

供应链关系集中度与企业财务策略的关系研究

秦建文(博士生导师), 关欣

【摘要】 基于我国2001~2015年A股非金融类上市公司数据, 研究公司供应链关系集中度与企业财务策略之间的关系。研究发现: 相比于供应链关系集中度较低的公司, 供应链关系集中度较高的公司财务杠杆率较低, 现金持有水平较高。研究表明, 公司供应链关系集中度越高, 公司经营风险越大, 公司越倾向于采取低杠杆率和高现金持有水平的财务策略以降低公司财务风险, 平衡公司总风险。由此说明, 公司经营风险的管理策略和财务风险的管理策略之间存在着替代关系。

【关键词】 供应链关系; 财务策略; 经营风险; 财务风险

【中图分类号】 F832.5

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2019)09-0017-9

一、引言

低杠杆率和高现金持有水平是重要的财务策略, 具有风险管理的作用, 能够帮助公司应对环境的不确定性, 降低公司财务风险, 增强公司的竞争优势。供应链关系集中既有收益效应又有风险效应, 供应链关系集中度越高, 潜在的经营风险越大^[1]。而经营风险与财务风险逆向搭配是企业经营中的一项战略性原则, 那么经营风险的管理策略与财务风险的管理策略之间是否存在替代关系? 公司供应链关系集中度的变化是否会影响公司财务策略? 公司是否会采取低风险的财务策略去调节较高的供应链关系集中度所带来的经营风险? 这些是十分重要且有待探究的问题。

供应链关系是企业的重要战略资源。供应链关系交易是指企业与上、下游具有战略合作关系的关键客户之间的商业关系贸易往来, 其中包含下游的客户关系和上游的供应商关系。供应链关系集中具有收益效应, 企业将客户集中为几个关键大客户将有利于企业估计未来销售状况, 提高企业库存管理能力, 减少库存成本、行政成本^[2]。供应链关系集中有利于供应链整合和价值信息共享, 可以提供未来

收入的隐性保障。Johnson等^[3]研究发现, 相比于客户群较为分散的公司, 具有较高客户集中度的公司具有较高的IPO估值和更好的长期绩效。Emshwiller^[4]研究发现, 美国企业在选择贸易伙伴时不仅基于价格因素, 还趋向于选择一小部分关键贸易伙伴, 而这种较高集中度的供应商—客户关系有助于企业与供应商维持长久的合作关系, 促进团队合作, 推动创新, 提高产品质量。较高的供应商集中度有利于供应商与企业间的交易关系稳定, 可以帮助企业合理安排存货采购数量, 提高存货管理效率, 同时还能提高存货质量, 保证企业长期业绩的稳定。企业的供应商集中度越高, 企业与供应商的关系质量越高, 供应商给企业提供的内部信息就越多, 越有利于企业安排生产、进行投资, 从而降低企业的交易成本和管理费用。

然而, 当供应链关系过于集中时, 也会引发潜在的经营风险。企业供应链关系中的上游供应商和下游客户是重要的利益相关者, 企业破产会增加其财务利益相关者的风险。Titman^[5]提出了一种买方和供应商通过对特定关系资产进行投资而成为彼此利益相关者的模型, 由于特定关系资产投资于特定情况中, 如果供应商陷入财务困境, 特定关系资产就

【基金项目】 广西研究生教育创新计划资助项目(项目编号: YCSW2018011)

会失去价值。若企业的供应商破产,由于大部分购买了耐用品的客户需要企业提供长时期的售后服务或备件,会增加客户企业的风险,尤其是对具有较高供应商集中度的企业来说,这种联动经营风险更强。若企业的关键客户破产,不仅会使供应商失去大部分的市场份额,还会产生大量坏账,这无疑会对企业造成严重的流动性冲击,增加其资金链断裂风险。因此,供应链关系集中度是一把双刃剑,较高的客户集中度和供应商集中度能够为企业带来收益,同时也会带来一定的经营风险。企业在享受供应链关系集中所带来收益的同时,必然会面临着企业经营风险的增加。

企业风险主要是由经营风险和财务风险构成,低杠杆率和高现金持有是降低企业财务风险的重要策略。在保持低杠杆水平方面,曾爱民等^[6]认为,保守的负债可以增强企业财务柔性,降低企业财务风险,进而有助于应对宏观环境的不利冲击。同时,有研究发现,企业持有高额现金在抵御宏观经济波动^[7]、降低产品市场竞争的掠夺性风险^[8]、缓解企业融资约束^[9]等方面能够发挥风险管理工具的作用。低杠杆率和高现金持有有利于企业及时获取并调用财务资源,更好地避免不利冲击,降低企业财务风险。

