

金融发展、影子银行区域流动和反哺效应

——基于中国委托贷款数据的经验分析

钱雪松, 谢晓芬, 杜立

[摘要] 本文运用手工搜集整理的委托贷款这一独特数据,从区域视角考察了中国影子银行运作问题。理论分析揭示出,在地区金融发展水平参差不齐背景下,东部地区企业享有融资便利与中西部地区企业面临较紧融资约束的现象并存,这促使两者有激励通过借贷交易实现共赢,从而导致委托贷款跨区域流动。实证检验结果表明,金融发展水平对委托贷款区域流动施加了实质影响:与金融发展水平较低地区的企业相比,金融发展水平较高地区的企业,不仅向异省企业发放委托贷款的概率和规模更大,而且向金融发展水平较低地区企业发放委托贷款的概率和规模也相对更大。进一步的实证研究揭示出,委托贷款跨区域流动主要依靠股权关联关系机制实现,而且与金融发展水平较低地区流向金融发展水平较高地区的委托贷款相比,对反向流动的委托贷款而言,不仅贷款规模更大、期限更长,而且借贷利率相对更低。这些经验证据表明,委托贷款这一影子银行机制缓解了中西部地区企业的融资约束,对金融发展水平相对落后地区的企业施加了显著的“反哺效应”,从而有利于促进区域经济的均衡发展。

[关键词] 影子银行; 金融发展; 区域流动; 委托贷款; 反哺效应

[中图分类号]F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)06-0060-19

一、问题提出

自2008年金融危机爆发以来,作为危机根源之一的“影子银行”成为学术界和监管当局关注的焦点。近年来,中国影子银行业务亦呈现出爆发式增长态势。据穆迪统计,截至2015年底,中国影子银行规模已达53万亿元,同比增长30%,总量接近中国经济总规模的80%。其中,作为一种代表性影子银行机制,委托贷款从无到有发展十分迅速^①。中国人民银行公布的社会融资规模数据显示,委托贷款规模已由2002年的175亿元增长到2015年年末的10.93万亿元,在影子银行中所占比例

[收稿日期] 2017-03-06

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“基于企业间委托贷款的非正规金融研究:制度环境、运作机理和经济效应”(批准号71473091)。

[作者简介] 钱雪松(1977—),男,湖北钟祥人,华中科技大学经济学院副教授,博士生导师;谢晓芬(1993—),女,湖北恩施人,华中科技大学经济学院硕士研究生;杜立(1990—),男,湖北荆门人,华中科技大学经济学院博士研究生。通讯作者:杜立,电子邮箱:ecoduli2007@163.com。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

^① 委托贷款是指由政府部门、企业、事业单位等委托人提供资金,委托商业银行等金融机构根据委托人确定的贷款对象、规模、利率、期限、用途等条件代为发放、监督使用并协助收回的贷款业务。

将近 1/5^①。委托贷款已成为中国金融体系的重要组成部分,国务院和中国银行业监督管理委员会先后发文要求加强影子银行监管以促进委托贷款健康发展。此时,以委托贷款为重要组成部分的影子银行如何运作以及发挥什么作用,特别地,在中国金融和经济发展存在区域不平衡的背景下,影子银行是否存在区域流动以及产生什么经济效应等问题迫切需要回答。

实际上,随着影子银行的不断发展,日益凸显的影子银行问题引起学术界广泛关注。国外研究者从美国等发达国家的影子银行实践出发进行了大量研究,发现影子银行善于创造并运用大量结构化 and 资产证券化等金融创新工具 (Richard, 2009), 它们往往具有高杠杆率和期限错配等特性 (Reinhart et al., 2008)。这会延长金融工具的交易链条,将风险转移给银行等传统金融行业,其中任何一个环节断裂都将波及整个金融系统,导致影子银行体系的“挤兑”现象;而且,影子银行自身信用创造功能削弱了货币政策的有效性,从而加剧了金融市场波动并威胁金融体系稳定 (Hsu and Moroz, 2010)。

国内研究者从中国影子银行实践切入,在比较国内外影子银行机制差异的基础上,考察影子银行对经济和金融运作的影响^②。一方面,李波和伍戈(2011)、裘翔和周强龙(2014)、王振和曾辉(2014)等从信用创造、逆周期性等中国影子银行特点切入的研究发现,影子银行削弱了中国货币政策有效性,对传统货币政策形成挑战;另一方面,影子银行自身的高杠杆、期限错配等特征是影响现有金融体系稳定性的重要因素 (何德旭和郑联盛, 2009; 刘超和马玉洁, 2014), 毛泽盛和万亚兰(2012)强调影子银行与银行体系稳定性之间存在阈值效应,当影子银行规模低于阈值时,其发展会提高银行体系稳定性,反之则降低银行体系稳定性。

这些研究增进了我们对影子银行相关问题的认识和理解。但值得指出的是,由于受到影子银行相关数据难以获得的限制,现有考察中国影子银行的研究大多从宏观层面切入研究影子银行对货币政策及金融体系稳定性的影响,而未能考察影子银行的资金流向及其发挥什么作用等重要问题,从区域视角切入考察影子银行运作的研究则更加稀缺,这导致对中国影子银行的运行机制及其后果认识不足^③。

一般来说,要考察影子银行的区域分布和经济效应,不仅需要借贷双方的区位信息,还需要借贷双方的影子银行微观条款数据。庆幸的是,近十年来中国出现了委托贷款这一规避金融管制的创新性融资机制,由于能满足借贷双方和金融中介等经济主体各自的利益诉求,委托贷款在中国迅速发展,并已成为中国影子银行重要的组成部分。自 2004 年起,在证监会信息披露的要求下,上市公司需要就其涉及的委托贷款业务发布公告披露借贷信息,这提供了丰富细致的委托贷款微观交易信息,包括委托贷款借贷双方的区域信息以及利率、期限、金额等委托贷款微观条款信息。这在很大程度上解决了数据可得性问题,进而为本文考察影子银行的区域流动和经济效应提供了很好的研究素材。

① 该数据来源于中国人民银行和穆迪公布的 2015 年中国影子银行报告。

② 与国外以资产证券化和复杂金融衍生品为特征的影子银行不同,由于缺乏实质性的证券化过程以及发达的金融衍生品市场,中国影子银行主要包括直接复制商业银行信贷业务的非银行金融机构、活动和银信合作理财产品等非正式证券化活动(周莉萍, 2012; 李波和伍戈, 2011), 它们将银行存贷款业务平行转移到表外,并不涉及复杂的金融衍生品(陆晓明, 2014)。

③ 少数几篇文献从微观角度研究影子银行提出,企业通过影子银行的融资,有效缓解了企业融资约束(钱雪松等, 2015; 马光荣和杨恩艳, 2011), 而其高成本借贷等特性使其只能充当应急资金的角色,难以成为中小企业的主要资金来源(徐军辉, 2013)。但也并未涉及影子银行区域流动及其经济效应的研究。

基于此,本文利用委托贷款这一独特的影子银行数据,从区域视角切入实证考察中国影子银行运作问题。具体而言,本文旨在回答以下三个问题:①中国委托贷款这一影子银行机制表现出怎样的区域分布和流向?②如果以委托贷款为代表的影子银行资金存在跨区域流动,那么其背后的经济机制是怎样的?③委托贷款的跨区域流动产生了什么经济后果,是“支持效应”还是“掠夺效应”?

