

# 论金融控股公司存在的理论依据

山东德州学院 霍爱英 高晓华 范萌萌

**【摘要】** 本文分析了产生金融控股公司的基本理论——规模经济、范围经济、协同效应、资产专用性和现代投资组合理论,它们为金融控股公司的存在提供了系统的理论依据。

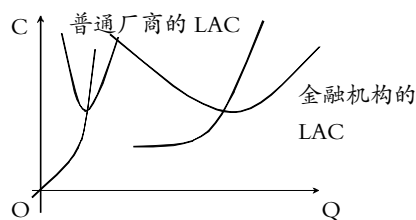
**【关键词】** 金融控股公司 规模经济 资产专用性 现代投资组合理论

美国于1999年颁布了《金融服务现代化法》,它的实施标志着世界上绝大多数发达国家已经从金融分业经营走向混业经营。混业经营的主要路径选择就是金融控股公司。

然而,国内外理论界对金融控股公司发展的理论依据尚未展开深入研究,未能形成系统观念,笔者对国内有关研究成果进行了汇总,认为支持金融控股公司存在的相关理论主要有规模经济、范围经济、协同效应和风险递减、进入壁垒和资产专用性、现代投资组合理论等。

## 一、规模经济

规模经济是研究经济组织的规模与经济效益关系的基础,或者说,它是描述企业规模变动与企业成本变动之间关系的理论。西方经济学的实证研究表明,金融业的平均成本曲线比一般行业的平缓。企业的生产规模在由小到大的扩张过程中,会先后出现规模内在经济和规模内在不经济,表现在平均成本曲线(AC)先下降后上升的L型特征,而非U型(见下图)。金融行业企业平均成本曲线平缓,则意味着规模内在不经济的情况往往要在很高的产量水平上才会出现,因而其具有更大的规模经济潜力。



金融机构的平均成本图

金融控股公司一般都通过并购而组成,它们在创建品牌、开发高度细分化的产品、建立与维护信息技术系统、进行资产管理以及建立分销网络等方面都具有规模经济效应特征,尤其是现代电脑和网络科技的迅速发展,更能减少金融控股公司重叠的电脑系统和技术人员,从而大大降低研发费用和技术性固定资产投资。具体来讲,它主要存在以下三个方面的规模经济效应:

**1. 服务空间广阔的低成本效应。**金融控股公司业务领域广泛,服务比较全面,某些固定成本可以分摊到多样化的产品和广泛的业务之中,从而导致单位成本下降。

**2. 服务品种多元化的低成本效应。**金融控股公司可以依托其多元化的业务,设计出能够满足不同层次客户需求的产品,以建立规模化的营销网络,从而降低成本。

**3. 服务商誉赢得顾客的价值效应。**由于信誉存在外溢效应,因而金融控股公司可以利用其提供服务时获得的信誉向客户推荐其他金融产品。而从客户角度来看,金融控股公司规模大就意味着支付能力强,客户能享受到的服务会更加全面,从而更乐意成为金融控股公司的忠实客户。

## 二、范围经济

范围经济是指几个企业的联合产出量会超过这些企业各自生产某一种产品相加的产出量;反之则存在范围不经济。范围经济(SC)的程度可以用公式来衡量,即: $SC = [C(Q_1) + C(Q_2) - C(Q_1, Q_2)] / C(Q_1, Q_2)$ 。式中 $C(Q_1)$ 表示生产 $Q_1$ 所耗费的成本; $C(Q_2)$ 表示生产 $Q_2$ 所耗费的成本; $C(Q_1, Q_2)$ 是生产两种产品所耗费的联合生产成本。在范围经济的情况下,联合成本低于各自单独成本之和,因此 $SC > 0$ ;当范围不经济时, $SC < 0$ 。SC的值越大范围经济的程度越高。

规模经济着眼于要素使用的平均成本和报酬,而范围经济则从产品的角度考查企业生产多种产品的效益。同属金融领域的商业银行、投资银行、共同基金、信托投资及保险公司等不同的金融机构,在金融资本、商业信息、营销网络及抵御风险等方面具有一定的优势互补及资源共享性,可以进入更广阔的市场,接触更多的客户群体,并促使相关金融产品的交叉销售成为可能,这就是范围经济。

