

城商行，适度多元化突围

贝塔策略工作室 杜丽虹

摘要

本文研究发现，商业银行的各项业务有不同的规模化门槛，中小企业融资的门槛最低，住房抵押贷款和理财服务居中，而信用卡、汽车信贷、投资银行等业务则需要足够庞大的客户群才能分散风险、分摊研发和营销成本。因此，过快的业务拓展、跨越中间阶段而过早地进入汽车贷款、信用卡等市场，将导致城商行过早地暴露在全国性银行的打击范围内，结果是成本的上升与新业务的夭折；另一方面，一味的地域拓展、无法跟上的业务创新，其结果必然是简单的网点相加和 $1+1<2$ 的并购效应，这是因为地区银行的专业化优势大都具有较强的本地色彩，难以进行快速的区域性复制，而国内证券化市场的缺失进一步阻碍了专业化道路的发展。

在此背景下，城市商业银行的成功转型只能是“地域规模与业务范围交替扩张的阶梯形路径”，即，在以并购手段进行地域市场扩张的同时，引入适合自己规模的新业务，然后将这一新业务与新并购的银行网点相结合，使新网点的业务范围从原来简单的存贷款，拓展到住宅抵押贷款、理财等业务上，从而提升了单一网点的效率，激活了新资产的增值潜力；而在这一过程中，新业务的研发成本、营销成本也就在新的市场范围内被有效摊销了；最终，城市商业银行在向区域商业银行的转型过程中找到了适合自己的、介于城商行与全国性银行之间的市场定位。

城商行，适度多元化突围

一、中国城市商业银行，快速成长背后的隐忧

随着我国经济的发展与居民财富的积累，金融业蓬勃发展，尤其是在过去五年，四大国有商业银行成功降低了坏帐率，股份制银行在改革上市过程中获得了快速发展，而城市商业银行作为一只新生力量也开始展露头角。截止 2006 年末，我国共有城市商业银行 100 多家，占境内金融机构资产总额的 5.9%，平均资产规模 200 亿元左右；2007 年 7 月南京银行、宁波银行两家城市商业银行 A 股上市，更标志着新金融时代城商行资本发展的新阶段。但作为一个地区性商业银行，城商行过于集中的贷款结构为成长埋下了隐忧，而相对简单的业务结构又限制了跨区域发展过程中协同效应的发挥，如何才能将本地经验成功复制，实现城市商业银行向区域性银行的转型，是目前快速成长的城商行所面临的巨大挑战。

本文研究发现，商业银行的各项业务有不同的规模化门槛，中小企业融资的门槛最低，住房抵押贷款和理财服务居中，而信用卡、汽车信贷、投资银行等业务则需要足够庞大的客户群才能分散风险、分摊研发和营销成本。因此，过快的业务拓展、跨越中间阶段而过早地进入汽车贷款、信用卡等市场，将导致城商行过早地暴露在全国性银行的打击范围内，结果是成本的上升与新业务的夭折；另一方面，一味的地域拓展、无法跟上的业务创新，其结果必然是简单的网点相加和 $1+1<2$ 的并购效应，这是因为地区银行的专业化优势大都具有较强的本地色彩，难以进行快速的区域性复制，而国内证券化市场的缺失进一步阻碍了专业化道路的发展，在此背景下，城市商业银行的成功转型只能是“地域规模与业务范围交替扩张的阶梯形路径”，即，在以并购手段进行地域市场扩张的同时，引入适合自己规模的新业务，然后将这一新业务与新并购的银行网点相结合，使新网点的业务范围从原来简单的存贷款，拓展到住宅抵押贷款、理财等业务上，从而提升了单一网点的效率，激活了新资产的增值潜力；而在这一过程中，新业务的研发成本、营销成本也就在新的市场范围内被有效摊销了；最终，城市商业银行在向区域商业银行的转型过程中找到了适合自己的、介于城商行与全国性银行之间的市场定位。

1.1 快速成长的城市商业银行

我国城市商业银行的前身是城市信用社，1995 年国务院发出《关于组建城市合作银行的通知》后，各地城市信用社开始整合改制，1998 年 3 月，根据中国人民银行和工商管理总局的规定正式定名为城市商业银行，其投资主体为地方财政和企事业单位，同时也吸收了部分自然人入股，股权结构相对分散，激励机制比较灵活。2001 年下半年以来，全国多家城市商业银行进行了增资扩股，有些还引入了境外的战略投资人，在此基础上，一些发达地区的城市商业银行开始脱颖而出，其中以浙江、江苏两省最为典型。

江苏省，我国经济最发达的省份之一，2006 年 GDP 增长 14.9%，截止 2006 年 12 月 31 日，金融机构存款余额达到 25860.47 亿元，同比增长 17.5%，人民币贷款余额 18485.02，同比增长 20.1%，均高于同期全国平均增长速度，省会城市南京更是在全国百强城市中名列第七。

浙江省是我国民营经济大省，其中，宁波市是我国东南沿海最重要的港口和制造业基地，有“品牌之都”的美称，2003~2005 连续三年进入全国百强城市的前十位，其下辖的 6 个县市全部进入我国百强县，而当地的金融生态、信用环境更被社科院评为 I 级，仅次于上海，名列全国第二。

表（1）江苏省经济状况

各项指标	全国	增速	江苏省			南京市		
			江苏省	占比	增速	南京市	占比	增速
国民（地区）生产总值	209,407	10.70%	21,548.36	10.29%	14.90%	2,774	12.87%	15.10%
财政收入	39,344	24.30%	3935.87	10.00%	25.90%	603.91	15.34%	18.40%
城镇居民人均可支配收入（元）	11,759	10.40%	14,084	-	14.30%	17,537.72	-	16.90%
金融机构存款	348,000	16.00%	25,860.47	7.43%	17.50%	5,960.83	23.05%	14.10%
金融机构贷款	239,000	14.70%	18485.02	7.73%	20.10%	5,326.24	28.81%	15.60%

资料来源：全国 2006 年国民经济统计和社会发展统计公报，2007 年 3 月；关于 2006 年中央和地方预算执行情况与 2007 年中央和地方预算草案的报告，2007 年 3 月；江苏省 2006 年国民经济统计和社会发展统计公报，2007 年 3 月；南京市 2006 年国民经济统计和社会发展统计公报，2007 年 3 月

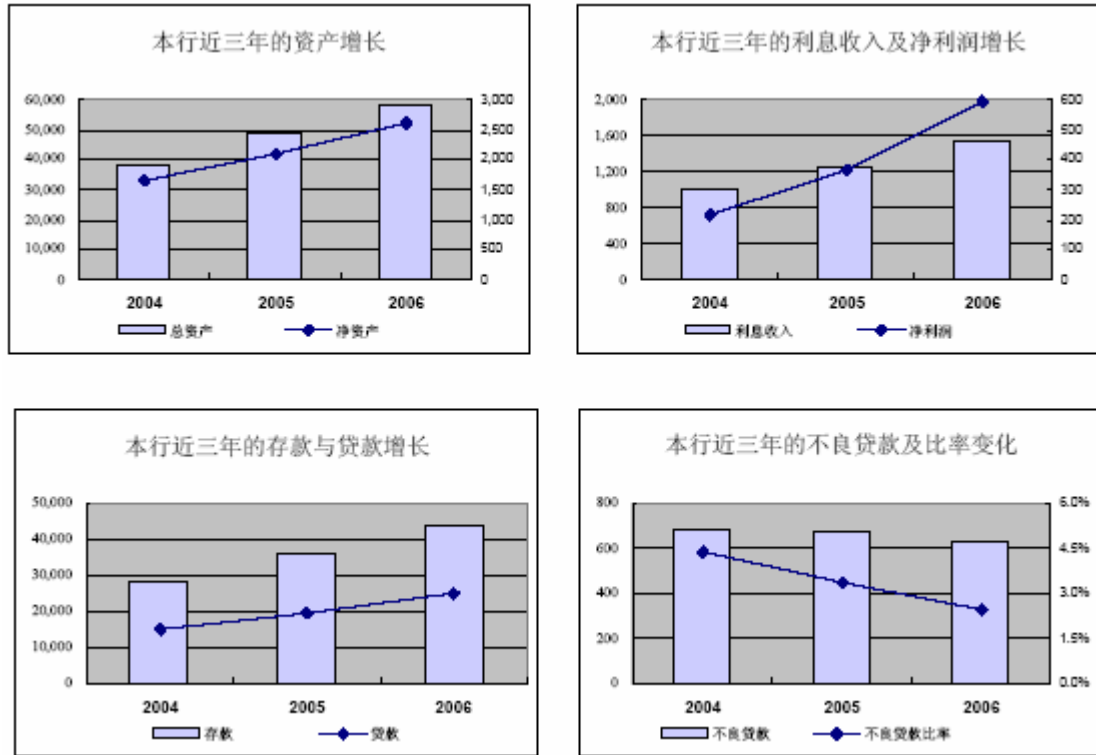
表（2）宁波市的经济增长状况

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	年复合增长率 (2002 年—2006 年)
GDP (亿元)	1,500.3	1,769.9	2,158.0	2,446.4	2,864.5	17.6%
固定资产投资 (亿元)	601.3	837.6	1095.7	1370.4	1,543.0	26.6%
进出口总额 (亿美元)	122.7	188.1	261.1	334.9	422.1	36.2%
出口总额 (亿美元)	81.6	120.7	166.9	222.3	287.7	37.0%
集装箱吞吐量 (万标箱)	185.8	277.2	400.5	520.8	706.8	39.7%
社会消费品零售总额 (亿元)	462.9	521.5	595.6	759.8	882.5	17.5%
人均 GDP (元)	27,570	32,629	39,173	44,156	51,285	16.8%
城市居民人均可支配收入 (元)	12,970	14,277	15,882	17,408	19,674	11.0%

(数据来源：宁波市统计局)

依托优势的地理位置和灵活的激励机制，南京银行和宁波银行都实现了快速增长。其中，南京银行资产规模从 2004 年的 382.72 亿元增加到 2006 年末的 579.23 亿元，年均复合增长率 23.02%，截止 2006 年 12 月 31 日已在南京市内设立 58 个支行，一家直属营业部和 3 个直属营业机构，总资产 579.23 亿元，净资产 26.11 亿元，净利润 5.95 亿元；而宁波银行的成长速度更快，资产额从 2004 年的 342.38 亿增长到 2006 年末的 565.46 亿元，年均复合增长率 28.5%，截止 2006 年 12 月 31 日已在宁波各地设立分支机构 68 个，总资产 565.5 亿元，净资产 32 亿元，净利润 6.3 亿元，在 2006 年被我国《银行家》杂志评为全国城市商业银行财务竞争力第一名。

此外，地区经济的繁荣和城商行对本地企业客户的深入了解，使优质城商行的不良贷款率显著低于全国平均水平（7.5%），2006 年底，南京银行的不良贷款率为 2.47%，而宁波银行更低，仅为 0.33%。



图(1) 南京银行过去三年的增长率

与全国性相比，城市商业银行的业务一般集中于本城市，在本地区的市场份额排名一般在四大之后：南京银行在南京市商业银行中存贷款均排名第六，在四大和交行之后，市场份额在5~8%之间，而宁波银行在宁波市的存款排第四，贷款排第五，市场份额在7~10%之间。

表(2) 我国银行业境内金融机构的资产与负债结构(截止2006年12月31日)

	总资产(亿元)	比重	总负债(亿元)	比重
国有商业银行 ⁽¹⁾	225,390.40	51.28%	212,698.40	50.99%
股份制商业银行 ⁽²⁾	71,419.00	16.25%	68,667.30	16.46%
城市商业银行	25,937.90	5.90%	24,722.60	5.93%
其他 ⁽³⁾	116,752.40	26.56%	111,017.60	26.62%
合计	439,499.70	100.00%	417,105.90	100.00%

表(3) 宁波银行在宁波当地的市场份额

	截至2006年12月31日					
	总资产		存款		贷款	
	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额
本行	565.5	12.2%	461.9	9.8%	277.6	7.2%
四大银行	2,065.0	44.6%	2,128.7	45.2%	1,989.3	51.3%
其他股份制商业银行	1,208.5	26.1%	1,355.7	28.8%	1,128.0	29.1%
政策性银行	22.7	0.5%	2.9	0.1%	22.2	0.6%
农村信用社	672.3	14.5%	603.1	12.8%	446.3	11.5%
外资商业银行	21.9	0.5%	5.1	0.1%	5.1	0.1%
邮政储蓄	62.4	1.3%	139.6	3.0%	-	-
城市信用社	11.8	0.3%	10.8	0.2%	7.5	0.2%
总计	4,630.0	100.0%	4,707.9	100.0%	3,876.0	100.0%

(本行数据来源于立信出具的审计报告；其他数据来源于宁波银监局)

为了克服规模上的劣势，国内的城商行大多将中小企业贷款确定为核心业务，其中，宁波银行对中小企业的贷款占公司贷款总额的 92.9%，而南京银行也提出要做“中小企业银行”——明确的业务定位给江浙一带的城商行赢得了激烈竞争市场上的生存空间，并伴随着当地民营经济的成长而快速发展起来。中小企业融资不仅成长快，受到的来自资本市场的脱媒威胁也较小，这就使银行相对于企业在贷款谈判中的风险溢价能力更强，贷款利率一般在国家规定的基准利率之上再上浮一定比例，而对本地经济的了解使城商行能够将不良贷款率控制在较低水平，从而尽享高利差的好处。此外，对公业务的集中发展提高了银行的人均利润率，降低了成本收入比。

表（4）宁波银行的贷款对象分布

单位：千元

项目	2006年12月31日		2005年12月31日		2004年12月31日	
	金额	占总额百分比 (%)	金额	占总额百分比 (%)	金额	占总额百分比 (%)
大型企业	551,893	2.8	386,244	2.5	389,141	2.8
中型企业	4,057,385	20.3	3,041,581	19.4	2,698,253	19.3
小型企业	14,545,815	72.6	11,429,431	72.7	10,156,436	72.9
其他	851,450	4.3	843,310	5.4	701,590	5.0
公司贷款合计	20,006,543	100.0	15,700,566	100.0	13,945,420	100.0