本文实证结果表明,委托贷款存在显著的跨区域流动特点。一方面,从经济区域^①视角审视,跨区域流动的委托贷款规模达到 862.04 亿元,占总量的 23.30%,其中 79.23%的贷款从东部地区输送到中西部地区;另一方面,从省际区域视角切入,跨省流动的委托贷款规模达 1416.41 亿元,占总量的 38.28%,其中 63.82%的贷款由金融发展程度较高地区企业发放给金融发展程度较低地区企业。而且,委托贷款的跨区域流动在时间维度上表现出不断增强趋势。

进一步研究发现,金融发展水平区域差异是导致委托贷款这一代表性影子银行资金跨区域流动的原因。具体而言,在中国东部省份,金融发展水平较高,银行贷款以及发行股票、债权等正规融资渠道的资金可得性较大,与之形成鲜明对比的是,在金融发展水平较低的中西部省份,企业受到相对更紧的融资约束;在此背景下,拥有融资便利的东部企业和面临融资约束的中西部企业之间就有通过借贷交易实现共赢的空间和激励,这样一来,以委托贷款为代表的影子银行就应运而生。而且,进一步的实证研究揭示出,委托贷款跨区域流动主要依靠股权关联关系机制实现,同时,基于微观条款的比较分析表明,与金融发展水平较低地区流向金融发展水平较高地区的委托贷款相比,对反向流动的委托贷款而言,借贷交易的微观条款存在系统差异,不仅贷款规模更大、期限更长,而且借贷利率相对更低。这意味着,对中西部等金融欠发达地区的企业而言,委托贷款资金产生了支持效应。

本文的贡献主要有两方面:①由于中国影子银行微观数据难以获得,现有影子银行研究文献主要是基于理论模型的定性研究,规范的实证研究十分稀少。本文首次运用手工搜集整理的委托贷款这一独特数据从区域视角考察影子银行的运作,理论分析和实证研究揭示出,以委托贷款为代表的影子银行机制呈现出显著的跨区域流动特点,其经济机制在于:中国金融发展水平的地域差异促使资金从东部省份流向中西部省份,其中借贷双方之间的股权关联关系机制发挥了重要作用。这些实证结果提供了中国影子银行运作的新鲜经验证据,丰富了对影子银行作用机理的认识,在一定程度上解释了近年来中国影子银行快速增长的原因。②本文实证研究发现,在地区金融发展水平参差不齐背景下,委托贷款这一影子银行机制对金融发展水平相对落后地区的企业施加了显著“反哺效应”,通过提供具有优惠条件的负债融资缓解了中西部地区企业的融资约束,从而有利于促进区域经济的均衡发展。这些经验证据有助于厘清影子银行在中国金融体系中发挥的积极作用,从而对近期社会关注的影子银行监管问题具有重要借鉴意义。

本文余下部分结构如下:第二部分是委托贷款区域流动的理论分析;第三部分简介本文的样本、数据以及研究设计;第四部分实证检验了金融发展水平对委托贷款区域流向的影响;第五部分从股权关联关系视角切入实证考察委托贷款跨区域流动的经济机制;第六部分研究委托贷款区域流动对借款企业是“支持效应”还是“掠夺效应”;第七部分是本文结论。

二、影子银行区域流动的理论分析:以委托贷款为例

1. 理论框架

为了剖析委托贷款等影子银行资金跨区域流动的作用机理,首先需要认识和理解中国金融发展程度存在地区差异的特殊现实背景。中国幅员辽阔,不同地区在自然资源、历史人文等诸多方面

^① 根据国家统计局 2011 年的划分办法,将中国的经济区域划分为东部、中部、西部和东北地区。

存在较大差异,而且,改革开放之后,在经济转轨过程中,中国政府采取了优先发展东部沿海地区的梯度战略,这使得中国经济和金融发展呈现出区域非均衡特点^①(张俊生和曾亚敏,2005;崔光庆和王景武,2006;汪增群,2011;曹源芳等 2012;张辉等,2016)。在此背景下,不同地区的融资环境不尽相同,这导致企业的融资难易程度和资金成本在地区层面也表现出系统差异,这样一来,不同地区企业之间就存在通过借贷交易调剂资金实现共赢的空间。基于以上分析,本文归纳了金融发展区域差异引发影子银行跨地区输送资金的作用机制,作为本文理论分析和实证检验的框架,如图 1 所示。

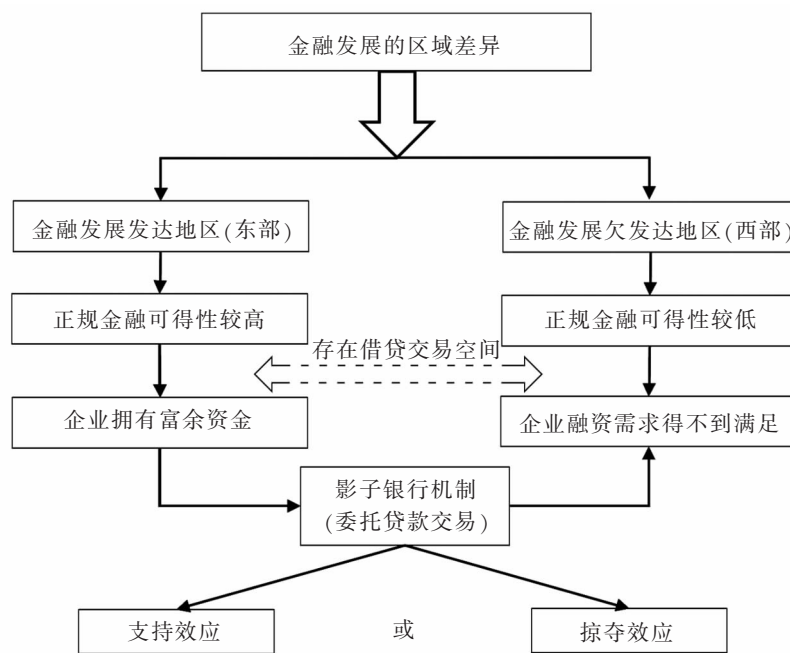


图 1 金融发展影响影子银行资金流动机制框架

资料来源:作者绘制。

2. 假设提出

(1)金融发展的区域差异为资金跨地区流动提供可能。实际上,无论是商业银行等金融中介机构,还是股票、债券等证券市场,中国都表现出显著的地区差异。^①从间接融资视角看,与金融发展欠发达地区(如中西部地区)相比,在金融发展发达地区(如东部地区),商业银行等金融机构的数量和规模都相对更大。中国人民银行发布的《2015年中国区域金融运行报告》显示,一方面,东部地区的金融机构密度为 93.39 个/千平方千米,而中部地区和西部地区的金融机构密度分别为 50.82 个/千平方千米、8.70 个/千平方千米;另一方面,东部地区的人均金融资产规模为 19.82 万元/人,而中部、西部地区分别为 7.39 万元/人、9.10 万元/人。显然,与中西部地区企业相比,东部地区企业不仅拥有更多可供选择的金融机构,而且拥有更多信贷资金,这使得东部地区企业更容易获得银行信贷支持。^②从直接融资视角看,上海证券交易所和深圳证券交易所都位于东部沿海地区。“近水楼台先

^① 近年来,为了缩小地区经济金融发展差距,中央政府提出了“西部大开发”、“振兴东北老工业基地”、“中部崛起”等战略计划。但是,财政分权制改革以来,这些地区经济发展政策往往由于得不到足够的资金支持而无法发挥实际效果,经济金融发展的区域差异仍长期存在。

得月”。与中西部地区企业相比,东部地区企业积极参与金融市场的意识相对更强,它们不仅拥有更大的直接融资工具选择空间,而且,相对完善的金融市场在一定程度上缓解了信息不对称等资本市场不完善因素对其融资的抑制作用(Claessens and Laeven,2003;李斌和江伟,2006;沈红波等,2010;解维敏和方红星,2011),这些因素使得东部地区企业拥有相对较大的直接融资便利。

在此背景下,在金融发展水平较高的东部地区,企业不仅更容易从商业银行获得信贷支持,而且拥有通过发行股票或债券融通资金的便利;与之形成鲜明对比的是,在金融欠发达的中西部地区,企业的正常融资需求往往得不到满足。简言之,与中西部地区企业发展容易受到融资约束的制约不同,东部地区企业的资金可得性相对更大。这样一来,由于金融发展水平参差不齐,不同地区企业之间就存在重新配置资本的空间,从而促使资金跨区域流动成为可能。

(2)委托贷款为资金跨区域流动提供渠道。虽然金融发展的区域差异使得资金跨区域流动成为可能,但是,在现行金融制度安排下,对那些金融发展欠发达地区受到融资约束的企业而言,它们难以通过银行信贷、发行股票债券等正规金融机制远赴金融发展发达地区融通资金。一方面,从银行信贷等间接融资渠道看,考虑到借贷距离会加剧信息监督问题^①,对那些无法从本地银行获得资金的企业而言,要想获得外地银行贷款就更加困难了;另一方面,从发行股票、债券等直接融资渠道看,那些位于金融欠发达地区且受到融资约束的企业往往是非上市公司,资产规模也不大,这些企业通常不能达到发行债券的门槛。而且,中国《贷款通则》第二十一条明确规定,只有经过中国人民银行批准经营贷款业务的合法金融机构才允许发放贷款,该金融管制措施限制了非金融企业之间的直接借贷。这样一来,对于那些位于不同地区而又有私下调剂资金需要的企业而言,它们就有激励实施金融工具创新以实现资金跨区域配置。

