

# 供应商/客户集中度与企业盈余持续性:保险抑或风险

程敏英<sup>1</sup>, 郑诗佳<sup>2</sup>, 刘骏<sup>3</sup>

(1. 中山大学 国际金融学院, 广东 珠海 519082; 2. 中山大学 管理学院, 广东 广州 510275;  
3. 广东财经大学 会计学院 粤港澳大湾区资本市场与审计治理研究院, 广东 广州 510320)

**[摘要]** 选取2010—2016年我国A股制造业上市公司为样本,考察供应商/客户集中度对公司盈余持续性的影响。研究发现:供应商/客户集中度提高会负向影响盈余持续性,即供应商/客户集中度越高,公司的盈余持续性越低。上述关系在不同市场竞争地位、产权性质和机构投资者持股比例的上市公司中有所差异。公司的市场竞争优势越强,供应商/客户集中度对盈余持续性的负面影响越弱;国有企业相对于民营企业,能显著缓解供应商/客户集中度提高对盈余持续性的负向影响;机构投资者持股比例的提高,能减轻供应商/客户集中度与盈余持续性之间的负向关系。进一步的机制分析发现,供应商集中度的上升使企业毛利率下降,客户集中度的提高使企业经营风险增加,从而对盈余持续性产生负面影响。

**[关键词]** 盈余持续性; 供应商集中度; 客户集中度; 市场竞争优势; 产权性质; 机构投资者持股

**[中图分类号]** F234.4 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2019)04-0075-12

## 一、引言

盈余持续性是企业盈余的重要质量特征<sup>[1]</sup>。2008年金融危机后,各国经济下滑严重,如何防范外部冲击、维持实体经济的稳定持续增长引起监管层和学术界的慎重思考。已有研究发现,企业的盈余持续性因产品类型、行业壁垒、资本密集度、盈余构成等特征的差异而不同<sup>[2-3]</sup>,并受到企业战略、代理问题、内部控制等因素的影响<sup>[4-8]</sup>。但供应商/客户关系作为企业重要的经济资源,其集中度特征对企业盈余持续性产生何种作用,在已有研究中并未得到专门的探讨。

理论上,供应商/客户集中对企业盈余持续性可能具有保险和风险两种效应。一方面,当前中国经济仍处于转型过程中,存在外部市场不完善、法律体系不健全等问题,使得企业选择建立自身的关系网络,和少数固定的供应商和客户建立交易关系,以避免高昂的交易成本,维护自身利益。供应商/客户集中度具有降低交易成本、应对运营变化、声誉保障和实力认证等作用<sup>[9-12]</sup>,此为供应商/客户关系的保险效应。另一方面,随着供应商/客户集中度的上升,企业可能会逐渐处于弱势地位,被迫在价格、商业信用和信用期等方面做出退让,使得企业的利益受损<sup>[13-14]</sup>。同时,供应商或客户经营状况变化将对企业的经营状况产生重要影响,甚至会给企业带来巨大冲击,对企业盈余产生负面作用<sup>[15]</sup>,此为供应商/客户关系的风险效应。

本文选取了2010—2016年我国A股制造业上市公司为研究对象,从供应商/客户集中度的角度,考察供应链特征是否会影响公司的盈余持续性。利用盈余一阶自回归模型进行实证分析,发现供应商/客户集中度负向影响盈余持续性,即供应商/客户集中度越高,公司的盈余持续性越低。上述关系在不同市场竞争优势、产权性质和机构投资者持股比例的上市公司中有所差异。

本文的贡献主要表现在以下几个方面。首先,作为企业重要利益相关者,供应商/客户所带来的影响日益得到关注。现有研究发现,供应商/客户集中度对企业盈余管理、会计稳健性、信息透明度和现金持有水平等盈余特征有重要影响<sup>[16-20]</sup>,但仍未关注到供应商/客户集中度对盈余持续性的影响。本文从供应商/客户集中度的角

**[收稿日期]** 2018-09-27

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目(71502181, 71702199);广东省自然科学基金项目(2014A030310217);中山大学高校基本科研业务费专项资金青年教师培育项目(18wky15)

**[作者简介]** 程敏英(1984—),女,广东佛山人,中山大学国际金融学院副教授,博士,从事公司治理与公司财务研究;郑诗佳(1995—),女,浙江嘉兴人,中山大学管理学院硕士研究生,从事公司治理研究;刘骏(1982—),通讯作者,男,安徽合肥人,广东财经大学会计学院讲师,博士,从事会计信息与企业税收研究,E-mail:liujun47@mail.sysu.edu.cn。

度拓展了供应链特征所带来经济后果的研究。其次,在盈余持续性方面,现有文献从产品类型、行业壁垒、资本密集度、应计特征、企业战略、代理问题、内部控制等方面解读企业盈余持续性的影响因素<sup>[2-8,21]</sup>。但鲜有文献探究供应商、客户等利益相关者对企业盈余持续性的影响。本文结论丰富和扩展了已有研究盈余持续性影响因素的文献。最后,本文还进一步分析了市场竞争地位、产权性质、机构投资者持股比例等因素对供应商/客户集中度与盈余持续性之间关系的影响,其理论分析和实证结果对进一步优化和完善供应链管理、帮助投资者决策具有较好的借鉴意义。

## 二、相关文献回顾

以应计为基础的报告盈余由基本盈余及会计信息系统对基本盈余的测量误差两部分组成<sup>[22]</sup>,因而这两大部分的影响因素均对盈余持续性产生影响。在基本盈余方面,Lev发现产品类型、行业进入壁垒、资本密集度以及企业规模都会影响盈余持续性<sup>[2]</sup>,成本导向策略相对于差异化策略能更好地改善企业的盈余持续性<sup>[4,23]</sup>。以我国沪深两市上市公司为样本的研究则发现,企业的竞争优势、内部控制质量与盈余持续性正相关<sup>[8,21,24]</sup>,高管权力、大股东代理问题与公司盈余持续性负相关<sup>[6-7]</sup>。另一些学者将盈余进行分解,发现现金流的持续性高于应计项的持续性<sup>[1,3,22,25]</sup>,并且代理问题的存在使留存现金相对于分配给股东的现金持续性更低<sup>[5]</sup>。在会计信息系统测量误差方面,研究发现管理层对盈余的操纵<sup>[26-27]</sup>、稳健性原则在企业中的运用降低了盈余的持续性,而会计计量的可靠性提高则使得盈余持续性得到增强<sup>[3,28-30]</sup>。

在供应商/客户集中度对盈余特征的影响方面,当前学者已关注到供应商/客户集中度对盈余管理、会计稳健性、盈余透明度和现金持有水平等盈余特征产生影响。为了保持稳定的交易关系、迎合主要供应商/客户对企业盈余的预期或获得更多的关系专用性投资,管理层会对会计政策进行选择以提高业绩或平滑利润<sup>[16,19,31]</sup>。但Raman和Shahrur发现,通过操纵应计项目来使供应商和客户进行更多的关系专用性投资,最终将造成企业与供应商、客户的关系破裂<sup>[32]</sup>。会计稳健性方面,Hui等发现当供应商/客户有更强的谈判优势时,企业会更快报告“坏消息”;长期关系、生产原料成本对该关系起正向调节作用,行业壁垒对该关系呈负向调节作用<sup>[17]</sup>。盈余透明度方面,李增泉等发现企业所进行的关系型交易越多,其股价同步性越高,同时面临更高的大涨或大跌风险,原因是当关系型交易成为企业主要的交易方式时,企业股价将较少反映企业的特有信息<sup>[18]</sup>。现金持有水平方面的研究则发现,供应商/客户集中度较高的企业往往持有更多的现金,目的是降低客户流失带来的风险,或履行对供应商/客户的承诺<sup>[33,20]</sup>。

