

第 1 章
全球资本市场
中的投资银行
业

Investment Bank-
ing in Global
Capital Markets

投资银行业的竞争极为激烈，并正向一步到位式服务（或全方位服务，one-stop shopping）和全球化的趋势发展。投资银行的业务范围已经扩展到包括所有主要的资本市场业务，如承销、私募、兼并与收购、风险投资、做市、所有权交易、金融工程、清算与结算以及财务和资金管理。证券业务也一直在稳定发展。本章描述了华尔街上的市场环境并简要介绍了后面各章的内容。

投资银行的业务

华尔街上的公司的净收入来源非常广泛。投资银行不再仅把业务范围局限于投资业务，而是拓展到了其他的金融服务领域以满足客户的全部需要。在另一类金融服务领域中，商业银行正充分利用《格拉斯-斯蒂格尔法案》第 20 条款赋予的机会来满足客户的投资银行业务要求。随着全球资本市场的日益一体化，华尔街上的公司已经采取行动在全球各主要金融市场上体现自身的重要性，并通过全面的跨国服务能力来加强这一重要性。

收入来源

华尔街的净收入的主要来源包括：投资银行业务、自有资金（或本金）交易（交易和投资）、佣金、资产管理以及咨询费。比如，摩根斯坦利-丁韦特公司（Morgan Stanley Dean Witter & Co.）是华尔街上资本最雄厚的公司。1997 年该公司 23% 的收入来自投资银行业务，31% 来自自有资金交易，17% 来自佣金，21% 来自资产管理。拥有经纪人数量最多的美林公司（Merrill Lynch），其 1997 年的收入中，有 18% 来自投资银行业务，24% 来自交易和投资，30% 来自佣金，18% 来自资产管理。即使像 Hambrecht & Quist 这样的以大量技术性承销业务为主的小型投资经纪公司也已经将自身的收入来源分散化：27% 来自于投资银行业务，35% 来自于自有资金交易，13% 来自于佣金，16% 来自于咨询

费。1996 年的情况也基本相似。表 1-1 列出了摩根斯坦利 - 丁韦特公司和美林公司在 1996 ~ 1997 年的损益表。

表 1-1 摩根斯坦利 - 丁韦特公司 (MSDW) 和美林公司的损益表

单位：百万美元

	MSDW(1997)	MSDW(1996)	Merrill(1997)	Merrill(1996)
投资银行业务	2694(23)	2184(24)	2749(18)	1945(15)
自有资金交易	3654(31)	2745(30)	3769(24)	3454(26)
佣金	2059(17)	1768(19)	4667(30)	3786(29)
资产管理及服务	2505(21)	1717(19)	2789(18)	2261(17)
利息及红利	10 455	8580	17 087	12 899
其他	132	125	670	666
总收入	21 499	17 121	31 731	25 011
利息费用	9633	7909	16 062	11 895
净收益	11 866	9212	15 669	13 116
补偿及津贴	5475(46)	4569(50)	7962(51)	6704(51)
占用及设备	462	432	1160	1067
经纪业务，清算及汇兑费	448	316	505	413
信息处理及通讯 (折旧及摊销)	602	512	446	411
营销及企业发展	393	296	597	514
专业服务	378	280	813	582
其他	511	390	1136	859
总的非利息费用	8269	6795	12 619	10 550
税前收入	3597	2417	3050	2566
所得税支出	1416	875	1097	947
子公司股利			47	
净收入	2181	1542	1906	1619

资料来源：摩根斯坦利 - 丁韦特公司和美林公司，《1997 年年度报告》

注意：括号中的数字为与净收入的比例

美林公司收入的很大一部分来自佣金。它已经雄心勃勃地进入了基金行业，管理的资产由 1996 年的 2120 亿美元增加到 1997 年的 4460 亿美元。摩根斯坦利 - 丁韦特公司从资产管理中取得的利息收入由 1996 年的 17.17 亿美元增加到 1997 年的 25.05 亿美元，管理的资产从 580 亿美元猛增至 3380 亿美元。我们还应该注意以下两点：利息是最大的

费用项目，这表明华尔街上的公司的杠杆比率很高；雇员报酬几乎占净收益的一半。这是由于公司的成功依赖于高度专业化且技术熟练的雇员，而争夺关键人员的竞争不断加剧。许多公司通过诸如红利（奖金）计划和股票期权等激励方式来留住员工。

