

银行外部机会对中小企业融资合同的影响研究综述

李松

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 中小企业在经济中占有重要的地位, 本文综述了关于中小企业银行融资中“规模效应”与“技术效应”以及与此相关的经验证据和主要的理论解释, 以及这些理论对于银行业结构变迁对中小企业融资的影响。

关键词: 中小企业融资; 外部机会成本; 规模效应; 技术效应

引言

中小企业在经济中占有重要的地位, 他们提供了大部分经济产出以及绝大部分就业, 是一国经济活力的源泉, 决定了经济的长期表现。然而, 与中小企业在经济中所扮演重要角色相伴随的是中小企业融资的困难。中小企业几乎不能通金融市场获得直接融资, 也很难通过银行等金融中介获得融资, 因而中小企业的资本相当部分都来自于其所有者合伙人或者他们的亲属。这种融资困难源自中小企业自身的特点。中小企业由于自身信息相对于大企业更加模糊, 信息不对称的现象更加严重, 而且不对称出现在了各个阶段, 包括事前的逆向选择, 事中的道德风险行为以及经营业绩的不可验证, 这种信息不对称是造成中小企业融资困难的最主要原因。

中小企业的经营状况相当依赖于企业家的个人能力与品性, 但是这些个人特质很难以事前观察到从而做出完全区分, 这就构成了逆向选择(或称为“隐藏信息”)问题。通常的非线性菜单合同解决逆向选择问题的方式在融资中并不适用, 因为借款人类型与偏好通常并不满足单相交条件, 因而不存在一个对所有借款人都激励相容的区域, 所以那些不适合借款的企业家始终会冒充优秀的企业家以期望获取贷款。此外, 应对逆向选择问题的其他通常机制如高额抵押, 担保等在中小融资中应用也存在相当大难度, 因为中小企业的所有者经常没有能力提供足以甄别的担保与抵押。因而, 甄别企业家(或者对应的企业)变为了一个难以执行的问题, 这就直接导致了银行等金融机构对中小企业的信贷配给, 增加了中小企业融资难度。

一、中小企业融资问题

中小企业(SME)的融资问题是近年来颇受关注的一个话题, 在过去十多年间吸引了大量的研究, 这是由几方面的原因决定的。

首先是中小企业在经济中的重要性以及与之相对应融资困难。中小企业在经济中占有相当大的比重。因而一国经济具有相当的重要性, 而且, 这种情况在我国这种转型经济中更加明显。以我国香港地区为例, 从数量上来讲中小企业占比超过了香港所有商业主体的 98%, 雇佣了超过 50%的就业人口。在内地中情况与香港类似, 萧灼基(2004)表明小企业占有所有经济单位的比例超过了 99%, 提供了超过所有就业岗位 75%的就业机会, 贡献的工业新增产值超过总量的 76%, 中小企业产出占到我国 GDP 总量的 60%。此外, 随着科学技术的发展, 中小企业在近年来也逐渐成为了创新的主力, 例如 facebook, twitter 等当前的企业巨头都是从小企业开始了革命性创造进而改变了整个产业状态。中小企业这种“破坏性创造”有利于保持经济活力, 增进经济的长期表现。因此中小企业是经济的重要组成部分, 研究中小企业的行为对理论和实践都有重要意义, 是理解经济运行, 制定合理有效的经济政策的前提。

中小企业在经济中的重要性相当显著, 然而中小企业融资困难同样引人注目。Woodruff(2001)对墨西哥中小企业的调查分析表明只有比例相当低的企业在创立之初得到

了银行的贷款。Berger and Udell (1998) 也显示企业规模越小股权资产比例越高, 这证明了中小企业在债务融资上的困难。迟宪良 (2007, 第 30 页) 根据根据世行国际金融公司的调查 (2001) 得出, 我国中小企业资产中股本占比为 60%, 而从银行得到的融资只占总资产的 20%; 比较而言, 美国中小企业的融资结构中股本占比为 30% 低于我国, 从银行获取的贷款占总资产的 42% 远高于我国。可见, 与中小企业在经济中的重要贡献相比, 我国中小企业在从商业银行获取融资方面存在相当的困难。

除去在经济中的重要性, 中小企业在融资方面的特殊性是吸引这方面研究的另一原因。如果不存在信息不对称和其他交易成本 (阿罗-德布鲁一般均衡经济), 任何净现值为正的项目都会得到足额融资, 而且也不会存在企业家为谋取私利而毁损企业价值或者贷款人价值的情形。然而现实世界并不是这种无摩擦的理想环境, 总存在各种的交易成本, 对于融资来说, 最重要的摩擦就是源于信息的不对称。与大企业相比, 中小企业信息不对称的现象更加明显, 中小企业通常信息更加模糊, 因而也就面临了更大的融资困难。Frame et al (2001) 表明随着技术的发展, 信息搜集成本降低, 中小企业融资也变得容易即从反面给这种现象提供了一个旁证。中小企业业绩信息的获取通常更加困难, 因为中小企业的企业家更加容易操纵自己的业绩, 现金流等查证通常成本高甚至不可能。所以, 中小企业融资广泛存在不可验证现金流的问题, 因而很难以订立一个依据于企业业绩的合同。如果没有以抵押物或者企业家自身资产投入等形式给企业家道德行为给予惩罚, 那么在一期合同中不可能避免企业家的操纵现金流损伤投资者收益, 而如果银行等融资者足够理性那么他们会在事前预料到这种情况, 进而在事前就拒绝给企业提供贷款。中小企业这种现金流很难流不可验证的特性可以通过长期合同来解决 (Bolton and Sharfstein 1990), 后续融资可能性给借款企业提供了还款激励, 如果企业在前面的项目中不能归还贷款, 那么银行可以以不再提供后续作为威胁, 如果企业家从后续融资中获益足够大那么这种威胁可以避免企业家的道德风险行为。

