

从“高纬度”到“低纬度”

——中国金融控股集团的风险资本管理之路

一、引言

随着 2006 年中国股市进入了牛市行情，国内金融控股集团的呼声也越来越高：2006 年 7 月，平安保险出资 49 亿元收购深圳市商业银行 89.24% 的股权，并于 2007 年 2 月将平安银行整合并入深商行，加上此前成立的平安信托、平安证券，平安保险的金融控股格局已初步形成；2007 年 6 月中国人寿以 36 亿元收购中诚信托 60% 股权，起步虽然慢于平安保险，但人寿的金融控股的野心并不小；2007 年 6 月交通银行以 10.8 亿元控股湖北省国际信托投资有限公司，蒋超良明确提出要打造一流的金融控股集团；2007 年 11 月，民生银行以每股 16.38 元、总价 23.4 亿元价格认购陕国投 26.58% 股权，成为其第一大股东，与此同时，公司正积极筹备金融租赁公司、合资基金公司，目标是实现一个包括银行、信托、基金、保险、金融租赁在内的金融控股集团；而作为国内金融控股的先行者，中信集团则在 2007 年初借壳安信信托将中信信托上市，从而形成 A 股市场中信银行、中信证券、中信信托的“三驾马车”。一时间，金融控股成为一阵浪潮，但在热潮的背后，需要清醒的认识到，我们的金融控股是缺乏专业化基础的金融控股，我们的信托、金融租赁、乃至城商行等金融机构还没有找到自身发展的清晰模式，而所谓的“交叉销售”等经营协同并不能给这些业务带来更多的支持，金融控股集团的发展来自于每个子公司的专业化发展，而这种专业化发展有赖于中间业务所提供的高杠杆率和集团整体风险资本回报率的管理。

对国外金融控股集团的研究显示，成功的金融控股集团都是在专业化发展基础上基于并购套利所形成的特殊产物，并购对象的专业化优势和并购中的低估套利机会是金融控股集团的形成的主要原因，而多业务的相对稳定性则是其持续发展、把握下一次并购扩张机会的关键。

与国外金融控股集团不同，国内的金融控股集团是在高估时期、强弱联合的产物，并购的意义在于金融牌照所引发的资本市场对于“金融控股”的遐想和由此产生的溢价，而这种溢价又反过来作为金融集团的融资工具，支持子公司的发展，从而使子公司相对于同行其他中小企业具有了更充沛的资金支持。

但是，由于国内金融机构的专业化发展刚刚起步，行业分化也还没有完成，今天的证券公司、信托公司还处于探索阶段，风险资本回报率很低，与银行等业务的融合导致了整个集团风险资本回报不均的局面。这种局面持续的时间越长，企业的风险就越大，因为金融业务的高杠杆完全有可能将个别业务的风险扩大至整个集团——高估套利后的“强弱联合”格局，要求企业用最短时间实现“强强联合”的转化，以提高集团整体的抗风险能力，并实现均衡的风险资本管理。

而国际经验已经证明，金融机构之间的经营协同对于金融控股集团的价值并没有那么大的贡献，反而是各金融业务的专业化发展为集团提供了稳定性，而由此产生的行业低谷阶段的套利机会才是金融控股集团的真正价值所在。因此，与其浪费时间在探求所谓的“经营协同”效应，不如专心发展各子业务的专业化优势，提高证券、信托等每个子业务的风险资本回报率——子业务的专业化发展是中国金融控股集团提高整体稳定性的基础。

二、从国际经验看金融控股的协同效应

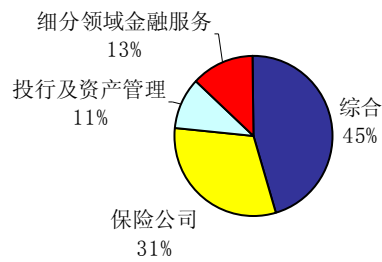
2.1 金融价值链的专业化分解

二十世纪七十年代以来，随着电子化和全球化的推进，金融创新速度加快，金融产业链被重新分解和再造，在此过程中多样化的专业化金融机构诞生：信用卡和应收帐款证券化的创新，使个人消费贷款业务从传统银行链中分离出来，产生了专业化的信用卡公司，其中最著名的就是美国的运通公司；而抵押贷款证券化的诞生则将房地产贷款从传统银行链中分离出来，出现了专业化的抵押贷款担保银行（GNMA）、专业化的抵押贷款零售银行（Countrywide）、专业化的抵押贷款证券化银行（Freddie Mac）；此外还有专业化的教育贷款银行（SLM、Student Loan Corp.）；专业化服务于金融机构的清算行（如美国的 State Street Corp.，英国的四大清算银行）；专业化发行和管理支票的 First Citizens Bancshares Inc.；专业化发放汽车贷款的 Americredit Corp.；专业化的中小企业融资银行（美国的 CapitalSource Inc.，MB Financial Inc.，德国的 Volksbank）；专业化的零售银行（美国的 First Comnwlth Corp.，Coutts）；专业化的中长期项目贷款银行（欧洲复兴银行）；专业化的农业贷款银行（Federal Agricultural Mortgage Corp.）；专业化的金融产品分销商（Charles Schwab）；专业化的船舶融资银行（挪威银行）……上述金融机构都将某一特殊金融服务从传统的银行价值链中分离出来，通过专业化的风险控制能力降低资金需求和运营成本，并凭借创新的金融手段来转移、分散风险，以提高资本杠杆，最终实现更高的资本回报和更快的规模扩张。

专业化金融机构不仅资产效率更高，而且它们的规模也并不小：美国最大的房地产抵押贷款银行是 Countrywide，信用卡刷卡额最大的公司是美国运通，而贷款额第二大的银行是 MBNA（2005 年被美洲银行收购），它们都是专业化或相对专业化的银行。在《Euromoney》世界排名前二十位的银行中有五家是专业化服务于企业的投资银行，有四家是专业化服务于个人的资产管理银行。

实际上，专业化金融机构已经成为现代金融体系中非常重要的一部分，尤其是在资本市场比较发达的国家，传统银行面临的直接融资冲击更大，其职能开始被更多的非银行金融机构所替代瓜分，由此产生了更多的专业化银行。在美国，2005 年以资产排名最大的 200 家本土金融机构中，仅有 91 家综合性银行，不到总数的 50%，另有 61 家保险公司和保险咨询类公司，13 家投资银行（含证券公司），8 家抵押贷款专业化银行和 3 家服务于抵押贷款的担保增信银行，4 家专业化的资产管理公司，2 家专业化的风险管理公司，3 家服务于金融机构的清算银行，2 家专业化服务于中小企业融资的银行，1 家专业化服务于消费者的零售银行，3 家专业化的教育贷款银行，1 家专业化信用卡公司（MBNA 于 2005 年被美洲银行收购），1 家专业化支票服务银行，1 家专业化农业贷款银行，1 家专业化汽车贷款银行，1 家专业化房地产金融公司（从事房地产投融资服务），1 家专业化的税务金融公司，3 家实业投资公司，其中一家专门从事管理层收购——上述金融机构中剔除综合性银行和保险公司，在最大的 200 家金融机构中，提供专业化服务的公司仍占到四分之一。

