

投行与企业

资本服务的本质

火颖 著



投行与企业

资本服务的本质

火颖 著



图书在版编目(CIP)数据

投行与企业:资本服务的本质 / 火颖著. -- 北京:
中国言实出版社, 2018. 10
ISBN 978-7-5171-2947-9

I. ①投… II. ①火… III. ①投资银行—研究—中国
IV. ①F832.33

中国版本图书馆CIP数据核字 (2018) 第242532号

责任编辑: 崔文婷
责任校对: 代青霞
出版统筹: 史会美
责任印制: 佟贵兆
封面设计: 百川嘉汇

出版发行 中国言实出版社

地 址: 北京市朝阳区北苑路180号加利大厦5号楼105室

邮 编: 100101

编辑部: 北京市海淀区北太平庄路甲1号

邮 编: 100088

电 话: 64924853 (总编室) 64924716 (发行部)

网 址: www.zgyscbs.cn

E-mail: zgyscbs@263.net

经 销	新华书店
印 刷	三河市腾飞印务有限公司
版 次	2019年3月第1版 2019年3月第1次印刷
规 格	710毫米×1000毫米 1/16 10印张
字 数	120千字
定 价	48.00元 ISBN 978-7-5171-2947-9

序

从2008年到现在，是中国个人财富增长最快的时代。我们回首过去的10年，经济总量增长2.5倍，人民币规模总量增长3.25倍，外汇储备增长1.5倍，汽车销量增长3倍，电子商务在社会零售总额占比增长13倍，世界500强中国公司从33家增加到115家，高铁里程增长183倍，城市化率提高了12个百分点，北京10亿美元富豪数超过纽约。如此庞大的资金市场，如此强劲的经济增长，资金的配置格局早已发生了巨大的变化。面对如此大的资金市场，银行过于简单的存款与理财项目显然已经不能满足人们财富增长所带来的需求。中国投资银行业务的作用已经显得越来越重要，券商们从过去主要活动的证券承销、证券交易等领域纷纷拓展到资金管理、项目融资、兼并收购、风险投资、信贷资产证券化。

庞大的资金市场上，活跃着各种角色，其他各国投行业务的强龙，在中国市场也涉水颇深。与他国不同，我国的投行业务有自己特殊的生态链条。各个链条中，券商、公募基金、信托管理公司、私募基金、财

务公司和财产管理公司在竞争中寻找生存机会，相互独立却又紧密缠绕，彼此竞争而又相互依赖。但抛开各种身份，我们能看到的只有对“资本、资本和资本”的重新配置。各种名目之下，其本质不过就是金融围绕价值创造实体的服务业而已。

证券一级市场是投行业务最本源、最基础的活动领域，发行市场是投行业务开展的基础。而发行人是通过中介机构向不特定的社会公众广泛地发售证券，还是进行证券的私募、用股票债券或者基金工具的载体。什么样的公司才能进入公募市场筹集，这涉及一国的发行管理制度。

债券市场的发行相对较为简单，但是债券市场以信用评级先行。信用评级的作用在于揭示债券违约风险，在于衡量或综合评估发债主体能否按时对各类所负债务如约还本付息的可能性或预期损失。评定发债主体用简单的符号向投资者提供对信用风险的客观、独立的意见，有效解决了投资者与发行人之间的信用信息不对称。当一个市场上信用评级没有真正市场化时，就会出现“用脚投票”现象，人们会用价格反映债券的真正评级。

私募是相对于公募而言，在美国私募是指向投资大户（通常35个以下）出售股票，此方式可以免除如在美国证券交易委员会的注册程序。投资者要签署一份投资书，声明购买目的是投资，而不是为了再次出售。而且私募债券、私募基金适用于不同条款。

风险投资又称创业投资，是指对新兴公司在创业期和拓展期进行的资金融通，表现为风险大、收益高。新兴公司一般是指运用新技术或新发明，生产新产品，具有很大的市场潜力，可以获得远高于平均利润的利润，但却充满了极大风险的公司。由于高风险，普通投资者往往都不

愿涉足，但这类公司又最需要资金的支持，因而为投行提供了广阔的市场空间。投资银行涉足风险投资有不同的层次，比如，采用私募的方式为这些公司筹集资本，对于某些潜力巨大的公司有时也进行直接投资，成为其股东或者设立“风险基金”或“创业基金”向这些公司提供资金支持。

