

# 2024 年证券行业专题报告：建设一流投行启示录之三\_并购艺术与价值实现

## 一、海外一流投行的并购之路：做大做强的必要抓手

美国投行的并购路径由政策驱动并逐渐向市场驱动，投行头部化趋势显著。1933 年，为控制经济大萧条期间的金融风险，美国于 1933 年通过了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，混业经营模式转向分业经营模式，促使高盛、大摩等大型专业化投行诞生。1975 年，《1975 年证券法修正案》的颁布使得佣金自由化，推动投行向多元化经营模式转变，并大力发展做市业务。1999 年，美国通过了《金融服务现代化法案》，分业经营的壁垒被打破。1999 年-2007 年，美国投行加速跨业并购整合，逐渐形成垄断格局，比如：2000 年摩根银行与大通曼哈顿银行合并成金融集团摩根大通。2008 年金融危机之后，众多大型金融机构倒闭，贝尔斯登、雷曼、美林退出历史舞台，高盛和摩根士丹利转为银行控股公司。大型全能投行通过多元化并购强化了其在金融服务领域的领导地位，而精品投行则专注于提供特定领域的专业服务，如并购咨询、财富管理等。

欧洲在混业经营模式下，银行收购券商一直是主流。欧洲大多数国家实施混业经营，金融监管部门允许成立集银行、证券、保险为一体的金融控股公司，即全能银行制度，这与1999年前的美国有很大不同。欧洲的商业银行集团为了扩充其业务范围特别是证券业务实力，大量并购重组专业证券公司，比如：2001年，瑞士联合银行集团（UBS）收购美国第四大证券经纪公司普惠集团（Paine Webber）。

看顶尖金融巨头的成长史，借鉴一流投行的并购经验。我们选取高盛、摩根士丹利和瑞银集团为分析对象，总结三家投行的并购路径和经验。在全球资本市场公司市值排名中（2024年4月19日），摩根士丹利、高盛集团和瑞银集团分别以1475亿美元、1311亿美元和971亿美元的市值挺进榜单前五，这三家投行均具有悠久的历史，并购贯穿发展历程，极具代表性。摩根士丹利、高盛和瑞银通过并购不仅强化了各自的业务板块，拓宽了客户网络，还促进了国际化市场的布局和业务规模的扩大。通过这些战略并购，高盛、摩根士丹利和瑞银集团全面提升了其综合竞争力，成为全球领先的金融服务公司之一。三家投行通过并购不断调整业务结构，或补充业务短板，或调整发展重心，我们可以从中获取借鉴经验。