在表 1-2 中列出了其他主要投资银行和公司的收入来源。劝角证券（Bear Stearns），雷曼兄弟公司（Lehman Brothers），多纳逊-卢佛基与詹里特公司（Donaldson Lufkin Jenrette (DLJ)），以及 Hambrecht & Quist 并没有从资产管理中取得大量收入。投资经纪公司 Hambrecht & Quist 从投资银行业务中取得了其收入的很大一部分。Friedman Billings 是仅有的仍将“所有鸡蛋放在一个篮子里”的公司，1997 年其净收入的 81% 来自于投资银行业务。

表 1-2 投资银行主要的收入来源及工资支出（占净收入的百分比）

	Bear Stearns		Lehman Brothers		DLJ		Paine Webber		J. P. Morgan		Hambrecht & Quist		Friedman Billings	
	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996
投资银行业务	19	20	34	29	24	26	11	11	16	13	27	40	81	61
自有资金交易	45	42	37	46	18	22	26	27	36	39	35	26		
佣金	21	23	11	11	21	21	35	37	9	9	13	10	12	31
公司财务费					22	17					16	10		
资产管理							12	12	10	10			8	7
报酬与给付	49	49	51	51	57	56	59	59	42	42	52	51	62	57

资料来源：摘自公司年度报告，10-Ks，及收入报告

商业银行业与投资银行业的界限趋于模糊

由于越来越多的客户愿意使其在资本方面的全部要求在一个金融顾问那里就得以满足，因而许多商业银行和投资银行发现了结合两者业务的必要。1997 年 3 月 6 日，联邦储备委员会把银行第 20 条款子公司从承销和证券交易中所获收益占其总收益的比例的限制提高到 25%。这一新的限制比例大大增加了交易数量。最近的大额交易包括信孚银行（Bankers Trust）收购亚力克-布朗父子公司（Alex. Brown），国民银行（Nations Bank）与蒙哥马利证券（Montgomery Securities）的联姻，美洲银行（BankAmerica）收购罗伯逊-斯蒂芬公司（Robertson

Stephens)，第一联合银行 (First Union) 收购韦特第一布彻辛格证券 (Wheat First Butcher Singer Securities)，以及美国银行公司 (U. S. Bancorp) 收购皮帕 - 杰佛利公司 (Piper Jaffray)。

银行愿意经营证券业务的另外一个原因是因为它们能给银行带来丰厚的利润。华尔街 1997 年的税前利润估计为 124 亿美元，高于 1996 年创记录的 113 亿美元。股权收益率 (ROE) 在 20% ~ 30% 之间，其中 1994 年除外，该年的股权收益率仅为 3.3%。表 1-3 列出了华尔街 1992 ~ 1997 年的利润和股权收益率。

表 1-3 华尔街的利润

年份	税前利润(10 亿美元)	股权收益率(%)
1992	6.2	22.8
1993	8.6	27.1
1994	1.1	3.3
1995	7.4	20.9
1996	11.3	29.1
1997	12.4	29.3

资料来源：摘自《SIA1997 年度报告》

全球化

信息技术的迅速发展和金融监管者之间合作的加强使得全球资本市场之间的联系更加紧密。数额庞大的资金在国际间流动，更多国家得以进入国际金融市场。为了更好地服务于客户，主要的大证券公司都在走向国际化。三大巨头 (The Big Three) —— 摩根斯坦利 - 丁韦特公司，美林公司和高盛公司在几乎所有存在大量资本市场活动的国家都开展了业务。华尔街的其他许多公司也采取了全球化战略。比如，为使自己更好地定位于全球经营，所罗门兄弟公司已经与史密斯 - 巴内公司联合。

随着华尔街上的所有主要的公司进入一个以上的海外市场，国际证券活动对于华尔街而言的重要性不断加强，美国的投资银行主宰了全球的投资银行业务。那些主要的公司从海外获得了其总收入的四分之一甚至一半。同时，外国金融机构也扩大了在美国的投资银行活动。在美国进行经营活动的外国公司主要有德国摩根 - 格朗非尔 (Deutsche Morgan

