

上下游企业议价能力、产品独特性与企业商业信用

——来自中国制造业上市公司的经验证据

肖作平^{1,2} 刘辰嫣²

(1.杭州电子科技大学会计学院, 浙江 杭州 310018; 2.西南交通大学经济管理学院, 四川 成都 610031)

摘要: 本文采用2009~2015年中国A股制造业上市公司非平衡面板数据, 实证检验了上下游企业议价能力、产品独特性对企业商业信用的影响, 以及上下游企业议价能力和企业商业信用之间的关系如何受产品独特性的影响。研究发现: (1) 客户和供应商议价能力越强, 企业提供的商业信用越多且获取的商业信用越少。(2) 产品独特性越强, 企业提供且获取的商业信用越多。(3) 产品独特性对客户议价能力与企业提供的商业信用之间的关系具有正向调节作用, 对供应商议价能力与企业获取的商业信用之间的关系具有负向调节作用。

关键词: 议价能力; 产品独特性; 商业信用

Abstract: Based upon the unbalanced panel data of Chinese listed companies in manufacturing industry from 2009 to 2015, this paper investigates the impact of bargaining power of upstream and downstream firms and product distinctiveness on the trade credit, and how the product distinctiveness affects the relationship between bargaining power of upstream and downstream firms and trade credit. The empirical results indicate that: (1) the stronger the bargaining power owned by the customers and suppliers is, the more trade credit is provided and the less trade credit is obtained by the firms. (2) the more distinctive the product is, the more trade credit is provided and obtained by the firms. (3) as the product distinctiveness intensifies, the relationship between customers' bargaining power and the provision of trade credit will be strengthened, while the relationship between suppliers' bargaining power and the obtained trade credit will be weakened.

Key words: bargaining power, product distinctiveness, trade credit

作者简介: 肖作平, 博士后, 杭州电子科技大学特聘教授, 西南交通大学经济管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司财务、公司治理。刘辰嫣, 女, 西南交通大学经济管理学院博士生, 研究方向: 公司财务、公司治理。

中图分类号: F230 **文献标识码:** A

引言

商业信用是企业销售产品时延期收取货款而提供给客户的短期信用, 作为一种重要的融资工具, 商业信用在全世界范围内得到了广泛应用。以往的文献主要从企业的经营性动机和短期融资动机两个角度对商业信用的供给进行研究(刘民权等, 2004)^[26]。前者主要包含降低交易成本动机理论(Ferris, 1981)^[12]、价格歧视理论(Brennan et al., 1988)^[3]、质量保证假说(Long et al., 1993)^[15]; 后者主要包含融资比较优势理论(Petersen和Rajan, 1997)^[19], 信贷

配给理论(Petersen和Rajan, 1994, 1995)^{[17] [18]}。近年来, 随着非财务利益相关者理论的发展, 部分学者开始关注供应链关系对企业商业信用的影响(Banerjee et al., 2004; 王雄元等, 2015)^{[1] [30]}。然而, 以往学者较少同时考虑企业与供应商、客户间关系对商业信用的影响。供应商和客户集中度是供应链关系的重要特征, 供应商和客户集中度产生的议价能力会对企业商业信用的获取与供给产生显著影响。当企业向单个或较少客户销售产品时, 企业对主要客户的依赖程度较高, 若主要客户中断交易或与企业竞争对手建立联盟, 企业的经营与财务状况会

受到严重的负面影响(Maksimovic和Titman, 1991)^[16]。此时,主要客户会凭借自身议价能力,要求上游企业提供更多商业信用。上游企业也愿意向主要客户提供更多商业信用以锁定现有客户。当企业从单个或较少供应商处采购原材料时,供应商拥有较强的议价能力,并在双方关系中处于主导地位,为保护自身流动性,处以强势地位的供应商降低为下游企业提供商业信用的意愿。

商业信用作为供应链企业间的信贷契约,会受到企业产品性质的影响(Giannetti et al., 2011)^[14]。产品独特性增加了客户和供应商之间的相互依赖程度。购买独特产品的客户依赖供应商提供的后续服务,生产独特产品的供应商也依赖客户为其带来的后续服务收入,此时两者密切程度增加,紧密关系使得客户更关注与供应商的长期合作关系(Titman和Wseesls, 1988)^[22]。此时,供应商通过提供商业信用进行关系承诺,从而降低供应商破产引发的客户经营损失,表达企业与客户保持长期稳定关系的意愿。此外,当企业生产独特性较强的产品时,供应商与客户会针对独特性产品进行关系专用性投资(Titman, 1984)^[21]。关系专用性投资是指合作成员为了使双方的合作关系强化而进行的相关投资。关系专用性投资越多,产品的独特性越强,客户因采购独特原材料而获取的收益越高。然而,由于交易双方信息的不完全性,下游客户无法观测到上游企业的关系专用性投资水平以及生产产品的质量,从而不愿意立即支付货款,此时的商业信用作为解决供应商投资不足问题的有效工具,可以降低供应链双方因信息不对称产生的道德风险(Dass et al., 2015; 程新生和程菲, 2016)^{[7] [25]}。

基于此,本文以2009~2015年我国A股制造业上市公司的非平衡面板数据为样本,对上下游企业议价能力、产品独特性与商业信用的关系进行实证检验。检验发现,客户议价能力越强,企业提供的商业信用越多;供应商议价能力越强,企业获取的商业信用越少。产品独特性越强,企业提供与获取的商业信用越多,并且,产品独特性对客户议价能力与商业信用之间的关系具有正向调节作用,对供应商议价能力与商业信用之间的关系具有负向调节作用。

本文的贡献在于:第一,现有文献主要侧重于从企业与客户间关系或企业与供应商间关系的一个角度出

发,研究供应链关系对商业信用的影响。本文同时考虑企业与客户、供应商间议价能力对商业信用的影响,有助于全面厘清上下游企业间相对谈判能力与商业信用的重要关系;第二,不同产品性质的生产商提供与获取商业信用的数量存在显著差异,独特性产品由于涉及到较高的转移成本以及关系专用性投资,其生产商提供与获取的商业信用要显著高于生产标准化产品生产商的商业信用。本文重点分析了产品独特性程度对商业信用的影响,以及产品独特性对议价能力与商业信用间关系的调节作用,拓展了商业信用的相关文献。

