

信贷资金、融资担保与小微企业融资约束^{*}

——银行贷款与民间借贷的比较分析

李瑞晶¹, 王丽丽², 程京京³

(^{1,3} 河北金融学院金融与投资学院, 河北保定 071051;

² 河北金融学院大数据科学学院, 河北保定 071051;

³ 对外经济贸易大学国际贸易学院, 北京 100029)

摘要: 融资担保是破解小微企业融资困境的重要途径。本文基于 Tirole(2006)的理论模型,分析了融资担保缓解小微企业融资约束的作用机制,并利用 CMES 与 CHFS 数据,实证分析了在银行贷款与民间借贷两种融资渠道下,抵质押担保与保证担保影响小微企业融资的作用及其异同。研究发现:(1)融资担保可以缓解小微企业的“融资难”问题,但未能有效解决小微企业的“融资贵”问题。(2)银行贷款与民间借贷的担保增信方式存在差异,抵质押担保对于银行贷款更有效,信用保证对于民间借贷更有效。(3)不同规模的小微企业应用融资担保的增信效果也有所不同,规模较大的企业融担增信效应更强。

关键词: 融资担保;小微企业;融资约束;融资难;融资贵;信贷资金

JEL 分类号:G20 G21 G30 中图分类号:F832.4 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2021)04-0024-09

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2021.04.003

一、引言

小微企业是国民经济发展的基石,对于改善就业、增加税收、拉动内需、促进经济增长与社会和谐发展做出了重要贡献。然而,近年来小微企业一直面临融资渠道狭窄、“融资难”和“融资贵”的问题,这也成为了制约小微企业健康成长的重要瓶颈。银保监会统计数据显示,2019年末,我国小微企业贷款余额为36.9万亿元,仅占银行业金融机构贷款余额的24.3%。世界银行于2018年发布的研究报告指出,我国中小微企业潜在融资缺口高达1.9万亿美元(孟娜娜和蔺鹏,2018)。很多小微企业难以获取银行贷款,只有转向民间金融市场寻求资金支持,逐渐形成了银行贷款与民间融资渠道分割并存的局面(罗伟和吕

越,2015)。上述种种现象反映出,我国小微企业获得的外源资金支持明显不足。因此,破解小微企业融资难题,对于实现企业健康发展,增强全社会经济活力具有非常重要的现实意义。

小微企业的融资困境根源于借贷双方的信息不对称,融资担保被视为是解决这一问题的重要途径。2015年国务院《关于促进融资担保行业加快发展的意见》,对于服务小微企业和“三农”等普惠领域的融担业务做出了重要战略部署。然而,融资担保在缓解小微企业融资约束中的作用究竟如何?在银行贷款与民间借贷这两种截然不同的融资渠道下,融资担保的增信作用又有何差异?这些问题都值得我们进行深入思考。

前期相关研究主要从企业的融资困境及其根源、

^{*} 本文系河北省软科学项目“供需协同视角下河北省科技型中小企业融资支持机制研究”(20550904D)的阶段性成果。

收稿日期:2021-01-11

作者简介:李瑞晶,博士,河北金融学院金融与投资学院讲师;

王丽丽,博士,河北金融学院大数据科学学院讲师;

程京京,对外经济贸易大学博士研究生,河北金融学院金融与投资学院副教授。

融资的制约因素以及抵质押和保证担保对小微企业融资的影响效应等几个方面展开。Macmillan(1931)最早发现小型企业的融资难题,即著名的“麦克米伦缺口”。这一现象也引发了学术界对小微企业融资困境的普遍关注。小微企业面临融资约束的根本原因在于借贷双方存在严重的信息不对称问题,由于自身资产不足、财务信息不透明、管理制度不完善、经营风险较高,导致金融机构对其难以形成持续的资金支持意愿(Sitigliz 和 Wess, 1981)。

融资担保作为一种缓解借贷双方信息不对称、缓释信用风险的重要方式,被认为是解决小微企业融资约束的有效途径(Berger 等, 2016; 王勤, 2019)。Cowan(2015)等验证了融资担保能显著地增加企业贷款的可获得性。叶莉等(2016)针对我国创业板上市中小企业的实证研究发现,政策性担保可以提升中小企业的贷款的可得性,但政策影响存在一定的滞后性,且加剧了信贷风险。

企业的融资担保方式可分为抵质押担保与保证担保,关于这两种融资担保的作用效果,学术界也各自持有不同的观点。Pozzolo(2004)认为,保证贷款与抵押贷款都能够有效地降低信用风险。由于借款人通常缺乏足够的资产来做抵押,事实上第三方保证和关系贷款的应用更为广泛,由此成为了抵押贷款的重要替代(Menkhoff 等, 2012)。但也有研究指出,保证贷款的高风险特征相比较抵押贷款更明显,虽然有利于缓解企业融资约束,但弱化了参与人的风险防范意识,加剧了逆向选择与道德风险(张晓玫和宋卓霖, 2016; 王晨宇和史小坤, 2017)。

