



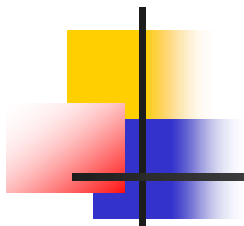
投资银行学

主讲人：Kendro Vincent
(罗秉政)

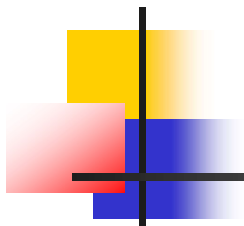


课程内容

- 第一章 投资银行概论
- 第二章 证券发行和承销
- 第三章 证券交易
- 第四章 企业并购
- 第五章 基金管理
- 第六章 资产管理
- 第七章 风险投资
- 第八章 资产证券化
- 第九章 其它业务
- 第十章 投行业的监管



- **教科书：《投资银行学》，戴念念 著。**
- **参考书：**
 - **《并购、剥离与资产重组：投资银行和私募股权实践指南》，Paul Pignataro 著，注册估值分析师协会 译。**
 - **《杠杆收购：投资银行和私募股权实践指南》，Paul Pignataro 著，注册估值分析师协会 译。**



- **推荐读物：**

- **《半路出家的投资银行家》，Jonathan A. Knee。**
- **《摩根财团》，Ron Chernow 著，金立群 译。**
- **《故事与估值》，Aswath Damodaran 著，廖鑫亚，艾红 译。**

- **投资银行相关电影：**

- **《大卖空》**
- **《门口的野蛮人》**
- **《欺诈圣手》**



第一章 投资银行概论

1. 投资银行的含义
2. 投资银行的业务
3. 投资银行的发展史



投资银行的含义

■ 投资银行的称谓

- 美国：投资银行 (investment bank)
 - Goldman Sachs, Morgan Stanley
- 英国：商人银行 (merchant bank)
 - 罗斯柴尔德、Barings bank (ING收购)
- 德国：全能银行 (universal banking)
 - 德意志银行(Deutsche Bank)
- 法国：实业银行
- 日本、韩国、中国：证券公司 (securities firm)



投资银行的含义

- 根据美国标准行业分类(SIC), 银行这一词是指商业银行 (commercial banks), SIC代码602。
- “投资银行” 可能被列入为SIC代码
 - 621 (security brokers and dealers)
 - 622 (commodity brokers and dealers)
 - 67 (holding and other investment offices)
- Morgan Stanley 的 SIC code: 6712
- JP Morgan 的 SIC code: 6021
 - 公司部门组织为: Consumer & Community Banking, Corporate & Investment Banking, Commercial Banking, Asset Management



“投资银行”一词的含义

- 投资银行有以下四层含义：
 - **投资银行 - 机构层次**
 - **作为金融市场中介机构的金融企业**
 - **投资银行业 - 行业层次**
 - **投资银行的整个行业**
 - 投资银行业务 - 业务层次
 - 投资银行所经营的业务
 - 投资银行学 - 学科层次
 - 关于投资银行的理论和实务的学科



金融市场体系

- **金融市场**是指经营货币资金借款、外汇买卖，有价证券交易、债券和股票的发行、黄金等贵金属买卖场所的总称，直接金融市场与间接金融市场的结合共同构成金融市场整体。
- **货币市场**是短期资金市场，是指融资期限在一年以下的金融市场，是金融市场的重要组成部分。
- **资本市场**是长期资金市场，是指证券融资和经营一年以上的资金借贷和证券交易的场所，也称中长期资金市场。



投资银行 vs 商业银行

投资银行

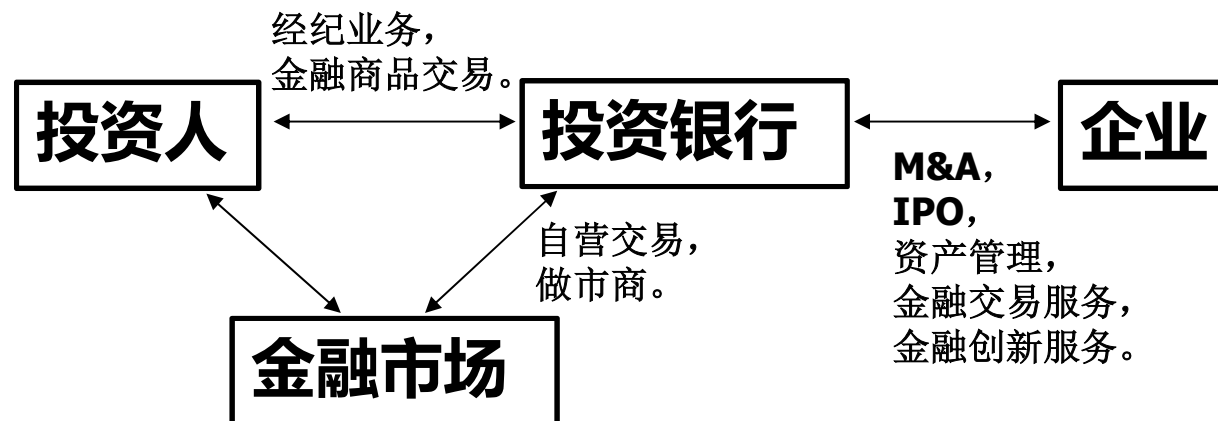
- 主要活动于资本市场
- 投资人与筹资人之间的金融中介机构

商业银行

- 主要活动于货币市场
- 存款人与借款人之间的金融中介机构

“投资银行”一词的含义

- 投资银行 - 机构层次
 - 作为金融市场中中介机构的金融企业





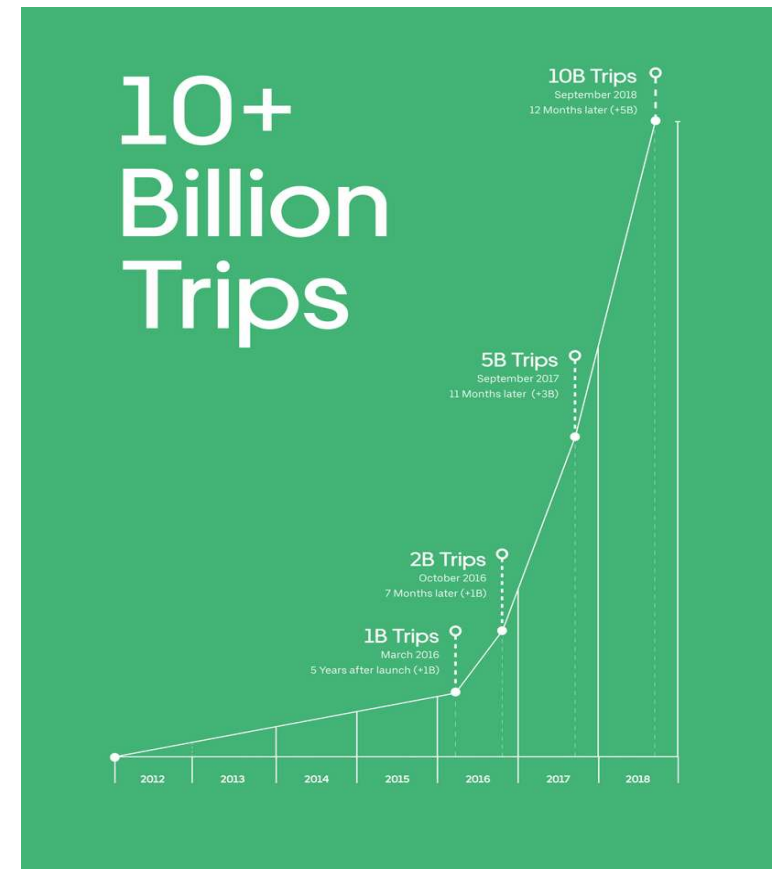
为何需要IPO?

