

赊销管控、票据化及其微观经济效果

——来自中央企业应收账款压降的证据

王可, 钱先航, 周亚拿

[摘要] 本文以中央企业应收账款的压降政策为准自然实验,检验了赊销管控以及由此带来的赊销交易票据化倾向对企业的影响,为近年来中国“应收账款票据化”发展的预期效果及后续举措的推出提供经验支持。研究发现:中央企业在赊销管控政策颁布后倾向于更多地将无票据赊销交易转为有票据赊销交易,这虽然在一定程度上使得企业的销售业绩受到负向冲击,但显著地改善了企业的流动性。进一步研究证实,赊销管控政策带来了应收账款质量的提升,此外企业流动性的增加来源于应收票据的贴现以及对上游企业的资金占用。在理论意义上,本文基于在法律层面对应收账款和应收票据的对比剖析,一方面拓展了有关中国国有企业商业信用供给行为的研究,另一方面从交易模式上丰富了关于赊销活动经济效果的研究。在实践意义上,本文的经验证据意味着中国的应收账款票据化能在商业信用风险控制方面发挥积极作用,但也要及时关注在推进过程中可能面临的企业销售业绩及供应链协同等方面的挑战,在不断完善产品市场竞争机制的基础上,持续引导企业以产品为本,逐渐缓解对无票据赊销的渠道依赖。

[关键词] 赊销管控; 应收账款票据化; 商业信用; 中央企业

[中图分类号] F275 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-480X(2024)02-0155-18

一、引言

中国的供应网络在快速发展的同时,其稳定性和安全性面临着诸多挑战。党的二十大报告明确提出,要着力提升产业链供应链韧性和安全水平。作为供应关系形成的基础,企业间的交易以先交货、后付款的赊销形式最具代表性,赊销带给买方企业更大的资金周转空间(Schwartz, 1974; 彭超等, 2022),并有助于卖方获得更高的市场占有率(Davis, 1966; Fabbri and Klapper, 2016)。作为一种以资金让渡为实现形式的商业行为,赊销本身也蕴含金融属性,体现为基于真实商品和劳务交易

[收稿日期] 2023-07-18

[基金项目] 山东省“泰山学者”青年专家项目“制度环境与我国金融资源配置研究”(批准号 tsqn202103011); 教育部人文社会科学研究青年基金项目“董事会决策的社会逻辑对企业高质量发展的影响研究”(批准号 23YJC630268); 广东省自然科学基金面上项目“移动端政务服务平台建设评价及其对微观企业创新的激励效应研究”(批准号 2022A1515010634)。

[作者简介] 王可,广东财经大学金融学院讲师,经济学博士;钱先航,山东大学经济学院教授,博士生导师,管理学博士;周亚拿,广东金融学院金融与投资学院讲师,管理学博士。通讯作者:钱先航,电子邮箱: xianhangqian@sdu.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

且以企业间借贷为实质的商业信用,既可作为买方在无法获得足够银行信贷资源情况下的替代性融资选择,又能为卖方带来隐含的利息收益。大量赊销发生意味着企业间信用规模的扩张,若控制不当也将对个体企业和产业链供应链带来损害。例如,上游供应商为了快速增加销量,可能疏于对下游客户基本信用的评估,在资产风险增加的同时,面临着大量款项无法收回的信用风险和流动性风险(陈晓红和王地宁,2009;肖奎喜等,2011);下游强势企业可能凭借其在供应链中的议价能力占用上游供应商资金,引起自身与供应链整体风险的增大(彭俞超等,2022)。

不同赊销交易模式所形成的商业信用在信用水平及流动性风险等方面存在差异。从广义层面,赊销可根据有无正式票据进行区分,无正式票据的赊销交易主要以买卖双方所签订的相关合同为准,遵照《中华人民共和国民法典》第三编(简称《合同法》)^①执行,并在会计处理上与“应收/应付账款”科目相对应;而有正式票据的赊销交易则在买卖合同的基础上,以票据^②为债权债务关系的凭证和结算工具,并在其开立、流转、支付等环节上严格依照《中华人民共和国票据法》(简称《票据法》)执行,在会计处理上与“应收/应付票据”科目相对应。其中,票据赊销交易凭借票据这一更加标准化的债权债务凭证和《票据法》对支付时间、贴现率等更加细致的规定,被认为是信用水平较高、流动性较好的一种赊销交易方式;相对地,由于合同的形式不固定且不要求有实体凭证^③,应收账款往往被认为是一种无具体形态的权利,因而对债权人的保障更低,更易产生信用风险和流动性风险(刘凤委等,2009;陈运森和王玉涛,2010)。从实践层面,相比于有票据的赊销交易而言,中国更多的企业间交易通过无票据的赊销进行,本文统计显示,2012—2018年企业应收账款占总资产比重平均超过13.8%,而应收票据则仅占总资产比重约3.5%。由赊销交易产生的企业间借贷中存在着一定的风险隐患。

为了防止赊销交易规模无序扩张,尤其是无票据赊销交易过多带来的流动性隐患,国务院国有资产监督管理委员会(简称国务院国资委)于2015年发布《关于中央企业开展两金占用专项清理工作有关事项的通知》(国资发评价[2015]82号文),推进中国中央企业应收账款的压降。然而,该赊销管控措施在压降企业应收账款的基础上,对企业的赊销交易模式有何影响、为何对企业的销售带来冲击、如何实现企业流动性的改善,现有研究尚未给出满意的回答,而对于上述问题的论证不仅有助于在理论上揭示企业无票据赊销交易和商业信用供给的外生压降对企业销售和流动性等方面的影响以及原因,还将为当前中国“应收账款票据化”实践的效果提供经验参考,并对在此过程中企业应对可能面临的挑战带来启示。本文以该政策为准自然实验,探讨其对企业多方面的影响。主要结论如下:①应收账款压降政策有效,即中央企业的应收账款占比在政策颁布后显著下降。②应收账款压降政策推动中央企业更多地转为有票据的方式进行赊销,呈现出有票据赊销交易对无票据赊销交易的替代。③该政策使得企业的销售业绩下降,但流动性水平得到显著提升。进一步分析表明,赊销管控政策带来了应收账款质量的提升,在资产端利用票据进行融资并在负债端接受更多商业信用融资形成了企业流动性增加的可能来源。

本文的增量研究贡献和现实意义主要体现在以下几个方面:①从交易模式的角度丰富了企业赊销活动的相关研究,在理论上不仅提供了有票据和无票据赊销交易及其关系的底层论证,还以此

