

大客户兼供应商与企业融资约束

郭春

(兰州大学 管理学院,甘肃 兰州 730000)

[摘要]基于2009—2021年我国沪深A股上市公司前五大客户与供应商的信息数据,探究大客户兼是主要供应商这一特殊情形对企业融资约束的影响及其作用机制。研究发现,大客户兼供应商的存在会加剧企业融资约束,且这一效应对于非国有控股和非制造业企业以及当该类客户销售占比低于采购占比和与企业位于同一行业时更为显著。机制检验结果表明,关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用渠道,而非财务造假行为和真实经营模式带来的弱势市场地位和高经营效率,表明大客户兼主要供应商在我国情境下是一种供应链风险信号,其背后往往隐藏着关联交易,这不仅拓展了学术界和实务界对企业大客户与供应商的认知,也从供应链视角为我国企业“融资难、融资贵”提供了新的解释。

[关键词]前五大客户;前五大供应商;大客户兼供应商;融资约束;供应链风险;关联交易

[中图分类号]F275 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)04-0063-11

一、引言

Fazzari等突破MM理论主张的完美资本市场中企业外部资本可以完全替代内部资本的论述,认为商业实践中完美资本市场并不存在,且企业内外融资成本在不完美的资本市场中存在显著差异,过高的外部融资成本将产生融资约束^[1]。“融资难、融资贵”一直是掣肘我国企业生存发展和制约经济转型升级的重要瓶颈^[2-3]。为此,国务院办公厅在2014年发布了《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》,旨在缓解企业融资难、融资贵的发展困境。2022年10月,国务院办公厅又发布了《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》,提出持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应,降低企业融资成本。然而,即使我国政府推出一系列降成本政策,企业融资约束问题依然严峻。正如《2021年中国企业家成长与发展专题调查报告》所述,35.8%的企业家认为,在新冠肺炎疫情危机下资金紧张是企业的经营发展中遇到的最主要困难^[4]。因此,从非正式制度视角寻求我国企业高融资约束背后缘由不仅具有较强的理论意义,在后疫情时代还具有极强的现实意义。

信息不对称和代理成本是企业融资约束的两大主要因素^[1,5]。国内外学者从机构投资者参与^[6]、分析师评级^[7]、媒体关注^[8]和柔性税收征管^[9]等外部因素以及所有权结构^[10-11]、内部控制^[12]和控股股东股权质押^[13]等内部因素为融资约束的信息不对称观和代理成本观提供了实证证据。近年来,在供应链金融观念不断普及、供需关系日渐紧密的背景下,从供应链层面探究企业融资约束的影响因素逐渐引起国内外学者的关注。然而,现有文献普遍将客户或供应商视为一个相互独立的整体,并发现客户集中度^[14-17]和供应商集中度^[18-19]会影响融资规模和成本,进而对企业融资约束产生差异化影响。进一步地,窦超等从客户个体特征出发,发现政府背景大客户会缓解企业融资约束^[20]。可见,以往文献往往将客户或供应商视为一个同质的独立整体或者单一身份下的单个个体,并探究其特征和行为对企业融资约束的影响,而未能关注到我国上市公司普遍存在的“大客户兼是主要供应商”这一特殊现象。中国证监会对诸多股份公司(如铭科精技控股股份有限公司、迈创企业管理服务股份有限公司和浙江荣泰电器股份有限公司等)首次公开发行股票申请文件的反馈意见中都明确表示对大客户兼是主要供应商特殊情形的担忧,并要求各股份公司详细说明并披露与之相关的购销业务的合理性,然而学术界未能关注到这一特殊现象。

不同于常规企业客户,大客户兼主要供应商现象背后既可能隐藏着关联交易和财务造假行为,也可能是企业真实经营模式的需要。当大客户兼主要供应商背后隐藏着关联交易和掩盖财务造假动机时,企业与兼是主要

[收稿日期]2023-01-05

[基金项目]甘肃省教育厅优秀研究生“创新之星”项目(2023CXZX-025)

[作者简介]郭春(1994—),男,安徽阜阳人,兰州大学管理学院博士研究生,从事公司财务与公司治理研究,E-mail:120220903791@lzu.edu.cn.

供应商的大客户之间的购销交易会引引起销售及采购交易价格是否公允,双方是否存在关联关系或其他特殊关系,以及是否存在返利或补贴、代垫成本费用等利益输送等问题。此外,关联方交易也被众多学者视为控股股东侵占小股东利益或利益转移的工具^[21-22]。例如,深圳菲菱科思(301191)招股书表明占销售收入八成以上的“新华三”身为第一大销售客户的同时还“兼职”其重要供应商,新华三“双重身份”的合理性成为菲菱科思IPO进行股权融资时不可回避的问题。当大客户兼主要供应商是源于真实经营模式的需要时,一方面委托加工和代工业务以及售后服务的备件需求会强化企业对兼是供应商的大客户的依赖程度,从而弱化企业的市场地位和议价能力,加剧企业融资约束^[23];另一方面,大客户兼主要供应商也能方便企业临时调货、保障采购和销售需求、实现供销一体化,从而降低供应链成本、提升供应链柔性 and 协调效应、强化企业供应链风险应对能力,形成供应链利益共同体。例如,国家电网作为珠海鸿瑞(839036)第一大客户的同时,也是其前五大供应商之一,其帮助珠海鸿瑞实现供销一体化,降低了供应链不确定因素,并为其在2020年贡献了近40%的营业收入,这增加了珠海鸿瑞的内源融资,进而缓解了其融资约束。

基于此,本文探究在“双重身份”作用下,兼是主要供应商的大客户作为客户群体中的特殊存在,其对企业融资约束会产生何种影响?背后隐藏着关联交易还是财务造假行为,抑或是企业真实经营模式的需要呢?为此,本文手工收集2009—2021年大客户兼是主要供应商的独特数据,并取得了如下研究发现:(1)大客户兼供应商会显著加剧企业融资约束,相较于不存在大客户兼是主要供应商的企业,大客户兼供应商的存在会显著增加企业2.9%的融资约束。(2)大客户兼供应商会促使企业进行关联交易,从而加剧企业融资约束,即关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用渠道,而非财务造假行为和真实经营模式导致的弱势市场地位和高经营效率。(3)大客户兼供应商对企业融资约束的正向加剧作用对于非国有控股和非制造业企业以及当该类客户销售占比低于采购占比和与企业位于同一行业时更为显著。本文的研究结论在经过排除替代性假说、安慰剂检验、更换变量衡量方法等一系列稳健性检验和使用工具变量法、倾向得分匹配和熵平衡匹配解决内生性问题后仍然是稳健的。