- 其他资金来源:
 - 银行贷款?
 - 向风险投资公司筹资?
- 有些公司选择下市:
 - 中芯国际从纽交所退市 (2019-05-25)

http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-05/25/c_1210143524.htm

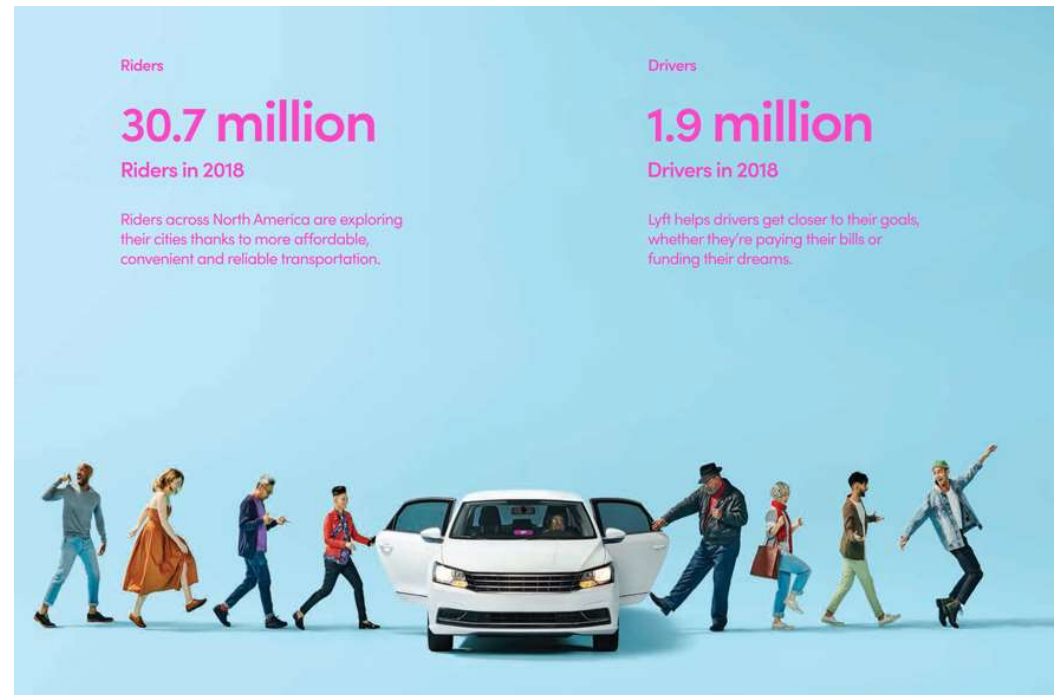
今年受瞩目的股票IPO: UBER

- UBER以每股\$45上市，成功募集\$81亿
- 2018年财务信息：
 - Revenue: \$11.27 billion
 - Net income: \$997 million
 - EBITDA: -\$1.85 billion



今年受瞩目的股票IPO: LYFT

- LYFT 以每股\$72上市，成功募集\$23.4亿
- 2018年财务信息：
 - Revenue: \$2.1 billion
 - Net income: -\$911 million



今年受瞩目的股票IPO





更多的股票IPO

- WeWork
- Robinhood
- AirBnB
- Aramco



IPO基本流程

选择中介机构

涉及的中介机构:

- 1.财务顾问
- 2.土地评估师
- 3.资产评估师
- 4.会计师事务所
- 5.境内外律师
- 6.物业评估师

向证监会或交易所提出申请

- 1.准备登记文件
- 2.填写各种表格
- 3.提交登记
- 4.修改报告
- 5.证监会复核
- 6.通过或中止命令
- 7.交易所复核

路演及定价

证券发行人通过路演，昭示将发行证券的价值，加深投资者的认知程度，并从中了解投资人的投资意向，发现需求和价值定位，确保证券的成功发行。

证券承销与挂牌上市

- 1.发行准备阶段
- 2.签订协议阶段
- 3.证券销售阶段



IPO路演(roadshow)

- 路演必须具备招股说明书 (Prospectus)
 - 广州禾信仪器招股说明书
- 外国公司在美国申请上市时必须填写 Form F-1(美国公司填写 Form S-1)
 - 投资人可以在F-1表格阅读招股说明书
 - Luckin Coffee 的 Prospectus

<https://www.nasdaq.com/symbol/lk/sec-filings>



投资银行 vs 商业银行

- 商业银行的金融中介作用以向借款者提供短期信贷为主，中长期贷款为辅的信贷结构模式作为其实现的方式，而投资银行的金融中介作用则主要体现在帮助筹资者筹集中长期资金为其主要的业务活动上。
- 资金短缺者通过投资银行发行股票和债券以获取资金，对于资金短缺者来说，发行债权和股票所获得的资金具有很强的长期性和稳定性，并且发行手段灵活多样，发行时间、证券种类、期限等可以方便选择，而且有时还可以将证券的回报与企业的经营状况联系起来，在经营状况不佳时可以推迟或减少债息或股息的支付，将资金使用风险分散给提供资金的广大投资者。这一切都是商业银行贷款所不能比拟的。



筹集长期资金：承销政府债券

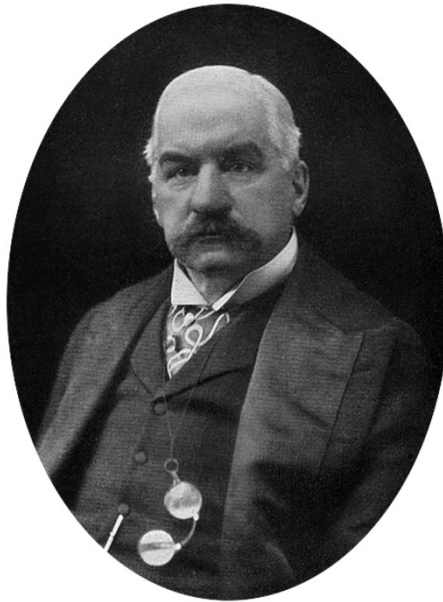
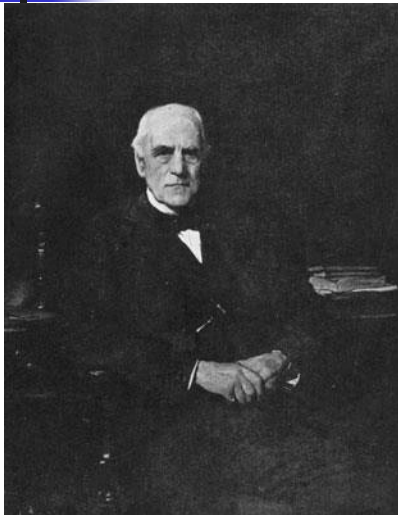
- **1870: J.S. Morgan & Co. (London), sponsors a 250 million gold franc (\$50 million) loan for the French government during the Franco-German War.**
- **J.S. Morgan & Co. 成为全球领先投资银行。**
- **J.S. Morgan & Co. 当时为了消化掉这一巨额国债，采用了一个“辛迪加”(syndicate)，即企业的联合(银行团)，来共同承销这笔国债。**



20世纪前的投资银行

- 18-19世纪海上贸易范围扩大。
 - 荷兰东印度公司发行第一个公开交易的股票
 - Amsterdam stock exchange成为最早的股票交易所。
- 1803年Francis Baring & Co. (Barings Bank前身) 协助美国向法国购买Louisiana（路易斯安那购地案）
- 基础设施建设
 - 1879年 Drexel, Morgan & Co. 承销 New York Central Railroad 股票，且带领辛迪加承销\$40 million Northern Pacific Railroads 债券
 - 电力公司的成立：Edison General Electric Company 与 Thomson-Houston Electric Company的合并

House of Morgan 摩根财团



- In the panic of 1907, JP Morgan gather the nation's largest bankers.
- To stop the ensuing panic, JP Morgan ended up, with immunity from then President Theodore Roosevelt, **purchasing and consolidating Tennessee Coal, Iron and Railroad Company** from its failing investors, Moore and Schley.
- Federal Reserve was established 1913.

