



投资银行的总体概述

第一章 投资银行导论

1.1 投资银行的定义

投资银行(Investment Bank)产生于西欧,发展于北美洲,全面兴起于亚洲、非洲和拉丁美洲,目前已成为国际金融市场中的一类重要金融机构,在世界经济中发挥着不容忽视的积极作用。也正是由于历史发展的原因,投资银行的称谓在各国不尽相同。美国称之为投资银行,日本称之为证券公司,英国称之为商人银行,德国称之为私人承兑公司,香港称之为吸储公司,法国称之为实业银行等等。称谓的不同在某种意义上也反映了投资银行在各国业务范围的不同。因此,在投资银行高度发达、创新业务层出不穷的今天,对投资银行下一个精确的定义并不是件容易的事情。

美国著名的金融投资专家罗伯特·库恩(Robert Kuhn)根据投资银行业务的发展和趋势曾对投资银行下过以下四个定义:

1. 最广义的定义:任何经营华尔街金融业务的银行,都可以称作投资银行,它不仅包括从事证券业务的金融机构,还包括保险公司和不动产经营公司。

2. 第二广义的定义:只有经营一部分或全部资本市场业务的

金融机构，才是投资银行。这里所说的资本市场是与货币市场对应的称呼，即指期限在一年或一年以上的中长期资金市场。因此，证券包销，公司资本金筹措、兼并与收购，咨询服务，基金管理，风险资本及证券私募发行等都应当属于投资银行业务，而不动产经纪、保险、抵押等则不应属于投资银行业务。

在罗伯特·库恩看来，这一定义最符合美国投资银行的现实状况，因而是目前投资银行的最佳定义。不过，他根据“以为公司服务为准”的原则指出，那些业务范围仅局限于帮助客户在二级市场上出售或买进证券的金融机构不能称作投资银行，而只能叫做“证券公司”(Security Firm) 或“证券经纪公司”(Security Brokerage Firm)。

3. 更狭义的定义：投资银行业务仅仅包括某些资本市场业务，如包销业务、兼并收购等，而基金管理、风险资本、风险管理和风险控制工具创新等其他资本市场业务则被排除在外。

4. 最狭义的定义：投资银行仅指在一级市场上承销证券、筹集资本和在二级市场上交易证券的金融机构。由于这一定义排除了当前各国投资银行所现实经营着的许多业务，显然不合时宜。

应当指出的是，如果我们将上述四个定义的顺序倒过来看，这些定义都是正确的，它们反映了投资银行从起源到不同发展阶段的实际。不过，从“正名”来说，将投资银行定义为从事证券的承销和交易的金融机构，可能更严格。它反映了投资银行区别于其他金融机构的特质：只要从事证券的承销和交易，这类金融机构就是投资银行，不管它是否还有其他业务；反之，不管一个金融机构有多少业务，只要不从事证券的承销和交易业务，那它就不是投资银行。

1.2 投资银行与商业银行

投资银行是在与商业银行分分合合的过程中发展起来的，因此孤立地论述投资银行的定义意义并不大，而是必须建立在投资银行与商业银行的区别基础之上。投资银行与商业银行在业务来源、业务范围、资金来源和运用、金融职能、利润来源与构成以及管理方式上，均存在着本质差别。

