

金融危机冲击下我国金融控股公司的经营绩效^①

——微观主体风险控制权配置的视角

张涤新, 邓 斌

(南京大学经济学院, 南京大学金融计量与风险管理研究中心, 南京 210093)

摘要: 微观主体怎样才能有效地发挥其抗风险能力一直为人们所关注. 已有文献大多从规模经济和范围经济角度对金融控股公司的经营绩效进行了实证研究, 但从控制权配置的角度对金融控股公司风险管理机制的研究尚未发现. 基于组织设计理论中的控制权分配理论和不完全合约理论, 本文构建了金融控股公司风险控制权配置模型, 研究了微观主体行为在风险管理中的作用. 研究发现: 在内部和外部风险冲击下, 金融控股公司能够通过分权或集权的风险控制权配置, 分散和转移风险, 提高其风险控制能力, 从而提高收益. 本文还选取国际金融危机爆发至今的样本数据, 对金融危机冲击下我国金融控股公司与独立银行的收益和风险绩效进行比较. 实证结果表明金融控股公司盈利水平显著高于独立银行, 其风险水平低于独立银行. 此外, 本文给出了金融危机冲击对样本公司收益影响的时变效应, 验证了金融危机对我国金融业的冲击.

关键词: 金融控股公司; 金融危机; 风险控制权配置; 经营绩效; 时变效应

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2013)07-0066-14

0 引言

2007年爆发的金融危机给全球金融体系带来巨大冲击. 大量文献从金融危机的根源、传导机制及其对实体经济的影响等方面进行研究, 如 Acharya 等, 谢尚宇、汪寿阳和周勇, Campello 等, 林辉、张涤新等^[1-4]. 银行等市场微观主体在金融危机中所受到的冲击一直是人们研究的热点. Diamond 和 Rajan 从资产错配角度分析金融危机对银行业的影响, 他们认为: 银行利用短期融资工具聚集资金, 大量投资于抵押支持证券, 当危机来临时, 银行因此遭受巨大损失^[5]. Berger 和 Bouwman 的研究表明: 资本充足率较高的银行能够有效抵御风险, 在金融危机中经营绩效更高^[6]. Cornett 等发现: 公司治理水平较高的金融机构在金融危机冲击下经营绩效更高^[7]. 然而, 已有文献主要

关注金融危机对市场微观主体的影响, 忽略了微观主体行为在分散、转移和缓释风险中的重要作用. 缺乏对金融危机冲击下微观主体行为与其抗风险能力内在联系机制的研究. 本文从微观主体行为的视角, 以金融控股公司 (financial holding company, FHC) 为对象, 研究风险控制权配置对其经营绩效的影响, 突出微观主体行为在缓释风险中的积极作用, 具有重要的现实意义.

20世纪90年代以来, 为适应金融创新发展和金融产业日益融合的趋势, 应对金融业的激烈竞争, 各国金融机构纷纷组建同时从事银行、证券、保险等金融业务的多元化金融控股集团. 1998年美国花旗银行和旅行者集团合并为“花旗集团”, 由此诞生美国第一家金融控股集团. 2007年美国已有640家在其金融市场中占主导地位的金

① 收稿日期: 2011-07-01; 修订日期: 2012-02-23.

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(11071113; 71271108); 江苏高校优势学科建设工程资助项目.

作者简介: 张涤新(1954—), 男, 江西樟树人, 教授, 博士生导师. Email: dixin01@nju.edu.cn

融控股集团^②英国汇丰和日本瑞穗等跨国金融控股集团也在全球范围拓展业务,建立起多元化金融帝国。在金融机构发展及金融工具创新等市场力量驱动下,以金融控股集团为代表的混业经营模式已成为全球金融业发展的潮流。2005年以来,我国金融控股集团得到了快速发展。根据中国人民银行《中国金融稳定报告(2006)》^[8],我国各类涉及金融业的控股集团已达115家,其中中国工商银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、中信银行、中国光大银行等和平安保险均已组建为金融控股集团。它们构成我国金融机构的主体,对我国金融业的发展和金融稳定起到至关重要的作用。

金融控股公司^③是金融控股集团的核心,相关文献主要从盈利和风险管理两方面对其经营绩效展开研究。Berger等^[9-12]以及王鹤立^[13]对它的发展动因进行了研究,其结论表明:混业经营带来的规模经济、范围经济及多元化收益提升了金融机构的盈利能力。Kwan等从投资组合效应(portfolio effect)来研究银行、证券、保险等不同业务混合经营的风险分散效果,结果表明:因这些业务收益相关程度较低,金融控股公司的风险被有效分散和降低^[10,14-16]。虽然组合效应可以分散非系统性风险,但业务多元化使风险暴露增加、收益波动加剧。据此,Keeton等另辟蹊径,从内生性风险控制能力的角度研究金融控股公司的风险管理问题^[17-19]。金融控股公司能够通过配置金融控股集团的各种资源,发挥其对子公司的支撑作用。早在1980年代末,美联储就要求金融控股公司遵循“坚强后盾”准则(“Source of Strength” doctrine)^④,承担支持其子银行的责任,保证它们的资本充足性。这一措施使整个金融控股集团的安全性和稳健性显著增强。Houston等的研究表明:金融控股公司通过内部资本市场进行资源配置,提高其子银行经营绩效^[19-22]。资本配置对防范风险具有决定作用,此外,金融控股公司通过建立金融控股集团的风险管理体系,实现风险识别和控

制的资源共享,从而发挥其整体协同效应的优势。Ellul和Yerramilli构造了风险管理指数(risk management index, RMI),利用组织结构特征来衡量金融控股公司的风险控制能力,发现拥有独立和完善的风险管理组织结构的金融控股公司风险更低^[23]。

然而,金融控股公司及其子公司形成组织内部的上下级,这是金融控股集团与其他金融机构的本质区别。上述文献没有从组织内部控制权分配的角度,研究金融控股公司及其子公司的风险控制权配置与风险控制能力的关系。它们仅关注其风险管理的静态组织结构,忽略了风险控制权作为一种资源,可以在金融控股公司及其子公司之间动态调整和优化配置。本文将研究金融危机冲击下,金融控股公司风险控制权优化配置与其抗风险能力的内在机理。在组织内部控制权分配理论中, Hayek首次提出“组织效率取决于决策权及对决策起支撑作用的知识合理匹配”的观点^[24]。Jensen和Meckling进一步发展了Hayek的思想,给出两者有效匹配的方法:其一是将知识传递给决策者,其二是将决策权传递给知识拥有者^[25]。由于知识转移成本大于权力转移成本,知识的分布决定组织内部的分权和集权。这一理论同样适用于对金融控股公司及其子公司的研究。作为整个集团决策中心的金融控股公司具有识别外部风险的信息优势,而分散经营的子公司具有识别内部风险的信息优势。因此,金融控股公司能够针对不同风险,将风险控制权配置给具有信息优势的个体。

Hayek的知识分布决定组织内部控制权分配的理论为本文分析金融控股公司与子公司之间风险控制权的优化配置提供了理论分析工具。Athey等通过建立状态空间模型研究了组织内部知识分布状况和现实环境不确定性对决策权分配的影响,其结论表明:现实环境越复杂,组织越应该集权^[26]。Christie等分析了影响知识转移成本和控

② 2007 Annual report of the Federal Reserve Board. source: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual07/>.

