

商业信用研究综述

刘民权 徐 忠 赵英涛*

内容提要 商业信用从 20 世纪 60 年代开始进入比较全面的研究阶段,迄今为止已经取得了较为丰富的成果。商业信用的研究大体可分为两大类:从微观视角主要研究商业信用产生的动机及其使用的决定因素等;从宏观视角主要研究商业信用的使用对货币政策的影响,以及对实体经济和金融系统稳定性的影响。在这些研究成果的基础上,本文结合中国的实际展望了商业信用在中国的研究方向。

关键词 商业信用 非正规金融 融资

一 导言

商业信用的使用具有悠久的历史,在欧洲可以追溯到中世纪,在原始的简单交易场所——集贸市场,商人允许顾客先行得到商品,然后在规定的期限内支付(Ellichehausen and Wolken, 1993)。在中国,赊销作为一种商业信用始于先秦时期,并在宋代得到广泛发展(孙智英,2002)。按照受信的用途划分,这些商业信用可归为消费信用。随着经济和社会的发展,消费者与厂商、厂商与厂商之间的经济活动变得频繁起来,出现了上游厂商以商品让渡的形式(赊销)为下游厂商授信的情况,于是商业信用便以一种盈利信用或投资信用的形式出现了。经过数百年的发展,如今商业信用已成为一种被广泛应用的短期融资形式,是非金融性企业总资产的重要组成部分^①。

根据美联储 1986 年发布的公告,截止到 1985 年末全美商业信用总额多达 6830 亿美元,超过所有公司债券、联邦和地方债券的总额,也远远超过了整个银行系统的商业信贷(Lee and

Stowe, 1993);Rajan 和 Zingales(1995)的一项研究发现,1991 年全美商业信用占企业总资产的 17.8%。在德国、法国和意大利,商业信用能够占企业总资产的 1/4;在英国,短期债务总额的 70%和公司使用信用的 55%是商业信用(Kohler and Stowe, 2000)。而在中国,商业信用的重要程度可以从 1989 年和 1993 年两次因企业对商业信用的过度依赖而导致的“三角债”危机中得以管窥(樊纲,1996)。

尽管商业信用拥有如此悠久的历史,并

* 刘民权:南京大学中美文化研究中心 电子信箱:mliu@nhc.nju.edu.cn;徐忠:中国人民银行研究局 电子信箱:xuzhong@pbc.gov.cn;赵英涛:南京大学经济系 电子信箱:zhaoyingtao@hotmail.com。

本文为福特基金会资助的“农村信用合作社与中国农村的金融体制改革”项目阶段成果的一部分,作者在此谨向福特基金会表示感谢,尤其感谢 Watson 教授给予的帮助和指导。本文的文责自负,其中的观点仅代表作者个人的观点,不代表他们所在单位的观点。

① 本文主要集中于对盈利性或投资性商业信用的研究介绍上,没有涉及消费性商业信用的研究。下文中出现的商业信用如无特殊注明,均为盈利性/投资性商业信用。

且在企业中居于如此重要的地位,但经济学家对它进行系统的研究和探索却仅仅始于20世纪60年代,源自于当时人们对货币政策有效性产生的怀疑^①。当时,货币政策的执行效果被认为取决于单个经济主体(如企业)根据市场条件变化而做出的反应程度。企业规模、市场结构、行业、对资产流动性水平的要求等因素的差异性,以及资本市场不完善和其他的一些制度性因素被认为是致使经济主体反应程度差异化,从而导致货币政策失败的原因。Smith(1958)认为,紧缩的货币政策只会损害小规模企业的利益,几乎不会对大企业产生影响。Meltzer(1960)在稍后的一项研究中开创性地观察到了商业信用的作用,发现经济中商业信用的存量和分布变化与货币政策的变化是相伴而生的。在货币紧缩阶段,大企业通过增加应收款金额和延长应收款的支付时间为小规模企业提供信用支持,因此在商业信用存在的条件下,小规模企业对由货币政策变化而引起的市场条件(如信用条件)的变化所产生的反应程度变小了。这意味着商业信用的存在在一定程度上削弱了货币政策的效果。

自此之后,商业信用对经济的作用引起了学者们较为广泛的关注,对该领域的研究日渐繁荣起来。从研究延续看,对商业信用与货币政策之间关系的研究是商业信用研究的肇始领域,Meltzer(1960)为此做了开创性的贡献。随着研究的深入,许多学者发现要对商业信用与货币政策之间相互作用有透彻理解还需要了解商业信用产生的动机、提供或接受商业信用的成本与收益,以及决定商业信用使用程度的因素等微观基础理论,为此学者们从不同的微观角度展开了对商业信用的研究并取得了丰硕的成果,其中较为重要的有:降低交易成本动机、融资动机、价格歧视动机、质量保证动机和促销动机等等。与此同时,从宏观视野推进商业信用的研究进程的努力也在继续,主要集中于探索商业信用对宏观经济政策(主要是货币政策)和国民经济的作用。这些微观基础理论与宏观研究发现相互促进,使我们对于商业信用的认识得到了长足的进步。

二 商业信用的经营性动机和决定因素

对商业信用微观基础理论的研究主要集中于对其产生动机的挖掘与剖析上,现有文献中提出和归纳的动机主要可分为经营性动机和融资性动机两类,我们现在主要讨论商业信用产生的经营性动机,融资性动机将在下一部分讨论。经营性动机是指企业为了降低成本、扩大销售或平抑市场波动,以实现近期利润最大化目标乃至远期的经营目标,依据市场条件变化而做出的行为反应。商业信用的经营性动机主要包括降低交易成本动机、价格歧视动机、质量保证动机和促销动机等等^②。

(一)降低交易成本动机

商业信用的降低(或节省)交易成本动机理论首创于Schwartz(1974),之后由Ferris(1981)进行了系统的阐述。在该理论中,交易被假定为时间的随机函数,具有不确定性,如作为交易对象的商品的到货时间是不确定的。因而,在资产变现不易或变现成本很高的情况下,买方为了使交易能够顺利完成,必须在一个完整的周期内始终持有足额的现金,即预防性资金。这自然会增加买方企业的现金管理成本和财务负担。

商业信用的使用使得经济交易中的商品交换与货币交换在时间上相分离——货币交换可以在商品交换完成之后的一段时间内进行,或者在一些固定时间对期间内所发生的所有交易进行集中结算。因此,买方在商业信用使用过程中获得了准确的付款时间并减少了结算次数,从而能够减少

