

政府背景大客户有助于民营企业获得商业信用融资吗？

张 娆,张佳琪

(南京农业大学 金融学院,江苏 南京 210095)

[摘 要]基于2007—2021年我国沪深A股民营上市公司自愿披露的客户信息数据,从供应链视角考察了政府背景大客户对民营企业商业信用融资的影响。研究发现,政府背景大客户显著提升了民营企业商业信用融资水平;分位数回归结果表明,随着民营企业商业信用融资水平的提高,政府背景大客户对民营企业商业信用融资的促进作用在增强;作用机制检验结果表明,政府背景大客户能够强化产品市场竞争优势、优化资本市场信息环境、降低经营业绩波动来促使民营企业商业信用融资的提升;异质性分析结果表明,政府背景大客户对民营企业商业信用融资的正向效应,在经济政策不确定性较强时期、供应商集中度较高企业以及信贷可获得性较差企业中更为明显。研究结论丰富并拓展了政府采购的职能,以期为优化民营企业供应链融资策略、纾解民营企业融资困境提供了有益参考。

[关键词]政府背景大客户;民营企业;商业信用融资;产品市场竞争优势;资本市场信息环境;经营业绩波动

[中图分类号]F274 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2024)04-0063-12

一、引言

2023年7月,《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布,文件指出要持续优化民营经济发展环境,完善融资支持政策制度,着力推动民营经济实现高质量发展。民营企业作为社会主义市场经济的重要组成部分,在创造税收、吸纳就业等多方面发挥着举足轻重的作用,是推动我国经济增长的中坚力量。然而,民营企业所贡献的经济份额与其所获得的信贷份额严重失衡,“融资难、融资贵、融资慢”等客观事实持续困扰着民营企业的发展。事实上,与国有企业相比,民营企业由于抵押品缺乏、信息透明度低以及担保体系不健全等原因,使其在向银行等金融机构贷款时更容易遭受信贷配给^[1],被迫承担着更高的融资成本^[2]。因此,如何切实为民营企业融资纾困解难是推动民营经济实现高质量发展亟需探究的重要问题。

Ge和Qiu指出,我国民营企业更倾向于使用商业信用来满足融资需求,并且将商业信用融资作为向银行等金融机构贷款的替代性融资方式^[3]。商业信用作为低成本的融资渠道,补充了我国银行信贷体系的不足^[4],是企业日常经营活动中普遍使用的经营手段^[5]。数据显示,2007—2021年我国沪深A股民营上市公司的应付账款占其负债总额的年均比例达到25.73%。可见,商业信用融资已成为民营企业重要的债务融资方式之一,并且其重要性不断攀升。那么,如何促进企业商业信用融资获取?现有文献立足于上游供给角度发现,客户信誉^[6]、议价能力^[7]等能够影响供应商提供商业信用的意愿。在下游需求方面,学

[收稿日期]2023-11-30

[基金项目]国家社会科学基金项目(18BGL085);江苏高校“青蓝工程”(2022—2025);江苏省高校社科联发展专项(22GSB-008);南京农业大学金融学院学科建设专项和“深入学习贯彻党的二十大精神”项目(ZDXM202204)

[作者简介]张娆(1977—),女,辽宁抚顺人,南京农业大学金融学院教授,博士生导师,主要研究方向为公司金融,通信作者,邮箱:zr@njau.edu.cn;张佳琪(1999—),女,福建龙岩人,南京农业大学金融学院硕士生,主要研究方向为资本市场财务与会计。

者们基于非正式制度^[8]、供应链资产专用性^[9]等视角提供了提升企业商业信用融资获取的经验证据。已有学者将目光聚焦于供应链层面特征对企业获取商业信用的影响,却少有研究关注供应链视角下企业客户群体对企业供应商授信决策的影响。事实上,不少民营企业受益于特殊客户群体的资源合作,不仅获得了稳定的现金流,还增强了自身产品与服务的市场竞争力,为其获取融资提供了便利。基于买方市场理论,供应链上拥有较强话语权的买方企业能够掌握交易关系的主动权,获得更为优惠的条款,进而吸引上游供应商为其提供更多的商业信用融资。例如,理工能科(002322)作为一家提供智慧能源、环保以及水利监测与信息化服务的高科技企业,与中国环境监测总站、国家电网等多家政企单位建立了稳固的合作伙伴关系,形成了优质的客户资源,在多地占据了较大的市场份额。通过计算,2021年度其应付账款占其负债总额的比例高达37.35%^①,商业信用融资水平超过了全行业的平均水平。

客户作为企业重要的经济来源,能够直接影响企业的生产经营活动^[10],帮助外部投资者评估企业价值提供增量信息^[11]。然而,不同的客户群体对企业的发展可能产生差异性影响。企业普通客户可能由于资金链断裂出现经营危机,并通过供应链传递给上游企业,导致其陷入财务困境。与普通企业客户不同,以政府、国有企业为代表的政府背景大客户有国家信用背书,能够为民营企业带来稳定的资金支持与资源保障,是民营企业未来发展的强心剂^[12]。数据显示,2003—2021年我国政府采购规模从1659.43亿元上升至36399亿元,占当年全国财政支出的比重从6.73%上升至10.1%^②。在宏观调控方面,政府背景部门采购能够推动高新技术产业的发展^[13]、缩小地区间经济差距^[14]、改善乡村就业水平^[15]。在微观治理效应方面,政府背景部门采购能够提升企业创新投入^[16]、降低审计费用^[17]、推动企业的高质量发展^[18]。那么,政府背景大客户能否通过供应链渠道发挥对民营企业商业信用融资的促进作用?两者间存在何种作用机制?在何种情境下政府背景大客户会对民营企业商业信用融资发挥更为显著的作用?对于上述问题,现有研究并未给予太多关注。

