

供应链配置与企业金融化水平

毛其淋 过重阳*

摘要：在现代生产网络不断深化的背景下,合理的供应链配置对推动经济“脱虚向实”具有重要意义。本文基于2010—2022年A股上市公司数据,深入探讨了供应链配置对企业金融化的影响及实现路径,发现:(1)供应链集中度会明显提高企业的金融化和过度金融化水平;(2)机制方面,供应链集中度会缓解融资约束和降低信息透明度,从而产生“金融化”效应;(3)进一步引入不确定性感知的研究表明,微观不确定性感知会强化供应链集中度的“金融化”效应;(4)供应链集中度对高新技术和地区市场化水平高的企业会产生更明显的“金融化”效应。本文从生产要素配置和管理层感知能力的双重视角拓宽并深化了金融化动因的理论研究,为企业在不确定性加剧时优化供应链配置以防范金融风险提供了经验支撑。

关键词：供应链配置;不确定性感知;金融化;过度金融化

中图分类号：F274 ; F832.5

一、引言

经济是肌体、金融是血脉,金融健康发展对促进经济稳步增长具有重要意义,但与此同时,过度依赖金融对经济的带动作用会催生“脱实向虚”等问题。中国金融业整体起步迟、发展慢,尚未能充分发挥其服务于实体经济、防控金融风险和提升财富增值的职能。现阶段,中国非金融企业的金融化水平较高,而金融反哺实体经济的质效仍然有待提升。党的二十大报告指出,坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。2023年10月召开的中央金融工作会议强调,坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨,坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题。由此可见,适度金融化是实现有限资源最优配置的重要途径,但过度金融化则会挤压实体业务的发展空间,给金融风险防范和金融市场监管等方面带来压力(张成思、张步昙,2016)。

在现代贸易关系网络深度化的过程中,供应商与客户关系的维护和管理具有重要意义。积极参与生产网络是企业获取资源的重要方式,建立、优化和管理上下游贸易关系是提升企

*毛其淋,南开大学跨国公司研究中心、前沿交叉学科研究院、经济行为与政策模拟实验室,邮政编码:300071,电子邮箱:maoqilin@nankai.edu.cn;过重阳(通讯作者),南开大学经济学院,邮政编码:300071,电子邮箱:gcy13588478410@163.com。

本文得到国家社会科学基金重大项目“新发展格局下提升我国国际循环质量和水平的机制与路径研究”(24VRC059)的资助。感谢匿名审稿专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

业绩效的有效途径。长期固化的供应链关系存在弊端,企业为维持关系可能会进行过度的专用性投资和寻租行为,这类供应链往往缺乏灵活性和韧性,在面临地缘政治冲突等外部风险时难以及时适应和调整,从而容易遭遇卡链、断链的风险,不利于国家保链稳供工作的开展。因此,管理层需要权衡得失并作出决策。

既有文献大多从金融监管和信贷约束等角度去探究企业金融化动机(李青原等,2022),鲜有研究从实体经济的供应链配置出发,系统分析上市企业出现金融化和过度金融化的动因。本文试图立足于企业供应链整体,探究是否存在实体经济局限性诱发金融化的可能路径;并进一步思考在生产要素作为企业“硬实力”的同时,管理层的不确定性感知能力作为企业“软实力”,如何影响企业金融资产配置。基于此,本文将“硬实力”和“软实力”纳入同一分析框架,深入探究如何优化供应链配置以避免企业“脱实向虚”,从而使金融资产回归服务实体经济的本源角色。

相较于既有文献,本文可能的研究贡献包括如下三方面:第一,在研究视角方面,本文从供应链配置出发,从全局视角分析供应链集中度对企业金融化和过度金融化的潜在影响,并分别探讨客户集中度与供应商集中度的“金融化”效应。第二,在理论机制方面,本文以体现企业“硬实力”的资本和信息要素为基础,系统构建了供应链集中度影响金融资产配置的理论分析框架,并引入“软实力”作为调节因素,深入研究管理层的不确定性感知程度如何影响供应链集中度的“金融化”效应。第三,在指标构建方面,本文在聂辉华等(2020)的基础上,对不确定性感知加以细化,并结合企业在供应链交易中向上游采购和向下游销售的双重活动,构建需求端和供给端不确定性感知程度指标,以分别探析需求端(供给端)不确定性感知如何影响客户(供应商)集中度的“金融化”效应。

二、文献综述

本文旨在从企业软硬综合实力视角研究供应链配置对金融化水平的影响。与本文相关的第一类文献是考察企业金融资产配置的影响因素。金融发展在经济增长过程中扮演着重要角色,如何防范过度金融化和维护金融稳定受到广泛关注。金融化在不同维度呈现出不同形式,在微观层面体现为企业的资产选择问题。企业配置金融资产主要出于规避风险的“蓄水池”动机和追逐利益的“替代”动机(胡奕明等,2017;彭俞超等,2018)。在此基础上,学者们从企业外部(李青原等,2022)和内部因素(顾雷雷等,2020)展开分析。

与本文相关的第二类文献是研究供应链配置的经济效应。随着社会分工愈发细化,单一主体无法在全链条各环节中均取得竞争优势(陶锋等,2023),越来越多的企业倾向于与少数伙伴建立长期合作关系。一方面,稳定的客户关系可以通过良好的信息反馈机制促进企业创新,同时强化企业数字化转型对上游供应商的创新推动效应(Chu et al.,2019)。另一方面,当供应商或客户因专用性投资等因素与企业形成长期稳定的利益共同体关系时,企业生产经营和财务资金的独立性将在较大程度上受损(陈西婵、刘星,2021)。

与本文相关的第三类文献是关于不确定性感知的研究。不同个体对同一个不确定性的感知程度存在差异(Bloom,2014)。企业管理者对不确定性风险的感知能力是其领导力的重要体现,而领导力是企业“软实力”的组成部分。目前有关宏观环境不确定性经济后果的研究已较为丰富,现有文献主要关注政策环境变化对企业行为和经济活动的影响(彭俞超等,2018)。伴随着文本分析方法的日臻成熟,研究视角逐渐转向企业个体对不确定性的感知程

度(聂辉华等,2020)。

实际上,与本文联系最为紧密的文献是考察实体经济对金融资产配置的影响。这些文献对供应链配置和金融化之间的关系展开研究(李馨子等,2019;邹美凤等,2024),更多聚焦于供应链配置对企业“硬实力”的影响,而忽略了企业“软实力”的潜在效应,未能从企业“硬实力”和“软实力”两个维度对中国经济“脱实向虚”的微观原因展开系统分析。本文则试图对此加以补充和完善,构建多维度不确定性感知程度指标,从“硬实力”和“软实力”的综合视角系统探究供应链配置对企业金融化水平的影响路径。

