



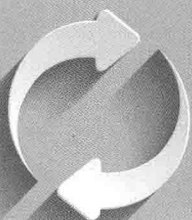
银行系基金持股的 经济后果研究

YINHANGXI JIJIN CHIGUDE JINGJIHOUGUO YANJIU

丁鑫◎著



经济科学出版社
Economic Science Press



银行系基金持股的 经济后果研究

YINHANGXI JIJIN CHIGUDE JINGJIHOUGUO YANJIU

丁 鑫 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

银行系基金持股的经济后果研究 / 丁鑫著.
—北京: 经济科学出版社, 2013. 8
(金融文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 3250 - 2

I. ①银… II. ①丁… III. ①上市公司 - 融资 -
企业管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 072781 号

责任编辑: 段 钢
责任校对: 刘 昕
版式设计: 齐 杰
责任印制: 邱 天

银行系基金持股的经济后果研究

丁 鑫 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

三河华玉装订厂装订

710 × 1000 16 开 11 印张 200000 字

2014 年 2 月第 1 版 2014 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3250 - 2 定价: 39.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

我国自 2000 年提出“超常规发展机构投资者”的战略以来，我国的机构投资者得到快速发展。但与此同时，随着国内基金业国际化进程的加快，外资商业银行和资产管理公司等境外机构投资者以各种方式进入我国资本市场，对国内机构投资者的发展产生了巨大冲击。而我国由于实行分业经营的金融制度，商业银行主要以基金托管和代销的方式参与基金管理业务。因此，基于国际金融混业经营背景和境外机构投资者对国内机构投资者产生的巨大冲击，2005 年 2 月 20 日，中国人民银行、银监会和证监会联合制定并颁布实施《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》，鼓励商业银行采取直接发起或股权受让等股权多元化方式设立基金管理公司，自此，银行系基金正式问世。银行系基金背靠银行大股东，在我国资本市场中迅速扩容，被誉为基金行业的“超级航母”，成为国内资本市场中举足轻重的机构投资者。因此，银行系基金这类新型的机构投资者带来的经济后果值得深入研究。

现阶段，银行贷款是我国上市公司负债融资的主要来源，因此，银行依然是我国上市公司主要的债权人。然而，在我国当前的公司治理机制中债权人治理机制缺失。银行系基金持股后，银行作为债权人与公司之间信息不对称以及代理成本随之减少，银行系基金持股是否会影响银行的贷款决策，从而影响上市公司的银行贷款呢？然而鲜有文献研究在当前的制度背景下，银行系基金持股引起公司代理成本的变化对上市公司银行贷款的影响。而融资能力决定公司资本支出项目

是否能够筹集到足够的资金，同时基于股东与债权人之间利益冲突导致我国上市公司投资不足的问题屡见不鲜，从而限制上市公司的资本支出水平。为保护债权人银行的利益，我国上市公司的银行系基金股东是否能够积极参与公司治理，减少由于股东与债权人之间利益冲突引起的投资不足问题从而优化上市公司的资本支出决策呢？融资决策和资本支出决策作为公司重要的财务决策，关系着公司的发展与价值。基于股东与债权人之间利益冲突的角度，银行系基金持股通过降低公司的代理成本，影响公司财务决策，是否有助于改善公司的业绩？对于上述问题，现有文献尚未涉及。

本书以银行系基金持股为研究对象，基于股东与债权人利益冲突的视角，按照银行系基金持股→贷款融资→资本支出→公司业绩的传导路径，采用规范研究与实证研究相结合的方法，论证银行系基金持股产生的经济后果。本书先通过规范研究厘清银行系基金持股与公司银行贷款、资本支出和公司业绩之间的内在逻辑关系，提出预期研究的理论假设，再采用实证研究方法为理论假设提供经验证据支持。具体而言，本书选取以 2005~2010 年中国深、沪两市非金融 A 股上市公司为研究样本，首先检验了银行系基金持股与上市公司银行贷款之间的关系；其次，基于股东与债权人利益冲突导致投资不足问题以及融资能力对资本支出决策的重要性，本书进一步研究银行系基金持股对上市公司资本支出总体水平的影响以及对资本支出—内部现金流敏感度的影响；最后，基于财务决策和公司治理对公司业绩的影响，本书检验银行系基金持股与公司业绩之间的关系，来进一步研究银行系基金持股产生的经济后果。

