

金融抑制与企业融资渠道选择行为研究

王春超 赖 艳*

摘要: 本文利用2012年世界银行中国制造业企业调查数据,研究金融抑制对制造业企业融资渠道选择行为的影响。研究结果显示,金融抑制对制造业企业融资渠道选择具有显著影响,其中极大地提高了企业运营资本中非正规金融融资比例,降低了正规金融融资比例。对非正规金融融资组成成分样本回归结果显示,金融抑制显著提高了非正规金融中商业信用以及非正式民间借贷比例。分样本分析结果显示,金融抑制具有“所有制歧视”特征,其中拥有外资、国企成分的企业在融资渠道选择上不受金融抑制影响;此外,金融抑制导致正规金融融资成本上升,使得企业选择非正规金融渠道进行融资,其中大型企业趋向于选择非正规金融中的商业信用进行融资,小型企业选择非正规金融中的民间信贷进行融资,中型企业则是选择两种融资渠道,这体现了金融抑制的“规模歧视”特征。

关键词: 金融抑制;正规金融;非正规金融

一、引言

改革开放以来,中国经济保持高速增长,创下了增长奇迹。但与此同时,经济领域的问题逐步凸显,其中,企业融资难问题尤为突出,制约着企业的发展以及经济增长。而如何解决企业融资难问题引发了学术界的广泛关注(于洪霞等,2011;Chor and Manova,2012;邓可斌、曾海舰,2014;孙浦阳等,2014;翁辰、张兵,2015),我们认为,要探索解决企业融资难问题,尤其是中小企业的融资难题,需要从融资渠道入手进行细致研究。

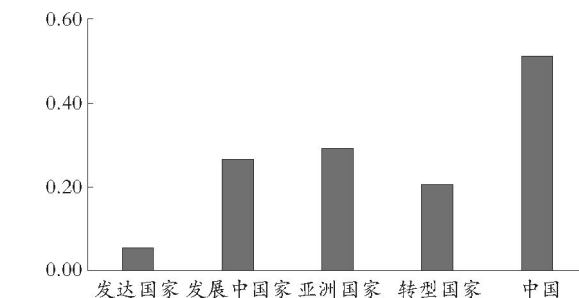
企业的融资渠道主要有正规金融和非正规金融两种。正规金融通常指受一国央行、金融监管机构监管的金融机构所提供的融资方式,主要包括银行贷款、金融市场融资等,而在我国央行、金融监管机构监管之外的融资行为则被称为非正规金融(Adams and Fitchett,1992)。在融资难的大背景下,许多国家及地区的正规金融和非正规金融都同时存在于市场中。在企业融资行为选择方面,学者主要从正规金融与非正规金融两者之间的关系(宋建华,2011;崔百胜,2012)、以及其所带来的经济后果(张杰、尚长风,2006)进行研究,较少探讨

*王春超,暨南大学经济学院、暨南大学伯明翰大学联合学院,邮政编码:510632,电子信箱:twangcc@jnu.edu.cn;赖艳,暨南大学经济学院,邮政编码:510632,电子信箱:laiyan9311@foxmail.com。

本文为国家自然科学基金项目“社会网络与农民工群体收入分化动态机制研究”(项目编号:71473104)、教育部人文社会科学研究规划基金项目“珠三角地区农民工城市融入与社会网络互动关系研究”(项目编号:14YJA790054)的阶段性成果。感谢两位匿名审稿专家的建设性意见及建议,文责自负。

影响企业融资行为选择的因素。那么,究竟是什么因素影响了我国企业的融资渠道选择行为?这些因素对商业信用、非正式金融融资渠道选择的影响机制如何?不同规模以及不同所有制企业受这些因素影响差异如何?是否存在有效的政策改善融资渠道?这一系列问题值得关注。

然而,就作者阅读所及,尚未有文献从金融抑制角度对企业融资渠道选择行为进行解释,但对于发展中国家而言,金融发展的滞后以及金融压抑体制形成是经济发展过程中的常见现象(King and Levine, 1993; 张杰等, 2012)。金融抑制是指发展中国家实行的抑制金融发展的政策,例如压低实际利率、实行资本管制等(Mckinnon, 1973; Shaw, 1973)。当前,中国经济存在严重的金融抑制现象,根据国际货币基金组织(Abiad et al., 2010)统计,中国的金融抑制水平最高,亚洲国家、发展中国家、转型国家依次降低,发达国家最低,如图1所示。刘瑞明(2011)指出金融发展被抑制,具体表现为官方利率长期远远低于市场利率以及国有银行长期处于垄断地位,同时在门槛准入方面明显存在“所有制歧视”,信贷资金明显配给给国有部门,民营经济部门难以在金融信贷方面获得支持。因此,在众多可能影响企业融资行为的因素中,我们将关注地区金融抑制状况这一关键因素的影响。



资料来源:国际货币基金组织的学者 Abiad 等(2010)的测算。

图1 全球金融抑制状况对比图

我们认为,在对我国商业信用以及非正规金融融资的研究中,不应遗漏金融发展程度被压制这一关键因素的影响。对于我国企业而言,商业信用是不是一种有效的融资渠道,能否缓解我国企业融资难问题?对此,现有研究没有较为明确的回答(余明桂、潘红波, 2010; Amiti and Weinstein, 2011)。现有一些文献使用上市公司数据对企业融资行为进行研究,但应注意到,我国上市公司的主体为国有企业与大型民营企业,这些企业往往在金融市场上广受银行青睐,其企业融资行为可能并不会由于金融抑制的大环境而遭受融资约束的不利影响。实际上,已经存在着大量的文献论述我国金融市场上的“所有制歧视”与“规模歧视”的状况及相应的经济后果(孙灵燕, 2012; 张杰等, 2013; 荀琴等, 2014),研究结论基本一致地指出,中国存在金融资源集中于国有企业与大型企业的现象,因此将样本数据限定于以国有企业与大型企业为主体的上市公司得出的研究结论很可能是有偏的。

