

亚洲各国的金融服务业市场正经历着一场变化,国际投资者纷涌而来,先后下注

# 剩下的机会

从北京到班加罗尔,从悉尼到汉城,并购热潮席卷亚洲金融服务业。2005年整个亚太地区银行、经纪和保险并购业务总额高达300亿美元,是过去十年来并购频繁程度排名第二的年度。显而易见,国际投资者已经在亚洲这个全球经济增长最快的区域下注:去年跨国并购占整个并购业务的四分之三以上。尤其是国际私募基金(计划在该地区投资1,000亿美元以上)表现活跃,占据近期总交易额的三分之一(如图1所示)。

亚洲各个国家的金融服务业市场正经历着一场变化,正如韩国和澳洲市场之间的迥异,这也促进了潜在并购交易的达成(请参阅图二“亚洲买方市场”)。

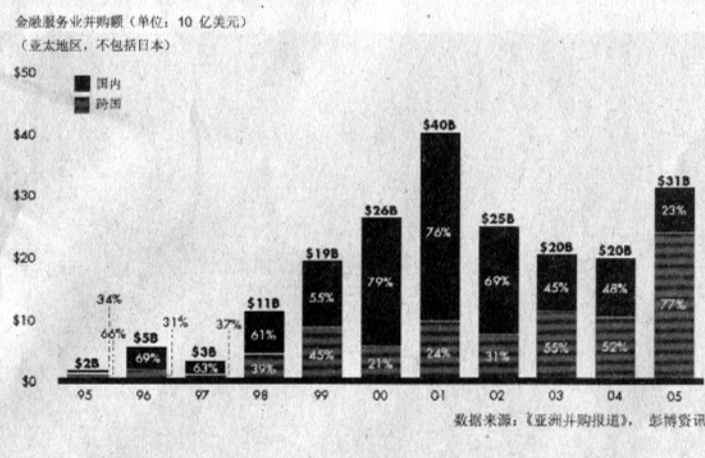
中国在整个地区表现最为强劲,2005年跨国金融并购额飙升67%,超过150亿美元。按照世界贸易组织规定,中国将于2007年向国际竞争对手全面开放金融服务业。这导致并购巨增,在很大程度上,源于投资者抢在中国全面开放之前与本地银行、保险公司和基金管理机构缔结联盟。当然,也有并购利好政策推动浪潮,中国银监会最近将外资控股比例上限从15%放宽到20%,这样国际投资者便可获得对股权合作伙伴更大的控制权。

随着中国放宽外资持股比例、力求增强国内公司实力并向经济强国迈进,并购可能保持强劲势头。

在韩国,放宽管制和竞争压力也加剧了金融服务业的并购交易。1997年货币危机之后,韩国力行政改,彻底重组银行业。金融机构已将重心从向家族企业工业财团放贷转向服务日渐富裕的储户和投资者。过去三年,韩国零售银行快速整合,目前四大金融机构控制了超过75%的市场。当然,在保险和经纪业还有很大空间实现并购式增长。韩国金融机构开始进入全国储户和投资者资产管理市场,它们希望与经验丰富的伙伴合作。

在澳大利亚,法规的变化导致外资银行深入渗透市场,青睐年长富裕的消费者,并购“在那边”(指澳大利亚)越来越活跃。争夺澳大利亚老年人的业务,推动利率下调,摊薄业务利润,促使银行控制成本。目前政府政策禁止澳大利亚“四大”银行合并,但国内金融机构却在协调合资业务,在一些后台操作的新领域提高效率,例如票据处理。尽管如此,澳大利亚现有地区性银行仍面临合并压力。随着竞争加剧,大银行也希望增强实力,从而为海外大型并购者提供机遇。

图一:跨国并购业务日渐增多



图二:金融业股价走高……但估价却下降,这可能引发更多并购交易

注:摩根斯坦利国际资本指数于2000年1月达到100;东南亚市盈率为印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国27家银行和金融机构的加权平均值。数据来源:彭博资讯,JP 摩根亚太股权投资

并购有风险,该如何选择并购目标?如何谈判?