③ 金融控股公司是以股权为纽带,控制若干个银行、证券或保险子公司的公司法人。其子公司是从事专业金融服务的公司法人。金融控股公司及其子公司共同组成金融控股集团。根据会计准则,金融控股公司的合并报表代表金融控股集团的财务报表。

④ 为加强监管和增强银行体系稳健性,1987年美联储规定FHC有义务承担子银行资产损失,必要时监管机构甚至可以对其实行强制行为,但这一要求受到法院的质疑。最终美国国会于1991年通过《联邦存款保险公司改进法案》(FDICIA),支持美联储的要求,同时FHC还可以从非银行子公司提取损失补偿基金,但FHC最多只承担子银行5%的资产损失。这就为美联储的规定提供了法律基础。

制权转移成本的企业特征,其结果表明:知识专门化程度越高,企业越倾向分权^[27]. Chen 和 Wang 运用不完全合约理论研究企业内外部因素对其控制权分配的影响,其结论是:市场份额竞争和官僚层级效率是决定集权或分权的主要因素^[28]. 邵军和刘志远的实证研究发现:中国企业集团存在内部资本市场,其内部资本配置不利于成员企业的价值提升^[29]. 潘东和彭小兵的研究表明:控股集团应根据子公司的实际发展绩效、运营状况及其经营者的能力而动态地配置控制权^[30]. 本文在组织设计与控制权分配理论基础上,利用不完全合约理论,构建了金融控股公司与子公司之间风险控制权优化配置的委托代理模型. 本文研究表明:对金融控股集团而言,当面临外部风险时,集权优于分权;当面临内部风险时,分权优于集权;金融控股集团针对不同风险,通过优化配置风险控制权,能够提高其风险控制能力,降低经营成本,提高盈利水平,从而具有比独立金融机构更强的抗风险能力及更高的经营绩效. 为验证上述结论,本文以国际金融危机为背景,对2007-2010年我国14家样本公司的面板数据进行实证研究. 通过比较以银行为主导的金融控股公司与独立银行(individual bank)的经营绩效,分析了风险控制权配置对我国金融控股公司经营绩效的影响,实证结果支持了本文的理论结果. 同时,本文还研究样本公司收益的时变效应,如实地刻画了金融危机对我国银行业经营绩效的冲击.

与现有文献相比,本文的贡献在于:1) 不仅关注金融控股公司在金融危机中的经营绩效,还从微观主体抵御风险行为的视角,分析提高其抗风险能力的内在机制. 以不完全合约理论及组织内部控制权分配理论为基础,研究了金融危机冲击下金融控股公司风险控制权优化配置对其风险水平和盈利水平的影响;2) 已有文献没有从组织内部控制权配置的角度,研究金融控股公司及其子公司之间风险控制权配置与其风险控制能力的内在联系,而本文不仅注意到风险管理体系对金融控股集团提高抗风险能力的重要作用,还将美联储制定的“坚强后盾”准则中资本动态配置的理念拓展到风险管理组织结构的动态调整及控制权的优化配置,提出并建立了风险控制权与资本一样在两者之间进行优化配置的理论,这也是本

文的创新之处.

1 理论模型

考虑一个两变量的委托代理模型,其中委托人为金融控股公司,代理人为子公司. 代理人拥有私人信息,因此产生激励问题. 它涉及到两个变量 $a, b \in R_+$, 其中 a 代表个体为增加项目产出付出的努力, b 代表个体为控制风险付出的努力. 假设子公司负责实施项目,则 a 由它决定,且其支付函数由金融控股公司决定. 假定项目的风险控制可由金融控股公司承担,也可由子公司承担. 前者承担意味着集权,后者承担意味着分权,由此导致了风险控制权的分配问题. 金融控股集团的分权和集权取决于两种权力配置下其获得收益的高低,最终又取决于为控制风险所付努力的相对成本. 假设金融控股公司与子公司都是风险中性的,从而两者都选择最大化预期收益. 为叙述简便,设子公司的努力 a 所需成本仍为 a , 其控制风险的努力 b 所需成本为 $c(b)$, 金融控股公司控制风险的努力 b 所需的成本为 $C(b)$, 且上述成本函数是递增的凸函数. 假设项目实施成功和失败的收益分别为 $x(a)$ 和 0 , 两者出现的概率分别为 $p(b)$ 和 $1 - p(b)$. $p(b)$ 与 a 无关且 $x(a)$ 和 $p(b)$ 均为严格递增的凹函数. $p(b)$ 的严格递增和凹性意味着提高个体控制风险的努力水平,使得项目实施成功的概率增大,从而降低风险,且其边际效果递减. 显然, $1 - p(b)$ 代表项目失败的风险,而 $p(b)$ 越大,金融控股公司的风险控制水平越高. 与一般委托代理模型相同,存在一个由金融控股公司对子公司所作努力 a 的激励支付 $s(x(a))$, 且假设它是 $R \rightarrow R_+$ 的一个光滑连续的映射,这里 $s(x) \geq 0$ 代表代理人的有限责任且 $s(0) = 0$.

1.1 分权条件下金融控股公司的收益与风险分析

考虑子公司拥有风险控制权的情况. 此时它和金融控股公司的收益分别为

$$\begin{aligned} U &= p(b) s(x(a)) - a - c(b), \\ V &= p(b) [x(a) - s(x(a))] \end{aligned} \quad (1)$$

在它的努力水平不可观测时,由于存在激励成本,金融控股公司面临的次优问题为

$$\max_{a, b, s(\cdot)} p(b) [x(a) - s(x(a))]$$

$$\begin{aligned}
 \text{s. t. } IC_a &: p(b) s'(x(a)) x'(a) = 1 \\
 IC_b &: p'(b) s(x(a)) = c'(b) \\
 SOC_s & \\
 IR &: p(b) s(x(a)) \geq a + c(b)
 \end{aligned} \tag{2}$$

其中 SOC_s 表示二阶条件.

采用一阶方法求解(2), 这里 IC_a, IC_b 是激励相容约束, 也是一阶条件. IR 是参与约束. 由 IR 和 IC_b

$$p'(b) / p(b) \leq c'(b) / (a + c(b)) \tag{3}$$

用上式替换参与约束 IR , 由 IC_b 条件求解 $s(x(a))$ 并将其代入式(2)中目标函数, 则原问题为

$$\begin{aligned}
 \max_{a,b,s(\cdot)} & p(b) [x(a) - c'(b) / p'(b)] \\
 \text{s. t. } IC_a &: p(b) s'(x(a)) x'(a) = 1 \\
 IC_b &: p'(b) s(x(a)) = c'(b) \\
 SOC_s & \\
 IR &: p'(b) / p(b) \leq c'(b) / (a + c(b))
 \end{aligned} \tag{4}$$

由于式(4)中目标函数和 IR 中不包含 $s(x(a))$, 上述模型的解也是其目标函数与 IR 的解. 故式(4)的求解可分为两步. 金融控股公司首先根据自己的收益最大化选择如下问题的最优解

$$\begin{aligned}
 \max_{a,b} & p(b) [x(a) - c'(b) / p'(b)] \\
 IR &: p'(b) / p(b) \leq c'(b) / (a + c(b))
 \end{aligned} \tag{5}$$

设为 (a_i^*, b_i^*) . 其次, 对 (a_i^*, b_i^*) , 金融控股公司设计一个激励支付合约 $s(x(a))$ 满足激励相容条件和二阶条件. 给定 (a_i^*, b_i^*) , 式(4)中 IC_a 和 IC_b 条件构成关于函数 $s(\cdot)$ 的带初始条件的一阶微分方程, 于是容易求出最优合约. 这意味着, 在考虑控制权分配问题时, 只需考虑式(5)决定的最优努力水平 (a_i^*, b_i^*) , 而无需考虑最优合约设计. 得到 (a_i^*, b_i^*) 后, 可考虑分权结构给金融控股公司带来的收益. 由于式(5)中参与约束是紧的, 即子公司的净收益为 0, 故只需考虑金融控股公司的收益

$$V_i^* = p(b_i^*) [x(a_i^*) - c'(b_i^*) / p'(b_i^*)] \tag{6}$$

1.2 集权条件下金融控股公司的收益与风险分析

考虑金融控股公司拥有风险控制权的情况.