^① 最早关于商业信用的研究并非出现于20世纪60年代,如Newmarch(1851)、Tooke和Newmarch(1857)早在19世纪50年代就意识到了商业信用对经济的作用,认为商业信用是一种准货币(quasi-money)。然而,一直到20世纪60年代,在Meltzer(1960)对商业信用完成了开创性的经验研究之前,对商业信用的研究只是零星的和分散的,其后对该领域的研究才开始进入系统性和全面性的阶段。

^② 这些动机有的是站在提供商业信用的角度进行分析的,如价格歧视动机和促销动机;有的则是从受信者的角度进行分析的,如降低交易成本动机以及后面将谈到的融资动机;有的则是同时从提供信用方和受信方的角度进行分析的,如质量保证动机。

对预防性资金的需求和更加有效地管理资金,节省交易费用。同样,卖方企业由于获得了货款回流的准确时间,也有利于它对自身资金的管理和合理安排预防性资金,减少经营费用。

(二)价格歧视动机

经济学理论对生产企业的合理假设是利润最大化,在企业的定价决策中它反映为企业试图通过制订歧视性价格,获取最大化的利润。

如图 1 所示,厂商在按照 $MR=MC$ 的原则进行生产时得到的利润为三角形 $P_{max}45$ 的面积,消费者剩余为三角形 $P_{max}1P^*$ 的面积。当厂商拥有每个消费者(下游厂商)的保留价格或者需求价格弹性信息时,厂商会对不同的消费者索取不同的价格,各消费者被索要的价格正好是他们愿付的价格。此时厂商将产量扩大到 Q^{**} 是有利可图的,在这个产量水平上,消费者(下游厂商)剩余全部被厂商侵占了,厂商的利润达到了最大水平:三角形 $P_{max}34$ 的面积。

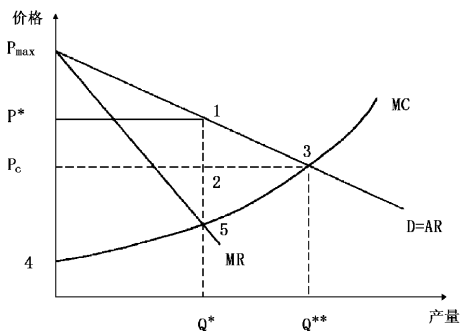


图 1 厂商通过制订歧视性价格获得最大利润分析

然而,在实际经济中直接实行价格歧视多被严厉禁止(如美国的 Robinson-Patman 法),商业信用的应用能够绕过这些法令的限制,对消费者实行间接的价格歧视以获得超额利润,如厂商通过提供额外的或较长期限的商业信用给予边际客户一种补贴(等效于降价),刺激边际客户购买,从而达到扩大产量、增加利润的目的(Meltzer, 1960; Nadiri, 1969; Schwartz, 1974; Schwartz and Whitcomb, 1979; Brennan et al., 1988; Mian and Smith, 1992)。

(三)质量保证动机

一般来说,产品质量信息在企业和客户之间是不对称的。不对称信息会导致逆向选择行为,如企业对产品质量不敢保证时会提高货款现期支付的折扣率,诱导客户现期支付以转移质量风险(Lee and Stowe, 1993)。提高现期支付的折扣率相当于降低了价格,低价格会导致企业进一步降低质量以节省成本,这会使得消费者改变自身的预期,进一步要求降低价格,以至于恶性循环,使交易最终消失。商业信用的使用可以克服由于信息不对称而导致的逆向选择问题,它给予客户一种担保机制,若在交易之后的一段时间内产品质量出现问题,或者厂商没有履行做出的服务承诺,客户可以拒绝支付货款。因而,提供商业信用也可以被看做是企业对产品质量自信的表现,它通过提供商业信用向客户传递了对产品质量自信的信号。这种机制能够有效地克服企业的逆向选择行为和机会主义行为(Akerlof, 1970; Smith, 1987; Long et al., 1993; DeLoof and Jegers, 1996)。

(四)促销动机

Schwartz (1974) 认为,商业信用条款以及条款的保障执行措施是产品有效价格的组成部分,当市场竞争激烈时,企业可以通过提供优惠的商业信用(等效于降价)而从竞争中胜出,因而可以用以实现营销的目的。Emery (1987) 认为,商业信用的使用还可以减缓商品需求的季节性差异。当市场需求减少时,企业会通过修改信用条款(类似于降价)扩张商业信用的供给以刺激需求;而当市场需求旺盛时,企业会通过修改信用条款(类似于涨价)紧缩商业信用的供给以抑制需求,从而减小了需求的季节性波动幅度。同时,企业也可以利用商业信用的差别化维持优良客户,优化企业与客户之间的关系,增强其忠诚度,从而保持市场的稳定(Schwartz and Whitcomb, 1978; Summers and Wilson, 1999)^①。

^① Ng(1999)、Smith (1987)、Wilson 和 Summers (2002) 把企业利用商业信用作为维持与客户关系的做法概括为“特定投资动机”(specific investment motive)。

(五)其他动机

Brick 和 Fung(1984)认为,合理避税也是商业信用使用的一大动机。他们通过模型分析发现商业信用的使用方向(买方使用或者卖方使用)取决于买卖双方的边际税率,边际税率高的一方可以灵活使用商业信用以将应税款项转到边际税率较低一方(可以是买方也可以是卖方),在课税时点上降低应税款项从而达到合理避税的目的。

三 商业信用的融资性动机与融资比较优势、信贷配给

商业信用也已成为企业重要的短期资金来源,融资性需求已成为企业对商业信用总需求的重要组成部分。

然而,从信用提供者的角度来说,在金融机构作为专业的信贷供给组织存在的条件下,企业为何还会向客户提供融资性信用?或者从信用接受者的角度说,商业信用作为企业的融资手段在银行信用存在的条件下因何继续存在?对该问题的研究是商业信用研究的焦点。现有的文献围绕着这个焦点问题主要有两方面的理论解释:商业信用的融资比较优势理论(Biais et al., 1993; Petersen and Rajan, 1997)和信贷配给理论(Breig, 1994; Nilsen, 1994; Petersen and Rajan, 1994, 1995; Biais and Gollier, 1997; Danielson and Scott, 2002)。

(一)融资比较优势理论

该理论认为,企业向下游厂商提供的商业信用之所以不能完全被银行信用替代,是因为企业提供商业信用具有其比较优势, Petersen 和 Rajan(1997)对此做了系统而全面的总结^①。