# 跨国并购 如何下注

——亚洲金融服务业的并购案例分析

在亚洲,潜在收购方面面临两难现实:并购可能让收购方在前景光明的亚洲地区迅速找到立足点;但最后,绝大多数并购却未能给股东创造价值。事实上,贝恩目前的全球并购业务分析数据表明,交易宣布一年后,并购后双方的平均股价一般比并购前双方股价下跌12%,尤其是并购亚洲金融服务业,面临更严峻的挑战。许多公司资本不足、经营不善、缺乏透明度,或存在大量不良贷款。贝恩在评估1998年到2003年完成的105笔国内和跨国并购时发现,近60%的交易,在并购宣布后的12个月和24个月里,收购方的股价表现低于标准指数。仅有14%的交易,收购方的股价表现比指数高10%以上。只有私募基金者持续获得优于市场平均水平的佳绩,私募基金并购交易的内部收益率平均为21%,而上市公司股票收益仅为8.6%。

为何如此惨淡?难以持续正确地选择并购目标,这是管理层面临的巨大挑战之一。当贝恩对250名资深并购经理人进行访谈时,半数受访者表示,其尽职调查未能揭示关键性问题。三分之二受访者表示,他们通常高估并购所产生的协同效应。三分之一受访者承认,尽管目标公司存在诸多问题,他们还是没有放弃交易。当收购方锁定缺乏透明度或会计制度和法规与国际接轨的市场(例如许多亚洲市场)时,这些问题就更严重了。

成功的并购交易,在甄别、评估和整合潜在目标公司以显著增加成功机会方面,都遵守四步流程:

## 甄选明星

成功交易始于明确的并购主题:它建立在明确的增长战略之上,即某项并购将如何增强收购方的核心竞争力,以及如何为并购后的公司创造价值。最精明的收购方撒大网挑选潜在目标公司,但只关注那些能逐渐深入了解的公司。重点放在甄别规模合适的交易上,从小小的并购交易入手,提高并购技能,然后做更大的并购交易。

在下注三笔增长一般但前景看好的中国零售和小企业银行业务之前,澳大利亚联邦银行(CBA)谨慎地进行权衡评估发现:中国日益增长的城市职工与充满活力的企业家都需要银行产品,这样金融服务业便成了中国经济最火热的领域之一。目前服务那些市场的金融机构是112家政府所有的“城市商业银行”,它们享有进入大城市和周边城市的特权。由于历史原因,其公司治理更多地依靠政府行政指令而非完备的商业规则,还为坏账和低效率的管理所累。在不透明的体系里发现潜在明星,需要耐心和全面的甄选。

CBA很快意识到,最有希望的潜在对象深藏在中国29个一级城市(该国最大的商业中心城市),故而集中精力了解那些城市。历经两年罗列出多个潜在合作对象之后,澳大利亚甄选委员会发现,济南是易于接受的对象。济南是山东省内快速扩张的工业中心城市,而位于北京以南的山东则属于中国东部沿海省份。

历经数月与中国合作对象建立信任关系之后,CBA的国际拓展组更深入地了解济南市场,并于2004年11月与济南市商业银行(CCB)签订协议。首先投资1,700万美元收购济南商行11%的股份,CBA占有一个董事席位并有权在2008年5月将所持股份增加至20%。它的投资让济南市商业银行的资本充足率整整提高了一个百分点,达到10.3%的稳健水平,高于国际清算银行规定的最低要求8%,远远高于当时中国城市商业银行的平均水平6.1%。

CBA充分利用从济南商行尽职调查中所获得的经验,2005年4月完成第二笔更大的并购交易:斥资7,550万美元收购杭州市商业银行19.9%的股权,杭商行是中国最大的五家城市商业银行之一。战略协同性是本次交易的关键所在,CBA用12个月一步一步地建立关系,同时展开行动,从澳大利亚对手麦格理银行手中收购位于上海的抵押贷款业务,加强其在中国银行业实施的起收购交易,并涉足中国新兴的房贷业务。利用这些投资,CBA搭建了一个可靠且成本低廉的平台,未来在中国实现赢利指日可待。

## 撤资战略

成功的交易人都自下而上地分析目标公司。通过了解目标公司的实际能力、竞争对手、客户群和现金流,他们评估,如果达成交易,是否能真正实现协同效应,以及何时能实现。预先确定放弃的基准:一旦在尽职调查中出现这些问题,立即放手。在达成交易之前,他们积极地查找潜在问题。如果不深入调查或在问题浮出水面时不准备终止,过于热切的收购方可能掉入陷阱。

资深交易商凯雷集团是美国著名的私募基金公司,已在亚洲投资7.5亿美元。除整个地区的金融服务业投资之外,凯雷收购股权的公司范围极广,从香港的人造圣诞树生产商和日本工业升降机制造商,到印度电子支付服务供应商和上海在线旅行社。这些各不相同的公司有什么相同之处?首先,它们全都接受一家公司全方位的尽职调查,该公司以苛刻的交易调查风格而闻名。



"Are you thinking what I'm thinking?" "我们是不是在想同一件事?"

