



香港城市大學
City University
of Hong Kong

中國會計學
China Journal of
Accounting Research



中山大學
SUN YAT-SEN UNIVERSITY

Summer Research Workshop 2010

23-24 July 2010

Title: 制度环境、关系型交易与企业资本结构选择

Presented by: 孔祥
上海财经大学

Discussant: Dr Zhang Hao
City University of Hong Kong

FOR THIS WORKSHOP ONLY
DO NOT QUOTE
DO NOT CIRCULATE

制度环境、关系型交易与企业资本 结构选择

孔祥

上海财经大学 会计学院

08 级硕博连读研究生

电话：13774315633

邮箱：kongxiangfinance@gmail.com

摘要：基于制度经济学的制度环境、治理机制、经济后果的理论分析框架，本文从我国制造业企业关键客户和供应商集中程度的角度对“关系”和“关系型”交易进行了实证检验，我们发现：依靠“关系”进行交易的模式内生与企业所处的制度环境，企业所处地区社会资本积累比较弱，人与人之间缺乏相互信任时，企业更依赖于“关系”进行交易；所处地区市场化进程比较低，政府干预企业力度强烈时，企业更依赖于“关系”进行交易。企业商业活动依赖于“关系”时，会更加考虑保护“关系户”的利益，减少利益相关方的风险，“关系”交易越多，企业越容易选择低的负债水平。企业依赖“关系”进行交易，可以节约交易费用，如“关系”交易越多，企业广告和商业折扣等销售费用越低。本文的研究拓宽了我们对“关系”对企业财务行为影响的认识。

关键词：关系 社会资本 利益相关者 资本结构 交易费用

2010 年 6 月

一、引言

在汉语辞典中，“关系”被解释为人与人之间的交往联系。但在我国，“关系”却有更特殊的意思，即利用个人所拥有的人际资源等各种社会资源以谋求政治或经济上的利益好处。在英语中，*relationship* 强调静态过程，但在汉语中，“关系”包含着主动的“关系”的构建，维系以及依靠“关系”获得种种好处的动态效果，“关系”也不仅包含人与人之间的两点连线，它最终会进化为连绵不绝的社会群体的网络架构，因此，英文中的 *network* 可能与汉语中的“关系”一词更为贴切。

“关系”在生活中是耳熟能详的概念，特别在受传统文化积淀影响比较深的我国，小到人与人之间的交往，中到企业与企业间的交易，甚至国与国之间的外交事务，作为一种隐性的契约安排，“关系”常常潜移默化的发挥作用，行为方一方面自觉享受“关系”带来的好处，同时也在“关系”的维持方面付出成本。Ray Ball、Robin和Wu（2003）以会计稳健性为度量指标研究了东亚四个地区（香港、马来西亚、新加坡、泰国）沿用美国和国际会计准则后的盈余质量变化，并没有发现好的会计准则可以提高会计盈余质量，作者强调东亚地区受传统文化（主要是中华区的文化辐射）的影响，企业交易依靠“关系”¹，没有动机对外部投资者提供高质量的财务报告。但我们不能武断的认为由于“关系”的作用，公司的财务政策和财务呈报就是不重要的，“关系”到底怎样影响企业交易进而影响企业财务和会计政策，应该成为研究我国会计和财务问题的关键设问。尽管如此，我们发现，“关系”的概念在学术中一直处在“引而不用”的尴尬境地，原因在于“关系”被人们认为是一个“大而化之”的概念，很难被可靠的计量和进行实证检验。

近年来，海外学者试图用特定的场景对“关系”进行实证检验，如 Franklin Allen 和 Ana Babus（2008）对“关系”（即 *network*）在金融中的作用作了综述，使之逐渐成为能够实证即可以证伪的概念。本文试图结合以制度经济学，特别是其中以 Williamson 主导的交易成本经济学，将“关系”定义为对人力资本的专有投资，理论分析并实证检验“关系”对企业治理模式特别是财务模式和交易费用方面的影响。

沿用制度经济学巨匠 Williamson(2000)的综述的演进思路，我们按照非正式的制度²（如风俗习惯、宗教信仰等）影响正式的制度（如产权的界定，政治司法体系和市场安排），进而决定微观层面上公司的治理机制（本文主要着眼于公司在财务上，即融资与投资决策上的

¹ 作者英译为 *Network*，并给出“关系”一词汉语拼音予以强调。

² 原文直译为“嵌入”（*embeddedness*），我们这里为了阅读方便，借用了 North 非正式制度的概念。

治理机制), 最终导致资源的配置的框架进行分析。具体的分析思路由下图表示:

	层级 1	层级 2	层级 3	结论
设问	为什么要建立关系?	怎样维系关系?	关系有什么用处?	
理论分析	交易行为内生于制度。	治理机制与交易行为相匹配, 产生最优的治理结构。	最优的治理结构减少交易费用。	最优的治理结构是能够最大程度上节省事前与事后交易费用的治理结构
对应本文研究问题	“关系”交易内生于我国制度环境	公司通过融资政策的选择, 与“关系型”交易进行匹配。	“关系型”交易可以减少企业交易成本, 特别在对应的制度环境中。	“关系”是有用的, 也是被重视的。
对应本文研究假说	假说 1	假说 2	假说 3	

沿着制度经济学的分析框架, 本文对 2005 年到 2008 年我国制造业上市公司进行了实证检验, 具体的, 我们将制造业企业重要的利益相关者原料供应商和产品客户的集中程度对“关系型”交易进行了计量, 当企业依靠主要依靠少数几个供应商和客户就能完成大多数交易时, 我们认为企业主要依赖于“关系”进行交易, 反之企业更多利用市场完成交易。实证研究发现: 1. 我国企业的交易模式选择内生于企业所处的制度环境, 所处地区社会资本积累比较差, 即人与人之间缺乏相互信任时, 企业更依赖于“关系”进行交易; 所处地区市场化进程比较低, 政府干预企业力度强烈时, 企业更依赖于“关系”进行交易。2. 企业做资本结构选择时, 会考虑对“关系”客户和供应商利益的维护, 当企业越依赖“关系”进行交易时, 企业通过选择来较低的负债水平来减少“绑定”风险。3. 企业依赖“关系”进行交易, 可以节约某些交易费用, 如这种“关系型”交易越多, 企业因为与专有客户较为熟悉, 信息不对称程度减少, 企业在营销(包括广告支出和商业折扣)方面的支出减少, 但我们并没有发现显著的“关系型”交易可以减少信用成本的证据。

本文在以下方面对理论做出了贡献: 一方面, 本文的研究试图对“关系”进行了计量和实证检验, 拓宽了我们对于“关系”对企业交易模式、资本结构选择方面影响的认识, 对财务理论特别是基于利益相关者治理的财务理论做出了贡献; 另一方面, 本文主要运用了制度经济学, 特别是其中 Williamson 的治理学派内容作为分析的框架, 因此本文的检验结果也对制度经济学的理论的适用性提供了证据。

本文的后续安排如下：第二部分为文章的理论分析、制度背景和基于研究假说的推理过程；第三部分为本文的研究设计，包括了关键变量的定义、样本选择和回归方程设定问题；第四部分为本文的实证分析和检验结果；最后第五部分为本文的结论，特别强调了本文的不足之处和未来的研究方向。

二、理论分析、制度背景与研究假说

1. 制度背景：交易模式的内生性

作为制度经济学的重要奠基人，Williamson(2000)基于制度经济学的发展，对制度（包括正式制度和非正式制度）、治理结构与经济绩效（即资源配置）的关系进行了解释，指出了三者之间的递进内生关系，即制度决定治理结构，进而决定经济绩效。因此，制度环境如何影响公司行为，应当是公司财务与财务会计研究的基础。在微观机制上，制度经济学（如Williamson, 1979, 1985等）认为，交易成本内生于经济制度的影响，为实现交易成本的最小化，有竞争力的组织应采取独特的交易模式和治理模式与交易成本相匹配，而我国与欧美国家制度环境的不同，必然使我国企业与欧美国家企业不同的企业交易模式和治理模式。具体的，在我国，政府与市场在资源配置中共同发挥作用，在某些地区或者某些行业，政府发挥的作用甚至强于市场发挥的作用，此外，我国司法独立性和司法机制，特别是对公民财产权利进行保护的机制相对匮乏³，这些制度背景可能使企业采用同西方迥异的治理结构和交易模式，从而影响公司的财务和会计行为。制度是人类行动的规则和人类决策所面临的社会结构。制度有成文的、匿名的、大范围内适用的，属于正式制度（如司法条文等）；也有不成文的、非匿名的、仅适用于特定社群的，属于非正式制度（陆铭、李爽，2008）。按照制度经济学的观点，我们认为，无论正式的制度变迁，如司法和经济体制改革，还是非正式的制度，如风俗习惯变迁等，都会影响企业交易模式的选择，因此我们从正式制度变迁和非正式制度两个方面对企业交易模式进行解释。