此外, 中小企业的收益和风险也更加依赖于企业家品质等因素, 而这些因素需要有成本的调查才能够发现而且不可作为订立合同依据, 因此中小企业家在银行的融资经常体现为“关系贷款”, 这种“关系”即指银行对企业家信息的了解。所以总体来说, 银行和借款人的关系中小企业的贷款信息搜集和合同设置中扮演了重要作用, 因而中小企业贷款可能会体现为长期关系合同。

二、中小企业融资的理论研究经验

中小企业在经济中的重要性, 融资困难及其在融资理论上的特殊性吸引了相当多的研究, 这些研究不但在理论上有了重要发现而且发现了中小企业融资的大量经验事实。在这些经验事实中, 最为引人注目的包括了两类:

1、规模效应 (Size Effect, 如 Peetersen and Rajan 1995, Berger and Udell, 1998 等), 即比起大银行来, 小银行更愿意给中小企业提供融资。Berger and Udell (1996) 表明银行给中小企业提供贷款的意愿随着银行规模和复杂程度的增加而递减。Peek and Rosengren (1995) 通过对新英格兰地区银行兼并对中小企业融资的实证分析也表明银行兼并以后会减少对原有中小客户的贷款提供。

2、技术效应 (如 Berger et al. 2004, Berger and Udell 2006 等), 即大银行更倾向于使用公开可得信息 (即所谓“硬信息”) 作为贷款依据, 而小银行更倾向于使用“软信息” (或者“关系融资”) 作为贷款依据。Cole et al. (1998) 表明在贷款决策中, 大银行通常将财务报表作为决策依据而小银行更多通过贷款专员 (credit officer) 对企业家 (或者企业) 的影响来决断。

这两类广泛存在的现象背后存在深刻的经济原因, 而对这些原因的探究有巨大的应用价值。直观的来看, “规模效应”类表明鼓励小银行或者其他中小金融机构的发展有利于中小

企业融资，而“技术效应”表明提升“关系”的价值可以改善中小企业融资环境。然而这两种直观现象综合起来形成了一个比较模糊的应用结论，即鼓励中小银行的发展增强了中小金融机构的竞争，促进了中小企业融资，但同时这种竞争的增强削弱了“关系”的价值，降低了中小金融机构发展“关系”的动机，这损伤了信息模糊的中小企业融资机会。因而，如果没有对融资现象的深入探究，就很难从这两类现象很难以得出有用的实践指导。因此，要改善中小企业融资难问题，就必须厘清这些融资现象背后的理论根源，然后才能依据基础理论做出正觉得经济决策。

对于“技术效应”和“规模效应”目前在主要文献中存在两类解释，即1)硬信息技术成本的规模经济(如 Berger and Udell 2006 等);2)“激励层级”理论(如 Williamson 1988, Stein 2002 等)。前者认为硬信息技术具有可复制性以及高昂的初始投入使得只有贷款规模很大时才能摊薄，而“软信息”技术具有专用性，不可复制转移，因而即使贷款规模很大也不能摊薄信息成本。因而，这一理论认为大银行由于资产规模大所以在使用“硬信息”技术方面具有比较优势，而小银行在“软信息”技术方面具有比较优势，所以大银行倾向于使用距离融资而小银行倾向于“关系”融资，这中倾向就是“技术效应”。同样，大企业的单笔贷款规模更大而且信息更加透明，而且大企业的现金流和经营业绩通常可查证，相对于小企业不需要“关系”以避免企业的道德风险行为，这样在硬信息技术方面有比较优势的大银行就更倾向于向大企业提供融资。“激励层级”理论认为大银行从最终的拥有者到贷款的执行者之间的链条更长，而每层会有激励效率损失，而“关系”融资比硬信息更加依赖于信贷执行人员对企业以及企业的信息发掘，因此小银行在“关系”融资方面激励相对更加有效，因此也就出现了“技术效应”。而且，中小企业融资比大企业融资更加依赖“关系”，所以小银行在中小企业融资方面有比较优势，而大银行在依赖“硬信息”技术的大企业融资方面有比较优势，因而就有了“规模效应”。

