



摩根士丹利的新长征

中国投资银行业的开路者很快就找到了它“情投意合”的新伙伴，但真正实现目标却耗时达5年之久。中国合资券商史上“最经典的交易”始末

文 | 本刊记者 刘建辉



大摩对于中国投行业的特殊标签意义以及此前合资券商的不济时运，使得大摩与华鑫的合资案例被当作合资券商新样板。



6月10日清晨，7:20，上海的天空下着细雨。摩根士丹利董事长麦克（John Mack）已经赶到了摩根士丹利刚刚启用的位于浦东上海环球金融中心的办公室。15分钟后上海仪电集团董事长蒋耀也赶到了这里。尽管他们两位前一天晚上都是很晚才睡，但是看上去仍然精神饱满。在接受《环球企业家》专访时，两人之间的欣赏和尊重之情溢于言表。这一天对他们来说是特殊的日子——两家公司的合资公司摩根士丹利华鑫证券一个小时后将举行开业典礼。

这绝非是一场普通的开业庆祝。为了这一刻，麦克和蒋耀等了5年之久。

以规模和增长潜力论，中国A股自是所有国际大型投行都觊觎的领地。根据Dealogic的数据，2010年中国大陆沪深两个交易所IPO募资额达721亿美元，首次超过香港和美国的IPO规模。两交易所总市值3.572万亿美元，仅次于纽交所。不过，鉴于国有证券公司主导中国A股市场，没有一家国际投行预期A股业务会很快成为其主力利润贡献点，中国国内市场眼下更像是一个“潜力股”。

但也没有一家大行愿意放弃进入这个市场的入场券：和中国本土券商合资成立新的合资券商。自从2002年中国证监会决定重新对外开放国内资本市场以来，寻找本土合作伙伴已是国际投行角逐异常激烈的领域：它没有大型IPO或并购那样耀眼的光环，却是谁都不能缺席的“选美”游戏——几乎每家国际投行，都跟至少两个以上的潜在合作伙伴在谈。

这对摩根士丹利来说别有滋味：早在1995年，它便与中国建设银行合资成立了中金公司（CICC）这一中国第一家投资银行。为了让中金壮大，摩根士丹利投入巨大精力提供“技术支持”，但最终成为被动投资者。诚然，正如麦克所言，摩根士丹利在中金上除了获得了可观的投资收益，也收获了“大量的经验、政府的支持和信任”。现在，摩根士丹利的需求并不复杂：搭建一个A股业务平台，不再是一个被动投资者。

对华鑫证券以及其股东上海仪电集团来说，牌局其实亦很简单：华鑫在国内券商中规模偏小，其投行业务更是近似一张白纸。在没有大银行和大国企在背后支撑

的情况下，要在全中国逾百家券商中脱颖而出，要么被一线券商收购，要么找国际伙伴合作提升位势。

两者都需要破解一个难题。合资券商的成立是中国金融业对外开放过程中最具中国特色的商业故事，但是到目前为止充满了悲情色彩：在摩根士丹利华鑫证券成立之前，中国已经有超过10家合资券商，但是除了其中的一两家之外，大部分都默默无闻，有的券商甚至开业数年内没有做成一单IPO项目。今年以来，更有成立不到两年的中德证券出现严重内耗，中外股东打的不可开交。

“他们的前景不错，应该可以避免其他合资券商集中出现的问题。”一位前几年成立的合资券商的高管对《环球企业家》表示。

“这是一个很长的旅程。”蒋耀告诉《环球企业家》，“但我们一直深信摩根士丹利是我们最好的选择。”

“也许很多外资公司不像摩根士丹利那样相信中国市场。”麦克告诉本刊记者。“这就像结婚，双方需要有共同的美好愿望”。

而对摩根士丹利参与谈判的人来说，这绝对是他们做过的最难的交易：它牵涉到的不仅仅是双方团队将近一年的几乎不眠不休的谈判，金融危机的爆发，监管政策的突变，政府高层的关注……都使此交易不亚于中国企业合资史上的一场长征。而摩根士丹利对于中国投行业的特殊标签意义以及此前合资券商的不济时运，又使得摩根士丹利与华鑫的合资案例又被当作新样板置于放大镜下。

以至于现在谈判双方回过头来会感叹，这个交易终于功德圆满了。

“每天都在谈”

在国际投行里，摩根士丹利堪称是对中国市场最有耐心最积极的一个。这既得益于其很早参与中国市场的背景，也与其有一批颇具“中国情结”的高管有很大关系，尤其是华尔街的传奇人物麦克。