本文的研究贡献主要体现在如下三个方面:(1)不同于以往文献将企业大客户或供应商视为一个同质的相互独立整体或者单一身份下的单个个体,并探究在单一身份作用下其特征和行为对企业融资约束的影响^[15,18,20],本文聚焦于大客户兼是主要供应商这一独特现象,探究“双重身份”作用下大客户兼供应商的存在对企业融资约束的影响,这不仅拓展了学术界和实务界对企业大客户与大供应商的认知,还从供应链视角补充了企业融资约束影响因素的研究文献。(2)本文研究发现,关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用渠道,而非财务造假行为和真实经营模式导致的弱势市场地位和高经营效率,这表明大客户兼主要供应商会促使企业进行关联交易,且大客户兼供应商现象已被资金提供者等外部利益相关者觉察,并减少资金供给以降低信贷风险成本。(3)本文研究结果表明,大客户兼主要供应商在中国情境下是企业供应链风险和关联交易的一种特殊标识,这不仅为外部利益相关者识别企业关联交易和供应链风险以及企业供应链关系管理策略贡献了新的知识,也为相关部门完善企业主要客户与供应商信息披露制度、普及供应链金融和利用供应链助推经济社会发展提供了新的启示。

二、理论分析与研究假设

本文认为大客户兼是主要供应商这一特殊情形背后既可能隐藏着企业关联交易和财务造假行为,也可能源于企业真实经营模式带来的弱势市场地位和高效经营效率,从而对企业融资约束产生差异化影响。

大客户兼供应商现象背后可能隐藏着企业关联交易。有别于与传统客户之间的销售活动,企业与兼是主要供应商的大客户之间的采购与销售活动存在重叠,这会引引起交易价格是否以公允价值计量,双方是否存在关联关系或其他特殊关系等问题。正如魏志华等所述,关联销售与采购是我国企业盈余管理和关联交易的重要方式^[24]。实务界众多现实案例研究结果也表明,大客户兼任主要供应商往往与关联交易息息相关,并会引起外部利益相关者对企业业务独立性和交易商业合理性的质疑^[25-27]。若兼是供应商的大客户是企业的关联方,企业可以通过“高价购入、低价卖出”向关联客户进行利益输送。学术界也证实关联交易往往是控股股东侵占小股东利益以及“高买低卖”进行利润转移的工具^[21-22,28],这无疑会增加资金提供者的借贷风险。此外,关系型交易双方的交易条款往往不同于公开市场的常规交易条款,资金提供者难以通过对比市场交易行为来推测关系型交易的相关信息。再者,企业若采取贷款对冲直接计入应收账款的会计处理方法来确认和计量与兼是供应商的大

客户之间的购销业务,这会使得外部利益相关者难以分清哪笔是销售业务,哪笔是采购业务,增加关联交易的隐蔽性和信息不对称性,提高资金提供者通过市场信息对交易行为进行类比解读的成本和监督成本,从而降低资金提供者对企业按期还本付息的信任,加剧企业融资约束。

大客户兼供应商现象背后也可能隐藏着企业财务造假行为。管理者往往会通过操纵会计盈余来隐藏“坏消息”和捏造“好消息”,从而误导资金提供者对企业真实情况的判断。兼是主要供应商的大客户能助力企业实现自产自销、供销一体化,但这种采购与销售重叠的交易模式同时会引起销售及采购交易是否真实存在、交易价格是否公允等质疑。兼是主要供应商的大客户能方便企业从采购、销售两端“完美”地虚构采购和销售业务活动,并通过控制采购价和销售价,以“低价购入、高价卖出”增加企业营业收入,实现会计盈余操纵和财务报表粉饰。实务界现实案例也表明,通过向兼是供应商的大客户进行销售是企业实现业绩操纵的利器。例如,开创环保IPO招股说明书的营收明细显示,兼是第四大供应商的第一大客户以一己之力使得开创环保2018年的营业收入相比2017年同比增长169.85%。现有文献也证实关联销售会损害会计盈余质量,并诱发企业违规行为^[29-30]。反映到融资约束上,大客户兼供应商现象背后潜在的财务造假动机会增加资金提供者的借款风险和识别企业真实财务状况的成本,从而降低资金提供者向企业提供融资的意愿,加剧企业融资约束。

大客户兼供应商现象也可能是企业真实经营模式和行业特殊属性的结果。一方面,大客户兼供应商现象往往源于企业委托加工或代工业务,即企业向客户进货加工产品和原材料,然后将成品卖给客户,特别是电脑手机制造行业。例如,联宝(合肥)电子科技有限公司(简称“联宝”)为安徽英力电子科技股份有限公司(简称“英力电子”)第一大客户的同时也是其第一大供应商。英力电子向联宝采购触控板,并将触控板嵌入笔记本电脑结构件模组后再销售给联宝。然而,此类委托加工和代工业务不仅大大降低了英力电子的毛利率,还使其处于业务合作的弱势地位^[23]。此外,售后服务的备件需求也可能导致大客户兼供应商现象的出现。例如,小米、联想、普惠这三家公司不仅是迈创企业管理服务股份有限公司(简称“迈创股份”)的重要客户,还是其重要供应商。作为一家专注于电子行业的第三方售后外包服务集成商,迈创股份向小米、联想、普惠等销售电子产品后,还需从其或其指定的供应商处采购备件以向消费者提供售后维修服务^[31]。如此,兼是供应商的大客户将从购销两端强化企业对其的依赖程度,从而提高自身优势市场地位和议价能力。商业信用买方市场理论认为,商业信用的普遍存在源于客户的强势^[32-33]。因而,大客户兼供应商会增加企业对客户的商业信用供给,并降低来自供应商的商业信用融资,从而加剧企业融资约束。

另一方面,大客户兼供应商现象可能源于临时调货、保障采购和销售需求、实现供销一体化,从而降低供应链成本、提升供应链柔性和协调效应、强化企业供应链风险应对能力,形成供应链利益共同体的需要。实现的供应链整合和协调效应能够加强双方信息共享,帮助企业准确把握市场商机和掌握核心竞争优势,并为企业带来关系型租金和提高资源配置效率,从而实现单位资本投入高的获利能力和超额利润^[34-35]。现有文献也证实合作型客户关系的建立和战略供应商关系管理能够实现供应链网络整合,并最终提升企业业绩、降低股价波动性^[36-38]。如此,大客户兼供应商实现的供应链整合效应和业绩提升作用会向资金提供者传递出企业供应链稳定、经营状况良好和未来发展潜力大的积极信号,增强其对企业按期还本付息的信任,从而缓解企业融资约束。此外,企业存在大客户兼是供应商的特殊情形可能是集团公司合并上下游子公司以应对低效率市场的结果。根据关联方交易效率观,关联交易不仅可以构建内部资本市场,方便兄弟企业之间进行贷款担保和相互借贷以实现资金融通,还可以促进相互信任,减少交易成本和信息不对称,从而提高效率和企业价值^[22,39-40]。因此,关联交易带来的内部资金融通、高交易效率和价值提升作用同样会缓解企业融资约束。

