

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 交通银行并购巴西 BBM 银行的绩效研究

研究生姓名: 周睿佳

指导教师姓名、职称: 安占然 教授

学科、专业名称: 应用经济学 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2022 年 6 月 6 日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已 在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 周睿佳 签字日期： 2022年6月6日

导师签名： 史志琳 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内 容。

学位论文作者签名： 周睿佳 签字日期： 2022年6月6日

导师签名： 史志琳 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the performance of Bank of communications's merger and acquisition of BBM bank

Candidate : Zhou Ruijia

Supervisor: An Zhanran

摘 要

随着金融市场开放程度不断深化,中国商业银行之间的竞争加剧,许多大型国有银行陆续通过跨国并购寻求新的发展机会。研究商业银行跨国并购前后的绩效,可以更加直观地量化其并购后的效果,从而判断是否达到预期并购目的,对并购双方协同效应的实现程度、资金利用率提高与否作出综合评价,是其制定未来发展规划的基础。本文以交通银行并购巴西 BBM 银行为例,研究交通银行并购动因和并购后的绩效,对于其推进“走国际化综合化道路,建设最佳财富管理银行”的发展战略具有较强的现实意义。同时找出并购后其盈利能力下降的影响因素,为其他中资银行提升跨国并购绩效提供借鉴。

首先,文章使用事件研究法研究交通银行并购后的短期绩效,结果是并购后其短期绩效得到了提升。其次,使用财务指标与非财务指标相结合的方法对交通银行的长期绩效进行分析,发现其并购后除盈利能力有所下降外,其余财务指标均表现良好,并且管理方式、客户名单的数量和质量、人才培养创新水平和信息技术水平都有所提升。交通银行此次并购绩效整体有所提高,并购双方协同效应逐渐显现,达到了并购的目的。再次,文章对导致交通银行盈利能力下降的内、外部因素进行分析,内部因素包括内部治理水平不高、使用现金支付和缺乏并购经验,外部因素包括巴西经济制度与政策产生的汇率风险以及并购后整合过程具备的磨合期。最后,针对交通银行进一步提升其跨国并购绩效提出相关建议,即提高管理层内部治理水平、选择合理的支付方式、加强学习和总结并购经验以及重视并购后在经营管理、人才及文化方面的整合,并且得出对中资银行提升跨国并购绩效的启示,即合理选择并购区域和对象、正确选择并购时机、合理选择支付方式以及重视并购完成后关于业务结构、银行文化、人员架构以及管理体制的全面整合。

关键词: 跨国并购 短期绩效 长期绩效 支付方式

Abstract

With the deepening of the openness of the financial market, the competition among Chinese commercial banks has intensified, and many large state-owned banks have sought new development opportunities through cross-border mergers and acquisitions. By studying the performance of commercial banks before and after cross-border mergers and acquisitions, the effects after mergers and acquisitions can be quantified more intuitively, so as to judge whether the expected goals of mergers and acquisitions have been achieved, and to make a comprehensive evaluation of the degree of synergies between the two parties and whether the utilization rate of funds has been improved, which is the basis for making future development plans. This paper takes BOCOM's acquisition of BBM Bank in Brazil as an example to study the motivation of BOCOM's acquisition and its performance after the acquisition, which is of great practical significance to its development strategy of "Taking the road of internationalization and integration and building the best wealth management bank". At the same time, it finds out the factors influencing the decline of profitability after M&A, and provides reference for other Chinese banks to improve the performance of cross-border M&A.

First of all, the dissertation uses the event study method to study the

short-term performance of Bank of Communications after the merger, and the result is that its short-term performance has been improved after the merger. Secondly, the use of financial indicators and non-financial indicators of bank of communications with the methods of long-term performance is analyzed, found that in addition to a drop in profitability after the merger, the rest of the financial indicators are good, and the management way, the quantity and quality of customer list, the innovation of talents cultivation and information technology are improved. The overall performance of the merger and acquisition of Bank of Communications has been improved, and the synergies between the two parties have gradually emerged, achieving the purpose of the merger and acquisition. Thirdly, the dissertation analyzes the internal and external factors that lead to the decline of BOCOM's profitability. The internal factors include the low level of internal governance, the use of cash payment and the lack of experience in mergers and acquisitions. The external factors include the exchange rate risk caused by Brazil's economic system and policies and the run-in period in the post-merger integration process. Finally, in view of the bank of communications to further promote the cross-border m&a performance put forward relevant suggestions, which improve the management level of internal governance, selecting reasonable payment, strengthen study and sum up the experiences of mergers and acquisitions and pay attention to in the

management, personnel and culture after the merger integration, and it is concluded that revelation for Chinese Banks to raise the performance of cross-border M&A, That is to choose the region and object of merger and acquisition reasonably, choose the right time of merger and acquisition, choose the payment method reasonably and pay attention to the comprehensive integration of business structure, bank culture, personnel structure and management system after the completion of merger and acquisition.

Keywords: Cross border M&A; Short-term performance; Long-term performance; Method of payment

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景、目的及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	2
1.1.3 研究意义	2
1.2 研究方法、研究内容与技术路线图	3
1.2.1 研究方法	3
1.2.2 研究内容	3
1.2.3 技术路线图	5
1.3 创新点与不足之处	6
1.3.1 创新点	6
1.3.2 不足之处	6
2 理论基础与文献综述	7
2.1 理论基础	7
2.1.1 企业跨国并购理论基础	7
2.1.2 发展中国家对外直接投资理论基础	8
2.2 国内外文献综述	9
2.2.1 跨国并购的概念及类型	9
2.2.2 跨国并购的动因研究	9
2.2.3 跨国并购的绩效研究	11
2.2.4 跨国并购绩效评价方法	14
2.2.5 文献简评	15
3 交通银行并购巴西 BBM 银行概况及动因分析	17
3.1 交通银行并购巴西 BBM 银行概况	17
3.1.1 并购双方简介	17

3.1.2 并购背景与并购过程.....	19
3.2 交通银行并购动因.....	22
3.2.1 品牌、技术和资源的获取.....	22
3.2.2 开拓拉美市场，提升国际影响力.....	22
3.2.3 巴西投资制度环境的吸引.....	23
4 交通银行并购巴西 BBM 银行短期绩效分析.....	25
4.1 相关概念解释及模型构建.....	25
4.1.1 相关概念解释.....	25
4.1.2 模型构建.....	26
4.2 样本的选取及数据来源.....	26
4.2.1 事件发生日、研究窗口、估计窗口的选取.....	26
4.2.2 样本数据来源.....	27
4.3 实证过程.....	27
4.3.1 ADF 检验.....	27
4.3.2 回归分析.....	28
4.4 本章小结.....	33
5 交通银行并购巴西 BBM 银行长期绩效分析.....	34
5.1 交通银行财务指标分析.....	34
5.1.1 盈利能力分析.....	34
5.1.2 流动能力分析.....	36
5.1.3 安全能力分析.....	37
5.1.4 成长能力分析.....	39
5.2 交通银行非财务指标分析.....	41
5.2.1 管理方式.....	42
5.2.2 客户名单.....	42
5.2.3 人才培养与创新.....	46
5.2.4 信息技术水平.....	48
5.3 本章小结.....	50

6 并购绩效评价结果及盈利能力下降的影响因素分析	51
6.1 交通银行并购巴西 BBM 银行绩效评价结果	51
6.2 交通银行并购巴西 BBM 银行盈利能力下降的影响因素	52
6.2.1 内部因素分析	52
6.2.2 外部因素分析	58
6.3 本章小结	62
7 本文结论、建议与启示	63
7.1 本文结论	63
7.2 提升交通银行并购巴西 BBM 银行绩效的建议	64
7.2.1 提高管理层内部治理水平	64
7.2.2 选择合理的支付方式	65
7.2.3 加强学习和总结并购经验	65
7.2.4 重视并购后经营管理、人才及文化的整合	65
7.3 对中资银行提升跨国并购绩效的启示	66
7.3.1 需合理选择并购区域和对象	66
7.3.2 需正确选择并购时机	67
7.3.3 需合理选择支付方式	67
7.3.4 重视并购完成后的全面整合	68
参考文献	70
后记	77

1 引言

1.1 研究背景、目的及意义

1.1.1 研究背景

20 世纪 50 年代以来，在经济全球化以及科学技术水平不断发展的背景下，西欧发达国家为了提升国际化水平不断进行海外并购。中国商业银行自 2006 年起逐渐扩大海外并购活动，不断在海外增设营业网点，拓展海外市场。与欧美发达国家不同，目前中国银行业并购多采用“大吃小”的横向并购方式，实行“小步慢走”的并购策略。

交通银行是中国历史上最悠久的银行之一，坚持“走国际化综合化道路，建设最佳财富管理银行”的发展战略。随着中巴两国经贸往来日益增多，双方在金融业中合作项目的规模及种类不断扩大，为积极响应国家“一带一路”倡议，同时抓住“十三五”发展的机遇期，交通银行加紧国际化布局，充分发挥中国市场优势为国际市场客户服务。2015 年 5 月 19 日，在国务院总理李克强和巴西时任总统罗塞夫见证下，交通银行和 Banco BBM S.A.（以下简称“BBM 银行”）签署协议，交通银行将收购 BBM 银行 80% 的股权。2016 年 11 月 30 日，交通银行完成对 BBM 银行的并购。此次并购不仅为其绩效带来了正向效应，交通银行也将借此进一步扩大对巴西甚至拉美地区业务的辐射能力，为巴西当地的客户以及中资企业提供更优质的金融服务，开启了交通银行在巴西甚至拉美地区布局的新篇章，提高了交通银行的国际化水平。截止到 2021 年，交通银行的境外银行机构多达 23 家，涉及 18 个国家和地区^①。

通过分析此次并购活动为交通银行绩效带来的影响以及找出导致其盈利能力下降的关键因素，有利于进一步提升交通银行的并购绩效，并为其他中资银行提升跨国并购绩效提供相应的建议与启示，有利于提升中资银行在海外市场的竞争力。

^① 数据来源：根据交通银行 2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 得出。

1.1.2 研究目的

文章通过研究交通银行并购巴西 BBM 银行这一案例，分析交通银行此次并购对其绩效是否具有正向效应，并找出导致其财务绩效中盈利能力下降的因素，提出相关建议加以解决，有助于中资银行今后在海外并购活动中提升绩效水平。具体目的分为：

(1) 使用事件研究法对交通银行并购后的累计异常收益进行评价，了解其短期绩效变动趋势。

(2) 使用财务指标法对交通银行并购后的财务绩效进行分析；使用非财务指标法分析交通银行并购后 4—5 年绩效的变动趋势，综合判断此次交通银行的并购活动是否成功。

(3) 分析导致交通银行并购巴西 BBM 银行绩效结果中盈利能力下降的内、外部因素，并提出对于交通银行进一步提升其并购绩效的建议，进而得出对提高中资银行海外并购绩效的启示。

1.1.3 研究意义

(1) 理论意义

海内外学者将研究重点多集中在并购动因和并购绩效两方面，对于银行业的跨国并购研究大多是外资银行，并且大多是对银行业整体的研究，对于中国国有银行尤其是对交通银行的研究较少。本文以中资商业银行的跨国并购为背景，研究交通银行作为单一企业并购案的绩效，可以对该领域的研究内容进行补充。

(2) 现实意义

中国商业银行海外并购活动相较于欧美国家来说开始时间较晚，缺乏并购经验，整合效率落后，不能很好地降低经营成本，进而实现利益的快速增长。因此如何提升商业银行海外并购效率是中国银行业需要重点思考的现实问题。中国商业银行可以通过以往对跨国并购的研究来规范其跨国并购行为，进而实现治理结构、整合过程等的进一步完善。

此次并购案是交通银行海外并购的第一案，本文将研究交通银行并购巴西 BBM 银行产生的绩效，分析此次并购是否存在绩效的正效应，挖掘出导致并购绩效中盈利能力下降的主要因素，总结经验，以进一步提升其并购绩效，加速交

通银行今后国际化水平的提升以及实现其健康、可持续发展,从而为中国商业银行从事海外并购活动提供经验和借鉴,具有一定的现实意义。

1.2 研究方法、研究内容与技术路线图

1.2.1 研究方法

(1) 案例分析法

本案例作为交通银行的第一个海外并购案,是中国国有商业银行并购历史中的典型案例。通过分析交通银行并购巴西 BBM 银行的背景、过程、动因以及短期与长期绩效结果,找到导致其财务指标中盈利能力下降的影响因素,为进一步提升交通银行并购绩效提出建议,为中资银行海外并购活动提供借鉴,促进中国银行业海外并购的效率。

(2) 文献研究法

通过查阅、梳理和总结国内外文献资料,学习关于跨国并购的动因、绩效影响因素以及评价方法的内容,在此基础上来分析交通银行并购案例,找出不足之处加以改正。

(3) 定性与定量相结合法

首先使用事件研究法和财务指标法等定量法对交通银行并购案的短期绩效以及长期绩效当中的财务指标进行分析;再利用定性与定量结合的方法对其长期绩效当中的非财务指标进行分析。通过分析绩效的综合评价结果来判断交通银行此次并购案是否成功,进一步阐述导致其个别指标如盈利能力下降的因素,并得出相关的建议与启示。

1.2.2 研究内容

文章将从七个部分研究交通银行并购巴西 BBM 银行的绩效。

第一部分,引言。论述研究背景、目的与意义,对论文的主要内容、研究方法以及存在的创新点与不足之处进行讨论。

第二部分,理论基础与文献综述。整理海内外专家学者关于跨国并购概念、动因、绩效和评价方法等的研究成果,最后对其进行总结。

第三部分，交通银行并购巴西 BBM 银行概况及动因分析。首先介绍并购概况，包括交通银行和 BBM 银行的简介、并购背景与并购过程，然后对其并购动因进行分析。

第四部分，使用事件研究法分析此次并购案的短期绩效，结果是并购案得到了市场认可，交通银行的短期绩效产生了正向效益。

第五部分，使用财务指标法研究交通银行的财务绩效，并对交通银行的非财务指标进行分析。结果是除盈利能力有所下降以外，交通银行并购后的长期绩效整体得到提升。

第六部分，并购绩效评价结果及盈利能力下降的影响因素分析。对交通银行短、长期绩效结果进行分析与总结，并重点分析导致其盈利能力下降的内、外部因素。

第七部分，本文结论、建议与启示。通过对文章进行总结，并针对交通银行并购巴西 BBM 银行的绩效结果，提出提升交通银行并购巴西 BBM 银行绩效的建议，进一步得出对中资银行提升跨国并购绩效的启示。

1.2.3 技术路线图

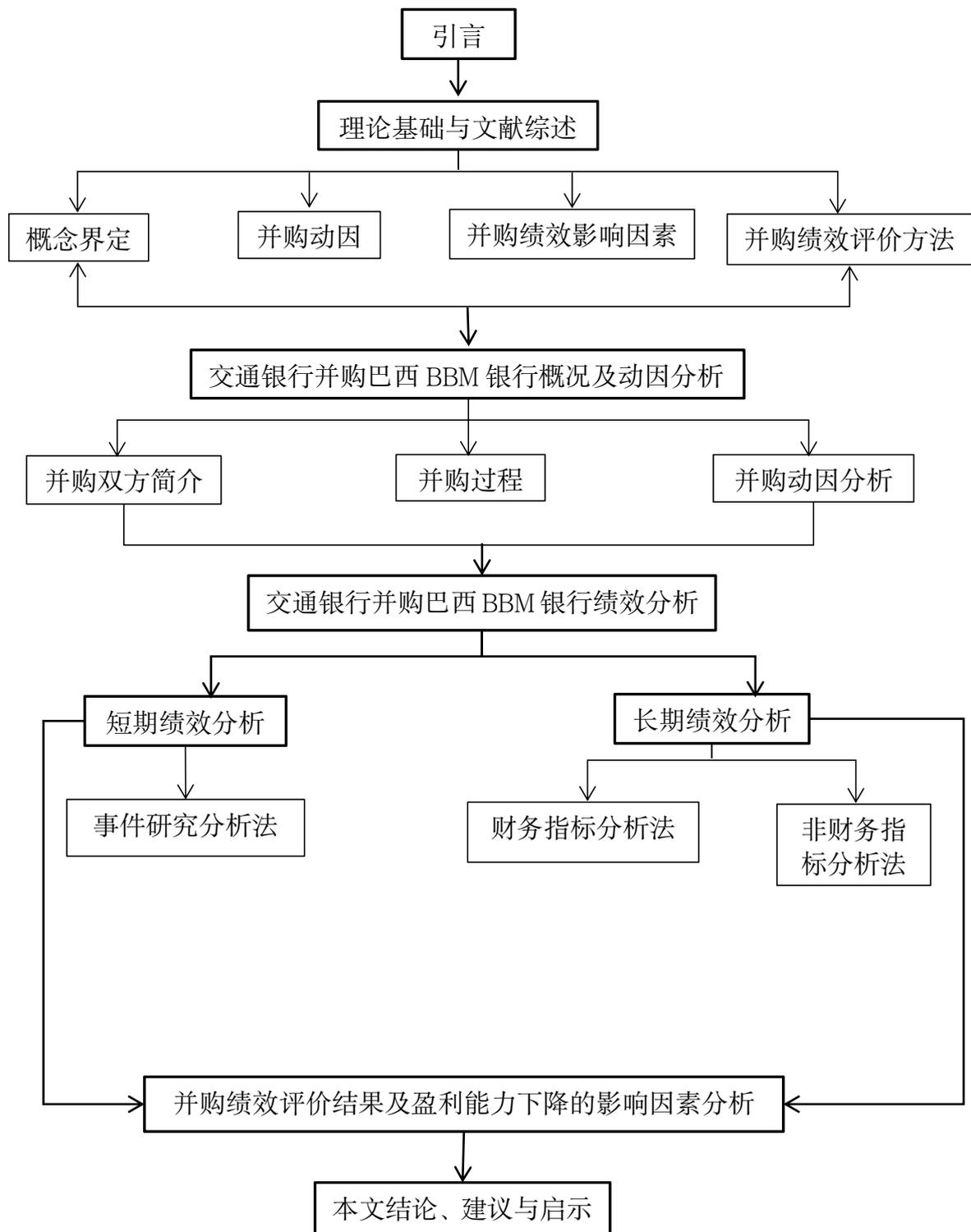


图 1.1 技术路线图

1.3 创新点与不足之处

1.3.1 创新点

文章在分析交通银行的财务指标后,加入对交通银行并购后非财务指标的分析,综合对其绩效结果进行评价。从目前搜集的文献中,分析交通银行海外并购绩效的文献较少,尤其是对其并购后非财务指标的分析,这可能是本文的创新点。

1.3.2 不足之处

研究并购绩效的指标种类较多,文章无法进行全部分析,因此在财务绩效与非财务绩效的分析中,文章根据对文献的梳理和总结,只选取了学术界使用率较高并且与交通银行并购动因关联密切的几个指标,具有一定局限性,无法全面反映交通银行并购后的效果,对其分析的结果存在一定影响;在对于盈利能力下降的影响因素分析中,本文难以考虑到所有因素,其他影响因素还有待探索研究。

2 理论基础与文献综述

2.1 理论基础

2.1.1 企业跨国并购理论基础

1. 国际生产折衷理论

1977年，邓宁在内部化理论和区位理论的基础上，首次提出国际生产折衷理论。此理论是对内部化理论和区位理论的完善，进一步阐述了国际化与绩效的内在关联，总结了区位、市场内部化以及所有权三种优势，三种优势彼此联系，是国际企业投资并购的主要原因。

所有权优势是国际投资行为发生的前提条件，具有所有权优势的跨国商业银行获得的资源是本土其他银行难以获得的。内部化优势可以使商业银行共享市场、客户以及商业技术资源，将资金转移从内部进行从而降低成本，消除不完全市场对企业产生的影响。商业银行可以利用被并购方所在地区关于税收、外汇、审计等政策优势来达到其提升效率的目的。

2. 协同效应理论

银行业海外并购的协同效应指的是并购双方银行可以根据实际情况，取长补短，来完成对于生产规模以及经营模式的完善。通俗来说，就是使得并购后的银行总效益大于并购发生之前两家银行的效益之和，即 $1+1>2$ 。协同效应常见的类型有三种：

(1) 管理协同效应。指的是并购双方为了使资源得到充分利用，于是通过并购行为，将优势方的过剩资本与劣势方未被充分利用的资本结合起来，从而创造新财富，获得先进的管理资源。

(2) 经营协同效应。指的是并购双方企业通过并购事件使企业资源得到充分利用，实现资源互补，改善其生产效率，进一步扩大了利润空间。主要表现在规模经济效应、资源互补、拥有市场垄断权以及纵向一体化效应四个方面。

(3) 财务协同效应。指的是并购行为对企业的财务在人员能力、核算体系等方面的正向影响，降低企业的筹资费用的同时提高了企业资金利用率，同时解

决了企业融资困难的问题，使其破产的概率大大降低。

3. 交易费用理论

该理论最早由 Ronald H.Coase 于 1937 年在《企业的性质》一文中提到，他认为企业可以通过并购、重组等方式，将企业市场内部化，从而减少市场不确定性带来的风险，降低交易费用。

