



经济理论与经济管理

工作论文系列

Working Paper Series

国有资本参股对民营企业供应链 上下游企业融资影响研究

——基于供应链溢出视角

戴明禹 滕曼茹

ETBMWP2024097

- * 本刊编辑部推出工作论文项目，将“拟用稿”而尚未发表的稿件，以工作论文的方式在官网呈现，旨在及时传播学术成果，传递学术动态。
本刊所展示的工作论文，与正式刊发版可能会存在差异。如若工作论文被发现存在问题，则仍有被退稿的可能。各位读者如有任何问题，请及时联系本刊编辑部，期待与您共同努力、改进完善。
联系人：李老师；联系电话：010-62511022

国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究^{*}

——基于供应链溢出视角

戴明禹 滕曼茹

[摘要] 深化混合所有制改革是提升产业链供应链现代化水平的破题之道。本文利用 2003—2022 年沪深 A 股上市公司供应链数据，以供应链溢出为视角，结合供应链市场地位差异，探究了国有资本参股对被参股民营企业供应链上下游企业融资的非对称性影响。研究发现：国有资本参股提升了被参股民营企业主要供应商的信贷规模和信贷期限，但降低了主要客户的银行信贷融资水平，表现出非对称性的供应链溢出效应；机制研究发现，被参股民营企业对上下游企业增信作用的非对称性是重要的内在影响机制。同时，被参股民营企业会通过向下游企业提供商业信用以替代银行信贷融资方式，缓解其融资困境，表明国有资本参股对民营企业融资环境的改善能够通过增信效应和商业信用供给方式提升供应链上下游企业融资能力。同时，当信贷政策较宽松、供应链依赖性较高时，供应链溢出效应更显著；此外，国有资本参股对被参股民营企业供应链上下游企业融资能力的提升能够进一步巩固所在供应链整体的稳定性。本文为研究结论对深化混合所有制改革、强化供应链稳定性具有一定的启示意义。

[关键词] 国有资本参股；供应链；银行信贷融资；商业信用；供应链稳定性

一、引言

当前，我国正加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，在提升产业链、供应链现代化水平过程中，“不断推动大中小企业融通发展，通过构建以龙头企业或关键环节主导企业牵头，联合产业链上下游、横向同类企业，以协同提高产业创新能力、供应链畅通能力、市场拓展能力等为目标的新型产业组织形态，以实现大中小企业的融通发展、共同发展”^①。在这样布局之下，处于现代产业链龙头地位以及作为产业链“链主”的国有企业被赋予了经济社会发展的“稳定器”和“压舱石”的重要使命，在维护产业链供应链安全稳定、构建新

^{*} 戴明禹，浙江财经大学大学会计学院讲师，管理学博士。滕曼茹（通讯作者），东北财经大学会计学院博士生。邮政编码：310018，电子邮箱：1664482246@qq.com。本文得到国家社会科学基金青年项目“供应链金融赋能企业高质量发展的机理与实现路径研究”（23CGL010）、天津市会计学会 2023—2024 年度重点会计科研项目“‘双碳’目标下企业 ESG 履行与产业链供应链韧性—作用机制与经验证据”（Y230311）、东北财经大学会计学院博士生科研项目（DUFEBY20220302）的资助。文责自负。

^① 《探索提升产业链供应链韧性和安全水平的有效路径》，光明日报，2023 年 2 月 27 日。

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

发展格局中发挥战略支撑和融通带动作用。如何加快推进国有企业在产业链、供应链中充分履行使命、高效发挥作用，混合所有制改革可视为破题之道。

作为我国经济体制改革的一项重要举措，混合所有制经济在实现国家经济高质量发展、全面建设社会主义现代化强国进程中起到了至关重要的作用。混合所有制改革既包含国企引入非国有资本的正向混改，也包含非国有企业引入国有资本的反向混改。由于国有企业体量较大，而民营企业在资源获取、产业协同、优化治理上具有强烈需求，因此，“反向混改”相较于“正向混改”更容易推进。据国资委数据显示，截至2020年底，中央企业对外参股企业已超过6000户，国有资本投资额超过4000亿元^①。对此，已有研究证实，国有资本参股对被参股民营企业在企业绩效、债务融资、创新、税收等方面产生了积极影响（郝阳和龚六堂，2017；罗宏和秦际栋，2019；何德旭等，2022；李青原等，2022）。

然而，混合所有制改革的经济成效并非仅仅体现在参股国有资本和被参股民营企业的经济成效上，也反映在与两者相关联的供应链、产业链的协同发展上。这一方面源于国有企业承担国家战略使命，需在产业链、供应链发展中通过需求牵引和供给关键资源对被参股民营企业产业链、供应链发挥主体支撑和引领带动作用。另一方面也因为国有资本参股要遵循“收益性”原则，要保证国有资本的保值增值。对于任何企业而言，供应链上关键节点的中断和转移都可能会带来巨大的损失（Dhaliwal et al., 2016）。同一供应链各方作为利益共同体，“一荣俱荣，一损俱损”，任何一方都无法在面对困难时独善其身。这就需要国有资本既要发挥对被参股民营企业主体的积极作用，也要兼顾对被参股民营企业所在供应链企业的资源支持和监督管理。国有资本参股这一行为是否可能产生供应链的溢出效应呢？如果溢出效应存在，国有资本参股在资源供给和治理改善方面所发挥的作用将有望成为国有资本强化供需协同、带动供应链上下游企业、打造互利共赢产业生态的重要增值路径，对深化混合所有制改革、构建新发展格局具有重要的理论和现实意义。

新发展格局关键在于经济循环的畅通无阻^②。金融是实体经济的血脉，在畅通国民经济循环中发挥着至关重要的作用。以银行为主导的金融体系中，银行信贷融资能力的大小是制约企业发展的重要因素（宋华和卢强，2017）。事实上，无论是中小企业还是大公司都面临资金短缺的风险。如果供应链中的成员企业在资金短缺时能够获得融资，那么资金效率的优化将提高供应链的整体效益（Deng et al., 2018），进而促进整个供应链安全稳定。鉴于信贷融资的重要性，本文以2003—2022年中国A股非金融类上市民营企业为样本，基于供应链溢出视角，检验国有资本参股对被参股民营企业供应链企业信贷融资的影响及作用机理。研究发现，国有资本参股提升了被参股民营企业主要供应商的信贷规模和信贷期限，但降低了主要客户的银行信贷融资水平，表现出非对称性的供应链溢出效应；机制研究发现，被参股民营企业对上下游企业增信作用的非对称性是重要的内在影响机制。同时，被参股民营企业会通过向下游企业提供商业信用以替代银行信贷融资方式。此外，当信贷政策较宽松、供应链依赖性较高时，供应链溢出效应更显著；最后，国有资本参股对被参股民营企业供应链上下游企业融资能力的提升能够巩固所在供应链整体的稳定性。

本文边际贡献在于：第一，扩展了国有资本参股经济成效的研究范围。区别于使用异质性股东理论从“资源效应”和“治理效应”视角阐述国有资本参股经济成效的研究（何德旭等，2021；曾敏等，2022），本文关注到国有资本参股经济成效既体现在被参股民营企业中，也存在

^① 《2020年央企经济运行情况新闻发布会图文实录》，国新网，2021年1月19日。

^② 黄群慧，中国社科院经济研究所所长，于长安讲坛第382期汇报演讲，时间2021年10月21日。

于民营企业所处供应链上下游企业中。在此基础上，本文尝试以供应链溢出为视角，结合供应链市场地位差异，阐述国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资非对称性影响的形成机理，有助于深入剖析国有资本参股对供应链企业融资的影响机制和具体作用路径，为混合所有制如何推动供应链发展的提供了重要的经验证据。

第二，基于供应链市场地位差异视角，不仅从理论层面解释国有资本参股对民营企业供应链上下游企业银行信贷融资的非对称性影响的内在机理，而且在实证层面提供了供应链层面的经验证据。一方面，区别于现有基于社会网络理论从单一视角阐述信息、风险等供应链溢出效应，本文结合供应链上企业市场地位差异重新阐述国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资逻辑，打破了供应链上下游企业对称性融资的潜在假设，并且进一步探索了国有资本参股对民营企业供应链企业融资渠道的影响。另一方面，本文借助前五大供应商和客户在银行贷款、抵押贷款和担保贷款差异，证实国有资本参股对被参股民营企业供应链增信效果的非对称性，为国有资本参股对民营企业供应链非对称性经济成效提供了经验证据。