实际上,经济实践中,作为一种典型的金融创新机制,委托贷款能满足借款企业、贷款企业等不同地区相关参与主体的各种利益诉求、实现共赢。^①对借款企业而言,委托贷款为其提供了融通资金的渠道。具体地,受到金融发展水平的制约,中西部地区企业(特别是中小企业)难以通过银行信贷、证券等正规金融机制融通资金,当企业急需资金时,作为替代性融资机制,委托贷款为其提供了向金融发展水平较高地区(东部地区)企业融资的渠道,这有助于缓解金融欠发达地区企业的融资约束^②。^②对贷款企业而言,委托贷款有助于实现多种利益诉求。具体而言,一方面,由于难以通过正规金融渠道融资,金融发展欠发达地区企业不得不转而运用委托贷款,此时,其融资需求具有一定刚性,这使得拥有富余资金的东部地区企业可以向其索取高于银行贷款利率水平的借款价格;另一方面,出于降低企业集团整体财务费用、培育新兴业务及实施价值链管理等方面的考虑,拥有富余资金的东部地区企业会积极参与委托贷款业务,向中西部地区与其具有关联关系(股权关联或产业链关联等)的企业提供资金支持。另外,对商业银行等金融中介机构而言,作为资金的受托方,参与委托贷款业务不仅可以获得一定的中间业务收入,还能增加其存款业务等,这使得商业银行业乐于提供相关服务。在此背景下,委托贷款这一影子银行机制得到快速发展,这为资金跨区域流动提供了渠道。

(3)委托贷款实现资金跨区域流动的机理分析:基于股权关联关系的视角。一般而言,如果金融

^① Sufi(2007)、Knyazeva and Knyazeva(2012)等考察借贷交易的实证研究发现,地理距离通过信息摩擦机制在银行贷款决策中发挥了重要作用。

^② 例如,根据唐山三友化工股份有限公司历年披露的委托贷款公告信息,为缓解融资约束以满足生产经营活动需要,青海五彩碱业有限公司在2013—2015年期间四次通过委托贷款向唐山三友化工借款,借款总额达5亿元,利率在5.35%—6.9%之间,期限均为1年。

发展欠发达地区(中西部地区)企业想通过委托贷款向金融发展发达地区(东部地区)企业融通资金,那么它们需要解决一系列问题。首先,借贷双方要搜寻和甄别潜在交易对手的相关信息,以确定合适的交易对象;然后,借贷双方需要商定借贷契约,以确定借贷利率、金额、期限、抵押担保等具体条款;最后,在发放贷款之后,贷款方还需要对借款企业的资金运用进行监督以控制风险,以保障贷款按期收回。

但值得指出的是,中国金融制度还不完善,信用评级机制也不健全,对于那些位于不同地区并且互不相熟的借贷双方而言,不仅搜寻并匹配委托贷款交易对象存在难度,而且也难以有效解决困扰借贷交易的信息监督及风险防控问题,因而达成委托贷款交易十分困难。与之不同,当借贷双方之间存在股权关联、产业链等关系机制时,它们相对更容易达成委托贷款交易。下面从股权关联关系视角切入剖析委托贷款实现资金跨区域流动的运作机理。

实际上,与借贷双方不存在股权关联关系的情形相比,对借贷双方存在股权关联的情形而言,股权关联关系不仅有利于贷款企业收集处理借款企业的相关信息,而且还能加强契约执行以保证借贷契约的偿付。一方面,具有股权关联关系的企业之间往往存在人事安排和业务往来,这使得借贷双方之间的信息沟通更有效率;另一方面,股权关联关系能依靠其持股优势有效监督和控制借款企业可能出现的道德风险问题,而且即使违约,贷款企业也可以依托股权关联关系就债务问题进行协商,并采取有力措施减少损失。这样一来,股权关联关系将有利于实施跨区域委托贷款。①从事前维度看,对位于不同地区的借贷双方而言,股权关联关系有利于搜寻和甄别其潜在借贷交易对象。与借贷双方不存在股权关联关系相比,当借款方(或贷款方)在其股权关联企业之中寻找交易对象时,它不仅更容易获得资金供求、资金用途、经营状况等相关信息,而且信息也更加细致可靠,这大大提高了借贷交易的匹配效率。而且,股权关联企业之间往往存在共同利益,当受到融资约束的企业向其股权关联企业寻求资金支持时,贷款企业一般难以拒绝,借贷契约的商定和签约过程也更有效率。这些因素都使得资金的跨区域流动更多以股权关联企业间的委托贷款来实现。②从事后维度看,对位于不同地区的借贷双方而言,股权关联关系有利于贷款方对借款企业的监督和风险控制。与借贷双方不存在股权关联关系相比,当借贷双方之间存在股权关联关系时,贷款方不仅能够准确掌握借款企业更多信息,还能通过派遣高管、增加持股等方法加强对借款企业的控制,以确保资金投入到的项目。而且,当借款企业出现违约情况时,股权关联关系还有助于贷款企业及时采取相应措施以减少损失。这也使资金的跨区域流动更多以股权关联企业间的委托贷款来实现。

综合以上分析,本文提出:

H1a:金融发展的区域差异导致资金通过委托贷款这一影子银行机制从金融发展发达地区(东部地区)向金融发展欠发达地区(中西部地区)流动;

H1b:委托贷款的跨区域流动更多以股权关联企业之间的借贷交易实现。

在考察了金融发展区域差异如何导致影子银行在区域间输送资金之后,一个随之而来的问题是,对金融发展欠发达地区(中西部地区)企业而言,资金的跨区域流动到底发挥了“支持效应”,还是因为“掠夺效应”而利益受损?①对基于股权关联或产业链关系机制的委托贷款而言,贷款方在发放贷款时可能由于以下原因给予借款企业一定优惠。一方面,共同利益促使贷款方不仅难以拒绝关联借款企业的负债融资请求,而且会通过调整利率、期限等微观条款给其关联企业提供支持。例如,为了降低企业集团的整体融资成本,母公司有动机以较低利率为其控股公司提供委托贷款,同时,为了扩大其所在产业链的竞争力,企业有激励以优厚条款向其上下游企业发放委托贷款。另一方面,从信息不对称及相关的借贷风险视角看,股权关联或产业链等关系机制还能够通过派遣管理人

员或业务往来等丰富机制获取借款企业相关信息,从而缓解借贷双方之间的信息不对称,进而降低监督成本和增强放贷风险控制(李增泉等,2008;黎来芳等,2009;钱雪松和金芳吉,2016)。这样一来,委托贷款这一影子银行机制在把资金从东部地区输送到中西部地区的同时,可能表现出利率较低、贷款期限较长的特点,从而对中西部企业产生一定的支持效应。^②由于金融发展程度不高,在中西部地区,广大企业难以通过正规金融渠道获得资金,从而导致其不得不依赖委托贷款等影子银行机制。在借款企业对委托贷款资金表现出需求刚性的前提下,作为贷款提供方,金融发展发达地区的企业在委托贷款交易中具有一定的垄断力量,为了获得资金,中西部的借款企业不得不支付较高利率,并接受严苛抵押要求、较短贷款期限等微观条款。换言之,金融发展区域差异为东部地区企业利用委托贷款这一影子银行机制向中西部地区企业伸出“攫取之手”提供机会,此时,资金跨区域流动对中西部企业施加了掠夺效应。基于以上分析,本文提出:

H2a:金融发达地区企业通过委托贷款这一影子银行机制对金融欠发达地区企业产生了支持效应;

H2b:金融发达地区企业通过委托贷款这一影子银行机制对金融欠发达地区企业施加了掠夺效应。

值得强调的是,如果本文能够验证 H1 和 H2a,那么,委托贷款这一影子银行机制不仅将资金从东部金融发达地区输送到中西部等金融欠发达地区,而且提供了较低利率、较长期限等优惠借贷条款,从而表现出一定的“反哺效应”。

