



投資銀行在兩岸發展的機會與挑戰

1. 後金融海嘯投資銀行經營模式的變革
2. 國際投資銀行的發展潮流和趨勢
3. 兩岸金融併購與投資銀行的發展
4. 兩岸投資銀行在亞太新興市場投資區域及購併機會分析

2011年3月23日

1. 後金融海嘯投資銀行經營模式的變革

(1) 從獨立投行模式走向全能銀行模式

- 華爾街五大投資銀行(貝爾斯登、雷曼兄弟、美林、高盛、摩根史坦利)的破產、轉型或被收購，標誌著盛極一時的美國獨立投行模式的淡去，也意味著自1930年以來分業經營體系的徹底瓦解，混業經營趨勢將進一步增強，高盛和摩根士丹利已轉型為銀行控股公司。
- 混業經營之後，未來美國投資銀行在嚴格的監管框架下將在一定程度上失去高效率和靈活性，當然全能銀行模式也將使美國投行的穩健性和抗風險能力進一步增強。

(2) 去槓桿化使槓桿比率結構性下降

- 高槓桿率是美國投行倒閉的罪魁禍首。金融危機的爆發從根本上改變了投資銀行對高槓桿率的看法，加上監管趨嚴，投資銀行紛紛通過降低融資融券規模、削減自營業務等方式大規模降低槓桿比率。
- 目前，美國部分投資銀行的“去槓桿化”過程已基本結束，摩根士丹利和高盛的槓桿率已降至13到14倍。“去槓桿化”標誌著美國投行槓桿比率結構性下降這一長期趨勢的開始，但隨著市場形勢的穩定以及新商機的湧現，未來總體槓桿比率可能有所回升。

(3) 業務結構與營利模式將發生轉變

- 危機所引發的全球金融海嘯嚴重衝擊了美國投資銀行的業務結構模式。從目前來看，華爾街各家投行均在降低其自營交易業務的風險，本金交易與投資業務明顯收縮，信貸資產證券化結構性產品如**CMBS**的規模將進一步萎縮。
- 此外，市值縮水導致資產管理規模下降，產品結構向低利潤率產品傾斜，使得美國投行的資產管理業務也面臨一定挑戰。
- 短期內，並購及承銷業務將表現不佳。但這並非常態，未來投資銀行業務以及資產管理業務的核心地位依然難以改變。總的來說，投資銀行業務、資產管理業務以及傳統低風險、增長穩定的業務將成為美國投行未來的主要收入來源。

(4) 公司治理結構中受行政干預的程度加大

- 次貸危機之後，美國大投行的槓桿比率大幅下降，通過高槓桿化提升盈利的策略將改變，淨資產占資金來源的比例必將上升。這導致在公司治理方面，管理層將更多地從穩健角度保護股東、債權人等相關主體的利益。
- 另外由於美國政府在本輪危機中充當了擔保、資產注入等救援者的角色，從而使得美國政府成為美國投行隱形的債權人和股東。因此，美國投行在未來的公司治理結構中受行政干預的程度將會加大。

(5) 金融危機後大投行壟斷格局將逐步削弱

- 美國投資銀行業的規模經濟特性決定了較高的市場集中度，危機的爆發使美國政府意識到少數超大型金融機構的寡頭壟斷可能蘊涵更大的金融風險，而中小投資銀行卻體現出更強的生命力。因此從發展趨勢看，防止金融企業的“超大型合併”有望成為美國投行競爭格局的引導方向。
- 依據美國監管部門的思路，未來部分重新納入國有控股的超大型投資銀行存在分拆出售的可能性，大投行壟斷的格局將逐步削弱，美國投行的競爭格局面臨重構。

(6) 金融監管架構改革勢在必行

- 金融危機暴露出美國金融監管體系存在著嚴重的問題，過去曾經被人們推崇的分散制約式的功能型監管體系在危機面前漏洞百出。未來美國投資銀行的監管者將由美國證券監督管理委員會轉變為美聯儲。美聯儲的監管職責將得到進一步擴展，其監管權力從商業銀行擴展到投資銀行及對沖基金等，監管理念也將從監管局部性風險向監管金融市場系統性風險轉變。
- 未來美國金融監管將逐步實現從分機構、分業監管向綜合、跨業監管轉變；監管導向也將從規則導向型向目標導向型轉變，監管不再區分銀行、保險、證券和期貨幾個行業，而是按照監管目標及風險類型的不同劃分監管層次。

