

客户稳定性与企业金融资产配置

余怒涛¹, 李奕蓉^{1,2}, 杨张萌¹

(1. 云南财经大学 会计学院, 云南 昆明 650221; 2. 曲靖师范学院 管理学院, 云南 曲靖 655011)

[摘要] 基于供应链视角, 以 2010—2022 年中国 A 股上市公司为研究对象, 考察客户稳定性对企业金融资产配置的影响及其作用机制。研究结果表明, 客户稳定性能显著抑制企业金融资产配置行为, 并且经营风险、融资约束、代理成本在其中起到中介作用。进一步研究发现, 客户稳定性对于企业金融资产配置的抑制作用在客户关系较好、社会信任程度较低的企业中更加明显, 且主要抑制的是长期金融资产配置行为。经济后果检验发现, 客户稳定性可通过抑制企业金融资产配置进而积极引导企业回归主业, 显著促进企业实业资产投资并提升企业主业业绩。上述结论为通过稳定供应链来抑制企业金融投资倾向, 以实现立足自身实业的高质量发展提供了微观经验证据。

[关键词] 客户稳定性; 金融资产配置; 供应链; 经营风险; 融资约束; 代理成本

[中图分类号] F270 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 2096-3114(2025)05-0055-13

一、引言

近年来, 我国实体企业面临需求不足、产能过剩的双重压力, 实体经济利润空间不断被压缩, 实体经济的高投资、低收益率、周期长等特征让非金融企业“望而却步”^[1], “不敢投”“不愿投”“不能投”成为实体企业面临的普遍问题^①。而相比于实体经济, 金融投资等虚拟经济领域则呈现“欣欣向荣”的态势, 高收益率、低转让成本的优势诱使越来越多的实体企业把大量资金投资于虚拟经济, 导致实体企业“脱实向虚”的问题愈演愈烈。企业金融资产投资的本质是追求短期利益和长远发展的权衡, 虽然其在短期内促进了企业繁荣, 但增加了企业的财务风险, 也给企业的长期发展埋下了隐患。在学术界, 现有研究发现, 实体企业金融化会通过抑制创新投入来严重“挤占”实体投资^[1], 导致企业的全要素生产率下降^[2], 对企业业绩产生消极影响^[3], 同时, 还会弱化货币政策对实体经济的调控作用^[4], 导致股价异常风险增大^[5], 进而可能会引发系统性金融风险。在实务界, 医药行业老牌龙头企业云南白药在 2020 年末持有金融资产高达 121.9 亿元人民币, 占总资产的 22.68%, 随着股市的剧烈震动, 2021 年云南白药净利润同比下滑将近 50%, 其中, 股票投资损失超过 19 亿元, 导致公司财务风险骤增, 企业高质量发展进程受阻。由此可见, 实体企业过度金融化已然成为企业乃至我国经济高质量发展的掣肘, 探索企业金融资产配置的影响因素对于防范金融系统性风险、促进经济行稳致远具有重要的理论价值和实践意义。

现有文献主要从企业内部资金状况^[6]、管理层特质^[7]等企业内部因素和经济政策不确定性^[8]、“一带一路”^[9]等外部宏观因素两个方面对企业金融资产配置的影响因素进行研究, 并且上述研究主要把

[收稿日期] 2025-02-15

[基金项目] 国家自然科学基金项目(72262034; 72572147)

[作者简介] 余怒涛(1975—), 男, 新疆昭苏人, 云南财经大学会计学院教授, 博士生导师, 博士, 主要研究方向为公司治理与财务; 李奕蓉(1989—), 女, 云南曲靖人, 云南财经大学会计学院博士生, 曲靖师范学院管理学院讲师, 主要研究方向为公司治理与财务; 杨张萌(1997—), 女, 云南楚雄人, 云南财经大学会计学院博士生, 主要研究方向为公司治理与财务, 通信作者, 邮箱 yzhmengmeng@163.com。

①2023 年 7 月 24 日我国发改委《促进民间投资有关情况专题》发布会(https://www.gov.cn/zhengce/202307/content_6893983.htm)。

企业看成单一个体进行考察,忽略了与企业密切相关的供应链环境及其稳定性对于企业金融资产投资的影响。稳定的供应链关系(供应商-企业-客户)是企业生存和发展的关键,而客户关系又是供应链上重要一环,其关系的稳定性受到多方利益相关者的关注,也是供应链稳定的必要条件^[10]。客户的稳定性不仅为企业收入的稳定性和盈利能力的持续性提供保障^[11],还能降低企业的交易成本和转换成本,促进双方协同创新^[12],进而提升企业的业绩表现^[13]。同时,客户稳定性也是一种社会资本,能向外界利益相关者传递经营良好的信号,不仅使企业获得更多的商业信用^[14],还能降低企业股价异常风险,从而提高金融市场的稳定性^[15]。相反,如果客户关系不稳定,企业将会面临巨大的经营风险和不确定性,导致企业陷入融资困境,进而抑制企业的创新绩效^[16],并且诱发管理层机会主义短期投机行为。因此,探讨客户稳定性对企业金融资产配置的影响对防范化解重大金融风险、促进企业高质量发展具有重要意义。基于此,本文以2010—2022年我国沪深A股非金融类上市公司为研究样本,探究客户稳定性对于企业金融资产配置的影响。

本文可能的边际贡献有:第一,从客户稳定性这一反映客户关系的重要变量入手,丰富了企业金融资产配置影响因素的研究。现有研究主要从宏观政策方面^[8-9],以及企业内部股权结构^[17-18]、董事会特征^[19]、CEO视角^[7]等微观视角出发,只有少量研究关注到供应链对于企业金融资产投资行为的影响,分别从客户集中度和产业链中话语权的角度去考察对于金融资产配置的影响^[20-21],但客户集中度和话语权只能从静态、横向的角度反映企业对于客户的依赖程度,如果客户变动频繁,其对于企业行为影响具有差异性,只有长期稳定的客户关系才能对企业行为产生实质性影响。本文从客户稳定性这一纵向指标出发,考察其内在的影响机理和不同情景下的异质性表现,对于深入理解供应链关系背景下上市公司金融资产配置行为具有重要的参考价值。第二,从企业金融投资决策维度拓展供应链视角下客户稳定性的微观经济后果研究。现有文献主要集中讨论客户稳定性对于供应链授信决策^[14]、分析师盈余预测准确性^[22]、股价异常风险^[15]、成本黏性^[13]以及企业违规行为^[23]的影响,而本文以企业资产配置情况为切入点研究客户稳定性对企业金融资产配置的影响,既拓展了现有研究范畴,又为相关研究提供了增量证据。第三,从实践角度来看,我国实体企业普遍存在投资金融资产的趋势,而供应链的安全稳定是国家和政府的重点关注内容之一,研究客户稳定性对于企业金融资产配置的影响贴合当下政策导向,同时还能引导企业回归主业,为我国经济高质量发展提供微观层面的经验证据。