美国资产规模最大的200家银行的战略定位



图（1）美国资产规模最大的 200 家银行的战略定位（2006 年）

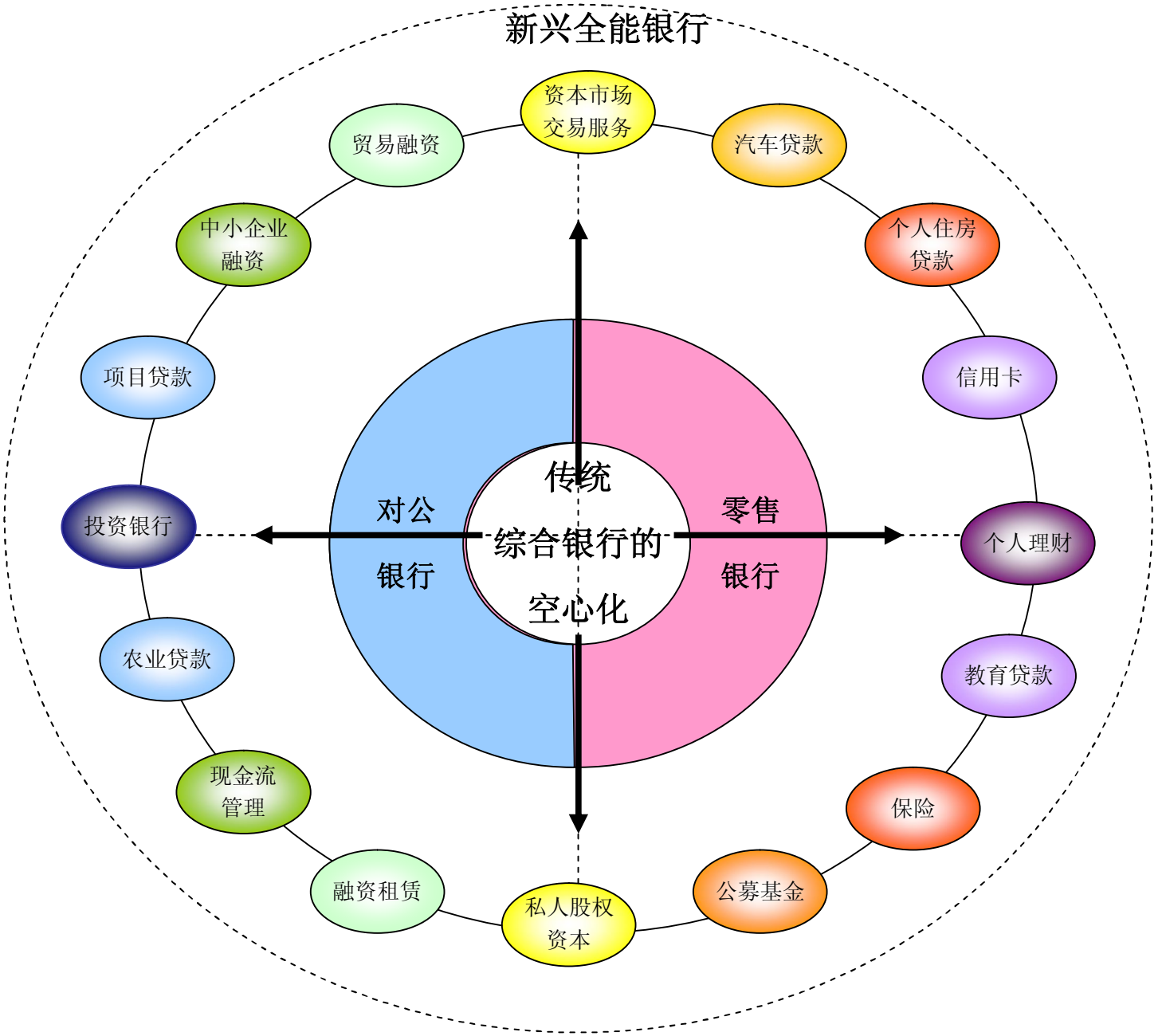
除上述专业化金融机构外，还有众多的非金融机构，它们在更专业化的领域提供金融服务，而这些服务也对传统商业银行业务形成了强有力的冲击与替代。如汽车制造商提供的汽车金融服务，从根本上改变了汽车贷款业务的运营模式，使其与传统银行分离；零售商发行的信用卡，也在对传统银行业形成冲击；而全球化的快递公司 UPS，近年来新开发了存货融资业务，凭借其对客户资产的特殊控制挑战者传统银行的存货融资、信用证业务。总之，在资本市场直接融资和金融创新的发展过程中，传统以银行为主的金融价值链被重新分解和组合，形成了专业化分工的格局。

由图（2）可见，在金融创新与脱媒过程中，现代金融体系的功能已经被分化为多个专业化的领域，在公司业务方面，出现了专业化的投资银行、中小企业融资银行、贸易融资银行、融资租赁公司等，而在零售业务方面，则出现了专业化的信用卡公司、抵押贷款银行、教育贷款银行、资产管理银行等，而即使在某个传统业务内部也开始出现了专业化的分工趋势，如保险行业内部出现了专业化的保险经纪公司等。

专业化发展已成为金融产业的必然趋势。

建立在专业化分工
和并购基础之上的

新兴全能银行



2. 2 专业化发展基础上的并购套利

2. 2. 1 并购套利

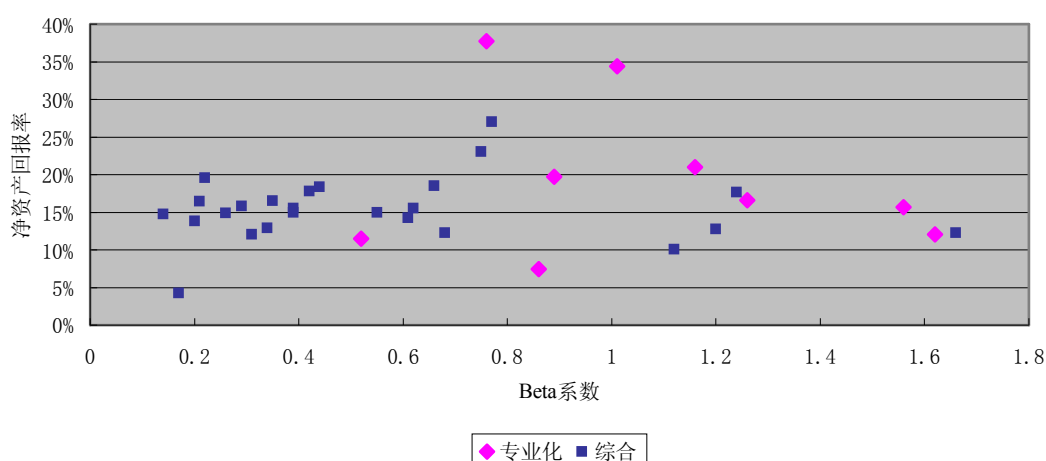
但是，在专业化金融机构纷纷涌现的同时，也产生了象花旗、汇丰这类金融行业的“巨无霸”，专业化与全能化似乎成为金融行业相互矛盾的两个趋势。实际上，花旗、汇丰的诞生源于专业化银行的天然缺陷——高周期性风险，而这种周期性波动为业绩相对稳定的金融控股集团提供了良好的并购机会。

如美国第二大信用卡公司 MBNA，作为一家专业化的信用卡银行，它通过向体育协会、大学院校、牙医协会等特殊的高端客户群体提供专门的信用卡服务，在美国信用卡市场上异军突起——2004 年时 MBNA 在全美信用卡发行量中排名已升至第二位，仅次于花旗银行。专业化的运营使 MBNA 积累了大量的顾客信息，构建了庞大的数据库系统，并开发了针对特殊顾客群的信用模型，以便做出更加合理的信用判断——2005 年以前 MBNA 的客户的收支平衡率比同行业高出 45%，其坏账亏损率最低时仅为 4%，是同行业的一半。除了专业化的营销及风险控制手段外，现代化金融体系也为银行提供了更多的融资机会，公司借助应收帐款证券化的手段获取了快速扩张中的资本支持。

不过，作为一家专业化的信用卡银行，MBNA 对经济周期高度敏感，为了抵御周期性风险，公司在美国总统大选中主动充当布什政府的“钱袋子”，以期通过政治影响提高美国个人破产保护的法律门槛，从而减少经济周期中的破产逃债行为。但巨额的选举支出增加了公司的财务负担，为此，2005 年 MBNA 提高了信用卡的罚息率、并减少了部分服务项目，结果导致大批客户加速还款，一季度利润骤降 94%，股价暴跌，最终被一直希望在信用卡业务上有所建树的美国第三大综合性银行美洲银行收购。

专业化金融机构在创造了更高效率的同时也面临着更大的周期性风险——在美国前三十位金融机构中，专业化金融机构的 Beta 系数平均为 1.07 倍，而综合性银行仅为 0.57 倍——专业化金融机构的高周期性波动为全能银行和金融控股集团提供了并购扩张的良好机会。

