

三版序言

论投资银行及其价值创造

—

《投资银行学》二版修订已经三年了。三年来，国际资本市场发生了无数震撼人心魄的事件。值此《投资银行学》再次修订之际，将本人投身投资银行研究与实践得出的一个基本结论奉献给读者。笔者认为，投资银行的中心任务就是通过资本市场优化资本资源的配置并创造新的价值。实践表明，经济活动如同一个价值递增的链条，在一定意义上经济活动就是追求价值创造和增值（value-added）的过程。常识告诉我们，收益最大化是所有市场主体的基本目标，投资银行也不例外。综观证券发行、交易和各种金融创新活动，都是围绕价值创造和增值展开的。依据先后顺序，资本市场中的价值增值大体上可以分为五级，这五级增值形成一个资本价值链条，可以说，全部投资银行业务都是围绕这个链条展开的。价格是内在价值的反映，等于企业未来收益的贴现，显然此贴现值与净资产之间必然存在一个差额，这是溢价发行新股的依据，也是价值增值的来源。

1. 一级增值

在私募资本市场中，企业通过溢价增资扩股实现原有股东价值和企业价值的增值，这种情况在中小创新企业的私募融资活动中非常普遍。例如，某高科技企业由 4 名创业者共同出资成立，注册资

本 100 万元，通过引入风险资本 900 万元增资扩股成为股份有限公司，注册资本增至 1 000 万元，企业总股本 1 000 万股。企业新一届股东会一致同意原创业者合计持有 700 万股，占总股本的 70%；风险投资机构持有 300 万股，占总股本的 30%。就是说，风险投资机构认购价格为每股 3 元，这等于承认原企业的市场价值为 2 100 万元，其中 2 000 万元即为一级增值，创业者股本增值 20 倍。

2. 二级增值

在证券发行市场中，证券发行上市的溢价收益形成二级增值。例如每股净资产 1 元，发行价为 5 元，投资者每股花 5 元认购，上市后按 10 元价格卖出，这 9 元溢价就是二级增值。其中发行股票企业得到 4 元，形成资本公积；新股认购者得 5 元。二级增值被发行企业和新股认购者共同分享，这是企业上市和投资者认购新股的基本动力。在目前我国 A 股市场，国有股和法人股大约占 $\frac{2}{3}$ 且不能流通，一旦企业发行股票上市，由于部分二级增值转化成企业资本公积，使每股净资产增加，日后即便按净资产回购，国有资本不仅可以套现，而且实现增值。如：某上市公司总股本 1 个亿，其中国有股 7 000 万，发新股之前每股净资产 1 元，以每股 5 元公开发行 3 000 万流通股，筹集资金 1.5 亿元，这时公司账面净资产 2.2 亿元，每股净资产变成 2.2 元，国有资产升值 120%。

3. 三级增值

在证券交易市场中，投资者进行证券交易的差价收益即三级增值。三级增值来自股票买卖双方对企业未来收益和前景的不同预期。例如在 40 倍市场平均市赢率条件下，对于某市价 20 元的股票，甲预期每股收益 0.40 元，内在价值 16 元，如果甲是一个理性投资者，应该做出卖出决策；而乙预期每股收益 0.60 元，内在价值为 24 元，这时乙应该买入。双方决策的依据都是企业的内在价值。虽然股票价格是企业内在价值的反映，但是股票价格并不是简单地与内在价值相等。通常情况下，由于供求关系的影响，价格围绕内在价值波动并发生偏离，在适当范围内的偏离应该说是合理