二、理论分析与研究假设

客户是企业重要的利益相关者,稳定的大客户直接决定了企业现在及未来的获利能力和盈利水平,其对于企业行为的重要影响也得到了学术界广泛关注。首先,稳定的客户关系有助于节约交易成本和转换成本^[24]、提高创新投入^[12],从而优化企业业绩^[13],降低企业的经营风险;其次,稳定的客户关系不仅是企业盈利能力的重要保障,能有效改善企业内部资金状况,还能向外界利益相关者传递积极信号,使企业获得更多的供应商授信额度^[14]、更好的贷款条件^[12],从而缓解企业内外部融资约束问题;最后,稳定的客户关系意味着企业与客户交往密切,利益联结程度较深,此时,大客户有更强的动机和能力去监督和规范企业投资行为^[25],即通过签订长期契约来约束企业行为,从而遏制管理层短期机会主义行为,进而降低企业违规行为^[23]。基于此,本文认为,较高的客户稳定性能通过降低企业的经营风险、缓解企业融资约束及对企业产生监督治理效应来影响企业金融资产配置行为。

第一,稳定的大客户能通过降低企业经营风险来抑制企业金融资产配置行为。当前我国处于买方市场,供应商企业面临的市场竞争异常激烈,市场竞争过大导致的业绩下滑是企业配置金融资产的主要诱因^[1],而当企业拥有稳定的大客户时,能有效降低企业未来发展的不确定性和管理层业绩压力,进而

抑制金融资产投资。首先,稳定的大客户能减少供应商企业面临的产品市场竞争压力,以降低企业经营波动性,从而抑制企业金融资产配置。实际上,金融资产配置行为是管理层出于私利给未来公司经营状况购置的“保险”,当在激烈的产品市场中面临亏损时,管理层能用金融资产投资收益去弥补主业亏损,以确保企业有良好的业绩表现,在巩固自身地位的同时获得可观的薪酬。对于企业而言,稳定的客户就是企业未来收入稳定的“压舱石”,拥有稳定客户的企业当期盈利水平更高且盈余波动性更低^[22],还能有效缓冲外部环境冲击的压力,显著降低企业的经营风险^[26],有助于企业管理者对于未来盈利能力的准确预测,抱有对未来业绩增长的信心。其次,稳定的客户关系意味着双方的交易关系是良性且持续的,企业能有的放矢地针对客户需求投入生产,从而优化产品成本结构,有效降低企业的交易成本和转换成本^[24],进一步扩大利润空间。随着企业与客户的深入往来,双方在信息、技术等资源方面的共享程度不断加深,从而促使交易双方协同创新^[12],进而提高企业和供应链的盈利能力。同时,大客户本身也是企业收入的主要来源,稳定的大客户能给企业带来持续稳定的现金流,为企业收入的稳定性和盈利能力提供保障,当企业拥有这样坚实的“后盾”以后,自身的风险承担水平会有所提升,会将更多的现金流投资于净现值为正且风险较大的项目,从而促进企业业绩的提升,进一步缓解管理层的业绩压力。因此,当企业拥有稳定的大客户时,企业经营风险下降且盈利能力增强,未来的绩效水平得以保障,这无疑对于管理层是一颗“定心丸”^[13],此时,企业会减少对金融资产投资的依赖,从而减少企业金融资产投资。

第二,稳定的大客户能通过缓解融资约束来抑制企业金融资产配置行为。预防性动机下的金融资产配置行为是为了让企业在未来出现资金短缺时,能够通过变卖金融资产的方式来获取资金,以缓解企业融资困境和“反哺”主业^[2-3],而稳定的大客户能通过缓解融资约束来影响企业金融资产配置行为。首先,稳定的大客户是企业获得外部融资的重要影响因素。稳定的客户关系对于企业是一项“社会资本”无形资产,根据信号传递理论,长期稳定的客户关系会向外界传递公司经营状况良好的积极信号。具体而言,在建立长期稳定的交易关系之前,客户会对企业的资质进行考量,其中包括企业的经营管理能力、财务状况,以及产品质量和售后服务能力等,进而作出是否持续交易关系的决策。一旦稳定的客户关系形成,说明企业经受住了大客户的“层层考核”,这无疑给外部利益者传递了良好的信号,一定程度上降低了外部利益相关者和企业之间的信息鸿沟,使得企业获得更多的供应商授信额度^[14]、较低的融资成本和较长的融资期限,以缓解企业外源融资压力。其次,稳定的大客户也是企业获得内源融资的重要影响因素。内源融资来源于企业的自有资金,是企业生产经营过程产生的资金流,且主要受到公司盈利能力及持续性的影响。而稳定的客户关系能有效降低双方的交易成本、转换成本,且通过协同创新来提高企业的盈利能力^[12,24],进而保障收益的稳定性^[22],给企业带来持续稳定的现金流,减少未来现金流的不确定性和流动性压力,最终抑制企业进行金融资产配置。

第三,稳定的大客户能发挥外部监督治理作用,抑制企业金融资产配置行为。代理问题是企业管理层基于“投资替代”动机进行金融资产配置原因之一^[17],管理层对于企业投资决策有较强的自由裁量权,并且有为了满足一己私利进行金融资产投资的动机^[18],进而对企业主业产生了“替代”效应^[27],而稳定的大客户能发挥外部监督治理作用,抑制企业金融资产配置行为。首先,基于关系契约理论,稳定的大客户有动机监督企业金融资产配置行为。由于供应链稳定合作关系的建立伴随着大量专有关系资产的投入,且该投资具有特定性和不可逆的特征^[28],高额的沉没成本和转换成本使得大客户会选择财务健康的供应商企业作为长期的合作伙伴^[29],并对企业行为进行持续监督,以保障其自身利益免受损失。而金融资产投资虽然具有高收益,但也伴随着高风险的特征,投资失败的可能性极大,一旦金融资产投资失败导致企业陷入财务困境,供应链的风险溢出效应将使得企业上下游无一幸免,进而影响供应链的稳定与安全。因此,当大客户知晓企业大量投资金融资产行为,出于自身利益和供应链安全的考量,大客户有较强的动机去监督和规范企业投资行为^[25],通过签订长

期契约来约束企业投资行为,从而遏制管理层因私欲而进行金融资产配置。其次,稳定的大客户也有能力监督企业金融资产配置行为。当前我国处于买方市场,“内需不足、产能过剩”的双重压力使得供应商面临较大的市场竞争,企业可能要付出巨大的努力和代价才能维持稳定的客户关系,且稳定的大客户对于供应商企业而言至关重要。而企业的金融资产配置行为会损害企业未来主要业绩且对实体交易资源产生“挤占”效应^[3],当在交易过程中客户发现企业“不务正业”,且金融投资行为已经严重“挤占”到双方交易资源时,出于自身利益的考量,客户可能会考虑更换上游供应商,供应链的断裂会给企业和管理者造成致命的打击,企业将面临巨额的转换成本和沉没成本^[23],管理层为了保证供应链的稳定性,会收敛满足自身私利的金融资产投资行为。此时,稳定的大客户能发挥外部监督治理效应,抑制企业金融资产配置。