第三，从银行信贷和商业信用两方面探究了国有资本参股在民营企业供应链作用机制，并探讨供应链融资对整个供应链稳定性的影响。一方面，现有文献对国有资本参股对民营供应链影响研究有所不足，导致难以理解国有资本参股的供应链作用机制。为弥补已有研究不足，本文从银行信贷出发，证实国有资本参股在民营企业供应链上下游增信效应的非对称性，并且基于替代融资理论进一步探究民营企业对下游客户商业信用的融资补偿机制，有助于进一步认识国有资本参股的信息传递和资金流动过程，为进一步正确理解国有资本参股给民营企业带来的“资源效应”和“治理效应”如何转化为供应链金融资本提供参考。另一方面，本文明确了国有资本参股对被参股民营企业所在供应链稳定性的积极影响，证实了混合所有制改革在构建新发展格局、提升供应链现代化水平中发挥的重要作用，为后续相关研究提供了理论支撑和参考。

本文其余部分安排如下：第二部分为理论分析和研究假设；第三部分为研究设计；第四部分为实证结果与分析；第五部分为进一步研究；第六部分为研究结论与启示。

二、文献综述、理论分析与研究假设

（一）文献综述

为实现企业和经济发展，中国在深化混合所有制改革方面展开了积极探索。现有研究主要以被参股民营企业为对象，探究国有资本参股的经济后果。研究认为，国有资本参股可能扮演了“扶持之手”和“掠夺之手”的角色（李增福等，2021）。一方面，国有资本参股给民营企业带来融资便利性、缓解民营企业融资约束，从而对民营企业投资效率、现金持有水平、抑制企业金融化等方面产生积极影响（宋增基等，2014；李增福等，2021；曾敏等，2022；钱爱民等，2021）。另一方面，国有资本的独特属性会对民营企业投资决策产生政治干预，例如需要考虑国有资产的闲置与流失问题（柳学信和曹晓芳，2019）、承担更多的社会责任（蔡贵龙等，2018）。李文贵和邵毅平（2016）指出，尽管国有资本进入能够帮助民营企业获得更多的政府补贴并减轻企业税负，但企业也承担了更多的就业任务，支付了更高的薪酬，导致企业绩效下降。

虽然关于国有资本参股对民营企业经营绩效的影响尚有争议，但其经济后果研究均支持缓解融资约束的解释。我国金融体系以银行为主导，银行信贷资金的配置效率在很大程度上决定了金融对经济增长的促进作用。我国银行体系一个显著特征是国有银行占据主导地位，大量信贷资金流向国有部门，民营企业获得的融资支持与其经济贡献严重不符（卢峰和姚洋，2004），构成了对民营经济的“所有制歧视”。因此，混合所有制改革成为民营企业缓解融资约束的重要途径。

从“资源效应”看，国有资本参股可以通过提升民企社会声誉、减轻民企面临的“统计偏见”给民企增信甚至“隐形担保”。从“治理效应”看，国有资本参股可以通过提升民企信息质量、降低民企代理问题等渠道改善民企债务融资（何德旭等，2022）。总之，现有文献表明国有资本参股可以缓解民企的融资约束。

企业经营活动是通过供应链的衔接而完成的。随着产业协同的深化，供应链中企业关系由传统的客户和供应商合作关系转变为一体化战略联盟模式，市场竞争也从以往企业单打独斗的模式转变为以供应链为单位的竞争（李青原等，2023）。我国深化混合所有制改革的出发点是实现公有制经济和非公有制经济的双赢，这就要求研究视角应扩大到整个公有制经济和非公经济供应链、产业的协同发展之上。已有研究证实，供应链企业间紧密的业务联系会使得企业的知识技术（Isaksson et al.，2016；杨金玉等，2022）、风险（Xie et al.，2024）、信息披露（底露露等，2020）等活动会沿着供应链传播，影响供应链上下游企业（Javorcik，2004）。在这种背景下，国有资本参股缓解民营企业融资约束的作用是否会在供应链上产生溢出效应呢？

（二）国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资的影响

供应链上的企业是紧密的利益共同体关系，一个节点企业经营产生波动会迅速传染至其他节点，进而对整个供应链造成放大化的风险（Acemoglu et al.，2012）。已有研究发现，企业陷入财务困境时，会将流动性危机传染给上下游企业，最终影响到供应商和客户的经济状况（Kolay et al.，2016）。虽然企业可以通过中断关系来避免风险，但供应链上关键节点的中断和转移所带来信息、信用以及合作伙伴的重置成本，会给企业带来巨大风险和损失（Dhaliwal et al.，2016）。因此，本文认为，民营企业被国有资本参股后增强了自身的融资能力和治理能力，出于维持供应链稳定性和利益共赢的目标，可能会将这一模式对融资约束的缓解作用通过增信效应溢出到上下游企业。

民营企业被国有资本参股后可以为上下游企业实现增信。一方面，认证假说指出，供应链拥有强大的激励和能力来筛选和监控上下游企业，因此供应链关系标志着上下游合作伙伴的质量（Johnson et al.，2010）。首先，在民营企业运转顺利的情况下，国有资本相关企业作为更广阔和更具实力的平台和背书，为民营企业及其所在供应链带来了更多壮大自身业务的机会，向银行释放民企及其供应链长远发展的积极信号。同时，成为国有资本参股企业的主要供应商和客户同样向银行传递出积极信号，标志着其为国有资本参股企业所认证的优质合作伙伴（Cen et al.，2020）。其次，国有资本参股民营企业行为向市场传递出该民营企业实力雄厚并获得了政府支持的积极信号，这无形中为民营企业及其所在供应链上下游企业提供了隐性的制度担保（余明桂等，2019）。被国有资本参股后，民营企业无论是在股权直接投资、债务融资还是政策补贴、税收优惠方面均获得巨大优势，经营绩效得到显著提升（姚梅洁等，2019）。民营企业自身融资环境的改善能够促进民营企业如约履行其对供应链上下游企业的义务，帮助供应商企业维持现金流稳定，降低供应链中断风险，同时，民营企业盈利表现增强会增加未来对上下游产品或服务的需求（Kim et al.，2015），增强上下游企业生产能力、未来现金流量和盈利潜力（Pandit et al.，2011）。供应链经营稳健性将有效降低供应链企业经营风险，提升企业信贷能力。另一方面，供应链间业务关系使得链上企业间具有很强的激励和监督机制，以确保供应链稳定（Cen et al.，2016）。国有资本参股引发的内外部治理监督增强了被参股民营企业的信息质量，提升企业信息透明度，为了确保供应链稳定性，被参股民营企业可能倒逼供应链上下游企业提升信息透明度。对于上下游企业而言，国有资本属性会强化其维护现有供应链关系，这进一步促进上下游企业提升信息透明度，这一监督机制与银行监督激励形成重叠（Hui et al.，2012），既减少了借贷双方信息不对称问题，也帮助银行节约贷款后的管理成本，即银行将从被参股民营企业对供应链监督

中受益，从而有利于上下游企业获得较少的限制性贷款合同。此外，这种增信作用会随时间推移更加稳固，最终转化为上下游企业自身的信用（Cai 和 Zhu, 2020），从而进一步提升银行信贷融资水平。故提出假设 H1 和 H2，

H1：国有资本参股提升了被参股民营企业供应链上下游企业信贷融资水平。

H2：国有资本参股通过增信效应提升了被参股民营企业供应链上下游企业信贷融资水平。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

2003 年 10 月，党的十六届三中全会明确提出“大力发展混合所有制经济”。本文由此选取 2003—2022 年沪深两市 A 股上市公司的年度数据为初始样本，参考以往研究并根据本研究需要进行如下处理：（1）仅保留上市时控股股东股权性质为民营的样本；（2）剔除国有资本入主后控制权变更的样本；（3）剔除非上市的供应商和客户样本；（4）剔除上市供应商和客户为国有企业或国有参股样本；（5）剔除金融行业的样本；（6）剔除主要变量数据缺失的样本；（7）为避免极端值影响，对连续变量进行上下 1% 分位的缩尾处理。最终获得 334 个供应商一年度观测值和 363 个客户企业一年度观测值。股东性质数据手工收集于上市公司年报和互联网，终极控制人数据来源于 CCER 数据库，信贷融资及其他数据来源于 CSMAR、CNRDS 数据库。

