



热门文章

用多元线性

何加强会计

国外汇储备

间借贷利率

国衍生金融

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

[2008年11月]银行并购悖论：文献综述及未来研究方向

【字体：大 中 小】

作者：[杨世坤 温泉] 来源：[本站] 浏览：

一、问题的提出

乔治·斯蒂格勒在《通向垄断和寡占之路——兼并》一文中说：“一个企业通过兼并其竞争对手成为巨型企业是现代经济史上的一个突出现象”，“没有一个美国大公司不是通过某种程度式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司是主要靠内部扩张成长起来的”。追溯世界银史，几乎世界上任何一家知名银行，无不是通过并购扩大经营规模，拓展经营范围，增强竞

自从19世纪末主要发达国家兴起银行并购以来，银行并购在全球范围内已先后经历了三次大“特别是20世纪90年代以来，银行并购浪潮席卷全球，其出现的频率之高、涉及的资产规模购的跨度之广、对经济金融的影响之深远，堪称空前……”随着第三次银行并购浪潮的兴起，大量银行并购事件的发生促使金融理论与实务界开始越来越关注银行并购效率，即并购对银行效率产生的影响。我们将银行并购带来的效率改进定义为并东价值的增加、银行绩效的提高和投入产出比的优化，而发挥银行并购的协同效应，控制程程中的风险则是实现并购的效率改进目标的主要途径。银行并购效率研究是银行并购研究中要组成部分。近年来银行业竞争的环境的变化以及以往银行并购的经验教训导致银行并购的地发生了改变。新世纪以来，大量的境外金融机构纷纷入股中资银行，国内的商业银行也开境内开展并购活动。随着我国银行业逐步迈向国际化，更大规模的银行并购将是大势所趋银行并购的浪潮席卷了整个世界，但是究竟有多少并购真的给股东带来了价值增值或效率的使管理层不断收购或被收购的动机是什么？毫无疑问，大部分并购都失败了。作为一种复杂的金融机构，银行并购可能是世界上最艰难的并购，所以了解银行并购无疑就了解了并购心。大量的实证分析并不支持理论逻辑的推演。这就产生了银行并购理论逻辑结论与现实的银行并购悖论。

20世纪80年代以来，学者们对公司并购绩效进行了大量卓有成效的实证研究，大都集中于两一是公司并购是否真正创造了股东财富，二是相关性并购的绩效是否显著性优于非相关性并界对这两个问题的回答至今尚未达成一致。理论研究与现实生活之间的矛盾引发了许多学者总结，也不断困扰着当今公司并购活动的研究者和实践者。Cordi ng, Chri stmann&Bourgeoi 02) 综述了众多学者对公司并购绩效的实证研究，提出了两个著名的公司并购悖论——“成功于ccess paradox) 和“协同效应悖论”(synergy paradox)。具体而言，前者是指收购公司并购行为与其未能创造股东财富甚至毁损股东财富之间的悖论；后者是指相关性并购应该比并购更能创造股东财富并未得到现有实证结论的有力支持。银行作为一种特殊的企业，尤以体系中的核心地位，其并购效率更为值得关注。但与公司并购不同的是，银行并购基本上都并购。对于银行并购而言，针对美国和欧洲的银行并购效率的研究文献的结论显示同样存在象，但没有学者对此进行系统的研究与总结。鉴于银行作为经营信用的特殊企业，与一般工有共性，同时考虑其特殊性，在借鉴Cordi ng, Chri stmann&Bourgeoi s III (2002) 的公司) 研究成果的基础上，本文将银行并购悖论界定为并购银行积极实施并购行为与其未能创造股东毁损股东价值之间的悖论。由于股东价值以股价衡量，而影响股价的因素极为复杂，且并购口长度确定的技术难题无法解决，本文将银行并购悖论的考察要素分解为三个方面：并购银施的并购行为不能为股东创造股价增值；或提高银行的经营效率；或改进银行的风险结构。使得对银行并购悖论的实证检验增加了评价的维度，更具操作可行性，从而使结论更逼近现的观察国际银行业并购悖论，仔细考察悖论在我国的银行业并购中是否存在，并分析其产生原因，提出相应的并购效率改进对策，具有重要的理论与现实意义。

