

民间借贷缓解了中小微企业融资约束吗？

——来自温州的证据

雷新途,林素燕,祝锡萍

(浙江工业大学 经贸管理学院,浙江 杭州 310023)

[摘要]通过对195个来自温州地区中小微企业样本研究发现:虽然整体上中小微企业民间借贷比低于正规信贷比,但部分企业对民间借贷依赖较大,特别是乡镇企业民间借贷比例高。统计显示:中小微企业在民间借发生后正规信贷比不升反降。回归检验也支持了民间借贷不利于提高正规信贷比的假设,特别是以中小微乡镇企业为样本的检验结果尤其显著。最后,向金融机构进行问卷调查,结果显示:民间借贷并不利于中小微企业后续信贷融资授信评价。该结论否定了已往研究文献所隐含前提假设,说明正规金融制度建设是解决中小微企业融资约束主要路径。

[关键词]民间借贷;中小微企业;融资约束;非正规金融;体制外金融;举债通力;金融机构

[中图分类号]F831.5 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2015)06-0097-09

一、引言

虽然近年来我国学术界正视了非正规金融问题,但更多的是从宏观、中观的角度研究民间借贷生成的制度原因和功能以及研究民间借贷产生的问题和危害。而且这些研究文献往往隐含一个微观前提假设即民间借贷能够有效缓解中小微企业融资约束。但是,迄今为止,我国民间借贷是否真正缓解了中小微企业融资约束,这个根本性的问题缺乏有效、严谨的微观经验证据支持。理论上而言,在信贷配给效应较强、利率非市场化的转型经济背景下,民间借贷可拓宽中小微企业融资渠道,有效填补面向中小微企业正规金融供给的缺口。同时,作为一种非正式的关系型契约(relational contracts),民间借贷形成的信贷契约嵌入多种特定的社会关系(如地缘、血缘、宗亲等关系),有利于契约的自我履行。从这个逻辑角度来看,民间借贷具备缓解中小微企业融资约束的特定功能。但是,民间借贷属于一种体制外金融,缺少有力的制度监督和法律约束而使其风险大、不确定性因素较多,从而提升了正规金融机构对有民间借贷行为企业的警惕性,加剧了双方信息不对称。又由于民间借贷成本高、期限短,很容易导致中小微企业在民间借贷后发生一系列财务异化行为而恶化财务状况,进而面临更严重的融资约束。由此可见,理论上论证民间借贷能否真正缓解中小微企业融资约束完全可得出两种截然相反的结论。因此,有必要针对两个竞争性的理论逻辑进行实证检验。

基于上述背景,我们通过调研获取了195家来自温州地区中小微企业的样本数据,实证检验了中小微企业民间借贷是否真正缓解了其融资约束。由于数据可获得性,那些适用信息公开披露、财务报

[收稿日期]2015-01-17

[基金项目]浙江省科技厅重点软科学研究项目(2013C25029);教育部人文社会科学基金(12YJA630053);教育部人文社会科学青年基金(11YJC630119);浙江省社会科学规划重点项目(15NDJC021Z);浙江省自然科学基金项目(LY15G020017);浙江省哲学社会科学重点研究基地技术创新与企业国际化研究中心资助项目

[作者简介]雷新途(1972—),男,浙江温州人,浙江工业大学教授,博士,博士生导师,从事金融与财务问题研究;林素燕(1974—),女,浙江台州人,浙江工业大学副教授,博士研究生,从事审计与财务问题研究;祝锡萍(1962—),男,浙江绍兴人,浙江工业大学副教授,从事财务与会计问题研究。

表体系和数据相对完整的上市公司的融资约束检验方法基本不适合中小微企业。因此我们在判断和检测中小微企业融资约束的着眼点在于中小微企业体制内举债能力的变化。我们设计了三种检测方式。首先,本文通过问卷调查,检验中小微企业民间借贷前后正规信贷比分布是否存在显著性差异;其次,在所获得数据基础之上,对民间借贷与正规信贷比进行回归检验;最后,向商业银行、小额贷款公司、村镇银行、农村信用合作社等金融机构问卷调查,检验它们对有民间借贷的中小微企业贷款意愿有无显著变化。我们研究发现中小微企业在民间借贷发生后正规信贷比不升反降,显示民间借贷不利于提高正规信贷比。以正规信贷比为解释变量,以民间借贷比为主测试变量,以成长性、规模、投资额度、企业年限为控制变量的回归检验也表明,民间借贷不利于提高中小微企业正规信贷比,尤其乡镇中小微企业。向金融机构进行问卷调查的结果也反映出同样的事实,即民间借贷并未真正缓解中小微企业融资约束。

