

银行往来关系与企业融资约束

——基于中国民营上市公司的经验证据

黄炳艺¹, 吕玉洁¹, Ben Sopranzetti²

(1. 厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005; 2. 罗格斯大学 商学院 美国 新泽西州 08854)

摘 要: 银行往来关系是一种可为银行及其客户带来收益的超越单纯金融交易的密切关系。银行往来关系会给公司带来相应的价值和成本。选取中国民营上市公司作为研究样本,采用现金-现金流模型实证检验银行往来关系与企业融资约束的关系,结果表明银行往来关系能够有效地缓解民营上市公司的融资约束。进一步的研究发现,银行往来关系对企业融资约束缓解作用在金融危机后以及中小民营上市公司表现更为显著。因此,基于当前我国银行往来关系与企业融资现状,相关部门应大力开拓和扶持多种投融资渠道,积极建立银行往来关系,发展合法的非国有金融机构,由此改善我国企业融资环境,促进中小企业发展。

关键词: 银行往来关系; 融资约束; 民营上市公司

中图分类号: F275.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 0438-0460(2019)02-0070-12

一、引言

银行往来关系(Banking relationships)是一种可为银行及其客户带来收益的超越单纯金融交易的密切关系(Ongena & Smith 2001)。它是由长期往来促使借贷双方交换信息,以设计出有利于双方的贷款契约条款,进而提升双方的福利,是通过获得专有信息和长期多次互动而形成的(Boot & Thakor 2000)。纵观银行往来关系研究文献,大部分文献发现密切的银行往来关系对公司而言是有益的(Diamond, 1989; Boot & Thakor, 1994; Blackwell & Winters, 1997),其理论依据在于公司密切的银行往来关系能够降低公司信息不对称的问题,促使银行能更深入地了解公司的内部信息,可以为企业重要的负债融资便利,提高融资效率,可以建立企业声誉与揭示公司特质,也可实现银行和企业双方信息交换的帕累托改进(黄炳艺 2008)。但不少研究发现银行往来关系也会给公司带来成本,主要包括软预算约束(Soft-budget Constraint)和独占(Hold-up)问题(Sharpe, 1990; Rajan, 1992; Dewatripont & Maskin, 1995; Bolton & Scharfstein, 1996; Boot 2000)。

到底银行往来关系给公司带来什么价值和成本?目前该议题的研究主要从银行往来关系对于公司贷款契约条件、融资行为以及公司绩效的影响等角度展开,本文则主要从融资约束角度来考察银行往来关系对于上市公司的价值与成本。具体而言,本文重点研究作为企业主要负债融资来源

收稿日期:2018-03-29

基金项目:国家自然科学基金项目“眼动跟踪技术在会计信息系统设计中的应用”(71672162);国家自然科学基金项目“新兴媒体环境下资本市场信息披露问题研究”(71572163);国家自然科学基金项目“自信披露与宏观经济稳定”(71422008);国家自然科学基金项目“审计师个体行为性与审计质量研究”(71372074)

作者简介:黄炳艺,男,福建厦门人,厦门大学管理学院副教授;吕玉洁,女,广西玉林人,厦门大学管理学院博士研究生;Ben Sopranzetti,男,美国罗格斯大学商学院教授。

的银行与企业的往来关系密切程度是否有助于缓解企业融资约束程度,并深入探讨银行往来关系对于融资约束缓解效应(如果存在的话)在金融危机前后和不同规模公司中的具体表现,从而为深入探讨银行往来关系对于上市公司的影响及其作用机制提供经验证据。考虑到我国国有企业与国有银行天然的政治联系,长期存在的国有企业与银行软预算约束,以及民营企业由于其自身特征往往外部融资渠道有限,主要依靠银行贷款且能够获得贷款的民营企业大多需要与银行建立长期关系等制度背景,本文主要以中国民营上市公司为样本来实证检验银行往来关系与上市公司融资约束的关系,结果表明银行往来关系能够有效地缓解民营上市公司的融资约束,进一步的研究发现银行往来关系对公司融资约束缓解作用在金融危机后以及中小民营上市公司上表现更为显著。

二、文献回顾及研究假设

(一) 文献回顾

目前关于银行往来关系的理论研究主要集中在探讨银行往来关系对银行和企业的收益和成本的影响。研究发现,银行往来关系的收益主要体现在两个方面:一是银行和企业建立往来关系有利于双方信息交换的帕累托改进,企业可以将不愿意披露到资本市场的私人信息披露给银行(Bhattacharya & Chiesa, 1995);二是银行往来关系具有一些重要的契约特征,能改善银企双方的福利,比如贷款契约的灵活性有利于银行和企业之间建立长期的隐性契约关系,贷款契约中更详细的条款可以更好地控制银行和企业的利益冲突,并降低代理成本。而银行往来关系的成本则主要包括软预算约束和独占问题。软预算约束问题与银行往来关系中银行的信贷合同缺乏刚性有关,它源于濒临倒闭的借款者要求银行发放更多的贷款。Boot(2000)就指出,与企业往来密切的银行为了防止原有债权发生损失,往往向企业提供额外的贷款,这样就导致那些意识到拥有事后重新谈判能力的借款者在事前产生不正当的激励(Bolton & Scharfstein, 1996; Dewatripont & Maskin, 1995)。独占问题则与银行在贷款过程中获得的信息垄断有关,银行从往来关系中取得的信息可产生信息垄断利益,银行可以要求企业支付超过由信贷市场供求决定的贷款利率(Sharpe, 1990; Rajan, 1992)。这种信息“锁定”的威胁使得企业不愿从银行获得贷款,导致银行丧失掉潜在的赢利机会。

