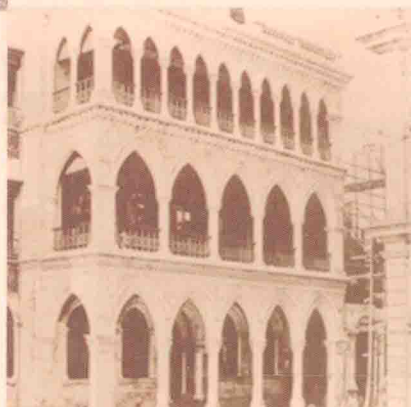




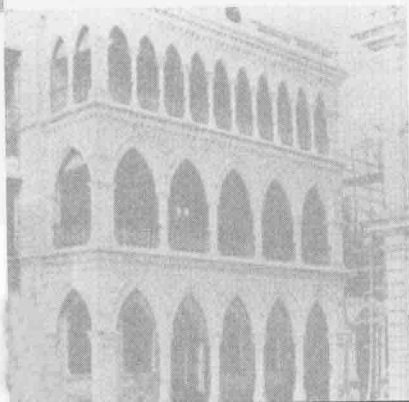
实物期权视角下 外资银行进入时机研究

SHIWU QIQUAN SHIJIAOXIA

丁淑娟 著

WAIZIYINHANG JINRU SHIJI YANJIU

中国社会科学出版社



实物期权视角下 外资银行进入时机研究

SHIWU QIQUAN SHIJIAOXIA

丁淑娟 著

WAZIYINHANG JINRU SHIJI YANJIU

中国社会科学出版社

图书在版编目(CIP)数据

实物期权视角下外资银行进入时机研究 / 丁淑娟著. —北京: 中国社会科学出版社, 2014. 10

ISBN 978 - 7 - 5161 - 4922 - 5

I. ①实… II. ①丁… III. ①外资银行—研究—中国
IV. ①F832.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 228893 号

出 版 人 赵剑英

选题策划 刘 艳

责任编辑 刘 艳

责任校对 陈 晨

责任印制 戴 亮

出 版

社 址

网 址

中国社会科学出版社

北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)

http://www.cssn.cn
中文域名:中国社科网 010 - 64070619

发 行 部 010 - 84083685

门 市 部 010 - 84029450

经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京君升印刷有限公司

装 订 廊坊市广阳区广增装订厂

版 次 2014 年 10 月第 1 版

印 次 2014 年 10 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

印 张 12.5

插 页 2

字 数 226 千字

定 价 38.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社联系调换

电话:010 - 64009791

版权所有 侵权必究

序 言

外资银行已经成为我国银行业不可或缺的一部分，外资银行机构与其所能从事的业务，都有逐渐增加的趋势。目前对外资银行的研究也已经非常丰富。但是，有一个研究视角却不为大家所重视，那就是“外资银行进入时机”。对该问题的忽略往往是基于这一逻辑：“时机”从属于“动机”，有了进入的“动机”，那么下面不就自然而然地要进入了吗？所以研究更多的是集中于“动机”，而忽略“时机”。但是“时机”不同于“动机”，有了“动机”，却未必当前一定要实现。打个比方，很多人都知道需要锻炼身体，有锻炼身体的动机，但是何时去锻炼，却不一定。对于外资银行而言，只有实实在在地进入了，才会对现实产生影响。而光有动机，在未付诸行动之前，对经济并没有实际作用。因而进入的时机也很重要。所以本书就选择“时机”这样一个视角来研究外资银行进入的一系列问题，期待能丰富有关外资银行进入的研究，为中资银行提供一个知己知彼的分析框架，为监管层调控外资银行进入提供一些可参考的工具。

本书对外资银行进入时机的研究方法是实物期权方法。实物期权的研究始于20世纪70年代，在发展的过程中形成了传统的实物期权理论及期权博弈理论。与传统的净现值法则相比，实物期权方法更好地考虑了投资的特点，例如，投资的不可逆性、投资的可延迟性以及投资收益未来的不确定性，从而在时机的决策方面更贴近现实。外资银行进入中国境内这样的投资机会，与普通的投资一样可以延迟、不可逆或部分不可逆、面临的投资环境不确定，但同时也具有自身的特点。在利用实物期权理论时，一方面要关注何种实物期权理论适用，另一方面需要发展实物期权理论以便更有针对性地分析外资银行进入我国的具体情况。

