

向银行业投资的过度性甄别及动机分析^①

栗芳¹, 初立苹²

(1. 上海财经大学金融学院, 上海 200433; 2. 上海对外经贸大学金融管理学院, 上海 201620)

摘要: 基于向银行业投资的资金总量与资金使用效率的关系, 本文甄别了投资者投向银行业的资金是否存在过度投资现象, 并提出金融业务特征假说来解释这一现象. 研究结果表明, 投向银行业的资金整体上存在明显的过度投资, 且金融业务特征假说成立, 即投资者正是因企图占有金融业务集聚的金融资源而过度投资. 国有银行和城市商业银行的过度投资尤为突出, 非上市银行也存在过度投资, 并都证实了金融业务特征假说; 从投资渠道来看, 投向银行业的债权资金存在最为严重的过度投资, 而金融业务特征假说在权益资金投资者上体现得最为明显. 完善监管体制和提高信息透明度均有利于减轻过度投资并纠正不良的投资动机.

关键词: 银行业; 过度投资; 金融业务特征; 投资动机

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2016)11-0074-16

0 引言

2013年,我国银行业出现了史无前例的钱荒.问题是银行业每年都进行大笔融资,为何还会集体陷入钱荒呢?据统计,银行业在2010年总融资额超过了4000亿元;2011年则主要采用债务融资,发行了高达3132亿元的次级债;2012年的权益融资更是超过了2000亿元……,银行业融资额还在不断增加.然而,如此膨胀的融资规模未能使银行从根本上摆脱钱荒,仍需不断再融资.那么,银行靠什么吸引投资者呢?“世间攘攘,皆为利往”,投资者理应是青睐银行的可观利润.诚然,银行业的利润率一直为其他行业所嫉妒.然而近年来银行业净利润增速明显下降^②,2013年净利润为1.42万亿元,同比仅增长14.5%,创下了近三年新低;与此同时,资产利润率和资本利润率也分别下降.那么,银行业是否仍对投资者具有吸引力呢?

一些学者认为,投资者向银行业投资的目的并非盈利,而是为银行业的金融业务特征所吸引,

期许能借此抢占金融资源进而获取更多的资金融通^[1].诚然,金融业务具有积累金融资源的功能,而且实务中的确存在一些“别具用心”的投资者.正如保监会主席项俊波就曾怒斥保险业投资者将“保险公司作为控股股东的融资平台”,“通过保险业务低成本地吸金,来实现投资反哺实业的转身”^[2].倘若银行业与保险业相似,投资者果真是被金融业务集聚资金的特点所吸引,那么投向银行业的资金不仅与业绩无甚关系,反而还会出现罔顾利润的过度投资现象.投资者极有可能以此为跳板而企图实现任用金融资源的动机,必将危害金融市场的安全.那么,投向银行业的资金是否存在过度投资呢?所关注的是银行业务集聚资金的金融业务特征还是利润呢?

本文将从分析投向银行业的资金总量与资金使用效率的关系来解析这一系列现象,并试图挖掘其内在动机.本文主要贡献在于:第一,证实当前中国银行业的确存在过度投资;第二,通过观察资金总量和资金使用效率之间的关系来测度过度

① 收稿日期: 2014-05-18; 修订日期: 2016-04-27.

作者简介: 栗芳(1974),女,四川绵阳人,博士,副教授. Email: sofiasu@mail.shufe.edu.cn

② 2011年和2012年,我国商业银行净利润增长率分别为36.34%和18.96%,2014年为9.60%,2015年为2.43%.

投资,对传统方法进行了适当延伸;第三,提出了金融业务特征假说,拓展了有关过度投资的理论解释;第四,分别验证了投向银行的内部资金、债务资金和权益资金是否过度投资,及不同渠道投资者的投资动机。

1 文献综述

1.1 过度投资的界定和表现

学术界大多基于投资理论的净现值准则来界定过度投资。若项目净现值为负却能获得投资,称为过度投资^[3];若项目净现值为正却得不到资金则被称为投资不足^[4]。Williams^[5]认为,企业所获得的资金应与其利润保持同向变化的关系。若利润下降或增速下降,而获取的资金量却仍在上升或增速上升,就称为存在过度投资。学者们早已证实了资金的逐利性,但这一规律时常会被扭曲而出现过度投资^[6],特别存在于中国的国有企业中^[3]。中国的国有企业能从金融市场获得大量的廉价资本,非国有制企业在正规金融市场得不到资本,而不得不从非正规的金融市场获得高价资本。这种要素市场的不健全导致国有企业和非国有制企业面临着不同的要素比价体系,从而使资金配置偏离了帕累托最优^[7]。甘小丰^[8]认为是由于我国国有股东的缺位造成了严重的内部人控制现象,国有企业明显比非国有企业更容易出现过度投资现象。杨兴全^[9]、刘怀珍和欧阳令南^[10]认为中国上市公司存在着过度投资。张成思和刘贯春^[11]也认为中国存在金融市场及金融中介过度深化的现象。但学者们在研究中大多将银行业作为制约过度投资的外部因素,尚未分析银行业的特殊情况。

银监会将商业银行分为国有银行、股份制银行、城市商业银行和外资商业银行^③。不同种类的银行具有不同的经营环境、地域特征和制度环境。Bonin等^[12]研究了保加利亚等东欧6个转型经济体,发现经营效率最高的是外资银行,其次是民营银行,最后才是国有银行;Yao等^[13]认为股份制银行的经营效率明显高于国有银行。Salhuteru和

Wattimena^[14]认为国有控股银行与非国有控股银行在众多方面完全不同。Rehman和Reja^[15]对马来西亚银行市场的研究认为,政府所有权越高的银行拥有较差的绩效,与粟芳和初立苹^[16]对中国银行市场的分析一致。依此类推,国有银行似乎更容易出现过度投资现象。

1.2 过度投资成因的理论

过度投资是因多种原因造成的,大多集中于委托代理理论、信息不对称理论和管理人特质理论。当然,一些宏观层面的因素能有效地抑制或加重过度投资现象,如监管政策^[17]、法制与市场化进程^[18]、制度环境^[19]、政府干预^[20]、资本市场和金融市场发展^[21]等。

委托代理理论认为,由于现代企业制度中所有权和控制权的分离,委托人和受托人因利益不一致而产生代理问题^[3]。学者们普遍认为“自由现金流假说”是股东和管理层代理问题的根源^[22]。由于公司存在自由现金流,管理层会为了掌控更多的资源而从事净现值为负的项目,从而发生过度投资^[23]。当然,股东和管理层也可能会为了避免因经营不善而失去企业控制权,不愿意承担风险而表现为投资不足^[24]。另一方面,债权人因要求债务人按期支付本息而减少了管理层可使用的闲置资金,能在一定程度上监控管理层,抑制过度投资行为。大股东和小股东之间的代理行为则出现在企业股权集中度比较高时^[25],大股东可能会牺牲小股东利益而谋取控制权收益,出现过度投资^[26]。

信息不对称理论则认为,外部人因信息不对称而无法获知企业内部的实际情况,经理层可能实施净现值小于零的项目而出现过度投资^[24]。信息不对称会引发道德风险和逆选择,资金提供者因此会要求风险溢价的回报,这种因内外部融资成本差异导致的问题也称为融资约束理论。Fazzari等^[27]认为,融资约束较弱的公司可以将自由现金流全用于投资项目而不必有所保留,因而可能出现过度投资。而对于外部融资受限的公司,企业内部自由现金流是其进行投资的重要保障,当企业有良好的投资机会但无法顺利从外部

③ 文中简称国有、股份、城商、外资。本文暂不考虑农商行、农合行、农信社等新型农村金融机构。

市场融资时,企业内部的自由现金流则能保证不丧失投资机会。这种持有现金的预防性动机可能会促使出现过度投资。王宗润等^[28]认为,投资者是根据银行披露的信息来做出投资决策的,银行因此会考虑信息的披露程度。实际上,信息不对称导致的逆选择是委托方对受托方的潜在道德风险采取的预防措施,也属于委托代理问题。

管理者特质理论认为企业的投资行为会受管理者个人的本能、情绪、性格和感觉等主观心理因素的影响。其中,最主要的非理性表现就是过度自信^[29]。企业管理者因控制着企业而普遍具有较高的过度自信。他们往往会低估项目风险、高估项目收益从而导致过度投资。除此之外,羊群效应和性别^[30,31]也是容易引发过度投资的管理者特质。

