



产融型企业集团 经济效应及市场风险 评估研究

Evaluation on the Operational Effects and Risks of
Industry-based Financial Holding Group

王 帅◎著



和济出版社

北京最佳图书出版单位



.. 013067300

F279. 244
22

本书受湖南省社科基金(2011YBB348)、湖南省科技
中南林业科技大学社科预研重点项目(2011YY005)、

产融型企业集团 经济效应及市场风险 评估研究

Evaluation on the Operational Effects and Risks of
Industry-based Financial Holding Group

王 帅◎著



知识产权出版社
全国百佳图书出版单位

F279.244

22

002530810

内容提要

本书通过对产融型企业集团的运营现状以及模式的探讨,就经济效应与市场风险的内在统一性进行了阐述,对规模经济效应、范围经济效应以及内部资本市场效应的表现以及形成机制进行了理论分析,并对市场风险与经济效应的关系进行了实证研究,最后从产融型企业集团的统一发展模式、经济效应发挥机制以及市场风险防范机制等方面提出了产融型企业集团的发展对策与建议。

责任编辑:罗斯琦

责任出版:刘译文

图书在版编目(CIP)数据

产融型企业集团经济效应及市场风险评估研究/王帅著. —北京:
知识产权出版社, 2013. 8

ISBN 978-7-5130-2210-1

I. ①产… II. ①王… III. ①企业集团—经济效益—研究②企业集团—资本市场—风险分析 IV. ①I206. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 179940 号

产融型企业集团经济效应及市场风险评估研究

CHANRONGXING QIYE JITUAN JINGJI XIAOYING JI SHICHANG FENGXIAN PINGGU YANJIU

王 帅 著

出版发行: 知识产权出版社

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

网 址: <http://www.ipph.cn>

发行电话: 010-82000860 转 8101/8102

责编电话: 010-82000860 转 8240

印 刷: 知识产权出版社电子印制中心

开 本: 787×1092 1/16

版 次: 2013 年 8 月第 1 版

字 数: 233 千字

ISBN 978-7-5130-2210-1

邮 编: 100088

邮 箱: bjb@cnipr.com

传 真: 010-82005070/82000893

责编邮箱: luosiqi@cnipr.com

经 销: 新华书店及相关销售网点

印 张: 16.25

印 次: 2013 年 8 月第 1 次印刷

定 价: 48.00 元

出版版权专有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

摘 要

产融型企业集团,实质上是指产业与金融业的内在融合,在国内集中表现为实体产业通过参与或控制金融机构股权,组建产融型企业集团,具体是实业企业通过参股、持股、控股或人事参与等方式参与到金融业中。产融型企业集团的运营是一项“美丽而危险”的模式,在获取收益的同时,产融型企业集团也面临一定的市场风险,特别是在金融危机频发的背景下,更应权衡产融型企业集团的经济效应与市场风险。在此背景下,探讨产业型控股集团运营的经济效应和市场风险对金融市场稳定运行以及产融型企业集团的风险管理具有较重要的意义,同时对经济金融以及风险管理等相关理论也具有重要的价值。沿理论研究、实证研究、对策研究的思路展开,具体内容如下。

首先,探讨了产融型企业集团的运营现状以及模式。针对国内产融型企业集团发展的动因,探讨其发展特点以及存在的相关问题,为了更好地促进我国产融型企业集团的发展,对产融型企业集团的英美模式和日德模式进行了分析,国外发展经验对中国产融型企业集团的发展具有重要的借鉴意义。

然后,分别就经济效应与市场风险的内在统一性进行了阐述,并对规模经济效应、范围经济效应以及内部资本市场效应的表现以及形成机制进行了理论分析,同时,描述了产融型企业集团的风险及其风险传递的过程和形成机制。

其后,分别运用超越对数成本函数、广义超越对数成本函数以及改进的 Billett 和 Mauer 方法,对国内产融型企业集团的经济效应进行度量。结果表明:在样本期间,产融型企业集团在参股金融后其规模经济效应显著增强,并且随时间呈增长的趋势;产融型企业集团范围经济效应系数的平