基于上述分析,我们提出如下假设:

H1:在其他条件不变的情况下,客户稳定性越高,企业金融资产配置越少。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

本文以2009—2022年我国沪深A股非金融类上市公司为初始研究样本,选择2009年为起始年度是由于我国上市公司从该年开始正式大规模披露供应商和客户信息,而本文的客户关系稳定性指标的衡量需要用到上一年数据,因此以2010—2022年的数据作为最终样本。同时作以下处理:(1)剔除了ST类企业以及主要财务数据不全的样本;(2)剔除模糊披露前五大客户的公司样本数据(例如“第一大客户”“A客户”等)。地区社会信任水平数据借鉴张维迎和柯荣住的社会信任度问卷调查结果^[30],其余数据均来自CSMAR数据库,由于CSMAR数据库中关于前五大客户数据存在缺失值,本文利用公司年报披露的数据进行了手工核对。最终得到5250家公司-年度观测值。为消除极端值的影响,本文对所有连续变量都进行了上下1%的缩尾处理。

(二) 变量选择

1. 金融资产的衡量

本文借鉴黄贤环等的研究^[31]以及企业会计准则中的相关定义,用金融资产总额占总资产比重衡量企业金融资产配置水平(Fin)。由于2017年财政部颁布了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》,且要求境内上市公司自2019年1月1日起实施,因此为了保证结果的稳健性,本文使用以下分段计算方式:

2010—2018年之间的数据:金融资产总额=交易性金融资产+衍生金融工具+发放贷款及垫款净额+可供出售金融资产净额+持有至到期投资净额+长期股权投资净额+投资性房地产净额。

2019—2022年之间的数据:金融资产总额=交易性金融资产+衍生金融工具+债权投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+发放贷款及垫款净额+买入返售金融资产+长期股权投资净额+投资性房地产净额。

2. 客户稳定性的衡量

本文借鉴王雄元和彭旋的研究^[22],分别采用稳定客户数量($Stable_5$)和稳定客户销售额($Stable_sales$)来衡量。具体来说, $Stable_5$ 表示公司当年前五大客户在上一年出现的个数除以5,该数值越大,代表企业客户稳定性越强; $Stable_sales$ 表示稳定客户销售额除以当年前五大客户销售总额,其中稳定客户销售额是指公司本年和上一年重复出现的前五大客户的销售额,该数值越大,代表客户稳定性越高。

(三) 模型设计

为验证假设1,本文建立如下多元回归模型检验客户稳定性对于金融资产配置的影响:

$$Fin = \alpha_0 + \alpha_1Stable + \alpha_2Controls + \sum year + \sum Ind + \varepsilon \tag{1}$$

其中, *Controls* 表示可能影响企业金融资产配置的控制变量, 主要借鉴王红建等^[1]、李馨子等^[20] 和彭俞超等^[5] 的研究, 控制变量设定如下: 企业规模 (*Size*)、偿债能力 (*Lev*)、存货占比 (*INV*)、成长能力 (*Growth*)、产权比例 (*SOE*)、股权集中度 (*TOP10*)、独立董事占比 (*Indep*)、董事会规模 (*Board*)、管理层持股比例 (*Mshare*)、公司上市年限 (*Age*)、经济政策不确定性 (*EPU*)、个股换手率 (*Turnover*), 与此同时, 还控制行业和年份效应, 具体变量定义见表 1。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	金融资产配置	<i>Fin</i>	金融资产总额/总资产, 2019 年开始使用金融工具准则变更后的分类办法
解释变量	客户稳定性 1	<i>Stable_5</i>	前五大客户出现在上一年的个数/5
	客户稳定性 2	<i>Stable_sales</i>	稳定客户销售额/当前前五大客户销售额
控制变量	企业规模	<i>Size</i>	企业当期总资产的自然对数
	偿债能力	<i>Lev</i>	资产负债率
	存货占比	<i>INV</i>	存货/总资产
	成长能力	<i>Growth</i>	营业收入增长率, 即营业收入增长额除以上一期营业收入总额
	产权性质	<i>SOE</i>	国企为 1, 否则为 0
	股权集中度	<i>TOP10</i>	前十大股东持股数/企业流通股股数
	独立董事占比	<i>Indep</i>	独立董事人数/董事会人数
	董事会规模	<i>Board</i>	董事会人数
	管理层持股比例	<i>Mshare</i>	管理层持股比例/企业流通股股数
	公司上市年限	<i>Age</i>	当年减去上市年份加 1 取对数
	经济政策不确定性	<i>EPU</i>	月度经济政策不确定性指数的年度均值
	换手率	<i>Turnover</i>	换手率, 股票日换手率的年平均值
	行业	<i>Ind</i>	按照证监会的行业分类设置哑变量
	年份	<i>Year</i>	设置年份哑变量

四、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 2 显示了总样本的描述性统计。由表 2 可知, 金融资产持有比例的均值为 7.9%, 最小值为 0, 最大值为 56.5%, 说明企业的金融资产投资存在较大差异。*Stable_5* 的均值为 0.434, 平均来说, 样本公司当年前五大客户中至少有两个稳定客户, 同时, 最小值和最大值分别为 0 和 1, 方差为 0.27, 表明我国公司客户稳定度存在很大差异。*Stable_sales* 的均值为 0.508, 说明从平均来看稳定客户的销售占比较大, 达到 50% 以上。其他控制变量和以往研究基本一致, 在此不再赘述。

(二) 单变量检验

为初步考察客户稳定性与金融资产占比之间的关系, 本文进行了单变量均值检验。表 3 是按照客户稳

表 2 描述性统计

变量	N	Mean	p50	SD	Min	Max
<i>Fin</i>	5250	0.079	0.034	0.114	0.000	0.565
<i>Stable_5</i>	5250	0.434	0.400	0.270	0.000	1.000
<i>Stable_sales</i>	5250	0.508	0.538	0.318	0.000	1.000
<i>Size</i>	5250	22.110	21.940	1.285	19.650	25.840
<i>Lev</i>	5250	0.435	0.436	0.211	0.046	0.891
<i>INV</i>	5250	0.135	0.104	0.131	0.000	0.687
<i>Growth</i>	5250	0.159	0.107	0.347	-0.523	2.000
<i>SOE</i>	5250	0.455	0.000	0.498	0.000	1.000
<i>TOP10</i>	5250	0.576	0.590	0.152	0.235	0.901
<i>Indep</i>	5250	0.368	0.333	0.050	0.308	0.571
<i>Board</i>	5250	2.163	2.197	0.193	1.609	2.708
<i>Mshare</i>	5250	0.113	0.001	0.188	0.000	0.660
<i>Age</i>	5250	2.173	2.398	0.837	0.000	3.332
<i>Turnover</i>	5250	2.237	1.453	2.321	0.143	13.240
<i>EPU</i>	5250	3.129	2.444	2.240	0.989	7.919