的。价格的实际变化则取决于投资者的市场合力，其中市场主力起着关键作用。

4. 四级增值

四级增值来自上市公司的并购重组活动。在证券市场中，上市公司业绩变化不仅来自企业自身，而且受到企业外部力量的作用。企业并购重组必然会对上市公司的产业结构、核心竞争能力以及经营业绩产生重大影响，导致股票价格在价值的重新发现过程中发生翻天覆地的变化，此时的差价收益即四级增值。例如我国证券市场近年来经常发生的母子公司的借壳上市和非上市公司的买壳上市，以及涉及上市公司的资产重组层出不穷。一些战略投资者在策划实施企业并购方案时，往往在二级市场中创造价格奇迹，获取巨大增值收益。伴随上市公司并购重组活动，必然会发生各种关联交易，笔者认为，只要关联交易合法并且符合“三公”原则，所获价值增值便无可非议。比较来说，虽然三级增值和四级增值都发生在证券二级市场上，但两者有明显的不同。从源头上看，三级增值来自上市公司本身，四级增值则受外部因素对价值重新发现的影响。换言之，如果说前者主要是企业自我努力的结果，那么后者往往是投资银行的杰作。在一个信息充分公开的资本市场中，买者自负似乎天经地义，然而投资银行往往起着导向作用。三级增值导致价格变动幅度较小，也比较平缓；四级增值引起价格变动较大，有时会出现急剧变化。

5. 五级增值

金融衍生工具的应用产生五级增值。以期货、期权为代表的金融衍生工具的一个显著特点，就是能够发挥杠杆作用，放大投资收益或对冲风险（*hedge the risk*）。例如股指期货，假定上证综合指数现在是 2 000 点，每点值 500 元，这时卖空一张上证综指期货合约，价值为 100 万元，交易保证金 10 万元；3 个月后股指跌至 1 500 点，若按 1 500 点买入一张股指期货对冲，忽略手续费支出，获利 25 万元。虽然现货市场暴跌，但期货市场赢利，而且是暴利。

这便是五级增值。在期货和现货市场之间对冲，如果操作得当，可以锁定收益和规避风险，类似方法已被广大机构投资者采用。在发达资本市场中，衍生工具品种繁多、应用广泛，客观上起到转移风险和提高市场效率的作用，也为部分参与者创造了可观收益。

二

在资本市场中，五级增值之间并不是相互分离，而是相互联系和依存的，它们先后依次产生。国际经验表明，一个多层次的功能完备的资本市场应该同时具备这五级价值增值。投资银行是一种有别于商业银行和保险公司、主要活动于资本市场并为投资者和筹资者提供中介服务的专业金融机构。当然，资本市场的参与者也是以效用最大化为目的，其收益则来自于五级价值增值。事实表明，围绕五级增值展开的各种投资银行业务形成了一个价值增值的链条结构，上游、中游和下游关系十分明显。

——风险投资是为中小高科技企业提供专业融资和顾问服务的，显然风险投资属于投资银行的上游业务，主要是创造一级价值增值和二级价值增值。风险资本作为全球新经济的助推器，具有高风险和高收益的特点，以获取资本利得为主要目的，而变现退出则是实现风险资本的价值增值的关键环节。风险资本退出的主要形式：一是被其他企业并购，另一个是 IPO 成为上市公司；前者得到一级增值，后者得到二级增值。

——投资银行的传统承销业务是为证券发行人和新股投资者创造二级增值服务的。通常承销手续费按筹集金额的一定比例由发行人支付，来自发行人所获二级增值收益，发行人的增值收益是新股投资者提供的。由于存在二级市场，新股投资者预期所持有价证券会以更高价位卖出，因此愿意溢价认购新股。当然，溢价是对企业价值的认可，也是对原投资者的风险补偿。新股投资者的赢利是证券上市之后二级市场的投资者提供的。投资银行的任務就是根据发

行者使用所筹资金的预期收益水平向各类投资者推介，并根据投资者的接受意愿和市场上 IPO 窗口行情对该证券进行合理定价，在为投资者创造合理收益水平的前提条件下，尽可能为发行者多筹集资金。