理论分析与研究假设

一、上下游企业议价能力与商业信用

客户与供应商作为企业重要的非财务利益相关者,会对企业的生产经营和财务决策产生重要影响。商业信用的竞争性假说认为,商业信用可被视为一种市场竞争手段,当产品市场竞争十分激烈时,客户更容易寻找到新的替代供应商,此时的供应商为锁住现有客户被迫提供大量商业信用(Fisman和Raturi, 2004; Van Horen, 2007)^{[13] [23]}。商业信用的买方市场理论认为,商业信用的普遍存在可能与强势客户有关,那些融资无约束、信用好的企业可以通过利用商业信用,低成本地获取供应商的流动性(Fabbri和Menichini, 2010)^[10]。国内外已有部分学者对商业信用的市场竞争假说和买方市场理论进行研究。如余明桂和潘红波(2010)^[31]、Dass et al.(2015)^[7]、Fabbri和Klapper(2016)^[11]研究发现,市场地位低的企业会提供更多商业信用以及更为优惠的条款作为市场竞争的手段,而处于垄断地位的供应商很少向客户提供商业信用。陆正飞和杨德明(2011)^[27]研究发现在货币政策宽松期,商业信用的大量存在符合买方市场理论。由此看出,企业的市场地位越高,企业提供的商业信用越少且获取的商业信用越多。

企业的议价能力是指谈判双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(Schelling, 1956)^[20]。它是衡量企业市场地位与市场竞争能力的核心。在一对多的关系中,处于优势地位的是数量较少的一方(Dowlatsahi, 1999)^[9]。这意味着,当企业向单个或较少客户销售产品时,若主要客户中断交易或与企业竞

争对手建立联盟,企业的经营与财务状况会受到严重的负面影响(Maksimovic和Titman, 1991)^[16]。此时,处于强势地位的客户可能要求上游企业提供更多长期的商业信用以获取供应商的流动性。同时,为了防止客户流失,依赖程度和转移成本较高的企业愿意向下游客户提供更多商业信用以锁定现有客户。类似地,当企业从单个或较少供应商处采购大量原材料时,企业对供应商的依赖程度和转移成本较高,供应商拥有较强的议价能力,此时客户的转移对供应商产生的威胁较小,供应商会降低提供商业信用来锁住客户的意愿。综上所述,客户和供应商的议价能力对企业商业信用的供给与获取产生重要影响,具体而言,客户议价能力越强,企业提供的商业信用越多;供应商议价能力越强,企业获取的商业信用越少。由此提出假设H1:

H1: 在其他条件不变的情况下,企业的客户/供应商议价能力越强,企业提供的商业信用越多且获取的商业信用越少。

二、产品独特性与商业信用

企业在提供产品的过程中,通过投入不同程度的研发费用创造出与其他同类产品相区别的独特性产品,不同的产品类型导致企业提供与获取的商业信用数量存在显著差异。产品独特性增加了客户和供应商之间的依赖程度。购买独特性产品的客户依赖供应商提供的专用零部件以及售后维修服务,生产独特性产品的供应商也依赖客户为其带来的专用零部件销售收入和售后维修服务收入(Titman和Weesels, 1988)^[22]。然而,依赖关系是把双刃剑,既可能让双方通过稳定合作关系获利,也可能让彼此因较高的转换成本面临经营风险。当企业生产产品的独特性较强时,产品的独特性使得产品的受众面小,若失去现有客户,供应商可能因找不到合适的买家而贱卖产品从而损失利润(Burkart和Ellingsen, 2004)^[4]。同时,产品的独特性使得产品可替代程度降低,此时若客户违约,客户将为转换供应商提供高昂成本(Cunat, 2007; Giannetti et al., 2011)^{[6] [14]}。因此,生产独特性产品的供应商与客户将建立更为牢固的合作关系,紧密关系使得客户更关注与供应商的长期合作关系,此时的供应商愿意通过提高商业信用进行关系承诺,表达企业与客户保持长期稳定合作关系的意愿。此外,当企业生产独特

性较强的产品时,供应商与客户会针对独特性产品进行关系专用性投资(Titman, 1984)^[21]。然而,由于交易双方信息的不完全性,下游客户无法观测到上游企业的关系专用性投资水平以及生产产品的质量,为了降低自身风险,下游客户会迫使上游企业提供商业信用。若上游企业提供的产品质量符合预期,交易双方共同获取关系专用性投资产生的收益,客户会按时偿还商业信用;若产品质量不符合预期,下游客户可以通过拒绝支付商业信用以减小自身损失。此时的商业信用可被视为降低供应商投资不足或产品质量问题的有效工具,降低供应链双方因信息不对称产生的道德风险(Dass et al., 2015; 程新生和程菲, 2016)^{[7] [25]}。

独特性产品通常是由企业特殊的生产工艺或独特的原材料产生的。大量的研发费用伴随着复杂的生产工艺技术。当企业的生产工艺较为复杂时,企业需要针对复杂工艺采购专用性原材料,此时企业采购原材料的独特性较强(Cunat, 2007)^[6]。因此,企业投入的大量研发费用不仅意味着企业生产独特性产品,同时也代表企业采购独特性较强的原材料。独特的产品与原材料增加了供应商、企业自身与客户间的转换成本,各企业的违约动机被大大降低,企业与供应商和客户间的关系更加紧密,相互信任度增大,此时,提供独特原材料的供应商愿意提高商业信用,表达与客户保持长期稳定合作关系的意愿。与此同时,采购独特原材料的企业会担心供应商的关系专用性投资水平以及生产产品的质量达不到预期标准,从而要求更多商业信用以降低自身风险。综上所述,产品独特性越强的企业,其提供给客户或从供应商处获取的商业信用越多。据此,本文提出假设H2:

H2: 产品的独特性越强,企业获取且提供的商业信用越多。

三、产品独特性、上下游企业议价能力与商业信用

先前实证文献研究表明,企业生产产品的性质是影响供应商和客户间关系的重要因素。Fisman和Raturi(2004)^[13]研究表明,当企业销售标准化产品时,由于较低的转换成本增大了客户违约的机会主义行为动机,即使客户议价能力很强,供应商可能会因担心客户恶意拖欠欠款或因不佳的财务状况而没有及时还贷的能力,从而降低提供商业信用的意愿。然而,当企业生产

