

银行危机并购的实证分析

彭扶民

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 在过去的二十年里, 全球经济一直遭受金融危机的冲击。银行并购作为银行发展的一个主要方式, 它也常常被指责是导致金融危机的一个根源。然而, 在金融危机中, 政府常常鼓励甚至强迫银行进行并购重组。本文开创性的提出银行危机并购这一概念, 主要从实证的角度对政府主导型与市场主导型银行危机并购进行分析, 得出银行危机并购的经验、教训。

关键词: 银行并购; 金融危机; 政府主导型并购; 市场主导型并购

引言

在 2007 年, 由美国次贷危机引发的金融海啸不仅对全球经济造成影响, 也使得第三次银行并购浪潮戛然而止。从 ZEPHYR 公布的数据来看, 全球并购额在 2007 年达到高峰, 2008 年出现锐减。从下表中我们可以看出, 2008 年全球企业并购无论是从交易数目还是交易量上看都发生了锐减, 交易额同比下降约 36%。与此同时, 政府主导的并购正在扩大, 并购市场上“充斥”着大量被动并购, 其中包括政府促成的银行和保险公司之间的并购。一些受危机影响比较小的国家, 如中国和日本, 逐步成为收购的主角。

表 1 全球并购数目和价值额

年份	并购数目	总交易量 (单位: 百万美元)
2008	53 889	3 980 257
2007	72 999	5 581 808
2006	69 532	4 357 694
2005	64 864	3 404 630
2004	55 342	2 415 044
2003	42 533	1 835 791

资料来源: ZEPHYR (2008)

事实上, 在历次金融危机中, 如 1994 年墨西哥金融危机、1997 年亚洲金融危机、1998 年俄罗斯债务危机、2002 年阿根廷金融危机, 政府主导的银行并购都占了相当大比例。危机背景下的银行并购行为不能仅仅用传统银行并购理论来解释。因为传统银行并购理论将并购视为银行发展的一个主要方式, 其研究主要集中于银行并购的动因、风险与绩效。对于危机背景下的并购而言, 生存是第一位的, 其次才是发展。而且, 政府也不会坐视不管, 他们往往将银行并购作为应对危机的一个措施并对银行并购进行干预。

对于危机背景下的银行并购, 有几个问题是值得重视的: 作为银行并购的一种特殊模式, 危机背景下的银行并购具有哪些特征? 与传统银行并购相比, 这类并购的动因有什么不同? 银行并购经常被当作应对危机的一个政策措施, 那它能起到降低风险、增强金融体系稳定的作用吗? 如何对这类并购进行评价? 为了回答这些问题, 本文将这类极端环境下的银行并购行为并购界定为银行危机并购, 主要从实证的角度对其进行研究。

一、概念界定

在面临银行业危机的时候, 银行之间往往会进行并购重组意图渡过难关。这种在危机背景下发生的并购行为同银行业处于健康情况下的并购是不同的。为了研究的方便, 我们将这一类并购定义为银行危机并购。

这里我们将银行危机并购的概念界定为: 在一经济体银行面临危机时, 银行之间进行的并购重组行为。还需要一提的是, 这里的银行定义为以传统的吸收存款、发放贷款为核心业

务的机构。由于混业经营的影响，并购往往会涉及保险公司和投资银行等非银行金融机构，但是本文的重点在商业银行上。

另外，根据政府在银行危机并购中发挥得作用，我们将银行危机并购分为政府主导型银行危机并购和市场主导型银行危机并购两种。政府主导型银行危机并购，在一些文献中也称为“guided merger”或“government-led merger”。这种并购的特点是主动权掌握在政府手里。在大多数金融危机中，我们都可以看见政府主导型银行并购的例子。只是有的时候政府是直接强制问题银行进行并购重组，而有的时候则准许问题银行自主选择并购重组对象，但主动权始终掌握在政府手里。市场主导型银行危机并购指，在危机背景下，并购双方收购方按照市场规则自主实施的并购行为，政府在其中不发挥作用或作用极为有限。这种并购同我们平时谈的经济体处于健康状况下的银行之间的自发并购行为有很大的相似之处，其动因根本上说是追求利润最大化。两者之间的区别在于：第一，如果不是发生在危机背景下，收购方出于成本方面的考虑可能不会实施收购行为，因为危机背景下收购可能更便宜；第二，如果不是因为危机，被收购方可能并不会认同收购行为，收购仍然不会发生；第三，如果没有危机，监管当局可能不会批准收购方的并购行为。

二、政府主导型银行危机并购

在大多数发生金融危机的国家，政府一般都会对银行并购进行干预，但不同国家干预的方式有所不同，其效果也差别很大。从国家干预理论的演进来看，现在主流的观点都不反对国家干预，但干预的方式却存在很大争议。1997 年亚洲金融危机之后，马来西亚政府对本国银行实施的强制并购为我们提供了一个可观测的案例。这个极端案例同其他较为温和的银行体系重组（如韩国）之间的比较，能够得出一些很有益的启示。

（一）政府主导型银行危机并购的理论基础：国家干预理论

1. 古典经济学派的政府与市场

1776 年亚当·斯密对政府与市场的关系进行了界定，认为政府不需要运用法律和行政对个人经济活动进行干预，只要做好经济活动的“守夜人”就行了。1803 年萨伊在其著作《政治经济学概论》中阐述了萨伊定律，即在社会分工的条件下，供给本身创造了自身的需求，政府不需要对生产做出限制，因为生产者更关心自身利益。

2. 市场失灵与凯恩斯的国家干预主义

在 20 世纪 30 年代大萧条的严重影响下，很多人认为资本主义制度已经失败了，只能转向计划经济才能摆脱大萧条。而凯恩斯的代表作《就业、利息和货币通论》为政府干预经济提供了理论基础，他并未否定自由市场制度，承认市场配置资源的基础性作用，只是在“看不见的手”的基础上引入了一只“看得见的手”。

