

从高盛投行业务创新看国内券商投行服务转型

翁媛媛

(国信证券博士后工作站, 广东 深圳 518001)

摘要: 长期被一级市场关注的 IPO 已远离了“大单”时代, 种种迹象表明, 券商投行未来的发展趋势将是向股权融资、债券融资、并购重组等业务上都具备实力的综合投行服务商发展。文章以海外标杆投行——高盛为例, 探索其迅速适应市场变化的业务模式转型路径和具体投行业务结构, 对其业务变迁和服务流程进行详细梳理, 总结出了高盛投行的经营特征和成功之道, 旨在对海外投行适应业务大转型的历史变迁分析中, 寻找适合本土市场环境的投行业务转型与创新之借鉴经验。

关键词: 投行业务创新, 高盛, 投行客户服务部

Abstract: The IPO has been away from the era of "massive", there are indications that the future trends of the investment banking will be the development of integrated investment banks have the strength to equity financing, debt financing, mergers and acquisitions and other business service providers. Taking the example of overseas benchmark investment banking ---Goldman, to explore its rapid business transformation path and specific business structure, combing the business changes and service processes, summarizing the operating characteristics and the success of the Goldman. Article aims to learn from the experience of overseas investment banking transformation and innovation.

Keywords: Business transformation; Goldman Sachs; Investment Banking Service

作者简介: 翁媛媛, 女, 国信证券博士后工作站博士后, 研究方向: 投行发展战略、私募股权投资。

中图分类号: 文献标识码: A

引言

经济增速下行, 一级市场发行缓慢, 新股发行市盈率回落, 超募现象悄然退去, 2012年券商投行的 IPO 规模与收入严重萎缩。仅依靠 IPO 承销佣金费率生存的投行业务结构模式受到了市场变化的挑战, 越来越多投行一线人员感受到行业剧变的风向, 也让券商投行高层意识到投行业务模式转型的紧迫性。更为严峻的挑战是, 在监管放松、原有的政策壁垒保护完全丧失后, 一旦银行业取得投行业务牌照, 那么当前还存在的垄断利润将在几年内迅速丧失。券商投行将不得不考虑变革原有盈利模式、重新建立自身的核心竞争力。

在 20 世纪 70~80 年代, 华尔街投行同样经历了一场佣金费率下降和客户结构与需求变化所导致的投行业务结构调整。高盛重新定义了投行服务和再造业务模式, 使其由华尔街二流投资银行一跃成为国际一流投行, 同时也为其一系列创新业务拓展奠定了基础。之后, 华尔街其他投行纷纷效仿。因此, 具体研究高盛投行业务模式的转型经验对国内券商投行的转型与发展具有重要的意义。

高盛投行业务模式的创新与重构

一、将承揽业务与承做执行相分离

20 世纪 70 年代，传统的投资银行依赖于各个合伙人的客户关系发展业务，从不出去招揽业务，通常是靠客户自己找上门来。在当时领先发展的投行中，各个合伙人拥有自己的客户公司，他们通常在这些公司里担任董事，这样他们总是预先知道公司有哪些融资需求，并全程参与从融资结构设计到时间安排等等服务。于是，一方面投行客户关系稳定，无需进行关系维护与项目营销；另一方面，客户有融资需求时往往会直接找到有公司合伙人关系的投资银行，像高盛这样名气一般的小型二流投行很难有大企业客户。

为了拓展市场空间，高盛重新定义业务和再造业务模式——创造性地将传统投行的执行具体交易与承揽业务（维护客户关系）分离开来。而在当时，一组人同时负责承揽和承做业务已经是华尔街惯例，此刻却要两种职能划分开来，在华尔街投行领域将是个全新的模式。高盛认为，传统的投行人员执行交易时，他没有时间出去兜售业务或者使用其附加服务维护客户利益最大化，如果将承揽业务分开，就能及时发现客户需求并抓住新的业务机会。