国内小微企业融资环境呈现典型的“双轨制”特征,政府与金融监管部门实施的一系列金融抑制政策与严格的监管,导致正规金融市场上资金供不应求(郑威和陆远权, 2019)。那些难以达到商业银行授信门槛的企业就不得不进入民间金融市场寻求资金支持,从而形成了银行贷款与民间金融分割并存的局面(Meghana 等, 2010; 吕承超和王媛媛, 2019)。我国的小微企业高度依赖民间融资(王定祥等, 2014)。据估计,在企业的外部融资过程中,有 42% 的信贷资金来源于非正式金融渠道,甚至 14% 的企业完全依赖民间融资(Safavian 和 Wimpey, 2008)。民间借贷作为融资渠道的有机补充,基于地缘、亲缘等多重关系,具有合约设计灵活的优势,能够有效弥补商业银行贷款遗留下来的资金缺口,对于小微企业融资起着不可替代的作用,也因此成为我国金融体系不可或缺的组成部分(李健和卫平, 2015; 张博等, 2015)。但雷新途等(2015)

的研究也指出,民间借贷加剧了小微企业的财务风险,并且阻碍了小微企业从正规融资渠道获取资金,因此并没有真正缓解企业的融资约束。

综上所述,前期文献对于融资担保在小微企业信贷中的作用进行了较为详细的论证,但相关研究还可从以下两方面深入开展。一方面,在研究对象的选取上,前期文献或是基于上市公司的数据,或是基于某一地区的调查数据开展实证分析,样本的地区跨度和代表性比较有限,也难以真正反映那些最底层的、不具备上市实力的小微经济体的融资需求状况。另一方面,我国小微企业的融资市场呈现鲜明的“金融双轨制”市场结构,银行贷款与民间融资在借贷规模、资金成本等方面均表现出鲜明的差异。前期文献虽然关注到了这两种渠道下小微企业融资特征的差异,但在融资担保作用方面的对比研究还比较少见。

基于此,本文在具体分析抵质押担保与保证担保缓解小微企业融资约束的作用机制的基础上,利用中国家庭金融与调查研究中心的中国小微企业调查(CMES)与中国家庭金融调查(CHFS)数据,实证分析在银行贷款与民间借贷这两种融资渠道下,融资担保方式缓解小微企业融资约束的作用及其异同。本文的边际贡献在于:第一,在样本企业的选择上,本研究使用 CMES 与 CHFS 数据开展实证分析,弥补了以往研究利用上市公司或某一区域的调研数据的不足。CMES 与 CHFS 的调查对象包括具有独立法人资格的小型微型企业、家庭作坊式企业以及家庭个体工商户,样本覆盖全国 29 个省、自治区、直辖市,生动翔实地反映了我国小微经济体的生产经营、财务状况、融资状况等内容,是得到了学界的广泛认可的高质量微观数据库(甘犁, 2019)。第二,在融资担保的作用上,本研究将银行贷款和民间融资这两种渠道下的融资担保增信方式及其效果进行了比较研究,并从企业规模异质性的角度进行了更进一步的探讨,从而可为普惠性质的融资担保的发展提供更充分翔实的信息,建立更具针对性的小微企业融资支持机制,以更好地缓解企业融资难题。

二、理论分析与研究假设

本研究基于 Tirole(2006)的企业家模型构建理论分析框架,分别讨论抵质押担保和保证担保这两种不同的融资担保方式对于小微企业融资约束的影响,并进一步分析融资担保增信效应在不同融资渠道和企业规模下的异质性,提出研究假设。

(一)理论模型构建

假设典型小微企业拥有金额为 A 的资产,项目所需初始投资金额为 I , 因此该企业需要申请金额为 $I-A$ 的贷款。项目实施既可能成功,也可能失败,假设项目成功的概率为 $x(0 < x < 1)$ 。若企业获得融资后,既可能尽职将资金实际投资于该项目,产生金额为 R 的投资收益(概率为 p_H);也可能消极懈怠,甚至用于私人消费(概率为 $p_L, p_L < p_H$),获取金额为 B 的私人收益。

贷款合同约定,如果该项目成功,贷款人与企业将分享投资收益 R ,其中贷款人获得 R_L ,企业获得 R_b 。如果项目失败,则双方的收益均为 0。假设贷款人与企业均为风险中性,因此无风险利率为 0。假设市场上有无数贷款人,则贷款人的零利润约束为

$$xp_H R_{loan} = I - A \quad (1)$$

假设只有在不存在道德风险的情况下,项目才能获取正收益,即

$$xp_H R - I > 0 \quad (2)$$

$$xp_L R - I + B < 0 \quad (3)$$

因此贷款合同需要保证企业尽职,需满足以下激励相容约束:

$$p_H R_b \geq p_L R_b + B \Rightarrow \Delta p R_b \geq B \quad (4)$$

其中 $\Delta p = p_H - p_L$ 。

在保证该激励相容的条件下,贷款人能获得的最大收益 E_1 为

$$E_1 = xp_H (R - R_b) = xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \quad (5)$$

只有当贷款人获得的收入高于贷款额时,企业才有可能获得融资,因此有

$$xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \geq I - A \Rightarrow A \geq \bar{A}_1 = I - \left[xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \right] \quad (6)$$

式(6)说明,企业必须拥有足够的资产,才能获得融资。如果资产不足,即当 $A < \bar{A}_1$ 时;或代理成本较高,即 $\frac{\Delta p}{p_H}$ 较高致使所需的资产门槛 \bar{A}_1 较高,则都会导致企业受到信贷约束。此时企业若想获得贷款,必须将成功情况下获得的大部分收益转给让贷款人,也就等同于愿意为贷款支付高利率。

(二) 抵质押担保缓解小微企业融资约束的作用机制

下面考虑在模型中引入抵质押品的情形。模型的前提条件与前文一致,假设企业将资金 I 用于购买项目运营所需要的各种资产,并将这些资产用于抵押。若项目失败,则可以以外生价格 $P(0 < P < I)$ 将抵押品出售来弥补损失。在企业提供抵押品的情况下,若不发生道德风险,需要满足项目成功的预期收益高于项目