交易费用理论的核心就是寻找一个既能扩大经营规模又可以降低生产成本的节点。银行可以利用并购后新的统一的组织来支配资源，从而节约市场运行成本。具体来说就是，银行在海外并购之后，利用内部化优势，可以将节省下来的交易费用进行产品创新，从而推动银行的技术进步，增强其综合实力。

4. 市场势力理论

市场势力理论由 Comanor 于 1967 年在其论文中提出，他认为企业可以通过横向、纵向并购两种方式去扩大其经营规模，提升市场占有率，减少竞争从而获得垄断地位。后来的学者例如惠廷顿、威廉姆森、钱德勒等在他的观点上加以研究总结，最终形成了市场势力理论。企业通过并购可以获得目标企业的客户、技术和渠道，而且可以减少竞争对手、分散风险，提高其在同行业中的竞争能力。因此企业可以通过并购活动来提升其市场占有率，帮助企业获得垄断地位，提高其市场势力。

2.1.2 发展中国家对外直接投资理论基础

1. 边际产业扩张理论

日本经济学家小岛清在 1978 年对日本企业考察后提出“边际产业扩张理论”，即投资国将国内劣势产业转向对该产业比较有优势的国家，不但可以调整国内的产业结构，而且可以调整国际分工，促进东道国行业的发展。这一理论作为促进发展中国家对外直接投资的指导理论，优化着产业调整升级。

2. 小规模技术理论

Wells 于 1983 年提出“小规模技术理论”，他发现发展中国家的经济体量和市场需求均较小，消费者对于产品价格的关注胜于对质量的关注，因此发展中国家可以享受丰富劳动力资源带来的低成本优势，更加适合小规模生产。但是为了进一步在价格竞争中获得优势，还应该通过改进技术来降低生产成本。

3. 技术创新产业升级理论

Cantwell 和 Tolentino 在 1990 年的时候提出了“技术创新产业升级理论”，他们认为若想提高发展中国家的科学技术水平、获得更多的技术资源，就可以通过对外投资这一途径，从而实现企业的转型发展和产业升级。在技术能力发展中，企业主要通过搜索技术资源、吸收技术能力来实现技术创新要求，而国内经济的大背景以及科技发展水平通常会限制后发企业的发展，因此发展中国家通常通过海外并购活动来达到获取技术的目的，从而提升技术水平。

2.2 国内外文献综述

2.2.1 跨国并购的概念及类型

并购 (mergers and acquisitions, M&A) 包含兼并 (merger) 与收购 (acquisition)，在国内外的研究中多使用“并购”这一概念。

关于跨国并购概念的界定，各个学者或组织的理解不尽相同。2000 年联合国贸发会将跨国并购的概念界定为“母国企业与东道国企业合并或者是收购的股份比例超过 10%，使得母国企业的资产和控制权转移到东道国企业”^①；而国际货币基金组织则认为跨国并购是指“一国企业通过兼并或收购国外企业或公司的一定比例的股权达到实际控制权，从而能够获得这个企业的长久利益”。

目前对跨国并购概念还没有形成一个统一的界定，但是不论如何对跨国并购进行定义，它都应该具备下列三个特征：首先，该活动具备并购企业和目标企业两个主体；其次，双方必须分别属于不同的国家或地区，或母公司不在同一国家或地区；最后，收购后对目标企业的经营管理具有一定的控制权。

2.2.2 跨国并购的动因研究

并购活动受多方面因素的推动，所以不能用单一的理论或者模型来概括。最具代表性的有规模经济理论 (Panzar J.C&Willing R.D, 1977)、市场势力理论 (Camanor, 1967) 和交易费用理论 (Ronald · Coase, 1937)。

^① 资料来源：联合国贸发会《2000 年世界投资报告》，中国财经出版社 2001 版。

通过对现有文献的梳理和总结,可以发现企业并购动因主要集中在资源获取、市场扩张与制度因素这三类。

1. 资源获取

资源划分为市场资源、自然资源和战略资源,其中战略资源包括技术、品牌以及管理资源(王晔,2018),因此本文将技术的获取归类到资源获取中。

早在1983年,英国学者Lall就通过研究印度的跨国公司发现发展中国家不适合照搬从跨国公司进口来的技术,而是需要对技术进行改良和创新使其具有本土化,从而进一步提升发展中国家的竞争优势。Padilla-Perez(2016)通过研究发现发展中国家若想促进国内产业结构的优化升级,可以向发达国家进行战略资产获取型对外投资。He和Tian(2018)通过加强对公司、市场、国家等因素的探讨,发现并购可以增加对技术创新资源的获取。XIE X等(2018)提出企业若要提高其创新绩效,就会进行技术寻求型跨国并购来发挥技术协同效应。吴航(2020)发现并购活动可以使企业在国际市场中获得前沿的技术,同时可以加强关于营销、管理等方面的学习。同时也有学者发现跨国并购不能使所有企业均实现技术创新,蔡翔等(2021)发现只有母公司的知识储备较为丰富,科技水平较为发达,企业进行海外并购才可以促进母公司技术方面的创新。

对于其他资源的获取动因,中国学者也进行了研究。余鹏翼和李善民(2013)认为中国企业进行跨国并购的主要原因就是为了增强自身品牌的价值和影响力。吴先明、张雨等(2019)提出要提升创新能力需要采取海外并购等方式获取海外创新资源。

2. 市场扩张

Lee D(2017)发现并购方拥有了目标方的资源后会激发其继续市场扩张的欲望。

谢皓、向国庆(2014)认为企业并购可以获得被并购企业所在地的廉价劳动力以及潜在的消费市场。曹礼创(2018)提出中国民营企业进行跨国并购活动不仅可以获取海外市场,而且可以利用广阔的国际平台进行融资,为企业的发展提供资金支持。

刘瑶、程聪(2019)认为企业可以通过并购拓展国际市场,提高国际影响力。刘帅帅(2020)提出跨国并购可以使本国企业加强在国际市场的发展,从而提高

其在国际市场上的占有比例。

近几年国内的学者也开始着重强调贸易壁垒问题。被并购企业所在国的关税壁垒越高，中资企业海外并购的成功率就越低（曹清峰等，2019），而中资企业通过并购的方式就可以有效规避贸易壁垒带来的问题，从而开辟新市场。随着新贸易壁垒的出现，技术贸易壁垒越来越被重视。因此，企业可以通过收购研发创新型企业的核心技术来弥补自身在技术创新方面的不足。

3. 制度因素

谢孟军（2013）指出中资企业海外并购的一个重要的原因就是可以享受东道国政府的制度红利，从而减轻母国的制度约束。杜健（2021）提出新兴市场可以充分利用制度差异的优势，从而达到对跨国并购战略目标的实现。

2.2.3 跨国并购的绩效研究

1. 跨国并购绩效的概念及界定

跨国并购绩效是指是跨国并购活动为并购双方带来的效果和影响，体现了并购双方战略目标的实现程度。

并购绩效依照时间间隔的不同划分为短期绩效和长期绩效。通常来说，短期绩效主要是指并购后 1 至 3 月的绩效，长期绩效主要是指并购后 1 至 5 年的绩效。

郑忱阳、刘超等（2019）通过研究企业并购之后的长、短期绩效来确定对赌协议对其并购绩效的影响程度；曾江洪（2020）通过研究发现，企业的内部控制力度越强，其并购后长期绩效提升效果越强。黎文飞（2021）通过对中联重科并购案的研究发现，有效率的文化整合可以降低信息不对称带来的风险，从而提升其长期绩效。

并购绩效又可分为财务绩效和非财务绩效。王玉喜（2020）对比分析了几种绩效评价方法，对各项财务绩效分析方法的实际运用提出意见。李洪东等（2020）对中国上市公司并购案的财务指标和非财务指标进行了分析，发现公司财务资源管理是否高度集中是影响其并购绩效的关键因素。

2. 跨国并购绩效影响因素研究

跨国并购的过程是动态的、复杂的，通常包括并购前、并购中和并购后三个阶段，即决策、交易和整合阶段。

国内外的学者积极开展对于影响跨国并购绩效的因素的研究工作,并在研究的过程中将研究因素分为外部、内部以及交易三种,也有学者认为交易因素属于企业内部的可控因素,所以本文将影响因素分为内部和外部两部分。

(1) 内部因素

就企业自身规模而言,周永红等(2017)发现并购方企业在并购前的规模越大,其在并购后的绩效提升的幅度越明显。但是对于银行业的研究,刘瑞波(2017)发现并购不利于大型中资银行规模效率的提升。

就企业内部治理而言,邵新建等(2012)发现企业海外并购短期绩效能否提升与企业领导者的政治背景有很大关系。徐晓慧(2019)发现必须提升管理层的治理水平以及管理者自身的专业性和职业素养,跨国并购绩效才可以有效得到提升。近年来,也有学者越来越重视管理者过度自信这一因素。刘柏、梁超(2017)、以及王思瑶、杨志慧(2021)均发现发现管理者的过度自信是跨国并购绩效下降的重要因素之一,不利于企业并购后长期可持续发展。

就企业并购经验而言,Basuil 和 Datta (2015)通过对 222 家美国公司并购案例的分析,发现其并购经验越多,企业对于并购环境的控制力度越强,不仅可以提高企业并购后的创新速度(AI-Laham, 2010),而且可以提高股东价值。贾镜渝、李文(2016)认为并购经验是影响企业国际化绩效的关键因素。吴先明、纪玉惠(2016)也通过研究发现,企业并购规模在一定程度上受到企业海外并购经验的影响。

就并购后整合效果而言,Zhao Y N 等(2019)提出企业通过并购后的整合,可以通过预测对方的行为从而及时调整自己的战略规划,这些都是基于双方相互依赖从而创造的新的知识。

刘睿智、周超等(2014)发现企业财务绩效的提升得益于并购后的整合。李梦云、宋喆等(2018)也通过对中国企业的跨国并购的研究,表示企业并购是否成功,主要看并购后企业是否进行了高效率的整合工作。王疆和黄嘉怡(2019)通过对上市公司数据的研究,发现并购后的整合影响其创新绩效。吴航、陈劲(2020)提出并购企业可以在并购后与被并购企业创造新制度来缓解整合过程中由于制度差异产生的冲突。

就支付方式而言,如今学者主要集中于对股权支付和现金支付两种方式的研

究,不同的学者对于这两种支付方式有不同的见解。Travlos 和 Nickolaos (1987) 认为现金支付优于股权支付。而周绍妮、王惠瞳 (2015) 和宋力、周静、陈佳琦等 (2020) 则认为在并购中使用股票支付比使用现金支付更具有优越性。也有学者认为使用何种方式进行支付需要在具体背景环境下进行分析,各有优缺点(汪贵浦等, 2012)。所以对待不同性质的企业,需要根据具体环境选择最适合的支付方式才能使并购后的企业获得长期、健康的持续发展。

(2) 外部因素

目前对影响企业并购绩效的外部因素的研究较多,主要分为政策因素、制度因素、行业因素、文化管理因素和评价方式五个方面。

就政策因素而言, Nguyen 和 Phan (2017) 研究表明,若并购方持有谨慎的并购态度,并购方可以在经济政策不确定的情况下完成交易并创造较高的股东价值。但 Bonaime 等 (2018) 发现企业并购活动受经济政策不确定性的影响,并且二者是负相关的关系,即经济政策不确定性越强,企业并购后长期市场反应程度越低(佟岩、林宇彤等, 2021)。高敬忠 (2021) 通过对中国 A 股上市公司并购案的研究,发现经济政策的不确定性会对并购事件的绩效带来一定影响,即可以削弱并购溢价对并购绩效带来的正向效应。

就制度方面而言,如今越来越多的学者认为制度因素在对外直接投资活动中的影响越来越重要。阎大颖 (2009) 认为被并购方所在国家的政策与制度环境对并购绩效的影响很大。Wei&Clegg (2018) 也提出制度的冲突会影响并购方在东道国的利益。制度环境对并购绩效的影响有直接影响也有间接影响(张建红、周朝鸿, 2010)。武天兰 (2020) 基于制度理论,发现制度距离对并购绩效间接产生正向影响。在此背景下,杨炜炜、叶广宇 (2020) 通过实证发现非正式制度距离越大,服务业企业越会选择高组织自治性的整合模式。

就行业因素而言,郭妍 (2010) 提出若被并购企业在行业中的效率更高,则并购后财富效应更加容易提高。在此基础上,张晓旭 (2019) 通过对中国 A 股中高新技术行业的企业进行分析,发现其并购行为受到行业同伴效应的显著影响。

就文化管理而言,文化的距离以及并购后的文化整合是影响并购绩效的重要因素。杜晓君和朱园园 (2013) 通过研究发现若跨国并购后文化没有进行有效的

整合,其并购后的绩效并没有一定程度上的提高。蔡宁(2019)提出文化差异为双方互相学习和实现协同发展创造了新机会。李梦琦(2021)提出并购方需要了解目标企业所在国家和地区的政治经济形式以及文化特色,这些因素都将影响并购效果。

就评价方式而言,国内外已经有一些学者发现评价方式的差异会对评价结果产生影响。Chatterjee 和 Meeks (1996)通过对会计指标计算方法的研究发现,计算方法会对并购绩效产生一定的影响。程聪、钟慧慧和钱加红(2018)使用荟萃分析法,发现企业采用的评价方式不同,其并购绩效结果也不同。

2.2.4 跨国并购绩效评价方法

相对欧美国家来说,中国商业银行海外并购历程较短。由于并购活动以政府主导为主,所以对于绩效评价方法的研究较少,现存的实证方法均具有局限性。以下将介绍主要的四种评价方法。

1. 事件研究法

事件研究法通过观察、计算并购方股市波动的情况来判断是否具有正效应。Mandelker(1974)首次利用上市公司的股票收益率在并购前后的变动情况,来评估此次并购是否具有正效应。

Li J 等(2016)通过使用事件研究法来计算企业并购后的累计异常收益率,从而判断企业在并购后是否具有正向的短期绩效。郭妍(2010)运用事件研究法对中国银行业的并购案进行分析,发现中资银行通过海外并购没有实现股东财富的明显增加。张合金(2013)运用此方法对中国工商银行进行了研究,发现其两次并购给中国工商银行及目标企业都带来了正向的超额收益。

2. 财务指标法

财务指标分析法,又称会计指标分析法,指通过分析企业的偿债能力、营运能力、盈利能力和发展能力来判断一定时期内企业财务状况与经营业绩。

最早使用财务指标法的是 Ravenscraft 和 Scherer(1987),他们对 471 家公司的跨国并购案进行分析,结论是四项指标出现了不同程度的下降。徐琴(2018)采用此方法对中资企业海外并购的长期绩效从财务角度进行了分析与评价。

由于银行业的特殊性,对银行并购绩效财务指标的选择标准不同于别的行

业, 郭妍 (2010) 提出研究银行业长期并购绩效财务指标应包括盈利性、流动性、安全性和成长性这四个方面。

除了财务指标分析法, 近年来专家学者越来越关注非财务指标对经营绩效的影响。夏英俊等 (2020) 提出非财务指标包括股权集中度、前三名高管薪酬、监事会和董事会规模。李方圆 (2020) 提出非财务指标相对财务指标可以更好地反映企业的运营成果, 更加直观地了解企业并购前后经营状况的变化。

3. 数据包络法 (DEA)

美国著名运筹学家 A.Charnes 和 W.W.Cooper 于 1978 年提出数据包络法, 此种方法是根据若干项投入和产出的指标, 利用线性规划, 对同类型的单位进行有效评价。

刘瑞波等 (2017) 采用此方法对中国三家国有银行进行研究, 发现并购后全要素生产率均有所上升。方芳 (2017) 通过对 2010—2013 年期间中国上市电商企业并购案的分析, 得出并购业务的种类会对并购方的绩效产生显著的影响。

4. 平衡计分卡 (BSC)

平衡计分卡方法最早由 Robert Kaplan 和 David Norton 于 20 世纪 90 年代初创立。平衡计分卡对企业从财务指标与非财务指标两个角度进行分析与评价, 具体从财务、客户、内部运营以及学习成长四个维度构建分析体系。

朱子敏 (2018) 利用此方法对联想集团并购案进行分析, 发现此次并购没有给联想集团带来理想的结果。郭伟 (2018) 利用平衡计分卡法对三一重工的并购案进行分析, 并得出结论, 发现此次并购案取得了成功。王玉喜 (2020) 通过对比分析几种方法, 认为平衡计分卡是目前最完善的绩效评价方法, 但实操性仍需探讨。

2.2.5 文献简评

通过对海内外专家学者对于跨国并购研究的梳理和总结, 发现不同的评价方式会导致不同的绩效结果。跨国并购的动因主要包含几个方面: 资源的获取、市场拓展、制度因素等等, 还应该将管理者的能力加入到影响绩效的因素当中, 管理者并购行为越理性, 其并购后绩效提升的可能性越大。

虽然当前研究并购企业短期绩效多使用事件研究法, 但其并不完善; 长期绩

绩效评价方法需要根据并购案例的具体情况来确定且均具有局限性：使用财务指标法无法观察到企业财务指标之外的变动，不能全面体现企业经营绩效的效果；平衡计分卡则对事件研究法和财务指标法进行了完善，重点关注对非财务指标的分析。但是平衡计分卡中所选的众多指标的比重没有标准，无法确定。数据包络法只可以看到最终结果，无法对微观层面的具体原因进行分析，不适用于单一企业并购案。

对于具体的研究内容，目前搜集及整理的文献中宏观方面居多，分析单一企业的并购动因以及绩效的研究较少，关于国有银行的海外并购尤其是对于交通银行的海外并购以及对其绩效影响因素的研究较少。

本文采用事件研究法研究交通银行并购巴西 BBM 银行的短期绩效，可以通过证券市场中股价的变化情况清晰直观地了解交通银行并购前后相关数据的变化，但是也只是获得交通银行并购后短期内在证券市场中的变化，无法获得对交通银行的长期绩效的评价，因此本文采用财务指标法分析交通银行并购巴西 BBM 银行的长期绩效，通过对盈利能力、流动能力、安全能力和成长能力四个指标的分析，可以清晰直观地了解到交通银行并购前后的财务绩效变动。为了弥补财务指标法研究内容具有局限性的短板，本文同时从管理方式、客户名单、人才培养与创新和信息技术等非财务指标角度进行分析。本文通过对交通银行短、长期绩效的综合分析与评价，为交通银行提升并购绩效提出对策建议，为中资银行提升海外并购的绩效提供借鉴和启示。

3 交通银行并购巴西 BBM 银行概况及动因分析

3.1 交通银行并购巴西 BBM 银行概况

3.1.1 并购双方简介

1. 并购方交通银行简介

(1) 公司概况

交通银行（英文名称 Bank of Communications，中文名简称交行）创始于 1908 年，总部设在上海，为中国六大国有银行之一。1987 年 4 月 1 日，重组后正式对外营业，是新中国第一家全国性的国有股份制商业银行。2005 年和 2007 年分别在香港联合交易所和上海证券交易所挂牌上市。截止到 2021 年 12 月，交通银行的境内分行机构有 235 家，其中有 30 家省分行，7 家直属分行以及 199 家省辖行，共设有 3270 个营业网点，分布在全国 239 个地级和地级以上城市、158 个县或县级市。交通银行旗下拥有 7 家非银子公司，同时是常熟农商银行和西藏银行的第一大股东，控股 4 家村镇银行。

(2) 经营状况

并购前交通银行发展稳中求进，面对复杂经济形势及时转型，规模稳步提升、利润稳健增长，并且资产质量基本稳定。截止到 2015 年末，交通银行的资产规模高达 7.16 万亿元人民币。并购后交通银行继续实行稳健经营的策略，经营态势稳中向好。2019 年以来，交通银行加快智慧化转型发展步伐，不断提高财富管理水平和加快风险授信管理改革，不断提升核心指标对于集团的贡献度。截止到 2021 年，交通银行集团资产总额达 11.67 万亿元人民币，同比增长 9.05%。交通银行的境外行始终坚持稳健合规的经营理念，协同境内积极应对疫情挑战，结合当地禀赋和自身特色满足境内“走出去”客户和境外当地客户跨境金融需求，与全球 125 个国家和地区的 1004 家银行建立境外银行服务网络，为 31 个国家和地区的 108 家境外人民币参加行开立 256 个跨境人民币账户，并在 31 个国家和地区的 62 家银行开立 26 个币种共 81 个外币清算账户。2021 年交通银行的境外银行机构实现净利润 57.01 亿元人民币，境外银行机构资产总额为 11872.34 亿元

人民币，国际化水平逐渐提高。目前，交通银行在 18 个国家和地区拥有 23 家境外银行机构和 68 个境外营业网点，其营业网点不仅覆盖了主要的国际金融中心，而且形成了横跨五大洲的境外网络布局，为境内外客户提供本外币一体的服务。同时，交通银行为提高境外金融服务水平，联合汇丰银行推出了“1+1”全球金融服务品牌，为在外中资企业保驾护航。

