

聚焦 FOCUS 投行创造价值”高峰论坛

# 深交所副总经理陈鸿桥：投行助力新产业新金融

证券时报记者 黄兆隆

在服务新兴产业的过程中，投资银行应该发挥怎样的作用？履行怎样的社会责任？日前，在由证券时报主办的“投行创造价值”高峰论坛上，深圳证券交易所副总经理陈鸿桥在发表主题演讲时表示，随着中国各方面发展优势的累积，投资银行迎来了历史性发展机会。在服务新兴产业的过程中，投行应发挥自身的“特长”推动新产业和新金融的相互渗透。

陈鸿桥表示，从全球大势来看，发展机会已经开始向新兴经济体倾斜。未来中国经济转型有两个优势正在迅速形成：第一，正在成批崛起的全世界最年轻、最活跃的企业家群体；第二，科技人才优势开始形成，

这种优势正在快速转变为创新优势。从实体经济而言，中国企业的规模和总量正在迅速增长，制造业处于从低中高端向中高端转变。而且除了传统制造业外，越来越多的新兴业态如网络经济、文化产业、商业连锁、新能源等部分细分领域的规模也开始位居全球前列。

新兴产业的崛起也让传统行业的界线发生剧变，如互联网与其他行业结合、创意产业与制造业相结合，制造业注入高端性服务，很难再用传统的行业划分标准进行分类。

企业界也在发生重大变化，大企业和中小企业，老企业和新企业的界线也变得越来越模糊，甚至一夜之间在发生颠覆性的变化。”陈鸿桥表示，苹果的崛起也意味着

大量的企业必须转型，甚至将会有大量的企业消亡。”

不过，陈鸿桥也指出，虽然在部分创新领域中，中国和欧美发达国家目前处于同一起跑线上，但是还存在着很多缺失，尤其是中国的企业家普遍年轻，企业科学管理、研发管理薄弱，缺乏管理经验的传承，大多数企业是在非常短的时间内白手起家、自主创业的。

为此，他从资本市场角度出发，认为现行资本市场和商业银行正在形成互动的合作机制，为中小企业提供一站式的投融资服务链，打通直接融资体系和间接融资体系，这其中，特别需要投资银行发挥主观能动性，助推新兴产业和金融业创新体系建设。

编者按：中国资本市场的发展机遇无处不在，日前，在由证券时报主办的“投行创造价值”高峰论坛上，国内投行巨头交流心得，商讨未来发展机遇。

投行应发挥主观能动性，助推新兴产业和金融业创新体系建设；未来蓝筹股市场的广度、深度都将有较大幅度飞跃，为投行业带来越来越多的机会；国内投行应三方面向海外取经；未来30年非常适合股权投资……各种观点相互碰撞精彩纷呈。

## 昆吾九鼎投资蔡雷：未来30年非常适合股权投资

“从事股权投资可以很大程度上控制或规避人性弱点，即贪婪和恐惧，而这种弱点在二级市场上则很难控制。”

证券时报记者 黄兆隆

日前，在由证券时报主办的“投行创造价值”高峰论坛上，昆吾九鼎投资管理有限公司合伙人蔡雷表示，中国经济在未来10年到20年内有能力维持在6%~8%的快速经济增长水平。

在经济增长和产业整合推动下，中国未来二三十年里非常适合从事股权投资。

### 看好未来基于经济增长的A股走势

蔡雷认为，上述论断主要基于两个动因。第一是经济增长，未来二三十年内中国经济还会保持持续快速的增长；第二是产业整合，中国目前主要的产业或行业未来将面临大整合的趋势，会为龙头企业带来巨大的发展和投资机遇。

他认为，二级市场股价未来还会保持相对偏高并有一定泡沫的状态。他解释道，股票作为一种投资品种，其价格的相对水平应该由它可替代投资品种的收益率水平来决定。对于散户而言，最重要的替代投资品种是储蓄，在长期处于负利率的环境下，股票市场即使价格高一些，也是投资者能够承受的。

谈及目前市场扩容问题，蔡雷认为，中国证券市场从诞生初始，基本功能就在融资和投资之间摇摆，而向企业提供资金支持是作为第一选择的，尽管近年来出现了较大改变，但其表现始终是融资功能超过投资功能。

融资规模的诉求始终是超过股价诉求的，持续、快速、大规模的扩容在较长时间内将成为中国证券市场的一个常态。”蔡雷表示。

### 以股权投资规避贪婪和恐惧

蔡雷对中国未来经济发展较为乐观。他认为，创投机构必须关注长期的经济增长方式改变，尤其是5年到10年的周期。

中国经济有一个基本动力，人均国内生产总值(GDP)的水平还远远落后于世界平均水平，而这种差距是支撑中国经济长期快速增长的原动力，巨大差异会带来模仿效益、感召效益，会支撑经济的持续增长。”蔡雷表示。

