

## 新型投行：巴比伦塔的解码者

21 世纪经济报道 杨杨 2008-3-24

和 VC、PE 在中国这两年的火爆同步的是，一批为“快速发展行业”提供融资、并购、上市、财务顾问等金融服务的投资银行快速萌发，并已略有规模。

在西方，这类机构确实被称为精品投行(Boutique Investment Bank)，其与传统投行的承销、发债、研究和交易等优势业务不同。

在 1998 年到 2001 年的那一轮创业热潮中，中国也曾经产生过一批所谓新型投行，但与今天不同的是，那时候很多新型投行都没能挨过突如其来的寒冬。

迅速发展的企业融资市场创造了新型投行的高速增长。据了解，在中国市场上，“年平均 100% 的增长速度是很平常的”。以华兴资本为例，在其成立 2 年多的时间内已经完成了 30 个项目，总融资额近 10 亿美元。可以预见的是，在今年上半年创业板推出之后，一大批等待上市的准 IPO 公司中，新型投行们正可大显身手。

在美国同行的身上，国内参与者也看到了新型投行在中国的光明前景。据汤姆森财经统计的数据，截至 2006 年 8 月总计价值 8470 亿美元的并购案中，Evercore、Lazard、Greenhill 等三家精品投行承担了其中 28% 的顾问工作。前一年这一数据只有 18%。而在继美国和日本之后，中国正走在成为世界金融中心一部分的路上。

### 比创业者更懂 VC

《圣经》里说，在今天相当于巴格达的地方，人们曾想建造一座通天的巴比伦塔。上帝害怕人类的智慧因此可以达到他的高度，因此有意把人们的语言搞乱了，使他们彼此听不懂对方的语言。结果是人们因无法沟通而对立进而争斗。

圣经里的故事同样也发生在融资领域。

“中国的企业家可能有很多好的想法，他们也很能干。但是不可否认地是，他们和投资人之间的沟通存在着很大的问题。”华兴资本 CEO 包凡认为：就像建造巴比伦塔的人们一样，融资双方之间“说着各自的语言”。也许“市场上很多钱”，但事实是仍有许多企业拿不到钱。

2003 年国金投资作为财务顾问，操作新浪收购广州迅龙。“当时谁也不知道，这样的商业模式应该如何估价。”林嘉喜说，卖家希望高价，买家希望低价。在资深业内人士谢屹璟看来，这种博弈在每次融资中都是一种全新的过程，“因为资本市场在变。”在其主导的当当融资时，他发现“即使俞渝和李国庆是有过两次成功融

资历史的企业家，依然缺乏融资经验。”

在嘉华伟业董事长宋向前看来，有些公司“过于自信”，自己去讲故事融资，结果企业真正的亮点或者真正的故事并没有得到很好的阐述。“找到专业投行时，就会有很多问题。”他指出资本市场非常势利，“如果一家机构对企业形成了不好的印象，那么整个圈子恐怕都会误解它。”

“在中国做私募融资不像在美国，在中国更多的是成长期的投资。”包凡指出，这意味着企业找的不仅仅是钱，“而是一个合作伙伴。”双方不仅要情投意合，还要门当户对。但“融资过程往往处于蜜月期，很多问题可能都不容易暴露出来”，因此他们的工作之一就是要根据企业的特征，挑选最合适投资人。

“与企业只在融资时才接触投资人不同，我们几乎每天都和这些投资人泡在一起。”清科集团 CEO 倪正东指出，至少清科是从 1999 年开始和很多 VC 机构一路走来的。而按照日程表每月按计划拜访机构投资人则成了很多新型投行的工作。“所谓术业有专攻。”奥瑞金制罐的人就很明白这一点，他们把融资全权交给了财务顾问公司嘉华伟业。

“而让新型投行有生存价值的，还有“VC 们的非规模化”。“在国内活跃的 VC 机构，大多数就几十个人，真正在一线做 case 的人也不过十来个，他们能看多少个案子？”在美国，即使是像 Greenhill 这样的精品店，也会有上百个甚至几百个雇员。

寻找大投行吃“漏”的小鱼

与那些庞大的传统大投行相比，这些如红鲱鱼般快速成长的新型投行，需要更勤奋、更贴身、更全面，寻找大投行吃不到的项目，并力求长期跟进，慢慢“喂”大。

在接受奥瑞金制罐的聘任时，嘉华伟业和这家公司签了一个长达 3 年的合约。“这是他们的这次首轮融资，以后如果还有融资需求，以及并购、上市等一系列和资本市场相关的服务工作，都由我们来提供。”嘉华伟业董事长宋向前说。

“我们的客户实际上需要的是一揽子解决方案，这里面需要协调很多方面的资源。”包凡指出，大投行接近成熟的客户，而新型投行接近成长中的客户。因此这种长期合作的关系几乎是所有新型投行的商业模式。

