

利率市场化：资产管理公司迎来发展新机遇

战略发展规划部 汪华志

利率市场化是当前我国金融领域的一项重要改革，其本质是资金的价格由市场决定，商业银行所有产品价格也将随之改变。利率市场化顺应了“市场在资源配置中起决定性作用”的改革方向，对宏观经济环境、股票市场、债券市场、大宗商品价格都将产生深远的影响，而且受其影响最深刻最直接的无疑是商业银行。

1973年罗纳德·麦金农（McKinnon）和爱德华·肖（Shaw）提出“金融抑制论”和“金融深化论”。认为政府过分地干预金融，人为压低利率、汇率，市场不能真实反映资金和外汇的供求。他们提出应该实行金融自由化，才能优化资源配置，发挥金融促进经济发展的作用，促进金融和经济发展之间实现良性循环。于是，世界各国纷纷开启利率市场化改革。目前，世界上多数国家已经实行了利率市场化。从世界各国利率市场化改革的经验看，利率市场化改革必然使商业银行存贷款利差缩小，利差收入在商业银行收入比重下降，剧烈竞争导致银行集中度提高。世界货币基金组织做过一个研究，很多国家在利率市场化完成后5年间，发生了大大小小的银行危机，一些国家有将近20%的商业银行破产，从而出现商业银行并购重组的浪潮，但改革并未造成整个银行业的衰败。相反，在市场机制作用下，整个银行业获得了全面发展，商业银行总资产、总负债、总贷款及总存款的规模都出现了大幅稳定增长。

利率市场化改革将对资产管理公司的发展产生全方位的影响。利率市场化改革后存款利率提高的预期将增加资产管理公司的融资成本，而利率的频繁波动也会增加公司的经营风险，这将促进资产管理公司创新金融产品及金融服务，提高风险管控能力。但利率市场化带给资产管理公司带来的更是一次新的发展机遇。资产管理公司控股商业银行打造全牌照金融服务集团成为可能，同时，资产管理公司可以在商业银行并购重组浪潮中拓展并购重组业务。

一、利率市场化将引发商业银行并购浪潮

（一）利率市场化曾引发美、日商业银行的并购潮

世界上很多国家都曾经经历过利率市场化改革，有些改革因为过于激进而失败。美国可谓是利率市场化改革最早也是较为成功的国家之一。美国利率市场化的核心是放松存款利率的管制，从1970年开始至1986年正式完成改革，历时16年。美国利率市场化改革对商业银行最大的影响是大量中小银行破产或被兼并，商业银行集中度增大，同时银行业的总体规模却大幅增长。据统计，从上世纪30年代的大萧条之后直到80年代初期，美国的商业银行数量相当稳定地徘徊在13000到15000家之间。但是从80年代开始，商业银行的数量持续稳定地下降。在1980年到1998年间，商业银行数量从14,407家下降到8,697家，下降40%。另有研究者兰斯（Lence）统计出的数字是：在1980年到1994年之间，银行数量从14,222家降低到10,313家，银行组织的数量从12,239家降低到7,906家。总之，从1980年开始，美国银行业经历了一个持续的和前所未有的兼并浪潮，银行业结构因此发生了实质性的变化。从1980年到1998年，大约8,000家银行被兼并，这个数字是1980年美国商业银行数目的55%。以名义美元计算，被兼并的银行资产达到2.4万亿美元。