过度投资行为是各种动因综合叠加的结果,学术界有关过度投资的原因研究也未形成完整的理论框架。当然,大多数研究的对象都是一般性企业,并把银行作为外部债权人的制约因素。而且,除考虑行业所带来的自由现金流之外,学者们的研究中未考虑行业的业务特征。诚然,银行业作为一个一般性的企业,必然也会受到上述各种理论的约束。但银行又是一个拥有大量金融资源的特殊金融行业。银行业的过度投资还可能有些特殊的深层次原因。

1.3 过度投资的现象:从不同融资渠道来论

银行业可从内部和外部获得内部资金、债务资金和权益资金。不同渠道的投资者具有不同信息来源、投资特征和约束。内部资金的融资成本较低,不增加现金流出;而债务资金和权益资金属于外源融资,需要支付一定的财务成本。内部资金的投资者不存在信息不对称;而外部投资者则存在严重的信息不对称。在充分竞争的市场中,外部资金可能比内部资金更注重获利性;而且,权益资金可能比具有固定承诺回报的债务资金更注重获利性。因此,从不同渠道投向银行业的资金在过度投资方面可能有不同的表现。

内部资金实际上是企业内部的自由现金流。根据委托代理理论中的自由现金流假说^[32],管理者可能不会将多余的自由现金分配给股东,而是将其投资于净现值为负但却能增加私有收益的项目上,从而导致过度投资。张功富^[33]发现过度投

资显著地集中在拥有自由现金流量的企业,其中18.92%的自由现金流量被用于过度投资。但是,Grenadier和Wang^[34]认为股东与管理者的代理问题并不总是会导致过度投资,当管理者存在私人成本时将出现投资不足,而当存在私人利益时则会出现过度投资。

债务资金是承诺回报的外部资金。根据委托代理理论中股东、管理层与债权人的代理问题^[3,4],负债的约束会导致公司放弃净现值为正的投资项目,出现投资不足。但严重的信息不对称使投资者可能无法真正实现预期设定的投资目标并收回相应的投资收益^[35]。另外,债务融资会降低股东与管理层之间的代理成本^[32]。债务资金需要企业定期支付承诺的利息,一定程度上阻止管理层的在职消费和过度投资行为,具有相机治理的作用^[36]。

权益资金的回报与企业的经营利润密切相关。根据委托代理理论中有关股东和管理层冲突的假说,股东与管理层之间的利益冲突会加大股东的投资风险。管理层为了掌握更多的资源和享受更多的在职消费,会不惜投资于净现值为负的项目^[37],或者具有无视股东利益建造“企业帝国”的强烈动机^[38]。大股东为国有的上市公司具有更加严重的过度投资^[39]。徐向艺等^[40]认为企业过度投资的程度随第一大股东持股比例的增加而加剧,并具有“倒U型”关系^[41]。

1.4 过度投资的测度方法

有关度量过度投资的新方法仍在不断的探索之中。银行是金融市场的特殊主体,应根据银行业的业务特征,采用新方法来测度过度投资。当前学术界主要采用以下几种方法。

1) 基于投资支出与自由现金流的敏感性检验是否存在投资不足^[27]。但过度投资同样也表现为投资支出与自由现金流之间的敏感性^[42],因此很难判断究竟是哪种效应导致了这种敏感性。

2) 以现金流、投资机会(托宾Q值)及其交互项来检验现金流的敏感性^[43]。若投资机会不高,投资、现金流和投资机会的交互项为负相关,则表示过度投资。这种方法克服了Fazzari等^[27]的缺陷,但仍是间接判断,而且无法度量过度投资的程度。

3) 基于会计计量的最优投资模型的残差项

来度量投资过度或不足的程度^[44]。采用会计计量方法构建一个最优投资模型,用模型的残差项来度量投资过度(NPV 大于零)或投资不足(NPV 小于零)的程度。但这种方法未考虑代理冲突和信息不对称等其他因素,而且模型中引入上年度新增投资的依据不太充分,所以会存在系统性误差。

2 假设及模型

2.1 研究假设

本文将测度投向银行业的资金是否存在过度投资,并深入分析不同种类的银行、上市银行与非上市银行中过度投资的差异,及不同投资渠道的过度投资的差异,然后再分析银行业金融业务特征是否是导致过度投资的深层次原因。根据学者们的已有研究,本文暂假设:

假设 1 投资于银行业的资金存在过度投资现象。

假设 1a 投资于国有银行的资金存在较为严重的过度投资现象。

假设 1b 投资于非上市银行的资金存在较为严重的过度投资现象。

假设 1c 投资于银行的权益资金存在较为严重的过度投资现象。

假设 2 金融业务特征是诱发银行业出现过度投资的动机之一。

假设 2a 金融业务特征是诱发国有银行出现过度投资的动机之一。

假设 2b 金融业务特征是诱发非上市银行出现过度投资的动机之一。

假设 2c 金融业务特征是诱发投向银行的权益资金出现过度投资的动机之一。

2.2 研究设计

2.2.1 过度投资的定义

过度投资实质上是违背了资金逐利的规律。

因此,本文根据资金与利是否保持同向变化来判断是否存在过度投资。若投向银行业的“资金”与所获取的“利”为正相关关系,则表明不存在过度投资;如果是负相关或显著的负相关关系,则表明存在较为严重的过度投资。也就是说,银行业的利润虽然下降了,但其所吸引的资金却更多了。

本文不再局限于狭义的权益性资金,还考虑通过其他融资渠道向银行投入的资金,即内部资金和债务资金^④,用“资金总量”表示投向银行业的资金。与此同时,银行业是典型的负债经营行业,其业务具有一定的长期性。这意味着银行业的利润不仅仅体现为当期净利润这一绝对静态值,还体现为未来的动态成长性。因此用“资金使用效率”来表示银行业的综合利润,即银行利用所募集资金创造当前和未来利润的效率。基于过度投资的定义,若资金使用效率与资金总量不存在正相关关系,则表明可能存在过度投资;若存在显著的负相关关系,即资金使用效率越低的银行,资金总量却越强,则存在着明显的过度投资。

2.2.2 资金总量的计算

资金总量反映了银行所获得的内部资金、债务资金和权益资金的总量。本文采用动态综合评价法计算资金总量^⑤。根据银行业务的特殊性并借鉴学者的做法^[46];李科和徐龙炳^[47]用留存收益率反映内部资金量;用资本性负债率^⑥反映债务资金量;用股权比率反映权益资金量。计算步骤为:在对数据进行稳健性检验和无量纲化处理之后,用信息熵理论计算各指标的客观权重,然后综合各单项指标得到综合评价价值。动态综合评价法能有效规避评价对象的经营波动影响,能更加真实地反映评价对象的动态特征。

2.2.3 资金使用效率的计算

资金使用效率反映了银行利用所募集资金创造利润和成长的综合效果。投入指标是银行从各渠道募集的资金量,用留存收益率反映内部资金量;用资本性负债率反映债务资金量;用

④ 根据《银监发(2003)25号》,银行可以将募集的五年期及以上的定期次级债务计入附属资本。

⑤ 动态综合评价是综合评价基于时间维度的扩展,实质是在静态评价的基础上引入时间因素,从而构成一个具有方案、指标及时间三维结构的评价体系。详见文献[2]。

⑥ 根据新会计准则,2007年之后,银行的资产负债表中不再区分长期负债和短期负债,而只区分资本性负债和非资本性负债。其中,非资本性负债是指由于银行业务带来的负债,如存款;而资本性负债则是具有融资性质的负债。

股权比率反映权益资金量。以净资产收益率、存款总量和发放贷款与垫款作为银行使用资金的产出指标^[8]。先对原始数据进行稳健性处理,采用广义三阶段 DEA 模型^⑦计算资金使用效率:第一阶段用广义 DEA 模型计算未剔除环境影响的资金使用效率;第二阶段将理想投入量与实际投入量之差作为松弛变量,调整投入变量并剔除环境影响;第三阶段计算剔除环境变量影响后的资金使用效率。同理将不同渠道的资金量作为投入指标,产出指标不变^⑧,则分别计算得到内部资金使用效率、债务资金使用效率和权益资金使用效率。

2.2.4 过度投资的检验模型

投资者在进行投资决策时,会考虑银行现在和过去的表现,还会考虑银行历史的募资情况。因此需考虑资金使用效率对资金总量影响的滞后效应。除此之外,将对银行募资具有影响的微观因素、行业因素和宏观因素作为控制变量^[48],其中微观因素包括资产收益率、市场份额、稳定性、存贷比、经营地域;行业因素包括市场集中度;宏观因素为经济增长率和金融深化程度。同样,环境影响也具有一定的滞后性,微观因素均采用 $t-1$ 期,而宏观因素均采用 t 期。构建模型如式(1),各指标的含义见表 1。