二战后，以萨缪尔森为代表的一批经济学家对凯恩斯的理论和以马歇尔为代表的新古典经济学进行了综合，形成了所谓的新古典综合派。新古典综合派将一系列凯恩斯理论基础上的成果综合在一起形成宏观经济学，而传统的经济学理论则称为微观经济学。

20 世纪 30 年代到 20 世纪 70 年代初是凯恩斯主义国家干预理论的黄金时期，它不仅在西方经济学界占据主导地位，也是西方各国制定宏观经济政策的主要理论依据。

3. 政府失灵与新自由主义

20 世纪 70 年代，西方主要资本主义国家陷入“滞胀”局面。在这种情况下，一些学者主张回归古典自由主义，新自由主义思想逐渐成为潮流。另外，随着经济全球化的发展，自由贸易、减少国家经济干预的呼声越来越高，这也为新自由主义的兴起起到了推动作用。

新自由主义流派很多，由于学派林立，分歧是在所难免的，但是新自由主义各学派在发挥市场作用，反对政府过度干预上是一致的。大体来说，新自由主义的主要观点包括以下一些：(1)认同“看不见的手”的自发调节作用；(2)资源的有效配置只能依靠市场；(3)承认市

场本身存在缺陷,但不主张通过政府干预来解决这种缺陷,认为解决市场缺陷的方法是一些制度性措施,如明晰产权等; (4)反对政府干预,认为存在“政府失灵”理论。¹

20 世纪 80 年代之后,新自由主义思想在全球得到广泛实践。要注意的是,新自由主义并不是古典自由主义的单纯回归。新自由主义并不是不重视政府干预,其研究重点侧重于如何克服政府干预的无效性,提高政府干预的效果。

4. 现代国家干预理论

由于 20 世纪 70 年代凯恩斯主义受到普遍质疑,一些学者开始了对凯恩斯主义的修正工作,逐渐形成了新凯恩斯主义流派。这些修正工作的一个主要内容就是确立凯恩斯主义经济理论的微观基础。新凯恩斯主义学者采用工资、价格粘性模型论述了劳动力市场和产品市场的非出清情况,采用信贷配给理论论述了信贷市场上的非均衡,引用预期理论论述了货币的非中性。在此基础上,新凯恩斯主义继续坚持原凯恩斯主义宏观经济政策思想,认为市场不能自动回复到均衡水平,政府干预是必要的。新凯恩斯主义的代表人物主要有 Gorge Akerlof、Jane Yellen、Oliver Blanchard、Joseph Stiglitz、Ben S. Bernanke 等。20 世纪 90 年代,拉美金融危机、亚洲金融危机等一系列灾难性事件表明了新自由主义实践的失败,新凯恩斯主义逐渐兴盛。

新凯恩斯主义在政府干预理论方面的研究以斯蒂格利茨为代表。斯蒂格利茨在其著作《政府在经济中的作用》中,对政府干预的理论基础、干预的范围、干预的方式等问题进行了详细阐述。

(二) 政府主导型银行危机并购的极端情况: 马来西亚银行并购案例

1. 马来西亚银行业并购重组的背景

1997 年泰国泰铢的贬值引发了一场金融雪崩,亚洲大片地区被压在了积雪之下。作为受危机影响最大的五个国家之一²,马来西亚持续的经济高速增长中断了,经济处于全面萧条之中。危机爆发后,马来西亚政府最初推出的改革方案是实行紧缩性财政政策和货币政策。但是这些政策并没有帮马来西亚摆脱危机,其经济反而陷入萧条。

1998 年 6 月,马来西亚政府放弃了紧缩性政策,开始采用扩张性政策刺激经济。在这些政策措施中,政府推行的本国银行与金融机构全面合并的计划尤其具有特殊。1999 年 7 月底,马来西亚政府强制要求本国 58 家本资银行与金融机构按照中央银行选定的 6 家主导金融机构名单进行合并,揭开了马来西亚银行业并购重组的序幕。这是一场典型的行政型银行危机并购,政府在并购过程中发挥了主导作用。

2. 并购的方案

1999 年 7 月底,马来西亚中央银行宣布了并购的方案,要求国内 56 家本资银行与金融机构同政府选定的 6 家主导金融机构进行合并。这一方案出台之后遇到了不小的阻力。银行各界认为并购方案期限定得过死,时间仓促,且政府指定 6 家主导银行的做法欠缺公平。马来西亚政府修订了并购方案,并于 1999 年 10 月公布了修改后的方案。

修订后的方案不再硬性规定主导银行的数目,允许银行与金融机构自行选择合作对象与主导机构。方案规定,所有本资银行与金融机构须在 2000 年 1 月底以前向中央银行呈报合并计划书,合并后新形成的金融集团的股东基金至少须达 20 亿。如果银行有充足理由无法遵守合并期限,政府也不会强制执行合并计划。

为保证合并的有序进行,马来西亚中央银行制定了银行机构合并的估价方法,规定非上市银行的估价将以调整后资产净值和潜在获利能力为计算基础,而上市银行则根据 3 个月的加权平均市值为基础。如果主导和非主导机构双方同意采用另一种估价方式则可以不运用该

¹ 斯蒂格利茨. 政府为什么干预经济: 政府在市场经济中的角色. 北京: 中国物资出版社, 1998. 转引自周中林. 市场自由与政府干预的理论与实践. 山东社会科学, 2007 (1)

² 一般认为 1997 年亚洲金融危机影响最大的五个国家为泰国、韩国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾。

估价方式。

3. 马来西亚银行业并购重组的特点

(1) 政府主导，危机催动

马来西亚的银行业并购重组毫无疑问属于政府主导型并购。并购的主动权始终掌握在政府手里，即使是后来的修订方案中增添了市场的因素，政府政策仍然决定了并购的大多数方面。1997 年的金融危机则在并购中扮演了催化剂的角色。一方面，受危机严重影响的金融机构希望通过并购避免破产清算的命运；另一方面，马来西亚政府也希望通过并购来维持本国金融体系的稳定并增强本国银行业的竞争力。

