

# 影子银行能缓解中小企业融资约束吗

——从投资—现金流敏感性的角度

徐长生(博士生导师), 孙华欣

**【摘要】** 基于投资—现金流敏感性模型,利用2010年3月~2018年6月我国中小企业板上市公司的样本数据,研究在我国独特的金融制度环境下影子银行发展对缓解中小企业融资约束的影响。研究发现:我国中小企业板上市公司的投资支出对现金流高度敏感,存在着明显的融资约束现象;影子银行通过向中小企业提供短期资金,增强了其资本流动性,显著地缓解了中小企业的融资约束;在货币政策紧缩时期,影子银行对中小企业融资约束的缓解作用更为明显。因此,在实施强监管、防风险的金融调控政策时,应规范而非限制影子银行的发展。

**【关键词】** 影子银行; 中小企业; 融资约束; 投资—现金流敏感性; 货币政策

**【中图分类号】** F832.4      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2019)14-0021-8

## 一、引言

改革开放40年特别是进入21世纪以来,伴随着我国经济的高速增长,我国中小企业也得到了快速发展,在国民经济中的比重逐年上升。目前,中小企业创造了60%的GDP,上缴利税占50%,提供了超过80%的就业机会。中小企业在促进经济增长、就业、社会稳定等方面做出了巨大贡献,是市场经济主体中数量最大、最具活力的部分。

现阶段尽管政府通过大力推进创新创业、简政放权、减税减费等政策推动中小企业持续发展,但企业仍面临融资难、融资贵等问题。中小企业外部融资渠道看似很多,如发行股票和债券、银行借贷、民间借贷等,但发行债券准入门槛高,股票融资条件严格,在经济下行压力增大的情况下,商业银行也采取提高融资准入门槛等风险防范措施,银监会还严格控制贷款规模、贷款比例,各种因素导致资金短缺成为制约中小企业发展的重要因素。

影子银行的发展在国外始于20世纪70年代,其

概念由美国太平洋投资管理公司执行董事长 Paul McCulley<sup>[1]</sup>在2007年第一次提出,主要指的是“游离于银行监管体系之外,与传统、正规、接受央行等监管的商业银行系统相对应,可能引发系统性风险和监管套利等问题的金融机构”。随着金融市场的放松管制和创新浪潮,影子银行逐渐成为传统银行体系外的重要融资形式,我国影子银行是实体经济在融资需求无法满足情况下的一种替代选择。2010~2011年间央行连续加息,商业银行信贷大幅收紧,有限的信贷资金在不同经济主体间的配置失衡导致中小企业逐渐转向商业银行贷款业务之外的融资,影子银行便得以迅速发展<sup>[2]</sup>。

在我国以银行贷款为主要融资方式的金融体制下,商业银行金融监管不断加强,中小企业的融资约束问题也愈加凸显。不同形式的影子银行通过各种方式将民间资金聚集起来,再利用自己的平台发放贷款,向中小企业提供信贷支持,对传统商业银行的信贷媒介功能产生了冲击,信贷市场形成了正规金融系统与影子银行系统双重运行的结构<sup>[3,4]</sup>。那么,

**【基金项目】** 国家社会科学基金重大项目“推进我国工业化与信息化融合研究”(项目编号:08&ZD037)

影子银行能否缓解中小企业融资约束,以及新形势下应如何引导影子银行规范发展呢?这是亟需进一步研究的重要问题。

鉴于此,本文以2010年3月~2018年6月深交所中小企业板上市公司数据为研究样本,采用影子银行代理变量,利用投资—现金流敏感性模型,研究影子银行发展如何影响中小企业的融资约束,并针对影子银行的规范发展及解决中小企业融资难问题提出政策建议。

本文的研究贡献在于:第一,将影子银行作为切入点,利用投资—现金流敏感性模型对企业微观融资行为展开研究,拓展了影子银行发展对宏观经济实体影响的相关研究,得出影子银行对企业融资约束具有缓解效应的结论。第二,研究涉及影子银行在宽松和紧缩货币政策下的效应差异,目的是为今后如何规范影子银行的发展以及央行如何实施货币政策提供实证证据,从而加深对影子银行运作机理的认识。