经过理论分析与实证检验，本书得出以下主要结论：

第一，银行系基金持股影响银行的贷款决策行为，增加上市公司银行贷款的规模和期限。本书通过实证检验银行系基金持股与上市公司银行贷款规模、贷款期限之间的关系，发现银行系基金持股公司的贷款规模和贷款期限均高于非银行系基金持股公司，而且银行系基金持股比例越高，上市公司获得的银行贷款规模越大，贷款期限越长。

第二, 银行系基金持股影响上市公司的资本支出决策, 降低公司的融资约束, 提高公司的资本支出水平。实证检验结果表明银行系基金持股缓解了股东与债权人之间的利益冲突, 减少由于股东与债权人利益冲突引发的投资不足问题, 从而提高公司资本支出水平。而且随着债权人(银行)与股东之间信息不对称程度和代理成本的降低, 公司的贷款融资能力的增强, 公司的外部融资约束也随之降低, 从而优化公司的资本支出决策。

第三, 银行系基金持股降低公司的代理成本, 提高公司治理水平, 从而有助于提升上市公司的业绩。银行系基金持股提供了银行间接参与公司治理的机制, 在一定程度上弥补我国上市公司债权人治理机制的缺失。银行系基金持股减少银行作为债权人与股东之间利益冲突引发的债务代理成本, 降低信息不对称程度, 优化公司的财务决策, 提高公司治理水平, 从而改善公司业绩。

本书的特色与创新之处主要体现在研究对象、研究路径和研究视角三个方面:

首先, 本书以银行系基金持股这一新问题为研究对象, 增添了公司贷款融资和资本支出决策研究的新视角。

银行系基金作为我国资本市场上新兴的机构投资者, 其独特的背景使其成为学术研究中的新颖问题。基于我国的制度背景, 由于我国债券市场发展滞后, 银行贷款是我国上市公司负债融资的主要来源, 因此, 银行依然是我国上市公司主要的债权人; 另一方面, 以商业银行为控股股东的银行系基金机构投资者迅速发展, 银行系基金成为资本市场中一类特殊且重要的机构投资者, 因此, 本书将其与其他机构投资者区分开单独进行研究, 并且提供银行系基金持股有助于公司贷款融资, 优化资本支出决策的经验证据。

其次, 本书创建了影响公司业绩研究的新的传导路径: 银行系基金持股→贷款融资→资本支出→公司业绩。

已有文献对机构投资者与公司业绩关系的研究, 多是从机构投资者影响公司业绩的中间环节如高管薪酬和盈余管理等角度分析机构投

资者参与公司治理的效果，而本书分析银行系基金持股对银行作为债权人与股东之间代理成本和信息不对称程度的影响，从贷款融资和资本支出的视角进行理论探索。银行系基金持股提供银行间接参与公司治理的机制，减少债务代理成本，影响银行的贷款决策行为，因而提高上市公司的贷款融资能力。融资能力决定了资本支出项目是否能筹集到足够的资金，从而银行系基金持股提高公司的资本支出水平，降低公司的融资约束，优化公司的财务决策，提高公司治理水平，进而改善公司业绩。因此，本书的研究增添了影响公司业绩研究的新路径。

最后，本书基于股东与债权人利益冲突的独特视角展开研究。

根据委托代理理论，现代公司制度中存在三类利益冲突：股东和管理者之间的利益冲突、股东和债权人间的利益冲突以及大股东与小股东之间的利益冲突。国内学术界从股东与管理者、大股东与小股东之间利益冲突角度，在公司治理领域进行广泛研究，而从股东和债权人之间利益冲突视角，并结合机构投资者进行的研究相对较少。然而在我国上市公司中债权人治理机制缺失，债权人利益无法有效保障，从而使股东与债权人之间的冲突日趋凸显，因此，本书从股东与债权人利益冲突引发代理成本的角度，进行实证检验，增添了在我国制度背景下，股东与债权人利益冲突变化对贷款融资、资本支出和公司业绩影响的经验证据。

