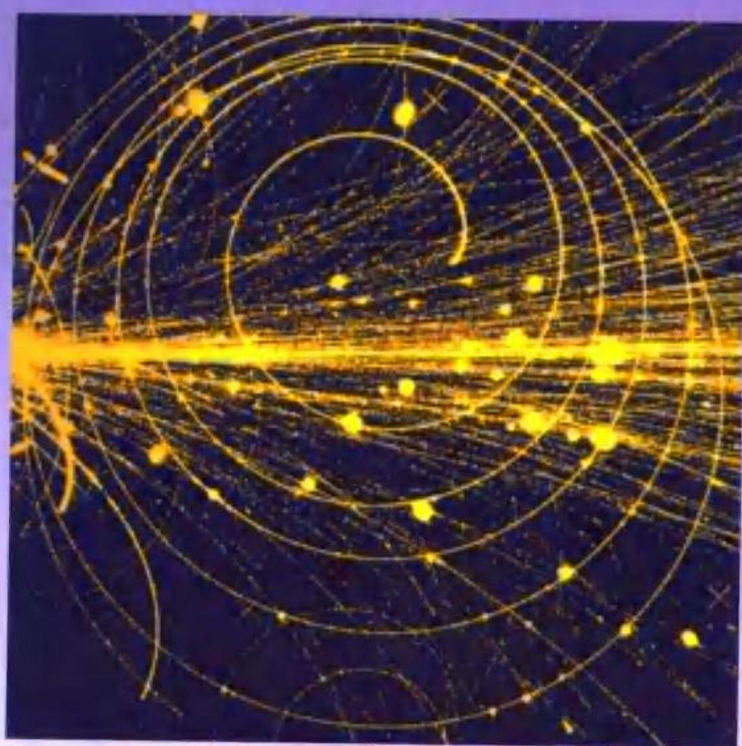


# 麦肯锡 (金融专集) 高层管理论丛

主编 欧高敦



M <sup>THE</sup> c KINSEY  
QUARTERLY

经济科学出版社

责任编辑：刘殿和  
责任校对：徐领弟  
版式设计：代小卫  
技术编辑：董永亭

**麦肯锡高层管理论丛(金融专集)**

主编 欧高敦

\*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

北京新华彩印厂印刷

出版社电话：62541886 发行部电话：62568479

经济科学出版社暨发行部地址：北京海淀区万泉河路 66 号

邮编：100086

\*

889×1194 毫米 16 开 5.5 印张 100000 字

1999 年 1 月第一版 1999 年 1 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7-5058-1586-5/F·1116 定价：48.00 元

**图书在版编目(CIP)数据**

麦肯锡高层管理论丛:金融专集/欧高敦主编. - 北京:  
经济科学出版社, 1999. 1

ISBN 7-5058-1586-5

I. 麦… II. 欧… III. ①企业管理 - 文集 ②金融机构 - 经  
济管理 IV. F270 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 36549 号



---

金融服务业的合并: 争夺终局 ..... ( 1 )

Mimi James, Lenny T. Mendonca

Jeff Peters, Greg Wilson

---

在销售中能重新建立个人关系吗? ..... ( 15 )

Peter Child, Robert J. Dennis

Timothy C. Gokey, Tim I. McGuire

Mike Sherman, Marc Singer

---

银行零售业务: 已经入网了吗? ..... ( 26 )

John Hagel III, Todd Hewlin, Todd Hutchings

---

探明信息技术渠道: 集成抑或外购? ..... ( 37 )

Brian G. Hanessian, Ian Hurst

---

个人理财服务市场正在兴起 ..... ( 44 )

Pascal Chrobocinski, Lee S. Kempler

Timothy B. Shavers

---

大银行在大型资料库和市场营销方面学到了什么 ..... ( 49 )

Ruediger Adolf, Stacey Grant -Thompson

Wendy Harrington, Marc Singer

---

---

利用多媒体开展银行业务 ..... ( 55 )

Brian A. Johnson, John H. Ott,  
Jack M. Stephenson, Paal K. Weberg

---

商业银行能否相互借鉴对方的经验 ? ..... ( 64 )

Reinhold Leichtfuss, Frank Mattern

---

# 金融服务业的合并：争夺终局

Mimi James, Lenny T. Mendonca  
Jeff Peters, Greg Wilson

增加收入，降低成本，提高生产率

确保收购的良性循环

今后的收购总额将高达 1 万亿美元。

在美国，每个礼拜都可见到金融服务业购并事件的新闻，这提醒了人们，金融业正经历前所未有的整合期。

- 1980 年，金融业 1/3 的纯收入是由 25 家最大的银行产生的；而今天，它们产生的纯收入超过了一半。
- 1990 年，最大的 25 家抵押业务开始发行 (mortgage originators) 办理了 26% 的该类业务；而今天，它们办理的这类业务已占 45%。
- 十年前，最大的十家信用卡公司掌握全部未偿还债务的 44.7%；而今天，它们掌握的是 57.3%。
- 最大的十家共同基金公司现在控制着这类资产的 47%。
- 最大的 15 家家庭和汽车保险商提供了将近 2/3 这类保险单的保险。
- 而且，这种情况正向金融服务业的所有部门延伸。

然而，尽管这种合并波澜壮阔，但它还只是刚刚开始。事实上，光是银行的剩余资金就足以提供一兆美元以上的购并交易。如果一家公司的股票(即其货币收购金额)非常值钱，那么，收购另一家公司以获得高价值的客户、分销网络和营销技能，购并往往会比从头开始耕耘要来得经济，所以将持续不断地出现。