二、文献回顾

国外学者研究表明,无论是金融抑制还是金融自由的国家或地区,均不同程度存在民间借贷等非正规金融,且其对企业融资和价值增长具有重要的功能和意义。Besley 和 Coate、Hoff 和 Stiglitz 等研究发现民间借贷具有降低风险、监督和控制、便利交易等金融功能。民间借贷对企业特别是中小微企业的融资起着不可替代的作用^[1-2]。中小微企业由于规模、治理结构等因素导致其信贷资信通常低于大型企业。而且从产权性质而言,我国中小微企业大部分是民营企业。大量文献研究表明我国民营企业遭受银行信贷资源配置方面的金融歧视。无论是借贷规模、借贷期限还是借贷成本方面,民营企业均不具有与国有企业相同地位和优势,因而表现出较大程度的融资约束。在银根紧缩期间,中小微企业融资约束程度更大。中小微企业在正规金融无法缓解其融资约束的条件下,自然而然从体制外(即非正规金融)寻求替代性融资——民间借贷。赵玉珍、虞群娥等研究发现,民间金融与中小微企业存在共生、互动关系^[3-4]。林毅夫等先后以信息经济学、交易费用理论研究表明,民间借贷能够改进整个信贷市场的资金配置效率,是缓解中小微企业融资困境的一个途径^[5]。罗党论等对温州地区苍南县新渡村乡镇企业进行研究,以互助融资机制为基础的民间借贷对解决中小微企业融资问题确实发挥了作用^[6]。最近,王定祥等对全国 25 省 1062 家小微企业信贷需求与借贷行为进行调查,发现小微企业对民间借贷依赖程度较大^[7]。这些研究从不同角度表明中小微企业面临体制内信贷融资约束,而作为体制外金融供给的民间借贷,能够缓解中小微企业融资约束,促进中小微企业发展。但是对于民间借贷能否真正缓解中小微企业融资约束仍缺乏更直接、严谨的实证证据予以支持。

三、制度背景、理论分析与研究假设

由于规模、资信、抵押品、财务结构等固有属性而使中小微企业面临体制内融资约束,呈现出很强的信贷配给特征^[8]。加之,我国转型经济阶段存在的所有权金融歧视和利率非市场化管制的制度背景,进一步强化了信贷配资下我国中小微企业无法及时或足额获得正式金融支持。正是体制内金融供给的不足,才迫使中小微企业求助于利率成本高得多的民间借贷,这也是过往学术上研究民间借贷基本逻辑起点。与此同时,长期以来我国民间资本存量巨大,在某些省份民间资本成为企业特别是中小企业投资的重要来源。2013 年 4 月 17 日浙江省政府新闻办发布的《浙江省工业有效投资情况通报》显示,2012 年民间工业投资额为 4621.8 亿元,同比增长 19.6%,占全省工业投资比重达 76.3%。近几年由于国务院或地方政府相继出台政策加大对房地产开发、煤矿等矿产开采的调控与监管,民间资本逐渐从房市、矿产被挤压出来。据保守估计,我国民间资本存量超过 10 万亿元。另有数据表明,单浙江一省民间资本存量就高达 1 万亿元以上。巨大的民间资本无法在体制内找到合适的投资渠道,客观上加大了体制外民间借贷的供应。目前,我国民间借贷市场总规模已超过 4 万亿元,达到银行表内贷款规模的 10%~20%。民间借贷成为中小微企业重要的资金来源。在温州,人人想创业,

人人想当老板,但走向创业以后,资金是严重不足的,只能依赖于外部供血。然而,大约80%的中小企业不可能从金融机构取得贷款,那么它只有转向民间借贷。

从契约理论角度,民间借贷形成的信贷契约是一种非正式的关系型契约,具备有效率的非正式缔约和履约机制。通常民间借贷发生具有地缘关系、血缘关系、宗亲关系,借贷双方(放贷者与中小微企业主)具有互惠性。借贷双方彼此熟悉、相互了解,有效缓解了信息不对称,可以避免正式信贷交易所发生的高额征信成本。同时,特定关系带来的长远互惠性也为放贷者提供了签约激励。因此,从缔约角度而言,民间借贷可以有效节约交易费用。另外,民间借贷形成的关系型融资契约,其具有以声誉机制为基础的自我履行机制。嵌入多种特定的社会关系(如地缘、血缘、宗亲等关系)为声誉机制促进民间信贷契约的自我履约提供更多履约资本担保,降低了契约冲突的可能性。从信贷配给理论角度,中小微企业普遍由于规模小、信息披露难以健全、经营风险大等原因而遭受体制内信贷歧视,从而面临融资约束。信贷配给引发的中小微企业融资约束主要具体表现为三个方面:(1)无法足额获得符合最佳投资规模需求的金融信贷额度;(2)虽能满足最佳信贷规模,但需要付出超额的信贷成本,包括隐性的交易成本和显性利率成本;(3)不能在最佳时机获得信贷支持。在信贷配给效应较强、利率非市场化的金融环境中,民间借贷可拓宽中小微企业融资渠道,对正规金融进行有益补充,可以缓解信贷配给带来的融资约束问题。民间借贷可以满足信贷配给条件下的正规金融缺口,实现符合最佳投资规模的融资需求,同时,非正式性契约安排的民间借贷在一定程度上可降低实际信贷成本,确保短期内完成借贷交易,及时补充中小微对资金的需求。因此,我们提出假设1。