“成本规模优势”和“激励层级”理论给规模效应和技术效应提供了一致的解释，但是这两种理论也并不完美，根据这理论进行的预测和来自银行市场结构变迁对融资效应的计量证据并不十分符合。这可能源于两类理论都忽略了一个至关重要的因素，那就是大银行和小银行实际上面临了不同的市场结构，也某些大银行的潜在客户并不是小银行的服务对象，因而大银行的市场需求比小银行更加广泛。通常，大企业融资规模比较大，而出于风险集中度等方面考虑，小银行并不能给大企业如此规模的贷款，而如果小银行通过银团贷款等方式给大企业提供融资又多了一层代理关系因而要求更高的投资回报。然而，大银行自身资产规模大所以大银行在提供大规模贷款这方面比小银行有优势，因此大银行相对小银行有更多的外部机会，而且大企业通常比中小企业更加安全，所以大银行比小银行有安全的外部机会成本。这种机会成本的不同可能影响到银行的贷款抉择。一方面如果贷款给中小企业的回报低于外部机会成本，那么大银行将选择不提供贷款，然而没有外部机会的小银行却未必。因此从总量上显示为小银行比大银行更加倾向于向中小企业提供贷款。另一方面，大银行的外部机会高于小银行因而在多期融资环境中可以做出更有效的威胁 (Kornai et al. 2003, Crémer 1995) ——即如果企业还款表现不佳银行就撤销后续贷款而不管企业是否优秀，这样的有效威胁可以在事前避免企业的道德风险行为 (例如隐瞒，转移利润等)。这种有效地威胁让企业没有必要耗费专去调查企业的更多信息，因而也就表现为更加倾向于使用“硬信息”融资技术。此外，外部机会的存在也使得“关系”所带来的事后信息垄断的价值相对更低。相反，小银行没有外部机会或者外部机会收益比大银行更加低，因而承诺的有效性更低，再谈判 (Renegotiation) 的可能性增大，而且“关系”信息垄断的价值相对更高，因而小银行也就比大银行更加倾向于使用“软信息”融资技术。可见不同的外部机会成本也可以解释中小企业融资的“规模效应”以及“技术效应”，而机会成本受到银行的市场结构以及国家产业政策的影响，因此外部机会成本理论比“成本规模经济”理论和“激励层级”理论能够

提供更多的实践指导。

尽管外部机会成本的影响早就被经济学家所重视,然而却很少看见有人将这种思想正式化,因而也就很少看到依据这一思想提出的实践指导。本文在这方面做出了尝试。本文在一个含有隐藏行动的两阶段融资模型中引入了外部机会成本,假定存在两类银行——大银行和小银行,两者具有不同外部机会,大银行有安全的外部机会而小银行没有。在第一期项目结束以后,银行可以依据第一阶段的结果选择是否提供第二阶段融资,这种选择可以只依据前一阶段的表现,这就是“硬信息”融资合同。也可以启动一项有成本的调查揭示企业家信息,而这种信息是不可第三方观测的因而也不可以作为缔约依据,这种情况下银行可以依据只有双方可见的信息决定是否融资,这就是“软信息合同”。外部机会成本影响了这种技术的选择,在大小银行融资条件都满足的条件下,一个均衡中两种融资技术对银行无差异,在这种条件下采用哪种成本取决于调查成本,当成本足够高时软信息合同不如距离融资合同,反之亦然。而大银行二期融资不满足而小银行融资条件满足(即再融资收益低于外部机会成本而高于0)时,大银行会中断融资而小银行会继续参与。然而,小银行具体采用的合同形式取决于企业家转向的成本,如果转向成本过高那么采用“关系融资”的银行就有了更高的谈判力,从而可以攫取更多的收益,银行因而也更加愿意使用“关系融资”的方式。相反,如果转向成本低,那么银行则很难以从企业家手中攫取更多收益,因而更愿意使用“距离”融资技术。Crémer 1995 就明确提到了多阶段融资中机会成本可能影响融资选择,Berger and Udell 2006 也有类似的观点。

本文的提供了一个分析机会成本对银行给中小企业提供融资的分析框架,利用这个框架同样可以解释银行融资的“规模效应”和“技术效应”。而且依据本文的模型提出可验证的假设,包括:

1、如果控制了贷款规模,在面临过往表现良好的融资对象时,大银行和小银行所采用的融资技术不会存在显著差异。

2、同等规模的融资,小银行会比大银行有更多的展期。此外,利用本文的模型还可以提供与以前理论不一样的实践指导。过往理论强调鼓励中小融资机构的发展有利于中小企业融资,而本文的理论表明降低大银行融资的外部机会受益同样会改善中小企业融资,因此开放外国银行进入本国市场,或者鼓励公司债券市场与股票市场发展的政策也有利于中小企业融资。本文并不是对原有理论的替代,而是作为原有理论的补充。

三、银行外部机会对中小企业融资影响的研究

“技术效应”和“规模效应”是在银行中小企业贷款中显著存在着现象(Petersen and Rajan 1995, Berger and Udell 1995, Berger and Udell 2006 等)。“技术效应”是指在贷款技术上,大企业通常运用财务报表等可以公开观察的硬信息作为贷款依据,而小银行更倾向于使用“关系合同”。“规模效应”是指大银行相对倾向于给大银行提供贷款而小银行相对更愿意给小企业提供贷款。

“硬信息”融资合同(或者称为距离融资合同)是指这样的合同,这种贷款合同的依据是财务数据等可以公开得到,可以第三方观测而且可以作为合同订立要件的信息。在这个意义上,例如担保,抵押甚至在中小企业贷款中常用到的评分(Small Business Scoring)等都属于“硬信息”技术,因为这种技术都是用公开可得而且可以第三方查证的信息作为订立贷款合约的技术。

“软信息”技术或者“关系融资”合同是指银行通过在和企业的长期融资提供中,有成本的获得企业或者企业家的信息而且以这些信息作为贷款依据。“关系融资”所依赖的这些信息不能公开观测到,因而具有独占性,而且这些信息不可第三方查证因而不可作为贷款缔约的依据,这正是这种融资方式被称为“软”技术的原因。“软信息”通常由执行贷款的