Grenfell), 华宝迪龙 - 瑞得 (SBC Warburg Dillon Read), 瑞士联合银行 (Union Bank of Switzerland), 汇丰资本市场 (HSBC Capital Market), 瑞士信贷第一波士顿 (Credit Suisse First Boston), CIBC Oppenheimer, NatWest Markets, 大和证券 (Daiwa), 以及野村证券 (Nomura)。

本书内容

《投资银行业务指南》一书涵盖了对投资银行业来说至关重要的主要业务类型, 包括风险投资, 兼并与收购, 承销, 融资, 资产证券化, 交易, 金融工程, 基金管理, 新兴市场, 以及国际市场。成功的银行家应该了解不断变化的法律环境以及业务的后勤支持职能 (back-office functions)。

风险投资和收购

投资银行参与的风险投资业务很多, 其中包括风险投资基金的管理, 使所投资的公司上市, 或将其卖给其他企业。大多数投资银行都有风险投资业务。风险投资主要是为那些处于初创阶段并具有快速成长潜力, 但还没有足够的能从公募股票市场上融资的企业提供资本和战略指导。风险投资包括初创 (或启动) 期、成长阶段、收购、合并以及公司经营的转向。第 2 章, “风险投资市场”, 讲述了风险投资的运作、投资协议以及退出策略。兼并与收购 (M&As) 是投资银行的核心业务之一。投资银行每年可以从中获得数十亿美元的费用型收入。1996 年兼并与收购活动的交易额达到了创记录的 6260 亿美元。1997 年这一数额继续攀升, 交易额达到了 9190 亿美元。第 3 章 “兼并与收购”, 讲述的内容包括战略计划、定价、融资、结盘、以及有关的法律问题。在美国, 顶级金融顾问包括美林公司、高盛公司、摩根斯坦利 - 丁韦特公司、所罗门 - 史密斯 - 巴内公司、雷曼兄弟公司、Lazard Freres、瑞士信贷第一波士顿、J. P. 摩根、劝角证券和 DLJ 公司。

证券承销

华尔街的大多数公司都提供全方位的资本筹集和公司财务服务, 从首次公开发行 (IPOs) 和二次股票发行, 到债务融资和私募。第 4 章,

“股票承销”，讲述了证券上市的过程。IPO 的数额从 1996 年的 358.6 亿美元上升到了 1997 年的 376.2 亿美元。二级股票发行的数额 1997 年为 468.4 亿美元，而 1996 年为 569.7 亿美元。顶级承销商包括高盛公司、美林公司、摩根斯坦利 - 丁韦特公司、瑞士信贷第一波士顿、以及 J. P. 摩根。

1997 年公司不可转换债券的发行额暴升至 5640 亿美元，比 1996 年全年的 3562 亿美元上升了 58%。主要的华尔街公司在固定收入证券的承销中都十分活跃。多纳逊 - 卢佛基与詹里特公司 (Donaldson Lufkin Jenrette (DLJ))、美林公司、摩根斯坦利 - 丁韦特公司在 1997 年的高收益债券承销排行榜上占据了前三名的位置。

投资银行通过其一级交易商的身份在政府证券市场表现非常活跃。年发行数额十分巨大，近年来总额已达 2 万亿 ~ 2.5 万亿美元。政府证券市场是所有市场中最大的，也是流动性最好的市场。其他固定收入型证券，例如美国政府代理机构发行的证券，总额也达到上千亿美元。第 5 章“承销固定收入型证券”将描述这些固定收入型证券市场。

资产证券化

资产证券化 (第 6 章) 是指由一批金融资产组合产生的现金流作为支持的证券的出售过程。这一创新给企业融资方式带来了一场革命。它给企业提供了成本更低的资金来源，即使在考虑了前期分析、业务结构的构造以及信用增强成本之后其成本还是很低。这一革命性业务首先从抵押转递证券开始，进而扩展到了以其他资产类型为支持的证券。第 6 章讲述了资产证券化的好处、成本及其基本结构。以抵押资产为支持的证券的市场是最大的资产支持证券市场之一，其发行在外的总额达到了 1.8 万亿美元。本章的讨论包括提前偿付风险、定价、交易和结算。1997 年，其他类型的资产支持证券发行额达到了 180 亿美元。附担保的债券可以使垃圾债券成为投资级证券，近来已经成为资产支持证券的创新品种。