本书共分为八章，第一章到第三章介绍基础理论；第四章在全资进入的假设下对期权博弈理论扩展；第五章、第六章根据第四章扩展模型的结

2 实物期权视角下外资银行进入时机研究

论具体分析我国外资银行进入人民币零售市场及农村金融市场的时机问题；第八章则在部分进入的假设下扩展实物期权理论，并分析我国战略投资者进入与退出的时机问题。

“外资银行进入”问题涉及的范围很广，既有机构的进入，又有业务的进入，它们都有自身的特点；实物期权理论需要进一步完善的地方也还有很多。本书作者虽已很努力，但对这些研究也只是窥豹一斑。所以恳请各位专家和读者批评指正，多提宝贵意见。

本书在写作过程中得到了我的导师以及山东大学经济学院、山东师范大学经济学院各位老师的指导、支持，还得到了中国社会科学出版社领导以及编辑的关心与帮助，在此一并表示感谢。

丁淑娟

2013年10月

目 录

第一章 导言	(1)
第一节 研究背景及选题意义	(1)
第二节 相关概念界定	(4)
第三节 研究对象及研究方法	(5)
第四节 研究思路及结构安排	(6)
第二章 文献综述	(8)
第一节 外资银行进入时机理论述评	(8)
第二节 进入动机、进入模式理论简评	(11)
第三节 实物期权理论述评	(14)
第四节 先动优势理论述评	(24)
第五节 本章小结	(26)
第三章 传统实物期权理论基础	(29)
第一节 实物期权概念	(29)
第二节 实物期权法则在投资决策方面的优势	(33)
第三节 传统实物期权定价介绍以及投资时机的影响因素	(42)
第四节 本章小结	(49)
第四章 期权博弈扩展模型	(50)
第一节 经典期权博弈模型	(50)
第二节 加入先动优势后,领先者与追随者同质的期权 博弈模型	(56)

2 实物期权视角下外资银行进入时机研究

第三节 加入先动优势后,领先者与追随者异质的期权 博弈模型	(62)
第四节 本章小结	(67)

第五章 实物期权理论应用于外资银行进入时机的

可行性与特殊性	(69)
第一节 实物期权理论应用于外资银行进入的可行性说明	(69)
第二节 外资银行收益的不确定性	(71)
第三节 外资银行进入的不可逆性	(73)
第四节 外资银行进入的可延迟性	(74)
第五节 实物期权理论对外资银行进入动机理论的挑战	(75)
第六节 本章小结	(78)

第六章 传统实物期权视角下我国外资银行进入

时机的实证分析	(80)
第一节 我国外资银行进入的历史沿革	(80)
第二节 进入动机的总特征为“客户追随” ——传统的实物期权理论适用	(85)
第三节 外资银行进入时机的生存模型检验	(88)
第四节 本章小结	(97)

第七章 期权博弈视角下我国外资银行进入时机的实证分析

及其监管意义	(99)
第一节 进入动机的“市场利用”特征日趋明显 ——期权博弈理论适用	(99)
第二节 我国银行业先动优势的实证检验	(101)
第三节 中资银行作为领先者、外资银行作为追随者的 期权博弈	(107)
第四节 外资银行不做追随者的期权博弈	(111)
第五节 对于监管者的意义	(118)
第六节 本章小结	(123)

第八章 考虑进入模式的实物期权模型及基于我国的实证分析	(126)
第一节 模型	(126)
第二节 结论	(128)
第三节 基于我国的实证分析	(133)
第四节 本章小结	(136)
第九章 结论与建议	(137)
第一节 主要结论	(137)
第二节 相关建议	(140)
附录及附表	(142)
参考文献	(179)