(2) 防范风险是第一位的，提高效率则处于次要地位

尽管马来西亚政府宣称并购的主要目的在于提高银行业的经营效率，但从事后的结果来看，防范风险的动因远远超过了提高效率。Rubi Ahmad、Mohamed Ariff、Michael Skully(2007)³对马来西亚银行并购前的特征与成为收购行(即主导银行)的可能性直接的关系进行了研究。他们的研究结果表明：(1) 在马来西亚银行业并购案中，大银行往往更容易成为收购行，这同其它银行并购案例是一致的。但是，令人惊讶的是，经营效率低的大银行也有很高的概率成为收购行。这同以往的研究是不同的，以往的研究结论一般是效率高的银行收购效率低的银行。这也说明了在马来西亚并购案中，效率并不是第一位的。(2) 风险低的银行容易成为收购行，濒临破产的银行容易被收购。不论是马来西亚政府最初指定的 6 家主导银行，还是后来银行自主选择形成的 4 家主导银行，都体现了这一特点。

(3) 跟政府关系密切的银行容易成为主导行

Rubi Ahmad 等人的研究还有一个结论就是，与政府关系密切的银行更容易成为主导行。Rubi Ahmad 等人用银行的产权特征和主要股东与马来西亚政府官员的关系来确定银行与政府的关联程度。他们的研究结论同其他学者提出的“裙带资本主义”的看法比较一致。

4. 马来西亚银行业并购重组的效应

(1) 降低风险效应

马来西亚银行并购在降低风险方面取得了不错的效果。从 Rubi Ahmad 等人的分析中可以看出，在马来西亚银行并购进程中，不论是马来西亚政府指定的主导银行，还是后来银行自主选择形成的银行集团，都体现了降低风险的思路。在并购进程中，马来西亚政府通过资产管理公司的运作以及企业债务重组等方法为银行体系降低风险创造了条件。多家国际评估机构也逐渐提高了马来西亚银行的信贷评级，这也是对马来西亚银行业改革的肯定。

(2) 效率改善效应

对于国内的银行并购，马来西亚中央银行认为取得了很大的成就。马来西亚中央银行在 2001 年的报告中指出，通过并购，马来西亚银行在新技术采用、产品创新、营业效率改善以及风险管理水平等方面都取得了很好的效果。

但是，大多数学者的研究结论却与马来西亚官方的观点相反。大部分的研究都认为马来西亚银行并购在提高效率方面并没有明显的证据。Mat-Nor 和 Hisham(2003)用 DEA 分析方法对马来西亚银行 2000~2001 年的经营情况进行了分析，其结果表明并购并没有给 10 家商业银行带来显著的效率改善。Allen D.和 V. Boobal 用 DEA 方法对马来西亚银行并购前后的效率进行了比较，他们的研究发现马来西亚银行在并购后的第一年普遍面临效率降低的情况。他们认为这可能是由于经营规模的突然扩大导致银行在经营管理上出现很多问题，从而引起效率的普遍下降。Krishnasamy、Ridzwa 和 Perumal(2004)的研究结果则与他们相反。他们同样用 DEA 分析方法对马来西亚银行 2000~2001 的情况进行分析，结果发现 10 家银行中有 8 家经营效率的得到提高。

³ Rubi Ahmad、Mohamed Ariff、Michael Skully. Factors determining mergers of banks in Malaysia's banking sector reform. *Multinational Finance Journal*, 2007(11)

（3）市场反应

从股票市场的情况来看，马来西亚各界对银行业并购重组是持肯定态度的。1999 年 10 月 20 日马来西亚中央银行修订并购计划之后，马来西亚吉隆坡股市金融股指数不断攀升。该指数从 1999 年 11 月 5 日的 5761.48 点辗转攀升到 2000 年 1 月 6 日收市的 6674.40 点，前后上涨了 912.92 点。各主导银行的股票更是成为市场交投的热点，马来亚银行数周一直盘踞 10 大热门股之列，其余多支金融股也挤入 20 大热门股行列。⁴

（三）政府主导型银行危机并购的几种变形：以韩国银行业并购重组为例

大多数的国家都不会采取马来西亚那么极端的办法。通常的做法是银行业的并购重组同不良资产剥离、政府注资等方法配合使用，本部分在这里引用韩国银行业改革的案例来对这几种政府主导型银行危机并购的变形进行分析。

1. 韩国银行业并购重组的背景

韩国银行在 20 世纪 60 年代被收归国有，80 年代又逐渐私有化。虽然进行了私有化，但韩国银行仍然处于政府的严密管制之下，是政府贯彻战略意图的工具，银行经营活动并不能自主。韩国政府为推行产业政策，经常命令商业银行向政府有意扶植的重点产业（60 年代至 70 年代为钢铁、船、化工与机器制造；80 年代和 90 年代为汽车、电器、半导体等）提供信贷，全然不顾借债方信用历史、拖欠风险、现金流量预测与偿还能力评估等因素。⁵1997 年亚洲金融危机爆发后，由于韩国出口在经济中比重较大，所以受到的影响也比较大。韩国政府接受了 IMF 的援助，并按照 IMF 的方案进行改革。

2. 韩国银行业并购重组的方法

（1）好银行收购坏银行

1997 年底，金融监督委员会对全国银行进行核查，发现 12 家商业银行资本充足率低于 8%。金融监督委员会要求这 12 家银行提交重组计划，但这些银行的计划没有达到金融监督委员会的要求。1998 年 6 月，金融监督委员会吊销了同和、东南、大东、忠清、京畿等 5 家银行的营业执照，强制他们同另外 5 家经营良好的银行进行合并。

韩国政府对这 5 家坏银行的不良资产进行了剥离，剥离出来的不良资产由韩国资产管理公司专门处理。同时，韩国政府还对 5 家接收银行进行了资本注入。资本注入的方式是由韩国存款保险公司发行公共债券进行注入，政府对公共债券提供担保并支付利息。重组过程中发生的资产与负债之间的净价格差额也由政府出资予以补贴。⁶