The Iron Bank of Bravos

铁银行



- Tycho Nestoris is a banker and an employee of the Iron Bank of Braavos, the largest financial institution in the world.
- Fund the Stannis Baratheon campaign in Westeros.
- Finance the Kingdom's daily operation and fight against the rebellion.



“投资银行”一词的含义

- 投资银行一词译自英文词组 “Investment banking”，有以下四层含义：
 - 投资银行 - 机构层次
 - 作为金融市场中介机构的金融企业
 - 投资银行业 - 行业层次
 - 投资银行的整个行业
 - **投资银行业务 - 业务层次**
 - **投资银行所经营的业务**
 - **投资银行学 - 学科层次**
 - **关于投资银行的理论和实务的学科**



投资银行的定义

- 美国著名金融专家罗伯特·库恩——《投资银行学》，按业务范围大小将投资银行划分为四类。
 - 最广义定义
 - 较广义定义
 - 较狭义定义
 - 狭义定义



最广义投行定义

- 投行业务包括**华尔街大公司**的全部业务，从**国际承销业务**到**零售交易业务**以及其他许多金融服务业（如**不动产**和**保险**）。



较广义投行定义

- 投行业务包括所有资本市场的活动，从证券承销、公司理财到并购及管理基金和风险资本。但是，向散户出售证券和抵押、保险产品等业务不包括在内。
- 最佳投行定义，符合美国投行发展现状



较广义投行定义

- 华尔街投行：
 - BoF Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley.
 - JP Morgan Chase, Wells Fargo, Citigroup.
- 专注向散户出售或买卖证券业务公司在美国也被称为 **broker-dealers**:
 - Fidelity Investments, Charles Schwab, Wells Fargo Advisors.



How does JPMorgan make money?

- **Consumer & Community Banking:**
 - **Consumer & Business banking:** 提供消费者定存与理财服务、中小企业借贷业务、现金管理服务。
 - **Mortgage banking:** 房贷业务。
 - **Card, Commerce Solutions & Auto:** 信用卡业务、车贷、学贷。
- **Corporate & Investment Banking:**
 - **Banking & Treasury Services:** 公司理财顾问、证券承销。
 - **Market & Investor Services:** 做市商业业务 (**market making**)
- **Commercial Banking:** middle market banking, corporate client banking, commercial term lending, real estate banking。
- **Asset Management:** 资产管理。



How does JPMorgan make money?

JPMorgan Chase						
Consumer Businesses			Wholesale Businesses			
Consumer & Community Banking			Corporate & Investment Bank		Commercial Banking	Asset & Wealth Management
Consumer & Business Banking	Mortgage Banking	Card, Commerce Solutions & Auto	Banking	Markets & Investor Services	<ul style="list-style-type: none"> • Middle Market Banking • Corporate Client Banking • Commercial Term Lending • Real Estate Banking 	<ul style="list-style-type: none"> • Asset Management^(a) • Wealth Management^(b)
<ul style="list-style-type: none"> • Consumer Banking/ Chase Wealth Management • Business Banking 	<ul style="list-style-type: none"> • Mortgage Production • Mortgage Servicing • Real Estate Portfolios 	<ul style="list-style-type: none"> • Card Services <ul style="list-style-type: none"> - Credit Card - Commerce Solutions • Auto & Student 	<ul style="list-style-type: none"> • Investment Banking • Treasury Services • Lending 	<ul style="list-style-type: none"> • Fixed Income Markets • Equity Markets • Securities Services • Credit Adjustments & Other 		



How does JPMorgan make money?

Year ended December 31, (in millions)	Total net revenue		
	2016	2015	2014
Consumer & Community Banking	\$ 44,915	\$ 43,820	\$ 44,368
Corporate & Investment Bank	35,216	33,542	34,595
Commercial Banking	7,453	6,885	6,882
Asset & Wealth Management	12,045	12,119	12,028
Corporate	(487)	267	12
Total	\$ 99,142	\$ 96,633	\$ 97,885



