



议价能力、商业信用融资
与企业业绩研究

**RESEARCH ON BARGAINING POWER, TRADE
CREDIT FINANCING AND ENTERPRISE
PERFORMANCE**

戴俊

JUN DAI

本博士论文提交正大管理学院中国研究生院
属正大管理学院工商管理哲学博士学位
工商管理专业(中文体系)课程学习的一部分
二〇一八年八月
版权归正大管理学院所有

摘要

论文题目： 议价能力、商业信用融资与企业业绩研究
作者： 戴俊
导师： 鲁桂华教授
学位名称： 工商管理哲学博士学位
专业名称： 工商管理专业（中文体系）
学年： 二〇一八

议价能力是衡量企业竞争力强弱的重要指标之一。议价能力的大小不仅直接影响企业商业信用融资，而且还极大地影响企业业绩。理顺议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系，把握议价能力对企业业绩的影响机理，正视并发挥商业信用融资对企业业绩影响的重要作用，对提高企业竞争力，优化融资结构，提升公司业绩尤为重要。利用 2007~2016 年 A 股制造业上市公司 404 公司共 2220 个样本的相关数据，采用定量研究法从比较静态和动态两个视角，对各变量间的增量与存量之间的关系进行了分析研究。研究表明：企业议价能力由供应商议价能力与客户（经销商）议价能力组成，并正向影响商业信用融资，在货币紧缩时与非国企中，议价能力对企业商业信用影响显著大于货币宽松时与国企中议价能力对企业商业信用的影响，且议价能力对企业商业信用融资影响存在边际递减效应；商业信用融资在议价能力对企业业绩的影响中起中介作用，且在国企中或实施宽松货币政策时商业信用融资的中介作用显著小于在非国企中或实施紧缩货币政策时商业信用融资的中介作用，除在议价能力对市场业绩的影响中不同货币政策时的商业信用中介作用没有显著不同外。

进一步研究发现：商业信用融资与企业财务业绩之间存在相互影响的双向因果关系，而与企业市场业绩只存在正向影响的单向因果关系。

最后研究还发现，议价能力影响企业业绩的作用路径有 4 条：直接作用路径两条：“议价能力→市场业绩”与“议价能力→财务业绩”；间接作用路径两条：一条是“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→商业信用→财务业绩”。

关键词： 议价能力 商业信用融资 企业业绩 中介作用

ABSTRACT

Title: Research on Bargaining Power, Trade Credit Financing and Enterprise Performance

Author: Dai Jun

Advisor: Dr. Guihua Lu

Degree: Doctor of Philosophy (Trade Administration)

Major: Business Administration (Chinese Program)

Academic Year: 2018

Bargaining power is one of the most important indicators to measure the competitiveness of an enterprise. The relative strengths of bargaining power not only directly affects trade credit financing, but also greatly affects the performance of the enterprise. Straightening the relationship among the bargaining power, grasping the mechanism for bargaining power affecting corporate performance, envisaging and playing the important role for the trade credit financing affecting the enterprise performance, which are particularly important to improve the competitiveness of enterprises, optimize the financing structure, enhance the company's performance. Based on the data of 2220 samples from 404 companies of A share manufacturing listed companies in the past 2007~2016 year, the relationship between increment and stock among variables was analyzed by quantitative research from two perspectives of comparative static and dynamic. The results show that: enterprise bargaining power converts the bargaining power of suppliers and customers (distributors) bargaining power, and positively affecting trade credit financing. During monetary tightening method and in the non state-owned enterprises, the influence of bargaining ability to influence the bargaining power of trade credit and monetary easing was significantly greater than that in the state-owned enterprises of trade credit, and the bargaining power affecting trade credit financing has marginal diminishing effect; trade credit financing plays an intermediary role in the impact on the enterprise performance in the bargaining power, and the implementation of loose monetary policy or trade credit financing intermediary role is significantly less than the intermediary role of trade credit financing in non state-owned enterprises or the implementation of tight

monetary policy in the state-owned enterprises, except when the trade credit intermediary role has no significant difference in the impact on the market performance affected by the bargaining power in different monetary policy.

Further studies show that there is a two-way causal relationship between the relationship between trade credit financing and corporate financial performance, and there is a one-way causal relationship with the positive impact of market performance.

Finally, the study also found that there are four effect paths of bargaining power affecting the corporate performance: direct paths two: “bargaining power→market performance” and “bargaining power→financial performance”; the indirect effect paths two: one is the “bargaining power→trade credit→market performance” and the other is “bargaining power →trade credit →financial performance”.

Keywords: Bargaining Power Trade Credit Financing Enterprise Performance
Intermediary role

目录

| | |
|---------------------------|------|
| 摘要..... | I |
| ABSTRACT..... | II |
| 表格目录..... | VIII |
| 图片目录..... | X |
| | |
| 第一章 导论..... | 1 |
| 1.1 研究背景..... | 1 |
| 1.1.1 现实背景..... | 1 |
| 1.1.2 理论背景..... | 4 |
| 1.2 研究意义..... | 5 |
| 1.3 研究主要问题..... | 5 |
| 1.4 研究内容与框架..... | 6 |
| 1.4.1 主要研究内容..... | 6 |
| 1.4.2 研究框架..... | 7 |
| 1.4.3 研究模型..... | 8 |
| 1.5 研究方法..... | 9 |
| 1.6 研究创新..... | 10 |
| 1.7 本章小结..... | 11 |
| 第二章 研究现状..... | 12 |
| 2.1 议价能力与商业信用融资..... | 12 |
| 2.2 议价能力与企业业绩..... | 16 |
| 2.3 议价能力、商业信用融资与企业业绩..... | 19 |
| 2.4 文献综述..... | 22 |
| 2.5 本章小结..... | 23 |

目录（续）

| | |
|-------------------------------------|----|
| 第三章 理论基础与假设提出..... | 24 |
| 3.1 理论基础 | 24 |
| 3.2 理论分析与假设提出..... | 27 |
| 3.2.1 货币政策下议价能力对商业信用融资影响..... | 27 |
| 3.2.2 产权性质对议价能力的调节作用..... | 28 |
| 3.2.3 企业商业信用融资中介作用..... | 29 |
| 3.2.4 企业业绩与商业信用融资内生性..... | 35 |
| 3.3 本章小结..... | 37 |
| 第四章 研究设计..... | 38 |
| 4.1 变量定义与数据来源..... | 38 |
| 4.2 货币政策下议价能力影响商业信用融资模型设定..... | 46 |
| 4.3 产权性质下议价能力影响商业信用融资模型设定..... | 48 |
| 4.4 商业信用融资中介及中介调节作用模型设定..... | 49 |
| 4.4.1 产权性质调节中介作用模型设定..... | 51 |
| 4.4.2 货币政策调节中介作用模型设定..... | 53 |
| 4.5 企业业绩与商业信用融资内生性模型设定..... | 55 |
| 4.6 路径模型设定..... | 56 |
| 4.7 本章小结..... | 56 |
| 第五章 结果与分析..... | 58 |
| 5.1 数据描述统计..... | 58 |
| 5.2 货币政策下议价能力对商业信用影响分析..... | 63 |
| 5.2.1 议价能力影响商业信用融资的比较静态分析..... | 63 |
| 5.2.2 货币政策下议价能力影响商业信用融资的比较静态分析..... | 64 |

目录（续）

| | |
|--------------------------------------|-----|
| 5.2.3 议价能力对商业信用融资影响的动态分析..... | 68 |
| 5.2.4 货币政策下议价能力影响商业信用融资的动态分析..... | 69 |
| 5.2.5 模型稳健性分析..... | 72 |
| 5.3 产权性质下议价能力对商业信用融资影响分析..... | 75 |
| 5.3.1 产权性质下议价能力对商业信用融资影响的比较静态分析..... | 75 |
| 5.3.2 产权性质下议价能力对商业信用融资影响的动态分析..... | 78 |
| 5.3.3 模型稳健性分析..... | 81 |
| 5.4 产权性质与货币政策对商业信用中介调节作用分析..... | 83 |
| 5.4.1 商业信用融资中介作用分析..... | 83 |
| 5.4.2 产权性质对商业信用中介的调节作用分析..... | 88 |
| 5.4.3 货币政策对商业信用中介调节作用分析..... | 96 |
| 5.4.4 模型稳健性分析..... | 103 |
| 5.5 商业信用融资与企业业绩内生性分析..... | 104 |
| 5.6 议价能力、商业信用融资与企业业绩关系路径辨析..... | 108 |
| 5.7 本章小结..... | 111 |
| 第六章 研究结论与政策建议..... | 113 |
| 6.1 研究结论..... | 113 |
| 6.2 政策建议..... | 115 |
| 6.2.1 辩证处理竞争与合作关系，优化议价能力结构..... | 115 |
| 6.2.1 转变议价能力获取动机，正确发挥其财务稳定器的作用..... | 116 |
| 6.2.3 加强商业信用融资管理，提高商业信用融资效益..... | 117 |
| 6.2.4 畅通路径，择机选择..... | 117 |
| 6.2.5 创新企业财务管理模式：财务管理与市值管理并重..... | 118 |

目录（续）

| | |
|---------------------------|-----|
| 6.3 研究局限性与未来研究方向..... | 118 |
| 6.4 本章小结..... | 119 |
| 参考文献..... | 120 |
| 附录..... | 129 |
| A 议价能力、商业信用融资与企业业绩数据..... | 129 |
| B 博士期间发表论文..... | 129 |
| C 博士期间获得课题..... | 129 |
| 致谢..... | 130 |
| 声明..... | 131 |
| 个人简历..... | 132 |

表格目录

| | | |
|--------|--------------------------|-----|
| 表 4.1 | 变量说明..... | 45 |
| 表 5.1 | 商业信用差异统计情况..... | 58 |
| 表 5.2 | 企业业绩差异统计情况..... | 62 |
| 表 5.3 | 商业信用对议价能力静态回归结果..... | 63 |
| 表 5.4 | 货币政策调节静态议价能力回归结果..... | 65 |
| 表 5.5 | 商业信用对议价能力动态回归结果..... | 68 |
| 表 5.6 | 货币政策调节动态议价能力回归结果..... | 69 |
| 表 5.7 | 假设 1 变量平稳性与共线性检验..... | 73 |
| 表 5.8 | 产权性质调节静态议价能力回归结果..... | 75 |
| 表 5.9 | 产权性质调节动态议价能力回归结果..... | 78 |
| 表 5.10 | 假设 2 变量平稳性与共线性检验..... | 81 |
| 表 5.11 | 财务业绩中商业信用中介作用回归结果..... | 83 |
| 表 5.12 | 市场业绩中商业信用中介作用回归结果..... | 85 |
| 表 5.13 | 假设 3 变量平稳性与共线性检验..... | 87 |
| 表 5.14 | 产权性质对静态商业信用中介调节回归结果..... | 89 |
| 表 5.15 | 产权性质对动态商业信用调节回归结果..... | 93 |
| 表 5.16 | 假设 3a 变量平稳性与共线性检验..... | 94 |
| 表 5.17 | 货币政策对静态商业信用调节回归结果..... | 97 |
| 表 5.18 | 货币政策对动态商业信用调节回归结果..... | 100 |
| 表 5.19 | 假设 3b 变量平稳性与共线性检验..... | 102 |
| 表 5.20 | 商业信用与企业业绩内生性回归结果..... | 104 |
| 表 5.21 | 假设 4 变量平稳性与共线性检验..... | 107 |
| 表 5.22 | 假设 5 关键变量回归系数..... | 110 |

表格目录 (续)

| | |
|-----------------------------|-----|
| 表 5.23 假设 5 关键变量方差与稳定性..... | 111 |
|-----------------------------|-----|

图片目录

| | | |
|--------|---------------------------|----|
| 图 1.1 | 议价能力环比增速图..... | 3 |
| 图 1.2 | 商业信用、财务业绩及银行利率..... | 3 |
| 图 1.3 | 技术路线图..... | 8 |
| 图 1.4 | 研究模型..... | 8 |
| 图 4.1 | 中介作用检验程序..... | 50 |
| 图 4.2 | 产权性质对商业信用调节作用..... | 51 |
| 图 4.3 | 货币政策对商业信用调节作用..... | 53 |
| 图 4.4 | 非递归模型变量路径图..... | 56 |
| 图 5.1 | 货币政策对议价能力的调节作用..... | 65 |
| 图 5.2 | 货币政策对供应商议价能力的调节作用..... | 66 |
| 图 5.3 | 货币政策对客户议价能力的的调节作用..... | 67 |
| 图 5.4 | 货币政策对增量议价能力的的调节作用..... | 70 |
| 图 5.5 | 货币政策对增量供应商议价能力的调节作用..... | 71 |
| 图 5.6 | 货币政策对增量客户议价能力的影响..... | 72 |
| 图 5.7 | 产权性质对议价能力的调节作用..... | 76 |
| 图 5.8 | 产权性质对供应商议价能力的的调节作用..... | 77 |
| 图 5.9 | 产权性质对增量议价能力的调节作用..... | 78 |
| 图 5.10 | 产权性质对增量供应商议价能力的调节作用..... | 79 |
| 图 5.11 | 产权性质对增量客户议价能力的调节作用..... | 80 |
| 图 5.12 | 财务业绩中产权性质对商业信用中介调节作用..... | 90 |
| 图 5.13 | 市场业绩中产权性质对商业信用调节作用..... | 92 |
| 图 5.14 | 财务业绩中货币政策对商业信用中介调节作用..... | 96 |
| 图 5.15 | 市场业绩中货币政策对商业信用中介调节作用..... | 99 |

图片目录（续）

| | |
|--------------------|-----|
| 图 5.16 路径分析结果..... | 109 |
|--------------------|-----|

第一章 导论

企业业绩直接关系到企业的生存与发展。为了提高企业业绩，企业管理者努力甄别影响企业业绩的因素，趋利避害，提高生产经营水平。企业业绩的影响因素很多，其中议价能力是影响企业业绩的重要因素之一。探明议价能力与企业业绩之间的关系与如何合理利用议价能力提高企业业绩，日渐成为企业管理者和学者们关注的焦点。

1.1 研究背景

1.1.1 现实背景

1.1.1.1 企业融资环境堪忧

(1) 中国资金“脱实向虚”

近年来，随着房价的不断上涨，大量的闲置资本进入房地产等虚拟经济领域，进行投机套利活动，以之实现资本的增值。2016年9月29日，国际金融研究所与中国经济金融研究课题组在《中国经济金融展望报告》中指出，中国资金“脱实向虚”现象严重，资金没有从金融部门流向实体经济。主要是因为两种情况：一种情况是资金直接置于金融体系内部“空转”，或者是进行套利活动而没有进入实体经济，或是流转链条拉长，虽然最终可能还是进入实体经济，但是提高了实体经济的融资成本。另一种情况是资金流入实体经济过程中存在配置错位，主要表现是资金过度流向房地产而没有流入制造业^①。

(2) 企业再融资日趋困难

首先，现在债券发行在诚信、规模、利息及期限有严格要求。相比以前，企业再融资条件日趋苛刻。根据《公司债券发行与交易管理办法》（第113号令）的规定，发行人最近三年无债务违约或者迟延支付本息的事实，最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券1年的利息（如公开发行不少于债券一年利息的1.5倍，债券信用评级达到AAA级），债券的利率不超过国务院规定的利率水平（目前公司债发行利率普遍在5~8%），另外，公司债发行期限明确规定，其期限一般为3~7年。

^① 和讯网：<http://news.hexun.com/2016-09-30/186270008.html>，《中国经济金融展望报告》，2016-09-30。

其次，股票增发在资产和发行规模也有严格要求。其增发要求为：股份有限公司的净资产不少于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不少于人民币六千万元，上市公司申请非公开发行股票，拟发行的股份数量不得多于本次发行前总股本的百分之二十。

另外，银行信贷收缩，融资成本上升。从 2007 年起，中国货币政策开始趋紧，存款准备金率不断提高，从 2007 年的 9.00% 一路飙升，最高时达到 17.50%（中国人民银行网）。银行自留货币量与放贷减少，使许多企业陷入融资难的困境，资金流动性得不到保证、资金链容易断裂。面对此局面许多企业在应对资金短缺、解决自身生产经营紧张过程中，从银行获得的资金不足，不少企业不得不向民间借贷，甚至高利率借贷，这样更增加了企业融资成本、造成经营更加困难。

最后，信贷融资缺乏公平。在中国的金融体制下，银行系统存在严重的“所有制歧视”与“信贷配给差异”现象（苟琴等，2014）。由于中国国有企业的规模、资本结构与政治等优势，使其获得银行贷款的金额、期限明显高于非国有公司，相对而言，非国有公司可能存在严重的“融资饥渴”（张杰等，2013）。当市场上同时存在不同类型的借款者时，对于有些类型的借款者来说不管他们愿意支付多高的贷款利息，被排斥在信贷市场之外是极有可能的（陆正飞等，2009、李斌和江伟，2006）。而相对于非国有企业而言，国有企业存在“父爱效应”的庇护，即国有企业存在很强的“预算软约束”（Kornai, 1980、林毅夫和李志，2004 及田利辉，2005），政府往往倾向于要求银行放弃预算硬约束对企业的惩戒，反而可能迫使银行继续向亏损的企业进行贷款，以之维持其正常运作和支付员工工资（田利辉，2005）。

1.1.1.2 企业间竞争与合作并存

一方面，现代企业已经从单纯的横向市场销售竞争过度到纵向市场原材料采购竞争。企业为了减少库存压力，采取赊销的形式销售产品，同时，也为了降低成本，减少资金压力又获取预收货款。而另一方面，为了保持良好的客户关系，企业间又体现为合作关系。在上下企业资金周转困难时，企业主动提供商业信用。这种竞争与合作或者是竞争中蕴含合作的关系错综复杂，如何取舍该种关系成为企业生产经营管理的难题。而体现企业竞争力之一的议价能力在这种关系中扮演重要角色。从 2007~2016 年，企业综合议价能力（见图 1.1）增速极不稳定，不同年份甚至出现负增长，这种形式势必不能为企业带来持续稳定的信用融资，也给企业业绩稳定增长带来不利。如何实现企业议价能力的稳定增长，进而提高企业竞争能力，促进企业业绩提升是企业管理者也是学者们最为关注的问题。

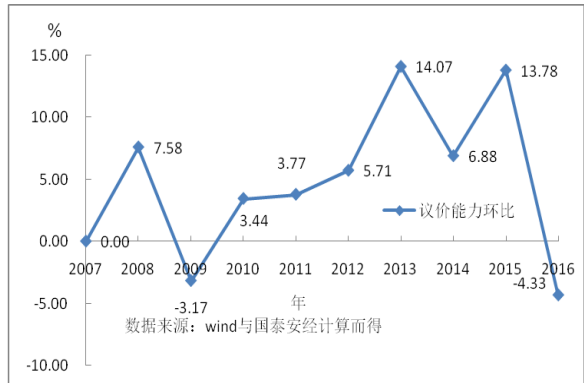


图 1.1 议价能力环比增速图

数据来源:wind 及国泰安整理计算

1.1.1.3 企业业绩不断下滑

近 10 年来，虽然上市公司（包括沪深两市）从 1550 增加到 3337 家（上交所和深交所同期数据），市场总资产不断增加，但公司业绩不断下滑。以中国上市公司中制造业的业绩（EBIT/期末总资产）为例，用公司期末总资产/年制造业总资产求得权重，通过加权求得每年制造业的业绩（见图 1.2），发现企业业绩增长逐渐下滑，并与商业信用融资呈同向发展趋势。同时，通过图 1.2 还发现，商业信用融资总是维持 3.2%左右，既然商业信用融资与企业业绩成同方向发展的趋势，是不是因为商业信用融资占总资产的比例不合理呢？那么，对于提高企业业绩来说，进一步探究商业信用融资与企业业绩之间的关系意义重大。此外，还发现企业业绩多数年份甚至低于 1 年期银行贷款利率且企业业绩均值（5.67%）小于 1 年期银行贷款利率均值（5.87%）

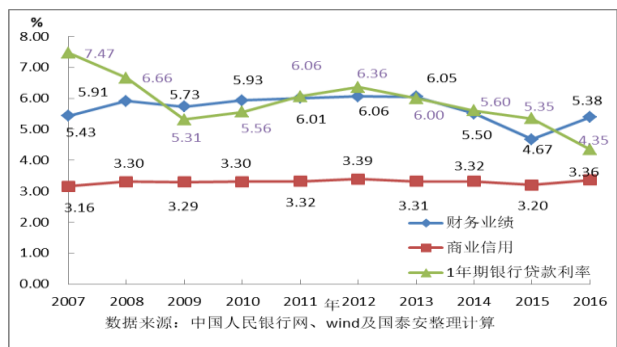


图 1.2 商业信用、财务业绩及银行利率

数据来源：中国人民银行网、wind 及国泰安整理计算

1.1.2 理论背景

目前关于议价能力、商业信用融资与企业业绩的相关研究，学者们聚焦于几个方面：第一方面是议价能力内涵的研究。Bacharach and Lawler（1981）、张军（2002）、孙建强和纪同臻（2011）及张春平（2016）等认为，企业的议价能力具体包括两个方面：一方面是企业与下游企业（客户）之间讨价还价的能力；另一方面是企业跟上游企业（供应商）之间讨价还价的能力。但是没有对企业供应商与客户议价能力作出综合评价；第二方面是商业信用融资内涵研究。Elliehausen and Wolken（1993）、孙智英（2002）、张新民等（2012）、张杰、刘元春等（2013）等对商业信用融资内涵一致认可，企业在供应链中，在上下游企业交易商品或提供服务时，由于商品（服务）与资金在时间和空间上的分离，因而形成的企业间的货款延迟支付，即卖方允许买方在获得货物后可以不必立即支付货款，而是延迟一段时间后再进行支付；或者作为企业的卖方提前预收货款，而延期交货（或提供服务），这就相当于卖方（买方）赋予买方（或卖方）的一个短期融资。第三方面，议价能力与商业信用融资的相关研究。Van Horen（2005）、徐淳厚等（2006）、郭红莲等（2008）、徐志坚（2011）、李任斯、刘红霞（2016）、江伟等（2017）等，从供应商与客户集中度对企业商业信用融资影响做了研究，没有取得一致的结论，即供应商、客户集中度对企业商业信用融资影响是正向还是负向的影响，这些学者只是做了类似议价能力对企业业绩影响的，没有进一步研究议价能力对商业信用融资影响的研究；第四方面，议价能力与企业业绩的相关研究。Porter（1979）、Ghemawat（1986）、唐跃军（2009）、冯晓丽和史震阳（2017）、黄新建和张德勤（2017）及王立荣等（2017）等从产品定价角度研究了议价能力与企业业绩之间的关系，一致认为议价能力确实影响企业业绩。但是他们没有从融资的角度分析研究议价能力对企业业绩的影响；最后一个方面，商业信用融资与企业业绩的相关研究。Ferris（1981）、Biais & Gollier（1997）、Fisman（2001）、Messmacher（2001）、Wilson & Summers（2002）、Wilson & Summers（2002）、Fisman & Love（2003）、Burkart & Ellingsen（2004）、Guariglia & Mateut（2006）、Anastasia & Wilson（2004）、刘凤委等（2009）、石晓军和李杰（2009）、陈运森等（2010）、Summers & Wilson（2010）、石晓军，张顺明（2010）、Cuñat, V., & Garcia-Appendini, E.（2012）、祁琳（2012）、刘红晔和郭汀莹（2012）张杰等（2013）等学者只分析研究了商业信用融资与企业业绩之间的关系。因此，目前学者们关于议价能力、商业信用融资与企业业绩之间研究是片段式的研究，没有将议价能力、商业信用融资与企业业绩作为一个有

机整体进行研究。基于此，文章将基于融资的视角，探寻议价能力对企业业绩的影响机理，厘清议价能力、商业信用融资与企业业绩三者之间的关系是很有必要且有意义的。

显然，针对本论文的研究主题“议价能力、商业信用融资与企业业绩研究”的现实背景与理论背景，开展相关研究是具有很强的现实意义与理论探索价值。

1.2 研究意义

在以上述背景下，为增强企业的竞争能力，提高企业业绩，开展议价能力、商业信用融资与企业业绩研究具有很强的理论参考价值 and 现实指导意义。

议价能力是衡量企业竞争力强弱的重要指标之一。客观合理地评价议价能力，在企业经营管理中尤显重要。议价能力的强弱不仅直接影响企业业绩，而且还极大地影响企业商业信用融资。理顺议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系，把握议价能力对业绩的影响机理，正视并发挥商业信用融资在企业业绩中的重要作用，对提高企业竞争力，优化融资结构，提升企业业绩尤为重要。

本研究意义：

(1) 企业议价能力是商业信用融资的前提，探寻企业议价能力综合评价方法，为企业更好把握原材料供应商的选择权、拓宽产品销售市场及提高企业竞争能力提供理论参考。

(2) 探索在不同产权性质与货币政策时，议价能力对企业商业信用融资的不同影响，不仅为企业解决融资问题提供新的融资渠道，而且也为企业降低融资成本、优化融资结构及提高企业业绩提供新的视野。

(3) 厘清议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系，从融资的视角研究议价能力对企业业绩的影响，为议价能力与企业业绩相关研究注入新的研究内容，即商业信用融资这一中介变量，是议价能力与企业业绩研究的延续、丰富和发展。

1.3 研究主要问题

本文利用 2007—2016 年 A 股制造业 404 家上市公司 2220 个样本数据，基于讨价还价理论、融资比较优势理论、商业信用再分配理论、替代性融资理论及信号传递理论五个理论，主要使用定量分析研究方法进行分析研究，着重回答以下 3 个主要问题：

(1) 议价能力评价方法不全面、不客观及不合理的问题

在文献搜集与梳理中发现现有学者对企业议价能力的度量评价是孤立地从供应商议价能力和经销商（客户）议价能力两个方面进行评价。目前这些评价方法缺乏一个真实合理反映议价能力的综合指标。文章使用熵权法度量企业的议价能力，该法能全面、客观及合理地反应企业议价能力，弥补现有学者在研究议价能力度量时，缺乏将供应商议价能力与经销商（客户）议价能力综合评价的不足，以增强企业议价能力的适用性与真实性。

（2）议价能力对企业业绩影响机理模糊的问题

在以往学者对议价能力对企业业绩影响的研究中，都是基于“议价能力——采购与销售定价——企业业绩”影响路径的研究思路，分析研究议价能力对企业业绩影响。他们强调的是原材料与产品销售价格的变化所引起的企业业绩的变化，但忽略了“议价能力——商业信用融资——企业业绩”这一影响路径，从而导致了议价能力对企业业绩影响机理模糊的问题。文章通过研究商业信用融资的中间作用，进一步探明议价能力、企业商业信用融资与企业业绩之间的运行机理，解决现有研究关于议价能力对企业业绩影响作用机理模糊的问题。

（3）业绩评价指标不具有可比性和不全面的问题

目前，对企业业绩评价方法很多。单指标度量的简单但不全面，多指标度量综合性但数理处理有信息遗损，同时大部分学者还忽略了资本结构对各指标的影响，因而缺乏可比性。因此，文章用息税前利润/总资产（EBIT/A）衡量企业财务业绩，解决企业财务业绩在不同的资本结构中不具可比性的问题。同时，为了业绩评价指标不失全面性，用托宾 $Q = (\text{年末流通股市值} + \text{非流通股数} \times \text{每股净资产} + \text{期末总负债账面价值}) / \text{期末总资产账面价值}$ 作为衡量企业市场表现的市场业绩。

1.4 研究内容与框架

1.4.1 主要研究内容

文章通过观察中国上市公司的生产经营管理的实际情况，通过相关文献的查阅和梳理，将研究的对象定义议价能力、商业信用融资与企业业绩三者之间的关系。为了达到研究目标：探寻企业议价能力的综合评价方法，以全面、客观与合理地反应企业议价能力，增强企业议价能力的适用性及真实性；探索在不同产权性质与货币政策时议价能力、商业信用融资对企业商业信用融资的不同影响，以之正确选择融资渠道，优化融资结构，降低融资成本；理顺议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系，把握议价能力对业绩的影响机理，正视并发挥

议价能力与商业信用融资在企业业绩中的重要作用，以之进一步提高企业竞争力，提升公司业绩，文章安排了以下几个主要的研究内容：

（1）议价能力综合度量方法。这部分内容主要是解决当前学者们评价议价能力时，存在将供应商议价能力与客户（经销商）议价能力相互分离、互不联系的度量的问题。该部分内容为研究难点。

（2）议价能力对商业信用融资影响。在现有学者研究的基础上，将供应商与客户集中度对企业商业信用影响的研究，提升到议价能力对商业信用融资影响的研究高度，并进一步地进行理论探究。

（3）议价能力对业绩影响。以现有学者的研究为基础，寻找新的研究视角，提出从融资的视角重新分析探索议价能力对企业业绩的影响。

（4）商业信用融资的中介作用。此内容主要是探讨商业信用融资的中介作用是否存在与不同货币政策和产权性质对商业信用融资中介作用的不同影响。该内容为研究的重点内容也是研究的难点。

（5）议价能力、商业信用融资与企业业绩之间的关系。以前面部分内容为为基础，进一步探索议价能力、商业信用融资与企业业绩之间的关系，发掘它们之间的内在影响机理，提出提高企业业绩的途径与方法。

1.4.2 研究框架

为了使研究内容逻辑清晰、研究目标明确。首先通过使用熵权法对上市公司议价能力进行评价，然后在此基础上，探寻议价能力对企业商业信用融资的影响，紧接着探索企业商业信用融资对企业业绩的影响，在确认商业信用融资具有中介作用之后，再理顺议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系。最后提出相关建议对策：合理选择与把控供应商与客户来源和数量，提升企业竞争力，充分发挥商业信用融资作用，降低融资成本，优化融资结构，提高公司业绩。该研究遵循从发现、分析到解决问题的逻辑思路。同时，为了体现各研究内容之间逻辑关系的严谨性，必须做到前一研究成果是后一研究成果的基础，体现从一般到特殊，从抽象到具体，环环相扣，层层推进的科学研究思路，因而在不同的研究内容中融入不同的研究方法，充分保障研究方法的科学性。为此，本文特设立如下技术路线图（见图 1.3）：

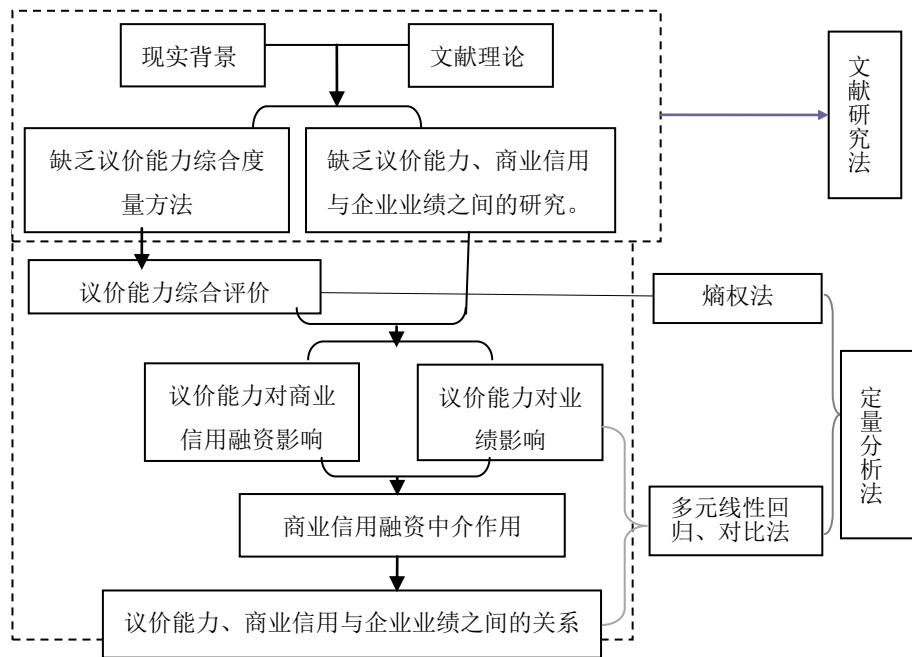


图 1.3 技术路线图

来源：作者整理

1.4.3 研究模型

为使研究思路清晰，研究过程顺利，正确把握各个变量之间的内在联系，特设计如下研究模型（见图 1.4）：

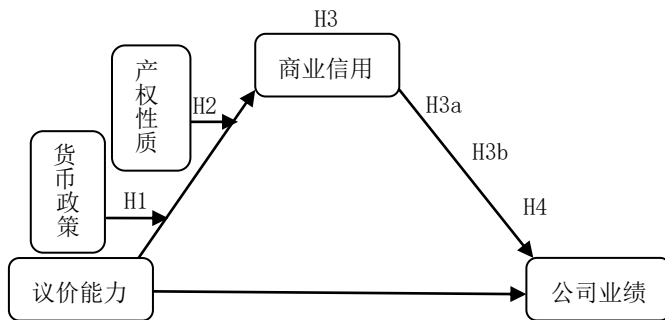


图 1.4 研究模型

来源：作者整理

图 1.4 是在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，反映议价能力、商业信用融资及公司业绩之间关系的研究图。其中，H1—H4 为研究假设：H1 中议价能力为解释变量，货币政策为调节变量，商业信用融资为被解释变量；H2 中议价能力为解释变量，产权性质为调节变量

商业信用融资为被解释变量；H3 中议价能力为解释变量，商业信用融资为中介变量，公司业绩为被解释变量；H3a 中议价能力为解释变量，商业信用融资为中介变量，产权性质为调节变量，公司业绩为被解释变，H3b 中议价能力为解释变量，商业信用融资为中介变量，货币政策为调节变量，公司业绩为被解释变量；H4 中上一期企业业绩为自变量，商业信用融资为因变量。此外，在商业信用融资对公司业绩影响中没有将货币政策与产权性质作为调节变量，其主要原因是：货币政策与产权性质通常在企业商业信用融资获取过程中与获取额度上产生很大的影响（Meltzer, 1960、Stieglitz, weiss, 1981、Cumby, 1983、Diamond, 1991、Petersen and Rajan, 1997、Nilsen, 2002、Fisman and Love, 2003、石晓等, 2010、陆正飞和杨德明, 2011 及刘飞, 2013、等），而在获得商业信用融资之后，商业信用融资已经是一个存量。那么商业信用融资这个存量对企业业绩的影响，更多的是体现在企业对商业信用融资的使用，即属于投资的范畴。而货币政策与产权性质影响企业的资金投资收益的大小，不属于本文研究的重点。因此，在商业信用融资对公司业绩影响中没有将货币政策与产权性质作为调节变量研究。

1.5 研究方法

为了便于数据收集与整理、分析问题及理论探索，很好地达到研究目标，文章主要采用了文献研究法、混合研究法与对比研究法。

（1）文献研究法。通过搜集与梳理相关文献，发现缺乏议价能力综合度量方法与议价能力、商业信用融资与企业业绩之间的研究。

（2）理论分析与实证分析相结合的方法。本文以讨价还价理论、替代性融资理论、比较优势理论、商业信用再分配理论及信号传递理论为基础，从理论上分析议价能力与商业信用融资对企业业绩之间的内在联系，并提出假设。同时通过收集二手数据（股票行情软件、东方财富网、wind 及国泰安数据等），运用定性与定量相结合的分析方法进行分析研究，其中运用定性方法将货币政策松紧与企业产权性质进行区分，运用熵权法对议价能力进行评价，运用多元回归与比较法研究议价能力对商业信用融资的影响及议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系。

（3）对比研究法。在不同货币政策与企业产权性质下，研究议价能力对商业信用融资与企业业绩的不同影响时，通过对比不同货币政策与企业不同产权性

质下议价能力对商业信用融资与企业业绩影响的不同，进而分析研究货币政策与企业产权性质的调节作用。

1.6 研究创新

与以往研究不同，本文的创新主要体现在评价方法创新与研究理论的完善发展两个方面。

(1) 评价方法创新

目前比较普遍采用的度量议价能力的方法是市场集中度计算方法，其计算公式为： $CR_n = \sum_{j=1}^n x_j / \sum_{j=1}^N x_j$ ，其中 CR_n 为市场集中度， N 为供应商（客户）总数， n 为要考察的前 n 个最大的供应商或客户的采购或销售金额占全部采购或销售金额的比重衡量供应商或客户议价能力（唐跃军，2009、李任斯和刘红霞，2016）。通过观察计算公式，容易发现该种计算方法的一些不足：首先，集聚度的测算计算容易受到 n 值选取的影响；其次，忽略了交易额最大供应商（客户）之外其他供应商（客户）交易额分布情况；最后，也不能反应企业内供应商（客户）之间的结构与分布的差别（姜倩倩，杨丽华，2010、吴雷，2013）。此外，现有关于议价能力的研究是将客户与供应商议价能力进行孤立评价，所得结果不能反映数据之间的信息联系，不能全面反映议价能力。

为了克服现有学者们关于议价能力代理指标计算方法的不足，同时鉴于 20 世纪 50 年代由经济学家奥里斯·C·赫芬达尔提出的赫芬达尔—赫希曼指数（Herfindahl-Hirschman Index，简称赫芬达尔指数）的优良特性，本文拟采用赫芬达尔指数（其计算公式为： $HHI = \sum_{i=1}^n (X_i / X)^2$ 。其中， HHI 为赫芬达尔指数， X_i 为某企业 i 供应商（客户）的交易额， n 是小于企业所有供应商（客户）数， X 为所有供应商（客户）交易总额）计算客户与供应商的议价能力。然后用熵权法将供应商议价能力与经销商（客户）议价能力两个孤立衡量议价能力的指标融合为一个全面、客观与合理的综合指标，使供应商议价能力与经销商（客户）议价能力有机地结合在一起，增强企业议价能力的真实性与适用性。

(2) 研究理论的完善发展

已有文献的研究仅限于议价能力影响企业绩效（唐跃军，2009、El-Tawy N, Galliar D, 2011、黄新建和张德勤，2017 等）、议价能力影响商业信用（Van Horen, 2005、徐志坚，2011、李任斯和刘红霞，2016、江伟等，2017 等），以及商业信用对企业绩效的影响（Summers &Wilson, 2010、应千伟，2013、邓

路和曲悠，2016 等），没有揭示议价能力影响企业绩效的内在机理，不能真实反映三者之间的关系。

因此，探索议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系，将议价能力、商业信用融资及企业业绩作为一个有机整体进行研究。从融资的视角研究议价能力对企业业绩的影响、议价能力对商业信用融资的影响及商业信用融资对企业业绩的影响，为议价能力与企业业绩相关研究注入新的研究内容，即商业信用融资这一中介变量，是议价能力与企业业绩研究的延续、丰富和发展。

1.7 本章小结

这一章介绍了研究背景，阐述了研究意义，并提出了议价能力评价方法不全面、不客观及不合理；议价能力对企业业绩影响机理模糊；企业业绩评价指标不具有可比性和不全面三个主要问题。运用文献研究法、理论分析与实证分析相结合的方法及对比研究法拟对议价能力综合度量方法、议价能力对商业信用融资影响、议价能力对业绩影响、商业信用融资的中介作用及议价能力、商业信用融资与企业业绩之间关系四个主要内容进行研究，试图在评价方法上有所创新和议价能力与企业业绩相关研究中注入新的研究内容。

第二章 研究现状

本章通过对现有关于议价能力与商业信用融资、议价能力与企业业绩及议价能力、商业信用融资与企业业绩三个方面研究的把握与梳理，发掘现有研究的不足，并寻找研究的切入点，以及阐述本研究的意义。

2.1 议价能力与商业信用融资

(1) 议价能力内涵

讨价还价理论最早出现在 1956 年托马斯·谢林《讨价还价漫话》中指出，讨价还价理论由合作博弈的讨价还价理论和非合作博弈的讨价还价理论两部分组成。而合作博弈的讨价还价理论与非合作博弈的讨价还价理论的区别主要在于相互作用的当事人之间是否有一个具有约束力的协议（孙建强和纪同臻，2011）。如果有约束力的协议存在，那么就是合作博弈；反之，则是非合作博弈。目前经济学家们所涉及的博弈论通常是指非合作博弈，但从理论上讲在一定条件下，合作博弈与非合作博弈是完全等价的（张军，2002）。

早在 20 世纪 80 年代，议价能力的概念就被引入供应链的相关研究，学者们开始关注在上下游企业博弈中议价能力所起到的作用。Schelling（1956）将议价能力定义为谈判双方（或多方）通过不同的谈判策略与对方达成协议或者影响谈判结果的能力。为了对议价能力的深入理解，不妨先介绍 Porter（1980）五力模型，该模型从五个方面分析了外部因素对于企业的影响，这其中一项就包括供应商的议价能力。Porter（1980）分析指出，同一行业中的供应商数量越少，供应商的议价能力就越强，这将导致供应商提高原料的卖价，从而提高了下游企业的生产成本，进而影响下游企业的业绩；反之，同一行业中供应商数量越多，供应商的议价能力就越弱，这样将降低下游企业的原料成本，进而促进下游企业的业绩提升。

