

稳定客户可以降低企业的股价波动性吗？

彭旋¹,张昊²

(1. 华中农业大学 经济管理学院,湖北 武汉 430070;2. 山东财经大学 会计学院,山东 济南 250014)

[摘要]作为企业重要的利益相关者,稳定客户可以向市场传递盈利较好的信号,也可以监督企业的信息披露行为,减少信息不对称,稳定企业股价、降低股价波动性。以2001—2019年我国A股上市公司为研究对象,分析稳定客户对股价波动性的影响。研究发现:(1)稳定客户与企业的股价波动性显著负相关;(2)客户与企业的关系越密切,稳定客户对企业股价波动性的降低效应越强;(3)企业面临的信息不对称程度越高,稳定客户对企业股价波动性的降低效应越强。研究丰富了客户供应商关系文献,也提示资本市场参与者更多关注供应链相关信息。

[关键词]股价波动性;信息披露;客户稳定度;客户供应商关系;供应链

[中图分类号]F812.5 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2022)04-0119-09

一、引言

国内外许多研究指出,长期以来,中国股市一直具有股价波动性过高的特点^[1-2]。2016年初,4个交易日内A股数次触发“熔断”机制,上海证券综合指数下降11.7%,之后的一个月,大盘持续下跌,一度跌到年度最低点,上海证券综合指数下跌幅度超过20%。2018年末,三大指数虽小幅上涨,但从年度涨跌幅来看仍是惨不忍睹:深圳成分股指数年度平均下跌幅度高达34.4%,创业板指数下跌28.7%,上海证券综合指数下跌24.6%,即三大股指的全年平均跌幅都显著超过了20%。虽然在股票市场上股价波动是正常现象,但是过度波动明显不利于股市功能的发挥,还会损害投资者的利益,对上市公司造成巨大的负面影响,甚至不利于整个国家的经济发展。因此,社会各界对股价波动的影响因素十分关注,如何降低股价波动也一直是学术界的研究重点。

客户是企业收入的主要来源,是企业的重要利益相关者之一。已有研究表明,客户关系会影响企业的投资决策、运营管理、融资决策等诸多行为,进而影响企业在资本市场上的表现。因此,客户关系必然会对企业的盈利能力和信息披露质量等关系着股票价格走势的信息产生重要影响。然而,在众多客户关系特征维度上,学术界对此进行的研究主要集中于横向客户特征,比如客户销售占比、客户集中度、客户是否为国企、客户是否为政府等^[3-6],鲜有学者关注客户稳定度这一纵向客户特征对企业股价波动的影响。

现有研究主要基于企业披露的前5名客户或大客户的销售占比探讨客户集中度对企业的影响,但当客户频繁变动时,客户对企业的影响较弱,只有持续存在的稳定客户才能对企业产生实质性的影响^[7]。鉴于客户的重要性,我国从2001年开始要求上市公司披露其向前5大客户销售金额占企业总销售额的比例,从2012年开始鼓励上市公司披露前5大客户的名称、销售金额及销售占比等具体信息,这为我们研究客户是否持续存在(即客户稳定度)这一纵向客户关系特征提供了较好的数据基础。参考Li和Yang以及王雄元和彭旋的研究^[7-8],本文分析客户稳定度对企业股价波动性的影响,并进一步探讨两者之间的关系是否受企业与客户关系的密切程度以及企业与投资者之间信息不对称程度的影响。

本文认为稳定客户可以给企业带来较高的盈余和较低的盈余波动性,向外界传递企业经营状况以及盈利质量较好的信号,也可以监督企业的信息披露行为,提高企业信息披露的水平和质量,还可以吸引更多的分析师关注以促进信息更好地在投资者之间进行流通,这些均可以降低企业的信息不对称,进而降低股价波动程度。通过普通OLS回归、普通两阶段回归、工具变量法以及Heckman两阶段回归等多种方法,本文验证了客户稳定度

[收稿日期]2021-07-01

[基金项目]国家自然科学基金青年项目(71802088);教育部人文社会科学研究青年基金项目(18YJC630133);中央高校基本科研业务费专项资金资助项目(2662020JGPY008)

[作者简介]彭旋(1989—),女,湖北仙桃人,华中农业大学经济管理学院副教授,博士,从事财务会计与公司金融研究,E-mail:pengxuan1989@126.com;张昊(1998—),女,山东泰安人,山东财经大学会计学院硕士研究生,从事财务会计研究。

与股价波动性之间存在显著的负相关关系。进一步分析表明,企业与稳定客户之间的关系越密切,两者之间的负相关关系越显著;企业与投资者之间的信息不对称程度越高,两者之间的负相关关系越显著。

本文的贡献主要体现在以下三个方面:第一,本文从客户关系角度为股价波动提供了一个新的解释,补充和拓展了股价波动性和客户关系相关文献的现有研究,具有一定的创新性;第二,本文研究表明,稳定客户可以向市场传递企业质量较好的信号,稳定公司的股票价格,这为企业管理者加强客户关系管理提供了较好的理论支撑;第三,本文研究发现,通过上市公司年报中披露的客户相关信息,投资者可以对企业的经营状况进行合理的推测,尽早发现潜在问题或建立投资信心,防止股价突然大幅波动,从而保护广大投资者、众多上市公司乃至整个国家的经济利益,促进股市健康发展。