外国公司如何在华尔街上市

外国公司都希望在华尔街上市以筹集资本并获得流动性。美国投资者希望通过购买国际证券来抓住新的资本增长的机会并分散其投资。第 7 章，“外国公司如何在华尔街上市”描述了上市的过程、程序的类型

以及证券交易委员会 (SEC) 的法规和监管要求。本章详细解释了有主办人主办发行的美国存托凭证 (ADRs)、规则 144A (Rule 144A) 下的美国存托凭证和全球存款凭证 (GDRs)。本章的最后一部分说明了如何评估存托凭证及其在交易过程中的独有特点。

国际资本市场和新兴市场

在过去的几年里，全球资本市场以惊人的速度加快了一体化进程。美林公司在表现其全球重要性方面最为活跃，它在拉丁美洲、澳大利亚、印度、新加坡、韩国等许多国家都有分支机构。本书内容包括了日本证券市场、欧洲货币市场和主要的欧洲资本市场以及新兴市场。

第 8 章是“欧洲货币市场和欧洲资本市场”，包括欧洲货币市场以及欧洲的三大资本市场：伦敦、法兰克福和巴黎市场。欧洲货币市场是全球性的，全天在全球主要的金融中心进行交易。第 9 章的第一部分描述了投资银行家在欧洲债券、浮动利率票据、欧洲商业票据及欧洲中期票据的交易中扮演的角色。接下来主要描述了三个最大的欧洲资本市场，并提供了如何进入伦敦、法兰克福和巴黎市场的途径。本章还就 1999 年欧洲货币联盟 (EMU) 进行了讨论。

第 9 章“日本证券市场”提供了日本资本市场的概况，并研究了日本自 1998 年开始实施名为“大冲击”的改革给华尔街公司提供的机会。对于美国公司来说，投资银行业、经纪业、资金管理业都是诱人的行业。

新兴市场是全球资本市场的组成部分之一，也是全球投资者的目标中成长最快的一个。第 10 章“新兴市场”讲述了在新兴市场上进行交易的复杂过程。风险因素有流动性风险、政权的不稳定性、法律机制的不完善、货币风险以及传染效应。本章也研究了布雷迪债券市场、清算和结算以及新兴市场衍生工具。

交易

许多投资银行将所有权交易 (Proprietary trading, 产权交易) 作为公司的主要业务，在该交易上投入大额资本 (见第 11 章) 此类交易意味着巨大的市场风险、信用风险和流动性风险。大多数投资银行的很大一部分收入是从交易和投资活动中获得的。交易活动中的参与者包括著名的投资银行和对冲基金。以科学技术为基础的交易和套利风险巨大。指

导性的战略预测的是绝对利率和价格水平的变化，相对价值战略则预测市场和各种工具之间关系的变化。当日交易（day trading）要求交易者对市场要有感觉。为了取得成功，当日交易者必须明白他们是在与最敏锐的头脑打交道，应该把交易当作一项严肃的智力活动。

回购协议

回购协议（repos）在经纪人融资、客户融资（Funding）和轧平账户交易中广泛运用。另外，了解这一市场对在证券市场上进行价值评估至关重要。回购市场在过去几年里发展迅速，日平均发行额高达 2 万亿美元。由于市场对融资和创新工具的需求的上升，预计这一市场将继续发展。T 法规的放松将进一步促进固定收入证券回购市场的发展，并将与《1996 年国家证券市场改良法案》（National Securities Markets Improvement Act）一起促进股权回购市场的发展。第 12 章“回购交易”详细描述了回购市场。

金融工程

第 13 章，“金融工程”，解释了投资银行家之间为满足借款人和投资者的需要——比如套期保值、融资、套利、提高收益和税收方面的考虑——而进行的竞争是如何促进结构化金融工具和衍生工具市场的爆炸性发展的（这些市场的交易额已经迅速接近到了 30 万亿马克）。垃圾债券和资产支持证券市场则向借款人提供了新的、成本更低的融资渠道。结构化票据的发展则进一步扩大了融资和投资的领域。回购协议交易降低了借款人的融资成本并赋予贷款人对担保品的法律所有权。通过互换交易，借款人和投资者在资产负债管理方面则以更有利的条款获得了较高等度的灵活性。信用衍生工具的广泛应用正成为新的趋势，但新的金融产品仍将不断涌现。