鉴于此,本文利用2007—2021年间民营上市公司自愿披露的客户信息数据研究发现,政府背景大客户显著提升了民营企业商业信用融资,且商业信用融资水平越高的民营企业,政府背景大客户对其促进作用越强。机制分析表明,政府背景大客户主要通过强化产品市场竞争优势、优化资本市场信息环境、降低经营业绩波动来提高民营企业商业信用的获取。异质性分析发现,政府背景大客户对民营企业商业信用融资的促进效应,在经济政策不确定性较强时期、供应商集中度较高企业以及信贷可获得性较差企业中更为显著。

与现有文献相比,本文的主要贡献在于:第一,丰富了政府背景大客户的相关研究。现有研究对政府背景大客户如何影响企业的银行信贷以及融资约束进行了丰富的探讨^[19-20],却忽视了极具中国特色的商业信用融资,较少研究关注到政府背景大客户对企业上游供应商行为决策的影响。因此,本文立足商业信用融资的视角分析政府背景大客户所产生的经济后果,其理论探索是对政府背景大客户相关研究的有益拓展。第二,丰富了商业信用融资的相关研究。现有研究聚焦于企业外部制度环境与内部治理特征解释了企业商业信用融资水平变动的原因^[8,21],却忽视了供应链下游客户具体类型对民营企业商业信用融资的影响。因此,本文基于供应链视角探索了影响企业供应商提供商业信用的买方因素,拓展并丰富了企业商业信用融资驱动因素的研究,对于优化民营企业融资策略具有重要的参考价值。第三,揭示政府背景大客户影响民营企业商业信用融资的作用机制,拓宽了买方市场理论、信号传递理论、违约风险理论在政府背景大客户与供应链管理实证研究中的应用空间,并验证不同情境下的差异化影响,增强了本文研究的实践指导价值,为进一步发挥政府市场化手段,增强民营企业融资能力,促进我国民营经济高质量发展提供一定的理论指导和建议。

①数据来源于国泰安数据库。

②数据来源于财政部官网。

二、理论分析与研究假设

当企业受到金融抑制时,往往选择商业信用来弥补资金缺口^[22],其低成本的融资渠道,有效降低了企业资金链断裂的风险。以政府、国有企业为代表的政府背景大客户同时兼具政策扶持与满足需求两大功能,是企业产品市场的重要客户群体^[17]。其采购订单具备低风险、高需求的特点能够有效克服传统普通客户潜在的弊端,进而影响民营企业商业信用融资的获取。

首先,政府背景大客户有利于强化民营企业产品市场竞争优势,从而促使民营企业获取更多的商业信用融资。企业市场占有率与竞争力的高低是融资双方谈判的重要筹码。买方市场理论强调,拥有一定市场份额的买方能够要求供应商提供更多的商业信用融资。从客户需求的角度出发,在市场竞争中占据优势的企业往往拥有较强的议价能力,能够享受更多的商业信用^[23]。此时,企业居于供应链的主导地位,掌握了购销关系的主动权。从供应商供给的角度出发,通过向市场份额较大或者品牌影响力较强的企业提供商业信用融资,能够在最大程度上获取超额利润^[21],最终形成良好的市场合作关系。同时,供应商企业为了降低交易成本与供需波动风险,容易对苛刻的购销合同条款做出妥协,以寻求将该关系发展为稳定的合作契约,增强供应链合作粘性^[5]。以政府与国有企业为代表的政府背景大客户采购订单,有机结合了产品需求与政策导向,能够快速帮助民营企业打开销路,提升民营企业产品的核心竞争力^[12]。一方面,当民营企业初步探索创新产品时,其产品市场需求具有较强的不确定性。政府背景大客户能够发挥帮扶效应,以支付定金的方式为企业提供资金支持,成为企业创新产品的先锋,进而帮助民营企业巩固其市场地位。同时,政府背景大客户的采购行为能够在社会中形成示范效应,引导社会资金的流动,帮助民营企业扩大销售渠道,以获取更多崭新的合约关系。另一方面,政府背景大客户能够对民营企业形成一种鞭策的力量,在产品生产与质量等环节进行严格把关,鼓励民营企业进行生产工艺的改造与升级,提升产品质量与服务。同时,促使民营企业更有能力、有动力去生产高标准产品,强化其产品市场竞争优势^[12],帮助民营企业在供应链博弈中获得更强的话语权,进而提高其商业信用融资的获取。

其次,政府背景大客户有利于优化民营企业资本市场信息环境,从而促使民营企业获取更多的商业信用融资。根据信号传递理论,企业在资本市场上公开的信息是供应商了解客户需求并作出有效率生产经营决策的重要渠道^[24],该信号也会直接影响到供应商向下游企业提供商业信用的决策。在供应链重复博弈的合作关系中,企业间的信用资本是影响供应链上下游关系的关键因素,信任危机的出现随时可能影响商业信用契约的履行^[23]。当供应商不能及时地在资本市场中获取客户的有效信息时,会对下游企业的持续经营与获利能力产生合理怀疑^[21],降低其信任程度。因此,为了避免因信息不对称导致低信用配给行为,优化资本市场信息环境,强化交易双方的信息透明空间很有必要。拥有政府背景大客户的民营企业能够凭借其独特的客户资源优势,向资本市场传递有效的积极信号,缓解信息不对称风险^[25]。一方面,政府背景大客户以国家信用作为支撑,随意变更企业的可能性较低^[26],能够降低管理者进行机会主义行为的动机^[27],进而提高民营企业信息的可靠性与传递效率,增强供应链透明度,以帮助供应商及时获得民营企业生产及经营等方面的信息,增强企业盈利的可预测性^[28]。另一方面,政府背景大客户通常具有较高的影响力,能够向外界传递民营企业具有研发创新潜力、未来发展前景良好等有益信息,提高民营企业信息透明度。供应商因而能够更清楚观察到民营企业的潜在优势,也便于供应商更好地评估民营企业信用,提高民营企业商业信用融资的可得性。

最后,政府背景大客户有利于降低民营企业经营业绩波动,从而促使民营企业获取更多的商业信用融资。基于违约风险理论,上游供应商更愿意向低风险的下游企业提供商业信用融资^[29]。究其原因,商业信用融资是基于密切合作关系而建立的融资渠道,依赖的是非正式约束^[8]。因此,供应商面临着较大的信用风险,一旦客户违约,将会形成较大的损失。为了规避潜在的违约风险,保护自身利益,供应商会降低对高风险客户的信任程度,选择相对保守的商业信用供给决策。政府背景部门以客户的形式参与到企业的