独特性产品时，客户与供应商由于高昂的转换成本降低了违约动机，此时供应商与客户间相互依赖程度更高，合作关系更为牢固(Giannetti et al., 2011)^[14]。与此同时，当企业生产独特性产品时，客户与供应商会针对交易的独特性产品进行关系专用性投资。关系专用性投资需要制造专有化资产以完成交易，这种资产之所以具有专用性是因为资产的价值体现在交易中，一旦交易中断，资产的利用价值将大幅降低(Williamson, 1975)^[24]。对供应链企业而言，关系专用性投资的价值取决于合作伙伴的未来前景，合作伙伴未来经营前景越好，企业从关系专用性投资中获取的未来收益越高。一旦一方因财务问题被迫违约，将会对另一方的关系专用性投资造成损失。在这种情况下，客户恶意拖欠供应商债款的动机降低，供应商会向集中度高的客户提供更多商业信用。同理，拥有较强议价能力的供应商也不会只顾自身利益而不考虑下游客户的财务状况，由于关系专用性投资，若下游客户处于财务困境将直接影响生产独特性产品供应商获取的利益(Titman和Wessels, 1988)^[22]。因此，当企业生产独特性产品时，具有较强议价能力的供应商愿意向下游企业提供商业信用以确保下游企业的流动性。综上所述，产品独特性对上下游企业议价能力与商业信用间关系产生调节作用，当企业生产产品独特性较高时，客户议价能力与企业提供商业信用间的正相关关系更强；供应商议价能力与企业获取商业信用的负相关关系更弱。据此，本文提出假设H3a和H3b：

H3a：产品独特性对客户议价能力与企业提供商业信用之间的正相关关系产生正向调节作用。

H3b：产品独特性对供应商议价能力与企业获取商业信用之间的负相关关系产生负向调节作用。

研究设计

一、研究样本选取和数据来源

本文以2009~2015年间我国沪、深两市的A股制造业上市公司为研究对象。之所以仅选择制造业，主要是因为不同行业的客户和供应商集中度存在较大差异，这可能导致样本的可比性较差，为了消除行业的影响因素，本文采用现有文献的普遍做法(Banerjee et al., 2008；唐跃军，2009)^{[2] [28]}，对制造业上市公司进行研究。本文

选择2009年作为起始样本，主要原因是制造业上市公司从2009年才开始较大规模的披露前五大客户和供应商信息。研究样本按照如下标准进行了筛选：(1)剔除*ST、ST、S*ST、PT类上市公司；(2)剔除样本期间行业发生变化的公司；(3)剔除相关变量数据不全的公司；(4)为了降低异常值的影响，将所有连续变量进行上下1%的Winsorize处理。本文的研究数据来源于：(1)国泰安数据库；(2)Wind数据库。数据处理采用STATA12.0进行。

二、变量定义与测度

1. 企业商业信用

本文的商业信用包括企业向下游企业提供的商业信用、企业从上游企业处获取的商业信用两类。借鉴现有文献的普遍做法(Cunat, 2007; Giannetti et al., 2011)^{[6] [14]}的做法，本文采用应收账款/期末总资产表示企业向下游企业提供的应收款项；采用应付账款/期末总资产表示企业从上游企业获取的应付款项。

2. 上下游企业议价能力

本文参考Banerjee et al.(2008)^[2]、Dhaliwal et al.(2016)^[8]、Campello和Gao(2017)^[5]的做法，使用企业向主要客户的销售比例和主要客户赫芬达尔指数度量下游企业的议价能力，同时使用主要供应商采购比例和主要供应商赫芬达尔指数度量上游的议价能力。然而，由于我国年报关于客户和供应商信息的披露并不具体，证监会仅要求上市公司披露前五大客户的销售占比和前五大供应商的采购占比。因此，本文使用的企业向主要客户的销售比例表示为前五大客户销售金额合计占总销售额的比例，主要客户赫芬达尔指数表示为前五大客户营业收入比例的平方和；企业从主要供应商处采购比例表示为企业前五大供应商的采购金额合计占总采购金额的比例，主要供应商赫芬达尔指数表示为前五大供应商采购金额比例的平方和。

3. 产品独特性

产品独特性是企业进行产品创新，追求产品差异化和品牌资产的结果。企业投入研发费用的多少可以反映产品独特性的强弱，当企业投入大量研发费用时，企业生产产品的替代性减小，被复制的可能性降低，因此，产品独特性的程度可用企业投入的研发费用衡量。借鉴Titman和Wessels(1984)^[21]、Dass et al.(2015)^[7]的研究成

果，本文采用研发费用与年初总资产的比值衡量企业产品独特性的程度。

4. 其他控制变量

参照余明桂和潘红波(2010)^[31]、张新民等(2012)^[32]及其他相关研究，本文控制了企业年龄AGE、企业规模SIZE、资产收益率ROA、有形资产比率TANG、资产负债率LEV、银行借款BANK、行业竞争程度HHI、经营活动现金流量水平CF、企业成长性GROWTH等可能对企业商业信用产生影响的因素。此外，本文还通过引入年度和行业虚拟变量以分别控制年度和行业的相关影响。变量的具体定义和度量见表1。

三、研究方法与研究模型

本文构建了以下三个实证检验模型，通过F检验、LM检验和Hausman检验对非平衡面板数据回归模型的设定形式进行判定，本文最终确定采用固定效应估计来研究上下游企业议价能力、产品独特性与商业信用间的关系，其中模型(1)用来验证假设1，模型(2)用来验证假设2，模型(3)用来验证假设3。本文将分别就应收款项与客户议价能力以及应付款项与供应商议价能力间的关系进行独立检验。

$$AR_{it}(AP_{it}) = \alpha_0 + \beta_1 CBP_{it}(SBP_{it}) + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 BANK_{it} + \beta_8 HHI_{it} + \beta_9 CF_{it} + \beta_{10} GROWTH_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it} \quad (1)$$