二、国内外相关研究文献综述

(一) 国内外相关研究文献

对于银行并购悖论的研究，相关文献主要从以下几个方面展开：

1. 银行并购悖论的存在性。银行作为一种特殊的企业，尤以其在经济体系中的核心地位，其更为值得关注。但与公司并购不同的是银行并购基本上都是相关性并购。最早观察到银行并是Steven J. Pilloff (1984)，以及后来的Beger et al (1999)。通过实证研究表明，从月对于银行信息发布后的反应上看，并购重组并没有显著的创造价值；并且合并后银行的运营未明显改善；也未发现银行并购后降低了破产的风险。

(1) 价值悖论。价值悖论是指银行积极实施的并购与未能像预期那样为股东创造股价增值，即没有正的价值创造效应之间的悖论。并购的股东价值创造效应是指银行并购给双方股东带来的价值影响。现有大多数研究分别测量目标方和并购方非正常收益，然而为了测量全部来自于并购的预期收益，必须分析以价值加权平均的目标方和并购方整体非正常收益。

Hanna和Wolken (1989) 运用事件研究法，通过对并购双方反常收益的加权重值进行分析，探究并购是否导致了新银行市场价值的提高而不仅仅是将财富在并购双方股东之间进行一次再分配，结果却表明没有明显的证据证明净财富会产生，而且市场对目标方为大银行的并购反应消极。

Cornett和Tehrani an (1992) 同时运用会计数据法和反常收益法两种方法，研究了发生在1982~1987年30个大型银行控股公司的并购。通过研究并购宣布前后价值加权的反常收益，他们发现并购双方的合并价值提升。他们还发现以市场价值计算的资产的现金流回报率，与价值加权的反常收益正相关，这些关系表明市场可能准确预测单个并购的最终收益。然而，总资产净收入率不是与价值加权的反常收益相关的变量之一。

Houston和Rynqaert (1994) 运用1985~1991年间153个银行并购交易样本，研究分析了自目标方被最初宣布为并购目标前四天宣布日的非正常收益。他们发现目标银行的平均反常收益率为14.4%，而收购银行的平均反常收益率为-2.3%。他们的研究同时发现，收购方在并购前的利润率越大，与被收购方的业务范围越重叠，收购方股票的价值增值越多，这种价值创造和重叠度的关系与并购后提高效率或增加市场力，从而带来并购后收益的预期是一致的。他们还证明了20世纪80年代在美国所进行的银行并购所取得的总体收益接近于0，支持了银行并购不能显著节省成本的观点。

Zhang (1995) 通过对美国数据的研究得出了与大多数反常收益研究不一致的结果。在1980~1990年发生的107起并购案例中，他的结论是并购导致总体价值的提升。并购双方的股票价格都在宣布前后上

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW
Uniting the Global Investment Community

insights... investment biography discover

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW
Uniting the Global Investment Community

insights... investment biography discover

升,但目标方股东获得的收益远大于收购方股东。当目标方相对于收购方较大或者并购双方存在较多的地域重叠时,并购引起的价值变化降低。

Madura和Wiant (1994)研究了并购宣布后较长一段时间的非正常收益。他们发现1983~1987年发生的152起交易样本中,并购方在宣布后36个月平均累积的非正常收益是负的,并且几乎每个月都是负的。并购方在宣布前后的价值损失是由于过度支付收购价格所致,然而并购方宣布收购后月份的负非正常收益,并不像是由于支付价格,更像是由于或者并购实现的收益与预期相比少,或者市场对并购效果的反向预期。