注：（1）本表中对大型、中型、小型企业的划分标准按照《中小企业标准暂行规定》执行，请参见本招股书第一节“释义”。

（2）“其他”是指医院、学校、文化传媒等事业法人单位。

表（5）城商行与全国性银行的比较

	南京银行	宁波银行	工商银行	中国银行	建设银行	招商银行	民生银行
存贷利差	4.60%	5.10%	3.76%	3.49%	4.04%	3.62%	3.63%
净利差	2.47%	2.94%	2.17%	2.27%	2.58%	2.3%	2.31%
成本收入比	35.15%	37.59%	45.31%	43.65%	43.97%	44.21%	57.28%
公司贷款占比	88.25%	71.10%	83%	76%	79%	82%	85%
公司存款占比	73.00%	68.30%	39%	46%	53%	60%	83%
非利息收入占比	3.80%	7.00%	8.82%	12.00%	7.23%	14.25%	7.00%
前十大客户贷款集中度	64.83%	48.92%		15.70%		36.53%	43.74%
不良贷款率	2.47%	0.33%	3.79%	4.0%	3.29%	2.12%	1.23%
总资产回报率	1.12%	1.28%	0.65%	0.79%	0.85%	0.76%	0.55%

1.2 城市商业银行，跨区域发展的瓶颈

城商行业务和客户集中的特点，在为其带来高回报的同时，也给银行的进一步发展设置了瓶颈，对中小企业贷款的过度依赖，使银行的业务结构相对单一，传统的存贷款业务成为最主要的收益来源，中间业务的非利息收入占比较低（南京银行的手续费收入仅占营业收入的 3.8%）；而对本地经济的过度依赖，则使城市商业银行面临严重的资产集中度高的隐忧——南京银行截止 2006 年 12 月 31 日，前十大客户贷款余额占净资产额的 64.83%，高于国家规定的 50% 的上限，最大客户的贷款余额占净资产额的 8.04%，而宁波银行前十大客户的贷款集中度在 2004 年时曾一度高达 83.66%，几经努力才将贷款集中度勉强降至国家规定的上限以内（48.92%）——贷款资产的高度集中增加了银行对区域经济敏感度，并随区域经济的波动而呈现较大的业绩震荡，这对于银行这样一个汇集风险的行业显然是不利的。因此，解决资产集中度高的问题已成为城商行

发展中的首要问题。为此，2005年12月银监会批准上海银行设立宁波分行、2006年8月批准北京银行设立天津分行，2006年11月批准南京银行设立泰州分行，2007年2月宁波银行也在上海设立了分行，此外，南京银行还参股了日照商业银行；与此同时，其他一些地区的城商行也在通过重组合并的方式实现城市商业银行向区域商业银行的转型，2005年11月，以合肥商业银行为中心安徽省内的五家城市商业银行和7家城市信用社合并为徽商银行，2007年1月，无锡、苏州、南通、常州、淮安、徐州、镇江、扬州、盐城、连云港10家江苏省内的城市商业银行合并重组为江苏银行，2006年11月银监会同意平安保险以深圳市商业银行为核心整合旗下商业银行资源。

从城市商业银行向区域性商业银行的转型已成为城商行发展的必然趋势，而在这一过程中，并购、重组将发挥重要作用——并购将成为市场经济中地区性银行跨区域扩张的最主要手段。但，问题是，目前国内的城商行主要从事中小企业融资，凭借的是对本地企业的风险定价能力，而这种本地色彩较强的知识资本在跨区域扩张中能否成功复制则存在较大的不确定性；此外，城市商业银行相对单一的业务结构在地域扩张中也不太容易形成协同效应——国际上，花旗等大银行的跨区域扩张通常是以高附加值的产品为先导，激活当地网点的价值潜力；而目前国内城商行的业务结构雷同，部门之间的交叉销售效应弱，总行对分行除了授权和审核功能外，产品上的支持力度较弱，这就大大降低了并购后总行对新网点的增值潜能；如果风险定价的区域性经验再不能得到有效复制，那么并购的过程将只是网点和人员的简单相加，不能产生 $1+1>2$ 的效果，甚至还可能由于对新市场的错误理解而导致 $1+1<2$ 的结果。总之，相对单一的业务结构和对本地经验的过度依赖使国内的城商行在地域扩张中面临瓶颈。

在跨区域的规模化扩张受阻的同时，城商行的业务创新战略也面临高成本的门槛。对于银行来说，成长既可以来自地理范围的扩张，也可以来自业务的创新和对客户的深度挖掘。目前，南京银行、宁波银行都提出了在巩固中小企业融资优势的同时要拓展零售业务、资金业务和中间业务，但两家银行目前的创新业务比例都还很小，而且面临规模不经济的考验。以信用卡业务为例，国际上公认的盈利门槛是100万张，我国由于竞争激烈、“死卡”比例高，因此，实际的盈利门槛可能要达到200万张，在这一背景下，任何一市乃至一省的区域性银行都很难突破信用卡业务的规模化门槛；又如理财业务，对于全国性银行来说，一个新产品的推出，其研发和营销成本可以在全国范围内摊销，但对于城商行来说，成本的摊销范围仅局限于一个城市内，这就大大增加了银行的创新成本，使新业务变得不经济。规模的劣势阻碍了银行创新业务的发展。

综上，相对简单的业务结构限制了城商行跨区域发展过程中的协同效应，而地理范围的局限又阻碍了创新业务的推出，最终，城商行只能分享本地经济的增长，而一旦本地经济增长减速，银行将首先受到重创。

城商行到底该如何突破区域的瓶颈和业务创新的门槛？

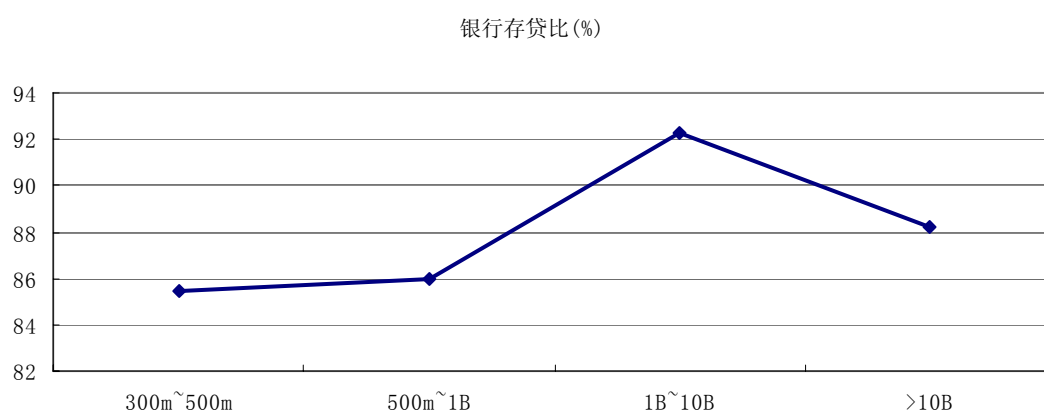
二、 商业银行，业务的规模化门槛

其实对美国银行业的研究发现，不同规模的银行有其最佳的业务范围，而不同业务又有着不同的规模化门槛，在美国FDIC担保的7380家银行中，仅有27家专业化的信用卡银行，116家以汽车贷款为主的消费信贷银行，而专业化抵押贷款银行有796家，专业化企业贷款银行更是多达4720家。由以上数据可见，信用卡业务的市场集中度最高，要求的规模化门槛也最高，其次是以汽车贷款为主的消费信贷，抵押贷款居中，而企业贷款，尤其是中小企业贷款的市场集中度最低，规模化门槛也最低。

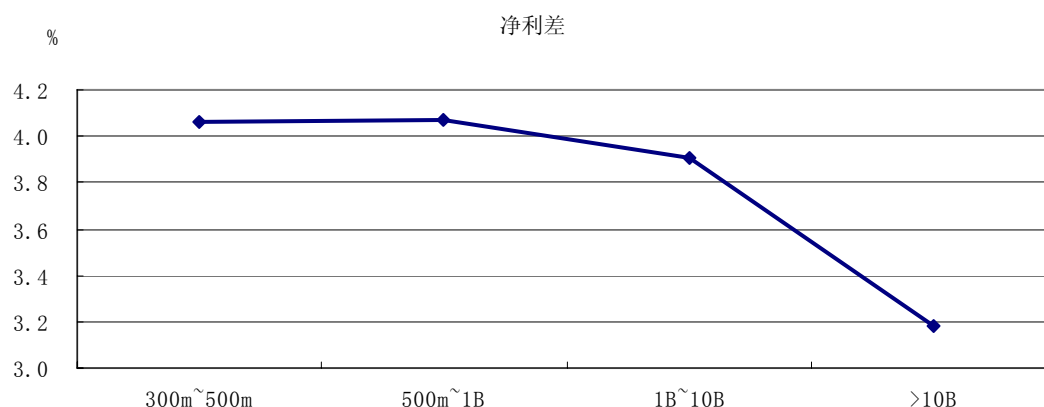
实际上，如果把FDIC担保的银行按资产规模分类，资产规模在100亿美元以上的银行有88家（截止2007年3月31日），相当于国内的四大和股份制银行；资产规模在10亿~100亿美

元的银行有 408 家，其竞争地位与国内比较优质的城商行类似；而资产规模在 1 亿~10 亿美元的银行共有 3425 家，国内的城商行大多落在这一区间内；最后，资产规模小于 1 亿美元的银行在美国有 3459 家，对应国内的农村信用社等金融机构。

如图（2）可以看出，资产规模在 10 亿~100 亿美元的银行是美国存贷比最高的银行，这个规模的银行，与中国的城商行一样，大多以中小企业贷款为主，贷款利差较高（图（3））——随着银行规模的扩大，贷款对象的信用等级也在上升，利差在逐渐减小，资产规模大于 100 亿美元的银行，不仅存贷比降低了，利差也明显低于规模较小的银行。

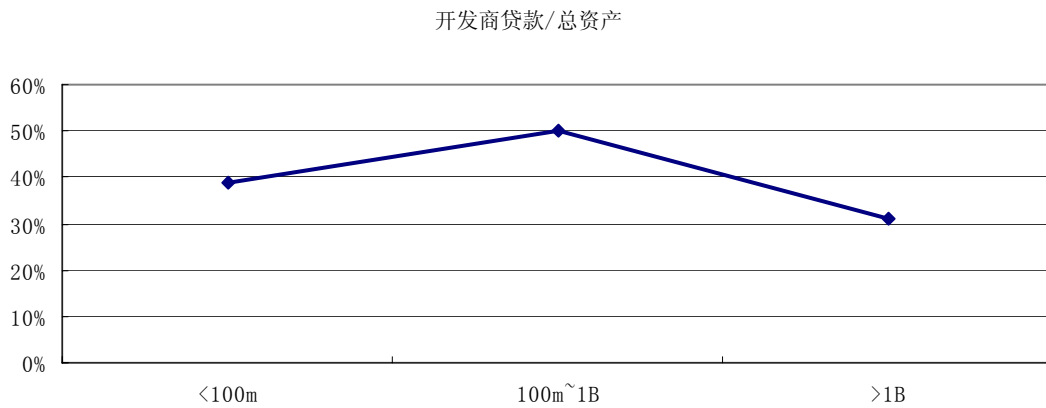


图（2）美国不同资产规模银行的存贷比

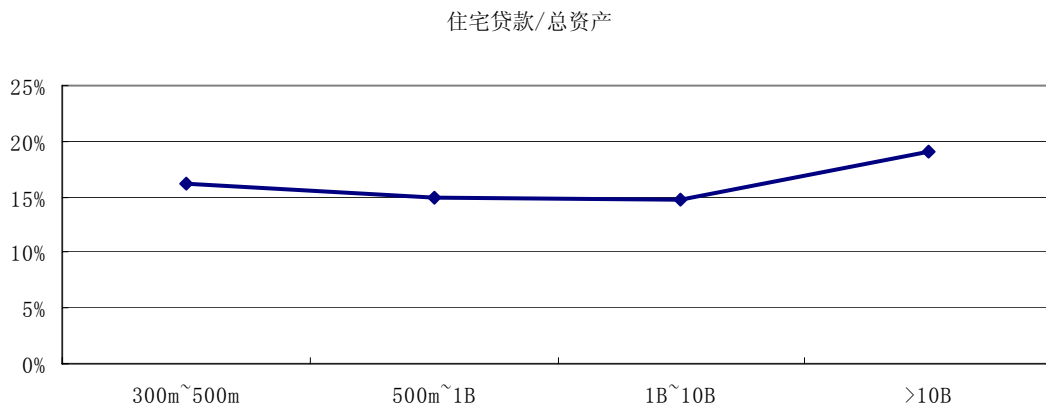


图（3）美国不同资产规模银行的净利差

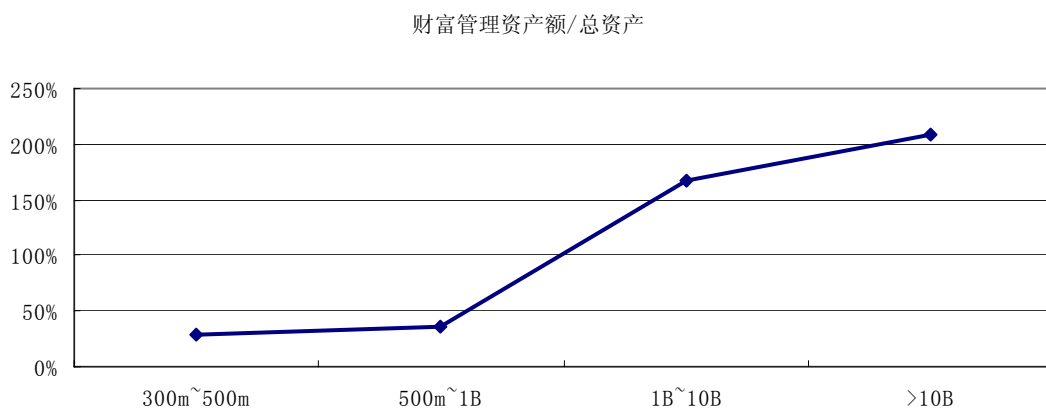
与公司银行业务的低集中度相比，在零售银行业务方面，市场集中度普遍提高，规模化门槛也有所上升，如图（4）和图（5），同样是房地产抵押贷款，在开发商贷款和商业地产抵押贷款方面，规模在 1 亿~10 亿美元的银行占比较高，但在住宅抵押贷款方面，占比最高的却是资产规模在 100 亿美元以上的银行。不过，总体上，在住宅贷款方面，银行的规模化差异并不明显，小银行同样可以在这一市场上生存。类似的适于中型银行生存的市场还有资产管理业务，如图（6），对于资产规模在 10 亿美元以下的银行，1 美元的资产仅能吸引来 0.5 美元的资产托管额，但当资产规模突破 10 亿美元的门槛后，财富管理额急剧上升，规模效应明显提高，因此，地区性银行的适度规模拓展就可以突破财富管理业务的门槛。



