

小微企业融资租赁交易的动因

——来自中国小微企业调查的经验证据

杨文涛, 史燕平

(对外经济贸易大学 国际经济贸易学院, 北京 100029)

摘要: 本文利用中国小微企业调查数据,从税收和融资约束两个角度考察了小微企业融资租赁交易的动因。实证结果表明,国外经典的“税率差别理论”和节税动因均不能有效解释我国小微企业的融资租赁交易,小微企业采用融资租赁交易是为了缓解自身融资约束。进一步研究发现,融资约束对小微企业融资租赁交易的影响以企业所处发展阶段、所在地区法治环境优劣为条件。本文提供了小微企业融资租赁交易动因的经验证据,并从丰富金融产品和工具的角度提出解决小微企业融资约束问题的思路。

关键词: 小微企业;融资租赁;融资约束

中图分类号: F832.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2021)05—0159—08

一、引言

小微企业是我国经济活动的重要参与者和就业机会的主要提供者,其融资约束问题也是理论和实务界广泛讨论的热点话题,已有研究从多个角度提出了相应的解决思路 and 对策,包括关系型贷款(李琪和郭建强, 2016)、定向货币政策工具(钱水土和吴卫华, 2020)、政府财税支持(吴莉昀, 2019)、信用基础设施建设(齐结斌, 2020)、发展互联网金融(刘满风和赵珑, 2019)和供应链金融(彭伟明和邹辉霞, 2013)新型金融业态、金融科技(梁洪和张晓玫, 2020)等。受疫情影响,小微企业经营受到重创,面临严重的现金流压力,这进一步增加了解决小微企业融资约束的现实难度。而融资租赁兼具融资和融物属性,作为一种新型中长期金融工具,与实体经济联系紧密,其本身的合约特性有益于解决小微企业融资约束的问题。发达国家的市场经验表明,融资租赁是中小企业满足自身设备和技术需求的重要融资途径,能够降低信息不对称产生的融资溢价(杨汀和史燕平, 2018)。另外,国务院也出台了专项政策支持融资租赁业的发展,提出“引导融资租赁企业服务实体经济发展、中小微企业创业创新、产业转型升级和产能转移等”^①,以促进融资租赁更好地发挥经济功能。

随着融资租赁市场的快速发展,国内学者们结合我国的制度背景研究了企业融资租赁交易的动因,取得了一定的研究成果。崔佳宁和史燕平(2014)利用我国上市公司的经验数据研究发现,融资租赁在我国信贷资源稀缺背景下成为企业获取融资的重要途径。周凯和史燕平(2016)采用我国31个省份数据研究发现,我国融资租赁业的快速增长是由社会融资需求推动的,而非设备投资需求。马文杰和丁剑平(2015)认为相比国外租赁业发达国家,我国融资租赁市场的显著特征是以售后回租的形式为主,上市公司应用租赁融资的经验证据表明融资约束不能解释我国企业租赁融资的动因,企业采用售后回租交易目的是为了增加企业的财务灵活性。杨汀(2019)深入且全面地分析了我国上市企业利用售后回租融资的动机和后果,分别从规避去产能政策视角、缓解投融资期限错配视角、债务治理效应视角三个方面进行了实证研究,将产能过剩、企业“短贷长投”、国有企业预算软约束等体现我国特色的实践性问题纳入企业应用售后回租交易的理论解释。刘畅和张姗姗(2019)关注上市企业在旧的租赁会计准则“两租”分离的模式下构造经营合同进行表外融资的动机,研究发现大型会计师事务所为了争取客户而帮助客户构造经营租赁合同进行表外融资,并且当企业聘请的事务所由小型变更为大型后显著提升了企业经营租赁的比重,这体现了我国审计行业诉讼风险较低的现实背景下企业对租赁合同的选择。

收稿日期: 2020—10—15

作者简介: 杨文涛,对外经济贸易大学国际经济贸易学院博士研究生,研究方向:公司金融、融资租赁;史燕平,博士,对外经济贸易大学国际经济贸易学院教授,博士研究生导师,研究方向:公司金融、金融市场。

^① 摘自《国务院办公厅关于加快融资租赁业发展的指导意见》(国办发[2015]68号)。

基于融资租赁交易信息披露的可得性,国内相关实证研究主要以上市公司为研究对象,包括主板企业、中小板企业,而这些企业具有一定的“挑选性”(存在上市准入条件),并不能反映我国企业经营实践特征的全貌,特别是难以代表市场主体众多的小微企业群体。本文将以小微企业为对象研究其融资租赁交易的动因,借助中国小微企业调查(China micro and small enterprise survey, CMES)实现数据维度的创新,以期对融资租赁交易动因的研究提供新的经验证据。

