、资产证券化策略等。

9. 项目融资

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,借款者可以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。投资银行在项目融资中起着非常重要的作用,它将与项目有关的政府机构、金融机构、

投资者与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研究,进而通过发行债券、基金、股票或拆借、拍卖、抵押贷款等形式组织项目投资所需的资金融通。投资银行在项目融资中的主要工作是:项目评估、融资方案的设计、有关法律文件的起草、有关的信用评级、证券价格的确定和承销等。

10. 国际化业务

随着资本国际化和经济全球化的发展,大的投资银行都在开拓国际市场。通过海外投资、建立分支机构和合资企业,投资银行可以在更大范围内为融资人寻找最便宜的资金并为投资人寻找最好的投资收益。为了适应经济、金融全球化和竞争、避险的需要,国际投资银行在不断推出新金融工具和业务的同时,逐步从专业化经营向多样化、全能化的混业经营转变。同时,各国投资银行通过引进、并购等方式与国内外投资银行合作,做到优势互补,取得规模效益和竞争效益。

第二节 投资银行盈利模式与经营原则

一、投资银行盈利模式

投资银行为资本市场的发展以及各国经济的增长起到了巨大的促进作用。投资银行的功能主要体现在:一是提供金融中介服务,即投资银行通过其掌握的专业知识,提供能满足资本需求者和投资者之间需要的金融工具及服务,促进双方达成交易,实现资本由资金盈余者流向资金短缺者。二是创新金融工具,推动证券市场发展。投资银行通过金融工具的创新,不断开拓新的业务领域。无论在证券发行市场,还是证券交易市场,投资银行都积极参与其中,沟通各市场参与主体,从而推动证券市场的发展。三是优化资源配置。在市场经济条件下,资源总是向效益高的部门流动。投资银行通过在资本市场的运作,推动社会资源的合理有序流动,提高国民经济的效益。投资银行在发挥其功能的时候,也逐渐形成了各具特色的盈利模式。

几乎所有国家和地区,其投资银行业都具有高收入、高素质的特征,因为在投资银行业的发展初期,一般都受到高额垄断利润的保护。到20世纪70年代中期,世界各国基本实行的是固定佣金制度,所有投资银行利润的重要来源是高额经纪业务佣金。^①但是金融市场相关法案的采用,打破了投资银行业原先的盈利模式,使得各投资银行不断创新适合自身生存的方式。

以美国为例,1975年5月1日美国通过一项法律修正案,率先取消了固定佣金制度,而采用了竞争性的协议佣金制。这一改革直接导致了美国投资银行业经纪佣金收入在总收入中的比重逐渐下降。经纪业务的大幅下降导致证券业的盈利水平大幅下降,迫使美国投资银行考虑业务的调整与转型。它们的切入点是开拓新业务,为客户提供更全面的经营和理财计划,如收购兼并、融资顾问等,从而提高其他业务的收入以保持公司的持续盈利,并因此改变了美国投资银行的盈利结构和模式。

^① 1973年,美国投资银行业的平均佣金收入占总收入的比重是56%。(李连三:“中美证券业券商业务收入对比”,《资本市场》,2002年第12期。)

概括而言,美国投资银行的盈利模式主要有:^①第一,业务创新。佣金自由化后,美国投资银行纷纷把业务创新作为自身经营的战略目标,开拓思路,加大业务创新力度。如1975年,美林证券的经纪业务开始围绕提高经纪服务的个性化程度和知识含量两条主线展开创新,超过20%的员工从事财务咨询等业务,即通过了解客户的资产与负债、家庭结构、退休后生活设计等情况,对各个项目进行综合分析,为客户提供最佳理财方案,并以此优势来增加佣金收入。为保持资产管理业务和经纪业务的优势,1998年美林开始派出多个工作组对资产管理和经纪业务市场进行详细调研和分析论证,并在1999年6月1日正式宣布推出跨世纪的竞争战略——“综合性选择”服务创新系列产品,向客户提供连续的从完全自己管理到全权委托管理的各种服务产品。第二,均衡化盈利结构。当今,业务多元化和经营特色化已成为美国投资银行发展的主导方向,投资银行业务已突破了证券零售包销、自营交易、经纪业务等传统业务框架,在全球范围内广泛开展并购、资产管理、咨询、融资等创新业务。第三,特色化盈利模式。在业务多元化的同时,各投资银行非常注重特色化经营,并逐渐形成了自己的优势领域。通过优势领域扩大市场占有率,以力求提高利润,最终促成各自不同的专业化、规模化的盈利模式。如摩根斯坦利在资产管理方面具有优势;高盛则以投资银行和自营见长,并着重为全球成千上万个重要客户,包括企业、金融机构、国家政府及富有的个人,提供全方位的高质量金融服务。

二、投资银行经营原则

尽管投资银行在实践经营中形成了各自不同的盈利模式,但由于其业务的多样性和其业务难以用资产负债表形式加以反映等特点,投资银行逐渐形成了各具特色的经营管理原则。作为一种企业,投资银行具有企业的共性,即追求盈利是投资银行的根本目的;同时,由于投资银行处于复杂多变的国际资本市场环境下,面临巨大的风险,因此投资银行还必须确保其资产的安全性。为了保证资产无损失或损失较小地回流到投资银行,投资银行就必须保持其资产的充分流动性。因此,投资银行在其经营中必须将盈利性、安全性和流动性作为其经营的基本原则,并结合经营环境的变化和社会的变迁,兼顾创新性原则和社会性原则。作为盈利性、安全性和流动性原则协调统一的结果,投资银行还应遵循风险收益对应原则。

(一) 盈利性原则

企业的经营目标是追求利润的最大化,但如何通过诸种手段达到短期利润与长期利润的完美结合则是投资银行盈利性原则的具体体现。投资银行的利润是其各项收入扣除各项支出后的余额。其收入主要包括:经纪佣金收入、证券承销收入、利息收入、自营差价收入、投资账户收入、投资信托销售收入、资产管理收入、咨询顾问收入、商品收入和其他证券相关收入;其支出主要包括:利息费用支出、日常的经营管理费用支出、工资支出、研究开发费用支出和财务费用支出等。

由于投资银行出售的产品主要是服务,是智力产品,因此服务效率和服务质量就成为其盈利水平的决定性因素。而如何广纳贤才,提高服务水平与服务质量,赢得客户青睐,就成为现代投资银行追求利润最大化的主要手段。具体来说,现代投资银行的盈利性原则主要包括以下三个方面:

(1) 证券投资的盈利性管理原则。投资银行凭借其雄厚的资金实力和研究力量,频繁出

^① 何诚颖、陈东胜:“开放条件下中国券商盈利模式研究”,深圳证券交易所研究报告,2003年。