

供应链金融的治理效应研究

龙强

(中山大学岭南学院, 广州, 510275)

摘要：本文通过对供应链金融合约的剩余控制权安排分析表明，供应链金融的债权治理模式，一方面有效降低了债权实现的交易成本，提高了银行提供资金的激励；另一方面，有效降低了银行与中小企业之间代理成本，提高了债务融资的使用效率，提高了企业绩效。实证分析也随之支持着上述结论。由此可见，供应链金融是中国银行业竞争的产物，通过市场竞争机制，市场主体之间能通过协议的方式建构的有效治理模式，提供金融资源配置效率，而并非一定依赖于政府扶持。因此，金融市场化改革是解决包括中小企业融资难问题的有效措施。

关键词：供应链金融；剩余控制权；治理效应

中图分类号：F81 **文献标识码：**A

一、引言

中国的实践表明，供应链金融在解决中小企业融资困境具有明显优势。但是，国内学者对于银行愿意为中小企业提供资金的激励机制是什么、供应链金融对中小企业经营的约束机制是什么、上述治理机制的效果如何等供应链金融的治理效应问题，缺乏理论和实证分析。本文试图通过微观层面分析供应链金融合同条款，揭示供应链金融资金供给激励机制及供应链金融对于中小企业的约束机制，并通过实证分析，检验供应链金融合同的特殊合约结构对于中小企业治理的影响效果。

二、文献综述

关于银行对中小企业的贷款歧视问题，理论上解释主要是斯蒂格利茨等人提出的信贷配给理论。贾非、斯蒂格拉茨和韦斯等人认为，即使中小企业愿意支付较高的利率，仍然得不到贷款（信贷配给）实际上是由于贷款人与借款人之间的信息不对称造成的均衡现象：贷款人愿意保持低利率，以便选择高信誉的借款人。^[1-2]现实的经济生活中，由于中小企业固定资产不足而导致信誉机制缺乏，因此，银行不愿意为中小企业提供贷款。这从理论解释了中小企业融资难问题。

*

Berger 和 Udell 对于中小企业融资的实证研究发现, 中小企业资金来源除了自有资金外, 还有部分来自债务融资, 部分来自银行, 部分来自以亲戚、朋友的“熟人”; 而来自银行的贷款并不依赖于中小企业提供的抵押担保, 而是银行与中小企业之间建立的长期的友好关系, 这种友好关系源于银行与中小企业之间的长期合作。他们把中小企业来源于友好关系与熟人关系的融资成为“关系融资”, 关系融资源于银行在长期的合作过程产生的关于中小企业“品质”的有价值的信息或者源于“熟人关系”的信任, 它们有效克服了银行与中小企业之间信息不对称。^[3]青木昌彦把关系融资 (relational financing) 抽象为: 一种初始融资者被预期在一系列法定无法证实的事件状态下提供额外融资, 而初始融资者预期到未来租金也愿意提供额外资金的融资方式。在关系型贷款中, 借款人与贷款人双方建立持久的“关系”, 对于贷款人而言, 借款人的信用信息是“默会知识”, 其获得和识别的成本都较低。关系型融资现实优点在于, 银行能够提前发现和解决企业的财务问题, 避免了过早陷入成本高昂的破产程序。^[4]Boot and Thako 的研究支持了上述结论, 企业与银行保持长期的良好关系是有利的, 银行与企业之间形成的关系越长, 支付的利率越低, 贷款的担保要求越少。在银行和企业建立关系的初期, 企业通常被要求支付较高利率, 并且需要提供较高担保; 然而, 当银企关系发展到一定程度后, 企业投资项目的成功, 其所要求支付的利率和提供的担保要求都会相应降低, 甚至不需要担保。^[5]由于国家金融体系的不完善, “关系融资”在转型国家中更为普遍。比如, Allen 等人对温州和昆山的私人企业发展案例研究结果表明, 声誉、隐性合约等非正式制度对中国现阶段经济发展起到替代法律等正式制度的重要作用, 正是这些非正式制度提供了融资渠道并促进金融和经济的发展^[6]; 罗党论等人对温州苍南龙港镇新渡村案例研究也指出, 中小企业互助融资的正常运行仍然依靠乡土社会的人际信任机制来维持^[7]; 李胜兰等人实证研究发现, 在现实中, 关系网络成为一些民营企业获得银行信用的重要途径。^[8]