在银行往来关系与公司融资约束的关系方面,Hoshi, Kashyap 和 Scharfstein(1991)以日本公司为样本,将所有样本区分为属于集团公司与独立公司两类,结果显示与银行关系良好的集团公司比较不会面临融资约束,独立公司则会面临融资约束。Shi 和 Zhang(2005)认为,银行往来关系有助于降低企业信息不对称性,增强财务效率,实证结果发现银行往来关系对于企业的融资约束具有显著的负相关关系。Shen 和 Wang(2005)利用台湾地区企业为样本研究发现,具有密切银行往来关系的企业投资-现金流的敏感性较低,而没有密切银行往来关系的企业投资-现金流的敏感性较高;但也有不少研究提出不同的经验证据。Fohlin(1998)以德国公司为样本,以双方董监事是否在彼此董事会担任董监事职务作为衡量银行往来关系的依据,发现与银行有往来关系的公司比与银行无往来关系的公司更易面临融资约束。Weinstein 和 Yafeh(1998), Agarwal 和 Elston(2001)分别以日本和德国的公司为研究样本也发现,由于往来密切的银行往往就是公司主要的债权人或股东,对于公司的经营决策具有一定的影响力,在公司进行投资决策的过程当中银行大多不会接受较高风险的投资方案,只接受能有稳定获利或较为保守投资方案,所以与银行往来密切的公司在投资活动中反而会受到一定的融资约束。另外, Houston 和 James(2001)采用往来银行家数及银行贷款占总负债比重来衡量美国上市公司与银行往来关系对投资的影响,在不考虑投资支出占资本比重高低时,愈依赖银行(即往来关系密切)的公司愈易面临融资约束;但若考虑投资支出占资本比重高低时,与银行关系好的公司其投资规模较小时,则并不会面临融资约束。

国内学者就银行往来关系方面的研究尤其是实证研究的文献比较少。曹敏、何佳和潘启良

(2003) 基于广东省境内的外资企业从当地和外资银行获取贷款的信息及外资企业本身的数据,检验了银行与借款者关系的长短在贷款定价中的作用。黄炳芝(2008)通过总借款负债率和长期借款负债率来衡量银行往来关系密切度,研究发现密切的银行往来关系有助于中国民营上市公司降低公司代理成本。何韧和王纬诚(2009)研究发现,中小企业与银行维持关系的时间越长,建立关系银行的数量越少以及银企关系深度越大,贷款成本就越低。而对于银行往来关系与公司融资约束方面的类似研究则主要来源于上市公司董事或高管具有金融机构背景的经济后果研究。如邓建平等(2011)采用公司高管中现在或曾经在银行任职的高管人数占总高管人数的比例来衡量银行关联度,结果表明银行关联度越高,公司的融资约束越弱。

(二) 研究假设的提出

根据信息不对称理论,信息不对称的存在必然会导致内源融资和外源融资的成本存在差异,因此,任何企业都会存在融资约束。由此可见,我国上市公司普遍存在融资约束。结合相关理论,本文认为建立银行往来关系可以从以下几个方面来缓解我国民营上市公司融资约束:(1) Howorth(2006)研究发现,信任是银行往来关系的一个重要影响因素,公司与银行发生业务往来会逐渐地建立一种关系资本,使得公司管理层和银行管理层之间建立了更为紧密的私人关系,这种私人关系可能会影响到银行的贷款决策,从而缓解公司的融资约束。(2) La Porta等(1997)以信任角度为切入点,分析了关系和声誉机制的重要性,研究发现在亲戚、朋友和生意伙伴之间,关系和声誉机制有利于维系合作关系。孙铮、刘凤委和李增泉(2005)认为公司的信用与声誉越好,其与银行之间的债务契约的履约成本就越低,同时发现如果能够从其他地方获得担保或者声誉,将对公司的债务融资起到积极作用。银行往来关系可以为企业提供了一种潜在的担保和声誉,从而对公司的债务融资起到重要作用。(3) 银行往来关系越密切,公司与银行之间的沟通渠道越通畅,银行可以获取越多的内部消息,公司越不必担心银行将其私人信息泄露给竞争者,能够有效地克服或者减轻信息不对称所导致的逆向选择和道德风险,从而缓解民营上市公司的融资约束。(4) 银行往来关系越密切,银行越有可能为公司量身打造融资方案,为公司带来更多的债务融资的专业知识、提供更加专业的指导以及量身打造创新型的融资方案,从而缓解公司的融资约束。(5) Kutsuna等(2007)研究了银行往来关系在IPO承销过程中的作用,发现建立了银行往来关系的中小上市企业通过往来银行获得更多进入资本市场的渠道。若企业具有一个良好的银行往来关系,企业在资本市场上可以更容易获得融资,以便进行项目投资,增加企业价值。可见,保持良好的银行往来关系将有助于缓解我国上市公司公司的融资约束,由此本文提出假设一:

H1: 民营上市公司的银行往来关系密切度越高,则其融资约束程度越弱。

诸多文献表明,企业融资行为受经济周期、宏观经济外部冲击等外部环境影响较为显著。Almeida、Campello和Weisbach(2004)认为,经济周期对企业的流动性需要有重大影响,在经济衰退时,现金-现金流敏感性在存在融资约束的公司会更强,而在无融资约束的公司则没有系统性变化。另外,不少研究发现金融发展水平有助于缓解融资约束(Love & Zichhino 2004; Khurana et al. 2006)。2008年的金融危机一方面使得银行提高了风险意识,开始缩减信贷规模并提高了贷款的门槛,另一方面也使得股票市场的融资因为经济环境不好而受到打击。同时,金融危机导致公司所处的金融市场的竞争度、信贷资金分配的市场化程度都会下降,降低了公司所处地区的金融发展水平,从而使得企业的融资约束问题更为突出。本文认为金融危机后公司所处的金融市场的竞争度、信贷资金分配市场化程度都会下降,外部资金较为缺乏,企业的融资渠道受到限制,此时银行往来关系一方面可以更大影响贷款决策,为公司提供更有力的担保和声誉机制;另一方面,公司的创新的融资技能也显得更加重要,因此总体来说会对融资约束的缓解起到更大的作用。由此,本文提出如下研究假设二:

H2: 金融危机后,民营上市公司的银行往来关系对融资约束的缓解作用更强。

根据Stiglitz和Weiss(1981)的信贷配给理论,银行特别是规模大的银行更愿意贷款给那些规模

大或者能够提供足值抵押品的企业,许多实证研究也验证了上述理论。同时由于信息不对称程度的差异,中小企业面临的融资约束要比大企业严重。Athey 和 Laumas(1994),Gilchrist 和 Himmelberg(1995)都以公司规模来划分公司样本,研究发现大企业的投资-现金流敏感性低于中小企业的,即中小企业融资约束程度比大企业受到的更为严重。Cleary 等(2007)也证明了信息不对称程度与投资-现金流敏感性之间存在单调的正相关关系。屈文洲等(2011)也研究发现信息不对称程度与投资-现金流敏感性正相关,而中小企业与大型企业相比,信息不透明度较高,面临着更严重的信息不对称问题,因此会面临的融资约束要比大企业严重。那么,对于可能面临更严重融资约束的中小企业,银行往来关系对其影响及价值应该更值得研究。Petersen 和 Rajan(1994)研究发现,信贷补贴可以缓解信贷配给给中小企业带来的不利影响,从而支持中小企业的成长。如果中小企业能够与银行建立密切的往来关系,银行就可以在长期的往来关系中通过信息租金来弥补初期由信贷补贴所带来的损失,中小企业也就有可能突破信贷配给的约束来获得银行借款。Berger 和 Udell(1995)发现,长期化和交易对象集中化的关系型融资有助于提高中小企业贷款的可获得性和改善贷款条件,能够有效缓解中小企业的融资约束。而 Boot 和 Thakor(2000)发现,银行往来关系可以降低往来双方的信息不对称性从而缓解企业的融资约束。与大型企业相比,中小企业信息透明度更低,信息不对称性问题更加严重,也更加缺乏担保、声誉及高质量的金融人才。因此,中小企业可以通过银行往来关系这一关系资本更好地影响贷款决策,降低信息不对称性,获得潜在的灵活性的担保和声誉,同时融资技能对中小企业获取金融资源有更大的影响。由此,本文提出如下研究假设三:

H3: 银行往来关系对中小民营上市公司的融资约束的缓解作用更强。

三、研究设计

(一) 模型选取

Fazzari、Hubbard 和 Petersen(1988)首次通过考察投资-现金流敏感性来衡量公司是否存在融资约束。然而,以 Kaplan 和 Zingales(1997)为代表的理论观点论证了由于预防性储备动机的存在,评价投资-现金流敏感性与融资约束之间的理论关系变得很困难,而即使在单期模型中,投资-现金流敏感性与融资约束程度也并不是单调的正相关关系。在 Almeida、Campello 和 Weisbach(2004)认为采用现金-现金流敏感性来研究融资约束问题是一个在理论和实证上均有效的检验方法。因为公司所受到的融资约束同样会影响到公司的现金持有政策,对于存在融资约束的公司来说,企业将倾向从内部现金流中提取更多现金来增加现金持有量和企业的流动性,以便于未来投资,其现金-现金流敏感性应该显著为正,而对于融资不受约束的公司来说,其现金-现金流敏感性则应该显著为零。D'Espallier 等(2008)采用比利时中小企业数据进行的实证研究也发现,相对于投资-现金流敏感性,现金-现金流敏感性能更好地衡量融资约束。国内研究中,采用现金-现金流敏感性来研究融资约束问题的方法正逐渐得到认同。连玉君、苏治和丁志国(2008)研究发现现金-现金流敏感性可以作为检验融资约束假说的依据。借鉴以往的研究文献,本文将采用 Almeida、Campello 和 Weisbach(2004)提出的现金-现金流模型进行实证检验。

