



《JFU 注册会计师简讯》、《JFU 财税简讯》，以及《JFU 数字化工具简讯》，旨在分享我们针对执业过程中所遇问题的思考。免费订阅。如有垂询和评论，欢迎联系 JFU 简讯编辑邮箱，enquiries@jfuconsultants.com

▶ 订阅 JFU简讯

🔍 查询

🔄 分享 转发给别人

📄 English

PONDARA® 汇丰控股私有化恒生银行提案的策略分析 暨私有化后的内部增长策略方案

来源：JFU
2025 年 10 月 13 日

作者

傅子刚 | 合伙人（税务与风险管理）
傅仰涛 | 合伙人（审计与技术）
傅仰颐 | 合伙人（私募融资与并购）

本文就汇丰控股有限公司（HSBC Holdings plc）对其控股子公司恒生银行有限公司（Hang Seng Bank Limited）的私有化计划，提供了策略分析和方案。该方案涵盖两个关键阶段：首先是确保交易获得股东批准，其次是管理后续复杂的内部整合过程。

私有化计划的核心目标是全面整合恒生银行，以简化汇丰的企业结构，并巩固其在中国市场的领导地位。该提案向少数股东提供了可观的溢价，这是对股东投票进行非合作博弈论（NCGT）分析时的关键因素。

展望未来，我们在分析中引入了“内部博弈”概念，作为协调内部利益相关者、促进必要的合作以实现整合价值的框架。

本文的分析完全基于公开信息。虽然我们力求分析全面而深刻，但我们相信，如果能结合汇丰及恒生银行管理层独有的宝贵视角和专有数据，分析将得到进一步的提升。

希望您觉得本文内容有丰富的参考价值。如有任何问题或需进一步讨论，请随时与我们联系。

汇丰控股私有化恒生银行提案 策略分析暨私有化后的内部增长策略方案

目录

1. 执行摘要
2. 运营状况：汇丰控股有限公司
3. 运营状况：恒生银行有限公司
4. 恒生银行私有化提案
5. 非合作博弈论战略分析：私有化交易
6. 私有化后的业务概况与结构影响
7. PEST 分析：香港宏观环境
8. 波特五力模型分析：私有化后的香港银行业
9. SWOT 分析：整合后实体的优势 (Strengths)
10. SWOT 分析：整合后实体的劣势 (Weaknesses)
11. SWOT 分析：整合后实体的机会 (Opportunities)
12. SWOT 分析：整合后实体面临的威胁 (Threats)
13. 非合作博弈论分析：私有化后的内部增长博弈
14. 战略思考与未来展望

战略分析内容

1. 执行摘要

该私有化举措的战略理由极具说服力：整合后的实体将利用强大的双品牌战略，结合汇丰的全球网络与恒生银行深厚的本地市场渗透力。对私有化后市场格局的分析表明，整合后的集团将拥有强大的竞争地位，其特点是无与伦比的市场份额和巨大的协同潜力（优势）。然而，这也伴随着相当大的整合复杂性和在香港市场增加的集中度风险（劣势）。宏观环境为新实体在大湾区（GBA）取得领导地位提供了机会，而竞争格局（波特五力模型）依然激烈，面临着来自灵活的金融科技对手的威胁以及潜在的监管审查。

为抓住机遇并规避风险，本方案建议采取几项关键战略行动：立即成立一个专门的整合管理办公室（IMO），正式制定双品牌章程以避免市场混淆，实施一项主动的利益相关者沟通计划，并制定统一的技术路线图以推动长期效率和创新。若能有效执行，此次私有化将缔造一个在亚洲银行业中更敏捷、更高效、更具主导地位的参与者。

2. 运营状况：汇丰控股有限公司

汇丰控股有限公司是全球最大的银行及金融服务机构之一，总部位于伦敦，业务网络遍及 57 个国家和地区。截至 2025 年 6 月 30 日，其资产总额达 32,140 亿美元。集团的战略核心是“开启一个充满机遇的世界”，专注于实现战略性增长并为股东带来可观的回报。

核心业务运营与架构：

自 2025 年 1 月 1 日生效，汇丰通过四大全球业务板块运营：香港、英国、工商金融（CIB）以及环球财富管理及高端银行（IWPB）。这一架构反映了集团向其盈利能力最强的市场和业务领域（尤其是在亚洲）的战略重心转移。集团的公开目标是成为“全球最值得信赖的银行”。