银行员工通过与企业以及和企业关联的其他单位的接触来发现,因而这种软信息的发现成本通常表现为人力成本。贷款人通过对企业本身,企业的顾客、供应商,相邻企业的交流从而得出的对企业未来的判断,这些构成了软信息 (Berger and Udell 2006)。Boot(1999)认为“关系融资”包含了两层要素,首先要求银行揭示对

企业信息的专有性投资,这种投资只能用于揭示特定企业的信息而不能转移到其他企业;其次“关系合同”只能通过银行与企业的多期合作才能表现,即这种软信息会在多期合作中给银行的专有性投资带来回报。

Berger and Udell (1996)表明银行给中小企业提供贷款的意愿随着银行规模和复杂程度的增加而递减。Cole et al. (1998)表明在贷款决策中,大银行通常将财务报表作为决策依据而小银行更多通过贷款专员 (credit officer) 对企业家 (或者企业) 的影响来决断。与这两类现象相容的还有另外一个经验事实是中小银行的客户距离银行所在地平均距离通常小于大银行,因为中小银行通常通过贷款客户经理来搜集客户的“软信息”,客户距离银行所在地越远那么搜集信息的难度也就更大,因而成本更高 (Hauswald and Marquez 2005)。相反,硬信息由于是公开可得信息,因而受到距离的限制更小,所以大银行的客户距离可以更远。

Diamond(1984)提出了银行作为代理监督的制度安排,解决的投资者监督中存在的“搭便车”问题,降低了投资者对融资者的监督成本,缓解了投资者和融资者之间的信息不对称。基于软信息的融资正是银行这一功能的体现,银行通过专有性监督投入,了解到了企业的真实信息,缓解了信息不对称(Rajan 1992)。然而,现实中即便是中小企业融资,企业和银行之间也不仅仅采用“关系融资”的方式,同样还经常采用基于硬信息的合同,即所谓“距离融资”(Arm Length Finance)。一个自然地疑问便产生了:“为何银行会舍弃能够缓解信息不对称的软信息合同?”。产生这种情形的原因一方面在于发现信息的成本,如果信息的代价却是高昂,那么不用“软信息”合同也是一个合理的选择。另一方面,也是最重要的一方面在于“关系融资”的缺点。在关系融资中,银行进行了专有性投资获取了企业的信息,这种投资是以对信息的垄断作为回报的,因为这种信息不可公开观测,技术也不可转让。这种专有性投资以及后来的信息垄断产生了两个问题,即套牢和软约束的问题。

“套牢”是因为银行具有信息垄断能力,这限制了企业家转投其他银行的能力,因为其他银行并不具有企业家的特定信息,因而其他银行只能通过公开可得信息来推断转向的企业家到底值不值得投资。而且通常在转向的企业家中质量较差的企业家比例通常更高,因为通过过去的合作以及信息搜集揭示了企业家的信息以后,这些质量较差的企业或者企业家在自己原有的贷款

银行不能够得到再融资而被迫转移到其他银行碰运气,所以银行如果按照普通企业家的类型来推断而接受从其他银行转投自己的客户可能碰到“赢家诅咒”,为了避免这种现象,接受银行会要求更高昂的回报以覆盖自己的风险,这推高了企业从具有软信息的原有银行转向到其他银行的成本。如果企业家融资转向能力受到了限制,银行就可以利用自己的信息垄断优势从企业家手中攫取垄断租金,提高自己的回报,这样就给融资企业带来了套牢问题。Degryse and Van Cayseele (2000)发现欧洲中小企业的融资利率和它们与银行关系的持续时间之间存在正相关,这表明中小企业关系融资中存在“套牢”的问题。Ongena and Smith (2003)对欧洲的跨国分析发现在欧洲各国中通常中小企业会有不同的融资银行而不是只向单一的银行融资。Gioso(2003)显示意大利的中小企业平均会和四家银行保持关系而意大利的大企业的融资对象更加分散,他们平均会和超过 10 家融资机构寻求融资。Hommel and Schneider (2003)表明德属尼德兰地区中小企业和银行的关系相对于欧洲其他地区更加紧密,然而即使是德国每家中小企业的融资对象平均也超过一个,他们划分了五类企业,即使非常小的企业平均也会和 2 家银行寻求融资,而大企业的融资对象超过了 4 家。Dietsch

(2003)对法国的分析也发现了类似的情况,这些计量证据确切的现实了欧洲中小企业银行融资的套牢比较严重。当然,对于任何市场来说,这种超额回报不能超过企业家转向别的银行需要付出的成本,因为一旦超出企业家宁愿转向,那么银行搜集软信息的专有性投资也就因此沉没。

软约束问题是由于银行已经进行了专有性投资以解释企业的信息,这种专有性投资构成了沉没成本,而银行一旦发现企业家并不太如人意但是如果转向其他企业家银行又需要另外付出信息成本,这样还不如给企业家再提供贷款,银行的这种由沉没成本改变的成本引起了企业家在事前行为的变化,这样就产生了预算软约束问题。

正是由于“关系融资”的黑暗面——“套牢”和“软约束”,在一定条件下即使“关系融资”可行,硬信息合同也成为了更好的选择。因为,硬信息合同提供的距离融资方式没有专有性的投资,因而不存在沉没成本,银行终止给企业再贷款的威胁也更加可靠,这种可靠的威胁激励企业家在事前不会选择影响到下一期融资的道德风险行为(Crémer 1995),从而改善了企业