(7) 在經濟復蘇中開闢金融創新的新領域

- 危機並沒有改變美國投行高度開放、高度市場化的本質特徵，也不會改變美國投行業激烈競爭的格局。在激烈競爭的環境下，美國投行必須找回應有的敏銳和開拓能力，在經濟復蘇和新經濟領域中開闢金融創新的新領域，尋找新的收入來源。
- 雖然目前無法預知下一個主要利潤增長點，但美國投行開拓創新的百年史預示著新營利模式的形成是美國投行業的必然事件。

參考文獻：「中美投資銀行比較及未來發展趨勢」2010年06月21日
作者：周暉(單位：浙江財經學院,中國社會科學院金融研究所)

2. 國際投資銀行的發展潮流和趨勢

(1) 獨立的投資銀行模式將終結，全能型銀行占主導

- 在此次金融危機中，花旗團、瑞銀和滙豐等全能型銀行表現出了較強的應對危機的能力，這說明全能型銀行的混業和綜合化經營模式具有更強的生存能力。而且與美國的獨立投資銀行相比，傳統的歐洲銀行業比如德意志銀行和德國商業銀行等全能型銀行也都沒有遭受重創，這得益於全能型銀行風險相對較低、經營更為穩健的優勢。
- 與投資銀行相比，全能型銀行的資金來源更加充裕，運作更加透明，風險管理和控制系統更加嚴密，受到監管部門的嚴格監管和存款保險機制的保護，同時業務綜合化經營有利於平抑經營收益的大幅波動。
- 鑒於美國銀行業和金融市場在全球所處的重要地位，在由美國大型存款類銀行主導的混業經營模式確立以後，將有可能進一步與歐洲現有的混業經營模式相融合，成為引領未來國際金融業發展的主流模式。

(2) 分業監管模式可能被取代，國際銀行業面臨更嚴格的監管

- 金融危機給各國監管機構帶來了沉重的教訓，加強和改善金融監管尤其是結構化金融產品的資訊披露監管必將成為監管機構的重中之重
- 伴隨著未來國際銀行業混業經營趨勢的加強，實行混業監管成為必然選擇，因此實施更為嚴格的金融監管也更為必要。
- 考慮到銀行業壟斷格局的加劇，風險的日益集中和積聚，監管機構有必要採取更為有效的監管模式和更為嚴厲的監管措施。
- 2000年英國通過《金融服務與市場法案》，根據該法案，由金融監管機構金融服務監管局 (FSA) 作為單一的金融監管機構，行使對商業銀行、投資機構、證券公司、期貨公司、保險公司等各類金融機構與金融市場的統一監管職責，這一改革標誌著統一監管模式的確立。
- 日本和大多數歐洲國家都已對金融業實行了統一監管，美國也在 2010年 7月21日通過金融監管改革法案《多德弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》成立新的金融穩定監督委員會，改革金融監管體制，並規定了更為嚴格的監管目標。

(3)過度金融創新將受到遏制，但創新動力不會消失

- 隨著美國獨立投資銀行的先後倒閉或轉型，未來較長一段時間內將由全能型銀行擔當金融創新的主體。考慮到傳統商業銀行的性質，全能型銀行在開展金融創新和金融衍生品交易方面必將更為謹慎和穩健。
- 未來的金融創新除了將面臨更加嚴厲的監管以外，還會受制於銀行自身審慎經營的理念和策略，過度的金融創新將受到一定程度的遏制。
- 不管哪類金融機構主導未來金融業的發展，金融創新始終是培育、打造金融機構核心競爭力的動力和源泉，也是核心競爭力的集中體現。因此，對金融創新的內在需求依然存在，金融創新的動力不會消失，金融創新仍將持續，金融衍生品市場也將繼續發揮其應有的作用。審慎、穩妥地推動金融創新，將有效防範和控制金融創新風險，也有利於更好地適應實體經濟的發展需要，促進實體經濟的平穩、健康發展。

參考文獻：「國際金融危機背景下美國投資銀行的倒閉原因、發展趨勢及對中國證券業的啓示」
作者：海通證券研究所 陳崢嶸

3. 兩岸金融併購與投資銀行的發展

-- 中國投資銀行的發展趨勢

(1) 證券公司加速資本集中，向規模化轉變

- 中國目前從事投資銀行業務的主體主要有專業的證券公司、兼營的信託投資公司和一些財務公司等。這些公司數量多、規模小、資本不足，抗風險能力和競爭能力差。因此，通過兼併重組擴大規模，加速產業集中應該成為中國投資銀行業發展的當務之急。
- 隨著競爭的加劇，分業經營已成為中國證券公司做大做強的約束因素。從長遠看來，大陸證券公司的發展方向是成為適應混業經營的金融控股集團，這不僅能健全證券公司的治理結構，以應對國外同行及國內其他金融機構對券商生存空間的擠壓，還能有效地提高抗風險能力及業務和市場的開拓能力。
- 目前已有部分大型優質證券公司如中信證券、銀河證券正向金融控股公司模式邁進。