基于上述分析,本文提出如下竞争性假说。

假设1a:大客户兼供应商的存在会显著加剧企业融资约束;

假设1b:大客户兼供应商的存在会显著缓解企业融资约束。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

为了避免2008年金融危机和我国政府推出4万亿投资计划对企业经营与融资行为的可能影响,本文选取2009—2021年沪深A股上市公司为研究样本。大客户兼主要供应商数据获取过程如下:(1)本文从年度财务报

表中“主要销售客户及主要供应商情况”部分,手工收集企业前五大客户与供应商名称等信息。(2)剔除前五大客户和供应商存在无效名称的样本^①。(3)本文使用“上市公司股票代码+年份+前五大客户(供应商)排名”生成辅助列,合并主要客户与供应商数据。(4)当前五大客户与前五大供应商存在同一企业时,本文认为存在大客户兼主要供应商的情形。为了增强研究结论的可靠性,本文对初始样本进行如下处理:(1)删除金融类上市公司;(2)删除主要变量数据存在缺失的样本;(3)删除被特别处理(ST、*ST和PT)的样本。经过上述处理,本文最终得到4568个“企业-年度”样本观测值。为了进一步排除异常值对实证结果的可能影响,本文对所有连续变量进行1%和99%的Winsorize处理。其余数据无特殊说明均来自CSMAR数据库。

(二)变量定义

1. 融资约束

现有文献采用KZ指数、WW指数和SA指数等测度企业融资约束^[5,41-42]。然而,KZ和WW指数度量模型中存在包含诸多内生性金融变量的共同缺陷,如现金流、财务杠杆等,这难以排除内生性问题的干扰^[43]。因而,在KZ指数度量方法的基础上,Hadlock和Pierce使用企业规模和企业年龄这两个外生性强且受时间变化影响小的变量构建了SA指数^[42]。国内外众多学者也普遍采用SA指数来衡量企业融资约束^[9,44-45],这验证了SA指数的合理性。基于此,本文使用SA指数的绝对值来度量企业融资约束(SA)。SA指数的绝对值越大,企业融资约束程度越强。SA指数构建模型如下所示:

$$SA = -0.737Size + 0.043Size^2 - 0.04Age \quad (1)$$

其中,SA表示企业融资约束;Size表示企业规模,以经通货膨胀调整的期末账面资产的自然对数来衡量;Age表示企业年龄,以企业上市的年限来衡量。

2. 大客户兼供应商

当公司前五大客户与前五大供应商存在同一企业时,本文将该公司视为存在大客户兼主要供应商的情形(Cus&sup),并取值为1,否则取0,表示公司不存在大客户兼主要供应商的情形。

3. 控制变量

参考现有文献的普遍做法^[11,45,46],本文选取公司规模(Size)、盈利能力(Roa)、资产负债率(Lev)、成长性(Growth)、总资产周转率(Ato)、市账比(Bm)、股权集中度(Top10)、管理层持股比例(Mshare)、独立董事占比(Indep)、审计事务所类型(Big4)作为控制变量。同时,本文还进一步控制了行业、年份和行业×年份固定效应。

变量的具体定义如表1所示。

(三)模型设定

考虑到大客户兼主要供应商情形及其交易活动均产生于期中,而企业融资约束模型衡量指标均来自资产负债表日后,本文构建如下回归模型以检验大客户兼主要供应商(Cus&sup)对企业融资约束(SA)的影响^②:

$$SA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Cus\&sup_{it} + \alpha_2 Controls_{it} + \mu + \eta + \mu \times \eta + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,SA表示企业年度融资约束,Cus&sup表示企业是否存在大客户兼是供应商的情形,Controls代表各控制变量, μ 表示行业固定效应, η 表示年份固定效应, $\mu \times \eta$ 表示行业×年份高维固定效应, ε 表示误差项。

^①客户与供应商无效名称如下所示:客户(供应商)/单位/公司/企业/品牌/排名1、2、3、4、5(一、二、三、四、五);第几名客户(供应商);数字名称(1、2、3、4、5);甲、乙、丙、丁、戊客户(供应商);英文字母A、B、C、D、E;名称中带有*;个人(自然人);保密等。

^②为了排除当期大客户兼主要供应商对企业当期融资约束的影响可能受到同期内生性问题的影响,以及探究大客户兼供应商对企业融资约束的持续性影响,本文进一步将融资约束滞后一期和两期,以检验t期大客户兼供应商(Cus&sup)对t+1、t+2期企业融资约束(SA)的影响。

表1 变量定义表

变量名称	变量符号	变量定义
融资约束	SA	SA指数的绝对值
大客户兼供应商	Cus&sup	当公司前五大客户与前五大供应商存在同一企业时取1,否则取0
公司规模	Size	年末总资产的自然对数
盈利能力	Roa	净利率/总资产平均余额
资产负债率	Lev	年末总负债/年末总资产
成长性	Growth	(当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
总资产周转率	Ato	营业收入/平均资产总额
市账比	Bm	账面价值/总市值
股权集中度	Top10	前十大股东持股数量/总股数
管理层持股比例	Mshare	管理层持股数量/总股本
独立董事占比	Indep	独立董事人数/董事总人数
事务所类型	Big4	当会计师事务所为国际“四大”时取1,否则取0
行业	Ind	依据证监会行业分类标准(2012)设置行业虚拟变量,其中制造业细分至次级
年份	Year	依据公司所属年份设置虚拟变量

四、实证结果与分析

(一) 描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。Panel A 显示,企业融资约束(SA)的均值和中位数均为 3.792,这与卢盛峰和陈思霞的研究发现相一致^[43],但是远高于以发达资本市场上市企业为样本的融资约束均值 3.044^[45],说明我国企业的融资约束程度较高。大客户兼供应商(Cus&sup)的均值为 0.113,说明我国上市公司中约有 11.3% 存在大客户兼是主要供应商的情形,且该异象在我国资本市场中是个普遍现象而非个例。Panel B 的单变量检验结果显示,当企业存在大客户兼主要供应商时,融资约束(SA)的均值和中值分别为 3.860 和 3.861,显著高于不存在大客户兼主要供应商时融资约束的均值(3.783)和中值(3.783),一定程度上验证了本文的研究假设 1a,即供应商的存在显著地加剧了企业融资约束。其他变量的描述性统计结果均在合理范围内。