本文将从实证上考察金融抑制对企业家融资行为选择的影响,验证非正规金融融资有利于缓解企业的融资约束,并区分了金融抑制对正规金融融资以及非正规金融融资的影响。本文的贡献如下:第一,目前我国研究金融抑制、融资约束、商业信用以及非正式民间借贷间关系的实证文献较少,这是因为尚未找到衡量融资约束的合理指标(孙浦阳等, 2014)。本文

将宏观与微观数据进行匹配来避免融资约束指标选取的争议,从宏观层面界定“金融抑制”,尽可能地解决由双向因果所带来的内生性问题。第二,本文发现金融抑制对融资渠道选择具有“规模异质性”,以往文献仅仅指出金融抑制具有“规模歧视”,并未研究其对融资渠道选择的具体影响。本文研究发现,金融抑制加深的情况下,企业会增加非正规金融融资,而大型企业会显著增加商业信用融资,小型企业则会显著增加非正式民间借贷融资,中型企业则是两者都有所增加。第三,本文是基于世界银行2012年针对中国企业的调查数据进行实证检验,这套数据提供了相当数量的民营中小企业的一系列信息,有助于理解各类型企业融资渠道及其构成。

文章结构安排如下:第二部分将梳理现有关于金融抑制、企业融资渠道等方面的研究并提出本文的研究假设;第三部分将进行数据、变量介绍以及模型设定;第四部分给出实证结果及理论解释;最后是本文的结论及政策含义。

二、文献评述及研究假说

金融体系中二元金融结构并存现象使正规金融与非正规金融之间的关系以及非正规金融对企业融资的影响成为国内外学术界的研究焦点。Allen等(2005)认为金融体系不完善并没有阻碍中国经济增长,这是研究金融体系发展与经济增长方面文献中的重要反例。Tsai(2001)指出,尽管中国的民营企业与国有企业相比,更难通过正规金融融资渠道获得资金支持及法律保障,但通过其他融资渠道进行融资使其成为中国近年来经济增长最快的部门。Ayyagari等(2010)通过对2400家企业的调查数据分析指出,尽管中国企业的非正规融资比例不断提高,但企业的长远发展与正规金融具有密切联系。金融市场中正规金融与非正规金融之间的关系受到了广泛关注,然而,当前文献主要集中于研究正规金融与非正规金融这两种融资渠道对企业的影响,极少文献从金融抑制的角度出发,研究金融抑制对企业融资渠道选择行为的影响。McKinnon(1973)提出金融抑制是指发展中国家政府所实行的压制金融发展的政策。吕冰洋和毛捷(2013)指出金融抑制最直接表现是利率被压抑在较低水平,主要表现为银行业竞争程度有待提高、股票市场存在扭曲、企业债市场发展缓慢等。金融抑制的普遍存在,导致了信贷配给倾向于国有经济部门,降低市场资本配置效率。金融抑制政策在发展中国家中普遍存在,这些政策不利于金融市场的发展以及企业的融资,因而不利于企业发展和经济增长(王勋,2013)。

本文考察金融抑制对企业融资渠道选择的影响。我们认为,金融抑制政策降低了正规金融融资的资金配置效率,进而降低了部分企业的融资能力,使得企业难以从金融机构等正规金融渠道获得融资,这将抑制企业的发展。为了获得赖以生存发展的资本,企业将寻求非正规金融渠道进行融资。因此,我们提出本文第一个待检验假说:

假说1:在金融抑制的情况下,企业倾向于通过非正规金融渠道进行融资,金融抑制对企业选择非正规金融渠道融资具有显著促进作用,对选择正规金融渠道融资具有抑制作用。

非正规金融是世界各国普遍存在的,主要包括商业信用、私人借贷、贷款经纪、地下钱庄、贸易信贷和典当行等。由于各方面原因,民营企业难以从银行等正规金融渠道获得发展所需资金,而非正规金融有效缓解了企业融资不足。关于非正规金融,Stiglitz和Weiss(1981)首次将信息不对称引入信贷市场分析框架;Besley和Levenson(1996)则指出,非正规

金融融资具有灵活性,在经济快速增长中能满足中小企业融资需求;林毅夫和孙希芳(2005)认为,信息不对称是非正规金融存在的根源;孙浦阳等(2014)指出商业信用是企业有效的融资渠道。商业信用和非正式的民间借贷是企业进行非正规金融融资的主要渠道。Amiti Weinstein(2011)指出商业信用是企业在购买商品时通过赊购进而延期付款占用其他企业资金的行为。学术界通常把商业信用看作一种企业销售例子,并非融资(余明桂、潘红波,2010;Giannetti et al.,2011)。另外,商业信用双方往往是密切的生意伙伴,彼此了解,因此能克服融资双方信息不对称问题(Myers and Majluf,1984)。同时,商业信用具有风险低、进入门槛低的优点,企业在面对融资约束时,往往会选择商业信用进行融资(Petersen and Rajan,1997;孙浦阳等,2014)。本文认为在面临金融抑制的情况下,商业信用是存在融资约束企业重要的融资渠道,能有效缓解企业的融资约束。非正式民间金融借贷指的是通过社会网络、人情关系等向亲戚朋友借取资金,其需要企业家进行大量的社会资本投资,建立人情关系网络以对其借贷提供“门路”与“担保”。我国的“关系型社会”中,非正式的民间金融借贷在满足农户资金需求方面以及企业融资方面都具有重要作用,大多数民间借贷是免息的,降低了融资的成本,对企业发展发挥重要作用(马晓青等,2012)。