1.1 关系型交易与非正式制度：社会资本的影响

社会资本是镶嵌于个人或企业以及企业成员所涉及的社会网络（包括企业内部的社会网络和企业外部的社会网络），是能够通过协调行动来提高经济效率的网络、信任和规范（Putman

³ 如陈信元、夏立军等（2010）发现，对于最高人民法院2002年颁布保护投资者利益的1/15通知，投资者倾向于认为，1/15通知可以得到一定程度的实施，但地方政府对当地法院的影响，即司法独立性被损害的影响降低了这些投资者保护法律得到实施的可能性。

et al.1993)。企业借助社会资本，可以通过内部和外部的各种社会连带有目的地获得资源。企业社会资本的作用主要体现在资源配置和形成非正式制度方面，它能够有效地弥补市场缺陷(Bowles and Gintis , 2002, 张爽、陆铭、章元, 2007) 。Adam Smith在著作《道德情操论》强调经济活动的建立在社会习惯和道德基础上。本节将信任作为社会资本的一个重要的组成部分，分析关系型交易内生于社会资本，特别是当地的信任程度的论断。

由于外部环境的信息不对称和合约签约人的有限理性和机会主义⁴行为，从而产生了交易费用，对此，张五常用信息成本、度量成本和谈判成本对交易成本进行度量，Williamson(1975)用交易的不确定性、资产专用性和交易频率三个维度进行了分析。沿用Williamson (1975)的分析路径，我们认为不确定性是交易成本的重要组成部分。由于交易双方存在信任关系，可以使双方的预期和信任更加对称，从而降低了不确定性的影响；反之，如果双方缺乏相互信任，信息不对称程度加大，交易的风险也随之提高，从而提高了交易成本。

在我国，社会资本，特别是信任关系有着独特的传统文化背景。Webber(1920)通过著作《儒教与道教》分析了中国传统社会没有生长出资本主义精神的内在原因，特别强调了伦理道德和宗教的原因使古代中国的经济潜力没有通过市场机制有效的释放出来。他指出中国人的信任是一种特殊的信任，这种信任以血缘为基础，建立在私人关系和血缘关系上，而不信赖外人。费孝通（1948）在《乡土中国》中，对我国人民的传统关系网络的形成和维系进行了阐述：乡土社会的生活是富于地方性的。地方性是指他们活动范围有地域上的限制，在区域间接触少，生活隔离，各自保持着孤立的社会圈子。乡土社会的信用并不是对契约的重视，而是发生于对一种行为的规矩熟悉到不假思索时的可靠性。费孝通（1948）将西方的社会关系网络比喻为一捆一捆扎清楚的柴，而中国人的社会关系好像把一块石头丢在水面上所发生的一圈一圈推出去的波纹。每个人都是他社会影响所推出去的圈子的中心。被圈子的波纹所推及的就发生联系。每个人在某一时间某一地点所动用的圈子是不一定相同的。我们社会中最重要亲属关系就是这种丢石头形成同心圆波纹的性质。因此，在西洋社会里争的是权利，而在我们却是攀关系、讲交情。同时作者也强调，订定商业契约时，各人有选择的自由，在契约进行中，一方面有信用，一方面有法律。法律需要一个同意的权力去支持。契约的完成是权利义务的清算，须要精密的计算，确当的单位，可靠的媒介。在这里是冷静的考虑，不是感情，于是理性支配着人们的活动——这一切是现代社会的特性，也正是乡土社会所缺的⁵。

⁴ 按照制度经济学的观点，有限理性指“人们意图理性的做事，但是只能在有限的程度上做到”（Simon, 1957）；机会主义指“人们用欺诈的手段来进行算计的行为”（Williamson, 1985）。

⁵ 其实中国古代的哲人很早就强调信任的重要性，以四书中的《论语》为例，就有较多相关的言论，如子夏曰：“君子信而后劳其民，未信则以为厉己也。信而后谏，未信则以为谤己也。”子贡问政。子曰：“足食，

我们认为，企业与企业之间的交易与人与人之间的交易相类似，当企业所处的环境，信任程度即社会资本积累比较低时，企业为了减少信息不对称程度和交易的不确定性，不容易选择和他没有任何关系的企业进行交易，而易容易结成长期的“关系”型的隐形契约进行交易，如依靠少数较为熟悉的供应商和客户进行交易。因此，我们提出假说1a：

H1a:公司所处的地区信任程度越低，公司越依赖“关系”进行交易。

1.2 关系型交易与正式制度：市场化进程的影响

过去三十年里，作为世界上最大的发展中国家，中国的经济发展取得了令世人瞩目的成绩，我国年均经济增长率达到9.7%（姚洋，2008），经济体制由原来的计划经济类型渐进转变为以市场经济体制为主的类型，贫困人口下降，人均寿命增长⁶。但由于政策、地理、交通、历史等因素的影响，中国各地区的市场化进程差异明显，樊纲、王小鲁和朱恒鹏从2003年开始，通过构建指数的方法对各省市地区的市场化程度进行了度量，发现了在市场化水平上东部优于中部、中部优于西部的不平衡格局。夏立军和陈信元（2007）通过实证发现不同地区的市场化差异会显著影响各地地方政府对当地企业的控制力度，区域市场化程度越低，政府越倾向于控制地方企业。我们认为，地区市场化进程的不同会影响企业交易模式的选择，市场化进程比较高的地区，企业越倾向于采用市场化的交易模式，即在广泛的区域内寻找供应商和客户，而在市场化进程比较低，同时地方政府干预经济严重，法律保护不完善的地区，企业越依靠关系进行交易。这是因为，首先，市场化进程比较低的地区，地方保护主义的色彩浓重，企业无法将产品辐射到周围各地进行交易，从而造成产品市场的区域市场分割的局面，此时企业的只能通过少数的供应商和顾客进行交易，这样有动机使企业发展关键的客户和供应商，以后主要依赖建立起来的关系进行交易。其次，市场化进程比较低的地区，产品和要素市场越不发达，经营和维持企业所需的专门知识比较少，企业单纯依靠几个关键客户就可以维系，而更多的市场化交易模式需要转移交易活动，寻找成本和培养成本的加总可能使交易成本更大。最后，市场化进程比较低的地区，政府的角色越倾向于扮演“干预型”而不是“服务型”，同时地方政府部门也更希望获得不当的私利机会，企业依靠少数几个关系客户和供应商进行交易可以和政府部门保持适当的距离，减少被政府寻租的机会。基于制度经济学理论和夏立军和陈信元（2007）的实证研究，我们认为，在市场化进程越低的地区，

足兵，民信之矣。...自古皆有死，民无信不立。”但毋庸置疑，这种基于市场化的人与人之间普遍的信任关系是我国传统农耕社会所缺乏的。关于此类君子之行难以在当时社会推广，孔子也有“道不行，乘桴浮于海”的寂寥和喟叹。

⁶对此，姚洋（2008）做了有益的总结，他将地方分权、泛利性政府和实践的务实主义作为分析我国经济发展的关键的制度变迁变量。

企业越愿意、越需要依靠关系，表现为企业依赖少数的供应商和客户构建的关系进行交易，因此，我们提出假说 1b：

H1b：公司所处的地区市场化程度越低，公司越依赖“关系”进行交易。

2. “关系型”交易与财务政策的匹配：企业资本结构的选择

公司的资本结构是公司财务重要的但至今没有得到明确定论的研究领域。Myers（2001）称资本结构方面至今没有统一的理论，未来可能也不会有，因此 Brealey 和 Myers（2001）在其经典教科书《公司财务原理》中将“资本结构选择”作为公司财务学尚未解决的重要问题之一，与 IPO 发行抑价，股息政策，兼并浪潮等作为公司财务学的十大谜团。

资本结构的研究主要集中在验证该领域的两个经典理论：基于 MM 理论的权衡模型（Modiglianni and M. Miller, 1958,1963；Myers, 1977 等）和基于信息不对称理论的优序融资理论（Myers, 1984；Myers and Majluf, 1984 等），目前尚未达成一致结论。我国的学者也对公司资本结构的研究进行了有益的探索，得到了大量实证上的证据，但我国很多学者对会计行为和财务行为的研究受到了西方文献的过度影响，众多的研究设计是在检验西方已有的发现是否在中国重现（李增泉、孙铮，2009），缺乏对本国制度背景的研究。当然，也有较多结合我国实际制度背景进行的研究，如我国市场化程度、政府干预程度对我国上市公司债务期限结构影响的研究（孙铮、刘凤委、李增泉，2005），我国的上市公司股权融资偏好的研究（黄少安、张岗，2001；肖泽忠，邹宏，2008 等）。