在这一过程中，风险投资项目的估价问题是核心环节。风险投资家在确定投资项目前要进行科学的评估和严格的筛选，以专业的风险管理技术规避风险。风险投资项目的价值评估在美国已形成了相对成熟和科学的理论体系，基本实现了定性分析与定量分析相结合。但是，美国市场使用较多的因素分析法，不能估算出投资项目的实际价值，而市场比较法又需要有较为完善发达的证券市场和行业齐全的可对比公司。中国目前风险投资市场的发展程度还没有足够样本支持大量的可对比公司。

总而言之，中国投资银行业是随着中国经济市场化的发展而出现和逐步发育起来的，目前中国已经初步形成了以专业证券公司为主体和其他各类专业中介机构相互协作配套的投资银行体系，基本可以满足资本市场交易和资本运作的一般性要求。但就其本质而言，金融要“回归本源，服从服务于经济社会发展”。要让金融回归本源，金融业的发展以实体经济为基础，始终服从服务于实体经济才是本源。

金融为实体经济健康发展服务，是金融的出发点和归宿。实体经济才是金融发展的根基，金融如果脱离实体经济需要，搞自我循环，以钱炒钱，就会成为无源之水、无本之木。从世界金融业的发展历史来看，没有实体经济的健康发展，就没有金融业真正的可持续发展。

2018年10月
火颖

目 录

第 1 章 中国投行业务市场生存现状	1
1.1 什么是投行？中国的市场谁在做投行	1
1.1.1 投行服务在企业周边	1
1.1.2 世界范围内，投资银行的组织形态	2
1.1.3 投资银行与商业银行是什么关系	4
1.2 商业银行和投资银行如何瓜分资本服务市场	7
1.2.1 商业银行混业与全能之争	7
1.2.2 美国的金融控股模式	8
1.2.3 欧洲的大陆全能银行模式	11
1.2.4 关于金融控股公司、银行控股公司与全能银行模式的 比较分析	13
1.3 美国的投资银行的历史	18
1.3.1 起源于欧洲及中心的转移：1929年的“镀金时代”	18
1.3.2 从1929年到1940年：被捆绑的时代	19

1.3.3	《1999年金融服务现代化法案》分业的结束	19
1.3.4	2008年至2017年：“重新洗牌”与投资银行业的兴亡·····	20
1.4	中国的投资银行	22
1.4.1	中国投资银行按背景分类	22
1.4.2	中国商业银行的投资业务	23
第2章	发行市场的管理制度	26
2.1	发行市场公募与私募的差别	26
2.2	发行的管理制度	31
2.2.1	证券发行管理制度的代表性市场	32
2.2.2	中国的发行管理制度：核准制	33
第3章	债券发行的新贵与资产证券化的水有多深	38
3.1	债券为什么需要评级	38
3.1.1	信用评级的内涵和作用	38
3.1.2	信用评级的历史和现状	40
3.1.3	主权信用评级分析	46
3.2	美国的债务上限和美债最大持有国中国	51
3.2.1	美国国债的持有机构分析	52
3.2.2	美国债务上限问题	52
3.3	中国企业债券的违约问题	55
3.3.1	债券违约现状	56
3.3.2	债券违约原因	60

3.3.3	债券违约风险管理对策	64
3.3.4	我国债券市场展望	69
第4章	中国私募市场和风投市场现状	71
4.1	私人权益资本市场	71
4.1.1	私人权益资本市场	71
4.1.2	国内一些私募股权投资认识的误区	79
4.2	风险投资市场和风险投资概念	86
4.2.1	美国风险投资市场发展的简史	86
4.2.2	美国风险投资发展的特点	87
4.2.3	风险投资行业分析：美国的风投界	88
4.2.4	什么是风险投资	91
4.3	风险投资的运营及退出	98
4.3.1	风险投资的运营过程	98
4.3.2	风险投资的风险分析	107
4.4	风险投资在国内的现状	114
4.4.1	中国风险投资发展现状	114
4.4.2	中国风险投资发展面临的突出矛盾和问题	120
第5章	风险投资项目的估价分析	128
5.1	风险投资项目估价困难的根源分析	128
5.1.1	风险投资项目估价现状	128
5.1.2	风险投资项目估价特点	129
5.1.3	风险投资项目估价方法	130