图表目录

图 3.1	不确定性对投资时机的影响	(46)
图 3.2	立即投资所获得的当期现金流对投资时机的影响	(47)
图 3.3	无风险利率对投资时机的影响	(47)
图 4.1	传统模型下领先者、追随者价值	(52)
图 4.2	领先者、追随者模型与垄断者模型比较	(53)
图 4.3	同质领先者、追随者价值的初步表述	(59)
图 4.4	同质领先者、追随者价值的进一步表述	(60)
图 4.5	同质领先者、追随者最终价值	(61)
图 4.6	异质领先者、追随者价值	(64)
图 6.1	1998—2012 年外资银行在华营业机构数	(83)
图 6.2	外资银行在华银行机构最多的七个国家	(90)
图 6.3	在华外资银行的地域来源	(91)
图 6.4	总体开普兰—梅尔存活曲线	(95)
图 6.5	亚洲、非亚洲国家银行进入的开普兰—梅尔存活曲线	(95)
图 7.1	中国及世界平均 GDP 增长率	(101)
图 7.2	市场冲击的二叉树模型	(119)
图 7.3	无先动优势期权博弈下的监管	(121)
图 7.4	异质企业期权博弈下的监管	(123)
图 8.1	不考虑先动优势、可逆程度、额外交易成本的进入模式 实物期权模型	(129)
图 8.2	考虑先动优势的进入模式实物期权模型	(130)
图 8.3	考虑额外交易成本的进入模式实物期权模型	(131)
图 8.4	考虑先动优势的进入模式实物期权模型	(132)

表 1—1	在华外资银行营业机构数与资产情况(1998—2012)	(1)
表 1—2	2008 年中东欧国家外资银行指标	(3)
表 3—1	实物期权与金融看涨期权类比	(31)
表 5—1	外资银行进入与看涨期权的类比	(70)
表 6—1	我国对外资银行开放的日程表	(81)
表 6—2	“进入动机”实证检验结果	(88)
表 6—3	在华设立营业性机构的外资银行数量	(90)
表 6—4	近年来股票市场年波动率	(92)
表 6—5	传统实物期权理论下各解释变量可能的影响方向	(93)
表 6—6	变量的描述性统计结果	(94)
表 6—7	生存状况的初步分析	(94)
表 6—8	生存模型的实证结果	(97)
表 7—1	平均存款	(102)
表 7—2	“相对进入次序”虚拟变量的取值	(103)
表 7—3	进入次序对银行表现影响的 OLS 回归	(104)
表 7—4	“绝对进入次序”虚拟变量取值	(106)
表 7—5	对先动优势的进一步检验	(106)
表 7—6	最早获准转制法人银行进入中国时间	(110)
表 7—7	截止到 2006 年年底网点最多的 5 家外资银行	(110)
表 7—8	汇丰银行进入中国农村金融市场概况	(113)
表 7—9	花旗进入中国农村金融市场情况	(114)
附表 1	进入动机实证检验原始数据	(144)
附表 2	进入动机实证检验计量过程	(145)
附表 3	先动优势实证检验原始数据	(146)
附表 4	外资银行进入时机生存模型原始数据附表	(176)

第一章 导言

第一节 研究背景及选题意义

金融全球化已经是不可逆转的潮流。作为金融全球化的一个重要组成部分,银行业国际化也是如火如荼地进行着,对世界经济产生了深远影响。

中国银行业的国际化也非常引人注目。随着2006年12月11日中国银行业对外资全面开放,越来越多的外资银行进入中国,其业务范围也逐渐扩展到几乎所有的金融领域,在中国金融业中占有越来越重要的地位。

截至2012年年末,在华外资银行资产总额2.38万亿元,同比增长10.66%,占全国金融机构资产总额的1.82%;各项贷款余额1.04万亿元,同比增长6.23%,占全部金融机构各项贷款余额的1.55%;各项存款余额1.43万亿元,占全部金融机构各项存款余额的1.52%,同比增长7.74%。历年来在华外资银行营业机构数与资产情况见表1—1。

表1—1 在华外资银行营业机构数与资产情况(1998—2012)

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
营业性机构数(家)	178	176	191	190	180	192	188	207
资产(万亿元)	0.342	0.318	0.344	0.450	0.392	0.488	0.582	0.716
占银行业金融机构总资产比(%)	3.2	2.8	1.71	2.3	2.89	1.50	1.84	1.91
年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
营业性机构数(家)	224	274	311	338	360	387	412	
资产(万亿元)	0.928	1.253	1.345	1.349	1.740	2.15	2.38	
占银行业金融机构总资产比(%)	2.11	2.38	2.16	1.71	1.85	1.93	1.82	