以往关于资本结构的研究主要假定经理人的财务政策的选择目标在于令公司价值最大化即股东价值模式（Stockholder Model），与上述假定不同，本文强调公司财务的利益相关者模式（Stakeholder Model）。利益相关者模式的基本观点是：公司是各种投入的组合，除了股东投入资本之外，供应商、顾客、贷款人、员工都对企业做出相应的专门化投资，企业经营不仅对股东产生相应的影响，而且对后者也会产生相应的影响。所以，所有的利益相关者都应该成为公司财务和治理体系的一部分⁷。在此基本框架下，本节分析关系型交易对公司资本结构选择的影响，本文认为，公司进行的关系型的交易越多，企业会更关注利益相关者特别是供应商和客户的利益，从而影响了自身资本结构的选择。

基于利益相关者治理的观点，有较多的实证研究表明公司会考虑到利益相关者的利益，从

⁷ 关于企业经营应遵循股东价值模式还是利益相关者模式，历来经济学家都有不同的见解。芝加哥学派巨匠 Milton Friedman 在其著作 *Capitalism and Freedom* 中以企业是否应当承担社会责任批评了利益相关者模式，他认为所谓的“社会责任”——亦即鼓吹公司必须替造福社区而不只是赚取利润的这种概念，对于资本主义社会是非常危险的、而且只有可能导致极权主义。但利益相关者模式对会计学 and 财务学研究影响深远，如实证会计巨著 *Positive Accounting Theory* 中，以利益相关者的观点对交易成本进行了定义，而财务会计的存在很大意义上在于较少企业组织中的交易成本问题，因此本文坚持了利益相关者模式的观点。

而选择自身的资本结构，而这种选择符合长期的公司的战略价值，Parsons、Titman（2007）对此作了综述。在我国，关系型交易使企业单纯依靠少数的几个供应商和客户就可以完成产品的生产和销售活动，因此，基于企业长期的战略发展，对这少数几个关系客户的利益的保护可能会影响企业在财务政策上的选择，特别是公司的资本结构方面，理论分析如下：首先，如果企业的交易对象只是少数几个供应商和顾客，根据上节的分析，这种交易模式往往存在于市场经济不发达，人与人之间缺乏信任的社区，企业难以选择较广泛的供应商和客户进行交易，只能依赖于长期积累的人脉关系，这样会使少数的顾客和供应商同企业的利益绑定在一起，从而增加了几个利益相关者群体的风险，即容易造成“一荣俱荣，一损俱损”的局面，而企业的债务违约风险（如资金链断裂，无法及时偿付银行贷款从而破产重组的风险）是企业风险的重要组成部分，因此企业为了减少利益相关者的风险承担，会选择较低的财务杠杆水平；其次，从企业长期的战略价值考虑，企业依赖于少数的关系客户和供应商进行交易，需要这几个客户和供应商对其做出专有投资（如较强的资产专用性，较强的专有的研发水平等）进行绑定。Maksimovic和Titman（1991）通过产品市场上的竞争模型证明客户和供应商对企业的专有投资水平与企业杠杠负相关，因为企业的高杠杠水平增加了企业破产清算的可能性，减少了客户和供应商对企业的稳定性预期，从而减少了企业在高质量产品和自身声誉的投资。综合两方面所述，我们认为，企业依赖于通过关系进行交易，即少数的几个关系客户和供应商进行交易，自身会选择较低的财务杠杠水平，资本结构也愈保守⁸。因此，我们提出假说 2：

H2：公司越依赖“关系”进行交易，越倾向于采用较低的负债水平。

3. “关系型”交易与企业间交易费用的节约

海外学者近期开始关注关系（*Network*）对财务学影响的研究，Morrison和Wilhem（2007）认为投资银行的产生就是依赖于企业进行IPO，并购，债券设计的过程中对于关系整合的需要而产生，从而减少该过程的交易成本。基于2007年以来的美国金融危机，Franklin Allen和Ana Babus（2008）强调了关系在财务学中的应用，并对此类的相关研究进行了综述，关系的作用一方面体现在减少风险方面，如基于银行业贷款风险的研究（Degryse和Nguyen

⁸ 当然，根据产权经济学的观点，这个地方也可以提出相反的竞争性假说，企业可以选择较高的杠杠水平，从而提高利益相关者的风险，对自己的关键客户和供应商进行要挟，达到“敲竹杠”的目的（Hold up）。但我们认为，这中情况在我们的分析场景中并不存在，一方面企业关系依赖内生于企业所处的制度环境，企业的敲竹杠行为在其所处的制度环境和长期的战略发展中未必是最优的，当期的得利未必对应着今后的占优；其次，对于“敲竹杠”问题在理论上的合理性，产权经济学家对此有不同的见解，如Coase（2000）认为，这种假说只是逻辑上的练习，缺乏现实上的可能性，资产的专有性和合约的不完全问题可以通过长期合同来解决，敲竹杠行为并不存在，沿着Coase（2000）的分析路径，本文不提出相对应的竞争性假说。

(2007)等),一方面体现在信息优势方面,如Cohen等(2007)发现基金经理会通过同学关系获得公司的内部信息,做出更好的投资决策从而获得更高的投资回报,Zing las等(2009)发现,由于信息的可得性,企业内部雇员更容易发现公司的财务舞弊行为⁹,从而发挥了公司治理的作用。当然,也有关系对企业负面的作用,个人关系特别是与董事会成员个人关系的构建可以使企业经理人建立“个人帝国”,从而产生内部人控制行为,减少了管理者薪酬与业绩的敏感性,管理者即使在业绩恶劣事情也不容易被替换(Nauyen Dang(2007))。以上的研究很多都是基于特定的场景,本节试图拓宽以上的文献证据,依据制度经济学的观点,从“关系”的存在可以节省交易费用的角度,较为一般化的考察关系对企业的作用。

根据制度经济学的观点,为了支持有价值的长期契约,就需要有一种治理结构在时候“注入秩序,转移冲突,实现双方的共同利益”(Williamson, 2002),使不同的交易或契约对应于不同性质的治理结构。最优的治理结构可以能够在最大程度的节约事前和事后的交易费用。Cheung(1968)强调由于契约的签订方会考虑交易费用的大小,选择交易成本较低的契约安排,因此在签约过程中有的契约被采用,而有的契约被放弃。本节我们分析基于制度约束的作用,企业采用关系型的交易可以有效的减少企业与企业之间的交易成本。

沿用刘凤委、李琳和薛云奎(2009)的方法,我们这里采用营销活动和商业信用模式来间接的表示企业交易费用。两者反映了交易双方彼此的信任程度,对交易双方而言,“关系”是一种不用开口的信任承诺,而信任的作用在于能够提供稳定的心理预期,从而减少交易的风险,节省交易费用。反之,交易双方彼此越不信任,交易越需要更多的绑定机制,如在交易前,企业可能要支付较多的广告费用来发送信号,提高产品的知名度,降低对客户的信息不对称;在交易中,付款方可能要求提前支付货款(预付账款)和提供商业折扣,相对于无票据的赊购交易,付款方可能更多被要求进行有票据的赊购交易。尽管这是一种较为安全的交易模式,但由于广告和商业折扣费用支出较大,票据结算在流转环节的核对签发使付款方支付了较多的利息费用,这会显著的增加付款企业的交易成本。刘凤委、李琳和薛云奎(2009)通过实证发现,地区信任度越低,企业签约成本越高,具体表现为企业被迫用更高成本的商业信用模式或支付更多的预付款项。基于前面的分析,我们认为,企业中的契约订立者会选择对于自身交易成本最小的交易模式,从而减少交易费用,特别在我国受传统的文化影响较深的地区,在交易中基于市场化的信任程度比较低,因此,企业主要通过少数的关系户单位(包括供应商和客户)进行交易,这样可以通过长期的隐形的相互信任(“关系”的一种表

⁹ 在作者的样本中,雇员发现财务舞弊的比例(17%)高于行业监管方(13%)和媒体(13%),大大高于我们传统中公司治理的主体(SEC,投资者,审计师等)。

现)进行契约的签订,“关系型”交易越多,企业反而减少了签约成本,即采用低成本的商业信用模式或在交易中支付了更少的营销费用和预付款项,依靠周边临近的关系交易可以有效的替代外部的信任缺失导致的交易费用,进而节省交易费用,当企业所在地区信任水平越差,“关系”替代市场的作用越强,对交易费用的节省的作用越强。基于以上推理,我们提出了假说 3:

H3:公司依赖“关系”进行交易,可以节省某类交易费用。

具体的,考虑了营销费用和信用成本等两种具体的交易费用,我们的假说引申为:

H3a:公司越依赖“关系”进行交易,营销费用越低,特别当公司在低信任水平的地区进行经营,关系起的作用更强。

H3b:公司越依赖“关系”进行交易,信用成本越低,特别当公司在低信任水平的地区进行经营,关系起的作用更强。

三、研究设计

3.1 样本选择

本文的研究样本选择了我国沪、深两地上市的制造业上市公司,研究区间起始年度为 2005 年,终止年度为 2008 年。选择制造业上市公司为研究样本原因在于:因为同多元化行业,公用事业等相比,制造业企业业务较为稳定;相对于服务行业,制造业企业对企业的采购和销售行为较为重视,对关系交易的度量较为可信,服务行业的产品主要是无形的服务,他们对人力资本较为重视,但对人力资本的关系型交易直接度量较为困难,综合以上分析,本文专门选择制造类企业进行研究¹⁰。