在公司投入资金之前,凯雷合伙人将任何交易限定在凯雷熟悉的行业内。真正熟知当地市场环境和拥有全球资源网络,让凯雷极具竞争力。凯雷在利用举债方面保持保守态度,坚持合伙人个人资金与外部投资者共同投资,因而能避免在竞拍中失去理智。在公司表现出市场领导者潜力之前发现它并完成交易,凯雷在这方面独具慧眼。最后,凯雷从一开始就密切关注撤资战略。找到持股四到五年后的潜在买家,是尽职调查过程的核心部分。

经过严格甄选后,凯雷最近的一笔投资是,去年12月份出资4.1亿美元收购中国太平洋人寿保险股份有限公司(CPLI)25%的股权。作为迄今为止中国最大的私募股权投资,此项收购打上了典型的凯雷烙印。太平洋人寿位于上海,在中国快速增长的人寿保险市场处于第三位,占据11%的市场份额,而人寿三甲在中国共占有80%的保费业务。除任命新的管理团队之外,凯雷还引进中国太平洋保险(集团)股份有限公司(CPIG,太平洋人寿的控股母公司)和美国金融服务巨头德信金融集团作为共同投资人和战略合作伙伴,进一步降低投资风险。太保配合投资把母公司和凯雷的利益绑在一起,一旦完成太平洋人寿网络初期工作,进行战略投资的保险巨鳄德信就成了凯雷持股的潜在买家。

## 整合之道

一般而言,有效整合是影响交易成功最重要的单项因素,它可以让交易或顺利前行或背道而驰。几乎全部整合工作都有许多通用准则:真正需要整合哪些领域,以及可完全独立运作合并公司的哪些业务?在领导力议程上,合并公司的领导将文化放在突出位置,以符合交易投资主题的方式重建企业文化。无论选择什么样的整合激励,他们都使用硬性的战术(组织架构、薪酬激励和放权政策)来进行文化整合。

新加坡大华银行(UOB)在以前的并购交易中已获得丰富经验,因而当其宣布公司最大一笔交易:2001年底以56亿美元收购联华银行时,就知晓成功实现收购后整合的关键所在。大华银行董事长兼CEO查祖耀深知,两家机构信息技术(IT)系统的快速整合,事关合并公司晋升亚

太一流银行之列。协调两个通常不兼容的原有系统(处理每家银行的各种关键性业务)是整合的头等大事。成功将取决于尽快有效地协调业务和IT技术团队。大华银行预计,对于服务全球365个分支机构的两个IT部门,整合需要一年半的时间。最后,完成这项工作仅用了八个月。

一开始,最高管理层就着手规划整合。IT部门与业务部门并肩战斗,建立项目管理办公室协调全部整合事宜。为了确保银行合并后IT基础设施的规模和容量足以支持大华目标,整合团队评估每家银行系统的的功能,确定哪个更好。然后,根据快速统一规则、流程和程序这一目标,团队据实挑选更好的系统(而非从两个系统中最佳)。整合团队采用“即选即用”的方式,在2002年6月完成30个新项目并协调100个主要系统,从而节约年运营成本1.4亿美元。

## 意外之事

对于并购后困难,绝大多数公司领导都缺乏准备;他们把精力都放在敲定交易条款和研究详尽的整合计划上,对于发现具体问题却漠不关心。当执行并购后计划偏离正轨时,警醒的收购者忘掉过去,承认错误,果断采取强硬措施将交易扳回正轨。无论是可管理的问题,还是突发问题,成功的收购者都借助强有力的预警机制主动发现问题,危险尚在萌芽状态,便积极应对毫不拖延。

新桥投资集团是得克萨斯太平洋集团和布拉姆合伙投资集团在亚洲的私募股权投资公司,2000年1月从政府托管部门手中收购韩国第一银行。当时危机四伏,新股东首次进入东亚,计划实施大手笔,打造全新韩国第一银行,将破产的商业信贷转型成零售银行和小企业债权人。新桥和新管理团队从具体规划做起,瞄准再造韩国第一银行的分支网络,将后台运营整合成两大集中的客户服务中心,让一线员工重新专注于提升销售额。

成功执行的关键不在于技术挑战、资产重组或运营再定位。公司破产和连续裁员让员工士气低落,因此新桥面临的最大“未知因素”是增强员工信心并取得他们的支持配合。

因为银行重组的成功取决于消除员工焦虑情绪。他们让变革管理团队在整个韩国第一银行频繁走动露面,从而取得分支机构员工的信任。团队大力宣传,公司一直致力于留住员工、减员增效,向分流员工提供培训项目,让他们为顾客和销售新岗位做好准备。关闭分支网络和优化工作流程,总共减少800个职位,但新增职位抵消了减少的部分。此外,现金激励员工更聪明地工作,进一步释放管理层诚意并增强员工的支持度,韩国第一银行的放款核准时间减少75%。

