

债务融资、商业信贷与中小企业投资^{*}

——来自非上市制造业企业的证据

郭丽虹,马文杰

(上海财经大学 金融学院,上海 200433)

摘要:文章利用中国4 522家非上市中小企业的财务数据,运用面板分析方法考察了内部资金和外部资金对中小企业投资的影响,并检验了各种融资因素对中小企业投资的贡献度。通过对不同所有制中小企业投资受融资因素影响的比较分析,文章认为中小企业投资受债务资金约束,而且所有制因素在一定程度上制约了中小企业的融资,不过商业信贷可以在一定程度上替代银行贷款而缓解中小企业的融资难问题。

关键词:中小企业投资;现金流量;长期负债;商业信贷

中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)03-0136-09

一、引言

优序融资理论认为,外部融资的代理成本高于内部融资的代理成本,如果企业的内部资金量增加,其投资支出也将增加。当内部资金量不能满足投资需求时,企业就不得不依靠外部融资,那么企业投资就可能受其持有的内部资金量的限制。Kalecki(1937)的投资理论认为企业的投资支出不仅依赖于内部资金量,还依赖于外部融资能力。同时,企业的自有资金越多就越有可能从外部筹集资金,因此内部融资比外部融资更具有优先性。

基于上述理论,Fazzari等(1988)、Devereux和Schiantarelli(1990)、Hoshi等(1991)、郭丽虹和马文杰(2009)等分别利用美国、英国、日本和中国的上市公司财务数据,对企业投资支出与内部资金的关系进行了实证分析,并验证了投资支出受企业内部资金的约束。Povel和Raith(2002)的研究却发现现金流量与投资之间呈U型关系。现金流量可能反映了企业的投资机会或预期收益,也可能与某些缺省变量有相关关系,因此,内部资金对投资支出的影响也可能反映了投资机会或预期收益引起的投资变动。

收稿日期:2010-03-12

基金项目:国家社会科学基金项目(09CJL015)

作者简介:郭丽虹(1970—),女,湖北荆州人,上海财经大学金融学院副教授;

马文杰(1968—),男,四川成都人,上海财经大学金融学院副教授。

然而,现有的这类研究都是基于大型企业或上市企业的财务数据进行的。相对于大企业而言,中小企业信息透明度较低,可以提供的担保资产也较少,因此在存在固定交易成本和信息不对称的情况下,中小企业通常会面临更高的交易成本和风险溢价,从而面临较严重的信贷配给问题。Beck 等(2006)的研究表明,中小企业相对于大企业而言,在其经营成长过程中受到了更多的约束,尤其是融资方面的约束。Beck 和 Demirguc-Kunt(2006)研究发现,小企业的投资资金来自于银行贷款的比例平均要比大企业低 13%。而 Firth 等(2009)的统计数据也表明,33%的大企业获得了银行贷款融资,只有 10.8%的小企业从银行获得了资金。规模较小的企业一般都面临较大的融资障碍,从而导致其投资受到可用资金量的限制。那么中国非上市中小企业的投资支出是否会受到资金制约?内部资金和外部资金对其投资的影响是否有所不同?对此我们选择非上市中小企业作为研究对象,以 Kalecki(1937)的投资理论为依据,考察内部资金和外部债务资金对企业投资支出的影响,并据此分析中小企业面临的融资条件对其投资行为究竟产生何种影响,从而为促进中小企业投资、使其获得持续稳定的发展提供实证支持。我们的观点是,对受外部融资约束强的中小企业而言,投资受现金流量的影响相对于负债会更大些。

另外,所有制因素与企业的融资决策之间可能存在一定的相关性。这主要是由于国有企业承担了包括就业和社会稳定在内的社会责任,政府不可能轻易允许其破产,它们可以获得来自政府的直接预算支持和国有金融机构的优先支持(Beck 等,2006)。当国有企业面临财务困境时,它们很可能得到政府帮助。对银行而言,一方面贷款给国有企业的风险可能会更低些(Firth 等,2009);另一方面国有企业长期以来一直与银行保持密切的关系,这种长期稳定的合作关系有助于减轻贷款人与借款人之间的信息不对称问题。相比之下,民营企业对银行而言就是新客户,较短的银企关系使得银行很难积累太多有关民营企业的软信息。这样,国有企业即使是中小国有企业相对于民营企业也更容易以低成本获得银行贷款。因此,我们根据公司类型将样本企业分为国有中小企业和民营中小企业,以检验在相同的市场环境中两种不同所有制的中小企业所选择的融资方式对投资支出的影响是否表现出明显的差异,并揭示所有制因素是否是影响中国中小企业选择融资渠道的制度性因素。我们的观点是,对民营中小企业而言,其投资受现金流量的影响相对于负债会更大些。

除了银行贷款,对中小企业而言,另一种重要的外部资金来源就是商业信贷,尽管它通常被认为比银行贷款更昂贵。一些研究表明,市场上潜在的逆向选择问题导致外部融资的成本很高,而商业信贷可以在降低资金成本和减少信贷配给方面起到重要作用(Petersen 和 Rajan,1997)。许多观点解释了为什么在提供贷款给信息不透明的企业时商业信贷的提供者比银行等其他贷款

者有优势。其中一种解释是,商业信贷的提供者拥有其客户企业的一些特有信息,他们可能扮演了“关系贷款者”的角色(Uchida等,2006)。通常卖方企业掌握了一些金融中介机构所不知道的买方企业的真实信息,这种信息优势使供应商可以提供比银行更多的资金。而且,当买方企业在银行贷款市场面临信贷配给时,供应商也会给它们提供资金。那么,商业信贷对中小企业的资本支出会产生什么影响呢?对此我们还将检验商业信贷对中小企业投资的贡献度,以考察商业信贷和银行贷款在多大程度上具有可替代性或互补性。

二、样本数据和研究方法

(一)研究样本

本文数据均来自于BvD的秦数据库(即QIN,中国企业财务信息分析库)。我们根据《中小企业标准暂行规定》,选取职工人数在2000人以下、销售额为3亿元以下的非上市制造业企业作为研究样本。鉴于本文的研究目的,我们仅选取数据库中的国有企业和各类私营企业,并剔除有缺损值的样本,最终得到4522家中小制造业企业的平衡面板数据,其中,国有中小企业1402家,民营中小企业3120家。本文的样本时间跨度为2003—2006年,由于变量计算中涉及滞后值,实际研究期间为2004年至2006年。

(二)研究方法

在现有的文献中,对企业投资进行实证分析所采用的模型主要有新古典投资模型、加速度模型、托宾的Q投资模型和Kalecki的投资模型。新古典投资模型和加速度模型都假定投资与现金流量之间的正相关关系是流动性约束的证据,但现金流量的正系数不一定反映了内部资金的重要性,也可能反映企业未来较强的盈利性。托宾的Q投资模型试图解决前述模型中存在的问题,但如果将现金流量变量包含在Q投资模型中,现金流量变量仍有可能反映未来的预期(Goergen和Renneboog,2001)。Kalecki(1937)提出的投资模型认为企业的投资支出不仅依赖于内部资金量,还依赖于外部融资能力,但外部资金成本高于内部资金成本,而且资金成本随负债的增加而增大。同时,企业的自有资金越多就越有可能从外部筹集资金,因而内部融资比外部融资更具有优先性。基于此,本文将企业的融资方式引入Kalecki的投资模型中,以检验企业投资究竟受哪些融资因素的影响。根据Kalecki的投资理论,我们得到下述回归方程(1),并将运用面板分析方法进行估计。

$$I_{it} = \alpha + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 LD_{it} + \beta_3 TF_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

其中, I_{it} 表示企业*i*在*t*年的投资比率, $I_{it} = [t \text{ 年的(固定资产+累计折旧)} - (t-1) \text{ 年的(固定资产+累计折旧)}] / (t-1) \text{ 年的总资产}$; CF_{it} 表示企业*i*在*t*年的现金流量比率, $CF_{it} = [(t \text{ 年的累计折旧} - (t-1) \text{ 年的累计折旧}) + t \text{ 年的净利润}] / (t-1) \text{ 年的总资产}$; LD_{it} 表示企业*i*在*t*年的长期负债比率, $LD_{it} =$

$[t \text{ 年的长期负债余额} - (t-1) \text{ 年的长期负债余额}] / (t-1) \text{ 年的总资产}$; TF_{it} 表示企业 i 在 t 年的商业信贷比率, $TF_{it} = [t \text{ 年的应付账款余额} - (t-1) \text{ 年的应付账款余额}] / (t-1) \text{ 年的总资产}$ 。

由于秦数据库没有提供银行借款的数据,加上本文的研究对象是非上市中小企业,这些企业不太可能通过发行债券获得债务资金,其长期债务融资主要表现为银行借款,因此,本文将运用长期负债这一指标来衡量中小企业投资对银行贷款的依赖程度。

三、分析结果

(一)中小企业投资与融资因素关系的面板数据分析结果

在存在固定交易费用和信息不对称的情况下,有贷款需求的中小企业往往面临很高的交易费用和 risk 溢价。因此,中小企业相对于大企业而言,在其经营成长过程中可能受约束较多,尤其是融资方面的约束。下面我们将对中小企业投资与融资方式的关系进行面板分析,以检验非上市中小企业的投资支出受哪些融资因素的影响较大,从而为中小企业如何有效地获得投资资金、缓解融资困难提供经验证据。

首先,以全体样本企业作为分析对象,基于模型(1)进行面板数据分析。由于 Hausman 检验的卡方统计量为 1 095.20, P 值为 0,拒绝了随机效应模型,因此本文采用固定效应模型,分析结果如表 1 所示。考虑到序列相关问题,我们

表 1 全体中小企业的面板数据分析结果

	系数	稳健标准差	t	$P > t $
常数项	-0.0537	0.026	-2.06	0.039
CF	1.3279	0.3679	3.61	0.000
LD	0.7552	0.2007	3.76	0.000
TF	0.2076	0.0901	2.3	0.000

给出了各变量的稳健标准差。因此,即使存在序列相关问题,本文得到的实证检验结果也是稳健的。从表 1 可以看出,各变量都具有统计显著性。具体而言,对于全体非上市中小企业,随着当期现金流量的增加,企业投资有了非常显著的增加。而且,当期的长期负债与企业投资也呈显著的正相关关系。不过,比较现金流量和长期负债的系数可以发现,现金流量对中小企业投资的支持作用更大,这验证了我们的假设,即对于受外部融资约束大的中小企业而言,投资支出受现金流量的影响相对于长期负债要更大些。另外,商业信贷对企业投资也产生了较为显著的影响,表明商业信贷在一定程度上促进了中小企业的投资支出。

正如前述分析所指出的,由于中小企业的信息透明度低,内部经营者与外部债权人之间的信息不对称问题一般比较严重,那么,外部债权人将很难观察借款企业承担的项目质量。同时,中小企业可以提供抵押担保的资产也比较少,而其财务报表由于没有经过严格的审计,可能导致一些中小企业隐瞒真实的财务信息。此外,由于贷款处理成本、承担的风险和责任等方面的差异,银

行通常不愿为资金需求规模小的中小企业提供融资。而且,在信息不对称的情况下,企业外部资金的获得相对于内部资金而言具有更高的成本。如果企业的净财富水平提高,那么企业就可以利用较多的低成本内部资金进行投资,从而促使企业提高投资水平。

另外,在严格的金融监管和激烈的市场竞争环境下,中国的商业银行往往把贷款重点集中于规模较大的企业,对信用等级低、抗风险能力弱和信息披露不充分的中小企业一般采取谨慎甚至规避的态度,即使实施一定的信贷支持,也会附上较高的贷款要求,从而提高了中小企业的贷款成本。由于外部资金成本高于内部资金成本,对中小企业尤其是非上市中小企业而言,作为投资资金来源的现金流量就比债务融资更具有优越性,或者说,低成本的现金流量将对中小企业的投资产生较显著的影响。

尽管中小企业在银行信贷市场上受到了较严重的信贷配给,但商业信贷的提供者在收集企业信息和监督方面相对于银行具有一定的优势,他们为不能从银行获得贷款的中小企业提供了更稳定的资金支持。

从全体中小企业的融资方式对投资支出的影响看,现金流量产生的影响比长期负债更为显著。然而,所有制因素与企业的财务决策、尤其是融资决策之间可能存在一定的相关性。由此,我们根据公司类型将样本企业进行分类,以检验在相同的市场环境中不同的所有制性质是否导致中小企业的融资选择出现差异,以及不同融资方式的选择是否对企业投资支出产生不同影响。

以模型(1)为基础,我们建立了一个包含国有中小企业和民营中小企业虚拟变量的模型,即下述回归模型(2)。

$$I_{it} = \alpha + \beta_1 (CF \times D_state)_{it} + \beta_2 (LD \times D_state)_{it} + \beta_3 (TF \times D_state)_{it} + \beta_4 (CF \times D_private)_{it} + \beta_5 (LD \times D_private)_{it} + \beta_6 (TF \times D_private)_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中, D_state 表示国有中小企业为1、其他企业为0的虚拟变量; $D_private$ 表示民营中小企业为1、其他企业为0的虚拟变量; $CF \times D_state$ 表示 D_state 与现金流量比率的乘积; $LD \times D_state$ 表示 D_state 与长期负债比率的乘积; $TF \times D_state$ 表示 D_state 与商业信贷比率的乘积; $CF \times D_private$ 表示 $D_private$ 与现金流量比率的乘积; $LD \times D_private$ 表示 $D_private$ 与长期负债比率的乘积; $TF \times D_private$ 表示 $D_private$ 与商业信贷比率的乘积。

利用面板数据对模型(2)进行估计,结果如表2所示。同样地,由于Hausman检验的卡方统计值为1 089.53,P值为0,拒绝了随机效应模型,因此采用固定效应模型。同时,考虑到序列相关问题,我们给出了稳健标准差,结果显示各变量都具有统计显著性。

由表2可知,不论是国有中小企业还是民营中小企业,其现金流量、长期负债以及商业信贷的系数都显著为正,表明各种融资因素都对中小企业的投

资产产生了显著影响。同时,我们利用 F 检验分别考察了国有中小企业和民营中小企业的现金流量系数与长期负债系数的相对大小。检验结果显示,在国有中小企业, $F(1,4\ 521)$

表 2 不同所有制的中小企业的面板分析结果

$=1.87$,P 值为 0.1713,无法拒绝现金流量与长期负债的系数相等的原假设。而在民营中小企业, $F(1,4\ 521)=4.21$,P 值为 0.0402,拒绝了

	系数	稳健标准差	t	$P> t $
常数项	-0.0524	0.0296	-1.77	0.077
$CF\times D_state$	1.4597	0.1779	8.20	0.000
$LD\times D_state$	0.9447	0.3821	2.47	0.013
$TF\times D_state$	0.1678	0.0818	2.05	0.040
$CF\times D_private$	1.3247	0.4169	3.18	0.001
$LD\times D_private$	0.6372	0.1406	4.53	0.000
$TF\times D_private$	0.2232	0.1074	2.08	0.038

现金流量与长期负债的系数相等的原假设。也就是说,F 检验结果表明,对国有中小企业而言,现金流量和长期负债对企业投资的影响没有差别;但对于民营中小企业而言,现金流量和长期负债对企业投资的影响并不一致,由变量系数的大小可知,民营中小企业的投资受现金流量的影响要大于长期负债。这一实证结果验证了我们的假设,即与国有中小企业相比,民营中小企业的投资支出受现金流量的影响相对于长期负债会更大些。

比较分析国有中小企业和民营中小企业的结果可以发现,民营中小企业在某种程度上受债务融资的约束要高于国有中小企业,这一方面是因为金融压抑和低效率的国有银行垄断造成了银行业的信贷歧视。尽管近几年全国性股份制商业银行和地区性中小金融机构发展迅速,但从整体来看,中国的银行市场结构仍然表现为以国有银行为主的金融体系,城市、农村商业银行和信用社的金融资产仅占整个银行体系的 16%(鲁丹和肖华荣,2008)。卢峰和姚洋(2004)的研究表明,国有银行有强烈向国有企业发放贷款的偏好。另一方面,由于国有企业承担了包括就业和社会稳定在内的社会责任,他们可以获得来自政府的直接预算支持和国有商业银行的优先支持。对银行而言,贷款给国有企业的风险可能会更低些,即使是国有中小企业。另外,国有企业和国有银行之间长期稳定的合作关系也有助于缓解贷款人与借款人之间的信息不对称问题。相比之下,民营企业对银行而言就是新客户,较短的银企关系使得银行很难积累太多有关民营企业的软信息,银行给民营中小企业提供贷款的风险就会高些。本文的研究结果表明所有制因素和银企关系确实对中小企业的融资产生了一定影响。

另外,商业信贷作为中小企业的另一种外部融资方式,尽管资金成本很高,但对促进中小企业的投资具有积极作用。通过考察国有和民营中小企业发现,商业信贷可以在一定程度上降低中小企业、尤其是民营中小企业受到的债务融资约束,这表明商业信贷与银行贷款之间具有一定的可替代性,贷款受限制的中小企业、尤其是民营中小企业可以转向商业信贷市场来实施他们的投资机会。Allen 等(2005)的研究也表明,中国的民营企业在一定程度上利

用商业信贷和私人贷款等非正式的融资渠道满足了其快速发展的需求,而银行在给民营企业提供资金方面并未起到积极作用。

(二)方差分析

由上述面板数据的分析结果可知,各种融资方式都对中小企业的投资支出产生了显著的影响,但仅从自变量的系数大小无法确认各融资因素对企业投资的贡献度。为此我们对样本企业的投资受融资因素的影响进行方差分析(见表3)。

表3 样本企业的方差分析结果

	各融资方式的解释能力		
	全体中小企业	国有中小企业	民营中小企业
CF	0.2226	0.1624	0.2435
LD	0.1130	0.2861	0.0631
TF	0.0096	0.0053	0.0119

从表3的方差分析结果看,就全体中小企业而言,在投资的变动中由现金流量和长期负债解释的比例分别为22.26%和11.3%,而被商业信贷解释的比例仅为0.96%。这一结果验证了我们的观点,也与上述基于固定效应模型的实证结果一致,即现金流量对中小企业投资的影响要大于长期负债。不过,商业信贷对全体中小企业投资的贡献度并不大。

在国有中小企业的投资变动中被现金流量和长期负债解释的比例与全体中小企业相反,分别为16.24%和28.61%,被商业信贷解释的比例也很低,仅为0.53%。与之相反,民营中小企业的投资变动中由现金流量和长期负债解释的比例分别为24.35%和6.91%,而且商业信贷的解释能力也达到1.19%。比较国有和民营中小企业的方差分析结果可知,长期负债对国有中小企业投资的贡献度要大于现金流量,而长期负债对民营中小企业投资的贡献度要小于现金流量。这一方差分析结果与前面的实证检验结果一致,支持了我们的观点,即相对于国有中小企业而言,民营中小企业的投资受现金流量的影响要大于长期负债。同时,商业信贷对民营中小企业投资的贡献度相对于国有中小企业要大些,表明商业信贷对缓解民营中小企业的融资难问题起到了一定的作用。

四、结论和启示

本文的研究结果显示,中小企业投资在一定程度上受债务资金的约束,而且民营中小企业投资受债务融资的约束要大于国有中小企业,表明所有制因素在一定程度上制约了中小企业融资,从而影响其投资支出。不过,商业信贷可以在一定程度上替代银行贷款来缓解民营中小企业的融资难问题,并进一步促进中小企业的投资支出。也就是说,受融资约束的中小企业、特别是民营中小企业可以转向商业信贷市场来实施他们的投资机会。另外,中小企业的经营者在进行投资决策时还应选择未来盈利性强的投资机会,以提高企业投资效益、避免产生投资过剩,同时也促使企业积累较多的内部资金以支持再投资,并可以避免受外部债务资金的约束。

由上述分析可知,中小企业、特别是民营中小企业的融资约束来自制度因

素,因此民营中小企业需要寻找一种替代机制来缓解融资歧视问题。而商业信贷在评价和控制买方企业的信用风险方面具有优势,对中小企业来说是一个较好的渠道,不仅可以在一定程度上缓解其资金约束,而且有助于中小企业融资免受货币政策变动的影响。

然而,由于商业信贷的提供者不是专门的融资机构,当客户企业的违约风险增大或者自身的可用信贷资金紧张时,他们就不太愿意提供商业信贷。而且,商业信贷相对于银行贷款资金成本要高些,为了降低中小企业的融资成本使它们能够积累较多的内部资金以获得可持续发展,有必要增加对中小企业的银行贷款。因此,就银行而言,为了在一定程度上支持中小企业的发展且避免在银行信贷市场上与大企业客户进行激烈争夺,有必要成立专门的中小企业信贷部门或信贷中心,由专人负责中小企业经营状况的调查和所发放贷款的跟踪等,以全面控制贷款风险。同时,考虑到商业信贷对企业投资的支持作用,银行也可以依托大企业开发中小企业的供应链融资,即依托大企业的信息优势对其供应链上的中小型供货商或经销商等提供贷款,通过监控应收账款、资金流等方式提供无需抵押担保的信用贷款。另外,银行也可以考虑以大企业或信用状况良好的企业为中心,对其所在系列的关联企业或下游企业提供产业链贷款,由该系列中的核心企业为其下游企业提供连带责任保证或担保。这样,银行的贷款不仅获得了关联企业的保证或担保,还可以及时掌握该产业链中借款企业的经营情况,有效避免信息不对称问题。

此外,由于中国债券市场发展还很不完善,银行是主要的或者唯一的长期债务资金的提供者,这样,贷款风险都集中在银行身上,从而导致银行在一定程度上对中小企业惜贷。因此,为了给中小企业提供更多的融资机会,有必要大力发展并完善企业债券市场,允许经营状况好的中小企业进入债券市场筹集资金以支持其长期稳定的发展。

* 本文还得到上海财经大学“211”三期项目和小企业融资研究中心的资助。

参考文献:

- [1]郭丽虹,马文杰.融资约束与企业投资——现金流量敏感度的再检验:来自中国上市公司的证据[J].世界经济,2009,(2):77—87.
- [2]鲁丹,肖华荣.银行市场竞争结构、信息生产和中小企业融资[J].金融研究,2008,(5):107—113.
- [3]卢峰,姚洋.金融压抑下的法治、金融发展与经济增长[J].中国社会科学,2004,(1):42—55.
- [4]Allen F, M Qian, J Qian. Law, finance and economic growth in China[J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77: 57—116.
- [5]Beck T, A Demirguc-Kunt. Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint[J]. Journal of Banking and Finance, 2006, 30: 2931—2943.
- [6]Beck T, A Demirguc-Kunt, L Laeven, V Maksimovic. The determinants of financing ob-

- stacles[J].Journal of International Money and Finance,2006,25:932—952.
- [7]Devereux M,F Schiantarelli.Investment,financial factors and cash flow: Evidence from U.K.panel data[A].Hubbard R G.Asymmetric,information,corporate finance and investment[C].Chicago:University of Chicago Press,1990.
- [8]Fazzari S M,R G Hubbard,B C Petersen.Financing constraints and corporate investment[J].Brookings Papers on Economic Activity,1988,19:141—206.
- [9]Firth M,C Lin,P Liu,S M L Wong.Inside the black box:Bank credit allocation in China's private sector[J].Journal of Banking and Finance,2009,33:1144—1155.
- [10]Goergen M,L Renneboog.Investment policy,internal financing and ownership concentration in the UK[J].Journal of Corporate Finance,2001,7:257—284.
- [11]Hoshi T,A Kashyap,D Scharfstein.Corporate structure,liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups[J].Quarterly Journal of Economics,1991,106:33—60.
- [12]Kalecki M.The principle of increasing risk[J].Economica,1937,4(16):440—447.
- [13]Petersen M,R G Rajan.Trade credit:Theories and evidence[J].Review of Financial Studies,1997,10:661—691.

Debt Financing,Trade Credit and SMEs' Investment: Evidence from Unlisted Manufacturing SMEs in China

GUO Li-hong,MA Wen-jie

*(School of Finance,Shanghai University of Finance
and Economics,Shanghai 200433,China)*

Abstract: Based on the financial data of 4522 unlisted manufacturing SMEs in China,this paper studies the impacts of internal funds and external funds on SMEs' investment by panel analysis,and tests the contribution of financing factors to SMEs' investment.Moreover,by the comparative analysis of the impacts of financing factors on SMEs' investment with different ownership,it suggests that SMEs' investment is constrained by debt financing and ownership structure has negative impacts on SMEs' financing,but trade credit could substitute for bank loans to solve SMEs' financing to some extent.

Key words: SMEs' investment; cash flow; long-term debt; trade credit

(责任编辑 喜 雯)