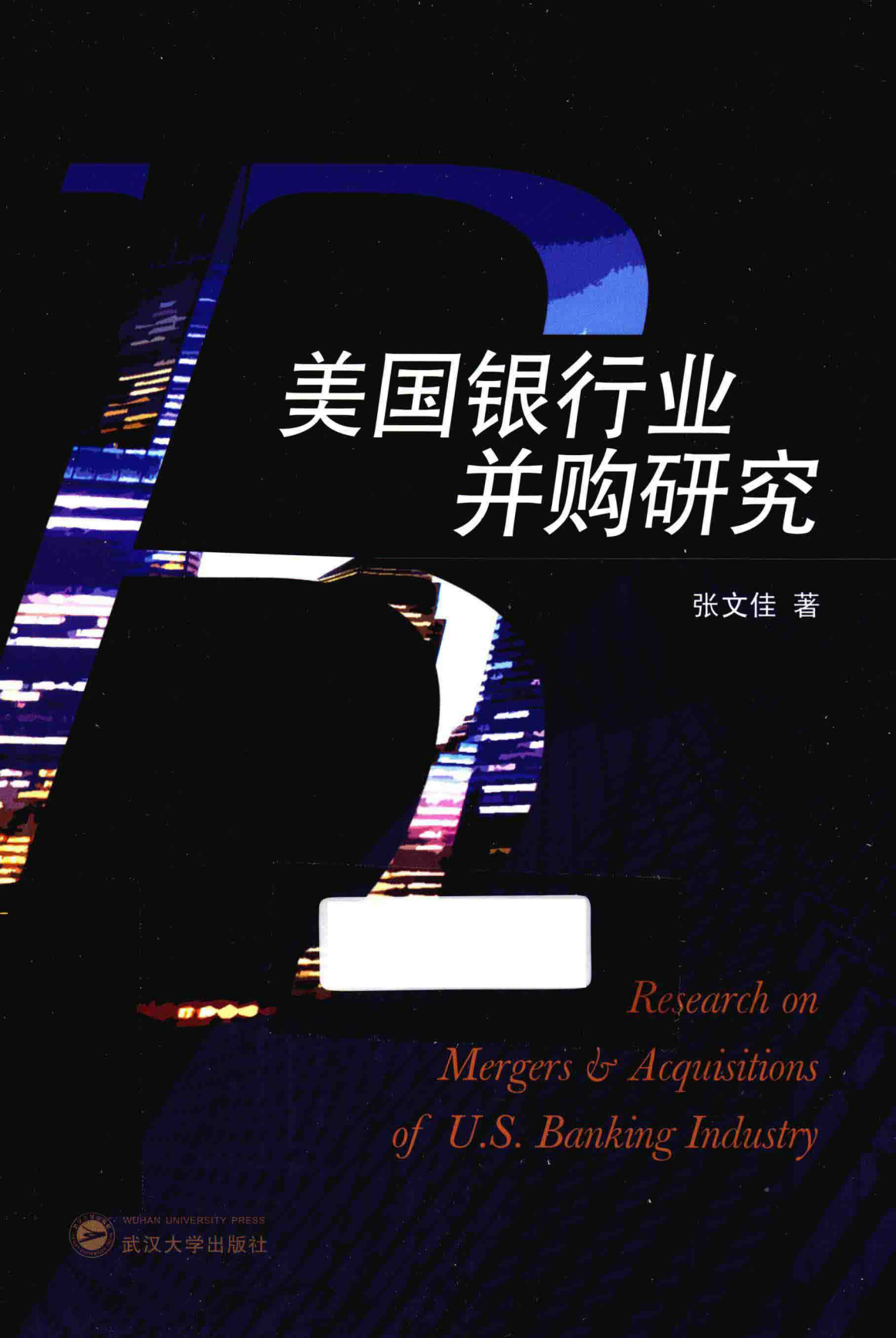




美国银行业 并购研究

张文佳 著

*Research on
Mergers & Acquisitions
of U.S. Banking Industry*



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

本书出版获得“中央高校基本科研业务费专项资金”资助

美国银行业 并购研究

张文佳 著

*Research on
Mergers & Acquisitions
of U.S. Banking Industry*



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国银行业并购研究/张文佳著. —武汉: 武汉大学出版社, 2016. 1
ISBN 978-7-307-15485-8