Pillhoff (1996)同时运用会计数据法和反常收益法研究了1982~1991年公开上市的48个银行的并购案例。他强调了以下几个问题:首先,研究结果应当以适合于银行组织的传统业绩计量方法为基础;其次,并购银行业绩的比较应考虑地理因素,因为不同地区的银行特点不同;第三,并购样本的数量要足够大,太少的样本不适宜分析研究。据此,他得出了和大多数研究文献相一致的结论。总的来说,并购并不能带来业绩的显著变化,经理们总体上不能通过并购创造价值,而且股价价值的平均总体变化也很小。

Toyne和Tripp (1998)检验了1991~1995年期间的跨州银行合并,结果发现被收购方的股票价值有所上升,收购方的价值有所下降,导致并购的总体股票价值下降。Kwan和Eisenbeis (1999)以美国20世纪90年代94起大银行的合并为样本,对并购的股票市场效应进行了研究,结果发现并购的公告效应并不明显,只有很少的证据表明股票市场对银行并购有正的反应。但是Becher (2000)却发现了正的加权市场价值效应。他检验了1980~1997年期间的558起银行并购,发现在36天的事件窗内90年代银行并购的平均收益,目标方显著为正,收购方也是正值且在统计上大于80年代中期的水平。但在11天的事件窗内,虽然目标方仍保持了显著的正收益,但收购方收益为负值,不过两种情形下的加权市场价值都有所上升。

Cybo-Ottonehe和Murgia (1996)研究了1988~1995年在13个欧洲市场上发生的金融服务企业(不仅是银行)的26个并购案例,结论同美国银行业的并购相类似,目标方的平均反常收益为正,而收购方基本上没有平均反常收益。与美国银行相比,欧洲金融机构的总体价值在宣布日的变化并不明显,而且,在并购宣布后一年的时间内(除去宣布后的前十天),并购双方总的价值也没有发生显著变化。之后(2000年)他们又以欧洲1988~1997年期间14个银行市场的54起大型银行并购为样本,建立了目标方和并购方的反常收益模型,运用Scholtes-Williams程序(1997)进行回归分析,发现交易公告期间,无论是收购方还是被收购方的一般股票市场价值都会有一个正向的显著的提高,结论与美国市场并不一致。他们指出其主要原因在于欧洲对金融产品多样化、产品地域扩张和数量扩张的限制以及对银行并购的管制较轻。全能银行占比较大,历史悠久等。他们在分析不同类型交易并购双方的组合反常收益时还发现,商业银行之间、银行与保险公司之间以及国内并购等并购类型13天的短期内市场反应是积极的和明显的。相反,与证券公司及国外机构的并购未获得一个积极的市场预期。

Becher (2000)发现了正的加权市场价值效应。他检验了1980~1997年期间的558起银行并购,发现在36天的事件窗内90年代银行并购的平均收益,目标方显著为正,收购方也是正值且在统计上大于80年代中期的水平。但在11天的事件窗内,虽然目标方仍保持了显著的正收益,但收购方收益为负值,不过两种情形下的加权市场价值都有所上升。

Beitel和Schierck (2001)对欧洲20世纪80~90年代发生的98个金融业的大型并购案例进行了研究,结果发现从平均水平上看银行并购创造了价值,不过同时还发现,自1998年以来银行收购方屡有负的反常收益。

(2)效率悖论。银行并购的效率悖论是指银行积极实施的并购行为与没有像预期那样提高银行的经营效率之间的悖论。

Srinivasan和Wall (1992)研究了美国在1982~1986年期间所有商业银行和银行控股公司的并购,他们发现并购并不能减少非利息成本。

Berger和Humphrey (1992)运用边界法对美国80年代资产超过10亿美元的银行并购进行实证研究发现,虽然在银行业中存在20%~25%成本的X-无效率,但银行并购并没有带来明显的X效率改进。他们虽发现非利息成本有明显的效率效应,但被并购的低效目标被高效的收购者收购后运营效率会得以改进的预期并没有实现。