(二) 回归分析

表 3 列示了大客户兼供应商与企业融资约束的回归结果。列(1)显示,大客户兼供应商(Cus&sup)与企业当期融资约束(SA)显著正相关。控制诸多影响因素和行业、年份以及行业×年份固定效应后,列(2)表明大客户兼供应商与企业融资约束的回归系数为 0.029,在 1% 水平上显著,这说明相较于不存在大客户兼供应商的企业,大客户兼供应商的存在会加剧企业 2.9% 的融资约束。此外,为了验证研究结论的可靠性、排除大客户兼供应商与当年融资约束的同期性影响以及探究大客户兼供应商对企业融资约束的持续性影响,本文使用 t 期的大客户兼供应商(Cus&sup _{t})与 $t+1$ 期、 $t+2$ 期的融资约束(SA _{$t+1$} 和 SA _{$t+2$})进行回归,结果如列(3)和列(4)所示,大客户兼供应商与企业融资约束仍显著正相关,这不仅验证了本文研究结论的可靠性,还说明大客户兼供应商会持续加剧企业融资约束。因此,本文假设 1a 得证。

(三) 稳健性分析

1. 排除替代性假说

现有文献已证实客户集中度会影响企业融资规模和期限^[15-18],而此类文献往往以前五大客户销售占比来衡量客户集中度。本文的大客户兼供应商数据同样来自企业年报的前五大客户,这使得本文结论可能归因于大客户的高销售占比(Cus_sale),而非大客户兼供应商这一特殊现象。为了排除这一替代性假说,本文将大客户销售占比(Cus_sale)与大客户兼供应商(Cus&sup)

表 2 描述性统计

Panel A 主要变量统计						
变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
SA	4568	3.792	0.257	3.187	3.792	4.430
Cus&sup	4568	0.113	0.317	0.000	0.000	1.000
Size	4568	22.016	1.255	19.566	21.836	25.555
Roa	4568	0.037	0.061	-0.239	0.035	0.202
Lev	4568	0.427	0.215	0.044	0.416	0.922
Growth	4568	0.178	0.469	0.602	0.099	3.081
Ato	4568	0.616	0.461	0.067	0.529	2.750
Bm	4568	0.631	0.257	0.089	0.642	1.177
Top10	4568	0.578	0.152	0.225	0.583	0.901
Mshare	4568	0.127	0.194	0.000	0.003	0.681
Indep	4568	0.368	0.049	0.300	0.333	0.556
Big4	4568	0.035	0.184	0.000	0.000	1.000
Panel B 单变量检验						
Cus&sup	样本量	SA				
		均值	中值			
1	518	3.860	3.861			
0	4050	3.783	3.783			
差异检验		0.077 ***	0.078 ***			

注:*** 表示在 1% 水平上显著。

表 3 大客户兼供应商与融资约束:回归分析

变量	SA _{t} (1)	SA _{t} (2)	SA _{$t+1$} (3)	SA _{$t+2$} (4)
Cus&sup _{t}	0.044 *** (4.32)	0.029 *** (2.97)	0.028 ** (2.28)	0.040 *** (2.84)
Size _{t}		-0.000 (-0.07)	-0.029 *** (-5.18)	-0.044 *** (-6.85)
Roa _{t}		0.203 *** (3.13)	0.185 ** (2.15)	0.166 (1.64)
Lev _{t}		0.034 (1.63)	0.037 (1.42)	0.021 (0.69)
Growth _{t}		0.011 (1.60)	0.009 (1.03)	0.014 (1.23)
Ato _{t}		0.025 *** (3.17)	0.040 *** (4.25)	0.044 *** (4.08)
Bm _{t}		0.025 (1.30)	0.040 (1.62)	0.059 ** (2.05)
Top10 _{t}		-0.246 *** (-10.82)	-0.199 *** (-7.21)	-0.182 *** (-5.83)
Mshare _{t}		-0.245 *** (-12.87)	-0.254 *** (-10.59)	-0.276 *** (-9.85)
Indep _{t}		-0.030 (-0.47)	-0.019 (-0.24)	0.075 (0.81)
Big4 _{t}		-0.029 * (-1.66)	0.022 (1.02)	0.018 (0.75)
Year	控制	控制	控制	控制
Industry	控制	控制	控制	控制
Year × Industry	控制	控制	控制	控制
Constant	3.689 *** (17.30)	3.810 *** (17.34)	4.461 *** (20.03)	3.942 *** (11.24)
N	4568	4568	4568	4568
Adj. R ²	0.309	0.372	0.367	0.339

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著(双侧检验),括号中为 t 值;下同。

一起纳入回归模型,结果如表4的列(1)所示,大客户兼供应商($Cus\&sup$)与融资约束(SA)仍然显著正相关,而大客户销售占比(Cus_sale)却与企业融资约束显著负相关。为了增强研究结论的可靠性,本文进一步使用大客户销售占比排名(Cus_rank)来衡量其高销售占比,结果如列(2)所示,结果仍保持不变。上述结果表明,大客户兼供应商加剧企业融资约束并非源于其高销售占比,因而这一替代性解说被排除。

2. 安慰剂检验

为了排除其他因素对研究结果的影响,本文进行安慰剂检验。本文随机分配存在大客户兼供应商分组和不存在大客户兼供应商分组,并保持两组的比例保持不变,以构建虚拟的大客户兼供应商虚拟变量($Cus\&sup_random$),重新与企业融资约束(SA)进行回归分析,并重复500次。回归结果 t 值的核密度图显示,大客户兼供应商虚拟变量 t 值的概率密度近似符合正态分布(核密度图留存备索)。此外,500次重复回归中,在10%、5%、1%的水平上通过显著性检验的次数仅为15、14、1,占比分别为3%、2.8%、0.2%,可见虚拟的大客户兼供应商变量通过显著性检验为小概率事件。因而,本文的研究结论是稳健的。

3. 更换变量衡量方法

为了避免采用单一衡量指标导致研究结论的偶然性,本文参考刘莉亚等的做法^[47],使用 WW 指数的绝对值来衡量企业融资约束(WW),结果如表5所示。列(1)、列(2)和列(3)显示,大客户兼供应商($Cus\&sup$)仍与企业融资约束(WW)显著正相关。因此,本文研究发现在更换变量衡量方法后结论仍然是稳健的。

4. 工具变量法

考虑到融资约束可能反向影响企业是否选择大客户“兼任”主要供应商的供应链关系管理决策,本文采用2SLS工具变量法以排除这种因果倒置的内生性问题。参考高敬忠等的做法^[46],本文使用与焦点企业同年度位于同一城市且同一行业存在大客户兼供应商的企业数量($Cus\&sup_ind_city_num$)作为工具变量。一方面,基于社会认同理论,模仿是商业实践中的一种常见行为^[48],后续众多文献也表明焦点企业会模仿同地区或同行业其他企业的行为决策^[49-50]。此外,同行业且同地区的企业往往面临相似的行业特征、市场环境和政策制度,如此同地区且同行业其他企业的大客户兼供应商决策一定程度上会影响焦点企业大客户兼供应商的决策。另一方面,同地区且同行业其他企业的大客户兼供应商很难对焦点企业融资约束产生显著影响。统计检验结果表明,弱工具变量检验 Minimum eigenvalue statistic 的 F 统计量为3797.740,远大于临界值10,且Shea's Partial R^2 为0.455,这意味着选取的工具变量不存在弱识别问题。因此,本文选取的工具变量在理论和统计意义上都是合适的。