H1:民间借贷缓解了中小微企业融资约束,有助于提升其举债能力。

考虑现实因素,民间借贷可能不但无法发挥融资功效,缓解中小微融资约束,甚至还有可能恶化财务状况,降低体制内举债能力。民间借贷将使正规金融机构与中小微企业之间的信息更为不对称,影响其举债能力。依据信息结构下信贷配给理论表明,信息不完全和不对称均是信贷配给的逻辑基础。而民间借贷属于一种体制外金融,缺少有力的制度监督和法律约束而使其风险大,不确定性因素较多,从而提升了正规金融机构对有民间借贷行为的企业的警惕性。加之,民间借贷的隐蔽性特征,将加剧资金供给双方的信息不对称,进而使双方面临更为严重的代理冲突。这两个方面导致正规金融机构对有民间借贷行为或记录的中小微企业信任度下降,使其更难以获取正规金融机构的信贷支持,大大提高了再缔约的交易成本,这是中小微企业面临更严峻的信贷配给困境。另外,有隐蔽民间借贷的中小微企业,实际提高了向其提供正规信贷的金融机构所承担的违约风险,客观上形成了财富侵占的资产替代效应。在资产替代效应作用下,金融机构信贷资产价值有一部分向中小微企业发生转移。因此,资产替代效应为金融机构对中小微企业的信贷意愿提供了负面激励,客观上强化了信贷配给效应,使其面临更大的融资约束。

民间借贷现实中可能进一步恶化企业财务状况,甚至引发企业失败。第一,民间借贷市场与正规金融市场彼此分割,套利定价机制不能发挥作用,无法实现正常竞争机制下的风险与收益均衡,从而导致了所谓的民间借贷高利率、高风险的双高特性。民间借贷的双高特征加大了中小微企业实际债务融资成本的同时又放大了财务风险,使中小微企业风险与收益处于失衡状态。第二,民间借贷期限通常较短,无法用来满足中小微企业长期投资对资金占用的需求。偿还期限迫在眉睫的民间借贷,给企业带来的巨大财务压力,很可能诱发中小微企业主非理性的投资或经营行为。投资方面,企业很可能选择那些投资回收期短、效率不高的投资项目而致使有效投资不足,使企业难以根本性摆脱财务困境。经营方面,为缓解资金压力、降低成本,拖欠贷款、拖欠员工工资以及降低产品质量、偷税漏税等诸如此类的短期行为,将严重影响企业与客户、供应商、员工、政府部门等利益相关者之间的关系,使企业理财环境日益恶化。第三,民间借贷通常发生在熟人社区中,借贷双方具有多重社会关系,在有利于借贷契约缔结和履行的同时也潜藏了负面的影响,即一旦发生民间借贷未能如期偿还,负面信息将多途径、快速的传播和影响,从而加大了危机处理的难度,不利于中小微企业风险管控。因此,民间

借贷不但不能提高企业正规融资能力反而可能使其面临更严重的融资约束。基于此,本文提出与第一个假设相竞争的假设 2。

H2:民间借贷使中小微企业面临更严重的融资约束,降低其举债能力。

三、研究设计

(一) 中小微企业融资约束的检测

狭义上的融资约束是指企业外部融资成本高而使企业依赖内源融资来满足投资需求。融资优序理论以信息经济学和代理成本理论为基础最早研究了融资约束产生的根源,即由于外部投资者与企业存在信息不对称使外部融资因高居不下的代理成本而不经济,因此企业更多从内部满足资金需求。而此后的学者,则从观察融资约束企业财务特征及受其影响的财务变量来判断和测量企业是否受到融资约束以及约束程度。目前,关于融资约束的判断与测量方法主要有三类:投资-现金流敏感系数、现金-现金流敏感系数以及以企业财务变量的线性组合建立用以度量融资约束程度的指数。我国民间借贷利率很高,远高于央行规定同期贷款利率的上限。中小微企业融资约束从金融供给角度而言,其根源在于信贷配给和利率管制。中小微企业即便愿意支付高额的利率也难获得银行的信贷支持,因此民间借贷才有存在的市场。这表明我国中小微企业普遍呈现出较弱的体制内举债能力,是不同上述三种方法所指向的由于内外融资成本差异造就的融资约束。从数据可获得性而言,上述三类方法主要是适用信息公开披露、财务报表体系和数据相对完整的上市公司。而对规模偏小、报表体系和数据不完整的非上市中小微企业,上述三类方法很大程度均存在适用性问题。因此,我们在判断和检测中小微企业融资约束主要着眼点在于中小微企业体制内举债能力,具体为信贷能力的变化。依据此思路,我们设计民间借贷是否缓解中小微企业融资约束的三种检测方式。