林嘉喜自嘲，很多公司从它们一成立“我们就在里面”，几乎什么都做。企业需要管理咨询的时候帮着他们找管理咨询公司，企业需要找高管时也要帮忙。中国汽车网的 CFO 和 CTO 就都是这些新型投行给找的。“甚至客户的小孩要上学、多余的钱需要理财，都会找我们帮忙。”林嘉喜说，这种关系更像是朋友而不是客户。

如此“委屈”自己，是因为这些新型投行意在长远。“这种情况下，如果他们要融资、要上市，除了找你还能去找谁？”林嘉喜说。这种方式也许也是“物竞天择”的结果。新型投行的单笔生意“量”都很小，“如果只做一单，恐怕连成本都收不回来。”包凡说，实际上新型投行是在养鸡，“把小鸡养成大鸡。”只有公司能够生存十年，才能保证有十年的生意做。

“做这个活实际上是很累的。”倪正东用银行的大企业客户和小额贷款来形容传统投行与新型投行业务的不同。“吃惯大鱼的大投行怎么能吃得了这些小鱼？”从目前来看，大投行的重心仍然集中在 IPO 以及再融资等与二级市场直接相关的领域。

一方面由于国企没有太多金融业务可做，另一方面中国民营企业活跃，因此一些大的投行也在关注中小型企业的融资并购业务，也就是新型投行的业务范畴。尽管这让新型投行们有压力，但却并不认为大投行会和他们有正面冲突。

“首先大投行的优势在于其有全球优势，倘若越来越多的民营企业打算在国内资本市场上市，大投行的优势就显现不出来。”倪正东说。

就本土做私募融资而言，“这是一个非常本土化的领域”。而本土新型投行的优势就在于“和客户贴近”。国金成立伊始，就确立了帮企业做融资成功之后再收费的做法。“当时很大程度上是因为别人不信任我。”这一为打消客户疑虑的做法，如今已经成了新型投行领域的惯例。

“同时我们进入公司之后所做的事情也并不只是帮企业把故事讲好。”包凡指出，这是市场对这个行业的误解。“我们需要在投资者跟企业的利益之间达得到一个比较好的平衡。”按照业内一位资深人士的话说，就是不能让卖家认为卖的太便宜了，而买家又认为买得太贵了。有些案例就是因为没有达到这种平衡，“出现了一些公司通过转移盈利来重新平衡的问题。”

## 后创业板时代的机会

即将开启的创业板，是新型投行等待已久的快速膨胀之机。

尽管都叫新型投行，但各家的业务都各有侧重。而对于谁是“老大老二”之类的说法，大家都认为“不重要”，因为各自都在“快跑”，“成长”中，尚未到论“老大老二”的地步，大家若能共同努力来满足客户需求，就足够了。这个论断背后，或许是因为“大家都有各自的赚钱之道”。比如国金的专长是做 M&A(兼并收购)，而清科至少在外人看来提供“研究报告”和会议仍然是其核心竞争力。

很多新型投行都采取了先选择一到两个行业作为立足点，然后再向外扩展的策略，比如，国金以 SP 领域为切入点，而易凯资本的重心落在媒体娱乐上。

因此至少是在其立足的细分领域，“其他机构根本不会是对手”。也许未来有一天，他们之间也会有正面冲突。“这并不可怕，我始终相信有一个好的竞争对手是最大的幸运。”包凡说。“在业务上没有真正的对手。”众口一词，“如果有所谓的对手，那就是自己”。对目前所有的新型投行而言，最大的挑战是如何刺激客户的需求，“如何让企业意识到有必要去寻求新型投行的帮助”。

在发展了一段时间以后，很多机构也开始考虑“如何调整自己才能做得长久”。在华兴成立初期，“很多事情都是我们几个合伙人说了算。”包凡说，去年他们开始引入了流程化管理。“很多也叫投行的机构，无非是几个人合用一个办公室，凑在一起做项目而言，分完钱就可以散伙”，但这种机构是做不久的。包凡把华兴在过去 2 年的快速增长归结为“把合伙人捆绑起来了，并总是把一部分资金投入公司的再发展中”。

而林嘉喜也坦言，过去一年都在做内部的调整以及产品的测试。很多人认为国金在过去 2 年的发展势头远不如以前，“那是我们刻意放慢了做案子的速度”。

真正带来困扰的是一些“掮客”，“他们利用市场里面的不对等信息，也没有什么增值服务”。但是收费不见得便宜，且还会利用客户的无知敲竹杠。浙江有一家公司曾经找到一家这类机构咨询怎么做融资，“对方一开口就要企业方 30% 的股权。”蓝海创投 CEO 杨沛说。

基于这个判断，真正做新型投行的人更希望未来有可能成为竞争对手的机构发展起来，“随着这些有品牌的公司慢慢发展起来，肯定会取代这些小的机构的。”倪正东认为这种整合正在进行中，“也许只要再等三五年，这个市场就会定型。”

尽管每家都在“独孤求败”，但业绩依然是被用来作为评判的最基本标杆。此外，“客户的质量以及案例的成功比例也很重要”，包凡认为，因为“某一年的业绩或许还有运气的成分”。