财务表现摘要（截至 2025 年上半年）：

指标	2025 年上半年业绩
税前利润	158 亿美元
营收	341 亿美元
普通股一级资本充足率（CET1 Ratio）	14.6%
平均有形股本回报率（RoTE）	14.7%
第二次中期股息（每股）	0.10 美元

战略方向：

汇丰正积极通过简化组织架构、剥离非核心资产（如德国的托管业务、乌拉圭的业务）以及对优先领域进行再投资，来“重塑集团以实现增长”。关键的增长举措包括加强批发交易银行业务、拓展国际业务以及构建其财富管理业务（尤其是在亚洲）。一项重大的战略优先任务是扩大其在香港的业务版图，这也为拟议的恒生银行私有化提供了主要背景。

3. 运营状况：恒生银行有限公司

恒生银行有限公司成立于 1933 年，是汇丰集团的主要成员，被广泛认为是香港领先的本地银行。它服务近 400 万客户，在香港运营着超过 250 个服务网点的网络，同时在中国内地也拥有战略性网络布局。截至 2025 年 6 月 30 日，汇丰持有恒生银行约 63.04% 的普通股股份。

核心业务运营与市场地位：

恒生的业务与香港经济深度融合。其主要业务分部包括香港业务（涵盖零售银行及财富管理、商业银行）、保险制造与资产管理，以及市场与证券服务。通过专注于收入来源的多元化，该行在充满挑战的宏观经济环境中展现了韧性，其手续费及其他收入在 2025 年上半年占总收入的比例上升至 31.6%。

财务表现摘要（截至 2025 年上半年）：

指标	2025 年上半年业绩
税前利润	80.97 亿港元
营业净收入	209.75 亿港元
普通股一级资本充足率 (CET1 Ratio)	21.3%
每股盈利	3.34 港元
第二次中期股息（每股）	1.30 港元

战略方向：

该行的战略重点是通过投资于人才和数字化能力，打造一个“面向未来的业务”。关键优先事项包括扩大客户基础，特别是在富裕客户群体中，并通过加强跨境服务来抓住大湾区的机遇。尽管其资本基础雄厚、业绩稳健，但其运营在战略上与其母公司汇丰紧密相连。

4. 恒生银行私有化提案

汇丰亚太区（汇丰控股的全资子公司）已提议通过协议安排的方式对恒生银行进行私有化。其目标是使恒生银行成为汇丰控股的全资子公司，并撤销其在中国香港联合交易所的上市地位。

提案关键条款：

- 计划对价：** 每持有一股计划股份，可获得 155.00 港元现金。
- 股息处理：** 2025 年第三次中期股息将予以支付，不作扣减。所有其他记录日期在协议生效日之前的股息，将从对价中扣除。
- 总价值：** 该提案对恒生银行全部已发行股本的估值约为 2,903.05 亿港元，其中向少数股东支付的现金总额约为 1,061.56 亿港元。
- 对汇丰的财务影响：** 该提案预计将对每股收益产生增厚效应。它将对汇丰的普通股一级资本充足率 (CET1) 产生约 125 个基点的初步负面影响。汇丰预计通过内生资本增长以及暂停股票回购三个季度，将其资本充足率恢复至目标区间（14.0%-14.5%）。

要约溢价分析：

计划对价较近期交易价格有显著溢价：

溢价基准	股价参考	溢价率 (%)
最后交易日收市价	119.00 港元	~30.3%
30 天平均收市价	116.49 港元	~33.1%
360 天平均收市价	104.30 港元	~48.6%
经审计资产净值 (2024 年 12 月 31 日)	90.06 港元	~72.1%

溢价基准	股价参考	溢价率 (%)
52 周最高股价	123.50 港元	~25.5%

汇丰的战略理由：

1. **简化结构：** 极大简化其香港业务的架构。
2. **统一与投资：** 统一经济激励，以便汇丰能利用两大品牌增加对恒生银行的投资。
3. **提升敏捷性：** 精简决策流程，以更快地响应市场和客户需求。
4. **提高效率：** 实现更优的运营风险管理、资本效率和经营杠杆。