交通银行在国内乃至世界都具有一定的影响力，在 2018 年《财富》世界 500 强排行榜^①中排名第 168 位；在 2020 年度“全球银行品牌价值 500 强排行榜”^②中，交通银行排名第 15 位；2021 年 9 月 23 日，交通银行位列 2021 年《亚洲品牌 500 强》排行榜^③第 105 位。并且交通银行积极承担社会责任，在 2020 年获得“中国社会责任杰出企业奖”^④。

2. 被并购方巴西 BBM 银行简介

(1) 公司概况

BBM 银行 (原名 Banco da Bahia)，作为巴西历史最悠久的银行之一，于 1858 年成立，1859 年获得货币发行资格，总部设在里约热内卢。并购前 BBM 银行经营状况良好，在圣保罗和萨尔瓦多市有分支机构。1988 年为顺应时代进行转型发展，改名为“Banco BBM S.A.”，在重点提供农业信贷的基础上大力发展公司信贷及外汇买卖业务，其财富管理规模逐渐增多，私人银行业务逐渐发展起来。

BBM 银行借助巴西经济迅速发展的好时机，通过在各大主要城市设立分支机构以及收购中小银行两种主要方法，在巴西当地迅速建立了强大的金融网络体系，为巴西当地提供了良好的金融服务。虽然巴西国内银行大多数由于经济危机的影响导致资产质量下降，BBM 银行资产质量却一直保持在较为稳定和良好的态势，在巴西银行业中声誉良好，2016 年被交通银行收购。

(2) 经营状况

并购前几年巴西 BBM 银行发展迅速，截止到并购日，BBM 银行已在 19 个洲中设立了六十余个网点，其规模位居巴西第二。并购前经营状况良好，截至到 2015 年 9 月 30 日，BBM 银行总资产约为 41.8 亿雷亚尔 (约合 75 亿元人民币)，

^① 数据来源：由财富中文网 (<https://www.fortunechina.com/>) 于 2018 年 7 月 19 日发布。

^② 数据来源：由中国电子银行网 (<https://www.cebnet.com.cn/>) 于 2020 年 2 月 10 日发布。

^③ 数据来源：由世界品牌实验室 (<http://www.worldbrandlab.com/>) 于 2021 年 9 月 23 日举办的“亚洲品牌大会”上发布。

^④ 数据来源：由新华网 (<http://www.xinhuanet.com/>) 于 2021 年 1 月 27 日发布。

净资产约为 5.8 亿雷亚尔（约合 10.44 亿元人民币）。

并购后 BOCOM BBM 大力进行对外投资活动，不仅在智利等国家设立分支机构，还获得了对南大西洋投资公司和坎比奥租车公司的实际控制权。截止到 2020 年，BOCOM BBM 实现资产总额 122 亿雷亚尔，净利润达 1.77 亿雷亚尔。

3.1.2 并购背景与并购过程

1. 并购背景

交通银行早在 2009 年就确立了“两化一行”的战略发展目标。2015 年交通银行境外机构利润集团占比 6.15%，同比提升 0.65%；控股子公司利润集团占比 4.47%，同比提升 1.47%，集团的国际化和综合化板块占比不断提升。

并购前 BBM 银行盈利能力较为平稳，虽然在金融危机前其年净利润曾达到 1.78 亿美元，但 2008 年后受金融危机影响其净利润一直在 2000 万美元左右。

中国作为巴西最大的贸易伙伴，中巴两国金融业合作不断加深，随着“一带一路”倡议的提出，交通银行抓紧“十三五”发展机遇，努力推进国际化战略，开始了跨国并购活动。此次并购案可以使交通银行更好地服务于中巴两国之间的投资活动，这不仅是交通银行海外并购的开端，也是交通银行走入拉美市场的第一步，有利于进一步完善交通银行海外机构的战略布局，提升其国际化经营水平。

2. 并购过程

(1) 并购交易阶段（2015 年 5 月 19 日——2016 年 11 月 30 日）

交通银行在 2015 年 5 月 19 日签署协议同意向售股股东购买 BBM 银行的 1.2 亿股普通股和 3.1 千万股优先股，为 BBM 银行发行在外股份的 80%，交易对价约为 5.25 亿巴西雷亚尔，本次交易使用现金支付。

交易交割后，双方签署剩余股东协议，中巴双方监管机构分别于 2016 年的 2 月和 11 月对此次并购活动进行批准，同年 11 月 30 日，双方完成股权交割。目前 BOCOM BBM 股权架构如图 3.1 所示。

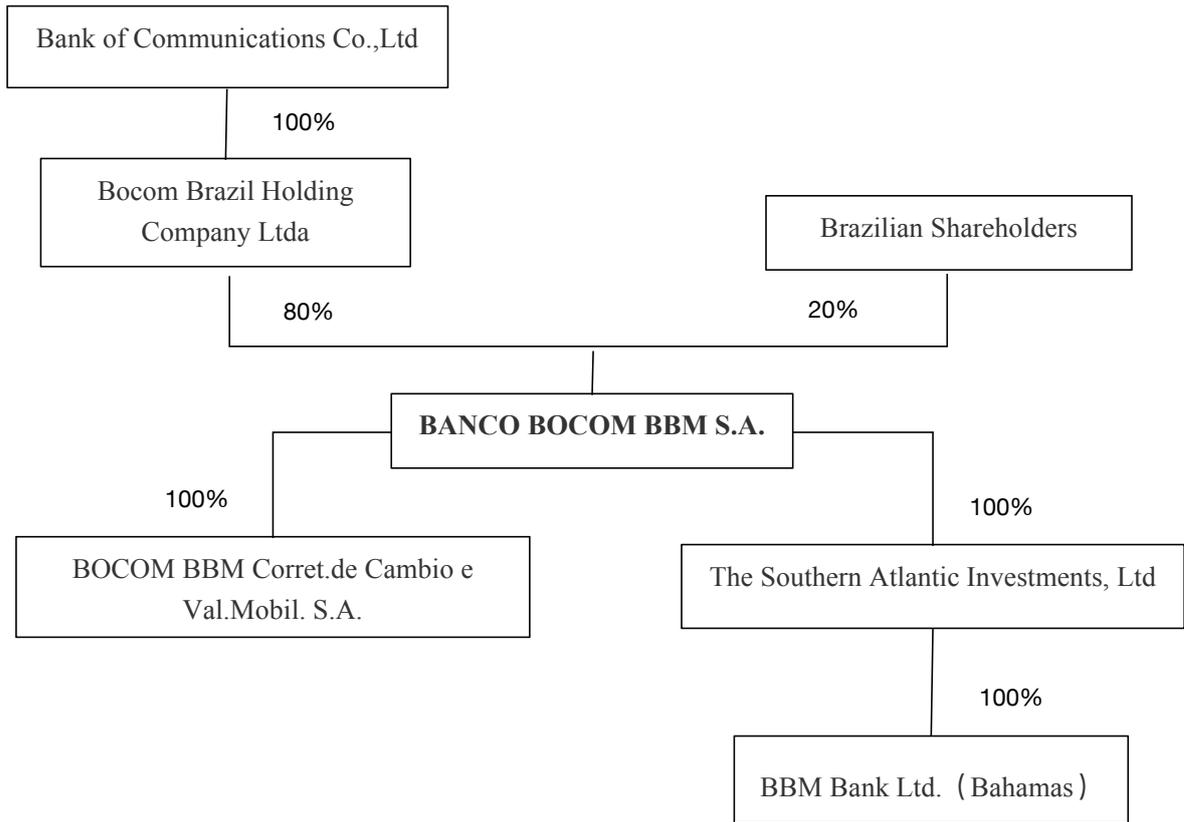


图 3.1 巴西 BBM 银行股权架构

数据来源：根据 BOCOM BBM 官网 (<https://www.bocombbm.com.br/>) 整理得出。

(2) 并购后整合阶段

第二阶段是 2016 年 11 月 30 日之后，为并购后的整合阶段。2016 年 11 月 30 日，交通银行完成对巴西 BBM 银行的并购，项目正式结束。交通银行作为巴西 BBM 银行第一大股东，获得对 BBM 银行的基本控制权。

并购完成后，交通银行对人员架构进行调整，委派交银理财高管孙旭担任 BOCOM BBM 董事长，任命 Pedro H.Mariani 为首席执行官兼董事总经理，从而保证 BOCOM BBM 可以及时有效的落实集团的决策，减少由于信息不对称带来的风险。

BOCOM BBM 简化组织架构，其执行委员会由负责全局管理和制定整体政策及指导方针的董事成员组成，有利于在各决策过程中集合管理。目前 BOCOM BBM 的人事组织结构如图 3.2 所示。

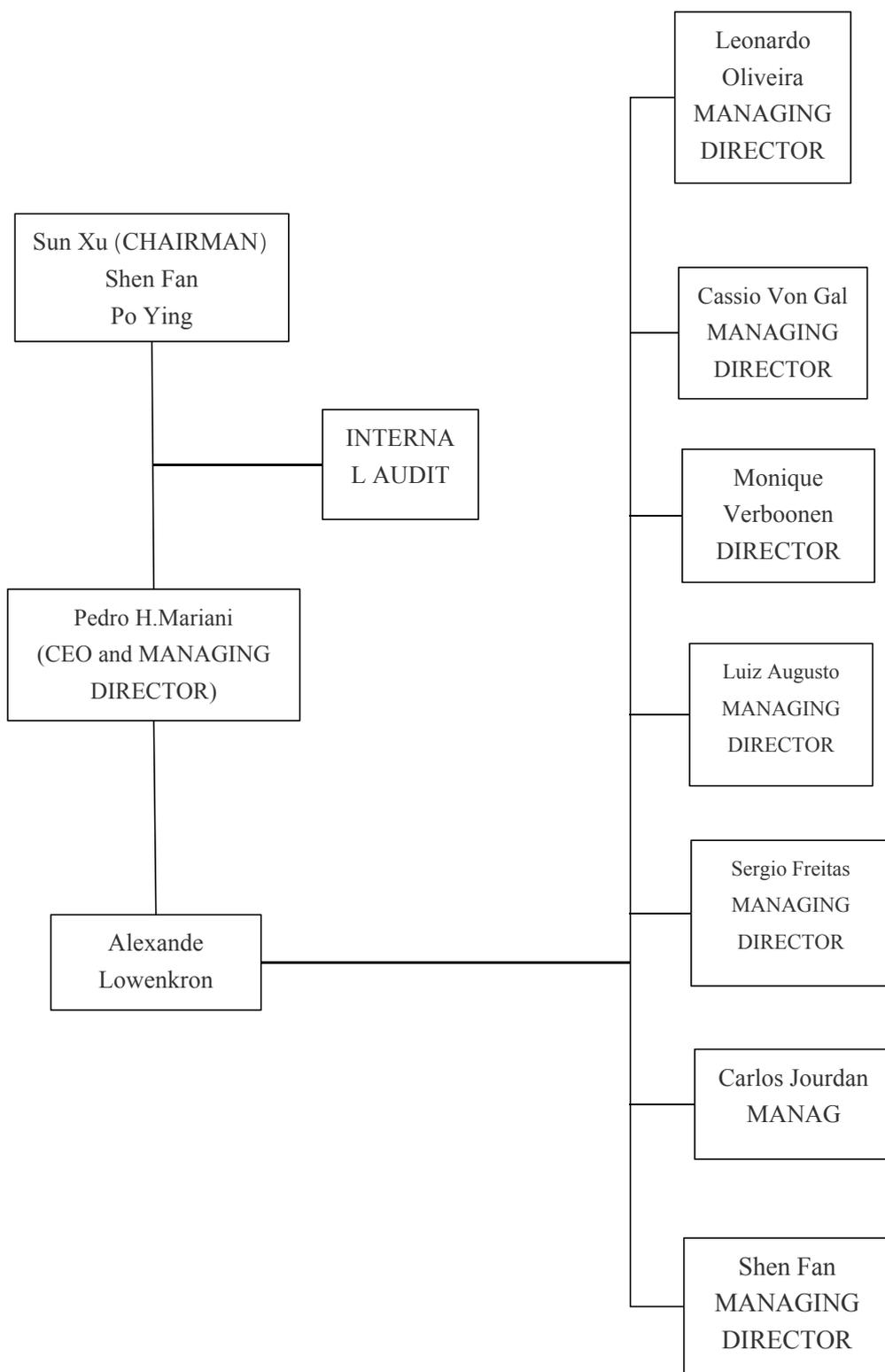


图 3.2 BOCOM BBM 的人事组织结构图

数据来源：根据 BOCOM BBM 官网 (<https://www.bocombbm.com.br/>) 整理得出。

BOCOM BBM 于 2021 年 10 月 1 日宣布，并购时剩余 20% 的股权将转让给交

通银行，作为 2016 年收购的延续。该项目的完成需要巴西和中国监管部门的批准，预计将在大约一年的时间内完成。BOCOM BBM 的发展将进入新阶段。

3.2 交通银行并购动因

3.2.1 品牌、技术和资源的获取

根据协同效应理论和交易费用理论，交通银行并购 BBM 银行可以实现多方位互补，实现协同效应，并减少市场带来的风险，降低交易费用。并购前的巴西 BBM 银行由于风控体系较为完善，并且资金来源渠道较为稳定，所以其具备良好的平台及服务。交通银行并购巴西 BBM 银行后，可将技术、资源、信息等方面内容进行共享，交通银行将有助于 BOCOM BBM 在巴西配置和创新金融资源，双方可以在财务、运营、市场以及风控等方面建立统一的机制，彼此吸纳双方的优势，在资源整合的过程中将优势充分发挥出来，不仅可以通过发挥内部化优势降低费用成本，还可以提高金融产品的质量以及金融服务的水平。

3.2.2 开拓拉美市场，提升国际影响力

根据市场势力理论，交通银行并购 BBM 银行可以进一步融入当地金融环境，提高市场份额，扩大市场占有率。巴西作为金砖国家，城市化发展迅速，中国与巴西的贸易一直保持密切联系，海外并购是交通银行获取巴西当地甚至拉美地区投资的重要手段和方法，有助于扩大有经贸往来的中资企业的业务。

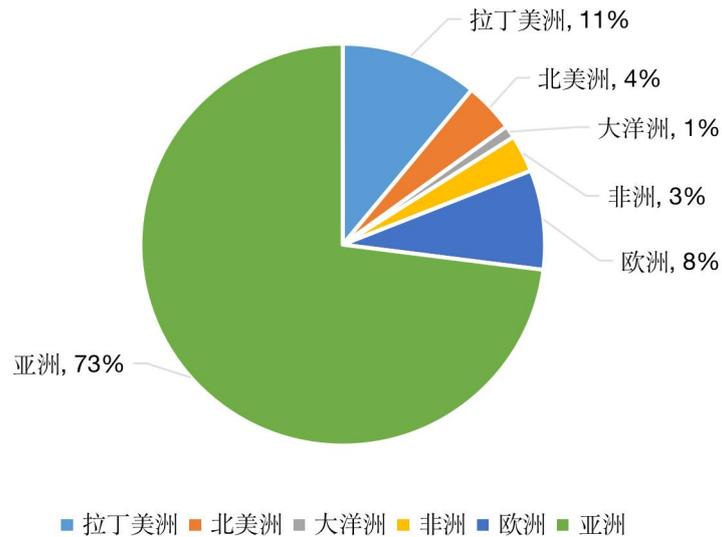


图 3.3 2020 年中国对外直接投资流量地区分布情况

数据来源：根据中华人民共和国商务部《2020 年度中国对外直接投资统计公报》

(<http://www.mofcom.gov.cn/>) 整理得出。

根据图 3.3 可以看出，2020 年中国对拉丁美洲地区的投资规模虽然占比较小，却位居第二，拥有较大的市场潜力，交通银行可以借此机会打开中国国有银行在拉美地区的市场。此次并购活动可以进一步丰富交通银行海外布局方式，加速发展核心业务，提升中资银行在巴西当地的知名度，利用其品牌效应逐步打开拉美市场，完善境外网络布局，提高其国际化水平，符合交通银行国际化的发展战略。

3.2.3 巴西投资制度环境的吸引

如图 3.4 所示，2010—2020 年期间，巴西 GDP 除了受 2015 年经济危机的影响和 2020 年新冠肺炎疫情的影响降幅较大以外，其余年份较为稳定。巴西较为稳定的经济环境是吸引交通银行并购 BBM 银行的原因之一。

表 3.1 2010—2020 年巴西 GDP (万亿美元)

年度 项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP	2.21	2.62	2.47	2.47	2.46	1.8	1.8	2.06	1.92	1.88	1.44

数据来源：根据中经数据 (<https://ceidata.cei.cn/>) 中数据整理得出。

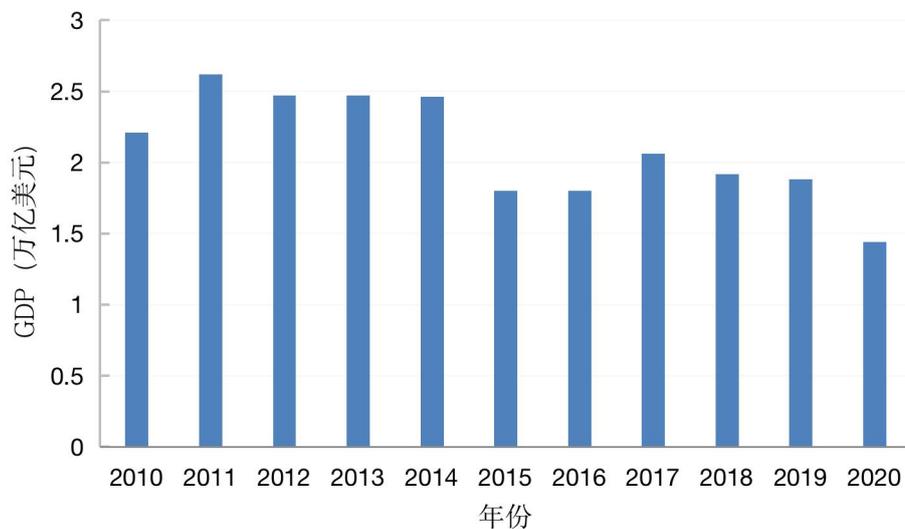


图 3.4 2010—2020 年巴西 GDP 趋势图

数据来源：根据表 3.1 绘制得出。

自 2014 年中期开始巴西经济持续衰退, 2015 年下半年时任巴西总统迪尔玛·罗塞夫公布了“引资计划”, 该计划是巴西基础设施领域历史上规模最大的一项计划, 主要着眼于吸引外资, 以保证恢复经济活力。同时, 巴西政府为了促进本国地区基础设施等的建设, 实施了一系列产业开放政策, 放宽了外资进入巴西领域的准入条件, 也出台了一些对中国企业开展投资合作的保护政策。巴西为中资企业提供的制度便利是吸引交通银行并购 BBM 银行的关键因素。

近年, “一带一路”倡议也逐渐融入拉美地区的发展, 巴西政府对“一带一路”倡议持积极态度, 同时将“投资便利化”作为促进投资的主要手段, 这将非常有利于中巴两国降低成本并创造协调、透明和可预见的投资环境。

4 交通银行并购巴西 BBM 银行短期绩效分析

4.1 相关概念解释及模型构建

本章采用事件研究法对交通银行并购巴西 BBM 银行的短期绩效进行分析。根据有效市场假说, 由于股票价格会根据企业不同时期的经营情况而发生变动, 所以可以通过股票价格的变动来判断事件对企业的影响。通过选择特定的案件, 研究和比较案件发生前后样本股票收益率的变化, 可以说明此事件对样本股票价格和收益变化的影响, 主要用于测定事件前后价格变化或价格对公开信息的反应程度。

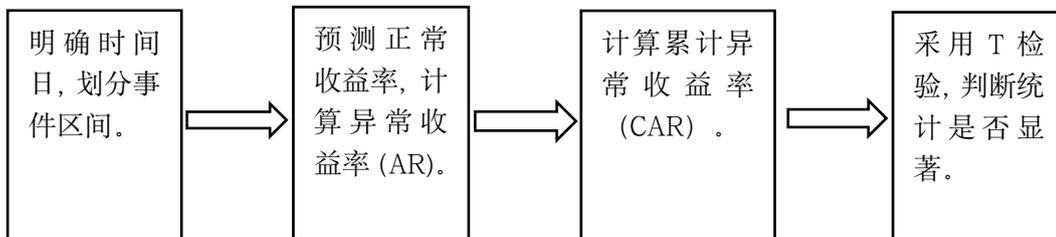


图 4.1 事件研究法的研究步骤

资料来源: 由笔者整理得出。

4.1.1 相关概念解释

- (1) 发生日: 并购方公布并购发生时的具体日期。
- (2) 窗口期: 事件发生可以对股价影响的期间。其选取一般没有具体的标准, 但是不同窗口期的选择可能会对结果产生一定影响。
- (3) 估计期: 为了观察企业非并购时期的正常收益率, 所以选取的期间不应受并购公告影响。
- (4) 异常收益率 (AR): 并购公告发布后的实际收益率与非并购时期的正常收益率的差额。
- (5) 累计异常收益率 (CAR): 对每一日的异常收益率求和。

