

客户股权集中度与供应商关系专用资产投入

——来自上市公司核心客户的经验证据

王 勇

(中国石油大学(华东)经济管理学院, 山东 青岛 266580)

摘 要: 本文通过上市公司(供应商)与其上市客户的数据匹配, 理论分析与实证考察客户股权集中程度对供应商关系专用资产投入的影响。研究发现, 随着客户股权集中度的上升, 供应商关系专用资产投入显著下降, 支持股权集中引发的大股东“掏空效应”。进一步分析发现, 随着客户大股东两权分离度的上升, 股权制衡程度下降, 以及供应商议价能力下降与地理距离增加带来的监督难度增加, 上述负向影响表现得更为显著, 表明客户股权集中引发的大股东代理问题(“掏空效应”)抑制了供应商关系专用资产投入。

关键词: 核心客户; 股权集中度; 代理问题; 关系专用资产; 供应链关系

中图分类号: F276.6 **文献标识码:** A **文章编号:** 1004-4892(2020)02-0064-11

一、引 言

中国制度环境下, 上市公司普遍存在着一股独大的现象, 公司治理问题普遍表现为控股股东与中小股东间的代理问题^[1], 控股股东代理问题引发上市公司危机事件时有发生, 近期为人熟知的便是乐视网(300104)^①。乐视网支付危机事件直接影响到整个手机产业链的稳定性, 引发了华为向其供应商询问乐视欠款的这一举动。可见, 控股股东代理问题不仅侵害内部中小股东的利益, 同时还使得供应商等外部利益相关者遭受损失, 更有甚者影响整个产业链。产业链中, 供应链上下游企业作为各自契约集合中的缔约者, 其投入的专用资产具有价值性、稀缺性、不可模仿性等特征, 对提升整个供应链的运行效率与价值增值, 促进基于全产业链的整体创新与协同发展具有重要的意义。但是, 资产专有属性程度越高, 则资产的可转移性越低, 交易主体所承担的沉没成本越高。一旦契约终止或离开其特定交易关系, 专用资产价值将会遭受巨大的贬损^[2]。由于双方交易契约的不完备性, 一方供应链专用资产的投入更易面临另一方机会主义行为的侵害, 包括一方控股股东代理问题引发的机会主义行为。本研究尝试考察客户控股股东代理问题对供应商关系专用资产投入的

收稿日期: 2019-01-17

基金项目: 国家自然科学基金资助项目(71472096); 山东省社会科学规划研究项目(19BYSJ42); 中央高校基本科研业务费专项资金项目(19CX05026B)

作者简介: 王勇(1979-), 男, 安徽滁州人, 中国石油大学(华东)经济管理学院副教授, 博士。

① 作为乐视网(300104)的大股东, 贾跃亭一方面通过其控制的乐视体系内关联企业, 以关联交易方式形成上市公司高额的应收账款, 另一方面一直未履行其借款承诺进而引发上市公司现金流短缺, 使得上市公司面临着严重的债务违约与诉讼风险, 经营业务上面临着极大的不确定性。乐视网大股东的这种代理行为使得上市公司的供应商企业面临着严重的损失。其中, 毅昌科技(002420)2017年不仅计提坏账准备金额2.07亿元, 还计提了存货跌价准备4296.5万元。

影响,推进控股股东代理问题影响产业链协同发展的理解,同时为治理交易主体控股股东机会主义行为提供理论与经验证据。

股权结构决定着公司内部权力归属,是企业层面治理问题的逻辑起点。股权分散情形下,公司所有权与经营权分离引发了股东与管理层之间的第一重代理问题;股权高度集中时,大股东的存在会抑制管理层的第一重代理问题,却导致大股东与中小股东之间的第二重代理问题。针对中国上市公司普遍存在的股权较为集中现象,本研究的问题便具化为:客户股权高度集中究竟会对供应商的关系专有资产投入产生怎样的影响?

该研究通过手工收集与整理 A 股非金融类上市公司(供应商)核心客户中的上市客户,形成供应商与客户间的数据匹配,进而考察客户股权集中度对供应商关系专用资产投入的影响。基于前期研究成果,其创新性主要表现为三个方面。其一,现有文献主要基于中小股东利益的视角,考察股权集中对企业绩效与价值的影响^{[3][4][5][6]},鲜有关注股权集中对外部利益相关者的影响。本研究利用上市公司核心客户的股权结构数据,考察客户股权集中度对供应商关系专有资产投入的影响,拓展了公司股权集中经济后果的研究视角。其次,鉴于关系专有资产投入会给双方企业带来一定的关系租金和竞争优势,该研究通过揭示客户股权集中对供应商关系专有资产投入的影响,有助于推进股权结构影响公司绩效与价值的作用机理理解。再次,2008 年金融危机爆发引发的许多企业破产,使得供应链外向溢出效应得到了学者们的关注。研究发现,客户盈余管理、债务融资、股权激励行为对以企业研发投入为代表的关系专有资产投入具有重要的外向溢出效应^{[7][8][9][10][11][12][13]}。本研究则进一步揭示客户股权结构对其供应商关系专有资产投入的影响,丰富了客户对供应商关系专有资产投入溢出效应的经验研究。另外,该研究对于抑制单一链节的代理问题,建立基于全产业链的整合创新与协同发展机制具有重要的实践启示意义。

