

供应链视角下金融错配的风险溢出效应

李 洋¹ 佟孟华² 褚翠翠³

(1.新疆大学 经济与管理学院,新疆 乌鲁木齐 830046;2.东北财经大学 经济学院,辽宁 大连 116025;
3.安徽工业大学 商学院,安徽 马鞍山 243002)

摘要:金融能否实现有效配置直接关系到金融服务实体经济能力的发挥,是实现经济高质量发展的重要基础。基于2008—2023年中国A股披露前五大供应商和客户信息的上市公司数据,从供应链扩散视角系统探究企业承受的金融错配负担对其上下游企业债务违约风险的影响及其作用机制,考察金融错配的风险溢出效应。研究表明,企业承受的金融错配负担显著增加了其主要供应商和客户的债务违约风险,产生明显的风险溢出效应。机制检验发现,溢出效应主要通过挤占上下游企业的商业信用而产生作用。进一步分析发现,对于供应商和客户集中度较大的企业,以及在经济相对落后和市场化程度较低地区的企业中,金融错配的风险溢出效应更加明显。此外,金融错配的风险溢出效应会进一步导致上下游企业的金融资产配置行为,加剧经济的“脱实向虚”。本文研究结论为有效推动金融体制改革以及化解系统性金融风险提供了政策支持。

关键词:金融错配;债务违约;溢出效应;商业信用;企业金融化

中图分类号:F832.4 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2025)04-0068-13

一、引言

随着中国经济发展进入高质量发展阶段,如何提高金融的配置效率,进而引导更多金融服务支持实体经济发展成为现阶段的重要任务。然而,中国金融体系长期发展的不完善导致间接融资比重过大,这种以间接融资为主体的金融服务供给体系在信息不对称、市场摩擦以及政府干预的影响下,导致金融配置结构性问题突出。一方面,大量信贷资金在金融体系内空转套利,未能有效配置到实体经济中;另一方面,进入到实体经济中的有限金融资源也未能按照效率原则进行配置,高效的企业难以获得发展所需的金融支持,长期处于“融资难、融资贵”的困境之中。这种非效率的金融配置状态即为金融错配现象,该现象导致占据更多金融资源的企业资本回报率反而低下,严重削弱了金融服务实体经济的能力。据希施玛(CSMAR)数据库数据计算发现,2008—2023年间我国大型企业的资产负债

收稿日期:2025-04-27

基金项目:国家自然科学基金项目“系统性风险对技术创新的影响:基于风险分层和交叉传染的视角”(71971046);新疆维吾尔自治区“天池英才”引进计划项目(2025—2027)

作者简介:李 洋(1988—),男,河南信阳人,新疆大学经济与管理学院讲师,本文通讯作者;

佟孟华(1965—),女,吉林白城人,东北财经大学经济学院教授,博士生导师;

褚翠翠(1995—),女,安徽蚌埠人,安徽工业大学商学院讲师。

率均值达到 53.20%，中小型企业的资产负债率均值为 45.82%，而大型企业的资产报酬率均值 (2.47%) 则小于中小型企业 (3.72%)。由此可以发现，金融错配阻碍了微观经济主体效率的提升，进而制约了经济的高质量发展。那么，金融错配对于效率的减损是否会进一步引发企业风险的聚集？这是本文研究关注的问题。

虽然现有研究关注到金融错配与企业债务风险相关^{[1][2]}，但主要考察的是企业面临的金融错配对其自身风险的影响，较少关注金融错配是否会带来风险的溢出效应。随着经济全球化和信息技术的发展，企业之间的关联关系形成了错综复杂的信用链条，作为信用链条上的利益共同体，关联企业在面对困境时无法独善其身^[3]，一旦节点上的单个企业经营出现波动，会通过信用关系迅速波及关联企业，导致关联企业甚至整个行业面临风险，进而形成对整个经济系统的放大溢出效应。据此推断，金融错配也可能引发风险的溢出效应。鉴于此，本文选取企业之间的供应链关系为研究对象，利用 2008—2023 年中国 A 股上市企业披露的前五大供应商和客户数据，考察企业所面临的金融错配是否会对供应链上下游企业债务违约风险产生溢出性影响，并探究其内在机制。对于该问题的解答能够更客观地评估金融错配的传导性和影响力，为有效缓解金融错配并抑制其所带来的风险提供针对性的解决思路。

本文的边际贡献体现在以下三个方面。第一，将金融错配所带来的影响在供应链上进行延伸，进一步探究其风险溢出效应，拓展了金融错配经济后果的研究边界。现有研究多聚焦于金融错配对企业自身所带来的经济后果，忽略了企业承受的金融错配负担是否会对其关联企业产生外溢性影响。本文则从供应链上下游企业的关系出发，考察核心企业面临的金融错配对其上下游企业债务风险的溢出效应，有效拓展了金融错配经济后果的研究边界。第二，有效揭示了供应链企业正式融资与非正式融资的协同变化关系，丰富了供应链金融的相关研究。本文从商业信用的视角出发，发现企业所面临的金融错配现象会通过挤占上下游商业信用而对供应商和客户的债务违约风险产生外溢影响，揭示了企业在面临正式融资变化时，其非正式融资如何联动变化，从而将供应链企业的正式融资与非正式融资纳入到统一框架中，以探究其金融投融资决策过程，丰富了供应链金融的相关研究。第三，有助于从新的视角进一步理解企业金融化行为的动因，为有效引导企业“脱虚向实”提供启示。以往对于企业金融化影响因素的研究多从外部环境变化和企业自身行为出发，本文则基于供应链上下游企业关系的独特场景，发现企业所面临的金融错配在引发上下游企业债务违约风险的外溢效应时，也会导致上下游企业改变金融资产配置行为的经济后果，这有助于从供应链视角进一步理解当前企业金融化的深层次原因。

