

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

国家自然科学基金项目 (71562014)

教育部人文社会科学研究青年项目 (11YJC630009)

江西省高校人文社会科学重点研究基地招标项目

资助

“金融歧视、银行借款与商业信用研究”



三友会计论丛

第15辑

SUNYAO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

Financing Behavior and Strategy
Choice in Private Enterprises under
Financial Discrimination

金融歧视下的民营企业融资 行为及策略选择研究

蔡吉甫◎著



东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

全国百佳图书出版单位

“十二五”辽宁省重点图书出版规划项目

国家自然科学基金项目 (71562014)

教育部人文社会科学研究青年项目 (11YJC630009)

江西省高校人文社会科学重点研究基地招标项目

资助

“金融歧视、银行借款与商业信用研究”

三友会计论丛

第15辑

SUNYO ACADEMIC SERIES IN ACCOUNTING

Financing Behavior and Strategy
Choice in Private Enterprises under
Financial Discrimination

金融歧视下的民营企业融资 行为及策略选择研究

蔡吉甫·著

图书在版编目(CIP)数据

金融歧视下的民营企业融资行为及策略选择研究 / 蔡吉甫著.
—大连: 东北财经大学出版社, 2015.12
(三友会计论丛·第15辑)
ISBN 978-7-5654-2196-9

I. 金… II. 蔡… III. ①民营企业-企业融资-经济行为-研究-中国 ②民营企业-企业融资-经济策略-研究-中国
IV. F279.245

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 036916 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 198 千字 印张: 14 插页: 1

2015 年 12 月第 1 版

2015 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 王 莹 责任校对: 王 莹 魏 巍

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

定价: 38.00 元

版权所有 侵权必究 举报电话: (0411) 84710523

随着我国以社会主义市场经济体制为取向的会计改革与发展的不断深入，会计基础理论研究的薄弱和滞后已经产生了越来越明显的“瓶颈”效应。这对于广大会计研究人员而言，既是严峻的挑战，又是难得的机遇。说它是“挑战”，主要是强调相关理论研究的紧迫性和艰巨性，因为许多实践问题急需相应的理论指导，而这些实践和理论在我国又都是新生的，没有现成的经验和理论可资借鉴；说它是“机遇”，主要是强调在经济体制转轨的特定时期，往往最有可能出现“百花齐放，百家争鸣”的昌明景象，步入“名家辈出，名作纷呈”的理论研究繁荣期和活跃期。

迎接“挑战”，抓住“机遇”，是每一个中国会计改革与发展的参与者和支持者义不容辞的责任。为此，我们与中国会计学会财务成本分会、东北财经大学会计学院联合创办了一个非营利的学术研究机构——三友会计研究所，力求实现学术团体、教学单位、出版机构三方的优势互补，密切联系老、中、青三代会计工作者，发挥理论界、实务界、教育界三方面的积极性，致力于会计、财务、审计三个领域的科学研究和专业服务，以期为我国的会计改革与发展作出应有的贡献。

三友会计研究所的重大行动之一就是设立了“三友会计著作基金”，用于资助出版“三友会计论丛”。它旨在荟萃名人力作及新人佳作，传播会计、财务、审计研究

与实践的最新成果与动态。“三友会计论丛”于1996年推出第一批著作；自1997年起，本论丛定期遴选并分辑推出。

采取这种多方联合、协同运作的方法，如此大规模地遴选、出版会计著作，在国内尚属首次，其艰难程度不言而喻。为此，我们殷切地希望广大会计界同仁给予热情支持和扶助，无论作为作者、读者，还是作为评论者、建议者，您的付出都将激励我们把“三友会计论丛”的出版工作坚持下去，越做越好！

东北财经大学出版社

三友会计论丛编审委员会

顾问:

欧阳清 冯淑萍 李志文

委员(以姓氏笔画为序):