数据来源:根据各年《中国金融统计年鉴》、各年银监会年报整理。

2 实物期权视角下外资银行进入时机研究

从表 1—1 可以看出,无论是营业性机构数还是资产数量,都有较快的增长。不过,从占银行业金融机构总资产比来看,比重变化并不太大。尤其是在 2006 年金融业对外资全面开放,在 2007 年达到 2.38% 的较高值后,没有继续上升,反而开始下降,之后又有所上升,但是上升幅度不大。说明中资金融机构也在不断地发展中。尽管在市场份额中,外资银行所占比重并没有太大的增加,但是根据普华永道 2011 年《外资银行在中国》调查报告,外资银行还是普遍看好中国的市场,并愿意做长远的打算。在他们看来,即使未来中国的经济增长不如以前那么快,但是仍会快于本国市场;人民币的国际化也将会给它们带来很大的机遇;此外,根据华普永道《2050 年的银行业》,中国到 2023 年将赶超美国成为世界上最大的银行业市场。总的来讲,中国的银行业市场还是相当有吸引力的。

东道国金融市场对外资开放往往是把双刃剑,在为本国带来积极效应的同时,如果控制不好,很可能带来极大的风险。德米基孔特 (Demirgüç) 和德特拉贾凯 (Detragiache) 利用 1980 年到 1995 年间 53 个国家的数据发现,金融自由化程度越高,越有可能爆发银行危机乃至金融危机。从 2007 年下半年开始的美国次贷危机,蔓延全球,迅速形成全球性的金融危机。其中大家关注的一个焦点是中东欧国家成为此次全球金融危机的重灾区之一。原因之一是这些国家对外资银行过度依赖。从表 1—2 可以看出,外资银行在这些国家的银行体系中占有举足轻重的地位,甚至在斯洛伐克和爱沙尼亚这两个国家中,银行资产几乎全被外资占据。对外资银行的过度依赖极易引发危机。首先,外资银行往往能凭借其显赫的品牌及良好的服务将国内优质客户抢走,而国内金融机构只能铤而走险,致使国内金融机构所从事业务风险上升,这不利于金融体系的稳定。其次,外资银行的经营目标与国内经济利益往往不一致。当市场状况不好时,外资银行考虑到自己的盈利情况,会减少业务数量、缩小业务范围,甚至撤资,这对于一个过度依赖外资银行的金融体系而言,会是沉重的打击。

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
资产总额 (亿元)	151.4	178.2	183.2	207.7	212.1	211.9	222.0	222.0
资产占比 (%)	0.14	0.15	0.15	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16

表 1—2 2008 年中东欧国家外资银行指标

	捷克	爱沙尼亚	匈牙利	拉脱维亚	立陶宛	波兰	斯洛伐克	斯洛文尼亚
外资银行数目(家)	28	15	25	16	5	60	16	11
外资银行数目占银行总数的比重(%)	75.7	88.2	64.1	94.1	29.4	85.7	61.5	45.8
外资银行资产占商业银行资产的比重(%)	88.5	98.2	84.0	65.7	92.1	76.5	99.2	31.1

数据来源: CEE Banking Sector Report, June 2009。

综上所述, 外资银行对进入中国表现出了极大的兴趣, 同时, 我国也已经根据对 WTO 的承诺, 如期开放了金融领域, 但是我们也应知道, 外资银行的进入如果控制不好, 则可能给金融体系乃至整个经济体系带来沉重的打击, 因此, 有必要对外资银行进入中国进行全面的把握。但是目前的文献主要集中在外资银行进入的“who”、“why”、“how”、“where”等方面, 对“when”即“时机”的问题研究非常少。而“时机”同样也是很重要的问题。虽然以往“why”、“how”、“where”的研究多少会涉及一点“when”的问题, 但其研究是相当不充分的, 往往是一种隐含的、模糊的、似是而非的表达, 而且可能是错误的, 因此有必要寻找一个合适的方法专门来研究“when”的问题。本书就打算进行这样一个尝试。

二 选题意义

对外资的全面开放, 意味着更多的外资银行有机会进入, 但是有了机会就一定马上进入吗? 它会在何时选择进入? 这就涉及“进入时机”的问题。外资银行会综合考虑各方面的因素, 来决定是否以及何时进入中国。在一个充满不确定性的环境中, 无论是对于外资银行、本土银行, 还是对于一个准备接纳更多外资银行的中国管理层而言, 掌握合理的“投资时机”机理都是非常重要的。对于外资银行而言, 早进入可以早占领市场、早获得收益, 但是如果盲目进入, 当未来市场状况不好时, 可能会面临很大的回收成本; 如果晚进入, 市场状况可能变得明朗, 但是也极有可能被别的银行占了先机。所以, 到底何时进入, 需要一个合理的决策依据。掌握合理的进入时机对于本土银行也很重要, 对外资银行何时进入有个大致的了解, 就可以提前做出部署。对于监管层来讲, 掌握外资银行进入时机

