

金融业过度投资的甄别及解释

栗芳, 初立苹

[摘要] 本文通过分析投入金融业的资金总量与资金使用效率的关系,证实了中国金融业普遍存在明显的过度投资,特别是债务资金异常过度。金融业在业务经营中积累了大量金融资源,投资者正是因垂涎于这些金融资源而罔顾了资金逐利规律,并最终导致过度投资。不同行业不同资金的过度投资表现有细微差异。银行业因金融资源的规模较大而过度投资最严重,尤其是债务资金投入过甚。保险业的资金运用更为自由,其投资人存在严重的占有金融资源的投资动机,这一投机现象比银行业更严重,特别是寿险业的权益资金强烈地受金融业务特征的吸引而严重偏离逐利规律。这些投资者进入金融业的主要目的是控制金融机构,因而罔顾了资金逐利规律。过度投资不仅浪费了资金,还严重影响金融业的正常经营,扰乱金融秩序。金融业过度投资及其根源应引起金融机构、监管机构和投资者的重视,需规范金融业务发展及资金运用监管,防止金融资源滥用,使金融市场健康持续地发展。

[关键词] 金融业; 过度投资; 金融业务特征

[中图分类号]F830 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)04-0054-20

一、引言

近年来,中国金融业不断上演一轮高过一轮的融资狂潮,每年融入的资金量越来越大,净资产增速惊人。以银行业与保险业为例,2016年末,两个行业的净资产分别比2010年增加了3.27倍和2.38倍^①。理论上,在一个完全没有摩擦的市场上,市场这只“看不见的手”会自动调节资金的流向,确保逐利的资金赚取市场的平均利润,资金的逐利性也得到了学者们有关各领域投资行为研究的证实(Williams,1998;Krigman et al.,1999)。但有关金融业规模的其他指标显示,金融业的经营效益在不断下降。2010—2016年,银行业和保险业的总资产分别仅增长了1.5倍和1.9倍,净利润分别仅增长了1.2倍和1.4倍。虽然总资产和净利润的增速明显,但显然低于涌入的净资产增速,金融业似乎存在着融资规模偏离经营效益的异象。这一现象从金融业的角表现为融资过度,从社会投资的角度则表现为投资过度,资金流向有着“脱实向虚”的表现。尽管根据边际效益递减规律,随着业

[收稿日期] 2016-11-14

[作者简介] 栗芳(1974—),女,四川绵阳人,上海财经大学金融学院副教授;初立苹(1982—),女,吉林松原人,上海对外经贸大学金融管理学院讲师。通讯作者:栗芳,电子邮箱:sofiasu@mail.shufe.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,当然文责自负。

^① 银行数据来源:<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/home/docView/5E976810FF264772823F2AEC43F26E0B.html>。
保险数据来源:<http://news.cnstock.com/news,yw-201702-4020427.htm>。下文资产总额和净利润数据来源相同。

务规模的增大,资本的边际收益会有所降低,但净资产、总资产及净利润的增长速度差距过于悬殊,显示出金融业利用所募集资金创造效益的能力似乎在不断下降。那么,为何投资者热衷于向经营效率不断下滑的金融业投入巨额资金,而且还有诸多投资者在排队等待金融牌照呢?一些学者的研究发现资金有时会偏离逐利轨道,资金变化与利润变化并非持续同步(Bayley et al.,2006),过度投资与投资不足是普遍存在的现象;Aggarwal(2003)认为逐利交易仅占资本市场股票发行量的15%;Bertrand et al.(2002)认为印度的家族企业普遍存在过度投资和投资不足现象;世界银行也曾于1995年指出,中国国有企业存在明显的过度投资(王曦,2005;刘怀珍和欧阳令南,2004;孙晓华和李明珊,2016);罗琦等(2007)认为,中国的中小企业因面临诸多约束而存在融资不足。中国的金融业是一个国有与民营兼有、大型与中小型兼有的特殊行业,越来越多的资金涌入经营效率不断下滑的金融业是否表明金融业存在过度投资呢?

学者们从理论上多角度地分析了过度投资的可能根源,如委托—代理理论(Myers and Majluf,1983)、信息不对称理论(叶康涛和陆正飞,2004)、管理人特质理论(陈浩,2004)等。除此之外,资金流向还受到诸多宏观因素和微观因素的影响。其中,宏观因素包括市场结构(刘伟和黄桂田,2002)、政府干预(孙铮等,2005)、监管政策(Williamson,2000)等。靳庆鲁等(2012)认为外部环境影响资金的逐利性。当货币政策比较宽松时,公司面临较好投资机会时会更好地执行增长期权,进一步提高公司经营效率并使资金达到最优配置;相反,面临较差的投资机会时资本会变得冗余从而扭曲资金的逐利性,经营效率由此下降并出现过度投资。微观因素包括股权结构(Stulz,1990)、自由现金流(黄珺和黄妮,2012)、行业特征(Beal and Goyen,1998)等,苏冬蔚和贺星星(2011)还分析了企业所承担的社会责任对资金逐利性的影响。这些学者的研究对象大多是一般性企业,分析导致过度投资的普遍性原因。金融业是一个特殊行业,除了上述普遍性原因之外,是否还存在其他导致过度投资的特殊原因呢?2015年底,“宝万之争”使人们高度关注保险资金的来源及运用(王春艳等,2016)。中国保险监督管理委员会(简称保监会)立刻采取多项措施确保“保险姓保”,禁止销售高现金价值的“伪保险产品”,规范保险资金的使用,并“警惕动机不纯的投资者”进入保险业。徐诺金(2005)认为在中国,一些投资于金融业的投资者并非将追求利润作为主要投资目的,而是将通过金融业务经营积累资金并以此为其融资作为首要目的。的确,实务中有些投资者将金融业作为控股的融资平台,他们并非想创造并分享金融机构的利润,而是想借助金融业务为自己提供源源不断的资金来源。那么,金融业积累金融资源的行业特征是否是导致其过度投资的特殊原因呢?

如果投资方的确是看重金融业所拥有的潜在金融资源,那么,他们的首要目的必定是控制金融机构,然后,他们将大力发展那些能提供更多资金的业务,而逐渐抛弃传统的基本业务,如保险市场上主要销售的高现金价值低保障万能寿险,而传统寿险份额被逐渐压缩。长此以往,金融业将逐渐远离原有本质,失去基本功能,严重威胁中国金融体系的安全。因此,准确甄别中国金融业的过度投资及其严重程度,并深入探析投资者深层次的投资动机就显得尤为迫切。本文的研究聚焦于投入金融业的各种资金,验证是否存在过度投资及其严重程度,并验证金融业务积累金融资源的业务特征是否是导致金融业过度投资的行业原因之一。本文的主要贡献在于:①根据金融业的业务特征和内涵设计了检验过度投资的新方法,拓展了金融业的利润涵义;②检测并比较不同金融业的过度投资,深入分析了不同资金过度投资的严重程度;③从金融业务特征的角度解释了金融业出现过度投资的特殊行业原因,揭示出投资者正是因企图控制金融业务积累的金融资源才导致过度投资。当然,不同资金渠道有着不同的游戏规则和约束,不同金融业有着不同的资金运用途径和监管规则,金融业务特征对其具有不同的影响。

二、文献综述与理论分析

1. 基于融资方角度的理论分析

在市场的调节下,对利润敏感的资金会因追逐利润而达到高效配置并实现帕累托最优。理论上,不同行业所融入的每一单位资金都应得到相等的边际利润;并且当某行业的利润增长时,其融入的资金将按照相同的速度增长,拉低利润直至与市场平均利润持平。但资金的逐利性并非始终存在,资金变化与利润变化并非完全一致。从融资方的角度分析,可能存在两种现象:一是融入的资金增长速度大于利润的增长速度,或融入的资金减少速度小于利润的减少速度,则资金所获得的利润将逐渐低于市场平均利润,出现过度投资;二是融入的资金增长速度小于利润的增长速度,或融入的资金减少速度大于利润的减少速度,则资金所获得的利润将逐渐高于市场平均利润,出现投资不足。这两种现象均表明市场的资金配置未达到最优。由于中国的体制原因,国有企业面临宽松的融资约束,更多地体现为过度投资(王曦,2005;刘怀珍和欧阳令南,2004;孙晓华和李明珊,2016),而民营企业由于融资条件较为苛刻,更多地体现为投资不足(罗琦等,2007)。中国金融市场上占绝对市场份额的金融机构都是大型国有企业,面临着较为宽松的融资约束。除此之外,中国的金融业还是一个非常特殊的行业。长期以来,金融业因对国民经济具有重要影响而处于国家保护的准垄断地位。这一特殊地位使金融业具有非常优厚的先天条件,对投资者具有极大的吸引力。但也正是由于这种特殊地位,金融业存在整体经营效率不高的普遍现象(粟芳和初立苹,2015)。刘伟和黄桂田(2002)也认为银行业的资源配置存在着严重的非效率现象。从金融业的融资历程看,只要融资计划得到金融监管机构的批准,均会被投资者抢购一空。因此,理论上,金融业的特殊地位和所有制背景使其面临着宽松的融资约束并具有得天独厚的融资优势,极易存在过度投资现象。

