

前言

一擲萬金

1900年一個秋高氣爽的日子，66歲的安德魯·卡內基(Andrew Carnegie)與39歲的卡內基鋼鐵公司總裁查爾斯·施瓦布(Charles M. Schwab)一起打高爾夫。最終卡內基贏了。當時卡內基是美國的商界巨擘，他創辦的卡內基鋼鐵公司徹底改變了鋼鐵行業，並且成為世界上最大的鋼鐵公司。卡內基並不知道，施瓦布正與美國最具影響力的銀行家約翰·皮爾龐特·摩根(John Pierpont Morgan)策劃一件事，施瓦布的任務是說服卡內基把公司賣給摩根。不少人知道，在高爾夫比賽中取勝總是能讓這位蘇格蘭出生的實業家開心，所以施瓦布故意輸球。打完球，施瓦布向卡內基試探收購的想法。卡內基看來動心了。

次日，卡內基交給施瓦布一張紙，上面潦草地寫著一些數字，總計4.8億美元。這在1900年稱得上是一筆巨款(約合2021年的157億美元)，是卡內基願意接受出售卡內基鋼鐵公司的價格。施瓦布把這張紙條轉交給了摩根。

摩根看了一眼，就很痛快地說：「我接受。」

隨後兩人握手成交，摩根以4.8億美元收購了卡內基鋼鐵公司。差不多同一時間，摩根還收購了其他幾家鋼鐵公司，並於1901年3月整合成美國鋼鐵公司。憑藉14億美元(約合2021年的

452億美元)的註冊資本，它成為世界上第一家價值10億美元以上的公司。

卡內基個人獲得約2.25億美元(約合2021年的73億美元)。摩根在祝賀他時略帶戲謔地說，這筆交易讓卡內基成了世界首富。

這個小故事代代相傳，金融家、歷史學家和公眾都喜聞樂道，這樣大手筆的交易對富人和有權勢的人來說這麼容易，令人驚嘆。這種收購現在稱為私市股權投資，而摩根可能是鼻祖。但私市股權投資成為一個行業，還要等到20世紀80年代後期，以至在90年代和新的世紀，才開始大行其道。

但真正的故事不可能如此簡單。

比如，摩根收購用的資金從何而來？收購需要4.8億美元，其中的2.25億美元是摩根開給卡內基的借據，50年到期，年利率5%。換言之，摩根從卡內基本人那裏借了幾乎一半收購款。摩根本人是摩根銀行的化身，卡內基要充分相信摩根銀行的信用，才肯接受摩根用這麼長的時間還款。當然，卡內基一下拿到這麼多的現金需要存到銀行中去，估計摩根的利率條件也是最好的吧。

沒有卡內基的賣方貸款，摩根就需要另外籌資完成交易。他有把握借到這麼多錢嗎？不見得。收購所需資金額超出當時美國國內生產總值的2%，這個比例在2020年相當於大約4,200億美元。即便是在金融市場呼風喚雨的巨亨摩根，不先試探市場也不可能把握籌集到這筆資金，還需要考慮支付何等成本、花多長時間。

所以，卡內基的賣方貸款是交易成功的關鍵。這就需要雙方談判，你來我往，最終還要形成法律文件，絕不是通過一個共同的朋友傳個話就可以完成的。

而且，除了從卡內基那裏借錢，其餘的資金從哪裏來？摩根最終借了多少錢？籌集了多少股本金？是不是有些卡內基鋼鐵公司的其他股東，將本公司股票換成了美國鋼鐵公司的股票？摩根有沒有

投入個人資金？投入了多少？摩根所有資金來源和用途的明細是什麼？史無記載。後來美國鋼鐵公司的表現如何？投資者賺了還是賠了？也查不到史料。

實際上，傳說是靠不住的。這種規模大而且複雜的收購，不可能像在菜市場買菜那樣簡單。



1988年，私市股權資本公司KKR斥資250億美元，經過一番激烈的角逐，收購了美國RJR·納貝斯克(RJR Nabisco)公司。這是當時歷史上規模最大的一筆收購，連華爾街都為之震驚，也因此使私市股權資本轟然闖入公眾視野。

私市股權投資之所以引人注目，是因為它涉及巨額資金和巨大的交易。有些收購使標誌性巨型企業的控制權易手，從而對大行業產生深刻影響。此外，私市股權管理者們一旦成功，可能獲利達數億或數十億美元，令人矚目。在發達國家，私市股權資本規模和影響巨大。譬如在美國，私市股權投資公司控制的企業數量是全部上市公司的兩倍多。