通过对相关文献的回顾可以发现,国内外学者在盈余持续性的影响因素和供应商/客户集中度对企业盈余特征的影响方面都展开了广泛的研究,但鲜有学者将两者结合起来,研究供应商/客户集中度和盈余持续性之间的关系。对处于中国经济转型阶段的企业来说,关系型交易对企业形成核心竞争力尤为重要,稳定和持续的盈余也关系到企业的生存和发展。探讨在中国的特殊情境下供应商/客户集中度对盈余持续性的影响,既具有学术意义,也对企业实践有重要的指导价值。除此之外,在国有企业和民营企业中两者的关系是否存在差别,公司的市场竞争地位和外部监督对两者的关系是否存在改进作用,都需要进一步展开讨论。

## 三、理论分析与研究假设

### (一) 供应商/客户集中度与盈余持续性

作为企业重要的非财务利益相关者,供应商和客户在很大程度上决定了企业的生存和发展,因为他们前者为企业提供生产材料,后者购买企业的产品,对企业的生产经营流程能否顺利完成发挥着关键性作用。供应商/客户集中度提高可能有利于企业提高经营效率和增强持续发展的能力,原因在于:第一,供应商/客户集中度提高意味着企业仅需与少数供应商/客户打交道,而与少数供应商/客户进行交易可降低公司搜寻交易对象和订立契约的成本,提升公司的运营效率<sup>[9]</sup>。第二,供应商/客户可能会对集中的交易对象进行关系专用性投资<sup>[32]</sup>,并建立相应的治理机制进行监督,降低双方的信息不对称性和被“敲竹杠”的风险,因而集中的供应商/客户关系具有治理效应<sup>[17,34]</sup>。在集中的供应商/客户关系下,大客户/大供应商更有动机对企业产品和服务的质量和成本进行监督,有助于企业竞争力的持续提升。第三,较高的供应商/客户集中度具有声誉保障和实力认证的作用,可为企业缓解债务融资约束和降低权益资本成本<sup>[11-12]</sup>,从而有利于企业获得进一步发展的资源,持续改进产品功

能、提高品牌知名度。由此分析,较高的供应商/客户集中度可能带来降低交易成本、强化外部治理和提供声誉和实力认证等好处,公司盈余表现出更强的持续性。

然而,随着供应商/客户集中度的上升,企业面临的风险也在逐步加大。首先,企业的采购/销售集中在少数几个供应商/客户身上,可能会使销售成本/收入的不稳定性提高<sup>[35]</sup>,因为当供应商/客户对交易规模进行调整或供应商/客户陷入财务危机时,会对企业的经营和业绩产生严重的冲击。Cohen和Frazzini、Cheng等和魏明海等的研究便发现,我国企业的供应链中存在显著的盈余信息传递效应<sup>[36-38]</sup>。若企业主要依赖的供应商/客户产生经营困难,可能导致企业的供货中断和重要客户流失,企业将面临生产中断、客户流失和收入大幅下滑、客户进一步流失等状况,盈余的持续性将受到严重的负面影响。其次,企业为了强化和客户的交易关系,可能会进行关系专用性投资,使其产生大量的固定成本、较大的经营杠杆<sup>[9]</sup>,一旦和客户的交易终止,这种投资就会大大贬值,企业可能陷入财务危机<sup>[32]</sup>。因此,供应商/客户集中度提高可能带来经营风险上升,该种经营风险也将在企业主要依赖的供应商/客户发生经营困难或关系恶化时在企业内凸现,降低企业经营的灵活性,不利于企业盈余的平稳持续发展。最后,当大客户/大供应商处于谈判优势地位时,会迫使企业在价格、商业信用和信用期等方面做出退让,使得企业的毛利率和应收账款周转率下降,最终影响净资产收益率<sup>[13-14]</sup>。净资产收益率降低将直接削弱企业产生留存利润并运用其进行研发投入、打造品牌和扩张生产规模的能力,也将削弱股东和债权人进行持续投资的信心,不利于企业核心竞争力的提升,从而弱化企业盈余持续发展的能力。根据以上分析,供应商/客户集中度可能对盈余持续性产生正面或负面的影响。因此,本文提出以下竞争性假设。

H1a: 供应商/客户集中度越高,公司盈余持续性越高;

H1b: 供应商/客户集中度越高,公司盈余持续性越低。

### (二) 企业市场竞争地位的影响

以上分析表明,供应商/客户集中度对公司盈余持续性的影响有赖于交易关系的稳定和企业的议价能力,而交易关系是否稳定和企业的议价能力大小受到企业市场竞争地位的影响。企业的市场竞争地位是指其在同行业公司中的市场份额。一般情况下,企业获得较高的市场竞争地位源自其产品质量较高,客户满意度较高;有较大的规模效应,产品价格和售后服务通常优于行业内的其他企业。市场竞争地位较高的企业往往知名度较高,在行业中建立了较高的品牌和良好的声誉。

企业市场竞争地位可能产生以下效应,对供应商/客户集中度与公司盈余持续性之间的关系产生影响。一是议价能力效应。市场竞争地位较高的企业通常在交易谈判中把握主动权<sup>[39]</sup>,在价格、商业信用和信用期等方面向供应商/客户做出退让的可能性较低,即使是大客户/大供应商也难以在价格和商业信用方面施压,更有利于企业持续发展。二是规模效应。公司自身拥有较大的市场份额所带来的规模效应有助于其降低成本、提高效率,从而以低价和高效留住主要客户;其供应商也可受惠于公司的大规模采购而降低生产成本、提高运营效率,实现共赢而稳定的供应商关系。三是品牌效应。供应商/客户与知名度高、市场份额大的企业交易,同样可获得质量认证功能,有助于供应商/客户发展新的客户、扩大市场份额,因而供应商/客户舍弃市场竞争地位高的交易伙伴的概率较低,交易关系更为稳定。四是转换成本效应。企业占据了较高的市场竞争地位时,其主要供应商/客户找到同行业可替代的其他企业的成本较高、机会较少,也倾向于维系稳定的交易关系。五是反向治理效应。市场竞争地位较高时,公司往往对供应商/客户有较严格的信用评估、筛选和管理制度,防止对方经营风险和财务风险传染给企业。基于以上分析,如果供应商/客户集中度提高有利于增强企业的盈余持续性,则企业的市场竞争地位可强化该种正相关关系。如果供应商/客户集中度提升损害了盈余持续性,则公司的市场竞争地位可缓解该种负相关关系。因此,本文提出假设2。

H2a: 公司的市场竞争地位可增强供应商/客户集中度与盈余持续性之间的正向关系;

H2b: 公司的市场竞争地位可缓解供应商/客户集中度与盈余持续性之间的负向关系。

### (三) 产权性质的影响

在我国转轨加新兴的市场经济条件下,供应商/客户集中度对盈余持续性的影响在不同产权性质的企业中可能有所差异。国有企业和政府有天然的密切联系,这种关系决定了国有企业比民营企业更容易获取政府所控制的财政补贴、经营许可、优惠贷款、销售渠道等稀缺资源<sup>[40-41]</sup>。该种天然优势可能会弱化国有企业中供应商/客户集中度与盈余持续性之间的关系,而民营企业的天然劣势则会强化供应商/客户集中度对盈余持续性的影响。

具体来说,如果供应商/客户集中度提高有利于增强公司的盈余持续性(H1a),对于在市场竞争中处于劣势的民营企业,必然更有动力与主要供应商/客户之间形成稳定的供应链关系<sup>[42]</sup>,以维持低的运营成本、稳定的货源和客户以及大客户所带来的实力认证等好处<sup>[9,12]</sup>。因此,供应商/客户集中度与公司盈余持续性之间的正向关系在民营企业中较强。而国有企业本身的资源优势降低其依赖关键供应商/客户的意愿,激烈的市场竞争可能使供应商/客户难以长期通过牺牲自身利益以维系其与国有企业之间的交易关系。因此,如果供应商/客户集中度与公司盈余持续性之间关系为正,该关系可能在国有企业中较弱。