（二）变量定义

1. 被解释变量。银行信贷融资 ($BCF_{i,t+n}$) 包括信贷规模 ($Loansize$)、信贷期限 ($Maturity$)，借鉴余明桂和潘红波 (2008)、褚剑等 (2017) 研究，信贷规模 ($Loansize$) 采用短期借款与长期借款之和与期末总资产比值度量；信贷期限 ($Maturity$)，采用长期借款总额与贷款总额比值度量，由于企业资产负债表将一年内到期的长期负债归类为流动负债，但是从契约性质来看，仍然属于长期负债，因此这里的长期借款总额包括一年内到期的长期负债。

2. 解释变量。 $State_{i,t}$ 为民营企业 i 在第 t 年是否存在国有资本参股，包括是否存在国有大股东 ($Dsoe$) 以及国有股东的累计持股比例 ($Soeshare$)。结合中国证监会关于股东持股 5% 以上即达到强制披露标准的规定。本文采用持股 5% 的阈值设定国有大股东虚拟变量；同时，设置国有股东累计持股比例的连续变量。

3. 控制变量。公司规模 ($Size$)，总资产的自然对数；资产负债率 (Lev)，总负债与总资产比值；盈利能力 (ROA)，净利润与总资产比值；经营现金流量 ($Cash$)，经营活动现金流量净额与总资产比值；固定资产比例 ($Fixassets$)，固定资产净额与总资产比值；企业上市年龄 (Age)，企业上市年限；独董比例 ($Indep$)，独立董事人数占董事会人数比例；两职合一 ($Dual$)，董事长和总经理是否为同一人担任，是取值为 1，否则为 0。以上所有连续变量均在 1% 和 99% 分位数上进行了缩尾处理。

（三）模型构建

参考相关研究（何德旭等，2022），构建 OLS 回归模型 (1)，回归样本包括民营企业上市时存在国有资本的情况（一级市场持有）以及民营企业在上市后国有资本新参股的情况（二级市场买入、定向增发等）。原因在于，“反向混改”尚处于起步阶段，国有资本以大股东身份新参股民营企业的观测值还不太多；采用 OLS 回归下的全样本数据，通过考察过往国有股东参股的作用，同样可以为当下的“反向混改”提供政策借鉴。此外，为提升结论的针对性和信效度，在下文的稳健性检验阶段，本文还将采用纯粹的国有资本新参股的观测值，以双重差分法 (DID) 检验国有资本新进入的动态影响。模型 (1) 具体如下：

$$BCF_{i,t+n} = \alpha_0 + \alpha_1 State_{i,t} + \alpha_2 Controls + \alpha_3 year - fixedeffect + \alpha_4 industry - fixedeffect + \alpha_5 province - fixedeffect + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中， $BCF_{i,t+n}$ 为被参股民营企业供应商/客户公司 i 第 $t+n$ 年银行信贷融资。考虑到供应商或客户公司与银行信贷合同签订可能在国有资本参股之前发生。因此，本文对信贷规模和信贷期限进行 $t+n$ 期 ($n=1, 2, 3$) 检验。 $State_{i,t}$ 为民营企业 i 在第 t 年是否存在国有资本参股。此外，本文还控制年度、行业、省份固定效应，且所有的回归模型均在公司层面进行了聚类。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 1 列示了主要变量描述性统计结果。从 Panel A 中可以看出， $Dsoe$ 均值为 0.032，标准差为 0.177，说明国有资本作为大股东参股民营企业的比例不高，且企业间存在一定差异。 $Loansize_{t+1}$ 均值为 0.188， $Maturity_{t+1}$ 的均值为 0.173，说明被参股民营企业主要供应商银行信贷规模在总资产的占比不到 20%，银行长期贷款占借款总额比重约为 17.3%。同样在 Panel B 中， $Dsoe$ 的均值为 0.024，标准差为 0.154，说明样本中 2.4% 的企业存在国有大股东， $Loansize_{t+1}$ 均值为 0.168， $Maturity_{t+1}$ 均值为 0.235，说明被参股民营企业主要客户的银行信贷规模在总资产中的占比约为 16.8%，银行长期贷款占借款总额比重约为 23.5%。

表 1 主要变量描述性统计

Panel A: 供应商样本								
变量	观测值	均值	标准差	最小值	25%位数	中位数	75%位数	最大值
$Loansize_{t+1}$	249	0.188	0.136	0	0.084	0.163	0.263	0.657
$Loansize_{t+2}$	209	0.200	0.142	0	0.094	0.179	0.264	0.657
$Loansize_{t+3}$	190	0.205	0.141	0.006	0.097	0.185	0.279	0.657
$Maturity_{t+1}$	249	0.173	0.205	0	0	0.106	0.312	1
$Maturity_{t+2}$	209	0.171	0.195	0	0	0.124	0.265	1
$Maturity_{t+3}$	190	0.182	0.184	0	0.003	0.131	0.283	1
$Dsoe$	249	0.032	0.177	0	0	0	0	1
$Soeshare$	249	0.007	0.372	0	0	0	0	0.272
$Size$	249	22.36	1.102	20.12	21.47	22.26	23.07	25.15
Lev	249	0.441	0.188	0.05	0.289	0.436	0.589	0.854
ROA	249	0.045	0.047	-0.164	0.017	0.041	0.069	0.248
$Cash$	249	0.033	0.068	-0.187	0.001	0.035	0.078	0.191
$Fixassets$	249	0.24	0.153	0.008	0.104	0.209	0.359	0.564
Age	249	17.36	5.943	4	13	18	22	33
$Indep$	249	0.378	0.534	0.333	0.333	0.364	0.429	0.571
$Dual$	249	0.406	0.492	0	0	0	1	1

续表

Panel B: 客户样本								
变量	观测值	均值	标准差	最小值	25%位数	中位数	75%位数	最大值
$Loansize_{t+1}$	289	0.168	0.128	0	0.077	0.142	0.228	0.859
$Loansize_{t+2}$	242	0.173	0.120	0	0.089	0.154	0.231	0.859
$Loansize_{t+3}$	225	0.171	0.110	0	0.085	0.161	0.235	0.579
$Maturity_{t+1}$	289	0.235	0.269	0	0	0.131	0.39	1
$Maturity_{t+2}$	242	0.252	0.276	0	0	0.144	0.432	1
$Maturity_{t+3}$	225	0.266	0.280	0	0.002	0.174	0.476	1
$Dsoe$	289	0.024	0.154	0	0	0	0	1
$Soeshare$	289	0.006	0.032	0	0	0	0	0.267
$Size$	289	22.94	1.368	20.46	21.97	22.78	23.66	26.68
Lev	289	0.511	0.178	0.107	0.367	0.521	0.652	0.858
ROA	289	0.047	0.054	-0.158	0.021	0.041	0.07	0.255
$Cash$	289	0.048	0.076	-0.16	0.01	0.048	0.085	0.373
$Fixassets$	289	0.188	0.133	0.014	0.078	0.148	0.266	0.542
Age	289	16.55	5.704	5	13	16	20	33
$Indep$	289	0.372	0.048	0.333	0.333	0.364	0.417	0.571
$Dual$	289	0.329	0.471	0	0	0	1	1