美国银行专业化银行与综合性银行的收益风险分布



图（3）美国专业化银行与综合性银行的收益风险分布

（资料来源：Bloomberg）

除了套利行业周期外，综合性的金融机构也通过跨市场的套利来扩张自身的业务范

围，如诞生于香港的汇丰银行，在第一次海湾战争所引发的欧美经济衰退中，凭借 90 年代初期亚太市场的高增长背景，并购了英国的主要银行 Midland，当时 Midland 正承受 2 亿英镑的巨额亏损，陷入了资本不足的窘境——1992 年 7 月汇丰以 36.9 亿英镑的总收购价对 Midland 发出了全面收购邀约。但是，90 年代后半期新兴市场陷入了金融危机的困境，这对于发家于香港的汇丰既是打击也是机遇，因为这些危机不仅对亚洲自身金融系统造成冲击，还波及了那些在亚洲有集中投资的欧美银行，美国的利宝银行就是其中一家，在接连遭受了 1994 年墨西哥金融危机和 1998 年俄罗斯金融危机后，公司陷入了严重的亏损之中。1999 年汇丰以 97.36 亿美元的报价收购了利宝集团旗下的 Republic National Bank of New York 银行及其子公司 Safra Republic Holdings，组成美国第十五大、纽约州第三大银行。1999~2000 年欧洲经济再次陷入了滞涨期，汇丰又择机并购了法国第七大银行 CCF。911 后，美国经济滑坡，而亚洲新兴市场已逐步从金融危机中复苏过来，凭借亚洲新兴市场的利润增长与高估值支持，汇丰在 2002~2003 年以 134 亿美元汇丰股票和 11.2 亿美元现金的报价完成了对美国第二大消费金融银行 Household International Inc. (HI) 的收购，该银行当时在全美消费金融领域排名仅次于花旗，在 45 个州有 1300 家分支机构，不过，受利率上涨和经济滑坡的影响，HI 公司正饱受不断上升的坏帐率威胁，2002 年 9 月底逾期 6 个月的坏帐比率已经上升到 4.8%。在欧美市场的盈利扩张又反过来帮助汇丰成功度过了 1997 年的亚洲金融危机，并在新兴市场的周期性低谷中扩大了其在亚洲市场的份额：1995 年墨西哥金融危机波及整个拉美地区，受其影响巴西等国在抑制通货膨胀的同时进行了银行业的大清理，1996 年，汇丰趁机收购濒于倒闭的巴西主要银行 Bamerindus，该银行在巴西的营业网点数排名第二，并拥有巴西第七大保险公司和第五大基金管理公司；1997 年汇丰又收购了阿根廷第六大私人银行；1999 年，阿根廷经济萧条进一步加深，汇丰则趁机加强了公司在阿根廷的地位，收购了 8 个分支机构，并增加了对保险和年金业务的投入；2002 年汇丰进一步收购了墨西哥第五大银行；在 1997 年的亚洲金融危机中，汇丰还先后对韩国第一银行和汉城银行发出并购邀约，并计划以 14 亿英镑收购 LG 的信用卡业务；2001 年，汇丰又把视线转向了危机中的土耳其，2 月，土耳其爆发政治金融危机，里拉暴跌，半年内银行资产缩水 22%，13 家银行被政府储蓄保险基金接管，趁此之机，2001 年 7 月汇丰收购了 Demir 银行，拓展了其在土耳其的市场地位。

低谷期的并购套利为汇丰贡献了丰厚的利润，以 2003 年收购 Household International Inc. (HI) 为例，以市净率为基准的收购定价让 HI 价格缩水不少——当时正深受延期还贷困扰的 HI 被迫计提了大量坏帐准备，冲抵了不少净资产，而实际中，这些坏帐中的相当一部分随着其后美国经济的复苏又被拨回了，2004 年汇丰在北美地区的拨备额减少了 8.2 亿美元，坏帐准备占北美地区总贷款额的比重也由前一年的 2.9% 下降到 1.7%，考虑到贷款规模的扩张，实际汇丰在北美地区的拨备较低谷期减少了将近 30 亿美元，从而使实际收购成本大幅下降。此外，汇丰在收购中大量使用换股方式，这就使它相对坚挺的股价在并购中占尽便宜。

金融控股集团的低谷生存并扩张能力在次贷危机中表现得更加明显。受次贷危机影响，截止到 2007 年 11 月，美国已有 20 多家抵押贷款机构破产，其中全国第二大抵押贷款银行新世纪金融公司破产，而第一大抵押贷款银行 Countrywide 在流动性压力下向美洲银行求助，定向发行了 20 亿美元可转换优先股，除了给出 7.25% 的高息年利外，还允诺可以以 18 美元（低于市场价 21 美元）的价格转股。在欧洲，德国有 2 家抵押贷款机构申请破产，英国第五大抵押贷款银行诺森洛克银行陷入挤兑危机，最大抵押贷款银行北岩银行也发生了 150 年来首次挤兑事件。与这些专业化金融机构的破产相比，大型金融控股集团虽然也遭受了沉重的损失，但毕竟还是存活了下来，只要能够生存，就

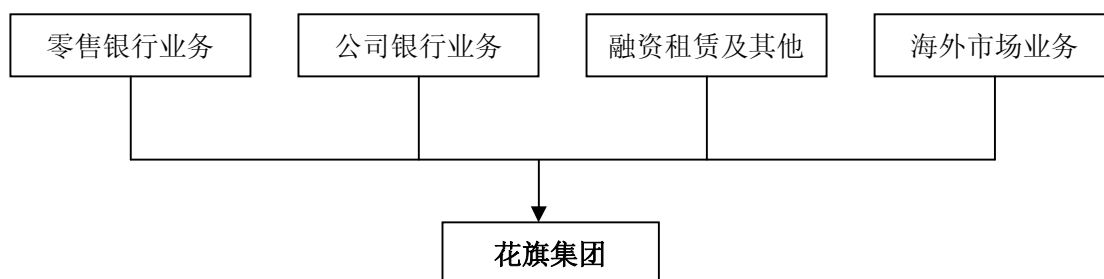
意味着它们还有机会再去扩张，再去套利。

综上，在周期性的套利中，大型金融控股集团享受着低成本扩张的喜悦，通过强强联合实现了快速的扩张。

2. 2. 2 强强联合

低谷期的套利扩张让金融控股集团以最低的成本实现了最快速的扩张，但这种套利扩张也有它自身的规则，就是一定要实现“强强联合”，因为弱小的专业化金融机构，即使收购价更便宜，即使在这一次危机中被救活，也很难抵抗住下一次危机的打击——实际上，尽管在美国排名前三十位的金融机构中，综合性金融机构的波动率比专业化金融机构低，但如果将样本扩大到上市的 7000 多家金融机构，则综合性金融机构的波动率要比专业化银行高（BETA 值平均为 0.87，高于银行机构平均的 0.61，与保险公司接近）——基于“弱者组合”的多元化金融机构非但不能平抑风险，还会导致风险的加成，因此，大型金融控股集团的扩张大多是遵循“强强联合”的原则。

以花旗为例，今天的花旗实际上是沿着四条并购主线“组装”起来的——零售银行业务、公司银行业务、融资租赁及其他业务和海外市场业务——而每条线上都汇聚了最有名的品牌公司。