I. 美… II. 张… III. 商业银行—银行合并—研究—美国
IV. F837. 123

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 066992 号

责任编辑:詹 蜜 责任校对:汪欣怡 版式设计:马 佳

出版发行: **武汉大学出版社** (430072 武昌 珞珈山)
(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 武汉中远印务有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 16.25 字数: 246 千字 插页: 1 插表: 5
版次: 2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-307-15485-8 定价: 36.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

前言

在过去的一百多年间，美国企业总共经历了五次并购浪潮，分别发生在：20 世纪初、20 世纪 20 年代、20 世纪 60 年代、20 世纪 80 年代和 20 世纪 90 年代 (Gaughan, 1999)。伴随着美国的第二、第四和第五次并购浪潮，美国银行业也经历了三次大规模的并购浪潮。由于 20 世纪 80 年代末和 90 年代初美国有关银行业并购法律的逐渐放松，银行业并购高潮迭起，超强联合成为一个重要特征。20 世纪 90 年代上半期，美国银行业所发生的并购案占发达国家总量的 74.18%，所涉及的并购价值占发达国家总体交易价值的 54.11%。许多银行在这个时期通过并购成为巨型银行，并产生了“超级区域银行” (Super-regional Banks)。比如，从 1984 年至 1994 年，第一银行公司 (Bank One Corporation) 通过 50 起并购，资产从 91 亿美元增长到 889 亿美元，员工达 5 万人，在 12 个州有超过 1400 个营业网点。而国民银行 (Nations Bank) 通过大举并购，到 1995 年已成为美国的第三大银行，资产达 2000 亿美元，在 9 个州有 2000 个分支；其分支网络是当时美国银行业中最大的体系。1996 年，国民银行又继续分别收购了亚特兰大、圣路易斯以及佛罗里达的银行，其负责人也被称为“银行业的巴顿”。

经过 20 多年持续的大规模并购重组，美国银行业的市场结构发生了巨大的变化，巨型银行兴起，银行机构数量大幅度减少，银行分支大幅度增加。根据美联储的数据统计显示，1980 年美国共有 14434 家商业银行，到 2007 年减少到了 7293 家，几乎是原来的一半。在美国银行业机构数量不断减少的同时，银行分支机构数量不断增长。根据 FDIC 的统计，1980—2007 年美国各投保商业银行

机构的分支数由 38738 个增长到了 79115 个。到 2006 年,地域分布最广的美洲银行已在美国 31 个州设有分行。美国银行业中大银行的资产与存款规模也大幅提高。1985—2007 年,美国资产规模最大的 10 家银行在同行业资产总额中所占的份额由 24% 上升到了 53%;存款规模最大的 10 家银行在同行业存款总额中所占的份额由 22% 上升到了 49%。

在西方经济学理论中,研究企业并购的理论很多。传统公司金融理论是以“理性经济人假设”为前提的。以价值管理为核心的传统公司金融基于三个假设:人的行为是理性的,资本资产定价模型(CAPM)和有效市场假说(EMH)。随着金融市场上各种异常现象的累积,模型和实际的背离使得现代金融理论的理性分析范式陷入了尴尬境地。20 世纪 80 年代,行为金融理论悄然兴起,借助“心理偏差”和“有限理性”两块重要基石,动摇了资本资产定价模型(CAPM)和有效市场假说(EMH)的权威地位。行为金融理论认为,证券的市场价格并不仅由证券内在价值所决定,还在很大程度上受到投资者主体行为的影响,即投资者心理与行为对证券市场的价格及其变动具有重大影响。

到目前为止,尽管学者已经对银行业并购的各种动机进行了研究,但在关于银行业并购的相关文献中,却很难找到令人信服的证据证明收购方为股东创造了价值、降低了成本或者改善了盈利能力(Berger, Saunders, Scalise 和 Udell, 1998)。同样,缺少证据支持银行能够从经营范围的扩张中受益(Berger 和 Ofek, 1995)。因此,银行为什么要进行并购的问题依然值得研究,本书的目的也在于此。