关于债务融资对于公司治理的影响。詹森和麦克林指出, 在信息不对称的情况下, 存在两类代理成本, 一是股东与经理人之间代理成本; 二是股东与债务人之间存在代理成本。前者表现为, 经理人实际占有和经营股东的资本, 当股权融资过大的时候, 经理人就有卸责的激励, 从而影响企业绩效的提高; 此时, 由于企业破产的风险, 债务融资会加大对于经理人的约束, 促使经理人努力工作; 后者表现为, 股东在使用债务资金的时候, 会选择风险偏高的经营项目, 加之, 由于存在破产成本, 债权人从破产财产中受偿机会很小。因此, 存在使得代理成本最低的、最优的债务融资和股权融资结构。可见, 合理的债务融资可以提高企业经营效率。^[9]Grossman 和 Hart 认为, 公司破产一旦破产, 经理层不但会失去对公司的管理权, 而且还会使经理层的名声受到损害, 甚至影响到经理们的职业生涯。企业在具有外债时, 就增加了其无法还款付息而破产倒闭之风险, 这就会促使经理层努力工作防止公司倒闭, 从而提高了公司绩效。^[10]然而, Rajan 和 Zingales 指出, 随着公司规模增加, 债权人对于公司管理层的控制力会减少, 公司的代理成本增加而降低了公司绩效。^[11]同时, 贾明等人指出

债务契约发挥激励作用受到企业家努力的边际收益、边际成本、边际控制权私人收益、激励契约以及流动性冲击的强度等因素的影响。过高的债务水平也使得债务成为软约束而失去激励作用。^[12]对于债务融资对于公司治理影响的实证研究结果存在较大的差异。比如，方木晗对北京市中小企业融资绩效研究表明，资产负债率对净资产收益率的影响要比股东权益比率对资产收益率的影响更为显著，负债融资效率更高。^[13]但是，王满四研究发现，我国上市公司存在负债融资公司治理效应弱化与恶化的现象，债权治理在中国上市公司中仍然表现出软约束的特征。^[14]王玉荣研究表明，在1994年至2002年样本的期间，所有上市企业的总资产收益率加权平均值以及主营业务收益率加权平均值都与资产负债率成负相关关系；净资产收益率的加权平均值与资产负债率成先正后负的倒“U”型关系，即开始的时候，净资产收益率随着资产负债率的上升而增加，而当资产负债率达到一定水平之后，净资产收益率随着资产负债率的上升而降低。^[15]

三、理论分析

由于借款人与贷款人信息不对称，贷款人会通过保持低利率，识别出高信誉的借款人，结果是，出现即使某些借款人愿意接受更高的利率，它们也不可能得到的贷款，即“信贷配给”现象。因此，信誉机制对于借款人能够得到贷款具有关键作用。经济学家研究发现，借款人可以通过提供担保品来提供信誉，也可以通过借款人与贷款人建立的长期“关系”来提高信誉。通常的情况是，由于中小企业本身固定资产比较少，因此，很难通过提供担保品的方式来满足信誉机制建立的要求，中小企业不部分资金只能通过“血缘关系”、“熟人关系”等关系获得贷款。然而，供应链金融通常发生在银行与中小企业之间，由于银行具有的法人人格，其区别于自然人的人格，因此，它们之间关系很难称得上是“熟人关系”。

供应链金融合同的特殊条款对于剩余控制权的配置，哈特等人通过剩余控制权解释了债务融资的效率进行了分析。在哈特等人看来，作为借款人的企业收益是不可证实的；因此，借款人与贷款人之间签订合同是不完全合同。哈特等人分析了一个三期的贷款模型说明，控制权形式对于债务融资效率的影响。他们证明，三组合同都可以达到最优，即，固定偿还请求权的合同、取消赎回权合同、优先受偿权合同有效提供贷款人的贷款激励以及借款人的还款激励。^[16-17]