麦克会用一个简单的类比来解释他为什么会愿意

双方认定彼此是最适合的伙伴

5年

从双方开始正式接触到合资公司开业历时长达5年

下注中国：回溯30-50年前的华尔街，如果承销一个大型项目，你会发现名单中有好几十家承销商，现在可能只有10家。“这就是投资银行行业的整合，中国也一定会发生这个过程——通过整合，仅有几家胜出，他们的资金更雄厚，实力更强大。”麦克说，“这正是摩根士丹利想参与的。”

2005年，麦克以凯旋之姿重回摩根士丹利任CEO，跟随他回归的还有如今任职摩根士丹利亚太区联席CEO兼中国区CEO的孙玮。麦克告诉本刊，他回归后即着手布局把“摩根士丹利在全球的规模和能力”与中国市场深度嫁接。这时，已有对手走到了前面：2004年，高盛取得关键破局，成立高盛高华，瑞银也在2005年获批重组北京证券，诞生了中国首家拥有全牌照的合资证券公司。

据蒋耀回忆，双方的第一次接触始于2006年7月。尽管此前双方都和多家潜在合作伙伴谈过，但双方很快认定彼此是最适合的伙伴。

给华鑫方面留下深刻印象的是，除了此前创办中金的经验，摩根士丹利几乎以近“死板”的方式在维护一种大行风范：不会把条件变来变去。其他谈判者可能一开始会开出非常优厚的条件，但谈着谈着就变了。

在摩根士丹利看来，华鑫是中国第一批证券公司，资格老但投行业务亟需外力助推，其大股东上海仪电集团主业为电子业，缺乏金融行业背景，亦需一家实力雄厚的投行以提高华鑫的业绩表现。而更让摩根士丹利在意的是，上海仪电的管理层一心想给下属企业“找个好的出路”，“没有私心”。

2006年底，双方签署合资备忘录，随即展开正式谈判。谈判持续了近一年。“这不是今天谈一下，隔两天再谈一下，而是每天都在谈。”曾参与谈判的人士告诉记者。

摩根士丹利的核心谈判团队成员包括孙玮以及中国区首席运营官卡洛斯等人，同时根据谈判事项的不同随时抽调相关负责人。让谈判团队倍受鼓舞的是，他们能方便地“抽调”麦克：谈判期间，麦克频繁造访中国，每次都会与谈判团队成员会谈，上到董事总经理下到分析员。他每次也会拜访仪电集团及华鑫的管理层。与政府高层会面时亦会推动此事。

“我们全球的团队都会全力支持这个合资公司。”麦克告诉《环球企业家》，“如果老板不来中国的话，你不可能在中国市场有所作为；如果你的本土团队得不到

足够的支持，你不可能做成生意。孙玮和她的中国团队如果在某项服务和产品上有需要，我们会派那方面的专家飞到北京。”

仪电和华鑫的高管亦多次访问摩根士丹利美国总部。他们不但会被麦克亲自宴请，更被安排与摩根士丹利的核心高管团队见面，后者向其详细介绍摩根士丹利的运营细节。

博弈与争吵仍不可避免。这在很大程度上是为了规避过去的合资券商陷阱。

据业内人士介绍，之前的合资券商之所以出现内耗，一个很重要的原因就是双方签订的合同是典型的“君子合同”，规定的不够细，结果一旦出现问题，无法从合同中找到解决依据。据本刊了解，大摩和华鑫双方其实在价格方面的分歧并不大，但在一些细节问题上谈的很艰苦：除了未来业务融入、同业竞争、排他性等常规问题的细节化，甚至一些“几乎不可能出现”的问题也一定要写进合同里。

这样的态度并不难理解。面对强势的摩根士丹利，华鑫需要在起始点就充分体现公平与合理的原则，以确保长期的利益。而对摩根士丹利来说，A股业务短期来看仍将是投入而非收益，公司更看重合资公司的坚实构架和长期回报，因此，对未来风险控制显得尤为关键。

正因此，在谈判过程中双方均在关键问题上表现出足够的韧性。以至某政府高官在会见麦克时曾半开玩笑地对他说：“你们怎么给人的感觉是不成功便成仁啊！”