4 实物期权视角下外资银行进入时机研究

的影响因素,就可以对这些影响因素施加力量,加速或者减缓外资银行的进入。所以,研究“外资银行进入时机”具有重要的现实意义。

本选题除了具有一定的现实意义外,理论意义也很明显。首先,丰富了外资银行进入时机的研究。理论界对于外资银行进入的“who”、“why”、“where”、“how”等研究较多,但是对“when”问题研究的相对较少,本书可丰富此类研究。其次,丰富了实物期权(real options)理论。巴克利(Buckley)和卡森(Casson, 1998),鲁格曼(Rugman)和李(Li, 2005)呼吁理论界要用实物期权的方法,来分析不确定环境下的FDI问题。外资银行进入作为FDI的一个组成部分,本书响应号召,将实物期权方法引入到外资银行进入时机研究中,并以此分析中国的外资银行进入情况。本书在迪克西特(Dixit)和平迪克(Pindyck, 1994)传统的期权博弈模型的基础上,引入了先动优势,并区分了领先者与追随者同质与异质的情况;本书还以一个新的视角看待外资银行进入模式问题,在实物期权的框架下,选择不同的进入模式,同样会影响到进入时机,从而扩展了实物期权理论。最后,本书丰富了产业组织理论。外资银行的进入时机是企业投资时机的一个特例。事实上,在本书的写作过程中,也是首先从企业的投资时机开始的。对企业进入时机的研究可丰富产业组织理论。企业选择进入时机是企业的一种行为,属于产业组织理论的企业行为范畴。进入的时机会受到将要进入的市场结构的影响,同时潜在进入者数量的多少、竞争情况也会影响到进入的时机。在不同时机进入市场,对企业的利润以至于社会的福利都会有所影响,进而可能再影响到市场的结构。而进入时机在企业行为的研究中是较少涉及的,本书也可以丰富此类研究。

第二节 相关概念界定

一 外资银行进入

外资银行的进入包括机构进入与业务进入。机构进入是指外资银行在东道国建立各类独资机构(包括代表处、分行、子行等)、合资机构,或者以参股的方式进入。外资银行的进入总是与具体的业务分不开的,所以外资银行的进入还可以细化为各类具体业务的进入。

本书从两个视角研究进入的行为,包括全资进入与部分进入。书中第八章考虑了部分进入,其他章节则主要是在全资进入的假设下研究。

二 实物期权

实物期权指的是未来收益存在不确定性,并能赋予持有者选择权利的实物投资机会。对这种投资机会的价值可以用金融上的期权定价方法对其定价。实物期权方法就是将期权的思想应用到实物投资时机决策中的方法。实物期权包括延迟期权、成长期权、改变经营规模的期权、放弃期权、暂停期权、回收残值期权、转换期权、序列投资期权、时间累积型期权、复合期权、学习型期权等。本书的研究主要涉及延迟期权和成长期权。

三 先动优势

先动优势(first-mover advantage)是指在博弈中第一个采取行动的局中人所拥有的优势。主要包括两部分:使后人者延迟进入从而为先入者所带来的垄断利润,本书将该部分优势称为第一类先动优势(有国内文献将其称为垄断优势);即使后人者已经进入,也能使先入者获得一定的租金(rent)或者说好处,将此部分优势称为第二类先动优势(有国内文献将其称为竞争优势)。如果不做特殊说明,本书中“先动优势”指的是“第二类先动优势”,或者说“竞争优势”。