范围经济分为联合范围经济和专业范围经济,它们一般在两个过程中产生:内部的或节约成本的范围经济,体现在联合生产和联合营销中;外部的或增加收益的范围经济,体现在消费中。内部范围经济的产生来自专业技术对提高效率的作用,如过剩的计算机及通信设备能力的充分利用,这些设备可运用于多种不同的产品,如集团内部各金融业务部门共享办公室或计算机硬件的实物投入;使用同样的信息系统或投资部门,共同的会计服务部门,可以以金融控股公司的名义发行更大规模的债券或股票、重复利用公司的管理技能和信息;还可能来自于客户信息(信用记录、等级等),这些信息可以共同用于多种金融产品的生产。如果提供“一站式”全能服务对顾客有益,那么就存在外部范围经济了。

### 三、协同效应

协同是指取得有形和无形利益的潜在机会以及这种潜在机会与公司能力之间的紧密关系。我们可以用“1+1>2”来形象地说明协同效应。金融控股公司内部各金融机构之间的相互合作和协同可以为金融控股公司带来新的发展机会和规模经济效应。金融控股公司的协同效应主要表现在管理上的协同效应和财务上的协同效应两个方面。

金融控股公司的管理协同效应主要表现在交叉业务的优势互补上。金融机构的业务盈利在不同区域会有所不同,有时还会有较大差别,因此在这种情况下,金融控股公司就必须发挥管理协同效应中的地区互补性来保证整个集团盈利的稳定增长。各金融机构为了取得竞争优势,都在不断地进行金融创新,推出新产品来保持自己的竞争优势,但是开发新产品的费用很昂贵而且运用新产品具有一定的风险,所以单一的金融机构一般不敢贸然行动,在这种情况下金融控股公司可以利用内部各部门业务的互补性来进行协调,使之产生协同效应,也就是说,发挥整体优势可以产生协同效应。协同效应还表现在交叉服务上,金融控股公司可以利用合并各方的客户群基础、经营渠道,通过交叉销售来扩大营销网络,以增加公司的销售额。

金融控股公司的协同效应在财务上体现的是并购之后所产生的协同价值。协同价值指的是合并之后由于业绩提升所产生的现金流量的净现值增加。协同效应所产生的结果主要表现为以下四种情形:

1.节省成本。金融控股公司在完成兼并之后,会削减不必要的工作岗位和相关的重复开支,由于其提供“一站式”金融服务,因而成本节约的空间是非常大的。

2.改进服务。金融控股公司为了顺利实施对被并购公司的整合,必然要在组织协调上下工夫,努力改进服务工作。

3.整合增效。金融控股公司在并购之后必然要从组织结构、业务流程上进行整合,以精简机构、优化业务、强化管理、提高效率。

4.有利于财务筹划。并购所显示的實力为金融控股公司进行财务筹划创造了有利条件,如利用并购方资信等级筹集利率低的资金、通过多元化的投资组合来分散风险等。

5.合理避税。金融控股公司的一个显而易见的优势就是能够编制合并财务报表,这样可以进行合理避税。因为一个金融控股公司中的各个子公司的盈利状况是不一样的,金融控股公司可以用盈利子公司的利润去抵销一部分子公司的亏损,所以可以减少纳税金额。

### 四、风险递减

金融机构的交易和服务过程,既是创造金融资产价值的过程,也是管理金融风险的过程。金融控股公司的国际化和多元化服务能够降低和分散公司的经营风险,因此金融控股公司具有风险分散效应。金融控股公司内部各金融业务面临的风险并不完全相关,金融控股公司只要合理设计投资组合,就有可能分散风险,甚至消除风险。如把收入流互不相关的几项金融业务组合在一个金融控股公司之下,可能不会提高金融控股公司的利润增长率,但是可以减少公司利润率的波动,而对普遍是风险厌恶者的客户来说保持平均利润率不

变是最具有吸引力的。

金融控股公司有比较稳定的业务领域和客户,即使有些客户或企业避开银行直接向资本市场融资,以致金融控股公司流失一些客户或业务,但金融控股公司完全可以通过证券承销活动的收入来弥补商业银行贷款业务的损失,所以市场变化对金融控股公司的影响较小。商业银行也可以利用金融控股公司收益较稳定的优势从事风险较大的投资业务。此外,商业银行在贷款时和投资银行在办理证券承销时可以充分掌握企业的经营状况,从而降低贷款的呆账率和降低投资银行承销业务的风险。