银行业和保险业是金融业中最具有典型的代表,两者的经营特征和运作模式非常相似^①。银行业以吸收存款、发放贷款为主营业务,依靠存款和贷款的利差(即存贷差)而获取利润;保险业以收取保费、支付赔款为主营业务,靠保费与赔款的赔付差而获取利润,这两个行业的业务都具有“以钱生钱”的典型特征。但是,两者的业务特征还是具有明显的不同。银行业的资金融通功能主要基于贷款业务,保险业则基于保险资金的使用,而且使用途径更自由、范围更广。从各种规模性的指标看,银行业的规模远大于保险业^②。除此之外,无论从经营历史、市场地位、行业影响等诸多方面比较,银行业都明显优于保险业。因此,与保险业相比,银行业对投资者具有更强的吸引力,面临着更为宽松的融资约束。从融资历程看,银行业历年的融资规模也远超保险业。因此,银行业可能存在更为严重的过度投资。另外,保险业包括寿险业和财险业,这两个行业的差别也非常明显。寿险业销售的寿险产品兼具资金融通和保障功能,并因寿险产品的长期性和投资性而具有较为突出的资金融通功能;财险业则集中表现为风险汇聚和损失补偿的保障功能,资金融通的功能明显较弱(李心愉和郁智慧,2011)。寿险业因而具有明显大于财险业的规模^③,资金使用规模也较大,对投资者具有更大的吸引力。从融资历程看,寿险业历年的融资规模也明显高于财险业。因此,寿险业的过度融资现象应比

① 尽管金融业还包括证券、信托等其他行业,但从占有金融资源的角度看,银行和保险占有金融资源的特性更强,业务也具有更多的共性,生存于利差或赔付差。因此,本文的研究对象仅限于银行业、寿险业和财险业。

② 2016年末,银行业总资产为232万亿元,保险业总资产仅为15.12万亿元。保险业的总资产不及银行业的1/10。银行业净资产为17万亿元,保险业净资产仅为1.72万亿元,大约仅为银行业的1/10。

③ 2016年末,寿险业总资产12.44万亿元,财险业总资产2.37万亿元,寿险业的总资产也明显高于财险业。

财险业更严重。

2. 基于投资方角度的理论分析

金融业过度投资表明投资方将资金投入效率较低的金融业,无法获取与市场平均利润相当的收益。理论上,资金渠道包括内部和外部渠道,金融业可以从内部渠道获取内部资金,从外部渠道获取债务资金和权益资金。当然,不同资金渠道具有不同的游戏规则和信息传递方式,不同资金的投资人具有不同的投资行为和投资动机(连玉君和苏治,2009)。从资金的成本角度分析,获取任何资金都需要付出成本。内部资金虽然不存在额外的交易成本,但仍存在机会成本,债务资金的成本是承诺到期支付的利息,而权益资金的成本则是预期向股东支付市场平均投资回报。从信息不对称的角度分析,内部投资者谙熟企业的经营情况及项目情况,不存在信息不对称;而外部投资者的信息不对称却非常严重,可能因未准确掌握企业实际经营水平而出现过度投资或投资不足。从资金交易的监管角度分析,债务资金和权益资金的增募受到监管机构的严格监管,特别是权益资金的管控更为严格。中国金融业并未完全放开,资金进入金融业还是受管控的^①,但监管机构主要是从规模上宏观控制金融业的发展速度,而无法从企业微观角度核查资金是否达到最优配置。从资金使用的监督角度分析,企业虽在内部投资人的控制之中,但在使用外部资金时也会受到债权人和股东等各投资方的严格监督,债权人和股东对于企业经营也有一定的影响权,所以不同资金的投资人显然具有不同的投资行为和投资特征。

就投向金融业的内部资金而言,因其投资方和融资方为同一主体而不存在信息不对称等诸多问题。管理者是内部资金的控制人,委托—代理理论(Jensen,1986)认为,当企业拥有较多的自由现金流时,为了保持对这些现金流的控制权,管理者不会将其用于向股东分配红利,而会将其盲目投资于一些项目,甚至是净现值为负但却可能增加私有收益的项目。也就是说,股东与管理层之间的代理问题使内部资金投资人可能会出于私利而滥用内部资金。另外,现代企业制度中所有权与经营权分离的格局进一步加大了股东与管理层之间的委托—代理冲突。管理层为了能够掌握更多的资源,更具有较大动机投资净现值为负的项目,从而加大了股东投资风险(Stulz,1990)。更为恶劣的是,管理层在实施投资方案时更有可能会为了追求私利而牺牲债权人和股东的利益,引发严重的道德风险(Jensen and Meckling,1976),进而导致内部资金出现过度投资。

相比之下,债务资金的配置则较为复杂。一方面,债权人要求债务人按期归还本金和利息,在投资时会充分调查并谨慎衡量债务人的经营情况和偿债能力(Myers and Majluf,1983)。但对于一些规模较大的多元化企业而言,其庞大的业务领域和复杂的管理网络使外部债权人存在着严重的信息不对称(叶康涛和陆正飞,2004),无法准确判断实际情况而出现过度投资。另一方面,债权人还对企业具有相机治理的作用,约束和监督企业的经营并带来极其沉重的压力,导致企业不得不放弃净现值为正的投资项目而出现投资不足(Myers,1976)。对于金融业这个特殊行业而言,监管机构为保持国家对金融业的主动权而控制着权益资金的进入,但对于债务资金投入的监管相对宽松。近年来,金融监管规定均认可将债务等形式的资金作为附加资本计入总资本^②。这些特殊情况使投入金融业的债务资金只可能存在过度投资而不可能投资不足。金融机构频发次级债且规模远超权益资

① 金融业发行债务或增发权益时,募资计划需经监管部门批准之后方能执行,未经批准的募资计划不得执行。当然,倘若没有监管机构的控制,估计金融业的过度投资现象会更加严重。

② 根据银监会和保监会的规定,在计算资本充足率或偿付能力充足率时,不是考虑核心资本,而是考虑总资本。其中,总资本包括核心资本和附加资本。核心资本就是实收资本,包括权益资金和从内部资金转增资本的资金。债务等形式的资金可作为附加资本计入总资本。

金规模,这也说明投入金融业的债务资金存在一定程度的过度投资。

权益资金的投资方即股东,虽然根据资金的逐利性,股东在投资时会选择回报率较高的项目,但由于信息不对称等原因,股东可能被一些假象蒙蔽,既可能盲目投资出现过度投资,也可能错过好项目而出现投资不足。更为重要的是,所有权与经营权的分离使得股东与管理层之间存在着明显的代理冲突(赵晶等,2014),更会因此而出现过度投资。除此之外,中国的金融监管机构要确保国家对金融业的控制权,因而普遍存在“一股独大”的现象,国有股是大型国有金融机构中绝对的第一大股东。在中外合资的金融机构中也存在中方股权51%与外方股权49%的监管要求。即使在民营金融机构中,“一股独大”也较普遍^①。在这些“一股独大”的金融机构中,大股东是金融机构的控制者,实际上也就是金融机构的管理者,因而他们的投资表现与内部资金投资者相仿,存在着明显的过度投资。

3. 基于金融业务特征的解释

金融业存在过度投资,投入金融业的资金偏离了逐利轨道,这究竟是什么原因呢?学者们对导致资金偏离逐利性的原因进行了多角度探讨,但已有研究大多是针对一般性企业的投融资行为,鲜有研究侧重于具有显著行业特色的金融业。而且,他们通常将金融业尤其是银行作为制约债务人过度投资的外部债权人,却从未将金融业作为一个存在过度投资的融资方予以深度分析。当然,过度投资是一个内外部多种原因综合影响的复杂结果,需要用多种理论进行多角度的解释。金融业首先是一般性企业,具有与一般性企业相同的经营特征,因而这些已有的理论能在一定程度上解释金融业存在过度投资的一般性原因;但金融业又是一个具有明显差异的特殊行业,因而其过度投资现象可能还有其他深层次的行业特殊原因。

从行业特征看,金融业是典型的负债经营行业。金融业务的交易对象就是资金,在交易过程中可以积累相当可观的金融资源。从金融业的总资产与净资产的差距就可以观察到金融资源的体量^②。如此庞大体量的金融资源无疑具有强大的吸引力,未来的金融业务还可以源源不断地提供资金。金融机构的控制人可以在监管范围内按照自己的意愿自由支配这些金融资源,比如收购优质企业、回贷给母方公司等。显然,只有金融机构的控制人才能占有并支配着这些庞大的金融资源。在金融资源的强大诱惑下,投资方的首要投资动机是控制金融机构,进而出现了罔顾利润而过度投资。因此,金融业所特有的金融业务特征可能是导致其过度投资的特殊行业原因。

当然,不同金融行业具有不同规模的金融资源,资金运用渠道和自由度也不相同,因而对投资人的吸引力也有所不同。比如,银行只能从事贷款业务,而保险的资金运用更具有自由度。根据监管规定,保险公司的资金可以投资银行存款、股票、基金、债券甚至基础设施建设等,资金使用途径较多且灵活,而且不同金融行业还有不同的监管规则。中国银行业监督管理委员会(简称银监会)和保监会的监管方法、监管力度和监管风格必定存在差异。这诸多因素都影响投资人在控制金融机构之后能否真正自由支配金融资源,进而使投资方在投资时思考再三。因此,不同金融行业的金融业务特征对于过度投资存在不同影响。综合考虑不同金融行业所具有的金融资源体量和使用自由度,寿险业的金融业务特征可能最具吸引力,因而最易诱发过度投资。财险业具有与寿险业相同的资金使用自由度,但受财险业务特征限制而金融资源体量较小,因而财险业受金融业务特征影响导致的过度投资没有寿险业那么严重。银行业的金融资源体量虽大,但银行资金只能用于贷款,大宗贷款和