图（4）美国不同规模银行的开发商贷款与总资产之比



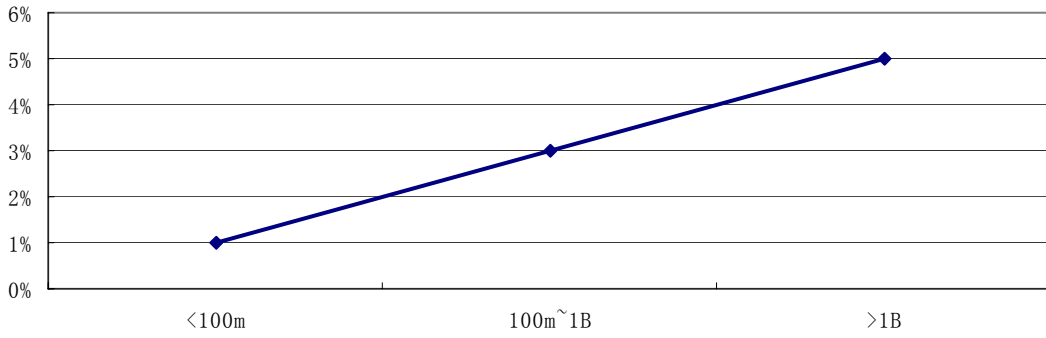
图（5）美国不同规模银行的住宅贷款与总资产之比



图（6）美国不同规模银行的财富管理额与总资产之比

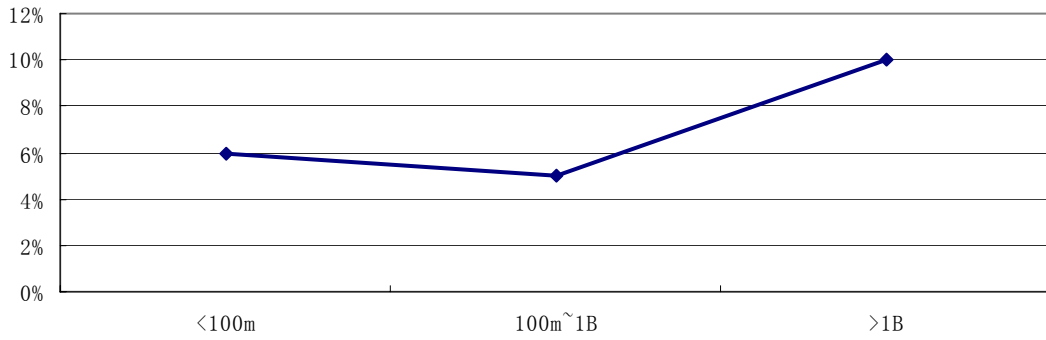
不过，在其他消费信贷和创新业务上，规模化的门槛则是较高的，如目前国内盛行的循环贷业务就具有明显的规模化特征——随着资产规模的上升，该业务在总资产中的比重也直线上升，类似的还有车贷等个人消费信贷产品，都要求足够大的资产包来分散高违约率的风险；至于信用卡、投资银行等业务更是高度集中的，资产规模在 10 亿美元以下的银行根本无法进入这一市场。

居民抵押循环贷款/总资产



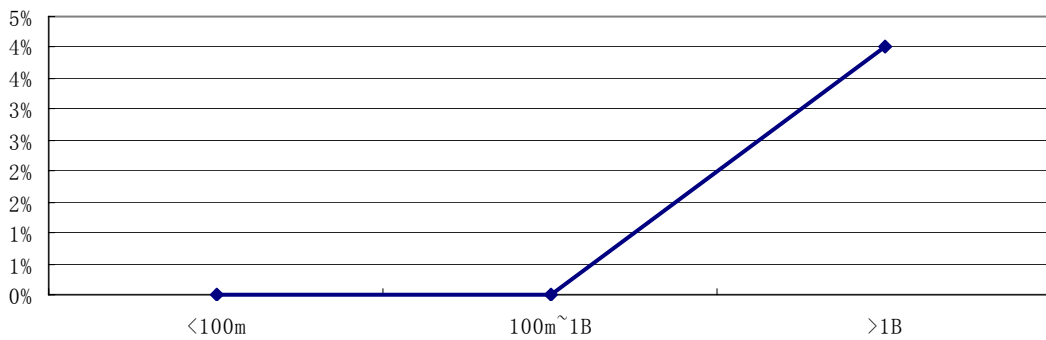
图（7）美国不同资产规模银行的居民循环贷业务在总资产中的比重

个人消费信贷/总资产



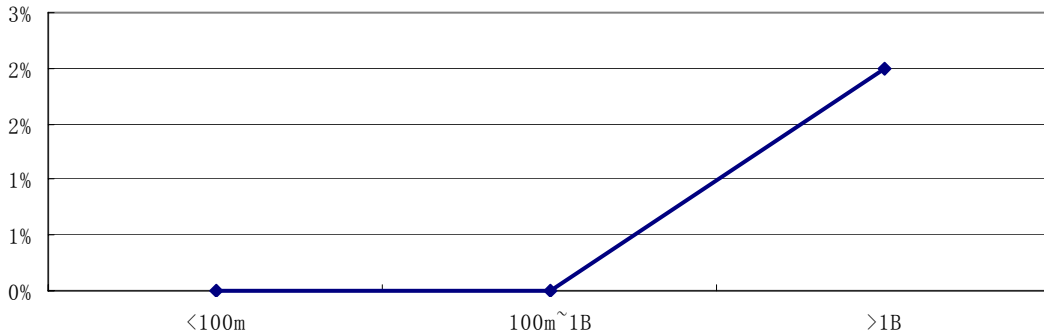
图（8）美国不同资产规模银行的个人消费信贷业务在总资产中的比重

信用卡贷款/总资产



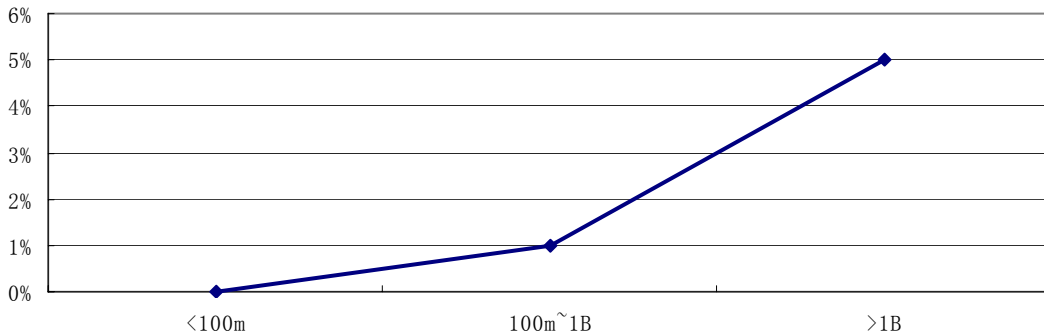
图（9）美国不同规模银行的信用卡业务在总资产中的比重

投资银行业务收入/总收入



图（10）美国不同资产规模银行的投资银行业务收入与总收入之比

证券化净收入/总收入



图（11）美国不同资产规模银行的资产证券化收入与总收入之比

由图（12）可以看出，银行的各项业务沿着资产规模化与业务多元化的两个轴呈曲线分布，在图的左下角是规模化门槛最低的中小企业贷款业务，依次往上是一般企业贷款、住宅抵押贷款、财富管理业务、居民循环贷款、汽车消费信贷、信用卡、投资银行等业务——随着银行规模的扩大，新业务的规模化门槛被不断突破，银行可引入的业务也越来越丰富。由图（13）可以看出，在非利息收入方面，资产规模在 3~5 亿美元的银行，非利息收入的占比仅为 16%，资产规模在 5~10 亿美元的银行非利息收入占比略升至 17%，而资产规模在 10~100 亿美元的银行，非利息收入占比进一步上升到 20%，资产规模突破 100 亿美元的银行，非利息收入的占比大幅上升到 30% 以上。业务的多元化提高了单个网点的使用效率，进而降低了单个网点的成本——实际上，在美国，尽管大银行员工的薪酬更高，但它的成本收入比却是最低的，由图（14）可见，随着银行规模的扩大，成本收入比由 64 降低至 56 了。

表（6）美国不同规模银行的员工平均薪筹

资产规模（美元）	员工平均薪酬（美元）
>100 亿	20000
10~100 亿	16000
5~10 亿	14000
3~5 亿	15000

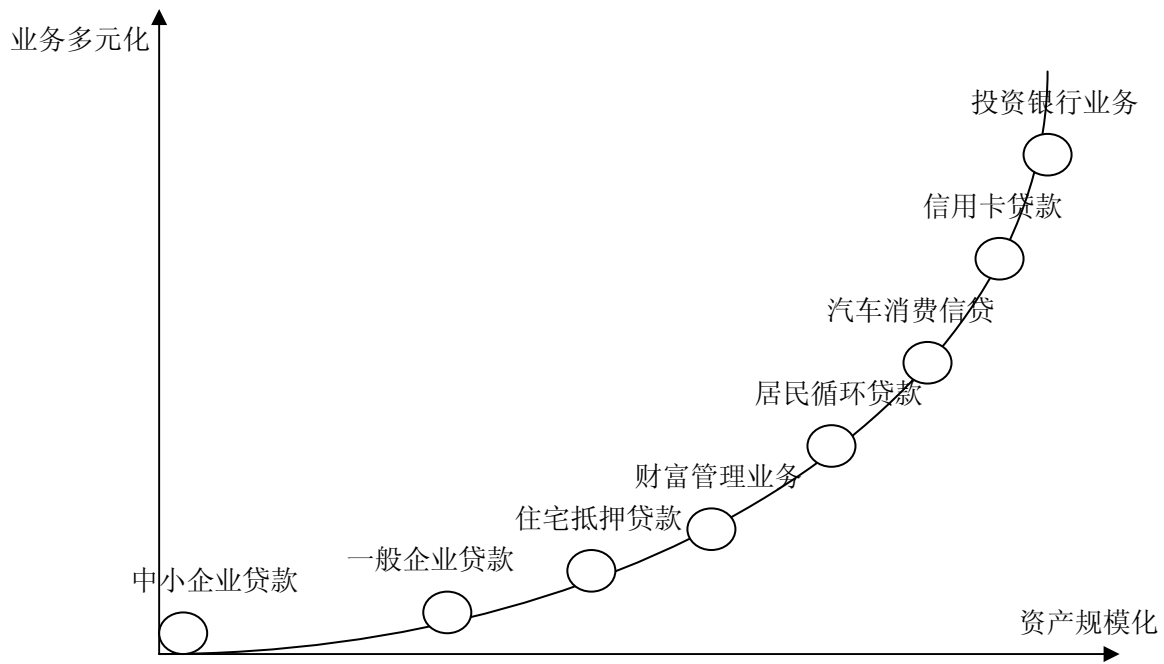


图 (12) 银行不同业务的规模化门槛

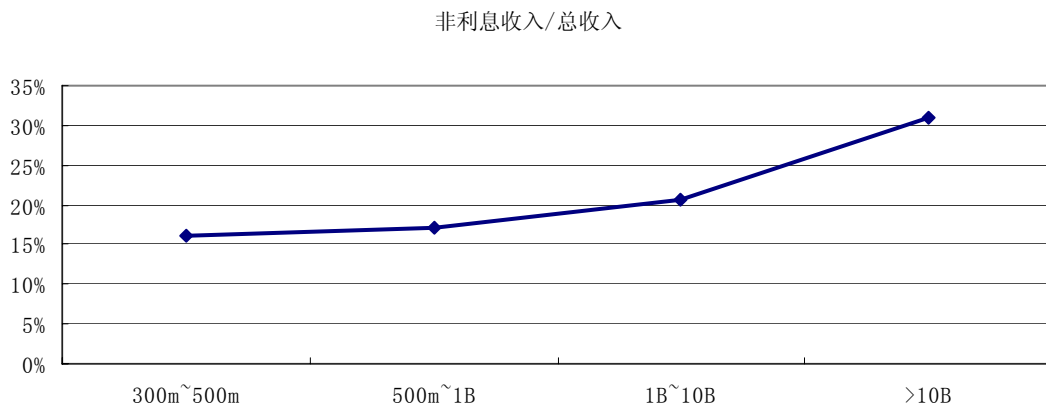


图 (13) 美国不同资产规模银行的非利息收入占比

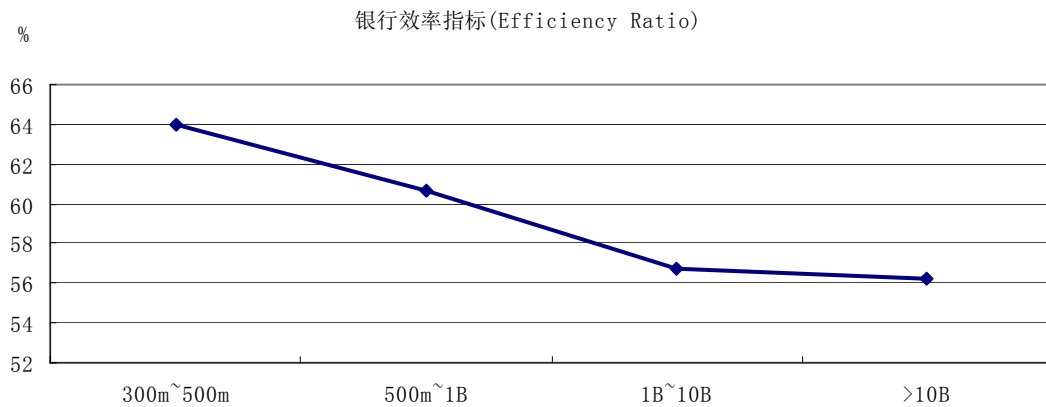
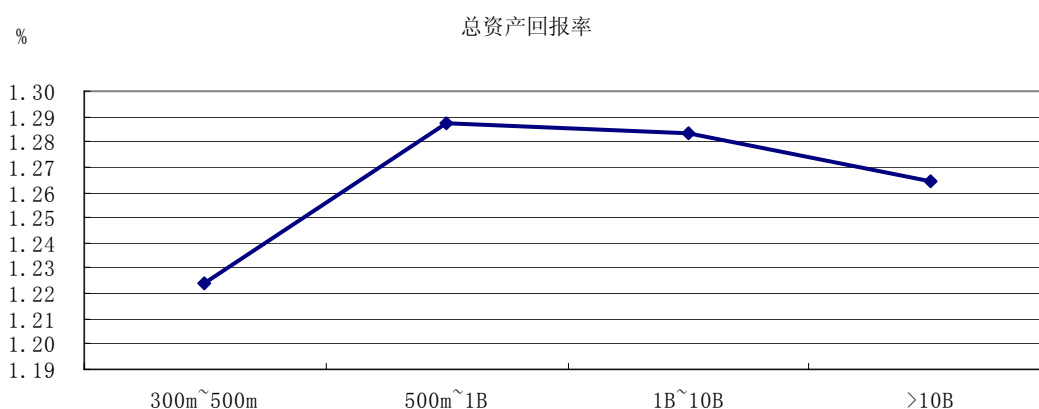