如果供应商/客户集中度与公司的盈余持续性负相关(H1b),当供应商和客户处于优势谈判地位时,国有企业可以获得政府的支持,寻找其他替代性的交易方,同时政府相关政策也可以帮助国有企业降低来自供应商和客户的风险。因此,供应商/客户集中度对盈余持续性的负向影响在国有企业中会得到缓解。而和国有企业相比,民营企业在信贷政策和税收优惠政策等方面都处于不平等的地位,其通过市场寻找新的供应商和客户的转换成本仍然很高。在面对来源单一且作风强势的供应商和客户时,非国有企业更可能被动承担风险,并且被动地继续为客户提供更多的私有信息<sup>[43]</sup>,甚至进行盈余管理,对其短期业绩表现进行优化。以上种种均会对企业的盈余持续性产生不利影响。以上分析表明,不论供应商/客户集中度与盈余持续性呈正向还是负向关系,其效应均可能在国有企业中得到弱化,在民营企业中得到强化。基于上述分析,本文提出假设3。

H3:相对于民营企业,供应商/客户集中度与盈余持续性之间的关系在国有企业中较弱。

#### (四)机构投资者持股的影响

公司与少数的供应商/客户进行大比例交易是管理层或控股股东做出的重大经营决策,该决策是否有效受到外部治理力量的监督和影响。机构投资者作为外部中小股东的代表,具有更大的资金优势、专业分析优势和信息优势。给定供应商/客户的集中度状况,其他中小股东或许可以根据机构投资者持股比例的高低,判断上市公司所选取的集中交易对象究竟是保险还是风险。

已有研究表明,机构投资者可以通过三种形式发挥作用。一是用脚投票,即通过时刻可能出售股票的威胁(Exit threat),给予管理层或控股股东施加股价下跌的压力,迫使管理层或控股股东持续改善公司经营效率和减少控制权私利获取。姜付秀等、Hope等以中国上市公司为样本的研究表明,股权分置改革后我国资本市场的退出威胁机制对控股股东和管理层发挥有效治理作用<sup>[44-45]</sup>。二是用手投票,或称为发出声音(Voice),即在持有股票的过程中,通过参与股东投票<sup>[46-47]</sup>、与管理层私下沟通和调研等方式积极参与公司的经营决策<sup>[48-49]</sup>、规范公司治理,使能够获利的项目得以执行或修正管理层的无效行为。三是筛选和向市场发送信号。跨国经验证据表明机构投资者偏好持有大规模和治理良好的公司<sup>[50-51]</sup>,其市场交易或长期持有也包含了相关公司的信息<sup>[52-53]</sup>,从而起到信号传递的作用。

据此分析,机构持股比例对供应商/客户集中度与盈余持续性的关系能产生调节作用。首先,随着机构持股比例提高,基于退出威胁,管理层或控股股东在选择高集中度的供应商/客户时必然经过深思熟虑,否则机构投资者在识别相关风险后退出将对公司股价产生重大影响。其次,机构投资者持股比例上升也将促进其更为关注公司经营,更多地采取参与投票、私下沟通、调研等方式参与治理,鼓励管理层和控股股东在供应商/客户选取方面有利于公司持续发展的决策,修正不利于公司持续发展的决策。再者,基于机构投资者的筛选和信号传递作用,如果一家企业被大量的机构持股,那么暗示着其所选择的高集中度的供应商/客户也是有利于公司持续发展的,否则机构投资者能识别相关风险并将其排除在投资标的之外,我们也难以观察到如此高比例的机构持股。由此分析,如果供应商/客户集中度提高有利于增强公司盈余持续性(H1a),那么该正向关系在机构持股比例较高时将更为显著;如果供应商/客户集中度与公司盈余持续性负相关(H1b),那么随着机构持股比例的提升,该负向关系将得到减弱。为此,本文提出假设4。

H4a:机构投资者持股可促进供应商/客户集中度与盈余持续性之间的正向关系;

H4b:机构投资者持股能缓解供应商/客户集中度与盈余持续性之间的负向关系。

## 四、研究设计

### (一)样本选择与数据来源

考虑到2010年前供应商与客户集中度的数据缺失较多,本文选取了2010年至2016年我国A股制造业上市

公司作为研究对象。选择制造业上市公司的原因是,相对于其他类型的公司,制造业公司和供应商与客户之间的关系更为密切,供应商与客户更换产生的成本也更高,在一定程度上,供应商与客户决定着制造业公司的生存和发展,因此对公司有极大的影响。本文相关数据均来自CSMAR数据库和Wind数据库。基于研究目的,本文对样本进行以下处理:(1)剔除ST、\*ST公司;(2)剔除任一变量有缺失值的样本;(3)为了剔除极端值的影响,对连续变量进行1%和99%水平上的缩尾处理。经过以上筛选,在供应商集中度方面,本文最终得到4756个观测值,在客户集中度方面,本文最终得到6274个观测值。

## (二)变量定义

### 1.被解释变量

Freeman等首次利用线性一阶自回归模型估计盈余及其组成部分的持续性<sup>[54]</sup>,从利用当期盈余预测下期盈余所具有的预测能力的角度来定义,通过统计方法处理得到的回归系数即代表了盈余持续性,并且这种衡量盈余持续性的方法已成为国际上居主导地位的方法<sup>[1,3,7]</sup>。因此,本文也将采用这种定义,利用线性一阶自回归模型估计盈余持续性。

### 2.解释变量

对于供应商/客户集中度,本文参照唐跃军、Patatoukas和赵秀云等的研究<sup>[9,33,55]</sup>,本文将“前五名供应商采购金额合计占年度总采购金额的比例”作为供应商集中度的代理变量,将“前五名客户销售金额合计占年度总销售金额的比例”作为客户集中度的代理变量。

为了考察公司的市场竞争地位是否可影响供应商/客户集中度与盈余持续性之间的关系,本文借鉴王迪等的研究<sup>[39]</sup>,采用公司年度销售收入占当年同行业所有上市公司销售收入总额的比例,衡量公司的市场竞争地位。为了分析产权性质对供应商/客户集中度与盈余持续性之间关系的影响,参照以往有关文献,若公司为国有企业,则取值为1,若公司为非国有企业,取值为0。为探究机构投资者是否发挥其监督和治理作用,影响供应商/客户集中度与盈余持续性之间的关系,参照以往文献,利用“机构投资者持股占流通股比例”衡量机构投资者持股比例。

### 3.控制变量

参照窦欢和陆正飞、李姝等的研究<sup>[7,21]</sup>,本文在模型中还控制了以下可能对盈余持续性产生重要影响的多个变量:公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、第一大股东持股比例(*Top1*)、审计质量(*Big4*)、公司上市年龄(*Age*)、成长性(*Growth*)、总资产周转率(*Turnover*)、成本结构(*Dep*)。此外,本文还对行业及年份进行了控制,以避免行业 and 宏观经济周期的影响。

## (三)模型构建

根据上文提出的三个假设,并参照Sloan、Dechow和Ge、汪健和曲晓辉等的研究<sup>[1,22,56]</sup>,本文构建以下模型<sup>①</sup>:

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} + \sum Convar + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Comp_{i,t} + \beta_4 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} + \beta_5 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t} + \beta_6 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times Comp_{i,t} + \sum Convar + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 State_{i,t} + \beta_4 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} + \beta_5 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t} + \beta_6 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times State_{i,t} + \sum Convar + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ROA_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Inst_{i,t} + \beta_4 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} + \beta_5 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t} + \beta_6 Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times Inst_{i,t} + \sum Convar + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,模型(1)用以检验假设1,模型(2)—模型(4)中的 $\beta_5$ 分别表示市场竞争地位、产权性质和机构投资者持股比例对供应商/客户集中度与盈余持续性之间关系的影响。*Convar*代表控制变量。