## 二、文献综述

现有研究大多从流动性、金融监管及稳定性等宏观角度,通过理论建模考察影子银行如何作用于宏观经济运行<sup>[5,6]</sup>,这些研究增进了我们对现阶段影子银行蓬勃发展背景下其对宏观经济影响的认识。

Gross<sup>[7]</sup>指出,影子银行是一种中间形式的金融机构,能够利用杠杆操作各种金融工具、证券等,他认为影子银行的发展为企业融资开辟了更多渠道,降低了融资成本,提高了企业利润。Feng、Wang<sup>[8]</sup>等学者认为,对于2008年国际金融危机的爆发,影子银行应承担主要责任,但是从整体上看影子银行促进了经济发展。Reinhart和Rogoff<sup>[9]</sup>、何德旭和郑联盛<sup>[10]</sup>认为,影子银行系统因自身的高杠杆、期限错配、信息不对称等特征会影响金融系统的稳定性。李波和伍戈<sup>[11]</sup>、裘翔和周强龙<sup>[5]</sup>等从信用创造、逆周期性等方面定性分析影子银行的运作特点,认为影子银行的信用创造功能对传统商业银行的替代性有限,指出影子银行会增加货币政策调控的难度,削弱货币政策的有效性,对传统货币政策形成挑战。

由于受到影子银行微观数据可得性的限制,关于影子银行对宏观经济实体影响的分析和经验研究较为缺乏。其中,殷剑峰、王增武<sup>[12]</sup>认为,在央行不断加强金融监管的情形下,理财产品、委托贷款等新的融资模式的出现,弥补了我国传统金融体系的不

足,使得我国中小企业获得了更符合自身特征的资金支持。于菁<sup>[13]</sup>认为,影子银行已成为影响宏观经济运行的重要因素,在一定程度上解决了企业资金短缺的问题,同时影子银行中部分具有“货币”特征的金融工具和产品创造了广义的流动性。徐军辉<sup>[14]</sup>指出,虽然影子银行借贷程序简便、方式灵活,但很难成为中小企业的主要资金来源,其成本高、运作不规范决定了它只能充当过渡的应急资金来源,并且相对于传统融资渠道其利率较高,导致中小企业承担着较高的融资成本。

## 三、理论分析与研究假设

### (一)企业融资约束与投资—现金流敏感性

在经典的财务理论中,有著名的MM定律。Modigliani、Miller<sup>[15]</sup>认为,在完全竞争的资本市场中,企业的外部资本和内部资本不存在差异,因而公司的财务状况并不影响企业的投资行为,企业仅会投资于净现值超过资本支出的项目。这意味着,公司将进行投资直到边际回报为零,企业投资与内部现金流并不存在相关关系。

由于现实世界中并不存在真正意义上完全竞争的资本市场,信息不对称问题往往导致外部融资成本高于内部资金成本,二者之间并不是完全的替代关系,企业的融资能力总是在很大程度上影响着投资行为<sup>[16]</sup>。不完全竞争市场中交易成本与信息成本的存在提高了企业的融资成本,约束着企业的融资行为<sup>[16]</sup>。企业内外部资金成本的差异越大,融资约束效应越强,则企业的投资支出对内部现金流的依赖越强,两者之间表现出强烈的相关性<sup>[17,18]</sup>。

Fazzari、Hubbard和Peterson<sup>[18]</sup>(简称FHP)认为,资本市场不完善所产生的信息不对称会导致公司内外融资成本存在显著差异。FHP使用投资对现金流的敏感性衡量企业受到融资约束导致投资不足的证据,研究发现企业的投资支出与内部现金流之间存在着显著的正相关关系,融资约束严重的公司投资—现金流敏感性相对较高。以FHP的实证方法为开端,Schaller<sup>[19]</sup>的研究表明,“股权分散的制造企业的投资支出对企业内部现金流较为敏感”,这与FHP投资—现金流敏感性与融资约束正向相关的结论一致。因此,本文在实证分析中采用投资—现金流敏感性衡量中小企业的融资约束。

### (二)影子银行与中小企业融资约束

作为替代传统银行功能的影子银行,能否通过

信用转换、流动性支持等功能,弥补传统银行体系对中小企业融资的不足,缓解中小企业的融资约束,有待深入研究。本文拟从以下几个方面分析影子银行发展影响中小企业融资约束的内在机理。

