

综合化经营下银企关系、信息传递与银行系基金持股研究

张耀伟 朱文娟 丁振松 刘思琪
(南开大学中国公司治理研究院 天津 300071)

摘要: 随着中国商业银行综合化经营的深化,对商业银行各业务机构间协作的具体途径和机理进行考察就十分必要。以 2008-2013 年度沪深 A 股上市公司为研究对象,运用分组回归分析方法,从信息传递视角系统分析综合化经营下银企关系对银行系基金持股决策的影响,考察不同政府干预水平和银行组织模式对银企关系和银行系基金持股关系的调节效应。研究发现:1.良好的银企关系会显著提升银行系基金对该公司的持股比例,这意味着商业银行积累的企业私有信息不仅会影响其自身的信贷决策,而且会通过特定渠道传递给银行系基金机构并影响其持股决策。2.政府干预强度会弱化银企关系对银行系基金持股的影响;而组织模式的一体化水平会强化银企关系对银行系基金持股的影响。3.银行系基金通过持股银企关系良好公司的股份,获得了超额收益,进一步印证了信息优势的存在和价值。研究结果验证了金融综合化经营的信息共享和协作效应,也可为优化金融综合化发展中的制度环境及组织模式等提供理论支撑。

关键词: 银企关系; 信息传递; 基金持股

引言

在利率市场化改革不断深化、企业融资“脱媒”加速和互联网金融兴起的背景下,综合化经营亦成为中国商业银行改革创新和健康发展的重大战略选择。国际金融发展的理论与实践也表明,在金融市场化 and 监管体系较为完善的条件下,综合化经营的风险会得到适当的控制,而其效率优势会显著提升。在此背景下,中国人民银行等三部门于 2005 年制定颁布了《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》,启动了商业银行设立基金管理公司试点工作,基金管理公司成为商业银行综合化经营的突破口。在此基础上,2011 年我国“十二五”规划纲要进一步明确提出“积极稳妥推进金融业综合经营试点”,随后金融市场改革创新和综合化发展步伐进一步加快。据统计,目前已有 13 家商业银行按照《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》由银行直接出资设立基金管理子公司,商业银行与基金管理公司之间形成母子公司关系,如工银瑞信等。此外,部分商业银行由控股集团出资设立基金管理子公司,如光大保德信等,此类商业银行与基金管理公司作为平行的兄弟子公司同属一个控股集团控制,属准银行系基金。截至 2015 年 6 月底,13 家银行系基金公司的资管业务总规模合计 4.49 万亿元,3 家准银行系基金公司的资管业务总规模合计 0.62 万亿元,二者总共占同期可比 96 家基金公司总规模的 31.69%。同时,商业银行其它牌照类非银行业务也在规范中推进,多家试点商业银行已经投资设立或入股了保险公司、证券公司、信托公司和金融租赁公司,商业银行综合化经营模式初步形成。

在综合化经营背景下,商业银行同时为客户提供银行、证券、保险等多样化的金融产品或服务,有助于提升经营效率和服务能力。相关研究表明,金融综合化经营有助于发挥金融控股集团内各业务和机构之间在信息、渠道、管理、财务等方面的协同效应,共享关键资源和客户信息,从而获取巨大的规模效益和范围效益。^[1,2,3,4,5]同时,金融综合化也存在

机构独立性和利益冲突风险。^[6,7]发达国家金融综合化发展实践表明,如果风险控制和监管得当,金融综合化经营具有显著净价值效应,且与所在地区的市场化水平和产权保护制度等密切相关。^[8,9]商业银行在与企业的长期合作过程中会获取一些独特的关系型私有信息,而这种独特的私有信息不仅有助于银行最优信贷决策,也会在内部传递进行传递共享。特别是属于同一金融控股集团的银行和基金业务部门,其客户选择具有共同的价值逻辑(即选择具有良好发展前景的公司),那么此时银行积累的企业私有信息就有可能传递给基金公司,并影响基金公司的信息获取和持股决策,从而发挥协作效应。由此,随着我国市场化改革的深化和金融市场体系的完善,金融综合化经营是否以及在多大程度上发挥了协同效应?特别是银企合作中积累的企业私有信息是否会传递给银行系基金管理机构?是否会提升基金管理公司的选股能力并对其持股行为产生影响?进而这种持股行为能否获得超额收益?制度环境和银行组织模式是否会对信息传递及银行系基金持股决策产生影响?等等,对这些问题进行探讨就具有重要的理论和现实意义。然而,目前对相关问题的研究还限于综合化经营效应的理论分析和整体层面。^[10,5]缺乏对综合化经营背景下银企关系信息传递及其对银行系基金持股影响的具体分析。

基于此,本文以2008-2013年沪深A股上市公司为研究对象,从信息传递视角研究金融综合化经营下商业银行积累的企业私有信息是否会传递给相应的银行系基金,并对其持股决策产生影响,从而检验了金融综合化经营的信息协作效应及其价值,丰富商业银行综合化效应研究成果。具体地,我们首次考察综合化经营下银企关系是否有助于银行系基金获得信息优势,进而对其持股决策产生影响。结论表明,良好的银企关系会显著提升银行系基金对该公司的持股比例,证实了银行系基金信息优势的存在。进一步,本文探讨了政府干预和银行组织模式是否会对银企关系与银行系基金持股关系产生影响。结果表明,在政府干预越低(相应地市场化程度越高)的地区,银企关系内含的私有信息更丰富也更具价值,其与银行系基金持股间的正相关关系更加强烈;相较于兄弟子公司组织模式,一体化水平较高的母子公司模式更便于信息传递,因而银企关系与银行系基金持股间的正相关关系更加强烈。最后,实证结果表明,银行系基金通过持股银企关系良好公司的股份获得了超额收益,进一步印证了信息优势的存在和价值。

本文的主要理论贡献包括:第一,拓展深化了转轨经济体中金融综合化协作效应研究。已有文献主要从整体层面,探讨综合化经营对金融机构经营效率的影响,从而间接证实综合化的协作效应,但对综合化协作效应的具体路径和机理的探讨较为缺乏,更未结合转轨经济背景下特殊制度环境的具体考察。本文从信息传递视角,探讨综合化背景下银行积累的企业独特信息是否会传递给银行系基金并对其持股决策产生影响,并考察了制度环境和组织模式的影响效应,从而从综合化的微观具体协作路径和机理层面拓展了Schmid M M. et al.等的综合化效应研究。^[5]第二,丰富银企关系效应研究。已有研究成果主要集中在银企关系的形式(合作时间、高管联结等)及其对企业信贷资源获取和银行信贷决策的影响层面。在已有研究基础上,^[11]本文创新性地采用超额长期贷款比例和超额贷款价格作为银企关系的代理变量,依此更加精确地度量商业银行掌握的企业私有信息的丰富性及其价值,进而探讨这种私有信息是否会在综合化银行内部传递并影响银行系基金持股决策,从而拓展了银企关系研究范畴。第三,本文考察了制度环境和组织模式对信息传递及其效应的影响,从理论上揭示了综合化经营效应的制度和组织情境的作用机理,研究结果也可为我国商业

银行综合化发展实践中的制度环境建设及组织模式优化等提供重要参考。

一、文献综述

目前尚未有直接对综合化经营下银企关系信息传递与银行系基金持股关系的具体研究，与这一主题相近的研究主要集中在金融综合化经营效应、银企关系的影响效应和机构投资者行为等方面，因此本文也从这几个方面对既有研究进行简要评述。

1.金融综合化经营效应研究

国际金融业发展的理论和实践表明，金融综合化经营本身是把双刃剑，兼具效率优势和风险效应。一方面，商业银行综合经营能够体现出金融业发展一体化格局，获取规模经济、业务协同和风险分散等效率优势。综合化经营有助于整合银行、证券等不同业务资源和信息，共享单个业务领域积累的专业资源，从而实现业务协作。业务协同效应集中体现在业务的运营、投融资和收入等方面，各金融子公司的渠道、资源、信息、专业知识能够在金融控股集团内部进行有效配置。在金融人才和客户关系方面，也能够在集团统一战略指导下实现协同效应，提高信息利用率，降低信息的搜索成本，进而降低金融控股集团潜在的投资和融资的风险。^[2]相关研究证实，随着综合化经营的深化，有助于获取信息优势和协同相应，实现管理效率的提升和资源整合效应。Campello,M.认为，综合化经营的金融机构通过内部市场配置资金，能够规避外部金融市场的某些限制，从而实现更高的效率。^[12]Schmid M M.et al.的实证研究发现，综合化经营金融机构比专业金融机构具有更高的利润效率和更低的成本效率，也即存在显著的业务协同效应。^[5]根据金融控股集团的控制模式，集团内的协同效应可分为具有市场特征的业务协同（包括营销协同、财务协同和产品协同）和具有科层制特征的管理协同。^[13]相较于一般性产业集团，金融控股集团在研发协同、产品协同以及信息技术协同方面更有优势，从而实现集团总体更高的协作效应。正是金融综合化经营潜在的协作效应，驱动着实践不断朝着综合化经营的方向前进。