这个负责招揽客户的新业务部门，后来被重新命名为“投资银行客户服务部”（IBS）。新部门成立之初深挖客户需求，积极鼓励各种新点子的应用，随着时间推移，创新的业务模式让高盛具备竞争优势脱颖而出，也迫使华尔街投行的主要竞争对手采取了类似的改革措施。

二、创新股票承销模式

20 世纪 80 年代初，机构投资者成为市场主导力量。随着客户类型和需求发生变化，高盛开始把二级市场上服务机构投资者的那套技巧和战略用在一级市场上。高盛依托在大宗交易上的领导地位，向其了解购买意向的机构兜售大宗新发股票，比起需要组织多机构承销团以及在全国进行路演等零售业务，这一模式更简单且费用低廉。通过高盛，公用事业公司能够以极低的价格在一天内融到 5000 万到 1 亿美元资本，发行费率仅有 1%-2%，而不是传统的 3.5% 的承销费用。同时发行人也无需面对联合承销团的压价，能获得较为理想的定价。¹ 通过使用这些新型的承销方式，高盛在投资银行领域获得了新的竞争优势。1985 年以后，高盛在股票承销排名中连年居于首位。

三、反其道推出收购防御业务

上世纪 70 年代，美国反垄断局放松了企业并购的限制，大型企业对小企业的并购层出不穷。不过，当时市场大多已被美林、摩根士丹利等占据，于是高盛反其道推出了收购防御业务打开了新的市场格局（见表 1）。

由于长期执行不为恶意收购方提供咨询服务的政策，同时服务的客户对象又比较小，所以高盛反过来向那些面临被收购的中小企业提供咨询帮助，以阻止或削弱恶意收购企图。在提供防御服务的同时，高盛也会关注是否存在套利机会。高盛不光赚取收购防御顾问年费，还从为新客户执行特定的交易行动（如剥离不良资产等）中获取收入。高盛拒绝接受恶意收购的业务，使其成为公司和管理层可信任的朋友，与越来越多的美国企业建立了投行业务关

系。反收购业务的快速发展又进一步推动了高盛商业票据和卖方代理业务的发展，套利和大宗交易也蒸蒸日上。

表 1 20 世纪 80 年代高盛收购防御成功案例

1981 年	完成杜邦对康诺克的“白衣骑士”收购（西格兰恶意收购康诺克，杜邦作为白衣骑士出价 78 亿美元购买康诺克的股份）
1986 年	帮助固特异公司成功抵御戈德史密斯的恶意收购
1989 年	帮助英美烟草公司成功抵御了詹姆斯-戈德史密斯爵士的恶意收购

数据来源：依据《高盛帝国》整理

高盛投行业务模式转型的关键举措

一、高度定位投行客户服务部

为了打开客户市场，高盛让投行员工依据个人专长选择承揽业务或者执行具体交易业务，二者只能选一。两个业务部门之间的定位是平等的，项目承揽部门的员工被视为与传统的投行交易银行家一样是专业的象征，并且强调：第一，建立客户关系并带来业务是一种职能，而承做业务则是另一种不同职能，不同职能需要不同的技巧、动力和能力的人员来完成；第二，兜售产品和维护客户关系都不是自贬的行为，都是一个杰出机构应具备和认可的能力；第三，寻找业务机会和分销新产品的客户服务部人员与执行交易人员地位相同、并且取得的收益相当。

二、人员招聘途径与客户积累为导向的激励制度

承揽与执行部门间的平等地位，有赖于强大的招聘能力以及吸引优秀和雄心勃勃专业人士加入投行服务部的制度安排。所以，高盛在投行客户服务部建立之初，主要从三个途径筛选人员：一是让投行人员自主选择承揽或执行业务；二是高盛 CEO 怀特黑德亲自率队到哈佛商学院招募能力突出的商业银行家，因为这些银行家擅长于给客户电话拜访以获得金融业务，同时支付给银行家的年薪高达 12000 美元，而同期投行普通合伙人的年薪也仅是 7500 美元；²三是招聘一些其他投行的人员，特别是那些经过良好培训、经验丰富、富于进取精神，但在原公司感到难以施展才华的年轻人。