第一,影子银行系统的融资门槛较低,其通过增强金融市场的流动性、拓宽融资渠道,来满足中小企业的融资需求。影子银行的发展为居民提供了多元化的金融投资工具,将投资者手中的闲置资金聚集起来<sup>[20]</sup>。国有大中型企业通过金融市场超额募集资金或以较低的利率从银行体系获取贷款,当缺乏盈利性好的投资项目时,以委托贷款等形式将闲置资金贷给子公司、关联公司等中小企业,实现获取高额投资回报的目的。影子银行通过规避管制,充分扩充金融市场的参与主体,使得中小企业较容易从影子银行系统获得资金。影子银行通过向中小企业提供短期流动性资金,及时满足中小企业的资金需求,缓解中小企业的融资约束。

第二,影子银行可以在一定程度上降低市场中的信息不对称,提高资金分配效率,降低融资的信息成本,缓解企业融资约束。中小企业由于经营规模小、财务披露信息不规范等,无法满足商业银行信贷所需的条件。而诸如小额贷款公司、典当行等影子银行组织结构相对简单,与中小企业的贷款决策更为匹配。同时,如民间借贷等影子银行,具有显著的地域特征,通过与中小企业之间保持频繁的接触,贷款方可以及时把握贷款状态,在处理中小企业“软信息”时具有一定的信息优势,有助于降低信息搜寻成本与签约成本<sup>[3]</sup>。正是由于影子银行对中小企业具有信息上的优势,其可以通过运用期限和限制性条款等来降低市场中的信息不对称。影子银行系统通过甄别投资企业和项目,可以缓解信贷配置的扭曲程度,降低融资的信息成本,缓解中小企业的融资约束。

第三,影子银行可以降低企业融资的交易成本,使中小企业及时筹集资金,缓解企业的融资约束。影子银行通过拓宽融资渠道和产品多样化带来规模效应,降低中小企业的融资风险和交易成本。同时,影子银行的贷款条件相对传统银行较为宽松,审批交易手续比较简便,不受正规金融机构的管制,可以根据客户的要求随时办理业务,工作时间灵活。因信息上的优势,贷款的抵押要求根据借款人的能力制定,若借款人还款困难,可以重新安排借贷合同<sup>[3,4]</sup>。影子银行的这些特征与中小企业融资对灵活性、时效性的要求高度符合,可以在一定程度上显著降低交易成

本,使中小企业及时筹集资金,缓解融资约束。

### (三)研究假设

根据理论分析,影子银行通过聚集居民储蓄与国有大中企业的闲置资金,向中小企业提供短期流动资金,拓宽了企业的融资渠道,满足了中小企业的资金需求;同时,能在一定程度上解决信息不对称问题,通过节约信息成本与交易成本,使得金融市场更有效率地运行,从而缓解中小企业的融资约束。根据投资—现金流敏感性理论,中小企业的融资约束与内部现金流两者之间存在相关关系,企业的融资约束越强,投资支出越依赖于内部现金流。因此,若影子银行能缓解中小企业的融资约束,则投资对内部现金流的依赖将会降低。基于上述分析,本文提出假设1:

H1:影子银行的发展降低了企业投资对内部现金流的敏感性,能够在一定程度上缓解中小企业的融资约束。

分析了影子银行可缓解中小企业的融资约束之后,随之而来的问题是:影子银行的发展是通过什么机制来对企业融资约束施加影响的?

中国式影子银行的本质是“商业银行的影子”,是资金盈余者与资金短缺者之间的金融中介。从资金使用的角度来看,由于影子银行与企业签订的契约较为简单,也不够完善,关于企业的资金使用等限制条件相对较少,从而导致企业的违约风险较高,与长期债务相比,短期债务因其须在短期内偿还,可以更加有效地抑制企业的投机行为<sup>[21]</sup>。与期限较短的贷款相比,贷款期限越长,贷款者对借款者违约行为的观测成本越高,借款企业违约的可能性也越大,贷款者更容易受到借款者资产替代或风险转移行为的影响,为控制风险,贷款者可以通过缩短贷款期限等方法加强监管<sup>[22]</sup>。从资金来源的角度来看,传统商业银行以吸收存款的方式获得资金,影子银行没有吸收存款的渠道,而是主要通过发行短期理财产品从货币市场中获取资金<sup>[23]</sup>,因而更有可能更多地向企业提供短期流动性资金。总之,各种形式的影子银行相对于长期贷款,将更愿意向中小企业发放短期贷款。基于上述分析,本文提出假设2:

H2:影子银行通过向中小企业提供短期流动性资金,来缓解企业的融资约束。

进一步,考察不同金融环境下货币政策的影响,分析货币政策紧缩与宽松时期影子银行对中小企业融资约束施加的影响是否存在差异。

货币政策对货币供应量存在直接影响,进而影响企业的融资<sup>[24]</sup>。在货币政策紧缩时期,货币供应量减少,商业银行作为资金供给方,为满足监管要求,会提高贷款标准,收紧信贷规模,中小企业从商业银行难以获得信贷支持;而影子银行不受金融管制的影响,在货币政策紧缩时期仍可以向企业提供信贷资金。因此,影子银行在货币政策紧缩时期对中小企业的融资约束缓解效应更加明显。而在货币政策宽松时期,货币供应量增加,商业银行的贷款管制条件放松,信贷规模扩大,与影子银行相比,商业银行具有利率优势,因而影子银行对中小企业融资约束的缓解作用减弱。基于以上分析,本文提出假设3:

H3: 相比货币政策宽松时期,货币政策紧缩时期影子银行对中小企业的融资约束缓解效应更为明显。

#### 四、研究设计

##### (一)样本选择与数据来源

本文在考虑数据可得性的基础上,选取2010年3月~2018年6月深交所中小企业板上市公司的季度数据作为研究样本。为保证数据的有效性,消除异常样本对研究结论的影响,本文对样本做了如下处理:①剔除相关数据缺失的公司;②剔除金融保险类公司;③剔除ST、PT类非正常交易的公司;④剔除资产负债率大于1的公司;⑤剔除样本期内新上市与退市的上市公司,以保持数据的连续性,避免上市公司财务数据作假的嫌疑。最终得到228家上市公司共7752个样本观测值。为了避免异常值的干扰,本文对连续变量在1%的水平上进行了Winsorize缩尾处理。

本文所使用的数据主要包括企业投资支出、经营活动现金流量净额、主营业务收入、委托贷款、社会融资规模、货币政策代理变量和企业特征变量等。其中:上市公司投资支出等财务数据主要来源于国泰安CSMAR数据库;货币政策代理变量数据来源于国家统计局(<http://www.stats.gov.cn/>)和中国人民银行(<http://www.pbc.gov.cn/>)公布的统计数据。

##### (二)模型设定与变量定义

度量企业融资约束的方法包括企业特征变量法、综合指数度量法,其中常用的是投资—现金流敏感性模型以及现金—现金流敏感性模型等企业特征变量法。前文理论分析已经指出,企业的融资约束与

内部现金流之间存在相关关系,投资—现金流敏感性可以用来衡量融资约束的大小。因此本文借鉴FHP的投资—现金流敏感性模型考察融资约束,模型设计如下:

$$dInv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cf_{i,t} + \beta_2 Shbank_t + \beta_3 Cf_{i,t} \times Shbank_t + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 Debt_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t} + \delta_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中:下标*i*表示企业,*t*表示时间;*dInv<sub>i,t</sub>*表示*i*企业*t*期的投资支出变动,为被解释变量,具体是指固定资产、在建工程与无形资产净增加之和与总资产之比;*Cf<sub>i,t</sub>*表示*i*企业*t*期的经营活动现金流量净额与总资产之比;*Shbank<sub>t</sub>*表示全国影子银行的发展指标,目前对于影子银行规模的估计没有形成一个较为权威的方法,根据穆迪公布的《中国影子银行季度监测报告》,“核心”影子银行业务包括社会融资规模中的委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票,因此本文以委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票之和与社会融资规模之比衡量影子银行规模;*Cf<sub>i,t</sub> × Shbank<sub>t</sub>*表示*i*企业*t*期经营活动现金流量净额/总资产与同时期影子银行发展指标的交叉项,用来探究影子银行发展对企业融资约束的影响;其他企业层面的控制变量包括营业收入增长率(*Growth*)、资产负债率(*Debt*)以及资金持有比率(*Cash*,货币资金与短期投资净额之和与总资产之比); $\delta_i$ 为个体固定效应, $\gamma_t$ 为时间固定效应,模型中的行业固定效应由个体固定效应控制; $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。根据研究假设,应该有: $\beta_1 > 0, \beta_3 < 0$ 。