日常经营中,为企业带来持续稳定的收入,进而降低了企业的经营风险^[17],增强了供应商对企业的信任程度。一方面,政府背景大客户拥有其他类型客户无法比拟的优势,天然的低风险、高需求等特点,能够为民营企业提供稳定且较高的收入来源^[30],有助于降低民营企业的经营压力,增强供应链的稳定性,为民营企业营造出良好的前景与预期。另一方面,政府背景大客户在采购过程中会对民营企业进行严格监管,以确保民营企业遵守法规及合同要求,促使民营企业建立严格的内部合规程序,提高管理效率,降低民营企业违规行为,进而抑制供应链违约风险的传递,促使供应商向民营企业提供更多商业信用。

基于上述分析,本文提出如下假设:

政府背景大客户有助于民营企业获得商业信用融资。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

由于2007年之前大多数企业并未公开其详尽的客户信息,因此本文选取2007—2021年披露前五大客户具体名称的沪深A股民营上市公司作为研究样本,结合国家企业信息公示系统中股东出资信息以及企查查系统,对样本的前五大客户性质进行判断,并通过以下步骤进行筛选处理:(1)剔除金融行业上市公司;(2)剔除在样本观测期间内ST、*ST的上市公司;(3)剔除以模糊信息指代的客户名称;(4)剔除数据缺失的上市公司年度样本。经筛选,本文最终得到3321个公司年度样本观测值。政府背景大客户数据依据企业披露的前五大客户名称手工收集获得,企业层面数据主要来源于CSMAR数据库,宏观层面数据来自历年《中国统计年鉴》。同时,为避免极端值的影响,本文对所有连续变量在1%和99%分位上进行了缩尾处理。

(二) 模型设定与变量定义

1. 模型设定

为检验政府背景大客户对企业商业信用融资的影响,本文构建如下回归模型:

$$TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Procurement_{i,t} + \sum \alpha_i Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,下标*i*、*t*分别表示企业与年份, $TC_{i,t}$ 为企业*i*在*t*年获得的商业信用融资, $Procurement_{i,t}$ 表示企业*i*在*t*年是否有政府背景大客户(*State*)以及政府背景大客户的采购比例(*Stateper*), $Controls_{i,t}$ 为一列控制变量。此外,模型还控制了行业效应(*Industry*)和年份效应(*Year*), $\varepsilon_{i,t}$ 表示随机扰动项。

2. 变量定义

被解释变量:商业信用融资(*TC*)。企业获取商业信用融资的主要方式包括应付账款、应付票据与预收账款。其中,由于企业的应付票据包含商业承兑汇票与银行承兑汇票,而后者依托于银行信用发放,不涉及商业信用,因此在本文的基准回归中没有将应付票据计入在内。此外,考虑到企业的预收账款可能来自政府背景大客户,而本文所考察的是企业与上游供应商之间的商业信用往来,因此参考方红星和楚有为的方法^[31],采用应付账款与营业成本的比值来衡量企业获得的商业信用融资,这也是衡量供应商提供商业信用的最直接指标。

解释变量:政府背景大客户(*Procurement*)。借鉴窦超等^[17]、张沁琳和沈洪涛^[18]的研究,一方面,遵循《政府采购法》的规定,将上市公司前五大客户中以财政资金进行采购的国家机关、事业单位和社会团体定义为政府大客户。另一方面,国有企业作为贯彻国家经济政策的重要载体,其采购行为能够体现出较强的政策导向,往往被视为政府采购的一项特殊延伸,事实上也构成了政府购买力。^①因此,为了

^①已有研究指出,国有企业作为供应链上的核心企业,能够积极配合链上的民营企业开展金融业务服务,其凭借良好的信用资质,能够为民营企业提供信用担保,进而帮助民营企业获得更多银行贷款^[20]。特别地,在新冠疫情时期,相关部门也为鼓励国有企业为民营企业提供融资支持,出台了一系列政策与措施。比如,2020年3月26日,银保监会发布《关于加强产业链协同复工复产金融服务的通知》的指导性文件,鼓励银行等金融机构与核心企业合作开展供应链金融服务。在政策引导下,中国联通积极打造产融平台,依托政府增信背书,联合外部金融机构,“快、准、稳”地帮助民营企业进行融资。

更全面探讨政府是如何依托订单模式影响企业的融资活动,本文选择将政府大客户与国有企业大客户一并纳入政府背景客户范畴,综合考虑政府背景大客户的采购实力。具体地,以上市公司自愿披露的前五大客户名称为依据,结合国家企业信息公示系统以及企查查系统,查找客户的股东出资信息和企业类型信息,判断样本的前五大客户中是否存在政府背景大客户。若企业前五大客户中存在政府背景大客户,则“是否有政府背景大客户(*State*)”赋值为1,反之为0,并计算政府背景大客户采购额占企业总销售额的比例(*Stateper*)。

控制变量(*Controls*)。借鉴陆正飞和杨德明^[22]、李增福和冯柳华^[29]的研究,本文控制了企业规模(*Size*)、财务杠杆(*Lev*)、资产收益率(*Roa*)、企业成长性(*Grow*)、企业年龄(*Age*)、抵押能力(*PPE*)、独立董事比例(*Idp*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、政府补助(*Subsidy*)、区域经济水平(*GDP*)、行业效应(*Industry*)与年份效应(*Year*)。变量的详细定义见表1。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计分析

表2列示了主要变量的描述性统计结果。其中,商业信用融资(*TC*)的最小值为0.007,最大值为1.516,这说明不同民营企业从上游供应商获得的商业信用融资水平存在较大差异;政府背景大客户(*State*)的均值为0.615,这表明样本中有61.5%的民营企业拥有政府背景大客户;政府背景大客户采购比例(*Stateper*)的最小值为0,最大值为0.990,这说明不同民营企业间政府背景大客户采购水平差距明显。

