

利率市场化进程中的银企互动

——上市公司购买银行理财产品的视角

褚 剑， 胡诗阳

[摘要] 银企关系在信贷资源配置中发挥着重要作用,然而现有研究大多仅着眼于单方面的企业对银行贷款的需要,而忽视了银企双向互动关系中银行对企业存款的诉求。本文基于中国利率市场化的制度背景,首次从上市公司购买银行理财产品的独特视角考察银企关系对银行获取企业(类)存款资金的影响。研究发现,相较于非关系银行,上市公司向关系银行购买的理财金额更高,而理财收益率更低。在做了一系列内生性和稳健性检验后,上述结果依然成立。基于银企相对地位的横截面检验表明,银企关系与理财收益率的负向关系程度在银行类型分别为大型国有商业银行、全国性股份制商业银行、地方性商业银行时依次递减,在企业持股银行情况分别为未持股银行、持股非关系银行、持股关系银行时依次递减,而在企业产权性质为民营企业时比国有企业时更强。进一步研究发现,基于银企关系签订的委托理财契约有利于企业维系与关系银行的信贷关系,持续地获取信贷资源的支持。最后,结合实体经济金融化的研究表明,企业向关系银行购买理财产品短期性地挤占了实体投资,而随着银企关系的深入,信贷资源的保障自然地化解了投资不足问题。本文的研究揭示了银企间双向互动的动态过程,为理解实体经济“脱实向虚”现象提供了崭新的视角,对于决策部门深化改革、促进生产要素市场化配置也具有重要启示。

[关键词] 银企关系; 银企互动; 理财产品; 利率市场化; 金融化

[中图分类号]JF832 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2020)06-0155-19

一、引言

鉴于金融对经济增长的重要性(Levine,1997)以及银行信贷在其中起到的主导性作用(Allen et al.,2005),信贷资源配置问题一直是国内外经济、金融学界热议的经典话题。Stiglitz and Weiss(1981)指出,诸如信息不对称等市场摩擦是导致信贷配给的重要原因;在此基础上,Diamond(1984)等理论文献强调了银行具有生产关于借款人相关信息、从而克服上述摩擦并以此进行信贷决策的能力。随之,构建长期稳定的银行与企业之间借贷关系正是银行与企业互通信息、降低信息不对称,进而实现信贷资源优化配置的重要机制(Petersen and Rajan,1994;何韧等,2012)。尤其对正处于经济发展

[收稿日期] 2020-02-17

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“利率市场化,监管套利与资源配置——银行理财产品发行及购买的影响因素和经济后果研究”(批准号 71802029);国家自然科学基金青年项目“证券监管处罚对未违规高管的间接威慑效应:基于高管社会关系网络视角的研究”(批准号 71902085)。

[作者简介] 褚剑,南京大学商学院助理教授,管理学博士;胡诗阳,重庆大学经济与工商管理学院讲师,管理学博士。通讯作者:胡诗阳,电子邮箱:hushiyang@cqu.edu.cn。感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

转型时期的中国而言, 银企关系成为法律、金融等正式制度不完善时的替代性融资和治理途径(Allen et al., 2005; 曹敏等, 2003)。

早期的大量研究主要关注银企关系对企业获取银行贷款、缓解融资约束的重要作用(Petersen and Rajan, 1994; La Porta et al., 2003; Allen et al., 2005)。这些文献大多侧重从贷款方面讨论银企关系, 主要考察企业单向地向银行获取贷款的情况。实际上, 银企关系具有更为全面而丰富的内涵, 是银行和企业之间长期商业往来形成的双向关系,^① 只有两者在业务上互惠互利, 这样的银企关系才会是稳定而持久的(Fehr and Gächter, 2000; 邓超等, 2010; 张一林和樊纲治, 2016)。存款业务是商业银行开展贷款等其他业务的基础, 特别是在中国金融管制以及贷款利率和存款利率市场化程度不一致的背景下, 存款对银行经营发展尤为重要(刘明康等, 2018), 银行间对存款的竞争十分激烈(郭晔和赵静, 2017; 刘莉亚等, 2017)。因此, 存款和类存款金融产品是企业维护银企关系的重要筹码, 在银企互动中发挥着重要作用。然而, 目前鲜有研究从存款角度探究银企关系及其互动。本文的研究即由此展开。

另外, 即使从贷款方面探讨银企关系, 国内外相关研究也并未得到一致结论, 既有支持银企关系缓解信息不对称、增进银企双方长期合作而降低贷款利率的结果(Berger and Udell, 1995; Bharath et al., 2011; 曹敏等, 2003; 邓超等, 2010), 也有认为银企关系赋予银行信息垄断带来的租金最终反而提高贷款利率的发现(Sharpe, 1990; Schenone, 2010; 尹志超等, 2015)。值得注意的是, 国外关于银行信贷的研究多是基于利率完全市场化的背景, 而中国金融市场发展尚不完备, 信贷市场受到明显的利率管制(卢峰和姚洋, 2004; 于泽等, 2015), 当下如火如荼推进的利率市场化改革正是推进金融市场化、优化金融资源配置的重要举措(易纲, 2009)。^② 由此基于迥异的制度环境, 上述结论并不能直接类推到中国; 而且利用中国信贷利率数据开展的研究也大多忽视了中国信贷市场利率管制的制度环境, 这使得现有相关研究存在较大的改进空间。这些也都促使本文转而从存款角度进一步考察银企关系对企业的影响。

2005年前后, 包括利率管制在内的金融严监管加大了中国商业银行的经营压力, 催生了商业银行发行理财产品以吸收资金并规避监管的现象(Acharya et al., 2016; 项后军和闫玉, 2017; 胡诗阳等, 2019b), 银行理财产品的发行规模远超同期证券基金和债券(罗荣华等, 2013), 甚至引起了监管层的密切关注。^③ 对于上市公司而言, 《上市公司证券发行管理办法》规定, 除金融类企业外, 上市公司募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资, 不得直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。因此, 早期中国上市公司利用募集资金购买银行理财产品受到监管层的严格限制。但是, 随着经济下行压力加大和企业经营环境恶化, 2012年中国证券监督管理委员会(简称证监会)发布《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》, 为上市公司利用募集资金购买银行理财产品松开了一道口子。该文件表示, 为提高募集资金使用效率, 适当放宽资金用途, 上市公司可以使用闲置募集资金购买安全性高、流动性好的保本型投资产品, 如固定收益国债、银行理财产品, 上市公司需要详细披露购买的投资产品的金额、期限、收益等情况。随后, 上市公司豪掷千金购买银行理财产品的数量和

① 本文主要关注企业与银行之间正式的商业借贷关系, 这也是国内外研究关注的重点。

② 尽管当前中国已放开对存贷款利率的限制, 但是利率“双轨制”、存贷款基准利率仍然存在, 利率市场化改革仍在深入推进。详见易纲行长2018年4月11日在博鳌亚洲论坛的讲话。

③ 原中国银行业监督管理委员会(简称银监会)2011年9月30日发布《关于进一步加强商业银行理财业务风险管理有关问题的通知》, 要求商业银行规范理财业务, 严禁通过发行理财产品变相高息揽储、进行监管套利。

金额迅猛增长,截至2017年底,超过1/2的上市公司购买了银行理财产品,当年累计发生额更是一举超越2万亿元(如图1所示),引起学术界和社会公众的瞩目和热议。这一政策和现象为本文研究中国利率市场化进程中的银企关系问题提供了绝好的机会,原因如下:①独特的银行理财产品数据使本文有机会首次从(类)存款的角度探究银企关系,考察银企间双向互动的动态过程^①;②这不仅能够避免利率管制背景下考察银企关系与贷款利率间关系时结论不可靠的缺憾,而且能够通过考察银企关系对银行理财产品契约条款的影响量化银企关系的定价问题;③鉴于理财产品属于企业金融化的表现形式之一,还能够丰富对当前中国实体经济“脱实向虚”现象的成因后果的理论探讨。

