

新世纪高校证券期货专业系列教材

上海财经大学证券期货学院组编

# 投资银行学

金德环 编著



上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

投资银行学/金德环编著. —上海:上海财经大学出版社,2002.4  
新世纪高校证券期货专业系列教材  
ISBN 7-81049-729-4/F·622

I. 投… II. 金… III. 投资银行-经济理论-高等学校-教材  
IV. F830.33  
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 013630 号

TOUZI YINHANG XUE

投资银行学

金德环 编著

责任编辑 何苏湘 封面设计 周卫民

---

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海市印刷十厂印刷

上海市浦江装订厂装订

2002 年 5 月第 1 版 2003 年 1 月第 2 次印刷

---

890mm×1240mm 1/32 13.625 印张 392 千字

印数:4 001—8 000 定价:26.00 元

新世纪高校证券期货专业  
系列教材编委会

顾 问

龚浩成

主 编

金德环 骆玉鼎

编 委

(按姓氏笔画为序)

王明涛 李 曜 陈 宏 邵 斌

龚仰树 梁国勇 霍文文

# 总序

上海财经大学证券期货学院成立至今已有了八年了。在上海证券交易所和上海财经大学历任领导的关心与支持下,学院与中国证券市场共同成长,分别在学历教育、非学历教育、从业人员培训和科研等方面取得了丰硕成果。学院以其证券期货教育与研究领域所体现的广度和深度已在中国证券教育领域享有其特殊的地位。

八年来,我们在培养本科生、研究生和从事职业教育培训的过程中积累了丰富的经验和教学研究资料。以此为基础,学院已出版了各类教材、专著共 42 本,发表论文近 200 篇,专题报告文集 40 篇。这些教材和研究成果的出版发行,既展现了学院多年积累的精华所在,又进一步推动了中国证券期货教育与培训事业的发展。

随着新世纪的到来,中国资本市场将以更快的速度向前发展,其市场规模、机构

投资者数量和市价总值等都会得到超乎寻常的扩展。当然，市场的监管和运作也会随着成熟度的提高而进一步规范。

2004年，我们将迎来学院成立十周年纪念。为了更好地适应市场发展的需要，我们计划用两年时间，动员全院的师资力量，编著一套体系完整的反映最新时代内容的新世纪证券期货专业系列教材。这套教材初步确定为14种。它的出版，必将为中国证券期货教育事业增添光彩。同时，也作为我们向学院成立十周年奉献的一份厚礼。

愿上海财经大学证券期货学院与新世纪俱进！

编委会

2002年3月20日

# 前 言

新中国自 20 世纪 80 年代末出现证券公司以来,资本市场以前所未有的速度向前发展。90 年代初证券交易所的设立,更为证券公司大规模开展投资银行业务提供了广阔的舞台。但是,中国在这个领域开展业务的历史,自新中国成立时算起毕竟是一张白纸;新中国成立以前的经验也由于历史久远和国外投资银行业的发展而显得苍白。因此,中国投资银行业务的开拓主要是靠证券公司在实践中摸索和借鉴国外投资银行的现行做法。然而在 90 年代前期,全面了解投资银行发展历史和业务实践的人在国内恐怕是寥寥无几,这又从另一个角度限制了中国投资银行业的发展。

有鉴于此,从 20 世纪 90 年代中期开始,我就收集和关注有关投资银行的书籍、资料及其在实践中的发展,希望就此撰写一本系统论述投资银行的书籍。1996 年到 1997 年我在美国做访问学者期间,也十

分注意收集这方面的书籍、资料。但我惊奇地发现,就是在美国,这类书籍也十分稀少。而这并没有打消甚至更增强了我写这本书的决心。我同时发现,有关投资银行业务的论述,实际上可以在许多与投资、购并、资本市场和抵押市场等相关的书籍中找到,这又进一步增添了我的信心。回国以后,我为本科生开设了有关投资银行的课程,同时开始本书的资料整理与写作工作。其间,国内已开始出版有关投资银行的书籍,虽然它们主要以介绍国外情况为主,但从当时国内对此类书籍的迫切需要而言,无疑起到了雪中送炭的作用。