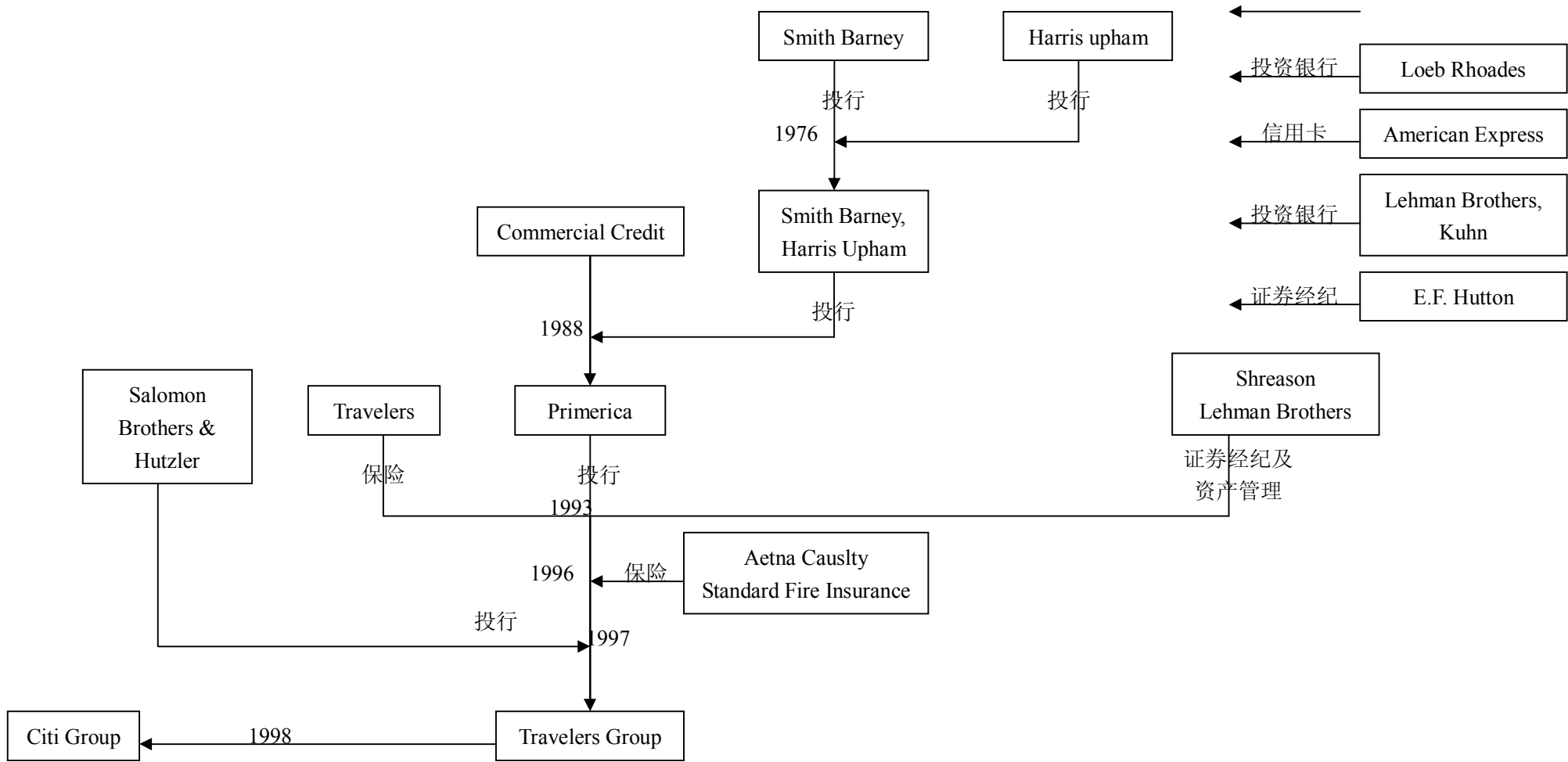
图（4）花旗业务结构的演化分解

如投行业务，1986 年桑迪·威尔从数据控制公司手中买下了商业信贷公司，1988 年又从杰拉尔德·特塞集团手中买下了 Primerica 公司及史密斯·巴尼证券经纪公司，三家公司合并成为新的 Primerica 集团，从事证券及投行业务。90 年代初，桑迪将他创办的西尔森公司从美国运通手中赎回，而此时的西尔森公司已经并购了雷曼兄弟等多家知名证券经纪公司，同期，桑迪将旅行者保险纳入囊中，并将 Primerica、西尔森·雷曼兄弟公司和旅行者保险合并成为旅行者集团，1996 年新旅行者集团收购了 Aetna 财险公司，跻身美国最大的保险公司行列，1997 年旅行者又并购了知名投行索罗门美邦，成为全美第二大投资银行。1998 年，旅行者集团，连同其旗下雷曼兄弟、索罗门美邦、史密斯·巴尼等众多知名品牌一起并入了新的花旗集团。

在混业模式最盛行的欧洲地区，以商业银行和理财业务为主的传统银行也是通过并购行业龙头而进入了投资银行领域：瑞士银行公司在 1995 年收购了英国最著名的商人银行华宝银行，然后又合并了华尔街投资银行德威，并在 1997 年被瑞士联合银行收购，成为今天的瑞银华宝集团（UBS）；德意志银行则在 1998 年收购了美国第八大银行信孚银行（Bankers Trust）进入了投行领域，Bankers Trust 是一家从信托业务起家，逐步进入证券交易、投资银行业务的专业化投资银行，被并购时旗下管理的资产达 1337 亿美元，在全球 50 个国家设有分支机构，并有 2 万多名员工

正是在这种强强联合的过程中，金融控股集团迅速发展壮大起来，1998年花旗收购旅行者成为全球最大金融集团；此后不久，德意志银行就通过收购美国信孚银行取代花旗成为当时全球最大的金融集团，而2002年日本富士银行、兴业银行和第一劝业银行的合并则诞生了新的全球最大金融集团瑞穗控股。

套利低谷、强强联合成就了一代又一代的巨型金融控股集团，而随着这些“巨无霸”的诞生，金融控股集团的业务管理问题开始提上日程。



2.3 业务组合的重新梳理

在专业化银行发展和周期性套利的基础上，金融控股集团迅速崛起，但并购时的套利收益并不能够保证集团日后运营的协同效应，所以，大型金融集团在并购扩张的同时也都开始了对业务组合的重新梳理。而这种梳理的核心就是“把资本配置到风险资本回报率最高的业务上”——非金融企业多元化过程中的现金流争夺，在金融企业内部转化为风险资本的争夺：在有限资本下，不同业务之间争夺着风险资本的配置，但最终金融控股集团只可能将资本配置给资本回报率最高的业务组合。

2004年接替桑迪·威尔执掌花旗的新任CEO普林斯自上任伊始就明确提出要对花旗集团进行战略调整，剥离那些利润增长缓慢的非核心业务，把资本分配到具有最佳增长前景的业务上。2004年花旗引入了“风险资本配置模型”（Risk Capital Allocation Model）来对各业务部门进行考核评价，以改善资本资源的配置效率。所谓风险资本，就是吸收每个业务风险所需要的最少资本，而风险资本配置模型的核心理念就是每个业务都应该挣到足以弥补其风险的收益，而且这种收益越高越好。

根据风险资本回报率的考量，花旗剥离了它在1998年从旅行者那里买入的保险业务——相比于银行业务，保险业务的高额拨备占用了大量风险资本，使起风险资本回报率只有20%左右，即使剔除了财险业务，寿险业务中投资收益对资本市场和宏观经济周期的高度敏感性仍使其业绩波动较大，风险资本回报率依然不到30%，低于公司总体的34~39%的回报率水平，更低于零售银行、财富管理部门50%以上的风险资本回报率，于是，剥离成为必然的选择。除了保险业务外，花旗还通过投入资本回报率的比较，剔除了资产管理业务——尽管资产管理业务的风险资本回报率并不低，但由于并购成本、道德风险所引发的名誉和法律成本过高，公司资产管理业务的投入资本回报率仅在10%左右，只是公司整体水平的一半，是财富管理业务的四分之一。在此背景下，2005年12月，花旗决定用自己手中的资产管理业务来交换Lagg Mason集团旗下的经纪和资本市场业务，以增强花旗集团针对个人客户的理财服务能力。

表（1）花旗各业务部门最近几年的风险资本回报率

	平均风险资本回报率			
	2003	2004	2005	2006
全球消费金融	45.9%	52.5%	40.6%	42.8%
公司金融与投资银行	33.0%	10.7%	32.5%	33.0%
全球财富管理	71.0%	63.4%	58.9%	58.0%
其中：Smith Barney	62.6%	77.1%	92.9%	67.4%
替代投资	10.2%	20.9%	33.7%	30.6%
总收益	39%	34%	37%	38%
保险	21.2%	26.8%		
资产管理	44.0%	34.1%		

表（2）花旗集团最近几年各业务的投入资本回报率

	投入资本回报率			
	2003	2004	2005	2006
全球消费金融	21%	22%	18%	20%
公司金融与投资银行	25%	8%	24%	24%

全球财富管理	70%	52%	46%	36%
其中：Smith Barney	48%	57%	59%	35%
替代投资	9%	19%	31%	27%
总收益	20%	17%	22%	19%
保险	16%	21%		
资产管理	11%	9%		