较狭义投行定义

- 投行业务只限于**某些资本市场活动**，着重证券承销和并购，而基金管理、风险投资不包括在内，按照公司方针主要用于支持零售业务的研究不包括在内。

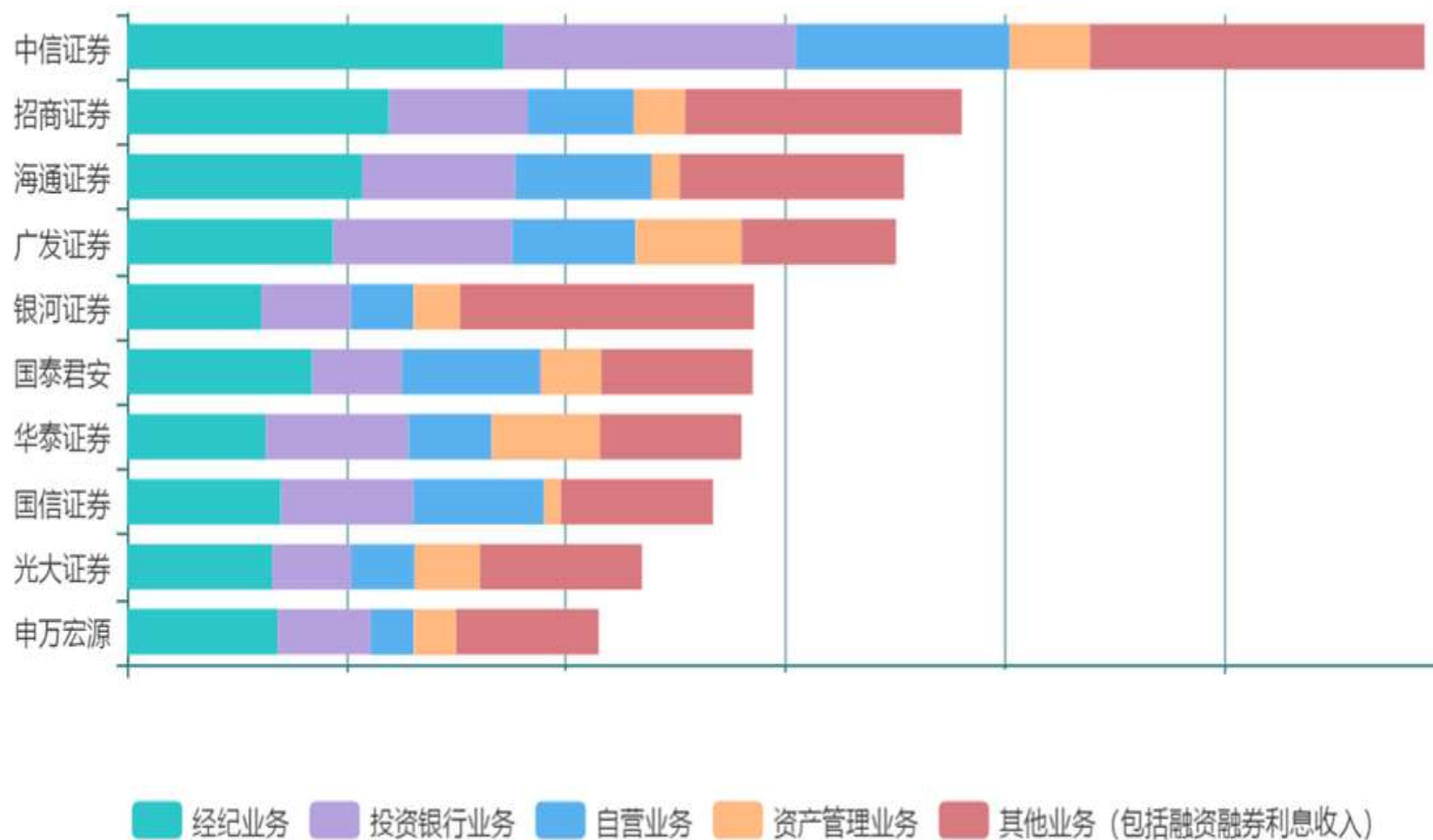


狭义投行定义

- 投行业务回到它过去的原则上，严格限于证券承销和在一级市场筹措资金、在二级市场上进行证券交易。

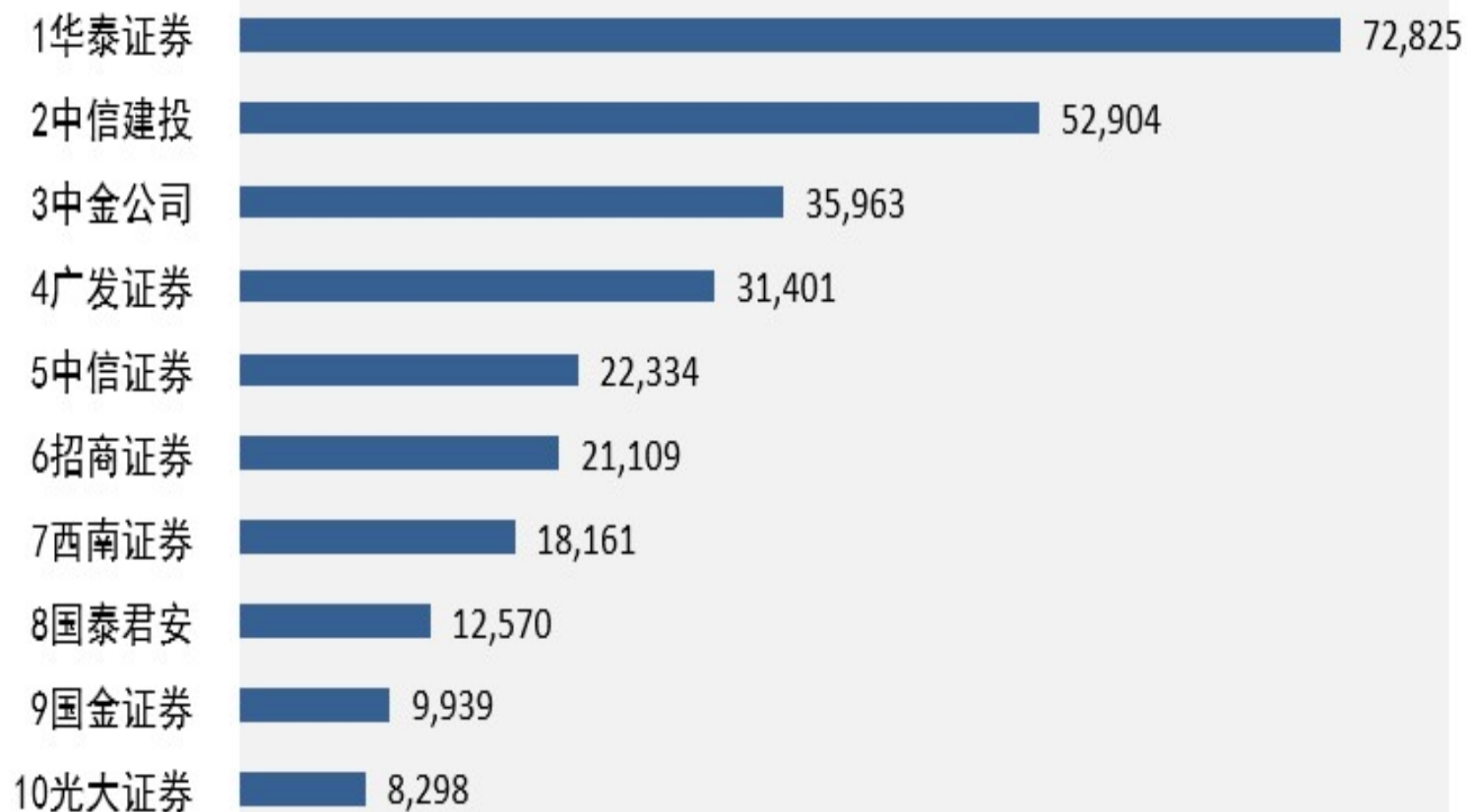


2017年中国十大证券公司业务分布情况



数据来源：中国证券业协会

2017年中国证券公司 并购重组财务顾问业务收入TOP10（万元）



资料来源：根据中国证券业协会《2017 年证券公司经营业绩排名情况》数据整理

2017年中国证券公司 并购重组财务顾问业务收入、营业收入及其占比TOP10

证券公司	并购重组财务顾问业务收入（万元）	营业收入（亿元）	并购重组财务顾问业务收入占营业收入比重
1 中信证券	22334	432.9163	0.52%
2 招商证券	21109	133.5321	1.58%
3 海通证券	8119	282.2167	0.29%
4 广发证券	31401	215.7565	1.46%
5 银河证券	472	113.4419	0.04%
6 国泰君安	12570	238.0413	0.53%
7 华泰证券	72825	211.0853	3.45%
8 国信证券	7632	119.2361	0.64%
9 光大证券	8298	98.3815	0.84%
10 申万宏源	1991	126.6853	0.16%

资料来源：根据中国证券业协会《2017 年证券公司经营业绩排名情况》数据整理



投资银行传统意义上的分类

- 特大型投行
- 大型投行
- 次大型投行
- 地区性投行
- 专业性投行
- 商人银行



特大型投行 (Bulge-bracket Firms)

- 在规模、实力、信誉、客户数量等方面远远超过业内平均水平的投行。
 - 美国——美林、摩根斯坦利、高盛、贝尔斯登、雷曼兄弟。
 - 欧洲——瑞银华宝、德意志银行、瑞士信贷第一波士顿、荷银浩威、里昂信贷。
 - 英国——罗斯柴尔德、施罗德集团。
 - 日本——野村、大和、日兴、山一。



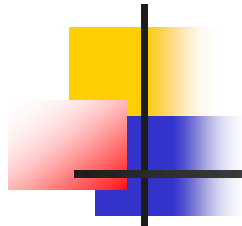
次贷风暴后的美国投行行业

- **2008年3月16日**，美国第五大投行贝尔斯登因濒临破产而被摩根大通以每股**2美元**共**2.362亿美元**收购。
- **2008年9月15日**，美国第四大投行雷曼兄弟公司宣布破产。
- **2008年9月15日**，美国第三大投行美林公司以近**440亿美元**约合每股**29美元**被美国银行收购。其股价从**2007年1月**的每股**97.53美元**最高点至今已暴跌**80%**，与抵押贷款相关业务净损失大约**190亿美元**。过去一星期里，美林的股票贬值**36%**。
- **2008年9月21日**，高盛和摩根士丹利被美联储批准从投资银行转型为银行控股公司。



投资银行传统意义上的分类

- **大型投行**
 - 能提供综合服务，但在实力和信誉上要比特大型投行略逊一筹。
- **次大型投行**
 - 专门为某些投资者群体或较小的公司服务的投行。一般规模较小，多采用合伙制。
- **地区性投行**
 - 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行。
- **专业性投行**
 - 专攻一个或几个重要业务领域，并在这些领域里具有优势。



商人银行

- 在美国，商人银行是指专门从事兼并收购与某些筹资活动的投行。
- 黑石集团（Blackstone Group），1985年成立，专长为杠杆收购，全球最大私募股权基金（private equity fund）。
 - 2007年以高于市价40%收购Hilton Hotels Corp. 将Hilton成为私有公司
 - 2013年重新上市，公司名Hilton Worldwide，成为当时酒店行业最大IPO案。



我国对投行的分类

- 在我国，证券公司是指依照《证券法》和《公司法》规定批准的从事证券经营业务的有限责任公司或者股份有限公司。
- 1999年7月1日施行的《证券法》把我国的证券公司分为“综合类”和“经纪类”两类。
 - 《证券法》第119条规定：国家对证券公司实行分类管理，分为综合类证券公司和经纪类证券公司，并由国务院证券监督管理机构按照其分类颁发业务许可证。