因此，根据现有学者关于议价能力的定义，易知企业议价能力应该包括两个部分：一是供应商议价能力，是指企业（客户）向供应商（卖方）购买原料（或服务）时，供应商（卖方）争取获得较好价格的能力；二是经销商（客户）议价能力，是指买方（客户）采用压低价格、要求提高的产品质量或索取更多的服务项目等竞争手段，从卖方与竞卖者彼此对立的状态中获取利益的能力。

同时，基于议价能力的内涵也延伸出了很多关于对议价能力的前因研究，丰富了如何判断议价能力强弱方法，营造了良好的对议价能力影响因素探索及其相关理论研究学术氛围。

Bacharach and Lawler (1981)认为对议价能力影响程度取决于谈判者对于谈判结果的依赖程度与可供选择的谈判方法的多少，也即谈判者对其谈判的结果依赖越小，谈判者可供选择的谈判方法越多，其议价能力越大，反之亦然。而此之后的研究主要是从采购量、转换成本、专用性及产业集中度等因素进行研究。

唐建民(2006)的研究表明，客户采购的议价能力受到供需双方数量、战略性资产、独占性资源、购买方式、关系专用性资产、盈利能力、品牌溢价、信息透明度等多种因素的影响。

何彤(2011)比较深入地分析了采购议价能力的影响因素，通过研究表明，采购议价能力与采购数量呈正相关关系和买家对市场的影响力呈正相关关系及买家掌握的信息量呈正相关，与买家从该项采购的获利量呈负相关，与其执行人议价诱因呈正相关，与采购品金额占买家采购总金额比例值呈正相关，与商品标准化程度呈负相关，与交易双方的关系质量呈负相关，与买家的品牌忠诚度呈负相关，与替代品多寡呈正相关，以及与转换成本呈正相关关系。

徐志坚(2011)通过对中国房地产企业的研究，指出房地产企业资产负债率与其采购的议价能力呈正相关关系。

戴丽华和池仁勇(2012)通过对中国浙江企业的研究，表面企业独占性与其采购议价能力呈正相关，提高独占性可以提升采购议价能力，在众多影响议价能力影响的因素中，市场独占性对采购议价能力的影响是最大的，其次才是品牌独占性和技术独占性对采购议价能力的影响。

池仁勇和朱帆(2012)通过研究表明市场特征、企业特征、消费者特征与企业采购议价能力呈显著的正相关关系。

张欣和孙刚(2013)研究表明，议价能力显著影响出口价格；国外企业的采购议价能力较强，中国出口商产品的出口价格就低于基准价格；产业集中度的越高企业出口议价能力越强，即提高产业集中度相对应的就降低了国外进口企业采购的议价能力。

刘海洋等(2013)认为，企业的所有制形式也是影响企业的采购议价能力的重要因素。通常情况下国有企业采购议价能力低于民营企业和外资企业的议价能力，同时也低于进口交易伙伴的议价能力。

(2)商业信用融资内涵

作为赊销赊购的商业信用出现的历史悠久,西方国家最早出现在中世纪的欧洲。一开始是在原始的简单集贸市场上,商人可允许顾客先获得到商品,然后顾客在规定的期限内支付款项(Ellehausen and Wolken, 1993)。而中国商业信用出现更早,商业信用最开始是作为赊销行为出现在先秦时期,而在宋代得到广泛运用(孙智英, 2002)。商业信用最开始是一种消费信用,但随着经济和社会发展,消费者(经销商)与厂商、厂商与厂商之间的经济活动逐渐频繁,主要是上游厂商以商品让渡的形式(赊销)给下游厂商授信,因而商业信用便以一种盈利或投资信用的形式出现。经过多年的发展,现在商业信用已成为企业重要的短期融资渠道,也是企业解决企业短期资金短缺的重要的方式。目前学者对商业信用内涵的理解基本一致,张新民、王珏、祝继高(2012)、张杰、刘元春、翟福昕、芦哲(2013)等认为企业在产业链中,在上下游企业交易商品或提供服务时,由于商品(服务)与资金在时间和空间上的分离,因而形成的企业间的货款(或服务费用)延迟支付,即卖方允许买方在获得货物(或接受服务费)后可以不必立即支付货款,而是延迟一段时间后再进行支付。这就类似于卖方提供给买方的一个短期融资,或者作为企业的卖方提前预收货款,而延期交货(或提供服务),这其实等于买方赋予卖方的一个短期融资。

(3) 议价能力与商业信用融资

为什么企业会提供商业信用呢? Van Horen (2005) 用商业信用的竞争假说回答了这一问题。Van Horen 认为在激烈的市场竞争中,当企业面对同行业竞争者较多的时候,相对于客户来说,企业的谈判力量就会降低。为了避免失去客户,供应商更愿意提供给商业信用给客户,以之锁定目标客户,即便是那些受到融资约束与商业信用成本很高的企业也是如此。Boissay, F., & Gropp, R. (2007) 通过研究表明,流动性短缺的企业会更多使用供应商融资,以之转嫁流动性短缺风险,力图达到渡过困境的目的。当企业生产成本较低时,供应商甚至会主动向买方提供商业信用,这不仅可以缓解供应链的融资约束,而且还可以提高商品的销售率。

目前关于议价能力与企业商业信用融资关系的相关研究甚少,没有学者明确提出议价能力与商业信用融资之间内在关系,只有少量隐含这一联系的研究。这些研究主要基于两个视角:一是在企业商业信用融资中供应商与客户集中度是竞争还是合作关系,二是供应商与客户对商业信用影响的单独与共同作用。

①基于供应商与客户对商业信用的影响是单独还是共同作用的研究视角。

方明月(2014)认为现有文献常常只考察了企业商业信用融资的一方面,亦或供应商提供给目标企业的商业信用(应付账款)的情况,亦或目标企业提供给下游企业的商业信用(应收账款)的情况。几乎没有文献综合考察目标企业的应

付账款和应收账款的情形。在现实中企业的应收账款代表“前向信用”，而企业的应付账款代表“后向信用”，它们是完全相反的两个信用机制，因而市场竞争程度对“前向信用”与“后向信用”的影响也应该是不相同的。在同年，方明月还利用中国工业企业数据库，企图解决供应商与客户对企业商业信用的共同影响。经研究发现，当企业面临松的财务约束时，市场竞争程度越强企业提供给下游客户的应收账款比例越高，但企业从供应商那里获得的应付账款比例不受影响；当企业面临严重的财务约束时，市场竞争程度越强的企业的应付账款比例越低，同时企业的应收账款比例也不受影响。

Fabbri, D., & Klapper, L. F. (2016)也只单方面研究了供应商集中度对商业信用供给的影响。他们使用中国企业数据，经研究发现对客户集中度较低的供应商更有可能提供商业信用与较长的付款期。

②基于供应商与客户集中度对企业商业信用融资的竞争与合作关系的研究视角。

首先，有些认为供应商与客户集中度对企业商业信用融资是竞争关系：

徐淳厚等（2006）认为企业的供应商集中度较大时，供应商则会要求企业提前付款，以减少企业的赊销，而客户集中度较大时，客户则会要求企业提供更长的付款期限及更多的赊销，使企业的商业信用融资减少，流动性受到侵占。郭红莲等（2008）也认为供应商、客户集中度的增大会减弱企业的谈判能力，但没有涉及如何影响企业商业信用融资。

徐志坚（2011）在《房地产企业议价能力与资本结构——基于上市公司面板数据的实证研究》一文中，也指出企业的行业地位越高，在与供应商和客户眼里也会举足轻重，从而可以在谈判中较易获得主动性，同时企业可以依靠自己强大的议价能力获取更多的上下游资金，使得其资本金结构中负债比率变大。

马黎珺等（2013）运用中国制造业 2003~2009 年上市公司的数据，分析研究了企业主要供应商集中度对企业商业信用融资行为的影响，研究表明，企业客户集中度越高，企业则更可能提供商业信用，相反公司供应商的集中度下降，则更可能获取商业信用。

江伟等（2017）指出，强势买方利用在市场中的优势地位将自身资金压力与经营风险借助商业信用渠道向上游供应商转移，这种行为势必导致那些客户集中度高的供应商面临更加严酷的外部融资压力。

李艳平（2017）认真思考了供应链关系对企业商业信用的影响，认为当企业的供应商、客户关系型交易的所有交易中比例过高时，即企业只与少数几个供应商与客户进行交易，企业的议价能力会降低。为验证该观点，该学者通过使用

上市制造企业 2009~2014 年的数据为样本，探索了供应链关系型交易对企业商业信用融资的影响。其结果表明，供应商关系型交易比例增高，会降低企业对商业信用的获得，而客户关系型交易比例增高，则会增加企业商业信用的供给。

其次，认为客户与供应商集中度对企业商业信用融资的影响是竞争中蕴含合作的关系，主要有以下学者支持该理论。

与竞争关系相反，王雄元等（2015）认为客户关系可以发挥产业整合效应，降低或提高企业的商业信用，利用 2009~2011 年我国 A 股制造业上市公司为样本，对其进行了研究。结果发现，主要客户销售占比越高，企业提供的商业信用就越高，但随着企业与客户关系的稳固关系加深，企业为强势客户提供的商业信用反而还会下降。这主要是因为具有稳固度较高的强势客户更可能更加“体恤”企业所处的财务处境，而相应减少对企业商业信用的占用。同时，在货币紧缩时期，与企业具有稳定关系的强势客户在商业信用上会更加“体恤”企业。这也表明稳定客户关系在中国可以更多呈现合作效应，对强势客户商业信用具有削弱效应。

李任斯，刘红霞（2016）在研究供应链与商业信用融资关系时，指出供应链二元关系的企业和三元关系的企业，商业信用融资有较大差异。置于二元关系下，企业与供应商之间和企业与客户之间则表现为具有很强的竞争关系，供应商集中度与客户集中度越大，企业获得的商业信用融资则越少。而置于三元关系下，企业与供应商、客户之间的竞争关系会减弱，合作关系则会增强，当供应商集中度、客户集中度同时较大时，供应商与客户会同时为企业商业信用融资提供支持，企业商业信用融资能力反而增加。

综上，迄今没有发现关于议价能力对商业信用融资影响的研究，只有关于企业供应商与客户集中度对企业商业信用影响的研究，且学者们主要基于两个视角：一是客户与供应商集中度在企业商业信用融资中的竞争与合作关系，二是供应商与客户集中度对企业商业信用融资的单独与共同影响进行了比较深入的研究，但没有取得一致的结论，更没有将供应商与客户集中度提升到议价能力如何影响商业信用融资的高度，并对议价能力与商业信用融资的关系作进一步理论研究。

2.2 议价能力与企业业绩

关于议价能力与企业业绩之间关系的研究最早关注的是 Porter。在 1979 年，Porter 就明确了供应商（客户或经销商）议价能力对企业业绩的影响是客观存在

的，并指出行业内存在供应商议价能力、经销商(客户)议价能力、新进入者的威胁、替代产品或服务之威胁及现有竞争者的竞争等五种作用力影响产品的价格和成本及必要的投资及产业结构，从而最终影响公司业绩。一年以后 Porter 通过研究又发现供应商(客户或经销商)议价能力对企业业绩是负相关的，并认为如果公司在—一个(或较少)供应商处采购大量的原材料(服务)，那么供应商的产品价格和—质量的一—定会发生变化，而该种变化更有可能对公司的生产经营活动产生重要影响，即供应商拥有较强的议价能力，可能通过降低产品质量、提高产品价格获取更多利润，这就定会削弱公司的盈利能力，影响企业的业绩。与之相反，同一行业中公司的供应商数目越多，供应商的议价能力就会越弱，这样下游企业可以通过降低原料成本，提高公司的盈利能力，促进下游企业业绩的提升。自此之后的研究都是基于 suutari (2000) 的研究思路，即供应商议价能力的大小直接影响公司获取原材料(服务)的成本，而经销商(客户)议价能力的大小则直接影响公司产品(服务)的销售价格，那么供应商和经销商(客户)议价能力则直接影响公司的整体业绩。基于该研究思路，张春平(2016)指出企业与供应商、客户的议价能力是一种相互竞争的关系，该种竞争关系直接影响着企业的获利能力。她以 2014 年沪深两市制造业上市公司的经验数据为样本，对议价能力与企业绩效之间的关系进行了研究，分别就供应商和客户议价能力对企业绩效的影响进行了考察，研究表明供应商集中度、客户集中度与企业业绩之间存在着负相关关系，即供应商的集中度越高，供应商的议价能力越好，企业绩效就越差；客户的集中度越高，客户的议价能力就越好，企业的绩效就越差。黄新建与张德勤(2017)利用中国中小板和创业板制造业企业的—数据分析研究了企业的客户集中度与企业业绩之间的关系，也同样发现当某下游客户采购量占比企业销售总额较大时，买方垄断势力就会使得客户的议价能力增强，客户就会要求企业降低价格与提高产品和服务质量。这样势必使企业处于谈判劣势，利益就会被客户侵占，企业的业绩受到负面影响，下游客户会依靠其强势的议价能力迫使企业进行一些不平等交易，从而来转移成本，最后表明客户集中度与企业业绩负相关。

同时，还有学者将供应商与客户(或经销商)的议价能力对企业业绩的影响置于不同的情景之下，进行分析讨论。如王立荣等(2017)以高端制造业的上市公司为样本，分享研究了供应商与客户集中度对企业绩效的影响。通过分析总资产回报率，发现供应商、客户集中度是通过议价能力、交易成本、资产利用效率等内在机制来影响企业绩效。进一步研究发现，供应链间博弈关系所造成的议价能力和信用支付会负面影响企业绩效；而供应链间的合作关系所造成的交易成本降低以及资产利用效率的提高，则会正面影响企业绩效。

相反，持有相反观点的学者认为供应商与客户（或经销商）议价能力是正向影响对企业业绩的。以下是按时间先后顺序对这些学者的研究进行了梳理。

Ghemawat（1986）认为，当公司拥有数量众多的供应商，而在每一个供应商处的采购量占其总采购量的比例较少时，公司对单一供应商的依赖程度就会降低。那么作为议价能力较弱的供应商，就不得不卷入较为激烈的市场竞争之中，争相为公司提供价格较低且质量较高的产品或服务，这定会有助于提高公司的盈利能力。

Gal-Or, E., Gal-Or, M., & Dukes, A.（2004）基于提高采购企业自身议价能力的角度，研究了采购议价能力对企业价值的影响。研究表明，采购企业通过兼并收购等手段进行前向或后向的一体化，在行业取的垄断地位，将有助于提升其企业的价值。

王卓等（2005）指出，供应商品牌力度与采购企业网络规模均是企业博弈中议价能力的重要因素，这两者都将影响采购企业的议价能力，进而影响企业在供应链上长期合作中的利润分配。

胡鸿轲（2008）通过分析中国电商企业国美与苏宁的财务数据，发现强议价能力能较多占用上下游的资金使它们获得了可观的财务收益。

El-Tawy N, Galllear D（2011）也表明采购企业与供应商建立一种良好稳固的合作伙伴关系，不仅有助于企业采购议价能力的提升，而且也对提升企业的价值有十分重要的作用。

Rogério Odivan Brito Serrão 等（2010）认为供应商和企业的关系将会以提高或降低企业议价能力的形式影响企业的价值。

姜弋戈（2012）在对采购管理进行研究时，指出采购企业可以运用集中采购的管理措施，以提升其采购的议价能力，以之实现提高企业价值的目的。

Patatoukas（2012）在研究客户集中度是否与如何影响供应商企业的基本面和企业股票市场价值时，发现客户集中度正向影响同期的会计回报率。

黄晓波等（2015）以 2007~2012 年上交易所和深交所制造业上市公司作为研究样本，对客户集中度如何影响公司的经营业绩、经营风险和市场表现进行实证研究。结果发现，客户集中度的提高会使经营业绩和经营风险同时下降，客户集中度的上升对资本市场的价格反应是积极的和正面的影响。

田志龙（2015）利用在深圳证券交易市场上市的中小企业板的制造业企业的相关数据，采用多元回归的分析方法研究客户集中度对中小企业绩效的影响。研究结果表明，中小企业客户集中度对企业绩效有显著正向作用；通过对比不同类型制造业中的客户集中度对企业绩效的影响，进一步发现工业品制造企业的客户

集中度显著正向影响企业绩效,但这种企业客户集中度对于企业绩效的正向影响在消费品制造企业中并不明显。

更进一步地,另一些学者认为供应商(客户或经销商)议价能力对企业业绩之间的关系,并非简单的线性关系,而是非线性的关系。这方面研究的学者很少,如唐跃军(2009)对议价能力与公司业绩之间的关系做了更深入研究,利用来自2005~2007年中国制造业上市公司的相关数据,探索了企业供应商和经销商(客户)议价能力对公司业绩的影响,结果表明供应商与经销商(客户)的集中度和议价能力越低,公司业绩越好,但随着集中度和议价能力的增强,公司业绩反而下降,即供应商的集中度和议价能力与公司业绩之间呈现出一种倒“U”形的关系。冯晓丽和史震阳(2017)研究同样指出,客户集中度对企业营业收入水平存在正“U”型关系,当客户集中度低于某一临界值会降低企业收入水平,高于这一临界值则提高其收入水平,同时企业与客户的战略合作关系也可以帮助企业提高其收入水平。

综上,目前学者关于议价能力与企业业绩的研究,都是基于产品定价的视角分析研究了在产业链中上、下游企业之间的竞争中,议价能力使供应商产品(服务)价格和质量发生变化,进而影响企业的采购成本,再由企业生产成本的变化,进而影响企业的业绩。可见,目前学者在研究议价能力与企业业绩的关系时,没有从融资的角度分析研究由议价能力对企业商业信用融资的影响而引起的企业融资成本变化对企业业绩影响。

2.3 议价能力、商业信用融资与企业业绩

目前,学者们关于议价能力、企业商业信用融资与业绩之间关系的相关研究,除了前文所述的类似议价能力(未提升到议价能力)对企业商业信用融资影响的研究和议价能力对企业业绩影响的研究外,还有企业商业信用融资与企业业绩之间关系的研究。

关于商业信用融资与企业业绩之间关系的研究,学者们主要是从商业信用融资的功能入手,揭示其对企业业绩的影响。

(1) 商业信用产生动机研究

学者们认为商业信用融资的动因主要集中在以下几个方面:一方面,商业信用融资可以缓解企业流动性的不足,这是最基本的作用。Biais & Gollier(1997)、Fisman & Love (2003)、Burkart & Ellingsen (2004)及 Cuñat, V., & Garcia-Appendini, E. (2012)等学者认为,在企业面临突发性的资金短缺困难时

能及时得到解决，获得短期融资，从而保障了企业的正常生产经营，推动了资金周转的运行速度，缓解流动性冲击；另一方面，商业信用融资提高企业价值：一是降低融资成本，Anastasia & Wilson (2004)、刘凤委等 (2009)、陈运森等 (2010) 石晓军和李杰 (2009) 认为相对银行信贷而言，商业信用融资成本较低，商业信用融资可以减少预付账款和应付票据的使用，简化程序，降低交易成本。二是降低库存，提高生产效率，Fisman (2001)、Wilson & Summers (2002)、Guariglia & Mateut (2006) 等还发现通过与客户建立长期而稳定的贸易合作关系，企业可以扩大产品（服务）销售量，降低企业的库存，减小库存管理费用，从而显著提高企业的生产效率；最后一方面，商业信用融资是传递信息的重要方式之一，Wilson & Summers (2002) 指出企业通过商业信用，间接地向客户传递出企业产品质量过硬、财务状况良好的信息，从而解决债权人对债务人信息不对称的问题。

(2) 企业商业信用融资对企业的经济后果

目前学者们都一致认为企业商业信用融资确实是影响着企业业绩。关于商业信用融资对企业的经济后果所开展相关研究，学者们主要是从三个方面进行研究：商业信用融资成本低能促进企业业绩增长、商业信用融资作为企业的重要的管理手段促进企业业绩增长，以及作为资本投入产生规模经济提升企业业绩。

① “商业信用融资成本低，促进企业业绩增长” 作为研究主线。这类学者主要强调商业信用融资所获得资金的使用成本较低，能直接提升企业的业绩。

Summers 和 Wilson (1999) 通过对英国企业进行分析研究，研究结果表明英国大多数企业同样是把商业信用作为一种低廉的融资方式，并作为提高企业业绩重要手段之一。

王鲁平和毛伟平 (2009) 认为，相对于银行借款而言，由于商业信用提供方无法像银行一样对企业进行监督管理，没有形成公司治理效应，因而商业信用对企业经营绩效并不一定产生正向影响。

陈运森和王玉涛 (2010) 从交易成本的角度来考察商业信用与企业绩效的关系，经研究发现商业信用能有效降低企业日常经营中的间接交易成本即流转成本，从而提高企业业绩。

晏艳阳和蒋恒波 (2011) 认为商业信用本质上是一种短期的融资方式，且其成本低于银行借款。他们通过商业信用对企业绩效的深入研究，进一步发现企业采用赊销、赊购的营销方式，不仅能扩大其经营规模，而且也不需要支付像银行借款所需支付的利息费用，这种节约的资金成本是提升企业经营绩效的主要途径之一。

祁琳（2012）提出应收账款或者应付账款或者相关的商业信用并不是单独起作用，而是综合起作用的观点。她通过研究实证了公司运用商业信用融资确实能提升了公司业绩。

刘红晔和郭汀莹（2012）研究发现，商业信用可以解释 ROA 的变化，并且中小企业商业用融资与其业绩 (ROA) 显著正相关，即商业信用融资的采用对企业业绩有正向影响作用。

② “商业信用融资作为企业的重要的管理手段”为研究思路，所展开的相关研究。这些学者认为商业信用融资对企业业绩的影响，更多是商业信用融资的管理功能，而不是它的融资功能。

Ferris(1981)研究认为，买方使用商业信用购买原材料、中间产品或接受供应商提供的服务可以降低企业现金储备，减少交易活动产生所需的现金支出，能更好地管理现金与存货，进而提高企业利润。同时企业利润的提高又可以缓解企业资金不足，减小企业融资约束压力，促进企业正常的生产经营和再投资，从而提高企业业绩。

Summers &Wilson(2010)通过探索商业信用与公司盈利之间的关系，发现企业可以运用差别化的商业信用，达到实施价格歧视的目的，维系优质客户，稳固这些优质客户的忠诚度，稳定市场占有率，进而提高公司盈利水平。

③ “作为资本投入产生规模经济提升企业业绩”。这类研究者较多，他们重点关注企业资本边际效应，认为不管是商业信用的替代还补充作用，都是对企业资本的规模的扩充，那么作为新增资本的商业信用定会产生边际收益使企业业绩得以提高。

其一、基于商业信用融资替代角度研究企业商业信用对企业业绩的影响。Messmacher(2001)研究发现，在货币紧缩时期，虽然企业获得的银行信贷会相应减少，但是企业通过供应商处获得的商业信用会相对增加，此时企业可以通过相对增加商业信用来弥补银行贷款之不足，保持企业的融资状况稳定，减少企业未来投资的不确定性，促进公司盈利的持续上升。应千伟（2013）也认为企业间的商业信用融资是一种替代作用，在企业的经营和成长中扮演着重要角色，他以中国股上市公司为样本数据，研究发现商业信用融资显著影响企业成长，特别是对于那些长期受融资约束的企业和民营企业，商业信用融资促进企业成长的作用尤为明显。邓路和曲悠（2016）承接了 Messmacher 的观点，运用中国上市公司的经验数据，实证了商业信用融资对企业业绩增长的影响，研究表明在货币政策紧缩期，使用商业信用较多的企业未来业绩增长更快，相比于银行借款，商业信用在货币政策紧缩期可以更好地促进企业业绩的增长。

其二、基于商业信用融资补充角度研究商业信用对企业业绩的影响。张杰等（2013）认为商业信用是一种补充作用，通过分析中国国家统计局 1997~2007 年的工业企业统计数据，结果表明：尽管在中国银行体系下，企业银行贷款显著存在“所有制歧视”与“规模歧视”的现象，但是商业信用与企业银行贷款之间存在着替代效应。因此，商业信用融资成为了中国银行信用体系的重要补充。同时，张杰进一步指出，对大规模民营企业而言，商业信用融资对固定资产规模增长有促进作用，但是相比之下中小规模民营企业，商业信用融资对固定资产规模增长是起负面作用的。石晓军和张顺明（2010）更鲜明地指出，商业信用融资在企业生产经营活动中的作用其实质是直接增加了资本的投入，增加了资源配置中的资本投入比例，提高规模效率。

通过上述研究，发现目前学者们对议价能力、商业信用融资与业绩之间关系的研究是片段式的研究，没有将三者作为一个有机整体进行研究，这种研究态势定会割裂了议价能力、商业信用与企业业绩之间的有机联系，可能会导致放缩议价能力与商业信用融资对企业业绩的影响，难以揭示三者之间的真实关系。

2.4 文献综述

通过查阅现有关于议价能力、商业信用融资与企业业绩的相关研究，并认真梳理发现：

(1) 目前没有发现议价能力与商业信用融资关系的相关研究。现有研究主要关注供应商与客户集中度对商业信用融资的影响，要么是供应商集中度对商业信用融资的影响，要么是客户集中度对商业信用融资的影响，但没有取得一致的结论。虽然供应商与客户集中度是企业议价能力的体现，但不能完全代表企业的综合议价能力。因此，现有学者们只是作了类似于议价能力对商业信用的研究，没有真正对议价能力与商业信用融资之间关系的进行研究，同时也缺乏一个对企业议价能力的综合评价指标。

(2) 目前关于议价能力与企业业绩的研究，都是基于产品定价的视角而展开，遵循“议价能力——采购销售定价——企业业绩”的研究路线，即企业通过议价能力的强弱，在对上下游企业销售或购买原料或产品时，进行利于自己利益的定价，进而影响企业的经营业绩。但是在上下游企业的购买或销售中，议价能力在影响产品定价的同时，往往还同时伴生了商业信用，而这个商业信用同时也会对企业业绩产生影响。那么，议价能力通过影响商业信用，再由商业信用影响企业业绩的机理路径，却被学者们所忽略。因此，现有研究缺乏从融资的角度，揭示

议价能力对企业业绩的真正影响，同时也缺对“议价能力——商业信用融资——企业业绩”的研究路径的探索。

(3)学者们对议价能力与企业业绩和商业信用融资与企业业绩之间的关系进行了相关研究，但没有将议价能力、商业信用融资与企业业绩作为一个有机整体进行研究，这势必割裂了议价能力、商业信用融资与企业业绩之间的有机联系。这也势必造成现有学者只强调商业信用融资对企业业绩的影响，而没有重点关注商业信用融资形成或者被议价能力影响的过程，即只关注了商业信用对企业业绩影响的后果，却忽略了商业信用的前因。因此，商业信用的中介作用没有得到很好的诠释，从而导致了议价能力对企业业绩的影响机理模糊。

基于此，文章将探索议价能力综合评价方法，并基于融资的视角，探寻议价能力对企业业绩的影响机理，厘清议价能力、商业信用融资与企业业绩三者之间的关系，并重点研究商业信用的中介作用，这将对公司的采购与销售管理、融资决策与成本控制及企业业绩提升具有一定的参考作用与现实指导意义。

2.5 本章小结

通过查阅与梳理现有议价能力、商业信用融资及企业业绩之间关系的相关文献进行梳理，发现目前没有发现议价能力与商业信用融资关系的相关研究，目前关于议价能力与企业业绩的研究，都是基于产品定价的视角而展开，遵循“议价能力——采购销售定价——企业业绩”的研究路线，缺乏对“议价能力——商业信用融资——企业业绩”的研究路径的探索，更没有将议价能力、商业信用融资与企业业绩作为一个有机整体进行研究。在此基础上，文章提出了研究的主要问题和主要内容，即厘清议价能力、商业信用融资与企业业绩三者之间的关系，以及商业信用融资是否具有中介作用，作为文章以后章节将要研究的主要内容。

第三章 理论基础与假设提出

理论指导实践，实践出真知，两者相辅相成，互为补充。文章通过对现有有关理论的把握与推理，结合企业议价能力、商业信用融资及企业业绩的实际情况，文章提出了一些假设，试图在现有理论框架下，对部分相关理论的发展和完善有所帮助。

3.1 理论基础

文章主要以五个基础理论进行理论分析，分别是讨价还价理论、替代性融资理论、融资比较优势理论、商业信用再分配理论及信号传递理论。

(1) 讨价还价理论

讨价还价理论被称之为博弈论经济学中的重要理论，在经济学研究中的许多场合都有应用。讨价还价 (Bargaining) 亦称之为议价或谈判，主要指参与人 (也或称为局中人) 双方通过协商方式解决利益之分配问题。在称之为讨价还价时，主要强调其过程或动作，在称之为谈判时，则强调其结果或状态。

讨价还价理论最早出现在托马斯·谢林 1956 年的《美国经济评论》上发表的《讨价还价漫话》(An essay on bargaining) 中，之后被收编入《冲突的战略》的一文的第二章中。托马斯·谢林所指的讨价还价是广义上的，即除了明确协商活动之外的所有活动。譬如在买卖双方或两个国家间的谈判活动，甚至当装满炸药的两辆卡车行驶在一条并不宽敞的道路上相遇时也存在“讨价还价”。基于博弈论的角度，讨价还价其实是一个非零和博弈。通过分析讨价还价的现象，托马斯·谢林得出一个令人惊奇的结论：“在讨价还价的过程中，势弱的一方通常会成为强者”，即将自己置于特殊的谈判地位下是有利的，当任何一方认为对方不会进一步让步时，协议即可达成。一方之所以会做出让步，就是因为他懂得对方不会让步。因此，我们可以认为，谈判的实力往往就在于让对方相信你不会再做出让步了。

随后 Nash (1950) 采用公理化方法探索了两个人的讨价还价问题，结果发现在强有效性、尺度协变性、个人理性及对称性假设的条件下，双方只有均分合作收益，才能使纳什积 $(x_1 - d_1)(x_2 - d_2)$ 最大化。此后，Shapley (1953) 将谈判收益分配从 2 个人扩展到 n 个人的情况，发现谈判各方获得的收益应该是在各种排列组合状态下 $n!$ 所做贡献之均值，因此亦称之为夏普利值 (Shapley value)。

1979年, Porter在五力模型中探明了供应商(经销或商客户)议价能力对企业业绩影响的机理。他明确揭示了供应商的议价能力,主要是通过其提高投入要素价格和降低单位价值与质量的能力,以至之影响行业中企业的盈利能力和产品竞争能力。供应方议价能力的大小主要取决于企业所提供给买主的是什么投入要素,当供应方所提供投入要素的价值占买方的生产产品总成本的较大比例、对买方产品的生产过程极为重要、或严重影响买主生产产品的质量时,供应方的潜在讨价还价力量就会大大增强。同时,购买者的议价能力则是购买者通过压价和要求提供较高质量的产品或服务质量的能力,以之影响行业中企业的盈利或获利能力。

(2) 商业信用再分配理论

商业信用再分配理论也称之为商业信用再配置理论。学术界关于商业信用的研究始于上世纪60年代, Meltzer(1960)首次着重突出了商业信用再分配作用。该理论指受融资约束较少的企业会将部分银行信用通过商业信用的方式给予受融资约束较大的企业以实现资金的二次分配。受融资约束较少的企业获得银行信贷资源后,凭借商业信用渠道,采用应收账款的形式将信贷资金传输给下游厂商,从而完成金融资源的二次配置过程。

Demirguc-Kunt和Maksimovic(2002)再次详细地解释了商业信用再分配过程,即信贷资源经过正规金融机构传到企业完成初次分配,然后以企业为融资中介,再以商业信用形式将资金转移给其他企业从而完成信贷资源的再次分配。换言之,易于从银行等正规金融机构获得信贷资源的企业,会以商业信用的形式再分配给那些难以获得正规融资的企业,以缓解这些企业融资难的压力。

具体地说,商业信用在商业信用再分配过程扮演重要角色,通过“所有制传导机制”与“规模传导机制”实现对银行贷款的再分配(张杰,2013)。“所有制传导机制”是指由于国有企业的政府“隐性担保”等原因,银行更倾向于向国有企业提供信贷资源,国有企业在获得银行贷款之后,通过商业信用形式分配给位于供应链下游的非国有企业。而“规模传导机制”是指在不同企业规模的条件下,大规模企业的财务风险较低,用于抵押贷款的资产较多,更容易获得银行的信贷资源,完成了信贷资源的初次分配,在获得银行贷款之后,企业再以商业信用的形式转移给了下游难以获得银行贷款的小规模企业,完成信贷资源的再分配。因此,尽管银行体系对企业贷款显著存在“所有制歧视”和“规模歧视”现象,但国有企业将从银行获得的贷款借助商业信用渠道,通过“所有制传导机制”传递给非国有企业。

(3) 融资比较优势理论

Smith (1776) 在《国富论》中提出, 以“每一个精明的家长都知道的格言”把绝对优势理论带入人们的视野, 从此挖掘出了比较优势理论源头。比较优势理论认为, 国际贸易的基础是生产技术的相对差别而非绝对差别, 以及由生产技术的相对差别而产生的相对成本差别。继之后比较优势理论不仅运用在国际贸易领域, 而且在财务领域也得到运用、发展与延伸。Schwartz 在 1974 提出了融资比较优势理论, 该理论指出商业信用是不可能完全被银行信用所替代。这主要是因为企业提供的商业信用与银行信用相比具有多种优势, 如供应商具有信息获取优势、对客户控制力优势及财产挽回优势等 (Petersen and Rajan, 1997)。其中, 信息获取优势是指商业信用提供方与接受方处在同一供应链的上下游, 能够比银行等金融机构更加了解对方; 对客户控制力优势是指当债务人拖欠款项时, 债权人会对债务人停止供货, 对债务人采取主动的行为控制其经营活动; 而财产挽回优势是指当债务人不能按期还款时, 可以要求债务人用存货抵偿。同时, 余明桂 (2010) 也认为, 与传统的银行等信贷提供者相比, 卖方企业在评估客户信用状况和监督客户及回收货款等方面可能更具有优势。因此, 企业在提供短期融资上比银行更具有成本优势, 更愿意提供商业信用。

(4) 替代性融资理论

替代性融资理论是基于融资比较优势理论发展而来。该理论最早由 Meltzer (1960) 提出, 该理论阐述了商业信用与银行贷款之间的替代关系, 即在资本市场上, 银行无法获得企业的所有信息, 在发放贷款中存在逆向选择的风险。为了降低风险, 银行往往只对那些更优质的客户发放贷款, 从而形成“信贷配给”。甚至, 由于信息不对称的存在, 银行很难能判断谁是优质客户。这种现象导致了, 不管有些企业愿意支付多高利息, 它们也无法获得充足的银行贷款。由于银行信用不能完全满足企业的融资需求, 那么这些企业就不得不开始依赖商业信用, 企图通过占用更多的商业信用缓解融资约束压力。Meltzer 在 1960 年就发现商业信用与信贷政策的变化之间存在某种关系。陆正飞和杨德明 (2011) 认为, 尤其是在经济转型中, 由于企业获得银行信贷的难度普遍较大, 因而企业间的商业信用成为企业外部融资的重要手段与方式, 这使得商业信用在发展中国家扮演重要的角色 (Petersen and Rajan, 1997、Fisman and Love, 2003)。当企业无法得到银行贷款或者出现信贷配给时, 商业信用将会成为银行贷款的重要替代方式 (Nilsen, 2002)。

(5) 信号传递理论

信号传递理论起源于 20 世纪 70 年代, 由 Spence (1973) 提出。该理论开始主要用于解决公司招聘过程中公司与应聘者之间的信息不对称问题。Spence

认为,在公司人力资源专员招聘员工时,由于双方信息的不对称,人力资源专员无法有效地判断求职者的实际生产能力,从而导致员工入职后获得不公平的待遇。但对于求职者而言,如果他们将教育背景等不可见的生产力特征作为有价值的信号,并主动传递给招聘者,将自己和其他低生产能力的员工进行区分,进而获得较为公平的待遇。信号传递理论可以促进双方信息的交换,避免在招聘过程中出现待遇不公平的现象。自此之后,信号传递理论发展迅速,最开始被 Rose 引入到财务领域,1979 年巴恰塔亚发表在《贝尔经济学刊》的文中构建了一个与 Rose 模型很近似的股利信号模型,他发现可以通过股利政策的选择或资本结构向潜在的投资者传递许多高质量投资机会的信息。林斌和饶静(2009)认为高质量公司的管理层将公司高品质的信号及时传递给投资者,并采用适当策略(譬如聘请高质量的审计师等)增加披露信息的可信度,以之影响投资者的投资决策,最终实现公司股票价格上涨。通常情况下,外部投资者将现金股利看成是上市公司向其传递的信号,因而更倾向于投资派现的公司(魏志华等,2012)。范培华和吴昀桥(2016)认为信号是企业内部或组织内部的重要信息,比如产品细节、销售情况与服务内容等。投资者所掌握的信息将决定其投资决策,但由于信息不对称的存在,企业需给投资者传递正面积积极的信号,投资者才能通过企业所传递的信号判断企业发展的前景,并分析投资收益和回报等。而商业信用融资也是传递信息的重要方式之一,企业通过商业信用向客户传递出企业产品质量过硬、财务状况良好等信息,从而解决债权人对企业信息不对称的问题(Wilson & Summers, 2002)。

3.2 理论分析与假设提出

3.2.1 货币政策下议价能力对商业信用融资影响

Fabbri 和 Menichini (2010)、Giannetti 等(2011)明确指出,商业信用是企业与客户之间的一种关系型借贷,客户或者供应商的集中度直接影响着企业的商业信用政策。李任斯,刘红霞(2016)、徐志坚(2011)等也明确指出,当客户集中度、供应商集中度较大时,供应商与客户会同时给企业提供商业信用支持,从而使得企业商业信用融资能力增强。同时徐淳厚等(2006)、郭红莲等(2008)等也一致认为,议价能力通过客户或者供应商的集中度体现,并通过占比较大的几个客户或供应商与企业之间的博弈而实现。

同时,货币政策对商业信用融资的影响主要是通过两条途径实现。其一,货币政策对商业信用融资影响通过影响成本(利率)实现。紧缩货币政策时期,不

管是国企还是非国企，企业的银行贷款总额都会减少（高亮亮等，2014），银行对企业的信贷规模也会相应缩小，借款利率升高，融资成本上升且信贷歧视也会进一步加深，企业融资困难，使企业转而依靠商业信用融资。此外，融资比较优势理论同样也认为在货币政策紧缩时期，企业还会提供给下游企业更多的商业信用。这是因为企业本身掌握比银行更多的下游企业相关信息，因而在货币紧缩时，企业不完全受制于银行信用。赫然（2014）将银行信贷与商业信用称之为企业的“信用资源”并指出在信息不对称的金融系统中，银行贷前审查的重要方面是企业过去的信用记录，并且企业的信用同样也决定着银行借款融资数量和期限结构，由于企业与供应商的经济活动密切交往，随着交易时间的延续就能够建立起一定的信任度，企业可借此所获得商业信用。Cumby(1983)更为明确的指出，商业信用与利率之间呈正相关，即随着货币政策的利率上升，商业信用的使用数量反而会增加。石晓等（2010）更鲜明地指出，银行借款与商业信用之间的替代关系具有同步性的反经济周期特征，即商业信用与银行借款之间的替代程度在经济紧缩时将会变大，而在经济扩张时将会变小。其二，货币政策对商业信用融资影响是通过影响企业的融资渠道的选择实现。在紧缩货币政策时期，企业不能获得充足的银行贷款，企业与供应商和企业与客户之间就会更多使用商业信用来缓解银行信贷不足的压力（陆正飞等，2009）。刘飞（2013）也指出，无论是国企还是非国企，它们的商业信用都会受到货币政策的影响，商业信用与货币松紧之间的关系是显著的负相关，即货币政策越紧缩，企业为了维持正常的运转和投资水平，就必须获得越多的商业信用融资，反之货币政策越宽松，企业对商业信用的需求就越少。此外，银行信贷政策也影响企业向银行借款的可得性与额度。胡海青等（2014）在研究中小企业商业信用融资影响因素时，指出企业获得商业信用融资与银行信贷数量具有显著的负相关关系。因此，在货币紧缩时期企业商业信用被大量使用，那么议价能力对商业信用融资影响就将会增大。同理在货币宽松时期，企业商业信用使用较少，议价能力对商业信用融资的影响就将会减小。