我们认为,在金融抑制的大环境中,面临融资约束的企业家不得不通过非正规金融融资渠道获取金融资源,其一为向供应商或客户争取商业信用,对供应商进行赊购、或者要求客户先行支付货款;其二为求助于非正式的民间借贷,通过社会网络、人情关系等向亲戚朋友借取资金。因此,当面临金融抑制时,企业会选择非正规金融,进而通过增加商业信用以及非正式民间借贷进行融资。由此,在假说1的基础上,我们提出本文待检验的推论1:

推论1:随着金融抑制程度逐步上升,企业倾向于增加非正规金融融资,增加商业信用融资以及非正式民间借贷融资。

现有一些文献使用上市公司数据对企业家融资行为进行研究(张军等,2008;饶华春,2009),但应注意到,我国上市公司的主体为国有企业与大型民营企业,这些企业往往在金融市场上广受银行青睐,其企业融资行为可能不会由于金融抑制的大环境而遭受融资约束的不利影响。我们猜想,由于小规模企业经营风险较大、可抵押资产较少,因而在信贷市场上常受到金融机构歧视,发展所需的资源更加依赖于非正规金融融资,因而其受金融抑制的冲击更为严重;但当金融抑制程度较高时,金融抑制同样会影响大型企业的融资渠道选择,随着金融抑制程度加深,正规金融融资成本上升,大型企业也偏向于选择非正规金融融资。大量的文献论述我国金融市场上的“所有制歧视”与“规模歧视”的状况及相应的经济后果(孙灵燕,2012;张杰等,2013;苟琴等,2014)。基于此,我们提出本文第二个待检验的假说:

假说2:金融抑制具有“所有制歧视”,其显著增加了私营经济部门商业信用及非正式民间借贷融资,但对具有外资成分、国有成分企业融资渠道选择的影响不显著;金融抑制具有“规模歧视”,当金融抑制程度加深时,正规金融融资成本上升,企业会增加非正规金融融资,大型企业会显著增加商业信用融资,小型企业会显著增加非正式民间借贷融资。

三、数据来源、变量及模型设定

(一)金融抑制、企业融资渠道指标

根据吕冰洋和毛捷(2013)对金融抑制与政府投资两者间关系的研究,金融抑制最直接

的表现低利率,具体表现为银行业竞争程度低、股票市场存在扭曲、企业债市场发展缓慢以及信贷配给歧视等特征。本文参照吕冰洋和毛捷(2013)、林志帆和赵秋运(2015)对金融抑制指标的衡量,采用其中的两个指标度量金融抑制^①:(1)金融机构贷款存款比:用金融机构发放的贷款占吸收的存款比率表示,该值越高表示金融抑制程度越低;(2)金融发展程度:用金融机构贷款数额占GDP的比值表示,该值越高表明金融抑制程度越低。

为了使较高的数值表征较为严重的金融抑制程度,我们对上述变量进行了处理,通过标准正态变换、反向变换,使得数值越高表示金融抑制程度越严重。进而,我们用主成分分析法将两个衡量金融抑制的指标进行降维加权平均,得到总体的金融抑制指标,记为 fpp ^②。另外,我们还尝试使用两个分指标直接表征金融抑制进行回归分析,结果与采用总指标进行回归的结果基本一致,只是在估计系数以及统计显著性方面存在细微差别。因此,本文直接报告金融抑制总指标进行回归的结果。

依据世界银行2012年中国企业调查问卷,将企业融资渠道分为五类:运营资本中来自留存收益的比例、运营资本中来自银行贷款的比例、运营资本中来自非银行金融机构的比例、运营资本中来自商业信用的比例、运营资本中来自非正式融资渠道的比例(私人信贷、亲友等)。其中正规金融融资比例包括运营资本中来自留存收益的比例、运营资本中来自银行贷款的比例、运营资本中来自非银行金融机构的比例;非正规金融融资比例包括运营资本中来自商业信用的比例、运营资本中来自非正式融资渠道的比例(私人信贷、亲友等)。

(二) 模型设定

我们预期宏观金融抑制和企业家融资渠道之间的关系是:宏观层面的金融抑制对企业层面正规金融融资具有负面影响,对企业层面非正规金融融资具有积极影响。据此,建立如下实证模型1和模型2:

$$\text{模型 1: } FORRFINANCE_{i,s,c} = \beta_0 + \beta_1 \times fpp + \gamma Z + \mu_s + \varepsilon_{i,s,c} \quad (1)$$

$$\text{模型 2: } INFORFINANCE_{i,s,c} = \beta_0 + \beta_1 \times fpp + \gamma Z + \mu_s + \varepsilon_{i,s,c} \quad (2)$$

如第二部分所述,在金融抑制的大环境中,面临融资约束的企业会通过非正规金融进行融资,其中主要有两种渠道:一是通过向供应商或客户争取商业信用的方式获取金融资源,则有模型3:

$$\text{模型 3: } k3f_{i,s,c} = \beta_0 + \beta_1 \times fpp + \gamma Z + \mu_s + \varepsilon_{i,s,c} \quad (3)$$

二是通过求助于非正式的民间金融借贷方式获得金融资源,则有模型4:

$$\text{模型 4: } k3hd_{i,s,c} = \beta_0 + \beta_1 \times fpp + \gamma Z + \mu_s + \varepsilon_{i,s,c} \quad (4)$$

在上述模型中,下标 i, s, c 分别表示企业个体(individual)、所在行业(sector)、城市(city)。被解释变量 $FORRFINANCE$ 为运营资本中正规金融融资比例; $INFORFINANCE$ 为