由于国内投资银行业的迅速发展,使我手头的资料呈现快速折旧的状况,这就迫使我随时盯住国内外投资银行的最新发展动态,以更新与丰富我积累的资料。有许多次,投资银行业出现了新的发展变化,我必须回过头去增删原已写好的初稿。我总是希望给予读者的这本书能够反映出投资银行业的全面发展进程以及它的最新面貌。这也是本书直到现在才完稿的原因之一。

完整地写一本投资银行方面的书是我的第一次尝试。虽然积累了不少资料,但在结构的合理性和内容的充实性方面并没有现成的模式。国外专门论述投资银行的著述大多是介绍这个行业的发展历史和现行做法的文字和资料的描述,国内已有的同类书籍也大多离不开相同的模式。我如果也去写一本类似的书籍恐怕已经没有意义。我想要面对的读者,不应仅仅是想了解什么是投资银行的人,更应是想知道投资银行业务到底是怎样做的人。因此,写作模式就不能局限于一般的介绍和纯理论的探讨,而必须把投资银行所应有的各种功能和技巧一一展现给读者,使读者在研读了本书以后进入

这个行业就可以更快地进入角色,并能在理论上、工作思路经常冒出新的闪光点,推动业务创新,推动投资银行业的发展。如果这本书能在这方面起到一定的作用,就是我莫大的荣幸。

但是,投资银行重在实践。如果不去亲身体验投资银行的业务实践,你将不会了解本书内容的实际意义。当然,如果资本市场很不成熟,其中存在大量的欺诈和误导,则本书所起的作用也是十分有限的。

投资银行是创新最快的一个金融行业,它的业务纷繁复杂,本书不可能包罗万象。目前,这本书除了论述投资银行的基本理论、发展历史和内部结构与管理外,只包含对投资银行主要功能的阐述,具体有:股权资本融资、风险资本投资、债券融资、公司评估、融资项目评估与风险分析、自营与经纪、资产证券化、公司收购与兼并。有些对金融工具(如期权与期货、基金管理)的开发使用功能本身就可以以专著论述,在本书中就不专门阐述。还有些金融工具和内容正处于发展和完善之中,可待以后修订本书时再行补充。

感谢我的研究生许胤、李胜利、王俊和许春海,他们在我繁忙的工作中帮助整理和初撰了我长期积累的一部分资料,本书的出版包含了他们的一分汗水。此书的写作还参考了许多国内外作者的书籍和论文。上海财经大学出版社何苏湘编辑为本书的尽早出版付出了极大的努力,在此表示深切的谢意。书中的不实与错误之处,衷心希望各位同行专家和广大读者指出,以便今后修订时更正。

作者

2001年10月25日

投资银行学

前言

3

# 目 录

总 序/1

前 言/1

第一章 导论/1

第一节 投资银行的基本概念/1

第二节 投资银行的基本功能/7

复习思考题/14

第二章 投资银行发展沿革/15

第一节 投资银行的早期发展/15

第二节 大危机以后至 20 世纪 60 年代的投资银行/21

第三节 20 世纪 70 年代以后的投资银行/23

第四节 投资银行业发展的新趋势/26

第五节 现代投资银行的作用与地位/30

复习思考题/32

第三章 现代投资银行业结构与体制/34

第一节 投资银行业结构/34

第二节 投资银行的体制/44

第三节 投资银行发展模式/57

复习思考题/66

## 第四章 股权资本融资/68

- 第一节 股权融资与投资银行/68
- 第二节 股票的公募发行/73
- 第三节 公司改制与重组/78
- 第四节 股票发行价格的确定/86
- 第五节 股票公开发行的—般方式/93
- 第六节 中国股票发行方式的演变/97
- 第七节 私募发行/108
- 复习思考题/112