De Yong (1993)同样利用边界法来研究银行并购成本效率效应,也得到同Berger和Humphrey同样的结论。但他发现当并购双方业绩较差时,并购能带来成本效率的改进。

Peristiani, stavros (1999)研究了美国银行兼并X-效率和规模效率的效应,在兼并后2~4年,X-效率有所下降,说明80年代兼并对于银行无利可图。技术的进步将会增加金融服务的规模经济,为通过并购改进成本规模效率提供了机会,尤其对大型金融机构。90年代对美国银行业合并的实证研究发现,合并具有提高成本效率的潜力(Akhavetnetal.1997),有学者(Berger,Mester1997)将此归结于技术进步,认为并购后的大金融机构更有利于使用金融工程技术和风险防范技术从而使绩效增加。

Ralston, wright&Gardenlivi采用边界分析法中的数据包络分析法(DEA)对1993~1995年发生在澳大利亚的31家信用社并购案进行分析,研究表明,并购不一定产生优于内部增长的效率改善。Avkiran也使用数据包络分析法(DEA)对澳大利亚1986~1995年的银行并购交易中的并购银行的经营效率、劳动生产率、赢利水平和平均相对效率进行检测以及首次对并购获利是否能传递给公众进行实证研究,结果表明,虽然并购方银行的效率通常高于被并购银行,但并购后并购银行并不总是能保持并购前的高效率。

Linder和Crane (1992)分析了新英格兰1982~1987年发生的47例州内银行并购的运营业绩,在47个样本中,25个是由同一银行控股公司所控制银行的内部合并。Linder和Crane收集了并购前一年双方的数据,并将它同并购后1~2年的运营业绩相比较,被并购银行业绩用和并购方在同一州的所有未并购银行的业绩进行调整。结果显示,并购并没有带来以资产净利息收入和非利息收入比率来表示的运营效率的提高。

Boyd和Graham (1997)研究了发生在1989、1990和1991年的157个小银行并购事件,这些小银行并购后存款总额均低于4亿美元。结果发现,并购可带来约11%的资产非利息费用率和资产成本率的节省,盈利能力也显著增强。

Berger (1999)分析1990~1995年美国银行并购对成本效率、标准利润效率和替代利润效率影响。他的结论表明银行并购创造了利润效率,对成本效率的影响却不大。原因在于银行的并购重组会通过合并分支机构、支付清算系统完善等获取技术进步方面的收益,但是这些收益会由于管理层对过大金融组织管理的困难、公司文化间的冲突和其他一体化整合中带来的负面效应而被抵消。

Huizenga (2001)等考察了1994~1998年欧洲52个横向银行并购的效率影响。他们研究了规模经济并同时测算了成本和利润的X-效率。结果表明,相对未并购银行而言,欧洲的并购银行存在显著的未被发掘的规模经济和X-效率。

Focarelli (2002)等分析了1985~1996年间意大利商业银行之间的并购。实证结果表明,由于贷款和费用收入增加,成本降低,合并银行的利润效率提高了,此外,收购银行改善了贷款组合的质量,并因此获得了更高的利润效率。

(3)风险降低悖论。风险降低悖论是指银行并购的实施导致经营的多角化(无论产品组合、地理分布)可以降低银行倒闭风险未能得到实证结论的支持。

一般认为,由于并购会导致银行规模变大,从而能更好地多元化,无论是产品组合还是地理分布都更加分散,因此可有效地减轻银行倒闭风险。但是通过对美国不同规模银行倒闭率的分析,并没有发现大银行较小银行倒闭少的证据。Boyd和Graham (1997)按照银行规模的不同,将银行划分为10亿美元以上的大银行和10亿美元以下的小银行两类,并且将“失败银行”定义为官方宣布为失败及接受政府以任何形式注入资金的银行。王保忠教授通过研究分析,得到不同规模银行失败率,见表3。就整个期间1971~1994年而言,小银行倒闭比大银行还稍微好一些,累积总的失败率分别为12%、17%。