表现。因此使用软信息的“关系融资”技术还是硬信息的距离融资取决于“软信息”合同的这种权衡。

中小企业信息通常比大企业更加模糊,因而更依赖软信息融资,然而经验证据表明银行的市场结构也会对企业融资选择以及相应技术采用产生影响。在大量的经验证据证明“规模效应”和“技术效应”是广泛的存在着的。对这两种现象的深入探究有着重要的理论意义和实践意义。从直观角度来说,如果中小银行更愿意给中小银行提供融资,那么鼓励中小银行以及其他非正规的中小贷款机构发展是有利于中小企业融资的(如 林毅夫 李永军 2001)。然而,这种做法依赖于鼓励中小金融机构发展所形成的市场竞争不会过度毁损中小企业融资中“关系”的价值,如果激烈的竞争使得融资企业转向其他银行的成本非常低,那么关系融资中的专有性投资所获得信息垄断价值不大,这反倒有可能影响了中小金融机构发掘信息的动力,使得中小企业的融资更为困难。因此,只有厘清以上现象的深层次原因,才能提出相应的对应政策,改变中小企业融资难的问题。

对这些现象目前存在两种解释,即不同融资技术相对成本优势,以及激励层级的解释。

1、成本优势的解释(如 Petersen and Rajan 1995, Rajan 1992, Berger and Udell 2006)认为,硬信息技术如利用财务报表或者抵押技术等具有规模效应。例如拟定一份优秀的依照财务报表的融资合同可以在所有的融资上都得到应用,建立一个广泛的数据处理或者信贷分析系统需要高昂的初始投资,大银行可以通过规模贷款分摊而小企业却很难。这些技术需要比较高的初始投资,然而可以复制到其他融资项目上,因而随着融资规模的扩大可以摊薄技术成本,大银行总体融资规模更大因而能够摊薄硬信息技术的成本。“关系融资”需要针对每个融资企业的专有性投资,这种投资成本不能够转移或者复制到其他项目,因而信息成本不能随着总体融资规模的扩大而摊薄。大银行总体融资规模比小银行大,他们在硬信息技术上面有比较优势,而小银行在软信息技术上有比较优势,而且如果混合使用两种融资方式可能形成范围不经济(Williamson 1967),因而大银行倾向于采用硬信息距离融资合同,而小银行倾向于采用软信息关系融资。

2、激励层级(如 Stein 2000, Williamson 1988)认为由于层级导致的激励链条长度不同才是造成银行在融资技术选择上差异的原因。这种观点认为,从股东到实际执行融资的信贷人员构成了一层一层的代理,大银行和小银行激励链条长度不同,即从最终企业所有者到贷款的实际执行人员之间的代理层次不一样。大银行通常具有更长的激励链条,代理层次也更多,然而每一层代理关系都会损失激励的效力,因而如果其他条件都相同,大银行对市价执行贷款的工作人员的激励效果更弱。在“关系”融资方式中,信息的发现依赖于实际执行贷款的工作人员,在同样的总体激励强度下,大银行工作人员的动力相对不足,因此小银

行在“软信息”融资合同方面有比较优势，更倾向于采用此类技术。

这两种理论为银行融资技术的采用提供了解释，同时也对银行市场结构对中小企业融资的影响做出了不同的预测。如果成本优势理论更加符合现实，而硬信息技术具有规模效应，那么一旦银行合并使得市场集中度升高，硬信息融资技术的比较优势将更加明显，银行将更加愿意使用距离融资方式。如果激励层级理论更加符合现实，即技术采用信息取决于产生信息的部分即贷款执行者到最终的决策者 CEO 之间的距离，那么银行市场集中度升高如果不延长激励链条那么将不会对企业的融资产生影响。然而，通常银行的合并将使得小银行的激励链条变长，在这种条件下，“关系融资”的比较优势将削弱。因此，这两种理论都认为，如果银行兼并收购加剧，银行市场集中度上升，那么关系融资方式将被削弱，而中小企业融资又相当依赖于“关系”，因此银行的兼并收购将会降低中小企业的融资可能性，而市场竞争的激烈将会增强关系合同的应用。

然而，计量证据和硬信息规模效应成本优势以及激励层级理论的预测并不十分符合。早期的证据(包括 Keeton 1995 以及 Peek and Rosengren 1995)表明银行兼并导致的市场集中度升高会损伤中小企业的贷款机会。

Keeton (1995)对美国 10 个行政州的研究表明，本地银行被外地金融机构或者大银行兼并以后会减少对本地中小企业和农场的贷款。然而 Keeton 也表明这种对本地贷款减少并不一定会伤害本地中小企业融资，如果小银行给中小企业提供贷款是有利可图的那么如果原有的小银行被大银行兼并以后也会有其他的小银行愿意给这些被抛弃的中小银行提供贷款，因而其他本地银行可能会增加贷款补足这部分因为合并而减少的贷款。Peek and Rosengren