(二) 相关性分析^①

Pearson 相关系数检验与均值方差膨胀因子检验的结果显示,商业信用融资(*TC*)与政府背景大客户(*State*)的相关系数为0.094,商业信用融资(*TC*)与政府背景大客户采购比例(*Stateper*)的相关系数为0.178,二者都在1%水平上显著正相关,初步验证了前文假设。此外,主要变量之间的相关系数均小于0.5,且方差膨胀因子VIF值均小于1.5,以上结果均表明模型不存在严重的多重共线性问题。

表1 主要变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	商业信用融资	<i>TC</i>	应付账款/营业成本
解释变量	是否有政府背景大客户	<i>State</i>	前五大客户中存在政府背景大客户,取值为1,否则为0
	政府背景大客户采购比例	<i>Stateper</i>	政府背景大客户采购额/企业总销售额
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	总资产的自然对数
	财务杠杆	<i>Lev</i>	总负债/总资产
	资产收益率	<i>Roa</i>	净利润/总资产
	企业成长性	<i>Grow</i>	(当期营业收入 - 上期营业收入)/上期营业收入
	企业年龄	<i>Age</i>	成立年限的自然对数
	抵押能力	<i>PPE</i>	固定资产净值/总资产
	独立董事比例	<i>Idp</i>	独立董事人数/董事会人数
	第一大股东持股比例	<i>Top1</i>	第一大股东持股数/总股数
	政府补助	<i>Subsidy</i>	政府补助/总资产
	区域经济水平	<i>GDP</i>	各省人均生产总值的自然对数
	行业效应	<i>Industry</i>	行业虚拟变量
	年份效应	<i>Year</i>	年份虚拟变量

表2 描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
<i>TC</i>	3321	0.256	0.244	0.194	0.007	1.516
<i>State</i>	3321	0.615	0.487	1	0	1
<i>Stateper</i>	3321	0.121	0.193	0.032	0	0.990
<i>Size</i>	3321	21.642	1.061	21.566	19.413	25.861
<i>Lev</i>	3321	0.398	0.205	0.387	0.053	0.927
<i>Roa</i>	3321	0.039	0.058	0.038	-0.222	0.192
<i>Grow</i>	3321	0.202	0.507	0.121	-0.608	3.133
<i>Age</i>	3321	2.768	0.415	2.833	1.609	3.526
<i>PPE</i>	3321	0.200	0.140	0.175	0.002	0.750
<i>Idp</i>	3321	0.372	0.051	0.333	0.300	0.571
<i>Top1</i>	3321	0.321	0.141	0.296	0.085	0.753
<i>Subsidy</i>	3321	0.004	0.006	0.002	0	0.041
<i>GDP</i>	3321	10.950	0.458	10.970	9.706	12.013

①限于篇幅,未报告相关性分析的结果,留存备索。

(三) 基准回归结果

表3报告了基准回归结果。其中,列(1)与列(2)仅控制了行业与年份效应,未考虑其他控制变量,政府背景大客户(*State*)及其采购比例(*Stateper*)的回归系数分别为0.024与0.162,且均在1%的水平上显著为正;列(3)与列(4)为进一步加入其他控制变量的回归结果,政府背景大客户(*State*)及其采购比例(*Stateper*)的回归系数分别为0.020与0.159,且均在5%及以上的水平显著为正,说明政府背景大客户能够显著提升民营企业商业信用融资,支持了研究假设。这一结果产生的原因可能是:政府背景大客户与民营企业良好的市场合作关系能够巩固民营企业市场地位,强化民营企业与供应商之间的信息透明空间,降低经营业绩波动,进而有效地促进了民营企业商业信用融资的获取。

(四) 稳健性检验^①

1. 工具变量法

由于政府背景大客户与民营企业商业信用融资之间可能存在着互为因果造成的内生性问题。一方面,政府背景大客户能够影响民营企业商业信用融资的获取;另一方面,商业信用融资较高的民营企业,通常被认为是更加可靠的商业伙伴,也更容易吸引政府背景大客户的采购支持。因此,本文采用工具变量法来控制这类内生性问题所产生的偏误。借鉴孙薇和叶初升的做法^[16],选取同一“城市—行业”企业的政府背景大客户采购比例的均值(*IV*)作为工具变量进行2SLS检验。选取该工具变量的合理性在于:一是满足相关性要求,同一“城市—行业”层面政府背景大客户采购情况与内部单个企业政府背景大客户采购情况存在高度的相关关系;二是满足外生性要求,同一“城市—行业”层面的政府背景大客户采购情况作为宏观政策的反映,很难直接影响单个企业的商业信用融资水平。第一阶段的检验结果显示,*IV*均在1%水平上显著为正,且通过了不可识别检验(Kleibergen-Paap rk LM 统计量)和弱工具变量检验(Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量),说明选取的工具变量是有效的。第二阶段的回归结果显示,政府背景大客户(*State*)及其采购比例(*Stateper*)的回归系数均在1%水平上显著为正,表明政府背景大客户依然能够显著提升民营企业商业信用融资,与前文结论一致。

2. 熵平衡匹配法

为了缓解选择偏误而产生的内生性问题,借鉴 Hainmueller 等的研究方法^[32],本文采用熵平衡匹配法来消除样本偏差。具体而言,在不删减样本观测值的前提下,将样本期间内存在政府背景大客户的企业作为处理组,反之为对照组,选取基准模型的控制变量作为协变量进行熵平衡匹配。结果表明,处理