定性的均值将样本分为客户稳定性高组和客户稳定性低组进行检验。T 检验结果表明,相比于客户稳定性低的企业,客户稳定性高的企业金融资产占比更少,且在按稳定客户销售额(*Stable_sales*)的均值划分下在 10% 水平上存在显著差异,初步支持了假设 H1。

(三) 基本回归分析

表 4 报告了客户稳定性对企业金融资产配置影响的基准回归结果。从列(1)和列(3)的回归结果来看,稳定客户数量(*Stable_5*)和稳定客户销售额(*Stable_sales*)的回归系数分别为-0.013和-0.016,且至少在 5% 的水平上显著。在控制了行业固定效应和时间固定效应之后,列(2)和列(4)的回归结果相较于列(1)和列(3)的回归结果并未发生实质性变化。结果表明,客户的稳定性越高,企业金融资产配置越低,支持了假设 H1。

(四) 稳健性检验^①

1. 更换被解释变量衡量方式

本文参考张成思和张步昙的研究^[4],用金融资产收益占营业收入比重(*Fin1*)以及金融资产收益占期末总资产(*Fin2*)比重替换模型(1)中的被解释变量重新进行回归。其中,金融资产收益=投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+其他综合收益+净汇兑收益+公允价值变动收益,回归结果依然稳健。

2. 更换解释变量衡量方式

本文将稳定客户的销售额占总销售额的占比(*Stable_sales1*)替换模型(1)中的解释变量重新进行回归。回归结果依然稳健。

3. 子样本回归

第一,由于我国 2015 年发生的重大金融事件对企业金融资产配置带来了冲击,为缓解对研究结论的影响,本文剔除了 2015 年数据重新进行回归。第二,制造业是我国实体经济的主体,相比于其他行业,供应链关系的稳定性在制造业中显得更为重要,所以本文只保留制造业的样本重新进行回归,结论依然保持不变。

表 3 单变量检验

	客户稳定性低组		客户稳定性高组		Mean-Diff
	obs	Mean	obs	Mean	
<i>Fin</i>	3323	0.080	1927	0.078	0.002
<i>Fin</i>	2683	0.082	2567	0.076	0.006 *

注:第一行是按稳定客户数量(*Stable_5*)进行样本划分的结果,第二行是按稳定客户销售额(*Stable_sales*)进行样本划分的结果。*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 上的显著性水平。

表 4 基本回归结果

	(1) <i>Fin</i>	(2) <i>Fin</i>	(3) <i>Fin</i>	(4) <i>Fin</i>
<i>Stable_5</i>	-0.013 ** (-2.280)	-0.014 *** (-2.617)		
<i>Stable_sales</i>			-0.016 *** (-3.252)	-0.017 *** (-3.719)
<i>Size</i>	0.008 *** (4.715)	0.008 *** (4.537)	0.008 *** (4.718)	0.008 *** (4.509)
<i>Lev</i>	-0.132 *** (-13.245)	-0.135 *** (-13.166)	-0.132 *** (-13.273)	-0.135 *** (-13.195)
<i>INV</i>	-0.081 *** (-8.206)	-0.153 *** (-11.045)	-0.082 *** (-8.332)	-0.153 *** (-11.103)
<i>Growth</i>	-0.014 *** (-3.108)	-0.018 *** (-4.052)	-0.014 *** (-3.250)	-0.018 *** (-4.212)
<i>SOE</i>	-0.004 (-1.033)	-0.011 *** (-2.843)	-0.004 (-0.962)	-0.011 *** (-2.777)
<i>TOP10</i>	-0.058 *** (-4.936)	-0.068 *** (-5.934)	-0.057 *** (-4.887)	-0.067 *** (-5.899)
<i>Indep</i>	-0.019 (-0.560)	-0.035 (-1.090)	-0.018 (-0.516)	-0.034 (-1.053)
<i>Board</i>	-0.037 *** (-4.215)	-0.043 *** (-5.313)	-0.036 *** (-4.182)	-0.043 *** (-5.285)
<i>Mshare</i>	-0.032 *** (-4.102)	-0.034 *** (-4.259)	-0.032 *** (-4.103)	-0.034 *** (-4.255)
<i>Age</i>	0.038 *** (14.318)	0.032 *** (11.663)	0.039 *** (14.381)	0.032 *** (11.719)
<i>Turnover</i>	-0.000 (-0.145)	-0.001 (-1.214)	-0.000 (-0.125)	-0.001 (-1.181)
<i>EPU</i>	0.004 *** (4.895)	0.003 * (1.834)	0.004 *** (4.945)	0.003 * (1.862)
<i>-cons</i>	-0.000 (-0.006)	0.087 ** (2.139)	0.000 (0.008)	0.089 ** (2.188)
<i>Year</i>	NO	YES	NO	YES
<i>Ind</i>	NO	YES	NO	YES
<i>N</i>	5250	5250	5250	5250
adj. <i>R</i> ²	0.154	0.248	0.155	0.249

注:括号内为 t 值;*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 上的显著性水平。下同。

①由于篇幅有限,稳健性检验结果未列示,留存备案。

4. 内生性问题

(1) 遗漏变量问题

首先,已有研究表明,客户集中度对于企业金融资产配置会有显著影响^[20]。其次,客户稳定性对于金融资产配置的影响可能受到市场需求稳定性的影响,当行业收入增长较快时,说明行业整体发展“蒸蒸日上”,实业的收益较为可观,企业不需要再进行具有高风险、高收益的金融资产配置行为。基于此,本文进一步在模型(1)中加入客户集中度(*Cus_con*)和行业营业收入增长率(*INDGrowth*)作为新增控制变量,以缓解遗漏变量对本文研究结论产生的影响。检验结果中 *Stable_5*、*Stable_sales* 的系数均显著为负,说明在控制遗漏变量问题之后,本文研究结论依旧成立。

(2) 反向因果问题(IV-GMM)

虽然本文已经证实客户稳定性能显著降低企业金融资产配置水平,但金融资产配置水平亦可能会影响现阶段企业的客户关系稳定性。为了解决可能存在的反向因果关系,本文采用滞后两期的客户稳定性作为工具变量,并采用广义矩估计法(GMM)对模型(1)进行回归。Cragg-Donald Wald 检验 F 值远大于 10,通过了弱工具变量检验。回归结果显示客户稳定性依旧显著降低了企业金融资产配置水平。