(1995)通过对新英格兰地区银行兼并对中小企业融资的实证分析也表明银行兼并以后会减少对原有中小客户的贷款提供。

然而后续的研究却又发现银行兼并对中小企业融资的影响比较模糊。Strahan and Weston (1995)利用 1995 年的美联储简报(June Report of Condition and Income)的数据分析了申请额度为 100 万美元以下的消费贷款与工业贷款(C&I loan)，将其作为中小企业贷款的代理变量。他们发现在所有的中小企业贷款中，大银行占到了 35%的份额，而在更大的 C&I 信贷中，这些大银行占据了 82%的份额。相反，资产规模在 3 亿美元以下的银行只占据了大额 C&I 贷款 2%的市场份额，而这些银行也占据了小额 C&I 信贷 35%的份额，这种情形体现出相当明显的“规模效应”。他们的文章表明，资产规模小于 10 亿美元的银行被银行控股公司(BHC)兼并以后减少了对中小企业的贷款，而资产规模大于 10 亿美元的银行被银行控股公司收购以后却增加了对中小企业的信贷。而且，银行是被外地银行控股公司还是本地银行控股公司兼并在影响银行对中小企业贷款的方面并没有显著影响。在这篇文章中，作者构建了一个 1993 到 1994 之间 180 家银行并购的样本(因为这段时间银行并购以后的效应在 1995 年的美联储简报中得到了体现)，以并购以前银行给中小企业的贷款做为比较基准进行了对比，也并没有发现并购前后银行给中小企业提供的贷款占资产比例有显著差异。之后，Strahan and Weston (1998)表明不同类型的银行兼并中小企业融资影响不同，小银行之间的合并会增加他们对中小企业的贷款，而其他类型的银行兼并影响很小。

Sapienza(2002)发现，银行兼并对企业融资的影响比较模糊。一方面，兼并增强了银行的市场力量，削弱了融资企业的转移机会，因而企业更愿意做针对性投资攫取独占信息，这增强了中小企业的融资可能性；另一方面兼并导致企业转向更加困难，从而加深了“套牢”问题，这影响了企业在事前寻求“关系”的动力。

两种理论和计量证据的这种偏差可能源于他们对市场结构的忽略。通常大银行和小银行面临着有差异的市场构成，大银行有机会给相对更加透明和安全的大企业提供贷款，而小银行由于风险集中度和贷款能力所限，因而很参与大企业贷款的机会更少。这种目标市场构成不同事实上使得大银行和小银行在面对中小企业这种信息不对称程度高的企业融资时有不

同的机会成本，

大银行有安全的外部机会成本，而小银行没有。但是，大银行的这种外部机会成本通常低于银行给中小企业融资的回报，因为大企业信息透明度高，因而更加安全，银行能够获取的收益也较中小企业低。银行的这种外部机会成本差异会对他们给中小企业提供贷款的决定以及提供方式产生影响。如果中小企业给银行的期望回报低于外部成本那么大银行就不会再给中小企业提供贷款，因为这种贷款还不如转向提供给安全的大企业。而且高的外部机会成本可能使得银行在长期融资中更容易做出终止再贷款的有效承诺，因而更容易避免软约束的问题(Dewatripont and Maskin 1995; Crémer 1995; Kornai, Maskin and Roland 2003)，而这种有效承诺将在事前避免企业家的道德冒险行为。因此，外部机会成本高的银行更容易采用硬信息的距离融资合同。

根据外部机会成本对融资的影响，可以得到与前面理论不一致的预测，如果市场结构发生变化影响到了银行的外部机会成本才会引起银行融资技术选择以及中小企业获得融资的可能性，否则即使银行结构变化也不会对中小企业融资方式和机会产生影响。因此，可以预计大银行之间合并将会强化大银行的外部机会成本因而削弱他们给中小企业的融资，而且也将使他们更加倾向于距离融资；而小银行间的合并不一定能够增加银行的外部机会成本因而对中小企业在银行的融资影响不确切。此外，如果直接融资市场得到发展，外部大企业直接融资成本降低也会削弱银行的外部机会，因而有利于中小企业从银行的融资，而且合同也更容易采用关系融资。

虽然有很多文献关注到了机会成本对中小企业银行融资的影响（例如 Cremer 1995, Berger and Udell 2006 等），然而到目前为止很少有正式化的分析。本文尝试构建了一个具有道德风险的两阶段融资模型，按照外部机会成本不同对银行进行了分类——具有正的外部机会成本的为大银行而小银行没有外部机会，而这种机会成本对银行给企业提供融资的意愿和方式造成了影响，而且这种影响改变了融资企业在事前的道德冒险抉择。

本文在一个多期融资环境中多上述理论作出了补充，丰富为中小企业融资理论。本文的主要观点在于给中小企业提供融资的银行之间有不同的外部机会，而具有不同外部成本的银行在融资中具有不同的最优合同结构或者相同的合同结构在两类银行适合的条件不同。即当满足一定条件的时候大银行愿

意用硬信息合同而小银行愿意用软信息合同，或者满足另外条件的时候大银行会终止给中小企业的贷款。这样，通过机会成本对最优合同的影响从总量上影响了两类企业对中小企业的贷款政策，因而体现出大银行倾向于给大企业贷款而小银行倾向于给小企业提供贷款的“规模效应”，以及大银行在给中小企业提供贷款的过程中更多使用“硬信息”技术小银行在给中小企业提供贷款的过程中更多使用“关系”融资方式的“技术效应”。“规模效应”在本文所阐释的机会成本机制中体现为大银行愿意给中小企业提供贷款的范围相对于小银行更加狭小或者贷款条件苛刻；“技术效应”在本文所呈现的机会成本机制中体现为当企业 and 市场条件符合大使用硬信息技术要求时，两类银行都会使用硬信息技术，然而当使用硬信息的条件不满足时，小企业会在一定条件下选择“关系”合同，因而在总量上表现为大银行愿意使用硬信息合同而小银行愿意使用关系合同。

