



No. 2304

Working Paper

融资难、融资贵与小微经营者信心

侯宝锋 苏治 史建平

【摘要】 本文利用全国工商联和蚂蚁金服在 2019 年第 2 季度和第 3 季度开展的小微企业联合调查数据，重点考察了融资难和融资贵对小微经营者信心的影响及其传导途径。结果显示，与不受融资约束的小微经营者相比，融资难和融资贵都会显著增加小微经营者产生悲观预期的可能性。互联网银行经营性贷款和传统银行个人消费贷或信用卡等融资渠道有助于降低小微经营者形成悲观情绪的可能性，但地下钱庄或高利贷等非正式融资渠道会明显提高小微经营者对未来发展产生悲观预期的可能性。偿还已有债务在一定程度上可以缓解融资难企业的悲观预期，但是对同时面临融资难和融资贵的小微经营者而言并没有显著影响。因此，政府不仅要关注融资约束对小微经营者生产经营的直接影响，而且也要重视融资约束对小微经营者未来预期与信心的负面冲击。通过合理引导和规范互联网贷款的发展，充分发挥数字普惠金融在小微经营者信贷扶持中的作用来缓解小微经营者的悲观情绪。

【关键词】 融资难 融资成本 小微经营者 悲观预期 数字普惠金融

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2304



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

融资难、融资贵与小微经营者信心

——基于全国工商联和蚂蚁金服小微企业联合问卷调查的分析

侯宝锋¹ 苏治² 史建平³

【摘要】 本文利用全国工商联和蚂蚁金服在 2019 年第 2 季度和第 3 季度开展的小微企业联合调查数据，重点考察了融资难和融资贵对小微经营者信心的影响及其传导途径。结果显示，与不受融资约束的小微经营者相比，融资难和融资贵都会显著增加小微经营者产生悲观预期的可能性。互联网银行经营性贷款和传统银行个人消费贷或信用卡等融资渠道有助于降低小微经营者形成悲观情绪的可能性，但地下钱庄或高利贷等非正式融资渠道会明显提高小微经营者对未来发展产生悲观预期的可能性。偿还已有债务在一定程度上可以缓解融资难企业的悲观预期，但是对同时面临融资难和融资贵的小微经营者而言并没有显著影响。因此，政府不仅要关注融资约束对小微经营者生产经营的直接影响，而且也要重视融资约束对小微经营者未来预期与信心的负面冲击。通过合理引导和规范互联网贷款的发展，充分发挥数字普惠金融在小微经营者信贷扶持中的作用来缓解小微经营者的悲观情绪。

【关键词】 融资难 融资成本 小微经营者 悲观预期 数字普惠金融

一、引言

2018年，国务院促进中小微企业发展工作领导小组第一次会议明确指出，中小微企业贡献了我国50%以上的税收，60%以上的GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量，是国民经济和社会发展的生力军，是推动经济实现高质量发展的重要基础，同时还是扩大就业、改善民生的重要支撑^①。然而在最近几年间，受去杠杆、中美贸易摩擦、新冠疫情冲击等多重因素影响，我国中小微企业融资难、融资成本贵和财务脆弱性风险高等问题依然突出。例如，朱武祥等（2020）在2020年2月调研全国1509家中小微企业后发现，约85%的中小微企业现金余额维持不了3个月，只有约10%的中小微企业能够维持6个月以上。虽然各级政府与金融机构都出台了惠及中小微企业的帮扶政策和信贷优惠，但中小微企业的融资困境仍未完全消除（李兰等，2017；胡恒松和董慧颖，2020；申广军等，2020）。如何消除中小微企业的融资难融资贵、缓解中小微企业的焦虑情绪已成为一个全国性难题。对此，李克强总理6月17日召开国务院常务会议时指出，做好“六稳”工作，落实“六保”任务，必须在发挥好积极财政政策特别是纾困和激发市场活力规模性政策

¹ 侯宝锋，中央财经大学金融学院博士生；

² 苏治，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，中央财经大学统计与数学学院、金融学院教授，博士生导师；

³ 史建平，中央财经大学金融学院教授，博士生导师

作用同时,加大货币金融政策支持实体经济力度,综合运用降准、再贷款等方式,保持市场流动性合理充裕,加大力度解决融资难,缓解企业资金压力,帮助企业特别是中小微企业渡过难关¹。

从已有文献来看,关于中小微企业融资难融资贵的研究犹如过江之鲫(Kersten等,2017)²。现有研究聚焦于政策层面、银行结构、企业自身因素(如企业年龄、企业规模、企业所有制)等角度来讨论中小微企业存在融资难、融资贵的成因,以及利用各国微观企业调查数据来考察融资约束对中小微企业的利润率、研发投入、创新、出口、就业、TFP和企业成长的影响(Cenni等,2015;Kirschenmann,2016;卢盛峰和陈思霞,2017;顾雷雷等,2018;王宇伟和李寒舒,2019;Murro和Peruzzi,2019),但一个很容易被忽略也可能是非常重要的方面是,融资约束对中小微企业信心与预期的影响。信心与预期作为一种经济行为和心理现象,是行为主体在进行经济行为活动之前对经济变量的一种估计和主观判断。当前,信心与预期已经成为宏观经济波动的一个重要来源或传导机制,在经济决策和宏观经济管理中具有重要作用,这也使得在宏观经济政策实施中如何管理企业预期、增强企业信心成为政府工作的重心之一。刘晓光和刘元春(2019)研究指出,当前我国实现“六稳”的核心在于“稳预期”,而“稳预期”的关键在于“稳信心”。一旦企业形成悲观预期,这种负面情绪不仅会减少企业自身的投资规模,而且也会传导到上下游其他企业,形成连锁反应,最终对国民经济发展产生不可忽视的负面影响。