表 1 变量含义
Table 1 Variable description

变量名称		计算	
资金总量 <i>Abili</i>	内部资金量 <i>AbiliI</i>	留存收益率	(盈余公积 + 未分配利润) / 总资产
	债务资金量 <i>AbiliD</i>	资本性负债率	资本性负债 ^⑨ / 总资产
	权益资金量 <i>AbiliE</i>	股权比率	(实收资本 + 资本公积金) / 总资产
资金使用效率 <i>Effi</i> 内部资金使用效率 <i>EffiI</i> 债务资金使用效率 <i>EffiD</i> 权益资金使用效率 <i>EffiE</i>		资本回报率	净利润 / 资本
		净利息指数	净利息收入 / 总资产
		总资产收益率	利润总额(税前) / 总资产
		存款规模	总存款 / 总资产
		贷款规模	总贷款 / 总资产
资产收益率 <i>ROA</i>	净利润 / 总资产		
市场份额 <i>Pati</i>	存款 / 全行业存款总额		
稳定性 <i>Sta</i>	所有者权益 / 资产		
存贷比 <i>DC</i>	总存款 / 总贷款		
经营地域 <i>Nati</i>	全国性银行为 1, 非全国性银行为 0		
市场集中度 <i>Concen</i>	五大国有银行的资产之和 / 银行业总资产		
经济增长率 <i>GDP</i>	当年 GDP 增长额 / 上年 GDP		
金融深化程度 <i>Fina</i>	资本市场总市值 / GDP		
金融资源 <i>Res</i>	同业和其它金融机构存放款项 + 向中央银行借款 + 拆入资金 + 交易性金融负债 + 衍生金融负债 + 卖出回购金融资产款 + 吸收存款。		

$$\begin{aligned}
 Abili_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Effi_{i,t} + \beta_2 Effi_{i,t-1} + \beta_3 Effi_{i,t-2} + \beta_4 Abili_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \\
 & \beta_6 Pati_{i,t-1} + \beta_7 Sta_{i,t-1} + \beta_8 DC_{i,t-1} + \beta_9 Nati_{i,t-1} + \beta_{10} Concen_{i,t-1} + \\
 & \beta_{11} GDP_{i,t} + \beta_{12} Fina_{i,t} + \mu_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

按银监会的标准将总样本分为国有银行、股份制、城商行和外资银行,分别根据式(1)回归,

即可比较各类银行过度投资的差异。若某类银行的经营地域 *Nati* 完全相同,则分析时删去此类控

⑦ 该模型基于“样本前沿面”并剔除了外部环境的影响,其不仅具有传统三阶段 DEA 模型的特征,将“比较基准”设定为“决策单元”以外的前沿面,而且还可在整体水平提高时提供进一步的评价,因此具有动态评价的特征。详见文献[16]。
 ⑧ 每种渠道的资金在投入银行之后的产出都体现为收益、规模和成长性等,故产出指标可以不变。
 ⑨ 根据银监会统一的资产负债表,负债包括了资本性负债和非资本性负债。资本性负债 = 同业和其他金融机构存放款项 + 向中央银行借款 + 拆入资金 + 交易性金融负债 + 衍生金融负债 + 卖出回购金融资产款 + 应付债券。非资本性负债是与存贷款业务有关的负债。

制变量。其次将总样本分为上市与非上市银行并用式(1)回归。在分析不同渠道资金的过度投资时,则需分别将式(1)中的 $Abili$ 替换为 $AbiliI$ 、 $AbiliD$ 和 $AbiliE$, 把 $Effi$ 分别替换为 $EffiI$ 、 $EffiD$ 和 $EffiE$, 其他变量不变。

2.2.5 金融业务特征假说的检验模型

银行业的主营业务是存贷款和中间业务,还可以向中央银行借款、同业拆借等。其中,存款业务和银行间资金往来业务为银行提供了源源不断的金融

$$\begin{aligned} Abili_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Effi_{i,t} + \beta_2 Effi_{i,t-1} + \beta_3 Effi_{i,t-2} + \beta_4 Res_{i,t} \times Effi_{i,t} + \\ & \beta_5 Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1} + \beta_6 Res_{i,t-2} \times Effi_{i,t-2} + \beta_7 Abili_{i,t-1} + \beta_8 Res_{i,t-1} + \\ & \beta_9 ROA_{i,t-1} + \beta_{10} Pati_{i,t-1} + \beta_{11} Sta_{i,t-1} + \beta_{12} DC_{i,t-1} + \beta_{13} Nati_{i,t-1} + \\ & \beta_{14} Concen_{i,t-1} + \beta_{15} GDP_{i,t} + \beta_{16} Fina_{i,t} + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

资源。这种金融业务的吸金特征吸引着投资者向银行不断投资,投资者期望通过控制银行而占有这些金融资源,通过支配贷款而满足自身融资目的。根据银行业务的特点,将金融资源 Res 定义为下列各项目之和: 同业和其它金融机构存放款项、向中央银行借款、拆入资金、交易性金融负债、衍生金融负债、卖出回购金融资产款、吸收存款。并在式(1)中加入金融资源 Res 及金融资源与资金总量的交叉项 $Res \times Effi$; 当然需考虑影响的滞后性

控制变量中存在着一些不随时间而改变的变量,倘若选用固定效应模型则存在不足: 一是无法估计这些变量的影响,会引发潜在的内生性问题; 二是固定效应会吸收不随时间改变的量的解释力,无形中夸大了其他变量的影响,这与预期目的及真实影响相背离。因此采用随机效应模型。另外,实证分析中普遍会遇到内生性问题,建立联系方程组用三阶段最小二乘法(3SLS, 3-stage least squares)来进行内生性检验^{[49]⑩}。

2.3 研究样本的选取及数据预处理

2007年,银监会要求统一采用《新会计准则》。样本以2007年~2013年在我国境内营业的商业银行作为研究对象,剔除了数据不完整的个别银行。最终筛选出68家商业银行,其中5家国有银行、12家股份制银行和43家城市商业银行和8家外资银行^⑪。原始数据来源于各银行在官网上公布的《年度报告》,以及2008年~2014年的《统计年鉴》和《金融年鉴》。

采用功效系数法对原始数据进行规范化处理,消除负数和极端值的影响。 x_{ijt} 为第*i*家银行在*t*时期第*j*项指标的原始数据,则无量纲化后的

$$\text{数据 } x_{ijt}^* = \varphi + \frac{x_{ijt} - \min_i \{x_{ijt}\}}{\max_i \{x_{ijt}\} - \min_i \{x_{ijt}\}} \gamma \cdot \text{第 } j \text{ 项指}$$

标在*t*时期的最大值和最小值分别为 $\max_i \{x_{ijt}\}$ 和 $\min_i \{x_{ijt}\}$ 。 φ 和 γ 则根据规范化处理后的数据范围确定,若为1~100%,则 φ 为1%, γ 为99%。

3 实证分析

3.1 过度投资的存在性检验

3.1.1 资金总量与资金使用效率的分位数分析

用动态综合评价法得到银行业资金总量均值为0.2861,方差为0.1272。用广义三阶段DEA模型计算出银行业的资金使用效率均值为1.3410,方差为0.5192。根据资金使用效率的高低将样本分为低、中和高效率三组,各组中资金总量均值分别为0.4323、0.2980和0.1898。随着资金使用效率的升高,资金总量的均值有下降趋势。图1左是各效率组中资金总量的分位点图,无论在哪个分位点上,高效率组中的资金总量都最低。

同理根据资金总量的大小将样本分为低、中和高资金三组,各组中资金使用效率的均值分别为1.5596、1.4015和1.2783。高资金组中的资金使用效率却最低。各资金组中资金使用效率的分位点图(图1右)也有相同现象。粗略判断,资金使用效率与资金总量负相关。

⑩ 除了资金总量与资金使用效率的相互影响,最终的资金使用效率可能还受制于其他因素。即使资金总量较高,但由于其他因素的制约也可能导致资金使用效率较低,扭曲了资金总量的作用方向。本文通过了内生性检验,因篇幅限制未详细汇报。