马君梅	王化成	王立彦	王光远	方红星
田世忠	刘 峰	刘永泽	刘志远	刘明辉
孙 铮	宋献中	李 爽	张为国	张龙平
张先治	张俊瑞	何顺文	杨雄胜	陆正飞
陈 敏	陈国辉	陈建明	陈信元	陈毓圭
周守华	罗 飞	孟 焰	郑振兴	赵德武
夏冬林	秦荣生	徐林倩丽	黄世忠	谢志华
蔡 春	薛云奎	魏明海	戴德明	

自1978年我国政府启动以市场化为取向的经济体制改革以来，民营企业发展迅速，自身实力不断增强，现已成为推动我国经济增长的重要力量和GDP的主要贡献者。然而，在我国经济转轨过程中，为了实现体制内以国有企业为代表的经济体的生存和发展，政府在金融领域采取了以金融压抑和所有制歧视为特征的强金融控制政策，这导致民营企业很难进入国有银行垄断的融资主渠道获得正规金融的支持。这一扭曲的制度安排已成为当前制约民营企业成长的最大障碍之一。当银行贷款因信贷配给和歧视变得不可获得时，对资金的需求迫使民营企业转而寻找其他替代性融资来源。商业信用作为实务中常用的非正规金融，在企业面临信贷配给和歧视时，因能够潜在地为难以获得银行贷款的企业提供及时和必要的资金支持而往往成为银行贷款的替代。然而，商业信用与产品购销有关，灵活性通常低于银行贷款，且存在融资规模小、期限短、使用成本高的缺陷，通过其筹集的资金难以很好地适应当前中国快速成长的民营企业的需要。因此，对民营企业来说，商业信用可能不是一种适宜的资金来源，直接获得银行正式借款对民营企业的持续发展而言仍是至关重要的。在正规融资渠道受阻的情况下，民营企业如何才能够从银行取得所需要的资金，减少对商业信用的依赖？如此一来，民营企业就面临一个融资策略选择

问题。

本书以民营企业的融资行为和策略选择为中心议题，利用信贷配给理论、软预算约束理论、商业信用再分配理论、寻租理论和法与金融理论，结合我国转轨经济的制度背景，从金融歧视的逻辑视角对下列问题进行了系统的研究：（1）正规金融市场上的信贷配给和所有制歧视是否导致民营企业为缓解其资金短缺问题被迫转向成本较高的商业信用？（2）在可供民营企业选择的商业信用融资模式中，具有不同交易成本和风险的应付账款、应付票据和预收账款与银行借款之间的替代关系有何不同？（3）体制内以国有企业为代表的经济体如何将其获得的银行借款通过商业信用渠道再转贷给在正规金融市场上受到歧视的民营企业，从而构成民营企业非正规融资的一个重要来源？（4）为缓解正规金融市场上的所有制歧视带来的信贷资金供给不足问题，对商业信用存在较高融资需求的民营企业会采取何种措施以获取成本较低的商业信用模式？（5）商业信用和银行借款何者对民营企业的发展更重要，即非正规融资渠道能在多大程度上替代正规金融体系？（6）政治关联和法治、金融发展能否帮助民营企业克服正规金融市场上的信贷配给和所有制歧视，提高银行借款的可获得性，减少企业对商业信用的依赖？（7）市场化融资策略（法治、金融发展）和非市场化融资策略（政治关联）的效果有何不同，即哪种融资策略效果更好？

2

研究结果显示：（1）在信贷配给、银行歧视与商业信用方面，正规金融市场上的信贷配给和所有制歧视，以及经济转型期法律对私有产权保护的缺失，导致民营企业从银行获得的贷款显著低于国有企业。民营企业为缓解其资金短缺使用了更多的基于隐性契约关系的商业信用，并在不同商业信用模式的选择上表现出一定的融资偏好，即当银行资金因信贷配给和所有制歧视变得不可获得时，民营企业会优先选择预收账款，其次是应付账款，选择应付票据的可能性较低。（2）在银行借款、金融漏损与商业信用方面，体制内以国有企业为代表的经济体在正规金融市场上获得的银行借款并没有完全转化为产出，其中一部分则是以商业信用的形式被漏损了，从而为民营企业间接获得正规金融的支持提供了可能。上述金融漏损效应主要来自于应收账款和预付账款，并受到公司盈利能力的影响。只是