1. 信息获取优势。首先,企业对客户能够进行方便的访问,可以及时、高效而又成本低廉地获得客户信息;其次,客户的定单数量、订购时间能够反映客户的经营状况;再次,在正常的业务联系中,当客户不能享受优惠的现付折扣,或者使用商业信用的数量有异常变化时,这会提醒企业需要观察该客户的经营和信用变化情况,以免遭受损失。而金融机构(如银行)专门去获取上述这些信

息需要高昂的成本。信息获取优势也可以称为监督比较优势。

2. 对客户控制力优势。企业的正常生产依赖于原材料的稳定供应。客户对供应商的选择是理性的,因而有理由相信由供应商提供的原材料是经济的和不易替代的。当供应商在市场中具有支配地位时这种不易替代性会得到进一步的增强。同时,如果客户想更换原材料的供应,必须花费昂贵的信息搜集、信息整理和重新订约等成本,另外还要承担新原材料的质量风险。在这两方面的作用下,供应商可以利用威胁停止供货的手段迫使客户遵守合约,这意味着供应商对客户拥有很强的控制力,从而避免遭受客户潜在的违约损失。相反,金融机构(如银行)对客户控制力很弱,一旦客户违约,即便诉诸于法律,在破产法的负面作用下金融机构还是难免遭受损失。

3. 财产挽回优势。一旦客户经营失败而使合约被迫中止,企业可以索回供应的原材料。由于企业已经建立了该产品的销售网络,因而索回产品并再次售出的成本是较低的,企业因而能够将合约中止的损失减至最少。这表明对企业而言,原材料有一种抵押和担保的作用,原材料越是耐久品,所起的这种作用就越明显。金融机构(银行)则不同,由于它对这一行业不熟悉并且缺乏自己的销售网络,即使能够索回一些抵押品(如原材料),其变现的成本也十分高昂。

如果融资比较优势理论成立,那么企业提供商业信用的成本应该较低,如果提供商业信用的厂商之间具有足够的竞争,那么商业信用的价格

^① 银行信用产生于商业信用之后,相对于商业信用它具有广泛性、规模大、范围广和长期性的特点,它的产生极大地促进了资本形成和经济增长。对于银行信用的分析在金融理论文献中较为常见,其优越性主要表现在以下方面:筛选潜在客户(Diamond, 1991)、监督客户(Diamond, 1984)、便利结算(Chemmanur and Fulghieri, 1994; Repullo and Suarez, 1998)以及便利合约再续(Smith and Warner, 1979; Berlin and Loeys, 1988)等等。

应该低于银行信用的价格^①。大多数持这种理论的经济学家认同这个推断。Summers 和 Wilson (1999)通过对英国 655 家企业的经验研究发现,大多企业把商业信用作为一种便宜的融资来源。这验证了上述的观点和融资比较优势理论。然而,更多的经验研究则表明,商业信用的价格要远远高于银行信用(Danielson and Scott, 2000; Cunat, 2000; Marotta, 2000)^②。

(二) 信贷配给理论

信贷配给理论为商业信用使用的融资性动机提供了另一种解释,它不仅解释了商业信用在金融机构作为专业的信贷供给组织存在的条件下为何继续存在,而且还能解释商业信用作为一种相对昂贵的融资方式为何仍为许多企业所使用。

早在 1960 年 Meltzer 就提到了“信贷配给”的概念,他指出信贷配给对大企业有利而对小企业不利,并推测这是由于金融市场的不完善导致的。Lewellen 等(1980)证明了在金融市场完善的条件下,任何由买卖双方所接受的信用形式的现期价值相等,即商业信用在此环境下不能增加企业的价值,从而失去了存在的基础。这显然与事实不符,因而他们也推测金融市场是不完善的。然而,其结论并没有解释为何金融市场不完善必然导致信贷配给,即他们并未发现金融市场不完善与信贷配给之间的作用机制。之后,Stiglitz 和 Weiss(1981)通过对金融市场上银企之间信息不对称的深入分析,找到了答案。他们认为,银企之间的信息不对称会引起逆向选择和道德风险问题,所以银行的贷款供给不一定是贷款利率的单调增函数,这样在竞争均衡下也可能出现信贷配给,而当市场上存在不同类型的借款者时,有些类型的借款者无论他们愿意支付多高的贷款利息,都可能会因为信息不对称问题而被排斥在信贷市场之外,而其他的借款者却可以得到贷款。大型企业一方面具备相对完善的财务制度和信息披露制度,使得银行能够对其掌握更加充分的信息,另一方面具有大量可供担保和抵押的资产,减少了因信息不对称而可能导致的道德风险,所以往往成为信贷市场上能够得到贷款的对象。而小企业由于不具有这些特点,往往不能得到贷款,迫使它们

去寻找其他的资金来源。在这种情况下,商业信用作为银行信用的一种替代资金来源,往往被企业所使用。因此,即使商业信用的使用成本较高,企业在得不到银行信用的情况下也会使用它。这在一定程度上解释了商业信用作为一种成本相对昂贵的融资方式却仍被广泛使用这一现象。

Petersen 和 Rajan(1997)对美国 3404 家小规模企业的研究表明,不能从金融机构获得贷款的企业会使用更多的商业信用,较易获得贷款的企业(往往是规模较大的企业)则提供较多的商业信用。Danielson 和 Scott(2002)的研究同时使用了测量信用约束水平的直接指标(如最近一次贷款的成功与否)和间接指标(如与银行建立业务关系时间的长短),发现银行信用约束水平与商业信用的使用数量均有显著的正相关关系。

四 商业信用与货币政策

一般认为,现代意义上的货币政策理论源自凯恩斯(1936)《就业、利息与货币通论》中的观点。针对当时西方国家失业严重、经济衰退的现实,凯恩斯提出应该重新认识被古典经济学派一直推崇和赞美的自由竞争的市场制度,考虑利用财政和货币政策等宏观经济政策对市场进行适度的国家干预,以使经济走出低水平均衡状态。但是,伴随着货币政策的诞生,对其能否真正促进经济增长(即货币政策的有效性)的争论就没有停息过。

