

导 论

顾名思义，投资银行业务对经济至关重要。有些时候它的名字意味着财富和力量，另一些时候它的出现却激起了政府、出版界和公众们难于言表的非议。有些时候它是多功能银行机构不可或缺的金融业务，另一些时候它又被剥离出去，在更严格的监管下操作。一旦进入颇为宽松的操作环境，它又变成国家中管制最严的行业。但是抛开它的变化和变色龙般的特性，投资银行业始终处于美国和其他资本主义国家市场经济的核心位置。

与投资银行业在其他发达工业化国家的发展不同，美国的投资银行业是与商业银行业分离的，这一发展趋势一直维持到本世纪 80 年代初改革出现之前。投资银行业的美国经验有时显得有些空洞无力，特别是在 20 世纪 20 年代末和 30 年代初。当大萧条的众多灾难性事件已经蜂拥至投资银行家的门口时，才匆匆通过立法将投资银行业与商业银行业及吸收公众存款分离开。这一遗产保留到了今天，虽然已经有了许多成功的尝试缓解了 1930 年法案的压力，这些尝试允许银行机构在国际资金流动和通讯手段飞速发展的时代更大自由地寻求新业务。

尽管有许多传奇和逸事围绕着投资银行业，它始终是一项隐藏不露的中介活动。它将寻找新资本和投资者（通常是机构投资者）的实体聚合在一起。作为从事批发业务的中间人，它自身的功能或是投资主体，或是代理人，或者兼而有之。当投资银行向公司提供收购战略的建议时，它的所有功能更是一回事了。实际上除了零售经纪业务以外，几乎所有的投资银行活动都是机构间的批发业务，而不是面向公众的业务。

同其他行业一样，投资银行业有自己的一套词汇和字典。其中的许多术语是传统的公司财务和商人行话的杂汇，有些已经有点过时。这种

语言反映出投资银行业历史和自身特征的变迁。以《格拉斯-斯蒂格尔法案》(the Glass-Steagall Act)(1933 年)在全联邦范围内颁行为先导,商业银行被禁止进行公司证券市场的操作,此前的所谓投资银行业务就意味着证券的承销和分销。真正的重点是放在证券的承销上,在本世纪 20 年代末和 30 年代初证券的分销与今天有些不同。接下来的第一章会讲到,投资银行家们把他们的时间和精力花在协助公司设计交易和证券上,以帮助它们融资。一旦完成方案,他们实际上会利用经纪人去向零售和机构的投资公众出售这些证券。基于这些做法,投资银行业树立了自己所谓“干净”的形象,那些肮脏的销售工作留给了别人去做。

这种做法一直保持着,直到二次大战后美国不断增长的融资需求开始对银行家们的资本根基产生了压力。一系列的法律限制加上美国工业无止境的资金需求,迫使投资银行家们与他们的公司客户们一起以变应变。投资银行家们开始更富有竞争性,他们的目光也不再局限于承销业务,原先温馨的气氛消失了。经纪和交易业务逐渐成为投资银行家们的底牌。但是最普遍意义上的经纪业务——零售经纪业却没有被众多的传统投资银行家所瞩目,他们把注意力转向了整批交易、二级市场操作、风险冲抵、兼并与收购以及后来的商人银行业务,以期能对传统的承销业务进行更多的补充,从而跻身于承销商的排名前列。

由于这些变化的趋势,投资银行业务现在分成了明显的三部分:承销业务(underwriting)或证券的新发行、收费的银行业务(fee banking),涉及并购顾问、证券与经济研究、其他形式的金融咨询等赚取费用的活动、交易(transaction)包括二级市场交易、公司的自营交易和零售经纪业务。当然这些简单的区分并不是一目了然的。向客户的潜在收购意向提供顾问,同样需要一级或二级市场上的某些操作,或者结合两个市场的操作。一些机构会称这种活动为并购业务,而另一些可能称它为公司财务。有时很明显,某种所需的特定技巧不为投资银行所掌握,那么出于解释的便利,这种技巧以及相关的活动就会被纳入上述某一个目录当中。

既然投资银行业在过去的 50 年间不断扩展,当然有许多定义和活动,在当年无法为人想象,而今天却成了许多投资银行家谋取利润的中心活动。但是,这个行业仍旧保持了对自身的一个传统看法:投资银行业务首先意味着证券的承销。其他活动尽管重要和发展巨大,但是承销业务和辛迪加组织的威名仍然是这个行业的印记。这一特征在过去的 20 年间显得越来越力不从心,许多新的市场和产品被设计出来了。在 90 年代初,据行业口径统计,证券承销仅占了整个投资银行业务利润的 10% 不

到，但是大多数证券商仍旧长期有志于这项业务。基于这种原因，我们首先对证券承销作一个定义，在后面还会用很大的篇幅讨论下面没涉及的部分——证券承销作为利润发动机的地位。

承销新发行证券

新发行证券的承销是整个投资银行业务的靠山，在这个圈子里，大多数术语保持了相当多年不变。证券交易委员会（**the Security and Exchange Commission** 或 **SEC**）完善或修改了 30 年代初的证券法案，术语的变动多数都来自于证券交易委员会所颁布条例的实践和解释中。第一章里详细描述了主要法规的变迁。但是，基本定义在今天和 70 年前一样地可以辨认。