盈利能力低或经营业绩差的国有企业的银行借款以应收票据的形式发生了金融漏损；相反，盈利能力高或经营业绩好的国有企业获得的银行借款与应收票据却呈现出一种替代关系。（3）在财务报告质量、银行借款与商业信用模式选择方面，高质量的财务报告能够显著增加企业应付账款的可获得性，减少应付票据和预付账款的使用。且从作用效果来看，高质量财务报告对商业信用模式选择的影响在新会计准则实施之后和民营控股公司中表现得更强烈。说明高质量的财务报告不仅能够缓解企业的代理问题，而且还能够向供应商传递有关企业质量的信号，降低企业对交易成本较高的商业信用（预付账款和应付票据）的依赖。（4）在商业信用、银行借款与公司绩效方面，民营企业在正规金融市场上获得的银行借款对公司的全要素生产率有显著的正面影响，但对行业超额价值和总资产净利率的影响则分别是负面和较弱的。应付账款对民营控股公司行业超额价值的影响是恶化的，对全要素生产率和总资产净利率的影响则较弱。相反，预收账款对民营控股公司的全要素生产率、行业超额价值和总资产净利率的影响均是负面的，而应付票据对公司经营业绩的影响整体而言则较弱。这说明商业信用还难以有效替代银行借款，民营企业的成长最终仍然离不开正规金融的支持。（5）在政治关联、银行借款与商业信用方面，政治关联能够显著地提高民营企业银行借款的可获得性，降低其对成本较高的商业信用的依赖，说明总体而言政治关联融资策略是有效的。从商业信用融资的具体构成来看，政治关联所带来的银行借款的增加会显著降低民营企业对预收账款的使用，其次是对应付账款的使用，但与应付票据则表现出一种互补关系。（6）在法治、金融发展、银行借款与商业信用方面，法治和金融发展水平的提高所带来的银行借款的增加会显著减少民营企业对应付账款的使用，但对应付票据和预收账款的可获得性则没有明显影响。而在金融体系较为发达的地区，银行借款的增加会显著减少预收账款的使用，增加应付账款的使用，但对应付票据的可获得性则没有影响。进一步研究发现，法治和金融发展对银行借款和商业信用的影响是不对称的。其中，在法治水平高的地区，民营企业银行借款增加的速度要快于商业信用（应付账款、应付票据和预收账款）。而在金融发展水平高的地区，银行借款增加的速度则表现出低于应付账款、高于应付票据，但与预收账款增加的速度是无

4

差异的。(7) 在政治关联、法治、金融发展、银行借款与商业信用方面,政治关联带来的银行借款的增加会显著降低民营企业对商业信用的依赖。相反,法治和金融发展对银行借款和商业信用替代关系的影响则是不显著的。从商业信用的具体构成来看,政治关联在提高民营企业银行借款的可获得性、降低其对应付票据和预收账款的使用上是有效的,但在减少其对应付账款的依赖上则是无效的。法治在提高民营企业银行借款的可获得性、降低其对应付账款的使用上是有效的,但在减少其对应付票据和预收账款的使用上则是无效的。而金融发展在提高民营企业银行借款的可获得性、降低其对应付账款的使用上是有效的,但在减少其对应付账款和应付票据的需求上则是无效的。进一步研究还发现,政治关联对民营企业银行借款和商业信用(应付账款、应付票据和预收账款)的相对重要性没有影响。法治对民营企业银行借款可获得性的影响要高于其对商业信用(应付账款、应付票据和预收账款)的影响。而金融发展对民营企业银行借款可获得性的影响低于应付账款,但高于应付票据,并与预收账款是无差异的。