图 (14) 美国不同资产规模银行的成本收入比

综上，对于多数地区性银行来说，资产规模化与业务多元化之间是一种正相关的关系——尽管在美国有相当数量的专业化银行，可以借助证券化手段将专业化优势迅速放大，使银行在不进行多元化拓展的情况下仅沿规模化的横轴就可以迅速壮大(如全球最大的信用卡刷卡银行美国运通、全美最大的抵押贷款银行 Countrywide 等)，但这一成长路径却不适用于多数地区性银行，因为地区银行的专业化优势大都具有较强的本地色彩，难以进行快速的区域性复制，从而无法形成足够分散的组合而进入证券化市场。在这种情况下，地区性银行的成功扩张必然是地域规模与业务范围同步拓展的阶梯形路径，即，在以并购手段进行地域市场扩张的同时，引入适合自己规模的新业务，然后将这一新业务与新并购的银行网点相结合，使新网点的业务范围从原来简单的存贷款，拓展到住宅抵押贷款、理财等业务上，从而提升了单一网点的效率，激活了新资产的增值潜力；而在这一过程中，新业务的研发成本、营销成本也就会在新的市场范围内被有效摊销了；最终，城市商业银行在向区域商业银行的转型过程中找到了适合自己的、介于城商行与全国性银行之间的市场定位。由图（15）可见，中型银行由于对中小企业客户的风险定价能力和与市场相规模相适应的业务范围，为自己赢得了较高的利差和较高的资产使用效率，结果在总资产回报率方面，中间规模的银行回报率反而是最高的。



图（15）美国不同规模银行的总资产回报率

不过需要注意的是，在从城市商业银行向区域性商业银行的转型过程中需要不断构建与地域范围相匹配的业务范围，以时刻保持规模经济与范围经济的有效性：过快的业务拓展、跨越中间阶段而过早地进入汽车贷款、信用卡等市场，将导致城商行过早地暴露在全国性银行的打击范围内，结果是成本的上升与新业务的夭折；另一方面，过快的地域拓展、无法跟上的业务创新也将使城商行过早暴露在专业化银行的打击范围内，结果是松散的地域结构和 1+1<2 的并购效应。

在我国，目前城商行还只处于图（12）的左下角，地区规模的限制使城商行在业务创新的成本摊销方面处于明显劣势，在当前规模下很难引入其他创新业务；但相对单一的业务结构又阻碍了规模扩张中协同效应的释放，结果导致企业陷入两难的境地。城商行该如何突破成长的困境，从图的左下角走出来？下文将介绍两家美国的地区性银行的成长之路——沿着一条规模与业务范围交替扩张的阶梯性路径，Suntrust 和 MI 银行都已经成功扩展为具有百亿美元资产的大银行了——借助并购手段、有选择的业务拓展与地域扩张，是城商行健康成长的唯一路径。

	商业银行总体	<100m	100m~1B	>1B
建筑开发贷款	0.32	0.39	0.5	0.31
住宅抵押贷款	0.18	0.16	0.16	0.19
家庭循环贷	0.05	0.01	0.03	0.05

商业地产抵押贷款	0.08	0.12	0.2	0.07
企业信贷	0.11	0.1	0.1	0.11
个人消费信贷(汽车)	0.09	0.06	0.05	0.1
信用卡贷款	0.04	0	0	0.04
投资银行收入	0.02	0	0	0.02
证券化净收益	0.04	0	0.01	0.05

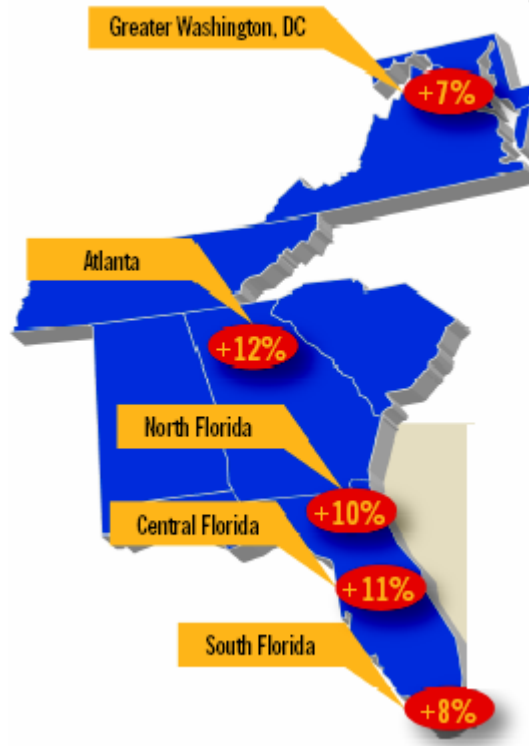
	300m~500m	500m~1B	1B~10B	>10B
贷款/总资产	71%	70%	68%	56%
存款/总资产	82%	80%	73%	63%
存贷比	85%	86%	92%	88%
净利差	4%	4%	4%	3%
住宅抵押贷款/总资产	16%	15%	15%	19%
资产管理额/总资产	29%	35%	167%	209%
非利息收入/总收入	16%	17%	21%	31%
成本效率	64%	61%	57%	56%
ROA	1%	1%	1%	1%

三、 地区银行的阶梯扩张路径

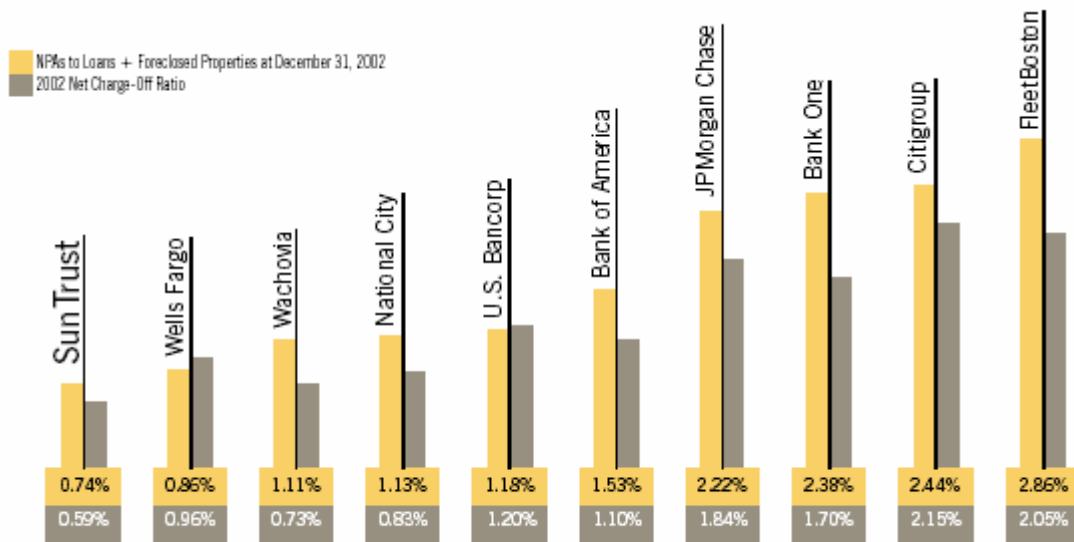
3. 1 Suntrust, 地域扩张与业务拓展的最佳配合

Suntrust 是美国最大的地区性商业银行之一，其业务范围集中在美国东南部和亚特兰大中部地区的佛罗里达、佐治亚、马里兰、田纳西、佛吉尼亚和哥伦比亚等地区，凭借高成长性的地理优势、优良的信贷质量、深度的客户挖掘和熟悉本地业务的管理团队，Suntrust 成为了地区性银行中的佼佼者，截止 2001 年末，公司已经拥有了 1100 个分支机构和 1990 台 ATM 机，资产总额已过千亿美元。

同国内很多效益较好的城市商业银行一样，地区经济的良好成长性是 Suntrust 成功的基础，其所在地区的预期增长率都在 8% 以上，而美国经济平均的预期增长率仅为 4.8%（图（16））；良好的地区经济增长环境为银行贷款质量提供了良好的保障，如图（17）和图（18）可见，与美国许多全国性大型银行相比，Suntrust 的不良贷款率一直是比较低的。

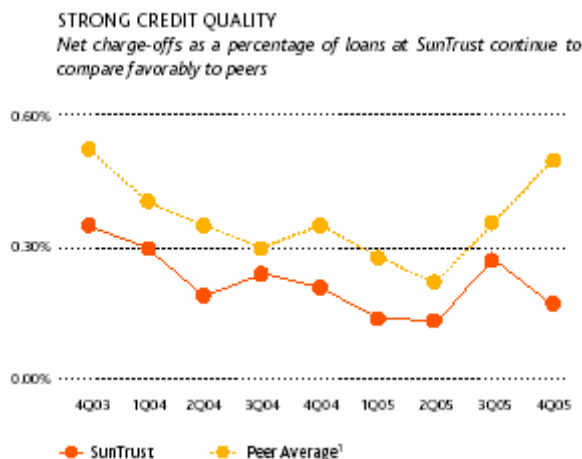


图（16）2003 年 Suntrust 主要营业地区的未来五年的预期增长率
 （注：美国全国平均的预期增长率为 4.8%）



Top 10 U.S. banks based on December 31, 2002 assets.
 Source: S&P, Financial and company reports.

图（17）2002 年 Suntrust 与美国主要银行的坏帐率比较

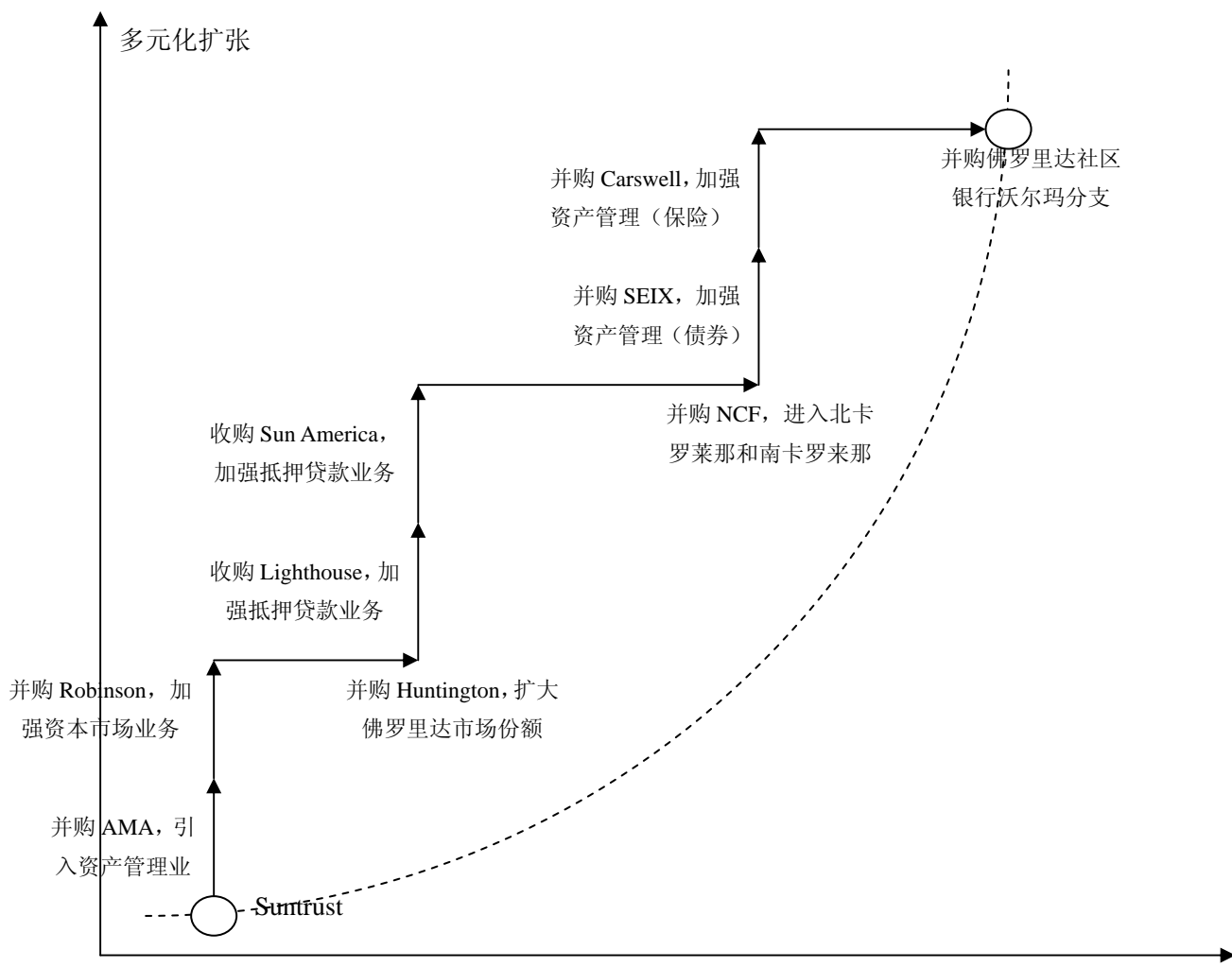


图（18）Suntrust 与同行的信贷质量比较

但是随着全国型银行的并购整合和专业化银行的崛起，地区性商业银行的市场空间开始受到挤压，在此背景下，Suntrust 开始了主动的转型——在巩固传统中小企业贷款业务优势的同时，开始了地域扩张与业务创新：2001 年，公司先是沿图（19）中业务创新的纵轴收购了 AMA 公司，引入了资产管理业务，然后又从索罗门·美邦手里买来了 Robinson Humphrey，强化了资本市场业务；2002 年公司开始横向规模化扩张，并购了 Huntington 银行的佛罗里达分支，增强了自己在该州的市场份额；2003 年，公司又纵向扩张收购了 Lighthouse 和 Sun America 两家以抵押贷款为主的银行，强化了抵押贷款业务能力；2004 年再次横向扩张，收购了 NCF 公司，进入了北卡罗莱那和南卡罗来那市场，同时，纵向扩张收购了 Seix 投资咨询公司，强化了固定收益业务方面的资产管理能力；2005 年进一步纵向扩张收购了 Carswell 公司，一家保险代理公司，把保险产品引入了资产管理业务范围；2006 年，公司再次横向扩张，并购了佛罗里达社区银行在沃玛特里的分支机构……横向规模扩张与纵向业务扩张的交替进行，形成了 Suntrust 的“阶梯形”扩张路径，而在这一扩张过程中，并购获得的新业务与新网点结合，提升了原来网点的运营效率，使公司廉价收购的许多亏损网点迅速扭亏，从而实现了有效增值；而规模的扩张又帮助企业在新台阶上突破了新业务的规模瓶颈，有效摊销了新业务的并购成本；最终银行沿着阶梯路径不断攀升至新的规模水平。