二、文献回顾与研究假设

(一) 文献回顾

金融错配是相对于金融的最优配置而言的，根据资源配置理论，只有将更多的资源配置到效率更高的部门中，才能实现资源整体配置的最优状态，而金融错配的结果是大量金融资源被配置到效率更低的部门中，形成了金融的低效率配置状态，从而对整个经济产生负面影响。现有关于金融错配经济后果的研究主要集中在宏观和微观层面，宏观层面的研究发现，金融错配不仅会降低整个经济的全要素生产率水平^[4]，而且会降低经济的增长速度^[5]。微观层面的研究则重点关注金融错配对企业创新和经营绩效所带来的影响，发现金融错配与企业创新和产出效率低下密切相关，不仅提高了企业的融资约束和研发成本^[6]，而且滋生寻租活动和非效率投资行为，形成对企业创新的挤出效应^[7]，从而降低企业的经营绩效。此外，金融错配所造成的经营绩效降低也会扩大金融投资和实体投资收益的差距，促使企业增加对金融资产的配置行为，进而加剧企业的金融化趋势，导致经济“脱实向虚”^[8]。此外，金融错配对创新和投资决策的影响会进一步造成企业产能利用效率的下降，形成产能过剩的局面，不仅衍生出僵尸企业贷款等严重的错配风险^[9]，而且会放大金融加速器效应，使得产能过剩领域中的企业债务负担呈现出“逆周期”变化特征^[10]，最终为企

业的债务违约埋下较大的风险隐患。综上所述,现有研究虽然证实金融错配与企业债务风险存在密切联系,但研究视角仍集中于企业自身层面,鲜有文献考察金融错配是否会引发风险的外溢。

由信贷配给理论和替代性融资理论可知,当企业因金融体系不健全和信息不对称而无法获得充足的银行信贷资金时,商业信用能够在一定程度上替代银行信贷,有效缓解融资约束并维持企业的正常经营活动^{[11][12]}。然而,商业信用在为企业带来替代性融资的同时,也为上下游企业带来了额外风险^[13]。当单个企业遭受违约风险冲击时,该冲击会通过商业信用关系在供应链上迅速传播并产生“多米诺骨牌效应”,引发其上下游企业的违约风险,最终在金融加速器的影响下引致系统性金融风险^[14]。与此同时,现有关于风险的外溢研究也主要集中于金融风险的传染方面,并以系统之间的关联性为前提,该关联性既体现在金融信贷的关联上,又体现在供应链的关联上^[15]。供应链关系在现代企业经营活动中扮演重要作用,供应链上关键企业经营活动变化会对其关联企业产生外溢性影响。例如企业发生股价崩盘风险除了来自自身因素外,也会来自其客户因素,当下游客户发生股价崩盘风险时,该风险会通过供应链关系迅速传染给上游供应商,进而引发上游供应商的风险联动^[16]。不仅如此,企业面临的财务困境也会通过供应链关系引发对上游企业的信用风险传染效应^[17]。当下游客户遭遇财务困境时,基于转移风险的动机会要求上游供应商提供额外的商业信用,进而影响供应商的财务状况^[18]。此外,上游供应商在信息获取方面的天然劣势也助长了客户的道德风险行为,从而增加了供应商自身的经营风险^[19]。据此推断,金融错配所带来的负面冲击也可能通过商业信用关系外溢,从而引发供应链上下游企业的同频共振。基于以上分析,本文选取企业之间普遍存在的供应链关系为研究对象,以考察金融错配的风险外溢效应。

(二)研究假设

供应链上下游企业之间由于运作紧密和利益相关,某一企业经营状况的波动将不可避免地会对其他企业产生外溢影响。供应链上下游企业之间主要通过商业信用的形式建立关联关系,该形式既表现为以应收账款为主的短期债权,又表现为以应付账款为主的短期债务^[20]。根据信贷配给理论和融资比较优势理论,在银行信贷配给有限的情况下,作为非正规融资方式的商业信用不仅能够一定程度上对正规金融机构的信贷进行替代和补充,而且能降低上下游企业的融资成本,提高供应链整体的稳定性和运行效率^[21]。然而,随着供应链上下游企业商业信用规模的扩张,其在为企业融资带来便利,进而为供应链整体带来效率的同时,也为供应链上的企业带来隐患^[22]。作为利益共同体,商业信用所建立的密切联系使得供应链上的企业在面对困境时无法独善其身,当一方遭受困境时必然会波及供应链的多方,进而对整个供应链的健康运营带来严峻挑战^[17]。当金融错配现象引发企业外部融资成本升高时,为摆脱融资困境,企业会通过商业信用关系增加从供应链上下游企业进行额外融资的强度,由此会造成对上下游企业现金流的过度占用而导致其现金流紧张,而现金流水平的下降和波动性的上升都会引起债务违约风险的增加^[23],进而造成供应链上下游企业的债务风险隐患。此外,金融错配所产生的负面信息也会导致企业通过商业信用与上下游企业之间所建立的契约关系发生断裂^[24],给供应链上下游企业带来较大的交易成本,会进一步对供应链上下游企业的现金流水平产生负面影响,导致其债务违约风险上升。鉴于此,本文提出如下研究假设1。

研究假设1:企业所承受的金融错配负担会增加其供应链上下游企业的债务违约风险,形成对上游供应商和下游客户的风险溢出效应。

虽然企业与供应链上下游企业发生商业信用的方向不同,但商业信用引发金融错配风险溢出效应的方式存在相似性。对于上游供应商而言,企业主要通过应付账款、应付票据和预收款项等形式与其发生商业信用关系。虽然企业使用商业信用不用支付利息成本,但实际上在面临如提前付款享受优惠、供应商关系终止、采购成本增加等情况时承担了隐性成本^[25]。为了使所负担的总成本达到最低,理性的企业会在正规金融的债务融资和供应商提供的商业信用之间进行权衡。而对于下游客户,企业主要通过应收账款、应收票据和预付款项等形式与其发生商业信用关系。虽然企业向下游客户提供商业信用能够提高自身产品的销售运转,但当下游客户延迟付款及发生坏账时也会导致企业产

生资金占用成本和损失成本^[26]。因而作为理性的企业,在向下游客户提供商业信用之前,也会在销售水平提高所带来的收益与向下游客户提供商业信用所承担的成本之间进行权衡,以使自身的收益达到最大。由于金融错配导致企业从正规金融机构融资成本的大幅上升^[27],造成企业使用上游供应商提供商业信用的边际成本相对较低,而下游客户延迟付款所产生的资金占用成本和发生坏账所产生的损失成本却随之上升^[28]。为提高资金的保障能力,企业会倾向于增加对上游供应商的应付和预收款项,同时向下游客户提供更少的应收和预付款项,进而形成对上下游商业信用的挤占^[29]。不仅如此,金融错配引发的企业经营状况恶化也会造成未来收益和现金流的损失^[30],使得企业要求上游供应商为其提供更大折扣并接受更多的逾期付款^{[31][32]},同时会要求下游客户享受更少的折扣和更少的延迟付款机会,从而进一步加剧企业对上下游商业信用的占用,造成上游供应商和下游客户现金流水平的降低,从而导致上下游企业债务违约风险的上升。虽然上游供应商和下游客户可以通过中断关系来避免风险,但在供应链上寻找新的合作企业以替代原来的稳定交易关系具有较高的沉没成本和转换成本^{[18][33]},因而也会给上下游企业带来巨大的损失。因此,由金融错配所引发的对上下游企业债务风险的溢出效应将会在整个供应链上蔓延,并具有可持续性。鉴于此,本文提出如下研究假设 2。