作 者

2014 年 1 月

目 录

第1章 导论	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究意义与目标	5
1.2.1 研究意义	5
1.2.2 研究目标	7
1.3 研究问题的界定	7
1.4 研究方法	10
1.5 研究框架	10
第2章 理论基础	13
2.1 资本结构理论与负债融资	13
2.1.1 权衡理论与负债融资	13
2.1.2 代理成本理论与负债融资	15
2.1.3 信息不对称理论与负债融资	16
2.2 投资理论与投资决策	19
2.2.1 新古典投资理论与投资决策	19
2.2.2 代理成本理论与投资决策	20
2.2.3 信息不对称理论与投资决策	23
2.3 公司治理与融投资决策	25
2.3.1 股权集中度与融投资决策	26

2.3.2	机构投资者持股与投资决策	28
2.4	机构投资者与公司业绩	29
2.5	文献评价	31
第3章	制度背景	34
3.1	我国的资本市场	34
3.2	我国上市公司的融资模式与债权人治理机制	37
3.2.1	我国上市公司的融资模式	37
3.2.2	我国上市公司的债权人治理机制	40
3.3	证券投资基金发展的制度变迁	41
3.3.1	探索阶段(1985~1997年)	42
3.3.2	规范发展阶段(1998~2004年)	42
3.3.3	快速发展——银行系基金崛起 阶段(2005年至今)	44
3.4	银行系基金发展现状	45
3.4.1	工银瑞信基金管理有限公司	45
3.4.2	交银施罗德基金管理公司	46
3.4.3	建信基金管理公司	47
3.4.4	浦银安盛基金管理公司	48
3.4.5	农银汇理基金管理公司	49
3.4.6	民生加银基金管理公司	50
3.4.7	招商基金管理公司	51
3.4.8	中银基金管理有限公司	52
3.5	本章小结	53
第4章	银行系基金持股与融资决策	55
4.1	理论分析与研究假设	55

4.2	研究设计	57
4.2.1	变量定义	57
4.2.2	模型设计	59
4.2.3	数据来源与样本选取	61
4.3	描述性统计	64
4.3.1	银行贷款	67
4.3.2	银行系基金持股	68
4.3.3	公司特征	68
4.4	单变量分析	70
4.4.1	银行贷款规模	70
4.4.2	银行贷款期限	73
4.5	多元回归分析	75
4.5.1	银行系基金持股与银行贷款规模	75
4.5.2	银行系基金持股与银行贷款期限	77
4.6	稳健性检验	80
4.6.1	群调整	80
4.6.2	银行贷款增长率替代变量的多元回归	82
4.6.3	长期贷款比例替代变量的多元回归	84
4.7	本章小结	85
 第5章 银行系基金持股与投资决策		87
5.1	理论分析与研究假设	87
5.2	研究设计	90
5.2.1	变量定义	90
5.2.2	模型设计	92
5.2.3	数据来源与样本选取	94
5.3	描述性统计	97
5.4	单变量分析	102

5.4.1	均值差异与中位数差异检验	103
5.4.2	相关性分析	106
5.5	多元回归分析	108
5.6	稳健性检验	111
5.6.1	群调整	111
5.6.2	资本支出替代变量的多元回归	113
5.7	本章小结	114
第6章	银行系基金持股与公司价值	116
6.1	理论分析与研究假设	116
6.2	研究设计	118
6.2.1	变量定义	118
6.2.2	模型设计	119
6.2.3	数据来源与样本选取	120
6.3	描述性统计	123
6.3.1	公司价值	125
6.3.2	银行系基金持股	126
6.3.3	公司特征	126
6.4	单变量分析	127
6.4.1	均值差异与中位数差异检验	127
6.4.2	相关性分析	129
6.5	多元回归分析	131
6.6	稳健性检验	134
6.7	本章小结	135
第7章	结论	137
7.1	研究结论	137

7.2 结论的启示与政策含义	139
7.3 研究特色与创新	142
7.4 研究局限与未来研究建议	143
英文人名对照表	145
参考文献	148

第1章 导 论

1.1 选题背景

我国自2000年提出“超常规发展机构投资者”的战略以来，我国机构投资者得到快速发展。我国机构投资者包括证券投资基金、全国社保基金、企业年金、证券公司、保险公司和合格境外机构投资者（QFII）等类型。证券投资基金是我国目前主要的机构投资者类型。