①由于世界银行2012年中国企业问卷调查涉及的问题大多是近三年来企业情况,因而本文在处理金融发展程度、金融机构贷款存款比指标时,均采用2010-2012年三年均值来衡量。调查问卷涉及问题请查看世界银行官方网站。

②金融抑制总指标计算主要在Excel、Stata中进行,标准正态变换及反向变换在Excel中处理,采用主成分分析法对分指标进行降维及加权平均在Stata中处理,主要采用Stata命令pca,如对具体计算有疑问,可直接联系作者。

运营资本中非正规金融融资比例; $k3f$ 为运营资本中来源于商业信用的比例; $k3hd$ 为运营资本中来源于非正式融资渠道的比例。核心解释变量 fpp 为城市的金融抑制程度,此变量是采用主成分分析法构造的总指标。 Z 为一系列可能影响企业融资渠道的企业层面的控制变量。依据众多学者对企业融资渠道选择行为的相关研究,企业的产权异质性以及被政府持股、外资持股比重不同,可能影响企业的融资渠道选择行为。国有企业、政府持股比重较高的企业由于具有天然的政治关联,其还款能力相较于私营企业有保障,其获得正规金融融资的能力较强,而私营企业由于缺乏天然的政治联系,不能给正规金融机构提供较好的还款保证,所能获得正规金融融资的能力较差,其更倾向于进行非正规金融融资;企业的存续规模越大、创办时间越长,其具有的可抵押资产可能越多,正规金融机构更倾向于借款给这类企业,因而,企业的存续规模、创办时间可能会影响企业融资渠道选择行为;企业增长率也可能影响企业融资渠道选择行为。因此,对于控制变量主要有:(1)企业销售增长率:采用企业2012年与2009年销售额的差额占2009年销售额的比率表示;(2)企业年龄:使用2012年减去企业登记注册成立的年份得到;(3)企业规模:用企业2009年销售额的自然对数来衡量;(4)企业被政府持股的比重;(5)企业被外资私人、私人公司与机构持股的比重;(6)企业员工平均受教育年限。此外,行业特征也可能会影响到企业融资渠道选择,忽略行业之间的差异将带来系数 β_1 的估计偏误。因此,在实证方程设定时,考虑加入行业虚拟变量 μ_i ,以考察不同行业对企业融资渠道选择的影响。

在此模型设定中,笔者认为,相较于直接采用融资约束指标,利用宏观金融抑制指标与微观企业数据进行匹配来解释企业融资渠道选择行为是更为恰当的方法。其优势在于:一是金融抑制指标可直观描述企业在融资时所受到的融资约束问题以及原因;二是若内生性问题主要在企业层面,那么采用金融抑制指标能有效规避内生性问题,得出单个企业的融资约束与企业融资渠道选择的影响因素。在实证分析中,将样本按照省区进行分类匹配,样本会落到特定的省区中,再以该省区的金融抑制指标对相应企业的正规金融、非正规金融、商业信用、非正式民间信贷进行解释,微观层面上企业融资渠道所占比例由其所在城市的金融抑制变量所解释,由于微观层面上由分层随机抽样得到的少量样本企业的行为不可能反过来影响宏观层面上金融抑制水平,因此这种宏微观数据匹配的模型设定有助于解决实证研究中常见的双向因果关系所引发的内生性偏误。为了让宏微观数据的匹配程度更高,金融抑制分指标数据为2010–2012年的三年平均值,数据来源为中国经济与社会发展统计数据库。

企业层面的数据来源于2012年世界银行中国企业问卷调查数据^①,截至目前,世界银行已在中国开展三轮微观层面的调查,最新一轮调查开展于2012年,调查样本2700个,调查城市25个^②,制造类行业11个、服务类行业7个,主要调查范围涉及12个方面^③,本文主要

①数据来源: <http://microdata.worldbank.org/index.php/catalog/1559>。

②这25个城市包括:北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、无锡、苏州、南通、杭州、宁波、温州、东莞、佛山、沈阳、大连、济南、青岛、烟台、成都、合肥、石家庄、唐山、郑州、洛阳。

③主要调查范围有:企业特征、基础设施、销售与供应、竞争与创新、产能、土地与许可证、安防(犯罪)、金融、企业与政府关系、劳工、营商环境、经营表现。

数据来源于企业基本特征及金融这两部分。由于制造业的数据较为齐全,本文将服务业的数据进行了剔除。同时,对企业增长率、企业规模进行了缩尾(5%)处理,对缺失值进行了替换处理,变量的描述性统计见表1。

表1 变量描述性统计

变量名	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
正规金融比例	1 642	96.57	10.41	10	100
非正规金融比例	1 643	3.432	10.41	0	90
商业信用比例	1 647	2.881	9.537	0	90
非正式民间借贷比例	1 643	0.617	3.636	0	60
金融发展程度	1 692	0.0459	0.996	-2.057	1.608
金融机构贷款存款比	1 692	0.0402	1.010	-1.972	2.028
金融抑制	1 692	0	0.604	-1.204	0.978
外资私人、私人及机构持股比重	1 688	4.733	18.79	0	100
被政府持股的比重	1 688	3.413	16.61	0	95
企业增长率	1 691	0.196	0.367	-0.623	1.143
企业年龄	1 692	13.14	6.478	5	30
企业规模	1 611	16.66	1.481	13.91	19.52
企业员工平均受教育年限	1 692	9.985	1.711	6	12
企业年龄自然对数	1 692	2.650	0.911	0	7.612

说明:正规金融比例、非正规比例及其构成指标的均值、最小值和最大值的单位均为%。

表2进一步提供了包括正规金融、非正规金融、金融抑制指标在内各变量的皮尔森相关系数(Pearson correlation coefficient)表,从表中可以看出,金融抑制对正规金融比例具有负向显著影响,对非正规金融比例具有正向显著影响,其余解释变量与被解释变量之间也具有一定的影响。解释变量之间的相关性都较小,回归中不存在多重共线性的问题。