此时子公司和金融控股公司的收益分别为

$$\begin{aligned}
 U &= p(b) s(x(a)) - a, \\
 V &= p(b) [x(a) - s(x(a))] - C(b)
 \end{aligned} \tag{7}$$

由上节讨论可知, 最优的努力水平 (a_h^*, b_h^*) 满足下式

$$\begin{aligned}
 \max_{a,b} & p(b) C'(b) / p'(b) - C(b) \\
 IR &: p(b) [x(a) - C'(b) / p'(b)] \geq a
 \end{aligned} \tag{8}$$

此时, 金融控股公司的收益为

$$V_h^* = p(b_h^*) C'(b_h^*) / p'(b_h^*) - C(b_h^*) \tag{9}$$

1.3 模型分析

为便于分析金融控股公司与子公司在识别风险和控制风险方面的差异, 将模型进行如下简化: 令收益 $x(a) = Aa^\alpha$, $c(b) = B_1^\theta b^\beta$, $C(b) = B_2^\theta b^\beta$, $p(b) = \phi^\theta b$, 其中 $\theta \in \{E, I\}$ 代表风险类型, $\theta = E$ 代表外部风险, $\theta = I$ 代表内部风险. $A, B_1^\theta, B_2^\theta, \alpha, \beta, \phi^\theta$ 为常数, 满足 $A, B_1^\theta, B_2^\theta > 0$, $\alpha \in (0, 1)$, $\beta \geq 1$, $\phi^\theta \in (0, 1)$, $\alpha \in (0, 1)$ 表明收益递增且边际收益递减, B_1^θ, B_2^θ 分别代表子公司和金融控股公司在控制风险过程中的成本差异, $\beta \geq 1$ 表明成本 $c(b)$ 和 $C(b)$ 均为凸函数. ϕ^θ 代表风险控制的努力程度 b 取 1 时, 项目成功的概率.

由于金融控股公司是整个集团的决策中心, 掌握集团全面的经营与发展状况, 处于外部风险冲击的源头, 对外部风险具有全面了解和深入认识, 能够以更低的成本搜集和处理信息, 因此它具有控制外部风险的信息优势. 同时, 它能够调动整个集团的资源控制风险, 因此它具有控制风险的能力优势. 另一方面, 由于子公司是承担项目的主体, 对内部风险的特征更为了解, 其管理内部风险的能力高于金融控股公司, 因此它具有控制内部风险的信息优势和能力优势. 在风险管理过程中, 具有信息优势和能力优势的个体能够以更小的成本发挥控制风险的作用. 据此, 对 B_1^θ, B_2^θ 作出如下假设: 当 $\theta = E$ 时, $B_1^E > B_2^E$, 当 $\theta = I$ 时, $B_1^I < B_2^I$. 在上述条件下, 最优化问题式(5)变为

$$\max_{a,b} \phi^\theta b \left(Aa^\alpha - \frac{\beta B_1^\theta}{\phi^\theta} b^{\beta-1} \right) \tag{10}$$

$$\text{s. t. } a \leq (\beta - 1) B_1^\theta b^\beta$$

最优化问题式(8)变为

$$\max_{a,b} B_2^\theta (\beta - 1) b^\beta \tag{11}$$

$$\text{s. t. } Aa^\alpha b \phi^\theta - B_2^\theta \beta b^\beta \geq a$$

由式(10)和(11),可得到 (a_i^*, b_i^*) , (V_i^*, a_h^*, b_h^*) 和 V_h^* 的如下显示解.

$$a_i^* = (\beta - 1)^{\frac{\beta - 1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} [A\phi^\theta (1 + \alpha\beta)\beta^{-2}]^{\frac{\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \times (B_1^\theta)^{\frac{-1}{(1 - \alpha)\beta - 1}}$$

$$b_i^* = (\beta - 1)^{\frac{\alpha}{(1 - \alpha)\beta - 1}} [A\phi^\theta (1 + \alpha\beta)\beta^{-2}]^{\frac{1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \times (B_1^\theta)^{\frac{\alpha - 1}{(1 - \alpha)\beta - 1}}$$

$$V_i^* = m(\alpha\beta) (A\phi^\theta)^{\frac{\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} (B_1^\theta)^{\frac{-1}{(1 - \alpha)\beta - 1}}$$

$$a_h^* = [\alpha A\phi^\theta]^{\frac{\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \beta^{\frac{-1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} (B_2^\theta)^{\frac{-1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \times [\alpha^{-1} - 1]^{\frac{1}{(1 - \alpha)\beta - 1}}$$

$$b_h^* = [\alpha A\phi^\theta]^{\frac{1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \beta^{\frac{\alpha - 1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} (B_2^\theta)^{\frac{\alpha - 1}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \times [\alpha^{-1} - 1]^{\frac{1 - \alpha}{(1 - \alpha)\beta - 1}}$$

$$V_h^* = n(\alpha\beta) (A\phi^\theta)^{\frac{\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} (B_2^\theta)^{\frac{-1}{(1 - \alpha)\beta - 1}}$$

这里 $m(\alpha\beta) = (\beta - 1)^{\frac{\alpha\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} [(1 + \alpha\beta)\beta^{-2}]^{\frac{1 + \alpha\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} [1 - (1 + \alpha\beta)\beta^{-2}]$

$$n(\alpha\beta) = \alpha^{\frac{\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} [\alpha^{-1} - 1]^{\frac{(1 - \alpha)\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} \beta^{\frac{(\alpha - 1)\beta}{(1 - \alpha)\beta - 1}} (\beta - 1)$$

由式(10)可得约束条件 $\beta > (1 - \alpha)^{-1} \Leftrightarrow \beta - \alpha\beta - 1 > 0$. 故有如下命题:

命题1 不论采取何种风险控制权配置方式,随着风险控制成本上升,金融控股公司所能获得的最优收益都会下降,即 $\partial V_i^* / \partial B_1^\theta < 0$, $\partial V_h^* / \partial B_2^\theta < 0$.

证明 由关于 $\alpha\beta$ 的约束条件及 $0 < \alpha < 1$ 得 $m(\alpha\beta) > 0$, $n(\alpha\beta) > 0$. 另由 $- [(1 - \alpha)\beta - 1]^{-1} < 0$ 故 $\partial V_i^* / \partial B_1^\theta < 0$, $\partial V_h^* / \partial B_2^\theta < 0$.

命题2 当金融控股集团面临外部风险时,金融控股公司控制风险的成本小于子公司. 当后者成本与前者成本之比大于临界水平时,集权条件下金融控股集团的收益水平高于其分权条件下的收益水平. 当金融控股集团面临内部风险时,金融控股公司控制风险的成本大于子公司. 当后者成本与前者成本之比小于临界水平时,分权条件下金融控股集团的收益水平高于其集权条件下的收益水平.

