

关系型融资研究新进展*

胡志浩 李 勃

摘要:关系型融资可视为出资者通过与融资方保持长期互动,不断收集并利用私有信息,以此平滑租金分配的一种融资行为。其在缓解信息不对称,降低企业融资约束,熨平经济波动等方面发挥着积极作用。但是,关系型融资也存在两方面成本:一方面,对于借款人而言,存在被“锁定”在该关系内的威胁;另一方面,对于贷款人而言,则可能出现“软预算约束”问题。本文总结了国内外近十余年来关于关系型融资的主要文献。首先,分别从融资者和贷款人的角度考察关系型融资所能带来的价值;其次,分析关系强度对于关系型融资的影响;第三,分析金融中介组织结构与关系型融资的关系;第四,分析关系型融资面临来自银行体系内部和资本市场两种竞争时的表现,以及监管变化对关系型融资的冲击;第五,分析金融科技发展对关系型融资的影响;最后,在总结前述研究的基础上,还归纳了一些对于中国关系型融资实践的探讨,以期为进一步的研究提供方向。

关键词:关系型融资 融资约束 中小企业 关系 金融科技

学术界对关系型融资(*relationship-lending*)尚未有统一定义。Aoki & Dinc(1997)曾给出一个相对完备的定义:关系型融资是这样一种融资形式,出资者在一系列难以合约化的状态下(*uncontractible states*),通过向融资人提供额外融资以期在将来获得租金,同时把非关系型融资定义为保持距离型融资。Boot(2000)总结关系型融资有两个要点:一是出资者为收集无法公开获取的信息付出成本,且信息始终处于私有或保密状态;二是与贷款人长期存在多种金融产品与服务的业务往来,并在该过程收集信息,通过获得收益作为对信息收集成本的回报。并且,还强调针对关系型融资的研究不应该仅局限于传统商业银行,投资银行、非银行类金融中介机构、私人股权以及债券市场都在关系型融资中扮演着重要角色。

总体而言,关系型融资主要针对一些非上市的中小企业或初创企业,它们信息不透明,通常也没有充足的抵押担保,所以关系型融资便成为其获得资金的重要途径。但现实中关系型融资与保持距离型融资并非简单的非此即彼关系,实践中的融资模式更多的是一个连续变量的概念,即许多融资中既用到了私有信息,又用到了公开信息,融资活动同时具备关系型融资和保持距离型融资的特点。

关系型融资作为一种重要的融资方式,无论是对于借方的企业还是贷方的金融机构,都有着不可替代的价值。对于借方而言,特别是一些中小企业,在其信息不透明,抵押不充足的情况下,关系型融资有助于缓解融资约束、降低融资成本、创造声誉租金、改善经营管理水平以及协助渡过难关等。对于贷方而言,关系型融资可降低信息不对称程度,缓解逆向选择和道德风险问题,带来信息垄断租金、特殊关系租金以及政策诱导性租金等其他方式无法实现的经济价值。不可否认,关系型融资的缺点也是客观存在的,主要体现在借方的“锁定”问题,即由于贷方垄断了借方的私有信息,借方面临高昂的转换成本,故借方很可能被锁定在该关系内,从而贷方可向借方收取信息垄断租金。贷方的“软预算约束”问题是关系型融资的另一个劣势,贷方为配合政府政策或是出于不希望形成坏账

* 胡志浩,中国社会科学院金融研究所、国家金融与发展实验室,邮政编码:100020,电子邮箱:zhihao.hu@nifd.cn;李勃,中国人民大学财政金融学院,邮政编码:100872,电子邮箱:liqing_cufe@126.com。感谢匿名审稿人的修改建议,文责自负。

损失的考虑,向很多效率低下甚至面临清算的企业继续提供贷款,进而可能会使债权人的清算威胁变得不可信,企业反而失去还款激励。

原有的一些针对关系型融资的研究中,学界往往多从金融中介这一视角入手,将注意力更多放在了关系型银行贷款上,认为这种关系型融资就是信贷机构与企业间的长期紧密关系。这一视角虽然没有涵盖全部的关系型融资形式,但对于关系型融资的研究仍具有极大的参考价值,毕竟信贷类中介机构是关系型融资的最主要提供方,且与之相关的研究能够获得相对完备的分析数据。近年来,针对关系型融资的研究仍是大部分集中于此。

本文将从关系型融资的价值、关系强度、金融中介组织结构、监管变化、竞争、金融科技发展与关系型融资的角度,归纳总结国外近十年来的最新研究进展,同时整理相关学者对我国关系型融资实践的探讨。

一、关系型融资的价值

(一) 融资者的视角

从融资者视角来看,关系型融资价值主要体现在通过缓解信息不对称解决融资约束,降低融资成本;通过引入风险资本改善企业的监督管理水平;通过关系延续为企业创造声誉租金,提振股价;通过在危机期间提供优惠条款帮助企业渡过难关,熨平经济波动等多个方面。

第一,关系型融资能够缓解借贷双方的信息不对称问题,有助于中小企业解决在发展过程中所面临的融资约束,降低融资成本,从而提升企业价值。Kirschenmann(2016)研究表明,在关系的发展过程中,信息不对称程度会有所降低,随时间推移信贷配给程度会下降。对于那些信息不透明的公司,从先前的贷款人处融资可以获得更加优惠的贷款条款,抵押要求降低的同时还能获得更多的贷款,并且贷款利率还能获得10~17个基点的优惠(Bharath et al,2009)。一般而言,当企业流动性出现问题时,企业融资一般需要支付溢价,而López-Espinosa et al(2017)研究指出,关系型融资的存在可能会缓解这种溢价。Ivashina et al(2011)研究表明,私募股权公司通过与银行形成的长期关系有助于其获得优惠的贷款条款并进行杠杆收购。此外,在住房抵押贷款市场,开发商与贷款人合作向购买者提供的住房贷款也存在关系型融资特征,这样一来,由于开发商对于抵押品房屋质量有着信息优势,作为联合贷款人,他们会向那些高质量抵押品提供贷款,减少抵押品质量的逆向选择,从而有效降低止赎率,并且相比于那些非联合贷款人,联合贷款人收取的利率更低(Stroebel,2016)。

第二,风险投资是关系型融资的重要组成部分,所以其价值还体现在风险投资家对初创企业所提供的监督管理方面。一方面,对于一些初创的创新企业,它们很多情况是由技术人员萌生想法而创办,这些公司不单单需要资金,更需要有人能在其经营管理过程中提供建议和监督,而通过风险资本这一关系型融资途径筹资恰好能发挥该作用(Sevilir,2010)。另一方面,倘若关系型融资受到了负面冲击,创新性公司数量将会减少,特别是那些小的、信息不透明、更加依赖于关系型融资的企业,将出现大量的创新性人才流失,该结果说明关系型融资会影响到创新活动的水平以及创新性人才的分布(Hombert & Matray,2016),这也从另外一个角度说明关系型融资对于创新性企业具有价值。

第三,在关系型融资中,由于银行等金融机构对企业存在信息优势,进而能更好地发挥监督能力,故通过关系的延续可为公司带来声誉租金,提振股价。关系的延续(如再次贷款公告)表明银行对企业经营以及还款能力表示认可,会有积极的外部效应。Kang et al(2011)利用日本793家公司的数据,检验了银企关系在股票回购公告阶段对股价的影响,研究发现,主银行持有股权比例和收益存在正相关关系,回购会使公司股价获得显著超额收益,这种相关性在控制一些常用解释变量后依旧显著。这表明主银行无论是作为股权还是债权持有者,在公司经营管理过程中起到的重要监督作用为公司带来了声誉租金。值得一提的是辛迪加贷款,Dennis & Mullineaux(2000)、Altunbas et al(2006)认为辛迪加贷款是介于关系型融资与保持距离型融资中的一种,一般牵头行都是与企业经常业务往来关系密切的银行,故其承担起对企业的监督责任,当牵头行在贷款中占比较大时,或者银

行数量较少时,辛迪加贷款更接近于关系型贷款,该公告发布后公司股票会出现正收益。其中,美国超过一半的商业贷款通过辛迪加方式被三大银行^①控制。Ross(2010)研究发现,当辛迪加贷款牵头行是三大行之一时,贷款公告对公司股价提升更明显,特别是借款人信息不透明时,通常这些银行收取更低的利率且很可能不需要抵押担保,该结果意味着牵头银行在监督管理方面有着更好的声誉。

第四,无论是针对整体经济下行期还是企业自身经营困难时期,关系型融资能从数量以及价格上为企业提供更加优惠的贷款条款,有助于其平稳渡过难关。近年来一些学者将目光锁定在危机情况下关系型融资对企业的价值研究。DeYoung et al(2015)认为,危机使得银行的资产价值降低,这容易导致银行缩减信贷,但是对于那些致力于关系型业务的银行来说,即便在危机期间,它们还是会将关系型信贷维持在较高水平,而这将是维护企业现金流与价值稳定的重要手段。Bolton et al(2016)则利用意大利银行在雷曼兄弟倒闭前后的信贷数据,比较了关系型融资与保持距离型融资在经济周期的不同阶段的表现。研究表明,关系型银行收集有关借款人的信息,并在危机中向企业提供贷款,由于关系型银行的运营成本较高,故其经济正常运行时期收取的利率要高于保持距离型融资,但是在出现危机后,它们会继续为公司提供贷款,且利率等条款也比同期市场水平更优惠。因此,他们建议通过发展更多的关系型融资,同时提高关系型银行的缓冲资本,以期通过这种逆周期性行为在一定程度上熨平经济波动。Beck et al(2018)针对欧洲的研究也得出了类似结论,即关系型融资在经济低迷时期反而会明显缓解企业的信贷约束。Berg(2012)研究了在无法预测的冲击时,即发生自然灾害(文中特指火山爆发)情况下,银企关系对信贷需求和信贷可获得性产生的积极影响,研究结果表明,突发自然灾害过后,由于风险加大,企业信贷获得途径会受到限制,而银行与借款人之间的关系可以缓解这种限制,银行更倾向于向更了解的关系企业提供贷款,所以这些关系型借款人在火山爆发前后获得的贷款没有显著差别。Donker et al(2018)同样指出,在企业自身处于财务困境当中时,关系银行的平均贷款利率要低 17~37 个基点,能有效帮助企业渡过难关,提高盈利能力。此外,Schwert(2018)还从银行部门可能遭遇的资本监管冲击入手进行研究发现,在关系型融资中,银行依赖型公司倾向于从一些资本更充足的银行借款。其原因在于,这些公司由于信息不对称,较难在银行部门遭受冲击时从其他渠道获得贷款来弥补这一冲击,故它们尽可能地选择一些资本充足率较高的银行,因为这些银行能更好地应对冲击,以确保企业贷款的可得性。客观上,这种匹配方式有助于熨平资本监管的周期性波动,缓解银行部门的冲击对于实体经济的影响。综上可知,当处于一个信息不对称程度较高的市场上,未来面临不确定冲击时,关系型融资能帮助企业在经济下行时期或是遭遇危机时缓解融资约束以渡过难关,进一步熨平经济波动。

(二) 贷款人的视角

从贷款人的视角来看,关系型融资价值主要体现在贷款人能通过私有信息优势降低贷款违约率;通过垄断力量修改贷款条款获取信息租金;通过关系的持续获取特殊关系租金;通过配合政府政策导向获取政策诱导性租金等。

第一,从信息本身来看,尽管目前硬信息披露不断完善,但是从关系中所获得的软信息能更好地帮助银行预测贷款违约概率,特别是在关系持续时间较长的情况下(Chang et al,2014)。Fiordelisi et al(2013)、Ono et al(2014)、Rosenfeld(2014)分别利用意大利、日本、美国的数据说明关系型融资伴随着更低的贷款违约概率,有助于银行进行贷款风险控制。再比如,在风险投资领域,私有信息价值同等重要,风险投资公司可以通过对创始人之前创建的公司的投资,或者通过参与经营管理等途径获得与创始人相关的重要私有信息。而众所周知,人力资本在公司生产经营的初期是至关重要的,是决定投资成功与否的关键因素。实证研究表明,在每 10 笔风险投资中,就有一笔是重复的关系型融资,在每三个系列创始人中,就有一个与先前合作的风险投资公司存在重复性关系型融资(Bengtsson,2013),这一事实佐证了私有信息对投资决策的重要价值。

^①此处三大银行指摩根大通(J. P. Morgan Chase)、美国银行(Bank of America)和花旗银行(Citigroup)。

第二,金融机构对私有信息的垄断地位是其获取信息租金的又一重要途径。一般认为,一旦关系建立,由于金融机构垄断了关系企业的相关私有信息,该企业就会被锁定在这段关系中,而企业高昂的转换成本便是金融机构垄断信息租金的一大来源。同时,由于关系型融资合同安排具有灵活性,合同条款的重设较为方便,银行可通过其市场垄断力量修改贷款条款,在企业经营状况好转时提高贷款价格以实现成本均摊,达到跨期优化的目的(Boot,2000)。Schenone(2009)巧妙地利用IPO这一信息披露事件进行自然实验,以便观察IPO前后的贷款利率高低。总体来看,IPO之后的贷款平均利率要低于IPO之前,而IPO之前银行的信息优势更明显,所以间接证明了银行会利用信息优势寻租。更有甚者,部分机构为保证其信息垄断地位,在利用私有信息进行信用评级时可能存在恶意操纵,例如降低那些高质量借款人的信用评级以保证银行自身的信息租金,而另一方面又会提高有着多重贷款方的低质量借款人的信用评级,以避免借款人破产导致银行遭受损失(Giannetti et al, 2017)。

第三,关系型融资还可以创造出其他情况下不可能实现的经济价值,其中由贷款人所占有的那部分价值被称为特殊关系租金。这体现在为金融机构带来一系列非息收入以及缓解道德风险进而避免坏账损失两个方面。一方面,关系型融资能给银行等金融机构带来非利息收入,主要源于提供给关系型借款人的非信贷业务以及由该借款人通过其社会或是职业关系给银行所带来的新客户(Santikian,2014)。此外,Hellmann et al(2007)研究指出,银行通过风险投资与企业建立关系也是出于跨期交叉销售目的,希望提高未来向该公司提供相关金融服务的可能性,该风险投资被视作一种策略性投资。另一方面,Rajan(1992)研究指出,为防止银行中断融资引起破产清算,公司管理者必须实施正净现值的投资计划,而这将有效避免融资者的机会主义行为,在一定程度上缓解道德风险问题。此外,相机治理制度的存在也使得银行在企业遭遇危机时干预其经营管理或提供高成本的融资进行救助,避免银行形成不必要的坏账损失(Aoki & Dinc,1997)。

第四,银行还可从关系型融资中攫取政策诱导性租金(Stiglitz,1997),简单来说,就是银行通过配合政府的相关政策执行可获得政府给予的优惠待遇。以日本为例,政府希望银行可以帮扶那些融资困难的中小企业,并且在资金出现困难时,可提供再融资避免企业破产清算。当银行服从其安排后,政府向其发放允许设立分支机构的许可作为奖励,银行便可以吸收更多存款来扩大业务规模,但是这样一来,很多本该清算的无效率企业得以生存,不可避免地产生“软预算约束”问题。

二、关系强度对关系型融资的影响

关系强度主要采用关系持续时间和关系多重性两个指标衡量,此外也可用借贷双方的其他业务往来深度以及是否存在董事会互兼等变量进行测度。在现有研究中,关系强度对关系型融资影响存在多种结论,这可能与样本选择、研究方法等差异有关。

关系持续时间是衡量银行与企业关系强度的重要指标之一,关系持续时间越长,意味着银行与企业的接触越多,银行所掌握的信息也越多。关系持续时间对贷款条款的影响主要包括贷款可得性、价格以及贷款抵押要求等方面。但是实证研究得出的结论并不一致,一些研究得出二者存在线性关系,但也有研究得出了非线性结论。即使是对于线性关系,研究结论也截然不同:一种认为随着时间推移,信息不对称会降低,贷款条款会更加优惠;另一种则认为由于其信息垄断地位导致了攫取租金的可能,贷款条件更趋恶化。持前一种观点的研究表明,随着关系持续时间的延长,贷款审批时间缩短,贷款可得性增加,贷款价格下降并且所需要的抵押减少(Boot,2000; Behr, Entzian & Güttler,2011)。Kirschenmann(2016)利用匹配的贷款申请和合同数据,研究了小企业 with 银行关系中的信贷配给,实证研究表明,在关系建立的早期,信息不透明的公司信贷配给程度较高,但是随着时间推移信贷配给程度会下降,原因可能在于在关系的发展过程中,信息不对称程度降低。但 Deryse & Van Cayseele(2000)以及早期一些学者却持相反的观点,指出贷款价格会随着持续时间延长而恶化,理由是银行在期初补贴了贷款者,所以在之后时期需要更高的利率来弥补期初的损失,相

当于进行了跨期信用补贴。

近年来的一些研究表明,关系存续时间与贷款条款之间的关系并非是线性关系,如 López-Espínosa et al(2017)在允许存在非线性关系的情况下研究关系型贷款价格的决定因素发现,在关系开始的两年后,企业的贷款利率才开始降低,而之前利率呈上升趋势。出现这一现象的原因在于,一方面,银行从关系型融资中获得了信息优势;另一方面,银行与企业的非信贷业务也给银行带来了收益,故银行会降低利率。而 Botsch & Vanasco(2019)认为贷款条款随时间的变化趋势是因借款人而异的,随着时间推移,银行会掌握借款人更多的相关信息,对于高质量借款人而言,贷款利率下降,而低质量借款人则面临贷款利率上升、数量减少的情形。此外,Gambini & Zazzaro(2013)研究指出,银企关系持续时间不仅仅会影响贷款条款,甚至可能会对公司增长速度造成显著的负面影响,即存在长期银企关系的中小企业增长速度要显著低于其他同等规模企业。

关系多重性是指一家企业可能有多家关系银行,一般而言,关系银行数量越多,该企业与每家银行的关系就越弱。故关系多重性可视为衡量关系强度的间接指标。企业维持多重关系主要有如下动机:保持与多家银行关系可以起到分散风险的作用,避免单家银行遭受流动性危机时殃及企业(Houston & James, 2001);为了缓解可能面临的融资约束,Braggion et al(2011)研究发现,20世纪中叶的英国大批企业由单一银行关系转向多重银行关系,但数据表明其原因并不在于分散流动性风险,而仅仅是出于融资需求增多。为防止在借贷关系中银行掌握绝对话语权、收取垄断价格,Hernández-Cánovas(2010)实证研究指出,当企业保持两家银行关系时,其融资成本是最低的。但是,一些研究对上述关系多重性的效果提出了异议。由于多重关系存在会降低其中每家银行所获取信息的价值,并且银行间会竞争以瓜分企业的其他金融服务,这将使得每家银行获利下降,所以多重关系反而会对贷款审批产生消极影响,会降低贷款可得性并提高贷款利率(Cole et al, 2004)。还有部分研究指出,企业贷款集中度^①与该企业的贷款可得性正相关,即多重银行关系会影响贷款可得性,不利于满足企业的融资需求(Ferri et al, 2001)。因此,企业在考虑是否采用多重银行关系进行融资时,需权衡利弊得失,找到一个最优决策点,实现利益最大化。

除关系持续时间和多重关系外,还有一些其他指标用来衡量关系强度,如 Puri et al(2017)提出,客户在银行是否开设交易账户也是衡量关系强度的一项重要指标。他们利用德国数据进行研究,表明,银行在发放贷款时会先判断该客户是否在银行开设有交易账户,若有,则对其交易行为进行一段时间的观察,再决定是否放贷。该方法可有效地帮助银行降低客户贷款违约率,实质上是通过交易记录获得有关客户生产经营等方面的私有信息,进而提出监管建议,即考虑在贷款之前开设交易账户作为风险管理手段。该结果也意味着开设有交易账户可提高贷款可获得性。Santikian(2014)还通过银行对其客户的非信贷业务(如储蓄账户、理财产品以及金融服务销售能力)、客户利用其社会和职业关系等给银行介绍新客户等角度来衡量关系强度。原因在于,这两个指标测度了银行可从该客户那里谋取非信贷利润的高低,这决定了该客户对于银行的吸引力,银行自然会提供更优惠的贷款条款来维系客户,增强关系强度。

三、金融中介组织结构与关系型融资

依传统理论分析来看,小银行的组织结构适合关系型融资,而大银行则适合保持距离型融资,已有文献从信息收集、传递和使用以及银企关系特点等不同角度进行了论证。但是也有部分文献认为,关系型融资与距离型融资之间相互补充,并非绝对的替代关系,甚至关系型融资也可能成为大银行重要的利润来源。

银行规模直接决定了其层级结构的复杂程度。一般而言,大银行必定有着更多的层级,分支机构

^①通常用 Herfindahl 指数衡量银行贷款集中度,该指数表示每家银行给某企业提供的贷款占该企业贷款总额比例的平方和,其值越大,代表企业贷款越集中。

在地理上的分布更加分散。随着规模增大层级增多,管理层无法监督到每个员工,在指令以及信息传达上的扭曲也会随之增多,故大银行需制定相应的制度来规范业务操作流程,同时在决策中也会更多地依赖公开可验证的信息。相较而言,小银行的层级结构要简单很多,管理层可以更容易地进行监督协调。

首先,信息在贷款决策中所起的作用至关重要,银行的组织结构直接决定了其在信息利益方面的优势所在,进而决定了银行是否在关系型融资提供上更有效率。关系型融资的关键在于利用借贷双方在长期互动交往过程中所获得的私有信息,而私有信息大部分属于难以量化和传播、较难验证、极度依赖于信息收集者主观判断的软信息。因此,鉴于软信息的固有特点,小银行管理层次少的特点使其更适合收集并处理软信息,同时减少代理问题(Berger & Udell,2002;Berger et al,2005)。大银行由于层级间的摩擦,软信息传递成本过高,故在审批贷款时更看中一些标准化的指标,如企业存续时间、现金储备、总资产等,贷款业务以保持距离型融资为主(Cole et al,2004)。在承认小银行更适合于向中小企业提供关系型贷款的前提下,Ferri & Murro(2015)利用意大利的数据研究表明,在银行和企业类型存在错配的情况下,比如以保持距离型融资为主的银行匹配到了信息不透明的企业,信贷配给的可能性会增加。这印证了以保持距离型融资为主的银行,其贷款技术更适于处理硬信息,而这些信息不透明的公司的贷款需求往往不能得到较好满足。

其次,银企关系更多地体现在贷款人员与企业关系上,其中小银行的组织结构更适合发放关系型贷款。Karolyi et al(2018)巧妙利用公司经理人员死亡或者退休这一外生冲击研究了个人关系在贷款合同中的影响,研究发现,当公司更换经理人后,通常新经理人会选择与自身有个人关系的银行进行贷款,并且贷款利率要低 20 个基点,且数额要多 12.5%。Uchida & Udell(2012)通过对日本的问卷调查数据进行研究发现,当银行贷款人员轮换频率较低、贷款人员与公司的联系更频繁时,银行所获得的企业的软信息更多。上述文献从不同角度证实了贷款人员与企业个人关系在银企关系中的重要性,在这种情况下,融资决策中所需要的软信息大多是通过贷款人员进行收集的,信息的价值体现在它能为决策所用,只有在信息与决策权相匹配的情况下才能带来收益。这无非有两种途径:一是信息由贷款人员向上传递到决策层,信息特点及层级复杂程度决定了传递成本;二是决策层下放决策权,但可能会由于利益冲突产生代理成本,这就意味着小银行简单的层级结构更适合软信息的生产传递,并用之来进行关系型贷款决策,这进一步证实了上述理论推断——小银行的组织结构更适合发放关系型贷款。

此外,还有研究更进一步探究这个问题,认为小银行只是相较大银行而言信息传递链条较短,但只要信息收集者和决策者不是同一个人,就无法避免委托—代理问题。其中,贷款人员可能出于自身利益考虑与企业勾结,在贷款审批时为银行决策层提供加以包装的信息。例如,Hertzberg et al(2010)研究发现,在关系开始的前两年,贷款人员对企业的风险评估偏乐观,但当贷款人员面临即将轮换的预期时,有关借款人偿还预期的报告通常会更准确,也会囊括较多的负面消息。由此可见,轮换制度能在一定程度上缓解委托—代理问题。

最后,越来越多的大银行逐渐把关系型融资作为其重要的利润来源(Augusto et al,2010;Santikian,2014)。中小企业市场逐渐成为大银行争夺的焦点,因为它们不仅仅可以从提供关系型融资的利差中获益,更重要的是可以提供一系列的表外业务以收取可观的服务费。同时,与中小企业建立联系也有助于吸引它们的员工、家人等进一步成为银行的客户,所以并不能绝对地说只有小银行才更适合提供关系型融资。Bartoli et al(2013)也指出,银行会同时利用关系型和保持距离型两种贷款技术向中小企业提供贷款,二者并非替代关系,而是相互补充,并且软信息的使用可以有效降低企业发生信贷配给的可能性。更有甚者,Zhang et al(2016)利用中国的数据研究表明,除非小银行与中小企业的关系是事先存在的,否则小银行在为中小企业提供贷款方面并不具备优势。为发展关系型融资,大银行可通过允许分支机构业务人员与企业经常性接触、适当下放决策权来给予更大的自由裁量权以收集软信息,并且将其用于信用评估过程(Canales & Nanda,2012;Uchida et al,2012;Bartoli et al,2013)。

四、竞争、监管变化与关系型融资

(一) 竞争与关系型融资

银行类金融机构发放关系型融资将面临来自两个方面的竞争：一是银行间的竞争，即其他银行与该银行争夺已有关系型企业或者潜在目标企业；二是来自资本市场的竞争。关于竞争对关系型融资的影响，大量研究形成的结论并不一致。

一方面，有关研究认为竞争会削弱银行发放关系型贷款的意愿。一是来自银行间的竞争，因为竞争很可能使得关系的持续时间大大缩短，造成私有信息生产价值下降，影响其利用市场力量跨期均匀分摊成本的能力，极大削弱银行发放关系型贷款的动力。一些研究也给出了相应证据，Ogura (2010)利用美国公司层面的面板数据研究发现，在信贷集中的市场上，内部银行为一些初创企业提供贷款时，所要求的利率要明显低于外部银行，而在竞争激烈的市场上却不那么明显。究其原因，在于内部银行希望通过低利率来吸引客户，通过建立关系来获取客户私有信息，以期在未来获得信息租金，而随着竞争程度的提高，发放关系型贷款的动力不足，银行收集客户私有信息的意愿减弱，进而要求的利率提高。Degryse & Ongena(2005)实证表明，关系型贷款价格和企业与银行之间的距离负相关，与企业及其竞争银行之间的距离正相关。当银行与企业距离较远，且其竞争对手与企业较近时，该银行在提供关系型贷款上不具备优势。若想吸引顾客，银行必须降低资金价格，这间接表明竞争对银行关系型贷款的利润存在负面影响，并可能影响到发放关系型贷款的意愿。随着银行发放关系型贷款的意愿削弱，其可能会使企业和银行难以建立长期稳定的信贷关系，难以保证充足的资金来源，进而会阻碍一些项目的推进，最终对企业的增长速率、业绩表现等造成消极影响(Rogers, 2011)。二是，伴随着资本市场的发展，企业的资金来源增加，如可通过发行债券等方式筹资，这样一来，整个银行信贷市场的规模减小，关系型融资份额必然相应减小(Boot & Thakor, 2000)。

另一方面，有关研究认为竞争也可能促进关系型贷款的发放。资本市场融资对信息的质量要求较高，故而采取保持距离型融资。在此情况下，即便是资本市场争夺了信贷市场的部分份额，银行也可以通过更加专注于关系型融资而提供差异化服务，增强与企业关系来保持竞争优势，如更致力于向那些剩余的信息不透明的中小企业提供关系型贷款(Boot & Thakor, 2000; Braggion et al, 2011)。Elsas(2005)、Degryse & Ongena(2005)研究表明，关系型借贷与竞争之间存在U型关系，在竞争度极低或者极高的情况下，银行都会更加依赖于关系型融资，使得银行可能加大关系型融资比重。Presbitero & Zazzaro(2011)进一步研究发现，上述非线性关系可能与当地信贷市场结构有关，如果是一些小银行主导，则竞争加剧会使得银行更看重与企业的关系。同时，银行间竞争会影响企业的转换成本，Vesala(2005)利用转换成本作为信贷市场竞争激烈程度的代理变量研究发现，随着竞争程度增加，关系型银行的收益呈现“倒V型”的趋势，这表明一定程度的竞争有利于提高关系型融资的利润。

(二) 监管变化与关系型融资

监管变化最主要体现在银行可以跨地区扩张，设立分支机构，同时还会伴随大规模的兼并和收购，在此情况下，小银行既面临优势被吞噬的挑战，也存在保留优势的机遇。此外，伴随着巴塞尔协议II和巴塞尔协议III的出台，对银行资本的监管要求出现了新的变化，对关系型融资的发展存在一定制约。

第一，银行业监管的放松使得银行可以跨地区扩张，小银行势必面临更加激烈的竞争，但关系型业务优势挑战与机遇并存。DeYoung et al(2004)针对美国的研究指出，随着金融去监管的不断推进和技术进步，一些小银行面临着更激烈的竞争，出现生存问题。此前，社区银行等小银行优势体现在关系型融资、消费融资等领域，但这些优势正被逐步吞噬，因为去监管将促使大银行设立分支机构，业务范围拓宽，从而更有利于与小银行进行竞争。而且，新技术的出现则使得小银行原有的业务优势受到挑战，这些直接导致了银行业更加集中，前十大银行占整体银行业总资产的市场份额从1986

年的 28% 提高到 2001 年的 76%。Carter & McNulty(2005) 实证检验了上述文章提出的观点,用时间变量作为去监管和技术变化的代理变量,研究结论表明,小银行在发放关系型贷款上具有优势,但是优势正在逐渐消失,小银行必须寻找新的出路。但该研究也同时指出,小银行在关系型融资上的优势仍有可能保留。首先,这种关系是在长期接触中形成的,获得的私有信息不容易转让;其次,这种基于私人关系的合同受技术影响有限;再次,小企业的贷款不容易标准化,小银行可以通过创新来抢占先机,致力于提供差异化产品来寻找新的战略机会。所以,对于那些管理较好的小银行来说,这也是一种机遇,只要能合理调整经营策略、适应新的竞争环境,小银行一样可以和那些大的国际性银行共存。

第二,银行业监管的放松使得银行可以跨地区开展业务,随之而来的便是大规模的兼并与收购。这对关系型融资业务的影响也可能产生复杂的影响。对关系型融资业务存在消极影响体现在会使小银行原有关系型业务面临中断的风险,给其中的小企业客户带来流动性冲击等方面。Degryse et al(2011)对相关问题进一步细化,首先区分是单一关系还是多重关系,其次区分合并后关系是保留、终止还是转换建立新的关系。研究发现,被收购方银行的单一关系借款者容易被终止关系,而被收购银行的单一关系借款人的转换成本又较高,在合并以后,这些被终止关系的企业将受到负面影响,而对于那些具有多重关系的银行来说则危害较小。Berger et al(2017)研究发现,小银行会更积极地缓解企业融资约束,这一点在经济环境变差时更为明显。这些小银行依靠其在关系型融资方面的优势,以及稳定的核心存款资金来源,反而更愿意接纳那些在危机期间遭受流动性冲击的大银行的小客户,并为它们提供流动性保证,以期据此建立关系后,在日后获得关系租金。

第三,兼并的积极影响还体现在另外两个方面,既为新设银行或已有小银行带来机遇,又能在合并后提高效率,降低中小企业贷款利率。兼并可能会带来一定的资金缺口,而有需求必然需要新的供给渠道,从而给关系型融资带来新的机遇,产生积极的外部效应。一方面,会有新的银行进入市场,提供关系型融资,Berger et al(2004)实证表明,这种兼并可以显著解释 10%~20% 的银行新设;另一方面,市场内已经有小银行去抢占这部分因为并购而空缺出来的市场份额(Berger et al,2001)。事实上,并不仅仅是因为大银行主动中断被收购方银行原有的关系型融资业务而导致出现资金缺口,从而给新设银行和已有小银行带来机遇;还有可能是因为被兼并银行的管理者不满收购方的经营管理,从而出现大规模辞职,带着其关系型客户另起炉灶,或者是在现有小银行中另谋职位来继续其关系型融资(Berger & Udell,2002)。此外,还可能是因为在原有关系型银行被兼并后,中小企业无法接受大银行对贷款流程、条款等的大幅改动,转而寻找新的关系型银行。这就为新设以及原有的小银行提供了有利条件(Elyasiani et al,2004)。在合并提高效率上,Erel(2011)认为银行由于合并提高了经营效率,进而可通过降低贷款利率的方式向借款人转移部分收益。实证研究证实了这一猜想,即合并降低了利率,且对一些规模较小(低于 100 万美元)的贷款更为明显。这显然区别于以往大银行利用硬信息、专注于规模较大且透明企业的贷款的研究结论。

最后,巴塞尔协议 III 的出台对银行的监管提出了新要求,为满足要求,银行可能会开始更多利用硬信息,基于一些标准化的模型来开展业务,进而逐步取代或者整合关系型融资业务(Cosci et al,2009)。在巴塞尔协议 III 下,其风险模型给予了中小企业更大的风险权重(Beck,2016),会激励银行更多将资产投入到易于调整操纵的风险资产上,而非中小企业贷款,中小企业的融资需求难以得到满足(Bord & Santos,2012)。同时,巴塞尔协议 III 还要求银行建立评分体系,对借款人的信用进行评估,而此过程显然需要用到硬信息。这样一来,那些信用良好但硬信息披露不够完全的借款人便可能会遭遇信贷短缺(Ferri & Neuberger,2014)。由上可知,巴塞尔协议 III 的监管框架并不利于关系型融资的发展,因此这一框架的合理性也遭到了部分学者的质疑(Masera,2011;Haldane,2012;Admati & Hellwig,2013)。

五、金融科技发展与关系型融资

在近来的研究中,技术变化对关系型融资带来冲击主要来自两个方面:一是信息技术对于传统

信贷中介机构的影响；二是新兴科技企业以及互联网金融公司的兴起对于信贷市场份额的争夺。

一方面,信息技术对传统信贷机构的运营造成了深远影响,其在推动保持距离型融资发展的同时,也为关系型融资提供了全新的机遇。线上银行系统、支付平台、信用评级技术等发展,使得原有距离型融资提高了效率、降低了成本,进而使得关系型融资的重要性下降。例如,信用评级技术出现使得银行可以远程监控贷款者(Akhavein et al,2005),同时增大了大银行通过保持距离型融资方式向中小企业提供贷款的可能性(Frame et al,2004)。从上述研究来看,技术进步似乎更有利于保持距离型融资的发展。但事实上,线上支付技术、大数据等发展使得银行能获得更多有关客户质量与需求的有价值私有信息,极大地便利了私有信息的生产、传播和使用,从而更利于银行与客户形成长期紧密联系(Hasan et al,2012)。银行在采用新的技术手段发放贷款时,可有效降低信息不对称程度。其中,需要抵押的情况降低了6个百分点,而减少抵押不仅增加了中小企业获得贷款的可能性,还使得关系型融资比重增大,有利于降低了借贷双方成本,避免由于外部资产价格冲击对抵押物价值造成影响(Berger et al,2011)。同时,传统关系型融资大多数是基于地理位置接近而发展而来,距离较近有助于银行收集软信息,由此可见,多是一些中小银行或大银行的分支机构为其附近的企业提供融资(Agarwal et al,2010)。但是随着通信、支付等技术的进步,关系型融资中距离的重要性正在被文化、宗教、道德伦理等社会关系所取代,只要银行业务员有足够的自由裁量权来做出贷款决策,这种社会关系就能减少信息不对称,提高贷款质量,意味着关系型融资的范围不断拓展(Fisman et al,2017)。

另一方面,近年来一些科技企业进军信贷领域以及互联网金融公司的兴起,也给传统银行业带来了巨大冲击。对于这些科技企业,大致可以分为两类。第一类是单纯为金融机构提供技术支持,主要涉及信息生产和信息处理环节,采用大数据或机器学习等方法来进行贷款违约概率预测,或是研究如何将软信息有效编码转换为硬信息,为信贷机构提供信息服务。例如,部分研究根据客户访问网页或注册账户所留下的“数字足迹”来预测贷款违约概率,研究发现,即便是最容易获取的“数字足迹”,其效果都要优于信贷评分技术(Berg et al,2018)。Fuster et al(2018)则基于机器学习技术来预测违约概率,研究其对信贷供应量、贷款条款等影响,研究结果表明,该机制会增加信贷供给,并且归功于此技术更大的灵活性,因此可根据群体差别实现差异化利率定价。第二类则是企业本身会利用其科技优势开展相应的信贷业务,业务范围覆盖信息生产,用以处理贷款决策各个环节。通常情况下,这类企业通过电子支付业务打开市场,进军金融领域,同时在支付业务发展过程中收集信息,为之后开展信贷业务提供非常重要的私有信息,特别是在银行竞争较小、监管要求较低的地区,这类企业市场份额较大(Frost et al,2019)。Buchak et al(2018)研究表明,2007—2015年间,线上“金融科技”贷款机构的市场份额显著增长,致使传统银行市场份额有所收缩,并且线上金融科技贷款机构为更多信誉良好的借款人提供服务,但要收取14~16个基点的溢价,故实际上互联网金融机构是为借款人提供便利而不是节省成本。事实上,一些P2P线上借贷平台实施的就是基于软信息的关系型借贷。Ravina(2008)通过研究美国一家线上贷款平台发现,在其他条件相同的情况下,外貌水平高于均值的借款人获得贷款的可能性会高1.41%,且贷款利率要低81个基点。此外,面对信用状况较低的借款人时,贷款人通常是通过线下社会关系网的长期接触获得非标准化的软信息,并据此做出放贷与否以及利率高低的决定(Iyer et al,2015)。此外,Everett et al(2015)利用P2P借贷平台数据进行研究发现,现实中借款人可能隶属于一个特定的线上群体,在该群体内大家都彼此熟悉、彼此监督,存在大量软信息,这完全类似于关系型借贷,可以有效降低道德风险和逆向选择,同时也不可避免地会出现“锁定”问题。

但是,此种借贷与银行发放的关系型贷款的区别在于,生产软信息并利用其做出信贷决策的不是专业的银行业务员,而是非金融专业的公司雇员。所以,如何提高这些雇员的金融专业知识储备以做出更为有效的贷款决策是关键所在,而这一过程中风险的存在也是不言而喻的。所以,英国2014年所提出的开放银行概念不失为另一种可行方式,其中开放银行的一种实现形式就是让科技

企业与银行等传统金融机构深度合作,建立安全高效的数据共享和价值实现机制。如对于个人用户而言,将银行系统的金融数据与科技企业所收集的非金融数据结合,实现更精准的信用风险评级。对于企业用户而言,金融科技企业负责收集处理相关订单,存货等经营数据,银行等传统金融机构通过与自有金融数据结合负责评估信息,并加入一些主观判断进而做出决策。这可使二者发挥各自的比较优势,有效降低贷款违约概率,通过数据共享和合理利用实现信息的资产价值,同时也更有利于金融监管和金融稳定(Guibaud, 2016; Zachariadis & Ozcan, 2017)。

综上,面对信息技术所带来的冲击,银行不能舍弃关系型融资业务而转向保持距离型融资。即便信息技术的发展给保持距离型融资带来的效率提高更明显,关系型融资仍有其无可替代的优势。首先,其具有经济稳定作用。当今世界不确定性增加,黑天鹅事件频发,信息技术的发展使得信息传播速度加快,一旦银行体系出现负面消息,将通过社交网络快速传播,引发挤兑的可能性,进而影响整个系统的稳定性。然而,此时发放关系型融资银行的客户由于长期往来对银行充分了解,可有效降低挤兑出现的可能性,故关系型融资能发挥稳定器的作用(Iyer & Puri, 2012)。其次,在关系型贷款中,特别是面对信息不透明程度较高的小企业,贷款人员根据软信息进行的主观判断及自由裁量权显得尤为重要(Cerqueiro, Degryse & Ongena, 2011)。部分观点认为未来可由人工智能取代贷款人员发放贷款,但事实上,当前技术水平下人工智能仅仅能根据标准化的信息输入,通过规范化的流程和准则输出相应判断。然而,当借款人对人工智能进行贷款决策时所利用的硬信息被人为操纵时,人工智能是无法识别的。此时,关系型融资中贷款人员所收集的相关软信息恰好是对硬信息的有效补充,可以通过主观判断和自由裁量权的使用对基于标准化信息给出的结果进行评估调整,在一定程度上限制信息操纵。这一过程恰好是人工智能所不能模拟的。最后,银行在支付业务方面的优势不仅仅为其带来了一笔可观的服务费,同时由支付所获得的私有信息为银行发放关系型贷款提供了有力支撑。所以,银行只要能守好支付业务,关系型融资仍可作为其未来一个重要的利润增长点(Jakšić & Marinč, 2018)。在未来,银行关系型融资业务应该努力适应新的技术变化,根据客户需求积极调整,化挑战为机遇,真正成为金融科技生态的塑造者、受益者。

六、总结及关于中国关系型融资的讨论

关系型融资作为一种不可或缺的融资手段,其核心在于贷方通过与借方的长时间、多维度的接触获得重要私有信息。而且,相当一部分私有信息属于依赖于信息收集者的主观判断、多以文本形式存储、难以由独立第三方机构证实的软信息。这些私有信息(特别是软信息)有助于借方缓解融资约束,降低融资成本甚至改善经营管理,同时又有助于贷方降低贷款违约概率,获取信息租金、特殊关系租金以及政策诱导性租金等多重经济价值。但是,关系型融资也不可避免地会出现“锁定”问题和“软预算约束”问题等劣势。

从实践来看,现实的融资活动往往兼具关系型和距离型融资的特点。因此,关系型融资与保持距离型融资之间似乎不存在一个明确分界,换句话说,融资活动大部分是二者的结合。私有信息在贷款决策中的重要程度可用来确定融资活动更侧重哪种形式,但基本很少有融资只利用私有信息或者公开信息。在融资活动中加入关系型融资成分,可以更好地发挥其优势,同时又能将关系型融资的潜在成本降低,这无疑是提高融资效率,实现效益最大化的有利选择。

对于中国来说,关系型融资的实践由来已久,学术界也有若干研究。中国人民银行早在1996年就颁布了《主办银行管理暂行规定》,旨在通过让4家国有商业银行与300家国有企业达成贷款协议,发展关系型融资以解决转轨经济时期的企业坏账等问题。这种方法很早就被国外学者视为中国转向市场经济过程中的一种有效的金融选择。从最近一些研究来看,史达(2016)基于嵌入性视角,认为中国的关系型融资中可能包含可意会却难以表达的文化信息。例如,小微企业处于家人圈、熟人圈、认识之人、陌生人的差序融资网络之中,通过伦理道德、信任声誉和契约法律三要素按不同比例构成的行为准则进行融资活动。在中国文化情景下,小微企业可能会格外注重人际关系的建立与

培养,这无形中增大了关系型融资的成本。近年来,我国互联网信贷领域也体现出关系型融资特征。钟世、苗文龙(2017)探究了基于电子商务的阿里小贷等金融公司的信贷风险,认为该类互联网贷款平台属于关系型贷款,平台拥有电商的经济行为信息和资信状况数据,可以更好地评估借款人。罗兴等(2018)则主要针对农村互联网信贷问题进行了研究,指出其内在逻辑同样内嵌了社会关系网来缓解信息不对称问题,所以在促进金融普惠时要注重“互联网+社会网”模式。由于数据可得性的限制,针对中国关系型融资的实证研究较少,但也有部分研究证明了关系型融资的积极影响,如 Liu et al(2016)利用浙江省100家中小企业数据研究表明,关系型融资可以在一定程度上降低中国中小企业的融资风险,即在危机情况下保证其资金供给来帮助企业渡过难关。作者同时指出,中国的银行在提供关系型融资方面并不成熟,也许可以通过推动关系型融资业务来帮助中小企业解决融资困境。

此外,伴随着技术进步,由金融科技引导的变革正在颠覆我国传统的金融布局。由于中国尚未形成像西方发达国家那样成熟的传统金融基础设施体系,因此公众反而具有足够的动力来跨越式地接受新的金融网络,金融科技的发展阻力较小。特别是在移动支付领域,中国移动支付渗透率领跑全球,支付规模为美国百倍,由此衍生的相关领域创新的浪潮正席卷全球。例如,阿里巴巴集团利用其信用评分体系为中小企业发放贷款,有效帮助政府解决了缓解中小企业融资难这一政策目标,其放贷方式也被美国、日本、欧洲等国借鉴学习(Arner et al,2015)。所以,如何有效利用移动支付数据中所涵盖的私有信息,是我国关系型融资发展的一大研究方向。殷孟波、许坤(2014)研究指出,在目前信息技术仍有待提高的背景下,大银行致力于保持距离型贷款模式的同时,中小银行应该大力发展关系型贷款技术,实现抵押物从“有形”到“无形”、由“物”到“权”的转变,放贷逻辑由轻“抵押物”向重“还款能力”转变,进而提高小微企业的贷款可得性。

综上所述,关系型融资无论是目前还是未来,都会在我国融资结构中占据非常重要的地位。所以未来可以加强金融科技如大数据、云计算、区块链等技术在关系型融资中的应用,利用技术优势来收集、处理一些个性化的信息。此外,在关系型融资中融入一些公开信息如个人信用评级数据等,将有助于对风险实施更准确的定价。随着金融科技的不断发展,信息的处理、收集以及传播方式将面临重大变革,但即使未来全面进入信息时代,信息不对称问题仍将会存在。因此,关系型融资的特有优势仍难以被替代,但那时关系型融资的实现手段和表现形式可能会发生变化。总体而言,关系型融资在我国融资结构中始终占据着非常重要的地位,在构建适合中国发展的融资结构时,应该权衡多方面因素,找到关系型融资与保持距离型融资的最优平衡点,以提升全社会资源配置效率。

参考文献:

- 罗兴 吴本健 马九杰,2018:《农村互联网信贷:“互联网+”的技术逻辑还是“社会网+”的社会逻辑?》,《中国农村经济》第8期。
- 史达,2016:《中国文化情景下的企业融资研究框架——基于嵌入性与关系融资的视角》,《财经问题研究》第10期。
- 殷孟波 许坤,2014:《银行贷款技术与小微企业信贷可得性》,《财经科学》第6期。
- 钟世和 苗文龙,2017:《关系型、交易型互联网贷款的信贷风险对比研究》,《西安交通大学学报:社会科学版》第6期。
- 周好文 李辉,2005:《中小企业的关系型融资:实证研究及理论释义》,《南开管理评论》第1期
- Agarwal, S. & R. Hauswald(2010), “Distance and private information in lending”, *Review of Financial Studies* 23 (7):2757—2788.
- Akhvein, J. et al(2005), “The diffusion of financial innovations: An examination of the adoption of small business credit scoring by large banking organizations”, *Journal of Business* 78(2):577—596.
- Altunbas, Y. et al(2006), *Syndicated Loans: A Hybrid of Relationship Lending and Publicly Traded Debt*, Springer.
- Aoki, M. & S. Dinç(1997), *Relational Financing as an Institution and Its Viability under Competition*, Robert Schuman Centre-European University Institute.
- Arner, D. W. et al(2015), “The evolution of Fintech: A new post-crisis paradigm”, *Georgetown Journal of Interna-*

- tional Law* 47(4):1271—1318.
- Bartoli, F. et al(2013), “SME financing and the choice of lending technology in Italy: Complementarity or substitutability?”, *Journal of Banking & Finance* 37(12): 5476—5485.
- Beck, T. (2016), “Bank financing for SMEs: Lessons from the literature”, *National Institute Economic Review* 225(1):23—38.
- Beck, T. et al(2018), “When arm’s length is too far: Relationship banking over the credit cycle”, *Journal of Financial Economics* 127(1):174—196.
- Behr, P. et al(2011), “How do lending relationships affect access to credit and loan conditions in microlending”, *Journal of Banking & Finance* 35(8):2169—2178.
- Bengtsson, O. (2013), “Relational venture capital financing of serial founders”, *Journal of Financial Intermediation* 22(3):308—334.
- Berg, G. & J. Schrader(2012), “Access to credit, natural disasters, and relationship lending”, *Journal of Financial Intermediation* 21(4):549—568.
- Berg, T. et al(2018), “On the rise of FinTechs: Credit scoring using digital footprints”, NBER Working Paper, No. 24551.
- Berger, A. N. et al(2001), “The effects of dynamic changes in bank competition on the supply of small business credit”, *Review of Finance* 5(1—2):115—139.
- Berger, A. N. et al(2004), “The dynamics of market entry: The effects of mergers and acquisitions on entry in the banking industry”, *Journal of Business* 77(4):797—834.
- Berger, A. N. et al(2005), “Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks”, *Journal of Financial Economics* 76(2): 237—269.
- Berger, A. N. et al(2011), “The surprising use of credit scoring in small business lending by community banks and the attendant effects on credit availability, risk and profitability”, *Journal of Financial Services Research* 39(1—2):1—17.
- Berger, A. N. et al(2017), “Small bank comparative advantages in alleviating financial constraints and providing liquidity insurance over time”, *Review of Financial Studies* 30(10): 3416—3454.
- Berger, A. N. & G. F. Udell(2002), “Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure”, *Economic Journal* 112(477): F32—F53.
- Bharath, S. T. et al(2009), “Lending relationships and loan contract terms”, *Review of Financial Studies* 24(4): 1141—1203.
- Bolton, P. et al(2016), “Relationship and transaction lending in a crisis”, *Review of Financial Studies* 29(10):2643—2676.
- Boot, A. W. A. (2000), “Relationship banking: What do we know?”, *Journal of Financial Intermediation* 9(1): 7—25.
- Boot, A. W. A. & A. V. Thakor(2000), “Can relationship banking survive competition?”, *Journal of Finance* 55(2):679—713.
- Botsch, M. & V. Vanasco(2019), “Learning by lending”, *Journal of Financial Intermediation* 37:1—14.
- Braggion, F. & S. R. G. Ongena(2011), “Century of firm-bank relationships: Why the transition to multiple banking?”, FDIC Working Paper, No. 2011—07.
- Buchak, G. et al(2018), “Fintech, regulatory arbitrage, and the rise of shadow banks”, *Journal of Financial Economics* 130(3):453—483.
- Canales, R. & R. Nanda(2012), “A darker side to decentralized banks: Market power and credit rationing in SME lending”, *Journal of Financial Economics* 105(2): 353—366.
- Carter, D. A. & J. E. McNulty(2005), “Deregulation, technological change, and the business-lending performance of large and small banks”, *Journal of Banking & Finance* 29(5):1113—1130.
- Carqueiro, G. et al(2011), “Rules versus discretion in loan rate setting”, *Journal of Financial Intermediation* 20(4):503—529.
- Chang, C. et al(2014), “Information from relationship lending: Evidence from loan defaults in China”, *Journal of Money, Credit and Banking* 46(6):1225—1257.

- Cole, R. A. et al(2004), "Cookie cutter vs. character: The micro structure of small business lending by large and small banks", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39(2):227-251.
- Cosci, S. et al(2009), "Banks' diversification, cross-selling and the quality of banks' loans", *Manchester School* 77(1):40-65.
- Degryse, H. & P. Van Cayseele(2000), "Relationship lending within a bank-based system: Evidence from European small business data", *Journal of Financial Intermediation* 9(1):90-109.
- Degryse, H. & S. Ongena(2005), "Distance, lending relationships, and competition", *Journal of Finance* 60(1):231-266.
- Degryse, H. et al(2011), "Staying, dropping, or switching: The impacts of bank mergers on small firms", *Review of Financial Studies* 24(4):1102-1140.
- Dennis, S. A. & D. J. Mullineaux(2000), "Syndicated loans", *Journal of Financial Intermediation* 9(4):404-426.
- DeYoung, R. et al(2005), "The past, present, and probable future for community banks", *Journal of Financial Services Research* 25(2-3):85-133.
- DeYoung, R. et al(2015), "Risk overhang and loan portfolio decisions: Small business loan supply before and during the financial crisis", *Journal of Finance* 70(6):2451-2488.
- Donker, H. et al(2018), "Borrower distress and the efficiency of relationship banking", *Journal of Banking & Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.013>.
- Elsas, R. (2005), "Empirical determinants of relationship lending", *Journal of Financial Intermediation* 14(1):32-57.
- Elyasiani, E. & L. G. Goldberg(2004), "Relationship lending: A survey of the literature", *Journal of Economics and Business* 56(4):315-330.
- Erel, I. (2011), "The effect of bank mergers on loan prices: Evidence from the United States", *Review of Financial Studies* 24(4):1068-1101.
- Everett, C. R. (2015), "Group membership, relationship banking and loan default risk: The case of online social lending", *Banking and Finance Review* 7(2):15-54.
- Ferri, G. & P. Murro(2015), "Do firm-bank 'odd couples' exacerbate credit rationing?", *Journal of Financial Intermediation* 24(2):231-251.
- Ferri, G. & D. Neuberger(2014), "The banking regulatory bubble and how to get out of it", Center for Relationship Banking and Economics Working Paper Series, No. 1.
- Ferri, G. et al(2001), *The Value of Relationship Banking during Financial Crises: Evidence From the Republic of Korea*, The World Bank.
- Fiordelisi, F. et al(2013), "Relationship lending and credit quality", *Journal of Financial Services Research* 46(3):295-315.
- Fisman, R. et al(2017), "Cultural proximity and loan outcomes", *American Economic Review* 107(2):457-492.
- Frame, W. S. et al(2004), "Credit scoring and the availability of small business credit in low and moderate-income areas", *Financial Review* 39(1):35-54.
- Frost, J. et al(2019), "BigTech and the changing structure of financial intermediation", BIS Working Paper, No. 779.
- Fuster, A. et al(2018), "Predictably unequal? The effects of machine learning on credit markets", CEPR Discussion Paper, No. DP12448.
- Gambini, A. & A. Zazzaro(2013), "Long-lasting bank relationships and growth of firms", *Small Business Economics* 40(4):977-1007.
- Giannetti, M. et al(2017), "Information sharing and rating manipulation", *Review of Financial Studies* 30(9):3269-3304.
- Guibaud, S. (2016), "How to develop a profitable, customer-focused digital banking strategy: Open banking services and developer-friendly APIs", *Journal of Digital Banking* 1(1):6-12.
- Hasan, I. et al(2012), "Returns to retail banking and payments", *Journal of Financial Services Research* 41(3):163-195.
- Hellmann, T. et al(2007), "Building relationships early: Banks in venture capital", *Review of Financial Studies* 21(2):513-541.
- Hernández-Cánovas, G. & P. Martínez-Solano(2010), "Relationship lending and SME financing in the continental

- European bank-based system”, *Small Business Economics* 34(4):465–482.
- Hertzberg, A. et al(2010), “Information and incentives inside the firm: Evidence from loan officer rotation”, *Journal of Finance* 65(3):795–828.
- Hombert, J. & A. Matray(2016), “The real effects of lending relationships on innovative firms and inventor mobility”, *Review of Financial Studies* 30(7): 2413–2445.
- Houston, J. F. & C. M. James(2011), “Do relationships have limits? Banking relationships, financial constraints, and investment”, *Journal of Business* 74(3): 347–374.
- Ivashina, V. & A. Kovner(2011), “The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking”, *Review of Financial Studies* 24(7):2462–2498.
- Iyer, R. et al(2015), “Screening peers softly: Inferring the quality of small borrowers”, *Management Science* 62(6): 1554–1577.
- Iyer, R. & M. Puri(2012), “Understanding bank runs: The importance of depositor-bank relationships and networks”, *American Economic Review* 102(4):1414–45.
- Jakšič, M. & M. Marinč(2019), “Relationship banking and information technology: The role of artificial intelligence and FinTech”, *Risk Management* 21(1):1–18.
- Kang, J. K. et al(2011), “The effects of bank relations on stock repurchases: Evidence from Japan”, *Journal of Financial Intermediation* 20(1):94–116.
- Karolyi, S. A. (2018), “Personal lending relationships”, *Journal of Finance* 73(1):5–49.
- Kirschenmann, K. (2016), “Credit rationing in small firm-bank relationships”, *Journal of Financial Intermediation* 26:68–99.
- Liu, Y. et al(2016), “How should banks support SMEs to manage funding risks in China? The role of relationship banking”, in: S. Boubaker et al(eds), *Risk Management in Emerging Markets: Issues, Framework, and Modeling*, Emerald Group Publishing Limited.
- López-Espinosa, G. et al(2017), “When does relationship lending start to pay?”, *Journal of Financial Intermediation* 31:16–29.
- Masera, R. (2011), “Taking the moral hazard out of banking: The next fundamental step in financial reform”, *PSL Quarterly Review* 64(257):105–142.
- Ogura, Y. (2010), “Interbank competition and information production: Evidence from the interest rate difference”, *Journal of Financial Intermediation* 19(2):279–304.
- Ono, A. et al(2014), “Differentiated use of small business credit scoring by relationship lenders and transactional lenders: Evidence from firm-bank matched data in Japan”, *Journal of Banking & Finance* 42(1):371–380.
- Presbitero, A. F. & A. Zazzaro(2011), “Competition and relationship lending: Friends or foes?”, *Journal of Financial Intermediation* 20(3):387–413.
- Puri, M. et al(2017), “What do a million observations have to say about loan defaults? Opening the black box of relationships”, *Journal of Financial Intermediation* 31:1–15.
- Rajan, R. G. (1992), “Insiders and outsiders: The choice between informed and arm’s-length debt”, *Journal of Finance* 47(4):1367–1400.
- Ravina, E. (2008), “Love & loans: The effect of beauty and personal characteristics in credit markets”, Working Paper, Columbia University.
- Rogers, T. M. (2011), “Bank market structure and entrepreneurship”, *Small Business Economics* 39(4):909–920.
- Rosenfeld, C. M. (2014), “The effect of banking relationships on the future of financially distressed firms”, *Journal of Corporate Finance* 25:403–418.
- Ross, D. G. (2010), “The ‘dominant bank effect’: How high lender reputation affects the information content and terms of bank loans”, *Review of Financial Studies* 23(7): 2730–2756.
- Santikian, L. (2014), “The ties that bind: Bank relationships and small business lending”, *Journal of Financial Intermediation* 23(2):177–213.
- Schenone, C. (2009), “Lending relationships and information rents: Do banks exploit their information advantages?”, *Review of Financial Studies* 23(3):1149–1199.

- Schwert, M. (2018), "Bank capital and lending relationships", *Journal of Finance* 73(2):787—830.
- Sevilir, M. (2010), "Human capital investment, new firm creation and venture capital", *Journal of Financial Intermediation* 19(4):483—508.
- Stiglitz, J. E. (1997), "The role of government in economic development", *Annual World Bank Conference on Development Economics* 1996, pp. 11—23.
- Stroebel, J. (2016), "Asymmetric information about collateral values", *Journal of Finance* 71(3):1071—1112.
- Uchida, H. et al(2012), "Loan officers and relationship lending to SMEs", *Journal of Financial Intermediation* 21(1):97—122.
- Vesala, T. (2005), "Relationship lending and competition: Higher switching cost does not necessarily imply greater relationship benefits", Bank of Finland Research Discussion Paper, No. 3.
- Zachariadis, M. & P. Ozcan(2017), "The API economy and digital transformation in financial services: The case of open banking", SWIFT Institute Working Paper, No. 2016—001.
- Zhang, X. et al(2016), "Does 'small bank advantage' really exist? Evidence from China", *International Review of Economics & Finance* 42:368—384.

The New Research Progress on Relationship Lending

HU Zhihao¹ LI Qing²

(1. Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China; 2. Renmin University of China, Beijing, China)

Abstract : Relationship lending can be regarded as a kind of financing activity in which lenders continuously collect and utilize private information to improve rent distribution by maintaining long-term interactions with borrowers. It plays a positive role in alleviating information asymmetry, reducing financing constraints and smoothing economic cycle. But there are also costs associated with relationship lending: the threat of being "locked" in the relationship for borrowers and the possibility of facing "soft budget constraints" for lenders. This paper reviews latest research progress on relationship lending in the past decade within and outside China. Firstly, this paper investigates the value of relationship lending from the perspectives of borrowers and lenders. Secondly, this paper examines the impact of relationship intensity on relationship lending. Thirdly, this paper discusses the relationship between financial intermediary organization structure and relationship lending. Fourthly, this paper studies the performance of relationship lending in the face of competition from the internal banking system and the capital market as well as regulatory changes. Fifthly, this paper probes into the impact of developments in FinTech on relationship lending. Finally, this paper summarizes the aforementioned studies and some discussions on the practice of relationship lending in China, in an attempt to provide directions for future research.

Keywords : Relationship Lending; Budget Constraint; Small and Medium Sized Enterprises; Relationship; FinTech

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:李仁贵)