——投资银行经纪业务主要为各类投资者创造三级增值服务，其经纪佣金收入来自投资者的三级增值收益。根据代理原则，投资银行接受投资者的证券投资委托，并提供咨询及中介服务，但不对其盈亏结果负责。换言之，无论投资者是否赢利，投资银行都按成交金额的一定比例向投资者提取手续费。由于证券市场“炒作”在短期内是一种“零和”游戏（zero sum game），三级增值为负值的可能性较大，因此投资者必须承担较大风险。但是从长期看，证券市场一定是稳定增值的，这与国民经济市场化和社会生产力水平息息相关。例如，美国证券市场从 1926 年到 1996 年的 70 年中，虽然经历了 1929 年的股市崩盘以及其后周期性的经济危机，70 年平均投资收益率仍然达到 12.6%。资本市场的三级增值收益来自广大投资者英勇顽强、前赴后继的证券交易活动，投资收益是由后继者自愿提供的。投资者对上市公司未来收益预期不大可能完全一致，根据股票定价的贴现理论，证券交易活动和价值增值由此产生。

——投资银行在证券承销中的自营业务收益直接来自二级增值。通常情况下，不管是 IPO 还是再融资，投资银行的承销自营与其余额包销方式密切相关，因此投资银行在定价过程中必须考虑承销价格的风险。一旦证券上市后出现跌破发行价的情况，即出现“负”增值，投资银行就要承担较大风险。当然会发生相反的情况，有时投资银行预期该证券上市会卖出好价钱，也会与发行人协商主动认购部分新股。

——投资银行在证券交易市场中的自营投资业务收益直接来自三级增值。由于投资银行具有资金和人才优势，并对上市公司和证券走势具有专业分析能力和经验，因此投资银行会依据法律并根据自身承担风险能力，将部分自有资金和合法筹集的资金用于证券交

易市场中的自营投资。由于自营投资业务直接参与三级增值的分配 (take a position)，不同于经纪业务只能从投资者的增值收益里间接分配到一部分，因此自营投资收益较大，风险也较大。

——投资银行代理客户管理金融资产，或组建基金管理公司管理各类投资基金，其收益也来自三级增值。投资银行接受客户的委托，通过契约形式代理客户管理信托资产，按照所管理资产的净值的一定比例向客户收取管理费，但不对客户资产的赢亏做出承诺。投资人可以自由地选择基金经理，为了激励管理人提高资产经营的业绩，投资者通常会给予管理人一定比例的业绩分成。

——现代投资银行的核心业务之一是兼并收购，这也是投资银行利润最为丰厚的业务。其核心就在于投资银行利用其专业知识在上市公司或未上市企业的业务重组中发现新产业的价值，并通过资本市场升华为巨额资本增值。兼并收购中的自营业务为投资银行带来四级增值收益，其中为投资银行出任企业并购的财务顾问，其顾问费收入来自四级增值。并购自营业务收益远远大于财务顾问费收入，由于合法直接了解信息，其风险相对较小，但顺利完成并购自营业务对投资银行的资本实力和创新能力的要求很高。

——投资银行参与衍生工具交易创造五级增值。一方面投资银行作为经纪公司代理投资者从事衍生工具交易，获取佣金收入；另一方面投资银行也利用衍生工具，或是套利 (arbitrage)，或是对冲风险。在发达资本市场中，金融衍生工具繁多、应用十分广泛，这为投资银行带来了广阔的业务空间和赢利机会。

——投资银行为客户提供短期融资，参与分享各级增值。在承销过程中，投资银行为发行人提供过桥贷款，分享二级增值。在经纪业务中，为客户信用交易提供融资，分享三级增值。在企业并购中为并购方融资，分享四级增值。这些短期融资业务统称为投资银行的资金营运业务，目前资金营运收益在一些著名投资银行中已占到总收益 30%。