(3) 样本自选择问题

目前我国上市公司年报中前五大客户信息的披露属于自愿性披露,可能导致样本自选择问题。本文借鉴王菁华和毕超的研究^[13],采用 Heckman 两步法解决该问题。首先,第一阶段对是否存在稳定客户(*Stable_D*)进行 Probit 回归,计算出逆米尔斯比率(*IMR*);然后,将第一阶段计算得到的 *IMR* 加入模型(1)中进行回归。回归结果显示,*Stable_5*、*Stable_sales* 的系数至少在 5% 的水平上显著为负,说明在控制了样本选择偏误后,客户稳定性依旧显著降低了企业金融资产配置水平,表明本文结论可靠。

为进一步缓解样本选择偏差,本文参考邱保印和程博的研究^[14],采用倾向得分匹配法(PSM)进行检验。具体地,分别按照稳定客户数量(*Stable_5*)和稳定客户销售额(*Stable_sales*)的均值将样本划分为高客户稳定性组和低客户稳定性组,采用 1:1 近邻无放回的配对原则进行匹配,再用匹配后的结果对模型(1)进行回归。回归结果显示 *Stable_5*、*Stable_sales* 的回归系数均显著为负,说明在控制样本自选择问题之后,本文研究结论依旧成立。

五、机制分析

前文实证结果证实了本文的研究假设,即客户稳定性越强,企业金融资产配置越少,而客户稳定性影响企业金融资产配置的作用机制有待进一步检验。根据前文理论分析,本文认为客户稳定性会通过降低经营风险、缓解融资约束以及发挥监督效应影响企业金融资产配置。

从经营风险的角度来说,拥有稳定客户能使企业在激烈的产品市场中保持竞争优势,且随着缔结程度的不断加深,实现信息与技术共享,提高企业营运效率,给企业带来稳定、高额的收益,从而降低管理层的业绩压力和企业经营风险,进而抑制企业金融资产配置。从融资约束的角度来说,稳定的客户不仅能给企业带来稳定的现金流,缓解企业现金流压力,还能向外部利益者传递积极信号,使企业获得更多的供应商信用额度和较好的银行贷款条件^[14],从而缓解企业融资约束,进而抑制企业金融资产配置。从监督治理的角度来说,稳定的客户关系意味着交易双方是“一荣俱荣、一损俱损”的利益共同体,当企业因为金融资产投资失败陷入财务困境时,客户也必将受到波及,此时,稳定的大客户有动机对企业的投资行为进行监督;而且当前我国处于买方市场,对于供应商而言,保持稳定的客户关系实属不易,当稳定的大客户发现企业金融资产配置行为已经严重损害双方交易关系时,可能会考虑更换供应商,供应链断裂风险会倒逼管理层收敛短期机会主义行为,从而减少金融资产配置。

为验证上述机制作用,本文借鉴彭俞超和黄志刚、Kaplan 和 Zingales、杨兴全和杨征的研究^[32-33,17],采用经过行业均值调整的 *ROA* 计算 3 年滚动标准差来衡量企业经营风险 (*Risk*),采用 KZ 指数来衡量企业融资约束水平 (*KZ*),采用管理费用率来衡量代理成本 (*Mfee*)。同时,在模型 (1) 的基础上建立以下中介效应模型:

$$M = \gamma_0 + \gamma_1 Stable + \gamma_2 Controls + \sum Year + \sum Ind + \delta \quad (2)$$

$$Fin = \theta_0 + \theta_1 Stable + \theta_2 M + \theta_3 Controls + \sum Year + \sum Ind + \varphi \quad (3)$$

其中,*M* 代表中介变量,表示经营风险 (*Risk*)、融资约束 (*KZ*)、管理费用率 (*Mfee*),其余变量均与模型 (1) 一致。

表 5 列 (1) 和列 (3) 显示,*Stable_5*、*Stable_sales* 对 *Risk* 的回归系数均在 1% 水平上显著为负,说明较高的客户稳定性能降低企业的经营风险;列 (2)、列 (4) 显示,*Risk* 对 *Fin* 的回归系数分别为 0.163、0.161,且均在 5% 水平上显著,并且在加入中介变量 *Risk* 之后,*Stable_5*、*Stable_sales* 对 *Fin* 的回归系数与表 4 相比,绝对值变小、显著性降低,说明经营风险在其中具有部分中介作用,即稳定的大客户能降低企业的经营风险,从而抑制企业金融资产投资行为。

表 6 的列 (1) 和列 (3) 显示,*Stable_5*、*Stable_sales* 对 *KZ* 的回归系数分别为 -0.456、-0.300,均在 1% 水平上显著,说明较高的客户稳定性能缓解企业的融资约束水平;列 (2)、列 (4) 显示,*KZ* 对 *Fin* 的回归系数显著为正,并且在加入中介变量 *KZ* 之后,*Stable_5*、*Stable_sales* 对 *Fin* 的回归系数与表 4 相比,绝对值变小、显著性降低,说明融资约束在其中具有部分中介作用,即稳定的大客户能缓解企业融资约束水平,从而抑制了企业金融资产投资行为。

表 6 机制检验:缓解融资约束

	(1) <i>KZ</i>	(2) <i>Fin</i>	(3) <i>KZ</i>	(4) <i>Fin</i>
<i>Stable_5</i>	-0.456 *** (-5.160)	-0.011 ** (-2.012)		
<i>Stable_sales</i>			-0.300 *** (-4.010)	-0.014 *** (-3.262)
<i>KZ</i>		0.007 *** (7.969)		0.007 *** (7.960)
<i>_cons</i>	9.047 *** (13.924)	0.021 (0.517)	9.028 *** (13.869)	0.023 (0.575)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES
N	5250	5250	5250	5250
adj. R ²	0.508	0.259	0.507	0.260

表 7 机制检验:降低代理成本

	(1) <i>Mfee</i>	(2) <i>Fin</i>	(3) <i>Mfee</i>	(4) <i>Fin</i>
<i>Stable_5</i>	-0.025 *** (-6.002)	-0.011 ** (-2.005)		
<i>Stable_sales</i>			-0.021 *** (-5.504)	-0.014 *** (-3.102)
<i>Mfee</i>		0.136 *** (3.663)		0.135 *** (3.632)
<i>_cons</i>	0.502 *** (14.860)	0.019 (0.437)	0.503 *** (14.824)	0.021 (0.496)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES
N	5250	5250	5250	5250
adj. R ²	0.224	0.258	0.224	0.259

表 7 列 (1)、列 (3) 显示,*Stable_5*、*Stable_sales* 对 *Mfee* 的回归系数分别为 -0.025、-0.021,均在 1% 水平上显著,说明稳定的大客户能发挥监督作用,降低企业的代理成本;列 (2)、列 (4) 显示,*Mfee* 对 *Fin*