## 第五章 风险资本融资/113

- 第一节 风险资本的特点与功能/113
- 第二节 风险资本市场结构与运作/117
- 第三节 投资银行在风险投资中的作用/122
- 第四节 中国风险投资的现状与发展/128
- 复习思考题/137

## 第六章 债券融资/138

- 第一节 债券概述/138
- 第二节 债券的发行与承销/151
- 第三节 中国国债的发行与承销/153
- 第四节 国债承销的价格、风险和收益/163
- 第五节 公司债券融资/168
- 复习思考题/180

## 第七章 公司评估/182

- 第一节 公司评估概述/182
- 第二节 公司评估的基础分析/185

- 第三节 现金流量分析法/199
- 第四节 股利贴现模型/209
- 第五节 其他估算方法/211
- 复习思考题/215

## 第八章 投资项目财务评价与风险分析/216

- 第一节 投资项目财务评价的作用和内容/216
- 第二节 投资项目财务分析/219
- 第三节 投资项目风险分析/242
- 复习思考题/256

## 第九章 自营与经纪/258

- 第一节 自营与经纪概述/258
- 第二节 债券自营业务的投资策略与收益分析/267
- 第三节 股票自营业务的投资策略与收益分析/277
- 第四节 自营业务的风险管理/285
- 第五节 经纪业务的操作与管理/291
- 复习思考题/295

## 第十章 资产证券化/296

- 第一节 资产证券化概述/296
- 第二节 住宅抵押贷款证券化/310
- 第三节 其他类型的资产证券化/313
- 第四节 开展中国的住宅抵押贷款证券化/316
- 第五节 投资银行在资产证券化中的作用/330
- 复习思考题/341

第十一章	公司收购与兼并/342
第一节	资产重组与公司购并的概念与分类/342
第二节	公司购并的步骤/350
第三节	杠杆收购/361
第四节	购并的经济效益/369
第五节	购并的风险套利/386
第六节	公司重整/389
第七节	反购并策略/393
	复习思考题/399
附录一	首次公开发行股票辅导工作办法/400
附录二	股票发行审核委员会工作程序执行指导意见/411
附录三	首次公开发行股票审核工作的指导意见/415
	参考文献/418

# 第一章 导论

## 第一节 投资银行的基本概念

投资银行,顾名思义是专门从事各类投资的银行,或者是专门为各类投资者融通资金的金融机构。其实不然,现代投资银行的业务范围纷繁复杂,人们已无法从其字面上去解释它自身的含义。它并不只是单纯地从事投资活动或为投资者融通资金,更不是如一般的商业银行。在北美,几乎所有的投资银行都是以公司而不是以银行为自己冠名。因此,要了解投资银行,必须从它的业务范围入手,即通过考察它的外延来导出它的内涵。

投资银行的发展经历了 200 多年的时间,而其主要的发展是在近 100 多年的时间里。最早的投资银行是从为一些大贸易商办理票据承兑和融资贷款开始的,随着金融市场的不断发展,投资银行开始为政府发行债券和企业发行股票充当承销的中介,为了使承销的证券顺利发行并保持稳定的价格,投资银行参与了证券的自营业务和经纪业务。资本主义经济的发展推动了大量股份公司的建立,而股份公司的发展