^① 正是由于“一股独大”带来了大股东控制企业的现象,保监会在2017年修改了保险公司的股权比例规定,将保险公司的单一股东持股比例上限由51.0%降至33.3%。

^② 前文数据表示,无论是银行业还是保险业,净资产均不及总资产的1/10。负债经营是金融业的显著特征。

关联贷款还必须公开报告。因此,银行业的资金使用自由度较小,银行业务特征是否是促使银行业出现过度投资的原因之一还有待实证分析的验证。

从投资渠道看,不同资金投资人对金融机构具有不同的影响力,因而金融业务特征对其具有不同的吸引力。其中,内部资金投资人是金融机构的管理者和控制人,可能存在因企图继续控制金融资源而发生过度投资。债权人对债务人具有相机治理的作用,虽然不会过多干涉金融机构的日常经营,但对于金融机构的决策还是具有明显的影响力。权益投资人即股东是企业的所有者,理论上是金融机构决策的制定者。虽然所有权与管理权的分离使控制权并不完全等同于控股权,但在“一股独大”的金融机构中,大股东就是金融机构的真正控制人,掌握着金融资源的控制权,也极易受金融业务特征的诱惑而过度投资。

三、研究设计

1. 模型设计

本文将基于实务数据实证上文的理论分析。研究过程如下:①定义核心变量,基于描述性统计分析初步探析变量的基本特征和变量间的基本关系;②基于全样本数据验证金融业整体的过度投资,进一步将全样本细分为银行业、寿险业和财险业分别分析,考察不同行业过度投资的差异;③从不同的资金渠道入手,检测投入金融业的资金过度性及其在不同金融行业中的表现差异;④验证金融业务特征对过度投资的影响,并深入分析其对不同行业不同资金过度投资的影响。

根据定义,最优投资是指金融机构获取资金总量的变化速度与赚取利润的变化速度基本同步。一旦两者出现了显著不一致的现象,则可能存在过度投资或投资不足^①,但金融机构的经营具有长期性和负债性等特殊性,其获取的资金总量与赚取的利润也应用特殊方法来度量。

(1)资金与利润的度量。金融机构获取的资金包括内部资金、债务资金和权益资金。因此,从融资方金融机构的角度分析过度投资时应考虑其所获取的全部资金,即等于内部资金、债务资金和权益资金的总和,这也与监管规定中有关金融机构总资本的定义保持一致。借鉴相关研究的衡量方法(Vanacker and Manigart, 2010;李科和徐龙炳, 2011)并考虑金融业务的特殊性,选用下列指标衡量各渠道资金:内部资金用留存收益率衡量,用资本性负债率衡量债务资金,并用股权比率衡量权益资金。选取动态综合评价法^②将各渠道资金综合为资金总量:①根据研究的综合评价目的建立评价指标体系;②在对评价指标进行无量纲化处理之后,基于信息熵法判断各评价指标的权重,反映不同评价指标的贡献;③将各单项评价指标综合为最终综合评价价值。

金融业务是典型的负债经营,其利润不等于收入减去支出,还要考虑准备金提转差。金融机构的经营效益也不仅体现为当期会计报表中的利润,更多的是反映为未来业务的成长性^③,因此,直接

- ① 大多数研究过度投资的文章均基于现金流、托宾 Q 值等(罗琦等, 2007),但这是间接判断,且未考虑金融业务特征。基于金融业务的特殊性,本文根据过度投资的定义基于资金总量变化与利润变化间的关系来判断过度投资。
- ② 动态综合评价是综合评价基于时间维度的扩展,实质是在静态评价基础上引入时间因素,构成一个具有方案、指标及时间三维结构的评价体系。动态综合评价法与其他多指标评价方法不同,能在一定程度上规避经营波动的影响,反映评价对象的真实状况及动态特征(糜仲春和黄召明, 2008)。详见粟芳和初立苹(2013)。
- ③ 正如保险机构上市估值时不直接用净资产而是采用综合考虑当前业务和业务未来成长性的内含价值。同理类推,在评估金融机构的利润时,也不能仅考虑当前的利润,必须要考虑业务成长性即在未来持续发展业务的潜力。

用会计报表中的净利润不太合理。根据最优投资的定义,金融机构的利润不仅仅是当期利润,而应表现为金融机构使用资金总量创造效益的综合效果。本文采用广义三阶段 DEA 模型^①计算的资金使用效率来衡量利润。广义三阶段 DEA 模型是基于样本前沿面的分析:首先用广义 DEA 模型直接测度未消除环境影响的资金使用效率;然后再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的影响;最后基于剔除环境影响之后的变量重新估计资金使用效率。此时,环境因素及随机误差的影响均已消除,合理反映了真实的资金使用效率。借鉴文献并考虑金融业的特殊性,将金融业所募集的资金量作为效率的投入指标,而将净资产收益率和经营规模作为效率的产出指标。这两个指标不仅反映了金融机构的经营效益,还反映了金融机构的业务规模,能典型地代表金融机构的产出(甘小丰,2007)。

基于本文对资金和利润的定义及测度,用资金总量表示资金,用资金使用效率表示利润。最优投资表现为资金总量与资金使用效率的变化保持同步;若资金使用效率较低的金融机构获得了明显更多的资金总量,则明显存在过度投资。

(2)过度投资的检验模型。根据本文对最优投资的定义,检测最优投资实为检测资金总量与资金使用效率的变化是否同步。考虑到各种信息的传递具有一定的滞后性,需将一些影响资金总量的其他因素作为控制变量。检验金融业过度投资的回归模型为:

$$Abili_{i,t} = \alpha + \sum_{j=1}^4 \beta_{1,j} Abili_{i,t-j} + \sum_{j=0}^1 \beta_{2,j} Effi_{i,t-j} + \beta_3 Roa_{i,t} + \beta_4 Pati_{i,t} + \beta_5 Sta_{i,t} + \beta_6 Market_{i,t} + \beta_7 Concern_{i,t} + \beta_8 GDP_t + \beta_9 Fina_t + \omega_t + \sigma_t + \mu_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Abili_{i,t}$ 表示第*i*家金融机构在第*t*年所获取的资金总量,考虑到资金总量的获取具有一定的持续性,即金融机构当期所获取的资金可能受上期资金的影响,加入滞后项。 $Effi$ 为资金使用效率,同样因滞后性而同时考虑当期和上期的资金使用效率。若 $Abili$ 与 $Effi$ 的变化显著保持同步,即 $\beta_{2,j}$ 显著为正,则表明流入金融机构的资金最优;若 $\beta_{2,j}$ 不显著为正或不显著为负,则表明金融机构获取的资金总量偏离了资金使用效率,资金配置未达到最优;但若 $\beta_{2,j}$ 显著为负,则表明资金使用效率越低的金融机构却获取了更多的资金总量,存在明显的过度投资。

除此之外,还需将一些影响资金总量的其他因素作为控制变量。从公司内部分析,资产收益率(Roa)较高的公司可能获取较高的资金总量^②;市场份额($Pati$)较大的公司在市场上具有明显的吸引力,也应该能获得较高的资金总量;稳定性(Sta)也是衡量公司资本稳定的常用变量,其定义为所有者权益与总资产的比值。行业因素方面,考虑市场结构($Market$)和市场集中度($Concern$),用赫芬达尔指数表示市场结构,用市场份额行业前五的公司经营规模占行业的比重表示市场集中度。宏观因素方面,经济增长情况(GDP)显然也影响着金融机构的融资;资本市场($Fina$)发展较好时,金融机构从资本市场上获取资金可能会更为容易一些。

基于全样本数据的实证分析可验证金融业整体上是否存在过度投资;进一步,将样本分成银行、寿险和财险三个子样本,再分别基于子样本根据(1)式回归,则可以验证各金融行业是否存在过度投资。再将(1)式中被解释变量采用内部资金($AbiliI$)、债务资金($AbiliD$)和权益资金($AbiliE$),分

① 该模型不仅具有传统三阶段 DEA 模型的全部特征,还具有许多独特优点。其将比较基准设定为决策单元以外的前沿面,还可在整体水平提高的情况下进行深入评价,表现动态评价的过程。详见唐旭茂和栗芳(2015)。

② 有观点认为,即使金融机构融入资金的速度高于利润增长的速度,但金融业的平均利润仍高于制造业,故在控制变量中控制住 Roa 对金融业融入资金的影响。

别分析投向金融业的内部资金、债务资金和权益资金的过度投资现象。

(3)金融业务特征影响的检验模型。为了检验金融业务特征是否是导致金融业出现过度投资的原因,即金融业的过度投资是否因为投资者具有占有金融资源的投资动机,首先需明确金融资源的定义。金融资源是指金融机构在金融业务的经营过程中集聚起来的业务性资金,即业务性负债,而不是金融机构募集的资本性负债,即作为核心资本的权益资金和附加资本的债务资金。根据银行业和保险业标准财务报表中的会计科目,将金融资源定义为业务性负债之和。在(1)式中加入金融资源与资金使用效率的交叉项,并考虑金融资源对资金总量的单独影响,如(2)式:

$$Abili_{i,t} = \theta + \sum_{j=1}^4 \gamma_{1,j} Abili_{i,t-j} + \gamma_2 Res_{i,t} + \sum_{j=0}^1 \gamma_{3,j} Res_{i,t-j} \times Effi_{i,t-j} + \gamma_4 Roa_{i,t} + \gamma_5 Pati_{i,t} + \gamma_6 Sta_{i,t} + \gamma_7 Market_{i,t} + \gamma_8 Concern_{i,t} + \gamma_9 GDP_t + \gamma_{10} Fina_t + \omega_t + \sigma_t + \mu_{i,t} \quad (2)$$