另一方面，综合化经营除会产生协作效应等效率优势外，也存在机构独立性和利益冲突风险。^[6,7]从金融体系整体层面看，综合化经营也可能导致信用风险和市场风险进一步集中，而既有的监管体系难以控制综合化金融机构的非理性行为。综合化经营会提高金融体系的风险传播和脆弱性，从而增加系统性风险。^[14,15]因此，金融综合化本身具有双刃剑效应，关键是要把握综合化经营的“度”，在发挥综合化经营效率优势的同时有效控制金融风险。发达国家金融综合化发展实践表明，如果风险控制和监管得当，金融综合化经营具有显著净价值效应，且与所在地区的市场化水平和产权保护制度等密切相关。^[8,9]因此，金融综合化效率优势和风险效应的相对关系决定了特定制度背景下综合化的发展逻辑。

综上，当前有关金融综合化效应的探讨主要集中在理论和金融机构整体层面，重点分析综合化经营的效率优势和风险效应，缺乏对金融综合化经营集团内部银企关系信息传递及其对集团内其它业务机构决策影响的具体研究。

2.银企关系及其影响效应

当前，有关银企关系的研究主要集中在银企关系形式及其对企业贷款获取和银行信贷决策的影响上。银行作为公众服务机构，在为企业提供存贷款服务或其他金融服务项目中，通过多种渠道尽可能获得公司的客观真实信息，并据此对公司的盈利性、商誉及贷款的可行性进行评价，以决定是否发放贷款及贷款的规模和价格。银行在发放贷款时不仅仅会关注公司的盈利水平、提供抵押的能力、公司信用及声誉等财务“硬信息”，更会注重价值较

高的“软信息”，如银企关系等。相关研究表明，银企合作关系时间越长，银企关系越好越有利于公司以较低的成本获得贷款支持。^[16,17]Charumilind 等的研究发现，良好的银企关系能够使公司获得较长期限的贷款，或者能够以相对低的贷款成本获得贷款，银行要求公司提供的抵押物和担保也会减少。^[18]

为解决银企双方借贷中因信息不对称而导致的逆向选择和道德风险问题，银行与企业间维持良好的合作关系至关重要。^[19]为保证对公司信用评价的科学性，银行除从正式渠道获取企业信息外，还可通过与企业间的长期合作等方式获得有关企业的私有“软信息”，并据此决定对企业的贷款情况，此类关系型贷款不再仅仅基于企业的财务报表和贷款抵押等“硬信息”。而企业为获取稳定的低成本资金，也越来越重视与银行建立关联关系，其主要途径就是商业银行与公司间通过构建关系型网络来降低双方的信息不对称程度。银企关系的形式主要包括长期合作、持有银行股份和聘任具有银行背景的高管，^[17,20,21,22]以及关系型银行和借贷双方先前已存在的私人关系。^[23,24]如企业通过聘请具有银行背景的高管人员或直接持股银行等方式，向银行间接传递公司运营等方面的内部信息，从而构建关系型银企关系并鼓励银行的信息生产和加工，有助于信贷风险定价和长期信贷合约的形成，^[25,26]最终帮助企业获取更低成本、更高额度的信贷支持。^[11,27,28,29]Lu et al.、张敏等的研究发现，银行与企业交叉持股有助于降低信息不对称，使得企业更容易获得信贷资源并改善企业绩效。^[28,30]Booth and Deli、Ciamarra、陈仕华和马超等的研究发现，企业通过聘请具有银行背景的高管获得了更大规模、更低成本的银行贷款。^[11,31,32]

在部分发达国家，除企业持有银行股份外，银行也会主动持有企业股份，以获取更多独特的内部信息。银行同时持有公司债权和股份有助于降低股东和债权人间的利益冲突，并由此获得更多公司内部私有信息，从而帮助公司获得更多低成本的银行资本并提升其绩效。^[24,33,34,35]正因银行拥有企业内部独特信息，会对贷款使用进行更加有效的监督，从而提高企业投资效率。Pan X.and Tian G.G.基于中国样本的研究发现，银行同时持有公司债权和股份（即双重持股）有助于公司获得银行贷款，这种结论在非国有公司更加显著。^[36]对于国有企业而言，双重持股扭曲了银行的信贷决策并损害公司投资效率，而对于非国有企业而言，双重持股优化了银行信贷决策并提高了投资效率。这表明，若公司与银行之间不存在共谋行为，则双重持股具有独特的信息优势，从而有助于银行信贷决策和监督。

关于银企关系信息的价值，已有研究成果主要集中在银企关系的形式及其对企业信贷资源获取和银行信贷决策的影响层面。银企关系质量体现在企业信贷资源获取及其价格上，企业信贷资源的易得性及其价格也反映了银行基于所掌握的信息对企业发展前景的评价。贷款规模和价格作为最终结果变量，体现了商业银行掌握的企业独特信息的丰富性及其价值。而在综合化经营背景下，银行在关系型合作中掌握的更具价值的私有信息不仅会用于银行自身的信贷决策，而且很可能会传递给其他业务部门并影响其决策。正是通过这种独特信息在金融控股集团内部的传递和共享，实现综合化经营的信息共享和协同效应。而目前这方面的研究还很薄弱，缺乏对综合化经营集团内部信息传递及其效应的具体研究。

3.机构投资者持股的影响因素及其效应

机构投资者（基金、证券、保险等）作为资本市场的重要参与者，对于提高公司信息透明度和公司治理质量、降低代理成本等均具有重要作用。当前有关机构投资者的研究主要从机构投资者对上市公司的治理效应及机构投资者持股偏好的影响因素两个视角展开。

在机构投资者治理效应方面，机构投资者基于自身专业背景、资金及信息优势，能够获得深层次、独特性内部信息，有能力和动机监督公司管理层，并通过其行为的信号作用传递到市场上，从而有助于提高公司信息透明度和会计信息质量，降低市场上的信息不对称现象。同时，机构投资者的进入有助于改善公司治理水平和中小投资者权益保护水平，提升公司业绩。^[37,38]大量研究发现，机构投资者持股与公司价值正相关。^[39,37]如吴晓晖和姜彦福研究发现，引入机构投资者后有利于提高独立董事治理效率。^[40]李维安和李滨实证研究发现，机构投资者在提升上市公司治理水平方面发挥了重要的作用，机构投资者持股比例与公司绩效和市值之间存在显著的正相关关系。^[41]肖星和王琨认为，证券投资基金持有的上市公司在多项财务业绩和公司治理指标上均显著优于其他公司。^[42]李争光等的研究发现，机构投资者能够显著提高公司的会计稳健性，且稳定型机构投资者对提高会计稳健性的影响更加显著。^[43]因此，机构投资者持股比例的变动也经常被市场视为公司盈利前景的信号。

在对机构投资者参与治理效应研究的基础上，研究者开始进一步探讨影响机构投资者行为的关键因素。研究表明，机构投资者持股的主要考虑因素包括公司绩效和公司治理水平，因而如何获取这些信息就至关重要。相比于个人投资者，机构投资者更有能力和动机获取关于公司社会绩效的信息，信息获取途径包括地理临近及私人关系等，^[44,45,46]并据此制定投资策略。^[47,48]同时，机构投资者也表现出对企业社会绩效的持股偏好，在制定持股决策时会考虑企业社会绩效，尤其是近两年的企业社会绩效，上市公司会计信息和市场表现与机构投资者持股比例的显著相关。^[49]相较于公司绩效等客观财务信息，公司治理等制度层面的软信息是公司稳健、可持续发展的基础，因此也日益受到机构投资者的关注，如董事会质量、独立董事的背景等。^[50,51,52]相关研究表明，机构投资者偏好于公司治理效应好的上市公司，董事会和监事会持股比例越高，机构投资者持股也相应的提高；所有权的透明度及投资者关系的透明度与机构投资者的持股比例呈现显著正相关关系。^[53]

有关机构投资者的研究主要将机构投资者作为独立的市场主体，探讨其信息获取途径和行为特征及其对持股公司的治理效应，而未将银行系基金作为一类特殊的机构投资者，探讨金融综合化经营下银行系基金的特有信息获取途径及其持股决策的影响。

二、理论分析与研究假设

1. 银企关系、信息传递与银行系基金持股

对于上市公司私有信息的传递途径，已有的研究主要从关系型网络视角展开。公司通过与投资者建立关联关系来传递内部私有信息，以揭示公司的真实价值并吸引外部投资者。相关研究表明，诸如基金管理公司等机构投资者偏好投资于总部在附近的公司、与之有校友关联的公司，或仅是对公司比较熟悉。^[54,44,46]上市公司与机构投资者间的关系型网络会对私有信息传递和公司治理产生重要影响。^[44,45]如Cohen et al.发现当基金经理和公司董事会的成员因同学关系而形成关系网络时，基金经理倾向于提高其投资组合中该公司股份的比例，且持有这些股份能获得超额收益。^[44]Cohen等通过对卖方分析师与上市公司高管间同学关系的分析，发现这种社会关系有助于分析师获取公司私有信息，提高其预测的精确性。^[55]何贤杰等研究发现，上市公司聘请具有证券背景的独立董事，会显著提高券商自营机构的投资者对这些公司的持股比例。^[52]