当然，客户服务部门的所有员工，都可以按其开发客户资源的贡献而分到公司的客户（客户资源的管理与分享将决定着下一步的收益分成），并且均有可能因突出的客户积累业绩而获得荣升副总裁的机会（而这些副总裁都是高盛每两年评选合伙人的有效人选）。

三、客户挖掘对象重点为《财富》500 强之外的中小企业

在客户选择上，由于全美国上百个最大的企业都被领先的华尔街投行锁定，高盛客户服务部成立之初就将客户对象重点转移到《财富》500 强之外的 500 家中小型企业以及其他更小的公司。客户名单很快扩展至 1000 个，后来又追加了 1000 个，然后再追加 2000 个。³

随着越来越多的人加入投行服务部，每个人跟踪的企业由以前的 200 个降到 100 个，因此高盛能够对越来越多的企业需求进行更深入的研究。1971 年，全美共有 4000 个盈利超过

100 万美元的企业，几乎每家都有一名高盛的投行人员负责跟踪是否能有业务机会。在 1979~1984 年的五年间，高盛增加了 500 个客户，客户数量翻了一番。

四、客户服务部进行全面的潜在客户调查分析

高盛的客户专家们非常善于寻找和开发业务机会，总能在客户对产品特征很感兴趣时及时沟通联系客户。实际上，这样的经验与成功依赖于事前扎实的客户调查与分析。高盛投行服务部的关系专家对其负责的潜在客户都必须建立全面的信用档案，以便客户来电表示希望融资时能迅速做出反映。例如，每个投行服务部员工在进行商业票据承销之前，都必需事先对要沟通的客户进行深入核查，把公司的竞争对手、供应商、公司管理层等状况一一了解清楚，这样在业务人员打新电话中，才能准确判断与定位。

同时，高盛对服务部关系专家提出的期望与要求是：第一，成为每个特定机构客户可以利用的业务机会和其业务问题的专家；第二，理解这些问题和机会如何随时间和环境的改变而发展，学会前瞻性捕捉业务机会与可能；第三，使得客户的所有相关人士都完全了解并且相信高盛提供高效服务的特殊能力。

五、产品专家+服务专家的组合模式

随着承销量和并购业务的回升，以及机构投资者成为股票市场的主导，越来越多的大型集团公司希望能够有一家以上的投行为其提供服务，并在承销过程中使用联席管理人制度。而高盛的专家组合模式适应要求进入良好运行状态——由一名产品执行专家和一名了解公司业务、决策方式的服务专家密切配合，为高盛在客户心中建立了非常专注和能力超群的良好名声（后来业界称为“双向客户经理制度”）。

通常，投行服务部新业务关系经理获得业务之后，会将执行的所有责任交给一名该类型交易经理。而关系经理则继续负责跟进客户对于交易是否满意的反馈，并发掘新的业务机会。客户关系专家会源源不断地将更多有意义的业务带进来，而产品专家可以将各自时间、技能、精力和特长集中在为客户服务上。

六、开发新业务的核心能力

当时公司债发行市场大部分被公共事业公司占据，但高盛既没有固定收益研究也没有债券销售能力。为了打开市场，高盛开展了大量创新探索与实践，积极鼓励新点子的应用，并取得了突破（见表 2）。⁴

表 2 新点子帮助高盛开拓新业务

1. 使用商业票据做担保的融资租赁业务	利用高盛商业票据和租赁方面特长，购买了一家核燃料子公司，并用银行信用证担保的商业票据为其提供资金，然后再将它租赁给公用事业单位
2. 特殊债券发行	污染控制收益债券发行受益于高盛在免税融资方面的实力
3. 承销发行的反向操作	沙特阿拉伯货币局（SAMA）在 70 年代晚期进行了大量的现金投资，而它对利率的关注程度远远不及它对信用质量的关注。所以，公用事业公司团队为沙特阿拉伯货币局安排了很多美国大型公用事业公司 2~5 年的私募
4. 为煤炭供应商提供设备购买的融资方案	需要建设煤电厂的公共事业公司要与有能力的煤炭公司签订长期供应合同，而煤炭公司不一定能够负担动辄上亿美元的挖掘设备投资金额，高盛的解决方案是：公用