① 原《中华人民共和国合同法》的相关内容编入了《中华人民共和国民法典》第三编“合同”,后者于2021年1月1日起施行。

② 在中国多为商业承兑汇票和银行承兑汇票。

③ 根据《中华人民共和国民法典》第四百六十九条,当事人订立合同,可以采用书面形式、口头形式或者其他形式。

为基础揭示了赊销交易模式转变对企业的影响。已有与赊销活动相关的文献大多不在其具体交易模式上进行细分,而是将有票据和无票据的赊销交易视为等同,或直接以规模更大的无票据赊销交易方式为代表展开分析,未能对不同赊销交易模式的特点及其所带来的不同效果展开充分论证。少量区分具体赊销交易模式的研究(刘凤委等,2009;陈运森和王玉涛,2010;徐虹等,2013)也主要讨论的是制度环境对商业信用模式选择的影响,仅涉及赊销交易模式的前因分析,而对不同赊销交易模式所带来的经济效果论证不足。本文借助外生政策冲击分析赊销交易模式转变及其对企业销售绩效和流动性的影响,基于对不同赊销交易模式及其替代关系较为充分的论证,从交易模式转变的角度为企业赊销活动的经济效果研究带来一定的边际贡献和理论价值。②从卖方视角补充了国有企业商业信用二次配置现象形成原因的佐证,有助于推动商业信用发生动机和二次配置理论的进一步发展,同时拓展了中国国有企业商业信用供给的研究。作为商业信用二次配置理论(Meltzer,1960)的后续进展,相关研究发现中国的国有企业更多地通过商业信用供给的方式将信贷资源再配置给下游企业(卢峰和姚洋,2004;张杰等,2013;王彦超,2014),而已有研究在分析这一现象发生的内在原因时侧重从买方动机的角度展开,强调买方的融资性动机以及商业信用对其融资约束的缓解,对作为卖方的国有企业供给商业信用动机的论证较少。本文以赊销管控政策为现实背景,基于卖方即国有企业的视角证实商业信用供给模式改变对企业的影响,从而在以往商业信用供给动机以及商业信用二次配置研究的基础之上拓展了中国国有企业商业信用供给行为的研究。③提供“应收账款票据化”影响微观企业的经验证据,对当前中国“应收账款票据化”的推动具有一定的参考价值 and 政策启示。作为改善企业流动性重要举措,中国于2015年压降中央企业应收账款的政策效果未能得到已有研究足够的关注,而随着中国近年来对赊销交易模式转变的推动,这一政策效果的揭示对中国当前产业链供应链发展具有了更为突出的意义。特别地,2019年时任中国人民银行行长易纲在陆家嘴论坛上提出“应收账款票据化”^①以及2020年供应链票据平台的上线运行,是中国现阶段推动赊销交易模式转变的标志性事件,而本文则发现中国早在2015年对应收账款的压降实际在一定程度上就带来了类似“应收账款票据化”的效果。本文的研究不仅提供了“应收账款票据化”改善企业流动性的经验证据,还有助于各方了解企业在“应收账款票据化”过程中面临的挑战,具有一定的现实意义和政策启示。

二、理论分析

1. 理论基础

从20世纪60年代开始,一系列研究探讨了企业开展赊销活动并形成商业信用的动机以及商业信用的基本功能,并在后续有关研究中起到了引领性的作用。从企业经营视角展开的研究构成了商业信用的经营性动机理论:从交易层面视角,赊销所形成的商业信用可被视为一种将货币转移与货物转移中存在的确定性区分开来的机制,从而降低交易成本(Ferris,1981);从买方企业视角,商业信用为买方提供了更多时间应对那些因意外购买行为而产生的支付,使他们能够更确定地预测未来支出(Schwartz,1974);从卖方企业视角,正因上述赊销交易对整体交易成本的降低以及对买方在资金管理方面的益处,赊销交易所形成的商业信用往往被视作卖方用于扩大销售量的竞争手段(Fisman and Raturi,2004;余明桂和潘红波,2010;Fabbri and Klapper,2016;江伟等,2021)。

① 参见人民网(<http://money.people.com.cn/n1/2019/0613/c42877-31135558.html>)。

从较为纯粹的投融资视角展开的研究构成了商业信用的融资性动机理论。融资性动机理论不仅表明利用商业信用融资可作为买方企业难以得到足够银行贷款时的替代性融资方案,还指出商业信用具有信贷的二次配置功能,即卖方企业可通过赊销并提供商业信用的方式将所获得的银行信贷再分配给买方企业。这些现象得到了已有研究的广泛论证,如 Meltzer(1960)、Biais and Collier(1997)、Petersen and Rajan(1997)、Nilsen(2002)、Ge and Qiu(2007)、Love et al.(2007)、王彦超和林斌(2008)、陆正飞和杨德明(2011)、刘仁伍和盛文军(2011)、饶品贵和姜国华(2013)、叶宁华和包群(2013)、张杰等(2013)、孙浦阳等(2014)、陈胜蓝和马慧(2018)、钟凯等(2022)等。此外, Emery(1984)、Smith(1987)、Cunat(2007)、Giannetti et al.(2011)等也对商业信用融资的隐含高利率进行了分析和估算。上述融资性动机研究更多关注了作为融资方的买方企业,而对卖方即信用提供方的讨论则主要限于企业属性等基本信息,例如中国的国有企业更多以卖方的身份参与了商业信用的二次配置(卢峰和姚洋,2004;张杰等,2013;王彦超,2014)。

上述商业信用理论源于实践中的赊销交易活动,每当客户接受供应商提供的允许客户延迟付款的条款即赊销条款时,以供应商为信用提供方、客户为信用获得方的企业间信贷活动就会同时产生(Ng et al., 1999)。作为与赊销交易活动密切相关的经典理论,上述商业信用理论,特别是内含商业信用基本功能分析的商业信用动机理论适用于本文的研究,能够为本文带来一些基础性的理论依据。赊销活动外部管控所带来的商业信用供给规模减小,意味着商业信用的某些基本功能无法发挥至原有程度并带来一系列经济效果,例如商业信用供给作为卖方产品市场竞争或谋取高隐含利息收益的重要手段,将可能随着赊销管控的实施而受到限制并因此对企业的销售额带来冲击。

现有的基础理论较少对赊销交易模式进行区分,尤其缺乏对不同赊销交易模式经济效果的深入分析,本文将重点对这一问题展开研究。尽管已有研究涉及商业票据与企业应收账款管理的关系(Mian and Smith, 1992),但该商业票据属于融资性票据,不适用于中国的市场背景。此外现有研究指出应收票据相对于应收账款而言对债权人保障更大且增加了债务人的成本(刘凤委等,2009;陈运森和王玉涛,2010;徐虹等,2013),但其关注的是制度环境对商业信用模式的影响,而非赊销交易模式经济效果的影响。本文将在已有理论的基础上,结合中国的相关制度背景,分析赊销管控及其引起的赊销交易票据化如何影响企业的经营。

2. 研究假说

为了改善企业流动性,缓解过度赊销所带来的风险隐患,中国国务院国有资产监督管理委员会在2015年6月10日发布《关于中央企业开展两金占用专项清理工作有关事项的通知》(国资发评价〔2015〕82号文,简称“82号文”)^①,从多个方面提出压降中央企业应收款项的监管措施,以应对应收账款占用过多对资金周转和企业经营造成的不良影响。文件要求各中央企业“严把赊销和收账关”“千方百计开展催收清欠”“落实‘谁放账、谁清收’责任机制”,坚持全面清查与重点清理相结合、存量清理与增量受控相结合。“82号文”的发布意味着政府部门对国有企业应收账款压降问题的重视程度达到了一个较高的水平。

就具体内容看,该文件的颁布对企业应收账款规模的压降具有较强的效力。“82号文”要求企业报告细致的压降目标和实施方案,即让各中央企业“研究制定专项清理工作方案,确定未来2年各年度的清理压降目标和工作措施”并“在6月30日前将专项清理工作方案报国资委备案”。“82号

^① 该文件可通过国务院国资委信息公开在线申请入口(<http://suggest.sasac.gov.cn:9090/consult/ysqindex.jsp>)采取依申请公开方式获得。

文”的规定建立在监测和考核的基础之上,比如“国资委将对中央企业两金专项清理工作实行动态监测、按年考核,并将清理工作效果纳入集团领导班子业绩考核及薪酬分配机制”^①。中央企业对此作出了积极响应并取得了一定的效果^②。对于政府部门巡视审查发现的相关问题,中央企业被责令整改并汇报整改情况^③。基于上述分析,本文提出:

假说1:“82号文”显著降低了中央企业的应收账款。

应收账款反映的是一种无票据的赊销交易方式,主要通过交易双方自行在真实商品或劳务买卖合同的基础上进行商定,在具体操作中主要受到《合同法》的指引。赊销交易的另一常见方式反映为卖方的应收票据,即依靠商业汇票等标准化的票据作为双方债权债务关系的凭证,在真实商品买卖关系存在的基础之上,遵照《票据法》进行票据的签发、取得、贴现和支付等操作^④。作为赊销交易的两种方式,无票据赊销交易和有票据赊销交易之间存在着一定程度的替代性。尽管除转变赊销交易模式外,发行应收账款资产支持证券(简称应收账款ABS)和无追索权的保理业务在理论上也可起到压降企业应收账款的作用^⑤,但上述两类业务由于参与主体多且涉及债权债务关系的改变,在实践中较为复杂并存在一些局限:①确权难。上述两种业务一般需要买方企业进行债权债务关系的确认,这意味着企业要承担更多义务并付出更多成本,因而对业务的开展带来较大阻碍(江伟和姚文韬,2016)。②对应收账款的质量要求较高。由于应收账款资产的风险将在很大程度上转移给第三方,因此,实际风险承担者一般要求债务人资质良好,并须对其进行严格的尽职调查,其中ABS业务对此尤为严苛,不仅要求底层资产能产生独立可预测的现金流,还设立ABS基础资产负面清单对底层资产进行了直接的限制,例如,以地方政府为直接或间接债务人的基础资产因在“负面清单”中而不可进行证券化。除此之外,这两类业务还可能面临审批流程时间较长、利率较高、对买卖合同条款要求较高等问题,总体来说存在较大的交易成本。从实际业务规模上看,保理业务和应收账款ABS在政策发布及后三年的月平均业务量分别约为1835亿元和30.6亿元,对工业企业应收账款的覆盖率平均分别不足1.6%和0.03%^⑥,表明借助这两类业务实现应收账款出表并非企业的普遍做法。基于上述分析,本文提出:

假说2:“82号文”显著增加了中央企业的应收票据,使得中央企业更多地由无票据赊销交易转向有票据赊销交易。

赊销在模式上的结构性改变,将对企业的销售业绩产生影响。尽管有票据赊销交易和无票据赊销交易均能在一定程度上满足下游客户延迟付款的需求并从而有助于赊销企业扩大销量,但二

① 本文通过实证检验发现,2015年后中央企业应收账款增长率与高管薪酬之间的显著负相关关系。

② 如华润集团、国机集团、《经济参考报》的网站资讯,以及《国药股份第六届董事会第七次会议决议公告》《洛阳轴研科技股份有限公司2015年度业绩快报》等企业公告。

③ 如中华人民共和国审计署《中国民航信息集团有限公司2016年度财务收支等情况审计结果》、中共中央纪律检查委员会《中国航天科技集团公司党组关于巡视整改情况的通报》中的相关内容。

④ 中国现行的法律法规禁止发行纯粹的融资性商业票据,且票据的签发基于真实的商品或劳务交易。相关法律条款内容具体如下:票据的签发、取得和转让,应当遵循诚实信用的原则,具有真实的交易关系和债权债务关系;票据的取得,必须给付对价,即应当给付票据双方当事人认可的相对应的代价(《票据法》第十条)。汇票的出票人必须与付款人具有真实的委托付款关系,并且具有支付汇票金额的可靠资金来源;不得签发无对价的汇票用以骗取银行或者其他票据当事人的资金(《票据法》第二十一条)。

⑤ 对于有追索权的保理业务和应收账款质押业务,由于债权不发生实质性转让,因此无法实现应收账款的出表,不构成企业压降应收账款的有效渠道。

⑥ 其中保理和应收账款ABS业务量数据来自Wind数据库,中国工业企业应收账款数据来自CNRDS数据库。

者在一些重要的细节方面仍存在差别,因而可能带来不同的效果。具体地,无票据赊销交易相较于有票据赊销交易在以下几个方面对下游客户而言更加有利。①付款时间的灵活性方面。中国的企业间交易所签发票据多为商业汇票,根据《中国人民银行关于印发〈支付结算办法〉的通知》第八十七条,商业汇票的付款期限,最长不得超过6个月,而在无票据赊销交易中则没有相关的明确规定,实践中往往出现账龄超过一年甚至几年的情况,可见相对于无票据赊销交易而言,有票据赊销交易在付款期限上对买方企业更加严格,从而不利于卖方企业通过赊销扩大销售。②交易成本方面。相比于无票据赊销交易,有票据的赊销交易在签发、流转和结算等环节需买方企业付出更多的交易成本(刘凤委等,2009),因而不是卖方用作扩大销售的首选方案。③声誉损失方面。中国一直以来对于票据违约有着较为严格的限制和管理。例如《票据法》第一百零五条规定,票据的付款人对见票即付或者到期的票据,故意压票、拖延支付的,由金融行政管理部门处以罚款,对直接责任人员给予处分。再如,中国2006年在《中国人民银行关于促进商业承兑汇票业务发展的指导意见》中便提出建立无理拒付、拖延支付商业承兑汇票的“黑名单”制度,定期公布票据逾期情况^①。而无票据的赊销交易更多体现为买卖双方的合同商议,不像有票据赊销交易那样往往与银行等第三方机构存在着较为直接的关系^②。因此,相较应付账款的违约,应付票据违约将给违约方(即交易中的买方)带来更大的声誉损失,这也使得无票据赊销交易相对于有票据赊销交易而言更有助于促进销售。

另外,商业信用合同条款可能因买方的风险而隐含了高利率(Smith, 1987),而有票据赊销交易因其在上述付款时间和信息披露等方面的规定,被认为是对债权人风险更小的一种赊销方式,从收益和风险的匹配关系看,无票据赊销交易相较于有票据赊销交易而言可能隐含着更高的商业信用回报率。例如,在Cunat(2007)以无票据赊销提前付款折扣为例的具体阐述中,若买卖合同规定付款日期为1个月,且提前20天付款能获得2%的贷款折扣,则意味着这笔资金20天的利率是2%,等同于卖方发放了一笔期限为20天,年利率为44%的商业信用^③。除此之外,违约期间的延迟付款利息也可能是无票据赊销交易高隐含利率的体现。相比之下,有票据的赊销交易因其风险较小,且对于贴现率、违约利息等方面具有较为明确的规定^④,因此其隐含利息回报率一般较低。此外,考虑到应收账款的隐含利息收益难以与贷款相剥离,在会计处理上通常一并体现在销售收入当中^⑤,而应收票据的部分利息则不计入销售收入^⑥。所以,无票据赊销交易的降低和有票据赊销交易的增加可能在总体上减少企业提供商业信用的隐含利息回报,并在财务报表中体现为销售收入的下降。基于上述分析,本文提出:

假说3:“82号文”对中央企业的营业收入产生了显著的负向冲击。

尽管可能引起销售业绩的下滑,但企业赊销模式向票据化的转变将有助于改善企业的流动性。

① 票据逾期情况具体可通过上海票据交易所票据信息披露平台网站(<https://disclosure.shcpe.com.cn/>)进行查询。

② 例如,银行承兑汇票的开具一般需要有银行授信。

③ 根据Ng et al.(1999),实践中一些合同的设定可使得这一商业信用的年化利息回报率高达358%。

④ 在违约补偿方面,根据《票据法》第七十条,出票人在汇票得不到承兑或者付款时,可请求被追索人按中国人民银行规定的利率支付违约期间的利息。

⑤ 中国的相关税务规定为此提供了依据。根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第六条,销售额为纳税人发生应税销售行为收取的全部价款和价外费用,而《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》第十二条则表明价外费用包含了向购买方收取的手续费、违约金、滞纳金、延期付款利息等价外收费。