综合类证券公司

- ⑩ 《证券法》第129条：**综合类证券公司**
可以经营下列证券业务：
- (一) 证券经纪业务**
 - (二) 证券自营业务**
 - (三) 证券承销业务**
 - (四) 经国务院证券监督管理机构核定的其他证券业务。**



综合类证券公司

- 《证券法》第121条

设立**综合类证券公司**，必须具备下列条件：

- (一) **注册资本不得低于5亿元人民币；**
- (二) 主要管理人员和业务人员必须具有证券从业资格；
- (三) 有固定的经营场所和合格的交易设施；
- (四) 有健全的管理制度和规范的自营业务与经纪业务
分业管理的体系。



经纪类证券公司

- 《证券法》第130条:经纪类证券公司只允许专门从事证券经纪业务。
- 《证券法》第122条:
 - (一) 注册资本不得低于5千万元人民币;
 - (二) 主要管理人员和业务人员必须具有证券从业资格;
 - (三) 有固定的经营场所和合格的交易设施;
 - (四) 有健全的管理制度。



新《证券法》有关证券公司分类

- 2006年1月1日施行的修订后的《证券法》。
- 《证券法》第125条：
经国务院证券监督管理机构批准，证券公司可以经营下列部分或者全部业务：
 - (一) 证券经纪；
 - (二) 证券投资咨询；
 - (三) 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；
 - (四) 证券承销与保荐；
 - (五) 证券自营；
 - (六) 证券资产管理；
 - (七) 其他证券业务。



新《证券法》有关证券公司分类

- **证券经纪**
 - 促成买卖双方证券交易的中介业务活动，可收取证券买卖佣金
- **证券投资咨询**
 - 为投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问**
 - 为客户提供融资策划、资本运作
 - 并购、资产重组顾问
 - 债券发行顾问、证券资产管理顾问、企业常年财务顾问。



新《证券法》有关证券公司分类

- **证券承销与保荐**
 - 与证券发行人签订证券承销协议，在规定的发行期限内协助发行人推销其所发行的证券的业务活动
- **证券自营**
 - 以证券公司的持有资金进行证券买卖，并从中获取收益的业务活动
- **证券资产管理**
 - 运用客户资产进行证券投资的业务
- **其他证券业务**
 - 接受委托代付代收股息红利业务，代销政府债券



新《证券法》有关证券公司分类

- 《证券法》第127条
 - 证券公司经营本法第一百二十五条**第（一）项至第（三）项业务**的，注册资本最低限额为人民币**五千万元**；
 - 经营**第（四）项至第（七）项业务之一**的，注册资本最低限额为人民币**一亿元**；
 - 经营**第（四）项至第（七）项业务中两项以上**的，注册资本最低限额为人民币**五亿元**。
- 证券公司的注册资本应当是实缴资本。



新《证券法》有关设立证券公司的条件

- 有符合法律、行政法规规定的**公司章程**；
- **主要股东**具有持续盈利能力，信誉良好，最近三年无重大违法违规记录，**净资产不低于人民币二亿元**；
- **董事、监事、高级管理人员具备任职资格，从业人员具有证券从业资格**；
- 有**完善的风险管理**与**内部控制制度**；
- **有合格的经营场所和业务设施**；
- 法律、行政法规规定的和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。



证券公司风险管理能力

(一) 资本充足。主要反映证券公司净资本以及以净资本为核心的风险控制指标情况，体现其资本实力及流动性状况。

主要风险控制指标，是指净资本、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/净资产、净资本/负债、净资产/负债等5项指标。



净资本

- 净资本是指根据证券公司的业务范围和公司资产负债的流动性特点，在净资产的基础上对资产负债等项目和有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。

- 净资本基本计算公式为：

净资本=净资产—金融资产的风险调整—其他资产的风险调整—或有负债的风险调整—/+中国证监会认定或核准的其他调整项目。

- (2016-04-08)证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》将原有净资产比负债、净资本比负债两个杠杆指标优化为一个资本杠杆率指标，并设定不低于8%的监管要求，通过**资本杠杆率、风险覆盖率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标**，构建更合理的风控体系。

- 一) 风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和 $\times 100\%$ 不得低于 100%;
- 二) 资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额 $\times 100\%$ 不得低于 8%;
- 三) 流动性覆盖率=优质流动性资产/未来30天现金净流出量 $\times 100\%$ 不得低于100%;
- 四) 净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金 $\times 100\%$ 不得低于 100%;

- 1、优化资本杠杆率。将原有净资产比负债、净资本比负债两个杠杆指标优化为一个资本杠杆率指标(核心净资本/表内外资产总数)，并设定不低于8%的监管要求。
- 2、指标下降了一半标准。将净资产比负债指标由不得低于20%调整至10%，净资本比净资产指标由不得低于40%调整至20%。
- 3、将流动性覆盖率和净稳定资金率两项流动性风险监管指标由行业自律规则上升到证监会部门规章层面。优化流动性监控指标，强化资产负债的期限匹配。
- 4、对净资本、风险资本计算规则优化，净资本分为核心净资本、附属净资本，金融资产风险调整统一纳入到风险计算。不再重复扣减净资本。将“按业务类型计算整体风险资本准备”调整为“按照市场风险、信用风险、操作风险等风险类型”分别计算。
- 5、完善单一业务风控指标，提升指标的针对性。调整权益类证券计算口径、将衍生品区分权益类和非权益类衍生品，合并融资类业务计算口径等。
- 6、明确逆周期调节机制，提升风险控制的有效性。即证监会可根据证券公司分类监管、行业风险和市场状况，对相关指标的具体计算比例进行动态调整。

总体而言，从原来以净资本为核心的单一风控指标，变成通过风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标，构建更加合理有效的风控指标体系。



证券公司风险管理能力

- (二) 公司治理与合规管理。主要反映证券公司治理和规范运作情况，体现其**合规风险管理能力**。
- (三) 动态风险监控。主要反映证券公司风险控制指标及各项业务风险的动态识别、度量、监测、预警、报告及处理机制情况，体现其**市场风险、信用风险的管理能力**。
- (四) 信息系统安全。主要反映证券公司IT治理及信息技术系统运行情况，体现其**技术风险管理能力**。
- (五) 客户权益保护。主要反映证券公司客户资产安全性、客户服务及客户管理水平，体现其**操作风险管理能力**。
- (六) 信息披露。主要反映证券公司报送信息的真实性、准确性、完整性和及时性，体现其**会计风险及诚信风险管理能力**。



证券公司风险管理能力

- 中国证监会根据证券公司评价计分的高低，将证券公司分为**A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E**等**5大类11个级别**。
 - **A**类公司风险管理能力在行业内最高，能较好地控制新业务、新产品方面的风险；
 - **B**类公司风险管理能力在行业内较高，在市场变化中能较好地控制业务扩张的风险；
 - **C**类公司风险管理能力与其现有业务相匹配；
 - **D**类公司风险管理能力低，潜在风险可能超过公司可承受范围；
 - **E**类公司潜在风险已经变为现实风险，已被采取风险处置措施。



投资银行主要业务

- 证券发行：为企业和政府部门融资、证券公募发行、私募发行
- 证券交易：充当证券经纪商、自营商以及做市商
- 兼并收购：企业兼并、收购、分拆、股权置换方案设计
- 基金管理：证券投资基金设立与证券组合管理
- 资产证券化：资产包的重组与分割、受益权的安排处置
- 风险投资：创业方案设计、风险资本管理、财务顾问和管理顾问
- 理财顾问：财务顾问和投资顾问
- 项目融资：**BOT**融资、项目债券融资等
- 金融工程：衍生工具交易及各种复杂交易结构设计。