表1 研究变量定义

变量名称	变量符号	变量定义
企业与客户之间的信用往来	AR _{it}	应收账款/期末总资产
企业与供应商之间的信用往来	AP _{it}	应付账款/期末总资产
客户议价能力	CBP1 _{it}	企业前五名客户的合计销售额/年度销售总额
	CBP2 _{it}	$\sum(x_i/X)^2$ ，其中x _i 表示前五大客户i的营业收入，X表示企业的年营业收入
供应商议价能力	SBP1 _{it}	企业前五名供应商的合计采购总额/年度采购总额
	SBP2 _{it}	$\sum(y_j/Y)^2$ ，其中y _j 表示前五大供应商j的采购额度，Y表示企业的年采购总额
产品独特性	SP _{it}	研发费用/期初总资产
年龄	AGE _{it}	企业成立年数的自然对数
规模	SIZE _{it}	企业总资产的自然对数
资产收益率	ROA _{it}	净利润/总资产
有形资产比率	TANG _{it}	固定资产/总资产
资产负债率	LEV _{it}	总负债/总资产
银行借款	BANK _{it}	(长期借款+短期借款)/总资产
行业竞争程度	HHI _{it}	赫芬达尔指数，(企业营业收入/行业内各企业的总营业收入) ²
经营活动现金流	CF _{it}	经营活动现金流/总资产
企业成长性	GROWTH _{it}	(本期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入

$$AR_{it}(AP_{it}) = \alpha_0 + \beta_1 SP_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 BANK_{it} + \beta_8 HHI_{it} + \beta_9 CF_{it} + \beta_{10} GROWTH_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$AR_{it}(AP_{it}) = \alpha_0 + \beta_1 CBP_{it}(SBP_{it}) + \beta_2 SP_{it} + \beta_3 CBP_{it} \times SP_{it}(SBP_{it} \times SP_{it}) + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TANG_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 BANK_{it} + \beta_{10} HHI_{it} + \beta_{11} CF_{it} + \beta_{12} GROWTH_{it} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it} \quad (3)$$

其中：i代表第i家样本公司，t代表第t年，α为截距项，β为解释变量和控制变量的回归系数，ε为随机误差项。AR_{it}是企业向客户提供的商业信用，即应收款项；AP_{it}是企业从供应商处获取的商业信用，即应付款项；CBP_{it}是客户议价能力，其中包括CBP1_{it}和CBP2_{it}；SBP_{it}是供应商议价能力，其中包括SBP1_{it}和SBP2_{it}；SP_{it}是产品独特性；CBP_{it}×SP_{it}是客户议价能力与企业产品独特性的交乘项；SBP_{it}×SP_{it}是供应商议价能力与企业产品独特性的交乘项；其余变量为各控制变量。

实证结果与分析

一、主要变量的描述性统计

表2报告了各主要变量的描述性统计。

从表2可见，企业与客户间商业信用往来的最大值与最小值分别为0.413、0.001，极差较大，这说明不同上市公司之间提供商业信用的数额存在较大差异。企业与供应商间商业信用往来的平均值和中位数均小于企业与客户间的商业信用往来，说明样本企业向下游企业提供的商业信用额度高于企业获取的商业信用额度。主要客户销售比例的均值为0.293，最大值为0.889，最小值为0.034，主要客户赫芬达尔指数的均值为0.042，最大值为0.976，最小值趋近于0，说明样本企业整体客户集中度不高，不同企业客户分布具有较大差异，样本企业中存在部分企业完全没有大客户但部分企业严重依赖大客户的情况。主要供应商采购比例的均值为0.345，最大值为0.895，最小值趋近于0，主要供应商赫芬达尔指数的均

表2 主要变量描述性统计

变量符号	均值	标准差	最小值	25分位数	中位数	75分位数	最大值
AR _{it}	0.127	0.094	0.001	0.051	0.111	0.180	0.413
AP _{it}	0.091	0.059	0.008	0.047	0.079	0.121	0.296
CBP1 _{it}	0.293	0.190	0.034	0.150	0.244	0.393	0.889
CBP2 _{it}	0.042	0.077	0	0.005	0.015	0.042	0.976
SBP1 _{it}	0.345	0.191	0	0.206	0.308	0.456	0.895
SBP2 _{it}	0.053	0.08	0	0.01	0.024	0.059	0.48
SP _{it}	0.022	0.019	0	0.008	0.019	0.031	0.094

值为0.053,最大值为0.48,最小值趋近于0,说明样本企业整体供应商分布也呈现整体集中度不高、各公司差异大的特点。产品独特性的均值为0.022,最大值为0.094,最小值趋近于0,说明样本企业整体研发投入水平较低,各企业间投入水平相差不大。

二、多元回归分析结果

表3报告了上下游企业议价能力、产品独特性与企业商业信用的估计结果。

表3的第(1)至(4)列是对假设1进行的回归结果,第(5)、(6)列是对假设2进行的回归结果,第(7)至(10)是对假设3进行的回归结果。

从表3的第(1)、(2)列可见,前五大客户的销售占比和前五大客户的赫芬达尔指数的回归系数分别为0.0186和0.026,且在1%和5%的水平上显著,这说明客户议价能力

越强,企业倾向于向客户提供更多的应收款项以便锁定客户。第(3)、(4)列显示,在控制其他相关因素后,前五大供应商的采购占比和前五大供应商的赫芬达尔指数的回归系数分别为-0.0437和-0.0921,且都在1%的水平上显著,说明供应商议价能力越强,处于弱势地位的企业获取的应付款项越少。上述结果验证了假设H1。这一研究结果表明,在一对多的关系中,处于优势地位的是数量较少的一方。当企业向单个或较少客户销售产品,或从单个或较少供应商处采购产品时,企业较高的依赖性和转移成本增强了客户与供应商的议价能力,此时的客户与供应商会提出更多有利于自身的付款和收款条件,因此,企业会提供更多的应收款项并且获取更少的应付款项。

从表3的第(5)列可见,以应收款项为被解释变量时,产品独特性的系数在1%的水平上显著为正,这说明产品的

独特性越强时,企业向客户提供的应收款项越多。第(6)列显示,以应付款项为被解释变量时,产品独特性的系数在1%的水平上显著为正,说明产品独特性越强时,企业从供应商处获取的应付款项越多。上述结果验证了假设H2。这一研究结果表明,生产独特性产品的企业,其采购原材料的独特性也相对较强,独特的产品与原材料增加了供应商、企业与客户间的转换成本,降低了各企业的违约动机,此时,供应链间企业的相互信任度增加,上游企业愿意通过提高商业信用进行关系承诺,表达与客户保持长期稳定合作关系的意愿。同时,供应商会针对客户需求对独特性产品进行关系专用性投资,由于信息的不对称,客户无法观测到上游企业的关系专用性投资水平以及生产产品的质量,为了降低自身风险,