5.2 风险投资项目估价的模型总结	132
5.2.1 初创期企业适用的估值方法	132
5.2.2 股权项目投资的静态价值评估方法	136

第1章 中国投行业务市场生存现状

1.1 什么是投行？中国的市场谁在做投行

1.1.1 投行服务在企业与其周边

投资银行是在资本市场上为企业发行债券、股票，筹集长期资金提供中介服务的金融机构，业务范围极宽泛，主要活跃在证券承销、公司购并与资产重组、公司理财、基金管理等领域。投资银行，在不同的国家有不同的叫法，在美国称投资银行，在英国称商人银行，在日本称证券公司，在法国称实业银行，而在中国有可能是某某券商，某某信托，某某基金，或者就是某某公司（比如中金公司）。狭义上说，国内一般认为券商是投资银行的代表。

在2017年中国投资银行的排名中（来源：多盈理财），中金公司排在其他各大券商之先，处于首位，招商证券位居第二。（1）中金公

司，全称中国国际金融有限公司，是中国首家中外合资的投资银行。背景深厚，在业内享有盛名，外界对其了解较少。中金公司成立于1995年，注册资本为23亿元人民币。总部设在北京，在上海设有分公司，在北京、上海、深圳等15个城市分别设有证券营业部。由中央汇金投资控股50%以上。（2）招商证券。招商证券于1991年成立，总部位于深圳，截止到2003年，注册资本100亿元，在全国60个城市开设了96家营业网点；是中国证券交易所第一批会员、第一批经核准的综合类券商、第一批主承销商、全国银行间同业拆借市场第一批成员，以及第一批具有自营、网上交易和资产管理业务资格的券商。其余的公司，比如国信证券、海通证券、国元证券、广发证券、光大证券都名列2017年中国投资银行排名榜。

1.1.2 世界范围内，投资银行的组织形态

世界范围内，投资银行的组织形态主要有四种。

一是独立型的专业性投资银行，这种类型的机构比较多，遍布世界各地，它们有各自擅长的业务方向，比如美国的高盛集团、摩根士丹利。

二是商业银行拥有的投资银行，主要是商业银行通过兼并收购其他投资银行，参股或建立附属公司从事投资银行业务，这种形式在英国非常典型，比如汇丰集团。

三是全能型银行直接经营投资银行业务，这种形式主要出现在欧洲大陆国家，银行在从事投资银行业务的同时也从事商业银行业务，比如德意志银行。

四是一些大型跨国公司兴办的财务公司。

我们可以从2015年世界投资银行市值排行榜的十大投资银行看出，

投资银行还包括很多老牌的商业银行（见表1-1）。

表1-1 2015年世界投资银行市值排名

排名	投资银行	市值（亿美元）
1	花旗集团	279.9
2	摩根大通集团	103.0
3	摩根士丹利	99.0
4	瑞士联合银行	75.1
5	瑞士信贷银行	61.5
6	美林银行	59.4
7	德意志银行	55.3
8	高盛集团	49.4
9	巴黎国民银行	42.1
10	德累斯顿银行	24.2

其中花旗集团，市值279.9亿美元。虽然它一直以银行零售业务著称，并被视为美国商业银行的代表，但也被称为最具潜力的投资银行。花旗集团是1997年由花旗公司及旅行家集团合并而成，并换牌上市，是美国第1家集商业银行、投资银行、保险、共同基金、证券交易等诸多金融服务业务于一体的金融集团。合并后的花旗集团总资产达7000亿美元，净收入为500亿美元，在100个国家有1亿客户，信用卡发行量约

6000万张。摩根大通集团，市值排名行业第2，被称为最积极进取的投资银行。摩根大通集团是一家全球领先的金融服务公司，业务遍及全球60多个国家。公司在投资银行消费者金融服务、小型企业及商业银行服务、金融交易处理和资产及财富管理等领域享有领先地位。第3名，摩根士丹利。最佳不良资产处理银行，老牌的投资银行之一，是一家全球领先的国际性金融服务公司，业务涵盖投资银行、证券、投资管理以及财富管理等。摩根士丹利是最早进入中国发展的国际投资银行之一，多年来业绩卓越。在2016年财富世界500强排行榜中排名第263位。市值排名第8的高盛集团，被称为最佳国际投资银行，最佳大宗股票承销行，最佳大宗并购行。高盛集团成立于1869年，是全世界历史最悠久及规模最大的投资银行之一，向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务，拥有大量的多行业客户，包括私营公司、金融企业、政府机构及个人。