公司的新发行证券在进入市场之前，需要得到一家投资银行的承销建议和承诺。承销，简单地解释就是投资银行家已经承诺购买这些证券。投资银行帮助设计证券，然后从发行者手中买下它们，目的是尽快地向投资者脱手。通常，新发行证券不会被最早的投资银行独家全额认购，而是会联合其他机构组成辛迪加。通过辛迪加组织，最早的一家投资银行邀请其他人认购证券的一部分，并让他们相应地按事先谈好的比例收取费用。最早的那家投资银行就成为交易的牵头经理人（**lead manager**）。如果不止一家牵头人，那整个集团就被称为联合牵头经理人（**co-lead manager**）。直接跟公司打交道的投资银行负责组织辛迪加并代表辛迪加向公司最终付款。所以，这样的投资银行就被称为证券发行的簿记员（**bookrunner**）。

投资银行认购证券和对承诺、风险进行计算的过程中，会有一些变动。这些变动将在后面涉及股票和债券的章节中谈论到。承销商在交易中承诺的资本越大，其在辛迪加中的地位就越高。除了牵头经理人，交易的统治集团还包括经理人（**manager**），经理人往下还有承销商。这一点请参见图 1-1。

承销商还有更细的等级划分。在证券发行公告或墓碑广告（**tombstone ad.**）（即为新证券发行作广告的基本形式）中可以看到，承销商被分为主承销商（**major bracket**）、辅承销商（**mezzanine bracket**）和次承销商（**submajor bracket**）。一家投资银行在集团中的位置由它承销全部发行证券的金额比例决定（参见图 1-1）。证券发行公告中并没有列出每家承销商的认购金额，认购金额可以在伴随公司新证券发行的募股说明

图 1-1

证券发行公告

This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of these securities. This offering is made only by the Prospectus.
New Issue/June 18, 1992

12,100,000 Shares

 **RIVERWOOD
INTERNATIONAL
CORPORATION**

Common Stock

Price \$14.25 Per Share

Copies of the Prospectus may be obtained in any State in which this announcement is circulated from only such of the Underwriters, including the undersigned, as may lawfully offer these securities in such State.

9,680,000 Shares
United States Offering

J.P. Morgan Securities Inc.
The First Boston Corporation

Bear, Stearns & Co. Inc.	Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation	A. C. Edwards & Sons, Inc.
Lehman Brothers	Merrill Lynch & Co.	Morgan Stanley & Co. Incorporated
PaineWebber Incorporated	Smith Barney, Harris Upham & Co. Incorporated	UBS Securities Inc.
Advest, Inc.	Arnhold and S. Bleichroeder, Inc.	Dominick & Dominick Incorporated
First Manhattan Co.	Howard, Weil, Labouisse, Friedrichs Incorporated	In erstate/Johnson Lane Corporation
Janney Montgomery Scott Inc.	The Robinson-Humphrey Company, Inc.	
Scott & Stringfellow Investment Corp.	Stephens Inc.	Stifel, Nicolaus & Company Incorporated
Tucker Anthony Incorporated	Wheat First Butcher & Singer Capital Markets	

2,420,000 Shares
International Offering

J.P. Morgan Securities Ltd.
Credit Suisse First Boston Limited

Salomon Brothers International Limited		
Carnegie Fondkommission AB	Dresdner Bank Banking with the bank	Robert Fleming & Co. Ltd
Paribas Capital Markets Group	S. C. Warburg Securities	Swiss Bank Corporation

1991 Gross Income \$61.3 billion

书 prospectus) 中找到, 这是证券交易委员会规定的。图 1-2 是一份简单的募股说明书的第一页。

不同的地位等级在牵扯的收入和费用金额上略有不同。当发行人和牵头经理人起初谈判交易条款时, 他们已经议定支付给承销商们的费用。根据证券种类的不同, 实际的付费会有不同。牵头经理人按交易的比例收到费用后, 他将按照辛迪加内各成员承诺承销的地位分配这些费用。承销商们的所有遵守条款和责任都写在承销协议书 (underwriting agreement) 中。这份法律文件是每个承销商与发行人之间的约定, 每个承销商都必须单独与发行人签署协议。

尽管证券发行公告在投资银行行业中十分重要, 它揭示了一家投资银行在一桩交易中的位置, 然而这只不过是证券交易委员会监管的整个业务长链中的一节。按照监管机构的规定, 任何向公众出售的证券都必须在实际发行前向该机构注册。这些年来, 注册手续 (registration process) 有过变动, 但仍旧需要提供有关资产负债表、损益表、执行及董事人员年薪和其他财务状况方面 (包括一切潜在的可能改变公司财务状况的破坏或风险性事件) 的相关资料。按照规定, 如果一家公司没有履行充分披露义务, 或者被证明是蓄意误导投资者, 它就违反了证券法。其投资银行也将被指控为同样的罪名。如果一家公司提供了错误的信息, 它就必须无条件地对其行为承担它行为的全部责任。如果投资银行未能发现这些错误, 它也必须承担有条件的责任, 视其在发行中的参与程度将由其承担相应的责任。