	事业公司通过高盛的融资安排这些煤炭供应商的融资，这样一项潜在客户的高利润特殊业务被开发出来。
--	--

以上这些成绩的取得均要依赖于高效而严格的新业务开发流程：

1. 高管带队——威格莫尔被任命为负责投行公用事业领域的开拓工作，他采用了智取和创新的方式取得突破。威格莫尔带领其团队，由 30 位专业人士组成，分别是分析师、投行服务部关系经理和产品执行专家，每周一的早晨八点进行开放式大讨论，就新成立小组业务开展的方方面面进行汇报，并从其他部门邀请同事来探讨新思路。并且，每周讨论的问题安排一致：有什么新的或者在改变的现象？竞争对手有什么妙招值得我们学习？有什么可以开拓的机会？

2. 高效的新点子实践——讨论会鼓励每个新点子的提出，并将每个点子在会后立即执行和验证，不管有些新点子多么离谱都会去实践。迅速执行和验证以及允许试错的方法，很快让高盛在业界建立起了信息灵通并且富有想象力的名气，越来越多的企业想了解 and 倾听这个部门对开发新业务的见解。

3. 反向运作，发行承销无缝对接——从机构投资者处获知其对特定债券或者某普通股感兴趣时，立刻联系市场上的发行人。这种不寻常的方式与由借款人准备好发行文件以及启动整个程序的传统方式正好相反，既没有承销风险也没有占用资本金，同时比起需要组织多机构承销团以及在全国进行路演等的零售业务费用成本低廉得多。

七、双赢的薪酬考评机制

因为投行服务部的服务性质与普通业务不同，绩效不是顷刻可见，客户开发之后还有很多维护的工作需要做，因此考评机制中高盛更加强调的是团队合作而不仅仅是短期业绩。

高盛建立适合服务部业务特征的薪酬激励双赢办法：

1. 认为“权责完美明晰化的做法”不适用与客户服务，容易伤害客户经理感情，导致其不完全专注于客户需求服务工作。所以，凡是客户与高盛做了一桩交易，不论其中该人员参与与否，该客户的客户经理都将获得 100% 满分报酬。这样，客户经理为了蛋糕能做大就会更加努力地开发新客户和维护老客户的需求变化。

2. 建立内部业务贡献评价报告制度。在每一次交易之后，就会形成一份内部的报告详细指出每位银行家的贡献，这样所有人对交易完成的贡献都会得到认可，并且所有人都能看到其他人贡献的重要性，这就非常清晰地表明公司对于团队精神的高度重视。

3. 年度薪酬考核加入员工 360 度考评机制。当其他投行还在关注“产出”，即交易数量和利润时，高盛推出一套员工 360 度互评制度。先由投行服务部人员写出一年自我工作总结后，再由上下级之间、员工之间、其他协作部门一一对此人工作对其的帮助进行评价，银行家们年终一半的奖金取决于这种 360 度全方位的评估。这种薪酬机制强烈鼓励每个人关注如何使得这个团队紧密合作。为了鼓励员工跨组织中的各种界限，凡是能够打破组织界限的团队合作将得到更大的奖励。

高盛投行服务的经营特征与成功之道

一、密切的客户和业务关系网络

驱动高盛业绩的一个关键因素是其强大的客户和业务关系网络。

1. 投资银行业务是高盛业务网络的前沿。投资银行服务部拥有广泛的客户网络，服务对象包括企业、财务投资者、投资机构和政府。同时高盛通过反收购业务，与更多美国最大的和声望最高的公司建立了投行业务关系。公司绝大多数直接投资业务机会都源自高盛的客户网络，客户会选择高盛在上市前担任联合投资者或合伙人，得以在上市时获得更高的市场认可。而反收购业务的快速发展进一步推动了高盛商业票据和卖方代理业务的拓展和升级，套利和大宗交易也蒸蒸日上。