3.2 关键变量的定义和说明

3.2.1.关系型交易:

关于关系的经济学含义,作者认为这是一种隐形的人力资本的专有投资,人力资本是无形的,它的最优水平是也是肉眼难以判断的,我们不可能用直接的方法进行检验,故本文通过间接的方法进行验证,即用供应商-客户关系对关系型的交易进行度量¹¹。

¹⁰ 制造业企业占整个上市公司数量中占绝对优势,如 2010 年所有 A 股 1789 家上市公司中,制造业企业有 1034 家,占总样本的 57.8%。

¹¹ 目前对政府关系的研究和家族企业亲缘关系的研究,有很多直接基于董事会成员的任职经历对“关系”进行度量(吴文锋等(2008)),本文认为这方面的研究可能在指标选择上存在误差,很多企业的关系是基于心照不宣的“隐形契约”,而不是直接可以在年报中可供查阅,如某民营企业高级管理者可能和政府官员有同学或者亲属关系,在交易中可以获得相应的优惠,但这类信息是年报或分析师估值报告中是看不到的,对此类误差的规避,本文作者旁开蹊径,试图用一个间接的方法对关系型的交易进行度量,当然,作者承

对于制造业企业来讲，供应商关系和客户关系是最重要的关系型交易来源，企业越依靠积累的关系进行交易，越依赖于仅几个客户和供应商来交易的模式，因此本文沿用公司向大供应商的采购比例和大客户的销售比例作为关系型交易的代理变量。我国年报从 2001 年起开始要求上市公司披露前五大供应商采购比例和客户销售比例，也为我们的度量提供了条件。我们假定，该指标越大，即企业越依赖于少量的供应商进行采购或者依赖于少量的客户进行销售，其交易行为越依赖关系。因此，本文用年报中披露的上市公司向前五大供应商的采购占全年采购比例的合计值，用来度量公司对供应商的关系交易的依赖程度（*S-network transaction*），同时本文用年报中披露的上市公司向前五大客户的销售占全年销售比例的合计值，用来度量公司对客户的关系交易的依赖程度（*C-network transaction*），同时对于同时披露前五大客户和供应商交易比例的公司，本文把这两个结果相加总，作为对总的关系型交易的度量（*T-network transaction*）。

3.2.2 制度变量

对于非正式制度的度量，我们根据前文的分析，用重要的社会资本即地区信任水平进行度量，具体的数据来源依据张维迎、柯容住（2002）的调查问卷数据。该数据主要面向 15000 位企业管理者，涉及 31 个省份自治区。和中国市场化指数 2006 报告中的指数不同，本数据为绝对指标，信任水平最高的地区与信任水平最低的地区得分相差较大。

对于市场化进程的度量，本文沿用中国市场化指数 2006 报告（樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2006）中的市场化进程指数（*Market index*），该指数从政府与市场关系、产品市场发育程度、要素市场发育程度、市场中介组织发育程度和法律制度环境五个方面，反映了 2001 年与 2005 年地区之间市场化进程的差异。该指标为相对数值，反映了各省和自治区市场化程度在全国综合排名中的相对位置，其取值在 0-11 之间，市场化程度越高的地区，相对数值越大。

3.2.3 交易成本

本文沿用刘凤委、李琳和薛云奎（2009）的方法对信用成本进行度量，分别采用（应付票据+应付账款）/总资产、销售费用和折扣在销售收入的比重两个指标表示，两个指标值越高，表明企业较多使用了交易费用较高的商业模式，营销费用和信用成本较高。

3.3.1 对假说 1 的验证

对于假说 1a 和假说 1b，本文用以下两个方程进行验证。

认，这种指标的选择也有自身的缺陷。

$$Networktransaction_{it} = \alpha_0 + \beta_1 MarketIndex + \beta_2 Controller_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Tobin's Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 YearDummies + \varepsilon$$

$$Networktransaction_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CreditIndex + \beta_2 Controller_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Tobin's Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 YearDummies + \varepsilon$$

在方程中， β_1 是被测试的变量，根据假说，我们期望 β_1 应显著为负。

作为控制变量：*Controller* 代理企业的产权性质，*ROA* 代理企业的绩效，*Tobin's Q* 代理企业的成长性，*Size* 代理企业的规模，控制变量的定义和计量和以往文献相一致，详细解释在表一。

3.3.2 对假说 2 的验证并考虑研究设计的内生性问题

关于假说 2，我们借鉴肖泽忠，邹宏（2008）的研究设计，用以下回归方程进行验证：

$$Leverage_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NetworkTracsaction_{it} + \beta_2 Controller_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Tobin's Q_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Tang_{it} + \beta_7 NDTs_{it} + \beta_8 YearDummies + \varepsilon$$

在方程中， β_1 是被测试的变量，根据假说，我们期望 β_1 应显著为负。

以往的文献基于不同的理论（主要是权衡理论和有序融资理论），获得了大量关于影响资本结构的证据，因此本文难以穷尽所有影响资本结构的控制变量，研究设计必然存在遗漏变量的问题，我们尽量根据以往主流的财务理论进行控制，如*Controller*代理企业的产权性质，*ROA*代理企业的绩效，*Tobin's Q*代理企业的成长性，*Size*代理企业的规模，*Tang*代理公司的有形资产比例，*NDTS*代理公司的非财务税盾。基于不同的理论得到的结果并不一致¹²，我们这里并不对控制变量的结果做出预期。

基于前文的分析，本研究设计存在内生性问题，一是解释变量与财务杠杆的内生性问题，难以通过变量的统计显著关系辨别孰因孰果。同是关系型交易也内生于企业所处的制度环境特征。对于内生性问题的减轻，本文考虑了两点，一是沿用肖泽忠，邹宏（2008）的研究设计，我们将所有解释变量的取值都滞后一期，二是加入了制度变量进行控制¹³。方程滞后一期的优点在于可以减轻因果关系的内生性问题，缺点在于会损失一年的观测值。为了结果的稳健性，我们同时考虑了当期和解释变量滞后一期的回归方程，因此，我们最终的回归方程设定为：

¹² 以公司规模为例，静态权衡模型认为，公司财务杠杆与公司规模正相关，和小公司相比，规模较大的公司有较强的债务融资能力，更容易进入债务融资市场，负债水平较高；融资优序理论认为，公司财务杠杆与公司规模负相关，规模较大的公司信息不对称程度较低，因此权益融资的成本较低，大规模公司更有股权融资偏好，负债水平反而较低。

¹³ 本文选用市场化指数进行控制，在稳健性检验中，本文选择了地区信用指标，结论不变。

$$Leverage_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NetworkTracsaction_{it} + \beta_2 Marketindex + \beta_3 Controller_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Tobin'sQ_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Tang_{it} + \beta_8 NDTs_{it} + \beta_9 YearDummies + \varepsilon$$

$$Leverage_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NetworkTracsaction_{it-1} + \beta_2 Marketindex + \beta_3 Controller_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 Tobin'sQ_{it-1} + \beta_6 Size_{it-1} + \beta_7 Tang_{it-1} + \beta_8 NDTs_{it-1} + \beta_9 YearDummies + \varepsilon$$

和上一个方程一致，我们的预期仍然不变。

3.3.3 对假说 3 的验证

关于假说 3，我们借鉴刘凤委、李琳、薛云奎（2009）的研究设计，用以下回归方程进行验证：

$$TransactionCost_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CreditIndex + \beta_2 Networktransaction_{it} + \beta_3 CreditIndex * Networktransaction_{it} + \beta_4 Tobin'sQ_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Controller_{it} + \beta_7 Shr1_{it} + \beta_8 YearDummies + \varepsilon$$

在方程中， β_2 和 β_3 是被测试的变量，根据假说，我们期望 β_2 和 β_3 的系数应显著为负。

具体的，交易成本用以下两个指标表示：*Sales expense*（销售费用和折扣占销售收入的比重）和 *Credit cost*（应付票据占总资产的比重）。作为制度环境变量，*Credit Index* 代理企业注册地所在地区的信任程度，作为控制变量，*Tobin's Q* 代理企业的成长性，*Size* 代理企业的规模，*Controller* 代理企业的产权性质，*Shr1* 代理企业的第一股东持股比例，控制变量的定义和计量和以往文献相一致，详细解释在表一。

此处插入表一

四、实证分析与检验结果

4.1 样本选择与分布

上市公司前五大供应商的采购占全年采购比例的合计值与前五大客户的销售占全年销售比例的合计值均来自于上市公司年报披露，该数据均为手工收集并经复核检查，保证数据的准确性。其它关于上市公司的会计和财务特征的数据均来自于 CCER 中国经济金融数据库，少量缺失数据由年报数据补齐。我们在选择样本时，剔除了没有披露相关数据的公司和交易状况异常的公司（被特别处理的 ST 公司），我们的样本年度分布特征如表二所示：