本文试图验证当公司为保持供应链关系集中所带来的收益时,随着经营风险的提高,公司是否会为了平衡总风险,降低企业的财务风险,采取低杠杆率和高现金持有的财务策略,进而验证经营风险的管理策略和财务风险的管理策略之间是否存在替代关系。利用我国2001~2015年A股非金融行业上市公司数据,研究供应链关系集中度对公司财务策略选择的影响,以及公司经营风险的管理策略和财务风险的管理策略之间是否存在替代效应。

本文的主要贡献在于:①丰富了供应链关系方面的文献。以往的文献主要关注于供应链关系的质量、供应链关系的治理,以及供应链关系对银行贷款、IPO公司业绩的影响等,较少有文献研究供应链关系对企业财务策略的影响,本文试图在这一方面进行拓展补充。②丰富了公司资本结构和现金持有方面的文献。以往的文献主要关注于现金持有水平和融资约束、经济政策不确定性的关系,以及企业资本结构决策和货币政策、管理者特征、市场化进程的关系,较少有文献从供应链关系角度讨论公司的资本结构决策和现金持有水平,本文将进一步拓展该领域的研究。③有助于公司根据供应链关系选择恰当

的财务策略,丰富公司财务策略选择方面的研究,也为公司风险管理策略的选择提供有益思考。

二、理论分析与研究假设

供应链关系中的客户和供应商是企业重要的利益相关者,对企业的经营活动和生存发展有着重要的影响。供应链关系集中度是一把双刃剑:一方面,企业供应链关系集中度具有客户收益效应,能够发挥关键客户和供应商的积极作用,有利于供应链整合和价值信息共享,可以提供未来收入的隐性保障,减少公司收益率波动;另一方面,企业供应链关系集中度具有客户风险效应,当企业供应链关系集中度较高时,企业过度依赖关键客户和关键供应商,会产生较大的经营风险^[1]。

客户集中度对企业经营风险的影响主要体现在以下三个方面:第一,客户集中度高的企业,一旦关键客户陷入财务困境或是破产,将会产生联动效应,导致企业资金链断裂。第二,客户集中度高的企业,与关键客户交易的销售总额占总销售收入的比例较大,若企业的关键客户转向其他供应商,企业可能会面临一次性损失大部分销售额的风险,易造成坏账,从而削弱其财务健康状况,提高潜在的经营风险和财务风险。第三,企业和客户议价能力的大小在一定程度上决定了当交易关系终止时企业面临的转换成本和沉没成本的大小。相对于客户来说,客户集中度高的企业作为供应商投资额较大,供应商—客户关系一旦结束,将会造成特定关系投资转化成大量的沉没成本,增加了供应商企业的经营风险。

供应商集中度对企业经营风险的影响主要体现在以下两个方面:第一,处于企业上游的供应商是企业生产经营的源头,企业的供应商集中度越高,供应商的议价能力越强,企业容易处于被动的买方市场。若供应商联合起来哄抬物价,企业进货价格及数量都将受到影响,最终造成经营风险。第二,企业供应商集中度较高的情况下,一旦供应商自身经营陷入危机或因非正常因素导致无法继续供应原材料时,公司会因短时间内无法找到替代的供应商而使自身经营受到不利影响,甚至造成经营风险。

综上所述,供应链关系过于集中会增加企业潜在的经营风险和财务风险。根据财务柔性理论,当企业面临较强的潜在风险或是不利事件冲击时,具有较强财务柔性的企业能够更好地利用储备现金柔性和储备债务融资柔性,增强公司调用资源的能力。这

不仅能够免于陷入财务困境,还能增强企业应对突发事件的能力。因此,当企业的供应链集中度较高时,企业会面临较强的经营不确定性和较大的经营风险,企业更倾向于选择保守的财务柔性策略,以便对非预期投资机会和不利冲击作出灵活应对,降低企业财务风险,更好地实现企业价值最大化目标。同时,企业选择较高财务柔性的财务决策能够向客户和供应商传递自身财务状况良好的积极信号。企业为维持稳定的供应链关系,减少客户和供应商对合作风险的担忧,降低供应链关系断裂的可能性,企业会更有动力采取保守的财务柔性策略,以显示良好的企业财务状况。

企业经营所需资金主要来源于外源资金和内源资金,高财务柔性的财务策略包含解决外源资金的资本结构的财务柔性策略和解决内源资金的现金持有的财务柔性策略^[6]。企业的储备负债能力是其财务柔性的重要来源。企业保持低杠杆能够为其预存未使用的借贷实力,为后期以低成本筹集所需资金提供空间,以应对未来出现的投资机会和不确定时间造成的风险,增强抵御未来不确定性风险的能力。采取低杠杆率的公司能够保留未来通过提高杠杆比率为投资或增长机会筹集资金的能力,储存了负债融资能力,以备企业在未来面临不利冲击和有利投资机遇时,能低成本地筹集所需资金,降低公司的财务风险。因此,当企业供应链关系集中度较高时,企业为保证未来债务融资的可持续性和稳定性,会在当前选择低杠杆的财务柔性策略,以应对供应链关系集中带来的潜在风险。据此,本文提出第一个研究假设:

H1: 在其他条件相同的前提下,供应链关系集中度越高,公司的杠杆率越低。

现金持有决策是企业重要的财务决策之一,企业保持高现金持有水平也是其获取财务柔性的主要渠道。充裕的现金持有水平具有风险管理功能,有助于抵御企业经营不确定性和市场经营风险的冲击,避免陷入“下午”困境^[10]。Myers、Majluf^[11]提出的融资优序理论认为,公司持有大量现金能够高柔性、低成本地为自身提供所需资金。Haushalter等^[12]发现,产品的市场竞争越激烈,企业被兼并的风险就越大,企业现金持有水平越高。Ferreira、Vilela^[13]认为,当不确定性事件发生时,企业所持现金可满足其突发性资金需求,故而可以在一定程度上降低企业陷入财务困境的概率,或者保证企业在融资约束下仍能

坚持其财务政策稳定性,从而增加企业价值。杨兴全等^[14]研究发现,企业保持较高的现金持有水平有助于保障企业在市场竞争中的地位,提高应对经营风险的能力。当市场竞争更激烈以及企业经营风险更突出时,企业现金持有的动机更加强烈。因此,相比于供应链关系集中度较低的企业,供应链集中度较高企业出于预防性动机考虑,会储备现金柔性,以应对供应链关系集中带来的潜在风险。据此,本文提出第二个研究假设:

H2: 在其他条件相同的前提下,供应链关系集中度越高,公司的现金持有水平越高。

三、研究设计

(一)模型设计及变量定义

为检验供应链关系集中度与包含杠杆率和现金持有的企业财务策略的关系,本文构建的回归模型如下:

$$\text{Lev}=\alpha_0+\alpha_1\text{supply_chain}+\alpha_2\text{controls}+\varepsilon \quad (1)$$

$$\text{Cashrate}=\alpha_0+\alpha_1\text{supply_chain}+\alpha_2\text{controls}+\varepsilon \quad (2)$$

供应链关系集中度(Supply_chain)分为客户集中度(Cc)和供应商集中度(Sc),本文用上市公司年报中披露的前五大供应商采购的总金额占全年采购总额的比例来度量公司的供应商集中度(Sc);用年报中披露的前五大客户的销售总金额占全年销售总额的比例来度量公司的客户集中度(Cc)。现有文献多用该指标来反映供应链关系集中情况,也是反映公司与供应商或客户间关系亲疏度的指标。

模型(1)用于检验供应链关系集中度与企业杠杆率的关系,模型(2)用于检验供应链关系集中度与企业现金持有的关系。现金持有比例(Cashrate)是用货币资金加上交易性金融资产(短期投资)除以总资产计算得出。本文参考姜付秀等^[15]的文献,在模型(1)中控制了影响公司杠杆率(Lev)的多个变量:股权性质(Soe)、企业规模(Lnsize)、固定资产占比(Fata)、资产收益率(Roa)、账面市值比(Mb)、固定资产折旧比(Deprate)。本文参考张会丽等^[8]的文献,在模型(2)中控制了影响公司现金持有水平的变量:企业规模(Lnsize)、资产收益率(Roa)、账面市值比(Mb)、资本支出比例(Capxrate)、税息折旧及摊销前利润(Ebitda)、现金流(Flowrate)。另外,为避免行业和年度异质性可能带来的影响,本文还控制了行业和年度。其中,行业分类选用证监会2012年行业分类代码的第一位。

(二) 样本选取及数据来源

本文选取2001~2015年A股上市公司为初始样本,并进行以下筛选:①由于金融行业比较特殊,本文剔除金融行业公司数据;②剔除未详细披露前五大客户销售占比的年度数据;③剔除未详细披露前五大供应商交易额占比的年度数据。数据均来自于CSMAR数据库,为避免极端值的影响,本文对所有连续变量进行了上下1%的Winsorize处理。

(三) 描述性统计

表1列示了主要变量的描述性统计结果。结果显示,客户集中度最小值为0.014,最大值为0.973,标准差为0.221,说明不同公司的客户集中度的差距较大。供应商集中度最小值接近为0,最大值接近为1,标准差为0.216,说明不同公司的供应商集中度差距较大。杠杆率的均值为19.6%,即50%以上的企业杠杆率大于18.6%。公司现金持有比例均值为19.1%,标准差为0.153,说明不同公司间现金持有比例的差距较大。公司企业规模的均值为21.648,标准差为1.280,说明样本公司间的总资产规模差距不大。样本公司中半数以上为国有企业。