2. 研究部门成为众多机构投资者研究服务的最重要提供者，该部门在获取强大盈利的同时为今后承销业务的成功打下了客户基础。

3. 私人客户业务的快速发展又为其带来了大量的投资银行业务，成为高盛国际扩张战略的关键部分。通过私人客户业务，高盛产生了两项重要的业务：私人财富管理和机构经纪业务。

高盛的各项业务紧密联系，通过与客户的长期紧密联系和经营管理，使得高盛的各项业务在合规的情况下彼此互通有无，能够快速地了解客户的需求并为之提供服务（见图1）。

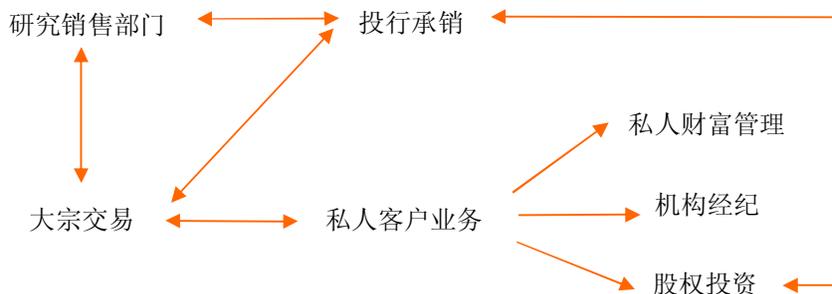


图1 高盛业务关系网络一览

二、突出融资优势，实现贷款业务与投行业务的交叉销售

高盛在融资团队协作中，提出了“将资本用作市场营销工具”的理念，将融资为撬动并购顾问、承销等投行业务的手段。于是，其近年高盛重要的内部结构重组活动就是将融资团队纳入投资银行部，认为这样可以加强融资领域与承销、并购和顾问等业务的交流与合作，可以利用投资银行部的重要关系网以及融资团队的专业产品知识，可以加强企业银行业务的工作效率，并为客户提供更好的解决方案，为公司创造额外收入。

以具体的一项并购交易操作流程为例（见图2）：

1. 在并购交易初期需要过桥融资的时候，可以通过高盛自有资金为主的 William Street 基金直接提供贷款或贷款承诺；
2. 当并购交易基本完成并需要长期融资的时候，信贷资本市场承销团就安排债券承销

或银团贷款；

3. 在电力、天然气、石油等一些行业的并购中，还需要利用掉期、期货衍生工具进行风险对冲和风险管理，此时融资团队中的掉期市场营销组就可以加入。如高盛在一个电力行业的并购项目中担任顾问，利用了贷款承诺、债券、股票、可转化股等融资工具来对冲和转移风险，并通过购电协议、天然气期货等衍生工具进行风险管理，交易结束后，高盛不仅获得了高额的顾问费，而且从融资安排、风险管理中赚取了总数约为顾问费 4 倍的收益；

4. 在整个过程中，融资团队还同投资银行部外的固定收益、商品交易部门紧密合作，了解市场信息并进行合理交易。当然，如果中途遇到好项目的时候，还进行直接投资，获取更高的综合效益。⁵