表3 上下游企业议价能力、产品独特性与企业商业信用

变量	模型1				模型2		模型3			
	AR _{it}		AP _{it}		AR _{it}	AP _{it}	AR _{it}		AP _{it}	
	CBP1 _{it}	CBP2 _{it}	SBP1 _{it}	SBP2 _{it}	SP _{it}	SP _{it}	CBP1 _{it}	CBP2 _{it}	SBP1 _{it}	SBP2 _{it}
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
Constant	0.4641*** (16.97)	0.4790*** (17.84)	0.1217*** (6.15)	0.0896*** (4.63)	0.4469*** (16.81)	0.0494** (2.57)	0.5300*** (19.6)	0.5688*** (21.55)	0.1023*** (5.19)	0.0741*** (3.86)
CBP _{it}	0.0186*** (3.35)	0.0260** (2.01)					0.0424*** (4.73)	0.0672*** (3.37)		
SBP _{it}			-0.0437*** (-11.38)	-0.0921*** (-10.19)					-0.0330*** (-6.08)	-0.0688*** (-5.72)
SP _{it}					0.7083*** (12.02)	0.3963*** (9.78)	1.0808*** (9.87)	1.1867*** (17.05)	0.4869*** (6.52)	0.4209*** (9.06)
CBP _{it} × SP _{it}							0.5834* (1.72)	1.8950* (1.89)		
SBP _{it} × SP _{it}									-0.3647** (-2.02)	-0.8587** (-2.20)
AGE _{it}	-0.0224*** (-6.34)	-0.0225*** (-6.35)	-0.0043* (-1.81)	-0.0040* (-1.70)	-0.0182*** (-5.19)	-0.0036 (-1.53)	-0.0298*** (-7.79)	-0.0306*** (-7.98)	-0.003 (-1.30)	-0.0027 (-1.17)
SIZE _{it}	-0.0167*** (-14.04)	-0.0172*** (-14.75)	-0.0047*** (-5.61)	-0.0035*** (-4.27)	-0.0165*** (-14.28)	-0.0020** (-2.44)	-0.0162*** (-13.48)	-0.0174*** (-14.62)	-0.0043*** (-5.14)	-0.0032*** (-3.90)
ROA _{it}	0.1508*** (6.18)	0.1487*** (6.1)	0.019 (1.06)	0.0163 (0.91)	0.1069*** (4.4)	-0.0109 (-0.60)	0.0239 (0.92)	0.0133 (0.51)	-0.0082 (-0.46)	-0.0113 (-0.63)
TANG _{it}	-0.1554*** (-18.25)	-0.1566*** (-18.41)	-0.0023 (-0.38)	-0.002 (-0.33)	-0.1497*** (-17.77)	0.0042 (0.68)	-0.1872*** (-21.62)	-0.1910*** (-22.10)	0.0019 (0.31)	0.0022 (0.37)
LEV _{it}	0.1171*** (14.59)	0.1167*** (14.53)	0.2592*** (46.83)	0.2600*** (46.82)	0.1154*** (14.55)	0.2649*** (47.88)	0.1491*** (17.38)	0.1483*** (17.23)	0.2583*** (46.99)	0.2590*** (47.04)
BANK _{it}	-0.0011 (-0.09)	0.0005 (0.04)	-0.2473*** (-30.83)	-0.2513*** (-31.35)	0.004 (0.36)	-0.2596*** (-32.61)	-0.0629*** (-5.27)	-0.0613*** (-5.12)	-0.2452*** (-30.78)	-0.2488*** (-31.30)
HHI _{it}	-0.0007 (-0.03)	0.0012 (0.05)	0.0255** (2.12)	0.0225* (1.86)	0.0006 (0.03)	0.0248** (2.06)	-0.0406*** (-4.57)	-0.0356*** (-4.02)	0.0253** (2.13)	0.0230* (1.93)
CF _{it}	-0.1591*** (-9.56)	-0.1600*** (-9.61)	0.0217* (1.84)	0.0253** (2.14)	-0.1720*** (-10.44)	0.0161 (1.35)	-0.1931*** (-10.81)	-0.1962*** (-10.95)	0.0153 (1.31)	0.0178 (1.52)
GROWTH _{it}	0.0119*** (4.05)	0.0122*** (4.15)	0.0059*** (2.88)	0.0059*** (2.84)	0.0063** (2.14)	0.0016 (0.76)	0.0006 (0.19)	0.0013 (0.41)	0.0025 (1.19)	0.0022 (1.06)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
F值	89.9***	89.6***	91.4***	90.2***	94.9***	89.8***	91.7***	91.2***	91.1***	90.2***
Adjusted R ²	0.409	0.408	0.51	0.506	0.423	0.505	0.42	0.42	0.520	0.518
观测值	5745	5745	3908	3908	5745	3908	5745	5745	3908	3908

注:表中所有括号内值为t统计值;“***”、“**”、“*”分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

客户会要求更多的商业信用以防止质量不合格而产生的损失。

从表3的第(7)、(8)列可见, 客户议价能力与产品独特性交互项的回归系数分别为0.5834和1.895, 且在10%的水平上显著, 说明产品独特性对企业提供的商业信用与客户议价能力间关系产生正向调节作用, 结果验证了假设H3a。第(9)、(10)列显示, 供应商议价能力与产品独特性交互项的回归系数分别为-0.3647和-0.8587, 且在5%的水平上显著, 说明产品独特性对企业获取商业信用与供应商议价能力间关系产生负向调节作用, 结果验证了假设H3b。这一研究结果说明, 当企业生产独特性产品时, 供应商与客户会针对交易的独特性产品进行关系专用性投资, 关系专用性投资使得交易双方财务状况的联系更为紧密, 此时, 客户恶意拖欠供应商债款的动机降

低, 企业愿意向集中度高的客户提供更多商业信用。与此同时, 供应商也不会只顾自身利益而不考虑下游客户的财务状况, 因此, 具有较强议价能力的供应商也愿意向下游企业提供商业信用以确保下游企业的流动性。