表3 基准回归结果

	(1) <i>TC</i>	(2) <i>TC</i>	(3) <i>TC</i>	(4) <i>TC</i>
<i>State</i>	0.024 *** (2.912)		0.020 ** (2.471)	
<i>Stateper</i>		0.162 *** (5.996)		0.159 *** (6.260)
<i>Size</i>			-0.011 ** (-2.019)	-0.008 (-1.582)
<i>Lev</i>			0.139 *** (5.029)	0.145 *** (5.285)
<i>Roa</i>			-0.558 *** (-5.722)	-0.559 *** (-5.789)
<i>Grow</i>			-0.017 (-1.569)	-0.018 * (-1.676)
<i>Age</i>			-0.016 (-1.577)	-0.016 * (-1.682)
<i>PPE</i>			-0.197 *** (-6.014)	-0.187 *** (-5.773)
<i>Idp</i>			0.148 * (1.958)	0.144 * (1.911)
<i>Top1</i>			-0.094 *** (-3.617)	-0.092 *** (-3.561)
<i>Subsidy</i>			0.564 (1.014)	0.921 * (1.680)
<i>GDP</i>			-0.015 (-1.330)	-0.014 (-1.282)
<i>_cons</i>	0.139 *** (2.826)	0.146 *** (2.978)	0.550 *** (3.239)	0.497 *** (2.938)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3321	3321	3321	3321
Adj. R ²	0.168	0.180	0.219	0.230

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著,括号内的数值是经过企业与时间层面双重聚类稳健标准误调整后的 t 值。下同。

^①限于篇幅,未报告稳健性检验结果,留存备案。

组与加权调整后的对照组在协变量的偏差得到了有效改善,匹配结果良好。同时将熵平衡匹配后的平衡样本,重新进行主回归分析,结果显示,政府背景大客户变量(*State*、*Stateper*)的回归系数均在1%水平上显著为正,研究结论仍然成立。

3. 政府背景大客户滞后效应检验

由于政府背景大客户对企业的影响可能存在滞后性,因此本文将政府背景大客户分别滞后一期、两期、三期后再进行回归。由回归系数符号及显著性可知,政府背景大客户对民营企业商业信用融资存在持续性提升效应,前文研究结论保持不变。

4. 改变商业信用融资的度量方式

参考方红星和楚有为的方法^[31],首先,为了消除行业差异对商业信用融资指标的影响,本文利用分行业分年度企业商业信用融资的中位数对 *TC* 进行调整得到 *TC1*。其次,采用应付账款与预付账款的差额占营业成本的比值来重新定义商业信用融资(*TC2*)。最后,将应付账款与应付票据之和扣除预付账款后的差额占营业成本的比重来重新定义商业信用融资(*TC3*),估计结果显示,政府背景大客户(*State*)及其采购比例(*Stateper*)的回归系数仍显著为正,本文研究结论保持不变。

5. 国有企业大客户的效应检验

虽然在基准回归中本文将政府大客户与国有企业大客户共同纳入了研究范畴,但考虑到国有企业在性质与职能等方面与政府部门存在本质区别,因此,为了验证国有企业大客户与民营企业商业信用融资的关系,本文将政府背景大客户拆分为政府大客户与国有企业大客户,进一步探究国有企业大客户与民营企业商业信用融资之间的关系。具体地,分别以“是否存在国有企业大客户(*Soe*)”以及国有企业大客户采购额占企业总销售额的比例(*Cpro_Soe*)作为解释变量进行回归分析,其他变量的选取及定义方式与本文的基准模型一致。结果显示,国有企业大客户(*Soe*、*Cpro_Soe*)的回归系数均在10%及以上的水平显著,这表明国有企业大客户能够显著促进民营企业商业信用融资的提升,进一步验证了国有企业大客户纳入政府背景客户范畴的合理性。

6. 其他稳健性检验

为了提高本文基准结论的稳健性,本文还进行了以下稳健性检验:第一,考虑到金融危机可能会影响企业的经营活动,进而对本文的结论产生影响,因此剔除2008—2009年的样本后重新检验。第二,考虑到制造业企业的供应链上下游关系更为复杂,仅保留制造业企业年度样本重新检验。第三,考虑到企业的商业信用融资可能在行业层面存在差异并且随着年份在不断变化,为了减轻行业层面的遗漏变量带来的内生性问题,引入行业与年份的交互项进行重新检验。结果显示,在多种稳健性检验下,政府背景大客户(*State*)及其采购比例(*Stateper*)的回归系数均为正,且在5%及以上水平显著。

(五) 分位数回归检验^①

前文已验证政府背景大客户能够促进民营企业商业信用融资获取。为了进一步厘清政府背景大客户对不同商业信用融资水平的民营企业的作用效果,探究其是否会导致民营企业商业信用融资出现两极分化,本文使用分位数回归来进行验证。具体而言,本文分别检验了政府背景大客户对25、50、75分位点的民营企业商业信用融资的影响。结果表明,政府背景大客户(*State*)及其采购比例(*Stateper*)在不同的分位数下有着较为明显的差异,且回归系数均显著为正,表明政府背景大客户依然能够显著促进民营企业商业信用融资。同时,随着商业信用融资水平的逐渐提高,政府背景大客户变量(*State*)及其采购比例(*Stateper*)的回归系数逐渐增大,说明政府背景大客户对民营企业商业信用融资的促进作用逐渐增强,不同分位数之间的系数差异检验进一步验证了这一结论。

^①限于篇幅,未报告分位数回归结果,留存备索。

五、进一步研究

(一) 机制检验

根据前文的理论分析,政府背景大客户主要通过强化产品市场竞争优势、优化资本市场信息环境、降低经营业绩波动来促进民营企业获得更多供应商提供的商业信用融资。为论证这一分析逻辑,本文将对政府背景大客户影响民营企业商业信用融资的上述三种作用机制进行实证检验,构建如下回归模型:

$$Med_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Procurement_{i,t} + \sum \beta_i Controls_{i,t} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,机制变量(*Med*)分别为产品市场竞争优势、资本市场信息环境、经营业绩波动。其他变量的选取及定义方式与基准模型一致。

1. 强化产品市场竞争优势

借鉴 Peress 的研究^[33],利用勒纳指数衡量企业产品市场竞争优势(*PCM*), $PCM = (\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{销售费用} - \text{管理费用}) / \text{营业收入}$,该变量越大,表明企业产品市场竞争优势越大。回归结果如表4所示,列(1)与列(2)中政府背景大客户(*State*、*Stateper*)的系数均在1%的水平上正显著,表明政府背景大客户的采购订单能够作为政府背景部门对民营企业产品的认可,增强了民营企业的品牌影响力与信誉,进而强化了民营企业产品市场竞争优势,帮助民营企业在供应链上拥有较强的话语权,从而获取更多的商业信用融资。