对货币政策有效性的争论主要以对货币政策

^① 对商业信用和银行信用价格的比较是站在接受商业信用的厂商的角度进行分析的。基于商业信用融资比较优势的商业信用低成本观点和一些经验研究表明的商业信用高成本观点之间似乎存在冲突,一个可能的原因是:大多文献对于商业信用的价格测算是在假定商业信用的条款为两时期的基础上,以时期 I 内享有的折扣优惠为基准,因而得出企业在使用整期商业信用时,要支付昂贵的隐含价格的结论。然而,在时期 I 内,商业信用的利率为 0,自然要低于银行利率。所以,虽然大多文献观察到时期 II 的商业信用的价格高昂,这并不影响商业信用总体成本低的观点,或商业信用融资有比较优势理论的成立。

^② Brealey 和 Myers(1998)、Shapiro(1990)、Weston 和 Copeland(1986)从企业融资结构的角度也分析了商业信用的高昂价格。

传导机制的分析为基础,因为货币政策最终目标能否得以实现除了取决于中央银行政策工具和操作方式的选择合理与否外,还取决于货币政策的传导渠道是否畅通。以费雪、马歇尔和庇古为代表的传统货币数量论传导理论将政策效果完全归功于货币供给的变化,忽略了信用供给对于经济金融运行的重要影响。20世纪70年代末以来,信息经济学的发展推动了金融领域关于货币政策传导机制的研究,开始强调金融机构及其信用供给行为在传导过程中的作用,使信贷供给传导机制成为货币政策传导机制研究的焦点。目前,主要形成了三种不同的传导机制理论:一是货币传导机制,认为中央银行紧缩货币会影响商业银行的负债业务,导致商业银行负债(存款)减少从而降低其货币创造能力,使得社会的资金供应减少。在价格水平不变的条件下,资金供应减少会使利率上升,使得对利率敏感的借款人借贷成本上升,从而影响其投资和消费并最终影响总产出(Mishkin, 1998)。二是信贷传导机制,主要分析在不对称信息存在的情况下,信贷市场对货币政策的传导机制。它弥补了传统货币传导机制对经济中金融机构的作用漠不关心的不足,充分考虑了信用供给对于经济金融运行的重要影响(Bernanke and Gertler, 1995)。三是财富价值传导机制,分析货币政策通过影响汇率、债券、股票等金融资产或其他实物资产的价值而影响实际经济的过程(Meltzer, 1995)。

货币传导机制和信贷传导机制在货币政策传导理论中均具有重要的理论贡献,但是,对于哪种机制具有更加重要的地位却存在较大的争议(Ramey, 1993)。现有文献对商业信用与货币政策之间关系的研究主要是围绕这两种理论展开的。

(一)货币传导机制

货币传导机制认为,中央银行减少基础货币的供应会使交易货币减少,这将导致名义利率上升。名义利率上升将在几个方面对实际经济产生影响,如在凯恩斯学派的IS-LM模型中,当价格水平保持不变或者价格水平以低于名义利率的幅度上升时,名义利率上升将导致实际利率的上升,从而抑制投资和消费进而抑制总需求,使得总产

出水平下降;而在 Christiano 和 Eichenbaum (1992)的模型中,利率上升将导致总供给水平下降,总产出水平也随之下降。在这些模型中,隐含着一条重要假设:经济中不存在与货币一样能够充当交易中介职能的替代品。在实际经济中,商业信用却具备像货币这样的交易中介职能,因而它的存在会使货币政策的传导受到影响,从而使其有效性被削弱。

1959年,格利(Gurley)和肖(Shaw)在《金融理论中的货币》中指出,货币当局在通常情况下对货币的规模和活动有较强的控制,而对由非货币的金融机构所发行的间接金融资产却不能有效控制,因而间接金融资产对货币的替代使得以控制货币供给量为主要调控手段的货币政策的有效性受到影响^①。间接金融资产之所以能替代货币,是因为它们具备货币所具备的交换中介和财富储藏等功能。他们的分析并未包括进商业信用。然而,早在19世纪经济学家就发现商业信用具备与货币相同的功能,并将其视为“准货币”(Newmarch, 1851; Tooke and Newmarch, 1857)。从货币传导机制来看,货币政策有效性受到商业信用影响的具体程度取决于以下几个方面的因素:首先,商业信用在货币和间接金融资产中的比重,即商业信用的影响程度;其次,商业信用对货币的替代程度以及中央银行能否准确地把握这种替代程度;再次,中央银行能否及时确认并采取相应的调控措施来抵消商业信用的影响。

商业信用在经济中具有重要的地位,其影响程度随着经济发展甚至有进一步增加的趋势,这要求政策制订者对它要有较深的认识以提高政策的制订水平和执行效果。有的学者对商业信用与货币之间的替代关系进行了研究,如Collins (1978)对英格兰和威尔士1830—1844年的数据研究发现,商业信用(准货币)与货币(英格兰银行的负债)之间存在替代关系,但这种替代关系较弱并且不能准确地得到替代比例。

^① 间接金融资产是指由非货币的金融机构(nonmonetary financial intermediaries),如保险公司、投资公司、信托公司、互助储蓄银行等发行的各种各样的非货币性的金融资产。

另外,由于利率在该理论中的中介作用,有的学者从利率角度进行了研究,如 Cumby(1983)使用英国 1963—1979 年的时间序列数据进行了分析,发现利率与商业信用之间呈正相关关系,利率的提高(紧缩的货币政策)会引起商业信用使用数量的增加。这验证了商业信用对货币的替代性。但是,商业信用变化对利率变化不敏感,即较大的利率变化才能引致较小的商业信用变化,这说明货币政策的改变不会引起较大的商业信用反应。他的结论是,商业信用对货币政策的抵消效果是较轻微的。

(二)信贷传导机制

信贷传导机制认为,传统的货币传导机制忽略了金融系统中的重要环节——金融机构在政策传导中的作用,并认为由金融机构供给的信用与货币一样能够影响消费和投资,从而决定总产出水平。Bernake 和 Getler(1995)归纳出了两种信贷传导渠道:银行信用渠道和资产负债表渠道。银行信用渠道是指货币政策变化影响到银行系统的信贷供给,从而对实际经济产生作用的过程;资产负债表渠道则是指货币政策的改变能够直接影响到厂商的资产负债表,改变其从所有资金来源借款的能力,从而对实际经济产生影响的过程。鉴于资产负债表渠道受商业信用使用的影响较小,本文主要从银行信用渠道讨论商业信用使用与货币政策有效性之间的关系。然而,银行信用渠道作用的发挥受到一系列客观因素的制约,主要包括:货币政策能否有效地影响银行等金融中介体系的贷款;银行信用供给的变化能否引致社会信用供给总量的变化;是否有相当比例的资金需求者十分依赖银行信用。