(2) 券商業務結構將朝多元化方向發展

- 以股權分置改革為核心的制度變革使得中國證券市場已經發生了質的變化。未來在經濟持續增長、流動性充裕、人民幣升值的宏觀環境下，股指期貨、融資融券等相關制度變革循序推出，中國證券市場將步入穩步增長的黃金時期。
- 同時，隨著證券市場基础性制度建設的日漸深入，不但傳統業務規模將急速擴張，證券公司的業務範圍也將大大拓展，業務結構將逐步完善，金融創新前景廣闊，業務種類也將呈現多元化格局。

(3) 行業競爭有望形成差異化、專業化局面

- 未來激烈的市場競爭將使中國證券公司逐步走上差異化和專業化的道路，證券公司將根據自身特色制訂不同的發展戰略，有針對性地培育細分領域內的核心競爭力，例如併購、投資諮詢，或金融產品銷售，從而尋找各自的發展空間。行業組織結構以及市場競爭格局的優化，有利於證券公司的可持續發展。

(4) 金融創新循序漸進成為證券公司發展的活力和源泉

- 中國證券市場還處於初級階段，創新依然是未來發展的動力，無論是新業務開拓還是傳統業務轉型，都依賴于強大的創新能力。股指期貨、融資融券、備兌權證、資產證券化等多項創新業務或在醞釀或已推出，未來將為證券公司提供廣闊的發展空間。

參考文獻：「中美投資銀行比較及未來發展趨勢」2010年06月21日
作者：周暉(單位：浙江財經學院,中國社會科學院金融研究所)

-- 台灣投資銀行的發展趨勢

- 全球資本主義從1980年代後，進入新的資本流動快速的全球化階段。英美資本主義的金融開放進程，加強了金融全球性的深度，許多發展中的國家捲入其中，從而加劇了全球資金自由流動。發達國家和一些新興市場國家開放證券市場，適應國際資本流動的需要。證券投資在國際資金流動中，所佔的比重不斷上升。而投資銀行與證券商在國際資本流動的過程中，扮演了橋樑與中介角色。
- 台灣於2002年元月一日加入世界貿易組織(WTO)以後，許多世界知名的證券業者及投資銀行，依WTO在1999年3月通過的『金融服務業自由化協定』，紛紛加入我國金融市場的行列。而外商挾其國際化與大型化的優勢，對我國金融市場的營運產生極大的衝擊。在此情況下，證券業生存環境將更形嚴峻。政府亦推動一系列開放計劃，讓證券商能夠參與國際業務，俾能轉型為投資銀行。

過去台灣證券商轉型投資銀行的障礙主要有：

- 產業內部因素方面
 - 證券商過多，彼此惡性競爭
 - 海外業務及通路薄弱
 - 業者本身之認知不夠清楚
 - 缺乏國際級投資銀行經營管理人才，策略規劃及管理制度的落後國際水準
 - 資本規模不夠大
 - 公司治理未上軌道，風險管理制度未貫徹與落實
 - 國際聲譽不高
- 產業外部因素方面
 - 證券商無法承作完整的投資銀行業務，以致無法發展利基業務
 - 自營交易方式的限制
 - 稅法不健全，阻礙新金融商品之發展
 - 法令限制，致使證券商處於不利競爭地位
 - 政府缺乏發展整體金融市場之藍圖，對交易、結算、交割平台的投資不足
 - 兩岸關係未能正常化，通商機制尚未建立

台灣證券商轉型投資銀行的挑戰

- 對證券商而言，不僅必須充分瞭解市場利基，利用既有優勢，選擇高附加價值之業務及具競爭力之經營型態，作為發展具有核心價值及特色的投資銀行業務的重點。業務擴展的同時，也必須積極培育風險管理及新種業務之專業人才；並加強自我之風險控管，才能事半功倍，於激烈競爭中脫穎而出，發展成為區域性之投資銀行。
- 對政府而言，面臨自由化、全球化、科技化及金融商品多元化的風潮及國際間的激烈競爭，過去以「靜態風險」為主要考量的管理架構必須全面檢討，且應能適時、有計劃的開放業務，建立一個各金融產業公平競爭的機制，對新金融商品有合理且明確的課稅原則，才能因應證券商之轉型需要。

4. 兩岸投資銀行在亞太新興市場投資區域及購併機會分析

-- 新興亞洲企業購併成長快速(1)

