

银行信贷、商业信用与中小企业投资行为分析

肖金桂, 杨亦民

(湖南农业大学 商学院, 湖南 长沙 410128)

摘要: 运用105家上市中小企业2005—2007年的面板数据,对中小企业银行信贷、商业信用与投资行为之间的关系进行了实证检验。研究发现,总体上银行信贷与企业的投资支出显著正相关;商业信用与企业的投资支出显著负相关。在分类检验中,高融资约束企业,银行信贷与投资支出的正相关关系进一步提高;低融资约束企业,商业信用与投资支出的负相关关系有所下降。由此可见,银行信贷是我国中小企业获取外部资金来源的重要渠道,健全的信用制度是克服中小企业融资瓶颈的重要举措。

关键词: 中小企业;融资约束;银行信贷;商业信用

中图分类号: F275.5

文献标志码: A

文章编号: 1009-2013(2010)05-0063-06

Bank Lending, Commercial Credit and Investment Behavior of SME

XIAO Jin-gui, YANG Yi-min

(School of Business, Hunan Agricultural University, Hunan Changsha, 410128)

Abstract: This article empirically examines the relationship among bank lending, commercial credit and SME investment behavior using panel data from 2005 to 2007 of listed SME. The results show that, as a whole, bank lending is strong positively related to investment expenditure; commercial credit is strong negatively related to investment expenditure. In the classification test, the positive effect between bank lending and investment is significantly stronger for firms with high financing constraints. But the negative effect between commercial credit and investment is significantly declined for firms with low financing constraints. Therefore, bank lending is an important channel of external funding sources of China's SME. A sound credit system is important step to overcome financing bottleneck of SME.

Key words: SMEs; Financing Constraints; Bank Lending; Commercial Credit

一、问题的提出

投、融资是现代企业资金运动中不可分割的两个方面,投融资决策是企业的两项基本财务活动,融资决策拟解决的是企业发展过程中的资金来源问题,投资决策则强调企业资源的有效配置,它们既相互独立,又休戚相关。因此,企业能否有效利用投资机会,进行资源的有效配置,取决于企业所面临的融资约束水平。由于中小企业自身财务报表公开的实施成本太高、固定资产投资偏低与专用锁

定程度较高造成的可抵押担保品不足,以及多数情形下所有者与经营者的“高度合一”,造成借贷双方信息严重不对称,致使中小企业更容易受融资约束的影响。

就融资约束对企业投资的影响而言,国外学者主要集中于考察融资约束与投资—现金流敏感性之间的关系,即考察投资对现金流的敏感性能否反映企业所受到的融资约束程度,并出现了两种截然相反的观点。一是Fazzari, Hubbard and Petersen合作发表的《融资约束与公司投资》这一开创性的研究认为,由于外部融资成本较高,低股利支付隐含着企业对现金流的依赖较强。他们以股利支付率度量企业所受融资约束程度,实证研究发现融资约束与企业投资—现金流敏感性之间呈正向关系^[1]。

收稿日期: 2010-09-18

基金项目: 湖南省社会科学基金(07YBB189)

作者简介: 肖金桂(1987—),女,湖南娄底人,硕士研究生,研究方向:财务管理。

Hoshi、Kashyap and Scharfstein, Whited, Huntley Schaller等在随后的研究中进一步证实了此观点^[2-4]。二是 Kaplan and Zingales的实证结果表明^[5], 投资—现金流敏感性不是公司受到融资约束的必要条件, 而且还发现, 融资约束和投资—现金流敏感性之间呈负向关系^[6-8](Cleary、Kaplan and Zingales、Gomes等)。