上述研究表明，公司私有信息经由社会关系渠道传递，并对机构投资者行为产生重要

影响。这种信息传递路径和分析逻辑同样适用于商业银行积累的企业私有信息的传递及其对银行系基金持股行为影响的分析。对于综合化经营的金融控股集团而言，不同业务机构间存在产品交叉或销售渠道、信息共享的协作关系。银行在与企业长期的信贷合作关系中，积累了有关企业内部经营情况的关键私有信息，这种信息对集团内的其它业务机构同样具有重要价值，并且可能通过集团内部渠道或信号显示功能传递到其它业务机构。良好的银企关系，通常以更大规模、更低成本的获取信贷资源为特征，^[11,28]体现了银行积累的企业独特信息的丰富性及其价值。银行系基金因与商业银行的特殊关系，使其能更快捷低成本的获取这些信息，实现对公司私有信息的再利用，从而提高持股决策质量。^[9]同时，从公司角度看，其在股权再融资、并购、发行债券等资本运作方面，也需要银行系机构投资者的配合与帮助，并且同样可以降低信息搜寻和协调成本，因此也愿意通过银行传递自身独特信息。

公司私有信息在商业银行与银行系基金间传递的效应具有双向性：一方面，银行系基金因信息优势持股而会获取超额收益；另一方面，银行系基金通过持股并参与到公司治理中去，也有助于进一步提高公司治理水平和信息透明度，^[36]增强公司运营的稳健性，从而间接降低公司违约的风险。这种相互的协同效应进一步提高了信息传递的动力。同时，这种私有信息的传递不仅局限在集团内部，而且会在“银团”等银行业内部进行传递，而银行系基金因其与银行的特殊关系而更能准确识别银企关系的真实价值。

综上，商业银行综合化经营有助于银行积累的企业私有信息在集团内部传递，从而达到客户资源共享效应。通过内部信息传递，银行系基金因掌握独特私有信息而具有信息优势，这些非公开的私有信息未必在资本市场得到充分反映，而银行系基金因信息优势可以对公司价值和成长性进行更加精确的估值，因而更愿意持有银企关系良好的公司的股份。由此，提出假设 1：

假设 1：银企关系质量与银行系基金持股间存在显著的正相关关系

2.政府干预对银企关系与银行系基金持股的调节效应

已有研究表明，金融综合化的协作效应受诸如产权保护等制度环境的影响。^[8,9]同时，银企关系内含的信息质量本身也会受到制度环境（特别是政府干预）的影响，从而影响这种信息在内部传递的可能性及其效应。在新兴市场经济体中，银行是外部主要融资渠道，信贷资源稀缺并受政府高度管制，^[56,57]由此可能引发企业与银行间的寻租行为，从而对银行信贷决策产生影响。^[58]在政府主导金融体系以及债券市场不发达的条件下，大多公司借贷来源于银行信贷。国有控股公司因其特殊身份而更容易获取国有控股银行的信贷资源，而与其盈利能力和信誉等因素关联不大。政府的干预以及银行信贷资源配置的非市场化，使得国有银行为了政治和社会等目标而倾向于向国有企业提供信贷资源，其自身缺乏监督的动力和能力。^[59]商业银行信贷决策通常也反映政府的信贷政策，按照政府的偏好配置资源。政府对信贷资源配置的干预会因市场化进程而发生变化。在市场化程度越高的地方，商业银行更倾向于基于商业判断进行信贷决策，如为财务状况良好的企业提供信贷支持等，^[57, 58]从而提升银行的最优信贷决策水平。

改革开放以来，我国整体的市场化水平不断提高，但受地区初始制度禀赋和区域性先行政策差异的影响，地区间市场化水平存在显著差异。^[60]这直接导致不同地区的商业银行所处的制度环境差异也十分显著，进而其信贷资源决策中面临的来自地方政府的干预也就

不同。一方面，改革开放以来形成的经济增长的“锦标赛”模式极大地激发了地方政府发展 GDP 的热情^[61]，而“锦标赛”竞争最终需要金融资源的支持。因此，地方政府有强烈的动机来干预金融资源的配置特别是商业银行的贷款行为，而政府对银行的绝对控制权也为这种干预行为提供了可能。^[62]另一方面，地方政府对商业银行信贷行为的干预受当地市场化水平的影响。在市场化水平越高的地区，市场体系和产权保护制度越完善，可以监督银行信贷行为的市场信息越丰富，“看不见的手”在资源配置中的作用更大。此时金融资源的配置亦更多的依赖市场化机制，商业银行最优信贷决策的自主性更高，政府对商业银行信贷资源配置的干预动机和能力就会较低，银企合作中积累的关系资源（通常体现在贷款规模和贷款成本上）也更具有市场价值。也就是说，在市场化程度高的地区，商业银行越倾向于按最优信贷决策目标配置资源，此时如果商业银行愿意为企业提供更多低成本的信贷资源，则表明商业银行根据多方面掌握的信息，认为企业具有良好的盈利前景。因此，此时的银企关系确实反映了企业的真实价值和银行对企业的判断。而在市场化程度越低的地区，市场和产权保护制度越不完善，市场信息越不充分。为应对地区锦标赛竞争，地方政府更有能力和动机干预资源配置。此时，商业银行信贷决策由于受地方政府的干预而自主性较低，偏离最优信贷决策目标，相应的信贷资源主要流向政府主导的部门，这些部门往往效率较低，并非银行青睐的“优质客户”。因此此时的银企“关系”更多是基于政府“撮合”的结果，而不是企业价值的真实反映，银企合作中积累的关系资源价值不高。同时，商业银行信贷决策的市场化会提高企业的投资效率，而基于政治关联的软约束贷款可能扭曲企业的投资行为，^[63,64]从而进一步修正银企关系的信息价值。

综上，在市场化程度不同的地区，政府对银行信贷决策干预程度也不同，从而使得银企关系所体现的关系资源具有不同的价值。而持股行为更多的是基金公司基于公司前景的自主决策，因此政府干预越少、市场化程度越高的地区，银企关系积累的关系资源更加丰富且价值更高，这种独特的私有信息更可能通过内部渠道传递给相应的基金公司，从而对银行系基金持股决策产生更大的影响。由此，提出假设 2：

假设 2：政府干预强度会弱化银企关系与银行系基金持股间的正相关关系。

3.组织模式对银企关系与银行系基金持股关系的调节效应

银行私有信息的获取是在银企长期合作的过程中实现的，而信息在商业银行集团内部的传递则受组织模式的影响。目前，我国商业银行综合化经营主要采取两种方式：一是商业银行直接投资设立控股基金管理子公司，商业银行与基金管理公司间形成母子公司关系；二是商业银行与基金管理公司同属于同一金融控股集团，二者之间是平等的兄弟子公司，此时基金公司属于准银行系基金。从组织设计的角度看，商业银行控股基金管理子公司时，商业银行作为母公司可以直接协调自身业务部门和基金子公司行为，母子公司间的关系更加紧密，一体化协调力度更大，信息传递也更加及时准确。而对于同属于金融控股集团的商业银行和基金管理公司来说，只能通过母公司金融控股集团来协调二者的行为，信息传递环节多，而二者横向平等的地位亦会削弱相互的协作密度和信息传递积极性，从而降低信息传递的及时性和准确性。因此，母子公司关系比兄弟子公司关系信息传递的层次少，信息协调力度大，从而更便于信息及时准确传递，降低信息湮灭和失真的可能性，^[6]从而对银行系基金持股决策的影响越大。

综上，综合化经营金融机构的组织一体化程度越高，各业务单元间的纵向协调力度越

大，内部协作和信息流动的动力和质量更高，此时银企关系信息更易于传递并对银行系基金持股决策产生更大的影响。由此，提出假设 3：

假设 3：相较于兄弟子公司关系，母子公司模式下银企关系与银行系基金持股间的正向关系更强烈。

三、实证研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以 2008-2013 年间沪深两市 A 股上市公司作为初始研究样本，剔除金融类上市公司和 ST 公司，以及相关数据缺失的公司。相关数据根据 CSMAR 和 CCER 数据库等整理获得，并通过巨潮网等进行了补充。为减少极端值的影响，对主要变量两端按 1% 分别进行缩尾处理，最后共得到 4126 个样本观测值。

2. 变量设计

(1) 被解释变量

银行系基金持股：公司前十大股东中银行系基金持股比例之和。根据上市公司前十大股东名单，筛选出属于银行系的基金（包括母子公司和兄弟公司模式）公司名单，并对其持股比例进行加总，得出银行系基金持股比例总和。

(2) 解释变量

银企关系：银企关系的常用度量指标是银企关系长度和关系规模、以及相互持股和高管联结等。^[16,65]已有的研究据此探讨银企关系对企业获取贷款资源的影响，发现良好的银企关系有助于企业获得更高额度的长期低成本贷款资源^[11,26,29]。也就是说，银企关系的质量通常会体现在长期贷款的比重和贷款价格上。良好的银企关系意味着银行掌握更多企业独特信息，并对企业发展前景更加乐观，从而愿意提供更多长期低成本贷款。而银企关系和企业自身质量是决定银行贷款价格的两个关键因素。因此，本文为准确测度贷款价格中银企关系决定的部分，采用贷款价格剔除企业自身绩效因素影响后的残差来估计超额贷款成本。即首先按年度、行业分别估计企业绩效因素（包括总资产收益率、每股净资产、每股收益、每股净现金流量和流动比率等收益指标和偿债能力指标和终极控制人性质）对贷款价格的平均影响，并据此估计出各公司盈利能力决定的贷款价格，最后以公司的实际贷款成本减去估计出的贷款成本，即为超额贷款成本。因此，以超额贷款成本作为度量银企关系的代理指标，排除了公司盈利能力等自身因素的影响，并考虑了年度基础利率、不同行业风险水平等的影响，从而更精确、干净。超额长期贷款比例指标亦采用这种估计方法。两个具体指标的度量如下：