总之，在金融服务业进行合并时，有三件事是要记取的：首先，全国性

的最后终局也许要比今天能看出的情况来得快；其次，形成产业经济转型与整合的根本原因在于企业必须不断追求营销收入增长，生产力提高和成本效益；再次，认真的从业者应建立明确的增长策略，且要兼备购并专业知识及期权的评估能力。

## 一、争夺终局的方法

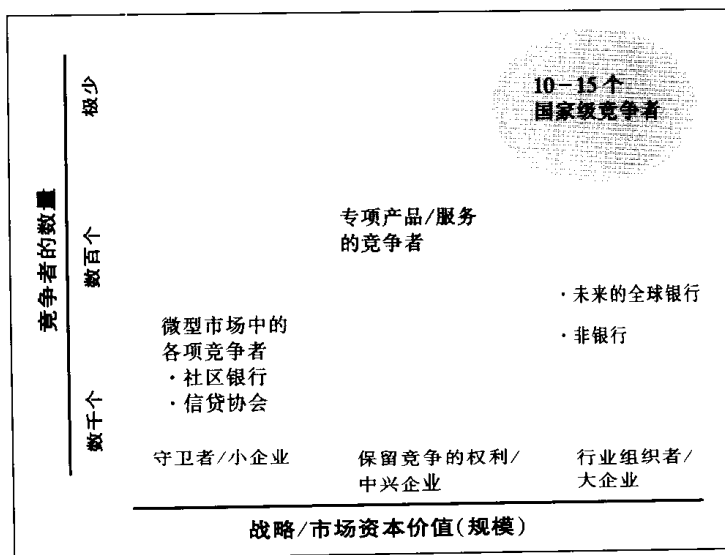
合并的步伐正在加快。在今后的五年中，当新的行业结构固定下来的时候，最后剩下的五家公司看来将能和平共处。在这个新结构形成和巩固的过程中，竞争者们都在忙着找到自己的位置。由于购并是在新结构中划定疆界的最有效途径，我们相信，它将是今天高级管理人员日程中惟一最重要的问题。合理的做法是，他们必须严肃地为他们的公司在今后五年中将遇到的一系列难题找到实实在在的答案：

- 我们对将来怎么看？我们将在新的行业结构中起怎样的作用？
- 我们在合并游戏中具有成为买主的管理才干、市场地位和世界级的生产率吗？
- 我们应该买进什么样的公司？我们又该如何评估其价值？
- 我们有无必要卖掉我们的部分当前业务、改变业务重点？
- 最后，可能也是所有问题中最困难的问题是：我们是否该利用各种价值评估结果，并把我们的公司卖给出价最高者？

从现在起的五年内，金融服务业的面貌将与今天的面貌全

然不同(见图示 1)。尽管还会有成千上万个小型的社区银行存在，但是金融服务业将更像航空公司或航天工业：由一小伙全国性或全球性大公司占据主导地位，这些公司甚至会使今天最大的竞争者成为侏儒<sup>①</sup>。他们的市场地位在很大程度上将是购进互补型或较弱的企业，然后转让卓越的管理技能来创造价

图示 1  
金融服务业的合作：争夺终局



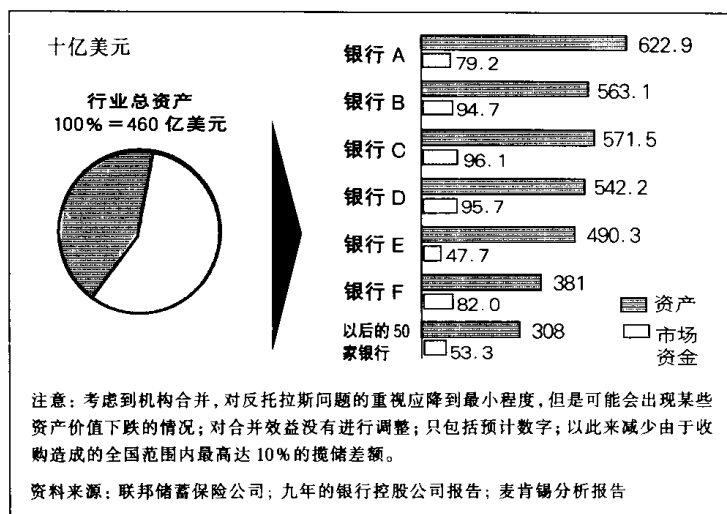
<sup>①</sup> 见 Jerrold T. Lundquist 所著论文《国防工业快速而明智的收缩》，载于《哈佛商业评论》1992 年 12 月第 74 页。

值。正如在航空公司或航空工业中那样，这些巨型从业者都将是管理严格、生产率高、非常具有创新性、购并技巧娴熟的企业，而且互相之间也极具竞争力。

例如在银行业，1997 年取消了对收购的最后的地区限制。这为真正的全国性市场奠定了基础。在加利福尼亚、佛罗里达和北卡罗来纳诸州，跨州经营的限制久已不存在了，最大的三家银行已经控制了一半以上的储蓄额。对总体发达国家来说，该份额为 58%；而在美国，最大三家银行所占比例至今才有 13%。