二、文献回顾与研究假设

(一) 税收因素与企业融资租赁交易

1. 税率差别理论

由于融资租赁方式下的租金与企业贷款方式下的利息、折旧构成了税盾方面的差异, Myers et al (1976) 首先开始关注税收这一市场不完全因素,并逐步发展成为解释企业融资租赁交易的“税率差别理论”。即在融资租赁交易下,面临低税率的承租人将税盾转移给面临较高税率或应税能力较强的出租人并同时获得租金减免,双方都能够得到好处,并且在一国税法允许税收损失向后结转的规定下,即使交易双方面临相同的税率,租赁合同仍然能够为交易双方实现税收上的优势(Heaton, 1986)。企业的税收情况和财务决策具有内生关系, Graham et al (1998) 利用测算的企业边际税率实证研究了企业面临的税率对租赁及贷款融资的影响,研究发现企业面临的税率与经营性租赁融资存在负向关系,而企业面临的税率与贷款融资存在正向关系。

国外的“税率差别理论”认为租赁交易是一种税收套利工具,出租人的收益来自对自身应税能力的有效利用。当承租人亏损或无足够的应税收入用来扣除资产折旧时,租赁交易安排能够实现该税收扣除由出租人享受,这主要依赖于租赁交易的核心要素是租赁物,并且租赁交易实现了资产所有权和使用权的分离,能够允许资源禀赋相异的交易双方将与资产所有权有关的利益、成本、风险等要素通过合约条款进行组合配置(Granof, 1984)。基于上述分析,本文提出以下假设:

在其他条件相同的情况下,发生亏损或实际承担税负较轻的小微企业更倾向于采用融资租赁融资(H1a)。

2. 节税动因

一些学者关注到融资租赁交易在特定的税收政策下具有节税效应。Moyer (1975) 认为投资税收抵免(investment credit tax, ITC)政策对企业租赁融资决策具有重要影响,并揭示了投资抵免与租赁融资相关联的基础是资产投资。Bierman (1988) 考察了美国1986年税收改革开始实施的“替代最低税”(alternative minimum tax, AMT)对企业租赁还是购买资产的影响,研究发现由于按照该税收条款,企业资产折旧的税务减免有一定限额,而企业采用租赁的方式虽然无法计提折旧但可以从债务中进行扣除。因此该税收政策在一定条件下促使企业选择租赁融资。

有形动产租赁服务是我国“营改增”改革过程中的第一批试点行业,在“营改增”实施前,融资租赁企业须按差额缴纳营业税,无法向承租企业开具增值税发票,故承租企业通过融资租赁方式引进新设备时存在增值税抵扣链条断裂的问题。在“营改增”实施后,融资租赁企业设备直租业务改为缴纳增值税,每期收取的租金收入可以开具增值税发票供承租企业抵扣,而银行提供贷款服务收取的利息不允许企业抵扣。因此,“营改增”改革降低了设备直接租赁的税收成本,使得小微企业通过融资租赁方式引进新设备的交易成本降低并能够实现一定的节税目的:承租企业将新设备价款的进项税额分摊到各个租赁期,相比一次性抵扣销项税额,可以实现相对持续地降低税收负担(毛捷等, 2020);相比银行贷款方式,企业通过租赁融资所包含的利息也能够实现抵扣。基于上述分析,本文提出以下假设:

在其他条件相同的情况下,小微企业出于节税目的更倾向于采用融资租赁融资(H1b)。

(二) 融资约束与企业融资租赁交易

针对企业的融资租赁交易,一些学者基于金融合约理论从融资约束的角度进行了考察和解释。Slotty (2009) 以德国中小企业为样本,实证研究发现具有财务约束的企业应用租赁融资的比重越高。Li et al (2016) 以我国深市中小板335家企业为样本,实证研究发现企业有形资产比重越低则应用租赁融资程度越

高,这表明租赁能够增加抵押品不足企业的外部融资可得性,减轻企业设备投资时一次性资金支付的压力。Zhang(2012)以美国上市公司为样本的实证研究表明,租赁融资的优势对于经营环境不确定性和融资约束程度较高的企业更有吸引力。

融资租赁交易分期收取租金,设备相关的运输、安装、保险等费用也能够纳入融资范围,有利于降低企业一次性大额支付设备价款的资金压力。从债务合约的特性来看,融资租赁与设备资产紧密联系,以融物的形式进行融资,资金用途相对明晰,有利于降低资产替代风险,降低债权人的监督成本。融资租赁交易下由出租人享有设备资产的所有权,在法律保护效力方面高于无担保债权和其他类型的担保债权,承租人信用违约时出租人具有取回租赁物的权利(史燕平和杨文涛,2020)。因此,融资租赁有利于降低小微企业因信息不对称产生的融资溢价,提高小微企业的外部融资可得性。此外,融资租赁企业相较于银行等金融机构在设备资产运营、管理、处置等方面具有比较优势,能够结合承租企业的经营状况设计灵活的租金偿还方案,更好地满足小微企业的融资需求。基于上述分析,本文提出以下假设:

在其他条件相同的情况下,存在融资约束的小微企业更倾向于采用融资租赁融资(H2)。

三、研究设计

(一)数据来源与样本筛选

本文实证研究的样本来源于中国家庭金融调查与研究中心(西南财经大学)提供的中国小微企业调查(CMES)数据库,2015年中国家庭金融调查与研究中心针对全国具有独立法人资格的小型企业、微型企业和家庭作坊式企业进行大型抽样调查,覆盖28个省(自治区、直辖市)^②,样本规模为5497家。调查问卷涉及企业基本信息、人力资源管理、研发与创新、融资与财务、税费缴纳等多个维度的信息,为本文研究提供了较好的支持。

本文在样本筛选时做了如下处理:删除经营状态异常的企业样本;删除2015年刚成立的企业样本;由于所属金融行业的企业经营特征有别于一般企业,予以删除;删除主要变量数据缺失的企业样本。经过上述筛选过程,最终得到2245个初始样本观测值。

(二)变量定义

本文主要依据小微企业调查问卷中的问题设置进行相关变量定义(具体变量定义方式及问卷题号对应见表1),其中被解释变量为企业是否采用融资租赁融资(*Lease*)。基于税收因素、融资约束因素对企业融资租赁决策影响的理论分析,本文分别设置对应的解释变量:为检验“税率差别理论”的理论阐释,设置是否发生亏损结转(*Taxloss*)^③和税收负担程度(*Taxburden*,根据G1001的调查选项结果“1非常轻、2较轻、3一般、4较重、5非常重”分别赋值1~5)两个变量;为检验节税动因,设置是否有合理避税需求变量(*Taxavoid*,根据G4008a的调查选项结果,若企业需要合理避税服务则令*Taxavoid*取值为1,否则为0);为检验融资约束动因,设置是否存在融资约束变量(*Finconstrain*,根据E1046的调查选项结果,若企业需要从亲戚朋友、民间金融组织等非银行类渠道借款则令*Finconstrain*取值为1,不需要则令*Finconstrain*取值为0)。

此外,本文参考Eisfeldt和Rampini(2009)、Li et al(2016)研究企业融资租赁决策影响因素的研究,选择企业规模(*Employees*)^④、实际经营年限*Age*、现金流量(*Cashflow*)、商业信用融资(*Fintrade*)(若企业有收到客户预付款则取值为1,没有则取值为0)、财务制度是否健全(*Finregulation*)(若企业有成文的财务管理制度则取值为1,没有则取值为0)作为控制变量(*Controls*),并同时控制组织形式(*Organdummy*)^⑤、所有者属性(*Ownerdummy*)^⑥、行业属性(*Industrydummy*)等虚拟变量。为避免极端值的影响,本文对连续型变量均进行1%和99%的缩尾处理。

② 未包含青海省、新疆维吾尔自治区、西藏自治区和港澳台地区。

③ 当所得税法允许企业进行亏损结转弥补且企业实际发生亏损时,企业无法享受资产等折旧税前扣除的利益,因而更倾向于采用租赁交易进行资产使用,让渡该租赁标的物折旧的税收利益而获取租金降低的好处。

④ 样本数据中资产总额数据缺失情况较为严重,故采用员工数量来作为企业规模的代理变量。

⑤ 问卷选项内容:1独资企业;2合伙企业;3有限责任公司;4股份公司;5农民专业合作社;6其他。

⑥ 问卷选项内容:1国有/国有控股;2集体/集体控股;3私营/私人(不含外资);4外商独资;5港澳台独资;6中外合资;7其他。

表 1 变量名称及定义

变量类别	变量名称	符号	变量定义	问卷号对应
被解释变量	是否采用融资租赁	<i>Lease</i>	若企业有融资租赁固定资产则取值为 1, 无则取值为 0	F3001
解释变量	是否发生亏损结转	<i>Taxloss</i>	若 2014 年企业亏损则取值为 1, 盈利或持平则取值为 0	F4002
	税收负担程度	<i>Taxburden</i>	按照调查选项“1 非常轻、2 较轻、3 一般、4 较重、5 非常重”分别赋值 1~5	G1001
	是否有合理避税需求	<i>Taxavoid</i>	若企业需要合理避税服务则取值为 1, 否则为 0	G4008a
	是否存在融资约束	<i>Finconstrain</i>	若企业需要从亲戚朋友、民间金融组织等非银行类渠道借款则取值为 1, 不需要则取值为 0	E1046
控制变量	企业规模	<i>Employees</i>	企业员工数量的自然对数	C1002
	实际经营年限	<i>Age</i>	2015 减去实际经营开始年份	A1006
	现金流量	<i>Cashflow</i>	(1+日均流动资金)取自然对数	F2001
	商业信用融资	<i>Fintrade</i>	若企业有收到客户预付款则取值为 1, 没有则取值为 0	F2009
	财务制度是否健全	<i>Finregulation</i>	若企业有成文的财务管理制度则取值为 1, 没有则取值为 0	F1007
	组织形式虚拟变量	<i>Organdummy</i>	按各选项分别生成虚拟变量	A1013
	所有者性质虚拟变量	<i>Ownerdummy</i>	按各选项分别生成虚拟变量	A1014
	行业虚拟变量	<i>Industrydummy</i>	按各选项分别生成虚拟变量	A1005