由于第二个制约因素对商业信用的研究十分有意义,我们将对它展开分析。中央银行通过各种政策工具的运用能够有效地影响到银行的信用供给行为,但是,整个社会的信用供给总量才是影响经济运行和总需求波动的决定性因素,银行信用供给行为的变动并不一定意味着整个社会信用供给总量的变动。这涉及到社会信用供给总量的结构问题,即银行信用供给总量和非银行信用供给总量之间的相对关系问题(巴曙松,2000)。对于本

研究而言,银行信用渠道能否发挥作用,涉及到银行信用与商业信用之间的相对关系问题。首先,如果商业信用在整个社会信用总量中的比重远远超过银行信用,那么政府通过影响银行信用供给总量来影响社会信用供给总量,从而影响实际经济的有效性必然是低下的;其次,如果商业信用供给总量和银行信用供给总量之间存在相互替代的关系,那么银行信用供给总量的任何变动都有可能一定程度上被商业信用供给总量的替代行为所抵消,其抵消程度取决于商业信用与银行信用的替代程度。如果这种替代程度是完全的,那么银行信用供给总量的任何改变都不会对社会信用供给总量产生影响,此时货币政策是没有效率的。如替代程度为零,那么货币政策的有效性就不会受到商业信用的影响。

在有关商业信用研究的现有文献中,对银行信用与商业信用之间关系的讨论可以概括为三种观点:一是认为它们之间是互补关系,如 Cook(1999)通过对 1995 年俄罗斯 352 家企业的数据分析发现,使用商业信用的企业更容易得到银行贷款。Ono(2001)通过对日本制造业部门的检验认为,它们之间是互补关系还是替代关系,取决于其他一些条件,如企业自身的财富(Burkart and Ellingsen,2002)。然而,更多的研究则表明它们之间是一种此长彼消的替代关系。Meltzer(1960)早在 20 世纪 60 年代就提出,当中小企业在获取银行信用困难时,它可以从供应商那儿得到更多的商业信用,这意味着商业信用与银行信用之间存在相互替代的关系。Calomiris 等(1995)的研究发现,在货币紧缩时期容易获得信贷支持的企业会向难以获得信贷支持的企业增开商业票据,即向它们提供更多的商业信用。通过研究得到这个结论的还有 Jaffee(1971)、Duca(1986)、Deloof 和 Jegers(1996)、Petersen 和 Rajan(1997)以及 Mateut 等(2002)。但 Long 等(1993)的研究结论不同。

Kohler 等(2000)将这种由于商业信用对银行信用的替代而使货币政策失效的机制概括为“商业信用渠道”。银行信用渠道是指货币政策变化导致金融中介机构的信贷供给行为变化,从而

对实体经济产生影响的机理；而商业信用渠道则是指货币政策变化会影响经济中提供商业信用（信用条件好）企业的行为，从而使得接受商业信用（受信用约束）企业的信用条件发生变化，由此对实体经济产生影响的机理。由于银行信用供给量同货币政策变化的方向与商业信用供给量同货币政策变化的方向相反，即它们之间是相互替代的关系，所以这两种渠道并存削弱了货币政策的有效性。Demirguc-Kunt 和 Maksimovic (2001)进一步论述了商业信用渠道的存在，他指出在不对称信息存在的信贷市场中，受信贷约束较弱的非金融性企业通过向受信贷约束较强的企业提供商业信用的行为，类似于在市场上充当一种“金融中介”的职能。这种渠道的存在使受到较强信贷约束的企业能够从金融机构间接地获得贷款。

以上分析了货币传导机制和信贷传导机制与商业信用和货币政策之间的关系，较多的研究支持商业信用与货币或银行信用之间是可以相互替代的，因而商业信用的存在在一定程度上降低了货币政策的有效性。然而，有的研究则发现商业信用供给量在货币紧缩阶段并没有上升，即商业信用与货币政策之间没有必然的联系(Gertler and Gilchrist, 1994; Oliner and Rudebush, 1996b)；同样，Marotta (1997)通过对意大利的个案研究发现，在货币紧缩时期受信贷约束的小企业并未能够通过“商业信用渠道”绕过紧缩性货币政策对其产生的负面影响。

五 商业信用与实体经济 以及金融体系稳定性的关系

如 Fisman (2001)所言，尽管迄今为止已有大量文献研究商业信用存在的原因及其使用的决定因素，但着重研究它与实体经济（如生产、消费、投资甚至制度性因素）之间关系的文献却并不多见。Fisman 为此做出了贡献，他通过分析五个非洲国家企业数据发现，使用较多商业信用的企业具有较高的生产效率。他对此做出的解释是：这些非洲国家均为发展中国家，企业普遍受到比较严重的信贷约束，影响了企业的存货投资，于是存货

不足成为这些企业的一个严重问题。在商业信用缺位的条件下，企业在进入下一个生产周期之前必须等待产品销售完成才可收回货款买入原材料，这自然会大大降低企业的生产效率；而在存在商业信用的条件下，企业通过应付款可以先行得到原材料而无须等待便直接进入了下一个生产周期，这自然会大大提高企业的生产效率。这表明商业信用的使用能够促进生产效率的提高。Fisman (2002)还利用 44 个国家 37 个行业的面板数据进行了研究，其结果是，在金融体系较差的国家（往往是发展中国家），使用较多应付款（商业信用）的行业中的企业具有较高的增长率。其中隐含的逻辑假定是商业信用能够替代银行信用，在银行信用稀缺或受到配给约束时它能够通过商业信用渠道抵达所需要的经济组织。换言之，商业信用及其传导机制的存在能够弥补发展中国家金融体系的落后和金融效率的低下，是促进其经济增长的重要原因之一。

Messmacher (2001)从投资角度研究了商业信用与实体经济之间的关系。他发现 1998—2000 年墨西哥商业信用的使用与此阶段其经济中的固定投资之间有很强的正相关性。他的解释是：(1) 如果相互提供商业信用的企业之间已经建立了长期关系，那么，在已有合同的规定和限制下，或在其他为长期关系的建立而投入的沉淀成本存在的情况下，企业确信能够继续获得这种信用，这使得它能够腾挪出其他资源来用于投资；(2) 使用商业信用能够使企业更好地管理现金和存货，从而增加利润，这反过来会刺激企业投资。同时，增加的利润为企业扩大投资提供了内源性资金来源；(3) 由于商业信用与其他信用形式相互替代，它的使用能够使企业拥有更稳定的融资状况，如在紧缩时期商业信用的增加可以弥补银行信用的减少，稳定的融资状况减少了企业等待投资的不确定性和成本。