均值为 -0.0129 ，表明金融业务与实体产业之间并没有真正融合，同时，在样本期，产融型企业集团的范围经济效应系数呈现出“V”型变化趋势，不同参股对象对范围经济效应系数也有影响；内部资本市场效应系数表明参股或控股金融企业能强化产业型金融控股企业的内部资本市场效应。

接着，分别运用不同的市场风险度量模型对产融型企业集团的风险以及传染进行了度量：在权益市场风险方面，运用 GARCH - VaR 和 Gaussian Copula 模型对产融型企业集团进行了风险度量，产融型企业集团在金融市场安全期受参股金融企业的权益波动影响较小，Gaussian Copula 函数计算出的尾部相关系数普遍高于常相关系数，这反映出在金融危机时期，产融型企业集团受其参股或控股金融企业的影响较大，此外，参股比例对产融型企业集团及其传递有重要影响；在利率市场风险方面，Flannery 部分调整模型以及 Granger 因果检验的实证结果表明，产融型企业集团在运营期间面临的风险为利率上升以及利率波动率上升的风险，同时，利率对证券公司股权资产价值的影响比较明显；在外汇市场风险方面，实证结果表明汇率的变化和波动率的变化对产融型企业集团的经营管理尚无显著影响；在信贷市场方面，大部分产融型企业集团的 Z 值低于 1，产融型企业集团的市场风险值同时受自身滞后值和参股金融企业信用风险指标的影响，金融市场的信用风险有可能向产业资本进行转移。

再后，对市场风险与经济效应的关系进行了研究，以方差分析为主要研究方法的实证结果表明：在权益市场风险显著影响规模经济效应，信贷市场风险显著影响内部资本市场效应的前提下，产融型企业集团仍然实现了规模经济效应和内部资本市场效应，这在一定程度上说明产融型企业集团这种运营模式是有效的，当前产融型企业集团的运营是有效率的。

最后，从产融型企业集团的统一发展模式、经济效应发挥机制以及市场风险防范机制等方面提出了产融型企业集团的发展对策与建议。

关键词：产融型企业集团；经济效应；市场风险；发展模式

Abstract

Industry – based financial holding group is the inherent integration of the real industry and the financial industry, currently, the formation of them mainly through participating or controlling financial institutions equity by the entities in domestic. The specific means contain equity participation, ownership, holding means or the personnel participation. Industry – based financial holding group operation is a " beautiful and dangerous" model, while getting the access revenue, industry – based financial holding group is also facing some operational risk, particularly in the context of frequent burst of financial crisis. It should weigh the benefits and risks of Industry – based financial holding group. In this context, it has great significance for stable operation of financial markets and risk management of financial holding group to discuss operating effect and risk of the Holding Group's, while it also has important value for the theory of economic finance and risk management. The thesis is executed under the framework of the theoretical research, empirical research and countermeasures research, and the specific contents are as follows.

First of all, the thesis discusses the operation status and operation mode of industrial – based financial holding group. For the motivation of the development of financial holding groups in the domestic industry, the characteristics and existing problems of development are explored. In order to promote better development of China's industrial financial holding groups, Anglo – American mode and Japan & German mode are respectively analyzed, and the experience of other countries having an important reference on the development of China's industrial financial holding groups.

Then, the unity analysis framework of operation effects and risks is described, and theoretical analysis of the performance and formation mechanism of the economic effect of scale, scope economic effect of internal capital markets effect are respectively analyzed. Meanwhile, the thesis describes the industry - based financial holding group's risk and risk transfer process and formation mechanism.

Subsequently, the thesis measures the operating effects of industry - based financial holding group, respectively using translog cost function, and the generalized translog cost function and improved method of Billett and Mauer. The results show that: in the sample period, the scale economic effect of the industry - based financial holding group is significantly enhanced with a growth trend with time. the average coefficient of scope economies of industry - based financial holding group, which is 0.0129 below zero, indicating that there is no real integration between the financial industry and entities industry, and at the same time, in the sample period, the coefficient shows a "V" type of trend, and different shares objects also affect on the scope economic effects. Internal capital market efficiency coefficient shows that participating or holding a financial enterprise can strengthen the internal capital market effects of the industry - based financial holding group.