儘管這個行業存在幾十年了，但關於私市股權投資到底如何運作的文獻資料卻非常匱乏。有幾本收購案的書，都是記者撰寫的、從旁觀者的角度拼湊出來的故事。這些書雖然有趣，但都是講述收購過程，完全沒有涉及收購之後發生了什麼、投資者賺了還是虧了。我還沒有讀到一本私市股權投資全過程的故事。這就好像講種樹，挖坑栽苗固然重要，但倘若不知道樹苗是否成活、是長成了枝繁葉茂還是乾枯死掉，那麼無論內行或外行都只能看熱鬧，但學不到門道。

這也難怪。因為一項投資從開啟到退出往往經歷數年，追蹤一個轟動市場收購事件的記者，要趁熱打鐵，寫出的戲才可以叫

座。《門口的野蠻人》(*Barbarians at the Gate*)一書講述KKR公司收購RJR·納貝斯克公司的故事。收購在1988年完成，次年此書就出版了，書很暢銷，還拍成了電影。但很少有人知道，KKR不但沒有賺錢，還賠了不少。投資動用的資本金只有35億美元，其餘215億美元的資金都是貸款，最終資本金損失了7.3億美元。收購過程精彩，結局卻頗為失敗。

還有一本書，題目是《拯救太陽》(*Saving the Sun*)。「太陽」指號稱「日出之國」的日本，國旗是太陽旗。該書講的是亞洲金融危機時，日本長期信用銀行破產，日本政府將其出售給美國私市股權投資公司，收購方將其改名為新生銀行(Shinsei Bank)。此書也是只講述收購的過程，頗為精彩。有些退出比較早的投資者賺了不少錢，但還有一些被套牢20年，賠了不少錢。

《金融時報》的一名記者寫了一本書，題為《國王的廢黜》(*Dethroning the King*)，講巴西私市股權投資公司3G資本收購聞名遐邇的啤酒巨頭安海斯—布希公司(Anheuser-Busch)的故事。同樣，這個故事遠未結束，到底是賺還是賠，仍無定論。

但凡沒有退出的投資，故事就還沒有完，勝負未卜。



KKR公司的創辦人之一亨利·克拉維斯(Henry Kravis)喜歡說：「任何傻子都能收購公司。而在收購後發生了什麼，才是最重要的。」他的意思是說，只要肯出價，是個人都可以買公司，但是收購之後不賺錢，那麼當初的轟轟烈烈就是毫無意義的。賠錢還需要本事嗎？

對投資者來說，無論是多大規模、多麼複雜、多麼引人注目的交易，成交也僅僅是旅途的開始。只有等到完全退出時，才能知道投資的成敗。從收購到退出之間的年頭裏，投資公司的專業團隊要

花費大量的精力和資源，改造與發展投資對象，從而創造價值，而且退出的過程往往和收購一樣複雜。

在整個週期中，任何錯誤都可能導致災難性的後果。如果投資賠錢的話，那麼多年前完成投資交易時所帶來的滿足或榮耀感就一筆勾銷，只剩下了悔不當初，甚至終結了投資管理人的職業生涯。有經驗的投資人都知道，參與每筆投資都像是肩扛重擔、如履薄冰，每一步都要小心翼翼，以免陷入滅頂之災。只有到達遙遠的彼岸，卸下重負，為投資者創造了價值，投資管理人方可額手相慶。

私市股權投資之所以籠罩在神秘之中，是因為尚未有內幕人士詳細地講述過一筆重大投資自始至終的故事。

本書旨在填補這個空白。書中所講述的故事關係到一個影響深遠的重大收購，故事的主角是新橋資本，這是在中國的銀行和金融市場許多人耳熟能詳的一家美國私市股權投資公司。新橋後來收購了深圳發展銀行的控制權，成為唯一一家控制中國一個全國性銀行的外資。本書的故事發生在深發展之前，那時新橋收購的對象曾經是韓國最大的銀行，收購是在一個特定的時空條件下所產生，從投資到最終退出的過程曲折複雜，充滿懸念。

故事的背景是1997-1998年發生的亞洲金融危機，這場危機對韓國的經濟造成重創。危機的觸發點可以回溯到1997年7月2日，當天泰國的貨幣泰銖突然大幅度貶值。這一事件在亞洲其他國家產生了連鎖反應，繼泰國之後，馬來西亞和印尼的貨幣及股市受到嚴重衝擊，韓國緊隨其後。在其後的幾個月中，亞洲各國的金融市場在大規模資本外逃的壓力下幾乎崩潰，隨之而來的就是國家的債務危機和經濟危機。除了中國大陸之外，幾乎沒有一個亞洲主要經濟體得以倖免。