1. 中小微企业民间借贷前后正规信贷比($Loans - ratio$)分布是否存在显著性差异检验。

2. 民间借贷与正规信贷比相关性的回归检验。模型如下:

$$Loans_ratio_i = \beta_0 + \beta_1 C - credit_i + \beta_2 Growth_i + \beta_3 Size_i + \beta_4 I_i + \beta_5 Age_i + \beta_6 \sum year + \beta_7 \sum industry + \varepsilon$$

其中, $Loans - ratio_i$ 为正规信贷比(长短期信贷总额与资产总额之比), $C - credit$ 为民间借贷比(民间借贷规模与资产总额之比), $Growth$ 为公司增长率(具体为销售收入环比增长率), $Size$ 为企业规模(具体为资产总额的自然对数), I 为投资额(长期资产净增加额与资产总额之比), age 为企业年限, $Year$ 、 $industry$ 分别表示样本数据的年份与企业行业。

3. 向商业银行、小额贷款公司、村镇银行、农村信用合作社等金融机构进行问卷调查,考察他们对有民间借贷的中小微企业贷款意愿有无显著变化。

(二) 样本与数据收集

我国民间借贷市场总规模已超过 4 万亿元,约为银行表内贷款规模的 10% ~ 20%。民间借贷几乎在全国各个地区不同程度存在,但在温州地区相对而言最为活跃。根据温州中小企业协会会长周德文提供的数据,温州 2011 年企业民间借贷规模已近 1200 亿元,占温州贷款比例的 20% 左右。因此,本文将具有代表意义的温州作为调研地区,获取相关样本与数据,以检验民间借贷能否缓解中小微企业的融资约束。

我们分别对温州地区苍南、平阳、乐清、文成、洞头、泰顺、永嘉等县市以及所属的村镇中小微企业进行了调研且发放了调查问卷。中小微企业作为非上市企业,没有义务公开相关数据,且民间借贷通常较为敏感而隐蔽。因此,我们清醒意识到有效样本和数据的收集决定我们这项研究成功与否。为此,我们积极争取地方中小企业协会、民营企业联合会等组织合作并提供协助。我们向所调研的中小微企业解释和说明课题为大样本研究而非具体企业的案例剖析;同时,采用设计统一格式的不记名样本数据表,企业填好后投入锁好的样本箱并现场混杂(即“锁箱法”),彻底消除其疑虑;我们也发动和组织了本校财会类研究生、本科生以及部分 MBA 学员参与实施相关样本和数据的收集。我们总共发

放了350份问卷,最后问卷回收了257份。在回收调查问卷中有65份对嵌套在问卷中用以检验问卷有效性的“互斥性”两个选项作相同的选择而判定为无效问卷。因此,最终确定有效问卷为195份。为了检验民间借贷前后财务状况与行为的差异,问卷设计中要求样本企业提供首次发生民间借贷年份前后至少1年的财务数据,换言之,样本企业至少涵盖三年的财务数据。但有效样本中有93家企业未涵盖三年,这样至少涵盖三年数据的样本企业剩下102家。基于样本的特殊性,当不需要前后比较混合截面数据的样本量为195家,当需进行民间借贷前后年度比较时,样本量为102家,而且其中有49家样本企业涵盖民间借贷后三年数据。另外,195家样本企业有72家属于乡镇企业。

四、实证结果与分析

(一)样本企业债务结构与民间借贷比统计分析

1. 中小微企业带息债务分析

195个有效样本中小微企业平均资产规模为246.489万元,但资产规模差异较大,最大资产规模有1247.97万元,最小规模为89.36万元,标准差达到756.43。样本企业资产负债率均值为26.354%,中位数为22.6251%。其中,从正规金融机构(各类商业银行、信用社、小额贷款公司等)获取信贷所占资产比例均值为12.5482%,中位数为9.6561%。与中小企业上市公司比较,非上市的中小微企业负债水平明显较低。而且非上市的中小微企业负债主要是来自应付账款等商业信用之类的自然性负债,带息债务占总债务不到50%,表明中小微企业确实存在较严重的信贷约束,也表明中小微企业更青睐成本相对低廉甚至无成本的商业信用融资。