资金管理

资金管理是资本市场中的一项重要业务，并正在成为投资银行业务中必不可少的一部分。第 14 章“资金管理”解释了其中的原因。对于投资银行来说，基金业务不是是否应该进入的问题，而是“购买”还是“建立”的问题。华尔街公司进入基金行业的目的很明显。首先，这是金融服务行业最吸引人的一部分它扩展了投资银行向客户提供的服

务范围。其次，其收入不像交易、承销、兼并和收购那样容易大幅波动。附属基金（或关联基金 *affiliated fund*）也已成为银行承销业务的一部分。

清算和结算

第 15 章，“清算和结算”，描述了各种各样的证券的清算和结算过程。清算是一个交易过程，建立了交易双方相互之间的义务。结算是在交易双方之间进行现金和证券的转移以便结束交易。清算和结算通常被认为是后勤部门（*back-office*）的活动。清算和结算的第一步是将交易细节传回到后勤部门。第二步是在买方和卖方之间进行比较以确定双方在交易标的和交易条件上一致。最后一步是发送交易的标的物。

证券业的监管与道德问题

对证券业实行监管和立法（第 16 章）的主要目的是帮助获得资本信息和保护投资公众的利益。新证券的登记程序保证重大信息充分和准确地披露。当证券被出售给某些特定的机构投资者或者出售的数额有限时，也可以获得登记的豁免。二级市场上活跃的交易是一级市场上资本筹集活动成功的关键。因此，管理二级市场上的出售和交易可以保证公平和保持公众的信心。专业投资管理已经成为资本市场的基本组成部分。对投资公司和投资顾问的管理是为了公众的利益和保护投资者。此外，一体化（或整合，*integrity*）和专业化是华尔街公司成功的基础。

主要趋势和第 20 条款子公司

最后一章（第 17 章——“投资银行业的趋势和第 20 条款”）简述了投资银行业的主要发展趋势。利润越来越多地集中在一小部分行业巨头和很小一部分专业经纪公司上。这主要是由全球化和一步到位式服务（或全方位服务）的趋势造成的。摇摇欲坠的《格拉斯 - 斯蒂格尔法案》允许大商业银行从事证券承销和交易，这将会威胁到大投资银行的利益。除了分析 20 条款子公司的意义之外，本章还讲述了申请成立第 20 条款子公司的过程和要求。

参考文献

- Bloch, E. *Inside Investment Banking*. Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, 1989.
- Carroll, M. "Goldman's public deliberations." *Institutional Investor* (July 1998) pp. 11-18.
- Celarier, M. "Chipping at the firewalls." *Euromoney* (December 1996): pp. 52-55.
- Friedman, Billings, Ramsey Group, Inc. *IPO Prospectus*. December 22, 1997.
- Hayes, S. L., and P. M. Hubbard. *Investment Banking*. Boston: Harvard Business School Press, 1990.
- Johnson, H. J. *The Banker's Guide to Investment Banking*. Chicago, IL: Irwin Professional Publishing, 1996.
- Kuhn, R. L. *Investment Banking*. New York: Harper & Row, 1990.
- Mester, L. J. "Repealing Glass-Steagall: The past points the way to the future." *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1997.
- Securities Industry Association. *1997 Annual Reports*.
- Wall Street Journal. *Guide to Who's Who and What's What on Wall Street*. NY: Ballantine Books, 1998.

第 2 章 风险投资市场

Venture Capital Markets

风险投资的各个阶段——从为风险投资筹集资金到设法使所投资的公司上市或将公司出售给其他企业——都可能 有投资银行的参与。投资银行对其外部的风险投资基金的服务可能仅仅是为该基金筹集资金。当然，投资银行也可以亲自管理风险投资基金，这时这项业务就属于其商人银行业务的一部分。尽管有许多的风险投资以失败告终，但那些成功的风险投资的盈利却非常巨大，从而使得近年来整个风险投资市场的年收益率已经超过了 40%。本章的目的就是详细讲述如何在风险投资中取得成功。为达此目的，我们考察了风险投资中的一些关键问题，如风险投资的融资，目标搜寻，尽职调查，投资，风险因素，管理费，损益分配，退出策略，以及税收和法律问题。*