Goldman Sachs 组织结构

- 1987年

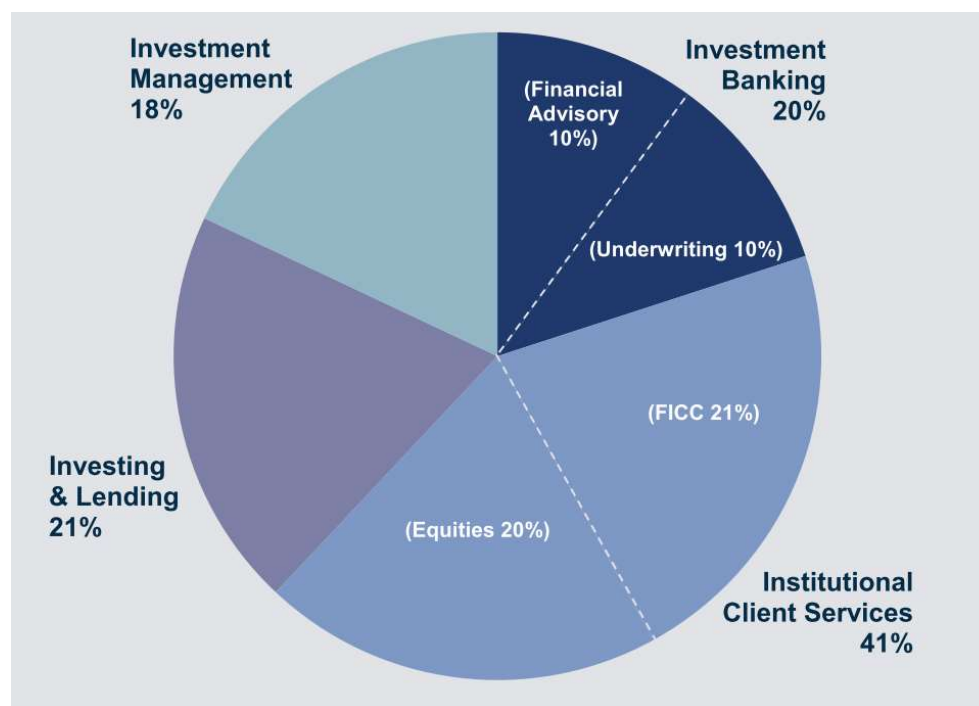
- Investment banking
- Equities (stock trading)
- Fixed income (bond trading)
- Currency and commodities trading

- 2007年

- Investment banking
- Trading and principal investments
- Asset management and securities services

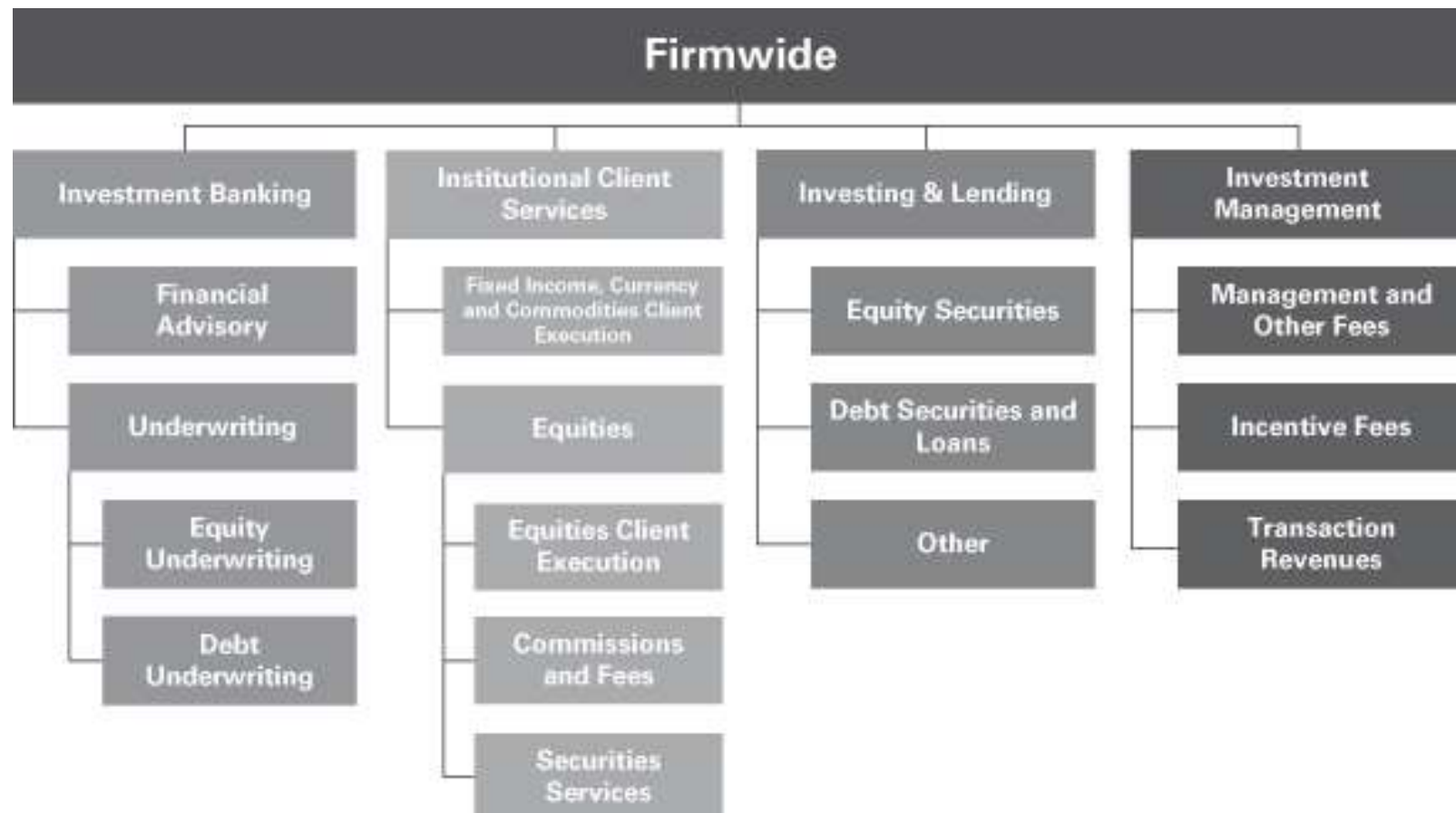
Goldman Sachs 组织结构

■ 2019年第一季度





Goldman Sachs 组织结构





Goldman Sachs 组织结构

- Fixed income, currencies, and commodities (FICC)部门涵盖多样化的金融产品：
 - Credit products: CDS (信用违约互换), 高收益债券。
 - Mortgage-backed securities 与其他资产证券化商品
 - 利率商品：利率期权、利率互换。
 - 外汇与外汇衍生工具
 - 大宗商品、大宗商品衍生工具。
- 不再专注经纪业务
 - “With increasing frequency, investors **no longer want a straight broker**. They want someone to take on the risk of the transaction, and that someone must put up money and possibly suffer losses or make an outsized gain.”



Deutsche Bank 组织结构

全能银行模式

- Corporate & Investment Bank

- Global Markets division: debt sales & trading, equity sales & trading.
- Global Transaction Banking: payments and treasury solutions, integrated FX offerings, strategic advisory, leveraged financing, and liquidity & collateral.