四、实证结果及分析

(一) 供应链关系集中度与公司杠杆率

表2列示了供应链关系集中度与杠杆率的回归结果。其中,第(1)~(4)列是客户集中度与杠杆率的回归结果,被解释变量为企业杠杆率(Lev),主解释变量为客户集中度(Cc),采取OLS回归分析方法。由回归结果可知,第(1)列的客户集中度的系数为-0.015,且在1%的显著性水平上显著,说明客户

集中度与企业杠杆率呈显著负相关关系,即客户集中度越高,企业杠杆率越低。就控制变量而言,股权性质、企业规模、固定资产占比、账面市值比和固定资产折旧比与杠杆率呈显著正相关,资产收益率与杠杆率呈显著负相关,该结果与现有文献研究结果相同。为保证结果的稳健性,第(2)列是在第(1)列的基础上经过公司层面的cluster处理后的结果,结果与第(1)列一致。第(3)列和第(4)列是采用了公司层面的固定效应后的回归结果,以及经过公司层面的cluster调整后的结果,结果显示与第(1)列一致,且负相关的程度有所增加。

第(5)~(8)列是供应商集中度与杠杆率的回归结果,被解释变量为公司杠杆率(Lev),主解释变量为供应商集中度(Sc),采取OLS回归分析方法。由回归结果可知,第(5)列的供应商集中度的系数为-0.010,且在1%的显著性水平上显著,说明供应商集中度与公司杠杆率呈显著负相关关系,即供应商集中度越高,公司杠杆率越低。就控制变量而言,股权性质、企业规模、固定资产占比、账面市值比与杠杆率呈显著正相关,资产收益率与杠杆率呈显著负相关,该结果与现有文献研究结果基本相同。为保证结果的稳健性,第(6)列是在第(5)列的基础上经过公司层面的cluster调整后的结果,结果与第(5)列一致。第(7)列和第(8)列是采用了公司层面的固定效应后的回归结果,以及经过公司层面的cluster调整后的结果,结果显示与第(5)列一致,但负相关的程度有所降低。

综上可知,当供应链关系集中度越高,公司的杠杆率越低,验证了H1。

表1 主要变量的描述性统计

变量	N	Mean	Std.dev	Min	25th Pctl.	50th Pctl.	75th Pctl.	Max
Lev	15904	0.196	0.117	0.012	0.095	0.186	0.290	0.437
Cashrate	15904	0.191	0.153	0.000	0.085	0.147	0.251	0.999
Cc	15904	0.307	0.221	0.014	0.140	0.246	0.420	0.973
Sc	15904	0.364	0.216	0.000	0.200	0.319	0.491	1.000
Lnsz	15904	21.648	1.280	18.838	20.778	21.502	22.333	26.414
Roa	15904	0.033	0.072	-0.352	0.012	0.035	0.064	0.209
Mb	15904	0.955	0.869	0.085	0.388	0.681	1.215	5.513
Deprate	15904	0.022	0.016	0.001	0.010	0.019	0.031	0.076
Soe	15904	0.503	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Capxrate	15904	0.057	0.056	0.000	0.016	0.040	0.080	0.270
Flowrate	15904	0.181	0.153	0.007	0.073	0.133	0.239	0.734
Ebitda	15904	5.84E+08	1.57E+09	-3.61E+08	6.56E+07	1.63E+08	4.31E+08	1.30E+10

表 2

供应链关系集中度与公司杠杆率

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ols	cluster	固定效应	固定效应 cluster	ols	cluster	固定效应	固定效应 cluster
	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev
Cc	-0.015*** (-8.085)	-0.015*** (-4.035)	-0.018*** (-7.684)	-0.018*** (-4.314)				
Sc					-0.010*** (-4.363)	-0.010** (-2.393)	-0.006** (-2.118)	-0.006 (-1.378)
Soe	0.009*** (9.661)	0.009*** (4.512)	-0.001 (-0.705)	-0.001 (-0.345)	0.007*** (6.930)	0.007*** (3.728)	0.002 (0.951)	0.002 (0.488)
Lnsiz	0.023*** (50.927)	0.023*** (22.813)	0.037*** (51.994)	0.037*** (24.399)	0.023*** (40.521)	0.023*** (21.194)	0.035*** (37.573)	0.035*** (19.074)
Fata	0.029*** (7.428)	0.029*** (3.612)	0.052*** (12.989)	0.052*** (7.166)	0.031*** (6.391)	0.031*** (3.742)	0.060*** (11.338)	0.060*** (7.006)
Roa	-0.391*** (-61.630)	-0.391*** (-34.001)	-0.272*** (-50.738)	-0.272*** (-25.855)	-0.383*** (-48.457)	-0.383*** (-28.413)	-0.277*** (-38.063)	-0.277*** (-19.605)
Mb	0.076*** (115.675)	0.076*** (35.046)	0.058*** (95.383)	0.058*** (33.103)	0.079*** (96.505)	0.079*** (32.292)	0.061*** (75.481)	0.061*** (28.842)
Deprate	0.025 (0.603)	0.025 (0.279)	-0.152*** (-3.462)	-0.152* (-1.814)	-0.049 (-0.978)	-0.049 (-0.531)	-0.183*** (-3.235)	-0.183* (-1.817)
Constant	-0.390*** (-16.031)	-0.390*** (-18.908)	-0.669*** (-16.191)	-0.669*** (-18.564)	-0.429*** (-21.821)	-0.429*** (-16.696)	-0.720*** (-26.273)	-0.720*** (-13.290)
N	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904
R-squared	0.779	0.779	0.657	0.703	0.793	0.793	0.631	0.707
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