证明 令 $V_i^* = V_h^*$,则存在 \hat{B}_1^θ 和 \hat{B}_2^θ 满足 $\hat{B}_1^\theta / \hat{B}_2^\theta = [m(\alpha\beta) / n(\alpha\beta)]^{(1 - \alpha)\beta - 1}$,记 $\gamma(\alpha\beta) = \hat{B}_1^\theta / \hat{B}_2^\theta$. 当 $\theta = E$ 时 $B_1^E > B_2^E$,若 $B_1^E / B_2^E > \gamma(\alpha\beta)$,由 $\gamma(\alpha\beta)$ 的定义及命题1,得到 $V_i^* < V_h^*$. 当 $\theta =$

I 时 $B_1^I < B_2^I$,若 $B_1^I / B_2^I < \gamma(\alpha\beta)$,同理可得 $V_i^* > V_h^*$. 由此可知 $\gamma(\alpha\beta)$ 即为风险控制成本的临界水平.

命题3 有如下结论: 1) 当金融控股集团面临外部风险时,金融控股公司风险控制成本小于子公司. 当后者成本与前者成本之比大于临界水平时,集权条件下金融控股公司的风险控制努力水平高于分权条件下子公司的风险控制努力水平,故集权条件下金融控股集团的外部风险水平低于其分权条件下的外部风险水平; 2) 当金融控股集团面临内部风险时,金融控股公司风险控制成本大于子公司. 当后者成本与前者成本之比小于临界水平时,分权条件下子公司的风险控制努力水平高于集权条件下金融控股公司的风险控制努力水平,从而分权条件下金融控股集团的内部风险水平低于集权条件下的内部风险水平.

证明 令 $b_i^* = b_h^*$,则存在 \bar{B}_1^θ 和 \bar{B}_2^θ 满足 $\bar{B}_1^\theta / \bar{B}_2^\theta = [k(\alpha\beta A\phi^\theta)]^{\frac{(1 - \alpha)\beta - 1}{\alpha - 1}}$. 记该比值为 $\lambda(\alpha, \beta, A, \phi^\theta)$,它代表风险控制成本的临界水平. 当 $\theta = E$ 时 $B_1^E > B_2^E$,若 $B_1^E / B_2^E > \lambda(\alpha, \beta, A, \phi^\theta)$,由 $(\alpha - 1) / ((1 - \alpha)\beta - 1) < 0$,得到 $b_i^* < b_h^*$ 及 $1 - b_i^* \phi^E > 1 - b_h^* \phi^E$. 当 $\theta = I$ 时 $B_1^I < B_2^I$,若 $B_1^I / B_2^I < \lambda(\alpha, \beta, A, \phi^\theta)$,得到 $b_i^* > b_h^*$ 且 $1 - b_i^* \phi^I < 1 - b_h^* \phi^I$.

命题2和**命题3**的结论具有丰富的现实含义. 由于子公司是承担项目的主体,更了解内部风险的特征,其管理内部风险的能力高于金融控股公司. 与子公司相比,金融控股公司在处理外部风险,特别是系统性风险方面优势明显,其主要原因是: a) 它具有较强的外部风险识别和分析能力. 金融控股公司主要负责制定集团发展规划、经营方案、投融资方案,审议财务预算与决算及并购与重组计划等. 这一职能定位决定它能够对集团整体所处的外部风险有全面深入的了解,在识别和分析外部风险方面能力较强; b) 它具有较强的资源优化配置能力. 它可以充分调动集团内部经营资本、人力资本、技术手段等资源,缓释和降低外部风险对集团的冲击. 比如,当宏观经济衰退时,金融控股公司可以退出非核心业务,立足于提供核心产品和服务,保持充裕的现金流并维持一定

收益水平。因此,金融控股公司能够根据集团内不同个体处理风险的能力,通过优化配置风险控制权,有效应对不同风险,降低风险管理成本,提高经营绩效。

本文的理论结果与我国的实际是否相符,这是本文必须面对和回答的问题。2007年爆发的金融危机给我国银行业带来巨大的风险冲击,这为本文实证研究提供了难得的现实背景。在此背景下,本文将比较以银行为主导的金融控股公司和独立银行的盈利水平及风险水平,实证检验本文有关金融控股公司风险控制权配置的理论结果。

由命题2,为实现收益最大化,金融控股公司风险控制权的优化配置由风险类型决定。对集团内主要面临外部风险的业务部门及子公司,金融控股公司的控制权配置应以集权为主;对集团内主要面临内部风险的业务部门及子公司,金融控股公司的控制权配置应以分权为主。金融控股公司能够通过集团在内部合理分配风险控制权,有效地发挥集团内各部门各成员的风险控制能力,从而降低风险控制成本。在相同的经营环境和风险冲击下,金融机构抗风险能力越强、风险控制成本越低,其盈利水平越高。与金融控股公司相比,独立银行不具备风险控制权优化配置的能力和优势,其经营绩效低于前者。据此,本文提出如下假设:

假设1 金融危机冲击下,金融控股公司与独立银行相比,具有较高的盈利水平。

由命题3,为提高金融控股公司及其子公司的风险控制努力水平,实现风险最小化,金融控股公司风险控制权的最优配置也由风险类型决定。同样,对集团内主要面临外部风险的业务部门及子公司,金融控股公司的控制权配置应以集权为主;对集团内主要面临内部风险的业务部门及子公司,金融控股公司的控制权配置应以分权为主。金融控股公司可通过风险控制权的优化配置,借助集权提高其风险控制能力,有效地缓释外部风险,而独立银行通常不具备这种优势。内部风险一般是金融机构经营中面临的非系统性风险,独立银行控制权层级过高,使其风险管理决策效率降低,不能较好地控制该风险。但金融控股公司通过风险控制权的优化配置,借助分权提高其子公司

控制风险的能力,达到转移和缓释风险的目的。上述分析表明,无论面对内部风险还是外部风险,金融控股公司能通过风险控制权的优化配置,提高整个集团抗风险的能力,从而缓释内部和外部风险。据此,本文提出如下假设:

假设2 金融危机冲击下,金融控股公司的外部风险水平低于独立银行。

假设3 金融危机冲击下,金融控股公司的内部风险水平低于独立银行。

2 实证研究

2.1 变量选择与定义

1) 被解释变量。为检验本文假设,本文将比较以银行为主导的金融控股公司与独立银行的盈利和风险水平。为简便,此后提到金融控股公司专指以银行为主导的金融控股公司。现在的首要任务是确定衡量经营绩效的指标体系,本文将样本公司的盈利水平和风险水平纳入经营绩效指标体系。已有文献大多采用总资产收益率和净资产收益率描述公司的盈利能力,本文运用上述指标衡量金融控股公司与独立银行的盈利能力。由于本文考虑的风险有内部和外部之分,因此需要采用不同指标分别衡量样本公司的内部和外部风险水平。

金融控股公司和独立银行面对的外部风险通常是宏观经济环境变化或金融市场波动等系统性风险,故选取样本公司的 β 系数度量其外部风险。运用GARCH模型,计算每个季度内股票日收益率与市场指数日收益率的 β 系数^[16]。银行业面对的内部风险通常是贷款违约等非系统性风险。若其它条件不变,样本公司控制内部风险的能力越强,其信贷资产质量越高,故信贷资产质量反映了它们控制内部风险的能力。由于不良贷款余额和不良贷款率都受历史因素和贷款总量因素影响,特别是本次金融危机中,我国采取超额信贷投放,情况更是如此。为避免超量放贷引起的波动,本文选取不良贷款的增长率作为银行信贷资产质量的衡量指标。若其它条件不变,样本公司控制内部风险的能力越强,其信贷资产质量越高,新增不良贷款越少,不良贷款的增长率越低。本文所选的被解释变量如下表。

表1 被解释变量定义

Table 1 Definition of dependent variables

	指标	变量	定义
收益	总资产收益率	ROA	净利润 / 总资产
	净资产收益率	ROE	净利润 / 净资产
风险	贝塔系数	β	季度区间内 β 系数
	不良贷款增长率	INCNPL	(本期不良贷款余额 - 上期不良贷款余额) / 上期不良贷款余额

2) 解释变量. 用虚拟变量 FHC 来区分样本公司, FHC 取 1 代表金融控股公司, 取 0 代表独立银行. 通过检验下列回归模型中虚拟变量系数的显著性, 可以验证假设 1 至 3.