投资银行家们用一种程序来确保他们的客户公司已经提供了充分相关的信息, 这种程序被称作评鉴听证 (due diligence)。在该程序中, 牵头经理人召集会议邀请全部承销经理人集体参加, 一起讨论发行人的发行计划和财务表现。如果涉及要求发行人竞价投标 (competitive bid) 而不是协商成交的发行案例, 评鉴听证必须包括一次信息讨论会 (information meet)。下面第一章里我们会看到, 80 年代初期, 新发行市场因为发行人蜂拥而至筹措新生资本而变得拥挤不堪, 市场条件占据了优势, 在这种情况下评鉴听证程序的任务也繁重起来。

虽然评鉴听证程序适用于美国市场上销售的绝大多数新发行公司债券, 但例外情况还是有的。没有在证券交易委员会登记的债券就不在通常的管理之列, 成为新发行证券管理规定的例外。这种发行即是私募 (private placement), 并不正式包括在通常的公司债券市场之内, 而是组成了它们自己的市场分割区域。这些债券私下里出售, 机构投资者购

图 1-2

募股说明书

Prospectus

11,000,000 Shares



Common Stock
(par value \$0.01 per share)

All the shares of common stock, par value \$0.01 per share (the "Common Stock"), of Riverwood International Corporation, a Delaware corporation (the "Company"), offered hereby are being sold by the Company. Of the 11,000,000 shares of Common Stock offered hereby, 8,800,000 shares initially are being offered in the United States (the "United States Equity Offering") by the U.S. Underwriters (the "U.S. Underwriters") and 2,200,000 shares initially are being offered outside the United States (the "International Equity Offering" and, together with the United States Equity Offering, the "Equity Offering") by the International Managers (the "International Managers"). The offering price and underwriting discount for the United States Equity Offering and the International Equity Offering are identical. See "Underwriting." Prior to the Equity Offering, the Company has been a wholly owned subsidiary of Manville Corporation ("Manville"). After completion of the Equity Offering, Manville will own approximately 82.0% of the outstanding Common Stock (approximately 80.5% if the over-allotment options are exercised in full) and will continue to control the Company. See "Ownership of Common Stock" and "Relationship with Manville."

Prior to the Equity Offering, there has been no public market for the Common Stock. See "Underwriting" for information relating to the factors considered in determining the initial public offering price of the Common Stock.

The Common Stock has been approved for listing on the New York Stock Exchange (the "NYSE") under the trading symbol "RVW," subject to official notice of issuance.

Concurrently herewith, the Company is offering \$150,000,000 aggregate principal amount of 10¾% Senior Notes Due 2000 and \$250,000,000 aggregate principal amount of 11¼% Senior Subordinated Notes Due 2002 (collectively, the "Debt Offering"). The Debt Offering is being made by a separate prospectus. See "Concurrent Offering."

The U.S. Underwriters have reserved up to 5% of the Equity Offering for sale, at the price to public set forth below, to officers, directors and employees of the Company and Manville and to the Manville Thrift Plan.

SEE "CERTAIN CONSIDERATIONS" FOR INFORMATION THAT SHOULD BE CONSIDERED BY PROSPECTIVE INVESTORS.

THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN APPROVED OR DISAPPROVED BY THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OR ANY STATE SECURITIES COMMISSION NOR HAS THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OR ANY STATE SECURITIES COMMISSION PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS PROSPECTUS. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE.

	Price to Public	Underwriting Discount (1)	Proceeds to Company(2)
Per Share	\$14.25	\$0.78	\$13.47
Total(3)	\$156,750,000	\$8,580,000	\$148,170,000

(1) The Company has agreed to indemnify the U.S. Underwriters and International Managers against certain liabilities, including liabilities under the Securities Act of 1933. See "Underwriting."

(2) Before deducting expenses payable by the Company estimated at \$2,130,000.

(3) The Company has granted the U.S. Underwriters and the International Managers options, exercisable within 30 days after the date of this Prospectus, to purchase up to an additional 880,000 shares and 220,000 shares of Common Stock, respectively, on the same terms as set forth above, solely to cover over-allotments, if any. If such over-allotment options are exercised in full, the total Price to Public, Underwriting Discount and Proceeds to Company will be \$172,425,000, \$9,438,000 and \$162,987,000, respectively. See "Underwriting."

The shares of Common Stock offered by this Prospectus are being offered by the U.S. Underwriters, subject to prior sale, when, as and if delivered to and accepted by the U.S. Underwriters, and subject to approval of certain legal matters by Cahill Gordon & Reindel, counsel for the U.S. Underwriters. It is expected that delivery of the certificates representing the shares will be made against payment therefor on or about June 24, 1992 at the offices of J.P. Morgan Securities Inc., 60 Wall Street, New York, New York.

J.P. MORGAN SECURITIES INC.