⑪ 由于数据限制,本文仅收集到2007年~2013年间的8家外资银行,样本数不大,故后文对外资银行的分析仅供参考。

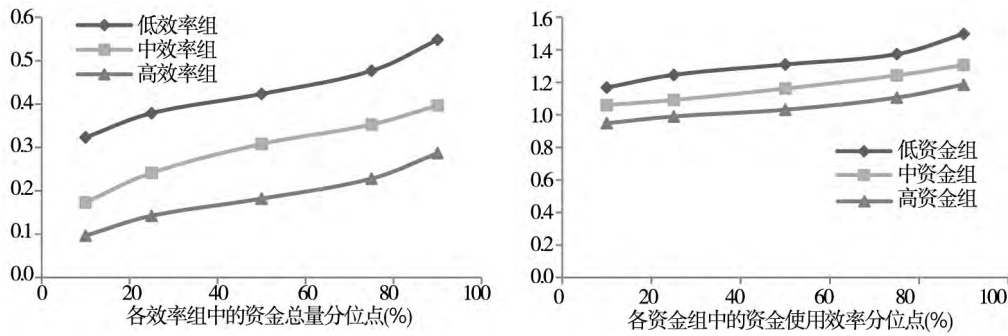


图1 变量分组的分位点图

Fig. 1 Quantiles of variable by group

3.1.2 过度投资的检验——全样本

根据方程(1) 逐步加入当期、 $t-1$ 期和

$t-2$ 期的资金使用效率 构造5个模型观察各

期资金使用效率与资金总量的关系(表2)。

表2 过度投资的检验——全样本^⑫

Table 2 The test of over-investment: All sample

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5
$Effi_{i,t}$	-0.159*** (-7.06)			-0.157*** (-6.94)	-0.153*** (-6.80)
$Effi_{i,t-1}$		-0.019 (-1.51)		-0.012 (-1.00)	-0.011 (-0.98)
$Effi_{i,t-2}$			-0.027** (-2.25)		-0.021* (-1.83)
$Abili_{i,t-1}$	0.298*** (5.49)	0.398*** (7.04)	0.403*** (7.28)	0.288*** (5.23)	0.281*** (5.09)
$ROA_{i,t-1}$	0.671 (1.30)	0.905* (1.65)	0.904* (1.65)	0.673 (1.31)	0.677 (1.32)
$Pati_{i,t-1}$	-0.168 (-1.22)	-0.108 (-0.73)	-0.103 (-0.71)	-0.174 (-1.26)	-0.178 (-1.29)
$Sta_{i,t-1}$	-0.082 (-0.67)	-0.093 (-0.71)	-0.091 (-0.70)	-0.089 (-0.72)	-0.096 (-0.78)
$DC_{i,t-1}$	-0.027*** (-2.65)	-0.029*** (-2.60)	-0.028** (-2.53)	-0.027*** (-2.65)	-0.027*** (-2.59)
$Nati_{i,t-1}$	0.022* (1.77)	0.015 (1.12)	0.015 (1.15)	0.023* (1.87)	0.025** (2.01)
$Concen_{i,t-1}$	-3.107*** (-5.23)	-3.152*** (-4.95)	-3.497*** (-5.42)	-3.067*** (-5.15)	-3.283*** (-5.42)
$GDP_{i,t}$	10.588*** (11.72)	12.375*** (13.37)	12.913*** (13.75)	10.547*** (11.66)	10.920*** (11.82)
$Fina_{i,t}$	-0.181 (-0.63)	-0.036 (-0.12)	-0.110 (-0.36)	-0.177 (-0.62)	-0.228 (-0.79)
常数项	2.003** (2.13)	1.416 (1.42)	1.752* (1.74)	1.986** (2.12)	2.219** (2.35)
样本数	340	340	340	340	340
R-square	0.5359	0.4693	0.4737	0.5373	0.542
wald-chi2	379.83	290.91	296.09	380.83	386.94

表2中,模型5的拟合度最高,以模型5为准进行分析.首先 $Abili_{i,t}$ 与 $Effi_{i,t}$ 在1%的水平下显著负相关,与 $Effi_{i,t-1}$ 不显著负相关,与 $Effi_{i,t-2}$ 在10%的水平下显著负相关.而且,在所有模型中, $Abili$ 与各期 $Effi$ 均是负相关关系.这充分证明假设1成立.中国的银行业存在着明显的过度投资

现象.整体上,资金使用效率较低的银行却能够获得比较多的资金.另外,各模型中 $Effi_{i,t}$ 的系数均最显著,而 $Effi_{i,t-1}$ 不显著、 $Effi_{i,t-2}$ 不太显著则说明投资者向银行投资时,虽然也会考虑银行的历史表现,但更主要的还是考虑当期表现^⑬.进一步根据银行的资金总量将样本分成五组分别根据

⑫ ***、**和* 分别为1%、5%和10%的水平显著,括号内为T值.篇幅限制,回归系数保留小数点后三位,下文不再汇报控制变量的回归结果.

⑬ 根据计算资金使用效率的广义三阶段^[16] 资金使用效率是剔除了外部环境的影响,将所有公司经营都拉至最差环境的数值.分析结果表明在最差的环境中存在显著的过度投资现象.那么,如果当宏观经济环境更好时,则银行业的过度投资现象会更严重.根据历年《统计年鉴》中公布的数据,样本年间我国宏观经济持续较好,过度投资的确是经济领域内普遍存在的现象.但相对而言,金融业存在更为严重的过度投资现象,投资增加额与产值增加额之比在所有行业中持续较高.

式 (1) 回归. 按资金总量从低至高, 各组 $Effi_{i,t}$ 的回归系数分别见图 2^⑭.

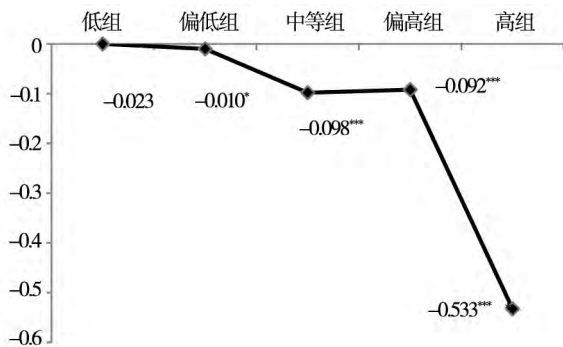


图 2 资金总量分组的回归系数比较

Fig. 2 Comparison of regulation coefficient among different groups of financial capability

图 2 中除了最低组的 $Effi_{i,t}$ 回归系数不显著以外, 其他各组回归系数均显著. 这说明, 过度投资现象在整个银行业中普遍存在. 相对而言, 获取资金量较少的银行存在比较轻微的过度投资. 而资金量最高组 $Effi_{i,t}$ 的回归系数绝对值最大, 表明获取资金量最多的银行存在最为严重的过度投资. 整个曲线随着资金总量的增加而不断向下, 这说明过度投资的严重程度似乎与资金总量存在一定的负相关关系. 获取资金量越多的银行存在

越为严重的过度投资.

控制变量的分析表明, $Abili_{i,t}$ 与 $Abili_{i,t-1}$ 在 1% 的水平显著正相关, 银行获取资金具有连续性. 若上期获得的资金量较多, 则当期也能获得较多的资金量. $DC_{i,t-1}$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为负, 存贷比越高的银行却获取了越低的资金, 勇于放贷的银行才能获取高额资金. $Nati_{i,t-1}$ 的回归系数在 5% 的水平上显著为正, 全国性银行能够明显获取更多的资金. $Concen_{i,t-1}$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为负, 当市场集中度越高的时候, 银行业可以获得的资金总量却越小. $GDP_{i,t}$ 在 1% 的显著水平上有助于资金总量的提高, 两者具有显著的正相关关系. 其他控制变量的影响均不显著. $ROA_{i,t-1}$ 的回归系数不显著, 也表明银行所获取的资金总量与公司的经营情况关系不明显. 控制变量的分析也表现, 银行获得的资金总量与利润 ROA 无关, 与历史募资有关, 全国性银行和敢于冒风险放贷的银行获取了更多资金等.

3.1.3 过度投资的检验——不同种类的银行

把总样本分为国有银行、股份制银行、城商行和外资银行 4 个样本组后分别回归(表 3).