到目前为止, 国内学者大多是在借鉴国外理论模型的基础上, 以中国证券市场数据为样本展开相关研究。如冯巍^[9]将企业内部现金流量引入新古典综合派的企业投资模型, 发现我国企业投资规模不仅取决于投资机会和资金使用成本, 同时还受到内部现金流量的影响, 在根据一定标准将样本公司划分为存在融资约束和不存在融资约束两类之后, 发现内部现金流量对于存在融资约束的公司影响更加显著。何金耿和丁加华^[10]则通过实证检验发现, 我国上市公司现金流与投资之间的正向关系是由于管理机会主义而不是融资约束引起的。魏锋和刘星^[11]研究了融资约束、不确定性和公司投资行为之间的内在联系, 结果表明我国上市公司投资存在融资约束状况, 而且融资约束与公司投资—现金流敏感性之间显著正相关; 公司特有不确定性和总体不确定性与公司投资之间存在正向关系, 而市场不确定性与公司投资之间呈负相关; 同时, 融资约束在一定程度上减轻了不确定性对公司投资的影响。伍利娜、陆正飞^[12]以实证研究的方法, 用数据说明一定融资结构下的股东—债权人利益冲突对企业投资行为的影响。研究发现, 资产负债率与投资不足及过度投资行为的发生均呈现正相关关系; 而企业的盈利状况越差, 越会加剧这种投资不足和过度投资行为。因此他们得到的结论与国外已有理论基本一致。

综上所述, 国内外学者对于融资约束的理论研究, 主要集中于投资—现金流敏感性关系的研究, 得出投资与内部现金流之间存在着较为显著的敏感性, 并深入探讨了影响这种敏感性的因素, 研究较为广泛和深入。对于融资约束下, 银行信贷和商业信用对中小企业投资行为的研究文献, 并不多见, 而对这方面问题的研究还有很多的空白和发展空间, 因此, 笔者拟从银行信贷融资约束的视角探

讨中小企业的投资行为。

二、研究假设和模型设计

1. 研究假设

在当前我国中小企业的负债来源结构中, 银行信贷和商业信用是其主要成分。无论是银行信贷还是商业信用, 它们的存在均可约束企业的财务资源, 从而影响管理层的投资决策, 但它们在作用机理上却具有明显的不同, 有研究显示, 商业信用和银行借款与投资规模之间的相关程度存在差异^[13]。商业信用由于较强的再融资约束, 使得它对企业的投资行为能够起到约束作用。银行信贷还本付息的特征虽然能够对企业形成一定的流动性约束, 但是由于再融资约束的缺乏, 使得银行信贷反而对企业的投资行为起促进作用。据此, 笔者提出假设:

假设 1 银行信贷与中小企业投资支出呈正相关关系, 商业信用与中小企业投资支出呈负相关关系。

在利息保障倍数作为衡量融资约束的指标时, 具有不同利息保障倍数的企业, 商业信用和银行信贷对投资支出会有不同的影响。利息保障倍数越高的企业, 由于其良好的偿债能力和盈利能力使得企业会因为商业信用的高融资成本而选择尽早还款, 融资渠道受到严重约束; 而对于银行信贷来说, 理性的银行债权人如果能识别出企业的偿债能力和盈利能力, 可能会为其注入资本, 或通过短期借款“展期”为企业提供长期资本来源。利息保障倍数越低的企业, 理性的银行债权人出于对资金的安全考虑, 会制定严格的贷款制度, 从而抑制企业投资, 而存在还款风险的企业会因为外部融资渠道替代, 情愿选择利率高还款要求严格的商业信用。因此在利息保障倍数不同的企业中, 商业信用和银行信贷对投资支出的影响可能会存在差异。笔者由此提出如下假设:

假设 2 利息倍数越高, 即企业受到的融资约束越低, 商业信用对企业投资支出的影响为负; 而银行信贷对于企业投资支出的影响为正或不显著。

假设 3 利息倍数越低, 即企业受到的融资约束越高, 银行信贷对企业投资支出的影响为正, 而商业信用对企业投资支出的影响为正或不显著。

2. 模型设计

考虑到我国现有的条件,使用 q 模型和新古典投资模型并不恰当,笔者使用加速模型作为企业投资行为。加速模型关注的是企业短期发展机会,企业收入的增长代表了这种发展机会,因此,将企业投资机会简化为销售收入的增长。加速模型由于避开了证券市场因素如企业市场价值等,也避开了企业融资的资本成本等,而仅考虑企业实际经营中的因素,比较适合我国国情。借鉴艾维安(Aivazian)^[14]等的研究模型,结合本文的研究目的,笔者设计的基本模型如下:

$$(I/K)_{it} = a_0 + a_1(\Delta REV / REV)_{it} + a_2(S/K)_{it} + a_3(CF/K)_{it} + a_4L_{it} + a_5SIZE + e_{it}$$