1.2.1 本源上的区别

商业银行的负债业务（包括存款负债业务和借款负债业务）是其开展资产业务的前提和基础，而投资银行主要负责对委托人的委托资金进行经营管理或代理投资。

负债是商业银行资金来源中最主要的部分，包括活期存款、储蓄存款和其他定期存款。活期存款基本上是商业银行资金来源中最大的部分，而定期存款只有在各家商业银行发行大额可转让存款单(CDs)，并由于其具有良好的流通性后，才能得到迅速增长。商业银行的贷款业务是商业银行的最主要资产业务，一般占商业银行总资产业务量的一半以上。商业银行的贷款对象不仅有商人和进出口商，而且还有工业企业、农业企业、政府和消费者个人。贷款期限不仅有一年以下的短期贷款，而且还有一年以上的中长期贷款。贷款的担保形式不仅可以是以传统的商业票据、财产和有价证券作为抵押品，而且还可仅以担保人的保证，或者无需担保人，只凭借款人本身的信用进行贷款。实际上，贷款业务不仅是商业银行资产业务的主要部分，而且是商业银行整个业务的核心。由于商业银行的资金来源主要是客户的存款，存款的前提是能够随时提取或兑付，因此银行必须保持资产迅速复现的能力，以适应资金来源的流动性；同时也要求银行能随时以较低的成本获

取便利的资金，以适应商业银行业务发展的需要。因此，保证资产和负债的流动性是商业银行的一个主要经营目标。这些均产生于商业银行的本源，又在此本源基础上获得进一步发展。可以说，商业银行本质上就是存贷款银行。

投资银行是个起步晚、发展快、起伏大的行业，其业务包括证券一级市场、二级市场、项目融资、公司理财、资金管理、资产证券化，以及风险投资、金融工具创新等方面。但是，证券承销业务是投资银行业务中最核心的一项业务，是投资银行之所以成为证券市场心脏的关键。一方面，没有投资银行，证券的发行就不可能顺利或根本不能实现；另一方面，若不承购发行新的股票和债券，流通市场上就失去了必要的金融工具。因此，投资银行是证券市场的主角和关键环节，而证券承销是投资银行业务的轴心。从本质上讲，投资银行就是证券承销商。

1.2.2 业务上的区别

商业银行主要开展负债业务、资产业务，以及由此派生的中间业务和国际业务。作为负债业务，其主要来源于各类存款和借入款，再加上自身股东产权、发行金融债券和一定的派生存款创造的信用，形成商业银行的资金来源；作为资产业务，包括现金、固定资产、贷款和证券投资等四个方面，而其中贷款和证券投资形成商业银行的主要资金运用。按照巴塞尔协议精神，资产负债比例管理是商业银行业务管理的核心，而其中商业银行的资本充足率应达 8% 为好，其中核心资本充足率应达 4%。资产业务、负债业务和资产负债管理，成为商业银行业务和管理过程中的核心问题。

作为投资银行，其狭义业务主要是指证券承销和证券经纪业务，广义业务则包括项目融资、公司理财、资金管理、资产证券化、金融工具创新与运用等方面，其业务的主要特征是作为一个

证券中介机构，通过发行和交易证券形式，为投资者和筹资者融通资金。投资银行的资金来源有三块：自有资本金、借入款和客户交易买卖保证金。资金运用除了保持一定的现金头寸之外，主要在于固定资产的购置、更新和投资。因此，从投资银行业务特点与资金来源及资金运用状况来看，它并没有明显的类似商业银行一样的资产负债管理特征。

1.2.3 功能上的区别

商业银行对筹资者行使的是间接融资职能，即商业银行从存款者那里获取资金来源，再向贷款者实施资金运用。对筹资者而言，他是向商业银行借款，并不直接与存款者发生关系，因此债权债务及风险大小，是由商业银行与筹资者承担的。

投资银行则不一样，它在筹资者需要资金时，帮助其发行债权凭证，且此债权凭证均为资金盈余者所能接受的企业债券、股票以及各种政府债券等。这种由资金盈余者购入资金筹资者所发行的债权凭证的方式而进行的融资就是直接融资，投资银行在其过程中充当了咨询、策划与操作的中介作用。在一般情况下，这种直接融资方式所进行的资金盈余与资金亏损的调剂，都是通过投资银行的操作在证券市场上进行的，因此证券市场是直接融资的核心，投资银行是直接融资的中介。随着市场经济的发展与深化，金融市场间接融资的比重将相对减少，直接融资的规模将越来越大，因而投资银行的直接融资地位，也将起着越来越重要的作用。