表 3 过度投资的检验——不同种类的银行

Table 3 The test of over-investment: Different kinds of banks

	国有银行		股份制银行		城市商业银行		外资银行	
$Effi_{i,t}$	-0.542***	(-9.06)	-0.005	(-0.27)	-0.561***	(-11.34)	-0.656**	(-2.51)
$Effi_{i,t-1}$	-0.690***	(-4.87)	-0.013	(-1.43)	-0.170**	(-2.41)	-0.227	(-0.58)
$Effi_{i,t-2}$	-0.163***	(-3.27)	-0.010	(-1.12)	-0.065	(-1.24)	-0.131	(-0.40)
样本数	25		60		215		40	
R-square	0.979 4		0.686 4		0.661 1		0.800 6	
wald-chi2	7 777.23		203.72		597.41		1 046.99	

表 3 与表 2 的结果基本一致, 各类银行的模型拟合度均较高. 各类银行中 $Abili_{i,t}$ 与各期 $Effi$ 的回归系数基本全部为负. 国有银行中 $Abili_{i,t}$ 与各期 $Effi$ 的回归系数均在 1% 的水平上分别显著为 -0.542、-0.690 和 -0.163; 股份制银行中的回归系数则均不显著为负. 城商行中 $Abili_{i,t}$ 与 $Effi_{i,t}$ 和 $Effi_{i,t-1}$ 的回归系数分别在 1% 和 5% 的水

平上显著为负. 外资银行的 $Abili_{i,t}$ 与 $Effi_{i,t}$ 的回归系数在 5% 的水平上显著为负. 比较各组中各期 $Effi$ 的回归系数可以发现, 国有银行的系数最高且均最显著, 假设 1a 成立. 投资于国有银行的资金存在着最为严重的过度投资现象, 与有关中国国有企业过度投资的研究结论完全一致^[7]. 城商行是当地的“国有银行”, 其具有较强的地方政府

⑭ 将所有样本按资金总量排序, 从高到低按样本数均分成五组. 当然, 分组越多, 计算结果越具有深度. 但由于样本数的限制, 分组太多则导致每组样本数太少, 计算结果不可靠. 另外 $Effi_{i,t}$ 的回归系数大多显著, 图 2 仅展示了 $Effi_{i,t}$ 的回归系数.

背景,因此所存在的过度投资现象也较为严重。近年来城商行高速扩张的现象也说明了存在过度投资。外资银行进入中国市场需要投入大量资金,但外资银行一直不佳的利润表现和持续不断的投入也说明了其必然存在过度投资。股份制银行的过度投资现象相对较轻且不显著。除了与政

府的行政干预、股份制银行的股权结构、公司管理制度等方面有关^[8]之外,深层次的原因值得深思。

3.1.4 过度投资的检验——是否上市

根据是否上市把总样本分为上市银行和非上市银行两个样本组后分别回归(表4)。

表4 过度投资的检验——是否上市

Table 4 The test of over-investment: Listed banks vs. non-listed banks

	非上市银行		上市银行	
$Effi_{i,t}$	-0.593***	(-11.89)	-0.016	(-0.88)
$Effi_{i,t-1}$	-0.264***	(-3.72)	-0.013	(-1.53)
$Effi_{i,t-2}$	-0.128**	(-2.53)	-0.012	(-1.43)
样本数	260		80	
R-square	0.6843		0.6912	
wald-chi2	535.41		149.95	

表4的非上市银行样本组中 $Abili$ 与各期 $Effi$ 的回归系数均显著为负;而在上市银行样本组中,回归系数则均不显著为负。这说明非上市银行和上市银行都可能存在过度投资,也与前文整体样本均存在过度投资现象的分析结果一致。但非上市银行回归系数的显著性表明非上市银行过度投资更为严重,假设1b成立。由于上市银行在公开

发行股票后会受制于证券市场的监管,按要求披露一系列信息,公司经营的透明度要远高于非上市银行^[50]。这也表明,完善监管制度和提高透明度可以抑制过度投资^[17]。

3.1.5 过度投资的检验——融资渠道

根据内部资金量、债务资金量和权益资金量和对应的资金使用效率分别进行回归(表5)。

表5 过度投资的检验——融资渠道

Table 5 The test of over-investment: Different financing channels

	内部资金 $Abili_{i,t}$		债务资金 $AbiliD_{i,t}$		权益资金 $AbiliE_{i,t}$	
$Effi_{i,t}(D,E)$	-0.003	(-1.39)	-0.486***	(-14.22)	-0.404***	(-13.95)
$Effi_{i,t-1}(D,E)$	-0.008***	(-3.30)	-0.080**	(-2.04)	-0.025	(-1.49)
$Effi_{i,t-2}(D,E)$	-0.009***	(-3.62)	-0.010	(-0.24)	-0.012	(-0.77)
样本数	340		340		340	
R-square	0.6939		0.6459		0.6843	
wald-chi2	739.11		596.38		708.88	

表5中,所有渠道各期资金使用效率的回归系数均为负。 $Abili_{i,t}$ 与 $Effi_{i,t-1}$ 和 $Effi_{i,t-2}$ 的回归系数在1%的水平显著为负;而与 $Effi_{i,t}$ 不显著为负。这表明在内部资金方面,投资者更多根据银行过去的资金使用效率做出投资决策。 $AbiliD_{i,t}$ 与 $EffiD_{i,t}$ 和 $EffiD_{i,t-1}$ 的回归系数在1%和5%的水平上显著为负。 $AbiliE_{i,t}$ 和 $EffiE_{i,t}$ 的回归系数在1%的水平上显著为负。这说明向银行投资的债务投资者和权益投资者大多根据当期的资金使用效率来进行投资决策,债务投资者可能还会考虑

银行前期的表现,但权益投资者仅考虑当下。 $EffiD_{i,t}$ 和 $EffiE_{i,t}$ 的系数最大,而 $Effi_{i,t}$ 的系数均较小。这说明尽管各种资金都存在着过度投资,但内部资金的过度投资相对不严重,而债务资金和权益资金的过度投资现象非常严重,其中又以债务资金最甚。假设1c不完全成立,权益资金虽然存在显著的过度投资现象,但不及债务资金严重。

深入分析 根据自由现金流假说,银行的管理者没有将历史结余分给股东,而是投资于一些净

现值为负但却能增加私有收益的项目^[44],从而导致内部资金存在过度投资. 内部投资者不存在信息不对称,对银行的经营情况非常了解,所以投资者会综合考虑银行的历史表现做出决策. 但由于内部投资的整体规模本来就偏小^[45],因而过度投资现象不严重. 而外部投资者存在着严重的信息不对称^[35],管理层可能会牺牲股东和债权人的利益而从事一些未必值得投资的项目^[32],表现出债务资金和权益资金的过度投资. 由于权益融资变得越来越困难,银行在近年来发行了大量的次级债. 本文的分析结果表明,银

行的债务资金存在着最为严重的过度投资. 另外,外部投资者特别是权益投资者,由于种种原因,他们在向银行投资时眼光比较短浅,仅根据银行的近期表现做出投资决策,而未综合考虑银行的历史表现.

3.2 金融业务特征假说的检验

3.2.1 行业整体检验

投资者是否因银行的“金融业务特征”而出现过度投资? 分别设计三个模型,逐步加入 t 期、 $t-1$ 期和 $t-2$ 期的资金使用效率及资金使用效率与金融资源的交叉项(表 6).

表 6 金融业务特征假说的检验

Table 6 The test of hypothesis of financial service feature

	模型 1		模型 2		模型 3	
$Effi_{i,t}$	-0.220***	(-7.72)	-0.232***	(-8.09)	-0.228***	(-7.97)
$Effi_{i,t-1}$			-0.018	(-1.20)	-0.015	(-0.97)
$Effi_{i,t-2}$					-0.016	(-1.00)
$Effi_{i,t} \times Res_{i,t}$	-0.000***	(-3.45)	-0.000***	(-4.16)	-0.000***	(-4.14)
$Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1}$			-0.000***	(-3.01)	-0.000**	(-2.35)
$Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2}$					0.000	(-0.42)
$Res_{i,t-1}$	0.000***	(-2.65)	0.000**	(-2.05)	0.000*	(-1.75)
样本数	340		340		340	
R-square	0.7808		0.8101		0.8105	
wald-chi2	404.72		424.5		430	

表 6 中,随着更多期变量的加入,模型的整体拟合度越来越好,以模型 3 为准进行分析. 模型 3 中, $Abili_{i,t}$ 与各期资金使用效率的回归系数均为负,且 $Abili_{i,t}$ 与 $Effi_{i,t}$ 的回归系数在 1% 的水平下显著,这再次证实了银行业存在过度投资. 此外, $Effi_{i,t} \times Res_{i,t}$ 及 $Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1}$ 的回归系数分别在 1% 和 5% 显著为 -0, 与 $Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2}$ 不显著为 0. 各期交叉项回归系数的显著性与各期资金使用效率回归系数的显著性基本一致,仍表明当期效率与当期金融资源对投资者的影响最大. 如果仅考虑当期影响,则 $Effi_{i,t}$ 对 $Abili_{i,t}$ 的影响程度变为 $-0.228 - 0.000 \times Res_{i,t}$. 这表示考虑金融资源之后 $Abili_{i,t}$ 等于 $(-0.228 - 0.000 \times Res_{i,t}) \times$

$Effi_{i,t}$, 银行的过度投资现象有轻微加重. 这说明,向银行投资的投资者一定程度上的确冲着“金融业务特征”而投资,假设 2 成立. 若同时考虑 $Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1}$ 和 $Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2}$ 的回归系数,过度投资现象进一步加重. 另外,金融资源 $Res_{i,t-1}$ 的回归系数均显著为 0. 这表明金融资源较多的银行的确获得了较多的资金总量并存在更为严重的过度投资. 这与前文的分析结果保持一致,假设 2 成立.