风险投资

风险投资（VC）公司是对处于创业阶段的公司（或对开始创业者创办的公司）进行股权投资。在风险投资公司的投资组合内通常包括许多这样的公司。通过使其投资的公司上市或把它们出售给其他公司，风险投资的投资人就可以收回其投资。风险投资市场上聚集了许多大型机构的从事商人银行业务的子公司，像投资银行、银行控股公司、工业公司和保险公司都是此类大型机构。风险投资行业还包括许多专业化的投资实体，它们建立的主要目的就是进行风险投资或是私募股权投资（或称私人权益资本投资，private equity investment）。私募的风险投资基金通常在私募市场上从数量有限的资深投资人那里筹集资金，其寿命大约

* “Venture Capital”一词在国内有着不同的译法，但一般都译为“风险投资”、“风险资本”或“创业投资”。尽管各译法都有其相应的道理，但“风险投资”的说法更为常见并已得到普遍认同（尽管这一译法本身也并不准确），因此本书中就是采取的“风险投资”这一译法。当然，在本文的原文中，该词在许多地方似也应有不同的译法，如当出现“Venture Capital(VC) investing”一词时，“Capital”译为“资本”似更为合适。这样，该词亦可译为“风险”或“创业”资本投资，但为统一起见，本译文一律采取了“风险投资”这一译法，特此说明。——译者注

是10~12年。这些资深投资人基本上是由富有的个人、养老基金、捐赠基金、保险公司、银行控股公司和外国投资者组成。风险投资公司的收入有两个来源，即每年的管理费和风险投资基金的利润分配。基金的主要收入来源则是由出售其投资组合内的公司（即基金已经投资的那些公司）的股票而获得的资本利得。普通合伙人（风险投资家）通常分得20%的利润，而有限合伙人（风险投资资金的提供者）通常分得80%的利润。

风险投资基金在其生存期间要经历四个阶段。第一个阶段是资金的筹集即融资阶段。为从风险投资的投资人那里获得投资承诺，普通合伙人通常要在这一阶段花上半年到一年的时间。第二个阶段是投资的实施或执行阶段。通过搜寻有成长前景的目标公司，并通过审慎的尽职调查与评估从而最终实现满意的投资后，这时该公司就成为风险投资公司的投资组合中的一家公司（*a portfolio company*）。这一阶段通常要持续3~7年。下一阶段就是风险投资公司帮助其投资组合内的公司快速成长，这一阶段要一直持续到该风险投资基金清盘为止。在风险投资基金的生命历程中，最后一个阶段就是基金的清盘。在基金清盘的最后截止日之前，风险投资公司应当已经把它在其投资组合内的全部公司的投资清算或变现完毕。清算可以采取下列三种形式之一：首次公开发行股票（Initial Public Offering，常简称为IPO，即公司股票首次公开上市）把公司出售；对所投资的公司进行破产清算。

风险投资有几点非常独特之处。第一个特征是风险投资家所从事的许多业务活动比较特殊，如搜寻潜在的可投资公司，就有关交易进行谈判和构造，以及监控所投资的公司。职业的风险投资家经常担任所投资的公司的董事会成员或财务顾问。

第二个特征是，风险投资一般只作为为期几年——通常是3~7年——的打算。它们预期在这短短的几年内，所投资的公司经营成功，公司证券的价值要暴涨，从而使投资人获得高额回报。风险投资家一般以普通股、股票加债券、可转换债券、股票认股权证以及优先股的形式进行投资。他们预期的收益率一般在20%~50%之间变动。就实际情况来看，风险投资年收益率的波动非常剧烈。1983年，其年收益率暴涨到40%，而在80年代的随后几年内则一直陷入一位数的收益率的泥潭里不见起色。借助牛市的强劲推动，1995年的收益率超过了50%，专业的风险投资公司的收益率在1996年和1997年也保持在了40%以

上。

风险投资与其他类型的投资的第三个区别是，不管风险投资是投资于一家新企业还是一家原本就有的公司，它所购买的证券一般都是私募持有的证券。如果风险投资基金就某家上市公司的收购进行投资，那么经收购后，这家公司一般也变成了私募持有的公司，即非上市公司。即使在非常罕见的情况下，风险投资家投资了上市公司，他们一般也是持有这些公司的非上市（非公开交易）股票。