4.1.2 模型构建

目前有资本资产定价模型、常均值收益模型、市场模型以及市场调整模型四种作为度量预期收益率的模型。本节将采用目前学术界应用最普遍的市场模型作为衡量交通银行预期收益率的模型，即根据交通银行官网、国泰安数据库以及上证 A 股综合指数数据，以上证 A 股综合指数回报率为解释变量，以交通银行个股日回报率为被解释变量，假设两者存在稳定的线性关系，构建回归模型：

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} \quad (4.1)$$

其中 R_t 是估计期内交通银行的第 t 日的实际收益率， R_{mt} 是估计期内上证 A 股综合指数收益率。

计算交通银行的异常收益率可以评估此次并购活动对交通银行股票价值波动的影响程度，用 AR_t 表示交通银行第 t 日的异常收益率。根据窗口期上证 A 股综合指数收益率，带入公式 (4.1) 得到预期收益率，将预期收益率和实际收益率带入公式 (4.2) 中可以得到交通银行的异常收益率。公式如下：

$$AR_t = R_{it} - R_t \quad (4.2)$$

计算交通银行的累计异常收益率可以体现并购事件对交通银行股票价格影响的总和。将异常收益率带入公式 (4.3) 中，得出累计异常收益率 CAR，公式如下：

$$CAR_t = \sum AR_t \quad (4.3)$$

4.2 样本的选取及数据来源

4.2.1 事件发生日、研究窗口、估计窗口的选取

分析交通银行并购巴西 BBM 银行的短期绩效，主要考察交通银行首次公告日起，前后各 20 天收益率的变动情况。

2015 年 5 月 19 日是交通银行并购巴西 BBM 银行的公开宣告日，所以事件日是 2015 年 5 月 19 日，通过查阅文献，本文选择的窗口期为并购前后共 40 天，即 $[-20,20]$ ，剔除股市休市日后，事件窗口期为 2015 年 4 月 20 日到 2015 年 6 月 16 日；本次选用窗口期前一段时间作为估计期，选取窗口期的前 40 天，即

[-60,-21], 为 2015 年 2 月 13 日到 4 月 19 日。

4.2.2 样本数据来源

2005 年 6 月和 2007 年 5 月交通银行分别在上交所和港交所上市。因此, 其相关数据可以在其年报和国泰安数据库中获得, 后期将用到 Excel 和统计分析软件 Eviews7.2 对数据进行处理。

4.3 实证过程

4.3.1 ADF 检验

ADF 检验就是判断序列是否存在单位根。由于所选数据为时间序列, 所以要用 Eviews7.2 对其进行单位根检验, 以确保模型的有效性。检验结果如表 4.1 所示。

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.514743	0.0009
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

表 4.1 估计期间交通银行日个股回报率的 ADF 检验结果

数据来源: 根据 Eviews7.2 计算所得。

如上表所示, 显著性分别为 1%、5%、10%时, 单位根检验的临界值分别为 -3.615588、-2.941145、-2.609066, 而 t 值为 -4.514743, 小于三个临界值, 且 P 值低于 0.05, 拒绝原假设, 说明被检测序列是平稳序列。

接着, 对 A 股上证综合指数日个股回报率进行 ADF 检验, 假设该序列不平稳。用 Eviews7.2 对其进行检验, 结果如表 4.2 所示。

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.726463	0.0006
Test critical values:		
1% level	-3.661661	
5% level	-2.960411	
10% level	-2.619160	

表 4.2 估计期间上证综合指数日个股回报率的 ADF 检验结果

数据来源：根据 Eviews7.2 计算所得。

如上表所示，显著性分别为 1%、5%、10%时，单位根检验的临界值分别为 -3.661661、-2.960411、-2.619160，而 t 值为 -4.726463，小于三个临界值，且 P 值低于 0.05，拒绝原假设，说明被检测序列是平稳序列。

4.3.2 回归分析

利用 eviews7.2 对 (4.1) 模型进行回归分析，分析结果如表 4.3 所示。

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004729	0.002438	-1.939731	0.0599
X	1.141378	0.169463	6.735259	0.0000

表 4.3 Eviews7.2 OLS 回归估计结果

数据来源：根据 Eviews7.2 整理所得。

根据实证结果可以发现 R^2 为 0.544，拟合优度较高，将结果带入回归方程可得：

$$R_t = 1.141378 R_{mt} - 0.004729 \quad (4.5)$$

将窗口期内股票实际收益率、上证综合指数收益率等数据带入上述方程式，分别计算出交通银行的预期收益率、异常收益率和累计异常收益率。

首先，通过回归方程，结合并购事件窗口期的上证综合指数收益率，带入公式 (4.5) 可以获得银行预期收益，如表 4.4 所示。

表 4.4 并购事件期间交通银行的预期收益率 ER 和上证综合指数收益率

项目 日期	预期收益率 (Rt)	上证综合指 数收益率	项目 日期	预期收益率 (Rt)	上证综合指 数收益率
2015-4-20	-0.023333461	-1.63%	2015-5-20	0.002689957	0.65%
2015-4-21	0.01604408	1.82%	2015-5-21	0.016614769	1.87%
2015-4-22	0.023120623	2.44%	2015-5-22	0.027686135	2.84%
2015-4-23	-0.000620039	0.36%	2015-5-25	0.033621301	3.36%
2015-4-24	-0.010093477	-0.47%	2015-5-26	0.018326836	2.02%
2015-4-27	0.029968891	3.04%	2015-5-27	0.002461681	0.63%
2015-4-28	-0.017626571	-1.13%	2015-5-28	-0.079032708	-6.51%
2015-4-29	-0.004614862	0.01%	2015-5-29	-0.006897618	-0.19%
2015-4-30	-0.013631748	-0.78%	2015-6-1	0.048915766	4.70%
2015-5-4	0.005200989	0.87%	2015-6-2	0.014560288	1.69%
2015-5-5	-0.051068947	-4.06%	2015-6-3	-0.004843138	-0.01%
2015-5-6	-0.023219324	-1.62%	2015-6-4	0.003945473	0.76%
2015-5-7	-0.036345171	-2.77%	2015-6-5	0.012848221	1.54%
2015-5-8	0.021294418	2.28%	2015-6-8	0.020038903	2.17%
2015-5-11	0.029854753	3.03%	2015-6-9	-0.008837961	-0.36%
2015-5-12	0.013076497	1.56%	2015-6-10	-0.006441067	-0.15%
2015-5-13	-0.011348992	-0.58%	2015-6-11	-0.001304866	0.30%
2015-5-14	-0.004158311	0.05%	2015-6-12	0.005200989	0.87%
2015-5-15	-0.023219324	-1.62%	2015-6-15	-0.02755656	-2.00%
2015-5-18	-0.011577268	-0.60%	2015-6-16	-0.044334817	-3.47%

数据来源：根据国泰安数据库 (<https://www.gtarsc.com/>) 中数据和 Eviews7.2 整理所得。

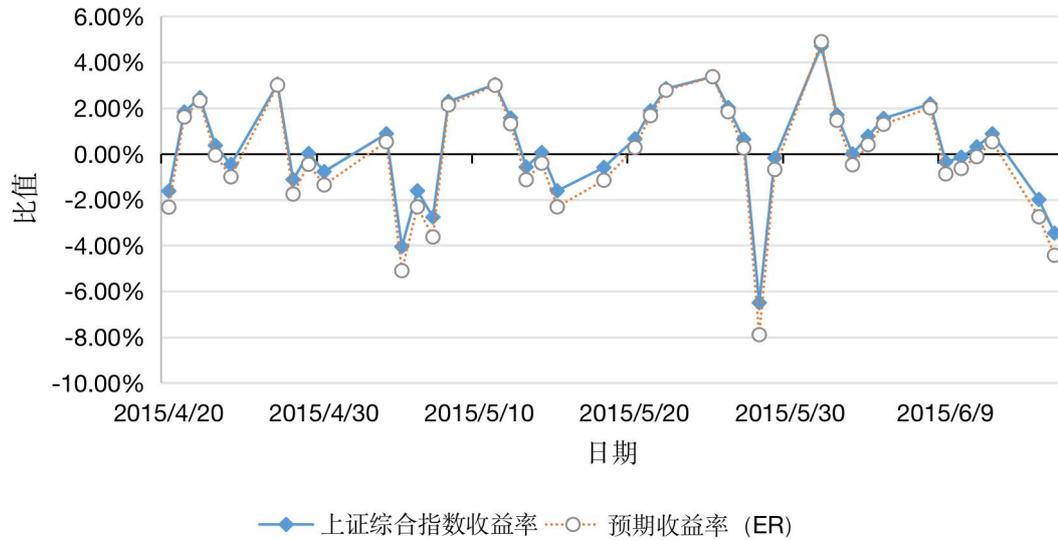


图 4.2 交通银行 ER 值和上证综指收益率趋势图

数据来源：根据国泰安数据库 (<https://www.gtarsc.com/>) 数据整理得出。

从并购事件期间交通银行的预期收益率趋势图可以看出，其预期收益率围绕上证综合指数收益率在一定范围内上下波动。然后，将计算出来的相关数据带入方程 (4.2)，得到股票异常收益率 AR。

影响银行股票收益率变化的因素较多，与经济背景有一定关系，因此有必要提出窗口期内的无关因素，带入公式 (4.3)，计算整理累计异常收益率 CAR。

计算结果如表 4.5 所示。

表 4.5 交通银行并购事件窗口期的异常收益率和累计异常收益率

项目 日期	异常收益率 (AR)	累计异常收益率 (CAR)
2015-4-20	-0.020966539	-0.020966539
2015-4-21	-0.004444408	-0.025410618
2015-4-22	-0.003020623	-0.028431241
2015-4-23	-0.016279961	-0.044711202
2015-4-24	-0.017006523	-0.061717726
2015-4-27	-0.000568891	-0.062286617
2015-4-28	0.037626571	-0.024660045
2015-4-29	-0.009385138	-0.034045183
2015-4-30	-0.004768252	-0.038813435
2015-5-4	0.009299011	-0.029514423
2015-5-5	0.004568947	-0.024945477
2015-5-6	0.015719324	-0.009226153
2015-5-7	0.027345171	0.018119018
2015-5-8	-0.013694418	0.004424599
2015-5-11	-0.013254753	-0.008830154
2015-5-12	-0.010076497	-0.018906651
2015-5-13	0.012848992	-0.006057659
2015-5-14	-0.000241689	-0.006299348
2015-5-15	0.003919324	-0.002380024
2015-5-18	-0.002022732	-0.004402756
2015-5-20	-0.001189957	-0.005592713
2015-5-21	-0.016614769	-0.022207482
2015-5-22	-0.002386135	-0.024593617
2015-5-25	-0.011821301	-0.036414918
2015-5-26	-0.018326836	-0.054741753
2015-5-27	-0.003861681	-0.058603435
2015-5-28	0.030632708	-0.027970727
2015-5-29	0.027797618	-0.000173109
2015-6-1	0.049184234	0.049011125
2015-6-2	-0.018560288	0.030450837
2015-6-3	-0.005856862	0.024593975
2015-6-4	0.094854527	0.119448502
2015-6-5	-0.010348221	0.109100281
2015-6-8	0.078261097	0.187361378
2015-6-9	0.060337961	0.247699339
2015-6-10	-0.016958933	0.230740406
2015-6-11	-0.035795134	0.194945272
2015-6-12	-0.000700989	0.194244284

表 4.5 交通银行并购事件窗口期的异常收益率和累计异常收益率 (续表)

项目 日期	异常收益率 (AR)	累计异常收益率 (CAR)
2015-6-15	0.012956560	0.207200844
2015-6-16	0.064934817	0.272135660

数据来源: 根据国泰安数据库 (<https://www.gtarsc.com/>) 数据和 Excel 表整理得出。

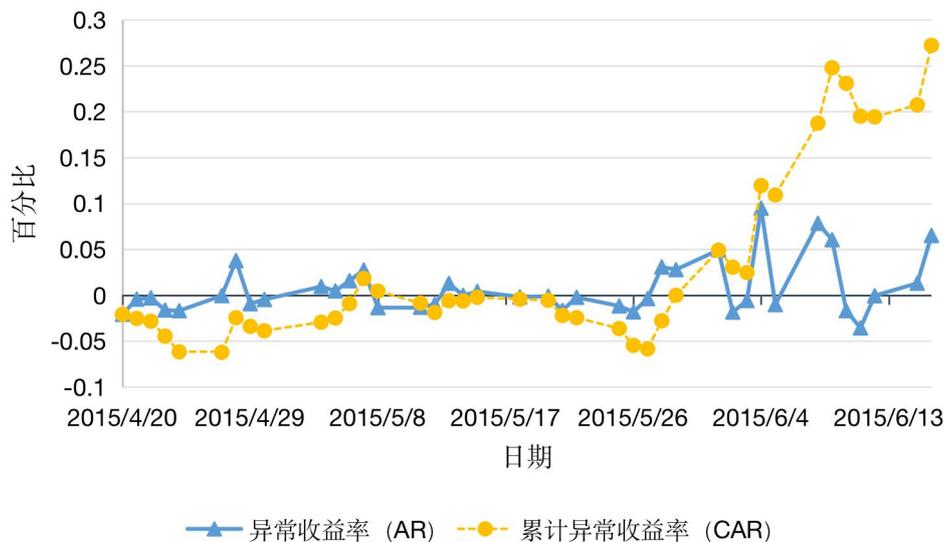


图 4.3 并购事件期间交通银行 AR 值与 CAR 值趋势图

数据来源: 根据表 4.5 绘制。

从并购期间交通银行的异常收益率趋势图可以看出, 在 $[-20,1]$ 区间, 异常收益率围绕 0 值上下波动, 在 $[1, 20]$ 区间, 收益率逐渐呈现震荡趋势且振幅较大; 由表 4.5 以及图 4.3 可知, 在整个事件期内, CAR 有 14 天是正值, 最大值为 2015 年 6 月 16 日的 27.21%。从 CAR 趋势图可以看出, 并购前期 CAR 的值相比并购后并不是很高, 可能是因为在 2015 年交通银行作为国有六大行之一, 同时作为上证市场银行板块中的一支重要的股票, 其价格受到上证市场一定程度的影响。在并购后的一段时间内交通银行的累计异常收益率开始出现明显上升趋势, 说明投资者对于此次并购消息的发布处于接受态度。

为了进一步验证结果的准确度, 需要对其累计异常收益率进行 T 检验, 通过检验其与 0 的差异, 从而判断其是否具有显著性。若显著大于 0 则说明此次并购活动对交通银行的股东效应具有显著影响, 反之则没有显著影响。结果如表 4.6

所示:

Sample Mean = 0.090706		
Sample Std.Dev. = 0.075455		
<u>Method</u>	<u>Value</u>	<u>Probability</u>
t-statistic	1.978908	0.0000

表 4.6 交通银行并购巴西 BBM 银行 CAR 的 T 检验结果

数据来源: 根据 Eviews7.2 计算所得。

根据表 4.6 的检验结果可以看出, CAR 的 T 值大于 0, 即累计异常收益率显著于 0, 表明交通银行的此次并购活动具有正向效应。

4.4 本章小结

在对交通银行短期绩效进行评价时, 首先对数据进行 ADF 检验, 结论是被检测数据是平稳序列; 通过对数据的进一步分析, 可以看出在短期内交通银行的股价在市场中有所提升, 股东财富价值得到了增长; 为了提高结果的准确性, 文章加入了对累计异常收益率 CAR 的 T 检验, T 值显著大于 0, 可以确定交通银行此次并购活动的短期绩效取得了正向效应。

5 交通银行并购巴西 BBM 银行长期绩效分析

在对交通银行并购巴西 BBM 银行的短期绩效进行分析与评价后,本章将用财务指标对并购后交通银行的长期财务绩效进行分析,并且对交通银行并购后的非财务指标进行分析,使结果更具有准确性。

5.1 交通银行财务指标分析

通过梳理文献,可以发现在对企业进行财务指标分析时,一般采用盈利能力、营运能力、偿债能力和发展能力四个指标。本节将在此基础上充分考虑商业银行日常经营的特殊性,参考《金融类国有及国有控股企业绩效评价实施细则》^①,对财务指标的选取标准进行优化,并结合郭妍(2010)研究商业银行并购财务绩效时指标选取的标准,将盈利能力、流动能力、安全能力和成长能力四个指标作为一级指标,选取总资产收益率、净资产收益率、销售净利率、存贷比、流动性比率、资本充足率、不良贷款率、拨备覆盖率、净利润同比增长率和非利息占比 10 个指标作为评价交通银行长期财务绩效的二级指标。

5.1.1 盈利能力分析

盈利能力考察企业的资产是否具有增值能力。首先对交通银行的盈利能力进行分析,本节选取了总资产收益率、净资产收益率和销售净利率三项指标作为衡量交通银行盈利能力的指标。具体数据及变化情况如表 5.1 所示。

^① 2009 年 12 月 25 日,由财政部印发。

表 5.1 交通银行 2011—2021 年盈利能力指标

项目 年度	总资产收益率 (%)	净资产收益率 (%)	销售净利率 (%)
2011	1.10	20.49	39.96
2012	1.10	18.43	39.62
2013	1.04	15.49	37.88
2014	1.05	14.87	37.12
2015	0.93	13.46	34.32
2016	0.79	12.22	34.79
2017	0.78	11.40	35.83
2018	0.77	11.17	34.62
2019	0.78	11.20	33.24
2020	0.73	10.35	31.79
2021	0.75	10.76	32.51

数据来源：根据交通银行 2011—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

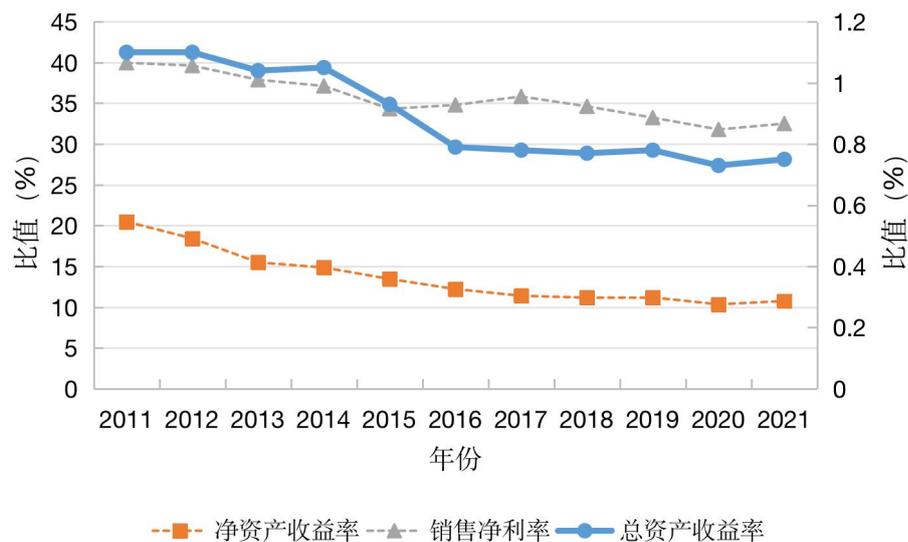


图 5.1 2011—2021 年交通银行盈利能力指标变化趋势图

数据来源：根据表 5.1 绘制。

从图 5.1 中可以看出，2011—2021 年期间，交通银行的盈利能力较弱。其中总资产收益率在并购之前一直在 1% 之上，并购后总资产收益率下降突破 1%；净资产收益率整体呈下降趋势，表明股东投入创造的净收益较小，交通银行的股东投入实现的利润较差，虽然交通银行 2016 年并购完成后，2016—2019 年其净资

产收益率降幅降低,但是年均降幅仍在 3%左右;销售净利率在 2011—2021 年间比较平稳,但是并购后的整体水平低于并购之前,2021 年稍有回升。总体来讲,并购后交通银行的盈利能力不但没有期望中的上升,反而低于并购前的水平,考虑是由于交通银行内部各种因素以及整合过程的磨合期导致。

但交通银行的总资产收益率和净资产收益率的降幅在并购后变缓,可能得益于 2016 年交通银行指定团队与 BBM 银行进行合作,制定了新的目标、方法以及流程,因此并购后交通银行的盈利能力虽仍然持续下降,降幅却小于并购之前。

5.1.2 流动能力分析

银行的流动能力是银行资金抗风险能力的重要体现,本节选取了存贷比和流动性比率两项银行专项指标来衡量交通银行的流动能力。交通银行流动能力指标具体变化情况如表 5.2 所示。