2006-2010年全球企業購併件數統計

	全球	北美	歐洲	拉美	中東歐非	亞太		
						合計	新興亞洲	已開發亞洲
2006	28,589	10,611	8,064	847	574	8,242	4,146	4,102
2007	29,669	10,799	8,512	866	610	8,635	4,293	4,351
2008	30,699	10,958	9,051	928	648	8,850	4,291	4,572
2009	31,956	10,937	9,447	959	654	9,632	4,779	4,865
2010	33,025	10,981	9,695	929	716	10,317	5,265	5,073

2006-2010年全球企業購併件數成長率

	全球	北美	歐洲	拉美	中東歐非	亞太		
						合計	新興亞洲	已開發亞洲
2007	3.78%	1.77%	5.56%	2.24%	6.27%	4.77%	3.55%	6.07%
2008	3.47%	1.47%	6.33%	7.16%	6.23%	2.49%	-0.05%	5.08%
2009	4.09%	-0.19%	4.38%	3.34%	0.93%	8.84%	11.37%	6.41%
2010	3.35%	0.40%	2.63%	-3.13%	9.48%	7.11%	10.17%	4.28%

資料來源: Bloomberg

-- 新興亞洲企業購併成長快速(2)

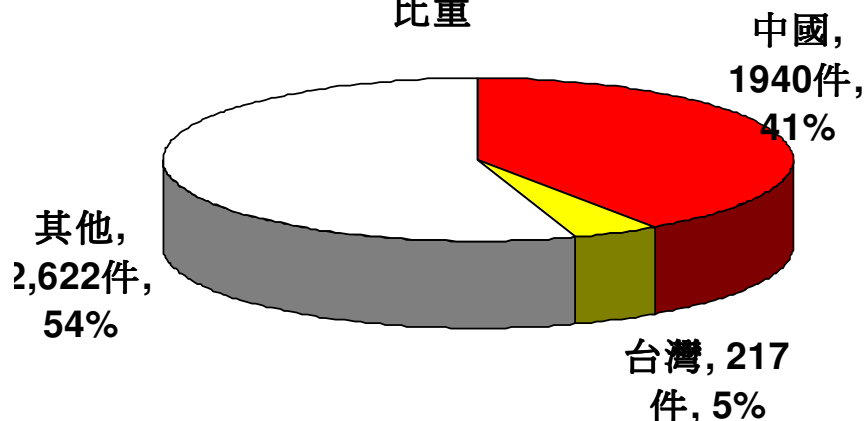
	全球	北美	歐洲	拉美	中東歐非	亞太		
						合計	新興亞洲	已開發亞洲
2006	3,507	1,608	1,269	117	58	442	199	244
2007	3,570	1,643	1,255	108	58	493	234	261
2008	4,048	1,829	1,537	117	52	497	252	247
2009	4,286	1,971	1,580	129	52	535	266	270
2010	4,019	1,768	1,503	98	73	548	256	294

	全球	北美	歐洲	拉美	中東歐非	亞太		
						合計	新興亞洲	已開發亞洲
2007	1.81%	2.14%	-1.13%	-7.32%	-0.63%	11.60%	17.49%	6.90%
2008	13.38%	11.35%	22.48%	8.22%	-10.53%	0.86%	7.78%	-5.30%
2009	5.88%	7.76%	2.79%	9.89%	0.60%	7.60%	5.50%	9.12%
2010	-6.25%	-10.27%	-4.88%	-23.90%	39.99%	2.33%	-3.97%	8.78%