表（7）2001~2006 年 Suntrust 公司的主要并购

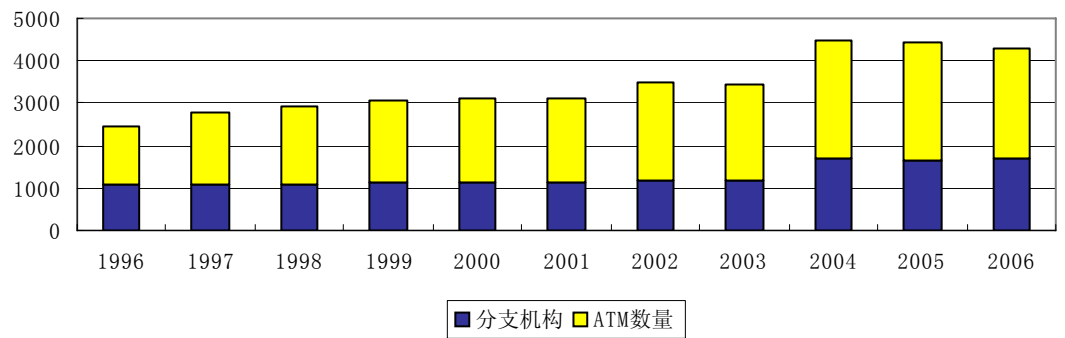
年份	交易公司名称	主业	总价（百万美元）
2001	Asset Management Advisors (AMA)	资产管理	22
	Robinson Humphrey Company from Salomon Smith Barney	资本市场	10.4
2002	Florida Franchise of Huntington Bancshares	佛罗里达地区商业银行	0
2003	Lighthouse Financial Services Inc.	Hilton Head Island 地区最大的抵押贷款银行	131
	Sun America Mortgage	亚特兰大地区最大抵押贷款银行之一	0
2004	Seix Investment Advisors	机构投资者固定收益证券的投资服务	190+69.6
	NCF	北卡罗莱那及西佛及尼亚等地商业银行	7400
2005	Carswell of Carolina, Inc.	保险代理	10.9
2006	从佛罗里达社区银行购入 Wal-Mart 内的银行分支	佛罗里达地区商业银行	



图（19） Suntrust 的阶梯扩张路径

沿着上述阶梯路径，五年时间，Suntrust 的营业网点增加了 50%，到 2006 年末，银行的分支机构已经达到 1701 个，并拥有 2569 个 ATM 机，而业务范围也拓展到五大板块，其中，贷款资产中企业贷款占 29%，居民抵押贷款占 28%，房地产次级贷占 12%，房地产开发贷款占 11%，商业地产和企业抵押贷款占 10%、消费信贷占 10%。Suntrust 已经以 1800 亿美元的总资产跻身全美前二十大金融机构之列，并实现了二十年每股收益年均 10% 稳定增长的良好业绩。

Suntrust 的网点数量



图（20） Suntrust 的网点增长

Suntrust贷款资产结构

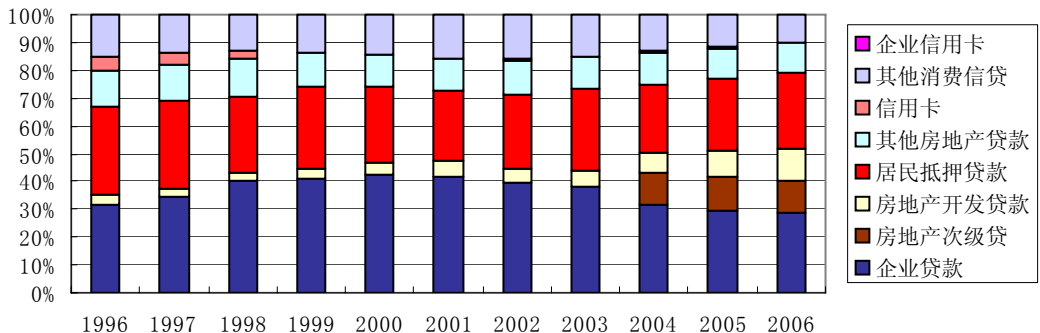


图 (21) Suntrust 的贷款结构变化

Suntrust 2006年贷款结构

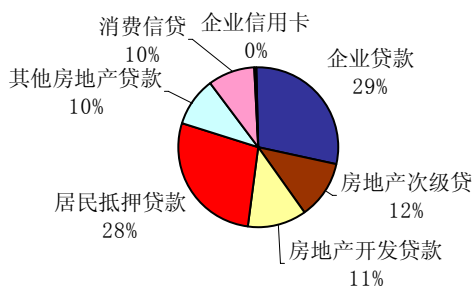


图 (22) 2006 年 Suntrust 的贷款结构

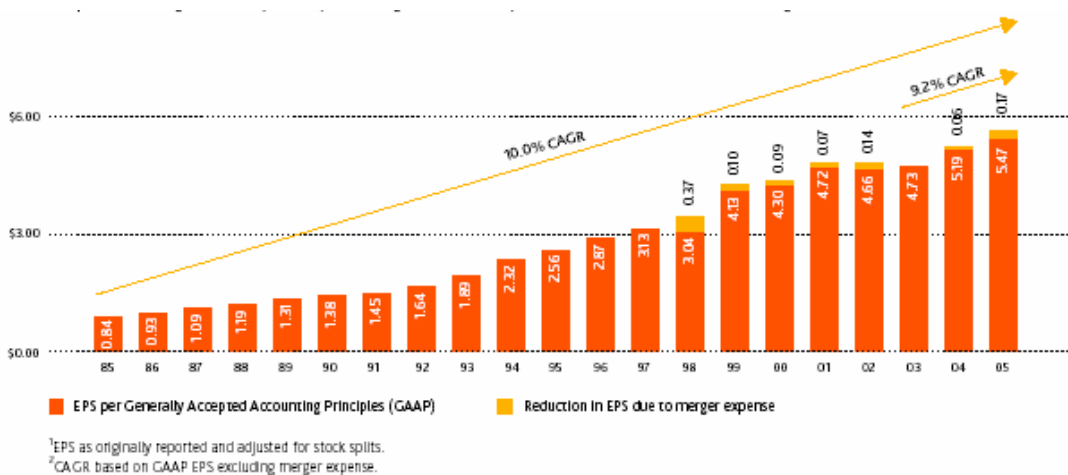


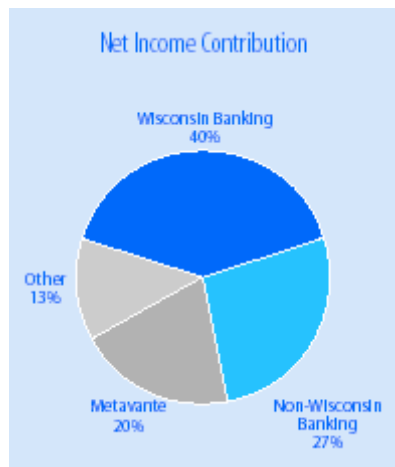
图 (23) Suntrust 重新启动的高增长

3. 2 MI 银行，信息化的另类阶梯成长路径

如果说 Suntrust 是凭借其“规模扩张”与“业务拓展”的优势配比而从众多地区银行中脱颖而出，那么，Marshall & Ilsley (M&I) 银行则是凭借“规模扩张”与“信息延伸”的最佳配合而异军突起的。在过去的六年中，这家总部设在威斯康星地区的地区性银行总共进行了 30 次并购，其中 12 次是实体网点的地域扩张，而另外 18 次则是旗下从事电子支付和金融数据处理的子公司 Metavante 对信息技术企业的并购，从而实现了实体网点借助信息网络在全国范围内的延伸。

实体网点的规模扩张

在沿规模横轴的扩张中，2001 年 MI 并购了 National City Bancorp.，强化了其在明尼阿波利斯地区的优势地位，同年并购了另一家银行在亚里桑那地区的 12 家分支机构，2002 年进一步并购了另外两家明尼阿波利斯地区商业银行 Richfield 和 Century，同年并购的还有密西西比河谷银行，2006 年 MI 又并购了圣路易斯地区商业银行 Trustcorp 和堪萨斯地区商业银行 Golden Banc，后者为公司贡献了堪萨斯和佛罗里达地区的 39 个分支，2007 年公司计划并购明尼阿波利斯地区商业银行 Excel 和奥兰多地区商业银行 United Heritage，其中 United Heritage 将为公司在佛罗里达的业务再增加 13 个分支。通过上述并购，公司不仅巩固了其在威斯康星州明尼苏达地区的优势地位，也加大了对周边地区的拓展力度——到 2006 年末，公司在威斯康星本部已经拥有了 195 个分支机构，在亚里桑那有 46 个，在明尼苏达有 18 个，在佛罗里达有 17 个，在堪萨斯有 17 个，在俄克拉荷马有 3 个，在拉斯维加斯还有 1 个分支机构——2001 年时，MI 银行在威斯康星以外的市场仅贡献了公司净利润额的 3%，而到 2006 年，这一比例已上升到 27% 了。



图（24）MI 银行的净利润贡献（2006 年）

在拓展商业银行领地的同时，MI 也同 Suntrust 一样在进行着纵向的业务拓展，只是不同于 Suntrust 以资产管理和抵押贷款为突破口，MI 选择了在数据信息服务这一领域做集中突破，因为在数据信息领域上，小银行与全国性大银行的差距并不大，而且信息网络可以帮助地区性银行突破区域的限制，实现虚拟世界中的全国化发展——MI 的理念就是用先进技术来撬动商业杠杆，获得更大的增长机会。

为此，公司以旗下专门从事金融数据处理与电子交易服务的子公司 Metavante 为主体进行了一系列并购：2001 年并购了金融信息网上服务商 401Kservice.com 公司、Brokt Tech 公司的北美网银业务、电子支票申请服务商 Cyberbills 和 Derivion 公司；2002 年并购了在线支付管理服务商 Paytrust、Spectrum EBP，养老福利帐户信息管理领域的领先者 BenePlan；2003 年进军医疗保险市场，并购了 Printing for System 公司；2004 年并购了银行交易系统服务商 VECTORsgi、自动客

户关系管理服务商 NuEdge 公司、信用卡和支票的电子结算服务商 Response、运营着全美最大电子转帐系统的 NYCE 公司、影象支付技术公司 Advanced Financial Solutions、银行系统的软件和设备商 Kirchman；2005 年 MI 并购的对象包括政府交易支付系统的供应商 LINK2GOV、社区银行系统的服务商 Brasfield、抵押贷款银行系统的服务商 GHR、福利和医疗帐户系统的服务商 Med-I-Bank，以及拥有先进浏览影象技术的 TREEV 公司和拥有反洗钱技术的 Prime Associates 公司；2006 年 MI 进一步强化了医疗支付系统，收购了 AdminiSource 公司，同年还收购了 VICOR 公司，一家在企业支付系统上拥有领先优势的公司；2007 年 MI 已经确定的收购对象是 Valutec Card Solutions 公司，它可以延伸 MI 在店内礼品卡和积分卡系统方面的市场。五年时间 Metavante 公司共进行了 18 次并购，在获取了大量先进技术的同时，也拓展了自身在电子支付、交易和金融数据服务市场上的份额，目前 Metavante 已是美国金融与电子交易方面最优秀的公司之一，销售额从五年前的 6 亿美元上升到 15 亿美元，并为集团贡献了 1.6 亿美元的净利润，占公司收入总额的 40% 和净利润总额的 20%。

表（8）MI 银行的并购交易表

年份	收购主体	收购公司名称	主业	总价（百万美元）
2001	公司	National City Bancorp.	明尼阿波利斯地区商业银行	267.7
	公司	亚里桑那地区银行的 12 家分支	亚里桑那地区商业银行	0
	Metavante	401Kservices.com	金融信息网上服务	63.8+10.0
		North American Internet Banking Unit of Brokt Tech	电子商务申请方面的领先技术	
		Cyberbills	电子支票申请服务	
		Derivion Corp.	电子支票申请服务	
2002	公司	Richfield State Agency	明尼阿波利斯地区商业银行	216.5
		Century Bancshares.		
	公司	Mississippi Valley Bancshares	圣路易斯地区商业银行	486
	Metavante	Paytrust	在线支付管理	20.6+10.0
		Spectrum EBP.	在线支付管理	
		BenePlan	养老福利帐户的第三方管理服务	
2003	Metavante	Printing For Systems	医疗保险系统的身份识别卡	25.0+25.0
2004	公司	AmerUs Home Lending	抵押贷款银行	15
	Metavante	VECTORsgi Holdings	银行交易申请服务	100.0+35.0
		NuEdge Systems	自动客户关系管理系统	1.4
		Response Data Corp.	信用卡和支票的电子结算	35
		NYCE Corp.	国内最大的电子转帐系统之一	610.7
		Advanced Financial Solutions	影象支付软件技术	141.7+105.1
		Kirchman Corp.	银行系统的软件和设备提供商	157.4
2005	Metavante	LINK2GOV Corp.	政府交易的电子支付系统	64.5
		Brasfield Holdings	社区银行的信息处理产品和服务	14.8+25
		GHR Systems	抵押贷款银行的信息服务	63.6
		TREEV	浏览器影象技术	19.4
		Med-I-Bank	员工福利和医疗帐户的电子支付系统	150.5
		Prime Associates	反洗钱软件技术	24.6
2006	公司	Trustcorp Financial	圣路易斯地区商业银行	182

	公司	Gold Banc Corp	堪萨斯地区商业银行	716.2
	公司	First Trust Indiana 的信托资产管理业务	资产管理	15.9+1.5
	Metavante	AdminiSource Corp.	医疗支付系统	28.2
2007E	公司	Excel Bank Corp.	明尼阿波利斯地区商业银行	75.1
	公司	North Star Financial Crop.	财富管理	21
	公司	United Heritage Bankshares	奥兰多地区商业银行	217
	Metavante	Valutec Card Solutions	店内礼品和积分卡解决方案	41

除了可观的利润贡献外，Metavante 先进的电子交易支付技术和高质量的金融数据处理能力也为公司的商业银行业务增色不少。2006 年公司的电子银行网页入选全美 Top 10，其网银安全性被 Javelin Strategy Research 评为全美金融机构最佳，而方便性则被 Change Science Group 评为全美第三；2007 年公司将启动一个新的网络界面 InterNetConnect (INC)，为企业客户提供网上管理现金的便利，从而可以为商业银行部门吸引更多企业客户。此外，先进的电子技术更为 MI 吸引了大批的金融机构客户，为此公司专门成立的机构客户组 (Financial Institutions Group, FIG)，为机构客户提供从交易平台到组织流程全方面的咨询服务，该部门在 2006 年获得了 10 亿美元的销售收入。最后，借助 Metavante 的平台，MI 已将客户范围延伸到全美 50 个州，其旗下的 NYCE 借记卡支付网络已经在包括夏威夷在内的 47 个州内得到金融机构的认同，而它的电子转帐系统也开始进入加拿大市场，在医疗支付领域，Metavante 卡更成为首选。