表6列示了大客户兼供应商与企业融资约束的2SLS回归结果。列(1)展示了第一阶段的回归结果,与焦点企业同年度位于同一城市且同一行业存在大客户兼供应商的企业数量($Cus\&sup_ind_city_num$)与企业是否存在大客户兼供应商($Cus\&sup$)的回归系数为0.488,在1%水平上显著。列(2)列示了第二阶段的回归结果,表明大客户兼供应商($Cus\&sup$)与企业融资约束(SA)显著正相关,这说明本文的研究结果在考虑到因果倒置的内生性问题后仍是稳健的。

表4 大客户兼供应商与融资约束:排除替代性假说

变量	SA(1)	SA(2)
$Cus\&sup$	0.031*** (3.16)	0.029*** (2.96)
Cus_sale	-0.081*** (-3.15)	
Cus_rank		-0.001 (-0.21)
Controls	控制	控制
固定效应	控制	控制
Constant	3.834*** (17.46)	3.811*** (17.34)
N	4568	4568
Adj. R^2	0.373	0.372

表5 大客户兼供应商与融资约束:更换变量衡量方法

变量	WW_t (1)	WW_{t+1} (2)	WW_{t+2} (3)
$Cus\&sup_t$	0.008*** (3.75)	0.009*** (2.64)	0.012*** (3.04)
Controls _t	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制
Constant	0.759*** (17.32)	0.749*** (14.40)	0.769*** (8.50)
N	4122	2510	1818
Adj. R^2	0.648	0.481	0.469

注:由于 WW 指数与控制变量企业规模(Size)存在高度共线性问题,本文将其从模型中剔除。

表6 大客户兼供应商与融资约束:工具变量法

变量	$Cus\&sup$ (1)	SA(2)
$Cus\&sup$		0.028* (1.94)
$Cus\&sup_ind_city_num$	0.488*** (60.06)	
Controls	控制	控制
固定效应	控制	控制
Constant	-0.261 (-1.04)	3.809*** (17.80)
N	4568	4568
Adj. R^2/R^2	0.468	0.405
Shea's Partial R^2		0.455
Minimum eigenvalue statistic		3797.740

5. 倾向得分匹配与熵匹配

考虑到上市公司是否披露前五大客户与供应商名称等信息以及是否选择大客户“兼任”主要供应商决策是个复杂的过程,其可能会受到公司、管理层个体特征的潜在影响,因此本文研究结论可能会受到样本选择偏差、自选择偏差和遗漏变量等内生性问题的影响。为此,本文进一步使用倾向得分匹配法进行稳健性检验。本文首先依据企业是否存在大客户兼供应商的情形(*Cus&sup*)将样本划分为对照组和控制组,并选取所有控制变量作为协变量,使用 1:1 最近邻匹配法进行 PSM 匹配,样本企业在匹配后差异明显降低,这说明匹配效果良好(PSM 匹配效果图留存备索)。最后,本文进一步将匹配好的样本重新进行回归检验,结果如表 7 的列(1)所示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)与企业融资约束(*SA*)在 5% 水平上显著为正。此外,本文还使用熵平衡匹配,匹配后的回归结果如表 3 的列(2)所示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)在 1% 显著性水平上加剧了企业融资约束(*SA*)。因此,本文研究结论在考虑到遗漏变量和样体选择偏差、样本自选择偏差内生性问题后仍然是稳健的。

表 7 大客户兼供应商与融资约束:倾向得分匹配与熵匹配

变量	SA	SA
	倾向得分匹配 (1)	熵平衡匹配 (2)
<i>Cus&sup</i>	0.031 ** (2.00)	0.032 *** (3.44)
<i>Controls</i>	控制	控制
固定效应	控制	控制
<i>Constant</i>	3.999 *** (10.78)	4.450 *** (34.12)
N	920	4568
Adj. R ²	0.326	0.395

最后,本文进一步将匹配好的样本重新进行回归检验,结果如表 7 的列(1)所示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)与企业融资约束(*SA*)在 5% 水平上显著为正。此外,本文还使用熵平衡匹配,匹配后的回归结果如表 3 的列(2)所示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)在 1% 显著性水平上加剧了企业融资约束(*SA*)。因此,本文研究结论在考虑到遗漏变量和样体选择偏差、样本自选择偏差内生性问题后仍然是稳健的。

五、拓展性分析

(一) 机制分析

前文述及,大客户兼供应商现象背后可能隐藏着关联交易和财务造假行为,也可能源于真实经营模式和行业属性带来的弱势市场地位和高经营效率,从而对企业融资约束产生差异化影响。为了实证检验上述四种预测,本文参考温忠麟和叶宝娟的中介效应检验方法^[51],建立如下回归模型^①:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cus\&sup_{it} + \beta_2 Controls_{it} + \mu + \eta + \mu \times \eta + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$SA_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 Cus\&sup_{it} + \gamma_2 MV_{it} + \gamma_3 Controls_{it} + \mu + \eta + \mu \times \eta + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,*MV* 代表各中介变量,其余变量符号如模型(1)所述。

1. 关联交易

本文预期大客户兼供应商现象背后可能隐藏着关联交易,即大客户兼供应商会促使企业进行关联交易,从而加剧企业融资约束。为了实证检验这一预期,本文参考刘慧龙等的做法^[52],使用“公司与关联方之间的商品交易类、提供或接受劳务关联交易金额之和除以年末总资产”来衡量关联交易规模(*RPT1*),回归结果如表 8 的列(1)和列(2)所示。列(1)显示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)与企业关联交易(*RPT1*)的回归系数为 0.123 且在 1% 水平上显著,这说明大客户兼供应商会促使企业进行关联交易。当将 *Cus&sup* 和 *RPT1* 一起纳入回归模型时,列(2)显示 *Cus&sup* 和 *RPT1* 与企业融资约束(*SA*)均显著正相关,且中介效应 *Sobel* 的 *p* 值为 0.000,这说明关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用机制。为了检验研究结论的可靠性,本文进一步手工收集企业与前五大客户的关联销售占比来衡量企业关联销售规模(*RPT2*),结果如表 8 的列(3)和列(4)所示,结果仍保持一致,这支持了关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束作用机制的预期。

表 8 大客户兼供应商与融资约束:关联交易

变量	<i>RPT1</i>	<i>SA</i>	<i>RPT2</i>	<i>SA</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Cus&sup</i>	0.123 *** (11.87)	0.024 ** (2.40)	0.055 *** (6.11)	0.035 * (1.83)
<i>RPT1</i>		0.043 *** (3.07)		
<i>RPT2</i>				0.165 *** (2.64)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.054 *** (2.97)	3.647 *** (39.32)	-0.189 * (-1.94)	4.496 *** (21.83)
N	4459	4459	1180	1180
Adj. R ²	0.208	0.380	0.134	0.191
<i>Sobel</i> 检验	0.000		0.000	