国内最早的证券投资基金是1991年中国人民银行武汉分行成立的“武汉证券投资基金”，自此，证券投资基金在国内开始发展起来。1997年《证券投资基金管理暂行办法》的颁布以及2004年《中华人民共和国证券投资基金法》的正式实施，促使我国证券投资基金行业进入规范化的发展阶段。随着我国经济发展和国内基金业国际化进程的加快，外资商业银行和资产管理公司等境外机构投资者以各种方式进入我国资本市场。由于我国实行分业经营的金融制度，商业银行主要以基金托管和代销的方式参与基金管理业务。基于国际金融混业经营背景和境外机构投资者对国内机构投资者产生的巨大冲击，2005年2月20日，由中国人民银行、银监会和证监会联合制定并公布实施了《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》，鼓励商业银行直接发起或股权受让的方式设立基金管理公司，商业银行正式涉足基金业务。商业银行设立基金管理公司作为我国重要的金融创新举措，从资本市场角度讲，有助于打通商业银行与资本市场之间的融通

渠道,引导储蓄资金流向资本市场,进一步增强资本市场中机构投资者的力量,提高市场的深度与广度,促进我国资本市场的长期稳定发展。对于商业银行而言,银行系基金作为其金融创新产品,促进其多元化经营,从而减轻银行的系统风险并提高其国际竞争力。对于基金业而言,有利于提高国内整个基金行业的竞争力,推动基金行业的健康发展。

2005年4月6日经国务院批准,中国工商银行、中国建设银行和交通银行为首批直接投资设立基金管理公司的试点银行,从此揭开了我国银行系基金发展的序幕。自此,银行系基金公司与非银行系基金公司并重发展。此后银行系基金公司发展到8家,此规模一直延续至今。银行系基金自2005年6月问世之日起,至2005年12月31日持股总量达到56623.1398万股,持股总市值达到了391843.5221万元,并成为上市公司的十大股东之一。在此后的5年间,银行系基金的持股总量和持股总市值快速增长,截至2010年12月31日,银行系基金持股总量和总市值分别高达656706.7675万股和12602286.21万元。银行系基金背靠银行大股东,其发展速度刷新了之前所有记录,被誉为基金行业的“超级航母”,成为国内资本市场中举足轻重的机构投资者。

我国发展机构投资者的一个重要目标就是要其发挥完善公司治理的功效。2002年证监会发布的《上市公司治理准则》中明确规定,机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督等方面发挥作用。银行系基金的异军突起,成为金融业关注的热点。越来越多的银行系基金运用其资金优势,持有上市公司较高比例的股权,进入公司前十大股东的行列。因此,银行系基金股东对我国上市公司的发展至关重要,其参与公司治理的效应值得深入研究。

现阶段,我国正处于经济转型时期,尽管近20年来我国股票市场市场发展很快,市场规模逐步扩大,但我国债券市场发展滞后,银行贷款仍然是我国上市公司负债融资的主要来源。据统计,截至2010年12月31日,我国非金融A股上市公司的有息债务结构中,银行贷款

的比例仍然高达 86.71%，应付债券的比例仅为 13.29%。可见，银行贷款在我国上市公司的债务融资中占据绝对地位，银行仍然是我国上市公司主要的债权人。然而，在我国当前的公司治理机制中，债权人治理机制缺失，债权人的权益无法得到有效保障。由于《商业银行法》明确禁止商业银行向非金融机构投资，作为公司主要债权人的银行几乎无法参与公司治理，难以对公司的股东和管理者形成有效的外部监督与约束机制，减少债务的代理成本。因此，银行作为我国上市公司最主要的债权人无法参与公司治理。在银行贷款占据我国上市公司债务融资绝对优势的背景下，当以银行为大股东的银行系基金成为上市公司的股东时，银行作为债权人与公司之间信息不对称以及代理成本随之减少，是否会影响银行的贷款决策行为，进而对上市公司的贷款融资产生影响呢？

融资能力对上市公司的资本支出决策至关重要，公司的资本支出项目是否能筹集到足够的资金，取决于公司的融资能力。在我国上市公司的投资决策中，基于股东与债权人之间利益冲突导致的投资不足的现象屡见不鲜，从而限制了我国上市公司的资本支出水平。国内众多研究表明，由于信息不对称和代理成本因素引起股东与债权人的利益冲突导致我国上市公司投资不足，如张功富和宋献中（2009）以及童盼和陆正飞（2005）等。为保护债权人——银行的利益，我国上市公司的银行系基金股东是否能够积极参与公司治理，对公司股东和管理层实施有效监督，缓解股东与债权人之间利益冲突，减少由于事前的信息不对称、事后的信息不对称及代理成本引起的投资不足的问题，进而影响到上市公司的资本支出决策呢？融资决策和资本支出决策作为上市公司重要的财务决策，决定着公司的发展与价值，基于股东与债权人之间利益冲突的角度，银行系基金持股通过降低公司代理成本，影响上市公司财务决策是否有助于改善上市公司的业绩呢？