为了检验研究假设一、假设二和假设三,本文参考 Almeida、Campello 和 Weisbach(2004)的修正模型,建立实证检验模型如下:

$$\Delta CASH = \beta_0 + \beta_1 CFT + \beta_2 BR + \beta_3 CFT*BR + \beta_4 GROWTH + \beta_5 SIZE + \beta_6 NWC + \beta_7 \Delta STD + \beta_8 EXP + \beta_9 YEAR + \beta_{10} IND + \varepsilon \quad (1)$$

$$\Delta CASH = \beta_0 + \beta_1 CFT + \beta_2 BR + \beta_3 CFT*BR + \beta_4 FICR + \beta_5 CFT*FICR + \beta_6 CFT*FICR*BR + \beta_7 GROWTH + \beta_8 SIZE + \beta_9 \Delta NWC + \beta_{10} \Delta STD + \beta_{11} EXP + \beta_{12} YEAR + \beta_{13} IND + \varepsilon \quad (2)$$

$$\Delta CASH = \beta_0 + \beta_1 CFT + \beta_2 BR + \beta_3 CFT*BR + \beta_4 MSIZE + \beta_5 CFT*MSIZE + \beta_6 CFT*$$

$$MSIZE * BR + \beta_7 GROWTH + \beta_8 SIZE + \beta_9 \Delta NWC + \beta_{10} \Delta STD + \beta_{11} EXP + \beta_{12} YEAR + \beta_{13} IND + \varepsilon \quad (3)$$

其中 $\Delta CASH$ 代表公司的现金持有变动, CFT 代表公司的经营性现金净流量, BR 代表银行往来关系, $GROWTH$ 代表公司的成长性, $SIZE$ 代表公司的规模, ΔNWC 代表非现金的营运资本变动, ΔSTD 代表短期借款变动, EXP 代表资本性支出, $YEAR$ 为年份虚拟变量, IND 为行业虚拟变量, $FICR$ 为金融危机前后虚拟变量, $MSIZE$ 为中小企业虚拟变量。

(二) 变量选择

关于银行往来关系的衡量指标,大部分文献参考 Peterson 和 Rajan(1994),主要从三个角度测量“关系”:时间、企业同当前借款人之间的其他非借贷关系、借款行为的集中度。度量指标包括银行往来关系持续期间、往来银行数目、银行融资比重、往来银行的声誉等,由于资料的限制,我们无法获得上市公司的往来银行家数以及往来期间等详细信息,同时考虑到我国限制银行参股企业,本文采用银行借款占总负债比例(Blackwell and Winters, 1997; Houston and James, 2001)和长期银行借款占总负债比例(黄炳芝, 2008)来衡量银行往来关系,同时借鉴公司董事或高管具有金融机构背景的经济后果研究(Booth & Deli, 1999; Kroszner & Strahan, 2001; 邓建平等, 2011),采用董事及高管是否有银行工作背景(BR3)作为银行往来关系的另一个衡量指标。这里所指的银行包括国内外商业银行、政策性银行及信用合作社,不包括证券公司、信托公司、保险、基金之类的金融机构。

关于金融危机的划分,国内外学者比较认同的是金融危机起源于2007年美国的次贷危机,并在2008年开始蔓延到全球。因此,本文将以2008年为划分金融危机前后的时间标识。2008年前金融危机虚拟变量赋值为0,而2008年以后(含2008年)金融危机虚拟变量赋值为1。对于中小民营上市公司的界定,本文将中小板和创业板民营上市公司定义为中小民营上市公司,中小企业虚拟变量赋值为1,而其他民营公司则定义为大型民营上市公司,中小企业虚拟变量赋值为0。其他控制变量定义详见表1。

表1 变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
现金持有变动	$\Delta CASH$	(货币资金 + 交易性金融资产或者短期投资) 当年变动额 / 年初的总资产
经营性现金净流量	CFT	公司当年经营现金净流量 / 年初的总资产
总借款负债率	$BR1$	(长期借款 + 短期借款) / 总负债
长期借款负债率	$BR2$	长期借款 / 总负债
董事或高管的银行工作背景	$BR3$	虚拟变量,如果上市公司的董事或高管现在或曾经在银行任职,则 $BR3 = 1$,否则 $BR3 = 0$
金融危机虚拟变量	$FICR$	2008年至2010年为金融危机后, $FICR = 1$,2004年至2007年为金融危机前, $FICR = 0$
中小企业虚拟变量	$MSIZE$	中小民营上市公司则 $MSIZE = 1$,大型民营上市公司则 $MSIZE = 0$
成长性	$GROWTH$	用营业收入增长率进行替代
公司规模	$SIZE$	公司当年年末的总资产的自然对数
非现金的营运资本变动	ΔNWC	当年非现金的营运资本变动额 / 年初的总资产,非现金的营运资本 = 流动资产 - 流动负债 - 货币资金
短期借款变动	ΔSTD	公司当年的短期借款变动额 / 年初的总资产
资本性支出	EXP	当年的资本性支出 / 年初的总资产,其中资本性支出采用现金流量表中“购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”替代
年份虚拟变量	$YEAR$	本文涉及2004—2010年共计7年的数据,以2004年为基准,共采用6个虚拟变量
行业虚拟变量	IND	按照证监会的分类标准,剔除金融行业有12个行业,共采用11个虚拟变量

