

# 风险收益对应论

## ——《投资银行论》续

陈云贤 著

北京大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

风险收益对应论:《投资银行论》续/陈云贤著. —北京:北京大学出版社,1998.6

ISBN 7-301-03795-3

I. 风… II. 陈… III. 投资银行-风险管理 IV. F830.3

书 名: 风险收益对应论

著作责任者: 陈云贤

责任编辑: 左景元

标准书号: ISBN 7-301-03795-3/F·274

出版者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑部 62752032

排版者: 北京大学出版社激光照排中心

印刷者: 北京大学印刷厂

发行者: 北京大学出版社

经 销 者: 新华书店

850×1168 32开本 7.375印张 183千字

1998年6月第一版 1998年6月第一次印刷

定 价: 16.00元

**献给——**

证券商、证券业的组织管理者  
和理论探讨者!

此书——献给证券商  
献给证券业的组织管理者  
和理论探讨者!

## 作者简介

陈云贤,1955年生,福建上杭人。1973年参加工作,尔后当过下乡知青、工人、机关干部、大学讲师等。1991年7月获北京大学经济学博士学位。现任广东发展银行副行长,广发证券有限责任公司董事长,高级经济师。

博士论文《中外证券投资比较研究》被认为开创了我国中外证券投资比较研究的先河,填补了我国证券投资领域的空白。代表著《证券投资论》(1992年出版)、《投资银行论》(1995年出版)与此书《风险收益对应论》(1998年出版)将构成作者研究中外证券市场三部曲。另完成译著《证券投资有机组合及其选择》(1997年出版),在《经济研究》等杂志发表论文多篇,并正在继续从理论与实践的结合上探讨中国商业银行与投资银行发展的新课题。

# 目 录

序言 .....	萧灼基(1)
引言 .....	(1)

## 上篇 总 论

第一章 投资银行与商业银行的主要区别 .....	(3)
第一节 从本源上讲,商业银行是存贷款银行, 投资银行就是证券承销商 .....	(3)
第二节 从业务上看,商业银行主要是资产负债业务, 投资银行无明显资产负债管理特征 .....	(5)
第三节 从功能上看,商业银行行使间接融资职能, 投资银行行使直接融资职能 .....	(6)
第四节 从利润构成上看,商业银行首先来自存贷差, 投资银行来自佣金 .....	(7)
第五节 从管理方式上看,商业银行行使稳健方针, 投资银行以稳健与开拓并重 .....	(13)
第二章 风险收益对应论是投资银行 业务管理轴心.....	(15)
第一节 投资银行业务是一种复杂而又充满风险的	

	金融活动 .....	(15)
第二节	损益表中有明晰的风险收益对应特征 .....	(20)
第三节	风险收益对应论是投资银行业务管理轴心 .....	(27)

## 中篇 风险收益对应例举

第三章	证券承销风险与收益 .....	(37)
第一节	可转换公司债券承销风险与收益 .....	(37)
第二节	A股承销风险与收益 .....	(46)
第三节	B股承销风险与收益 .....	(52)
第四节	H股承销风险与收益 .....	(62)
第五节	衍生工具承销风险与收益 .....	(69)
第六节	境外上市承销风险与收益 .....	(75)
第七节	企业并购风险与收益 .....	(87)
第八节	投资理财风险与收益 .....	(93)
第九节	资产证券化运作风险与收益 .....	(101)
第四章	证券经纪风险与收益 .....	(108)
第一节	债券经纪风险与收益 .....	(108)
第二节	股票经纪风险与收益 .....	(112)
第三节	衍生工具经纪风险与收益 .....	(118)
第五章	证券投资风险与收益 .....	(122)
第一节	可转换公司债券投资风险与收益 .....	(122)
第二节	股票投资风险与收益 .....	(127)
第三节	衍生产品投资风险与收益 .....	(138)
第六章	资金营运风险与收益 .....	(143)
第一节	投资银行对营运资金的分类 .....	(143)