研究假设 2:企业所承受的金融错配负担通过挤占上下游商业信用导致上下游企业发生债务违约风险。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

本文选取 2008—2023 年中国 A 股披露了前五大供应商和客户的上市公司作为原始分析样本,按照样本企业所披露的供应商和客户类别构建样本企业—供应商(客户)—年度数据集。此外,对所构建的数据集做如下筛选和处理:(1)剔除样本企业中为 ST、*ST 和 PT 类的企业;(2)剔除供应商和客户为非上市和金融类企业的样本;(3)对所有连续变量进行上下 1%的缩尾处理,以消除变量中的异常值。其中,上市公司财务和供应链数据来自 CSMAR 数据库,上市公司股票交易数据来自 Wind 数据库。

(二)模型设计

为探究金融错配的风险溢出效应,本文构建如下面板固定效应模型:

$$Risk_{i,t}^{SC} = \alpha_0 + \alpha_1 Fm_{i,t}^B + \delta Controls + \beta Fm_{i,t}^{SC} + \mu_i + v_t + \epsilon_{i,t} \tag{1}$$

式(1)中,i 表示企业;t 表示时间;Risk^{SC}为样本企业所对应供应商和客户的债务违约风险水平;Fm^B为样本企业负担的金融错配水平;Controls 为控制变量集;Fm^{SC}为样本企业所对应供应商和客户负担的金融错配水平,以排除主要供应商和客户自身承受的金融错配负担对回归结果的干扰; μ 和 v 分别为企业和时间固定效应; ϵ 为随机误差项。

(三)变量定义

1.债务违约风险(Risk^{SC})。参考孟庆斌等的研究^[34],本文采用债务偏离债务违约点的距离进行度量。其具体计算公式如下:

$$DD = \frac{V - F}{V \cdot \sigma_v} \tag{2}$$

式(2)中,V 和 F 分别为企业资产的市场价值和债务违约点, σ_v 为企业资产价值的波动率。 $F = \text{流动负债} + 0.5 \times \text{非流动负债}$;对于企业资产的市场价值(V)及其波动率(σ_v),则可由 Black-Scholes 期权定价模型求出,计算公式分别为:

$$E = VN(d_1) - Fe^{-rT}N(d_2) \tag{3}$$

$$d_1 = [\ln(V/F) + (r + 0.5\sigma_v^2)T] / \sigma_v \sqrt{T} \tag{4}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_v \sqrt{T} \tag{5}$$

$$\sigma_E = (V/E)N(d_1)\sigma_v \quad (6)$$

式(4)~(6)中, E 为企业权益的市场价值, $E = \text{期末收盘价} \times \text{流通股股数} + \text{每股净资产} \times \text{非流通股数}$; r 为无风险利率,采用中国人民银行公布的一年期定期存款利率代替; σ_E 为权益价值的波动率,由企业股票的交易天数和交易价格计算得到。

当企业的债务违约距离(DD)越大,表明企业的债务违约风险越小;反之则表明企业的债务违约风险越大。

2.金融错配(Fm^B 、 Fm^{SC})。由于金融错配的实质是资本要素未按照效率原则进行最优配置,而资本要素配置相对于最优状态的偏离最终体现出资本价格的扭曲,其典型表现是企业无法以合理的价格进行融资。故借鉴邵挺、周煜皓和张盛勇的研究^{[35][36]},采用资本价格扭曲程度衡量企业实际负担的金融错配水平,即企业实际资金使用成本偏离行业平均资金成本的程度。当不存在资本价格扭曲时,资源的自由流动能够带动行业内企业生产率的趋同,进而对于资源的金融资本索取权价格也趋同,则企业的实际资金使用成本未偏离行业平均资金成本;反之扭曲程度越大,金融资本索取权价格的差异性越大,企业的实际资金使用成本偏离度也越大。因此利用资本价格扭曲程度能够有效反映出金融错配的程度,具体计算公式如下:

$$Fm = \frac{r_k - r}{r} \quad (7)$$

式(7)中, r_k 为企业的实际资金使用成本, r 为企业所在行业的平均资金使用成本。鉴于企业实际资金使用成本包含债权资本成本和股权资本成本,故借鉴张伟华等的研究^[37],债权资本成本使用财务费用中的利息支出与扣除了应付账款后的负债比值进行度量;同时借鉴毛新述的研究^[38],采用基于市盈率的PEG模型对股权资本成本进行衡量,并按照负债与所有者权益所占资产比例分别与债权资本成本和股权资本成本进行加权计算出企业的实际资金使用成本大小。当 Fm 的值越大时,表明企业所承担的金融错配负担水平越重。样本企业及其主要供应商和客户所承担的金融错配水平 Fm^B 和 Fm^{SC} 均采用式(7)进行度量。考虑到资金使用成本相对于行业的偏离本身也意味着企业的财务风险,本文在稳健性检验部分继续使用信贷错配对该变量进行替代,以进一步缓解该问题对研究结论的影响。

3.控制变量(Controls)。为避免遗漏重要变量导致内生性问题,借鉴顾婧和胡雅亭、李云鹤等的研究^{[17][39]},本文分别对样本企业的规模($Size^B$)、年龄(Age^B)、资产收益率(RoA^B)、销售收入增长率($Growth^B$)、长期负债比重($Ldebt^B$)、董事会规模($Board^B$)、第一大股东持股比例($First^B$)和两职合一情况($Combination^B$)以及样本企业所对应供应商和客户的规模($Size^{SC}$)、年龄(Age^{SC})、资产收益率(RoA^{SC})、销售收入增长率($Growth^{SC}$)、长期负债比重($Ldebt^{SC}$)、董事会规模($Board^{SC}$)、第一大股东持股比例($First^{SC}$)和两职合一情况($Combination^{SC}$)进行控制。

表1为主要变量的描述性统计结果。可以发现,样本企业所对应的主要供应商和客户的债务违约距离整体呈现出明显的左偏分布,表明大部分供应商和客户的债务违约风险较大。此外,样本企业所承受的金融错配呈现出明显的右偏分布,说明大部分企业面临的金融错配程度较为严峻。