⑥ 例如,附息票据的利息收入以及票据在违约期间的利息收入一般用于冲减财务费用。

应收账款和应收票据虽同为企业的流动资产,但在流动性水平上具有较大差别。从期限看,应收账款的实际平均账龄一般较长,且常出现付款方企业拖欠的情况,往往对收款方的流动性带来较大的挑战,而票据因受到相关条文的严格规定,付款期限一般不超过6个月。从变现能力看,应收账款的变现主要通过将其向银行进行质押并获得融资(江伟和姚文韬,2016),或将其转让给商业保理公司并获得融资等方式完成。由于应收账款无法收回的风险相对较大,一般而言其变现将使企业付出较高的成本,且如果下游付款企业的资质较差或该笔应收账款的账龄较长,企业将很难对其进行有效变现。相对而言,应收票据的变现因票据这一金融工具的风险较小且可以向银行进行贴现而更易实现,票据贴现率相比应收账款质押或转让的融资利率也更低。若企业在赊销时更多使用应收票据替代应收账款,意味着企业能够以更加简单的方式和相对低廉的价格对相关的资产进行变现,从而增加了企业流动性。基于上述分析,本文提出:

假说4:“82号文”改善了中央企业的流动性。

三、研究设计

1. 模型设定及变量选取

本文以2015年6月发布“82号文”为准自然实验,检验赊销管控的一系列微观经济效果。本文建立回归模型(1),检验该政策在压降中央企业应收账款方面的有效性:

$$ACCR_{it} = \beta_0 + \beta_1 pol_cen_{it} + \beta_2 cenfirm_{it} + \beta_3 policy_{it} + \beta_4 X_{it} + \varphi_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中,角标*i*代表企业,*t*代表年份, $\varphi_i, \mu_i, \varepsilon_{it}$ 分别表示时间固定效应、公司固定效应以及随机扰动项。本文所有回归估计的标准误均进行了企业层面的聚类调整。

被解释变量ACCR代表企业的应收账款水平,除应收账款/总资产(*accr*)外,本文还考察了应收账款/营业收入(*accr_i*)以及对数形式的应收账款规模(*accr_ln*)。

主要解释变量*pol_cen*为中央企业二值变量(*cenfirm*)与政策发布年份二值变量(*policy*)的交互项。若企业的实际控制人为国务院国资委、中央国家机关或中央国有企业,则将其界定为中央企业,变量*cenfirm*取1,若样本为民营企业,则变量*cenfirm*取0;由于管控政策在2015年6月发布,因此,若时间在2015年及以后变量*policy*取1,否则取0。本文预期模型(1)中交互项*pol_cen*的系数 β_1 显著为负,即该政策的发布的确相对降低了中央企业的应收账款。

*X*表示一系列控制变量,包括企业总资产(*asset*)、资产负债率(*lev*)、总资产收益率(*roa*)、流动资产相对规模(*cass*)、存货相对规模(*inventory*)、应付账款相对规模(*accp*)、股票年回报率(*return*)、管理层持股比例(*mstock*)、第一大股东持股比例(*lsp*)等。

本文接着采用回归模型(2)检验“82号文”对赊销模式的影响:

$$CSS_{it} = \beta_0 + \beta_1 pol_cen_{it} + \beta_2 cenfirm_{it} + \beta_3 policy_{it} + \beta_4 X_{it} + \varphi_i + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,CSS代表应收票据水平及赊销模式结构等变量。具体包括应收票据占总资产比重(*billr*),应收票据占营业收入比重(*billr_i*),对数化的应收票据规模(*billr_ln*),应收票据占应收账款与应收票据之和的比重(*billrr*),应收票据占应收账款、应收票据、预收账款之和的比重(*billrr_p*),应收账款占应收账款、应收票据、预收账款之和的比重(*accrr*)。其中应收账款、应收票据、预收账款是对下游企业三种典型付款方式的反映。本文预期当被解释变量为*billr, billr_i, billr_ln, billrr*和*billrr_p*这五个变量时,主要解释变量*pol_cen*的系数 β_1 显著为正,当被解释变量为*accrr*时, β_1 显著为负,即应收账款压降政策使得企业的有票据赊销交易增多,且赊销模式在一定程度上由无票据赊销

交易转为有票据赊销交易。此外,本文还将考察应收账款与应收票据之和占总资产比重(soc)以及占营业收入的比重(soc_i),以进一步证实这一结构性变化的存在。

为了继续检验应收账款压降对企业销售业绩和流动性的影响,本文设定了模型(3)、模型(4),如下所示:

$$SALE_{it} = \beta_0 + \beta_1 pol_cen_{it} + \beta_2 cenfirm_{it} + \beta_3 policy_{it} + \beta_4 X_{it} + \varphi_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$LIQUIDITY_{it} = \beta_0 + \beta_1 pol_cen_{it} + \beta_2 cenfirm_{it} + \beta_3 policy_{it} + \beta_4 X_{it} + \varphi_t + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,模型(3)用于检验应收账款压降对企业销售业绩的影响, $SALE$ 表示企业的销售业绩,包括营业收入占总资产比重($income$)以及对数化的营业收入规模($income_ln$)。本文预期交互项 pol_cen 的系数 β_1 显著为负,即该政策对中央企业的销售业绩带来了一定的负向冲击。

模型(4)用于检验应收账款压降对企业流动性的影响, $LIQUIDITY$ 表示企业的流动性,本文选取流动比率(liq)、速动比率(liq_q)、现金及现金等价物余额占总资产比重($cash$),以及货币资金占总资产比重($cash_m$)进行衡量。本文预期该模型交互项 pol_cen 的系数 β_1 显著为正,即应收账款压降政策改善了中央企业的流动性。

2. 数据来源及描述性统计^①

本文以中国A股上市公司为研究样本,相关数据来自中国研究数据服务平台(CNRDS)。考虑到地方政府会以中央政策为基准制定相应的政策(余明桂等,2016),本文剔除了地方国有企业样本,以中央企业为实验组、民营企业为对照组进行分析。其他预处理如下:剔除资产负债率大于1的观测样本;剔除金融业的样本企业;剔除ST和ST*样本企业;剔除无归属地和行业信息的样本;对所有连续指标在1%的水平上进行缩尾,处理异常值;以模型(1)中所涉及的变量为准删除数据缺失的样本,以免在回归中损失较多样本。将样本限定在政策发布年份即2015年及其前后3年,本文得到时间跨度为2012—2018年共12044个有效观测值。

变量的统计结果显示,有超过15%的样本观测值为中央企业,企业应收账款和应收票据占总资产比重平均分别为13.86%和3.55%,占营业收入的比重平均分别为27.96%和6.09%,应收票据占应收账款与应收票据之和的比重不到20%,反映出样本期间企业总体更倾向于使用无票据的方式进行赊销,另外应收账款与应收票据之和占总资产和占营业收入的比重分别超过18%和35%。销售业绩方面,观测样本的营业收入平均占比近60%。流动性方面,企业的流动比率和速动比率平均分别达到2.66和2.14,现金及现金等价物余额、货币资产占比分别超过16%和18%。控制变量中,企业资产负债率平均为38.35%,总资产收益率平均为4.41%,流动资产占比平均为58.55%,存货和应付账款占营业收入的比重分别约为28.03%和17.49%,股市年回报率平均约1.60%,管理层和第一大股东持股比例分别平均超过9%和34%。

四、实证结果与分析

1. 应收账款压降的有效性

本部分主要实证检验了中央企业应收账款压降政策是否有效降低中央企业的应收账款。在回归分析之前,本文进行了一系列分组检验,提供了假说成立的初步证据,结果显示相比于控制组而言,处理组的多项指标在赊销管控政策发布后均有显著变化,变化方向与本文的预期相一致,一定