二、文献回顾与假设提出

(一) 股价波动性相关文献综述

信息是引起股票价格发生变化的核心因素,当公司受到(未预期)消息冲击时,股价会呈现上下起伏的变化^[9-11]。消息的冲击可能来自于公司基本面的波动^[12-14],也可能来自于谣言、媒体有偏报道、投资者心理偏见等噪音导致的非理性交易行为^[15-17],还可能受系统性风险、涨跌停等股市交易机制、经济周期性波动等宏观因素的影响^[14,18]。现有文献主要从信息不对称角度研究股价波动性。一方面,当企业的基本面波动较小、未来不确定性较低时,投资者对公司未来的经营成果、现金流等财务状况预测的准确性较高,未预期消息较少,股价波动性也较小。Rajgopal 和 Venkatachalam 研究发现,上市公司收益的波动越小,其盈利质量也就越高,而较高的盈利质量与个股的异质性波动负相关^[12]。姚靠华等的研究则发现,由于企业的 R&D 投入存在高度不确定性^[19],企业对 R&D 的投入越多,其未来的股价波动性越大^[13]。另一方面,在企业的基本面波动不变的情况下,企业披露的信息及时、透明、质量高,可以向市场传达更准确、更丰富的特质信息,有助于市场参与者对未来信息进行预测,减少未预期的信息冲击,防止市场过度反应,进而可以降低股价波动^[9,20-21]。姚靠华等研究发现,虽然企业的 R&D 投入与股价波动性正相关,但关于研发项目进展情况的披露可以显著降低股价波动^[13];辛清泉等利用中国数据证实了上市公司的信息透明度与股价波动性之间呈现显著的负相关关系^[9];韩燕等的研究也表明,上市公司的信息数量越多,公司的股价波动性越小^[22]。虽然谣言等噪音可以通过直接影响广大投资者的交易行为进而致使股价产生过度波动^[10],但及时、充分、高质量的信息披露可以缓解企业内部管理者和外部投资者以及外部投资者之间的信息不对称程度,有助于消除噪音对股价的影响,从而降低股价波动性。

此外,上市公司的利益相关者也会对公司的股价波动产生重要影响。机构投资者可以通过积极参与公司治理来缓解代理问题,降低公司盈余管理程度,进而改善证券市场信息效率水平^[15],尤其是当机构投资者具有较高的稳定性和持续性时,机构投资者可以发挥对企业的监督作用,降低股价崩盘的风险^[23]。当公司面临债务方面的法律诉讼时,债权人会行使约束和监督权力,迫使公司降低盈余管理程度,降低信息不对称性,进而降低股价崩盘风险^[24]。分析师对公司越关注,公司的信息透明度越高,股价崩盘风险也就越低^[25],但是也有研究表明,股价崩盘的风险增大是由于分析师的乐观的行为偏差所导致的^[26]。投资者法律保护机制的增强与股价波动的同步性呈现负相关关系^[27]。少量研究关注了客户与股价崩盘风险之间的关系:彭旋和王雄元认为客户对企业的股价崩盘风险具有监督和治理效应,客户信息的披露与企业股价崩盘风险呈现负相关关系^[28];主要客户能够发挥供应链整合效应,致使企业的股价崩盘风险较低^[29]。

(二) 客户关系相关文献综述

客户作为重要的利益相关者,可影响公司的存货管理、现金持有、盈余质量、融资成本、分析师跟踪以及资本市场表现等诸多行为^[3,5,30-31]。本文主要回顾客户关系对企业盈余质量和信息披露行为的影响等与本文研究密切相关的两类文献。

企业盈余质量方面。企业与客户间的充分沟通与合作能提高供应链整合程度,发挥协同效应、提升企业盈利能力^[3,32],但强势客户也可能压迫企业^[4]、压缩企业利润空间^[33]、降低企业盈余质量。Patatoukas 以客户集中度作为衡量客户关系的指标,研究发现客户集中度较高的企业可以通过降低经营费用、提高资产使用效率等方式提高企业的盈余质量^[3]。但更多研究却发现,客户集中度与盈余质量之间的正相关关系并非一直成立:唐跃军利用中国制造业的数据,研究发现客户集中度与公司业绩之间表现为正“U”型关系^[30];Irvine 等也认为在客户关

系建立初期,企业需要进行较多的资源投入,客户集中度与企业业绩呈现负相关关系,但超过某阈值,双方关系变得成熟稳定后,关系的溢出效应显现,客户集中度与企业业绩呈现正相关关系^[34];李欢等的研究发现,平均来说,客户集中度与企业的盈利能力显著负相关,但在产能过剩的行业,大客户能发挥一定的积极作用^[5];Hui 等也证实了客户集中度与企业盈利能力之间的负相关关系,即客户与企业之间存在竞争,大客户会压缩企业的利润空间,但随着企业自身实力的增强,负相关关系可随之减弱^[32];程敏英等发现客户集中度越高,企业的盈余持续性越低^[35]。这说明,客户关系对企业盈余质量的影响取决于双方关系的紧密程度和相对议价能力^[5,34]。

信息披露行为方面。客户需要稳健性更高的会计报告以防范管理层的机会主义行为,当客户具有较强的议价能力时,企业会披露更稳健的会计信息以维持客户关系^[36]。拥有大客户的企业会战略性披露其面临的诉讼信息,延迟披露与诉讼结果相关的坏消息或加速披露相关的好消息^[37]。大客户获取企业私有信息的成本较低,对企业公共信息披露的需求较低,Crawford 等研究发现,客户集中度与企业发布盈余和收入预测公告的频率负相关^[38]。方红星等的研究也表明企业与大客户之间的私有信息交流会削弱客户对企业发布可比会计信息的需求^[39]。Cho 等进一步分析客户信息披露对企业信息披露的影响,他们的研究发现当客户的盈余公告中发布了关于供应商未来前景不确定的描述时,供应商企业会在其公告后自愿发布盈余指导公告,以增强投资者信心^[40]。这些研究表明,虽然客户与企业之间私有信息交流的存在会削弱客户对企业信息披露的需求,但重要客户能发挥监督或治理效应,提高企业的信息披露质量。