三、样本、数据与研究设计

本文以委托贷款这一典型的影子银行机制作为研究对象,深入考察委托贷款的区域流动和经济效应,从区域视角上厘清影子银行的运行机制。

1. 样本和数据

本文手工搜集整理了 2004—2015 年中国沪深交易所 A 股上市公司披露的委托贷款公告数据,并通过上市公司年报、网络等多种渠道完善了借款企业年龄、所处行业、所有制属性、借贷双方是否存在股权关联关系和是否处于同一行业等企业特征数据,在剔除信息披露不全的样本后,得到由 464 家上市公司披露的共 1612 个样本观测值。在上述数据基础上,为了实证检验需要,本文进行了以下处理:①为了从广延边际和集约边际视角考察地区金融发展水平对委托贷款流向的影响,本文挑选出贷款企业为上市公司的委托贷款样本,将其与沪深上市公司年度财务数据进行匹配以得到非平衡面板数据,在剔除金融类企业和信息披露不全的样本后,最终得到 2816 家上市公司共 27083 个企业年度观测值;②为了进一步考察委托贷款的跨区域流动是否主要依靠股权关联机制实施,本文筛选出贷款企业为上市公司的委托贷款样本,最终得到 1017 个样本观测值;③为了从区域流向视角考察委托贷款微观条款的差异性,本文根据借贷双方的地理位置筛选出借贷双方处于异省的委托贷款,最终得到 607 个样本。

另外,测度地区金融发展水平所用到的各个地区金融机构存款与贷款余额数据以及法定存款准备金率来源于中国人民银行网站(<http://www.pbc.gov.cn>);国内生产总值增长率来源于国家统计局网站(<http://www.stats.gov.cn>)。

2. 研究设计

(1)研究思路。为验证研究假设,本文主要从以下三个方面展开实证研究:①从东中西区域和省际区域视角初步分析委托贷款这一典型影子银行机制的区域分布和区域流动特征,在此基础上,分

别从广延边际和集约边际视角切入,运用多元回归方法实证检验地区金融发展水平对委托贷款发放概率和规模的影响;②从委托贷款借贷双方是否存在股权关联关系视角切入,实证考察委托贷款跨区域流动的运作机理;③实证检验跨区域流向是否以及如何对利率、规模、期限等借贷微观条款产生影响,以揭示委托贷款这一影子银行跨区域流动的经济效应。

(2)模型设定。为了实证检验地区金融发展水平差异对委托贷款区域流向的影响,本文采用以下两个回归模型。一方面,基于广延边际视角,运用Logit模型实证检验地区金融发展水平对上市公司委托贷款发放概率的影响,回归方程如(1)式;另一方面,基于集约边际视角,运用Tobit模型实证检验地区金融发展水平差异对上市公司委托贷款发放规模的影响,回归方程如(2)式。

$$Pr(Entrusted_i=1)=C+\beta_1 FDL+\beta_2 P_Chara+\beta_3 Control+\varepsilon \quad (1)$$

$$P_amount=\begin{cases} C+\beta^T X_i+\varepsilon, C+\beta^T X_i+\varepsilon>0 \\ 0, C+\beta^T X_i+\varepsilon\leq 0 \end{cases} \quad (2)$$

运用多元回归模型(3)实证检验委托贷款微观条款在不同区域流向维度的差异,以甄别委托贷款区域流动的经济效应。

$$Contract=C+\beta_1 Fdlflow+\beta_2 D_Chara+\beta_3 Control+\varepsilon \quad (3)$$

(3)变量定义。在上述计量模型中,被解释变量有三类:①模型(1)中被解释变量为测度上市公司委托贷款发放概率的变量($Entrusted_i$);②模型(2)中被解释变量为上市公司该年发放委托贷款的总额变量(P_amount);③模型(3)中被解释变量为委托贷款的微观条款变量($Contract$),具体包括单笔委托贷款的借贷规模(D_amount)、实际借贷利率($R_interest$)和借贷期限($Maturity$)。具体定义可参见表1。

本文计量模型的主要解释变量是地区金融发展水平(FDL)。目前学术界通常采用戈氏和麦氏这两种指标来衡量金融发展水平。具体而言,McKinnon(1973)着重研究发展中国家的金融抑制与金融深化,主要使用货币存量与国民生产总值的比重作为衡量一国金融发展的指标,通常将其简化为M2与GDP之比。与之不同,Goldsmith(1969)将相关金融比率作为衡量一国金融结构和金融发展水平的指标,主张以“某时点现存金融资产总值与国民财富之比”衡量一国的经济金融化程度,通常运用金融资产总量与GDP之比测度金融发展水平。值得指出的是,本文需要测度中国各地区的金融发展水平,由于没有各地区M2的相关统计数据,因而,只能采用戈氏指标的定义,运用地区存贷款数据作为金融资产的衡量指标,在此基础上计算出各个地区金融机构存贷款余额年度数据与该地区同年度名义GDP的比值,以此测度地区金融发展水平。Butler and Cornaggia(2011)、周立和王子明(2002)、赵勇和雷达(2010)、黄智淋和董志勇(2013)、李苗苗等(2015)研究采取了类似的处理方法。

另外,为比较不同区域流向委托贷款的微观条款,本文需要刻画委托贷款区域流向的指示变量($Fdlflow$)。具体而言,当委托贷款由金融发展水平较高地区的企业发放给金融发展水平较低地区的企业, $Fdlflow$ 取值为1,而对反方向流动的委托贷款而言, $Fdlflow$ 取值为0。

此外,本文所用的其他变量定义与取值如表1所示。①模型(1)中,上市公司企业特征变量(P_Chara)包括上市公司企龄(P_age)、资产规模($Size$)、经营活动净现金流(Cfo)、营业利润销售收入比率($Profit$)和杠杆率(Lev),除了 P_age 外,其他上市公司的企业特征变量均取滞后一期值,其他控制变量($Control$)包括国内生产总值的年度增长率(GDP),货币政策(Rrr)和行业效应($Industry$)、年度效应($Year$);②模型(2)中, X_i 为K维解释变量,包括地区金融发展水平(FDL)、上市公司企业特征

表 1 变量定义

<i>FDL</i>	地区金融机构存贷款余额与该地区同年度名义 GDP 的比值	<i>Fdlflow</i>	金融发展水平较高地区流向较低地区取值为 1,反向流动为 0
<i>Entrusted₁</i>	同省流向的为 1、异省流向的为 2,其他取值 0	<i>D_amount</i>	单笔委托贷款接收规模+1,取自然对数
<i>Entrusted₂</i>	由金融发展水平较高地区上市公司发放给较低地区为 1,反向流动为 2,其他为 0	<i>Maturity</i>	委托贷款借贷期限,以年为单位
<i>P_amount</i>	上市公司在一年期限内发放委托贷款的总额+1,取自然对数	<i>R_interest</i>	委托贷款借贷实际利率,用其名义借贷利率扣除通货膨胀率
<i>P_age</i>	上市公司年龄+1,取自然对数	<i>D_age</i>	委托贷款借款企业年龄+1,取自然对数
<i>Size</i>	上市公司资产规模+1,取自然对数	<i>Ownership</i>	借款方为国有企业取值 1,民营企业取值 0
<i>Profit</i>	营业利润销售收入比率	<i>Relate</i>	借贷双方存在股权关联关系的取值 1,否则取值 0
<i>Cfo</i>	经营活动净现金流	<i>Risk</i>	包括抵押担保条款的取值 1,表示借款企业存在风险;否则取值 0
<i>Lev</i>	上年末负债总额/资产总额	<i>Public</i>	借款方为上市公司的取值 1,否则取值 0
<i>Rrr</i>	法定存款准备金率	<i>S_industry</i>	借贷双方在同一行业的取值 1,反之取值 0
<i>GDP</i>	GDP 年度同比增长率		

注:①用是否包含抵押担保条款来测度借款企业风险,基于以下原因:由于委托贷款交易中借款企业大多为非上市公司,难以获得评估其风险状况的数据;在对中国信贷市场的考察中,平新乔和杨慕云(2009)、尹志超和甘犁(2011)等都指出道德风险模型更符合中国的实际情况,简言之,抵押担保与借款企业风险正相关。②*Rrr* 法定准备金率是测度经济整体资金紧张程度的指标,法定准备金率不仅显著作用于货币供应量,而且对银行信贷和整体资金供给施加了影响(李连发和辛晓岱,2012;盛松成和吴培新,2008)。