综上所述,尽管商业信用的存在可使民营企业间接获得正规金融的支持,有效缓解了民营企业遭受的资金紧张的困境,客观上促进了受正规金融歧视的体制外经济的发展,并部分纠正了融资禀赋差异所导致的信贷资金初始配置的效率失衡问题,但是,在现代市场经济中,商业信用对民营企业的资金支持并不是独立于正规融资渠道,其作用很大程度上是通过正规金融体系实现的。与此同时,在制度缺失条件下,虽然政治关联能够给民营企业带来一系列的融资便利,减少企业对其他成本较高的替代性资金来源的需求,然而政治关联在金融资源的配置过程中常常伴有高昂的寻租成本,造成新的资源配置的扭曲和不公,并破坏银行与企业之间的自由签约之精神。所以,仅仅通过政治关联这种非市场化融资策略并不能完全解决民营企业面临的贷款难问题,企业在很大程度上仍须依赖市场机制来获取资源。对民营企业来说,提升银行借款能力,减少自身对商业信用等非正规融资依赖的关键仍然在于制度环境的改善。鉴于一个运行良好的正规金融体系对于一国经济的持续发展亦是必需的,本书的政策建议是:改革我国现行不合理的国有垄断的金融体系,加大私

前 言

有产权的法律保护力度，同时降低和弱化政府对金融的过度干预，取消国有和民营资本的区别，停止对民营企业的政策性歧视，努力为每个企业营造一个更加市场化的外部融资环境，并在建立真正的法治社会和转变政府职能上下功夫。

作 者

2015年10月

第1章 导 论/1

- 1.1 研究背景与选题意义/1
- 1.2 相关概念界定/7
- 1.3 研究目标与拟解决的关键科学问题/12
- 1.4 研究方法/14
- 1.5 研究内容与可能的创新/17

第2章 文献综述/21

- 2.1 与商业信用相关的研究/21
- 2.2 政治关联与银行借款/41
- 2.3 制度环境与银行借款/46
- 2.4 对既有研究成果的现实思考/47

第3章 信贷配给、银行歧视与商业信用/49

- 3.1 引 言/49
- 3.2 制度背景、理论分析与研究假设/50
- 3.3 研究设计/54
- 3.4 实证结果与分析/60
- 3.5 本章小结/72

第4章 银行借款、金融漏损与商业信用/74

- 4.1 引 言/74
- 4.2 制度背景、理论分析与研究假设/76
- 4.3 研究设计/78
- 4.4 实证结果与分析/81
- 4.5 本章小结/92

第5章 财务报告质量、银行借款与商业信用模式选择/94

- 5.1 引言/94
- 5.2 制度背景、理论分析与研究假设/98
- 5.3 研究设计/101
- 5.4 实证结果与分析/108
- 5.5 本章小结/120

第6章 商业信用、银行借款与公司绩效/122

- 6.1 引言/122
- 6.2 制度背景、理论分析与研究假设/122
- 6.3 研究设计/124
- 6.4 实证结果与分析/130
- 6.5 本章小结/140

第7章 政治关联、银行借款与商业信用/142

- 7.1 引言/142
- 7.2 制度背景、理论分析与研究假设/144
- 7.3 研究设计/146
- 7.4 实证结果与分析/149
- 7.5 本章小结/158

第8章 法治、金融发展、银行借款与商业信用/159

- 8.1 引言/159
- 8.2 制度背景、理论分析与研究假设/161
- 8.3 研究设计/165
- 8.4 实证结果与分析/168
- 8.5 本章小结/176