研究证明,大银行的多元化并不能减少其失败风险,这是因为大银行在多元化后可能去冒新的风险。

另外, 尽管发现收益是有限的, 多元化收益也可从不同金融产品和服务的合并中获得。另一方面, 合并后一些银行转向一些风险较大的投资组合, 并且并购也增加了运营风险和管理的复杂程度。国内学者的相关研究主要有: 李靖霞和周小春(2002)对银行并购效率的实证分析方法进行了总结。向力力和李斌(2003)运用数据包络分析(DEA)对中国光大银行收购中国投资银行进行了分析, 发现并购后光大银行的效率经历了下降然后逐步恢复和提高的过程。王保忠(2004)比较了20年代后半期美国大银行并购前后四年左右财务指标, 由此判断美国银行并购的效率问题。他采用的财务指标有: (1)平均资产回报率; (2)平均股本回报率; (3)贷款损失准备/总贷款额; (4)不良贷款比率。结果表明, 并购这些财务指标并没有通过并购重组而得到明显的改善。陈璐(2004)对银行并购的效率(efficiency effects)的研究进行了梳理与评析。胡峰(2004)对银行跨国并购对效率的影响的研究进行了综述。周小春和孙振东(2006)运用财务比率分析法对新桥投资和广发发展进行了分析, 认为并购当年深发展的业绩有所提升, 但缺乏持续性。范小云, 李泽广(2005)对银行并购的创值悖论进行了经验解释并提出银行并购悖论的研究应关注银行并购重组的微观效应和重组行为的市场化与有效性, 这种思路是具有借鉴意义的。总的来说, 国内对银行并购悖论的研究还处于刚刚起步阶段, 局限于介绍国外银行并购效率的研究方法和研究成果, 或是引用国外的计量方法对国内银行并购案例的相关数据进行检验, 缺乏对银行并购后无效率的决定因素以及银行并购悖论的系统分析。

2. 相关文献对银行并购悖论的解释。一是从主导银行业并购重组行为的管理层着手分析的管理主义理论, 大致又分为经理人过度自负(hubris)和银行治理结构的代理问题。

(1) 过度自信(hubris)。该理论认为经理人存在过度自信和过度乐观的心理, 在对目标公司的价值估计过程中, 可能会由于对并购的目标公司价值估计过高或对并购后公司的价值估计过于乐观而产生超额支付的风险。在市场没有反映出被并购银行的全部经济价值时, 收购银行高级管理层对于并购过度乐观, 高估了自身的能力和智慧, 认为能从并购另一银行中获得收益, 增加股东财富, 从而愿意支付相对过高的股票价格。而实际上他们并不比其他人更有能力, 因此在银行并购提出和建议成功地被接受之后, 被收购银行的价值平均增加, 收购银行的价值平均减少, 但合并后两者的价值变化基本抵消, 总的价值变化并不明显。