---

注:本书于 2003 年 1 月重印,作者将书中的少量数据和文字作了进一步更新。

是以资本集中为其主要手段的。于是,大规模的企业购并浪潮不可避免地到来。投资银行利用其为企业承销证券和融资所拥有的分析技能和对企业状况了解的优势,积极地参与了企业的购并事务。它们充当企业购并的财务顾问,帮助企业制定购并方案并安排融资,参与购并后的企业重组,使其在购并业务领域中成为主要的金融中介机构。资本市场的不断扩展,对证券的流动性和安全性提出了更高的要求,客观上要求有更多的机构投资者参与市场的运行,以保持价格的稳定,降低市场风险。于是,投资银行又纷纷组建起各类基金和基金管理公司从事基金投资。对于一些科技含量高、潜在收益高而暂时还不被投资者认识的高风险企业,由于其发展过程中充满着不确定性而往往难以从银行那里获取贷款,又由于其规模太小不符合公开发行股票的条件,于是要求投资银行帮助其私募发行。有时,投资银行还直接参与其股权投资或通过组建“创业基金”参与企业的风险投资,以此获取高额收费或利润。为了更多地吸引客户,投资银行还推出了许多咨询和服务项目,如为客户提供投资咨询、资产管理、投资组合设计、企业财务顾问等。随着金融业务的不断创新,投资银行又开发出了资产证券化、风险控制工具的创新如金融期权、期货、利率互换、货币互换等。时至今日,投资银行已成为金融领域中业务创新最快的行业之一。随着国际经济自由化和金融一体化的发展,金融领域的竞争将更趋激烈,投资银行必将继续不断地创造出新的业务来增加市场份额并促进自身的发展。

投资银行日益发展的业务领域为其带来了丰厚的利润。但是,并非投资银行的所有业务都能为其带来利润。投资银行也必须开展一系列非盈利性的辅助性业务,如开发研究业务、内部融资业务、信息服务业务等。开发研究业务为投资银行的业务创新和盈利性业务提供最优的决策支持;内部融资业务通过向新型小企业提供启动资金或进行股权投资的方式支持小企业快速发展;信息服务业务是为客户提供免费的投资信息以帮助客户增加盈利。这些业务虽然不能直接为投资银行带来收益,但能极大地促使投资银行盈利性业务的发展,增加投资银行的盈利。所以,辅助性业务是投资银行业务中不可或缺的重要组成部分

分(见表 1-1)。

表 1-1

投资银行业务构成

收益性业务		辅助性业务
一级市场业务	<ul style="list-style-type: none"><li>• 为公司融资</li><li>• 为地方政府机构融资</li><li>• 为国库及中央政府机构融资</li></ul>	开发研究业务 内部融资业务 信息服务业务
二级市场业务	<ul style="list-style-type: none"><li>• 经纪业务</li><li>• 交易业务</li><li>• 做市商业业务</li></ul>	
公司购并业务	<ul style="list-style-type: none"><li>• 公司扩展</li><li>• 公司收缩</li><li>• 公司重组</li></ul>	
金融工程业务	<ul style="list-style-type: none"><li>• 衍生工具设计与交易</li><li>• 资产证券化</li><li>• 金融产品创新业务</li></ul>	
其他收益业务	<ul style="list-style-type: none"><li>• 基金管理</li><li>• 创业资本</li><li>• 投资管理</li><li>• 咨询服务</li><li>• 信托业务</li><li>• 商人银行业务</li></ul>	

按照投资银行的上述业务范围,我们似乎可以确定投资银行的基本概念了。然而,事情仍没有如此简单。在论述中我们可以看到,投资银行业务是从单一到多样化逐步地开拓发展的,目前仍然处于不断创新之中。如果我们仅按照目前的业务范围来导出投资银行的定义,则可能限制或忽略投资银行今后的发展。而如果我们充分地考虑今后发展的因素,则投资银行业务范围很难加以明确的界定。在现有文献中,我们已经看到了多种不同的有关投资银行的定义。比较典型的是美国著名投资银行学专家罗伯特·L. 库恩(Robert Lawrence Kuhn)所下的定义,他将投资银行按业务范围的大小次序分为四种定义:

第一种定义认为,所有从事华尔街金融业务的公司,都可以称之为

投资银行。这是最广义的投资银行定义。众所周知,华尔街是美国投资银行的集聚中心,特别是集中了美国最大的证券交易所,与此有关的金融业务基本上是投资银行所为,自然可以视为投资银行业务,从事这类业务的公司,也自然属于投资银行。这类业务范围最大,包括从国际企业的证券承销到分支机构零售业务的营销,再到各种其他的金融服务业,甚至包括房地产和保险等业务。