(三)模型设定

由于被解释变量为二元离散变量,本文采用 Logit 模型进行回归。同时为控制截面数据存在的异方差影响,本文在进行参数估计时采用异方差调整后的稳健标准误。在实证检验过程中,首先将各个解释变量单独进行回归,最后将所有解释变量统一放到模型中进行回归。

针对企业融资租赁选择概率的估计模型为

$$Lease_i = \Phi(\alpha_0 + \beta X_i + \gamma Controls_i + Organdummy + Ownerdummy + Industrydummy + \varepsilon_{1i}) \quad (1)$$

经过变换后得到二元选择 Logit 模型:

$$Logit(Lease_i) = \alpha_0 + \beta X_i \times Controls_i + Organdummy + Ownerdummy + Industrydummy + \varepsilon_{2i} \quad (2)$$

其中: i 表示企业; $Lease_i$ 表示企业*i*是否采用融资租赁交易; X_i 表示 *Taxloss*、*Taxburden*、*Taxavoid*、*Finconstrain* 等解释变量; $Controls_i$ 表示模型的控制变量; β 和 γ 分别表示解释变量和控制变量的回归系数; α_0 表示模型的截距项; ε_{1i} 和 ε_{2i} 表示残差项。

四、实证分析

(一)描述性统计

表 2 列示了各主要变量的描述性统计情况,也反映了所调查小微企业的实际经营状况。*Lease* 的均值为 0.04,表明样本中有 4% 的小微企业采用融资租赁进行融资。税收方面,样本中约 17.1% 的小微企业在 2014 年处于亏损状态,约 40.4% 的小微企业具有合理避税需求。融资方面,约 8.4% 的小微企业未能从银行类渠道取得借款,而需要借助亲戚朋友、民间金融组织等渠道;商业信用是小微企业资金应用的重要来源之一,约 37.7% 的企业能够取得客户的预付款。约 66% 的样本企业具有成文的财务管理制度,但样本企业的实际经营年限差异较大,最小的仅为 1 年,最大的为 35 年,约有一半的企业实际经营年限不超过 7 年。

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Lease</i>	2245	0.040	0.000	0.195	0.000	1.000
<i>Taxloss</i>	2245	0.171	0.000	0.376	0.000	1.000
<i>Taxburden</i>	2245	3.198	3.000	1.067	1.000	5.000
<i>Taxavoid</i>	2245	0.404	0.000	0.491	0.000	1.000
<i>Finconstrain</i>	2245	0.084	0.000	0.278	0.000	1.000
<i>Employees</i>	2245	2.572	2.485	1.233	0.000	5.991
<i>Age</i>	2245	8.436	7.000	6.938	1.000	35.000
<i>Cashflow</i>	2245	9.158	9.210	2.931	0.000	15.202
<i>Fintrade</i>	2245	0.377	0.000	0.485	0.000	1.000
<i>Finregulation</i>	2245	0.660	1.000	0.474	0.000	1.000

(二)基本回归结果

本文计算了所有变量的皮尔森相关系数,最大值为 0.39。因此不存在多重共线性问题。表 3 列示了采用式(2)进行 Logit 回归的结果,其中模型(1)~模型(4)为各个解释变量分别对被解释变量进行回归,模型(5)~模型(7)为同时加入单个税收因素解释变量(*Taxloss*、*Taxburden*、*Taxavoid*)、融资约束解释变量(*Finconstrain*)进行回归,模型(8)为同时加入所有解释变量进行回归。

第(1)~(4)列的结果显示,反映税收因素的 *Taxloss*、*Taxburden*、*Taxavoid* 均未通过检验,而反映企业融资约束状况的 *Finconstrain* 在 1% 的置信水平上显著为正,这表明存在融资约束的小微企业更倾向于采用融资租赁进行融资。第(5)~(8)列的结果显示,在同时控制了税收因素的影响下, *Finconstrain* 均在 1% 的置信水平上显著为正, *Taxloss* 虽然在 10% 的置信水平上通过检验,但符号与“税率差别理论”的阐述相反。由于 Logit 为非线性模型,其系数本身不具有线性回归模型系数的相同含义。因此本文进一步计算了第(8)列 *Finconstrain* 变量的平均边际效应为 0.04,即在其他条件相同的情况下,研究样本中存在融资约束的企业(相比不存在融资约束的企业)选择融资租赁融资的概率增加约 4%。另外在所有模型中,控制变量 *Cashflow* 均在 5% 的置信水平上显著为正,即企业现金流量越大则应用融资租赁融资的概率越大,这也反映了融资租赁的资产融资属性,相较于银行信贷风险控制的抵押担保等手段,融资租赁风险评估和控制更侧重以资产产生的现金流为基础。