资料来源:作者整理。

变量(*P_Chara*)和其他控制变量(*Control*),*P_Chara* 变量和 *Control* 变量的取值与模型(1)式一致, β' 为 *K* 维未知参数向量;③模型(3)中,委托贷款借款企业特征变量(*D_Chara*)包括借款企业年龄(*D_age*)、借款企业是否是上市公司(*Public*)、借款企业的企业属性(*Ownership*)、借款企业的企业风险(*Risk*)、借贷双方是否存在股权关联关系(*Relate*)以及是否处于同一行业(*S_industry*)等变量,*Control* 变量与模型(1)式一致。值得指出的是,在后文实证研究中,为了避免变量极端值对实证结果的影响,本文对连续变量进行了 1%的 Winsorize 处理。

3. 描述性统计

(1)主要变量的描述性统计。表 2 的结果显示,①从委托贷款的区域流动看,本文手工搜集整理 2004—2015 年的委托贷款交易共有 1612 笔,其中同省流向的有 1005 笔,异省流向的有 607 笔。在异省流向委托贷款中,高到低流向的委托贷款有 383 笔(占比 63.1%),低到高流向的委托贷款有 224 笔(占比 36.9%)。这表明,委托贷款这一影子银行机制表现出丰富的区域流动特征,这为本文从

表 2 主要变量的描述性统计

名称	单位	均值	标准差	最小值	最大值
<i>FDL</i>		3.1567	1.4637	1.2882	8.1473
<i>P_amount</i>		0.0853	0.6118	0.0000	4.8598
<i>D_amount</i>		4.4291	1.2657	1.3900	7.4100
<i>R_interest</i>	%	5.0560	3.6417	-2.3361	17.0000
<i>Maturity</i>	年	1.4059	1.0504	0.2500	6.0000
<i>Size</i>		2.9589	1.2756	0.5907	6.8686
<i>Cfo</i>	亿元	2.7353	9.1592	-12.5981	65.8251
<i>Profit</i>	%	65.8251	21.6972	-128.2700	57.1413
<i>Lev</i>	%	47.9350	22.4653	5.0828	129.8290
<i>P_age</i>		2.6070	0.3985	1.3862	3.3673
<i>D_age</i>		2.1103	0.7485	0.2852	3.4148
		计数=0		计数=1	
<i>Fdlflow</i>		224		383	
<i>Ownership</i>		605		1007	
<i>Relate</i>		428		1184	
<i>Risk</i>		1033		579	
<i>Public</i>		1367		245	
<i>S_industry</i>		764		848	
		计数=0	计数=1	计数=2	
<i>Entrusted₁</i>		26549	345	189	
<i>Entrusted₂</i>		26549	107	82	

注:*Entrusted₂*和*Fdlflow*均是测度委托贷款异省流动的变量。本文在提供方为上市公司的委托贷款样本中界定*Entrusted₂*变量,与之不同,本文针对所有的委托贷款样本界定*Fdlflow*变量,既包含提供方为上市公司的委托贷款样本,也涵括提供方为非上市公司的委托贷款样本。因而,与*Fdlflow*相比,*Entrusted₂*变量的非零值样本数量较少。

资料来源:作者计算整理。

区域视角研究委托贷款的流动和运作机制提供了很好的素材。②从企业特征维度看,借款企业大多为非上市公司和国有企业,还有很多借款企业与委托贷款提供方具有股权关联关系。具体地,在本文涉及的委托贷款样本中,约85%的借款企业为非上市公司;借款企业为国有企业的样本为1007笔;借贷双方具有股权关联关系的样本为1184,占总量的73.45%。另外,*Size*、*Cfo*、*Profit*和*Lev*等上市公司企业特征变量的标准差较大。这些数据显示,无论从借款企业特征看,还是从贷款企业特征审视,委托贷款均表现出丰富的差异性。

(2)委托贷款区域分布特征。东部、中部、西部和东北地区提供的委托贷款规模分别为2774.01亿元、423.30亿元、406.65亿元和96.20亿元,接收的委托贷款规模分别为2138.69亿元、755.57亿

元、716.72 亿元和 89.17 亿元。无论是从委托贷款提供方还是接收方视角看,东部沿海地区(特别是北京、上海、浙江和广东等省份)企业的委托贷款规模都较大;而中西部地区(尤其是江西、西藏、甘肃、青海等中西部省份)企业的委托贷款规模较小。这表明,与中西部省份相比,东部地区的委托贷款交易更加活跃,东部沿海省份不仅提供了更多的委托贷款,同时也接收了更多的委托贷款。

同时,本文的委托贷款数据显示,在东部地区,作为贷款者提供的委托贷款在委托贷款交易总量中占比为 74.97%,而作为借款者通过委托贷款融资的规模在委托贷款交易总量中占比仅为 57.80%,显然,东部省份企业提供的委托贷款所占比例明显高于其接收委托贷款所占比例;与之不同,在中部地区(西部地区),作为贷款者提供的委托贷款规模占比为 11.44%(10.99%),作为借款者的委托贷款规模占比为 20.42%(19.37%),中部省份(西部省份)企业接收委托贷款的比例远高于其提供的委托贷款所占比例。这些结果初步表明,在除去区域内部的委托贷款交易之后,委托贷款存在跨区域流动,而且主要由东部地区流向中西部地区。

四、金融发展水平影响委托贷款区域流动的实证检验

为了实证检验金融发展水平是否以及如何影响委托贷款这一典型影子银行机制的区域流向,本文首先利用手工搜集整理的委托贷款数据,初步分析委托贷款的区域流向特征;然后,运用匹配后的上市公司委托贷款面板数据,进一步从广延边际和集约边际视角实证考察地区金融发展水平对委托贷款发放概率和发放规模的影响;最后,运用系统 GMM 估计方法和金融发展水平的替代指标进行稳健性检验。

1. 委托贷款区域流向特征的初步分析

利用委托贷款的净值数据(接收总额-提供总额),从整体上判断委托贷款的区域流向。东部、中部、西部和东北地区的省际委托贷款净值均值分别为-73.64 亿元、55.12 亿元、27.58 亿元和 5.12 亿元。具体而言,中西部省份的委托贷款净值为正且规模较大,其中,湖北、内蒙古、山西和四川的委托贷款净值分别为 163.81 亿元、104.87 亿元、68.43 亿元和 57.37 亿元;东部省份的委托贷款净值为负,其中,北京、浙江、广东和上海的委托贷款净值分别为-512.48 亿元、-117 亿元、-87.46 亿元和-57.18 亿元。这些结果表明,从整体上看,委托贷款这一典型影子银行机制存在显著的跨区域流动,主要由东部地区流向了中西部地区。

利用委托贷款交易借贷双方的地理位置信息和借贷规模数据,分别从东中西区域和省际区域视角切入,详细考察委托贷款的跨区域流向,结果如表 3 所示。一方面,从东中西区域视角看,由东部地区流向中西部地区的委托贷款规模达到 683.01 亿元,在跨区域流动的委托贷款中所占比例高达 79.23%;另一方面,从省际区域视角看,由金融发展水平较高省份流向较低省份的委托贷款规模达到 903.94 亿元,在跨区域流动的委托贷款中所占比例为 63.82%。这些结果意味着,委托贷款存在明显的跨区域流动现象,主要从金融发展水平较高地区流向了金融发展水平较低地区。

进一步地,本文实证考察了委托贷款跨区域流动的时间趋势,结果如表 4 所示。无论是从东中西区域视角看,还是从省际视角审视,委托贷款的跨区域流动在时间维度均呈现出显著的上升趋势,特别地,由金融发展水平较高省份流向较低省份的委托贷款在 5%的显著性水平上表现出明显的长期增长趋势,与之不同,反向流向的委托贷款没有增长趋势。

综合起来看,委托贷款这一典型影子银行机制存在明显的跨区域流动,主要由金融发展水平较高的地区流向金融发展水平较低的地区,且影子银行的这一跨区域流动特征在时间维度上表现出不断增强趋势。

表 3 委托贷款的跨区域流向分析

提供地区	接收地区	规模(亿元)	占跨区域贷款总额比例(%)
东部	中部	311.99	36.19
	西部	371.02	43.04
	东北	29.02	3.37
中部	东部	24.59	2.85
	西部	14.74	1.71
	东北	6.00	0.70
西部	东部	27.55	3.20
	中部	26.45	3.07
	东北	4.60	0.53
东北	东部	39.06	4.53
	中部	1.99	0.23
	西部	5.03	0.58