三、理论分析与研究假说

(一) 供应链配置、融资约束与企业金融化水平

企业融资方式通常包括外源融资和内源融资两种方式。在外源融资方面,供应链集中度可以通过信号传递作用扩大外源融资空间。长期固定的交易对象和契约合同有助于企业进行供应链资源整合,向市场传递积极信号,表明企业具有稳定的原材料进口商和产品销售渠道,在可预见的未来预期将保持良好的经营状况,从而降低企业的融资约束(陈峻等,2015)。与此同时,拥有较高水平供应链集中度的企业,其交易对象往往具有较大规模和行业影响力,供应商和客户可以使用自身声誉和影响力为企业提供担保,促使企业更容易获得大规模贷款,从而进一步缓解融资压力(王迪等,2016)。在内源融资方面,当供应链集中度较高时,企业交易的供应商和客户数量较少,这有利于降低集中管理合作对象和完善优化供应链条的成本。在长期稳定的契约合同下,企业能够以更低的价格批量采购原材料,降低整体生产成本,同时企业也拥有更为稳定的销售渠道,存货周转率处于较高水平且库存成本较低,整体资金使用效率较高(Lanier et al.,2010)。

基于利润追逐的角度,融资约束降低意味着企业能够以较低的成本获取大规模的借贷资金,并以此进行进一步的金融投资,从而导致企业金融化水平上升,甚至出现过度金融化问题,加剧经济“脱实向虚”(彭俞超等,2018)。

(二) 供应链配置、信息透明度与企业金融化水平

基于信号传递理论,企业的外部利益相关者较之于内部利益相关者更难以及时获得准确信息(Spence,1978)。较高水平的供应链集中度意味着企业主要依赖于少数几个供应商和客户,过于紧密的供应链关系会引致企业间存在关系型交易,导致企业对圈层内利益相关者披露充分信息,对圈层外利益相关者披露少量信息(陈西婵、刘星,2021)。一方面,在过于集中的供应链配置下,企业需要沟通的供应商和客户数目较少,私下交流的成本较低,削弱了企业对外公开信息的动力。另一方面,为了保持市场竞争优势和避免商业机密的外泄,供应商和客户往往倾向于企业可以较少地透露交易信息(方红星、张勇,2016)。与此同时,对于企业自身而言,公开供应商和客户的相关信息可能会吸引潜在进入者参与竞争,从而引发稳定供销关系被中断和专用性投资价值被损害的风险。事实上,无论是基于供应商和客户视角,还是从企业自身角度看,供应链集中度都会削弱企业充分披露信息的动机,从而导致信息透明度下降。

信息透明度的降低会增加金融监管难度,为企业增持金融资产带来便利,从而提高金融化水平。首先,基于信息不对称理论,企业与企业、企业和金融机构之间均存在信息不对称,市场很难充分准确地了解企业真实的经营业绩和财务状况。低水平的信息透明度会加剧企

业间信息不对称,提高风险定价的不确定性,在此背景下,企业更倾向于持有流动性较强的金融资产(刘柏、鞠瑶蕾,2025)。其次,基于管理者自利理论,上市公司普遍存在委托代理问题,管理层将个人利益置于公司价值最大化之前(Jensen and Meckling, 1976),较之于实体资产的低流动性和实体投资的漫长周期,金融资产具有更强的变现能力且金融投资更易获取短期收益。当信息透明度下降,外部监督约束被削弱时,为完成在任期间的业绩要求和晋升考核,管理层往往会选择配置更多的金融资产,减少固定资产投资(徐朝辉、王满四,2023),导致企业内部出现过度金融化问题。

根据以上分析,本文提出:

研究假说 1:较高的供应链集中度会提高企业金融化和过度金融化水平,加剧经济“脱实向虚”。

研究假说 2:供应链集中度通过融资约束缓解和信息透明度降低提升企业的金融化和过度金融化水平。

(三) 不确定性感知程度的调节效应

在企业生产经营和投资扩张过程中,不确定性风险是重要考虑因素。但值得注意的是,基于有限理性理论(Simon, 1955),客观存在的不确定性和个体主观感知到的不确定性存在区别,管理层在进行判断和制定决策的过程中主要基于自我感知状况而非客观事实。不确定性是企业日常运营的重要属性,不同决策主体的风险偏好程度不同,对同一情况下不确定性感知程度的差异会影响管理层的调控方向和强度(Bloom, 2014)。与此同时,企业对不确定性的感知程度也直接映射了管理层的敏锐度和对信息的整合能力,是企业“软实力”的重要体现。当企业具有较高的供应链集中度时,供应链上下游交易主体之间更有可能建立关系型交易,为长期维持这一关系,企业也往往倾向于加大专用性投资(Hwang, 2006),甚至产生寻租行为。企业对上游供应商和下游客户产生超出合理阈值的依赖程度,相对议价能力减弱且经营风险上升。当管理层对不确定性具有较强的感知能力时,可以敏锐察觉隐藏在长期固化供应链关系下的潜在威胁,往往倾向于减少实体投资以避免进一步的资产专用性风险,选择转增金融资产,从而提高企业金融化程度,增加过度金融化的可能性(胡奕明等, 2017; 聂辉华等, 2020),强化了供应链集中度的“金融化”效应。

基于此,本文进一步对不确定性感知的各类维度展开深入分析。宏观维度的不确定性感知体现企业对经济环境、财政政策和宏观调控的关注度(聂辉华等, 2020),而微观维度的不确定性感知则更多反映管理层在企业生产经营、财务状况和技术水平等多方面的关注。在进行资源配置选择和相关投资扩张时,管理层更多的是根据当期企业自身经营情况进行决策。相较之下,宏观层面经济环境的不确定性对企业所产生的直接作用是微弱的,且产生间接作用的机制链条过长。宏观不确定性感知程度更可能对后续年份的企业投资行为产生影响(张成思等, 2021),而难以在短期体现出来。因此,当研究视角关注当期影响时,不确定性感知的调节效应由微观不确定性感知程度起主导作用。

事实上,企业在供应链中往往同时开展上游原材料采购活动和下游产品销售活动,因此面临由需求和供给两端共同构成的供应链不确定性。一方面,供应链不确定性使得企业无法根据下游需求和上游供给的波动进行合理的产能安排,产生“长鞭效应”(陶锋等, 2023),对企业实体经营产生冲击,尤其影响那些交易伙伴固定、供应链弹性较低企业的正常运转,实体经营面临危机会促使企业转而进行金融资产配置以分散风险。另一方面,由于原材料

采购和产成品销售都存在较大不确定性,企业可能面临生产成本和回款周期的双重未知性,资金链管理难度陡增(曾艺等,2023)。当企业供应链配置过于集中时,管理层感知到供应链不确定性带来的资金链压力,会促使他们尝试通过金融市场操作以期提升资金利用效益,从而进一步强化供应链集中度的“金融化”效应。

根据上述分析,本文进一步提出:

研究假说3:管理层不确定性感知程度提高会强化供应链集中度的“金融化”效应。

四、研究设计

(一) 模型设定

为检验供应链配置对企业金融化和过度金融化水平的影响(研究假说1),本文构建如下回归模型:

$$finan_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Chain_{it} + \alpha_2 Control_{it} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$overfinan_{it} = \beta_0 + \beta_1 Chain_{it} + \beta_2 Control_{it} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型(1)、(2)中:下标*i*和*t*分别表示企业和年份。*finan_{it}*和*overfinan_{it}*分别是企业*i*在第*t*年的金融化水平和过度金融化水平,*Chain_{it}*表示企业*i*在第*t*年的供应链集中度,下文将介绍核心指标的测度方法。*Control_{it}*是一系列企业层面的控制变量,本文选取如下控制变量:总资产周转率(*ATR*)、产权性质(*SOE*)、总资产净利润率(*ROA*)、现金资产比率(*Cashratio*)、托宾*Q*值(*TobinQ*)、企业规模(*Size*)^①。*v_i*和*v_t*分别表示企业固定效应和年份固定效应;*ε_{it}*是随机误差项。在模型(1)和模型(2)中,我们分别重点关注回归系数*α₁*和*β₁*,具体地,如果*α₁*大于0,说明较高的供应链集中度会促使企业金融化水平上升;如果*β₁*大于0,表明过高的供应链集中度会导致企业出现过度金融化问题。