事实证明,重建员工信心是制胜关键。到2005年,业界认为该行拥有韩国同行最佳的前台和后台基础设施,资产负债表现也是韩国最强的。英国最大的银行集团渣打银行以32.5亿美元收购韩国第一银行,私募基金公司近四倍的回报率充分表明,这桩东西合璧收购案大获成功。

成功地摆脱并购的危险困境,正逐渐成为进军亚洲金融服务业市场的全新课题。过去的实践证明,实现这一目标有捷径可走。为发现之旅做好准备,训练有素纪律严明,时刻警惕陌生市场的危险并谨慎且合理地利用资源,并购之旅方能硕果累累满载而归。

## 瑞士信贷投资银行中国区主席张利平专访

# 瑞信中国:“我们很有信心能够赚到钱”



本报记者 鲍晖春 上海报道

对瑞士信贷(以下简称瑞信)来说,2005年是其中国投资银行业务的又一个丰收之年。

最显赫的业绩来自中国公司的海外IPO业务。2005年,无论从交易的数量还是金额来说,“瑞信在承销中国公司上市方面遥遥领先”。在瑞信的IPO成绩单上,包括了一系列显赫的名字:建行、百度、高德电力、上海电气、分众传媒,等等。并购业务是另一大亮点。海尔、网通、中国化工、广深铁路等重大并购交易的完成,帮助瑞信获得了亚太地区的多个年度“最佳并购行”的奖项。同年,瑞信还帮助两家中国公司完成5.25亿美元的高收益国际债券的发行。

2006年的前几个月,这样的势头还将继续。在4月融资完成上海集优1.87亿美元的IPO之后,最值得期待的是进行中的工商银行IPO。就像2005年的建行一样,这项“预计是最近7年来全球最大规模的IPO发行”,将帮助瑞信在最终的年度排名中占据一个有利的位置。

5月9日,在上海证券大厦,瑞信投资银行中国区主席张利平接受《21世纪经济报道》独家专访,畅谈瑞信投资银行的中国攻略。



张利平

## 深挖需求

《21世纪》:2005年至今,瑞信中国投资银行业务当中,IPO业务的表现相当突出。你怎么看这块业务的前景?

张利平:我感觉,中国IPO市场,未来五年当中,特别大型的海外IPO会越来越来。很多大型的公司已经出去了,铁路、运输、能源、资源行业还会有一些大型的IPO;金融行业在工商银行之后,就不会有超过它们的了。要知道,大型的IPO往往在金融行业产生。

当然,已经在海外上市的大型公司,在二级市场的融资还会继续,二次发行还会保持活跃。这是一个趋势。

第二个趋势是民营企业的IPO会逐步增加。很多民营高科技企业都喜欢到纳斯达克上市,因为高科技企业都比较小,美国的投资者对高科技产业比较追捧,所以它的溢价也比较高。

《21世纪》:早在2004年,中国内地的第一宗银行贷款证券化交易,就是瑞信为工行做的。如今瑞信将是工商银行IPO的联席簿记管理人和主承销商,瑞信似乎善于进行这种“业务传承”?

张利平:我们希望今天的新客户,能够永远成为我们瑞信的客户。所以我们做完第一笔业务之后,我们会加强对这个客户投资银行业务的综合服务。

比如说,IPO完了以后,企业可能有二级市场融资的需求,有并购的需求,有财务建议的需求,所有这些我们都会跟进的。以无锡尚德为例,它做完IPO以后,可能考虑到今后有些兼并,这时候,兼并部门要进来,提供对兼并目标公司的分析,价值的估算。

它有资金,这个资金需要公司管理;老板

个人的钱,私人银行就要跟进;公司的钱,资产管理公司就要跟进。瑞信的商业模式是,投资银行(商业银行在投资银行里面)、私人银行、资产管理,三个业务在中国能够全面地进行协调。

《21世纪》:在并购业务方面,瑞信2005年获得了多个“最佳并购行”的奖项,最近完成的项目,应该是中国化工旗下公司蓝星集团对比利时 Adisseo 的收购。瑞信对中国市场并购业务的前景如何看待?