第二节	营运资金分类运作收益与风险	·····	(147)
第三节	实施有效的营运资金管理策略	·····	(152)
第七章	公司管理风险与收益	·····	(156)
第一节	领导决策风险与收益	·····	(156)
第二节	机构管理风险与收益	·····	(159)
第三节	业务清算风险与收益	·····	(164)

## 下篇 风险收益对应原则

第八章	资产结构优化与流动性最大化	·····	(171)
第一节	英国富林明资产负债结构分析	·····	(171)
第二节	资产结构优化应与流动性最大化相对应	·····	(184)
第九章	证券组合投资与风险分散化对应原则	·····	(192)
第一节	风险种类与组合投资三步骤	·····	(192)
第二节	风险防范与受险价值管理	·····	(196)
第十章	投资决策科学化与经济周期波动 对应原则	·····	(199)
第一节	经济周期波动表现	·····	(199)
第二节	投资决策十忌	·····	(201)
第三节	投资决策应与经济周期波动相对应	·····	(202)
第十一章	风险收益对应管理与投资银行组织 体系合理化对应原则	·····	(207)
第一节	风险收益对应管理与投资银行组织 体系合理性	·····	(207)
第二节	风险收益对应管理与投资银行决策 体系科学性	·····	(208)

第三节	风险收益对应管理与投资银行管理	
	体系严密性 .....	(210)
第四节	风险收益对应管理与投资银行监控	
	体系严肃性 .....	(211)
结束语	.....	(214)

## 序 言

陈云贤博士出版了《证券投资论》、《投资银行论》两书后,现在又呈献给读者第三部证券投资专著:《风险收益对应论》。像前两书一样,本书理论上有所创新,实践上有所针对性和操作性,是一部理论与实务密切结合的优秀著作。我为前两书写了序言,也乐意为本书作序。

我国证券市场起步较晚,证券投资理论研究时间不长。虽然发表于报刊的论述不少,但系统研究、深入探讨的论著颇不多见。陈云贤博士是较早研究证券投资理论的专家之一。短短的七年时间,他先后出版了三部专著,形成了自己研究证券投资理论的独特框架和独特风格。

在1991年出版的《证券投资论》中,作者系统研究了证券投资的历史发展和现实运作,提出了证券投资三大假说(预期收益论、风险溢价论、持有期偏好论)和三大规律(预期收益引导规律、风险收益同增规律、货币证券共振规律),设计了我国证券投资的运行模式。应该说,本书通过对中、外证券投资的考察,从宏观层面揭示了证券投资的一般规律。同时,本书的理论观点和方案设计,已经受了我国证券市场的考验,具有无可置辩的合理性和超前性。

第二部专著《投资银行论》,是作者经过四年证券投资实践之后写成的。这部著作从研究和剖析商业银行的性质和功能开篇,进而研究投资银行业务的特点,在借鉴国外经验的基础上,提出和论述中国证券业与银行业分业管理的模式。应该说,本书通过对商业银行与投资银行的业务界定与比较,从中观层面提出了在现

阶段我国证券业与银行业分业经营、分业管理的必要性。同时,本书研究的问题在继续保持理论的探索性和概括性的同时,更具有针对性、实践性和操作性。

现在呈献给读者的这部《风险收益对应论》,通过对投资银行各项业务风险与收益的深入分析,通过对国际成功投资银行业务发展的共性研究,从微观层面(即具体到投资银行这一个体的业务管理方面)创造性地提出了与商业银行资产负债比例管理论相对应的投资银行业务的管理轴心——“风险收益对应论”。此理论的提出填补了我国乃至世界投资银行业务管理研究的空白,是理论界与实践界的重大突破。因此,陈云贤博士的《证券投资论》、《投资银行论》以及现在的《风险收益对应论》,体现了他研究重点的转换和研究层次的逐渐深入(即从宏观到中观再到微观),是证券研究与实践的完整系列,对我国证券界同仁进行理论探索及实践具有重要的指导意义。