我国作为世界上最大的发展中国家和全球第二大经济体,稳定中小微企业信心,增强中小微企业预期具有非常重要的战略意义。它不仅直接关系着中国经济高质量发展的成败,而且也时刻影响着世界经济复苏的根基。在这一现实背景之下,本文利用全国工商联和蚂蚁金服在2019年第2季度和第3季度开展的小微企业联合调查数据,定量考察了融资难、融资贵对小微经营者信心的影响及其传导途径。我们发现:虽然我国小微经营者普遍面临融资难和融资贵等融资约束,但它们对未来经济发展的信心仍然较为乐观。与不受融资约束的小微经营者相比,融资难和融资贵都会显著加剧小微经营者对未来发展陷入悲观预期的可能性。这一结果在截面数据回归和面板数据回归中均显著成立。通过融资渠道分析发现,互联网银行经营性贷款能够有效降低遭受融资难的小微经营者陷入悲观情绪的可能性。对于面临融资难和融资贵双重冲击的小微经营者而言,互联网银行经营性贷款、传统银行个人消费贷或信用卡等融资渠道都能够有效降低企业悲观预期的可能性。相比之下,地下钱庄或高利贷却会提高小微经营者在预期营业收入上产生悲观预期的可能性。此外,对于面临融资难的小微经营者而言,只有偿还已有债务这种融资用途才能有效降低悲观预期的可能性。相比之下,对于同时遭受融资难和融资贵的小微经营者来说,偿还已有债务并不能改变小微经营者所面临

¹ 李克强主持召开国务院常务会议部署引导金融机构进一步向企业合理让利助力稳住经济基本盘,新华网, http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-06/17/c_1126127203.htm

² Kersten 等 (2017) [5] 采用多元荟萃分析方法 (multivariate meta-analysis) 对研究中小微企业信贷约束的文献进行了较为系统的梳理和归纳

的融资贵问题，进而也就无法传导影响到此类企业的预期与信心。

本文的结构安排如下:第二部分简要回顾了相关文献发展；第三部分是数据描述与变量选择；第四部分是信贷配给影响小微经营者信心的经验分析；第五部分是传导机制分析；第六部分是主要结论和政策启示。

二、文献回顾

长期以来，融资难和融资贵是世界各国（尤其是转型经济体和发展中国家）中小微企业所面临的信贷难题（Drakos和Giannakopoulos，2011）。一方面，既有研究对中小微企业存在融资难和融资贵的原因进行了深入研究，得到了许多富有价值的研究结论。从融资需求来看，大型企业能够凭借充足的内源资金来解决融资问题，而中小微企业缺乏足够的内源资金支持，因而只能依赖外源资金来缓解资金缺口。与大型企业相比，中小微企业对获取银行信贷资源的意愿更为强烈和迫切（Desai等，2008；于泽等，2015；Farinha和 Félix，2015；Chaney，2016；Angori等，2020）。从融资成本来看，八成以上的小微经营者融资渠道主要依赖于传统银行和互联网银行，而且向传统银行融资的小微经营者往往需要承担额外的附加成本（如抵押物评估费、担保费、咨询费、财务顾问费、资金管理等）。例如，肖争艳和陈惟（2017）^[9]研究指出，中小微企业融资成本贵现象在我国长期存在，央行无论通过释放流动性等数量型调控工具，还是降低贷款基准利率等价格型调控工具，都无法显著降低中国中小微企业的实际融资成本。顾雷雷等（2018）利用京津冀地区728家企业的调查数据发现，企业自身条件（如企业规模）和外部市场环境对企业融资成本都有重要影响，但前者的影响更强。从信贷供给的视角来看，信息不对称是造成中小微企业难以获得银行信贷资源的重要原因（Niinimäki，2018），银行与金融机构等各类信贷供给者可能将企业的营收规模和资产规模作为信贷配给过程中的甄别信号，并据此分别对不同营收规模和资产规模的企业实施融资差别对待，使得营收规模较大的企业更容易获得融资机会和融资满足度。不仅如此，由于中小微经营者资产规模小且缺乏优质抵押品，这大大限制了中小微经营者（特别是小微经营者）的资产抵押能力。与此同时，加上小微经营者存在规模较小、人才缺失、管理不规范、产权集中、治理结构不明晰等问题，小微经营者很难通过证券市场来满足融资要求。例如，张一林等（2019）指出，相比于规模较小的银行，大银行在甄别软信息方面不具有比较优势。为了防范企业家风险，大银行需要严格要求企业的抵押品数量并施行严格的违约清算。大银行的这种融资特性决定了其难以为中小微企业提供有效的金融支持。要想从根本上缓解中小微企业的融资难、融资贵，关键在于改善银行业结构，而不是通过行政干预要求大银行服务中小微企业。Song和 Zhang（2018）采用中国非上市中小微企业数据研究发现，银行通常需要中小微企业引入第三方担保来分担信息不对称所带来的债务违约风险。朱太辉等（2018）从资金配置结构的视角研究发现，政府的隐性担保和利差管制、行业企业的资产规模和抵押属性、银行粗放的发展模式和经营偏好，导致

银行信贷资金更多地流向了产出效率相对较低的国有大型企业，而非急需信贷资金支持的中小微企业。Ferri等（2020）采用意大利中小微企业调查数据得出，家族企业特质是中小微企业获取银行信贷资源的重要信用担保。除此之外，还有一些研究从金融市场效率本身解释了中小企业融资难、融资贵问题。例如，田国强和赵旭霞（2019）研究发现，金融体系效率下降会推高金融系统自身的融资成本并造成金融资源错配，导致中小微企业融资难、融资贵和地方政府债务高企，而地方政府债务增加，反过来又会加剧金融系统和中小微企业的融资困境。

另一方面，现有文献主要关注中小微企业融资难、融资贵的经济后果，包括融资难、融资贵对中小微企业的利润率、固定资产投资、研发投入、自主创新、出口行为和企业成长的负面影响。例如，沈俊和张仁慧（2018）研究指出，融资约束将导致中小微企业的资金利用效率降低，即便中小微企业愿意承担高风险、扩大投资力度，也无法保证能够获得高收益。因此，融资约束对中小微企业的投资意愿和投资回报都有负面影响。张璇等（2017）利用2005年世界银行中国企业调查数据研究发现，与国有大型企业相比，融资约束对中小微企业创新的抑制作用更为明显。Wellalage和Fernandez（2019）采用29个东欧和中亚经济体的中小微企业数据研究发现，融资难对中小微企业的产品创新和工艺创新具有显著的负面影响，这种负面影响在中小微企业的起步阶段尤为严重。申广军等（2020）从资本技能互补的视角研究发现，融资约束对中小微企业的投资造成了障碍，较少的投资与较低的高技能工人比重呈现正向关系。大型企业（如国有企业）的高技能工人比重不受融资约束的影响，但是中小微企业（如民营企业）的融资约束显著降低了它们对高技能工人的需求。Cornille等（2019）研究得出，当中微企业遭遇需求下滑和激烈的市场竞争时，信贷资源是决定企业雇佣规模的重要原因。这是因为信贷约束使得企业不得不通过裁员来缩减雇佣规模，而由裁员引起的费用支出反过来会进一步挤压企业雇佣规模。Cheng等（2021）采用2015年浙江省中小微企业调查数据研究发现，弱信贷配给（融资难）和强信贷配给（融资难且融资贵）将导致浙江省中小微企业出口的可能性分别下降22%和36%，出口交货值分别下降32%和66%。Cao和Leung（2020）采用加拿大的中小微企业数据研究发现，信贷约束对企业投资增速、就业增速和TFP都有显著的负面影响。