#### 五、实证检验结果与分析

##### (一)描述性统计

表1列出了主要变量的描述性统计结果。

表1 主要变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
dInv	7752	0.0106	0.0245	-0.0439	0.1279
Cf	7752	0.0173	0.0557	-0.1330	0.1846
Shbank	7752	0.1556	0.0169	0.1145	0.1859
Growth	7752	0.3889	0.8133	-0.8764	2.6499
Debt	7752	0.4273	0.1878	0.0621	0.8254
Cash	7752	0.1536	0.1046	0.0160	0.5158

表1中的数据表明:第一,2010年以来,委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三者之和与社会融资规模之比快速增长,从11.45%增长到2017年年底的15.42%,侧面反映出影子银行的发展速度较

快,为缓解企业融资约束提供了可能。第二,企业投资支出变动(dInv)以及企业经营活动现金流量净额与总资产之比(Cf)的均值均大于0,企业投资支出变动(dInv)的标准差为0.0245,最大值为0.1279,最小值仅为-0.0439,表明中小企业投资支出的变动相对较大。第三,营业收入增长率(Growth)的标准差达到0.8133,表明样本数据的波动性较大,说明公司之间的业务收入存在较大的差异,这种差异可能影响投资。

## (二)影子银行缓解中小企业融资约束的实证检验

为了检验影子银行是否可以缓解中小企业的融资约束,运用影子银行代理变量,将其与经营活动现金流量净额/总资产的交叉项( $Cf_{i,t} \times Shbank_t$ )引入模型,衡量影子银行对中小企业融资约束的具体影响效应。模型的回归结果如表2所示。

变量	回归1	回归2
Cf	0.017* (0.064)	0.160* (0.056)
Shbank		-1.125*** (0.000)
Cf×Shbank		-0.961* (0.076)
Growth	0.010*** (0.000)	0.010*** (0.000)
Debt	0.009*** (0.008)	0.015*** (0.005)
Cash	0.001 (0.821)	-0.001 (0.857)
cons	0.005 (0.361)	0.139*** (0.000)
Obs	7752	7752
adj. R <sup>2</sup>		0.0210

注:\*、\*\*和\*\*\*分别表示10%、5%和1%的显著性水平,括号内为P值。下同。

从表2的回归1可知,企业投资支出变动(dInv)与经营活动现金流量净额与总资产之比(Cf)、营业收入增长率(Growth)、资产负债率(Debt)和现金持有比率(Cash)之间呈正相关关系,且在1%的水平上显著,说明中小企业具有显著的投资—现金流敏感性,我国中小企业存在明显的融资约束,这也表明本文选择的实证模型较合理。

表2的回归2列示了将影子银行代理变量(Shbank)以及交叉项(Cf×Shbank)加入模型之后的回

归结果,其中Cf×Shbank的系数为-0.961,并且在90%的置信区间内显著,说明影子银行降低了投资对内部现金流的依赖性。随着影子银行的发展,我国中小企业的投资—现金流敏感性在减弱,企业融资约束得到了显著缓解,这一结果验证了前文的H1。

## (三)影子银行缓解企业融资约束的内在作用机制分析

影子银行是能够提供期限转换和流动性转换的金融中介,但由于影子银行的行为较为隐蔽和复杂,难以直接从上市公司提供的财务报表中观测到,因此本文采用间接方式,即利用流动负债占总负债的比例度量企业的债务期限结构。关于企业债务期限水平的度量,借鉴肖作平和廖理<sup>[25]</sup>、钱雪松和方胜<sup>[26]</sup>的研究方法,被解释变量采用流动负债与总负债之比(DM),同时引入资产收益率(ROA)、财务杠杆(DFL)、企业规模(Size)、营业收入增长率(Growth)、固定资产比率(FAR)和经营活动现金流量净额与总资产之比(Cf)等企业特征变量。具体地:资产收益率定义为净利润与总资产的比值;财务杠杆定义为息税前利润/(息税前利润-财务费用);企业规模定义为企业总资产的自然对数;固定资产比率为固定资产与总资产之比。为验证H2,建立如下模型:

$$DM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Shbank_t + \alpha_2 DFL_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 Growth_{i,t} + \alpha_6 FAR_{i,t} + \alpha_7 Cf_{i,t} + \delta_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型(2)的回归结果如表3所示。