2007年底，双方正式签署了合资合同。这份合同无论是厚度还是内容的复杂及详细程度都大大超出了证监会的预期。

马拉松

远没到开香槟庆祝的时刻。

回过头看，双方2007年底签订合同这个本应该是尾声的故事实际上刚刚讲了一个开头。从签合同再到监管部门审批，整个过程历时四年多，可谓一波三折，大概是合资券商中耗时最久的。

这中间发生了2008年席卷全球的金融危机，又经历了合资券商审批政策的变化，等等。

根据监管政策，一家外资投行不能在中国有两家合



麦克圆了他的又一个“中国梦”

资券商。因此，摩根士丹利需要先出售所持有的中金公司的34.3%股权，然后才能向监管部门申请与华鑫合资。

2007年底，摩根士丹利开始了出售中金股权的程序。尽管善长大型国企上市的中金是中国本土顶级的投资银行，但该交易同样困难重重。当2007年底摩根士丹利开始接触潜在买家时，曾引起TPG和贝恩资本等PE公司的浓厚兴趣。但不久次债危机的爆发促使买家大幅下调报价。摩根士丹利不得不在2008年初终止了出售中金股份的计划。

为了确保合资能够成功，摩根士丹利与华鑫先迈出实验性一步：2008年6月组建了摩根士丹利华鑫基金管理公司——如果合资基金能做好，那么将增大合资券商成功的可能性。

蒋耀2008年7月接任仪电集团董事长时，正值金融危机逐渐恶化的时期。两个月后雷曼兄弟公司破产，金融危机全面爆发，摩根士丹利也陷入困境，一度被认为有可能破产或被并购，与华鑫证券的合资自然就存在变数。鉴于当时市场环境，双方的合资一事不得不暂停。

麦克通过孙玮向蒋耀表示，摩根士丹利一定能度过难关。“金融危机期间，我们一直保持十分及时的沟通。”蒋耀回忆说，“我们可以等待更久，如果需要的话”。

蒋耀的耐心既有双方高管的信任基础，也得益于中国政府对摩根士丹利的信心背书：2007年12月，摩根士丹利因次债危机大幅减计94亿美元资产，同时宣布中国的主权财富基金中投将向其注资50亿美元，最终持有至多9.9%的股份——此交易是中国当时规模第二大的海外投资。

当2009年摩根士丹利从危机中恢复过来与华鑫重新回到谈判桌时，价格没有变化，但政策环境已大为不同：2007年底，证监会发布《关于修改〈外资参股证券公司设立规则〉的决定》，外资入股非上市内资券商，股权比例不能超过三分之一，且只能获得投行牌照。对于国内券商的要求是只有业绩达到中位数以上水平才可以申请合资。而根据此前的政策，合资可以通过A进入B的方式，即收购或重组国内券商，而新政策则要求A和B成立C单独运作。

这意味着原来合同的很多条款都需要推倒重来。摩根士丹利很快发现自己遇到了一个可敬畏的谈判高手：曾任上海青浦区长的蒋耀不仅对业务熟悉很快，而且在谈判中也能抓住最关键的问题。

曾经有一次，谈判双方为合同文本吵得天翻地覆，僵持了好几个星期。其实争执的都是“不可能发生的事件。”

“总有一天我和蒋先生都要离开公司，必须要有共同签订的文件能够使合作继续下去，而不至于被某个人破坏，要保证协议的效力会大于两个强势的谈判者本人的影响。”麦克这样解释。

与之相伴随，摩根士丹利在2009年11月重启出售中金股份的计划。去年3月，中金董事长李剑阁对外表示，摩根士丹利已达成协议，悉数出售其所持中金股权。去年12月8日，该交易正式被中国政府批准。买家为KKR、TPG、大东方控股以及新加坡主权财富基金。在作价10亿美元出售中金公司股份后，摩根士丹利斩获近7亿美元的税前利润。

12月的最后一天，摩根士丹利华鑫合资的交易正式获批。尽管这在中金股权问题解决后就已无悬念，两家公司仍然为此激动不已。虽然正值圣诞及元旦假期，摩根士丹利和华鑫证券的谈判团队还是好好地庆祝了一番，远在美国的麦克则专门来电祝贺。

“我们相信，与摩根士丹利成立的合资证券公司，是在正确的时间与合适的人做的正确的事。我们两家的

57%

本土十大券商占据投
行业务市场份额的
57%

合作还会不断深入。”蒋耀在上海同样难掩激动之情。

双赢可能

真正考验双方的是拿到牌照后的破局能力：摩根士丹利华鑫证券能避免之前的合资券商的命运吗？

中国A股市场的竞争已非常激烈，即便是高盛和瑞银这样的早入场者，仍未进入收获期。据Dealogic报告，过去12个月里，A股IPO簿记行排名中，瑞银证券仅排在第15位。而自2007年以来，高盛高华IPO交易只有两宗，规模14亿美元。