(2) 委托——代理理论。该理论认为银行高层管理者的收入、晋升、权力以及地位等因素与银行规模的扩大的密切程度要比利润增加的关系更大。因此银行经营者往往以银行资产增加, 而不是以利润最大化或股东利益最大化作为经营目标, 即股东和经营者之间存在着委托-代理冲突。银行并购作为一种快速有效的资产扩张途径往往成为银行高层管理者进行资产扩张、追求个人价值的首选。二是对现有研究范式的批判与质疑。批评者认为现有的研究范式存在相当大的问题, 即有效数据缺乏与研究方法存在问题。持该种观点的人认为, 市场数据和会计数据本身的有效性掩盖了并购行为的真实影响。一是市场有效数据的缺乏左右了对会计数据的研究; 二是合并后的时间段选择对于获取收益额可能不够长, 合并的过度成本会掩盖并购刚完成时获得的运营收益, 特别是一些运营收益要经过一段时间才会得到或者反映到财务报告上去。而延长合并后的时间段选择这一做法也于事无补。此外, 研究者对样本选择的偏见也可能对数据的有效性产生影响。有效数据缺乏论对实证结果与持续的银行并购潮的不一致性提出了解释, 但是大部分研究者对这一解释持否定态度。他们认为数据的不纯洁性、样本选择的偏见以及时段选择存在的技术缺陷还不足以掩盖银行并购的实际效应, 也难以否定诸多研究人员的结论。三是金融霸权论。金融霸权(Financial hegemony)是霸权国凭借其压倒优势的军事、政治、经济和金融实力在国际货币体系中占据主导地位, 并将自己的意志、原则或规则强制性地整个体系推行, 从而获得霸权利润。金融领域内的巨头及其政治代表, 通过操纵资金流动, 迫使实际部门不得不依照他们的意志行事, 并且把大量利润拱手相让以至于破产(陈观烈1998)。金融领域内的巨头及其政治代表为了形成对金融业的超级垄断地位, 不断进行银行并购, 并且在合并时往往不计暂时的得失, 而志在长远。虽然该理论从一个崭新的角度解释了当今世界银行业, 尤其是美国银行业大规模并购现象的原因和动机, 为银行并购理论注入了新的活力。

三、国内外相关研究存在的不足及未来研究方向

(一) 国内相关文献的不足

一是对银行并购悖论的解释简单化、割裂化。银行并购是一项系统工程, 其悖论产生的原因是即可能是某一关键因素的作用, 也可能是多重因素共振的结果。银行并购过程实际上既是一个价值创造链, 也是一个风险链, 任何一个环节或几个环节的断裂都会关系到并购的成败或无效, 由此加大了并购操作的难度, 大大降低了并购成功的概率。这或许启发我们可以用风险投资的眼光看待银行并购, 出现并购悖论也就是再正常不过的了。二是对原因的解释不够深入、系统。如管理主义的解释, 缺少模型和实证分析。同时没有关注并购的微观效应和市场有效性及环境变量的影响。

(二) 未来研究方向

银行并购的悖论的研究对并购的微观效应应该予以计量分解。如并购的协同效应需要进行分解为经营协同、管理协同、文化协同、财务协同等各种微观效应, 并予以精确地计量, 目前限于方法、数据和模型均未解决。同时, 需关注市场环境、经济周期、监管政策的更替对银行并购的影响, 扩充银行并购的解释变量, 以局部全息、整体系统的分析思维来解构银行并购悖论。

参考文献:

- 【1】Weston J F, Chung K S, and Siu J A. Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance. Second Edition, Prentice Hill, Inc, 1998.
 - 【2】孙涛 王立杰 上市公司并购中目标公司的三段论定价方法研究 价格理论与实践 2002, (2) 53- 54
 - 【3】(美) 赛罗沃 协同效应的陷阱[M] 杨炯译 上海: 上海远东出版社 2000
 - 【4】Steinberg R Zangwill W I. The Prevalence of Baress' Paradox[J] . Transportation Science 1983 17 (3) 301 -318
 - 【5】王保忠 银行并购微观效应分析 财经问题研究 2004年第5期
 - 【6】孙奉军 银行并购理论评述 山东经济 2001年第9期
- (作者杨世坤系中南财经政法大学金融学院2006级博士生, 三峡大学经济与管理学院副教授/温泉供职于宜昌市商业银行会计结算部)

【评论】【推荐】

评一评

正在读取...



笔名:



评论:

【注】发表评论必需遵守以下条例:

- 尊重网上道德, 遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事法律责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留

[发表评论](#) [重写评论](#)
[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

- 言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
 - 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款



Copyright ©2007-2008 时代金融 [XML](#) [RSS 2.0](#)

EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: [经典风格](#)

云南省昆明市正义路69号金融大厦