(二) 回归结果与分析

表 2 报告了国有资本参股与被参股民企主要供应商和客户的银行信贷融资的回归结果。Panel A 和 Panel B 回归结果发现, $Dsoe$ 和 $Soeshare$ 分别对 $Loansize_{t+1}$ 、 $Loansize_{t+2}$ 、 $Maturity_{t+2}$ 、 $Maturity_{t+3}$ 的回归系数均为显著正相关, 表明国有资本参股能够提升被参股民企主要供应商的银行信贷规模和信贷期限。此外, $Dsoe$ 和 $Soeshare$ 对 $Maturity_{t+1}$ 不显著, 本文认为可能与银行贷款申请时间较长, 存在滞后性相关 (潘红波和余明桂, 2010)。然而, Panel C 和 Panel D 结果表明, $Dsoe$ 对 $Loansize_{t+2}$ 、 $Loansize_{t+3}$ 、 $Maturity_{t+2}$ 、 $Maturity_{t+3}$ 回归系数以及 $Soeshare$ 对 $Loansize_{t+2}$ 、 $Loansize_{t+3}$ 、 $Maturity_{t+1}$ 、 $Maturity_{t+2}$ 、 $Maturity_{t+3}$ 的回归系数均显著负相关, 表明国有资本参股会降低被参股民企主要客户的银行信贷规模和信贷期限。因此, 假设 H1 只得到部分验证。

表 2 基准回归结果

Panel A: 供应商样本						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+2}$	$Loansize_{t+2}$	$Loansize_{t+3}$	$Loansize_{t+3}$
$Dsoe$	0.066*** (2.746)		0.109*** (2.979)		0.038 (1.150)	
$Soeshare$		0.003*** (2.660)		0.006*** (3.361)		0.002 (1.114)
常数项	0.575** (2.346)	0.003*** (2.660)	0.620** (2.086)	0.627** (2.114)	0.539* (1.702)	0.537* (1.702)
控制变量						

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

续表

年份/行业/省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	249	249	209	209	190	190
调整后的 R^2 值	0.657	0.657	0.636	0.636	0.635	0.635

Panel B: 供应商样本

变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+2}$	$Maturity_{t+2}$	$Maturity_{t+3}$	$Maturity_{t+3}$
<i>Dsoe</i>	-0.012 (-0.173)		0.128** (2.455)		0.205*** (3.829)	
<i>Soeshare</i>		-0.002 (-0.627)		0.005* (1.827)		0.010*** (2.882)
常数项	-1.005** (0.016)	-1.018** (-2.374)	-0.464 (-2.407)	-0.472 (-1.081)	-0.010 (-1.091)	0.006 (-0.026)
控制变量						
年份/行业/省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	249	249	209	209	190	190
调整后的 R^2 值	0.416	0.416	0.435	0.432	0.488	0.489

Panel C: 客户样本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+2}$	$Loansize_{t+2}$	$Loansize_{t+3}$	$Loansize_{t+3}$
<i>Dsoe</i>	-0.026 (-1.112)		-0.078*** (-3.272)		-0.101*** (-4.022)	
<i>Soeshare</i>		-0.001 (-0.573)		-0.002 (-1.225)		-0.004*** (-2.656)
常数项	0.750*** (3.396)	0.749*** (3.379)	1.210*** (6.675)	1.173*** (6.709)	0.528** (2.408)	0.520** (2.402)
控制变量						
年份/行业/省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	289	289	242	242	225	225
调整后的 R^2 值	0.609	0.609	0.577	0.573	0.476	0.473

Panel D: 客户样本

变量	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+2}$	$Maturity_{t+2}$	$Maturity_{t+3}$	$Maturity_{t+3}$
<i>Dsoe</i>	-0.090 (-0.825)		-0.358** (-2.353)		-0.396** (-2.393)	
<i>Soeshare</i>		-0.011** (-2.350)		-0.019*** (-3.643)		-0.004*** (-2.656)
常数项	-0.132 (2.402)	0.063 (-0.261)	0.693 (0.121)	0.808* (1.601)	0.699 (1.887)	0.520** (1.275)
控制变量						
年份/行业/省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	289	289	242	242	225	225
调整后的 R^2 值	0.395	0.404	0.517	0.524	0.471	0.473

注：*、**和***分别表示在10%、5%和1%显著性水平下显著，括号内的值为t值，标准误经过公司层面聚类(cluster)调整，下同。

(三) 作用机制分析

上述结果表明，国有资本参股能够提升被参股民营企业主要供应商的信贷规模和信贷期限，但会降低其主要客户的信贷融资水平。本文认为，国有资本参股对民营企业供应链上下游企业信贷融资非对称性影响可能由国有资本参股对民企上下游企业增信强度不对称所导致。原因如下：供应链上下游企业市场力量本身是非对称性的（David et al., 2024）。这种不对称的根本原因是买卖双方议价能力的差异。具体而言，议价能力不仅取决于两家公司的“外部选择权”，即如果这种关系永久破裂，他们将获取的回报，更重要的是取决于“内部选择权”，即当关系暂时中断且双方都保留重新开始互利交换的选择时，双方产生的利润或损失。换句话说，议价过程的结果在很大程度上取决于“内部选择权”的收益。David et al. (2024) 认为，虽然明确的终止对双方都有很大的影响，但暂时中断关系对客户的影响通常比对高度特定产品的供应商的影响更严重。因为如果供方中断了基本投入品的供应，则需方需要停止其生产。此时，需方可能面临着员工停工并产生其他短期内固定的成本等情况。尽管供应商也会受到中断的影响，但他的损失通常较小，因为受影响的销售量较低。这将使议价能力向有利于供应商的方向倾斜，从而导致买方讨价还价能力减弱，最终使供应商在谈判中获得更大的权力。因此，在对供应链上下游企业增信过程中，出于被参股民营企业自身的“效率”和“安全”考虑，上游供应商企业可能获得更多的增信支持。已有研究指出，政府客户能降低供应商企业的经营风险（Dhaliwal et al., 2016；Cohen 和 Li, 2020），主要原因在于政府客户违约或宣布破产的可能性更小，未来需求和现金流的不确定性较低，经营风险的降低会降低供应商的信用风险。因此，银行可能会给予被参股民企供应商更有利的合同条款。然而，相较于供应商，被参股民营企业的主要客户的违约风险不确定性相对较高。Hasan et al. (2020) 研究指出，银行在向下游提供更大的贷款之前，通过利用向上游方提供较小贷款的信息来管理其潜在的损失风险。基于上述分析，本文认为，供应链上下游企业市场地位的非对称性可能是导致国有资本参股对民营企业供应链上下游信贷融资非对称性的重要原因。因此，本文拟验证客户是否比供应商在签订银行贷款合同中具有更多限制性条款。采用被参股民营企业主要供应商和客户的信用贷款（CLR）、担保贷款（MLR）以及抵押贷款（GLR）来衡量^①。相较于供应商，若银行与客户签订贷款合同时更多提供担保贷款或抵押贷款，而非信用贷款，则可证明增信的非对称性。

表 3 结果显示，Panel A 列（1）和列（2）的结果表明国有资本参股与被参股民企主要供应商下一年银行信用卡贷款呈正相关关系。列（3）—（6）结果表明国有资本参股与主要供应商下一年担保贷款和抵押贷款不具有显著关系。相反，Panel B 结果表明国有资本参股与被参股民营企业主要客户下一年银行担保和抵押贷款呈正相关关系，但无法增加主要客户下一年的信用贷款。说明相较于主要供应商，主要客户的银行贷款融资成本相对更高。

(四) 内生性及稳健性检验

1. Heckman 检验。在国有资本持股和供应链样本选择上可能存在着样本自选择问题。因此，采用 Heckman 两阶段方法来缓解这一问题对结论的潜在影响。结果表明在控制样本自选择偏差的潜在影响后，本文的结论依然成立。

2. 双重差分检验（DID）。采用多期双重差分检验（DID）方法进一步消除国有资本参股与被参股民营企业主要供应商和客户可能存在的内生性问题。以供应商或者客户在第 t 年开始有国有资本参股作为外部冲击事件，对研究样本中进行扩展，将国有股东参股的随后 3 年取值为 1，

^① 信用贷款（CLR）采用企业信用贷款总额与贷款总额比值度量；担保贷款（MLR）采用担保贷款金额与贷款总额比值度量；抵押贷款（GLR）采用抵押贷款金额与贷款总额比值度量。

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

国有股东进入的前3年取值为0，使用匹配后的样本进行回归。研究结果表明，国有资本参股显著提升了民营企业主要供应商下一年的信贷规模和 $t+2$ 和 $t+3$ 期的信贷期限。降低了民营企业主要客户的 $t+2$ 和 $t+3$ 信贷规模以及 $t+1$ 、 $t+2$ 和 $t+3$ 的信贷期限。同时国有资本参股能够提升被参股民营企业对主要客户的应付票据形式的商业信用。本文的结论依然成立。