	投资银行业务	收益形式	收益	风险
一级增值	风险投资	差价和分红/管理费和业绩分成	大	大
	私募顾问	顾问费	小	小
	过桥融资	息差	小	小
二级增值	承销代理	佣金	小	小
	承销自营	差价	大	大
	过桥贷款	息差	较大	较小
三级增值	经纪代理	佣金	小	较小
	投资自营	差价和分红	大	大
	资产管理	管理费和业绩分成	大	较小
	信用融资	息差	较大	较小
四级增值	并购顾问	顾问费	小	小
	并购自营	差价	大	较小
	过桥融资	息差	较大	较小
五级增值	项目融资	佣金、顾问费	较大	较小
	经纪代理	佣金	小	小
	投资自营	差价	大	大

综上所述，不难看出投资银行的全部经营活动都是围绕着创造新价值和获取最大的增值收益展开的。投资银行灵活运用各种专业知识和技术，不断推陈出新并创造市场，引导社会资本有序流动，提高了企业经济效益，实现了资本资源的优化配置，同时也为资本市场的相关参与者创造了合理收益。

三

那么，资本价值增值从何而来呢？归根到底，都是来自于上市公司未来预期收益的贴现与其资产净值的差额（用 B 表示）。下面是大家熟悉的股票内在价值贴现模型。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

在公式中， V 代表股票内在价值， D_t 代表未来各个时期以现金形式表示的每股股利， k 代表一定风险程度下的贴现率，一般取市场无风险利率。假定股票价格 $P=V$ ，则股票内在价值与净资产差额 $B=P-NA$ 。假定 D_t 每年维持在 E 水平不变，根据无穷级数性质，可以得出 $V=1/k \times E$ ，令市赢率 $=1/k$ 和 $P=V$ ，则有 $P=P/E \text{ Ratio} \times E$ 。式中 $P/E \text{ Ratio}$ 代表市赢率， E 代表每股收益，可见股票内在价值贴现模型与市赢率公式具有内在一致性。这时， $B=P-NV=P/E \text{ Ratio} \times E - NV$ 。就市场平均水平而言， $B=1/k \times E - NV$ 。再假定每股收益增加 ΔE ，每股净资产也同时增加 ΔE ，代入公式后得出如下关系：

$$\Delta B = (1/k - 1) \Delta E$$

其中， $(1/k-1)$ 为资本增值乘数。不难看出，由于市赢率的作用，在证券市场中客观上存在这种“乘数效应”。例如，上市公司增加 1 元每股收益，在 40 倍市赢率条件下，其相应价格升值是 40 元，其中有 39 元巨大价值增值空间。基于此，激发了无数投资银行家的智慧和创新思维，也产生了资本市场中各种肮脏的金融欺诈和内幕交易行为。金融创新与金融犯罪似乎只有一步之遥，这恰好应验了一位哲人所言：真理向前迈进一步就是谬误！

投资银行作为金融中介机构，是为广大投资者和筹资者服务的，其历史使命就在于正确认识证券市场的客观规律，并正确把握其客观规律，不断实现价值增值。投资银行实现价值增值方法主要有两种：一是价值发现，另一是价值创造。在实践中，一些人由于眼光独到，在价值严重低估时，先人一步发现某只股票的潜在价值，获得了较多的增值收益；另一些人通过创造性的工作，不断创造价值，因此获利更多。例如某上市公司总股本 1 个亿，其中未流通股 5 000 万，流通股 5 000 万，市价 20 元，净资产为 0，是一个真正的“空壳”公司。投资银行对其实施资产重组。首先，请

政府出面将某一国有企业的 1 个亿优质资产按每股 2 元折算成 5 000 万股，与上市公司的 5 000 万国有股等额置换；然后向原公众股东定向增发新股 5 000 万股，发行价为 10 元 / 每股，新股上市后除权价 = $(20 + 0.5 \times 10) \div 1.5 = 16.67$ (元)，上市公司从市场中拿到 5 个亿，总共获得 6 亿元资产，这时每股净资产变为 4 元，置换进来的 1 个亿国有资产账面价值 2 个亿，增值 100%。有朝一日按净资产价格回购，国有资产可以变现并增值。假定在政府优惠政策支持下，上市公司运用这 6 个亿资产投资某高科技项目，预期一年可获收益 7 500 万元（净资产收益率为 12.5%），即每股收益 0.5 元。按 60 倍市盈率计算，股票应该定价为 30 元。换言之，实施此方案，不仅原公众投资者争相认购新股，而且新股上市还会走出一波强劲的填权与上扬行情。在这里，投资银行的策划与创新能力得到了充分表现。