1.2.4 利润来源上的区别

商业银行的利润来源于三部分，首先是存贷款利差，其次是资金营运收入，最后才是表外业务收入。而投资银行的利润也主要来源于三部分：一是佣金，包括一级市场上承销企业债券和股

票获取佣金，二级市场上作为证券交易经纪收取佣金，金融工具创新中资产及投资优化组合管理中收取佣金。佣金是投资银行业务中的主要利润来源。二是资金营运收益，包括投资收益与其他收入，是投资银行参与债券、股票、外汇、掉期以及衍生金融工具投资和资金对外融通而获取的收入。三是利息收入，既包含了证券抵押贷款的利息收入，又包括了保证金存差的利息收入。

比较而言，第一，从二者利润来源的排列顺序看，投资银行的基础收入在于佣金，商业银行的基础收入在于存贷差。虽然在利润来源中商业银行也有表外业务收入，但其所占比重通常是排列在商业银行利润收入的第三块，即最后和最小的位置，这与投资银行佣金收入排列在投资银行利润来源首位完全相反。第二，从利润构成的中心来看，投资银行的利润中心通常也是在佣金上，而商业银行的利润中心则通常在利差上。第三，从利润来源的各项具体内容来看，二者差别也较大：就佣金而言，投资银行佣金重点在证券承销和证券经纪业务方面，而商业银行佣金重点来源于与商业银行存贷款业务相联系的表外业务上。就资金营运而言，商业银行资金营运收入主要来自贷款业务和证券投资。其中，后者主要侧重于风险较小、收益较为稳定的国家债券和基金投资上。投资银行的资金通常用于参与企业兼并、包装、上市等方面，其实质是契约式的股权投资。就利差而言，商业银行存款业务可以分为活期、储蓄、定期三种类别，贷款也可分为短期、中期和长期等多种方式，因而利差收入灵活多样。随着股票市场的波动，投资者客户可以随时支取自己的保证金头寸，这就使得投资银行利差来源及收入只能靠存款差，从而显得单一与量少。可以说，商业银行与投资银行在利润来源的基础与比重上，存在着根本差别。

1.2.5 管理方式的区别

商业银行在管理上以稳健为主，取决于负债来源及资产运用。在负债来源中，活期存款和储蓄存款作为短期资金很难长期运用，而借入款大小与期限长短则受金融场所左右；在资金运用中，资产结构以贷款为主，也存在不少风险因素。因而，商业银行无论是从负债管理还是从资产管理上，都应严格按照有关部门管理规则，以稳健为主，商业银行的“安全、效益、流动”六字方针中，安全是第一性的。

投资银行的管理须稳健与开拓并重。之所以要稳健，是由于投资银行在一级市场上承销或兼并、转让中的投资，均属高风险业务，而在二级市场上的经纪，则要随时防范证券市场上的波动以及由此带来的大量提取、挤兑现金的状况。之所以要开拓，在于投资银行的利润来源首先来自佣金，欲获取大量手续费，没有进取精神和优质服务是不行的。此外，证券承销、证券经纪、项目融资、公司理财、资金管理、资产证券化以及金融工具创新等业务，也有相类似的要求，从而构成了投资银行经营和管理的特色。

1.3 投资银行与金融市场

投资银行是世界经济中最活跃的力量之一，它参与了所有种类的金融市场，并在许多金融市场中具有举足轻重的地位。对此，可以用一个简单的表格来概括地介绍投资银行和不同金融市场的关系（见表 1-1）。