当然，实体经济的良好运行需要许多客观条件，金融体系的稳定性便是其一。寻找出金融体系的稳定性条件是现代金融理论中最迫切需要解决的难题之一。那么，商业信用的使用会对金融体系的稳定性产生怎样的影响呢？

马歇尔在他的名著《货币、信用与商业》中曾经对“商业信用”的波动过程(即金融体系的稳定性)进行过描述^①。他认为:信用的改善大半发端于旧的不信任因素的消除,其后信用不断扩张,直到最后人们用信贷从事巨额交易为止。这时投资盛行,工商业处于危险的状态。(放贷者或政府)看出了危险的趋势,便会想压缩贷款或控制信贷规模,给工商业带来极大的混乱,不信任情绪开始增长。这时,如果一个大投机商破产,会引起一系列破产,市场发生紊乱。正如信用一旦好转,就会越来越好那样,当不信任代替了信用的时候,破产和恐慌本身会造成更多的破产和恐慌。

虽然马歇尔对商业信用波动的描述对象是19世纪的经济,但其中的波动原理对于我们今天的经济仍然有意义,它说明商业信用的使用尽管有许多合理的因素,但若对它进行不合理的使用,将会导致金融系统严重的危机,以至于使整个经济陷于危机之中。Fewings(1992)曾成功地用理论模型描述使用商业信用的这种系统风险。在他的模型中,企业与企业之间通过商业信用联结而形成一条长长的马尔可夫支付链(Markov chain)。在这条长长的链条上面,任何企业由于市场风险而出现危机都可能导致整条链条的断裂。从中引申而出的涵义是:若一国经济中的大多企业在交易过程中过分依赖商业信用,那么该国经济将存在潜在的系统性支付风险,其金融系统将是不稳定的^②。

六 讨论和结论

随着新的经济学理论(如信息经济学、博弈论等)的发展和经济学家们的不懈努力,多年来对商业信用理论的研究愈来愈深入和细致,并逐渐从相互孤立和零散的状态,转向较为系统和有序的状态。然而,由于数据的局限,以及不同制度背景下错综复杂的经济实体间的差别,该领域的研究也遇到了非常多的困惑和挑战,有些经验研究甚至得出截然相反的结论,因而,要达到对其充分认识的理想彼岸,还有很长的路要走。

同时,已有的研究大多是以发达国家的经济

为背景进行的,其中对不同经济体具有普遍意义的原理自然可以为我们所用,但是,我们也要充分考虑到经济体之间文化、法制、市场基础制度等因素的巨大差异对研究结果产生的影响。尽管国内学界在中国“三角债”危机时期曾经对商业信用进行过探索性的研究,但这些研究大多是零散的,并且未能借鉴国际上已有的研究成果。危机之后,对该领域的研究愈加受到忽视。我们认为以下几点应该成为国内开展该领域研究的方向。

1. 继续探索商业信用在中国不同类型企业中使用的决定因素。进行这方面研究具有理论和实践方面的双重意义。理论意义在于能够扩展商业信用在转型经济中的研究;实践意义一方面在于能够发现中国商业信用使用的合理规模、方式和方向,另一方面在于能够更准确的把握商业信用的变化,为货币当局制定和执行货币政策提供依据。

2. 商业信用票据化的理论依据。目前,中国商业信用一般有以下三种形式:一是“欠账”(open account),指卖方在把货物发给买方时,发货票上载明发运货物的日期、名称、数量、价格以及货款总额和销售条件,买方并不需签名开立正式借据以证明自己对卖方负有债务;二是“期票”(promissory note),是债务人对债权人开出的,承诺在一定期限支付现款的债务凭证;三是“商业承兑票据”(trade acceptance),指商品交易采用赊购时,由收款人或付款人开出,经付款人承兑的正式

^① 当然,马歇尔此处所讲的商业信用的含义与我们分析的不同,他所讲的商业信用是指与商业有关、包括银行信用在内的一切信用形式。我们所讲的商业信用包涵在他的含义之内。他对更加广义的商业信用波动的论述可以为我们所借鉴。

^② 一个问题:为何商业信用存在内在的不稳定性,而银行信用不存在?从商业信用和银行信用的使用方式能够回答这个问题。如上所述,在使用商业信用时,企业之间将形成一条长长的马尔可夫链,任何单个企业作为链条中的一个环节出现支付困难都很有可能导致整个链条的断裂,所以商业信用存在内在不稳定性。而银行信用不同。银行信用的双方是银行和企业,即使某个企业出现问题,一般只会导致这个企业与银行之间信用链条的断裂。由于银行对风险的防范机制,一般这种断裂不会影响银行与其他企业之间的信用关系,因此银行信用一般不存在内在不稳定性,或即使存在的话,也远比商业信用的低。

商业票据。由于中国对商业信用的认识较晚,目前商业信用的使用方式仍主要以欠账为主,而票据化程度较低。票据化程度低是否是导致“三角债”危机的重要原因?运转良好的票据市场能否降低商业信用使用的系统性支付风险?如何降低?商业信用票据化如何影响企业行为?它们如何影响货币政策的有效性?这些都是需要研究的问题。

3. 商业信用与金融体制改革的关系。自改革开放以来,国有企业一直没有改变其融资渠道单一的状况。在“拨改贷”之前,国有企业的资金来源完全依赖国家财政,银行只是充当财政的出纳。“拨改贷”之后,国有企业的融资渠道简单地转移到了国有银行,这是银企信用关系遭到破坏和信贷“软预算”约束机制出现的重要原因。这种单一融资渠道主要有两方面的弊病:一是导致企业融资成本增加,降低资金运作效率;二是企业逃废债务现象严重,银行经营风险不断加大(王冰,2000)。1998年后银行为了规避“风险”,又出现了“惜贷”现象。在这种情况下,正确认识并规范商业信用可以部分解决企业资金供给不足的问题,减少国有商业银行的负担,为金融体制改革创造条件。