这些数字表明，最优秀的银行要在合并程度不高的市场中进行发展，确是大有可为的；在许多种合并中，国民银行与巴乃德银行(Nations Bank Barnett)、第一银行与美国银行的合并(First Bank System - U.S. Bancorp)，都证明了这一点。在理论上，根据目前的反托拉斯法和美国储蓄条例，美国最大的 50 家银行可合并为六家巨型银行，控制 60% 的行业资产，创造 66% 的收益。次大的 50 家银行能合并为具有大致相等规模的第七家银行。(见图示 2)<sup>①</sup>

图示 2  
国家级巨型银行将来的潜力如何？



这些巨型银行的规模大多将是今日最大银行大通曼哈顿银行(Chase Manhattan)的两倍。而且，考虑到目前放松管制的情况，以及各种各样的银行业务许可和公司结构，这六至七家巨型银行能够逐渐发展为全面的金融服务提供者；也就是说，成为相当于全球

银行的美国银行。

随着各公司在整合的环境中寻求新产品和新渠道时，购并活动将越来越多地超越人为规定的行业界限。例如，各种类型的金融服务企业都发现，需要为战后生育高峰期出生的一代人提供储蓄投资管理服务，以及满足他们退

<sup>①</sup> 例子可参见 Stephen A. Rhoades 所著《银行业的合并与合并的指导原则》一文，载于《反托拉斯通讯》第 37 期(1992 年秋季号)。“(该项研究的)结果表明，在当前的指导原则下，合并还可能发生，直至今在美国的所有单一市场上最多只有六家银行组织，而每个市场中(银行组织)的平均数可能会是三家。”

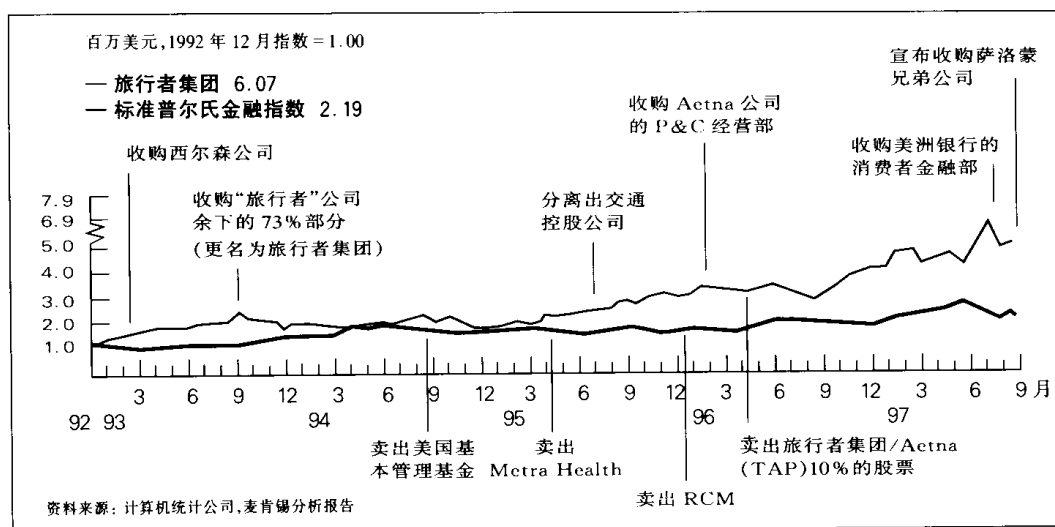


体后的资金需要。传统银行已经跨越了传统的行业界限，用满足这些需要确保新的收入源泉。最近一轮银行对零售经纪行的收购就是一个重要的战略案例，以交叉销售产品取得新的手续费收入(如：弗利特财团[Fleet Financial]收购 Quick & Reilly 公司)。

在批发领域也出现了同样的趋势。国民银行收购 Montgomery 证券公司、瑞士银行(SBC)收购迪龙 - 李德银行(Dillon Read)、加拿大帝国商业银行(CIBC)收购奥本海默银行(Oppenheimer)都是由收入导致的跨传统行业界限，但也属相关行业收购的典范。

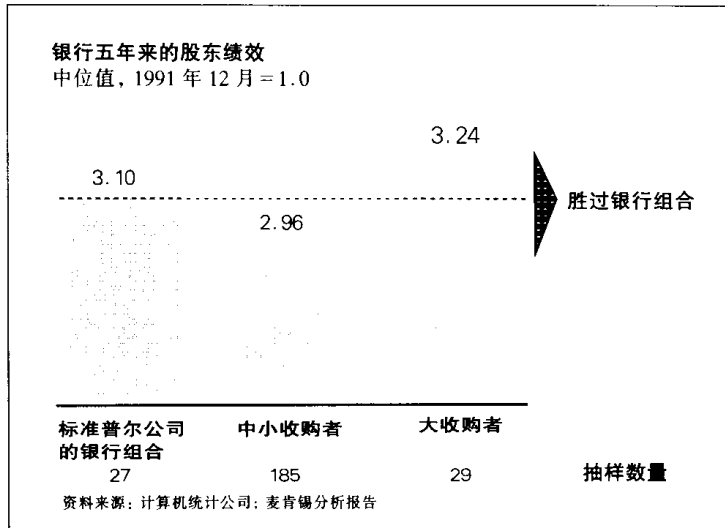
旅行者集团(Travelers Group)是开展跨行业交易的典型机构。它近来对 Salomon Brothers 的收购，不仅肯定了这种趋势，而且可能触发类似交易。自 1993 年以来，从它收购了希尔森公司，到 1997 年收购美洲银行的消费者融资部，旅行者集团的收购已经带来了额外 160 亿美元的收入(43%的年增长率)还创造了 310 亿美元价值(61%的年增长率)。旅行者集团严格遵守原则：低价买进(即：在周期的下降阶段买进陷于困境的公司)，分离出不想要的业务(如：交通控股公司[Transport Holdings])高价卖出(如：美国资本管理基金[American Capital Management])。这显示了旅行者集团在可能是最大的销售系统内有效地进行交叉销售的能力。(包括：萨洛蒙 - 史密斯 - 巴尼控股公司[Salomon Smith Barney Holdings]、商业信贷公司[Commercial Credit]、主要金融服务公司[Primerica Financial Services]、旅行者人寿年金公司[Travelers Life & Annuity]、旅行者 P&C 等)。这种模式将变得越来越有力，也越来越普遍。