始于 2007 年的金融危机过后,人们普遍相信这是银行缺乏有效风险管理带来的恶果,因而对于银行并购可能受到各种非理性心理影响的担忧看起来就更加具有合理性。本书将采用实证分析,从行为金融学的角度对美国银行业的并购动因及并购浪潮的成因进行全面研究,具体探讨银行业并购是否受到了股票市场和管理者非理性心理的驱动。本书将分别从高级管理人员的嫉妒心理、赌博心

理、股票市场的错误定价等方面对美国银行业的并购动机和并购浪潮的成因进行实证研究，相信不仅会对银行业并购的理论研究，而且会对银行业的监管、管理人员的薪酬设计及其战略选择具有指导意义。

本书是在我博士学位论文的基础上修改而成的。2011年我从美国 Old Dominion 大学毕业之后，一直想将自己博士阶段的学习成果出版，但因为需要对原文进行大量的翻译和修改工作，中间断断续续，一直拖延至今。让人欣慰的是，目前第二章和第三章的研究内容已分别被金融领域的国际学术期刊 *European Financial Management* 和 *Review of Behavioral Finance* 录用，即将于 2015 年度刊登。第三章和第四章的主要内容已经分别发表于 2013 年第 5 期 *Review of Behavioral Finance* 和 2014 年第 6 期的 *International Journal of Economics and Finance*。

回想起自己在异国他乡的五年求学经历，心中感慨良多。那时，时间走得很慢。初到美国时，经常清晨醒来，望着窗外的湖面，感到无比的冷清和迷茫，泪水不觉间滑下脸颊。那时，时间又走得很快，忙碌的一次次考试让我在不知不觉间跨过了三十岁生日，而正是那个秋天，我终于顺利通过了为期三个多月的博士生资格考试，并在来到美国之后第一次搭上了回国休假的飞机。跨过语言、学习方法、考试和研究的道道难关，感觉自己少了很多的活力和锐气，却有了更多踏实的态度和对生活的包容。

借此机会，我要深深地感谢我的导师 John A. Doukas 教授，他也是我本书第二、第三、第四章内容的合作作者。在美国求学的五年间，他在我的求学和科研道路上给予了我悉心的关怀和指导。他对学生的要求可谓苛刻，还记得我经常因为数据处理的严谨性而受到他的质疑，也曾因为文章数据表格的规范性被他批评。但他深刻的思想、严谨的治学态度和做人的真实坦诚，却让我耳濡目染、终生受益。

我还要感谢我的父母和兄长，没有他们的无私帮助，我也不可能到美国求学并完成学业。我同样要感谢我的丈夫和那些一直支持

我的朋友，让我更加坚定地在自己选择的人生道路上行走。最后，感谢北京大学光华学院博士生张林同学帮助我翻译了第五章的内容。

张文佳

2014 年 10 月于北京

目 录

第一章 导论	1
一、选题背景：美国银行业的三次并购浪潮	1
二、关于银行并购的传统金融解释	3
三、并购的行为金融学解释	9
四、研究思路与内容安排	13
第二章 嫉妒心理驱动的银行业并购浪潮	17
一、关于并购浪潮的研究概述	17
二、嫉妒心理与美国银行业的并购浪潮	23
三、本研究的实证假设	26
四、并购浪潮的测量	37
五、样本描述	40
六、实证分析结果	42
七、本章小结	84
第三章 股票错误定价、管理者薪酬激励与美国 银行业并购	88
一、关于美国银行业并购动机的理论概述	88
二、股票错误定价驱动的并购	93
三、管理者的薪酬激励	96
四、实证研究的方法与数据	96
五、相对估值与并购特征	102
六、多元回归分析	125

七、关于管理者薪酬激励的实证结果.....	130
八、关于本章实证结果的讨论.....	137
九、本章小结.....	141
第四章 管理者的赌博心理：基于银行并购.....	142
一、前景理论与概率加权.....	142
二、本章研究思路.....	148
三、实证研究假设.....	151
四、变量构造.....	153
五、数据统计.....	158
六、实证分析结果.....	158
七、本章小结.....	190
第五章 多元化、并购与监督效应.....	192
一、多元化战略与银行并购.....	192
二、目标银行对收购方银行的监督效应：收购上市与 非上市银行.....	199
三、数据描述.....	201
四、研究方法.....	205
五、实证结果分析.....	206
六、本章小结.....	219
附录.....	221
参考文献.....	232