资料来源:作者计算整理。

表 4 跨区域流向委托贷款占比的长期趋势分析 单位:%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
异经济区域流向	6.08	-	4.21	11.83	15.05	14.64
东部流向中西部	-	-	4.21	11.83	9.92	11.23
异省流向	28.83	19.07	4.21	43.84	35.52	38.47
高到低的区域流动	2.13	9.47	4.21	35.32	14.88	26.41
低到高的区域流动	36.47	9.6	-	8.52	20.64	12.06
	2011	2012	2013	2014	2015	Trend
异地区流向	18.38	33.25	27.53	24.43	18.55	2.37***
东部流向中西部	16.05	26.54	21.54	19.08	13.07	1.60*
异省流向	27.92	38.55	39.32	34.26	42.21	1.95*
高到低的区域流动	21.56	22.57	27.84	21.38	23.4	1.87**
低到高的区域流动	6.36	15.97	11.48	12.89	18.8	-0.37

注:高到低的流动是指“资金从金融市场化水平较高地区流向金融市场化水平较低地区的情形;低到高的流动是指“资金从金融市场化水平较低地区流向金融市场化水平较高地区”的情形,下文同。

资料来源:作者计算整理。

2. 委托贷款区域流向机制的多元回归分析

(1)委托贷款区域流向机制:基于广延边际视角。本文利用回归模型(1)式检验地区金融发展水平对委托贷款发放概率的影响。具体来说,在检验地区金融发展水平如何影响特定流向委托贷款时采用多项 Logit 模型。回归结果如表 5 所示。

表 5 中(1)、(2)列展示了从省际视角考察地区金融发展水平如何影响委托贷款发放概率的检验结果,结果显示,FDL 与同省流向的委托贷款发放概率在 1%的水平上显著负相关,与之形成鲜明对比的是,FDL 与异省流向的委托贷款发放概率在 10%的水平上显著正相关。类似地,表 5 中(3)、(4)列展示了从异省流向视角考察地区金融发展水平如何影响委托贷款发放概率的检验结果,结果

显示, *FDL* 与高到低流向的委托贷款发放概率在 1% 的水平上显著正相关, 与之不同, *FDL* 与低到高流向的委托贷款发放概率在 1% 的水平上显著负相关。

表 5 金融发展水平对企业委托贷款发放概率的影响

	省际发放概率		异省发放概率	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	同省	异省	低到高流向	高到低流向
<i>C</i>	-7.1283** (0.0116)	-9.4464** (0.0111)	-0.1199 (0.9833)	-10.6876 (0.9879)
<i>FDL</i>	-0.1609*** (0.0004)	0.0904* (0.0607)	-0.8411*** (0.0000)	0.3565*** (0.0000)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	27083		27083	
Pseudo R ²	0.1043		0.1339	

注:①括号中为 *p* 值,②*、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的水平上显著。③限于篇幅,本文控制变量的回归结果均未报告,具体结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

资料来源:作者计算整理。

这些结果表明,上市公司所在地的金融发展水平对企业委托贷款的发放概率施加了显著影响。与金融发展水平较低地区的企业相比,金融发展水平较高地区的企业,不仅向异省企业发放委托贷款的概率更大,而且向金融发展水平较低地区企业发放委托贷款的概率也相对更大。这与 H1a 一致。

(2)委托贷款区域流向机制:基于集约边际视角。本文利用回归模型(2)检验地区金融发展水平对委托贷款发放规模的影响,结果如表 6 所示。表 6 中(1)、(2)列展示了从省际视角考察地区金融发展水平如何影响委托贷款规模的检验结果,结果显示, *FDL* 与同省流向的委托贷款规模在 1% 的水平下显著负相关,与之形成鲜明对比的是, *FDL* 与异省流向的委托贷款规模在 10% 的水平下显著正相关。类似地,表 6 中(3)、(4)列展示了从异省流向视角考察地区金融发展水平如何影响委托贷款规模的检验结果,结果显示, *FDL* 与高到低流向的委托贷款规模在 1% 的水平下显著正相关,与之不同, *FDL* 与低到高流向的委托贷款规模在 1% 的水平下显著负相关。

这些结果表明,贷款企业所在地的金融发展水平对其发放的委托贷款规模施加了显著影响。与金融发展水平较低地区的企业相比,金融发展水平较高地区的企业,不仅向异省企业发放委托贷款的规模更大,而且向金融发展水平较低地区企业发放委托贷款的规模也相对更大。这与 H1a 一致。

(3)稳健性检验。为保证实证结果的稳健性,本文作了以下检验^①。①为缓解内生性问题对上述实证结果的影响,本文采用系统 GMM 方法作了相关稳健性检验,检验结果与前文一致,金融发展水平仍显著影响委托贷款这一影子银行机制的跨区域流动。②考虑到金融发展水平的测度方式可能对实证结果产生影响,本文改变地区金融发展水平的测度方法做了稳健性检验。具体而言,考虑到金融发展不仅表现在金融资产增多,而且也与增设金融机构密切相关,在借鉴 Beck et al.(2005, 2007)、王修华和关键(2014)等文献处理方法的基础上,本文采用地区金融机构的密度测度地区金

① 限于篇幅,本文未给出稳健性检验结果,感兴趣的读者可登陆《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

表 6 金融发展水平对企业委托贷款发放规模的影响

	省际发放规模		异省发放规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	同省流向+控制组	异省流向+控制组	低到高流向+控制组	高到低流向+控制组
<i>C</i>	-35.9581*** (0.0035)	-47.8689*** (0.0037)	-10.8987 (0.6628)	-61.9340*** (0.0000)
<i>FDL</i>	-0.6849*** (0.0003)	0.3909* (0.0599)	-3.4042*** (0.0000)	1.5683*** (0.0000)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	26894	26738	26631	26656
Pseudo R ²	0.0750	0.0755	0.1015	0.0957

注:①括号中为 p 值。②*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著,以下各表同。

资料来源:作者计算整理。

融发展水平,对模型(1)、(2)进行了相应回归,检验结果与前文基本一致。另外,本文借鉴了黄智淋和董志勇(2013)、沈红波等(2010)等文献的处理方法,运用“地区金融机构贷款总额/地区 GDP”测度地区金融发展水平作了相应回归,检验结果与前文基本一致。

五、委托贷款区域流动的机制分析:基于股权关联关系视角的检验

上文实证研究表明,地区金融发展水平差异导致资金通过委托贷款机制从金融发展发达地区向金融发展欠发达地区流动。然而,考虑到资金跨区域流动将面临交易对象匹配、信息监督及相关的风险防控等问题,那么,委托贷款这一典型影子银行机制是如何克服困难实现资金跨区域配置的呢?本文从借贷双方之间是否存在股权关联关系视角切入展开实证分析,以揭示出委托贷款跨区域流动的作用机制。

(1)以高到低流向的委托贷款样本为研究对象,按照借贷双方之间是否存在股权关联关系,将委托贷款样本分为“股权关联型委托贷款”和“非股权关联型委托贷款”两类,在此基础上,从委托贷款规模和交易笔数两个维度进行比较分析,结果如表 7 所示。

从委托贷款规模维度看,在高到低流向的委托贷款样本中,非股权关联型委托贷款的规模总额为 166.92 亿元,股权关联型委托贷款的规模总额高达 520.21 亿元,后者规模是前者的 3 倍多;进一步地,本文计算出了样本期间内两种类型委托贷款的年度规模,其中,上市公司平均每年发放股权关联型委托贷款约 24.65 亿元(标准差为 7.43 亿元),与之形成鲜明对比的是,上市公司平均每年发放非股权关联型委托贷款的规模仅为 3.25 亿元(标准差为 1.04 亿元),后者平均规模只有前者的 13.18%。而且,相关的 t 检验显示,两种不同类型委托贷款之间的规模差异是显著的。

从委托贷款交易笔数维度看,在高到低流向的委托贷款样本中,非股权关联型委托贷款交易为 74 笔,股权关联型委托贷款交易高达 306 笔,后者是前者的 4 倍多;进一步地,本文计算出了样本期间内两种类型委托贷款的年度交易数量,其中,上市公司平均每年发放股权关联型委托贷款约 24.63 笔(标准差为 6.69 笔),与之形成鲜明对比的是,上市公司平均每年发放非股权关联型委托贷款的数量仅为 3.78 笔(标准差为 1.09 笔)。而且,相关的 t 检验显示,两种不同类型委托贷款之间的交易数量差异是显著的。