四、实证结果与分析

(一)基准回归结果分析

表2展示了基于模型(1)的回归结果。其中,列(1)未添加任何控制变量,列(2)单独控制样本企业所对应的主要供应商和客户特征变量 $Controls^{SC}$,列(3)同时控制样本企业自身特征变量 $Controls^B$ 。此外,列(1)~(3)中均使用城市层面聚类效应对标准误进行修正。由结果可知,在未加入任何控制变量、增加样本企业与其主要供应商和客户的特征变量后,金融错配对主要供应商和客户债务违约距离的影响系数均在1%的水平下显著为负。说明样本企业承受的金融错配负担导致其主要供应商和客户债务违约风险水平的升高,产生了明显的风险溢出效应,研究假设1得到验证。

表 1	描述性统计						
变量符号	均值	标准差	最小值	最大值	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
Risk ^{SC}	0.409	2.591	-11.770	6.390	-0.198	1.081	1.748
Fm ^B	0.536	0.431	0.009	3.163	0.244	0.491	0.721
Fm ^{SC}	0.494	0.364	0.0084	2.344	0.223	0.444	0.688
Size ^{SC}	5.042	1.753	1.935	10.100	3.760	4.826	6.104
Age ^{SC}	2.285	0.834	0	3.332	1.946	2.565	2.890
Roa ^{SC}	0.045	0.052	-0.140	0.223	0.016	0.039	0.071
Growth ^{SC}	0.176	0.297	-0.355	1.591	0.010	0.127	0.266
Ldebt ^{SC}	0.054	0.073	0	0.377	0	0.025	0.078
Board ^{SC}	2.204	0.210	1.609	2.833	2.079	2.197	2.398
First ^{SC}	38.390	16.960	9.310	86.350	24.700	36.300	50.770
Combination ^{SC}	0.222	0.416	0	1.000	0	0	0
Size ^B	3.351	1.469	0.477	7.285	2.287	3.239	4.293
Age ^B	1.923	1.015	0	3.332	1.099	2.079	2.833
Roa ^B	0.032	0.060	-0.274	0.175	0.011	0.035	0.062
Growth ^B	0.151	0.332	-0.543	1.797	-0.028	0.107	0.255
Ldebt ^B	0.050	0.087	0	0.456	0	0.007	0.063
Board ^B	2.167	0.185	1.609	2.708	2.079	2.197	2.197
First ^B	36.190	15.150	10.060	74.650	24.320	33.350	48.010
Combination ^B	0.204	0.403	0	1.000	0	0	0

(二)稳健性检验

1.Heckman 两阶段法。为消除样本自选择问题所带来的影响,本文采用 Heckman 两阶段法进行检验。在第一阶段,依据企业是否披露前五大供应商和客户信息构建哑变量,并采用 Probit 模型进行估计计算出逆米尔斯系数(IMR)。在第二阶段,在原模型(1)中增加逆米尔斯系数以对样本的自选择偏误问题进行了控制。回归结果如表 3 第(1)列所示,可以发现,在缓解样本自选择问题后金融错配的影响系数仍然显著为负,说明原模型的结论是稳健的。

2.工具变量法。为进一步消除内生性问题对研究结果的影响,借鉴谭语嫣等的做法^[40],选取样本企业所在城市样本初期国有企业份额与前一年全国国有企业资产负债率的交互项作为样本企业所承受金融错配的工具变量。一方面,国有企业在获取资源方面优于私有企业,能以较低的成本获取大量金融资源,因而一个地区国有企业份额及其资产负债率的高低能够反映出该地区所面临的金融错配程度大小;另一方面,样本初期国有企业份额与前一年全国国有企业资产负债率均为前定变量,并且信息成本和交易成本的存在形成了各企业之间相互独立的竞争特性,因而该交互项对样本企业主要供应商和客户债务风险的直接影响效应较小。因此,通过上述方式构建的工具变量同时满足相关性和排他性特征。表 3 第(2)(3)列分别报告了工具变量法第一阶段和第二阶段检验结果,可以发现,核心解释变量的系数仍然显著为负,说明对内生性问题进行弱化后并未改变基准模型的结论,表明金融错配现象会产生风险溢出效应的结论是稳健的。

3.替换变量的度量方式。为确保基准模型的结论不会受到核心变量测量偏误的影响,本文还通过更换被解释变量和核心解释变量的度量方式进行稳健性检验。一方面,以 Altman 提出的度量财务困境的 Z 值对债务违约风险进行替代^[41]。当 Z 值越小时,表明企业的债务违约风险越大,反之则

表 2 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)
	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}
Fm ^B	-0.2270 *** (0.0810)	-0.2291 *** (0.0829)	-0.2438 *** (0.0901)
Fm ^{SC}	-0.2920 ** (0.1271)	-0.3072 *** (0.1082)	-0.3342 *** (0.1269)
Controls ^{SC}	No	Yes	Yes
Controls ^B	No	No	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes
N	1995	1990	1922
R ²	0.4112	0.5595	0.5643

注:***、**和* 分别代表在 1%、5%和 10%水平上显著;括号中的参数为城市层面的聚类标准误。下表同。

表明债务违约风险越小,结果如表 3 第(4)列所示。另一方面,同时对核心解释变量也进行替换,参考刘斌斌和左勇华的研究^[42],依据企业实际融资水平与融资需求偏离程度所度量的信贷供需错配和金融错配进行替代。当偏离度越大时,企业所负担的金融错配程度也越大,反之则越小,结果如表 3 第(5)列所示。结果表明,将被解释变量和核心解释变量进行替换后,上述主要结论依然成立。

4.调整样本容量。鉴于制造业企业为实体企业的核心,采用制造业企业作为研究对象将更具有代表性,且 2008 年全球金融危机和我国政府推出的“四万亿”投资计划均对金融的配置方向产生实质性影响。因此,本文对非制造业企业进行剔除,同时剔除掉 2010 年以前的样本进行回归。表 3 第(6)(7)列的结果显示,金融错配的影响系数均至少在 10%的水平下显著为负,再次证明了基准结论的稳健性。