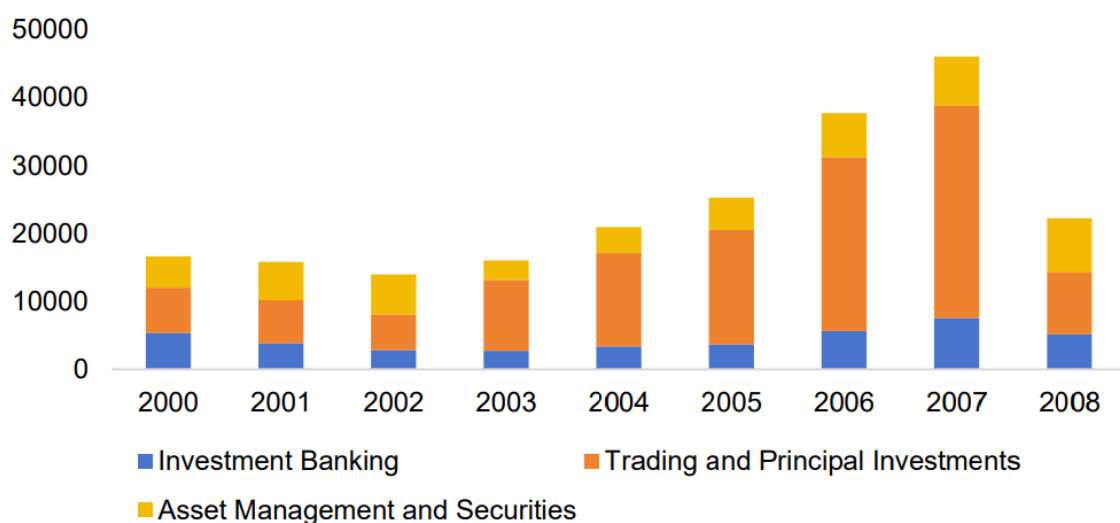
（一）高盛：战略性并购发展多元业务，延展全球化布局

高盛借力并购不断发展 FICC、资产管理业务及深化金融科技服务，并进行全球市场扩张。高盛的并购历程是其战略发展和国际市场延伸的重要组成部分。1981 年，高盛收购 J.Aron & Company，这一举措标志着高盛从传统的投资银行业务向多元化金融服务的转型。之后，高盛通过一系列战略性并购，进一步巩固了其在资产管理和投资银行业务领域的领导地位，并积极拓展并购咨询、再保险等特色业务。进入 21 世纪，高盛的并购活动更加注重技术和数字化转型，以提升服务能力和效率。

在 2009 年之前，随着机构投资者的兴起，高盛开始调整其业务重心，以适应资本市场的变化，标志着公司从传统的轻资产投行模式向重资产业务的转型。1981 年，高盛通过战略性并购领先的商品交易顾问公司 J.Aron & Company，显著扩展了其固定收益、货币和大宗商品（FICC）业务。这次并购不仅为高盛带来了新的业务线和专业技能，还增强了其在商品和外汇市场的全球竞争力。此外，为了进军对冲基金和私募股权领域，1997 年高盛并购了 Commodities Corp，这是一家领先的商品交易和风险管理公司。通过这次并购，高盛不仅获得了对冲基金和 PE 领域的专业团队和业务网络，还为其股票交易业务的发展注入了新的动力。这些并购行动是高盛业务转

型的关键步骤，使公司能够更好地服务于机构投资者，并在资本市场中占据更有利的竞争地位。通过这些举措，高盛成功地将业务重心从传统的投资银行服务转向了资本中介和资本市场交易等重资产业务，为其长期的增长和成功奠定了基础。

图3: 2000-2008年高盛的业务净收入变化 (百万美元)



高盛通过一系列并购活动，积极实施业务结构的转型，以适应金融市场的变化和客户需求的演进。2010年，遵循《多德-弗兰克法案》的规定，高盛进行了重要的业务调整，剥离了自营投资业务。这一战略举措使得公司能够更加专注于客户需求，进而根据客户群体和市场需求，重新梳理并设立了投资银行、机构客户服务、交易与投资管理、投资及借贷等部门。为了进一步加强投资管理业务，2011年高盛并购了

Rosslyn Syndication Partners JV LP, 这一行动显著提升了公司的投资管理能力,

丰富了其产品线和服务范围。随后，在 2017 至 2019 年间，高盛将发展重点放在了财富管理和资产管理业务上。通过并购 Amber Enterprises India Ltd 和 China asset management venture，高盛成功扩展了其在印度和中国市场的资产管理业务。同时，高盛也展现了其对金融科技领域的前瞻性布局，通过并购 Honest Dollar，高盛在全球金融科技领域迈出了重要步伐。这一并购使高盛能够提供创新的数字退休储蓄平台和账户，满足客户对便捷金融服务的需求。到了 2020 年之后，高盛进一步优化了其组织架构，将投资银行和交易业务合并成“全球银行与市场”部门，将资产管理和财富管理业务合并成“资产和财富管理”部门，并将交易银行业务及银行技术平台等整合成“平台解决方案”部门。这些调整反映了高盛对金融科技和零售金融业务的重点发展。特别是在消费者信贷业务领域，高盛通过并购 GreenSky，为其业务部门 Platform Solutions 提供了显著的业务规模扩张和技术支撑。这一并购不仅加强了高盛在消费者信贷领域的市场地位，也为其带来了先进的金融科技能力，进一步推动了公司向零售金融业务的转型。通过这些并购和业务调整，高盛展示了其在不断变化的金融环境中的适应性和创新力，成功地将其业务结构转型为更加以客户为中心，同时强化了其在金融服务行业中的领导地位。