表2 变量相关系数表

	序号	1	2	3	4	5	6	7
正规金融比例	1	1						
非正规金融比例	2	-1.000 ***	1					
金融抑制	3	-0.106 ***	0.106 ***	1				
企业规模	4	0.029 0	-0.029 0	0.019 0	1			
企业增长率	5	-0.063 **	0.063 **	0.0150	-0.138 ***	1		
员工平均受教育年限	6	0.086 ***	-0.086 ***	-0.086 ***	0.085 ***	0.055 **	1	
企业年龄	7	0.065 ***	-0.064 ***	-0.105 ***	0.171 ***	-0.083 ***	0.040 *	1

说明:***表示 $p<0.01$,**表示 $p<0.05$,*表示 $p<0.1$ 。

四、实证结果分析

(一)金融抑制对企业融资渠道选择影响的全样本回归结果

表3提供了基于式(1)和式(2)金融抑制对企业融资渠道选择影响的回归结果。由表3的分析结果显示可知,金融抑制均在1%的显著性水平上显著,对正规金融影响的系数估计值稳定在-1.821至-1.365之间,在不加入其余控制变量时,当金融抑制程度提高一单位,企业选择正规金融融资比例下降1.821%;加入控制变量并控制行业固定效应后,相应比例下

降 1.365%。对非正规金融影响的系数估计值则稳定在 1.337 至 1.821 之间,在不加入其余控制变量时,当金融抑制程度提高一单位,企业选择非正规金融融资比例上升 1.820%;加入控制变量并控制行业固定效应之后,相应比例上升 1.337%。这就说明,我们的回归结果支持了假说 1,宏观层面的金融抑制的确对企业融资渠道选择有影响,金融抑制程度越高,企业更倾向于选择非正规金融融资渠道。另外,对比表 3 的第(1)(2)列、(3)(4)列、(5)(6)列与(7)(8)列的结果发现,加入与不加入行业固定效应的估计结果在显著性、系数上都非常相近,这也表明,金融抑制对企业融资渠道选择行为的影响主要体现在省区区域层面,各行业间的影响差异并不明显,本文的结果是稳健的。

表 3 全样本回归结果

	正规金融				非正规金融			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
金融抑制	-1.821*** (-5.07)	-1.821*** (-4.95)	-1.389*** (-3.85)	-1.365*** (-3.54)	1.820*** (5.03)	1.821*** (4.90)	1.360*** (3.65)	1.337*** (3.33)
外资私人、私人及机构持股比重			-0.017 (-1.13)	-0.019 (-1.25)			0.016 (1.08)	0.018 (1.19)
政府持股的比重			0.031*** (6.66)	0.028*** (6.09)			-0.032*** (-6.83)	-0.029*** (-6.32)
企业规模			0.089 (0.39)	0.064 (0.28)			-0.105 (-0.46)	-0.082 (-0.35)
企业增长率			-3.275*** (-3.77)	-3.207*** (-3.68)			3.169*** (3.78)	3.088*** (3.68)
企业年龄自然对数			0.408** (2.74)	0.405** (2.58)			-0.430** (-2.83)	-0.428** (-2.66)
员工平均受教育年限			0.675*** (5.09)	0.678*** (5.18)			-0.680*** (-5.12)	-0.683*** (-5.23)
常数项	96.573*** (334.73)	99.874*** (3925.05)	58.638*** (5.46)	60.723*** (5.85)	3.424*** (11.90)	5.538*** (2692.57)	44.500*** (3.75)	42.374*** (3.65)
行业固定效应	无	有	无	有	无	有	无	有
<i>N</i>	1 642	1 642	1 563	1 563	1 643	1 643	1 563	1 563
<i>F</i>	25.676	—	28.843	—	25.311	—	27.941	—
调整的 <i>R</i> ²	0.011	0.022	0.042	0.054	0.011	0.022	0.042	0.054

说明:(1)括号内报告 *t* 统计量,系数标准误使用行业层面聚类稳健估计法得到;(2)*** 表示 $p < 0.01$, ** 表示 $p < 0.05$, * 表示 $p < 0.1$ 。

对于其他控制变量,我们发现,政府持股的比重越高、企业运营时间越久、员工平均受教育年限越高,企业越倾向于进行正规金融融资;企业增长率越高,则越倾向于进行非正规金融融资,对正规金融融资具有负向作用。

(二) 金融抑制对非正规金融渠道影响的分析

表 4 提供了式(3)、式(4)金融抑制对非正规金融渠道选择影响的分样本回归结果,金融抑制指标在各种设定中都通过了 5% 水平的显著性检验,金融抑制对商业信用以及非正式民间借贷的影响显著为正。这就说明,在金融抑制的大环境中,面临融资约束的企业通过商业信用以及非正式民间借贷进行融资,随着金融抑制程度逐步上升,企业倾向于增

加非正规金融融资,即增加商业信用融资以及非正式民间借贷融资。表 4 的回归结果支持推论 1,此外,前述关于控制变量的一系列结果仍稳健成立,相应的系数估计值和显著性非常接近。