表 3		稳健性检验结果					
	Hecman 两阶段法	工具变量法		替换核心变量		变换样本容量	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Risk ^{SC}	Fm ^B	Risk ^{SC}	Z	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}
Fm ^B	- 0.2404 *** (0.0918)		- 1.6668 ** (0.8332)	- 0.0646 ** (0.0283)		- 0.1974 * (0.1082)	- 0.2640 *** (0.1000)
Fm2					- 0.0019 * (0.0011)		
IV		0.5627 ** (0.1680)					
IMR	1.9108 (2.9669)						
LM 统计量			16.0930 *** (0.0000)				
KP-F 统计量			11.3420				
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1537	1444	1567	1798	1064	1073	1475
R ²	0.5421	0.1912	0.4894	0.7379	0.2152	0.6400	0.5454

(三)机制检验

由理论分析可知,企业承受的金融错配负担会通过作用于上下游商业信用影响主要供应商和客户的债务违约风险。因此,为进一步考察金融错配是否通过作用于上下游商业信用而对主要供应商和客户的债务违约风险产生溢出效应,本文分别构建供应商关系和客户关系的中介效应模型进行检验,以验证研究假设 2。具体构建的模型如下:

$$Risk_{i,t}^S (Risk_{i,t}^C) = \beta_0 + \beta_1 Fm_{i,t}^B + \delta_1 Controls + \delta_2 Fm_{i,t}^{SC} + \mu_i + v_t + \epsilon_{i,t} \tag{8}$$

$$Credit_{i,t}^S (Credit_{i,t}^C) = \gamma_0 + \gamma_1 Fm_{i,t}^B + \delta_3 Controls + \delta_4 Fm_{i,t}^{SC} + \eta_i + v_t + \epsilon_{i,t} \tag{9}$$

$$Risk_{i,t}^S (Risk_{i,t}^C) = \lambda_0 + \lambda_1 Fm_{i,t}^B + \lambda_2 Credit_{i,t}^S (Credit_{i,t}^C) + \delta_5 Controls + \delta_6 Fm_{i,t}^{SC} + \mu_i + v_t + \epsilon_{i,t} \tag{10}$$

式(8)~(10)中,Risk_{i,t}^S和 Risk_{i,t}^C分别为样本企业对应的主要供应商和客户的债务违约风险,同样采用债务违约距离进行度量;Credit_{i,t}^S和 Credit_{i,t}^C分别为样本企业与其主要供应商和主要客户的商业信用,借鉴胡悦和吴文锋的研究^[26],采用应收账款、应收票据和预付款项之和与总资产的比值衡量上游供应商的商业信用(Credit^S),以应付账款、应付票据和预收款项之和与总资产的比值衡量下游客户的商业信用(Credit^C);系数 β₁ 表示金融错配对主要供应商或客户债务违约风险水平影响的总效应;系数 γ₁ 和 λ₂ 分别为金融错配通过上下游商业信用对主要供应商或客户债务违约风险的影响效应,若 γ₁ 和 λ₂ 通过检验,则证明商业信用是金融错配造成主要供应商和客户风险溢出效应的机制。

表 4 第(1)~(3)列为样本企业对主要供应商风险溢出的机制检验结果。列(1)中金融错配(Fm^B)对主要供应商债务违约距离(DD^S)的影响系数为负且在 5%的水平下显著;列(2)中金融错配对主要供应商商业信用(Credit^S)的影响系数在 5%的水平下显著为正,表明企业所负担的金融错配会导致主要供应商应收账款、应收票据和预付款项等商业信用的比重增加,即会形成对上游供应商商业信用的挤占;列(3)中同时将金融错配和主要供应商商业信用纳入到模型中,金融错配的影响系数为-0.0803,相对于列(1)中系数显著性有所下降,而主要供应商商业信用的影响系数在 5%的水平下显著为负。上述结果表明,企业所承受的金融错配负担导致企业占用更多上游供应商的商业信用,引发上游供应商现金流的紧张,进而增加上游供应商发生债务违约风险的可能性。

表 4 第(4)(5)列为主要企业对主要客户风险溢出的机制检验结果。列(4)中金融错配(Fm^B)对主要客户债务违约距离(DD^C)的影响系数在 1%的水平下显著为负;列(5)中金融错配对主要客户商业信用(Credit^C)的影响系数为-5.6732,且在 1%的水平下显著,表明企业所负担的金融错配会导致主要客户应付账款、应付票据和预收款项等商业信用的比重减少,即会减少对下游客户商业信用的供给;列(6)中通过将金融错配和主要客户商业信用同时纳入到模型中,金融错配的影响系数为-0.2485,相对于列(4)中的系数绝对值和显著性均有所下降,而主要客户商业信用的影响系数在 1%的水平下显著为正。该结果同样表明,企业所承受的金融错配负担会导致企业对下游客户商业信用的占用,进而引发下游客户现金流的紧张而面临债务违约风险。

	机制检验结果					
	主要供应商			主要客户		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Risk ^S	Credit ^S	Risk ^S	Risk ^C	Credit ^C	Risk ^C
Fm ^B	-0.0498 ** (0.0216)	1.5253 ** (0.6897)	-0.0803 (0.1221)	-0.4185 *** (0.1538)	-5.6732 *** (1.8272)	-0.2485 * (0.1391)
Credit ^S			-0.0376 ** (0.0182)			
Credit ^C						0.0224 *** (0.0026)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	734	740	583	913	916	913
R ²	0.4290	0.6233	0.7240	0.3121	0.5944	0.4168

综上所述,企业所承受的金融错配负担通过作用于上下游商业信用造成上游供应商和下游客户的债务违约风险升高,故研究假设 2 得到验证。由表 4 第(1)(4)列的结果也可以看出,金融错配对下游客户债务违约风险影响系数的绝对值和显著性均高于上游供应商,表明金融错配对下游客户的风险溢出效应更为明显。其原因在于,企业的发展通常以客户为导向,为了进一步洞察客户的偏好和需求并及时予以响应,从而获取稀缺客户资源并提高自身竞争优势,企业倾向于选择与客户更多开展商业信用进行交易,因此企业所承受的金融错配负担更易通过商业信用造成下游客户债务违约风险的升高,造成企业对下游客户风险的溢出效应明显高于上游供应商。

五、拓展性分析

(一)异质性分析

以上分析结果表明,企业所承受的金融错配负担会通过供应链上下游企业之间的商业信用对上游供应商和下游客户的债务违约风险产生溢出效应。然而,不同市场集中程度的企业在供应链中与上下游企业的关系不同,导致不同市场集中度企业使用上游供应商和下游客户商业信用的程度存

在差异;此外,不同的经济发展环境和金融发展环境会影响企业获取外部融资的能力,进而会影响企业使用上游供应商和下游客户商业信用的倾向,这一系列因素均可能造成金融错配风险溢出效应的差异性。因此,为了对该类问题进行系统探究,本文分别从供应链集中度、经济发展状况和金融市场化程度角度出发,进一步考察金融错配风险溢出效应的异质性。