二、文献回顾与理论分析

(一)文献回顾

股权集中度对公司绩效与价值的影响是公司治理领域重要的研究话题,现有研究形成了丰富的研究成果,但结论不尽一致。部分学者认为,股权集中度与公司价值呈现正相关关系。股权高度集中意味着大股东的存在,大股东可以通过提交议案、信息披露以及并购等方式发挥监督作用,抑制管理层的代理问题,如过度投资、盈余管理等机会主义行为,进而提升公司绩效与价值^[14]。Bharath Jayaraman et al. (2013)研究还发现,大股东的“退出威胁”会发挥治理功能,提升企业价值^[6]。另一部分学者认为,股权高度集中会引发大股东侵蚀中小股东的第二类代理问题,即控股股东的“掏空行为”,导致公司绩效与价值下降^[3]。就其具体作用机理,已有研究从投资效率^[3]、融资约束^[15]、资金占用^[16]、营销战略^[17]、盈余质量^[18]等视角进行了探讨。白重恩等(2005)^[4]及陈德萍等(2011)^[5]研究则发现股权集中度与公司价值呈现正“U”型关系,即一定范围内,随着股权集中度上升,会引发“掏空”效应,但超过一定限度时,股权集中会带来“监督”效应。

具体到关系专有资产投入研究,现有文献认为,鉴于关系专有资产的专有属性,供应商往往担心客户的机会主义行为,使得其承担额外的风险,即当客户违背其隐性与显性契约时,供应商关系专有资产投资收益会下降,进而导致其关系专有资产投入不足^[2],使得双方企业丧失关系专有资产带来的“准租金”收益。对于客户的机会主义行为,一方面可借助国家层面的法律加以防范,另一方面可借助企业层面的行为加以缓解。客户可以通过描绘更为稳定的收益,降低供应商关系专

有资产投资的风险,从而引导供应商进行最优水平的关系专有资产投资,如降低负债水平^[19]与降低 CEO 股权激励强度(弱化 CEO 风险承担动机)^[20]。简言之,客户机会主义行为引发的风险是供应商关系专有资产投资决策的重要影响因素。

综上,现有文献主要从中小股东利益的视角,考察股权集中对企业绩效与价值的影响,鲜有关注股权集中对外部利益相关者——供应商及其关系专有资产投入的影响。

(二) 理论分析与假说提出

股权集中度反映了公司股权结构,决定着公司内部权力归属,影响公司第一类代理问题(即股东与管理层间的代理问题)与第二类代理问题(大股东与中小股东间的代理问题),进而影响供应商感知的关系专有资产投资风险。一方面,高股权集中度意味着公司存在着持股比例较高的大股东。大股东由于持有更高的股份比例,其更有意愿与能力去监督与干预管理层,抑制管理层的机会主义行为^[14],有利于公司绩效与价值的提升,即股权集中带来的“监督效应”^[21]。但另一方面,高股权集中度下,大股东的存在虽然抑制了第一类代理问题,但同时会引发大股东与中小股东间的第二类代理问题。随着上市公司股权集中度的上升,大股东可能会为了自身的私利,利用高持股比例赋予的手中控股权以及资源支配权,通过关联方交易、集团内并购等方式对上市公司进行“掏空”^[3],造成上市公司经营业绩低下,即股权集中的“掏空效应”^[21]。但需注意的是,随着股权集中度的上升(尤其当大股东持股比例超过 50%),大股东对上市公司的“掏空效应”会被弱化,逐步转为“利益趋同效应”,表现为股权集中度对公司经营业绩的正向影响,进而使得股权集中度与上市公司绩效与价值间呈现出“U”型关系,即股权集中的“利益趋同效应”。简言之,随着股权集中度上升,“掏空效应”与“利益趋同效应”均可能存在。

综上,基于股权集中度上升引发的“监督效应”与“利益趋同效应”,客户股权集中度会有助于提升公司经营业绩与价值,降低供应商关系专有资产投资感知的风险,进而使得供应商增加关系专有资产投入;基于股权集中度上升引发的“掏空效应”,客户股权集中度会损害公司经营业绩与价值,提高供应商关系专有资产投资感知的风险,使得供应商减少关系专有资产投入。为此,本文提出竞争性假说:

假说 1a: 基于股权集中带来的“监督效应”与“利益趋同效应”,客户股权集中度与供应商关系专有资产投资呈现正相关关系。

假说 1b: 基于股权集中引发的“掏空效应”,客户股权集中度与供应商关系专有资产投资呈现负相关关系。

三、研究设计

(一) 数据来源与样本选取

首先,以 2008~2017 年沪深股市非金融类 A 股上市公司为总样本,手工收集了披露前 5 大客户销售占比的 9658 个公司年度样本,其中 4937 个公司年度样本详细披露其前 5 大客户名称信息。接下来,利用企查查、天眼查和水滴信用等网站查找前 5 大客户企业的全称及其上市属性。当客户企业属于上市公司,或者其母公司属于上市公司时,便确定该公司为上市公司,并获取公司上市代码。最后,通过 WIND 数据库,获得上市客户股权结构数据,进行供应商与客户之间的数据配对。借鉴 Hertz et al. (2008)^[7]、Kolay et al. (2016)^[8] 和 Mauro Oliveira (2017)^[22]、彭旋等 (2018)^[13] 的处理方式,将供应商与各核心上市公司客户一一配对,初步获得 3792 个供应商上市公司与 4937 个

上市公司客户的配对。基于该配对,进一步剔除相关财务数据缺失值样本,最后获得 2248 个供应商上市公司与 3671 个上市公司客户的配对,即最终样本量为 3671 个。

(二)模型设计与变量计量

借鉴现有研究,构建了下述模型(1)进行竞争性假说的实证检验^{[23][24][25]}:

$$RSI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cshaherf_{it-1} (\text{或 } CTop1_{it-1}) + \beta_{2-19} Controls + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_i \quad (1)$$