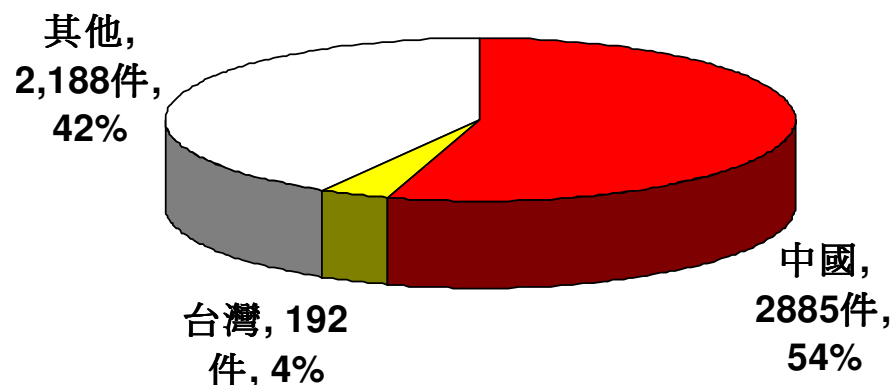
資料來源: Bloomberg

而且中國購併案件數與金額均已超越新興亞洲地區的一半

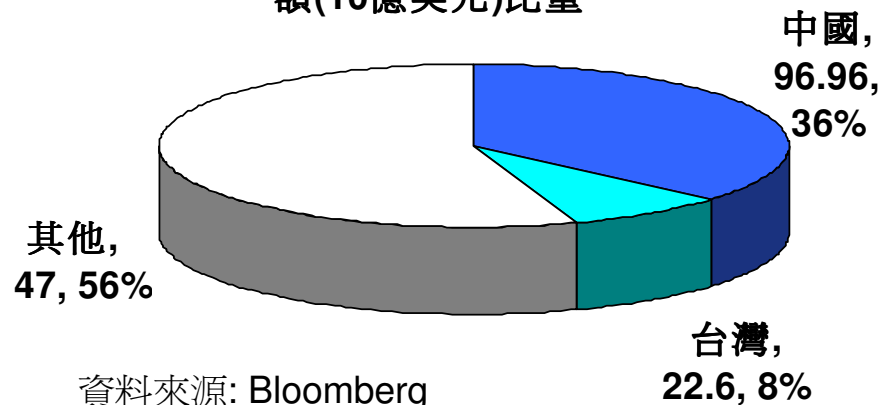
2009年中台兩地占新興亞洲地區購併案 比重