2. 中小微企业整体上民间借贷比分析

民间借贷所占资产比例均值为8.4836%,中位数6.3210%,所占比例不高,也远低于正规金融信贷比例(见表1)。这说明大部分企业主要信贷来源还是来自体制内正规金融机构,民间借贷仅仅充当辅助作用。这个数据也可能与接受问卷调查企业处于某种顾虑而

表1 样本企业债务结构

指标	最大值	最小值	中位数	均值	样本量
资产负债率	65.6142	18.3482	22.6251	26.3564	195
正规信贷比	47.3827	10.356	9.6561	12.5482	195
民间借贷比	35.8014	4.6270	6.3210	8.4836	195

低报数据以及与中小微企业民间借贷表外处理等原因有关。尽管如此,我们也发现,部分企业民间借贷占资产比例高达35.8%,表现出对民间借贷较大的依赖。

3. 乡镇中小微企业和非乡镇中小微企业债务结构与民间借贷统计特征分析

我们发现样本企业中,72家乡镇中小微企业和123家非乡镇中小微企业债务结构与民间借贷表现出不同的统计特征。乡镇中小微企业总体负债水平和正规金融机构信贷比均比县市企业要低(如表2所示),表现出更严重的正规信贷约束。但乡镇企业民间借贷比均值(10.5767%)、中位数(8.8293%)均明显高于非乡镇企业均值(7.1134%)以及中位数(6.9347%)。或许乡镇中小微企业面临更严重的正规信贷约束促使其更多寻找民间借贷进行融资,这也从微观层面反映了农村金融供给的不足。

表2 乡镇中小微企业和非乡镇中小微企业债务结构

企业类别	乡镇企业(n=72)		非乡镇企业(n=123)	
指标	中位数	均值	中位数	均值
资产负债率	18.4574	21.5184	26.2764	28.5943
正规信贷比	8.5246	9.9364	11.8879	14.8634
民间借贷比	8.8293	10.5767	6.9347	7.1134

(二)民间借贷前后样本企业正规信贷比差异检验

本文拟借助检验民间借贷前后样本企业正规信贷比是否存在显著性差异来作为中小微企业民间借贷是否有助于缓解正规金融信贷约束。

1. 民间借贷前后中小微企业正规信贷比检验

(1)涵盖三年(即发生民间借贷前1年、当年及后一年)且数据平行的102家样本中小微企业的统计信息表明,民间借贷前一年正规信贷比为13.0845%,后一年正规信贷比为13.9956%,民间借贷后正规信贷比略有下降,不过差异不明显(见表3)。

雷新途,等:民间借贷缓解了中小微企业融资约束吗?

(2)对49家样本中小微企业涵盖民间借贷四年数据(即发生民间借贷前1年、当年、后一年、后两年)进行统计分析,我们也发现,民间借贷后正规信贷比有下降趋势。该统计信息反映不出民间借贷可缓解中小微企业融资约束及有助于提升其正规信贷举债能力,恰恰相反,初步支持研究假设H2,即民间借贷使中小微企业面临更严重的融资约束,降低其举债能力。

2. 民间借贷影响中小微企业融资约束检验

为分析民间借贷前后中小微企业正规信贷比是否存在显著性差异,本文接下来拟进行两组配对样本(paired samples)检验。

(1)中小微企业民间借贷前一年(t-1)与后一年(t+1)正规信贷比配对样本检验。检验结果显示:配对变量均值差为正,且T统计量达到4.6107,P值0.024小于0.05,表明民间借贷前后年中小微企业正规信贷比存在显著性差异。

(2)中小微企业民间借贷前一年(t-1)与后两年(t+2)正规信贷比配对样本检验。检验结果显示,向后一年的检验,具有更大的配对均值差(0.5246)、更大的T统计量和更小的P值,表明民间借贷前一年与民间借贷后的第三年中小微企业正规信贷比存在更显著的差异(见表4)。

上述民间借贷前后样本企业正规信贷比差异检验结果支持本文假设H2,即民间借贷不但未能提升中小微企业正规信贷比,反而使其面临更严重的信贷融资约束,降低其举债能力。

表4 民间借贷前后年中小微企业正规信贷比配对样本检验

Panel A 三年平行数据配对样本检验(n=102)							
配对差异							
配对变量差值的均值	标准差	标准误差均值	差值95%置信度的区间估计		T统计量	df	Sig(2-tailed)
			下限	上限			
0.3629	11.0912	3.8453	-0.0394	1.9670	4.6107	101	0.024
Panel B 四年平行数据配对样本检验(n=49)							
配对差异							
配对变量差值的均值	标准差	标准误差均值	差值95%置信度的区间估计		T统计量	df	Sig(2-tailed)
			下限	上限			
0.5246	11.0912	3.8453	0.0967	2.3021	5.2810	48	0.015