5. 非合作博弈论战略分析：私有化交易

应用非合作博弈论（NCGT）框架，我们可以将此次私有化提案建模为一个包含多个参与者、规则和收益的战略博弈。本初步分析概述了该博弈的结构。

团体目标

总体的团体目标是：**执行对恒生银行的全面私有化，整合其业务以释放协同效应，增强在香港的市场领导地位，并为汇丰控股实现长期价值最大化，同时成功获得监管批准并管理好各方利益相关者的利益。**

参与者与战略相互依赖性

完整的分析需要一个明确的参与者名单。然而，我们可以识别出其决策相互依赖的关键利益相关者群体：

1. **汇丰控股/汇丰亚太区（要约方）：** 寻求以一个能确保长期价值创造（扣除收购成本后）的价格获得 100% 的控制权。
2. **恒生银行少数股东（目标方）：** 寻求最大化其投资回报。他们接受或拒绝要约的决定，取决于他们对银行的估值与要约价格的比较。
3. **监管机构（如香港金管局、证监会）：** 寻求确保市场公平、金融体系稳定，以及对《公司收购、合并及股份回购守则》和《公司条例》的遵守。他们的批准是博弈中的一个关键“步骤”。

战略相互依赖性显而易见：汇丰的成功完全取决于少数股东的集体决策和监管机构的不反对。股东的收益则直接由汇丰的要约和他们自己的投票决定。

规则、结果与收益

博弈的“规则”由香港的《公司收购、合并及股份回购守则》和《公司条例》定义：

- **投票门槛：** 协议安排必须获得出席并投票的无利害关系股东所持股份至少 75%的票数批准。投反对票的票数不得超过所有无利害关系股份的 10%。
- **法院批准：** 协议安排必须获得高等法院的批准。

可能的结果与收益：

一个简化的收益矩阵说明了这个战略问题：

	少数股东投“赞成”票	少数股东投“反对”票
汇丰（推进交易）	结果 1：成功。 收益：协同效应 + 完全控制权 - 收购成本。	结果 2：失败。 收益：维持现状 + 声誉成本。
少数股东	收益： 155.00 港元现金溢价。	收益： 维持现状（股价在交易失败后可能下跌）。

初步战略考虑

从非合作博弈论的角度来看，汇丰的策略是提出一个极具吸引力的要约，使得投“赞成”票成为足够多数的少数股东的**严格优势策略**。所提供的大幅溢价（较不同基准高出 30%-70%）是实现这一目标的主要工具。对于一个少数股东来说，拒绝一个高溢价的要约是有风险的；如果交易失败，股价很可能会回落到要约前的水平，导致与要约价相比的直接经济损失。

这场博弈涉及**不完全信息**，因为股东们无法确切知道其他人将如何投票。然而，通过公开且极具吸引力的要约，汇丰旨在创造一种**共同知识**，即让市场普遍相信接受要约是理性的选择，从而鼓励股东们协调一致投“赞成”票。高溢价的设计旨在克服个体估值的差异，以确保获得所需的大多数票。

后续步骤： 为深化此分析，我们必须识别“参与者”类别中的具体个人或团体（例如，特定的机构投资者、关键的监管人员），并对他们独特的目标和潜在策略进行建模。

6. 私有化后的业务概况与结构影响

对恒生银行的全面私有化将从根本上重塑汇丰在其最关键市场的业务形象，创造一个更加一体化和强大的实体。其影响将横跨公司结构、运营和财务构成。

1. 修订后的公司与法律结构：

- **简化：** 恒生银行将从一个持股 63.04%的上市子公司，转变为汇丰控股旗下的全资私有实体。这消除了与公开上市相关的复杂性和成本，包括独立的报告义务和管理少数股东利益的需要。
- **治理：** 治理结构将得到精简。决策权将集中在汇丰集团内部，从而能够更快地实施战略举措，而无需在恒生层面进行必须考虑少数股东利益的独立董事会审批流程。

2. 整合后的业务运营与价值链：

- **双品牌战略：** 最有可能的运营模式是一种精细化的双品牌战略，其中**汇丰**继续专注于其国际、企业和高净值客户群，而**恒生银行**则利用其深厚的本地根基和品牌信誉来主导本地零售和中小企业市场。
- **价值链协同效应：** 通过整合支持性职能可以释放巨大价值。这包括整合 IT 基础设施、人力资源、合规和风险管理等后台运营，以消除冗余并实现规模经济。
- **收入协同效应：** 加强交叉销售将成为增长的主要驱动力。汇丰的全球投资产品、保险解决方案和企业银行服务可以提供给恒生银行庞大的本地客户群，反之亦然。