表 5.2 交通银行 2011-2021 年流动能力指标

项目 年度	存贷比 (%)	流动性比率 (%)
2011	71.94	35.37
2012	72.71	37.93
2013	73.40	47.62
2014	74.07	47.17
2015	74.08	42.90
2016	73.98	50.92
2017	90.40	58.86
2018	84.80	68.73
2019	88.33	72.92
2020	89.44	69.24
2021	93.19	67.11

数据来源:根据交通银行 2011—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

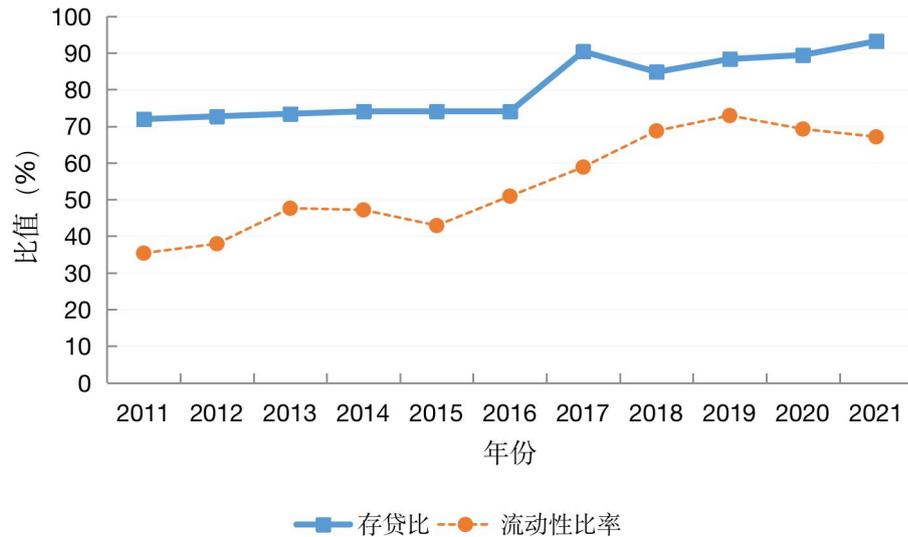


图 5.2 2011—2021 年交通银行流动能力指标变化趋势图

数据来源：根据表 5.2 绘制。

从图 5.2 中可以看出，交通银行的存贷比在 2011—2021 年间总体呈上升趋势，2017 年其上升幅度突然猛增，可以看到并购事件很好地促进了交通银行的经营水平。但是交通银行从 2017 年起其存贷比一直高于中国中央银行所规定商业银行存贷比不得高过 75% 的要求，不符合中央银行对于资产结构的安全要求，易出现流动性危机，推断是由于受到国家政策的影响，交通银行灵活调整贷款审批力度导致的存贷款比例过高，与并购事件关联较小。

2011—2021 年期间交通银行的流动性比率整体上升，并且一直高于监管要求的 25%，2015 年相对 2014 年来说流动性比率有所下降，可能是由于交通银行并购时采用现金支付，导致流动资产比例有所降低，但其流动性比率在 2015 年后呈直线上升趋势，2020—2021 年考虑是疫情影响有所下降。

综上，并购后交通银行整体的流动能力有所增长，但是由于其自身的业务导向使得交通银行资金安全存在一定的隐患。所以在今后的日常经营中，交通银行制定经营导向时要注意防范流动性危机，要加强对于存贷比的关注，在适当的范围内促进其提高。

5.1.3 安全能力分析

本节将资本充足率、不良贷款率以及拨备覆盖率作为反映交通银行资产是否

具有安全能力的指标,通过对这三项指标的分析,可以判断并购后交通银行的安全能力是否得到提升。交通银行资本充足率、不良贷款率和拨备覆盖率的具体情况如表 5.3 所示。

表 5.3 交通银行 2011-2021 年安全能力指标

项目 年度	资本充足率 (%)	不良贷款率 (%)	拨备覆盖率 (%)
2011	12.44	0.86	256.37
2012	14.07	0.92	250.68
2013	12.08	1.05	213.65
2014	14.04	1.25	178.88
2015	13.49	1.51	155.57
2016	14.02	1.52	150.50
2017	14.00	1.50	154.73
2018	14.37	1.49	173.13
2019	14.83	1.47	171.77
2020	15.25	1.67	143.87
2021	15.45	1.48	166.50

数据来源:根据交通银行 2011—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

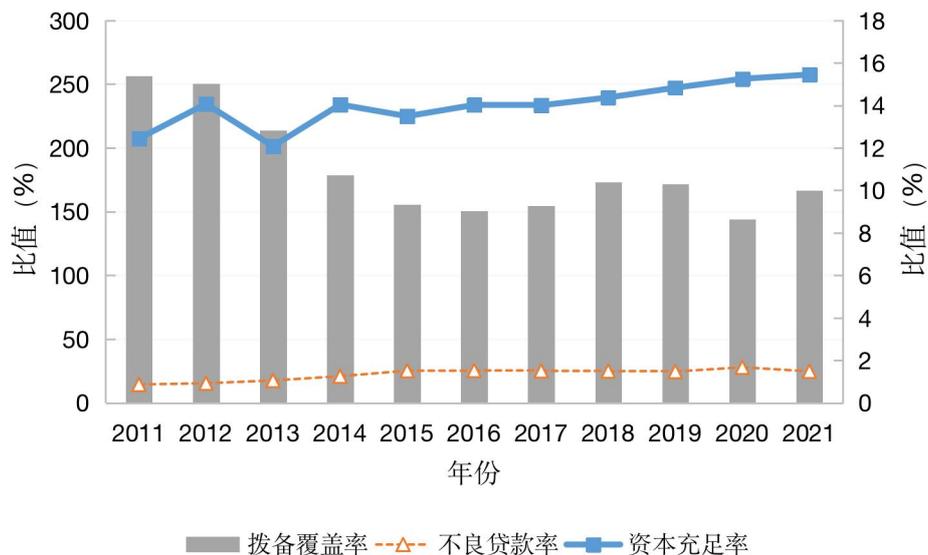


图 5.3 2011—2021 年交通银行安全能力指标变化趋势图

数据来源:根据表 5.3 绘制。

如图 5.3 所示, 交通银行的拨备覆盖率在 2011—2016 年间呈逐渐下降趋势, 2016 年直逼监管红线 150%, 资产质量状况令人堪忧; 从 2017 年开始, 一直到 2018 年, 其拨备覆盖率有所上升, 虽然并购后交通银行拨备覆盖率的整体水平不及并购前, 但其一改并购前持续下降的现象, 说明并购事件使交通银行的拨备覆盖率得到了较好的发展。2020 年考虑疫情影响, 全球经济发展速度变缓, 其拨备覆盖率有所下降, 甚至低于 150% 的监管红线, 2021 年有所回升。

资本充足率在 2011—2021 年期间总体呈上升趋势, 并且高于 10.5% 的监管要求。其中 2011—2015 年虽然有波动, 但总体也呈上升趋势, 2016—2021 年期间, 交通银行资本充足率呈直线上升。总体来讲, 并购后交通银行的资本充足率更具稳定性。

交通银行的不良贷款率自 2011 年起, 直到 2016 年连年呈上涨趋势, 2016 年的不良贷款率是除 2020 年外十一年中最高的一年, 考虑受宏观经济下行的影响, 部分企业经营不规范, 同时也是对前几年风险积累的释放。但并购后 2017 年至 2019 年间交通银行的不良贷款率逐年下降, 说明并购事件为交通银行带来了更先进的风控监测体系和良好的资金来源渠道, 交通银行通过吸收 BOCOM BBM 优质客户的资金, 减少了不良贷款发生的概率, 改变了交通银行不良贷款率持续上升的趋势。虽然整体高于并购之前, 但可以看到并购事件为交通银行的资产质量发展带来了良好的影响。2020 年同样受到疫情影响, 中小企业还款能力较弱, 对交通银行的不良贷款率带来了冲击, 2021 年不良贷款率有所下降, 交通银行的安全能力进一步提升。

总体来说, 并购事件提升了交通银行的安全能力。并购后交通银行的拨备覆盖率和不良贷款率的发展趋势较并购前不同, 而是向着良好的方向发展, 虽然并购后两项指标的整体水平不如并购前五年, 但其有逐渐良性发展的态势, 潜力巨大; 资本充足率整体水平高于并购之前, 说明并购事件在一定程度上促进了交通银行安全能力的提升, 若要恢复至 2011 年左右的水平, 还需一定时间的发展。

5.1.4 成长能力分析

银行的成长能力主要通过净利润增长率和非利息占比等指标来衡量。交通银行成长能力指标的具体数据及变化情况如表 5.4 所示。

表 5.4 交通银行 2011—2021 年成长能力指标

项目 年度	净利润同比增长率 (%)	非利息占比 (%)
2011	29.95	19.18
2012	15.05	17.06
2013	6.73	20.54
2014	5.71	24.03
2015	1.03	25.62
2016	1.03	30.17
2017	4.48	35.02
2018	4.85	38.44
2019	4.96	38.02
2020	1.28	37.72
2021	11.89	39.98

数据来源：根据交通银行 2011—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

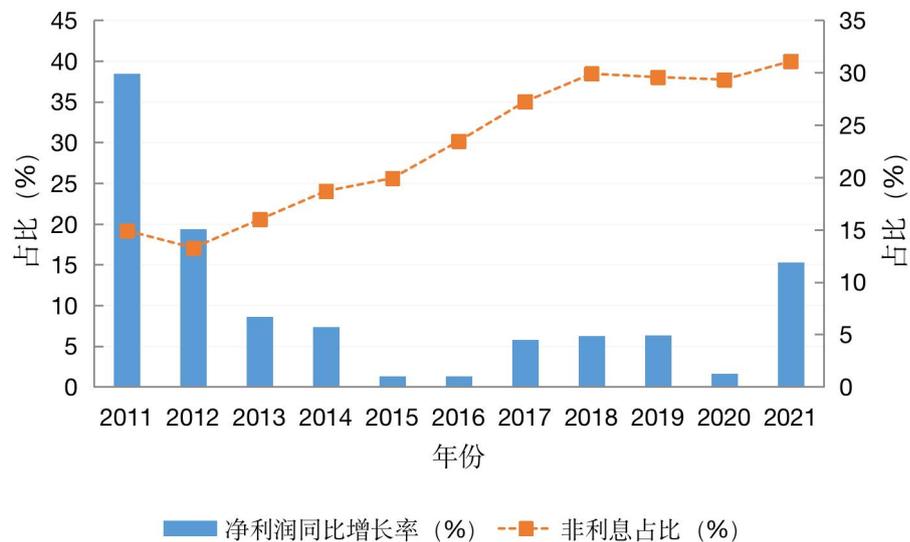


图 5.4 2011—2021 年交通银行成长能力指标变化趋势图

数据来源：根据表 5.4 绘制。

如图 5.4 所示，交通银行的净利润同比增长率在 2011—2015 年间呈下降趋

势, 在 2015—2016 年间达到谷底, 2017 年起至 2019 年逐年上升但总体水平不及 2015 年之前, 可以看出并购事件为交通银行的净利润同比增长率带来了一定的发展, 并购后三年发展速度缓慢, 接近并购前两年的发展水平; 2021 年呈现大幅度提升态势, 潜力巨大。交通银行的非利息占比在 2011—2021 年期间整体呈上升水平, 2015—2018 年增长幅度较为明显, 呈直线上升趋势, 2018 年至 2021 年间虽有两年呈下降趋势, 但整体水平较并购前有所提高。

总体来讲, 交通银行并购后的成长能力有所提高, 尤其是非利息占比, 考虑是并购事件使交通银行获得了 BOCOM BBM 较好的财富管理模式, 使其获得了更多利息之外的收入; 其净利润同比增长率虽然与其并购前接近, 但是发展速度缓慢, 说明并购事件虽然逐渐恢复了其发展能力, 但是由于并购后交通银行采用稳健经营的方式, 正处于调试阶段, 导致其增速较缓。

综上, 并购后交通银行的盈利能力有所下降, 流动能力、安全能力和成长能力整体呈上升水平, 交通银行并购后的财务绩效总体上得到了一定程度的发展。并购事件使双方互通先进的管理经验和设备, 并购后交通银行可以吸收 BOCOM BBM 优质的客户资源和资金来源渠道, 促进其并购后经营绩效的进一步提升, 逐渐实现协同发展。需要注意的是, 在流动能力方面, 今后交通银行应该根据实际情况以及自身资本结构选择适当的投融资渠道, 避免形成流动性风险。

5.2 交通银行非财务指标分析

商业银行的非财务指标可以对其在经营过程中的无形资产进行评价, 通常包括内部管理能力、经营发展能力、学习与创新能力、市场竞争能力和可持续发展能力五个方面^①。为了对交通银行并购绩效的分析更加全面具体, 本节将根据交通银行的并购动因, 选取管理方式、客户名单、人才培养与创新以及信息技术水平几个指标, 对交通银行财务指标外的绩效进行考察, 能够进一步分析交通银行是否达成了其并购的目的。

^① 杨军芳,张琴,吴清华.商业银行业绩评价的非财务指标设计[J].财会月刊(理论版),2005,(11):72-74

5.2.1 管理方式

若想提高银行的整体实力,需要在整合过程中充分发挥被并购方在东道国的自身优势,同时实现业务互补。并购前巴西 BBM 银行的规模较小,交通银行并购后其原本的资产规模并没有发生明显变化,但并购后交通银行可以与 BOCOM BBM 共享其完备成熟的平台,所以并购后交通银行保留其 20%的股份在原有经营管理者手中,不仅可以有利于并购后的业务整合,也有利于交通银行借鉴 BOCOM BBM 在巴西本土的管理经验。

并购后交通银行建立了完善的管理体系,通过使用先进的信息技术开发模型,加强了在人才方面的管理与培养,推动了管理方式的改进,同时授权 BOCOM BBM 自助开展专家评聘工作,优化 BOCOM BBM 的管理结构。BOCOM BBM 也表示,截止到 2021 年,其规模是并购前巴西 BBM 银行规模的三倍^①,说明并购双方在业务以及管理方式的改进等方面均取得了一定的成效。

5.2.2 客户名单

进入巴西市场,是交通银行布局拉美地区业务的重要一步。并购后,BOCOM BBM 不仅可以加强对“走出去”战略下巴西及其周边地区的中资企业投资贸易活动的服务,而且并购前 BBM 银行在公司信贷、私人银行等业务方面具有良好声誉,对巴西本地客户具有强大吸引力,可以为交通银行带来优质客户,同时也给 BOCOM BBM 和交通银行客户名单的规模及质量的发展奠定了良好的基础。

表 5.5 2016—2020 年 BOCOM BBM 客户财富管理规模

年度 项目	2016	2017	2018	2019	2020
金额 (10 亿雷亚 尔)	3.7	5.4	7.1	8.5	9.0

数据来源:根据 BOCOM BBM 2016—2020 年年报 (<https://www.bocombbm.com.br/>) 计算得到。

^① 数据来源:根据 BOCOM BBM 官网 (<https://www.bocombbm.com.br/>) 公告得出。

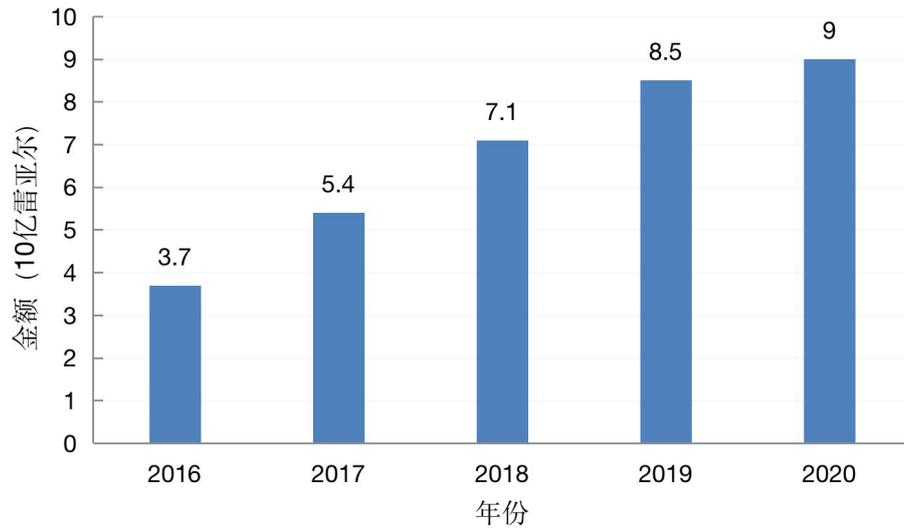


图 5.5 2016—2020 年 BOCOM BBM 客户财富管理规模趋势图

数据来源：根据表 5.5 绘制得出。

表 5.6 2016 年—2021 年交通银行 AUM^①情况表

时间 项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021
金额 (万亿元人民币)	2.7	2.88	3.06	3.45	3.90	4.26

数据来源：根据交通银行 2016—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

^① AUM 是“Asset Under Management”的缩写，代表的是银行资产管理规模。本文中指的是交通银行管理的个人金融资产规模。

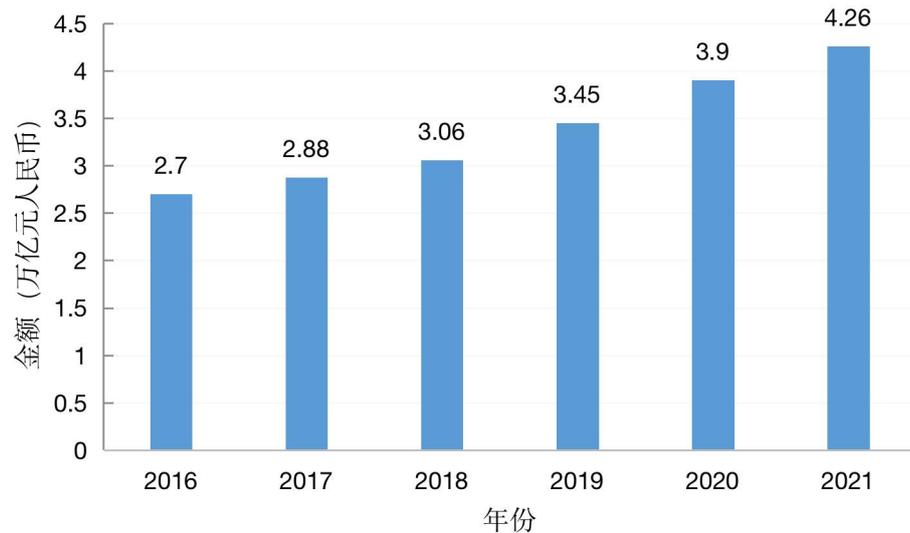


图 5.6 2016 年—2021 年交通银行 AUM 趋势图

数据来源：根据表 5.6 绘制。

如图 5.5 和图 5.6 所示，BOCOM BBM 的客户财富管理规模自并购完成后即 2016 年开始逐年上升，交通银行管理的个人金融资产规模在并购后也呈逐年上升趋势，其涨幅在并购后两年内即 2017—2018 年期间有所下降，可能由于并购后一段时间交通银行处于整合阶段，个人金融资产规模虽连年上升，涨幅却较慢，符合交通银行审慎经营的管理模式。2019 年，BOCOM BBM 的客户财富管理规模和交通银行个人金融资产规模的涨幅均大幅提升，说明双方的客户名单的数量都有所增多，逐步实现协同发展。

此外，交通银行优质客户的比重也有所提升^①。交通银行有着覆盖大众及中高端客户的客户分层服务体系，金融资产月日均余额达到 50 万人民币以上的客户为交通银行的沃德客户，是其 VIP 客户。交通银行的达标沃德客户数在并购后逐年上涨，具体情况如表 5.7 所示。同时，其中高端客户的核心服务体系—沃德财富的市场美誉度逐年提升，促进其核心竞争力的发展。

^① 数据来源：根据交通银行官网 (<http://www.bankcomm.com/>) 2016—2021 年年报整理得出。

表 5.7 交通银行 2016—2021 年达标沃德客户数情况表

年度 项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021
数量 (万户)	105.76	115.52	126.38	150.40	173.72	200.28