基于上述分析，本文提出假设 1：货币宽松时期的议价能力对企业商业信用融资的影响比货币紧缩时期的影响小。

3.2.2 产权性质对议价能力的调节作用

在中国的金融体制下，银行系统存在严重的“所有制歧视”与“信贷配给差异”现象（苟琴等，2014）。其中信贷配给理论认为由于金融市场的不完善，企业和银行之间存在着信息不对称，银行只给某些类型的企业提供信贷资源，而其他企业无法获得充足的信贷资源，但是大型企业具有完善信息披露制度与大量可

供担保和抵押的资产，相对中小型企业而言，大型企业与银行之间的信息不对称相对较低，因而银行往往更倾向于将有限的信贷资源投入国有企业之中（Danielson et al. ,2002、Fisman et al. ,2003），因此作为国有企业的借款者不仅能得到大量贷款，而且还能够享受到更多的信贷优惠政策（陆正飞等，2009、李斌和江伟，2006）。由于中国的国有企业具有规模、资本结构与政治等方面的优势，使其获得银行贷款的金额和期限明显高于非国有公司。相较而言，非国有公司极有可能存在严重的“融资饥渴”（张杰等，2013）。但是 Biais, & Gollier（1997）指出，供应商提供商业信用具有信息获取的比较优势，即卖方（供应商）可以在正常的业务往来中掌握买方（客户）真实的经营状况，在买方（客户）信用信息不透明的情况下，卖方可以通过观察使用商业信用周期长短与折扣情况，起到监督买方的作用。倘若买方未能在商业信用折扣期内还款，将意味着其信用状况的恶化，则卖方需要进一步观察，避免遭受损失。相反，银行由于对行业状况了解甚少，过度依赖会计信息，在获取借贷者真实经营与信用信息方面处于劣势。因此，卖方依靠其信息优势提供商业信用给买方比银行提供贷款有利。

另外，在融资比较优势的基础上，替代性融资理论也深入的分析了企业在无法获得银行借款时，如何另辟蹊径摆脱企业流动性困境，即当非国有企业无法得到充足的信贷资源时，迫使它们去寻求商业信用等其他资金来源进行替代银行贷款。Petersen 和 Rajan（1997）提出了解释供应商提供供给性融资的信息优势论，即供应商比银行更具信息优势、清算优势及管理优势，使供应商有动机去代替银行提供商业信用，这一行为弥补了银行体系的不足。Petersen 和 Rajan 还进一步指出，当企业无法获得金融机构的信贷时，企业会设法使用更多的商业信用信贷替代银行借款。同时由于获得银行贷款的公司在获取买方信息方面具有比较优势，也会提供更多的商业信用给银行贷款受约束的公司。

因此，在中国的金融体制下，非国企可能会更加倾向于商业信用融资。既然非国企会更多地使用商业信用融资，那么在非国企中议价能力对商业信用融资的影响就将会变大，反之亦然。

基于上述分析，本文提出假设 2：议价能力对非国企商业信用融资的影响比对国企商业信用融资的影响大。

3.2.3 企业商业信用融资中介作用

(1) 影响企业商业信用融资的前因

商业信用是企业销售商品时提前或延期收取货款而占用客户或提供给客户的资金，是企业重要的短期融资来源。Frank, Murray & Maksimovic (2005) 认为企业议价能力扮演者融资角色, Biais & Gollier (1997)、Petersen & Rajan (1997) 及 Giannetti & Marias-sunta et al (2009) 等指出议价能力影响着企业信用融资的能力。一些学者认为议价能力负向影响商业信用融资, 徐淳厚等 (2006) 也表示当供应商集中度较大的时, 供应商则会要求企业提前付款, 从而减少对企业的赊销, 而在客户集中度较大时, 客户则会要求企业提供更长的付款期限与更多的赊销, 使企业的商业信用融资减少, 流动性受到侵占。另一些学者则认为, 议价能力是正向影响商业信用融资的, 邢丹 (2015) 研究发现, 企业获得的商业信用与提供的商业信用正相关。李任斯和刘红霞 (2016) 与徐志坚 (2011) 也认为在三元关系的情况下, 企业与客户、供应商三者之间的竞争关系会减弱, 合作关系则增强, 当客户集中度与供应商集中度都较大时, 供应商与客户会同时对企业提供商业信用融资支持, 因而企业商业信用融资能力增加。更有学者提出, 商业信用是“关系专用性投资”, 是指合作成员为了强化双方合作关系而进行的相关投资, 并能从中获取好处, 提供这样的商业信用是不计资金成本的。Van Horen (2005) 认为在激烈的市场竞争下, 当企业面临较多的同行业竞争者时, 企业相对于客户的谈判力量就会变弱, 为了避免失去客户, 供应商愿意为客户提供商业信用, 以之锁定客户, 即便是那些受到融资约束且商业信用成本很高的企业也是如此。可见, 议价能力影响商业信用融资是客观存在的。

(2) 商业信用的经济后果

商业信用, 是企业间的一种关系型契约, 更是企业获得短期流动性的重要渠道之一。Petersen 和 Rajan (1997) 认为提供商业信用的企业可以获取信息获取优势或者监督比较优势, 具有客户控制力优势与财产挽回优势, 而且商业信用具有明显的易获得性与灵活性等特点, 这与其他债务融资相比具有明显的优势。张慧和张茂德 (2003) 在研究负债与公司绩效时发现, 流动负债总额与公司整体的绩效呈正相关关系。江乾坤和宋玉华 (2005) 用商业信用作为解释变量, 用企业的净资产收益率 (ROE) 与总资产收益率 (ROA) 两个企业经营业绩指标作为因变量, 研究结果显示作为因变量的 ROE 与 ROA 与自变量商业信用的回归系数显著为正, 表明商业信用与企业业绩同方向发展, 这也意味着商业信用融资能提高企业业绩。Ge 和 Qiu (2007) 从信号传递的角度分析研究商业信用的功能, 结果表明企业商业信用融资的使用尤其是超额商业信用的使用会给外界传递产品质量过硬、产品销售前景广阔等良好信号。石晓军和张顺明 (2010)、张杰等 (2013) 及张顺明 (2010) 等学者也深入研究了商业信用融资对企业业绩影响, 研究发现商业

信用不仅可以缓解融资约束压力，而且还可以直接增加企业的资本投入，提高企业规模效率，提高企业业绩。此外，Fisman (2001)、Wilson & Summers (2002) 及 Guariglia & Mateut (2006) 等还指出，商业信用融资的使用可以降低库存，减小库存管理费用，提高生产效率等。因此，目前大部分学者对商业信用融资与企业业绩的关系都倾向于持有正相关的观点。

(3) 商业信用“桥梁”作用

首先，资源配置影响业绩的间接功能。如果将商业信用融资视为一种与银行信用同等性质的信用资源，那么面对宏观货币政策的波动，企业个体则会尽可能的采取行动应对外界所提供信用资源的变化，以缓解货币政策变化带来的冲击。这种企业信用资源配置的改变会对其自身未来业绩和市场价值产生影响（赫然，2014）。这就意味着，商业信用融资在企业总融资中的变化，定会引起企业未来业绩和市场价值的变化。

其次，商业信用的金融间接作用。谭小芳（2008）认为，公司（企业）作为金融中介的存在将会弱化客观的经济紧缩与货币紧缩对公司的影响，可以有效地帮助公司从困境走出来。公司（企业）金融中介具有反经济周期的特点，它的这种作用主要是通过商业信用和银行借款的替代性而实现。在金融危机影响下，信息不对称、交易成本高等问题的存在，企业必然拒绝或放弃大量信贷交易。但是在产业链中许多具有特殊优势的企业，能够成功担负起公司金融中介的作用，并能提供给那些信贷资金不足企业的商业信用。

诚然，商业信用不管在信贷传递中和还是在信贷资金对企业业绩的影响中，都发挥了重要的作用。

由以上分析可知，既然议价能力影响企业商业信用融资，而商业信用融资又影响业绩，同时议价能力也直接影响企业业绩，那么它们之间的关系极有可能是议价能力部分或全部通过商业信用影响企业业绩。根据 1925~1930 年间，英果尔德(C. K. Ingold)提出了中介论，即 X 对 Y 的影响是通过 M 实现的，也就是说 M 是 X 的函数，Y 是 M 的函数 (Y-M-X)，发现议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系符合这种中介理论所指的关系。因此，可以假定议价能力在影响企业业绩的过程中，企业商业信用起中介作用。同时在本文中，将各字母具体化为：X 是议价能力为自变量，M 是商业信用融资为中介变量，Y 是企业业绩为因变量。

基于上述分析，本文提出假设 3：商业信用融资在议价能力对企业业绩的影响中起中介作用。

3.2.3.1 产权性质对商业信用融资调节作用

中国银行系统对企业的贷款是有区别对待的（信贷歧视），这种信贷歧视主要体现在规模歧视和所有制歧视上。针对不同类型的企业贷款的额度、贷款期限及贷款的门槛是不同的，那么性质不同的企业从银行得到的信贷融资也是不一样的，从而也导致了商业信用替代银行信贷的不尽相同。

(1) 规模歧视与商业信用

抛开所有制问题，中国银行系统对企业歧视也是规模歧视。像西方资本主义国家一样，对信贷歧视主要关注的是在信息不对称下的融资歧视问题。由于中国的会计制度、审计与信息披露制度的不健全，相较规模较大的企业来说，中小企业极易出现虚假披露信息，更易导致借贷双方信息不对称，从而引起严重的逆向选择和道德风险问题。Stieglitz, weiss (1981) 指出，由于借贷双方的信息不对称，银行方面没法完全获取企业的全部经营信息，那么银行往往会因为较高的信息成本而拒绝中小企业的贷款申请。Williason (1986) 也指出，即便不考虑获取信息的成本，银行监督成本的高低也会成为出现信贷歧视现象的重要原因。Diamond (1991) 认为，规模歧视导致信贷歧视的原因是中小企业较大企业的商业声誉较低，信用评级较低。因此，对于中小规模的企业获得银行的信贷融资是比较困难的，通常表现为融资饥渴状态。根据 Meltzer (1960) 通过观察企业在获取银行信贷不足的情况下，会寻找新的融资途径这一现象，进而提出了融资替代理论。该理论认为，当获得银行信贷的难度普遍较大，中小规模的企业会转而依靠由议价能力带来的商业信用融资。这一观点得到了陆正飞和杨德明 (2011)、Petersen and Rajan (1997)、Fisman and Love (2003) 及 Nilsen (2002) 等学者的证实。

(2) 所有制歧视与商业信用

由于中国特殊历史原因，其企业产权背景分为国企和非国企两类。正是有这种区分，银行系统对这两种类型的企业是存在严重的信贷歧视（苟琴等，2014）。在企业进行贷款时，银行信贷方面更倾向于国有企业，而民营企业往往受到严重的“信贷歧视”（方军雄，2007）。除去规模不同与信息不对称所造成的信贷歧视现象外，伴随所有制差异而来的信贷歧视问题尤为突出。国有企业往往还有“父爱效应”的庇护，即政府一般倾向于要求银行放弃预算硬约束下对国有企业的惩戒，反而可能迫使银行向继续亏损的国有企业进行贷款，来维持它的正常运作和支付员工的工资（田利辉，2005）。

在借贷市场上,中国的国有企业凭借其政治优势,可以获得银行贷款的金额、期限及融资成本较低的银行贷款。相对而言,非国有企业可能存在严重的“融资饥渴”(张杰等,2013)。当市场上同时存在国有企业与非国有企业这两种不同类型的借款者时,有些非国有企业尽管他们愿意支付多高的贷款利息,但都有可能被排斥在信贷市场之外(李斌和江伟,2006、陆正飞等,2009)。因而国有企业无论在借款数量还是信贷期限结构上均能够获得较多的优惠政策,而非国有企业只得转向寻求其他的融资渠道(赫然,2014)。同时,张扬(2016)也认同产权性质的差异会造成来自金融机构的信贷歧视的观点,也正是这种产权性质的差异势必造成商业信用与银行信贷之间的替代存在异质性,即国有企业商业信用与银行信贷之间的替代性很弱,而非国有企业商业信用与银行信贷之间的替代性很强。面对银行对产权性质的歧视,由于面临市场竞争度较高,非国有企业往往会利用供应商信用来缓解资金短缺压力(高亮亮等,2014)。因而,在中国的金融体制下,国有企业凭借其自身议价能力获得商业信用的意愿或动力没有非国有企业凭借其自身议价能力获得商业信用的意愿或动力那么强,进而在国有企业中议价能力通过企业商业信用对企业业绩的影响作用会被相应弱化。相反,非国企可能会更加倾向于商业信用融资,那么由议价能力带来的商业信用对企业业绩的影响作用将会被强化。

基于此,本文更进一步提出假设 3a:

假设 3a: 在议价能力对企业业绩的影响中,国企的商业信用融资的中介作用小于非国企的商业信用融资的中介作用。

3.2.3.2 货币政策对商业信用融资调节作用

(1) 商业信用部分替代银行信贷的可能性

中国企业大部分融资源于银行信贷,但由于各种原因,企业融资往往是无法满足企业自身生产和发展的需要,迫使企业寻求商业信用等其他方式进行融资,以维持企业资金的流动性。目前中国企业的商业信用融资动机主要有融资成本动机、现金与存货管理动机及维持客户良好关系动机。首先是融资成本动机, Schwartz (1974) 从供应商角度出发,认为供应商在向下游客户提供生产要素时,与客户的联系更加及时与密切,相比银行信用的提供者而言,供应商能够更好地监督与控制下游客户的真实生产活动,因而商业信用比银行信用更具融资成本比较优势。因此,在银行不愿贷款的情况下,供应商也愿意提供商业信用。同样,站在客户的角度,客户也愿意寻求商业信用融资。因为相对银行信贷来说,商业信用融资的成本较低,不仅如此,商业信用融资这种模式还可以减少预付账款和

应付票据的使用，从而降低交易成本（石晓军和李杰，2009）。其次，资金与存货管理动机。产品赊销虽然在一段时间之后才能得到货款，但是这种作为一种提供给客户的商业信用可以扩大销售量，降低企业的库存，减小库存管理费用，提高生产效率，同时对商业信用接受方也有利的，可以减少接收方现金的支付，减少短期流动性压力。其三，维持客户良好关系动机。商业信用不仅对现金与存货管理有帮助，还能等还通过与客户建立长期稳定的贸易合作关系，可以扩大市场占有率（Fisman(2001)、Wilson & Summers (2002) 及 Guariglia & Mateut (2006) 等，为产品销售的进一步打下良好的基础。因此，商业信用不仅对供应商和客户都是一种互惠的行为，而且还提供了在货币政策偏紧与企业银行信贷不足的情况下的商业信用部分替代银行信贷的可能性。

(2) 货币政策实施对商业信用融资后果

中国经济金融发展还不完善，金融市场并非完全有效，各种资本产品不能有效地转换，且转换成本较高。通常中国的货币政策以控制货币供应量为中介目标，通过的信贷传导方式予以实现。货币传导机制主要包括银行利率、银行信贷额度及贷款产业流向的调节，其中最核心的是对银行利率的调控。中国银行体系通过控制货币供应量，经货币传导机制，最后作用于微观个体的投资和消费，以之影响社会的总需求与产出。西方国家对货币政策传导机制理论的研究始于二十世纪初的新古典主义经济学家们所主张的货币数量论，如有 Hick 和 Hansen 提出的 IS-LM 模型的著名货币数量理论。Kashyap(1993)首次提出了货币政策通过影响银行信贷而调节实体经济。中国学者周英章和蒋振声（2002）验证了信贷渠道是中国货币政策影响实体经济的主导渠道。

货币政策对商业信用融资的影响主要是通过两条途径实现。其一，货币政策对商业信用融资影响是通过影响商业信用融资成本（利率）实现。货币紧缩时期，不管国有企业还是非国有企业，银行贷款总额都会减少（高亮亮等，2014），银行对企业的信贷规模也会相应缩小，借款利率升高，融资成本上升且信贷歧视也会进一步加剧，企业融资困难，使企业转而依靠商业信用融资。同时，融资比较优势理论也认为在货币紧缩时，企业还会向下游企业提供更多的商业信用，这是因为企业本身掌握比银行更多的下游企业相关信息，因而在货币紧缩时，企业不完全受制于银行信用。Cumby(1983)研究也发现，货币政策利率与商业信用之间呈正相关关系，即伴随紧缩货币政策的利率上升反而会引发商业信用使用数量的增加。石晓等（2010）更鲜明地指出，银行借款与商业信用之间的这种替代关系具有同步性的反经济周期特征，即商业信用与银行借款之间的替代程度在经济紧缩时将会变大，而在经济扩张时将会变小。其二，货币政策对商业信用融资影响是

通过影响企业的融资渠道选择实现的。在货币紧缩时期，企业无法获得充足的银行贷款，企业与客户及企业与供应商之间则会更多使用商业信用来缓解银行信贷的不足的压力（陆正飞等，2009）。刘飞（2013）也同样指出，不论是国有企业还是非国有企业，其商业信用都受货币政策的影响，其影响显著为负，即货币政策越紧缩，企业为了维持正常的投资水平和运转则要求获得越多的商业信用融资，相反货币政策越宽松，企业对商业信用的需求则越少，也即银行信贷与商业信用融资具有显著的负相关关系（胡海青等，2014）。因此，在货币紧缩时企业商业信用被大量使用，那么议价能力通过商业信用中介对企业业绩的影响就将会加大。同理在货币宽松时，企业商业信用使用会变小，议价能力通过商业信用中介对企业业绩的影响就将会减小。

基于此，本文更进一步提出假设 3b：

假设 3b：货币紧缩时期商业信用融资的中介作用大于货币宽松时期商业信用融资的中介作用。

3.2.4 企业业绩与商业信用融资内生性

企业商业信用融资影响企业的业绩，那么企业业绩是不是也影响企业信用融资呢？关于这一问题，已经被国内外学者们所关注。

首先，商业信用融资对企业业绩影响的研究，在前文文献中已经做了比较充分的表述。Ferris(1981)、Biais & Gollier (1997)、Fisman (2001)、Messmacher(2001)、Wilson & Summers (2002)、Wilson & Summers (2002)、Fisman & Love (2003)、Burkart & Ellingsen (2004)、Guariglia & Mateut (2006)、Anastasia & Wilson(2004)、刘凤委等(2009)、石晓军和李杰(2009)、陈运森等(2010)、Summers & Wilson(2010)、石晓军，张顺明(2010)、Cuñat, V., & Garcia-Appendini, E. (2012)、祁琳(2012)、刘红晔和郭汀莹(2012)、张杰等(2013)等学者从很多方面分析研究了商业信用融资对企业业绩的影响。

其次，企业业绩对商业信用融资的影响也渐被国内外学者所重视。林毅夫等认为，反映企业业绩的财务报表是提供给外部投资者的“硬信息”（hard information），它极大地影响企业的融资渠道与融资方式。Summers B. 和 Wilson N. (2000) 也认为，商业信用使用的影响因素包括公司财务状况。文建奇(2011)通过分析上市公司的数据，结果发现流动性与盈利能力等因素显著影响商业信用融资的规模。胡海青等(2011)通过比较分析区域间中小企业商业信用融资影响因素，结果发现偿债能力与盈利能力等对中小企业商业信用融资规模具有较强的影响作用。

既然企业业绩确实影响企业商业信用融资，那么企业业绩对商业信用融资的影响到底是一种怎样的关系呢？是正向、负向亦或非线性的影响？显不显著？关于这些问题，国内外学者们仍然没有很好的解决。国内学者没有明确提出企业成长性与商业信用之间的关系，而国外学者更多倾向于线性的关系，但也没有明确是正相关还是负相关关系。Miwa & Ramseyer (2008) 分析了应付账款与销售增长率之间的关系，研究表明企业应付账款与销售增长率呈正相关关系，而Alphonse, Ducret 和 Séverin (2006) 则发现应付账款与销售增长率负相关。此外，Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006) 认为企业成长性与商业信用是双重关系，即一方面快速增长的企业比其他企业有更好的投资机会，因此愿意利用更多的应付账款为他们新的项目融资，应收账款与成长性呈正相关关系，另一方面，企业销售额下降，也同样可以利用商业信用促进销售，此时应收账款与成长性是负相关关系，即不管业绩好与坏，企业都倾向于使用商业信用。

基于以上学者的分析，文章将从线性关系的角度推演企业业绩与商业信用融资之间的关系。通常情况下，企业业绩与商业信用呈线性关系的可能性原因：第一，企业资金比较充裕，流动性压力减小，将较少的依赖于商业信用的使用（Huyghebaert, 2006），同时更注重企业未来的发展和声誉，因此更加注意保持上下游企业的良好关系，力争实现互赢，会更多地“体恤”上下游企业，减少对企业商业信用的占用（王雄元等，2015）。第二，企业使用商业信用毕竟是有选择成本的，其表现为延期支付货款的折扣损失及其他附加条款的限制损失；第三，商业信用融资使用时限较短，不便于合理安排投资，会造成管理成本上升；第四，商业信用融资也存在规模报酬递减的效应，并且商业信用融资在传递企业产品质量过硬和采购销售市场广阔的同时，也有可能传递一种企业本身资金链问题的不良信号，对企业声誉产生不良影响。因此，企业在企业业绩趋好的情况下，会减少使用商业信用。

最后，企业业绩到底是影响当期还是下一期的商业信用呢？胡海青等(2014)回答了这一问题。他们认为，上一年度的企业财务信息将对企业本年度商业信用融资规模的决策给予了一定的参考，也就说是上一期的企业业绩将影响本年度的商业信用融资决策。

因此，基于以上分析，为了解决商业信用与企业业绩的内生性问题，文章将提出假设 4: 上一期企业业绩与商业信用融资负相关，即随着上一期的企业业绩的上升，当期的商业信用融资会逐渐减少。

3.3 本章小结

在这一章中，重点简述了提出假设的基本理论，即讨价还价理论、融资比较优势理论、替代性融资理论、商业信用再分配理论及信号传递理论五个理论。在此基础上提出 4 个假设：假设 1：货币宽松时期的议价能力对企业商业信用融资的影响比货币紧缩时期的影响小；假设 2：议价能力对非国企商业信用融资的影响比对国企商业信用融资的影响大；假设 3：商业信用融资起中介作用，且在货币紧缩时期与非国企中的商业信用融资的中介作用大于货币宽松时期与国企中的商业信用融资的中介作用；假设 4：上一期企业业绩与商业信用融资负相关，即随着上一期的企业业绩的上升，当期的商业信用融资会减少，为下章假设检验模型设定做准备。

第四章 研究设计

在前文提出相关假设的基础上，构建相关检验模型，运用相关数量统计方法予以判断假设是否成立。本章对 5 个假设进行检验，共 72 个多元线性回归模型和 1 个结构方程模型。

4.1 变量定义与数据来源

本节内容主要包括：变量定义、数据选择与处理。

4.1.1 变量定义

在假设检验之前，必须对文中的变量作出具体的说明。文中大部分变量的选择参考 Ge 和 Qiu（2007）、Love 等（2007）、唐跃军（2009）、陆正飞和杨德明（2011）、高亮亮等（2014）黄新建，张德勤（2017）等研究的做法。

（1）议价能力度量

对企业来说，供应商与客户是相对而言的，它们常常成对地出现在产业链中，随着客户集中程度的提高，企业往往会更依赖于几个大的客户。一方面，传统观点认为在客户集中程度较高时，客户相对企业（供应商）的谈判能力就会变得较强，从而使得位于下游的客户能够对上游企业（供应商）施加压力（比如要求供应商降低价格、延长收款期限以及增加存货等），以至于迫使上游企业（供应商）的边际收入下降，导致企业（供应商）的盈利水平降低。而另一方面，当企业（供应商）与客户形成战略合作关系时，企业（供应商）的管理效率就会得到改善，由于双方信息共享从而降低不必要的存货，提高营运资金的效率，从而使管理费用下降。同时客户集中度越高，企业（供应商）的销售渠道就越稳定，这样会减少企业（供应商）的广告费用与销售费用，使得企业的整体盈利水平提高。因此，客户与供应商集中程度的高低对企业盈利能力究竟是提高还是降低，不是一方面就能决定的，应该是多种力量综合作用的结果。李任斯，刘红霞（2016）对“供应商—企业—客户”关系做了更深入研究，他们认为在三元关系中，企业与供应商或客户不是单方的交易，而是企业与供应商和客户的交易是同时进行的，企业在与供应商交易时会考虑客户情况，而企业在与客户交易的时候也会同时考虑供应商情况。因此，在三元关系中，各方的谈判能力将会减弱，且合作关系也会增强。因此，在企业的供应商集中度和客户集中度均较高时，供应商、客户对企业的商业信用融资会产生交互影响，当企业供应商、客户集中度同时较高时，企业

商业信用不仅不会受供应商与客户的双向侵占，供应商与客户反而还会对企业商业信用融资提供支持。

因此，现有学者关于体现议价能力的“供应商—客户”关系对企业业绩影响的研究没有达成一致，要么认为是竞争关系，要么是一种竞争合作关系。根据殷枫（2016）在研究“供应商—客户”关系对企业业绩影响时的做法，将客户与供应商定义为二元关系，即供应商就是企业本身，并同时得出结论：客户集中度与供应商即企业业绩正相关。这其实是极不符合处在产业链中的企业生产销售的实际情况，文章更应倾向于“供应商—企业—客户”竞争合作的三元关系。此外，殷枫还指出，现有关于“供应商—客户”关系主要采用定量方法进行衡量，但这些方法并不能全面揭示“供应商—客户”关系的内在特质，应积极探索或拓展准确界定“供应商—客户”关系的评价方法。

鉴于现有学者对议价能力的度量的实际情况：学者们都是从供应商议价能力和经销商（客户）议价能力两个方面孤立地进行评价，缺乏一个真实合理反映议价能力的综合指标，同时考虑到熵权法能完整地保留数据信息和综合性的特点，本文采用熵权法对议价能力进行度量，以弥补现有学者对议价能力度量的不足。

本文采用的议价能力度量体系主要包括议价能力代理指标选择与议价能力熵权加总两个部分。

一是议价能力代理指标选择。议价能力的代理指标有很多种选择方法。刘海洋等（2012）认为用会计统计中工业中间投入品除以工业总产值是讨价还价能力的一个较为理想的衡量指标。徐志坚（2011）采用毛利率和净资产收益率反映公司的议价能力。但是目前比较普遍认同的代理指标是唐跃军（2009）、李任斯和刘红霞（2016）等利用前五名供应商采购金额占企业全部采购金额的比重衡量供应商议价能力，同时用前五名客户销售金额占企业全部销售金额的比重衡量客户议价能力。根据该方法的计算过程，可知该方法属于市场集中度计算方法，其计算公式为： $CR_n = \frac{\sum_{j=1}^n x_j}{\sum_{j=1}^N x_j}$ ， CR_n 为市场集中度， N 为供应商（客户）总数， n 为要考察的前 n 个最大的供应商（客户）。显而易见，用市场集中度法计算出来的议价能力，简单且能够形象的反映供应商（客户）的集聚水平。但也存在一些不足：首先，集聚度的测算计算容易受到 n 值选取的影响；其次，忽略了交易额最大供应商（客户）之外其他供应商（客户）交易额分布情况；最后，也不能反应企业内供应商（客户）之间的结构与分布的差别（姜倩倩, 杨丽华, 2010、吴雷, 2013）。

为了克服现有学者们关于议价能力代理指标计算方法的不足，同时考虑到 20 世纪 50 年代由经济学家奥里斯·C·赫芬达尔提出的赫芬达尔—赫希曼指数

(Herfindahl-Hirschman Index, 简称赫芬达尔指数) 的优良特性, 本文拟采用前五位供应商 (客户) 的 HHI 指数作为企业供应商 (客户) 议价能力的代理指标。赫芬达尔指数的计算公式为: $HHI = \sum_{i=1}^n (X_i / X)^2$ 。其中, HHI 为赫芬达尔指数, X_i 为某企业 i 供应商 (客户) 的交易额, n 小于企业所有供应商 (客户) 数, X 为所有供应商 (客户) 交易总额。通过赫芬达尔指数的计算公式, 可以发现 HHI 指数是反映市场集中度的一个优良指标: 一是 HHI 指数采用“平方和”计算, 相当于采用自身比重进行加权, 起到了指数平滑作用, 相对市场集中度算法而言, HHI 指数法受数据误差的影响小; 二是 HHI 兼有绝对集中度和相对集中度指标的优点, 且计算简便, 不受供应商 (客户) 数量和交易额分布的影响; 三是能很好地测量议价能力的变化, 对供应商 (客户) 交易额的变化反应敏感, 能够较准确地体现供应商 (客户) 间交易额的差距程度 (吴雷和孙莹莹, 2013)。

二是议价能力的熵权加总。议价能力的度量的方法比较多, 如唐跃军 (2009)、李任斯, 刘红霞, (2016) 将供应商议价能力和经销商 (客户) 议价能力分开计量, 该方法孤立缺乏联系, 所得到的结果不能反映数据之间的信息联系且缺乏综合性, 不能全面反映议价能力。之后学者试图综合衡量议价能力, 但是仍然没有突破, 如孙兰兰和王竹泉 (2016) 采用引入行业中位数哑变量 (大于行业中位数为 1, 否则为 0), 将客户集中度、市场占有率和行业竞争程度三大指标进行综合度量议价能力。黄新建和张德勤 (2017) 用客户集中度、转换成本、行业竞争程度三者标准化、正向化之和表示综合议价能力, 该值越大, 表示企业的议价能力越强。显然, 这种处理方法, 最多只是客户议价能力的综合度量, 但供应商议价能力依然没有纳入其中, 因而还不是完整意义上的综合度量法。

基于此, 本文采用既能保全数据信息, 又能保持与反映数据间相互关系, 还能综合反映所有数据信息的熵权法度量议价能力。

此外, 依照信息论基本原理的解释, 信息是系统有序程度的一个度量, 而熵是系统无序程度的一个度量; 如果指标的信息熵越小, 那么该指标提供的信息量则越大, 在综合评价中所起作用越大, 权重就越高。熵权法具体过程如下:

第一步, 数据标准化, 将各个指标的数据进行标准化处理。

假设给定了 k 个指标, X_1, X_2, \dots, X_k , 其中 $X_i = \{X_{i,1}, X_{i,2}, \dots, X_{i,n}\}$ 。假设对各指标数据标准化: $E_j = - \sum_{i=1}^n p_{i,j} \ln(p_{i,j}) / \ln(n)$, 其中, $X_{i,j}$ 为第 i 指标下的第 j 个值。

第二步, 求各指标的信息熵。根据信息论中信息熵的定义, 一组数据的信息熵 $Y_{ij} = \frac{X_{ij} - \min(X_i)}{\max(X_i) - \min(X_i)}$ 。其中, n 同第一步中 n 的意义一样, $p_{i,j} = Y_{i,j} / \sum_{i=1}^n Y_{i,j}$ 如果 $p_{ij} = 0$, 则定义 $\lim_{p_{i,j} \rightarrow 0} p_{i,j} \ln(p_{i,j}) = 0$ 。

第三步，确定各指标权重。根据信息熵的计算公式，计算出各个指标的信息熵为 $E_1, E_2, E_3, \dots, E_k$ 。通过信息熵计算各指标的权重： $W_i = \frac{1 - E_i}{k - \sum E_i}$ ($i = 1, 2, \dots, k$) 其中 W_i 为指标 i 的权重。

第四步，计算综合议价能力，其计算公式： $Z_l = \sum_{i=1}^2 X_{li} W_i$ ($l = 1, 2, 3, \dots, m$)，其中 X 为议价能力， l 为第 l 公司， $i = 1$ 为供应商议价能力， $i = 2$ 为经销商（客户）议价能力。

最后，文中的企业综合议价能力在本研究中作为自变量，简称为企业议价能力或议价能力，在文中用 BP 表示。

(2) 企业业绩评价

企业业绩 (Performance of Enterprise) 是指一定经营期间的企业经营效益和经营者业绩。而企业业绩评价，则是指运用数理统计和运筹学原理，针对特定指标体系，对照统一的标准，按照一定的程序，通过定量定性的对比分析，对企业一定经营期间的经营效益和经营者业绩作出客观、公正与准确的综合评判。

目前对于企业业绩的评价采用较多的是财务模式，该评价模式所使用的业绩指标主要是从会计报表中直接获取数据或根据其中的数据计算的有关财务比率。这些数据的获取严格遵循会计准则，最大限度地减少数据的人为调整，具有较高的可比性（王化成和刘俊勇，2004）。

同时，企业业绩评价方法很多，主要有单指标和多指标度量，其中单指标度量主要使用以净资产收益率（张春平，2016）、销售收入增长率和营业利润增长率（陆正飞、杨德明，2011、应千伟，2013）、总资产收益率（黄新建，张德勤，2017）及销售毛利率和主营业务利润率（唐跃军，2009）等作为度量企业业绩的指标。而多指标评价通常是将多个指标通过一些综合分析的方法处理各指标数据，得到一个能反映各指标数据信息的数值来替代原来多个指标。如田志龙和刘昌华（2015）采用因子分析法将净资产收益率、总资产收益率、净利润率及每股收益 4 个从不同角度反映企业盈利能力的指标综合成一个业绩综合因子来代表企业业绩。

综上，尽管已有企业业绩评价方法各具优缺点，亦或单指标度量的简单明了但缺乏全面，还是多指标度量的全面综合但在数据处理中有数据信息遗损，而且目前大部分学者还忽略了资本结构对各指标的影响，缺乏可比性。因此，在现有学者对业绩指标选取与评价方法选用的基础上，为了使企业业绩在不同的资本结构中具有可比性和全面性，本文拟采用息税前利润/总资产 (EBIT/A) 衡量企业业绩，之所选择息税前利润/总资产，是因为作为分子的息税前利润最能体现企业的基本盈利能力，它不受息税和其他管理费用的干扰，而作为分母的总资产一

般比较稳定，因而用息税前利润做分子除以分母总资产得到的比值受其他因素干扰少，具有可比性，在文中表示财务业绩作为因变量，用 PF 表示。同时，根据曹向和匡小平（2013）的观点：商业信用融资对企业经营业绩及市场业绩都有正向的影响，这就意味着在上市公司中除了商业信用影响财务业绩外，还影响市场业绩。因此，文章还选用了托宾 $Q = (\text{年末流通股市值} + \text{非流通股数} \times \text{每股净资产} + \text{期末总负债账面价值}) / \text{期末总资产账面价值}$ 衡量市场业绩，在文中表示市场业绩作为因变量，用 TQ 表示。

（3）商业信用融资

商业信用是继银行信贷之后的又一重要的负债融资途径。商业信用是指在供应链中上下游企业交易商品或提供服务时，由于商品（服务）与资金非同步性，即它们在时间和空间上的分离，因而就形成了企业间贷款的延迟支付，即卖方允许买方在获得货物后可以不必立即支付货款，而是延迟一段时间后再进行支付；或者作为企业的卖方提前预收货款，而延期交货（或提供服务），这就相当于卖方（买方）赋予买方（或卖方）的一个短期融资。与银行信贷相比，商业信用具有无需支付利息，但有提前还款折扣优惠，具有取得贷款灵活、方便和及时的特点。在财务报表中体现为应付账款、应付票据与预收账款之和。

文章为了比较每个企业（公司）商业信用的差异变化，同时考虑到各个企业（公司）的资产规模大小不同，同时也为了增强可比性，因此本文借鉴了陆正飞和杨德明，2011、高亮亮等，2014）的做法，采用企业商业信用融资总额除以企业（公司）的期末资产总额（商业信用 = $(\text{应付账款} + \text{应付票据} + \text{预收账款}) / \text{总资产}$ ）作为商业信用融资的代理指标，在文章作为在文章中作为中介变量或因变量，用字母 TC 表示（Trade Credit）。

（4）货币松紧

货币政策，是指中央银行（在中国是中国人民银行）为实现既定的目标，运用各种工具调节货币供应量，影响市场利率（其实现路径：货币供应量—市场利率—资本投资—总需求—宏观经济）并最终影响宏观经济运行的各种方针政策。调节总需求货币政策的三大工具为法定准备金率、公开市场业务和贴现政策。到底怎样衡量货币政策的松紧呢？运用 M2 增速，还是 M2 增速用与 GDP 增速之差呢？是不是要考虑 CPI 呢？关于这些问题，吴晓求（2009）从侧面回答了这个问题，他认为 GDP 的增长率代表商品的实物量，CPI 的增长率代表价格，M2 增速代表货币供给速度。根据这一回答，中国学者们构造了货币松紧估算方法，即货币松紧（MP）= GDP 增长率 - CPI 增长率（祝继高，2009、陆正飞和杨德明，2011、高亮亮等，2014）。本文也借鉴该方法，首先计算某省 n 年的 MP 值，然后对这

些 MP 值按从小到大进行排列，其中前半部分表示货币紧缩，后半部分表示宽松。如果企业处在在货币紧缩时期，不管国有企业还是非国有企业，企业的银行贷款总额减少（高亮亮等，2014），银行对企业的信贷规模也会相应缩小，借款利率升高，融资成本上升且信贷歧视也会进一步加深，企业融资困难，使企业转而依靠商业信用融资，反正亦然。因此，货币紧缩在文中作为调节变量，用 MP 表示。

（5）产权性质

中国企业产权性质的划分，主要是根据主要股东的持股比例及其公司实际控制人情况，将中国企业划分为中国国资央企、地方国资、非国资央企、民营企业、外资企业、集体企业及其他企业。文中公司所属类型数据来源于 wind 数据库。为了达到研究目的，文章将中国国资央企、地方国资及非国资央企划分为国企，而将除了中国国资央企、地方国资及非国资央企之外的企业划分为非国企。

由于中国银行体系存在严重的信贷歧视，在借贷市场上，中国的国有企业凭借其政治优势，可以获得银行贷款的金额大、期限长及融资成本较低的银行贷款。相对而言，非国有企业可能存在严重的“融资饥渴”（张杰等，2013）。因此，在研究中将企业产权性质作为调节变量，以哑变量的形式出现。当企业产权性质属于国企时用“0”表示，当企业产权性质属于非国企时用“1”表示，在文章中产权性质 (Ownership type) 用字母 OT 标识。

（6）区域金融发展差异

根据胡海青等（2011）的研究结论：各地区自然条件是经济和社会发展的基础，企业商业信用融资具有明显的区域差异性，不同地区的具体情况不同，商业信用融资对银行信贷的替代作用具有显著的区域差异性。因此，文章在研究企业议价能力、商业信用融资与企业业绩时，加入了区域差异性这一控制变量。

关于区域差异性的代理变量的选择，本文借鉴了一些学者的经验做法。潘文卿和张伟（2003）在探索中国金融发展与资本配置效率的相关性时，主要选取了衡量金融发展规模的指标以及衡量金融市场化程度的指标。前者是金融机构信贷额占 GDP 的比重 (CRED/GDP)、股票筹资额占 GDP 的比重 (STK/GDP) 以及两者之和 (FD) 三类指标作为地区金融发展指标。陆向兰（2014）在《金融相关率与对外贸易依存度的动态关系研究——基于长三角地区面板数据的协整分析》一文中，沿用由 Goldsmith（1969）最早提出的金融相关率。陆向兰认为金融相关率是用以衡量一国或地区经济的货币化程度，反映一国或地区的金融发展水平，通常根据金融相关率来计算，即各地区金融资产/GDP，以之衡量地区金融经济发展差异。

结合现有学者衡量金融区域发展差异性的方法，并同时考虑到中国各地区相关数据的可得性，文章采用各省的每年融资租赁业、信托业、证券业、保险业及

银行业资产之和作为各省金融发展规模，然后除以各省每年 GDP（金融资产/GDP）表示区域金融发展差异，在文中作为控制变量，用字母 FDR 标识（Financial Difference Rate）。

（7）上市规模

西方国家关于公司规模对企业业绩影响的研究比中国早。Banz（1981）是首个发现规模效应的经济学家，他研究发现，在美国无论是总收益率还是风险调节后的收益率都与公司大小负相关。

Fama and French 于 1992~1993 年经过系列研究发现，股票的预期收益由公司规模大小、市值与净值资产确定。在此基础上，他们进一步研究表明，大公司成长缓慢，收益增长往往较低；小公司成长迅速，收益增长快，所以小公司的收益增长率大于大公司的收益增长率。公司规模不仅对财务业绩有影响，而且对市场业绩也具有同样影响。Morck, Nakamura & Shivdasani（2000）通过实证发现，不管 Tobin's Q 值大于 1 或者小于 1，公司规模均与 Tobin's Q 值负相关，也就是说公司规模越大，公司的市场价值会相应降低。