历史的车轮已经驶入 21 世纪。当今世界是金融创新的年代，也是投资银行大展拳脚的时代。投资银行学是一门实践性极强的学科，需要我们不断总结经验，进行理论概括。正值我国刚刚加入 WTO，资本市场加快与国际接轨，无疑中国投资银行业需要加快发展，而人才培养和学科建设则是关键。在不知不觉中，本人从事投资银行理论与实践活动已有 10 年了。

有感而发，是为序。

徐洪才

2002 年春，北京

二版序言

谈投资银行家的历史使命

国内第一本《投资银行学》大学教材出第二版，主编请我作序，当然非常乐意。我对两位主编都很熟悉，任映国教授在中国人民银行研究生部指导研究生，有着丰富的教学工作经验；徐洪才博士是青年投资银行专家。本书第一版（原名《国际投资银行学》）徐博士送给我看过，我觉得写得不错，书中总结国际、国内投资银行理论与实践，构造了一个较完整的投资银行学科体系，填补了我国金融教学领域的空白。当然书中也有一些不足，高兴的是主编和作者及时进行了修订。与一版相比，二版有了很大进步，逻辑更严谨，内容更充实，也更贴近市场，是一本优秀学术著作和教科书。面对新世纪，中国正迫切需要一大批投资银行专业人才，相信这部著作一定会发挥其重要作用。

近半个世纪以来，由于学习和工作的关系，我一直处于金融变革的前沿，涉足过许多金融领域，主持过金融改革和发展资本市场，感受最深的是新生事物层出不穷，必须边学习、边考察、边研究。回顾新中国金融改革的历程，整个改革都是在防风险、抗压力，找问题、找出路，边实验、边总结中前进的。回顾自己参与的所有金融改革，要数推进资本市场难度最大，体会最深。由于资本市场牵涉面广，直接涉及到方方面面的利益，触动了国民经济的深层次问题，难免引起一些争论。1986年以来，我国出现了小规模的股票柜台交易，当时政府并没有整体方案和计划，社会上一些人对搞股票市场有不同的看法和担忧。小平同志南巡

讲话，明确了股份制和股票市场并不只是“姓资”，也可以“姓社”，可以做实验，大家的看法才有所改变。后来到了 1992 年 8 月，深圳 810 事件显露出问题，促使集中监管取代分散监管，并成立了中国证监会，十五大又明确了股份制是公有制的有效实现形式。再往后，就是 1999 年 7 月 1 日《中华人民共和国证券法》实施。从已走过的路来看，中国资本市场经历的是一个不断摸索经验、不断排除风险和不断规范、创新的过程。

资本市场的发展必然带来投资银行业务的产生。投资银行是一种有别于商业银行的新型金融中介机构，活动领域主要在资本市场。20 世纪 80 年代，中国人民银行组建了第一批证券公司应当算是我国投资银行的雏形。进入 90 年代，随着沪深证券交易所的建立，投资银行业务的外延迅速扩大，除国债以外，企业债、股票、可转股债券以及投资基金证券的发行，二级市场交易成为各类证券经营机构的主营业务，投资银行开始在国民经济中发挥越来越重要的作用。从国债一级自营商到上市公司主承销商，从股票经纪到基金投资，从境内证券业务开拓到境外证券发行，投资银行的直接融资功能越来越强，为国有企业筹集资金和建立现代企业制度做出了重大贡献。当然，这期间也出现了内幕交易和挪用客户保证金等违法违规问题，这与资本市场处于初级阶段，我们经验不足、监管不严和法规不健全等密切相关，我相信这些都是前进中的问题，通过总结经验、加强监管和健全法规，是能够逐步得以解决的。