图示 3  
跨行业收购：旅行者集团的赢家策略(累计股东回报总值)

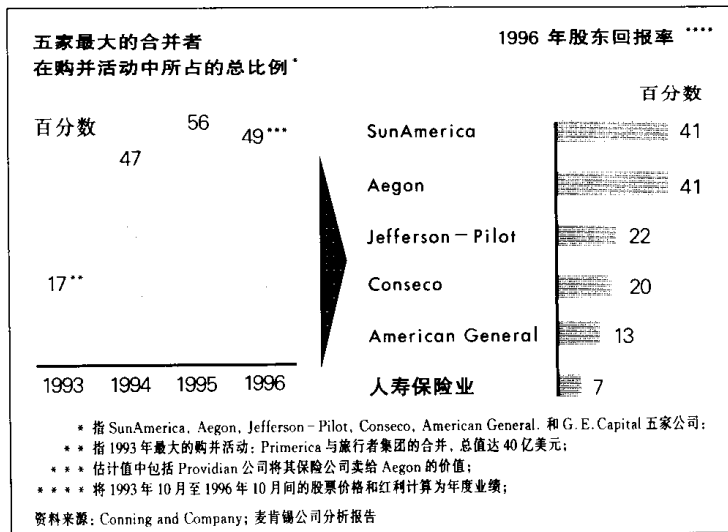


尽管规模造成了复杂性，而且会阻碍反应的灵敏程度，但是成本 - 收益

图示 4 大收购者的绩效可以高于他人



图示 5 寿险合并中的规模效益



的平衡还是有利于大机构。举例来说, 当金融产品变为商品产品时, 只有大的竞争者才有能力进行大型的广告宣传和促销活动, 去建立和支持一个真正的全国性金融品牌, 这笔费用都需要大约 1 亿~3 亿美元。同样, 技术上的开销也是巨大的; 今天最大的十家银行平均每年的技术支出为十多亿美元。

规模在购并中至关重要。我们对过去五年股东业绩的分析表明, 大的银行收购者, 那些进行的收购活动至少相当于自己的资产规模 50% 的收购者, 其业绩要超过小型收购者 30%。

它们的业绩比银行的综合指数高 15%

(见图示 4), 人寿保险业也有类似的情况。例如, 最大的五家合并者占过去三年中合并活动总额的 50%。这五家最大保险公司的绩效大大超过了人寿保险业的平均股东收益; 其中 SunAmerica 和 Aegon 两家的收益就几乎是该行业平均值的六倍(见图示 5)。

## 二、对经济状况的理性认识推动着合并活动

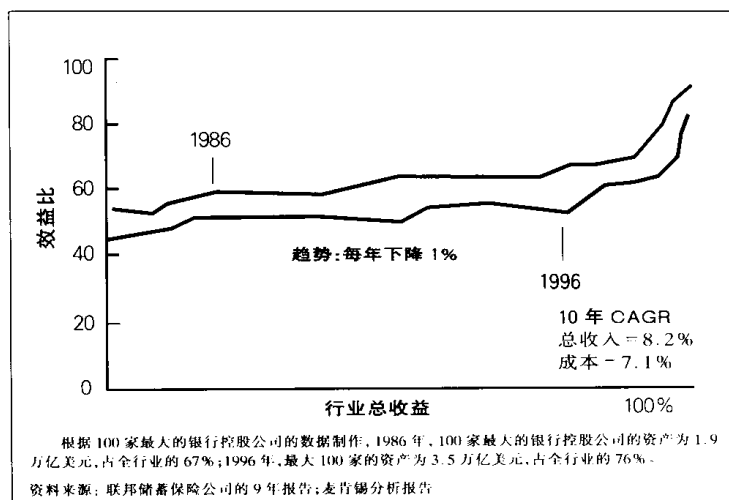
然而, 与过去的合并繁荣期不同的是, 这次的合并浪潮不大像是建立企业帝国, 而是增加收入、降低成本和保持生产率的持续改进, 进而增加股东