1. 关系专有资产投入水平的操作性计量—— RSI_{it} 。研发密集型行业中,企业往往更需要专有的原料投入,这意味着其供应商需要进行一定的交易专有资产投入。同时,研发活动通常需要上下游企业间紧密合作,要求双方企业必须进行一定关系专有资产投入。另外,研发活动契约具有不完整性,一方研发投入可能会超越契约拟定的范围空间使另一方受益,进而引发双方交易摩擦。企业研发投入强度可以捕捉上下游企业的关系专有资产投入水平^{[19][20][23][25]}。因此,本文以费用化研发支出强度(标识为 RSI_{it})进行关系专有资产投入水平的计量^①。

2. 客户股权集中度的操作性计量。对于客户股权集中度,以客户前 5 大股东持股比例的赫芬达尔指数(记为 $Cshaherf_{it-1}$),与第 1 大股东持股比例($CTop1_{it-1}$)进行计量。

另外,为了控制供应商与客户基本面特征的影响,模型中还加入相应的控制变量。其中,供应商基本面特征变量包括 Lev_{it-1} (供应商资产负债率)、 $Salegrow_{it-1}$ (供应商营业收入增长率)、 Roe_{it-1} (供应商净资产收益率)、 $Cash_{it-1}$ (供应商现金持有量比例)、 $Roncf_{it-1}$ (供应商经营性净现金流占比)、 MB_{it-1} (供应商权益市账比)、 $Expsale_{it-1}$ (供应商销售费用占比)、 $Govsub_{it-1}$ (供应商政府补贴比例)、 Age_{it-1} (供应商 IPO 年限对数)、 $Herfsale_{it-1}$ (供应商前 5 个行业营业收入占比的赫芬达尔指数)、 $Lnsiz_{it-1}$ (供应商公司资产规模)、 $Top1_{it-1}$ (供应商第 1 大股东持股比例)、 $Relpsale_{it-1}$ (供应商关联方销售收入占比)与 $State_{it-1}$ (供应商国有产权性质);客户基本面特征变量包括 $CSalegrow_{it-1}$ (客户营业收入增长率)、 $CRoe_{it-1}$ (客户获利能力)、 $CLnsiz_{it-1}$ (客户公司资产规模)与 $CState_{it-1}$ (客户国有产权性质)。

(三)描述性统计分析

表 1 列示了核心变量的描述性统计分析结果。供应商关系专有资产投入 RSI_{it} 均值为 0.037,股权集中度 $Cshaherf_{it-1}$ 与第一大股东持股比例 $CTop1_{it-1}$ 均值分别为 0.259 和 0.446,处于绝对控股(大股东持股比例 ≥ 0.500)的样本为 1427 个,总体上反映中国上市公司股权结构较为集中。另外,供应商对客户销售收入依赖程度变量 $Rsaled_{it-1}$ 均值为 0.076,表明了客户对于供应商的重要性。通过计算变量间 Pearson 相关系数发现, $Cshaherf_{it-1}$ 和 $CTop1_{it-1}$ 与 RSI_{it} 相关系数分别为 -0.058 和 -0.053,1% 水平内显著为负,初步支持假说 1b(限于篇幅未予报告)。

表 1 核心变量描述性统计表

变量	样本量	均值	中位数	方差	最小值	最大值
RSI_{it}	3671	0.037	0.032	0.036	0.000	0.226
$Cshaherf_{it-1}$	3671	0.259	0.204	0.186	0.014	0.794
$CTop1_{it-1}$	3671	0.446	0.431	0.192	0.088	0.889
$Rsaled_{it-1}$	3651	0.076	0.046	0.095	0.000	0.985

注: $Rsaled_{it-1}$ 样本减少是因为部分供应商虽披露其核心客户名称信息,但未披露其销售收入占比信息。

① 供应商关系专有资产投入是针对每一个特定客户,但局限于上市公司财务报告披露的数据,该研究无法区分供应商对于每个特定客户的关系专有资产投入水平,只能基于汇总的专有资产投入数据加以计量,该问题在现有的主流文献中较为普遍^{[19][20][23][25]},这也是本研究的局限所在。

四、回归结果与分析

(一) 多元回归检验

假说 1 多元回归检验结果见表 2。回归(1)以股权集中度 $Cshaherf_{it-1}$ 作为解释变量, 仅控制了供应商截面特征, 显示 $Cshaherf_{it-1}$ 回归系数为 -0.007 , 1% 水平内显著为负。回归(2)加入了反映客户基本面因素后, $Cshaherf_{it-1}$ 回归系数为 -0.012 , 更为显著。回归(3)与(4)中, 以第 1 大股东持股比例 $CTop1_{it-1}$ 作为解释变量进行敏感性分析, 回归结果完全一致。综上, 在控制供应商与客户基本面因素后, 客户股权集中度与供应商关系专有资产之间呈现显著的负相关关系, 表明高客户股权集中度会抑制供应商的关系专有资产投入, 支持了假说 1b。