表3 被参股民企主要供应商和客户的银行信贷类型

Panel A: 主要供应商银行信贷类型						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CLR_{t+1}	CLR_{t+1}	MLR_{t+1}	MLR_{t+1}	GLR_{t+1}	GLR_{t+1}
<i>Dsoe</i>	0.289*** (3.836)		0.019 (0.127)		-0.186 (-1.403)	
<i>Soeshare</i>		0.012*** (2.856)		0.005 (1.497)		-0.002 (-0.280)
常数项	-0.232 (2.028)	-0.243 (-0.437)	2.042*** (-0.446)	2.078*** (3.183)	1.785* (3.262)	1.863** (1.937)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	171	171	128	128	193	193
调整后的 R^2 值	0.489	0.479	0.698	0.700	0.423	0.417
Panel B: 主要客户银行信贷类型						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	CLR_{t+1}	CLR_{t+1}	MLR_{t+1}	MLR_{t+1}	GLR_{t+1}	GLR_{t+1}
<i>Dsoe</i>	-0.223 (-1.375)		0.237* (1.824)		0.456*** (6.213)	
<i>Soeshare</i>		-0.009 (-0.769)		0.017** (2.610)		0.033*** (3.399)
常数项	-0.471 (-0.565)	-0.431 (-0.484)	0.230 (0.447)	-0.016 (-0.029)	0.552 (0.798)	0.378 (0.533)
控制变量	是	是	是	是	是	是
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	227	227	188	188	208	208
调整后的 R^2 值	0.434	0.431	0.441	0.455	0.418	0.416

3. 替换解释变量。借鉴何德旭等（2022）研究，采用第一大国有资本参股比例达到10%为标准对解释变量进行重新定义（*Dsoe*10），并采用新的解释变量对模型（1）进行重新回归。实证结果表明研究结论依然稳健。

（五）国有资本参股对被参股民营企业主要客户融资的影响

依据上文研究结果，本文认为国有资本参股对被参股民企上下游融资非对称性影响，可能导致下游客户方资金紧张，导致供应链不稳定性。为了维护供应链稳定，被参股民营企业可能通过商业信用方式向下游客户提供替代性融资补偿机制。替代性融资理论认为，对于那些难以从银行获得贷款的企业，商业信用是一种重要的替代性融资方式（马黎珺等，2016）。但这种替代性融资的一个前提是融资约束的企业可以在需要时随时获得商业信用（胡悦和吴文锋，2022）。因此，

在讨论商业信用与银行信贷的替代关系之前，应基于供应链上交易双方的商业信用博弈视角研究商业信用的最终流向（郭晔和姚若琪，2024）。本文认为，国有资本参股对被参股民企融资环境的改善为民营企业向下游客户获得商业信用融资提供了重要前提条件。从提供商业信用角度看，被参股民营企业给客户id提供宽松的商业信用期限可以促进销售，但承担了客户延迟付款的资金占用成本以及将来可能发生坏账的损失等成本。但被国有资本参股后，民营企业自身融资成本下降，使得其提供商业信用而被客户占用资金的边际成本下降。同时，他们有动机向客户提供商业信用，因为如果客户由于资金约束无法完成合理订货，被参股民营企业就不得不减产，从而使得整个供应链各层次的利润都会减少。尽管企业可以选择其他客户，但可能面对高昂的转换成本。这些条件均可能促进被参股民企向客户提供商业信用。因此，本文拟从商业信用供给视角，探究国有资本参股对被参股民企主要客户融资的影响。参考陆正飞和杨德明（2011）研究，采用商业信用的变化额作为商业信用融资规模的替代变量，这是因为国有资本参股对被参股民营企业上下游银行信贷融资存在滞后的影响，采用变化额可能能够更好地排除时间滞后对商业信用供给的影响。具体公式如下：

$$\Delta Credit_{t+1} = \frac{(\text{应付账款} + \text{应付票据} + \text{预收账款})_{t+1} - (\text{应付账款} + \text{应付票据} + \text{预收账款})_t}{t \text{ 年末总资产}} \quad (1)$$

表4列示了国有资本参股与被参股民企主要客户的商业信用的回归结果，结果显示，*Dsoe*和*Soeshare*与商业信用变化额（ $\Delta Credit$ ）回归系数显著正相关。进一步研究发现，*Dsoe*和*Soeshare*与和应付票据的变化额（ $\Delta Notespayable$ ）回归系数显著正相关，且与应付账款变化额（ $\Delta Accountspayable$ ）和预收账款变化额（ $\Delta Defferrevenue$ ）不具有显著关系，表明被参股民企主要通过增加应付票据对主要客户提供商业信用。本文认为，国有资本参股主要通过应付票据形式提供商业信用，主要出于对国有资本参股保证国有资本保值增值和防范国有资本流失的考量。商业信用同样会产生无法立即使用入账收入的机会成本、管理商业信用的成本、坏账和呆账成本和因承担商业信用融资的资本成本而消耗的资金成本（Peng et al., 2018）。但相较应付账款和预收账款，应付票据因有明确支付期限而确定性更高。Raman和Shahrur（2008）指出，如果公司对客户的绩效和风险有良好评估，由于其短期性质，企业可以选择应收账款；但如果企业对客户没有足够的信心，它可以要求客户提供保付应收票据。因此，本文认为被参股民企对主要客户的监督能够一定程度上降低被参股民营企业和主要客户的信息不对称，但国有资本损失的防范会强化民营企业对主要客户的采用应收票据的形式提供商业信用。

（六）异质性分析

上述研究证实，国有资本参股对民营企业上下游融资的非对称性影响，对于上游企业，被参股民营企业可能提供更多的增信来提升供应商的银行信贷融资，对于下游企业，被参股民营企业可能提供更多的商业信用来缓解客户融资约束。然而，上述溢出效应的大小可能会受到银行信贷环境、被参股民营企业向上下游传递流动性的动机以及后者融资能力的影响。因此，本文进一步从货币政策、供应链依赖性两方面进行异质性分析。

1. 货币政策。货币政策会通过多种渠道对经济活动产生影响，作用的渠道包括货币渠道和信贷渠道等。无论是货币渠道，还是信贷渠道，货币政策对企业经济活动的影响主要体现在提高企业的融资成本和限制融资规模（陆正飞和杨德明，2011）。我国是以银行为主导的金融体系，银行业是极其容易受到政府影响和管制的行业，因此政府货币政策对企业融资行为影响十分重大。当货币政策趋于从紧，央行会回收流动性，企业外部融资成本将提高，外部融资规模将受限

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

制，随着银企之间信息不对称的加剧，商业银行将会更加注重信贷风险，控制贷款规模，从而提高企业的融资难度。但被参股民营企业主要供应商可能通过国有资本参股获得更多的信贷优惠政策（陆正飞等，2009）。因此，本文认为，在货币政策紧缩时，被参股民营企业对供应链上下游企业增信效应的非对称性影响更显著。

表 4 国有资本参股对被参股营企主要客户的商业融资影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变量	$\Delta Credit$	$\Delta Credit$	$\Delta Accounts payable$	$\Delta Accounts Payable$	$\Delta Notes payable$	$\Delta Notes payable$	$\Delta Defer revenue$	$\Delta Defer revenue$
<i>Dsoe</i>	0.088*** (3.104)		0.008 (0.389)		0.022** (2.537)		-0.010 (-0.448)	
<i>Soeshare</i>		0.004*** (2.896)		0.000 (0.198)		0.001** (2.448)		-0.000 (-0.103)
常数项	-0.239* (-1.782)	-0.244* (-1.838)	-0.090 (-1.242)	-0.090 (-1.122)	-0.037 (-0.564)	-0.049 (-0.731)	0.013 (0.179)	0.004 (0.052)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
年份/行业/省份 固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	217	217	289	289	269	269	229	229
调整后的 R^2 值	0.369	0.367	0.296	0.295	0.198	0.199	0.537	0.536