^① 变量的具体计算方法和描述性统计结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

程度上体现了政策的处理效应。^①具体看,2012—2018年,民营企业的应收账款平均高于中央企业,以政策发布年份为时间节点,政策发布前处理组和控制组保持了一致的上升趋势,在政策颁布后,控制组继续保持明显上升趋势,而处理组则出现下降的情况,尽管在2018年有所回升,但与民营企业之间的差距仍较大。^②表1呈现了模型(1)的回归结果。被解释变量分别为应收账款占总资产比重 *accr*、应收账款占营业收入比重 *accr_i* 以及对数化的应收账款规模 *accr_ln*。可以看到,在采用三种方式衡量企业应收账款的各方程中,交互项 *pol_cen* 的系数均显著为负,表明相比民营企业而言,在政策颁布后中央企业的应收账款无论相对规模还是绝对规模均显著降低。经济意义方面,根据本文的统计,上市中央企业在2015年的平均资产约为460亿元,以第(1)列为例(交互项系数为-0.7864)进行估算,这意味着政策带来的个体平均净效果为超过3.6亿元规模的应收账款压降,可见该政策实际带来的影响也是不容忽视的。表1的实证结果验证了本文的研究假说1,说明中央企业受到了该政策的影响,在政策实施后降低了应收账款的持有水平。

表1 应收账款压降的有效性检验

	(1) <i>accr</i>	(2) <i>accr_i</i>	(3) <i>accr_ln</i>
<i>pol_cen</i>	-0.7864*** (0.2917)	-0.9815* (0.5645)	-0.1416*** (0.0327)
<i>controls</i>	是	是	是
<i>firm</i>	是	是	是
<i>year</i>	是	是	是
N	12044	12044	12044
R ²	0.109	0.144	0.600

注:*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。括号内为聚类到企业层面的稳健标准误,以下各表同。

2. 有票据与无票据:赊销交易模式的变化

本文利用模型(2),分析赊销管控政策对企业赊销交易模式选择的影响。如表2所示,本文在第(1)—(3)列以应收票据这一与应收账款相对的、反映有票据赊销交易的指标为考察对象,分别检验赊销管控政策对其占总资产比重、占营业收入比重,以及对其绝对规模的影响。结果显示,第(1)—(3)列中交互项 *pol_cen* 的系数均显著为正,表明相对于民营企业而言,赊销管控显著提高了中央企业的应收票据,即实验组样本企业在政策后更多地使用了有票据的赊销交易。第(4)、(5)列中交互项 *pol_cen* 的系数显著为正,表明相对于民营企业,赊销管控政策使得中央企业的应收票据占应收账款与应收票据之和,以及占应收账款、应收票据、预收账款之和的比重得到显著提高,这意味着有票据赊销交易在不同交易方式中的重要性在政策后得到了提升。本文还在第(6)列中考察了应收账款与应收票据之和占总资产比重所受到的影响,结果显示交互项的系数不显著,这侧面说明应收账款和应收票据呈现出了一定程度的替代性,赊销管控政策主要引起的是赊销交易在不同模式上的结构性变化。总体看,上述结论支持了本文研究假说2,即赊销管控政策使得中央企业更多地由无票据的赊销交易转为了有票据的赊销交易。

① 具体结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

② 变化趋势具体参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

表 2 有票据与无票据: 赊销模式的变化

	(1) <i>billr</i>	(2) <i>billr_i</i>	(3) <i>billr_ln</i>	(4) <i>billrr</i>	(5) <i>billrr_p</i>	(6) <i>soc</i>
<i>pol_cen</i>	0.5839*** (0.1873)	0.9038*** (0.2712)	0.1854** (0.0903)	2.9601*** (0.7835)	2.5007*** (0.6449)	-0.1409 (0.3612)
<i>controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>firm</i>	是	是	是	是	是	是
<i>year</i>	是	是	是	是	是	是
N	10725	10611	10725	10725	10648	10725
R ²	0.049	0.033	0.069	0.034	0.037	0.141

注: 本文还对应收账款/(应收账款+应收票据+预收账款)以及(应收账款+应收票据)/营业收入两个指标进行了检验, 结果符合预期。回归结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

3. 赊销管控对企业销售业绩的影响

根据研究假说3的理论分析, 即使赊销管控仅带来了赊销在模式上的结构性变化, 但票据与“账单”的区别仍可能使其对企业的销售业绩带来冲击。因此, 本部分使用模型(3)进行检验。表3呈现了相关的实证结果, 被解释变量分别为企业营业收入占总资产比重(*income*), 以及对数化的企业营业收入规模(*income_ln*)。可以看到, 交互项 *pol_cen* 的系数均显著为负, 表明相比于民营企业而言, 在政策颁布后中央企业的销售业绩无论从相对规模还是绝对规模上看均显著降低。表3的实证结果验证了本文的研究假说3, 即赊销管控政策降低了中央企业的销售业绩。

表 3 赊销管控对企业销售业绩的影响

	(1) <i>income</i>	(2) <i>income_ln</i>
<i>pol_cen</i>	-4.1858*** (1.3501)	-0.0473** (0.0186)
<i>controls</i>	是	是
<i>firm</i>	是	是
<i>year</i>	是	是
N	11910	12044
R ²	0.234	0.794

注: 由于销售业绩是企业利润的重要来源, 因此, 模型中并未加入企业总资产收益率(*roa*)这一指标, 将 *roa* 加回后主要解释变量的回归结果仍与此表相一致。

4. 赊销管控对企业流动性的影响

前文的分析已证实赊销管控政策使得企业的赊销模式发生了结构性改变, 即应收账款被压降的同时, 应收票据得到增加。作为企业的两种资产, 应收账款和应收票据在流动性上的差别, 可能使得赊销管控政策在整体上改善了企业的流动性水平。表4呈现了相关的实证结果, 其中前两列分别为以流动比率(*liq*)、速动比率(*liq_q*)两个指标考察企业流动性, 另外考虑到应收账款和应收票据都属于企业的流动资产, 后两列则从企业现金持有的角度进行检验, 具体的被解释变量分别为现金及一般等价物余额占总资产比重(*cash*)以及货币资金占总资产比重(*cash_m*)。可以看到, 交互

项 *pol_cen* 的系数均显著为正,表明相比于民营企业而言,在政策颁布后中央企业的流动性水平得到了显著提升。表4的实证结果较好地验证了本文的研究假说4,即赊销管控政策提高了中央企业的流动性水平。

表4 赊销管控对企业流动性的影响

	(1) <i>liq</i>	(2) <i>liq_g</i>	(3) <i>cash</i>	(4) <i>cash_m</i>
<i>pol_cen</i>	0.4650*** (0.0693)	0.4368*** (0.0621)	2.7108*** (0.4651)	3.0089*** (0.4808)
<i>controls</i>	是	是	是	是
<i>firm</i>	是	是	是	是
<i>year</i>	是	是	是	是
N	11852	11871	12037	12044
R ²	0.336	0.314	0.417	0.446

注:由于流动比率和速动比率的计算公式中均包含流动资产,因此,本文将流动资产(*cass*)这一控制变量在第(1)、(2)列中剔除,并且若在上述方程中将流动资产(*cass*)重新加入模型,主要解释变量的回归结果仍与此表相一致。

五、进一步分析

1. 赊销管控对应收账款质量的影响

与应收账款规模压降相对应,“82号文”还强调了应收账款的质量问题,如文件指出要“加强应收款项源头控制”“重新识别和评估应收款项风险”。本文从周转率、回款期和坏账等方面对应收账款的质量展开进一步分析。表5第(1)列为对应收账款周转率(*artr*)的考察结果,主要解释变量 *pol_cen* 的系数显著为正,表明政策后中央企业应收账款在相应年份得到兑现的平均次数变多。相应地,第(2)列对应收账款周转天数(*dso*)的回归结果显示主要解释变量 *pol_cen* 的系数显著为负,表示政策后中央企业应收账款的回款期变短。第(3)、(4)列为对应收账款坏账准备的分析,被解释变量分别为坏账准备占营业收入比重(*doubt_i*)以及坏账准备占应收账款的比重(*doubt_a*)。结果显示,坏账准备占营业收入的比重显著下降,而占应收账款的比重没有改变,据此可判断中央企