总体来看，已有研究表明，融资约束降低了中小微企业的投资规模和投资意愿（包括固定资产投资和研发投入），降低了中小微企业参与出口的可能性，从而导致中小微企业难以通过外部融资来提升企业绩效（如利润率）、增加劳动力雇佣、促进企业成长。通过文献梳理发现，现有文献较少关注融资难和融资贵对中小微企业的信心与预期的负面影响，也没有回答融资难和融资贵是通过何种传导途径来影响中小微企业的信心与预期。鉴于此，本文利用全国工商联和蚂蚁金服联合开展的小微企业调查数据，利用对融资难和融资贵的量化设计，重点考察了融资难和融资贵对小微经营者（包括小微企业和个体经营户）的信心与预期的传导影响。

三、数据描述与变量选择

（一）数据描述

本文使用的基础数据为全国工商联和蚂蚁金服在2019年第2季度和第3季度开展的小微企业联合调查。被调查对象主要包括两类:一是支付宝码商(使用二维码收款的线下商户)和淘系电商(天猫和淘宝等平台上的电商);二是最近一周有登陆过支付宝页面的活跃商户(如个人商户)。本文将上述两类调查对象统称为小微经营者。小微经营者调查主要采用线上调研方式,问卷系统为蚂蚁调研问卷平台。投放渠道包括支付宝首页、支付宝网商贷页面和网商银行APP。其中,2019年第2季度调查的投放时间为2019年6月23日到7月14日,共回收有效问卷21909份。2019年第3季度调查的投放时间为2019年10月27日到10月31日,共回收有效问卷25332份。

（二）变量选择

本文采用以下两种方式来刻画小微经营者信心。一是采用小微经营者预期在下一个季度的销售收入变化(记为 exp_income)。根据问卷设置的选项,本文依次将“明显增加”“增加”“变化不大”“减少”“明显减少”这五类回答记为1~5,数值越大,表明小微经营者对未来预期收入的信心越悲观。二是采用小微经营者预期在下一个季度员工数量变化(记为 $exp_employee$)。根据问卷设置的选项,依次将“明显增加”“增加”“变化不大”“减少”“明显减少”这五类回答依次记为1~5,数值越大,表明小微经营者对未来雇用员工人数的信心越悲观。

信贷配给是本文的核心解释变量,它包括弱信贷配给和强信贷配给两类(Minetti和Zhu, 2001; Cheng等, 2021)。其中,弱信贷配给(记为 $credit_weak$)的定义如下:与上一季度相比,如果贵企业融资的难易程度有所增加(包括增加和明显增加),则定义该企业受到弱信贷配给,记为1,其他情况记为0。强信贷配给(记为 $credit_strong$)的定义则更加严格:与上一季度相比,如果贵企业融资的难易程度有所增加(包括增加和明显增加),且融资利率有所上升,则定义该企业受到强信贷配给,记为1,其他情况记为0¹。

在控制变量方面,参考俞剑等(2016)、Cheng等(2021)的做法,并且结合2019年第2季度和第3季度调查的问题设置,本文控制了企业规模、利润率、企业的税费负担和负债状况等因素。其中,企业规模(记为 $size$)采用当季员工人数来表示,企业利润率(记为 $profit$)等于当季的利润总额除以当季的销售收入,税费负担(记为 tax)采用企业当季的税费占当季的销售收入的比值来表示,企业负债状况(记为 $leverage$)采用当季债务余额占当季销售收入的比值来表示。此外,还控制了行业、省份和时间固定效应。为了剔除极端值对估计结果的影响,本文对所有连续变量进行了首尾各1%的缩尾处理。

¹ 本文构建的信贷配给都是企业的主观感受,由于2019年第3季度没有负债率数据,故无法采用两个季度间企业负债率的变化作为信贷配给的客观指标。

表1是所有变量的描述性统计。结果表明，无论是2019年第2季度还是第3季度，小微经营者信心的均值都处在2~3之间且中位数为2，这表明大多数小微经营者对未来预期销售收入和雇用员工人数较为乐观。从小微经营者面临的融资约束来看，约44%的小微经营者面临弱信贷供给（即存在融资难），约19.5%~26%的小微经营者受到强信贷供给（即同时存在融资难和融资贵）。小微经营者雇用员工人数的平均值低于20人，且中位数低于10人，表明小微经营者的雇用员工人数较少。2019年第2季度，小微经营者的税费负担和负债率均值分别为10.31%和25.26%。2019年第2季度和第3季度的利润率均值分别为2.560和1.540，这表明在2019年第2季度中，被调查者的利润率介于11%~30%之间，而在2019年第3季度中，被调查者的利润率介于6%~20%之间¹。

表 1 所有变量的描述性统计

PartA:2019年第2季度							
变量名	变量含义	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
exp_income	企业预期在下一个季度的销售收入变化	21512	2.150	0.993	1	2	5
exp_employee	企业预期在下一个季度员工数量变化	21512	2.478	0.858	1	2	5
credit_weak	弱信贷供给	21512	0.441	0.497	0	0	1
credit_strong	强信贷供给	21512	0.260	0.439	0	0	1
size	企业规模	21512	19.050	31.120	0	9	200
profit	利润率	21512	2.560	1.412	0	3	5
tax	税费负担（%）	21512	10.310	10.020	0	7	94
leverage	负债率（%）	21512	25.260	29.460	0	16	200
PartB:2019年第3季度							
变量	变量含义	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
exp_income	企业预期在下一个季度的销售收入变化	19426	2.543	1.083	1	2	5
credit_weak	弱信贷供给	19426	0.436	0.496	0	0	1
credit_strong	强信贷供给	19426	0.195	0.396	0	0	1
size	企业规模	19426	11.430	16.350	0	5	60
profit	利润率	19426	1.540	1.598	-1	2	5