2. 优化资本市场信息环境

参考王雄元和彭旋的做法^[28],本文采用分析师盈余预测值的标准差与实际盈余值绝对值的比值来衡量企业资本市场信息环境(*FE*),该变量越小,表明分析师盈余预测分歧度越小,企业资本市场信息环境越好。回归结果如表4列(3)和列(4)所示。可以看出,政府背景大客户(*State*、*Stateper*)的系数均在5%水平上显著为负,表明政府背景大客户作为民营企业独特的客户资源,能够向资本市场传递有效的积极信号,增进供应商对民营企业的信任程度,继而提升民营企业获取的商业信用融资。

3. 降低经营业绩波动

参考李增福和冯柳华^[29]的方法,本文采用经行业调整的企业连续5年营业收入的滚动标准差来刻画企业经营业绩波动(*EU*),该变量越小,表明企业经营业绩波动的幅度越小,经营风险越低。结果如表4列(5)和列(6)所示。结果显示,政府背景大客户(*State*、*Stateper*)的回归系数均在10%及以上水平负显著,说明政府背景大客户拥有稳定且大量的产品需求,能够有效地降低民营企业的经营业绩波动,减轻供应商对其债务违约风险的担忧,进而提升民营企业商业信用融资水平。

表4 机制检验结果

	产品市场竞争优势		资本市场信息环境		经营业绩波动	
	(1) <i>PCM</i>	(2) <i>PCM</i>	(3) <i>FE</i>	(4) <i>FE</i>	(5) <i>EU</i>	(6) <i>EU</i>
<i>State</i>	0.016 *** (3.504)		-0.305 ** (-2.204)		-0.522 * (-1.798)	
<i>Stateper</i>		0.055 *** (4.120)		-0.614 ** (-2.009)		-0.914 *** (-2.718)
<i>_cons</i>	-0.163 * (-1.859)	-0.181 ** (-2.056)	5.605 * (1.903)	5.707 * (1.935)	-58.463 *** (-13.478)	-58.208 *** (-13.461)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3297	3297	2461	2461	3047	3047
Adj. R ²	0.426	0.428	0.109	0.109	0.215	0.214

(二) 异质性分析

1. 经济政策不确定性

作为宏观环境下的冲击,经济政策不确定性较强时期会加大企业经营活动的不确定性,抑制企业投资需求^[34],企业倾向于通过增加流动资金的方式来提高自身抵御风险的能力,进而导致供应商企业在商业信用供给方面采取更为谨慎的策略^[35]。在该环境下,政府背景大客户作为稳定的市场需求提供者,在为企业带来稳定现金流的同时,能够帮助企业巩固市场地位,降低企业的经营风险,更有助于企业获取供应商提供的商业信用融资。为验证上述预期,本文采用 Baker 等^[36]构造的中国经济政策不确定性月度指数求年

度算术平均值来衡量民营企业所处年度的经济政策不确定性(EPU),取其当年中位数将样本划分为经济政策不确定性较强组与经济政策不确定性较弱组,进行分组检验。由表5可知,政府背景大客户变量(State)在经济政策不确定较强组的回归系数在10%水平上显著,在经济政策不确定性较弱组中并不显著,并通过了Chow检验。而政府背景大客户变量(Stateper)在经济政策不确定性较强组与较弱组中的回归系数均显著为正,也通过了Chow检验,且经济政策不确定性较强组的回归系数更大。以上结果表明,在经济政策不确定性较强时期,政府背景大客户对民营企业商业信用融资的提升作用更大。

2. 供应商集中度

当供应商集中度较低时,供应商的议价能力较弱,企业往往会要求供应商提供更多的商业信用,倘若供应商拒绝该要求,企业能够迅速放弃与该供应商合作而转向其他供应商,此时供应商更容易处于劣势地位,从而使企业能够获得更多的商业信用融资。相反,当供应商集中度较高时,企业的议价能力较弱,能够获得的商业信用融资相对较少^[21]。可以推断,在政府背景大客户的支持下,供应商集中度较高的民营企业中商业信用的提升效果更加明显。为验证上述预期,本文利用企业前五大供应商采购额与年度总采购额的比值来度量供应商集中度,将

大于其中位数的样本划分为供应商集中度较高组,反之划分为供应商集中度较低组,进行分组检验。由表6可知,政府背景大客户变量(State)在供应商集中度较高组的回归系数显著,而在供应商集中度较低组中并不显著,并通过了Chow检验;政府背景大客户变量(Stateper)在供应商集中度较高组与供应商集中度较低组中的回归系数分别为0.186与0.132,且均在同一水平上显著,通过了Chow检验,进一步观察系数大小发现,供应商集中度较高组企业中政府背景大客户变量(Stateper)的回归系数要显著高于供应商集中度较低组企业。以上结果均说明在供应商集中度较高的民营企业中,政府背景大客户对商业信用融资的提升作用更显著。

表5 经济政策不确定性差异的异质性分析

	TC			
	(1)经济政策不确定性较强	(2)经济政策不确定性较弱	(3)经济政策不确定性较强	(4)经济政策不确定性较弱
State	0.024 * (1.822)	0.015 (1.456)		
Stateper			0.169 *** (4.630)	0.140 *** (4.002)
_cons	0.644 ** (2.422)	0.718 *** (3.166)	0.593 ** (2.238)	0.662 *** (2.936)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1550	1771	1550	1771
Adj. R ²	0.230	0.208	0.242	0.219
Chow 检验	3.31 ***		3.19 ***	

表6 供应商集中度差异的异质性分析

	TC			
	(1)供应商集中度较高	(2)供应商集中度较低	(3)供应商集中度较高	(4)供应商集中度较低
State	0.034 *** (2.670)	0.011 (1.066)		
Stateper			0.186 *** (5.426)	0.132 *** (3.554)
_cons	0.724 *** (2.712)	0.422 * (1.935)	0.617 ** (2.333)	0.385 * (1.756)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1660	1661	1660	1661
Adj. R ²	0.208	0.274	0.224	0.281
Chow 检验	2.49 ***		2.86 ***	