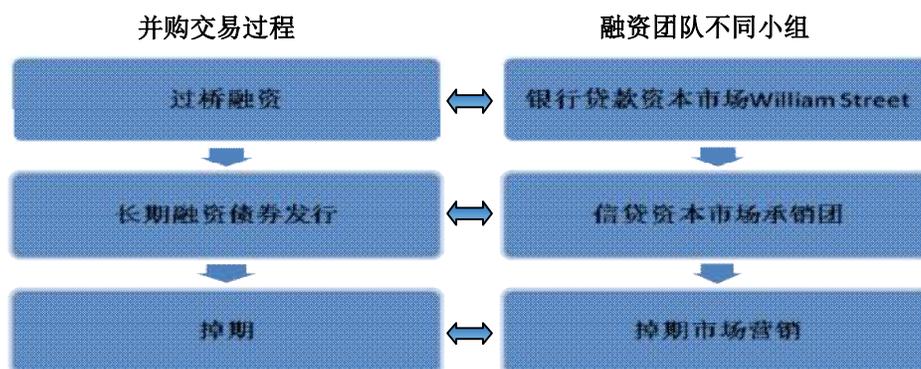


图 2 高盛投资银行部并购业务与融资团队的协作配合

三、保障客户需求全覆盖的双向客户经理服务

各业务种类之间分设专门的客户经理负责及时了解客户需求并直接进行服务，另外，还安排了一个总体的客户协调经理（客户关系经理）负责协调沟通。投行客户协调经理（IBR）负责定期与高盛 3000 多客户沟通，拜访客户的高层，了解各个专业产品部门的营销和服务状况，如果发现新业务机会时统一调配投行下设的企业融资部、政府融资部、购并重组部、市政债券部、证券化业务部、杠杆融资部等部门，这样将有利于整合公司资源，进行跨部门的交叉销售，并获得新的业务机会。而各业务具体的客户经理主要根据客户的具体需求进行产品交易的执行，通常情况下各业务线经理本身就是该产品执行的专业人士，但当产品要求跨度很大时，单一客户经理就不可能成为相应的专家，而客户服务的及时性与专业性要求就使得双客户经理制应运而生了。

国内投行业务存在差距的主要问题

对比高盛的投行业务，国内券商投行存在业务结构单一、业务品种创新能力不足、客户关系维护缺失、客户多样化需求不匹配等重大差距。如果不涉及外部制度和环境局限的讨论，单从券商自身原因的角度看，现阶段国内大部分券商投行按各条业务线划分的工作方式将成为未来转型与创新的重大障碍，具体问题如下：⁷

一、从部门内外合作角度看

投行业务需要向全价值链方向拓展，这要求部门之间的密切配合与交叉协作，但我们尚缺乏部门之间的协作机制，各职能部门的技术支持难以覆盖整个服务链的上、中、下游。具体体现在：(1)单个项目小组成员一条龙的业务流程中，没有足够的业务敏感性和充沛的时间去发现客户其他方面的潜在需求，错过交叉营销机会；(2)项目团队之间也缺乏有效的协调合作，甚至出现不同团队争抢同一项目，客户形象受损；(3)各种资源（如客户资源、项目经验等）难以实现共享，缺少共享平台；(4)部门之间的合作，缺乏有效的机制鼓励与推行，如机构部、经纪业务部、资产管理部间的相关业务支持大多是临时性的，没有明确流程梳理；(5)研究所对投行的支持介入时间较晚，缺乏立项、持续维护时期的专业支持。

二、从客户开发角度看

各业务部门按照自身的标准筛选重点客户，公司层面缺乏整体的重点客户细分和选择战略。例如，(1)目前 CRM 系统运行在收集客户基本资料时存在覆盖不全问题，各缺少专职对客户进行细分的职能部门和专职人员，因此潜在客户盈利能力分析判断、客户需求动态开发、客户评估等基础环节缺失；(2)“以结果为导向”的激励制度容易导致项目组的短视行为，造成业务部门关注短期项目或者仓促申报，使得项目风险加大，另一方面因培育项目需较长时间却没有任何直接效益而使一些潜力项目流失；(3)对于增量客户的开发，也缺乏统一的宣传部门、宣传手段、推介形式等，导致因客户对国信业务的不了解而错失机会。

三、从客户维护角度看

未来的创新业务，比如财务咨询、并购重组、债权融资等对于客户的粘性是非常强的，需要长期进行客户的维护，但目前各业务部无力专注于对客户资源的长期管理和对长周期项目的跟踪培育，超越部门的客户资源共享机制尚未有效运作，由此产生了客户流失潜在风险。具体问题主要表现在：(1)项目组时间和精力有限，对客户的长期维护仅停留在持续督导阶段，而后续业务的主动开发缺失，大多是客户主动找上门；(2)在对客户后续跟踪服务的过程中，缺少对客户满意度定期回访调查、客户流失率分析等环节。而了解客户的对投行业务承做过程的反馈意见，本身就能促进投行业务的完善；(3)客户希望有固定而统一的客户服务端口，因为如果是长期合作，单一的客户经理对企业情况比较了解，能及时有效跟踪客户需求变化。