Then, the thesis measures the risk and transmission of industry - based financial holding groups respectively using different risk measuring models. For the risks in the equity market, GARCH - VaR and the Gaussian Copula models are used to measure the risk of industry - based financial holding groups. Industry - based financial holding groups are less influenced when the market is safe. The tail correlation coefficient calculated by Gaussian copula function is generally higher than the constant correlation coefficient, which reflects in the financial crisis, industry - based financial holding groups are greater influenced by financial shared or controlled companies. In addition, the share equity proportion of finan-

cial holding group has a major impact on the risk. For the interest rate market risk, Flannery partial adjustment model and the empirical results of the Granger causality test show that the risks of industry – based financial holding group are more obvious when the interest rate and its volatility getting higher, and the industry – based financial holding groups which hold the equity of the security companies face serious interest rate risk. For the foreign exchange market risk, the empirical results show that exchange rate changes and fluctuations have no significant impact on the business management of the industry – based financial holding group. In the credit market, Z value of most industry – based financial holding group is less than 1, and the value of the industry – based financial holding group's market risk is influenced by its own lagged value as well as indicators of credit risk of the sharing financial companies, credit risk in financial markets may be transferred to the industrial capital.

Finally, from the aspects of development model, effects enhancing mechanisms and risk prevention mechanisms, the thesis proposes some countermeasures and suggestions for the development industry – based financial holding group.

Keywords: Industrial – based Financial Holding Group; Operating Effect; Operational Risk; Development Pattern

目 录

第1章 绪论	1
1.1 选题背景与研究意义	1
1.1.1 选题背景	1
1.1.2 研究必要性与意义	4
1.2 相关领域的研究综述	7
1.2.1 金融控股集团的经营效应评价	7
1.2.2 金融控股集团市场风险的文献综述	8
1.2.3 金融控股集团监管的文献综述	11
1.2.4 产融型企业集团的相关研究	12
1.3 相关概念界定及产融模式的浅析	13
1.3.1 相关概念的界定	13
1.3.2 产融模式的浅析	15
1.4 研究主要内容与方法	20
1.4.1 主要研究内容	20
1.4.2 主要研究方法	21
第2章 产融型企业集团运营现状及模式比较	24
2.1 我国产融型企业集团的发展现状	24
2.1.1 我国产融型企业集团的概况	24
2.1.2 当前我国产融型企业集团的特征	26
2.1.3 我国产融型企业集团的发展动因	27
2.1.4 我国产融型企业集团运行的风险	30
2.1.5 产融型企业集团监管存在的问题	32
2.2 国外产融型企业集团发展模式比较及启示	33

2.2.1 产业型金融控股公司发展历程	33
2.2.2 产融型企业集团发展的主要模式	34
2.2.3 两种产融型企业集团发展模式的比较分析	36
2.3 我国产融型企业集团发展的经验借鉴	38
2.3.1 发展模式的选择需结合自身的发展情况	38
2.3.2 制度与机制完善是发展模式运行的保证	39
2.3.3 完善的治理结构是发展模式的基础	41
2.4 国内外产融型企业集团发展的案例分析	42
2.4.1 通用电气公司 (GE) 的发展	42
2.4.2 三井集团产融结合的发展	47
2.4.3 海尔集团产融结合的发展	50
2.4.4 中国石油天然气集团公司产融结合的发展	54
2.4.5 宝钢集团产融结合的发展	58
2.4.6 联想集团产融结合的发展	61
2.4.7 华润集团产融结合的发展	64
2.5 本章小结	66
第3章 产融型企业集团经济效应与市场风险识别	68
3.1 经济效应与市场风险的内在统一性	68
3.1.1 基于监管目标理论的分析——宏观分析视角	68
3.1.2 基于风险收益权衡理论的分析——微观分析视角	69
3.2 产融型企业集团的经济效应	71
3.2.1 产融型企业集团的规模经济效应	71
3.2.2 产融型企业集团的范围经济效应	74
3.2.3 产融型企业集团的内部资本市场效应	76
3.3 产融型企业集团的市场风险识别	79
3.3.1 产融型企业集团的基础风险	79
3.3.2 产融型企业集团的风险传染及传染机理	87
3.4 本章小结	88