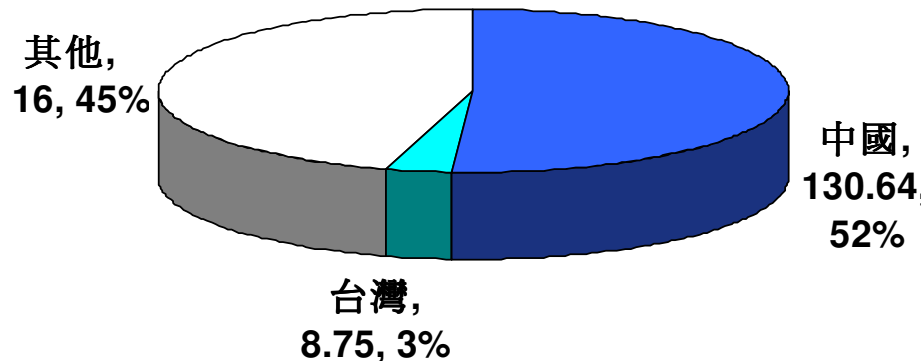
2010年中台兩地占新興亞洲地區購併案 比重



2009年中台兩地占新興亞洲地區購併金 額(10億美元)比重

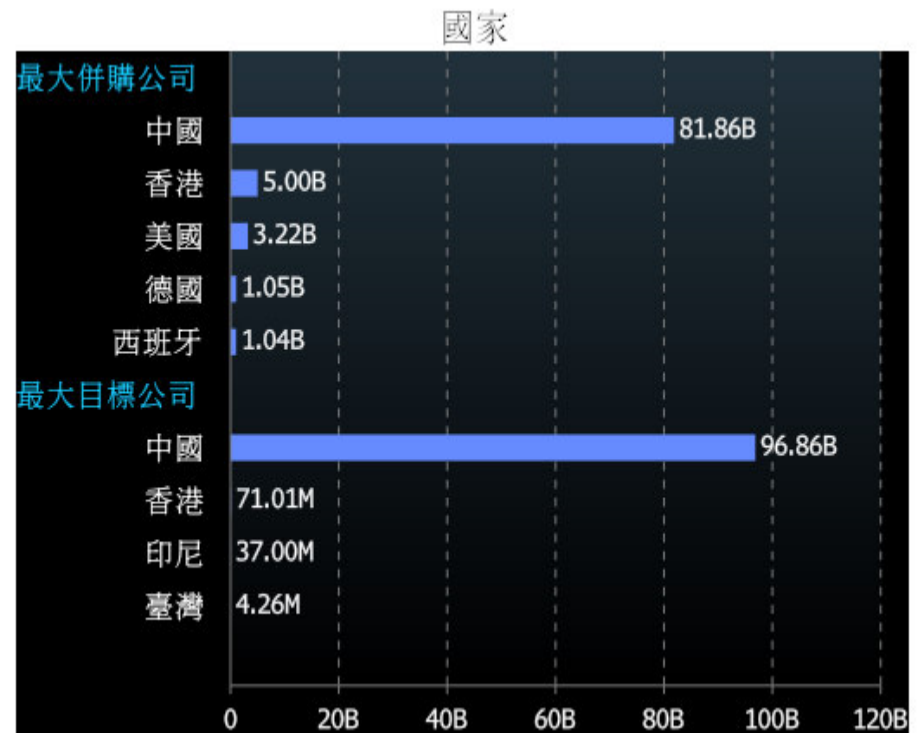
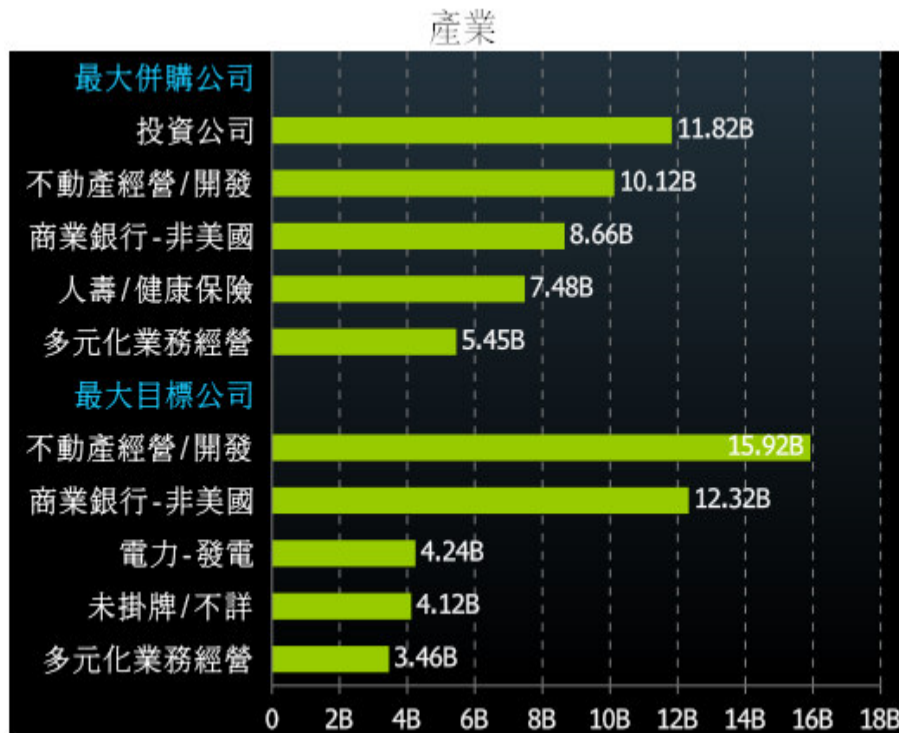