四、从技术支撑角度看

尚未建立以客户需求发展重点产品和技术服务的资源调配与合作机制，在某些重点需求的产品创新上存在能力缺陷：(1)投行主要精力还集中在项目承做阶段，在项目承揽时，常常是领导带队，调动各种资源进行公关，而对项目本身、行业背景等重要方面缺乏深层次分析，因此很难对客户提出有建设性的高质量策划意见；(2)一旦承揽到项目，业务人员的主要任务就是制作材料，与各方面协调好关系，最终发行上市。业务人员对发行质量较少关注，对发行价格、发行时机、发行方式等缺乏深入分析和准确把握，更是无暇顾及后期的企业价值的分析与维护；(3)项目提成制只涉及项目的承揽、承做人员，不涉及质量把关的内控机构以及提供技术支持的研究人员，这将导致这些人员提供外部研究支持的动力不足。

国内券商投行服务转型之借鉴

高盛以投行服务部为龙头的组合营销方式，投行业务和融资、风险管理融合互动的服务模式，以及良好的团队合作精神，值得国内券商在未来的发展中重点借鉴和学习：

1. 建立有效的“大投行”合作机制。目前国内券商内部承销业务、并购业务、债券业务、研究所往往是分设部门，且部门之间相互独立，缺乏信息、资源的共享机制。同时，也使得投行本身因为业务繁忙而缺乏对项目全面深入的思考，无法为客户提供个性化的深层次的金融服务；另外，项目团队之间在缺少内部交流平台机制环境下，也容易造成共享资源的浪费。大投行架构将有助于上述问题的缓解。值得注意的是，海外标杆投行因其是“大投行”架构，容易对总体资源进行完全调配。而针对国信投行事业部“多星点联邦制”的运作模式，可考虑短期建立后台辅助管理的覆盖模式，中长期逐步建立“大机构”覆盖模式的两步走策略。

2. 建立统一的客户关系服务部门。从充分发掘投行客户资源综合价值的角度来看，有必要在证券公司投行业务的架构之中设立专门的部门来承担投行客户管理职责，使客户资源在公司的多个部门实现共享，从而充分挖掘客户资源的业务价值，实现公司利润的最大化。

3. 建立有效的激励机制。目前的激励机制建设应侧重于激励员工行为长期化，促使员工在追求个人利益的同时也达到公司利益的最大化，从而避免内部人控制现象的出现，保障投行的信誉与品牌维护。

4. 改变业务流程和服务模式。国内投行的服务业务流程一直过于简单，业务运作模式长期注重人际关系的攻关，而忽略业务的执行质量。借鉴海外优秀投行业务流程，建立科学的、合理的、规范的业务流程是提高投行业务的专业化水平的根本保证。在服务模式方面，强调以客户服务为中心，本质上就是在深入研究企业价值和把握企业成长周期规律之后，集中投行资源为客户提供长期的全方位、深层次的金融服务。

引注：

1. 参阅查尔斯·埃利斯：《高盛帝国》（上册），中信出版社，2010: pp.162-166.
2. 参阅查尔斯·埃利斯：《高盛帝国》（上册），中信出版社，2010: pp.166.
3. 参阅查尔斯·埃利斯：《高盛帝国》（上册），中信出版社，2010: pp.164.
4. 参阅王鸣飞：《高盛是怎样练成的？》，东方证券研究所报告，2011-10.
5. 依据查尔斯·埃利斯：《高盛帝国》论述整理，pp.160-185.
6. 参阅何诚颖：《实现梦想的投资银行》，中国财政经济出版社，2012: pp.363-367.
7. 参阅翁媛媛：《中国投行服务模式研究》，载于《深圳金融》，2012, (5): 46-49.