是什麼造成了這場巨大的危機？有些人，其中包括馬來西亞時

任總理馬哈蒂爾·穆罕默德，指責諸如美國的喬治·索羅斯等外國資本大鱷的投機行為導致了危機。但多數人認為，這場危機源自於各國經濟依賴貸款過度擴展，以及自身金融體系中隱含的系統性風險。

20世紀60年代，韓國的銀行在總統朴正熙的獨裁統治之下國有化。到80年代，它們在名義上被私有化，但從未完全擺脫政府的控制。銀行、監管機構、政客和韓國稱作財閥(chaebol)的大型工業集團(譬如LG、大宇、三星、現代等等)以一種舒適的共生關係存在。韓國在朝鮮戰爭後的數十年裏一直努力發展經濟，政府挑選一些行業和企業給予特別支持，銀行向這些企業提供信貸，讓它們能夠大量生產鋼鐵、船舶和半導體產品，正是這些產業為韓國經濟奇跡的發生打下了牢固的基礎。這種國家政策隱含擔保，企業或銀行在陷入財務困境的時候，可以指望政府救援。

亞洲金融危機所導致的大面積破產，超過了政府可以承受的能力，以至整個金融體系崩潰。韓國一些最大的財閥集團破產或被迫重組(韓寶鋼鐵、大宇、起亞汽車都是例子)，多家銀行倒閉，其中兩家全國性大銀行(韓國第一銀行和漢城銀行)在瀕臨倒閉的情況下被收歸國有。

為了幫助韓國渡過危機，國際貨幣基金組織緊急出台了580億美元的救助計劃，但條件是韓國政府必須將其收歸國有的兩家銀行出售給外國投資者。必須引入外資的原因是韓國的銀行體制中缺少信貸文化，也就是說，發放貸款並非根據受貸方的還款能力，而是靠政府的政策或私人關係。這就是在經濟危機當中，許多貸款變成了壞賬而無法收回的主要原因。引入外資的目的是引進信貸文化和國際最佳的經營方式，重組韓國的銀行體制，從而減少壞賬的產生，以根除銀行體系中的系統性風險。

私市股權投資提供的不僅是資本金，它也承載著新的思想和行

事方式。我在韓國談判收購銀行時，就深深意識到，我們不僅僅只是投資，而是在發揮更重要的作用——幫助一個在危機中舉步維艱的國家實現改革。無論是出於自願還是迫不得已，危機中的亞洲各國都在進行類似的改革。在亞洲經濟快速發展的幾十年裏，政府指導經濟的政策看來行之有效，體制中的弱點和缺陷被掩蓋了，而經濟危機衝擊才將它們暴露出來。如何通過體制的改革來消弭這些結構性的弱點和風險，正是亞洲經濟進入21世紀之際所面臨的最嚴重挑戰。

改革總是痛苦的，尤其是由危機或外部壓力迫使的改革。在1997年金融危機之前，韓國人對於他們在朝鮮戰爭之後所取得的經濟成就十分驕傲。一夜之間，韓國陷入經濟危機。國際貨幣基金組織提供的緊急財政援助是雪中送炭，但附加的條件繁多，對於很多韓國人來講，被迫接受這些條件簡直就是奇恥大辱。

恰逢韓國政府換屆，新總統金大中先生在1998年2月履新。金大中是一位民主鬥士，為韓國政治民主化奮鬥一生，差點死於非命。上任伊始，就面臨史無前例的經濟危機，他必須從根本上鏟除危機的根源，因此大力推動改革議程。但政府的官僚體制中並非所有人都贊成他的改革議程，尤其不願將已經收歸國有的銀行賣給外國投資者。民眾當中民族主義的情緒和排外的心理，也是官僚體制畏首畏尾的重要原因。

在談判過程中，我們一次又一次地面臨兩種對立的力量，即支持改革和反對改革的力量，這使談判進程極為困難、難以把握。然而，所有與我們打交道的政府官員都認為，他們在為國家和人民的最大利益而奮鬥。他們都是正直、無私之輩。（我們所接觸到的所有官員都是男性，因為當時的韓國仍然是儒家文化和男性主導的社會。）本書講述的是一家大型銀行的收購歷程，從親歷者的視角，按照時間順序，解密了韓國政府如何應對朝鮮戰爭結束以來所面臨

的最大危機，以及我們作為投資者參與這個過程當中曲折複雜、跌宕起伏的內幕。

單偉建

香港

2021年10月

香港中文大學出版社：具有版權的資料