前一段时间，我曾有过资金融通两个“车轮”的说法。应该说，在过去几十年中，我们坚持银行间接融资为主、市场直接融资为辅的方针，也就是一个轮子大，一个轮子小。现在看来，两个轮子差别太大是有负面作用的，应当平行发展，自行定位。最近三年，中央银行已连续七次降息，但居民储蓄存款仍然快速增长，国企负债水平老是降不下来，国民经济面临通货紧缩的被动局面，原因之一是资本市场不够发达。实践表明，解决这个难题的一个有效办法，就是引导居民从银行储蓄适量地转向证券投资。

在这个转化过程中，必须高度重视投资银行的作用，尽量减少行政干预。回头看过去的金融改革，很多时候是被逼的，是逼上“梁山”。事情、问题出来了，要有务实精神，大兴调查研究之风，最终找到比较好的解决办法。在国外，投资银行的作用十分明显，投资银行家最贴近市场，他们的调研报告比较切合实际情况，他们制定的方案往往容易被市场接受。从发达国家的经验看，投资银行的一个重要功能就是能够为社会资金合理流动创造市场机会，起到引导市场的作用。这种引导市场的能力来自于投资银行家对整个宏观经济、产业发展、企业经营、市场状况以及投资人需求等要素的科学分析与判断，在市场尚未形成投资热点时敢于先期介入，如现在流行的风险投资就是这种典型。投资银行家在第一个“吃螃蟹”后，往往需要创造市场、活跃市场，在为相关参与者创造合理的收益后，最终要为自己找到退出机制，然后再去寻找新的市场机会。这里可以发现，投资银行家对整个国民经济的影响是非常巨大的，具有商业银行家不可替代的作用。投资银行家敢于第一个“吃螃蟹”，本身就是创新。当今知识经济的实质是创新经济，包括产品创新、技术创新、管理创新、市场创新、金融创新等。技术的革新必然带来市场的变化，而金融创新则大大加速了这种进程。有人认为“投资银行的生命在于创新”，此言很有道理，因为投资银行的收益最终来自技术创新、市场创新带来的超额利润。但是必须解决好风险控制问题。控制市场风险，并不只是证监会的责任，需要投资银行、投资者多方的共同努力。我在担任证监会主席之初讲过，这个位置就在火山口上，把这个关很难，它不只是一般的行政管理，而是一门艺术。投资银行家在创造市场的同时也创造了风险，处理不好对国家、对自己都会带来灾难，这是有惨痛教训的。作为投资银行家更应自觉加强风险意识，知法守法，把可能遇到的风险充分估计到，做化解金融风险的头人。

我国资本市场建立的时间比较晚，发育尚不够健全，存在一些

先天性不足。如：国有股、法人股的流通问题，A、B股并轨问题，投资银行自有资本充足率问题，券商融资问题，上市公司法人治理结构问题，发展机构投资者问题，等等。这些问题环环相扣，错综复杂，解决起来需要非常慎重，千万不能草率，要注意发挥市场各层面的作用，尤其是投资银行的创造性。现在有一种现象，许多资本市场业务并不是由投资银行来完成，行政干预过多，如最近一段时间上市公司的重组活动，运作不够规范，有些还是黑箱操作。我国投资银行业起步虽晚，但发展比较快，有一大批敬业的投资银行家在辛勤工作，为国企改革做出了不少贡献。当然，在肯定成绩的同时，更应该认识到我国正处于从传统经济向现代市场经济过渡时期，国企改革进入攻坚阶段，金融改革面临新的突破，置身于这样一个大的历史背景，投资银行家肩负着神圣的历史使命。