注：由于2019年第3季度的问卷调查中并未涉及企业税费负担和负债率问题，故无法获取相关变量的描述性统计结果。

图1从预期收入的视角反映了我国小微经营者的信心变化。图1（a）是2019年第2季度的调查情况，图1（b）是2019年第3季度的调查情况。从小微经营者的预期销售收入分布来看，在2019年第2季度和第3季度调查中，预期下一季度销售收入保持增长的小微经营者占比是所有选项中最高的。其中，2019年第2季度占40%，第3季度占35%。预期下一季度销售收入明显减少和减少的小微经营者占比明显低于其他三种情况（即变化不大、增加和明显增加）。可能需要

¹ 在2019年第2季度和第3季度的问卷调查中，企业利润率是以区间段的形式给出。例如：亏损，盈利0~5%，盈利6%~10%，盈利11%~20%，盈利21%~30%，盈利31%~50%，盈利50%以上。对此，本文将这七类选项依次记为-1，0，1，2，3，4，5。数值越大，表明小微经营者的利润率越高，盈利能力越强。

注意的一点是，由于2019年第2季度和第3季度的调查对象和调查数量并不相同，所以无法直接通过比较预期收入增加或者明显增加的小微经营者占比来反映整体趋势的变化。但可以肯定的一点是，无论是2019年第2季度调查，还是2019年第3季度调查，被调查者关于预期收入的信心总体较为乐观。这与表1的描述性统计完全一致。

图2从预期雇用人数的角度反映了我国小微经营者的信心分布。从调查数据的分布情况来看，截至2019年6月，预期下一季度雇用人数明显减少的小微经营者占比均不足5%，约40%的小微经营者预期第3季度雇用人数与第2季度持平。与此同时，约38%的小微经营者较为乐观，认为2019年第3季度雇用人数将比上一季度有所增加。此外，还有约10%的小微经营者持有非常乐观的态度，他们认为2019年第3季度雇用人数将比上一季度明显增加。

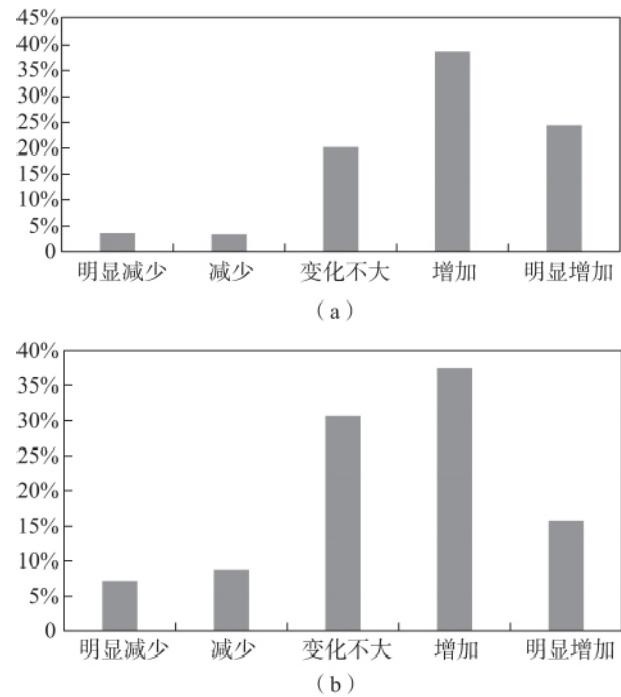


图 1 我国小微经营者的预期销售收入变化

数据来源：(a) 是 2019 年第 2 季度调查，(b) 是 2019 年第 3 季度调查。

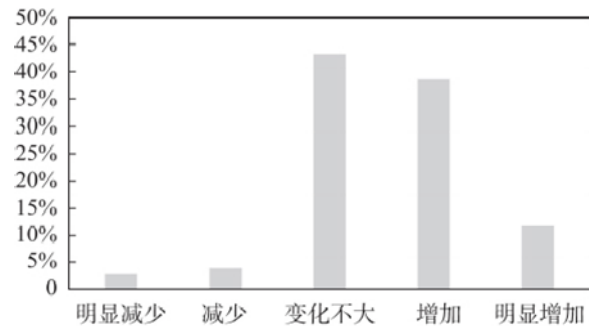


图 2 我国小微经营者的预期雇用人数变化

数据来源:2019 年第 2 季度问卷调查。

四、信贷配给对小微经营者信心的影响

(一) 计量模型的设定

考虑到2019年第2季度和第3季度的调查对象和控制变量个数不同,本文将分别采用截面数据回归和面板数据回归来研究信贷配给对小微经营者信心的影响,通过交叉验证的方式来反映本文实证结果的稳健性。具体模型设定如下:

式(1)是截面数据回归方程,式(2)是面板数据回归方程。 $i、j、k、t$ 依次表示个体、行业、省份和时间;被解释变量 y 表示小微经营者的信心,包括预期下一季度的销售收入变化和雇用员工数量变化; $credit$ 表示信贷配给,包括弱信贷配给和强信贷配给; X 是控制变量集,包括企业规模、利润率、税费负担和负债率等; $indus、prov、time$ 分别表示行业、省份和时间固定效应; ϵ 是扰动项。此外,本文在模型(1)和模型(2)的基础上加入信贷配给和中间传导机制变量的交互项,用于考察信贷配给影响小微经营者信心的中间传导机制。

(二) 实证结果与分析

表2是弱信贷配给(融资难)影响小微经营者信心的截面数据回归结果。表2中列(1)和列(2)的回归结果显示,在1%的水平上,融资难对小微经营者下一季度的预期销售收入和预期员工人数的估计系数显著为正。这一结果表明,与没有受到融资难的小微经营者相比,遭遇融资难的小微经营者对未来发展的信心更加悲观,持有这种悲观预期的可能性将增加18.38%~31.33%。列(3)的回归结果同样表明,面临融资难的小微经营者,其未来预期将更加悲观¹。控制变量的回归结果表明,企业规模对小微经营者信心的影响并不显著。在1%的水平上,利润率对小微经营者信心的估计系数显著为负,表明提高小微经营者盈利能力将有助于稳定小微经营者的预期和信心,降低它们陷入悲观预期的可能性。相比之下,企业税费负担和负债率的估计系数在1%的水平上均显著为正,这一结果表明企业税费负担越高、负债率越高均会增加小微经营者对未来发展持有悲观预期的可能性。

表 2 弱信贷配给(融资难)对小微经营者信心的影响

	(1)	(2)	(3)
	2019 年第 2 季度		2019 年第 3 季度
	下一个季度预期销售收入	下一个季度预期员工数量	下一个季度预期销售收入
弱信贷配给	0.3133*** (0.000)	0.1838*** (0.000)	0.4006*** (0.000)
企业规模	0.0001 (0.726)	0.0001 (0.726)	0.0000 (1.000)
利润率	-0.0064*** (0.000)	-0.0055*** (0.000)	-0.1226*** (0.000)
税费负担	0.0067*** (0.000)	0.0051*** (0.000)	
负债率	0.0018*** (0.000)	0.0013*** (0.000)	