此处插入表二

由表二，我们可以观察到：1.2007 年和 2008 年公司的样本数略大于 2005 和 2006 年公司的样本数，除了最近两年有部分上市公司 IPO 增加了我们的观测样本外，我们认为有可能上市公司相对于前几年更重视会计披露质量的影响，主动披露了更多的上市公司利益相关

者的信息。2.相对于供应商信息，企业更有可能主动披露客户的信息，使我们的总样本中客户的观测值（四年总计 2848 条记录）要显著高于供应商观测值（四年总计 2397 条记录）。由于供应商和客户两者相加的样本中要保证供应商和客户两项都要有观察记录，因此样本量观测值最少（四年总计 2394 条记录）。

同时，我们给出了关系型交易分省的情况图，如图一所示，我们以前五大供应商样本采购比例为例进行说明。我们发现该指标在我国不同的省份和自治区分布的确有一定差别，在市场化进程比较高天津、浙江、山东、北京地区这种主要依靠几个供应商进行交易的行为比例较少，前五大供应商占总供应商比例较低，但青海、陕西、海南、吉林这几个市场化进程低同时政府干预比较严重的地区，这种供应商专有性的交易模式比较盛行，该指标也比较高。当然，我们承认，单存靠一张简单的图表还不能说明结果，如重庆和四川都是我国西部重要的直辖市和自治区，两者地理环境相近，市场化排名相似¹⁴，但两者指标相差较大。我们猜测，可能因为重庆上市企业数目较少，会对结果产生一定偏差，因此我们会借助上节的回归方程，用较为严密的统计方法对数据进行分析。

此处插入图一

4.2 描述性统计量

为了使待检验的结果不受异常值的干扰，我们对*S-network transaction*、*C-network transaction*、*T-network transaction*、*Leverage*、*Sales expense*、*Credit cost*这六个解释变量进行了 1% 水平上的Wins orize处理。我们在表三中报告了我们的描述性统计量，如表三所示，为便于观察，我们将所有含百分比的的解释变量*Leverage*、*Sales expense*、*Credit cost*都乘以 100 进行处理，解释变量中，*S-network transaction*、*C-network transaction*均值均大于 25%，表明在总体上我国制造业公司依靠“关系”进行专有性交易的比例比较大，同时*S-network transaction*在均值上大于*C-network transaction*且在统计意义上显著，表明我国制造业公司对供应商的关系依赖性比客户更强，此外，被解释变量最小值与最大值之间分布范围较大，有利于通过统计规律发现其分布规律。在制度变量中，相对于*Market index*、*Credit index*分布区间更大，这与数据的计算方法有关，*Credit index*直接来自于企业家的打分，因此分布区间更大。¹⁵

此处插入表三

进一步的，我们给出了研究设计中被解释变量与解释变量之间的相关系数（Pearson 系

¹⁴ 以 2005 年樊纲等的市场化指数为例，重庆在 31 个省市自治区中排第 10 位，四川排名第 11 位。

¹⁵ 在稳健性分析中，我们又对 *Credit index* 进行排序，以序号对该指数进行计量，结论不变。

数) 矩阵, 由表四所示, 我们发现, *S-network transaction*, *C-network transaction*, *T-network transaction* 与 *Market index*, *Credit index* 显著负相关, 支持了假说 1 的结论; *Leverage* 与 *S-network transaction*, *C-network transaction* 三个变量显著负相关, 支持了假说 2 的结论; *Credit cost* 与 *C-network transaction* 显著负相关, *Sales expense* 与 *S-network transaction*, *C-network transaction*, *T-network transaction* 显著负相关, 支持了假说 3 的结论。当然, 相关系数矩阵只能反映单变量之间的相关关系, 下文会用更严密的回归方法进行分析。因篇幅所限, 本表没有报出控制变量之间的相关系数矩阵, 为了防止较多变量产生严重的多重共线性问题, 后文的回归结果中报出了各个解释变量之间的方差膨胀因子 (VIF)。

此处插入表四

4.3 对假说的验证结果

本节报出了回归方程的分析结果, 由于在截面上对同一行业公司进行回归会产生较为严重的异方差问题, 本节回归方程均使用 White (1986) 的方法进行调整, 本节的回归模型均为控制了时间年度的 OLS 回归模型。

4.3.1 对假说 1 的验证结果

表五为对假说 1 的验证结果: 由表 5.1 知, 方程在总体上通过 F 检验, 各个变量 VIF 值较小, 不存在显著的多重共线性问题, 除 *C-network transaction* 在符号上预期一致, 但在统计意义上不显著外, 在单变量上解释变量 *S-network transaction*, *T-network transaction* 在不同的回归方程中均显著为负, 表明当企业所在地区水平信任程度差, 社会资本积累较差, 不利于企业通过市场进行交易, 企业会选择通过构建关系进行交易, 即依赖于少数几个供应商或者客户订立契约, 进行商业活动。由控制变量的显著性可知, 小规模企业、会计业绩差企业、低成长性企业更容易依赖于关系进行交易, 有微弱的证据表明国有企业比非国有企业更依赖于关系进行交易, 但结果不稳健。5.2 的结果与 5.1 的结果类似, 解释变量 *S-network transaction*, *C-network transaction*, *T-network transaction* 在不同的回归方程中均显著为负, 表明当企业所在地区市场化程度差, 政府干预经济力度强, 不利于企业通过市场进行交易, 企业会选择通过“关系”进行交易。综上所述, 假说 1 在统计上得到了很好的验证。

此处插入表五

4.3.2 对假说 2 的验证结果

表六为对假说 2 的验证结果: 6.1 为解释变量为当期数据, 由表所知, 方程在总体上通过 F 检验, 各个变量 VIF 值较小, 不存在显著的多重共线性问题, 解释变量 *S-network transaction*, *C-network transaction*, *T-network transaction* 在不同的回归方程中均显著为负, 表明当企业

更依赖于较集中的几个供应商和客户进行交易，即依靠“关系”进行交易时，为减少企业与企业间的“绑定”风险，保证相关者的利益，公司会选择较低的资本结构。6.2的结果与6.1的结果类似，*S-network transaction*，*C-network transaction*，*T-network transaction*在不同的回归方程中仍显著为负，由于解释变量为滞后一期的数据，样本观测值减少25%左右，但方程的拟合优度有较大幅度的提高，由原来的20%提高到50%以上。在我们的回归方程中即使考虑了关系型交易的内生性问题后，假说2结论仍稳健。在两个方程的控制变量中，*Market index*显著为负，在财务学意义上，我们猜测可能因为市场化程度比较低的地区，信贷行业发展缓慢，当地企业有更多的融资约束，举债能力受限制。在其它控制变量上，我们并没有发现企业的产权性质和成长性影响企业资本结构的证据，但公司规模、公司业绩、企业有形资产比例显著为负，支持优序融资理论；公司非债务税盾显著为负，支持了权衡理论，本方程回归方程的结果，并不能对资本结构遵循有序融资还是权衡理论得到明确的回答，但假说2在统计上得到了很好的验证，即企业为了维护“关系方”即利益相关者的利益，会影响融资决策。

此处插入表六

4.3.3 对假说3的验证结果

表七为对假说3的验证结果：7.1为被解释变量为*Sales expense*的回归结果，由于本方程使用了交乘项，这会机械的增加回归系数的方差膨胀因子（VIF），因此我们不再报告各个解释变量的VIF值¹⁶。和我们的预期一致，解释变量*S-network transaction*，*C-network transaction*，*T-network transaction*在不同的回归方程中均显著为负，表明由于关系方有着心照不宣的隐形契约，这可以有效的减少信息不对称，从而降低企业在广告和折扣等方面的销售费用支出；对应的交乘项显著为负，表明在企业所在地区越基于市场的信任水平程度越高，这种隐形的“关系”反而越能够发挥作用，这和我们的假说预期相反¹⁷。此外，我们分别在统计上和具体数值分析上考察了（*network transaction + Jiaochengxiang*）项在统计上和经济意义上的显著性，经测试两者之和在统计上和经济意义上都具有显著性。在控制变量上，我们发现基于销售的交易成本和公司规模在统计上负相关，非国有企业，大股东持股比较低的企业这方面的交易成本更高，结果与刘凤委、薛云奎等（2009）的发现基本一致。

¹⁶ 其实本方程方差膨胀因子最高为4左右，相对于10的警戒线相去甚远，因此本方程的多重共线性并不严重。

¹⁷ 作者猜测，在缺乏信任的地区进行交易，建立并维系大客户的关系可能会需要较多的交易费用，这些可能出现低关系型交易在高信任地区比低信任地区更有用的实证结果，当然，这仅仅是作者的臆断，未来可以用更精细的指标和研究设计对这一问题进行检验。