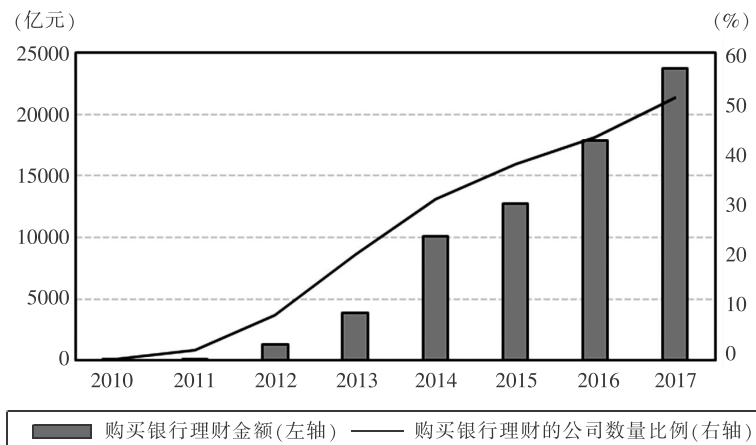


图1 上市公司购买银行理财产品趋势

资料来源:根据上市公司公告以及CSMAR、Wind等数据库整理计算。

由此,本文利用2010—2017年A股非金融类上市公司购买银行理财产品数据考察银企关系对企业购买银行理财产品的影响。研究发现,上市公司向关系银行购买的理财产品金额更高、理财收益率更低,并且银企关系与理财收益率的负相关关系主要体现在银行相对于企业的议价能力更强时。进一步地,企业向关系银行购买理财产品在短期会挤占其实体投资,但从长期看有利于其维系与关系银行的信贷关系,从而缓解投资不足问题。

本文的创新和贡献主要体现在以下几方面:①关于银企关系与信贷资源配置的研究由来已久,但是现有文献大多将场景假定在企业获得贷款前,较少考虑获得贷款之后企业将如何与银行进行商业往来。虽然少量研究考察了银企关系对银行获取企业更多贷款业务(Bharath et al.,2007)、承接公司股票和债券承销业务(Yasuda,2005;Ljungqvist et al.,2006)等的影响,但是这些研究对于理解银企关系仍然缺乏普遍性和代表性,难以体现长期商业合作过程中银行的诉求。本文基于中国利率市场化的制度背景进行分析,认为存款是企业维护银企关系、实现银企互动的关键,并从企业购买银行理财产品角度提供了直接的经验证据。②本文利用中国上市公司监管政策变化提供的研究机会,从银行理财产品契约条款角度较为干净地刻画银企关系的定价,在较大程度上克服了金融管制带来的对贷款利率的观察失效问题(沈永建等,2018),并且借助2013年银行贷款利率下限放开

① 业界也确实关注到了这一现象,发现诸如华谊兄弟、浙数文化等上市公司在购买银行理财产品时优先选择之前给其授信的招商银行、中国工商银行和中信银行。有业内人士对此现象的解释称:“上市公司与合作银行相互支持业务较为正常,银行在需要业绩的时候上市公司去拉一把,上市公司需要贷款的时候,在范围之内,银行也乐意审批”。

的准自然实验,考察分析利率市场化进程中银企关系定价的动态过程,从侧面丰富了利率市场化的后果研究(刘莉亚等,2017;陈胜蓝和马慧,2018;刘明康等,2018)。^③银行理财主要是作为一项规避金融监管的影子银行业务被学者们所关注(Acharya et al.,2016;Hachem and Song,2016;项后军和闫玉,2017;胡诗阳等,2019b),上述研究也都是基于商业银行的视角,而本文则从企业的角度考察上市公司购买银行理财产品的前因后果,并且与上述研究主要关注的非保本理财产品不同,本文主要涉及的是银行发行的保本理财产品,从研究视角和研究内容上与已有文献形成有效互补。^④在防范化解重大金融风险的当下,实体经济“脱实向虚”现象获得了前所未有的关注,现有文献对其成因的探讨主要分为如下三种观点:一是储备流动性、防范财务困境的“蓄水池”理论(胡奕明等,2017),二是代替实体投资、追求利益最大化的“投资替代”理论(张成思和张步昙,2016),三是信贷歧视下将从银行获取的资金转贷给其他企业的“实体中介”理论(于泽等,2015)。不同于上述观点,本文的研究进一步从银企关系角度解释了上市公司疯狂购买银行理财产品的现象,并且发现基于维护银企关系、获取信贷资源动机的实体企业金融化只是短期性地挤占实体投资,这从成因、后果方面都加深了对实体经济金融化的理解。

二、制度背景、理论分析与研究假说

1. 制度背景

自1993年党的十四届三中全会提出利率市场化改革的基本思路以来,中国利率市场化改革经历了漫长的历史过程,其间的发展和演变对中国金融市场、社会资源配置乃至经济发展都产生了不可忽视的深远影响(易纲,2009)。中国利率市场化改革遵循“先贷款、后存款”的整体思路。在市场经济发展初期,政府出于减轻企业财务负担的考虑,对贷款利率进行上限管制。然而,贷款利率管制使得银行不能根据风险对客户贷款进行差异化定价,最终导致信贷歧视、中小企业融资困难和货币政策传导不畅(刘明康等,2018)。因此,2004年前后中国开始逐步放开贷款利率上限管制,逐步扩大贷款利率浮动空间,并于2013年7月取消贷款利率0.7倍的下限,由金融机构自主确定贷款利率水平。从形式上看,银行贷款利率已全面放开,然而就操作层面而言,贷款利率至今仍受到国家宏观经济政策影响,并且受到中国人民银行(简称央行)和银监会(现已重组为中国银行保险监督管理委员会)的窗口指导(Hachem and Song,2016;于泽等,2015;沈永建等,2018)。由此,在利率市场化进程中,贷款利率的未充分市场化导致银行贷款利率受到限制或干预,促使银行转而通过其他方式对企业贷款进行市场化定价。

相较于贷款利率,存款利率的市场化改革更为审慎(易纲,2009),采用双轨制的制度设计,首先放开银行间拆借市场利率,其次鼓励存款替代性产品创新,再加上银行本身因面临存款准备金、存贷比管制而具有吸收资金同时规避监管的强烈动机,^①从而自2005年前后如大额存单和银行理财产品等存款替代产品不断涌现,并得到迅速发展(项后军和闫玉,2017)。时至今日,虽然央行已于2015年全面放开商业银行存款利率上限,但是银行存款利率仍然较为固定,并且普遍低于银行保本理财产品利率。现有文献指出,目前中国的银行理财产品利率与银行间拆借市场利率高度相关,更能反映出市场利率水平(Acharya et al.,2016;项后军和闫玉,2017)。由此,存款利率的市场化改革加之严格的金融监管加剧了银行间对于存款以及理财产品等存款替代性产品的竞争(郭晔和赵静,2017;刘莉亚等,2017),而且正如刘明康等(2018)所指出的,利率市场化改革的非

^① 尽管2015年修订的《商业银行法》取消商业银行75%的存贷比限制,但是在宏观审慎政策的指导下,商业银行仍然受到央行的严格监管(Acharya et al.,2016)。

同步性加深了存款市场和贷款市场的割裂,因而不可忽视存款因素在贷款定价乃至贷款分配中的作用。

事实上,中国特殊制度背景下银行对存款的异常重视已经对银企关系和信贷资源配置产生了深刻影响。例如,沈永建等(2018)指出,银行在向企业授信过程中会留存部分贷款作为存款。2012年银监会专门下发《关于整治银行业金融机构不规范经营的通知》,整治银行以贷转存、存贷挂钩、借贷搭售等问题,进一步说明了银行在分配信贷资源过程中会兼顾吸收存款的现实需求。然而,以往文献大多仅从贷款方面讨论银企关系,认为银企关系主要是企业单向获取银行贷款。实际上,银企关系是银行和企业之间长期商业往来形成的双向关系,企业需要银行提供贷款资金进行生产经营,银行也需要争取企业生产经营、股权债券融资等所得资金作为存款以满足金融监管要求和实现业务扩张。因此,存款和类存款金融产品是企业维护银企关系的重要筹码,在银企互动中发挥着重要作用。

由于企业一般不会公开存款明细数据,研究者无法得知其存款银行、存款契约条款等详细情况,因此,以往的国内外研究都无法从存款的角度探讨银企关系。现有研究普遍认为,理财产品是中国存款利率双轨制下出现的一种存款替代性产品,具有接近市场化的利率(Acharya et al.,2016),并已成为银行吸收存款的普遍方式之一(郭晔和赵静,2017)。不同于普通存款,根据2012年证监会发布的《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》,上市公司使用闲置募集资金购买安全性高、流动性好的保本型投资产品需要详细披露购买的投资产品的金额、期限、收益等情况。这为本文从(类)存款的角度观察银企互动提供了现实可行的条件。

