

银行公司治理如何影响信贷资金成本? *

李广子 陈文 谢作翰

[摘要]降低企业融资成本是提高金融服务实体经济效率的一项核心任务,本文从金融供给侧角度分析了银行公司治理对企业信贷资金成本的影响及其作用机制。本文首先构建了一个考虑银行公司治理影响的贷款定价决策模型,发现:良好的银行公司治理可以降低信贷资金成本即贷款价格,且这种效应在经济处于收缩阶段、银行业市场竞争程度提升时更加明显;银行公司治理主要通过提高信贷资产质量、降低运营成本等机制作用于信贷资金成本。在此基础上,本文基于银行公司治理数据和手工搜集的上市公司逐笔贷款合约数据,通过主成分分析法构建了反映我国商业银行整体公司治理水平的指数,并对理论分析结果进行了验证。本文的研究为理解银行公司治理与信贷资金成本的关系提供了理论和实证支持,并从金融供给侧角度为降低企业融资成本、提高金融服务实体经济效率提供了新的视角。

关键词:银行 公司治理指数 贷款利差 主成分分析

JEL分类号:E44 F36 G20

一、引言

我国金融体系以间接融资为主,银行信贷是企业最主要的外部资金来源。数据显示,2023年新增对实体经济发放的人民币贷款在全国社会融资规模增量中占比达到62.4%^①。融资成本是企业成本构成中的一个重要组成部分,2023年非金融行业上市公司利息费用在期间费用中占比达到14.5%^②。长期以来,信贷资金成本偏高是侵蚀我国企业利润、制约企业发展的一个重要因素,也是金融服务实体经济效率偏低的集中体现。因此,降低融资成本对于提高企业竞争力、实现高质量发展具有重要意义。2023年召开的中央金融工作会议强调,以深化金融供给侧结构性改革为主线,加快建设中国特色现代金融体系。那么,如何推进金融供给侧结构性改革实现降低企业融资成本的目标?进一步,深化金融机构内部治理改革、提升银行公司治理水平是否有助于降低信贷资金成本进而更好地服务实体经济发展?

良好的公司治理在保障企业健康运营方面发挥着重要作用(Shleifer and Vishny, 1997),其对于降低企业信贷资金成本起到的积极作用得到了广泛研究(Karavitis et al., 2021; Chen et al., 2020a),但关于银行公司治理如何影响信贷资金成本的研究还处于空白。商业银行在整个金融

* 李广子(通信作者),中国社会科学院金融研究所研究员,中国社会科学院国家金融与发展实验室研究员,博士生导师,经济学博士;陈文,内蒙古大学经济管理学院研究员,博士生导师,经济学博士;谢作翰,浙江省瑞安市金融工作服务中心,职员。本文得到中国社会科学院智库基础研究项目“金融支持科技创新理论与政策研究”、中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划优势学科“金融与发展”(编号DF2023YS28)、内蒙古自治区社会科学基金重点项目(2025DK04)资助。作者感谢张海洋、王茂斌、王剑锋、官迪、付喆、彭俞超、高昊宇等的建设性意见,特别感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵修改意见,文责自负。

① 资料来源:中国人民银行网站。

② 资料来源:作者根据Wind数据库数据计算得到。

体系中处于核心位置,其公司治理具有很强的外部性(Macey and O'Hara, 2003; 潘敏, 2006): 银行公司治理不仅关系到商业银行本身的稳健运行,也可能对其他利益相关方产生影响,特别是可能影响到借款人的信贷资金成本。近年来,以包商银行破产为代表的银行风险事件的爆发凸显了公司治理对于银行以及其他利益相关方的重要性^①。研究银行公司治理改革在实践中发挥的作用并从金融供给侧视角探讨银行公司治理改革对企业信贷资金成本的影响,具有重要的理论和现实意义。

针对上述议题,本文从金融供给侧角度分析了银行公司治理对信贷资金成本即贷款价格的影响及其作用机制^②。本文首先构建了一个考虑银行公司治理影响的贷款定价决策模型。基于模型的理论分析表明,良好的银行公司治理可以降低贷款价格即信贷资金成本,且这种效应在经济处于收缩阶段、银行业市场竞争程度提升时更加明显;理论分析还表明,银行公司治理主要通过提高信贷资产质量、降低运营成本等机制作用于信贷资金成本。在此基础上,本文通过主成分分析法构建了反映我国商业银行整体公司治理水平的指数,并基于手工搜集的上市公司逐笔贷款合约数据对理论分析结果进行了验证。本文的研究为理解银行公司治理与信贷资金成本的关系提供了理论和实证支持,并从金融供给侧角度为降低企业融资成本、提高金融服务实体经济效率提供了新的视角。

与已有研究相比,本文的边际贡献主要有以下三个方面。

第一,对银行公司治理方面的文献进行了较大的拓展。首先,本文构建了一个考虑银行公司治理影响的贷款定价决策模型,从理论角度分析了银行公司治理对贷款价格即信贷资金成本的影响及其作用机制。据我们所知,还没有文献从理论角度对银行公司治理与贷款定价之间的关系进行分析,本文基于银行专业化技能投资的视角构建了银行公司治理影响贷款定价的分析框架,具有理论上的创新性。其次,已有关于银行公司治理的文献主要着眼于其如何影响银行本身的绩效和风险(Caprio et al., 2007; Beltratti and Stulz, 2012; Anginer et al., 2018; Carlini et al., 2020; 朱迪星, 2023),鲜有研究考察银行公司治理对借款企业的影响。本文的证据表明,良好的银行公司治理有助于降低贷款价格即借款企业的信贷资金成本,形成正向的溢出效应,从而将关于银行公司治理的研究从银行本身拓展到借款人等其他利益相关方。其三,已有关于我国银行公司治理的研究主要关注银行公司治理的某个方面,比如股权结构(杨德勇和曹永霞, 2007; Jia, 2009; Berger et al., 2009),对其他公司治理机制则鲜有涉及。本文选取了8个公司治理指标,基于主成分分析法构建了银行层面的公司治理指数,对银行公司治理进行较为全面的刻画,避免了单一公司治理指标的不足。

第二,丰富了关于贷款定价的研究。一是拓展了贷款定价影响因素的研究。现有文献在分析影响贷款定价的因素时,主要集中于借款人本身的特征与行为(Croci et al., 2021)、银企关系(Bharath et al., 2011; Boot, 2000; Herpfer, 2021)、企业所处的外部环境(Qian and Strahan, 2007; Chu, 2017)、金融供给因素(Sapienza, 2004; Di Maggio and Yao, 2021; Bartlett et al., 2022)等。据我们所知,还没有文献就银行公司治理对于贷款定价的影响展开分析。本研究表明,良好的银行公司治理能够显著降低贷款价格即信贷资金成本,这一研究为从金融供给侧角度如何降低企业融资成本

^① 包商银行被接管的直接诱因是在同业市场发行的资本债无法按时兑付,而风险的根源在于公司治理全面失灵。特别是,包商银行大股东操纵股东大会,干预银行正常经营,通过各种方式进行利益输送。明天集团直接或间接持有包商银行股份高达89.27%,2005年以来,“明天系”通过注册209家空壳公司从包商银行套取信贷资金,形成1560亿元占款,并全部成了不良贷款。参见周学东(2020)。

^② 银行公司治理改革是金融供给侧结构性改革的一个重要组成部分,习近平总书记在2019年2月主持中共中央政治局集体学习中强调:“要完善金融从业人员、金融机构、金融市场、金融运行、金融治理、金融监管、金融调控的制度体系。”

提供了新的视角。二是基于微观贷款合约数据丰富了我国关于贷款定价或信贷资金成本的研究。国内已有关于贷款定价或信贷资金成本的研究或者基于问卷调查数据(张海洋和平新乔, 2012), 或者限于特定区域或银行(尹志超等, 2015; 宋全云等, 2016; 邓超等, 2010), 基于微观贷款合约数据对贷款定价或信贷资金成本的全面研究还比较少。本文基于手工搜集的上市公司逐笔贷款合约数据, 丰富了我国微观层面贷款定价即信贷资金成本的研究(李广子和刘力, 2020; Chen et al., 2020b)。

第三, 从金融供给侧角度论证了完善银行公司治理的价值。金融供给侧改革对于商业银行提出了低成本服务实体经济的要求, 与此同时商业银行作为市场化经济主体必须保障自身的财务可持续性。本文研究表明, 完善银行公司治理成为平衡两者矛盾的重要突破口, 这一发现为有效推进金融供给侧结构性改革提供了新的视角。同时, 本文研究还发现, 银行公司治理水平的提升可以从提高银行信贷资产质量、降低银行运营成本等方面作用于信贷资金成本, 银行公司治理降低贷款价格的政策效应在经济处于收缩阶段、银行业市场竞争程度提升时更加明显。相关理论分析和实证结果对于理解银行公司治理如何影响信贷资金成本提供了新的认识, 也为基于完善银行公司治理确保金融供给侧改革顺利推进指明了路径。

本文的后续结构如下: 第二部分是文献综述, 第三部分给出了理论模型, 第四部分是研究设计, 第五部分为实证分析, 第六部分检验了作用机制, 第七部分进行了总结。

二、文献综述

与本文有关的文献主要来自下面的两个领域。

(一) 公司治理对银行行为的影响

已有文献对公司治理如何影响一般企业行为进行了大量研究(Shleifer and Vishny, 1997)。与一般企业相比, 银行在公司治理方面具有一定特殊性, 主要表现在资本结构的高杠杆特征、资产交易的非透明性、严格的行业管制等方面(Macey and O'Hara, 2003; Becht et al., 2011; Laeven, 2013; De Haan and Valhu, 2016; 潘敏, 2006), 由此导致公司治理对银行行为的影响也有所不同。已有文献主要从以下两个方面进行讨论。

一是公司治理对银行绩效或价值的影响。已有研究在银行公司治理如何影响绩效方面并未达成共识, 不同治理机制发挥的作用存在差异(De Haan and Valhu, 2016)。在股权结构方面, Caprio et al.(2007)的跨国研究表明, 银行股权集中是一种较为普遍的现象, 控股股东控制权越高, 银行的估值越高; 与之相反, Haw et al.(2010)则发现, 控股股东的控制权越强, 银行绩效越差。此外, 一些研究表明, 非国有银行的业绩要优于国有银行(Berger et al., 2005; Williams and Nguyen, 2005); 而 Bonin et al.(2005)则发现, 民营化并不必然带来银行效率的提升。在其他治理机制方面, Andres and Vallelado(2008)的研究表明, 董事会规模与银行绩效之间存在倒U型关系, 即适度规模的董事会有助于提高银行绩效。Carlini et al.(2020)发现, 银行公司治理消息的公布会对银行股票收益率产生重要影响, 且负面信息的影响程度会更大。

二是公司治理对银行风险的影响。不同的治理机制对银行风险具有不同影响。一方面, 一些公司治理机制能够降低风险。Cardillo et al.(2021)发现, 女性董事在董事会占比越高, 银行发生救助的可能性越低, 发生危机时需要救助的金额也越小; Vallascas et al.(2017)的研究显示, 2008年国际金融危机以后董事会的独立性有助于减少银行风险承担行为; Pathan(2009)发现, CEO对董事会决策的控制力越强, 银行风险承担越低; Jia(2009)基于我国的研究表明, 股份制银行要比国有大型商业银行更加审慎; Barakat and Hussainey(2013)显示, 外部董事占比越高、管理层持股越低、审计