表 7 高到低流向委托贷款的描述性统计

	借贷规模总额(百万元)		借贷笔数总和(笔)
股权关联	52021.18		306
非股权关联	16692.39		74
年均值	(1)	(2)	t 检验
	股权关联	非股权关联	(1)-(2)
借贷规模	2464.8530 (743.4922)	324.5889 (103.7579)	2140.2640***
借贷笔数	24.6250 (6.6893)	3.7778 (1.0901)	20.84722***

注:括号中为标准差。

资料来源:作者计算整理。

这些结果初步表明,由金融发展发达地区向金融发展欠发达地区流动的委托贷款交易中,以股权关联型委托贷款为主导。这与 H1b 一致。

(2)为了进一步考察地区金融发展水平对上市公司发放不同类型委托贷款决策的影响,本文以委托贷款提供方(即贷款企业)是上市公司的委托贷款样本为研究对象,运用多元回归分析方法展开实证检验,结果如表 8 所示。

表 8 委托贷款区域流向机制的实证分析:基于股权关联关系视角

	Panel A: 委托贷款发放概率		Panel B: 委托贷款发放规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	高到低的 股权关联	高到低的 非股权关联	高到低股权关联 +控制组	高到低非股权关联 +控制组
	多项 logit 回归		分组回归	
<i>C</i>	2.8894 (0.9980)	-33.0446 (0.9944)	0.2478 (0.8947)	2.1498 (0.3109)
<i>FDL</i>	0.1496*** (0.0000)	0.0004 (0.9932)	0.0096* (0.0793)	0.0118 (0.1845)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	1017		983	820
Pseudo R ²	0.2480		0.1669	0.1655

注:括号中为 p 值。

资料来源:作者计算整理。

从委托贷款发放概率维度看,表 8 Panel A 的结果显示,在高到低流向的委托贷款交易中,*FDL* 与股权关联型委托贷款的发放概率在 1%的水平上显著正相关,与之形成鲜明对比的是,*FDL* 对非股权关联型委托贷款发放概率的回归系数不显著。这表明,当金融发展发达地区企业向金融发展欠发达地区企业输送资金时,更多以股权关联企业之间的委托贷款交易实现,这验证了 H1b。

从委托贷款发放规模维度看,表 8 Panel B 的结果显示,在高到低流向的委托贷款交易中,*FDL* 与股权关联型委托贷款的发放规模在 10%的水平上显著正相关,与之不同,*FDL* 对非股权关联型委

托贷款发放规模的回归系数不显著。这进一步验证了 H1b。

六、委托贷款微观条款的比较分析：支持效应还是掠夺效应

在厘清了委托贷款跨区域流动机制之后,为了检验 H2,首先对委托贷款的微观条款进行单变量检验,在此基础上,进一步从区域流向视角实证检验委托贷款微观条款的差异,从而识别出委托贷款区域流动对金融发展水平较低地区的企业是“支持效应”还是“掠夺效应”。

(1)对委托贷款的微观条款进行单变量检验,如表 9 所示。表 9 的结果显示:①从委托贷款借贷规模看,高到低流向贷款的规模均值为 4.47 亿元,在 10%的水平上显著高于低到高流向贷款的规模均值(4.34 亿元);②从委托贷款利率看,高到低流向贷款的利率均值为 4.63%,低到高流向的利率均值为 5.61%,两者的 t 检验在 1%的水平上显著;③委托贷款借贷期限看,高到低流向的委托贷款期限(1.53 年)在 1%的水平上显著高于低到高流向的委托贷款期限(1.21 年)。这些结果初步揭示出,与金融市场化水平较低地区流向较高地区的委托贷款相比,对反向流向的委托贷款而言,其借贷利率更低、借贷规模更大、借贷期限更长,这与 H2a 一致。

表 9 委托贷款微观条款的描述性统计和比较:基于区域流向的视角

	变量	单位	整体	高到低流向贷款	低到高流向贷款	t 检验
			(1)	(2)	(3)	(2)-(3)
微观条款	<i>D_amount</i>		4.4297	4.4747	4.3350	0.1397*
	<i>R_interest</i>	%	5.0560	4.6349	5.6098	-0.9749***
	<i>Maturity</i>	年度	1.4059	1.5345	1.2088	0.3256 ***

资料来源:作者计算整理。

(2)运用回归模型(3)进一步检验委托贷款微观条款在区域流向上的差异,回归结果如表 10 所示。表 10 Panel A—Panel C 分别为委托贷款借贷规模、借贷利率和借贷期限在不同区域流向维度差异的回归结果。

表 10 Panel A 被解释变量为委托贷款规模,(1)列的单变量回归结果显示,*Fdlflow* 与 *D_amount* 在 5%的水平上显著正相关,(2)和(3)列结果显示,不管是加入 *Relate*、*Ownership*、*D_age* 和 *S_industry* 等企业特征变量,还是控制了 *Rrr*、*GDP* 等宏观经济变量,*Fdlflow* 的系数都在 5%的水平上显著为正。这表明,与资金从金融发展水平较低地区流向较高地区的情形相比,资金从金融发展水平较高地区流向较低地区的委托贷款规模更大。

类似地,表 10 Panel B 被解释变量为委托贷款实际借贷利率,检验结果显示,不管是单变量回归,还是控制了企业微观特征和宏观经济因素的回归,*Fdlflow* 与 *R_Interest* 都至少在 10%的水平上显著负相关。这表明,资金从金融发展水平较高地区流向较低地区的委托贷款实际借款利率相对更低。表 10 Panel C 被解释变量为委托贷款期限,回归结果显示,在逐步加入借款企业特征变量和宏观经济变量之后,*Fdlflow* 的系数在 5%的水平上显著为正。这表明,资金从金融发展水平较高地区流向较低地区的委托贷款期限相对更长。

这些结果表明,委托贷款微观条款在贷款跨区域流向上表现出了系统差异。与金融发展水平较低地区流向金融发展水平较高地区的委托贷款相比,反向流动的委托贷款,不仅贷款规模更大、期限更长,而且借贷利率相对更低。这进一步验证了 H2a。

表 10 委托贷款借贷利率、期限和规模的差异性

	Panel A: 借贷规模的差异性			Panel B: 借贷利率的差异性			Panel C: 借贷期限的差异性		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>D_amount</i>	<i>D_amount</i>	<i>D_amount</i>	<i>R_interest</i>	<i>R_interest</i>	<i>R_interest</i>	<i>Maturity</i>	<i>Maturity</i>	<i>Maturity</i>
<i>C</i>	3.5167*** (0.0001)	3.1939*** (0.0000)	0.6945 (0.8185)	1.5233 (0.5100)	1.4519 (0.2737)	-4.3394 (0.7597)	2.1153** (0.0109)	2.0538*** (0.0000)	3.6341** (0.0148)
<i>Fdlflow</i>	0.2003** (0.0339)	0.1479** (0.0454)	0.1447** (0.0482)	-0.6056** (0.0146)	-0.3613* (0.0820)	-0.3827* (0.0980)	0.3583*** (0.0001)	0.3330** (0.0207)	0.3373** (0.0227)
Controls1	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
Controls2	No	No	Yes	No	No	Yes	No	No	Yes
Obs.	607	607	607	607	607	607	607	607	607
Adj.R ²	0.1518	0.1943	0.1942	0.4159	0.5052	0.5100	0.0887	0.1053	0.1065

注:括号中为 p 值。

资料来源:作者计算整理。

七、结论

近年来,中国影子银行不断涌现,规模也屡创新高。影子银行究竟如何运作、在金融体系中发挥什么作用等问题迫切需要回答。本文以委托贷款这一重要的影子银行机制为研究对象,运用手工搜集整理的上市公司委托贷款公告数据考察影子银行资金的区域流动及其运作机理。

本文实证检验结果表明,以委托贷款为代表的影子银行具有显著的跨区域流动特点,资金通过委托贷款从金融发展程度较高地区输送到金融发展程度较低地区;进一步研究发现,影子银行跨区域流动的经济机制在于,中国金融发展水平的地域差异带来的借贷交易机会促使资金从东部省份流向中西部省份,其主要依靠股权关联企业之间的委托贷款交易来实现;同时,基于微观条款的经验分析揭示出,与金融发展水平较低地区流向金融发展水平较高地区的委托贷款相比,反向流动的委托贷款不仅贷款规模更大、期限更长,而且借贷利率相对更低。