公司实际贷款成本 = 公司的利息支出 / 贷款总额

超额贷款成本 = 公司实际贷款成本 - 公司绩效指标估计的贷款成本

公司实际长期贷款比例 = 长期贷款总额 / 贷款总额

超额长期贷款比例 = 公司实际长期贷款比例 - 公司绩效指标估计的贷款比例

(3) 控制变量

参考何贤杰等、李争光等的研究，^[30,24]本文对可能影响基金持股决策的因素加以控制：贷款规模（LOAD）、公司规模（SIZE）、每股收益（EPS）、每股净资产（BVPS）、每股现金净流量（NCFPS）、资产负债率（DR）、流动比率（LR）、股权集中度（SH）、独立董事比例（ID）、终极控制股东性质（C）等，并控制年度和行业的影响。

(4) 调节变量

为了验证假设 2 政府干预的影响, 本文采用樊纲、王小鲁编写的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 年报告》中各地区的市场化指数衡量上市公司所在地的市场化程度, 作为此地区政府干预水平的反向指标。该地区的市场化指数总得分越高, 说明该地区市场化程度越高, 相应的政府干预水平越低。参考相关研究, 2008 年和 2009 年市场化数据直接从报告中获得, 其它年份采用移动加权平均法估算, 总共估算 2010 年、2011 年、2012 年、2013 年四年的数据。在此基础上, 计算出各年度各地区政府干预水平平均值, 若公司注册地所在地区的政府干预水平低于当年全国各地政府干预水平的均值, 则为政府干预水平低, OM 取 1, 否则为政府干预水平高, OM 取 0。

为了验证假设 3 组织模式的影响, 本文根据金融控股集团中银行与基金的关系, 分为银基母子公司关系模式和银基兄弟子公司模式, 若属于母子公司关系模式则取 1, 否则取 0。同时, 从样本数据看, 85% 样本公司的银行系基金股东可以明确区分出母子公司还是兄弟子公司; 而对于两类基金同时出现在前十大股东中的样本, 70% 的公司中两类基金持股差距超过 2 倍, 两类基金持股存在明显差异。因此, 对于同时有两种模式基金持股的公司, 则根据持股比例多少界定, 若母子公司关系基金持股比例较多则按母子公司关系模式赋值为 1, 否则为 0。

表 1 变量界定

变量类型	变量名称	变量代码	变量定义
被解释变量	银行系基金持股	FS	银行系基金持股比例之和
解释变量	超额贷款比例	LL	公司实际长期贷款比例-公司绩效指标估计的贷款比例
	超额贷款成本	LC	银企关系决定的贷款成本=公司实际贷款成本-公司绩效指标估计的贷款成本
调节变量	政府干预	GR	公司所在地政府干预低于当前全国平均水平时取 1, 否则取 0
	组织模式	OM	银行与基金公司间属控股母子公司关系取 1, 同属集团公司控股则取 0
控制变量	每股收益	EPS	税后利润/股本总数
	每股净资产	BVPS	股东权益/股本总数
	每股净现金流量	NCFPS	经营现金净流量/股本总数
	公司规模	SIZE	总资产的自然对数
	贷款规模	LOAD	上市公司中短期借款和长期借款之和的自然对数
	资产负债率	DR	年末总负债/年末总资产
	流动比率	LR	流动资产/流动负债
	股权集中度	SH	公司前三大股东持股比例之和
	独立董事比例	ID	独立董事人数/董事会总人数
	实际控制人性质	C	实际控制人为国有部门取 1, 否则取 0
	年度	Year	年度虚拟变量
行业	Ind	行业虚拟变量	

3.模型设定

为分析银企关系对银行系基金持股的影响，即检验假设 1，本文分别从长期贷款比例和贷款成本两个方面，建立以下模型进行实证检验：

$$FS=\beta_0+\beta_1*LL(LC)+\beta_2*EPS+\beta_3*BVPS+\beta_4*NCFPS+\beta_5*SIZE+\beta_6*LOAD+\beta_7*DR+\beta_8*LR+\beta_9*SH+\beta_{10}*ID+C*\beta_{11}+\beta_{12}*Year+\beta_{13}*Ind+\varepsilon\dots\dots\dots (1)$$

为了探究政府干预和银行组织模式对银企关系和银行系基金持股关系的调节效应，即检验假设 2 和 3，建立以下模型进行实证检验：

$$FS=\beta_0+\beta_1*LL(LC)+\beta_2*EPS+\beta_3*BVPS+\beta_4*NCFPS+\beta_5*SIZE+\beta_6*LOAD+\beta_7*DR+\beta_8*LR+\beta_9*SH+\beta_{10}*ID+C*\beta_{11}+\beta_{12}*Year+\beta_{13}*Ind+\beta_{14}*GR+\beta_{15}*LL(LC)*GR+\varepsilon\dots\dots\dots (2)$$

$$FS=\beta_0+\beta_1*LL(LC)+\beta_2*EPS+\beta_3*BVPS+\beta_4*NCFPS+\beta_5*SIZE+\beta_6*LOAD+\beta_7*DR+\beta_8*LR+\beta_9*SH+\beta_{10}*ID+C*\beta_{11}+\beta_{12}*Year+\beta_{13}*Ind+\beta_{14}*OM+\beta_{15}*LL(LC)*OM+\varepsilon\dots\dots\dots (3)$$

四、实证检验与结果分析

1.主要变量描述性统计

主要变量的描述性统计如下表 1。其中，银行系基金持股比例平均值为 2.36%，最小值为 0.001%，最大值为 24.02%，标准差为 3.07，公司间存在一定差异。超额长期贷款比例的最小值为-0.42，最大值为 0.68，平均值为 0.00，标准差为 0.22。超额贷款成本最小值为-0.10，最大值为 0.19，平均值为 0.00，标准差为 0.06。

表 2 主要变量的描述性统计

	最小值	最大值	平均值	标准差
FS	0.001	24.02	2.36	3.07
LL	-0.42	0.68	0.00	0.22
LC	-0.10	0.19	0.00	0.06
GR	0	1	0.73	0.45
OM	0	1	0.84	0.37
SIZE	16.31	27.66	21.38	1.23
LOAD	11.27	25.89	20.03	2.06
EPS	-2.88	4.73	0.41	0.53
BVPS	-0.71	21.86	4.75	2.57
NCFPS	-4.57	13.47	0.31	1.42
DR	0.04	1.37	0.46	0.18
LR	0.00	25.64	1.71	2.25
SH	10.04	95.35	49.72	15.25
IN	0.25	0.66	0.35	0.05

资料来源：作者统计

2.相关性分析

各主要变量间的相关系数见下表 3。

表 3 主要变量相关系数矩阵

变量	FS	LL	LC	SIZE	LOAD	EPS	BVPS	NCFPS	DR	LR	SH	IN
FS	1											
LL	0.03**	1										
LC	-0.02**	0.06**	1									
SIZE	-0.05**	0.13***	-0.03***	1								
LOAD	-0.07***	0.16***	-0.18***	0.86***	1							
EPS	0.21***	0.00*	-0.00	0.19**	0.05***	1						
BVPS	0.11	-0.00**	0.00**	0.25***	0.13**	0.57***	1					
NCFPS	0.07*	0.00	0.00**	0.04***	0.04***	0.19***	0.02***	1				
DR	-0.02*	0.09***	-0.10***	0.43***	0.61***	-0.10***	0.11***	-0.45***	1			
LR	0.01	0.07	0.07***	-0.26***	-0.42***	0.07***	0.01***	0.03***	-0.02***	1		
SH	-0.15***	0.02***	-0.00	0.33***	0.24***	0.14***	-0.01***	0.07***	0.02	0.05***	1	
IN	-0.03	-0.01	-0.04	0.14**	0.12**	-0.03**	-0.04**	-0.01	0.04**	0.03	0.05***	1

资料来源：作者统计（*表示在 10%的水平上显著，**表示在 5%的水平上显著，***表示在 1%的水平上显著）

从表中可以看出,超额长期贷款比例与银行系基金持股比例间呈现正相关关系,相关系数为 0.03,其在 5%的水平上显著,说明超额长期贷款比例越高,银行系基金持股比例越大。超额贷款成本与银行系基金持股比例间呈负相关关系,相关系数为-0.02,且在 5%的水平上显著,说明超额贷款成本越低,银行系基金持股比例越大。这与本研究的初步假设一致。此外,除每股净资产、流动比率和独董比例外,其他控制变量均与银行系基金持股显著相关,表明相关控制变量的设置总体有效。同时,变量之间的相关系数检验结果表明,变量之间不存在严重的多重共线性问题。