(3)民间借贷与正规信贷比回归检验

为了进一步检

表5 中小微企业民间借贷与正规信贷比回归检验

被解释变量	正规信贷比(Loans - ratio)							
	模型	模型1		模型2		模型3		模型4
解释变量	系数	T值	系数	T值	系数	T值	系数	T值
constant	0.226 **	2.37	0.406 ***	3.12	0.398 **	2.69	0.810 ***	3.64
c - credit	-0.641 *	1.71	-0.751 **	1.98	-0.643	1.48	-0.824 **	2.05
growth	0.0284 **	2.20	0.109 **	2.25	0.033 **	2.09	0.143 **	2.37
size	0.054	1.14	0.093	1.04	0.028 *	1.84	0.066	1.32
I	0.072 *	1.80	0.140 *	1.90	0.088 *	2.10	0.273 *	1.87
age	0.010	1.30	0.085	1.28	0.010	1.45	0.069	1.31
year		控制		控制		控制		控制
industry		控制		控制		控制		控制
Adj R Square	0.2461		0.3069		0.3401		0.3908	
F	8.356 ***		9.6423 ***		8.005 ***		9.702 ***	
观测值	n = 195		n = 49		n = 123		n = 72	

注: *、**、*** 分别表示在10%、5%、1%水平上显著

(age)为控制变量。同时本文控制行业和(数据)年份带来的影响。回归结果如下。

(1)模型1是以195个有效总样本为基础的回归检验,模型2是以涵盖民间借贷后三年数据的49家样本企业为基础的回归检验,结果均表明民间借贷不利于提高正规信贷比,支持了研究假设H2。F值表明两个模型均整体显著。模型1回归结果显示,民间借贷比(c-credit)回归系数为负,且在10%水平上显著,表明中小微样本企业民间借贷后反而降低了正规信贷规模。与模型1相比,模型2民间借贷比(c-credit)回归系数更显著负相关,对正规信贷具有负面作用表现出更强的统计特征。模型1、模型2的回归结果支持了研究假设H2。此外,模型1、模型2中的成长性(growth)回归系数均在5%水平上显著正相关,说明发展速度促使企业提升银行信贷规模。模型2中投资额度(I)回归系数具有10%水平上显著正相关,说明投资规模是导致企业信贷规模原因之一。

(2)以乡镇中小微企业和非乡镇中小微企业为样本观测值回归检验,结果表明乡镇企业民间借贷明显降低了企业正规信贷能力,而非乡镇企业却不具有显著性。F值同样表明两个模型均整体显著。以非乡镇企业(123家)为样本的模型3数据显示民间借贷比(c-credit)回归系数虽然为负,但并不显著。而以乡镇企业(72家)为样本的模型4数据显示,民间借贷比(c-credit)回归系数为-0.824,t值为2.05,在5%水平上显著。两个模型中民间借贷比(c-credit)回归系数及t值结果的差异,显示非乡镇企业民间借贷对正规信贷影响不大,未能作为民间借贷降低正规信贷能力的证据。而在乡镇企业样本中,我们找了证据表明民间借贷降低了企业正规信贷能力。这与乡镇中小微企业对民间借贷依赖性更大有关。这个结果也说明民间借贷不但没有缓解反而加大了企业信贷约束,使中小微企业融资约束更严重,这一结果有力支持了研究假设H2。

五、进一步分析:金融机构贷款意愿调查

由于判断和检测中小微企业融资约束主要着眼点在于体制内企业信贷能力的变化,因此除了上述检验外,另一个符合逻辑的方法就是向金融机构问卷调查,考察他们对有民间借贷行为和记录的中小微企业贷款意愿有无显著变化。金融机构作为信贷供给方对中小微企业的财务与经营风险最为敏感,金融机构对中小微企业发生民间借贷行为的态度决定了其对中小微企业提供信贷意愿的变化,进而决定中小微企业信贷规模与期限等关于正规体制内融资约束的变化。为此,我们向温州地区部分商业银行、小额贷款公司、村镇银行、农村信用合作社等发放了共50份问卷调查,回收了38份。填写调查问卷的人一般为所在金融机构信贷部门的负责人或金融机构总经理或总裁办公室主任。

(一)民间借贷是否影响授信评价

表6 民间借贷是否影响贷前授信评价

Panel A 金融机构是否关注申请贷款企业有无民间借贷行为		关注		不关注	
问题	调查结果	关注	比例	不关注	比例
金融机构是否关注申请贷款中小微企业有无民间借贷行为。		38	100%	0	0
Panel B 有民间借贷行为企业会否影响金融机构对其授信评估		表内民间借贷		表外民间借贷	
民间借贷类型	问题	影响	比例	不影响	比例
	结果	17	44.7%	21	55.3%
		38	100%	0	0