3.2.2 按银行分类的检验

进一步根据银行种类分类后的样本组直接按照方程(2)回归(表 7).

表 7 金融业务特征假说的检验——不同种类的银行

Table 7 The test of hypothesis of financial service feature: Different kinds of banks

	国有银行		股份制银行		城市商业银行		外资银行	
$Effi_{i,t}$	-0.563***	(-3.91)	0.208	(1.18)	-0.619***	(-11.32)	-0.803**	(-2.08)
$Effi_{i,t-1}$	-0.628***	(-3.61)	-0.009	(-0.19)	-0.173**	(-2.53)	-0.010	(-0.02)
$Effi_{i,t-2}$	-0.131*	(-1.82)	-0.068	(-1.12)	-0.062	(-1.17)	-0.027	(-0.08)
$Effi_{i,t} \times Res_{i,t}$	-0.000	(-0.19)	-0.000	(-1.20)	-0.000**	(-2.14)	0.000	(0.64)
$Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1}$	-0.000	(-0.28)	0.000	(0.07)	-0.000	(-0.59)	-0.000	(-0.51)
$Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2}$	-0.000	(-0.65)	0.000	(1.01)	-0.000**	(-2.22)	0.000	(1.32)
$Res_{i,t-1}$	0.000	(0.81)	0.000	(1.28)	0.000**	(-1.97)	-0.000	(-0.57)
常数项	4.480***	(3.54)	4.217***	(2.61)	5.130***	(4.27)	-2.128	(-0.47)
样本数	25		60		215		40	
R-square	0.9863		0.727		0.6925		0.8242	
wald-chi2	790.45		1191.32		692.51		1021.57	

表 7 中, 国有银行的 $Abili_{i,t}$ 与各期 $Effi$ 的回归系数均显著为负, 与各期 $Effi \times Res$ 均不显著为负, 与 $Res_{i,t-1}$ 的系数不显著为 0。这表明加入金融资源的影响之后, 国有银行的过度投资现象明显从 $-0.563Effi_{i,t} - 0.628Effi_{i,t-1} - 0.131Effi_{i,t-2}$ 进一步加重为 $(-0.563 - 0.000 \times Res_{i,t}) \times Effi_{i,t} + (-0.628 - 0.000 \times Res_{i,t-1}) \times Effi_{i,t-1} + (-0.131 - 0.000 \times Res_{i,t-2}) \times Effi_{i,t-2}$ 。金融业务特征假说在国有银行成立。而且, $Res_{i,t-1}$ 的系数不显著为 0 也表明金融资源越多的国有银行明显获得了更多的资金总量。股份制银行的 $Abili_{i,t}$ 与各主要因变量的系数均不显著, 这说明股份制银行不存在过度投资现象, 其投资者也不是出于控制金融资源。城商行的回归结果与国有银行相

似, 但分析结果均显著表明其过度投资现象更严重。 $Abili_{i,t}$ 与 $Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1}$ 和 $Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2}$ 的系数在 5% 显著为 -0, 与 $Res_{i,t}$ 的系数显著为 0。这些都表明向城商行投资的投资者更多是为了通过金融业务集聚金融资源。外资银行的回归结果则与股份制银行相似, 除 $Effi_{i,t-1}$ 的回归系数显著为负, 其他系数大多不显著。根据不同种类银行的回归分析结果, 假设 2a 金融业务特征假说在国有银行和城商行的投资者中显著存在, 但在股份制银行和外资银行可能不存在。

3.2.3 上市与非上市的检验

将样本分为上市银行和非上市银行之后加入交叉项进行检验(表 8)。

表 8 金融业务特征假说的检验——是否上市

Table 8 The test of hypothesis of financial service feature: Listed banks vs. non-listed banks

	非上市银行		上市银行	
$Effi_{i,t}$	-0.626***	(-10.97)	0.024	(0.90)
$Effi_{i,t-1}$	-0.238***	(3.36)	-0.028*	(-1.68)
$Effi_{i,t-2}$	-0.126**	(-2.38)	0.009	(0.65)
$Effi_{i,t} \times Res_{i,t}$	-0.000**	(2.25)	-0.000*	(-1.71)
$Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1}$	-0.000	(-1.16)	0.000	(1.20)
$Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2}$	-0.000*	(-1.76)	-0.000*	(-1.72)
$Res_{i,t-1}$	0.000**	(-2.05)	0.000***	(2.60)
样本数	260		80	
R-square	0.709		0.7384	
wald-chi2	589.62		175	

表 8 中, $Abili_{i,t}$ 与各期 $Effi$ 的回归系数在非上市银行样本中仍然都显著为负, 而上市银行中则基本均不显著。非上市银行中各期 $Effi \times Res$ 的

回归系数基本也显著为 -0, 而上市银行的虽有些显著, 但与各期 $Effi$ 的符号相反。这表明金融业务特征假说在非上市银行显著成立; 但对于上市

银行的投资者却不明显,假设 2b 成立。另外, $Res_{i,t-1}$ 的回归系数均显著为正,在银行所拥有的金融资源越多,则所募集的资金总量越大。

3.2.4 分渠道的检验

不同渠道投资者的投资特征不同,可能也具有不同的投资动机? 回归分析见表 9。

表 9 金融业务特征假说的检验——不同渠道资金

Table 9 The test of hypothesis of financial service feature: Different financing channels

	内部资金		债务资金		权益资金	
$Effi_{i,t} D E$	-0.003	(-1.54)	-0.438***	(-10.20)	-0.430***	(-14.09)
$Effi_{i,t-1} D E$	-0.007***	(-2.88)	0.064	(1.38)	0.027	(1.58)
$Effi_{i,t-2} D E$	-0.009***	(-3.44)	-0.021	(-0.54)	-0.014	(-0.90)
$Effi_{i,t} \times Res_{i,t} D E$	0.000	(1.35)	-0.000*	(-1.67)	-0.000***	(-2.60)
$Effi_{i,t-1} \times Res_{i,t-1} D E$	-0.000	(-1.18)	-0.000	(-0.97)	-0.000	(-0.10)
$Effi_{i,t-2} \times Res_{i,t-2} D E$	0.000	(0.27)	0.000***	(3.13)	0.000	(0.72)
$Res_{i,t-1}$	-0.000	(-1.25)	0.000***	(3.79)	0.000**	(-2.36)
样本数	340		340		340	
R-square	0.696 7		0.666 8		0.692 3	
wald-chi2	582.07		644.4		726.59	

深入分析表 9 中的回归系数发现,内部资金的分析中,各期 $Effi$ 的系数大多显著为负,但各期交叉项的回归系数均不显著近似于 0, $Res_{i,t-1}$ 也不显著为 -0。这表明金融业务特征假说对于内部资金投资者不成立。债务资金和权益资金的分析结果则基本相似,各渠道资金总量与对应的资金使用效率的系数基本都显著为负, $Res_{i,t-1}$ 对 $AbiliD_{i,t}$ 和 $AbiliE_{i,t}$ 的影响在 1% 的水平下显著为正,当期金融资源和资金使用效率交叉项的系数也分别在 10% 和 1% 的水平上显著为 -0。这表明考虑了金融资源的影响因素之后,债务资金和权益资金的过度投资更为严重,且金融资源较多的银行吸引了较多的债务资金和权益资金。但债务资金 $t-2$ 期交叉项回归系数在 1% 的水平上显著为 0。若仅考虑显著的交叉项, $AbiliD_{i,t}$ 等于 $(-0.438 - 0.000 \times Res_{i,t}) \times EffiD_{i,t} + (-0.021 + 0.000 \times Res_{i,t-2}) \times EffiD_{i,t-2}$, $AbiliE_{i,t}$ 为 $(-0.430 - 0.000 \times Res_{i,t}) \times EffiE_{i,t}$ 。这说明金融业务特征假说在债务资金投资者中的显著度不及权益资金投资者。假设 2c 成立,权益资金投资者更是冲着银行业的金融业务特征而投资的。

投资现象,并一定程度上是出于金融业务特征的吸引。同时,银行所占有的金融资源越多,则能够得到的债务资金总量就越多。也就是说债务资金投资者青睐于那些金融资源多的银行。当然,债务资金的游戏规则是承诺向投资者到期支付本利和,债务投资者虽然具有一定的相机治理权利^[51],但对银行内部经营几乎无权插手,因此,债务投资者控制金融资源的动机不是非常显著。当然,也正是由于这个原因,债务资金的投资者只管向拥有金融资源较多、有能力到期偿还本息的银行投资,从而导致了投向银行的债务资金存在着最为严重的过度投资现象。然而,权益资金明显存在过度投资,金融资源越多的银行业能获得更多的权益资金,而且向银行投资的权益资金投资者显然是冲着金融业务集聚金融资源的特征而投资。显然,只有以权益资金的形式向银行投资的股东才能真正地控制银行,才能真正具有支配金融资源的权利。另一方面,由于我国银行具有显著的股权融资偏好,权益资金对银行融资的贡献最大^[52],因此权益资金的表象影响了投资于银行资金的整体表象。