4. 商业信用与中小企业融资。在前面对商业信用使用的信贷配给理论的介绍中,我们已经讨论了信贷市场上由于不对称信息的存在而会导致信贷配给,信贷配给将对小企业更加不利,这是导致世界范围内中小企业融资困难的重要原因。而在中国,由于历史和制度方面的原因,国有商业银行在信贷分配中更易于侵害中小企业的利益,使其贷款愈加困难。在这种情况下,商业信用作为企业融资的另一大来源,对中国的中小企业具有愈加特殊的意义。鉴于中小企业在中国经济中的作用日趋重要,研究商业信用使用与中小企业的增长之间的关系亦将具有很强的理论和现实意义。

5. 商业信用与法律等制度因素的关系。Demirguc-Kunt 和 Maksimovic (2001)的研究发现,具有较好法律环境的国家中的企业会使用较大比例的银行信用,而在较差法律环境中的企业会使用较大比例的商业信用。然而,对这方面的研究还十分贫乏,部分原因可能是因为制度因素不

是发达国家经济中的主要问题。对处于转轨阶段的中国,像法制等制度因素却是影响转轨进程和经济增长的重要因素,因而,研究现阶段中国商业信用使用与法律环境的关系具有重要意义。

参考文献:

- 巴曙松(2000):《中国货币政策有效性的经济学分析》,经济科学出版社。
- 樊纲(1996):《企业间债务与宏观经济波动(上下)》,《经济研究》第3—4期。
- 格利(Gurley)、肖(Shaw)(1959):《金融理论中的货币》贝多广译,上海三联出版社,1994年版。
- 马歇尔(1929):《货币、信用与商业》,叶元龙、郭家麟译,商务印书馆,1997年根据伦敦麦克米伦出版公司1929年版译出。
- 孙智英(2002):《信用问题的经济学分析》,中国城市出版社。
- 王冰(2001):《从商业票据的发展看我国的商业信用》,《岭南学刊》第1期。
- 约翰·梅纳德·凯恩斯(1936):《就业、利息与货币通论》,高鸿业译,商务印书馆,2002年版。
- Akerlof, G. “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism.” *Quarterly Journal of Economics*, 84, 1970, pp. 488—500.
- Berlin, M. and Loeys, J. “Bond Covenants and Delegated Monitoring.” *Journal of Finance*, XLIII(2), 1988, pp. 397—412.
- Bernanke, B. S. and Gertler, M. “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.” *The Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 1995, pp. 27—48.
- Biais, B.; Gollier, C. and Viala, K. “Why Do Firms Use Trade Credit?” Mimeo, CEPR conference, San Sebastian, Spain, 1993.
- Biais, B. and Gollier, C. “Trade Credit and Credit Rationing.” *The Review of Financial Studies*, 10(4), 1997, pp. 903—937.
- Brealey, R. A. and Myers, S. C. *Principles of Corporate Finance*. New York McGraw—Hill, 1988, p. 726.
- Breig, H. “Bank Lending and Corporate Finance in Major Industrial Countries: Are France and Germany Really Similar?” Mimeo, Albert Ludwig University, Breisgau, 1994.
- Brennan, M. J.; Miksimovic, V. and Zechner, J. “Vendor Financing.” *The Journal of Finance*, 43(5), 1988, pp. 1127—1141.
- Brick, I. E. and Fung, W. K. H. “Taxes and the Theory of Trade Debt.” *The Journal of Finance*, 39(4), 1984, pp. 1169—1176.
- Burkart, M. and Ellingsen, T. “In-kind Finance.” C. E. P. R. discussion papers, RePEc:cpr:ceprdp: 3536, 2002.

- Calomiris, C. W.; Himmelberg, C. P. and Wachtel, P. "Commercial Paper, Corporate Finance, and the Business Cycle: A Microeconomic Perspective." Carnegie-Rochester conference series on public policy, 42, 1995, pp. 203—250.
- Chemmanur, T. J. and Fulghieri, P. "Reputation, Renegotiation, and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt." *The Review of Financial Studies*, 7(3), 1994, pp. 475—506.
- Christiano, L. J. and Eichenbaum, M. "Liquidity Effects, Monetary Policy, and the Business Cycle." NBER working papers, No. 4129, 1992.
- Collins, M. "Monetary Policy and the Supply of Trade Credit: 1830—1844." *Economica*, 45, 1978, pp. 379—389.
- Cook, L. D. "Trade Credit and Bank Finance: Financing Small firms in Russia." *Journal of Business Venturing*, 14, 1999, pp. 493—518.
- Cumby, R. E. "Trade Credit, Exchange Controls, and Monetary Independence: Evidence From the United Kingdom." *Journal of International Economics*, 14, 1983, pp. 53—57.
- Cunat, V. "Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers." Discussion paper of financial markets Group, London School of Economics, No. 365, Nov. 2000.
- Danielson, M. G. and Scott, J. A. "Additional Evidence on the Use of Trade Credit by Small Firms: The Role of Trade Credit Discounts." Mimeo, Fox School of Business and Management, Temple University, 2000.
- . "A Note on Trade Credit Demand and Credit Rationing." SSRN working paper: 236260, 2002.
- Deloof, M. and Jegers, M. "Trade Credit, Product Quality, and Intragroup Trade: Some European Evidence." *Financial Management*, 25(3), 1996, pp. 33—43.
- Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. "Firms as Financial Intermediations: Evidence from Trade Credit Data." Mimeo, World Bank, 2002.
- Diamond, D. W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring." *Review of Economic Studies*, 51, 1984, pp. 393—414.
- . "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Traded Debt." *Journal of Political Economy*, 99, 1991, pp. 689—721.
- Duca, J. V. "Credit Rationing and Trade Credit as an Alternative Source of Short Term Credit." Ph. D. dissertation, Princeton University, 1986.
- Eliehausen, G. E. and Wolken, J. D. "The Demand for Trade Credit: An Investigation of Motives for Trade Credit Use by Small Businesses." *Federal Reserve Bulletin*, Oct. 1993, pp. 165—183.
- Emery, G. W. "A Pure Financial Explanation for Trade Credit." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(3), 1984, pp. 271—285.
- Ferris, J. S. "A Transactions Theory of Trade Credit Use." *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 1981, pp. 243—270.
- Fewings, D. R. "Trade Credit as a Markovian Decision Process with an Infinite Planning Horizon." *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31(4), 1992, pp. 51—79.
- Fisman, R. "Trade Credit and Productive Efficiency in Developing Countries." *World Development*, 29(2), 2001, pp. 311—321.
- . "Trade Credit, Financial Intermediary Development and Industry Growth." NBER working papers, No. 8960, May 2002.
- Gertler, M. and Gilchrist, S. "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence." *Scandinavian Journal of Economics*, 95(1), 1993, pp. 43—64.
- Jaffee, D. *Credit Rationing and the Commercial Loan Market*. John Wiley and Sons, 1971.
- Kohler, M.; Britton, E. and Yates, T. "Trade Credit and the Monetary Transmission Mechanism." Working paper issued by the Bank of England, RePEc:boe:boewp; 115, 2000.
- Lee, Y. W. and Stowe, J. D. "Product Risk, Asymmetric Information, and Trade Credit." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(2), 1993, pp. 285—300.
- Lewellen, W. G.; McConnell, J. J. and Scott, J. A. "Capital Market Influences on Trade Credit Policies." *The Journal of Financial Research*, 3(2), 1980, pp. 105—113.
- Long, M. S.; Malitz, I. B. and Ravid, S. A. "On Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability." *Financial Management*, 22(4), 1993, pp. 117—127.
- Marotta, G. "Does Trade Credit Redistribution Thwart Monetary Policy? Evidence from Italy." *Applied Economics*, 29, 1997, pp. 1619—1629.
- . "Is Trade Credit More Expensive than Bank Loans? Evidence from Italian Firm-level Data." Working paper, RePEc:mod:modena: 0103, 2000.
- Mateut, S.; Bougheas, S. and Mizzen, P. "Trade Credit, Bank Lending and Monetary Policy Transmission." *Royal Economic Society Annual Conference*, No. 149, 2002.
- Meltzer, A. H. "Mercantile Credit, Monetary Policy, and Size of Firms." *The Review of Economic and Statistics*, 42, 1960, pp. 429—437.
- . "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective." *Journal of Economic*