（一）银行提供贷款的激励机制：供应链金融中的银行自我保护机制

在供应链金融特殊的合约结构中^①，供应链金融合同剩余控制权条款，赋予了银行自我保护机制，即使法律制度不完善的情况下，银行也能保护自身的利益。

比如，就存货类供应链合同而言，首先是银行获得货物的质押权，然而，有独立的第三

^①本文中的供应链金融合同条款主要来源于原SZ银行的供应链融资合同的范本。

方——物流公司进行发货监管；并且通过“跌价条款”和“盯市”制度^①确实保障作为质押物的存货的价值。

又如，应收账款类合同实际上债权转让合同，企业客户（卖方）将应收账款转让给商业银行；商业银行则为卖方提供应收账款账户管理、应收账款融资和应收账款的催收、承担应收账款坏账风险等综合性金融服务。客户无须再额外提供抵押物或者其他担保。基于此，银行获得没有瑕疵的对买方的债权；而客户则获得了银行贷款。在信贷合同双方约定的反索条款^②、强制执行条款^③、保理条款^④如同取消赎回权和优先受偿权合同的剩余控制权的安排，保障了银行债权的实现。

再如，在预付款类供应链金融合同中，企业客户（买方）向商业银行交纳一定保证金（保证金条款），商业银行则贷出全额货款给客户以便企业客户向核心企业（卖方）采购，卖方出具全额提单作为授信的抵押或质押物；之后，企业客户分次向商业银行交付提货保证金，商业银行分次通知卖方向企业客户发货。同时约定，卖方就发货不足部分的价值承担向银行的退款责任（退款条款）^⑤。退款责任实际上把类似于优先受偿权的剩余控制权配置给银行，银行可以直接解决抵押、质押物的变现问题，降低了银行实现担保债权的交易成本。

（二） 供应链金融对中小企业经营者的债务硬约束

供应链金融合同的银行自我保护机制不仅提供了银行提供信贷支持的激励，也有效降低了中小企业作为借款人的道德风险以及由此导致的代理成本。第一，跌价条款和盯市制度要求中小企业在经营过程中，应该谨慎仔细研究经营风险，否则货物价格下跌，其也将会失去相应的信贷资金；第二，反索条款、强制执行条款、保理条款、退款条款要求中小企业在经营审慎经营和使用资金，在经营业绩变差的时候，中小企业也将会失去银行的支持。总而言之，供应链金融中银行自我保护机制如同“紧箍咒”，如果中小企业的懈怠，其获得银行资金也成为泡影。正是这种机制所形成债务硬约束，使得中小企业要比一般的借款人有更高的资金成本意识，从而更加努力提高企业的绩效。

按照我国传统的公司治理模式，一般而言，作为债权人的银行不参与企业的治理，银行不干预企业的经营事务，银行作为债权人在企业违约不偿还贷款的时候，通过破产程序实现债权。然而，供应链金融中银行自我保护机制表明，在供应链金融中，银行不再是企业的消极的监管者而是积极的企业监管者。银行通过合同的方式密切关注企业现金流和货物流，银行动态掌握信贷资金的使用信息和效率，即使对企业可能违约行为做出反应，避免了企业投

^①银行以市场价格为标准，当货物的市场价格下跌一定幅度（通常是5%），银行可以要求企业客户补充保证金。

^②反索条款是指银行没有收到买方付款的，银行可向企业客户提出反索，企业客户应在接到银行书面反索通知后5个工作日内，向银行支付包括但不限于保理融资款、融资费

^③强制执行条款是指经银行和企业客户双方办理赋予强制执行效力的公证后，企业客户不履行或不完全履行合同规定的义务，银行有权向原公证机关申请执行证书，并凭原公证书及执行证书向有管辖权的人民法院（即被执行人住所地或者被执行人的财产所在地的人民法院）申请执行。

^④保理条款是指银行在额度有效期内，有权按照调整、取消或中止保理额度或调整额度有效期

^⑤退款条款是指银行可要求卖方仅将未发货部分等额款项的部分直接退至银行账户或银行指定的客户的账户，具体款项由银行根据客户在甲方的授信状况自行确定，无须征得客户和卖方的同意。