(三) 样本选择与数据来源

考虑到我国国有企业与国有银行天然的政治联系、长期存在的国有企业与银行软预算约束,以及民营企业由于其自身特征往往外部融资渠道有限,主要依靠银行贷款且能够获得贷款的民营企业大多需要与银行建立长期关系等制度背景,本文以我国沪深两市全部民营上市公司为研究样本。因为2003年之后上市公司才公开较为详细的高管个人简历,且本文所采用的模型需要滞后一期的样本数据,样本区间为2003—2010年。同时为了保证数据质量,本文剔除当年中国证监会处以特别处理的公司、剔除金融保险类公司、剔除信息披露不详或者财务数据缺失的公司,最终选取了总共510家A股民营上市公司2004—2010年共7年的1838个公司年份观测值。样本数据主要来源于CSMAR上市公司研究系列数据库及沪深所网站所提供的年报信息,其中董事和高管的银行工作背景根据CSMAR中国上市公司治理结构研究数据库中的高管动态进行手工整理。

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

本文运用SAS9.0软件进行数据整理和统计检验。首先对总样本相关变量的数据进行描述性统计。表2列出了本文实证所用的主要变量的描述性统计。

表2 变量描述性统计

	均值	中位数	标准差	偏度	峰度	最小值	最大值
$\Delta CASH$	0.048	0.001	0.356	11.853	223.204	-0.727	8.723
CFT	0.058	0.058	0.108	-0.459	5.589	-0.732	0.581
$BR1$	0.406	0.430	0.247	-0.155	-0.942	0.000	0.956
$BR2$	0.083	0.002	0.136	2.276	5.784	0.000	0.847
$BR3$	0.210	0.000	0.409	1.413	-0.004	0.000	1.000
$GROWTH$	0.275	0.170	1.401	22.620	617.371	-0.939	43.607
$SIZE$	21.146	21.056	0.904	0.419	0.371	17.122	24.60
ΔNWC	0.007	0.011	0.216	-12.754	410.186	-6.312	2.190
ΔSTD	0.032	0.005	0.343	37.536	1536.433	0.378	14.098
EXP	0.089	0.062	0.096	2.956	16.610	0.000	1.184
$FICR$	0.580	1.000	0.493	-0.333	-1.891	0.000	1.000
$MSIZE$	0.420	0.000	0.494	0.306	-1.908	0.000	1.000

由表2数据显示,民营上市公司的总借款负债率($BR1$)均值为40.6%,最小值为0,最大值为95.6%;长期借款负债率($BR2$)均值为8.3%,最小值为0,最大值为84.7%,可见我国民营上市公司间的银行往来关系程度有明显差异。民营上市公司的银行工作背景变量($BR3$)均值为21%,可见有21%的样本公司的董事或高管是具有银行工作背景的。另外, $FICR$ 和 $MSIZE$ 的均值分别为58%和42%,可见金融危机后的样本观测值和中小民营上市公司的样本观测值分别占总样本的58%和42%。而从所用变量的最大最小值以及偏度和峰度的具体数值看,我们发现所用样本数据中存在不少奇异值,为了剔除奇异值对于实证结果的影响,并保留奇异值的信息,本研究在模型估计前首先对变量在其分布的第1及99百分位上的观察值进行缩尾调整(Winsorize)处理。

(二) 银行往来关系与融资约束

为了实证检验研究假设一,我们分别将总借款负债率($BR1$)、长期借款负债率($BR2$)和银行

工作背景(*BR3*)作为银行往来关系的衡量指标来估计模型(1),以考察银行往来关系与上市公司融资约束的关系,具体估计结果详见表3。

表3 银行往来关系与融资约束

	模型一	模型二	模型三
	总借款负债率(<i>BR1</i>)	长期借款负债率(<i>BR2</i>)	银行工作背景(<i>BR3</i>)
变量	系数	系数	系数
截距	-0.403 (-2.67)***	-0.398 (-2.51)**	-0.291 (-1.93)*
<i>CFT</i>	1.171 (10.42)***	0.848 (10.88)***	0.824 (10.24)***
<i>BR</i>	-0.070 (-2.23)**	-0.057 (-1.07)	-0.021 (-1.20)
<i>CFT* BR</i>	-1.357 (-5.72)***	-1.197 (-2.92)***	-0.264 (-1.93)*
<i>GROWTH</i>	-0.008 (-1.17)	-0.010 (-1.44)	-0.010 (-1.33)
<i>SIZE</i>	0.014 (1.91)*	0.011 (1.48)	0.006 (0.87)
ΔNWC	0.472 (8.73)***	0.485 (8.82)***	0.495 (9.05)***
ΔSTD	0.817 (18.56)***	0.823 (18.48)***	0.830 (18.52)***
<i>EXP</i>	0.381 (5.39)***	0.365 (5.07)***	0.331 (4.66)***
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制
Adjusted R^2	0.416	0.400	0.399
VIF值	1.720	1.676	1.673

注:***表示在1%水平上显著,**表示在5%水平上显著,*表示在10%水平上显著

由表3我们可以看出,模型一、模型二和模型三的经营性现金净流量*CFT*的估计系数分别为都在1%的水平上显著为正,即是现金-现金流敏感性显著为正,表明我国民营上市公司普遍存在融资约束。在控制了其他影响现金持有量的相关变量之后,本文研究的核心——经营性现金净流量与银行往来关系的交乘项(*CFT* BR*)的估计系数分别为-1.357、-1.197和-0.264,且分别在1%、1%和10%的显著性水平下显著。这说明在其他因素保持不变的情况下,衡量银行往来关系程度的总借款负债率、长期借款负债率每提高1个单位,平均而言分别可以降低民营上市公司1.357单位和1.197单位现金-现金流敏感系数;而董事或高管具有银行工作背景的公司,其现金-现金流敏感系数比董事或高管不具有银行工作背景的公司低0.264个单位,说明银行往来关系有助于缓解民营上市公司的融资约束。三个模型的结果有力地证明了银行往来关系密切度越高,融资约束越弱,即银行往来关系有助于缓解民营上市公司的融资约束,研究假设一得到验证。这说明民营上市公司通过建立银行往来关系一方面直接获得了关系资本、潜在的担保和声誉及丰富的债务市场的融资知识和技巧,另一方面降低了信息不对称程度,增加了在资本市场上直接融资的可获得性,这两方面都有助于缓解民营上市公司的融资约束。