表 2 假说多元回归结果

变量	Depent variable = RSLit			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$Cshaherf_{it-1}$	$-0.007^{***}(-2.75)$	$-0.012^{***}(-3.66)$		
$CTop1_{it-1}$			$-0.005^{**}(-2.23)$	$-0.008^{***}(-2.68)$
Lev_{it-1}	$-0.029^{***}(-7.58)$	$-0.030^{***}(-7.61)$	$-0.029^{***}(-7.55)$	$-0.030^{***}(-7.54)$
$Salegrow_{it-1}$	$0.002(1.20)$	$0.002(1.07)$	$0.002(1.21)$	$0.002(1.07)$
Roe_{it-1}	$-0.000(-0.01)$	$-0.001(-0.24)$	$-0.000(-0.01)$	$-0.001(-0.22)$
$Cash_{it-1}$	$0.019^{***}(3.70)$	$0.018^{***}(3.46)$	$0.019^{***}(3.72)$	$0.018^{***}(3.48)$
$Roncf_{it-1}$	$-0.003(-0.33)$	$0.003(0.35)$	$-0.003(-0.36)$	$0.002(0.29)$
MB_{it-1}	$0.000^{**}(2.13)$	$0.000^{**}(2.19)$	$0.000^{**}(2.12)$	$0.000^{**}(2.15)$
$Expsale_{it-1}$	$0.020^{***}(3.05)$	$0.022^{***}(3.34)$	$0.020^{***}(3.09)$	$0.022^{***}(3.35)$
$Govsub_{it-1}$	$0.600^{***}(11.49)$	$0.604^{***}(11.40)$	$0.599^{***}(11.47)$	$0.602^{***}(11.36)$
Age_{it-1}	$-0.006^{***}(-7.43)$	$-0.006^{***}(-7.22)$	$-0.006^{***}(-7.41)$	$-0.006^{***}(-7.23)$
$Herfsale_{it-1}$	$-0.004^{**}(-2.25)$	$-0.004^{**}(-2.52)$	$-0.004^{**}(-2.22)$	$-0.004^{**}(-2.46)$
$Lsize_{it-1}$	$-0.000(-0.01)$	$0.000(0.14)$	$-0.000(-0.04)$	$0.000(0.12)$
$Top1_{it-1}$	$-0.004(-1.24)$	$-0.003(-0.92)$	$-0.004(-1.21)$	$-0.003(-0.92)$
$Relpsale_{it-1}$	$0.013^{***}(2.71)$	$0.013^{***}(2.75)$	$0.013^{***}(2.66)$	$0.013^{***}(2.66)$
$State_{it-1}$	$0.002(1.39)$	$0.001(0.89)$	$0.002(1.37)$	$0.001(0.86)$
$CSalegrow_{it-1}$		$0.001(0.27)$		$0.001(0.28)$
$CRoe_{it-1}$		$-0.003(-0.56)$		$-0.002(-0.51)$
$CLsize_{it-1}$		$0.001^{***}(2.88)$		$0.001^{**}(2.29)$
$CState_{it-1}$		$-0.000(-0.36)$		$-0.000(-0.34)$
_ cons	$-0.010(-0.55)$	$-0.046^{***}(-2.71)$	$-0.009(-0.50)$	$-0.040^{**}(-2.40)$
年度/行业	控制	控制	控制	控制
N	3671	3539	3671	3539
adj. R-sq	0.386	0.385	0.386	0.384

注: 表中所有结果均由 stata15 软件计算而得; 括号内值为 t 统计值; *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平内显著; 所有回归系数的标准误在企业层面上进行了 Cluster 处理。下同。

(二) 稳健性分析

1. 内生性检验 1: 工具变量。尽管多元回归模型中的解释变量采用滞后 1 期的设定, 以弱化内生性问题对实证结论的影响, 但为确保结论更为稳健, 借鉴已有研究^[21], 采用客户公司对应的同年度同行业与同年度同地区其他公司的股权集中度与第 1 大股东持股比例的均值, 分别作为 $Cshaherf_{it-1}$ 和 $CTop1_{it-1}$ 的工具变量, 进行内生性检验。由表 3 可知, 控制内生性问题后, $Cshaherf_{it-1}$ 和 $CTop1_{it-1}$ 的回归系数依然 1% 水平内显著为负(列(2)和列(4)), 继续支持假说 1b。Cragg-Donald Wald F 统计值拒绝存在弱工具变量的假设, 表明工具变量符合相关性要求; 同时, Hansen J 均在

10% 水平内不显著, 表明工具变量符合外生性要求。

表 3 内生性检验 (1) 多元回归结果 (N = 3539)

变量	Panel A		Panel B	
	(1) Cshaherf _{it-1} 1st stage	(2) RSI _{it} 2st stage	(3) CTop1 _{it} 1st stage	(4) RSI _{it} 2st stage
IndCshaherf _{it-1}	1. 278 *** (29. 91)			
ProvinCshaherf _{it-1}	0. 684 *** (7. 81)			
IndCTop1 _{it-1}			1. 167 *** (28. 80)	
ProvinCTop1 _{it-1}			0. 495 *** (5. 44)	
Cshaherf _{it-1}		-0. 022 *** (-3. 17)		
CTop1 _{it-1}				-0. 029 *** (-4. 07)
年度/行业	控制	控制	控制	控制
供应商/客户特征	控制	控制	控制	控制
adj. R-sq	0. 488	0. 275	0. 438	0. 267
Cragg-Donald Wald F (弱工具变量)	473. 42 ***		397. 77 ***	
Hansen J(p 值)		2. 401 (0. 121)		0. 586 (0. 444)

2. 内生性检验 2: 基于倾向得分匹配法 (PSM) 的实证检验。客户股权集中度对供应商关系专有资产投入的影响可能是统计意义上的关系, 而非由两者间交易关系引发, 借鉴彭旋等 (2018)^[13] 的检验设计, 采用倾向评分匹配法 (PSM) 进行检验。具体来说, 通过采用 PSM 进行 1: 1 近邻匹配, 得到供应商 S (或客户 C) 的匹配对象供应商 S* (或客户 C*), 假定供应商 S* 与客户 C* 间存在模拟交易关系, 并匹配形成控制组, 而存在事实交易关系的供应商 S 与客户 C 匹配所形成的样本为处理组, 最终获得 2915 个控制组样本与处理组样本。如下表 4 所示, 无论是以 Cshaherf_{it-1} (Panel A) 还是以 CTop1_{it-1} (Panel B) 作为解释变量, 控制组中的 Cshaherf_{it-1} (或 CTop1_{it-1}) 回归系数均不显著, 而处理组回归系数显著为负。这表明, 客户股权集中度对供应商关系专有资产投入的影响并非统计意义上的, 而是基于双方间的供应链关系。这种供应链关系会导致客户股权集中引发的控股股东代理问题对供应商产生不利的负向溢出效应, 导致供应商降低关系专有资产的投入。