与(1)式回归结果的分析相似,只有当 $\gamma_{3,j}$ 显著为负时,才表明金融资源与资金使用效率的交叉项与资金总量存在显著的负向关系。同时,还应把 $\gamma_{3,j}$ 与基于相同样本的(1)式回归中的 $\beta_{2,j}$ 进行对比。若 $\gamma_{3,j}$ 显著为负且比 $\beta_{2,j}$ 的显著度更高,则表明考虑金融业务特征的影响后资金使用效率与资金总量的负向关系更明显,过度投资更为严重。除此之外,还应同时观察 γ_2 的回归结果。若 γ_2 也显著为正,则表明具有较多金融资源的金融机构确实获得了较多的资金总量。比较分析这三个回归系数的符号和显著度,就可以考察金融资源对金融机构过度投资的影响。同理,基于银行、寿险和财险三个子样本并考虑不同渠道资金,分别就(2)式进行回归分析,则可以检验金融业务特征对于不同资金在各金融行业过度投资的影响力。各变量含义及计算公式如表1。

表1 变量的含义

变量名称		计算	影响方向	
资金总量 <i>Abili</i>	内部资金 <i>AbiliI</i>	留存收益率=(盈余公积+未分配利润)/总资产		
	债务资金 <i>AbiliD</i>	资本性负债率=资本性负债/总资产		
	权益资金 <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>	投入指标	内部资金、债务资金、权益资金		
	产出指标	净资产收益率=净利润/资本 经营规模=总资产/资本		
控制变量	微观因素	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; 保费收入/全行业总保费收入	+
		稳定性 <i>Sta</i>	所有者权益/资产	+
	行业因素	市场结构 <i>Market</i>	赫芬达尔指数(分行业算)	-
		市场集中度 <i>Concern</i>	市场前五大公司的资产之和/行业总资产(分行业算)	-
	宏观因素	经济增长率 <i>GDP</i>	当年GDP增加值/上年GDP	+
金融深化程度 <i>Fina</i>		资本市场的总市值/当年GDP	+	
金融资源 <i>Res</i>	银行: 业务性负债=同业和其他金融机构存款+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+吸收存款+应付债券 保险: 业务性负债=短期借款+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+预收保费+应付手续费及佣金+应付分保账款+应付赔付款+应付保单红利+保户储金及投资款+未到期责任准备金+未决赔款准备金+寿险责任准备金+长期健康险责任准备金+长期借款+应付债款		+	

资料来源:作者整理。

模型选择方面,随机效应模型中假设个体效应与解释变量无关。这一假设与实际情况存在一定偏差,但本文中一些控制变量不随时间改变,不适合采用固定效应模型。因为固定效应模型可能会降低这类控制变量对被解释变量的影响(Beck, 2003),无法估计它们的解释能力。因此,本文选用随机效应模型进行回归分析。

2. 数据来源

银行和保险是金融业中的两个重要行业,两者具有一定的相似性,本文研究对象仅限于金融业中的银行业和保险业。2006年,财政部发布了《新会计准则》和审计准则体系。银监会和保监会按照《新会计准则》设计了全新的标准财务报表,并分别要求银行与保险公司从2007年起开始执行。新旧会计准则具有较大的差异,并由此导致财务报表的格式和会计科目也完全不同,采用含义相同的指标是得出合理结论的首要前提,因此,本文将样本期定为2007—2014年,并选择数据完整的公司作为样本。最终研究样本基于在中国境内经营业务的149家金融机构,包括73家商业银行、42家寿险公司和33家财险公司^①。原始数据来源于各家商业银行与保险公司公开披露的年度报告,以及历年的《中国统计年鉴》《中国金融年鉴》和《中国保险年鉴》。

四、实证分析

1. 变量的描述性统计分析

本文核心变量资金总量与资金使用效率的描述性统计分析如表2所示。为了初步分析两者之间的关系,将全样本根据资金使用效率的大小按由小到大的顺序分成五组,依次为效率最低组、效率较低组、效率中等组、效率较高组和效率最高组,观察各组中资金总量的描述性统计。

表2 各变量的描述性统计

	均值	标准差	最大值	最小值	样本数
资金使用效率	1.0758	0.4442	0.5340	5.6614	1043
资金总量	0.2800	0.0830	0.1133	0.6892	1043
效率最低组的资金总量	0.2968	0.0769	0.6085	0.1922	209
效率较低组的资金总量	0.3125	0.0851	0.6301	0.1870	209
效率中等组的资金总量	0.3341	0.0948	0.6374	0.1943	208
效率较高组的资金总量	0.2834	0.0756	0.5225	0.1662	230
效率最高组的资金总量	0.2591	0.1179	0.5500	0.0726	187

资料来源:作者计算。

表2中,随着资金使用效率从最低组发展到最高组,各组资金总量的均值具有明显的先升再降的特征。效率最低组的资金总量平均为0.2968,效率中等组的资金总量最高为0.3341,而效率最高组的资金总量平均为0.2591。将各效率组中资金总量的分位数绘制成图1。可以看到,随着资金使用效率的升高,资金总量的均值具有先升后降的特点。特别是当资金使用效率比较高时,资金总量的分位数值却是最低的。

图1中分位数的变化与表2中均值的变化情况基本一致。这揭示出资金使用效率的增长与资金总量的增长并非完全同步。当资金使用效率较高时,资金总量的各分位点都具有明显下降的特

^① 银行业和保险业的财务报表科目基本相似,这为银行业和保险业间的比较研究提供了条件。

征。尤其是比较资金使用效率最高组和最低组中资金总量的各分位点,前者基本均小于后者。这也意味着资金使用效率较高的金融机构却获得了较低的资金总量。另外,分行业比较样本年中各样本公司的资金总量变化与资金使用效率变化的相对关系,也能粗略判别各行业过度投资的严重度。以银行业为例,银行业子样本包括438个样本,其中312个样本的资金总量增长速度大于资金使用效率增长速度,占71.32%;寿险业和财险业的这一数值分别为62.30%和61.76%。可以初步判断,中国金融业普遍存在着过度投资,尤其以银行业的现象最为严重。

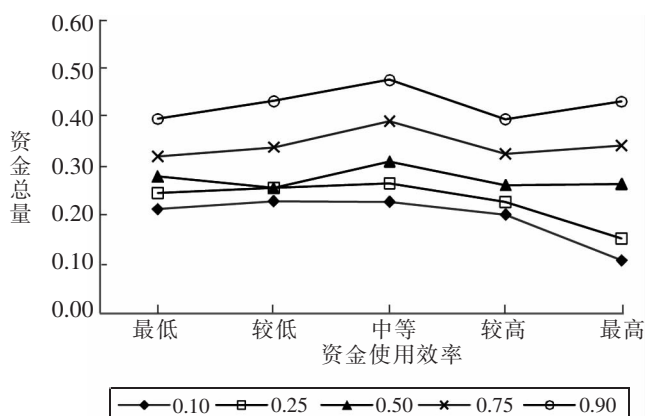


图1 资金使用效率各组中资金总量的分位点

资料来源:作者绘制。

2. 过度投资的检验

(1)金融业过度投资的检验。基于动态模型(1)式,利用全样本数据检验金融业是否存在过度投资。首先确定(1)式中所含因变量的滞后项期数。Wintoki et al.(2012)认为,动态模型中因变量的滞后项只要有两期就能满足信息的完整性;张兆国等(2013)则使用OLS方法根据滞后项对当期的影响水平是否显著来确定滞后项的期数。本文对因变量资金总量及各渠道资金量进行回归分析,其结果见表3。回归分析结果表明,滞后两期以内的资金总量及内部、债务与权益资金与当期的因变量均存在显著的相关性。虽然某些滞后三期或四期的变量也与因变量正相关,但兼顾上述两个文献所提及的原则,本文仅考虑资金总量及各渠道资金量的滞后两期。

表3 因变量滞后期的确定

	滞后一期	滞后二期	滞后三期	滞后四期	调整后 R ²	F 值
<i>Abili</i>	0.310*** (6.15)	0.615*** (10.11)	0.278*** (3.16)	-0.273*** (-3.06)	0.474	99.450
<i>AbiliI</i>	-0.474*** (-10.83)	1.757*** (14.29)	0.178 (1.13)	-0.629*** (-4.82)	0.611	173.760
<i>AbiliD</i>	0.751*** (17.44)	0.162*** (3.34)	-0.069 (-1.44)	0.213*** (5.28)	0.940	1742.590
<i>AbiliE</i>	0.377*** (9.02)	0.377*** (8.46)	0.165*** (2.92)	-0.003 (-0.05)	0.844	599.550

注:*** ** * 分别表示 1%、5%和 10%显著性水平;括号内为 T 统计量。下文同。

资料来源:作者计算。

根据已确定的滞后期数调整(1)式中资金总量的滞后期数,并基于全样本数据检验金融业整体的过度投资,结果见表4左栏。其中,模型(1)考虑了 $Effi_{i,t}$ 的影响,模型(2)考虑了 $Effi_{i,t-1}$ 的影响,模型(3)则同时考虑了 $Effi_{i,t}$ 和 $Effi_{i,t-1}$ 的影响。回归分析时采用哑变量控制年度差异和行业差异(分行业分析时则不需控制行业差异),所有结果均为 Yes。