委员会越积极、监管越倾向于鼓励竞争,银行风险报告的质量会越高。另一方面,其他一些治理机制则会增大银行风险。很多研究表明,公司治理对股东的权利保护越好、股东在银行公司治理中的权力越大,银行的风险承担会越强(Laeven and Levine, 2009; Fahlenbrach and Stulz, 2011; Beltratti and Stulz, 2012; Anginer et al., 2018),说明银行股东有动机把风险向债权人以及金融安全网转移。此外, Minton et al. (2014)发现,当独董具有更多的金融专业知识时,银行会承担更高的风险。这是因为,具有金融专业知识的独董能够识别风险并意识到金融安全网对银行的保护作用,从而鼓励银行在正常经营期间承担更大的风险,以最大化股东价值。Chen et al. (2006)、Berger et al. (2016)等研究均表明,管理层持股会增大银行风险承担行为,以提高其持有股权的价值。Erkens et al. (2012)的跨国研究发现,机构投资者持股比例较高的银行在金融危机前具有更强的动机承担风险。

国内研究主要集中于股权结构对银行绩效的影响,但也未达成共识。部分研究表明,第一大股东持股比例较高会对银行绩效造成损害(杨德勇和曹永霞, 2007; 谭兴民等, 2011; 祝继高等, 2012);而其他一些研究则表明,大股东持股比例与银行绩效之间的关系或者是正向的(李维安和曹廷求, 2004; 曹廷求等, 2006),或者是非线性的(赵昌文等, 2009; 顾海峰和闫君, 2020)。

总体上看,已有文献主要集中于公司治理对银行本身的影响,从理论角度阐述银行公司治理如何影响贷款定价的文献还几乎处于空白,也没有文献从借款人角度考察银行公司治理的溢出效应;另外,我国关于银行公司治理的研究主要集中于股权结构方面,对于其他公司治理机制的研究还比较少。

(二) 银行因素对企业信贷资金成本的影响

信贷资金成本即贷款价格是贷款融资中的一个关键要素。作为信贷资金供给方,银行因素对企业信贷资金成本产生了重要影响。

在银行所有权性质方面, Sapienza (2004)发现,国有银行的贷款利率要低于非国有银行。在银团贷款结构方面, Ivashina (2009)的证据显示,银团贷款中牵头银行与其他成员银行之间的信息不对称程度越高,贷款价格也越高。在银行资本方面, Santos and Winton (2019)发现,银行资本比率与贷款定价之间存在负向关系。在银行自身税率方面, Kang et al. (2021)的结果表明,银行自身税率越高,贷款定价也越高,意味着银行将自身的税收成本转嫁到借款企业。在金融科技的作用方面, Di Maggio and Yao (2021)、Bartlett et al. (2022)均表明,金融机构对于金融科技的应用有助于能够降低贷款成本。在银企关系方面,部分研究表明,良好的银企关系有助于降低信息不对称进而降低贷款价格(Bharath et al., 2011; Boot, 2000; Herpfer, 2021), Qian et al. (2019)也发现,借款人与贷款人之间的距离越近,贷款价格越低;与之相反,部分研究则表明,银企关系的形成可能造成银行基于信息优势对于借款企业的垄断性定价(Crawford et al., 2018),例如 Degryse and Ongena (2005)的实证研究发现,借款企业与贷款银行之间的距离越远,贷款价格越低;借款企业与贷款银行竞争对手之间的距离越远,贷款价格则越高。

国内研究中,尹志超等(2015)发现,银企关系对中小企业信贷资金成本有显著的正向影响,而银行业竞争对信贷资金成本有显著的负向影响;宋全云等(2016)的研究表明,提高存款准备金率会增加中小企业的贷款价格;张海洋和平新乔(2012)发现,农信社可以根据土地租赁状况对农户进行差异化定价。从数据情况看,上述研究或者限于特定区域的微观信贷数据,或者基于企业贷款总量数据。

总体上看,已有关于银行因素如何影响企业信贷资金成本或贷款价格的研究较为丰富,但还没有文献对银行公司治理如何影响贷款价格进行分析。国内关于银行因素如何影响企业信贷资金成本的研究还比较少,同时,可能受数据可得性影响,从微观层面对贷款价格的研究还非常少。

李广子等: 银行公司治理如何影响信贷资金成本?

本文基于微观层面贷款合约数据, 分析银行公司治理对企业信贷资金成本的影响, 对已有文献形成补充。

三、理论模型

本文构建以下理论模型分析银行公司治理对贷款价格的影响。

设定 $t = 1, 2$ 两个时期。在 $t = 1$ 期, 借款企业拥有一个投资项目, 需要投入 1 单位的资金, 资金完全来自于银行贷款融资或者直接债券融资, 无法基于两种融资方式进行混合融资; 在 $t = 2$ 期, 项目以 $\theta \in (0, 1)$ 的概率成功, 获得收益 Y ; 以 $1 - \theta$ 的概率失败, 获得收益 0。只有当项目投资成功时, 借款企业才具备还款能力。因此, θ 越大, 债权人面临的违约风险越低。投资成功的收益 Y 值取决于宏观经济形势, 经济扩张期, Y 较高; 经济收缩期, Y 较低。

如果借款企业从银行贷款, 银行除提供贷款资金外, 在 $t = 1$ 期还可以对自身进行专业化技能投资, 以提升其对于借款企业贷款监督和贷后管理的效率, 其选择的专业化技能水平 $v \in \{v_1, v_2\}, v_1 > v_2$ 。银行对企业进行贷款监督和贷后管理时, 还可以获得无法货币化的偷懒私人收益 B , 其大小取决于其选择的专业化技能水平 v 以及银行的公司治理水平 c , 即 $B = B(v, c)$, 其中 $c \in \{c_g, c_b\}, c_g$ 代表较好的银行公司治理水平^①, c_b 代表较差的银行公司治理水平。当 $v = v_1$ 时, $B(v_1, c) = 0$; 当 $v = v_2$ 时, $B > 0$, 设定 $B(v_2, c_g) = B_g, B(v_2, c_b) = B_b$, 且 $B_g < B_b$ 。因此, 偷懒私人收益仅在银行选择较低水平的专业化技能时存在, 这意味着银行在选择专业化技能水平时存在道德风险; 此外, 银行公司治理的改善能够降低银行选择低水平专业化技能时的偷懒私人收益, 进而缓解上述道德风险。

借款人以债券融资和银行贷款获得融资的期望净收益分别为:

$$\begin{aligned} \pi_M(\theta, R_M) &= \theta Y - \theta R_M \\ \pi_B(\theta, R_B) &= [\theta + h(v)(1 - \theta)] Y - [\theta + h(v)(1 - \theta)] R_B \end{aligned}$$

其中, R_M 为债券融资情况下借款人需要承担的单位资金的预期债券本息, R_B 为银行贷款情况下借款人需要承担的单位资金的名义贷款本息。如后文所述, 在债券市场融资时企业会由于市场对于其发行的债券需求的不确定而面临融资成本的不确定性。

由 π_B 的表达式可得, 银行在发放贷款时, 其专业化技能可以实现对于企业的赋能, 使得企业项目投资成功的概率提升 (Boot and Thaker, 2000)。这一设定也得到了相关实证研究的支持, 例如 Blickle et al. (2023), De Jonghe et al. (2024) 等都从实证角度指出银行就特定行业客户专业化技能水平的提升有助于降低借款人违约风险。给定专业化技能水平 v , 企业投资成功的概率增加 $h(v)(1 - \theta)$, 其中 $h'(v) > 0$; 这样, 企业的自身信用等级越差, 其通过银行贷款融资有望实现的投资成功概率改进空间越大。简化处理, 可以设定 $h(v) = v$ 。

对于银行而言, 与企业发生借贷关系, 企业投资成功概率提升时, 银行将因为放出的贷款本息回款保障力度提升而能够得到收益; 此外, 银行专业化技能水平的提升, 有助于银行降低服务贷款客户的成本。因此, 对于专业化技能水平为 v 的银行而言, 其期望净收益为:

① 良好的公司治理通常具有以下特征: 一是股权结构合理。既能够实现不同股东之间的权力制衡, 又能够保持适当的股权集中以提高决策效率; 二是公司治理架构设置完备。包括三会一层的设置, 董监事会的构成等; 三是对管理层进行有效监督。包括管理层持股、有效的激励约束机制等, 以降低股东与管理层之间的代理成本, 确保董事会决策的有效落实; 四是公司治理架构运作高效。如按时召开股东大会、董事会、监事会等, 以提高决策的科学性。在本文的模型设定中, 良好的银行公司治理意味着针对银行更为有效的内外部监督与制衡约束机制, 这会降低银行因为选择低水平专业化技能投资而能够获取的偷懒收益, 进而缓解银行的道德风险问题。

$$\zeta(v, c) = [\theta + v(1 - \theta)]R_B - r_d - S(v) + B(v, c)$$

其中, r_d 为银行吸收资金的成本, $S(v)$ 为银行维系一个贷款客户的固定成本支出, 其中 $S'(v) < 0$, $S''(v) > 0$, 即银行专业化技能的提升有助于降低银行贷款项目的运营成本, 但其边际效应递减; $B(v, c)$ 为银行偷懒的私人收益。设定市场的无风险利率为 r_m , 为简化处理, 设定 $r_d = r_m$ 。

这样, 银行选择 $v = v_1, v = v_2$ 的专业化技能水平时, 其期望净收益分别可以表述为:

$$\zeta(v_1, c) = [\theta + v_1(1 - \theta)]R_B - r_m - S_1$$

$$\zeta(v_2, c) = [\theta + v_2(1 - \theta)]R_B - r_m - S_2 + B(v_2, c)$$

其中, $S_1 = S(v_1), S_2 = S(v_2)$ 。由于 $v_1 > v_2$, 可以得到, $S_1 < S_2$ 。为便于后文分析, 需要进一步设定 $B_b \geq (v_1 - v_2)Y + (S_2 - S_1), B_b \leq \phi(S_2 - S_1)$ 。

银行与企业借贷关系的实现以及银行就专业化技能水平的决策, 需要综合考虑银行、企业的参与约束条件与激励相容约束条件。

给定银行专业化技能水平 v 与银行公司治理水平 c , 银行提供贷款的参与约束条件为:

$$\zeta(v, c) \geq 0 \quad (1)$$

给定银行公司治理水平 c , 银行选择 $v = v_1$ 而非 $v = v_2$ 的专业化技能水平的激励相容约束条件为:

$$\zeta(v_1, c) \geq \zeta(v_2, c) \quad (2)$$

给定银行专业化技能水平 v , 企业申请银行贷款的参与约束条件以及申请贷款而非发行债券的激励相容约束条件分别为:

$$\pi_B(\theta, R_B | v) \geq 0 \quad (3)$$

$$\pi_B(\theta, R_B | v) \geq \pi_M(\theta, R_M) \quad (4)$$

进一步, 我们设定银行部门内部存在非完全竞争, 这样银行在发放贷款时可以获取超额利润, 即银行净收益 $\zeta(v, c) \geq 0$ 。我们将银行攫取的货币化剩余设定为: 当企业选择银行贷款对比直接融资时, 企业和银行可货币化的剩余增加值总量 $\Delta Surplus$ 的 ϕ 比例^①, 其中 $0 \leq \phi < 1$, 其大小取决于银行部门的竞争水平, 如果银行部门竞争水平越高, ϕ 越小。

给定银行公司治理水平 c 以及专业技术水平 v , 在均衡贷款利率水平下, 银行期望净收益可以表述为:

$$\zeta(v, c) = \phi \cdot \Delta Surplus(v, c) + B(v, c)$$

此外, 考虑到剩余增加值总量 $\Delta Surplus$ 的 $1 - \phi$ 比例为企业获得, 均衡贷款利率下, 企业申请银行贷款的期望净收益为:

$$\pi_B(\theta, R_B) = \pi_M(\theta, R_M) + (1 - \phi) \cdot \Delta Surplus(v, c) \quad (5)$$