## 1. 并购 J.Aron & Company: 进军 FICC 板块, 实现重资产业务转型

并购背景: 高盛率先通过并购杰润公司逆势发展商品交易板块。高盛最初以商业票据贴现业务起家, 这是其早期的核心业务之一。在 20 世纪初期, 美国完成了规模宏大的工业化进程, 高盛与雷曼兄弟合作开展证券承销业务, 并逐渐发展成为真正意义上的投资银行。随着美国资本市场个人投资者减少、机构投资者逐渐增加, 这一变化带来了对于证券市场流动性的巨大需求, 从而催生了交易做市业务。20 世纪 80 年代, 尽管大宗交易业务面临监管压制和利润率较低的挑战, 高盛依然选择逆流而上, 在 1981 年 11 月 16 日, 收购了 J.Aron & Company。J.Aron & Company 起初是一家从事咖啡和黄金业务的交易商, 在商品交易领域具有显著地位。高盛通过这次收购, 成功将业务拓展至原油、外汇等更广泛的商品和金融市场, 为高盛带来了显著的利润贡献。具体影响: 此次收购对高盛来说是一个重要的里程碑。因为它不仅加强了高盛在商品交易市场的地位, 而且与固定收益部门合并后, 形成了固定收益、货币和大宗商品部门 (FICC), 这标志着高盛在多元化金融服务领域的进一步扩张, 高盛通过这次并购, 成为了全球最大的证券做市商之一, 增强了其在金融市场的领导地位。

1998年至2007年，高盛的交易与自营净收入 CAGR 达到 33%，交易与自营净收入 占比由 27.9%提高至 67.9%，FICC 业务净收入 CAGR 达到 31%，推动了业务重心由传统的轻资产投行模式向重资产业务转型。

2. 并购 NN Investment Partners：利用并购强化业务重心至资产管理业务

并购背景：正逢 NN Investment Partners 业务改革，巧遇高盛拓展资管市场撷良机。NN Investment Partners 总部位于荷兰海牙，曾是 NN 集团公众有限公司的资产管理 部门，拥有约 3550 亿美元的管理资产和约 700 亿美元的咨询资产。NN Investment Partners 拥有近 175 年的历史，在 15 个国家/地区拥有超过 900 名专业人员，为欧洲、北美、拉丁美洲、亚洲和中东的客户提供服务。NN Group 在 2020 年受到对冲基金 Elliott Management 的施压，要求其提高回报并简化运营，于是 NN Group 考虑将投资管理业务进行部分剥离。此时，全球的资产管理公司都在追求规模性增长，高盛正致力于大力拓展资产管理业务，尤其是拓展欧洲市场。NN Investment Partners 与高盛资产管理公司的战略规划和欧洲业务高度互补，NN Investment Partners 提供领先的欧洲客户特许经营权，有利于提升高盛在欧洲股票和投资级信贷、以及绿色债券等产



品上的增长能力。战略考量：多重因素衡量，战略目标高度吻合。高盛并购 NN Investment Partners 是

一次战略性举措，旨在扩大资产管理规模、加强 ESG 投资、提升在欧洲市场的竞争力，并实现收入的多样化。具体来说：（1）扩大资产管理规模：通过收购 NN Investment Partners，能够显著扩大高盛的资产管理规模；（2）提升欧洲市场地位：此次收购使高盛在欧洲的资管规模翻番，超过 6000 亿美元，符合高盛在欧洲业务、资管规模和非自营业务上的扩张目标；（3）加强 ESG 投资：NN Investment Partners 在 ESG 投资方面具有丰富经验，特别是在绿色债券和可持续股票投资领域。高盛看重 NN Investment Partners 在可持续投资方面的努力，并决心将责任投资置于业务核心位置；（4）收入多样化：高盛寻求收入多样化，专注于更可预测的业务，如消费银行业务、财富和资产管理。