3.实证结果分析

根据前文建立的计量模型,运用 STATA13.0 软件分析银企关系对银行系基金持股的影响,以验证本文提出的研究假设。

(1)银企关系与银行系基金持股的检验结果

为检验银企关系对银行系基金持股的影响,下面分别从超额长期贷款比例和超额贷款成本两个方面,分析银企关系与银行系基金持股的关系。回归结果见下表 4,其中模型 I 考察控制变量对银行系基金持股的影响,模型 II 考察控制变量和调节变量对银行系基金持股的影响,模型 III 和 IV 分别考察自变量超额长期贷款比例和超额贷款成本对银行系基金持股的影响。

模型 I 的回归结果表明,除每股净现金流量、流动比率和独立董事比例外,其余控制变量均通过了显著性检验,表明本研究选取的控制变量整体有效。模型 2 的回归结果表明,两个调节变量对银行系基金持股的影响分别在 1%和 5%的显著性水平上通过检验。模型 III 的回归结果表明,超额长期贷款比例的回归系数为 0.48,且在 1%的水平上显著,表明超额长期贷款比例与银行系基金持股间呈显著正相关关系。这表明,银企关系水平越高,银行系基金对相应公司的持股比例也越高。模型 IV 是用超额贷款成本作为银企关系替代变量的进行回归。结果表明,超额贷款成本的回归系数为-1.63,且在 5%的水平上显著,表明超额贷款成本与银行系基金持股成负相关关系。只有在银企关系较好时,银行才会为公司提供相对较低的贷款利率。因此,此处的回归结果进一步证明,良好的银企关系会增加银行系基金对该公司的持股比例。其背后的机理在于,银行在与企业的信贷合作中形成了特定的关系型银企关系,良好的银企关系意味着银行基于掌握的独特私有信息而对企业盈利前景更加看好。在金融综合化经营的背景下,这种私有信息会通过信息传递或信号显示功能传递给银行系基金,而银行系基金因与银行的特殊关系也更能精确评估银企关系的价值,从而获得信息优势并增加对企业的持股比例。相较于 Schmid M M.et al.等从金融机构整体层面(利润效率和成本效率)对综合化效应进行的实证分析,^[5]此处从微观信息传递视角进一步证实了商业银行综合化的协作效应及其作用路径。

表 4 银企关系与银行系基金持股

模型	I	II	III	IV
LL			0.48*** (2.62)	
LC				-1.63** (-2.41)
GR		0.03*** (5.24)	0.05*** (6.48)	0.02*** (6.19)
OM		0.14** (2.27)	0.13** (2.16)	0.14** (2.08)
SIZE	0.15** (1.98)	0.14* (1.81)	0.14* (1.79)	0.18*** (2.35)
LOAD	-0.19***	-0.20***	-0.21***	-0.24***

	(-3.19)	(-3.16)	(-3.42)	(-3.74)
EPS	1.13***	1.14***	1.13***	1.13***
	(10.54)	(10.60)	(10.53)	(10.48)
BVPS	0.06**	0.05**	0.06**	0.05**
	(2.43)	(2.35)	(2.47)	(2.35)
NCFPS	0.01	0.01	0.02	0.02
	(0.36)	(0.31)	(0.38)	(0.36)
DR	0.62*	0.64*	0.60*	0.67*
	(1.74)	(1.77)	(1.65)	(1.86)
LR	-0.03	-0.03	-0.05	-0.03
	(-0.67)	(-0.67)	(-1.11)	(-0.76)
SH	-0.03***	-0.03***	-0.03***	-0.03***
	(-9.26)	(-9.24)	(-9.20)	(-9.27)
IN	0.03	0.04	0.13	-0.02
	(0.14)	(0.16)	(0.16)	(-0.03)
C	-0.29***	-0.29***	-0.28***	-0.29***
	(-2.93)	(-2.88)	(-2.77)	(-2.91)
year	控制	控制	控制	控制
ind	控制	控制	控制	控制
Adj R2	0.15	0.16	0.16	0.16
F	26.78***	25.19***	24.67***	24.63***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

(2)政府干预和组织模式的调节效应

上述的实证结果表明，银企关系会对银行系基金持股产生显著影响。此处在上述模型的基础上，引入银企关系和政府干预及组织模式变量的交乘项，实证检验政府干预和组织模式对银企关系和银行系基金持股关系的影响，回归结果如下表 I-IV。模型 I、II 的回归结果显示，引入政府干预变量 GR 后，银企关系变量（超额长期贷款比例和超额贷款成本）的回归系数均有所下降，且依然显著。同时，政府干预与超额长期贷款比例交乘项的回归系数为 0.35，且在 1%水平上显著；政府干预与超额贷款成本交乘项的回归系数为-0.19，且在 5%水平上显著。这意味着政府干预会对银企关系的信息含量及其与银行系基金持股的关系产生影响。政府干预水平越低，使用超额长期贷款比例和超额贷款成本度量的银企关系对银行系基金持股的影响均越强烈。这与 Pan X.and Tian G.G.关于中国商业银行对不同属性企业信贷决策和监督效率影响的发现具有同样的制度基础和内在逻辑。^[36]

中国转轨过程中，受地区初始制度禀赋和区域性先行政策差异的影响，不同地区市场化水平存在显著差异，这种制度差异会对银行决策和信息流动产生重要影响。在政府干预水平较低的地区，商业银行信贷决策自主性和市场化程度较强，并根据对企业私有信息等的判断而进行最优信贷决策。因此，此时良好的银企关系（较多超额长期贷款、较低超额贷款利率等）意味着银行掌握更多的关键私有信息，从而能够进行更精确的信贷决策和产品定价，并更加看好企业盈利前景。在综合化经营的背景下，银行掌握的私有信息会通过信息传递或信号显示功能传递给银行系基金，而银行系基金因与银行的特殊关系也更能准确解读银企关系的信息价值，从而强化银企关系对银行系基金持股比例的影响，即公司所处地区的政府干预水平越低，银企关系对银行系基金持股的影响效应越强烈。而在政府干预水平较高时，银行的信贷决策受政府干预较多，银行并不能完全依据信息透明度及最优信贷决策目标等角度出发进行信贷决策，超额长期贷款的高比例与低超额贷款成本并不是企业盈利前景的真实体现，

而更多的是政府干预的结果。因此此时银企关系的信息含量和价值较低，这种低价值的信息亦不具有信号显示价值，因而进行传递并影响银行系基金持股决策的可能性更低。

模型III-IV为引入组织模式变量后的回归结果。回归结果显示，引入组织模式变量 OM 后，银企关系变量（超额长期贷款比例和超额贷款成本）的回归系数均有所下降，且依然显著。同时，组织模式与超额长期贷款比例交乘项的回归系数为 0.09，且在 5%水平上显著；组织模式与超额贷款成本交乘项的回归系数为-1.06，且在 10%水平上显著。这意味着组织模式会对金融控股集团集团内部的信息传递及银行系基金持股产生影响。从信息传递的角度看，组织一体化程度越高，信息传递动力越大并更加准确及时，使用超额长期贷款比例和超额贷款成本度量的银企关系对银行系基金持股的影响亦越强烈。

上述结果表明，相对于兄弟子公司模式，母子公司关系模式的一体化程度更强，母子公司关系更加密切，其间的行政协调力度大，这种组织模式更有利于信息的内部传递，而基金子公司因与银行的密切关系也会提高其对银企关系等信息价值的精确解读能力。因此，此时银企关系内含的信息会通过信息传递或信号显示功能传递到银行系基金子公司，并会对其持股决策产生更强的影响。而当银行和基金公司同处于地位平等的兄弟子公司时，一方面银企关系等私有信息的传递层次多、流程长，从而增加信息传递的难度；另一方面，因银行与基金公司间关系相对疏远，基金公司对银企关系内含的信息价值进行精确解读的能力较弱。因此，此时的基金子公司获取银行掌握的企业独特信息的难度更高，难以对其持股决策产生有价值的帮助。

表 5 政府干预和组织模式对银企关系与银行系基金持股关系的调节效应

变量	政府干预		组织模式	
	I	II	III	IV
LL	0.21** (2.27)		0.13*** (2.89)	
LC		-1.47** (-2.18)		-0.68* (-1.73)
GR	0.04* (1.97)	0.02* (1.95)	0.05 (1.42)	0.03 (1.05)
OM	0.14* (1.75)	0.14* (1.66)	0.12* (1.67)	0.12* (1.69)
LL*GR	0.35*** (2.79)			
LC*GR		-0.19** (-2.28)		
LL*OM			0.09** (2.43)	
LC*OM				-1.06* (-1.72)
SIZE	0.14* (1.81)	0.19** (2.39)	0.14* (1.77)	0.19*** (2.35)
LOAD	-0.21*** (-3.43)	-0.24*** (-3.78)	-0.21*** (-3.40)	-0.24*** (-3.73)
EPS	1.13*** (10.52)	1.13*** (10.46)	1.13*** (10.57)	1.13*** (10.47)
BVPS	0.06**	0.05**	0.06**	0.05**