信息技术为 MI 传统的商业银行业务增值不少，而 MI 银行实体网点的地域拓展则为 Metavante 的并购扩张提供了现实的资金基础和应用市场，使其相对于一般的 IT 类企业具有更强的资金实力和更广阔的市场平台。正是这种数据业务与商业网点的交替扩张，推动公司从规模的一个平台走向另一个平台。

截止 2006 年末，公司总资产已经达到 560 亿美元，比五年前增长了一倍，在全美金融机构的资产排名中位列第 58 位，其中 107 亿美元应直接归功于并购；股价也从 20 元涨到 40 多元。

MI 银行各业务收入增长及贡献 (千美元)

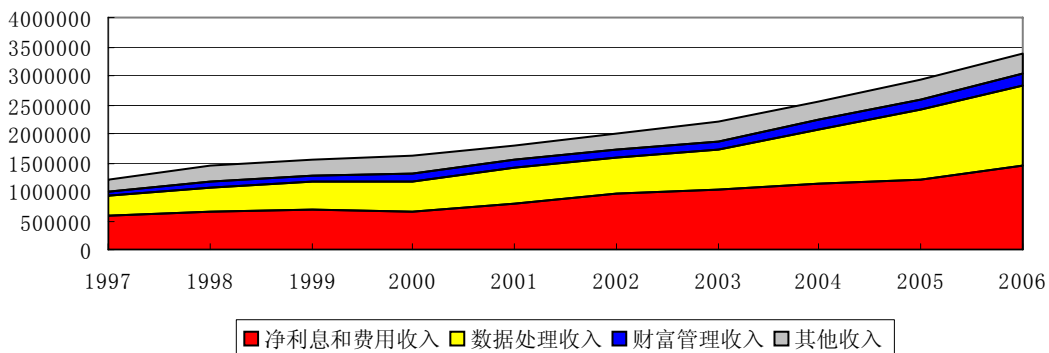
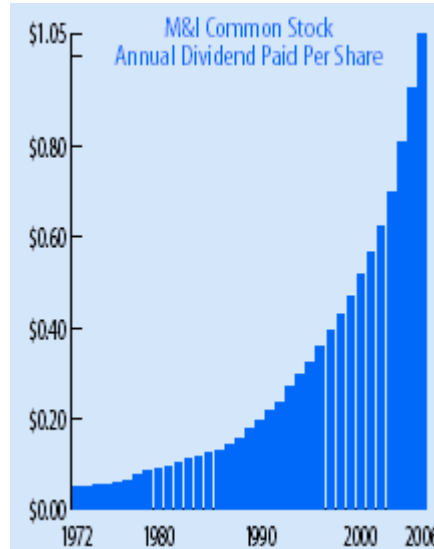


图 (25) MI 银行各业务的收入贡献



图（26）MI 银行每股红利的稳步增长

四、 国内银行的借鉴

由以上案例不难看出，并购是地区性银行快速扩张的最主要手段，而并购过程中，地域扩张与业务拓展的交替、有序进行是保证扩张战略成功的前提。

与 Suntrust 和 MI 银行有选择的业务拓展不同，目前国内城商行的扩张计划显得比较随意，更多受到资本市场热情的影响。以南京银行为例，作为国内第一家获准发行银联标准贷记卡的城商行，公司不仅较早地进入了信用卡市场，而且还在 2005 年先后推出了车贷和个人循环贷产品，目标是发展中小银行的“一站式”服务模式。但我们只听说过花旗式的一站式服务，却很少听说中小银行的一站式服务，为什么？因为车贷、居民循环贷和信用卡等业务都是规模化门槛较高的产品，需要足够大的客户基础才能筛选出足够多的优质客户来分散风险、分摊成本，而“一口吃个胖子”的想法只会将地区性银行引入盲目扩张的困境。

那么，南京银行的扩张前景在哪里？我们的建议是借助已推出的金梅花系列理财产品，充分利用自身在债券市场上的优势地位，加大固定收益理财产品的研发和营销力度，以此作为其跨地域扩张的增值工具。为什么选择理财市场？一方面，由图（12）可以看出，理财业务相对于其他零售业务，规模化的门槛略低，另一方面，南京银行作为第一批进入银行间债券市场的城市商业银行和即将推出的 SHIBOR 的报价参与者，已经在债券交易和投资方面为自己赢得了良好的声誉和积累了较多的经验，以此为基础更多新产品的研发成本将较低，而全省范围内的适当营销将为银行建立起良好的声誉，从而提高总行对南京以外网点的产品支持力度和增值功能。

与南京银行类似，宁波银行自 2006 年以来也开始大力发展零售银行业务，设立了信用卡中心并将起确定为未来的发展重点之一；不过，目前 10 万张的发卡量，离规模化门槛还相差较远，而如果银行真能在宁波一市内达到规模化的发卡量，那么，其持卡人的信用质量就真的令人怀疑了——授信标准的降低必然导致信用风险的累积。

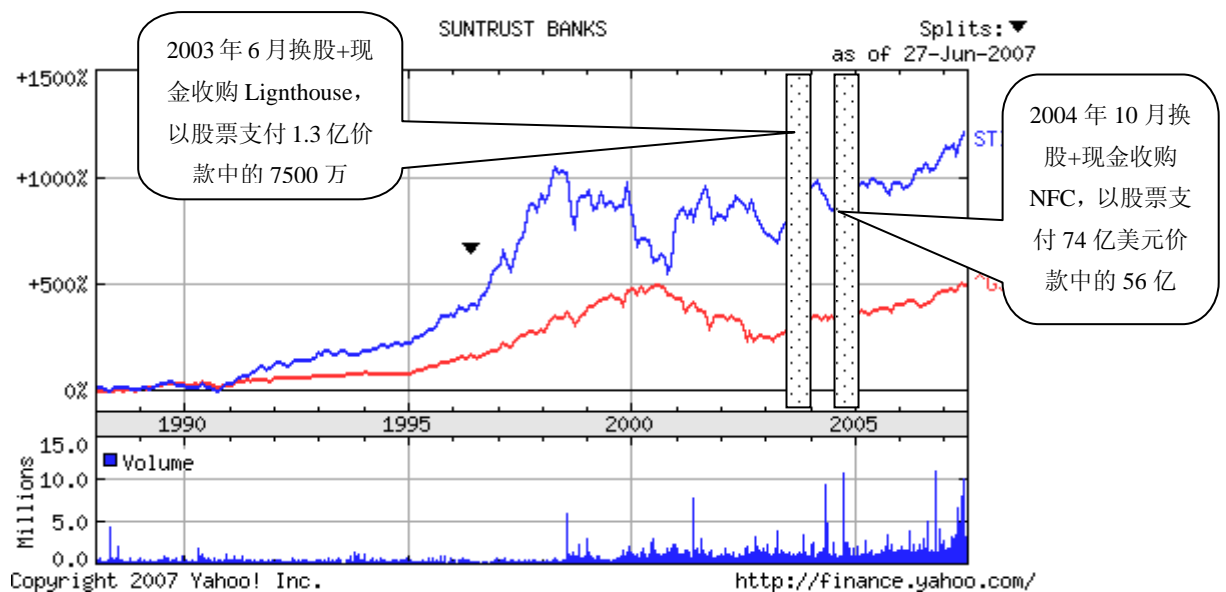
实际上，与其他城商行相比，宁波银行在中小企业服务方面确实具有更强的创新能力，目前已推出了存货抵押贷款、出口退税帐户托管贷款、中小企业现金管理等产品，并针对私营业主推出了各种贷款产品——与其向其他零售业务拓展，不如继续挖掘以中小企业为核心的创新业务，走相对专业化的道路——目前国内还没有一家真正的中小企业融资银行，如果宁波银行能够将其中小企业融资优势与其他地区网点顺利结合，那么，这种专业化的服务能力将成为推动宁波银行跨区域协同效应的重要来源。

五、 怎样并购最省钱？

并购是地区性银行跨区域扩张中的最主要手段，并购不仅巩固了地区性商业银行的网点优势，还帮助银行拓展了业务边界，使其成功实现市场规模与业务范围的同步扩张。但频繁的并购需要大量的金融资源支持，在资本金有限的情况下，并购资金从何而来？是上市融资吗？

实际上，作为地区性银行，尽管 Suntrust 和 MI 都是上市公司，但是他们却很少使用公开市场再融资的方式来募集资金——在过去五年内，Suntrust 没有进行一次公开股票融资，只在 2006 年发行了 5 亿美元的优先股以替代长期债，而 MI 也只在 2004 年增发了一次，募集资金 1.5 亿美元——同国内的地方性银行一样，Suntrust 和 MI 最主要的资金来源都是存款，占到公司总资产的 60% 以上，其次是抵押贷款的证券化打包（两家银行都把 90% 以上的住房抵押贷款在二级市场上出售了），但这些金融资源仅能满足日常经营的需求，而过去五年里 Suntrust 的收购总价高达 78.3 亿美元，相当于 2006 年净利润的 3.7 倍，是过去五年净利润总和的 94%，而 MI 银行 2001~2006 年并购总价也高达 40.7 亿美元，相当于 2006 年净利润的 5 倍，比过去六年净利润总和还多 17%——面对如此庞大并购支出，两家地区性商业银行是如何来融资支持其并购扩张的呢？

3. 1 高估时期的换股并购



图（27）Suntrust 的股价与换股并购

作为上市公司，换股并购成为地区性银行扩张的一个重要途径，从 1988 年上市之初的不到 10 元股价，到今天 80 多元的股价，二十年间 Suntrust 的股价上涨了 1200%，显著超过同期 S&P500 的涨幅，良好的股票市场表现为银行提供了换股并购的基础，2002 年时公司股价涨至 60 美元以上，2003 年 1 月，Suntrust 与 Lighthouse Financial Services 签定了并购协议，该银行是南卡罗莱那州 Hilton Head 岛上最大的抵押贷款银行，通过并购 Suntrust 获取了 5.67 亿美元的贷款和 4.21 亿美元的存款，而在 1.3 亿美元的并购总价中约 7500 万美元是以股票支付的，其余以现金支付。2004 年，Suntrust 的股价再创新高，攀上 70 美元，公司决定趁机收购另一家知名的地区性商业银行 NCF，该银行是一家孟非斯商业银行，在北卡罗莱那、南卡罗莱那、佐治亚、田纳西、密西西比、阿堪萨斯、佛吉尼亚、西佛吉尼亚地区设有 400 多家分支机构，拥有 146

亿美元的贷款、158 亿美元的存款及 68 亿美元的现金和待出售证券，收购总价 74 亿美元，为此 Suntrust 增发了 7640 万股新股给 NCF 的股东（相当于新公司 21% 的股权），股票总值 56 亿美元，其余 18 亿美元以现金支付。换股并购虽然对当期每股收益有所稀释（稀释后每股收益从 5.19 美元下降到 4.94 美元），但却在下期使销售收入增长了 23%，使净利润增长了 26%，结果，每股收益非但没有下降，还大幅上升到 5.47 元/股。

表（8）Suntrust 公司的并购交易表（单位：百万美元）

年份	交易公司名称	主业	总价	支付方式	金额
2001	Asset Management Advisors (AMA)	资产管理	22	现金	22
	Robinson Humphrey Company from Salomon Smith Barney	投资银行和资本市场	10.4	现金	10.4
2002	Florida Franchise of Huntington Bancshares	佛罗里达州地区商业银行	0	承债	0
2003	Lighthouse Financial Services Inc.	Hilton Head Island 地区最大的抵押贷款银行	131	股票	75.888
				现金	55.112
	Sun America Mortgage	亚特兰大地区最大抵押贷款银行之一	0	承债	0
2004	Seix Investment Advisors	机构投资者固定收益证券的投资服务	190+69.6	现金	190+69.6
	NCF	北卡罗莱那及西佛及尼亚等地商业银行	7400	股票	5600
				现金	1800
2005	Carswell of Carolina, Inc.	保险代理	10.9	现金	10.9
2006	从佛罗里达州社区银行购入 Wal-Mart 内的银行分支	佛罗里达州地区商业银行		现金	

而 MI 银行对换股并购的使用就更加充分，自 1990 年上市以来，公司的股价已经涨了 800%，是同期 S&P500 的两倍多，尤其是最近几年，对高科技电子交易和金融数据公司的并购更使公司股价一路上涨，2004 年时 MI 股价已站上 4 美 0 元，以此为基础，公司进行了大量的换股并购：2005 年，MI 旗下 Metavante 共进行了 6 次并购，其中只有一次是纯现金并购，其余五次均采用股票+现金方式支付，股票支付总额达到 2.4 亿美元，相当于这一年并购总额的 71.6%。2006 年在全球资产牛市情况下，MI 公司的股票成为更受欢迎的并购工具，一些公司甚至开始主动要求以期权替代股票和现金支付，在这一年进行的五次并购中，除规模较小的两笔并购是以纯现金方式收购的，其余三笔都是图“股票+现金”或“股票+现金+期权”的方式来支付对价的，其中，圣路易斯地区商业银行 Trustcorp 的并购总价达到 1.82 亿美元，为此，MI 增发了 307 万股总值 1.35 亿元的股票，并授予了 Trustcorp 股东 41 万股总值 1340 万美元的期权，余款 3370 万美元以现金支付，而对堪萨斯地区商业银行 Golden Banc 的并购更是以股票支付了总价款 7.16 亿美元中的 6 亿美元——2006 年以股票或期权方式支付的并购价款合计达到 7.75 亿美元，占当年并购总支出的 77.4%。目前公司已公布的 2007 年计划完成的四笔并购中，规模在 1 亿美元以下的两笔均以现金支付，而并购总价为 1.05 亿美元的 North Star，将有 35% 的对价以股票方式支付，并购总价为 2.17 亿美元的 United Heritage 则全部以股票支付。

实际上，在 2001~2006 年的六年时间里，除股价较低的 2003 年和增发后现金相对充裕的 2004 年外，MI 每年都会定向增发 2 亿美元以上的股票用于并购，六年间已累计定向增发股票近 15 亿美元。