<sup>①</sup>参考Dechow和Ge, Balachandran和Mohanram,汪健和曲晓辉等的做法<sup>[22,56-57]</sup>,本文在模型(2)中未放入交乘项 $ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$ ,因为模型中 $ROA_{i,t}$ 多次与其他变量交乘,回归时有严重的多重共线性,会引起估计系数的偏误。作为稳健性检验,本文参考Dechow和Ge, Balachandran和Mohanram的做法<sup>[56-57]</sup>,进一步在模型(2)中删除交乘项 $Supplier_{i,t}/Customer_{i,t} \times Comp_{i,t}$ ,所得回归结果与报告结果一致。模型(3)和模型(4)采取了同样的处理。

## 五、实证结果分析

## (一)描述性统计

表1报告了本文主要变量的描述性统计结果, $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )的均值为0.042,中位数为0.036,标准差为0.046,说明样本公司的盈余存在一定差异性。供应商集中度( $Supplier_{i,t}$ )和客户集中度( $Customer_{i,t}$ )的均值分别为33%和28%,说明样本公司倾向于和少数供应商、客户维持关系型交易,凸显本文研究的必要性。主营业务收入的市场份额占比最小值为0.0005%,最大值为11.2%,机构投资者持股比例( $Inst_{i,t}$ )的最小值为0.4%,最大值为87%,说明不同样本公司间的市场竞争力和机构投资者持股比例存在较大差异。

## (二)相关性分析

表2为各变量间的Pearson相关系数检验。从表2可以看出, $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )与 $t$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t}$ )之间的相关系数为0.726,说明 $t$ 期总资产收益率对 $t+1$ 期总资产收益率具有预测作用,与实际相符。 $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )与供应商集中度( $Supplier_{i,t}$ )、客户集中度( $Customer_{i,t}$ )呈现显著的负相关关系,说明供应商集中度和客户集中度的提高不利于盈余的持续增长。 $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )与产权性质( $State_{i,t}$ )、机构投资者持股比例( $Inst_{i,t}$ )均呈现显著的正相关关系,说明机构投资者能发挥其监督和治理作用,国有企业也会发挥其优势,促使企业绩效提高。其他变量之间的相关系数均小于0.5,说明本文构建的模型不存在严重的多重共线性问题,本文的研究结果具有可靠性。

表2 各变量相关性分析

	$ROA_{i,t+1}$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) $ROA_{i,t}$	0.726 <sup>a</sup>													
(2) $Customer_{i,t}$	-0.061 <sup>a</sup>	-0.068 <sup>a</sup>												
(3) $Supplier_{i,t}$	-0.066 <sup>a</sup>	-0.062 <sup>a</sup>	0.282 <sup>a</sup>											
(4) $Comp_{i,t}$	0.028 <sup>b</sup>	0.024 <sup>c</sup>	-0.062 <sup>a</sup>	-0.008 <sup>a</sup>										
(5) $Inst_{i,t}$	0.138 <sup>a</sup>	0.108 <sup>a</sup>	-0.058 <sup>a</sup>	-0.121 <sup>a</sup>	0.116 <sup>a</sup>									
(6) $State_{i,t}$	0.078 <sup>a</sup>	0.081 <sup>a</sup>	0.038 <sup>a</sup>	0.009	0.078 <sup>a</sup>	-0.042 <sup>a</sup>								
(7) $Size_{i,t}$	-0.027 <sup>b</sup>	-0.023 <sup>c</sup>	-0.170 <sup>a</sup>	-0.229 <sup>a</sup>	0.370 <sup>a</sup>	0.382 <sup>a</sup>	-0.101 <sup>a</sup>							
(8) $Lev_{i,t}$	-0.399 <sup>a</sup>	-0.398 <sup>a</sup>	-0.088 <sup>a</sup>	-0.133 <sup>a</sup>	0.187 <sup>a</sup>	0.220 <sup>a</sup>	-0.113 <sup>a</sup>	0.449 <sup>a</sup>						
(9) $Growth_{i,t}$	0.238 <sup>a</sup>	0.031 <sup>b</sup>	0.083 <sup>a</sup>	-0.011	0.008	0.011	0.013	0.035 <sup>a</sup>	0.009					
(10) $TopI_{i,t}$	0.085 <sup>a</sup>	0.092 <sup>a</sup>	-0.024 <sup>c</sup>	-0.016	0.063 <sup>a</sup>	0.361 <sup>a</sup>	-0.012	0.158 <sup>a</sup>	0.055 <sup>a</sup>	0.004				
(11) $Age_{i,t}$	-0.094 <sup>a</sup>	-0.120 <sup>a</sup>	-0.103 <sup>a</sup>	-0.066 <sup>a</sup>	0.138 <sup>a</sup>	0.313 <sup>a</sup>	-0.161 <sup>a</sup>	0.387 <sup>a</sup>	0.426 <sup>a</sup>	-0.107 <sup>a</sup>	-0.049 <sup>a</sup>			
(12) $Turnover_{i,t}$	0.144 <sup>a</sup>	0.095 <sup>a</sup>	-0.134 <sup>a</sup>	0.024 <sup>c</sup>	0.199 <sup>a</sup>	0.219 <sup>a</sup>	-0.044 <sup>a</sup>	0.140 <sup>a</sup>	0.212 <sup>a</sup>	0.027 <sup>b</sup>	0.158 <sup>a</sup>	0.230 <sup>a</sup>		
(13) $Dep_{i,t}$	-0.335 <sup>a</sup>	-0.298 <sup>a</sup>	0.054 <sup>a</sup>	0.054 <sup>a</sup>	-0.038 <sup>a</sup>	-0.096 <sup>a</sup>	-0.023 <sup>c</sup>	-0.021 <sup>c</sup>	0	-0.158 <sup>a</sup>	-0.112 <sup>a</sup>	0.026 <sup>b</sup>	-0.437 <sup>a</sup>	
(14) $Big4_{i,t}$	0.057 <sup>a</sup>	0.063 <sup>a</sup>	-0.043 <sup>a</sup>	-0.071 <sup>a</sup>	0.173 <sup>a</sup>	0.181 <sup>a</sup>	0.001	0.362 <sup>a</sup>	0.120 <sup>a</sup>	-0.027 <sup>b</sup>	0.111 <sup>a</sup>	0.134 <sup>a</sup>	0.113 <sup>a</sup>	-0.035 <sup>a</sup>

注:a、b、c分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

## (三)实证检验及分析

## 1. 供应商/客户集中度与盈余持续性

本文首先运用普通最小二乘法(OLS)对数据进行回归,并使用以公司为聚类变量的聚类稳健标准误以控制异方差。表3报告了供应商/客户集中度对盈余持续性影响的回归结果。第(1)列、第(2)列显示,供应商/客户集中度与 $t$ 期总资产收益率的交乘项 $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t}$ 、 $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t}$ 的系数分别为-0.2330和-0.2325,且在1%的水平上显著,说明供应商/客户集中度的提高确实对制造业企业的盈余持续性有负向影响,即本文的H1b得到验证。控制变量方面,公司规模( $Size_{i,t}$ )与 $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )在1%的水平上显著正相关,可能的原因是企业能发挥其规模优势,通过降低生产成本和交易费用等促使盈余持续性的提高。资产负债率( $Lev_{i,t}$ )与 $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )在1%的水平上显著负相关,说明大量负债对企业绩效不利。公司上市年龄( $Age_{i,t}$ )与

$t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )显著正相关,可能的原因是上市时间越长,企业发展越成熟,各项收入和支出更加稳定,应对各种不确定性的能力也不断提高,从而能够改善盈余持续性。总资产周转率( $Turnover_{i,t}$ )与 $t+1$ 期总资产收益率( $ROA_{i,t+1}$ )在1%的水平上显著正相关,说明企业的营运能力越强,其盈利能力也越强。