具体影响：强强联合，延展全球资管业务线。据公司官网披露，2021 年高盛以约 16 亿欧元的价格收购 NN Group 的投资管理部门 NN Investment Partners。并购完成后，NN Investment Partners 的 900 名员工将加入高盛，荷兰成为高盛欧洲业务的重要地点。此外，双方还达成了 10 年的战略合作协议，高盛将为 NN Group 的 1900 亿美元投资组合提供资产管理服务。此次并购的短期结果表现为高盛的资产管理规模显著增加，据公司年报显示，从 2021 年到 2023 年，高盛的资产管理费收入从 80.59 亿美元飙

升至 95.32 亿美元，资产管理规模从 24700 亿美元增长至 28120 亿美元。中期来看，这次并购有助于高盛进一步巩固其在全球资产管理行业的领导地位，尤其是在 ESG 投资领域，并带来了新的收入来源和客户基础。长期而言，高盛通过这次并购实现了收入的多样化，扩展了其在全球的服务范围，从而提高其在金融服务领域的竞争力和盈利能力。

（二）摩根士丹利：多元化并购补齐业务短板成就一流投行水准

积极借力并购快速填补业务空缺，不断提升自身综合实力。1935 年，根据《格拉斯蒂格尔法案》的规定，摩根财团进行了拆分，摩根士丹利随之成立为一家独立的投资银行。起初，依托摩根财团的深厚背景，摩根士丹利主要致力于传统投资银行业务。但随着市场环境和客户需求的演变，摩根士丹利及时调整战略，通过一系列并购活动弥补了轻资产业务的不足，将其服务范围扩展到了财富管理、资产管理、投资管理以及销售和交易等多个领域。这些并购活动不仅强化了摩根士丹利的业务板块，拓宽了客户网络，还促进了其国际化市场的布局和综合服务能力的提升。

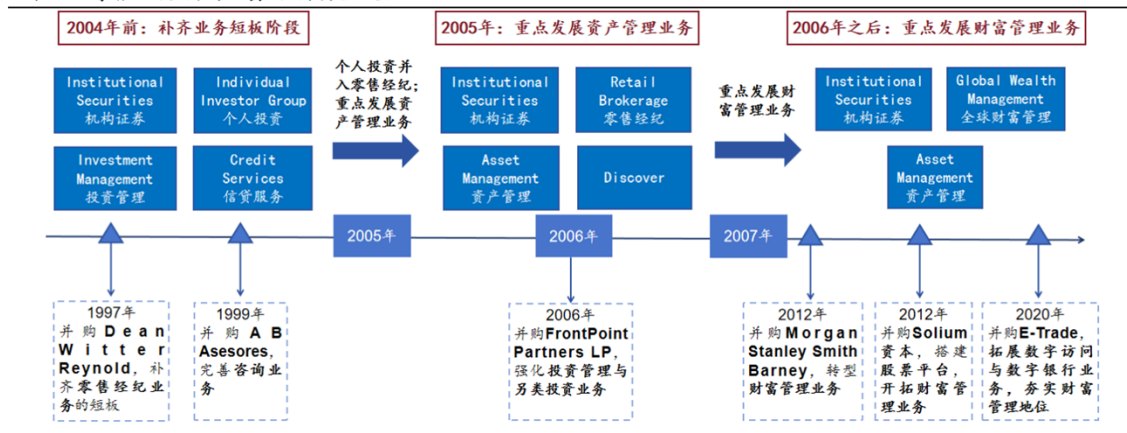
摩根士丹利借力并购补充业务结构和强化核心业务。在 2005 年之前，公司采取了一系列并购行动来弥补其业务领域的不足，并借此机会调整其发展重心。1993 年，摩

