

商业信用占用对占用企业绩效的影响研究^{*}

吕峻^①

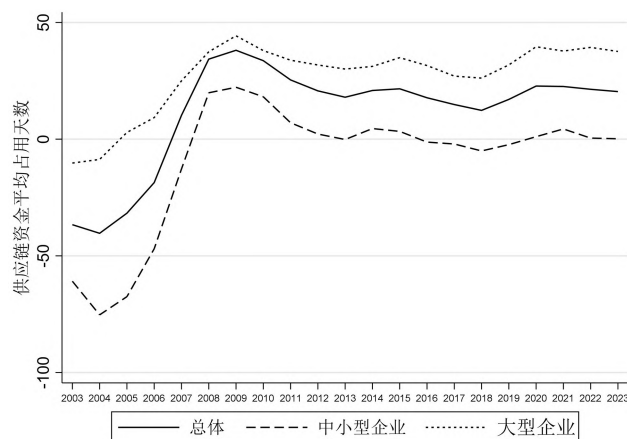
摘要:在理论分析的基础上,本文基于沪深北交易所上市的非金融类企业数据,实证验证了商业信用占用和占用企业绩效之间的倒“U”型关系。机制分析表明,商业信用占用主要通过交易成本、融资约束和代理成本渠道产生的收入增长效应、在职消费效应和融资成本效应对占用企业绩效产生非线性影响,未发现占用企业以价格机制补偿被占用企业资金损失的现象。上述结果表明,企业商业信用占用存在最优水平,过度占用供应链资金是企业内外部治理机制弱化的体现。研究建议,政府需从引导企业加强治理机制建设、降低中小企业维权成本等维度,优化企业账款拖欠问题的治理措施。

关键词:供应链资金 商业信用 价格补偿 账款拖欠

一、引言

以商业信用方式占用供应链上下游企业资金是许多企业特别是具有市场优势的大型企业的典型融资方式之一。根据我国上市企业统计数据,2007年后非金融类上市企业商业信用平均占用天数(上游付款天数和下游回款天数之差)由负转正(见图1),并迅速上升至20天左右,此后保持平稳。分企业规模来看,大型企业是商业信用占用的主体,平均占用天数接近40天且呈上升趋势。从微观层面来看,商业信用占用能够弥补金融体系不足,为占用企业提供灵活的生产经营资金。然而,过度占用不仅会加剧被占用企业的资金约束与财务风险,还可能对占用企业自身产生负面影响,如激化供应链矛盾、诱发代理问题等。从宏观层面来看,在经济景气度下降背景下,过度的商业信用占用容易导致企业财务风险沿供应链传导,加剧宏观经济风险并损害公平商业环境。作为我国经济运行中的长期问题,商业信用过度占用已成为中小企业发展的主要障碍。近年来,政府持续推进专项治理。2024年10月,中

共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》,进一步部署长效治理机制;2025政府工作报告也明确提出,要落实解决拖欠企业账款问题长效机制。在此背景下,探究商业信用占用对占用企业绩效的影响机制,不仅有助于深入理解账款拖欠的形成逻辑,更为政府优化治理政策、提升供应链资金配置效率提供了理论依据。



数据来源:作者根据国泰安数据库中上市企业数据统计所得。

图1 2003-2023年A股非金融类上市企业商业信用占用天数

^{*} 基金项目:中国社会科学院重大国情调研项目“中小型科技企业投融资状况调研”(2024GQZD007)。

^① 吕峻,中国社会科学院数量经济与技术经济研究所,研究员,研究方向:公司财务。

学术界针对商业信用占用与企业绩效^①的关系尚未达成共识。早期研究普遍认为,二者存在线性正向关联,如 Fisman (2002) 基于 44 个国家数据研究发现,在金融体系欠发达地区,较多使用商业信用融资的企业收入增长率更高。Su et al. (2011) 利用我国企业数据进一步验证了商业信用占用对企业绩效的积极作用。然而,近年来研究视角逐渐转向商业信用占用的潜在负面影响,尤其是过度占用对企业绩效的非线性抑制效应。Hoang et al. (2019) 研究发现,东亚国家上市企业的商业信用融资与企业盈利能力之间存在非线性关联。Baker et al. (2020) 基于印度企业数据发现,商业信用占用与企业绩效呈倒“U”型关系,即过低或过高的商业信用融资均会对企业的经营绩效产生不利影响。Mahmud et al. (2022) 对新兴经济体的研究进一步支持了商业信用融资与企业业绩的负相关关系。