从表6调查结果看,所有的接受问

卷调查的金融机构均关注申请贷款中小微企业有无民间借贷行为。这表明金融机构普遍将民间借贷行为作为债务企业财务风险的重要来源。但是,金融机构对中小微企业所发生的民间借贷反映在财务报表(表内融资)还是未反映在财务报表(表外融资)看法不同。金融机构均认为,中小微企业表外民间借贷将影响对其授信评估。相比之下,当申请贷款中小微企业民间借贷属于表内融资时,金融机构看法发生分歧。有44.7%的金融机构认为即便是表内融资也将影响对其资信评价,而有55.3%的金融机构认为民间借贷如为表内融资是不影响对其授信评估。在与认为表内融资将影响对企业资信评价的金融机构访谈中发现,他们认为非正规民间借贷债务与正规信贷债务同量而不同质,具有不稳定性。因此,表内民间借贷行为也影响金融机构对中小微企业授信评价与授信决策。

(二)对企业还贷期内民间借贷行为的态度

债务企业在还贷期间财务风险的变化对原固定收益型的债权人的利益将产生影响,因此原债权人对债务企业举措新债态度通常保守谨慎。金融机构对中小微企业在还贷期内发生民间借贷行为的态度与反应直接关系到企业信贷维持和后续再融资的取得。调查结果如下。

1. 所有接受调查的金融机构毫无例外地认为中小微企业在还贷期间表外民间借贷是一件“负面”事件,甚至有 81.6% 金融机构认定是“非常负面”的事件。金融机构普遍认为,表外民间借贷具有高度隐蔽性,且因其利率高期限短而具有高风险,是对金融机构应收债权的损害。

2. 调查同时显示,对于表内民间借贷,仍然有 60.5% 金融机构认为是“负面”事件,13.2% 的金融机构认为是“非常负面”事件。这表明大部分金融机构将还贷期内表内民间借贷行为视为企业高风险融资行为,是增量风险,会直接损害其债权,因而容忍度较低。不过,一个有趣的结果是,调查中也只有 26.3% 的金融机构认为还贷期内表内民间借贷是个“正面”事件。他们认为虽然表内民间借贷具有高风险高成本特点,但至少可以维持中小微企业资金链不至于断裂,帮助其渡过临时财务困难,从这点来看,具有正面效应。

3. 对金融机构对还贷期间发生民间借贷行为的贷款企业后续贷款申请的态度调查表明,接受调查的金融机构对于还贷期发生过表外民间借贷行为的中小微企业后续贷款申请,有 52.6% 的金融机构“基本不予考虑”,28.9% 的金融机构对其后续贷款持有“倾向负面评价”,剩下的 18.4% 的金融机构也采取“谨慎且重新评估”的保守态度。这表明,还贷期间发生表外民间借贷行为的中小微企业,明显降低了从金融机构获取贷款的信贷能力。

4. 对于还贷期间表内民间借贷的中小微企业后续贷款申请调查表明有 47.4% 的金融机构持有“倾向负面评价”,21.1% 的金融机构持有“基本不予考虑”,31.6% 的金融机构持有“谨慎且重新评估”态度,同样也没有一家金融机构选择维持原授信评价。这说明,即便是表内民间借贷行为,只要发生在还贷期间内,基本上也会让金融机构对中小微企业后续贷款申请带来不利影响。

综上所述调查表明,以金融机构对中小微企业民间借贷的态度问卷调查来看,从金融供给角度,民间借贷不能提高企业正规信贷能力缓解融资约束。恰恰相反,民间借贷促使了金融机构对中小微企业后续信贷融资授信的负面评价,在很大程度上强化了其融资约束。

六、结论

民间借贷能够缓解中小微企业融资约束这是众多研究文献隐含的前提假设,但一直以来缺乏有效的支持证据。理论分析表明,由于体制内正规金融供给的不足,民间借贷作为有益的补充,可拓宽中小微企业融资渠道,可以缓解信贷配给带来的企业融资约束。但是,民间借贷高利率、高风险的双高特性,放大了中小微企业财务风险,客观上可能进一步恶化企业财务状况。同时民间借贷的隐蔽性特征也将提升体制内金融机构对有民间借贷行为和记录的中小微企业的警惕性,加剧了信贷双方的信息不对称,使外部融资代理成本更加突出。从这个角度而言,民间借贷不但不能提高中小微企业融资能力反而可能使其面临更严重的融资约束。