表 2 韩国好银行收购坏银行

坏银行	接收行
大东银行（Daedong Bank）	古名银行（Kookmin Bank）
东南银行（Dongnam Bank）	房屋商业银行（HCB）
忠清银行（Chung chong Bank）	韩那银行（Hana Bank）
京畿银行（Kyungki Bank）	韩原银行（Koram Bank）
同和银行（Dongwha Bank）	兴韩银行（Shinhan Bank）

资料来源：孙立芳. 东亚四国金融业的购并重组及启示. 城市金融论坛，2000（8）

（2）问题银行间的并购重组

对于另外 7 家有能力进行重组的银行（韩商、韩一、朝兴、韩国外换、江原、和平及忠北），金融监督委员会有条件地核准了他们的重组方案。金融监督委员会鼓励这些银行通过并购来解决困难，允许他们自由选择合作者，包括国外合作者。但是，金融监督委员会要求这些银行大幅削减员工（40%~50%）、合并分支机构以降低成本、提高经营效率。在寻求国

⁴曾金蒂. 马来西亚银行走向合并. 亚太经济，2000（4）

⁵胡祖六. 东亚的银行体系与金融危机. 国际经济评论，1998（3）

⁶杨·库尔帕克. 东亚金融危机中的韩国银行改革：问题与挑战. 金融研究，1999（5）

外合作者的时候须保证安全性。⁷

3. 重组效果评价

①从银行业经营指标来看，韩国银行业并购重组取得了很好的效果

从表中可以看出，韩国银行业不良贷款比率显著下降，而 BIS 自有资本比率则明显提高，银行体系风险明显降低。不良贷款比率的下降应归功于韩国资产管理公司的成功运作，而银行业较高的 BIS 自有资本比率则同韩国金融政策有关。而从收益指标来看，韩国银行业的资产收益率（ROA）从 1999 年和 2000 年的-0.83%和-0.59%，增长至 2005 年的 1.26%，接近美国银行业 2005 年的资产收益率（1.31%）。

不过韩国银行业取得的成绩也是牺牲一部分民众的利益为代价的。韩国银行业在一年多的时间里关闭了 700 多家分支机构，裁员 33.6%，这固然使得银行并购重组后能取得成本降低效应，但也影响了一部分人的福利。可以说韩国政府的银行改革在一定程度上是忽略了社会目标的，这同很多国家银行并购时也注重失业问题是不同的。

表 3 韩国银行业主要指标（%）

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
不良贷款比例	12.9	8.00	3.41	2.33	2.63	1.90	1.22	0.98
BIS 自由资本比率	10.83	10.89	11.68	11.33	11.16	12.08	12.95	12.75
ROA	-0.83	-0.59	0.66	0.60	0.17	0.85	1.26	
营业收益率	2.47	2.27	2.93	3.04	2.97	3.16	2.98	
净收益率	-33.7	-25.9	22.6	19.9	5.9	27.0	42.4	

资料来源：根据相关资料整理

ROA=净收益/总资产 营业收益率=营业收益/总资产 净收益率=净收益/营业收益

②银行国有化后进行对外资私有化，其效果难以判断

对国有化的银行，韩国政府采取了对外资出售的办法。而政府对外资大举出售的结果是，到 2005 年韩国 7 家全国性银行有 6 家掌握在外资手中。

表 4 2005 年 11 月韩国七家全国性银行外资股份

全国性银行	外资股份
Kookmin Bank	85.8%
Shinhan Holding	64.0%
Hana Bank	76.6%
Woori Holding	11.7%
SC 第一银行	100%
韩国外汇银行	74.3%
City Bank	100%

资料来源：曲凤杰. 韩国金融开放的经验教训.新金融，2006（8）

对于向外资出售的好处，一般认为是：外资进入推动了韩国银行业的改革和重组，增强了银行体系的稳定性；外资进入打破了以往国内银行同大财团之间的密切联系，银行逐渐成为独立的市场主体。

对外资出售缺点主要集中于：外资进入后贷款主要集中在私人贷款领域，公司贷款特别是中小企业贷款不断减少；购买韩国银行的主要是一些外国投资基金，而非银行机构，这些投资基金购买的目的是为了获利而非长期持有，也不会带来先进的技术；在对外资出售的过程中发生了一些政府官员的腐败问题。

⁷杨·库尔帕克. 东亚金融危机中的韩国银行改革：问题与挑战. 金融研究，1999（5）

三、市场主导型银行危机并购

（一）市场拓展型银行危机并购：摩根大通收购华盛顿互惠银行案例

1. 并购背景

美国银行数目众多，历史上经历的银行危机也较多，其中大多数的银行都通过银行之间的并购重组来应对危机。下表中我们可以看出，抛开 30 年代的大萧条和目前这场金融危机不谈，单从银行倒闭数目看，20 世纪 80 年代和 90 年代美国银行业面临严重危机。如果再做具体分析会发现银行倒闭主要集中在 80 年代末和 90 年代初，1985—1992 这段时期，美国每年都会有一百多家银行倒闭。这一时期美国银行业的危机主要反映在储贷机构，也称作储贷危机。事实上，储贷危机前美国还经历了两次较为严重的银行危机，一次是 1974—1985 年的银行危机，一次是 1982 年的银行危机。

表 5 美国银行历年破产数目

年份	银行倒闭数目
1940-1949	99
1950-1959	28
1960-1969	43
1970-1979	76
1980-1989	1086
1990-1999	509

资料来源：FDIC

频频爆发的银行业危机也使得美国政府在应对银行危机上越来越成熟，存款保险制度、对问题银行注资以及问题银行的破产清算管理手段都越来越健全。但是 2007 年由次贷危机开始引发的金融海啸还是打了美国政府一个措手不及。摩根大通收购华盛顿互惠银行正是发生在这一背景下。

2. 并购内容

2008 年 9 月 25 日，美国联邦储蓄保险公司宣布摩根大通公司以 19 亿美元收购华盛顿互惠银行的部分资产。这次收购在各个方面都可以看作是市场主导型银行危机并购的典型案例。