作为一个老金融工作者，我深深地感到历史机遇就在眼前。展望 21 世纪，中国需要加快经济体制改革和市场经济建设，而推进资本市场、发展投资银行则是重中之重。任何事情都要人来，中国缺少大量优秀的科学家、教师、工程师、企业家，更迫切需要精通现代金融市场的一流投资银行家。《投资银行学》系统介绍了现代投资银行的理论和实务，包括投资银行的性质、功能、历史、产品、各种业务及经营管理，既介绍一般理论，也分析典型案例，既总结国际经验，也结合我国实际，适合于具备一定经济金融知识基础的同志阅读。我真诚地希望，有更多的有志青年加入到投资银行家队伍中来，让我们一起为中国资本市场的美好明天而共同努力吧！



1999 年 12 月 31 日

一版序言

论投资银行学的学科建设

前年赴美讲学，我专程访问了美林投资银行，随后又同加州大学教授座谈。会上有人指出：就国际金融而言，21世纪可能是投资银行的世纪。此言引起我极大兴趣。在后来的访问中，我特别关注投资银行的情况。回国后不久，便在中国金融学院开设了投资银行学课程，并利用在国内几所著名大学讲学的机会，多次与专家学者座谈这一课题，受益匪浅。于是，下决心主持撰写一部投资银行学著作，以促进与同行交流，也便于学生阅读。

一、投资银行的发展

投资银行始于欧洲，主要是由18~19世纪的一些销售政府债券和贴现企业票据的商号演变而来，至今已成为国际资本市场最活跃的金融机构。在资本市场上，投资银行纵横捭阖，兼并收购，大显身手。在1898~1902年的美国第一次并购浪潮中，投资银行一方面提供并购所需资金，另一方面又充当促办人（promoter）角色，当时，J.P. 摩根是炙手可热的并购顾问。在1926~1931年的第二次并购浪潮中，投资银行尽显其能，十有八九的并购都由它起核心作用。在1979~1985年的第四次并购浪潮中，投资银行再接再厉，高风险债券风行一时，促成了杠杆并购（leveraged buyout）高潮，与此相连的是出现了各种反并购手段，如毒丸计划（poison pills）、金降落伞（golden parachute）、认股权计划（share purchase

right plan) 和白衣骑士 (white knight) 等。总之, 如果没有投资银行参与, 历次并购浪潮是不可能发生的。在 20 世纪 90 年代中叶的第五次并购浪潮中, 金融服务业、电讯业、大众传播成为并购最集中的产业, 这不是一般的投机行为, 更多的是一种战略上考虑, 其中跨国并购成为重要特征。经济全球化趋势迫使跨国公司扩大规模和进行业务整合, 增强综合竞争实力。这次浪潮中, 投资银行锋芒毕露, 以 1994 年为例, 美国全年共有 5 614 次企业并购, 投资银行参与了 1 028 次, 其中由 Merrill Lynch、Goldman Sachs、Salomon Brothers、Shearson Lehman Brothers、Morgen Stanly 协助完成的超过了 100 次。当然投资银行也各有侧重, 如 Merrill Lynch 乐于充当敌意收购的财务顾问, 而 Goldman Sachs 则一般担任被收购方的防护者。

投资银行有三种类型。第一类是美国分业模式, 受 1933 年《格拉斯—斯蒂格法》(Glass-Steagall Act) 的制约, 投资银行与商业银行严格分离。第二类是欧洲模式, 虽有欧洲大陆模式与英国商人银行模式之别, 但英国商人银行模式影响较为深远, 已形成 Hambros、Warburg、Schrolders、Rothschild 等十大银行为核心的商人银行业。第三类是日本模式, 主要由金融型的证券公司从事投资银行业务, 野村等证券公司几乎垄断了整个资本市场。随着投资银行发展, 金融工程受到广泛关注。金融工程是 20 世纪 90 年代产生的一门应用金融学科。美国金融学教授 John Finnerty 认为, 金融工程包括金融工具创新与方法的设计、开发和应用, 并对解决金融中存在的问题进行创造性探讨。这个定义突出了金融领域的创造性功能。在金融工具中, 衍生工具无疑最富有创造性, Swaps、Futures 和 Options 是很有代表性的。金融工程学应用很广, 公司理财、金融交易和风险管理都有涉及, 兼并收购中的 Junk Bond 和 Bridge Financing 尤为重要。投资银行业务富有科学性, 因而投资银行必须建立在金融工程理论基础之上, 例如衍生工具套利、公司战略整合、市场与行业分析、公司研究与项目评价以及并购结构设