3) 控制变量. 多元化程度 ($NONINT$): 该变量为非净利息收入占营业收入比例, 用来度量样本公司收益的多元化程度. 样本公司的营业收入中非净利息收入越多, 其多元化程度越高. 多元化经营能降低样本公司对利息收入的依赖程度, 分散收益波动带来的风险.

资产规模 (包括对数总资产 $\ln SCA$, 总资产增长率 ΔSCA): 资产规模越大的样本公司越可能产生规模经济, 还可以提高其市场声誉, 从而带来更多的收益. Stiroh 和 Rumble 发现不同规模金融控股公司的分散化效应不同^[11]. 一般而言, 资产越庞大的金融机构, 局部非系统性风险冲击对其影响越小, 其盈利能力越稳定. 另外, 金融控股公司的资本越雄厚, 它越有能力给问题子公司注入资本. 此外, 过快的扩张速度可能降低金融机构的盈利水平并影响其经营稳健性. 因此, 本文考虑对数总资产和总资产的增长率两个控制变量.

公司治理水平 ($COPGOV$): 已有文献如 Ellul 和 Yerramilli 对银行公司治理状况影响其经营绩效的问题做了深入研究^[23]. 本文选取公司的股权集中度 (前十大股东持股比例) 作为衡量公司治理水平的控制变量.

资本充足率 (CAP): 银行资本是银行持续稳健经营的基础, 资本充足率则是监管当局维持银行体系安全的基本防线. 资本充足率要求能否约束银行冒险经营的行为, 能否改善其财务绩效, 这是银行经营绩效研究中的热门话题. Berger 的研究表明 ROA 和资本充足率 CAP 之间存在正相关

的关系^[31]. 因此, 本文将资本充足率作为控制变量.

权益比率 (E/A): 权益比率反映样本公司资本结构特征. 权益比率越小, 即股东投入资本越少, 表明样本公司追求业务和资产的扩张, 这将影响其经营绩效.

营运效率 ($COSTINC$): 银行是运用资本、人力资源等投入要素, 提供金融服务的企业, 其成本效率或生产效率极大地影响其经营绩效. 营运效率指标代表了生产效率和成本效率. Vennet 实证分析了营运效率和市场结构变量对银行利润的影响, 其结果表明营运效率是银行盈利能力的决定因素^[32]. Baele 等的实证研究表明: 成本收入比对银行长期价值有显著负面影响^[12]. 本文用成本收入比衡量银行的营运效率. 该比率越高, 表示银行单位收入的费用支出越高, 其经营效率和管理效率越低. 各解释变量和控制变量的定义如表 2.

2.2 样本数据的描述性统计与 T 检验

剔除刚上市的中国农业银行和中国光大银行后, 本文选择中国工商银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、招商银行、中信银行、华夏银行、中国民生银行、深圳发展银行 (现已更名为平安银行)、上海浦东发展银行、兴业银行、南京银行、北京银行、宁波银行共 14 家上市公司作为研究对象. 根据中国人民银行《中国金融稳定报告 (2006)》^[8] 有关金融机构的分类, 招商银行、中信银行、中国工商银行、中国银行、中国建设银行、交通银行作为以银行为主导的金融控股公司 (用 $FHC = 1$ 表示), 其余银行为独立银行 (用 $FHC = 0$ 表示). 样本观察区间为 2007 第 1 季度至 2010 年第 3 季度, 共 15 个季度, 正好覆盖了本次国际金融危机的发展阶段. 由于数据可得性问题, 本文选取

考察期内不良贷款增长率(*INCNPL*)的半年度数据 资讯及各商业银行的定期财务报告. 变量的分组
数据. 本文使用的财务数据和市场数据来源于 Wind 描述性统计如表 3.

表2 解释变量和控制变量的定义

Table 2 Definition of independent variables and control variables

指标	变量	定义
解释变量	以银行为主导的金融控股公司	<i>FHC</i> 变量取1代表以银行为主导的金融控股公司
控制变量	收益多元化程度	<i>NONINT</i> (营业收入 - 净利息收入) / 营业收入
	规模	<i>lnSCA</i> <i>ΔSCA</i> 总资产对数值 总资产增长率
	公司治理	<i>COPGOV</i> 股权集中度(前十大股东持股比例)
	资本充足率	<i>CAP</i> 资本 / 风险加权总资产
	权益比率	<i>E/A</i> 所有者权益 / 总资产
	营运效率	<i>COSTINC</i> 成本收入比(管理费用 / 营业收入)

表3 变量描述性统计与T检验结果(采用混合样本 样本量 = 210)

Table 3 Descriptive statistics and T test results(pooled sampling , sample size = 210)

变量	<i>FULL</i>	<i>FHC</i> = 1	<i>FHC</i> = 0	T 值
<i>ROA</i>	0.247 (0.117)	0.285 (0.083)	0.202 (0.135)	4.04 ***
<i>ROE</i>	5.058 (2.654)	4.666 (1.548)	5.528 (3.519)	-1.78 **
β	0.995 (0.213)	0.904 (0.175)	1.097 (0.207)	-5.67 ***
<i>INCNPL#</i>	-0.067 (0.088)	-0.067 (0.052)	-0.053 (0.126)	-4.29 ***
<i>lnSCA</i>	14.406 (1.025)	15.090 (0.858)	13.585 (0.434)	13.15 ***
$\Delta SC A$	6.119 (5.307)	5.654 (4.810)	6.677 (5.840)	-1.14
<i>COPGOV</i>	66.888 (23.965)	84.476 (17.402)	45.781 (8.959)	16.72 ***
<i>E/A</i>	5.144 (1.602)	6.247 (1.125)	3.821 (0.954)	13.23 ***
<i>COSTINC</i>	36.941 (7.780)	34.948 (7.922)	39.332 (6.944)	-3.4 ***
<i>NONINT</i>	0.254 (0.097)	0.275 (0.094)	0.229 (0.095)	2.66 ***
<i>CAP</i>	11.066 (2.252)	12.593 (1.351)	9.233 (1.675)	12.6 ***

注:表中每单元格第一行数字为均值,第二行为标准差.相关变量的百分比符号均省略.符号#表示半年度数据而非季度数据,其样本容量为98,除此之外的样本容量均为210.为检验独立银行和金融控股公司的样本数据是否来源于同一总体,采用T检验,其中*、**、***分别表示这两组数据在10%、5%、1%的水平下存在显著差异.