（1）交易双方基本情况

华盛顿互惠银行成立于 1889 年，经过一个多世纪的发展，在其被收购前，已经成为全美最大的储蓄银行和第六大金融服务公司。华盛顿互惠银行的主要特色在于其零售业务，打造零售业务中的“沃尔玛”是其目标。

此次并购的收购方摩根大通在收购前是美国第四大银行，落后于美国银行、美联银行和富国银行，完成收购后摩根大通成为美国第二大银行，仅次于美国银行。截至 2008 年 6 月，摩根大通的资产为 1.78 万亿美元，储蓄额 7229 亿美元，分支机构为 3157 家。

（2）并购目的

这次收购可以看作是一次战略并购。摩根大通收购华盛顿互惠银行其主要目的是进军美国西部零售银行领域。在收购前，摩根大通的业务主要集中在纽约、德克萨斯、密西根、伊利诺伊和俄亥俄州。并购完成后，摩根大通的业务将拓展到美国西部和南部，更重要的是可以进军以前基本没有业务的州——加州和佛罗里达州。大通银行期望在两年时间内将华盛顿互惠银行的零售银行、住房贷款和信用卡业务转入大通银行品牌，并使用大通银行的技术平台，以降低成本。这样大通银行可以使用两家公司合并后共计 14 000 台自动提款机的庞大网络来为客户提供服务。

（3）交易内容

在联邦存款保险机构安排下，摩根大通以 19 亿美金，收购华互银行大部分资产，包括

存款，但不承担债务工具，且并不影响其约 452 亿美元的存款保险基金。摩根大通公司发表声明说，该公司计划将华盛顿互惠银行的贷款组合减记大约 310 亿美元。通过收购，该公司将获得华互银行分布在美国 23 个州的 5400 家分支机构。摩根大通发行 80 亿美元股票来筹集资金。⁸

3. 并购评价

从事件研究法的角度出发，市场对这起并购是看好的。从并购之后的成本节约与收益增进角度来看，有两个方面的因素可能会使摩根大通因收购华盛顿互惠银行而获益：第一，成本节约效应，预期并购会为摩根大通带来每年 15 亿美元的成本节约；第二，拓展经营领域，并购完成之后摩根大通将会拓展其在美国西部地区的业务。从宏观层面看，摩根大通收购华盛顿互惠银行规避了其可能破产倒闭带来的严重影响，同时也为政府节省了一部分救助资金。

（二）跨国参与型并购：阿根廷的银行并购与金融危机

阿根廷金融危机是一个值得深入研究的案例。导致危机的因素、为解决危机的政策措施如何导致新的危机，都可以在阿根廷这个案例中找到教科书式的答案。特别的，很多国家在陷入银行业危机的时候都会通过鼓励银行业之间的并购重组来应对危机，但阿根廷却提供了另一个案例——阿根廷金融自由化时期的银行业并购重组却是其 2002 年爆发金融危机的一个重要原因。

1. 阿根廷金融危机的背景

20 世纪 70 年代，阿根廷的进口替代工业化模式陷入危机。⁹那个时期的阿根廷经济一方面由于贸易保护主义的影响，国内企业效率低下，经济增长缓慢；另一方面，阿根廷政府过度的赤字政策引发了一轮又一轮的恶性通货膨胀。从 1961 年开始，阿根廷的财政就一直有赤字。弥补财政赤字的方法有两种，一是印钞票，另一种则是举借外债。1976 年以前，弥补财政赤字的主要方法是印钞票；从 1976 年起，举借外债成为弥补赤字的主要手段。多年的赤字财政使阿根廷 70 年代后期的通货膨胀率超过 150%。¹⁰进入 80 年代情况依然没有好转，1989 年阿根廷 CPI 指数更是高达 3077.95%。

表 6 阿根廷历年通货膨胀率（CPI）

年份	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CPI	522.22	86.46	132.96	344.84	3077.95	2313.98	171.67	24.9	10.61
年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
CPI	4.18	3.38	0.16	0.53	0.93	-1.17	-0.94	-1.07	25.87

数据来源：BvD 数据库（<https://www.countrydata.bvdep.com/ip>）

可以看到，20 世纪 80 年代末期阿根廷遭受了严重的通货膨胀。需要一提的是，80 年代末期的严重通货膨胀跟阿根廷 80 年代初期遭受的一轮银行业危机以及债务危机有关。

2. 阿根廷的金融改革与银行并购

90 年代初，阿根廷开始了经济自由化改革。改革在金融领域主要有两个方面的内容，一个是采用货币局制度，推行自由可兑换计划。这个计划的核心是类似于香港的“货币局制度”，即一国或一个地区的基础货币供应必须由 100% 的外汇储备支持。另一个是对国有银行进行私有化改革，并允许外资收购本国国有银行和私营银行。在阿根廷放开银行产业进入限制之后，外资进入速度大幅提升，欧洲的银行业进入势头最猛。1997 年，汇丰银行收购了阿根廷第六大私人银行。1999 年，阿根廷经济萧条进一步加深的时候，汇丰银行趁机加强了在阿根廷的市场地位。外国银行低谷套利的并购路径在阿根廷市场发挥得淋漓尽致。

⁸郑晓舟. 摩根大通 19 亿美元收购华盛顿互惠银行. 上海证券报, 2008..9.27

⁹唐孟喆. 阿根廷金融危机对中国的启示. 硕士论文, 2003

¹⁰张春霖. 80 年代初期阿根廷和智利的银行危机及其处理. 经济导刊, 1999（3）

外资银行进入的结果是阿根廷银行资产逐渐控制在外国资本手中。在 1992 年, 阿根廷本国控制的银行资产还占据压倒性的优势 (82%); 到了 1997 年, 阿根廷本国控制的银行资产就下降了 36%, 降至 48%, 而外国资本控制的银行资产则上升到了 52%。¹¹ 阿根廷政府, 没有意识到本国银行业控制在外过资本手中可能会带来的灾难性后果, 因此它对外国银行收购本国银行一直未加限制。到 2001 年, 外国资本在阿根廷控制的银行资产比重已经上升到了 67%。¹²