的回归系数分别为 0.136、0.135,均在 1% 水平上显著为正,并且在加入中介变量 *Mfee* 之后,*Stable_5*、*Stable_sales* 对 *Fin* 的回归系数与表 4 相比,绝对值变小、显著性降低,说明代理成本在其中具有部分中介作用,即稳定的大客户能发挥监督治理作用,通过降低代理成本抑制管理层机会主义短期投机行为,从而减少企业金融资产配置。

六、进一步分析

(一) 异质性分析

1. 客户关系性质

尽管稳定的大客户能给企业带来更好的盈利水平和持续的现金流,但其对于企业行为的影响会因客户关系性质的不同而存在差异。一方面,客户关系较好时,有利于企业与客户之间的信息共享与私有沟通,使管理层对未来业绩抱有良好预期^[13],从而缓解企业的业绩压力,进而减少金融资产配置行为;另一方面,客户关系较好时,客户稳定性的信息效应才能被外部利益相关者有效识别,给企业带来更好的融资环境,以缓解企业的融资约束困境,从而抑制企业的金融资产配置。王雄元和彭旋也发现只有在客户关系好时,稳定的大客户才能发挥价值链协同效应^[22],这种协同效应能被分析师识别,进而提高其预测的准确性。所以,本文猜想,客户稳定性对于企业金融资产配置的抑制作用在客户关系较好时会更加明显。

为了验证该猜想,本文借鉴王雄元和彭旋、王菁华和毕超的研究^[22,13],采用应收账款净额、应收票据、合同资产以及应收账款融资之和与总资产占比衡量客户关系性质,并根据该指标的中位数进行分组,当该指标小于行业-年度中位数时,说明企业与客户关系较好,否则关系较差。回归结果如表 8 列(1)至列(4)所示,*Stable_5*、*Stable_sales* 的系数仅在客户关系较好时显著为负,这表明只有在客户与企业关系较好时,客户稳定性所带来的经济效益才能更好地体现,进而抑制企业金融资产配置行为。

2. 社会信任程度

与正式制度比较健全的国家相比,在发展中国家嵌入机制(即礼仪、文化、习俗等非正式制度)发挥着重要的基础性作用,能显著影响企业行为。首先,已有研究表明,在高社会信任地区,管理层因为业绩下滑而被解雇的概率较小,这说明在高信任水平地区的公司对于管理层短期的业绩下滑有更大的包容性,给予管理层充分的信任,使得管理层对于业绩压力有所减轻,金融资产投资动机减弱^[34]。其次,相比于低信任地区,高社会信任地区能有效缓解代理问题,通过“传递效应”和“连坐机制”放大并加重管理层的短期投机行为的惩罚^[35],从而约束管理层的私利倾向,进一步影响企业的金融资产投资行为。最后,高社会信任地区有利于缓解企业融资约束。刘凤委等研究发现,在高社会信任地区,企业的签约成本更低,进而促进企业获得更多的商业信用^[36]。同时,在高社会信任地区,企业的盈余透明度和信息含量更高,从而能缩小企业与外部利益相关者的信息鸿沟,进而使企业更容易获得外部资金支持,融资约束得以缓解。因此,本文猜想,客户稳定性对于企业金融资产配置的抑制作用在社会信任水平低的地区会更加明显。

为了验证该猜想,本文借鉴张维迎和柯荣住的研究^[30],采用中国企业家调查系统的地区调查数据,

表 8 异质性分析:客户关系性质

	(1) <i>Fin</i> 客户关系好	(2) <i>Fin</i> 客户关系差	(3) <i>Fin</i> 客户关系好	(4) <i>Fin</i> 客户关系差
<i>Stable_5</i>	-0.017* (-1.959)	-0.006 (-0.919)		
<i>Stable_sales</i>			-0.019*** (-2.698)	-0.008 (-1.599)
<i>-cons</i>	0.233*** (3.870)	0.025 (0.473)	0.233*** (3.873)	0.027 (0.506)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES
<i>N</i>	2683	2567	2683	2567
组间系数差异 P 值		0.205		0.183
adj. R ²	0.315	0.173	0.315	0.174

计算得到各省的社会信任水平指标,并根据该指标的中位数进行分组回归,回归结果如表9列(1)至列(4)所示, *Stable_5*、*Stable_sales* 的回归系数仅在低社会信任地区显著为负,这表明高的社会信任度作为一种软约束也能对企业的投资行为产生监督效应,只有在社会信任水平低的地区,稳定的大客户对于企业金融资产配置行为的抑制作用才更明显。

3. 金融资产类别

不同类别的金融资产在流动性、资金占用、风险性方面存在差异。首先,与短期金融资产相比,长期金融资产缺少足够的流动性、资金占用时间长,且转换成本高,导致其不能在企业发展急需资金时迅速变现^[31],从而严重挤占企业与大客户的实体交易资金,此时稳定的大客户可能会考虑更换供应商,当企业管理层感受到来自客户的“退出威胁”时,供应链断裂风险会倒逼管理层收敛短期机会主义行为,进而减少长期金融资产投资。其次,相比于短期金融资产,长期金融资产由于期限长、不确定性高,投资风险较大,一旦投资失败必会造成“城门失火,殃及池鱼”的局面,稳定的大客户为了免受波及,会主动对企业的长期金融投资行为进行有效监督。所以,本文预期,相比于短期金融资产,客户稳定性更能显著抑制企业长期金融资产的配置。

为了验证该猜想,本文借鉴黄贤环等、余怒涛等的研究^[31,18],以金融资产周期作为分组依据,将金融资产分为长期金融资产(*Long*)和短期金融资产(*Short*)。其中,将短期金融投资(*Short*)定义为交易性金融资产占总资产的比值,2019年之前将长期金融投资(*Long*)定义为衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期投资净额、长期股权投资和投资性房地产净额之和与总资产的比值,2019年及之后将长期金融投资(*Long*)定义为衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、债权投资、其他债权投资、其他非流动金融资产、其他权益工具投资、买入返售金融资产、长期股权投资和投资性房地产净额之和与总资产的比值。回归结果如表10所示,从列(1)、列(2)、列(3)、列(4)的对比中发现, *Stable_5*、*Stable_sales* 系数只有在长期金融资产(*Long*)的样本中为负,且在1%的水平上显著。这说明由于长期金融资产占用资金时间长、风险大,受到供应链风险溢出效应的影响,稳定的大客户更有动机也有能力去抑制企业长期金融资产投资,而短期金融资产投资由于流动性强、变现快,能发挥“蓄水池”效应,在一定程度上能迅速满足企业与客户交易所需资金,有利于供应链稳定发展。

(二) 经济后果研究

以上研究表明,稳定的大客户能抑制企业金融资产配置,那么当金融资产“挤占”效应减少后,稳定

表9 异质性分析:社会信任程度

	(1) <i>Fin</i> 高社会信任	(2) <i>Fin</i> 低社会信任	(3) <i>Fin</i> 高社会信任	(4) <i>Fin</i> 低社会信任
<i>Stable_5</i>	-0.005 (-0.595)	-0.022 *** (-3.254)		
<i>Stable_sales</i>			-0.009 (-1.267)	-0.021 *** (-3.675)
<i>_cons</i>	0.196 *** (2.936)	0.096 * (1.850)	0.199 *** (2.974)	0.098 * (1.883)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES
N	2422	2828	2422	2828
组间系数差异 <i>P</i> 值		0.049 **		0.101
adj. <i>R</i> ²	0.311	0.236	0.312	0.236