注:括号内为t值,*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平上显著,下同。

(二)供应链关系集中度与现金持有比例

表3列示了供应链关系集中度与现金持有比例的回归结果。其中,第(1)~(4)列是客户集中度与现金持有比例的回归结果,被解释变量为现金持有比例(Cashrate),主解释变量为客户集中度(Cc),采取OLS回归分析方法。由回归结果可知,第(1)列的客户集中度的系数为0.007,且在1%的显著性水平上显著,说明客户集中度与企业杠杆率呈显著正相关关系,即客户集中度越高,企业现金持有比例越高。就控制变量而言,企业规模、资产收益率、账面市值比和现金流比率与现金持有比例显著正相关,该结果与现有文献研究结果基本相同。为保证结果的稳健性,第(2)列是在第(1)列的基础上经过公司层面的cluster调整后的结果,结果与第(1)列一致。第(3)列和第(4)列是采用了公司层面固定效应后的回归结果,以及经过公司层面的cluster调整后的结果,结果显示与第(1)列一致,且正相关的程度有所增加。

第(5)~(8)列是供应商集中度与现金持有比例的回归结果,被解释变量为现金持有比例(Cash-

rate),主解释变量为供应商集中度(Sc),采取OLS回归分析方法。由回归结果可知,第(5)列的供应商集中度的系数为0.015,且在1%的显著性水平上显著,说明供应商集中度与公司现金持有比例呈显著正相关关系,即供应商集中度越高,公司现金持有比例越高。企业规模、资产收益率、账面市值比和现金流比率与现金持有比例显著正相关,该结果与现有文献研究结果基本相同。为保证结果的稳健性,第(6)列是在第(5)列的基础上经过公司层面的cluster调整后的结果,结果与第(5)列一致。第(7)列和第(8)列是采用了公司层面的固定效应后的回归结果,以及经过公司层面的cluster调整后的结果,结果显示与第(5)列一致,但正相关的程度有所降低。

综上所述,当供应链关系集中度越高,公司的现金持有比例越高,验证了H2。

五、稳健性检验与进一步分析

(一)重构供应链关系集中度的变量

为了保证模型的稳健性和结果的可靠性,本文

表 3

供应链关系集中度与公司现金持有比例

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ols	cluster	固定效应	固定效应 cluster	ols	cluster	固定效应	固定效应 cluster
	Cashrate	Cashrate	Cashrate	Cashrate	Cashrate	Cashrate	Cashrate	Cashrate
Cc	0.007*** (3.418)	0.007* (1.711)	0.011*** (3.338)	0.011** (2.087)				
Sc					0.015*** (5.367)	0.015*** (3.184)	0.009** (2.114)	0.009* (1.943)
Lnsiz	0.002*** (3.310)	0.002* (1.843)	0.008*** (7.614)	0.008*** (4.837)	0.002*** (2.680)	0.002* (1.746)	0.007*** (4.849)	0.007*** (3.272)
Roa	0.038*** (4.940)	0.038*** (3.285)	0.012 (1.620)	0.012 (1.373)	0.037*** (3.659)	0.037*** (2.628)	0.026** (2.418)	0.026 (1.545)
Mb	0.003*** (3.996)	0.003** (2.265)	0.003*** (4.020)	0.003*** (2.578)	0.004*** (4.007)	0.004** (2.279)	0.004*** (3.102)	0.004* (1.703)
Capxrate	-0.050*** (-5.979)	-0.050*** (-4.554)	-0.053*** (-6.337)	-0.053*** (-4.850)	-0.055*** (-5.055)	-0.055*** (-4.126)	-0.060*** (-5.144)	-0.060*** (-4.059)
Flowrate	0.964*** (303.253)	0.964*** (172.358)	0.959*** (269.871)	0.959*** (155.190)	0.959*** (227.896)	0.959*** (141.563)	0.949*** (188.788)	0.949*** (121.695)
Ebitda	-0.000*** (-12.661)	-0.000*** (-6.388)	-0.000*** (-4.234)	-0.000*** (-2.813)	-0.000*** (-8.322)	-0.000*** (-5.645)	-0.000*** (-3.554)	-0.000*** (-2.702)
Constant	0.043 (1.430)	0.043 (1.253)	-0.170*** (-3.571)	-0.170*** (-3.295)	-0.019 (-0.327)	-0.019 (-0.722)	-0.065 (-1.451)	-0.065 (-1.350)
N	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904
R-squared	0.891	0.891	0.850	0.875	0.886	0.886	0.821	0.869
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