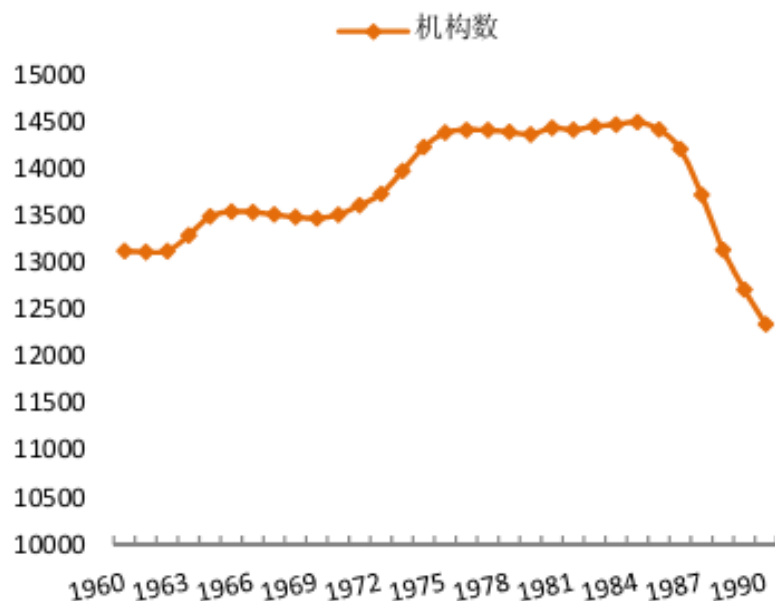


图 1: 1960 年——1990 年美国商业银行机构数

银行业的重新洗牌并未造成整个银行业的衰败，相反，在市场机制的作用下，银行业获得了全面的发展。从 20 世纪 60 年代初开始到 90 年代，商业银行的总资产、总贷款、总资产及总负债获得了高速稳定增长。

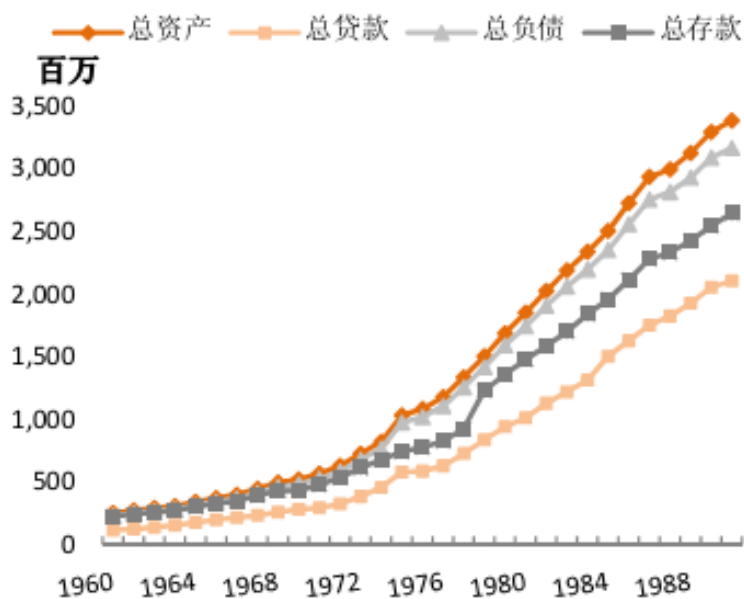


图 2: 1960 年——1990 年美国商业银行总规模

日本利率市场化改革始于 1977 年放宽对金融机构所持国债的限制，至 1994 年放开了除活期存款利率以外的所有利率市场化，改革历时 17 年。利率市场化改革对日本宏观经济及资本市场造成了一定的波动。自 1994 年利率市场化完成后，日本银行的行业集中度稳步提高，具体情况见图 3（CR4 指行业前四名份额集中度指标）。

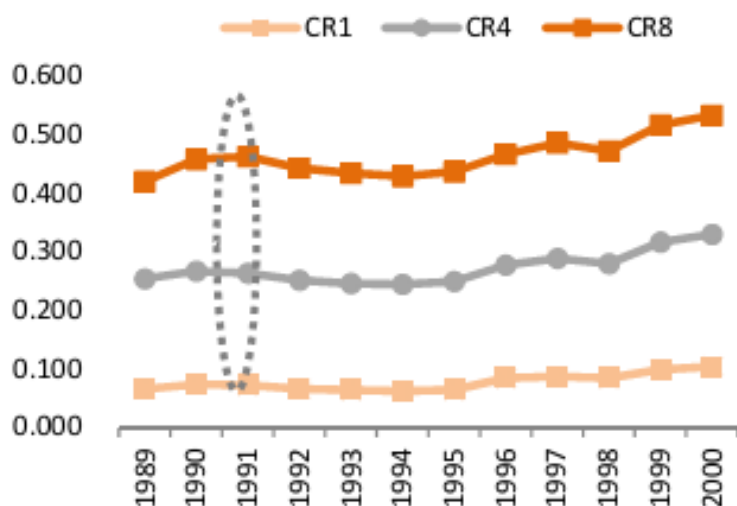


图 3: 日本银行业集中度变化情况

日本的利率市场化改革造成了银行业整体发展的波动，从 20 世纪 90 年代开始，日本商业银行出现了整体下滑的态势。但造成商业银行整体下滑的原因并非利率市场化改革，主要原因是由于当时日本经济陷入萧条，企业效益下降，失业率上升，国内出现“产业空洞化”迹象。