(三)理论分析与研究假设

稳定客户可以从以下三方面影响企业的股价波动性:第一,稳定客户可以通过提高企业盈利能力、降低盈余波动性来提升企业未来信息的可预测性,进而降低股价波动。理论上,随着双方关系建立时间及依赖程度的变化,客户与企业之间可能呈现“掠夺”和“合作”两种状态。在双方关系建立初期,企业需要进行专有化投资以与重要客户建立关系,其投入成本往往大于收益,且强势客户会要求较低的产品价格或优厚的商业信用等“掠夺”企业,使得企业的毛利率以及盈利能力(ROA)较低^[5]。随着双方关系趋于稳定,彼此之间的信息共享与信任能发挥供应链资源整合优势,通过“合作”方式提升竞争力,有利于增强企业的盈利能力和盈利持续性^[33-34]。王雄元和彭旋研究发现,相对于客户不稳定的企业而言,具有稳定客户的企业当期盈利能力(ROA)更高,未来的盈余波动性更低^[7]。较高的盈利能力和较低的盈余波动性有利于投资者更准确地预测企业未来的现金流等财务状况和企业价值,减缓未预期盈余信息对企业股票价格波动的影响。第二,稳定客户可以通过提高企业的信息披露水平和质量来降低信息不对称,进而降低股价波动。具有大客户或战略客户关系的企业往往愿意披露客户具体名称等更多的客户相关信息,以传递企业较好的信号^[41-42]。根据 Peng 等的统计,虽然证监会没有强制要求企业披露前 5 大客户销售的具体金额等信息,但超过 88% 的中国企业自愿披露了更多的客户明细信息,且这类信息能被投资者识别反映在股票价格中^[43]。因此,具有稳定客户关系的企业往往愿意披露更多的自愿性信息,尤其是与客户和经营层面相关的信息,这将有利于投资者更充分地评估企业状况,降低股价波动。此外,供应链关系的建立需要投入巨大成本,一旦关系破裂,会造成较高的沉没成本和转换成本,双方均具有强烈的动机选择高质量的交易伙伴,并在关系存续期进行监督,发挥治理效应,提高会计信息的稳健性等信息披露质量^[4,36]。客户关系存续时间越长,双方的利益关系越紧密,一旦一方遭遇财务困境等风险,另一方不可避免地遭受波及^[31]。因此,关系存续时间较长的稳定客户具有更强的动机监督和规范企业行为,降低管理层机会主义的空间,提升信息披露质量。较高的信息披露水平和质量都可以降低企业与投资者之间的信息不对称,有利于投资者更及时、更准确地评估企业价值,降低股价波动。第三,稳定客户还可以通过吸引更多的分析师跟踪来降低信息不对称,进而降低股价波动性。分析师对企业的盈余进行预测时,如果同时跟踪企业的主要客户,可以从客户处获得供应链增量信息,进而提高其盈余预测的准确性和声誉。因此,在其他条件相同的情况下,分析师更愿意同时跟踪供应商和客户^[44],且同时跟踪企业及其客户的分析师能在客户盈余公告后更好地调整其对企业的预测^[45]。王雄元和彭旋研究发现,客户越稳定,分析师跟踪的人数越多,预测准确性也越高^[7]。分析师作为投资者和企业之间的信息中介,可以有效降低信息不对称带来的消极影响,降低股价波动性。因此,本文提出假设 1。

H₁: 客户越稳定,企业的股价波动性越小。

已有研究表明,客户对企业的影响依赖于双方交易的稳定性以及相对议价能力^[35]。以上关于客户关系对企业股价波动性的分析主要侧重于客户是否持续存在这种稳定关系,尚没有考虑企业向客户的销售收入占总收

人比例(简称“客户销售占比”)这种相对议价能力的影响。客户销售占比越大,企业对客户的依赖度越高,在客户稳定的情况下,双方“一荣俱荣、一损俱损”的表现^[7]更为凸显。一方面,在客户稳定的情况下,客户销售占比越大,企业未来的盈利能力将越好,盈余的波动性也越低,较低的盈余波动将带来更准确的预测活动,进而带来较低的股价波动;另一方面,客户销售占比越大,客户的相对议价能力越强,稳定客户发挥的信号传递和监督效应也越强,因而对企业信息披露水平和质量的影响也越大,较高的信息披露质量能进一步地降低企业股价波动的幅度。以上分析表明,客户销售占比越高,稳定客户对企业股价波动性的影响应该更为显著。因此,本文提出假设 2。

H₂:相对于客户销售占比较低的企业,稳定客户与股价波动性之间的负相关关系在客户销售占比较高的企业中更显著。

产生股价波动的原因主要在于信息不对称。更透明、及时的财务报告等信息披露可以向市场和投资者等市场参与者传达更加准确的企业特质信息,凭借这些信息,投资者可以更好地对企业现金流等财务状况进行预测,进而与股价结合在一起,因此在未来可以减小市场未预期到的部分,防止市场过度反应,进而起到降低股价波动性的作用^[9,20-21]。当企业面临的信息不对称程度较高时,稳定客户带来的较低盈余波动性,能更大幅度地降低投资者对企业未来状况预测的难度,相关客户信息的披露以及分析师跟踪带来的信息效应也更强。本文预期,当企业自身的信不对称程度较高时,稳定客户对企业股价波动性的影响应该更为显著。因此,本文提出假设 3。

H₃:相对于信息不对称程度较低的企业,稳定客户与股价波动性之间的负相关关系在信息不对称程度较高的企业中更显著。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取 2001—2019 年间中国 A 股上市公司作为初始研究样本,并进行以下处理:(1)剔除 ST、*ST 的样本;(2)剔除主要财务数据缺失的样本;(3)剔除模糊披露前 5 大客户(例如“第一名”“第一大客户”等)的公司样本数据。最后本文获得 4558 个有效样本。此外,为消除极端值的可能影响,本文对回归模型中的所有连续变量都进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。本文还控制了年度和行业固定效应以控制年度和行业因素的可能影响。除各公司前 5 大客户的具体信息系手工整理外,其余数据均来自国泰安数据库。