假说 3b 只得到了统计上微弱的证据，除 *C-network transaction* 与我们的预期符号相一致，且在边际意义上显著外（P 值对应于 11.8%。），*S-network transaction* 和 *T-network transaction* 符号与预期一致但在统计上不存在显著性，各个交叉项系数较小，既无经济意义也无统计意义上的显著性。故虽在基于描述性统计量上我们发现代理关系型交易的变量与信用成本在统计上负的显著性，我们尚不能得到支持关系型交易可以有效减少信用成本的有力证据。

此处插入表七

五、稳健性检验

本节考虑了以下情况后结论仍然成立：

5.1. 针对解释变量与被解释变量的稳健性检验：

如对社会资本的变量进行了替换，我们根据 Zingales 等（2004）的研究设计，用度量社会资本的外生变量各省自愿献血率（*VBD*）¹⁸对进行了敏感性测试，结论不变；在对资本结构的资本我们也进行了多种计量，如对债务的期限结构进行分类，分别用短期负债/总资产、长期负债/总资产对总负债/总资产进行替换，结论基本不变；由于信用指标在不同省之间差距过大，我们还对此进行了排序处理，结论不变。有趣的是，我们还发现，当企业更多依靠集中的供应商和客户进行交易时，企业会持有更少的存货，如果可以将存货持有水平作为交易成本的一个代理变量的话（较低存货表明企业订货和储存成本较低），我们为“关系交易”减少企业交易成本找到了新的证据。

此外，考虑到我国在2007年实施新会计准则可能会对对公司的资产负债率的计量有机械影响，本节又分年度对总样本进行回归，结论不变。

5.2. 针对总体样本的稳健性检验：

本文分别 Winsorize 了总样本上下 3%、5% 的极端值和直接使用原始数据检验，结论不变。

5.3. 针对计量方法的稳健性检验，

在方程设定上，针对面板数据在时间上的 Cluster 作用对结果造成的影响，我们又使用了 Fama-Macbeth 方法，考虑了时间固定效应和随机效应的面板数据的方法，结论基本不变；针对在截面上的 Cluster 作用对结果造成的影响，我们又使用了 Peterson（2009）的调整方法，结论基本不变。

¹⁸ 该指标越高，表明当地社会资本积累越大，我们发现针对假说 1 的方程回归系数仍显著为负，与前文结论一致。感谢中央财经大学张俊生副教授该数据的提供。

六、结论、不足与未来的研究方向

基于制度经济学理论,本文从我国制造业企业关键客户和供应商集中程度的角度对“关系”和“关系型”交易进行了检验,我们发现:1.依靠“关系”进行交易的模式内生与企业所处的制度环境,所处地区社会资本积累比较差,即人与人之间缺乏相互信任时,企业更依赖于“关系”进行交易;所处地区市场化进程比较低,政府干预企业力度强烈时,企业更依赖于“关系”进行交易。2.企业依赖于“关系”时,会更加考虑保护“关系户”的利益,减少利益相关方的风险,在资本结构选择即融资决策时进行匹配。3.企业依赖“关系”进行交易,可以节约某种类型交易费用,如这种“关系型”交易越多,企业在营销(包括广告支出和商业折扣)方面的支出减少。

本文的研究是国内较少的针对企业层面对“关系”进行计量和检验的实证文章,对制度环境影响企业的会计行为提供了新的证据,同时拓宽了我们对“关系”的认识和理解,但本文的研究也有较多的缺陷,一方面在于“关系”的计量,社会关系难以用肉眼观察,更加难以准确的通过年报等公开资料获得数据,本文基于供应商和客户关系的度量指标只是企业各种“关系”中的一个重要方面,而且由于我国上市年报很少主动披露具体的关键的客户和供应商名称,本文以客户和供应商集中度进行计量也只是处于“蜻蜓点水”的层面,公司其他关系,如雇员、董事会成员、总经理等企业内部人之间,企业内部人与其它外部利益相关者(如审计师、分析师、监管当局)的社会关系(特别是家族亲缘关系和同学关系等)对企业交易、财务决策的选择等方面的影响还难以进一步可靠的计量。另一方面,本文的假说层级递进,一方面揭示了“关系”的内生性,但在后面的研究设计中仅仅控制制度变量仍难以解决内生性的问题¹⁹。

因此,对“关系”的进一步研究需要更加巧妙的研究设计和更详尽的数据支持,本文的实证据希望起到一个抛砖引玉的作用。

¹⁹理论上讲,研究设计的内生性问题可以通过联立方程、工具变量、自选择模型进行解决,但此类技术手段在目前实证会计和财务领域有被“误用”和“滥用”的嫌疑,具体参见 David F. Larcker 等(2010)关于工具变量使用、Cai Li 等(2002)、Lenox 等(2008)关于自选择模型使用的评论。本文作者认为,解决内生性问题可能更多需要结合具体的冲击事件进行研究,单存依赖技术难以实现。

参考文献:

- 1.陈信元、李莫愁、芮萌、夏立军:司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15”通知的市场反应,《经济学(季刊)》,2009年10月,第9卷第1期。
- 2.樊纲、王小鲁,《中国市场化指数—各地区市场化相对进程报告(2006年)》。北京:经济科学出版社,2006年。
- 3.费孝通,1948:《乡土中国》,三联书店,1985年版。
- 4.黄少安、张岗,中国上市公司股权融资偏好分析,《经济研究》2001年第11期。
- 5.李增泉、孙铮,《制度、治理与会计——基于中国制度背景的实证会计研究》,上海三联书店,上海人民出版社,2009年。
- 6.刘凤委、李琳、薛云奎,信任、交易成本与商业信用模式,《经济研究》2009年第8期。
- 7.刘凤委、孙铮、李增泉,市场化程度、政府干预与企业债务期限结构,《经济研究》2005年第5期。
- 8.陆铭、李爽:社会资本、非正式制度与经济发展,《管理世界》2008年第9期。
- 9.夏立军、陈信元,市场化进程、国企改革策略与公司治理结构的内生决定,《经济研究》2007年第7期。
- 10.肖泽忠、邹宏,中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好,《经济研究》2008年第6期。
- 11.姚洋,《作为制度创新过程中的经济改革》,上海人民出版社,2008年。
- 12.张维迎、柯荣住,《信任及其解释:来自中国的跨省数据调查》《经济研究》2002年第10期。
- 13.Webber,《儒教与道教》,商务印书馆汉译世界学术名著丛书,王荣芬译,1999年。
- 14.Allen, Franklin and Babus, Ana, Networks in Finance (August 2008). Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 08-07. Available at SSRN on <http://ssrn.com/abstract=1094883>
- 15.Ball, Robin, and Wu. Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries. *Journal of Accounting and Economics* 2003.
- 16.Bowles, S. and H. Gintis, Social Capital and Community Governance, *Economic Journal*, 2002, 112 (483), 419—436.
- 17.Cohen, L., A. Frazzini, and C. Malloy (2007): “The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns,” NBER Working Paper No. 13121.
- 18.Degryse, H., and G. Nguyen(2007): “Interbank Exposures: An Empirical Examination of Systemic Risk in the Belgian Banking System,” *International Journal of Central Banking*, forthcoming.
- 19.Maksimovic, V., Titman, S., 1991. Financial policy and reputation for product quality. *Review of Financial Studies* 4, 175–200.
- 20.Morrison, A., and J.W. Wilhelm (2007): *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*. Oxford and New York: Oxford University Press.
- 21.Myers, S. C., 1977, “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics* 5 (2), 147—175.
- 22.Myers, S. C., 1984, “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance* 39, 575—592.
- 23.Myers, S. C., Majluf, N. S., 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13 (2), 187—221.
- 24.Nguyen-Dang, B. (2005): “Does the Rolodex Matter? Corporate Elite’s Small World and

- the Effectiveness of Boards of Directors,” working paper, Chinese University of Hong Kong.
25. Parsons, Christopher A. and Titman, Sheridan , Capital Structure and Corporate Strategy (January 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=983553>
 26. Putnam , R. , R. Leonardi and R. Nanetti , Making Democracy Working : Civic Tradition and Modern Italy . Princeton : Princeton University Press , 1993.
 27. Williamson , O. E. , 1985 , The Economic Institution of Capitalism , New York : The Free Press.
 28. Williamson, 2000. The institutional economics: taking stock, looking ahead. Journal of Economic literature. XXXVIII:593-613.
 29. Williamson, Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, Journal of Law and Economics, October 1979, 22, 233-261.
 30. Zinglas, L. Guiso and P. Sapienza, The Role of Social Capital in Financial Development, the American Economic Review, 2004, Vol. 94: 526-556.