为进一步检验管理层不确定性感知在供应链集中度的“金融化”效应中的作用(研究假说3),本文在模型(1)和模型(2)的基础上构建如下回归模型:

$$finan_{it} = \eta_0 + \eta_1 Chain_{it} + \eta_2 Uaware_{it} + \eta_3 Chain_{it} \times Uaware_{it} + \eta_4 Control_{it} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$overfinan_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Chain_{it} + \gamma_2 Uaware_{it} + \gamma_3 Chain_{it} \times Uaware_{it} + \gamma_4 Control_{it} + v_i + v_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

模型(3)、(4)中:*Uaware_{it}*表示企业管理层的整体不确定性感知程度,我们将在下文对其测算进行说明;*Chain_{it} × Uaware_{it}*是企业供应链集中度与不确定性感知程度的交互项,其余同模型(1)和模型(2)保持一致^②。在模型(3)和模型(4)中,交互项的回归系数*η₃*和*γ₃*是我们最为关注的,如果*η₃*和*γ₃*大于0,则表明管理层不确定性感知程度会强化供应链集中度对金融化(过度金融化)的促进效应。

(二) 核心变量测度

1. 企业金融化

本文参考杜勇等(2017)的做法,使用企业持有的金融资产在总资产中占比作为企业金融化程度的代理变量*finan_{it}*。在企业金融化指标的基础上,本文进一步关注企业管理层是否在资源配置中存在对金融投资的过度倾向,从而造成企业的过度金融化问题。与徐朝辉

①控制变量的详细介绍参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn/>)附件。

②在后文的分析中,我们将进一步分别检验整体不确定性感知程度、宏观不确定性感知程度、微观不确定性感知程度、供应链需求端不确定性感知程度和供给端不确定性感知程度的调节效应。

和王满四(2023)的做法类似,我们计算企业金融化与该企业同年度同行业平均水平的差值,将其作为反映企业过度金融化程度的代理变量 $overfinan_{it}$ 。一般而言, $overfinan_{it}$ 越大说明企业过度金融化水平越高。

2. 供应链集中度

为了系统考察供应链配置的“金融化”效应,参考巫强和姚雨秀(2023),本文分别构造供应商集中度、客户集中度和整体供应链集中度指标。具体而言,本文采用企业该年前五大供应商采购额在该年采购总额的占比衡量供应商集中度($Chain_up$),采用企业该年前五大客户销售额在该年销售总额的占比衡量客户集中度($Chain_down$),进而通过计算供应商集中度和客户集中度的均值衡量供应链集中度($Chain$)。区别于供应链网络中心度等侧重于刻画企业网络结构位置的指标,供应链集中度反映的是企业对关键交易主体的依赖程度。通常而言,较高的供应链集中度意味着企业的上游采购与下游销售对象更加集中,对少数交易主体形成较强依赖,供应链配置相对缺乏多元性。

3. 不确定性感知程度

本文借鉴 Benguria 等(2022)的做法,通过文本挖掘法计算企业不确定性感知指标。首先,收集汇总各上市公司在研究期间的年报文本,重点关注管理层讨论和分析(Management Discussion and Analysis, MD&A)的相关内容;其次,构建不确定性相关的关键词词表^①,识别并统计各上市公司年报中出现词表中关键词的字数;最后,根据出现字数的占比进行指标测度,具体测算公式如下:

$$Uaware_{it} = \frac{Uncertain_words_{it}}{words_{it}} \tag{5}$$

(5)式中: $Uncertain_words_{it}$ 是企业 i 在第 t 年的 MD&A 中有关不确定性词语的字数, $words_{it}$ 表示企业当年 MD&A 中剔除数字和字母之外的总字数。基于此, $Uaware_{it}$ 反映了企业 i 第 t 年的不确定性感知程度,该指标越大说明企业管理层对不确定性的感知力度越强,反之则越弱^②。

(三) 数据和典型事实

1. 数据

本文以 2010—2022 年中国 A 股上市公司为研究样本^③,相关数据主要来源于国泰安数据库(CSMAR)和中国研究数据服务平台(CNRDS)。为了提高研究的准确性,本文对原始

^①参考 Benguria 等(2022)的具体做法,本文将不确定性相关关键词设定为:不确定、不明确、不明朗、未明、难料、难以估计、难以预测、难以预计、难以预料、风险、危险、危机、威胁和未知等词语。

^②需要说明的是,企业管理层的不确定感知程度与客观存在的不确定性存在关联,但感知力度区别于客观不确定性水平的原因在于,它还与管理层的认知能力和风险偏好等相关。此外,本文还测度了宏观不确定性感知程度、微观不确定性感知程度、需求端不确定性感知程度以及供给端不确定性感知程度四个细分指标。具体测度方法参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn/>)附件。

^③一方面,2010 年之后,上市公司披露的供应商和客户信息情况才较为充分和明确;另一方面,2023 年 10 月中央金融工作会议明确提出,坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨。随后金融监管力度显著加强,若将 2023 年及以后年份纳入样本可能会引入制度性冲击,因此将研究期间设定为 2010—2022 年。在稳健性检验中我们补充了 2023—2025 年的研究样本,回归结果依然稳健。

数据进行如下清洗处理:首先,剔除属于金融行业、ST、PT 类样本;其次,剔除核心变量存在严重缺失的企业样本;最后,剔除财务指标明显不符合会计准则的样本观测值。此外,本文对所有连续变量均进行 1%的缩尾处理。本文主要变量的描述性统计如表 1 所示。鉴于模型(2)和模型(4)的实证回归仅针对存在过度金融化行为的样本展开,描述性统计部分亦仅报告存在过度金融资产配置企业的过度金融化水平,因此该变量的观测值低于其他变量。这一特征表明,样本中有大量不存在过度金融化问题($overfinan \leq 0$)的企业。本文在进行模型(2)和模型(4)回归时,仅保留存在过度金融化($overfinan > 0$)的研究样本。

表 1		描述性统计				
变量	观测值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
<i>finan</i>	38601	0.048	0.091	0	0.010	0.618
<i>overfinan</i>	10336	0.090	0.100	0.000	0.050	0.379
<i>Chain</i>	36865	0.315	0.174	0.029	0.291	0.816
<i>Uaware</i>	37858	0.095	0.106	0	0.056	0.497
<i>ATR</i>	38597	0.607	0.413	0.072	0.515	2.522
<i>SOE</i>	38601	0.338	0.473	0	0	1
<i>ROA</i>	38601	0.038	0.062	-0.251	0.039	0.196
<i>Cashratio</i>	38601	0.173	0.137	0.010	0.132	0.666
<i>TobinQ</i>	38023	2.213	1.449	0.892	1.739	9.203
<i>Size</i>	38601	1.235	3.054	0.037	0.344	21.852