第9章 政治关联、法治、金融发展、银行借款与商业信用/178

9.1 引 言/178

9.2 制度背景、理论分析与研究假设/178

9.3 研究设计/180

9.4 实证结果与分析/183

9.5 本章小结/188

第10章 研究结论、政策建议与未来研究展望/189

10.1 研究结论/189

10.2 政策建议/193

10.3 研究不足和未来研究展望/196

主要参考文献/198

索 引/208

1.1 研究背景与选题意义

1.1.1 研究背景

自 1978 年我国政府启动以市场化为取向的经济体制改革以来,民营企业^①发展迅速,自身实力不断增强,现已成为推动我国经济增长的重要力量和 GDP 的主要贡献者(Allen、Qian 和 Qian, 2005; 黄孟复, 2011)。然而,在我国经济从计划向市场转轨的过程中,为了实现体制内以国有企业为代表的经济体的稳定发展,政府在金融领域采取了以金融压抑和所有制歧视为特征的强金融控制政策(辛念军, 2006)。强金融控制

^① 本书的“民营经济”或“民营企业”主要是指私有企业和个体经济,以及由私有企业发展而来的公司制企业,不包括由国有企业或集体企业通过产权转让演变而来的民营化企业。

政策下的金融压抑和所有制歧视以及由此带来的信贷配给^①和双重软预算约束问题,造成民营企业与国有企业在银行资金的获取方面出现很大差别。我国银行业将大部分信贷资源都投放给了效率低下且缺乏自生能力的国有企业(卢峰和姚洋,2004;刘瑞明,2011),而经营绩效更好、资金使用效率更高且对整个社会发展做出了重大贡献的民营企业却很难从银行获得所需要的贷款(Allen、Qian 和 Qian,2005;黄孟复,2011)。^②银行的信贷资金出现了“逆配置”,^③造成民营企业在正规金融市场上的融资面临诸多制度性障碍(白重恩、路江涌和陶志刚,2005)。

企业的成长离不开资金的支持,当银行借款因金融压抑和所有制歧视变得不可获得时,对资金的渴求迫使民营企业转而寻求其他替代性融资来源。Allen、Qian 和 Qian (2005)推测,我国可能存在一个主要基于声誉和信任的非正规融资机制,此机制为私有部门的发展提供了必要的资金支持。Ge 和 Qiu (2007)认为,在一个正规金融发展相对落后的经济体中,企业可以借助主要依赖隐性契约关系的非正规融资渠道支持其成长。商业信用形式的隐性借款作为实务中被企业广泛使用的非正规融资来源,在企业面临信贷配给和所有制歧视时,因能够潜在地为难以获得银行借款的企业提供及时和必要的资金支持而往往成为银行借款的替代。在国内,有些学者甚至把商业信用视为一种间接地向快速成长的民营企业提供银行借款的手段,而商业信用的净提供者通常为易于从银行取得借款的国有企业

① 信贷配给指的是由于银行报出的贷款利率低于市场出清利率,存在对贷款的超额需求。在没有政府管制的情况下,贷款人自愿将贷款利率确定在市场出清利率以下而造成的信贷配给被称作均衡信贷配给(张文路,2006)。由于政府管制使得银行等机构报出的贷款利率低于瓦尔拉斯市场出清利率而产生的信贷配给现象即非均衡信贷配给(Disequilibrium Rationing)。因此,非均衡信贷配给理论主要侧重于制度对信贷配给的影响,它假定制度是内生的,认为在市场经济体制变迁的过程中,制度因素将对金融机构的信贷行为产生重要影响,甚至起决定性作用(刘艳华和王家传,2008)。显然与本书相关的信贷配给概念为非均衡信贷配给。非均衡信贷配给理论随着金融压抑理论(McKinnon, 1973; Shaw, 1973)的产生与发展而逐渐趋向成熟。金融压抑本质上是政府高度管制金融市场,利率被政府规定低于市场均衡的水平,导致市场存在对贷款的过度需求,因而对信贷资源采取配给的办法以保证政府的目标集团的金融资源。实际上这是信贷的行政性配给(廖肇辉,2005)。董意凤和曹倩(2006)认为,我国民营企业存在信贷配给的原因在于我国银行业的“二元”市场竞争结构:一方面,四大国有商业银行垄断了绝大多数的金融资源,彼此缺乏竞争;另一方面,众多的中小商业银行和金融机构却在有限的金融市场上展开了激烈的竞争。