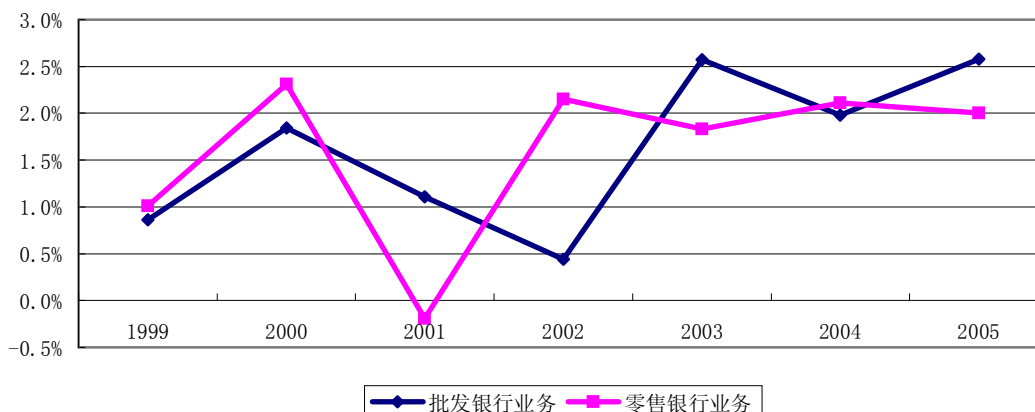
表（3）为各细分业务单元的风险资本回报率，由表可见，尽管各业务部门的风险资本回报率差异较大，但它们都在逐步向均值回归，信用卡、交易服务等风险资本回报率较高的业务随着资本配置的增加，回报率在逐步降低，而国际零售业务、替代投资业务等随着战略的调整，风险资本回报率在逐步上升，在这一调整过程中，任何长期风险回报率低的业务都将面临剥离的命运——日本的部分业务被关闭或出售、欧洲的商人银行业务被出售、美国的运输金融业务被出售……

表（3）各细分业务单元的风险资本回报率

	风险资本回报率			
	2003	2004	2005	2006
信用卡（美国本土）	87%	86%	48%	70%
零售分销（美国本土）	75%	74%	59%	57%
消费信贷（美国本土）	76%	62%	59%	49%
商业贷款（美国本土）	25%	39%	40%	24%
信用卡（国际）	67%	92%	77%	52%
消费信贷（国际）	63%	58%	70%	4%
零售银行（国际）	19%	24%	20%	30%
资本市场与投资银行	31%	31%	27%	29%
交易服务	51%	96%	85%	76%
史密斯·巴尼	63%	77%	93%	67%
私人银行	88%	42%	32%	44%
替代投资	10%	21%	34%	31%

就在花旗忙着梳理它的业务的同时，德意志银行也在重新梳理它的业务，在遭受911打击后，德意志银行开始重新审视它的业务组合：“我们要把资本重新配置到那些能够产生高回报的地方，撤出那些回报不足以弥补风险的领域。”在这一原则指引下，德意志银行先后退出了融资租赁领域、被动托管业务、部分零售银行业务和私人股权投资基金业务，并用旗下保险业务与苏黎士集团换取财富管理业务。重新梳理后，集团零售与公司金融业务的风险资产回报率都得到了大幅提高，而且这两个部门的风险回报率在长期中趋于一致——实际上，当某个部门在一段时期内风险资产回报率都低于其他部门时，就显示该业务可能需要重组了，而近期的美国次贷危机，使美林、花旗、瑞银、德意志等金融控股集团都开始重新审视其投资银行中交易部门的风险资本回报了。

德意志银行公司与零售业务风险资产回报率比较



图（6）德意志银行零售与公司业务的风险资产回报率比较

2. 4 忘掉经营协同

不同的金融子业务在欧美这些大型金融集团之间进进出出，曾经高喊着“经营协同”的子业务转眼即被卖出，经营协同似乎成为一个幌子，背后指挥一切的还是风险资本回报率。那么，到底该如何看待不同金融业务之间的经营协同？交叉销售和一站式服务到底存在吗？

所谓的“经营协同”，实际上是集团内部各业务部门之间以独立利润核算为前提的业务合作，类似于两个公司之间的战略联合，从这个意义上说，并购所产生的经营协同效应并不显著——花旗出售旅行者保险时，与大都会寿险签定了长达十年的代销协议，而在剥离资产管理业务时，也与交易对手 Lagg Mason 签定了三年的销售协议，这些协议都证明了“交叉销售”的经营协同确实存在，但这种协同效应完全可以在不同所有权的主体间以战略联合方式形成，而不需采取股权的融合模式，因此，经营协同并不是跨业务并购和金融控股存在的真实驱动力；相反，基于整体业绩稳定性和套利机会把握的金融协同效应却必须通过股权上的联合来实现，因此，金融控股集团一旦成形后，CEO 们就象基金经理一样，忙着用风险资本的回报率来度量、考核和梳理他这些业务组合了。

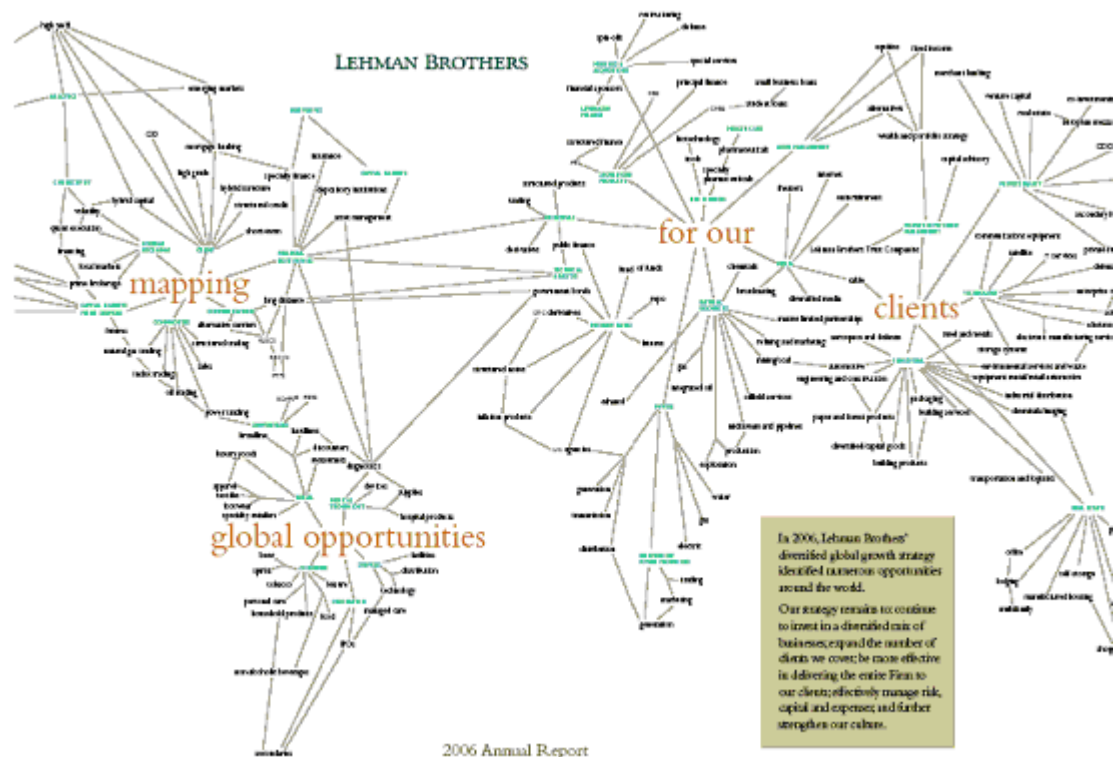
2. 5 金融创新的新挑战

今天的金融控股集团，业务结构已变得越来越复杂，不仅象花旗这种横跨零售银行、投资银行等多个领域的金融机构业务复杂，就连投资银行本身，业务结构也变得极其复杂，表（）是贝尔斯登的业务结构，从表中可以看出，其业务结构已涵盖了股权、固定收益、投资银行、交易清算、私人客户理财和资产管理等多个部门，涉及了国内股票、国际股票、国债、市政债、公司债、垃圾债、抵押贷款证券（MBS 或 ABS）、可转换证券、股票衍生工具、利率互换产品、外汇互换产品、商品期货、对冲基金等多种金融产品——图（）是雷曼兄弟公司对其业务结构的图示描述，这是一个极其庞杂的体系，每个结点都充斥着风险，而大型金融集团则希望通过多结点来分散这种风险。

表（） Bear Stearns 的业务结构

Division	Sub-Division	Services	Products
----------	--------------	----------	----------

Capital Markets	Institutional Equities	Sales & Trading	Risk Classic	Domestic Equities
		Market Maker		International Equities
		Principal		Block Trading
		Arbitrage		OTC Equities
				Equity Derivatives
				Commodity Futures
	Fixed Income	Sales & Trading	Match	MBS & ABS
		Market Maker		Government Bonds
		Principal		Municipal Bonds
		Securities Lending		Corporate Bonds
		Securitize		High Yield Bonds
				Bridge Loans
				Foreign Exchange Derivatives
		Interest Rate Derivatives		
Investment Banking	Capital Raising	Private Equity	Credit Derivatives	
	Strategic Advice			
	Merger & Acquisition			
	Merchant Banking			
Global Clearing Services				
Wealth Management	Private Client Services			
	Asset Management		Equity	
			Fixed Income	
			Alternative (Hedge Funds)	