模型中, I 为企业投资增量,本文将其定义为固定资产(具体指资产负债表中固定资产原价、工程物资及在建工程三项之和)的年度增加值,这样定义可以较全面地反映企业的投资情况。 K 为年初固定资产净额合计值,代表企业资本存量。 REV 为上年度企业主营业务收入, ΔREV 为本年度主营业务收入相对于上年业务收入的增加额,两者的比值为营业收入变化对投资水平的解释程度。 S 表示公司的总销售收入, CF 为企业的年度经营活动所产生的现金流量净额,净现金流与资本存量的比值反映企业的一定资本资产水平下的现金流水平。 L_{it} 在实证分析部分代表商业信用 CD_{it} 或银行信贷 BD_{it} , e 是随机误差项。所有 i 代表公司, t 代表第 t 年度。

三、实证分析

1. 样本筛选与数据描述

笔者以国内上市中小企业 2005—2007 年这 3 年的财务数据为基础,按照以下步骤对样本进行筛选:

1)为了保证样本的连续性和数据的完整性,剔除了在 2007 年及以后新上市和退市的中小企业。由于这些企业刚上市,用固定资产增加值估计这些企业的年度资本支出具有较高的误差。

2)从原始样本中剔除每年被 ST 和 PT 的公司,这些公司或者财务异常,或者已连续亏损 2 年以上,流动性约束将十分严重。

3) 剔除年度数据不全的企业。

最终,笔者确定 105 家中小企业的年度数据作为研究样本。数据来源于:中国金融和经济研究数据库(<http://terminal.chinaef.com/>),东方财富网(<http://www.eastmoney.com/>)。

表 1 总体样本描述性统计

变量	最大值	中位数	最小值	均值	标准差
I/K	11.418	0.346	-0.273	0.592	1.007
$\Delta REV/REV$	278.996	21.895	-24.806	28.584	36.899
S/K	65.266	3.455	0.148	5.721	7.698
CF/K	2.689	0.225	-1.406	0.291	0.496
BD	0.742	0.187	0.003	0.197	0.133
CD	0.685	0.148	0.002	0.166	0.112
$SIZE$	13.485	11.389	9.994	11.433	0.626
$FCCOV$	2143.349	7.675	0.400	41.348	174.755

表 1 列示了各变量的描述性统计结果,从表中可以看出投资水平的均值和中位数均大于现金流,说明内部现金流无法满足投资需求,企业普遍存在外部融资需要。主营业务收入增长率与销售收入都代表企业的投资机会和成长性,虽然主营业务收入增长率有差异,但是期均值为 28.584,说明上市中小企业普遍存在着较多的投资机会。银行借款与商业信用的均值和中位数显著小于内部现金流的均值和中位数,说明中小企业投资主要依赖于内部现金流投资,其次才是商业信用和银行信贷。表 1 显示利息保障倍数差异巨大,从 0.400 到 2 143.349。这是一个既体现企业能力又体现企业盈利能力的指标,因此,可以想象在如此巨大的差异下,企业投融资行为也一定有所不同。

2. 实证检验及结果分析

(1)全样本下的投资支出与银行信贷、商业信用敏感关系实证研究。表 2 显示了全样本的最终回归结果。通过逐步回归,结果发现,商业信用与投资支出在 0.01 的水平上显著负相关,相关系数为 -1.695,说明商业信用对中小企业投资行为的约束力较大;银行借款与投资支出的回归结果显示,银行借款与投资支出呈现一种较强的正相关关系,相关系数为 0.926,在 0.5 的显著性水平上通过了 t 检验,说明银行借款是企业投资的重要资金来源,其对中小企业的投资行为起促进作用。以上回归结果

表明商业信用对企业投资行为具有约束作用,而银行借款则能激励中小企业进行资产替代、扩大投资。以上分析说明,假设1通过了检验。

表2 全样本逐步回归分析表

	非标准系数		标准系数	<i>t</i>	Sig.
	B	标准差	Beta		
(常数)	0.081	0.157		0.519	0.605
<i>S/K</i>	0.079	0.009	0.602	8.860	0.000
<i>CF/K</i>	0.545	0.119	0.269	4.571	0.000
<i>CD</i>	-1.695	0.599	-0.188	-2.828	0.005
<i>BD</i>	0.926	0.452	0.122	2.050	0.042
<i>F</i> 值			30.350***		
Adj. <i>R</i> ²			0.360		
D.W.			1.861		