1.基于供应链集中度的异质性分析。供应链集中度反映了企业与上游供应商和下游客户之间关系的密切程度,也体现出企业在交易中对于供应商和客户的依赖度。当企业的供应商或客户集中度越高时,企业与上游供应商和下游客户之间的关系越密切,其在交易中对于供应商和客户的依赖度也越强。在承担金融错配的不利影响时,这类企业由于面临高昂的关系转换成本,因而更容易侵占上下游企业的商业信用而导致其供应商和客户的现金流紧张,金融错配这类企业所在供应链上下游企业的风险溢出效应更强。鉴于此,根据样本企业前五大供应商采购额占全部采购额比重的均值将其区分为供应商集中度较高和较低两组,同时采用前五大客户销售额占全部销售额比重均值将其区分为客户集中度较高和较低两组,分别考察金融错配风险溢出效应的异质性,结果如表 5 第(1)~(4)列所示。可以发现,对于供应商集中度和客户集中度较高的企业,金融错配对其主要供应商和客户债务违约风险的影响也更加显著。这意味着具有较高集中度的供应商和客户在供应链中与上下游企业之间建立的关系更加稳定,在承担金融错配所引发的不利影响时,这类企业更容易侵占上下游企业的商业信用而导致上游供应商和下游客户现金流紧张,其稳定的供应链关系也极大增加了上下游企业因中断与该类企业的关联关系所产生的成本,导致其上游供应商和下游客户债务违约风险上升的程度高于低供应链集中度企业。

	基于供应链集中度的异质性分析			
	供应商集中度较高	供应商集中度较低	客户集中度较高	客户集中度较低
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}
Fm ^B	-0.4709 *** (0.1623)	-0.2136 (0.1723)	-0.3701 ** (0.1849)	-0.3223 ** (0.1564)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	697	622	629	716
R ²	0.6365	0.5424	0.6148	0.5753

2.基于经济发展水平的异质性分析。相对于经济发展水平较好的地区,经济发展相对较差地区的金融机构布局不够合理,造成该地区企业融资来源受限而面临融资约束,企业不得不与上下游企业之间开展更多的商业信用行为来拓展融资渠道。在遭受金融错配现象所产生的不利影响时,该地区企业更容易侵占更多的供应链上下游企业商业信用而导致其供应商和客户的现金流紧张,进而引发上游供应商和下游客户债务违约风险上升。据此推断,金融错配对供应链上下游企业的风险溢出效应在经济发展水平相对较差地区表现得更加明显。为此,依据样本企业的归属地将其区分为东部和中西部地区企业,以代表经济发展相对较好和较差地区的差异,回归结果如表 6 第(1)(2)列所示。由结果可知,金融错配现象所引发的风险溢出效应在经济发展相对较差地区企业中更加显著。这说明由于经济发展相对较差地区金融供给的不完善,该地区企业更多开展商业信用活动以增加融资来源,由此导致金融错配的不利影响更容易通过商业信用关系传导至上下游企业,进而造成其上游供应商和下游客户债务违约风险增加的程度高于经济发展相对较好地区企业。

3.基于市场化程度的异质性分析。市场化会影响金融机构与企业之间的信息不对称程度,进而影响企业获取外部融资的能力。市场化程度较低会增加金融机构获取企业信息的成本,导致信息不对称程度升高,造成企业获取外部融资的来源渠道受限。在承受金融错配带来的不利影响时,市场化程度较低地区的企业更容易占用上下游商业信用导致其供应商和客户的现金流紧张,进而引发上下

游企业债务违约风险上升更多。借鉴樊纲和王小鲁等编制的市场化指数^{[43][44]},按照市场化指数的均值将样本企业所属地区划分为高市场化程度和低市场化程度,并分别考察金融错配对其主要供应商和客户债务违约风险影响的异质性,结果如表 6 第(3)(4)列所示。结果显示,对于低市场化程度地区企业,金融错配对其主要供应商和客户债务违约风险的影响均大于高市场化程度地区企业,表明金融错配的风险溢出效应在市场化程度较低地区企业中更加明显。这说明市场化程度较低地区因其市场配置资源作用的弱化,造成企业融资受限而转向依靠商业信用缓解融资困境的需求更加强烈,因而导致金融错配的不利影响更易通过商业信用传导至上下游企业,从而导致其上游供应商和下游客户债务违约风险的上升程度高于市场化程度较高地区企业。

表 6

基于经济发展水平和市场化程度的异质性分析

	经济发展相对较好地区	经济发展相对较差地区	高市场化程度	低市场化程度
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}	Risk ^{SC}
Fm ^B	-0.2658 (0.1861)	-0.2569 ** (0.1294)	-0.0385 (0.1061)	-0.3248 ** (0.1395)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
时间固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	911	733	827	820
R ²	0.4222	0.4035	0.3873	0.4450

(二)经济后果分析

由预防性储蓄的相关理论可知,企业自身层面风险的变化会造成其投资行为的变化,当企业所承受的风险增加时,会增加流动性较高的金融资产投资,同时会减少流动性较差的实业投资,以分散风险并实现流动性储备的目的。那么,金融错配现象的风险溢出效应是否会激发其主要供应商和客户的金融化行为,进而加剧经济的“脱实向虚”? 本文在基准模型的基础上进一步构造如下交互项模型加以分析:

$$Fin_{i,t}^{SC} = \alpha_0 + \alpha_1 Fm_{i,t}^B + \alpha_2 Fm_{i,t}^B \times Risk_{i,t}^{SC} + \alpha_3 Risk_{i,t}^{SC} + \delta Controls + \beta Fm_{i,t}^{SC} + \mu_i + v_t + \epsilon_{i,t}$$

(11)

式(11)中,Fin^{SC}_{*i,t*}为核心企业对应的主要供应商和客户的金融化水平,借鉴已有研究^[45],选取金融资产占总资产的比重进行表示,其中金融资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产这六个科目。同时,根据流动性强弱进一步将其细分为短期金融资产(FinS)和长期金融资产(FinL),短期金融资产为流动性较强的交易性金融资产,而长期金融资产则包含流动性相对较弱的衍生金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和投资性房地产。模型(11)中其他变量的含义与模型(1)相同。