第一章 导 论

一、选题背景：美国银行业的三次并购浪潮

经济全球化是当前世界经济的重要特征，是无法阻挡的历史潮流。兼并和收购(Mergers & Acquisitions, 以下简称并购)已越来越成为全球经济的主战场，成为推动现代企业成长的一个主要方式。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格勒曾在《通向垄断和寡占之路——兼并》中指出，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，“没有一家美国大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的”^①。而银行业的并购在金融业的发展中始终占据着重要地位。随着全球金融业务的自由化和金融市场的一体化步伐的加快，众多的国际金融集团为增强自身的竞争实力，不断地合并、重组，以期在全球金融市场一体化的进程中占有一席之地。

美国第二次企业并购高潮出现在 1919—1930 年，有近 12000 家涉及公用事业、制造业和采矿业的企业被并购。其中，85%的并购以纵向兼并形式为主，即把一个部门内各环节的企业兼并到一起，形成一个统一运行的联合体。此时，银行业也首次出现了并购高潮，一些商业银行为了规避美国相关法律对跨州银行业务经营的限制，采用持股建立持股公司的方式，控制一些形式上独立的商业银行。1921—1925 年每年发生约 350 起银行并购，1929 年达到 500

^① [美] G. J. 斯蒂格勒. 产业组织与政府管制[M]. 上海：三联书店，1996：3.

起。由于银行倒闭与银行并购，美国的银行数目由 1919 年的大约 29120 家下降到 1929 年的 25330 家^①。

20 世纪 70 年代开始的以信息技术为中心的新技术革命对经济和金融都产生了重要影响，推动了出现在 20 世纪 80 年代的第四次企业并购浪潮。不少交易的规模空前，由金融机构支持下的杠杆收购是这次并购高潮的主要手段。随着银行业管制的放松、金融市场的发展以及技术的进步，美国商业银行的经营环境发生了巨大的变化，银行业继承了 20 世纪 60 年代兴起的持股并购模式，逐渐形成第二次并购高潮，越来越多形式上独立的中小银行被大银行并购，成为其分支机构。仅 1979 年，美国就有 217 家独立的银行成为大银行的分行。到 1979 年美国共有 36403 家银行分支机构，此数量是 1947 年的 818 倍，1960 年的 1154 倍。表 1-1 报告了 1970—1989 年美国银行业各年度的并购事件数。

表 1-1 1970—1989 年美国银行业的并购事件数

年份	事件数	年份	事件数
1970	155	1980	136
1971	103	1981	232
1972	126	1982	310
1973	102	1983	457
1974	126	1984	418
1975	99	1985	504
1976	144	1986	327
1977	161	1987	531
1978	182	1988	594
1979	235	1989	409

来源：美国联邦储备保险公司各年度报告 (Annual Report of the FDIC and Quarterly Banking Profile)。

① 王志军. 欧美金融发展史[M]. 天津：南开大学出版社，2012.

美国企业的第五次并购浪潮规模巨大,影响广泛,涉及计算机、电信、金融、制造、媒体、交通等国民经济的众多领域,其中以银行业最为瞩目。随着美国第五次并购浪潮的到来,银行业也迎来了第三次并购浪潮。美国银行业不断掀起的并购高潮,改变了美国银行业银行数量多、规模小的传统格局,呈现出银行业加速集中化的趋势。在整个 20 世纪 90 年代,美国银行业每年发生数百起并购案,是国际银行业并购中最具代表性、最重要的组成部分,并在很大程度上影响着世界金融业的格局。表 1-2 列出了 20 世纪 90 年代以来美国银行业的十大并购案,交易规模均达到了 100 亿美元以上。

经过 20 多年持续的大规模并购重组,美国银行业的市场结构发生了巨大的变化,巨型银行兴起,银行机构数量大幅度减少,银行分支大幅度增加。根据美联储的数据统计显示,1980 年美国共有 14434 家商业银行,到 2007 年减少到了 7293 家,几乎是原来的一半。在美国银行业机构数量不断减少的同时,分支机构数量不断增长。根据 FDIC 的统计,1980—2007 年美国各投保商业银行机构的分支数由 38738 个增长到 79115 个。到 2006 年,地域分布最广的美洲银行已在美国 31 个州设有分行。美国银行业中大银行的资产与存款规模也大幅提高。1985—2007 年,美国资产规模最大的 10 家银行在同行业资产总额中所占的份额由 24% 上升到了 53%;存款规模最大的 10 家银行在同行业存款总额中所占的份额由 22% 上升到了 49%。