表 4 金融抑制对非正规金融渠道影响分样本回归结果

	商业信用				非正式民间借贷			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
金融抑制	1.469 *** (3.83)	1.479 *** (3.77)	1.142 ** (2.99)	1.125 ** (2.75)	0.408 *** (4.38)	0.387 *** (4.01)	0.265 ** (2.34)	0.240 ** (2.06)
外资私人、私人及机构持股比重			0.016 (1.06)	0.018 (1.17)			-0.001 (-0.16)	-0.001 (-0.14)
政府持股的比重			-0.026 *** (-7.02)	-0.024 *** (-6.56)			-0.006 *** (-3.49)	-0.006 *** (-3.08)
企业规模			-0.025 (-0.14)	-0.013 (-0.07)			-0.082 (-1.31)	-0.073 (-1.16)
企业增长率			2.596 *** (3.10)	2.510 ** (3.01)			0.552 (1.77)	0.536 (1.69)
企业年龄自然对数			-0.285 * (-1.97)	-0.287 * (-1.90)			-0.160 ** (-2.21)	-0.158 ** (-2.29)
员工平均受教育年限			-0.473 ** (-3.01)	-0.484 *** (-3.08)			-0.231 ** (-2.93)	-0.225 ** (-2.90)
常数项	2.873 *** (10.74)	0.102 *** (3.77)	31.370 ** (2.25)	29.883 * (2.18)	0.615 *** (6.21)	1.013 *** (1895.76)	13.347 ** (2.58)	12.790 ** (2.51)
行业固定效应	无	有	无	有	无	有	无	有
<i>N</i>	1 647	1 647	1 567	1 567	1 643	1 643	1 563	1 563
<i>F</i>	14.658	—	52.925	—	19.228	—	6.434	—
调整的 <i>R</i> ²	0.009	0.019	0.030	0.040	0.005	0.013	0.024	0.033

说明:(1)括号内报告 *t* 统计量,系数标准误使用行业层面聚类稳健估计法得到;(2)*** 表示 $p<0.01$,** 表示 $p<0.05$,* 表示 $p<0.1$ 。

(三) 金融抑制的“所有制歧视”

刘瑞明(2011)研究显示,我国的金融抑制存在明显的国有制偏向,国有银行等金融机构长期处于垄断地位,资金配给时偏向于国有经济部门以及大型企业,与此同时,国有经济部门所获得贷款利息远低于市场水平。世界银行的调查显示了企业的所有制成分,将样本按是否具有外资成分、外资成分是否高于 25%、是否具有国有成分进行划分,其中,外资成分高于 25%的划分为外资企业,低于或等于 25%的划分为非外资企业,对上述分样本进行分组回归,结果见表 5,此处被解释变量是非正规金融融资比例^①。

从回归结果看,无论是具有外资成分的企业($fdi \neq 0$),还是外资企业($fdi > 25\%$),企业的非正规金融融资比例并不会受金融抑制影响,金融抑制不会提高企业非正规金融融资比例,这可能是因为外资成分降低了信贷市场上的信息不对称,正规金融机构会认为具有外资成

^①被解释变量是正规融资比例的结果与之相反,此处不再报告被解释变量为正规融资比例的结果,如需查看,可与作者联系。

分企业的信贷资质较好,因此,倾向于贷款给具有外资成分的企业,而这就可以缓解企业的信贷约束问题,从而不会影响企业的非正规金融融资比例。上述样本中不具有外资成分企业的非正规金融融资比例受到金融抑制的显著影响。

与此同时,具有国有成分的企业在非正规金融融资上也不受金融抑制影响,也就是说,具有国有关系网络能有效缓解企业的融资约束,具有国资成分的企业与政府关系更密切,企业能较易从政府手中获取发展所需资源或信贷,因此对非正规金融所占比例无显著影响,而金融抑制对不具有国有成分的企业非正规金融的比例具有显著正向影响。以上结果验证了假说 1,金融抑制具有显著的“所有制歧视”特征。

表 5 按所有制类型分样本回归结果

被解释变量: 非正规金融融资比例	是否有外资成分		是否为外资企业		是否有国有成分	
	fdi ≠ 0	fdi = 0	fdi > 25%	fdi ≤ 25%	state > 0	state = 0
金融抑制	1.089 (0.75)	1.290 *** (3.56)	0.138 (0.10)	1.331 *** (3.66)	2.040 (0.89)	1.438 *** (3.51)
企业规模	0.144 (0.13)	-0.103 (-0.39)	0.181 (0.15)	-0.103 (-0.39)	0.122 (0.17)	-0.045 (-0.19)
企业增长率	6.351 * (2.06)	2.551 ** (2.81)	8.428 ** (2.29)	2.496 ** (2.78)	-1.781 (-0.48)	3.202 *** (3.66)
企业年龄自然对数	0.441 (0.39)	-0.445 ** (-2.54)	0.098 (0.06)	-0.437 ** (-2.56)	0.938 (0.99)	-0.454 ** (-2.62)
员工平均受教育年限	-0.747 (-0.96)	-0.650 *** (-4.24)	-0.643 (-0.81)	-0.651 *** (-4.27)	-1.149 (-1.58)	-0.674 *** (-4.91)
常数项	5.055 (0.05)	47.791 *** (4.73)	34.407 (0.40)	47.177 *** (4.46)	86.840 (1.08)	39.579 *** (3.20)
行业固定效应	有	有	有	有	有	有
N	124	1 443	111	1 451	74	1 493
调整的 R ²	0.126	0.051	0.164	0.051	0.228	0.050

说明:(1)括号内报告 t 统计量,系数标准误使用行业层面聚类稳健估计法得到;(2)*** 表示 $p < 0.01$, ** 表示 $p < 0.05$, * 表示 $p < 0.1$ 。(3)fdi ≠ 0 表示样本企业具有外资成分、fdi = 0 表示样本企业不具有外资成分、fdi > 25% 表示样本企业为外资企业、fdi ≤ 25% 表示样本企业不属于外资企业、state > 0 表示样本企业具有国有成分、state = 0 表示样本企业不具有国有成分。

(四)金融抑制的“规模歧视”