同时从表2可知,内部现金流是第二个进入方程,回归系数为0.545,并在0.01的水平下显著正相关。这说明,就总体样本而言,上市中小企业的投资对现金流存在着强烈的依赖。由于系数为正,说明企业的投资支出随着现金流的增减而增减,内部现金流每增加1%,投资就将相应增加0.545%,内部现金流越充沛,企业的投资规模将越大。这与Fazzari, Hubbard and Petersen (1988)、Whited(1992)等学者的研究^[1,3]一致,我国中小企业的投资依赖于内部现金流,投资与内部现金流呈显著的正相关关系。

(2) 融资约束下投资支出与银行信贷和商业信用敏感性研究。对总体样本进行回归后,笔者以利息保障倍数作为融资约束的替代变量,对样本企业进行分类探讨,不同融资约束下,银行信贷与商业信用对投资支出的影响。

在国外以往的相关研究中,股利支付率是衡量融资约束的常用指标,然而这一指标在我国却难以适用。我国上市公司的股利发放不稳定,随意性大,股利支付率难以反映企业真实的融资约束状况。而利息保障倍数较之有以下优点。首先,该指标常用来衡量公司的偿债能力,并且在一定程度上反映了公司的盈利能力,无论是银行发放贷款还是债权人或股东投资,都十分注重考察该指标,从而判断投资风险。因此,利息保障倍数高的公司在偿债能力方面较强,盈利水平高,投资风险小,进而外部融资能力高。其次,利息保障倍数比股利支付率更客

观,利息支出不会因为投资机会的好坏、管理者的偏好等因素而随意增减。

因此,我们根据利息保障倍数的高低对样本企业进行分类。以利息保障倍数小于均值部分作为高融资约束组,大于均值部分作为低融资约束组。回归结果如下:

表3 低融资约束企业投资与银行借贷、商业信用敏感性回归分析表

	非标准系数		标准系数	<i>t</i>	Sig.
	B	标准差	Beta		
(常数)	2.586	5.602		0.462	0.648
$\Delta REV/REV$	0.013	0.011	0.128	1.219	0.234
<i>S/K</i>	0.136	0.019	0.871	7.151	0.000
<i>CF/K</i>	1.262	0.287	0.421	4.401	0.000
<i>BD</i>	0.017	3.424	0.000	0.005	0.996
<i>CD</i>	-5.419	2.112	-0.329	-2.566	0.016
<i>SIZE</i>	-0.258	0.526	-0.056	-0.490	0.628
<i>F</i> 值			16.905***		
Adj. <i>R</i> ²			0.749		
D.W.			1.829		

从表3中可以看出,在低融资约束企业中,内部现金流与投资支出的回归结果显示,内部现金流与投资支出在0.01的水平上与投资支出呈正相关关系,相关系数为1.262,表明了中小企业在不受融资约束的情况下,投资支出与内部现金流存在着强烈的依赖。商业信用与投资支出呈负相关关系,说明商业信用越多,投资支出越少,投资不足越严重。银行借款与投资支出的回归结果表明,银行借款与投资支出呈现一种正相关关系,但是这种关系并不显著。结果表明,假设2通过检验。

表4 高融资约束企业投资与银行借款、商业信用回归分析表

	非标准系数		标准系数	<i>t</i>	Sig.
	B	标准差	Beta		
(常数)	1.744	0.855		2.040	0.043
$\Delta REV/REV$	0.002	0.001	0.109	1.435	0.153
<i>S/K</i>	0.021	0.009	0.203	2.239	0.026
<i>CF/K</i>	0.184	0.107	0.135	1.727	0.086
<i>BD</i>	0.963	0.408	0.210	2.360	0.019
<i>CD</i>	0.233	0.523	0.042	0.446	0.656
<i>SIZE</i>	-0.147	0.079	-0.157	-1.857	0.065
<i>F</i> 值			2.771**		
Adj. <i>R</i> ²			0.057		
D.W.			1.833		

