



王剑：什么样的银行才有价值？ 特许价值通俗讲解



意见领袖 | 王剑

正文

融资的思想实验

价值，通俗地理解，就是一人或一物能够带给大家的额外益处（注意“额外”二字）。如果带不来任何额外的，有它不多，没它不少，那么自然就是毫无价值。因此，评价一物的价值，最好的办法就是与没有它的状态，做一个对比。

评价银行的价值，也是如此。我们需要对比下有银行、没银行的经济环境。当然，现实中很难做这样的对比，现在到处是银行，因此这种对比更像是一种思想实验。



首先，第一个场景，是没有任何金融中介，需要融入资金的人，与可以融出资金的人，自己找交易对手，自己谈判各种融资条件。显然，这种是效率最低的。最为典型的就民间借贷。但是，在一定交易范围内，效率也会很高，比如双方非常熟悉的时候。因此，这种模式适用于熟人网络，但无法支撑大规模的社会化融资。我们将这一模式暂称为“民间借贷”。

然后，引入债券市场。融资者在市场上发行债券，出售给投资者。融资者需要面对很多投资者，并且债券可以在市场上自由交易。相比于民间借贷，债券融资可以面向更多投资者，能够组织更大规模的资金投入生产，这是其主要优势。第二项优势是，投资者持有了债券后，可以在公开市场上卖出，从而有了流动性，这样可以将短期资金转换为长期投资。

但这一模式也有缺点，就是它不可能像民间借贷那样双方非常熟悉，因此一般是一些信誉卓越的融资者才能公开发行债券，名不见经传的小企业，可能很顺利地发债融资。比如作为一个个人，是不可能发债融资的。

正因为这种模式下多是信誉卓著的融资者，因此融资利率较低。如果是大家公认的几乎无风险的融资者（比如本国中央政府），那么其利率可能就非常低，这种利率被称为“无风险利率”。

这个无风险利率非常重要，它是我们后续很多分析的基础。

我们就说，债券市场形成了无风险利率。无风险利率之所以重要，是因为它是很多其他投资行为的机会成本——如果一个人没其他东西可投时，

至少可以投资于这种资产，获取无风险利率。换言之，这是我们研究其他投融资行为时的一项基准。

综上，民间借贷和债券市场都能履行一部分融资职能，但是一些不被众人所知的融资者，就无法到债券市场上去融资。它或许可以通过民间借贷融资（因为周边好友是了解他的信誉的），但如果他需要的资金量较大，周边好友的借贷是不足以满足其融资需要的。

由此，我们相当于将借款人划分为两类：能够达到债券市场门槛的，和不能达到的。这时候，银行的价值就开始体现了。我们将会证明，银行的资产端价值只能体现在达不到债券市场门槛的那群企业身上。

银行的贷款

银行能够放贷，把钱借给借款人，这是大家熟知的基本业务。银行放贷的时候，会通过多种方法，尽可能确保借款人按时还本付息。

这些方法非常多样，但大体上包括贷前、贷后两方面工作。学术上，贷前的工作叫信息生产，贷后的工作叫监督。

所谓信息生产，是指银行面对来向它借款的借款人，通过尽可能详细地调查研究，全面分析这些借款人的方方面面，包括其资金用途、行业前景、财务状况、人品口碑、抵质押物等各种信息，尽可能从一大堆贷款申请人中，挑出还款可能性较大的。这需要花费时间和成本。

所谓监督，就是完成放贷后，银行还会持续地跟踪借款人的情况，包

括生产经营和其他各种情况，确保其谨慎地使用资金，保持还款安全。万一发现其偿债能力有所恶化，就及时采取措施，比如要求提前还款，或处置抵押物等。

债券市场上这些工作能做吗？理论上也能做。比如，每个债券投资者在购买债券前，都仔细分析发行人情况，购买债券后也紧密跟踪。当然，在实践中这可能很不容易，比如投资者非常分散，单体较为弱小，几乎无法对发行人施以影响。即使能施以影响，那么众多的债券投资者每个人自己去从事这一系列工作，大家是重复劳动，其实是非常不经济的。

而如果大家把钱汇集到银行，由银行统一执行这些工作，那么就能够节省成本。并且银行和融资者地位更均等些，容易完成上述工作。当然，银行依然为此会付出一定成本，我们将这个成本叫做“信息生产成本”。

最关键的部分来了：银行如果良好地履行了信息生产和监督工作，那么它可以从那些达不到债券发行门槛的借款人群中，挑选出好的借款人，将钱借给他们。毫无疑问，这样的贷款利率肯定是高于债券市场利率的。如果他们不选这些借款人，而是选那些本身就能达到债券发行门槛的发行人，这些发行人原本可以在债券市场上按一定利率融资，那么理论上，他们不会向银行申请更高利率的贷款。

所以，就得出结论：银行贷款利率一般高于债券市场利率。

当然，也存在例外。比如企业用款比较灵活，发债流程较为繁琐，也

可能会先申请贷款。而如果愿意给他们放贷的银行很多，竞争压力下导致贷款利率最终与债券利率趋同甚至更低。

当然，投放这种贷款，银行的贷款收益率就会受限。因此，一些擅长甄别优质企业的银行，就会从那群达不到债券市场门槛的企业中（它们的信誉不为众人所知），去挑选出信誉好的企业，并获取较高的贷款收益率（并且能够控制好风险，所以这也叫“风险定价能力”）。这个收益率扣除了信息生产成本之后，依然会有超额。

我们将这部分超额回报，称为贷款业务的特许价值。因为如果没有银行的甄别能力，这些企业将很难融资（它们达不到债券门槛）。这种特许价值是对银行甄别能力的回报。

如果银行没选择去做这些甄别工作，而只选择去为那一群最安全的企业（众人都知道它们没啥中风险）放贷，那么它们的贷款利率只能在债券市场的收益率附近，甚至是无风险利率附近。此时，投资人就不用将钱交给银行了，直接去买债券不就行了？此时，银行的贷款业务就没有了价值。

银行的左物

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44925

