

外资银行贷款利率更低

——来自新兴市场银团贷款的证据及解释*

吴卫星 蒋 涛

内容提要:在“一带一路”背景下,不仅我国制造业企业面临着“走出去”,我国商业银行等金融机构同样面临着“走出去”。“一带一路”沿线国家多数为新兴经济体和发展中国家,通过对新兴市场银团贷款特征的研究可以为我国商业银行“走出去”提供借鉴。基于此,本文利用汤森路透 Dealscan 数据库公布的 1989—2015 年中国、巴西、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、俄罗斯、南非、泰国、菲律宾 10 个新兴市场国家企业的银团贷款数据,分析了外资银行牵头对银团贷款利率的影响机制。研究表明,在新兴市场企业银团贷款中,外资银行牵头会显著降低银团贷款利率。对此,本文从银行竞争力视角为外资银行贷款利率更低提供了解释。进一步分析发现,银行使用本国货币会显著影响外资银行贷款利率。

关键词:外资银行 贷款利率 银团贷款 新兴市场

作者简介:吴卫星,对外经济贸易大学金融学院教授,100029;

蒋 涛,对外经济贸易大学金融学院博士生,100029。

中图分类号:F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2017)05-0051-14

一、引言

在“一带一路”建设的背景下,我国银行业通过“走出去”在国际市场进行长期战略部署,顺应了全球发展格局变化。在“一带一路”沿线上,大部分为发展中国家和新兴经济体。这些国家的社会融资结构中,多数以间接融资渠道为主。与传统双边贷款相比,银团贷款具有节约资本、分散风险等特征,已成为新兴市场重要的外部融资渠道。因此,我国商业银行等金融机构在“走出去”过程中,可以以银团贷款的形式来实现资本“走出去”。

然而,我国商业银行及金融机构作为外资银行参与新兴市场的银团贷款数目较少,银团贷款经验相对不足。根据汤森路透 Dealscan 数据库的统计,我国商业银行在 1996—2015 年间对发展

* 基金项目:国家自然科学基金面上项目“金融市场参与行为对财富分布的影响及其政策模拟研究”(71373043);对外经济贸易大学中国企业“走出去”协同创新中心科研项目“中国企业‘走出去’的融资问题”(201502YY003A);对外经济贸易大学国内外联合培养研究生项目“新兴市场银团贷款利率形成机制研究”(201501)。作者感谢匿名审稿人的建设性意见。当然,文责自负。

中国企业的银团贷款仅 297 笔(蒋涛等,2016)。考虑到“一带一路”沿线国家大多数为新兴经济体和发展中国家,因此,我国商业银行等金融机构需要关注新兴市场银团贷款中外资银行银团贷款特征,特别是贷款定价方面特征,为“走出去”提供借鉴和参考。

近年来,新兴市场银团贷款快速增长,其中外资银行参与比重却居高不下。下图为中国、巴西、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、俄罗斯、南非、泰国、菲律宾这 10 个新兴市场国家 1989—2015 年银团贷款额度走势。从图中可以看出,在 2000—2007 年这些国家的银团贷款额度快速增加,在 2007—2009 年出现下滑,但在 2009—2014 年又出现了回升。^① 这些新兴市场国家的银团贷款中,外资银行牵头^②的银团贷款占到了很大比重。例如,在 1989—2015 年间,中国的 666 笔银团贷款中,由外资银行牵头的银团贷款为 299 笔;印度尼西亚的 322 笔银团贷款中,有 179 笔为外资银行牵头。



图 中国等 10 个新兴国家银团贷款额度及外资银行参与比重

在银团贷款定价上,外资银行牵头银团贷款利率和本国银行牵头银团贷款利率之间存在显著性差异。基于 Dealscan 中银团贷款数据,在 1989—2015 年间中国、巴西等 10 个新兴市场中,外资银行牵头银团贷款利率显著低于本国银行牵头的银团贷款利率(见表 1)。由于外资银行牵头银团贷款利率更低,新兴市场的企业通常会选择外资银行牵头银团贷款。对此,外资银行将会从新兴市场企业中选择较为优质的企业,为其提供贷款,而拒绝为信用风险较高的企业提供贷款。无法从外资银行牵头银团获得贷款的企业,将只能从本国银行牵头的银团申请贷款。为了防止剔除外资银行样本选择问题的影响,本文进一步筛选出样本中既从本国银行贷款又从外资银行贷款的企业的数据。在巴西、中国等 10 个新兴市场中共有 22 家企业同时从本国银行和外资银行贷款,比较两组贷款利率依然可以发现外资银行贷款率更低的现象。

但是,根据无套利原理,同一企业(或者同一项目)从不同的银行或者银团获得相同条件的贷款,贷款利率应该相等。否则,该企业可以通过选择银团中的外资银行牵头来获得套利机会。那么,在这些新兴市场中,外资银行牵头的银团贷款为何会提供更低的银团贷款利率?是外资银行

^① 作者使用的数据来自于 Dealscan 数据库,于 2016 年 1 月份下载。2015 年银团贷款额度出现下跌其主要原因在于,部分 2015 年银团贷款数据没有被纳入 Dealscan 数据库,因此没有出现在我们分析的样本中。

^② 本文中的外资银行贷款主要指牵头行中有外资银行,当牵头行全为本国银行时,则定义为本国银行贷款。

自身特征的影响,还是信贷市场上的价格竞争?基于这些问题,本文将分析新兴市场中外资银行牵头对银团贷款定价的影响机制。

表 1 外资银行参与牵头和本国银行牵头银团贷款利率差异

	分组	样本量	均值	方差	均值差	t 值
全样本	外资银行牵头	3140	218.969	212.821	-288.313	-24.965
	本国银行牵头	579	507.282	501.614		
同时从本国银行和外国银行牵头银团贷款的企业样本	外资银行牵头	84	223.649	141.389	-147.061	-3.727
	本国银行牵头	56	370.710	317.984		