综上,“税率差别理论”和节税动因均不能有效解释小微企业的融资租赁决策(H1a 和 H1b 不成立),而融资约束动因能够有效解释小微企业的融资租赁决策(H2 成立)。

表 3 基本回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>	<i>Lease</i>
<i>Taxloss</i>	-0.530(-1.52)	—	—	—	-0.622*(-1.74)	—	—	-0.625*(-1.75)
<i>Taxburden</i>	—	-0.007(-0.05)	—	—	—	-0.026(-0.21)	—	-0.036(-0.29)
<i>Taxavoid</i>	—	—	0.287(1.31)	—	—	—	0.222(1.02)	0.244(1.12)
<i>Finconstrain</i>	—	—	—	0.946*** (3.04)	1.012*** (3.22)	0.951*** (3.04)	0.905*** (2.93)	0.972*** (3.11)
<i>Employees</i>	0.148(1.32)	0.155(1.39)	0.155(1.38)	0.175(1.59)	0.168(1.51)	0.177(1.59)	0.176(1.58)	0.171(1.52)
<i>Age</i>	-0.029(-1.47)	-0.027(-1.38)	-0.026(-1.35)	-0.023(-1.24)	-0.026(-1.34)	-0.023(-1.23)	-0.023(-1.23)	-0.025(-1.31)
<i>Cashflow</i>	0.121** (2.07)	0.126** (2.16)	0.123** (2.11)	0.119** (2.09)	0.114** (2.00)	0.120** (2.10)	0.117** (2.05)	0.112** (1.97)
<i>Fintrade</i>	0.307(1.35)	0.321(1.40)	0.311(1.35)	0.332(1.45)	0.318(1.40)	0.332(1.45)	0.325(1.42)	0.311(1.37)
<i>Finregulation</i>	-0.392(-1.55)	-0.396(-1.58)	-0.398(-1.56)	-0.392(-1.53)	-0.388(-1.52)	-0.387(-1.53)	-0.394(-1.54)	-0.387(-1.53)
常数项	-4.987***(-4.42)	-5.116***(-4.29)	-5.232***(-4.64)	-5.294***(-4.64)	-5.149***(-4.53)	-5.228***(-4.37)	-5.358***(-4.70)	-5.131***(-4.31)
组织形式	是	是	是	是	是	是	是	是
所有制性质	是	是	是	是	是	是	是	是
行业属性	是	是	是	是	是	是	是	是
Pseudo R ²	0.053	0.050	0.052	0.060	0.064	0.060	0.061	0.066
H-L 拟合优度检验(p 值)	0.537	0.697	0.524	0.124	0.996	0.049	0.887	0.532
样本量	2125	2125	2125	2125	2125	2125	2125	2125

注:括号内为经异方差稳健标准估计的 *t* 统计值;***、**、* 分别表示参数估计值在 1%、5%、10% 的置信水平上显著;样本量相比 2245 减少,是由于控制组织形式、所有制性质、行业属性等虚拟变量时,某些分类条件下被解释变量无变异而被当作缺失值。

(三) 异质性检验

为了增进对融资约束影响小微企业融资租赁交易边界条件的认识,本文进一步考察两者的关系是否受企业发展阶段和所处地区法治环境两个横截面差异的影响。

本文首先以样本企业的实际经营年限作为表征企业发展阶段的指标,根据实际经营年限的中位数分成两组,高于样本中位数的企业样本定义为相对成熟阶段,低于样本中位数的企业样本定义为初创成长阶段,然后进行分组回归,结果见表 4 中第(1)~(4)列。回归结果显示,反映企业融资约束状况的 *Finconstrain* 在初创成长阶段的样本中显著为正,而在相对成熟阶段的样本中未通过检验,这表明相比相对成熟阶段的小微企业,初创成长阶段的小微企业是由于存在融资约束而采用融资租赁融资。该结论与王振山等(2020)研究企业生命周期与融资成本的观点相一致:处于初创阶段的小微企业信用记录和可提供的抵押品较少,难以从银行信贷渠道获得融资,随着企业规模、盈利水平增加及经营风险降低,企业同银行等信息不对称程度降低而缓解了自身的融资约束,将更多地从银行信贷渠道进行融资。