采用变量重构法对模型进行稳健性检验。根据现有文献,本文利用 Ccfirst、Cctthree、Cchhi、Cc50 来反映客户集中度,用 Scfirst、Sctthree、Schhi、Sc50 来反映供应商集中度。其中,Ccfirst 是用上市公司年报中披露的第一大客户的销售金额占全年销售总额的比例来反映客户集中度;Cctthree 是用上市公司年报中披露的前三大客户的销售总金额占全年销售总额的比例来反映客户集中度;Cchhi 为客户集中度的赫芬达尔指数,是用上市公司年报中披露的前三大客户的销售金额分别占全年销售总额的比例进行平方求和;Cc50 是反映客户集中度高低的虚拟变量,当公司年报中披露的公司第一大客户的销售额占总销售额的比例超过 50% 时为 1,表示客户集中度高,反之为 0,表示客户集中度低。同样的,Scfirst 是用上市公司年报中披露的第一大供应商采购的总金额占全年采购总额的比例来反映供应商集中度;Sctthree 是用上市公司年报中披露的前三大供应商采购的总金额占全年采购总额的比例来反映供应商集中度;Schhi 为供应商集中度的赫芬达尔指数,是用上市公司年报中披露的前三大供应商的采购金额分别占全年采

购总额的比例进行平方求和;Sc50 是反映供应商集中度高低的虚拟变量,当公司年报中披露的公司第一大供应商的采购额占总采购额的比例超过 50% 时为 1,表示供应商集中度高,反之为 0,表示供应商集中度低。

表 4 为供应链关系集中度与企业杠杆率的稳健性检验。结果显示,Ccfirst 的系数为 -0.017,Cctthree 的系数为 -0.012,Cchhi 的系数为 -0.028,Cc50 的系数为 -0.010,且全部在 1% 的显著性水平上显著,说明客户集中度与公司杠杆率呈显著负相关关系,即客户集中度越高,公司杠杆率越低。Scfirst 的系数为 -0.014,Sctthree 的系数为 -0.007,Schhi 的系数为 -0.022,Sc50 的系数为 -0.002,且在 1% 和 5% 的显著性水平上显著,说明供应商集中度与公司杠杆率呈显著负相关关系,即供应商集中度越高,公司杠杆率越低。

结果基本与原回归结果一致,即供应链关系集中度越高,杠杆率越低,再次验证了 H1。

供应链关系集中度与公司现金持有比例的稳健性检验结果显示(由于篇幅限制,表格在此省略),

表 4

供应链关系集中度与公司杠杆率的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev	Lev
Ccfirst	-0.017*** (-4.678)							
Cctthree		-0.012*** (-4.274)						
Cchhi			-0.028*** (-5.612)					
Cc50				-0.010*** (-9.124)				
Scfirst					-0.014*** (-2.914)			
Sctthree						-0.007** (-2.007)		
Schhi							-0.022*** (-3.264)	
Sc50								-0.002** (-2.180)
Soe	0.014*** (11.674)	0.014*** (11.653)	0.014*** (11.616)	0.009*** (9.590)	0.013*** (8.229)	0.013*** (8.207)	0.013*** (8.239)	0.007*** (6.946)
Lnsiz	0.027*** (44.212)	0.027*** (43.883)	0.027*** (44.301)	0.023*** (51.640)	0.030*** (35.242)	0.030*** (35.084)	0.030*** (35.278)	0.023*** (41.375)
Fata	0.025*** (4.372)	0.025*** (4.354)	0.025*** (4.426)	0.029*** (7.454)	0.019** (2.446)	0.018** (2.404)	0.018** (2.428)	0.031*** (6.381)
Roa	-0.413*** (-43.922)	-0.414*** (-43.913)	-0.413*** (-43.943)	-0.390*** (-61.549)	-0.411*** (-32.736)	-0.412*** (-32.728)	-0.412*** (-32.774)	-0.382*** (-48.348)
Mb	0.069*** (75.998)	0.069*** (75.958)	0.070*** (76.089)	0.076*** (115.767)	0.072*** (57.590)	0.072*** (57.568)	0.072*** (57.583)	0.079*** (96.512)
Deprate	0.290*** (4.982)	0.287*** (4.936)	0.292*** (5.031)	0.027 (0.661)	0.269*** (3.525)	0.272*** (3.562)	0.268*** (3.513)	-0.054 (-1.067)
Constant	-0.428*** (-14.548)	-0.426*** (-14.453)	-0.429*** (-14.579)	-0.396*** (-16.307)	-0.477*** (-14.955)	-0.500*** (-15.583)	-0.476*** (-14.950)	-0.439*** (-22.531)
N	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904
R-squared	0.781	0.781	0.781	0.779	0.801	0.801	0.801	0.793
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