计等。

近几十年来，金融顾问业发展十分迅速。投资顾问提供的咨询服务是一种创造性思维成果。在我国企业改制和资本市场融资过程中，企业通过发行股票成为上市公司，投资银行为之设计方案，包括选择律师和会计师等中介机构，进行资产评估、财务审计和设计招股说明书等。金融咨询为投资银行的并购和证券承销业务开通了渠道。公正评价是投资顾问业的另一重要业务，它是随着企业并购业务发展起来的。投资咨询与项目融资结缘，利用资本市场进行项目融资对企业有着特殊吸引力，它可以利用债券设计的灵活性，将部分资产从项目中分拆出来，组成一个所谓远离破产实体 (*bankruptcy remote entity*)，该实体由于能够获得更高信用评级，可有效地降低融资成本 其中投资银行扮演了重要角色。

二、投资银行学的研究范围

(一) 证券承销

证券承销是投资银行的基本业务，其中以帮助企业首次公开发行 (*IPOs*) 最具有代表性。“*Underwriting*”一词似乎有绝对保证的意思，它包含两个承诺。一是全额包销 (*firm commitment*)，主承销商和辛迪加成员按照商定价格购买全部证券，然后转卖给客户，先前商定的差价就是它的利润。二是尽力发行 (*best efforts*)，投资银行利用人才优势和专业知识，为发行证券进行结构设计和实际销售。与前者不同，尽力发行意味着承销商不承担风险。证券发行的一个重要方式是私募 (*private placements*)，主要是直接向机构投资者如基金公司销售证券。与公开销售不同，它可以直接销售而无须在证券主管机构登记注册。私募为投资者带来高的收益，但流动性较差，尽管如此，国际私募资本市场仍在扩大。一方面，随着保险基金和养老金的剧增，机构投资者势必寻求有利可图的资金去

处，大量资金走向私募市场；另一方面，资本市场出现的“合伙”新形式，将两合公司的避税优势与公开上市的流动性结合起来，促进了私募资本市场的发展。

（二）证券交易

证券交易是投资银行的基本业务，一流的投资银行一般都具有强大的交易能力。能力就是竞争力，投资银行为公众投资者提供的证券交易服务越好，证券承销能力就越强。在证券交易这个充满风险的海洋中，投资银行帮助投资者规避价格风险，证券市场价格瞬息多变，可以采用多种转移或限制风险的办法。投资银行作为证券经纪商，代理投资者从事证券买卖；也可作为证券自营商直接为自己买卖证券。在实行报价驱动交易制度的中小企业融资市场中，投资银行作为做市商，为投资者提供买卖报价，平缓证券价格波动幅度。

（三）企业并购

着重研究三个问题：第一，并购成为现代投资银行学的主要部分，实际上是核心部分；第二，投资银行在并购中的主要任务是寻求并购机会，以及定价和融资；第三，投资银行在并购中的其他任务，如公司改组和企业资本结构的改变，破产和处境困难公司的改组，尤其是杠杆收购。当公司债务超过财产净值，占到资本总额的相当比例，且大多数现金流量被用于偿债时，该公司视为具有高杠杆效应。将金融杠杆、公司管理权和灵活的资本结构重组结合在一起，这就是 LBO。

（四）资产管理

资产管理是投资银行的一项重要创新业务，以信托基金管理为典型形式，如美国的共同基金。投资银行一般作为基金管理人，发起设立和管理基金；作为证券经纪人代理买卖证券；还作为证券承