3. 财务状况影响：

- **合并资产负债表：** 汇丰将完全控制恒生银行庞大且低成本的存款基础，从而加强集团的整体流动性状况。恒生银行雄厚的资本基础（21.3%的 CET1 比率）将被完全合并，尽管初始收购会导致汇丰集团的 CET1 比率暂时下降 125 个基点。
- **盈利潜力：** 该交易预计将立即对每股收益产生增厚效应。完全所有权意味着汇丰将获得恒生银行 100% 的利润，从而在长期内提升集团的整体盈利能力和有形股本回报率（RoTE）。资本可以在整个香港业务中更有效地分配，以资助最有前景的增长领域。

7. PEST 分析：香港宏观环境

整合后实体的成功取决于塑造香港市场的宏观环境因素。

- **政治 (Political)：** 香港作为中国特别行政区的地位呈现出独特的政治格局。虽然其健全的法律体系和成熟的监管框架是优势，但商业环境对中西方之间的地缘政治紧张关系较为敏感。与大湾区 (GBA) 的持续融合是一项重大的政策驱动机遇。
- **经济 (Economic)：** 作为一个主要的国际金融中心，香港经济高度开放，易受全球经济趋势影响，特别是美国的利率政策（由于港元联系汇率制度）和中国内地的经济健康状况。本地关键因素包括房地产市场的表现、本地消费趋势以及城市吸引国际人才和资本的能力。
- **社会 (Social)：** 香港人口老龄化且财富高度集中，这推动了对财富管理、保险和退休规划服务的强劲需求。消费者对数字技术高度熟悉，导致移动银行和数字支付的广泛普及。投资者和客户也越来越重视环境、社会和治理 (ESG) 原则。
- **技术 (Technological)：** 香港是一个竞争激烈的金融科技中心。虚拟银行的引入加剧了竞争，并加速了整个行业的数字化创新。在网络安全、用于个性化和风险管理的人工智能 (AI) 以及数据分析方面的持续投资，已不再是可选项，而是维持市场领导地位的必需品。

8. 波特五力模型分析：私有化后的香港银行业

此次私有化将显著改变香港银行业的竞争动态。

力量	强度与分析
行业内竞争	高。 市场成熟，由汇丰/恒生、中银香港和渣打等老牌银行主导。此举通过打造一个更敏捷、更强大的汇丰实体，加剧了行业竞争。竞争对手将被迫做出反应，可能通过价格竞争、提升服务或进行自身的并购活动。
新进入者的威胁	中等。 尽管高资本要求和严格的监管环境为传统银行设置了显著的进入壁垒，但八家虚拟银行的获批引入了新的、数字原生的竞争者。合并后的汇丰/恒生实体将进一步巩固其市场地位，使任何新的大型参与者更难立足。
购买者的议价能力	高。 客户拥有广泛的银行选择，并且越来越愿意为了更好的利率或服务而更换银行。数字化提高了价格透明度，降低了转换成本。合并后实体提供深度整合和全面服务的能力，可能有助于建立更具粘性的客户关系，从而略微削弱这种力量。
供应商的议价能力	低。 对银行而言，关键供应商包括储户、资本市场和技术提供商。香港拥有庞大而稳定的存款池，给予银行显著的优势。虽然专业的金融科技提供商可能具有一定的谈判能力，但像整合后的汇丰这样的巨头拥有巨大的购买力，并且常常可以自主开发技术。
替代品的威胁	中到高。 威胁来自于非银行机构蚕食有利可图的细分市场。金融科技公司在支付（如 AlipayHK）、汇款和财富管理（如机器人投顾）等领域提供专业服务。虽然这些替代品不能取代核心银行业务，但它们威胁到高利润的收入来源。整合将使银行能够更快地创新，以与这些灵活的参与者竞争。