表 4 内生性检验 2: 基于倾向得分匹配法 (PSM) 的多元回归结果 (N = 2915)

变量	Panel A				Panel B			
	控制组 (对照组)		处理组 (观测组)		控制组 (对照组)		处理组 (观测组)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Cshaherf _{it-1}	0. 002 (0. 53)	0. 002 (0. 48)	-0. 007 ** (-2. 21)	-0. 012 *** (-2. 99)				
CTop1 _{it-1}					0. 001 (0. 31)	0. 001 (0. 32)	-0. 005 * (-1. 70)	-0. 008 ** (-2. 05)
供应商/ 客户特征	控制/ 未控制	控制/ 控制	控制/ 未控制	控制/ 控制	控制/ 未控制	控制/ 控制	控制/ 未控制	控制/ 控制
- cons	-0. 049 *** (-2. 81)	-0. 053 *** (-2. 61)	-0. 024 (-1. 26)	-0. 045 ** (-2. 28)	-0. 049 *** (-2. 81)	-0. 054 *** (-2. 65)	-0. 023 (-1. 22)	-0. 039 ** (-2. 00)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
adj. R-sq	0. 383	0. 383	0. 382	0. 383	0. 383	0. 383	0. 382	0. 382

3. 关系专有资产投入替代变量。差异化产品或独特性产品往往意味着企业投入了较多的关系专有资产^[25], 而这些产品销售时往往需要较多的营销广告费用, 为此, 营销广告费用投入强度可以用来捕捉企业关系专用资产投入水平^[26]。借鉴 Kristina Minnick et al. (2017)^[25] 研究设计, 以企业销售费用除以同期总资产规模作为关系专有资产投入强度, 进行稳健性检验, 相应的回归结果如表 5 中 Panel A (OLS 方法) 和 Panel B (工具变量的 2st stage) 所示, 结果完全一致。

表 5 关系专有资产投入替代变量的稳健性检验

变量	Panel A OLS				Panel B 2SLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) 2st stage	(6) 2st stage
Cshaherf _{it-1}	-0.007 *** (-3.40)	-0.007 ** (-2.26)			-0.020 *** (-3.46)	
CTop1 _{it-1}			-0.007 *** (-3.19)	-0.007 ** (-2.05)		-0.023 *** (-3.93)
供应商/客户特征	控制/未控制	控制/控制	控制/未控制	控制/控制	控制/控制	控制/控制
- cons	0.011 (0.79)	0.009 (0.52)	0.013 (0.89)	0.012 (0.72)	-	-
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	3670	3538	3670	3538	3538	3538
adj. R-sq	0.736	0.733	0.736	0.733	0.722	0.721

4. 基于客户依赖度的稳健性分析。客户作为供应商收入与价值实现的源泉，其经营行为的外溢效应还取决于供应商对其依赖程度^{[7][8][11]}。供应商对客户依赖度越高，越会关注客户的风险与发展前景。客户股权集中引发的大股东代理问题对其价值与财务风险的不利影响，更易被供应商关注与感知，进而促使供应商减少关系专有资产投入。另外，供应商对客户依赖度越高，意味着客户议价能力越强。客户可能会凭借其较强的议价能力，对供应商进行“敲竹杠”，以抽取更高份额关系专有资产带来的“准租金”。客户的这种机会主义行为会抑制供应商进行关系专有资产投入的动机，进而强化客户股权集中对供应商关系专有资产投入的负向影响。因此，基于客户股权集中的“掏空效应”假说，则可预期：相比低客户依赖度的供应商，客户股权集中对高客户依赖度供应商关系专有资产投入的负向影响更为显著。以客户销售占比反映供应商对客户的依赖程度(*Rsaledep_{it-1}*)，按其中位数0.0458将样本划分为高依赖度组(*HRsaledep*)与低依赖度组(*LRsaledep*)，采用分组回归进行实证检验。由下表6 Panel A 可以看出，实证结果与预期完全一致，进一步支持客户股权集中度引发的“掏空效应”假说。

表 6 基于客户依赖度与行业特征的稳健性检验

变量	Panel A 客户依赖度特征				Panel B 行业特征			
	(1) <i>HRsaledep</i>	(2) <i>LRsaledep</i>	(3) <i>HRsaledep</i>	(4) <i>LRsaledep</i>	(5) <i>NEndur</i>	(6) <i>Endur</i>	(7) <i>NEndur</i>	(8) <i>Endur</i>
Cshaherf _{it-1}	-0.011 *** (-3.01)	-0.003 (-0.95)			-0.003 (-0.97)	-0.012 *** (-3.34)		
CTop1 _{it-1}			-0.011 *** (-2.77)	-0.001 (-0.41)			-0.001 (-0.46)	-0.010 *** (-2.96)
供应商特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
- cons	-0.018 (-0.78)	-0.030 (-1.40)	-0.016 (-0.67)	-0.030 (-1.40)	-0.014 (-0.68)	-0.064 *** (-3.99)	-0.014 (-0.67)	-0.061 *** (-3.83)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1824	1825	1824	1825	1533	2138	1533	2138
adj. R-sq	0.376	0.411	0.375	0.411	0.383	0.422	0.383	0.421