本文基于委托贷款这一独特数据的实证研究识别出影子银行的区域流向及其经济机制,而且,值得强调的是,通过比较不同类型委托贷款契约设计揭示出,在地区金融发展水平参差不齐的背景下,以委托贷款为代表的影子银行对金融发展水平相对落后地区的企业施加了显著的“反哺效应”,通过提供具有优惠条件的负债融资缓解了中西部地区企业的融资约束,从而有利于促进区域经济的均衡发展。这些结果不仅能够一定程度上解释近年来中国影子银行快速发展的原因,而且有助于厘清影子银行在中国金融体系中发挥的积极作用及其背后机理,从而对近期社会关注的影子银行监管问题具有清晰的政策含义。

一方面,不能只看到影子银行规避金融规制及可能引发金融风险等负面问题,还应看到其引导资金流向金融发展水平较低地区以支持落后地区经济发展的积极作用;另一方面,由于影子银行是对金融发展水平区域差异的市场反应,因而,引导影子银行良性发展的根本在于加强落后地区的金融市场培育,以消除滋生影子银行的土壤。

〔参考文献〕

- [1]曹源芳,谢惠贞,汪祖杰.金融地理对区域金融稳定的作用机理:基于金融功能观的分析视角[J].经济体制改革,2012,(4):47-51.
- [2]崔光庆,王景武.中国区域金融差异与政府行为:理论与经验解释[J].金融研究,2006,(6):79-89.
- [3]何德旭,郑联盛.影子银行体系与金融体系稳定性[J].经济管理,2009,(11):20-25.
- [4]黄智淋,董志勇.我国金融发展与经济增长的非线性关系研究——来自动态面板数据门槛模型的经验证据[J].金融研究,2013,(7):74-86.
- [5]解维敏,方红星.金融发展,融资约束与企业研发投入[J].金融研究,2011,(5):171-183.
- [6]黎来芳,黄磊,李焰.企业集团化运作与融资约束——基于静态和动态视角的分析[J].中国软科学,2009,(4):98-106.
- [7]李斌,江伟.金融发展,融资约束与企业成长[J].南开经济研究,2006,(3):68-78.
- [8]李增泉,辛显刚,于旭辉.金融发展,债务融资约束与金字塔结构——来自民营企业集团的证据[J].管理世界,2008,(1):123-135.
- [9]李波,伍戈.影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战[J].金融研究,2011,(12):77-84.
- [10]李连发,辛晓岱.银行信贷、经济周期与货币政策调控:1984—2011[J].经济研究,2012,(3):102-114.
- [11]李苗苗,肖洪钧,赵爽.金融发展,技术创新与经济增长的关系研究——基于中国的省市面板数据[J].中国管理科学,2015,(2):162-169.
- [12]刘超,马玉洁.影子银行系统对我国金融发展、金融稳定的影响——基于2002—2012年月度数据的分析[J].经济学家,2014,(4):72-80.
- [13]陆晓明.中美影子银行系统比较分析和启示[J].国际金融研究,2014,(1):55-63.
- [14]马光荣,杨恩艳.社会网络,非正规金融与创业[J].经济研究,2011,(3):83-94.
- [15]毛泽盛,万亚兰.中国影子银行与银行体系稳定性阈值效应研究[J].国际金融研究,2012,(11):65-73.
- [16]平新乔,杨慕云.信贷市场信息不对称的实证研究——来自中国国有商业银行的证据[J].金融研究,2009,(3):1-18.
- [17]钱雪松,杜立,马文涛.中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异[J].管理世界,2015,(11):11-28.
- [18]钱雪松,金芳吉.股权关联降低了企业间信贷的抵押要求吗——基于中国上市公司委托贷款数据的经验分析[J].金融学季刊,2016,10(4):31-56.
- [19]裘翔,周强龙.影子银行与货币政策传导[J].经济研究,2014,49(5):91-105.
- [20]沈红波,寇宏,张川.金融发展,融资约束与企业投资的实证研究[J].中国工业经济,2010,(6):55-64.
- [21]盛松成,吴培新.中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究[J].经济研究,2008,(10):37-51.
- [22]汪增群.中国货币政策区域非对称性效应[M].北京:社会科学文献出版社,2011.
- [23]王振,曾辉.影子银行对货币政策影响的理论与实证分析[J].国际金融研究,2014,(12):58-67.
- [24]王修华,关键.中国农村金融包容水平测度与收入分配效应[J].中国软科学,2014,(8):150-161.
- [25]徐军辉.中国式影子银行的发展及其对中小企业融资的影响[J].财经科学,2013,(2):11-20.
- [26]尹志超,甘犁.信息不对称,企业异质性与信贷风险[J].经济研究,2011,(9):121-132.
- [27]张俊生,曾亚敏.社会资本与区域金融发展——基于中国省际数据的实证研究[J].财经研究,2005,31(4):37-45.
- [28]张辉,刘鹏,于涛.金融空间分布,异质性与产业布局[J].中国工业经济,2016,(12):40-57.
- [29]赵勇,雷达.金融发展与经济增长:生产率促进抑或资本形成[J].世界经济,2010,(2):37-50.
- [30]周立,王子明.中国各地区金融发展与经济增长实证分析:1978—2000[J].金融研究,2002,(10):1-13.
- [31]周莉萍.论影子银行体系国际监管的进展、不足、出路[J].国际金融研究,2012,(1):44-53.

- [32]Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and M. S. M. Peria. Reaching Out: Access to and Use of Banking Services Across Countries[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,85(1):234-266.
- [33]Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine. Finance, Inequality and the Poor [J]. *Journal of Economic Growth*, 2007,12(1):27-49.
- [34]Butler, A. W., and J. Cornaggia. Does Access to External Finance Improve Productivity? Evidence from a Natural Experiment[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011,99(1):184-203.
- [35]Claessens, S., and L. Laeven. Financial Development, Property Rights, And Growth[J]. *The Journal of Finance*, 2003,58(6):2401-2436.
- [36]Goldsmith, R. W. Financial Structure and Development[J]. *Studies in Comparative Economics*, 1969,70(4):31-45.
- [37]Hsu, J. C., and M. Moroz. Shadow Banks and the Financial Crisis of 2007—2008 [J]. *The Banking Crisis Handbook*, 2010,(2):39-56
- [38]Knyazeva, A., and D. Knyazeva. Does Being Your Bank's Neighbor Matter[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2012,36(4):1194-1209.
- [39]McKinnon, R. Money and Capital in Economic Development [R]. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973.
- [40]Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises[R]. National Bureau of Economic Research, 2008.
- [41]Richard, J. R. Too Much Right Can Make a Wrong: Setting the Stage for the Financial Crisis [R]. Federal Reserve Bank of Chicago, 2009.
- [42]Sufi, A. Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans [J]. *The Journal of Finance*, 2007,62(2):629-668.

Financial Development, Shadow Banking Regional Mobility and Back-Feeding Effect—Evidence from Entrusted Loans in China

QIAN Xue-song, XIE Xiao-fen, DU Li

(School of Economics, Huazhong University of Science and Technology, Wuhan 430074, China)

Abstract: Using the unique data of the entrusted loans, this paper investigates how shadow banking operate in China from regional perspective. The theoretical analysis reveals that under the background of regional differences in financial development level, firms located in eastern regions have the financial privilege, meanwhile firms located in central or western regions are often subject to financial constraints. It makes both have incentive to achieve win-win through lending transactions, resulting in entrusted loans showing cross-regional flows. Empirical studies verify the theoretical analysis. There is a significant cross-regional flow of entrusted loans, which from regions with high level of financial development to regions with low level of financial development. Further research indicates that entrusted loans from regions with high level of financial development to regions with low level of financial development are larger, longer and cheaper. It means that entrusted loans have alleviated the financial constraints of firms located in central or western regions, and had a “back-feeding effect” on the firms located in regions with low level of financial development, which is conducive to promoting the balanced development of regional economy.

Key Words: shadow banking; financial development; regional mobility; entrusted loans; back-feeding effect

JEL Classification: E44 G32 R11

[责任编辑:王燕梅]