2. 市场竞争地位、供应商/客户集中度与盈余持续性

为了检验公司的市场竞争地位是否影响供应商/客户集中度与盈余持续性之间的关系,本文在模型(2)引入交乘项  $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$  和  $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$ 。由表4中第(1)列、第(2)列可知,  $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$  和  $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$  的系数分别为7.5142和6.5339,且在1%的水平上显著。说明公司的市场竞争力越强,越能缓解供应商/客户集中度对盈余持续性的负向影响,与本文提出的H2b相符。公司的市场占有率越高,对供应商/客户的议价能力越强,同时能发挥规模效应,减少供应商/客户集中的情况下公司利润的退让。公司的市场占有率较高时,对供应商/客户具有品牌吸引力,供应商/客户的转换成本也较高,有利于供应链的稳定。同时公司倾向于对重要的供应商/客户进行监督和治理,共同提高盈余的可持续增长。

3. 产权性质、供应商/客户集中度与盈余持续性

本文在模型(3)中引入交乘项  $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t}$  和  $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t}$ ,以验证产权性质、供应商/客户集中度与盈余持续性三者之间的关系。由表5中第(1)列、第(2)列可知,  $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t}$  和  $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t}$  的系数分别为0.1231和0.1993,且在1%的水平上显著,与本文提出的H3相符。说明国有企业确实能缓解供应商/客户集中度与盈余持续性之间的负向关系。国有企业能通过充分发挥其天然优势,利用其所拥有的资源,缓解供应商/客户集中度提高带来的价格压力和不确定性,促使盈余持续性提高。

4. 机构投资者持股、供应商/客户集中度与盈余持续性

为了验证机构投资者持股对供应商/客户集中度与盈余持续性之间关系的影响,本文在模型(4)中引入交乘项  $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$  和  $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$ 。由表6中第(1)列、第(2)列可知,  $Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$  和  $Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$  的系数分别为0.8427和0.9560,且均在1%的水平上显著,与本文提出的H4b相符。说明机构投资者持股比例的提高确实能有效缓解供应商/客户集中度与盈余持续性之间的负向关系。一方面,在机构投资者的监督压力下,高管对供应商/客户关系的管理更为谨慎,因此降低了供应商/客户集中度对盈余持续性的负面影响;另一方面,高比例的机构持股传递了好公司的信号,此类公司中供应商/客户集中度对盈余持续性的负面影响较弱。

(四)稳健性检验

1. 替代被解释变量

为了保证结果的稳健性,本文选择营业利润率代表会计盈余,即营业利润与总资产之比  $MROA$ 。将  $MROA$

表3 供应商/客户集中度与盈余持续性

变量	被解释变量: $ROA_{i,t+1}$			
	(1) Supplier		(2) Customer	
	系数	T值	系数	T值
$ROA_{i,t}$	0.4894***	(33.55)	0.4958***	(38.09)
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t}$	-0.2330***	(-8.02)		
$Supplier_{i,t}$	0.0009***	(7.28)		
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t}$			-0.2325***	(-7.32)
$Customer_{i,t}$			0.0177***	(7.02)
$Size_{i,t}$	0.0038***	(6.68)	0.0041***	(8.45)
$Lev_{i,t}$	-0.0708***	(-22.23)	-0.0691***	(-24.72)
$Growth_{i,t}$	0.0282***	(19.32)	0.0293***	(22.34)
$Top1_{i,t}$	0.0044	(1.36)	0.0048*	(1.69)
$Age_{i,t}$	0.0026**	(2.60)	0.0039***	(4.47)
$Turnover_{i,t}$	0.0112***	(7.86)	0.0102***	(8.15)
$Dep_{i,t}$	-0.1659***	(-9.53)	-0.1649***	(-10.59)
$Big4_{i,t}$	0.0028	(1.26)	0.0027	(1.41)
Constant	-0.0419***	(-3.67)	-0.0560***	(-5.66)
Year & Ind	控制		控制	
观测值	4756		6274	
$R^2$	0.5553		0.5660	

注:括号内的数值为t值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

表4 市场竞争地位、供应商/客户集中度与盈余持续性

变量	被解释变量: $ROA_{i,t+1}$			
	(1) Supplier		(2) Customer	
	系数	T值	系数	T值
$ROA_{i,t}$	0.5190***	(30.30)	0.6396***	(50.12)
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$	7.5142***	(4.32)		
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t}$	-0.3467***	(-9.55)		
$Supplier_{i,t} \times Comp_{i,t}$	0.4607***	(3.65)		
$Supplier_{i,t}$	0.0007***	(5.44)		
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$			6.5339***	(2.77)
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t}$			-0.2017***	(-7.76)
$Customer_{i,t} \times Comp_{i,t}$			-0.4657**	(-2.49)
$Customer_{i,t}$			0.0155***	(7.13)
$Comp_{i,t}$	-0.1277**	(-2.35)	0.0249	(0.59)
$Size_{i,t}$	0.0031***	(4.69)	0.0029***	(5.59)
$Lev_{i,t}$	-0.0695***	(-21.85)	-0.0526***	(-19.79)
$Growth_{i,t}$	0.0282***	(19.36)	0.0301***	(24.71)
$Top1_{i,t}$	0.0037	(1.14)	0.0051*	(1.92)
$Age_{i,t}$	0.0023**	(2.35)	0.0045***	(5.53)
$Turnover_{i,t}$	0.0101***	(6.85)	0.0085***	(7.07)
$Dep_{i,t}$	-0.1658***	(-9.56)	-0.1398***	(-9.66)
$Big4_{i,t}$	0.0032	(1.44)	0.0021	(1.17)
Constant	-0.0266**	(-1.99)	-0.0479***	(-4.55)
Year & Ind	控制		控制	
观测值	4756		6274	
$R^2$	0.5626		0.6270	

注:括号内的数值为t值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

表5 产权性质、供应商/客户集中度与盈余持续性

变量	被解释变量: $ROA_{i,t+1}$			
	(1)Supplier		(2)Customer	
	系数	T值	系数	T值
$ROA_{i,t}$	0.5118***	(29.21)	0.4748***	(34.04)
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t}$	0.1231***	(4.73)		
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t}$	-0.3712***	(-9.54)		
$Supplier_{i,t} \times State_{i,t}$	-0.0087*	(-1.85)		
$Supplier_{i,t}$	0.0020***	(8.74)		
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times State_{i,t}$			0.1993***	(4.62)
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t}$			-0.2871***	(-7.22)
$Customer_{i,t} \times State_{i,t}$			-0.0011	(-0.27)
$Customer_{i,t}$			0.0092***	(2.78)
$State_{i,t}$	-0.0038**	(-2.02)	-0.0069***	(-5.12)
$Size_{i,t}$	0.0036***	(6.15)	0.0043***	(8.57)
$Lev_{i,t}$	-0.0688***	(-21.19)	-0.0679***	(-23.80)
$Growth_{i,t}$	0.0272**	(18.29)	0.0289***	(21.66)
$Top1_{i,t}$	0.0047	(1.37)	0.0063**	(2.10)
$Age_{i,t}$	0.0045***	(3.89)	0.0055***	(5.45)
$Turnover_{i,t}$	0.0082***	(5.64)	0.0072***	(5.65)
$Dep_{i,t}$	-0.1854***	(-10.53)	-0.1878***	(-11.93)
$Big4_{i,t}$	0.0036	(1.49)	0.0024	(1.18)
Constant	-0.0398***	(-3.32)	-0.0575***	(-5.55)
Year& Ind	控制		控制	
观测值	4756		6274	
$R^2$	0.5590		0.5682	

注:括号内的数值为t值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

代替ROA重新按照模型(1)到模型(4)进行回归,回归结果如表7所示,得到了一致结论。

## 2. 内生性问题

由于可能存在不可观测的遗漏变量同时对供应商/客户集中度和企业盈余持续性产生影响,导致OLS估计量不一致。因此,本文采用工具变量两阶段最小二乘法(IV-2SIS),来处理遗漏变量的内生性带来的问题。借鉴Dhaliwal等和陈峻等的做法<sup>[11,58]</sup>,本文使用行业平均供应商/客户集中度作为供应商/客户集中度的工具变量。由表8的Panel A可知,采用IV-2SIS的回归结果与前文保持一致。