(二)模型构建和变量定义

参照辛清泉等以及王朝阳和王振霞的研究^[9,18],本文设立模型(1)以检验本文假设:

$$VOL_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 STABLE_{i,t} + \alpha_2 \sum CONTROLS_{i,t} + \alpha_3 \sum YEAR + \alpha_4 \sum IND + \varepsilon \quad (1)$$

1. 被解释变量

被解释变量为股价波动性。本文参照谭松涛等以及王朝阳和王振霞的研究^[15,18],用经对数处理后的个股日收益率的标准差 $LOG_SD_{i,t+1}$ 和经对数处理后的月内平均个股日收益率的标准差 $MEAN_SD_MON_{i,t+1}$ 两个指标衡量股价波动性,数值越大,股价波动性越大。

2. 解释变量

解释变量为客户稳定度。借鉴 Li 和 Yang 以及王雄元和彭旋的研究^[7-8],本文用公司披露的前 5 大客户中每一客户在过去 1 年出现次数的均值 $STABLE_1_{i,t}$ 和在过去 2 年出现次数的均值 $STABLE_2_{i,t}$ 衡量,数值越大,表示客户越稳定。本文预期客户稳定度 $STABLE$ 的回归系数显著为负。

3. 控制变量

本文根据辛清泉等以及钟凯等的做法^[9,46],设立以下控制变量:公司规模 $SIZE_{i,t}$,总资产的自然对数;资产负债率 $LEV_{i,t}$,总负债与总资产的比率;股权性质 $SOE_{i,t}$,国企为 1,非国企为 0;市值账面比 $BM_{i,t}$,公司期末市场价值与账面价值的比率;每股收益 $EPS_{i,t}$,公司净利润与股本总数的比率;总资产报酬率 $ROA_{i,t}$;经营现金流 $CFO_{i,t-1}$ 和 $CFO_{i,t+1}$,公司 $t-1$ 年和 $t+1$ 年的经营现金流量与总资产的比值;现金流波动性 $VCFO_{i,t}$,公司 $t-6$ 到 $t-1$ 年共 5 期 CFO 的方差; $RETA_{i,t}$,经市场调整后的年度个股回报率;是否同时发行 B 股或 H 股 $BHSHARE_{i,t}$;分析师跟随 $FOLLOW_{i,t}$,公司被分析师跟随的人数。

本文主要的变量定义及说明如表1所示。

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

本文主要变量的描述性统计结果如表2所示:(1)解释变量 $STABLE_1_{i,t}$ ($STABLE_2_{i,t}$) 的最小值为 0 (0)、最大值为 1 (2)、均值为 0.414 (0.708),说明公司 i 的前 5 大客户在过去 1 年 (2 年) 出现次数的均值最少为 0 次 (0 次),最多为 1 次 (2 次),即样本中部分公司过去 1 年 (2 年) 出现的前 5 大客户均不相同,部分公司则完全相同,平均而言,前 5 大客户重复出现的比例为 41.4% (70.8%)。(2)被解释变量 $LOG_SD_{i,t+1}$ ($MEAN_SD_MON_{i,t+1}$) 的最小值为 -4.846 (-4.922)、最大值为 -2.667 (-2.760)、标准差为 0.297 (0.291),表明不同公司之间的股价波动幅度存在一定的差异。均值为 -3.622 (-3.679)、中位数为 -3.640 (-3.693),中位数的绝对值略大于均值的绝对值,说明样本中超过半数公司的股价波动性大于样本平均的股价波动水平,体现出我国股市股价波动性较大的特征。(3) $LEV_{i,t}$ 、 $SIZE_{i,t}$ 、 $SOE_{i,t}$ 等控制变量的最大值、最小值、均值和中位数等与已有研究^[9,46]基本一致。

(二) 相关系数分析

本文主要变量的相关系数分析显示(未报告,备索):解释变量客户稳定度 $STABLE_1_{i,t}$ 和 $STABLE_2_{i,t}$ 与被解释变量股价波动性 $LOG_SD_{i,t+1}$ 和 $MEAN_SD_MON_{i,t+1}$ 均在 1% 水平上显著负相关,说明客户越稳定,公司的股价波动性越小,与本文假设基本吻合;其他变量的相关系数均不高,表明不存在严重的共线性问题。

(三) 差异性分析

表3是按 $STABLE_1_{i,t}$ 的均值将样本分为客户稳定组和客户不稳定组后,对主要变量所做的差异性分析。若 $STABLE_1_{i,t}$ 大于均值为客户稳定度较高组,否则为客户稳定度较低组。均值 T 检验的结果显示:客户稳定组与客户不稳定组的股价波动性具有显著差异,相比于客户不稳定组,客户稳定组的股价波动性较小,与本文假设一致。

(四) 实证检验及分析

1. 客户稳定度与股价波动性

为了检验假设1,本文利用 OLS 回归分析客户稳定度对企业股价波动性的影响。表4报告了基本回归结果,其中第(1)列和第(2)列是公司过去1年前5大客户出现的次数均值 $STABLE_1_{i,t}$ 与股价波动性 $LOG_SD_{i,t+1}$ 和 $MEAN_SD_MON_{i,t+1}$ 的 OLS 回归结果,第(3)列和第(4)列是过去2年前5大客户出现次数的均值 $STABLE_2_{i,t}$ 与股价波动性 $LOG_SD_{i,t+1}$ 和 $MEAN_SD_MON_{i,t+1}$ 的 OLS 回归结果。