张利平:我个人觉得,今后中国市场并购的需求可能会超过IPO。外面进来买,中国国内的国企、私人企业到海外去买,以及国内企业相互之间的整合。这三大需求形成了一个很大的潜在并购市场。

特别是一些中国企业,本身有行业扩张的需要,它的资金又得到国家财政的支持,我们就给它到国外去寻找一些横向的、战略性的伙伴。

就蓝星这个项目来说,中国化工不仅在欧洲并购了 Adisseo,同时在澳洲也并购了 Qenos。所以,瑞信的战略就是,对并购业务充分重视,并且要加强资源投入。我们在国内国外企业的双向并购中担当财务顾问的案例会越来越多。

## 守望平台

《21世纪》:上证指数8号涨了47个点,9号涨了30多个点,并且一举突破了1500大关。你对这个趋势怎么看?

张利平:中国的A股市场现在已经恢复到有购买价值的的时候了。而且,A股市场长期一定是看好。中国资本市场,最近几年监管的力度加强了,公司治理、游戏规则制定更加成熟了,

这一定是有助于市场恢复到健康水平的。

但同时我认为在三个领域还要加强:中国A股市场的游戏规则必须更加明确,让它法律化。游戏规则不要随便改,要让投资者有信心进入这个市场;要加强监管力度,裁判一定要有威信;薪酬激励和放权政策,来进行文化整合。

还有一点,重新启动新股上市以后,现在新推出的IPO的公司素质一定要非常高。政府应该多鼓励一些已经在香港上市的优质公司回流,让它们发A股,这些公司的盈利能力超过许多现在的A股公司。

最重要的是树立国内投资者对A股市场的长期的信心。长期来说,优秀公司在本地市场要挂牌,让国内的投资者享有它增长的权益;一个是赚到钱,二是股票买在手里不心慌。

《21世纪》:是不是基于这种判断,瑞信在中国组建合资证券公司?

张利平:为什么要进来?首先是长期看好,看好中国的发展。中国的资本市场有非常长远的潜力,长远的价值。而我们能够为国内的企业提供我们的融资、兼并等各方面的投行服务和产品,最终我们也有信心能够赚到钱。

如果你没有这个平台的话,国内产品的交易、买卖,当地的包销,你就做不了。这是很清楚的。组建合资证券公司,对任何一家投行来说,原因都差不多。

瑞信一定会以合资的形式进入中国的A股市场。我们一定会有自己的平台。这是我们明确的战略。什么时候,以什么方式进入,我没有办法透露。因为,有很多因素不是我们所决定的。

《21世纪》:目前,瑞信进入A股市场的方式应该还是QFII。你如何看待目前QFII和

QDII的双向推进?

张利平:我们是通过QFII进来的。我们申请的QFII全部用光了。这是一个很强烈的信号,外国投资者想进来。我们还在申请新的额度,要翻几倍地增加。

这是政府的战略性的考虑。QFII和QDII的双向推进,长期来说,是资本项目开放的一个过渡,短期来说,是缓解人民币升值的压力。这是我个人的看法。

当然,QFII和QDII逐步会越来越大。QFII已经宣布了,今年要到100亿美元的规模,而QDII,我认为,今年不会突破40亿美元。

从我们生意的角度来说,道理很简单,就是来回的手续费。QDII出来以后,我们给它做海外的代理,收取它的手续费。QFII和QDII进来,出去,都要经过我们。量是小,但也是一块业务的起步。3亿美元的QFII额度,一年当中倒几次,十次就是30亿了。

《21世纪》:对投资银行来说,直接投资也是很重要的,甚至是最重要的业务。瑞信在中国的直接投资业务目前推进到什么程度?

张利平:就全球而言,瑞信拥有的私人股本基金肯定前三名的。但是,目前我们还没有成立瑞信中国直接投资基金。

现在,瑞信专门投资中国是通过崇德基金,我们是以参股的形式进去的。但同时,我们有信义亚洲基金直接投资到中国的房地产领域,工业领域。目前来说,我们的DLJ房地产基金(亚洲)进来了,已经在北京投了一个地产项目,瑞信中心。同时我们还在看其它的一些项目。

实际上,国外的基金对中国的几个领域都非常看好:房地产、能源、电信、高科技、银行,都愿意投。

(署名文章外,本版撰文 Edmund Lin,Gary Turner,Chul Joon Park 和 Oliver Stratton,Edmund Lin 是贝恩新加坡的合伙人;Gary Turner 是贝恩悉尼的合伙人,同时也是贝恩金融服务业咨询业务的亚太区主管;Chul Joon Park 是贝恩汉城的合伙人;Oliver Stratton 是贝恩香港的合伙人。)