此外,样本期间内并非所有上市公司均披露了供应商/客户集中度信息,使本文结果可能存在选择性偏误。因此,本文进一步采用Heckman两步法解决该问题。参考王迪等<sup>[39]</sup>,在第一阶段以同年度同一行业内披露供应商/客户集中度信息的上市公司比例作为工具变量,估计公司披露供应商/客户集中度信息的概率。未报告的结果显示,工具变量在1%水平上显著为正。第二阶段加入第一阶段预测值得到的逆米尔斯比率(Lambda),结果如表8的Panel B所示,结果基本与前文保持一致。

表6 机构投资者持股、供应商/客户集中度与盈余持续性

变量	被解释变量: $ROA_{i,t+1}$			
	(1)Supplier		(2)Customer	
	系数	T值	系数	T值
$ROA_{i,t}$	0.5242***	(32.11)	0.4946***	(37.41)
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$	0.8427***	(10.18)		
$Supplier_{i,t} \times ROA_{i,t}$	-0.6266***	(-13.97)		
$Supplier_{i,t} \times Inst_{i,t}$	-0.0063***	(-11.24)		
$Supplier_{i,t}$	0.0037***	(12.20)		
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$			0.9560***	(12.84)
$Customer_{i,t} \times ROA_{i,t}$			-0.6688***	(-14.09)
$Customer_{i,t} \times Inst_{i,t}$			-0.0620***	(-6.89)
$Customer_{i,t}$			0.0371***	(8.56)
$Inst_{i,t}$	0.0011	(0.41)	0.0150***	(4.97)
$Size_{i,t}$	0.0032***	(5.69)	0.0035***	(7.14)
$Lev_{i,t}$	-0.0691***	(-22.03)	-0.0681***	(-24.70)
$Growth_{i,t}$	0.0282***	(19.68)	0.0291***	(22.63)
$Top1_{i,t}$	-0.0004	(-0.13)	0.0001	(0.05)
$Age_{i,t}$	0.0010	(1.01)	0.0024***	(2.73)
$Turnover_{i,t}$	0.0106***	(7.57)	0.0089***	(7.26)
$Dep_{i,t}$	-0.1678***	(-9.81)	-0.1708***	(-11.12)
$Big4_{i,t}$	0.0015	(0.67)	0.0016	(0.86)
Constant	-0.0277*	(-2.42)	-0.0432***	(-4.31)
Year& Ind	控制		控制	
观测值	4756		6274	
$R^2$	0.5745		0.5838	

注:括号内的数值为t值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

表7 稳健性检验:以营业利润率替代总资产净利率计算盈余持续性

变量	被解释变量: $MROA_{i,t+1}$			
	假设1	假设2	假设3	假设4
$Supplier_{i,t} \times MROA_{i,t}$	-0.1445***			
	(-4.15)			
$Customer_{i,t} \times MROA_{i,t}$	-0.1348***			
	(-3.95)			
$Supplier_{i,t} \times MROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$		12.6045***		
		(7.09)		
$Customer_{i,t} \times MROA_{i,t} \times Comp_{i,t}$		5.8017***		
		(3.18)		
$Supplier_{i,t} \times MROA_{i,t} \times State_{i,t}$			0.0836***	
			(3.98)	
$Customer_{i,t} \times MROA_{i,t} \times State_{i,t}$			0.1336***	
			(3.82)	
$Supplier_{i,t} \times MROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$				0.2479**
				(2.21)
$Customer_{i,t} \times MROA_{i,t} \times Inst_{i,t}$				0.5303***
				(3.64)

注:括号内的数值为t值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

## 六、进一步检验：供应商/客户集中度影响盈余持续性的机制分析

前文实证结果支持了本文的研究假设,即供应商/客户集中度对盈余持续性产生负面影响,公司的市场竞争力越强、国有企业控股和机构投资者持股比例较高时,该负面影响得到缓解。那么,供应商/客户集中度负面影响盈余持续性的机制是什么?根据假设推导中的分析,随着供应商/客户集中度上升,一方面使公司的采购/销售依赖于少数的供应商/客户,可能带来经营风险的增加;另一方面供应商/客户谈判优势会提高,可能迫使企业在价格等方面做出让步,导致毛利率下降<sup>①</sup>。因此,本文进一步从经营风险和毛利率两方面探讨供应商/客户集中度影响盈余持续性的路径。

本文借鉴孟廖理等、孟庆玺的研究<sup>[59-60]</sup>,采用公司3年内主营业务收入的标准差来度量公司的经营风险

表8 稳健性检验:考虑内生性的回归结果

Panel A 工具变量两阶段最小二乘法(被解释变量:ROA <sub>i,t+1</sub> )				
变量	假设1	假设2	假设3	假设4
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.3098** (-3.54)			
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.3325*** (-6.49)			
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Comp <sub>i,t</sub>		21.0389*** (4.41)		
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Comp <sub>i,t</sub>		6.9164*** (2.08)		
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×State <sub>i,t</sub>			0.1124*** (4.78)	
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×State <sub>i,t</sub>			0.1450** (2.64)	
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Inst <sub>i,t</sub>				0.9220*** (3.66)
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Inst <sub>i,t</sub>				0.9601*** (10.59)
Panel B Heckman 两步法(被解释变量:ROA <sub>i,t+1</sub> )				
变量	假设1	假设2	假设3	假设4
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.2149*** (-7.83)			
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.2214*** (-7.44)			
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Comp <sub>i,t</sub>		2.5342* (1.91)		
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Comp <sub>i,t</sub>		9.7677*** (4.82)		
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×State <sub>i,t</sub>			0.0752* (1.75)	
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×State <sub>i,t</sub>			0.1917*** (4.79)	
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Inst <sub>i,t</sub>				0.7354*** (9.17)
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub> ×Inst <sub>i,t</sub>				0.9917*** (11.57)

注:括号内的数值为z值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

表9 供应商/客户集中度与盈余持续性:机制分析

Panel A 供应商/客户集中度对经营风险和毛利率的影响				
变量	(1) Risk <sub>i,t</sub>		(2) Margin <sub>i,t</sub>	
	系数	T值	系数	T值
Supplier <sub>i,t</sub>	-0.0001	(-0.44)	-0.0001***	(-3.70)
Customer <sub>i,t</sub>	0.0164***	(2.74)	-0.0123	(-1.15)
Size <sub>i,t</sub>	-0.0093***	(-2.74)	0.0144***	(6.48)
Lev <sub>i,t</sub>	-0.0101	(-0.51)	-0.2865***	(-23.24)
Growth <sub>i,t</sub>	0.1945***	(21.56)	0.0434***	(6.65)
TopI <sub>i,t</sub>	0.0402**	(1.96)	-0.0224*	(-1.68)
Age <sub>i,t</sub>	-0.0043	(-0.64)	-0.0304***	(-6.98)
State <sub>i,t</sub>	-0.0110	(-1.51)	-0.0172***	(-3.72)
ROA <sub>i,t</sub>	-0.3693***	(-5.30)		
RD <sub>i,t</sub>			0.3054***	(6.81)
Constant	0.3606***	(5.32)	-0.1270***	(-2.79)
Year & Ind	Yes		Yes	
观测值	4727		4729	
R <sup>2</sup>	0.1376		0.2382	
Panel B 经营风险和毛利率对盈余持续性的影响				
	(1) ROA <sub>i,t+1</sub>		(2) ROA <sub>i,t+1</sub>	
	系数	T值	系数	T值
Risk <sub>i,t</sub>	-0.0066***	(-2.60)		
Risk <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.2245***	(-5.33)		
Margin <sub>i,t</sub>			0.0706***	(14.70)
Margin <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>			0.2669***	(4.97)
ROA <sub>i,t</sub>	0.7004***	(41.47)	0.5391***	(34.32)
Supplier <sub>i,t</sub>	0.0005***	(5.11)	0.0005***	(5.03)
Supplier <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.1390***	(-5.60)	-0.1282***	(-5.46)
Customer <sub>i,t</sub>	0.0085***	(3.26)	0.0102***	(4.16)
Customer <sub>i,t</sub> ×ROA <sub>i,t</sub>	-0.0882***	(-2.69)	-0.1008***	(-3.25)
Size <sub>i,t</sub>	0.0024***	(4.61)	0.0033***	(6.57)
Lev <sub>i,t</sub>	-0.0517***	(-17.15)	-0.0454***	(-15.72)
Growth <sub>i,t</sub>	0.0317***	(22.25)	0.0251***	(19.29)
TopI <sub>i,t</sub>	0.0057*	(1.88)	0.0057**	(1.99)
Age <sub>i,t</sub>	0.0032***	(3.46)	0.0042***	(4.85)
Turnover <sub>i,t</sub>	0.0088***	(6.65)	0.0224***	(16.46)
Dep <sub>i,t</sub>	-0.1298***	(-8.04)	-0.0984***	(-6.39)
Big4 <sub>i,t</sub>	0.0013	(0.62)	0.0008	(0.41)
Constant	-0.0354***	(-3.32)	-0.0646***	(-6.34)
Year & Ind	Yes		Yes	
观测值	4727		4729	
R <sup>2</sup>	0.6267		0.6618	