就企业规模而言,我们猜想,由于小规模企业经营风险较大、可抵押资产较少,因而在信贷市场上常受到金融机构歧视,发展所需的资源更加依赖于非正规金融融资,因而其受金融抑制的冲击更为严重;但当金融抑制程度较高时,正规金融融资成本上升,大型企业也会偏向于选择非正规金融融资。依照世界银行调查问卷的分组标准,小型企业的员工数为 5-19 人、中型企业的员工数为 20-99 人、大型企业的员工数为 100 人及以上,根据此标准划分样本并进行回归分析。

我们首先以正规金融融资、非正规金融融资分别作为被解释变量进行分样本回归^①,回归结果显示金融抑制显著降低了正规金融融资比例,提高了非正规金融融资比例,在不同规

①由于分样本回归结果与表 3 全样本回归结果相似,因此,此处不再列出。

模上并无明显差异,我们认为这可能是因为金融抑制过高,已经超过了影响国有企业以及大型企业的临界值,这基本符合我们的猜想。紧接着以非正规金融融资的分指标进行分样本回归,从表6可以看出,回归结果基本验证了假说2。在不同规模企业的分样本回归中,金融抑制的系数均为正,但显著性却有差异。金融抑制加深的情况下,企业会增加非正规金融融资,而大型企业会显著增加商业信用融资但对非正式民间借贷融资并无显著影响,小型企业会显著增加非正式民间借贷但对商业信用融资并无显著影响,中型企业在商业信用融资以及非正式民间借贷方面均有所增加。这可能是因为大型企业具有较多的资源与其他企业之间建立较为良好的商业关系,因而商业信用融资会增加;而小型企业由于规模差异,无法与其他企业建立良好的商业往来关系,因此只能依靠社会关系网等进行非正式的民间借贷。回归结果也印证了金融抑制在对商业信用、非正式民间借贷方面具有规模性的歧视。

表6 按规模划分样本回归结果

被解释变量: 非正规金融融资比例分指标	商业信用			非正式的民间借贷		
	小型	中型	大型	小型	中型	大型
金融抑制	1.591 (1.03)	0.926 * (1.44)	1.509 *** (3.67)	0.576 * (1.68)	0.227 ** (1.02)	0.160 (1.15)
外资私人、私人及机构持股 比重	-0.047 * (-1.97)	0.022 (0.83)	0.015 (0.60)	-0.001 (-0.12)	-0.006 * (-1.86)	0.005 (0.73)
政府持股的比重	-0.029 *** (-4.86)	-0.022 *** (-4.37)	-0.027 *** (-3.45)	-0.010 (-1.48)	-0.007 ** (-2.87)	-0.004 * (-1.97)
企业规模	-0.072 (-0.10)	0.021 (0.08)	-0.063 (-0.16)	0.042 (0.06)	-0.080 (-1.02)	-0.058 (-0.78)
企业增长率	4.302 (1.65)	2.246 (1.58)	1.836 (1.23)	0.828 (0.74)	0.514 (0.92)	0.521 (1.51)
企业年龄自然对数	-0.268 (-0.85)	-0.643 ** (-2.67)	0.092 (0.65)	-0.031 (-0.27)	-0.218 * (-2.12)	-0.099 (-1.26)
员工平均受教育年限	-0.116 (-0.31)	-0.148 (-0.60)	-0.924 *** (-5.04)	-0.248 (-0.89)	-0.261 * (-2.02)	-0.181 * (-2.03)
常数项	84.816 * (2.16)	41.169 ** (2.21)	13.055 (0.53)	7.382 (0.34)	19.201 (1.75)	11.921 ** (2.64)
行业固定效应	有	有	有	有	有	有
N	207	642	718	207	639	717
R^2	0.097	0.065	0.051	0.055	0.056	0.034

说明:(1)括号内报告 t 统计量,系数标准误使用行业层面聚类稳健估计法得到;(2)***表示 $p < 0.01$, **表示 $p < 0.05$, *表示 $p < 0.1$ 。

五、结论及政策含义

本文研究发现,在制造业中,金融抑制会显著提高企业非正规金融融资比例,增加商业信用、非正式民间借贷融资比例,同时降低企业正规金融融资比例。金融抑制具有明显的“所有制歧视”特征,由于外资成分所带来的良好资质信息以及国有成分所带来的“政治关联”能一定程度上缓解企业融资约束,因而具有外资、国有成分的企业非正规金融融资比例不受金融抑制影响。与此同时,本文研究显示,金融抑制还具有“规模歧视”特征,当金融

抑制不断深化时,正规融资成本上升,导致企业倾向于选择非正规金融进行融资,大型企业倾向于选择非正规金融中的商业信用进行融资,小型企业倾向于选择非正规金融中的非正式民间借贷进行融资,中型企业则是选择两种方式进行融资。

本文的研究表明,我国严重的金融抑制问题是企业融资难的重要原因。为了促进我国企业的快速健康发展,相关部门应逐步完善市场软环境及金融市场制度,逐步缓解我国企业面临的融资约束问题。消除金融抑制有利于减轻我国长久的金融资源错配以及效率损失,尤其有利于增加中小企业融资选择,增强企业活力,促进经济的发展。

参考文献:

1. 崔百胜,2012:《非正规金融与正规金融:互补还是替代?——基于DSGE模型的相互作用机制研究》,《财经研究》第7期。
2. 邓可斌、曾海舰,2014:《中国企业的融资约束:特征现象与成因检验》,《经济研究》第2期。
3. 荀琴、黄益平、刘晓光,2014:《银行信贷配置真的存在所有制歧视吗?》,《管理世界》第1期。
4. 林毅夫、孙希芳,2005:《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》第7期。
5. 林志帆、赵秋运,2015:《金融抑制会导致劳动收入份额下降吗?——来自世界银行2012年中国企业调查数据的经验证据》,《中国经济问题》第6期。
6. 刘瑞明,2011:《金融压抑、所有制歧视与增长拖累——国有企业效率损失再考察》,《经济学(季刊)》第2期。
7. 吕冰洋、毛捷,2013:《金融抑制和政府投资依赖的形成》,《世界经济》第7期。
8. 马晓青、刘莉亚、胡乃红、王照飞,2012:《信贷需求与融资渠道偏好影响因素的实证分析》,《中国农村经济》第5期。
9. 饶华春,2009:《中国金融发展与企业融资约束的缓解——基于系统广义矩估计的动态面板数据分析》,《金融研究》第9期。
10. 宋建华,2011:《我国企业的融资行为研究——基于正规金融和非正规金融的考察》,《中国经济问题》第5期。
11. 孙灵燕,2012:《所有制信贷歧视对中国民营企业出口的影响:基于融资的视角》,《南方经济》第7期。
12. 孙浦阳、李飞跃、顾凌骏,2014:《商业信用能否成为企业有效的融资渠道——基于投资视角的分析》,《经济学(季刊)》第3期。
13. 王勋,2013:《金融抑制与经济结构转型》,《经济研究》第7期。
14. 翁辰、张兵,2015:《信贷约束对中国农村家庭创业选择的影响——基于CHFS调查数据》,《经济科学》第6期。
15. 于洪霞、龚六堂、陈玉宇,2011:《出口固定成本融资约束与企业出口行为》,《经济研究》第4期。
16. 余明桂、潘红波,2010:《金融发展、商业信用与产品市场竞争》,《管理世界》第8期。
17. 张杰、刘元春、翟福昕、芦哲,2013:《银行歧视、商业信用与企业发展》,《世界经济》第9期。
18. 张杰、芦哲、郑文平、陈志远,2012:《融资约束、融资渠道与企业R&D投入》,《世界经济》第10期。
19. 张杰、尚长风,2006:《资本结构、融资渠道与小企业融资困境——来自中国江苏的实证分析》,《经济科学》第3期。
20. 张军、易文斐、丁丹,2008:《中国的金融改革是否缓解了企业的融资约束?》,《中国金融评论》第3期。
21. Abiad, A., E. Detragiache, and T. Tresselt. 2010. "A New Database of Financial Reforms." IMF Staff Papers 57(2): 281-302.
22. Adams, D. W., and D. A. Fitchett. 1992. "Informal Finance in Low-income Countries." <http://agris.fao.org/agris-search/search.do?recordID=XF2015024025>.
23. Allen, F., J. Qian, and M. Qian. 2005. "Law, Finance, and Economic Growth in China." *Journal of Financial Economics* 77(1): 57-116.
24. Amiti, M., and D. E. Weinstein. 2011. "Exports and Financial Shocks." *The Quarterly Journal of Economics*

- 126(4): 1841-1877.
25. Ayyagari, M., A. Demircuc-Kunt, and V. Maksimovic. 2010. "Formal versus Informal Finance: Evidence from China." *Review of Financial Studies* 23(8): 3048-3097.
 26. Besley, T., and A. R. Levenson. 1996. "The Role of Informal Finance in Household Capital Accumulation: Evidence from Taiwan." *The Economic Journal* 106(434): 39-59.
 27. Chor, D., and K. Manova. 2012. "Off the Cliff and Back? Credit Conditions and International Trade during the Global Financial Crisis." *Journal of International Economics* 87(1): 117-133.
 28. Giannetti, M., M. Burkart, and T. Ellingsen. 2011. "What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts." *Review of Financial Studies* 24(4): 1261-1298.
 29. King, R. G., and R. Levine. 1993. "Finance, Entrepreneurship and Growth." *Journal of Monetary Economics* 32(3): 513-542.
 30. McKinnon, R. I. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
 31. Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
 32. Petersen, M. A., and R. G. Rajan. 1997. "Trade Credit: Theories and Evidence." *Review of Financial Studies* 10(3): 661-691.
 33. Shaw, E. S. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
 34. Stiglitz, J. E., and A. Weiss. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *The American Economic Review* 71(3): 393-410.
 35. Tsai, K. 2001. "Beyond Banks: The Local Logic of Informal Finance and Private Sector Development in China." To Be Presented at the Conference on Financial Sector Reform in China, September 11-13.
 36. Wilson, N., and B. Summers. 2002. "Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis." *Journal of Business Finance & Accounting* 29(3-4): 317-351.

Research on Financial Repression and the Behavior of Enterprise Financing Channel Choice

Wang Chunchao^{1,2} and Lai Yan¹

(1: College of Economics, Jinan University; 2. Jinan University—University
of Birmingham Joint Institute at Jinan University, Jinan University)

Abstract: Based on the 2012 World Bank survey on China's manufacturing enterprises, this paper analyzes how financial repression affects manufacturing enterprises' financing behavior. We find that: financial repression has a significant effect on the choices of enterprises' financing channel and it has a positive effect on informal finance but a negative effect on formal finance. The financial repression significantly improves the commercial credit and the informal private loan ratio, but this mechanism doesn't work on enterprises with foreign or state shares, which indicates the "ownership discrimination" characteristic of financial repression in China. In addition, financial repression leads to the rise of formal finance financing costs which makes enterprises chose informal finance channel to financing. The larger enterprises tend to choose the commercial credit to financing and the smaller enterprises tend to choose the informal private loan, medium-sized enterprises tend to choose both, which further indicates "scale discrimination" characteristic of financial repression.

Keywords: Financial Repression, Formal Finance, Informal Finance

JEL Classification: D21, O16, P43

(责任编辑:孙永平、陈永清)