2.典型事实

本文感兴趣的问题是供应链集中度会如何影响企业金融资产配置?为初步回答这一问题,与 Chetty 等(2014)类似,本文使用 binscatter 方法分别绘制了供应链集中度与金融化水平、供应链集中度和过度金融化水平的分仓散点图及拟合线,结果如图 1 所示。不难发现,随着供应链集中度水平的提升,企业金融化水平和过度金融化水平均随之提高,二者呈现明显的正相关关系,因此初步支持了研究假说 1。

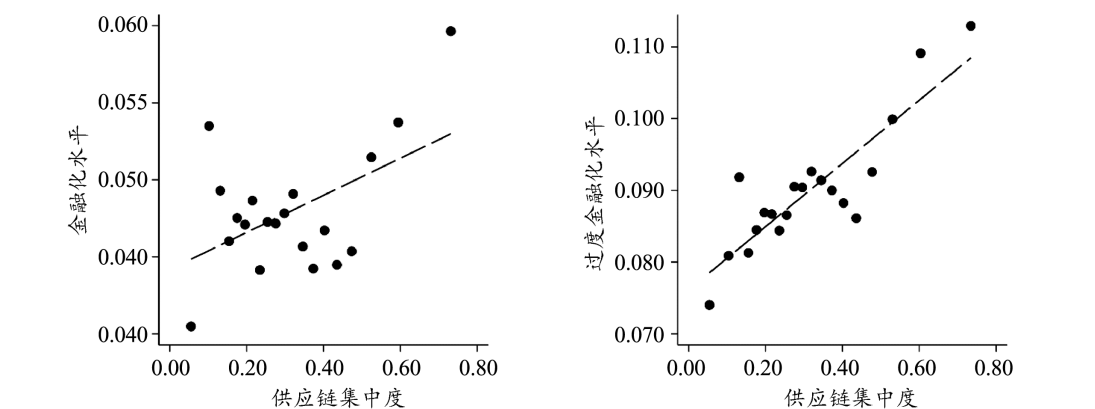


图 1 供应链集中度与企业金融化水平的关系

此外,我们使用 binscatter 方法进一步绘制了在不确定性感知程度存在差异的情况下,

供应链集中度与金融化水平、供应链集中度与过度金融化水平的分仓散点图及拟合线,结果如图 2 所示。为清晰起见,我们以不确定性感知程度 $Uaware_{it}$ 的年度中位数作为临界点,将企业分为不确定性感知程度较低和较高两类子样本。其中,实线和实心圆圈用于反映不确定性感知程度较高的样本中,供应链集中度与金融资产配置的关系,虚线和空心圆圈表示低感知程度样本内的相应关系。不难发现,实线的斜率明显大于虚线斜率,这说明在不确定性感知程度较高的样本中,供应链集中度对金融资产配置的影响程度可能较深,即初步支持了研究假说 3。

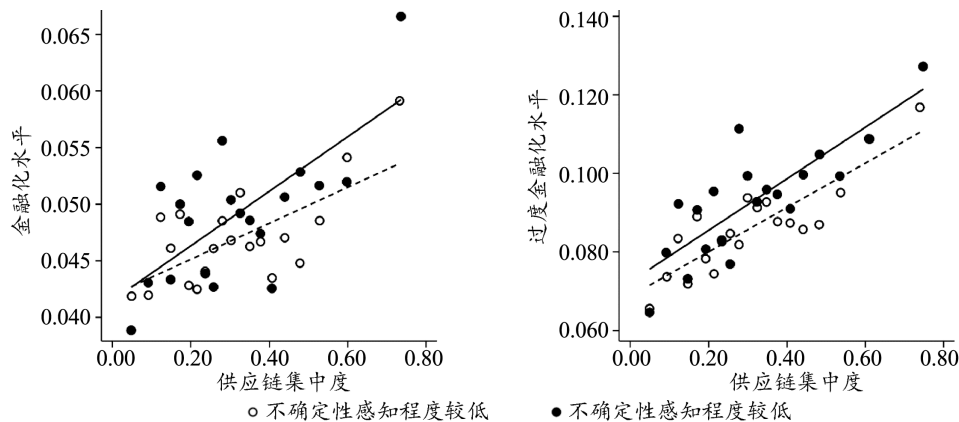


图 2 考虑不确定性感知程度差异情形下供应链集中度与企业金融化水平的关系

五、实证结果与分析

(一) 基准回归

表 2 汇报了基准模型的回归结果,其中第(1)—(3)列是对模型(1)进行回归,以金融化指标为被解释变量;第(4)—(6)列是对模型(2)进行回归,以过度金融化指标为被解释变量^①。第(1)—(3)列逐步加入企业控制变量,供应链集中度 $Chain$ 的估计系数均显著为正,表明供应链集中度会产生“金融化”效应,促使企业增持金融资产。结合第(3)列的回归系数和表 1 描述性统计可知,供应链集中度每增加一个标准差,会使得企业金融化水平上升 0.0029,相较于金融化水平均值上升 5.95%,可见具有较高的经济显著性。与此相对应,第(4)—(6)列逐步加入企业层面控制变量,供应链集中度 $Chain$ 的估计系数为正且通过了 1% 水平的显著性检验,说明供应链集中度会加剧企业过度金融化程度。从第(6)列的估计结果可知,供应链集中度每提高一个标准差,过度金融化程度会提高 0.0103,较之于均值上升了 11.41%。据此,研究假说 1 得到验证。

^①需要说明的是,本文研究样本中仅部分企业存在过度金融化问题($overfinan > 0$),在对模型(2)和模型(4)进行回归时,我们剔除了不存在过度金融化问题($overfinan \leq 0$)的样本,所以第(4)—(6)列的样本量明显少于第(1)—(3)列,后文以过度金融化为被解释变量的回归中均做此处理。

表 2 基准回归结果

变量	finan			overfinan		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Chain	0.0111 ** (1.99)	0.0186 *** (3.31)	0.0164 *** (2.93)	0.0546 *** (4.13)	0.0624 *** (4.66)	0.0590 *** (4.43)
ATR	-0.0134 *** (-4.88)	-0.0178 *** (-6.29)	-0.0189 *** (-6.54)	-0.0249 *** (-3.70)	-0.0316 *** (-4.68)	-0.0305 *** (-4.35)
SOE	0.0025 (0.54)	-0.0003 (-0.07)	-0.0010 (-0.22)	0.0189 * (1.69)	0.0182 * (1.78)	0.0191 * (1.90)
ROA		0.0403 *** (4.10)	0.0416 *** (4.08)		0.0709 *** (3.15)	0.0660 *** (2.90)
Cashratio		-0.1089 *** (-17.40)	-0.1081 *** (-17.01)		-0.2071 *** (-13.08)	-0.2092 *** (-13.14)
TobinQ			0.0004 (0.58)			-0.0009 (-0.74)
Size			-0.0028 *** (-7.24)			-0.0010 (-0.92)
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
N	36427	36427	35881	8874	8874	8709
Adj. R ²	0.6003	0.6128	0.6147	0.6064	0.6309	0.6350