② 有学者指出,在中国经济转轨过程中,金融资源通常是按照“政治主从次序”配置的,即先给政治地位最高但最无效率的国有企业,然后给政治地位次高的集体企业,最后才是最有效率的私有企业(黄亚生,2005;刘瑞明,2011)。

③ 卢峰和姚洋(2004)指出,金融压抑和低效率的国有银行垄断造成银行业严重的信贷歧视,非国有经济部门深受其害。虽然非国有部门对中国 GDP 的贡献超过了 70%,但是它在过去十几年里获得的银行正式贷款却不到 20%,其余的 80% 以上都流向了国有部门。

(卢峰和姚洋, 2004; 刘瑞明, 2011)。^①我国经济增长主要是靠金融数量而非效率推动的, 体制内低效率的金融资源未完全转化为产出(辛念军, 2006), 而是其中一部分沉淀下来, 形成闲置资金。在制度缺失、市场力量和资本逐利三方因素共同作用下, 这部分闲置的资金有可能通过商业信用渠道以应付账款、应付票据和预收账款的形式漏损到民营企业, 成为民营企业非正规融资的一个重要来源, 这有效缓解了民营企业资金紧张的困境(卢峰和姚洋, 2004; 辛念军, 2006)。Demirgüç-Kunt 和 Maksimovic (2002) 指出, 在信息不对称的信贷市场中, 受信贷约束较低的企业向受信贷约束较高的企业提供商业信用的行为, 相当于在市场上发挥一种“金融中介”的功能。这种融资渠道的存在, 使受到较强信贷约束的企业能够从金融机构间接获得银行借款(刘民权、徐忠和赵英涛, 2004)。Fisman 和 Love (2003) 研究发现, 在金融发展水平较低的国家或地区, 商业信用能够替代银行借款支持企业的成长。商业信用及其传导机制的存在, 降低了企业从无效的金融市场筹集资金的需要, 同时仍允许有利可图的交易发生(Frank 和 Maksimovic, 2004), 是减轻发展中国家或转型经济体金融体系落后和效率低下问题、推动一国或一个地区经济增长的重要原因之一(刘民权、徐忠和赵英涛, 2004)。

然而, 商业信用与产品购销有关, 灵活性通常低于银行借款(Ge 和 Qiu, 2007), 且存在融资期限短、所筹资金规模小、使用成本高和附加条件苛刻的缺陷(Danielson 和 Scott, 2004)。因此, 从适宜性角度来看, 商业信用是一种次优选择, 除非面临信贷配给和歧视, 企业一般不会以商业信用再转贷的方式满足自身的资金需求。所以, 尽管商业信用能使民营企业间接获得正规金融的支持, 客观上促进了受正规金融歧视的体制外经济的发展, 并部分纠正了融资禀赋差异所导致的信贷资金初始配置的效率失衡问题(王彦超和林斌, 2008), 然而, 对民营企业来说, 商业信用可能是银行借款一种代价较高的替代。因此, 作为一种典型的非正规融资来

^① 在我国, 商业信用的重要性可以从1989、1993年两次因企业对商业信用的过度依赖而导致的“三角债”危机中得以管窥(樊纲, 1996)。另外, 时任中国人民银行研究局处长的许国平曾向《财经时报》透露, 根据国家信息中心的统计资料, 2002年5月底, 企业间相互拖欠贷款金额已经相当于银行不良贷款的80%, 是1993年解决“三角债”问题的15倍(余明桂和潘红波, 2010)。康志勇(2013)指出, 社会信用制度发育和金融体系发展的双重滞后, 造成企业间正常的商业信用正逐步演变为金融压抑条件下企业融通短期资金的一种制度性安排。