失败的预期损失,则激励相容约束可改写为

$$xp_H R + (1-x)P > I \Rightarrow x(p_H R - I) > (1-x)(I - P) \quad (7)$$

此时贷款人能获得的最大收益 E_2 为

$$E_2 = xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) + (1-x)P \quad (8)$$

因此有抵质押品的情况下企业获得融资的条件为 $E_2 \geq I - A$, 即

$$xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) + (1-x)P \geq I - A \Rightarrow$$

$$\bar{A}_1 \geq \bar{A}_2 = I - \left[xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \right] - (1-x)P \quad (9)$$

$\bar{A}_2 < \bar{A}_1$, 说明提供抵质押品降低了企业融资的门槛,缓解了企业的融资难题。因此,本文提出研究假设 H1: 抵质押担保有利于缓解小微企业的融资约束。

(三) 保证担保缓解小微企业融资约束的作用机制

接下来考虑保证担保的情形。若企业不能提供贷款方要求的抵质押资产,还可以通过引入保证人的方式为自身融资增信。保证人依据借款人的生产经营状况、信用水平等条件,做出履约承诺。若借款人到期不能归还欠款,则需要由保证人承担连带责任。本研究从保证代为承担偿还责任和贷后监督两个方面分别讨论保证担保对企业融资的影响。

一方面,若项目投资失败,借款人到期确实不能偿还贷款,则由保证人代为偿还金额为 $I - A$ 的资金。此时的担保增信机制与抵质押担保的情况类似,贷款人能获得的最大收益 E_3 为

$$E_3 = xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) + (1-x)(I - A) \quad (10)$$

企业获得融资的条件为 $E_3 \geq I - A$, 即

$$xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) + (1-x)(I - A) \geq I - A$$

$$\Rightarrow \bar{A}_1 \geq \bar{A}_3 = I - xp_H \left(R - \frac{B}{\Delta p} \right) \quad (11)$$

因为 $0 < x < 1$, 所以 $\bar{A}_3 < \bar{A}_1$, 说明保证人通过承担连带违约责任,降低了企业申请贷款的门槛,有利于企业获得融资支持。

另一方面,在企业获得贷款后,保证人会监督借款人尽职尽责地经营项目,以避免发生道德风险。假设在这种情况下,企业尽职的概率为 $P_S(P_S > P_H)$ 。则根据式(6)可知,企业获得融资的约束条件为:

$$xp_H \left(R - \frac{B}{P_S - P_L} \right) \geq I - A \Rightarrow$$

$$\bar{A}_1 \geq \bar{A}_4 = I - \left[xp_H \left(R - \frac{B}{P_S - P_L} \right) \right] \quad (12)$$

由于 $P_S - P_L > \Delta P$, 所以有 $\bar{A}_4 < \bar{A}_1$, 说明保证人通过监

督借款人履约,降低了企业申请贷款的门槛,缓解了小微企业融资约束。综合以上分析,本文提出研究假设 H1:保证担保有利于缓解小微企业的融资约束。

(四)融资担保在融资渠道与企业规模方面的异质性

在我国银行贷款与民间金融市场并存的条件下,企业通过两种融资渠道获取资金的方式存在差异。调查显示,拥有有效抵押品的企业更倾向于选择银行贷款而非民间融资作为其主要融资渠道(黎翠梅,2016)。商业银行由于受到较多监管,在风险资本计提、流动性等方面有着更严格的限制,因此也往往对小微企业有着更严格的融资担保要求,只有企业用实际资产做抵押才能达到贷款门槛。反观民间借贷,交易的发生则通常基于地缘、亲缘关系,人际信任在其中扮演着重要角色(罗党论,2011)。更何况小微企业如果能提供有效的抵质押品,则通常一开始就不会倾向选择民间融资渠道,而是只有在企业自身资产不足以提供抵押以获取银行贷款的情况下,才会通过寻找第三方作为保证人为它的民间融资提供保证担保。因此相比之下,保证贷款在民间融资渠道下可能发挥更好的增信作用。基于此,本文在此提出研究假设 H2:银行贷款和民间融资的担保增信方式与效果存在差异。

而从借款人方面的差异来看,从根本上说,不同企业的融资担保的目的和作用也存在一定差异。优质企业采用融资担保具有信号效应,主要是为了降低因信息不对称而导致的逆向选择;而劣质企业则更可能是银行要求提供抵押品以降低事后道德风险,防止信贷违约(尹志超和甘犁,2011)。薛菁(2016)的研究发现,尽管政策性银行贷款、商业性银行贷款、民间信贷三种资金等融资渠道都致力于中小企业融资发展,但三种资金的投向均具有规模企业偏好,规模较大的企业获得的信贷资金支持更多。而从企业自身的禀赋差异来看,较大规模的企业更有实力提供符合要求的抵质押物,社会资源也相对比较丰富,因此无论选用抵质押担保还是保证担保方式,融资担保的增信效果也应该更好。因此,本文提出研究假设 H3:融资担保更有利于缓解规模较大的小微企业的融资约束。

三、数据、变量与模型

(一)数据来源与清洗

本文使用的数据为西南财经大学中国家庭金融调查与研究中的中国小微企业调查(CMES)数据和中国家庭金融调查(CHFS2013、2015和2017)中的个体工商户数据。其中CMES的主要调查对象为全国具有