THE FIRST BOSTON CORPORATION

SALOMON BROTHERS INC

June 17, 1992

买并一般持有它们直到期满，因为它们的交易无法在一个活跃的二级市场上实现。

证券交易委员会要求发行人编制募股说明书，这是一本阐明发行特别事项、公司概况、经营活动、财务状况以及证券发行所筹措款项的用途。每一种新发行证券的募股说明书都必不可少。通常，最后形式的募股说明文件是在投资者购买了证券之后送到他们手上的，此前初步披露信息的文件称作初步募股书 (preliminary prospectus) 又称红鲱鱼非正式募股书 (red herring)。当然这同样包括了与发行人有关的所有信息，唯一省略的是实际的交易细节。这样一来，投资者虽然知道公司的细节，却不知道交易的成交条款，直到价格敲定的最后一刻。

美国许多州规定，新发行证券在该州销售之前必须符合其蓝天法 (blue sky law) 的要求。这意味着发行人和他们的投资银行必须披露该州所要求的无论何种信息，编制提供给投资人的募股说明书。通常伴随的活动是公路巡回展览 (road show)，也就是投资银行和公司的代表进行全国旅行，在主要城市举行的集会上兜售他们的新发行证券。这些集会也给投资人以机会，使他们能够同公司官员交谈或向他们提问。

新发行证券销售完毕后，承销商辛迪加就宣告解散，证券准备进入二级市场交易。发行过程的时间因证券而大有不同，这在后面的章节里会谈到。证券发行公告随之出现在主要报纸上，宣布发行证券销售完毕，此公告的出现不过是整个发行过程的见证而已。证券的一级市场到此为止，承销商们彼此之间，对公司方面不再承担义务。后面还会讨论到，如果所发行证券是债券或场外交易股票的话，一些证券商会参与二级市场的交易。

承销过程的结构同样暴露出投资银行所承担的风险。为了获利，证券必须以高于投资银行付给发行人的价格出售。如果要实现全部的边际利润，证券就必须在要约价格 (offering price) 上出售，这个价格视同类证券在二级市场上交易的参考价位而定。投资银行付给发行人的价格里扣除了承销费用，所以投资银行需要一个稳定的市场以在他们希望的价位抛售掉新发行证券。如果市场疲软或者证券难于销售，投资银行就要承担赔钱的风险，因为他们通常已经向发行人承诺了一个折扣过的价格。相反，如果市场强劲并且投资人愿意以高于要约价格的价位购买该种证券，这种情况下投资银行就会因为销售净价高于预期价位而大获其利。

普通股新股发行有两种形式：原始分销 (primary distribution) 和二次分销 (secondary distribution)。原始分销的股票是以前从来没有

发行过的股票，它包括两种：首次公开发行（**initial public offering, IPO**）和公司股票的扩股（**additional float**），它们都将稀释原有股东的持股份额。这二者中，扩股更常见一些，因为较大型、较成熟的公司一般用这种发行方式来扩大股本金。二次分销的股票是以前已经以某种形式存在的，或者是以前由于规模过大而无法上市流通的股票。二次分销的程序紧跟着原始分销，当然二次分销的时间要短得多，可能只不过几小时的事情，而不是几天。

这些发行证券的实际市场营销都是由投资银行直接对公众操作的。在极少数的情况下，公司为了投资银行费用，试图直接对公众销售他们的股票或债券。除非公司的知名度非常高，否则这种试图不会成功。投资银行的行为对新发行证券被市场接受与否至关重要，同时直接影响公司筹措资本的成本（见本书第二、三、四章）。从结果看，选择一家合适的投资银行对企业极其重要，错误的选择会影响公司近期的成本，这一点对债券和普通股同样适用。

在新发行市场，非公司证券与公司证券的案例不同。1933 年《证券法案》和 1934 年《证券交易法案》（the Securities and Exchange Act of 1934）仅对公司证券要求注册，而对市政债券、机构债券和国库债券网开一面。然而，外国债券发行人却逃脱不了注册，关于这方面的原因在第一章里将会进行讨论。公用事业类证券同样被要求注册，但在承销方式上却同市政债券相一致。一旦涉及公款，不管这些公款是从州属或当地税收系统而来，还是从像公用事业案例这样的利息支付系统而来，就必须使用另一种竞争性的承销方式，这就是竞价投标承销（**competitive bid underwriting**）。

1935 年《公用事业控股公司法案》（the Public Utility Holding Company Act of 1935）和证券交易委员会 U-50 条款（SEC rule U-50）要求公用事业类证券的发行使用竞价投标。这一程序同样适用于一些市政债券发行。新发行证券要求潜在的承销商递交封存的标书，公用事业项目必须接受最好的标盘，也就是费用结构最低的。竞标往往由一些辛迪加来竞争，而不是协商成交中的一个或一小群承销商。竞价投标中的费用比公司证券交易低得多。这类交易里的牵头经理人趋向专业化，因为弥补报价不当所造成错误的可能性不大，募集能力就显得尤其重要了。

市政债券的竞价投标由各州法律监督，正常情况下这是州内的公众义务，而不是赢利活动（见本书第三章）。这一市场相当专业，并不是所有的投资银行都从事市政债券承销。在这一市场份额中，投资银行还有来