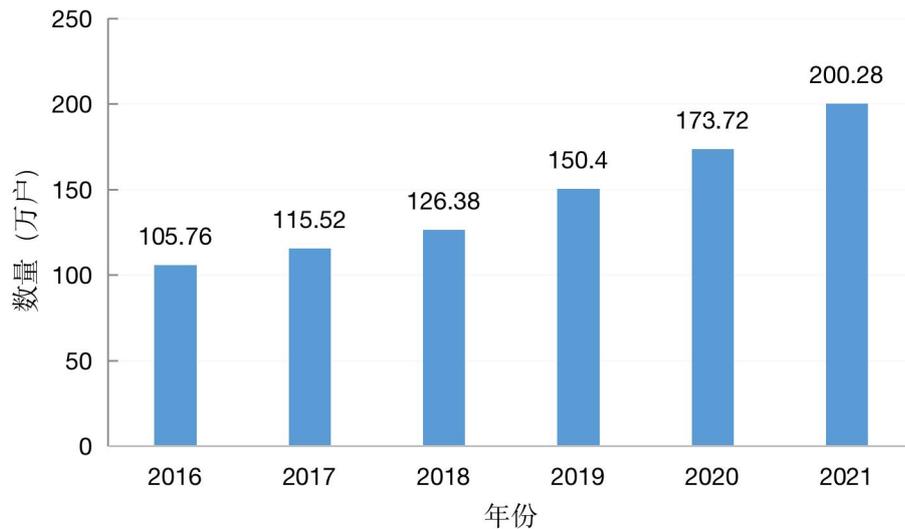


图 5.7 交通银行 2016—2021 年达标沃德客户数趋势图

数据来源：根据表 5.7 绘制。

结合上文及图 5.7 所示，可以看到交通银行并购后其个人金融资产管理规模以及沃德客户数量逐年递增，说明并购事件为交通银行客户名单的数量以及质量的提高都有所帮助，因此交通银行并购后其客户存款和客户贷款规模稳步提升，业务规模进一步扩大，具体情况见表 5.8 和图 5.8 所示。

交通银行以巴西业务为发展基础，努力发展拉美地区客户，积极与其它分支机构实现业务联动，积累了更多、更优质的客户资源，提高了其财富管理规模和业务规模的有效增长，有效地促进了其在拉美地区的发展，提高了自身国际化经营水平。

表 5.8 交通银行 2015—2021 年客户存款和客户贷款情况表

项目 年度	客户存款 (百万元人民币)	客户贷款 (百万元人民币)
2015	4484814	3722006
2016	4728589	4102959
2017	4930345	4456914
2018	5724489	4854228
2019	6072908	5304275
2020	6607330	5848424
2021	7039777	6560400

数据来源: 根据交通银行 2015—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。



图 5.8 交通银行 2015—2021 年客户存款和客户贷款趋势图

数据来源: 根据表 5.8 绘制。

5.2.3 人才培养与创新

在如今知识经济高速发展的时代, 企业得以生存和发展的前提就是加大对人才的培养与创新, 人才为企业发展带来的影响和作用更是不可估量的。交通银行

并购后对人才的需要日益强烈，不仅需要高学历背景的人才，同时还需要相关领域的专业人才。交通银行研究生员工占比情况以及国际化人才选拔和培养累计人数如表 5.9 和表 5.10 所示。

表 5.9 2016—2021 年交通银行研究生学历员工占比情况表

年度 项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021
占比 (%)	11.15	11.65	12.14	13.1	13.89	14.63

数据来源：根据交通银行 2016—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

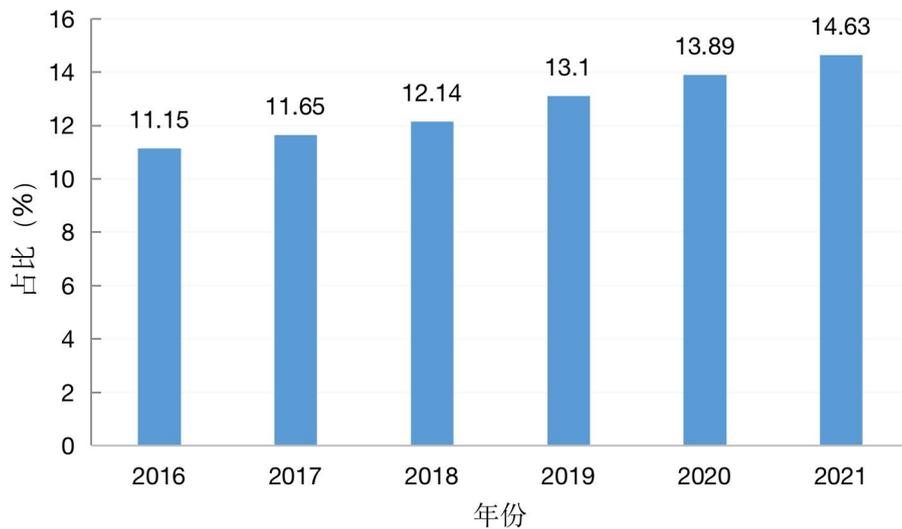


图 5.9 2016—2021 年交通银行研究生学历员工占比趋势图

数据来源：根据表 5.9 绘制。

表 5.10 2015—2019 年交通银行国际化人才选拔和培养累计人数表

年度 项目	2015	2016	2017	2018	2019
人数 (个)	70	110	130	180	190

数据来源：根据交通银行 2015—2019 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

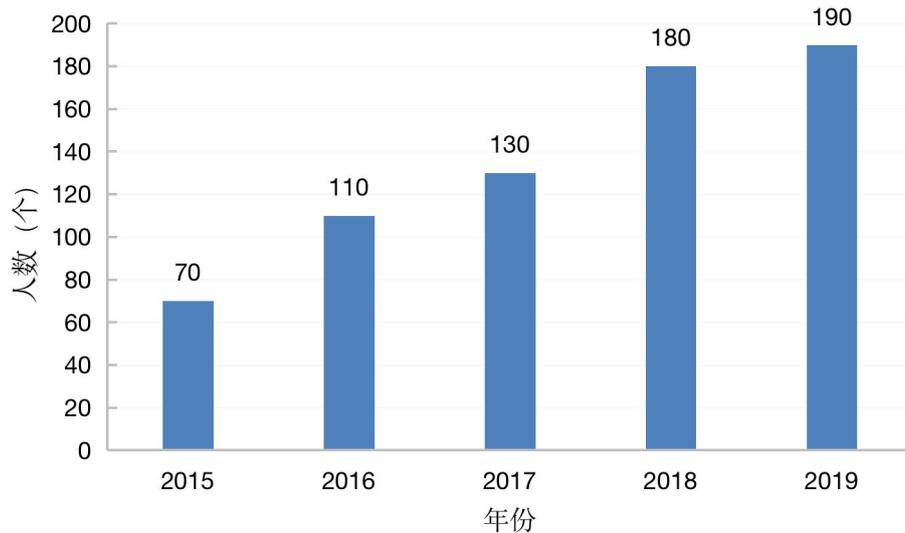


图 5.10 交通银行国际化人才选拔和培养累计人数趋势图

资料来源：根据表 5.10 整理得出。

如图 5.9 所示，交通银行并购后研究生学历员工占比逐年增长，并且交通银行持续加大对境外人才的培养力度，计划用五年的时间建立一支门类齐全且素质优良的国际化人才储备队伍。如图 5.10 所示，截止到并购后的一年即 2017 年，交通银行累计完成了对 130 余名国际化人才的培养，2018 年增幅最大，达到 180 余名。同时开展金融科技人才培养，为交通银行和 BOCOM BBM 的金融科技人才队伍建设提供人才保障。

交通银行与 BOCOM BBM 合作完成了若干项目，BOCOM BBM 的专家为交通银行员工进行培训，为交通银行带来了先进的人才管理理念，进一步完善了交通银行的人才培养方式，为自身提升人才竞争优势提供了良好的发展平台，同时提高了交通银行的经济效益，所以交通银行并购巴西 BBM 银行事件加速了其人才培养方案的发展与创新。

5.2.4 信息技术水平

并购后交通银行的信息技术水平有所提升，如图 5.11 所示，交通银行在 2015—2021 年的信息技术人员比例逐年呈增长态势，交通银行重视金融科技与数字化转型趋势的发展，利用人工智能技术实现境内外企业客户关联体的智能计算和分析，为交通银行和 BOCOM BBM 的风险管理技术提供业务洞察与数据分析

支持。并且交通银行将区块链技术应用到国内外多个业务场景中，实现逐笔业务办理流程可追溯，提高数据利用效率。

表 5.11 交通银行 2015—2021 年总员工中信息技术人员所占比例

年度 项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
占比 (%)	2.5	2.63	2.69	2.8	3.05	3.52	4.84

数据来源：根据交通银行 2015—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 整理得出。

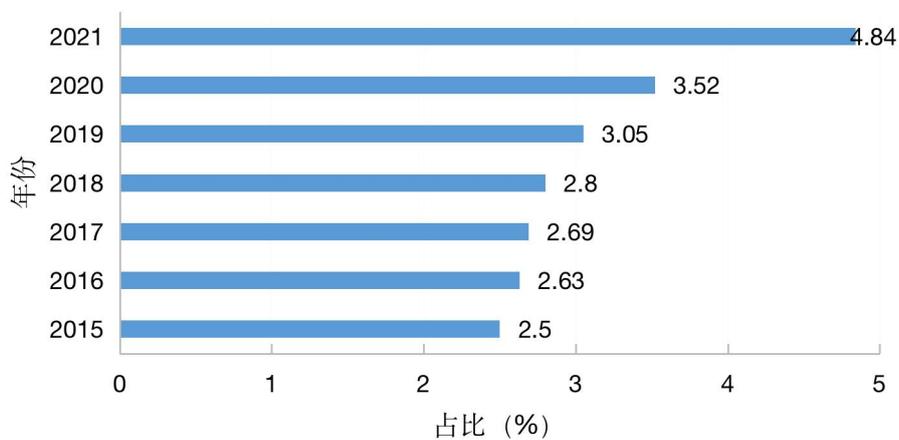


图 5.11 交通银行 2015—2021 年总员工中信息技术人员占比趋势图

数据来源：根据表 5.11 绘制。

2018 年交通银行将 IT 管理架构优化，形成了“一部、一公司、一研究院、四中心”的信息技术架构，金融科技战略更加细化。2019 年交通银行成立“交通银行实验室”，更好地加大了对人工智能、区块链等项目的建设，部分研发成果已经应用于经营战略当中，效果显著。同时，交通银行与复旦大学共建校园——企业联合实验室，将大数据、人工智能的先进学术力量运用到智慧风控体系当中，联合第三方机构探索风险数据运用的合作空间。

交通银行并购巴西 BBM 银行促进了交通银行信息技术的提升，不仅可以提高本行的可持续发展水平，而且可以加速其与 BOCOM BBM 的 IT 运营业务之间的融合，有效降低工作成本，提高工作效率。

5.3 本章小结

通过对交通银行并购事件长期绩效的分析,可以看到在财务指标方面,交通银行除了盈利能力指标在并购后出现下降的趋势外,其余的财务指标在并购后均出现了一定程度的回升,或者维持在合理水平。总体来说,并购后交通银行的长期财务绩效在一定程度上有所提升。

在非财务指标方面,并购后交通银行的管理方式有所改进,客户名单的数量和质量均有所增加,有效地实现其在拉美地区的业务布局,加速了人才培养方案的进度,并且在一定程度上加速了交通银行信息技术的发展,其非财务绩效整体在并购后表现良好。

通过对交通银行在财务指标与非财务指标两方面的分析,可以看到,并购后交通银行的财务绩效和非财务绩效都有一定程度的提升,潜力巨大,此次并购为交通银行的绩效带来了有利的影响。

6 并购绩效评价结果及盈利能力下降的影响因素分析

6.1 交通银行并购巴西 BBM 银行绩效评价结果

通过对交通银行并购 BBM 银行短期绩效的分析,可以看出交通银行并购之后其累计异常收益率呈上升趋势,交通银行短期绩效得到提升。原因可能有两方面:第一,巴西作为金砖国家之一,经济实力位于拉美地区的首位,中巴之间密切的经贸关系对交通银行在巴西当地的发展具有一定的促进作用;第二,并购前巴西 BBM 银行在巴西当地具有丰富并且相对完善的金融网络,交通银行并购之后可以进一步增加客户名单的数量、提高信息技术水平,并且可以为当地中资企业以及巴西的本地客户提供优质且具有特色的产品和服务,所以投资者对交通银行未来的发展抱有良好预期。

通过对交通银行长期绩效进行分析,可以看到其盈利能力中总资产收益率、净资产收益率和销售净利率三项指标在并购后的发展状况都不理想,盈利能力在并购之后没有达到并购前的预期水平;流动能力发展状况良好,存贷比和流动性比率相较于并购前都有一定程度的提升,但是应该注意存贷比的范围,防止其出现流动性危机;表示安全能力的三个指标均有所发展,除资本充足率一直增高外,不良贷款率和拨备覆盖率虽然在并购后走向良性发展趋势,但其总体发展水平和并购前的最高水平相比还具有一定差距,所以还需要一定时间的发展其安全能力才可以恢复至并购前 5 年内的最高水平;成长能力中净利润同比增长率不同于并购前持续下降的态势,有所上升,非利息占比则一直处于上升阶段,说明并购后其成长能力在一定程度上有所提高。同时通过对交通银行非财务指标的分析,可以看到此次并购事件优化了交通银行的管理方式、增加了客户名单的数量和质量、提升了人才培养与创新水平以及信息技术水平,这说明交通银行并购 BBM 银行是有效率的。

综上,交通银行此次并购案的短期绩效表现尚可,说明并购时市场预期较好。其长期绩效中安全能力、发展能力、流动能力和非财务指标总体得到提升,说明交通银行获取了 BOCOM BBM 在当地的品牌知名度、资金、技术资源和拉美地区的市场,同时享受中巴双方密切的经贸往来活动,结合对其并购动因的分析,发

现达到了其并购的目的。但长期财务绩效中盈利能力表现不佳，其在并购后下降的成因需要进一步进行分析。接下来文章将重点从交通银行的内、外部两方面综合分析其并购后盈利能力不升反降的原因。

6.2 交通银行并购巴西 BBM 银行盈利能力下降的影响因素

6.2.1 内部因素分析

1. 内部治理水平

良好的内部治理水平是企业顺利运作以及实现可持续发展的关键。交通银行的目标是“建设公司治理最好银行”，所以交通银行一直以来在日常的经营中不断提升内部治理的规范性，推动企业转型发展。在商业银行内部治理中影响其绩效水平的因素有很多，本节主要分析交通银行的股权结构和董事会特征两个指标来判断其内部治理水平对其绩效带来的影响。

(1) 股权结构

股权结构是公司治理水平的核心和基础，对公司的日常经营和决策均产生影响。目前学术界常用的股权结构度量指标有股权集中度、赫芬德尔指数、Z 指数和第一大股东持股比例等。本节通过 Z 指数和第一大股东持股比例两项指标判断交通银行的股权结构类型。

Z 指数是指第一、二大股东之间股权比例的比值，它可以反映第一大股东受制约情况。其计算公式为：

$$Z=S_1/S_2$$

其中第一大股东持股比例为 S_1 ，第二大股东持股比例为 S_2 。Z 值越小，第一大股东的控股程度就越小，反之就越强。

根据交通银行 2021 年年报显示，其中国财政部的持股比例为 23.88%，即 $S_1=23.88%$ ；其汇丰银行的持股比例为 19.03%，即 $S_2=19.03%$ 。将 S_1 、 S_2 带入公式，可得 Z 值为 1.25486075，趋近于 1，说明中国财政部和汇丰银行对交通银行的控制权力度相近。又因 $23.88%<50%$ ，即第一大股东的控股比例小于 50%，所以交通银行的股权结构属于相对控股，股权适度集中。

当企业股权适度集中时，虽然可以建立一个较为完善的监督体系，但是在相

对控股的情况下容易造成利益上的博弈，其经营激励的复杂性会提升并且其经理层的稳定性较差，会对企业的发展以及绩效带来一定影响。

(2) 董事会特征

目前我国商业银行现代治理体系发展时间较短，独立董事的地位还不同于西方国家，只是形式上存在于董事会中。根据交通银行的 2021 年年报可以看出，其独立董事大部分来自于高校、政府部门等，来自银行人员较少，大多没有银行业的从业经验和相关治理知识，不能很好地对银行工作进行指导和监督，今后若想进一步提升银行的绩效水平，就应该充分发挥独立董事的作用。

其次交通银行董事会内部男女比例的科学性还有待提高。2021 年交通银行董事会男女比例如图 6.1 所示。

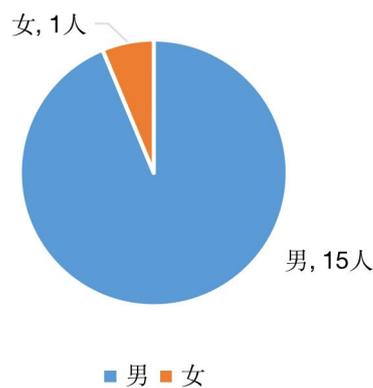


图 6.1 交通银行董事会男女比例结构图

资料来源：根据交通银行 2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 整理得出。

截止到 2021 年年底，交通银行董事会 16 人中，男性董事有 15 人，占比较大，约为所有董事会成员的 93.75%，女性董事仅为 1 人，约为所有董事的 6.25%。男女比例失衡并且平均年龄较高。

根据管理行为性别差异理论，可以发现由于女性董事在投资决策时更加保守谨慎，同时倾向于更加严格的监管，柔性管理的特点可以在并购后的整合过程中得到充分发挥，因此在一定程度上女性董事的比例会对企业并购绩效产生一定影响。交通银行董事会中女性比例较低，可能会在一定程度上影响其并购绩效的提升。

2. 支付方式

现阶段中国大多数并购案所使用的支付方式主要分为现金支付和股权支付两种。现金支付在中国并购活动中使用的频率较高，而股权支付的过程相对繁琐，所需时间较长从而容易错过黄金并购期，但其却可以减少公司的财务压力，对企业并购后的整合以及发展具有很强的支撑作用。

在交通银行并购巴西 BBM 银行的案例中，交通银行选择使用现金支付，收购了巴西 BBM 银行 80% 的股份，获得了 BOCOM BBM 的绝对控制权。

交通银行采用现金支付，使并购事件耗时较短，有利于交通银行抓住并购机会，向市场传达出并购方即交通银行拥有充足的资金和强大融资能力的信号，所以交通银行并购后在短期内得到了市场的认可，这也是其短期绩效在窗口期内有一定提高的重要原因。

但是现金支付给交通银行带来资金压力，受其自身财务状况的制约，而且还会有货币的汇兑风险。这不但对 BOCOM BBM 的整合带来一定的阻碍，同时也给交通银行的日常经营活动带来了一定的现金压力，也带来一定的税收成本，不利于交通银行并购后的快速发展，这可能是交通银行并购后盈利能力下降的原因之一。

3. 企业并购经验

许多学者认为企业并购经验是影响企业海外并购绩效的重要因素之一，即企业的海外并购次数越多，经验越丰富，对并购过程以及并购后的整合越有利，更容易提升其并购后的绩效。

表 6.1 2014 年—2021 年交通银行境外机构经营情况

项目 年度	境外机构 (个)	境外网点(个)	境外机构净利润在集团中占比 (%)
2014	13	54	5.50
2015	15	56	6.15
2016	20	65	7.96
2017	21	65	7.30
2018	22	66	7.48
2019	22	68	8.23
2020	23	69	7.80
2021	23	69	6.51

数据来源：根据交通银行 2014—2021 年年报 (<http://www.bankcomm.com/>) 计算得到。

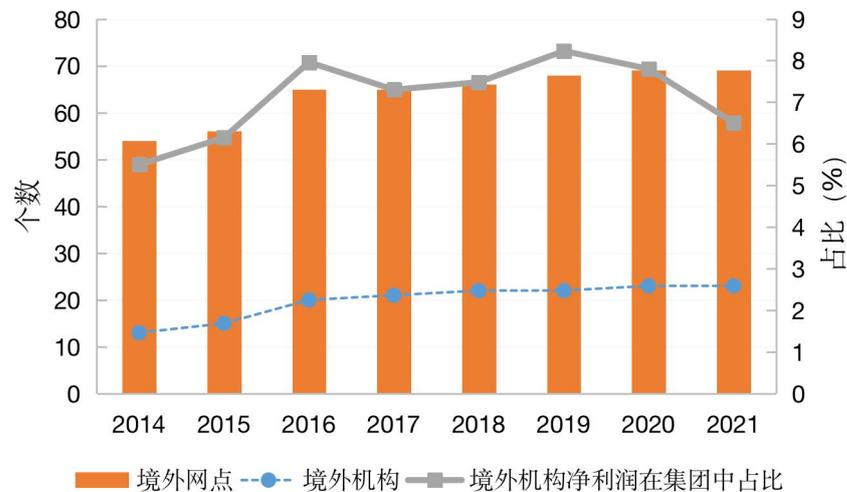


图 6.2 2014—2021 年交通银行境外机构经营情况

数据来源：根据表 6.1 绘制。

如图 6.2 所示，2014 年以来交通银行境外机构数、境外网点数以及境外机构净利润在集团中的占比整体呈上升趋势，境外服务网络布局稳步推进，尤其是 2016 年，境外机构净利润在集团中的占比大幅度上升，可能是并购事件为交通银行带来了绩效提升。2020—2021 年受新冠疫情影响，境外机构