表10 异质性分析:金融资产类别

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Short</i>		<i>Long</i>	
<i>Stable_5</i>	-0.002 (-1.044)		-0.015 *** (-2.680)	
<i>Stable_sales</i>		-0.002 (-1.224)		-0.017 *** (-3.716)
<i>_cons</i>	0.037 *** (3.276)	0.037 *** (3.272)	0.052 (1.272)	0.053 (1.319)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES
N	5250	5250	5250	5250
adj. <i>R</i> ²	0.110	0.110	0.244	0.245

的大客户能否有效督促企业回归主业,促进其“脱虚返实”呢?本文借鉴张成思和张步昙、杜勇等的研究^[4,3],采用实体资产投资(*Invest*)、主业主绩(*Mainperf*)来衡量实体企业“脱虚返实”指标。具体的,实体资产投资=(固定资产净额+在建工程净额+无形资产净额+长期待摊费用)/总资产,主业主绩=(营业利润-投资收益-公允价值变动收益+对联营企业和合营企业的投资收益)/总资产。同时,借鉴杨兴全和杨征^[17]的研究建立以下模型检验客户稳定性能否通过抑制企业金融资产配置水平从而促进企业“脱虚返实”。

$$Invest/Mainperf = \rho_0 + \rho_1Stable + \rho_2Controls + \sum Year + \sum Ind + \pi \tag{4}$$

$$Invest/Mainperf = \omega_0 + \omega_1Fin + \omega_2Stable + \omega_3Controls + \sum Year + \sum Ind + \pi \tag{5}$$

回归结果如表 11。由列(1)和列(2)、列(5)和列(6)可知,*Stable_5*、*Stable_sales*的系数均在 1% 的水平上显著为正,说明客户稳定性能促进企业的实业投资水平和主业主绩的提升;进一步地将金融资产配置水平(*Fin*)分别作为中介因子与客户稳定性(*Stable_5*、*Stable_sales*)对“脱虚返实”指标进行回归,由列(3)和列(4)、列(7)和列(8)结果可知,客户稳定性(*Stable_5*、*Stable_sales*)系数均显著为正,*Fin*的系数均显著为负:说明在该回归中,金融资产配置具有中介效应,客户稳定性能通过抑制企业金融资产配置水平,促进企业实业资产投资和主业主绩的提升,从而达到“脱虚返实”的效果。上述中介效应也通过了 Sobel 检验。

表 11 经济后果检验

	(1) <i>Invest</i>	(2) <i>Invest</i>	(3) <i>Invest</i>	(4) <i>Invest</i>	(5) <i>Mainperf</i>	(6) <i>Mainperf</i>	(7) <i>Mainperf</i>	(8) <i>Mainperf</i>
<i>Stable_5</i>	0.048 *** (6.057)		0.041 *** (5.396)		0.026 *** (7.064)		0.025 *** (6.783)	
<i>Stable_sales</i>		0.038 *** (5.577)		0.029 *** (4.520)		0.021 *** (6.557)		0.019 *** (6.130)
<i>Fin</i>			-0.530 *** (-28.330)	-0.529 *** (-28.209)			-0.106 *** (-8.807)	-0.105 *** (-8.757)
<i>_cons</i>	0.074 (1.222)	0.073 (1.217)	0.120 ** (2.117)	0.121 ** (2.126)	-0.209 *** (-6.919)	-0.209 *** (-6.916)	-0.200 *** (-6.772)	-0.200 *** (-6.764)
<i>Controls</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
<i>Ind</i>	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	5250	5250	5250	5250	5250	5250	5250	5250
adj. R ²	0.518	0.518	0.577	0.576	0.189	0.188	0.205	0.204
Soble Z			2.350 **	3.366 ***			2.296 **	3.207 ***

七、结论性评述

本文基于供应链视角,以 2010—2022 年我国 A 股上市公司为研究样本,深入考察了客户稳定性对企业金融资产配置的影响及其作用机制。研究结果表明客户稳定性能显著抑制企业金融资产配置行为,并且该结论通过了一系列稳健性及内生性检验。机制检验结果表明,客户稳定性能通过降低企业的经营风险、缓解融资约束以及降低代理成本来抑制企业金融资产配置行为。进一步分析发现,客户稳定性对于企业金融资产配置的抑制作用在客户关系较好、社会信任程度低的企业中更明显,且主要抑制的是长期金融资产配置行为,经济后果检验发现,客户稳定性在抑制企业金融资产配置的同时,能积极引导企业回归主业,从而促进企业实业资产投资和主业主绩的提升,达到企业“脱虚返实”的效果。

根据以上研究结论,本文提出如下相关建议:第一,对于企业而言,稳定的客户关系是企业实现

长期稳定发展的关键因素之一,企业应该积极维护客户关系的稳定。同时,主业才是企业持续健康发展的动力源,虽然金融资产投资能为企业带来短期收益,但过度金融化却不利于企业高质量发展。因此,企业应该专注于主业,加强与稳定客户的合作与交流,不断提高自身的市场竞争力,实现可持续发展。第二,对于投资者而言,应将稳定客户关系这一指标纳入投资风险评估体系,这有助于投资者规避投资风险、提高投资收益。中国股市中个体投资者居多,他们普遍缺乏专业知识和投资经验,且较为重视上市公司的财务信息,对客户关系这一指标关注度不足,投资者应充分了解上市公司各方面信息,综合判断上市公司投资价值,以优化自身投资策略。第三,对于监管层而言,应充分重视客户企业的外部治理效应,以推动产业链、供应链高质量发展。本文研究结论表明,稳定的大客户能抑制企业金融资产配置行为,进一步促进企业实业资产投资和主业业绩的提升,这对于防范系统性金融风险具有重要的战略意义,特别是在当前我国法治体系尚不完善的情况下,政府部门应通过政策鼓励客户企业担任起维护供应链安全与稳定的关键职责,以确保供应链的安全与稳定。

本文的研究局限和未来展望主要在于:首先,本文主要考察了供应链下游客户稳定性对于企业金融资产投资的影响效应,而未考虑上游供应商的影响。未来研究可以进一步拓展供应链上游供应商特征或是整体供应链稳定性对于企业金融资产投资的影响效应。其次,本文主要从金融资产投资视角探讨了客户稳定性的影响效应,并未考虑企业其他行为决策,未来研究可以从并购决策、专业化分工、股利政策等视角进一步探讨客户稳定性的微观影响效应。最后,本文主要从客户关系性质、信任程度等方面探讨了客户稳定性对于企业金融资产影响的作用边界,未来研究可以从企业特征和外部环境等方面进行拓展分析。