中国学者对公司规模与企业业绩之间的关系也做了相关研究，林博文和陈怡之（2003）认为企业规模会对无形资产价值造成负面影响，即规模大的公司在创造无形资产上的效率反而更差，有规模及范畴不经济的情况。吴晨（2009）通过选取沪深两地 97 家上市公司 2001~2005 年连续 5 年年报数据进行研究，结果发现企业规模对企业的经营绩效有显著的正相关性，且规模与业绩之间是双向互动的关系，即企业规模和业绩是互为影响的。张淑英和张菊（2011）以 2005~2007 年安徽省 46 家上市公司为研究对象，对安徽省上市公司规模与业绩之间的关系进行了实证研究。她们两人用总资产来解释企业规模，用主营业务收入、主营业务利润、其他业务利润、利润总额及净利润解释公司业绩。通过分析发现，利润总额、主营业务收入等与规模有显著的相关性。

因此，企业规模与企业业绩不管是正相关还是负相关及互为影响的因果关系，不管企业规模对企业业绩的影响方向如何，但可以肯定是企业规模对企业业绩是有影响的。因此，在研究议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系时，企业规模可能会干扰研究目标，文章必须控制这个变量。在参考一些学者（唐跃军，2009、陆正飞和杨德明，2011）的做法后，文章对期初总资产取自然对数表示公司规模，并将它纳入研究体系，在文中作为控制变量，用 Size 标识。

（8）上市年限

公司上市年限长短是公司持续经营的体现，也是投资者判别公司业绩优劣指标之一，同时也向投资者释放一种企业品牌信息。在通常情况下，对于投资者来

说，公司上市年限越短，释放的信息就越差。Andrew J. Leone (2007) 选取 2002 年 8 月至 2005 年 8 月披露有内部控制实质缺陷的 779 个公司作为样本，对这些公司的内部控制实质性缺陷的影响因素进行分析研究，结果表明公司上市年限与内部控制信息披露质量正相关。同时，Firth 等 (2002) 与王跃堂等 (2006) 认为上市公司年限越短，受上市公司在上市前粉饰利润对后续年度业绩造成持续的不利影响的可能性就越大。

另外，公司上市年限长短，也是影响企业间合作与商业信用融资重要因素之一。通常上市公司要定期公开披露年报，上市时间越长，合作伙伴越能详细掌握公司的经营业绩变化信息，企业合作的风险就越低，同时商业信用融资坏账的风险也会越小，反之亦然。

因此，在研究议价能力、商业信用融资与企业业绩之间的关系时，为了避免公司上市年限造成不必要的干扰，文章控制了上市年限。本文用每个研究年度的 12 月 31 日减去公司上市公开交易日期除以 365 再取自然对数，表示上市年限，并把它作为控制变量，文中用 Age 表示。

文中各变量具体说明见表 4.1:

表 4.1 变量说明

| 变量名称 | 变量代码 | 变量定义 | |
|------|--------------|---|---|
| 商业信用 | TC | 商业信用=(应付账款+应付票据+预收账款)/总资产 | |
| | ΔTC | 增量商业信用: $\Delta TC_{j,t} = TC_{j,t+1} - TC_{j,t}$ | |
| | STC | 供应商信用=(应付账款+应付票据)/总资产 | |
| | ΔSTC | 增量供应商信用: $\Delta STC_{j,t} = STC_{j,t+1} - STC_{j,t}$ | |
| | BTC | 客户(经销商)商业信用=预收账款/总资产 | |
| | ΔBTC | 增量客户(经销商)商业信用: $\Delta BTC_{j,t} = BTC_{j,t+1} - BTC_{j,t}$ | |
| 企业业绩 | 财务业绩 | PF | 财务业绩=息税前利润/总资产 |
| | | ΔPF | 增量财务业绩: $\Delta PF_{j,t} = PF_{j,t+1} - PF_{j,t}$ |
| | 市场业绩 | TQ | 托宾 Q=(年末流通股市值+非流通股数×每股净资产+期末总负债账面价值)/期末总资产账面价值 式中，年末流通股市值=年末流通股数×年底收盘价 |
| | | ΔTQ | 增量市场业绩: $\Delta TQ_{j,t} = TQ_{j,t+1} - TQ_{j,t}$ |

续表 4.1 变量说明

| | | |
|------|--------------|---|
| 议价能力 | BP | 前五位供应商议价能力与经销商（客户）议价能力的熵权加总 |
| | ΔBP | 增量议价能力： $\Delta BP_{j,t} = BP_{j,t+1} - BP_{j,t}$ |
| | SBP | 前五位供应商议价能力为供应商的 HHI 指数 |
| | ΔSBP | 增量供应商议价能力： $\Delta SBP_{j,t} = SBP_{j,t+1} - SBP_{j,t}$ |
| | BBP | 前五位经销商（客户）议价能力为供应商的 HHI 指数 |
| | ΔBBP | 增量经销商（客户）议价能力： $\Delta BBP_{j,t} = BBP_{j,t+1} - BBP_{j,t}$ |
| 产权性质 | OT | 终极控制人国有为 0，非国有为 1 |
| 货币松紧 | MP | 紧时为 1，松时为 0（MP=GDP 增长率-CPI 增长率） |
| 资产规模 | Size | 对期初总资产取自然对数，在文为 Controls1 |
| 上市年限 | Age | 企业已上市年数取自然对数在文为 Controls2 |
| 地域差异 | FDR | 金融资产/GDP 代替，在文中为 Controls3 |

来源：作者整理，表中 j 为 j 公司，t 为第 t 年。

4.1.2 数据选择与处理

为了检验议价能力在不同货币政策与企业产权性质下对企业商业信用的不同影响、商业信用的中介作用及议价能力和商业信用融资与企业业绩三者之间的关系，同时考虑到制造企业的采购销售的普遍性与供应商和客户交易数据的可得性，本文选了 2007—2016 年作为研究时段，以 A 股制造业（证监会行业分类中的 C 类）从 2007 年 1 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日连续上市交易的上市公司作为研究样本，相关数据均来自国泰安数据、wind 数据库、东方财富、中国金融年鉴及通达等股票行情软件的同期数据。同时，对当年上市公司的财务数据缺失的公司及 ST/*ST 公司进行剔除，且通过不同数据库与各财经网站进行对比核实，最终选取了 404 公司 10 年的相关数据，共 2220 个样本。此外，为防止极端值对回归结果的影响，本文对所有连续变量进行前后 1% 缩尾处理。

4.2 货币政策下议价能力影响商业信用融资模型设定

文章从比较静态和动态两个视角检验假设 1，特设计模型（1）～（14），共 14 个模型，其检验过程分成两部：第一步，议价能力对商业信用融资影响的

比较静态分析与动态分析。为检验议价能力对商业信用融资的影响，特设立模型（1）～（8），其中模型（1）～（4）为比较静态分析模型，主要用于检验各种议价能力对各种商业信用的比较静态影响，而模型（5）～（8）为检验各种议价能力对各种商业信用的动态影响；第二步，货币政策在议价能力对商业信用融资影响中调节作用的比较静态分析与动态分析，为了检验货币政策在议价能力对商业信用融资影响中的调节作用，同时借鉴温忠麟等（2005）对调节变量只考察自变量与调节变量乘积项的回归系数是否显著（如果乘积项回归系数显著则调节效应显著，否则调节效应不显著）的方法，文章构建了模型（9）～（14），其中模型（9）～（11）是为检验货币政策在议价能力对商业信用融资影响中调节作用的比较静态分析模型，而（12）～（14）是为检验货币政策在议价能力对商业信用融资动态影响中调节作用的动态分析模型。

$$TC_{j,t} = e_1 + \alpha_1 BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+1} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$STC_{j,t} = e_2 + \varpi_1 SBP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \varpi_{i+1} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

$$BTC_{j,t} = e_3 + \theta_1 BBBP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \theta_{i+1} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (3)$$

$$TC_{j,t} = e_4 + \kappa SBP_{j,t} + \varphi BBBP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \kappa_{i+2} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (4)$$

$$\Delta TC_{j,t} = e_5 + \kappa' \Delta SBP_{j,t} + \varphi' \Delta BBBP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \kappa'_{i+2} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (5)$$

$$\Delta TC_{j,t} = e_6 + \beta_1 \Delta BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_{i+1} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (6)$$

$$\Delta STC_{j,t} = e_7 + \rho_1 \Delta SBP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \rho_{i+1} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (7)$$

$$\Delta BTC_{j,t} = e_8 + \eta_1 \Delta BBBP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \eta_{i+1} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (8)$$

$$TC_{j,t} = c_1 + \alpha'_1 BP_{j,t} + \alpha_2 MP_t + \alpha_3 BP_{j,t} \times MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (9)$$

$$STC_{j,t} = c_2 + \varpi'_1 SBP_{j,t} + \varpi_2 MP_t + \varpi_3 SBP_{j,t} \times MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \varpi_{i+3} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (10)$$

$$BTC_{j,t} = c_3 + \theta'_1 BBBP_{j,t} + \theta_2 MP_t + \theta_3 BBBP_{j,t} \times MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \theta_{i+3} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (11)$$

$$\Delta TC_{j,t} = c_4 + \beta'_1 \Delta BP_{j,t} + \beta_2 MP_t + \beta_3 \Delta BP_{j,t} \times MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_{i+3} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (12)$$

$$\Delta STC_{j,t} = c_5 + \rho'_1 \Delta SBP_{j,t} + \rho_2 MP_t + \rho_3 \Delta SBP_{j,t} \times MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \rho_{i+3} Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (13)$$

$$\Delta BTC_{j,t} = c_6 + \eta'_1 \Delta BBP_{j,t} + \eta_2 MP_t + \eta_3 \Delta BBP_{j,t} \times MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \eta_{i+3} Controls_i_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (14)$$

其中 $e_1 \sim e_8$ 与 $c_1 \sim c_6$ 为待估参数，表示商业信用（下同）， STC 表示供应商商业信用（下同）， BTC 表示客户（经销商）商业信用（下同）； ΔTC 表示增量商业信用（下同）， ΔBTC 表示增量客户（经销商）商业信用（下同）， ΔSTC 表示增量供应商商业信用（下同）； BP 表示议价能力（下同）， BBP 表示客户（经销商）议价能力（下同）， SBP 表示供应商议价能力（下同）； ΔBP 表示增量议价能力（下同）， ΔSBP 表示增量供应商议价能力（下同）， ΔBBP 表示增量客户（经销商）议价能力（下同）； MP 表示货币松紧程度，为哑变量（货币政策紧时为 1，松时为 0）（下同）， $Controls$ 表示控制变量（下同）， ε 为误差项（下同）； j 、 t 、 k 及 i 分别表示公司 j 、年度 t 、 k 省及第 i 个控制变量（下同）。

如果假设 1 成立，模型（1）～（8）的回归方程中， α_1 、 ϖ_1 、 θ_1 、 κ 、 φ 、 κ' 、 φ' 、 β_1 、 ρ_1 及 η_1 则显著，模型（9）～（11）的回归方程中， α_3 、 ϖ_3 与 θ_3 则显著为正。另外，因为在模型（12）～（14）反映的是增量与增量的关系，因此如果假设 1 成立，不要求 β_3 、 ρ_3 与 η_3 为正，只要求回归中系数 β_3 、 ρ_3 及 η_3 显著即可。

4.3 产权性质下议价能力影响商业信用融资模型设定

为了检验在不同性质的企业中，议价能力对商业信用融资的不同影响，文章从比较静态和动态两个方面进行比较分析。首先，立足于比较静态角度，分析议价能力、供应商议价能力及客户议价能力在不同性质的企业中对企业商业信用、供应商商业信用及客户商业信用的不同影响，着重考察存量与存量之间的相互关系。为检验这种存量之间的关系，特设计了模型（15）～（17）以其检验这种关系。然后，基于动态视角，分析各种增量议价能力在不同性质的企业中对各种增量企业商业信用的不同影响，着重考察增量与增量之间的相互关系，反映变量边际效率的关系。为达到辨别变量增量与增量之间关系，文章特设立模型（18）～（20），用之检验。

$$TC_{j,t} = b_1 + \alpha'_1 BP_{j,t} + \alpha_2 OT_j + \alpha_3 BP_{j,t} \times OT_j + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controls_i_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (15)$$

$$STC_{j,t} = b_2 + \varpi'_1 SBP_{j,t} + \varpi_2 OT_j + \varpi_3 SBP_{j,t} \times OT_j + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controls_i_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (16)$$

$$BTC_{j,t} = b_3 + \theta_1'BBP_{j,t} + \theta_2OT_j + \theta_3BBP_{j,t} \times OT_j + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3}Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (17)$$

$$\Delta TC_{j,t} = b_4 + \beta_1'\Delta BP_{j,t} + \beta_2OT_j + \beta_3\Delta BP_{j,t} \times OT_j + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3}Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (18)$$

$$\Delta STC_{j,t} = b_5 + \rho_1'\Delta SBP_{j,t} + \rho_2OT_j + \rho_3\Delta SBP_{j,t} \times OT_j + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3}Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (19)$$

$$\Delta BTC_{j,t} = b_6 + \eta_1'\Delta BBP_{j,t} + \eta_2OT_j + \eta_3\Delta BBP_{j,t} \times OT_j + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3}Controlsi_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (20)$$

其中， $b_1 \sim b_6$ 为待估参数， OT 为哑变量表示产权性质（国有为 0，非国有为 1），其他字母含义同假设 1 模型中的字母含义。

如果假设 2 成立，在模型 (15) ~ (17) 回归中是系数 α_3 、 ω_3 与 θ_3 显著为正。而模型 (18) ~ (20) 反映的是增量与增量的关系，不要求 β_3 、 ρ_3 及 η_3 为正，只要求回归中系数 β_3 、 ρ_3 及 η_3 显著即可。

4.4 商业信用融资中介及中介调节作用模型设定

在检验假设 1 与检验假设 2 的基础上，特设计模型 (21) ~ (32)，从比较静态和动态两个方面检验假设 3。其中，模型 (22) ~ (26) 用于检验在议价能力对财务业绩影响中的商业信用的中介作用，具体如下：

$$PF_{j,t} = \theta_1BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 1_{j,t} \quad (21)$$

$$TC_{j,t} = \alpha BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controlsi_{j,i} + \varepsilon 2_{j,t} \quad (22)$$

$$PF_{j,t} = \theta_2BP_{j,t} + \omega_1TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 3_{j,t} \quad (23)$$

$$\Delta PF_{j,t} = \eta \Delta BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 1_{j,t} \quad (24)$$

$$\Delta TC_{j,t} = \mu \Delta BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controlsi_{j,i} + \varepsilon 2_{j,t} \quad (25)$$

$$\Delta PF_{j,t} = \eta' \Delta BP_{j,t} + \omega_2 \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 3_{j,t} \quad (26)$$

其中， $\varepsilon 1_{j,t}$ 、 $\varepsilon 2_{j,t}$ 、 $\varepsilon 3_{j,t}$ 为误差项，其他字母意义同前文。

另外，设计模型 (27) ~ (32)，以作检验议价能力对市场业绩影响中商业信用融资中介作用之用。

$$TQ_{j,t} = \delta BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 1_{j,t} \quad (27)$$

$$TC_{j,t} = \omega BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controlsi_{j,i} + \varepsilon 2_{j,t} \quad (28)$$

$$TQ_{j,t} = \delta BP_{j,t} + \omega_3 TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 3_{j,t} \quad (29)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = \varphi \Delta BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 1_{j,t} \quad (30)$$

$$\Delta TC_{j,t} = \alpha \Delta BP_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \alpha_{i+3} Controlsi_{j,i} + \varepsilon 2_{j,t} \quad (31)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = \varphi' \Delta BP_{j,t} + \tau \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 3_{j,t} \quad (32)$$

其中， $\varepsilon 1_{j,t}$ 、 $\varepsilon 2_{j,t}$ 、 $\varepsilon 3_{j,t}$ 为误差项，其他字母意义同前文。

为了避免在回归方程中出现与检验中介作用无关的截距项，将所有变量都中心化(即将数据减去样本均值，中心化数据的均值为 0)或者标准化(均值为 0，标准差为 1)。

进一步地，借鉴温忠麟等与李静和赵必华(2014)对中介效应检验的经验，结合本文检验的对象：在议价能力对企业业绩影响过程中，商业信用融资所发挥的中介作用，特设计依次检验商业信用融资中介作用的程序，具体如下(见图 4.1)：

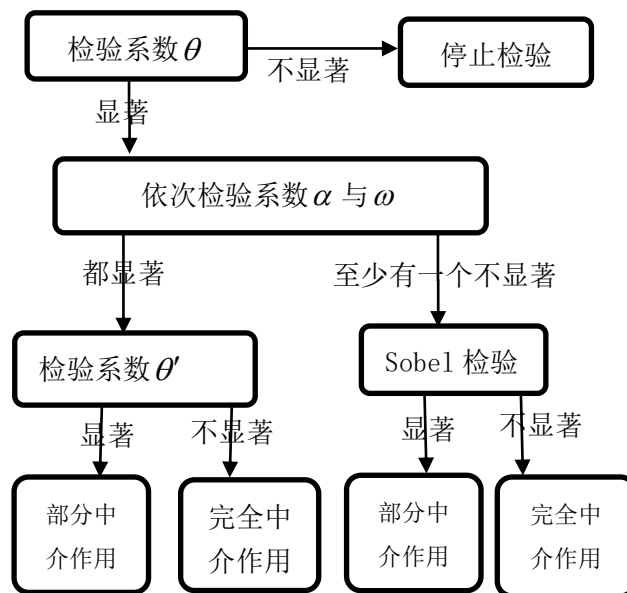


图 4.1 中介作用检验程序

来源：作者整理

图 4.1 中， θ 为自变量对因变量回归的回归系数， α 为自变量对中介变量回归的回归系数， θ' 与 ω 分别为自变量与中介变量对因变量回归中自变量与中介变量的回归系数，Sobel 检验的统计量 Z (温忠麟等，2005)：

其中 $\hat{\alpha}$, $\hat{\omega}$ 分别是 α , ω 的估计, $S_{\alpha\omega} = \sqrt{\hat{\alpha}^2 s_{\omega}^2 + \hat{\omega}^2 s_{\alpha}^2}$, s_{α} , s_{ω} 分别是 $\hat{\alpha}$, $\hat{\omega}$ 的标准误。

因此, 如果存量商业信用融资在议价能力对企业财务业绩的影响中起中介作用, 则 θ_1 、 α 与 ω_1 显著。如果增量商业信用融资在增量议价能力对企业增量财务业绩的影响中起中介作用, 则 η 、 μ 与 ω_2 显著。

同理, 如果存量商业信用融资在议价能力对企业市场业绩的影响中起中介作用, 则 δ 、 ϖ 与 ω_3 显著。如果增量商业信用融资在增量议价能力对企业增量市场业绩的影响中起中介作用, 则 φ 、 o 与 τ 显著。

4.4.1 产权性质调节中介作用模型设定

在商业信用融资中介作用确定的基础上, 为了检验假设 3a: 议价能力对企业业绩影响中国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用, 文章也从比较静态与动态两个角度进行检验。为了使检验思路清晰明了, 特设计检验辅助框架图 4.2。图 4.2 为检验有调节的中介变量的思路图, 首先检验 TC 在新纳入 OT 变量后的中介作用, 即在相关回归中 BP 与 TC 回归系数显著, 然后再检验 OT 对 TC 的调节作用, 即 OT*TC 项的回归系数必须显著。以此类推, 在检验产权性质对商业信用的调节作用与产权性质对增量商业信用的调节作用时, 只需转化相应字母, 具体思路与过程一样。

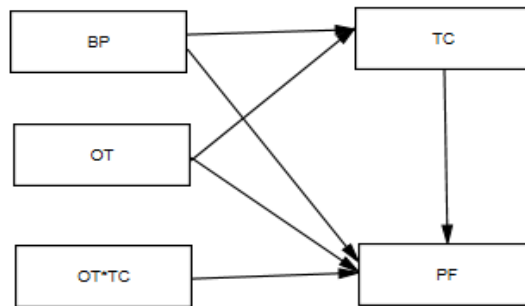


图 4.2 产权性质对商业信用调节作用
来源: 作者整理

因此, 依据图 4.2 的检验思路, 构建模型 (33) ~ (48): 以之检验假设 3a。具体模型如下:

$$PF_{j,t} = \gamma_1 BP_{j,t} + \eta_1 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i s_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (33)$$

$$TC_{j,t} = \gamma_2 BP_{j,t} + \eta_2 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i s_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (34)$$

$$PF_{j,t} = \gamma_3 BP_{j,t} + \eta_3 OT_j + \omega TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (35)$$

$$PF_{j,t} = f_1 + \gamma_4 BP_{j,t} + \eta_4 OT_j + \omega_2 TC_{j,t} + \mu OT_j \times TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (36)$$

$$\Delta PF_{j,t} = \gamma'_1 \Delta BP_{j,t} + \eta'_1 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (37)$$

$$\Delta TC_{j,t} = \gamma'_2 \Delta BP_{j,t} + \eta'_2 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (38)$$

$$\Delta PF_{j,t} = \gamma'_3 \Delta BP_{j,t} + \eta'_3 OT_j + \omega' \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (39)$$

$$\Delta PF_{j,t} = f_2 + \gamma'_4 \Delta BP_{j,t} + \eta'_4 OT_j + \omega'_2 \Delta TC_{j,t} + \mu' OT_j \times \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (40)$$

$$TQ_{j,t} = \phi_1 BP_{j,t} + \varphi_1 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (41)$$

$$TC_{j,t} = \phi_2 BP_{j,t} + \varphi_2 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (42)$$

$$TQ_{j,t} = \phi_3 BP_{j,t} + \varphi_3 OT_j + \zeta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (43)$$

$$TQ_{j,t} = f_3 + \phi_4 BP_{j,t} + \varphi_4 OT_j + \zeta_2 TC_{j,t} + \nu State_j \times TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (44)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = \phi'_1 \Delta BP_{j,t} + \varphi'_1 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (45)$$

$$\Delta TC_{j,t} = \phi'_2 \Delta BP_{j,t} + \varphi'_2 OT_j + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (46)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = \phi'_3 \Delta BP_{j,t} + \varphi'_3 OT_j + \zeta' \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (47)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = f_4 + \phi'_4 \Delta BP_{j,t} + \varphi'_4 OT_j + \zeta'_2 \Delta TC_{j,t} + \nu' OT_j \times \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controlsi_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (48)$$

其中， $f_1 \sim f_4$ 为待估参数，其他字母含义同前文。模型（33）～（36）是检验在议价能力对财务业绩的影响中，国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用，而模型（37）～（40）用于检验在增量议价能力对增量财务业绩的影响中产权性质的调节作用。同理，模型（41）～（44）用于检验议在议价能力对市场业绩的影响中，国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用，而

模型（45）～（48）用于检验在增量议价能力对增量市场业绩的影响中产权性质的调节作用。

如果假设 3a 成立，则模型（33）中 γ_1 显著，模型（34）中 γ_2 显著，模型（35）中 ω 显著，模型（36）中 μ 显著为正；模型（37）～（40）中回归系数 γ'_1 、 γ'_2 、 ω' 及 μ' 显著；模型（41）～（44）回归系数 ϕ_1 、 ϕ_2 与 ς 显著及 ν 显著为正，模型（45）～（48）回归系数 ϕ'_1 、 ϕ'_2 、 ς' 及 ν' 显著。

4.4.2 货币政策调节中介作用模型设定

进一步，为检验假设 3b：货币紧缩时在议价能力对财务业绩影响中商业信用融资的中介作用大于宽松时商业信用融资的中介作用，特作图 4.3，该图为检验有调节的中介变量的思路图。首先检验 TC 在新纳入 MP 变量后的中介作用，即在相关回归中 BP 与 TC 回归系数显著，然后再检验 MP 对 TC 的调节作用，即 $MP * TC$ 项的回归系数必须显著。以此类推，在检验货币政策对商业信用的调节作用与货币政策对增量商业信用的调节作用时，只需转化相应字母，具体思路与过程一样。

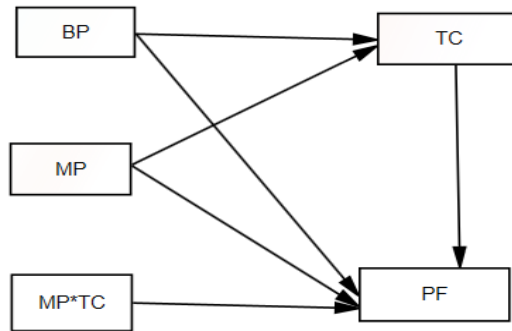


图 4.3 货币政策对商业信用调节作用
来源：作者整理

因此，根据图 4.3 的检验思路，构建模型（49）～（64）：以之检验假设 3b。具体模型如下：

$$PF_{j,t} = \gamma_1 BP_{j,t} + \eta_1 MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (49)$$

$$TC_{j,t} = \gamma_2 BP_{j,t} + \eta_2 MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (50)$$

$$PF_{j,t} = \gamma_3 BP_{j,t} + \eta_3 MP_{t,k} + \omega TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (51)$$

$$PF_{j,t} = e_1 + \gamma_4 BP_{j,t} + \eta_4 MP_{t,k} + \omega_2 TC_{j,t} + \mu MP_{t,k} \times TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (52)$$

$$\Delta PF_{j,t} = \gamma_1' \Delta BP_{j,t} + \eta_1' MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (53)$$

$$\Delta TC_{j,t} = \gamma_2' \Delta BP_{j,t} + \eta_2' MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (54)$$

$$\Delta PF_{j,t} = \gamma_3' \Delta BP_{j,t} + \eta_3' MP_{t,k} + \omega' \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (55)$$

$$\Delta PF_{j,t} = e_2 + \gamma_4' BP_{j,t} + \eta_4' MP_{t,k} + \omega_2' \Delta TC_{j,t} + \mu' MP_{t,k} \times \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (56)$$

$$TQ_{j,t} = \lambda_1 BP_{j,t} + \pi_1 MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (57)$$

$$TC_{j,t} = \lambda_2 BP_{j,t} + \pi_2 MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (58)$$

$$TQ_{j,t} = \lambda_3 BP_{j,t} + \pi_3 MP_{t,k} + \psi_1 TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (59)$$

$$TQ_{j,t} = e_3 + \lambda_4 BP_{j,t} + \pi_4 MP_{t,k} + \psi_2 TC_{j,t} + \delta MP_{t,k} \times TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (60)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = \lambda_1' \Delta BP_{j,t} + \pi_1' MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (61)$$

$$\Delta TC_{j,t} = \lambda_2' \Delta BP_{j,t} + \pi_2' MP_{t,k} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (62)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = \lambda_3' \Delta BP_{j,t} + \pi_3' MP_{t,k} + \psi' \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (63)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = e_4 + \lambda_4' \Delta BP_{j,t} + \pi_4' MP_{t,k} + \psi' \Delta TC_{j,t} + \delta' MP_{t,k} \times \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \beta_i Controls_i_{j,i} + \varepsilon_{j,t} \quad (64)$$

其中， $e_1 \sim e_4$ 为待估参数，其他字母含义同前文。模型 (49) ~ (52) 是检验在议价能力对财务业绩的影响中紧缩货币政策下的商业信用融资中介作用大于货币宽松时的商业信用融资中介作用，模型 (53) ~ (56) 用于检验在增量议价能力对增量财务业绩的影响中紧缩货币政策的调节作用。同理，模型 (57) ~

(60) 用于检验议在议价能力对市场业绩的影响中紧缩货币政策下，商业信用融资中介作用大于货币宽松时的商业信用融资中介作用，模型 (61) ~ (64) 用于检验在增量议价能力对增量市场业绩的影响中货币政策的调节作用。

如果假设 3b 成立，则模型 (49) ~ (52) 中的回归系数 γ_1 、 γ_2 与 ω 显著， μ 显著为正；模型 (53) ~ (56) 中的回归系数 γ'_1 、 γ'_2 、 ω' 及 μ' 显著；模型 (57) ~ (60) 中的回归系数 λ_1 、 λ_2 及 ψ_1 显著， δ 显著为正；模型 (61) ~ (64) 中的回归系数 λ'_1 、 λ'_2 、 ψ' 及 δ' 显著。

4.5 企业业绩与商业信用融资内生性模型设定

为了检验假设 4：上一期企业业绩与商业信用融资负相关关系，即随着上一期的企业业绩的上升，当期的商业信用融资减少，文章特构建一个上一期企业业绩与当期商业信用融资的联立方程模型，以之检验。具体模型如下：

$$PF_{j,t} = k + \ell BP_{j,t} + \hbar TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 4_{j,t} \quad (65)$$

$$TC_{j,t} = g + \ell_2 BP_{j,t} + \hbar_2 PF_{j,t-1} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 5_{j,t} \quad (66)$$

$$TQ_{j,t} = q + \ell_3 BP_{j,t} + \hbar_3 TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 6_{j,t} \quad (67)$$

$$TC_{j,t} = C + \ell_2 BP_{j,t} + \hbar_4 TQ_{j,t-1} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 7_{j,t} \quad (68)$$

$$\Delta PF_{j,t} = k' + \ell' \Delta BP_{j,t} + \hbar' \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 8_{j,t} \quad (69)$$

$$\Delta TC_{j,t} = g' + \ell'_2 \Delta BP_{j,t} + \hbar'_2 \Delta PF_{j,t-1} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 9_{j,t} \quad (70)$$

$$\Delta TQ_{j,t} = q' + \ell'_3 \Delta BP_{j,t} + \hbar'_3 \Delta TC_{j,t} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 10_{j,t} \quad (71)$$

$$\Delta TC_{j,t} = C' + \ell'_2 \Delta BP_{j,t} + \hbar'_4 \Delta TQ_{j,t-1} + \sum_{i=1}^3 \gamma_i Contolsi_{j,t} + \varepsilon 11_{j,t} \quad (72)$$

其中， k 、 g 、 q 、 c 、 k' 、 g' 、 q' 及 c' 为待估参数，模型 (65) 与模型 (66) 共同构成一组联立方程模型，用于检验财务业绩与商业信用之间的相互关系，模型 (67) 与模型 (68) 用于检验市场业绩与商业信用之间的相互关系，模型 (69) 与模型 (70) 用于检验增量市场业绩与增量商业信用之间的相互关系，模型 (71) 与模型 (72) 用于检验增量市场业绩与增量商业信用之间的相互关系。

另外，根据模型（65）与模型（66）中所含变量的情况，结合联立模型识别准则，首先模型（65）的阶为 $(m+k) - (m_i+k_i) \geq m-1$ ($(m+k)$ 表示模型中所有变量个数，包括 m 内生变量个数和 k 前定变量个数)， (m_i+k_i) 表示第 i 个公式中变量个数)，可知 $(4 + \text{控制变量个数}) - (3 + \text{控制变量个数}) = 1 = (2 - 1)$ ，模型（65）满足恰好识别条件。进一步，根据模型（65）与模型（66）中各变量的系数，可得 $(\text{rank}(A_5) = 1) = (2 - 1)$ 因而模型（65）也是恰好识别（孙敬水，2004），最后运用二阶段最小二乘法（2 SLS）估计模型（65）。同理，模型（66）也符合恰好识别条件。其他组类似，根据联立模型识别准则，都符合恰好识别条件。

如果假设 4 成立，则 h_1 、 h_3 、 h' 及 h'_3 显著， h_2 、 h'_2 、 h_4 及 h'_4 显著为负。

4.6 路径模型设定

在检验假设 1~4 的基础上，为了探索议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系，文章特设计变量之间的路径图。该模型用 amos 软件进行计算分析，一方面可以再次检验假设 1~4 的正确性，另一方面也可以揭示议价能力对企业业绩影响机理。具体模型见下图（图 4.4）

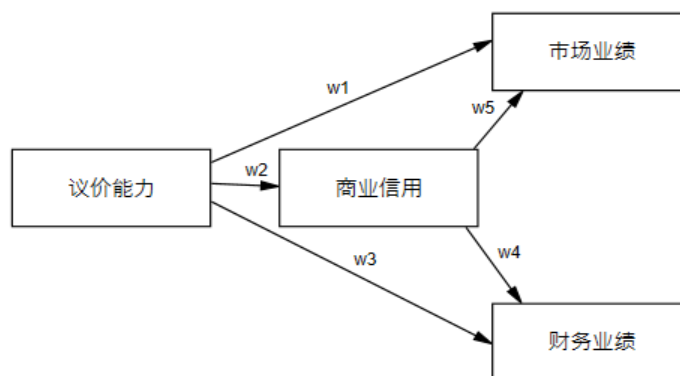


图 4.4 非递归模型变量路径图

来源：作者通过 amos20.0 整理

图中 $w_1 - w_5$ 为变量间的标准回归系数，如果图 4.4 所示路线成立，则回归系数 $w_1 - w_5$ 显著（为了图形简洁，图中控制变量、各变量的残差及方差未标示）。

4.7 本章小结

本章对议价能力、商业信用、财务业绩、市场业绩、产权性质、货币松紧、资产规模、上市年限及地域差异等变量进行了定义说明。同时，依据数据的可得

性与代表性，选了 2007—2016 年 A 股制造业 404 公司的相关数据作为研究样本，从比较静态和动态两个视角，分别对议价能力、商业信用融资及企业业绩的存量与增量之间的关系进行了检验模型设计，共设定了 72 个模型和 1 个路径图。其中，货币政策对议价能力调节作用模型（1）～（14），用于检验假设 1；产权性质对议价能力调节作用模型（15）～（20），用于检验假设 2；商业信用融资中介作用模型（21）～（64），用于检验假设 3；企业业绩与商业信用融资内生性模型（65）～（72），用于检验假设 4，以及路径模型图 4.4，用于辨析议价能力、商业信用与企业业绩三者之间的作用机理。

第五章 结果与分析

本章主要是在数据描述统计基础上，对假设 1、假设 2、假设 3、假设 3a、假设 3b、假设 4 及假设 5 进行检验验证，说明检验结果的理由，以及对各模型检验的稳健性分析。文章为了探寻议价能力对企业业绩的影响机理，厘清议价能力、商业信用融资与企业业绩三者之间的关系，以及探究在不同产权性质与货币政策对商业信用中介作用的影响，利用 2007—2016 年 A 股制造业 404 公司，共 2220 个样本的相关数据，使用 eviews6.0、spss20.0 及 amos21.0 数据分析软件进行分析，得到相应的分析结果，具体见表 5.3~5.17 及图 5.1~5.16。这些数据主要是用于验证假设 1~5。

5.1 数据描述统计

在对各假设模型实证验证之前，为了把握一些主要变量数据的一些基本特征与趋势，并对这些主要变量的数据特征是否与文中假设相符作出初步的判断。文章收集了来自国泰安数据、wind 数据库、东方财富、中国金融年鉴及通信达行情软件等 2007—2016 年中国 A 股制造业上市 404 公司共 2220 个样本的相关数据，对商业信用融资与企业业绩的均值与方差进行了数据描述统计，详见表 5.1。

表 5.1 商业信用差异统计情况

| 项目 | 统计值 | 货币紧缩 | 货币宽松 | 紧缩/宽松 | 统计检验 F |
|--------|-----|--------|---------|--------|----------------------|
| 商业信用 | 均值 | 0.1676 | 0.1612 | 1.9498 | 21.113*** (0.000) |
| | 方差 | 0.1320 | 0.0677 | | |
| 供应商信用 | 均值 | 0.1371 | 0.1385 | 4.5200 | 2.071*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0113 | 0.0025 | | |
| 客户信用 | 均值 | 0.0241 | 0.0291 | 2.001 | 10.294*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0016 | 0.0008 | | |
| 增量商业信用 | 均值 | 0.0006 | -0.0015 | 2.5048 | 2.446*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0263 | 0.0105 | | |
| 样本数 | | 1178 | 1052 | | |

续表 5.1 商业信用差异统计情况

| 项目 | 统计值 | 货币紧缩 | 货币宽松 | 紧缩/宽松 | 统计检验 F |
|---------|-----|---------|---------|---------|----------------------|
| 增量供应商信用 | 均值 | 0.001 | -0.0019 | 1.6456 | 6.723*** (0.000) |
| | 方差 | 0.026 | 0.0158 | | |
| 增量客户信用 | 均值 | -0.0004 | 0.0004 | 46.6193 | 6.160*** |
| | 方差 | 0.8205 | 0.0176 | | |
| 样本数 | | 1177 | 1051 | | |
| | 统计值 | 非国企 | 国企 | 非国企/国企 | 统计检验 F |
| 商业信用 | 均值 | 0.1555 | 0.1723 | 1.7222 | 26.907*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0155 | 0.009 | | |
| 供应商信用 | 均值 | 0.1282 | 0.1467 | 1.9857 | 42.054*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0139 | 0.007 | | |
| 客户信用 | 均值 | 0.0273 | 0.0256 | 3.7500 | 6.051*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0015 | 0.0004 | | |
| 样本数 | | 1070 | 1150 | | |
| 增量商业信用 | 均值 | -0.012 | 0.0104 | 1.4135 | 6.617*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0294 | 0.0208 | | |
| 增量供应商信用 | 均值 | -0.0112 | 0.0097 | 1.4144 | 11.899*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0256 | 0.0181 | | |
| 增量客户信用 | 均值 | -0.0008 | 0.0007 | 2.9286 | 2.649*** (0.000) |
| | 方差 | 0.0041 | 0.0014 | | |
| 样本数 | | 1068 | 1148 | | |

来源：数据来源于 wind 与国泰安数据经过 Levene 检验而得。表中 F 为 Levene 检验统计值，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。同时，表中方差是经过标准差计算而得。

5.1.1 商业信用差异统计描述

表 5.1 主要对在不同货币政策与产权性质情况下，企业的各种商业信用差异统计结果。

(1) 货币政策下各种商业信用差异统计描述

表 5.1 显示商业信用差异 $F = 21.113(P = 0.000)$ 且货币紧缩时商业信用的方差是货币宽松时商业信用方差的 1.9498 倍、供应商信用差异 $F = 2.071(P = 0.000)$ 且货币紧缩时供应商信用方差除以货币宽松时供应商信用方差为 4.5200 倍，类似地，客户信用差异 $F = 10.294(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 2.001 倍、增量商业信用差异 $F = 2.446(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 1.6456 倍、增量供应商信用差异 $F = 6.723(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 1.6456 倍及增量客户信用差异 $F = 6.160(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 46.6193 倍，表明在不同货币政策下，各种商业信用的方差均显著不同（其中最小方差比为 1.9498 倍(紧缩/宽松)），该种差异表现为货币紧缩时的各种商业信用的方差大于货币宽松时的各种商业信用的方差。同时，在不同货币政策下，各种增量商业信用的方差均显著不同（其中最小方差比为 1.6456 倍(紧缩/宽松)），该种差异表现为货币紧缩时的增量商业信用的方差大于货币宽松时的增量商业信用的方差。此外，通常情况下，方差主要用来描述变量的波动情况，也表示一种变量作用于另一变量的影响程度，即方差越大，影响也就越大。那么结合不同货币政策下，透过各种商业信用方差的显著差异且是货币紧缩时大于货币宽松时的各种商业信用方差的现象，意味着引发这种现象的本质与文章理论预期一致。

(2) 产权性质下各种商业信用差异统计描述

同时，表 5.1 还提供了在不同产权性质下各种商业信用差异的相关数据：商业信用差异 $F = 26.907(P = 0.000)$ 且货币紧缩/宽松 1.7222 倍（表示紧缩时商业信用方差是货币宽松时商业信用方差的 1.7222 倍，以下情形表示相似意思）、供应商信用差异 $F = 6.051(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 1.9857 倍、客户信用差异 $F = 10.294(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 3.7500 倍、增量商业信用差异 $F = 6.617(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 1.4135 倍、增量供应商信用差异 $F = 11.899(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 1.4144 倍及增量客户信用差异 $F = 2.649(P = 0.000)$ 且紧缩/宽松 2.9286 倍，表明在不同产权性质下，商业信用的方差也均显著不同（其中最小方差比为 1.7222 倍(非国企/国企)），表现为非有国企业中的商业信用的方差大于非国有企业中的商业信用的方差。类似的，在不同产权性质下，增量商业信用的方差也均显著不同（其中最小方差比为 1.4135 倍(非国企/国企)），表现为非有国企业中的增量商业信用的方差大于非国有企业中的增量商业信用的方差。同理，在不同产权性质下，各种商业信用方差显著的不同，而且是非国企中的各种商业信用大于国企中的各种商业信用方差的情况，该情况的出现说明与文章理论假设相同。