从表4中可以得知,在高融资约束组中,内部现金流与投资支出的回归结果显示,内部现金流与投资支出在0.1的水平上与投资支出呈正相关关系,相关系数为0.184,说明中小企业在受到融资约束时,依赖于内部现金流。从表4得知,商业信用与投资支出的回归结果显示,商业信用与投资支出呈现一种正相关关系,但是这种关系并不显著。商业信用融资依赖于长期的合作关系与良好的商业信誉,以及规范的结算方式。中小企业投资支出与商业信用之间的正相关关系不显著,充分说明我国中小企业信用评价体系的不健全,而导致错误的信用政策制定,使提供信用方为降低坏账风险而提高信用标准,因而限制了商业信用融资方式的使用。银行信贷在0.5的水平上与企业投资支出呈较强的正相关关系,相关系数为0.963。反映了中小企业在受融资约束的情况下,更加依赖于银行信贷。其原因可能基于中小企业与银行之间的关系型借贷,使得中小企业在受融资约束的情况下,也能从银行获得贷款来满足企业的投资。这与以往中小企业难以获得银行信贷的观点相反。同时发现,销售收入在0.05的水平上与投资支出呈正相关关系,这验证了销售加速模型。

四、结论及启示

本文运用上市中小企业的面板数据,采用实证模型进行回归,揭示出了商业信用、银行信贷与中小企业投资支出的关系。研究结果表明:1)商业信用与中小企业投资支出呈负相关关系,银行信贷与中小企业投资支出呈正相关关系。商业信用对中小企业投资支出存在一定的抑制作用,银行信贷对中小企业投资支出起促进作用。2)在不同融资约束情况下,商业信用与银行信贷对企业投资支出的影响表现出一定的差异性。低融资约束企业中,商业信用对企业投资支出的影响为负;而银行信贷对于企业投资支出的正相关关系并不显著;高融资约束企业中,银行信贷对企业投资支出的影响为正,而商业信用对企业投资支出的正相关关系并不显著。结果表明,银行信贷融资是我国中小企业最重要的外部资金来源渠道,建立健全我国的信用制度是克服中小企业融资瓶颈的重要举措。笔者认为可

采取以下措施:

(1) 建立健全中小企业信用制度。中小企业信用制度就是指关于中小企业信用信息的收集、管理和传播的制度。一般可以通过以下两个重要渠道增加中小企业信息生产和收集。一是由专业性机构生产和出售中小企业的信用信息。设立私人盈利性专业公司,由它们负责搜集和生产中小企业(也包括其他企业)有关的信用信息,将好企业和坏企业区分开来,然后将这些信息卖给贷款银行。二是通过银行自身的审查和监督活动来获取信息。银行和金融机构本身就是生产信息的专家,在很大程度上,生产信息方面的优势是银行和其他金融机构得以产生和存在的依据。

(2) 拓宽中小企业企业融资渠道,改善企业资金不充裕的状况。主要是加速资本市场的建设和完善,尤其是建立适合中小企业的资本市场,如区域性产权交易所为企业的融资拓展广阔的渠道,同时,区域性产权交易所的完善也为风险资本提供了撤资渠道。

(3) 完善中小企业贷款担保体系,对有潜力的中小企业提供的贷款给予担保,可以使缺乏抵押品的中小企业获得金融机构贷款。在我国,贷款担保机构可以由中小企业联合起来以股份制形式组建担保共同体,或者由政府设立永久性机构为中小企业提供贷款担保,并为担保共同体提供再保险业务和资金支持。此外,以创新的方式开拓各种渠道为中小企业提供担保、抵押品。

参考文献:

- [1] Fazzari, Steven M, R Glenn Hubbard, et al. Financing Constraints and Corporate Investment[J]. Brookings Paper on Economic Activity, 1988(1): 141-206.
- [2] Hoshi T K, Ani IK, Scharfstein D. Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese panel data[J]. Quarterly Journal of Economics, 1991, 106(1): 33-60.
- [3] Whited T M. Debt, liquidity constraints and corporate investment: evidence from panel data[J]. Journal of Finance, 1992, 47(4): 1 425-1 459.
- [4] Schaller H. Asymmetric information, liquidity constraints, and Canadian investment[J]. Canadian Journal of Economics, 1993, 36(3): 552-574.