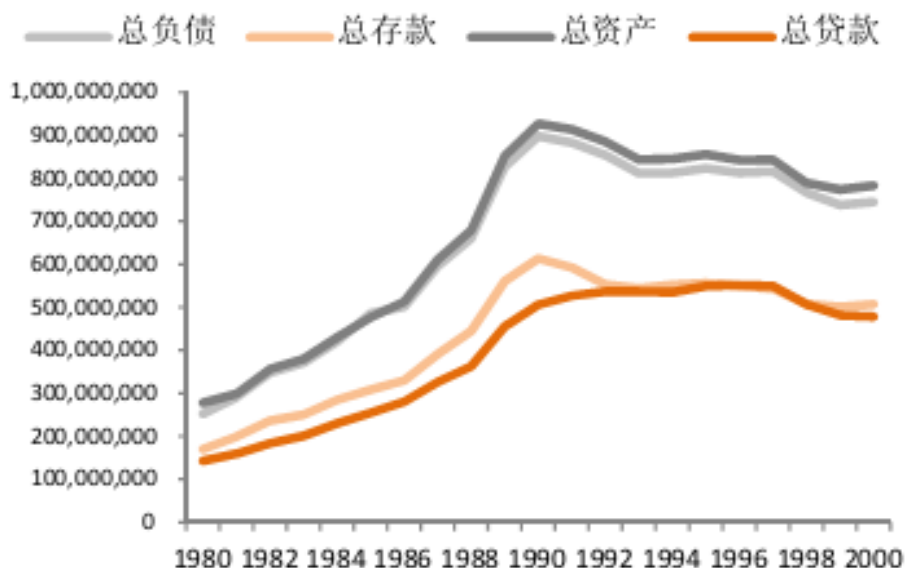


图 4:1980 年—2000 年日本商业银行整体规模

（二）我国中小商业银行倒闭将不可避免

我国的商业银行一般有国家信用做保障，因而很少出现银行破产现象，唯一一例商业银行关闭清算的案例是海南发展银行，从 1998 年开始，至今清算工作仍未结束，规范商业银行破产的条例也迟迟没有出台。利率市场化改革将彻底改变这种现状。利率市场化影响商业银行的基本路径是：第一步存款利率飙升，利差收窄；第二步银行竞争加剧，资产恶化，不良贷款上升；第三步业务单一的中小银行出现亏损，接着倒闭，进而出现商业银行并购浪潮。从我国台湾地区的情况看，利率市场化改革完全遵循了这一发展路线。1989 年台湾地区开始推进金融自由化、国际化的发展，利率完全市场化后，先是存款利率飙升 20%至 50%，进而是利差收窄，1989 年前五年其银行平均利差大约在 3.11%左右，2011 年的名义利差仅为 1.41%左右；再进而是银行资产恶化，抗风险能力弱化，其不良贷款率 2002 年达到 11.76%，拨备降至 14%；再后是全银行业集体亏损三年，接着是众多中小银行倒闭，银行数量从 53

家减少到 38 家，信合机构由 74 家减少到 25 家。

1997 年亚洲金融危机后，我国国有商业银行基本上完成了股改上市，一些历史遗留问题也基本解决，我国的银行体系整体是稳健的。但从商业银行的利润结构上看，利差收入在利润构成中占比过高。我国商业银行的盈利模式以利差收入、手续费和佣金净收入为利润主体，共占到了利润来源的 80% 左右，2011 年我国商业银行累计实现利差收入 2.15 万亿元，利差收入占到了 66.2% 的份额。随着利率市场化改革的不断推进，我国部分大型国有商业银行的利差已经开始逐步缩小，2012 年 1-12 月平均利差为 2.49%，2013 年 1-6 月缩小至 2.41%。一旦存款利率完全放开，银行间的竞争将空前激烈，商业银行必然受到冲击，业务单一，靠利差收入为主的中小银行破产就不可避免。