¹ 考虑到小微企业信心变量的数值是 1 ~ 5, 本文还采用 ordered probit 回归方法来估计结果。结果显示,弱信贷配给的估计系数均在 1% 的水平上显著为正,与本文的估计结果完全一致。感兴趣的读者可联系作者索取。

常数项	1.8494* (0.058)	2.1988*** (0.010)	2.6317*** (0.000)
省份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
观测值	21513	21513	19427
R ²	0.0469	0.0335	0.0814

注:括号内为p值; *、**、***分别代表在10%、5%、1%的水平上显著。下表同。

表3是强信贷配给（融资难且融资贵）影响小微经营者信心的截面数据回归结果。表3列（1）、列（2）是2019年第2季度的回归结果，列（3）是2019年第3季度的回归结果。在1%的水平上，强信贷配给的估计系数均显著为正，与未受到强信贷配给的小微经营者相比，受到强信贷配给（即同时存在融资难和融资贵）的小微经营者预期下一季度销售收入下降的可能性将提高32.5%~57.02%，预期下一季度雇用员工人数下降的可能性会提高21.68%。这一结果表明，当小微经营者同时遭遇融资难且融资贵时，它们对未来发展预期与信心将变得更加悲观，而且与表2的弱信贷配给估计系数相比，强信贷配给的估计系数显著增大，这表明融资贵也会增加小微经营者持有悲观预期的可能性。换言之，融资难和融资贵对小微经营者的信心造成了双重负面打击。这种双重负面打击极易让小微经营者形成悲观情绪，失去对未来经济发展的信心。与此同时，控制变量的回归结果与表2完全一致，企业规模对小微经营者信心并没有显著影响，企业盈利能力的提升将有助于降低小微经营者陷入悲观预期的可能性，而企业税费负担和负债率增加均会明显加剧小微经营者陷入悲观预期的可能性。

表 3 强信贷配给（融资难且融资贵）对小微经营者信心的影响

	(1)	(2)	(3)
	2019 年第 2 季度		2019 年第 3 季度
	下一个季度预期销售收入	下一个季度预期员工数量	下一个季度预期销售收入
强信贷配给	0.325*** (0.000)	0.2168*** (0.000)	0.5702*** (0.000)
企业规模	0.000 (0.880)	0.0001 (0.690)	-0.0004 (0.424)
利润率	-0.0061*** (0.000)	-0.0052*** (0.000)	-0.1204*** (0.000)
税费负担	0.0069*** (0.000)	0.0052*** (0.000)	
负债率	0.002*** (0.000)	0.0014*** (0.000)	
常数项	1.8825* (0.058)	2.2114*** (0.010)	2.6796*** (0.000)
省份固定效应	是	是	是
行业固定效应	是	是	是
观测值	21513	21513	19427
R ²	0.0456	0.0345	0.0925

为了验证本文实证结果的稳健性和可靠性，同时结合调查数据的可获得性，本文接下来采用面板数据回归来考察信贷配给对小微经营者下一个季度预期销售收入的影响(如表4所示)。需要说明的是，由于2019年第3季度的问卷调查中并不涉及企业税费负担和负债率，故表4回归中暂未控制这两个变量，但增加控制了时间固定效应。表4中列（1）和列（2）分别是弱信贷配给和强信贷配给的面板数据回归结果。

我们发现，在1%的水平上，弱信贷配给和强信贷配给的估计系数均显著为正，这一结果再次表明融资难、融资贵现象的确会加剧小微经营者陷入悲观预期，丧失对未来发展信心的可能性。从估计系数的大小来看，与未受到信贷配给的小微经营者相比，面临弱信贷配给和强信贷配给的小微经营者预期下一季度销售收入下滑的可能性将分别提高36.03%和43.39%。这一结果与表2和表3的截面数据回归结果大体一致。

综上所述，弱信贷配给和强信贷配给均会加剧小微经营者对未来经济发展形成悲观预期的可能性，而且强信贷配给的影响程度要明显大于弱信贷配给。不仅如此，企业税费负担和负债率高企同样也会加剧小微经营者对未来经济发展失去信心的可能性。值得庆幸的是，我们发现提高小微经营者盈利能力将有助于稳定未来预期，降低陷入悲观预期的可能性。

表 4 信贷配给对小微经营者信心的影响:面板数据回归

	(1)	(2)
	下一个季度预期销售收入	下一个季度预期销售收入
弱信贷配给	0.3603*** (0.000)	
强信贷配给		0.4339*** (0.000)
企业规模	0.001*** (0.002)	0.001*** (0.004)
利润率	-0.099*** (0.000)	-0.097*** (0.000)
常数项	2.004* (0.052)	2.036** (0.046)
省份固定效应	是	是
行业固定效应	是	是
时间固定效应	是	是
观测值	40939	40939
R 2	0.092	0.093

五、传导机制分析

为了更好地阐述融资难和融资贵是如何影响小微经营者信心，本部分将从融资渠道和融资用途两大方面来开展中间传导机制分析。

首先，本文重点分析信贷配给影响小微经营者信心的融资渠道这一传导途径。其中，融资渠

道这个问题同时出现在2019年第2季度和第3季度的问卷调查中，且可供小微经营者选择的选项有十类，分别是自有资金，没有融资，传统银行经营性贷款，传统银行个人消费贷或信用卡，互联网银行经营性贷款，互联网平台贷款，亲朋好友借款，民间贷款、地下钱庄或高利贷，线下担保公司、典当行、小额贷款公司等，其他融资渠道。由于本题为多选题，于是引入十个虚拟变量来分别标记上述十个选项。如果选择该选项，则记为1，否则该选项记为0。

其次，从融资用途这一传导途径解释信贷配给对小微经营者信心的影响。其中，融资用途这个问题只出现在2019年第3季度的问卷调查中，且可供小微经营者选择的选项有八类，分别是日常运营流动资金需求，扩大规模，开发新产品新技术，店铺、办公室、仓库租金，个人家庭生活消费，偿还已有债务，其他用途，不适用（不需要融资）。由于本题为多选题，于是引入八个虚拟变量来依次标记上述选项。如果选择该选项，则记为1，否则该选项记为0。