变量	DM
Shbank	1.973*** (0.005)
DFL	-0.001* (0.066)
ROA	0.165*** (0.001)
Size	-0.079*** (0.000)
Growth	0.012*** (0.007)
FAR	-0.093*** (0.000)
Cf	0.0220 (0.433)
cons	2.347*** (0.000)
Obs	7752
adj. R <sup>2</sup>	0.105

由表3可知,影子银行代理变量(Shbank)与流动负债/总负债(DM)的系数为1.973,并且在1%的水平上显著,即随着影子银行的发展,企业的短期债务比例提高,表明影子银行规模与企业债务期限水平之间存在负相关关系。影子银行通过向企业提供短期债务支持,缓解了企业的融资约束,这一结果验证了H2。

#### (四)不同货币政策时期缓解效应的差异

有研究表明,在货币政策宽松时期,企业的融资约束减弱。在我国央行运用控制货币发行、调节基准利率等多种手段实施货币政策的背景下,通过单一指标很难判断货币政策的松紧程度。本文选取货币政策感受指数(Sentiment)作为货币政策的代理变量。货币政策感受指数指标来自《银行家问卷调查》,指数的大小代表货币政策的宽松与紧缩,该指数越大,表明银行家认为货币政策越宽松。若某一年度的货币政策感受指数小于样本内平均数,我们则将该年度定义为货币政策紧缩时期;相反,大于样本内平均数,则将该年度定义为货币政策宽松时期。通过将样本区间进行分组回归,比较研究不同货币政策下影子银行对中小企业融资约束缓解效应的差异。研究结果如表4所示。

表4 货币政策分组检验

变量	紧缩货币政策	宽松货币政策
Cf	0.304** (0.012)	-0.0300 (0.665)
Shbank	-0.277 (0.297)	-0.084* (0.083)
Cf×Shbank	-2.048** (0.090)	0.255 (0.548)
Growth	0.014*** (0.000)	0.013*** (0.000)
Debt	-0.00400 (0.303)	0.020*** (0.000)
Cash	0.00400 (0.494)	0.014** (0.013)
cons	0.0290 (0.413)	0.016*** (0.025)
Obs	3648	4104
adj. R <sup>2</sup>	0.0510	0.0200

由表4可知,在紧缩货币政策时期,交叉项(Cf×Shbank)的系数显著为负,表明在货币政策紧缩时期影子银行对中小企业融资约束的缓解作用更加明显,验证了前文H3。

#### (五)稳健性检验

首先,前文中使用委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票之和与社会融资规模之比作为影子银行的代理变量进行回归分析。在稳健性检验中将使用委托贷款与社会融资规模之比作为影子银行的代理变量<sup>[12, 26, 27]</sup>。委托贷款是影子银行的重要形式,是指政府部门、企业、个人等提供资金,商业银行等金融机构根据委托人的要求确定贷款对象、利率、期限等条件,向借款人发放贷款并协助收回的业务。根据穆迪公布的《中国影子银行季度监测报告》,委托贷款在广义的影子银行各个组成部分中不仅占比最大而且增长最稳定。委托贷款在规避金融监管的同时,能灵活地在经济主体之间调配资金,成为我国金融市场的重要组成部分,是一种典型的影子银行机制。回归结果如表5所示。

表5 稳健性检验模型回归结果

变量	回归1	回归2
Cf	0.017* (0.064)	0.055*** (0.028)
Shbank		-0.708*** (0.000)
Cf×Shbank		-0.843*** (0.008)
Growth	0.010*** (0.000)	0.014*** (0.000)
Debt	0.009*** (0.008)	0.00500 (0.108)
Cash	0.00100 (0.821)	0.011*** (0.003)
cons	0.00500 (0.361)	0.036*** (0.000)
Obs	7752	7752
adj. R <sup>2</sup>		0.0610

从表5可以看出,交叉项(Cf×Shbank)的系数显著为负,说明影子银行降低了企业投资对内部现金流的依赖性,表明影子银行的发展降低了我国中小企业的投资—现金流敏感性,企业融资约束得到了显著缓解。