投向银行的内部资金虽然存在着过度投资现象,但内部资金投资者基本上不是因金融业务特征而过度投资的。内部资金是从银行内部的经营留存而产生的,无论是否将内部资金投向本银行,银行的管理者和股东都已经占有了这些金融资源。但是,向银行投资的债务投资者存在着过度

4 结束语

本文从向银行业投资的投资者视角,通过分析向银行投资的资金总量与资金使用效率的关

系,检验了投向银行业的资金是否存在过度投资,并深入分析了不同种类银行、上市银行和不同渠道资金的过度投资现象。并且,在学者们所提出的有关过度投资理论解释的基础上,提出了金融业务特征的假说,并从多角度进行了检验和论证,得出了如下结论。

1) 整体上,投向银行的资金存在非常明显的过度投资。资金总量越多的银行过度投资尤其严重。控制变量的分析揭示,银行获取的资金总量与利润 ROA 无关,规模较大、敢于冒风险、拥有更多金融资源的银行获取了更多资金。而且,投资者在制订投资决策时,主要还是考虑了银行的当期表现,尚未综合考虑历史表现。除学者们有关过度投资的解释之外,银行业金融业务特征所带来的金融资源也是诱使出现过度投资的原因之一。向银行投资的投资者整体上都是冲着金融业务集聚的金融资源而来,他们因企图控制金融资源并反哺,故罔顾银行利润并导致出现过度投资。

2) 从银行种类来讲,国有银行的过度投资现象最为严重,其次是城商行和外资银行,而股份制银行的过度投资相对较轻。金融业务特征假说在国有银行投资者显著成立。国有银行具有非常雄厚的金融资源,因此吸引了过多的资金投入而出现了严重的过度投资。做为当地“国有银行”的城商行也有着相似表现。外资银行和股份制银行的投资者基本不存在企图控制银行业务所带来金融资源的现象。

3) 从是否上市分析,尽管上市银行也存在不显著的过度投资,但非上市银行的过度投资现象非常严重。从投资动机分析,向非上市银行投资的投资者明显是出于强烈的受金融业务特征吸引的投资动机,而上市银行的投资者虽然有此动机,但不显著。这说明证券市场要求上市公司信息披露等有关举措在遏制过度投资等方面有一定成效。上市银行的投资者因严格监管而无法再任用金融资源实现融资反哺的目的,所以基本向逐利

本性回归,过度投资现象因而不明显。

4) 从不同渠道的资金分析,投向银行的各种渠道资金都存在过度投资现象,且债务资金最为严重,权益资金次之。内部资金投资者会综合考虑银行的历史表现而做出决策,然外部投资者特别是权益投资者大多仅考虑银行的当期表象。从投资动机来分析,权益资金投资者强烈地受到金融业务特征的吸引而企图控制金融资源,债务资金投资者虽具有此现象但不显著,内部资金投资者则基本不存在。银行的债务投资者应谨慎向银行投资,监管者也应监督权益投资者的行为并遏制他们任用金融资源。

本文的研究结果值得深思。虽然理论上资金因逐利会实现最优配置,但受制于诸多原因,投向银行业的资金却出现了过度投资现象。这显然是对资金的巨大浪费。更令人担忧的是,这一现象在国有银行和城商行最为严重。同时,本文挖掘到,银行业独特的金融业务特征是吸引投资者的重要因素,投资者希望能控制银行业金融资源并融资反哺,特别是国有银行和城商行、上市银行的投资者及权益资金的投资者具有强烈的此类动机。在这一动机的驱使下,他们向银行的投资势必会变成投机,从而严重危害金融市场的稳定和发展。

值得庆幸的是,本文的分析也指出,通过加强与上市银行一样的监督管理和落实信息透明化,能有效降低银行业的过度投资。而且,股份制银行的分析结果说明,建立日趋完善的内部治理机制,也能有效缓解过度投资并纠正不良的投资动机。因此,银行监管部门应不断完善现有的法律法规和监管制度,增强信息透明度,限制股东擅自利用金融资源的权利,从而完全打消那些受金融业务特征诱惑而为控制金融资源的不良动机。这样不但规范了银行市场,还提高了资金的效率配置,从而促进资本市场和金融市场更加健康有序地发展。

参 考 文 献:

[1] 徐诺金. 论我国的金融生态问题[J], 金融研究, 2005, (2): 35-45.

Xu Nuojin. Discussion of financial ecological problem in China[J]. Journal of Financial Research, 2005, (2): 35-45. (in Chinese)

- [2]初立苹, 粟 芳. 保险业资金“融资悖论”及法律影响分析[J]. 保险研究, 2014, (10): 38-52.
Chu Liping, Su Fang. Law effect and confirmation of the financing paradox for Chinese insurance[J]. Insurance Studies, 2014, 10: 38-52. (in Chinese)
- [3]Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976, 4: 305-360.
- [4]Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. Journal of Financial Economics, 1977, 5: 147-175.
- [5]Williams M. Money and labor-power: Marx after Hegel, or Smith plus Sraffa[J]. Cambridge Journal of Economics, 1998, 22: 187-198.
- [6]Bayley L, Lee P, Walter T. IPO flipping in Australia: Cross sectional explanations[J]. Pacific Basin Finance Journal, 2006, 14: 327-348.
- [7]刘小玄, 周晓艳. 金融资源与实体经济之间的配置关系的检验——兼论经济结构失衡的原因[J]. 金融研究, 2011, (2): 57-71.
Liu Xiaoxuan, Zhou Xiaoyan. The test of allocation relationship between financial resources and real economy: The reason of imbalance of economic structure[J]. Journal of Financial Research, 2011, (2): 57-71. (in Chinese)
- [8]甘小丰. 中国商业银行效率的分析—控制宏观和所有权因素[J]. 金融研究, 2007, (10): 58-69.
Gan Xiaofeng. The analysis of the efficiency of banks in China: Controlled macro factors and ownership[J]. Journal of Financial Research, 2007, 10: 58-69. (in Chinese)
- [9]杨兴全. 我国上市公司融资结构的治理效应分析[J]. 会计研究, 2002, (8): 37-46.
Yang Xingquan. The effect of governance of financing structure in listed companies of China[J]. Accounting Research, 2002, (8): 37-46. (in Chinese)
- [10]刘怀珍, 欧阳令南. 中国上市公司效率悖论[J]. 财经研究, 2004, (8): 115-121.
Liu Huaizhen, Ouyang Lingnan. The putting forward and explanation of efficiency paradox of China's listed companies[J]. Journal of Finance and Economics, 2004, (8): 115-121. (in Chinese)
- [11]张成思, 刘贯春. 最优金融结构的存在性、动态特征及经济增长效应[J]. 管理世界, 2016, (1): 66-77.
Zhang Chengsi, Liu Guanchun. The existence, dynamic characteristic and economic growth effect of optimal financial structure[J]. Management World, 2016, (1): 66-77. (in Chinese)
- [12]Bonin J P, Hasan I, Wachtel P. Bank performance, efficiency and ownership in transition countries[J]. Journal of Banking and Finance, 2005, 29: 31-53.
- [13]Yao S, Jiang C, Feng G, et al. On the efficiency of Chinese banks and WTO challenges[J]. Applied Economics, 2007, 39: 629-643.
- [14]Salhuteru F, Wattimena F. Bank performance with CAMELS ratios towards earnings management practices in state banks and private banks[J]. Advances in Social Sciences Research Journal, 2015, 2(3): 301-314.
- [15]Rahman N, Reja A. Ownership structure and bank performance[J]. Journal of Economics, Business and Management, 2015, 3(5): 483-488.
- [16]粟 芳, 初立苹. 中国银行业资金使用效率的测度及影响分析[J]. 金融研究, 2015, (1): 136-156.
Su Fang, Chu Liping. Analysis on measurement and improvement of capital efficiency for the bank in China[J]. Journal of Financial Research, 2015, (1): 136-156. (in Chinese)
- [17]Williamson O. The new institutional economics: Taking stock, looking ahead[J]. Journal of Economic Literature, 2000, 3: 595-613.
- [18]Khanna T, Rivkin J. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets[J]. Strategic Management Journal, 2001, 22(1): 45-74.
- [19]许小年. 有效资本市场和中国经济改革[J]. 经济社会体制比较, 2000, (5): 14-19.
Xu Xiaonian. Effective capital market and economy reform in China[J]. Comparative Economics & Social Systems, 2000, (5): 14-19. (in Chinese)
- [20]程仲鸣, 夏新平, 余明桂. 政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资[J]. 管理世界, 2008, (9): 37-47.
Cheng Zhongming, Xia Xinping, Yu Minggui. Government intervention, pyramid structure and the investment of state-owned listed companies[J]. Management World, 2008, (9): 37-47. (in Chinese)
- [21]韩立岩, 蔡红艳. 我国资本配置效率及其与金融市场关系评价研究[J]. 管理世界, 2002, (1): 65-71.