不过，越来越复杂的业务结构，也对金融控股集团提出了新的挑战，2007年夏天的次贷危机不仅让专业化抵押贷款机构面临破产危机，那些本应更加稳定的大型金融控股集团也遭遇重挫。

花旗，截止11月底，次贷亏损额已达到175亿美元，四季度很可能陷入亏损，向阿布扎比投资局紧急出让4.9%股权，融资75亿美元；美林证券，在抵押贷款上的损失已达84亿美元，三季度亏损，CEO下台，公司以13亿美元出售了旗下寿险公司；瑞士银行（UBS）截止11月底在次贷上的损失已达137亿美元，三季度亏损，预计可能出现全年亏损，裁员1500人，取消现金红利，并向新加坡政府投资公司和一家中东投资公司紧急融资130亿瑞士法郎（约合115亿美元）；巴克莱银行在次贷危机发生后，两次向英格兰银行借款共计19.14亿英镑（约合38亿美元），在11月15日宣布资产减值13亿英镑（26亿美元），股价大幅下挫，并因此影响了正在进行的对荷兰银行的收购案，股价缩水导致其报价相对于对手低了110亿欧元；贝尔斯登旗下两只基金破产，目前已注销资产32亿美元，裁员1550人，紧急接触巴非特、美洲银行、中国建设银行、中信证券，寻求战略投资人；摩根士丹利次贷损失37亿美元、汇丰损失34亿美元、德意志银行损失32亿美元、美洲银行损失30亿美元、苏格兰皇家银行损失26亿美元……

多业务并不总能发挥稳定性作用：尽管花旗有大量的零售银行业务和全球化的分散投资，尽管美林有大量相对稳定的经纪业务，尽管瑞士银行UBS因其低风险的财富管理业务一贯享受着最高的信用评级；尽管房地产抵押贷款只是它们众多利润源中的一个，而且贡献并不大——但正是这个“不起眼”的业务让这些金融巨头们遭受了沉重的打击：有些忙着换帅、有些忙着裁员、有些忙着找白衣骑士……而那些幸运地躲过这次灾难的金融机构，高盛、雷曼兄弟等，也很难断言他们不会成为下一次危机的牺牲品，实际上，高盛在此次次贷危机中也注销了15亿美元的高杠杆贷款。

金融集团希望通过复杂的业务结构来分散风险，用精细化的测算来拨备风险，但从上世纪八十年代初的垃圾债危机、到1987年黑色星期五中的组合投资保险策略隐患、

九十年代末长期资本管理公司的套利危机、再到此次次贷危机，大型金融集团在金融创新面前显得如此不堪一击，“风险分散”和“流动性拨备”都变得毫无意义，金融集团在业务结构变得越来越复杂的同时正面临着金融创新的挑战——次贷是个偶然事件，但次贷又是必然事件，很多人把矛头指向了次贷，但次贷作为一种金融创新的尝试，本身并没有错误，而创新过程中所发生的种种定价错误也是在所难免的——金融市场的发展过程中，危机总会在某个角落发作，这次是次贷，下次可能是别的金融创新产品。

金融集团希望用复杂的业务和分散的收益点来降低单一事件的冲击力，但问题是金融企业的高杠杆放大了单一事件的冲击力，使创新业务的风险可能会感染其他业务，并危机整个集团的安全——实际上，在投资银行平均 15 倍左右的净财务杠杆和 20 倍以上的总财务杠杆下，5% 以上的风险资产亏损将给公司带来致命打击。不仅如此，危机所导致的对股价的影响将产生长远的影响，它限制了企业在其他高速增长领域上的扩张速度，这已经体现在巴克莱银行的案例中。

那么，金融集团该如何控制新业务风险？如何发挥多业务的稳定性作用？

成熟业务上的风险资本回报率比较，在新业务上变为杠杆率严格控制下的风险收益权衡，因为此时波动率的数据变得不那么可信了，一旦风险失控，低杠杆的集团能够将风险控制局部，从而可以发挥真正的金融集团多收益源分散风险的作用，在低谷中趁机收购其他企业；与之相对，高杠杆的集团将使风险扩大至整个集团，从而成为低谷中的被猎食者。

2. 6 启示

金融控股集团是在专业化发展基础上基于并购套利所形成的特殊产物，因此，并购对象的专业化优势和并购中的低估套利机会是金融控股集团形成的主要原因，而多业务的相对稳定性是其持续发展、把握下一次并购扩张机会的关键；相比之下，“一站式”服务的经营协同效应在金融控股集团中并不那么重要，它完全可以通过不同所有权主体之间的战略联合来实现。而在金融控股集团形成后，风险资本回报率就成为最重要的评价原则，那些风险过大、需要大量拨备的业务不再适合放在业务组合之中。

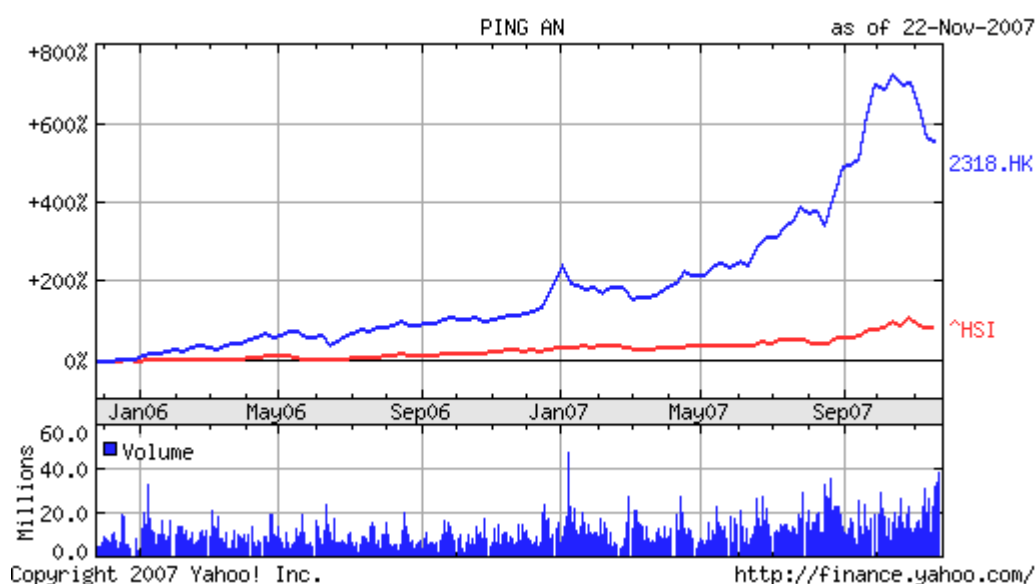
三、国内的金融控股集团

3. 1 高估时期的牌照价值

与国外的金融控股集团的形成背景不同，随着 2006 年中国股市进入了牛市行情，金融控股集团的呼声也越来越高：2006 年 7 月，平安保险出资 49 亿元收购深圳市商业银行 89.24% 的股权；2007 年初，中信信托借壳安信信托上市；2007 年 6 月中国人寿以 36 亿元收购中诚信托 60% 股权；2007 年 6 月交通银行以 10.8 亿元控股湖北省国际信托投资有限公司；2007 年 11 月，民生银行以每股 16.38 元、总价 23.4 亿元价格认购陕国投 26.58% 股权，成为其第一大股东……

牛市让很多金融机构的现金流更充沛了，但牛市中的收购价也水涨船高，更令许多境外投资人迷惑的是，这种收购的意义似乎仅在于攫取一张牌照价值——与国外强强联合的金融并购不同，在国内，由于金融机构的专业化进程才刚刚起步，多数金融机构还缺乏明确的专业化定位，尤其是信托、金融租赁等行业更成为业务创新的盲点，在这一背景下，优势的专业化企业还没有诞生，金融控股集团架构的搭建只能是建立在一种“强弱联合”的基础上，这似乎与我们总结的“强强联合”经验相违背。