由表3, T 检验的结果初步表明: 一方面, 独立银行的总资产收益率 ROA 平均为 0.202% , 显著低于金融控股公司的平均值 0.285% ; 另一方面, 独立银行的净资产收益率 ROE 平均为 5.528% , 超过金融控股公司的平均值 4.666% . 由此可推出独立银行的财务杠杆比例大于金融控股公司的对应指标, 说明前者的财务风险大于后者, 相对而言, 后者的经营更加稳健, 抗风险能力更强. 这一结论支持了本文的假设2. 由表3, 独立银行权益比率的均值为 3.821% , 大大低于金融控股公司权益比率的均值 6.25% . 再次证实了独立银行的财务杠杆比例大于金融控股公司, 其经营风险大于后者, 因此, 前者的净资产收益率较高并不能说明其经营绩效高. 银行作为负债经营的企业, 更要重视稳健经营、风险防范和总资产的盈利效果, 而不是净资产的盈利效果. 通过比较总资产收益率, 金融控股公司盈利能力高于独立银行, 这一结论支持假设1. 由表3, 金融控股公司的 β 系数显著小于独立银行, 说明前者的外部风险低于后者, 这也支持了本文的假设2. 对于不良贷款增长率指标, 两者取值为负, 表明整个银行体系不良贷款余额呈下降趋势, 但金融控股公司不良贷款余额下降速度比独立银行更快, 说明前者控制内部风险的能力更强, 内部风险水平更低, 这支持了假设3.

现对控制变量进行比较, 由于金融控股公司规模较大, 其扩张速度相对较低. 虽然中国工商银行、中国银行、中国建设银行、交通银行相继完成了股份制改造、引入战略投资者, 股权结构实现了多元化, 但与独立银行相比, 其股权集中度仍然偏高. 前十大股东持股比例平均高达 90% , 不利于完善其公司治理结构. 从成本收入比率与非利息收入占比来看, 金融控股公司营运效率和多元化程度均略高于独立银行. 金融控股公司资本充足率平均为 12.593% , 高于独立银行的 9.233% , 这说明前者资本充足率较高, 抗风险能力较强, 这也支持了假设2和3.

2.3 回归分析

根据假设1至3, 本文以样本公司的收益指标和风险指标为被解释变量, 以表2所列变量建立本文所需模型. 由于解释变量 FHC 与控制变量 $\ln SCA$, $COPGOV$ 相关系数较高, 均接近 0.8 , 且 E/A 与 CAP 的相关系数高达 0.9 . 为避免多重共线性, 剔除表3中的 $\ln SCA$, $COPGOV$ 和 E/A , 保留解释变量 FHC 和其他4个控制变量. 为了研究金融危机对我国银行业冲击的时变效应, 在模型中加入时间变截距对面板数据进行回归, 建立如下收益回归模型.

$$return_{it} = a_0 + \sum_{s=1}^T \lambda_s D_{s,t} + a_1 FHC_{it} + a_2 \overline{BANK}_{it} + \varepsilon_{it} \quad 1 \leq i \leq N, 1 \leq t \leq T \quad (12)$$

其中收益指标 $return_{it}$ 取 ROA 或 ROE , 若 $s = t$, $D_{s,t} = 1$, 若 $s \neq t$, $D_{s,t} = 0$, $1 \leq s, t \leq T$. 用“年度- Q_j ”表示对应年度的第 j 季度, λ_s 是与“年度- Q_j ”有关的未知参数, $j = 1, \dots, 4$ 且 $1 \leq s \leq T$. \overline{BANK}_{it} 是4个控制变量组成的向量, $(a_0, a_1, a_2)^\tau$ 是6维的未知参数向量, a^τ 为 a 的转置. 在解释变量给定的条件下, ε_{it} , $1 \leq i \leq N, 1 \leq t \leq T$, 是零均值和非零标准差的正态误差项.

考虑 β 系数与其它解释变量和控制变量, 建立如下风险回归模型

$$\beta_{it} = c_0 + c_1 FHC_{it} + c_2 \overline{BANK}_{it} + \delta_{it} \quad 1 \leq i \leq N, 1 \leq t \leq T \quad (13)$$

其中 $(c_0, c_1, c_2)^\tau$ 是6维的未知参数向量.

根据风险指标 $INCNPL$ 与其它解释变量和控制变量同样可建立风险回归模型, 由于多元化程度 $NONINT$ 对信贷资产质量的影响较小, 剔除它后, 可建立如下风险回归模型

$$INCNPL_{it} = d_0 + d_1 FHC_{it} + d_2 \overline{BANK}_{it} + \delta_{it} \quad 1 \leq i \leq N, 1 \leq t \leq T \quad (14)$$

其中 \overline{BANK}_{it} 是由3个控制变量组成的向量, $(d_0, d_1, d_2)^\tau$ 是5维的未知参数向量.

模型(12)、(13)和(14)的回归结果如表4.

表4 回归结果汇总表

Table 4 Regression results

变量	Return		Risk	
	ROA	ROE	β	INCNPL#
FHC	0.0367*** (0.011)	-0.2822 (0.281)	-0.1479*** (0.032)	-0.017 (0.048)
NONINT	-0.076 (0.063)	-0.7802 (1.584)	-0.1301 (0.158)	
CAP	0.0094*** (0.002)	-0.2457*** (0.042)	-0.008** (0.004)	0.010** (0.006)
COSTINC	-0.0028*** (0.001)	-0.0732*** (0.022)	0.0007 (0.002)	0.4321* (0.338)
ΔSCA	0.0025*** (0.001)	0.0102 (0.028)	0.0011 (0.003)	0.3955* (0.256)
2007_Q1 -- C	-0.056	-0.336		
2007_Q2 -- C	-0.018	-0.017		
2007_Q3 -- C	-0.004	0.147		
2007_Q4 -- C	-0.004	0.464		
2008_Q1 -- C	0.076	1.394		
2008_Q2 -- C	0.076	1.287		
2008_Q3 -- C	0.044	0.810		
2008_Q4 -- C	-0.171	-3.179		
2009_Q1 -- C	-0.013	-0.323		
2009_Q2 -- C	0.002	-0.098		
2009_Q3 -- C	0.008	-0.042		
2009_Q4 -- C	-0.012	-0.307		
2010_Q1 -- C	0.024	0.023		
2010_Q2 -- C	0.028	0.234		
2010_Q3 -- C	0.020	-0.057		
观测数	210	210	197	98
调整的 R^2	0.552	0.348	0.143	0.032

注:表中每单元格第一行数字为估计系数,第二行数字为估计的标准误.符号#表示半年度数据,其余为季度数据.符号*、

、*分别表示在15%、10%、5%水平下显著.

由上述回归结果,可得如下结论:

1) 我国金融控股公司的收益水平高于独立银行

通过分析 ROA 对应的收益模型(12)的回归结果,可得这一结论.由 2.2 节的数据可知,我国独立银行的财务杠杆比例大于金融控股公司,其财务风险大于后者.银行作为负债经营的企业,应重视稳健经营和风险防范,由于 ROE 受到财务杠杆的影响,故使用 ROA 来衡量其收益水平更为合

理.在 ROA 对应的收益模型(12)的回归结果中, FHC 的系数显著为正,说明我国金融控股公司的盈利能力高于独立银行.由此可见,金融控股公司通过风险控制权优化配置,提高了抗风险能力,降低了风险管理成本,使其收益水平高于独立银行.本文提出的假设 1 因此得到证实.在模型(12)的回归结果中,无论收益指标取 ROA 还是取 ROE,成本收入比 COSTINC 的系数均显著为负,即样本公司的成本收入比越低,其营运效率越高,盈利水

平越高.由表3,金融控股公司的成本收入比显著低于独立银行,且其总资产收益率显著高于后者.这与本文的假设1完全吻合.此外,由于银行业主要依赖负债经营,故使用 ROA 来衡量其收益水平更为合理.收益模型的回归结果表明:资本充足率(CAP)与样本公司的总资产收益率显著正相关.因此,提高样本公司的资本充足率有利于提高其盈利水平.由表3,我国金融控股公司的平均资本充足率和平均总资产收益率均显著高于独立银行,它也与假设1一致.