①由于中介效应检验三步法的第一步回归结果已在表 4 列示,即大客户兼供应商(*Cus&sup*)与企业融资约束(*SA*)显著正相关,故此与后续作用机制回归分析仅列示第二步和第三步的回归结果。

2. 财务造假

本文预期大客户兼供应商现象可能暗含着企业财务造假行为,即大客户兼供应商会促使企业进行财务造假,从而加剧企业融资约束。为了检验这一预测,本文首先手工收集企业年度财务违规次数来衡量企业财务造假行为(*Fraud*),结果如表9的列(1)和列(2)所示。列(1)显示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)与企业财务违规(*Fraud*)的回归系数在10%水平上显著,列(2)显示,当将*Fraud*也纳入回归模型时,大客户兼供应商(*Cus&sup*)和企业财务违规(*Fraud*)对企业融资约束(*SA*)的影响均不再显著,且Sobel检验的*p*值为0.491,这说明财务造假不是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用机制。为了检验研究结论的可靠性,本文参考窦超等的做法^[20],使用真实盈余管理(*REM*)衡量企业财务造假行为,结果如表9的列(3)和列(4)所示,结果仍保持一致,这推翻了财务造假是大客户兼供应商加剧企业融资约束作用机制的预期。

3. 商业信用净融资

本文预期大客户兼供应商现象还可能源于真实经营模式和特殊行业属性的委托加工和代工业务以及售后服务的备件需求等,这种商业模式会强化企业对兼是供应商的大客户的依赖程度,减少商业信用净融资,从而加剧企业融资约束。为了实证检验这种预期,本文参考陆正飞和杨德明的做法^[32],使用“(应付账款+应付票据-应收账款-应收票据)/总资产”来衡量企业商业信用净融资(*NetTC1*),并使用“(应付账款+应付票据-应收账款-应收票据)/营业收入”作为稳健性检验指标(*NetTC2*),结果如表10所示。列

(1)和列(3)显示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)与企业商业信用净融资(*NetTC1*和*NetTC2*)显著正相关,这说明大客户兼供应商会提高企业商业信用净融资。将*NetTC1*、*NetTC2*分别和*Cus&sup*纳入回归模型后,结果如表10的列(2)和列(4)所示,商业信用净融资(*NetTC1*和*NetTC2*)对企业融资约束(*SA*)不存在显著影响,且Sobel检验的*p*值分别为0.309和0.184,这说明商业信用净融资不是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用机制。

4. 经营效率

本文预期大客户兼供应商现象也可能是企业临时调货、保障采购和销售需求、实现供销一体化以及集团公司合并上下游子公司以应对低效率市场的结果,这种供应链整合和价值提升作用会提高资金提供者的融资供给意愿,从而企业缓解融资约束。为了实证检验这种预测,本文首先参考刘凤委等的做法^[53],使用销售费用占销售收入的比重衡量交易成本(*Cost*)以反向衡量大客户兼供应商为企业带来的经营效率,并进一步使用存货周转率(*Inventory*)来正向衡量经营效率,这源于大客户兼供应商若是为了方便临时调货、保障采购和销售需求、实现供销一体化以及集团公司合并上下游子公司以应对低效率市场的结果,那么企业交易成本将会显著下降,存货周转率将会大大提高。结果如表11列(1)和列

(2)所示。列(1)显示,大客户兼供应商(*Cus&sup*)与交易成本(*Cost*)在1%水平上显著正相关,然而列(2)显示

表9 大客户兼供应商与融资约束:财务造假

变量	<i>Fraud</i> (1)	<i>SA</i> (2)	<i>REM</i> (3)	<i>SA</i> (4)
<i>Cus&sup</i>	0.190 * (1.68)	0.009 (0.38)	0.015 * (1.74)	0.026 ** (2.55)
<i>Fraud</i>		0.004 (0.55)		
<i>REM</i>				0.014 (0.72)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-0.409 (-0.19)	3.096 *** (6.56)	0.222 (1.20)	4.288 *** (19.60)
N	890	890	3816	3816
Adj. R ²	0.043	0.323	0.148	0.334
Sobel 检验		0.491		0.634

表10 大客户兼供应商与融资约束:商业信用净融资

变量	<i>NetTC1</i> (1)	<i>SA</i> (2)	<i>NetTC2</i> (3)	<i>SA</i> (4)
<i>Cus&sup</i>	0.017 *** (3.09)	0.022 * (1.94)	0.030 ** (2.54)	0.022 ** (1.99)
<i>NetTC1</i>		0.052 (1.47)		
<i>NetTC2</i>				0.009 (0.56)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	-0.437 *** (-4.09)	3.947 *** (17.94)	-0.803 *** (-3.42)	3.931 *** (17.87)
N	3546	3546	3546	3546
Adj. R ²	0.240	0.365	0.283	0.365
Sobel 检验		0.309		0.184

表11 大客户兼供应商与融资约束:经营效率

变量	<i>Cost</i> (1)	<i>SA</i> (2)	<i>Inventory</i> (3)	<i>SA</i> (4)
<i>Cus&sup</i>	-0.009 *** (-2.73)	0.029 *** (2.94)	0.029 (1.25)	0.029 *** (2.94)
<i>Cost</i>		0.030 (0.68)		
<i>Inventory</i>				0.003 (0.46)
<i>Controls</i>	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>Constant</i>	0.014 (0.19)	3.827 *** (17.36)	-0.168 (-0.33)	3.842 *** (17.51)
N	4499	4499	4532	4532
Adj. R ²	0.203	0.368	0.203	0.372
Sobel 检验		0.289		0.875

Cost 未能显著影响企业融资约束(SA),Sobel 检验的 p 值也为 0.289。当使用存货周转率替换交易成本后,结果如列(3)和列(4)所示,结果仍然保持一致。上述结果表明经营效率不是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用机制。

(二)异质性分析

1. 企业层面

本文从产权性质和行业属性两个维度来探究企业层面因素对大客户兼供应商与企业融资约束关系的影响。首先,本文按产权性质将样本企业分为国有企业和非国有企业,结果如表 12 的列(1)和列(2)所示。对于非国有企业,大客户兼供应商(Cus&sup)与企业融资约束(SA)显著正相关,而大客户兼供应商对国有企业融资约束无显著影响,这可能源于国有企业在政府的支持下,享受信贷资源配置的优先权,相较于非国有企业,并未面临严重的“融资难、融资贵”的发展困境。其次,本文按行业属性将样本企业划分为制造业与非制造业,结果如表 12 的列(3)和列(4)所示,对于制造业企业,大客户兼供应商未能显著地加剧企业融资约束,而对于非制造业企业,大客户兼供应商则在 1% 显著性水平上加剧了企业融资约束,这说明外部资金提供者对不同行业企业的大客户兼供应商现象持有不同看法,从而对企业融资约束产生了差异化影响。