表 4 金融业全行业的检验

	过度投资的检验				金融业务特征的影响检验		
	模型(1)	模型(2)	模型(3)		模型(1)	模型(2)	模型(3)
$Abili_{i,t-1}$	0.491*** (13.58)	0.482*** (13.47)	0.485*** (13.38)	$Abili_{i,t-1}$	0.421*** (11.81)	0.438*** (12.22)	0.445*** (12.06)
$Abili_{i,t-2}$	0.359*** (8.11)	0.375*** (8.52)	0.371*** (8.32)	$Abili_{i,t-2}$	0.378*** (9.25)	0.378*** (8.72)	0.369*** (8.30)
$Effi_{i,t}$	-0.008 (-0.76)		-0.005 (-0.53)	$Res_{i,t}$	0.009*** (4.05)	0.014*** (6.02)	0.015*** (5.97)
$Effi_{i,t-1}$		-0.041** (-2.07)	-0.040** (-1.99)	$Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$	-0.002** (-2.04)		-0.001 (-0.88)
$Roa_{i,t}$	0.189*** (3.13)	0.210*** (3.42)	0.211*** (3.44)	$Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$		-0.004*** (-2.63)	-0.004*** (-2.58)
$Pati_{i,t}$	-0.079** (-2.13)	-0.083** (-2.23)	-0.084** (-2.24)	$Roa_{i,t}$	-0.004 (-0.06)	0.041 (0.60)	0.046 (0.67)
$Sta_{i,t}$	-0.008 (-0.36)	-0.004 (-0.17)	-0.004 (-0.19)	$Pati_{i,t}$	-0.156*** (-3.19)	-0.220*** (-4.93)	-0.223*** (-4.97)
$Market_{i,t}$	-0.085** (-2.15)	-0.096** (-2.40)	-0.096** (-2.39)	$Sta_{i,t}$	0.085*** (3.04)	0.083*** (3.09)	0.083*** (3.06)
$Concern_{i,t}$	0.008 (0.19)	0.009 (0.22)	0.010 (0.25)	$Market_{i,t}$	0.032 (0.54)	-0.035 (-0.84)	-0.035 (-0.84)
GDP_t	-4.161*** (-8.85)	-5.337*** (-7.29)	-5.295*** (-7.18)	$Concern_{i,t}$	0.054 (1.03)	0.068* (1.65)	0.069* (1.69)
$Fina_t$	-1.211*** (-11.42)	-1.486*** (-9.98)	-1.453*** (-9.01)	GDP_t	-3.123*** (-8.34)	-5.349*** (-7.47)	-5.308*** (-7.40)
$_cons$	2.668*** (12.08)	3.318*** (9.46)	3.258*** (8.83)	$Fina_t$	-0.840*** (-9.67)	-1.487*** (-10.23)	-1.438*** (-9.26)
N	745	745	745	$_cons$	1.744*** (9.20)	3.134*** (9.50)	3.041*** (8.77)
R ²	0.598	0.600	0.600	N	745	745	745
				R ²	0.617	0.618	0.619

资料来源:作者计算。

表 4 左栏中模型(3)的拟合度最好,因此以模型(3)的分析结果为准,考虑当期和滞后一期的资金使用效率对资金总量的影响情况。分析结果显示, $Effi_{i,t}$ 的回归系数不显著为负,而 $Effi_{i,t-1}$ 回归系数却在 5%的水平上显著为负。这表明就金融业整体而言,资金使用效率与资金总量具有显著的负相关关系,存在着明显的过度投资。而滞后一期 $Effi_{i,t-1}$ 的回归系数显著则表明,由于信息的传递具有滞后性,投资方在向金融业投资时大多以上一期的资金使用效率作为参照依据^①,结果仍显著过度。这证明金融业存在着显著的过度投资,资金总量的增长速度明显快于资金使用效率的增长速度。

① 这里也尝试加入更多滞后期的资金使用效率,但模型总拟合度下降了,这表明仅考虑当期和滞后一期最为合理。

有关控制变量的分析结果则表明,当期的资金总量与滞后一期及两期的资金总量均存在显著的正相关关系。这说明投向金融业的资金总量具有明显的持续性。上一期能获得较多资金总量的金融机构通常还能继续获得可观的资金。资产收益率 Roa 的回归系数显著为正,与预期一致。市场份额 $Pati$ 与资金总量的回归系数基本都在 5% 的显著水平上为负,与预期相反。这说明市场份额较大的金融机构却获得了相对较少的资金总量,资金可能有选择地流向了市场份额较小的小公司^①。市场结构 $Market$ 与资金总量的回归系数在 5% 的水平上显著为负。这表明在较为集中和垄断的市场中,金融机构所获取的资金总量可能较大。宏观因素的分析结果与靳庆鲁等(2012)的结论基本一致。 GDP 的回归系数在 1% 的水平上显著为负。这说明在经济发展比较好时,其他的投资机会可能会更多一些;相对而言,只有较少的资金流入金融业,使金融业获得的资金总量反而少了。 $Fina$ 的回归系数也是在 1% 的显著水平上为负。这说明金融市场深化发展的程度越高时,金融业所获取的资金总量却越少。金融机构的稳定性 Sta 及市场集中度 $Concern$ 的影响均不显著。

(2) 分行业的过度投资检验。将全样本划分为银行业、寿险业和财险业三个子样本,同样根据修正后的(1)式考虑两期滞后项进行回归分析,结果见表 5 左栏。

银行业中,资金总量与 $Effi_{i,t}$ 和 $Effi_{i,t-1}$ 的回归系数均在 1% 的水平下显著为负。这表明银行业存在着极其严重的过度投资。寿险业中,资金总量与 $Effi_{i,t}$ 回归系数在 1% 的水平下显著为负,与 $Effi_{i,t-1}$ 不显著为正。这表明寿险业虽然存在着显著的过度投资,但随着寿险业的发展和资金使用效率的提高,这一过度投资现象具有逐渐淡化的倾向。而在财险业中,资金总量与各期资金使用效率的回归系数均不显著。这表明财险业基本不存在过度投资。因此,与前文的理论分析及描述性统计的结论一致,银行业存在非常严重的过度投资,寿险业的过度投资现象也较为明显,但财险业相对而言并不存在过度投资^②。

(3) 分渠道的过度投资检验。在分别计算内部资金、债务资金和权益资金后,同样运用调整后的公式(1)考虑两期滞后项进行回归分析,结果见表 6 左栏。

表 6 左栏显示,内部资金与资金使用效率 $Effi_{i,t}$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为负(-0.082),与 $Effi_{i,t-1}$ 也在 1% 水平上显著为负(-0.071)。这表明投向金融业的内部资金存在着显著的过度投资。内部资金投资人的确没有根据最优投资原则保留最优资金,而是把过多的资金留存于金融机构体内,导致严重的过度投资。债务资金与资金使用效率 $Effi_{i,t}$ 的回归系数在 10% 的水平上显著为负(-0.012),与 $Effi_{i,t-1}$ 不显著为负。这说明与当年的资金使用效率相比较,金融业当年度融入的债务资金存在显著的过度投资。长期看,债务资金仍然存在一定程度的过度投资。权益资金与资金使用效率 $Effi_{i,t}$ 的回归系数不显著为负(-0.004),与 $Effi_{i,t-1}$ 也不显著为负。这表明投向金融业的权益资金没有达到最优投资,但也尚未存在过度投资。

综上,比较金融业不同渠道资金过度投资的严重程度,最为严重的是内部资金,而权益资金的过度投资最轻微。当然,由于向不同行业投入的内部资金、债务资金及权益资金仍存在着较大差异,其过度投资的严重程度还需要进一步深入分析。

(4) 各行业不同资金过度投资的检验。同基于全样本验证不同渠道资金是否存在过度投资的过程相似,分行业深入分析不同渠道资金的投资表现,结果见表 7 左栏(因篇幅限制,不再汇报控制变