本文参照王小鲁等(2019)公布的“市场中介组织的发育和法治环境排序”来衡量小微企业所在地的法治环境优劣,根据 2015 年的省份排序将小微企业样本分为两组:法治环境排序前位地区和法治环境排序后位地区,然后进行分组回归,结果见表 4 的第(5)~(8)列。回归结果显示,反映企业融资约束状况的 *Finconstrain* 在法治环境排序前位地区的样本中显著为正,而在法治环境排序后位地区的样本中未通过检验,这表明融资约束对小微企业融资租赁决策的影响以企业所在地的法治环境优劣为条件,当出租人享有租赁物的所有权、承租人违约时取回租赁物的权利等予以保障时,融资租赁才能有效发挥缓解小微企业融资约束的作用。

表 4 异质性检验结果

变量	企业所处发展阶段				企业所处地区法治环境排序			
	初创成长阶段		相对成熟阶段		法治环境排序前位地区		法治环境排序后位地区	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease
Taxloss	—	-1.025**(-2.05)	—	-0.256(-0.46)	—	-0.469(-1.16)	—	-1.447**(-1.97)
Taxburden	—	-0.153(-0.89)	—	0.052(0.28)	—	-0.067(-0.42)	—	-0.104(-0.54)
Taxavoid	—	0.812** (2.55)	—	-0.311(-0.92)	—	0.292(1.14)	—	0.251(0.55)
Finconstrain	1.363*** (3.27)	1.335*** (3.05)	0.175(0.30)	0.276(0.46)	1.290*** (3.68)	1.296*** (3.64)	-0.126(-0.15)	-0.033(-0.04)
Employees	0.185(1.50)	0.183(1.37)	0.225(1.23)	0.216(1.19)	0.246*(1.90)	0.252*(1.88)	0.018(0.07)	0.013(0.05)
Age	-0.045(-0.47)	-0.063(-0.63)	-0.014(-0.50)	-0.014(-0.50)	-0.044**(-2.04)	-0.047**(-2.08)	0.036(0.98)	0.036(1.00)
Cashflow	0.087(1.22)	0.068(0.96)	0.127(1.38)	0.127(1.37)	0.114(1.63)	0.108(1.54)	0.096(1.03)	0.075(0.76)
Fintrade	0.140(0.45)	0.097(0.30)	0.601*(1.74)	0.597*(1.74)	0.126(0.48)	0.106(0.40)	1.130** (2.23)	1.105** (2.18)
Finregulation	-0.488(-1.46)	-0.478(-1.43)	-0.310(-0.74)	-0.303(-0.72)	-0.317(-1.03)	-0.316(-1.03)	-0.655(-1.31)	-0.665(-1.33)
常数项	-17.985*** (-13.18)	-17.524*** (-11.06)	-5.291*** (-4.24)	-5.365*** (-4.10)	-17.696*** (-20.66)	-17.432*** (-16.80)	-3.453* (-1.94)	-2.956 (-1.44)
组织形式	是	是	是	是	是	是	是	是
所有制性质	是	是	是	是	是	是	是	是
行业属性	是	是	是	是	是	是	是	是
Pseudo R ²	0.087	0.116	0.070	0.073	0.078	0.083	0.108	0.124
H-L 拟合优度 检验(p 值)	0.041	0.030	0.102	0.013	0.675	0.085	0.000	0.000
样本量	919	919	1110	1110	1517	1517	418	418

注:括号内为经异方差稳健标准误估计的 t 统计值;***、**、*分别表示参数估计值在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

(四) 稳健性检验

为进一步保证本文研究结论的可靠性,本文进行了以下额外检验,回归结果见表 5。第一,采用 Probit 模型重新进行回归;第二,为了进一步控制截面数据中同一行业潜在的组内相关问题,对回归系数的标准误在行业层面上进行聚类(cluster)处理;第三,为了避免各省份经济形势和地方金融发展差异性的干扰影响,本文在基准回归的基础上加入省份虚拟变量进行控制;第四,样本描述性统计显示,仅有 4% 的小微企业采用融资租赁进行融资,本文借鉴陈强(2014)针对二值选择模型中稀有事件偏差的校正方法,分别采用偏差修正估计、补对数-对数模型进行校正。以上稳健性检验的结果均与前文分析结果基本一致。