实际上，国际上金融控股集团套利行业低谷的扩张策略，在国内已演化为套利资本高估的扩张策略。当平安保险收购整合了福建亚洲银行（后更名平安银行）和深商行后，它就获取了一张从事银行业务的牌照，或者说一条进入银行领域的通道，于是，投资人基于对银行业务成长空间的想象给予一定的溢价——行业分析师报告显示，对平安银行当前业务贴现价值的估算仅为 60~70 亿元，但对协同成长却给予了 200~300 亿元的估值；进一步，平安保险从保险进入银行并提出了金融控股集团的概念，于是投资人又基于金融业务间协同效应的假设给予了更高的溢价，正是这种金融平台的溢价推动中国平安 H 股股价从 10 元涨到 100 元，A 股也从 30 多元的发行价涨到 140 多元，涨幅超越指数。结果，公司通过收购一家地区性商业银行获得了资本市场给予的金融控股集团的贴现溢价；而这种溢价又反过来帮助集团打通更广阔的融资平台，从而给予子公司更多的资本支持，使其相对于同行中的其他城商行有了更雄厚的资本支持，以便实现更快速的成长。

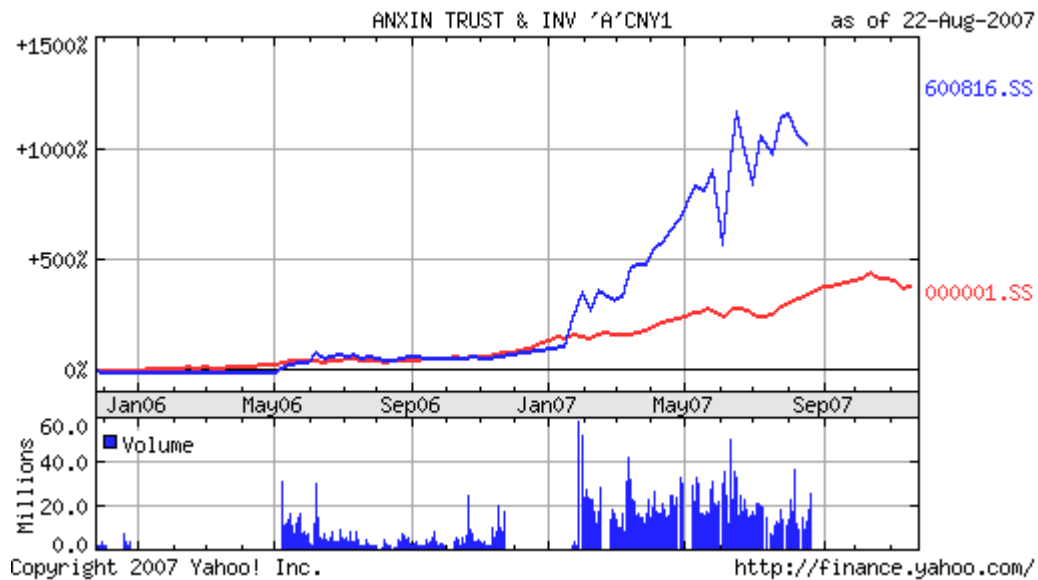


图（7）中国平安（2318.HK）与恒生指数（^HSI）涨幅比较

同样的事情也发生在民生银行收购陕国投的案例中，由于历史原因，中国的信托行业一直处于风雨飘摇之中，业绩表现不佳的信托业务只剩下了一个牌照价值，但其广泛的业务范围却使之成为金融控股集团最好的突破口和载体，因此，这个曾经的“坏孩子”成为今天资本市场上最抢手的“香饽饽”：民生银行收购陕国投以后，随着其金融控股道路的浮出水面，陕国投的股价也呈直线上升，从 16 元的收购价涨到最高时的 30 元，而安信信托更是在被中信信托借壳后连续八个涨停板——信托行业在资本溢价的推动下，似乎获得了一种新生力量。



图（8）陕国投 A 与深证指数涨幅比较



图（9）安信信托与上证指数涨幅比较

如果说国外金融集团大多是在利用行业低谷时期进行套利，那么国内金融集团则是在利用资本高估进行套利。

3. 2 并购以后：高纬度到低纬度的难题

高估套利虽然在一定程度上降低了金融控股的实际成本，但由于中国的金融机构尚未完成专业化分工与行业分化，因此，与国外强强联合后针对业务组合的风险资本回报率管理不同，在“强弱联合”后，金融控股集团急需解决的问题是如何把“牌照价值”转化为“公司价值”。

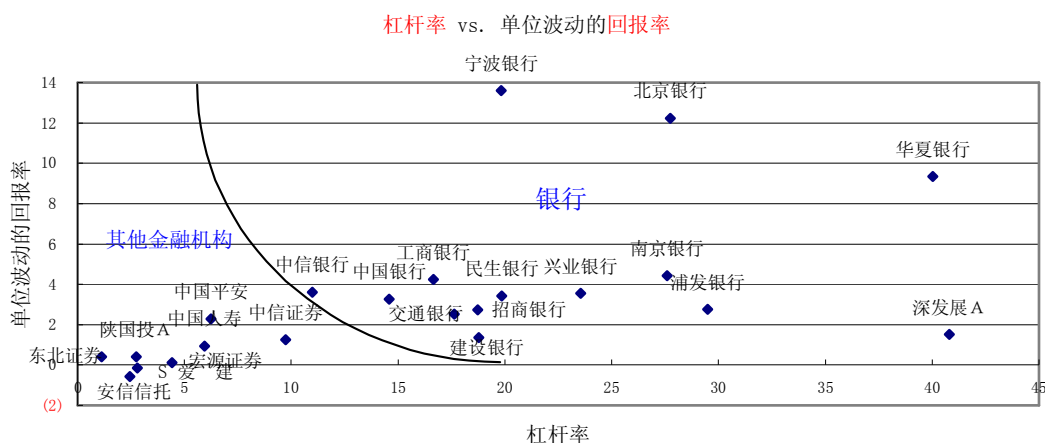
国际的经验已经证明金融机构之间的经营协同对于金融控股集团的价值并没有那么大的贡献，各种业务单元在大型金融集团之间进进出出，几年前还高喊着“协同效应”的业务转眼就被卖出——经营协同是个幌子，隐藏在背后的风险资本回报率才是真实的

动因——无论是银行、保险，还是证券公司，都有资本充足的要求，每一块钱的资本所能支撑的资产是有限的，因此，把资本配置到风险资本回报率最高的地方成为金融集团的天然要求。

而风险资本回报率又可以分解为三部分，资产回报率、业绩波动率和资本撬动的资产杠杆，它反映了金融机构竞争中的三个基本方面，即收益、风险和杠杆。

$$\text{风险资本回报率} = \text{风险资产回报率} \times \text{杠杆率} = \text{资产回报率} / \text{波动率} \times \text{杠杆率}$$

在图（10）中，我们将横轴设为杠杆率（总资产/净资产），纵轴设为单位风险的回回报率¹。图中有多条风险资本回报率的“等高线”——在相同风险资本回报率下，杠杆率越高，单位风险回报率就越低——而越靠近图右上角的等高线其对应的风险资本回报率就越高。由图可见，从过去五年的历史数据看，银行普遍分布在风险资本回报率的“高纬度”区域——相对于其他非银行金融机构，银行的杠杆率和单位风险回报率都更高。实际上，当前 A 股上市公司中，银行的平均杠杆率为 23 倍，保险为 6 倍，证券公司为 5 倍，信托仅为 2.7 倍；而过去五年，上市银行每 1 元资产在承受 1 单位风险时平均可产生 2.9% 的回报，保险却只能产生 1.3% 的风险回报，证券公司为 0.4%，信托公司为 -0.15%——也就是说，如果一家金融集团从银行主业多元化进入了其他金融领域，则意味着原来这家公司 1 元资本可以支撑 23 元的总资产，现在却只能支撑 3~6 元的总资产了，而且每元资产所能产生的风险回报也大幅减少了——显然，从历史数据看，银行多元化进入其他金融领域，将导致资本利用效率的降低。



备注：杠杆率为 2007 年中期的总资产与净资产之比，资产回报率为 2002~2006 年年末和 2007 年中期数据的均值，波动率为上述数据的波动率。

图（10）国内上市金融机构的风险资本回报率分布

问题还不止于此，图（11）为各上市金融机构在 90% 概率下的最低回报率，由图可见，上市银行的最低回报率均在零以上，但非银行金融机构则不同，由于历史业绩波动较大，各家金融机构均有 10% 以上的概率出现巨额亏损（中国平安在上市时剥离了 99 年以前高息产品所产生保单亏损，从而使其业绩波动小于中国人寿，但，除非假设保险公司在更严格的监管下，不会再犯历史的错误，否则它们均有可能出现年度亏损），这也就意味着，多元化不仅可能导致资本效率的降低，还可能导致整体金融控股集团整体风险的加大。