第4章 产融型企业集团的经济效应度量	90
4.1 经济效应计量模型的比较与选择	90
4.1.1 规模经济效益的度量方法	90
4.1.2 范围经济效益的度量方法	92
4.1.3 内部资本市场效应的度量方法	93
4.2 规模经济效应计量模型的参数估计	96
4.2.1 实证研究样本与数据来源	96
4.2.2 经济效应度量模型的参数估计	97
4.3 经济效益的度量结果及分析	101
4.3.1 规模经济效应度量结果及分析	101
4.3.2 范围经济效应度量结果及分析	106
4.3.3 内部资本市场效应度量结果及分析	110
4.4 本章小结	115
第5章 产融型企业集团市场风险的实证研究	117
5.1 产融型企业集团权益市场风险的实证研究	118
5.1.1 权益市场风险的度量模型的构建	118
5.1.2 权益市场风险相关性度量的 Gaussian Copula 模型构建	120
5.1.3 市场度量模型的参数估计及风险评估	120
5.1.4 权益市场风险相依模型的参数估计及相依结构分析	123
5.1.5 权益市场风险相依性的全样本分析	125
5.2 产融型企业集团利率市场风险的实证研究	146
5.2.1 利率市场风险度量的总体框架	146
5.2.2 利率风险度量的 Flannery 调整模型及构建	147
5.2.3 利率风险度量的 Granger 因果关系模型及构建	149
5.2.4 利率风险度量的 Flannery 调整模型参数估计结果	150
5.2.5 利率风险度量的 Granger 因果关系检验结果	153
5.3 产融型企业集团外汇市场风险的实证研究	156
5.3.1 外汇市场风险度量模型的构建	156

5.3.2	外汇风险度量的 Flannery 调整模型参数估计结果	157
5.3.3	外汇风险度量的 Granger 因果关系检验结果	159
5.4	产融型企业集团信贷市场风险的实证研究	161
5.4.1	信贷风险度量模型的构建	161
5.4.2	信用风险度量模型参数估计结果	164
5.5	本章小结	166
第6章	产融型企业集团经济效应与市场风险关系的实证研究	168
6.1	实证研究设计	168
6.2	实证结果及分析	169
6.2.1	基于产融型企业集团权益市场风险的分析	169
6.2.2	基于产融型企业集团利率市场风险的分析	172
6.2.3	基于产融型企业集团外汇市场风险的分析	173
6.2.4	基于产融型企业集团信贷市场风险的分析	174
6.3	本章小结	175
第7章	基于经济效应发挥与市场风险防范的 产融型企业集团运营模式构建	176
7.1	产融型企业集团的发展模式构建	176
7.1.1	统一发展模式的确立	176
7.1.2	“伞形”监管模式的建立	177
7.2	产融型企业集团经济效应发挥机制的构建	178
7.2.1	建立政策支持体系	178
7.2.2	明确战略目标定位	179
7.2.3	构建实现产业扩张的金融平台	180
7.2.4	建立内部资本市场效应的放大机制	180
7.3	产融型企业集团市场风险防范机制的构建	181
7.3.1	加强对资本充足率的管理	181
7.3.2	完善金融市场准入制度	182
7.3.3	建立集中的风险管理机制	182

7.3.4 建立完善的内控制度	183
7.3.5 建立科学的风险管理文化	184
7.4 本章小结	184
结 论	186
参考文献	191
附录 A 作者攻读学位期间发表的论文	201
附录 B 权益市场风险 GARCH 模型估计结果	203
附录 C 高斯 COPULA 模型参数估计主程序	204
致 谢	238

插图索引

图 1-1	万达的商业地产证券化	16
图 1-2	国美电器的“类金融”模式	16
图 1-3	企业上市的流程	20
图 1-4	研究思路图	22
图 2-1	2003 年 GE 产业部门和金融部门销售收入比例图	44
图 2-2	2003 年 GE 产业部门和金融部门利润比例图	45
图 2-3	GE 旗下的金融服务集团	45
图 2-4	三井集团的组成情况	48
图 2-5	三井集团产融模式	50
图 2-6	海尔的三个发展阶段	51
图 2-7	海尔集团产融模式的发展历程	53
图 2-8	中石油产融模式的现状	57
图 2-9	宝钢集团目前涉足的金融细分行业	61
图 2-10	联想的产融模式之路	62
图 2-11	华润集团的主营业务	65
图 2-12	华润集团各大产业资产比例图	65
图 3-1	产融型企业集团成本曲线	71
图 3-2	产融型企业集团协同效应示意图	75
图 4-1	规模经济效应系数的分布	102
图 4-2	产融型企业集团规模经济效率变动趋势	104
图 4-3	范围经济效应系数频率分布直方图	107
图 4-4	产融型企业集团范围经济效率的变动趋势图	110
图 4-5	产融型企业集团内部资本市场效应图	112