- [5] Kaplan ,Steven ,Luigi Zingales .Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?[J] . Quarterly Journal of Economics , 1997 (112) : 169-215.
- [6] Clear S . The relationship between firm investment and financial status[J] . Journal of Finance ,1999(54) :673-692.
- [7] Kaplan , Steven , Luigi Zingales . Investment-cash flow sensitivities are not useful measures of financing constraints[J] . Quarterly Journal of Economics , 2000 (115) : 707-712.
- [8] Gomes J F .Financing investment[J] .American Economic Review , 2001(91) : 1 263-1 285.
- [9] 冯 巍 . 内部现金流量和企业投资[J] . 经济科学 , 1999(1) : 51-57.
- [10] 何金耿 , 丁加华 . 上市公司投资决策行为的实证分析[J] . 证券市场导报 , 2001(9) : 44-47.
- [11] 魏 锋 , 刘 星 . 融资约束、不确定性对公司投资行为的影响[J] . 经济科学 , 2004(2) : 35-43.
- [12] 伍利娜 , 陆正飞 . 企业投资行为与融资结构的关系 - 基于一项实验研究的发现[J] . 管理世界 , 2005(4) : 99-105.
- [13] 童 盼 , 陆正飞 . 负债融资、负债来源与公司投资行为[J] . 经济研究 , 2005(5) : 75-84 .
- [14] Aivazian V A , Ying Ge , Jiaping Qiu . The impact of leverage on firm investment : Canadian evidence [J] . Journal of Financial Economics , 2005(11) : 277-291 .

责任编辑: 李东辉

(上接第 55 页)

步完善“市长热线”、“领导接待日”等制度, 拉近相关领导与渔民的距离, 保证渔民心声能够准确、完整地领导所掌握; 第三, 进一步完善人民代表大会制度, 尽量使渔民群体有自己的人大代表。

4. 完善渔民社会保障体系

完善的社会保障体系是保证渔民可持续发展的基础。鉴于渔民目前的就业能力以及无田无土的现状, 捕鱼又属于季节性的创收活动, 政府部门应认真调查, 把握实际情况, 制定和完善渔民各项社会保障具体制度, 从根本上解决渔民的后顾之忧。社会保障体系的建立和完善依赖于一定的经济基础和经济条件, 而且是一个十分浩大的工程, 因而政府部门应根据各地的经济发展水平的实际, 有重点循序渐进。针对目前渔民普遍关心的养老问题, 各地政府一方面要应认真研究, 稳步建立适当的养老保险制度, 另一方面要创新思维, 探索多种多样的适合渔民这一特殊群体的养老保障模式。针对渔民最为关心的“看病难”的问题, 要进一步完善新型农村合作医疗, 消除备受渔民诟病的医保“门槛费”。渔民群体因其长期在湖上作业, 大多患有风湿类、

关节痛和血吸虫病等慢性病, “门槛费”的存在不利于需要靠长时期的保养和治疗的慢性病病人的医治。另外, 政府应根据人们生活水平的变化及时调整低保和禁渔期临时生活补贴, 缓解渔民的生存压力, 使渔民不至于为了生存宁愿冒险在禁渔期违规捕捞, 形成恶性循环。

参考文献:

- [1] 关于解决洞庭湖区捕捞渔民生产生活困难的意见 [EB/OL] . <http://222.240.131.234:8080>, 2009-04-14 .
- [2] 李新连, 戴乐平, 曾斌求, 等 . 发展成效明显基础尚需巩固——前三季度全省经济形势及后期走势分析 [EB/OL] . <http://www.hntj.gov.cn>, 2009-10-23 .
- [3] 2009 年湖南省各市州农民收入平稳增长 [EB/OL] . 湖南省政府门户网站, www.hunan.gov.cn, 2010-01-29 .
- [4] 李红炳, 徐德平 . 洞庭湖“四大家鱼”资源变化特征及原因分析 [J] . 内陆水产, 2008(6) : 34 .
- [5] 廖伏初, 何兴春, 等 . 洞庭湖渔业资源与生态环境现状及保护对策 [J] . 岳阳职业技术学院学报, 2006(6) : 36 .

责任编辑: 陈向科