3. 并购评价

对阿根廷而言, 其银行并购更多的负面作用。这些负面作用主要体现在以下几个方面:

(1) 外国银行进入并没有降低阿根廷银行业的风险。外国银行进入对一国金融体系稳定性的影响是不确定的, 它既可能会吸收冲击, 也可能会带来冲击。从实际情况来看, 阿根廷 20 世纪 90 年代实施的不加限制的银行并购被认为是导致 2002 年阿根廷金融危机的一个重要原因。而阿根廷金融危机爆发后, 外国银行的大量撤资甚至非法转移资金的作法更是加深了危机的影响。(2) 阿根廷的银行并购导致其银行外国化程度严重增加, 阿根廷政府丧失了金融调控能力, 难以利用货币政策刺激经济增长。(3) 外国银行的进入对阿根廷经济增长的作用有限。

阿根廷的金融自由化改革可以说是失败的, 它导致阿根廷基本丧失了金融主权。2002 年的金融危机使阿根廷人民认识到了银行体系控制在外国资本手中的负面效果, 一些民间资本开始对外资银行进行收购, 阿根廷政府也鼓励这种举措。到 2006 年, 阿根廷本国控制的银行资产比重上升到了 61%。

(三) 政府主导型并购与市场主导型并购比较

1. 政府主导型并购动因多与一国金融改革思路有密切联系, 市场主导型并购动因则与传统银行并购动因一致

大多数市场主导型银行危机并购的动因都能够在传统银行并购理论中找到解释, 对于那些受金融危机影响小的银行而言, 危机只是给其创造了一个更好的收购条件而已。而政府主导型并购的动因则很复杂。在信奉自由化的国家里, 政府鼓励并购的动因更多的是节省救助成本; 其他一些国家, 政府鼓励并购的动因更多地与其国内金融发展战略有关。

2. 不论是政府主导型并购还是市场主导型并购, 其降低风险方面的效应都具有很大的不确定性

从现实情况来看, 不论政府主导型并购还是市场主导型并购, 并购在降低风险方面的效应 (不论是宏观风险还是微观风险) 都有很大的不确定性。银行并购能否降低金融体系的风险是一个较为复杂的问题。政府主导型并购往往必须辅之以注资、不良资产剥离等手段才能达到稳定金融体系的作用。否则, 两家问题银行通过并购只能产生一家破产风险更大的银行。市场主导型并购对金融体系稳定的效果也是不确定的。从短期来看, 并购可能会失败, 这可能会增加金融体系的混乱程度。而且, 收购行可能会高估自己的能力, 没有意识到自己本身就出在一个危险的境地。这方面的典型案例是花旗银行。美国次贷危机刚刚爆发的时候, 花旗银行还在四处扩张, 等到危机进一步加剧的时候, 花旗银行突然发现自己也处于破产边缘。从长期来看, 银行并购会不可避免的带来垄断方面的问题。而且, 对那些银行业控制权掌握在外国银行手中的国家而言, 其国内经济不确定性会明显增大, 外国银行信贷活动的扩张或收缩会对这些国家的经济造成严重影响。

3. 银行危机并购对效率的影响有较大的差异性

银行危机并购的绩效一般涉及两个方面的内容: 从微观角度来看, 并购对效率的影响指银行在并购后其经营指标方面的改善情况; 从宏观角度看, 并购对效率的影响反应在并购银

¹¹ 杨斌. 阿根廷的金融危机与资本外逃. 杭州师范学院学报 (社会科学版), 2004 (9)

¹² 杨斌. 阿根廷的金融开放与银行危机. 财贸研究, 2003 (6)

行对金融服务的供给和对一国经济发展的作用上。就银行业并购重组在效率方面上的这一问题而言，学术界的观点主要有：一是认为外资银行的进入有助于提高银行体系的效率。外资银行的进入会带来先进的技术和管理经验，可以通过示范与牵动效应、促进竞争、有效降低银行体系的利差等传导路径来提升东道国银行体系的效率。另一种则认为外资银行进入对银行体系效率的影响具有不确定性。外资的进入对于银行体系效率的影响取决于外资银行的数量、传导与示范能力以及东道国金融对外开放的初始条件、本国的监管状况等因素。¹³大多数国家的实践显然是支持第二种观点，即外国银行进入的效率效应是不确定的。这种不确定性主要体现在两个方面：第一，对不同的国家、不同的并购案例，外国银行收购的效率是不确定的；第二，在并购后的不同时期，并购的效率也是不确定的（短期可能有效率而长期则可能无效率，或相反）。

要对一国银行业并购重组的效率进行整体评价是很困难的。马来西亚银行业在经过政府的强制性并购重组之后，不良贷款比率逐年下降，而银行盈利能力指标则一直保持了一个较高水准。这充分说明，极端的政府干预也可以是有效率的。阿根廷在 2002 年金融危机之后，银行业指标急剧恶化，直到 2005 年才开始好转；日本银行业在经历长期低迷之后，于 2004 年开始好转，但各项指标仍然偏低。总体来讲，这几个国家的银行危机并购给我们的启示是：外国银行收购或金融自由化不一定能够带来一个健康的银行体系。对于政策制定者而言，干预不是一个问题，问题是如何干预才是有效率的。