资高风险项目而增加的银行的风险。供应链金融的债权治理方式是预防性的债权实现方式,其交易成本远远低于破产程序实现债权的交易成本。同时,供应链金融债权治理方式,改变了我国传统的银行与企业关系、金融业与商业之间关系,实际上,银行通过协议方式,柔性参与商业经营,实现了金融资本与商业资本有机结合。这也是供应链金融对我国传统银行做出革命性变革之处。

四、实证研究

(一) 银行贷款供给的激励效应

前文的理论分析表明,供应链金融合约结构中的银行自我保护机制是银行贷款供给的激励机制,银行通过对中小企业“量身定做”供应链融资合约结构,确实保障银行在中小企业不能偿还贷款的时候,银行可以通过自助行动实现债权而无须动用交易成本高昂且执行困难的诉讼程序或者破产程序。换言之,自我保护机制最低限度降低了中小企业的贷款的信用风险;在这种制度背景下,银行也因此热衷于为中小企业提供贷款。

一方面,供应链金融成为各大银行抢滩中小企业等供应链产业集群内企业的主要竞争产品,继平安银行(原深圳发展银行)2001年推出供应链金融业务以后,各股份制银行大步跟进,2008年开始,中、农、工、建四大国有银行也纷纷推出了供应链金融业务(见表1)。另一方面,统计数据表明,银行开展的供应链金融逐年上升,并给银行带来不菲的价值。据申银万国的一份报告预测,整个供应链金融业务2011年融资余额规模为5.75万亿元,年增速约为20%。^[18](《首席财务官》编辑部,2012)

原SZ银行的供应链金融发展业绩显示:(1)截至2010年一季度末,原S银行全行贸易融资规模达1297亿,统计数据显示,2005年到2009年之间供应链金融业务得到长足发展,原S发展银行广州分行的供应链金融业务的从年均增长率达到28%,(见图1,2008年受全球金融危机影响增速有所放缓),并呈逐年上升趋势;(2)供应链金融客户数达6247户,是07年的2.5倍,占全行公司授信客户比重约40%;(3)供应链金融带来保证金存款538亿,约占全行保证金存款比重50%;(4)供应链金融带来了中间业务收入的增加。2009年,与供应链金融相关的国际及离岸中间业务收入达4.06亿,约占全行总中间业务收入的40%。

表1. 银行推出供应链金融业务的时间表

银行名称	供应链金融业务推出时间
平安(深发展)	2001年
光大银行	2005年
浦发银行	2006年

招商银行	2007年
中国银行	2007年
华夏银行	2008年
北京银行	2008年
农业银行	2009年
工商银行	2010年
建设银行	2010年
交通银行	2010年
兴业银行	2010年