独立法人资格的小型、微型企业和家庭作坊式企业,样本规模5400多个,覆盖全国28个省、自治区、直辖市,反映了小微企业法人的基本情况、财务情况、融资情况等相关信息。中国家庭金融调查(CHFS)分别于2011年、2013年、2015年和2017年在全国范围内开展了4轮随机抽样调查,其中2013年、2015年和2017年的调查样本覆盖全国29个省、自治区、直辖市,题项设置也更为细致和全面。本研究选用了这3次调查中的“是否从事工商业生产经营项目”一题中回答“是”的样本数据以反映个体工商户的生产经营以及融资情况。

由于小微经济体是非上市公司,其财务信息相对比较隐蔽,特别是当涉及银行贷款、民间融资的相关信息时,小微企业主多有不愿或拒绝回答的情况,因此不可避免地会产生大量缺失值。多数研究指出,企业通常更倾向先向银行申请贷款,当银行信贷无法完全满足企业的资金需求时,才会通过民间金融渠道补足资金缺口(何灵和谌立平,2017)。因此为了避免样本选择偏误,本研究只选取了那些既有银行贷款又有民间借贷的小微企业。

(二)变量说明

考虑到小微企业面临融资约束主要表现为“融资难”和“融资贵”两方面,本研究使用融资规模和成本两个变量反映小微企业的融资约束。分别使用小微企业最大一笔银行贷款和民间借贷金额和年百分率的自然对数表示小微企业的融资可得性和成本,银行贷款和民间借贷的融资可得性分别记为 $\ln loan_b$ 和 $\ln loan_u$,融资成本分别记为 $\ln rate_b$ 和 $\ln rate_u$ 。核心解释变量融资方式为虚拟变量,基准情况为纯信用贷款,当企业采用抵质押担保方式融资时, $guarantee1=1$,当企业采用保证担保方式融资时, $guarantee2=1$,变量后缀分别代表银行贷款($_b$)和民间借贷($_u$),下同。

研究从贷款特征、企业特征和宏观环境特征三个方面选择控制变量。贷款特征包括贷款期限,用约定还款期限月份数的自然对数表示,记为 $\ln maturity$ 。企业特征包括企业的规模、年龄和组织类型三个变量。企业规模使用企业注册资本的自然对数表示,记为 $\ln asset$ 。企业年龄使用融资发生时企业经营年限的自然对数表示,记为 $\ln age$ 。随着企业经营时间的增长,融资约束可能得以缓解(王振山,2020)。企业组织类型为虚拟变量,用变量 $corporate$ 表示,当企业为法人时记 $corporate=1$,否则为0。宏观环境特征包括企业所处行业、地区和宏观利率水平三个变量。企业行业和地区均为虚拟变量,参照国家统计局标准,分为三大产业和东、中、西三个经济区域,分别记为 $industry$ 和

region。利率水平可能影响企业融资成本（殷秀仙，2020），本研究使用融资发生当年 6 个月至 1 年期平均贷款年利率反映利率水平，记为 *interest*，该项指标数据来源于 *choice* 金融终端。为排除极端值影响，本文将连续变量进行了上下各 1% 的 *winsor* 缩尾处理。

表 1 反映了全样本以及不同融资担保方式下的分组样本的银行贷款和民间融资规模与成本的描述性统计指标。样本平均值和中位数差距不大，表明数据分布基本呈现对称状态。银行贷款的平均额度大于民间融资。但是银行贷款的平均成本也高于民间融资，这与现实情况存在差异。对于这一现象的可能解释是，由于本研究选择的样本为同时使用了银行贷款与民间借贷渠道进行融资的小微企业，这些企业自身资金缺口比较大，银行对其要求提供较高的利率以起到风险补偿的作用。企业难以通过银行贷款弥补其全部资金缺口，才转而向民间渠道寻求资金支持。这也从一个侧面印证了民间金融对于金融体系的补充作用。从融资规模来看，银行贷款中纯信用贷款的平均授信额度最低，其次为保证贷款，抵质押贷款的平均授信额度最高。而在民间融资渠道下，保证贷款的平均额度也高于抵质押贷款和纯信用贷款。但在融资成本方面，纯信用贷款的平均融资成本低于抵质押贷款和保证贷款。

表 1 关键变量描述性统计

	统计量	<i>lnloan_b</i>	<i>lnrate_b</i>	<i>lnloan_u</i>	<i>lnrate_u</i>
纯信用贷款	平均值	12.008	1.789	12.557	1.815
	标准差	1.495	1.419	1.397	1.269
	q=0.25	10.867	0.588	11.513	0.693
	中位数	11.918	2.092	12.612	1.869
	q=0.75	12.958	2.602	13.305	2.565
抵质押贷款	平均值	13.551	2.465	12.545	1.809
	标准差	1.695	1.402	1.493	1.389
	q=0.25	12.543	1.609	11.513	0.788
	中位数	13.305	2.241	12.206	1.386
	q=0.75	14.509	4.111	13.592	3.219
保证贷款	平均值	12.474	2.472	13.151	2.172
	标准差	1.525	1.332	1.389	1.359
	q=0.25	11.513	1.758	12.543	1.030
	中位数	12.206	2.565	13.122	2.398
	q=0.75	13.218	3.241	13.816	3.219
全样本	平均值	12.942	2.323	12.640	1.865
	标准差	1.735	1.408	1.423	1.305
	q=0.25	11.918	1.217	11.513	0.788
	中位数	12.612	2.349	12.612	1.731
	q=0.75	13.907	3.124	13.592	2.895