当然，为了防止股权的过度稀释，两家银行也都在收益较好的年份不断地相机回购股权：

MI 银行在 2001 年回购了 478 万股股票、2002 年 517 万股、2003 年 600 万股、2004 年 231 万股、2005 年 2.5 万股、2006 年 106 万股；而 Suntrust 银行更是将回购股票当成一项重要的红利政策，自 2001 年以来，除 2004 年以外每年都拿出数亿美元来回购股票，2006 年更是拿出 11 亿美元回购了 1310 万股股票。这些回购的库存股票不仅为日后的进一步换股奠定了基础，同时也是向股东发的一次变相红利，更重要的是它可以在公司被资本市场低估时期适度提高股价，以便增强银行股权在未来换股并购中的价值含量。

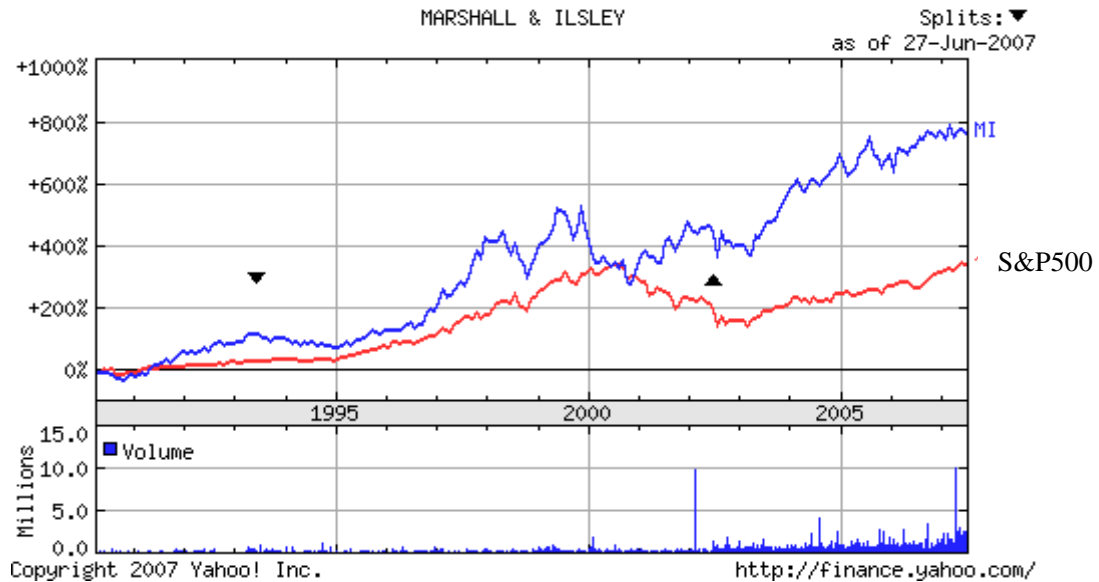


图 (28) MI 的股价与标普 500 比较

MI 银行增发的用于并购的股权 (百万美元)

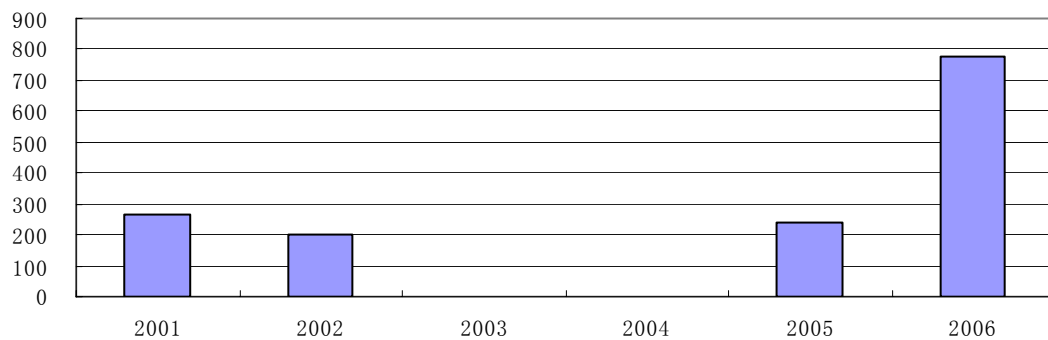


图 (29) MI 银行并购增发的股权

表 (9) MI 银行的并购交易及支付方式

年份	收购主体	收购公司名称	主业	总价	支付方式	金额
2001	公司	National City Bancorp.	明尼阿波利斯地区商业银行	267.7	股票	267.7
	公司	亚里桑那地区银行的 12 家分支	亚里桑那地区商业银行	0	承债	0
	Metanvate	401Kservices.com	金融信息网上服务	63.8+10.0	现金	63.8+10.0
		North American Internet	电子商务申请方面的领先技术			
		Banking Unit of Brokt Tech				
		Cyberbills				
		Derivion Corp.	电子支票申请服务			

2002	公司	Richfield State Agency	明尼阿波利斯地区商业银行	216.5	股票	186.6
		Century Bancshares.			现金	29.9
	公司	Mississippi Valley Bancshares	圣路易斯地区商业银行	486	股票	230.8
					现金	255.2
	Metanvate	Paytrust	在线支付管理	20.6+10.0	现金	26.6+10.0
		Spectrum EBP.	在线支付管理			
		BenePlan	养老福利帐户的第三方管理服务			
2003	Metanvate	Printing For Systems	医疗保险系统的身份识别卡	25.0+25.0	现金	25.0+25.0
2004	公司	AmerUs Home Lending	抵押贷款银行	15	现金	15
	Metanvate	VECTORsgi Holdings	银行交易申请服务	100.0+35.0	现金	100.0+35.0
		NuEdge Systems	自动客户关系管理系统	1.4	现金	1.4
		Response Data Corp.	信用卡和支票的电子结算	35	现金	35
		NYCE Corp.	国内最大的电子转帐系统之一	610.7	现金	610.7
		Advanced Financial Solutions	影象支付软件技术	141.7+105.1	现金	141.7+105.1
		Kirchman Corp.	银行系统的软件和设备提供商	157.4	现金	157.4
2005	Metanvate	LINK2GOV Corp.	政府交易的电子支付系统	64.5	现金	63.5
		Brasfield Holdings	社区银行的信息处理产品和服务	14.8+25	股票	14.6
					现金	0.2
		GHR Systems	抵押贷款银行的信息服务	63.6	股票	52.2
					现金	11.4
		TREEV	浏览器影象技术	19.4	股票	16.4
					现金	3
		Med-I-Bank	员工福利计划和医疗帐户的电子支付系统	150.5	股票	133.8
				现金	16.7	
	Prime Associates	反洗钱软件技术	24.6	股票	24	
				现金	0.6	
2006	公司	Trustcorp Financial	圣路易斯地区商业银行	182	股票	134.9
					期权	13.4
					现金	33.7
	公司	Gold Banc Corp	堪萨斯地区商业银行	716.2	股票	601
					期权	2.9
					现金	112.3
	公司	First Trust Indiana 的信托资产管理业务	资产管理	15.9+1.5	现金	15.9+1.5
	Metanvate	AdminiSource Corp.	医疗支付系统	28.2	股票	23.2
					现金	5
		VICOR	公司支付软件系统	75.1	现金	75.1
2007E	公司	Excel Bank Corp.	明尼阿波利斯地区商业银行	105	股票	36.75
					现金	68.25
	公司	North Star Financial Crop.	财富管理	21	现金	21
	公司	United Heritage Bankshares	奥兰多地区商业银行	217	股票	217
	Metanvate	Valutec Card Solutions	店内礼品和积分卡解决方案	41	现金	41

3. 2 激活网点价值的承债收购

除了换股并购外，承债式的零支付并购更使银行实现了“负现金”收购。

2002 年 Suntrust 并购了 Huntington Bancshares 的佛罗里达分支，以加强自己在佛罗里达地区的市场份额，此次并购为公司增加了 27 亿美元贷款和 45 亿美元存款，但 Suntrust 非但没有增加现金支出，还收获了 11.6 亿美元的现金。这是怎么回事呢？

实际上，由于成本控制不好，Huntington 的佛罗里大业务一直处于微利状态，2001 年净利润额不到 1000 万美元；为此，Suntrust 选择以承债方式接收该资产，并购后，Suntrust 承接了 Huntington 总值 47 亿美元的负债，包括 45 亿美元的存款、1.5 亿美元的短期借款和 5000 万美元的其他负债，同时获得了 11.6 亿美元的现金和 26.7 亿美元的净贷款及 7400 万美元的其他资产，负债与资产之间的 8 亿差额就作为并购溢价，分七年摊销并抵税。通过并购，Suntrust 不仅增加了在佛罗里达地区的分支网点，还获得了 11.6 亿美元的现金；尽管公司负债率有所上升，但如果能够把抵押贷款、资产管理等业务与 Huntington 原来仅从事简单存贷款业务的网点有机结合，那么，新并入的网点将迅速提高盈利，提升资产价值并降低负债率。

表（10）Suntrust 承债收购的 Huntington 网点的资产负债表

<i>(Dollars in thousands)</i>	
Assets	
Cash and due from banks	\$1,160,333
Loans	2,684,384
Allowance for loan losses	(15,531)
Net loans	2,668,853
Goodwill	523,694
Intangible assets	267,559
Other assets	73,927
Total assets	\$4,694,366
Liabilities	
Total deposits	\$4,495,210
Short-term borrowings	146,716
Other liabilities	52,440
Total liabilities	\$4,694,366

2003 年 Suntrust 又以承债方式并购了亚特兰大地区最大的抵押贷款银行之一 Sun America Mortgage；而 MI 银行也在 2001 年以承债方式接收了 12 家位于亚里桑那的分支银行。

承债收购的实质相当于借并购对象的现金和网点资产来撬动未来的收益，这一战略成功的关键在于并购方的创新业务与被并购方的营业网点结合后能否产生协同效应，以提升价值。

3. 3 更简单的办法：有条件分期付款

换股并购只适用于股价高估的年份——低估阶段的换股并购将导致并购方股权的严重稀释，而承债收购方式通常只适用于经营状况不佳的资产，因此，在股价低迷时期优质资产的收购就只能采用现金并购的方式了。不过，为了减少一次性现金的支出和并购过程中的高估风险，境外公司通常会采用分期支付的方式，即，在并购完成时先支付一部分价款，然后在未来若干年内，如果被并购公司能够达到一定的业绩目标，则并购方会再追加支付一定数额的价款。

Suntrust 在 2004 年收购 Seix 公司时就采用了这一方法，Seix 公司擅长为机构投资者提供固定收益证券的投资咨询服务，旗下掌管了 170 亿美元的资产，为此，Suntrust 在并购完成之时

支付了 1.9 亿美元的并购价款，而如果 Seix 能够达到双方事先约定好的增长目标，则原公司股东还将获得 6960 万美元的追加价款，追加价款将在 2007 和 2009 两年分期支付。而 MI 公司在 2004 年并购 AFS (Advanced Financial Solutions) 公司时，双方约定在 2004 年 7 月并购完成时，由 MI 先行支付 1.42 亿美元，此后，在 2004~2007 年的四年间，如果 AFS 公司能够完成事先约定的当年的业绩目标，则原股东可获得一笔追加价款，四年总追加价款和高达 1.05 亿美元。

分期支付的方式节约了并购方当期的现金支出，而未来追加的价款则可以以业绩目标实现时的经营现金支付，此外，对于并购后业绩不确定的公司，它减小了买卖双方关于估值的分歧，使交易更容易达成。

六、中小企业融资的他山之石

CapitalSource 是一家明确定位于中小企业融资服务的专业化银行，它的主要服务对象是那些年收入在 500 万~5 亿美元之间的中小企业，每笔贷款的规模一般在 100 万~5000 万美元之间——2006 年公司单笔贷款的平均规模为 730 万美元，单个客户的平均贷款额为 1130 万美元；贷款规模小，贷款期限一般也不长，在 2~5 年之间，平均 3.23 年。自 2000 年成立以来公司一直享受着高成长的喜悦，净贷款额从 2001 年末的 3.8 亿美元上升到 2006 年末的将近 80 亿美元，年均增长率 81%；而净利润则从 2001 年的 680 万美元上升到 2006 年末的 2.8 亿美元，年均增长率 110%；每股收益在增发稀释后仍从 2001 年的 0.07 元/股上升到 1.68 元/股，年均增长率 89%。目前公司总资产已突破 150 亿美元，总资产在上市的 1000 多家本土金融机构中排名第 159 位，并以 47 亿美元的市值排名第 74 位。自 2003 年上市以来，公司累计资本收益率已达到 50% 以上，加上红利收益，股东回报率超过 80%。CapitalSource，奇迹的背后底是什么？

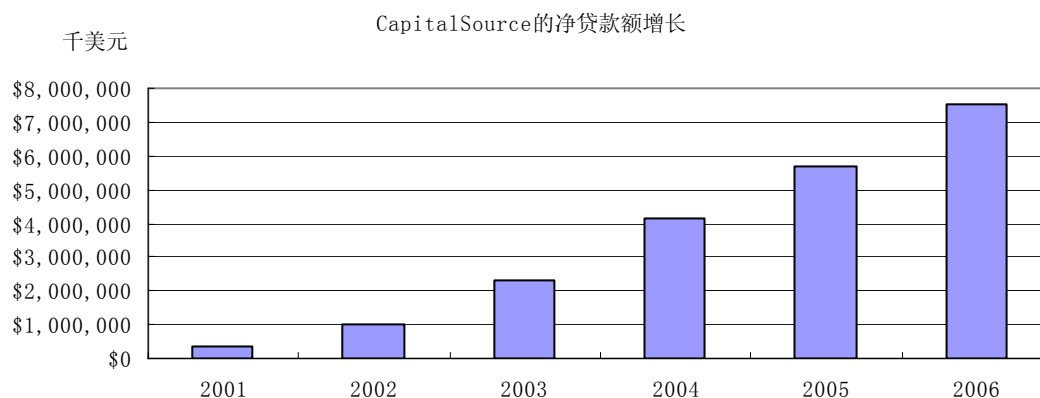


图 (30) CapitalSource 的净贷款额增长

CapitalSource的每股收益增长

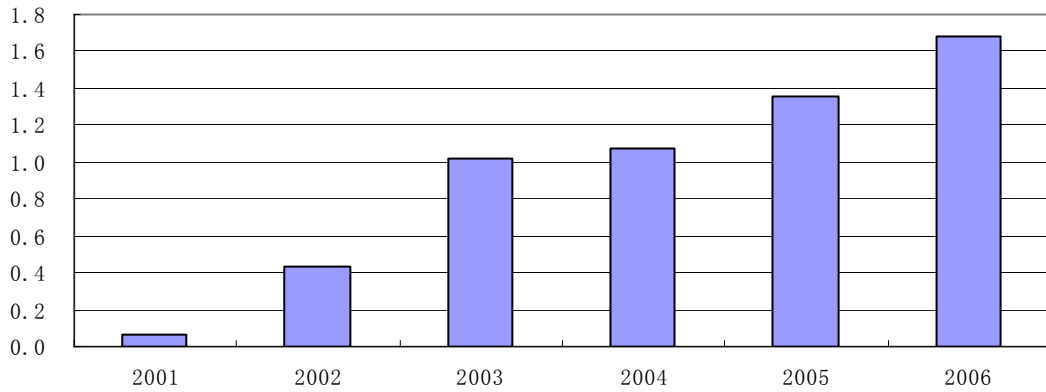


图 (31) CapitalSource 的每股收益增长

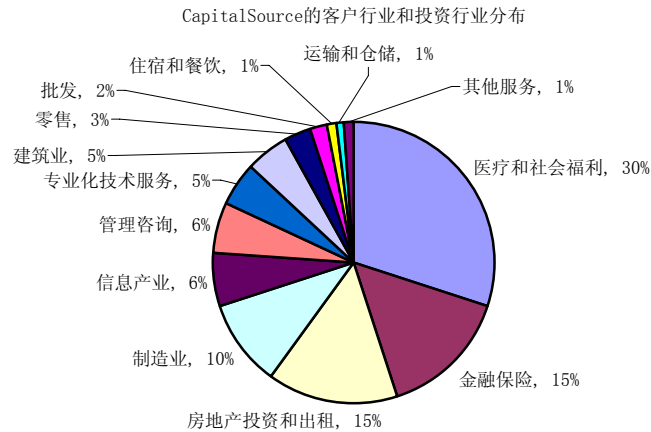


图 (32) CapitalSource 的股票收益率比较

(备注：蓝色线为 CapitalSource 的股票收益率变化，红色线为花旗集团的股票收益率，绿色线为美国运通，黄色线为标普 500，其中，D 为分红标志)