数据来源：《首席财务官》编辑部，2012，2012年中国供应链金融现状与需求调查，《首席财务官》，第10期，34-44

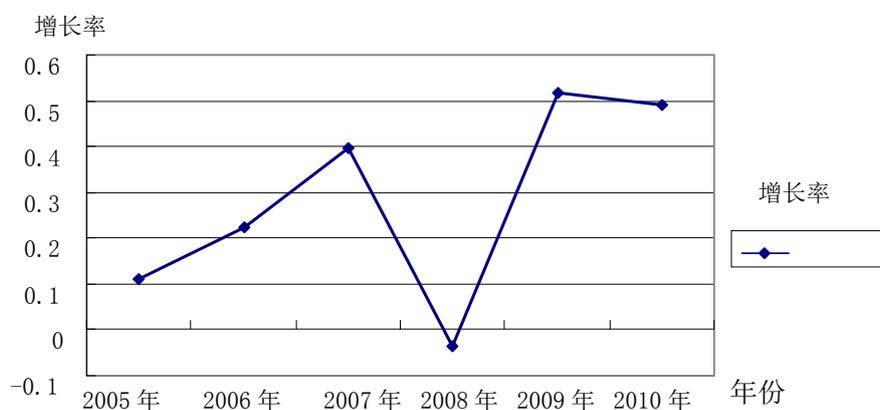


图 1: 原 SZ 银行供应链金融贷款余额增长率

数据来源：原 SZ 银行统计资料

(二) 供应链金融债务融资的企业治理效应的实证分析

1、数据来源

前文的理论分析表明，供应链金融合约结构中的银行自我保护机制同时成为中小企业经

营的约束,有效降低了中小企业对于银行的代理成本,并因此提高中小企业的经营业绩。为检验该结论,我们调查了原S银行广州分行150家中小企业的融资结构与公司盈利情况进行了调查。我们对于企业的问卷内容包括年度盈利、供应链融资额、(自有资金)、政府资助等。我们剔除了46家数据不全的样本,余下的104家样本企业中,制造类企业62家,贸易类企业42家。在我们设计的问卷中包括了“政府资助数额”一项,在回收的问卷中,答案都为0,说明,政府政策扶持的覆盖面比较小。

2、实证方程和变量说明

我们用中小企业的利润作为供应链金融对中小企业的治理效应(供应链金融能够有效降低代理成本,从而提高企业业绩);资本结构对于公司绩效影响的研究表明,股权融资(自有资金)对于企业绩效有影响,因此,我们控制了自有资金对中小企业绩效的影响;我们同时控制了行业因素对于中小企业绩效的影响。由于我们数据都是来自同一年,因此也有效控制了宏观经营对于企业绩效影响。

我们建立的实证方程如下:

$$netp = c + \beta_1 fd + \beta_2 si + \beta_3 industry$$

其中,netp表示企业年度净利润,fd表示供应链融资的数额,si表示自有资金的数额;industry表示行业,1表示贸易行业,0表示制造行业。表2是主要变量的描述性统计情况。

表2 主要变量的描述性统计

变量(单位:万元)	均值	最大值	最小值	标准差	观察值数
净利润	578.38	5682	-77	888.36	104
供应链融资	602.87	5600	0	1057.75	104
自有资金	1435.53	15730	0	3480.15	104

3、实证结果与结论

我们采用Eviews6.0软件,采用最小二乘估计的方法进行回归分析,回归分析的结果见表3。回归结果显示,供应链融资(fd)对于企业业绩在1%的显著性水平上产生影响,系数为0.15,即每增加一个单位的融资,企业业绩将增加0.15个单位回归结果表明,自由资本(si)对于中小企业业绩也有显著的影响,且其影响因子较高(0.18);这一结果与公司梅耶等人提出的融资优序理论吻合^[19],即企业会优先考虑利用自有资金。可见,供应链融资是中小企业的硬约束,它有效降低代理成本,提高企业绩效。它不同于我国上市公司普遍存在债务(银行贷款)融资软约束以及由此陷入的债权治理危机。

表3 最小二乘估计回归结果

变量	系数	P 值
供应链融资	0.15 [*]	0.0096
自有资金	0.18 ^{**}	0.0000
常数项	165.26 ^{**}	0.0407
行业	145.54	0.1961

调整后的 R² : 0.74
F-统计量 82.51^{*}

*表示在 1%的显著性水平上显著；**表示在 5%的显著性水平上显著

五、结论与讨论

本文研究的结果显示,供应链金融的特殊合约结构有效降低了中小企业与银行之间代理成本,为银行资金供给提供了激励;同时,这种特殊的合约结构也为中小企业谨慎使用资金、努力提高经营绩效提供了激励。供应链金融因而具有良好的治理效应。我国供应链金融发展和对于供应链金融对于中小企业影响的治理分析表明,供应链金融增加了银行的贷款供应量,并提高了银行绩效;同时,供应链金融贷款有效克服了负债率对于经营业绩产生的负面影响,供应链金融信贷对于提高中小企业的经营业绩有显著的积极影响。

学界提出了诸多解决中小企业融资难问题的建议,包括诸如以政府为媒介建立中小企业的信用担保机制等^[20-22]。然而,从供应链金融合同发展来看,亚当斯密所说的“市场”,这只“看不见的手”在发挥着重要的作用。以自助性的合同条款为基础,银行与企业自由达成的信贷合同,顺利完成了银行与中小企业的资金交易,消除了由于信息不对称情形下的“信贷配给”现象。供应链金融是中小企业与中小银行之间的纯粹的市场行为,它告诉我们,解决中小企业融资难问题的关键在于政府对金融管制的减少,而不是依赖政府扶持。