(三) 计量模型构建

本研究采用如式 (13) 和式 (14) 所示的计量模型实证分析融资担保方式对小微企业融资可得性及成本的影响。

$$\lnloan_x = \beta_0 + \beta_1 guarantee1_x + \beta_2 guarantee2_x + \sum \beta_i Z_i + \varepsilon \quad (13)$$

$$\lnrate_x = \gamma_0 + \gamma_1 guarantee1_x + \gamma_2 guarantee2_x + \sum \gamma_i X_i + \sigma \quad (14)$$

其中，被解释变量 *lnloan* 代表融资规模，*lnrate* 表示融资成本。核心解释变量 *guarantee1* 表示企业采用抵质押方式融资，*guarantee2* 表示采用担保方式融资，变量后缀取 *_b* 时表示银行贷款，*_u* 表示民间借贷。*Z_i* 和 *X_i* 为模型控制变量，在融资规模的回归模型中，本文控制了银行贷款期限、企业规模、年龄、组织类型、所属产业和所属地区等因素；在融资成本的回归模型中，除上述变量外，还控制了融资规模和宏观利率水平因素。*ε* 和 *σ* 为随机误差项。

四、实证结果与分析

(一) 基准回归结果

本文使用最小二乘法 (OLS) 估计式 (13)~(14) 所示的模型参数，并使用回归稳健标准误以解决异方差问题。基准回归结果如表 3 所示。表 2 的第 (1) 列和第 (2) 列分别列示了被解释变量为银行贷款与民间借贷规模的模型估计结果，列 (3) 和列 (4) 分别为被解释变量为银行贷款利率和民间融资利率的模型估计结果。

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>lnloan_b</i>	<i>lnloan_u</i>	<i>lnrate_b</i>	<i>lnrate_u</i>
<i>guarantee1_x</i>	1.237*** (4.418)	0.150 (0.507)	0.364 (1.355)	0.030 (0.115)
<i>guarantee2_x</i>	0.316 (1.105)	0.711** (2.345)	0.428 (1.422)	0.375 (1.314)
<i>lnloan_x</i>			0.144* (1.884)	0.160** (2.244)
<i>lnmaturity</i>	0.016 (0.135)		-0.171 (-1.218)	
<i>lnasset</i>	0.161*** (4.026)	0.095*** (3.308)	0.028 (0.826)	0.000 (0.013)
<i>lnage_x</i>	1.275*** (3.772)	0.016 (0.055)	-0.055 (-0.183)	-0.121 (-0.518)
<i>corporate</i>	0.617*** (2.874)	0.305 (1.219)	-0.006 (-0.025)	-0.119 (-0.511)
<i>interest_x</i>			-0.171 (-1.218)	0.055 (0.351)

<i>industry1</i>	0.814*** (2.966)	0.928*** (3.190)	-0.569* (-1.793)	0.773*** (2.734)
<i>industry2</i>	0.412 (1.590)	0.879*** (3.107)	-0.790** (-2.525)	0.432 (1.489)
<i>region1</i>	-0.121 (-0.465)	-0.185 (-0.778)	-0.119 (-0.467)	-0.139 (-0.585)
<i>region2</i>	-0.413* (-1.737)	-0.328 (-1.229)	-0.133 (-0.555)	0.115 (0.497)
<i>Constant</i>	5.905*** (4.782)	10.441*** (12.307)	1.412 (1.032)	-0.626 (-0.419)
<i>R-squared</i>	0.407	0.158	0.120	0.105
<i>F-test</i>	11.750***	4.982***	2.520***	1.878***
<i>F-prvalue</i>	0.000	0.000	0.004	0.046

注：“***”表示 $p < 0.01$ ，“**”表示 $p < 0.05$ ，“*”表示 $p < 0.1$ ；括号中数字为 t 统计值。下表同。

首先分析核心解释变量融资担保方式对小微企业融资规模与成本的影响。在模型(1)中,变量 *guarantee1_b* 的回归系数为 1.237,且在 0.01 的显著性水平下显著为正。说明抵质押担保方式显著地提升了小微企业的银行贷款额度。而变量 *guarantee2_b* 的回归系数不显著,说明保证担保对小微企业的银行贷款可得性没有显著影响。在模型(2)中,*guarantee2_u* 的回归系数在 0.05 的显著性水平下显著为正,但变量 *guarantee1_u* 的回归系数却没有通过显著性检验,说明保证担保能有效提升小微企业通过民间融资的信贷资金可得性,但抵质押担保却对民间融资的规模不存在显著影响。

综合比较两种融资渠道下的融资担保对小微企业信贷资金可得性的影响,可以发现,银行贷款更倾向于抵质押担保方式的融资,而保证担保方式更有利于提高民间借贷的融资可得性。对于银行贷款而言,保证担保的效率极低,银行往往要求小微企业的一笔贷款项下都要追加多个保证人,而这些保证人也大多担保能力有限,无力代偿,起不到风险防范作用。因此商业银行对于小微企业能否提供有效的抵质押资产有着更为严格的要求。从银行贷款的融资担保方式也可以看出,有 99 笔银行贷款均以抵质押方式融资,占 52.66%。

而在民间借贷中,采用了抵质押担保方式的融资仅占 17.79%,且抵质押担保对民间借贷规模没有产生显著影响。对于这一结果的解释是,通常只有那些无法提供有效担保品,难以达到银行贷款门槛的企业才会转而寻求民间融资。即使这些能提供少量抵质押资产,其资产的价值、流动性等也很有可能难以弥补其融资的风险缺口。从民间融资放贷方的角度来看,