三、稳健性检验

表4报告了上下游企业议价能力、产品独特性与企业商业信用的稳健性检验结果。

为进一步验证回归结果的稳健性, 本文还做了如下稳健性检验: (1)产品独特性的代理变量。当公司拥有较高的销售、营业和管理费用时, 通常意味着公司生产产品的独特性较高(Titman和Wessels, 1988; Banerjee et al., 2008)^[22] [2]。本文使用销售费用与管理费用之和与期初总资产的比值(SP2it)作为产品独特性的替代变量, 对假设2和假设3进行稳健性检验; (2)商业信用的代理变量。考

考虑到企业可能提前向供应商支付货款或者提前从客户处接收货款, 本文借鉴王贞洁和王竹泉(2013)^[29]、郑军等(2013)^[33]的做法, 用(应收账款+应收票据-预收账款)/总资产(AR2it)表示企业被客户占用的资金, 用(应付账款+应付票据-预付账款)/总资产(AP2it)表示企业占用供应商的资金, 进而对假设1进行稳健性检验。(3)上下游企业议价能力的代理变量。使用向第一大供应商的采购比例作为供应商议价能力的代理变量, 使用向第一大客户的销售比例作为客户议价能力的代理变量。(4)内生性问题。为了避免反因果关系产生的内生性问题, 本文对模型中除行业、年度以外的自变量进行滞后一期处理, 重新对模型进行回归分析。在进行上述稳健性检验后, 本文得到的基本结论不变。限于篇幅, 本文仅报告了第一、二项

表4 稳健性检验

变量	模型1				模型2		模型3			
	AR _{it}		AP _{it}		AR _{it}	AP _{it}	AR _{it}		AP _{it}	
	CBP _{it}	CBP _{2it}	SBP _{1it}	SBP _{2it}	SP _{2it}		CBP _{it}	CBP _{2it}	SBP _{1it}	SBP _{2it}
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
Constant	0.3246*** (9.25)	0.3521*** (10.21)	0.0740** (2.47)	0.0604** (2.07)	0.4530*** (16.58)	0.0111 (0.57)	0.4171*** (14.68)	0.4333*** (15.73)	0.0634*** (3.11)	0.0373* (1.9)
CBP _{it}	0.0323*** (4.54)	0.0367** (2.21)					0.0049 (0.4)	0.0746*** (2.61)		
SBP _{it}			-0.0267*** (-4.59)	-0.0776*** (-5.69)					-0.0282*** (-3.61)	-0.0484*** (-2.71)
SP _{2it}					0.1207*** (5.33)	0.1958*** (12.57)	0.0898** (2.38)	0.0960*** (3.89)	0.1872*** (6.67)	0.1879*** (10.6)
CBP _{it} ×SP _{2it}							0.2711** (2.24)	1.7771*** (4.6)		
SBP _{it} ×SP _{2it}									-0.0669 (-0.95)	-0.3045* (-1.69)
AGE _{it}	-0.0242*** (-5.33)	-0.0242*** (-5.32)	-0.0205*** (-5.76)	-0.0201*** (-5.66)	-0.0225*** (-6.37)	-0.0059** (-2.53)	-0.0231*** (-6.54)	-0.0229*** (-6.48)	-0.0051** (-2.22)	-0.0048** (-2.06)
SIZE _{it}	-0.0116*** (-7.64)	-0.0127*** (-8.47)	-0.0028** (-2.19)	-0.0023* (-1.88)	-0.0166*** (-14.18)	-0.0007 (-0.88)	-0.0149*** (-12.27)	-0.0155*** (-13.07)	-0.0029*** (-3.46)	-0.0020** (-2.40)
ROA _{it}	0.2597*** (8.3)	0.2556*** (8.16)	-0.0633** (-2.34)	-0.0658** (-2.43)	0.1274*** (5.18)	-0.0212 (-1.17)	0.1280*** (5.21)	0.1280*** (5.21)	-0.0152 (-0.85)	-0.0189 (-1.05)
TANG _{it}	-0.1296*** (-11.86)	-0.1320*** (-12.07)	-0.0163* (-1.77)	-0.0165* (-1.80)	-0.1541*** (-18.10)	0.0047 (0.77)	-0.1509*** (-17.69)	-0.1525*** (-17.93)	0.0023 (0.38)	0.0029 (0.48)
LEV _{it}	0.0561*** (5.44)	0.0553*** (5.36)	0.4128*** (49.23)	0.4120*** (49.22)	0.1072*** (13.06)	0.2501*** (44.46)	0.1041*** (12.66)	0.1044*** (12.72)	0.2476*** (44.41)	0.2472*** (44.26)
BANK _{it}	0.0437*** (3.01)	0.0465*** (3.2)	-0.3974*** (-32.70)	-0.3974*** (-32.90)	0.0129 (1.12)	-0.2431*** (-30.27)	0.0144 (1.26)	0.0149 (1.3)	-0.2346*** (-29.31)	-0.2364*** (-29.56)
HHI _{it}	0.0264 (0.88)	0.0299 (1)	0.0288 (1.58)	0.0264 (1.45)	0.0037 (0.16)	0.0253** (2.11)	0.0013 (0.06)	0.004 (0.17)	0.0259** (2.19)	0.0236** (1.98)
CF _{it}	-0.2085*** (-9.76)	-0.2099*** (-9.81)	0.0788*** (4.41)	0.0813*** (4.55)	-0.1674*** (-10.04)	0.0081 (0.69)	-0.1679*** (-10.09)	-0.1684*** (-10.12)	0.0085 (0.73)	0.0103 (0.88)
GROWTH _{it}	0.004 (1.07)	0.0047 (1.24)	-0.0001 (-0.03)	0 (-0.00)	0.0097*** (3.26)	0.0013 (0.63)	0.0075** (2.49)	0.0082*** (2.75)	0.0025 (1.21)	0.0023 (1.11)
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
F值	59.2***	58.6***	98.7***	99.3***	90.5***	92.9***	87.7***	87.7***	92.4***	91.9***
Adjusted R ²	0.313	0.311	0.529	0.53	0.411	0.514	0.414	0.414	0.524	0.523
观测值	5745	5745	3908	3908	5745	3908	5745	5745	3908	3908