Ccfirst的系数为0.006, Cctthree的系数为0.008, Cchhi的系数为0.003, Cc50的系数为0.003, 且全部在1%的显著性水平上显著, 说明客户集中度与公司现金持有比例呈显著正相关关系, 即客户集中度越高, 公司现金持有水平越高。Scfirst的系数为0.023, Sctthree的系数为0.018, Schhi的系数为0.032, Sc50的系数为0.005, 且在1%的显著性水平上显著, 说明供应商集中度与公司现金持有比例呈显著正相关关系, 即供应商集中度越高, 公司现金持有水平越高。

结果基本与原回归结果一致, 即供应链关系集中度越高, 现金持有水平越高, 再次验证了H2。

(二) 经营风险管理策略和财务风险管理策略的替代效应

上述回归结果已检验供应链关系集中度与公司杠杆率显著负相关, 与公司现金持有水平呈显著的正相关关系, 说明当公司供应链关系集中度较高时公司经营风险增加, 其会选择低杠杆和高现金持有的财务策略, 进而降低了公司的财务风险, 由此进一步说明, 经营风险管理策略和财务风险管理策略具有替代效应。

为进一步验证经营风险管理策略和财务风险管理策略的替代效应, 本文采用公司多元化经营战略

表 5

多元化经营与企业杠杆率、现金持有比例回归

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	ols	cluster	ols	cluster	ols	cluster	ols	cluster
	Lev	Lev	Lev	Lev	Cashrate	Cashrate	Cashrate	Cashrate
Crossind	0.002*** (9.695)	0.002*** (5.970)			-0.001** (-2.446)	-0.001* (-1.789)		
Dcrossind			0.009*** (9.194)	0.009*** (5.386)			-0.002** (-2.461)	-0.002 (-1.522)
Soe	0.009*** (10.054)	0.009*** (4.562)	0.008*** (9.986)	0.008*** (4.528)				
Lnsiz	0.022*** (52.531)	0.022*** (22.024)	0.022*** (52.825)	0.022*** (22.064)	0.002*** (4.116)	0.002** (2.335)	0.002*** (4.078)	0.002** (2.335)
Fata	0.024*** (6.733)	0.024*** (2.976)	0.025*** (6.866)	0.025*** (3.035)				
Roa	-0.368*** (-62.296)	-0.368*** (-33.458)	-0.367*** (-62.050)	-0.367*** (-33.321)	0.036*** (5.210)	0.036*** (3.476)	0.035*** (5.197)	0.035*** (3.473)
Mb	0.077*** (123.719)	0.077*** (36.354)	0.077*** (124.078)	0.077*** (36.460)	0.002*** (3.575)	0.002** (1.991)	0.002*** (3.529)	0.002** (1.973)
Deprate	0.066* (1.723)	0.066 (0.751)	0.066* (1.708)	0.066 (0.743)				
Capxrate					-0.052*** (-6.759)	-0.052*** (-4.943)	-0.053*** (-6.848)	-0.053*** (-5.073)
Flowrate					0.965*** (325.178)	0.965*** (188.832)	0.965*** (324.497)	0.965*** (188.888)
Ebitda					-0.000*** (-13.963)	-0.000*** (-6.898)	-0.000*** (-13.956)	-0.000*** (-6.926)
Constant	-0.325*** (-11.246)	-0.325*** (-16.775)	-0.330*** (-11.431)	-0.330*** (-17.115)	-0.013 (-0.339)	-0.013 (-0.572)	-0.013 (-0.315)	-0.013 (-0.531)
N	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904	15904
R-squared	0.777	0.777	0.777	0.777	0.892	0.892	0.892	0.892
行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制

来反映公司的经营风险策略,试图验证当公司采取多元化经营且多元化经营程度越高时,公司的经营风险越小,则公司会采取高杠杆和低现金持有的财务风险管理策略,提高公司的财务风险以获得风险收益。

表 5 所列表的是公司多元化经营与公司杠杆率、现金持有比例的回归结果。其中第(1)~(4)列是多元化经营与公司杠杆的回归结果。第(1)、(2)列的主解释变量为 Crossind,是公司跨行业经营的行业个数,系数为 0.002,且在 1%的显著性水平上显著,第(2)列是在第(1)列的基础上经过公司层面的 cluster 调整后的结果,结果与第(1)列一致。这说明跨行业经营的行业数与公司杠杆率呈显著正相关关系,即公司多元化经营程度越高,公司杠杆率越高。第(3)、(4)列的主解释变量 Dcrossind 是公司是否跨行