5.1.2 企业业绩差异统计描述

表 5.2 提供了不同货币政策与产权性质下的各种企业业绩方差差异与显著性统计。

(1) 货币政策下各种企业业绩差异统计描述

首先, 根据方差差异 F 统计值与紧缩除以宽松方差比, 发现在不同货币政策下企业财务业绩方差差异的紧缩/宽松倍数为 58.3095 且方差差异统计值 $F = 2.646 (P = 0.000)$, 表明在货币紧缩时企业财务业绩的方差显著大于货币宽松时的方差, 也即一些影响企业财务业绩的因素在货币紧缩时比货币宽松时对企业财务业绩影响可能要大。其次, 根据表 5.2 提供了市场业绩、增量市场业绩及增量财务业绩的数据: 市场业绩 $F = 0.546 (P = 0.683)$ 且紧缩/宽松 0.9169 倍、增量市场业绩 $F = 1.119 (P = 0.211)$ 且紧缩/宽松 0.9869 倍及增量财务业绩 $F = 3.707 (P = 0.456)$ 且紧缩/宽松 1.2879 倍, 表明在不同货币政策时, 市场业绩、增量市场业绩及增量财务业绩没有明显不同。这也表明在不同货币政策下, 议价能力对企业业绩的影响中, 除了企业财务业绩的方差有显著差异外, 其他各种企业业绩均没有明显不同。那么议价能力与商业信用对各种企业业绩影响差异到底如何, 文章还需进一步研究, 才能确定。

(2) 产权性质下各种企业业绩差异统计描述

根据表 5.2 出的在不同产权性质情况下各种企业业绩的差异数据: 市场业绩 $F = 15.048 (P = 0.000)$ 且非国企/国企 17.6612 倍、财务业绩 $F = 2.427 (P = 0.000)$ 且非国企/国企 38.4516 倍、增量市场业绩 $F = 9.544 (P = 0.364)$ 且非国企/国企 1.0281 倍及增量财务业绩 $F = 2.652 (P = 0.211)$ 且非国企/国企 1.1550 倍, 表明在不同产权性质情况下, 市场业绩与财务业绩的差异显著且是在非国企的差异比在国企中的差异大, 而增量市场业绩与增量财务业绩则差异不明显。

综上, 根据对关键变量的数据描述统计分析, 发现在不同货币政策与产权性质下, 各种商业信用与业绩差异表现为:

其一, 在不同货币政策下, 各种商业信用方差显著的不同, 而且是货币紧缩时大于货币宽松时的各种商业信用方差, 同时除了企业财务业绩的方差有显著差异外, 其他各种企业业绩均没有明显不同。

表 5.2 企业业绩差异统计情况

| 项目 | 统计值 | 货币紧缩 | 货币宽松 | 紧缩/宽松 | 统计检验 F |
|--------|-----|----------|----------|---------|----------------------|
| 市场业绩 | 均值 | 3.7228 | 3.0921 | 0.9169 | 0.546 (0.683) |
| | 方差 | 63.9568 | 69.7509 | | |
| 财务业绩 | 均值 | 0.0502 | 0.0691 | 58.3095 | 2.646*** (0.000) |
| | 方差 | 0.2449 | 0.0042 | | |
| 增量市场业绩 | 均值 | -0.1118 | 0.1307 | 0.9869 | 1.119 (0.211) |
| | 方差 | 133.2432 | 135.0151 | | |
| 增量财务业绩 | 均值 | 0.0017 | -0.0011 | 1.2879 | 3.707 (0.456) |
| | 方差 | 0.0085 | 0.0066 | | |
| 样本数 | | 1178 | 1052 | | |
| | 统计值 | 非国企 | 国企 | 非国企/国企 | 统计检验 F |
| 市场业绩 | 均值 | 4.3382 | 2.5733 | 17.6612 | 15.048*** (0.000) |
| | 方差 | 129.1314 | 7.3116 | | |
| 财务业绩 | 均值 | 0.0746 | 0.0447 | 38.4516 | 2.427*** (0.000) |
| | 方差 | 0.2384 | 0.0062 | | |
| 增量市场绩 | 均值 | 0.4635 | -0.4253 | 1.0281 | 9.544 (0.364) |
| | 方差 | 261.1585 | 254.0198 | | |
| 增量财务绩 | 均值 | -0.0020 | 0.0020 | 1.1550 | 2.652 (0.211) |
| | 方差 | 0.4716 | 0.4083 | | |
| 样本数 | | 1070 | 1150 | | |

来源：数据来源于 wind 与国泰安数据经过 Levene 检验而得。表中 F 为 Levene 检验统计值，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。同时，表中方差是经过标准差计算而得。

其二，在不同产权性质下，各种商业信用方差显著的不同，而且是非国企中的各种商业信用大于国企中的各种商业信用方差，同时市场业绩与财务业绩的差异显著且在非国企的差异比在国企中的差异大，而增量市场业绩与增量财务业绩则差异不明显

总之，通过关键变量的数据描述统计分析，发现大部分变量在不同的货币政策与产权性质中所表现的差异基本与文章理论假设相同，这将为后续研究提供一个方向。

5.2 货币政策下议价能力对商业信用影响分析

根据表 5.3 提供假设 1 的分析结果数据，文章主要从两个内容和两个视角进行分析：比较静态与动态分析议价能力对商业信用的影响；比较静态与动态分析货币政策对议价能力的调节作用。

5.2.1 议价能力影响商业信用融资的比较静态分析

由表 5.3 中模型 (1) ~ (4) 中显示的 α_1 、 ϖ_1 、 θ_1 、 κ 及 φ 系数的 t 与 p 值：各 t 值的绝对值大于 1.96 及各 p 值都小于 0.05，说明模型 (1) ~ (4) 中 α_1 、 ϖ_1 、 θ_1 、 κ 及 φ 系数显著，表明议价能力确实影响企业商业信用融资，与许多学者 (Van Horen (2005)、徐淳厚等 (2006)、郭红莲等 (2008)、徐志坚 (2011)、李任斯、刘红霞 (2016)、江伟等 (2017) 等) 提出的观点一致。

表 5.3 商业信用对议价能力静态回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|-----|-------|------------|----------|--------|-------|----------------|
| (1) | BP | α_1 | 0.103 | 3.292 | 0.000 | 0.445 |
| (2) | SBP | ϖ_1 | -0.212 | -7.221 | 0.000 | 0.234 |
| (3) | BBP | θ_1 | 0.171 | 3.213 | 0.024 | 0.345 |
| (4) | SBP | κ | -0.145 | -4.571 | 0.000 | 0.894 |
| | BBP | φ | 0.177 | 5.593 | 0.000 | |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

其中，表 5.3 中模型 (1) 显示 $\alpha_1 = 0.103$ ($p = 0.000$)，可知 α_1 显著为正，表明议价能力与企业商业信用融资正相关，即企业议价能力越大，企业商业信用融资越多，这现象与一些学者的观点相悖，但与殷枫、李任斯和刘红霞 (2016) 等观点一致，即现代企业在产业链中更多体现的“供应商—企业—客户”竞争合作的三元关系相关，在这种关系下，企业与供应商、客户三元之间竞争关系减弱，

合作关系增强，当供应商集中度、客户集中度同时较大时，供应商、客户会同时对企业商业信用融资提供支持，企业商业信用融资能力增加。

根据表 5.3 中可知模型 (2) 回归系数 $\omega_1 = -0.212 (t = -7.221, p = 0.000)$ 与模型 (3) 回归系数 $\theta_1 = 0.171 ((t = 3.213) > 1.96, (p = 0.024) < 0.05)$ ，意味着供应商议价能力与供应商商业信用融资负相关，客户议价能力与客户商业信用融资正相关。其中，供应商议价能力与供应商商业信用融资负相关这种关系与徐淳厚等 (2006) 与马黎珺等 (2016) 观点一致，即供应商集中度较大时，供应商会要求企业提前付款，削减对企业的赊销，企业的商业信用融资规模减小。而其中的客户议价能力与客户商业信用融资正相关的关系与大多学者提出的观点不一致，即大部分学者认为客户议价能力与客户商业信用融资负相关，这是因为：一方面，这与企业本身所在行业中地位有关，企业本身具有卖方垄断性质，其产品具有独特性，使客户寻找替代品的转换成本很高，因此在产品销售过程中随着产品销售额越大，预付款支付也就越大 (徐志坚, 2011)；另一方面，现代企业在产业链中，更多的是一种企业与供应商、客户的三元合作关系，这种局面会使竞争关系减弱，而使企业与供应商和客户合作关系增强，当客户集中度较大时，客户会对企业商业信用融资提供支持，企业商业信用融资能力增强 (李任斯, 刘红霞, 2016)。

从表 5.3 模型 (4) 中得知 $\kappa = -0.145 (t = 4.571, p = 0.000)$ 和 $\varphi = 0.177 (t = 5.593, p = 0.000)$ ，根据回归数据显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，可知供应商议价能力 (SBP) 回归系数 κ 与客户议价能力 (BBP) 的回归系数 φ 显著，具有统计学意义，同时表 5.4 还显示了模型 (4) $\bar{R}^2 = 0.894$ ，表明模型 (4) 的回归方程拟合度很好 (调整判定系数都大于 0.89)。这些分析结果意味着议价能力对企业商业信用融资的影响是由供应商与客户议价能力对商业信用的共同作用所造成的 (方明月, 2014)，即一方面的供应商议价能力对供应商信用负向影响与另一方面的客户议价能力对客户商业信用正向影响的共同作用所导致的结果。这也为文章综合评价议价能力提了数理分析基础，同时也提醒了企业管理者，必须把控好企业与上下游企业的关系，以提高企业使用低成本商业信用融资的可能性。

5.2.2 货币政策下议价能力影响商业信用融资的比较静态分析

据表 5.4 中显示的模型 (9) 议价能力与货币政策的乘积项 ($BP \times MP$) 系数 $\alpha_3 = 0.084 (t = 2.373, p = 0.018)$ ，可以发现：首先，系数 $\alpha_3 ((t = 2.373) > 1.96$ 与 $(p = 0.018) < 0.05$)，说明回归系数 显著，同时根据文章在模型构建中设定

了货币政策紧时为 1，货币政策松时为 0 的情形，可知在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司期初资产规模的前提下，货币政策紧缩与货币政策宽松在议价能力对企业商业信用融资影响中是有显著差别的。其次，系数 ($\alpha_3 = 0.084$) > 0 说明回归系数 为正，说明货币紧缩时对议价能力的影响大于货币宽松时对议价能力的影响。

表 5.4 货币政策调节静态议价能力回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | P | Adjusted R^2 |
|------|-----------------|------------|----------|-------|-------|----------------|
| (9) | $BP \times MP$ | α_3 | 0.084 | 2.373 | 0.018 | 0.223 |
| (10) | $SBP \times MP$ | σ_3 | 0.079 | 5.814 | 0.000 | 0.361 |
| (11) | $BBP \times MP$ | θ_3 | 0.015 | 3.831 | 0.006 | 0.344 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ P ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

同时结合图 5.1 显示：在议价能力对商业信用融资的影响中，不同货币政策对议价能力的影响差异。从图 5.1 可知，很明显货币紧缩时议价能力直线的斜率要大于货币宽松时议价能力的斜率，即随着议价能力的变化，货币紧缩时的商业信用融资额大于货币宽松时的商业信用融资额，意味着随着议价能力的变化，货币紧缩对商业信用的影响越来越大于货币宽松对议价能力对商业信用的影响。

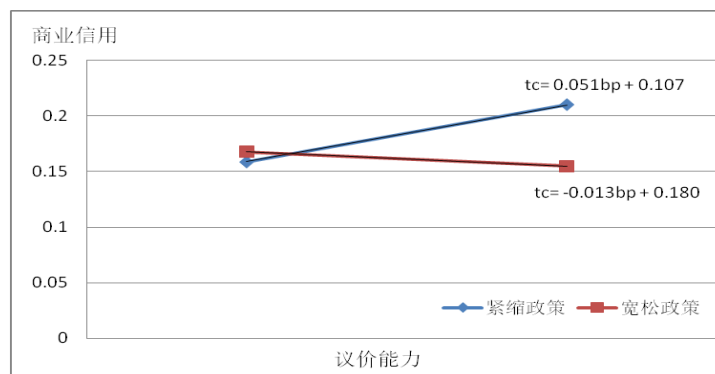


图 5.1 货币政策对议价能力的调节作用

来源：不同货币政策下商业信用对议价能力的回归

因此，分析结果表明，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，货币紧缩在议价能力对企业商业信用的影响中起着正向强化作用。相反，在货币政策越宽松的情况下，会弱化议价能力对企业商

业信用融资的影响作用，即在控制了公司上市时间、规模及地区差异的情况下，货币紧缩时期的议价能力对企业商业信用的影响大于货币宽松时期议价能力对企业商业信用的影响。这也提醒了企业管理者尤其是中小企业的管理者，在货币紧缩时期应该充分发挥议价能力对企业业绩的正向影响作用，努力提高企业业绩。

同理，据表 5.4 中提供了模型（10） ω_3 的回归系数及显著水平值 ω_3 ($t = 5.814, p = 0.000$)。通过回归系数 ω_3 的相关数据可以发现：其一，模型（10）系数 ω_3 ($t = 5.814$) > 1.96 , ($p = 0.000$) < 0.05 显著，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下，货币紧缩与货币宽松在供应商议价能力对供应商商业信用融资影响中是有显著差别的。其二，模型（10）系数 $\omega_3 = 0.079$ 为正，表明货币紧缩时供应商议价能力对供应商商业信用的影响大于货币宽松时供应商议价能力对供应商商业信用的影响。

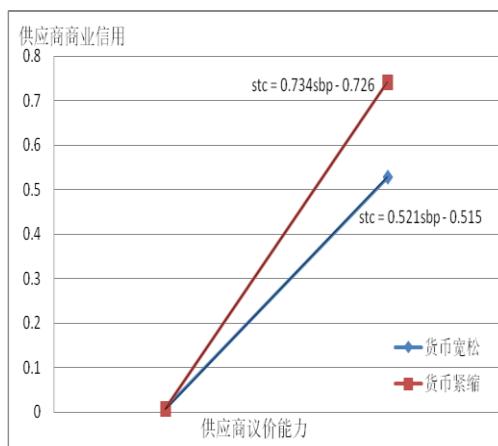


图 5.2 货币政策对供应商议价能力的调节作用
来源：不同货币政策下供应商商业信用对供应商议价能力的回归

进一步地，图 5.2 还显示了在供应商议价能力对供应商商业信用融资的影响中，不同货币政策对供应商议价能力的影响差异。从图 5.2 还知，货币紧缩时供应商议价能力直线的斜率明显大于货币宽松时供应商议价能力的斜率，即随着供应商议价能力的变化，货币紧缩时的供应商商业信用融资额大于货币宽松时的供应商商业信用融资额，意味着随着供应商议价能力的变化，货币紧缩对供应商商业信用的影响越来越大于货币宽松对供应商议价能力的影响。

因此，分析结果表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，货币紧缩在供应商议价能力对企业供应商商业信用的影响中起着正向强化作用，即在控制了公司上市时间、规模及地区差异的情况下，货币政策越紧缩，供应商议价能力对企业供应商商业信用的影响越强烈，进一步强化了供应商议价能力对企业供应商商业信用融资的作用。相反，在货币政策越宽松的情况下，会弱化供应商议价能力对企业供应商商业信用融资的影响作用。

此外，从表 5.4 中还发现模型（11）客户议价能力与货币政策交互项（ $BBP \times MP$ ）的回归系数 $\theta_3 = 0.015$ ($t = 3.831, p = 0.006$)，其中模型（11）回归系数 θ_3 ($(t = 3.831) > 1.96, (p = 0.006) < 0.05$) 显著，提示了在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下，货币紧缩与货币宽松在客户议价能力对客户商业信用融资的影响中对客户议价能力的影响是有显著差别的。而模型（11）回归系数 ($\theta_3 = 0.015$) > 0 为正，说明货币紧缩时客户议价能力对客户商业信用的影响大于货币宽松时客户议价能力对客户商业信用的影响。

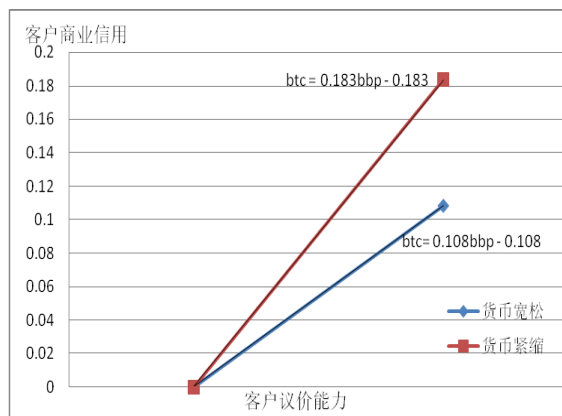


图 5.3 货币政策对客户议价能力的的调节作用

来源：不同货币政策下客户商业信用对客户议价能力的回归

更进一步地，图 5.3 显示了不同货币政策对客户议价能力的影响差异。同时，从图 5.3 可知，很明显货币紧缩时供应商议价能力直线的斜率要大于货币宽松时供应商议价能力的斜率，即随着客户议价能力的变化，货币紧缩时客户议价能力对客户商业信用的影响逐渐大于货币宽松时客户议价能力对客户商业信用的影响。

因此，分析结果表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，货币政策紧缩对客户议价能力对企业客户商业信用的影响中对客户议价能力起着正向强化作用，即在控制了公司上市时间、规模及地区差异的情况下，货币政策越紧缩，客户议价能力对企业客户商业信用的影响越强烈，进一步强化客户议价能力对企业客户商业信用融资的作用。相反，在货币政策越宽松的情况下，会弱化客户议价能力对企业客户商业信用融资的影响作用。这也提醒企业管理者在货币政策趋紧时必须注重保持与客户良好的关系，充分发挥好这种关系，为企业获得更多的低成本的商业信用融资服务。

5.2.3 议价能力对商业信用融资影响的动态分析

表 5.5 中提供了模型 (5) ~ (8) 各回归系数的值及显著性判断值等。其中，模型 (5) 的增量供应商议价能力回归系数及相关数据为 $\varphi' = 0.413$ ($t = 17.674$, $p = 0.000$) 和增量客户议价能力回归系数 $\kappa' = -0.474$ ($t = -20.292$, $p = 0.000$)，根据回归数据显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，可知增量供应商议价能力与增量客户议价能力的回归系数显著。此外，从表 5.5 中还发现模型 (5) 的 $\bar{R}^2 = 0.924$ ，表明模型 (5) 的回归方程的拟合度很好。因此，分析结果表明增量议价能力对增量企业商业信用融资的影响是增量供应商与增量客户议价能力对商业信用的共同影响的结果 (其他内涵意义同模型 (4))。

表 5.5 商业信用对议价能力动态回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|-----|--------------|------------|----------|---------|-------|----------------|
| (5) | ΔSBP | κ' | -0.474 | -20.292 | 0.000 | 0.924 |
| | ΔBBP | φ' | 0.413 | 17.674 | 0.000 | |
| (6) | ΔBP | β_1 | -0.03 | -2.958 | 0.031 | 0.322 |
| (7) | ΔSBP | ρ_1 | -0.307 | -10.518 | 0.000 | 0.289 |
| (8) | ΔBBP | η_1 | 0.003 | 3.115 | 0.042 | 0.453 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

同时，表 5.5 中也提供了模型 (6) 回归系数 $\beta_1 = -0.03$ ($|t| = |-2.958| > 1.96$ 且 $(p = 0.031) < 0.05$)，说明模型 (6) 的回归系数 β_1 显著，意味着随着增量议价

能力增加的幅度变大，增量商业信用融资额增加的幅度反而变小，即增量议价能力对增量商业信用融资具有边际递减效应。

此外，表 5.6 还提供了模型（7）的回归系数 $\rho_1 = -0.307(t = -10.518, p = 0.000)$ ，依照回归数据显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ），表明增量供应商议价能力的回归系数 ρ_1 显著为负，意味着随着供应商议价能力增加的幅度变大，供应商商业信用融资额增加的幅度反而变小，也即增量供应商议价能力对增量供应商商业信用融资具有边际递减效应，同时也提示了企业应该多渠道采购材料，降低供应商集中度，以争取从供应商那里获得更多的商业商信用融资。

最后，从表 5.5 中发现模型（8）的回归系数及相关显著性判断数据为 $\eta_1 = 0.003(t = 3.115, p = 0.042)$ ，其中 $(\eta_1 = 0.003) > 0$ 且 $(t = 3.115) > 1.96$ 与 $(p = 0.042) < 0.05$ ，表明增量客户议价能力的回归系数 η_1 显著为正，意指随着客户增量议价能力增加的幅度变大，客户商业信用融资增加的幅度与也变大，即增量客户议价能力与增量客户商业信用融资呈现正相关关系，这也提示了企业必须想方设法提升客户的议价能力，力争获得更多的预付款项，缓解企业流动性压力。

5.2.4 货币政策下议价能力影响商业信用融资的动态分析

表 5.6 中模型（12）～（14）提供了各种增量议价能力与货币政策交互项的回归系数及显著性判断的各种数据，用于判断不同货币政策能否放缩各种增量议价能力对各种增量商业信用融资的影响。

表 5.6 货币政策调节动态议价能力回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|------|------------------------|-----------|----------|-------|-------|----------------|
| (12) | $\Delta BP \times MP$ | β_1 | 0.147 | 3.814 | 0.000 | 0.329 |
| (13) | $\Delta SBP \times MP$ | ρ_3 | 0.036 | 2.870 | 0.014 | 0.192 |
| (14) | $\Delta BBP \times MP$ | η_3 | 0.037 | 3.412 | 0.000 | 0.310 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

从表 5.6 模型(12)发现 $\beta_3 = 0.147(t = 3.814, p = 0.000)$ ，根据其内在统计含义，表明两点：一是回归系数 $\beta_3(t = 3.814) > 1.96, (p = 0.000) < 0.05$ 表明 β_3 显著，意味着在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及

公司资产规模的前提下，不同的货币政策在增量议价能力对增量商业信用融资影响中是有显著差异的；二是模型（12）回归系数 $\beta_3 = 0.147$ 为正数，意味着货币紧缩对增量议价能力的影响大于货币宽松对增量议价能力的影响。

同时，图 5.4 反映了不同货币政策对增量议价能力的影响影响差异，很明显货币紧缩时增量议价能力直线的斜率要大于货币宽松时增量议价能力的斜率，即随着增量议价能力的增大，货币紧缩时增量议价能力对增量商业信用的正向影响越来越大于货币宽松时增量议价能力对增量商业信用的正向影响。

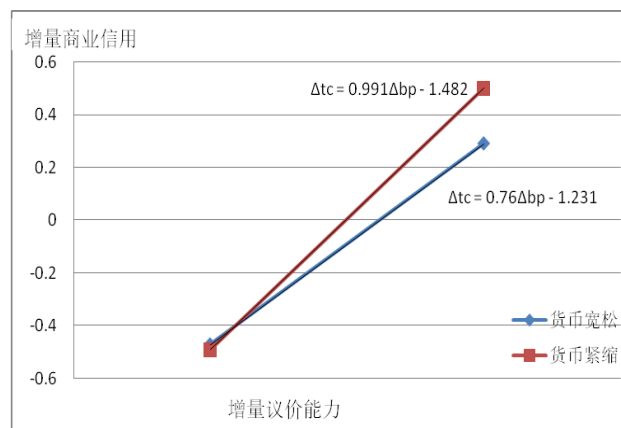


图 5.4 货币政策对增量议价能力的的调节作用

来源：不同货币政策下增量商业信用对增量议价能力的回归

因而，分析结果说明，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司期初资产规模的情况下，货币政策紧缩在增量议价能力对企业增量商业信用的影响中起着正向强化作用，即在控制了公司上市时间、规模及地区差异的情况下，随着增量议价能力增大，货币政策时增量议价能力对企业增量商业信用的正向影响逐渐大于货币政策时增量议价能力对企业增量商业信用的正向影响。反之，货币政策宽松会相对弱化增量议价能力对企业增量商业信用的正向影响。

相应地，表 5.6 还显示了模型(13)回归系数 ρ_3 的值与各种显著性判断数据，即 $\rho_3 = 0.036$ ($t = 2.870, p = 0.014$)。根据 ρ_3 回归结果，可以看出模型(13)回归系数 ρ_3 ($t = 2.870 > 1.96, p = 0.014 < 0.05$) 显著，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司期初资产规模的前提下，不同的货币政策在增量供应商议价能力对增量供应商商业信用融资影响中是有显著差异的；二是模型（13）回归系数 $\beta_3 = 0.147$ 为正数，表明货币紧缩对增量供应商议价能力的影响大于货币宽松对增量供应商议价能力的影响。

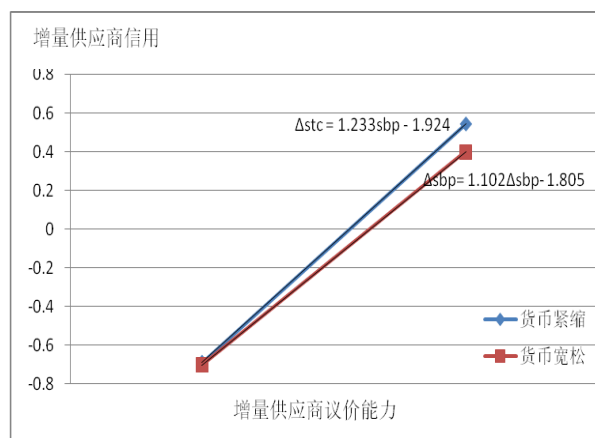


图 5.5 货币政策对增量供应商议价能力的调节作用

来源：不同货币政策下增量供应商商业信用对增量供应议价能力的回归

同时图 5.5 显示了不同货币政策对增量供应商议价能力的影响差异，很明显货币紧缩时增量供应商议价能力直线的斜率要大于货币宽松时增量供应商议价能力的斜率，即随着增量供应商议价能力的增大，货币紧缩时增量供应商议价能力对增量供应商商业信用的正向影响逐渐大于货币宽松时增量供应商议价能力对增量供应商商业信用的影响。

因此，结果表明，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司期初资产规模的情况下，货币紧缩在增量供应商议价能力对企业增量供应商商业信用的影响中起着正向强化作用，即在控制了公司上市时间、规模及地区差异的情况下，货币政策越紧缩，增量供应商议价能力对企业增量供应商商业信用的影响越强烈，并进一步强化增量供应商议价能力对企业增量供应商商业信用融资的作用。相反，货币宽松会相对弱化增量供应商议价能力对企业增量供应商商业信用融资的影响作用。

进一步地，表 5.6 还提供了模型 (14) 回归系数 η_3 及其相关数据的值 $\eta_3(t = 3.412, p = 0.000)$ 。根据这些数据内含的统计意义可以发现：首先，模型 (14) 回归系数 $\eta_3(t = 3.412) > 1.96, (p = 0.000) < 0.05$ 表明回归系数 η_3 显著，其内在含义是在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司期初资产规模的前提下，不同的货币政策在增量客户议价能力对增量客户商业信用融资影响中是有显著差异的；其次，模型 (14) 回归系数 ($\eta_3 = 0.037$) > 0 为正数，揭示了货币紧缩对增量客户议价能力的影响大于货币宽松对增量客户商业信用融资的影响。

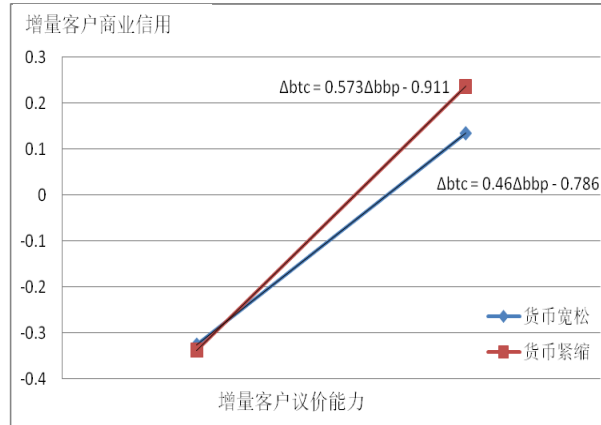


图 5.6 货币政策对增量客户议价能力的影响

来源：不同货币政策下增量客户商业信用对增量客户议价能力的回归

同时图 5.6 显示了不同货币政策对增量客户议价能力的不同影响差异，很明显货币紧缩时增量客户议价能力直线的斜率要大于货币宽松时增量客户议价能力的斜率，即随着增量客户议价能力的增大，货币紧缩时增量客户议价能力对增量客户商业信用的正向影响逐渐大于货币宽松时增量客户议价能力对增量客户商业信用的正向影响。

因而，分析结果意味着，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，货币政策紧缩在增量客户议价能力对企业增量客户商业信用的影响中起着正向强化作用，即在控制了公司上市时间、规模及地区差异的情况下，货币政策越紧缩，增量客户议价能力对企业增量客户商业信用的影响越强烈，进一步强化增量客户议价能力对企业增量客户商业信用融资的作用。相反，货币宽松会相对弱化增量客户议价能力对企业增量客户商业信用融资的正向影响作用。

5.2.5 模型稳健性分析

表 5.7 中提供了模型（1）～（14）各变量的 ADF 和 VIF 的值。从表 5.7 可以看出，各变量的 ADF 的统计值都显著小于 1%水平的临界值，说明模型（1）～（14）中所有变量平稳，不会产生为回归情况。另外，表 5.7 中还显示模型（1）～（14）中各变量 VIF 的值域为(0, 2)，可见每个模型中的自变量之间、控制变量之间及自变量与控制变量之间没有严重的共线性问题。

综上，通过对模型（1）～（14）相关结果分析，文章发现：

表 5.7 假设 1 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | |
|--------------------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| <i>BP</i> | -31.7688*** | 1.7412 | | | | | |
| <i>TC</i> | -35.6966*** | | | | 1.6243 | | |
| <i>SBP</i> | -31.6599*** | | 1.8652 | 1.8873 | | | |
| <i>STC</i> | -18.0967*** | | | | | | |
| <i>BBP</i> | -16.3262*** | | | 1.5158 | 1.4800 | | |
| <i>BTC</i> | -25.9567*** | | | | | | |
| ΔBP | -20.1250*** | | | | | | 1.0956 |
| ΔTC | -19.3346*** | | | | | | |
| ΔSTC | -30.1123*** | | | | | | |
| ΔBBP | -18.1476*** | | | | | | |
| ΔBBP | -21.0796*** | | | | | 1.7013 | |
| ΔSBP | -15.6052*** | | | | | 1.7936 | |
| <i>BP</i> × <i>MP</i> | -17.1754*** | | | | | | |
| ΔBP × <i>MP</i> | -21.3341*** | | | | | | |
| <i>BBP</i> × <i>MP</i> | -29.3215*** | | | | | | |
| ΔBBP × <i>MP</i> | -28.0181*** | | | | | | |
| <i>SBP</i> × <i>MP</i> | -34.472*** | | | | | | |
| <i>SBP</i> × <i>M</i> | -29.3691*** | | | | | | |
| 资产规模 | -12.0102*** | 1.5050 | 1.6825 | 1.9126 | 1.6159 | 1.8274 | 1.5569 |
| 上市年限 | -12.7130*** | 1.2887 | 1.6977 | 1.4173 | 1.4092 | 1.9364 | 1.2716 |
| 地域差异 | -27.8113*** | 1.5750 | 1.8349 | 1.0365 | 1.9594 | 1.2890 | 1.5596 |

(1) 议价能力显著影响企业商业信用融资。议价能力、增量议价能力、供应商议价能力、增量供应商议价能力、经销商（客户）议价能力及增量经销商（客

户) 议价能力分别对商业信用、增量商业信用、供应商信用、增量供应商信用、客户(经销商)商业信用及增量客户(经销商)商业信用产生显著影响。

续表 5.7 假设 1 变量平稳性与共线性检验续

| 项目 | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | | |
|--------------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | (7) | (8) | (9) | (10) | (11) | (12) | (13) | (14) |
| <i>BP</i> | | | 1.3782 | | | | | |
| <i>SBP</i> | | | | 1.1829 | | | | |
| <i>BBP</i> | | | | | | | | |
| ΔBP | | | | | | 1.2831 | | |
| ΔBBP | | 1.0420 | | | | | | 1.2679 |
| ΔBBP | | 1.8547 | | | | | | 1.9660 |
| ΔSBP | 1.3741 | | | | | | 1.0579 | |
| <i>BP</i> × <i>MP</i> | | | 1.4527 | | | | | |
| ΔBP × <i>MP</i> | | | | | | 1.8923 | | |
| <i>BBP</i> × <i>MP</i> | | | | | 1.9648 | | | |
| ΔBBP × <i>MP</i> | | | | | | | | 1.8125 |
| <i>SBP</i> × <i>MP</i> | | | | 1.6458 | | | | |
| <i>SBP</i> × <i>M</i> | | | | | | 1.3245 | | |
| 资产规模 | 1.0714 | 1.6317 | 1.4670 | 1.2223 | 1.8939 | 1.2354 | 1.3404 | 1.9498 |
| 上市年限 | 1.1193 | 1.3484 | 1.4544 | 1.1714 | 1.7670 | 1.6097 | 1.1921 | 1.9296 |
| 地域差异 | 1.1432 | 1.4663 | 1.8251 | 1.4432 | 1.7778 | 1.2216 | 1.1243 | 1.2649 |

来源: 运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果, 表中“ Δ ”代表增量的意思, “***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

(2) 议价能力与商业信用融资正相关; 供应商议价能力与客户议价能力共同作用影响企业商业信用融资; 供应商议价能力与供应商商业信用融资负相关; 客户议价能力与客户商业信用融资正相关; 增量议价能力对增量商业信用融资具有边际递减效应; 增量供应商议价能力对增量供应商商业信用融资具有边际递减效应; 增量客户议价能力与增量客户商业信用融资呈现正相关关系。

(3) 在议价能力对企业商业信用的影响中, 不同货币政策对议价能力的调节作用显著不同, 即货币紧缩时的议价能力对企业商业信用融资的影响显著大于货币宽松时的议价能力对企业商业信用融资的影响。这种货币紧缩时期对议价能力影响企业商业信用的显著正向强化作用, 不仅体现在各种议价能力对各种商业信用的比较静态影响中, 还在各种增量议价能力对各种增量商业信用的影响中表现的淋漓尽致。

总体来讲, 通过对假设 1 的检验结果的分析, 发现检验结果与假设 1 提出假设相符合, 因此假设 1 得以验证。

5.3 产权性质下议价能力对商业信用融资影响分析

表 5.8 提供了检验假设 2 所需的数据。鉴于模型设计的特点, 文章从比较静态与动态两个视角分析在不同性质企业中议价能力对企业商业信用融资的不同影响。

表 5.8 产权性质调节静态议价能力回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|------|-----------------|------------|----------|--------|-------|----------------|
| (15) | $BP \times OT$ | α_3 | 0.490 | 2.451 | 0.000 | 0.311 |
| (16) | $SBP \times OT$ | ϖ_3 | 0.029 | 2.251 | 0.031 | 0.361 |
| (17) | $BBP \times OT$ | θ_3 | -0.036 | -0.244 | 0.807 | 0.344 |

来源: 在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数, 其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

5.3.1 产权性质下议价能力对商业信用融资影响的比较静态分析

根据表 5.8 中提供模型 (15) 回归系数 α_3 的估计值和显著性判别数据, 可以发现: 一是模型 (15) 的回归系数 α_3 ($t = 2.451 > 1.96, (p = 0.000) < 0.05$), 表明回归系数 α_3 显著, 意味着在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下, 国有企业与非国有企业在议价能力对企业商业信用融资影响中是有显著差别的 (文章设定了终极控制人国有为 0, 非国有为 1); 二是模型 (15) 的回归系数 ($\alpha_3 = 0.49$) > 0 为正, 说明非国企对议价能力的影响大于国企对议价能力的影响。

同时, 图 5.7 显示了不同产权性质对议价能力的影响差异, 很明显非国企议价能力直线的斜率要大于国企议价能力的斜率, 即随着议价能力的增大, 非国企

议价能力对商业信用的正向影响越来越大于国企议价能力对商业信用的正向影响，意味着在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，非国企在议价能力对企业商业信用的影响中起着正向强化作用，即在控制了公司上市时间、资产规模及地区差异的情况下，议价能力在非国企中比在国企企业中对商业信用的影响更大。

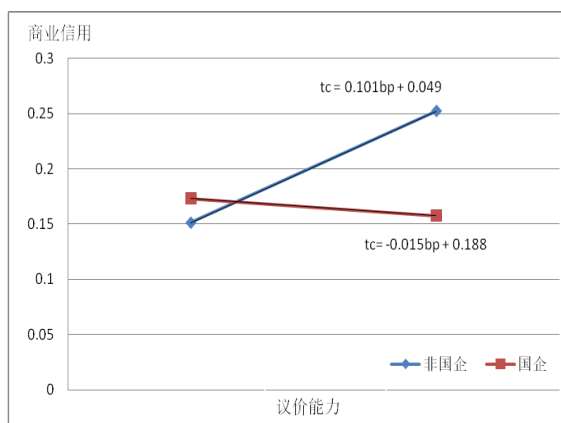


图 5.7 产权性质对议价能力的调节作用
来源：不同产权性质下商业信用对议价能力的回归

相应地，根据表 5.8 中提供的模型（16）回归系数 α_3 的估计值和显著性判别系数值 $\alpha_3 = 0.029$ ($t = 2.251$, $p = 0.031$)，发现 α_3 的显著性判别系数值 ($t = 2.251$) > 1.96 与 ($p = 0.031$) < 0.05 显著，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下，国企企业与非国企在供应商议价能力对企业供应商商业信用融资影响中有显著差别。另外，模型（16）的回归系数 ($\alpha_3 = 0.029$) > 0 为正，说明非国企中供应商议价能力对企业供应商商业信用影响的作用大于在国企中供应商议价能力对企业供应商商业信用影响的作用。

同时图 5.8 显示了不同产权性质对供应商议价能力的不同影响，很明显非国企议价能力直线的斜率要大于国企供应商议价能力的斜率，即随供应商议价能力的变大，非国企供应商议价能力对供应商商业信用的影响逐渐大于国企供应商议价能力对供应商商业信用的影响，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，在非国企中供应商议价能力对企业供应商商业信用影响的作用大于在国企中供应商议价能力对企业供应商商业信用影响的作用。这与供应商的获取企业信息比较优势和监督企业生产管理比较优势有关。相较而言，供应商对企业的获取信息与监督生产管理比银行只依靠财务报

表获取信息具有优势。因此，供应商依靠其信息优势提供商业信用给企业（买方）比银行提供贷款有利，这样中结果与一些学者提出的观点一致（Petersen, & Rajan,1997）。

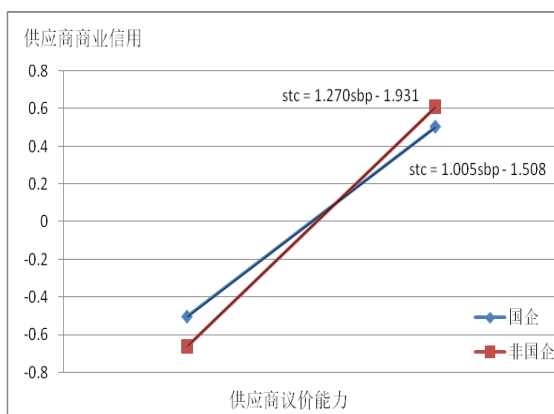


图 5.8 产权性质对供应商议价能力的的调节作用
来源：不同产权性质下供应商商业信用对供应商议价能力的回归

此外，表 5.8 模型（17）显示了回归系数 θ_3 相关值，（ $\theta_3 = -0.036$ ） < 0 为负数，表明客户议价能力与客户商业信用融资是负相关的关系，即客户议价能力越高，企业获得的商业信用融资越少。这种负相关的现象纯属小概率事件，因为 θ_3 （ $|t| = | -0.244 | < 1.96$, $(p = 0.807) > 0.05$ ）， θ_3 在统计上是不显著。也就是说在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，在非国企中客户议价能力对企业客户商业信用影响的作用与在国企中客户议价能力对企业客户商业信用影响的作用没有显著不同。

总之，文章以构建模型（15）～（17）为基础，通过对不同性质企业对议价能力调节能力的比较静态分析发现，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，在非国企中议价能力和供应商议价能力对企业商业信用和供应商商业信用的影响大于在国企中议价能力和供应商议价能力对企业商业和供应商商业信用的影响。而在非国企中客户议价能力对企业客户商业信用影响的作用与在国企中客户议价能力对企业客户商业信用影响的作用没有显著不同。其实这也不影响假设 2 合理性，这是因为：一是产权性质对客户议价能力对客户商业信用融资的影响中对议价能力的调节作用不显著，不会产生显著不同的影响；二是即便产权性质对议价能力有轻微的调节作用，根据方明月（2014）分析得出结论：议价能力对企业商业信用融资的影响是供应商与客户对商业信用的共同影响的结果，可以判断产权性质对客户议价能力对客户商业信