- Private & Commercial Bank

- Asset Management



投资银行业特点

- **创新性**
 - 依照客户需求与市场环境开展业务与产品创新
- **专业性**
 - 必须了解银行可提供的产品，制定解决方案。
- **人际关系技巧**
 - Relationship managers, 也称client executives或senior bankers, 任务为拜访CEO&CFO, 寻找新的客户。
- **道德性**
 - 保守机密、避免利益冲突。



创新故事 (1) —— 互换

- **World Bank(世界银行) 为非营利集团，提供开发中国家贷款，协助基础设施建设。世界银行需要寻找低利率成本的资金。**
- **1981年：瑞士利率8%，相对美国利率17%低很多，不过瑞士政府限制了世界银行可借款金额。**
- **当时IBM拥有许多瑞士法郎计价的债务**
 - **IBM支付瑞士法郎利息不是最有效率做法，且承担高汇率风险。**
- **Salomon Brothers (1998年被Traveler收购，然后Traveler与Citibank合并) 提议世界银行与IBM互换瑞士法郎与美元的现金流。**



创新故事 (2) ——LYON

- **LYON 由 Merrill Lynch 策划，1985年第一次发行**
 - 1990年协助Walt Disney通过LYON筹资\$9.65亿。
- **Liquid Yield Option Note (LYON): 拥有三个特性的零息债券**
 - **Convertible:** 可转换为股票
 - **Callable:** 发行者可选择提早赎回
 - **Puttable:** 投资人可以要求发行者以特定价格与日期购回债券



典型的道德问题: 利益冲突

■ **Madoff**弊案:

- 将近20年来庞氏骗局，Madoff公司一大部分交易都通过JP Morgan。
- 投资人和律师认为如果JP Morgan有提早举报Madoff的不真实交易，投资人损失就不会如此巨额。
- JP Morgan 2014年支付约26亿美金的罚款。



典型的道德问题: 利益冲突

- 以证券分析师为例:
 - **“Chinese walls”**: 投资银行在法律要求和行业规则下都会将其**金融分析部门**和**投资银行部门**隔离开来，这不仅是物理上的隔离，证券分析师们对他们所涵盖公司的研究分析是不能跟投资银行业务有任何牵连的。



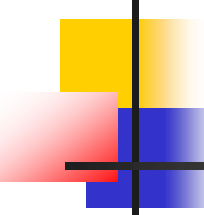
分析师分类

- 分析师可分为卖方(**sell-side**)分析师和买方(**buy-side**)分析师：
 - 卖方分析师通常受聘于投资银行，研究报告公开发布，主要供机构和个人投资者使用。
 - 买方分析师主要在证券投资基金等投资机构工作，研究报告主要供内部投资决策使用。



常见的卖方分析师报告内容

- 盈利预测
- 投资建议，一般分五个等级：
 - 强力买入(**strong buy**)
 - 超越大盘(**outperform, overweight**)
 - 持有(**hold, neutral, market perform**)
 - 落后大盘(**underperform, underweight**)
 - 强力卖出(**strong sell**)




分析师的压力（一）——所在的投行

- 投行对分析师工作的“期望”：增加交易量，从而获得更多的佣金
- 发行公司的管理层希望将承销业务给能够对其股票以高评级的投资银行
- 薪酬制度安排
 - 基于创造交易的能力
 - 基于与其它部门共同完成投行业务的能力



分析师的压力（二）——所分析的公司管理层

- 股价至上
 - 管理层希望并迫使分析师提供对本公司股票的乐观报告
- 管理层的筹码
 - 封杀提供负面报告的证券分析师
 - 投行业务



分析师的压力（三）——机构投资人

- 希望投行分析师可以提供客观研究报告
- 机构投资者的筹码
 - 机构投资者是分析师评级排名最重要的决定者
 - 机构投资者是投行其他业务的重要客户



分析师研究报告的特征

- 乐观偏向

- 分析师倾向于建议“买入”，极少建议“卖出”
- 盈利预测偏高

- 实证研究发现

- 策略**1**：担任承销业务的投行分析师提出“买入”建议时，跟进买入股票。
- 策略**2**：只跟进非承销商分析师的“买入”建议。
- 发现策略**1**的获利显著低于策略**2**



Dot-com 时代的争议

- **2002年众多投行与分析师遭受罚款处罚**
 - 共**10**家投行(高盛、摩根大通、大摩等)罚款金额约**9**亿美元
 - 分析师**Jack Grubman (Salomon Smith Barney)**遭受罚款**\$15m**，分析师**Henry Blodget(Merrill Lynch)**罚款为**\$4m**，两位分析师被禁止从事证券行业工作。



Global Analyst Research Settlements

- **2003**年美国**SEC**、纽约证交所、等相关单位制定“全球分析师研究协议”，目标为解决利益冲突问题。
 - 建立研究部门与投行业务部门之间的“**Chinese walls**”
 - 研究分析部门的预算编制必须独立于其他投资部门
 - 研究部门分析师不准参与**IPO**路演
 - 必须等待**IPO**过后**40**天才可以出具研究报告
 - 投资建议的历史将纳入当期研究报告
- 补充：沙宾法案(**Sarbanes-Oxley Act**)要求揭露分析师所在券商是否与公司之间存在承销业务或其他利益冲突关系



投资银行的职能

- 1、提供金融中介服务
- 2、推动证券市场发展
- 3、提高资源配置效率
- 4、促进产业集中与产业结构升级



1、提供金融中介服务

投资银行

- 机构性质 金融中介机构
- 本源业务 证券承销与交易
- 融资功能 直接融资
- 活动领域 主要活动于资本市场
- 业务特征 价值链长，业务种类多
- 利润来源 佣金和差价
- 风险特征 投资人风险大，投行不定
- 经营方针 坚持开拓与创新
- 监管部门 主要是证券监管当局
- 自律组织 券商协会和交易所

商业银行

- 金融中介机构
- 存贷款和资金结算
- 间接融资
- 主要活动于货币市场
- 价值链条短，业务种类少
- 存贷款利差
- 存款人风险小，商行风险大
- 坚持稳健原则
- 主要是中央银行、银监会
- 商业银行公会



2、推动证券市场发展

- **一级市场 (咨询、承销、分销、代销、私募)**
 - 尽职调查, 扮演信息机构
- **二级市场 (做市商、经纪商、交易商)**
 - 增加证券市场流动性
- **不断开拓新的金融服务领域**
- **提高了证券市场整体的运营效率**
 - 推动健全的金融市场, 降低系统性风险



3、提高资源配置效率

- **资金媒介角色**
 - 替企业家寻找适当的投资人
- **便利政府发行债券**
 - 政府买卖政府债券等，调节货币供应量
- **投资银行并购业务**
 - 促进经管不善的企业被并购或资产重组
 - 经营状况良好的企业迅速发展壮大，实现规模经济效益。



4、促进资本集中与产业结构升级

- **促进产业与金融资本融合和集中**
 - 选择合适对象、时间、价格，以及合理的财务安排等都需要专门知识和技术。
- **帮助朝阳产业的企业发行证券促进产业结构升级**



美国投资银行组织结构的变迁

- 合伙制：早期投资银行的组织形式
 - 有限合伙人：只提供资金，不直接参与决策与经营，以出资额为上限承担有限责任。
 - 普通合伙人：普通合伙人也出一部分资金，并参与经营管理，对经营损失负有无限责任。
- 股份制：现代投行的组织形式。



美国投资银行组织结构的变迁

- **1971**年，美林证券公开发行，在纽约股票交易所上市，揭开了大型投资银行由合伙制向股份制转变的序幕。
- **1981**年，所罗门公司脱离合伙制的轨道，成为公众公司。
- **1986**年，摩根史丹利首次公开发行，在纽约股票交易所上市。
- **1994**年，雷曼兄弟公司在纽约股票交易所上市
- **1999**年，高盛公司完成了公开发行，在纽约股票交易所上市。



美国投资银行监管环境的变化

- **1933年：格拉斯—斯蒂格尔法案**
(Glass-Steagall act)
商银与投银分业经营
- **1999年：金融服务现代化法案**
(Financial Services Modernization Act)
允许投资银行与商业银行混合经营模式
- **2010年：华尔街改革和消费者保护法**
(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)