注:括号内是系数的 *t* 值,*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平上显著,所有回归系数的标准误均聚类到企业层面,下同。

(二) 内生性问题处理

1. 工具变量法

金融化水平较高的企业往往将较多资源配置于金融资产,减少对主营业务和供应链拓展的投入,因此更倾向于维持与少数核心供应商和客户的长期合作关系,从而提高供应链集中度。为了处理金融化对供应链集中度的反向因果进而对估计结果带来的偏差问题,本文寻找合适的工具变量,采用两阶段最小二乘法(2SLS)进行估计。

本文参照 Lee 等(2020)的思路,选取同地区同行业其他企业供应链集中度的均值作为工具变量,记为 *Chain_m*。一方面,同地区同行业的企业在产业政策等方面具有相似性,满足工具变量的相关性假设;另一方面,其他企业的供应链集中度不会对本企业的金融化和过度金融化水平产生直接影响,满足工具变量的外生性假设。

本文引入工具变量进行 2SLS 检验,回归结果汇报于表 3 中。第(1)列和第(3)列为第一阶段回归结果,工具变量 *Chain_m* 的回归系数均为正且通过了 1% 水平的显著性检验,说明 *Chain_m* 与供应链集中度 *Chain* 具有明显的正相关性,工具变量满足相关性假设。并且,Kleibergen-Paap rk LM 统计量均在 1% 的显著性水平上拒绝了工具变量识别不足的原假设,Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量均大于 Stock-Yogo 在 10% 显著性水平上的临界值,拒绝了弱工具变量原假设^①。第(2)列和第(4)列汇报了第二阶段回归结果,供应链集中度 *Chain* 的估计系数均显著为正,说明在对潜在内生性问题进行处理之后,供应

①由于模型属于恰好识别,本文未进行过度识别检验。第一阶段回归结果及弱工具变量检验均表明工具变量具有较好的有效性,不存在弱工具变量问题。

链集中度仍显著提高了企业金融化和过度金融化水平,加剧了“脱实向虚”问题,本文的核心结论仍然成立。

表 3 工具变量法估计结果

变量	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	<i>Chain</i>	<i>finan</i>	<i>Chain</i>	<i>overfinan</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Chain_m</i>	0.8421 ^{***} (103.91)		0.8192 ^{***} (46.77)	
<i>Chain</i>		0.0128 [*] (1.69)		0.0507 ^{***} (2.60)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
Kleibergen-Paap rk LM statistic		829.884		217.723
[<i>P</i>]		0.0000		0.0000
Kleibergen-Paap rk Wald F statistic		1.1e+04		2187.396
Stock-Yogo weak ID test (10%)		16.38		16.38
N	35881	35881	8709	8709

注:Kleibergen-Paap rk LM statistic 检验的原假设为工具变量识别不足,[*P*]是 Kleibergen-Paap rk LM statistic 对应的 *P* 值;Kleibergen-Paap rk Wald F statistic 检验的原假设是弱工具变量,Stock-Yogo weak ID test (10%)是弱工具变量检验在 10%显著性水平的临界值;参考 Brueckner 等(2015),IV 回归中 *R*² 无意义,不予汇报。

2.Heckman 两步法

2012 年,证监会首次提出鼓励上市公司在年报中披露前五大供应商和客户的名称及各自交易额。证监会的非强制要求在一定程度上导致企业信息披露的不完全。事实上,在上市公司年报中有关供应商和客户的名称信息,存在大量的“客户一”“最大供应商”“客户甲”“第一供应商”等模糊表达,这使得本文的研究存在可能的样本选择偏误问题。为此,本文借鉴陶锋等(2023)的思路,采用 Heckman 两步法缓解样本选择问题对本文结论可能产生的影响。

首先,在第一阶段采用 Probit 模型回归,将“企业是否披露前五大客户和供应商的具体名称”作为被解释变量(记为 *SCT_dum*),并且引入排他性外生控制变量。考虑到企业进行交易对象选择时需要考虑货物运输成本等问题,该省份内上市公司数量会影响企业交易对象的选择范围,我们构建企业所在省份当年的上市公司总数加一取对数后的指标作为外生控制变量(记为 *Firm_n*)。一般而言,企业所在省份的上市公司数量越大会导致市场竞争越发激烈,则企业往往倾向于保持商业机密而不公开交易方具体名称。其次,根据第一阶段 Probit 模型回归结果进行计算,得到逆米尔斯比率(*IMR*),在第二阶段中将其分别加入基准模型(1)和(2)进行回归。表 4 汇报了 Heckman 两步法的回归结果。

从表 4 可以看到,第一阶段中外生变量 *Firm_n* 的估计系数显著为负,与理论预期一致;第二阶段中逆米尔斯比率 *IMR* 的估计系数分别在 1%和 5%的水平上显著,说明本文确实存在样本选择偏误问题。由第(2)列和第(3)列的回归结果进一步可知,在控制样本选择偏误的潜在影响后,*Chain* 均显著为正,再次表明,供应链集中度会加剧企业的金融化,甚至可能

导致过度金融化问题。

表 4 Heckman 两步法估计结果

变量	第一阶段	第二阶段	
	<i>SCT_dum</i>	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>
	(1)	(2)	(3)
<i>Chain</i>		0.0150** (2.26)	0.0487*** (2.74)
<i>Firm_n</i>	-0.4804** (-2.23)		
<i>IMR</i>		0.0367*** (3.82)	0.0659** (2.36)
控制变量	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
N	15495	15079	3636
<i>Adj.R</i> ²	0.6153	0.5872	0.6153

(三) 稳健性检验①

此外,为进一步提升核心结论的可靠性,本文进行了一系列稳健性检验,包括控制更多维度的固定效应、调整聚类层级、更换核心变量的测度方法、调整样本结构和样本期间以及排除干扰性因素。回归结果显示,供应链集中度会产生“金融化”效应,明显提升企业的金融化和过度金融化水平,加剧经济“脱实向虚”问题。

六、调节效应、机制检验与异质性分析

(一) 不确定性感知程度的调节效应

本文借鉴聂辉华等(2020)的思路,分别构建企业整体不确定性感知程度(*Uaware*)、微观不确定性感知程度(*Uaware_mic*)和宏观不确定性感知程度(*Uaware_mac*)。我们将不确定性感知程度指标(*Uaware*、*Uaware_mic*、*Uaware_mac*)及其与供应链集中度的交互项(*Chain*×*Uaware*、*Chain*×*Uaware_mic*、*Chain*×*Uaware_mac*)纳入基准回归模型,回归结果如表 5 所示。从中可以发现,在第(1)—(4)列中,供应链集中度与企业整体不确定性感知程度交互项(*Chain*×*Uaware*)以及它与微观不确定性感知程度指标交互项(*Chain*×*Uaware_mic*)的回归系数均显著为正,且交互项 *Chain*×*Uaware_mic* 的系数绝对值和显著性明显强于交互项 *Chain*×*Uaware*,说明企业整体不确定性感知对供应链集中度“金融化”效应的强化作用主要源于企业管理层对微观不确定性的感知程度,验证了本文的核心假说 3。从第(5)列和第(6)列可以看出,供应链集中度与企业宏观不确定感知程度交互项(*Chain*×*Uaware_mac*)的回归系数未能通过常规水平的显著性检验,表明短期视角下企业管理层在制定投资决策时,更多聚焦于企业微观运营的潜在风险,宏观经济环境和政策调整对其决策产生的影响较为有限,因此,企业宏观不确定性感知程度不会明显强化或弱化供应链集中度的“金融化”效应。