图 4-6	产融型企业集团内部资本市场效应的变动趋势图	114
图 5-1	H 集团 VaR 示意图	122
图 5-2	F 公司 VaR 示意图	122
图 5-3	概率积分转换后的 H 集团 VaR 值	124
图 5-4	概率积分转换后的 F 公司 VaR 值	125
图 5-5	市场风险相关结构示意图	125
图 5-6	产融型企业集团与金融企业权益价值风险相依结构	145
图 5-7	利率收益率序列的波动示意图	154
图 5-8	汇率收益率序列的波动示意图	159
图 5-9	产融型企业集团信用风险分布图	164
图 6-1	权益市场风险与规模经济效益的拟合图	171
图 7-1	产融型企业集团可行的发展模式	177
图 7-2	产融型企业集团监管模式可行模式	178
图 7-3	内部资本市场效应的放大机制	181

附表索引

表 2-1	部分产融型企业集团一览表 (数据截止到 2009 年 12 月)	25
表 2-2	部分产融型企业集团金融业务收益状况 (数据截至 2009 年 12 月)	26
表 2-3	G10 + 瑞典对产业资本入股银行等 金融机构的监管规定	40
表 2-4	GE 产融结合的发展历程	43
表 3-1	金融控股集团的规模与经营效率	72
表 3-2	金融控股集团市场风险的 VaR 值	85
表 4-1	产融型企业集团及参股对象	96
表 4-2	规模经济效应评价模型原始变量的描述性统计	99
表 4-3	规模经济效应评价模型参数估计 (模型 4.18)	100
表 4-4	规模经济效应评价模型参数估计 (模型 4.19)	101
表 4-5	规模经济效应系数的描述性统计	102
表 4-6	不同参股比例下的规模经济效应系数比较	106
表 4-7	产融型企业集团范围经济系数的描述性统计	107
表 4-8	产融型企业集团与其配对上市公司	111
表 4-9	原始变量的描述性统计	112
表 5-1	GARCH 模型的参数估计结果	121
表 5-2	时变二元 Gaussian Copula 模型的参数	124
表 5-3	产融型企业集团与金融企业的权益资产价值的 常相关系数	125
表 5-4	利率风险模型的参数含义	148

表 5-5	Flannery 模型中自变量的描述性统计	151
表 5-6	利率风险联立方程回归估计结果 (一)	152
表 5-7	利率风险联立方程回归估计结果 (二)	152
表 5-8	利率收益率与金融企业股权资产价值的 Granger 因果关系检验	154
表 5-9	外汇风险模型的参数含义	157
表 5-10	汇率序列描述性统计	158
表 5-11	外汇风险联立方程回归估计结果一览表 (一)	158
表 5-12	外汇风险联立方程回归估计结果一览表 (二)	158
表 5-13	汇率收益率与金融企业股权资产价值的 Granger 因果关系检验	159
表 5-14	金融企业信用风险指标体系	162
表 5-15	信用风险影响模型变量的描述性统计	164
表 5-16	模型的参数估计结果	165
表 6-1	基于权益市场风险的运营效应方差分析	170
表 6-2	不同权益市场风险状况下规模经济效益的均值分析	170
表 6-3	基于利率市场风险的运营效应方差分析	172
表 6-4	不同利率市场风险状况下运营效应的均值分析	172
表 6-5	基于外汇市场风险的运营效应方差分析	173
表 6-6	不同外汇市场风险状况下运营效应的均值分析	173
表 6-7	基于信贷市场风险的运营效应方差分析	174
表 6-8	不同信贷市场风险状况下运营效应的均值分析	175