业经营的虚拟变量,公司跨行业经营时为 1,否则为 0。结果显示其系数为 0.009,且在 1%的显著性水平上显著,第(4)列是在第(3)列的基础上经过公司层面的 cluster 调整后的结果,结果与第(3)列一致。这说明相比于非跨行业经营的公司,公司跨行业经营时杠杆率更高。第(5)~(8)列是公司多元化经营与公司现金持有的回归结果,主解释变量为跨行业经营的行业个数和是否跨行业经营,结果显示跨行业经营程度与现金持有呈显著负相关关系,跨行业经营的公司相比于非跨行业经营的公司,现金持有比例更低。

综上所述,当公司采取多元化经营且多元化经营程度越高时,公司的经营风险越小,则公司会采取高杠杆和低现金持有的财务策略,提升公司财务风险以获得风险收益。结合全部回归结果可以看出,公

司的经营风险管理策略和财务风险管理策略之间存在着替代关系,当公司的经营风险较大时,其会降低财务风险以平衡总风险。

六、研究结论

本文利用我国2001~2015年A股非金融上市公司的数据研究公司供应链关系集中度和财务策略之间的关系。研究发现:公司的供应链关系集中度越高,公司的财务杠杆越低,现金持有越高。这说明,当公司供应链关系集中度较高时,公司经营风险较高,此时公司倾向于采取低杠杆率和高现金持有的财务策略以降低公司财务风险,平衡公司总风险。本文进一步利用多元化发展战略来反映公司的经营风险管理,试图验证当公司采取多元化经营即多元化经营程度越高时,公司的经营风险越小,则公司会采取高杠杆和低现金持有的财务策略,以获得风险收益,证明了公司经营风险管理策略和财务风险管理策略之间存在着替代关系。

针对这一结论,本文认为公司应当注重供应链环节的管理控制,拓宽采购渠道和客户范围,摆脱对个别供应商和大客户的依赖,整合上下游供应链,建立对公司健康发展有利的经营环境,并重视利益相关者对公司经营的影响。同时,公司应当重视经营风险管理策略和财务风险管理策略的替代作用,做好风险管控。

主要参考文献:

- [1] Banerjee S., Dasgupta S., Kim, Y.. Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure [J]. The Journal of Finance, 2008 (63): 2507~2552.
- [2] Kalwani, Manohar U., Narakesari Narayandas. Long-term manufacturer supplier relationships: Do they pay off for supplier firms? [J]. Journal of Marketing, 1995(59):1~16.
- [3] Johnson W. C., Kang J. K., Yi S.. The certification role of large customers in the new issues market [J]. Social Science Electronic Publishing, 2010

(4):1425~1474.

- [4] Emshwiller J. R.. Suppliers struggle to improve quality as big firms slash their vendor roles [J]. Wall Street Journal, 1991(16):1~2.
 - [5] Titman S.. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision [J]. Journal of Financial Economics, 1984(1):137~151.
 - [6] 曾爱民,张纯,魏志华. 金融危机冲击、财务柔性储备与企业投资行为——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 管理世界, 2013(4):107~120.
 - [7] 陆正飞,韩非池. 宏观经济政策如何影响公司现金持有的经济效应?——基于产品市场和资本市场两重角度的研究 [J]. 管理世界, 2013(6):43~60.
 - [8] 张会丽,吴有红. 超额现金持有水平与产品市场竞争优势——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 金融研究, 2012(2):183~195.
 - [9] Han S., Qiu J.. Corporate precautionary cash holdings [J]. Journal of Corporate Finance, 2007 (1):43~57.
 - [10] 王俊秋,毕经纬. 客户集中度、现金持有与公司竞争优势 [J]. 审计与经济研究, 2016(4):62~70.
 - [11] Myers S. C., Majluf N. S.. Corporate financing decisions when firms have information investors do not have [J]. Journal of Financial Economics, 1983(2):187~221.
 - [12] Haushalter D., Klasa S., Maxwell W. F.. The influence of product market dynamics on a firm's cash holdings and hedging behavior [J]. Journal of Financial Economics, 2007(3):797~825.
 - [13] Ferreira M. A., Vilela A. S.. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries [J]. European Financial Management, 2004(2):295~319.
 - [14] 杨兴全,吴昊旻,曾义. 公司治理与现金持有竞争效应——基于资本投资中介效应的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2015(1):121~133.
 - [15] 姜付秀,黄继承. CEO财务经历与资本结构决策 [J]. 会计研究, 2013(5):27~34.
- 作者单位:广西大学商学院,南宁 530004