用影响中有轻微的负向调节作用也不会改变总议价能力对企业商业信用融资的影响总体方向。

5.3.2 产权性质下议价能力对商业信用融资影响的动态分析

通过表 5.9 发现模型 (18) 回归系数 $\beta_3 = -0.186$ ($t = -6.295$, $p = 0.000$), 其中 β_3 值显著 ($|t| = 6.295 > 1.96$, ($p = 0.000 < 0.05$)), 意味着在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下, 国有企业与非国有企业在增量议价能力对企业增量商业信用融资影响中有显著差异, 且 ($\beta_3 = -0.186$) < 0 为负, 表明国企对增量议价能力的影响小于非国有企业对增量议价能力的影响。

表 5.9 产权性质调节动态议价能力回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|------|------------------------|-----------|----------|---------|-------|----------------|
| (18) | $\Delta BP \times OT$ | β_3 | -0.186 | -6.295 | 0.000 | 0.329 |
| (19) | $\Delta BBP \times OT$ | ρ_3 | -0.291 | -10.125 | 0.000 | 0.192 |
| (20) | $\Delta SBP \times OT$ | η_3 | -0.125 | -4.067 | 0.000 | 0.310 |

来源: 在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数, 其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

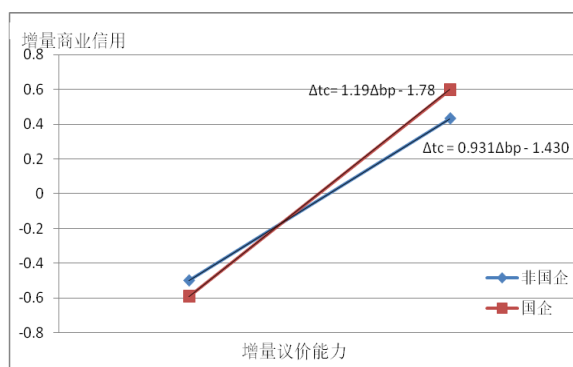


图 5.9 产权性质对增量议价能力的调节作用

来源: 不同产权性质下增量商业信用对增量议价能力的回归

同时, 图 5.9 显示了不同产权性质对增量议价能力的不同影响, 显然非国企增量议价能力直线的斜率要小于国企增量议价能力的斜率, 即随着增量议价能力的增大, 非国企增量议价能力对增量商业信用的正向影响越来越小于国企增量议价能力对增量商业信用的正向影响, 即随着增量议价能力幅度的扩大, 增量商业信用幅度反而缩小, 呈现出增量议价能力对增量商业信用的边际递减效应。这

其实与现实是非常吻合的，因为在产业链中企业与上下游企业的贸易交往，当客户与供应商提供给企业的商业信用达到一定的规模（额）后，不管企业的议价能力是否继续上升，客户与供应商出于自身财务成本和债务风险的考虑，不可能无止境的提供商业信用，因而随着企业增量议价能力的幅度扩大，增量商业信用幅度反而缩小。

同时，表 5.9 显示了模型（19）的回归系数 $\rho_3 = -0.291$ ($t = -10.125, p = 0.000$)。其中回归系数 ρ_3 的显著性判别数据为 $(|t| = 10.125) > 1.96, (p = 0.000) < 0.05$ ，可以准确判断回归系数 ρ_3 的值显著，那么这意味着在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下，国企业与非国企在增量供应商议价能力对企业增量供应商商业信用融资影响中，对增量供应商议价能力的影响有显著不同的，且 $(\rho_3 = -0.291) < 0$ 为负数，说明国企业对增量供应商议价能力的影响小于非国企业对增量供应商议价能力的影响。

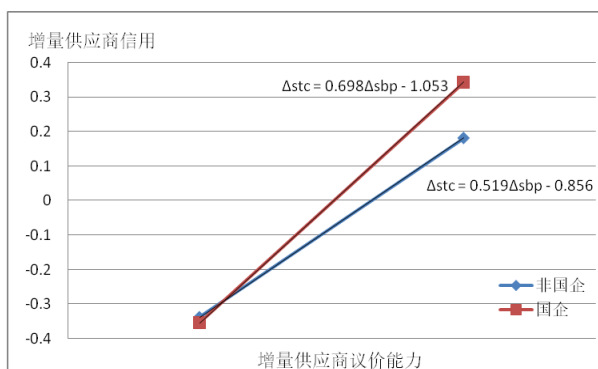


图 5.10 产权性质对增量供应商议价能力的调节作用
来源：不同产权性质下增量商业信用对增量议价能力的回归

同时，图 5.10 显示了产权性质与增量供应商议价能力的交互项对增量供应商商业信用融资的影响差异，显然非国企供应商议价能力直线的斜率要小于国企供应商议价能力的斜率，表明增量供应商议价能力与产权性质的交互项是负相关的，即随着随着增量供应商议价能力的幅度扩大，增量供应商商业信用幅度反而缩小，呈现出增量供应商议价能力对增量供应商商业信用的边际递减效应。其原因与增量议价能力对增量商业信用的影响相同，根据假设 1 模型（4）中反映的议价能力对商业信用融资的影响的关系：议价能力对商业信用融资的影响是供应商与客户议价能力对企业商业信用共同作用的结果，因而可知增量客户议价能力对增量客户商业信用的边际递减效应是增量议价能力对增量商业信用的边际递减效应同一问题的另一个方面而已，即在供应商提供商业信用的过程中，出于自

身财务成本和债务风险的考虑，不可能无止境的提供商业信用，会随着企业增量供应商议价能力的幅度扩大，增量供应商商业信用幅度反而缩小。

此外，从表 5.9 可知模型 (20) 的增量客户议价能力与产权性质的交互项 ($\Delta BBP \times OT$) 回归系数为 $\eta_3 = -0.125$ ($t = -4.067, p = 0.000$)。从回归系数 η_3 的结果可以发现 ($|t| = 4.067$) > 1.96 与 ($p = 0.000$) < 0.05 ，说明回归系数 η_3 显著，意味着在控制了各控制变量的情况下，国企企业与非国企在增量客户议价能力对企业增量客户商业信用融资影响中对增量供应商议价能力的影响是有显著差异的。同时，从回归系数 η_3 的结果还发现 ($\eta_3 = -0.125$) < 0 为负数，说明非国企对企增量客户议价能力的影响小于国企对企增量客户议价能力的影响。

另外，图 5.11 显示了不同产权性质对增量商业信用融资的不同影响，显然非国企议价能力直线的斜率要小于国企议价能力的斜率，说明增量客户议价能力与产权性质的交互项与增量客户商业信用是负相关的，即在产权性质的负向调节作用下，随着增量客户议价能力的幅度扩大，增量客户商业信用幅度反而缩小，呈现出增量客户议价能力对增量客户商业信用的边际递减效应。这其实是在在产权性质的调节作用下，增量议价能力对增量商业信用的影响同一问题的另一方面而已，即在客户提供商业信用的过程中，出于自身财务成本和债务风险的考虑，不可能无止境的提供商业信用，会随着企业增量客户议价能力的幅度扩大，增量客户商业信用幅度反而缩小。

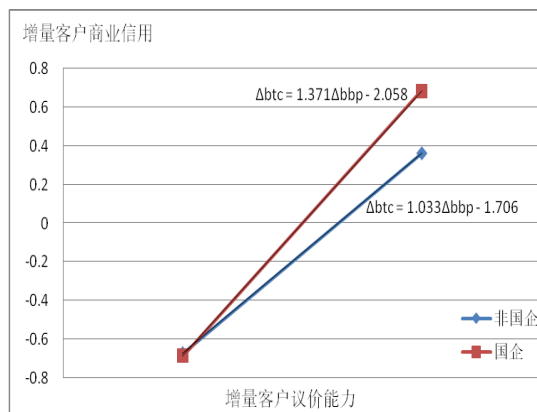


图 5.11 产权性质对增量客户议价能力的调节作用

来源：不同产权性质下增量客户商业信用对增量客户议价能力的回归

总之，在比较静态的视角下，分析了不同性质企业对议价能力调节能力影响的基础上，以模型 (18) ~ (20) 为基础，在动态的视域内分析了在产权性质的调节作用下各种增量议价能力对各种增量商业信用的影响。经分析发现，在控制

了各种控制变量之后，在产权性质负向调节各种增量议价能力对各种增量商业信用的影响，即呈现出随着各种增量议价能力的幅度不断扩大，而各种增量商业信用的增幅反而缩小的边际递减效应。这也提示了企业在争取上下游企业信用融资时，不要一味追求商业信用融资总量的不断增加，而过多的受制于上下游企业，使融资成本不断提高，而是要把握好客户商业信用和供应商信用融资的比例和额度，努力实现议价能力对商业信用影响的最大效率。

5.3.3 模型稳健性分析

表 5.10 中提供了模型 (15) ~ (20) 中各 VIF 的值域为(0, 2)，可见每个模型中的自变量之间、控制变量之间及自变量与控制变量之间变量之间没有严重的共线性问题。同时表 5.10 显示的各变量 ADF 值，可以看出各变量的 ADF 的统计值都显著小于 1%水平的临界值，说明模型 (15) ~ (20) 中所有变量平稳，不会产生伪回归情况。

表 5.10 假设 2 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | |
|--------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | (15) | (16) | (17) | (18) | (19) | (20) |
| <i>BP</i> | -31.7743*** | 1.5234 | | | | | |
| ΔBP | -20.0736*** | | | | 1.3467 | | |
| <i>BBP</i> | -16.3135*** | | | 1.9336 | | | |
| ΔBBP | -16.3135*** | | | | | | 1.9804 |
| <i>SBP</i> | -31.6599*** | | 1.3605 | | | | |
| ΔSBP | -15.3643*** | | | | | 1.3155 | |
| <i>TC</i> | -35.6966*** | | | | | | |
| ΔTC | -19.3346*** | | | | | | |
| <i>BTC</i> | -25.9567*** | | | 1.5353 | | | |

综上，基于比较静态与动态视角，分析了表 5.10 提供模型 (15) ~ (20) 的相关数据，文章发现：

(1) 在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司规模情况下，在非国企中议价能力和与供应商议价能力对企业商业信用和供应商

商业信用影响大于在国企中议价能力和供应商议价能力对企业商业信用和供应商商业信用影响。而在非国企中客户议价能力对企业客户商业信用影响不明显。

续表 5.10 假设 2 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | |
|-------------------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | (15) | (16) | (17) | (18) | (19) | (20) |
| ΔBTC | -15.603*** | | | | | | 1.3794 |
| STC | -34.986*** | | | | | | |
| ΔSTC | -18.0967*** | | | | | | |
| $BP \times OT$ | -16.2794*** | 1.5290 | | | | | |
| $\Delta BP \times OT^*$ | -30.3273*** | | | | 1.3682 | | |
| $BBP \times OT$ | -32.3214*** | | | 1.2226 | | | |
| $BBP \times OT$ | -30.0082*** | | | | | | 1.7752 |
| $SBP \times OT$ | -30.676*** | | 1.4592 | | | | |
| $\Delta SBP \times OT$ | -24.4698*** | | | | | 1.9775 | |
| 资产规模 | -12.0102*** | 1.8004 | 1.8741 | 1.6088 | 1.7583 | 1.7022 | 1.9957 |
| 上市年限 | -12.7130*** | 1.4466 | 1.2210 | 1.7819 | 1.7774 | 1.5976 | 1.5375 |
| 地域差异 | -27.8113*** | 1.6269 | 1.2482 | 1.7709 | 1.8895 | 1.8590 | 1.9615 |

来源：运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果，表中“ Δ ”代表增量的意思，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

(2) 在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，在国企与非国企中，各种增量议价能力对各种增量商业信用有显著不同的影响。

(3) 在控制了各种控制变量的条件之后，产权性质与各种增量议价能力的交互项负向影响各种增量的商业信用，即呈现出随着各种增量议价能力的幅度不断扩大，各种增量商业信用的增幅反而缩小的边际递减效应。

总体上，假设 2 基本得以验证。

5.4 产权性质与货币政策对商业信用中介调节作用分析

假设 3 的验证主要是对模型 (21) ~ (64) 关键回归系数进行分析。分析内容有三个部分：假设 3 验证、假设 3a 与假设 3b。检验所需的分析数据分别由表 5.11 与表 5.12 提供 (21) ~ (32) 验证分析数据，用于验证假设 3 部分；由表 15 提供 (33) ~ (48) 验证分析数据，用于验证假设 3a 部分；由表 16 提供 (49) ~ (64) 验证分析数据，用于验证假设 3b 部分。

5.4.1 商业信用融资中介作用分析

文中表 5.11 提供了检验商业信用在议价能力对企业业绩影响中的中介作用所需的相关数据，具体为模型 (21) ~ (32) 中各关键回归系数的值及显著性判断值。商业信用的中介作用检验基于动静两个视角，在议价能力对企业财务业绩与市场业绩两个影响中，分别商业信用进行相应的中介作用分析。

表 5.11 财务业绩中商业信用中介作用回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | P | Adjusted R^2 |
|------|-------------|------------|----------|--------|-------|----------------|
| (21) | BP | θ_1 | 0.108 | 8.181 | 0.000 | 0.311 |
| (22) | BP | α | 0.097 | 3.232 | 0.001 | 0.314 |
| (23) | BP | θ_2 | 0.037 | 2.059 | 0.023 | 0.344 |
| | TC | ω_1 | 0.729 | 33.586 | 0.000 | |
| (24) | Δ BP | η | 0.062 | 2.196 | 0.028 | 0.415 |
| (25) | Δ BP | μ | -0.030 | -0.958 | 0.338 | 0.346 |
| (26) | Δ BP | η' | 0.062 | 2.174 | 0.030 | 0.310 |
| | Δ TC | ω_2 | -0.021 | -0.919 | 0.358 | |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ P ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

5.4.1.1 商业信用在议价能力对财务业绩影响中的中介作用

(1) 比较静态分析商业信用在议价能力对财务业绩影响的中介作用

根据表 5.11 显示的模型 (21) 回归系数 $\theta_1 = 0.249$ ($t = 8.181$, $p = 0.000$)，可知 ($\theta_1 = 0.249$) > 0 其 ($t = 8.181$) > 1.96 与 ($p = 0.000$) < 0.05 表明回归系数 θ_1 显著为正，意指在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规

模的情况下，随着议价能力的不断提高，企业财务业绩也逐渐地上升，即议价能力与企业财务业绩呈正相关关系。同时也给企业如何提高财务业绩一个很好的启示，即企业可以通过提高自身的议价能力，不仅自身竞争力得到提升，而且自身财务业绩也得到改善。

同时，表 5.11 模型（22）提供了议价能力与企业商业信用融资之间关系的回归结果 $\alpha = 0.108(t = 3.232, p = 0.001)$ ，其中 $(\alpha = 0.108) > 0$ 为正，同时根据显著性判断数据 $(t = 3.232) > 1.96$ 与 $(p = 0.001) < 0.05$ ，表明回归系数 α 显著。由回归系数 α 显著为正的结果可知，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，随着议价能力的不断提高，企业信用融资规模也逐渐地扩大，即议价能力与企业商业信用融资呈正相关关系。这结果意味着，企业提高企业议价能力，不仅可以提高企业竞争能力，而且还能另辟融资渠道，降低融资成本，缓解流动性压力。

另外，表 5.11 模型（23）提供了议价能力和商业信用融资与企业财务业绩之间的关系分析的结果，分别是 $\theta_2 = 0.037 (t = 2.059, p = 0.023)$ 与 $\omega_1 = 0.729 (t = 33.586, p = 0.000)$ 。其中 $(\theta_2 = 0.037) > 0$ 为正且 $(t = 2.059) > 1.96$ 及 $(p = 0.023) < 0.05$ ，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，议价能力与企业财务业绩呈显著正相关关系。而 $(\omega_1 = 0.729) > 0$ 为正数且 $(t = 33.586) > 2$ 与 $(p = 0.000) < 0.05$ 。也表明在控制了各控制变量的情况下，商业信用融资与企业财务业绩显著正相关。

根据模型（21）～（23）的分析结果发现，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，议价能力与企业财务业绩呈显著正相关关系，议价能力与企业信用融资呈显著正相关关系，以及议价能力和商业信用融资与企业财务业绩也呈显著正相关关系，同时结合英果尔德(C. K. Ingold)提出了中介论:该理论是指 X 对 Y 的影响是通过 M 实现的，也就是说 M 是 X 的函数，Y 是 M 的函数 (Y-M-X)，发现议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系符合这种中介理论所指的关系，即在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，商业信用融资在议价能力对企业财务业绩的影响中扮演中介作用的角色。另外，根据温忠麟等（2014）的检验与计算过程，可知商业信用融资中介作用为 $\omega_1 \times \alpha = 0.729 \times 0.097 = 0.071$ 占总效应 $\theta_1 = 0.108$ 的 65.65%，其中介作用很大。因此，企业在生产管理中必须重视商业信用融资的中介作用，才能更好地发挥议价能力对企业业绩提升作用。

（2）动态分析商业信用在议价能力对财务业绩影响的中介作用

表5.11 提供了模型 (24) ~ (26) 增量商业信用在增量议价能力对增量财务业绩影响中的起中介作用的分析数据。具体为模型 (24) 的回归系数 $\eta = 0.062$ ($t = 2.196, p = 0.028$), 其中 ($\eta = 0.062$) > 0 且 ($t = 2.196$) > 1.96 与 ($p = 0.028$) < 0.05 表示回归系数 η 显著为正, 也表明增量议价能力对增量财务业绩正向影响, 即随着增量议价能力幅度扩大, 增量财务业绩的幅度也增加, 也即正相关关系; 模型 (25) 的回归系数 $\mu = -0.030$ ($t = -0.958, p = 0.338$) 不显著 ($(t = -0.958) < 1.96$) 与 ($p = 0.338$) > 0.05), 表明增量议价能力对增量商业信用的影响不明显; 模型 (26) 的回归系数 $\omega_2 = -0.021$ ($t = -0.919, p = 0.358$) 不显著, 而 $\eta' = 0.062$ ($t = 2.174, p = 0.030$) 显著, 表明在增量议价能力与增量商业信用对增量财务业绩中, 只有增量议价能力发挥正向影响作用, 增量商业信用对增量财务业绩的影响不显著。因此, 通过模型 (24) ~ (26) 结果分析, 表明增量商业信用在增量议价能力对增量财务业绩影响中没有起到中介作用。

5.4.1.2 商业信用在议价能力对市场业绩影响中的中介作用

(1) 比较静态分析商业信用在议价能力对市场业绩影响的中介作用

通过运用 spss20.0 等软件分析, 模型 (27) ~ (29) 提供了检验议价能力对市场业绩影响中商业信用融资中介作用的相关数据。

表 5.12 市场业绩中商业信用中介作用回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|------|-------------|------------|----------|--------|-------|----------------|
| (27) | BP | δ | 0.261 | 3.829 | 0.000 | 0.256 |
| (28) | BP | ϖ | 0.097 | 3.232 | 0.001 | 0.314 |
| (29) | TC | ω_3 | 0.068 | 3.890 | 0.000 | 0.298 |
| (30) | Δ BP | φ | 0.458 | 5.817 | 0.000 | 0.319 |
| (31) | Δ BP | o | -0.030 | -0.958 | 0.338 | 0.384 |
| (32) | Δ TC | τ | -0.001 | -0.077 | 0.935 | 0.358 |

来源: 在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数, 其中 “ t ” 与 “ p ” 和 “ R^2 ” 分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

由表 5.12 模型 (27) 提供的回归数据 $\delta = 0.261$ ($t = 3.829, p = 0.000$), 可知回归系数 δ 显著为正 ($(\delta = 0.261) > 0$ 、 $(t = 3.829) > 1.96$) 与 ($p = 0.000$) < 0.05), 表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发

展差异及公司资产规模的情况下，随着议价能力的不断扩大，企业市场业绩也逐渐提升，即议价能力与企业市场业绩呈正相关关系。这也提示了企业要想提高企业股票市值，提升企业本身议价能力也不失为一种有效的方法，这一点在投资者选择目标投资对象时也比较适用。

同时，表 5.12 模型（28）也提供 ω 的回归数据： $\omega = 0.097 (t = 3.232, p = 0.001)$ ，根据显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ）可知回归系数 ω 显著为正，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，议价能力与企业商业信用呈正相关关系。

另外，表 5.12 模型（29）也提供 ω_3 与 δ' 的回归数据分别为 $\omega_3 = 0.068 (t = 3.890, p = 0.000)$ 与 $\delta' = 0.103 (t = 4.743, p = 0.000)$ ，根据回归数据显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ），可知回归系数 ω_3 与 δ' 均显著为正，表明议价能力与商业信用均正向影响着企业市场业绩，即在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，随着议价能力与商业信用不断扩大，企业市场业绩也逐渐提高。

总之，通过对模型（27）～（29）显示的数据分析，发现议价能力与企业市场业绩呈显著正相关关系，议价能力与商业信用显著正相关及在议价能力与商业信用同时存在的情况下，商业信用与企业市场业绩显著正相关。通过英果尔德 (C. K. Ingold) 的中介论关于变量之间的逻辑关系，可以判断它们之间这种关系是一种以商业信用为中介的影响机理，即在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，议价能力通过商业信用融资对企业市场业绩发生作用。同时，通过采用温忠麟等（2014）的计算方法，得到商业信用融资在议价能力对企业市场业绩影响中的中介作用为 $\omega_3 \times \omega = 0.068 \times 0.097 = 0.007$ 占总效应 $\theta_1 = 0.110$ 的 6.02%，其所占比值较小，由此可以看出议价能力对市场业绩的影响不是主要通过商业信用的中介作用实现，而是通过议价能力直接对市场业绩的影响而实现的。

（2）动态分析商业信用在议价能力对市场业绩影响的中介作用

表 5.12 中模型（30）～（32）提供了检测增量商业信用在增量议价能力对增量市场业绩影响中的中介作用的相关回归数据，具体为模型（30）的回归系数 $\varphi = 0.458 (t = 5.817, p = 0.000)$ 模型（31）的回归系数 $\sigma = -0.030 (t = -0.958, p = 0.338)$ ，模型（32）的回归系数 $\tau = -0.001 (t = -0.077, p = 0.939)$ 。根据回归数据显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ）判断，模型（30）回归系数 φ 显著、模型（31）回归系数 σ 不显著及模型（32）回归系数 τ 不显著。模型（30）回归系数 φ 显著表示增量议价能力

与增量市场业绩正相关，即随着议价能力增量的幅度不断扩大，市场业绩的增量幅度也随之增大。而模型（31）回归系数 ρ 不显著与模型（32）回归系数 τ 不显著，意味着在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，增量商业信用在增量议价能力对增量市场业绩的影响中，没有起到中介作用。

5.4.1.3 模型稳健性分析

表 5.13 中提供了模型（21）～（32）各变量的 ADF 和 VIF 的值。从表 5.12 可以看出，各变量的 ADF 的统计值都显著小于 1%水平的临界值，说明模型（21）～（32）所有变量平稳，不会产生为回归情况。另外，表 5.12 中还显示了（21）～（32）中各变量 VIF 的值域为(0, 2)，可见每个模型中的自变量之间、控制变量之间及自变量与控制变量之间没有严重的共线性问题。

表 5.13 假设 3 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | |
|-------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| | | (21) | (22) | (23) | (24) | (25) |
| <i>BP</i> | -31.7743*** | 1.8115 | 1.2245 | 1.9684 | | |
| <i>PF</i> | -33.3613*** | | | | | |
| <i>TQ</i> | -33.3966*** | | | | | |
| <i>TC</i> | -35.6966*** | | | 1.8378 | | |
| ΔPF | -16.452*** | | | | | |
| ΔBP | -20.0736*** | | | | 1.9697 | 1.4426 |
| ΔTQ | -18.4367*** | | | | | |
| ΔTC | -20.0736*** | | | | | |
| 资产规模 | -12.0102*** | 1.9214 | 1.5909 | 1.3834 | 1.2535 | 1.2970 |
| 上市年限 | -12.7130*** | 1.6073 | 1.4628 | 1.7473 | 1.9094 | 1.3926 |
| 地域差异 | -27.8113*** | 1.5393 | 1.8543 | 1.6872 | 1.3619 | 1.3254 |

综上，在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的条件下，通过对商业信用融资在议价能力对企业业绩影响中的是否存在中介作用分析，文章发现：

(1) 基于比较静态分析视角，商业信用融资在议价能力对企业财务业绩与市场业绩的影响中都起到了中介作用，而且商业信用融资在议价能力对企业财务业绩中的中介作用大于商业信用融资在议价能力对企业市场业绩中的中介作用。

续表 5.13 假设 3 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | (32) |
|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | (26) | (27) | (28) | (29) | (30) | (31) | |
| <i>BP</i> | | 1.4569 | 1.7118 | 1.6629 | | | |
| <i>TC</i> | | | | 1.5576 | | | |
| ΔPF | | | | | | | |
| ΔBP | 1.9511 | | | | 1.9395 | 1.4605 | 1.2236 |
| ΔTC | 1.2630 | | | | | | 1.7350 |
| 资产规模 | 1.3527 | 1.3229 | 1.6836 | 1.9703 | 1.6518 | 1.4145 | 1.3279 |
| 上市年限 | 1.3156 | 1.9130 | 1.7311 | 1.5926 | 1.9859 | 1.5502 | 1.5550 |
| 地域差异 | 1.4134 | 1.5148 | 1.8479 | 1.4373 | 1.6648 | 1.2884 | 1.9628 |

来源：运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果，表中“ Δ ”代表增量的意思，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

(2) 基于动态分析的视角，在增量议价能力对增量财务业绩与增量市场业绩影响中，增量商业信用没有起到中介作用。

因此，假设3基本得以验证。

5.4.2 产权性质对商业信用中介的调节作用分析

文章从比较静态和动态两个视角检验了假设3，在确定了商业信用融资中介作用的基础上，进一步检验在不同产权性质的情况下，商业信用融资的中介作用的大小。本节为了检验在议价能力对企业业绩影响中，国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用，同样采取从动静两个视角比较分析不同的产权性质对商业信用融资中介作用的不同影响。其一，从比较静态角度分析比较在议价能力对企业业绩影响中产权性质对商业信用融资中介作用的影响。其二，在把产权性质纳入分析模型的情景下，从动态角度再次分析验证增量商业信用在增量议价对增量企业业绩影响中没有中介作用的分析结果是否正确，以及如果这种分析结果是错误的，将进一步深入检验产权性质对增量商业信用中介作用的调节作用。

5.4.2.1 产权性质对商业信用融资中介调节作用比较静态分析

(1) 产权性质下财务业绩影响中商业信用中介作用比较静态分析

①商业信用中介作用比较静态分析

表 5.14 提供了检验中介作用所必备的一些指标数据，即模型 (33) ~ (36) 的回归系数及相关显著性判断值。现对各个回归系数的相关数据依次进行分析：

首先，表 5.14 中显示模型 (33) $\gamma_1 = 0.278 (t = 2.621, p = 0.009)$ ，根据回归显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$) 与 $(\gamma_1 = 0.278) > 0$ ，可知模型 (33) 回归系数 γ_1 显著为正，表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模和新增产权性质变量的前提下，企业议价能力对企业财务业绩是正向影响的作用，即随着企业议价能力的不断扩大，企业财务业绩也也不断提高。

其次，表 5.14 中还提供了模型 (34) 回归系数 $\gamma_2 = 0.083 (t = 2.771, p = 0.006)$ ，根据回归显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$) 与 $\gamma_2 = 0.083 > 0$ ，表明在控制了各控制变量与新增产权性质变量的前提下，企业议价能力与企业商业信用表现为正相关关系，即随着企业议价能力的不断扩大，企业商业信用融资规模也不断增加。

表 5.14 产权性质对静态商业信用中介调节回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | p | Adjusted R^2 |
|------|-------|------------|----------|--------|-------|----------------|
| (33) | BP | γ_1 | 0.278 | 2.621 | 0.009 | 0.311 |
| (34) | BP | γ_2 | 0.083 | 2.771 | 0.006 | 0.361 |
| (35) | TC | ω | 0.012 | 2.555 | 0.003 | 0.344 |
| (36) | OT×TC | μ | 0.005 | 2.112 | 0.000 | 0.329 |
| (41) | BP | ϕ_1 | 0.362 | 13.059 | 0.000 | 0.335 |
| (42) | BP | ϕ_2 | 0.083 | 2.771 | 0.006 | 0.373 |
| (43) | TC | ζ | 0.061 | 2.488 | 0.013 | 0.267 |
| (44) | OT×TC | ν | 0.322 | 6.200 | 0.000 | 0.329 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

最后，通过表 5.14 发现(35)的回归系数为 $\omega = 0.012 (t = 2.555, p = 0.003)$ ，其中， $(\omega = 0.012) > 0$ 、 $(t = 2.555) > 1.96$ 及 $(p = 0.003) < 0.05$ ，对照回归

显著性判断标准 ($|t| > 2$ 与 $p < 0.05$)，可以判断 (35) 的回归系数 ω 显著为正，同时结合模型 (33) 与 (34) 回归系数均显著为正的的分析结果，表明在控制了各控制变量与新增产权性质变量的前提下，商业信用融资在议价能力对企业财务业绩的影响中仍然起到了中介作用。

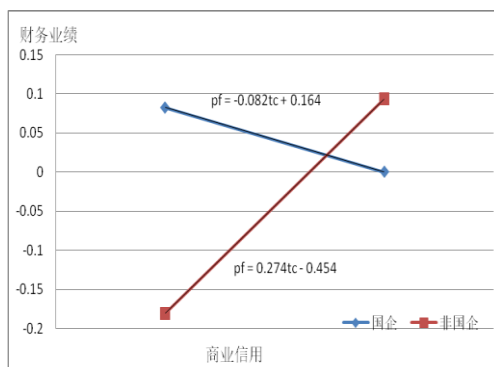


图 5.12 财务业绩中产权性质对商业信用中介调节作用

来源：不同产权性质下财务业绩对商业信用的回归

②产权性质对商业信用融资中介调节作用分析

从表 5.14 可以看出，模型 (36) 中判断中介作用大小的关键的回归系数为 $\mu = 0.005(t = 2.112, p = 0.000)$ 。根据回归显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，发现该回归系数是显著的，意味着商业信用融资在非国有企业中与在国有企业中所起的中介作用是显著不同的。同时，模型 (36) 回归系数 ($\mu = 0.005$) > 0 为正，此外图 5.12 显示了不同产权性质对商业信用的不同影响，很明显非国企议价能力直线的斜率的绝对值要大于国企商业信用的斜率，即非国企中商业信用的中介作用对财务业绩的影响明显大于国企中商业信用中介作用对财务业绩的影响。因此，分析结果表明商业信用融资中介作用在非国有企业中比在国有企业中所起的作用大，从而进一步表明在控制了各控制变量的前提下，议价能力对企业财务业绩影响中，国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用。

(2) 产权性质下市场业绩影响中商业信用中介作用比较静态分析

①商业信用中介作用比较静态分析

表 5.14 提供了模型 (41) ~ (44) 检验中介作用所必备的关键变量的回归系数的相关数据。这些回归系数在检验中介作用中分别扮演不同的角色，具体为：

一是模型 (41) 回归系数 $\phi_1 = 0.362(t = 8.059, p = 0.000)$ 以之检验议价能力在产权性质的共同作用下对市场业绩的影响是否显著与方向与否。该模型的回

归系数 ($\phi_1 = 0.3720$ 、显著性判断值 ($t = 8.059$) > 1.96 与 ($p = 0.000$) < 0.05), 表明在纳入新变量产权性质的情况下, 议价能力与市场业绩仍然是显著正相关, 即控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模和新增产权性质变量的前提下, 不管是在国企还是非国企中, 议价能力与企业市场业绩之间的关系是显著正相关的。

二是模型(42) 回归系数 $\phi_2 = 0.083$ ($t = 2.771, p = 0.006$), 用该数据检验议价能力在与产权性质共同对商业信用的影响中的方向和显著程度。根据 ($\phi_2 = 0.083$) > 0 , 可以判断议价能力在与产权性质共同对商业信用的影响中是正相关的, 同时 ϕ_2 的显著性判断值 ($t = 2.771$) > 1.96 与 ($p = 0.006$) < 0.05 , 进一步说明议价能力在与产权性质共同对商业信用的影响中是显著正相关, 即随着议价能力的增大, 商业信用融资规模也会扩大。

三是检验在产权性质的共同影响下, 商业信用是否在议价能力对企业市场业绩的影响中扮演中介作用的角色。通过对表 5.18 提供了模型(43) 关键变量的回归系数 $\zeta = 0.061$ ($t = 2.488, p = 0.013$) 的分析, 发现 ($\zeta = 0.061$) > 0 、($t = 2.488$) > 1.96 及 ($p = 0.013$) < 0.05 , 说明在产权性质的共同影响下, 商业信用对企业市场业绩是显著正向影响, 即商业信用与企业市场业绩是显著正相关关系。

因此, 通过模型(41) ~ (43) 相关关键变量的回归系数分析, 在产权性质的共同影响下议价能力与企业市场业绩是显著正相关; 议价能力与商业信用显著正相关及商业信用与企业市场业绩是显著正相关关系。因而, 根据中介作用的影响机理, 文章做出分析判断: 在纳入新变量产权性质的情况下, 商业信用在议价能力对企业市场业绩的影响依然起着中介作用。

②产权性质对商业信用中介调节作用分析

通过对模型(41) ~ (43) 相关关键变量的回归系数分析, 确定了商业信用在议价能力对企业市场业绩的影响中起到了中介作用的基础上, 进一步观察表 5.14 提供了模型(44) 提供了回归系数 ν 相关数据, 其中 ($t = 6.200$) > 1.96 与 ($p = 0.000$) < 0.05 , 说明回归系数是显著的, 意味着商业信用融资在非国有企业中与在国有企业中所起的作用是显著不同的。同时, ($\nu = 0.322$) > 0 表明产权性质与商业信用的交互项 ($OT \times TC$) 的系数大于零, 此外图 5.13 显示了在议价能力对市场业绩的影响中, 不同产权性质对商业信用中介作用的不同影响, 很明显非国企中商业信用直线的斜率的绝对值要大于国企商业信用的斜率, 即随着商业信用的增加, 非国企中商业信用对市场业绩的影响越来越大于国企中商业信用对市场业绩的影响, 相反, 国企会相对弱化商业信用对市场业绩的影响, 这也

意味着商业信用融资中介作用在非国有企业中比在国有企业中所起的中介作用大，也进一步表明在控制了各控制变量的前提下，在议价能力对企业市场业绩影响中，国人的商业信用融资的中介作用小于非国人的中介作用。

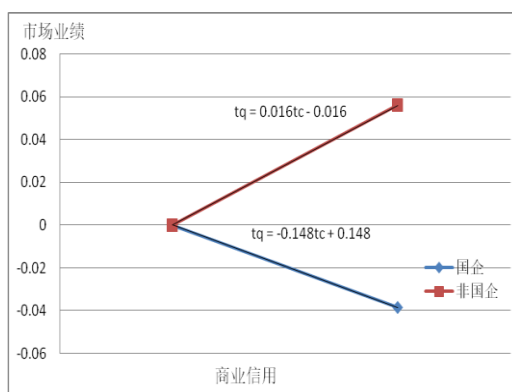


图 5.13 市场业绩中产权性质对商业信用调节作用
来源：不同产权性质下市场业绩对商业信用的回归

5.4.2.2 产权性质对商业信用融资中介调节作用动态分析

(1) 产权性质下财务业绩影响中商业信用中介作用动态分析

在分析假设 3 时，没有发现增量商业信用在增量议价能力对增量财务业绩中起中介作用。现在在此再次检验在新增变量产权性质的条件下，增量商业信用是不是存在中介作用。表 5.14 中模型 (37) ~ (40) 提供了在新增产权性质背景下，在增量议价能力对增量财务业绩中检验增量商业信用是否具有中介作用的相关关键数据。

表 5.15 中分别提供了模型 (37) ~ (40) 的相关回归系数及其显著性判断值，它们分别是 $\gamma'_1 = 0.030$ ($t = 0.565, p = 0.337$)、 $\gamma'_2 = -0.035$ ($t = -1.163, p = 0.245$) 及 $\omega' = 0.003$ ($t = 0.118, p = 0.906$)。对照回归显著性判断 $p < 0.05$ 与 $|t| > 1.96$ ，发现他们都不显著。这些分析结果表明，在新增变量产权性质的条件下，增量议价能力对企业增量财务业绩的影响不显著；增量议价能力对增量商业信用影响不显著；在新增变量产权性质的条件下，在增量议价能力对企业增量财务业绩的影响中，增量商业信用的中介作用也不明显，这与在分析假设 3 时，增量商业信用在增量议价能力对增量财务业绩中没有起中介作用的分析结果一样。同时，产权性质与增量商业信用的交互项 ($OT \times \Delta TC$) 的回归系数 $\mu' = 0.049$ ($t = 1.602, p = 0.109$)，通过显著判断也发现回归系数 μ' 不显著，表明在增量议价能力对增量财务业绩的影响中，产权性质对增量商业信用的调节作用

也不明显。总之，在增量议价能力对增量企业财务业绩的影响中，没有发现增量商业信用的中介作用，也没有发现产权性质对增量商业信用的调节作用，即在增量议价能力对增量企业财务业绩影响分析中，文章没有发现增量议价能力、增量商业信用、增量企业财务业绩及产权性质之间存在明显的相互影响关系，当然在不同性质的企业中也就不存在增量商业信用中介作用的大小之分了。

表 5.15 产权性质对动态商业信用调节回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | P | Adjusted R^2 |
|------|-----------------------|-------------|----------|--------|-------|----------------|
| (37) | ΔBP | γ'_1 | 0.030 | 0.565 | 0.337 | 0.299 |
| (38) | ΔBP | γ'_2 | -0.035 | -1.163 | 0.245 | 0.355 |
| (39) | ΔTC | ω' | 0.003 | 0.118 | 0.906 | 0.236 |
| (40) | $OT \times \Delta TC$ | μ' | 0.049 | 1.602 | 0.109 | 0.210 |
| (45) | ΔBP | ϕ'_1 | 0.086 | 4.144 | 0.000 | 0.275 |
| (46) | ΔBP | ϕ'_2 | -0.035 | -1.163 | 0.245 | 0.355 |
| (47) | ΔTC | ζ' | -0.018 | -0.490 | 0.624 | 0.220 |
| (48) | $OT \times \Delta TC$ | ν' | 0.028 | 0.916 | 0.360 | 0.275 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ P ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

(2) 产权性质下市场业绩影响中商业信用中介作用动态分析

同理，运用表 5.15 中模型(45) ~ (48)提供的相关数据，一方面用于检验与分析假设 3 时得到结果是否有什么不同之处；另一方面，如果与分析假设 3 时得到结果不同，进一步分析在此再次检验在新增变量产权性质的条件下，增量商业信用是不是存在中介作用及不同产权性质对增量商业信用中介作用的不同影响。

表 5.15 显示了模型(45) ~ (48)回归结果的相关关键数据分别为：模型(45)的 $\phi'_1 = 0.086 (t = 4.144, p = 0.000)$ 、模型(46)的 $\phi'_2 = -0.035 (t = -1.163, p = 0.245)$ 、模型(47)的 $\zeta' = -0.018 (t = -0.490, p = 0.624)$ 及模型(48)的 $\nu' = 0.028 (t = 0.916, p = 0.360)$ 。首先，通过分析发现模型(45)的回归系数 ($\phi'_1 = 0.086$) > 0 且 ($t = 4.144$) > 1.96 与 ($p = 0.000$) < 0.05 ，表明增量议价能力与企业增量市场业绩显著正相关。出现这种情况往往是投资者正常心理的反映，而导致的公司股票市值上涨，托宾 Q 值上升的结果，即企业议价能力增长幅度的扩大，通常被认为是公司竞争力提高的实质性利好，进而使得投资者坚定持

有公司股票或者竞相购买公司股票，使得公司股票价格上涨，用托宾 Q 值衡量的市场业绩也就越好。其次，通过分析发现模型 (46)~(48) 的回归系数都不显著，表明在新增变量产权性质的条件下，在增量议价能力对增量企业市场业绩的影响中，增量商业信用没有中介作用，产权性质也没有对增量商业信用产生明显影响，同时也意味着在增量议价能力对增量企业市场业绩的影响中不存在产权性质不同，而造成的增量商业信用中介作用大小之说。

表 5.16 假设 3a 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | |
|-----------------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | (33) | (34) | (35) | (36) | (37) | (38) | (39) |
| <i>BP</i> | -31.7743*** | 1.6684 | 1.6360 | 1.8207 | 1.4880 | | | |
| <i>PF</i> | -33.3613*** | | | | | | | |
| <i>TQ</i> | -33.3966*** | | | | | | | |
| <i>TC</i> | -35.6966*** | | | 1.3409 | | | | |
| ΔPF | -16.452*** | | | | | | | |
| ΔBP | -20.0736*** | | | | | 1.4912 | 1.9791 | 1.7609 |
| ΔTQ | -18.4367*** | | | | | | | |
| ΔTC | -20.0736*** | | | | | | | 1.2097 |
| $OT \times TC$ | -32.299*** | | | | 1.4240 | | | |
| $OT \times \Delta TC$ | -44.0378*** | | | | | | | |
| 资产规模 | -12.0102*** | 1.6969 | 1.2139 | 1.8355 | 1.9393 | 1.8448 | 1.6640 | 1.6997 |
| 上市年限 | -12.7130*** | 1.2182 | 1.8515 | 1.5663 | 1.4296 | 1.4124 | 1.8171 | 1.6856 |
| 地域差异 | -27.8113*** | 1.4371 | 1.9785 | 1.8380 | 1.9949 | 1.4689 | 1.5420 | 1.8073 |