3. 信贷可获得性

对于信贷规模较小的民营企业而言,其信贷可获得性较差,往往通过商业信用融资来缓解其资金周转压力。政府背景大客户通过采购的方式能够向外界传递民营企业经营状况良好的市场信号,增强了供应商对民营企业未来经济获利的信心,以促进民营企业获取更多供应商提供的商业信用。因此,在政府背景大客户的支持下,信贷规模较小的民营企业商业信用融资的提升效果更为明显。同时,对于成长期的企业而言,通常会被认为抗风险能力较差,盈利水平较低。此时,银行会更倾向于为成熟期企业提供贷款而非成长期企业,进而产生信贷期限错配,导致成长期企业获取正式信贷的难度较高。因此,对于处在成长期阶段的民营企业而言,政府背景大客户对其获取的商业信用融资的提升作用更为明显。

为验证上述预期,首先,借鉴祝继高等的研究^[37],以银行借款与总资产的比值来衡量企业信贷规模,将信贷规模大于全样本中位数的企业划分为信贷规模较大企业组,反之划分为信贷规模较小企业组。另外,本文还参考刘诗源等的做法^[38],按照现金流模式法划分企业生命周期,将样本划分为成长期、成熟期和衰退期三个阶段。本文进一步将处于成长期阶段的企业划分为成长期企业组,处于成熟期与衰退期阶段的企业划分为非成长期企业组。表7的列(1)至列(4)的结果表明,政府背景大客户更能促进信贷规模较小的民营企业商业信用融资的提升。另外,列(5)至列(8)的结果显示,政府背景大客户对成长期与非成长期两组企业的商业信用均有显著促进作用,但相比于非成长期的企业,处于成长期阶段的企业政府背景大客户变量(*State*、*Stateper*)的回归系数分别增加了0.002与0.054,说明政府背景大客户对民营企业商业信用融资的提升作用在处于成长期阶段的企业中更为明显。

表7 信贷可获得性差异的异质性分析

	TC							
	(1)信贷规模较大	(2)信贷规模较小	(3)信贷规模较大	(4)信贷规模较小	(5)成长期	(6)非成长期	(7)成长期	(8)非成长期
<i>State</i>	0.015 (1.506)	0.032 ** (2.470)			0.021 * (1.892)	0.019 * (1.731)		
<i>Stateper</i>			0.171 *** (5.148)	0.177 *** (4.895)			0.190 *** (4.748)	0.136 *** (4.576)
<i>_cons</i>	0.315 (1.517)	0.820 *** (2.933)	0.273 (1.316)	0.756 *** (2.724)	0.671 *** (2.697)	0.457 ** (2.099)	0.601 ** (2.451)	0.415 * (1.911)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1953	1368	1953	1368	1643	1644	1643	1644
Adj. R ²	0.224	0.280	0.238	0.293	0.212	0.265	0.230	0.274
Chow 检验	9.85 ***		10.35 ***		2.04 **		2.05 **	

六、结论性评述

商业信用融资作为重要的短期融资补充,能够降低企业资金链断裂风险,保障企业日常稳定经营。党的二十大报告提出:“优化民营企业发展环境,依法保护民营企业产权和企业家权益,促进民营经济发展壮大”。在此背景下,探索政府背景大客户与民营企业商业信用融资之间的“黑匣子”,为破解民营企业融资难题、促进民营经济发展壮大提供了实证经验支撑。本文研究发现,政府背景大客户显著提升了民营企业商业信用融资水平,且随着民营企业商业信用融资水平的提高,政府背景大客户对其提升作用愈加明显。机制分析发现,政府背景大客户强化了企业产品市场竞争优势、优化了资本市场信息环境、降低了经营业绩波动以助力民营企业商业信用融资水平的提升。异质性分析表明,政府背景大客户对民营企业商业信用融资的提升效果,在经济政策不确定性较强时期、供应商集中度较高企业以及信贷

可获得性较差企业中更为显著。

根据上述结论,本文得到如下启示:第一,政府背景大客户能够成为纾解民营企业融资困境、推动民营经济稳定发展的重要角色。政府背景部门应适度增大采购力度,降低采购门槛,提高采购透明度与公正性,破除民营经济在准入领域的隐形壁垒。同时,还应继续加强政府诚信履约机制建设,营造良好的营商环境,从根本上解决民营企业融资难题。第二,企业应高度重视政府背景客户采购的资源效应与经济价值,充分发挥政府背景大客户在企业融资活动中的独特作用。企业管理层应当积极关注并促进与供应商等利益相关者之间的联系与合作,维持适度的供应链集中度,努力提升市场地位,塑造社会形象,主动披露与主要供应商以及客户的交易信息,提高供应链透明度。第三,依据政府背景大客户对不同政策时期以及供应商集聚特征差异、信贷可获得性不同企业商业信用融资的异质性影响,政府背景部门需要在不同时期下,针对不同类型的企业商业信用融资的变动情况制定不同的采购策略,重视企业特征差异,及时调整政府背景部门采购的对象及规模,避免扩大企业间融资水平的差距。

参考文献:

- [1]陈耿,刘星,辛清泉. 信贷歧视、金融发展与民营企业银行借款期限结构[J]. 会计研究,2015(4):40-46.
- [2]Brandt L,Li H. Bank discrimination in transition economies: Ideology, information or incentives? [J]. Journal of Comparative Economics,2003,31(3):387-413.
- [3]Ge Y,Qiu J. Financial development, bank discrimination and trade credit[J]. Journal of Banking & Finance,2007,31(2):513-530.
- [4]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.
- [5]孙昌玲,王化成,王芃芃. 企业核心竞争力对供应链融资的影响:资金支持还是占用? [J]. 中国软科学,2021(6):120-134.
- [6]Fabbri D, Menichini A M C. Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints[J]. Journal of Financial Economics,2010,96(3):413-432.
- [7]Fabbri D, Klapper L F. Bargaining power and trade credit[J]. Journal of Corporate Finance,2016,41(6):66-80.
- [8]张婷婷,王珠珠. 诚至金开:区域诚信文化建设与商业信用融资[J]. 会计研究,2022(12):19-34.
- [9]王鲁昱,李科. 供应链金融与企业商业信用融资——基于资产专用性的分析视角[J]. 财经研究,2022(3):154-168.
- [10]Kim Y H, Wemmerlov U. The effect of operations strategy on supplier-customer relationships and the suppliers' financial performance [D]. The University of Wisconsin-Madison,2010.
- [11]Bonacchi M, Kolev K, Lev B. Customer franchise—a hidden, yet crucial, asset[J]. Contemporary Accounting Research,2014,32(3):1024-1049.
- [12]窦超,何为. 创新视角下的政府背景客户与企业成长[J]. 科研管理,2019(10):193-206.
- [13]韩霞. 政府采购与高技术产业的发展[J]. 财贸经济,2003(11):85-89.
- [14]姜爱华,朱晗. 政府采购对扶持不发达地区经济发展的影响研究——基于省级面板数据的实证分析[J]. 财政研究,2018(6):42-53.
- [15]武威,刘国平,张琦. 授之以渔:政府采购与中国特色精准扶贫[J]. 世界经济,2022(8):133-156.
- [16]孙薇,叶初升. 政府采购何以牵动企业创新——兼论需求侧政策“拉力”与供给侧政策“推力”的协同[J]. 中国工业经济,2023(1):95-113.
- [17]窦超,袁满,陈晓. 政府背景大客户与审计费用——基于供应链风险传递视角[J]. 会计研究,2020(3):164-178.
- [18]张沁琳,沈洪涛. 政府大客户能提高企业全要素生产率吗? [J]. 财经研究,2020(11):34-48.
- [19]余明桂,潘红波. 政治关系、制度环境与民营企业银行贷款[J]. 管理世界,2008(8):9-21.
- [20]曾嵘,唐松. 新冠肺炎疫情下国有企业对民营企业的融资支持作用——基于供应链的视角[J]. 财经研究,2023(2):125-137.
- [21]修宗峰,刘然,殷敬伟. 财务舞弊、供应链集中度与企业商业信用融资[J]. 会计研究,2021(1):82-99.
- [22]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.
- [23]Fewings D R. Trade credit as a markovian decision process with an infinite planning horizon[J]. Quarterly Journal of Business and Economics,1992,31(4):51-79.
- [24]石柱峰. 行业经营性信息披露能提升商业信用融资吗[J]. 会计研究,2022(12):77-90.

- [25] 窦超,姚潇,陈晓. 政府背景大客户与债券发行定价——基于供应链视角[J]. 管理科学学报,2021(9):59-78.
- [26] Dhaliwal D S, Scott J J, Serfling M A, et al. Customer concentration risk and the cost of equity capital[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1):23-48.
- [27] Raman K, Shahrur H. Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers [J]. Accounting Review, 2008, 83(4):1041-1081.
- [28] 王雄元,彭旋. 稳定客户提高了分析师对企业盈余预测的准确性吗? [J]. 金融研究,2016(5):156-172.
- [29] 李增福,冯柳华. 企业 ESG 表现与商业信用获取[J]. 财经研究,2022(12):151-165.
- [30] Cohen D A, Li B. Customer-base concentration, investment, and profitability: The U. S. government as a major customer[J]. The Accounting Review, 2020, 95(1):101-131.
- [31] 方红星,楚有为. 公司战略与商业信用融资[J]. 南开管理评论,2019(5):142-154.
- [32] Hainmueller J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies[J]. Political Analysis, 2012, 20(1):25-46.
- [33] Peress J. Product market competition, insider trading, and stock market efficiency[J]. Journal of Finance, 2010, 65(1):1-43.
- [34] 李凤羽,杨墨竹. 经济政策不确定性会抑制企业投资吗? ——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J]. 金融研究,2015(4):115-129.
- [35] 陈胜蓝,刘晓玲. 经济政策不确定性与公司商业信用供给[J]. 金融研究,2018(5):172-190.
- [36] Baker S R, Bloom N, Davis S J. Measuring economic policy uncertainty[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4):1593-1636.
- [37] 祝继高,韩非池,陆正飞. 产业政策、银行关联与企业债务融资——基于 A 股上市公司的实证研究[J]. 金融研究,2015(3):176-191.
- [38] 刘诗源,林志帆,冷志鹏. 税收激励提高企业创新水平了吗? ——基于企业生命周期理论的检验[J]. 经济研究,2020(6):105-121.

[责任编辑:苗竹青,高 婷]

Can Major Government Background Customers Help Private Enterprises Obtain Trade Credit Financing?

ZHANG Rao, ZHANG Jiaqi

(School of Finance, Nanjing Agricultural University, Nanjing 210095, China)

Abstract: Using the voluntarily disclosed customer information data from private enterprises listed on the Shanghai and Shenzhen A-share from 2007 to 2021, the impact of major government background customers on private enterprises' trade credit financing is examined from the supply chain perspective. The study finds that major government background customers significantly enhance the level of private enterprises' trade credit financing; quantile regression results show that the promotion effect of major government background customers is stronger for private enterprises with a higher level of trade credit financing; and the test results of the mechanism of the effect show that major government background customers can strengthen product market competitive advantage, optimize the information environment of capital market, reduce the fluctuations in operating performance. Heterogeneity analysis show that the positive effect of major government background customers on private enterprises' trade credit financing is more obvious in the period of stronger economic policy uncertainty, enterprises with higher supplier concentration and enterprises with poorer credit accessibility. The findings of this paper enrich and expand the functions of government procurement, with a view to providing a useful reference for optimizing the supply chain financing strategy of private enterprises and alleviating their financing difficulties.

Key Words: major government background customers; private enterprise; trade credit financing; product market competitive advantage; capital market information environment; operating performance fluctuation