民间金融机构或个人有时也缺乏相应的估价能力和资产处置能力,从而导致抵质押担保难以有效提升民间融资可得性,也正是因为如此,保证贷款也就成了小微企业在民间融资渠道下提供增信的常用手段。从保证贷款的作用来看,民间借贷的发生通常具有地缘关系、血缘关系、友缘关系的基础,借贷双方彼此了解,有效缓解了信息不对称,可以避免正式信贷交易的高额征信成本。而且如果借款人能找到合适的保证人提供相应担保,则民间金融组织也更有可能为企业提供资金支持。

从融资担保对小微企业的融资成本的影响来看,如模型(3)和模型(4)所示,抵质押担保和保证担保方式虚拟变量的回归系数均未能通过显著性检验,说明融资担保方式对小微企业的融资成本不存在显著影响。对于这一现象的可能解释是,即使提供了担保,小微企业贷款风险仍然较高,出于风险补偿的目的,总体贷款利率仍旧偏高。这一结果也反映出,融资担保只能缓解小微企业的“融资难”问题,却不能解决小微企业的“融资贵”问题。

最后来看各个控制变量对小微企业融资约束的影响。在融资规模的影响因素方面,企业规模与银行贷款和民间融资额度均呈显著正相关关系($\beta=0.161$, $p < 0.01$; $\beta=0.095$, $p < 0.01$),企业资本规模越大,越能获得更多融资。企业年龄与组织类型变量在模型(1)中显著为正,说明经营年限越长的法人企业越能获得更多银行信贷的支持。从融资规模的产业与地区差异来看,第二产业的小微企业的平均银行贷款额度高于第一产业,第二产业和第三产业的小微企业的民间融资额度也显著高于第一产业,反映了农林牧渔业的企业平均授信额度更低。但不同地区的企业在融资额度方面没有表现出十分显著的差异。在融资成本的影响因素方面,模型(3)和模型(4)的回归结果均显示,融资规模与利率呈显著的正相关关系,融资额度越大,风险越高,贷款人要求的利率越高。第二、三产业银行贷款利率均显著低于第一产业,反映出农林牧渔业的小微企业在申请银行贷款时处在相对弱势地位,需要付出更多融资成本。而在民间融资渠道,第二产业企业的融资成本显著高于其他产业。

(二)稳健性检验

考虑到不同企业的融资担保方式存在差异,例如规模较大、经营状况较好,以及特定行业的企业更有可能提供融资担保,否则就只能使用纯信用方式融资。也就是说,小微企业的融资担保决策并非完全是随机变量,而是企业根据自身经营状况和融资情景选

择的结果。因此,需要寻找反事实以消除融资担保的自选择性与内生性问题。基于此,本研究使用倾向得分匹配(PSM)法对上述实证结果进行稳健性检验。为简化分析,将抵押贷款和保证贷款合并为担保贷款,记为 *secure*。PSM 通过寻找与匹配个体特征相近但是采用了不同担保方式进行融资的借款人,可以得到一个“准随机实验样本”,从而可以分析担保方式影响融资规模与成本的净效应。

本研究使用的匹配变量包括企业规模(*lnasset*)、年龄(*lnage*)、组织类型哑变量、所处行业哑变量(*industry*)和所在地区哑变量(*region*)。在匹配方法的选择上,本研究使用了1对1近邻匹配法,匹配对照所允许的最大距离设置为0.05。使用Logistic模型估计倾向得分,将匹配后的精炼样本再度进行回归,结果如表3所示。可以看出,各个解释变量的稳健性检验结果与表2的估计结果一致,说明实证结论是稳健的。

表3 稳健性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>lnloan_b</i>	<i>lnloan_u</i>	<i>rate_b</i>	<i>rate_u</i>
<i>secure_x</i>	0.974*** (3.59)	0.495* (1.90)	0.405 (1.58)	0.132 (0.57)
<i>lnloan_x</i>			0.130* (1.66)	0.187** (2.52)
<i>lnmaturity_x</i>	0.021 (0.18)		0.072 (0.89)	
<i>lnasset</i>	0.187*** (3.80)	0.101*** (3.22)	0.015 (0.38)	-0.015 (-0.48)
<i>lnage</i>	0.975*** (3.15)	-0.017 (-0.05)	-0.055 (-0.16)	-0.047 (-0.18)
<i>corporate</i>	0.618** (2.58)	0.291 (1.15)	0.099 (0.40)	-0.049 (-0.20)
<i>interest</i>			-0.175 (-1.23)	0.047 (0.29)
<i>industry1</i>	0.920*** (3.04)	0.961*** (2.75)	-0.775** (-2.36)	0.676** (2.11)
<i>industry2</i>	0.620** (2.13)	0.951*** (2.81)	-0.903*** (-2.78)	0.354 (1.08)
<i>region1</i>	0.031 (0.11)	-0.064 (-0.26)	-0.171 (-0.67)	-0.223 (-0.92)
<i>region2</i>	-0.221 (-0.91)	-0.184 (-0.65)	-0.228 (-0.94)	-0.026 (-0.10)
<i>Constant</i>	6.062*** (5.39)	10.313*** (10.73)	1.803 (1.21)	-0.784 (-0.49)
<i>R-squared</i>	0.331	0.144	0.124	0.102
<i>F-test</i>	10.70***	4.064***	2.706***	1.772*
<i>F pvalue</i>	0.000	0.000	0.003	0.070