6. 1 CapitalSource: 核心产业的深度挖掘

CapitalSource的创始人原本是一家医疗企业的投资人，因此，公司从成立之初就走上了行业精专的道路，最初以医疗产业的金融服务为主，然后逐步拓展到安保产业、零售业、度假产业、传媒通讯业、金融业和咨询服务行业，目前医疗产业仍占到公司总贷款和投资额的30%，其次是金融保险领域，占15%。



图（33）CapitalSource的贷款和投资资产的行业分布

（备注：2005 年公司成为 REITS 后开始持有部分出租地产。安保产业被分解为专业化的技术服务业、制造业和信息产业）

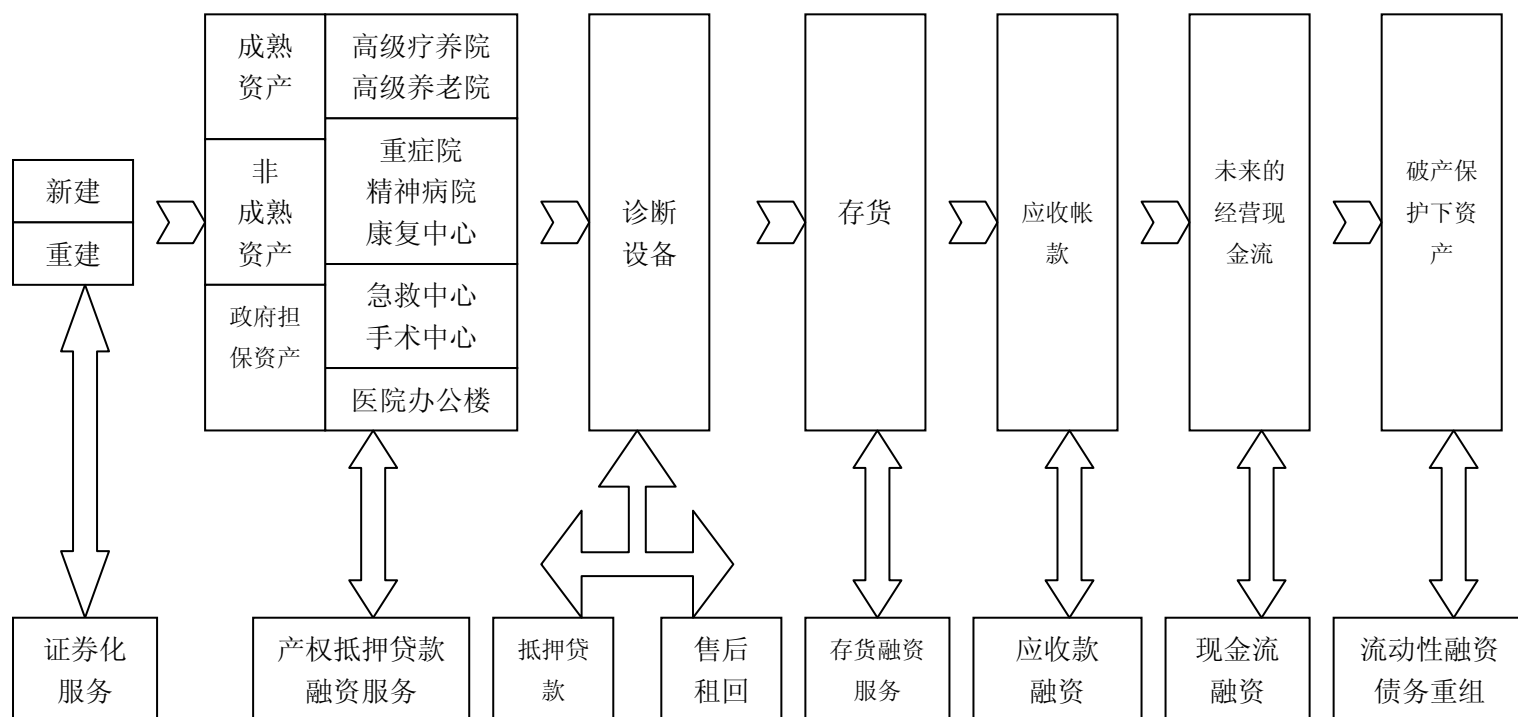
表（11）是 CapitalSource 针对不同行业企业提供的金融服务项目，不难看出，作为一个定位于中小企业融资服务的银行，公司有其明显的行业偏好，在它所擅长的领域，如医疗、度假、安保、传媒、零售等行业，它几乎可以为企业提供更全方位的融资服务，但对其他产业，除了一些特殊金融服务（破产保护下企业的融资服务和杠杆并购融资等）外，一般仅限于优先级抵押贷款和应收款融资等流动性好、安全性高的常规项目。这种行业上的区别对待帮助公司在核心产业上积累了丰富的经验和良好的口碑，同时也控制了对非核心产业、陌生项目的过度贷款风险——核心行业的深度挖掘是 CapitalSource 竞争力的一个重要来源。

表（11）CapitalSource 为不同行业企业提供的金融服务项目

		医疗产业	度假产业	安保产业	传媒通讯	零售产业	商业地产	住宅地产	汽车金融	消费信贷	抵押贷款金融机构	一般企业
抵押贷款	地产抵押融资	○	○				○	○				
	应收帐款抵押融资	○				○			○	○	○	○
	存货抵押融资	○				○						○
	设备抵押融资	○										
	超过抵押物价值的贷款				○	○						
	次级抵押贷款	○	○	○	○	○						
信用贷款	循环贷款和现金流贷款	○		○		○						
	一般信用贷款			○	○	○						
含股权性质的贷款	可转股贷款		○	○	○	○						
	股权质押		○									
特殊贷款	破产保护下企业的流动性贷款	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	破产保护下企业的债务重组	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	不良贷款购买融资	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	PE 支持的杠杆并购融资	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○

（备注：○ 表示提供该项服务，空白表示不提供该项服务。）

以 CapitalSource 最擅长的医疗产业为例，CapitalSource 的金融解决方案涵盖了各类医院、急救中心、疗养院、制药企业等，并涉及了医疗产业价值链上几乎所有资产的抵押、质押融资及未来现金流的贴现融资，从而大大提高了医疗企业的资产效率。其具体的服务内容包括：新建或重建医院的证券化融资服务，医院地产的抵押融资，诊断设备的融资和售后租回，存货融资，应收帐款融资，以及无抵押物仅以未来现金流为担保的信用贷款，甚至还包括濒临破产医院的流动性融资和债务重组等特殊金融服务。



图（33）CapitalSource 对医疗产业的全价值链服务

6. 2 CapitalSource: 象投行一样服务

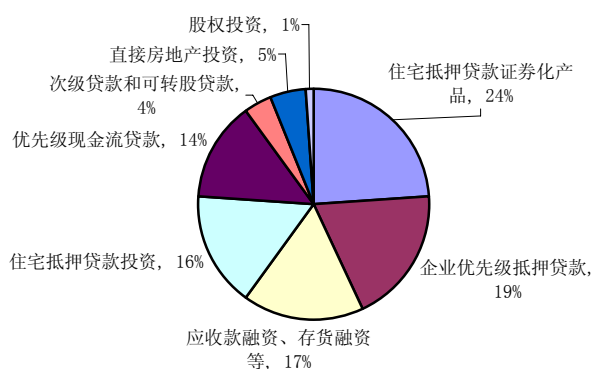
对于重点行业的深度挖掘为企业积累了行业品牌与经验，在此基础上，CapitalSource 将它的服务从传统的贷款延伸到更具创新性的领域，象投行一样为中小企业、私人股权投资基金和其他金融机构客户提供特殊的融资服务。

CapitalSource 将它的贷款业务分为三个部门，分别是针对地产和金融行业的结构融资部 (Structured Finance)，为医疗和一般性行业企业提供融资服务的医疗及专业化融资部 (Healthcare and Specialty Finance)，以及为杠杆收购、MBO 等特殊交易提供融资服务的公司金融部 (Corporate Finance)。其中，公司金融部专门为市值规模在 1500 万到 1 亿美元之间的中小企业提供杠杆收购、私有化和资产重组等交易的金融服务，这类交易一般由私人股权投资基金 (Private Equity) 发起，交易结构比较复杂，风险性也相对较高，为此，CapitalSource 通常将一次并购融资分拆为几笔贷款，按不同结构条款、以不同抵押物授予客户。此外，针对部分中小企业缺乏抵押物的情况，CapitalSource 引入了可转股贷款，公司一般将它授予那些重点行业（如医疗、安保等行业）的企业或有私人股权投资基金参与的企业，这一贷款模式相当于贷款企业以公司股权进行质押（或在企业获取贷款的同时向 CapitalSource 发送一定数量的认股权证），这样，当公司不能如期还款时，CapitalSource 就有权将手中债权转股，从而以大股东身份直接控制公司财产，省去了向法院申请破产执行的时间和法律成本，增加了违约情况下的财务保障。

除了杠杆并购融资外，CapitalSource 还为一些处于破产保护中的企业提供流动性贷款、再融资和债务重组等金融服务，这类贷款一般以破产企业的应收款或存货为抵押，但具体贷款额可以超过抵押物价值，贷款形式可以是循环贷款也可以是定额贷款。

最后，CapitalSource 还有一个小组，专门服务于不良资产的购买者，为其提供不超过购买成本 85% 的抵押融资。

CapitalSource 金融服务产品和直接投资产品分布



图（34）CapitalSource 金融服务产品及直接投资产品的分布

总之，随着美国风险投资体系和 NASDAQ 的发展、垃圾债市场的兴起，以中小企业为标的的杠杆并购交易及不良债权的处置交易越来越多。传统上，这是一个投资银行大显身手的领域，一般由投资银行为企业提供交易结构设计和和其他咨询服务、获取服务费收益，而银行作为参与的一方仅提供钱、获取利息收益；但 CapitalSource 打破了这一传统，它开始象投行一样为中小企业提供各种复杂融资结构的定制化服务，从一个“钱袋子”变身成为一个真正的“金融服务商”，并成为这一领域最活跃的金融机构之一，目前，其公司金融部的贷款规模已与其他两个部门相当，占到总贷款额的 30% 左右。

6. 3 细化的交易结构

除了对行业的深入把握外，目前 CapitalSource 风险控制的主要手段就是更精致化的交易结构设计，包括银团贷款、多层次的债务结构安排：

1) 银团贷款

作为一个定位于中小企业融资服务的银行，公司有时也会遇到融资规模较大的企业，在这种情况下，CapitalSource 一般通过组织银团贷款的方式来降低自身风险头寸的暴露，同时，银团贷款也提升了银行在贷款中作为资金供给方的谈判地位，从而可以设定更多的保障条款——截止 2006 年 12 月 31 日，公司在 79 亿美元的独立贷款外，还有 16 亿美元的银团贷款。

2) 细化交易结构

实际上，降低单笔贷款额是公司风险控制的核心思想，CapitalSource 不仅严格控制单个企业的贷款额度，也通过多层次的债务结构安排将每家企业的融资需求分拆，表面看，这种融资需求分解增加了贷款交易的复杂程度，但现实中，它降低了单笔贷款的规模，并通过细化每笔贷款的

抵押物产权，更加清晰的界定了风险。

由表（12）可见，总体上，CapitalSource在同一时间段内平均为每位客户安排1.5笔贷款交易：对于抵押物相对充分的结构融资部（服务于地产和金融行业的融资部门），交易结构相对简单，平均每位客户仅安排1.2笔贷款，也就是说多数客户仅通过一笔贷款就能满足全部融资需求；但对于性质相对复杂的医疗及专业化融资部，公司平均为每位客户安排1.5笔贷款，近50%的客户需要将一笔融资需求分拆成两笔甚至两笔以上的交易；而对于交易结构更为复杂的公司金融部，公司平均为每个客户安排2.2笔贷款，多数客户需要两笔以上的贷款才能满足一次融资需求——通过复杂交易结构的设计，公司将单笔贷款额压缩到600万美元左右，低于其他两个部门，并清晰界定每笔贷款抵押物、质押物及相应的追索权力，从而在一定程度上减小了并购融资的风险。

表（12）CapitalSource三大部门的贷款和交易结构比较

	贷款数量	客户数量	平均单笔贷款额（千美元）	平均客户贷款额（千美元）	总贷款额（千美元）	占贷款总额比例	平均每客户贷款笔数
医疗及专业化融资部（一般）	445	304	6,238	9,131	2,775,748	35%	1.5
结构融资部（地产金融）	255	216	11,136	13,147	2,839,716	36%	1.2
公司金融部（并购重组）	372	172	6,007	12,993	2,234,734	29%	2.2
总体	1072	692	7,323	11,344	7,850,198	100%	1.5

总之，对于专业化的中小企业融资银行，核心行业的深度挖掘、象投行一样的定制化服务，以及细化的交易结构设计，既是银行竞争力的来源，也是风险控制的最重要手段。