2. 理论分析与研究假说

银行与企业之间的信息不对称所引发的逆向选择和道德风险问题不仅会导致企业融资难、融资贵,而且也会加剧银行面临的信贷风险,最终造成信贷配给(Stiglitz and Weiss,1981)。对此,现有文献指出,银行与企业间长期商业互动形成的银企关系有助于银行通过事前识别和事后监督机制获取企业的专有信息,降低银行与企业之间的信息不对称,从而缓解信贷风险,也有利于企业获得更多的贷款资金,争取更优渥的贷款条件,缓解融资约束问题(Petersen and Rajan,1994;Berger and Udell,1995;曹敏等,2003)。更为重要的是,银行与企业间形成的关系型银行业务并非仅仅是贷款业务,还涉及存款、现金管理、支票结算等其他一系列金融服务(Boot,2000)。关系银行获取的企业专有信息能够在未来两者的长期商业互动中被重复使用,这不仅可以帮助关系银行开拓多样化的金融服务,创造新的业务增长点,而且可以降低关系银行在为企业提供未来贷款业务以及存款等其他金融服务时的成本,形成关系银行的成本优势(Petersen and Rajan,1994;Greenbaum and Thakor,1995;Bharath et al.,2007;邓超等,2010)。例如,Bharath et al.(2007)研究发现,相较于非关系银行,关系银行获得企业后续贷款业务的概率要高出39%。这一比例在中国情景下甚至达到了50%(邓超等,2010)。除了贷款业务,现有研究也发现,银行向企业提供贷款之后更有可能获得企业的股票和债券承销业务,增加银行的非利息收入(Yasuda,2005;Ljungqvist et al.,2006),并且银行向企业收取的承销费用往往更低(Drucker and Puri,2005;Burch et al.,2005),这表明银企间互惠互利的长期商业合作关系逐渐形成。不过,上述研究对于理解中国的银企关系仍然缺乏普遍性和代表性,长期商业合作过程中银行的关键诉求在于存款。

存款业务是商业银行开展贷款等其他业务的基础,由于中国存款准备金、存贷比等金融监管指标都与存款相关,再加上利率市场化改革导致银行存款竞争加剧(郭晔和赵静,2017),存款以及理财产品等存款替代性产品对银行经营发展显得尤为重要,是银行能够进一步发放贷款的基础。因

此, 银行迫切希望贷款企业未来能够提供存款或者购买理财产品, 以满足银行扩大未来贷款额度的现实需求。加之, 在贷款利率受到限制或干预的背景下, 银行可能会将存款或购买理财产品作为提供贷款的隐性条件, 以实现对企业贷款的市场化定价。例如, 沈永建等(2018)就发现银行会要求企业留存贷款作为存款, 帮助银行满足金融监管要求。对于企业而言, 考虑到银企关系是多次重复博弈的长期商业关系(Fehr and Gächter, 2000), 贷款企业出于维系与授信银行的长期合作关系以便能够持续地获取信贷资金支持, 也有强烈的动机迎合银行对存款、理财资金的诉求。因此, 如果企业本来就有使用闲置资金投资理财产品的打算, 则其至少在同等条件下会优先考虑向之前给予授信的关系银行购买更多的理财产品。据此, 本文提出:

假说 1: 相较于非关系银行, 企业向关系银行购买的理财产品金额更大。

进一步地, Rajan(1992)指出, 在银企互动中, 关系银行获取的企业专有信息会影响授信银行与贷款企业间的相对议价能力, 从而改变企业剩余在银企间的分配。在银企关系中, 如果银行相对于企业的地位更为强势, 那么即使其提供的理财产品投资回报率相比非关系银行的要低, 企业出于维护银企关系以保障未来贷款持续获批的考虑仍会购买关系银行的理财产品, 具体地, 此时企业选择购买关系银行低于市场利率的理财产品所失去的机会成本, 相当于前期贷款的隐性成本与未来贷款获取的潜在成本之和, 在贷款管制利率较低但贷款资源被相对垄断的情况下, 这是大多数企业愿意并且能够接受的。相反, 如果企业相对于银行的地位更为强势, 加之银行本身具有获取企业存款资金的强烈需求, 那么企业向关系银行购买的理财产品投资回报率相比非关系银行可能没有差异甚至会更高。由此可见, 银企关系与理财产品收益率之间的关系受到银行与企业间相对议价能力的影响。

早期中国资本市场发展尚不成熟, 企业直接融资手段较为有限, 其外部融资主要依赖银行贷款, 银企关系对于企业获取信贷资源具有十分重要的影响(Allen et al., 2005; 何韧等, 2012)。在此背景下, 整体而言, 银行相对于企业具有较强的议价能力(尹志超等, 2015)。近年来, 随着资本市场改革的推进以及利率市场化改革的深化, 企业股票、债券等融资渠道得以拓宽, 银行业市场化竞争加剧, 由此银企间相对地位正逐步趋向对等(刘莉亚等, 2017; 陈胜蓝和马慧, 2018)。因此, 如果平均意义上银行相对于企业仍然具有一定的议价能力, 企业出于维护银企关系的考虑自然会选择购买关系银行收益率较低的理财产品。据此, 本文提出:

假说 2: 相较于非关系银行, 企业向关系银行购买的理财产品收益率更低。

而具体到不同特征的银行或企业情景中, 银企间相对议价能力会存在异质性。本文分别从商业银行的不同类型、企业与银行之间的股权关系、企业的产权性质三个维度考察在不同的银行与企业相对地位情形下银企关系对企业购买的银行理财收益率的影响。

中国特殊的制度背景下商业银行分为大型国有商业银行、全国性股份制商业银行和地方性商业银行, 不同类型的银行在资产规模、客户基数、资源约束、运营模式等方面存在较大差距(刘莉亚等, 2014)。其中, 大型国有商业银行由国家(财政部、中央汇金公司)直接管控, 属于副部级中央金融企业, 在全国范围具有完善的业务网络、丰富且稳定的存贷款资源(Hachem and Song, 2016), 相比其他商业银行具有较大优势(Acharya et al., 2016; 邓超等, 2010)。全国性股份制商业银行股权结构更为多元, 也在全国范围内开展业务, 虽然在资产规模、客户基数、政策优惠等方面不及大型国有商业银行, 但其以强有力的业务创新能力与独特的经营理念独树一帜(刘莉亚等, 2014), 相比地方性商业银行具有较强的竞争力。而城市商业银行、农村商业银行等地方性商业银行发展时间较晚, 规

模也较小,并且受到跨区域经营的限制,^①只在本省或少数几个省份设有分支机构。因此,中国商业银行的不同类型能够多方位地代表银行规模大小、业务覆盖范围宽窄、政治经济地位以及竞争力高低等。如果银行本身的地位越高、竞争力越强,则其可掌控的存贷款资源越多,在银企关系中可能会表现得更为强势、议价能力更高,此时企业购买的理财产品收益率会更低。因此,从银行角度,大型国有商业银行的议价能力大于全国性股份制商业银行,全国性股份制商业银行的议价能力大于地方性商业银行,所以相应地,银企关系与企业购买的理财产品收益率的负向关系程度依次递减。据此,本文提出:

假说 3:当银行分别为大型国有商业银行、全国性股份制商业银行、地方性商业银行时,银企关系与企业购买的理财产品收益率的负向关系程度依次递减。

除了企业与银行之间正式的商业借贷关系,企业与银行之间相互持股也是研究中关注较多的银企关系之一(La Porta et al.,2003)。由于中国《商业银行法》禁止银行持有非金融企业的股份,^②因而在中国这种情况主要是指企业持有银行股份。现有文献认为,企业持有银行股份可以改善银企关系中企业相对弱势的地位,缓解融资约束和信贷歧视问题,甚至获得优于市场条件的贷款(Brandt and Li,2003;La Porta et al.,2003;Lu et al.,2012)。因此,企业持股银行有利于缓解上文提到的银企关系对企业购买的理财产品收益率的负向影响。进一步地,如果企业持股的是存在借贷关系的银行,那么相较于持股非关系银行的企业,其可以通过持股更为直接和有针对性地提高自己的议价能力,其持股银行对银企关系与企业购买理财产品收益率的负向关系的缓解作用应该更显著。因此,从企业与银行的股权关系角度,持股银行的企业议价能力大于未持股银行的企业,而持股关系银行的企业议价能力又大于持股非关系银行的企业,所以对于未持股银行、持股非关系银行以及持股关系银行的企业,银企关系与企业购买的理财产品收益率的负向关系程度依次递减。据此,本文提出:

假说 4:当企业分别是未持股银行、持股非关系银行、持股关系银行时,银企关系与企业购买的理财产品收益率的负向关系程度依次递减。

企业的产权性质在研究中国银企关系和信贷资源配置中是非常重要的因素,现有研究表明,国有企业相比民营企业对于银行更有谈判能力,更容易从银行获取信贷资源(Brandt and Li,2003;林毅夫等,2004;卢峰和姚洋,2004;方军雄,2007)。具体原因在于:①当前中国的银行体系仍然由国有银行占主导,国有银行意识上偏好向国有企业发放贷款,并且国有企业能够给这些银行带来政治收益;②由于国有企业承担着较多的政治和社会目标,政府通过干预银行向国有企业提供更多的信贷资金支持,而且由于政府给国有企业提供了隐性担保,降低了银行面临的信用风险,因而银行也更愿意向国有企业提供贷款;③国有企业经营历史比较长,银行可以更容易地获得国有企业的内部信息,基于信息交换的风险评价成本更低,降低了银行面临的信息风险,因而银行也更愿意向国有企业提供贷款。因此,从企业角度,国有企业相较于民营企业对银行的议价能力更高,其基于银企关系购买的理财产品收益率相对更高。据此,本文提出:

假说 5:给定企业向关系银行购买的理财产品收益率更低的情况下,国有企业比民营企业购买的理财产品收益率更高。

① 直到 2009 年银监会颁布《中小商业银行分支机构市场准入政策的调整意见(试行)》,城市商业银行才被允许跨省设立分支机构,并且仍然需要报银监会批准。

② 《商业银行法》第 43 条规定:“商业银行不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”。

三、研究设计

1. 研究模型与变量定义

本文采用如下回归模型来实证检验银企关系对银行理财产品契约条款的影响:

$$WMP = \beta_0 + \beta_1 \times Relation + \sum \beta_i \times Controls + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon \quad (1)$$

分别从上市公司购买的银行理财产品的金额、收益率来考察银行理财产品契约 WMP , 包括: 理财金额 $Principal$, 为理财产品购买金额的自然对数; 理财收益率 $Interest$, 为理财实际(年化)收益率。解释变量为银企关系 $Relation$, 若企业委托理财的银行为过去 3 年间其借贷的银行取 1, 否则取 0。根据上文的理论分析, 本文预期, 当 $Principal$ 为因变量时, $Relation$ 的系数显著为正; 当 $Interest$ 为因变量时, $Relation$ 的系数显著为负。

控制变量包括公司规模、财务杠杆率、盈利能力、自由现金流、短期偿债能力、成长性、产权性质、股权结构、独董比例等公司财务和公司治理特征, 发行理财产品的银行特征, 理财期限、预期收益率、风险类型等理财产品特征以及地区制度环境特征。变量的详细定义见表 1。另外, 模型中还控制了行业和年度哑变量。

表 1 变量定义

变量名称	变量符号	具体定义
理财金额	<i>Principal</i>	理财产品购买金额(万元)的自然对数
理财期限	<i>Term</i>	理财委托期(天)的自然对数
理财收益率	<i>Interest</i>	理财实际(年化)收益率(%)
理财预期收益率	<i>Expinterest</i>	理财预期(年化)收益率(%)
理财保本浮动收益型	<i>Float_G</i>	理财为保本浮动收益型取 1, 否则取 0
理财非保本浮动收益型	<i>Float_NG</i>	理财为非保本浮动收益型取 1, 否则取 0
银企关系	<i>Relation</i>	企业委托理财的银行为过去 3 年间其借贷的银行取 1, 否则取 0
公司规模	<i>Size</i>	总资产(元)的自然对数
财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债与总资产之比
总资产收益率	<i>ROA</i>	净利润与总资产之比
自由现金流	<i>FCF</i>	经营现金净流量与资本性支出的差额与总资产之比
速动比率	<i>Quick</i>	流动资产与存货的差额与流动负债之比
主营业务增长率	<i>Growth</i>	主营业务收入的本年值与上年值的差额与上年值之比
产权性质	<i>SOE</i>	实际控制人为政府取 1, 否则取 0
第一大股东持股比例	<i>Largest</i>	第一大股东持股数与总流通股数之比
管理层持股比例	<i>Manshare</i>	管理层持股数与总流通股数之比
独董比例	<i>Indep</i>	独立董事人数与董事会人数之比
国有四大银行	<i>Big4</i>	企业委托理财的银行为国有四大行取 1, 否则取 0
制度环境	<i>Market</i>	所在地区市场化指数

2. 数据来源、样本选择与描述性统计

本文的研究样本为上市公司购买银行理财产品的契约条款数据, 该数据是根据上市公司公告以及 CSMAR、Wind 等相关数据库手工整理获得, 最终得到 2010—2017 年公司—年度—银行维度

的相应观测记录。^① 公司财务数据、公司治理数据来自 CSMAR 数据库,市场化指数根据王小鲁等(2017)扩展所得。经过剔除金融类公司、B股公司、变量缺失样本等步骤后得到最终的样本量为9234个。为控制极端值的影响,本文对所有连续变量按照1%的标准进行缩尾处理。为控制潜在的截面相关问题,本文在所有回归中对标准误进行公司维度的聚类调整。

根据表2列示的描述性统计结果,上市公司在一家银行购买理财产品的平均金额为12259万元(合计购买银行理财产品的平均金额为97940万元),平均委托期为66.49天,平均实际收益率为3.76%,略低于预期收益率,59.53%的理财产品为保本固定收益类型,35.19%为保本浮动收益类型,5.28%为非保本浮动收益类型,可见银行理财产品的安全性较高、流动性较好;有18.74%的委托理财的上市公司过去3年曾向该银行贷过款。根据 Pearson 相关系数表,Relation 与 Principal 显著正相关,与 Interest 显著负相关,初步表明企业向关系银行购买的理财产品金额更高、收益率更低。^②

表 2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
Principal	9234	9.4142	1.4600	5.7038	8.5172	9.4266	10.4487	12.7068
Term	9234	4.1970	0.7992	1.8718	3.6593	4.2603	4.6713	5.8999
Interest	9234	3.7591	1.0549	0.7000	3.0150	3.7667	4.5000	6.1500
Expinterest	9234	3.7799	1.0383	0.8400	3.0400	3.7947	4.5100	6.1500
Float_G	9234	0.3519	0.4776	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Float_NG	9234	0.0528	0.2237	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Relation	9234	0.1874	0.3902	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Size	9234	22.1880	1.0913	20.0398	21.4509	22.1012	22.7935	25.5132
Lev	9234	0.3554	0.1846	0.0511	0.2091	0.3298	0.4865	0.8220
ROA	9234	0.0508	0.0471	-0.1034	0.0225	0.0446	0.0743	0.1927
FCF	9234	0.0056	0.0731	-0.2154	-0.0351	0.0080	0.0513	0.1822
Quick	9234	2.5134	2.7726	0.2796	1.0560	1.6430	2.7602	17.5908
Growth	9234	0.1944	0.3947	-0.4626	0.0008	0.1224	0.2829	2.3697
SOE	9234	0.2908	0.4541	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Largest	9234	0.3476	0.1495	0.0909	0.2263	0.3273	0.4501	0.7498
Manshare	9234	0.1614	0.2076	0.0000	0.0001	0.0285	0.3169	0.6885
Indep	9234	0.3751	0.0521	0.3333	0.3333	0.3333	0.4286	0.5714
Big4	9234	0.2872	0.4525	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
Market	9234	8.4945	1.4279	3.4900	7.4600	9.1700	9.6300	9.7800

四、基本实证结果与分析

1. 主检验

表3列示了银企关系与银行理财契约的回归结果。其中,(1)列为银企关系对理财金额的影响,可以发现,Relation 的系数显著为正,表明上市公司向关系银行购买的理财金额比向非关系银行购