参考文献:

- [1]JAFFEE D and RUSSELL T. Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing [J] . Quarterly Journal of Economics, 1976, 90: 651-666.
- [2]STIGLITZ J. E. and WEISS A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [J]. American Economic Review, 1981, 71(3): 393-410.
- [3]BERGER ALLEN N and UDELL GREGORY. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm

- Finance[J]. *Journal of Business* , 1995, 68:351-382.
- [4]青木昌彦.比较制度分析[M].周黎安,译.上海:上海远东出版社,2001.
- [5]BOOT W A and THAKOR, A V., Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game[J]. *International Economics Review*, 1994, 135: 899-920.
- [6]ALLEN FRANKLIN, JUN QIAN and MEIJUN QIAN .Law, Finance, and Economic Growth in China[J]. *Journal of Financial Economics* ,2005,77:57 - 116.
- [7]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——基于温州苍南新渡村互助融资的实地调查[J].*南方经济*.2011, (5): 28-42.
- [8]李胜兰,何朝丹.中国民营企业治理与法律和社会资本互动机制研究[J].《制度经济学研究(第三辑)》, 2011.23-29.
- [9]JENSEN M.C. and MECKLING W.H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics* , 1976, 3: 305-360.
- [10]GROSSMAN SANFORD J. , HART OLIVER. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives[A]. In John McCall. *The Economics of Information and Uncertainty*[C] (University of Chicago Press)., 1982,107 - 140.
- [11]RAJAN RAGHURAM G and ZINGALES LUIGI. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data[J].*Journal of Finance* , 1995, 50 (5) :1421-1460.
- [12]贾明,张喆,万迪昉.基于不完全契约的债务契约治理效应[J].*财经科学*.2007, (5): 89-96
- [13]方木晗.北京市中小企业融资绩效研究[D].北京:首都经贸大学,2011.
- [14]王满四.上市公司负债融资的公司治理效应分析——考虑环境因素[J].*证券市场导报*.2005, (5): 71-77
- [15]王玉荣.中国上市公司融资结构与公司绩效[M].北京:中国经济出版社,2005
- [16]HART OLIVER, MOORE JOHN.Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt[J]. *The Quarterly Journal of Economics* , 1998,113(1):1-41.
- [17]BOLTON PATRICK and SCHARFSTEIN. A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. *The American Economic Review* , 1990,80(1):93-106.
- [18]《首席财务官》编辑部.2012年中国供应链金融现状与需求调查.首席财务官.2012, (10):34-44
- [19]MYERS S C and MAJLUF N S.Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have

Information that Investors do not Have . Journal of Financial Economics, 1984 (13) : 187-221.

[20]王朝弟. 中小企业融资问题与金融支持的基点思考[J]. 金融研究, 2003, 1:92-97

[21]金雪军, 陈杭生等. 桥隧模式——架通信贷市场与资本市场的创新型贷款担保运作模式[M]. 杭州:浙江
大学出版社, 2007.

[22]金雪军, 卢绍基. 融资平台浙江模式创新——合政府与市场之力解决中小业融资难[M]. 杭州:浙江大学出
版社, 2010

The Study on the Effect of the Supply Chain Finance

LONG Qiang

(Lingnan College, Sun Yat-sen University, Guangzhou, 510275)

Abstract: The residual control power of the supply chain finance contract decreases the transaction cost of the enforcement of the finance contract ,it is the incentive for the bank loan to the medium -small enterprise. Also the residual power of the contract as the supervision to the entrepreneur, and decreases the agency cost between and the bank and entrepreneur. The idea is supported by the empirical study. The governance structure of the supply chain finance show the market is more efficient than the government in the corporate financing area.

Key words: supply chain finance; residual control power; effect of the governance

收稿日期: 2013-09-29

作者简介: 龙强 (1968-), 男, 汉族, 湖南长沙市人, 中山大学岭南学院博士研究生

【责任编辑: 黄晓星】