借鉴陆正飞和杨德明（2011）研究，采用年度货币政策紧缩程度衡量银行信贷环境，计算公式为： $MP = -(M2 \text{ 增长率} - GDP \text{ 增长率} - CPI \text{ 增长率})$ ， MP 数值越大，货币政策越紧缩。表 5 结果表明，当货币政策趋于紧缩时，增强了国有资本参股与被参股民营企业主要供应商的银行信贷规模的正相关关系，加剧了国有资本参股与被参股民营企业主要客户的银行信贷规模的负相关关系，且均与信贷期限无显著关系。

2. 供应链依赖性。企业在决策时会理性地权衡成本和收益。当供应链企业间的关系更为紧密且替代性较低时，若遭遇交易成本增加或合作关系的中断，企业的销售或采购活动将承受更为显著的负面影响（Acemoglu et al., 2012）。这种负面影响可能表现为两种形式：一是可能导致严重的财务危机，进而产生高昂的风险成本，危及企业的经营利润与现金流量；二是因需寻找替代供应商或客户而承担的沉没成本及转换成本（Dhaliwal et al., 2016）。若上述成本超出了被参股民营企业通过增信和商业信用供给以缓解其主要供应商和客户融资约束所需支付的成本，那么，为了维持供应链上更为稳定的合作伙伴关系，被参股民营企业可能会更加积极地协助其主要供应商和客户克服当前的资金困境。因此，被参股民营企业对其主要供应商和客户的依赖程度越高，其通过增信和商业信用向后者提供资金支持的动机就越强烈，从而产生的溢出效应也更为显著。

本文采用被参股民营企业对主要供应商采购金额占全年采购总额的比例（*Supplier-proportion*）和对主要客户的销售金额占全年销售总额的比例（*Customer-proportion*）来衡量被参股民营企业对主要供应商和客户的依赖程度，*Supplier-proportion* 和 *Customer-proportion* 的值越大，即被参股民营企业对主要供应商和客户的依赖程度越高。表 6 列示了供应链依赖性对被参股民营企业主要供应商银行信贷水平和主要客户的商业信用获得的影响，研究结果表明，被参股民营企业对供应商依赖性越强，供应商获得银行信贷越多。被参股民营企业对客户的依赖性越强，

被参股民营企业向主要客户提供应付票据形式的商业信用融资越多。

表 5 信贷环境影响的检验结果

Panel A: 供应商样本				
	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$
$Dsoe$	0.120*** (3.025)		-0.038 (-0.467)	
$Soeshare$		0.006*** (3.696)		-0.000 (-0.040)
MP	-0.001 (-0.438)	-0.001 (-0.387)	0.012*** (3.471)	0.012*** (3.462)
$Dsoe \times MP$	0.027* (1.787)		-0.013 (-0.486)	
$Soeshare \times MP$		0.002* (1.975)		0.001 (0.929)
常数项	0.578** (2.327)	0.572** (2.310)	-0.770* (-1.843)	-0.764* (-1.849)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是
观测值	249	249	249	249
调整后的 R^2 值	0.661	0.661	0.416	0.417
Panel B: 客户样本				
	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$
$Dsoe$	-0.040* (-1.892)		-0.051 (-0.418)	
$Soeshare$		-0.003*** (-3.256)		-0.009 (-1.520)
MP	0.010 (1.215)	0.024 (1.643)	-0.012 (-0.547)	-0.017 (-0.629)
$Dsoe \times MP$	-0.016* (-1.769)		0.045 (1.316)	
$Soeshare \times MP$		-0.001** (-2.242)		0.001 (0.777)
常数项	0.705*** (2.927)	0.692*** (2.899)	0.123 (0.241)	0.152 (0.296)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是
观测值	289	289	289	289
调整后的 R^2 值	0.610	0.613	0.398	0.405

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

表 6 供应链依赖性影响的检验结果

Panel A: 供应商样本				
	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	$Loansize_{t+1}$	$Loansize_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$	$Maturity_{t+1}$
$Dsoe$	-0.013 (-0.234)		-0.092 (-0.826)	
$Soeshare$		-0.000 (-0.013)		-0.004 (-0.794)
$Supplier-proportion$	-0.000 (-0.405)	-0.000 (-0.253)	-0.001 (-0.368)	-0.000 (-0.224)
$Dsoe \times Supplier-proportion$	0.005** (1.992)		0.005 (1.095)	
$Soeshare \times Supplier-proportion$		0.000* (1.801)		0.000 (0.857)
常数项	0.583*** (2.708)	0.567*** (2.624)	-0.957** (-2.217)	-0.987** (-2.284)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是
观测值	248	248	248	248
调整后的 R^2 值	0.673	0.671	0.422	0.421
Panel B: 客户样本				
	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	$\Delta Notespayable$	$\Delta Notespayable$	$\Delta Credit$	$\Delta Credit$
$Dsoe$	0.010 (1.184)		-0.002 (-0.048)	
$Soeshare$		0.000 (0.196)		0.002 (0.669)
$Customer-proportion$	0.000 (1.009)	0.000 (0.876)	0.001 (1.432)	0.001 (1.351)
$Dsoe \times Customer-proportion$	0.001* (1.706)		0.014 (1.621)	
$Soeshare \times Customer-proportion$		0.000** (2.223)		0.000 (0.791)
常数项	-0.021 (-0.308)	-0.026 (-0.379)	-0.231* (-1.765)	-0.224* (-1.694)
控制变量	是	是	是	是
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是
观测值	269	269	217	217
调整后的 R^2 值	0.204	0.208	0.378	0.374

五、进一步研究：国有资本参股能否提升被参股民营企业的供应链稳定性

供应链稳定是构建新发展格局的重要基础。无论是打造国内大循环还是参与国际循环，都离不开供应链的稳定运行。优化财务资源要素配置是保障供应链稳定的关键因素。根据供应链风险管理理论，供应链节点企业在面临财务困境或风险时，不仅企业自身价值会降低，企业为保证资源的安全性会调整自身资源的配置，并通过运作策略影响其上下游企业财务状况，因此财务风险在供应链上极易产生传染效应。因此，优化和强化财务资源在供应链运作上的资金支持作用，已经成为维护供应链稳定的重要基础。本文认为，被参股民营企业通过增信效应和提供商业信用引导银行信贷和商业信用等金融资源向其供应链上下游企业流动，能够优化和提升被参股民营企业供应商和客户的金融资源获取和配置能力，从而有助于增强供应链整体的稳定性。

借鉴 Bernard et al. (2010) 研究，采用年末前五大供应商名单中非新出现的供应商个数除以 5 衡量供应商稳定性 (*Supplier Stability*)，采用年末前五大客户名单中非新出现的客户个数除以 5 衡量客户稳定性 (*Customer Stability*)。数值越大，表明企业供应链稳定性越低。表 7 结果表明，*Dsoe* 和 *Soeshare* 分别对 *Supplier Stability* 和 *Customer Stability* 回归结果显著正相关，说明国有资本参股能够提升被参股民营企业所在供应链整体的稳定性。

六、研究结论与启示

(一) 研究结论

现有文献探讨了国有资本参股对被参股民企的经济后果，但鲜有涉及这一行为对被参股民企供应链上下游企业的影响。本文基于供应链溢出视角，从理论和实证两个方面探讨了国有资本参股对被参股民企主要供应商、客户信贷融资的影响。研究发现，国有资本参股提升了被参股民营企业主要供应商的信贷规模和信贷期限，但降低了主要客户的银行信贷融资水平，表现出非对称性的供应链溢出效应；机制研究发现，被参股民营企业对上下游企业增信作用的非对称性是重要的内在影响机制。同时，被参股民营企业会通过向下游企业提供商业信用以替代银行信贷融资方式，缓解其融资困境，表明国有资本参股对民营企业融资环境的改善能够通过增信效应和商业信用供给方式对被参股民营企业供应链上下游企业融资能力产生影响。同时，当信贷政策较宽松、供应链依赖性较高时，供应链溢出效应更显著；此外，国有资本参股对被参股民营企业供应链上下游企业融资能力的提升能够进一步巩固所在供应链整体的稳定性。