据统计，我国现有政策性银行、国有商业银行、邮储银行、城商行、农商行、农合行、农信社及外资银行共 457 家（不含三类农村金融机构），随着金融业对民营资本的开放，民营商业银行将陆续设立，因此商业银行的数量还将进一步增加。利率市场化改革后，将会有大批中小商业银行风险集中暴露，即使 10% 的商业银行出现高风险，全国出现也有 40 余家。实际上，不仅中小商业银行会出现高风险，一些资产质量差，治理结构不科学，管理水平不高，竞争力不强，业务单一的大型银行也会面临被兼并的风险。

二、资产管理公司将打造全牌照金融服务集团

资产管理公司自完成政策性任务，开始商业化转型以来，控股商业银行，获取金融全牌照，开展混业经营一直是资产管理公司转型发展的理想目标。获取金融全牌照不仅可以增强实力，为客户提供全方位金融服务，更能发挥集团内部的业务协同优势，增强盈利能力及抗风险能力。由于国家对商业银行牌照控制严格，目前除华融公司通过重组控股了华融湘江银行外，其它收三家资产管理公司都未能控股商业银行。

金融行业的每次危机都给资产管理公司的发展带来机遇。本世纪初的证券业危机，直接导致资产管理公司顺利进入了证券行业，四家资产管理公司中的三家都通过托管、重组成功进入证券业，为资产管理公司的商业化转型奠定了基础。由有实力的金融机构对高风险金融机构实施托管，通过托管对高风险金融机构债权债务进行清算，然后根据实际情况进行重组、并购是处置高风险金融机构的通行做法。一旦我国中小商业银行在利率市场化改革中风险集中爆发，资产管理公司利用其固有优势，介入兼并重组，并控股商业银行将是一种多赢的选择。实际上，自利率市场化改革以来，一些想做大商业的银行已经嗅到了商机，正在储备“弹药”，准备在中小商业银行并购浪潮中通过并购实现扩张。

三、资产管理公司将迎来并购重组业务发展高潮

（一）国际投行并购重组业务的一般模式

国际投行开展并购重组业务主要包括三种模式：并购顾问、并购投资和并购融资。一是**顾问模式**。主要为客户提供并购标的寻找、谈判、尽调、方案设计等综合服务；也包括为客户提供交易融资协调安排和方案设计、推进实施服务。顾问模式是并购业务中含金量最高的一种业务模式，顾问交易规模是反映一个金融机构实力的核心指标。目前并购顾问机构首屈一指的是华尔街全能型投资银行，比如摩根士丹利、高盛、摩根大通、美银美林等。它们的业务模式，被称为“鲸鱼”模式。其次是精品投行。这类机构包括拉扎德、Evercore、格林希尔以及美驰等等。此类机构的业务特点是专注于某一领域，他们具有大型投行无法具有的人脉网络和行业专业知识，一般用“鲨鱼”来比拟这类机构。目前，我国的并购顾问仍处于发展的初期阶段。对于某些并购项目，国内投行提供的增值服务相对有限，以实务性工作为主，重在通道价值。另外，中国的并购顾问机构还不具有向上市公司提供融资安排、风险管理等高附加值的能力。二是**投资模式**。即以投资切入并购业务。从事该类业务的主体往往具有私募股权背景或相关产业背景。它们的运作模式，因并购整合目标和方式的不同而有所区别。在国内，有弘毅模式、硅谷天堂模式、二级市场收购及参与型并购等模式。弘毅模式