注:括号内的数值为t值。\*\*\*、\*\*、\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著。

① 公司也可能在商业信用方面做出让步,从而影响资产利润率。但本文实证检验发现,供应商/客户集中度对应收账款周转率、应付账款周转率影响不显著,因而相关结果未做报告。

(*Risk*),同时参考相关控制变量。借鉴李欢等,以同年同行业毛利率均值来调整公司毛利率(*Margin*),同时参考相关控制变量<sup>[14]</sup>。本文参考江轩宇等和姜付秀等的中介效应检验方法<sup>[61-62]</sup>,以经营风险和毛利率为中介变量,检验供应商/客户集中度影响盈余持续性的中介机制。具体来说,先检验供应商/客户集中度对经营风险和毛利率的作用,然后检验经营风险和毛利率对盈余持续性的影响,以证明供应商/客户集中度是通过影响经营风险和毛利率、从而对公司盈余持续性产生影响的。

表9报告了机制分析的实证结果。Panel A报告供应商/客户集中度对经营风险和毛利率的作用。第(1)列以 $Risk_{i,t}$ 为因变量, $Supplier_{i,t}$ 系数不显著,而 $Customer_{i,t}$ 系数显著为正,表明客户集中度提高主要显著增加公司的经营风险。第(2)列以 $Margin_{i,t}$ 为因变量, $Customer_{i,t}$ 系数不显著,而 $Supplier_{i,t}$ 系数显著为负,表明供应商集中度提高主要显著降低公司的毛利率。Panel B报告经营风险和毛利率对盈余持续性的影响。第(1)列交乘项 $Risk_{i,t} \times ROA_{i,t}$ 系数显著为负,表明经营风险降低了公司的盈余持续性。结合Panel A第(1)列的结果,客户集中度提高增加了经营风险,从而降低了公司的盈余持续性。第(2)列交乘项 $Margin_{i,t} \times ROA_{i,t}$ 系数显著为正,表明毛利率提高有利于增强公司盈余持续性。结合Panel A第(2)列的结果,供应商集中度上升导致公司毛利率下降,从而负面影响公司盈余持续性。

## 七、研究结论

供应商和客户作为公司重要的利益相关者,关系到生产和销售的顺利进行,在很大程度上会对公司的盈余产生影响。本文选取了2010—2016年我国A股制造业上市公司作为研究对象,从供应商/客户集中度的视角考察供应链特征是否会影响公司的盈余持续性。研究发现,供应商/客户集中度对盈余持续性产生负向影响,即供应商/客户集中度越高,公司的盈余持续性越差。上述关系在不同市场竞争地位、产权性质和机构投资者持股比例的上市公司中有所差异。市场竞争地位越高,供应商/客户集中度对盈余持续性的负面影响越弱;国有企业相对于民营企业能显著缓解供应商/客户集中度提高对盈余持续性的负向影响;同时,机构投资者持股比例的提高,能显著降低供应商/客户集中度与盈余持续性之间的负向关系。进一步研究发现,供应商集中度的上升带来公司毛利率下降,客户集中度的提高带来公司经营风险的增加,从而对公司盈余持续性产生负面影响。

基于上述结论,本文提出如下政策建议:第一,企业应做好客户供应链管理,谨慎对待集中度较高的供应商/客户,减少经营中的不确定性。第二,完善市场机制,降低交易成本,使得民营企业能够在获取人、财、物等资源上的不利地位得到改善,为民营企业发展提供良好的市场环境。第三,努力培养机构投资者树立起长期投资观念,为机构投资者长期持股打造公平良好的环境,使其发挥积极的监督和治理作用。

本文主要从集中度的视角,发现集中的供应商/客户关系对盈余持续性产生风险效应。在未来的研究中,可进一步关注供应商/客户关系的其他特征(如稳定性、专用性)以及供应商/客户的具体特征(如业务特征、财务特征、背景特征等)对企业盈余的影响。

### 参考文献:

- [1] Sloan R G. Do Stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?[J]. *The Accounting Review*, 1996, 71(3):289-315.
- [2] Lev B. Some economic determinants of time-series properties of earnings[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 1983, 5(83):31-48.
- [3] Richardson S A, Sloan R G, Soliman M T, et al. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(3):437-485.
- [4] Soliman M T. The use of DuPont analysis by market participants[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(3):823-853.
- [5] Dechow P M, Richardson S A, Sloan R G. The persistence and pricing of the cash component of earnings[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(3):537-566.
- [6] 谢盛纹,刘杨晖. 高管权力、产权性质与盈余持续性[J]. *华东经济管理*, 2015, 29(12):112-117.
- [7] 窦欢,陆正飞. 大股东代理问题与上市公司的盈余持续性[J]. *会计研究*, 2017(5):32-39.
- [8] 宫义飞,谢元芳. 内部控制缺陷及整改对盈余持续性的影响研究:来自A股上市公司的经验证据[J]. *会计研究*, 2018(5):75-82.
- [9] Patatoukas P N. Customer-base concentration: Implications for firm performance and capital markets[J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(2):363-392.