可见，本文所提出的机会成本机制为现象提出了一个不同于原有理论的解释和分析框架。通过本文的分析框架可以补充原有理论对于银行市场结构变迁，如银行并购等行为导致的市场集中度升高对中小企业融资的影响作出有益的解释，解释关于银行市场结构变迁对于中小企业融资影响原本模糊的计量证据。

除去上面提到的理论意义，本文的研究还具有非常直接的应用方面的意义。本文的研究并不只是单单呈现一个关于外部机会成本影响的一个结论，而是提供了一个可以加以利用的分析框架，可以利用这样一个框架来分析经济政策，产业政策等对中小企业融资的影响。

我国经济已经由传统计划经济向混合经济转变，然而目前的融资依旧是以银行融资为主，尤其是对于广大中小企业而言，银行融资几乎是唯一的外源性融资方式。同时中小企业本身信息不透明的特点使得中小企业很容易遭受信贷配给，这与融资方式单一相结合使得中小企业特别容易受到货币与信贷政策的影响。同时我国银行系统的改革也正在进行之中，银行业由传统的几大国有银行垄断的局面逐渐打破。银行结构的变化必然会在很大程度上改变银行的经济行为，具体的讲这将在很大程度上改变中小企业资金可得性和融资成本。而中小企业在我国经济中起着至关重要的作用(李志赞 2005: 2000 年我国乡镇企业增加值占 GDP 的 30.1%，而乡镇企业得到的贷款却只占全社会

贷款总额的 6.1%)，所以对于银行产业结构变化对于中小企业融资影响的分析将对我国的金融产业政策，货币政策以及金融制度等方面提供更加深刻的见解。

考虑到中小企业在我国经济中所扮演的重要角色(贡献了绝大部分产出提供了绝大多数就业，是整个经济活力的基础)，本文的分析为制定有利于中小企业融资的政策提供了基础，有助于制定正确的经济政策提高经济的长期表现。正如前文所讲，过往的分析更多人为发展小银行和小额贷款公司等非正规金融机构是提高中小企业融资的有效途径，而忽略了在一定条件下大银行有可能成为中小企业贷款的积极提供者，因而也就没有能够提出更多提高中小企业融资途径的政策建议。然而本文的分析表明加强大企业的竞争同样会有效增加中小企业的贷款可能性，这种几乎成本机制有着直接的应用意义。这表明削弱大银行外部机会收益同样会迫使大银行增加对中小企业的信贷，因而鼓励大银行之间的竞争，例如鼓励引入外资银行，鼓励包括股票市场和公司债券市场在内的金融市场发展以降低大企业的融资成本从而降低大银行的外部机会收益同样可以缓解中小银行融资难的问题。此外，本文的“机会成本机制”还为分析银行监管政策对中小企业融资的影响提供了一个框架。依据本文的机会成本机制，例如提高存款准备金和资产充足率等没有影响到大小银行融资相对机会成本的监管政策会降低经济中的整体信贷水平，然而不会降低这些金融机构提供给中小企业的比例。风险拨备等监管事实上区别对待大企业贷款和中小企业贷款，使得两类贷款具有不同的收益期望，亦即资金提供给大企业的机会成本更高了，在这种条件下，根据机会成本机制大银行会在更加严苛的条件下继续给中小企业提供融资，如果这种严格条件得不到满足，大银行将会缩减提供给中小企业的贷款，小银行会按照原来的条件继续给中小企业提供融资，然而会要求更高的收益率。

此外，除去在中小企业融资方面的实践意义，本文还可能为小额信贷提供了一些理论和实践上的支持。小额信贷和中小企业融资一样面临了非常严重的信息不对称，和后者一样，这种信息不对称充斥了整个融资的阶段，包括了事前的逆向选择，事中的道德风险以及事后的不可验证。同中小企业贷款一样，小额信贷同样也依赖于多期的合作，因此本文的外部机会成本机制同样也适合于小额信贷。

四、结论与应用

本文的分析表明，外部机会成本的确对银行的融资决策以及融资技术造成了影响。有外部机会成本的大银行只有在收益高于外部机会成本的时候才会给中小企业提供贷款。因而，从小银行向中小企业的条件更加宽泛，总体上体现为“规模效应”。而且比起大银行来说，小银行使用“关系融资”的范围也更加广泛，因而表现为小银行更加倾向于使用基于软信息的融资技术。

相对于成本比较优势以及“激励层级”理论，本文的模型对市场结构变化对中小企业融资有不同的预测，而这些预测是可以通过经验证据验证的，因而是可证实的。如果这些预测得到了经验证据的证实，那么表明本文所讲的外部机会成本机制更加符合现实。

首先，本文的模型预计在控制其他因素的条件下，对于类似的企业和项目，不管大银行

还是小银行都会采用相同的技术。然而小银行愿意提供融资的范围更加广泛,而且在大银行不能够提供再融资但依旧能够获得正的净现值的条件下,因此从总体上表现为小银行倾向于采用“关系融资”技术。