鉴于现有研究结论的分歧及影响机制分析的局限性,基于最新数据对商业信用占用与企业绩效的关系展开研究具有重要价值。尽管上述文献已初步探讨了二者关系的作用路径,但对影响机制的系统性分析仍存不足。本文可能的贡献在于:其一,为商业信用占用与企业绩效的倒“U”型关系提供新的经验证据;其二,通过剖析交易成本、融资约束及代理成本等多维影响机制,为解释我国供应链账款拖欠的普遍现象及政府优化治理政策提供理论支撑。

二、理论分析与研究假设

商业信用占用虽与金融债务融资存在差异,但本质上同属债务融资范畴,二者在融资属性上具有共性。因而可基于传统资本结构理论,结合不对称信息理论与委托代理理论,剖析其对企业绩效的影响。

(一) 商业信用占用对企业绩效的正向影响

首先,商业信用占用具有信息传递价值,能够降低企业交易成本。根据现代资本结构理论,适度的商业信用占用能够向市场传递企业的积极信号。只有具备市场优势或产品竞争力的企业,才能获得

供应商和客户对其资质、产品质量的信任,从而实现供应链资金的长期占用。因此,一定范围内的商业信用占用不仅是企业竞争优势的体现,还能通过缩短与商业伙伴及金融机构间的信任距离,降低外部交易成本,助力企业捕捉市场机会。

其次,商业信用占用有利于快速缓解生产经营过程中的资金约束,帮助企业加快资金周转、扩大产能并抢占市场先机。企业可凭借市场或产品优势,通过设立“早收款、迟付款”的商业信用政策占用上下游企业的资金,且不必过度担忧适度资金占用导致的供应商和客户流失。对于客户和供应商来说,为维持与优势企业的合作,他们愿意让渡合理范围内的商业信用利益以换取其他好处。例如,供应商可通过商业信用扩大销售规模以获取效益,下游客户则可通过提前付款争取优质产品的经销权或供应保障。因此,商业信用占用虽属企业短期债务,但在正常经营中,企业可通过与众多上下游企业的贸易往来形成“资金池”效应,获取相对可观的稳定“浮游”资金,及时为资金周转和投资机会提供支持,减少对需要严格资质审查的正规金融机构的依赖。

最后,商业信用占用有利于降低企业代理成本。商业信用占用大多来自上游供应商的资金占用,企业对供应商的付款虽然不会像偿还金融负债那样严格,但对企业的清偿能力也有一定的刚性约束。当应付账款较多时,管理层为了维持企业的清偿能力,会慎重选择投资项目,以减少低效投资、缩减不必要的职务消费,从而降低企业的代理成本。

(二) 商业信用占用对企业绩效的负向影响

商业信用占用在支持企业经营和投融资方面虽有明显优势,但这种优势的发挥存在一定限度,过度占用会对企业绩效产生显著负向影响。

首先,过度的商业信用占用会损害企业形象,增加交易成本。若主要占用上游供应商资金,过长的付款期限会抵消供应商提供商业信用的收益,激化与

^① 除非有歧义,后文均表述为对企业绩效的影响。

供应商的矛盾, 损害企业对外合作形象 (Cuñat, 2007)。企业可能需要以价格折让或利息补偿的方式, 弥补对供应商的过长资金占用。若是对下游客户的资金占用, 过短的收款期或过高的预收款会导致客户资金压力过大, 降低其购货意愿, 阻碍产品推广和销售, 并可能需要通过价格折让补偿客户的资金成本 (Box et al., 2018)。因此, 过度占用易导致供应商和客户流失, 推高与商业伙伴的交易成本。