	(2.49)	(2.36)	(2.49)	(2.33)
NCFPS	0.02	0.01	0.01	0.02
	(0.76)	(0.59)	(0.94)	(0.72)
DR	0.59*	0.69*	0.59*	0.66*
	(1.65)	(1.89)	(1.64)	(1.83)
LR	-0.05	-0.03	-0.05	-0.03
	(-1.12)	(-1.62)	(-1.15)	(-0.77)
SH	-0.03***	-0.03***	-0.03***	-0.03***
	(-9.22)	(-9.28)	(-9.13)	(-9.26)
IN	0.09	-0.01	0.09	-0.04
	(1.12)	(-0.99)	(1.62)	(-0.73)
C	-0.28***	-0.29***	-0.28***	-0.29***
	(-2.79)	(-2.92)	(-2.76)	(-2.91)
Year	控制	控制	控制	控制
Ind	控制	控制	控制	控制
Adj R2	0.16	0.16	0.16	0.16
F	23.96***	23.96***	24.01***	23.98***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

(3)稳健性检验

a.银行系基金持股滞后一期的回归结果

银企关系对银行系基金持股的影响，可能存在滞后性。首先，银行与公司发生贷款关系时，银行对信息的获取部分来源于贷款前的调查评估，或要求公司提供的私有信息，部分信息来源于银行进行的发放贷款后期的监督，同时公司后期的及时还贷也能够向银行释放出利好的信息，因此部分信息的获取发生在贷款决策之后，这部分信息的传递具有滞后性。其次，银行与公司之间能够通过贷款建立的良好合作关系，在贷款初期，良好关系的积极效应并不一定能够反映出来，可能在之后的一两年内发挥作用，同时银行与公司之间的良好关系具有持续性。最后，信息在金融控股集团内进行传递，也存在一定的滞后性。因此，此处从信息传递的滞后性进行检验，增加变量 LL'、LC'，分别表示上一年的超额长期贷款比例和超额贷款成本，进行回归分析，回归结果见下表 6。

模型 I 的回归结果表明，超额长期贷款比例与银行系基金持股比例呈正相关的关系，系数为 0.41，且在 10%的显著性水平上显著。模型 II 的回归结果表明，超额贷款成本与银行系的基金持股比例在 5%的水平上显著负相关，系数为-2.31。对滞后一期银行系基金持股的回归结果表明，银企关系与银行系基金持股间的正向关系稳健可靠。

表 6 滞后一期的回归结果

变量	I	II
LL'	0.41*	
	(1.76)	
LC'		-2.31**
		(-2.33)
SIZE	0.06	0.10
	(0.53)	(1.05)
LOAD	-0.24***	-0.27***
	(-2.59)	(-2.89)

EPS	0.96*** (6.91)	0.95*** (6.82)
BVPS	0.08*** (2.71)	0.08*** (2.71)
NCFPS	0.10 (1.59)	0.10 (1.48)
DR	1.08** (2.22)	1.15** (2.37)
LR	0.04 (0.52)	0.06 (0.77)
SH	-0.02*** (-5.27)	-0.02*** (-5.39)
IN	1.11 (1.11)	0.89 (0.90)
C	-0.47*** (-3.70)	-0.48*** (-3.75)
year	控制	控制
ind	控制	控制
Adj R2	0.15	0.15
F	14.89***	14.99***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

b.考虑银行系基金持股与银企关系相互加强关系的检验

上述银行系基金持股滞后期检验在验证滞后效应的同时，也在一定程度上缓解了变量反向因果关系而产生的内生性问题。此外，考虑到因变量和自变量间可能还存在相互加强等内生性问题，即本期银企关系影响下一期银行系基金持股，而银行系基金持股又可能会影响下一期银企关系。因此在此进一步引入银行系基金持股变量的滞后期，作为控制变量加入上述模型，回归结果如下表 7。

模型 I 的回归结果表明，银行系基金持股滞后期变量的回归系数均显著为正，表明将其作为控制变量引入是有意义的，银行系基金持股确实存在一定的惯性。同时，模型 I 的回归结果表明，超额长期贷款比例与银行系基金持股比例呈正相关的关系，系数为 0.05，且在 10%的显著性水平上显著。模型 II 的回归结果表明，超额贷款成本与银行系的基金持股比例在 5%的水平上显著负相关，系数为-1.57。引入滞后一期银行系基金持股作为控制变量的回归结果表明，在考虑可能的相互加强等内生性影响后，银企关系与银行系基金持股间的正向关系亦稳健可靠。样本数据亦显示，86%的样本公司中银行系基金持股比例在 5%以下，具体到单个基金会更低，因此难以有效参与治理并影响公司行为。

表 7 引入银行系基金持股滞后期控制变量的回归结果

变量	I	II
LL'	0.05* (1.67)	
LC'		-1.57** (-2.35)
FS'	0.52***	0.52***

	(34.41)	(34.44)
SIZE	-0.01	0.02
	(-0.14)	(0.22)
LOAD	-0.08	-0.09
	(-0.95)	(-1.31)
EPS	0.47***	0.47***
	(4.17)	(4.12)
BVPS	0.01*	0.01*
	(1.74)	(1.65)
NCFPS	0.05	0.04
	(1.05)	(0.84)
DR	0.29**	0.31*
	(1.98)	(1.78)
LR	-0.05	0.08
	(-1.14)	(1.33)
SH	-0.004*	-0.004**
	(-1.82)	(-1.99)
IN	1.30	1.22
	(1.61)	(1.51)
C	-0.36***	-0.36***
	(-3.50)	(-3.49)
year	控制	控制
ind	控制	控制
Adj R2	0.44	0.45
F	59.99***	60.21***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

c. 银企关系信息公开市场效应的排除

前述考察了银企关系这一私有信息的内部传递会影响银行系基金公司的持股决策，但这一影响也可能存在替代性解释，即良好的银企关系作为一种公开信息会在市场上传播，从而作为公司的一种积极信息引起银行系基金持股比例的提高。此时，银企关系对银行系基金持股的影响可能存在公开市场效应。为考察是否存在这种替代性解释，我们考察了银企关系对非银行系基金持股的影响。如果银企关系作为一种公开信息向市场传递积极信号，那么非银行系基金公司同样能够获取这一信息，并做出增持这些相关公司股份的决策。因此，如果银企关系也会提高非银行系基金持股比例，则前面的结论也可能存在替代性解释，反之则可排除这种替代性解释。以非银行基金为因变量的回归结果见下表 8。

根据下表回归结果，银企关系变量超额长期贷款比例回归系数为负，且不显著；超额贷款成本回归系数也为负，但同样不显著。这一结果表明，银企关系水平并不影响非银行系基金的持股决策，从而进一步表明，银企关系内含的私有信息要么通过特定渠道传递给银行系基金，要么只有银行系基金才会准确解读银企关系的信息价值，进而做出持股决策。由此，基本可以排除银企关系的公开市场效应。

表 8 银企关系与非银行系基金持股

变量	I	II	III
----	---	----	-----

LL		-1.02 (-1.48)	
LC			-2.17 (-1.25)
SIZE	0.21* (1.79)	0.12** (2.48)	0.20** (2.17)
LOAD	-0.13** (-2.19)	0.25 (1.52)	-0.19*** (-2.77)
EPS	2.11*** (7.37)	1.92*** (7.01)	2.06*** (7.58)
BVPS	0.12* (1.64)	0.11* (1.78)	0.11* (1.83)
NCFPS	0.10 (1.52)	0.11 (1.27)	0.11 (0.95)
DR	1.46** (2.18)	1.28* (1.95)	1.06 (1.29)
LR	-0.15 (-0.93)	-0.12* (-1.67)	0.09 (0.49)
SH	-0.07*** (-9.16)	-0.11*** (-9.23)	-0.12*** (-9.07)
IN	-0.53 (-1.22)	0.45 (0.95)	0.13* (1.68)
C	-0.51*** (4.75)	-0.46*** (5.01)	-0.49*** (5.68)
year	控制	控制	控制
ind	控制	控制	控制
Adj R2	0.11	0.12	0.12
F	19.57***	18.26***	19.19***

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

d.不同性质终极控制股东的分析

受政府干预或政府隐性担保等的影响，商业银行对不同性质终极控制股东的信贷决策存在不同的逻辑：在向国有控股公司发放贷款时，主要基于政府隐性担保下的“行政逻辑”；而在向民营控股公司发放贷款时，主要基于公司资质的“效率逻辑”。信贷决策的不同逻辑，决定了银企关系内含的信息价值及其对银行系基金持股的影响，前述的研究也已证明了政府干预的作用。因此，此处进一步按上市公司终极控制股东性质的不同，设置终极控制股东性质虚拟变量，进一步探讨不同的银行信贷决策逻辑下，银企关系的信息传递及其对银行系基金持股的影响。回归结果见下表 9。结果显示，使用超额贷款成本和超额长期贷款比例度量的银企关系与终极控制股东性质交乘项的系数均为负，但都不显著，即不同终极控制股东公司间银企关系和银行系基金持股间的关系不存在显著差异。

表 9 不同终极控制人性质的分组回归结果

变量	I	II
LL	0.60** (2.05)	