(二) 启示与建议

第一，充分认识国有资本参股对被参股民营企业上下游融资的积极影响，借助这一改革力量疏通资本注入民营企业供应链的传导渠道。当前，融资难、融资贵仍是民营企业发展所面临的最大瓶颈之一。然而，要解决资金问题不仅要纵向金融体系入手完善银行等金融机构对中小企业的融资支持政策制度，更要从横向金融体系入手恢复商业信用在供应链条上的替代性融资功能，使整个供应链中的资金流动配置起来，切实缓解民营企业面临的融资难、融资贵问题。本文研究发现，民营企业上游供应商能够通过被参股民企对其增信以实现银行信贷规模的提升，下游客户可以通过被参股民营企业商业信用支持使得实体产业注入宝贵的资金，即国有资本参股对民营企业供应链具有积极的外部效应。为了更好的发挥这一积极作用，相关部门可以从以下几方面协同发力：首先，相关部门要意识到国有资本参股在促进和盘活被参股民营企业及其供应链资金方面的独特作用，引导国有资本在民营企业及供应链上优化配置，同时提升国有资本配置效率和能

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

力。同时，通过国有资本参股够久间互利共赢为导向的供应链商业信用配置规则，畅通资金活水进入民营企业供应链渠道。其次，坚持深化金融体制改革，进一步改善民营企业融资环境。一方面，银行业金融机构要在依法合规、风险可控的前提下，开发适应性的信贷产品，合理确定贷款额度和还款期限，探索更加灵活的利率定价和利息偿付方式。另一方面，政府可以出台相关政策推动供应链融合发展，使中间企业和金融机构充分发挥信息和资源优势，为供应链上下游企业量身定制融合性金融服务方案。相关部门可以通过鼓励有需求的制造业企业紧紧围绕实体主业和供应链上下游开展产融结合业务，统一调度加强“产业互联网+供应链融资”平台建设，鼓励金融机构积极发展“双创”金融产品和服务，构建适应供应链现代化的金融服务体系。

表 7 国有资本参股与民营企业供应链稳定性检验结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>Supplier Stability</i>	<i>Supplier Stability</i>	<i>Customer Stability</i>	<i>Customer Stability</i>
<i>Dsoe</i>	0.114** (2.305)		0.080** (2.467)	
<i>Soeshare</i>		0.009*** (6.381)		0.006*** (4.860)
<i>Size</i>	0.017** (2.278)	0.017** (2.327)	0.009 (1.173)	0.008 (1.155)
<i>Lev</i>	-0.161*** (-4.704)	-0.162*** (-4.701)	-0.035 (-1.058)	-0.036 (-1.094)
<i>ROA</i>	0.138** (1.978)	0.135* (1.946)	0.268*** (4.068)	0.266*** (4.046)
<i>Top</i>	0.000 (0.406)	0.000 (0.322)	0.000 (0.399)	0.000 (0.346)
<i>Cash</i>	0.308*** (4.068)	0.312*** (4.129)	0.412*** (6.123)	0.418*** (6.199)
<i>AP _ Turnover</i>	0.000*** (3.386)	0.000*** (3.380)	0.000 (0.120)	0.000 (0.100)
<i>Inventory _ Turnover</i>	-0.000 (-0.000)	0.000 (0.013)	0.000 (0.491)	0.000 (0.516)
<i>FA _ Turnover</i>	0.000 (0.193)	0.000 (0.220)	-0.000 (-0.915)	-0.000 (-0.910)
<i>Capex</i>	-0.170* (-1.778)	-0.176* (-1.845)	-0.073 (-0.971)	-0.077 (-1.016)
<i>Growth</i>	-0.021*** (-4.070)	-0.021*** (-4.137)	-0.018*** (-3.966)	-0.018*** (-3.917)
<i>Innovation _ Expense</i>	0.000* (1.766)	0.000* (1.740)	0.000** (2.289)	0.000** (2.230)
<i>Age</i>	0.001 (0.594)	0.001 (0.594)	0.003*** (2.673)	0.003*** (2.708)
常数项	-0.840*** (-4.164)	-0.994*** (-5.361)	-0.748*** (-4.156)	-0.829*** (-4.868)
年份/行业/省份固定效应	是	是	是	是
观测值	3 789	3 789	5 081	5 081
调整后的 R ² 值	0.129	0.134	0.099	0.102

第二，深入理解供应链市场地位差异对供应链上下游企业增信方面的非对称性影响，为国有资本参股有效盘活民营企业供应链资金提供制度保障。首先，需要引导民营企业构建更加规范高效的治理模式，畅通国有资本参股发挥沿链治理的作用渠道。在以市场化为目标的混合所有制改革过程中，被参股民营企业及其供应链企业的增信效应不应仅仅依赖于“国有资本”的“短期增信效应”，更要通过治理和监督作用以构建更规范高效的治理模式实现“长期增信效应”，相关部门应进一步强化引导民营企业构建更健康、长期、稳定的治理环境。其次，供应链上下游企业应构建更牢固的合作关系，通过多种渠道降低供应链资金断链风险，维护供应链稳定。本文研究发现，在下游企业增信效应不足的情况下，被参股民营企业可以通过商业信用这一替代融资补偿机制来保证供应链资金的流动，增强了供应链稳定性。因此，相关部门应主动引导企业构建互利共赢的供应链合作伙伴关系，帮助融资成本更高的企业借助国有资本参股的融资补偿机制寻求商业信用援助，主动应对资金短缺难题。

第三，坚持深化混合所有制改革，进一步释放国有资本参股在促进供应链稳定性方面的潜力。国有资本参股能够通过增信和商业信用盘活供应链资金，促进供应链稳定发展。但当前国有资本参股的比例仍处于较低水平，其在维护供应链安全稳定方面的潜力仍未完全释放。为进一步深化培育和发展以市场化为导向的混合所有制改革，扩大国有资本参股的经济成效，进一步提升混合所有制改革的影响力。因此，相关政府部门加快构建和完善的产权保护制度，吸引优质民营企业参与到混改中来，从而促进市场资源沿着供应链进行优化配置，释放国有资本参股在促进供应链现代化水平上的积极潜力。同时，相关部门也应维护各种所有制资本平等性，实现“国民”携手共进。国有资本参股在拓宽实体经济融资渠道的同时也蕴含着一定的风险。国有资本的国家属性会被赋予与持股比例不相匹配的超额义务，最具典型性的表现就是，国有资本在企业的存在使得国资股东被迫为企业提供增信便利，也就是所谓的“国有属性”的“隐形担保”。尽管获得国家信用背书无可厚非，但在竞争性领域企业，这种增信可能会损害市场的公平性，降低市场运行效率，在一些企业享受宽松信贷政策的同时，往往意味着另一些资质良好的企业不得不背负基准甚至上浮的利率。因此，以市场化为导向的混合所有制改革，国有资本要发挥引领带动作用，并实现“国民共进”，就要增强国有资本的平等性。因此，在深化混合所有制改革过程中，相关部门应进一步加强以各类所有制经济产权保护为基础，实现竞争中立性，使得国有资本通过混合所有制企业参与公平的市场竞争中，真正引领和推动民营企业及其整个供应链竞争力，更有助于培育具有全球竞争力的世界级一流企业。

参考文献

- 蔡贵龙，郑国坚，马新啸，等.2018：《国有企业的政府放权意愿与混合所有制改革》，《经济研究》，第9期。
- 褚剑，方军雄，于传荣.2017：《卖空约束放松与银行信贷决策》，《金融研究》，第12期。
- 底璐璐，罗勇根，江伟等.2020：《客户年报语调具有供应链传染效应吗？——企业现金持有的视角》，《管理世界》，第8期。
- 郭晔，姚若琪.2024：《供应链关联与中小企业融资——基于供应链金融与商业信用视角》，《经济学（季刊）》，第4期。
- 郝阳，龚六堂.2017：《国有、民营混合参股与公司绩效改进》，《经济研究》，第3期。
- 胡悦，吴文锋.2022：《信用供给冲击与资本结构的异质性调整——基于去杠杆的证据》，《财经研究》，第10期。
- 何德旭，曾敏，张硕楠.2022：《国有资本参股如何影响民营企业？——基于债务融资视角的研究》，《管理世界》，第11期。