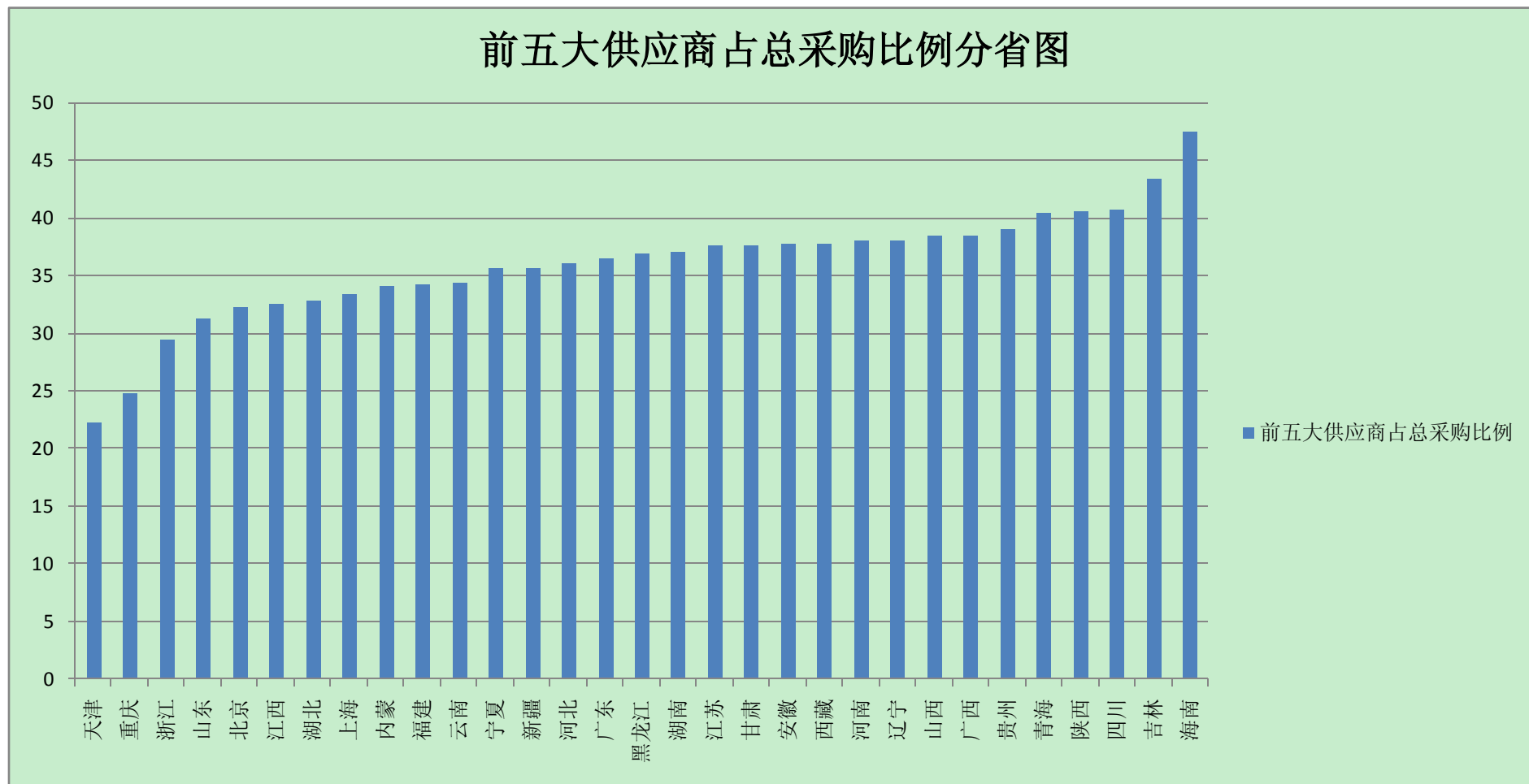
表一：变量的定义及说明

变量	变量定义
解释变量	
<i>S-network transaction</i>	年报中披露的上市公司向前五大供应商的采购占全年采购比例的合计值
<i>C-network transaction</i>	年报中披露的上市公司向前五大客户的销售占全年销售比例的合计值
<i>T-network transaction</i>	对于同时披露前五大客户和供应商交易比例的公司，上述两个结果相加总
<i>Leverage</i>	总负债/总资产，即资产负债率，
<i>Sales expense</i>	销售费用和折扣在销售收入的比重，反映单位收入的营销支出比重
<i>Credit cost</i>	应付票据/总资产，反映在交易中信用成本的大小
制度变量	
<i>Market index</i>	沿用中国市场化指数 2006 报告（樊纲、王小鲁、朱恒鹏，2006）中的地区市场化进程指标
<i>Credit index</i>	加权平均地区企业信任指数，该数据来自于张维迎和柯荣柱（2002）数据
控制变量	
<i>Size</i>	总资产的自然对数
<i>Tobin's Q</i>	按 CCER 数据库资产收益率字段定义，每股价格×流通股股数+ 每股净资产×非流通股股数+ 负债账面价值
<i>Controller</i>	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
<i>Shr1</i>	第一大股东持股比例
<i>ROA</i>	按 CCER 数据库资产收益率字段定义，资产收益率 = (净利润 / 平均资产总额) * 100%
<i>Tang</i>	固定资产/总资产
<i>NDTS</i>	(销售费用+管理费用) / 年营业收入

表二：

供应商样本					
	2005	2006	2007	2008	总样本
样本年度分布					
制造业总样本	736	773	854	909	3272
剔除没披露相关数据样本后样本	639	610	657	694	2600
剔除交易状况异常企业的样本	46	48	57	52	203
最终样本	593	562	600	642	2397
客户样本					
	2005	2006	2007	2008	总样本
样本年度分布					
制造业总样本	736	773	854	909	3272
剔除没披露相关数据样本后样本	707	722	824	887	3140
剔除交易状况异常企业的样本	58	63	89	82	292
最终样本	649	659	735	805	2848
两者加总样本					
	2005	2006	2007	2008	总样本
样本年度分布					
制造业总样本	736	773	854	909	3272
剔除没披露相关数据样本后样本	638	609	657	693	2597
剔除交易状况异常企业的样本	46	48	57	52	203
最终样本	592	561	600	641	2394

图一：



表三：描述性统计量

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>S-network transaction</i>	2397	35.353	19.757	5.740	91.070
<i>C-network transaction</i>	2848	28.527	18.814	4.200	90.640
<i>T-network transaction</i>	2394	64.080	30.592	14.240	147.410
<i>Leverage</i>	2950	48.441	17.494	8.890	89.420
<i>Credit cost</i>	2950	4.484	5.592	0.000	25.881
<i>Sales expense</i>	2950	6.278	6.816	0.214	37.181
<i>Market index</i>	2950	7.707	1.901	2.500	10.410
<i>Credit index</i>	2950	66.709	63.302	2.700	218.900
<i>Size</i>	2950	21.381	1.028	18.629	26.022
<i>Tobin'S Q</i>	2950	0.712	0.606	-31.380	2.214
<i>Controller</i>	2950	0.388	0.487	0.000	1.000
<i>Shrl</i>	2950	37.671	15.021	3.550	85.232
<i>ROA</i>	2950	0.029	0.088	-1.681	0.466
<i>Tang</i>	2950	0.402	0.226	0.001	1.409
<i>NDTS</i>	2950	0.153	0.173	-0.017	2.604

注：各变量的定义见表一变量的定义与说明。

表四：解释变量与被解释变量相关系数矩阵

	<i>var1</i>	<i>var2</i>	<i>var3</i>	<i>var4</i>	<i>var5</i>	<i>var6</i>	<i>var7</i>	
<i>S-network transaction</i>	1.000							
<i>C-network transaction</i>	0.281*** <i>0.000</i>	1.000						
<i>T-network transaction</i>	0.811*** <i>0.000</i>	0.787*** <i>0.000</i>	1.000					
<i>Leverage</i>	-0.107*** <i>0.000</i>	-0.124*** <i>0.000</i>	-0.142*** <i>0.000</i>	1.000				
<i>Credit cost</i>	-0.015 <i>0.458</i>	-0.044** <i>0.019</i>	-0.027 <i>0.183</i>	0.373*** <i>0.000</i>	1.000			
<i>Sales expense</i>	-0.147*** <i>0.000</i>	-0.196*** <i>0.000</i>	-0.206*** <i>0.000</i>	-0.149*** <i>0.000</i>	-0.141*** <i>0.000</i>	1.000		
<i>Market index</i>	-0.083*** <i>0.000</i>	-0.049*** <i>0.009</i>	-0.085*** <i>0.000</i>	-0.051*** <i>0.005</i>	-0.009 <i>0.638</i>	-0.050*** <i>0.006</i>	1.000	
<i>Credit index</i>	-0.058*** <i>0.004</i>	-0.024 <i>0.202</i>	-0.061*** <i>0.003</i>	-0.052*** <i>0.005</i>	-0.062*** <i>0.001</i>	-0.022 <i>0.237</i>	0.812*** <i>0.000</i>	1.000

注：斜体数字表明统计上的显著性水平，*，**，***分别表示系数在 10%，5%和 1%水平上显著。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