表5 赊销管控对应收账款质量的影响

	(1) <i>artr</i>	(2) <i>dso</i>	(3) <i>doubt_i</i>	(4) <i>doubt_a</i>	(5) <i>taccr</i>	(6) <i>taccr_i</i>
<i>pol_cen</i>	3.6152* (2.1909)	-5.0130** (2.1012)	-0.6013*** (0.1850)	-0.0868 (0.4501)	-0.8641*** (0.2862)	-2.0820*** (0.6472)
<i>controls</i>	是	是	是	是	是	是
<i>firm</i>	是	是	是	是	是	是
<i>year</i>	是	是	是	是	是	是
N	12044	12044	7430	7430	7430	7430
R ²	0.011	0.143	0.180	0.136	0.129	0.201

注:由于应收账款周转率和应收账款周转天数的计算公式中均包含营业收入,因此,本文将 *roa* 这一控制变量在第(1)、(2)列中剔除,并且若在上述模型中将其重新加入,主要解释变量的回归结果与此表基本相一致。

业在政策后没有显著改变对应收账款的坏账计提比例,但由于应收账款相对规模的下降,坏账准备相对于营业收入的规模有所降低。此外,考虑到应收账款的周转率和回款期均在政策后向好,坏账准备计提比例仍维持在原有水平在一定程度上也说明了应收账款实际的“拨备”倾向于更加充足。由于本文指标以及文件中所指应收账款均以净额衡量,本文也在第(5)、(6)列考察了政策对应收账款总额的影响,所用指标分别为应收账款与坏账准备之和占总资产比重($taccr$)以及应收账款与坏账准备之和占营业收入比重($taccr_i$),结果显示中央企业应收账款总额的变化与净额相一致,在政策后得到了显著降低。表5的实证结果说明赊销管控政策对应收账款的质量具有提升作用。

2. 企业流动性提升的来源

根据本文理论分析部分的阐述,管控政策带来的赊销模式变化增加了应收票据这一流动性更强的资产,从而提升了企业的流动性水平,本部分将对此提供更加直接的实证证据。由于难以直接获得企业应收票据的变现情况,本文借助2019年因企业财务报表格式要求变动而出现的“应收款项融资”科目进行检验。具体地,2019年4月中华人民共和国财政部(简称财政部)下发《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2019〕6号),在新报表格式中首次增加了“应收款项融资”这一资产类科目,表示“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款等”。由此可见,该科目实际上来源于应收账款和应收票据这两个科目,可以看作是在一定程度上以出售为目的的那部分应收票据和应收账款(丁琴丽,2021)。因此,若应收款项融资越多,意味着用于直接兑现流动性的应收账款和应收票据越多。

本文检验了财务报表格式改变前持有应收票据越多或应收账款越少的企业,在格式改变后是否表现出更多的应收款项融资,以佐证相对于应收账款而言,企业更倾向于将应收票据用于变现。具体研究设计如下:从Choice金融终端获得企业的应收款项融资数据(2019—2021年)并将其与原数据表匹配,使用财务报表格式改变前最后一年(2018年)的企业样本进行分析,主要解释变量分别为应收票据占应收账款与应收票据之和的比重($billrr$)、应收票据占应收账款、应收票据及预收账款之和的比重($billrr_p$),以及应收账款占应收账款、应收票据及预收账款之和的比重($accrr$),被解释变量则分别为提前一期(2019年)、提前两期(2020年)和提前三期(2021年)的应收款项融资占总资产比重($accfin$)。本文预期财务报表格式改变前企业在赊销中使用的应收票据相对越多,格式改变后其应收款项融资越高;相对应地,若财务报表格式改变前企业在赊销中使用的应收账款相对越多,则格式改变后其应收款项融资越低。

表6前三列分别检验了上述三个主要解释变量对2019年应收款项融资科目的影响^①。第(1)列结果显示,主要解释变量即应收票据占应收账款与应收票据之和的比重($billrr$)的系数显著为正,表明财务报表格式改变前更多借助应收票据进行赊销的企业,在格式改变后有着更多的应收款项融资。第(2)列的结果显示,应收票据占应收账款、应收票据及预收账款之和的比重($billrr_p$)的系数显著为正,同样说明应收票据相对规模的大小与应收款项融资之间的显著正相关关系。在第(3)列中使用应收账款占应收账款、应收票据及预收账款之和的比重($accrr$)作为模型主要的解释变量,结果表明应收账款的相对规模越大,企业的应收款项融资越少,这与前两列的结果相一致。除此之外,本文还从占用上游企业资金的角度考察了企业流动性提升的可能来源,结果呈现于表6第(4)

^① 2020年和2021年应收款项融资科目受到影响的情况与表6前三列相一致,具体结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

列。由于应付账款在一定程度上可视为对上游企业的资金占用,本文在原双重差分模型的基础上将被解释变量替换为应付账款占比(*accp*),发现相比于民营企业而言,中央企业的应付账款水平在政策后有着显著增加,这意味着受到政策影响的企业可能也在通过占用上游资金的方式补充自身流动性。

表 6 企业流动性提升的来源

	(1) <i>F.accfin</i>	(2) <i>F.accfin</i>	(3) <i>F.accfin</i>	(4) <i>accp</i>
<i>billrr</i>	0.1047*** (0.0069)			
<i>billrr_p</i>		0.1331*** (0.0078)		
<i>accrr</i>			-0.0663*** (0.0060)	
<i>pol_cen</i>				2.3820*** (0.5133)
<i>controls</i>	是	是	是	是
<i>industry</i>	是	是	是	
<i>firm</i>				是
<i>year</i>				是
N	1246	1222	1222	12044
R ²	0.355	0.416	0.219	0.198

3.对供应链资金提供的影响

本部分检验赊销管控政策是否影响了企业对上下游的资金提供情况。资金提供量方面,选取商业信用的净供给量(*nstc*)进行衡量,计算方法为应收账款、应收票据与预付账款三者之和减去应付账款、应付票据与预收账款三者之和占总资产的比重,其中,前半部分为企业向供应链提供的资金或信用,后半部分为企业向供应链获取的资金或信用,二者之差则为企业向供应链提供的资金净额。本文接着分别考察了赊销管控政策对企业无票据赊销资金净供给(*nstc_a*)和有票据赊销资金净供给(*nstc_b*)的影响,前者为应收账款与应付账款之差占总资产的比重,后者为应收票据与应付票据之差占总资产的比重。除此之外,考虑到产业链供应链韧性的重要作用(陶锋等,2023),本文借助宋华等(2021)采用的反映与供应链上下游整体资金协同的供应链金融指标进行衡量(*scf*),由应收账款周转天数减应付账款周转天数得到。表7第(1)列的结果显示,主要解释变量即交互项*pol_cen*的系数不显著,即尽管赊销管控政策压降了企业的应收账款,但没有影响企业在整体上向供应链提供的资金量。第(2)列的结果显示交互项的系数负向显著,即中央企业的无票据赊销资金净供给显著下降,这也与前文表1第(1)列以及表6第(4)列的回归结果相一致。表7第(3)列的结果表明,中央企业的有票据赊销资金净供给显著提升。第(4)列的结果则意味着,中央企业与供应链上下游整体的资金协同水平有所降低。本部分的结果说明,赊销管控政策没有改变企业对供应链整体的资金净供给量,但使其更多地由无票据赊销的资金净供给转为了有票据赊销的资金净供给,此外中央企业同供应商上下游总体的资金协同性受到了一定的挑战。

表 7 对供应链资金提供的影响

	(1) <i>nstc</i>	(2) <i>nstc_a</i>	(3) <i>nstc_b</i>	(4) <i>scf</i>
<i>pol_cen</i>	-0.4535 (0.4826)	-1.1298*** (0.2991)	0.6219** (0.3097)	-10.9808*** (2.4477)
<i>controls</i>	是	是	是	是
<i>firm</i>	是	是	是	是
<i>year</i>	是	是	是	是
N	8284	12044	8344	12043
R ²	0.148	0.073	0.049	0.055