我们知道,证券投资高收益伴随着高风险。对投资银行来说,也是风险与收益并存。当前研究这个问题,具有特殊重要的意义。

第一,我国正处在从计划经济向市场经济转变的过程中,因此,证券投资及投资银行不仅具有一般风险,而且具有特殊风险。计划经济的体制特征和惯性作用,还在影响金融市场的运行;诞生不久的证券市场还不完善,一些非规范的投资活动却能够在证券市场兴风作浪。两种体制转变过程中存在的间隙和矛盾,为过度投机和非法投资以可乘之机,从而加大了证券投资风险。

第二,我国证券市场异军突起、高速扩容与其他市场发展相对滞后的矛盾,加大了证券投资风险。近几年来,我国证券一级市场或二级市场,扩容速度很快,是一支突起的异军。但由于整个金融体制以至经济体制的配套改革严重滞后,因而证券市场成为突入旧体制的孤军,处处受到旧体制的掣肘和冲击,在其发展过程中存在许多不确定因素。

第三,近几年国际金融风波迭起。继墨西哥金融风波、巴林银行倒闭等等之后,1997年年中又爆发东南亚金融危机。这场几乎波及整个东亚以及东南亚的金融风暴,引起人们多方面的思考,特别是加深了人们对防范金融风险的认识。

第四,今年年初的香港百富勤投资银行清盘事件,是发生在我们身边的活生生的现实。这家十年来高速发展、令人瞩目的金融公司,当其大中华业务蒸蒸日上、市场前景十分看好时,突然发生支付危机,不得不清盘整顿,股权易手。

因此,当前研究投资银行的风险收益,不仅具有一般意义,而且具有特殊意义,有助于防范和化解投资银行的风险。

本书选题新颖,理论上具有重大突破,实践上更具针对性和操作性。

第一,本书在深入研究投资银行与商业银行区别的基础上,明确提出商业银行实行资产负债管理,而投资银行业务管理的核心是“风险收益对应论”。投资银行业务是能够获得较高收益的业务,但也是一项复杂而充满风险的业务。这里不仅有与投资银行本身相关的决策风险、信用风险、结算风险、操作风险等,而且有宏观经济环境变动的风险,如政策风险、体制风险、行业风险、市场风险等。争取高收益、低风险是投资银行追求的目标。在一定的业务时限内,以最小风险获取最大收益,风险与收益相对应,是投资银行业务管理的核心。

第二,本书对投资银行风险收益的主要业务进行深入的剖析。书中较全面地例举了证券承销、证券经纪、证券投资、资金营运、公司管理等风险与收益,内容丰富而务实,分析具体而周到。在证券承销风险与收益中,作者不仅分析人们较熟悉的A股、B股、H股承销风险与收益,而且研究和论述了人们较不熟悉的可转换公司债券承销、衍生工具承销、企业并购等风险与收益,具有很强的实务性和操作性。

第三,本书将投资银行的资金划分为“稳定型”资金、“营运型”资金、“可调整型”资金以及“高风险型”资金等四个档次,针对不同资金类型提出了不同的资金管理方法和管理策略。在此基础上,通过对国际各成功投资银行财务报表的深入分析,提出:只要采取相应的管理措施,投资银行对第三档次营运资金——“可调整型”资金的大量运用而产生较大的收益(此收益在国际各成功投资银行收入总额中占居首位,约为33%—43%)的同时并不伴随着较大的风险。此观点告诉我们,为了获取高收益、低风险,投资银行必须加大“可调整型”资金的运作,从而指明了我国投资银行今后业务发展的路向。

第四,本书提出了风险收益相对应应遵循的四项原则,即资产结构优化与流动性最大化对应原则、证券组合投资与风险分散化对应原则、投资决策科学化与经济周期波动对应原则、风险收益对应管理与投资银行组织体系合理化对应原则。上述四项原则,抓住了风险收益最主要、最重要的对应关系,抓住了投资银行业务管理的重点和难点,抓住了投资银行长远性、战略性的问题。这四项原则,还是作者多年探索的理论成果,也是作者七年来实践活动的经验总结,同时也是作者广泛考察各国投资银行业务的重要体会,具有创新性。作者不仅提出了原则,而且对每个原则都作了具体而充分的论述。