表5是2019年第2季度和第3季度所有中间传导机制变量的描述性统计。由表5中PartA的结果可知，在2019年第2季度问卷调查中，有55.7%的被调查者选择自有资金作为融资渠道，紧随其后的是传统银行个人消费贷或信用卡（占41.7%）、互联网银行经营性贷款（占38.6%）、传统银行经营性贷款（占30.7%）、亲朋好友借款（占28.4%）和互联网平台贷款（占10.2%），其他融资渠道的选择比例均不足10%。由表5中PartB的结果可知，在2019年第3季度问卷调查中，选择传统银行经营性贷款的比例为41.2%，传统银行个人消费贷或信用卡的比例为47.7%，互联网银行经营性贷款的比例为39.2%，亲朋好友借款的比例为34.9%，其他融资渠道的选择比例均不足10%。从融资用途来看，选择日常运营流动资金需求的比例为64.6%，扩大规模的比例为54.3%，开发新产品新技术的比例为26.3%，店铺、办公室、仓库租金的比例为19.6%，其他用途的比例均不足10%。

表5 中间机制变量的描述性统计

[illegible]

fc1	企业融资渠道:传统银行经营性贷款	19426	0.412	0.492	0	0	1
fc2	企业融资渠道:传统银行个人消费贷或信用卡	19426	0.477	0.499	0	0	1
fc3	企业融资渠道:互联网银行经营性贷款	19426	0.392	0.488	0	0	1
fc4	企业融资渠道:其他互联网平台现金贷	19426	0.088	0.283	0	0	1
fc5	企业融资渠道:亲朋好友借款	19426	0.349	0.476	0	0	1
fc6	企业融资渠道:地下钱庄或高利贷	19426	0.019	0.136	0	0	1
fc7	企业融资渠道:向担保公司、典当行等机构借款	19426	0.013	0.114	0	0	1
fc8	企业融资渠道:其他融资渠道	19426	0.066	0.248	0	0	1
fc9	企业融资渠道:尝试多种渠道, 仍未获得融资	19426	0.049	0.217	0	0	1
fp1	企业融资用途:日常运营流动资金需求	19426	0.646	0.478	0	1	1
fp2	企业融资用途:扩大规模	19426	0.543	0.498	0	1	1
fp3	企业融资用途:开发新产品新技术	19426	0.263	0.440	0	0	1
fp4	企业融资用途:店铺、办公室、仓库租金	19426	0.196	0.396	0	0	1
fp5	企业融资用途:个人家庭生活消费	19426	0.050	0.218	0	0	1
fp6	企业融资用途:偿还已有债务	19426	0.098	0.296	0	0	1
fp7	企业融资用途:其他用途	19426	0.046	0.209	0	0	1
fp8	企业融资用途:不适用, 不需要融资	19426	0.011	0.104	0	0	1

(一) 基于融资渠道的分析

对2019年第2季度的弱信贷配给(融资难)影响小微经营者信心的融资渠道进行分析, 结果^①显示, 在单独考察各种融资渠道的传导影响时, 在1%的水平上, 弱信贷配给的回归系数均显著为正, 而且只有 $fc3$ (即传统银行个人消费贷或信用卡)和 $fc4$ (即互联网银行经营性贷款)与弱信贷配给的交叉项的系数显著为负。这一结果表明, 对于面临融资难的小微经营者而言, 传统银行个人消费贷或信用卡、互联网银行经营性贷款这两种融资渠道能够有效降低小微经营者对未来预期销售收入丧失信心、陷入悲观预期的可能性。相比之下, 其他融资渠道并没有表现出这种积极的效果。如果将十种融资渠道同时放入回归方程中, 结果表明 $fc4$ (即互联网银行经营性贷款)与弱信贷配给的交叉项的系数仍显著为负。这一结果再次表明, 在十种融资渠道中, 对于面临融资难的小微经营者而言, 在降低小微经营者对未来销售收入持有悲观预期的可能性上, 只有互联网银行经营性贷款这种融资渠道的效果最稳定且最明显。

对第3季度的弱信贷配给(融资难)影响小微企业经营者信心的融资渠道进行分析, 结合单独融资渠道分析和所有融资渠道共同分析的结果^①, 我们发现, 对于面临融资难的小微经营者而言, 只有 $fc1$ (即传统银行经营性贷款)、 $fc3$ (即互联网银行经营性贷款)、 $fc6$ (地下钱庄或高利贷)、 $fc8$ (即其他融资渠道)与弱信贷配给的交叉项的系数显著, 且只有 $fc3$ 和弱信贷配给的交叉项系数显著为负, 其他三者的交叉项系数显著为正。这一结果表明, 当小微经营者面临融资难时, 互联网银行经营性贷款能够有效降低小微经营者在未来预期销售收入上陷入悲观预期的可能性。相比之下, 地下钱庄或高利贷、其他融资渠道都会提高小微经营者在预期收入上持有悲观预期的可能性。

对2019年第2季度的弱信贷配给影响企业下一季度预期员工人数的融资渠道分析，结果^②显示，当小微经营者面临融资难时，无论是单独的融资渠道分析，还是十种融资渠道同时分析，均只有 $fc4$ （即互联网银行经营性贷款）与弱信贷配给的交叉项的系数显著为负。这一结果表明，在十种融资渠道中，只有互联网银行经营性贷款这种渠道才能有效降低受到融资难的小微经营者对未来预期雇用员工人数持有悲观预期的可能性，其他融资渠道并没有这种明显的效果。

对2019年第2季度的强信贷配给影响企业下一季度预期销售收入的融资渠道进行分析，结果^③显示，在单独考察各种融资渠道和同时考察十种融资渠道的传导影响时，在1%的水平上，强信贷配给的回归系数仍显著为正，而且只有 $fc3$ （即传统银行个人消费贷或信用卡）和 $fc4$ （即互联网银行经营性贷款）与强信贷配给的交叉项的系数显著为负。这一结果表明，对于同时面临融资难和融资贵的小微经营者而言，传统银行个人消费贷或信用卡、互联网银行经营性贷款这两种融资渠道都能够有效降低小微经营者对未来预期销售收入丧失信心、陷入悲观预期的可能性，且分别降低6.8%~9.8%和11.1%~11.9%。相比之下，其他融资渠道并没有表现出这种积极的正面影响。这一结果与弱信贷配给的融资渠道分析结果基本一致。