以上可以看出一些老牌的商业银行同时也是如今重要的投资银行，所以投资银行与商业银行是有重合点的。之所以如此，和美国的监管历史、思维模式有关。

1.1.3 投资银行与商业银行是什么关系

同样作为金融市场的重要机构，投资银行和商业银行有着千丝万缕的联系，当代投资银行的发展历程和现状说明，有时很难对花旗集团和摩根大通这样的金融巨无霸进行行业的划分。那么是否有必要进行这种辨析呢？由于中国依然保持着商业银行和投资银行的业务和行业划分，进行两者的比较，有其必要性。

投资银行和商业银行都是资本市场的金融中介，都是市场化配置资金资源渠道中的重要角色。随着1997年花旗集团的并购，2008年美国“次贷危机”后的华尔街重新洗牌，美国投资银行业和商业银行业越走

越近，难分彼此。传统的商业银行摩根大通、瑞士联合银行和老牌的投资银行摩根士丹利、美林银行、高盛都已经很难用商业银行或者投资银行去划分了。

从细微处看，投资银行与商业银行的差别还是比较明显的（见表1-2）。

表1-2 投资银行与商业银行的差别

业务种类	投资银行	商业银行
主要市场	资本市场	货币市场
本源业务	证券承销	存款、贷款
功 能	直接融资、长期融资	间接融资、短期融资
业务概貌	表外业务	表内业务、表外业务
利润来源	佣 金	存贷利差
经营原则	创新性	稳健性
宏观管理	证监会、财政、央行、交易所等	中央银行
保险制度	投资银行保险制度	存款保险制度
组织结构	扁平化	等级制
作业方式	精英主义	团队合作
决策机构	无条框，个人拥有一定自主权	规则明确，集权化高

从市场定位看，投资银行是资本市场的核心，而商业银行是货币市场的核心。

从服务功能看，投资银行服务于直接融资，而商业银行服务于间接融资。

从业务内容看，投资银行的业务重心是证券承销、公司并购与资产重组，而商业银行的业务重心是吸收存款和发放贷款。

从收益来源看，投资银行的收益主要来源于证券承销、公司并购与资产重组业务中的手续费或佣金，而商业银行的收益主要来源于存贷利差。

从经营方针看，投资银行在控制风险的前提下更注重开拓，而商业银行追求收益性、安全性、流动性三者的结合，坚持稳健原则。

从风险特征看，投资银行面临的风险较小，投资者面临的风险较大；商业银行面临的风险较大，存款人面临的风险较小。

从监管部门看，商业银行主要受中央银行及银监会监管；投资银行主要受证监会监管。

比如美国投资银行宏观管理是由美国证券会承担的。而中国投资银行主要由中国证券监督管理委员会管理。

1.2 商业银行和投资银行如何瓜分资本服务市场

1.2.1 商业银行混业与全能之争

商业银行能否经营证券业务一直是国际金融界争论的焦点，对于分业经营和混业经营孰优孰劣的争论理论界仍未有定论。1933年以前，美国的商业银行业务很少受到限制，在法律上也没有明确分业经营和混业经营的规定，商业银行可以从事证券业务。1929—1933年的经济危机后，一部分美国的金融经济专家，包括政府官员依据“真实票据论”“商业贷款理论”“利益冲突”理论来批评混业经营体制。与此同时，对反驳混业经营理由的实证研究也在进行。特别是信息经济学理论的研究证明，关键之处不在于混业经营一定会使商业银行为谋取自身私利而采取违规的操作，而在于是否有一个健全、发达的金融市场和良好的信息披露制度为金融行为提供基础条件和制约因素。

美国最终放弃分业经营体制，也经历了半个多世纪的尝试和争论，最终走上混业经营的道路，是多重内外因素作用的结果。促进混业经营体制发展的内因有以下几点：第一，混业经营是金融本质的内在要求。第二，专业化金融机构会比全能型金融机构面临更大的替代风险。第三，一个国家金融市场内在不可分割以及消费者需求的不断变化，使分业经营实际上陷入困境。资金是流动的，逐利性导致资本在市场追逐利润，并不以所谓的货币市场和资本市场作为界限。第四，在当今的金融业已步入金融工程时代的背景下，过分强调分工，就会阻碍效率的