2) 我国金融控股公司外部风险水平均低于独立银行

通过分析风险模型(13)的回归结果,可得这一结论.在风险模型(13)的参数估计中, FHC 的系数为负且通过了5%的置信水平检验,表明我国金融控股公司控制外部风险的能力比独立银行强,风险水平更低.这就证实了本文提出的假设2.在模型(13)的回归结果中,资本充足率的系数显著为负,表明我国金融控股公司和独立银行的资本充足率对其外部风险具有显著影响.即样本公司的资本充足率越高,其防范和控制外部风险的能力越强,经营稳定性越高.由表3,我国金融控股公司的平均资本充足率显著高于独立银行,这意味着金融控股公司外部风险水平低于独立银行,其经营更为稳健.这与本文提出的假设2相吻合.

3) 我国金融控股公司的内部风险水平均低于独立银行

通过分析风险模型(14)的回归结果,可得这一结论.在模型(14)的回归结果中,总资产增长率(ΔSCA)的系数显著为正,表明规模扩张越快的样本公司,其不良贷款增长率越高,即样本公司规模扩张速度与其内部风险水平成正比.由表3,独立银行的平均总资产增长率(ΔSCA)高于金融控股公司1个百分点,且其不良贷款增长率高于金融控股公司.这是对我国独立银行的内部风险水平高于金融控股公司的一种解释,且与本文的假设3一致.其次,样本公司的成本收入比($COSTINC$)与不良贷款增长率显著正相关,表明

其成本收入比越高,营运效率越低,不良贷款增长率越高,内部风险水平越高.由表3,金融控股公司的成本收入比为34.948%,显著低于独立银行的39.332%,且其不良贷款增长率也显著低于后者.这就意味着我国独立银行的内部风险水平高于金融控股公司.这一结果与本文提出的假设3相吻合.在模型(14)的参数估计中, FHC 的系数为负,这说明我国金融控股公司控制内部风险的能力比独立银行强,风险水平更低.尽管该系数的估计未通过显著性检验,但从符号为负来看,它部分支持了假设3.

尽管我国银行业遭受了国际金融危机冲击,由于金融控股公司与独立银行的微观行为不同,其收益和风险水平也不尽相同.根据上述分析,本文的实证结果证实了假设1-3.

4) 本次国际金融危机对我国银行业冲击的时变效应

2007至2010年,我国金融业遭受本次国际金融危机的冲击.在收益回归模型中,本文研究了我国银行业遭受国际金融危机冲击的时变效应,研究期限覆盖了金融危机的不同发展阶段.在该模型的回归结果中,时期效应准确反映了不同时段金融危机对我国银行业的影响程度.图1由该模型中时期效应的参数估计值绘制而成,该图中 ROA 和 ROE 的时变趋势与金融危机的发展趋势完全吻合,如在危机最严重的2008年第四季度,我国银行业的平均盈利水平达到最低点,受危机冲击最为严重.总体来看,在危机之初,由于我国金融体系与国际金融体系相对分割,加上有严格的资本管制和稳定的汇率制度,致使金融危机对我国银行业的冲击较小.随着金融危机的蔓延和深化,我国银行业也遭受重创,这与图1的变化趋势吻合.为应对金融危机的冲击,我国政府首先制订了“十大行业振兴计划”,提升了投资者的信心,之后又出台四万亿投资计划以拉动经济.随着国际金融环境的逐步好转,上述政策的效果也逐步显现,我国银行业逐渐摆脱了金融危机的阴影,盈利水平呈回升态势.

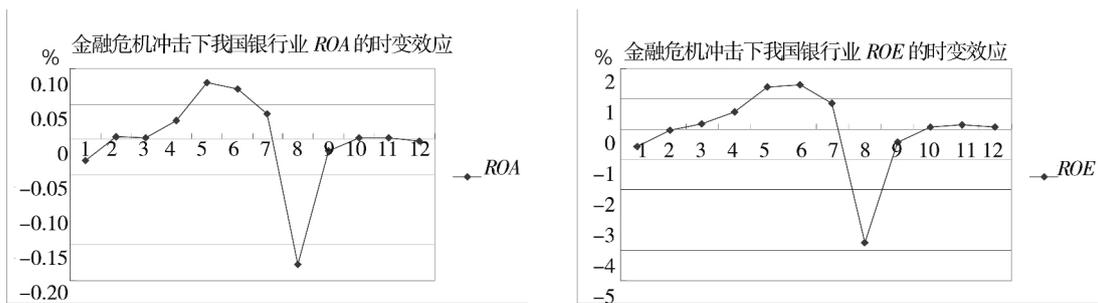


图1 ROA 与 ROE 回归方程中的时变效应

Fig. 1 Time-varying effect in the ROA and ROE regression models

5) 银行营运效率等特征对银行收益水平具有显著影响

由上述回归结果,可得如下附带结果.收益模型(12)的回归结果表明:非利息收入所占比例与金融控股公司和独立银行的收益负相关,但没有通过显著性检验.然而,从负相关性的角度来看,它与Stiroh & Rumble的结论基本相符^[11].由式(12)的回归结果还可看出,样本公司的资本充足率与其净资产收益率负相关,这说明资本充足率的提高将导致样本公司的财务杠杆比例下降,这有效地约束了它的负债经营规模,降低了它的净资产盈利水平.由表3,我国独立银行的资本充足率显著低于金融控股公司,其财务杠杆比例大于后者且对应的ROE也高于后者,这与上述回归结果一致.

3 结束语

在国内外金融机构纷纷转型成金融混业集团、开展跨业经营的市场背景下,本文基于微观主体行为的视角,结合不完全合约理论和组织内部控制权分配理论,研究了金融控股公司及其子公

司之间风险控制权优化配置对其经营绩效的影响.本文研究表明:对金融控股集团而言,当面临外部风险时,集权优于分权;当面临内部风险时,分权优于集权.为验证该结论,本文对金融危机冲击下我国金融控股公司和独立银行的经营绩效进行比较.实证结果表明:金融危机冲击下,金融控股公司的盈利水平高于独立银行,其内部和外部风险水平也低于后者,我国金融业通过组建金融控股公司的方式实现混业经营提高了金融机构的盈利水平和抗风险能力,这支持了本文的理论结果.此外,本文还研究了样本公司收益的时变效应,刻画了金融危机冲击下我国银行业经营绩效的变化.本文的研究结果为我国金融业开展混业经营、提高经营绩效带来以下启示:对于金融控股公司,它的优势不仅在于综合经营带来的规模经济与范围经济,还在于它能够通过优化其风险控制权配置,提高自身的抗风险能力,更好地应对内部风险和外部风险的冲击.我国金融控股公司应充分发挥这一优势,将风险控制权合理地配置到那些最能够承担风险的部门和子公司,从而提高整个集团的风险管理效率和风险控制能力,降低风险管理成本,提高盈利水平.