而中国本土券商的能量也在放大。自去年5月以来，本土十大券商市场份额近57%。有商业银行背景的券商有借贷牌可打，他们也能付高薪延揽有国际背景的金融人才。

在战略定位上，摩根士丹利华鑫证券是重点保证质量，而不太在意项目大小——中金的以大项目为主的模式以及平安证券的以量致胜的模式显然并不适合合资券商。

在麦克和蒋耀看来，摩根士丹利华鑫证券的前景“非常光明”。这不仅是因为双方有着共同的利益诉求和战略互补性，还因为他们之间经过长达5年的接触，已经形成了足够坚实的信任基础。

“信任是建立摩天大楼的地基。但是如何才能建立信任呢？首先是尊重，充分考虑对方的利益。零和博弈行不通，我们必须追求双赢。”蒋耀说。

一位合资券商高管在接受《环球企业家》采访时总结了合资券商取得成功的五个条件：完善的合同，股东的支持，股东间的妥协，历史包袱轻，以及好的时机。在他看来，摩根士丹利华鑫证券已满足这五个条件。

这在摩根士丹利华鑫证券的董事会构成可见一斑：麦克、蒋耀及孙玮都是合资公司的董事，外资投行的全球董事长及亚太区联席CEO兼中国区CEO均是合资公司的董事，这在合资券商中绝无仅有，也足以显示摩根士丹利和仪电集团对合资券商的重视。此外，华鑫证券董事长王文学担任合资公司的董事长，上海仪电战略部副总经理王春雷担任董事会秘书。如果合资公司需要动用双方股东的资源，其便捷程度将会比其他合资券商更胜一筹。

根据证监会公开的信息，在摩根华鑫董事会的9名成员中，除了麦克、蒋耀及孙玮外，还有华鑫证券董事长王文学、上海仪电总裁助理曹光明、前摩根士丹利董事总经理杨凯等，另外还有三名独立董事。这种安排的巧妙之处在于，它使得中外股东的力量对比处于相对均势，基本上可以确保其他一些合资券商出现的共性问题——董事会和管理层分属两家股东控制，从而在双方出现分歧时产生严重内耗——不会在摩根士丹利华鑫证券发生。这可以被看做双方股东之间妥协或努力实现均衡和共赢的结果。

鉴于华鑫证券的投行业务几乎可以忽略不计，在双方的合资券商中，华鑫证券相当于提供了一个非常干净的投行牌照。合资公司可以在一张白纸上任意描绘，从而可以保证合资公司的高起点。

就时机而言，尽管目前股市一级市场和二级市场都很低迷，但是对于合资券商来说，一个潜在的利好消息不容忽视，那就是国际板。国际板开设更有利于合资券商已经是业内共识。

要把架构上的优势转换为现实利益，人才的保障是必备功课。虽然摩根士丹利和华鑫均派出了彼此最优秀的人才加盟合资公司，但是仍然不够。摩根士丹利华鑫证券成立的时间恰处国内其他合资券商矛盾凸显的阶段，市场对于合资券商的未来仍然抱有怀疑态度，加上中金、中信证券等国内顶尖券商对人才的竞争，招聘到并留住优秀的人才才是摩根士丹利华鑫证券面临的首要挑战。

“我们有具有竞争力的薪酬体系，对于表现好的员工，我们在薪酬方面会非常大度，而且是根据国际标准。”蒋耀告诉《环球企业家》。

据本刊了解，摩根士丹利华鑫证券的薪酬体系和运营机制基本是复制了摩根士丹利的模板。这一模板在中金身上已经被证明是成功的。蒋耀也毫不掩饰将合资公司打造成具有国际水准的一流投行的决心：“优秀人才的加盟不是仅仅冲着名字来的。我们必须保证合资公司的精髓和摩根士丹利在美国及其他地方是一样的。”

麦克则进一步解释，这种精髓主要体现在是精神、工作态度和风范上，而不仅仅是某一个具体的做法。摩根士丹利不会把在海外的做法照搬到中国。

“我已经66岁了，如果我现在46岁，我会来中国工作。”麦克说，这已是他今年第三次来中国。G