注: 表中所有括号内值为t统计值; “***”、“**”、“*”分别表示在1%、5%、10%的水平上显著。

稳健性检验的结果。综合上述结果可知,前文研究结论是十分稳健的。

结论

本文通过检验上下游企业议价能力、产品独特性如何影响企业商业信用,以及上下游企业议价能力和商业信用之间的关系如何受产品独特性的影响,为研究供应链关系对商业信用的影响提供了一个新视角。本文构建了一个包含2009~2015年中国A股制造业上市公司的非平衡面板数据,实证检验了上下游企业议价能力、产品独特性对企业

商业信用的影响。研究发现:(1)当客户议价能力越强时,为了防止主要客户流失对企业产生的风险,企业愿意向下游客户提供更多商业信用以锁定现有客户;当供应商议价能力越强时,企业转换供应商对供应商产生的威胁较小,供应商提供商业信用的意愿降低。(2)产品独特性越强时,企业与客户和供应商间相互依赖程度更高,此时企业愿意通过提高商业信用进行关系承诺,表达企业与客户保持长期稳定合作关系的意愿。同理,供应商也愿意提高商业信用表达与下游企业保持稳定合作关系的意愿。(3)上下游企业议价能力和商业信用之间的关系受产

(上接第25页)

参考文献:

- [1] Adams R B, Ferreira D. A theory of friendly boards[J]. The Journal of Finance, 2007, 62(1): 217-250.
- [2] Barnea A.,Guedj I. Director Networks[R]. Working Paper,2009,University of Texas at Austin.
- [3] Belsley M.S.An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud[J]. Accounting Review, 1996, 71(4): 443-465.
- [4] Cao J.M., Lemmon X.F., Pan M.Qian & G.Tian. "Political Promotion, CEO Incentives, and the Relationship between Pay and Performance" [J]. American Finance Association Annual Meeting (AFA), 2011, 6(9): 1-51.
- [5] Jensen .M.The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems[J].The journal of Finance, 1993, 48(3): 831-880.
- [6] Lipton M, Lorsch J W. A modest proposal for improved corporate governance[J].The business lawyer, 1992: 59-77.
- [7] Palmer D. Broken Ties:Interlocking Directorates and Inter-corporate Coordination [J].Administrative Science Quarterly, 1983, (28): 40-55.
- [8] Peng, M. W., Luo, Y.. Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy: The Nature of a Micro-Macro Link[J]. The Academy of Management Journal, 2000, 43(3): 486-501.
- [9] Zahra S A,Pearce J A. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model[J]. Journal of Management, 1989, 15(2): 291-334.
- [10] 陈仕华, 卢昌崇. 国有企业党组织的治理参与能够有效抑制并购中的“国有资产流失”吗? [J]. 管理世界, 2014, (05): 106-120.
- [11] 段海艳. 连锁董事关系网络对企业绩效影响研究[J]. 商业经济与管理, 2009, (04): 38-44
- [12] 简新华, 石华巍. 独立董事的“独立性悖论”和有效行权的制度设计[J]. 中国工业经济, 2006, (03): 60-67.
- [13] 李维安. 演进中的中国公司治理: 从行政型治理到经济型治理[J]. 南开管理评论, 2009, (01): 1.
- [14] 李增泉, 孙铮, 王志伟. “掏空”与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据[J]. 会计研究, 2004, (12): 3-14.
- [15] 卢昌崇, 陈仕华. 断裂联结重构: 连锁董事及其组织功能[J]. 管理世界, 2009, (05): 152-165.
- [16] 陆正飞, 王鹏. 同业竞争、盈余管理与控股股东利益输送[J]. 金融研究, 2013, (06): 179-192.
- [17] 马连福, 王元芳, 沈小秀. 中国国有企业党组织治理效应研究——基于“内部人控制”的视角[J]. 中国工业经济, 2012, (08): 82-95.
- [18] 彭正银, 廖天野. 连锁董事治理效应的实证分析:基于内在机理视角的探讨[J]. 南开管理评论, 2008, 11(01): 99-105.
- [19] 曲亮, 谢在阳, 郝云宏, 李维安. 国有企业董事会权力配置模式研究[J]. 中国工业经济, 2016, (08): 127-144.
- [20] 曲亮, 章静, 郝云宏. 独立董事如何提升企业绩效——立足四层委托—代理嵌入模型的机理解读[J]. 中国工业经济, 2014, (07): 109-121.
- [21] 任兵, 区玉辉, 彭维刚. 连锁董事与公司绩效: 针对中国的研究[J]. 南开管理评论, 2007, 10(01): 8-15.
- [22] 宋常, 黄蕾, 钟震. 产品市场竞争、董事会结构与公司绩效——基于中国上市公司的实证分析[J]. 审计研究, 2008, (05): 55-60.
- [23] 谭忠游. 我国国有企业董事会建设中存在的突出问题及其对策[J]. 中共贵州省委党校学报, 2006, (03): 58-59.
- [24] 田高良, 李留闯, 齐保奎. 连锁董事、财务绩效和公司价值[J]. 管理科学, 2011, 24(03): 13-24.
- [25] 王斌, 宋春霞, 孟慧祥. 大股东非执行董事与董事会治理效率——基于国有上市公司的经验数据[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2015, 30(01): 38-48.
- [26] 徐勇, 邱兵. 网络位置与吸收能力对企业绩效的影响研究[J]. 中山大学学报(社会科学版), 2011,51(03): 199-208
- [27] 杨蓓, 张俊瑞. 连锁董事、审计师选择与盈余管理[J]. 山西财经大学学报, 2011, 33(12): 117-124.
- [28] 杨瑞龙, 王元, 聂辉华. “准官员”的晋升机制: 来自中国央企的证据[J]. 管理世界, 2013, (03): 23-33.
- [29] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”? [J]. 经济研究, 2007, (04): 101-111.
- [30] 于东智, 池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效: 理论与经验分析[J]. 经济研究, 2004, (04): 70-79.
- [31] 张启生. 股份制公司董事会权力格局应重新安排[J]. 上海金融, 2001, (01): 16-18.
- [32] 张维迎. 国企不能建立有效公司治理[J]. 中国证券期货, 2014, (04): 64-65.
- [33] 赵洁. 内部控制质量、产品市场竞争与分析师预测[J]. 浙江工商大学学报, 2016, (03): 80-92.
- [34] 朱富强. 国企的改革导向: 管理民主化和薪酬公平化[J]. 浙江工商大学学报[J]. 2015, (05): 84-91.