2010年中台兩地占新興亞洲地區購併金 額(10億美元)比重



資料來源: Bloomberg

2009年中國購併交易件數1940件，總金額969.6億美元 平均溢價7.16%



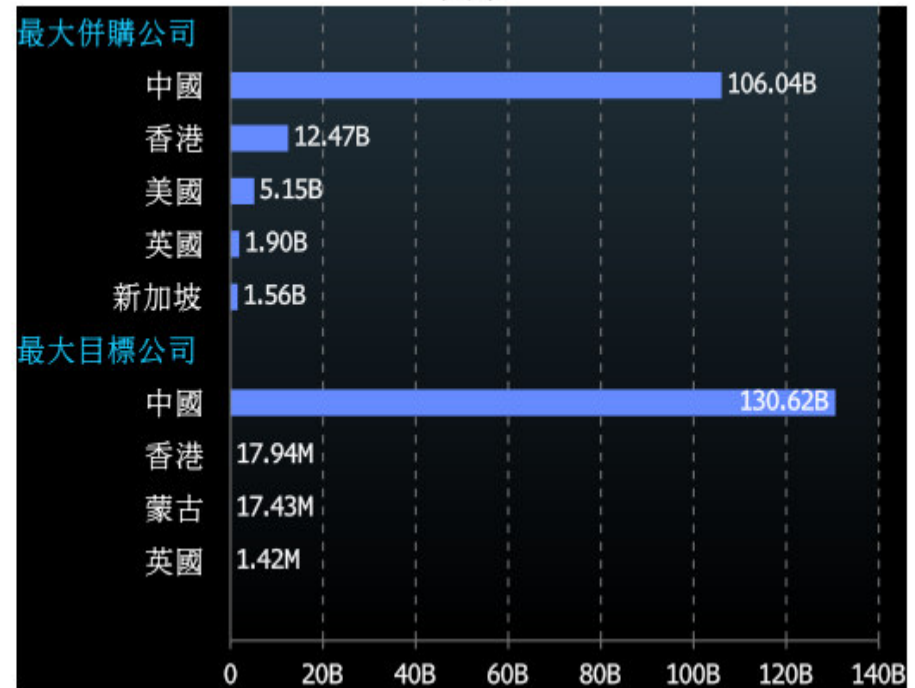
資料來源: Bloomberg

2010年中國購併交易件數成長48.7%至2885件，
總金額成長34.7%至1306.4億美元
平均溢價3.39%

產業



國家



資料來源: Bloomberg

2010年中國業者境內市占率大幅上升

中國購併案顧問排行榜								
排行(市佔率)	2009年				2010年			
	顧問	市佔率 (%)	總額 (USD, M)	併購件數	顧問	市佔率 (%)	總額 (USD, M)	併購件數
1	中國國際金融	8.15	7,901.48	8	中國國際金融	18.67	24,386.71	35
2	中信證券	8.03	7,783.93	19	中信證券	7.28	9,507.92	12
3	Morgan Stanley	7.92	7,681.79	11	Goldman Sachs & Co	5.91	7,723.66	9
4	Goldman Sachs & Co	5.32	5,158.20	4	Credit Suisse	4.52	5,903.75	8
5	Nomura Holdings Inc	3.87	3,756.01	6	海通證券	3.12	4,080.68	9
6	BoA Merrill Lynch	3.25	3,147.15	6	華泰證券	3.09	4,037.44	29
7	華泰證券	2.68	2,597.72	9	Morgan Stanley	2.84	3,714.80	6
8	國信證券	2.25	2,182.55	10	UBS	2.62	3,416.89	5
9	廣發證券	1.93	1,869.63	9	ING Groep NV	2.61	3,413.36	2
10	長江證券	1.76	1,706.76	2	JP Morgan	2.59	3,376.96	3
11	國泰君安證券	1.63	1,579.40	3	Anglo Chinese Corporate F	2.06	2,685.36	7
12	Rothschild	1.52	1,473.72	4	BNP Paribas Group	1.97	2,574.53	6
13	Credit Suisse	1.39	1,351.60	11	ABC Financial Service Co L	1.94	2,532.32	1
14	Deutsche Bank AG	1.32	1,283.04	5	Deutsche Bank AG	1.88	2,453.25	9
15	平安證券	1.32	1,275.89	8	西南證券	1.69	2,210.79	6
16	東方證券	1.27	1,229.44	3	BoA Merrill Lynch	1.67	2,178.50	2
17	PwC	1.17	1,130.63	4	廣發證券	1.51	1,975.79	8
18	民生證券	1.11	1,072.09	6	中銀國際證券	1.13	1,479.74	4
19	海通證券	1.10	1,070.14	9	中原證券	1.06	1,387.91	3
20	UBS	1.10	1,062.95	10	Optima Capital Ltd	0.88	1,153.67	3

資料來源: Bloomberg

但在新興亞洲市場仍有許多成長空間

2010年新興亞太市場購併案顧問排行榜

顧問	排行(市佔率)	市佔率(%)	總額(USD, M)	併購件數	顧問	排行(市佔率)	市佔率(%)	總額(USD, M)	併購件數
Morgan Stanley	1	10.23	27,466.20	31	Hana Daetoo Securities Co Ltd	26	1.77	4,744.71	6
Credit Suisse	2	9.85	26,442.79	30	Kotak Mahindra Capital Comp	27	1.75	4,690.32	19
中國國際金融	3	9.08	24,386.71	35	Woori Investment & Securities	28	1.63	4,372.21	9
Goldman Sachs & Co	4	8.47	22,754.62	22	HSBC Bank PLC	29	1.58	4,248.93	11
JP Morgan	5	7.57	20,341.95	16	海通證券	30	1.52	4,080.68	9
Standard Chartered PL	6	6.25	16,780.93	14	華泰證券	31	1.50	4,037.44	29
BoA Merrill Lynch	7	6.22	16,702.64	11	Shinhan Investment Corp	32	1.31	3,525.03	1
Citi	8	6.04	16,227.06	17	Public Investment Bank Bhd	33	1.08	2,888.18	1
Enam Securities Pvt Ltd	9	5.48	14,720.44	14	Anglo Chinese Corporate Fina	34	1.00	2,685.36	7
Barclays Capital	10	5.30	14,237.72	12	BNP Paribas Group	35	0.96	2,574.53	6
CIMB	11	4.65	12,487.21	26	ABC Financial Service Co Ltd	36	0.94	2,532.32	1
Nomura Holdings Inc	12	4.64	12,449.26	13	Ambit Corporate Finance Ltd	37	0.92	2,460.71	12
RBS	13	4.62	12,407.21	7	西南證券	38	0.82	2,210.79	6
JM Financial Ltd	14	4.57	12,286.97	8	廣發證券	39	0.74	1,975.79	8
Rothschild	15	4.41	11,832.82	12	Phatra Securities PCL	40	0.65	1,757.24	5
RHB	16	4.33	11,619.44	20	中銀國際證券	41	0.55	1,479.74	4
UBS	17	3.78	10,153.64	20	富邦證券	42	0.52	1,399.51	3
KPMG Corp Finance	18	3.72	10,002.94	40	中原證券	43	0.52	1,387.91	3
中信證券	19	3.54	9,507.92	12	Samsung Securities Co Ltd	44	0.46	1,230.17	8
Deutsche Bank AG	20	2.45	6,584.19	23	Optima Capital Ltd	45	0.43	1,153.67	3
Ernst & Young	21	2.37	6,363.26	55	平安證券	46	0.39	1,044.88	4
Macquarie Group Ltd	22	2.33	6,255.92	12	中國建設銀行	47	0.38	1,007.13	2
Maybank	23	2.24	6,015.14	17	Tisco Securities Co Ltd	48	0.37	1,003.17	1
AmlInvestment Bank BH	24	1.99	5,347.90	26	Platinum Securities Co Ltd	49	0.37	998.71	4
ING Groep NV	25	1.81	4,862.42	10	中信證券	50	0.37	993.65	7