自于商业银行的竞争，有些商业银行同样是活跃的承销商。通常，商业银行承销新发行证券是出自良好愿望，而不是赢利动机。他们扮演承销商的角色是希望从各种市政项目中获取其他银行业务。多年来，这些银行热衷于承销当地证券的另一个理由，只不过是為了从州所得税法的管辖下逃脱部分每年应交所得税。

收费的银行业务

作为投资银行业的一个特殊领域，金融顾问在某种程度上有些模糊不清，随着客户的不同而变化。对客户公司的兼并与收购 (**mergers and acquisitions** 或 **M&A**) 提供顾问、重组资本结构、咨询市场时间选择 (**market timing**) 等等都是金融顾问的份内之事。最常光顾金融顾问的客户是那些公司，当然也可能是市政厅、政府或者其他非赢利机构。在 80 年代，并购活动曾是金融顾问收入的最主要来源，而后的 1987 年股市崩溃和 1990 年大萧条使并购活动稍稍降温。但即使在 80 年代的牛市之前，并购活动也一直是华尔街最有利可图的收费业务，投资银行家们喜欢以安排这类活动来显示实力。年度排行榜上并购活动与承销业务一样保留各自的位置，这一点在第六章里将会有更多的细节。

过去 30 年里，众多的证券公司与投资大众的接触与日俱增，它们充分意识到了提供高层次投资顾问的必要性。第一章里我们也会看到，20 年代那些令人陶醉的日子的余波还在许多投资者的脑海里激荡。那个年代的股票和债券都处在全盛期，由此而来的是大吹大擂式推销，所谓的投资研究不过是告诉客户——“即将发行的新证券是一样好东西”。投资者对各种证券的购买欲望永远难以满足，需求强劲，以至于投资者很少对所购买的证券问及什么问题，证券公司等人趁机以可疑的价格向毫无戒备心理的人们发行证券。然而，证券业的竞争最终变得越来越激烈，许多证券公司认识到需要向它们的投资客户提供坚实、可信的顾问服务。结果，“市场卖方”研究开始在证券公司中流行起来，各种各样的研究报告出现在客户面前。

研究工作在 70 年代中期发生了显著变化，国会在 1974 年通过了《雇员退休收入安全法案》(the **Employees Retirement Income Security Act** 或 **ERISA**)。这一法案帮助将谨慎人 (**prudent man** 投资的概念标准化了，就是说受委托人必须将客户的资金谨慎地、合理地投向客户期待的目标。不遵循该原则的投资顾问们面临法律诉讼，承担赔偿责任客户损失的责任。

于是越来越多的投资顾问把心思放在证券研究上，市场卖方研究的功能性变得越来越重要。应该注意的是，市场卖方研究与所谓的“市场买方”研究大大不同，市场买方研究是由基金经理和场外合同商们创立的，研究观点被认为与前者大相径庭。

虽然将市场卖方研究与评鉴听证等同起来并不十分恰当，但是它们之间确实存在着联系。照此类推，市场卖方研究是针对证券公司的二级市场交易，而评鉴听证是针对一级市场交易而言。在某种意义上，顾问公司的声誉同时依赖于二者。蹩脚的研究能力必将最终导致客户的财物损失，这同评鉴听证可能给新发行证券造成的损失是一样的。实际上，这种研究在许多情形下较为困难，因为研究对象是：什么会影响一家公司的未来实绩和表现，这不像发行新证券时搞清发行人的基本财务状况那样一目了然。

交 易

在交易方面，投资银行近几年来变得异常积极。投资银行的交易并不是在市场上一味地抛售自己手里承销的证券，它们已经把交易变成了满足自己和客户需要的必不可少的经营活动。在新发行证券的二级市场上是最容易发现这类交易的。承销辛迪加的一些成员（当然不是全部）会成为某种新上市债券或场外交易股票的市场庄家（**market maker**）。这一功能有两个目的：第一，它为某种证券创造了交易，同时为发行人和投资者服务；第二，它允许银行以交易商的面目出现在市场上，赚取买盘和卖盘之间的价格差。之所以不是所有的银行都有机会成为市场庄家，是因为这种作法需要某种特定的交易技巧，并不是所有的银行都能达到同样的水平。

除了在公司、市政债券市场和股票场外交易市场上造市之外，许多投资银行还是美联储认可的从事美国国债交易的一级交易商协会（**the primary dealers association**）的会员。这一团体还有商业银行介入，同样扮演政府债券的市场庄家。这两种机构同时又是商业票据交易商协会（**the commercial paper dealers association**）的会员，从事商业票据的交易。商业票据交易，加上它们在短期国债市场的活动构成货币市场的主要部分。