表 1—1 投资银行与不同金融市场的关系

金融市场种类	与投资银行的关系
货币市场	<ul style="list-style-type: none"> • 许多投资银行设立了货币市场共同基金,投资于货币市场 • 投资银行购买一些短期证券,以满足其本身证券组合对流动性的需要 • 投资银行是许多商业票据的承销商
债券市场	<ul style="list-style-type: none"> • 投资银行进行债券承销、代客买卖债券,并作为客户顾问建议其买卖何种债券 • 有些投资银行已经成立了专门进行债券投资的基金 • 投资银行为自己的投资组合购买债券 • 投资银行通过发行垃圾债券(高收益债券)帮助其客户从事兼并与收购
股票市场	<ul style="list-style-type: none"> • 投资银行进行股票承销,代客户买卖股票,并作为客户顾问建议其买卖何种股票 • 投资银行为其自身的证券组合购买股票
期货市场	<ul style="list-style-type: none"> • 投资银行作为其客户的顾问,建议其如何利用期货市场进行套期保值防范风险 • 投资银行作为经纪人帮助客户进行期货交易
期权市场	<ul style="list-style-type: none"> • 与期货市场一样,投资银行作为客户的顾问,建议其如何利用期权市场进行风险防范 • 投资银行作为经纪人,帮助客户进行期权交易
抵押市场	<ul style="list-style-type: none"> • 投资银行通过资产证券化业务,使许多金融机构的抵押资产证券化
借贷市场	<ul style="list-style-type: none"> • 投资银行承销某些由发行者资产作为抵押的证券 • 这是商业银行的传统业务领域,但投资银行已经侵入这一市场

1.4 投资银行的种类

1. 超大型投资银行 (Bulge-bracket Firms)

超大型投资银行是指在规模、市场实力、客户数目、客户实力、信誉等方面卓然超群的投资银行，在美国就是指美林 (Merrill Lynch) 摩根·斯坦利 (Morgan Stanley)、第一波士顿 First Boston) 所罗门兄弟 (Solomon Brother) 高盛 (Golden Sachs) 和希尔逊·莱曼兄弟公司 (Hilton Lemon Brother) 6 大投资银行。这 6 家投资银行的资产、资本和负债的状况如表 1—2 所示：

表 1—2 美国六大投资银行的资产结构

单位：百万美元

投资银行	资产总额	股权资本	长期负债
美林公司	9567.0	3225.4	6341.6
莱曼兄弟公司	7499.0	2027.0	5472.0
所罗门兄弟公司	7162.0	4442.0	2720.0
高盛公司	4700.0	2477.0	2223.0
摩根·斯坦利公司	3380.4	2171.5	1208.0
第一波士顿公司	1612.0	707.0	905.0

资料来源：〔美国〕《机构投资者》，1994 年 4 月。

在英国，投资银行习惯上被称为商人银行。和美国相比，英国第一层次的投资银行的实力要逊色得多，它们一般没有实力提供综合性的、全方位的金融服务，无法与美国 6 大投资银行进行全面的抗衡。实力最为雄厚的英国著名投资银行有华宝 (S. Warburg)、罗斯柴尔德 (Rothschild)、罗伯特·弗莱明 (Robert

Fleming) 和施罗德 (Schiroders) 等。

在日本, 投资银行一般被称为证券公司。居于日本投资银行业第一层次的有野村、日兴、山一和三和 4 家证券公司。它们规模很大, 其资本金额、职工人数、业务范围、业务量、客户数目和实力等均居日本证券公司的前 4 名, 是日本证券业的支柱, 也是国际投资银行界的实力机构。

2. 大型投资银行 (Major Bracket Firms)

大型投资银行是指虽提供综合性服务, 但在信誉、实力上均低于超大型投资银行的全国性投资银行。在美国是指佩尼韦伯 (Painewebber)、培基 (Prudential)、迪恩·威特·莱诺德 (Dean Witter Reynolds)、哈里斯·阿海姆 (Harris Upham) 等投资银行 (参见表 1—3)。

表 1—3 美国资产总额前五名的大型投资银行

单位: 百万美元

投资银行	资产总额	股权资产	长期负债
佩尼韦伯集团	1552.9	895.9	657.0
迪恩·威特·莱诺德	1405.0	908.0	497.0
比尔·斯蒂恩斯公司	1387.7	1004.3	383.4
哈里斯·阿海姆	1012.0	773.0	239.0
多纳逊, 卢佛基与詹里特	919.0	294.0	625.0

资料来源:〔美国〕《机构投资者》, 1991 年 4 月。

3. 次大型投资银行 (Submajor Bracket Firms)

次大型投资银行是指一些以本国金融中心为基地, 专门为某些投资者群体或较小的公司服务的投资银行。它们一般规模较小, 并在组织上常采取合伙制。

4. 地区性投资银行 (Regional Firms)

地区性投资银行指专门为某一地区的投资者和本地区中小企业或地方政府机构服务的投资银行。它们一般都不设立金融中心，而且信誉和实力都比较薄弱。

5. 专业性投资银行 (Specialized Firms)

专业性投资银行是指专门在某一业务领域进行经营的投资银行，如仅经营买卖钢铁、高科技、银行等行业证券的投资银行。

6. 商人银行 (Merchant Bank)

在美国，商人银行是指专门从事兼并、收购等其他筹资业务的投资银行。美国著名的商人银行有黑石集团 (Blackstone Group) 瓦瑟斯坦·潘里拉公司 (Wasserstein Porella & Co.) 等。

在这些投资银行中，第一、第二类是一国投资银行业的核心。它们掌握着几千亿美元的财产，在一国经济和金融中起着举足轻重的作用。

第二章 投资银行简史

2.1 投资银行的起源和早期发展

2.1.1 投资银行的起源

三千多年以前，在美索不达米亚地区，当时某些富有的商人不仅为王公贵族和教会提供贷款，而且还帮助他们管理财产、制定经营策略。由于这些业务活动与今天投资银行的基金管理、咨询服务等业务有着惊人的相似之处，故被称之为投资银行的原始形态。

现代意义上的投资银行发端于英国，时称商人银行或承兑所，是指一些商人通过承兑贸易商人的汇票，对贸易商进行资金融通。在商人银行发展之初，投资银行业务还只是贸易商人的非主营业务，但是随着一些商人逐渐认识到此类业务具有高盈利性，并过渡到只从事此类业务，这才出现了专门从事投资银行业务的商人银行。

2.1.2 18~19 世纪投资银行的早期发展

在欧洲，随着时间的推移和工业革命的扩展，个别商人银行

逐渐开始扩大业务范围，从事一些新的金融业务，如帮助公司筹集股本金，进行资产管理，协助公司融资，以及充当投资顾问等。但是，由于资本市场发展缓慢的限制，直到 20 世纪以后，商人银行业务中证券承销、证券自营买卖、债券市场交易、货币市场交易等业务的比重才有所增大，而商人银行积极参与股票二级市场业务则是近几十年的事。

在美国，投资银行的发展比西欧要晚很多年，到 19 世纪后半叶美国的投资银行才开始从证券承销中逐渐发展起来。投资银行这一活动的开展使广大企业成功地通过发行股票筹措了大量资金，同时也扩大了投资者的范围，增加了市场需求，有效地促进了美国资本市场的发展。

在投资银行的早期发展中，以下几个因素起了突出的作用：证券与证券交易。证券交易及证券交易所的发展，是投资银行迅猛发展的催化剂。1733 年成立的伦敦证券交易所、1792 年成立的纽约证券交易所和 1878 年成立的东京证券交易所等，为各国投资银行的发展提供了广阔的天地，使投资银行逐步奠定了其作为证券承销商和证券经纪人在证券市场中的突出地位。战争。在战争期间，各国政府发行了各种各样的临时债券和中期债券。在发行债券进行筹资的过程中，投资银行作为中介机构起了重要作用，同时通过经营批发业务、安排证券发行、进行证券承销等，投资银行的自身业务也得到了飞速发展。股份公司。股份公司是资本主义经济发展的必然产物，它在 16~17 世纪随着西欧各国海外贸易和殖民扩张的进行而兴起，并在 18~19 世纪逐步完善和发达。股份制的出现，为西方经济体制带来了一场深刻革命，也使投资银行作为企业和社会公众之间资金中介的作用得以确立。基础设施。资本主义经济的迅猛发展，给交通、能源等基础设施造成了巨大的压力，为了缓解这一矛盾，18~19 世纪欧美掀起了建设基础设施的高潮。在此过程中，资金需求十分巨大，这是

何个人无能为力的，于是投资银行业务在筹资过程中得到了突飞猛进的发展。企业兼并。资本主义的发展始终伴随着企业之间的兼并与联合，每一次企业兼并浪潮都给这些国家的工业和国民经济带来了前所未有的巨大影响，推动了世界经济向前发展。投资银行在这个过程中，不仅拓展了其在收购、兼并方面的顾问业务，而且获取了可观的利润。

1929 年以前的经济持续繁荣带来了证券业的发展，但同时也把西方主要证券市场的繁华交易变成了一种狂热的货币投机活动。当时，投资银行与商业银行并没有严格分开，商业银行凭借其雄厚的资金频繁涉足于证券市场，甚至参与证券投机。同时，各国政府对证券业没有专设管理机构，也没有制定有效的法律来规范证券业的发展，对证券市场中极为猖獗的操纵价格，欺行霸市的行为置若罔闻，熟视无睹。这一切都为 1929-1933 年的金融和经济危机埋下了祸根。

2.1.3 1929 ~ 1933 年的投资银行

1929 年 10 月 28 日 纽约证券交易所的股票平均价格指数大幅下跌，拉开了整个世界 30 年代大萧条的序幕。在此之后，股市狂跌不止，陷入崩溃状态。从股市崩盘到 1932 年，世界经济一直呈螺旋型下降，经历了空前持久和深刻的经济危机。在这场危机中，无数银行、工厂破产倒闭，成千上万的工人失业，数以亿万计美元的财富付诸东流，生产停滞甚至回到 19 世纪。投资银行不可避免地成了这一史无前例灾难的受害者，无数投资银行倒闭，证券业极度凋敝萎靡。

当时的美国金融界普遍认为，30 年代波及西方世界的经济大危机，主要起因于银行拿短期资金去从事长期投资的冒险。一旦处于全国经济和金融核心的银行倒闭，整个经济便不可避免地陷于崩溃。于是，他们提出了“分业经营”的原则，即商业银行主

要从事短期业务，投资银行专营证券的承销及交易等长期业务。为此，美国国会通过了《1933年银行法》其中第16、20、21和32条集中对证券投资活动的布局和渠道作了大规模调整，制定了证券投资活动的根本原则。这些原则通常被称作《格拉斯—斯蒂格尔法》(Glass Steagall Act)。它将商业银行业务和投资银行业务截然分开，从而在根本上确立了投资银行的概念及其在国民经济中的地位。同样，英国也认识到了投资银行与商业银行混合经营、混合管理的缺陷，于1933年将投资银行和商业银行业务分开，实行分业管理。自此，一个崭新的、独立的投资银行业在大危机中崛起。

投资银行和商业银行分业经营之后，许多既从事商业业务又从事投资银行业务的大银行将两种业务分离开来，成立了专门的投资银行和商业银行。例如，著名的摩根银行便分裂成两大银行，其中摩根·斯坦利银行成为专门的投资银行，而J.P. 摩根银行则成为专门的商业银行。还有些银行根据自身情况挑选一种业务而放弃另一种业务，成为专门的投资银行或商业银行。例如，花旗银行和美洲银行成为专门的商业银行，而所罗门兄弟公司、美林和高盛等则成为专门的投资银行。

2.1.4 1933年以后的投资银行

1929~1933年大危机之后，世界证券业乃至世界经济开始复苏，沉寂多时的投资银行又重新活跃起来。《格拉斯—斯蒂格尔法》及其后的《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1938年玛隆尼法案》、《1940年投资公司法》、《1940年投资顾问法》等一系列法规为促进证券业的发展，规范金融机构的行为，保证金融市场的秩序发挥了重要作用，投资银行业也由此成为西方立法最健全的行业之一。然而，好景不长，第二次世界大战的爆发再次使欧洲、日本的投资银行发展遭受重创，惟有远离战场的美国投