的特点是机构先行以股权形式入股一家被企业，然后为企业发展战略、经营管理和资源整合提供建议，并在行业寻求并购，在短时间内企业迅速扩张，企业价值得到提升，私募股权通过上市或转让退出。 硅谷天堂模式则是与上市公司一同发起成立并购基金，并根据企业需要去完成收购，待整合一段时间后，再按照双方约定由企业购买或通过二级市场转让股份。近年来，硅谷天堂分别与大康牧业、京新药业等上市公司或其实际控制人联合设立并购基金，其中，上市公司或其实际控制人与硅谷天堂通常各自少量出资约 10%，然后再根据标的企业进行募资，此等安排充分体现了硅谷天堂的募资能力。在基金运作上，主要由硅谷天堂寻找并购标的、并协助上市公司进行产业及战略的梳理，担任投行的角色。在对标的企业投资或控股型收购的选择上，上市公司拥有一票否决权。最后，二者联合管理并购标的，并在约定的时间里将其“装”入上市公司。 二级市场模式的特征是以企业并购及产业整合的机构主导的并购基金模式，主要通过二级市场举牌收购上市公司，以实现控股，再通过改变战略、提升管理效能及优化财务结构以提升企业内在价值，最后通过分红、二级市场减持等方式获得收益。 **三是融资模式。** 即通过发行债券或银团贷款为并购方提供资金支持，融资模式的关键因素是企业信用。并购融资一般不能取得很高溢价，但是若能够与顾问、投资等服务结合起来，将可能创造显著市场价值。 在跨境并购交易中，一般会涉及金额巨大的债务融资。目前，国内在该领域比较活跃的机构有国开行、进出口银行，都在积极探索顾问、投资和融资相结合的方式。在这三种模式中，并购顾问业务的行业门槛看似很低，但必须对产业比较了解、专业能力强；并购投资业务一般耗时比较长，一个项目往往需要经过一两年甚至更长时间，才能看到并购带来的价值，因此并购投资除了须具备顾问的能力外，还需要拥有管理、整合等增值服务的专业能力；并购融资业务需要理解顾问、投资的性质及诉求，还需要运用自身庞大的金融资源网络，协助企业最大限度地发挥财务效益。

（二）资产管理公司开展并购重组业务的路径

1、托管清算

资产管理公司成立后在企业并购重组及清算中发挥了重大作用。我国信托业在经历 1988 年-1993 年长达 5 年的野蛮生长后，于 1994 年随着泡沫的破裂开始出现了并购狂潮，大批信托公司因资金链断裂而倒闭。在这一轮信托业危机中，资产管理公司参与了大量托管清算工作，如东方公司参与了青海省庆泰信托、中科信托、泛亚信托的托管清算工作。通过托管，庆泰信托和泛亚信托得以成功重组，而中科信托按照法定程序进行了清算关闭。在 2004 年爆发的证券业危机中，华融托管了“德隆系”的德恒证券和恒信证券，信达托管了汉唐证券，东方托管了闽发证券。然后，这三家资产管理公司都通过对券商的托管、重组成功进入证券业，为资产管理公司的商业化转型奠定了基础。

对信托及证券公司的托管工作为资产管理公司开展托管清算工作积累了丰富的经验。一旦中小商业银行的大面积风险集中爆发，资产管理公司“金融稳定器”的作用将充分得到发挥，将继续发挥专业优势，开展中小商业银行的托管清算工作。

2、为并购重组提供全方位服务

资产公司在并购业务中可以充分利用具有诸如证券、信托、保险、租赁等平台及自身开展投融资业务的优势，开展包括顾问、投融资服务为一体的全方位服务。在寻找潜在投资人，并为其提供顾问、融资服务的同时，对于一些资金链断裂的优质银行，公司还可以与投资人共同投资，这种投资既可以是永久性战略投资，也可以是财务性投资，在取得一定的溢价后转让获利。

3、做最赚钱的生意：卖企业

“一流企业卖标准，二流企业卖品牌，三流企业卖产品”。在投行领域内，真正超一流企业不是买标准，而是靠卖企业赚钱。投行充当的是作妙手回春的医生，将病入膏肓的企业变为优质企业。通常做法是以低廉的价格收购危机企业，通过重组使“丑小鸭”变“白天鹅”，

然后转让股权获取收益。资产公司在并购重组方面拥有足够的能力后，可以进入投行的最高境界：卖企业。在即将到来的商业银行的并购浪潮中，公司可以通过托管、重组多家具有区位优势的小型商业银行，通过剥离其不良资产，注入资金，并改善治理结构与加强管理与风控，使之成为优质的商业银行，然后通过股权转让获取高额回报。