二、关于银行并购的传统金融解释

在西方经济学理论中,研究企业并购的理论很多。大部分并购的原因较为复杂,很少出于某一单一的原因进行并购,因此,一种理论或者模型并不能全面概括企业或者银行的并购现象。以价值管理为核心的传统公司金融基于三个假设:人的行为是理性的,资本资产定价模型(CAPM)和有效市场假说(EMH)^①。关于银行业并购

^① Shefrin, H. Behavioral Corporate Finance [J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 14(3): 113-114.

表 1-2 美国银行业的十大并购事件(单位:百万美元)

排序	交易宣告日	收购方	被收购方名称	交易规模 (单位:百万美元)
1	19980413	国民银行(Nations Bank Corp., Charlotte, NC)	美国银行(Bank America Corp.)	61633.40
2	20031027	美国银行(Bank of America Corp.)	波士顿银行(Fleet Boston Financial Corp., MA)	49260.63
3	19980413	第一银行(Bank One Corp., Columbus, Ohio)	第一芝加哥国民银行(First Chicago NBD Corp.)	29616.04
4	20001004	第一星银行(Firststar Corp., Milwaukee, WI)	美国合众银行(US Bancorp.)	21084.87
5	19971118	第一联合银行(First Union Corp., Charlotte, NC)	核心州金融公司(CoreStates Financial Corp., PA)	17122.23
6	19970829	国民银行(Nations Bank Corp., Charlotte, NC)	巴尼特银行(Barnett Banks, Jacksonville, FL)	14821.72

续表

排序	交易宣告日	收购方	被收购方名称	交易规模 (单位:百万美元)
7	19980317	华盛顿互惠银行(Washington Mutual, Seattle, WA)	Ahmanson 家庭储蓄公司(HF Ahmanson & Co., Irwindale, CA)	14724.96
8	20010416	第一联合银行(First Union Corp., Charlotte, NC)	美联银行(Wachovia Corp., Winston-Salem, NC)	13132.15
9	19990430	第一星银行(Firststar Corp., Milwaukee, WI)	国家商业银行(Mercantile Bancorp, St Louis, MO)	10640.49
10	19950828	化学银行(Chemical Banking Corp., New York)	大通曼哈顿银行(Chase Manhattan Corp.)	10439.78

来源:根据 SDC 的并购数据整理得出。

的动因，主要适用的传统金融理论有规模经济理论、多元化经营、市场优势理论和委托代理理论。

（一）规模经济理论

规模经济理论是西方经济学家解释企业并购动因的最早理论之一。规模经济(Economies of Scale)是企业因扩张而获得的成本上的优势，主要指供给方面的变化，例如扩大或缩小单个产品的生产规模带来的效率提高^①。该理论认为，企业并购可以将许多生产单位置于同一企业的领导下，谋求平均成本的下降。对于银行业来讲，它指随着银行业务规模、人员数量、机构网点的扩大而发生的单位运营成本下降，单位收益上升的现象。

产权组织理论认为，银行天生具有很强的规模经济效应。对于一般企业，规模经济的形成受到社会对产品总体需求数量、产品规格、款式和质量等不同偏好的约束。而对银行来说，此类限制相对少得多，货币和资本具有同质性，这决定在不存在资源约束的假设条件下银行具有无限的拓展空间。银行的规模经济主要来源于市场营销实力的增强、管理费用的下降和研究开发力量的优化组合等。

有研究从财务协同效应的角度对银行并购进行了解释，认为并购会带来较低成本的内部融资和外部融资，并指出那些拥有大量内部现金流却投资机会较少的银行与拥有较少现金流量却投资机会较多的银行合并，可以得到内部资金成本优势^②。处于不同发展阶段的银行联合在一起，许多银行可以利用本银行自身的管理能力，通过并购使其向目标银行溢出，从而使并购双方银行的管理水平都得到提高，实现双方管理上的协同效应。规模经济理论对银行横向并购具有一定的解释力，但无法解释混合并购以及为什么许多大银行

① Panzar, J. C., Willig, R. D. Economies of Scale in Multi-Output Production [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1977, 91(3): 481-493.