净利润在集团中的占比有所下降，总体来讲，境外机构为交通银行利润提供的贡献度整体提升。虽然交通银行的国际化水平有所提升，但是相比于其它国有银行来说仍存在一定差距。

表 6.2 加入世贸组织以来中国国有商业银行海外并购情况^①

并购主体	时间 (年)	被并购方	并购 股份 (%)	并购金额 (亿美元)	被并购方 所在区域
中国工商 银行	2006	印尼哈林银行	90	0.22	东南亚
	2007	南非标准银行	20	54.6	非洲
	2008	诚兴银行股份有限公司	79.93	5.89032	亚洲
	2010	富通证券	—	—	美洲
		泰国 ACL 银行	97.25	5.5	亚洲
		加拿大东亚银行	70	0.76	美洲
	2011	美国东亚银行	80	1.4	美洲
	2012	阿根廷标准银行	80	6	美洲
	2013	台湾永丰银行	20	0.0624	亚洲
	2014	土耳其纺织银行	75.5	3.16	亚洲
标准银行公众有限公司		60	7.7	欧洲	
中国建设 银行	2006	美国银行（亚洲）股份有限公 司	100	12.5	美洲
	2009	美国国际信贷（香港）有限公 司	100	0.7	亚洲
	2015	英国金属交易公司	75	未公布	欧洲
	2016	印尼温杜银行	60	未公布	亚洲
中国银行	2006	新加坡飞机租赁有限责任公司	100	9.65	亚洲
	2007	东亚银行	4.94	5.06579	亚洲
	2008	瑞士基金管理公司	30	0.087	欧洲
交通银行	2015	巴西 BBM 银行	80	1.45	美洲

^① 本文将对中国香港和中国台湾等地的并购也视为海外并购。

资料来源：根据中国工商银行官网（<http://www.icbc.com.cn/>）、中国建设银行官网（<http://www.ccb.com/cn/>）、中国银行官网（<https://www.boc.cn>）以及交通银行官网（<http://www.bankcomm.com/>）历年年报整理得到。

从表 6.2 中可以看出，中国加入世贸组织以来我国国有商业银行陆续进行海外并购活动，并且股权比例稳中有升，大多实现了实际控制权，被并购方所在区域实现了多样化发展，同时加强了在美洲地区的发展。

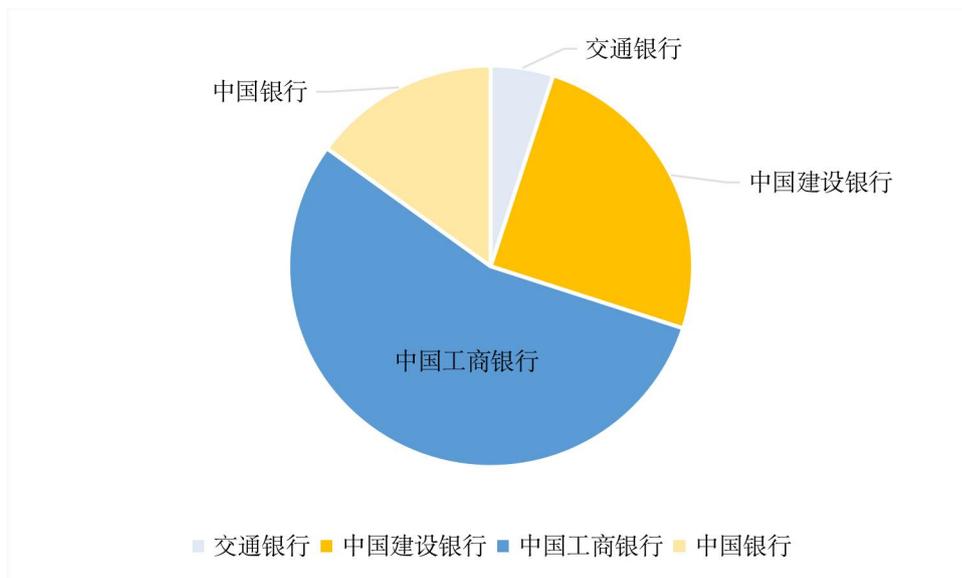


图 6.3 入世以来我国国有商业银行海外并购案数量比例分布图

数据来源：根据表 6.2 整理得出。

如图 6.3 所示，交通银行虽然是中国历史最悠久的银行之一，但是其在并购 BBM 银行之前没有进行过海外并购，相对于中国工商银行等其它国有银行而言，交通银行的国际化程度较低。2015 年，交通银行打破其一直以来在海外设立分支机构的常规方式，首次进行海外并购。并购巴西 BBM 银行是交通银行进行海外并购的第一案，管理层积累的海外并购经验较少，对于并购知识掌握的程度较低。因此交通银行在并购后一段时间内虽然长期绩效水平整体呈上涨趋势，但是其中的盈利能力指标有所下降，并购经验的缺失可能是导致其盈利能力发展不佳的重要因素之一。

6.2.2 外部因素分析

1. 政策与制度因素

2013年中国提出“一带一路”倡议，大多数拉美建交国对此都持认可态度，尤其是对于巴西政府具有非常大的吸引力。

表 6.3 2010-2020 年中国对巴西对外直接投资流量及环比分析表

项目 年度	投资额 (百万美元)	环比 (%)
2010	48746	319.25
2011	12640	-74.01
2012	19410	53.56
2013	31093	60.19
2014	73000	134.78
2015	-6328	-108.66
2016	12477	297.17
2017	42627	241.64
2018	42772	0.34
2019	85993	101.05
2020	31264	-63.64

数据来源: 根据 2010—2020 年《中国对外直接投资统计公报》(<http://www.mofcom.gov.cn/>)整理得到。

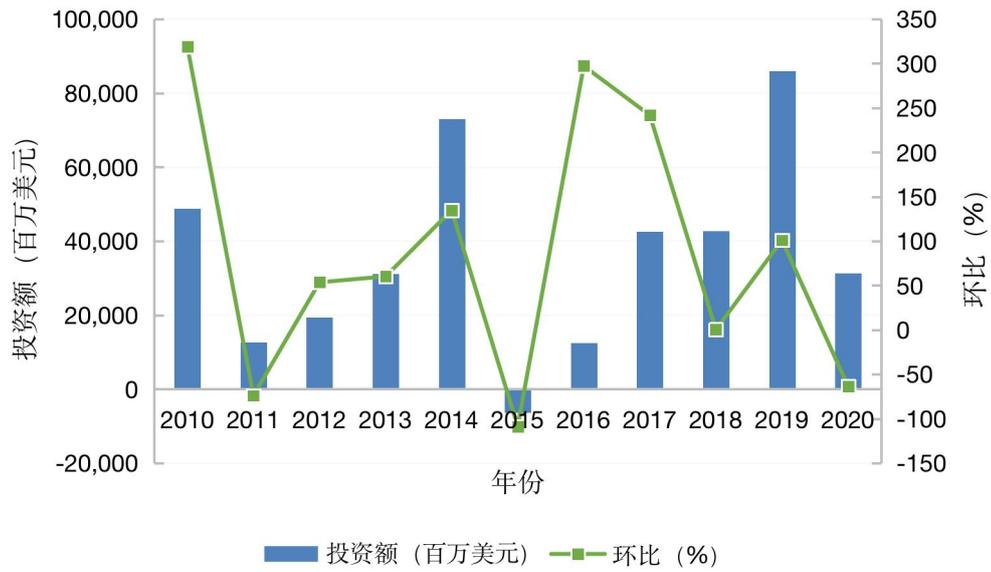


图 6.4 2010-2020 年中国对巴西对外直接投资流量情况及环比分析

数据来源：根据表 6.3 绘制。

表 6.4 2010-2020 年中国对巴西对外直接投资存量及环比分析表

项目 年度	投资额 (百万美元)	环比 (%)
2010	92365	155.94
2011	107179	16.04
2012	144951	35.24
2013	173358	19.6
2014	283289	63.41
2015	225712	-20.32
2016	296251	31.25
2017	320554	8.20
2018	381245	18.93
2019	443478	16.32
2020	320506	-27.73

数据来源：根据 2010—2020 年《中国对外直接投资统计公报》(<http://www.mofcom.gov.cn/>)

整理得到。



图 6.5 2010-2020 年中国对巴西对外直接投资存量情况及环比分析

数据来源：根据表 6.4 绘制。

由表 6.3 和表 6.4 可见，中国对巴西对外直接投资流量除 2011 年、2015 年和 2020 年增长值有所下降以外，其余年份中国对巴西的对外直接投资流量整体呈上升趋势；中国对巴西的对外投资存量除 2015 年和 2020 年有所下降以外，整体呈上升趋势。2020 年考虑是新冠疫情原因导致投资额下降，而自 2014 年中期开始，巴西经济持续不景气，出现衰退势头，这也是 2015 年中国对巴西的对外直接投资流量和对外直接投资存量均有所下降的重要原因。

除了 2015 年受巴西经济下降的影响和 2020 年受由于疫情导致的世界经济不景气的影响之外，中国对巴西的对外投资水平整体呈上升趋势，作为巴西最大贸易伙伴和主要投资国之一，中巴建交以来双边关系稳定，合作领域不断丰富，在科学技术、教育等领域合作程度不断加深，投资环境也相对稳定，这也为并购后交通银行绩效整体的提升打下了坚实的基础。2019 年，巴西总统博索纳罗提出加强与中国新兴领域的合作，促进“投资伙伴计划”与中国“一带一路”倡议对接。同时，巴西政府积极推进结构性改革，使市场更加活跃，这些都将为在巴的中资企业提供了良好的机遇，同时也会进一步促进并购后交通银行绩效的提升。

但是巴西政府对于外汇管制非常严格，外汇进入巴西需折算成当地市场唯一通用货币——雷亚尔。交通银行此次并购活动采用现金支付，其盈利能力在并购后可能也受汇率的影响导致发展水平不佳，巴西严格的外汇管制政策是交通银行

并购后盈利能力下降的重要原因之一。

2. 文化距离与并购后的文化整合

不同国家的文化特征各不相同, 外国企业需要一定时间才可以对该地区的文化特色进行深入了解。交通银行秉承一以贯之的“稳健经营理念, 聚焦价值创造”这一核心目标, 挖掘潜力、增加效益。而 BOCOM BBM 的宗旨是“在安全且同时灵活的环境中实现和协调存款人利益的治理和流程”。同时, 交通银行重视人才的积累与培养, BOCOM BBM 也致力于搜索最先进的知识和人才, 它为那些希望实现其职业目标的人员提供特权, 从而为机构积累价值。通过比较可以看出交通银行和 BOCOM BBM 的经营理念虽然具有不同的文化特色, 但是都以安全稳健为主, 都将人才的培养与积累视为企业的生存之本。

并购初期, 交通银行保留 BBM 银行 20%的股权, 并保留原来的经营班子, 有利于员工安抚以及文化差异的磨合。并购后新公司的品牌创立将中国古典表意文字与英语和葡萄牙语融为一体, 汉字的使用代表了并购后的 BOCOM BBM 将继续传承母公司交通银行的传统和民族特点, 英语的使用代表了 BOCOM BBM 实施了全球银行的战略决策。BOCOM BBM 的标志图如图 6.6 所示。



图 6.6 BOCOM BBM 的标志图

图片来源: 在 BOCOM BBM 官网 (<https://www.bocombbm.com.br/>) 获得。

交通银行通过渗透的方式进行文化整合, 对于中巴两国不同的文化差异取其精华, 保留符合交通银行整体利益和发展战略的因素。其并购后文化整合相对成功, 所以其发展能力、流动能力和安全能力较为稳定, 但是中巴双方社会观念不同, 客户对于财富管理的习惯不同, 因此管理理念和经营模式就有所差别, 文化整合需要一定时间的磨合期, 所以其盈利能力有所下降。并购后交通银行应采用借鉴和学习的方式, 发现自身问题并积极解决, 在丰富企业文化的同时为今后的

发展打下坚实的基础。

6.3 本章小结

本章通过对交通银行并购巴西 BBM 银行绩效结果进行总结，并且通过对影响交通银行并购绩效内、外部因素的分析，找到了影响其盈利能力下降的几个重要因素。在内部因素分析中，管理结构虽然较为完善，但是治理层性别失衡和年龄结构的不合理可能是交通银行盈利能力下降的原因；现金支付的方式以及缺乏并购经验是导致其盈利能力下降的关键因素；在外部因素分析中，巴西的经济制度可能为交通银行带来了汇率风险，这是导致其盈利能力下降的主要原因之一；其次，由于并购双方的宗旨和核心目标不同，并且处在不同国家和地区，文化特征不同，虽然并购之后交通银行尽力对其文化、管理等方面进行了整合，但是需要一定的磨合期，所以其盈利能力呈下降趋势。

在今后中资银行的跨国并购活动中进行绩效分析，应充分考虑内、外部两方面的因素，充分总结和学习以往商业银行并购经验，从而提高其跨国并购效率。

7 本文结论、建议与启示

在第六章中，已分析出影响交通银行并购巴西 BBM 银行绩效结果的因素，重点分析了其盈利能力下降的原因。接下来本章在对前几章进行总结之后，为进一步提升交通银行的并购绩效，将针对绩效结果向交通银行提出具体的建议。在对交通银行并购巴西 BBM 银行的案例进行探讨之后，本章将总结出对银行业其他企业在跨国并购活动中的几点启示。

7.1 本文结论

本文基于相关理论和研究成果对交通银行并购巴西 BBM 银行这一案例从并购背景、过程、动因、并购后绩效提升效果以及影响绩效效果的因素进行分析，得出如下结论：

首先，并购事件使交通银行的短期绩效得到了提升，在短期内增加了交通银行的股东财富，说明并购行为得到了市场的肯定；其次，虽然在并购事件后交通银行的盈利能力有所下降，但是其长期绩效的整体水平得到了提升。交通银行的盈利能力这一指标的下降考虑是由于内、外部两方面因素造成的，内部因素包括其治理水平不高、选择现金支付以及缺少并购经验；外部因素包括巴西经济制度与政策产生的汇率风险以及并购后整合过程具备的磨合期。

最后，通过回顾交通银行的并购动因并结合其短期绩效、长期绩效整体呈上升趋势这一结果来看，交通银行此次并购活动基本达到了其并购目的。并购后交通银行和 BOCOM BBM 共享优质资源，交通银行获取了并购前 BBM 银行的品牌影响力、技术、完备的私人银行平台、优质的客户和资金，同时借助了中巴双方密切的经贸往来，迅速打开了拉美市场，完善了交通银行境外发展布局，国际化水平逐渐提高。此次并购也使 BOCOM BBM 获得了交通银行先进的管理理念以及资金的支持，在一定程度上促进了 BOCOM BBM 更好的发展，有利于其今后与交通银行之间更好地实现协同效应。

虽然此次并购事件为交通银行绩效的提升带来正向效应，为其他中资银行海外并购提供了一些经验和借鉴，但交通银行的并购过程仍然暴露出一些问题导致

个别绩效指标有所下降，具体问题已在第六章中进行分析。今后中资银行在进行跨国并购活动中应高度重视这些问题，防止潜在风险的发生。

7.2 提升交通银行并购巴西 BBM 银行绩效的建议

7.2.1 提高管理层内部治理水平

管理者作为公司决策的源头，也是企业重要投资决策的决定因素。在跨国并购过程中，管理者可以更加全面地学习和掌握公司在以往并购过程中积累的经验，并充分识别信息、整合资源，为跨国并购带来更高的长期效益。

交通银行的股权集中程度是适中的，应继续保持，但若想进一步提升其并购绩效，就要进一步促进其股权结构的多元化，适当增加一些一般企业员工的占股比例，使其内部结构中的股权制衡度较高，确保市场的力量得以充分发挥。在日常的经营中，要尽量保持相对控股股东的利益一致，保持决策意见的统一，就会促进经营激励的完善工作，促进绩效的提升。

要想交通银行独立董事的作用得到充分发挥，就要建立一套完善的激励机制并赋予独立董事实质的权利，使独立董事的设置以及功能的发挥不再流于形式。首先，在独立董事的选拔和聘用应采用市场化的方法，防止内部人操纵董事会；其次，设置章程或条例来提高董事会的独立性，使其制度化运行；最后，应该保证独立董事充分了解所在银行的事务，这样才能使独立董事更好地参与到董事会的决策中去。同时要提高开会的效率，而非仅仅注重会议的次数和规格，避免会议的形式化和会议内容的空洞化，提高会议质量。

交通银行还应该优化管理层的年龄结构和男女比例，年轻的管理者更容易接受新鲜事物和新兴技术，有利于企业跟随时代进步及时转型发展；女性管理者和男性管理者具有不同的特点以及优势，女性高管对信息较为敏感，而男性高管更适合做分析导向工作。所以交通银行今后在管理层人员的任用中可以适当提高年轻管理者和女性管理者的比例，注重年龄结构和性别比例的适当性，可以在一定程度上降低企业的经营风险，提升其盈利能力。

7.2.2 选择合理的支付方式

中资企业在进行海外并购时多采用现金支付,在并购完成后容易出现资金不足的现象。交通银行并购 BBM 银行时采用现金支付,盈利能力下降。选择股权支付可以达到合理避税的效果,这是现金支付不具备的优势,并购方以及被并购方都可以通过股权支付减少成本,增加公司的获利能力和经营绩效。所以在今后的并购中,交通银行应该根据自身以及目标企业的实际情况合理选择支付方式,将现金支付方式和股权支付方式交替使用,进一步提高自身的并购绩效和竞争力。

7.2.3 加强学习和总结并购经验

海外并购经验能使企业对文化整合建立科学、系统的认知,即使并购双方的文化存在一定的差别,企业自身若拥有丰富的海外并购经验,就会更加容易地分辨出并购过程中的潜在风险,对双方企业文化具有矛盾的地方进行解决,有利于企业并购后绩效的提升。交通银行之前并无海外并购案,因此自身无法拥有丰富的海外并购经验,但是交通银行可以首先总结学习其他国际化水平较高的国有商业银行如中国工商银行、中国银行等的并购经验,并根据自己的实际情况进行相应地调整;其次,可以有针对性的向相关机构进行咨询与学习,比如向提供跨国并购服务的企业进行咨询,并要求其进行培训,学习总结相关的并购知识,以弥补企业自身无并购经验的不足;最后应加强对自身团队的培养力度,不断招聘国际商务专业的人才和具有海外留学或任职经历的人员。交通银行也要及时总结此次并购经验,找出此次并购过程中出现的不足之处并加以改进和完善,为今后的海外并购打下基础。

7.2.4 重视并购后经营管理、人才及文化的整合

2017年7月,交通银行委派沈帆至 BOCOM BBM 担任董事总经理一职,母公司高管同时担任集团内多家子公司的管理层职务,虽然可以在一定程度上降低与子公司之间的沟通成本和协调难度,但是在业务的多元化经营管理观念和方式上有所限制,交通银行应完善 BOCOM BBM 高管中中国籍与外籍的比例,这不但

可以增强交通银行与 BOCOM BBM 之间的沟通交流，也可以因地制宜加强 BOCOM BBM 在巴西当地的经营与发展；同时可以简化业务经营结构，工商银行并购南非标准银行后，简化业务结构，将“简化”作为其并购后整合的战略重点，整合工作取得良好效果。今后交通银行在并购后也可以适当对经营业务结构做出简化，做到“专而精”。

并购不仅需要对经营管理方式以及人才的整合，文化整合的效果也对绩效产生巨大影响。交通银行和 BOCOM BBM 可以通过联谊会等方式互相了解对方的特色文化，并努力将彼此的特色文化融入到日常工作当中，培养 BOCOM BBM 员工的归属感；其次，定期开展工作交流会议，双方企业都可以将工作中由于文化背景不同而遇到的困难进行反馈，及时听取建议，改进工作方式，避免产生隔阂；最后，交通银行可以委派国内员工进入 BOCOM BBM 工作交流，同时也增加 BOCOM BBM 员工来交通银行工作交流的名额，减少由文化差异引起的冲突。

7.3 对中资银行提升跨国并购绩效的启示

7.3.1 需合理选择并购区域和对象

中资银行在选择目标时，不要盲目借鉴欧美国家，可以借鉴以往中资银行海外并购的案例。但是由于中资银行并购案的规模整体较小，并且越来越倾向于新兴市场国家的企业，所以一定要考虑一些新兴市场国家经济的不稳定性为并购案带来的风险。

交通银行选择巴西作为此次并购的目标区域，一是考虑到中巴两国良好的合作现状，二是由于并购前 BBM 银行在巴西银行业所具有的优越性。所以即使并购时巴西经济出现危机，交通银行依然选择 BBM 银行，并购后整体绩效得到提升。今后中资银行选择并购目标时，要根据并购双方所在国国情，结合自身优势，以更长远的眼光考虑问题。

因此，对于其他中资银行来说，在选择跨国并购目标区域时应综合考虑政治、经济等因素和资源方面与中国优势互补的区域；同时，在选择目标企业时，应根据自身业务的特点和优势，选择经营稳定且规模适度、具有较强发展潜力的企业。由于中国商业银行采取的是分业经营的模式，因此中资银行对于银行业以外的业

务经营以及管理经验欠缺,所以中资银行尤其是无并购经验的银行,在对并购目标进行选择时可以尽量选取银行业的企业,同时选择与本银行业务、经营管理方式互补的企业,以更长远、可持续、协同化的眼光进行并购活动。