交易的主要方面之一，也是最新方面之一是——期权和期货交易。本书第五章将会讲到，它们最初是设计来回避金融资产的价格波动风险，

特别是针对波动频繁的市场。市场庄家制度仅在个别的交易所里存在，期权和期货市场中的场内交易商（**floor trader**）通过他们之间和与公众的交易创造市场的流动性。最初，许多投资银行仅仅是通过它们的经纪部门向客户提供这类服务。80年代开始，衍生避险工具（**derivative hedging product**）的新一代出现在市场上。这些产品包括债务期权（**debt option**）、互换、互换期权（**option on swap, or swaption**）等等。设计这些产品主要是服务于机构的避险和投机目的。当这些产品流行开来时，投资银行加入到市场当中，设计它们自己和客户所需的交易工具。许多这种新的衍生工具交易从来没有在交易所里出现过，作为场外交易活动，投资银行在这些衍生工具交易中扮演了重要的角色。

衍生工具交易在过去的10年间很快跨越了几代产品。70年代中期或再早出现的传统期权和金融期货，被称为第一代衍生工具。10年后出现的利率互换和货币互换称为第二代。合并颈圈互换（**collars, or collar swap**）和互换期权两大类里的产品，以及商品互换可以被称为第三代互换。这一市场的发展如此迅速，许许多多的投资银行已经把这些产品视作提供给客户的当然服务，它们自己也利用这些产品回避风险。一些投资银行甚至进行这些产品的自营交易，为自己的帐户服务。

销售或者分销并不像承销业务、金融顾问那样一直是投资银行密不可分的业务品种。部分是历史原因，另一部分则是偏见。在20年代许多银行（所有银行，并不单指投资银行）雇佣销售大军向公众推销各种各样的证券，前面讲过某些证券的质量非常可疑。在30年代的国会听证会上，那些不遗余力销售可疑证券的银行名声扫地。结果，从此许多银行对各种形式的证券销售避之不及，这种偏见一直持续到60年代。承销商干脆邀请经纪商分销新发行证券，付给他们寥寥无几的佣金作为报酬。直到主要电信网络（经纪商通过电话和电传销售证券的网络）延伸到投资银行的传统领域时，原先的界限才被打破，证券业的机构也发生了变化。

在第六章里会看到，当零售经纪业与传统的机构客户服务合并时，它对更为传统的公司客户服务的功能就更加完善了。零售经纪业并入的多样化，使得许多投资银行意识到经纪业务在生意兴隆时是额外的财源。但是这些投资银行的基本经营策略与商业银行却如出一辙。一些投资银行采取了全方位服务的理念。从前以所谓批发服务或者机构客户服务来招徕顾客存款的投资银行，发现零售部分可以在机构服务无利可图的时候聊补亏欠，于是投资银行家们认定零售混合体不仅是好生意，还是对其他业务有利的避险工具。

国际活动

过去 20 年间，投资银行不但在国内日益壮大，它们在国际市场上也同样扩张业务。随着美国颁布《存款机构放松管制及货币控制法案》(the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act 或 DIDM-CA)、英国实施《金融服务法案》(又称“大冲击”)(the Financial Services Act, or “Big Bang”)、日本央行实行日元国际化等一系列事件，金融市场的国际化程度大大加强。当套利者们动用先进的通讯手段和避险技巧迅速地从一个市场冲杀到另一个市场时，全球市场即便不是浑然一体，也已经是密不可分了的。很明显，市场一体化更有助于提高业务效率，投资银行于是对加速国际化的活动作出了回应。

税法的变化加速了国际化的趋势，这一点在有些情况下比较微妙，另一些情况下就很明显了。美国降低了外国投资者购买美国国债的预提税，随即外资就充斥了这一市场。西德政府马上效法，开放了自己的政府债券市场。于是，投资者可以随心所欲地卖掉甲国国债，买入乙国债券，而不用担心惩罚性的税收。美国国债可以成为联邦德国债券的替代品，反之亦然。这就为投资者和从事交易的人提供了新的机会。

投资银行与商业银行在国际化问题上同出一辙。为了符合“国际化”的概念，一家投资银行就必须在美国以外的金融中心开设分支机构。这些分支机构从事与总部相同的业务，在内部机构设置上几乎自成一体。许多投资银行开展了离岸业务的延伸，移师伦敦，进入欧洲市场，从事欧洲债券买卖，涉足每一个拥有货币市场工具和债券的离岸市场。刚开始的时候，它们承销并交易那些以主要货币标价但发行于该货币国之外的债券。尽管这还是大多数投资银行的主要业务，但是，许多银行也在努力成为东道国国内市场的承销商、市场庄家和交易商。有些银行在两方面都取得了成功，后面我们会讲到一些案例。

迅速崛起的全球市场提供了新的赢利机遇。对那些大投资银行家来说，外汇买卖、欧洲股票市场、国际商人银行、向国外公司和政府提供特别金融顾问都是有利可图的生意。当然直到现在，欧洲债券市场的承销、当地股票债券市场的交易仍然是最根本的获利渠道。

投资银行在国际舞台上的活动不过是它们日益国际化的客户们的形象反射。大的机构投资者现在已经惯常把一部分资产投到海外证券市场，在期待资本升值可能的同时，还多了对汇率变动收益的期待。这些人