来源：运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果，表中“ Δ ”代表增量的意思，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

5.4.2.3 模型稳健性分析

表 5.16 中提供了模型 (33)~(48) 各变量的 ADF 和 VIF 的值。从表 5.16 可以看出，各变量的 ADF 的统计值都显著小于 1%水平的临界值，说明模型 (33)~(48) 中所有变量平稳，不会产生为回归情况。另外，表 5.20 与表 5.21 中还显

示了 (33) ~ (48) 中各变量 VIF 的值域为 (0, 2), 可见每个模型中的自变量之间、控制变量之间及自变量与控制变量之间没有严重的共线性问题。

综上所述, 文章从比较静态与动态两个视角, 对相关变量的存量与增量之间的关系进行了分析, 检验了假设 3a: 在议价能力对企业业绩影响中国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用, 发现在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模及新增变量产权性质的情景下, 最终检验结果为:

一是在议价能力对企业财务与市场业绩的影响中, 商业信用融资在议价能力对企业财务与市场业绩的影响中仍然起到了中介作用, 且国企的商业信用融资中介作用小于非国企的中介作用。

二是在增量议价能力对增量企业财务与市场业绩的影响中, 增量商业信用没有中介作用, 产权性质也没有对增量商业信用产出明显影响, 不存在产权性质不同对增量商业信用中介作用谁大谁小的现象。

因此, 分析结果表明, 假设 3a 得到部分验证。

续表 5.16 假设 3a 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | (40) | (41) | (42) | (43) | (44) | (45) | (46) | (47) | (48) |
| <i>BP</i> | | 1.4840 | 1.3559 | 1.2538 | 1.6752 | | | | |
| <i>TC</i> | | | | 1.4947 | 1.2950 | | | | |
| ΔPF | | | | | | | | | |
| ΔBP | | | | | | 1.8856 | 1.8182 | 1.4564 | 1.9944 |
| ΔTC | | | | | | | | 1.2233 | 1.5530 |
| $OT \times TC$ | | | | | 1.7871 | | | | |
| $OT \times \Delta TC$ | 1.9225 | | | | | | | | 1.2494 |
| 资产规模 | 1.4889 | 1.6749 | 1.7285 | 1.4502 | 1.6265 | 1.6037 | 1.9290 | 1.2328 | 1.7008 |
| 上市年限 | 1.4284 | 1.5624 | 1.5078 | 1.8088 | 1.5892 | 1.6262 | 1.8102 | 1.6396 | 1.9934 |
| 地域差异 | 1.8975 | 1.2863 | 1.5257 | 1.8125 | 1.6652 | 1.2405 | 1.5336 | 1.7177 | 1.8211 |

来源: 运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果, 表中“ Δ ”代表增量的意思, “***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

5.4.3 货币政策对商业信用中介调节作用分析

为了验证假设 3b：货币紧缩时在议价能力对企业业绩影响中商业信用融资的中介作用大于货币宽松时商业信用融资的中介作用，文章从比较静态与动态两个视角，分析变量间存量与增量之间的关系。

表 5.22 提供了验证假设 b 所必须的关键变量的回归系数及相关数据。模型 (49) ~ (52) 与模型 (57) ~ (60) 显示的数据为验证变量存量之间关系所需的数据，模型 (53) ~ (56) 与模型 (61) ~ (64) 为验证变量增量之间关系所需的数据。

5.4.3.1 货币政策对商业信用中介调节作用的比较静态分析

(1) 财务业绩中货币政策对商业信用中介调节作用比较静态分析

表 5.17 模型 (49) 提供了在控制了各个控制变量与新增变量货币政策的情景下，判断议价能力与企业财务业绩之间关系所必须的数据。根据模型 (49) 显示回归系数 $\gamma_1 = 0.033(t = 2.929, p = 0.000)$ ，结合显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，表明模型 (49) 的回归系数显著为正，意味着在控制了各个控制变量与新增自变量货币政策的情景下，随着议价能力的不断增加，企业财务业绩也不断提升，即议价能力与企业财务业绩之间呈正相关关系。

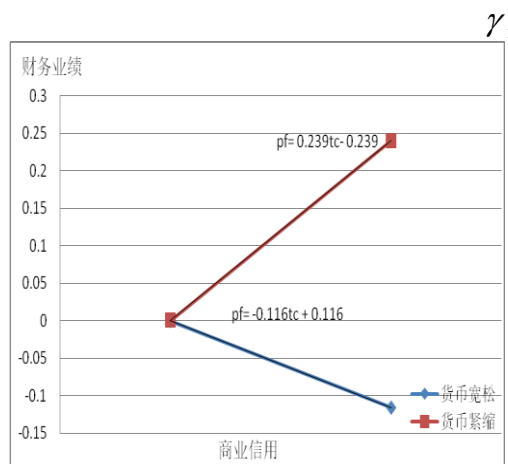


图 5.14 财务业绩中货币政策对商业信用中介调节作用
来源：不同货币政策中财务业绩对商业信用的回归

同时，表 5.17 模型 (50) 也提供了在控制了各个控制变量与货币政策下，检验议价能力对企业商业信用影响方向与程度所需的数据。表 5.17 显示了模型 (50) BP 的回归系数 $\gamma_2 = 0.032(t = 3.101, p = 0.002)$ 其中 $(\gamma_2 = 0.032) > 0$ 表示议价能力对企业商业信用的影响是正向影响，同时 $(t = 3.101) > 1.96$ ，表明议价

能力对企业商业信用的影响是显著为正的。此外，图 5.14 显示了货币政策与商业信用中介的交互项对财务业绩的影响差异，很明显货币紧缩时的商业信用直线的斜率的绝对值要大于货币宽松时的商业信用的斜率，即随着商业信用的增大，货币紧缩时商业信用对财务业绩的影响越来越大于货币宽松时商业信用对财务业绩的影响，相反，货币宽松会相对弱化商业信用对财务业绩的影响，也即货币紧缩时的商业信用对财务业绩的影响大于货币宽松时的商业信用对财务业绩的影响。

表 5.17 货币政策对静态商业信用调节回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | P | Adjusted R^2 |
|------|-------|-------------|----------|-------|-------|----------------|
| (49) | BP | γ_1 | 0.033 | 2.929 | 0.000 | 0.311 |
| (50) | BP | γ_2 | 0.032 | 3.101 | 0.002 | 0.361 |
| (51) | TC | ω | 0.158 | 5.296 | 0.000 | 0.344 |
| (52) | MP×TC | μ | 0.051 | 2.516 | 0.004 | 0.309 |
| (57) | BP | λ_1 | 0.110 | 5.168 | 0.000 | 0.407 |
| (58) | BP | λ_2 | 0.093 | 3.101 | 0.002 | 0.335 |
| (59) | TC | ψ_1 | 0.017 | 0.421 | 0.673 | 0.382 |
| (60) | MP×TC | δ | 0.003 | 0.718 | 0.473 | 0.334 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ p ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

另外，从表 5.17 发现模型 (51) 商业信用融资 (TC) 的回归系数为 $\omega = 0.158 > 0$ ， $t = 5.296$ 与 $p = 0.000$ ，根据显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，可以判断模型 (51) TC 的回归系数 ω 是显著为正，表明在控制了企业上市时间、资产规模及地区金融发展差异与新增变量货币政策的条件下，商业信用在议价能力对企业财务业绩的影响中仍然发挥着中介作用。

最后，从表 5.17 中还发现模型 (52) 的货币政策与商业信用融资的交互项 ($MP \times TC$) 的回归系数 $\mu = 0.051$ ($t = 2.516$, $p = 0.004$)，此回归系数为检验货币政策对商业信用的调节作用，根据文中设定哑变量 (货币紧缩时为 1，货币宽松时 0) 的目的，用于检验货币紧缩时，比较商业信用中介作用在不同货币政策下的大小。根据 ($\mu = 0.051$) > 0 与 ($t = 2.516$) > 1.96 和 ($p = 0.004$) < 0.05 ，即可判断回归系数 μ 是显著为正，意味着商业信用中介

作用在货币紧缩时显著大于比货币宽松时商业信用中介作用。这也提示了企业管理者在国家实施紧缩的货币政策时，更应该重视商业信用融资并使其最大限度地发挥应有的作用，以之缓解流动性压力，降低资金成本，进一步提高企业业绩。

(2) 市场业绩中货币政策对商业信用中介调节作用比较静态分析

表 5.17 中模型 (57) ~ (60) 提供了用于检验在控制了各个控制变量与新纳入自变量货币政策的情况下，商业信用融资中介作用的大小比较的关键回归系数及其相关数据。

首先，模型 (57) 的议价能力回归系数 $\lambda_1 = 0.110(t = 5.168, p = 0.000)$ 。由此可以判断议价能力对企业市场业绩正向影响的 ($\lambda_1 = 0.110 > 0$)，即随着议价能力的不断提高，企业市场业绩也不断的提升。同时通过显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，也发现回归系数 $\lambda_1(t = 5.168, p = 0.000)$ 完全符合显著的标准。因此，议价能力与企业市场业绩正相关且显著，意味着企业议价能力的提高，通常代表企业竞争实力的增强，对于企业在证券市场上是一种实证利好，使投资者竞相购买或坚定持有企业股票，从而企业股票上涨，企业托宾 Q 值扩大，企业市场业绩得到提升。

其次，表 5.17 提供了模型 (58) BP 的回归系数 $\lambda_2 = 0.093(t = 3.101, p = 0.002)$ 。该回归系数 ($\lambda_2 = 0.093 > 0$)，其显著性判断值 ($t = 3.101 > 1.96$ 与 $(p = 0.002) < 0.05$)，表明 BP 的回归系数 λ_2 显著为正，即议价能力与商业信用融资显著正相关，意味着在控制了企业上市时间、企业规模及地区金融发展差异与新增货币政策的条件下，议价能力越大，企业信用融资规模就越大。

再次，从表 5.17 中给出了模型 (59) 自变量商业信用融资 (TC) 的回归系数为 $\psi_1 = 0.017(t = 0.0624, p = 0.5351)$ 。该回归系数 ($\psi_1 = 0.017 > 0$)，($t = 0.062 < 1.96$ 与 $(p = 0.5351) > 0.05$)，表明在控制了其他控制变量与新增自变量货币政策的前提下，商业信用对市场业绩的影响不明显。这与分析假设 3 中商业信用融资在议价能力对企业市场业绩的影响中起中介作用的结果不一致。为什么会出现这种情况？其原因是文章在分析在议价能力对企业市场业绩的影响中的商业信用中介作用时，没有将货币政策因素纳入研究的框架，只是控制了企业上市时间、企业规模及地区金融发展差异三个因素对中介作用的干扰。而企业议价能力的提升导致商业信用融资规模的扩大对于市场上的投资者来，被认为商业信用融资规模的扩大是实质性的利好，吸引投资者争先购买股票或坚定持有企业股票，使股票价格上涨，企业市场业绩得到提升。所以说商业信用融资在议价能力对企业市场业绩影响中起到了重要中介的作用。但是货币政策的调整对

卖方或者卖方投资者（尤其是融资融券交易者）来说，都会面临很大的风险，因而货币政策的调整或者说不稳定性，将会被投资者认为是一种利空的信号，而中国股市对利好和利空消息的反应表现出非常明显的非对称性，与利好消息相比，市场对利空消息的反应表现出更强的持续性特征（谢海滨等，2015）。因此，当投资者面临商业信用融资与货币政策调整时，更多的关注货币政策调整对市场的影响，以致使得商业信用融资中介作用不明显，也即在证券市场上投资者更多的是关注宏观货币政策的动向，较少地关注企业商业信用融资的变化。

最后，表 5.17 中给出了模型（60）货币政策与商业信用交互项（ $MP \times TC$ ）的回归系数及其相关数据。表 5.14 提供 $MP \times TC$ 的回归系数 δ 的相关数据： $(\delta = 0.003) > 0$ 、 $(t = 0.1065) < 1.96$ 与 $(p = 0.9521) > 0.05$ ，依据显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ），可以判断 $MP \times TC$ 的回归系数 δ 不显著，同时图 5.15 也显示了货币政策与商业信用融资中介的交互项对市场业绩的影响差异，很明显在不同货币政策下的两条商业信用中介对市场业绩的直线是平行的，即两条商业信用中介直线的斜率几乎相等。因此分析结果表明，在控制了其他控制变量的前提下，货币政策对商业信用的调节作用不明显，即在不同的货币政策下，商业信用在议价能力对市场业绩的影响中，商业信用中介作用的大小没有显著的差别。

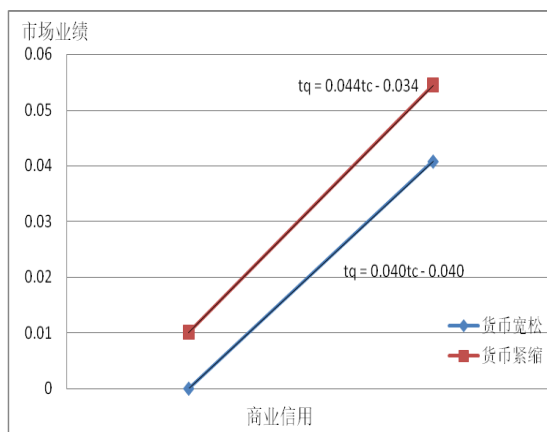


图 5.15 市场业绩中货币政策对商业信用中介调节作用
来源：不同货币政策中市场业绩对商业信用的回归

5.4.3.2 货币政策对商业信用中介调节作用的动态分析

(1) 增量财务业绩中货币政策对增量商业信用中介调节作用比较静态分析

表 5.18 提供了模型 (53)~(56) 关键变量的回归系数分别是: 模型 (53) ΔBP 的回归系数 $\gamma'_1 = 0.005$ ($t = 0.164$ $P = 0.0776$)、模型 (54) ΔBP 的回归系数 $\gamma'_2 = -0.007$ ($t = -0.999$ $p = 0.806$)、模型 (55) ΔTC 的回归系数 $\omega' = 0.156$ ($t = 5.208$, $\beta = 0.000$) 及模型 (56) $MP \times \Delta TC$ 的回归系数 $\mu' = -0.190$ ($t = -6.541$, $p = 0.000$)。

根据表 5.18 提供的数据, 发现模型 (53) ΔBP 的回归系数大于零, 但不显著 ($(\gamma'_1 = 0.005) > 0$ 、 $(t = 0.164) < 1.96$ 与 $(P = 0.0776) > 0.05$), 表明增量议价能力对增量财务业绩影响不显著。

表 5.18 货币政策对动态商业信用调节回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | P | Adjusted R^2 |
|------|-----------------------|--------------|----------|--------|-------|----------------|
| (53) | ΔBP | γ'_1 | 0.005 | 0.164 | 0.776 | 0.369 |
| (54) | ΔBP | γ'_2 | -0.007 | -0.999 | 0.806 | 0.335 |
| (55) | ΔBP | ω' | 0.156 | 5.208 | 0.000 | 0.315 |
| (56) | $\Delta TC \times MP$ | μ' | -0.190 | -6.541 | 0.000 | 0.358 |
| (61) | ΔBP | λ'_1 | 0.119 | 4.044 | 0.000 | 0.404 |
| (62) | ΔBP | λ'_2 | -0.007 | -0.245 | 0.806 | 0.388 |
| (63) | ΔBP | ψ'_1 | -0.002 | -0.062 | 0.951 | 0.381 |
| (64) | $\Delta TC \times MP$ | δ' | -0.002 | -0.063 | 0.950 | 0.347 |

来源: 在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数, 其中“ t ”与“ P ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

同时, 模型 (54) 中 ΔBP 的回归系数 ($\gamma'_2 = -0.007$) < 0 为负且 ($|t| = 0.999$) < 1.96 与 ($p = 0.806$) > 0.05 , 表明增量议价能力的回归系数 γ'_2 不显著, 表明在增量议价能力与货币政策及控制变量共同作用于增量商业信用所产生的影响中, 增量议价能力对增量商业信用的影响不显著。

另外, 通过观察模型 (55) ΔTC 的回归系数 ω' 显著为正 ($(\omega' = 0.156) > 0$ 、 $(t = 5.208) > 1.96$ 与 $(p = 0.000) < 0.05$), 表明增量商业信用在增量议价能力与货币政策及控制变量共同对增量商业信用的影响中对增量财务业绩是正向影响, 意味着随着商业信用增长幅度的扩大, 增量财务业绩的幅度也扩大, 即两者为显著正相关的关系。

最后，表 5.18 还显示了模型 (56) 货币政策与增量商业信用的交互项 $MP \times \Delta TC$ 的回归系数 μ' 及相关数据。通过观察其数据发现， $MP \times \Delta TC$ 的回归系数 μ' 显著为负（ $(\mu' = -0.190) < 0$ 、 $(|t| = 6.541 > 1.96$ 与 $(p = 0.000) < 0.05$ ），说明 $MP \times \Delta TC$ 与增量财务业绩 ΔPF 显著负相关。

总之，通过对模型 (53) ~ (56) 关键变量的回归系数的分析结果：模型 (53) ΔBP 的回归系数不显著、模型 (54) ΔBP 的回归系数不显著及模型 (55) ΔTC 的回归系数显著，发现在货币政策的共同作用下增量商业信用在增量议价能力对增量财务业绩的影响中，没有起到中介作用，同时结合模型 (56) 交互项 $MP \times \Delta TC$ 的回归系数显著为负，进一步表明在货币政策的加入下增量商业信用没有发挥中介作用，同时货币政策也没有对增量商业信用中介作用进行调节，只是单纯对增量商业信用进行了负向调节作用。

(2) 增量市场业绩中货币政策对增量商业信用中介调节作用比较静态分析

通过表 5.18 发现，模型 (61) 增量议价能力 ΔBP 的回归系数 $\lambda'_1 = 0.119 (t = 4.044, p = 0.000)$ ，根据显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ），易判 ΔBP 的回归系数 λ'_1 显著为正，表明在货币政策和其他控制变量共同作用于增量市场业绩的影响中，增量议价能力对增量市场业绩是正向影响的，即两者是正相关的关系，也意味着议价能力增加的幅度越大对市场业绩的提升越有利。

通过表 5.18 也提供了模型 (62) 增量议价能力 ΔBP 的回归系数 $\lambda'_2 = -0.007 (t = -0.245, p = 0.806)$ 。从考察显著性出发，发现 ΔBP 回归系数 λ'_2 不显著，说明在货币政策的影响下，增量议价能力对增量商业信用的影响不显著，即议价能力的增幅变化对商业信用增幅变化没有明显的影响。

进一步地，在模型 (61) 与模型 (62) 关键变量验证的基础上，模型 (63) 主要考察在增量货币政策与增量议价能力对增量市场业绩的影响中，增量商业信用的中介作用。通过观察表 5.25 提供模型 (63) 的增量商业信用 (ΔTC) 的回归系数 ψ' 及其相关数据为 $\psi'_1 = -0.002 (t = -0.062, p = 0.950)$ ，结合回归方程系数的显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ），可以判断 ΔTC 的回归系数 ψ' 不显著（ $(|t| = 0.062 < 1.96)$ 与 $(p = 0.950) > 0.05$ ），表明在增量货币政策与增量议价能力对增量市场业绩的影响中，增量商业信用对增量市场业绩没有明显影响。同时，通过模型 (61) ~ (63) 的分析结果：模型 (61) ΔBP 的回归系数 λ'_1 显著为正、模型 (62) ΔBP 回归系数 λ'_2 不显著及模型 (63) ΔTC 的回归系数 ψ' 不显著，结合变量之间中介作用成立的条件，最终表明在新增货币政策与增量议价能力对增量市场业绩的影响中，增量商业信用的中介作用不存在。

更进一步地，模型（64）是在模型（61）～（63）确定增量商业信用的中介作用存在的基础上，进一步验证货币政策对增量商业信用中介作用的影响。现在已知在模型（61）～（63）中，增量商业信用中介作用也明确不存在了，那么文章只能考察货币政策与增量商业信用的交互项（ $MP \times \Delta TC$ ）是否存在协同作用。根据表 5.23 中提供的模型（64） $MP \times \Delta TC$ 的回归系数 $\delta' = -0.002(t = -0.063, p = 0.950)$ ，结合方程回归系数显著性判断标准（ $|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$ ），发现 $MP \times \Delta TC$ 的回归系数 δ' 不显著，意味着在增量议价能力、货币政策及增量商业信用等因素对增量市场业绩的影响中，货币政策对增量商业信用中介作用既没有调节的功能，也没有与增量商业信用对增量市场业绩的影响产生协同作用。

表 5.19 假设 3b 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | |
|-----------------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | (49) | (50) | (51) | (52) | (53) | (54) | (55) |
| <i>BP</i> | -31.7743*** | 1.4350 | 1.9517 | 1.5671 | 1.4350 | | | |
| <i>PF</i> | -33.3613*** | | | | | | | |
| <i>TQ</i> | -33.3966*** | | | | | | | |
| <i>TC</i> | -35.6966*** | | | 1.9949 | 1.9324 | | | |
| ΔPF | -16.452*** | | | | | | | |
| ΔBP | -20.0736*** | | | | | 1.2206 | 1.8919 | 1.9967 |
| ΔTQ | -18.4367*** | | | | | | | |
| ΔTC | -20.0736*** | | | | | | | 1.9879 |
| $MP \times TC$ | -29.3514*** | | | | 1.9115 | | | |
| $MP \times \Delta TC$ | -33.9073*** | | | | | | | |
| 资产规模 | -12.0102*** | 1.2354 | 1.4330 | 1.8383 | 1.8784 | 1.4554 | 1.5180 | 1.3984 |
| 上市年限 | -12.7130*** | 1.2263 | 1.4971 | 1.2084 | 1.5679 | 1.9098 | 1.9380 | 1.6730 |
| 地域差异 | -27.8113*** | 1.4764 | 1.8067 | 1.9933 | 1.2449 | 1.9478 | 1.5391 | 1.4682 |

来源：运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果，表中“ Δ ”代表增量的意思，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

5.4.4 模型稳健性分析

表 5.19 中提供了模型 (49) ~ (64) 各变量的 ADF 和 VIF 的值。从表 5.19 可以看出, 各变量的 ADF 的统计值都显著小于 1%水平的临界值, 说明模型 (49) ~ (64) 所有变量平稳, 不会产生为回归情况。另外, 表 5.18 中还显示了 (49) ~ (64) 中各变量 VIF 的值域为 (0, 2), 可见每个模型中的自变量之间、控制变量之间及自变量与控制变量之间没有严重的共线性问题。

续表 5.19 假设 3b 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | (56) | (57) | (58) | (59) | (60) | (61) | (62) | (63) | (64) |
| <i>BP</i> | | 1.3149 | 1.2635 | 1.9350 | 1.4460 | | 1.3774 | 1.6344 | 1.6794 |
| <i>TC</i> | | | | 1.8870 | | | | | |
| ΔBP | 1.7913 | | | | | 1.8225 | | | |
| ΔTC | 1.4902 | | | | | | | 1.3427 | 1.9723 |
| $MP \times TC$ | 1.9040 | | | | 1.4333 | | | | |
| $MP \times \Delta TC$ | 1.2084 | | | | | | | | 1.2945 |
| 资产规模 | 1.2826 | 1.2459 | 1.2080 | 1.2034 | 1.6308 | 1.6293 | 1.3449 | 1.3653 | 1.6024 |
| 上市年限 | 1.3033 | 1.6073 | 1.6905 | 1.8814 | 1.4243 | 1.9822 | 1.9766 | 1.7805 | 1.5913 |
| 地域差异 | 1.2346 | 1.5416 | 1.6022 | 1.8618 | 1.6207 | 1.5158 | 1.2588 | 1.6361 | 1.5401 |

来源: 运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果, 表中“ Δ ”代表增量的意思, “***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

综上所述, 为了验证假设 3b, 文章从比较静态和动态两个视角, 着重分析了变量间的存量与增量之间的关系。通过对模型 (49) ~ (64) 所提供的相关数据的分析, 发现商业信用融资在议价能力对企业业绩影响中的作用表为:

一是在控制了企业上市时间、企业规模及地区金融发展差异与新增变量货币政策的条件下, 商业信用在议价能力对企业财务业绩的影响中仍然发挥着显著的正向影响作用, 且商业信用中介作用在货币紧缩时比货币宽松时大。

二是在不同的货币政策下, 商业信用在议价能力对市场业绩的影响中, 商业信用没有起到中介作用。

三是把货币政策纳入对增量企业业绩影响的因素分析框架后, 在增量议价能力对增量企业业绩的影响中, 增量商业信用没有起到中介作用。

总体上来看，通过对假设 3b 的检验结果的分析，发现检验结果与假设 3b 提出假设大部分相符合，因此假设 3b 大部分得以验证。

5.5 商业信用融资与企业业绩内生性分析

商业信用融资是企业的重要的融资方式之一，对企业业绩提高尤为重要。那么商业信用除了议价能力这一直接影响因素之外，企业业绩是否同样影响着商业信用融资呢？关于商业信用融资对企业业绩的影响，前文所述中许多学者已经证实。此外，也有学者认为企业业绩对商业信用融资具有反向影响作用。林毅夫和孙希芳（2005）认为，反映企业业绩的财务报表极大地影响企业的融资渠道与融资方式。Niskanen, J., & Niskanen, M.（2006）认为企业成长性也即业绩企业正向影响商业信用，即快速增长的企业比其他企业有更好的投资机会，因此愿意更多地利用商业信用中的应付账款为他们新的项目融资。因此，商业信用融资与企业业绩相互影响是具有一定理论基础的。

表 5.20 提供了检验商业信用融资与企业业绩之间相互影响的内生性所需的相关数据。

表 5.20 商业信用与企业业绩内生性回归结果

| 模型 | 变量 | 系数 | Estimate | t | P | Adjusted R^2 |
|------|----------------------------|--------------|----------|--------|-------|----------------|
| (65) | TC | \hat{h} | 0.037 | 2.059 | 0.023 | 0.344 |
| (66) | PF _{t-1} | \hat{h}_2 | -0.043 | -2.298 | 0.002 | 0.361 |
| (67) | TC | \hat{h}_3 | 0.068 | 3.890 | 0.000 | 0.298 |
| (68) | TQ _{t-1} | \hat{h}_4 | 0.018 | 0.488 | 0.626 | 0.214 |
| (69) | Δ TC | \hat{h}' | -0.021 | -0.919 | 0.358 | 0.310 |
| (70) | Δ PF _{t-1} | \hat{h}'_2 | -0.046 | -1.371 | 0.170 | 0.199 |
| (71) | Δ TC | \hat{h}'_3 | 0.278 | 2.621 | 0.009 | 0.311 |
| (72) | Δ TQ _{t-1} | \hat{h}'_4 | -0.024 | -0.691 | 0.490 | 0.336 |

来源：在控制了上市时间、地域差异及资产规模下的关键变量标准化回归系数，其中“ t ”与“ P ”和“ R^2 ”分别表示在回归系数显著性判断值和回归方程判定系数。

5.5.1 比较静态分析商业信用与企业业绩相互影响

(1) 商业信用与企业财务业绩相互影响

表 5.20 显示模型 (65) 商业信用 (TC) 的回归系数及显著性判断的相关数据 $h = 0.037$ ($t = 2.059, p = 0.023$) 与模型 (66) 上一期企业财务业绩 (PF_{t-1}) 的回归系数及相关显著性判断数据 $h_2 = -0.043$ ($t = -2.298, p = 0.002$)。根据研究内容要求, 文章对这些数据分析如下:

首先, 通过对这两个模型的数据观察, 发现模型 (65) TC 的回归系数 ($h = 0.037$) > 0 , 表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下, 商业信用对企业财务业绩的影响是正向影响。同时根据显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$), TC 的回归系数 h 的显著性判断值 ($t = 2.059$) > 1.96 与 ($p = 0.023$) < 0.05 符合显著标准的条件, 表明商业信用对企业财务业绩的影响不仅仅是正向影响, 而且还是显著的正向影响, 这就意味着随着商业信用融资的不断扩大, 企业财务业绩也不断的提高, 即商业信用融资与企业财务业绩之间呈正相关的关系。

其次, 通过观察模型 (66) PF_{t-1} 的回归系数 ($h_2 = -0.043$) < 0 , 揭示了在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下, 上一期的企业财务业绩对企业商业信用是负向影响的, 即负相关的关系。通过观察模型 (66) 还发现 PF_{t-1} 回归系数 h_2 的显著性判断值 ($|t| = 2.298$) > 1.96 与 ($p = 0.002$) < 0.05 符合显著性标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$), 说明上一期的财务业绩对企业商业信用不仅负向影响而且还是显著的, 即随着上一期的财务业绩的提高, 当期的商业信用融资反而减少, 即两者之间呈现出负相关的关系。出现这种结果的原因是: 一方面企业财务业绩提高以后, 企业更加注重保持上下游企业的良好关系, 减少对企业商业信用的占用 (王雄元等, 2015)。另一方面是随着企业商业信用融资规模的增大, 企业使用商业信用管理成本会增大, 同时随着商业信用融资增幅的加大, 企业财务业绩增幅还会出现规模报酬递减效应的问题等等。

最后, 通过将模型 (65) 的分析结果: 商业信用融资与企业财务业绩之间呈显著正相关的关系与模型 (66) 分析结果: 上一期的财务业绩对企业商业信用是显著负相关关系联系起来, 再次发现商业信用融资与企业财务业绩之间存在着相互影响的双向因果关系, 即一方面商业信用正向影响企业财务业绩, 而另一方面财务业绩也负向影响商业信用。

(2) 商业信用与企业市场业绩相互影响

同理, 模型 (67) 与模型 (68) 这一组模型也是主要用来检验企业商业信用与企业市场业绩之间关系的。通过观察表 5.17 显示的模型 (67) 商业信用 (TC) 的回归系数 $h_3 = 0.068$ ($t = 3.890, p = 0.000$), 发现模型 (67) TC 的回归系数

($h_3 = 0.068$) > 0 且 ($t = 3.890$) > 1.96 ($p = 0.000$) < 0.05, 对比显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$), 说明 TC 的回归系数 h_3 显著为正, 也即商业信用与企业市场业绩呈显著正相关的关系; 同时, 通过观察模型 (68) 上一期市场业绩 (TQ_{t-1}) 的回归系数 $h_4 = 0.018$ ($t = 0.488, p = 0.626$), 发现模型 (68) TQ_{t-1} 的回归系数 ($h_4 = 0.018$) > 0, 表示上期市场业绩与当期商业信用正相关, 但是这种正向影响的关系不显著 ($t = 0.488$) < 1.96 与 ($p = 0.626$) > 0.05; 最后, 结合模型 (69) 与模型 (70) 的分析结果, 再次发现在商业信用与企业市场业绩的影响中, 只存在商业信用对企业市场业绩影响的单项因果关系, 不存在企业市场业绩与商业信用融资相互影响的双向因果关系。

5.5.2 动态分析商业信用与企业业绩相互影响

(1) 增量商业信用与增量企业财务业绩相互影响

表 5.20 提供了验证增量商业信用与增量企业财务业绩因果关系所必需的关键变量的回归系数及相关数据。

从表 5.20 发现模型 (69) ΔTC (增量商业信用) 的回归系数 ($h' = -0.021$) < 0, 判断显著值 ($|t| = 0.909$) < 1.96 与 ($p = 0.358$) > 0.05, 说明增量商业信用与增量企业财务业绩之间的负相关关系不显著, 也即在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下, 增量商业信用对增量企业财务业绩影响不显著。

同时, 从表 5.20 发现模型 (70) ΔPF_{t-1} (上一期增量财务业绩) 的回归系数 $h'_2 = -0.046$ ($t = -1.371, p = 0.199$), 根据显著性标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$), 易知回归系数 h'_2 不显著, 这就揭示了上一期增量财务业绩对当期增量商业信用的影响不显著。

综合模型 (69) 与模型 (70) 的分析结果, 进一步表明在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的前提下, 上一期增量财务业绩与当期增量商业信用之间, 既没有单向影响的因果关系, 也不存在相互影响的双向因果关系。

(2) 增量商业信用与增量企业市场业绩相互影响

表 5.20 还提供了模型 (71) 与 (72) 验证增量商业信用与增量企业市场业绩相互影响所需的关键变量的回归系数及相关数据。其中模型 (71) ΔTC (增量商业信用) 的回归系数为 $h'_3 = 0.278$ ($t = 0.278, p = 0.009$), 发现 ($h'_3 = 0.278$) > 0, ($t = 0.278$) > 1.96 与 ($p = 0.009$) < 0.05, 表明随着增量商业信用的幅度变大, 增量企业市场业绩的变化幅度也随之增加, 也即增量商业

信用与增量企业市场业绩之间是一种显著正相关的关系。而模型(72) ΔTQ_{t-1} (上期增量市场业绩) 的回归系数为 $h'_4 = -0.024$ ($t = -0.691, p = 0.490$)。根据显著性判断标准 ($|t| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，可知 ΔTQ_{t-1} 的回归系数 h'_4 不显著，表明上期增量市场业绩对当期增量商业信用的影响不显著。

综合模型(71)与模型(72)的分析结果进一步表明，增量商业信用显著正向影响增量企业市场业绩，而上一期增量企业市场业绩对当期增量商业信用影响不显著，即上一期增量企业市场业绩与当期增量商业信用之间，只存在增量商业信用对增量企业市场业绩影响的单向因果关系，不存在相互影响的双向因果关系。

表 5.21 假设 4 变量平稳性与共线性检验

| 项目 | ADF | 各模型中变量 VIF 值 | | | | | | | |
|-------------------|-------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | (65) | (66) | (67) | (68) | (69) | (70) | (71) | (72) |
| <i>BP</i> | -31.7743*** | 1.3957 | 1.6673 | 1.2321 | 1.3979 | | | | |
| <i>PF</i> | -33.3613*** | | | | | | | | |
| <i>TQ</i> | -33.3966*** | | | | | | | | |
| <i>TC</i> | -35.6966*** | 1.9237 | | 1.4954 | | | | | |
| ΔPF | -16.452*** | | | | | | | | |
| ΔBP | -20.0736*** | | | | | 1.6093 | 1.8241 | 1.4606 | 1.4031 |
| ΔTQ | -18.4367*** | | | | | | | | |
| ΔTC | -20.0736*** | | | | | 1.5813 | | 1.2960 | |
| PF_{t-1} | -22.1261*** | | 1.7991 | | | | | | |
| TQ_{t-1} | -33.3943*** | | | | 1.6062 | | | | |
| ΔPF_{t-1} | -16.4516*** | | | | | | 1.7751 | | |
| ΔTQ_{t-1} | -18.4342*** | | | | | | | | 1.5694 |
| 资产规模 | -12.0102*** | 1.8163 | 1.5368 | 1.7190 | 1.4981 | 1.5932 | 1.5306 | 1.5044 | 1.8943 |
| 上市年限 | -12.7130*** | 1.6355 | 1.2128 | 1.2056 | 1.4719 | 1.6738 | 1.4065 | 1.9847 | 1.8405 |
| 地域差异 | -27.8113*** | 1.6433 | 1.3739 | 1.5454 | 1.3013 | 1.7136 | 1.5539 | 1.7999 | 1.6441 |

来源：运用 spss 对变量平稳性与共线性检验结果，表中“ Δ ”代表增量的意思，“***”、“**”和“*”分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平上显著。

5.5.3 模型稳健性分析

表 5.21 中提供了模型 (65) ~ (72) 各变量的 ADF 和 VIF 的值。从表 5.21 可以看出, 各变量的 ADF 的统计值都显著小于 1% 水平的临界值, 说明模型 (65) ~ (72) 所有变量平稳, 不会产生为回归情况。另外, 表 5.20 中还显示了 (65) ~ (72) 中各变量 VIF 的值域为 (0, 2), 可见每个模型中的自变量之间、控制变量之间及自变量与控制变量之间没有严重的共线性问题。

综上, 为了检验假设 4, 通过表 5.20 提供的模型 (65) ~ (72) 的相关数据, 文章从存量与增量两个方面对商业信用与企业业绩之间的关系进行了分析, 发现在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情景下, 商业信用与企业业绩之间的关系为:

一是从存量的角度来说, 商业信用融资与企业财务业绩之间存在相互影响的双向因果关系, 即一方面商业信用正向影响企业财务业绩, 而另一方面财务业绩也负向影响商业信用。但是商业信用与企业市场业绩之间, 不存在企业市场业绩与商业信用融资相互影响的双向因果关系, 只存在商业信用对企业市场业绩影响的单向因果关系。

二是从增量的角度看, 上一期增量财务业绩与当期增量商业信用之间, 既没有单向也没有双向因果关系。而上一期增量企业市场业绩与当期增量商业信用之间, 不存在相互影响的双向因果关系, 只存在增量商业信用对增量企业市场业绩影响的单向因果关系。

总体上说, 假设 4 基本得到验证。

5.6 议价能力、商业信用融资与企业业绩关系路径辨析

理顺议价能力、商业信用融资及企业业绩三者之间的关系, 把握议价能力对企业业绩的影响机理, 正视并发挥商业信用融资在企业业绩中的重要作用, 是本研究的重点研究内容之一。

财务业绩与市场业绩共同构成了企业业绩 (王化成和刘俊勇, 2004), 是文章研究的主要因变量, 正确反映议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系, 辨别它们之间的影响路径是实务界与学术界共同关注的焦点。

(1) 变量间的路径辨析

图 5.16 提供了变量间的路径及其相互影响的回归系数, 变量间主要有两条路径: 一条是“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→市场业绩”, 其中包括商业信用的中介作用和议价能力对市场业绩的直接作用; 另一条是“议

价能力→商业信用→财务业绩”与“议价能力→财务业绩”其中包括商业信用的中介作用和议价能力对财务业绩的直接作用。同时，表 5.27 还提供了各路径上变量之间的相互关系的回归系数及其显著性判断值。

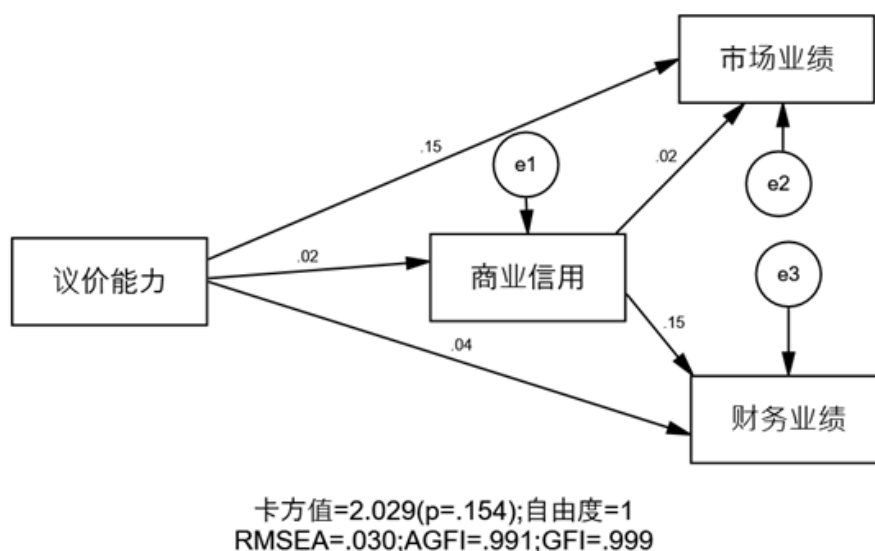


图 5.16 路径分析结果
来源：通过 amos 分析运行结果

第一条路径的显著检验。表 5.22 显示了“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→市场业绩”各变量相互影响的回归系数及其相关数据：“商业信用←议价能力”的回归系数为0.017 ($C.R. = 1.909, P = 0.006$)；“市场业绩←商业信用”的回归系数为0.019 ($C.R. = 2.161, P = 0.023$)”市场业绩←议价能力”的回归系数为0.154($C.R. = 4.635, P = 0.006$)。根据模型回归系数显著性判断标准 ($|C.R.| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，可知第一条路径上的变量之间都为显著正相关关系，即议价能力显著正向影响商业信用，商业信用显著正向影响市场业绩，以及议价能力正向显著影响市场业绩，同时也意味着议价能力对企业业绩影响的第一条路径成立。