① 2012年之前有少数上市公司利用自有资金购买银行理财产品。从完整性考虑,样本始自数据可得的2010年。

② 主要变量的相关系数可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

表 3 银企关系与银行理财契约

变量	(1) <i>Principal</i>	(2) <i>Interest</i>	(3) <i>Principal</i>	(4) <i>Interest</i>
<i>Relation</i>	0.1685*** (3.6216)	-0.1176*** (-3.6018)	0.1692*** (3.6326)	-0.1161*** (-3.5463)
<i>Size</i>	0.5557*** (16.0333)	-0.0433** (-1.9918)	0.5282*** (12.1654)	-0.0952*** (-3.0046)
<i>Lev</i>	-1.0331*** (-4.5959)	-0.2855** (-2.3663)	-0.7449 (-1.6263)	0.2615 (1.0340)
<i>ROA</i>	0.3155 (0.5611)	1.2869*** (3.9556)	0.1080 (0.1654)	0.8920** (2.4557)
<i>FCF</i>	-0.1765 (-0.5972)	0.1118 (0.5991)	-0.1802 (-0.6082)	0.1046 (0.5612)
<i>Quick</i>	0.0243 (1.5512)	0.0016 (0.2710)	0.0242 (1.5412)	0.0015 (0.2444)
<i>Growth</i>	-0.1058** (-2.3370)	0.0058 (0.1839)	-0.0960** (-2.0433)	0.0243 (0.7322)
<i>SOE</i>	0.0201 (0.3320)	0.1776*** (4.1326)	0.0385 (0.5670)	0.2125*** (4.4121)
<i>Largest</i>	0.6461*** (4.0582)	0.1873* (1.8380)	0.6067*** (3.4610)	0.1123 (1.0190)
<i>Manshare</i>	0.0346 (0.2744)	-0.0763 (-0.7372)	0.0199 (0.1583)	-0.1039 (-0.9987)
<i>Indep</i>	0.2638 (0.7058)	-0.1148 (-0.4305)	0.3100 (0.8146)	-0.0271 (-0.1013)
<i>Big4</i>	-0.1107*** (-2.6692)	-0.3212*** (-13.5249)	-0.1105*** (-2.6663)	-0.3205*** (-13.5225)
<i>Market</i>	-0.0153 (-0.8798)	0.0007 (0.0593)	-0.0222 (-1.1413)	-0.0124 (-0.9797)
<i>Principal</i>		0.0203** (2.5131)		0.0200** (2.4742)
<i>Term</i>	0.0468* (1.6925)	0.2058*** (9.9710)	0.0460* (1.6668)	0.2040*** (9.8846)
<i>Expinterest</i>	0.0670*** (2.9685)		0.0664*** (2.9373)	
<i>Float_G</i>	0.0494 (1.2802)	-0.0104 (-0.4118)	0.0486 (1.2584)	-0.0118 (-0.4680)
<i>Float_NG</i>	-0.0779 (-0.8335)	0.1732*** (2.7226)	-0.0744 (-0.7940)	0.1797*** (2.8328)
<i>IMR</i>			-0.1467 (-0.7362)	-0.2784** (-2.2658)
<i>Industry & Year</i>	是	是	是	是
调整的 R ²	0.1454	0.3870	0.1455	0.3878
样本数	9234	9234	9234	9234

注: 括号中的 t 值已进行异方差稳健调整并根据公司个体进行了聚类调整; *, ** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平; 表中省略了常数项的结果。以下各表同。

买的理财金额要高,假说1成立;(2)列为银企关系对理财收益率的影响,可以发现,*Relation*的系数显著为负,表明上市公司向关系银行购买的理财实际收益率比向非关系银行购买的要低,假说2成立。根据上市公司每年购买银行理财产品的平均金额和期限初步计算,银企关系导致上市公司购买的银行理财实际收益至少每年相对减少了约21.27万元。

另外,可以发现,公司规模越大,其购买的理财金额越高,而收益率越低;^①财务杠杆越高,其购买的理财金额越低,收益率越低;盈利能力与其购买的理财收益率正相关;成长性越好,其购买的理财金额越低;国有企业购买的理财收益率更高;第一大股东持股比例越高,其购买的理财金额和收益率越高;国有“四大行”提供的理财金额和收益率更低;同时,理财金额、期限和收益率之间相互正相关,非保本理财的收益率高于保本理财。

上市公司是否购买银行理财产品可能存在自选择问题,本文采用Heckman两步法来缓解这一问题。首先基于单独的公司—年度样本,以上市公司是否购买银行理财产品作为因变量,以公司上市年龄作为外生识别变量,^②以模型(1)中公司特征变量作为控制变量,通过Logistic回归得到逆米尔斯比率*IMR*,接着将其放入模型(1)的回归中,回归结果如表3的(3)列和(4)列所示。可以发现,当理财收益率为因变量时*IMR*的系数显著为负,表明存在一定的自选择问题,而在控制了自选择问题后,假说1和假说2依然成立。

2. 内生性和稳健性检验

银行与企业之间的信贷业务联系和理财业务联系可能本身是内生的。上文采用信贷业务联系在前、理财业务联系在后的研究设计,以及基于新增理财产品契约条款数据进行研究能够在较大程度上缓解内生性问题。为保证上述发现的因果关系更为可信,本文进行如下检验:①利率市场化改革(尤其是贷款利率下限放开)会逐渐提高企业(尤其是资信状况良好的企业)在银企关系中的议价能力,这些企业通过与相关银行维持信贷关系以获取信贷资金的意愿降低(陈胜蓝和马慧,2018)。由此,本文利用2013年7月银行贷款利率下限放开作为准自然实验,考察信用风险较低的企业在这一利率市场化改革后对银企关系的依赖是否减弱,相应地,其购买的银行理财产品契约条款是否发生逆向变化。具体地,本文利用*Z*指数反向衡量公司的信用风险*ZScore*,并且定义利率市场化改革事件*Post*,2013年以后取1,否则取0。回归结果如表4所示。本文发现,在银行贷款利率下限放开后,信用风险较低的公司对银企关系的依赖减弱,并且相应地,其购买银行理财产品的金额明显减少。②基于中国利率管制的背景,银行在与企业建立信贷关系过程中具有较大的自主权,银企关系与银行理财契约的关系背后可能受到银行某些潜在的不可观测因素的影响,所以本文进一步在模型(1)中加入银行固定效应。回归结果如表5所示,在控制银行固定效应后,本文的主要结论依然成立。这也有效排除了银行本身理财产品投资风险低对银企关系与理财收益率负相关的替代解释。③本文还进行了如下稳健性检验,发现主要结论依然成立:考虑到模型(1)的两个回归方程之间存在关联,本文采用似不相关回归方法进行系统估计;用理财金额占企业当年购买的总的理财金额的比重衡量*Principal*、用理财实际(年化)收益率与同期限的全国银行间同业拆借市场(年化)利率的差额衡量*Interest*;用信贷金额占企业总资产的比重衡量*Relation*;用当年及过去2年的信贷关系衡

① 考虑到公司规模与融资约束之间往往存在着非线性关系,本文也进一步发现公司规模与理财收益率之间存在着显著的非线性关系。而即使控制公司规模的非线性影响,*Relation*依然与理财收益率显著负相关。

② 企业通过IPO能够募集大量资金,因此其在上市初期具有更多的资金用于投资银行理财。Heckman第一步的回归结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。检验结果发现,企业的上市年龄与是否购买银行理财产品显著负相关(-0.24,对应*p*值为0.00),符合预期。

量 *Relation*; 用过去 5 年的信贷关系衡量 *Relation*; 用 2012 年以后样本; 删除非保本理财样本; ① 删除城商行样本; 逐步增加控制理财期限的二次项和三次项。④银监会 2011 年发布《关于进一步加强对商业银行理财业务风险管理有关问题的通知》明确规定:“不得通过发行短期和超短期、高收益的理财产品变相高息揽储, 在月末、季末变相调节存贷比等监管指标, 进行监管套利”“应重点加强对期限在一个月以内的理财产品的信息披露和合规管理, 杜绝不符合监管规定的产品”。由此可见, 银行通过发行短期理财产品以突击实现月末、季末的监管考核, 而随着监管层对期限在 1 个月以内的理财产品的监管加强, 银行可能会重点发行在 1 个月以上的理财产品。由此, 本文区分不同的理财期限, 考察银企关系对上市公司购买银行理财金额和收益率的影响, 发现银企关系与理财金额的正向关系、与理财收益率的负向关系主要体现在期限 1 个月至 1 年的理财产品中。②

表 4 利率市场化改革、银企关系与银行理财契约

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Relation</i>	<i>Principal</i>	<i>Interest</i>
<i>ZScore</i> × <i>Post</i>	-0.0381** (-2.5164)	-0.0218*** (-3.1894)	0.0016 (0.4391)
<i>ZScore</i>	0.0401** (2.3328)	0.0174*** (2.7526)	0.0003 (0.0718)
<i>Post</i>	2.6088*** (2.8528)	0.9536 (0.9056)	-1.0563 (-1.5400)
<i>Controls & IMR</i>	是	是	是
<i>Industry & Year</i>	是	是	是
调整的 R ²	0.0579	0.1459	0.3865
样本数	9210	9210	9210