品独特性的影响,产品独特性越强,客户恶意拖欠供应商债款的动机降低,企业会向集中度高的客户提供更多商业信用;产品独特性越强,供应商与客户间关系越紧密,从而削弱供应商的议价能力,供应商愿意向下游企业提供商业信用以确保下游企业的流动性。

在市场竞争程度日益加剧的情况下,企业的商业信用不仅受到市场竞争程度的影响,同时受到上下游企业间议价能力的影响。并且在企业与供应商和客户的谈判过程中,企业产品的性质也是影响供应链企业间谈判结

果的重要影响因素。当企业面临议价能力较强的供应商与客户时,企业应通过生产替代性小的产品增强企业与客户、供应商间关系,通过从供应链间单纯的博弈关系转向构建互利互惠的合作关系,增加企业的市场竞争能力,并且通过制定互利的商业信用契约提升整个供应链的市场竞争力。 ■

[基金项目:本研究得到国家自然科学基金“法律诉讼、社会网络与债务契约”(项目编号:71772154),国家自然科学基金“终极控制股东,社会资本与银行贷款契约”(项目编号:71472157),国家自然科学基金“终极控制股东,投资者法律保护与会计稳健性”(项目编号:71272140)的资助]

参考文献:

- [1] Banerjee, S., Dasgupta, S., and Kim, Y. Buyer-Supplier Relationships and Trade Credit[R]. SSRN Working Paper, 2004.
- [2] Banerjee, S., Dasgupta, S., and Kim, Y. Buyer-Supplier Relationships and the Stakeholder Theory of Capital Structure[J]. The Journal of Finance, 2008, (10): 2507-2552.
- [3] Brennan, M. J., Miksimovic, V., and Zechner, J. Vendor Financing[J]. The Journal of Finance, 1988, (43): 1127-1141.
- [4] Burkart, M., and Ellingsen, T. In-Kind Finance. A Theory of Trade Credit[J]. American Economic Review, 2004, (94): 569-590.
- [5] Campello, M., and Gao, J. Customer Concentration and Loan Contract Terms[J]. Journal of Financial Economics, 2017, (123): 108-136.
- [6] Cunat, M. V. Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers[J]. Review of Financial Studies, 2007, (20): 491-527.
- [7] Dass, N., Kale, J. R., and Nanda, V. Trade Credit, Relationship-specific Investment, and Product Market Power[J]. Review of Finance, 2015, (19): 1867-1923.
- [8] Dhaliwal, D., Judd, J. S., Serfling, M., and Shaikh, S. Customer Concentration Risk and the Cost of Equity Capital[J]. Journal of Accounting and Economics, 2016, (61): 23-48.
- [9] Dowlatshahi, S. Bargaining Power in Buyer-Supplier Relationship[J]. Production and Inventory Management Journal, 1999, (40): 27-35.
- [10] Fabbri, D., and Menichini, A. M. C. Trade Credit, Collateral Liquidation and Borrowing Constrains[J]. Journal of Financial Economics, 2010, (96): 413-432.
- [11] Fabbri, D., and Klapper, L. F. Bargaining Power and Trade Credit[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, (41): 66-80.
- [12] Ferris, J. S. A Transactions Theory of Trade Credit Use[J]. The Quarter Journal of Economics, 1981, (96): 243-270.
- [13] Fisman, R., and Raturi, M. Does Competition Encourage Credit Provision? Evidence from African Trade Credit Relationship[J]. The Review of Economics and Statistics, 2004, (86): 345-352.
- [14] Giannetti, M., Burkart, M., and Ellingsen, T. What You Sell is What You Lend? Explaining Trade Credit Contracts[J]. The Review of Financial Studies, 2011, (24): 1261-1298.
- [15] Long, M. S., Malitz, I. B., and Ravid, S. A. On Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability[J]. Financial Management, 1993, (22): 117-127.
- [16] Maksimovic, V., and Titman, S. Financial Policy and Reputation for Product Quality[J]. The Review of Financial Studies, 1991, (4): 175-200.
- [17] Petersen, M. A., Rajan, R. G. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data[J]. The Journal of Finance, 1994, (49): 3-37.
- [18] Petersen, M. A., Rajan, R. G. The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1995, (110): 407-443.
- [19] Petersen, M. A., Rajan, R. G. Trade Credit: Theories and Evidence[J]. The Review of Financial Studies, 1997, (10): 661-691.
- [20] Schelling, T. C. An Essay on Bargaining[J]. American Economic Review, 1956, (46): 281-306.
- [21] Titman, S. The Effect of Capital Structure on A Firm's Liquidation Decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, (13): 137-151.
- [22] Titman, S., and Wessels, R. The Determinants of Capital Structure Choice[J]. The Journal of Finance, 1988, (43): 1-19.
- [23] Van Horen, N. Customer Market Power and the Provision of Trade Credit[R]. SSRN Working Paper, 2007.
- [24] Williamson, O. E. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications[M]. New York: Free Press, 1975.
- [25] 程新生, 程菲. 开发支出与商业信用研究[J]. 中国软科学, 2016, (01): 109-120.
- [26] 刘民权, 徐忠, 赵英涛. 商业信用研究综述[J]. 世界经济, 2004, (01): 66-80.
- [27] 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, (04): 6-14.
- [28] 唐跃军. 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[J]. 中国工业经济, 2009, (10): 67-76.
- [29] 王贞洁, 王竹泉. 经济危机、信用风险传染与营运资金金融结构——基于外向型电子信息产业上市公司的实证研究[J]. 中国工业经济, 2013, (11): 122-34.
- [30] 王雄鹰, 彭旋, 王鹏. 货币政策、稳定客户关系与强势买方商业信用[J]. 财务研究, 2015, (06): 31-40.
- [31] 余明桂, 潘红波. 金融发展、商业信用与产品市场竞争[J]. 管理世界, 2010, (08): 117-129.
- [32] 张新民, 王珏, 祝继高. 市场地位、商业信用与企业经营性融资[J]. 会计研究, 2012, (08): 58-65.
- [33] 郑军, 林钟高, 彭琳. 地区市场化程度、相对谈判能力与商业信用——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 财经论丛, 2013, (09): 81-87.