其次, 过度占用会增加代理成本。一定程度的负债可缓解股东与管理层的委托代理冲突, 但过度占用供应链资金可能会诱发代理问题 (Jensen, 1986)。在现金充裕时, 管理层可能因私利放松投资论证, 增加建造豪华办公大楼、乘坐高级交通工具等非效率投资和支出, 进而推高对有息负债的需求, 最终对企业绩效产生不利影响。苏宁电器、恒大地产等企业的经营失败案例显示, 其在正常经营期内过度占用供应链资金, 最终因盲目投资导致债台高筑, 陷入严重亏损和财务违约困境。

(三) 研究假设

基于以上分析, 商业信用占用作为金融债务融资的一种替代方式, 其对企业绩效的影响存在正向效应和负向效应。商业信用占用的净收益等于商业信用占用收益和商业信用占用成本之差。当商业信用占用在一定期限范围内时, 商业信用占用的收益会随着占用期限增加而上升, 此时占用成本处于较低水平。但是, 当商业信用占用超过一定期限范围时, 占用的边际收益会逐渐下降, 此时占用的边际成本会显著上升。当商业信用占用的边际收益和边际成本达到平衡时, 商业信用占用对企业绩效的影响处于最优水平。

因此, 本文假设: 商业信用占用和企业绩效之间存在倒“U”型关系。

三、商业信用占用对企业绩效影响的实证分析

(一) 样本选择

本文选取 2007–2023 年在沪深北交易所上市的 A 股非金融类企业为初始样本, 剔除数据严重缺失且

经营严重不正常的企业, 最终选取了 45323 个企业年度样本。为避免极端值影响, 所有财务数据做了上下 1% 缩尾处理。数据来源于国泰安数据库。

(二) 模型设计及变量说明

为避免不随时间变化因素的影响, 本文采用双向固定效应面板数据模型实证分析商业信用占用和企业绩效之间的关系, 具体模型见式 (1)。

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 NTC + \beta_2 NTC^2 + \gamma X_{i,t} + YearFE + FirmFE + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

模型 (1) 中, 被解释变量 ROA 是总资产报酬率, 用于衡量企业绩效 (回归时也采用净资产报酬率 ROE 度量企业绩效)。核心解释变量 NTC 为商业信用占用水平, 其计算方式为应付账款周转天数与应收账款周转天数之差。未单独采用应付账款指标度量商业信用占用, 是因为应付账款与应收账款在供应链资金占用中存在匹配关系。单独的应付账款指标无法全面反映企业实际可支配的供应链资金, 即对上游的资金占用需与对下游的资金占用相抵。 NTC^2 为商业信用占用的平方项。若 NTC 的系数 β_1 显著为正且平方项系数 β_2 显著为负, 则表明二者之间存在倒“U”型关系。为保证结论稳健性, 回归中同时采用另外两种方法度量商业信用占用, 具体细节详见稳健性分析部分。

根据已有文献和财务原理, X 为一组潜在影响企业绩效的控制变量, 包括财务和治理结构两种类型。财务结构类控制变量包括: 存货周转天数 (DIW)、公司规模 ($Size$)、固定资产占比 ($FixedA$)、资产负债率 (Lev)。治理结构类控制变量包括: 控股股东持股比例 ($ContrshrP$) 和管理层持股比例 ($Mngmhldn$)。

(三) 实证结果

表 1 是模型 (1) 的回归结果。其中, 列 (1) 是按照应付账款和应收账款周转天数之差度量的商业信用占用 (NTC) 与企业绩效的回归结果。可以看出, NTC 在 1% 水平上显著为正, NTC^2 在 1% 水平上显著为负, 这一实证结果验证了本文理论假设。列 (2) (3) 是采用另外两种方式度量商业信用占用