(三) 银行往来关系、金融危机与融资约束

为了实证检验研究假设二,考察银行往来关系与民营上市公司融资约束关系在金融危机前后的变化,我们分别将总借款负债率、长期借款负债率和银行工作背景作为银行往来关系的衡量指标来估计模型(2),具体估计结果详见表4。

表4 银行往来关系、金融危机与融资约束

	模型一	模型二	模型三
	总借款负债率(<i>BR1</i>)	长期借款负债率(<i>BR2</i>)	银行工作背景(<i>BR3</i>)
变量	系数	系数	系数
截距	-0.411 (-2.76)***	-0.408 (-2.58)***	-0.314 (-2.09)**
<i>CFT</i>	0.750 (3.88)***	0.668 (5.52)***	0.533 (4.56)***
<i>BR</i>	-0.067 (-2.14)**	-0.049 (-0.91)	-0.019 (-1.10)
<i>CFT* BR</i>	-0.568 (-1.40)	-1.284 (-1.91)*	0.162 (0.76)
<i>FICR</i>	-0.111 (-3.97)***	-0.128 (-4.50)***	-0.127 (-4.78)***
<i>CFT* FICR</i>	0.583 (2.74)***	0.304 (2.01)**	0.487 (3.49)***
<i>CFT* FICR* BR</i>	-1.064 (-2.31)***	0.026 (0.03)	-0.685 (-2.71)***
<i>GROWTH</i>	-0.006 (-0.87)	-0.008 (-1.12)	-0.009 (-1.18)
<i>SIZE</i>	0.013 (1.86)*	0.011 (1.44)*	0.007 (0.91)
ΔNWC	0.460 (8.55)***	0.471 (8.61)***	0.487 (8.93)***
ΔSTD	0.805 (18.29)***	0.809 (18.18)***	0.821 (18.36)***
<i>EXP</i>	0.372 (5.26)***	0.380 (5.27)***	0.342 (4.83)***
<i>YEAR</i>	控制	控制	控制
<i>IND</i>	控制	控制	控制
Adjusted R^2	0.421	0.406	0.407
VIF 值	1.741	1.696	1.700

注:***表示在1%水平上显著,**表示在5%水平上显著,*表示在10%水平上显著

由表4我们可以看出,所有模型的*FICR*的估计系数都在1%的显著性水平上显著为负,即表明金融危机的确对民营上市公司现金持有行为产生显著的影响。另外,经营性现金净流量与金融危机虚拟变量的交乘项(*CFT* FICR*)的估计系数在三个模型中分别为0.583、0.304和0.487,并且统计上显著为正,这表明金融危机加剧了民营上市公司的融资约束。这可能是因为金融危机导致银行收缩银根,金融市场竞争度、信贷资金分配市场化程度下降,从而加剧民营上市公司的融资约束。经营性现金净流量与金融危机虚拟变量、银行往来关系的交乘项(*CFT* FICR* BR*)的估计

系数在模型一和模型三中分别为 -1.064 和 -0.685 ,并且都在 1% 显著性水平下显著 ,但在模型二中统计上不显著。这说明 ,总体来说 ,银行往来关系对民营上市公司融资约束的缓解作用更强。这可能是由于金融危机后公司所处的金融市场的竞争度、信贷资金分配市场化程度都会下降 ,而且金融危机后战略投资者、股权资金等外部资金也较为缺乏 ,企业的融资渠道受到了严重限制 ,此时银行往来关系对融资约束的缓解作用会更强。一方面 ,银行往来关系对贷款决策的影响更大 ,为公司提供的担保和声誉机制也更有利;另一方面 ,金融危机后公司的创新融资技能也更加重要 ,因此会对融资约束的缓解起到更大的作用。

(四) 银行往来关系、中小企业与融资约束

为了实证检验研究假设三 ,考察银行往来关系与融资约束在不同规模民营上市公司中的差异 ,我们分别将总借款负债率、长期借款负债率和银行工作背景作为银行往来关系的衡量指标来估计模型(3) ,具体估计结果详见表 5 中的模型一、模型二和模型三。