①稳健性检验的相关结果参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn/>)附件。

表 5 调节效应的回归结果

变量	整体不确定性感知		微观不确定性感知		宏观不确定性感知	
	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Chain</i>	0.0100 * (1.68)	0.0440 *** (3.18)	0.0115 ** (2.00)	0.0390 *** (2.84)	0.0196 *** (3.09)	0.0598 *** (3.99)
<i>Uaware</i>	-0.0118 (-1.29)	0.0016 (0.07)				
<i>Chain × Uaware</i>	0.0658 ** (2.44)	0.1175 * (1.91)				
<i>Uaware_mic</i>			-0.0264 ** (-2.00)	-0.0506 * (-1.71)		
<i>Chain × Uaware_mic</i>			0.1232 *** (3.01)	0.2405 *** (2.72)		
<i>Uaware_mac</i>					0.0001 (0.01)	0.0434 * (1.66)
<i>Chain × Uaware_mac</i>					-0.0164 (-0.56)	-0.0814 (-1.13)
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
N	35181	8552	32781	7908	32781	7908
Adj. R ²	0.6155	0.6381	0.6266	0.6457	0.6263	0.6446

(二) 机制检验

1. 融资约束缓解

基于前文理论分析,长期稳定的上下游关系可以缓解企业融资压力,从而提高金融化和过度金融化水平。为了验证上述机制,本文采用 KZ 指数^①作为企业融资约束的代理变量,KZ 指数越大则融资约束程度越高。回归结果汇报于表 6 第(1)—(3)列中。

表 6 中,第(1)列供应链集中度 *Chain* 的回归系数显著为负,说明供应链集中度可以缓解企业融资约束。接下来,我们将 KZ 指数纳入基准回归模型,从表 6 第(2)列和第(3)列可以看出,放松融资约束会促使企业增持金融资产,融资约束缓解效应是供应链集中度产生“金融化”效应的重要机制。

2. 信息透明降低

基于信息不对称理论,较低的信息透明度会使得资本市场难以完全掌握企业经营状况。在外部监督约束减弱的情况下,企业管理层拥有更大的资源配置自主权,从而为金融化扩张提供条件。参考辛清泉等(2014)做法,本文构建信息透明度指标 *Trans*^② 以探究这一可能机制,回归结果汇报于表 6 中。在第(4)列中,变量 *Chain* 的估计系数在 1%的水平上显著为

① $KZ = -1.002 \times \frac{CF}{Asset} + 0.283 \times TobinQ + 3.139 \times \frac{Liability}{Asset} - 39.368 \times \frac{DIV}{Asset} - 1.315 \times \frac{Cash}{Asset}$, 其中, $\frac{CF}{Asset}$ 、 $\frac{Liability}{Asset}$ 、 $\frac{DIV}{Asset}$ 、 $\frac{Cash}{Asset}$ 分别表示现金流相对资本、债务相对资本、股利相对资本和现金持有相对资本。

②本文基于盈余质量、信息披露考评指数、分析师盈余预测以及是否聘请国际四大会计师事务所进行审计等维度,构建公司信息透明度综合指标。具体测度方法详细介绍参见《经济评论》网站(<http://jer.whu.edu.cn/>)附件。

负,表明供应链集中度会削弱企业充分披露信息的动机,从而明显降低企业的信息透明度。从第(5)列和第(6)列的回归结果可以进一步发现,信息透明度的下降会促进企业金融化水平的提升,表明供应链集中度通过信息透明降低效应提升企业金融化和过度金融化水平。

表 6		机制检验结果				
变量	KZ	finan	overfinan	Trans	finan	overfinan
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Chain	- 0.1783 * (- 1.75)	0.0127 ** (2.18)	0.0489 *** (3.60)	- 0.0727 *** (- 7.33)	0.0168 *** (2.97)	0.0628 *** (4.75)
KZ		- 0.0082 *** (- 15.08)	- 0.0120 *** (- 12.77)			
Trans					-0.0084 ** (-2.12)	-0.0391 *** (-4.14)
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
N	32463	32463	8047	34872	34872	8503
Adj.R ²	0.7641	0.6240	0.6424	0.6850	0.6166	0.6353

综上,表 6 的回归结果较好地验证了供应链集中度通过融资约束缓解和信息透明降低渠道提升企业金融化水平,进一步加剧经济“脱实向虚”。

(三) 异质性分析

1. 行业类型

供应链管理对不同行业内的企业存在异质性影响。参考李连燕和张东廷(2017),本文将样本划分为高新技术企业和非高新技术企业^①,并进行分组回归。回归结果如表 7 Panel A 所示。进一步,本文对分组样本进行费舍尔组合检验(Fisher’s Permutation Test),其中,第(1)列汇报的组间系数差异性是针对第(1)列和第(3)列的系数差异,第(2)列汇报的组间系数差异性是针对第(2)列和第(4)列的系数差异。尽管第(2)列和第(4)列的系数差异性并不显著,但第(1)列和第(3)列的系数差异性显著,这表明供应链集中度更可能促使高新技术企业的金融化水平提升。相较于其他企业,高新技术企业的资产专用性和技术壁垒更强,在供应链集中度上升时,此类企业更易受到议价能力约束与供需关系断裂的影响,从而更倾向于通过配置金融资产进行风险对冲,表现出较强的金融化倾向。

2. 地区制度环境

中国各省份间的市场化进程存在差异,各地制度环境的宽松程度存在区别,从而在一定程度上影响企业的管理自主权。在这一部分,我们使用王小鲁等(2021)测算的各省份市场化综合指数作为地区制度环境的代理变量(Market)^②,市场化水平越高则说明地区制度环境越好。本文将样本划分为市场化水平较低和较高两个组别,基于两个子样本的回归结果如表 7 Panel B 所示。其中,第(3)列和第(4)列中 Chain 的回归系数均显著为正,说明在制度环境较为宽松的地区,企业的供应链集中度会产生更为明显的“金融化”效应。此外,费舍尔

① 本文将计算机、通信和其他电子设备制造业,软件和信息技术服务业以及医药制造业等行业纳入高新技术领域范围。
② 与解学梅和朱琪玮(2021)类似,我们根据历年各省份市场化指数的平均增长率推算 2020—2022 年各地区市场化指数。