9. SWOT 分析：整合后实体的优势 (Strengths)

优势	描述
主导性市场地位	在香港的存款、按揭和信用卡市场拥有无与伦比的合并市场份额，构筑了强大的竞争护城河。
互补的客户群体	强大的双品牌组合覆盖了从本地零售客户（恒生）到全球企业和高净值个人（汇丰）的整个市场范围。
协同潜力	在成本协同（整合后台、IT 和行政职能）和收入协同（向庞大的本地客户群交叉销售全球产品）方面都存在巨大机会。
巩固的财务基础	完全掌控恒生银行稳定、低成本的存款基础和稳健的资本状况，增强了集团的整体财务实力和融资能力。

10. SWOT 分析：整合后实体的劣势 (Weaknesses)

劣势	描述
整合的复杂性 与风险	合并两个大型、成熟的机构存在巨大的执行风险，包括潜在的文化冲突、系统迁移失败以及对客户服务的干扰。
品牌管理挑战	如果双品牌战略的执行缺乏清晰的差异化和沟通，可能会导致品牌稀释或客户混淆的风险。
集中度风险增加	此举进一步将汇丰的业务和盈利集中在香港市场，增加了其对本地经济和政治波动的敏感性。
组织惯性	合并后实体的庞大规模可能导致官僚主义和决策缓慢，从而可能削弱其应对灵活的金融科技竞争对手的能力。

11. SWOT 分析：整合后实体的机会 (Opportunities)

机会	描述
大湾区 (GBA) 的 领导地位	利用两大品牌的合并网络和能力，在捕捉大湾区的跨境银行和财富管理业务流方面，建立无可争议的领导地位。
财富管理的主导地位	将汇丰的全球财富解决方案和产品制造能力与恒生银行广泛的分销网络相结合，打造亚洲领先的财富管理平台。
加速数字化转型	集中资源投资于一个统一的、一流的数字平台，利用合并后的数据资产获得卓越的客户洞察、个性化服务和风险管理能力。
运营与资本效率	精简运营，优化实体分行网络，并在整个香港业务中更有效地管理资本，以提高盈利能力和股本回报率。

12. SWOT 分析：整合后实体面临的威胁 (Threats)

威胁	描述
更严格监管审查	市场集中度的提高可能会引起监管机构（如香港金管局）在竞争、市场行为和系统性风险方面的密切关注。
竞争加剧	竞争对手可能会采取激进措施来捍卫其市场份额。金融科技公司和虚拟银行将继续以创新的低成本解决方案瞄准细分市场。

威胁	描述
宏观经济与地缘政治风险	香港或中国内地的经济衰退，或地缘政治紧张局势升级，都可能对贷款增长、信贷质量和投资者信心产生不利影响。
执行失败	主要威胁来自内部：如果未能有效管理整合过程并实现预期的协同效应，这次高溢价的收购可能对股东造成价值破坏。

13. 非合作博弈论分析：私有化后的内部增长博弈

成功私有化之后，一场新的战略博弈将在整合后的实体内部展开。本非合作博弈论（NCGT）分析旨在模拟关键内部职能部门在推进整合和寻求新增长战略时的相互作用。

团体目标

内部参与者的总体目标是：**成功整合运营和战略以实现预期的协同效应，加速在大湾区等关键市场的增长，并建立一个无可撼动的、统一的市场领导地位，从而为汇丰控股实现长期盈利最大化。**

参与者及其目标

这场博弈涉及具有不同、有时甚至相互竞争目标的内部职能部门。外部力量（监管机构、竞争对手、宏观环境）则作为博弈的约束和影响因素。

参与者 (内部职能部门)	核心目标
1. 汇丰全球领导层（工商金融 & 环球财富管理）	<ul style="list-style-type: none"> 推动快速整合以释放成本协同效应，证明收购的价值。 - 通过恒生的本地网络扩大全球产品（投资、保险）的覆盖范围。 - 将流程和技术标准化到汇丰的全球平台，以提高效率和控制力。
2. 恒生本地领导层（零售 & 商业银行）	<ul style="list-style-type: none"> 维护恒生的品牌形象、客户信任和运营自主性。 - 保护现有市场份额和客户关系在整合期间不受干扰。 - 确保新的增长举措（如大湾区业务）能适应本地市场的细微差别。
3. 整合管理办公室（IMO）	<ul style="list-style-type: none"> 作为中立的仲裁者，以实现集团的总体目标。 - 制定并执行清晰的整合路线图，按时按预算实现协同目标。 - 管理全球与本地领导层之间的冲突，确保平稳过渡。
4. 共享服务与技术部门	<ul style="list-style-type: none"> 整合 IT 基础设施和后台职能，以消除冗余并降低成本。 - 实施一个支持双品牌战略的统一技术平台。 - 在系统迁移期间，将运营风险和服务中断降至最低。