注:由于第(1)、(2)、(4)列被解释变量的计算式中均含有应付账款,因此,本文将应付账款占比(*accp*)在控制变量中剔除,并且若将*accp*作为控制变量重新加入模型,主要解释变量的回归结果基本一致。

六、稳健性检验^①

1. 排除相关事件的干扰

(1)去库存政策。与应收账款同属“两金”的存货资产,是“82号文”压降的另一目标。本文从以下两个方面说明本文的基本实证结果的可靠性不受去库存目标的影响。①从存货和应收账款二者的关系看,存货的销售往往伴随着赊销行为的出现,因此,去库存影响本文基本实证结论的现实依据难以成立。②从更宏观的政策背景看,去库存政策是在2015年12月举行的中央经济工作会议上提出的,是面向全部企业而非仅仅是中央企业的任务。本文的补充检验表明存货资产与应收账款之间存在负相关关系,且中央企业的存货水平相比于民营企业而言并未随着“82号文”的颁布而得到显著降低。

(2)上海票据交易所成立。上海票据交易所是由中国人民银行批准设立的全国统一的票据交易平台,于2016年12月开业运营。上海票据交易所的成立大大推动了有票据赊销交易的进一步规范和发展,可能对本文的结果产生干扰。考虑到其刚运营对2016年企业资产负债表的影响较小,因此,本文只保留2016年及以前的样本并重复估计了主要的回归模型,实证结果不变。

(3)相关会计科目变动。财政部于2018年6月发布的《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2018〕15号)将应收账款和应收票据合并为“应收票据及应收账款”科目,这可能对本文的结果造成影响,为了排除这一会计科目变动带来的干扰,本文仅保留了2017年及之前的样本并对主要实证模型进行了重新回归,回归结果一致。

2. 其他稳健性检验

本文还从以下方面进行了稳健性检验:①基于配对样本的检验。考虑到中央企业与民营企业之间存在的系统性的差别可能对结果造成影响,本文以实证模型中的企业控制变量为协变量,采取1:4匹配的方式重新选择了对照组,并以新的对照组为准重复了主要的回归检验,结果与正文保持一致。②安慰剂检验。调整政策时点,以2010年作为假想的政策发布年份重新进行回归;随机选取实验组,将其作为虚构的实验组观测值重复模型(1)的回归,并将以上随机选取样本和回归的步骤重复1000次,画出双重差分交互项*pol_cen*的t统计量的核密度图以观察其分布与实际t统计量的

^① 稳健性检验结果参见《中国工业经济》网站(<http://ciejournal.ajcass.org>)附件。

大小关系,从而判断原回归结果的可靠性。③考虑到相比于民营企业而言,较多中央企业样本的归属地位于北京^①,为了防止归属地偏差对实证结果有效性的干扰,本文剔除了归属地位于北京的样本并对主要实证模型进行了重新回归,结果一致。④使用季度数据重复本文的主要回归,结果一致。

七、结论与政策启示

伴随着中国产业链供应链的发展,以赊销为代表的企业间交易以及在此基础上的商业信用活动成为学术研究的焦点问题之一。而近年来中国对应收账款票据化的推动,则是现实中关乎企业赊销交易的关键变革。尽管现有文献讨论了赊销及商业信用行为的影响因素和经济后果,但未能涉及赊销模式的变化如何影响企业。具体地,若企业由无票据赊销模式转变为有票据赊销模式,其销售业绩和流动性等将会有何种变化?对该问题的研究不仅将在理论上深化企业赊销与商业信用的研究,还将在实践上为如何更有效地发挥应收账款票据化的积极作用、防控商业信用风险,以及如何引导企业面对赊销模式转变可能出现的挑战等提供经验参考和政策启示。

本文以2015年中国对中央企业应收账款压降的这一赊销管控政策为准自然实验,在证实该政策有效限制企业无票据赊销交易的基础上,研究了赊销模式的变化可能对企业带来的影响。主要研究结论如下:中央企业的应收账款在政策颁布后呈现显著降低;该赊销管控政策对应收账款的压降使得企业更多地采用有票据的方式进行赊销;赊销管控政策对企业的销售业绩带来了负向冲击;赊销管控政策使得企业的流动性得到提高,表现为流动资产以及总现金持有水平的增加。随后本文就上述结论进行更加深入的探索,得到以下进一步的结论:赊销管控政策在总体上提高了企业应收账款的质量,表现为应收账款周转率的提高、回款期的减少,以及应收账款坏账准备占营业收入比重的降低;应收票据相比于应收账款更便于企业进行融资,这解释了企业流动性的增加,此外企业还可能通过占用上游资金获得更多流动性;赊销管控政策并未降低企业向供应链的资金提供,但可能对其与上下游企业的资金协同带来一定挑战。

围绕中国近年来对应收账款票据化的推动,本文的结论具有较为直接的政策含义。一方面,本文以经验证据表明发展应收账款票据化是防控企业间信用风险、改善企业流动性的有效手段。票据作为受到《票据法》这一专门法律保护 and 规定的规范化支付手段和凭证,在企业间交易中的普遍推广将在稳定支付预期的基础上起到有效控制企业信用风险和改善企业流动性的作用,其机制则是基于应收票据相对于应收账款更强的支付能力和变现能力。本文的论证意味着应收账款票据化的积极效果是存在理论依据且可以预期的。另一方面,要妥善处理好应收账款票据化推进过程中可能出现的挑战,例如对无票据赊销交易的管控可能在短期内对企业带来产品销售方面的冲击,相应地,企业也应逐步摆脱对于无票据赊销交易渠道的依赖。基于上述研究结论和现实背景,本文对中国的赊销管控实践提出如下政策建议:在政策方向上应坚持对企业无票据赊销交易的管控,同时引导企业采用有票据赊销交易,以企业间有票据赊销交易的规范化和标准化,带动企业流动性的改善;为确保企业对政策的有效执行,应将赊销管控政策建立在动态监测的基础之上,其中的重点企业例如大型国有企业由于在供应网络当中处于重要位置,应考虑将政策执行效果纳入其高管的业

^① 在2012—2018年1905个中央企业观测值中,有超过24%的观测值归属地位于北京,而民营企业的这一比例仅为不到7%。

绩考核,但要注意将赊销管控的执行效果适当与企业销售情况建立关联性并进行统筹考虑。此外,无票据的赊销交易在某种程度上以更大的流动性风险为代价换取了其在促进销售方面的优势,随着应收账款票据化的推进,销售业绩的下滑压力将成为企业所面临的直接挑战。本文在企业应对赊销管控政策方面提出如下的建议:在完善产品市场竞争机制的基础上,企业应以产品质量提升为本,将增强业务核心竞争力而非渠道竞争力放在更重要的位置;企业赊销活动的开展应更多基于对买方信用评价的考量,而非仅侧重于关注赊销的规模;随着应收账款票据化的推进,可以预期企业利用自身市场地位过度占用上游资金的空间将不断减小,企业理应防止对上游资金占用的过度依赖,以适应未来在更大范围内实现的赊销交易票据化。

需要说明的是,受制于数据可得性的限制,本文借助相关的存量指标刻画了企业对两种赊销交易模式的倾向性,然而存量指标一般仅体现研究对象在某一时刻的表现,因此难以对企业的赊销交易进行完全的反映。随着大数据技术的发展,获取企业在微观交易层面的信息并以相关流量指标为基础进一步开展中国供应网络和商业信用的研究,是值得期待的。

[参考文献]