二、文献综述

(一) 外资银行对贷款利率影响机制

外资银行特征可能从多个渠道对贷款利率产生影响,具体包括:与借款人之间的距离、和借款人之间的文化差异、风险管理水平以及面临的监管等多个方面的影响机制。

第一,外资银行对贷款利率的影响可能通过距离因素。首先,银行与企业之间的距离会增加企业与银行之间的信息不对称(李广子,2014;Hollander 和 Verriest,2016)。与本地银行相比,外资银行往往缺乏本地市场和企业的软信息(Niepmann,2015;Petersen 和 Rajan,2015)。其次,随着银行与企业之间的距离增加,会增加银行的信息搜集和风险监管成本(A. Knyazeva 和 D. Knyazeva,2012)。因此,随着银行与企业之间的距离增加,贷款利率会上升(Vu 等,2015;Haselmann 和 Wachtel,2011)。

第二,外资银行与借款人之间的文化差异同样会显著影响外资银行贷款利率。首先,随着银行与借款人之间文化差异的增加,贷款合同谈判的时间、资金等成本也会增加,从而导致贷款利率更高(Giannetti 和 Yafeh,2012)。其次,随着银行和借款人之间文化差异增加,牵头行通常会持有贷款的较大份额,进而使得银团贷款的集中度增加(Kleimeier 和 Chaudhry,2015)。那么,对于集中度较高的银团贷款,信贷风险相对较为集中,牵头行会要求更高的贷款利率作为风险补偿。可见,随着银行与借款人之间文化差异的增加,外资银行也会提高对贷款利率的要求。

第三,银行的规模同样可能是影响外资银行贷款利率的重要因素。首先,随着银行规模的扩大,银行的效率会随之下降,进而降低了银行的市场竞争力(郑兰祥,2006)。其次,在后金融危机期间,监管部门对大型商业银行的监管逐渐加强。大型金融机构在金融系统中占据了重要的地位(Sebastian 等,2015),监管部门对这些商业银行提出了更高的核心资本率和风险管理要求,降低了大型商业银行在跨境贷款市场中的竞争优势。

第四,商业银行风险管理技术差异会影响外资银行贷款利率。对于发展中国家来说,外资银行牵头的银团贷款中有很大比重是来自发达经济体的外资银行。由于发达国家金融市场发展程度和开放度更高,金融行业的竞争更加激烈,商业银行等金融机构的风险管理水平和技术水平也相对较高。更高的风险管理水平使得商业银行等金融机构具有更好的风险识别和信贷风险管理能力,从而在信贷市场更具有竞争优势(Bonin 等,2005)。

第五,采用银行本国货币会影响外资银行贷款利率。国际信贷市场上货币选择会影响借贷成

本(Du 和 Schreger, 2016)。首先,由于商业银行具有大量的本币负债,出于货币使用成本的考虑(Aghion 等, 2000),贷款中使用本国货币相比外币可以降低资金成本。其次,商业银行在资产负债管理中对货币错配存在约束(Calvo, 2002),使用本国货币可以降低这种约束。最后,新兴市场货币通常面临着较大的汇率风险,那么,外资银行(特别是来自发达经济体的商业银行)在贷款中使用银行本国货币可以转移汇率风险,降低对新兴国家企业贷款的风险。因此,相比使用新兴市场国家货币,外资银行贷款中使用其本国货币可以在一定程度上降低国际信贷市场的贷款利率。

(二) 外资银行与银团贷款利率

彭红枫等(2016)指出,外资银行以不同形式进入本地市场对贷款利率存在异质性影响,外资银行以银团贷款和以双边贷款形式参与对贷款利率的影响机制是不同的。首先,银团贷款是由多家商业银行按照相同的合同内容、不同的贷款额度来为同一借款人提供贷款,银团之间可以共享信息和资源等。其次,银团中牵头行和参与行之间存在信息不对称,在合同制定中扮演的角色也存在差异。银团贷款中主要由牵头行与借款人就贷款合同进行协商,并签订初步协议,其后再寻求参与行加入(Panyagometh 和 Gordon, 2010)。由于借款合同由牵头行与借款人签订,使得银团中牵头行与参与行之间存在信息不对称(Sufi, 2007; Ivashina, 2009)。因此,与双边贷款相比,银团贷款中外资银行参与对贷款利率的影响机制更为复杂。

实际上,对新兴经济体而言,外资银行对银团贷款定价的影响机制并不明确。一方面,外资银行在信息搜集、文化差异壁垒等多个方面存在一定的劣势;另一方面,外资银行在风险管理技术、银团贷款经验上具有一定的优势。基于此,本文将厘清新兴市场中外资银行牵头对银团贷款利率的影响机制。

三、变量、数据及实证模型

(一) 数据来源

本文主要采用汤森路透 Dealscan 数据库提供的 1989—2015 年间中国、巴西、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、俄罗斯、南非、泰国、菲律宾这 10 个国家企业的银团贷款数据。由于金融机构贷款存在一定的特殊性,我们剔除了借款人为金融机构的贷款。进一步剔除缺失值,最终得到信息较为完整的银团贷款共 3719 笔。