① 这也在一定程度上表明投资者存在为控制金融资源而向金融企业投资的动机。相对而言,小公司更容易被控制。

② 其他控制变量的回归结果报告在表 5 中,控制变量的回归结果与金融业整体回归结果相似,不再详细分析。

表 5 基于不同行业的检验

	过度投资的检验				金融业务特征的影响检验		
	银行业	寿险业	财险业		银行业	寿险业	财险业
$Abili_{i,t-1}$	0.643*** (12.13)	0.282*** (4.10)	0.116 (1.55)	$Abili_{i,t-1}$	0.634*** (11.85)	0.293*** (4.11)	0.142* (1.88)
$Abili_{i,t-2}$	0.206*** (3.41)	0.350*** (5.04)	0.220*** (2.80)	$Abili_{i,t-2}$	0.188*** (3.09)	0.309*** (4.28)	0.213*** (2.68)
$Effi_{i,t}$	-0.031*** (-2.81)	-0.104*** (-4.34)	-0.013 (-0.51)	$Res_{i,t}$	0.024*** (5.27)	0.014*** (3.89)	0.005 (1.08)
$Effi_{i,t-1}$	-0.234*** (-4.93)	0.023 (0.96)	0.014 (0.55)	$Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$	-0.002** (-2.30)	-0.009*** (-4.22)	-0.004 (-1.32)
$Roai_{i,t}$	0.370*** (2.89)	0.121 (1.43)	-0.207** (-2.44)	$Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$	-0.011*** (-3.99)	0.000 (0.02)	0.003 (1.02)
$Pati_{i,t}$	-0.202** (-2.35)	-0.031 (-0.75)	0.048 (1.14)	$Roai_{i,t}$	0.108 (0.79)	0.104 (1.22)	-0.267*** (-2.81)
$Sta_{i,t}$	-1.592*** (-7.57)	0.052 (1.58)	0.161*** (6.01)	$Pati_{i,t}$	-0.529*** (-3.65)	-0.166*** (-2.61)	0.004 (0.08)
$Market_{i,t}$	235.976*** (9.59)	-0.670* (-1.89)	3.058*** (4.34)	$Sta_{i,t}$	-1.160*** (-5.40)	0.105*** (2.67)	0.177*** (5.64)
$Concern_{i,t}$	-82.315*** (-9.32)	-0.408* (-1.75)	3.180*** (4.37)	$Market_{i,t}$	206.408*** (9.17)	0.238* (1.79)	3.367*** (4.67)
GDP_t	54.568*** (8.04)	-0.018 (-0.02)	1.289 (1.53)	$Concern_{i,t}$	-70.198*** (-8.95)	0.118 (1.63)	3.508*** (4.71)
$Fina_t$	-2.128*** (-10.54)	-0.484*** (-3.14)	1.622*** (2.62)	GDP_t	44.604*** (7.60)	-0.057 (-0.06)	1.688** (1.98)
$_cons$	27.725*** (9.62)	1.425*** (4.77)	-5.881*** (-3.20)	$Fina_t$	-1.809*** (-10.30)	-0.064 (-1.54)	1.961*** (3.04)
N	365	210	170	$_cons$	22.876*** (9.43)	5.225*** (7.87)	-6.880*** (-3.61)
R ²	0.727	0.501	0.635	N	365	210	170
				R ²	0.726	0.621	0.644

资料来源:作者计算。

量的分析结果)。

表 7 左栏中,从行业看,银行业的过度投资主要来源于债务资金和权益资金,特别是债务资金在 1%的水平上显著过度。这表明银行当下的发债规模过大,已经远远超过其业务规模所需要的资金。巴曙松和王文强(2005)提出,次级债能有效改善银行资本的构成,是银行资本金补充的重要途径。本文发现,多年来银行已经过多地依赖次级债,导致投入的债务资金严重过度。虽然从当年度看,银行的权益资金存在过度投资,但随着银行业规模的迅速发展,银行业的权益资金过度投资逐渐消退并几近消除。投入银行业的内部资金基本上不存在过度投资。这些现象与实务中银行业的发债过程完全一致。2010 年,银行业融资规模超过了 4000 亿元,其中发行次级债 1300 亿元,权益融资为 2700 亿元。银行业在随后几年中发行次级债的规模不断增高。随着 2013 年《商业银行资本管

表 6 基于不同渠道的检验

	过度投资的检验				金融业务特征的影响检验		
	内部资金	债务资金	权益资金		内部资金	债务资金	权益资金
$Abili_{i,t-1}$	-0.354*** (-6.28)	0.183*** (4.71)	0.572*** (17.35)	$Abili_{i,t-1}$	0.405*** (10.94)	0.775*** (20.97)	0.522*** (15.90)
$Abili_{i,t-2}$	0.230*** (3.07)	-0.156*** (-4.31)	0.345*** (10.26)	$Abili_{i,t-2}$	0.334*** (9.65)	0.174*** (4.54)	0.358*** (10.94)
$Eff_{i,t}$	-0.082*** (-10.41)	-0.012* (-1.72)	-0.004 (-0.71)	$Res_{i,t}$	0.004*** (3.08)	0.005** (2.31)	0.003** (2.14)
$Eff_{i,t-1}$	-0.071*** (-4.60)	-0.011 (-0.77)	-0.011 (-1.01)	$Res_{i,t} \times Eff_{i,t}$	-0.002*** (-4.15)	-0.001** (-2.02)	-0.001* (-1.74)
$Roa_{i,t}$	0.243*** (2.70)	-0.005 (-0.07)	0.106*** (3.11)	$Res_{i,t-1} \times Eff_{i,t-1}$	-0.000 (-0.20)	-0.001 (-0.99)	0.000 (0.27)
$Pati_{i,t}$	0.024 (0.60)	-0.057* (-1.80)	0.002 (0.11)	$Roa_{i,t}$	0.126*** (3.66)	-0.007 (-0.12)	-0.019 (-0.49)
$Sta_{i,t}$	0.071** (2.27)	-0.053** (-2.20)	0.085*** (6.57)	$Pati_{i,t}$	-0.058** (-2.45)	-0.099*** (-2.62)	-0.022 (-0.83)
$Market_{i,t}$	0.110** (2.47)	0.009 (0.27)	-0.094*** (-4.27)	$Sta_{i,t}$	0.029** (2.14)	-0.031 (-1.50)	0.149*** (9.57)
$Concern_{i,t}$	0.127*** (3.03)	0.091*** (2.76)	-0.050** (-2.23)	$Market_{i,t}$	-0.053* (-1.83)	0.029 (0.64)	0.020 (0.62)
GDP_t	-2.969*** (-8.28)	-2.483*** (-4.73)	-0.102 (-0.25)	$Concern_{i,t}$	-0.040 (-1.49)	0.075* (1.78)	0.020 (0.67)
$Fina_t$	-1.300*** (-15.37)	-0.319*** (-2.90)	-0.029 (-0.32)	GDP_t	-7.169*** (-14.40)	-0.769 (-1.32)	0.472 (1.11)
$_cons$	3.184*** (16.60)	0.976*** (3.76)	0.134 (0.64)	$Fina_t$	-3.019*** (-26.92)	-0.237* (-1.86)	0.150 (1.59)
N	745	745	745	$_cons$	6.344*** (25.08)	0.458 (1.61)	-0.366* (-1.75)
R ²	0.869	0.960	0.882	N	745	745	745
				R ²	0.935	0.918	0.891

资料来源:作者计算。

理办法(试行)》的出台,2014年银行业发行次级债达到3448.5亿元的峰值。随后虽有所下降,但即使在2016年,银行业仍发行了2273.5亿元的次级债。短短几年,银行业发行了大量的次级债,并远超权益资金增加的规模,投入银行业的债务资金必然存在最为明显的过度投资。

寿险业的过度投资则主要来源于过度的内部资金和债务资金;投入寿险公司的内部资金与当期的资金使用效率在1%的水平上显著为负,与滞后一期的资金使用效率在10%的水平也显著为负。这说明寿险业的内部资金存在严重过度投资,而且一直持续存在。寿险业的债务资金也在5%的水平上显著存在过度投资,并且也一直存在。寿险业的权益资金基本上不存在过度投资。对于财险业,从各渠道投入的资金均不显著过度。只是相比较而言,投入财险业的债务资金存在轻微的过度投资。从保险业的数据看,2010年保险业募集了权益资金657亿元,发行次级债208亿元;2012年

表 7 基于不同行业不同渠道资金的检验

	过度投资的检验			金融业务特征的影响检验				
		银行	寿险	财险		银行	寿险	财险
内部资金	$Effi_{i,t}$				$Res_{i,t}$	0.004 (1.59)	0.008** (2.24)	0.013*** (2.99)
					$Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$	0.000 (-0.13)	-0.012*** (-9.63)	-0.006** (-2.14)
	$Effi_{i,t-1}$	0.001 (0.20)	-0.030* (-1.81)	-0.048* (-1.72)	$Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$	0.000 (0.48)	-0.001 (-0.71)	-0.007** (-2.24)
债务资金	$Effi_{i,t}$				$Res_{i,t}$	0.016*** (3.34)	0.009* (1.93)	0.009** (2.10)
					$Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$	-0.003*** (-3.32)	-0.004** (-2.39)	-0.003* (-1.95)
	$Effi_{i,t-1}$	-0.094*** (-2.61)	-0.012 (-0.56)	-0.012 (-0.92)	$Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$	-0.008*** (-2.89)	-0.002 (-1.21)	-0.003* (-1.82)
权益资金	$Effi_{i,t}$				$Res_{i,t}$	0.001* (1.67)	0.006* (1.84)	0.001 (0.11)
					$Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$	-0.000*** (-4.93)	-0.001 (-0.73)	-0.003 (-0.77)
	$Effi_{i,t-1}$	0.001 (0.33)	0.034** (2.08)	0.029 (1.08)	$Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$	0.000 (1.41)	-0.003** (-2.19)	0.004 (1.25)

资料来源:作者计算。

仅权益资金就募集了 841 亿元;2013 年仅次于级债就发行了 267 亿元。保险业募集的权益资金和次级债的规模远小于银行业,而且增速也明显低于银行业。这也与前文分析中认为保险业的过度投资比银行业要轻微的观点完全一致。另外,从保险业内部看,大量资金明显流入了寿险业,寿险业的过度投资明显严重于财险业。

综上所述,投入银行业的债务资金存在非常显著的过度投资,投入寿险业的内部资金也存在非常严重的过度性,而财险业整体上均未存在明显的过度投资现象。不同渠道的资金在不同行业的过度投资程度有明显差异,这说明各资金投资人向不同行业的投资动机还是有差异的。