(三)企业规模的异质性检验

本研究采用**分组回归**的方式分析**融资担保对于不同规模的企业作用的异质性**。以企业规模变量*lnasset*的中位数为节点,将全部样本分为两组,第一组为规模较小的企业,第二组为规模较大的企业。对每组样本分别进行回归,结果如表4所示。

从融资担保方式对小微企业融资可得性的影响来看,规模不同的企业的融资担保的增信效应存在一定异质性。从模型(1)的回归结果可以看出,虽然两组样本的变量*guarantee1_b*的回归系数均显著为正($\beta=0.926, p<0.01$; $\beta=1.197, p<0.01$),但规模较小的企业样本分组回归系数小于规模较大的样本,反映出规模更大的企业提供抵质押担保的增信效果更强。这也可以归因于规模较大的企业往往拥有更强的资金实力,因此担保品的质量也更高。

模型(2)的回归结果显示,在通过民间渠道融资的情况下,融资担保增信在企业规模方面异质性则表现得更为明显。在第一组样本中,变量*guarantee2_u*的回归系数未能通过显著性检验;只有在第二组样本中,变量*guarantee2_u*的回归系数显著为正($\beta=0.665, p<0.1$)。这是由于规模更大的企业社会关系更加广泛,能提供更有效的履约保证,从而提高了民间融资的可得性。

模型(1)和模型(2)的实证结果说明,抵质押担保可以显著地提高小微企业银行贷款的可得性,而保证贷款对提升民间融资额度的作用更显著。而从模型(3)和模型(4)的回归结果可以看出,抵质押担保和保证担保贷款均没有显著地影响小微企业的融资成本。上述结果和前文的基准回归模型结果高度一致,这也进一步印证了前文的研究结论的可靠性。

表4 企业规模异质性分组回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>lnloan_b</i>	<i>lnloan_u</i>	<i>lnrate_b</i>	<i>lnrate_u</i>
第一组				
<i>guarantee1_x</i>	0.926*** (2.881)	-0.080 (-0.230)	0.579 (1.075)	0.067 (0.178)
<i>guarantee2_x</i>	0.164 (0.422)	0.501 (1.159)	0.495 (1.131)	0.078 (0.167)
<i>R-squared</i>	0.263	0.113	0.152	0.159
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
第二组				
<i>guarantee1_x</i>	1.197*** (3.006)	0.267 (0.744)	0.350 (0.706)	-0.044 (-0.116)
<i>guarantee2_x</i>	0.368 (0.877)	0.665* (1.772)	0.246 (0.521)	0.494 (1.298)
<i>R-squared</i>	0.522	0.204	0.141	0.112
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES

五、研究结论与政策建议

我国小微企业面临“融资难”与“融资贵”的双重融资约束,融资担保被视为是缓解小微企业融资约束的重要增信手段。在银行贷款与民间融资市场上,小微企业融资的特征也存在差异。本文在 Tirole(2006)企业家固定投资模型的基础上,分析了抵质押担保与保证担保缓解小微企业融资约束的作用机制,并利用 CMES 与 CHFS 数据,实证检验了在银行贷款与民间融资两种不同的融资渠道下,融资担保方式对小微企业资金可得性与成本的影响,进一步地通过分组回归的方式分析了担保增信作用在企业规模方面的异质性。本文的研究结论总结为以下三个方面。

其一,融资担保可以缓解小微企业的“融资难”问题,但不能有效解决“融资贵”问题。抵质押担保和保证担保均可通过降低银企之间的信息不对称,创造风险缓释机制,抑制道德风险与逆向选择,从而有效提高小微企业通过银行贷款和民间融资渠道获取的信贷资金的额度。但融资担保对融资成本则不存在显著影响。

其二,银行贷款与民间融资的担保增信方式存在差异,抵质押担保对于银行贷款更有效,而保证担保对于民间融资更有效。商业银行为了控制道德风险,对小微企业提供的抵质押品有着较为严格的要求,因此只有抵押担保才能有效提高小微企业的贷款可得性。而民间借贷的发生通常是基于亲缘、友缘与地缘关系,借贷双方可通过保证人实现增信,因此保证贷款有效地促进了小微企业民间融资的可得性。

其三,不同规模的小微企业应用担保增信的效应也有所不同,规模较大的企业的担保增信效应更强。本研究发现,尽管融资担保可以提高小微企业的贷款可得性,但融资增信效果仍旧存在企业规模偏向,而且这一差异在保证贷款中的表现比抵质押贷款更明显。规模较小的企业由于自身经济实力有限,很难提供有效的融资担保,因此抵质押担保的增信作用弱于规模较大的企业。

基于此,本文针对缓解小微企业融资约束提出以下政策建议。

第一,需要建立面向小微企业融资的多层次、互补金融体系。正规金融与民间金融是我国金融体系的重要组成部分,二者对于小微企业融资均发挥着各自的作用。未来应持续规范和引导民间金融良性发展,设立与完善针对民间金融的监管要求,使之和传统商业银行形成有效的协同互动机制。商业银行可以依托

自身技术优势设计有效的风险防控机制,而民间金融机构则可以凭借地缘、人缘优势和灵活多样的借贷合约,与商业银行开展合作,实现优势互补。商业银行还可以与电商互联网平台建立信息互联互通机制,利用大数据优化信贷风险评估模型,以更好地防控信用风险。