第二种定义认为,从事所有资本市场业务活动的金融机构都是投资银行。这是一个次广义的定义。这里的资本市场业务包括证券承销、公司理财、企业兼并与收购、基金管理、创业投资、相关咨询服务,也包括为金融机构进行的非零售性质的批发交易业务和商人银行业务。这里的商人银行业务是指投资银行在购并业务中用自有资金参与公司的股权投资或为公司提供债务贷款<sup>①</sup>,此种贷款也不同于一般的商业银行贷款,它可以获得很高的利息收益。这个定义不包括证券零售业务、房地产经纪业务、抵押贷款和保险等业务。

第三种定义认为,只从事一部分资本市场业务的金融机构才是投资银行。这是狭义的投资银行定义。它主要包括了证券承销、企业兼并购两项业务。基金管理、创业投资、风险管理等业务不包括在内。

第四种定义认为,投资银行仅仅是从事证券的一级市场承销、融资和二级市场交易(包括经纪和自营)等传统业务的金融机构。这是最狭义的投资银行定义。

由上述四种定义可见,投资银行业务范围是从小到大逐步扩展的。其中的第三、第四种定义显然已经被现代投资银行不断拓展的业务范围所突破,不再适合于今天的投资银行。而第一种定义,一方面过多地强调了投资银行的业务创新能力,为投资银行留下了巨大的业务发展空间;另一方面则以华尔街的地域范围来规范投资银行的业务范围,这种情况也只适用于今天的美国。一旦华尔街交易所的地理位置发生变

---

<sup>①</sup> 与英国的商人银行不同,英国的商人银行业务几乎囊括了投资银行的全部业务,与美国的投资银行没有大的区别。

化,华尔街投资银行也会跟着变迁,这个定义就会变得没有意义。另外,该定义没有比较具体地表述出投资银行的业务范围,只是以华尔街投资银行所有的业务来加以表述,这个概念就显得过于宽泛,缺乏严密性,所以也不适合作为一般投资银行的定义。

按照库恩的意见,第二种定义最合适。它比较准确地描述了当今投资银行的业务范围。但这也仅仅适合美国的情况。

在中国,如果简单地依据库恩提出的第二种定义,则从事投资银行业务的金融机构有多种。其中主要是证券公司,还有部分信托投资公司、商业银行等机构。虽然中国的证券法规定信托投资公司不得从事证券发行和交易业务,但它可以从事资本市场的其他一些业务,目前最明显的有基金管理业务。中国的商业银行按规定也必须与证券公司分业经营与管理,但商业银行也可以从事公司理财、国债承销、企业购并、房地产金融以及证券代理等其他的资本市场业务。就是中国的证券公司,也不能认为它们都是投资银行。按照《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)规定,证券公司分为两类,一类是综合类证券公司,它可以从事证券的承销、经纪、自营和其他证券业务。可以认为这类证券公司与投资银行没有太大的区别。另一类是经纪类证券公司,它只能从事证券经纪业务。从严格意义来讲,这类公司不能被认为是投资银行。但由于中国将证券经纪公司的管理归口由中国证监会管理,故只能算作准投资银行。因此,仅从名称上看,我们不能简单地认为中国的证券公司就是投资银行。但是反过来看,相反的论断是否成立——把从事投资银行业务的金融机构都看成投资银行是否就对呢?看来也不能成立。其理由有两点:

第一,在存在多种金融机构从事投资银行业务的情况下,要看该机构的主营业务是什么,主营业务决定了该机构的性质。多种金融机构同时从事投资银行业务是当今社会的客观现象,由于投资银行业务种类繁多,而且仍在不断地创新发展,即使实行分类经营分类管理,也很难将全部投资银行业务统一规定由某一类机构经营,市场环境下的竞争机制决定了不可能这么做。所以,一个金融机构是否属于投资银行