LC		-1.60*
		(-1.78)
LL*C	-0.21	
	(-0.58)	
LC*C		-0.07
		(-0.95)
SIZE	0.15**	0.20**
	(1.97)	(2.53)
LOAD	-0.21***	-0.24***
	(-3.44)	(-3.76)
EPS	1.12***	1.12***
	(10.44)	(10.42)
BVPS	0.06***	0.06**
	(2.57)	(2.42)
NCFPS	0.14	0.01
	(0.48)	(0.48)
DR	0.57	0.66*
	(1.57)	(1.84)
LR	-0.05	-0.03
	(-1.14)	(-0.76)
SH	-0.03***	-0.03***
	(-9.18)	(-9.30)
IN	0.10	-0.03
	(0.83)	(-0.49)
C	-0.28***	-0.30***
	(-2.85)	(-2.96)
year	控制	控制
ind	控制	控制
Adj R2	0.16	0.15
F	25.36***	25.31***
Chow test	0.01	0.01

注：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 值。

五.进一步讨论：银行系基金持股是否获得了超额收益

前述的研究表明，银行积累的企企独特信息会通过信息传递或信号显示功能传递给银行系基金公司，从而使银行系基金获得信息优势，进而影响其持股决策。那么，一个值得进一步探讨的问题就是，银行系基金基于信息优势而做出的持股决策是否更加科学？是否获得了超额收益？即这种私有信息是否具有价值？下面对此进行分析。考虑到银行系基金持股多是一种长期投资而非投机行为，其获取的私有信息也更多的体现出企业稳健经营的能力，而总资产收益率能够反映公司运用全部资产盈利的能力，因此此处选取总资产收益率 ROA 度量公司绩效，检验银行系基金据此作出的持股决策是否具有更强的盈利能力并获取超额收益。

1.持股比例高低分组 T 检验

首先，按中位数将银行系基金持股进行高低分组，检验上市公司的绩效差异，结果见下表 10。结果表明，银行系基金持股比例高的公司的 ROA 均值显著高于持股比例低的公司。银行系基金获得的信息优势提升了其持股决策能力。

表 10 银行系基金持股比例高低公司业绩的 T 检验

业绩	银行系基金持股比例		T 统计量
	高	低	(P 值)
ROA	0.046	0.027	12.51
	(0.001)	(0.001)	(0.000)

注：ROA 均值下面括号中的数值是标准差。

2. 银行系基金持股的回归分析

进一步地，此处对银行系基金持股比例与持股公司绩效进行回归分析，被解释变量是 ROA，解释变量是银行系基金持股比例，控制变量包括影响公司绩效的独立董事比例、终极控制股东性质、公司规模、资产负债率、行业和年度等，回归结果如下表。结果表明，银行系基金持股比例与持股公司 ROA 显著正相关。这进一步验证了银行系基金的信息优势有助于其做出更加科学的决策，筛选出更具价值的上市公司，并通过持股获得超额收益。

表 11 银行系基金持股与公司 ROA 回归分析

变量	FS	IN	ON	SIZE	DR	行业	年度	Adj R ²
ROA	0.003***	-0.03**	-0.007***	0.007***	-0.13***	控制	控制	0.22
	(9.68)	(-1.98)	(-4.42)	(11.00)	(-27.64)			

注：***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上显著，括号内为t值。

六. 主要结论与讨论

本文以 2008-2013 年中国 A 股上市公司为样本，系统研究了金融综合化经营背景下银企关系质量对银行系基金持股的影响效应及机理，分析了政府干预和组织模式对银企关系信息传递和银行系基金持股的调节效应。主要研究结论如下：

1. 良好的银企关系会提高银行系基金持股比例。具体而言，公司获得的超额长期贷款比例越大、超额贷款成本越低，即银企关系质量越高，则相应银行系基金对该公司的持股比例越高。超额长期贷款比例和超额贷款成本剔除了企业盈利能力等自身因素的影响，准确反映了银企关系质量和银行掌握的企业独特信息的丰富性及其价值。商业银行积累的企业私有信息不仅有助于提升其自身信贷决策科学性（贷款规模和价格），而且会通过内部渠道或信号显示功能传递给相应的银行系基金，并对其持股决策产生影响。相较于已有关于银企关系形式及其对企业信贷资源获取影响的研究，本文以超额长期贷款比例和超额贷款成本作为度量银企关系的结果变量，探讨其对银行系基金持股决策的影响，从而拓展银企关系相关研究，也从具体协作路径层面深化了商业银行综合化效应研究。

2. 政府干预水平会弱化银企关系与银行系基金持股间的正向关系。政府干预水平越低的地区，银企关系对银行系基金持股的正像影响效应越强。这可能与我国的制度环境和银行信贷决策模式有关。在政府干预水平较低的地区，市场化水平较高，资源配置的市场化和银行信贷决策的自主性较强，因而此时银企关系更能体现银行基于独特信息而对企业发展前景的肯定，银企关系更具信息含量并会通过信息传递或信号显示功能传递给银行系基金，并对此持股决策产生更强影响。而在政府干预水平较高的地区，市场化水平较低，资源配置的市场化和银行信贷决策自主性较弱，此时银企关系并非最优信贷决策的结果，而主要基于政府主导，内涵的企业发展前景的信息含量较低，因而信息传递的价值和对银行系基金持股的影响较弱。

3. 商业银行组织模式一体化水平会强化银企关系和银行系基金持股间的关系。相较于兄弟子公司模式，母子公司关系模式的一体化程度较高，内部信息传递的动力和效率也较高。此时，银企关系内含的私有信息会在母子公司间更加迅速准确的传递，而基金子公司也天然的可以对此信息进行更加精确的解读，因而此时银企关系对银行系基金持股的影响更加强烈。

4. 银行系基金基于银行传递的信息优势持股能获得超额收益。银行在与企业长期的关

系型合作中积累了高价值的企业私有信息,并会通过信息传递或信号显示功能传递给银行系基金,而银行系基金基于与银行的特殊关系亦能对这种私有信息进行更加精确的解读和利用,因而掌握更多企业的关键私有信息并拥有信息优势,从而能够对企业进行更加精确的估值和持股决策,从而获取超额回报。

本文的结论表明银企关系内涵的企业私有信息会通过信息传递或信号显示功能而传递给银行系基金,银行系基金据此具有明显的信息优势,同时因其与银行的特殊关系而能够对企业私有信息进行更加精确的估值利用,从而能够更科学地进行持股决策并获取超额回报,验证了金融综合化经营的信息协作和效率优势。同时,政府干预和组织模式的调节效应表明,政府干预会影响银行信贷决策自主性,而组织模式会影响金融控股集团内部信息传递和协作效应。因此今后应在审慎推进金融综合化经营的同时,进一步深化市场化改革和优化金融控股集团组织模式,减少政府对信贷决策和资源配置的干预,提高金融服务集团内部信息传递效率和协作效应。

在金融综合化经营背景下,银行系机构投资者除了基金公司外,还包括证券和保险等机构,但当前我国银行系证券和保险机构的数量和规模还较小,因此本文将研究重点放在银行系基金的持股行为上。随着我国金融综合化经营的深入,此类银行系机构投资者的规模和作用均会快速提升,未来对银行系机构投资者的投资行为及其协作效应等进行研究就成为必需。另外,虽然本文的实证研究发现银行系基金因信息传递拥有信息优势,据此进行持股决策并获得了超额回报,但对于这种信息传递是否涉及内幕交易以及相应的风险传染等并不属于本文的研究范围,这需要后续进行专门研究。

参考文献

- [1] 闫彦明.金融控股集团投资项目的协同效应:机理、制度与管理措施.金融理论与实践,2008(12):18-22.
- [2] 姚德权和王帅.混业经营趋势下金融控股集团运营效应与风险管理研究新进展.当代经济科学,2010,(6):36-44.
- [3] Lepetit,L. etc.,Bank Income Structure and Risk: An empirical Analysis of European Banks. Journal of Banking&Finance,2008,32(8):1452-1467.
- [4] Paige F., Fraser D and Kolari J W. Bidder Returns in Bancassurance Mergers: Is There Evidence of Synergy?. Journal of Banking&Finance,2007,31(12):3646-3662.
- [5] Schmid M M.,Walter I. Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value?. Journal of Financial Intermediation, 2009,18(2):193-216.
- [6] Kroszner, R. and Rajan, R.. Organization Structure and Credibility: Evidence From Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act. Journal of Monetary Economics ,1997,39(3):475 -516.
- [7] Kutsuna, K. , Smith, J. K. and Smith, R.. Banking Relationships and Access to Equity Capital Markets: Evidence from Japan's Main Bank System. Journal of Banking and Finance ,2007,31(2):335-360.
- [8] Konishi M.. Bond Underwriting by Banks and Conflicts of Interest: Evidence from Japan during the Pre-war Period. Journal of Banking and Finance, 2002,26(4):767-793.
- [9] Kang,J. and Iiu, W..Is Univeral Banking Justified? Evidence from Bank Underwriting of Corporate Bonds in Japan. Journal of Financial Economics ,2007,84(1):142-186.
- [10] 王鹤立.我国金融混业经营前景研究.金融研究,2008,(9):188-197.
- [11] Ciamarra,E. S.. Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes, Financial Management,2012,41(3):665-702.