的回归结果，列（4）是采用 *ROE* 指标度量企业绩效的回归结果。可以看出，替换因变量和解释变量后的回归结果同样支持本文的理论假设。

表 1 商业信用占用与企业绩效关系的实证分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
变量	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>
<i>NTC</i>	0.0612*** (9.31)	0.0298*** (6.51)	19.4800*** (12.24)	0.1196*** (6.32)
<i>NTC</i> ²	-0.0028*** (-16.73)	-0.0010*** (-10.61)	-8.2526*** (-3.51)	-0.0034*** (-8.79)
<i>DInv</i>	-1.0123*** (-12.87)	-1.0320*** (-12.71)	-0.9973*** (-12.80)	-1.6944*** (-6.48)
<i>FixedA</i>	0.1284 (0.25)	0.1287 (0.25)	1.2785* (2.33)	3.0190 (1.93)
<i>Size</i>	1.0744*** (9.12)	1.1316*** (9.53)	1.1990*** (9.46)	3.1926*** (8.06)
<i>Lev</i>	-2.8360*** (-9.11)	-2.7187*** (-8.78)	-7.0206*** (-18.84)	-4.7835*** (-4.50)
<i>ContrshrP</i>	0.0551*** (8.16)	0.0551*** (8.15)	0.0476*** (6.86)	0.1636*** (8.54)
<i>Mngmhltn</i>	0.0657*** (11.42)	0.0672*** (11.67)	0.0635*** (9.90)	0.1301*** (7.89)
常数项	-13.6223*** (-5.46)	-14.8381*** (-5.88)	-17.8790*** (-6.70)	-54.3453*** (-6.45)
个体和年度	控制	控制	控制	控制
N	41194	41307	36552	41118
adj. R ²	0.122	0.114	0.127	0.063

注：①括号中为 *T* 值，* 代表 10% 显著性水平，** 代表 5% 显著性水平，*** 代表 1% 显著性水平，下表同。②列（1）是 *NTC* 用应付账款周转天数和应收账款周转天数之差度量的回归结果；列（2）是 *NTC* 以包括了预付和预收款度量账款周转天数之差的回归结果；列（3）是 *NTC* 以商业信用占用占总资产比重度量的回归结果；列（4）是因变量为 *ROE* 的回归结果。

四、稳健性检验

（一）替换解释变量

企业与供应商的款项往来除应付账款外还包括预付账款，与下游客户的款项往来除应收账款外还包括预收账款。因此，本研究在应付账款、应收账款基础上，加入预付账款和预收账款，计算企业对上下游企业的账款周转天数之差，以此度量商业信用占用。同时，鉴于商业信用占用和企业绩效的理

论分析主要从资本结构理论角度出发，也采用商业信用占用规模占总资产比重度量商业信用占用。两种不同方式度量商业信用占用的回归结果见表 1 列（2）和列（3）。

（二）工具变量法回归

由于商业信用占用和企业绩效之间可能存在互为因果导致的内生性问题，为降低内生性对回归结果的影响，本研究采用不包括个体的同年度、同行业企业的商业信用占用及其平方项均值作为工具变量，进行两阶段工具变量最小二乘法（2SLS）回归。结果依然支持本文理论假设，回归结果略。

（三）门槛效应检验

鉴于商业信用占用及其平方项高度相关可能产生共线性问题，本研究进一步采用门槛效应模型分析商业信用占用对企业绩效的非线性影响。根据理论分析，商业信用占用上升对企业绩效的影响最初为正，当商业信用占用天数达到门槛值时，其对企业绩效的影响可能会变弱或转为负向，门槛效应模型见式（2）。

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 NTC(NTC \leq NTC^*) + \beta_2 NTC(NTC > NTC^*) + \gamma X_{i,t} + YearFE + FirmFE + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型（2）变量含义同模型（1）。代入样本数据后，门槛效应检验结果见表 2，门槛效应模型回归结果见表 3。可以看出，商业信用占用对企业绩效的影响具有单门槛效应，这与二者的倒“U”型关系结论完全一致，单门槛值为 71 天。尽管双门槛效应不显著，但其回归结果仍具有一定的经济意义。根据双门槛效应回归结果，商业信用占用天数在 39 天以下时，对企业绩效有显著正向影响；超过 39 天时，虽有正向影响但程度减弱；超过 79 天时则产生负向影响。按对应分位数估算，约 30% 的企业（39 天对应样本企业商业信用占用天数分位数为 70%）其商业信用占用对绩效的提升作用不显著甚至为负。