潜在增长战略与战略相互依赖性

主要的增长战略是**拓展大湾区业务**和**主导财富管理市场**。这些战略的成功取决于内部参与者采取合作或非合作的行动。

情景：在大湾区推出财富管理产品

- **汇丰全球领导层的策略：** 推动在整个整合后的网络（包括所有恒生分行）中快速推出标准化的汇丰全球财富产品。**收益：** 上市时间快，品牌一致性强，易于控制。
- **恒生本地领导层的策略：** 主张推出定制版产品，进行联合品牌推广或根据本地客户的风险偏好和喜好进行调整。**收益：** 本地接受度更高，维护品牌信任，降低客户流失风险。
- **整合管理办公室的策略：** 调解以达成妥协，例如先在选定的恒生分行进行试点，利用数据验证最佳方法。**收益：** 结果平衡，风险可控，获得利益相关者支持。
- **技术部门的策略：** 他们支持标准化产品还是定制化产品的能力，取决于平台整合的状况。他们可能倾向于更简单的标准化选项以满足项目期限。**收益：** 实施复杂度和成本较低。

战略考量与可能出现的均衡

这场内部博弈并非零和游戏。如果每个参与者都固执地追求自身目标，采取纯粹的非合作方式，将导致所有人都面临糟糕的结果：整合停滞、客户困惑、错失增长目标，而竞争对手（外部参与者）则会利用这种内部混乱乘虚而入。

- 任何单个参与者的**严格优势策略**（例如，汇丰强制推行全面标准化）很可能会因其他参与者的消极抵制而失败，从而导致次优结果（例如，产品在恒生渠道销量不佳）。
- 最有可能出现的**纳什均衡**是一种由强大的**整合管理办公室（IMO）**仲裁的“**结构化合作**”状态。在这种均衡中：
 1. 汇丰全球领导层接受，为了有效利用恒生品牌，某些产品和服务的本地化是必要的。
 2. 恒生本地领导层接受，为了实现关键的成本协同效应，平台和后台的标准化是必需的。
 3. 双方同意将有关整合争议的最终决策权授予整合管理办公室。

这种均衡能最大化集体收益。它使整合后的银行能够同时利用汇丰的全球规模和恒生的本地优势，形成一股强大的力量，从而有效追求增长战略并抵御来自竞争对手和监管机构的外部威胁。

14. 战略思考与未来展望

为了成功驾驭私有化后的格局并实现价值最大化，汇丰应优先考虑以下战略行动：

1. **成立专门的整合管理办公室（IMO）：** 立即组建一个由汇丰和恒生高层领导组成的跨职能团队。该办公室的任务是制定详细的整合路线图，管理文化融合，根据明确的 KPI 跟踪协同效应的实现情况，并解决不可避免的冲突。
2. **正式确立双品牌章程：** 制定并传达一份清晰的章程，明确界定汇丰和恒生两个品牌的不同目标客户群体、价值主张和产品重点。这将防止内部品牌蚕食，并确保市场营销活动互为补充。
3. **启动主动的利益相关者沟通计划：** 实施一项针对关键利益相关者的全面沟通战略。对**客户**而言，这意味着保证服务的连续性。对**员工**而言，这涉及对组织变革和职业发展路径保持透明。对**监管机构**而言，这需要主动接触，以解决他们对市场集中度的担忧。
4. **优先制定统一的技术路线图：** 整合的长期成功取决于技术。首要任务应是设计一个统一的 IT 和数据架构。这将实现无缝的客户体验，释放数据分析能力，并带来显著的长期成本效益。
5. **实施强有力的人才保留计划：** 识别并留住恒生银行内部的关键人才，特别是那些拥有深厚本地市场知识和重要客户关系的人才。在更大的汇丰集团内提供明确的激励措施和职业发展路径，以防止在过渡期间发生人才流失至竞争对手的情况。