至于为何看好股权投资，他认为，从事股权投资可以很大程度上控制或规避人性弱点，即贪婪和恐惧，而这种弱点在二级市场上则很难控制。

在谈及公司经营时，蔡雷指出，九鼎一直以来都在追求企业化的发展目标，同时追求规模化和规范化的发展，通过资金来源多元化，形成以民营资本为主体，同时吸收国有企业、境外大型机构所投入资本，即由3部分综合构成的多元化资本结构。

在投资领域，他介绍说，公司内部有二三十人的竞标团队，并不太借助其他中介机构，同时拥有独立的评审团队，通过大量项目投资实践建立操作模板和完成知识积累，投资方面则强调以短期、中期和长期划分，针对企业不同阶段特性提供增值服务。

当前阶段，明确定位于成熟企业的参股投资，对所有管理的基金都采取适当集中组合投资模式，采取相互牵制的方式来综合控制风险。”蔡雷表示。

## 上海证券交易所发行上市部总经理郭洪俊表示：投行业应把握蓝筹股机会

证券时报记者 黄兆隆

中国投行业将迎来历史性机会，而蓝筹股市场的发展将为投行带来更多机会。”日前，在证券时报主办的“投行创造价值”高峰论坛上，上海证券交易所发行上市部总经理郭洪俊发表主题演讲时表示。

### 投行发展空间更广阔

郭洪俊表示，中国投行业将迎来历史性发展机遇，中国多层次资本市场的逐步建立和完善，将为投行业自身转型和发展提供更为广阔的舞台。目前国内上市公司已达2400多家，但占全国股份公司的比例仍相当小，还有很多真正的中小企业没有得到资本市场的有效支持。对照国家四部委发布的《中小企业划型标准》，目前上市公司中真正的小企业极少。

在他看来，中国应当进一步增强资本市场的弹性和包容能力，未来包括主板、中小板、创业板在内的场内市场定位将进一步合理，功能将进一步完善，层次将进一步明晰；全国统一监管的场外市场和区域性场外市场，也将逐步建立并稳妥发展。逐步发展和完善的多层次资本市场，将为投行业发展提供更广阔的空间。在此过程中，投行业将有机会进一步扩大业务范围，拓展业务空间，增加盈利方式。

### 投行将得三点好处

郭洪俊认为，以新股发行制度为核心的资本市场改革，将加速中国投行业核心竞争力的塑造，推动投行业的变革、整合与提升，为中国投行业的可持续发展奠定坚实的基础，其中好处有三点：

一是有助于加速中国投行业核心

“逐步发展和完善的多层次资本市场，将为投行业发展提供更广阔的空间。在此过程中，投行业将有机会进一步扩大业务范围，拓展业务空间，增加盈利方式。”

竞争力的塑造。传统格局下，项目执行能力成为评判投行业务的最主要标准；而未来，价值发现、定价和承销三方面能力将成为投行业最为重要的核心竞争力。

在强化信披的趋势下，将逐步由市场决定企业的价值，审核机构的“用手投票”，也将逐步转变成市场的“用脚投票”。这一根本性的转变，必将激发投行业去挖掘真正有价值的项目，并准确揭示企业风险。此外，在市场这只“看不见的手”的影响下，未来发行风险将更加突出，中止发行、延迟发行甚至取消发行都可能成为常态。因此，投行必须不断增强定价能力，真实、客观地反映企业价值，同时改变过去“重保荐、轻承销”的现象，进一步提升定价、承销能力，平衡投资方和融资方利益，创造多赢局面。

二是有助于投行业不断创新组织架构与业务流程。传统格局下，项目执行能力非常重要，因此多数投行采用的是团队制，主要考量团队的项目执行情况。未来，以价值发现、定价、承销等三大能力为核心考量标准的投行，必将进一步整合内部各方资源，充分发挥项目开发、专业研究、

客户管理等综合资源的优势。因此，原有的基于团队制的组织架构可能逐步打破，转而采用更加灵活、客户导向、利于创新的组织架构。

三是有助于投行业商业模式的转变。在传统格局下，投行业更注重首次公开发行(IPO)、重IPO、轻并购”、“重股权融资、轻债权融资”的现象比较突出。在未来，随着审核环节的简化，并购重组业务有望进入快车道；而中国经济转型也在客观上需要并购重组扮演更为重要的角色，并购业务也将具有更大的市场空间。投行业应当顺应这一趋势，进一步创新并购融资手段，在搜寻机会、方案设计、估值定价、撮合交易等方面加大力度，使并购业务逐步成为投行扩大市场影响、满足客户需求的重要一环，并最终成为投行收入的另一重要来源。

