

信任被定价了吗^{*}

——来自债券市场的证据

杨国超 盘宇章

近年来，国内发生的多起债券违约事件不仅使债券投资者对个别企业产生不信任，甚至还因信任缺失而波及到同地区其他企业。那么信任这一非正式制度在债券市场中发挥了怎样的作用，信任与市场外部环境之间的关系又如何，回答上述问题对于促进我国债券市场健康发展，降低企业融资成本，深化金融供给侧结构性改革具有重要意义。

LLSV 开创的法与金融学理论认为，法律等正式制度能够通过降低契约执行成本，促进金融发展和经济增长(La Porta et al., 1998, 1997)。然而，这些研究都隐含地假定法律等正式制度是完善的，且可以零成本地运行。事实上，无论是 Putnam (1993) 利用意大利政府改革的自然实验，发现同样的制度在不同的文化环境中也可能会产生完全不同的后果，抑或是 Allen 等 (2005) 指出中国在法律制度不健全的条件下，也实现了长期快速的经济增长这一事实，都表明法律等正式制度并非经济繁荣的唯一先决条件。这是因为，尽管法律等正式制度可以促成契约执行，但如果没有任何信任等非正式制度的配合，契约的执行成本可能会过于高昂，甚至导致契约根本无法执行。正如 Fukuyama (1995) 指出：“法律、契约的有

* 原文刊载于《金融研究》2019年第1期。

作者简介：杨国超，管理学博士，副教授，中南财经政法大学会计学院；盘宇章，经济学博士，湘财证券股份有限公司研究所。

效执行必须与道德、信任一起孕育发酵，因为信任缺失会产生巨大的经济运行成本。”换言之，金融契约本质上是高度依赖信任的。Arrow (1969) 也指出：“每一笔经济交易都包含着信任要素。”

那么，信任从何而来？信任是个人的主观判断，但这一主观判断既可能源于客观事实——你相信的对象的确也更可信，也可能只是源于个人的主观倾向——无论你相信的对象是否可信，你都相信他 (Guiso et al., 2008)。具体地，一方面，经济学家认为，信任是人们在追求长期利益时进行重复博弈的结果 (Kreps, 1990; 张维迎, 2002)。张维迎 (2002) 指出，若委托人和代理人只进行一次博弈，纳什均衡的结果就是欺骗，比如“囚徒困境”；而若进行多次博弈，不欺骗就成了每个博弈方的最优选择。经济活动中的交易往往大量重复发生，理性的经济主体不会为获得短期利益而选择失信，反而为了在未来的交易中持续获利，交易双方在每笔交易中都会足够诚信——按时提供高质量的产品、及时支付应付账款等，任何一方失信都可能导致交易终止，使未来的盈利机会荡然无存。换言之，大量的重复博弈会使交易双方都变得更为可信，即重复博弈可以产生客观真实的信任。

另一方面，信任也可能源于个人的主观倾向。张维迎和柯荣住 (2002) 针对各省份企业家的调查研究发现，各省份内部的信任度均较高，但对外省份的信任则较低。这既反映了各省份内部的交易机会较多，使本省人对与本省人的交易变得更有把握，也反映了本省人对“本地人”有一种天然的亲近，而对“外地人”有一种天然的疏远，使得本省人难以对外省人建立信任关系。极端情况下，当个人存在严重的主观倾向时，他们可能对任何信息都盲目相信或总持有怀疑态度，信任也可能只是人们因情感原因而产生的主观倾向。

虽然无法具体区分信任的来源，但无论信任源于大量重复博弈后产生的客观事实，还是源于个人的主观倾向，信任都能为交易双方提供一

种稳定的心理预期，使交易双方在信息有限的情况下也能快速达成交易，从而达到提高交易效率、降低交易成本的目的。具体地，在事前，信任可以减少交易双方为达成交易而产生的信息搜寻成本和契约成本；在事后，更可信的交易对手道德风险问题也更少，即信任还可以减少监督成本（刘凤委等，2009）。而且，即使发生了契约中未明确的突发事件，信任也可以减少交易双方花费在讨价还价上的谈判成本。可见，信任是解决信息不对称问题的重要机制。因此，无论对宏观的经济增长、金融发展和国际贸易，还是对微观的企业行为，信任都能发挥积极影响。

本文以我国债券市场2008—2015年发行的全部公司债、企业债和中期票据为研究对象，基于张维迎在2000年通过“中国企业家调查系统”对各地区企业信任度的问卷调查结果，计算获得各省份的信任水平（张维迎和柯荣住，2002），研究信任这一非正式制度在债券市场的作用。结果显示，信任的确有助于提高债券信用评级，降低债券信用利差，且该结论在采用了不同的信任度量指标、增加了可能的遗漏变量以及采用工具变量法后依然成立。同时还利用最高人民法院“失信被执行人”数据构建各地区失信程度指标，发现失信及失信程度的增加会降低债券信用评级，提高债券信用利差。进一步地，采用路径分析法发现，信任不仅会直接影响债券融资成本，还会通过改善公司财务报告质量间接影响债券融资成本。该结果表明，投资者不仅在主观上更愿相信高信任度地区的企业，客观上这些企业也更为可信。研究还发现，信任对债券评级和定价的积极作用在国有企业、金融业更发达地区的企业以及发债次数更多的企业中更为显著，即投资者与发行人之间的重复博弈机会越多，信任的价值也越大。

本文研究的创新之处在于：首先，已有研究主要关注正式制度对债券信用评级和定价的影响，本文则着眼于考察信任等深层次的文化因素在债券市场中的重要作用，并形成对该领域文献的重要补充。其次，为

信任何时发挥作用这一命题找寻了新的理论前提——大量的重复博弈机会。已有研究认为，信任这一非正式制度在投资者保护环境更差、信息披露质量更低时更能发挥重要作用（Aghion et al., 2010; Guiso et al., 2004; Pevzner et al., 2015），即信任发挥了“雪中送炭”的作用。本文研究则发现当重复博弈的机会更多时，信任的作用也更大，即信任发挥了“锦上添花”的作用。可见，信任与外部环境之间的关系并非简单的替代关系。

本文研究结论具有重要的政策含义。我国政府在推动企业降低融资成本时更多地考虑了法律、行政审批等正式制度，而本文研究结论表明，信任这一非正式制度对我国债券市场发展同等重要。特别是在当前债券违约频现，单个企业的信任危机也会蔓延到本地区其他企业，加强信任这一地区公共品的建设就显得尤为重要。