美国学者本森认为,银行体制结构本身对金融危机的影响力很小,银行业经营范围拓宽,并不会危及自身的安全和稳健经营。相反,由于全能金融控股公司的业务领域广阔,可以把各种资产、负债以及担保抵押业务进行广泛的风险组合,因而倒闭的风险较小;而单一结构的金融机构因其资产、负债、担保业务组合的选择余地较小,更容易倒闭。

### 五、进入壁垒和资产专用性

1.进入壁垒。斯蒂格勒认为,进入壁垒是指潜在进入某行业的厂商必须承担已在该行业内的厂商并不需要承担的额外成本。通讯技术和通讯设备的快速发展,导致了单位金融产品承担的通讯成本迅速下降,使得银行业和证券业能在更广阔的范围内更紧密地结合起来。银行业和证券业的生产要素性质与结合方式并不存在严重的系统性差异,相互之间也并不排斥。无论是证券业进入银行业,还是传统的商业银行进入证券领域,都无需承担显著过高的额外成本。所以,融合银行和证券等业务的金融控股公司,其成立不存在进入壁垒,不会导致公司有关成本的重复发生。金融控股公司之所以不存在进入壁垒,是因为它兼具了资本、金融市场的优势,能使相关的金融资产得到共享,从而降低金融机构的经营成本,提高经营效率。

此外,鲍莫尔、潘扎和维利格的研究结果表明:进入壁垒的大小还与退出壁垒紧密相关。如果某行业的退出壁垒很高,即退出后厂商在该行业的生产要素投入由于是沉没成本而难以收回,那么该行业外的厂商就会裹足不前,不愿进入该行业。但是,由于银行业和证券业之间的资产专用性很低,就算退出对方的行业,其各自的投入也不会有严重的损失,不会形成较大的沉没成本。因此,银行业和证券业的混业经营不会有明显的进出成本制约。

2.资产专用性。资产专用性是指对已经投入生产过程的资产进行再配置的难易程度,或者说它是指再配置已投入要素的成本高低。在新古典经济学中,要素被假定是完全同质的,投入各行业的要素没有差别,因此,要素配置的成本很低。然而在现实生活中,不同行业对要素品质、要素特征、要素结构和要素数量的要求各不相同,即资产具有专用性,而不同品质、特征、结构和数量的要素或资产的再配置必然涉及一定的成本。资产专用性越强,改变旧资产的转换成本和时滞成本越高;同时,资产专用性越强,行业的垄断程度也越高,于是退出和进入成本就高。也就是说,资产专用性越高,资产重新配置成本越高;反之,资产专用性越低,资产重新配置成本就越低,即变更经营领域,进入其他行业的交易费用

越低。银行业和证券业之间的资产专用性低,可以从构成金融业的三个要素来思考:

(1)资本。资本包括现实资本和人力资本。现实资本在银行业和证券业中主要表现为各种形式的货币。无论是在货币市场或资本市场,由于多元化金融工具和金融市场的存在,使得金融资产能非常容易地在金融市场上变现,而其他行业的实物资产却由于缺乏与之相适应的流通市场而使其资产流动性大大降低,即金融业的现实资本相对于其他行业的实物资本来说,其资产专用性要低得多。此外,金融业的办公场所、办公设备等固定资产在银行业与证券业间的通用性很强,因此专用性也很低。在人力资本方面,由于证券业和银行业的服务对象都是企业,而且两者面临的金融市场又高度相关,特别是在金融产品日益多元化、金融创新层出不穷的今天,对于金融产品相关知识也是高度相关的,因此,人力资本的专用性也很低。

(2)信息。信息是金融业所需要的第二要素,对于一家金融企业来说,其获取的信息不外乎三种,即宏观信息、行业信息和相关的企业信息。由于银行业和证券业面临相同的宏观经济环境,因此可以假设它们对宏观经济运行状况、财政货币政策取向及与经济相关的各种非经济变更等信息的获取和处理完全相似。尽管在信息利用上可能根据自身情况采取不同的策略,但这并不构成严重的信息专用性;同样地,银行业和证券业面临的都是相同的行业与企业环境,也不存在信息专用性问题。

(3)企业家才能。著名经济学家熊彼特提出的“创新理论”是指企业家对生产要素的新的组合,即将一种从来没有的生产要素和生产条件进行重新组合,引入生产体系。熊彼特认为企业家的职能就是要实现“创新”,引进新组合,从而使资本的价值获得不断的提升。“创新理论”的实质就是关于企业家才能的问题。