第二条路径显著检验。同时表 5.22 也提供了“议价能力→商业信用→财务业绩”与“议价能力→财务业绩”各变量相互影响的回归系数及其相关数据：“商业信用←议价能力”的回归系数为0.017 ($C.R. = 1.909, P = 0.006$)；“财务业绩←议价能力”的回归系数为0.042($C.R. = 4.635, P = 0.006$)；“财务业绩←商业信用”的回归系数为0.148($C.R. = 3.947, P = 0.009$)。根据模型回归系数显著性判断标准 ($|C.R.| > 1.96$ 与 $p < 0.05$)，可知第二条路径上的变量之间都为显著正

相关关系，即议价能力显著正向影响商业信用，商业信用显著正向影响财务业绩，以及议价能力正向显著影响财务业绩，同时也意味着议价能力对企业业绩影响的第二条路径成立。

表 5.22 假设 5 关键变量回归系数

| 影响路线 | 标准回归系数 | S. E. | C. R. | P |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 商业信用←议价能力 | 0.017 | 0.011 | 1.909 | 0.006 |
| 市场业绩←商业信用 | 0.019 | 0.049 | 2.161 | 0.023 |
| 市场业绩←议价能力 | 0.154 | 0.028 | 4.635 | 0.006 |
| 财务业绩←议价能力 | 0.042 | 0.028 | 4.635 | 0.006 |
| 财务业绩←商业信用 | 0.148 | 0.035 | 3.947 | 0.009 |

来源：运用 amos 分析关键变量间标准化回归系数，其中“C. R.”与“P”和“S. E.”分别表示在回归系数显著性判断值和残差。

同时，通过表 5.22 还发现财务业绩对市场业绩的影响的回归系数，即“市场业绩←财务业绩”的系数为 0.590 (C.R. = 2.470 P = 0.014)，该系数 0.590 > 0 为正表示随着企业财务业绩的不断提高，市场业绩也不断提高，即两者之间存在正相关的关系。同时，“市场业绩←财务业绩”的回归系数的显著判断值 (C.R. = 2.470) > 1.96 与 (P = 0.014) < 0.05，说明回归系数不仅为正而且还显著，意味着财务业绩显著正向影响市场业绩，因而财务业绩对市场业绩影响的单向因果关系成立。这也提示了企业要想让企业（公司）的股票在市场上有好的表现，企业（公司）必须要有持续、稳定及良好的财务业绩做支撑才能实现，这一点也符合投资者按股票基本面选股的思路。

(2) 模型统计检验

图 5.16 为递归模型，其中卡方值为 2.029，显著性概率值 P 为 0.154 大于 0.05，未达到 0.05 显著水平，RMSEA 为 0.030 小于 0.05，GFI 值=0.999 大于 0.900, AGFI 值为 0.991 大于 0.900，表明整体模型适配度良好，也即假设模型能很好地适配样本数据。

此外，根据表 5.23 提供一个外因变量与 3 个残差的方差均为正数且最小 C.R. (8.000) 大于 1.96 与各显著性判断值均小于 0.05 (p=0.000<0.05)，表示数据没有输入错误和模型界定没有问题。同时，表 5.28 还提供了模型稳定指标值 0.401，该指标介 ±1 于之间，说明模型稳定且回归系数值稳定及样本大小合

适。因此，该模型是完全适合分析议价能力、商业信用及企业业绩等变量之间的关系。

表 5.23 假设 5 关键变量方差与稳定性

| 变量 | Estimate | S. E. | C. R. | P |
|-----------------|----------|-------|--------|-------|
| 议价能力 | 0.008 | 0.000 | 8.000 | 0.000 |
| e1 | 0.012 | 0.001 | 12.000 | 0.000 |
| e2 | 65.086 | 2.764 | 23.548 | 0.000 |
| e3 | 0.115 | 0.005 | 23.000 | 0.000 |
| Stability index | | | 0.401 | |

来源：通过 amos 分析运行结果

综上，通过分析变量间的路径模型，发现议价能力、商业信用及企业业绩之间的关系为：

市场业绩方向两条：一条是“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→市场业绩”，其中包括商业信用的中介作用和议价能力对市场业绩的直接作用；财务业绩方向两条“议价能力→商业信用→财务业绩”与“议价能力→财务业绩”，其中包括商业信用的中介作用和议价能力对财务业绩的直接作用。

5.7 本章小结

本章主要对假设 1~4 进行了验证，通过分析发现，假设 1 检验结果与假设 1 提出假设基本相符合；假设 2 检验结果与假设 1 提出假设大体相符合；假设 3 检验结果与假设 3 提出假设基本相符合；假设 4 检验结果与假设 4 提出假设大部分相符合。本章中出现部分验证与假设基本相符，没有出现完全相符的情况，主要是因为变量增量验证中出现不相关或出现负相关的边际效应递减的情况，这其实不影响假设的成立。更深入地讲，这种情况的更深层次的原因是变量间的增量相关关系不会影响存量之间的相关关系，只是反映一种动态关系而已。因此，文中的所有假设成立：货币宽松对议价能力调节作用小于货币紧缩；国企对议价能力调节作用小与非国企；企业商业信用融资在议价能力对企业业绩的影响中具有中介作用，且非国企对商业信用融资调节作用大于国企与货币紧缩对商业信用融资调节作用大于货币宽松；企业业绩与商业信用融资具有内生性，以及议价能力对企业业绩的影响有 4 条作用路径：直接作用路径两条：“议价能力→市场业绩”

与“议价能力→财务业绩”；间接作用路径两条：一条是“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→商业信用→财务业绩”。

第六章 研究结论与政策建议

通过上一章检验结果得出结论，提出相关的政策建议，并针对论文的实际情况，发现不足与确定进一步研究方向。该部分主要内容包括结论、建议、本文不足及进一步研究方向四个部分。

6.1 研究结论

文章在中国资金“脱实向虚”、企业间竞争与合作并存及企业业绩不断下滑的现实背景下与现有学者们缺乏对议价能力、商业信用融资与企业业绩作为一个有机整体研究以及没有理顺议价能力、商业信用融资与企业业绩相互作用机理的理论背景下，提出研究主题“议价能力、商业信用融资与企业业绩研究”，旨在解决现有议价能力评价方法不全面与不客观及不合理的问题、议价能力对企业业绩影响机理模糊的问题及业绩指标评价不具有可比性和不全面的问题。文章从融资的视角出发，探寻了议价能力对企业业绩的影响机理，厘清议价能力、商业信用融资与企业业绩三者之间的关系。采用 2007—2016 年 A 股制造业连续上市交易的 404 公司的相关财务数据，共 2220 个研究样本，运用 eviews6.0、spss20.0 及 amos21.0 等数据分析软件对样本数据进行了存量与增量的分析，对文章提出的 5 个假设进行验证，最终得出如下主要结论：

(1) 企业议价能力由供应商议价能力与客户（经销商）议价能力组成，并正向影响企业商业信用融资，这种正向化影响程度在货币紧缩时显著大于货币宽松时的影响，且议价能力对各种企业商业信用影响存在边际递减效应。该结论主要是通过通过对文中假设 1 的验证而形成。之所形成此结论，是因为在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，首先是企业议价能力对企业商业信用的影响，不是供应商议价能力与客户（经销商）议价能力单独影响造成的，而是供应商议价能力与客户（经销商）议价能力共同作用引起的，也即综合评价产生的议价能力能够更客观地反映议价能力对企业商业信用影响结果；其次是议价能力与商业信用融资正相关；供应商议价能力与供应商商业信用融资负相关；客户议价能力与客户商业信用融资正相关；增量客户议价能力与增量客户商业信用融资呈现正相关关系；增量议价能力对增量商业信用融资具有边际递减效应；增量供应商议价能力对增量供应商商业信用融资具有边际递减效应等。最后，不管是存量议价能力对存量商业信用的正向影响，还是增量议

价能力对增量商业信用的正向影响，在货币紧缩时的影响都显著大于货币宽松时的影响。

(2) 除客户议价能力外，在非国企中各种议价能力对各种企业商业信用的正向影响均显著大于在国企中议价能力对各种企业商业的影响，且议价能力对各种企业商业信用的正向影响存在边际递减效应。这个结论来自于文中假设 2 检验结果的推论。因为在控制了公司持续上市时间、公司所在地域金融发展差异及公司资产规模的情况下，一方面除客户议价能力对企业客户商业信用影响的不明显外，在非国企中议价能力与供应商议价能力对企业商业信用和供应商商业信用的影响均大于在国企中议价能力和供应商议价能力对企业商业和供应商商业信用的影响；另一方面在国企与非国企中，各种增量议价能力对各种增量商业信用也存在显著不同的影响。此外，在增量分析中，发现存在边际递减效应，即随着各种增量议价能力的幅度不断扩大，各种增量商业信用的增幅反而缩小。

(3) 存量商业信用在存量议价能力对存量企业财务业绩与存量市场业绩的影响中都起到了中介作用，其表现为在国企中或实施宽松货币政策时商业信用融资的中介作用均显著小于在非国企中或实施紧缩货币政策时商业信用的中介作用（除在议价能力对市场业绩的影响中，货币政策对商业信用影响不明显外）。该结论源于文章假设 3、假设 3a 及假设 3b 的验证检验。为什么总结出本结论？主要因为：一是不管是比较静态分析还是动态分析，商业信用融资在议价能力对企业财务业绩与市场业绩的影响中确实发挥着中介作用；二是不管是基于货币政策分析还是基于产权性质分析视角，商业信用融资在议价能力对企业财务业绩与市场业绩的影响中确实发挥着中介作用；三是商业信用融资中介作用的大小，在不同货币政策与产权性质中确实存在显著不同（除在议价能力对市场业绩的影响中，货币政策对商业信用影响不显著外），这种商业信用融资中介作用的大小不同体现在货币紧缩时与在非国企中比在货币宽松时与在国企中的中介作用大。

(4) 商业信用融资与企业财务业绩之间存在相互影响的双向因果关系，而与企业市场业绩之间只存在单向因果关系。此结论来自文章假设 4 的检验验证。因为在控制了企业上市时间、企业规模及地区金融发展差异的条件下，商业信用与企业业绩之间的关系表现为：一是从存量的角度来说，商业信用融资与企业财务业绩之间存在相互影响的关系，即一方面商业信用正向影响企业财务业绩，而另一方面上一期财务业绩也负向影响商业信用。但商业信用与企业市场业绩之间，不存在相互影响的关系，只有商业信用对企业市场业绩正向影响。二是从增量的角度看，上一期增量财务业绩与当期增量商业信用之间，没有单向也没有双向影响的关系，但存在增量商业信用对增量企业市场业绩影响的单向影响关系。

(5) 议价能力影响企业业绩的作用路径有 4 条：直接作用路径两条：“议价能力→市场业绩”与“议价能力→财务业绩”；间接作用路径两条：一条是“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→商业信用→财务业绩”。本结论来自于文章中假设 5 验证的延伸。得出此结论的原因在于，在控制了企业上市时间、企业规模及地区金融发展差异的条件下，变量间的影响路径主要有两个方向：一个是议价能力对市场业绩影响方向，表现为“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→市场业绩”；另一个是议价能力对财务业绩影响方向，体现为“议价能力→商业信用→财务业绩”与“议价能力→财务业绩”。

6.2 政策建议

根据目前中国企业在市场竞争中的议价能力大小与供应商与客户议价能力组成比例、商业信用融资比例及企业业绩水平等实际情况，以文章结论为依据，为提高企业竞争力，优化融资结构，提升公司业绩，特提出如下建议：

6.2.1 辩证处理竞争与合作关系，优化议价能力结构

(1) 辩证处理竞争与合作关系，提高企业议价能力

企业应该秉持“竞争中有合作，合作中有竞争，以竞争为基础的合作”的精神，处理好产业链上上游企业与下游企业的关系，努力提高企业的议价能力。首先，企业必须努力打造自己的特有品牌，使产品异质化，增强产品竞争力，同时企业必须进行技术革新，改进生产技术或工艺，使原材料采购途径多样化，摆脱原材来源单一的困局。这样既可以向上游企业获得价格实惠的原材料和取得一定的应付账款，还可以拓宽产品销售市场提高市场占用率，并且还可以获得下游企业的预付账款。其次，企业一方面要注重不断提高企业竞争力，另一方面营造与供应商和客户（经销商）良好的合作氛围，实现战略联盟。企业在行业中的竞争不能仅靠自身的力量，要加强与供应商、客户相互之间的合作，形成供应商、客户间的相互制约与相互促进的局面，提高企业的产品销售量和扩大商业信用融资规模。最后，企业在与供应商和客户的生产销售中，以互利互惠为前提，不恶意占用货款，不被迫供应商或客户提供商业信用，同时在供应商和客户陷入资金短缺困境时，量力而行，主动提供商业信用。

因此，企业既要有竞争意识，也要有合作意识。以竞争为基础，提高自身竞争力为基础，在竞争中合作，在合作中竞争，力求双赢和多赢。

(2) 优化议价能力结构，促进商业信用融资

根据文章研究结果：增量客户议价能力与增量客户商业信用融资呈现正相关关系，企业在策划提高自身议价能力的时候，必须考虑优先提高对企业利益最大议价能力。一般来说，对客户议价能力应该有所侧重，因为从客户那里获得预付账款，既可以提前免费使用，也不会像应付账款那样损失到期还款的优惠折扣而产生较高的隐性成本。同时，增量议价能力对增量客户商业信用融资是正向影响，没有发现边际递减效应。因此，企业必须想方设法优先提升客户的议价能力，力争获得更多的预付款项，缓解企业流动性压力。

如何提升客户议价能力？具体方法为：（1）产品同质时，强化服务质量，巩固并促进与客户或经销商之间的关系，稳固并提高产品市场占有率。（2）产品异质时，加强宣传和售后服务，维护品牌形象和认同度，同时必须开辟新的销售渠道，提高市场占有率等等。

6.2.2 转变议价能力获取动机，正确发挥其财务稳定器的作用

议价能力获取的传统目的是经营性动机，即企业在产业链中上、下游企业之间的竞争中，企业获取一定程度的议价能力使供应商产品（服务）价格和质量发生变化，进而影响企业的采购成本，再由企业生产成本的变化，进而影响企业的业绩。该动机虽然能够降低交易成本、实施价格歧视、保证产品质量及促进销售，进而提高企业的业绩，但是有其内在局限性，即其功能局限在采销领域，不能发生迁移，而且仅仅是围绕采购销售而发起，不能更好地发挥财务杠杆的作用。为了进一步发挥议价能力对企业业绩的提升作用，企业应该把获取议价能力的经营性动机转移到融资性动机上来，以之降低融资成本，合理配置债务归还期限，充分利用企业现有资金投资于收益更高的项目或者扩大再生产，使其在提升企业业绩上发挥更大作用。

为了企业发挥议价能力财务稳定器的作用，企业必须科学合理地调整由议价能力带来的商业信用的使用时间，在企业资金充裕或者资金使用效益低下时不宜采取赊销方式购买原材料，也不宜采取预收款项销售产品，而相反在企业资金缺乏或者资金使用回报率高时，企业应该大力实施赊销和预收款方式进行生产销售。同时，企业必须合理安排还款期限，在资金充裕时提前还款，以之获得优惠折扣，直接增加收益，而在企业流动性阻滞时应该到期还款或展期，充分发挥低成本的信用融资的财务杠杆作用，进一步提高企业业绩。此外，企业在专注于经营与融资的同时，还必须把议价能力的作为关系专用性投资，以维持上下游企业的良好合作关系。

6.2.3 加强商业信用融资管理，提高商业信用融资效益

进一步发挥企业商业信用融资在议价能力对企业业绩影响中的中介作用，企业必须结合自身资金流动性和使用效益、自身产权性质及国家货币政策的调整情况，相机决策，采取必要的调整措施，以提高商业信用融资使用效率，提升企业业绩。

商业信用融资管理具体方法为：在企业资金实力雄厚或者资金使用效益低下时，较少使用商业信用融资，在企业资金缺乏或者资金回报率高时，应该较多使用商业信用融资；如果企业属于国有企业，能够较易地获得银行贷款，可以较少使用商业信用融资，如果企业属于非国有企业，获取银行贷款困难，可以较多使用商业信用融资；国家实施宽松货币政策时，企业比较容易获得银行贷款，可以较少使用商业信用融资，而国家实施紧缩货币政策时，企业尤其是非国有企业，可以较多使用商业信用融资。

6.2.4 畅通路径，择机选择

议价能力对企业业绩的影响路径有两个方向共 4 条路径，企业必须厘清它们之间的关系，把握好它们的作用机理。这四条路径对提高企业业绩至关重要。因此，为进一步提高企业业绩，企业必须疏通议价能力与商业信用融资对企业业绩正向影响的各种障碍，使每个环节环环相连，使每条路径条条畅通。同时，企业必须根据自身情况合理选择路径，力保最大限度地发挥议价能力与商业信用融资对企业业绩的提升作用。

具体路径选择与组合如下：在企业资金实力雄厚或者资金使用效益低下时，企业可以选择“议价能力→市场业绩”与“议价能力→财务业绩”路径，在企业资金缺乏或者资金回报率高时，可以选择“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→商业信用→财务业绩”路径；企业属于国有企业能够较易地获得银行贷款，企业应选择“议价能力→市场业绩”与“议价能力→财务业绩”路径，企业属于非国有企业获取银行贷款困难，可以“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→商业信用→财务业绩”路径；国家实施宽松货币政策时，企业比较容易获得银行贷款，可以“议价能力→市场业绩”与“议价能力→财务业绩”路径，而国家实施紧缩货币政策时，企业尤其是非国有企业，可以“议价能力→商业信用→市场业绩”与“议价能力→商业信用→财务业绩”路径。此外，企业也可根据实际情况进行符合自身的路径组合，也可以部分选择或全选。

6.2.5 创新企业财务管理模式：财务管理与市值管理并重

(1) 转变财务管理目标

企业的管理目标，应该从传统的盈余管理向市值管理转变，从股东利益最大化向公司价值最大化转变。从稳定和提升市值出发，通过公司的战略规划、经营管理和投资者关系管理，将公司创造价值、实现价值和经营价值的活动有机地联系起来，促使股价充分反映公司内在价值并透视公司财务状况，以实现市场业绩真实反映并促进财务业绩的目标。

(2) 加强财务管理与合理资本运作共同提升市场业绩与财务业绩

合理资本运作实现市场业绩服务于财务业绩的目标。在努力实现市值和企业内在价值匹配的基础上，借助资本运作不断提升公司的市场业绩。同时企业应根据企业自身的市场业绩水平与趋势作出理性的经营决策与财务活动安排，实现企业财务业绩不断提高与优化。发挥好产业经营和资本经营之间的联系，充分运用整体上市、资产分拆、并购重组、定向增发、大股东增持与减持、发放股票股利、转增股本、股票回购等资本运营的手段提高公司盈利能力，增加公司价值。

实现市场业绩服务于财务业绩方法主要有：当公司股票价格上升，市场业绩辉煌时，除了刺激可转换债券提前行权，减少利息支付外，上市公司可以用公司股票支付兼并收购其他公司，也可以进行不良资产的剥离，还可以增发股票再融资；同时当公司股票价格上升，市场对公司某项业务单元过度看好时，可以分拆转让或子公司上市，以获取较高的资产溢价；当股票交易进入低迷时，为防止恶意收购，可以实施股份回购、大股东增持或者引入战略性投资者购买股份。

(2) 强化财务管理促进市场业绩提升。因为股票价格反映企业本身资产质量、盈利水平及管理水平等，那么企业或公司应注重主营业务能力的培养，保证公司盈利水平的持续、稳定增长。在企业或公司应注重主营业务能力培养的同时，还应该及时的与多渠道的披露财务信息，使投资者及时获得相关财务信息并反馈到股票价格上，使之保持市场价格与内在价值相对一致的水平，最终实现企业财务业绩促进市场业绩的目标。

6.3 研究局限性与未来研究方向

文章仅对中国工业企业上市公司的议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系进行了研究。实际上，中国的企业类型很多，影响企业信用融资的因素也很多，议价能力、商业信用融资及企业业绩之间的关系很复杂。这些未尽之处虽然是本研究的局限性，但也为未来的研究提供了可能的方向。

(1) 文章中国未考虑其他类型的公司，如非上市公司及国外公司等。随着经济全球化进一步发展、世界工厂模式进一步深入与加速多样化发展，企业的生产经营不再局限在一个国家的范围之内，而是全球性的生产经营活动。那么考察评价企业议价能力将发生巨大的改变，这将为以后继续本研究提供更大的研究范围和全新的研究对象。

(2) 文章在研究商业信用融资与企业业绩之间的关系时，没有对信用融资结构进行效率分析，这只能为企业提供具体的融资决策时，提供方向性的理论参考，不能为企业提供具体性的实践指南。虽然这是文章的缺陷，但也是以后研究的重要方向。

(3) 影响企业业绩的因素很多，不仅仅是议价能力与商业信用融资对其影响，其实还有很多其他影响因素。文章只控制了企业上市时间、企业规模及地区金融发展差异三个因素在议价能力与商业信用融资对企业业绩影响中的干扰。该局限性将开启以后研究这类问题时对变量体系创新与重构之门。

(4) 文章在研究议价能力影响企业业绩的作用路径时，从融资的角度出发，基于资本成本的考虑，只研究了商业信用这一个中介变量，那么除此之外，在议价能力对企业业绩的影响中是不是还存在其他影响路径呢？这一疑问一直伴随我完成论文的始末，也将成为我以后研究议价能力对企业业绩影响时的一个精准研究的视角。

6.4 本章小结

在这一章中，通过检验结果得出结论：议价能力对商业信用的影响在货币紧缩时与非国企中比在货币宽松时与国企中的影响大、商业信用融资的中介作用在货币紧缩时与非国企中比在货币宽松时与国企中的影响大，以及探明了议价能力影响企业业绩的作用 4 条路径。在此基础上，为提高企业业绩，提出相关的政策建议：辩证处理竞争与合作关系，优化议价能力结构；转变议价能力获取动机，正确发挥其财务稳定器的作用；加强商业信用融资管理，提高商业信用融资效益；畅通路径，择机选择；创新企业财务管理模式：财务管理与市值管理并重。针对本论文的内容、结论及存在的缺陷等的实际情况，畅想了进一步研究的方向。

参考文献

- 包婵静、孟祥鹏、张艳红、徐芬、周静宁.(2015).企业商业信用研究文献述评. *合作经济与科技*, (12), 188-190.
- 曹献飞.(2015).融资约束与企业出口:孰因孰果——基于联立方程模型的经验分析. *国际经贸探索*, 31(1), 66-76.
- 曹向、匡小平.(2013).制度环境与商业信用融资有效性. *当代财经*, 5, 115-128.
- 陈四清.(2009).商业信用融资成本计量与决策的新方法. *统计与决策*, 2009(9), 130-132.
- 陈运森、王玉涛.(2010).审计质量,交易成本与商业信用模式. *审计研究*, (6), 77-85.
- 池仁勇、戴丽华.(2012).企业独占性与其市场议价能力间关系的实证研究——以浙江省工业企业为例. *技术经济*, 31(4), 1-4.
- 池仁勇、朱帆.(2012).企业议价能力的影响因素分析:浙江产品实证. *浙江工业大学学报:社会科学版*, 11(1), 1-5.
- 戴媛.(2008).托宾 q 与公司财务杠杆,业绩及股票价格的相关性研究. *科技广场*, (6), 200-202.
- 邓路、曲悠.(2016).货币政策,商业信用与公司业绩增长. *财务研究*, (2), 68-79.
- 樊纲、王小鲁、朱恒鹏.(2010). *中国市场化指数:各地区市场化相对进程2009年报告*. 北京:经济科学出版社.
- 范培华、吴昀桥.(2016).信号传递理论研究述评和未来展望. *上海管理科学*, (3), 69-74.
- 高亮亮、陈淑辉、唐松莲.(2014).货币紧缩,产权性质和商业信用融资渠道. *上海金融*, (6), 19-25.
- 苟琴、黄益平、刘晓光.(2014).银行信贷配置真的存在所有制歧视吗?. *管理世界*, (1), 16-26.

- 胡海青、崔杰、张道宏.(2011).中小企业商业信用融资区域差异研究.*财经研究*,37(5), 68-78.
- 胡海青、崔杰、张道宏、张丹.(2014).中小企业商业信用融资影响因素研究——基于陕西制造类非上市企业的证据.*管理评论*, 26(2), 36-48.
- 赫然.(2014).*货币政策与上市公司信用资源配置研究*博士学位论文,西南财经大学.
- 黄新建、张德勤.(2017).经济周期,议价能力与企业绩效——基于中小板和创业板制造业企业的实证研究.*软科学*,31(1), 49-52.
- 黄应绘.(2003).沪市股票价格与上市公司业绩的关联性. *统计与决策*, (6), 75-76.
- 江乾坤、宋玉华.(2005).中国民营上市公司债务结构与经营绩效的相关性研究.*技术经济*, (5), 30-32.
- 江伟、曾业勤.(2013).金融发展,产权性质与商业信用的信号传递作用.*金融研究*, (6), 89-103.
- 江伟、底璐璐、彭晨.(2017).客户集中度影响银行长期贷款吗——来自中国上市公司的经验证据.*南开管理评论*, (2), 71-80.
- 姜付秀、屈耀辉、陆正飞、李焰.(2008).产品市场竞争与资本结构动态调整.*经济研究*,4(99),110.
- 姜倩倩、杨丽华.(2010).基于 HHI 的浙江外贸市场结构的实证研究 *改革与战略*, (1), 178-181.
- 李斌、江伟.(2006).金融中介与商业信用: 替代还是互补——基于中国地区金融发展的实证分析.*河北经贸大学学报*,27(1), 26-31.
- 李静、赵必华.(2014).中介效应检验方法的探新.*社会心理科学*, (7), 10-15.
- 李任斯、刘红霞.(2016).供应链关系与商业信用融资——竞争抑或合作.*当代财经*, (4), 115-127.

- 林斌、饶静.(2009).上市公司为什么自愿披露内部控制鉴证报告. *会计之友*, 2009 , (2).45-42.
- 林博文、陈怡之、洪慈羹. (2003).策略联盟倾向, 技术研发与企业无形资产之蓄积. *台湾管理学报*, 3(1), 59-74.
- 林毅夫、孙希芳. (2005). 信息, 非正规金融与中小企业融资. *经济研究*, 7(1), 35-44.
- 刘海洋、蒋婷婷、吴龙.(2012).所有制性质对中国企业议价能力的影响. *财贸经济*, (9), 117-124.
- 刘海鹰.(2010).上市公司经营风险与股权结构的实证研究. *统计与决策*, 2010(12), 148-150.
- 陆向兰.(2014).金融相关率与对外贸易依存度的动态关系研究——基于长三角地区面板数据的协整分析. *理论月刊*, (12), 138-141.
- 陆正飞、杨德明.(2011).商业信用: 替代性融资, 还是买方市场?. *管理世界*, (4), 6-14.
- 潘文卿、张伟.(2003).中国资本配置效率与金融发展相关性研究. *管理世界*, (8), 16-23.
- 钱艳娜.(2014).商业信用融资成本收益分析. *财会通讯: 综合(中)*, (6), 104-106.
- 饶品贵、姜国华.(2013).货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究. *经济研究*, (1), 68-82.
- 石晓军、张顺明.(2010).商业信用, 融资约束及效率影响. *经济研究*, 1, 102-114.
- 孙敬水.(2010). *计量经济学学习指导与 Eviews 应用指南*, 北京: 清华大学出版社.
- 孙兰兰、王竹泉. (2016). 议价能力、货币政策与商业信用政策动态调整. *江西财经大学学报*, (5), 43-53.
- 孙浦阳、李飞跃、顾凌骏.(2014).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. *经济学*, 13(4), 1637-1652.
- 谭小芳. (2008). 中国中小企业融资新渠道探究. *经济与管理*, 22(9), 93-95.

- 汤谷良、李梦寒.(2011).财务管理新模式:整合价值管理与市值管理. *财务与会计(理财版)*, (1), 14-16.
- 唐跃军.(2009).供应商, 经销商议价能力与公司业绩——来自 2005--2007 年中国制造业上市公司的经验证据. *中国工业经济*, (10), 67-76.
- 田高良、李益骐、董普.(2006).股价与业绩: 沪市股票价格与公司业绩的关联性研究. *会计之友*, 2006(12A), 55-57.
- 田利辉. (2005). 国有股权对上市公司绩效影响的 U 型曲线和政府股东两手论. *经济研究*, 10, 48-58.
- 田志龙、刘昌华. (2015).客户集中度, 关键客户议价力与中小企业绩效--基于中小企业板制造业上市公司的实证研究. *预测*, 34(4), 8-13.
- 王海玲、陈燕.(2014).浙江省小微企业商业信用融资的问题及对策研究. *科技视界*, (23), 21-21.
- 王化成、刘俊勇.(2004).企业业绩评价模式研究. *管理世界*, 4, 82-91.
- 王鲁平、毛伟平. (2009). 银行借款, 商业信用与公司投资行为. *西安交通大学学报(社会科学版)*, 29(1), 6-11.
- 王雄元、彭旋、王鹏.(2015).货币政策, 稳定客户关系与强势买方商业信用. *财务研究*, (6), 31-40.
- 王跃堂、涂建明.(2006).上市公司审计委员会治理有效性的实证研究——来自沪深两市的经验证据. *管理世界*, (11), 135-143.
- 王正位、王思敏、朱武祥.(2011).股票市场融资管制与公司最优资本结构. *管理世界*, (2), 40-48.
- 魏志华, 吴育辉, & 李常青. (2012). 机构投资者持股与中国上市公司现金股利政策. *证券市场导报*, 10, 40-47.

- 温忠麟、张雷、侯杰泰.(2006).有中介的调节变量和有调节的中介变量.《心理学报》,38(03), 448-452.
- 温忠麟、侯杰泰、张雷.(2005).调节效应与中介效应的比较和应用.《心理学报》,37(2), 268-274.
- 文建奇.(2011).商业信用影响因素研究.《统计与决策》,(5), 174-175.
- 吴晨.(2009).公司多元化程度,规模化与企业绩效——基于上市公司的实证研究.《统计教育》,(2), 7-10.
- 吴雷.(2013).基于熵指数、行业集中度和 HHI 指数高技术产业集聚度研究.《第十二届产业集群与区域发展国际学术会议论》(pp.8-11).武汉:中国产业集群研究协调组.
- 吴晓求.(2009年8月26日).流动性宽松非常必要.《江苏经济报》,A01.
- 谢德仁、陈运森.(2009).金融生态环境,产权性质与负债的治理效应.《经济研究》,5, 118-129.
- 徐志坚.(2011).房地产企业议价能力与资本结构——基于上市公司面板数据的实证研究.《南京社会科学》,(6), 64-71.
- 晏艳阳、蒋恒波.(2011).信用制度变迁,商业信用与企业绩效.《经济问题》,(11),58-60.
- 应千伟.(2013).金融发展,商业信用融资与企业成长——来自中国 A 股上市公司的经验证据.《经济与管理研究》,(9), 86-94.
- 余明桂、潘红波.(2010).金融发展,商业信用与产品市场竞争.《管理世界》,(8),117-129.
- 余希.(2006).中国证券市场有效性研究.《特区经济》,(6),102-103.
- 张春平.(2016).议价能力对企业绩效的影响研究.《商》,(14), 24-26.
- 张红、杨飞、张志峰.(2014).我国房地产上市公司资本结构变化特征研究——基于最优资本结构的视角.《审计与经济研究》,(1), 77-85.
- 张慧、张茂德.(2003).债务结构,企业绩效与上市公司治理问题的实证研究.《改革》,(5), 77-81.

- 张杰、刘元春、翟福昕、芦哲.(2013).银行歧视,商业信用与企业发展.*世界经济*, (9), 94-126.
- 张淑英、张菊.(2011).上市公司规模与业绩关系的实证分析——来自安徽省上市公司的数据.*安徽科技学院学报*, 25(1), 95-99.
- 张新民、王珏、祝继高.(2012).市场地位,商业信用与企业经营性融资.*会计研究*, 8, 58-65.
- 张欣、孙刚.(2013).中国出口企业议价能力测度——基于中国工业品出口的双边随机边界分析.*中南财经政法大学学报*, (3), 51-58.
- 张扬.(2016).产权性质,信贷歧视与企业融资的替代性约束.*中南财经政法大学学报*, (5), 66-72.
- 周英章、蒋振声.(2002).货币渠道,信用渠道与货币政策有效性的实证分析.*金融研究*, 9.
- Alphonse, P., Ducret, J., & Séverin, E.(2006). When trade credit facilitates access to bank finance: evidence from US small trade data. In *MFS (Istanbul) meetings Paper*.(pp. 237-288). Lincoln: University of Nebraska Press.
- Bacharach, S. B., & Lawler, E. J.(1981). *Bargaining: Power, tactics and outcomes*. Jossey-Bass Inc., 433 California Street, San Francisco, CA 94104.
- Biais, B., & Gollier, C.(1997).Trade credit and credit rationing. *Review of financial studies*, 10(4), 903-937.
- Boissay, F., & Gropp, R.(2007). Trade credit defaults and liquidity provision by firms.
- Burkart, M., & Ellingsen, T.(2004). In-kind finance: A theory of trade credit.*The American economic review*, 94(3), 569-590.
- Choi, W. G., & Kim, Y.(2005). Trade credit and the effect of macro-financial shocks: Evidence from US panel data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(04), 897-925.

- Cuñat, V., & Garcia-Appendini, E. (2012). *Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, New York.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Firms as financial intermediaries: Evidence from trade credit data (Vol. 2696). World Bank, Development Research Group, Finance.
- Fabbri, D., & Klapper, L.F. (2016). Bargaining power and trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 41, 66-80.
- Fabbri, D., & Menichini, A. M. C. (2010). Trade credit, collateral liquidation, and borrowing constraints. *Journal of Financial Economics*, 96(3), 413-432.
- Fisman, R. (2001). Trade credit and productive efficiency in developing countries. *World Development*, 29(2), 311-321.
- Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. *The Journal of Finance*, 58(1), 353-374.
- Gal-Or, E., Gal-Or, M., & Dukes, A. (2004). Online Procurement Intermediaries with Differentiated Suppliers.
- Garcia-Appendini, E., & Montoriol-Garriga, J. (2013). Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007–2008 financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 272-291.
- Ge, Y., & Qiu, J. (2007). Financial development, bank discrimination and trade credit. *Journal of Banking & Finance*, 31(2), 513-530.
- Ghemawat, P. (1986). *Wal-Mart stores' discount operations*. Ph.D. Thesis, Boston: Harvard Trade School.
- Giannetti, M., Burkart, M., & Ellingsen, T. (2011). What you sell is what you lend? Explaining trade credit contracts. *Review of Financial Studies*, 24(4), 1261-1298.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial structure and development* (No. HG174 G57).

- Guariglia, A., & Mateut, S.(2006). Credit channel, trade credit channel, and inventory investment: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*,30(10), 2835-2856.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1993). The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate financing in Japan (No. w4421). National Bureau of Economic Research.
- Huyghebaert, N. (2006). On the Determinants and Dynamics of Trade Credit Use: Empirical Evidence from Trade Start - ups. *Journal of Trade Finance & Accounting*, 33(1 - 2), 305-328.
- Huyghebaert, N.(2006). On the Determinants and Dynamics of Trade Credit Use: Empirical Evidence from Trade Startups. *Journal of Trade Finance & Accounting*, 33(1 - 2), 305-328.
- Leone, A. J.(2007). Factors related to internal control disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 9, 79-93.
- Leone, A. J.(2007). Factors related to internal control disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 9, 79-93.
- Love, I., Preve, L. A., & Sarria-Allende, V.(2007). Trade credit and bank credit: Evidence from recent financial crises. *Journal of Financial Economics*,83(2), 453-469.
- Miwa, Y., & Ramseyer, J. M.(2008).The implications of trade credit for bank monitoring: Suggestive evidence from Japan. *Journal of Economics & Management Strategy*, 17(2), 317-343.
- Modigliani, F., & Miller, M.(1963). *Taxes and He Cost of Capital: a Correction*. American Economic Review.
- Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A.(2000). Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *The Journal of Trade*, 73(4), 539-567.
- Niskanen, J., & Niskanen, M.(2006). The Determinants of Corporate Trade Credit Policies in a Bank - dominated Financial Environment: the Case of Finnish Small Firms. *European Financial Management*, 12(1), 81-102.

- Petersen, M. A., & Rajan, R. G.(1997).Trade credit: theories and evidence. *The review of financial studies*,10(3), 661-691.
- Porter, M. E.(1980). Competitive strategy:*Techniques for analyzing industries and competitors*. Simon and Schuster.
- Robichek, A. A., & Eaker, M.R.(1976). Debt denomination and exchange risk in international capital markets. *Financial Management*, 11-18.
- Robichek, A. A., & Horne, J. C.(1967). Abandonment value and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 22(4), 577-589.
- Summers, B., & Wilson, N.(2000).Trade credit management and the decision to use factoring: an empirical study. *Journal of Trade Finance & Accounting*, 27(1 - 2), 37-68.
- Van Horen, N.(2005).Trade credit as a competitiveness tool:Evidence from developing countries.
- Wilson, N., & Summers, B.(2002).Trade credit terms offered by small firms: survey evidence and empirical analysis. *Journal of Trade Finance & Accounting*, 29(3 - 4), 317-351.

附录

A 议价能力、商业信用融资与企业业绩数据

本研数据来自国泰安数据、wind 数据库、东方财富、中国统计年鉴中国金融年鉴及通达行情软件等股票行情软件的同期数据，具体为 2007—2016 年中国 A 股制造业上市 404 公司共 2220 个样本的相关数据。

B 博士期间发表论文

戴俊, & 屈迟文. (2018). 议价能力对商业信用融资的影响——基于产权性质与货币政策视角[J]. 会计之友, (11), 116-121. (中文核心)

Dai Jun, & Lu Guihua.(June, 2018). study on the effect of bargaining power on enterprise performance under monetary policy.in *the 8th National and 1st International Conference*(pp. D310-D317). Thailand:Bangkok.

C 博士期间获得课题

基金项目：广西高等教育本科教学改革工程项目(2018JGA269)

致谢

光阴似箭，弹指挥间，三年的博士学习生活即将完成，回想这几年的学习与生活，在这博士论文即将完成之际，我的感激之情油然而生。人生感恩，首要感谢应感谢之人。

感谢我的导师鲁桂华教授，他是一个治学态度实严谨、学术思维敏捷、学术功底深厚，极具学者风范且平易近人的师者，是他将我引入真正的学术之门。他用渊博的学术理论指引我，用严格科学的学术方法训练我，用无限的人格魅力潜移默化我。在博士论文的选题、构思、写作技巧提出许多宝贵意见，言传身教必将使我受益终生。此外，在学习之余，还教给我做人的道理。他不仅没有给我居高临下的姿态，反而使我与他还形成了一种亦师亦友的良好师生关系。我感谢他与我的这种相处方式，因为这方式能够营造良好的氛围，能够刺激我的灵感并激发的斗志，使我潜移默化，并为我以后处理好与他人及自己学生的关系提供范本。

感谢我的每一次的答辩老师给我的论文提出许多宝贵意见和建议，使我的论文日臻完善。

感谢正大管理学院给了我博士学习的机会与平台，为我提供了良好的学习环境及教学资源。正因为正大的老师用浩瀚知识与高水平教学方法浇灌我，才能使我顺利的完成学业。

感谢培送我的百色学院，她是一所底蕴深厚胸、怀博大、志向高远的一所本科院校。她不仅为我提供继续深造机会与时间，而且在学业经费上给予了较大的帮助。

感谢我的家人在我学习期间的辛勤劳动和默默地付出。她们一直以来对我的无限的支持与鼓励、包容与理解、陪伴与分享，才使我走到今天。我是一个上有老下有小的中年人，身上的担子较重，但是我的妻子是一位勤劳与善良女子，她不仅给了我一个温馨的家，而且对老人的赡养与小孩的照顾都由一人肩负。在此，我真诚的感谢我的妻子。

最后，请允许我向百忙中前来审阅、评议和参加我博士论文答辩的各位师者表示衷心的感谢！

姓名：戴俊

日期：二〇一八年八月六日

声明

作者郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用内容和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在独立研究报告中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

学位论文题目：创议价能力、商业信用融资与企业业绩研究

作者签名：

日期： 年 月 日

个人简历

姓名：戴俊
学历：研究生
2009 年 经济学硕士 金融学/金融学（含：保险学）
云南财经大学
2000 年 农学学士 水产养殖/养殖教育
湖南农业大学
职业：高校教师
工作地点：百色学院/广西百色市中山二路 21 号
E-mail：598656371@qq.com
专业能力/特长：专业能力强/证券投资与财务管理