对2019年第3季度的强信贷配给影响企业下一季度预期销售收入的融资渠道进行分析，结合单独融资渠道分析和所有融资渠道共同分析的结果^④，我们发现，对于同时面临融资难和融资贵的小微经营者而言，只有 $fc1$ （即传统银行经营性贷款）、 $fc2$ （传统银行个人消费贷或信用卡）、 $fc4$ （其他互联网平台现金贷）、 $fc5$ （亲朋好友借款）与强信贷配给的交叉项的系数显著，且只有 $fc1$ 和强信贷配给的交叉项系数显著为正，其他三者的交叉项系数显著为负。这一结果表明，当小微经营者面临强信贷配给时（融资难且融资成本贵），传统银行个人消费贷或信用卡、其他互联网平台现金贷和亲朋好友借款能够有效降低小微经营者在未来预期销售收入上陷入悲观预期的可能性。

对2019年第2季度的强信贷配给影响企业下一季度预期员工人数的融资渠道进行分析，结果^⑤显示，当小微经营者面临强信贷配给时，无论是单独的融资渠道分析，还是十种融资渠道同时分析，均只有 $fc4$ （即互联网银行经营性贷款）与强信贷配给的交叉项的系数显著为负。这一结果表明，在十种融资渠道中，只有互联网银行经营性贷款这种渠道才能有效降低存在融资难和融资贵的小微经营者对未来预期雇用员工人数持有悲观预期的可能性，其他融资渠道并没有这种明显的效果。

（二）基于融资用途的分析

对弱信贷配给影响小微经营者信心的融资用途进行分析，结果^⑥表明，无论是单独分析各种融资用途的影响，还是同时分析八种融资用途的影响，有且仅有 $fp6$ （偿还已有债务）与弱信贷配给的交叉项的系数显著为负。这一结果表明，对于面临融资难的小微经营者而言，只有偿还已有债务这种融资用途才能有效降低小微经营者对未来预期销售收入丧失信心

心，陷入悲观预期的可能性，且降低的可能性为12.3%~13.4%。其他类型的融资用途对小微经营者未来信心并没有实质性的影响。

对强信贷配给影响小微经营者信心的融资用途进行分析，无论是单种融资用途的传导机制分析，还是八种融资渠道的共同分析，对于强信贷配给的小微经营者来说，所有交叉项的回归系数均不显著。这一结果^⑦表明，上述八种融资用途并不能真正影响面临强信贷配给的小微经营者对未来经济发展的信心和预期。这一结果与弱信贷配给的估计结果完全不同。究其原因可能是偿还企业已有债务能够有效缓解小微经营者所面临的融资难问题，从而降低小微经营者陷入悲观预期的可能性。但是，偿还已有债务并不能改变小微经营者所面临的融资贵问题，进而无法影响融资贵对小微经营者持有悲观预期的可能性。

六、主要结论与政策启示

融资难和融资贵是世界各国小微企业在发展过程中不得不面临的世界性难题。本文基于全国工商联和蚂蚁金服在2019年第2季度和第3季度开展的小微企业联合调查数据，尝试将融资难和融资贵进行合理量化，并考察其对小微经营者信心的影响及其中间传导渠道。本文得出以下四点结论：

第一，虽然我国小微经营者普遍面临着融资难和融资贵等融资约束，但小微经营者对未来经济发展的信心仍然较为乐观。

第二，与不受融资约束的小微经营者相比，融资难和融资贵均会显著加剧小微经营者对未来发展（如预期营业收入和预期雇佣员工人数）持有悲观预期的可能性。这一结果在截面数据回归和面板数据回归中均显著成立。融资难单独引起的可能性提升为18.38%~40.06%，融资难与融资贵共同作用所导致的可能性提升为21.68%~57.02%。

第三，从融资渠道来看，互联网银行经营性贷款能够有效降低遭受融资难的小微经营者持有悲观预期的可能性。对于同时面临融资难和融资贵的小微经营者而言，互联网银行经营性贷款、传统银行个人消费贷或信用卡等融资渠道都能够有效降低持有悲观预期的可能性。相比之下，地下钱庄或高利贷却会提高小微经营者在预期营业收入上持有悲观预期的可能性。

第四，从融资用途来看，对于面临融资难的小微经营者而言，只有偿还已有债务这种融资用途才能有效降低产生悲观预期的可能性。然而，对于同时遭受融资难和融资贵的小微经营者来说，偿还已有债务并不能改变小微经营者所面临的融资贵问题，进而无法影响它们形成悲观预期的可能性。

虽然新冠疫情并不会改变我国中长期经济走势，但短期内对小微经营者的生产经营冲击明显，且持续时间不定。小微经营者是解决就业的主力军，其经营受困很可能对就业造成较大影响。这些小微经营者普遍规模较小，资金有限，抗风险能力弱，急需精准施策紧急救助。而扶持政策的设计，既要应对小微经营者短期内急切融资需求，也要应对小微经营者在长期融资中出现的融资难、融资贵问题。针对上述主要结论，本文建议采取以下措施扶持小微经营者，纾解

其融资困境，缓解其悲观情绪。具体如下：

第一，遵循市场规律，完善资金直达企业的政策工具和相关机制。按照有保有控要求，确保新增金融资金主要流向制造业、一般服务业尤其是中小微企业，更好发挥救急纾困、“雪中送炭”效应，防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险。同时，政府要密切关注融资难和融资贵对中小微企业经营者所产生的负面情绪和悲观预期，及时出台政策纾解融资难题，防止悲观情绪在中小微企业间的广泛传播与蔓延。具体来说，可以考虑设立多层次中小微企业纾困基金，包括地方中小微企业纾困基金和国家中小微企业纾困基金。

第二，政府需要加大金融支持力度，合理引导和规范互联网贷款发展，有效降低持有悲观预期的可能性，给服务小微经营者的金融机构营造一个“愿贷、敢贷、能贷”的良好政策环境，从根本上纾解融资难、融资贵问题。具体来说可以将互联网经营贷期限放宽至3年，以达到平滑小微经营者还款压力、降低流动性风险的目的。将互联网经营贷的额度上限放宽至50万~100万，以覆盖更广泛的小微经营者贷款需求区间。支持发展服务小微经营者为主的互联网银行、民营银行，放开大股东30%资本金上限、线下网点设置限制，比照外资银行享受国民待遇。