价值。例如，看看银行业的成本曲线，就能肯定我们的论断(见图示 6)。

图示 6

银行业的成本曲线

百分数



银行效益比率越低, 相对于成本来说收入越高, 因此银行更高效。

处于该行业不利的成本曲线一侧的公司——在这个例子中, 就是图示 6 中右侧的高成本银行——代表了今天这个行业中的大部分过剩能力。据预测, 许多这类从

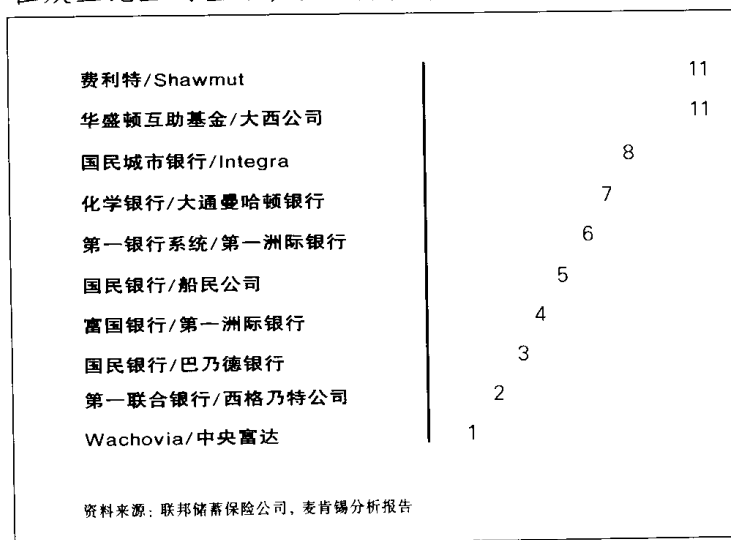
业者会在将来自愿或不自愿地退出这个系统。

在放松管制、合并盛行的环境中, 注意效益的管理人员将成为这些资产的当然所有者, 而成本效益不高的从业者则会受到损害。他们知道, 当终局逐渐临近时, 仍有节约成本的广泛空间。因此, 管理人员的视野和生产率就成为不仅影响到使这些成本曲线怎样移动, 而且影响到使之以多快速度移动的关键性成功因素, 并且也将决定个别公司在那些曲线上的定位。

图示 7

利用收购管理其他公司的成本

在效益比上的差距, 以百分点表示



最近一些大额交易的抽样调查也表明, 收购者较目标公司具有优越的效益比; 技巧娴熟的合并者有将近六个点的平均效益差幅(见图示 7)。历史表明, 高成本的从业者很难成功地解决自己的成本问题, 即使是在差幅较小的交易中(第一联合银行[First Union]收购西格耐特

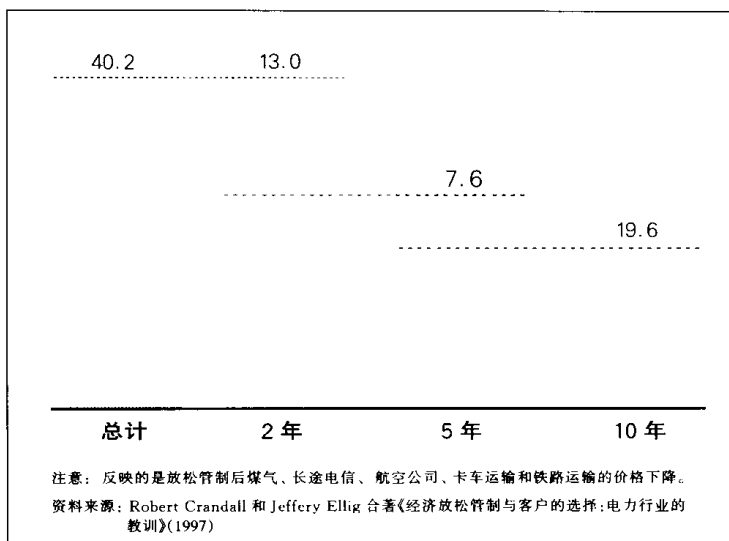
[Signet] - 2 点; Wachovia 收购 Central Fidelity - 1 点), 仍可获得大量的成本节约。

从利润的角度来看,购并活动也是个有吸引力的价值理念。例如,对近来一些大的合并所作的审核表明,市场内的合并增效作用(在节约成本和增加收入两方面的)能达到售出公司纯收入的45%~100%;相邻公司的合并能达到30%~65%;而市场外的合并达到40%~50%。当把节约成本和增加收入结合起来时,技巧娴熟的收购者通常都能实现“1+1=3”的新等式。

合并和改善成本效益的结果是高竞争强度和严格定价。今天,处于图示6中成本曲线最右侧的无效益竞争者必须保持高价格才能获得利润。由于行业管制而不必参与竞争,它们就为该行业中的其他企业提供了价格保护伞。在放松管制和合并初起时,这些价格保护伞使低成本高生产率的从业者赚取了巨额利润。然而,价格竞争很快就取而代之了,利润被大大挤压,无效率竞争者的经济情况不断恶化;进一步合并之门也被生产率领先者打开了。

金融服务业的定价很可能会仿效其他放松管制和合并行业作法。例如航

图示8 放松管制与合并期间的实际价格下降  
1995年的实际价格下降,中位百分比



空公司和长途电信业,在放松管制后的五年内价格大约下降了20%,在下一个五年中,价格再次下降20%(见图示8)。<sup>①</sup>结果,高成本、高价格的从业者要么被收购和改组,要么被完全逐出了这个行业。

尽管由于交叉补贴以及收入曲线、收费和分期收益的综合变动,人们很难看出金融服务

的实际定价趋势,但是,我们已经看到了价格收缩的结果。例如,在零售产品中,30年期抵押的平均分期收益与10年期国库券相比,已经从过去十年中的250个基点下降到了129个基点,下降了将近50%。信用卡的分期收益已经下降了十个百分点,而手续费(指每个账户所收美元)鉴于合并已下降了60%。