在表6影子银行与企业的债务期限结构稳健性检验中,全国影子银行发展指数(Shbank)与流动负债/总负债(DM)的系数为0.985,并且在1%的水平上显著,与前文的回归结果也一致。

表7列示了不同货币政策时期稳健性检验的回

**表 6 稳健性检验:影子银行与债务期限结构**

变量	流动负债/总负债(DM)
Shbank	0.985*** (0.005)
DFL	-0.001* (0.066)
ROA	0.165*** (0.001)
Size	-0.079*** (0.000)
Growth	0.012*** (0.007)
FAR	-0.093*** (0.000)
Cf	0.0220 (0.433)
cons	2.543*** (0.000)
Obs	7752
adj. R <sup>2</sup>	0.105

**表 7 稳健性检验:货币政策分组检验**

变量	紧缩货币政策	宽松货币政策
Cf	0.094*** (0.000)	0.0140 (0.656)
Shbank	-0.0540 (0.343)	-0.074* (0.076)
Cf×Shbank	-1.511*** (0.000)	-0.0520 (0.920)
Growth	0.014*** (0.000)	0.013*** (0.000)
Debt	-0.00500 (0.250)	0.019*** (0.000)
Cash	0.00400 (0.518)	0.014** (0.013)
cons	-0.00400 (0.294)	0.009** (0.016)
Obs	3648	4104
adj. R <sup>2</sup>	0.0540	0.0200

归结果,结果与前文保持一致。与宽松的货币政策时期相比,在紧缩的货币政策时期,影子银行对中小企业融资约束的缓解效应更加显著。

## 六、结论与政策建议

### (一)研究结论

本文基于投资—现金流敏感性模型,选取2010年3月~2018年6月的季度数据进行计量分析,详细探讨了影子银行对中小企业融资约束的缓解效应,

同时研究其对企业债务期限结构的影响,最后通过分组回归,对比不同货币政策下影子银行缓解企业融资约束效应的差异,得出如下结论:

第一,影子银行作为创新型融资方式,有融资门槛低、在一定程度上降低信息成本与交易成本的优势,其通过向中小企业提供短期流动性资金,拓宽企业融资渠道,满足中小企业的资金需求,缓解融资约束。计量分析中,Cf×Shbank的系数为-0.961,显示影子银行降低了中小企业投资支出对内部现金流的敏感性,缓解了企业融资约束。影子银行作为类银行的中介机构,在一定程度上成为商业银行的替代与补充,满足了中小企业的资金需求。

第二,在不同的货币政策下,影子银行对中小企业融资约束的缓解效应存在显著差异。在货币政策紧缩时期,Cf×Shbank的系数为-2.048,在95%的置信水平上显著,中小企业难以满足商业银行的贷款标准,无法获得信贷支持,而影子银行不受金融管制的影响,对中小企业的融资约束缓解效应更加显著;而在宽松货币政策时期,商业银行拥有利率优势,影子银行的缓解作用减弱。

### (二)政策建议

在当前防范金融风险、加强金融监管的形势下,影子银行业务大大收缩,但本文的研究表明,影子银行通过金融创新提高了金融市场的效率,对于缓解中小企业的融资约束具有重要的作用。鉴于此,本文提出如下政策建议:

**1. 建立健全法律法规,完善影子银行监管体制。**本文研究发现,影子银行可以缓解中小企业融资约束,但其存在的违约风险和流动性风险可能会导致系统性风险的出现。因此,金融监管机构应该规范而非限制影子银行的发展,兼顾降低风险与提供流动性的平衡,完善与影子银行监管相关的法律法规,使企业与影子银行的行为都受到法律的保护与制约;同时针对影子银行各类特色业务进行功能性监管,规范各类业务创新,可以通过建立风险监控体系,规范业务的资金使用,从而更好地发挥影子银行服务实体经济的作用。