第三，进一步提高小微经营者金融服务的便利性。鼓励银行机构大力发展数字普惠金融业务，运用手机银行、网上银行、移动终端等新渠道，提高小微经营者贷款资金使用的便利度。改进小微经营者信贷管理制度和信用评价模型，优化信贷审批流程，提升信贷服务效率，在守住风险底线的基础上，进一步缩短融资链条，清理不必要的“通道”“过桥”环节，避免“一刀切”式的抽贷、压贷、断贷，积极推广无还本续贷业务，简化续贷业务办理流程，支持正常经营的小微经营者融资周转“无缝衔接”。

参考文献

- [1] 朱武祥, 张平, 李鹏飞, 王子阳. 疫情冲击下中小微企业困境与政策效率提升——基于两次全国问卷调查的分析[J]. 管理世界, 2020(4):13—26.
- [2] 李兰, 潘建成, 彭泗清, 王云峰. 企业家对宏观形势及企业经营状况的判断、问题和建议——2017·中国企业经营者问卷跟踪调查报告[J]. 管理世界, 2017(12):75—91.
- [3] 胡恒松, 董慧颖. 纾解疫情形势下民营企业融资难题[J]. 国际经济合作, 2020(3):153—160.
- [4] 申广军, 姚洋, 钟宁桦. 民营企业融资难与我国劳动力市场的结构性问题[J]. 管理世界, 2020(2):41—58, 217.
- [5] Kersten R, Harms J, Liket K, Maas K. Small Firms, Large Impact? A Systematic Review of the SME Finance Literature[J]. World Development, 2017, 97:330—348.
- [6] Cenni S, Monferrà S, Salotti V, Sangiorgi M, Torluccio G. Credit Rationing and Relationship Lending. Does Firm Size Matter? [J]. Banking and Finance, 2015, 53:249—265.
- [7] Kirschenmann K. Credit Rationing in Small Firm-bank Relationships [J]. Journal of Financial Intermediation, 2016, 26:68—99.
- [8] 卢盛峰, 陈思霞. 政府偏袒缓解了企业融资约束吗?——来自中国的准自然实验[J]. 管理世界, 2017(5):51—65, 187—188.
- [9] 顾雷雷, 李建军, 彭俞超. 内外融资条件、融资约束与企业绩效——来自京津冀地区企业调查的新证据[J]. 经济理论与经济管理, 2018(7):88—99.

- [10] 王宇伟, 李寒舒. 银行业结构与中小企业融资——来自微观和宏观层面的经验证据 [J]. 会计研究, 2019 (12): 52—57.
- [11] Murro P, Peruzzi V. Family Firms and Access to Credit. Is Family Ownership Beneficial? [J]. Banking and Finance, 2019, 101 (4): 173—187.
- [12] 刘晓光, 刘元春. 杠杆率、短债长用与企业表现 [J]. 经济研究, 2019 (7): 127—141.
- [13] Drakos K, Giannakopoulos N. On the Determinants of Credit Rationing: Firm-level Evidence from Transition Countries [J]. Journal of International Money and Finance, 2011, 30 (8): 1773—1790.
- [14] Desai MA, Foley CF, Forbes K J. Financial Constraint and Growth: Multinational and Local Firm Responses to Currency Depreciations [J]. Re-view of Financial Studies, 2008 (6): 2857—2888.
- [15] 于泽, 陆怡舟, 王闻达. 货币政策执行模式、金融错配与我国企业投资约束 [J]. 管理世界, 2015 (9): 52—64.
- [16] Farinha L, Félix S. Credit Rationing for Portuguese SMEs [J]. Finance Research Letters, 2015, 14: 167—177.
- [17] Chaney T. Liquidity Constraint Exporters [J]. Economic Dynamic and Control, 2016, 72 (11): 141—154.
- [18] Angori G, Aristei D, Gallo M. Banking Relationships, Firm size Heterogeneity and Access to Credit: Evidence from European Firms [J]. Finance Research Letters, 2020, 33.
- [19] 肖争艳, 陈惟. 货币政策、利率传导与中小企业融资成本——基于实际融资成本的实证研究 [J]. 经济评论, 2017 (5): 79—90.
- [20] Niinimäki JP. Collateral in Credit Rationing in Markets with Asymmetric Information [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 2018, 68: 97—102.
- [21] 张一林, 林毅夫, 龚强. 企业规模、银行规模与最优银行业结构——基于新结构经济学的视角 [J]. 管理世界, 2019 (3): 31—47, 206.
- [22] Song ZL, Zhang XM. Lending Technology and Credit Risk Under Different Types of Loans to SMEs: Evidence from China [J]. International Review of Economics and Finance, 2018, 57: 43—69.
- [23] 朱太辉, 魏加宁, 刘南希, 赵伟欣. 如何协调推进稳增长和去杠杆?——基于资金配置结构的视角 [J]. 管理世界, 2018 (9): 25—32, 45.
- [24] Ferri G, Murro P, Pini M. Credit Rationing and the Relationship between Family Businesses and Banks in Italy [J]. Global Finance Journal, 2020, 43.
- [25] 田国强, 赵旭霞. 金融体系效率与地方政府债务的联动影响——民企融资难融资贵的一个双重分析视角 [J]. 经济研究, 2019 (8): 4—20.
- [26] 沈俊, 张仁慧. 中小企业的风险承担会保证投资收益吗?——基于融资约束的干扰性交互动作用研究 [J]. 投资研究, 2018 (6): 46—54.
- [27] 张璇, 刘贝贝, 汪婷, 李春涛. 信贷寻租、融资约束与企业创新 [J]. 经济研究, 2017 (5): 161—174.
- [28] Wellalage NH, Fernandez V. Innovation and SME Finance: Evidence from Developing Countries [J]. International Review of Financial Analysis, 2019, 66.
- [29] Cornille DR ycx F, Tojerow I. Heterogeneous Effects of Credit Constraint on SMEs' Employment: Evidence from the European Sovereign Debt Crisis [J]. Financial Stability, 2019 (3), 41: 1—13.
- [30] Cheng D, Tan Y, Yu J. Credit Rationing and Firm Exports: Micro economic Evidence from Small and Medium-sized Enterprises in China [J]. The World Economy, 2021, 44 (1): 286—311.
- [31] Cao S, Leung D. Credit Constraints and Productivity of SMEs: Evidence from Canada [J]. Economic Modelling, 2020, 88: 163—180.
- [32] Minetti R, Zhu C. Credit Constraints and Firm Export: Micro economic Evidence from Italy [J]. Journal of International Economics, 2011 (2), 83: 109—125.
- [33] 俞剑, 郑文平, 程冬. 油价不确定性与企业投资 [J]. 金融研究, 2016 (12): 32—47.



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn