

信任、交易成本与商业信用模式^{*}

刘凤委 李琳 薛云奎

内容提要:本文研究信任这一非正式制度对企业交易成本和商业信用模式的影响。以我国各省的信任调查数据为研究基础,本文发现地区间信任差异将导致企业的签约形式显著不同,商业信用模式存在较大差异。地区间信任度越低,该地区企业的签约成本越高,具体表现为:企业较多地采用预付账款和应付票据等成本较高的商业信用模式,且相应的销售费用和折扣支出也越多。与以往文献关注法律等正式制度安排的差异不同,本文不仅验证了转轨经济环境下信任等非正式制度的重要性,同时还为“地区”与“个体”间信任的传递特征提供了经验证据,这有助于深入理解我国现阶段企业交易行为和“地区”与“个体”间的信任关系。

关键词:信任 交易成本 商业信用模式

一、引言

信任是除物质资本和人力资本之外决定一个国家经济增长和社会进步的一种主要社会资本。研究表明,在宏观层面,一个国家的信任度高低对其社会长期稳定和经济持续增长乃至经济效率的提高都具有重要作用(Putnam,1993;Fukuyama,1997;Knack and Keefer,1997);在微观层面,企业内部成员及企业之间较高的信任度可以提高企业竞争力、改进企业绩效(Barney and Hansen,1994;Sako and Helper,1998)。本文以新制度经济学交易成本理论为基础,以不同的商业信用模式安排作为交易成本的间接度量,研究地区间信任差异对企业交易成本及契约结构的影响。

由Coase(1937)、Alchian(1965)、Demsetz(1967)、Cheung(1968)、Williamson(1985)、North(1990)等发展起来的新制度经济学始终强调制度对企业交易行为与契约结构的决定性作用;有关司法体系等正式制度安排的跨国(地区)比较文献也取得了丰硕的研究成果(La Porta et al,1997,1998)。如Bertrand和Mullainathan(2003)基于美国各州的反并购法案的差异,以企业数据为基础,展开对各州企业高管行为的研究;Demircuc-Kunt和Maksimovic(1999)、Fan et al(2008)基于不同国家制度环境差异展开对企业债务期限结构的研究;夏立军和方轶强(2005)基于我国各地区市场化程度的差异研究了外部治理环境与公司价值的关系;孙铮、刘凤委和李增泉(2005)用地区间政府干预影响的不同解释了我国企业融资行为短期化的制度成因。但以往文献较多关注国家(州)法律、地区市场化环境、所有制形式、经济环境等正式制度,缺乏对信任、文化、风俗习惯等非正式制度的研究。与发达

^{*} 刘凤委,上海国家会计学院,邮政编码:201702,电子信箱:liufengwei@snai.edu;李琳,上海对外贸易学院会计学院;薛云奎,长江商学院。本文得到国家自然科学基金(编号:70672118)、国家社会科学基金(编号:04BJY013)、上海市教育委员会重点学科建设项目(编号:J51202)、上海市教育委员会科研创新项目(项目编号:09ZS190)的支持。作者感谢Cheng Shijun教授、曹辉宁教授、孙铮教授、李增泉教授、洪剑峭教授、谢志刚教授、高善生教授、潘飞教授、赵世君教授提出的宝贵意见,感谢2007年中国金融国际年会曾勇教授及与会者的评论和建议,感谢上海国家会计学院夏大慰教授、谢荣教授、张人骥教授及参加教研会议各位同事的评论和建议,特别感谢匿名审稿人提出的宝贵修改建议。文责自负。

国家不同,对法律等正式制度尚不健全的转轨经济国家而言,非正式制度的影响尤其重要,很大程度上保证了交易合同的顺利签订与履行,促进了社会经济的发展(North,1990;Greif,1994)。此外,现有关于信任的多数研究,也更多从社会学、心理学、经济学等理论层面就信任对企业和个人的影响展开分析(Arrow,1975;Kreps and Wilson,1982;Fukuyama,1995),缺乏信任与企业、个人行为关系研究的经验证据。张维迎、柯荣住(2002)曾依据对企业经理人的调查数据实证研究了地区信任的形成,指出经济发展、交通状况、人口流动等因素对地区信任度有显著影响,该研究有助于我们了解地区间信任是如何形成的,但该文没有进一步分析不同地区的信任环境会对企业交易行为造成怎样的影响。故本文将该文基础上,分析我国不同地区的信任环境对企业商业信用模式的影响,这将对现有文献的较好补充。

信任的来源基础并不相同,有的来源于对个体的判断,而有些信任是来源于对该个体所处的“组织”,“组织”的整体印象将直接影响到人们对该“组织”内部各行为个体的信任度(张维迎,2001)。由于存在这种基于声誉的信任“连坐机制”,地区声誉好坏的初始印象将成为影响企业及个人交易行为的重要标准,地区信任环境差异会给该地区企业和个人产生系统性影响,低信任地区的企业和个人将承担较高的交易成本。张维迎、柯荣住(2002)也以参加社团组织为例指出,加入社团组织等于获得一个“社会印章”(a social seal of approval),使得“团体惩罚”更为可能。基于上述信任传递关系,尽管本文研究样本是公司个体,但以地区信任度作为企业个体信任的间接替代同样能够发现信任对交易行为的影响。而且本文的研究不仅能够检验非正式制度环境对企业交易行为的影响,还可以对地区与地区内企业之间的信任传递特征提供经验证据和启示。

基于财务理论,商业信用模式的安排可用来衡量企业交易间接成本,不同的商业信用模式体现了企业承担风险和成本的差异(如对购买方企业而言,应付账款、应付票据甚至是预付账款意味着不同的成本;对销售方企业而言,上述商业信用模式差异也代表了不同的成本或风险水平)。以沪、深股市 1999—2003 年 A 股上市公司为研究样本,在控制企业规模、资本结构及股权性质等其它影响因素后,本文研究发现:地区信任度越低,该地区企业将采用更多具有较高成本的商业信用模式,如预付账款、应付票据等;企业单位收入的销售费用和折扣支出等直接交易成本也越高;企业的综合绩效水平和企业价值越低。本文研究表明,在法律保护程度相对薄弱的转轨经济环境中,非正式制度在保证契约的签订与履行或降低企业交易成本方面具有重要作用,地区信任环境将对企业行为产生重要影响。

文章其他部分安排如下:第二部分是有关信任、交易成本与商业信用模式关系的理论分析和文献回顾,在此基础上将提出研究假设;第三部分是研究设计与样本选择;第四部分是实证检验结果和敏感性测试;最后是全文的总结。

二、理论分析、文献回顾与研究假设

(一)理论分析与文献回顾

信任是一种复杂的社会与心理现象,涉及到很多层面和维度,研究者倾向于从不同的学科角度

连坐是法律术语,指一人犯罪而与其有关系的人也受牵连而被认为有罪的制度。本文指由于个体行为不当而使其它个体受的牵连。如各类媒体所披露的处于个别地区的企业或个人因该地区其他人的不良行为而遭受不合理抵制的现象,即某些地区其他人的不良行为使某些地区绝大部分的守信企业和个人受到了牵连。

特别指出,信任度低并非必然代表地区企业有不良记录,因为连坐制一方面可理解为惩罚,另一方面也可能是由于其他因素影响而产生的对交易对方的不信任。如交易双方彼此交易的频率较低时就会对对方产生不信任感。本文主要强调无论什么原因形成的地区信任环境差异,客观上都会对该地区的企业造成影响,这是分析的重点。

(如哲学、政治学、社会人类学、社会学、经济学、管理学等)对信任进行研究。经济学对信任问题的研究习惯从重复博弈的角度进行分析,在某种制度下,若博弈会重复发生,人们会更倾向于相互信任(张维迎,2001)。Kreps(1990)更是将企业视为把一次性博弈转化为重复博弈的机制,是声誉的载体。此外,经济学更强调在成本收益原则下判断信任对利益的影响,如 Kreps 和 Wilson(1982)认为获取别人的信任是重复博弈中当事人谋求长期利益最大化的手段。

信任在商品购销活动中往往发挥重要作用。对交易各方而言,信任的重要作用在于能提供稳定的心理预期,从而降低由于彼此间信息不对称所产生的交易成本(Williamson,1975)。当某种不可预见的事件(如契约中不能明确指定的事项)发生时,较高等度的信任,促使交易各方对如何解决该事件以及交易的可能性达成共同的理解,从而更快地达成协议。具体来说,信任在事前可以减少交易各方为获得交易机会而发生的搜集信息的成本;通过使交易每一方都期望另一方在未来予以回报而更具让步的灵活性以降低协商成本(Bromiley and Cummings, 1995; Zaheer et al, 1998);信任在事后可以减少交易各方的监督和执行成本,减少耗费在事后讨价还价和争议上的资源投入(Granovetter, 1985)。然而,在缺乏信任的情形下,由于事前和事后机会主义行为可能性的存在,交易伙伴将就未来可能发生的状况进行长时间、困难的协商;交易各方还可能安排契约性和结构性防御以保护自己(Williamson, 1975, 1985)。

1. 地区信任及交易成本度量

本文是基于地区信任对企业交易行为的影响的实证研究,因此有关地区信任及交易成本的度量非常重要。“中国企业家调查系统”有关对全国各地信任度的问卷调查数据显示,我国地区间信任存在系统性差异(张维迎、柯荣住,2002)。该调查涉及全国 31 个省、自治区和直辖市,分别给出了各个地区的信任指数排名,调查结果显示,上海地区的信任度指数最高(218.9),而海南(4.1)和西藏(2.7)地区信任度指数最低,地区间企业信任度差异较大。鉴于该调查是建立在经理人员对企业在商品贸易往来过程中有关企业是否守信的经验数据,因此该调查数据是有关我国地区间声誉型信任的良好反映(夏纪军,2005)。

交易成本又称交易费用,根据 Coase(1937)的定义,交易成本就是市场上发生的每一笔交易的谈判和签约费用及利用价格机制存在的其他方面的成本。交易成本不仅可以通过考察交易过程中发生的各项辅助费用来直接度量[如 Zylbersztajn and Graca(2002)发现在巴西制衣行业开办企业需经过 9 道管理程序,耗费 64 天的时间成本],交易成本经济学(Williamson,1975,1985)还提供了度量交易成本的第二种方式,在这种度量方式中,交易成本提供了理解不同经济组织形式和契约安排方式的钥匙。换言之,重要的不是交易成本的绝对数量,而是与不同组织或契约选择相关的交易成本的排序,节省交易成本是各种契约安排背后的重要基础。Cheung(1968)还解释了为什么有些类型的契约被采用而另外的则被舍弃,通常情况下,契约各方会出于降低交易成本的考虑,选择成本较低的契约安排。

2. 信任如何影响商业信用模式

有关信任的研究起始于社会学领域,后来逐渐扩展到经济学、管理学、心理学等研究领域。社会学学者认为,信任是社会关系的重要维度之一,根源于利他主义,与社会结构和文化规范紧密相关。心理学学者较多地探讨人际间信任,关注个体的认知内容和行为表现。管理学学者较多地借鉴社会学和心理学的定义,并将个人间的信任延伸至组织之间的信任合作。

该调查向 15000 多家企业发出问卷,回收有效问卷 5000 多份。调查涉及全国 31 个省、自治区和直辖市,调查对象主要是一些企业和企业领导人,其中至少 60% 的对象是现任总经理,调查对象中,不担任董事长、总经理、厂长和党委书记等四种职务的人只占 5.1%;调查样本涉及 13 个行业(行业目录按《中国统计年鉴》的目录分类)和各种所有制结构,其中国有企业占 38.2%,集体和私营企业、股份合作制等占 19.8%,股份制占 34.1%。有关信任的问题设计是“根据您的经验,您认为哪五个地区的企业比较守信用(按顺序排列)?”

从整个经济系统而言,商业信用的存在会降低经济循环的交易成本,但就微观个体而言,商业信用模式的差异也反映了交易双方彼此的信任程度。彼此越不信任,交易越需要更多的保障。譬如,对收款方而言,提前收到款项(预收账款)是一种相对安全的信用方式;对付款方而言则是成本最高的一种信用方式,因为提前支付货款(预付账款),等于将资金使用权提前转让给对方;而当付款方企业信任度较低时更可能被要求提前支付款项。同理,具有明确付款人、付款日期的票据赊销交易相对没有票据而言,因票据可以转让和贴现而对收款方的保障程度更高。在收款方的具体会计核算处理中,也反映了两种不同赊销交易的风险特征,如应收票据(有票据的赊销交易)通常不计提坏账准备,只有当出现对方无法按照票据约定的日期还款时才转入应收账款(无票据的赊销交易),并计提坏账。因此交易双方彼此信任度较低时,有票据的赊销交易相对于无票据的赊销交易可为收款方提供更多的合理保证。票据结算的好处对收款企业显而易见,但如果我们将分析对象定义为付款方时,在较低的被信任度情况下,付款方为了获得赊购的资格较可能按照收款方的要求提供票据结算,而票据结算一方面存在一系列核对签发过程,增加了流转环节的交易成本,另一方面还需要付款方支付相关的利息费用,提高了付款企业的融资成本。此外,票据在到期时需按时支付,若付款方无法按时偿还票据,将对自身的声誉产生较大负面影响。

总之,在购买环节企业将作为付款方出现,企业信任度越高,付款形式必然会得到一些隐性的优惠,因为交易对方愿意承担一定程度的风险;反之,企业越不被信任,付款条件会更苛刻,因为交易对方希望通过较为安全的收款方式来控制风险。

3. 声誉型信任的“连坐制”效应

信任的形成、维持和消亡不仅取决于人类社会的一些共有因素,如重复博弈、不完全信息等,同时还取决于特定社会的文化道德观念和历史传统。学者们对我国信任关系特征的总结是以“关系”为基础。如 Fukuyama (1995) 发现,中国人际的信任仅被局限于以家庭为核心的小范围关系网络内,对关系网络之外的人普遍不信任。Redding (1990) 则认为,中国人信任的主要特点似乎是对家庭的信任是绝对的,对朋友或熟人的信任只能达到建立相互依赖关系、双方都不失面子的程度。费孝通 (1948) 将中国社会论述为一种以家族为中心的差序格局。在差序格局中,社会关系是逐渐从一个人推出去的,社会范围是一根根私人联系所构成的、由近及远、由亲及疏、由熟悉到陌生的网络。而在日常生活和社会交往中,人们也总是依照由亲及疏、由近及远的逻辑行动。

在我国转型经济环境中,上述以关系为基础的信任模式正在逐渐被打破。社会结构和经济体制的转变动摇了长期以来形成的血缘、地缘与业缘关系,冲击了传统熟人社会中的关系网络,市场经济的发展促使陌生人之间信任也逐渐增加,“关系”约束的力量则逐渐减弱。现如今,我国社会主义市场经济体系才刚刚建立,各项法律、法规都存在很不完善的地方;同时,对于法律保护 and 执行力相对薄弱的转轨经济国家,运用法律的成本非常高,这些都导致声誉型信任对保障交易的顺利实现至关重要。譬如,声誉型信任可以引起连锁反应,如对某个个人的不信任有可能延伸到与该个人相关的个人和组织,而对组织的不信任也可能会影响对该组织中个体的判断。张维迎 (2001) 指出,如果某个人做了坏事,外人虽然也许无法追踪这个具体的人,但他们很容易识别这个人所属的团体,从而对其实施“团体惩罚”,类似一种“连坐制”。这样,社团成员个人的不当行为会损害社团整体的声誉;反之团体的声誉也影响到该团体内部的所有成员。需要注意的是,由声誉所导致的信任度高或低并非完全是欺骗等不良行为所引起,交易频率的高低也可能对声誉产生影响。譬如相对于那些很少有银行信用记录的客户而言,银行业对有较多信用卡交易记录、还款记录好的客户会提升其信誉、给予更高的信用额度和各种形式的优惠。但无论哪种原因导致的不信任,都会给交易双方带

票据分为带息票据和不带息票据,其实不带息票据在经济实质上已然包含了相关利息(葛家澍、杜兴强,2007)。

来障碍和交易成本。

“中国企业家调查系统”2000年对全国各地区的企业信任度问卷调查数据,为我们提供了各个省份地区的信任指数。根据我们前文的分析,这种地区信任度的差异,是否会影响到不同地区企业的交易行为?处于较低信任度的地区的企业是否面临较高的交易成本,其交易契约结构与处于高信任度地区的企业是否存在较为明显的不同?接下来,我们将以此为研究对象,提出本文研究假设并进行经验分析。

(二) 研究假设

“中国企业家调查系统”的数据表明,本地区内部信任度较高。对本省(地区)的高信任可能是一种初始的印象,也可能是因为交流和交易较多,对本省人较有把握,或者更深层次地是因为本省人欺骗本省人的概率相对更小(张维迎、柯荣住,2002)。但无论何种原因,通常都会导致对外地企业的信任关系较不容易建立。并且针对不同的外部地区信任程度也有差异,如果某些地区给企业一种值得信任或不值得信任的印象,这种印象就不会在短期内改变(张维迎、柯荣住,2002),这将对该地区的个体组织交易行为产生较为重要的影响。

张维迎、柯荣住(2002)一文更多地关注对信任的解释,即信任是如何形成的,但没有进一步深入分析不同地区的信任度差异如何影响该地区企业交易行为和契约结构。应该说,这种信任的经济后果研究将更加直观地反映信任这一非正式制度对于企业和个人的影响,有助于我们深入理解企业间交易行为差异。此外,企业商业活动往来中不同的商业信用模式正是各种不同契约结构的体现,不同商业信用模式反映了交易成本和风险等差异。因此结合前文关于信任、交易成本以及企业商业信用活动的分析,本文以地区间不同的信任指数作为研究基础,预期地区信任能够显著影响企业商业信用模式安排,故提出如下研究假设:

在控制其他因素影响的情况下,地区被信任度越低,该地区所在的企业在商业活动中面临的交易成本越高,在购买活动中就会较多地使用应付票据和预付账款等较高成本的商业信用模式。

三、研究设计、样本选择与描述性统计

(一) 研究设计与样本选择

本文将在控制公司特征变量的基础上分析地区信任对公司交易行为的影响。考虑到本文选取的调查数据在2000年左右,信任度在调查期间的几年当中将会保持稳定,故本文选取1999年至2003年沪、深股市A股上市公司作为研究样本,剔除金融行业的上市公司和少数极端值样本,1999、2000、2001、2002和2003年分别有784、824、837、1002、1001家上市公司(共计4448个观测值)。本文所用到的公司财务数据取自深圳国泰安信息技术有限公司开发的CSMAR数据库查询系统;有关地区间企业信任调查数据来源于“中国企业家调查系统”2000年对全国各地区的企业信任度调查。

考虑到可能影响企业商业信用模式的各种因素,根据本文分析和研究假设,我们提出实证检验

张维迎、柯荣住(2002)研究表明,本地偏见对信任的地区排序没有大的影响。

金融类公司贸易往来存在特殊性,故不在本文的研究范围。另外,本文还剔除了0—1%与99%—100%之间的极端值样本。

需要说明的是,由于数据的可得到性,本文选择的样本是上市公司。鉴于我国严格的IPO审批制度,与非上市公司相比,上市公司本身在声誉方面会更高,但这种影响并不会改变我们的研究结果。无论上市与否,信任环境对本地区的企业是必然存在的,由于个体声誉增强可能会弱化地区信任因素的影响,若结论表明还支持研究假设,则会进一步证明信任环境的作用。换句话说,对于非上市公司等个体信誉较低的企业,地区信任的影响会更强。此外,上市公司的规模较大、经营范围区域较广,因此也较为适合研究跨地区交易的经济后果。当然,由于上市公司经营范围的广泛性,跨地区经营会给本文的研究带来一定噪音。

模型如下：

$$\text{Creditmode} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Size} + \beta_2 * \text{Lev} + \beta_3 * \text{Cshr} + \beta_4 * \text{Shr1} \\ + \beta_5 * \text{Rpt} + \beta_6 * \text{Trust} + \sum_j \beta_j \text{Ind} + \sum_k \beta_k \text{Year} +$$

其中,因变量 Creditmode 代表企业商业购销活动中商业信用模式选择,分别用应付票据/(应付票据+应付账款)、预付账款/总资产变量替代,两个指标值越高,则表明企业较多地使用了成本相对较高的商业信用模式。

此外,为了更为直观地反映信任与交易成本的关系,我们除了以上述契约形式比重间接地反映交易成本外,还增加了对销售费用和折扣占销售收入比重作为对直接交易成本的考察。销售费用中很大一部分是企业的广告推广费用,而企业发布广告的最终目标仍然是为了提高企业自身知名度,降低与消费者的信息不对称,提高消费者对品牌的信任;对存在较差的交易记录以及交易不很活跃的低信任度地区而言,外界对该地区企业产品的熟悉程度较低,产品要取得客户的信任,相对而言企业需要花费更多的费用支出来让更多的客户熟悉和了解该地区的企业和商品。因此,较低的地区信任度可能会导致较高的企业营销支出。

解释变量:本文将重点考察地区信任对企业交易行为的影响,因此地区信任指数 Trust 是本文重点考察目标。我们预期,地区信任度指数越低,该地区企业面临的交易成本越高,故预期模型中变量 Trust 显著为负。

控制变量:本文控制了影响商业信用模式的其他若干因素。首先是企业间关系对信任的影响。就企业而言,具有某种契约关系的关联企业间容易形成信任,故我们通过关联交易来大致衡量关系型信任对交易的影响。若关联交易较多,证明企业间贸易往来多发生在关联方之间,企业间的信任程度较高;反之亦然。本文还控制了企业规模(Size)、资本结构(Lev)及第一大股东持股比例(Shr1)等企业特征因素的影响。企业规模越大,资产抵押能力越强,并具有较高的知名度,因此更可能取得对方的信任,交易成本越低;企业资本结构则是一个反映企业风险的指标,当企业债务比重越高时,意味着存在较高的违约风险,因此这类企业较难获得对方的信任,从而面临较高的交易成本。本文还控制了第一大股东持股比例,企业股权相对比较集中时,债权人在进行债务诉讼时具有较为明确的起诉目标,或者说债权人债权求偿的对象比较单一,这将减少债权人日后潜在的交易成本,从而在事前有可能影响企业交易行为和方式。

此外,不同所有制的企业信任度也不一致。中国企业家调查系统在 2002 年对于中国企业的诚信状况曾经进行了一次全国范围的专门调查,结果显示,中国的企业经营者对于国有企业信用程度评价最高,而对于民营等非国有企业的信用程度评价较低。因此本文设置了所有权性质 Cshr 哑变量,当控股股东所有权性质为民营等非国有企业时取 1,否则为 0,故预期模型变量 Cshr 应显著为正。

最后,企业财务状况及其所处经济和金融市场环境可能产生影响,我们在不同的回归模型中分

本文还通过变换财务指标的方式进行了其它测试,如采用预付账款/销售成本、预付账款/(预付账款+应付账款+应付票据)等指标反映商业信用模式使用比例,结论一致。

当然,该指标可能存在一定的噪音,譬如商品销售支出可能反映了公司产品营销战略。在回归分析中我们无法完全控制各种影响因素,但只要该噪音不影响我们的结论就可以对本文提供一定的间接证据。譬如,个别公司的销售费用存在一定差异,但要分析是否由于地区差异因素而导致的系统性影响,而且这种影响是否与信任相关,如果没有其他系统性的解释,个体公司存在的如公司产品战略的差异应该不会影响本文的基本结论。

中国企业家调查系统《2002 年中国企业经营成长与发展专题调查报告》调查结果显示,当问及“商务交往时您认为哪种经济类型的企业比较守信用”时,企业经营者认为守信用的企业按经济类型排序依次是:国有企业(55.5%)、股份有限公司(52.6%)、外商港澳台投资企业(50.2%)、有限责任公司(28.5%)、私营企业(25.8%)和集体企业(9.6%)。

别控制了现金持有比率(Cash)、地区市场化发育程度(Market)及金融市场发展水平(Finance)(樊纲等,2007)。企业现金拥有程度可能会造成企业在选择支付方式上存在差异;金融市场化水平较高的地区,票据的使用比例可能较高;市场化水平很大程度上反映了企业商品贸易往来的频繁与活跃程度,而越频繁的交易活动越会提高企业间的信任程度,进而会影响交易模式。行业是影响企业商业信用模式的另外一项重要因素,根据我们的检验,不同行业的企业商业信用模式选择存在很大差异,因此为了控制行业间差异及不同年度的影响,我们根据中国证监会2001年颁布的《上市公司行业分类指引》设置了行业哑变量和年度哑变量。限于篇幅,我们未在检验结果中报告年度和行业控制变量的回归系数与显著性。

考虑到信任将通过降低交易成本的方式最终影响企业经济绩效和价值,本文还设定了企业价值与业绩的替代变量。我们用Tobin's Q代表企业价值,该变量反映的是企业市场价值与重置成本的比值,由于重置成本难以获取,采用年末总资产代替。市场价值为企业债务资本的市场价值与权益资本各月平均市场价值之和。由于我国上市公司存在流通股和非流通股,所以权益资本的总市值等于流通市值加上非流通股的价值。此外,我们还选择反映企业盈利能力、营运能力、偿债能力等方面的8个指标进行“归一化”处理,通过主成分分析确定了3个因子,累计解释上述综合绩效水平的70%以上;通过计算三个因子得分及根据其相应权重进行加权平均,得出反映每个企业年度观测值综合经营绩效指数,记为Factor。具体变量定义见表1。

表1 变量定义

变量	变量定义
P_{jk}	应付票据/(应付票据+应付账款),反映赊购中应付票据的比例
Y_j	预付账款/总资产,反映购买过程中需要企业提前支付的金额
$Saleexpense$	销售费用和折扣占销售收入比重,反映单位收入的营销支出比重
$Size$	总资产的自然对数
Lev	资产负债率,总负债/总资产
$Cash$	现金持有量/总资产,现金在资产中的比重
$Cshr$	所有权性质哑变量,取1时代表控股股东所有权性质为民营等非国有上市公司;否则取0
$Shr1$	第一大股东持股比例
$Trust$	加权平均地区企业信任指数,来自于张维迎和柯荣柱(2002)《信任及其解释:来自中国的跨省调查分析》一文,我们也采用了该文披露的第一顺位指数进行检验,结果一致
Rpt	关联交易变量,采用购销关联交易额占总交易额的比重
$Finance$	地区金融市场发育指数,该指数在0—10范围内取值,来自于樊纲等(2007)《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告》
$Market$	地区市场化相对指数,该指数在0—10范围内取值,数据来源同上
$Tobin'sq$	$Tobin's Q = (\text{每股价格} \times \text{流通股股数} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股股数} + \text{负债账面价值}) / \text{总资产}$
$Factor$	主成分分析法提取的综合绩效水平因子,由盈利能力、营运能力、偿债能力三个因子加权平均计算而成
Ind	行业哑变量,用来控制行业因素的影响
$Year$	年份哑变量,用来控制宏观经济的影响

(二) 描述性统计与单变量检验

我们首先对主要相关指标进行描述性统计分析,得到了各变量的平均值、中位数、标准差和上下四分位数。从中发现,应付票据/(应付票据+应付账款)均值为0.164,中位数为0.042,表明企业

使用应付票据金额占总的应付款水平不到 1/5;预付款占总资产比重均值为 0.035,中位数达到 0.021,上述数字显示出有相当一部分企业都需要提前支付货款;销售费用和折扣占销售收入比重均值为 0.061,中位数为 0.038;信任指数变量 Trust 均值为 71.921,而中位数为 30.1,75%分位数与 25%分位数分别为 14.4 和 117.2,标准差达到 70.555,充分说明地区间信任程度存在很大差异。其它变量不再赘述。

此外,我们还检验了变量之间的 Pearson 相关系数,结果与我们预期相符,地区信任度指数同上述代表较高交易成本的商业信用模式指标显著负相关;所有权性质哑变量 Cshr 与上述各因变量显著正相关。这分别反映了地区信任和所有权信任与交易成本的关系。我们还根据各地区加权平均信任指数的中位数(我们分别就地区信任中位数和样本公司中位数做了区分,结果不变)将样本分为两大类,一组是信任度较高的样本组(Trust = 1),另一组是信任度较低的样本组(Trust = 0),采用单变量均值检验(T-test)或中位数检验(Wilcoxon-test)以检验信任对商业信用模式的初步影响。无论是直接使用应付票据/(应付票据 + 应付账款)、预付账款/总资产和销售费用及折扣占销售收入比重三个指标,还是考虑到商业信用模式会受到除信任外其他多种因素的影响,采用先通过回归模型剔除了公司规模、负债结构、所有权性质、行业等控制变量的干扰,提取出模型的残差后再次进行单变量检验,结果均发现:具有较高信任指数的样本组,企业均较少地使用应付票据或预付账款等交易成本较高的信用模式,销售费用和折扣水平更低。上述三个变量在均值检验和中位数检验得到的组间差异的显著性均达到 1%水平。该结果初步证实了信任对商业信用模式的影响。限于篇幅,描述性统计表、相关系数表及单变量统计检验结果不再列出。

最后,考虑到各省份信任度差别较大,我们通过信任度排序来降低由于极端值所带来的影响。我们考查了根据信任指数排名得到的相对排序与各交易成本变量的线性关系。横轴代表信任度,31个省份按照从高到低的信任指数排列,信任度最高的排第一位,依次类推。纵轴分别反映不同交易成本的指标,取值为各地区所有上市公司样本中位数,指标值越高代表承担的交易成本越大。图1是考察预付账款指标的散点图,可以看出,随着信任度的降低、排名的下降,预付账款的比例越来越高。用应付票据/(应付账款 + 应付票据)、销售费用和折扣占收入比重两项指标描绘的散点图结果基本一致,限于篇幅略。

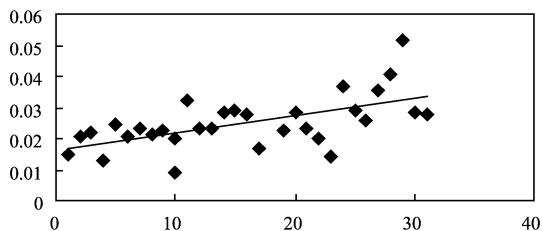


图1 各地区信任程度排名与预付账款/总资产散点趋势

四、信任与商业信用模式的经验证据

(一)实证结果与分析

表2是样本的截面回归结果,所有模型均控制了行业和年度的固定效应影响。在不添加公司规模等控制变量的前提下,模型1和模型2结果显示,地区信任指数越低,企业应付票据比例和预付账款的比例越高,两变量回归系数分别为 - 0.004 和 - 0.007,且均在 1%水平显著;模型3是以销售费用和折扣占收入比重作为交易成本直接度量的回归结果,变量 Trust 回归系数为 - 0.003,T检验值达到了 - 4.43,说明在 1%水平高度显著。上述结论基本支持本文研究假设。

模型4—模型6是控制了公司规模、所有权性质、关联关系等因素后的回归结果。可以看出,无论对交易成本进行间接度量还是直接度量,信任指数与交易成本均显著负相关,显著性水平均达到 1%。其他控制变量的符号与预期也基本相符,尤其可以看出,所有权性质为民营企业时,在模型4、模型5和模型6中变量 Cshr 均显著为正,表明民营企业承担的交易成本较高,这与相关调查

数据所列示的民营企业信任度较低的结论相符合。关联交易连续变量 Rpt 符号为负,其在模型 4 中显著性较低,但在模型 5 和模型 6 中的显著性较高,即关联交易水平越低的公司,其预付账款比例越高,而且会承担更多的销售费用和折扣。这表明,关联关系会对公司间商业信用模式和交易成本产生影响。

表 2 信任与商业信用模式关系的回归结果

自变量	模型 1 Y = Pjzk	模型 2 Y = Yf	模型 3 Y = Saleexpense	模型 4 Y = Pjzk	模型 5 Y = Yf	模型 6 Y = Saleexpense
Intercept	0.131*** (10.93)	-0.052*** (-5.75)	0.058*** (13.17)	-0.398*** (-8.47)	0.048*** (5.74)	0.133*** (7.27)
Trust	-0.004*** (-6.02)	-0.007*** (-6.81)	-0.003*** (-4.43)	-0.000*** (-6.86)	-0.001*** (-3.95)	-0.004*** (-4.32)
Size				0.041*** (7.32)	-0.002 (-0.50)	-0.005*** (-3.50)
Lev				0.120*** (7.17)	0.008*** (2.77)	0.017*** (2.17)
Cshr				0.029*** (3.66)	0.011*** (8.11)	0.029*** (3.33)
Shr1				-0.001** (-2.27)	-0.000** (-1.99)	-0.002*** (-5.79)
Cash					0.019*** (14.16)	
RPT				-0.003 (-0.85)	-0.002* (-1.69)	-0.031*** (-3.03)
Finance				0.003* (1.73)		
Market					-0.002*** (-3.85)	-0.003*** (-2.68)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
F 值	18.82	15.02	37.99	23.06	21.85	35.87
Adj. R ² (%)	8.17	6.54	15.59	11.53	11.76	17.75
N	4448	4448	4448	4448	4448	4448

注:各模型因变量定义见表 1。行业按证监会的分类标准(除制造业继续划分为小类外,其他行业以大类为准),剔除金融行业后共有 20 个行业哑变量;年份哑变量控制了不同年度的影响,其余变量含义具体见表 1。*、**、***分别表示显著性水平 $P < 0.10$ 、 $P < 0.05$ 、 $P < 0.01$ 。

此外,金融市场化程度影响企业票据的使用,地区金融市场发育程度越高,企业票据信用形式则更多被采用(见模型 4);企业现金持有越多,则越有能力提前支付货款,预付款比例与现金持有显著正相关(见模型 5);由于市场化程度总体上反映了该地区企业贸易活跃程度,而企业间贸易往

我们还额外检验了是否存在关联交易哑变量,即将具有关联交易的公司设定为 1,否则为 0。我们发现该指标与 Pjzk 和 Yf 的相关系数仍然为负相关,但显著性有所降低;该指标与销售费用与折扣的相关度仍然很高。

来越频繁则更容易建立长久的贸易关系,各项交易成本也将越低,我们发现随着市场化程度(Market)的提高,预付账款的使用和销售费用及折扣相对支出越少,呈现显著的负相关关系,支持我们的预期(见模型 5 和模型 6)。

由于本文所采用的信任指数属于调查数据,很可能受到多种因素的影响。根据张维迎和柯荣住(2002)的研究结果,交通情况、公民受教育程度等因素都与信任度具有显著正向关系。本文希望能够考察,信任是否在不受这些外部自然条件影响下依然对公司交易成本产生影响,因此我们采用了两阶段回归的方法,先以信任指数作为因变量,以市场化程度、经济发展水平(GDP)、交通情况、公民教育程度作为工具变量,在剔除这些因素对信任的影响后,再考察模型的残差对企业信用模式和交易费用的影响。结果发现,在以信任指数为因变量的模型中,与张维迎和柯荣住(2002)的研究结论一致,经济发展水平和市场化程度越高、交通越发达、受教育人数比例越高的地区,信任指数越高。以该模型回归的残差

表 3 采用两阶段回归方法剔除宏观因素影响后信任与交易成本回归结果

自变量	模型 1 Y= Pjzk	模型 2 Y= Yf	模型 3 Y= Saleexpense
Intercept	- 0.365*** (- 7.22)	0.052*** (6.19)	0.117*** (6.55)
Residual-trust	- 0.003*** (- 2.52)	- 0.001*** (- 3.06)	- 0.000** (- 2.29)
Size	0.028*** (8.06)	- 0.002** (- 2.35)	- 0.002* (- 1.85)
Lev	0.211*** (7.32)	0.017*** (5.10)	0.016* (1.84)
Shr1	- 0.002** (- 2.14)	- 0.012* (- 1.93)	- 0.001** (- 2.32)
Cshr	0.029*** (2.05)	0.015*** (5.43)	0.008*** (2.44)
Cash		0.019*** (11.15)	
Rpt	- 0.002 (- 1.14)	- 0.013** (- 2.14)	- 0.022** (- 2.31)
行业	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制
F 值	22.75	22.01	44.15
Adj. R ² (%)	11.63	11.39	21.36
N	4448	4448	4448

注:各模型变量定义见表 1。*、**、***分别表示显著性水平 $P < 0.10$ 、 $P < 0.05$ 、 $P < 0.01$ 。

作为解释变量来考察其对交易成本的影响,我们发现变量 Residual-trust、所有权性质变量与交易成本替代变量的关系仍然符合预期。限于篇幅,本文只列出以残差为度量基础的信任变量 Residual-trust 对交易成本的影响,具体结果见表 3。

信任由于节省交易时间、降低交易成本,从而大大提高了经济行为者的经济效率与效益。Williamson(1991)认为,交易关系中有“可被信任”声誉的买方(卖方)将有较低的交易成本,而有效降低交易成本的企业将表现出较好的业绩。若企业缺乏一定的信任将会导致交易失败或者需要额外控制而增加成本。我们通过将信任环境指数与企业绩效和企业价值进行回归,并控制了公司规模、资本结构比率、所有权性质、第一大股东持股比例以及各地区经济发展指标。回归结果显示,企业价值(Tobin's Q)和综合绩效因子(Factor) 变量与信任环境指数显著正相关,表明信任环境指数

上述公司价值与绩效水平变量的计算方式见表 1。

较高的地区,上市公司的企业价值和公司综合绩效水平更高。

由于各地区信任度指数差距较大,如上海地区的信任度指数达到 218.9,而西藏地区的信任度指数仅为 2.7,极端数值的影响可能会造成上述结论不稳定。因此我们对信任指数进行了排序,采用秩回归的方法降低该影响。排序结果是信任指数最高的则排名为 1,以此类推,并进而以排名顺序作为检验变量参与回归,同时控制其他各变量的影响。检验发现,信任度排名越靠后的地区,其应付票据比例、预付账款比例和销售费用和折扣等支出比重越高,信任指数在模型中的显著性达到 1%,仍然支持我们的研究预期。以上检验的具体表格限于篇幅省略。

需要说明的是,本文针对地区信任环境与公司交易行为关系的研究,可能会受到公司个体自身声誉高低的影响,并形成一定的噪音。不过公司个案并不会影响整个地区的样本特征,也不会改变本文有关地区信任环境的基本研究结论。譬如,尽管西藏也可能存在比上海信任度更高的企业,这样将降低我们原有实证研究结果的显著性。但实证结果既然已经显示地区信任环境是企业商业信用模式的显著影响变量(均在 1%水平),因此尽管无法较好地控制企业个体声誉因素,地区信任对于企业商业信用模式的系统性影响仍然存在。

(二)其它敏感性测试

考虑到本文地区信任指数是调查数据,我们将 5 年均存在观察值的公司其相关变量取平均值,以各变量的均值进行回归,来进一步验证信任对企业商业信用模式选择的影响。结果显示,各变量年度平均数据的回归结果与前述横截面的检验结论基本一致:信任指数变量(Trust)与应付票据比例变量(Pjzk)、预付账款变量(Yf)和销售费用率变量(Saleexpense)都显著负相关,反映了高信任度在降低企业签约成本方面的重要作用。

Laporta et al(1997)、Morck et al(2000)采用了以地区或国家直接作为研究对象的方法,考虑到本文研究地区间信任度差异,因此也可以从地区层面以每个地区作为单一主体分析信任对交易的影响。我们将地区内各企业销售费用和折扣水平求和,并对本地区所有企业销售收入求和,进而计算出以该地区为核算对象的整体销售费用和折扣水平,其他因变量 Pjzk 与 Yf 都采用相同的计算方法。我们发现,解释变量 Trust 与应付票据比例与销售费用比例变量符号与预期一致,且显著性较高,预付账款的显著性水平较低,但符号也与预期一致。

此外,考虑到不同行业企业商业信用模式的差异,需要尽量剔除行业的影响。虽然我们在所有的模型回归中控制了行业哑变量,但也可能会存在一些噪音,故进一步采用剔除行业中位数的方法,将反映交易成本变量的三个指标分行业求得中位数并将各公司变量与其相减,以计算得出的数值再次进行回归分析,结论与前文基本一致;我们在模型回归时还计算了方差膨胀因子 Vif 值,模型中各变量的 Vif 数值最高为 2 左右,属于在正常的范围内;我们还分析了经过 White 方差调整后的数据结果,其主要变量的显著性与符号仍然与预期一致。限于篇幅,上述敏感性测试结果不再列出。

五、结论与启示

现有基于司法保护等制度环境的跨国比较文献,都过多关注法律等正式制度环境对微观企业交易行为及契约结构的影响,缺乏对非正式制度环境的考察。而对于我国这样正处于转轨经济环境下的国家,在法律、法规不健全的基础上是否存在其他的替代机制来保证交易履行?经济学指出,个体声誉,或者交易方彼此间信任程度,同样是维护契约、改变契约的重要条件。可以进一步推理,不同信任关系将会对契约结构产生影响,但若将其应用于实证研究,信任的度量仍是一大难题。本文借鉴经济学理论中关于信任的传递机制,利用基于我国各省间有关企业贸易往来的地区信任指数,实证检验了地区间信任差异对微观企业商业信用模式和交易成本的影响。本文较好地弥补

了现有文献关于非正式制度实证研究的不足。

本文研究结果发现,地区信任度越高,企业签约成本越低,具体表现为企业可以用低成本的商业信用模式或支付更少的预付款项和营销费用。这表明信任关系会影响企业交易行为及签约形式。由于我们是分析地区信任环境对微观企业个体交易行为的影响,因此该结论不仅证明转轨经济环境下信任等非正式制度对企业的重要性,同时也验证了信任传递效应的存在,这对于深入思考目前我国各类社会现象也具有一定的现实意义。由于存在信任传递效应或“连坐机制”,良好信任环境的建立需要企业、个人的共同参与和维护。任何短视的、只顾个体私利的机会主义行为不仅对个体声誉造成破坏,对个体所处的组织、地区甚至行业都可能带来一定的负面影响。因此,注重声誉、维护社会信任环境对企业和个人而言,既是一项长期且义不容辞的责任和义务,同时也是实现自身长远利益的基石。

参考文献

- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏,2007:《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2006年报告》,经济科学出版社。
- 费孝通,1948:《乡土中国》,三联书店,1985年版。
- 葛家澍、杜兴强,2007:《中级财务会计学》,中国人民大学出版社第3版。
- 孙铮、刘凤委、李增泉,2005:《市场化进程、政府干预与企业债务期限结构》,《经济研究》第5期。
- 夏纪军,2005:《中国信任结构及其决定:基于一组实验的分析》,《财经研究》第6期。
- 夏立军、方轶强,2005:《政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据》,《经济研究》第5期。
- 张维迎,2001:《产权、政府与信誉》,三联书店。
- 张维迎、柯荣住,2002:《信任及其解释:来自中国的跨省数据调查》,《经济研究》第10期。
- Alchian, A. A., 1965, "Some Economics of Property Rights", *IL Politico*, 30, pp. 816—829.
- Arrow, K. J. 1975, "Gifts and Exchanges", In Phelps. E. S. *Altruism, Morality and Economic Theory*, New York: Russel Sage Foundation.
- Barney, J. B., Hansen, M. H., 1994, "Trustworthiness as a Source of Sustained Competitive Advantage", *Strategic Management Journal*, 15, 175—190.
- Bertrand, M., and S. Mullainathan, 2003, "Enjoying the Quiet Life? Managerial Behavior Following Antitakeover Legislation", *Journal of Political Economy*, 111, 1043—1075.
- Bromiley P., Cummings L., 1995, "Transaction Costs in Organizations with Trust: A Theoretical Perspective", *Research in Negotiations*.
- Cheung, S., 1968, "Private Property Rights and Sharecropping", *Journal of Political Economy*, Vol 76.
- Coase, R., 1937, "The Nature of the Firm", *Economica*, Vol. 4, No. 16, pp. 386—405.
- Demsetz, H., 1967, "Toward a Theory of Property Rights", *American Economic Review*, 57.
- Demircug-Kunt, A., and Maksimovic, V., 1999, "Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity", *Journal of Financial Economics* 54, 295—336.
- Fan, Joseph P. H., Titman S. and Twite G., 2008, "An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices", working paper from www. ssn. com.
- Fukuyama, F., 1995, "Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity", New York: The Free Press.
- Fukuyama, F., 1997, "Social Capital and the Modern Capitalist Economy: Creating a High Trust Workplace", *Stem Business Magazine*.
- Granovetter, M., 1985, "Economic Action and Social Structure: the Problem of Embeddedness", *American Journal of Sociology*.
- Greif, A., 1994, "Cultural Beliefs and the Organization of Society: a Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies", *Journal of Political Economy*, 102:912—50.
- Knack, S., Keefer, P., 1997, "Does Social Capital Have an Economic Payoff—a Cross-country Investigation", *Quarterly Journal of*

按照我国现有的上市公司信息披露制度,我们无法将所研究的预付账款、应付款等商业信用模式作进一步的区分,如区分为本省内交易和省外交易,并根据本省以及外省的信任度不同来进一步研究企业签约行为,这将会进一步充实本文的研究。随着未来有关公司分部报告的披露,相关信息披露会得到充实,或许可以在这个方面有进一步研究的空间。

上述影响已经在个别组织、地区和行业(比较典型的如注册会计师行业和乳品行业)得到证明。

Economics, Vol. 112, No. 4, pp. 1251—1288.

Kreps, D. and Wilson, R., 1982, "Reputation and Imperfect Information", *Journal of Economic Theory*, 27, 253—279.

Kreps, D., 1990, *A Course in Microeconomic Theory*, Princeton University Press.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1997, "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52, 1131—1150.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1113—1155.

Morck R., Yeung B., Yu W., 2000, "The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements?" *Journal of Financial Economics*, 58: 215—260.

North, D. C., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.

Putnam, 1993, *Robert, Making Democracy Work*, Princeton University Press.

Redding, G., 1990, "The Spirit of Chinese Capitalism", *Walter de Gruyter*, 122—136.

Sako, M., Helper, S., 1998, "Determinants of Trust in Supplier Relations: Evidence From the Automotive Industry in Japan and the United States", *Journal of Economic Behavior and Organization* 34, 387—417.

Williamson, O. E., 1975, *Markets and Hierarchies*, New York: Free Press.

Williamson, O. E., 1985, *The Economic Institution of Capitalism*, New York: The Free Press.

Williamson, O. E., 1991, "Comparative Economic Organization: the Analysis of Discrete Structural Alternatives", *Administrative Science Quarterly*, 36(2):269—296.

Zaheer, A., McEvily B., Perrone V., 1998, "Does Trust Matter? Exploring the Effects of Inter-Organizational and Interpersonal Trust on Performance", *Organization Science*, Vol. 9, No. 2, pp. 141—159.

Zylbersztajn, D., Graca, C. T., 2003, "Costs of Business Formalization: Measuring Transaction Costs in Brazil", *Revista de Economía Institucional*, Vol. 5, No. 9.

Trust, Transaction Cost and Mode of Trade Credit

Liu Fengwei, Li Lin and Xue Yunkui

(Shanghai National Accounting Institute; Shanghai Institute of Foreign Trade; Cheung Kong Graduate School of Business)

Abstract: This paper investigates how trust, as an informal institution, affects corporate transaction cost and financial structure. Using trust index of different provinces in China, we find that differences of trust level in different regions of China cause different contract forms in different regions. The lower the regional trust level, the higher transaction costs of firms in that region. We prove this relationship between trust level and transaction costs because we find that firms in regions with a lower trust level use trade credit mode with higher transaction costs such as prepayments or notes payable and have more selling expenses and discounts per sales revenue. The conclusion of this paper supports that the local trust environment influences transaction behaviors and contract structure of firms and also indicates that trust has the same vital economic significance to firms as formal institutions. This paper also verifies the transmission characteristics of trust between "groups" and "individual", which is practically significant for us to understand the interest relationship between the "groups" and "individual".

Key Words: Trust; Transaction Cost; Mode of Trade Credit

JEL Classification: D23, G32, L14

(责任编辑:宏亮)(校对:子璇)