为了获得参与银团贷款的商业银行的信息,本文采用了全球银行与金融机构财务分析库(Bankscope)中公布的商业银行相关的财务数据,并利用金融稳定委员会(Financial Stability Board, FSB)公布的系统性重要金融机构名单对银行进行区分。此外,本文中各国银行业市场集中度和市场竞争相关数据来自于全球金融发展数据库(GFDD),新兴市场宏观经济数据主要来自于世界银行数据库。

(二) 变量介绍

本文因变量为银团贷款利率。我们采用 Dealscan 所提供的银团贷款利率超过三个月美元 LIBOR 的溢价,该利率包括了银团贷款利率、销售费用等相关费用调整后的利率。从表 2 可以看出,在这 10 个新兴市场中银团贷款的平均贷款利率高于三个月美元 LIBOR 263.856 个基点,标准差为 275.883。

新兴市场银团贷款的来源表现出了如下特征:首先,在新兴市场企业银团贷款中,外资银行牵头的银团贷款占主导。其中,牵头行全为外资银行的银团贷款占到了 55.3%,牵头行由本地银行和外资银行共同构成的银团贷款占到了 29.1%。其次,大型商业银行是新兴市场银团贷款主要的

资金来源。从表 2 中可以看出,银团牵头行中至少有一家银行总资产规模达到了该银行所在国 GDP 的 1%,占到了银团贷款的 68.0%。

表 2 变量说明及描述性统计

	变量说明	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Spread</i>	贷款利率高于三个月美元 LIBOR 的溢价(单位:基点)	3719	263.856	275.883	0.875	5000.000
<i>foreign</i>	该银团的牵头行是否有外资银行	3719	0.844	0.363	0	1
<i>total_foreign</i>	该银团牵头行是否全为外资银行	3719	0.553	0.497	0	1
<i>mixed</i>	该银团牵头行是否由本地银行和外资银行共同构成	3719	0.291	0.455	0	1
<i>logFacility</i>	贷款额度(百万美元)的自然对数	3719	4.242	2.112	-7.549	9.798
<i>Maturity</i>	贷款期限(月)	3719	5.089	3.357	0.083	21.000
<i>numlenders</i>	银团中银行个数	3719	8.421	6.996	1	52
<i>numfacilities</i>	企业同一时间银团贷款数目	3719	1.982	1.675	1	16
<i>Revolver</i>	该贷款是否为循环信贷	3719	0.136	0.342	0	1
<i>Termloan</i>	该贷款是否为定期贷款	3719	0.783	0.412	0	1
<i>Senior</i>	该贷款是否具有优先级	3719	0.996	0.061	0	1
<i>MissingSecured</i>	该贷款是否缺失抵押物信息	3719	0.656	0.475	0	1
<i>Crisis</i>	银团贷款是否在危机期间签订	3719	0.272	0.445	0	1
<i>HB</i>	银团牵头行中是否有一家银行在签订贷款合同当年总资产规模达到了银行所在国 GDP 的 1%	3719	0.680	0.467	0	1
<i>REL</i>	该借款人在三年内是否再次向某一特定银行牵头银团获得贷款	3719	0.639	0.480	0	1
<i>HC</i>	贷款货币是否为牵头行本国货币	3719	0.118	0.322	0	1
<i>SIFI</i>	牵头行中是否有系统性重要金融机构参与	3719	0.061	0.240	0	1
<i>con</i>	银团贷款中各个牵头行所在国的银行业市场集中度的均值	3553	67.258	15.843	23.180	100.000

为了分析外资银行牵头对银团贷款利率的影响,参照 Carey 和 Nini(2007)、Haselmann 和 Wachtel(2011)等,本文采用了一系列银团贷款合同、银团和贷款企业的特征作为控制变量。首先,在贷款合同层面,贷款额度、贷款期限、贷款方式、抵押物要求和贷款目的均是影响银团贷款利率的重要因素。其次,银团的规模也是影响银团贷款利率的因素之一。银团规模越大,信贷风险越分散,银团贷款利率越低。最后,企业特征也是影响银团贷款利率的重要因素,Carey 和 Nini(2007)、Bharath 等(2011)在分析美国等发达国家的银团贷款时,均采用了企业财务数据、企业所在行业等来控制企业信用风险对贷款利率的影响。由于本文主要为新兴市场企业银团贷款,这些企业财务数据缺失严重。而这些企业多数为非上市企业,这为匹配财务数据带来了难度。因此,在本文分析中,仅获得了较为完整的企业行业数据。当然,为了解决企业层面信息缺失的问题,本

文参照 Giannetti 和 Laeven(2012)的方法,采用贷款企业乘以年份的固定效应模型来解决企业层面信息缺失问题。相关变量的定义及描述性统计如表 2 所示。

(三)模型构建

本文研究的重点在于外资银行牵头如何影响银团贷款利率,参照 Carey 和 Nini(2007)等研究中构建的模型,我们建立了如下的基准回归模型:

$$Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_1 foreign_{i,t} + \sum_j \gamma_j Loan_{i,t} + \sum_k \lambda_k Firm_{i,t} + \sum_t \varphi_t Year_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

该模型中, i,t 分别是指银团贷款和年份。因变量 $Spread$ 表示银团贷款利率。 $foreign$ 为虚拟变量,表示银团的牵头行中是否有外资银行参与。 $Loan$ 表示银团贷款合同层面的一系列变量,主要包括银团贷款额度、贷款期限、银团中银行的个数、贷款类型、抵押物是否缺失变量以及银团贷款目的。 $Firm$ 主要为银团贷款企业的信息, $Year$ 表示贷款年份。我们采用最小二乘法(OLS)回归,标准差聚类于借款人层面。为应对可能存在的遗漏变量偏差,本文将使用借款人固定效应模型。在模型(1)中, α_1 是我们关注的焦点。当 $\alpha_1 < 0$ 且显著时,则表明外资银行牵头的银团贷款利率要显著低于本地银行牵头的银团贷款利率。