2. 客户层面

本文从兼是供应商的大客户销售占比是否高于采购占比以及是否与企业位于同一行业两个维度来探究客户层面因素对大客户兼供应商与企业融资约束关系的影响。首先,本文按兼是主要供应商的大客户销售占比是否高于采购占比将样本进行分组,结果如表 13 的列(1)和列(2)所示。当大客户销售占比高于采购占比时,大客户兼供应商(Cus&sup)对企业融资约束(SA)无显著影响,而当大客户销售占比低于采购占比时,大客户兼供应商对企业融资约束具有显著的正向影响,这可能是因为债权人、投资者等外部资金提供者往往将兼是供应商的大客户销售占比低于采购占比视为“本末倒置”,从而恶化对大客户兼供应商现象的认知,加剧企业融资约束。此外,本文按兼是供应商的大客户是否与企业位于同一行业将样本进行分组,结果如表 13 的列(3)和列(4)所示。当兼是供应商的大客户与企业位于同一行业时,大客户兼供应商显著地加剧了企业融资约束,而当兼是供应商的大客户与企业位于不同行业时,这种显著效应并不存在,这意味着兼是供应商的大客户是否与企业位于同一行业会影响外部资金提供者对大客户兼供应商现象的看法,从而对企业融资约束产生差异化影响。

表 12 大客户兼供应商与融资约束:企业层面

变量	SA	SA	SA	SA
	国有企业	非国有企业	制造业	非制造业
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cus&sup	0.007 (0.54)	0.060*** (4.00)	0.017 (1.44)	0.047*** (2.75)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
Constant	4.755*** (13.76)	2.879*** (12.40)	3.528*** (25.46)	4.056*** (16.00)
N	1759	2809	2740	1828
Adj. R ²	0.413	0.385	0.384	0.339
Suest 检验	0.000		0.000	

表 13 大客户兼供应商与融资约束:客户层面

变量	SA	SA	SA	SA
	销售占比大于 采购占比	销售占比小于 采购占比	同一行业	非同一行业
	(1)	(2)	(3)	(4)
Cus&sup	0.018 (1.14)	0.036*** (2.78)	0.037*** (3.27)	-0.015 (-0.70)
Controls	控制	控制	控制	控制
固定效应	控制	控制	控制	控制
Constant	3.752*** (15.19)	3.461*** (9.61)	3.841*** (16.79)	3.774*** (15.02)
N	1921	2634	3600	968
Adj. R ²	0.357	0.406	0.258	0.435
Suest 检验	0.000	0.000		

六、研究结论与启示

大客户和供应商作为企业供应链管理的重点对象,大客户兼是主要供应商这一特殊现象引起了实务界的广泛关注。本文从关联交易、财务造假、商业信用净融资和经营效率四个视角出发,以 2009—2021 年我国沪深 A 股上市公司为研究样本,通过手工收集整理大客户兼是主要供应商的数据,实证检验了大客户兼供应商对企业融资约束的影响及其作用机制。研究发现,首先,大客户兼主要供应商会显著加剧企业融资约束,这说明大客户兼是主要供应商在我国情境下未能发挥供应链整合作用,反而是供应链风险信号。其次,关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用渠道,而非财务造假行为和真实经营模式导致的弱势市场地位和高经营效率。最后,大客户兼供应商对企业融资约束的加剧效应对于非国有控股和非制造业企业,以及该类客户销售占比低

于采购占比和与企业位于同一行业时更为显著。本文揭示了大客户兼主要供应商现象背后隐藏着企业关联交易,在我国情境下是一种供应商风险信号,这拓展了学术界和实务界对企业大客户与供应商的认知,也从供应链视角为我国“融资难、融资贵”提供了新的洞察。

基于上述研究发现,本文提出如下政策启示:(1)大客户兼是主要供应商现象背后隐藏着企业关联交易,成为供应链风险的一种特殊标识,并且资金提供者已经察觉并减少了资金提供以降低信贷风险成本,这启示我国政府及相关部门在发展供应链金融和利用供应链助推经济发展的同时,也需重视供应链风险管理的问题,特别是大客户兼是主要供应商这一特殊情形。(2)关联交易是大客户兼供应商加剧企业融资约束的作用渠道,因而,利益相关者(特别是投资者)对于存在大客户兼是主要供应商的企业要给予更多的关注,进行投资决策时也要更加谨慎,细致甄别企业与此类特殊客户之间交易的真实性、公允性。(3)大客户兼主要供应商现象背后是否隐藏着关联交易和是否具有供应链风险效应也是情境依赖的,这启示利益相关者要理性看待企业存在大客户兼是主要供应商这一特殊情形。从企业角度来看,要注意供应链伙伴关系管理,并主动披露与主要客户与供应商的交易信息,尽量消除外部利益相关者的疑虑。从政府角度来看,要继续完善企业主要客户与供应商信息披露的规章制度,从制度层面提升供应链信息透明度。

参考文献:

- [1] Fazzari S M, Hubbard R G, Peerson B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, 1988(1): 141-206.
- [2] Song Z, Storesletten K, Zilibotti F. Growing like China[J]. *American Economic Review*, 2011, 101(1): 196-233.
- [3] 邓可斌, 曾海舰. 中国企业的融资约束: 特征现象与成因检验[J]. *经济研究*, 2014(2): 47-60.
- [4] 李兰, 仲为国, 彭泗清, 等. 新冠肺炎疫情危机下的企业韧性与企业家精神——2021·中国企业家成长与发展专题调查报告[J]. *南开管理评论*, 2022(1): 50-64.
- [5] Kaplan S N, Zingales L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(1): 169-215.
- [6] 张纯, 吕伟. 机构投资者、终极产权与融资约束[J]. *管理世界*, 2007(11): 119-126.
- [7] Fracassi C, Tate G, Petry S. Does rating analyst subjectivity affect corporate debt pricing[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 120(3): 514-538.
- [8] 逮东, 宋昕倍. 媒体报道、上市公司年报可读性与融资约束[J]. *管理科学学报*, 2021(12): 45-61.
- [9] 孙雪娇, 翟淑萍, 于苏. 柔性税收征管能否缓解企业融资约束——来自纳税信用评级披露自然实验的证据[J]. *中国工业经济*, 2019(3): 81-99.
- [10] Lin C, Ma Y, Xuan Y. Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation[J]. *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(2): 416-431.
- [11] 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.
- [12] 顾奋玲, 解角羊. 内部控制缺陷、审计师意见与企业融资约束——基于中国A股主板上市公司的经验数据[J]. *会计研究*, 2018(12): 77-84.
- [13] 唐玮, 夏晓雪, 姜付秀. 控股股东股权质押与公司融资约束[J]. *会计研究*, 2019(6): 51-57.
- [14] Dhaliwal D, Judd J C, Serfling M, et al. Customer concentration risk and the cost of equity capital[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(1): 23-48.
- [15] Campello M, Gao J. Customer concentration and loan contract terms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123(1): 108-136.
- [16] 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.
- [17] 江伟, 底璐璐, 彭晨. 客户集中度影响银行长期贷款吗——来自中国上市公司的经验证据[J]. *南开管理评论*, 2017(2): 71-80.
- [18] 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+96.
- [19] Zhang X D, Zou M F, Liu W M, et al. Does a firm's supplier concentration affect its cash holding[J]. *Economic Modelling*, 2020, 90(7): 527-535.
- [20] 窦超, 王乔苑, 陈晓. 政府背景客户关系能否缓解民营企业融资约束[J]. *财经研究*, 2020(11): 49-63+168.
- [21] Jiang G, Lee C, Yue H. Tunneling through intercorporate loans: The China evidence[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1-20.
- [22] Jian M, Wong T. Propping through related party transactions[J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(1): 70-105.
- [23] 王君齐. 供应商身兼大客户! 3兄弟实控的英力电子, 关联关系引关注[R]. *野马财经*, 2021.
- [24] 魏志华, 赵悦如, 吴育辉. “双刃剑”的哪一面: 关联交易如何影响公司价值[J]. *世界经济*, 2017(1): 142-167.
- [25] 黄锐. 客户“兼任”供应商与竞争对手、云汉芯城经营独立性存疑[R]. *中国经济网*, 2022.
- [26] 吴桐. 华道股份IPO: 客户真实性存疑[R]. *新浪财经*, 2022.
- [27] 钟文. 木业股份IPO: 多加大客户“兼任”供应商、关联交易触碰审核红线[R]. *新浪财经*, 2022.
- [28] Cheung Y L, Qi Y H, Rau P R, et al. Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(5): 914-924.

- [29] 郑国坚. 基于效率观和掏空观的关联交易与盈余质量关系研究[J]. 会计研究, 2009(10): 68-76+95.
- [30] 魏志华, 李常青, 曾爱民, 等. 关联交易、管理层权力与公司违规——兼论审计监督的治理作用[J]. 审计研究, 2017(5): 87-95.
- [31] 王晓楠. 迈创股份闯关 A 股: 客户与供应商高度重合, 大客户小米更是身兼“三职”[R]. 蓝鲸财经, 2022.
- [32] 陆正飞, 杨德明. 商业信用: 替代性融资, 还是买方市场[J]. 管理世界, 2011(4): 6-14+45.
- [33] Fabbri D, Klapper L F. Bargaining power and trade credit[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 41(6): 66-80.
- [34] 殷俊明, 王跃堂. 供应链成本控制: 价值引擎与方法集成[J]. 会计研究, 2010(4): 65-73.
- [35] Schloetzer J D. Process integration and information sharing in supply chains[J]. The Accounting Review, 2012, 87(3): 1005-1032.
- [36] 李随成, 武梦超, 李娜, 等. 战略供应商管理对供应商网络整合的影响机理研究[J]. 南开管理评论, 2016, 19(6): 58-69.
- [37] 江伟, 底璐璐, 刘诚达. 商业信用与合作型客户关系的构建——基于提供给大客户应收账款的经验证据[J]. 金融研究, 2021(3): 151-169.
- [38] 彭旋, 张昊. 稳定客户可以降低企业的股价波动性吗[J]. 审计与经济研究, 2022(4): 119-127.
- [39] 邵毅平, 虞凤凤. 内部资本市场、关联交易与公司价值研究——基于我国上市公司的实证分析[J]. 中国工业经济, 2012(4): 102-114.
- [40] Jia N, Shi J, Wang Y. Coinsurance within business groups: Evidence from related party transactions in an emerging market[J]. Management Science, 2013, 59(10): 2295-2313.
- [41] Whited T, Wu G. Financial constraints risk[J]. Review of Financial Studies, 2006, 19(2): 531-559.
- [42] Hadlock C, Pierce J. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. Review of Financial Studies, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [43] 卢盛峰, 陈思霞. 政府偏袒缓解了企业融资约束吗——来自中国的准自然实验[J]. 管理世界, 2017(5): 51-65+187-188.
- [44] 鞠晓生, 卢荻, 虞义华. 融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性[J]. 经济研究, 2013(1): 4-16.
- [45] Williamson R, Yang J. Tapping into financial synergies: Alleviating financial constraints through acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance, 2021(68): 101947.
- [46] 高敬忠, 杨朝, 彭正银. 网络平台互动能够缓解企业融资约束吗——来自交易所互动平台问答的证据[J]. 会计研究, 2021(6): 59-75.
- [47] 刘莉亚, 何彦林, 王照飞, 等. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗——基于微观视角的理论和实证分析[J]. 金融研究, 2015(8): 124-140.
- [48] Lieberman M B, Asaba S. Why do firms imitate each other[J]. Academy of Management Review, 2006, 31(2): 366-385.
- [49] Dougal C, Parsons C A, Titman S. Urban vibrancy and corporate growth[J]. Journal of Finance, 2015, 70(1): 163-210.
- [50] 万良勇, 梁蝉娟, 饶静. 上市公司并购决策的行业同群效应研究[J]. 南开管理评论, 2016(3): 40-50.
- [51] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. 心理科学进展, 2014(5): 731-745.
- [52] 刘慧龙, 张玲玲, 谢婧. 税收征管数字化升级与企业关联交易治理[J]. 管理世界, 2022(6): 158-176.
- [53] 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.
- [54] 罗党论, 甄丽明. 民营控制、政治关系与企业融资约束——基于中国民营上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2008(12): 164-178.

[责任编辑: 苗竹青, 王丽爱]

Major Customer as Supplier and Corporate Financing Constraints

GUO Chun

(School of Management, Lanzhou University, Gansu 730000, China)

Abstract: Based on the information data of firms' top five customers and suppliers listed in A-share from 2009 to 2021, this paper explores the influence and mechanism of major customer as supplier on corporate financing constraints. We document that major customer as supplier aggravates firms' financing constraints, and this effect is more pronounced for firms owned by the non-state and located in non-manufacturing industry as well as for customers whose sales ratio is greater than procurement ratio and located in the same industry with firms. Mechanism test shows that related-party transactions are the channels in which major customer as supplier aggravates firms' financing constraints, rather than the financial frauds as well as the weak market position and high operating efficiency brought by real business mode, suggesting that major customer as major supplier is a signal of supply chain risk in the Chinese context and related-party transactions are often hidden behind it. This paper expands the academic and practical circles' understanding of firms' major customers and suppliers, and also provides a new explanation for the high financing constraints in China from the perspective of supply chain.

Key Words: top five customers; top five suppliers; major customer as supplier; financing constraints; supply chain risk; related-party transactions