- [1]陈胜蓝,马慧.贷款可获得性与公司商业信用——中国利率市场化改革的准自然实验证据[J].管理世界,2018,(11): 108-120.
- [2]陈晓红,王地宁.企业信用管理制度的缺失与后果——基于838户企业调查数据的经验研究[J].金融研究,2009,(1): 194-206.
- [3]陈运森,王玉涛.审计质量、交易成本与商业信用模式[J].审计研究,2010,(6): 77-85.
- [4]丁琴丽.新金融工具准则对应收票据会计处理的影响分析[J].中国注册会计师,2021,(10): 90-92.
- [5]江伟,底璐璐,刘诚达.商业信用与合作型客户关系的构建——基于提供给大客户应收账款的经验证据[J].金融研究,2021,(3): 151-169.
- [6]江伟,姚文韬.《物权法》的实施与供应链金融——来自应收账款质押融资的经验证据[J].经济研究,2016,(1): 141-154.
- [7]刘凤委,李琳,薛云奎.信任、交易成本与商业信用模式[J].经济研究,2009,(8): 60-72.
- [8]刘仁伍,盛文军.商业信用是否补充了银行信用体系[J].世界经济,2011,(11): 103-120.
- [9]卢峰,姚洋.金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J].中国社会科学,2004,(1): 42-55.
- [10]陆正飞,杨德明.商业信用:替代性融资,还是买方市场[J].管理世界,2011,(4): 6-14.
- [11]彭俞超,王南莹,邓贵川,顾雷雷.数字经济时代的流量思维——基于供应链资金占用和金融获利的视角[J].管理世界,2022,(8): 170-187.
- [12]饶品贵,姜国华.货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J].经济研究,2013,(1): 68-82.
- [13]宋华,黄千员,杨雨东.金融导向和供应链导向的供应链金融对企业绩效的影响[J].管理学报,2021,(5): 760-768.
- [14]孙浦阳,李飞跃,顾凌骏.商业信用能否成为企业有效的融资渠道——基于投资视角的分析[J].经济学(季刊),2014,(4): 1637-1652.
- [15]陶锋,王欣然,徐扬,朱盼.数字化转型、产业链供应链韧性与企业生产率[J].中国工业经济,2023,(5): 118-136.
- [16]王彦超,林斌.金融中介、非正规金融与现金价值[J].金融研究,2008,(3): 177-199.
- [17]王彦超.金融抑制与商业信用二次配置功能[J].经济研究,2014,(6): 86-99.
- [18]肖奎喜,王满四,倪海鹏.供应链模式下的应收账款风险研究——基于贝叶斯网络模型的分析[J].会计研究,2011,(11): 65-71.
- [19]徐虹,林钟高,余婷,何亚伟.内部控制有效性、会计稳健性与商业信用模式[J].审计与经济研究,2013,(3): 65-73.

- [20]叶宁华,包群.信贷配给、所有制差异与企业存活期限[J].金融研究,2013,(12):140-153.
- [21]余明桂,潘红波.金融发展、商业信用与产品市场竞争[J].管理世界,2010,(8):117-129.
- [22]余明桂,钟慧洁,范蕊.业绩考核制度可以促进央企创新吗[J].经济研究,2016,(12):104-117.
- [23]张杰,刘元春,翟福昕,芦哲.银行歧视、商业信用与企业发展[J].世界经济,2013,(9):94-126.
- [24]钟凯,梁鹏,董晓丹,王秀丽.数字普惠金融与商业信用二次配置[J].中国工业经济,2022,(1):170-188.
- [25]Biais, B., and C. Gollier. Trade Credit and Credit Rationing[J]. *Review of Financial Studies*, 1997, 10(4): 903-937.
- [26]Cunat, V. Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers [J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(2): 491-527.
- [27]Davis, P. M. Marginal Analysis of Credit Sales[J]. *Accounting Review*, 1966, 41(1): 121-126.
- [28]Emery, G. W. A Pure Financial Explanation for Trade Credit[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1984, 19(3): 271-285.
- [29]Fabbri, D., and L. F. Klapper. Bargaining Power and Trade Credit[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 41(12): 66-80.
- [30]Ferris, J. S. A Transactions Theory of Trade Credit Use[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1981, 96(2): 243-270.
- [31]Fisman, R., and M. Raturi. Does Competition Encourage Credit Provision? Evidence from African Trade Credit Relationships[J]. *Review of Economics and Statistics*, 2004, 86(1): 345-352.
- [32]Ge, Y., and J. Qiu. Financial Development, Bank Discrimination and Trade Credit[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31(2): 513-530.
- [33]Giannetti, M., M. Burkart, and T. Ellingsen. What You Sell Is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts[J]. *Review of Financial Studies*, 2011, 24(4): 1261-1298.
- [34]Love, I., L. A. Preve, and V. Sarria-Allende. Trade Credit and Bank Credit: Evidence from Recent Financial Crises[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(2): 453-469.
- [35]Meltzer, A. H. Mercantile Credit, Monetary Policy, and Size of Firms[J]. *Review of Economics and Statistics*, 1960, 42(4): 429-437.
- [36]Mian, S. L., and C. W. Smith. Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence[J]. *Journal of Finance*, 1992, 47(1): 169-200.
- [37]Ng, C. K., J. K. Smith, and R. L. Smith. Evidence on the Determinants of Credit Terms Used in Interfirm Trade[J]. *Journal of Finance*, 1999, 54(3): 1109-1129.
- [38]Nilsen, J. H. Trade Credit and The Bank Lending Channel[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2002, 34(1): 226-253.
- [39]Petersen, M. A., and R. G. Rajan. Trade Credit: Theories and Evidence[J]. *Review of Financial Studies*, 1997, 10(3): 661-691.
- [40]Schwartz, R. An Economic Model of Trade Credit[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1974, 9(4): 643-657.
- [41]Smith, J. K. Trade Credit and Informational Asymmetry[J]. *Journal of Finance*, 1987, 42(4): 863-872.

**Credit Sales Control, Billing of Receivables, and Microeconomic Effects:
Evidence from the Policy for Reducing Receivables of Central Enterprises**

WANG Ke¹, QIAN Xian-hang², ZHOU Ya-na³

(1. School of Finance, Guangdong University of Finance and Economics;

2. School of Economics, Shandong University;

3. School of Finance & Investment, Guangdong University of Finance)

Abstract: While China's supply network develops rapidly, its stability and security also face many challenges. The report to the 20th National Congress of the Communist Party of China clearly proposes to "make China's industrial and supply chains more resilient and secure". As the basis for the formation of supply relations, the most representative form of transactions between Chinese enterprises is delivery before payment, i.e., credit sales. However, as a commercial behavior with financial attributes, a large number of credit sales transactions implies the expansion of credit scale between enterprises, which may cause damage to the security of enterprises and the industrial and supply chains if not properly controlled.

This article takes the credit sales control policy issued by the State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council of China in 2015 as a quasi-natural experiment to analyze the impact of the policy on credit sales transactions without bills. The results are as follows. The scale of credit sales transactions without bills has decreased. Enterprises are increasingly adopting credit sales with bills. The sales performance of enterprises has decreased. The liquidity of enterprises has increased, which is manifested by an increase in current assets and overall cash holdings. Further analysis indicates. The credit sales control policy has improved the quality of enterprises' account receivables. Notes receivables are more convenient for financing compared with accounts receivables, which explains the increase in liquidity of enterprises. In addition, enterprises may also obtain more liquidity by occupying upstream funds. The credit sales control policy has not reduced the funding provided by enterprises to the supply chain, but it may cause challenges to the coordination of funds with upstream and downstream enterprises.

This article believes that firstly, the government should adhere to the policy of controlling credit transactions without bills, and guide enterprises to adopt credit transactions with bills, in order to improve enterprises' liquidity by standardizing the credit transactions between enterprises. Secondly, the credit sales control policy should be equipped with dynamic monitoring system to ensure its effective implementation. Thirdly, enterprises should prioritize improving product quality and core business competitiveness rather than channel competitiveness on the basis of improving the competition mechanism in the product market.

Keywords: credit sales control; billing of receivables; commercial credit; central enterprises

JEL Classification: D22 G38 M21

[责任编辑:张永坤]