为了分析外资银行牵头对银团贷款利率影响的路径,本文考虑了银团中银行的竞争力。为了检验是否由银团中银行的竞争力因素导致外资银行贷款利率更低,本文在回归中引入了外资银行牵头($foreign$)与银团中银行竞争力的交乘项,实证模型如(2)式所示。其中, con 表示银团中银行所在国的市场集中度的均值, $controls$ 包含了模型(1)中所有控制变量。模型(2)中交乘项的回归系数 α_2 表示随着银团中银行竞争力的变化给外资银行贷款利率带来的影响。

$$Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_1 foreign_{i,t} + \alpha_2 foreign_{i,t} * con_{i,t} + \alpha_3 con_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

最后,本文检验了银行本国货币使用以及银行规模是否影响外资银行贷款利率。首先,本文在回归中引入外资银行牵头($foreign$)与银团贷款货币是否为牵头银行本国货币(HC)的交乘项,实证模型如(3)式所示。模型(3)中交乘项的回归系数 α_2 表示使用银行本国货币和没有使用银行本国货币的外资银行贷款利率之间的差异。其次,本文按照资产规模对商业银行进行分类,将样本划分为大型银行和中小型银行两组。在回归中引入外资银行牵头($foreign$)与大型银行牵头(HB)的交乘项,如模型(4)所示。模型(4)中交乘项的回归系数 α_2 表示大型外资银行和中小型外资银行贷款利率之间的差异。

$$Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_1 foreign_{i,t} + \alpha_2 foreign_{i,t} * HC_{i,t} + \alpha_3 HC_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_1 foreign_{i,t} + \alpha_2 foreign_{i,t} * HB_{i,t} + \alpha_3 HB_{i,t} + \text{Controls}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

四、实证分析

(一)基准模型回归结果

考虑因变量贷款利率可能存在异常值,我们采用 winsorize 处理上下 1% 的异常值。表 3 为本文基准模型的回归结果。其中,第(1)列的回归结果为单变量分析,回归结果显示,在控制年份因素下,牵头行中有外资银行参与会显著降低银团贷款利率。回归系数(260.584)低于贷款利率的标准差(275.883),说明该实证结果在经济含义上也是显著的。在第(2)列的回归中,我们控制了

年份因素和贷款额度、贷款期限、银团中银行的个数、贷款类型、抵押物是否缺失变量以及银团贷款目的等贷款合同方面变量信息,结果显示,外资银行牵头会显著降低银团贷款利率。在第(3)列的回归中,我们进一步加入了企业所在国家和所在行业信息,结果同样显示了外资银行牵头会显著降低银团贷款利率。

表 3 基准回归结果

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Spread	Spread	Spread	Spread	Spread
<i>foreign</i>	-260.584*** (22.365)	-202.397*** (21.658)	-205.327*** (20.838)	-127.755*** (36.619)	-167.000** (69.946)
<i>logFacility</i>		-17.035*** (4.199)	-15.457*** (4.020)	-8.295* (4.950)	-6.413 (5.237)
<i>Maturity</i>		-2.042 (1.904)	-0.343 (1.820)	0.336 (2.667)	5.090* (2.708)
<i>numlenders</i>		-2.146** (0.859)	-2.336*** (0.801)	-1.148* (0.664)	-0.695 (0.988)
<i>numfacilities</i>		-3.704 (4.405)	-0.397 (3.642)	-11.811* (6.240)	-19.935 (16.930)
<i>Revolver</i>		-30.565* (17.481)	-23.924 (17.357)	-26.502* (15.882)	10.130 (22.401)
<i>Termloan</i>		9.373 (16.212)	16.852 (15.692)	-3.648 (14.200)	26.713 (19.383)
<i>Senior</i>		-197.350** (89.028)	-203.538** (84.502)	-146.087*** (56.318)	-136.497** (56.246)
<i>MissingSecured</i>		-5.920 (10.265)	13.257 (11.432)	12.410 (19.743)	-8.921 (15.922)
<i>Constant</i>	478.287*** (21.897)	689.493*** (94.935)	525.442*** (92.126)	578.996*** (77.247)	582.018*** (113.074)
<i>Purpose Dummy</i>	NO	YES	YES	YES	YES
<i>Industry Dummy</i>	NO	NO	YES	NO	NO
<i>Country Dummy</i>	NO	NO	YES	NO	NO
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	NO
<i>Borrower FE</i>	NO	NO	NO	YES	NO
<i>Borrower×Year FE</i>	NO	NO	NO	NO	YES
Observations	3719	3719	3719	3719	3719
Adjusted R ²	0.166	0.203	0.271	0.062	0.097

注:(1)括号内为标准差;(2)***、**和*分别表示在0.1%、0.5%和1%的水平下显著。下同。

由于新兴国家银团贷款企业有较大一部分为非上市企业,这类企业数据缺失严重,使得我们无法在分析中控制这些贷款企业的特征。因此,我们在回归中引入贷款企业固定效应来控制贷款

企业层面信息,回归结果如第(4)列所示。最后,我们引入贷款企业 \times 年份固定效应来控制贷款企业层面可观测以及不可观测的遗漏信息,结果如第(5)列所示。第(4)和(5)列回归结果依然显示了外资银行牵头在统计上和经济上均会显著降低银团贷款利率。

因此,在巴西、中国等 10 个新兴市场国家,外资银行牵头的银团贷款在定价上更具优势。在控制企业层面信息、贷款合同层面信息后,外资银行参与对银团贷款利率仍然具有负向影响。可见,外资银行提供更低贷款利率并非来自于企业(或者项目)风险水平、贷款金额或期限等贷款合同因素的影响。

(二)稳健性检验

1. 银团构成的异质性

外资银行牵头的银团贷款可以分为两种形式:牵头行全由外资银行组成,由外资银行和本地银行共同组成。这两种形式的银团贷款存在很大差异:当外资银行牵头的银团中有新兴市场本地银行参与时,外资银行可以通过本地银行获得关于本地市场、借款人等的软信息,在一定程度上降低了企业与银团之间的信息不对称。全部由外资银行牵头的银团则无法通过新兴市场本国银行的信息共享来获得信息。那么,全部由外资银行牵头是否会显著降低银团贷款利率?