表1 变量定义及说明

变量类型	变量名称	变量定义
被解释变量	$LOG_SD_{i,t+1}$	经对数处理后的个股日收益率的标准差
	$MEAN_SD_MON_{i,t+1}$	经对数处理后的月均个股日收益率的标准差
解释变量	$STABLE_1_{i,t}$	前5大客户在过去1年出现次数的均值
	$STABLE_2_{i,t}$	前5大客户在过去2年出现次数的均值
控制变量	$SOE_{i,t}$	企业的股权性质,国企为1,否则为0
	$SIZE_{i,t}$	企业总资产的自然对数
	$LEV_{i,t}$	企业的资产负债率
	$BM_{i,t}$	企业的市值账面比
	$EPS_{i,t}$	企业股票的每股收益
	$ROA_{i,t}$	企业的总资产利润率
	$CFO_{i,t-1}$	$t-1$ 年经营现金流量除以总资产
	$CFO_{i,t+1}$	$t+1$ 年经营现金流量除以总资产
	$VCFO_{i,t}$	$t-6$ 到 $t-1$ 年共 5 期 CFO 的方差
	$RETA_{i,t}$	t 年市场调整后的年度个股回报
	$BHSHARE_{i,t}$	是否同时发行 B 股或 H 股
	$FOLLOW_{i,t}$	分析师跟随个数

表2 主要变量的描述性统计

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
$STABLE_1_{i,t}$	4558	0.414	0.274	0.000	0.400	1.000
$STABLE_2_{i,t}$	3425	0.708	0.479	0.000	0.600	2.000
$LOG_SD_{i,t+1}$	4558	-3.622	0.297	-4.846	-3.640	-2.667
$MEAN_SD_MON_{i,t+1}$	4558	-3.679	0.291	-4.922	-3.693	-2.760
$DA_{i,t}$	4555	0.078	0.080	0.001	0.057	0.511
$LEV_{i,t}$	4558	0.467	0.215	0.055	0.471	0.981
$SOE_{i,t}$	4558	0.548	0.498	0.000	1.000	1.000
$SIZE_{i,t}$	4558	22.080	1.261	19.474	21.941	25.765
$BM_{i,t}$	4558	2.003	1.354	0.876	1.542	9.020
$ROA_{i,t}$	4558	0.032	0.059	-0.260	0.031	0.195
$EPS_{i,t}$	4558	0.300	0.466	-1.292	0.238	2.070
$RETA_{i,t}$	4558	0.115	0.530	-0.609	-0.014	2.371
$CFO_{i,t-1}$	4558	0.043	0.076	-0.207	0.042	0.261
$CFO_{i,t+1}$	4558	0.041	0.072	-0.201	0.041	0.241
$VCFO_{i,t}$	4558	0.005	0.009	0.000	0.002	0.062
$BHSHARE_{i,t}$	4558	0.054	0.226	0.000	0.000	1.000
$FOLLOW_{i,t}$	4558	6.508	8.628	0.000	3.000	39.000

表3 差异性分析

Varname	客户不稳定组		客户稳定组		Mean-diff
	Obs	Mean	Obs	Mean	
$LOG_SD_{i,t+1}$	2836	-3.610	1722	-3.641	0.031***
$MEAN_SD_MON_{i,t+1}$	2836	-3.667	1722	-3.700	0.033***

注:*, ** or *** indicates a significance level at 10%, 5% and 1% respectively, 下同。

结果显示:在这4列中,客户稳定度 *STABLE* 的回归系数分别为 -0.0325、-0.0322、-0.0216 和 -0.0197,且均在1%水平上显著。这说明稳定客户有助于稳定公司股价,降低其股价波动性,与本文假设1的预期相符。控制变量的结果与预期基本一致,例如:(1)资产负债率 *LEV_{i,t}* 与股价波动性显著正相关,资产负债率高意味着公司面临的财务风险较高,因而股价波动性会较大;(2)股权性质 *SOE_{i,t}* 与股价波动性显著负相关,表明国有企业的股价波动性小于非国有企业;(3)现金流波动性 *VCFO_{i,t}* 与股价波动性显著正相关,说明企业现金流的波动性越大,股价波动性也越大^[9]。

2. 客户销售占比、客户稳定度与股价波动性

为了检验假设2,本文按照稳定客户销售占比的高低将全样本分成两组,分析客户销售占比是否影响客户稳定度与股价波动性之间的关系。与客户建立友好融洽的合作伙伴关系可以让上市公司和客户形成较为柔性的应对机制,使得上市公司在面临客户突发状况时能够及早获悉并据此尽快调整自身行为^[4]。企业向客户销售的比例越高,客户对企业越重要,双方的关系就越加密切。此时,双方稳定的关系对企业更加有利,股票价格也更稳定。

本文参考王雄元和彭旋的研究^[7],用企业向稳定客户销售金额占企业总销售额比例的高低以及稳定客户销售占比排名的高低作为衡量企业与稳定客户关系是否紧密的指标。若稳定客户的销售占比 *SALE_{i,t}* 低于样本中位数或销售排名 *RANK_{i,t}* 高于样本中位数,为销售占比较低组或排名靠后组,表示企业与稳定客户之间的关系密切程度较低;否则为销售占比较高组或排名靠前组,表示双方关系较为密切。

回归结果如表5所示^①,其中,第(1)列和第(2)列为稳定客户销售占比较高/较低组的分样本回归;第(3)列和第(4)列为稳定客户销售排名靠前/靠后组的分样本回归。可以看到:解释变量客户稳定度 *STABLE_1_{i,t}* 与被解释变量股价波动性 *LOG_SD_{i,t+1}* 之间的负相关关系在稳定客户销售占比较高或稳定客户销售排名靠前组显著。这说明,当稳定客户销售占比较高或销售排名靠前,即客户与企业关系更加紧密时,稳定客户对企业的股价波动的降低作用更强,与本文假设2的预期一致。