批发产品中的情况也一样。例如,在托管的共同基金中,实际定价(收费收入)在过去十年中已经下降了11%。万能信托(Master trust)和国际托管各

<sup>①</sup> 参见 Robert Crandall 和 Jerry Ellig 所著《经济放松管制与消费者的选择:电子业的教训》一文,载于市场过程研究中心的刊物,1997年。

下降了8%，同时，基本托管费还下降了将近19%。

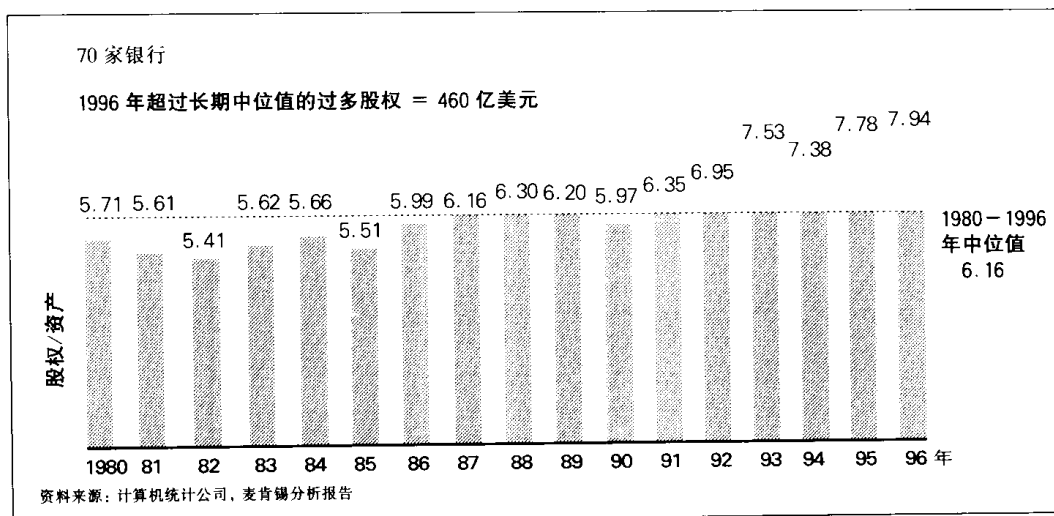
我们的分析表明，在目前的情况下，如银行的效益比超过了55%~60%，其独立性就可能有危险，除非这个比率只是由于消化一个高成本公司的暂时结果。那些处于50%~55%范围内的公司需要立即采取措施，改进其效益，确保与预期成本曲线的下降趋势保持一致。

有大量的证据表明，效益比将改进，而成本曲线还会继续其下降趋势。例如，银行业中的一个成本领先者，美国银行公司(前第一银行系统)，已经宣布其五年的效益目标为35%。一旦这一目标实现，它无疑就为该行业确立了一个新标准。各家银行仅为了与行业平均值保持一致，就有必要在今后10年中每年把生产率提高大约5%。最好的公司还会把这一目标提高一倍以上。

促使合并进一步白热化的因素是存在大量可用于购并的资金，而且这些资金被高收益的公司利用起来了。例如，我们的分析表明，银行业在1996年年末时至少有460亿美元可能利用的资金；以1996年中位市值/账面价值比率为2.0计算(见图示9)。这大致为900亿美元的市场资本价值。假设目前的

图示 9

过量资金帮助推动合并  
中位股权/资产比



融资率(leverage ratio)为12.5比1，这个数额就能支持未来高达1兆美元的收购；而这个融资率实际上还低于近15年来的中位值。

### 三、购并技能至关重要的原因

由于合并的终局是由生产率的巨大差异决定的，我们认为，许多从表面上看来是估值过高或不经济的合并交易，最终将被证明是能创造价值的。这

并不是说不愿意为某些合并支付较高的价格；也不是说有些合并不能实现其持续创造价值的目标。近来的购并历史表明，许多购并交易没有收回资本成本。

然而，技巧娴熟高效益的从业者(那些处于行业成本曲线最左侧的企业)，以及具有独特品牌、销售系统和管理人才的从业者将在购并中取胜。

由于这些大公司本身的技巧和市场地位，他们实际上能对收购目标出较高的价格；由于他们能识别和抓住独特的合并增效作用，因此也能创造更大的价值。这就是说，一旦他们进入这个市场，他们最终会买下最有价值的资产，从而进一步拉大领先者与其他竞争者之间的差距(见图示 10)。

图示 10  
技巧娴熟的收购者获得较高的价值(不具名例子)

| 百分数    | 非熟练竞争者    | 战略收购者     | 技巧娴熟的竞争者的长处     |
|--------|-----------|-----------|-----------------|
| 价值来源   |           |           |                 |
| 短期收益   | 20        | 29        | 看得到投资年收益的改善     |
| 中期收益   | 2         | 7         | 从交叉销售获得收入，减少了佣金 |
| 资本费用差额 | 0         | 15        | 融资资产            |
| 长期收益   | 0         | 11        | 开发期权增加收入        |
| 总计     | 22        | 62        | 获得高收入           |
|        | 卖家得到的最大价值 | 买家得到的最大价值 |                 |

## 1. 控制你自己的命运

合并继续改变着金融服务领域的景象时，谁将是最终的赢家呢？我们的分析也表明，许多被动的从业者未能脱颖而出的原因是他们既没有建立必要的管理技能，也没有建立必要的规模来控制自己的命运。