注: 表中省略了控制变量、逆米尔斯比率以及常数项的结果。以下各表同。

表 5 银企关系与银行理财契约——进一步控制银行固定效应

变量	(1)	(2)
	<i>Principal</i>	<i>Interest</i>
<i>Relation</i>	0.1520*** (3.2543)	-0.0855*** (-2.6611)
<i>Controls & IMR</i>	是	是
<i>Industry & Year</i>	是	是
<i>Bank</i>	是	是
调整的 R ²	0.1759	0.4190
样本数	9234	9234

① 在企业购买银行理财产品的情境中, 理财产品基本属于保本类型(本文中是 94.72%), 银行违约兑付概率极低, 此时企业面临的信息不对称问题并不严重, 因而关系企业基于银企关系形成的信息优势并非是企业向关系银行购买更多理财产品的重要机制, 也无法解释为何企业向关系银行购买的理财收益率更低。相反, 关系银行基于银企关系形成的信息优势以及衍生出的对于企业的议价能力能够很好地解释这两点。

② 未报告的稳健性检验结果详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)附件。

3. 横截面检验

根据上文的理论分析,本文考察以下三方面:①银行类型对银企关系与企业购买理财产品收益率间关系的影响。根据现有文献对商业银行的通常划分方法(刘莉亚等,2014),本文分别定义大型国有商业银行变量 *BigSOE*、全国性股份制商业银行变量 *Joint* 以及地区性商业银行变量 *Local*,如果银行属于该类别取 1,否则取 0。回归结果如表 6 中 Panel A 所示,本文发现,当银行为大型国有商业银行或者全国性股份制商业银行时,银企关系与企业购买理财产品收益率显著负相关,并且这种负向关系在银行为大型国有商业银行时更强烈;而当银行为地区性商业银行时,银企关系与企业购买理财产品收益率的关系不显著。假说 3 成立。②企业持股银行对银企关系与企业购买理财产品收益率间关系的影响。根据企业是否持股银行,本文定义未持股银行变量 *NoOwn*,如果企业未持股银行取 1,否则取 0。对于企业持股银行,根据企业持股的银行是否为存在借贷关系的银行,本文分别定义持股非关系银行变量 *UnConOwn* 和持股关系银行变量 *ConOwn*,如果企业持股的银行属于该类别取 1,否则取 0。回归结果如表 6 中 Panel B 所示,本文发现,当企业未持股银行或者持股非关系银行时,银企关系与企业购买理财产品收益率显著负相关,并且这种负向关系在企业未持股银行时更强烈;而当企业持股关系银行时,银企关系与企业购买理财产品收益率的关系不显著。假说 4 成立。③企业产权性质对银企关系与企业购买理财产品收益率间关系的影响。根据企业的产权性质,本文定义民营企业变量 *NoSOE*,如果企业的实际控制人不是政府取 1,否则取 0;国有企业变量 *SOE*,如果企业的实际控制人为政府取 1,否则取 0。回归结果如表 6 中 Panel C 所示,本文发现,当企业为民营企业时,银企关系与企业购买理财产品收益率显著负相关;而当企业为国有企业时,银企关系与企业购买理财产品收益率的关系不显著。假说 5 成立。

表 6 银企关系与银行理财契约——横截面检验

Panel A: 银行类型的影响		Panel B: 企业持股银行的影响		Panel C: 企业产权性质的影响	
变量	(1)	变量	(1)	变量	(1)
	<i>Interest</i>		<i>Interest</i>		<i>Interest</i>
<i>Relation×BigSOE</i>	-0.2496*** (-6.5362)	<i>Relation×NoOwn</i>	-0.1212*** (-3.1935)	<i>Relation×NoSOE</i>	-0.1746*** (-4.5245)
<i>Relation×Joint</i>	-0.0895** (-1.9801)	<i>Relation×UnConOwn</i>	-0.0981* (-1.7428)	<i>Relation×SOE</i>	0.0144 (0.2162)
<i>Relation×Local</i>	0.0886 (1.4398)	<i>Relation×ConOwn</i>	0.2275 (1.0076)		
<i>Controls&IMR</i>	是	<i>Controls&IMR</i>	是	<i>Controls&IMR</i>	是
<i>Industry&Year</i>	是	<i>Industry&Year</i>	是	<i>Industry&Year</i>	是
调整的 R ²	0.3717	调整的 R ²	0.3877	调整的 R ²	0.3844
样本数	9234	样本数	9234	样本数	9234
<i>Relation× (BigSOE-Joint)</i>	-0.1601***	<i>Relation× (NoOwn-UnConOwn)</i>	-0.0231	<i>Relation× (NoSOE-SOE)</i>	-0.1890***
<i>(BigSOE-Local)</i>	-0.3382***	<i>(NoOwn-ConOwn)</i>	-0.3487*		
<i>(Joint-Local)</i>	-0.1781***	<i>(UnConOwn-ConOwn)</i>	-0.3256*		

五、进一步研究

1. 企业购买理财产品与信贷关系维系

根据上文的理论分析,在银行与企业的双向互动中,企业之所以在获得贷款之后仍愿意牺牲投资收益花费大笔资金购买关系银行的理财产品,是希望能够维系与银行的信贷关系,以便日后可以持续地获得银行信贷资金的支持。由此,本文直接检验购买银行理财产品的企业未来的信贷资源获取情况。具体地,本文定义未来银企关系维持变量 $FRelation$,如果未来3年间企业获得贷款的银行为其委托理财的银行取1,否则取0;未来信贷资源获取变量 $FRelationloan$,未来3年间企业从其委托理财的银行获得贷款金额占企业总资产的比重。^① 回归结果如表7所示,本文发现,从关系银行购买理财产品的企业未来更可能与其保持信贷关系,并且未来从关系银行获得的信贷资金也更多。这表明,基于银企关系签订的委托理财契约有利于企业维系与关系银行的信贷关系,持续地获取信贷资源的支持。

表7 购买关系银行理财与银企间信贷关系维系

变量	(1) $FRelation$	(2) $FRelationloan$
$Relation$	2.1138*** (19.1719)	0.0740*** (11.7729)
$Controls \& IMR$	是	是
$Industry \& Year$	是	是
调整的 R^2	0.1551	0.1231
样本数	9234	9234

2. 企业购买理财产品与实体投资效率

当前,实体经济“脱实向虚”现象备受监管层、实务界和学术界的关注。现有研究指出,实体企业金融化挤占了主业投资,实体投资的不足有损经济的健康发展(张成思和张步昙,2016;杜勇等,2017;胡诗阳等,2019a)。企业购买银行理财产品也属于金融化投资,那么购买银行理财产品是否挤占了企业的实体投资呢?本文认为,企业购买理财产品,尤其是向关系银行购买理财产品,是出于维系银企长期关系的目的,并且企业在其他融资手段受限的情况下,其外部融资主要依赖银行贷款,因而会积极向关系银行购买金额更大、收益率更低的理财产品。因此,本文认为需要结合企业的长短期利益,辩证地分析企业购买理财产品对实体投资的影响。

首先,本文根据 Richardson (2006) 的做法计算非效率投资变量 $Ineff_Invest$ 、过度投资变量 $Over_Invest$ 、投资不足变量 $Under_Invest$ 。对如下模型进行回归,得到的残差的绝对值为非效率投资,正的残差绝对值为过度投资,负的残差绝对值为投资不足。

$$Invest_t = \beta_0 + \beta_1 \times Q_{t-1} + \beta_2 \times Lev_{t-1} + \beta_3 \times CFO_{t-1} + \beta_4 \times Age_{t-1} + \beta_5 \times Size_{t-1} + \beta_6 \times RET_{t-1} + \beta_7 \times Invest_{t-1} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中, $Invest$ 为购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金,加上取得子公司及其他营业单位支付的现金净额,减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额,再减去

^① 受到数据限制,对于2017年目前只能观察到并采用未来2年间的信贷数据,当然,即使删除2017年样本,本文结论依然成立。

处置子公司及其他营业单位收到的现金净额,并除以年度平均总资产; Q 为托宾 Q , Lev 为总负债与总资产之比, CFO 为经营活动现金净流量与总资产之比, Age 为上市年数的自然对数, $Size$ 为总资产的自然对数, RET 为年度股票收益率。接着,本文定义关系银行理财投资变量 Fin_Rel ,为企业向关系银行购买银行理财产品的金额与总资产之比;非关系银行理财投资变量 Fin_NonRel ,为企业向非关系银行购买银行理财产品的金额与总资产之比。