组合检验进一步表明供应链集中度的“金融化”效应在不同制度环境下的差异较大。对此并不难理解,当企业处于市场化水平较高的地区,其决策自主性更高。

表 7 异质性检验结果

变量	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A:行业类型				
变量	非高新技术企业		高新技术企业	
<i>Chain</i>	0.0137 ** (2.04)	0.0517 *** (3.25)	0.0271 *** (2.83)	0.0671 *** (3.13)
<i>N</i>	26273	6354	9547	2322
<i>Adj.R</i> ²	0.6219	0.6463	0.6097	0.6174
组间系数差异性 <i>P</i> 值	高新技术企业- 非高新技术企业 0.013 [0.077]	高新技术企业- 非高新技术企业 0.015 [0.277]	-	-
Panel B:地区制度环境				
变量	市场化水平较低		市场化水平较高	
<i>Chain</i>	0.0065 (1.13)	0.0048 (0.28)	0.0217 *** (2.65)	0.0636 *** (3.23)
<i>N</i>	15825	3262	19629	4841
<i>Adj.R</i> ²	0.6608	0.6515	0.6861	0.6719
组间系数差异性 <i>P</i> 值	市场水平较高- 市场水平较低 0.015 [0.044]	市场水平较高- 市场水平较低 0.059 [0.032]	-	-

注:该回归均加入与基准回归相同的控制变量和固定效应,囿于篇幅,未予汇报;“组间系数差异性”通过采用费舍尔组合检验(抽样 1000 次)得到。

七、进一步研究与讨论

(一)客户集中度和供应商集中度

在前文的回归分析中,本文基于客户集中度与供应商集中度构建了企业整体的供应链集中程度指标。在此基础上,本部分进一步将两者加以区分,分别考察客户集中度(*Chain_down*)与供应商集中度(*Chain_up*)是否各自对企业金融化产生显著影响,从而加剧过度金融化问题。回归结果如表 8 所示。

表 8 客户集中度和供应商集中度的“金融化”效应

变量	<i>finan</i>		<i>overfinan</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Chain_down</i>	0.0103 * (1.70)		0.0378 *** (2.89)	
<i>Chain_up</i>		0.0130 *** (2.71)		0.0397 *** (3.29)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是
<i>N</i>	35530	31499	8600	7676
<i>Adj.R</i> ²	0.6144	0.6267	0.6350	0.6373

客户集中度 *Chain_down* 与供应商集中度 *Chain_up* 的回归系数均显著为正,表明无论企业对单一客户还是单一供应商存在较高依赖,随着依赖程度的加深,企业管理层均可能主动调整资金配置结构,提高金融资产配置比例,从而推动企业金融化水平上升,甚至诱发过度金融化倾向。

(二) 需求端不确定性感知程度和供给端不确定性感知程度

本文研究的核心问题是供应链配置如何影响企业金融资产配置,由于微观不确定性感知程度的涵盖范围较广,可能难以有效反映有关管理层对企业上下游经营的感知能力。为此,本文对微观不确定性感知程度进行进一步拆解,关注企业对上游采购和下游销售两端的不确定性感知水平,并分析它们各自如何影响客户集中度和供应商集中度的“金融化”效应。首先,我们构建需求端不确定性感知程度和供给端不确定性感知程度;其次,根据计算结果将样本划分为高需求端(高供给端)不确定性感知程和低需求端(低供给端)不确定性感知程度两类。接下来,本文通过分组回归的方法更为直观地展示两组的因果效应,从另一个维度反映供应链不确定性感知程度的调节效应,回归结果见表 9。

表 9 需求端和供给端不确定性感知程度的调节效应

变量	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>	<i>finan</i>	<i>overfinan</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
Panel A: 客户集中度和需求端不确定性感知程度				
	不确定性感知程度较低		不确定性感知程度较高	
<i>Chain_down</i>	0.0051 (0.65)	0.0260 (1.52)	0.0189** (2.38)	0.0368* (1.84)
N	18203	3889	16534	4090
<i>Adj.R</i> ²	0.6276	0.6574	0.6475	0.6453
组间系数差异性	需求端不确定性感知程度较高-感知程度较低 0.014	需求端不确定性感知程度较高-感知程度较低 0.011	-	-
<i>P</i> 值	[0.069]	[0.408]		
Panel B: 供应商集中度和供给端不确定性感知程度				
	不确定性感知程度较低		不确定性感知程度较高	
<i>Chain_up</i>	0.0075 (1.36)	0.0172 (1.26)	0.0251*** (2.89)	0.0512* (1.93)
N	19227	4384	11178	2608
<i>Adj.R</i> ²	0.6413	0.6603	0.6364	0.6370
组间系数差异性	供给端不确定性感知程度较高-感知程度较低 0.018	供给端不确定性感知程度较高-感知程度较低 0.034	-	-
<i>P</i> 值	[0.023]	[0.093]		

注:该回归均加入与基准回归相同的控制变量和固定效应,囿于篇幅,未予汇报;“组间系数差异性”通过采用费舍尔组合检验(抽样 1000 次)得到。

表 9 Panel A 用于分析需求端不确定性感知程度(*Uaware_demand*)对客户集中度“金融化”效应的调节作用,Panel B 关注供给端不确定性感知程度(*Uawar_supply*)对供应商集中度“金融化”效应的影响。不难发现,当需求端不确定性感知程度(*Uaware_demand*)较高时,客

户集中度 *Chain_down* 的回归系数明显高于感知程度较低子样本,费舍尔组间系数差异检验的 *P* 值为 0.069 和 0.408,表明需求端不确定性感知程度强化了客户集中度对企业金融化水平的提升作用,但不会进一步强化客户集中度产生的过度金融化问题。供给端不确定性感知程度(*Uawar_supply*)具有类似调节作用,供给端不确定性感知程度较高时,供应商集中度 *Chain_up* 的回归系数显著大于感知程度较低子样本,费舍尔组间系数差异的 *P* 值分别为 0.023 和 0.093,这表明供给端不确定性感知强化了供应商集中度的“金融化”效应,导致企业更容易产生过度金融化倾向。

八、结论与政策建议

在推动中国经济“脱虚向实”的进程中,维持实体经济与虚拟经济的动态平衡对于实现资源有效配置、促进高质量发展均具有重要意义。本文基于 2010—2022 年中国 A 股上市公司数据,系统探究供应链集中度对企业金融化和过度金融化水平的影响及机制路径,并分析管理层不确定性感知程度的调节效应,从而为实现“脱虚向实”提供可行思路。研究发现,供应链集中度的提升会产生“金融化”效应,通过降低融资难度和削弱信息透明度,推动企业扩大金融资产配置规模,甚至导致企业陷入过度金融化的发展困境。当管理层具有较强的微观不确定性感知能力时,供应链集中度的“金融化”效应被进一步增强,其中,需求端不确定性感知程度会显著强化客户集中度对金融化的提升效应,供给端不确定性感知程度则会强化供应商集中度的“金融化”效应。异质性分析显示,在高新技术和地区市场化水平高的企业中,供应链集中度的“金融化”效应更加突出。

本文为供应链集中度的“金融化”效应提供了经验证据,具有重要的政策启示。首先,在政策制定层面,金融市场飞速扩张的同时带来了产业空心化和经济泡沫化问题,中国经济呈现出“脱实向虚”的演变态势。一方面,政府应当持续推动金融改革,优化金融市场结构和金融监管体系,引导金融回归“服务实体经济”的本源角色。另一方面,政府需要重视适度金融化与过度金融化的本质差异,在引导金融资源流向实体经济的过程中,避免采取“一刀切”的粗暴方式,通过设定金融化阈值等方法维持金融市场与实体经济之间的平衡。