第二,本文的模型表明,如果不考虑其他模型外的因素,银行市场结构的变化只有在影响到了银行的外部机会成本时才能影响到银行对企业的融资决策以及采用的技术。因此,银行间的兼并如果影响到了外部机会成本才会影响到银行的融资决策和技术选择。例如大银行和小银行的兼并会影响到小银行资金的外部成本进而会削弱原本能够从被兼并小银行获得融资的企业机会,而大银行之间的兼并却不能够改变两者的外部机会,因而也不会改变原本两合并银行的中小企业客户融资机会。

第三,如果大银行之间的竞争变得剧烈,则大银行的外部机会成本下降,这种机会收益下降会改善中小企业的融资环境,而且会促进“关系融资”方式的运用。而小银行之间的竞争如果变得更加激烈却不会对中小企业融资机会上造成太大的影响。此外,如果直接融资市场例如债券市场或者股票市场

得到了发展,降低了大企业的融资成本,这样会降低大银行的外部机会成本,因而改善中小企业的融资环境。

正如本文引言所讲,本文的模型并不是原有理论(“硬信息成本规模优势”与“激励层级”)的替代,而是对他们的一个补充,而且本文的理论比起原本的理论有更强的实践意义。本文的理论表明减弱大银行的外部机会成本可以增强中小企业的融资机会,因而改变大银行外部机会的政策可以改善中小企业的融资环境。

本文的理论表明,鼓励大银行之间的竞争比鼓励小银行的发展更能够改善中小企业融资环境。在这个意义上,开放金融市场引入外国银行可以加强大银行间的竞争,降低他们的外部机会成本。而改善国有银行的股权机构和经理人激励,同样会增强他们之间的竞争。

此外,增加大企业的融资渠道,降低融资成本可以削弱大企业对于大银行的相对依赖性,降低大银行的外部机会成本,通过机会成本机制使得中小企业融资得到改善。从这个角度出发,金融市场(包括了股票市场和公司债券市场)的发展部分取代大企业融资对银行的依赖,降低大银行的外部机会成本,中小企业的银行融资就会变得相对容易。

参考文献:

- [1] Allen N. Berger and Gregory F. Udell (1998), *The Journal of Business*, Vol. 68, No. 3 (Jul., 1995), pp. 351-381
- [2] Berger, A.N., Udell, G.F., (2006). "A more complete conceptual framework for SME finance." *Journal of Banking and Finance* 30, 2945-296
- [3] Boot, A. (2000). 'Relationship banking: what do we know?' *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, pp. 7 - 25.
- [4] Patrick Bolton and David S. Scharfstei (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting"; *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 1 (Mar., 1990), pp. 93-10.
- [5] Arnoud W. A. Boot and Anjan V. Thakor (2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?"; *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2 (Apr., 2000), pp. 679-713
- [6] Jacques Crémer (1995), "Arm's Length Relationships"; *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 2 (May, 1995), pp. 275-295
- [7] 迟宪良 (2007) "中小企业融资困境与对策研究" 中国博士学位论文全文数据库
- [8] M. Dewatripont and E. Maskin (1995), "Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies"; *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, No. 4 (Oct., 1995), pp. 541-555

- [9] Douglas W. Diamond. (1984) The Review of Economic Studies, Vol. 51, No. 3 (Jul., 1984), pp. 393-414
- [10] Douglas W. Diamond. (1991), —Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt || ; The Journal of Political Economy, Vol. 99, No. 4 (Aug., 1991), pp. 689-721
- [11] Douglas Gale and Martin Hellwig (1985), The Review of Economic Studies, Vol. 52, No. 4 (Oct., 1985), pp. 647-663
- [12] János Kornai, Eric Maskin, Gérard Roland (2003), “Association Understanding the Soft Budget Constraint” ; Journal of Economic Literature, Vol. 41, No. 4 (Dec., 2003), pp. 1095-1136
- [13] 林毅夫、李永军, 2001 《: 中小金融机构发展与中小企业融资》, 《经济研究》第。
- [14] Mitchell A. Petersen and Raghuram G. Rajan (1994), —The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data || ; The Journal of Finance, Vol. 49, No. 1 (Mar., 1994), pp. 3-37
- [15] Mitchell A. Petersen and Raghuram G. Rajan (1995), —The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships || ; The Quarterly Journal of Economics, Vol. 110, No. 2 (May, 1995), pp. 407-443
- [16] Raghuram G. Rajan (1992), —Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt || ; The Journal of Finance, Vol. 47, No. 4 (Sep., 1992), pp. 1367-1400
- [17] Jeremy C. Stein. (2002), —Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms || ; The Journal of Finance, Vol. 57, No. 5 (Oct., 2002), pp. 1891-1921
- [18] 萧灼基, 2004 年中国金融市场分析与预测[M]. 北京: 经济科学出版社, 2004

The Role Of Bank Outside Opportunity In Small Business Lending: a Survey

Li Song

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: As small and medium-sized enterprises has an important position in the economy, this paper reviewed the related experience evidence and main theoretical explanations of the "scale effect" and "technology effect" in bank financing about small and medium-sized enterprises, and the financing influence on small and medium enterprises of a bank industry structure change.

Key words: small and medium-sized enterprise financing; outside opportunity cost; scale effect; technology effect

收稿日期: 2011—12—23

作者简介: 李松, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 公司金融与金融市场