在银行业,早期的创新主要基于银行的资产负债表展开,包括各种融资行为的发明、资金的科学运用与资产负债双方的合理匹配等。在后期,随着融资方式的证券化和金融产品的不断创新,银行业的金融创新突破了资产负债表,形成了银行业务表外化的趋势。这些创新的特点是重视对金融市场的运用,便于商业银行合法、便捷地发挥自身的优势。因此,商业银行创新恰恰使其资产专用性大为减弱。同样地,投资银行的创新活动一方面注重证券本源业务的开拓,另一方面也竭力获取间接金融的优势,因此,其创新行为的结果也将降低自身资产的专用性。所以,银行业和证券业两个行业的企业家的才能使资产专用性降低,而且他们在各自行业中的创新活动的结果也直接导致了其资产专用性的降低。

## 六、现代投资组合理论

现代投资组合理论的基本假设是:投资者从根本上都是厌恶、回避风险的,并都追求投资效用最大化。对于回报率相同的证券,任何投资者都会选择风险小的;对于风险相同的证券,任何投资者都会选择回报率高的。投资组合理论还假设:投资者用收益率的平均值和方差作为回报率和风险的度量来进行投资决策。根据现代投资组合理论,优化资源配置实际上就是追求投资效用最大化,也就是要找到有效投资组

合。为达到这一目的,首先要确定证券的选择域,其次要知道各个证券的期望回报率和承担的风险,最后要确定各个证券在组合内的权重。通过严密的数学推理,得出现代投资组合理论的主要结论如下:

1.可以通过增加投资组合中的证券数量来降低投资组合的整体风险,也就是说,随着新的证券加入投资组合,新的投资组合的风险肯定比原投资组合的风险低。

2.新进入投资组合的证券与原投资组合中证券的相关性越低,对降低整体风险的效果越明显,这实际上也是证券能否进入投资组合的重要标准(下称“低相关原则”)。

上述两点结论,用通俗语言表述就是:第一,不要把鸡蛋放在一个篮子里;第二,各个篮子之间的相关性越低越好。因为,如果各个篮子之间有着非常高的相关性,那么与一个篮子也就没有区别。

马克维茨的现代投资组合理论关于证券的研究是对某一行业的某一类企业的抽象。国内有学者认为,将行业选择域确定为银行业、保险业和证券业等金融子行业有比较明显的验证效应,因为现代投资组合理论揭示了金融控股公司存在和发展的规律:

(1)揭示了大量集团公司在不同金融行业进行组合投资的必然性,这样做能提高投资收益率。这是因为:首先,金融行业在人才、资产和信息等领域的“资产专用性”比较低,这决定了行业间资源共享是比较容易做到的,由于许多资源的优势互补,使得整个金融控股公司在很多方面都有降低成本的空间。其次,金融控股公司可以提供金融超市等“一站式”服务,为客户提供便捷的服务,因而金融控股公司可以增加业务收入。再次,可减少整体风险,可以将银行业、保险业和证券业的子公司分别视为一种证券。显然,他们所面临的主要风险分别是信用风险、利差损等导致的支付风险和市场风险,其中任意两个行业的收益率波动的相关系数必定小于1,特别是商业银行和证券公司的收益率波动的相关性一般呈负相关关系,一种业务的收益率下降而另一种业务的收益率可能上升。根据现代投资组合理论,这符合选择投资方向的低相关原则,可以降低金融控股公司的整体风险。另外,金融控股公司利用掌握的多种金融工具的组合,可以更好地进行风险锁定,增强应对系统性风险的能力。

(2)揭示了金融控股公司的组织模式具有抵御风险的比较优势。金融控股公司的突出风险就是由于关联方交易导致的风险,现代投资组合理论揭示了金融控股公司具有控制这种风险传递的能力,如它们选择投资组合的低相关原则就能取得控制风险的效果。

## 主要参考文献

- ① 奥利弗·E.威廉姆森.资本主义经济制度:论企业签约与市场签约.北京:商务印书馆,2002
- ② 安志达.金融控股公司——法律、制度与实务.北京:机械工业出版社,2002
- ③ 邱炳华,马金良.金融跨业合作的中外比较及中国金融控股公司模式选择.江西财经大学学报,2002;3
- ④ 谢平.金融控股公司的发展与监督.北京:中信出版社,2004