表五：对假说 1 的验证

5.1.对假说 1a 的验证

变量	预期符号	(1) S-network transaction			(2) C-network transaction			(3) T-network transaction		
		系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF
<i>Credit_index</i>	-	-0.014**	-2.100	1.010	-0.003	-0.580	1.010	-0.020**	-2.010	1.010
<i>Controller</i>		-1.457*	-1.680	1.120	-0.620	-0.850	1.100	-2.281*	-1.740	1.120
<i>ROA</i>		-2.915	-0.560	1.040	-7.119*	-1.650	1.050	-5.947	-0.740	1.040
<i>Tobin'S Q</i>		-1.104***	-6.770	1.010	-0.631***	-3.480	1.010	-1.692***	-5.060	1.010
<i>Size</i>		-3.154***	-7.790	1.130	-3.722***	-10.930	1.110	-7.050***	-11.310	1.130
<i>CONSTANT</i>		105.098***	11.960		109.519***	14.710		219.184***	16.160	
<i>YEAR</i>		CONTROL			CONTROL			CONTROL		
N		2397			2848			2394		
ADJUST-R2		0.032			0.0437			0.061		
Prob>F		0.0000			0.0000			0.0000		

注：*,**,***分别表示系数在 10%，5%和 1%水平上显著。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

5.2.对假说 1b 的验证

变量	预期符号	(1) S-network transaction			(2) C-network transaction			(3) T-network transaction		
		系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF
<i>Market_index</i>	-	-0.753***	-3.480	1.050	-0.420**	-2.140	1.050	-1.187***	-3.500	1.050
<i>Controller</i>		-0.970	-1.100	1.160	-0.322	-0.430	1.130	-1.507	-1.120	1.160
<i>ROA</i>		-2.724	-0.530	1.040	-7.070*	-1.630	1.050	-5.624	-0.710	1.040
<i>Tobin'S Q</i>		-1.104***	-6.270	1.010	-0.630***	-3.390	1.010	-1.692***	-4.720	1.010
<i>Size</i>		-3.113***	-7.730	1.130	-3.682***	-10.790	1.110	-6.982***	-11.210	1.130
<i>CONSTANT</i>		108.975***	12.310		111.580***	14.920		225.294***	16.480	
<i>YEAR</i>		CONTROL			CONTROL			CONTROL		
N		2397			2848			2394		
ADJUST-R2		0.0352			0.0453			0.0641		
Prob>F		0.0000			0.0000			0.0000		

注: *,**,***分别表示系数在 10%, 5%和 1%水平上显著。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

表六:

6.1. 对假说 2 的验证: 解释变量为当期数据

变量	预期符号	Leverage			Leverage			Leverage		
		系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF
<i>S-network transaction</i>	-	-0.057***	-3.350	1.060						
<i>C-network transaction</i>	-				-0.074***	-4.630	1.060			
<i>T-network transaction</i>	-							-0.046***	-4.210	1.090
<i>Market_index</i>		-0.615***	-3.670	1.060	-0.615***	-4.070	1.050	-0.635***	-3.810	1.060
<i>Controller</i>		0.225	0.330	1.180	0.117	0.190	1.150	0.209	0.300	1.180
<i>ROA</i>		-87.054***	-11.400	1.170	-85.596***	-12.040	1.230	-87.494***	-11.420	1.170
<i>Tobin'S Q</i>		2.150	0.960	1.010	2.698	0.990	1.010	2.128	0.950	1.010
<i>Size</i>		6.847***	20.310	1.200	6.598***	20.490	1.200	6.706***	19.570	1.240
<i>Tang</i>		-6.426***	-3.720	1.440	-6.129***	-3.790	1.430	-6.659***	-3.870	1.440
<i>NDTS</i>		-13.040***	-4.380	1.170	-14.857***	-4.860	1.220	-13.440***	-4.410	1.170
<i>CONSTANT</i>		-88.831***	-11.600		-82.887***	-11.540		-84.555***	-10.780	
<i>YEAR</i>		CONTROL			CONTROL			CONTROL		
N		2397			2848			2394		
ADJUST-R2		0.297			0.294			0.299		
Prob>F		0.000			0.000			0.000		

注: *,**,***分别表示系数在 10%, 5%和 1%水平上显著。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

6.2.对假说 2 的验证：解释变量为滞后一期数据

变量	预期符号	Leverage			Leverage			Leverage		
		系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF	系数	T 值	VIF
<i>S-network transaction</i>	-	-0.065***	-4.550	1.050						
<i>C-network transaction</i>	-				-0.080***	-5.610	1.050			
<i>T-network transaction</i>	-							-0.054***	-5.850	1.080
<i>Market_index</i>		-0.619***	-4.220	1.060	-0.524***	-3.950	1.050	-0.643***	-4.410	1.060
<i>Controller</i>		0.738	1.290	1.160	0.592	1.140	1.130	0.703	1.230	1.160
<i>ROA</i>		-50.528***	-10.360	1.200	-51.817***	-11.370	1.260	-51.088***	-10.420	1.210
<i>Tobin'S Q</i>		90.447***	35.590	1.180	90.207***	38.720	1.180	90.439***	35.800	1.180
<i>Size</i>		5.001***	14.610	1.260	4.820***	14.870	1.260	4.833***	13.860	1.290
<i>Tang</i>		-4.139***	-2.900	1.380	-4.604***	-3.460	1.370	-4.300***	-3.010	1.380
<i>NDTS</i>		-5.294***	-2.840	1.110	-5.729***	-3.080	1.110	-5.707***	-2.960	1.110
<i>CONSTANT</i>		-115.965***	-16.110		-112.510***	-16.520		-110.859***	-14.990	
<i>YEAR</i>		CONTROL			CONTROL			CONTROL		
N		1689			1971			1687		
ADJUST-R2		0.572			0.582			0.5754		
Prob>F		0.000			0.000			0.000		

注：*,**,***分别表示系数在 10%，5%和 1%水平上显著。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

表七：对假说 3 的验证

7.1.被解释变量为 *Sales expense*

变量	预期符号	<i>Sales expense</i>		<i>Sales expense</i>		<i>Sales expense</i>	
		系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
<i>S-network transaction</i>	-	-0.046***	-4.530				
<i>C-network transaction</i>	-			-0.067***	-7.070		
<i>T-network transaction</i>	-					-0.045***	-7.210
<i>Credit_index</i>		0.004	0.920	0.006	1.540	0.006	1.310
<i>Jiaochengxiang</i>	-	-0.0002**	-1.890	-0.0003***	-2.940	-0.0002***	-2.450
<i>Tobin'S Q</i>		-0.072	-0.640	-0.132	-0.800	-0.103	-0.970
<i>Size</i>		-0.878***	-6.060	-1.119***	-8.190	-1.091***	-7.340
<i>Controller</i>		1.335***	4.280	1.161***	4.130	1.308***	4.280
<i>Shr1</i>		-0.020**	-1.980	-0.023***	-2.590	-0.017*	-1.660
<i>CONSTANT</i>		27.076***	8.780	32.769***	11.180	32.844	10.270
<i>YEAR</i>		CONTROL		CONTROL		CONTROL	
N		2397		2848		2394	
ADJUST-R2		0.065		0.091		0.096	
Prob>F		0.000		0.000		0.000	

注：1. *, **, *** 分别表示系数在 10%，5% 和 1% 水平上显著。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

2. *Jiaochengxiang* 表示对应的表示关系的解释变量与制度变量 *Credit index* 的连乘项，

如第一个方程 *Jiaochengxiang* 为 *S-network transaction* * *Credit index*。

7.2.被解释变量为 *Credit cost*

变量	预期符号	<i>Credit cost</i>		<i>Credit cost</i>		<i>Credit cost</i>	
		系数	T 值	系数	T 值	系数	T 值
<i>S-network transaction</i>	-	-0.003	-0.400				
<i>C-network transaction</i>	-			-0.011 [#]	-1.560		
<i>T-network transaction</i>	-					-0.002	-0.550
<i>Credit_index</i>		-0.007**	-2.340	-0.009***	-3.500	-0.007***	-2.950
<i>Jiaochengxiang</i>	-	0.0001	0.890	0.0001	1.370	0.0001	1.360
<i>Tobin'S Q</i>		0.537	1.550	0.628	1.470	0.536	1.540
<i>Size</i>		0.794***	7.300	0.800***	7.800	0.811***	7.450
<i>Controller</i>		0.415*	1.720	0.363*	1.640	0.451*	1.880
<i>Shr1</i>		-0.009	-1.100	-0.007	-0.940	-0.010	-1.190
<i>CONSTANT</i>		-12.568***	-5.310	-12.320***	-5.570	-12.896***	-5.400
<i>YEAR</i>		CONTROL		CONTROL		CONTROL	
N		2397		2848		2394	
ADJUST-R ²		0.030		0.032		0.030	
Prob>F		0.000		0.000		0.000	

注: 1. *,**,***分别表示系数在 10%, 5%和 1%水平上显著,#表示在边际意义上显著(12%以内)。各变量的定义见表一变量的定义与说明。

2. *Jiaochengxiang* 表示对应的表示关系的解释变量与制度变量 *Credit index* 的连乘项,

如第一个方程 *Jiaochengxiang* 为 *S-network transaction***Credit index*.