根士丹利通过收购 **Telcom Semiconductor**，拓展半导体投资板块，发展投资管理业务。1997年，摩根士丹利通过收购领先的零售经纪公司 **Dean Witter Reynold**，迅速填补了其在零售经纪业务上的空白。这一举措不仅扩大了公司的市场份额，还为其带来了新的客户群体和收入来源，从而在零售金融服务领域确立了坚实的基础。随后，为了进一步增强其咨询服务能力，1999年，摩根士丹利并购了 **AB Asesores**。**AB Asesores** 的加入为摩根士丹利带来了宝贵的专业知识和经验，特别是在资产管理和投资咨询领域。这次并购显著提升了摩根士丹利在提供综合性金融解决方案方面的能力，使其能够更好地服务于机构和高净值客户。通过这些关键的并购活动，摩根士丹利不仅优化了其业务结构，还强化了其在金融服务行业中的核心业务板块。这些战略举措使公司能够更有效地参与市场竞争，实现长期稳定的发展。

摩根士丹利在 2006 年采取了一系列战略性并购行动，标志着公司业务重心向资产管理业务的转移。首先，摩根士丹利通过并购 **Saxon Capital** 迈出了重要一步。**Saxon Capital** 是一家在资产管理领域具有强大实力的公司，其加入使得摩根士丹利得以在全球范围内建立垂直一体化的住宅抵押业务。这一举措显著提升了摩根士丹利在资产管理领域的竞争力，并为其带来了新的增长点。紧接着，为了进一步强化投资管

理与另类投资业务，摩根士丹利并购了 FrontPoint Partners LP。FrontPoint Partners LP 作为一家领先的投资管理公司，专注于为机构和高净值客户提供多元化的投资策略和解决方案。通过这次并购，摩根士丹利不仅扩大了其投资管理业务的规模，还增强了其在另类投资领域的专业能力。通过这些并购，摩根士丹利成功地调整了其业务重心，从传统的投资银行业务转向了资产管理业务。这一转型使得摩根士丹利能够更好地满足客户的需求，提供更加全面和多元化的金融服务。

图10: 摩根士丹利的业务结构转型变化



2007年金融危机之后，摩根士丹利开始着手业务结构的重大转型，将重点转向了"全球财富管理"板块。这一战略调整通过一系列并购活动得以实施，其中最关键的并购之一是 Morgan Stanley Smith Barney Holdings LLC。通过这次并购，摩根士丹利不仅扩大了其财富管理业务的规模，还获得了更

广泛的客户基础和更丰富的产品线，从而为其财富和资产管理业务的增长打下了坚实的基础。此外，摩根士丹利也认识

到了数字化在财富管理领域的重要性，并积极投资于数字平台的发展。为了拓展其数字访问和数字银行业务，摩根士丹利并购了亿创理财公司，这次并购使摩根士丹利能够利用亿创理财的技术和在线平台，为客户提供更加便捷和个性化的财富管理服务。随着财富资管业务的不断发展和数字化转型的推进，摩根士丹利的 Global Wealth Management 业务净收入占比由 2015 的 36.75% 提升至 2023 年的 41.17%，泛财富管理提升盈利稳定性，公司的净资产收益率（ROE）和市净率（PB）水平呈现出积极的提升态势，2012 年至 2023 年，摩根士丹利的 ROE CAGR 为 3.73%。

**1. 并购 FrontPoint Partners LP：推动业务重心调整至全球财富管理业务**

**并购背景：**大摩期望拓展对冲基金领域的投资管理业务。摩根士丹利寻求通过并购来增强其投资管理部门的能力，特别是在对冲基金领域，以提供更广泛的服务和产品给客户。据摩根士丹利官网公告显示，FrontPoint Partners LP 管理着 55 亿美元的资产，这为摩根士丹利提供了一个即时扩展投资管理业务的机会。于是，大摩于 2006 年收购 FrontPoint Partners LP，此次并购交易的总价值达 4 亿美元。