第二,需要探索建立新型融资担保模式,构建更加完善的小微企业融资担保支持机制与风险缓释机制。在大力发展政策性、商业性融资担保机构之余,还需要创新融资担保的服务方式,通过“担保+保险”“银行+担保+保险”“银行+担保+小贷”等跨业合作的方法分散风险,科学分配融资参与各方的权责和风险分担比例。此外,政府部门还需要完善小微企业信息平台建设,建立政银企担多方精准对接机制,以降低信息搜寻成本,更好地缓解信息不对称问题,适应小微企业的融资需求。

第三,需要增强小微企业自身实力,从根本上降低信用风险,从而逐渐降低企业的融资成本。本研究发现,虽然融资担保在一定程度上提高了小微企业的信贷资金可得性,但并未能有效解决小微企业的融资贵问题,并且增信效果也存在企业规模偏向。因此,未来政策可在贷款利率上限等方面做出合理引导,对普惠领域的小额贷款给予贴息、延缓利息支付等政策扶持。而小微企业也可通过联合担保、加入互助组织等方式凝聚合力以形成规模经济。同时,企业自身还需要完善管理与财务制度,提高内源资金积累,合理利用政府部门的政策以减轻资金负担,增强自身在融资市场上的竞争力,才能逐渐脱离资金困境。

参考文献:

- [1]甘犁,秦芳,吴雨.小微企业增值税起征点提高实施效果评估——来自中国小微企业调查(CMES)数据的分析[J].管理世界,2019,35(11):80-88+231-232.
- [2]雷新途,林素燕,祝锡萍.民间借贷缓解了中小微企业融资约束吗?——来自温州的证据[J].审计与经济研究,2015,30(6):97-105.
- [3]黎翠梅,陈桂英,陈思寓.农村小微企业融资行为影响因素实证分析——基于湘潭农村小微企业的调查[J].农业现代化研究,2016,37(1):117-122.
- [4]李健,卫平.民间金融和全要素生产率增长[J].南开经济研究,2015,(5):74-91.
- [5]罗党论.非正规金融发展、信任与中小企业互助融资机制——基于温州苍南新渡村互助融资的实地调查[J].南方经济,2011,29(5):28-42.
- [6]罗伟,吕越.金融市场分割,信贷失衡与中国制造业出口——基于效率和融资能力双重异质性视角

的研究[J]. 经济研究, 2015, 50(10):49-63+133.

[7]吕承超,王媛媛. 金融市场分割、信贷失衡与技术创新产出——基于企业异质性的制造业上市公司数据分析[J]. 产业经济研究, 2019(6):63-75.

[8]王定祥,张争美,李伶俐. 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.

[9]王勤. 中小企业新型担保融资发展障碍及破解路径研究[J]. 上海金融, 2019(4):75-81.

[10]王振山,刘艳,赵灵燕. 我国中小企业生命周期与融资成本——基于年龄-时期-队列模型[J]. 上海金融, 2020(7):12-22.

[11]薛菁. 信贷资金融资服务效率与融资服务功能——基于中小企业的问卷调查[J]. 财经论丛(浙江财经学院学报), 2016, 207(5):37-46.

[12]殷秀仙,李悦铭,杨楠. LPR 机制对上市中小企业债务融资影响的异质性研究——基于 DID 方法的实证分析[J]. 上海金融, 2020(12):49-57.

[13]叶莉,胡雪娇,陈立文. 中小企业政策性融资担保的实践效应——基于上市中小企业及银行的实证研究[J]. 金融论坛, 2016, 21(6):48-61.

[14]尹志超,甘犁. 信息不对称、企业异质性与信贷风险[J]. 经济研究, 2011(9):121-132:52-67.

[15]张博,胡金焱,范辰辰. 社会网络、信息获取与家庭创业收入——基于中国城乡差异视角的实证研究[J]. 经济评论, 2015(2):52-67.

[16]张晓玫,宋卓霖. 保证担保、抵押担保与贷款风险缓释机制探究——来自非上市中小微企业的证据[J]. 金融研究, 2016, 427(1):83-98.

[17]郑威,陆远权. 金融市场分割的研发效应及企

业差异[J]. 研究与发展管理, 2019, 31(1):109-117.

[18]Berger A N, Frame W S, Ioannidou V. Reexamining the empirical relation between loan risk and collateral: The roles of collateral liquidity and types [J]. Journal of Financial Intermediation, 2016, 26: 28-46.

[19]Cowan K, Drexler A, Yañez Á. The effect of credit guarantees on credit availability and delinquency rates [J]. Journal of Banking & Finance, 2015, 59:98-110.

[20]Meghana A, Demirgü-Kunt Asli, Vojislav M. Formal versus Informal Finance: Evidence from China [J]. Review of Financial Studies, 23(8):3048-3097.

[21]Menkhoff L, Neuberger D, Rungruxsirivorn O. Collateral and its Substitutes in Emerging Markets' Lending [J]. Journal of Banking & Finance, 2012, 36(3): 817-834.

[22]Pozzolo A F. The role of guarantees in bank lending[J]. Temi di discussione (Economic working papers), 2004.

[23]Safavian M, Wimpey J. When do enterprises prefer informal credit?[M]. The World Bank, 2008.

[24]Tirole, Jean. The Theory of Corporate Finance [M]. Princeton University Press, 2006.

[25]Udell G F, Berger A N. Line of Credit and Relationship Lending in Small Firm Finance [J]. The Journal of Business, 1995, 68(3):351-381.

[26]Weiss S A. Credit Rationing in Markets With Imperfect Information [J]. American Economic Review, 1981, 71(3):393-410.

(责任编辑:姜天鹰)