下面求解企业从债券市场融资的期望净收益 $E\pi_M(\theta, R_M)$ 。 $t = 1$ 期, 企业通过债券市场进行融资, 会面临市场对其发行的债券需求的不确定性。设定市场对于该企业发行的债券的初始需求 $\tilde{D} \in [0, D^+\theta(1 - \theta)^{-1}]$, 其中 D^+ 为有限大的一个正值, 资金供给在上述区间内服从均匀分布。如果 $\tilde{D} \geq 1$, 即对于债券的初始需求大于企业的发行量, 债券投资人充分竞争下企业的名义融资成本为 $\frac{r_m}{\theta}$; 如果 $\tilde{D} < 1$, 即对于债券的初始需求小于企业的发行量, 则企业需要提高债券利率以吸引更多的需求, 此时名义融资成本为 $\frac{r_m}{\theta} + \tau$ 。 τ 是当债券初始需求低于企业发行量时, 为吸引债券投资人增加对于该企业债券需求以满足融资需要, 企业需要额外承担的成本。这样, 借款人在直接融资

① 为后文均衡结果的简化处理, 对于剩余增加值的切分只考虑可以货币化的部分, 即不考虑无法货币化的银行偷懒私人收益部分。进一步放宽假设, 将无法货币化的偷懒私人收益纳入总剩余增加值, 也不会影响本文的核心结论。

市场的期望融资成本为:

$$\theta R_M = \theta \left\{ \int_0^1 \left(\frac{r_m}{\theta} + \tau \right) \cdot \frac{1}{D^+ \theta (1 - \theta)^{-1}} d_{\bar{D}} + \int_1^{D^+ \theta (1 - \theta)^{-1}} \frac{r_m}{\theta} \cdot \frac{1}{D^+ \theta (1 - \theta)^{-1}} d_{\bar{D}} \right\} = r_m + A(1 - \theta)$$

其中, $A = \frac{\tau}{D^+}$ 。 τ 可以用来刻画直接融资市场的有效性, 直接融资市场的有效性越高, 企业在面临直接融资市场资金供给不足时遭遇的摩擦成本越低, 期望融资成本越低。

这样, 企业从债券市场融资的期望净收益可以表述为:

$$\pi_M(\theta, R_M) = \theta Y - r_m - A(1 - \theta)$$

下面我们将分别探讨在不同的银行公司治理水平 (c_g 或 c_b) 下, 均衡状态下银行就专业化技能水平 (ν_1 或 ν_2) 的选择。

1. $c = c_b$ 时的均衡结果

给定 $B_b \geq (\nu_1 - \nu_2)Y + (S_2 - S_1)$, 对于任意 $\theta \in (0, 1)$, 均存在:

$$\zeta(\nu_1, c_b) < \zeta(\nu_2, c_b)$$

此时, 银行选择 $\nu = \nu_1$ 而非 $\nu = \nu_2$ 的专业化技能水平的激励相容约束条件式(2)始终无法得到满足。故而当银行公司治理水平较差 ($c = c_b$) 时, 银行会选择较低水平的专业化技能 ($\nu = \nu_2$)。这一情形下, 由于银行的专业化赋能, 借款人的投资成功概率为 $\theta + \nu_2(1 - \theta)$, 而银行维系一个贷款客户的固定成本支出为 $S = S_2$ 。

在银行选择 $\nu = \nu_2$ 的专业化技术水平时, 企业申请银行贷款而非发行债券, 企业和银行共同剩余增加来源包括企业投资成功概率提升带来的项目期望收益提升 ($\nu_2(1 - \theta)Y$)、节省的资本市场资金供给不足时的融资市场摩擦成本 ($A(1 - \theta)$) 等两个方面, 同时银行服务企业存在固定成本支出 (S_2), 因此剩余增加值可以表述如下:

$$\Delta \text{Surplus}(\nu_2, c_b) = \nu_2(1 - \theta)Y + A(1 - \theta) - S_2$$

均衡状态下银行的贷款定价恰好使得银行获取上述剩余增加值的 ϕ 比例, 这意味着:

$$M_2 + [\theta + \nu_2(1 - \theta)]R_b - r_m - S_2 = \phi [M_2 + \nu_2(1 - \theta)Y + A(1 - \theta) - S_2]$$

经过整理可得:

$$R_b(\nu_2, c_b) = \phi Y + \frac{r_m + (1 - \phi)(S_2 - M_2) - \phi [\theta Y - A(1 - \theta)]}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} \quad (6)$$

2. $c = c_g$ 时的均衡结果

本部分, 我们探讨在 $c = c_b$ 情形下申请并获得银行贷款的企业, 在银行公司治理水平提升至 $c = c_g$ 时, 其信贷资金成本的变化。

需要指出的是, 企业在 $c = c_b$ 情形下申请并获得银行贷款, 意味着, 在 $c = c_b$ 情形下银行选择 $\nu = \nu_2$ 时, 银行发放贷款的参与约束条件、企业申请银行贷款的参与约束条件以及激励相容约束条件均成立。就 $c = c_g$ 时银行选择专业化技术水平 $\nu = \nu_1$ 的激励相容约束条件的分析, 我们先假设该激励相容约束条件成立, 论证银行发放贷款的参与约束条件、企业申请银行贷款的参与约束条件以及激励相容约束条件均成立; 在此基础上, 我们求解银行选择 $\nu = \nu_1$ 、 $\nu = \nu_2$ 时的净收益, 通过对比两者净收益, 论证银行选择 $\nu = \nu_1$ 的净收益大于选择 $\nu = \nu_2$ 的净收益, 由此可以得到公司治理较好时候 ($c = c_g$) 银行选择 $\nu = \nu_1$ 的专业化技术水平的激励相容约束条件成立。

假设 $c = c_g$ 时, 银行选择 $\nu = \nu_1$ 的专业化技术水平的激励相容约束条件成立。在银行选择 $\nu = \nu_1$ 的专业化技术水平时, 企业申请贷款而非发行债券, 企业和银行共同的剩余增加值可以表述如下:

$$\Delta \text{Surplus}(\nu_1, c_g) = \nu_1(1 - \theta)Y + A(1 - \theta) - S_1$$

在均衡的贷款利率水平下,银行净收益可以表述为:

$$\zeta(\nu_1, c_g) = \phi \cdot \Delta \text{Surplus}(\nu_1, c_g)$$

考虑到 $c = c_b$ 时企业选择申请贷款而非发行债券的激励相容约束条件式(4)成立,结合式(5)可以得到 $\Delta \text{Surplus}(\nu_2, c_b) \geq 0$ 。进一步结合 $\Delta \text{Surplus}(\nu_1, c_g) > \Delta \text{Surplus}(\nu_2, c_b)$,可以得到 $\zeta(\nu_1, c_g) \geq 0$ 。因此,提升专业化技能水平至 $\nu = \nu_1$ 时,银行发放贷款的参与约束条件式(1)成立。

考虑到当银行选择 $\nu = \nu_2$ (对应 $c = c_b$ 时的情形)时,式(3)、式(4)成立,由于 $\pi_B(\theta, R_B | \nu = \nu_1) > \pi_B(\theta, R_B | \nu = \nu_2)$,故而银行选择 $\nu = \nu_1$ (对应 $c = c_g$ 时的情形)时,式(3)、式(4)仍然成立。这是由于,在银行提高专业化技能至 $\nu = \nu_1$ 情况下,企业申请贷款能够分享的剩余增加值更高,企业申请贷款的参与约束条件以及申请贷款而非发行债券的激励相容约束条件更容易实现。

进一步,我们回到就银行选择 $\nu = \nu_1$ 的激励相容约束条件的探讨。给定 $c = c_g$,银行选择 $\nu = \nu_1$ 相比较 $\nu = \nu_2$ 带来的剩余增加值的增幅为:

$$\Delta \text{Surplus}(\nu_1, c_g) - \Delta \text{Surplus}(\nu_2, c_g) = (\nu_1 - \nu_2)(1 - \theta)Y + (S_2 - S_1)$$

无论是在银行选择 $\nu = \nu_1$ 还是 $\nu = \nu_2$ 的情形下,在均衡利率水平下银行均分享 ϕ 比例的剩余增加值,因此银行选择 $\nu = \nu_1$ 、 $\nu = \nu_2$ 的净收益分别可以表述为:

$$\zeta(\nu_1, c_g) = \phi \Delta \text{Surplus}(\nu_1, c_g)$$

$$\zeta(\nu_2, c_g) = \phi \Delta \text{Surplus}(\nu_2, c_g) + B_g$$

给定 $B_g \leq \phi(S_2 - S_1)$,对于任意 $\theta \in (0, 1)$,均存在:

$$\zeta(\nu_1, c_g) \geq \zeta(\nu_2, c_g)$$

这意味着,均衡状态下,银行选择 $\nu = \nu_1$ 而非 $\nu = \nu_2$ 的专业化技能水平的激励相容约束条件自然成立。故而当银行公司治理水平较高 ($c = c_g$) 时,银行会选择较高水平的专业化技能 ($\nu = \nu_1$)。这一情形下,由于银行的专业化赋能,借款人的投资成功概率为 $\theta + \nu_1(1 - \theta)$,而银行维系一个贷款客户的固定成本支出为 $S = S_1$ 。

均衡状态下银行的贷款定价恰好使得银行获取上述剩余增加值的 ϕ 比例,这意味着:

$$[\theta + \nu_1(1 - \theta)]R_B - r_m - S_2 = \phi[\nu_1(1 - \theta)Y + A(1 - \theta) - S_1]$$

经过整理可得:

$$R_B(\nu_1, c_g) = \phi Y + \frac{r_m + (1 - \phi)S_1 - \phi[\theta Y - A(1 - \theta)]}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} \quad (7)$$

结合(6)和(7)式,可得:

$$\begin{aligned} \Delta R &= R_B(\nu_1, c_g) - R_B(\nu_2, c_b) \\ &= -\{r_m - \phi[\theta Y - A(1 - \theta)]\} \left(\frac{1}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} \right) \\ &\quad - (1 - \phi) \left[\frac{S_2}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{S_1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} \right] \end{aligned} \quad (8)$$

由于 $\nu_1 > \nu_2$, $\frac{1}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} > 0$;

$S_2 > S_1$ 结合 $\frac{1}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} > 0$, 可得 $\frac{S_2}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{S_1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} > 0$;

综合上述分析,可得:

$$R_B(\nu_1, c_g) - R_B(\nu_2, c_b) < 0$$

即银行公司治理水平更好的情形下,企业获得银行贷款的融资成本相对较低。

由式(8),银行公司治理水平的提升能够降低贷款价格的机制体现在以下三个方面。

李广子等: 银行公司治理如何影响信贷资金成本?

(1) 机制 1: 银行信贷资产质量的提升。即 $\theta + \nu_1(1 - \theta) > \theta + \nu_2(1 - \theta)$, 由此实现的利率下降幅度为 $\{r_m - \phi[\theta Y - A(1 - \theta)]\}(\frac{1}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)})$;

(2) 机制 2: 银行运营成本的下降。即 $S_1 < S_2$, 由此实现的利率下降幅度为 $(1 - \phi)[\frac{S_2}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{S_1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)}]$;

经整理, 本文可以得到如下命题。

命题 1: 给定 $B_b \geq (\nu_1 - \nu_2)Y + (S_2 - S_1)$ 、 $B_g \leq \phi(S_2 - S_1)$, 银行公司治理水平由 $c = c_b$ 提升至 $c = c_g$ 能够降低企业获得银行贷款的资金价格。

正如上文分析所示, 银行公司治理水平的提升降低了银行选择低水平专业化技能时的偷懒私人收益, 提高了银行选择高水平专业化技能的激励; 而银行专业化技能水平的提升可以强化对于企业项目投资的赋能, 提高其投资成功的概率, 与此同时, 还可以降低银行运营贷款项目的成本。因此, 我们认为银行公司治理水平的提升可以同时通过提升银行信贷资产质量、降低银行运营成本等两条路径, 实现降低企业信贷资金成本的政策效应。首先, 良好的公司治理机制有助于提高银行风险控制的专业化能力, 从而将银行信贷风险水平保持在较低水平 (Jia, 2009; 祝继高等, 2012)。尤其是在我国银行体系中, 由于银行股东、银行的债权人以及金融安全网均由国有部门所主导, 三者之间的利益具有一致性, 降低了银行股东向债权人及金融安全网转移风险的动机 (Laeven and Levine, 2009; Anginer et al., 2018), 通过改善银行公司治理、加强对股东权利的保护能够实现信贷风险的降低, 而信贷风险的降低最终能够传导到银行对于风险补偿的利率要求的下降。其次, 良好的公司治理能够改善银行的内部管理专业化水平, 帮助银行建立高效的管理架构和管理流程, 提高银行内部运营效率, 降低运营成本。权责利得到更为明细的界定, 能够减少管理层的机会主义行为或其他寻租行为所导致的风险, 改善相关利益主体的激励约束机制, 提高经营决策的效率和降低内部交易成本。运营效率的改进最终使得银行能够在追求合理收益前提下降低信贷资金价格。

式(8)对于 Y 求偏导可得:

$$\frac{\partial \Delta R}{\partial Y} = \phi \theta \left(\frac{1}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} \right) > 0$$

这样 Y 越小, 由于银行公司治理改进实现的利率下降额越大。考虑到前文中 Y 刻画经济的周期性, Y 处于较低值水平, 说明经济处于收缩期。因此, 我们得到如下命题。

命题 2: 经济收缩时, 良好的银行公司治理使得银行贷款利率下降的幅度更大。

式(8)对于 ϕ 求偏导可得:

$$\frac{\partial \Delta R}{\partial \phi} = [\theta Y - A(1 - \theta)] \left(\frac{1}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} \right) + \left[\frac{S_2}{\theta + \nu_2(1 - \theta)} - \frac{S_1}{\theta + \nu_1(1 - \theta)} \right] > 0$$

这样 ϕ 越小, 由于银行公司治理改进实现的利率下降额越大。考虑到前文中 ϕ 为刻画银行业市场竞争程度的反向指标, 我们得到如下命题。

命题 3: 银行业市场竞争程度提升时, 良好的银行公司治理使得银行贷款利率下降的幅度更大。

四、研究设计

(一) 数据与样本

本研究主要涉及以下三方面数据: (1) 银行公司治理及财务数据。银行公司治理数据取自

CSMAR数据库。剔除缺失值,样本涉及210家银行2010至2020年的公司治理数据,其中包含6家国有大型商业银行、12家股份制银行、105家城市商业银行、75家农村商业银行、6家农村合作银行和6家村镇银行,共包含1107个银行年度观测值。(2)上市公司逐笔贷款合约数据。为反映银行公司治理对贷款价格的影响,我们从上市公司年报附注中手工搜集得到逐笔银行贷款合约数据^①,贷款合约样本期间为2011年至2021年。逐笔贷款合约信息通常包含在上市公司会计报表附注中的“短期借款”、“1年内到期的长期借款”、“长期借款”等科目中,上市公司所披露的逐笔贷款合约一般包括发放贷款的银行、贷款金额、利率、期限或贷款起止时间、所采取的信用增级措施等信息。对于在同一年度或不同年度年报中重复披露的银行贷款合约,我们经过仔细核对后将重复信息予以剔除,仅保留一次观测值。由于金融行业在贷款融资方面的特殊性,我们剔除了金融行业上市公司。剔除缺失值,样本共包含8712笔银行贷款合约,涉及1206家上市公司,包括496家国有企业和710家民营企业,分别占比41%和59%。(3)其他数据。除特殊说明外,本文所使用的其他数据均来自于Wind数据库或CSMAR数据库,包括上市公司财务数据、宏观经济数据等。

(二)银行公司治理指数的构建

很多文献通过构建公司治理指数来刻画一个公司整体的治理水平(Gompers et al., 2003; Bauer et al., 2004; Larker et al., 2004)。考虑到单一公司指标可能无法反映特定银行的总体公司治理水平,借鉴Larker et al. (2004)、白重恩等(2005)、郑志刚等(2007)、靳庆鲁和原红旗(2008)等研究,本文采取主成分分析法来构建反映银行公司治理总体水平的综合指数^②。本文以KMO值大于0.6、P值小于0.05作为筛选标准,从原始指标中筛选出以下8个指标来构建银行公司治理指数:(1)股东数量(*Shareholder*)。以银行各年度期末股东数量的自然对数来表示。理论上,股东数量对公司治理效率的影响并不确定。股东数量过少容易形成一股独大,而股东数量过多则会增加不同股东之间的利益协调难度,也会增加部分中小股东“搭便车”的可能性。(2)第一大股东持股比例(*First*)。该指标越大,意味着第一大股东对银行的控制力越强。第一大股东较强的控制力一方面有助于加强对经营层的监督(Caprio et al., 2007),但同时也使得大股东更容易侵占银行或其他中小股东的利益。(3)股权集中度(*Hefin 5*)。以银行年末前5大股东持股比例的平方和乘以10000来表示。该指标越高,银行股权集中度也越高。较高的股权集中度一方面有助于提高大股东对经营层进行监督的动力,同时也可能导致大股东利用其优势地位损害中小股东利益。(4)董事会规模(*Director*)。反映银行年末董事人数。董事会规模越大,一方面有助于提高董事会的决策和监督能力,另一方面也可能导致董事之间产生更多的利益冲突和搭便车行为,对公司治理效率的总体影响并不确定(Andres and Vallelado, 2008)。(5)董事会专门委员会数量(*Committee*)。为年末银行董事会专门委员会数量。银行董事会通常会设置若干个专门委员会,如审计、薪酬、风险、关联交易、战略、提名等,反映了董事会的专业性。专门委员会数量越多,董事会的专业性一般也越强,有助于提高公司治理效率。(6)独立董事占比(*Independent Ratio*)。为年末银行独立董事人数在全部董事中的比例。独立董事占比越高,意味着董事会独立性越高,银行公司治理的效率通常也越高(Vallascas et al.,

^① 上市公司一般会在其年报附注中披露期末存量贷款中金额较大的贷款合约信息。本文考察的是银行公司治理对企业信贷资金成本即贷款价格的影响。在这种情况下,即使上市公司在披露贷款合约时存在自选择行为,比如,会选择性地减少披露利率较高的贷款合约,但这种行为是上市公司层面而非银行层面的,与银行公司治理没有直接关系,即并非公司治理水平不同的银行选择性地减少披露利率较高的贷款合约。因此,上市公司这种潜在的自选择行为对本文分析结论并不会产生重要影响。

^② 靳庆鲁和原红旗(2008)将底层公司治理指标分为董事会特征、管理层持股、股东持股、“三会”及“四委”设立等四个维度,先对不同维度下的公司治理指标进行主成分分析,再对不同维度进行加权得到总的公司治理指数。未报告的结果显示,采用这种方法重新计算公司治理指数时,本文的主要结论未发生变化。

2017)。(7)董事会召开次数(*Board Meeting*)。反映当年银行董事会召开的次数。董事会召开次数越多,一定程度上说明董事会越勤勉尽责,公司治理效率一般也越高。(8)是否上市虚拟变量(*List*)。如果银行当年末为上市状态,该变量取值为1,否则为0,包括在国内或国外的交易所上市。上市在促使银行加强信息披露的同时,也有助于引入外部投资者和监管部门的强力约束,从而改善公司治理。

表1 样本银行主要公司治理变量描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	最大值
Shareholder	1107	8.4250	2.5619	2.1972	14.0074
First	1107	0.1789	0.1391	0.0138	0.7533
Herfin 5	1107	8.2649	11.3275	0.0128	81.0829
Director	1107	12.9286	2.5570	4	19
Independent Ratio	1107	0.2723	0.0993	0.0714	0.5000
Committee	1107	5.7236	1.1927	3	9
Board Meeting	1107	8.7877	4.4398	2	30
List	1107	0.2258	0.4183	0	1

从表1可以看到,样本银行平均股东数量(*Shareholder*)为4560个($\approx e^{8.4250}$),第一大股东平均持股比例(*First*)为17.89%,与同时期非金融类上市公司相比相对较低。样本银行董事会平均规模(*Director*)为13人,高于同时期非金融类上市公司,说明商业银行董事会规模偏大;独立董事占比(*Independent Ratio*)27.23%,董事会专门委员会平均数量(*Committee*)为5.72个;董事会平均会议次数(*Board Meeting*)为8.79次,上市银行占比22.58%。

基于上述数据,借鉴Larker et al.(2004)、白重恩等(2005)、郑志刚等(2007)、靳庆鲁和原红旗(2008)等研究,本文采取主成分分析法构建银行公司治理综合指数。结果显示,基于上述8个公司治理指标得到特征值(*Eigenvalue*)大于1的主元有3个,累计贡献率为70.7%,KMO值为0.652,大于0.6,可以进行主成分分析。本文提取了前3大主元F1、F2、F3,各公司治理指标在不同主元上的载荷系数(*Loading factors*)如表2所示。在此基础上,本文以各主元的贡献率为权重,对3个主元进行加总得到各年度不同银行的公司治理指数*Gindex*,以反映其整体公司治理水平。*Gindex*取值越高,意味着银行公司治理水平越高。

表2 主成分分析结果

	主成分		
	F1	F2	F3
Shareholders	0.7667	0.4259	-0.1982
First	0.6878	-0.6796	0.0025
Herfin 5	0.6699	-0.6862	0.0141
Director	0.3565	0.5378	-0.3680
Independent Ratio	0.7030	0.0901	0.0822
Committee	0.1317	0.3298	0.7687
Board Meeting	0.3763	0.1241	0.5256
List	0.8184	0.3120	-0.1037

2010至2020年间,样本银行公司治理指数均值变动情况如图1所示。可以看到,国有大型银行公司治理指数平均值要高于中小银行,说明国有大型银行公司治理水平整体上要优于中小银行。其中,中小银行是指除国有大型银行以外的其他银行。样本期间内国有大型银行和中小银行公司治理指数均呈现先下降后上升的趋势,但变化幅度并不明显。从全体银行情况看,2013年之前平均公司治理指数呈现一定的下降趋势,原因可能在于样本前期中小银行样本数量不断增多。由于中小银行公司治理水平要低于国有大型银行,因此中小银行数量增多所引起的样本结构变化会导致全体银行公司治理指数平均值出现下降。从2013年开始,样本银行公司治理水平逐步上升,公司治理指数均值从2013年的1.31上升到2020年的1.64。之所以出现这种情况,可能与《商业银行公司治理指引》(银监发[2013]34号)(以下简称“《指引》”)的出台有关。2013年7月,为完善商业银行公司治理,原中国银监会颁布了《指引》,对商业银行公司治理组织架构、董事、监事、高级管理人员、发展战略、价值准则和社会责任、风险管理与内部控制、激励约束机制、信息披露等制定了明确的规范,是指导银行改进公司治理的一项基础性制度。从图1可以看到,《指引》的出台对我国商业银行公司治理起到了一定的促进作用。直到2021年6月,中国银保监会发布《银行保险机构公司治理准则》(银保监发[2021]14号),《指引》正式退出历史舞台。比较可以看到,《指引》的出台对银行公司治理的促进作用在中小银行中表现得尤为明显。

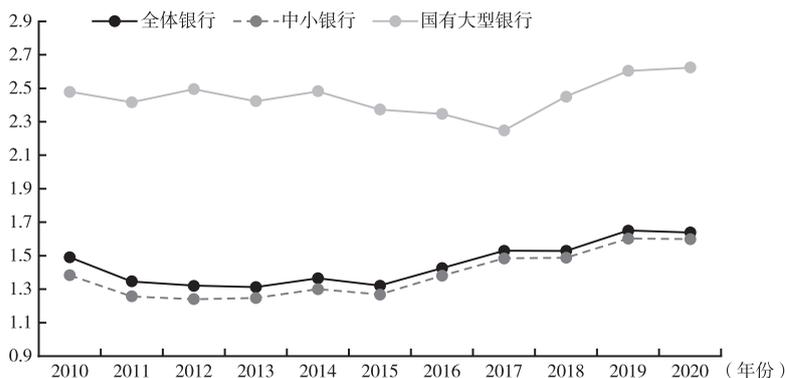


图1 不同年度样本银行平均公司治理指数变化

(三)模型与变量

本文样本包括贷款合约、商业银行、借款企业三方面数据,我们以贷款合约为基础对商业银行和借款企业数据进行匹配。具体地,假设贷款合约*i*是由银行*j*向企业*k*发放的,那么这笔贷款合约将与银行*j*的公司治理指数和其他数据进行匹配,同时与企业*k*的财务数据进行匹配。具体地,本文构建模型(9)对命题1进行检验:

$$Spread_{i,j,k,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Gindex_{j,t-1} + \beta_2 \times Firm\ Controls_{k,t-1} + \beta_3 \times Bank\ Controls_{j,t-1} + \beta_4 \times Macro\ Controls_{i,t} + Firm_k + Bank_j + Industry_k + Year_t + \varepsilon_{i,j,k,t} \quad (9)$$

构建模型(10)对命题2进行检验。

$$Spread_{i,j,k,t} = \beta_0 + \beta_1 \times Gindex_{j,t-1} + \beta_2 \times Gindex_{j,t-1} \times GDP\ Growth_{i,t} + \beta_3 \times GDP\ Growth_{i,t} + \beta_4 \times Firm\ Controls_{k,t-1} + \beta_5 \times Bank\ Controls_{j,t-1} + \beta_6 \times Macro\ Controls_{i,t} + Firm_k + Bank_j + Industry_k + Year_t + \varepsilon_{i,j,k,t} \quad (10)$$

构建模型(11)对命题3进行检验。

$$\begin{aligned}
 Spread_{i,j,k,t} = & \beta_0 + \beta_1 \times Gindex_{j,t-1} + \beta_2 \times Gindex_{j,t-1} \times Concentration_{i,t} + \beta_3 \times Concentration_{i,t} \\
 & + \beta_4 \times Firm\ Controls_{k,t-1} + \beta_5 \times Bank\ Controls_{j,t-1} + \beta_6 \times Macro\ Controls_{i,t} \\
 & + Firm_k + Bank_j + Industry_k + Year_t + \varepsilon_{i,j,k,t}
 \end{aligned} \quad (11)$$

上述模型中相关变量定义如下。

(1) 贷款利差(*Spread*)^①。*Spread_{i,j,t}*表示第*t*年上市公司*k*从银行*j*获得的贷款合约*i*所对应的贷款利差,反映贷款价格。考虑到不同年度贷款基准利率的差异^②,在计算贷款利差时,我们对基准利率因素进行了剔除。具体地,2019年8月LPR改革之前,结合中国人民银行公布的基准利率期限分档,依据样本贷款合约的实际期限将其划分为以下四档:1年及以下、1年以上3年以下(含)、3年以上5年以下(含)、5年以上。在此基础上将样本贷款合约的实际年利率与相应期限的基准年利率进行匹配,通过在实际年利率中扣除相应期限的基准年利率之后计算得到该笔贷款合约所对应的贷款利差(*Spread*)。2019年8月LPR改革之后,依据样本贷款合约的实际期限分为5年期以下和5年期(含)以上两档,分别以1年期LPR和5年期以上LPR作为基准利率。贷款利差越高,说明贷款价格越高。

(2) 银行公司治理指数(*Gindex*)。*Gindex_{j,t-1}*为根据前文方法计算得到的第*t-1*年银行*j*的公司治理指数,反映其整体公司治理水平。为减少内生性问题的影响,参照Angineret al.(2018),银行公司治理指数变量以滞后一期进入回归方程。

(3) 经济周期(*GDP Growth*)。*GDP Growth_{i,t}*表示银行所在省份第*t*年的GDP增速,对于国有大型银行、股份制银行等全国性银行,与各个省份GDP增速的平均值相对应。GDP增速越高,说明经济处于扩张周期,反之则说明经济处于收缩周期。

(4) 银行业分支机构集中度(*Concentration*)。参照姜付秀等(2019)等文献,本文基于分省层面的银行业分支机构数据,以给定省份前5大银行支行数量占全省银行支行总数的比例构建银行业分支机构集中度指标。该指标取值越高,地方银行业集中度越高,银行业市场竞争程度越低。

(5) 控制变量(*Controls*)。本文选取了借款企业(*Firm Controls*)、银行(*Bank Controls*)和宏观经济(*Macro Controls*)等三个方面控制变量对可能影响银行贷款价格的因素进行控制,包括:①国有企业虚拟变量(*SOE*),当借款企业第一大股东为各级政府或者国有法人时,该变量取值为1,否则为0;②盈利能力(*Firm ROA*),以借款企业的资产利润率来表示;③公司资产规模(*Firm Asset*),以借款企业期末总资产(人民币元)的自然对数表示;④资产负债率(*Firm Leverage*),反映借款企业的偿债能力,以期末总负债除以总资产来表示;⑤固定资产比例(*Firm Fixratio*),反映借款企业的担保能力,以期末固定资产净值除以总资产来表示;⑥资产增长率(*Firm Asset Growth*),反映借款企业的成长性,以期末总资产相对于上年同期的增速来表示;⑦公司年龄(*Firm Age*),以借款企业成立至当年所经历年度数的自然对数来表示;⑧银行盈利能力(*Bank ROA*),以借款银行的资产利润率来表示;⑨银行资产规模(*Bank Asset*),以借款银行期末总资产(人民币元)的自然对数来表示;⑩银行资本充足率(*Bank CAR*),为借款银行期末资本充足率;国有银行虚拟变量(*SOB*),当借款银行第一大股东为各级政府或者国有法人时,该变量取值为1,否则为0;GDP增速(*GDP Growth*),以银行所

① 与“净利差”概念不同,本文所使用的“贷款利差”反映的是贷款价格,而“净利差”是指平均生息资产收益率与平均计息负债成本率之差。

② 样本期间,不同期限贷款基准利率由中国人民银行制定并公布,中国人民银行会根据经济形势的变化对贷款基准利率进行调整,2015年10月24日最后一次公布贷款基准利率。尽管从2015年10月23日开始已经取消存款利率上限从而完全放开利率管制,但实际上贷款基准利率对于商业银行确定贷款利率仍具有重要的参考作用。2019年8月17日,中国人民银行宣布改革贷款市场报价利率(LPR)形成机制,此后LPR成为商业银行贷款定价的主要参考基准。

在省份当年GDP增速来表示,对于国有大型银行、股份制银行等全国性银行,与各个省份GDP增速的平均值相对应;人均GDP(*GDP Per Capita*),以银行所在省份人均GDP(万元)来表示,对于全国性银行,与各个省份人均GDP(万元)的平均值相对应;地区产业结构(*Industry Structure*),以银行所在省份当年第三产业对GDP的贡献率来表示,对于全国性银行,与各个省份产业结构的平均值相对应。上述控制变量中,借款企业(*Firm Controls*)、银行(*Bank Controls*)层面控制变量以滞后1期形式进入回归方程,宏观经济(*Macro Controls*)层面控制变量以当期形式进入回归方程。此外,本文还对企业(*Firm*)、银行(*Bank*)、借款企业所属行业(*Industry*)和年度(*Year*)等固定效应进行控制,回归分析中稳健标准误聚类在银行层面。

为剔除异常值,本文按年度对所有变量按照5%和95%标准进行了Winsorize处理,令小(大)于5%(95%)分位数的观测值等于5%(95%)分位数。主要变量描述性统计见表3。

表3 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
Spread	8172	0.0018	0.0075	-0.0145	0.0167
Gindex	8172	2.3978	0.2951	1.5984	2.7869
SOE	8172	0.4562	0.4981	0	1
Firm ROA	8172	0.0607	0.1847	-0.7083	7.0906
Firm Asset	8172	22.4661	1.1092	20.6716	24.5453
Firm Leverage	8172	0.5218	0.1737	0.2010	0.8064
Firm Fixratio	8172	0.2327	0.1636	0.0112	0.5557
Firm Asset Growth	8172	0.1792	0.2103	-0.0925	0.7455
Firm Age	8172	2.9212	0.2627	2.3979	3.3322
Bank ROA	8172	0.0106	0.0019	0.0074	0.0138
Bank Asset	8172	29.6006	1.0661	26.9223	30.8450
Bank CAR	8172	0.1319	0.0137	0.1103	0.1565
SOB	8172	0.8102	0.3922	0	1
GDP Growth	8172	0.0818	0.0246	0.0300	0.1280
GDP Per Capita	8172	6.6762	2.7757	2.8806	12.3607
Industry Structure	8172	0.4940	0.1125	0.3397	0.7646

从表3可以看到,样本贷款合约平均贷款利差(*Spread*)为0.18%,意味着样本期间贷款合约的平均利率略高于基准利率,样本银行公司治理指数(*Gindex*)均值为2.3978。企业层面控制变量中,国有企业虚拟变量(*SOE*)均值为45.62%,不到样本的一半。

五、实证分析

在这一部分,我们给出经验实证的主要结果并分析其稳健性。

(一)对命题1的检验

模型(9)的回归结果如表4所示。

李广子等:银行公司治理如何影响信贷资金成本?

表4 银行公司治理与信贷资金成本(因变量:Spread)

	(1)	(2)	(3)
Gindex	-0.0015*** (-2.8980)	-0.0016** (-2.5709)	-0.0017*** (-2.7479)
SOE	-0.0007 (-0.5604)	-0.0007 (-0.6028)	-0.0010 (-0.8171)
Firm ROA	-0.0006 (-1.5576)	-0.0006 (-1.6227)	-0.0005 (-1.4216)
Firm Asset	0.0001 (0.2203)	0.0001 (0.1969)	0.0001 (0.0988)
Firm Leverage	0.0012 (0.7685)	0.0012 (0.7556)	0.0011 (0.6898)
Firm Fixratio	-0.0050** (-2.1554)	-0.0050** (-2.1714)	-0.0052** (-2.2713)
Firm Asset Growth	-0.0008 (-0.9134)	-0.0007 (-0.8567)	-0.0007 (-0.8278)
Firm Age	0.0017 (0.4120)	0.0015 (0.3698)	0.0027 (0.6308)
Bank ROA		0.0826 (0.2576)	0.0817 (0.2512)
Bank Asset		0.0003 (0.2463)	0.0004 (0.2675)
Bank CAR		-0.0272 (-1.0435)	-0.0273 (-1.0316)
SOB		0.0016** (2.4329)	0.0016** (2.4168)
GDP Growth			0.0104 (0.7089)
GDP Per Capita			0.0006*** (3.0861)
Industry Structure			0.0068 (0.9920)
Constant	-0.0014 (-0.0789)	-0.0087 (-0.1743)	-0.0193 (-0.3830)
Firm FE	Yes	Yes	Yes
Bank FE	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Observations	8172	8172	8172

续表4

	(1)	(2)	(3)
R-squared	0.549	0.550	0.551
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes	Yes

说明:括号中为回归系数t统计量。*,**和***分别表示回归系数在10%,5%和1%的显著性水平上显著(双尾)。

表4中不同回归结果是类似的,本文以回归(3)进行说明。回归(3)中,银行公司治理指数变量(*Gindex*)回归系数显著为负,说明银行公司治理水平越高,银行向企业发放的贷款价格越低。从经济意义上看,回归系数为-0.0017意味着,当银行公司治理指数(*Gindex*)增加1个标准差(0.2951),将会导致贷款利差大约降低0.0005($\approx -0.0017 \times 0.2951$),约占贷款利差(*Spread*)均值的28%($\approx 0.0005/0.0018$),在经济意义上也是显著的。命题1得到支持。从控制变量来看,企业固定资产占比(*Firm Fixratio*)等变量对贷款利差具有一定的负向影响,说明借款人担保能力越强,贷款价格总体上越低,与预期一致。另外,国有银行虚拟变量(*SOB*)、银行所在省份人均GDP(*GDP Per Capita*)变量回归系数显著为正,意味着当借款银行为国有银行、地方经济较为发达时,贷款价格反而会更高。

(二)对命题2的检验

基于模型(10)的回归结果如表5的列(1)所示。可以看到,GDP增速(*GDP Growth*)与银行公司治理指数(*Gindex*)的交叉项(*Gindex* × *GDP Growth*)回归系数显著为正,说明当GDP增速较低从而经济处于收缩阶段时,银行公司治理对贷款利差的负向影响会越明显,反之会越弱。其经济含义是,当经济处于收缩期时,银行自身经营状况会相对较差,资产质量偏低,运营成本较高。在这种情况下,银行通过改善公司治理所带来的边际效应会更大,能够更大幅度地改善资产质量、降低运营成本,由此带来贷款利差更大幅度的下降。命题2得到支持。

(三)对命题3的检验

基于模型(11)的分析结果如表5的列(2)所示。可以看到,银行业分支机构集中度(*Concentration*)与银行公司治理指数(*Gindex*)的交互项(*Concentration* × *Gindex*)回归系数显著为正,说明当地方银行业分支机构集中度较低从而竞争程度较高时,银行公司治理对贷款利差的负向影响会越明显,反之会越弱。与命题2的结果类似,地方银行业竞争程度较高可能会对银行经营状况产生不利影响,资产质量相对较差,运营成本相对较高。此时,银行通过改善公司治理所带来的边际效应也会更大,会带来贷款利差更大幅度的下降。支持了命题3。

表5 对命题2和命题3的检验(因变量:Spread)

	(1)	(2)
<i>Gindex</i>	-0.0032*** (-3.0065)	-0.0052*** (-3.8466)
<i>Gindex</i> × <i>GDP Growth</i>	0.0184* (1.8372)	
<i>GDP Growth</i>	-0.0315 (-1.0393)	
<i>Gindex</i> × <i>Concentration</i>		0.0053** (2.6141)

续表 5

	(1)	(2)
Concentration		-0.0077 (-0.6624)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes
<i>Bank FE</i>	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
Constant	-0.0180 (-0.3573)	-0.0096 (-0.1777)
Observations	8172	7846
R-squared	0.551	0.552
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes

说明：括号中为回归系数t统计量。*、**和***分别表示回归系数在10%、5%和1%的显著性水平上显著（双尾）。

（四）稳健性分析

1. 工具变量法

为减轻潜在的内生性问题，借鉴李春涛等（2020）、钟凯等（2022）关于工具变量的构造方法，本文以银行注册地所在省份其他同类型银行公司治理指数均值（Other Bank Average Gindex）作为该银行公司治理指数的工具变量^①。理论上，同一个省份中不同类型的不同银行之间在公司治理方面存在一定的“学习效应”，一家银行在公司治理实践方面会受到本省其他同类型银行的影响，而同类型其他银行公司治理指数均值对该银行贷款价格并不存在先验的逻辑联系。因此，选择所在省份其他同类型银行公司治理指数均值（Other Bank Average Gindex）作为给定银行公司治理指数的工具变量是一个可行的做法。基于工具变量法的两阶段回归分析结果如表6所示。其中， \widehat{Gindex} 为基于第一阶段分析得到的Gindex的估计值。

表6 工具变量法

	(1) 第一阶段 (因变量:Gindex)	(2) 第二阶段 (因变量:Spread)
Other Bank Average Gindex	0.2612** (2.2188)	
\widehat{Gindex}		-0.0032** (-2.0011)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes
<i>Bank FE</i>	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes

① 例如，对于一家位于安徽省的城市商业银行，以安徽省内其他城市商业银行公司治理指数的均值作为该银行公司治理指数的工具变量。

续表6

	(1) 第一阶段 (因变量:Gindex)	(2) 第二阶段 (因变量:Spread)
Year FE	Yes	Yes
Constant	1.0668 (0.3845)	0.0048 (0.1574)
Observations	7689	7976
R-squared	0.746	0.570
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes
Kleibergen-Paap rk LM statistic (Underidentification test)		675.532***
Cragg-Donald Wald F statistic (Weak identification test)		618.766***

说明:括号中为回归系数t统计量。*,**和***分别表示回归系数在10%,5%和1%的显著性水平上显著(双尾)。

从表6可以看到,识别不足(Under identification test)和弱工具变量(Weak identification test)统计量均在1%的显著性水平上异于0,说明以所在省份其他同类型银行公司治理指数均值(Other Bank Average Gindex)作为给定银行公司治理指数的工具变量是合适的。回归(1)报告了第一阶段的分析结果。可以看到,所在省份其他同类型银行的公司治理指数均值(Other Bank Average Gindex)与该银行公司治理指数(Gindex)显著正相关。回归(2)报告了第二阶段的分析结果。可以看到,以所在省份其他同类型银行公司治理指数均值(Other Bank Average Gindex)作为工具变量时,银行公司治理(Gindex)对于贷款价格仍然存在显著的负向影响。表7的结果表明,考虑了内生性影响之后,前文结论仍然成立。

2. 考虑同时向多家银行贷款的公司样本^①

本文样本中,部分上市公司仅向一家银行进行借款。实际中不同公司的信用等级即信用风险存在差异,而这种差异可能导致贷款价格上的差异。换言之,不同公司在贷款价格上的差异可能是由公司的信用等级而非银行公司治理水平的差异所引起,那些公司治理较好的银行通常会拥有客户优势,选择信用等级较高、信用风险较低的好企业,从而降低贷款价格,由此导致分析偏差。针对这种情况,本文进一步只考虑在给定年度同时向多家银行借款的上市公司,将那些在给定年度仅向一家银行借款的样本予以剔除,包括那些在给定年度只有一笔贷款合约或者有多笔贷款合约但均来自一家银行的公司样本^②。剔除后的样本共包含7097笔贷款合约,涉及811家上市公司。在此基础上,本文根据模型(9)重新进行分析,具体结果见表7列(1)。可以看到,回归中的Gindex的系数显著为负,意味着仅考虑那些在给定年度同时向多家银行借款的上市公司样本时,银行公司治理对贷款利差仍然具有显著的负向影响,与前文结果一致,说明银行公司治理对贷款价格的负向影响并非由借款公司在信用等级上的差异所驱动。

^① 实际中,企业选择借款银行时受到多种因素影响,包括资金价格、借款金额、资金市场供求情况、本地市场竞争程度等,资金价格只是其中一个因素;同时,仅从一家银行借款使得企业与这家银行深度绑定,会降低企业在面临流动性短缺时的灵活性。因此,企业选择向多家银行借款的情况在实际中非常普遍。

^② 由于本文的贷款合约样本仅为上市公司全部实际发生的贷款中通过公告进行披露的部分,因此此处采取的是一种更为严格的筛选标准:由于部分贷款合约未被包含在本文样本中,实际中那些在给定年度同时向多家银行借款的上市公司样本也可能而被剔除出去。

3. 控制信用增级因素

前文回归分析中主要控制了银行、借款企业和宏观经济等方面的变量。从本文情况看, 样本贷款合约不仅包括信用贷款, 也包括非信用贷款, 即银行要求企业提供相应的信用增级措施, 信用增级方式包括抵押、担保、保证、质押或者上述几种方式的组合等。作为稳健性测试, 我们在回归分析中进一步控制贷款合约中的信用增级因素, 即信用增级虚拟变量(Collateral)。变量定义如下: 如果贷款采用了信用增级措施, 包括抵押、担保、保证、质押或者上述几种方式的组合, 信用增级虚拟变量(Collateral)取值为1; 如果没有采用即贷款为信用贷款, 信用增级虚拟变量(Collateral)取值为0。加入信用增级虚拟变量(Collateral)后的分析结果如表7列(2)所示。可以看到, 信用增级虚拟变量(Collateral)回归系数显著为正, 说明那些采用信用增级措施的贷款普遍价格较高。可能的原因在于, 那些需要采用信用增级措施的借款企业通常风险较高, 贷款价格因此也会比较高。此外, 加入信用增级虚拟变量(Collateral)后, *Gindex* 回归系数仍然显著为负, 与基准回归结果一致, 说明控制了信用增级因素之后, 本文的结论仍然成立。

表7 稳健性测试(因变量: Spread)

	(1) 同时向多家银行贷款的企业样本	(2) 控制信用增级因素
<i>Gindex</i>	-0.0018*** (-3.0396)	-0.0015* (-1.9745)
<i>Collateral</i>		0.0020*** (3.0845)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes
<i>Bank FE</i>	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
Constant	-0.0075 (-0.1251)	0.0522 (0.8265)
Observations	7097	4599
R-squared	0.576	0.616
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes

说明: 括号中为回归系数t统计量。*, **和***分别表示回归系数在10%, 5%和1%的显著性水平上显著(双尾)。

4. 不同类型银行

本文的样本包括国有大型商业银行、股份制银行、城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行等不同类型的银行, 不同银行的经营规模差别较大。其中, 工、农、中、建、交、邮储等6家国有大型商业银行资产规模大, 发展历史较长, 公司治理较为规范; 同时, 国有大型商业银行往往承担更多的社会责任, 且在资金来源方面具有一定的成本优势, 使得其能够以较低的价格发放贷款。换言之, 前文所发现的银行公司治理与贷款利差之间的负向关系可能是受国有大型商业银行驱动的。考虑到这一点, 我们将6家国有大型商业银行与其他银行贷款合约样本进行区分, 其中, 6家国有大型商业银行贷款合约样本5060个, 其他银行贷款合约样本3112个。在此基础上基于不同类型银行样本重复前文分析, 结果见表8。

表8 不同类型银行(因变量:Spread)

	国有大型银行 (1)	其他银行 (2)
<i>Gindex</i>	-0.0011* (-2.5434)	-0.0015* (-1.6335)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes
<i>Bank FE</i>	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
Constant	-0.1401 (-1.2375)	-0.0204 (-0.5352)
Observations	5060	3112
R-squared	0.562	0.566
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes

说明:括号中为回归系数t统计量。*、**和***分别表示回归系数在10%、5%和1%的显著性水平上显著(双尾)。

从表8可以看到,基于两类银行贷款合约样本的结果是一致的,银行公司治理指数(*Gindex*)对贷款利差均存在着显著的负向影响。说明无论是对于规模较大的国有大型商业银行,还是规模相对较小的其他银行,较好的银行公司治理都能够降低贷款利差。换言之,银行公司治理与贷款利差之间的负向关系并非由国有大型商业银行所驱动。

5. 对其他贷款条件的影响

前文的分析表明,良好的银行公司治理有助于降低贷款价格。对于借款企业而言,优惠的贷款条件不仅体现在更低的贷款价格上,还体现在更高的贷款额度和更长的贷款期限上。一个问题是,除贷款价格外,银行公司治理是否会对贷款金额和贷款期限产生影响?是否有助于提高贷款额度和贷款期限?针对这一问题,本文构建以下两方面指标。(1)贷款金额(*Loan Size*),以贷款合约金额(万元)的自然对数来衡量。该指标取值越高,贷款额度越高,对借款企业来说越有利。(2)贷款期限(*Loan Maturity*),为反映贷款是否为长期贷款的虚拟变量。如果贷款期限超过1年,即贷款为长期贷款,则该变量取值为1,否则为0。贷款期限越长,对借款企业来说越有利。在此基础上,参照模型(9),分别以贷款金额(*Loan Size*)、贷款期限(*Loan Maturity*)作为因变量进行回归分析。具体结果如表9所示。

表9 银行公司治理与其他贷款条件

	(1) Loan Size	(2) Loan Maturity
<i>Gindex</i>	0.2863** (2.0985)	0.0498* (1.6084)
<i>Controls</i>	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes

续表 9

	(1) Loan Size	(2) Loan Maturity
<i>Bank FE</i>	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
Constant	-2.8580 (-0.3367)	0.2148 (0.0707)
Observations	8093	8170
R-squared	0.499	0.619
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes

说明:括号中为回归系数t统计量。*、**和***分别表示回归系数在10%、5%和1%的显著性水平上显著(双尾)。

表9分别以贷款金额(*Loan Size*)、贷款期限(*Loan Maturity*)作为因变量。可以看到,银行公司治理变量(*Gindex*)的回归系数均显著为正,说明当银行公司治理较好时,提供的贷款额度会更大、贷款期限会更长。这一结果与前文的分析具有一致性:良好的银行公司治理有助于借款人获得更好的贷款条件,不仅体现在更低的贷款价格上,还体现在更高的贷款额度和更长的贷款期限上。

六、机制检验

前文的理论分析表明,银行公司治理可以通过提高银行信贷资产质量、降低运营成本等机制影响信贷资金成本。这一部分将基于银行层面数据对上述机制逐一进行检验。

(一)提高银行信贷资产质量

本文以不良贷款比率(*NPLR*)来衡量银行的信贷资产质量,不良贷款比率等于银行期末不良贷款余额除以总贷款。不良贷款比率越高,银行信贷资产质量越低。结合数据可得性,本文选取的控制变量包括银行资产(*Bank Asset*)、银行杠杆率(*Bank Leverage*)、国有银行虚拟变量(*SOB*)、银行所在省份GDP增速(*GDP Growth*)、人均GDP(*GDP Per Capita*)、产业结构(*Industry Structure*)等。其中,银行杠杆率(*Bank Leverage*)以银行的资产负债率来表示,其他变量定义与前文相同。解释变量和控制变量均以滞后一期形式进入方程。结果见表10列(1)。可以看到,银行公司治理变量(*Gindex*)对不良贷款比率(*NPLR*)具有显著的负向影响,说明公司治理水平越高,银行不良贷款比率越低,信贷资产质量越高。机制1得到验证。

(二)降低银行运营成本

本文以管理费用率(*ManExp*)来衡量银行的运营成本。管理费用率(*ManExp*)以银行当年发生的管理费用除以净利润来表示,反映出银行每一单位的净利润需要支出的管理费用。该比率越低,银行运营成本越低,运营效率越高。结果见表10列(2)。可以看到,*Gindex*回归系数显著为负。说明银行公司治理水平越高,管理费用率越低,即良好的公司治理有助于银行降低运营成本,提高运营效率。机制2得到验证。

表 10 机制检验

	(1) NPLR	(2) ManExp
Gindex	-0.0023*** (-3.1240)	-0.1191* (-1.8105)
Controls	Yes	Yes
Bank FE	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes
Constant	-0.0122 (-0.3711)	-3.2678 (-1.4967)
Observations	983	989
R-squared	0.709	0.742
标准误在银行层面聚类	Yes	Yes

说明:括号中为回归系数t统计量。*、**和***分别表示回归系数在10%、5%和1%的显著性水平上显著(双尾)。

七、结论

降低融资成本是提高企业竞争力的一项核心任务,本文从金融供给侧的角度分析了银行公司治理对于贷款价格即信贷资金成本的影响,并对银行公司治理作用于贷款价格的机制进行了分析。本文构建的理论模型显示,良好的银行公司治理可以降低贷款价格,且这种效应在经济处于收缩阶段、银行业竞争程度提升时更加明显;另外,理论模型还对银行公司治理作用于贷款价格的机制进行了分析,包括提高信贷资产质量、降低运营成本等。实证结果支持了理论分析结果。本文的研究不仅为理解银行公司治理与贷款定价的关系提供了理论和实证支持,也为从金融供给侧角度入手降低企业融资成本提供了新的思路。

本文的研究具有较强的政策含义。一是要把优化金融机构公司治理作为推动金融供给侧改革、提高金融服务实体经济效率的一项重要抓手。本文的分析表明,良好的银行公司治理可以显著降低资金价格,同时有助于提高银行信贷资产质量、降低运营成本等。因此,可以通过提高金融机构公司治理效率降低实体经济融资成本,进而促进经济高质量发展。从未来情况看,监管部门可以在确保商业银行按照要求健全公司治理架构和相关制度基础上,进一步推动银行公司治理从“形似”向“神似”转变。此外,现有制度对商业银行公司治理的要求较为明确,对其他类型银行业金融机构的公司治理要求还不太清晰。未来应当进一步完善消费金融公司、金融租赁公司、小额贷款公司等其他非银行金融机构的公司治理制度建设,全面提升各类金融机构的公司治理水平。二是要把优化银行公司治理与外部环境结合起来。本文的分析表明,当所在地区经济增速放缓时,银行公司治理在降低贷款价格方面的作用会更加明显,说明良好的银行公司治理一定程度上能够对冲外部环境的不利冲击。因此,要特别重视经济收缩时期的银行公司治理问题,通过完善银行公司治理对冲外部环境的不利影响,更好地服务实体经济。与此同时,银行业市场竞争程度的提升能够强化微观银行公司治理降低贷款价格的政策效应,说明提高银行业竞争水平有助于更好地发挥银行公司治理在降低企业融资成本方面的作用。

需要说明的是,由于银行公司治理涉及内容较多,从实证层面准确度量银行公司治理水平并检验其发挥作用的机制是困难的。本文所构建的公司治理指数是一种探索性尝试,是否能够准确反映实际情况还有待进一步观察。

参考文献

- 白重恩、刘俏、宋敏、张俊喜(2005):《中国上市公司治理结构的实证研究》,《经济研究》,第2期。
- 曹廷求、郑录军、于建霞(2006):《政府股东、银行治理与中小商业银行风险控制》,《金融研究》,第6期。
- 邓超、敖宏、胡威、王翔(2010):《基于关系型贷款的大银行对小企业的贷款定价研究》,《经济研究》,第2期。
- 顾海峰、闫君(2020):《公司治理、资本监管与银行风险承担》,《财经理论与实践》,第6期。
- 姜付秀、蔡文婧、蔡欣妮(2019):《银行竞争的微观效应:来自融资约束的经验证据》,《经济研究》,第6期。
- 靳庆鲁、原红旗(2008):《公司治理与股改对价的确定》,《经济学(季刊)》,第1期。
- 李春涛、闫续文、宋敏、杨威(2020):《金融科技与企业创新——新三板上市公司的证据》,《中国工业经济》,第1期。
- 李广子、刘力(2020):《产业政策与信贷资金配置效率》,《金融研究》,第5期。
- 李维安、曹廷求(2004):《股权结构、治理机制与城市银行绩效》,《经济研究》,第2期。
- 潘敏(2006):《商业银行公司治理:一个基于银行业特征的理论分析》,《金融研究》,第4期。
- 宋全云、吴雨、钱龙(2016):《存款准备金率与中小企业贷款成本——基于某地级市中小企业信贷数据的实证研究》,《金融研究》,第10期。
- 谭兴民、宋增基、杨天赋(2011):《中国上市银行股权结构与经营绩效的关系》,《金融研究》,第11期。
- 杨德勇、曹永霞(2007):《中国上市银行股权结构与绩效的实证研究》,《金融研究》,第5期。
- 尹志超、钱龙、吴雨(2015):《银企关系、银行业竞争与中小企业借贷成本》,《金融研究》,第1期。
- 张海洋、平新乔(2012):《土地流转、信息甄别与农村信用社贷款定价》,《世界经济》,第3期。
- 赵昌文、杨记军、夏秋(2009):《中国转型期商业银行的公司治理与绩效研究》,《管理世界》,第7期。
- 郑志刚、孙艳梅、谭松涛、姜德增(2007):《股权分置改革对价确定与我国上市公司治理机制有效性的检验》,《经济研究》,第7期。
- 钟凯、梁鹏、董晓丹、王秀丽(2022):《数字普惠金融与商业信用二次配置》,《中国工业经济》,第1期。
- 周学东(2020):《中小银行金融风险主要源于公司治理失灵》,《中国金融》,第15期。
- 朱迪星(2023):《资本质量、公司治理与中小银行风险偏好研究》,《金融监管研究》,第10期。
- 祝继高、饶品贵、鲍明明(2012):《股权结构、信贷行为与银行绩效》,《金融研究》,第7期。
- Andres, P. and E. Vallelado (2008): “Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors”, *Journal of Banking and Finance*, 32, 2570–2580.
- Anginer, D., A. Demircug–Kunt, H. Huizinga and K. Ma (2018): “Corporate Governance of Banks and Financial Stability”, *Journal of Financial Economics*, 130, 327–346.
- Barakat, A. and K. Hussainey (2013): “Bank Governance, Regulation, Supervision, and Risk Reporting: Evidence from Operational Risk Disclosures in European Banks”, *International Review of Financial Analysis*, 30, 254–273.
- Bartlett, R., A. Morse, R. Stanton and N. Wallace (2022): “Consumer–lending discrimination in the FinTech Era”, *Journal of Financial Economics*, 143, 30–56.
- Bauer, R., N. Guenster and R. Otten (2004): “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”, *Journal of Asset Management*, 5, 91–104.
- Becht, M., P. Bolton and A. Röell (2011): “Why Bank Governance Is Different”, *Oxford Review of Economic Policy*, 27, 437–463
- Beltratti, A. and R. Stulz (2012): “The Credit Crisis around the Globe: Why Did Some Banks Perform Better?” *Journal of Financial Economics*, 105, 1–17.
- Berger, A., G. Clarke, R. Cull, L. Klapper and G. Udell (2005): “Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership”, *Journal of Banking and Finance*, 29, 2179–2221.
- Berger, A., I. Hasance and M. Zhou (2009): “Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World’s Largest Nation?” *Journal of Banking and Finance*, 33, 113–130.
- Berger, A., B. Imbierowicz and C. Rauch (2016): “The Roles of Corporate Governance in Bank Failures during the Recent Financial Crisis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 48, 729–770.
- Bharath, S., S. Dahiya, A. Saunders and A. Srinivasan (2011): “Lending Relationships and Loan Contract Terms”, *Review of Financial Studies*, 24, 1141–1203.
- Blickle, K., C. Parlatore and A. Saunders (2023): “Specialization in Banking”, National Bureau of Economic Research Working Paper, No. W31077.