注：加入客户特征控制变量后重新进行回归检验，结果基本一致(下同)。

5. 基于行业特征的稳健性分析。Banerjee et al. (2008)^[27]指出，相比易耗品行业，耐用品行业往往需要投入更多的专有关系资产。因此，面临相同股权集中的客户，客户股权集中引发的大股东代理问题附加给耐用品企业的转移成本更高，关系专有资产投资的损失风险更大。因此，承继上述股权集中的“掏空效应”假说，预期：相比易耗品行业企业(供应商)，客户股权集中对耐用品行业企业(供应商)关系专有资产投入的负向影响更为显著。借鉴 Banerjee et al. (2008)的研究设计^[27]，将 C34 ~ C40 与 I63 ~ I65 划分为耐用品行业(*Endur*)，其他行业划为易耗品行业(*NEndur*)。

上表 6 Panel B 列示了相应的分组回归检验结果,与预期保持一致,继续支持假说 1b。

6. 其他相关的稳健性检验^①。首先,借鉴 Oliveira et al. (2017)^[22] 和 Kim et al. (2015)^[28] 的研究设计,通过将客户集中度这一解释变量与反映上市客户截面特征的控制变量,基于供应商向各上市客户的销售占比进行加权平均,对同年度同一供应商的多个客户进行合并,将样本转换成同年度供应商与客户一一对应的样本,重新进行回归检验,结果继续支持假说 1b。其次,客户股权集中度与供应商关系专有资产投入间的关系可能由二者处于同一行业内的样本导致的。例如,客户股权集中度引发的代理问题降低了客户竞争力,导致处于同一行业的供应商竞争压力变小,使得供应商研发投入减少。为此,我们将处于同一行业内的样本予以删除,基于剩余的 2695 个样本重新进行检验,结果保持稳定。第三,为了完全消除关联方销售行为对上述检验结果的影响,将存在关联交易(即 $Relpsale_{it-1}$ 不为 0)的样本删除,重新进行假说 1 检验,结论依然一致。第四,以无形资产与开发支出变化额来反映当期资本化研发支出金额,将资本化研发支出和费用化研发支出之和除以同期营业收入来计量供应商关系专有资产投入强度,重新进行检验,依然支持客户高股权集中引发的“掏空效应”假说。

五、基于影响机理的进一步分析

(一) 基于两权分离度的进一步分析

现有研究发现,大股东的掏空行为动机依赖于其控制权与现金流权的偏离程度^[14]。鉴于此,承继上述研究思路,如果股权集中度上升引发大股东的“掏空效应”,那么这种“掏空效应”应在两权分离度高的公司表现得更为明显,即客户股权集中度对供应商关系专有资产投入的负向影响应在高两权分离度的客户公司样本中更为显著。为此,计算客户的控制权与现金流差额,即两权分离度。基于客户两权分离度均值(0.055)^②,将样本划分为低两权分离度样本($C-Lsep$)与高两权分离度样本($C-Hsep$),进行分组回归检验。由下表 7 Panel A 所示, $C-Hsep$ 组的 $Cshaherf_{it-1}$ (或 $CTop1_{it-1}$) 回归系数数值远小于 $C-Lsep$ 组子样本,且组间回归系数差异分析显示两者差异在 10% 水平内显著,与预期保持一致。

表 7 基于两权分离度与股权制衡度的多元回归检验

变量	Panel A 两权分离度				Panel B 股权制衡度			
	(1) C-Hsep	(2) C-Lsep	(3) C-Hsep	(4) C-Lsep	(5) C-Hequb	(6) C-Lequb	(7) C-Hequb	(8) C-Lequb
$Cshaherf_{it-1}$	-0.023 *** (-2.82)	-0.011 *** (-2.90)			-0.005 (-0.77)	-0.007 ** (-2.25)		
$CTop1_{it-1}$			-0.015 ** (-2.10)	-0.008 ** (-2.05)			-0.000 (-0.00)	-0.009 ** (-2.22)
供应商特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
- cons	0.034 (0.60)	-0.048 *** (-2.59)	0.040 (0.71)	-0.042 ** (-2.29)	0.0041 (0.15)	-0.018 (-0.99)	0.002 (0.09)	-0.015 (-0.85)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1117	2271	1117	2271	1840	1831	1840	1831
adj. R-sq	0.421	0.387	0.420	0.386	0.394	0.387	0.394	0.387

(二) 基于股权制衡度的进一步分析

现有研究还发现,当上市公司存在多个大股东时,这些大股东会相互监督,相互制衡,进而抑

① 感谢匿名审稿人的建议。限于篇幅,多元回归检验结果未予报告。

② 剔除缺失值后,总样本共有 3398 个,其中,1990 个样本两权分离度为 0。为此,以均值作为分组标准。

制第一大股东的掏空行为^{[4][29][30]}。鉴于此,承继假说 1b 的分析逻辑,本文预期:高股权制衡度有助于抑制股权集中引发的“掏空效应”,进而弱化客户股权集中度与供应商关系专有资产投入间的负向关系。借鉴陈德萍等(2011)^[5]与王化成等(2015)^[21]研究设计,以客户第 2~5 大股东持股比例之和除以第 1 大股东持股比例来计量其股权制衡度。基于客户股权制衡度的中位数(0.329),将样本划分为低股权制衡度子样本(*C-Lequb*)与高股权制衡度子样本(*C-Hequb*),进行分组回归检验,具体如表 7 Panel B 所示。回归结果与预期相一致,即当客户股权制衡度较高时,客户高股权集中度引发的大股东掏空能力受到限制,使得客户股权集中度与供应商关系专有资产投入间的负向关系不显著。