Perspectives, 9(4), Fall 1995, pp. 49—72.

Messmacher, M. “The Relationship Between Trade Credit and Investment in Mexico: 1998—2000.” Mimeo, Conference on financial markets in Mexico, organized by the Center for Research on Economic Development and Policy Reform at Stanford University, 2001.

Mian, S. L. and Smith, C. “Extending Trade Credit and Financing Receivables.” *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 1994, pp. 75—84.

Mian, S. L. and Jr, Smith, C. W. “Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence.” *The Journal of Finance*, 47(1), 1992, pp. 169—200.

Mishkin, F. S. *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5th ed. Addison Wesley, 1998.

Nadiri, M. I. “The Determinants of Trade Credit in the U. S. Total Manufacturing Sector.” *Econometrica*, 37(3), 1969, pp. 408—423.

Newmarch, W. “An Attempt to Ascertain the Magnitude and Fluctuations of the Amount of Bills of Exchange: 1828—1847.” *Journal of the Statistical Society*, 14, 1851, pp. 143—183.

Ng, C. K. ; Smith, J. K. and Smith, R. L. “Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade.” *The Journal of Finance*, LIV(3), 1999, pp. 1109—1129.

Nilsen, J. H. “The Impact of Credit Markets on Monetary Policy.” Ph. D. dissertation, Princeton University, 1994.

Oliner, S. and Rudebusch, G. “Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?” *FRBSF Economic Review*, 1, 1996, pp. 3—13.

———. “Monetary Policy and Credit Constraints: Evidence from the Composition of External Finance: Comment.” *American Economic Review*, 86(1), 1996(b), pp. 300—309.

Ono, M. “Determinants of Trade Credit in the Japanese Manufacturing Sector.” *Journal of the Japanese and International Economies*, 15, 2001, pp. 190—177.

Petersen, M. A. and Rajan, R. G. “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data.” *The Journal of Finance*, 49(1), 1994, pp. 3—37.

———. “The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships.” *The Quarterly Journal of Economics*, 110(2), 1995, pp. 407—443.

———. “Trade Credit: Theories and Evidence.” *The Review of Financial Studies*, 10(3), 1997, pp. 661—691.

Rajan, R. G. and Winton, A. “Covenants and Collateral as Incentives to Monitor.” *Journal of Finance*, L(4), 1995, pp. 1113—1146.

Rajan, R. G. and Zingales, L. “What Do We Know about

Capital Structure? Some Evidence from International Data.” *Journal of Finance*, L(5), 1995, pp. 1421—1460.

Ramey, V. A. “How Important Is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?” NBER working paper, No. 4285, 1993.

Repullo, R. and Suarez, J. “Monitoring, Liquidation and Security Design.” *The Review of Financial Studies*, 11(1), 1998, pp. 163—187.

Schwartz, R. A. “An Economic Model of Trade Credit.” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 1974, pp. 643—657.

Schwartz, R. A. and Whitcomb, D. K. “Implicit Transfers in the Extension of Trade Credit,” in K. E. and T. F. Wilson eds., *Redistribution through the Financial System: The Grants Economics of Money and Credit*, Boulding, Praeger Special Studies, 1978, New York, pp. 191—208.

———. “The Trade Credit Decision,” in J. L. Bicksler ed., *Handbook of Financial Economics*. North-Holland, Amsterdam, 1979, pp. 257—273.

Shapiro, A. C. *Modern Corporate Finance*, 1990, New York, NY: Macmillan, p. 859.

Smith, C. W. and Warner, J. B. “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants.” *Journal of Financial Economics*, 7, 1979, pp. 117—161.

Smith, W. L. Compending of Papers Submitted by Panelists Before the Joint Economic Committee, March 31, 1958, pp. 505—506.

Smith, J. K. “Trade Credit and Informational Asymmetry.” *The Journal of Finance*, 42(4), 1987, pp. 863—872.

Stiglitz, J. E. and Weiss, A. “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information.” *American Economic Review*, 71(3), 1981, pp. 393—410.

Summers, B. and Wilson, N. “An Empirical Investigation of Trade Credit Use: A Note.” Mimeo, Credit Management Research Center, Leeds University Business School, 1999.

Tooke, T. and Newmarch, W. *A History of Prices*, Vol. 6, Appendix XI, 1857, London: Longman, Brown, Green, Longman and Roberts, pp. 584f.

Weston, J. F. and Copeland, T. E. *Managerial Finance*. 1986, New York: CBS, p. 360.

Wilson, N. and Summers, B. “Trade Credit Terms Offered by Small Firms: Survey Evidence and Empirical Analysis.” *Journal of Business, Financing & Accounting*, 29(3) & (4), April/May 2002, pp. 0306—686X.

(截稿:2003年8月 责任编辑:杜亚平)