表 2 商业信用占用和企业绩效门槛效应检验

	门槛值	门槛值换算*	门槛效应检验 F 值	门槛效应检验 P 值
单门槛检验	7.083	71	124.67	0.000
双门槛检验	7.916	79	11.11	0.157
	3.886	39		

注：考虑到量纲对回归系数的影响，回归时将商业信用占用天数缩小为十分之一，因此对回归所得门槛值进行了换算。

表 3 商业信用占用和企业绩效门槛效应回归结果

	单门槛效应	双门槛效应
变量	ROA	ROA
NTC (0)	0.1806*** (4.71)	0.2072*** (4.69)
NTC (1)	-0.0439* (-1.84)	0.0754 (1.63)
NTC (2)		-0.0570* (-2.29)
控制变量	控制	控制
个体和年度	控制	控制
N	5525	5525
adj. R ²	0.099	0.101

注：由于面板门槛效应回归需要无数据缺失的平衡面板数据，样本量减少较多。

五、商业信用占用对企业绩效影响的机制分析

在理论分析基础上，本文选取财务指标实证检验了商业信用占用对企业绩效的影响机制。从财务视角看，商业信用占用可能通过以下路径作用于企业绩效：

第一，收入增长效应。适度的商业信用占用可通过降低交易成本、缓解融资约束及促进高效投资，推动收入增长；但过度占用会提升交易成本并增加低效投资概率，抑制收入增长。

第二，毛利效应。在一定期限内，上下游企业基于合作利益不会要求调整价格以弥补资金占用成本，此时商业信用占用可通过收入规模效应提高毛利率。但是，若占用期限超出合理范围，将激化上下游企业矛盾，其可能要求调整价格以弥补资金占用成本，进而对毛利率产生负向影响。

第三，在职消费效应。适度的商业信用占用有

助于发挥负债治理效应，减少管理层非必要在职消费；但过度占用导致管理层可支配现金资源过剩时，可能诱发更多私人消费。本文采用“(管理费用-管理层薪酬)/营业收入”度量在职消费。

第四，融资成本效应。适度的商业信用占用可减少对金融性资金的需求并降低融资利率，从而降低融资成本；过度占用则因代理问题引发低效投资，增加外部资金需求，且交易成本和负债率上升会推高融资价格。本文采用“财务费用/营业收入”度量融资成本。

基于上述分析，本研究将模型(1)因变量替换为收入增长率(*RRev*)、毛利率(*Gross*)、在职消费(*Perks*)和融资成本(*FC*)，以检验商业信用占用的影响机制。其中，收入增长和毛利率为企业绩效正向指标，若效应成立，商业信用占用平方项(*NTC*²)应负向显著(倒“U”型关系)；在职消费和融资成本为负向指标，若效应成立，*NTC*²应正向显著(“U”型关系)。由于四个机制变量均为财务绩效组成部分，其与企业绩效的逻辑关系明确，故文中未报告其与企业绩效的回归结果。

表 4 商业信用占用与机制(渠道)变量的实证分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(4.1)	(4.2)
变量	<i>RRev</i>	<i>Gross</i>	<i>Perks</i>	<i>FC</i>	<i>Log</i> (有息债务)	利息费用/ 有息负债
<i>NTC</i>	0.3598*** (7.52)	0.1964*** (10.40)	-0.0582*** (-4.15)	-0.0423*** (-4.45)	-0.0110*** (-8.94)	-0.0003 (-1.68)
<i>NTC</i> ²	-0.0269*** (-16.13)	-0.0001 (-0.09)	0.0084*** (17.15)	0.0041*** (13.20)	0.0001*** (4.25)	0.0000* (2.04)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
个体和年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	42892	42892	42892	42892	36387	37402
adj. R ²	0.287	0.074	0.236	0.127	0.478	0.020

商业信用占用及其平方项对四个机制变量影响的实证结果见表4。从列(1)-(4)可以看出，除毛利效应外，收入增长、在职消费和融资成本效应对应的*NTC*²系数均在1%水平上显著，且符号与理论分析一致，表明这三条机制路径成立。表4列(2)显示，商业信用占用(*NTC*)一次项对毛利率