参考文献:

- [1] Acharya V, Philippon T, Richardson M, et al. The financial crisis of 2007 – 2009: Causes and remedies [J]. *Financial Market, Institutions & Instruments*, 2009, 8: 89 – 137.
- [2] 谢尚宇,汪寿阳,周勇.金融危机下带传染效应的违约预报[J]. *管理科学学报*, 2011, 14(1): 1 – 12.
Xie Shangyu, Wang Shouyang, Zhou Yong. Default prediction with credit contagion under financial crisis [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2011, 14(1): 1 – 12. (in Chinese)
- [3] Campello M, Graham J R, Harvey C R. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 97: 470 – 487.

- [4]林 辉,张涤新,杨 浩,等. 流动性调整的最优交易策略模型研究[J]. 管理科学学报,2011,14(5): 65-76.
Lin Hui, Zhang Dixin, Yang Hao, et al. Study on liquidity adjusted optimal trading strategy model [J]. Journal of Management Sciences in China, 2011, 14(5): 65-76. (in Chinese)
- [5]Diamond D W, Rajan R. The credit crisis: Conjectures about causes and remedies [R]. NBER Working Paper No. 14739, 2009.
- [6]Berger A N, Bouwman C H S. Bank capital, survival and performance around financial crises [J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(9): 3779-3837.
- [7]Cornett M M, McNutt J J, Tehranian H. The financial crisis: Did corporate governance affect the performance of publicly-traded U. S. bank holding companies? [R]. Unpublished Working Paper, Boston College, 2009.
- [8]中国人民银行金融稳定分析小组. 中国金融稳定报告(2006) [M]. 北京: 中国金融出版社, 2006.
Research Group of Financial Stability in People's Bank of China. Report of China's Financial Stability(2006) [M]. Beijing: China Financial Publishing House, 2006. (in Chinese)
- [9]Berger A, Demsetz R S, Strahan P E. The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future [J]. Journal of Banking & Finance, 1999, 23: 135-194.
- [10]Barth J R, Brumbaugh J R D, Wilcox J A. The repeal of Glass-Steagall and the advent of broad banking [J]. Journal of Economic Perspectives, 2000, 14: 191-204.
- [11]Stiroh K J, Rumble A. The dark side of diversification: The case of US financial holding companies [J]. Journal of Banking & Finance, 2006, 30(8): 2131-2161.
- [12]Baele L, Jonghe O D, Vennet R V. Does the stock market value bank diversification? [J]. Journal of Banking & Finance, 2007, 31(7): 1999-2023.
- [13]王鹤立. 我国金融混业经营前景研究 [J]. 金融研究, 2008, (9): 188-197.
Wang Heli. On the prospects of universal banking industry in China [J]. Journal of Financial Research, 2008, (9): 188-197. (in Chinese)
- [14]Kwan S H. Securities Activities by Commercial Banking Firms' Section 20 Subsidiaries: Risk, Return and Diversification Benefits [R]. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 98-10, 1998.
- [15]Rivard R J, Thomas C R. The effect of interstate banking on large bank holding company profitability and risk [J]. Journal of Economics and Business, 1997, 49(1): 61-76.
- [16]Kwan S H, Laderman E S. On the portfolio effects of financial convergence: A review of the literatures [J]. Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1999, 2: 18-31.
- [17]Keeton W R. Bank holding companies, cross-bank guarantees and source of strength [J]. Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1990, 75(3): 54-67.
- [18]Gilbert R A. Do bank holding companies act as "Source of Strength" for their bank subsidiaries? [J]. Economic Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1991, 1: 3-18.
- [19]Ashcraft A B. New evidence on the lending channel [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2006, 38(3): 751-775.
- [20]Houston J, Christopher J, Marcus D. Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking [J]. Journal of Financial Economics, 1997, 46(2): 135-164.
- [21]Campello M. Internal capital markets in financial conglomerates: Evidence from small bank responses to monetary policy [J]. Journal of Finance, 2002, 57(6): 2773-2805.
- [22]Ashcraft A B. Are bank holding companies a source of strength to their banking Subsidiaries? [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2008, 40(2-3): 273-294.
- [23]Ellul A, Yerramilli N. Stronger risk controls, lower risk: Evidence from U. S. bank holding companies [J]. NBER working paper No. 16178, 2010.
- [24]Hayek F A. The use of knowledge in society [J]. American Economic Review, 1945, 35(4): 519-530.
- [25]Jensen M C, Meckling W H. Specific and general knowledge and organizational structure [C]. In: Werin L, Wijkander H, Editors. Contract Economics, Blackwell, 1992, Oxford.

- [26] Athey S , Gans J , Stern S. The allocation of decisions in organizations [R]. Working Paper , MIT , 1996.
- [27] Christie A A , Joye M P , Watts R L. Decentralization of the firm: Theory and evidence [J]. Journal of Corporate Finance , 2003 , 9: 3 - 36.
- [28] Chen S L , Wang S S. A Theory of Business Reallocation [R]. Working Paper , HKUST , 2008.
- [29] 邵 军 , 刘志远. 企业集团内部资本配置的经济后果 [J]. 会计研究 , 2008 , (4) : 47 - 53.
Shao Jun , Liu Zhiyuan. Economics outcome of internal capital allocation for group: Evidence from Chinese group [J]. Accounting Research , 2008 , (4) : 47 - 53. (in Chinese)
- [30] 潘 东 , 彭小兵. 控股集团框架内子公司控制权配置研究 [J]. 金融研究 , 2007 , (12) : 205 - 214.
Pan Dong , Peng Xiaobing. A study on the allocation of the subsidiary's control rights in holding group [J]. Journal of Financial Research , 2007 , (12) : 205 - 214. (in Chinese)
- [31] Berger A. The relationship between capital and earnings in banking [J]. Journal of Money , Credit and Banking , 1995 , 27 (2) : 432 - 456.
- [32] Vennet R V. Cost and profit efficiency of financial conglomerates and universal banks in Europe [J]. Journal of Money , Credit and Banking , 2002 , 34(1) : 254 - 282.

Performance of the Chinese financial holding companies in the financial crisis: A perspective of the micro-agent's risk control rights allocation

ZHANG Di-xin , DENG Bin

School of Economics , Research Center of Financial Econometrics and Risk Management , Nanjing University , Nanjing 210093 , China

Abstract: How the micro-agent effectively exerts its risk control ability has always been a research focus. There are plenty literatures which have made empirical studies concerning the performance of financial holding companies from the viewpoints of both economies of scale and economies of scope. We have found few literatures digging into the risk management mechanism of financial holding companies from the perspective of control rights allocation. Based on the control rights allocation theory in organizational design and the incomplete contract theory , we construct a risk control rights allocation model of the financial holding companies and study the functions of the micro-agent's behaviors in risk management. The analysis shows that: when confronted by internal and external risk shocks , the financial holding company could diversify and transfer the risk , enhance the risk control ability and improve the return by decentralizing or centralizing the risk control rights. To validate the above conclusions , we select the sample data of Chinese financial holding companies and individual banks during the financial crisis and make an empirical comparison of their risk and return performances. The empirical results show that the profitability of financial holding companies is significantly higher than that of individual banks; their risk level is lower than that of individual banks. In addition , we study the time-varying effect of the financial crisis on the sample companies , and the results confirm the impact of the financial crisis on China's financial sector.

Key words: financial holding company; financial crisis; risk control rights allocation; operating performance; time-varying effect