3. 信息不对称、客户稳定度与股价波动性

为了检验假设3,本文按照企业面临的信息不对称程度将全样本分成两组,分析信息不对称是否影响客户稳定度与股价波动性之间的关系。已有研究表明,信息不对称是影响股价波动的重要因素。前述分析表明,稳定客户可以通过提升企业的信息披露水平和质量以及吸引更多的分析师跟踪预测等方式来缓解企业与投资者

表4 客户稳定度与股价波动性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>LOG_SD_{i,t+1}</i>	<i>MEAN_SD_MON_{i,t+1}</i>	<i>LOG_SD_{i,t+1}</i>	<i>MEAN_SD_MON_{i,t+1}</i>
<i>STABLE_1_{i,t}</i>	-0.0325 *** (0.011)	-0.0322 *** (0.011)		
<i>STABLE_2_{i,t}</i>			-0.0216 *** (0.008)	-0.0197 *** (0.007)
<i>LEV_{i,t}</i>	0.0927 *** (0.018)	0.0961 *** (0.018)	0.1065 *** (0.022)	0.1121 *** (0.021)
<i>SOE_{i,t}</i>	-0.0267 *** (0.007)	-0.0268 *** (0.007)	-0.0355 *** (0.008)	-0.0355 *** (0.008)
<i>SIZE_{i,t}</i>	-0.0741 *** (0.004)	-0.0780 *** (0.004)	-0.0790 *** (0.005)	-0.0829 *** (0.005)
<i>BM_{i,t}</i>	-0.0227 *** (0.003)	-0.0251 *** (0.003)	-0.0235 *** (0.004)	-0.0256 *** (0.003)
<i>ROA_{i,t}</i>	-0.0539 (0.088)	-0.0495 (0.086)	-0.0490 (0.103)	-0.0247 (0.101)
<i>EPS_{i,t}</i>	-0.0321 *** (0.011)	-0.0267 ** (0.011)	-0.0385 *** (0.013)	-0.0348 *** (0.013)
<i>RETA_{i,t}</i>	0.0779 *** (0.008)	0.0855 *** (0.008)	0.0719 *** (0.010)	0.0790 *** (0.010)
<i>CFO_{i,t-1}</i>	-0.1219 *** (0.045)	-0.1196 *** (0.044)	-0.0728 (0.053)	-0.0722 (0.052)
<i>CFO_{i,t+1}</i>	-0.0112 (0.045)	-0.0034 (0.044)	0.0087 (0.053)	0.0141 (0.053)
<i>VCFO_{i,t}</i>	0.7571 ** (0.335)	0.7374 ** (0.329)	0.7513 * (0.397)	0.7224 * (0.392)
<i>BHSHARE_{i,t}</i>	0.0324 ** (0.013)	0.0277 ** (0.013)	0.0289 * (0.016)	0.0237 (0.016)
<i>FOLLOW_{i,t}</i>	0.0009 * (0.000)	0.0014 *** (0.000)	0.0014 ** (0.001)	0.0020 *** (0.001)
行业、年度	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.563	0.560	0.589	0.584
N	4558	4558	3425	3425

表5 客户销售占比、客户稳定度与股价波动性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	占比较高组	占比较低组	排名靠前组	排名靠后组
<i>STABLE_1_{i,t}</i>	-0.0407 ** (0.018)	-0.0371 (0.024)	-0.0398 ** (0.016)	-0.0422 (0.036)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
行业、年度	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.584	0.557	0.572	0.578
N	2349	1520	3208	670

①表5、表6报告了 *STABLE_1_{i,t}* 作为解释变量、*LOG_SD_{i,t+1}* 作为被解释变量的分组回归结果,用 *STABLE_2_{i,t}* 作为解释变量、*MEAN_SD_MON_{i,t+1}* 作为被解释变量的分组回归一致,为节省篇幅,此处省略。

之间的信息不对称,进而降低股价波动。因此,当企业面临的信息不对称程度较高时,稳定客户对股价波动性的降低效应应该更显著。

本文参考已有研究,用企业的盈余管理和机构投资者持股比例两个指标衡量企业面临的信息不对称程度。若企业的盈余管理程度高于样本中位数,说明企业的信息透明度较低,企业面临的信息不对称程度较高,否则企业的信息不对称程度较低。若机构投资者持股比例低于样本中位数,说明企业外部的投资者较少,企业的信息不对称程度较高,否则企业的信息不对称程度较低。

回归结果如表 6 所示,其中,第(1)列和第(2)列为盈余管理程度较高/较低组的分样本回归;第(3)列和第(4)列为机构投资者持股比例较低/较高组的分样本回归。可以看到:解释变量客户稳定度 $STABLE_1_{i,t}$ 与被解释变量股价波动性 $LOG_SD_{i,t+1}$ 之间的负相关关系在盈余管理程度较高或机构投资者持股比例较低组显著。这说明,当企业面临的信息不对称程度较高时,稳定客户对企业的股价波动的降低作用更强,与本文假设 3 的预期一致。

表 6 信息不对称、客户稳定度与股价波动性

	(1)	(2)	(3)	(4)
	盈余管理 较高组	盈余管理 较低组	机构投资者持 股比例较低组	机构投资者持 股比例较高组
$STABLE_1_{i,t}$	-0.0417 *** (0.016)	-0.0181 (0.016)	-0.0459 *** (0.016)	-0.0241 (0.016)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
行业、年度	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.562	0.567	0.548	0.585
N	2349	2194	2192	2354

(五) 稳健性检验

为了避免可能的内生性问题,本文进行了如下稳健性检验:(1)参考王雄元和彭旋的做法进行普通两阶段回归^[7],以控制反向因果和遗漏变量对主回归结果的可能影响;(2)选取客户稳定度的行业均值作为工具变量,进行 IV 回归;(3)利用 Heckman 两阶段回归以控制可能存在的样本自选择问题;(4)更换被解释变量(公司 $t+1$ 年股价回报的方差^[9])与解释变量(公司前 5 大客户过去 3 年、5 年重复出现次数的均值)的衡量方式以控制可能的变量测量误差。