回归结果如表8的(1)—(3)列所示,本文发现,企业向关系银行购买理财产品会损害投资效率,导致投资不足,而向非关系银行购买银行理财产品并无该现象。这表明,相较于向非关系银行购买理财产品,企业将更多的资金投向关系银行的理财产品在一定程度上牺牲了当前的投资机会。

进一步地,由于上文发现,企业购买关系银行的理财产品有利于其维系银企关系,在未来获得信贷资金的支持,那么,自然地,随着企业未来可供投资的资金更加充裕,其投资不足现象是否出现缓解?由此,本文进一步检验企业购买银行理财产品对其未来投资效率的影响。本文定义未来第1年的投资不足变量 $FUnder_Invest1$ 和未来第2年的投资不足变量 $FUnder_Invest2$ 。回归结果如表8的(4)列和(5)列所示,从长期看,企业向关系银行购买理财产品不再损害投资效率,并且相对于向非关系银行购买理财产品更可能缓解投资不足。这表明,企业向关系银行购买理财产品挤占投资的现象具有短期性,随着银企关系的深入,企业的投资资金得以保障,投资不足问题自然迎刃而解。

六、研究结论与启示

在银行与企业的商业往来中,不仅企业需要银行提供贷款以维持生产经营,而且银行对企业也具有明显的存款诉求,这种银企间的双向互动关系在中国金融市场发展尚不完备、利率市场化进程有待深入推进的背景下愈显重要,由此银行理财产品的发行和购买在银企关系的深入中扮演着重要的纽带作用。本文利用证监会对上市公司募集资金管理和使用的监管政策变化提供的研究机会,从上市公司购买银行理财产品视角考察银企关系对银行获取企业(类)存款资金的影响。研究发现,相较于非关系银行,上市公司向关系银行购买的理财金额更高,而理财收益率更低。并且,银企关系与理财收益率的负相关关系主要体现在银行相对于企业的议价能力更强时。进一步地,一方面,企业向关系银行购买理财产品能够帮助企业维系与关系银行的信贷关系,持续地获取信贷资源的支持;另一方面,企业向关系银行购买理财产品会短期性地挤占其实体投资,但从长期看,信贷关系的维持有助于缓解其投资不足问题。

结合上文的理论分析和实证发现,本文的研究具有重要的政策启示:

(1)深入探索多样化的金融服务,构建互惠互利的银企间长期合作关系。随着利率市场化改革的推进和互联网金融的冲击,商业银行传统存贷款业务的利润空间被不断压缩,促使其通过金融创新谋求业务转型。而银行与企业间长期商业互动形成的银企关系有助于银行通过事前识别和事后监督机制获取企业的专有信息,这种专有信息优势不仅有助于银企间信贷关系的建立和维持,而且可以帮助银行开拓委托理财、支付结算等其他一系列金融服务,创造银企间新的业务联系,同时还可以降低银行在开展相关金融服务时的成本,增进银企间的利益共享,从而在两者的长期商业合作过程中实现互惠互利。

(2)深入剖析实体经济金融化的潜在机理,更为全面地认识和评价实体经济“脱实向虚”现象。在防范化解重大金融风险的当下,实体经济“脱实向虚”现象获得了社会各界前所未有的关注。现有文献主要从储备流动性、防范财务困境,代替实体投资、追求利益最大化,以及信贷歧视下将从银行获取的资金转贷给其他企业等方面给出了理论解释,而本文基于中国利率市场化的制度背景,另辟

表 8 购买关系银行理财产品与企业实体投资效率

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Ineff_Invest</i>	<i>Over_Invest</i>	<i>Under_Invest</i>	<i>FUnder_Invest1</i>	<i>FUnder_Invest2</i>
<i>Fin_Rel</i>	0.0211** (2.0158)	0.0239 (1.3778)	0.0142* (1.6623)	-0.0091 (-1.4003)	-0.0121* (-1.6696)
<i>Fin_NonRel</i>	-0.0009 (-0.3062)	0.0026 (0.4347)	-0.0009 (-0.3677)	0.0014 (0.5714)	0.0077** (2.0489)
<i>Size</i>	0.0009 (0.4421)	0.0051 (1.3215)	-0.0044*** (-3.2209)	-0.0034*** (-2.7295)	-0.0019 (-0.9796)
<i>Lev</i>	-0.0206 (-1.1408)	-0.0433 (-1.1999)	0.0101 (0.8204)	0.0074 (0.6479)	-0.0126 (-0.7013)
<i>ROA</i>	-0.0508** (-2.2848)	-0.1416*** (-3.0744)	0.0004 (0.0216)	-0.0903*** (-5.4690)	-0.0753*** (-3.6651)
<i>Growth</i>	0.0172*** (7.5004)	0.0224*** (6.1376)	0.0059*** (3.4309)	0.0019 (1.3736)	0.0004 (0.2082)
<i>CFO</i>	0.0331*** (2.9140)	0.0793*** (4.1621)	-0.0114 (-1.2232)	0.0081 (1.0235)	0.0075 (0.7997)
<i>RET</i>	0.0054*** (3.2023)	0.0127*** (3.7043)	-0.0008 (-0.6338)	0.0035*** (2.9115)	0.0035** (2.2842)
<i>SOE</i>	-0.0114*** (-5.6442)	-0.0170*** (-4.7295)	-0.0053*** (-3.0463)	0.0001 (0.0913)	0.0005 (0.2739)
<i>Largest</i>	0.0071 (1.3580)	0.0124 (1.3160)	0.0040 (0.9424)	0.0066* (1.8146)	0.0047 (0.9840)
<i>Manshare</i>	-0.0043 (-0.9472)	-0.0061 (-0.6831)	-0.0037 (-1.1092)	-0.0029 (-0.8701)	-0.0028 (-0.6014)
<i>Indep</i>	0.0314** (2.1658)	0.0311 (1.1615)	0.0291*** (2.7379)	0.0167* (1.7329)	0.0223 (1.6215)
<i>Market</i>	0.0004 (0.5957)	0.0013 (1.1367)	-0.0004 (-0.7359)	-0.0002 (-0.5465)	0.0001 (0.2561)
<i>IMR</i>	0.0082 (0.9507)	0.0173 (1.0194)	-0.0079 (-1.3633)	-0.0098* (-1.9467)	-0.0073 (-1.0510)
<i>Industry&Year</i>	是	是	是	是	是
调整的 R ²	0.0898	0.1379	0.0577	0.0636	0.0879
样本数	4007	1632	2375	1728	1156
<i>Fin_Rel-Fin_NonRel</i>	0.0220**	0.0213	0.0151**	-0.0105*	-0.0198***

蹊径地从银企关系角度深入阐释了上市公司疯狂购买银行理财产品的成因后果,丰富了实体经济金融化的研究内涵。因此,在理解和评价实体经济“脱实向虚”现象时,有必要区分金融化投资的不同投向,并全面而深入地剖析实体经济金融化的形成机理。

(3)深入推进利率市场化改革,发挥市场机制在资源配置中的基础性作用。贷款利率的未充分市场化导致授信银行无法有效根据企业客户的风险对贷款进行差异化定价,不仅造成信贷歧视、中小企业融资困难以及货币政策传导不畅,还催生了以贷转存、向授信银行购买低收益理财产品等现象,最终形成资源错配。深入推进利率市场化改革,一方面有助于激发银行业的市场化竞争,提高银行在授信时根据客户风险进行差异化定价的能力,缓解企业尤其是中小企业的融资约束;另一方面有利于提升高质量企业在信贷关系中的谈判地位,减少银行变相通过占用企业(类)存款资金或降低其收益率等形式进行补偿定价,促进银企间交易型信贷关系的形成,从而通过市场机制引导信贷、理财等资源的合理配置并实现市场化定价。近期监管部门推进的改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制,正是意在疏通货币市场利率向贷款利率的传导渠道,推动降低贷款实际利率,支持实体经济发展,促进生产要素市场化配置。

[参考文献]