- [10] Masschelein S, Eddy C, Alexandra V A. ABC information, fairness perceptions, and interfirm negotiations [J]. *The Accounting Review*, 2012, 87(3): 951 - 973.
- [11] 陈峻, 王雄元, 彭旋. 环境不确定性、客户集中度与权益资本成本[J]. *会计研究*, 2015(11):76-82.
- [12] 李欢, 李丹, 王丹. 客户效应与上市公司债务融资能力——来自我国供应链客户关系的证据[J]. *金融研究*, 2018(6):138 - 154.
- [13] 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.
- [14] 李欢, 郑果娉, 李丹. 大客户能够提升上市公司业绩吗?——基于我国供应链客户关系的研究[J]. *会计研究*, 2018(4):58 - 65.
- [15] Dhaliwal D, Huang S, Khurana I K, et al. Product market competition and conditional conservatism[J]. *Review of Accounting Studies*. 2014, 19(4):1309 - 45.
- [16] Dou Y, Thomas W B. Relationship-specificity, contract enforceability, and income smoothing[J]. *The Accounting Review*, 2013, 88(5): 1629 - 1656.
- [17] Hui K W, Klasa S, Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2012, 52(1):115 - 135.
- [18] 李增泉, 叶青, 贺卉. 企业关联、信息透明度与股价特征[J]. *会计研究*, 2011(01):44 - 51+95.
- [19] 林钟高, 郑军, 彭琳. 关系型交易、盈余管理与盈余反应——基于主要供应商和客户视角的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2014, 29(02):47 - 57.
- [20] 王勇, 刘志远. 供应商关系与企业现金持有——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. *审计与经济研究*, 2016, 31(01):83 - 91.
- [21] 李姝, 梁郁欣, 田马飞. 内部控制质量、产权性质与盈余持续性[J]. *审计与经济研究*, 2017, 32(1):23 - 37.
- [22] Dechow P, Ge W, Schrand C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences[J]. *Journal of Accounting & Economics*, 2010, 50(2 - 3):344 - 401.
- [23] Fairfield P M, Yohn T L. Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability[J]. *Review of Accounting Studies*, 2001, 6(4):371 - 385.
- [24] 徐浩峰, 朱松, 余佩琨. 企业竞争力、盈余持续性与不对称性[J]. *审计与经济研究*, 2011, 26(05):77 - 85.
- [25] 林翔, 陈汉文. 增长、盈余管理和应计持续性[J]. *中国会计评论*, 2005(01):117 - 142.
- [26] Xie H. The mispricing of abnormal accruals[J]. *The Accounting Review*, 2001, 76(3):357 - 373.
- [27] 申慧慧, 黄张凯, 吴联生. 股权分置改革的盈余质量效应[J]. *会计研究*, 2009(08):40 - 48+95 - 96.
- [28] Fairfield P M, Whisenant J S, Yohn T L. Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing[J]. *The Accounting Review*, 2003, 78(1):353 - 371.
- [29] 彭韶兵, 黄益建. 会计信息可靠性与盈余持续性——来自沪、深股市的经验证据[J]. *中国会计评论*, 2007(02):219 - 232.
- [30] 张国清, 赵景文. 资产负债项目可靠性、盈余持续性及其市场反应[J]. *会计研究*, 2008(03):51 - 57+96.
- [31] 方红星, 张勇. 供应商/客户关系型交易、盈余管理与审计师决策[J]. *会计研究*, 2016(1):79 - 86.
- [32] Raman K, Shahrur H. Relationship-specific investments and earnings management: Evidence on corporate suppliers and customers[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(4):1041 - 1081.
- [33] 赵秀云, 鲍群. 制度环境、关系交易与现金持有决策[J]. *审计与经济研究*, 2015, 30(3):21 - 29.
- [34] Fee C E, Hadlock C J, Thomas S. Corporate equity ownership and the governance of product market relationships[J]. *The Journal of Finance*. 2006, 61(3):1217 - 51.
- [35] 陈正林. 客户集中、政府干预与公司风险[J]. *会计研究*, 2016(11):23 - 29+95.
- [36] Cohen L, Frazzini A. Economic links and predictable returns[J]. *The Journal of Finance*. 2008, 63(4):1977 - 2011.
- [37] Cheng C A, Eshleman J D. Does the market overweight imprecise information? Evidence from customer earnings announcements[J]. *Review of Accounting Studies*. 2014, 19(3):1125 - 51.
- [38] 魏明海, 衣昭颖, 李晶晶. 中国情境下供应链中客户盈余信息传递效应影响因素研究[J]. *会计研究*, 2018(6):19 - 25.
- [39] 王迪, 刘祖基, 赵泽朋. 供应链关系与银行借款——基于供应商/客户集中度的分析[J]. *会计研究*, 2016(10):42 - 49.
- [40] Allen F, Qian J, Qian M. Law, finance, and economic growth in China[J]. *Journal of Financial Economics*. 2005, 77(1):57 - 116.
- [41] 何容. 金融发展、产权性质与商业信用的信号传递作用[J]. *金融研究*, 2013(6):89 - 103.
- [42] 张敏, 马黎珺, 张胜. 供应商—客户关系与审计师选择[J]. *会计研究*, 2012(12):81 - 86.
- [43] Cuñat V. Trade credit: Suppliers as debt collectors and insurance providers[J]. *Review of Financial Studies*, 2007, 20(2):491 - 527.
- [44] 姜付秀, 马云飙, 王运通. 退出威胁能抑制控股股东私利行为吗?[J]. *管理世界*, 2015(5):147 - 159.
- [45] Hope O K, Wu H, Zhao W. Blockholder exit threats in the presence of private benefits of control[J]. *Review of Accounting Studies*. 2017,

- 22(2):873 – 902.
- [46] Gillan S L, Starks L V. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors[J]. *Journal of Financial Economics*. 2000, 57(2):275 – 305.
- [47] 梅洁, 张明泽. 基金主导了机构投资者对上市公司盈余管理的治理作用?——基于内生性视角的考察[J]. *会计研究*, 2016(4):55 – 60.
- [48] Carleton W T, Nelson J M, Weisbach M S. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(4): 1335 – 1362.
- [49] 谭劲松, 林雨晨. 机构投资者对信息披露的治理效应——基于机构调研行为的证据[J]. *南开管理评论*, 2016, 19(5):115 – 126.
- [50] Ferreira M A, Matos P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world[J]. *Journal of Financial Economics*. 2008, 88(3):499 – 533.
- [51] Aggarwal R, Erel I, Ferreira M, et al. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors[J]. *Journal of Financial Economics*. 2011, 100(1):154 – 81.
- [52] Yan X, Zhang Z. Institutional investors and equity returns: Are short-term institutions better informed?[J]. *Review of Financial Studies*. 2007, 22(2):893 – 924.
- [53] Baik B, Kang J K, Kim J M. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns[J]. *Journal of Financial Economics*. 2010, 97(1):81 – 106.
- [54] Freeman R E., Reed D L. Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance[J]. *California Management Review*, 1983, 25(3):88 – 106.
- [55] 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.
- [56] 汪健, 曲晓辉. 关联交易、外部监督与盈余持续性——基于A股上市公司的经验证据[J]. *证券市场导报*, 2015(9):49 – 55.
- [57] Balachandran S, Mohanram P. Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservatism?[J]. *Review of Accounting Studies*, 2011, 16(2): 272 – 301.
- [58] Dhaliwal D, Judd J S, Serfling M, et al. Customer concentration risk and the cost of equity capital[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(1), 23 – 48.
- [59] 廖理, 廖冠民, 沈红波. 经营风险、晋升激励与公司绩效[J]. *中国工业经济*, 2009(8):119 – 130.
- [60] 孟庆玺. 客户集中度与企业技术创新: 助力抑或阻碍——基于客户个体特征的研究[J]. *南开管理评论*, 2018(4): 62 – 73.
- [61] 江轩宇. 政府放权与国有企业创新——基于地方国企金字塔结构视角的研究[J]. *管理世界*, 2016(9):120 – 135.
- [62] 姜付秀, 王运通, 田园, 等. 多个大股东与企业融资约束——基于文本分析的经验证据[J]. *管理世界*, 2017(12):61 – 74.

[责任编辑:高婷]

## Supplier/Customer Concentration and the Persistence of Earnings: Security or Risk Security or Risk

CHENG Mingy<sup>1</sup>, ZHENG Shijia<sup>2</sup>, LIU Jun<sup>3</sup>

(1. International School of Business and Finance, Sun Yat-Sen University, Zhuhai 519082, China; 2. Sun Yat-Sen Business School, Sun Yat-Sen University, Guangzhou 510275; 3. School of Accounting, Institute of Capital Market and Audit Governance Studies for the Great Bay Area, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320)

**Abstract:** We use A-share listed manufacturing companies in China from year 2010 to 2016 as the sample to examine whether the supplier/customer concentration affects the persistence of company's earnings. The results show that the supplier/customer concentration will negatively affect the persistence of earnings. Further studies find that the increase of market competitive power significantly weakens the negative impact of supplier/customer concentration on the persistence of earnings. Compared to private enterprises, state-owned enterprises significantly alleviate the negative impact of supplier/customer concentration on the persistence of earnings. Meanwhile, the increase of institutional ownership inhibits the negative relationship between supplier/customer concentration and the persistence of earnings. Mechanism analysis shows that supplier concentration is negatively associated with the rate of margin and customer concentration is positively associated with operational risk, which leads to the negative influence on persistence of earnings.

**Key Words:** the persistence of earnings; supplier concentration; customer concentration; market competitive power; property rights; institutional ownership