我们认为，市场资本价值是国内外希望有所作为的赢家需要关注的最重要指标。至少，它是衡量经理业绩的最佳指标，由于许多公司现在都把高级管理人员任职期间的工薪与为股东创造的价值挂钩，就更是如此。由于管制在减少而竞争在强化，管理才干和洞察力就逐渐成为稀缺商品。

在图示 11 中，我们展示了带有两个基本坐标的战略控制图：业绩(市值/账面价值比，我们用它代表市场对管理能力的认可)和规模(账面权益)。确定一家公司在这张图中的位置，有助于确定该公司或是国内或是国外控制自己

的市场命运的能力。然而，没有从业者在急剧变动的整合环境中是安全的；即便是长期的赢家也需要采纳一个能持续改进其业绩的战略。

- **国家/世界级赢家。** 这些处于我们的战略控制图右上方的公司大都能在将来的合并行动中决定自己的命运，部分原因在于他们已经成功地完成了一些需要高超技巧

的收购。他们已经向市场表明自己具有足够的技巧和规模，两者的恰当组合就能获胜。

- **精明但小巧的公司。** 处于我们的战略控制图左上方的价值非常高的公司也可能有足够的技巧来决定他们自己的未来。然而，他们的

成熟会使一些大的合并者来“摘果”；买下他们的技巧而不是自己来培养。有些“精明但小巧”的从业者中正开始收购其他公司以扩大规模，并更好地控制自己的命运。

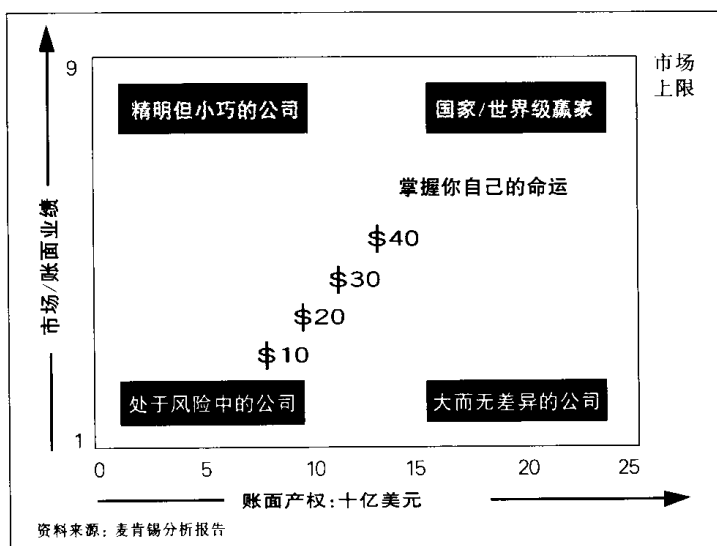
- **大而无差异的公司。** 处于我们的战略控制图右下方的“大而无差异”的公司可能承受近期命运的挑战。然而，市场认定他们缺乏技巧。尽管他们很大，但是比起竞争者来，他们的表现总是不佳；将来，当其他从业者占据了有利位置时，这一点就会是真正的弱点了。
- **处于危险中的公司。** 最后，图左下方的公司通常都是被动的从业者；他们常常缺乏远见，缺乏一定的规划和技巧。这些公司是寻求新的增长机会的合并者的“猎物”。许多这类公司没有可靠的合并或增长战略，从长期看“处于风险中”。

**关于战略控制图，企业要回答三个基本问题：**

- 同当前和未来的竞争对手相比，我们处于什么位置？
- 在未来的五至十年内，随着市场整合的加剧，我们应向何处发展？
- 我们应如何实现目标？

下面建立市场地位的例子说明了购并活动怎样成为建立市场地位的一种日益重要的途径。在美国某地有三家高绩效银行。其中的两家是积极的收购者；而这两家收购者又采纳不同的合并战略（如：地理扩张；开展新业务；建立市场实力），而且都被公认为合并后期管理的典范（见图示 12）。

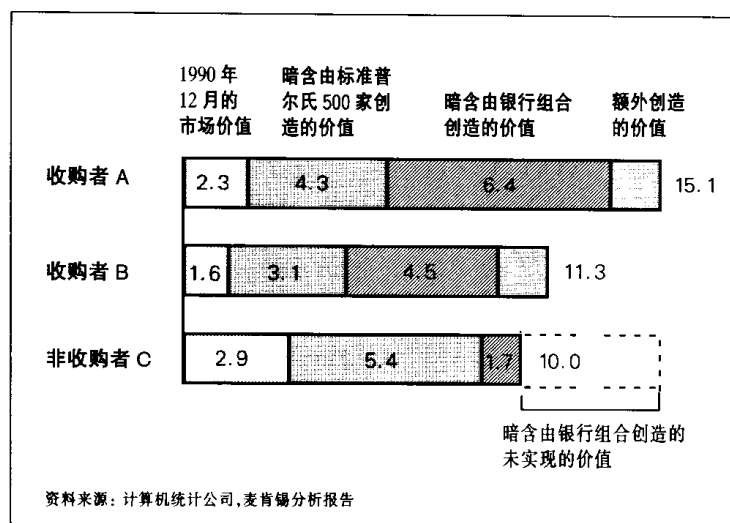
图示 11  
战略控制图：为掌握你的命运而竞争



图示 12

由银行收购创造的价值?(不具名例子)

同一地区：十亿美元



这三家银行在过去五年中的业绩表明，成功的合并战略对创造股东价值有重大作用。A 银行和 B 银行是收购银行，而 C 银行是非收购银行。开始时，尽管 A 和 B 都已实行了收购战略，非收购银行的市场价值仍为最高。