¹银行的“风险资本”一般被定义为在 1 年内用以吸收由于“极端严重事件”发生而引起的“潜在非预期经济损失”的资本，而风险资本回报率就是净利润与风险资本的比值，但为了方便比较，以下我们用资产回报率与资产回报率的波动率（即单位风险的回回报率）来反映风险资产回报率，而风险资产回报率与杠杆率的乘积就定义为风险资本回报率

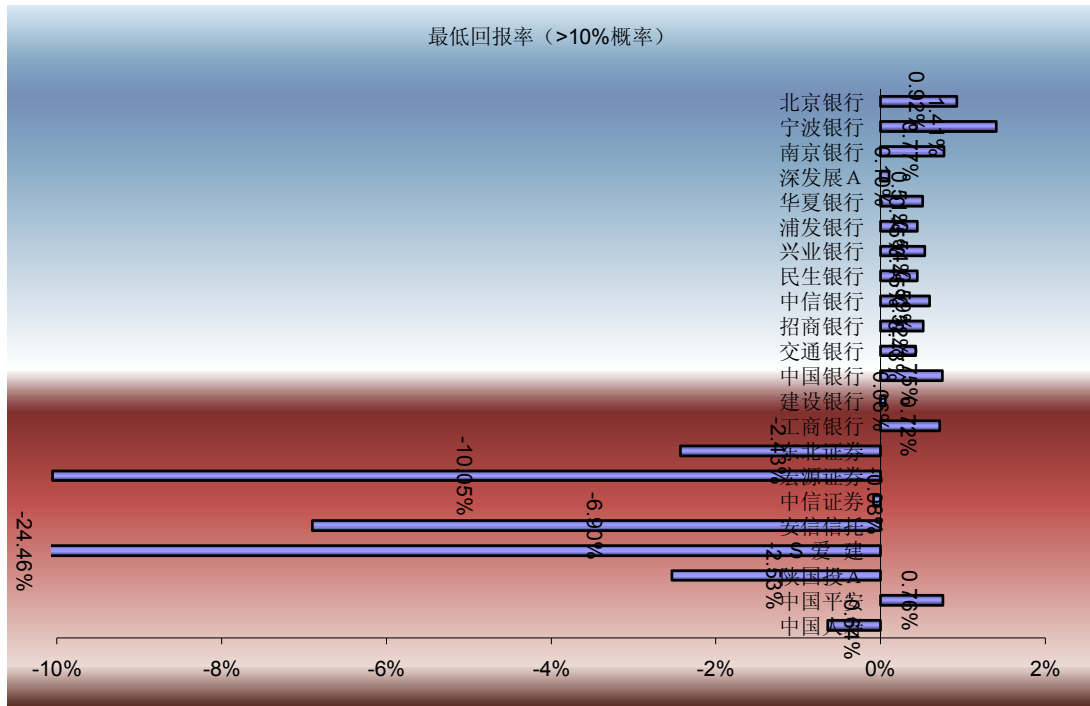


图 (11) 90%概率下的最低资产回报率

由以上历史数据不难看出，过去几年我国银行机构的风险资本回报率显著高于保险、信托和证券公司等非银行金融机构，但鉴于我国上市银行重组过程中的坏帐剥离，银行系统真正的风险可能还没有释放；另一方面，信托、证券公司等金融行业的规范化运做才刚刚开始，此前的业绩波动要部分归咎于制度法规的不健全，因此，历史的数据表现可能无法代表未来。为此，我们比较了美国等成熟市场的行业数据，结果显示：

表 (4) 2006 年美国各类金融机构的收益、风险和杠杆率比较

	ROA	Value Line Beta	波动率	杠杆	资本回报率	风险资本回报率
银行及金融集团	1.24%	0.69	24.89%	11.79	14.62%	58.74%
寿险	0.92%	0.93	26.14%	12.15	11.20%	42.87%
财险	1.30%	0.83	27.12%	5.15	6.68%	24.64%
证券经纪	0.71%	1.12	36.74%	22.94	16.35%	44.49%

(备注：计算时将极端 BETA 值设为 2，表中波动率为股价波动率)

在美国，银行及以银行为主的金融集团，其资产回报率依旧是各类金融机构中较高的，而风险，无论是以上市公司 BETA 值来度量的系统风险，还是以波动率计算的个别风险都是最低的，结果，银行及银行集团的风险资本回报率是最高的。与之相比，寿险行业的资产回报率略低，而风险略高，在 12 倍杠杆下获得了 11.2% 的资本回报率和 42.9% 的风险资本回报率，略低于银行类金融集团；财险行业，虽然资产回报率较高，但由于杠杆率仅为 5 倍，因此，资本回报率仅为 6.7%，显著低于其他金融机构——以花旗为代表的银保分离趋势显示了两类行业的资本回报率确实不在一个纬度上，难以长期共存；至于证券公司、投资银行，在高杠杆、高波动下，资本回报率达到 16.35%，略高于银行类金融机构，但其风险资本回报率则低于银行及银行类金融集团——风险资本回报上的差异导致了商业银行与投资银行之间的几度纷纷合合，不过，也正是证券类业务

的高波动性，给了银行类金融机构以跨周期套利的机会，低谷套利的收益在一定程度上弥和了经营中风险资本回报的不均。

在中国，金融业务间风险资本回报不均的问题更加严峻，上市银行的单位风险回报率（风险资产回报率）是保险公司的 2.5 倍，是证券公司的 8 倍多，而信托行业更是历史平均亏损，短期的套利收益已经不足以弥补这种“纬度差异”了，金融控股集团该如何实现自身的风险资本管理？子业务的专业化发展是建立更强大金融控股集团的基础。

	ROA	资产回报率的波动率	单位风险回报率	杠杆率
银行	0.95%	0.28%	337.59%	23.31
保险	1.71%	1.29%	132.57%	6.09
证券	1.92%	4.76%	40.21%	5.10
信托	-1.21%	7.87%	-15.44%	2.66

（备注：鉴于国内很多金融机构的上市时间较晚，因此，我们取业绩波动率（过去五年资产回报率的波动率）数据作为风险的度量，因此，计算结果在绝对数量上与美国企业不可比）

3. 3 子业务的专业化发展

中国的金融控股集团是在缺乏专业化发展基础上形成的，信托、证券等行业还处于探索阶段，从而形成了严重的风险资本回报不均的局面。这种局面持续的时间越长，企业的风险就越大，因为金融业务的高杠杆可能将个别业务的风险扩大至整个集团——高估套利后的“强弱联合”格局，要求企业用最短时间实现“强强联合”的转化，以提高集团整体的抗风险能力，并实现均衡的风险资本管理。

而国际经验已经证明，与其浪费时间在探求所谓的“经营协同”效应，不如专心发展各子业务的专业化优势，提高证券、信托等每个子业务的风险资本回报率——高风险资本回报率意味着在考虑风险的基础上，单位资本投入的回报是最高的，它保证了金融控股集团能够用最少的资本实现最快速的扩张；而在追求更高风险资本回报率的过程中，子业务的专业化发展又为集团提供了稳定性基础，由此产生的行业低谷阶段的套利机会推动了金融控股集团的低成本扩张。

四、基于专业化发展的套利机会

最后，在 2006 年以来的一轮牛市行情中，钱袋子鼓起来的金融机构为了能够在金融财富这块大饼中分享更多，开始了大规模的牌照抢购，但其实抢到的和没抢到的都不必那么着急——在金融管制下，牌照看起来很稀缺，但其实又并不那么稀缺：美国的次贷危机，让贝尔斯登、北岩等曾经不可一视的银行变得唾手可得；而在中国，2005 年的证券行业大整顿让数十家证券公司濒于倒闭，很多证券公司都处于待价而沽的状态，北京证券易手瑞银，三大券商之一的华夏证券也被冠上了中信建投的帽子——金融行业的高周期波动特性决定了，在这个行业中，机会很多，唯稳健者赢！

而稳健来自于专业化优势基础上的“强强联合”！

参考资料:

- [1] 花旗年报 (The Citi Group Annual Report)
- [2] 汇丰年报 (HSBC Annual Reports)
- [3] MBNA 年报 (MBNA Annual Reports)
- [4] 德意志银行年报 (Deutsche Bank Annual Reports)
- [5] Bloomberg 数据库
- [6] 聚源数据库