戴明禹等：国有资本参股对民营企业供应链上下游企业融资影响研究

- 李青原, 吴立扬, 蔡贵龙. 2022: 《非控股国有股权与民营企业税收负担》, 《管理科学》, 第4期。
- 李文贵, 邵毅平. 2016: 《产业政策与民营企业国有化》, 《金融研究》, 第9期。
- 李增福, 云锋, 黄家惠等. 2021: 《国有资本参股对非国有企业投资效率的影响研究》, 《经济学家》, 第3期。
- 卢峰, 姚洋. 2004: 《金融压抑下的法治、金融发展和经济增长》, 《中国社会科学》, 第1期。
- 陆正飞, 祝继高, 樊铮. 2009: 《银根紧缩, 信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》, 《金融研究》, 第8期。
- 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》, 第4期。
- 罗宏, 秦际栋. 2019: 《国有股权参股对家族企业创新投入的影响》, 《中国工业经济》, 第7期。
- 马黎珺, 张敏, 伊志宏. 2016: 《供应商—客户关系会影响企业的商业信用吗——基于中国上市公司的实证检验》, 《经济理论与经济管理》, 第2期。
- 潘红波, 余明桂. 2010: 《集团化、银行贷款与资源配置效率》, 《金融研究》, 第10期。
- 钱爱民, 吴春天, 朱大鹏. 2021: 《民营企业混合所有制能促进实体经济“脱虚返实”吗》, 《南开管理评论》, 第1期。
- 宋华, 卢强. 2017: 《产业企业主导的供应链金融如何助力中小企业融资——一个多案例对比研究》, 《经济理论与经济管理》, 第12期。
- 宋增基, 冯莉茗, 谭兴民. 2014: 《国有股权、民营企业家参与与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据》, 《金融研究》第12期。
- 陶锋, 王欣然, 徐扬, 等. 2023: 《数字化转型、产业链供应链韧性与企业生产率》, 《中国工业经济》, 第5期。
- 杨金玉, 彭秋萍, 葛震霆. 2022: 《数字化转型的客户传染效应——供应商创新视角》, 《中国工业经济》, 第8期。
- 姚梅洁, 宋增基, 张宗益. 2019: 《制度负外部性与市场主体的应对——来自中国民营企业的经验证据》, 《管理世界》, 第11期。
- 余明桂, 潘红波. 2008: 《政治关系、制度环境与民营企业银行贷款》, 《管理世界》, 第8期。
- 余明桂, 钟慧洁, 范蕊. 2019: 《民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据》, 《金融研究》, 第4期。
- Acemoglu, D., V. M. Carvalho, A. Ozdaglar, A. Tahbaz-Salehi. 2012, “The Network Origins of Aggregate Fluctuations”. *Econometrica*, 80 (5): 1977–2016.
- Bernard, A. B., S. J. Redding, P. K. Schott. 2010. “Multiple-Product Firms and Product Switching”. *American Economic Review*, 100 (1): 70–97.
- Cen, L., S. Dasgupta, R. Elkamhi, R. Pungaliya. 2016. “Reputation and Loan Contract Terms: The Role of Principal Customers”. *Review of Finance*, 20 (2): 501–533.
- Cohen, D. A., B. Li. 2020. “Customer-Base Concentration, Investment, and Profitability: The US Government as A Major Customer”. *The Accounting Review*, 95 (1): 101–131.
- David, T., Troege, M., Nguyen, H. M., et al. 2024. “Relationship-Specific Investments for Up-And Downstream Firms and Credit Constraints”. *Journal of Corporate Finance*, 84: 102534.
- Deng, S., C. Gu, G. Cai, Y. Li. 2018. “Financing Multiple Heterogeneous Suppliers in Assembly Systems; Buyer Finance vs Bank Finance”. *Manufacturing and Service Operations Management*, 20 (1): 53–69.
- Dhaliwal, D., J. S. Judd, M. Serfling, S. Shaikh. 2016. “Customer Concentration Risk and The Cost of Equity Capital”. *Journal of Accounting and Economics*, 61 (1): 23–48.
- Hasan, I., K. Minnick, K. Raman. 2020. “Credit Allocation When Borrowers Are Economically Linked: An Empirical Analysis of Bank Loans to Corporate Customers”. *Journal of Corporate Finance*, 62: 101605.
- Hui, K. W., S. Klasa., P. E. Yeung. 2012. “Corporate Suppliers and Customers and Accounting Conservatism”. *Journal of Accounting and Economics*, 53 (1–2): 115–135.

- Isaksson O. H. D. , Simeth M. , Seifert R. W. 2016. “Knowledge Spillovers in the Supply Chain: Evidence from the High-Tech Sectors”. *Research Policy*, 45 (3): 699 – 706.
- Javorcik B. S. 2004. “Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages”. *American Economic Review*, 94 (3): 605 – 627.
- Johnson, W. C. , J. K. Kang, S. Yi. 2010. “The Certification Role of Large Customers in the New Issues Market”. *Financial Management*, 39 (4): 1425 – 1474.
- Kim, J. B. , B. Y. Song, Y. Zhang. 2015. “Earnings Performance of Major Customers and Bank Loan Contracting with Suppliers”. *Journal of Banking and Finance*, 59: 384 – 398.
- Kolay, M. , Lemmon, M. , Tashjian, E. 2016, “Spreading the Misery? Sources of Bankruptcy Spillover in the Supply Chain”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 51 (6): 1955 – 1990.
- Pandit, S. , C. E. Wasley, T. Zach. 2011. “Information Externalities along the Supply Chain: The Economic Determinants of Suppliers’ Stock Price Reaction to Their Customers’ Earnings Announcements”. *Contemporary Accounting Research*, 28 (4): 1304 – 1343.
- Peng, X. , Wang, X. , Yan, L. 2019. “How Does Customer Concentration Affect Informal Financing?” *International Review of Economics and Finance*, 63: 152 – 162.
- Raman, K. , H. Shahrur. 2008. “Relationship-Specific Investments and Earnings Management: Evidence on Corporate Suppliers and Customers”. *The Accounting Review*, 83 (4): 1041 – 1081.
- Xie, X. , Chen, X. , Xu, X. , et al. 2024. “Financing a Dual Capital-Constrained Supply Chain: Profit Enhancement and Diffusion Effect of Default Risk”. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 181: 103388.

Research on the Impact of State-owned Capital Participation on Financing of Upstream and Downstream Enterprises in the Supply Chain of Private Enterprises

—Based on the Perspective of Supply Chain Spillover

Dai Mingyu¹ Teng Manru²

- (1. School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics of China;
2. School of Accounting, Dongbei University of Finance and Economics of China)

Abstract: Currently, China is accelerating the construction of the new development paradigm featuring dual circulation, in which domestic and overseas markets reinforce each other, with the domestic market as the mainstay. In the process of improving the modernization level of the supply chain, state-owned enterprises have been given an important mission. How to accelerate the full fulfillment of the mission of state-owned enterprises in the industrial chain and supply chain, mixed ownership reform can be seen as the way to solve the problem. This paper explores the impact and mechanism of state-owned capital participation on credit financing for upstream and downstream enterprises in the supply chain of private enterprises, from the perspective of supply chain spillover.

This paper found that state-owned capital participation has increased the credit scale and credit term of the main suppliers of the private enterprises participated in, but has reduced the bank credit financing level of the main customers; Mechanism research has found that the asymmetry of the credit enhancement effect of private enterprises with equity participation on upstream and downstream enterprises is an important internal influencing mechanism. At the same time, private enterprises that are invested in will alleviate their financing difficulties by providing commercial credit to downstream enterprises as an alternative to bank credit financing methods; In addition, when credit policies are loose and supply chain dependence is high, supply chain spillover effects are more significant; Finally, state-owned capital participation can further consolidate the overall stability of the supply chain by enhancing the financing capabilities of the upstream and downstream enterprises in the private enterprise supply chain.

Compared to existing studies, this paper makes possible marginal contributions in three aspects: firstly, expanding the scope of economic benefits of state-owned capital participation. Secondly, the theoretical and empirical aspects reveal the inherent mechanism of the asymmetric impact of state-owned capital participation on bank credit financing for upstream and downstream enterprises in the supply chain of private enterprises. Thirdly, the mechanism of state-owned capital participation in the supply chain of private enterprises was explored from the perspectives of bank credit and commercial credit, and the impact of supply chain financing on the stability of the entire supply chain was explored.

Key Words: State-Owned Capital Participation; Supply Chain; Bank Credit Financing; Trade Credit; Supply Chain Stability