- Han Liyan, Cai Hongyan. Evaluation research on the efficiency of capital allocation and the relationship with finance market in China [J]. *Management World*, 2002, (1): 65–71. (in Chinese)
- [22] Jensen M C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [J]. *Journal of Finance*, 1993, 48: 831–880.
- [23] Mark K, Clifford F T. A test of stulz's overinvestment hypothesis [J]. *The Financial Review*, 1995, 30(3): 387–398.
- [24] Myers S C, Nicholas S M. Corporate financial and investment decisions when firms have information that investors don't have [J]. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13: 187–221.
- [25] La Porta R, Silanes F L, Shleifer A. Corporate ownership around the world [J]. *Journal of Finance*, 1999, 54: 471–517.
- [26] Shleifer A, Vishny R. A survey of corporate governance [J]. *Journal of Finance*, 1997, 52(2): 737–783.
- [27] Fazzari S M, Hubbard R G, Petersen B C. Financing constraints and corporate investment [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 1: 141–195.
- [28] 王宗润, 万源沅, 周艳菊. 隐性存款保险下银行信息披露与风险承担 [J]. *管理科学学报*, 2015, 18(4): 84–97.
Wang Zongrun, Wan Yuanyuan, Zhou Yanju. Relationship between bank information disclosure and bank risk-taking under implicit deposit insurance system [J]. *Journal of Management Sciences in China*, 2015, 18(4): 84–97. (in Chinese)
- [29] Roll R. The hubris hypothesis of corporate takeovers [J]. *Journal of Business*, 1986, 59: 197–216.
- [30] Zwiebel J. Corporate conservatism and relative compensation [J]. *Journal of Political Economy*, 1995, 103: 1–25.
- [31] Bliss R, Potter M. Mutual fund managers: Does gender matter? [J]. *The Journal of Business and Economic Studies*, 2002, 8: 1–17.
- [32] Jensen M C. Agency costs of free cash flow corporate finance and takeover [J]. *American Economics Review*, 1986, 76(2): 323–3209.
- [33] 张功富. 企业的自由现金流量全部用于过度投资了吗? 来自中国上市公司的经验证据 [J]. *经济与管理研究*, 2007, (12): 14–24.
Zhang Gongfu. Are those free cash flow of industries used on over-investment all? Experimental evidence from listed companies in China [J]. *Research on Economics and Management*, 2007, (12): 14–24. (in Chinese)
- [34] Grenadier S R, Wang N. Investment timing, agency and information [J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 75: 493–533.
- [35] 叶康涛, 陆正飞. 中国上市公司股权融资成本影响因素分析 [J]. *管理世界*, 2004, (5): 127–131.
Ye Kangtao, Lu Zhengfei. The influence factor analysis of equity financing expense for listed companies in China [J]. *Management World*, 2004, (5): 127–131. (in Chinese)
- [36] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析 [J]. *经济研究*, 2004, (4): 50–59.
Lu Zhengfei, Ye Kangtao. The puzzle of equity financing preference in China's listed companies [J]. *Economics Research Journal*, 2004, (4): 50–59. (in Chinese)
- [37] Stulz R M. Managerial direction and optional financing policies [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1): 3–27.
- [38] Hart O, Moore J. Debt seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management [J]. *American Economics Review*, 1995, 85: 567–585.
- [39] 田利辉. 制度变迁、银企关系和扭曲的杠杆治理 [J]. *经济学季刊*, 2005, (10): 119–134.
Tian Lihui. Institutional changes, relationship banking and the failed governance role of debt [J]. *China Economic Quarterly*, 2005, (10): 119–134. (in Chinese)
- [40] 徐向艺, 李鑫. 自由现金流、负债融资与企业过度投资——机遇中国上市公司的实证研究 [J]. *软科学*, 2008, (7): 124–139.
Xu Xiangyi, Li Xin. Free cash flow, debt financing and corporate over-investment: An empirical research of Chinese listed companies [J]. *Soft Science*, 2008, (7): 124–139. (in Chinese)
- [41] 汪平, 李光贵. 资本成本、可持续增长与国有企业分红比例估算: 模型构建及检验 [J]. *会计研究*, 2009, (9): 58–66.
Wang Ping, Li Guanggui. Capital cost, sustainable growth and an estimate of SOEs' payout rate: An empirical study on the model of sustainable payout rate (SPOR) [J]. *Accounting Research*, 2009, (9): 58–66. (in Chinese)
- [42] Kaplan S, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints [J]. *Quarterly*

- Journal of Economics , 1997 , 112(2) : 169 – 215.
- [43] Vogt S C. The cash flow investment relationship: Evidence from US manufacturing firms [J]. Financial Management , 1994 , 23: 3 – 20.
- [44] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. Review of Accounting Study , 2006 , 11: 159 – 189.
- [45] 粟 芳, 初立苹. 中国商业银行综合融资能力测度及影响因素分析 [J]. 金融经济学研究 , 2014 , (2) : 62 – 75.
Su Fang , Chu Liping. Compare and influence factor analysis of the comprehensive financing capacity for China commercial banks [J]. Journal of Finance and Economics , 2014 , (2) : 62 – 75. (in Chinese)
- [46] Vanacker T R , Sophie M. Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing [J]. Small Business Economics , 2010 , 35: 53 – 69.
- [47] 李 科, 徐龙炳. 融资约束、债务能力与公司业绩负债能力 [J]. 经济研究 , 2011 , (5) : 61 – 73.
Li Ke , Xu Longbing. Financial constrains , debt capacity , and firm performance [J]. Economics Research Journal , 2011 , (5) : 61 – 73. (in Chinese)
- [48] 郭 妍. 我国商业银行效率决定因素的理论探讨与实证检验 [J]. 金融研究 , 2005 , (2) : 115 – 124.
Guo Yan. Theoretical discussion and empirical test of determinant factors for the commercial banks efficiency in China [J]. Journal of Financial Research , 2005 , (2) : 115 – 124. (in Chinese)
- [49] Chen L , Lesmond D , Wei J. Corporate yield spreads and bond liquidity [J]. Journal of Finance , 2007 , 62(1) : 119 – 149.
- [50] Laeven Luc. Does financial liberalization reduce financing constraints? [J]. Financial Management , 2003 , 1: 5 – 34.
- [51] Mc onnell J , Servaes H. Equity ownership and two faces of debt [J]. Journal of Financial Economics , 1995 , 39: 131 – 157.
- [52] 陆正飞, 何 捷, 窦 欢. 谁更过度负债: 国有还是非国有企业? [J]. 经济研究 , 2015 , (12) : 54 – 68.
Lu Zhengfei , He Jie , Dou Huan. Whose leverage is more excessed , SOEs or non-SOEs? [J]. Economics Research Journal , 2015 , (12) : 54 – 68. (in Chinese)

Discrimination and motive analysis of the over-investment in banks in China

SU Fang¹ , CHU Li-ping²

1. Finance School , Shanghai University of Finance and Economics , Shanghai 200433 , China;
2. Finance and Management School , Shanghai University of International Business and Economics , Shanghai 201620 , China

Abstract: Based on the relationship between financial capability and financial efficiency , over-investment behaviors are discriminated for 68 banks from 2007 to 2013 in China , and a hypothesis of Financial Service Feature is proposed to explain this phenomenon. Generally speaking , over-investment is very popular in all banks. The Hypothesis of Financial Service Feature is true really. Investors overly invested in banks in order to control those bank 's financial resources which are accumulated in the financial services. The investments in the Nationalized banks and City banks are the most excessive. The investments in unlisted banks are more excessive than that in those listed banks. The hypothesis of Financial Service Feature is verified in the Nationalized banks and City banks , including in those unlisted banks. As for the different investment channels , the debt capitals are most extravagant. But equity investors have the strongest motivation to control the financial resources. It 's useful to relieve the over investment and correct the harmful investment motivation by improving the regulation and information transparency.

Key words: bank; over-investment; financial service feature; investment motive