(三) 基于供应商议价能力的进一步分析

如果客户股权高度集中引发其大股东的掏空行为,进而影响供应商关系专有资产投资风险与价值时,这会激发供应商保护自身关系专有资产的动机。供应商可以通过交易契约中的具体条款设置,对客户大股东掏空行为施加影响与约束。基于渠道关系的权力理论,供应商对其客户施加影响的能力取决于其议价能力。为此,承继假说 1b 的逻辑分析,可预期:当供应商具有较强的议价能力时,对客户具有一定的治理作用,进而能够保护自身关系专有资产,表现为客户股权集中度对供应商关系专有资产投入的负向影响程度下降。借鉴王勇等(2016)^[31]研究设计,以近似的勒纳指数(*Lerner index*)—营业收入毛利率反映供应商议价能力,按照其中位数将样本划分为高议价能力(*H-Pow*)与低议价能力(*L-Pow*)供应商组。下表 8 Panel A 列示了相应的分组回归结果,与预期一致。

表 8 基于供应商议价能力与监督难度的多元回归检验

变量	Panel A 供应商议价能力				Panel B 供应商监督难度			
	(1) H-Pow	(2) L-Pow	(3) H-Pow	(4) L-Pow	(5) LDistan	(6) SDistan	(7) LDistan	(8) SDistan
<i>Cshaherf_{it-1}</i>	-0.008 (-1.50)	-0.015 *** (-3.85)			-0.019 *** (-3.70)	-0.001 (-0.22)		
<i>CTop1_{it-1}</i>			-0.003 (-0.72)	-0.012 *** (-3.19)			-0.016 *** (-3.17)	0.002 (0.30)
供应商/客户特征	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
- cons	-0.067 * (-1.68)	-0.004 (-0.25)	-0.063 (-1.60)	0.003 (0.20)	0.005 (0.15)	-0.042 * (-1.87)	0.013 (0.40)	-0.040 * (-1.81)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
N	1765	1771	1765	1771	1448	1427	1448	1427
adj. R-sq	0.425	0.202	0.424	0.199	0.367	0.427	0.366	0.427

(四) 基于供应商监督难度的进一步分析

供应商与客户间的地理距离增加会影响供应商收集客户信息的难度与成本^[32]。因此,随着供应商与客户地理距离的增加,双方间的信息不对称程度加剧,供应商监督客户的难度与成本上升,供应商愈加难以监督与约束客户大股东的代理行为,供应商关系专有资产投资面临的不确定性更高。鉴于此,承继假说 1b 的分析逻辑,预期:地理距离近的供应商可以一定程度上观察到客户股权集中引发的“掏空效应”,及时通过交易条款、法律等手段保护其关系专有资产,进而弱化客户股权集中度与供应商关系专有资产投入间的负向关系。借鉴 WIND 数据库获取客户与供应商注册地对应的地级市,运用 Leamer(1997)^[33]方法计算两地间距离,并以其中位数(768Km)将样本划分为近距离子样本(*SDistan*)与远距离子样本(*LDistan*)进行分组回归检验,结果如表 8 Panel B 所示,与预期相一致,进一步支持了客户股权集中度引发的“掏空效应”假说。

六、结论与启示

本文从供应商的视角,理论分析与实证考察客户股权集中度对供应商关系专有资产投入的影

响。基于手工收集的中国非金融类上市公司 2008 ~ 2017 年的前 5 大客户及其上市信息,通过上市公司(供应商)与其上市客户股权数据的匹配,研究发现客户股权集中度对供应商关系专有资产投入具有显著的负向影响,支持客户高股权集中引发的“掏空效应”假说。基于影响机理的实证研究发现,客户的两权分离度越高,股权制衡度越低,以及供应商议价能力越弱,地理距离越远,则客户高股权集中引发的“掏空”动机与能力越强,进而使得上述关系表现得更为显著。综上表明,随着客户股权集中度的上升,客户股东集中引发的“掏空效应”增强,供应商所感知的关系专有资产投资风险随之上升,进而减少关系专有资产投入。

市场经济环境下,企业关系专有资产的投入不仅构成整个供应链上下游企业竞争力的基础,而且成为供应链上下游企业超额收益的来源。因此,该研究发现具有重要的实践启示意义。对于供应商而言,需要强化自身对关系专有资产的保护能力,包括:降低自身对客户的单方依赖,努力形成权力对等、相互依赖的供应链关系,提升自身与客户间的议价能力;选择地理距离近的客户,确保及时获知客户的信息。对于客户而言,需要完善包括股权结构在内的公司治理结构,发挥公司治理结构的正向溢出效应,以获取供应商的互惠性行为。

参考文献:

- [1] Berle, A. A. and G. C. Means. The Modern Corporation and Private Property [M]. New York: Macmillan, 1932.
- [2] Williamson, O. E. Transaction-cost Economics: The Governance of Contractual Relations [J]. The Journal of Law & Economics, 1979, (22): 233 - 261.
- [3] Johnson, S, R. L. Porta, F. Lopez-De-Silanes et al. Tunneling [J]. American Economic Review, 2000, 90 (2): 22 - 27.
- [4] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 等. 中国上市公司治理结构的实证研究 [J]. 经济研究, 2005, (2): 81 - 91.
- [5] 陈德萍, 陈永圣. 股权集中度、股权制衡度与公司绩效关系研究——2007 - 2009 年中小企业板块的实证检验 [J]. 会计研究, 2011, (1): 40 - 45.
- [6] Bharath, S. T., S. Jayaraman, and V. Nagar. Exit as Governance: An Empirical Analysis [J]. Journal of Finance, 2013, 68(6): 2515 - 2547.
- [7] Hertz, M. G., M. S. Officer, and K. J. Rodgers. Inter-firm Linkages and the Wealth Effect of Financial Distress along the Supply Chain [J]. Journal of Financial Economics, 2008, 87(2): 374 - 387.
- [8] Kolay M., Lemmon M., Tashjian E. Spreading the Misery? Sources of Bankruptcy Spillover in the Supply Chain [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2016, 51(6): 1955 - 1990.
- [9] 王雄元, 高曦. 客户盈余公告对供应商具有传染效应吗? [J]. 中南财经政法大学学报, 2017, (3): 3 - 13.
- [10] Files, R., and U. G. Gurun. Lenders' Response to Restatements along the Supplier Chain [J]. Contemporary Accounting Research, 2018, 35(1): 464 - 493.
- [11] William C. Johnson, Jun-Koo Kang, Ronald W. Masulis, and Sangho Yi. Seasoned Equity Offerings and Customer-supplier Relationships [J]. Journal of Financial Intermediation, 2018, (33): 98 - 114.
- [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 - 153.
- [13] 彭旋, 王雄元. 客户股价崩盘风险对供应商具有传染效应吗? [J]. 财经研究, 2018, (2): 141 - 152.
- [14] Fan, J. P. H., and T. J. Wong. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia [J]. Journal of Accounting and Economics, 2002, 33(3): 401 - 425.
- [15] Lin, C., Y. Ma, P. Malatesta, et al. Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing [J]. Journal of Financial Economics, 2011, 99(1): 1 - 23.
- [16] Jiang G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling through Intercorporate Loans: The China experience [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 98(1): 1 - 20.
- [17] 唐跃军, 宋渊洋, 金立印, 等. 控股股东卷入、两权偏离与营销战略风格——基于第二类代理问题和终极控制权理论的视角 [J]. 管理世界, 2012, (2): 82 - 95.
- [18] 黎欢, 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.
- [19] Kale, J. R. and Husayn Shahrur. Corporate Capital Structure and the Characteristics of Supplier and Customer Markets [J]. Journal of Financial Economics, 2007, (83): 321 - 365.

- [20] Kale. J. R. , S. Kedia, and R. Williams. The Effect of CEO's Risk-Taking Incentives on Relationship-Specific Investments by Customers and Suppliers [Z]. Working paper, 2015.
- [21] 王化成, 曹丰, 叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险 [J]. 管理世界, 2015, (2): 45 - 57.
- [22] Oliveira, M. , P. R. Kadapakkam, and M. Beyhaghi. Effects of Customer Financial Distress on Supplier Capital Structure [J]. Journal of Corporate Finance, 2017, (42): 131 - 149.
- [23] Kartik Raman and Husayn Shahrur. Relationship-Specific Investments and Earnings Management: Evidence on Corporate Suppliers and Customers [J]. The Accounting Review, 2008, 83(4): 1041 - 1081.
- [24] Dass, N. , J. R. Kale, and V. Nanda. Trade Credit, Relationship-Specific Investment, and Product-Market Power [J]. Review of Finance, 2015, 19(5): 1867 - 1923.
- [25] Minnick K. , Raman K. , Management F. , et al. Board Composition and Relationship-Specific Investments by Customers and Suppliers [J]. Financial Management, 2017, 46(1): 203 - 239.
- [26] Kai W. Hui, S. Klasa, and P. E. Yeung. Corporate Suppliers and Customers and Accounting Conservatism [J]. Journal of Accounting & Economics, 2012, 52(1): 115 - 135.
- [27] Banerjee, S. , S. Dasgupta, and Y. Kim. Buyer-supplier Relationships and the Stakeholder Theory of Capital Structure [J]. the Journal of finance, 2008, (63): 2507 - 2552.
- [28] Kim J. B. , Song B. Y. , Yue Z. Earnings Performance of Major Customers and Bank Loan Contracting with Suppliers [J]. Journal of Banking & Finance, 2015, (59): 384 - 398.
- [29] Attig, N. , S. E. Ghoul, and O. Guedhami. Do Multiple Large Shareholders Play a Corporate Governance Role? Evidence from East Asia [J]. Journal of Financial Research, 2009, 32(4): 395 - 422.
- [30] 姜付秀, 蔡欣妮, 朱冰. 多个大股东与股价崩盘风险 [J]. 会计研究, 2018, (1): 68 - 74.
- [31] 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, (1): 83 - 91.
- [32] Chakrabarti, A. , and W. Mitchell. The Persistent Effect of Geographic Distance in Acquisition Target Selection [J]. Organization Science, 2013, 24(6): 1805 - 1826.
- [33] Leamer, E. E. Access to Western Markets, and Eastern Effort Levels [J]. Lessons from the Economic Transition, 1997: 503 - 526.

Customer Ownership Concentration and Supplier Relationship-specific Assets Investment ——Empirical Evidence from Key Customers of Listed Companies

WANG Yong

(School of Economics and Management, China University of Petroleum (East China), Qingdao 266580, China)

Abstract: From the perspective of the supplier, this paper matches the data of listed companies and their listed customers, examines the impact of listed customers' ownership concentration on the relationship-specific assets investment of the supplier corporation. It is found that the relationship-specific assets investment level of the supplier corporation decreases significantly with the increase of the customer ownership concentration. Further analysis shows that the above impact becomes more significant when the customers have a higher separation rate between the control right and the cash flow right and a lower degree of equity checks and balances, and when the suppliers have a lower bargaining power and greater difficulty in supervision caused by geographical distance. The above findings indicate that customers' ownership concentration has caused its major shareholders' agency problem (tunneling effect) and has led supplier corporations to reduce their relationship-specific assets investment.

Key words: Key Customer; Ownership Concentration; Agency Problem; Relationship-specific Assets; Supply Chain Linkage

(责任编辑: 赵 婧)