② Nielsin, J. F., Melicher, R. W. A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premium [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1973, 8: 139-162.

已经达到其最佳规模后还要进行大规模的并购行为^①。

(二) 多元化经营理论

与规模经济相对应的是范围经济(Economics of Scope), 则指需求方面的变化(例如对不同产品营销范围和分销渠道的变化)所带来的效率提高。范围经济是采用某些营销策略, 如捆绑销售(Product Bundling)、组合销售(Product Lining)和品牌系列销售(Family Branding)的主要原因之一^②。当收购银行和被收购银行业务不同时, 往往会出现范围经济。银行通过并购能达到多样化经营的目的, 包括提供多样化的产品和服务, 实现地域上分支机构的扩散, 持有并经营收益相关程度较低的资产。理论上, 一家企业同时拥有多个业务分支有利于提高经营效率、增强债务能力和降低赋税。多样化经营可以降低银行的破产概率、降低期望的税负和增加回报的稳定性, 从而提高公司价值。

同样, 多元化经营也面临一些潜在成本: 更多的使用可自由支配的资源进行没有价值的投资、使用表现出色的业务分支的资源交叉补贴表现不佳的分支以及公司总部与分公司管理人员激励机制上的不一致。关于多元化经营对公司价值的总体影响, 目前还没有一个明确的结论^③。

(三) 市场优势理论

市场优势理论(Market Power)认为, 银行通过并购可以减少竞争对手, 增强对市场经营环境的控制能力, 提高市场占有率, 并增加长期盈利机会。尤其是在遭受外资银行强烈渗透和冲击的情况下, 国内银行往往通过并购组成大的银行, 以对抗外来竞争。作为依赖公众信心而生存的银行业, 规模大小对其竞争优势具有决定性

① Williamson, O. E. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, A Study in the Economics of Internal Organization* [M]. New York: The Free Press, 1975.

② Panzar, J. C., Willig, R. D. Economics of Scope [J]. *American Economic Review*, 1981, 71(2): 268-272.

③ Berger, P. G., Ofek, E. Diversification's Effect on Firm Value [J]. *Journal of Financial Economics*, 1995, 37(1): 39-65.

的影响,规模越大,就越能赢得客户的信任,同时也提高了其市场占有率。这一理论为银行扩大规模、增强竞争力提供了依据,也是解释在经济全球化、自由化条件下各国金融业大规模并购的重要理论之一。

(四) 委托代理理论

代理关系指由委托人与代表委托人进行工作的代理人订立的契约^①。如果委托人和代理人都是效用最大化的追求者,那么就有理由相信代理人不会总按委托人的利益而行事。由此而产生的代理成本包括:构造一系列合约的成本;委托人对代理人行为进行监督和控制的成本;代理人保证进行最优决策,否则就将次优决策的后果保证给委托人以补偿担保成本;剩余损失,即由于代理人的决策和委托人利益最大化的决策之间存在偏差而使委托人遭受的损失。从代理理论角度对并购的解释主要包括降低代理成本假说和自由现金流量假说。

代理问题可以通过一些组织和市场方面的机制来得到有效控制,如公司对决策管理和决策控制进行分离。一些报酬安排和管理者市场也可以使代理问题得到缓解。但当上述机制不能有效控制代理问题时,并购能够成为这一问题的外部解决机制^②。如果目标企业的管理层因为无效率或代理问题导致经营管理不善,就会面临着被收购的威胁。并购的存在可以对经理人产生一种无时不在的威胁,这种威胁有助于约束经理人,进而产生对经理人的激励作用。通过并购获得控制权可以减少目标企业的代理问题,这只能说明并购对目标企业的作用,并不能说明并购企业的根本动因^③。

① Jensen, M. C., Meckling, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.

② Fama, D. C., Jensen, M. C. Separation of Ownership and Control [J]. *Journal of Law and Economic*, 1983, 26(2): 301-325.

③ Manne, H. Mergers and the Market for Corporate Control [J]. *Journal of Political Economy*, 1965, 73: 110-120; Marris, R. *The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism* [M]. London: Macmillan, 1964.