表 5 银行往来关系、中小企业与融资约束

	模型一	模型二	模型三
	总借款负债率(BR1)	长期借款负债率(BR2)	银行工作背景(BR3)
变量	系数	系数	系数
截距	- 0.253 (- 1.60) *	- 0.315 (- 1.90) *	- 0.232 (- 1.44)
CFT	0.545 (3.46) ***	0.596 (5.62) ***	0.554 (5.49) ***
BR	- 0.081 (- 2.61) **	- 0.088 (- 1.63) *	- 0.020 (- 1.15)
CFT* BR	- 0.136 (- 0.40)	- 0.662 (- 1.37)	- 0.035 (- 0.19)
MSIZE	- 0.068 (- 3.82) ***	- 0.062 (- 3.38) ***	- 0.056 (- 3.10) ***
CFT* MSIZE	1.077 (5.67) ***	0.497 (3.51) ***	0.581 (4.25) ***
CFT* MSIZE* BR	- 2.072 (- 4.92) ***	- 1.167 (- 1.36)	- 0.507 (- 2.05) **
GROWTH	- 0.005 (- 0.72)	- 0.007 (- 0.99)	- 0.008 (- 1.09)
SIZE	0.007 (0.96)	0.008 (0.98)	0.004 (0.51)
ΔNWC	0.478 (8.90) ***	0.489 (8.90) ***	0.493 (9.02) ***
ΔSTD	0.809 (19.11) ***	0.815 (18.17) ***	0.824 (18.26) ***
EXP	0.414 (5.66) ***	0.421 (5.61) ***	0.378 (5.16) ***
YEAR	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制
Adjusted R ²	0.427	0.404	0.405
VIF 值	1.758	1.692	1.692

注: ***表示在 1% 水平上显著, **表示在 5% 水平上显著, *表示在 10% 水平上显著

由表5我们可以看出,所有模型的经营性现金净流量(CFT)的估计系数都在1%的显著性水平上显著为正,即现金-现金流敏感性显著为正,表明无论是大型还是中小民营上市公司都普遍存在融资约束,倾向于从现金流中提取现金加以持有。经营性现金净流量与中小企业虚拟变量的交乘项($CFT*MSIZE$)的估计系数在1%显著性水平上都显著为正,且在1%水平上,这表明中小民营上市公司的融资约束更加严重。与大规模企业相比,小规模企业的融资约束较为严重。中小企业的信息不对称性更高,更加缺乏担保、声誉和金融人才,从而面临更为严重的融资约束。经营性现金净流量与中小企业虚拟变量、银行往来关系的交乘项($CFT*MSIZE*BR$)的估计系数在模型一和模型三中显著为负,而在模型二中为负但在统计上不显著。总体来说,银行往来关系对中小民营上市公司融资约束的缓解作用更强。这可能是因为与大型企业相比,中小企业信息透明度更低,信息不对称性问题更加严重,也更加缺乏担保、声誉及高质量的金融人才。因此,中小民营上市公司可以通过银行往来关系这一关系资本更好地影响贷款决策,降低信息不对称性,为公司提供更有力的担保和声誉,同时由于融资技能对中小民营上市公司获取金融资源有更大的影响,因此会对融资约束的缓解起到更大的作用。

五、结论总结与政策建议

本文选取中国510家A股民营上市公司作为样本公司,研究银行往来关系是否有助于缓解民营上市公司的融资约束以及银行往来关系对融资约束缓解作用的影响因素。研究发现:我国民营上市公司的现金-现金流敏感性显著为正,倾向于从现金流中提取现金并加以持有,即我国民营上市公司普遍存在融资约束;而银行往来关系有助于缓解民营上市公司的融资约束,而且这种缓解作用在金融危机后和中小民营上市公司中表现更为显著。

基于本文研究结果,结合当前我国银行往来关系与企业融资现状,我们认为应该通过以下途径来改善我国企业融资环境,促进中小企业发展。第一,大力开拓和扶持多种的投融资渠道。目前,我国企业尤其是非上市的民营企业和中小企业面临着严重的融资约束,已深刻影响到企业发展。因此,应该大力发展和扶持多种合法的投融资渠道,避免由于信息不对称和信用评级体系不健全所带来的银企不信任。第二,积极建立银行往来关系。银行往来关系是一种非常重要的关系,不仅能够让企业与银行建立一种直接的联系,缓解企业的融资约束,而且能够给企业提供更多的债务融资方面的专业知识和指导。因此,企业应该积极与银行建立往来关系,缓解融资约束,从而获得更好的成长。第三,发展合法的非国有金融机构。长期以来,我国的融资体制一直是国有银行为主导的,而国有银行的资金大多数流向了与其有着天然联系的国有企业,导致国有企业在信贷市场上处于明显的垄断地位,民营和中小企业面临着严重的信贷配给现象。当金融行业进入壁垒进一步降低,更多的非国有资本进入金融市场,金融机构之间的激烈竞争可以促使银行积极拓展业务,从而拓宽民营和中小企业可以选择的融资渠道,从而缓解企业融资约束。

参考文献:

- 曹敏、何佳、潘启良,2003《金融中介及关系银行——基于广东外资企业银行融资数据的研究》,《经济研究》第3期。
- 邓建平、曾勇,2011《金融关联能否缓解民营企业的融资约束》,《金融研究》第8期。
- 何韧、王维诚,2009《银企关系与中小企业成长——关系借贷价值的经验证据》,《财经研究》第10期。
- 黄炳艺,2008《银行往来关系与公司代理成本关系实证研究——基于中国民营上市公司的证据》,《经济管理》第2期。
- 连玉君、苏治、丁志国,2008《现金-现金流敏感性能检验融资约束假说吗?》,《统计研究》第10期。
- 潘克勤,2011《法制环境及金融发展、企业的金融机构背景与融资约束——中国民营上市公司的经验证据》,《经

济经纬》第1期。

屈文洲、谢雅璐、叶玉妹 2011:《信息不对称、融资约束与投资-现金流敏感性——基于市场微观结构理论的实证研究》,《经济研究》第6期。

唐建新、卢建龙、余明桂 2011:《银行关系、政治联系与民营企业贷款——来自中国民营上市公司的经验证据》,《经济评论》第3期。

Almeida H, Campello M, Michael S. Weisbach, 2004, "The Cash Flow Sensitivity of Cash" *The Journal of Finance* 59 (4): 1777-1804.