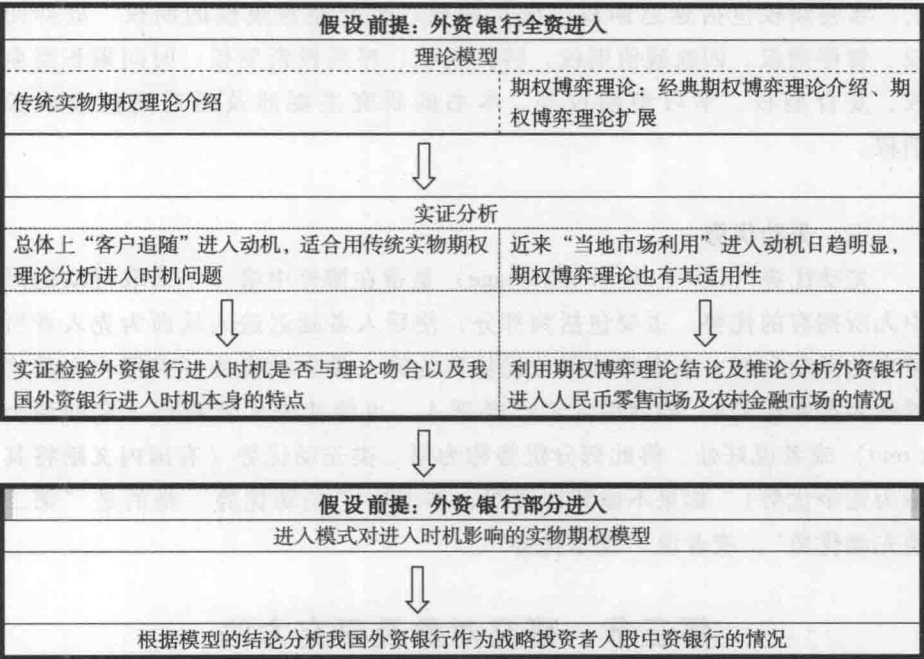
第三节 研究对象及研究方法

本书的研究对象为外资银行进入时机问题。外资银行是企业,同时是特殊的企业。本书首先研究的是实物期权视角下企业投资决策的时机问题,进而将得出的结论运用到外资银行的投资时机的决策当中去。

本书主要采用理论分析和实证检验两种研究方法。理论分析主要对“经典期权博弈模型”进行扩展,并构造“进入模式对进入时机影响实物期权模型”,根据模型的结论分析哪些因素影响进入时机,以及具体是怎样影响的。实证检验分析主要体现在,利用逐步回归法检验我国外资银行进入的动机;利用生存模型检验我国外资银行进入时机的影响因素是否与模型所得出的结论相符合;利用最小二乘法实证检验我国银行业是否存在先动优势。并将模型得出的结论具体运用到我国外资银行进入时机的实际分析中。

第四节 研究思路及结构安排

本书研究的是实物期权视角下外资银行进入时机的问题，为了实现这一目标，研究的思路如下：



本书分为九章对此进行了阐述。具体安排如下：

第一章 导论。主要包括：本书选题的背景及意义，研究对象及方法，研究思路及结构安排。

第二章 文献综述。本章涉及外资银行进入的相关理论、实物期权理论、先动优势理论。

第三章 传统实物期权理论基础。简单介绍实物期权的概念、种类，传统实物期权的定价方法及投资时机的影响因素。

第四章 期权博弈扩展模型。首先对迪克西特和平迪克（1994）模型的结论进一步延伸；然后引入先动优势，并在领先者与追随者同质与异质的假设下重新构建模型。

第五章 实物期权理论应用于外资银行进入时机研究的可行性与特殊性。外资银行的进入时机可以利用实物期权理论分析,但同时外资银行的进入时机又具有一定的特殊性。

第六章 传统实物期权视角下我国外资银行进入时机的实证分析。首先对我国外资银行进入动机进行总体上的判断,并通过逐步回归法进行实证检验,结论是:总的来看,外资银行进入动机的特征为“客户追随”。据此推断,传统的实物期权理论从总体上适合我国外资银行进入时机研究。通过生存模型验证,我国外资银行进入时机符合传统实物期权理论的结论,并且体现出自身的特点。

第七章 期权博弈视角下我国外资银行进入时机的实证分析及对监管政策的意义。虽然总体上来看,我国外资银行进入动机的特征是“客户追随”,但是却逐渐显现出“市场利用”的特征。“市场利用”特征表明,在分析某些外资银行进入时机时,期权博弈理论更为适用。期权博弈理论必然涉及先动优势,所以本部分先对中国银行业的先动优势进行实证检验。根据先动优势、不确定性、当期现金流等影响因素分析了人民币零售市场、农村金融市场上中资银行与外资银行的期权博弈,并提出相关建议。

第八章 外资银行进入模式的实物期权模型及基于我国的实证分析。构建“进入模式对进入时机影响的期权博弈模型”,并据此分析我国外资银行入股中资银行的现实问题。

第九章 结论与建议。对全文进行总结并提出相关建议。