我们对调研所获得 195 家温州地区样本企业的数据进行统计分析,发现中小微企业负债水平明显较低,且主要由非带息债务构成,正规信贷比很低,表明中小微企业确实存在较严重的信贷约束。整体上中小微企业民间借贷比低于正规信贷比,但部分企业对民间借贷依赖性高。乡镇中小微企业和非乡镇中小微企业债务结构与民间借贷统计特征具有差异性,乡镇企业民间借贷规模与比例普遍高于非乡镇企业。描述统计还显示,中小微企业民间借贷发生后更难以获得正规信贷支持。

依据中小微企业融资约束的原因与特定内涵,考虑中小微企业数据的完整性、可得性,我们以正规信贷能力是否变化来判断和检测融资约束是否得以缓解。为此,我们设计了三种检测方式:首先,以中

小微企业民间借贷前一年与后一年正规信贷比进行配对样本检验以及民间借贷前一年与后两年正规信贷比进行配对样本检验。两类配对检验的结果均表明,民间借贷不但未能提升中小微企业正规信贷比,反而使其面临更严重的信贷融资约束,降低其举债能力。其次,我们以中小微企业正规信贷比为解释变量,以民间借贷比为主测试变量,以成长性、规模、投资额度、企业年限为控制变量,同时控制行业和(数据)年份带来的影响,进行回归检验。回归检验结果显示,民间借贷规模与民间借贷后中小微企业正规信贷比呈现显著的负相关。特别是乡镇中小微企业为样本的回归结果显示,它们负相关性更为显著。最后,我们从信贷供给角度,向金融机构问卷调查对有民间借贷行为和记录的中小微企业贷款意愿有无显著变化。调查结果表明,对于表外民间借贷,几乎所有接受调查的金融机构容忍度很低,无论是贷前授信评价还是后续贷款授信评价,均给予负面或严重负面的评价。对于表内民间借贷,大部分金融机构也表达了严重关切,持有不利于中小微企业后续贷款申请的态度。因此从供给角度,民间借贷促使了金融机构对中小微企业信贷融资授信的负面评价,在很大程度上强化了其融资约束。上述研究发现否定了过往研究文献所隐含前提假设,表明民间借贷无法真正缓解中小微企业融资约束。研究发现有助于学界更谨慎地重新审视而非想当然认为民间借贷对微观经济主体的功效,进而思考其背后的制度原因。

参考文献:

- [1] Besley T, Coate S. Group lending, repayment incentives and social collateral [J]. Journal of Development Economics, 1995, 46 (3) : 1 - 18.
- [2] Hoff K, Stiglitz J E. Moneylenders and bankers: rice - increasing subsidies in a monopolistically competitive market [J]. Journal of Development Economics, 1997, 5 (2) : 429 - 462.
- [3] 赵玉珍. 民间金融与中小微企业共生性研究[J]. 财经理论与实践, 2014 (4) : 15 - 20.
- [4] 虞群娥, 李爱喜. 民间金融与中小企业共生性的实证分析[J]. 金融研究, 2007 (12) : 215 - 222.
- [5] 林毅夫, 孙希芳. 信息、非正规金融与中小企业融资[J]. 经济研究, 2005 (7) : 35 - 44.
- [6] 罗党论, 黄有松, 聂超颖. 非正规金融发展、信任与中小企业互助融资机制 [J]. 南方经济, 2011 (5) : 28 - 42.
- [7] 王定祥, 张争美, 李玲俐. 小微企业信贷需求与信贷行为实证研究[J]. 软科学, 2014 (12) : 69 - 72.
- [8] 周凯, 袁媛. 商业银行动态流动性风险压力测试应用研究[J]. 审计与经济研究, 2014 (3) : 105 - 112.

[责任编辑:杨志辉]

Did Private - lending Ease the Financing Constraints of MSMEs? Evidence from Wenzhou

LEI Xintu, LIN Suyan, ZHU Xiping

(School of Business, Zhejiang University of Technology, Hangzhou 310023, China)

Abstract: Whether private - lending can really ease the financing constraints of MSMEs (micro, small and medium enterprises) has been controversial because of the lack of effective supporting evidence. Based on 195 samples from MSMEs in Wenzhou, we discover that generally the ratio of private - lending is lower than the ratio of regular credit, but some MSMEs rely on private - lending seriously. In particular, the ratio of private - lending of rural and township enterprises is even much higher. Statistics show that, when private - lending of MSMEs occur, the formal credit will decline, which is confirmed in the private - lending paired samples. Regression testing also supports the fact that private - lending actually does not improve the formal credit as the assumption expected. Especially, the test results from the samples of rural and township enterprises are particularly significant. Finally, the survey results from the financial institutions show that private - lending does not contribute to credit evaluation of MSMEs, which from the perspective of the supply of credit, and also indicates private - lending cannot ease financing constraints of MSMEs.

Key Words: private - lending; MSMEs; financing constraints; informal finance; outside the financial system; ability to borrow; financial institutions