2009年中國(收購方)在新興亞洲跨國購併交易件數為296件，
 總金額241.6億美元
 平均溢價18.47%

產業



國家



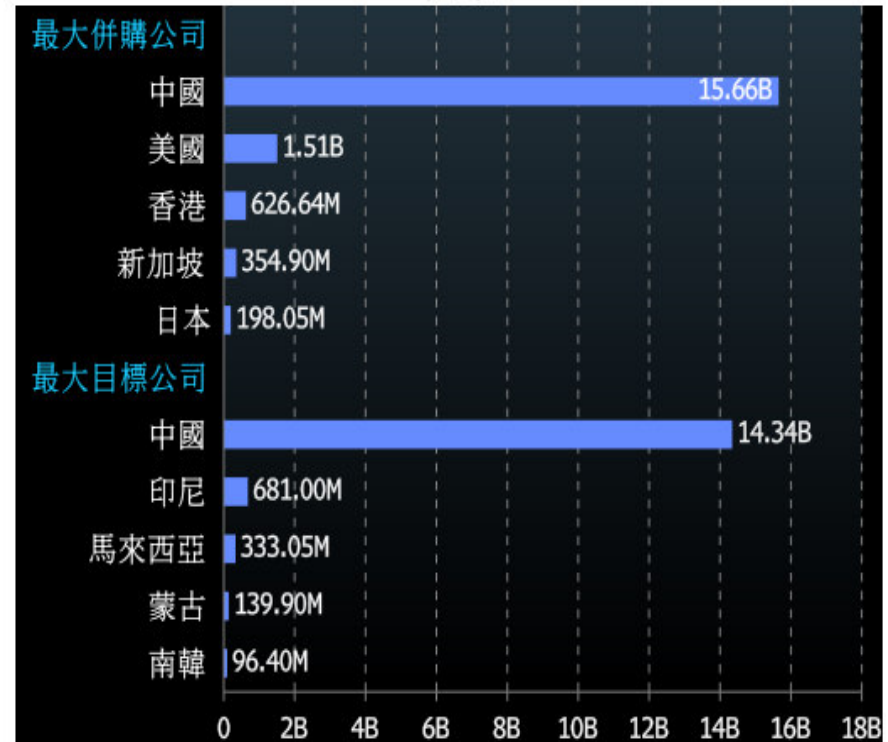
資料來源: Bloomberg

2010年中國(收購方)在新興亞洲跨國購併交易件數成長29.7%
至384件，總金額減少35%至156.6億美元
平均溢價2.62%

產業



國家



中國購併市場的未來

- 中國的購併市場有三大動力：
 - 產業合併。中國各產業的分布極端分散，連各產業的前五大生產者，他們的市占率都很低。在這樣的情況下，企業勢必要透過合併來增加經濟規模與效率，這是很大的一個動力。
 - 全球化的趨勢。當跨國企業前進中國，大陸的本地企業必須增加競爭力，因此他們可能採取過去不會考慮的策略像是購併，來獲得效率、減少成本與進行企業整合。
 - 撤銷管制。這包括兩個部分：國有企業私有化，使中國企業有更大自由收購當地企業。此外，法律上最大的變化是允許外資在某些產業持有目標公司過半的股權。這一點影響深遠，因為它迫使本地企業正視跨國企業的競爭，也會激發他們走出中國，尋覓國際的購併標的來壯大營運規模。
- 長期來說，中國公司的海外購併將成長得最快
 - 目前大部分中國的購併成長動力來自中國內部企業彼此購併（以購併案成交數來看），其次是外資購併中國企業，再來是中資併購外國公司。但未來，中國公司的海外購併將成長得最快。