表 5 稳健性检验

变量	Probit 回归		改变估计标准误		控制省份虚拟变量		偏差修正估计	补对数-对数 模型
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease	Lease
Taxloss	—	-0.269*(-1.73)	—	-0.625(-1.52)	—	-0.608*(-1.68)	-0.582(-1.61)	-0.604*(-1.72)
Taxburden	—	-0.018(-0.32)	—	-0.036(-0.19)	—	-0.015(-0.12)	0.022(0.21)	-0.031(-0.26)
Taxavoid	—	0.105(1.06)	—	0.244(1.12)	—	0.270(1.17)	0.315(1.46)	0.24(1.14)
Finconstrain	0.450*** (2.94)	0.456*** (2.96)	0.946*** (3.81)	0.972*** (3.87)	0.875** (2.48)	0.890** (2.51)	0.768*** (2.56)	0.943*** (3.17)
Employees	0.087*(1.70)	0.083(1.60)	0.175** (2.04)	0.171*(1.88)	0.143(1.23)	0.145(1.21)	0.103(1.05)	0.159(1.47)
Age	-0.010(-1.25)	-0.011(-1.29)	-0.023*(-1.73)	-0.025*(-1.80)	-0.023(-1.24)	-0.024(-1.30)	-0.03(-1.60)	-0.024(-1.31)
Cashflow	0.051** (2.09)	0.047*(1.93)	0.119** (2.24)	0.112** (2.17)	0.129** (2.21)	0.120** (2.05)	0.087*(1.78)	0.112** (2.00)
Fintrade	0.153(1.48)	0.142(1.38)	0.332(1.33)	0.311(1.23)	0.287(1.19)	0.256(1.07)	0.351(1.56)	0.294(1.33)
Finregulation	-0.181(-1.57)	-0.175(-1.52)	-0.392**(-1.97)	-0.387**(-2.05)	-0.435*(-1.66)	-0.426(-1.64)	-0.337(-1.43)	-0.373(-1.53)
常数项	-2.672***(-5.81)	-2.599***(-5.33)	-5.294***(-4.20)	-5.131***(-3.93)	-6.501***(-5.48)	-6.387***(-5.11)	-4.162***(-7.42)	-5.144***(-4.37)
组织形式	是	是	是	是	是	是	否	是
所有制性质	是	是	是	是	是	是	否	是
行业属性	是	是	是	是	是	是	否	是
所在省份	否	否	否	否	是	是	否	否
Pseudo R ²	0.059	0.064	0.060	0.067	0.116	0.122		
H-L 拟合优度 检验(p 值)	0.332	0.971	0.124	0.532	0.820	0.081		
样本量	2125	2125	2125	2125	2066	2066	2245	2125

注:第(3)和第(4)列小括号内为聚类到行业层面标准误估计的 t 统计值;第(7)列小括号内为正常 t 统计值;其余各列小括号内仍为经异方差稳健标准误估计的 t 统计值;***、**、*分别表示参数估计值在 1%、5%、10% 的置信水平上显著。

五、结论与启示

本文利用中国小微企业调查数据考察了小微企业融资租赁交易的动因,实证结果表明国外经典的“税率差别理论”和节税动因不能有效解释我国小微企业的融资租赁交易,而存在融资约束的小微企业更倾向于采用融资租赁交易融资。进一步分样本回归的结果显示,融资约束对小微企业融资租赁交易的影响以企业所处发展阶段、所在地区法治环境优劣为条件,对于处在初创成长阶段和所在地区法治环境较优的小微企业,融资租赁缓解其融资约束的作用更显著。

融资租赁金融工具的核心特征是基于资产的融资,其金融合约特性包含了融物的价值功能,能够针对小微企业信用记录不足、可抵押物较少等问题发挥自身的功能:缓解设备投资一次性资金支付的压力、提高信用等级较低企业的外部融资可得性,降低因信息不对称产生的融资成本溢价。金融供给侧改革的目的是提高我国金融体系承担不同类型风险的能力,满足不同特征主体的资金需求,实现金融机构的多元化、多层次化。增强融资租赁机构服务小微企业的能力,发挥融资租赁作为“毛细血管”向小微企业输送金融资源的功能,应是我国金融供给侧改革的题中之义。疫情防控和经济恢复是我国当前面临的重要任务,政府也在积极开展金融纾困小微企业的工作,融资租赁企业如何发挥自身的专业化优势来创新租赁业务模式,设计符合小微企业实际融资需求的金融产品,这应当是融资租赁企业开拓业务的重要方向。