第五,本书提出的“投资十忌”,很有针对性。中国证券市场发展时间不长,在取得很大成就的同时,也存在不少问题。股票指数大幅波动,就是其中一个重要问题。大幅波动的原因是多方面的,既有宏观经济背景和市场政策变动原因,也与投资者不成熟有关系。目前中国证券市场投资开户达3000多万户,其中绝大部分是散户。理性投资者、长期投资者不多,短期投资者居多。由于决策失误而加大投资风险。作者在本书中提出的投资决策十忌,虽然是针对投资银行说的,但对广大投资者同样适用。这十忌就是:

“(一)盲目跟风;(二)不必要的恐慌;(三)贪得无厌;(四)错误估计形势;(五)赌博心理;(六)犹豫不决;(七)漠不关心;(八)敢赢不敢输;(九)急于求成;(十)投资垃圾股。”

第六,本书内容丰富,资料翔实。虽是一部专业性较强的学术著作,但由于它的实务性和可操作性,对广大的投资理财人员、证券从业人员以及各类投资者,都是一本很有阅读价值和参考价值的著作。

我国证券市场正处在发展阶段,新情况、新问题不断出现,需要我们不断研究探索,不断总结经验,不断创新理论。陈云贤博士作为我国最早从事证券研究与实践的人士之一,既有深厚的理论功底,又有长期的实践经验,还有广泛的国际联系和国际考察的条件,希望他继续努力,在证券投资理论上作出更大贡献。

萧灼基

1998年3月15日于北大畅春园

# 引 言

拙著《投资银行论》作为我国第一本系统地研究、论述投资银行的历史演变、业务特征和发展趋势的专著出版后,引起国内同行的关注。(1) 它提出“投资银行”只是个理论上的概念,实践上的称谓却五花八门。如美林证券、摩根斯坦利、第一波士顿、里曼兄弟公司以及华宝集团、野村证券等等;正如“商业银行”也只是个理论上的概念一样,它在实践中根据自己的起源不同有自己不同的称谓,如 J. P. 摩根、花旗银行、纽约银行、加拿大皇家银行等等。实践上的不同称谓不影响理论上“投资银行”的本质属性。(2) “投资银行”有多层次含义。从本源上讲,“投资银行”就是证券推销商;从狭义范围讲,“投资银行”既是证券承销商,又是证券经纪商;从广义范围来讲,“投资银行”不仅包括证券承销与证券经纪业务,而且包括由此引伸出来的项目融资、公司理财、资产管理、风险投资、咨询顾问、资产证券化和金融工具创新等等,从这个意义上说,证券公司就是“投资银行”。(3) “投资银行”与“商业银行”存在根本区别。从本源上讲,商业银行是存贷款银行,投资银行就是证券承销商;从业务上看,商业银行主要是资产负债业务,投资银行无明显资产负债管理特征;从功能上看,商业银行业务行使间接融资职能,投资银行行使直接融资职能;从利润构成上看,商业银行首先来自存贷差,投资银行来自佣金;从管理方式上看,商业银行业务行使稳健方针,投资银行以稳健与开拓并重。(4) “投资银行”与“商业银行”的分业经营、分业管理,应侧重在最本源业务上的分业经营、分业管理,但并不否认二者在发展过程中,在派生业务上的某些融合与交叉。(5) 英国证券业“自我管制”模式有它的特殊性;德国“全能银行”的发展有它自存的客观条件;借鉴英、美、德、日证券业与银行业管理模式,从中国现阶段实际出发,我国应严格走证

券业与银行业分业经营、分业管理道路。(6)《投资银行论》在理论上有所独到见解,有所创新,在实践上资料丰富,深入浅出,具备系统性、操作性和可行性。……

然而,好些读者也提出疑问:《投资银行论》为什么要以论述商业银行业务作为研究起点?其目的何在?可以这样认为:用动态观巡视投资银行领域,不难看出其源于商业银行和分离于商业银行的过程。1929年以前,投资银行业务是在与商业银行业务融合——分离——融合中产生和发展的。投资银行业务发展初期,高额利润的驱动使商业银行大刀阔斧地闯进了投资银行领域,商业银行与投资银行没有了业务界线,当时的金融机构成为业务万能机构。然而同一金融实体中投资银行业务与商业银行业务的穿插交叉必然带来隐患,证券经济的扩张和膨胀背后潜伏着经济的萧条和商业银行的信用危机。商业银行短期资金运用在证券市场的长期投资上,既扩大了投资风险,又增加了证券价格的狂热高涨和证券经济的虚假繁荣,最终促使1929年世界性经济大危机的爆发。1933年美国《格拉斯—斯特加法案》(Glass-Steagall Act)和1934年美国《证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934),促成了商业银行和投资银行的分野,商业银行本源上从事存贷款业务,投资银行本源上从事证券承销和证券经纪业务,商业银行必须与投资银行分开。研究《投资银行论》,以商业银行业务作为研究起点,有利于按照历史的脉络,了解其起源和发展以及二者本源业务存在分业管理的必然性。

诚然,以商业银行业务作为研究起点,比较投资银行业务,其更深层次的意义在于揭示:商业银行主要开展着负债业务和资产业务。作为负债业务,其主要来源于各类存款和借入款等;作为资产业务,包括现金、固定资产、贷款和证券投资(主要指国债投资)等四个方面。按照巴塞尔协议,商业银行资本充足率为8%,核心资本充足率为4%。资产负债比例管理成为商业银行业务管理的

核心。而投资银行,其狭义业务主要为证券承销和证券经纪业务,其广义业务包括项目融资、公司理财、资产管理、资产证券化、金融工具创新等,它作为一个证券中介机构,没有明显的资产负债管理特征。商业银行业务的管理轴心是资产负债管理理论;投资银行业务的管理轴心是什么?并如何量化到具体的比例管理和应用到实际的业务运作中去?

以商业银行业务为研究起点,比照投资银行特征,揭示出了投资银行业务理论中的缺陷:没有清晰的业务管理轴心。究其原因,一是因为投资银行发展的历史较短(在理论上正式提出“投资银行”概念,并相对独立于商业银行运作,也就是从1934年美国《证券交易法》正式颁布后开始,至今只有几十年时间)。实践的不断发展和业务的不成熟性,形成投资银行管理理论的不成熟性;二是因为投资银行业务激烈竞争的结果。对比其他金融业务,投资银行业务竞争是最具智能化、专业化、多样化、集中化和国际化的竞争,在这个过程中,谁人都不肯轻易地将其业务创新方式、利润来源渠道和公司管理奥秘公开于众。它对深化探讨投资银行管理理论起着障碍作用。

发展到20世纪90年代,出现在投资银行业务领域的金融风波比比皆是:一个年仅27岁的尼克·里森,交易损失高达86000万英镑(为整个霸菱集团资本的两倍),导致英国霸菱银行的破产倒闭;一个具有“锤子”绰号的滨中泰男,交易损失高达26亿美元,使日本住友商社遭以重创;加之日本大和银行买卖债券亏损达11亿美元、中国万国证券买卖国债期货亏损达10多亿元人民币、美国加州奥兰治县事件损失达16亿美元……。它震撼着世界金融领域。除了各自公司的交易员本身具有不可推卸的责任外,难道他们的管理层、管理制度和管理准则不存在问题?多起金融风波迸发出呼唤:在宏观方面,应加强金融监管;在微观方面,绝对不应忽视投资银行的管理准则。“资产负债管理理论”是商业银行的管理轴