### 蓝筹丰富投行机会

中国债券市场将迎来重要的发展阶段。目前，相比银行间市场，证券公司在债券市场的承销份额非常小，债券相关业务收入在证券公司收入构成中偏低。投行业应当抓住债券市场发展的重要机遇，不断做大做实债券业务。实现股债并重，均衡发展。

郭洪俊表示，蓝筹股发展迎来了历史性机遇，投行业必须把握机会。他认为，目前上交所大多数企业都属于细分行业的龙头和地区经济发展的重要企业，还有一部分是潜力蓝筹，这些企业将来有可能成为经典蓝筹。

“上交所蓝筹股市场也是多层次的，既为中小企业服务，也为中小市值的企业服务，既为国有企业服务，也为民营企业服务。”郭洪俊介绍说，未来几年蓝筹股市场的广度和深度都将有较大幅度的飞跃，为投行业带来越来越多的机会。”

## 中金公司董事总经理方宝荣：国内投资银行三方面汲取海外先进经验

证券时报记者 黄兆隆

学习海外投行巨头的先进经验，已成为国内投行界的共识。日前，中金公司董事总经理方宝荣在由证券时报主办的“投行创造价值”高峰论坛作主题演讲时表示，国内投行在市场化操作、中介机构责任、信息披露等三个方面需借鉴海外经验。

### 市场化操作明确责任

在阐述上述观点时，方宝荣指出，市场化改革体现的不仅是制度上的改革，也体现在一些细分的市场操作上。从中介机构角度而言，境外发行中除投资银行人员外，律师和会计师的作用及责任更大。海外的通常做法是要求所有中介机构向投行提供回函，回函要对中介机构的责任和工作内容给予全面告知。

“海外投行和律师间是一个互动过程，投行要在招股书中体现出公司的亮点，律师则需要对每一核心资源的验证上把关。”

在招股书的操作上，国内投行要改进的工作之一是实现内容的平衡，一方面要实现法律文件的规范完整，另一方面则要充分推荐公司投资价值。从海外招股书来看，其中体现的投资故事甚至成为投资者了解公司的唯一载体。国内投行目前需要在上述两方面进行均衡安排。

方宝荣表示，中国目前已经成为仅

次于美国的第二大融资主体，企业股本融资非常活跃并实现相当规模，沪深交易所的活跃程度和容纳能力已居世界前列。她举例称，在全球领域中，股本融资集中度相当高。按照去年的融资规模，前10大交易所基本上占据了全球市场75%的股本融资规模，其中，香港主板仅次于纽交所，位居第二，深交所位列第四，上交所则位列第七。在此前提下，借鉴其他市场在首次公开发行(IPO)技术方面的先进做法就更具迫切性。

在方宝荣看来，美国监管机构曾多次制造针对中国企业发行的诉讼，70%~80%的中国企业赴美上市均有此遭遇，美国特殊的监管环境值得国内研究。

### 重视信披风险

在信披领域，方宝荣指出，中美企业的上市招股书存在差异，企业对此的认知也不一样。境外发行企业的招股书

严格意义上可以看成是一本法律文件，投行通常要花很大精力准备材料。而如果企业进行技术出售，则会在行业比较上花大篇幅进行阐述。比如，行业中能够取胜的是技术创新，那么企业的发展就会特别突出，招股书则更注重对这家企业投资价值以及投资故事的表述。

投行和律师之间是一个互动过程，投行要在招股书中体现公司的亮点，律师则需要对每一个核心资源的验证上进行把关，因此招股书中内容较多的风险因素披露，将表现为发行人的风险。”方宝荣表示，这也是招股书中诸多“领先”和“唯一”的阐述后都有大量验证工作的原因。”

谈及海外IPO定价和发行时，方宝荣指出，在执行过程中，海外与内地有细微差别，投行的分析报告作用很大，目的在于通过与投资者的更多沟通，使其认识到公司本身价值及行业特性。



深交所副总经理 陈鸿桥

上交所发行上市部总经理 郭洪俊

中金公司董事总经理 方宝荣

昆吾九鼎投资公司合伙人 蔡雷

吴比较/制图

## 精彩语录

● 深交所副总经理陈鸿桥：随着中国各方面发展优势的累积，投资银行迎来了历史性发展机会。在服务新兴产业的过程中，投行应发挥自身的“特长”推动新产业和新金融的相互渗透。

● 上交所发行上市部总经理郭洪俊：中国投行业将迎来三大历史性机会，而蓝筹股市场的发展也将为投行带来更多机会。

● 中金公司董事总经理方宝荣：国内投行在市场化操作、中介机构责任、信息披露等三个方面需借鉴海外经验。

● 昆吾九鼎投资公司合伙人蔡雷：在经济增长和产业整合推动下，中国未来二三十年里非常适合从事股权投资。