基于此,根据外资银行牵头银团贷款的牵头行中是否有新兴市场本地银行参与,将外资银行牵头的银团贷款划分为两组:一组为银团贷款中牵头行全为外资银行($total_foreign=1$),另一组为银团贷款中牵头行是由本地银行和外资银行共同构成($mixed=1$)。加入回归后,回归结果如表 4 中的第(1)列所示。结果显示,无论是银团贷款牵头行全为外资银行,还是牵头行由外资银行和本地银行共同组成,均会显著降低银团贷款利率。因此,外资银行牵头的银团贷款利率更低并非是由新兴市场本国银行参与引起的。

2. 金融危机

在金融危机期间和非金融危机期间,外资银行牵头对银团贷款利率可能存在异质性影响。一方面,在金融危机期间,国际信贷市场上会出现银行偏好于本国市场(home bias)的现象,外资银行参与新兴市场的银团贷款额度会显著降低(Giannetti 和 Laeven, 2012);另一方面,金融危机时期通常会出现融资流动性紧张的局面(Brunnermeier 和 Pedersen, 2009),而融资约束会进一步提高银团贷款利率(Bacchetta 和 Merrouche, 2015)。因此,在金融危机期间,由于新兴市场本国银行对本国企业的信贷供给增加,而外资银行会缩减信贷供给,市场上将会出现本国银行贷款利率下降、外资银行贷款利率上升的现象。那么,在金融危机期间,外资银行牵头的银团贷款利率更低是否仍然成立?

基于此,参照 Giannetti 和 Laeven(2012)对危机的界定,我们定义亚洲金融危机时期(1997—1998 年)、次贷危机及由此引发的全球性金融危机时期(2007—2009 年)为危机期间,其他时期为非危机时期。对于两组样本,我们分别进行回归,结果如表 4 中的第(2)列和第(3)列所示。回归结果显示,无论是在金融危机期间,还是非金融危机期间,外资银行牵头均会显著降低银团贷款利率。

3. 关系贷款

关系贷款可以显著降低银行与企业之间的信息不对称,进而降低贷款利率(Champagne 和 Kryzanowski, 2007; Bharath 等, 2011)。从上图中可以看出,在 1995 年之前新兴市场银团贷款主要是由外资银行牵头。那么,由于早期的借贷历史使得外资银行与企业之间建立了信贷关系,当企业再次从外资银行贷款时,通常可以获得一个较低的贷款利率。因此,本文中的外资银行贷款利率更低,可能仅仅是由外资银行贷款中的关系贷款引起的。为了检验外资银行牵头对贷款利率的影响是否由关系贷款引起,本文分别对关系贷款和非关系贷款两组样本进行回归分析。

参照 Bharath 等(2011)对关系贷款的定义,当企业在三年之内第二次从特定银行牵头的银团获得贷款时,则该笔贷款被定义为关系贷款,否则该笔贷款为非关系贷款。关系贷款和非关系贷款的回归结果分别如表 4 中的第(4)和第(5)列所示。结果显示,在关系贷款和非关系贷款的样本中,与本国银行牵头的银团贷款利率相比,外资银行牵头的银团贷款利率更低。

表 4 稳健性检验

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	区分参与类型	危机期间	非危机期间	关系贷款	非关系贷款	第二阶段
<i>foreign</i>		-227.831** (90.291)	-128.038** (51.491)	-138.648** (66.118)	-67.012** (33.729)	
<i>Pforeign</i>						-226.749* (131.469)
<i>total_foreign</i>	-135.335*** (38.651)					
<i>mixed</i>	-122.959*** (37.830)					
<i>Constant</i>	587.988*** (79.012)	567.813*** (171.853)	636.591*** (107.251)	518.824*** (99.710)	484.377*** (138.489)	633.916*** (115.699)
<i>Loan controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Purpose Dummy</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>YearFE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Borrower FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	3719	1012	2707	2377	1342	3532
Adjusted R ²	0.063	0.166	0.058	0.048	0.079	0.047

注:(1)本表中所有回归的因变量均为银团贷款利率(*Spread*)。(2)本表中 *Loan controls* 包含的变量有 *logFacility*、*Maturity*、*numlenders*、*numfacilities*、*Revolver*、*Termloan*、*Senior*、*MissingSecured*。下同。

4. 内生性处理

在新兴市场中,企业通过比较本国银行贷款利率和外国银行贷款利率,选择愿意提供利率更低的银行来获得贷款。由于提供更低的贷款利率使得新兴市场国家的企业更愿意从外资银行获得贷款,而外资银行则选择信用风险较低的企业或者项目。这使得信贷质量较高的企业或者项目将从外资银行贷款,信贷质量较差的借款人无法从外资银行获得贷款,进而选择从本国银行贷款。因此,外资银行牵头与贷款利率之间存在内生性。

$$foreign_{i,t} = \alpha + \sum_j \gamma_j Loan_{i,t} + \sum_k \lambda_k Firm_{i,t} + \sum_t \Theta_t Macro_t + \sum_t \varphi_t Year_t + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Spread_{i,t} = \alpha + \alpha_1 \hat{foreign}_{i,t} + \Theta controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