7.3.2 需正确选择并购时机

商业银行跨国并购成功与否与并购时机的选择是否正确密不可分。通常来说,商业银行在选择并购时机前会对目标企业的价格进行评估,在对目标企业价格评估的过程中,并购银行应该根据被并购方所在地区当前总体的经济环境进行合理的评价,以避免产生因对被并购企业价值的错误估计而导致的盲目并购行为,导致并购方产生巨大损失。

在 2008 年金融危机期间,民生银行试图并购美国联合银行却以失败告终,并购期间美国联合银行股价暴跌,虽然美国联合银行存在管理层欺诈,但是金融危机也是造成此次并购双方损失巨大的重要因素。但危机过后,中资银行可以抓住发达国家银行价值被低估的时机,合理进入发达国家市场。

今后中资银行并购时对于时机的选择不仅需要考虑全球经济环境,防止全球经济不景气为并购事件带来的影响,同时更应该关注政治因素,及时了解目标企业所在国的政治变化,提前知悉由经济、政治等因素带来的风险,对其可克服程度进行了解。还要在并购过程中及并购之后对被并购企业进行追踪,及时关注被并购企业的财务状况,了解其信用评价等级,避免美国联合银行高层欺诈问题再次发生。

7.3.3 需合理选择支付方式

选择何种支付方式对并购的成本和风险以及并购的最终结果都有很大的影响,随着海外并购程度的深化,应扩大支付方式的选择维度。在并购双方都能接受的条件下,采取更有效的支付方式。因此,中资银行在今后的并购中就要从以下三个方面来考虑如何选择适合自身的支付方式。

1. 目标企业杠杆率

不同国家对于杠杆比例的定义不同,在计算前首先应了解其定义。若目标企业杠杆率较高,应谨慎合理地选择支付方式,积极拓展融资渠道。若使用杠杆收

购,虽然减少了并购方的资金压力,却加大了并购后出现风险的可能。今后中资银行在选择支付方式时要多关注企业的杠杆率,全面考虑使用杠杆收购可能存在的风险,结合自身的发展规划,灵活更改支付方式,避免由于支付方式给企业带来的损失。

2. 并购金额

虽然现金支付方式比股权支付方式更加简便,减少不必要的人工和时间成本,但是其金额会受到限制。所以中资银行在今后的并购案中要根据并购金额的大小灵活选择支付方式,并购金额较大时可以交替使用股权支付和现金支付。

3. 并购环境

中资银行在选择支付方式之前,首先要了解被并购企业所在国证券市场的相关制度,尤其是选择股份支付方式之前,要研究其换股比例,预估此次并购活动可能导致的对股东利益的影响,减少由于外界政策制度等因素而导致其并购绩效下降的可能性。

7.3.4 重视并购完成后的全面整合

1. 业务结构

不同国家和地区的企业具有不同的经营模式,就会导致并购双方企业具有不同的业务重点发展领域和日常经营方式。中资银行采用分业经营和分业管理的模式,和诸多外资银行混业经营模式不同。分业经营模式虽然可以降低经营带来的风险,但是长期以来不利于利润的快速增长,并购外资银行可以促使业务结构的多元性,提升占有率和竞争优势。需要注意的是中资银行在进行海外并购后,应重点加强对不同业务结构的整合,才可以不断调整并优化自身的业务结构,提升企业并购后的整合效率。

2. 银行文化

由于不同国家和民族具有各自的特色以及差异性,企业在进行跨国并购过程中可能会受到价值观方面的影响。并购银行应充分了解目标行与自身的文化差异,并购后努力使各部门之间拥有一致的价值观,使银行保持发展活力。例如交通银行在并购初期只收购巴西 BBM 银行 80%的股份,今后银行在并购初期也可以只收购部分股份,将剩余股份保留在原有经营者手中,目的有两个,一个是可

以使并购银行与被并购银行不是纯粹的雇佣关系，增强被并购方的经营积极性；另一方面，可以促进双方银行经营理念和文化差异的磨合，培养共同的价值观，将文化差异的积极作用得到充分发挥，为企业的经营共同努力。

3. 人员架构

今后中资银行可以通过优化绩效考核机制的方式，最大限度的发挥员工及管理层的能力，防止人才流失。

在并购之前，无并购经验的银行可以挖掘有着相关专业等高层次教育背景的人才加以培训。在并购之后，对相关人才予以提拔，最大程度发挥他们的才能，对并购后的整合以及经营绩效的提升将有所帮助。同时，在日常的招聘工作中也可注意多招募相关专业的人才，并在日常工作中定期组织培训，不断提高员工的自身素质。

在基层员工的关注和培养方面，银行应积极了解被并购银行员工熟悉的工作状态，在员工内部网站设立交流平台，对具有优秀工作成果的员工进行物质和精神方面的奖励，带动员工日常工作的积极性。

4. 管理体制

并购方的管理层应充分考虑被并购方的经营理念，尊重被并购方员工的意见，可将被并购方所在地区的重点工作安排交由被并购方负责，将管理层战略部署及时有效的传达到被并购企业，加强双方之间的沟通与理解。

今后中资银行在海外并购后若要平稳度过整合过程，充分发挥协同作用，就必须学会因时制宜，灵活处理问题，充分了解被并购方员工的心理状态和接受能力，制定合理的管理制度，不可盲目推进。

中资银行在进行海外并购之后也要积极总结并购经验，不仅可以提高今后本企业的跨国并购绩效，同时也为行业其他企业海外并购提供一定的借鉴。

参考文献

- [1] Acquisitions: The Moderating Role of Cultural Similarity[J]. *Journal of Management Studies*, 2015, 52(6) : 766-795.
- [2] Al-Laham A, Schweizer L, Amburgey T L. Dating before Marriage? Analyzing the Influence of Pre-acquisition Experience and Target Familiarity on Acquisition Success in the “M&A as R&D” Type of Acquisition[J]. *Scandinavian Journal of Management*,2010,26(1)
- [3] ARARATM,BLACKBS,YURTOGLUBB. The Effect of Corporate Governance on Firm Value and Profitability: Time-series Evidence from Turkey,Emerging Markets Review,2017(30):113-132.
- [4] Basuil D A, Datta D K. Effects of Industry and Region Specific Acquisition Experience on Value Creation in Cross-Border Acquisitions: The Moderating Role of Cultural Similarity[J]. *Journal of Management Studies*,2015,52(6)
- [5] BONAIME A, GULEN H, IONA M. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 129(3):531-558.
- [6] Chatterjeer, Meeks G. The financial effects of takeover: Accounting rates of return and accounting regulation [J]. *Journal of Business Finance & Accounting*,1996,23(5/6) : 851-68.
- [7] *Economic Performance Through Time*. North,D.C. The American Economist . 1994
- [8] Hasan M M, Ibrahim M, Uddin M M. Institutional Distance Factors Influencing Firm Performance: A Hypothetical Framework from Cross—Border Mergers and Acquisitions [J]. *The Journal of Developing Areas*, 2016, 50(6): 377—I386.
- [9] He, J. , X. Tian. 2018. Finance and Corporate Innovation: A Survey. *Asia – Pacific Journal of Financial Studies*, 47(2):165-212
- [10]Hobday M. East Latecomer Firms: Learning the Technology of Electronics[J]. *Word Development*,1995,23(7):1171-1193.
- [11]Igor Filatotchev, Gregory Jackson, Chizu Nakajima. Corporate governance and

- national institutions: A review and emerging research agenda [J]. *Asia Pacific Journal of Management*, 2013, 30(4):965-986.
- [12] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1979:305-360.
- [13] JENSEN M C. Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance and Takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986(76) : 323 – 329.
- [14] King M D R, Dan R D, Daily C M, Covin J G. Meta-analyses of Post-acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators [J]. *Strategic Management Journal*, 2004, 25 (2) :187-200.
- [15] Lall S, Chen E. The New Multinationals: The Spread of Third World Enterprises [J]. *New Multinationals Spanish Firms In A Global Context*, 1983.
- [16] LEE D. Cross-border mergers and acquisitions with heterogeneous firms: technology vs. market motives [J]. *North American Journal of Economics & Finance*, 2017, 42: 20-37.
- [17] Li J., Li p, Wang B. Do across-border acquisitions create value? Evidence from overseas acquisitions by Chinese firms [J]. *International Business Reviews* 2016, 25(2):471-483.
- [18] Mandelker. "Risk and Return: The Case of Merging Firms" [J]. *Journal of Financial Economics*, 1974:303-335.
- [19] Maquieira C P, Megginson W L, Nail L. Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 48(1):3-33.
- [20] Melsa Ararat, Bernard S. Black, B. Burcin Yurtoglu. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey [J]. *Emerging Markets Review*, 2016, 30:113-132.
- [21] Modigliani F, Miller M. American Economic Association: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. *The American Economic Review*, 1958, 48(03):261-297.

- [22]] NGUYEN N H, PHAN H V. Policy uncertainty and mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2017, 52(2): 613-644.
- [23] Nort, D.C. Economic performance through time [J]. American Economic Review, 1994, 84(3): 359-368.
- [24] Padilla-Perez R, Nogueira C G. Outward FDI from small developing economies: Firm level strategies and home-country effects [J]. International Journal of Emerging Markets, 2016, 11(4): 693-714.
- [25] Ravenscraft D R, Scherer F M. Mergers, Selloffs, Economic Efficiency [C]. Washington DC: Brookings Institution Press, 1987, 12-15.
- [26] Robert S Kaplan, David P Norton. Strategy Maps [M]. Harvard Business Review Press, 2004.
- [27] SHIBANIO, FUENTES DC. The Differences and the Similarities between Corporate Governance Principles in Islamic Banks and Conventional Banks [J]. Research in International Business and Finance, 2017 (42) : 1005-1010.
- [28] SHLEIFER A, VISHNY R. Large Shareholders and Corporate Control [J]. Journal of Political Economy, 1989 (94): 461-488.
- [29] Travlos, Nickolaos G. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms Stock Returns [J]. Journal of Finance, 1987, 42(04): 943-963.
- [30] Wei, T. & Clegg, J., 2018, "Effect of Organizational Identity Change on Integration Approaches in Acquisitions: Role of Organizational Dominance", British Journal of Management, Vol. 29, pp. 337~355.
- [31] XIE X, ZOU H, QI G. Knowledge absorptive capacity and innovation performance in high-tech companies: a multi-mediating analysis [J]. Journal of Business Research, 2018, 88: 289-297.
- [32] Zhao Y N, Cheng Z X, Jing R T. Research on platform organization interaction design and evolution mechanism [J]. Management Science, 2019, 32(3): 3-15.
- [33] 蔡宁. 文化差异会影响并购绩效吗——基于方言视角的研究 [J]. 会计研究, 2019(07): 43-50.
- [34] 蔡翔, 吴俊, 徐正丽. 跨国并购是否促进了母公司技术创新: 基于“一带一路”倡

- 议的准自然实验[J].湖南科技大学学报(社会科学版),2021,24(01):67-74.
- [35]曹礼创.中国民营企业跨国并购动因研究 [J]. 现代经济信息, 2018(15):147.
- [36]曹清峰,董鹏飞,李宏.关税壁垒的“筛选效应”与企业海外并购成功率[J].国际贸易问题,2019(10):163-174.
- [37]陈佳琦,赵息,牛箫童.融资约束视角下支付方式对并购绩效的影响研究[J].宏观经济研究,2020(04):16-27.
- [38]程聪,王立丰,钟慧慧,陈盈.业务关联、技术匹配与企业国际竞争力:跨国并购的视角[J].科研管理,2018,39(10):90-99.
- [39]程聪,钟慧慧,钱加红.企业绩效评价方式与并购绩效 Meta 分析[J].科研管理,2018,39(S1):11-19.
- [40]丁慧.银行业并购后经营业绩实证研究[J].金融研究,2009(07):52-65.
- [41]杜健,郑秋霞,丁飒飒,郭斌.资源依赖、制度逻辑与跨国并购后整合[J].科学学研究,2021,39(03):423-431.
- [42]杜晓君,朱园园.制度距离、信息不对称和国际并购绩效——基于中国上市公司并购案的实证研究 [J]. 东北大学学报(自然科学版),2013,34(10):1504-1507+1520.
- [43]方芳.电商企业基于流量互补业务的并购绩效研究[J].东南大学学报(哲学社会科学版),2017,19(S2):107-110.
- [44]高敬忠,赵思懿,王英允.经济政策不确定性、产业政策与并购溢价[J].产业经济研究, 2021(02):42-55.
- [45]郭伟.三一重工跨国并购德国普茨迈斯特绩效评价[D].华东交通大学,2018.
- [46]郭妍.我国银行海外并购绩效及其影响因素的实证分析[J].财贸经济,2010(11):27-33.
- [47]贾镜渝,李文.距离、战略动机与中国企业跨国并购成败——基于制度和跳板理论[J].南开管理评论,2016,19(06):122-132.
- [48]蒋冠宏.跨国并购和国内并购对企业市场价值的影响及差异:来自中国企业的证据[J].世界经济研究,2020(01):82-95+136-137.
- [49]李方圆,徐光华,凌晨.绩效“金字塔”评价模式逻辑框架[J].西南民族大学学报(人文社科版),2020,41(01):224-231.

- [50]李洪东,宋慧冰,彭建青,郝颖.集团财务资源集中与海外并购绩效[J].财会月刊,2020(06):27-35.
- [51]李梦琦.中国企业海外并购的影响因素[J].山西财经大学学报,2021,43(S1):21-27.
- [52]李梦云.万洲国际并购史密斯菲尔德案例研究[D].山东大学,2018.
- [53]黎文飞,李郑鹏.PE在跨国并购中的作用:以中联重科并购CIFA为例[J].财会月刊,2021(05):40-49.
- [54]刘柏,梁超.董事会过度自信与企业国际并购绩效[J].经济管理,2017,39(12):73-88.
- [55]刘瑞波,潘光杰,苑晓平.金融危机后大型中资银行跨国并购效率研究[J].经济与管理评论,2017,33(06):77-83.
- [56]刘睿智,胥朝阳,周超.并购整合对企业并购绩效影响的实证研究[J].北京交通大学学报(社会科学版),2014,13(02):49-57.
- [57]刘帅帅.我国企业跨国并购的现状与动因分析[J].市场研究,2020(02):46-48.
- [58]刘瑶,程聪.中国企业跨国并购与全球价值链布局研究[J].财经问题研究,2019(01):44-51.
- [59]邵新建,巫和懋,肖立晟,杨骏,薛熠.中国企业跨国并购的战略目标与经营绩效:基于A股市场的评价[J].世界经济,2012,35(05):81-105.
- [60]宋力,周静.并购能力对并购绩效的影响——基于支付方式中介与业绩承诺调节效应[J].沈阳工业大学学报(社会科学版),2020,13(06):521-526.
- [61]宋喆.我国制造业跨境并购绩效评价及影响因素研究[D].首都经济贸易大学,2018.
- [62]佟岩,林宇彤,李鑫.经济政策不确定性与长期并购绩效[J].北京理工大学学报(社会科学版),2021,23(01):53-66.
- [63]汪贵浦,余雷鸣,孔焯俊.并购支付方式影响并购方绩效的实证分析[J].技术经济,2012,31(05):99-102.
- [64]王疆,黄嘉怡.跨国并购动因、吸收能力与企业创新绩效[J].北京邮电大学学报(社会科学版),2019,21(02):84-91.
- [65]王思瑶,杨志慧.管理者过度自信对并购绩效的影响研究——基于董事会治理

- 机制的调节作用[J].调研世界,2021(04):56-60.
- [66]王晔.国有企业与民营企业跨国并购的动因与比较[J].商业经济研究,2018(08):101-105.
- [67]王玉喜.企业并购的财务绩效分析方法评价[J].山西财经大学学报,2020,42(S1):26-28.
- [68]吴航,陈劲.跨国并购动机与整合过程中的制度复杂性战略响应[J].科学学研究,2020,38(09):1570-1578.
- [69]吴先明,高厚宾,邵福泽.当后发企业接近技术创新的前沿:国际化的“跳板作用”[J].管理评论,2018,30(06):40-54.
- [70]吴先明,纪玉惠.决定中国企业海外并购绩效的因素分析[J].科学决策,2016(10):1-19.
- [71]吴先明,张雨.海外并购提升了产业技术创新绩效吗——制度距离的双重调节作用[J].南开管理评论,2019,22(01):4-16.
- [72]武天兰,范黎波.正式制度距离、结构整合与跨境并购绩效[J].统计与决策,2020,36(12):160-165.
- [73]夏英俊,胡志勇,宋泽芳,黄雨婷.上市公司价值创造力影响因素分析[J].统计与决策,2020,36(17):181-184.
- [74]谢皓,向国庆.中国企业跨国并购浪潮兴起根源探究——基于“抄底效应”及“经济增长”的视角[J].经济问题探索,2014(04):111-116.
- [75]谢孟军.基于制度质量视角的我国出口贸易区位选择影响因素研究——扩展引力模型的面板数据实证检验[J].国际贸易问题,2013(06):3-15.
- [76]徐琴.中国企业海外并购绩效评价实证研究[J].贵州财经大学学报,2018(05):55-63.
- [77]徐晓慧,李杰,黄先海.企业内部治理对跨国并购绩效的影响——基于不同制度环境的研究[J].国际贸易问题,2019(03):14-25.
- [78]阎大颖.国际经验、文化距离与中国企业海外并购的经营绩效[J].经济评论,2009(01):83-92.
- [79]杨炜炜,叶广宇.制度距离、整合模式与中国服务业跨国并购绩效[J].管理现代化,2020,40(05):20-23.

- [80]余鹏翼,李善民.国内上市公司并购融资偏好因素研究——基于国内并购与海外并购对比分析[J].经济与管理研究,2013(11):58-66.
- [81]曾江洪,曾琪珊,黄向荣.内部控制影响长期并购绩效的中介效应研究——董事持股的异质性情境[J].中央财经大学学报,2020(10):102-114.
- [82]张合金,武帅峰.中国工商银行海外并购的经济绩效研究——以收购南非标准银行和阿根廷标准银行为例[J].经济与管理研究,2013(09):76-85.
- [83]张建红,周朝鸿.中国企业走出去的制度障碍研究——以海外收购为例[J].经济研究,2010,45(06):80-91+119.
- [84]张晓旭,姚海鑫,杜心宇,王选乔.高新技术上市公司连续并购的同伴效应研究——企业研发的调节作用[J].科技进步与对策,2021,38(06):65-74.
- [85]赵奇伟,吴双.企业政治关联、不透明度与跨国并购绩效——基于投资者视角的微观证据[J].国际贸易问题,2019(03):26-40.
- [86]周永红,刘开军,刘会芳.我国高技术企业跨国并购绩效影响因素研究[J].工业技术经济,2017,36(10):131-137.
- [87]周绍妮、王惠瞳.支付方式、公司治理与并购绩效[J].北京交通大学学报(社会科学版),2015,(4):39-44
- [88]朱子敏.基于平衡计分卡的企业并购绩效评价[D].南昌大学,2018.

后 记

时光荏苒，我的硕士生涯已经接近尾声。这几年的时光充满了酸甜苦辣，更充满了收获与成长。三年来，感谢每一位陪我度过美好时光的老师与同学，正是你们的帮助，我才能够克服困难；正是你们的耐心教导，我才可以解决疑惑，直到学业的顺利完成。

首先，感谢我的导师安老师。安老师不仅在论文的选题以及写作中一直给予我耐心的指导和支持，督促我的论文写作进度，同时在生活中也给予我关怀。一直以来，安老师严谨细致的态度感染着我，教会我注重细节、端正态度。这不仅使我在学业中受益，同时对于我今后的工作以及生活都有很大的帮助。

其次，感谢朱老师。朱老师时常在百忙之中为我们的学业和论文做出指导，朱老师的谆谆教诲使我受益匪浅。同时，朱安师门积极向上的氛围感染着我，师兄师姐们的建议和指导对我的课程以及论文有很大的帮助。从每学期的学期规划，到每月的学术沙龙，培养了我的写作能力和语言表达能力，在朱安师门的三年是我学业中最充实的三年。

感谢国际经济与贸易学院的领导和老师，正是他们的悉心教导，授业解惑，我作为一个跨专业的学生才能够顺利完成课程以及考试。感谢张璐老师对我的照顾以及在工作签约的流程上对我的解答和帮助。

感谢研究生阶段遇到的同学和朋友，感谢 715 宿舍让我拥有一段美好的住宿回忆，让我在距离家 1400 公里以外的地方感受到了家庭般的温暖。我们一起去图书馆，一起谈心到深夜，我们特立独行、和而不同。感谢同门的两位“师兄”在三年中给我的各种帮助，每一个同学和朋友都是一生的财富。

最后，感谢我的家人对我的支持，无论是精神方面还是经济方面。家人总是会在我最困难的时候，给予我支持和鼓励，使我更加坚定、不再迷茫。