其次,在供应链配置层面,供应链是整合利用资源的主要渠道,企业在维持现有供应链关系和挖掘潜在供销对象之间要加以权衡并作出取舍。稳定的供应链关系可以有效节约交易和管理成本,但企业长期局限于少数供应商和客户会造成专用性投资和寻租问题,发展受制于外界因素。在维护少数核心供应商和客户关系的基础上,企业有必要培养潜在供应商和客户群体,提高新供销对象的搜寻能力,促使企业供应链配置由集中化走向多元化,从而提升供应链的弹性与韧性。

最后,在企业内部管理方面,管理层对企业战略方针、经营方向和人事任命都持有最终决定权,较之于西方发达国家企业的去中心化管理结构,这种管理模式在提高效率的同时也容易产生一股独大的问题。管理层应适当保持对不确定性风险的敏锐程度,注意微观经营状态短期出现的波动情况,同时警惕宏观政策变动在长期可能产生的连锁反应。

参考文献:

1. 陈峻、王雄元、彭旋, 2015:《环境不确定性、客户集中度与权益资本成本》,《会计研究》第 11 期。
2. 陈西婵、刘星, 2021:《供应商(客户)集中度与公司信息披露违规》,《南开管理评论》第 6 期。
3. 杜勇、张欢、陈建英, 2017:《金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制》,《中国工业经济》第 12 期。
4. 方红星、张勇, 2016:《供应商/客户关系型交易、盈余管理与审计师决策》,《会计研究》第 1 期。
5. 顾雷雷、郭建鸾、王鸿宇, 2020:《企业社会责任、融资约束与企业金融化》,《金融研究》第 2 期。
6. 胡奕明、王雪婷、张瑾, 2017:《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》第 1 期。
7. 李连燕、张东廷, 2017:《高新技术企业智力资本价值创造效率的影响因素分析——基于研发投入、行业竞争与内部现金流的角度》,《数量经济技术经济研究》第 5 期。
8. 李青原、陈世来、陈昊, 2022:《金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据》,《经济研究》第 1 期。
9. 李馨子、牛煜皓、张广玉, 2019:《客户集中度影响企业的金融投资吗?》,《会计研究》第 9 期。
10. 刘柏、鞠瑶蕾, 2025:《“大水漫灌”到“精准滴灌”:企业流程数字化与商业信用结构调整》,《南开管理评论》第 5 期。
11. 聂辉华、阮睿、沈吉, 2020:《企业不确定性感知、投资决策和金融资产配置》,《世界经济》第 6 期。
12. 彭俞超、韩珣、李建军, 2018:《经济政策不确定性与企业金融化》,《中国工业经济》第 1 期。
13. 陶锋、王欣然、徐扬、朱盼, 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。
14. 王迪、刘祖基、赵泽朋, 2016:《供应链关系与银行借款——基于供应商/客户集中度的分析》,《会计研究》第 10 期。
15. 王小鲁、胡李鹏、樊纲, 2021:《中国分省份市场化指数报告 2021》,社会科学文献出版社。
16. 巫强、姚雨秀, 2023:《企业数字化转型与供应链配置:集中化还是多元化》,《中国工业经济》第 8 期。
17. 辛清泉、孔东民、郝颖, 2014:《公司透明度与股价波动性》,《金融研究》第 10 期。
18. 解学梅、朱琪玮, 2021:《企业绿色创新实践如何破解“和谐共生”难题》,《管理世界》第 1 期。
19. 徐朝辉、王满四, 2023:《财政补贴、企业家信心与实体企业过度金融化》,《会计研究》第 1 期。
20. 曾艺、周小昶、冯晨, 2023:《减税激励、供应链溢出与稳就业》,《管理世界》第 7 期。
21. 张成思、孙宇辰、阮睿, 2021:《宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为》,《经济研究》第 10 期。
22. 张成思、张步昙, 2016:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》第 12 期。
23. 邹美凤、张信东、刘维奇, 2024:《供应商集中度与企业金融化:“风险效应”还是“协同效应”》,《中国管理科学》第 3 期。
24. Benguria, F., J. Choi, D. L. Swenson, and M. J. Xu. 2022. “Anxiety or Pain? The Impact of Tariffs and Uncertainty on Chinese Firms in the Trade War.” *Journal of International Economics* 137, 103608.
25. Bloom, N. 2014. “Fluctuations in Uncertainty.” *Journal of Economic Perspectives* 28(2): 153–176.
26. Brueckner, M., E. Dabla Norris, and M. Gradstein. 2015. “National Income and Its Distribution.” *Journal of Economic Growth* 20: 149–175.
27. Chetty, R., N. Hendren, P. Kline, and E. Saez. 2014. “Where Is the Land of Opportunity? The Geography of Intergenerational Mobility in the United States.” *The Quarterly Journal of Economics* 129(4): 1553–1623.
28. Chu, Y., X. Tian, and W. Wang. 2019. “Corporate Innovation along the Supply Chain.” *Management Science*

65(6): 2445–2466.

29.Hwang, P. 2006. “Asset Specificity and the Fear of Exploitation.” *Journal of Economic Behavior & Organization* 60(3): 423–438.

30.Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.

31.Lanier, Jr. D., W. F. Wempe, and Z. G. Zacharia. 2010. “Concentrated Supply Chain Membership and Financial Performance: Chain-and Firm-Level Perspectives.” *Journal of Operations Management* 28(1): 1–16.

32.Lee, S. M., P. Jiraporn, and H. Song. 2020. “Customer Concentration and Stock Price Crash Risk.” *Journal of Business Research* 110: 327–346.

33.Simon, H. 1955. “A Behavioral Model of Rational Choice.” *The Quarterly Journal of Economics* 69(1): 99–118.

34.Spence, M. 1978. “Job Market Signaling.” In *Uncertainty in Economics*. Edited by P. Diamond and M. Rothschild, 281–306. San Diego: Academic Press.

The Impact of Supply Chain Configuration on Corporate Financialization

Mao Qilin^{1,2,3} and Guo Chongyang⁴

(1: Center for Transnationals’ Studies, Nankai University;

2: Academy for Advanced Interdisciplinary Studies, Nankai University;

3: Economic Behavior and Policy Simulation Laboratory, Nankai University;

4: School of Economics, Nankai University)

Abstract: In the context of the deepening and broadening of the modern production network, rational supply chain configuration plays a crucial role in promoting the shift of the economy from the virtual to the real sector. Based on the data of A-share listed companies from 2010 to 2022, our study finds that (1) supply chain concentration significantly increases the level of financialization and over-financialization of firms. (2) In terms of mechanism, supply chain concentration is conducive to alleviating financing constraints and reducing information transparency, which generates the financialization effect. (3) Further research on uncertainty perception finds that micro uncertainty perception strengthens the financialization effect of supply chain concentration. (4) Supply chain concentration has a more pronounced financialization effect on firms with high-tech and a high level of regional marketisation. This paper broadens and deepens the theoretical research on the motivation of financialization from the dual perspectives of the allocation of production factors and the management’s perceived ability, and provides empirical support for firms to optimize supply chain configuration to prevent financial risks under heightened uncertainty.

Keywords: Supply Chain Configuration, Uncertainty Perception, Financialization, Over – Financialization

JEL Classification: E22, G32, L14

(责任编辑:惠利、陈永清)