**并购影响：**摩根士丹利并购 FrontPoint Partners LP 是一项战略性举措，它不仅加强

了摩根士丹利的业务能力，也为其带来了新的增长机会和市场优势。具体来说，主要有：（1）财富管理业务能力提升：**FrontPoint Partners LP** 作为一家领先的绝对回报投资策略提供商，其加入增强了摩根士丹利的投资管理能力，尤其是在对冲基金和多策略投资领域，2006至2023年，大摩财富管理业务的净收入 CAGR 达到 9.54%，财富管理业务的净收入占比由 18.33% 提升至 41.17%；（2）另类投资业务扩展：并购使摩根士丹利能够进一步扩展其另类投资业务，为客户提供更多元化的投资产品和服务，满足不同投资者的需求；（3）资产规模增长：**FrontPoint Partners LP** 管理的资产规模加入摩根士丹利后，有助于摩根士丹利资产管理规模的增长，增强其在资产管理行业的市场地位；（4）投资策略多样化：**FrontPoint Partners LP** 旗下拥有多个经验丰富的投资团队，追求不同的投资策略，这为摩根士丹利带来了投资策略的多样化，增加了其为客户提供定制化解决方案的能力；（5）客户基础扩大：通过并购，摩根士丹利能够利用 **FrontPoint Partners LP** 的客户网络和机构客户基础，进一步扩大自己的客户群体；（6）风险管理增强：**FrontPoint Partners LP** 的投资团队采用的策略旨在提供与市场指数不相关的绝对回报，这有助于摩根士丹利提高其风险管理能力，为客户提供更稳健的投资选择。



## 2. 成功并购花旗美邦 Smith Barney: 强化财富管理业务重要地位

并购背景：2008 年次贷危机下，花旗集团急于出售花旗美邦筹措资金，大摩正要转型财富管理业务。花旗美邦以其在财富管理领域的服务而闻名，提供包括投资咨询、资产管理和经纪服务等。在 2008 年金融危机期间，花旗集团由于亏损严重，不得不出售旗下经纪业务部门花旗美邦以筹集流动性资金。而摩根士丹利此时在美国联邦储备委员会的批准下从投行转变为银行控股公司，正面临转型的压力，需要增强其财富管理业务以提高收入的稳定性和多元化。因此，收购花旗美邦成为摩根士丹利在金融危机肆虐华尔街的严峻情势下逆流而上的重要举措，也让花旗集团有了缓冲的机会，对买卖双方来说是一次“双赢”合作。

战略考量：利用双方优势，拓展财富管理业务。此次并购基于多重因素考量，具体来说，主要有：（1）扩大财富管理业务规模：通过并购花旗美邦，摩根士丹利显著扩大了其财富管理业务的规模 and 市场份额；（2）提升收入稳定性：并购美邦有助于摩根士丹利从风险较高的投资银行业务向更加稳定的财富管理业务转型，提高公司收入的稳定性；（3）实现客群和服务多元化：通过并购，摩根士丹利不仅在财富管

理领域实现了客户群体的多元化，还拓宽了服务范围，包括为高净值人群、富裕人群和大众零售人群提供服务；（4）应对金融危机挑战：在 2008 年金融危机期间，摩根士丹利面临转型压力，并购美邦是其在严峻市场环境下的重大举措，有助于公司 稳定和发展。

具体影响：成功转型成为全球顶尖的财富管理机构。2009 年，摩根士丹利通过股权收购的方式并购了花旗集团旗下的 Smith Barney 经纪业务部门的控制权，持股比例为 51%。此次并购标志着摩根士丹利从一家以机构业务为主的投资银行，向更加注重财富管理业务的金融服务公司转型。短期结果表现为摩根士丹利财富管理业务的显著增长，投资顾问数量迅速增加，财富管理业务收入和客户资产规模得到大幅提升，2009 年到 2010 年，摩根士丹利的财富管理业务净收入从 93.9 亿美元提升至 125.2 亿美元，同比增长 33%，资产管理规模从 6450 亿美元增长至 7820 亿美元，同比增长 21%。中期来看，摩根士丹利全球财富管理业务收入和客户资产规模持续增长，公司在全球财富管理市场中的地位得到巩固和提升。长期结果则是摩根士丹利成功转型为全球顶尖的财富管理机构，其财富管理业务成为公司最重要的收入来源之一，并且在全球财富管理市场中占据了领导地位。此外，这次并购还为摩根士丹利带来了更广泛的客户基础和更多元化的收入来源，

增强了公司的市场竞争力和风险抵御能力。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。  
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/966222005203010141>