表 7 和表 8 的回归结果显示,解释变量客户稳定度 $STABLE$ 的回归系数始终为负,说明本文主假设得到较稳健的证明。

表 7 稳健性检验

	普通两阶段回归		工具变量回归		Heckman 两阶段回归	
	$LOG_SD_{i,t+1}$	$MEAN_SD_MON_{i,t+1}$	$LOG_SD_{i,t+1}$	$MEAN_SD_MON_{i,t+1}$	$LOG_SD_{i,t+1}$	$MEAN_SD_MON_{i,t+1}$
$STABLE_1_{i,t}$	-0.0285 *** (0.011)	-0.0280 *** (0.011)	-0.5306 *** (0.064)	-0.5495 *** (0.064)	-0.0320 *** (0.011)	-0.0316 *** (0.011)
<i>IMR</i>					-1.1673 *** (0.236)	-1.2804 *** (0.231)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业、年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.584	0.582	0.353	0.323	0.565	0.562
N	4432	4432	4558	4558	4558	4558

五、研究结论

本文以 2001—2019 年中国 A 股上市公司为样本,主要研究客户稳定度对企业股价波动性的影响。研究结果显示:(1)在明确披露客户名称的上市公司中,前五大客户越稳定,企业的股价波动性越小;(2)企业与稳定客户的交易金额越大,客户在企业的销售排名越靠前,两者的关系越密切,稳定客户对于企业股价波动性的降低效应越强;(3)如果企业面临的信息不对称问题越严重,企业具有稳定的客户既可以作为一种信号传递给利益相关者,也可以监督企业的信息披露行为、吸引更多的分析师跟踪等来缓解信息不对称的消极影响,越能降低企业的股价波动。因此,上市公司详细披露往来客户的相关信息,长久地保持与重要客户的往来合作关系,在一定程度上可以帮助投资者和其他利益相关者加强对企业的了解,有利于公司的股价稳定,也有利于投资者对企业的经营状况进行合理的推测,保护投资者的财富,促进股市健康发展。

表 8 更换主要变量衡量方式

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$VAR_{i,t+1}$	$VAR_{i,t+1}$	$LOG_SD_{i,t+1}$	$LOG_SD_{i,t+1}$
$STABLE_1_{i,t}$	-4.2178 ** (1.813)			
$STABLE_2_{i,t}$		-2.0257 * (1.222)		
$STABLE_3_{i,t}$			-0.0118 * (0.007)	
$STABLE_5_{i,t}$				-0.0010 (0.008)
<i>CONTROLS</i>	控制	控制	控制	控制
行业、年度	控制	控制	控制	控制
Adj. R ²	0.574	0.611	0.595	0.615
N	4647	3488	2283	1005

本文还存在以下不足:第一,由于只有明确披露了客户名称的上市公司才能计算客户是否稳定,因此本文的研究对象仅限于明确披露客户名称的上市公司,模糊披露

客户名称(例如“第一大客户”“客户A”等)的上市公司未纳入本文的回归样本中。虽然本文利用 Heckman 两阶段回归控制了样本自选择问题,但仍然存在样本量偏少的问题。未来可以利用问卷调查或者文本分析等方法获得所有上市公司的客户稳定性指标进行更加全面的研究;第二,本文只是从外在表现,即客户是否持续存在来看客户是否稳定,但客户连续若干年都存在并不一定代表该客户就稳定,而稳定存在的客户也不必然与企业具有良好的合作关系,因此从根源上看客户是否稳定也许结果会更为显著^[7];第三,本文的研究侧重于稳定客户对企业资本市场表现(股价波动)的影响,未来可以进一步研究稳定客户对企业的股权融资成本、投资效率、企业创新等内部经营决策方面的影响。

参考文献:

- [1]徐建国.中国A股指数的过度波动[J].金融研究,2010(8):94-111.
- [2]Fernald J G,Rogers J H. Puzzles in the Chinese stock market[J]. Review of Economics and Statistics,2002,84(3):416-432.
- [3]Patatoukas P N. Customer-base concentration: Implications for firm performance and capital markets[J]. Accounting Review,2012,87(2):363-392.
- [4]王雄元,高开娟.客户关系与企业成本粘性:敲竹杠还是合作[J].南开管理评论,2017(1):132-142.
- [5]李欢,郑泉娉,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.
- [6]窦超,袁满,陈晓.政府背景大客户与审计费用——基于供应链风险传递视角[J].会计研究,2020(3):164-178.
- [7]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.
- [8]Li N,Yang Z C. Customer relationship and debt contracting[R]. Working Paper,2011.
- [9]辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性[J].金融研究,2014(10):193-206.
- [10]雷震,杨明高,田森,等.股市谣言与股价波动:来自行为实验的证据[J].经济研究,2016(9):118-131.
- [11]Venkatachalam M. Discussion of corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility[J]. Journal of Accounting Research, 2000,38:203-207.
- [12]Rajgopal S,Venkatachalam M. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility[J]. Journal of Accounting & Economics,2011(1/2):1-20.
- [13]姚靠华,唐家财,蒋艳辉.研发投入、研发项目进展与股价波动——基于创业板上市高新技术企业的实证研究[J].中国管理科学,2013,21(S1):205-213.
- [14]陈其安,张慧.系统风险冲击、企业创新能力与股票价格波动性:理论与实证[J].中国管理科学,2021(3):1-13.
- [15]谭松涛,崔小勇,孙艳梅.媒体报道、机构交易与股价的波动性[J].金融研究,2014(3):180-193.
- [16]Black F. Noise[J]. Journal of Finance,1986,41(3):529-543.
- [17]West K D. Dividend innovations and stock price volatility[J]. Econometrica,1988,56(1):37-61.
- [18]王朝阳,王振霞.涨跌停、融资融券与股价波动率——基于AH股的比较研究[J].经济研究,2017(4):151-165.
- [19]Chan L K C,Lakonishok J,Sougiannis T. The stock market valuation of research and development expenditures. [J]. Journal of Finance,2001,56(6):2431-2456.
- [20]Healy P M,Hutton A P,Palepu K G. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. [J]. Contemporary Accounting Research,1999,16(3):485-520.
- [21]Dasgupta S,Gan J,Gao N. Transparency,price informativeness,and stock return synchronicity:Theory and evidence[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,2010,45(5):1189-1220.
- [22]韩燕,崔鑫,成宇星.上市公司信息数量对股价波动的影响研究[J].管理评论,2020(12):27-36.
- [23]Callen J L,Fang X. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? [J]. Journal of Banking and Finance,2013,37(8):3047-3063.
- [24]李小荣,张瑞君,董红晔.债务诉讼与股价崩盘风险[J].中国会计评论,2014(2):133-158.
- [25]潘越,戴亦一,林超群.信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J].金融研究,2011(9):138-151.
- [26]许年行,江轩宇,伊志宏,等.分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J].经济研究,2012(7):127-140.
- [27]游家兴,张俊生,江伟.制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于R~2研究的视角[J].经济学(季刊),2007(1):189-206.
- [28]彭旋,王雄元.客户信息披露降低了企业股价崩盘风险吗[J].山西财经大学学报,2016,38(5):69-79.
- [29]褚剑,方军雄.客户集中度与股价崩盘风险:火上浇油还是扬汤止沸[J].经济理论与经济管理,2016(7):44-57.
- [30]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.
- [31]Hertzel M G,Li Z,Officer M S,et al. Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain[J]. Journal of Financial Economics,2008,87(2):374-387.
- [32]Hui K W,Liang C,Yeung P E. The effect of major customer concentration on firm profitability: Competitive or collaborative? [J]. Review of Accounting Studies,2019,24(1):189-229.
- [33]Gosman M,Kelly T,Olsson P,et al. The profitability and pricing of major customers[J]. Review of Accounting Studies,2004,9(1):117-139.

- [34] Irvine P J, Park S S, Y? ld? zhan ?. Customer-base concentration, profitability, and the relationship life cycle. [J]. Accounting Review, 2016, 91(3): 883 - 906.
- [35] 程敏英, 郑诗佳, 刘骏. 供应商/客户集中度与企业盈余持续性: 保险抑或风险[J]. 审计与经济研究, 2019(4): 75 - 86.
- [36] Hui K W, Klasa S, Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism[J]. Journal of Accounting and Economics, 2012, 53(1 - 2): 115 - 135.
- [37] Cen L, Chen F, Hou Y, et al. Strategic disclosures of litigation loss contingencies when customer-supplier relationships are at risk. [J]. Accounting Review, 2018, 93(2): 137 - 159.
- [38] Crawford S, Huang Y, Li N, et al. Customer concentration and public disclosure: Evidence from management earnings and sales forecasts. [J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 37(1): 131 - 159.
- [39] 方红星, 张勇, 王平. 法制环境、供应链集中度与企业会计信息可比性[J]. 会计研究, 2017(7): 33 - 40.
- [40] Cho Y J, Kim Y, Zang Y. Information externalities and voluntary disclosure: Evidence from a major customer's earnings announcement. [J]. Accounting Review, 2020, 95(6): 73 - 96.
- [41] Johnson W C, Kang J, Yi S. The certification role of large customers in the new issues market[J]. Financial Management, 2010, 39(4): 1425 - 1474.
- [42] Peng X, Jia Y, Chan K C, et al. Let us work together: The impact of customer strategic alliances on IPO underpricing and post-IPO performance[J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 67: 101899.
- [43] Peng X, Wang X, Chan K C. Does customer concentration disclosure affect IPO pricing? [J]. Finance Research Letters, 2019, 28: 363 - 369.
- [44] Luo S Q, Nagarajan N J. Information complementarities and supply chain analysts[J]. Accounting Review, 2015, 90(5): 1995 - 2029.
- [45] Guan Y Y, Wong M, Zhang Y. Analyst following along the supply chain[J]. Review of Accounting Studies, 2015, 20(1): 210 - 241.
- [46] 钟凯, 孙昌玲, 王永妍, 等. 资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J]. 金融研究, 2018(7): 174 - 192.

[责任编辑: 杨志辉]

Can Stabilizing Customers Reduce the Company's Stock Price Volatility?

PENG Xuan¹, ZHANG Hao²

(1. School of Economics and Management, Huazhong University of Agriculture, Wuhan 430070, China;

2. School of Accounting, Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: As an important stakeholder of the enterprise, stable customers can supervise the information disclosure behavior of the enterprise, and can also send a signal of better profitability to the market, reduce information asymmetry, stabilize the stock price and reduce the volatility of the stock price. Taking China's A-share listed companies from 2001 to 2019 as the research object, this paper analyzes the impact of customer stability on stock price volatility. The results show that: (1) there is a significant negative correlation between customer stability and stock price volatility; (2) The closer the relationship between customers and enterprises, the stronger the effect of stabilizing customers on the volatility of enterprise stock price; (3) The higher degree of information asymmetry, the more significant the negative correlation between customer stability and stock price volatility. This research can not only enrich the literature related to customer supplier relationship, but also prompt capital market participants to pay more attention to the relevant information of supply chain.

Key Words: stock price volatility; information disclosure; customer stability; customer and supplier relationship; supply chain