另一个重要方面是，只有当目标公司具有优秀的管理层和优良的管理制度时，风险投资基金才会对目标公司感兴趣。较弱的管理意味着在投资后还需寻找新的管理层和管理制度取代原来的管理层和管理制度，这将冒业务中断甚至失败的巨大风险。另外，这还意味着风险投资家们要为所投资的公司寻找新的管理方式而投入相当多的时间和精力。这样就会造成他们对所投资的其他公司的关注相应减少。

最后一点是，风险投资家们总是希望在所投资的企业中获得董事一级的地位或在公司里有这一级别的人作为自己的代表。他们并不需要在董事会中占有大多数的席位。他们要取得的地位取决于该企业及其业务的成熟程度以及他们拥有该企业的哪一部分。无论风险投资家是否需要取得大多数的董事席位，他们都很少是那种沉默型的投资者。通常情况下，风险投资家和所投资公司的管理层是合伙关系。当企业处于成长阶段时，风险投资家的决断及其与所投资企业的接触对企业都是有帮助的。这是因为风险投资家并不把投资仅仅视为是资本层面的投资，相比之下，为迅速提高公司的价值，他们更注重就公司在战略、财务计划和管理方面的疏漏提供建议。

市场概述和简要历史

美国具有发展良好的风险投资市场。1996年，风险投资家资助了1686家处于成长中的公司，总额达101亿美元。1997年，接受风险投资的新企业数增加了162家，总数达到了1848家，投资总额达到了创记录的114亿美元。大部分新投资都投向了信息技术公司和医疗保健公司。比较活跃的风险投资公司包括：New Enterprise Associates (Baltimore)、Kleiner Perkins Caufield & Byers (Menlo Park, California)、In-

stitutional Venture Partners(Menlo Park) . Oak Investment Partners (Westport, Connecticut) . Accel Partners(San Francisco) 和 Norwest Venture (Minneapolis).

风险投资专家们从众多投资者手中筹集资金后一般要建立合伙形式的联营基金。他们发掘出那些处于初创阶段、有巨大发展潜力的公司进行投资，并在这些公司扩张直至成长为上市公司之前一直与它们通力协作。通过使公司上市或把公司卖给其他企业，风险投资家就可以实现投资回报。对于有风险投资支持的公司来说，它们利用风险投资的目的很多，如获得种子期资本，营运资本和收购资本等。种子期资本被用于在一项新产品、新生产方法或新业务的立项、开发和检验阶段负担相应的开支。营运资本被用来支付在开发的收尾阶段所需要的各项开支，这时产品一般已经接近市场所需要的潜在产品的水平，或者说下一步就是要把产品推向市场。收购资本则是为企业的收购行为提供资金。

在风险投资的连续不断的投资线谱上，种子期风险投资和杠杆收购是两项可被视为终结点的投资策略。通常可以把私募股权市场看成是一个张开的大伞，其分支则是由种子期投资，初创（startup，或启动）期投资，成长期投资，中层（mezzanine，或音译为“麦则恩”）投资，收购型投资，转向型投资（turn-around），以及产业合并型投资组成的。在各不同投资策略之间的转换细小而微妙。从种子期到启动期然后再到扩张融资期的过渡或转移都是很自然的一步。在成长阶段的某一点上，追加针对收购投资的资本可能就是水到渠成的事。转向型投资者也属于私募股权市场。之所以称之为转向投资是因为这时企业一般已经出现了经营上或财务上的困难（从而要实行相应的转向）。此外，就某项分布比较分散、零碎的产业进行合并也是风险投资的投资机会。

发展历史

自大量的商业活动出现以来，私募股权投资就在各种社会制度下以不同的形式存在了。在历史上一个比较有意思的例子是由 Levin (1994) 记录下来的。它讲的是一家私人消防部门在融资方面的故事，该部门是由位于 Julius Caesar's Rome 的 Marcus Licinius Crassus 拥有的。当某项建筑失火时，Crassus 的业务代表和消防队员们就迅速冲向火灾现场。如果他们认为该建筑还值得一救，那么其代表就会出价要求以现金的形式买下它，当然在价格上要打相当大的折扣。如果这项财产