中有共同基金、保险公司，还有养老基金和私人资金经理人。大型投资银行理所当然地尾随他们，以防被国外证券公司抢去生意。

组织与资本

投资银行的扩张持续了好多年，它们的组织形式和资本结构当然也发生了很大变化。银行对资本的需求和市场上日益增多的生意打破了以往独断的合伙人制度，大部分投资银行开始出售股票，变为公众持股公司。1971 年 美林公司 (Merrill Lynch) 成为第一家在纽约证券交易所挂牌的投资银行。今天，大多数投资银行已经公众化，或者与更大型的金融机构整合、并购，以获取新的资本。由于投资银行内在的风险性，它们的资本补充是来源于股本，而不是长期负债。

当生意风险大到合伙人或私人资本无力承受的地步时，美国投资银行迅速转换面孔。主要投资银行公众化的时期也就是 70 和 80 年代投资银行业务领域扩张最迅速的时期。资本金扩大的同时，短期流动资金的需求也扩大了，目的是应付数目巨大的新发行证券库存头寸和交易头寸。第二章里讨论的资本金成本对任何一家公司都很重要，投资银行也不例外。从商业银行或市场上以回购协议的形式筹措短期资金十分重要，这样才能帮助投资银行维持它们的库存债券股票头寸，直到这些证券销售给投资者。如果资本金成本提高，那么就必须对股票和债券头寸从成本和风险的角度重新估值，以决定是否保留它们。如果投资银行降低头寸、抛售股票债券，整个市场就面临价格下跌的压力。

第二章里还会看到，筹资的成本反映出公司在市场上的信誉评级。不管是长期还是短期，不管是债务资本还是股本资本，同样是信誉评级越高，成本越低。当投资银行试图在一些新的金融市场，特别是利率和货币互换市场与金融中心的商业银行一争高下时，资本金成本和信誉评级就显得生死攸关，至关重要。第五章和第七章重点谈到两种银行门类的业务交叉。小一些的投资银行如果欲同那些蚕食它们传统领域的商业银行争长论短，那它们就得把信誉评级搞上去。一些情况下，这就意味着重新评价它们的运作，或者意味着为特种客户设立单独的分支机构。

当然，投资银行的资本金成本并不是问题的全部关键。机构如何发挥功能，特别是在公司客户眼里怎么看，是投资银行业成败的总体关键所在。自从 30 年代立法赋予投资银行在美国公司资本筹集领域的垄断权后，这一点已经成为特殊的心理因素。商业银行对这种权利的垄断极其

嫉妒，过去的十年间它们成功地蚕食掉了一些投资银行的业务领域。第七章会讲到，一种传统的观点认为，当然只能由投资银行来承担承销业务和组织专业的低成本的辛迪加，这种局面不容干涉。在 80 和 90 年代商业银行饱尝不良贷款打击之后，这种观点对于立法者不再有说服力了。最终的结论是，很明显银行业总体上需要大型、资本充足的机构经营全面业务 这样才能与那些一直包揽全面业务的巨型欧洲‘全能’银行竞争。

投资银行业带着昨日的烙印，面临今天的压力，迫使它们改造自我以适应不断增长的筹措新资本和帮助客户回避风险的需要。第七章讨论了一些现实问题，事关投资银行如何回应面前商业银行的挑战，阔别 60 年后的商业银行正以令人吃惊的速度重新进入到这一领域。与 80 和 90 年代大踏步前进的事物相比，即使是 1933 年到 1979 年间的沧桑变化也黯然失色了。

第一章 1920 年以来的 投资银行史

概 述

投资银行业的历史反映了 20 世纪的潮流：这就是大萧条年代政府对证券市场管制的加强和在以后年代中政府管制的逐渐放松，即解除管制的过程。投资银行最初的功能——证券的承销和分销——并没有多大变化，但是所采用的方式、发行证券的数量以及牵涉资金的金额在许多年来已经发生了巨大的变化。随着金融业中投入资金的增加，管制也在加强。因此 虽然 80 年代晚期和 90 年代出现了放松管制的趋势，但投资银行业依旧是美国管制最严密的行业之一。然而，这一行业毕竟以其自身发展的连续性反映出 20 世纪美国经济发展的连续性进程。投资银行发展过程中的鼎盛与衰落同时也是美国由本世纪初的债务国发展成向其他国家输出长期资本的净资本出口国这一过程中的高峰与低谷。

投资银行业诚然始源于 19 世纪 但是它真正的、连贯的历史应当从一战刚结束之后的那些年头算起。在美国大获全胜和曲折的和平谈判结束之后，这个国家经历了一场持续至 1929 年 10 月的深刻变化。一种关于繁荣与威望的新意识出现了，并且很快渗透到美国的各类机构之中。法规不断地被制定出来，又不断地被打破，最好的证明是一方面的禁令和另一方面普遍的违法行径。过时的银行法律禁止诸如证券交易之类的活动，却被多数的商业银行轻易地绕开了。但是更重要的是，美国的机构开始调整自己的步伐以便与社会的新意识同步。这一点在银行业表现得特别突出。直到那时为止，它还是一个保守的、干净的行当，与社会公众保持着谨慎的距离 而那以后 情况有了变化。

