



### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，  
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，  
專長於中小型股票研究。

本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

筆者微博：weibo.com/raymondjook

## 投行撤退潮

去年10月美國明富環球倒閉，今年1月底韓國三星證券關閉大部分香港業務（三星於2010年才開始大舉擴張），馬來西亞的聯昌證券在4月正式收購蘇格蘭皇家銀行亞洲的投行業務，RBS的亞洲投行業務其實也是通過在2007年10月收購荷蘭銀行而獲得的。

8月24日美資投行派杰宣布結束亞洲業務，解僱香港員工超過70位。派杰香港的業務始於在2007年7月購入當時的本地投行金榜融資。外資投行在熊市裁員和結業是一種常態。投行本身為周期性極高的行業，牛市時外資因被中國增長故事吸引，紛紛擴展或登陸香港開拓業務，希望在IPO或包銷等高毛利業務（通常收費達1%至3%）上分一杯羹。

但要在股本融資一級市場上競爭，成功獲得交易合約，就一定要在低毛利低回報的二級市場代理業務上建立龐大的團隊配合，當中包括研究、銷售、交易及後勤各部門如交收、會計、合規、行政、電腦支援等等。眾所周知，二級市場佣金因為市場全面開放，大部分平均只有5至15基點，以今天的市場交易量（每天只有400多億港元成交）和缺乏新公司上市和批股的环境下，相信不論大小經紀，絕大部分都在虧損狀態。

### 中小型外資投行六大死因

一般外資投行的死因為：一、**固定工資成本太高**。收入是本地行的規模，支出卻是大行成本。未有足夠收入，就需付出市場高薪聘請有經驗專業員工，租用甲級寫字樓，加上外資行喜歡由海外調派大量高薪管理進駐香港，而他們大部分均缺乏本地人脈關係，不能直接帶來收入，卻往往享受各種福利津貼（例如房屋及子女教育等）。

二、**繁複合規及管理架構**。通常二線的外資行都講求一線的合規及管理架構，很多重要交易

決定都採取集體意見，需經多部門主管同意才能通過，有時更需要海外總部批准，大大削弱投行分秒必爭的競爭力。加上總部往往好高騖遠，要追求藍籌級的大交易，缺乏彈性又不自量力，很多時小交易不願做，大交易又做不了，所以經常在市場定位上處於高不成，低不就的尷尬處境。

三、**供應過剩**。市場上根本存在太多證券商及投行，自從九十年代中期開始，大型美資投行開始在香港大肆擴展，正式啟動了投行行業整固期。亞洲金融風暴過後，很多原本在香港領導的區域性歐資和本地行，如霸菱（Barings），惠嘉（WJ Carr）和怡富（JF）都敵不過全球性的美資大行，需要被兼併或者直接關門。

到了21世紀初，因為中國經濟起步，愈來愈多中資，東南亞、台灣及韓國的證券商進駐香港。但大部分中小型的券商因為缺乏投資銀行業務配合，只能競爭毛利極低的二級市場交易業務。筆者相信今天以機構投資者為客戶對象的大中小型投行或券商起碼有60家以上。以現時市場成交量，根本不足以支持這個行業。

四、**產品欠缺區別**。大部分針對基金客戶的券商都設立研究部，希望以分析建議爭取佣金生意。問題是絕大部分坊間分析員都是重複和重疊的追蹤同類型股票，或者人云亦云，羊群式的作分析建議，根本不能對基金客戶帶來附加值。

五、**銷售員不能行銷**。很多曾經在國際大行擔任機構銷售員的轉到中小型行便無從發揮。其一是巨型基金通常講求門當戶對，只能將交易發給具國際規模的投行。其二是很多在大行工作過的銷售員本身性格根本缺乏在中小公司求存打拼的精神和進取心。

六、**大部分外資投行本身是上市公司**，所以一旦市場逆轉，虧蝕持續，董事局為保股價和自身職位，通常都會手起刀落，將國外的非主營虧損業務（例如香港）關閉。■

外資行喜歡由海外調派大量高薪管理進駐香港，而他們大部分均缺乏本地人脈關係，不能直接帶來收入，卻往往卻享受各種福利津貼。