为此,参照 Santos 和 Winton(2008)采用两步法来对内生性进行处理。第一阶段,企业根据贷款目的、贷款额度以及企业自身特征,选择外资银行贷款或者本国银行贷款。由于企业层面微观数据缺失严重,我们加入了一些影响企业选择外资银行贷款的宏观层面因素(Macro),主要包括净

出口、汇率波动率、通胀、国民生产总值对数值。^① 采用模型(5),我们通过外生变量估计得到外资银行贷款的估计值。通过利用企业特征和贷款特征等因素估计得到外资银行牵头的估计值,来解决外资银行牵头的内生性。第二阶段,我们将第一阶段得到的外资银行牵头估计值替代外资银行牵头的实际值进行回归,如模型(6)所示。第二阶段回归结果如表4中的第(6)列所示,可以看出外资银行牵头会显著降低银团贷款利率。^②

(三)外资银行贷款利率更低的原因分析

在控制了企业和贷款层面信息后,外资银行贷款利率依然更低。这说明外资银行贷款利率更低并非来自于企业的信用风险更低,还存在其他的原因。本部分试图从商业银行竞争力视角对外资银行贷款利率更低提供解释。本文建立了回归模型(2),通过引入外资银行牵头(foreign)与银行竞争力水平的交乘项分析此问题。根据全球金融发展数据库(GFDD)的数据,本文计算出银团贷款中各个牵头行所在国的银行业市场集中度^③的均值(con),作为银团竞争力水平的替代指标。^④ 银团中银行所处各个国家(或地区)的银行业市场集中度均值越高,表示该银团竞争力水平越低。

回归结果如表5中第(1)列所示。结果表明,随着银团中银行所处各个国家(或地区)的银行业市场集中度均值增加,银团竞争力水平将会降低,外资银行的银团贷款利率会上升。因此,商业银行的竞争力水平是外资银行贷款利率更低的原因。考虑到危机期间外资银行倾向于撤回国外资金(Giannetti 和 Laeven, 2012),仍然留在海外市场的外资银行是竞争力较强的外资银行,本文分别考虑危机期间和非危机期间,外资银行竞争力是否可以解释外资银行贷款利率更低的现象,回归结果如表5中的第(2)和(3)列所示。可以看出:第一,无论在危机期间还是非危机期间,外资银行竞争力均对贷款利率产生显著影响;第二,外资银行竞争力在危机期间对银团贷款利率的影响更为显著。

(四)进一步探讨:本国货币使用和银行规模的异质性影响

1. 银行本国货币优势

由于货币的使用成本、资产负债管理中对货币错配的约束以及汇率风险管理,外资银行在贷款中更偏好使用其所在国的货币。那么,外资银行牵头贷款通过使用本国货币,是否可以提供一个更低的银团贷款利率?

实证结果如表6中的第(1)列所示。结果表明,外资银行牵头银团贷款中使用其本国货币会显著降低银团贷款利率。造成该结果的可能性原因有:第一,银行使用本国货币可以转移对新兴市场企业信贷的汇率风险。由于新兴市场本国货币通常存在较高的汇率风险,采用新兴市场当地货币将使得银团信贷风险中不仅包含了信用风险,同时也包含了新兴市场货币带来的汇率风险。如果采用银行本国的货币,则可以规避跨境信贷中的汇率风险。第二,外资银行通过使用本国货币可以降低自身在资产负债管理中对货币错配的约束,进而降低了资金成本。商业银行的资产负债管理中通常对货币的错配有着较为严格的约束,随着商业银行在跨境贷款中非本国货币的使用,使商业银行为应对资产负债管理所需花费的成本上升,从而导致商业银行使用本国货币的资金成本低于其非本国货币的资金成本。

① 其中,净出口采用净出口与GDP的比值来度量,汇率波动率利用每一年内美元兑新兴市场货币日汇率波动率来度量,通胀采用了世界银行公布的通胀率。

② 限于篇幅,第一阶段回归结果没有在文中列出,感兴趣的读者可与作者联系。

③ 各个国家(或地区)前5家商业银行市场占有率(单位:%)。

④ 我们还采用了全球金融发展数据库(GFDD)中公布的收益成本弹性(the elasticity of banks revenues relative to input prices)作为银行业市场竞争力的度量指标,回归结果依然成立,感兴趣的读者可与作者联系。

表 5 外资银行贷款利率更低原因分析结果

变 量	(1)	(2)	(3)
	全样本	危机期间	非危机期间
<i>foreign</i>	-317.595*** (113.622)	-671.586*** (221.090)	-291.341* (165.544)
<i>foreign</i> × <i>con</i>	3.509** (1.469)	8.855*** (3.062)	3.020* (2.047)
<i>con</i>	-3.567** (1.451)	-9.241*** (2.908)	-2.996* (2.041)
<i>Constant</i>	773.820*** (133.571)	1039.608*** (258.185)	803.901*** (190.522)
<i>Loan controls</i>	YES	YES	YES
<i>Purpose Dummy</i>	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES
<i>Borrower FE</i>	YES	YES	YES
Observations	3553	995	2558
Adjusted R ²	0.067	0.212	0.057