参考文献

- [1] 陈强, 2014. 高级计量经济学及 Stata 应用[M]. 2 版. 北京: 高等教育出版社.
- [2] 崔佳宁, 史燕平, 2014. 我国融资租赁交易动因——来自上市公司的经验证据[J]. 技术经济, 33(4): 123-130.
- [3] 李琪, 郭建强, 2016. 软信息生产、关系型信贷与小微企业融资解困研究——基于山东省威海市的调研数据[J]. 现代管理科学(1): 43-45.
- [4] 梁洪, 张晓玫, 2020. 区块链与银行的融合能否破解中小企业融资困境?[J]. 当代经济管理, 42(5): 91-97.
- [5] 刘畅, 张姗姗, 2019. 审计师选择与企业租赁合同安排[J]. 审计研究(2): 100-107.
- [6] 刘满凤, 赵珑, 2019. 互联网金融视角下小微企业融资约束问题的破解[J]. 管理评论, 31(3): 39-49.
- [7] 马文杰, 丁剑平, 2015. 企业融资租赁动机: 融资约束还是财务灵活性?[EB/OL]-[2020-10-01]. <http://www.erj.cn/cn/gzlw.aspx?m=20100921113738390893>.
- [8] 毛捷, 曹婧, 杨晨曦, 2020. 营改增对企业创新行为的影响——机制分析与实证检验[J]. 税务研究(7): 12-19.
- [9] 彭伟明, 邹辉霞, 2013. 基于供应链融资理论的中小企业“融资邮局”模型研究[J]. 技术经济, 32(5): 97-101, 120.
- [10] 齐结斌, 2020. 中小企业融资可得性的国际比较及影响因素分析[J]. 上海金融(6): 2-10.
- [11] 钱水土, 吴卫华, 2020. 信用环境、定向降准与小微企业信贷融资——基于合成控制法的经验研究[J]. 财贸经济, 41(2): 99-114.
- [12] 史燕平, 杨文涛, 2020. 装备制造企业生产效率与融资租赁决策——基于融资约束视角[J]. 工业技术经济(3): 65-74.
- [13] 王小鲁, 樊纲, 胡李鹏, 2019. 中国分省份市场化指数报告(2018)[M]. 北京: 社会科学文献出版社.
- [14] 王振山, 刘艳, 赵灵燕, 2020. 我国中小企业生命周期与融资成本——基于年龄-时期-队列模型[J]. 上海金融(7): 12-22.
- [15] 吴莉昀, 2019. 政府补助与中小企业融资约束——异质性作用结果与机制研究[J]. 商业研究(8): 14-24.
- [16] 杨汀, 2019. 论承租人视角下中国融资租赁业脱离本源现象[D]. 北京: 对外经济贸易大学.
- [17] 杨汀, 史燕平, 2018. 利用融资租赁破解中小企业融资难题——来自欧洲的经验[J]. 新金融(8): 54-57.
- [18] 周凯, 史燕平, 2016. 我国融资租赁业快速发展的驱动因素研究——基于设备投资与融资需求视角的分析[J]. 上海经济研究(9): 64-72.
- [19] BIERMAN H, 1988. Buy versus lease with an alternative minimum tax[J]. Financial Management, 17(4): 87-91.
- [20] EISFELDT A L, RAMPINI A A, 2009. Leasing, ability to repossess, and debt capacity[J]. Review of Financial Studies, 22(4): 1621-1657.
- [21] GRAHAM J R, LEMMON M L, SCHALLHEIM J S, 1998. Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status[J]. The Journal of Finance, 53(1): 131-162.
- [22] GRANOF M H, 1984. Tax exempt leasing: A framework for analysis[J]. Public Administration Review, 44(3): 232-240.
- [23] HEATON H, 1986. Corporate taxation and leasing[J]. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21(3): 351-359.
- [24] LI T X, KARIM R, MUNIR Q, 2016. The determinants of leasing decisions: An empirical analysis from Chinese listed SMEs[J]. Managerial Finance, 42(8): 763-780.
- [25] MOYER R C, 1975. Lease evaluation and the investment tax credit: A framework for analysis[J]. Financial Management, 4

- (2): 39-42.
- [26] MYERS S C, DILL D A, BAUTISTA A J, 1976. Valuation of financial lease contracts[J]. The Journal of Finance, 31(3): 799-819.
- [27] SLOTTY C F, 2009. Financial constraints and the decision to lease: Evidence from German SME[J/OL]. Social Science Electronic Publishing, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1216582>.
- [28] ZHANG N, 2012. Leasing, uncertainty, and financial constraint[J/OL]. Social Science Electronic Publishing, DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2020162>.

The Motivation of Small and Micro Enterprises' Financial Leasing Transactions: Evidence from China Micro and Small Enterprise Survey

Yang Wentao, Shi Yanping

(School of International Trade and Economics, University of International Business and Economics, Beijing 100029, China)

Abstract: Based on the data of China Micro and Small Enterprise Survey, the motivations of small and micro enterprises' financial leasing transactions are explored from the perspective of tax and financing constraint. The empirical results show that both the classic foreign "tax rate difference theory" and tax-saving incentives cannot effectively explain the financial leasing transactions of Chinese small and micro enterprises. The aim of small and micro enterprises' financial leasing transactions is to ease their financing constraints. Further research finds that the influence of financing constraints on small and micro enterprises' financial leasing transactions depends on the development stage of the enterprise and the condition of the legal environment in the region. These conclusions provide empirical evidence of the motivation of small and micro enterprises' financial leasing transactions, and propose insights for easing small and micro enterprises' financing constraints from the perspective of enriching financial products and tools.

Keywords: small and micro enterprises; financial leasing; financing constraint