

## 第一章

# 投资银行与证券市场



# 投

资银行的发展离不开证券市场，实际上投资银行正是在证券市场发育到一定程度就自发产生对投资银行业务的需求，而投资银行的健康发展又必将促进证券市场的规范化发展的步伐，两者的关系是相辅相成的。

## 股份公司与证券

投资银行运作一个主要业务内容就是证券的承销与包销及证券交易，这主要涉及到股票的发行与流通。股票的发行与流通是资本社会化的一种具体形式，产生这种形式的基础是现代大工业的重要组织形式——股份有限公司。

股份制的起源首先和贸易的兴起、分散风险的要求联系在一起。早期地中海沿岸的商人发展海外贸易，需要巨额资本、承担巨大风险，于是出现了一种从事海上贸易的经济组织，通过这种组织既可筹集资金，又可使投资者少担风险，投资者则以分享盈利为条件，将自己的资本预付给商人去经营。起先投资者对该商人的经营方针、方法等方面作出种种干涉，后来发现这种做法利少弊多，就慢慢退出经营

管理，只承担出资的责任和分利的权利。这种集资入股的形式就是股份公司的早期形态。但是它还带有浓厚的家族色彩，一旦经营失败，则要负连带清偿责任，故它具有无限责任的性质。

最初真正意义上的股份公司是从欧洲海外贸易公司成长起来的。15世纪末，地理大发现推动了世界经济发生了巨大变化，西班牙、葡萄牙、英国、荷兰等国为争夺海外殖民地的贸易战异常激烈，加上殖民地人民的反抗，海外贸易远非少数个人所能经营。为了获得巨额海外贸易利润，必须具备两个条件：一是需要君主特许而给予政治上的庇护；二是需要聚集起强大的经济实力。于是1553年英国成立了进行海外贸易的“莫斯科公司”，主要对俄罗斯贸易。公司筹集240股，每股25英镑，每个入股者只投资其中一部分，以共担风险。公司以一次航行为结算周期，每次航行完成后即发放股利，同时连股本一并发还，愿入者重新入股。1600年，英国成立了当时最大规模的“东印度公司”，拥有股本6.3万英镑，在公司里，个人的投资作为股份为自己持有，公司的资产由各股东共同选举产生的会员来经营管理，股东的个人财产与公司财产严格区分开来，股东对公司的债务仅以其出资额为限，不负连带清偿责任。

从16世纪中叶到17世纪，英国先后成立的这类公司有近50个。法国、普鲁士、荷兰等国也陆续产生过一些与股份公司性质相似的公司。伴随着这些公司的活动，1613年荷兰成立了世界上最早的证券交易所，这意味着股票市场的诞生。差不多同时，公司是独立法人的观点在英国得以确立，1635年东印度公司发生危机后，股份公司的有限

责任制度开始建立。这些都为股份制的进一步发展创造了外部条件。马克思指出：“这些公司就是现代股份公司的先驱。”

早期的股份公司连本带利都偿还，后来应经济发展要求，在英国于 1657 年产生了一种较为稳定的股份公司组织，趋向长期投资。信用的发展为这种组织奠定了基础，这样，近代的股份公司地位开始确立：股份不能退股，只能转让，即公司所有者可以不断地变化，但公司只要不破产就可永远继续存在下去。股票开始定期发放，股票交易市场也已开始出现。世界最早的证券交易所是 1613 年在荷兰开设的阿姆斯特丹交易所。英国在威廉三世时期出现了非正式的证券经营活动，1773 年在伦敦乔纳森咖啡馆正式成立了英国第一家证券交易所，即伦敦证券交易所的前身，1802 年 3 月在英格兰银行附近，伦敦证券交易所新大厦落成开业，1853 年伦敦证券交易所大厦重建，业务进一步扩大。

18 世纪中叶在伦敦证券交易市场上进行证券交易的主要是英格兰银行、南海公司和东印度公司的证券，其它公司的证券交易是在非正式的地方性证券市场上进行的。到 19 世纪中叶，非正式的地方证券市场逐步走向正规，1827 年利物浦证券交易所建立，1830 年曼彻斯特证券交易所成立，1836 年铁路股票盛行，地方证券公司迅速发展，1885 年地方证券公司有 12 家，1914 年增加到 22 家。同时，英国证券市场的发展已达到制度化和组织化的程度，而且，伦敦证券交易所也已成为世界证券市场的中心。

美国证券市场的发展，最初是以美国的战时国会在独立战争中发行的各种各样的中期债券和临时债券为开端。

这些债券的发行和交易形成了最初的证券市场。美国的证券交易首先是从费城、纽约开始的，其后在芝加哥、波士顿等大城市扩展开来。1754年，一批从事证券买卖的商人在费城成立经纪人会。随着证券发行和交易规模的扩大，1790年美国第一个证券交易所——费城证券交易所诞生。1792年5月17日，纽约24名经纪人在华尔街一株梧桐树下聚会，商订了著名的“梧桐树协定”，规定了公众委托交易收取手续费佣金的最低标准和经纪人之间进行交易的规则等等。1817年，参与“梧桐树协定”的证券经纪人通过一项正式章程，共同组建了“纽约证券交易会”。1863年更名为“纽约证券交易所”。随后，美国的工业革命开辟了证券市场发展的广阔前景，证券市场上公司股票取代了政府债券的重要地位，公路股、铁路股、运输股和矿山股纷纷涌现，银行股和保险公司股也开始露面，股票交易盛行。特别是1830—1840年，美国投资银行的崛起和发展，拓开了经营新证券的发行、承销和向国内外投资者推销证券业务的广阔领域。

欧美国证券市场的兴起基本上是从债券市场开始的，即由于国债的大量发行引起了证券市场的发展。19世纪末到20世纪上半叶，由于股份公司的大量涌现，股票市场才进入了繁荣发达阶段。虽然在发行市场上，债券的发行量大于股票的发行量，然而在流通市场上，股票的交易量则远远超过了债券的交易量，并且由此引起整个证券市场的交易重心由发行市场转向流通市场。

股份公司的发展，直接决定着证券市场的规模与发展程度。现代大工业中产生的新兴产业以及为大工业服务的

基础产业部门，如铁路、电力等，大大地提高了生产社会化的程度和资本集中的规模，单个资本既难以筹集现代大工业所需要的巨额资金，也无力承担巨额投资所带来的风险。在这种情况下，单个资本的有限性与生产社会化规模扩大的矛盾日益扩大和日益尖锐，股份公司的组织正是这种矛盾发展的产物，它具有资本共筹与风险共担的特点，顺应了大工业发展的需要，因而一问世就显示了强大的生命力。

从 19 世纪末到 20 世纪初欧美资本主义各国相继进入垄断时期，以科学技术进步为背景，推动了资本的积累和集中。在资本积累的过程中，股份公司中充分发挥其特点，获得了广泛的发展。股份公司经过发行股票、公司债筹集资本，并随着公司的合并发行新股票，通过囤积股票参与合并，迅速地将资本集中起来。马克思是这样来描述 19 世纪后半叶股份公司发展过程的：“首先是巨额投资的铁业（在此以前是采矿业，不过还没有股份企业的形式）。然后是化学工业，以及机器制造厂。在大陆，有纺织业……然后有托拉斯。这种托拉斯创立了实行共同管理的大企业……普通的商号只是越来越成为一种使营业扩大到足以建立股份公司地步的准备阶段。”在美国股份公司的发展是与工业化过程中主导产业的发展紧密相联系的，工业化早期的主导产业是铁路、公路、电气、煤气、自来水、通信等公益事业接着是钢铁、汽车、石油等产业的兴起，第二次世界大战后期是电子、信息、宇航、生物工程等新兴产业的确立。美国进入垄断资本主义阶段以后，股份公司的发展尤为迅速：本世纪第一个 10 年建立股份公司 5 万家 第二个十年建立 6.4 万家 第三个 10 年则建立 8.6 万家，到 1930 年美国 90% 的

资本均处于股份公司的控制之下。第二次世界大战后，股份制发展进一步加快，1962年，美国股份公司数量达到428万家，1963年，美国股份公司数量达到132.3万个，占了企业总数的80%。仅1982年，美国发行股票量就有115万亿美元，占当年国民收入的75%。同时，股份制企业规模也在不断扩大，仅美国发行股票亿股以上的公司就有近百家，如AT&T股票发行量达10.69亿股，IBM的股票达6.15亿股。

## 投资银行的兴起

投资银行是专门管理对工商企业的投资和提供长期信贷的机构，它是证券发行者和投资者的中间人，属“证券推销商”性质，有时它也用自己的资金购买证券，从而取得证券的所有权。投资银行的组织形态多种多样、名称各异，各国的情况也不一样，主要有以下几种：证券公司、商人银行、投资公司、金融公司、实业银行、控股公司。然而具体的投资银行并不冠之为“银行”或“投资银行”而是称之为“公司”。其中有些投资银行除经营上述投资业务外也经营其他业务。

美国投资银行产业于十九世纪，它是由投资商演变而来的，这些投资商主要从事政府债券的贴现业务。例如美国也是世界最大的投资银行——美林公司创建于1820年，是由“船用杂货商兼一般代理商”发展而来的。据统计，美

国现有 2500 家投资银行，为筹集长期资金和工业投资服务。

美国现代投资银行的职能主要是集中为企业筹集资金和经销证券。投资银行充当证券发行者和投资者的中介人：一方面通过代理证券发行和承销证券业务，帮助公司、企业筹集长期资金，另一方面将承销的大宗证券以小额形式转售给企业或个人投资者，并代理投资者的买卖。

在美国，投资银行所执行的经济职能主要是稳定美国资本市场体系，投资银行是销售证券所获资金的使用者和投资公众之间的中介者。通过投资银行公司和成长企业可以从各种资金来源中得到新的长期资本，这些来源包括保险公司、投资基金、养老基金和投资公众。投资银行的职责是帮助融资者确定最合适的融资形式，确定债券利率，总体上建立良好的融资形式。投资银行有责任对证券发行者和将被发行的证券进行全面调查，并对发行公司进行投资判断与分析。除此之外，投资银行有责任在新证券销售后及时通知购买者以保持一个稳定的持续的市场。因此，投资银行在经济活动中为资本的形成发挥了重要的作用，它给由于经营和经济增长需要资金的经济实体提供了资金融通渠道，并且从金融市场中获得资金，从而将储蓄者的资金迅速地转移给资金使用者。

投资银行独立于经纪业之外活动，但是许多国家大型经纪行具有与投资银行一样的作用和业务。典型的经纪行是为了获得佣金从事经营，对客户活动的后果不负责任，他们的业务是为客户利益实施指令。当然，经纪人对客户的成败颇为注意，因为未来的业务依赖于前项交易的结果。

在英国，投资银行称之为商人银行。商人银行主要设立于伦敦，20 世纪 80 年代初共有 50 余家。商人银行已有近二百年历史，本来这种机构都是从事进出口的商人，其中有些较大的商人因财力逐渐增强而在国际上取得了信誉。于是一些信誉不够的小商人就请他们担任汇票的承兑人，久而久之，这些大商人就放弃了商业经营，专门从事票据承兑和资金融通，变成了商人银行。除承兑业务外，他们还为客户保管证券，替一些基金会从事投资；作为发行协会的会员，积极从事跨国公司债券发行的咨询，包销和经营管理、从事租赁和代理融资等业务；并且充当兼并经纪人，为公司的合并提供咨询和金融服务等。

投资银行之所以冠之以“银行”二字，但并不是一般意义上的银行。就银行而言，它最主要的业务就是存款、贷款业务，而这些业务投资银行都没有。投资银行的业务，简单说来就是在证券市场上以低价买进新发行的证券，然后以高价卖出，主要是包销，并从中赚取利润。因而从这个意义上我们完全可以说投资银行就是证券推销商。

投资银行之所以还称为“银行”，一方面它的确是金融体系中重要的一员，另一方面也有其历史原因。在 1933 年美国证券法颁布以前，投资银行与商业银行是相互融合渗透的，该法颁布后导致了二者的分离，投资银行专事证券经纪而不再办理存贷业务，但仍然保留了“银行”的名称。实际上具体的投资银行并不称之为“银行”或“投资银行”，而往往称之为“公司”，如美国最大的投资银行——美林公司。

从投资银行主要从事的业务来看，投资银行的起源与

发展同股份制及债券的产生、发展相联系。

债券在历史上最早是以国家公债的形式出现的。早在奴隶社会时期，当时的国家就开始举债，随着国家的职能不断扩大，必然要求它的支出日益增强，光靠税收已不能满足其支出的需要，这时国家就不能不通过借债的方式来获取一部分收入以解决财政上的困难。公元前 4 世纪，古希腊和罗马就有关于国家借债的记载，当时的债权人主要是商人、高利贷者和寺院。到了封建时代，国家借债有了更大的发展，由于战争等原因引起财政支出的增加，许多封建主、帝王与城市共和国不得不经常通过借债的方法来弥补国家财力之不足。但在前资本主义社会，由于商品经济发展水平较低，信用制度不发达，债券发行额也不大，金融体系尚未形成，这时国家债券的发行主要依据自己发行来完成。

债券发行机构的转变是从资本主义制度形成之后开始的。在资本主义社会，由于争夺殖民地的战争、支持海外贸易、发展铁路等交通事业，使国家的开支急速增加，这时国家必须大量发行公债，单靠政府的力量已明显不能满足需要。同时，由于商品经济的进一步发展，信用制度的健全及银行体系的完善，国家越来越倾向于将公债以各种方式委托银行发行，这是因为银行机构遍布各地，从业人员众多，力量雄厚，对金融市场了解充分，是金融业的核心，掌握着市场上的货币供给与需求，这种种的便利使得国家为降低发行成本及减少对经济的影响而将公债的发行委托银行来办理。

投资银行的另一个起源便是股份制度与股份公司的成熟与发展。股份制是商品经济发展到一定阶段的产物，是

社会公化大生产和信用制度发展的结果。从典型规范的形式来说，股份制就是按一定的法定程序，通过发行股票筹集资本 建立法人企业——公司，对生产要素实行联合占有与联合使用，从事生产和经营，并按投资入股的份额参与企业的管理和收益的分配的一种企业组织形式和财产制度。

股份制从萌芽到成熟规范化经历了几千年的逐步演变历程。

股份制可以追溯到几千年前，早在古希腊、古罗马时期，随着商品经济的发展和市场的扩大，独家独户已不能满足社会的需要，为了适应扩大再生产的需要，于是人们便开始协商把各自的工具、作坊、原材料等聚集起来进行合伙经营，按投入的多少进行分配，这可以说是股份制的最初萌芽。但这种合伙经营、共同分配的形式，既没有明确的法规，也没有严格的原则、章程来制约，只是股份制的早期萌芽，它还不是严格、规范的股份制度。

14 世纪开始的欧洲文艺复兴时期，始于意大利，随后扩大到德国、法国、荷兰、英国等欧洲其它国家 由于城市商品经济的发展，资本主义生产关系已在欧洲封建制度内部逐渐产生。在意大利和德国的一些商业城市，出现了先是同族人和亲属共同经营，后来也吸收亲属以外的人参加的商业团体和公司。参加这些商业团体和公司的人，通过契约集中财力，并把公司财产和各自拥有的其它财产分开并独立，向政府登记注册，凭以进行经营，所获利益按投资份额大小进行分配。这已具备股份两合公司和股份合作公司的性质。

在资本原始积累时期，最初的真正意义上的股份公司

在海外贸易中产生。15 世纪末的地理大发现开通了东、西方之间的航线，使世界贸易大为改观，西班牙、葡萄牙、荷兰、英国的崛起，商业战争、贸易大战竞争激烈。海上贸易要远涉重洋，不仅贸易国之间竞争激烈，而且还要与海上风暴、海盗作斗争，再加上殖民地人民的反抗，海外贸易存在着很大的风险，人单力簿是无法经营的，要成功地经营海外贸易，除了国家甚至军队的支持外，还要数额庞大的资本，股份制就应运而生了。英国第一个以合股形式成立的海外交易的特许公司是“莫斯科公司”到 1604 年这个公司有股东 160 人，15 个董事。此时的股票发行由于范围狭窄，股份公司自己足以承担，而且最初的这种合股公司还没有建立完全健全的股份筹集的原则和制度，只是采取入股形式组建的一支远洋贸易船队，这时的股票还不能流通。1600 年建立的英国“东印度公司”是第一个现代意义上的股份公司，该公司以股票方式招股集资，但股票的发行由公司独立承担。股东把全部或部分资本长期留在公司使用，不是一次远航一次退还，公司每年从利润中按入股资本分配一次股息和红利，股份制就这样产生了。

随着商品经济的发展，社会化大生产遍及各个产业部门，股份集资、股份公司的组织形式被广泛地采用，股份制在发展中逐步完善起来。17 世纪上半叶，英国第一次确立了公司是独立法人观点，之后，股份有限公司的有限责任制度就建立了起来。

随着股份制的飞速发展，一方面要求从社会上筹集到的资本越来越多，股权分散化、多元多；另一方面股票的发行需要国家制订专门的法律与机构进行管理，股票的流通

需要专门的场所和人员进行运作，这样 1613 年荷兰成立了世界最早的证券交易所，其后 1733 年英国伦敦证券交易所成立，1792 年美国纽约证券交易所成立，1897 年日本东京股票交易所成立，最初的证券交易所的交易对象主要是债券。自 18 世纪 70 年代以来，由于股份公司的广泛发展和股票的大量发行，股票和债券才成为证券交易所的主要对象。

为了加强对证券市场的管理，1812 年英国颁布了第一个证券交易条例。当时国家债券的发行一般均由银行承担，发行后未被认购的剩余债券由该银行发行部持有，并通过经营政府债券的经纪人随时按市价出售。股份公司股票的发行，由于政府对其的管理，慢慢地由投资证券的发行机构代理发行，这种机构具有某种程度的发行信用，发行者的职能涉及面广，可对发行条件尤其是发行价格提供建议。

起初这些发行机构为银行，随着金融体系的逐步健全，这些机构慢慢地从银行中分化出来。随着非银行的金融机构的成立，普通银行专营信用业务，一些非银行的金融机构则专营证券业务，交易所与证券买卖机构各自分担各自专业任务，正是由于这种专业化的分工，非银行的一些金融机构专门从事证券的发行与买卖，投资银行便宣告产生了。过些证券经营机构在证券市场上不仅代理股票、债券的发行，而且接受客户的委托代理有价证券的买卖，从中收取佣金，同时还运用自己的资金买卖证券，从中赚取利润。随着证券业的发展，投资银行的业务范围也逐渐拓宽，国家公债在证券市场上市流通导致于投资银行也参与政府债券的买卖、参与投资管理、投资咨询等。正是由于这种客观条

件的成熟、客观环境的需要产生了投资银行，它在欧洲的证券市场乃至整个经济生活中扮演着越来越重要的角色。十九世纪欧洲已经形成了几个能够影响和控制各大公司的财务状况和经营成败的大投资银行家族，如巴林家庭、海姆布鲁斯家族和鲁斯查尔德家族。

美国的投资银行业是一个起步晚但发展快、起伏大的行业。最早的投资银行是 1826 年设立的普莱姆——伍德——金公司，这家投资银行是公认的美国投资银行业创始人内萨尼尔·普莱姆创立的。在此之前，他作为纽约华尔街著名的股票经纪人，已经从几十年的证券倒卖倒买中捞了不少抽水。普莱姆——伍德——金公司成立后，便取得了纽约证券交易所成员资格，更重要的是这一机构已不再是仅仅倒来倒去的小小经纪人，而是开始进入批发性发行证券交易的领域。比如某公司准备发行大量的股票或债券，投资银行如果觉得这个公司很有前途，它就要求买进全部即将发行的股票或债券，然后利用其关系和声誉卖给众多的海内外客户，而自己从中赚取差额利润。在这一交易过程中，筹资的公司中筹集到了所需资金，投资银行获取了利润，而投资者则在其后得到了丰厚的利息或红利。由于投资银行信息灵通、判断准确，其声誉也就会越来越高，生意也就会越做越大。

如果说十九世纪初的内萨尼尔·普莱姆是美国投资银行业的创始人的话，那么十九世纪中叶的杰伊·库克则是一个辛迪加领袖式的投资银行家。南北战争前后，库克屡屡成功地以辛迪加首领的身份买下了大量的政府债券，然后率其辛迪加成员公司和众多的推销员向全国销售，为北军

的胜利立下了汗马功劳。南北战争结束后，库克继续把他独创的推销术应用到铁路等大的产业中去，他将北太平洋公司中的股票和债券在欧洲和美国广为兜售。然而在 1873 年的大恐慌中，北大太平洋公司经营的铁路宣告破产，库克出售或手头存有的所有证券猛然变成了废纸，追随库克的投资者们的“黄金梦”被打得粉碎。库克公司（一家投资银行）的信誉一落千丈，只好永远地关上大门。当其时，美国证券市场上一片萧条。

然而萧条并没有持续太久，几年以后海内外的投资者又携带巨额资本涌向这块充满生机的大陆，这又为许多投资银行的复活和成长提供了绝好的机会，相继成长起来的投资银行有纽约的莱曼兄弟公司、克鲁斯公司和库恩——洛布公司，费城的德雷克塞尔公司，波士顿的基德尔——皮博迪公司等。其间最杰出的投资银行家要算 J·P 摩根了。摩根公司最早成立于 1860 年，经过十数年发展，与当时费城最著名的德雷克塞尔公司合并成立了德雷克塞尔——摩根公司。

1879 年，摩根利用他与英国天然的联系在伦敦为范德比尔德所控制的纽约中央铁路公司包售了 25 万股股票。范德比尔德家族拥有美国历史上最早的铁路的主要股票。在这笔交易中，摩根得到的好处远不只是推销费用，威廉·范德比尔德同意了让摩根拥有在中央铁路公司董事会中的代表权以照顾股票购买者的利益，并让他在金融事业上提供咨询和领导。随后，其他投资银行纷纷仿而效之，如库恩——洛布公司的希夫在宾夕法尼亚铁路公司中取得了与摩根在中央铁路公司同样的地位。从此，投资银行家可以左

右金融业、工商业的货币托拉斯时代开始了。

在以后的几十年里，几乎所有大公司的成立与发展都要由一些投资银行“接生”或参与，因为本世纪二十年代以前美国规定发行新证券的公司必须要有中介人。这样在许多行业垄断公司的形成过程中，由于投资银行控制了这些公司股票和债券的发行，这样便导致了投资银行成了不可一世的寡头。如美国国会 1913 年发表的《货币托拉斯调查报告》表明 摩根财团以 摩根公司 投资银行 为核心 控制着美国钢铁公司、通用电气公司等 53 家大公司，资产总额高达 127 亿美元，这些大公司中包括金融机构 13 家，资产 30.4 亿美元、工矿企业 14 家，资产 26.4 亿美元、铁路公司 19 家 资产 57.6 亿美元，公用事业公司 7 家，资产 14.4 亿美元。

第一次世界大战期间，美国的投资银行业得到了长足的发展。战争之初，协约国在中立的美国通过投资银行发行了 20 多亿美元的债券。等到美国参战后，投资银行更是积极参与此事 领导并参加了“自由”债券运动、“胜利”债券运动。同时，还为生产战争物资的私营公司销售证券，这一过程不仅使投资银行发展壮大，而且使许多公众看到了投资于股票和债券是可以赚大钱的，于是，引发了第一次世界大战后的证券市场日益繁荣并膨胀起来。

繁荣和膨胀背后必然潜伏着危机与萧条。1929 年开始的世界大萧条，沉重地打击了所有部门，金融部门更是首当其冲，暴发的投资银行家几乎无一例外地遭受到了沉重的打击。

1933 年对于金融业来说是最具历史意义的一年。美