- Bolton, P., X. Freixas, L. Gambacorta and P. Mistrulli (2016): "Relationship and Transaction Lending in a Crisis", *Review of Financial Studies*, 29, 2643–2676.
- Bonin, J., I. Hasan and P. Wachtel (2005): "Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries", *Journal of Banking and Finance*, 29, 31–53.
- Boot, A. (2000): "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, 9, 7–25.
- Boot, A. and A. Thakor (2000): "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, 55, 679–713.
- Caprio, G., L. Laeven and R. Levine (2007): "Governance and Bank Valuation", *Journal of Financial Intermediation*, 16, 584–617.
- Cardillo, G., E. Onali and G. Torluccio (2021): "Does Gender Diversity on Banks' Boards Matter? Evidence from Public Bail-outs", *Journal of Corporate Finance*, 71, 101560.
- Carlini, F., D. Cucinelli, D. Previtali and M. Gaia Soana (2020): "Don't Talk Too Bad! Stock Market Reactions to Bank Corporate Governance News", *Journal of Banking and Finance*, 121, 105962.
- Chen, C., T. Steiner and A. Whyte (2006): "Does Stock Option-based Executive Compensation Induce Risk-taking? An Analysis of the Banking Industry", *Journal of Banking and Finance*, 30, 915–945.
- Chen, J., T. King and M. Wen (2020a): "Non-executive Ownership and Private Loan Pricing", *Journal of Corporate Finance*, 64, 101638.
- Chen, S., R. Chou, X. Liu and Y. Wu (2020b): "Deregulation of Short-selling Constraints and Cost of Bank Loans: Evidence from a Quasi-natural Experiment", *Pacific-Basin Finance Journal*, 64, 101460.
- Chu, Y. (2017): "Shareholder Litigation, Shareholder-creditor Conflict, and the Cost of Bank Loans", *Journal of Corporate Finance*, 45, 318–332.
- Crawford, G., N. Pavanini and F. Schivardi (2018): "Asymmetric Information and Imperfect Competition in Lending Markets", *American Economic Review*, 108, 1659–1701.
- Croci, E., M. Degl'Innocenti and S. Zhou (2021): "Large Customer-supplier Links and Syndicate Loan Structure", *Journal of Corporate Finance*, 66, 101844.
- De Haan, J. and R. Valhu (2016): "Corporate Governance in Banks: A Survey", *Journal of Economic Surveys*, 30, 228–277.
- De Jonghe, O., K. Mulier and I. Samarin (2024): "Bank Specialization and Zombie Lending", *Management Science*, <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.01437>.
- Degryse, H. and S. Ongena (2005): "Distance, Lending Relationships, and Competition", *Journal of Finance*, 60, 231–266.
- Di Maggio, M. and V. Yao (2021): "Fintech Borrowers: Lax Screening or Cream-Skimming?" *Review of Financial Studies*, 34, 4565–4618.
- Erkens, D., M. Hung and P. Matos (2012): "Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide", *Journal of Corporate Finance*, 18, 389–411.
- Fahlenbrach, R. and R. Stulz (2011): "Bank CEO Incentives and the Credit Crisis", *Journal of Financial Economics*, 99, 11–26.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003): "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–155.
- Haw, I., S. Ho, B. Hu and D. Wu (2010): "Concentrated Control, Institutions, and Banking Sector: An International Study", *Journal of Banking and Finance*, 34, 485–497.
- Herpfer, C. (2021): "The Role of Bankers in the U.S. Syndicated Loan Market", *Journal of Accounting and Economics*, 71, 101383.
- Ivashina, V. (2009): "Asymmetric Information Effects on Loan Spreads", *Journal of Financial Economics*, 92, 300–319.
- Jia, C. (2009): "The Effect of Ownership on the Prudential Behavior of Banks – The Case of China", *Journal of Banking and Finance*, 33, 77–87.
- Kang, Y., O. Li and Y. Lin (2021): "Tax Incidence in Loan Pricing", *Journal of Accounting and Economics*, 72, 101418.
- Karavitis, P., S. Kokas and S. Tsoukas (2021): "Gender Board Diversity and the Cost of Bank Loans", *Journal of Corporate Finance*, 71, 101804.
- Laeven, L. (2013): "Corporate Governance: What's Special about Banks?" *Annual Review of Financial Economics*, 5, 63–92.
- Laeven, L. and R. Levine (2009): "Bank Governance, Regulation and Risk Taking", *Journal of Financial Economics*, 93, 259–275.
- Larker, F., A. Richardson and I. Tuna (2004): "Does Corporate Governance Really Matter?" Working Paper, DOI: 10.2139/

ssrn.595821.

- Macey, J. and M. O'Hara (2003): "The Corporate Governance of Banks", *FRBNY Economic Policy Review*, April, 91-107.
- Minton, B., J. Taillard and R. Williamson (2014): "Financial Expertise of the Board, Risk Taking, and Performance: Evidence from Bank Holding Companies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49, 351-380.
- Pathan, S. (2009): "Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-taking", *Journal of Banking and Finance*, 33, 1340-1350.
- Qian, J. and P. Strahan (2007): "How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans", *Journal of Finance*, 62, 2803-2834.
- Qian, X., D. Kong and L. Du (2019): "Proximity, Information, and Loan Pricing in Internal Capital Markets: Evidence from China", *China Economic Review*, 54, 434-456.
- Sapienza, P. (2004): "The Effects of Government Ownership on Bank Lending", *Journal of Financial Economics*, 72, 357-384.
- Santos, J. and A. Winton (2019): "Bank Capital, Borrower Power, and Loan Rates", *Review of Financial Studies*, 32, 4501-4541.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Vallascas, F., S. Mollah and K. Keasey (2017): "Does the Impact of Board Independence on Large Bank Risks Change after the Global Financial Crisis?" *Journal of Corporate Finance*, 44, 149-166.
- Williams, J. and N. Nguyen (2005): "Financial Liberalization, Crisis, and Restructuring: A Comparative Study of Bank Performance and Bank Governance in South East Asia", *Journal of Banking and Finance*, 29, 2119-2154.

(责任编辑: 张 策)(编校: 范可鑫)

附录 1

模型也可以从银行公司治理提升对于贷款定价的准确性角度设定。参考 Bolton et al.(2016) 的设定, 我们可以设定在 $t = 1$ 期存在异质性的企业, 部分企业在 $t = 2$ 期投资成功的概率为 P_c (高质量客户), 部分企业在 $t = 2$ 期投资成功的概率为 P_L (低质量客户), 其中 $P_c > P_L$ 。如果不经甄选, 贷款客户池中高质量客户的占比为 $\theta \in (0, 1)$ 。对于银行而言, 通过专有化技能可以甄选排查出一定比例的低质量客户, 例如 $g(\nu)$ 比率的低质量客户被剔除贷款池子, 且 $g'(\nu) > 0$ 。这样剩余池子里高质量客户占比为 $\frac{\theta}{1 - g(\nu)(1 - \theta)}$, 该占比体现了经过甄选后银行贷款池子的客户平均质量, 与银行专有化投资水平正相关。这样, 银行贷款客户投资的平均成功概率为 $P = P_L + (P_c - P_L) \frac{\theta}{1 - g(\nu)(1 - \theta)}$, 平均成功概率为 θ 和 ν 的增函数, 这与在基本模型关于专有化投资水平提高借款人项目投资成功概率的设定下得到专有化技能赋能后借款人投资成功平均概率 $P = \theta + \nu(1 - \theta)$ 的单调性保持一致。

在新的设定下, 银行公司治理水平的提升改善了银行专有化技能水平, 进而降低信贷资金成本的结论仍然可以得到。从机制检验看, 上述技术设定下的路径也是银行公司治理改进银行信贷质量, 只不过如何改进的技术设定存在一定差异: 原先的设定是银行公司治理改进能够帮助借款人投资成功概率提升、让原先贷款客户池子的平均质量提升, 而新的设定下是银行公司治理改进能够把更多低质量客户剔除出客户池子、使得新的贷款客户池子的平均质量提升。由于两种设定下银行面临的客群投资成功概率与 θ 和 ν 的单调性保持一致, 因此模型的后续求解仍可采取正文中的分析思路, 基本结论不会发生变化。

ate the inequality effects of financial openness. By integrating country-level trends with granular industry-level evidence, this study provides novel insights into the dual mechanisms through which capital account liberalization shapes income distribution. It further offers policy implications for mitigating risks of income disparity during the advancement of high-level financial openness, particularly in economies navigating structural transformation and technological upgrading.

Keywords: Capital Account Liberalization; Income Inequality; Labor Income Share

JEL Codes: D63; F32; F41

How Does Bank Corporate Governance Affect the Cost of Loan?

LI Guangzi^[a] CHEN Wen^[b] XIE Zuohan^[c]

a. Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100710, China

b. School of Economics and Management, Inner Mongolia University, Hohhot 010021, China

c. Rui'an Financial Work Service Centre, Wenzhou 325200, China

Abstract: Reducing corporate financing costs remains a central objective for enhancing financial services' efficiency in supporting the real economy. This study investigates how bank corporate governance shapes loan pricing dynamics, with a focus on mechanisms and contextual heterogeneity. We first develop a theoretical loan pricing model incorporating bank governance factors, demonstrating that robust corporate governance reduces loan spreads—an effect amplified during economic contractions or under heightened banking competition. The model further identifies two key channels: improved credit asset quality and reduced operational costs. Empirically, we construct a comprehensive corporate governance index for Chinese commercial banks using principal component analysis, synthesizing governance metrics with hand-collected loan contract data from listed firms. Our findings validate the theoretical predictions: banks with stronger governance structures systematically offer lower loan spreads. Mechanism tests confirm that governance quality enhances loan portfolio performance and operational efficiency, thereby compressing pricing premiums. Notably, the moderating roles of economic cycles and market competition underscore the non-linear nature of these effects. By bridging governance theory with loan pricing practice, this research provides three key contributions: (1) a governance-channel framework explaining credit cost transmission, (2) empirical evidence of pro-cyclical governance effects, and (3) policy insights for optimizing financial supply-side reforms. The results advocate targeted governance enhancements as a strategic lever to alleviate corporate financing constraints while maintaining banking sector stability.

Keywords: Bank; Corporate Governance Index; Loan Spread; Principal Component Analysis

JEL Codes: E44; F36; G20

Administrative Penalties and Credit Allocation in Commercial Banks: Optimizing Regulatory Intensity under Managerial Overconfidence

WEI Xiaoyan^[a] ZHANG Na^[b] LAO Lanjun^[b]

a. Shanghai Lixin University of Accounting and Finance, Shanghai 201620, China

b. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China

Abstract: This study examines how administrative penalties shape credit allocation in commercial banks and identifies optimal regulatory intensity by integrating external enforcement pressures with managers' behavioural biases. We develop a credit decision model incorporating regulatory penalty intensity and managerial self-assessment of risk management capabilities, revealing that heightened penalties reduce overall loan issuance while reorienting portfolios toward low-risk, familiar projects and lowering risk-weighted assets. Empirical validation using manually collected administrative penalty records and bank loan data confirms these dynamics. Crucially, welfare outcomes diverge based on managerial rationality: market-driven allocation maximizes social welfare under rational managers, whereas overconfident man-