在 19 世纪，银行业是一个比今天广泛得多的概念，因为当时它还包括今天被称为投资银行业的部门。商业银行的主要业务可以贴切地称为自我清偿贷款 (self liquidating loan) 发放给公司的流动资金贷款 期限相对比较短，这就是商业银行的基本业务。1864 年的《国民银行法》(the National Banking Act of 1864) 禁止国民银行进入 证券市场，因为这个市场风险过大，不是银行投放资金的合适场所。而有权从事证券业务的银行是那些被称为私人银行 (private bank) 的机构，它们接受顾客的存款 然后在证券市场中从事承销、投资业务 或者兼营二者。

但是 这两种类型的机构都被称为银行 尽管其中一类的证券市场活动比另一类明显多得多。不管怎样，从事证券活动的私人银行帮助了大多数的采矿业和铁路公司的债券进入市场，并且在这一过程中被冠上了“强盗富豪”(robber baron) 的恶名。而另一方面，商业银行的作用却是仁者见仁、智者见智，有人认为它们对社会福利的贡献比前者更为重要，有人则认为它们为害更甚。V. I. 列宁 (V. I. Lenin) 喜欢把商业银行积聚权力与影响力的方式称为“金融资本”它们用存款向公司企业发放贷款 在这一过程中积累政治权势和影响力。列宁特别举出 J. P. 摩根银行和洛克菲勒财团对大通银行 (Chase Bank) 的控制，以及德意志银行 (Deutsche Bank) 对德国经济一些部门的控制作为论据。尽管很多人会对这种观点嗤之以鼻，认为它令人联想起某种阴谋理论，但本世纪 20 年代的历史却在许多方面证明了它的正确性。

在世纪之交直至第一次世界大战的时期 巨型银行在美国被称作“货币托拉斯”。这个银行家集团有意识地控制着纽约的货币市场，通过发放活期贷款来影响利率和股市的走向。J. P. 摩根二世 (J. P. Morgan Sr.) 曾在 1912 年的一个国会委员会面前坚决否认这个集团的存在。除了摩根以外，这个圈子据说还包括纽约第一国民银行 (First National Bank of New York) 的乔治·贝克尔 (George Baker)、库恩·洛布公司 (Kuhn Loeb and Co.) 的头目们、基德－皮博迪公司 (Kidder, Peabody) 以及哈尔西·斯图亚特公司 (Halsey Stuart and Co.)。后者全是证券公司兼私人银行家，这样不论是对是错，银行业的两个领域就携起手来了。即使它们在 20 世纪初期尚不是同道 那么在 20 年代也终于会合了。

20 年代的泛滥

本世纪 20 年代以一场急剧的经济衰退揭幕，而后才继之以真正的繁荣。纽约的几家大银行在此前的六年中一直在扩张其业务，忙于为战争的结束作准备。它们的扩张行动是非常有成效的。1916 年纽约国民城市银行（National City Bank of New York）收购了经纪人哈尔西·斯图亚特公司，意图进入公司债券市场。这在后来被证明是一个精明的举措，因为美国公司融资的性质在战后发生了根本性的变化。公司企业扩充资本更多地通过股票与债券市场进行，对银行融资的依赖变小了，因为股票与债券市场中的资本成本较低并且融资期限较长。20 年代的繁荣开始了。

银行当时不能直接从事证券承销与销售，特别是对于公司债券，这种业务只能通过通常为银行控股公司所有的证券业附属机构进行。但是这两种实体间的联系既不平等，又很单一。这些证券业附属机构资本微薄，它们用于购买证券和向顾客提供保证金贷款的流动资金大部分都来自于母银行。简言之，母银行把存款人的资金借贷给其附属证券机构投放在市场中。最初，这些附属机构从事的市场承销业务集中于公司与外国债券，所以股票市场的变幻莫测并没有被完全认识到。

但是不管怎么说，那都不是银行侵入证券市场的最初目的。它们的兴趣主要是在零售业务上，它们把债券业务作为吸引富有的零售客户的一种方式，而后者在过去主要接受私人银行的服务。而且，在大战期间，政府的战争公债曾经对投资者有极大的吸引力，这一点银行也没有忘记。当它们认识到公司的核心业务正在转向证券市场，它们就转而集中力量争取个人投资者，以争取他们的银行业务并向他们兜售债券。

这一战略证明是出色的。公司债券在战争刚结束的几年间成为投资的热点。虽然迅速发展的股票市场是 20 年代较为引人注目的现象，债券市场随着自身的成熟也取得了重大的进展。愈来愈多的公司开始接触证券市场。新行业的公司出现了，取代了过去的铁路与矿业公司，成为筹措资本的热心者和保持经济繁荣的力量。长期借款的条件非常优厚。大战之后债券的收益率已经下降，而且经济繁荣期间通货膨胀率依然很低。政府对新借款的需求已经减退了，它留下的缺口则由公司与外国借款者来加以填补。这些条件不仅是投资银行家的富源，而且也是缔造这个将在本世纪剩余时间里主宰美国筹资市场的行业的主要力量的温床。

银行家在 20 年代的共和党政府心目中有特殊的地位。这个关系并