模型(11)的回归结果如表 7 第(1)~(3)列所示,由结果可知,列(1)中金融错配(Fm^B)的影响系数在 10%的水平下显著为正,;表明金融错配现象会导致企业主要供应商和客户的金融化水平提高金融错配与债务违约距离的交互项(Fm^B×Risk^{SC})系数在 1%的水平下显著为负,表明金融错配的溢出效应会进一步促进其主要供应商和客户的金融资产配置行为,即会造成其上游供应商和下游客户金融化加重的现象。进一步考察列(2)(3)中核心解释变量对长短期金融资产比重的影响,发现交互项(Fm^B×Risk^{SC})对短期金融资产的影响系数虽为负

表 7

经济后果分析结果

	(1)	(2)	(3)
	Fin ^{SC}	FinS	FinL
Fm ^B	0.0027 * (0.0015)	0.0015 * (0.0009)	0.0019 ** (0.0009)
Fm ^B ×Risk ^{SC}	-0.0019 *** (0.0006)	-0.0003 (0.0004)	-0.0011 *** (0.0003)
Risk ^{SC}	0.0047 *** (0.0009)	0.0017 *** (0.0004)	0.0026 *** (0.0005)
Controls	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes
N	1443	1355	1443
R ²	0.6423	0.7000	0.5546

但不够显著,而对长期金融资产的影响系数则在1%的水平下显著为负,说明金融错配的风险溢出效应更易造成其主要供应商和客户对长期金融资产的配置,从而加剧了经济的“脱实向虚”。可能的原因在于,相对于短期金融资产,长期金融资产具有较强的盈利能力,可以为企业带来长期稳定的投资收益。在金融错配的影响下,企业因挤占上下游企业商业信用造成其上游供应商和下游客户债务违约风险的增加,上游供应商和下游客户一方面将持有更多的长期金融资产以规避未来可能陷入的流动性困境;另一方面也将依赖能带来长期稳定收益的长期金融资产以弥补未来收益的损失,最终结果均会导致主要供应商和客户对长期金融资产的配置行为。

六、结论与启示

金融能否实现有效配置直接关系到金融服务实体经济能力的发挥,是实现企业健康有序发展的重要基础。本文以2008—2023年中国A股披露前五大供应商和客户的上市企业为研究样本,从供应链扩散视角系统探究金融错配的风险溢出效应。研究表明,企业的金融错配负担显著增加了其主要供应商和客户的债务违约风险,产生了明显的风险溢出效应。机制检验发现,溢出效应主要通过引发样本企业对上游供应商和下游客户商业信用的挤占,进而引发上下游企业现金流的紧张而面临债务违约。进一步分析发现,在供应商和客户集中度较大的企业中,以及在经济发展相对落后和市场化程度较低地区的企业中,金融错配的风险溢出效应更加显著。此外,金融错配的风险溢出效应会进一步引发上游供应商和下游客户的金融资产配置行为,且更易造成上游供应商和下游客户对于长期金融资产的配置行为,从而加剧了经济的“脱实向虚”。

基于以上研究结论,本文得出如下政策启示。第一,加快推进我国金融体系的市场化进程,提高金融配置的合理化和有效性,最大限度降低金融的错配程度,以抑制其风险溢出效应。一方面,应推进多层次全链条的资本市场体系建设,不仅要提高直接融资特别是股权融资的比重,而且要建立广覆盖和有差异的间接融资体系,使得更多的金融资源能真正流向效率更高的企业和部门中,实现金融回归服务实体经济的本质目标;另一方面,也要减少政府对金融配置的不当干预,充分发挥市场的价格机制在金融配置中的积极作用,以消除金融资源在不同企业之间合理高效流动的障碍,为不同类型企业营造公平公正的良好市场环境。第二,加强供应链企业之间的信息共享和互通,提高上下游企业之间商业信用的持续性和稳定性,以增强供应链的韧性,有效阻断金融错配所带来的风险在供应链上的溢出效应。为此可推动供应链企业的数字化转型,通过数字技术的应用提高供应链企业之间的信息透明度,以降低各企业之间的信息搜寻成本和验证成本,从而避免因金融错配引发商业信用的挤占而导致上下游企业现金流紧张。第三,切实提高企业实体投资的回报率,缩小实体投资与金融资产投资之间的收益差距,有效抑制金融错配风险溢出效应引发的企业过度金融化行为。此时需要政府着力改善企业的营商环境,降低企业的经营成本和费用,同时还要促进产品和要素在不同企业之间的自由流通,以最大化提高实体投资的利润空间,从而引导更多企业“脱虚向实”。

参考文献:

- [1] 王宇伟,盛天翔,周耿.宏观政策、金融资源配置与企业部门高杠杆率[J].金融研究,2018(1):36—52.
- [2] 王韧,张奇佳.金融资源错配与杠杆响应机制:产能过剩领域的微观实证[J].财经科学,2020(4):1—13.
- [3] 孙志红,王心怡,琚望静.“双支柱”调控框架与影子银行风险溢出:抑制缓释还是累积加剧[J].中南财经政法大学学报,2024(2):81—95.
- [4] Brandt, L., Tombe, T., Zhu, X. Factor Market Distortions Across Time, Space and Sectors in China[J]. Review of Economic Dynamics, 2013, 16(1): 39—58.
- [5] 鲁晓东.金融资源错配阻碍了中国的经济增长吗[J].金融研究,2008(4):55—68.
- [6] 李健,管煜,代昀昊.金融错配与企业技术创新——基于中国上市企业的经验证据[J].中央财经大学学报,2023(10):25—39.
- [7] 赵晓鸽,钟世虎,郭晓欣.数字普惠金融发展、金融错配缓解与企业创新[J].科研管理,2021(4):158—169.