**2. 完善影子银行信息披露制度。**可以建立并完善针对影子银行体系的信息披露制度,提高其运行的透明度,通过对信息的收集、分析并向投资者公布数据,更好地解决信息不对称问题,减少逆向选择和道德风险事件的发生,提高金融市场效率。

**3. 建立中小企业专门融资机构,拓宽企业融资**

渠道。中小企业由于自身因素及金融制度,往往难以获得大型金融机构的贷款。因此应当设立针对中小企业的专门融资服务机构,通过积极发展中小银行,推动小额贷款公司等各类机构的发展,使得各类中小企业可以根据各自的融资特点向不同的融资机构寻求帮助,拓宽企业的融资渠道,解决融资难、融资贵问题。

#### 主要参考文献:

- [1] Mcculley P.. The shadow banking system and hyman minsky's economic journey [ J ] . The Research Foundation of CFA Institute, 2007(9):1~12.
- [2] 杨旭. 中国“影子银行”的产生发展和影响[J]. 中外企业家, 2012(1):67~70.
- [3] 侯健. 影子银行发展对中小企业融资的影响研究 [J]. 南方金融, 2012(6):84~86.
- [4] 周扬帆. 影子银行增进中小企业融资研究 [D]. 镇江: 江苏大学, 2016.
- [5] 裘翔, 周强龙. 影子银行与货币政策传导[J]. 经济研究, 2014(5):91~105.
- [6] 易宪容. 影子银行体系的信贷危机的金融分析 [J]. 江海学刊, 2009(3):70~76.
- [7] Gross B.. Beware our shadow banking system[R]. Fortune, 2007(11):7~15.
- [8] Feng L., D. Wang. Shadow banking exposure less than feared and more than priced[R]. Tokyo: Nomura Securities, 2011(8):15~20.
- [9] Reinhart C. M., K. S. Rogoff. This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises[J]. Annals of Economics & Finance, 2008(2):1065~1188.
- [10] 何德旭, 郑联盛. 影子银行体系与金融体系稳定性[J]. 经济管理, 2009(11):20~25.
- [11] 李波, 伍戈. 影子银行的信用创造功能及其对货币政策的挑战[J]. 金融研究, 2011(12):77~84.
- [12] 殷剑锋, 王增武. 影子银行与银行的影子: 中国理财产品市场发展与评价: 2010-2012 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2013:25~63.
- [13] 于菁. 影子银行对我国货币政策的影响研究: 基于VAR模型的实证分析[J]. 兰州学刊, 2013(4): 120~125.
- [14] 徐军辉. 中国式影子银行的发展及其对中小企

- 业融资的影响[J]. 财经科学, 2013(2):11~20.
- [15] Modigliani F., M. H. Miller. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment [J]. American Economic Review, 1958(7):261~297.
- [16] Myers S. C., N. S. Majluf. Corporate financing and investment decisions when firms have Information that investors do not have [J]. Social Science Electronic Publishing, 1984(2):187~221.
- [17] Kaplan S., L. Zingales. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financial constraints? [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997(1):169~215.
- [18] Fazzari S. M., R. G. Hubbard, B. C. Peterson. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1): 141~206.
- [19] Schaller H.. Asymmetric information, liquidity constraints and canadian investment [J]. Canadian Journal of Economics, 1993(3):552~574.
- [20] 魏永亮, 韩雪峰, 王文荣. 影子银行对小微企业融资影响的相关问题研究 [J]. 中国证券期货, 2013(1):181.
- [21] 肖作平. 终极控制股东对债务期限结构选择的影响: 来自中国上市公司的经验证据 [J]. 南开管理评论, 2011(6):25~35.
- [22] 钟凯, 程小可, 张伟华. 货币政策、信息透明度与企业信贷期限结构 [J]. 财贸经济, 2016(3):60~77.
- [23] 林晶, 张昆. 影子银行体系的风险特征与监管体系催生 [J]. 改革, 2013(7):51~57.
- [24] 饶品贵, 姜国华. 货币政策、信贷资源配置与企业业绩 [J]. 管理世界, 2013(3):12~22.
- [25] 肖作平, 廖理. 公司治理影响债务期限水平吗? ——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2008(11):143~156.
- [26] 钱雪松, 方胜. 担保物权制度改革影响了民营企业负债融资吗? ——来自中国《物权法》自然实验的经验证据 [J]. 经济研究, 2017(5):146~160.
- [27] 龙建成, 樊晓静, 张雄. 利率变动、影子银行与中小企业融资 [J]. 金融论坛, 2013(7):40~42.
- 作者单位: 华中科技大学经济学院, 武汉 430074