- [12] Campello, M. Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy. *The Journal of Finance*, 2002, 57(6): 2773-2805.
- [13] 李明刚. 金融控股集团内部市场及其协同效应. *财经科学*, 2013(6): 37-44.
- [14] Wagner W. Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises. *Journal of Financial Intermediation*, 2010, 19(3): 373-386.
- [15] De Young R., Roland K P. Product Mix and Earnings Volatility at Commercial Banks: Evidence From a Degree of Total Leverage Model. *Journal of Financial Intermediation*, 2001, 10(1): 54-84.
- [16] Berger, A. N. and Udell. G. F. Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organizational Structure. *Economic Journal*, 2002, 112(447): 32-53.
- [17] 何韧, 刘兵勇和王婧婧. 银企关系、制度环境与中小微企业信贷可得性. *金融研究*, 2012(11): 103-115.
- [18] Charumilind, C., R. Kali, and Y. Wiwattanakantang. Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis. *Journal of Business*, 2006, 79(1): 181-218.
- [19] Stiglitz, Joseph E & Weiss, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 1981, 71(3): 393-410.
- [20] Berger, A. N., Hasan, I., Zhou, M.. Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation? *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(1): 113-130.
- [21] Kroszner, R. S., Strahan, P. E.. Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability. *Journal of Financial Economics*, 2001, 62(3): 415-452.
- [22] Byrd, D. T., Mizruchi, M. S.. Bankers on the Board and the Debt Ratio of Firms. *Journal of Corporate Finance*, 2005, 11(1): 1129-1173.
- [23] Bharath, S. T., Dahiya, S., Saunders, A., Srinivasan, A.. Lending Relationships and Loan Contract Terms. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(4): 1141-1203.
- [24] Engelberg, J., Gao, P., Parsons, C. A.. Friends With Money. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(1): 169-188.
- [25] Boot and Thakor. Can Relationship Banking Survive Competition?. *Journal of Finance*, 2000, 55(2): 679-713.
- [26] Elyas Elyasiani, Lawrence G. Goldberg. Relationship Lending: a Survey of the Literature. *Journal of Economics and Business*, 2004, 56(4): 315-330.
- [27] Burak, A. G., Malmendier, U., and Tate, G.. Financial Expertise of Directors. *Journal of Financial Economics*, 2008, 88(2): 323-354.
- [28] Lu, Z. F., J. G. Zhu, and W. N. Zhang. Bank Discrimination, Holding Bank Ownership, and Economic Consequences: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 2012, 36(2): 341-354.
- [29] 邓建平和曾勇. 金融关联能否缓解民营企业的融资约束. *金融研究*, 2011, (8): 78-92.
- [30] 张敏, 刘颀, 张雯. 关联贷款与商业银行的薪酬契约. *金融研究*, 2012, (5): 108-122.
- [31] Booth, J. R., and D. N. Deli. On Executives of Financial Institutions as Outside Directors. *Journal of Corporate Finance*, 1999, 5(3): 227-250.
- [32] 陈仕华, 马超. 高管金融联结背景的企业贷款融资: 由 A 股非金融类上市公司观察. *改革*, 2013, (4): 111-119.
- [33] Kang, J.-K., Shivdasani, A., Yamada, T.. The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: an Investigation of Japanese Takeover Bids. *Journal of Finance*, 2000, 55(5): 2197-2218.

- [34] Mahrt-Smith, J.. Should Banks Own Equity Stakes in Their Borrowers? A Contractual Solution to Hold-up Problems. *Journal of Banking&Finance*,2006,30(10):2911-2929.
- [35] Jiang, W., Li, K., Shao,P..When Shareholders Are Creditors: Effects of the Simultaneous Holding of Equity and Debt by Non-commercial Banking Institutions. *Review of Financial Studies*,2010,23(10):3595-3637.
- [36] Pan X.and Tian G.G.. Does Banks' Dual Holding Affect Bank Lending and Firms' Investment Decisions? Evidence From China. *Journal of Banking&Finance*, 2015,55(5):406-424.
- [37] Aggarwal, R.,I. Erel, M. Ferreira. and P. Matos. Does Governance Travel around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 2011,100(1):154-181.
- [38] 杨海燕.机构投资者持股稳定性对代理成本的影响. *证券市场导报*,2013,(9):40-46.
- [39] Ferreira, M., and P. Matos..The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World. *Journal of Financial Economics*,2008,88(3):499-533.
- [40] 吴晓晖和姜彦福.机构投资者影响下独立董事治理效率变化研究. *中国工业经济*,2006,(5):105-111.
- [41] 李维安和李滨.机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{nk} 的经验研究, *南开管理评论*,2008,(1):4-14.
- [42] 肖星和王琨.证券投资基金:投资者还是投机者. *世界经济*,2005,(8):73-79.
- [43] 李争光,赵西卜,曹丰和刘向强.机构投资者异质性与会计稳健性——来自中国上市公司的经验证据, *南开管理评论*,2015,(3):111-121.
- [44] Cohen, L.,Frazzini A. , Malloy C..The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns.*Journal of Political Economy*, 2008,116(5):951-979.
- [45] Engelberg, Gao and Parsons. Friends with Money. *Journal of Financial Economics*, 2012,103(1):169-188.
- [46] VK Pool, N Stoffman, SE Yonker. No Place Like Home: Familiarity in Mutual Fund Manager Portfolio Choice. *Review of Financial Studies*, 2012,25(8):2563-2599.
- [47] Grinstein Y and Michaely R..Institutional Holdings and Payout Policy.*The Journal of Finance*,2005,60(3):1389-1426.
- [48] Petersen H L and Vredenburg H..Morals or Economics? Institutional Investor Preferences for Corporate Social Responsibility.*Journal of Business Ethics*,2009,90(1):1-14.
- [49] 毛磊,王宗军和王玲玲.机构投资者持股偏好、筛选策略与企业社会绩效. *管理科学*,2012,(3):21-33.
- [50] Giannetti M and Simonov A..Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices. *The Journal of finance*,2006,61(3):1507-1547.
- [51] 宋玉.最终控制人性性质、两权分离度与机构投资者持股——兼论不同类型机构投资者的差异, *南开管理评论*,2009,(5):55-64.
- [52] 何贤杰等.证券背景独立董事、信息优势与券商持股. *管理世界*,2014,(3):148-162.
- [53] 江向才.公司治理与机构投资人持股之研究. *南开管理评论*,2004,(1):33-40.
- [54] Coval J D., Moskowitz T J.. The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices. *Journal of Political Economy*, 2001,109(4):811-841.
- [55] Cohen, L. , Frazzini A. and Malloy C.. Sell-side School Tie. *Journal of Finance*, 2010,65(4):1409-1437.
- [56] Cull, R., Xu, L.. Bureaucrats, State Banks, and the Efficiency of Credit Allocation: the Experience of Chinese State-owned Enterprises. *Journal of Comparative*

- Economics,2000,28(1):1-41.
- [57] Firth, M., Lin, C., Liu, P., Wong, S.M.L.. Inside the Black Box: Bank Credit Allocation in China's Private Sector. *Journal of Banking&Finance*,2009,33(6):1144-1155.
- [58] Chen, Y., Liu, M., Su, J.. Greasing the Wheel of Bank Lending: Evidence From Private Firms in China. *Journal of Banking&Finance*,2013,37(7):2533-2545.
- [59] Cull, R., Xu, L.. Institutions, Ownership, and Finance: the Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms. *Journal of Financial Economics*,2005,77(1):117-146.
- [60] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数——各地区市场化相对进程报告.经济科学出版社,2011.
- [61] 周黎安.中国地方官员的晋升锦标赛模式研究.经济研究,2007(7):36-50.
- [62] 李维安和钱先航.地方官员治理与城市商业银行的信贷投放.经济学(季刊),2012(4):1239-1260.
- [63] Lang, L., Ofek, E., Stulz, R.. Leverage, Investment and Firm Growth. *Journal of Financial Economics*, 1996,40(1):3-29.
- [64] Chen, S., Sun, Z., Tang, S.,Wu,D.. Government Intervention and Investment Efficiency: Evidence From China. *Journal of Corporate Finance*, 2011,17(2):259-271.
- [65] 翟胜宝等.银企关系与企业投资效率.会计研究,2014,(4):74-80.

Bank-Firm Relationship, Information Transfer and Banking-Fund Shareholding under the Background of Financial Integration

Abstract: The efficiency advantage of financial integration mainly exists in collaboration effects. Based on the relevant data of 4126 listed firms in China from the year 2008 to 2013, using the software of STATA13.0 and grouping regression method, the paper examines the effect of bank-firm relationship on banking-fund shareholding and its affecting mechanisms, explores the moderating effect of government regulation and banking organization model on the relationship between bank-firm relationship and banking-fund shareholding. The empirical study showed that well bank-firm relationship will notably enhance the banking-fund shareholding. Further research finds that government relation strength will weaken the positive correlativity between bank-firm relationship and banking-fund shareholding; and the financial integration level will strengthen the positive correlativity between bank-firm relationship and banking-fund shareholding. Finally, our study find that the banking-fund has got abnormal gains, which has further proofed the existence of the information transfer and its value. The results validate the information collaboration effects of financial integration, hence can contribute theoretically on how optimize the institution environment and organization model in the developing of financial integration.

Keywords: Bank-firm Relationship; Information Transfer; Banking-fund Shareholding