2. 银行规模

银行规模可能对外资银行牵头的银团贷款利率产生差异性影响。一方面,由于资产规模较大的商业银行等金融机构在金融系统中具有较为重要的地位。大型银行拥有较为广泛的交易对手和业务往来的客户,使得这类资产规模较大的金融机构与其他金融机构有着更高的关联度。此外,资产规模较大的金融机构在金融市场上的影响力较大,当该类金融机构面临冲击时,会在金融市场传递负面消息,进而引发挤兑等现象(吴卫星等,2015;蒋涛等,2014)。为了防控系统性风险的发生,金融监管机构通常对资产规模较大的金融机构有着更为严格的监管要求。另一方面,与中小银行相比,大型商业银行效率和竞争力稍有下降,可能就会降低外资银行贷款利率优势。因此,银行规模差异会反映在外资银行牵头的银团贷款利率上。

在新兴市场银团贷款中,大型的商业银行或者金融机构是这些新兴市场企业银团贷款的主要信贷来源。基于中国、巴西等 10 国企业银团贷款样本数据,银团牵头行中至少有一家银行在签订银团贷款合同当年总资产规模达到了该银行所在国 GDP 的 1%,占到了总贷款的 68.0%。对此,我们定义当银团牵头行中至少有一家银行在签订银团贷款合同当年总资产规模达到了本国 GDP 的 1%时,则该笔银团贷款为大型银行牵头(HB)。引入银行规模后的回归结果如表 6 中的第(2)列所示,当牵头行中有外资银行资产规模超过其所在国 GDP 的 1%时,外资银行牵头降低银团贷款利率的效应会下降。因此,外资银行规模的扩大,会降低外资银行贷款利率更低的效应。同样,为了检验大型银行是否由于监管要求更高才导致外资银行牵头的银团贷款利率更低,本文进一步引入了 FSB(2013)发布的全球系统性重要金融机构(SIFI)名单,分析全球系统性重要金融机构是否因为监管方面原因,而对银团贷款利率的要求高于其他外资银行。回归结果如第(3)列所示,当牵头行中有全球系统性重要金融机构参与时,外资银行贷款利率更低的效应会弱化。

考虑到银行规模因素可能通过银行竞争力对贷款利率产生影响,那么,新兴市场中外资银行

规模是否是通过市场竞争力影响才出现资产规模大的外资银行贷款利率优势降低? 为此,我们进一步在回归中加入银行集中度指标,结果如表 6 中的第(4)和(5)列所示。结果显示,银行资产规模因素主要是通过银行集中度来对外资银行贷款利率产生影响的。

表 6 银行本国货币使用和规模对外资银行银团贷款利率的影响

变 量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Spread	Spread	Spread	Spread	Spread
<i>foreign</i>	-82.208*** (29.574)	-168.335*** (50.982)	-134.913*** (39.676)	-303.011*** (108.976)	-324.755*** (114.868)
<i>foreign</i> × <i>HC</i>	-143.587* (80.721)				
<i>HC</i>	128.731* (72.164)				
<i>foreign</i> × <i>HB</i>		94.895* (57.181)		70.000 (59.806)	
<i>HB</i>		-103.119* (56.786)		-74.242 (59.026)	
<i>foreign</i> × <i>SIFI</i>			70.124* (61.554)		-31.155 (54.150)
<i>SIFI</i>			-79.902* (61.805)		29.303 (52.620)
<i>foreign</i> × <i>con</i>				2.712* (1.445)	3.695** (1.522)
<i>con</i>				-2.743* (1.419)	-3.753** (1.500)
<i>Constant</i>	504.256*** (75.983)	616.916*** (83.508)	587.115*** (79.018)	759.067*** (129.156)	780.141*** (134.150)
<i>Loan controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Purpose Dummy</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Borrower FE</i>	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	3719	3719	3719	3553	3553
Adjusted R ²	0.072	0.070	0.063	0.070	0.066

五、结论与建议

基于汤森路透 Dealscan 数据库公布的 1989—2015 年中国、巴西、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、俄罗斯、南非、泰国、菲律宾共 10 个国家的银团贷款数据,本文分析了外资银行牵头对银团贷款利率的影响机制。研究结果表明,外资银行牵头会对银团贷款利率产生显著性影响。无

论是牵头行全为外资银行,还是牵头行由外资银行和本国银行共同组成,均会显著降低银团贷款利率。考虑金融危机、关系贷款和内生性问题等影响本文结论稳健性的因素后,实证结果依然显示外资行牵头会显著影响银团贷款利率。对此,本文从银行竞争力视角为外资银行贷款利率更低提供了解释。进一步分析发现,银行本国货币的使用会显著影响外资银行参与贷款的利率。

本文结论对“一带一路”背景下我国商业银行等金融机构“走出去”具有一定的政策指导意义。为了使我国商业银行在“走出去”过程中更具优势,可从以下几个方面着手:第一,可以采用人民币作为贷款币种,转移汇率风险,同时降低货币错配的约束,增加对新兴市场银团贷款定价的竞争优势。在我国商业银行牵头的银团贷款中使用人民币贷款不仅可以降低我国商业银行在信贷中面临的风险,而且还可以输出人民币资产,在一定程度上促进人民币国际化。第二,培育国内银行业竞争性环境,切实提高我国银行自身的竞争力,进而提高我国商业银行在银团贷款市场的竞争力。商业银行在国际信贷市场的定价优势主要来自于商业银行自身风险管理和定价技术等多个方面的因素。当前,我国可以通过培育更具竞争力的市场环境来提升商业银行竞争力,使我国商业银行更有实力“走出去”。

参考文献:

- 李广子:《跨区经营与中小银行绩效》,《世界经济》2014年第11期。
- 蒋涛、吴卫星、官迪:《政治风险与贷款利率:来自我国金融机构牵头银团贷款的经验》,第三届中国金融管理年会,2016年9月。
- 蒋涛、吴卫星、王天一、沈涛:《金融业系统性风险度量——基于尾部依赖视角》,《系统工程理论与实践》2014年第s1期。
- 彭红枫、陈文博、蒋延军:《外资银行的进入对我国信贷市场贷款价格的影响》,《中国管理科学》2016年第5期。
- 吴卫星、蒋涛、吴锟:《融资流动性与系统性风险——兼论市场机制能否在流动性危机中起到作用》,《经济学动态》2015年第3期。
- 郑兰祥:《基于Granger因果检验的商业银行规模与效率关系研究》,《经济理论与经济管理》2006年第10期。
- Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A., A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises. *European Economic Review*, Vol. 44, No. 4-6, 2000, pp. 728-738.
- Bacchetta, P., & Merrouche, O., Countercyclical Foreign Currency Borrowing: Eurozone Firms in 2007-2009. SSRN Working Paper, No. 15-63, 2015.
- Bharath, S. T., Dahiya, S., Saunders, A., & Srinivasan, A., Lending Relationships and Loan Contract Terms. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 4, 2011, pp. 1141-1203.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H., Market Liquidity and Funding Liquidity. *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 6, 2009, pp. 2201-2238.
- Bonin, J. P., Hasan I., & Wachtel, P., Bank Performance, Efficiency and Ownership in Transition Countries. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, No. 1, 2005, pp. 31-53.
- Calvo, G. A., On Dollarization. *Economics of Transition*, Vol. 10, No. 2, 2002, pp. 393-403.
- Carey, M. S., & Nini, G. P., Is the Corporate Loan Market Globally Integrated? A Pricing Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 6, 2007, pp. 2969-3007.
- Champagne, C., & Kryzanowski, L., Are Current Syndicated Loan Alliances Related to Past Alliances? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, No. 10, 2007, pp. 3145-3161.
- Du, W., & Schreger, J., Local Currency Sovereign Risk. *Journal of Finance*, Vol. 71, No. 3, 2016, pp. 1027-1070.
- Financial Stability Board, Update of Group of Global Systemically Important Banks (G-SIBS). http://www.fsb.org/2013/11/r_131111/, 2013.
- Giannetti, M., & Laeven, L., The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market during Financial Crises. *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 1, 2012, pp. 23-43.
- Giannetti, M., & Yafeh, Y., Do Cultural Differences Between Contracting Parties Matter? Evidence from Syndicated

Bank Loans. *Management Science*, Vol. 58, No. 2, 2012, pp. 365–383.

19. Haselmann, R., & Wachtel, P., Foreign Banks in Syndicated Loan Markets. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, No. 10, 2011, pp. 2679–2689.

20. Hollander, S., & Verriest, A., Bridging the Gap: The Design of Bank Loan Contracts and Distance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, No. 2, 2016, pp. 399–419.

21. Ivashina, V., Asymmetric Information Effects on Loan Spreads. *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, No. 2, 2009, pp. 300–319.

22. Kleimeier, S., & Chaudhry, S. M., Cultural Differences and the Structure of Loan Syndicates. *Finance Research Letters*, Vol. 15, No. 4, 2015, pp. 115–124.

23. Knyazeva, A., & Knyazeva, D., Does being Your Bank's Neighbor Matter? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, No. 4, 2012, pp. 1194–1209.

24. Niepmann, F., Banking across Borders. *Journal of International Economics*, Vol. 96, No. 2, 2015, pp. 244–265.

25. Panyagometh, K., & Gordon, S. R., Do Lead Banks Exploit Syndicate Participants? Evidence from Ex Post Risk. *Financial Management*, Vol. 39, No. 1, 2010, pp. 273–299.

26. Petersen, M. A., & Rajan, R. G., Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, 2015, pp. 2533–2570.

27. Santos, J., & Winton, A., Bank Loans, Bonds, and Information Monopolies across the Business Cycle. *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 3, 2008, pp. 1315–1359.

28. Moenninghoff, S. C., Ongena, S., & Wieandt, A., The Perennial Challenge to Counter Too-Big-to-Fail in Banking: Empirical Evidence from the New International Regulation Dealing with Global Systemically Important Banks. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 61, No. 12, 2015, pp. 221–236.

29. Sufi, A., Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans. *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 2, 2007, pp. 629–668.

30. Vu, T., Do, V., & Skully, M., Local versus Foreign Banks: A Home Market Advantage in Loan Syndications. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 37, No. 1, 2015, pp. 29–39.

Does Foreign Bank Offer a Lower Interest Rate? ——Evidence and Interpretation from Syndicated Loan in Emerging Markets

WU Weixing, JIANG Tao (University of International Business and Economics, 100029)

Abstract: Under the background of the “one belt and one road”, not only China’s manufacturing enterprises are going global, commercial banks and other financial institutions also face going global. Due to the majority of countries along the belt and road are emerging economies and developing countries, the study of characteristics of syndicated loan in emerging markets provides recommendations for China’s banks going global. This paper investigates whether foreign bank participation affects the loan pricing in emerging markets, including Brazil, India, China, Indonesia, Malaysia, Mexico, Russia, South Africa, Thailand, and Philippine from 1989 to 2015. The results show that foreign banks’ activities can account for a low-interest rate of syndicated loan in the emerging markets. The result comes from the competitiveness of foreign lead banks. We also find that home currency domination tends to increase the spread of foreign banks’ loan.

Keywords: Foreign Banks, Loan Spread, Syndicated Loan, Emerging Markets

JEL: F34, G21

责任编辑:老 牛