的影响显著为正,但二次项未达显著性水平,说明即使商业信用占用过度增加,也未对毛利率产生明显负向影响。

融资成本效应由有息负债的规模效应和融资价格效应构成。将融资成本效应分解为融资规模效应(有息负债绝对值取对数)和融资价格效应(利息费用/有息负债)并重新进行回归,结果见表4列(4.1)和(4.2)。回归结果显示,融资成本效应主要由融资规模效应驱动。

六、结论和政策启示

本文从理论层面探讨了商业信用占用与企业绩效的倒“U”型关系,并通过实证分析验证了该关系。门槛效应分析显示,占用期限最长的30%样本企业中,商业信用占用对其绩效的促进作用不显著甚至为负。通过将交易成本、代理成本和融资约束的理论机制量化为财务指标分析发现,商业信用占用对企业绩效的非线性影响主要通过收入增长效应、在职消费效应和融资成本效应传导。实证结果表明,过度占用商业信用未导致企业毛利率下降,这反映出在我国当前经济环境下,供应链弱势企业难以通过价格机制要求占用方补偿资金过度占用成本。因此,商业信用占用对企业存在最优水平,过度占用会对企业自身产生负面影响。在当前市场环境下,这种负面影响主要体现为占用企业的代理问题,而非其通过占用其他企业资金提升绩效的结果,供应链弱势企业难以通过自身力量争取过度占用的利益补偿。

本文研究对于政府进一步完善治理企业账款拖欠问题的政策具有一定的启示意义。为应对中小企业账款拖欠问题,2018年以来,政府相继修订或出台了《中华人民共和国中小企业促进法》《保障中小企业款项支付条例》等政策,并组织实施了多项全国和地方性的清欠专项行动,取得了一定成效。然而,全社会的账款拖欠问题仍时有反复。2024年10月出台的《关于解决拖欠企业账款问题的意见》和

2025年政府工作报告对这一问题提出了新的治理措施和要求。为建立治理企业账款拖欠的长效机制,政府需从大型企业治理机制建设和中小企业维权能力不足两方面进一步完善政策措施。在大型企业治理机制建设方面,政府应采取修订国有企业负责人考核办法和上市公司治理准则等措施,引导大型企业在治理机制中加入对管理层商业付款行为的考核条款,督促管理层在商业贸易中遵守商业契约,防止其因私利过度占用其他企业资金而损害企业长远发展利益。在中小企业维权能力不足方面,政府应采取措施进一步降低中小企业的维权成本,具体措施包括:一是借鉴欧盟等经济体的经验,清晰界定逾期付款行为的界限和付款期限,约束大型企业的“软违约”行为,必要时可设置逾期付款自动罚金制度;二是设立专门机构,负责调查、披露、评价和监督大型企业的商业信用行为,利用行政、舆论等手段促进大型企业建立及时付款的商业信用文化。

参考文献:

- Baker H K, Pattnaik D, Kumar S. Trade credit and firm profitability: Empirical evidence from India [J]. *International Journal of Finance & Economics*, 2020 (11): 1-20.
- Box T, Davis R, Hill M, et al. Operating performance and aggressive trade credit policies [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2018 (89): 192-208.
- Cuñat V. Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers [J]. *The Review of Financial Studies*, 2007, 20 (02): 491-527.
- Fisman R. Trade Credit, Financial Intermediary Development and Industry Growth [R]. NBER Working Papers, 2002.
- Hoang H C, Xiao Q, Akbar S. Trade credit, firm profitability, and financial constraints: Evidence from listed SMEs in East Asia and the Pacific [J]. *International Journal of Managerial Finance*, 2019, 15 (05): 744-770.
- Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers [J]. *American Economic Review*, 1986, 76 (02): 323-329.
- Mahmud A A, Miah M S, Bhuiyan M R U. Does Trade Credit Financing Affect Firm Performance? Evidence from an Emerging Market [J/OL]. *International Journal of Financial Studies*, 2022, 10 (04): 85.
- Su J, Sun Y. Informal finance, trade credit and private firm performance [J]. *Nankai Business Review International*, 2011 (02): 383-400.