- [1]曹敏,何佳,潘启良.金融中介及关系银行——基于广东外资企业银行融资数据的研究[J].经济研究,2003,(3):44-53.
- [2]陈胜蓝,马慧.贷款可获得性与公司商业信用——中国利率市场化改革的准自然实验证据[J].管理世界,2018,(11):108-120.
- [3]邓超,敖宏,胡威,王翔.基于关系型贷款的大银行对小企业的贷款定价研究[J].经济研究,2010,(2):83-96.
- [4]杜勇,张欢,陈建英.金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J].中国工业经济,2017,(12):113-131.
- [5]方军雄.所有制、制度环境与信贷资金配置[J].经济研究,2007,(12):82-92.
- [6]郭晔,赵静.存款保险制度、银行异质性与银行个体风险[J].经济研究,2017,(12):134-148.
- [7]何韧,刘兵勇,王婧婧.银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性[J].金融研究,2012,(11):103-115.
- [8]胡诗阳,杨文君,陆正飞.上市公司购买理财产品会导致投资不足吗[J].会计研究,2019a,(10):71-77.
- [9]胡诗阳,祝继高,陆正飞.商业银行吸收存款能力、发行理财及其经济后果研究[J].金融研究,2019b,(6):94-112.
- [10]胡奕明,王雪婷,张瑾.金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2017,(1):181-194.
- [11]林毅夫,刘明兴,章奇.政策性负担与企业的预算软约束:来自中国的实证研究[J].管理世界,2004,(8):81-89.
- [12]刘莉亚,李明辉,孙莎,杨金强.中国银行业净息差与非利息收入的关系研究[J].经济研究,2014,(7):110-124.
- [13]刘莉亚,余晶晶,杨金强,朱小能.竞争之于银行信贷结构调整是双刃剑吗?——中国利率市场化进程的微观证据[J].经济研究,2017,(5):131-145.
- [14]刘明康,黄嘉,陆军.银行利率决定与内部资金转移定价——来自中国利率市场化改革的经验[J].经济研究,2018,(6):4-20.
- [15]卢峰,姚洋.金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J].中国社会科学,2004,(1):42-55.
- [16]罗荣华,林华珍,翟立宏.银行理财产品收益率曲线的构建与分析——基于随机效应半参数模型的方法[J].金融研究,2013,(7):99-112.
- [17]沈永建,徐巍,蒋德权.信贷管制、隐性契约与贷款利率变相市场化——现象与解释[J].金融研究,2018,(7):49-68.
- [18]王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告(2016)[M].北京:社会科学文献出版社,2017.

- [19]项后军, 闫玉. 理财产品发展、利率市场化与银行风险承担问题研究[J]. 金融研究, 2017, (10):99-114.
- [20]易纲. 中国改革开放三十年的利率市场化进程[J]. 金融研究, 2009, (1):1-14.
- [21]尹志超, 钱龙, 吴雨. 银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本[J]. 金融研究, 2015, (1):134-149.
- [22]于泽, 陆怡舟, 王闻达. 货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束[J]. 管理世界, 2015, (9):52-64.
- [23]张成思, 张步昙. 中国实业投资率下降之谜: 经济金融化视角[J]. 经济研究, 2016, (12):32-46.
- [24]张一林, 樊纲治. 信贷紧缩、企业价值与最优贷款利率[J]. 经济研究, 2016, (6):71-82.
- [25]Acharya, V., J. Qian, and Z. Yang. In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China[R]. NBER Working Paper, 2016.
- [26]Allen, F., J. Qian, and M. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1):57-116.
- [27]Berger, A. N., and G. F. Udell. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance [J]. The Journal of Business, 1995, 68(3):351-381.
- [28]Bharath, S. T., S. Dahiya, A. Saunders, and A. Srinivasan. So What Do I Get? The Bank's View of Lending Relationships[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 85(2):368-419.
- [29]Bharath, S. T., S. Dahiya, A. Saunders, and A. Srinivasan. Lending Relationships and Loan Contract Terms[J]. Review of Financial Studies, 2011, 24(4):1141-1203.
- [30]Boot, A. A. Relationship Banking: What Do We Know[J]. Journal of Financial Intermediation, 2000, 9(1):7-25.
- [31]Brandt, L., and H. Li. Bank Discrimination in Transition Economies: Ideology, Information or Incentives[J]. Journal of Comparative Economics, 2003, 31(3):387-411.
- [32]Burch, T. R., V. Nanda, and V. A. Warther. Does It Pay to Be Loyal? An Empirical Analysis of Underwriting Relationships and Fees[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3):673-699.
- [33]Diamond, D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring [J]. Review of Economic Studies, 1984, 51(3):393-414.
- [34]Drucker, S., and M. Puri. On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6):2763-2799.
- [35]Fehr, E., and S. Gächter. Fairness and Retaliation: The Economics of Reciprocity [J]. Journal of Economic Perspectives, 2000, 14(3):159-181.
- [36]Greenbaum, S. I., and A. V. Thakor. Contemporary Financial Intermediation [M]. New York: Dryden Press, 1995.
- [37]Hachem, K. C., and Z. M. Song. Liquidity Regulation and Unintended Financial Transformation in China[R]. NBER Working Paper, 2016.
- [38]La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and G. Zamarripa. Related Lending [J]. Quarterly Journal of Economics, 2003, 118(1):231-268.
- [39]Levine, R. Financial Development and Economic Growth [J]. Journal of Economic Literature, 1997, 35(2):688-726.
- [40]Ljungqvist, A., F. C. Marston, and W. J. Wilhelm. Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations[J]. Journal of Finance, 2006, 61(1):301-340.
- [41]Lu, Z., J. Zhu, and W. Zhang. Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China[J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(2):341-354.
- [42]Petersen, M. A., and R. G. Rajan. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data[J]. Journal of Finance, 1994, 49(1):3-37.
- [43]Rajan, R. G. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-length Debt[J]. The Journal of

- Finance, 1992,47(4):1367-1400.
- [44]Richardson, S. Over-investment of Free Cash Flow [J]. Review of Accounting Studies, 2006,11 (2-3):159-189.
- [45]Schenone, C. Lending Relationships and Information Rents: Do Banks Exploit Their Information Advantages[J]. Review of Financial Studies, 2010,23(3):1149-1199.
- [46]Sharpe, S. A. Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships[J]. Journal of Finance, 1990,45(4):1069-1087.
- [47]Stiglitz, J. E., and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [J]. American Economic Review, 1981,71(3):393-410.
- [48]Yasuda, A. Do Bank Relationships Affect the Firm's Underwriter Choice in the Corporate-bond Underwriting Market[J]. Journal of Finance, 2005,60(3):1259-1292.

Bank-Enterprise Interaction during Interest Rate Liberalization—Perspective of Listed Firms Purchasing Wealth Management Products from Banks

CHU Jian¹, HU Shi-yang²

- (1. School of Business of Nanjing University, Nanjing 210093, China;
2. School of Economics and Business Administration of Chongqing University, Chongqing 400044, China)

Abstract: Bank-enterprise relationship plays an important role in allocation of bank loan resources. However, literatures mainly focus on firms' demand on banks' loans but ignore banks' demand on firms' deposits in the bank-enterprise interaction. In the background of interest rate liberalization in China, this paper is the first time to study the impact of lending relationship on the banks' access to firms' deposits from the unique perspective of listed firms purchasing wealth management products (WMPs) from banks. This paper finds that WMPs' amount is higher and yield rate is lower when WMPs are purchased from relationship banks than non-relationship banks. The results are robust to a series of endogenous tests and robustness tests. Cross-sectional tests based on the relative position of banks and firms indicate that the negative relation between lending relationship and WMPs' yield rate weakens successively when banks are big SOE banks, joint-equity banks and local banks respectively, or when firms do not hold banks' ownership, only hold ownership of non-relationship banks and hold ownership of relationship banks respectively, or when firms are non-SOEs and SOEs respectively. Additional tests indicate that firms benefit from WMPs contracting with relationship banks, which means firms maintain lending relationship and get persistent loans. Lastly, combined with the researches on the financialization of the real economy, purchasing WMPs from relationship banks crowds out firms' capital investments but this effect is alleviated due to persistent loans acquisition from relationship banks afterwards. This paper not only opens the black box of the dynamic progress of bank-enterprise interaction, but also provides new insights on the financialization of the real economy. It also has important enlightenment for decision makers to deepen reform to promote market allocation of factors of production.

Key Words: bank-enterprise relationship; bank-enterprise interaction; wealth management products; interest rate liberalization; financialization

JEL Classification: G21 G31 E40

[责任编辑:王燕梅]