3. 金融业务特征的影响检验

(1) 基于全金融行业的检验。金融业整体上所具有的过度投资现象是否源于金融业务特征呢?利用公式(2)基于全样本数据进行回归分析,结果见表 4 右栏。

表 4 右栏中,随着考虑了更多的滞后期数,模型的拟合度不断提高。以模型(3)的分析结果为准,考虑 $Res \times Effi$ 的交叉影响,各期回归系数均为负,并且滞后一期 $Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$ 的回归系数还在 1% 的水平上显著为负。与表 4 左栏中对应的 $Effi_{i,t}$ 和 $Effi_{i,t-1}$ 的回归系数进行比较分析,可以发现,加入金融资源 $Res_{i,t}$ 的交叉影响之后,回归系数的显著度从 5% 变为 1%。除此之外,金融资源 $Res_{i,t}$ 的回归系数在 1% 的水平上显著为正,表明金融资源较多的金融机构的确获得了更多的资金总量。这证实了金融业的过度投资现象的确源于金融业务特征所带来的金融资源。考虑金融资源这一变量的交叉影响后,进一步加剧了资金总量与资金使用效率的不一致性,使得金融业的过度投资更为显著。

(2)基于各行业和各渠道资金的检验。同理,对从不同渠道投入不同行业的资金子样本分别进行分析,检验金融业务特征对于投入各行业的各渠道资金是否具有影响,结果见表5—表7右栏。其中,表5是基于不同行业的检验,表6是基于不同渠道的检验,表7是基于不同行业与不同渠道的检验。可以将表5—表7中左栏和右栏的回归分析结果进行比较,分析加入金融资源 $Res_{i,t}$ 影响之后的显著性变化。可以看到,两栏的分析结果保持了高度一致,且右栏的显著度具有明显的变化。

以表7的分析结果为基础进行深入分析。向银行业投资的内部资金中,各项回归系数仍均不显著,这表明向银行业投资的内部资金投资人对银行的金融业务特征并不感兴趣。而在债务资金中, $Res \times Effi$ 各期的回归系数均在1%的水平上显著为负,虽大致与左栏持平,但金融资源 $Res_{i,t}$ 的回归系数在1%的水平上显著为正,这表明金融资源较多的银行能显著获得较多的债务资金。而且,金融业务特征对于银行业债务资金的投资过度具有显著的影响。这充分证明向银行业投资的债权人正是由于银行拥有庞大体量的金融资源才向银行投资的。权益资金中, $Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$ 的回归系数在1%的水平上显著为负,且显著度明显高于左栏。 $Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$ 的回归系数仍然不显著为0,与左栏持平。金融资源 $Res_{i,t}$ 较多的银行能在10%的显著水平上募集到更多的权益资金。这也基本表明,银行业权益资金的过度投资在一定程度上也是因金融业务特征而导致的。

在寿险业的分析中加入金融资源 $Res_{i,t}$ 之后,各渠道资金的过度投资现象均表现的更为突出。其中,内部资金方面, $Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$ 的回归系数在1%的水平上显著为负, $Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$ 的回归系数不显著为负,虽大致与左栏基本持平,但金融资源 $Res_{i,t}$ 的回归系数在5%的水平上显著为正,这表明金融资源较多的寿险公司确实获得了较多内部资金,内部资金投资人因受到金融业务特征的影响而出现了过度投资。债务资金中, $Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$ 的回归系数在5%的水平上显著为负, $Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$ 的回归系数不显著为负,虽仍与左栏持平,但金融资源 $Res_{i,t}$ 较多的寿险公司在10%的水平上能吸收到更多的债务资金。这也说明金融业务特征显著地影响着投资于寿险业的债务资金。权益资金中, $Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$ 的回归系数仍然不显著为负,而 $Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$ 的回归系数从左栏的显著为正变成了在5%的水平上显著为负,并且金融资源 $Res_{i,t}$ 与资金总量的系数在10%的水平上显著为正。这表明金融资源较多的寿险公司吸收了较多的权益资金,权益资金投资人受寿险公司的金融业务特征吸引而出现了过度投资。

当加入金融资源的影响之后,向财险业投入的内部资金和债务资金的过度投资现象更为显著。其中,内部资金投资方非常看重财险公司的金融业务特征, $Res_{i,t} \times Effi_{i,t}$ 和 $Res_{i,t-1} \times Effi_{i,t-1}$ 的回归系数都在5%的水平上显著为负,且明显比左栏显著。金融资源 $Res_{i,t}$ 的回归系数也在1%的水平上显著为正。这表明考虑金融资源的影响之后,财险业的内部资金存在严重的过度投资。财险业债务资金的过度性与内部资金表现相仿,债权人也在5%的水平上显著看重财险公司的金融资源,并在10%的水平上显著地因金融业务特征而出现了过度投资。而且,这一显著水平高于了左栏中未考虑金融业务特征时的显著水平。但财险业的权益资金并非如此表现,金融业务特征对其过度投资基本没有影响。

4. 进一步分析

从前文的分析可以看到,从不同金融行业看,银行、寿险和财险具有不同的业务特征,其积累金融资源的能力有所差别,且资金使用的途径和监管规定也完全不同。从资金渠道看,内部、债务和权益资金的特征和约束也不完全相同。因此,投入不同行业的不同资金表现出不同程度的过度投资。

当然,各行业的金融业务特征对不同资金过度投资的影响程度也有明显差别。将前文的实证分析结果总结于表8。

表 8 过度投资及金融业务特征影响的实证结果

	银行业		寿险业		财险业	
	过度投资	金融业务特征的影响	过度投资	金融业务特征的影响	过度投资	金融业务特征的影响
内部资金	基本不存在	没有影响	显著存在	加重	轻微存在	显著加重
债务资金	严重存在	显著加重	显著存在	加重	存在	显著加重
权益资金	轻微存在	显著加重	基本不存在	严重加重	基本不存在	没有影响
严重度排序	1	②	2	①	3	②

注:过度投资由轻到重依次为:基本不存在、轻微存在、存在、显著存在、严重存在,严重度由重至轻排序为:1、2、3;金融业务特征的影响由轻到重依次为:没有影响、加重、显著加重,严重度由重至轻排序为:①、②。

资料来源:作者整理。

表8中总结了各资金在不同行业中过度投资的严重程度,以及该行业金融业务特征对过度投资的影响程度。可以看出:①银行业的过度投资现象最为严重,主要来源于过度的债务资金。银行业务的特征对于债务资金和权益资金的过度投资产生着显著的影响,相关投资方正是在银行业务特征的吸引下才发生了过度投资。但银行业的内部资金不存在过度投资,也不具有任何占有银行业务特征所积累金融资源的不轨动机。②寿险业的过度投资也比较明显,仅次于银行,但寿险业的过度投资主要来源于债务资金和内部资金。值得注意的是,在寿险业务所积累的金融资源的吸引下,内部资金、债务资金和权益资金都呈现出更为严重的过度投资。特别是权益资金,具有极强的控制寿险公司金融资源的投资动机。③财险业整体上的过度投资均较轻微,仅债务资金存在着过度投资。但同样值得注意的是,在财险业务所积累的金融资源吸引下,财险业内部资金和债务资金的过度投资均有所加重,但权益资金未受到影响。这说明财险业的内部资金和债务资金都存在占有金融资源的投资动机,而权益资金却不存在类似的投资动机。

从行业的角度深入分析,本文中金融资源定义的核心是业务性负债的规模。毋庸置疑的是,银行业具有最为庞大的金融资源规模,因此,具有最为严重的过度投资。但是,在分析金融业务特征是否是导致金融业出现过度投资的原因时,除了金融资源的规模之外,投资人还会考虑金融资源的使用途径和自由度。这些因素影响着投资人在控制金融机构后能否按照自身的意图募集并自由支配这些金融资源。保险的资金运用途径比银行更为自由。“放开前端、管住后端”的保险偿付能力监管模式更赋予了保险公司更大的资金运用权利。因此,无论是寿险业还是财险业,金融业务特征对于过度投资的影响似乎均更为突出,尤其是寿险业最为显著。保险业的这一现象非常值得我们深思,特别是投入寿险业的各种资金的投资动机应引起重视。

从渠道的角度深入分析,不同渠道资金面临着不同约束,其投资方对金融机构具有不同的控制权,进而影响着过度投资的严重程度。整体上,金融业的内部资金和债务资金均存在明显的过度投资,而金融业的权益资金不存在过度投资则可能与监管机构严格控制有关。但除财险之外,权益资金的投资人还是存在占有金融资源的投资动机,尤其是寿险,向寿险投资的权益资金显著地受到金融业务特征的吸引而加重了过度投资的严重程度。具体而言,不同行业的不同资金过度投资程度及投资动机具有不同的表现。银行和财险的内部资金就不存在过度投资。如果考虑到财险业金融资源

规模较小的因素,则其内部资金不存在过度投资尚可以理解,但银行业内部资金不存在过度投资就显得比较奇特了。同时,银行业内部资金对金融资源也没有明显的占有动机,这部分非常值得继续深入研究^①。而金融业的债务资金投入整体过多,并都因存在占有金融资源的强烈动机而出现过度投资。这也尤其应引起监管机构的注意。

五、结论与政策启示

本文聚焦于金融业所获取的各类资金,发现投入金融业的资金总量增长显著大于资金使用效率的增长,存在显著的过度投资,并认为金融业务特征是导致金融业过度投资的重要诱因之一。正是由于金融业在经营金融业务过程中能集聚丰富的金融资源,投资者因企图占有和控制这些金融资源才出现罔顾资金逐利而过度投资的现象。本文研究发现:①金融业整体上存在严重的过度投资,并且这的确是由金融业务特征导致的。②银行业因金融资源最丰富而过度投资最严重,财险业因金融资源最贫乏而过度投资最轻微;保险业的资金运用更为自由,向其投资的投资人存在着严重的占有金融资源的投资动机,并由此加重了过度投资的严重程度。③金融业债务资金的投入已经严重过度,而且均在金融业务特征的影响下更加过度;在监管机构的严格控制下,权益资金虽整体上不存在过度,但寿险业的权益资金显示出占有金融资源的强烈动机。保险业内部资金的严重过度投资也与占有金融资源有关。