表 8 几个国家主要银行业指标

国家/年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006
阿根廷						
银行监管资本/风险加权资产	...	...	...	...	...	...
银行资本/资产	...	...	11.9	11.8	13.0	13.2
不良贷款比率	13.1	18.1	17.7	10.3	5.0	3.4
资产回报率	0.0	-8.9	-3.0	-0.5	0.9	1.7
股权回报率	-0.2	-59.2	-22.7	-3.8	7.2	14.0
韩国						
银行监管资本/风险加权资产	11.7	11.2	11.1	12.1	13.0	13.3
银行资本/资产	4.8	4.7	4.6	5.6	6.8	6.6
不良贷款比率	3.4	2.4	2.6	1.9	1.2	0.9
资产回报率	0.7	0.6	0.2	0.9	1.3	1.3
股权回报率	12.8	10.9	3.4	15.2	22.5	21.0
马来西亚						
银行监管资本/风险加权资产	13.0	13.2	13.8	14.3	13.7	12.7
银行资本/资产	8.3	8.7	8.5	8.2	7.7	7.6
不良贷款比率	17.8	15.9	13.9	11.7	9.6	8.7
资产回报率	1.0	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3
股权回报率	13.3	16.7	17.1	16.6	14.1	...
日本						
不良贷款/全部贷款	8.4	7.4	5.8	4.0	2.9	2.7
股东权益/资产	3.9	3.3	3.9	4.2	4.9	4.9
股权回报率	-14.3	-19.5	-2.7	4.1	11.3	13.9

资料来源：根据 IMF《全球金融稳定报告》整理

¹³ 张蓉. 外资银行与拉美银行体系效率. 拉丁美洲研究, 2006 (4)

四、银行危机并购的经验与教训

（一）相对于正常环境下银行并购的诸多悖论，危机背景下的银行并购争议较小

在银行并购中有很多的悖论。并购者往往宣称银行并购能够带来规模经济、范围经济、改善银行经营效率、提升股东价值等。但是，实证检验的结果却并不支持这些结论。很多的实证结果表明，并购并不能提升股东价值甚至使股东价值受损，也很难找到并购后效率改善的证据。这种情况被称为银行并购悖论。由于从理论上难以解释众多的银行并购事件，很多的人将并购归因于管理层冲动，认为是管理层的不理性导致了众多的并购事件发生。

与正常环境下的银行并购相比，发生在银行业危机下的并购却争议较小。在一国银行体系面临崩溃的情况下，政府介入问题银行之间的并购重组或经营情况好的银行主动收购问题银行，往往能够得到公众的认同。这可能是因为金融危机的背景下首要的目标是稳定，而银行危机并购往往能实现这一目标。

（二）银行并购是政府处理银行业危机的主要手段之一

有学者说 20 世纪 90 年代既不是“希望的 10 年”，也不是“失去的 10 年”，而是“金融危机的 10 年”。90 年代初期，美国还在忙着处理 S&L 问题，紧接着是北欧银行危机，然后是墨西哥金融危机席卷拉美地区，接下来是亚洲金融危机、俄罗斯金融危机、阿根廷金融危机，等等。其中还有 10 年来一直没有摆脱危机困扰的日本银行业。而进入 21 世纪，2006 年美国次贷危机逐步引发的全球金融海啸更是使全球金融体系面临前所未有的冲击。

频繁发生的金融危机使得金融体系的脆弱性彰显无遗。在众多的危机处理办法中，银行业的并购重组是常用的手段之一。同其他危机处理手段相比，并购重组有其自身的优势：同问题银行直接破产清算相比，并购重组对经济体系的冲击要小得多，成本较低；同政府注资相比，并购重组所需要的资金往往要少很多；同国有化的后遗症相比，并购重组保留了革新的希望。

当然，大多数时候并购重组都是同其他手段配合使用的。有的国家（如美国）喜欢采取“抓大放小”的策略，对影响较小的银行直接破产清算，对中等规模银行实施并购重组，对大银行进行注资或国有化；有的国家则采取的是好银行收购坏银行，政府再对好银行注资的方式。具体的方式取决于一国面临的银行危机的类型、一国金融体系结构、财政资金情况以及文化传统等因素。

（三）银行危机并购中政府的动因常常扮演重要角色

研究危机背景下的银行并购应重视并购中政府的动因。因为危机背景下的银行并购大多是政府主导型的，即便是在市场主导型的并购中也往往有政府的身影。政府介入银行并购的首要动机是通过银行业的并购重组实现金融体系的稳定，这一点在各国都一样。而政府的动因往往不止一个，其他方面的动因则比较复杂。有的国家希望通过借机重组本国银行业以提高银行业的国际竞争力，这一点我们可以在日本和马来西亚的案例中清晰的看出来；有的国家既希望通过重组改善银行体系效率，又不希望增加失业，影响社会稳定；有的国家的银行业并购重组还含有其他政治目的，比如韩国银行业重组过程中就一直试图减小本国财阀对政治的影响。

由于银行危机并购中政府动因的因素，这使得我们不能用传统银行并购的方式来评价银行危机并购的绩效。比如，在不减少失业的银行业并购重组中，银行承担了很大部分金融危机的社会成本，这就使得银行并购后的绩效并不明显。政府重组的目标有时还可能是矛盾的，比如既想改善银行体系效率又不想增加失业。

（四）银行并购往往能够在银行业危机中起到稳定金融体系的作用，但也有其风险

在一家银行遭受危机的时候，政府利用国家信用介入问题银行或一家声誉卓著的银行收购问题银行，往往能迅速稳定金融体系，减少公众恐慌心理。这是并购重组的积极作用。

并购重组的消极作用在于，并购往往伴随着大规模银行的产生，从而引发一系列的问题。

常见的问题是大银行带来的垄断问题以及“大而不倒”的问题。垄断意味着效率上的损失，而“大而不倒”则与银行经营上的道德风险有关。大银行的过度风险经营行为有可能导致新一轮的金融危机产生。

银行危机并购也可能会危机一国的金融主权。一些发展中国家在金融危机中没有能力独立处理银行体系的问题而采取了放松外资进入、加快自由化步伐的措施。这些举措使得这些国家银行体系控制在了外国银行的手中，从而丧失了一国的金融战略。这种情况使得一些拉美国家已经深受其害。

（五）银行并购本身并不能创造世界级的银行，关键在于整合

一些国家的政府在面临银行业危机的时候，往往希望通过本国银行业并购重组提高银行业的竞争力。但是，这个目标不容易实现。日本银行业在 90 年代通过一系列的并购产生了几家超级银行，但是日本银行业的盈利能力并不好。当然，这其中也有经济环境的因素。只是有一点是可以肯定的：规模大并不意味着就有竞争力，规模只是银行竞争力的诸多变量之一。