- [8] 桂燕,吕江林,汪洋.金融错配与企业金融化[J].当代财经,2023(2):68—80.
- [9] 王韧,马红旗.信贷资源错配与僵尸企业贷款[J].财经科学,2019(2):27—37.
- [10] 王韧,李志伟.货币调控方式与制造企业杠杆率:央行货币政策事件视角的分析[J].现代财经(天津财经大学学报),2020(5):41—58.
- [11] Petersen, M., Rajan, R. Trade Credit: Theories and Evidence[J]. The Review of Financial Studies, 1997, 10(3): 661—691.
- [12] Biais, B., Gollier, C. Trade credit and Credit Rationing[J]. The Review of Financial studies, 1997, 10(4): 903—937.
- [13] 张志元,马永凡.危机还是契机:企业客户关系与数字化转型[J].经济管理,2022(11):67—88.
- [14] 陈志明,周少锐,周建红.两级商业信用下考虑违约风险的供应链协调[J].管理学报,2018(12):1883—1891.
- [15] Dai, R., Liang, H., Ng, L. Socially Responsible Corporate Customers[J]. Journal of Financial Economics, 2021, 142(2): 598—626.
- [16] 彭旋,王雄元.客户股价崩盘风险对供应商具有传染效应吗? [J].财经研究,2018(2):141—153.
- [17] 顾婧,胡雅亭.中小企业财务困境与上游供应商信用风险:一损俱损? [J].中国管理科学,2021(12):1—12.
- [18] Kolay, M., Lemmon, M., Tashjian, E. Spreading the Misery? Sources of Bankruptcy Spillover in the Supply Chain[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016, 51(6): 1955—1990.
- [19] 陈涛琴,李栋栋,洪剑峭.客户盈余质量与供应商投资效率分析——基于 A 股上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论,2021(3):193—203.
- [20] 陆正飞,杨德明.商业信用:替代性融资,还是买方市场? [J].管理世界,2011(4):6—14.
- [21] Acemoglu, D., Carvalho, V. M., Ozdaglar, A. The Network Origins of Aggregate Fluctuations[J]. Econometrica, 2012, 80(5): 1977—2016.
- [22] Fabbri, D., Klapper, L. F. Bargaining Power and Trade Credit[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 41(12): 66—80.
- [23] Brogaard, J., Li, D., Xia, Y. Stock Liquidity and Default Risk[J]. Journal of Financial Economics, 2017, 124(3): 486—502.
- [24] 金龙,丁志国,丁垣竹.地缘网络中债务违约会加剧企业投资不足吗? [J].中央财经大学学报,2022(4):50—62.
- [25] Cunat, V. Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers[J]. Review of Financial Studies, 2007, 20(2):491—527.
- [26] 胡悦,吴文锋.商业信用融资和我国企业债务的结构性问题[J].经济学(季刊),2022(1):257—280.
- [27] 李建军,马思超.中小企业过桥贷款投融资的财务效应——来自我国中小企业板上市公司的证据[J].金融研究,2017(3):116—129.
- [28] Dhaliwal, D., Judd, J. S., Serfling, M. Customer Concentration Risk and the Cost of Equity Capital[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, 61(1): 23—48.
- [29] 王红建,曹瑜强,杨庆,等.实体企业金融化促进还是抑制了企业创新——基于中国制造业上市公司的经验研究[J].南开管理评论,2017(1):155—166.
- [30] Stambaugh, R. F., Yu, J., Yuan, Y. The Short of It: Investor Sentiment and Anomalies[J]. Journal of Financial Economics, 2012, 104(2): 288—302.
- [31] 王京滨,李扬,张紫荆,等.商业信用融资对缓解企业风险的作用机制研究[J].管理学报, 2022(1):129—138.
- [32] 肖奎喜,王满四,倪海鹏.供应链模式下的应收账款风险研究——基于贝叶斯网络模型的分析[J].会计研究, 2011(11):65—71.
- [33] Helwege, J., Zhang, G. Financial Firm Bankruptcy and Contagion[J]. Review of Finance, 2016, 20(4): 1321—1362.
- [34] 孟庆斌,侯粲然,鲁冰.企业创新与违约风险[J].世界经济,2019(10):169—192.
- [35] 邵挺.金融错配、所有制结构与资本回报率:来自 1999~2007 年我国工业企业的研究[J].金融研究,2010(9):51—68.
- [36] 周煜皓,张盛勇.金融错配、资产专用性与资本结构[J].会计研究,2014(8):75—80.
- [37] 张伟华,毛新述,刘凯璇.利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗? [J].金融研究,2018(10):106—122.
- [38] 毛新述,叶康涛,张岷.上市公司权益资本成本的测度与评价——基于我国证券市场的经验检验[J].会计研

究,2012(11):12—22.

[39] 李云鹤,蓝齐芳,吴文锋.客户公司数字化转型的供应链扩散机制研究[J].中国工业经济,2022(12):146—165.

[40] 谭语嫣,谭之博,黄益平,胡永泰.僵尸企业的投资挤出效应:基于中国工业企业的证据[J].经济研究,2017(5):175—188.

[41] Altman, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4): 589—609.

[42] 刘斌斌,左勇华.金融错配影响技术创新的政府补贴效应分析——基于企业控股权性质差异视角[J].科研管理,2022(1):61—69.

[43] 樊纲,王小鲁,朱恒鹏.中国市场化指数:各地区市场化相对进程 2011 年报告[M].北京:经济科学出版社,2011:265—294.

[44] 王小鲁,樊纲,余静文.中国分省份市场化指数报告(2016)[M].北京:社会科学文献出版社,2021:223—237.

[45] 卞雨晨,高水文.跨境资本流入与实体企业金融化:风险规避还是资本逐利[J].金融监管研究,2024(7):16—35.

The Risk Spillover Effects of Financial Mismatch in a Supply Chain Perspective

LI Yang¹ TONG Menghua² CHU Cuicui³

- (1. School of Economics and Management, Xinjiang University, Urumqi 830046, China;
2. School of Economics, Dongbei University of Finance & Economics, Dalian 116025, China;
3. School of Business, Anhui University of Technology, Ma' anshan 243002, China)

Abstract: The effective allocation of financial resources is not only directly related to the ability of financial services to serve the real economy, but is also an important foundation for achieving high quality business development. Based on the data of listed companies in China's A-share market from 2008—2023. This paper systematically explores the impact and mechanism of financial mismatch on the risk of debt defaults of their upstream and downstream enterprises from the perspective of supply chain diffusion, in order to examine the risk spillover effect of financial mismatch. The results show that financial mismatch faced by enterprises significantly increase the debt default risk of their main suppliers and customers, resulting in significant risk spillover effects. Mechanism testing found that spillover effects mainly occur by squeezing the commercial credit of upstream and downstream enterprises. Further analysis reveals that the risk spillover effect of financial mismatch is more significant in enterprises with higher concentrations of suppliers and customers, as well as in regions with relatively backward economic development and low marketization level. In addition, the risk spillover effect of financial mismatch will further lead to the financial asset allocation behavior of upstream and downstream enterprises, thereby exacerbating the economic "de real to virtual". The research conclusion helps to provide policy support for effectively promoting financial system reform and resolving the systemic financial risk.

Key words: Financial Mismatch; Debt Default; Spillover Effect; Commercial Credit; Financialization of Enterprises

(责任编辑:郭 策)