Berger A. N., Udell G. F. 1995, "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance" *Journal of Business*, (3): 351-381.

Bhattacharya Sudipto, Chiesa Gabriella. 1995, "Proprietary information financial intermediation and research incentives", *Journal of Financial Intermediation* 4(4): 328-357.

Bolton Patrick, Scharfstein David S 1996, "Optimal debt structure and the number of Creditors" *Journal of Political Economy* 104: 1-25.

Boot W. A. 2000, "Relationship banking: what do we know?" *Journal of Financial Intermediation* (9): 7-25.

Boot A. and Thakor A. V. 1994, "Moral hazard and secured lending in an infinitely repeated credit market game" *International Economic Review* (35): 899-920.

Boot A. and Thakor A. V. 2000, "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance* 55(2): 679-713.

Booth J. R. and D. N. Deli 1999, "On Executives of Financial Institutions as Outside Directors" *Journal of Corporate Finance* 5(3): 227-250.

Caroline Fohlin 1998, "Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization" *Journal of Finance* (53): 1737-1758.

Chung-Hua Shen, Chien-An Wang 2005, "Does bank relationship matter for a firm's investment and financial constraints? The case of Taiwan" *Pacific-Basin Finance Journal* (13): 163-184.

David W. Blackwell and Drew B. Winters 1997, "Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing" *The Journal of Financial Research* (2): 275-289.

Dewatripont Mathias and Maskin Eric. 1995, "Contractual contingencies and renegotiation" *Journal of Economics* 26: 704-719.

Diamond D. W. 1989, "Reputation acquisition in debt markets" *Journal of Political Economy* 97: 828-62.

Fazzari S. M., Hubbard R. G., Petersen B. C. 1988, "Financing Constraints and Corporate Investment" *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 141-195.

Gilechrist S., Himmelberg C. P. 1995, "Evidence on the Role of Cash Flow in Reduced-form Investment Equations", *Journal of Monetary Economics* (36): 541-572.

Hoshi T., Kashyap A., and D. Scharfstein 1991, "Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups" *The Quarterly Journal of Economics* (106): 33-60.

Houston J. F. and C. M. James 2001, "Do relationships have limits? Banking relationships, financial constraints and investment" *Journal of Business* (74): 347-374.

Kaplan S., L. Zingales L. 1997, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financial Constraints?" *Quarterly Journal of Economics* (112): 169-215.

Kroszner R. S. and P. E. Strahan 2001, "Bankers on Boards Monitoring Conflicts of Interest and Lender Liability" *Journal of Financial Economics* 62(3): 415-425.

La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny 1997, "Legal Determinants of External Finance" *Journal of Finance* (52): 1131-1150

Mitchell K. and Walker M. D. 2010, "Bankers on Boards, Financial Constraints and Financial Distress" *Working Paper*.

Ongena S. and D. C. Smith 2001, "The duration of bank relationships" *Journal of Financial Economics*, (61): 449-475.

Petersen M. and Rajan R. 1994, "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data" *Journal of*

Finance (49): 1367-1400.

Rajan R. G. ,1992, "Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt" *Journal of Finance* 47 (4): 1367-1400.

Rajshree Agarwal and Julie Elston 2001, "Bank-firm relationships financing and firm performance in Germany" *Economics Letters* 72(2): 225-232.

Sharpe S. A. ,1990, "Asymmetric information bank lending and implicit contracts: A stylized model of customer relationships" *Journal of Finance* 45: 1069-1087.

Weinstein D. E. and Yafeh. Y. ,1998, "On the cost of a bank centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan" *Journal of Finance* (2): 635-672.

Zhiyong Shi and Bo Zhang 2005, "An analysis of the loan exit gaming on relationship lending in China" *Chinese Business Review* (28): 1537-1506.

[责任编辑: 叶颖玫]

Banking Relationships and Corporate Financial Constraints: Empirical Evidence from Chinese Privately-Controlled Listed Firms

HUANG Bing-yi¹, LV Yu-jie¹, Ben Sopranzetti²

(1. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, Fujian;

2. Rutgers Business School, The State University of New Jersey, USA 08854)

Abstract: Banking relationships represent a type of close relationships that can bring profits to banks and their customers beyond pure financial transactions and will bring corresponding value and cost to the companies. This paper uses the sample of Chinese privately-controlled listed firms and the cash-cash flow model to empirically study the relationship between banking relationships and financial constraints. The results show that bank relationships can effectively alleviate the degree of financial constraints on Chinese privately-controlled listed firms. Further research finds that this effect is more prominent after the financial crisis of 2008 and among the small and medium-sized privately-controlled listed firms. Therefore, based on the current situation of banking relationships and enterprise financing in China, the related government departments should vigorously develop and support various investment and financing channels, actively establish banking relationships and develop legitimate non-state-owned financial institutions, thereby improving the financing environment of enterprises in China and promoting the development of small and medium-sized enterprises.

Keywords: banking relationships, financial constraint, privately-controlled listed firms