资金会因为逐利而自动达到平衡,但若资金未因逐利而流动,则未能充分发挥资金的作用。除此之外,投资者受金融业务特征的吸引向金融业过度投资,其首要投资目标是占有并控制金融资源而非盈利。这一以占有金融资源为投资目的的过度投资不但导致了资金的错配与浪费,更严重的是会因控制金融机构使金融业偏离传统业务经营的正常轨道,并进一步导致金融资源的滥用,给金融业带来后患无穷的影响。本文认为应重视金融业务特征所导致的过度投资,并根据不同行业采取不同的约束措施:①应严格控制金融业整体上的发债规模。当前金融业已过度地依赖债务资金,而且债务投资人还存在占有金融资源的投资动机。若金融业仍然继续发行大量的债务,则债权人的相机治理控制权会越来越大,最终可能会控制整个金融业。②应重视保险业务及资金运用的监管。“宝万之争”中的资金来源和资金运用就是典型案例。保监会应严格监管保险公司,使其不能销售“伪保险产品”,不能任意使用保险资金,控制了资金使用的自由度就堵住了投资者借保险而投机的渠道。③应重视对保险业内部管理者的监督,防止内部管理者占有金融资源而罔顾资金逐利,保险业应该向银行学习,深入分析银行对内部管理者的监督。④应重视对寿险权益资金投资者的监督,严格防止投资人从保险业务中圈钱并滥用的行为。保监会降低了单一股东的持股上限就是一个很好的措施。⑤监管机构仍然要坚持严控进入金融业的权益资金,继续保持审批进入的方式,防止权益资金的过度投入。对于投资方而言,应严格遵守资金的逐利性,否则不但不能得到相应的回报,还会因扰乱金融市场而受到严厉惩罚。特别是对于实业界的民营资本,在历经重重困难成功进入金融业之后,应树立正确的长期发展目标,切勿“杀鸡取卵”,否则短期内虽然似乎成功获取了大量的金融资源,但长期看则错过了金融业发展带来的长期利润。当然,从根本上遏制这一现象的主要责任还应由监管机构来承担。监管机构一定要认清金融业过度投资的深层次根源,从投资者的投资动机思考,杜绝一切实现不良投资动机的可能性,建立长效监督机制才能实现长治久安,使资金重返逐利的健康轨道。

^① 估计与银行业的股权结构、管理体制,以及与有关大额贷款的监管制度和披露制度有关,使得银行业的内部资金无法为实现占有金融资源的私利而罔顾逐利。银行业和保险业之间的差异非常值得继续深入研究。

[参考文献]

- [1]巴曙松,王文强. 次级债市场发展与中国商业银行资本金结构调整[J]. 中国人民大学学报, 2005,(1):72-79.
- [2]陈浩. 中国股票市场机构投资者羊群行为实证研究[J]. 南开经济研究, 2004,(12):91-94.
- [3]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.
- [4]黄珺,黄妮. 过度投资、债务结构与治理效应——来自中国房地产上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2012,(9):67-74.
- [5]靳庆鲁,孔祥,侯青川. 货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值[J]. 经济研究, 2012,(5):96-106.
- [6]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.
- [7]李心愉,郁智慧. 非寿险业对经济增长的促进[J]. 经济学动态, 2011,(1):71-76.
- [8]连玉君,苏治. 融资约束、不确定性与上市公司投资效率[J]. 管理评论, 2009,(1):19-26.
- [9]刘伟,黄桂田. 中国银行业改革的侧重点:产权结构还是市场结构[J]. 经济研究, 2002,(8):3-12.
- [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.
- [11]罗琦,肖文翀,夏新平. 融资约束抑或过度投资——中国上市企业投资现金流敏感度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2007,(9):103-111.
- [12]糜仲春,黄召明. 基于组合赋权的高速公路上市公司绩效动态综合评价[J]. 中国管理科学, 2008,(10):235-240.
- [13]栗芳,初立苹. 中国金融业综合融资能力的动态比较及特征分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2013,(11):90-108.
- [14]栗芳,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):150-166.
- [15]苏冬蔚,贺星星. 社会责任与企业效率[J]. 世界经济, 2011,(9):138-159.
- [16]孙铮,刘凤委,李增泉. 市场化程度、政府干预与企业债务期限结构:来自中国上市公司的经验证据[J]. 经济研究, 2005,(5):52-64.
- [17]孙晓华,李明珊. 国有企业的过度投资及其效率损失[J]. 中国工业经济, 2016,(10):109-126.
- [18]唐旭茂,栗芳. 中国金融业资金使用效率的行业差异及收敛性分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2015,(10):56-74.
- [19]王曦. 经济转型中的投资行为和投资总量[J]. 经济学(季刊), 2005,(10):129-147.
- [20]王春艳,林润辉,袁庆宏,李娅,李飞. 企业控制权的获取和维持——基于创始人视角的多案例研究[J]. 中国工业经济, 2016,(7):144-171.
- [21]徐诺金. 论中国的金融生态问题[J]. 金融研究, 2005,(2):35-45.
- [22]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.
- [23]张兆国,靳小翠,李庚秦. 企业社会责任与财务绩效之间交互跨期影响实证研究[J]. 会计研究, 2013,(8):32-39.
- [24]赵晶,张书博,祝丽敏,王明. 个人社会资本与组织社会资本契合度对企业实际控制权的影响——基于国美电器和雷士照明的对比[J]. 中国工业经济, 2014,(3):121-134.
- [25]Aggarwal, R. Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity [J]. Journal of Financial Economics, 2003,68(1):111-135.
- [26]Bayley, L., P. J. Lee, and T. S. Walter. IPO Flipping in Australia: Cross Sectional Explanations [J]. Pacific Basin Finance Journal, 2006,14(4):327-348.
- [27]Beal, D., and M. Goyen. Putting Your Money Where Your Mouth Is, a Profile of Ethical Investors [J]. Financial Services Review, 1998,7(2):129-143.
- [28]Beck, N. Time-Series-Cross-Section Data: What Have We Learned in the Past Few Years [J]. Annual Review of Political Science, 2003,4(1):271-293.
- [29]Bertrand, M., P. Metha, and S. Mullainathan. Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups[J]. Quarterly Journal of Economics, 2002,117(1):121-148.
- [30]Jensen, M. C., and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. Journal of Financial Economics, 1976,3(4):305-360.

- [31] Jensen, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeover [J]. *American Economic Review*, 1986, 76(2):323-3209.
- [32] Krigman, L., W. H. Shaw, and K. L. Womack. The Persistence of IPO Mispricing and the Predictive Power of Flipping[J]. *The Journal of Finance*, 1999, 54(3):1015-1044.
- [33] Myers, S. C., and N. S. Majluf. Corporate Financial and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Don't Have[J]. *Journal of Financial Economics*, 1983, 13(2):187-221.
- [34] Myers, S. C. Determinants of Corporate Borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 5(2):147-175.
- [35] Stulz, R. Managerial Direction and Optional Financing Policies [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 26(1):3-27.
- [36] Vanacker, T. R., and S. Manigart. Pecking Order and Debt Capacity Considerations for High-growth Companies Seeking Financing[J]. *Small Business Economics*, 2010, 35(1):53-69.
- [37] Williams, M. Money and Labour-power: Marx after Hegel, or Smith Plus Sraffa [J]. *Cambridge Journal of Economics*, 1998, 22(2):187-198.
- [38] Williamson, O. E. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead [J]. *Journal of Economic Literature*, 2000, 38(3):595-613.
- [39] Wintoki, M. B., J. S. Linck, and J. M. Netter. Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 105(3):581-606.

The Identification and Explanation on Over-investment to Finance in China

SU Fang¹, CHU Li-ping²

(1. Finance of School, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2. Finance of School, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 200335, China)

Abstract: The relationships between the financial capitals which finance industry got from the finance market and the capital efficiency were analyzed. It was tested that there were over-investment in the finance industry of China which were popularly and significantly, especially for debt fund. Finance industry can accumulate abundant financial resources in the business operation. Those investors were really going to control all those financial resources and even forgot chasing profit, so that there were over-investment in finance industry overly. Of course, there were some differences for different capitals to each finance industry. The investment to the bank were over-seriously as the bank had the most abundant financial resources, especially the debt fund was the most over-invested. The investors to insurance had seriously motivation to control financial resources as it's more freely to use insurance funds, which was more seriously than that to bank. Especially, the equity investors to life insurance were attracted intensively by the life insurance business and deviated chasing profit. Those investors entered financial industry with harmful investment purpose. They concentrated themselves mostly to control those finance companies instead of chasing profit. They wasted money when they over-invested to financial industry. Then, they continued to wasted financial resources and disturbed the regular financial business order. The phenomenon and deep reasons of over-investment to financial industry should be paid attention by regulation departments, finance industries and investors. The regulation of financial business development and capital using should be improved. The abusing of finance resources should be prevented. Finance markets could develop stably and healthily.

Key Words: finance; over-investment; character of finance business

JEL Classification: G20 G32 G14

[责任编辑: 覃毅]