银行并购本身并不能创造世界级的公司，它仅仅提高了创造奇迹的机会（Haspelagh, 1999）。银行并购成功与否关键在于并购的战略以及并购后的整合。在 20 世纪 70 年代有一大批追求综合经营的公司最后都采取了剥离、分拆的办法，这就是并购战略不当的后果。并购不是两个机构简单的叠加在一起。要想并购后的隐含有竞争力，那么银行并购后在管理上、财务上、文化上的整合就必须很完美。并购后的整合并不容易，这也是很多企业在并购后表现不好的一个重要原因。

参考文献

- [1] Richard C. Koo. 大衰退——如何在金融危机中幸存和发展. 北京：东方出版社，2008
- [2] 艾丽西亚·希龙. 银行业兼并和超级并购：阿根廷、巴西和墨西哥. 拉丁美洲研究，2009（1）
- [3] Patrick A. Gaughan 著. 朱宝宪，吴亚君译. 兼并、收购与公司重组. 北京：机械工业出版社，2004
- [4] 保罗·克鲁格曼. 萧条经济学的回归和 2008 年经济危机. 北京：中信出版社，2009
- [5] 白钦先，薛誉华. 百年全球金融业并购：历程、变迁及其效应. 国际金融研究，2001（7）
- [6] 村上美智子. 马来西亚的金融重组和银行经营健全化. 南洋译丛，2001（3）
- [7] 胡祖六. 东亚的银行体系与金融危机. 国际经济评论，1998（3）
- [8] 李礼. 斯蒂格利茨的政府干预理论述评. 湖南行政学院学报，2009（3）
- [9] 李富有. 中外金融业并购重组论. 北京：中国金融出版社，2001
- [10] 吕竺笙. 企业并购中的利益博弈与协调（博士论文），2005
- [11] 林今淑，太承国. IMF 后韩国金融业的结构调整. 当代韩国，2000（3）
- [12] 曲凤杰. 韩国金融开放的经验和教训. 新金融，2006（8）
- [13] 孙立芳. 东亚四国金融业的购并重组及启示. 城市金融论坛，2000（8）
- [14] 唐孟喆. 阿根廷金融危机对中国的启示，2003
- [15] 王小敏. 马来西亚应对金融危机的宏观经济政策. 当代亚太，2000（11）
- [16] 俞剑平，王东，章丽君. 论马来西亚应对金融危机的新策略. 商业研究，2001（2）
- [17] 杨·库尔帕克. 东亚金融危机中的韩国银行改革：问题与挑战. 金融研究，1999（5）
- [18] 袁天荣，焦跃华. 政府干预企业并购的动机与行为. 中南财经政法大学学报，2006（2）
- [19] 曾康霖. 政府干预经济及其在市场经济中角色的确立. 经济学家，2007（1）
- [20] 曾金蒂. 马来西亚银行走向合并. 亚太经济，2000（4）
- [21] 周中林. 市场自由与政府干预的理论与实践. 山东社会科学，2007（1）
- [22] 郑晓舟. 摩根大通 19 亿美元收购华盛顿互惠银行. 上海证券报，2008.9.27
- [23] 张春霖. 80 年代初期阿根廷和智利的银行危机及其处理. 经济导刊，1999（3）

- [24] 张云峰. 投资银行并购业务及其竞争力分析. 博士论文, 2003
- [25] 张渠. 银行国际化并购与绩效研究. 博士论文, 2006
- [26] Rubi Ahmad、Mohamed Ariff、Michael Skully. Factors determining mergers of banks in Malaysia's banking sector reform. *Multinational Finance Journal*, 2007(11)
- [27] Stephen A.. Bank Mergers and Banking Structure in the United States,2000
- [28] Allen, F and D Gale. Financial contagion. *Journal of Political Economy*,2000
- [29] Ashoka Mody , Shoko Negishi. The Role of Cross-border Mergers and Acquisitions in Asian Restructuring, 2000
- [30] Amihud, Y,G L de Long, A Saunders. The effects of cross-border bank mergers bank risk and value. *Journal of International Money and Finance*, 2002
- [31] Berger, De Young, Genay. The globalization of financial institutions: Evidence from Cross-Border banking performance. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2000
- [32] Boyd, J and S Graham. Consolidation in US banking: implications for efficiency and risk. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper*, 1996
- [33] Benston, G J,W C Hunter and L D Wall. Motivations for bank mergers and acquisitio enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995
- [34] Craig, B and J C Santos. The risk effects of bank acquisitions. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review*, 1997
- [35] Judit Montoriol-Garriga. Bank Mergers and Lending Relationships. *ECB Working paper*, 2008
- [36] Michael S. H. Shih. An investigation into the use of mergers as a solution for the Asian banking sector crisis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2003
- [37] Paroush, J. The effects of mergers and acquisition activity on the safety and soundness of a banking system. *Review of Industrial Organization*, 1995
- [38] Paroush, J. Bank consolidation and small business lending: it's not just bank size that matters. *Journal of Banking and Finance*, 1998.
- [39] Stephen A.. Bank Mergers and Banking Structure in the United States,2000

The Empirical Study of Bank Merger in Crisis

Peng Fumin

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics,
Chengdu, 610074)

Abstract: During the last two decades, the world has suffered from financial crisis. Although bank merger and acquisitions (M&As) is a major approach for bank to extend operations, it is often accused of a source of financial crisis. However, we often see the government encourages, even forces ailing banks to merge in financial crisis. This article studies bank merger in a creative way by focusing on the merger in a stress circumstance. Then it analyses two kinds of bank merger in crisis by using examples. In the end, we should draw some experience and lessons from the examples.

Keywords: bank merger; financial crisis; government-oriented merger; market-driven merger

收稿日期: 2010-12-28

作者简介: 彭扶民, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践