五年之后，情况发生了变化。A 银行和 B 银行在过去几年

中都成功地完成了几桩大型收购。A 银行和 B 银行都为其股东创造了较 C 银行大的价值。与这两家相邻的收购者和整个行业相比，C 银行业绩很差。简而言之，C 银行止步不前了。

我们这个事例的补充说明是：C 银行最近推出了自己的收购战略，力图赶越，但可选中目标的数量正迅速减少。结果，C 银行要么得重新确定其战略，要么就得找一个同等规模的合并伙伴，来获得一种有保证的市场地位。

## 2. 确保良性收购循环

成功地实施收购会创造良性循环，进而在未来创造更大的股东价值(见图示 13)。开始采纳正确的合并战略，之后运用卓越的操作技巧，这是确保良性循环的两个步骤。

然而，成功的购并不止于等待下一个交易。技巧娴熟的收购者大都拥有一个专门的购并业务部门；这个部门在交易中采用杠杆收购的思维方式来创造价值；<sup>①</sup>经常处于交易流程之中，发挥自己的优势；拥有最好的信息和顾问；并且利用整个组织的技巧、关系和知识。他们也把合并后期整合过程看作是一种必须不断磨砺和改善的必要技能。

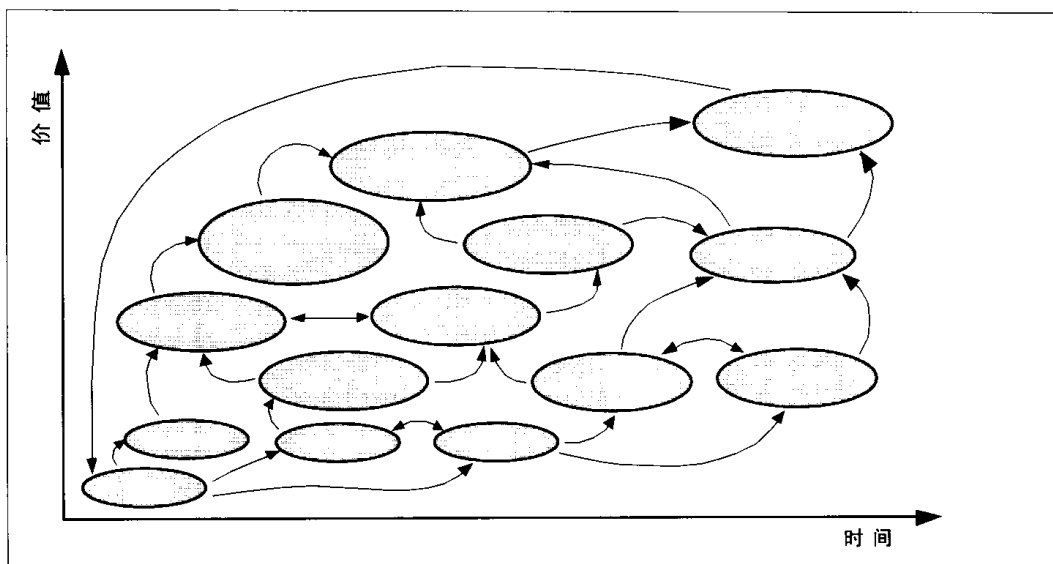
例如，旅行者集团在它购进的公司中广泛地改进管理层和成本结构。其紧迫感和战略目标不言自明。旅行者集团之所以能够实现较高的成本和收入目标，部分原因在于较高比例的员工拥有股权(五年内的目标达到 20%)，而

<sup>①</sup> 见 Thomas E. Copeland 和 Patricia L. Anslinger 著《通过购并获得增长：一种新鲜看法》，载《哈佛商业评论》，1996 年 1-2 月号。



图示 13

获得良好的循环



且高级管理层的工资较大部分以有限制性的股权形式发放，该种股票三年内不得出售。

毋庸置疑，购并交易的基本技巧是价值评估。我们认为，鉴于市场的不稳定性，只根据现金流量折现法(DCF)进行价值评估是错误的。期权价值评估法才是获得财务工程全部价值的最佳办法，如降低资本成本、减少不必要的管理成本、获得税收和会计上的好处，以及通过资本证券化进行资产重组等。期权价值评估法还是评估分销和产品系列中独特的增效作用的最佳方法。

利用这种比较复杂的价值评估技术表明，一家公司没有一种“绝对”的价值。价值——从今以后就是收购者经过理性考虑认为承受得起的东西——取决于买主是谁，也取决于能得到什么样的增效作用。

收购者可以通过三种办法创造价值(见图示 14)。

在今天的大部分收购交易价格中最明显、反映得也最充分的部分是普遍的合并增效作用：类似于 80 年代使收购交易不断增加的那种利润改善。例如削减过多的成本、改善投资收益，或者改进定价等。从理论上说，任何一位能进入最高级收购活动的收购者都能得到这些好处，尽管具有丰富后期整合经验的管理人员能比新手更迅速而有效地获得这些好处。

收购交易定价中一些基本的但很少得到反映的是独特的合并增效作用：那些必须在做事方式上作出某种切实改变才能得到的收益。由销售一家新公司的产品获得的额外好处是解释这种合并增效作用的最好例子。在这里，价值创造得多少显然完全取决于买主和卖主拥有哪些渠道和哪种产品；以及他们对这两者的控制程度如何。渠道和产品搭配得越好，你能创造的价值就越