格拉斯-斯蒂格尔法案

- 1929年股市大崩盘，许多混业银行面临经营危机，发生 bank run (银行挤兑)，金融市场十分混乱。
- 1933年通过Glass-Steagall Act，要求银行分业经营模式：
 - 商业银行不得经营股票发行与交易业务，投行不准经营信贷业务。
 - 投行的经营活动集中由证券监管部门监管，商业银行的经营活动由中央银行监管。
 - Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)成立，保障消费者存款。
- JP Morgan两位合伙人，Henry Morgan 与 Harold Stanley，于1935年决定成立Morgan Stanley，从事投行业务，JP Morgan维持经营商业银行业务。



格拉斯-斯蒂格尔法案的主要规定

- **商业银行可以涉及的证券业务：**
 - **买卖和持有美国政府和联邦政府发行的公债。经批准之后，也可以购买一些州和地方债券。**
 - **最多可以用自有资本的10%进行股票和其他非债券证券的买卖，但是必须经过独立的证券评级机构评级，且级别最低应是BBB级的。**
 - **通过信托业务，可以代理客户进行证券投资和证券买卖。**
- **任何商业银行不能设立从事证券业务的子公司，任何投行也不能设立吸引公众存款的子公司。**



分业经营型投资银行的运作模式的优缺点

- **优点**

- **建立防火墙制度，分散和降低风险；**
- **便于专业化分工协作和管理；**

- **缺点**

- **制约了银行业的发展规模和综合业务能**
- **限制了竞争**



混业经营型投资银行的运作模式的优缺点

- **优点**

- **资源利用效率高**
- **有利于加强信息沟通，提高工作效率**
- **扩大了单个银行的规模，增强了全能银行的竞争实力。**

- **缺点**

- **监管和风险控制的难度加大**



2010年 华尔街改革和消费者保护法

- 目标为实现金融市场稳定性与保护金融产品消费者
- 新成立的机构包括：
 - Consumer Financial Protection Bureau, 保护金融消费者受到诈欺
 - Federal Insurance Office, 监管保险市场。
 - SEC Office of Credit Rating, 监管信用评级公司。
- 提出Volcker rule, 限制银行从事高风险的金融投资, 如不允许银行投资对冲基金、私募股权基金。
- Whistleblower program, 提供举报者奖金。
- 替场外交易建立Central Clearing Parties (中央清算单位)。



国际投行呈现新发展趋势

- 把握好金融创新的力度和节奏
- 完善金融衍生品的定价机制
- 加强金融衍生品审慎监管与风险控制
- 加强证券市场**尤其是场外市场监管**
- 建立科学合理的激励与约束机制



第四节 中国的投行

一、我国证券公司产生的背景

- 由国家级的专业银行或保险公司等金融机构发起设立的股份公司或全资子公司。
- 由地方金融机构入股或出资组建的股份公司或全资子公司。
- 由地方财政系统组建的证券经营机构。
- 全国性的信托投资公司和地方金融机构所属的信托投资公司。



第四节 中国的投行

二、我国证券公司的发展过程

- 1987年—1995年萌芽与初步发展阶段
- 1996年—2001年快速发展阶段
- 2002年—2004年生存困境期
- 2004年8月-2007年8月综合治理阶段
- 2008年至今以净资本为核心建立与完善阶段



萌芽与初步发展阶段(1987-1995年)

特点是证券公司作为证券市场不可或缺的重要组成部分从无到有，迅速扩张，证券公司数目大量增加，资产不断扩大。

- 证券公司发展的起步期，**1987**年我国第一家专业性证券公司——**深圳特区证券公司**成立。
- 我国证券公司发展史上的第一次增资扩股高潮。**1992**年成立**3**家中央军，**工行华夏证券、农行南方证券、建行国泰证券**。注册资本金**10**亿元。
- 一大批证券公司如广发证券、原君安证券、深国投等，通过大规模地增资扩股，注册资本分别达到原来的**2.5**倍至**50**倍，出现了我国证券公司发展史上的第一次增资扩股高潮。
- 截至**1995**年，全国证券公司达**97**家，总资产达**832**亿元人民币。



1996-2001年黄金发展期

- **1999**年开始，证券公司间通过兼并重组和系统内的整合形成第二次增资扩股高潮：达**106**家次。
- **2001**年**27**家平均超过了**10**亿元。
 - 渤海证券以**23.17**亿元的注册资本名列榜首
 - 国元证券、天同证券的注册资本也均超过了**20**亿元。
 - 还有**13**家券商的注册资本在**10**亿元以上。
 - 注册资本金最小的天津一德证券只有**8000**万元。



2002—2004年生存困境期

- 2002年，大部分券商挣扎在盈亏线上，这一年，盈利成为极少数券商的专利。海通证券却出人意料地脱颖而出，当年完成公司发展史上规模最大的一次增资扩股——以私募形式筹集资金**47**亿元，使海通证券以**87**亿元的资本规模，跃上国内最大券商位置。
- 至**2003**年底，证券公司风险集中暴露，资金链面临断裂，社会信誉跌至冰点
 - 当时全行业客户交易结算资金缺口**640**亿元
 - 违规资产管理**1,853**亿元
 - 挪用经济客户债券**134**亿元



2002—2004年生存困境期

- 证券公司间通过**兼并重组和系统内的整合**，证券公司的数量有所下降，但资产规模大大提高。
- 截至2004年年末，114家证券公司资产总值3293.73亿元，净资产669.08亿元，净资本453.41亿元。
- 受市场行情及会计政策变更的影响，2004年度114家证券公司实现营业收入169.44亿元，利润总额为**-103.64亿**，扣减资产减值损失后利润总额为**-149.93亿**，**全行业处于亏损状态**。



2004—2007年综合治理阶段

- **2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》——“国九条”**



2004—2007年综合治理阶段

- 综合治理的具体工作包括九个方面：
 - 一是加快完成摸清底数工作，明确整改措施，并落实责任；
 - 二是加大基础性的制度改革力度，堵塞产生风险的制度漏洞；
 - 三是加强对高管人员和股东的监管，规范高管和股东的行为；
 - 四是实行全面的分类监管，形成有效的日常监管体制；
 - 五是推进行业资源整合，给予相应的政策支持，鼓励优质公司做大做强；
 - 六是及时稳妥地处置高风险的公司；
 - 七是进一步严肃市场纪律；
 - 八是抓紧制定和修改有关的法律法规；
 - 九是持续加强对证券公司的监管。



2008年后

- 2008年，总资产11912.20亿元，净资产3584.81亿元，**净资本2887.40亿元，利润总额597.01亿元。**
- 2012年，总资产1.72万亿元。**资产管理总规模1.89万亿元**，业务净收入26.76亿元，分别较2011年增长569.96%和26.64%。
- 2013年，115家证券公司总资产2.08万亿元，净资产7538.55亿元，**净资本5204.58亿元。净利润440.21亿元**，104家公司实现盈利，占证券公司总数的90.43%。



2008年后

2014年119家证券公司

(一)总资产4.03万亿元，平均总资产339亿元。

(二)净资产**9046亿元**，平均净资产76亿元。

(三)营业收入2554亿元，平均营业收入21亿元。

(四)净利润**948亿元**，平均净利润7.9亿元。



2008年后

2015年125家证券公司

- (一) 总资产为6.42万亿元
- (二) 净资产为1.45万亿元
- (三) **净资本为1.25万亿元**,客户交易结算资金余额(含信用交易资金)2.06万亿元,托管证券市值33.63万亿元,受托管理资金本金总额11.88万亿元。
- (四) 营业收入5,751.55亿元,各主营业务收入分别为**代理买卖证券业务净收入2,690.96亿元、证券承销与保荐业务净收入393.52亿元、财务顾问业务净收入137.93亿元、投资咨询业务净收入44.78亿元、资产管理业务净收入274.88亿元、证券投资收益(含公允价值变动)1,413.54亿元、利息净收入591.25亿元**
- (五) **净利润2,447.63亿元,124家公司实现盈利。**