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 盛明泉,汪顺,商玉萍. 金融资产配置与实体企业全要素生产率:“产融相长”还是“脱实向虚”[J]. 财贸研究,2018(10):87-97.
- [3] 杜勇,张欢,陈建英. 金融化对实体企业未来主业发展的影响:促进还是抑制[J]. 中国工业经济,2017(12):113-131.
- [4] 张成思,张步云. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. 经济研究,2016(12):32-46.
- [5] 彭俞超,倪骁然,沈吉. 企业“脱实向虚”与金融市场稳定——基于股价崩盘风险的视角[J]. 经济研究,2018(10):50-66.
- [6] 顾雷雷,郭建鸾,王鸿宇. 企业社会责任、融资约束与企业金融化[J]. 金融研究,2020(2):109-127.
- [7] 杜勇,谢瑾,陈建英. CEO 金融背景与实体企业金融化[J]. 中国工业经济,2019(5):136-154.
- [8] 彭俞超,韩珩,李建军. 经济政策不确定性与企业金融化[J]. 中国工业经济,2018(1):137-155.
- [9] 罗长远,李铮,智艳. “走出去”是否有助于抑制企业的“脱实向虚”行为?——基于“一带一路”倡议准自然实验的证据[J]. 经济学(季刊),2023(6):2369-2386.
- [10] Gosman M L, Kohlbeck M J. Effects of the existence and identity of major customers on supplier profitability: Is Wal-Mart different? [J]. Journal of Management Accounting Research. 2009,21(1):179-201.
- [11] Irvine P J, Park S S, Yildizhan C. Customer-base concentration, profitability, and the relationship life cycle[J]. Accounting Review,2016,91(3):883-906.
- [12] 黄宏斌,孙雅妮,许晨辉. 客户—供应商稳定关系促进了双方的协同创新吗? [J]. 中南财经政法大学学报,2023(6):16-28.
- [13] 王菁华,毕超. 客户稳定性与企业成本粘性[J]. 审计与经济研究,2023(6):55-64.
- [14] 邱保印,程博. 客户稳定性的经济后果研究:基于供应商授信视角[J]. 商业经济与管理,2022(3):42-56.
- [15] 张勇,殷健. 供应链客户的稳定能够促进金融市场的稳定吗?——基于股价崩盘风险的视角[J]. 金融经济研究,2024(3):40-58.
- [16] 蒋殿春,鲁大宇. 供应链关系变动、融资约束与企业创新[J]. 经济管理,2022(10):56-74.
- [17] 杨兴全,杨征. “国家队”持股能抑制企业“脱实向虚”吗?——实体企业金融化视角[J]. 财经论丛,2022(12):59-69.
- [18] 余怒涛,张华玉,刘昊. 非控股大股东与企业金融化:蓄水池还是套利工具[J]. 南开管理评论,2023(2):96-107.

- [19] 凌华,王璇. 董事会非正式层级与企业金融化[J]. 审计与经济研究,2023(5):119-127.
- [20] 李馨子,牛煜皓,张广玉. 客户集中度影响企业的金融投资吗[J]. 会计研究,2019(9):65-70.
- [21] 黄贤环,贾敏,王瑶. 产业链中的话语权与非金融企业金融投资——基于产业链中商业信用水平的视角[J]. 会计研究,2022(5):118-130.
- [22] 王雄元,彭旋. 稳定客户提高了分析师对企业盈余预测的准确性吗? [J]. 金融研究,2016(5):156-172.
- [23] 张勇. 供应链客户稳定度对上市公司违规行为治理效应研究[J]. 现代财经(天津财经大学学报),2024(1):87-106.
- [24] Baiman S, Rajan M. Incentive issues in inter-firm relationships[J]. Accounting, Organizations and Society, 2002, 27(3):213-238.
- [25] Cen L, Dasgupta S, Elkamhi R, et al. Reputation and loan contract terms; the role of principal customers[J]. Review of Finance, 2016, 20(2):501-533.
- [26] Fornell C, Mithas S, Morgeson F, et al. Customer satisfaction and stock prices: high returns, low risk[J]. Journal of Marketing, 2006, 70(1):3-14.
- [27] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 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[J]. 经济研究,2017(1):181-194.
- [28] Williamson O E. Transaction cost economies: The governance of contractual relations[J]. Journal of Law and Economics, 1979, 22(2):233-261.
- [29] 王雄元,高开娟. 如虎添翼抑或燕巢危幕:承销商、大客户与公司债发行定价[J]. 管理世界,2017(9):42-59.
- [30] 张维迎,柯荣住. 信任及其解释:来自中国的跨省调查分析[J]. 经济研究,2002(10):59-70.
- [31] 黄贤环,吴秋生,王瑶. 金融资产配置与企业财务风险:“未雨绸缪”还是“舍本逐末”[J]. 财经研究,2018(12):100-112.
- [32] 彭俞超,黄志刚. 经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革[J]. 世界经济,2018(9):3-25.
- [33] Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(1):169-215.
- [34] 翟淑萍,甦叶,缪晴. 社会信任与实体企业金融化——“蓄势谋远”还是“借势取利”[J]. 山西财经大学学报,2021(6):56-69.
- [35] 曹春方,周大伟,吴澄澄. 信任环境、公司治理与民营上市公司投资—现金流敏感性[J]. 世界经济,2015(5):125-147.
- [36] 刘凤委,李琳,薛云奎. 信任、交易成本与商业信用模式[J]. 经济研究,2009(8):60-72.

[责任编辑:高 婷]

Customer Stability and Corporate Financial Asset Allocation

YU Nutao¹, LI Yirong^{1,2}, YANG Zhangmeng¹

(1. School of Accounting, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, China;

2. School of Management, Qujing Normal University, Qujing 655011, China)

Abstract: Based on the supply chain perspective, the impact of customer stability on corporate financial asset allocation and its mechanism are examined with A-share listed companies in China from 2010 to 2022. The research results show that customer stability can significantly inhibit corporate financial asset allocation behavior, and business risk, financing constraints, and agency costs play a mediating role. In further research, it is found that the inhibitory effect of customer stability on firms' financial asset allocation is more pronounced in firms with better customer relationships and low social trust, and the main inhibition is on long-term financial asset allocation behavior. In the test of economic consequences, it is found that customer stability can actively guide enterprises to return to the main business while inhibiting the allocation of corporate financial assets, and significantly promote the investment in industrial assets and the improvement of the performance of the main business. The above conclusions provide micro-level empirical evidence for curbing enterprises' tendency towards financial investment by stabilizing the supply chain, so as to achieve high-quality development based on their own real industries.

Key Words: customer stability; financial asset allocation; supply chain; operating risk; financing constraint; agency cost