上述分析，总体上可以归纳为银行系基金持股→贷款融资→资本支出→公司业绩的传导机制，具体而言包含如下三个问题：银行系基金持股对上市公司银行贷款的影响；银行系基金持股对上市公司资本

支出的影响；银行系基金持股对上市公司业绩的影响。已有文献鲜有涉及在当前的制度背景下，银行系基金持股引起公司代理成本的变化对上市公司贷款融资的影响。国外学者根据机构投资者之间的差异，对机构投资者是否能够积极参与公司治理进行了大量的理论与实证研究。Pound（1988）提出的三种不同的假设：有效监督假设、利益冲突假设和战略联盟假设来分析、解释机构投资者参与公司治理的动机与效果。Coffee（1991）以及 Black（1992）也认为不同的机构投资者在激励机制和利益冲突等方面存在的差异影响其在公司治理中发挥的作用。国内学术界对于机构投资者是否参与公司治理的研究结论不尽一致。在众多文献不区分机构投资者类型，从机构投资者整体展开研究。少数文献研究了证券投资基金持股与公司业绩关系，但是研究结论并不一致。在该类研究中，部分研究认为证券投资基金持股发挥积极治理效应，能够提高公司业绩（娄伟，2002；肖星和王琨，2005；袁蓉丽等，2010）；另有部分研究发现证券投资基金持股并不能提升公司业绩（王连伟和李志华，2005）。可见，仅就证券投资基金这一类机构投资者参与公司治理效应的研究结论也不相同。此外，西方学者还针对不同类型的机构投资者对资本支出决策的影响进行较为广泛的探讨（Baysinger et al.，1991；Ferreira et al.，2008），相比较而言，国内对机构投资者持股对公司资本支出水平影响的研究较少，而且已有研究主要是从机构投资者整体持股对大股东制衡作用的视角，未区分机构投资者类型研究机构投资者整体持股与资本支出决策的关系（范海峰等，2009；张婉君，2010）。

基于我国的制度背景，银行系基金机构投资者成为一类特殊的证券投资基金。银行系基金持股对上市公司的股东与债权人之间的利益冲突导致的代理成本和信息不对称程度必然产生一定的影响，值得深入研究，然而鲜有文献对银行系基金这一类特殊的机构投资者展开研究，有待于实证研究的支持。由此，本书以银行系基金持股为研究对象，首先考察其对上市公司贷款融资的影响，进而探讨其对上市公司资本支出决策的影响，最后研究其对上市公司业绩的影响。

1.2 研究意义与目标

1.2.1 研究意义

本书以“银行系基金持股与上市公司财务决策、公司业绩”为选题，研究我国银行系基金持股机构投资者对上市公司银行贷款、资本支出和公司业绩的影响。具体来说，本书的选题具有理论与实践两方面的意义。

(1) 理论意义。

首先，在我国“新兴加转轨”独特资本市场环境下，一方面，以商业银行为控股股东的银行系基金机构投资者迅速扩容；另一方面，由于我国债券市场发展滞后，银行贷款仍然是我国上市公司负债融资的主要来源，银行仍是我国上市公司主要的债权人。因此，在这种背景下，本书研究银行系基金持股对上市公司银行贷款的影响具有重要的理论研究价值。

已有研究多是从公司特征角度研究其对公司贷款融资的影响，而从委托代理和信息不对称角度进行的研究较少。本书依据代理成本和信息不对称理论分析银行系基金持股对公司贷款融资的影响，拓展银行贷款融资影响因素的研究视野，增加了机构投资者影响债务融资的经验支持。

其次，本书以银行系基金持股为研究对象，增添了银行系基金机构投资者对上市公司资本支出影响的经验证据，丰富了资本支出研究的内容。

在机构投资者持股与资本支出决策关系的研究中，西方学者针对不同类型的机构投资者对资本支出水平的影响进行了广泛的探讨 (Baysinger et al., 1991; Gedajlovi et al., 2003; Ferreira et al., 2008)，相比较而言，国内学者对机构投资者持股对公司资本支出水平影响的研