

特约论文



林钟高 安徽工业大学会计学二级教授, 1993年国务院政府特殊津贴获得者, 曾任博士生导师, 国内多个一级学术组织的委员会(理事会)成员和国家基金课题的匿名评审专家。长期从事公司治理与会计理论方面的研究, 在公司治理框架下的内部控制与会计准则等方面具有丰富的学术研究成果和理论创新。先后承担国家自然科学基金项目和省部级纵向课题8项, 主持或参与包括宝武集团在内的大中型企业产学研合作课题10多项, 发表包括《会计研究》在内的CSSCI期刊源学术论文100多篇, 出版学术专著18部, 获省部级科研成果政府奖12次。

关系交易影响企业金融化吗? ——基于安徽省上市公司的经验证据

童彤¹, 李文灿², 林钟高^{1,3}

(1. 马鞍山学院 经济与管理学院, 安徽 马鞍山 243100; 2. 容诚会计师事务所, 安徽 合肥 230000; 3. 安徽工业大学 商学院, 安徽 马鞍山 243032)

摘要: 安徽省处在长三角一体化、长江经济带等多个国家战略叠加的枢纽地带, 省内上市公司金融化趋势如何? 同时, 关系交易是我国商业模式的典型特征, 又会对企业金融化产生怎样的影响? 以2012—2022年安徽省沪深A股非金融类上市企业为研究对象, 探讨安徽省企业间的关系交易(客户与供应商)对企业金融化进程的影响, 剖析这一过程中的传递路径与作用原理。研究发现: 安徽省上市公司客户/供应商集中度有效抑制企业金融化行为, 在非国有企业和治理水平较高的企业抑制作用更明显; 融资约束与代理成本的缓解机制为实现这种抑制作用奠定了重要基础。研究结果丰富了关系交易和企业金融化的相关理论, 有助于理解安徽省实体企业金融化的驱动因素。一方面, 警示安徽省上市公司权衡供应商/客户集中度的影响, 推动上下游协力合作, 增强企业价值; 另一方面, 提示政府和资本市场全面认识“脱实向虚”现象, 为监管机构及政策制定者提供导向, 预防金融领域系统性风险, 确保金融体系安全。

关键词: 关系交易; 企业金融化; 金融资产配置; 安徽省上市公司; 客户集中度; 供应商集中度; 脱实向虚

中图分类号: F 239 **文献标志码:** A **doi:** 10.12415/j.issn.1671-7872.24184



收稿日期: 2024-10-29

基金项目: 国家自然科学基金项目(71572002); 安徽省高校科学研究重点项目(2023AH052605)

作者简介: 童彤(1987—), 女, 安徽合肥人, 讲师, 主要研究方向为会计理论。

通信作者: 林钟高(1960—), 男, 福建泉州人, 二级教授, 主要研究方向为公司治理与会计理论。

引文格式: 童彤, 李文灿, 林钟高. 关系交易影响企业金融化吗?: 基于安徽省上市公司的经验证据[J]. 安徽工业大学学报(自然科学版), 2025, 42(1):72-83.

Do Relational Transactions Influence Corporate Financialization?

——Empirical Evidence from Listed Companies in Anhui Province

TONG Tong¹, LI Wencan², LIN Zhonggao^{1,3}

(1. School of Economics and Management, Maanshan University, Maanshan 243100, China; 2. Rongcheng Certified Public Accountants' Firm, Hefei 230000, China; 3. School of Business, Anhui University of Technology, Maanshan 243032, China)

Abstract: Anhui Province is located at the intersection of strategic overlays, including the Yangtze River Delta Integration and the Yangtze River Economic Belt. How does the trend of financialization among listed companies within the province manifest? Moreover, relational transactions are a typical characteristic of China's business model. What impact do they have on corporate financialization? Taking the non-financial listed firms on the Shanghai and Shenzhen A-shares in Anhui Province as the research object from 2012 to 2022, the influence of inter-firm relational transactions (between customers and suppliers) on the financialization process of enterprises in Anhui Province was explored, and the transmission paths and mechanisms involved in this process were analyzed. The findings reveal that the concentration of customer/supplier among listed firms in Anhui Province effectively inhibits firms' financialization behaviors, with a more pronounced effect observed in non-state-owned enterprises and those with higher governance standards. The alleviation of financing constraints and agency costs provides an important foundation for this restraining effect. These results enrich the theories related to relational transactions and corporate financialization, aiding in the understanding of the drivers of financialization among physical entities in Anhui Province. On one hand, it alerts listed firms in Anhui Province to balance the impact of supplier/customer concentration, promoting collaborative efforts up and down the supply chain to enhance enterprise value. On the other hand, it prompts the government and capital markets to comprehensively recognize the phenomenon of "moving away from the real economy towards speculation", providing guidance for regulators and policymakers to prevent systemic risks in the financial sector and ensure the safety of the financial system.

Keywords: relational transaction; corporate financialization; financial assets allocation; listed companies in Anhui Province; customer concentration; supplier concentration; moving away from the real economy towards speculation

研究数据表明,安徽省沪深 A 股非金融类上市公司,金融化水平从 2012 年的 2.9% 增加到 2021 年的 9.1%,金融资产已成企业资产配置的重要部分,企业金融化趋势进一步显现^[1]。针对中国经济“脱实向虚”现象,党的二十大报告明确提出,“依法将各类金融活动全部纳入监管,守住不发生系统性风险底线”。2023 年全国金融工作会议指出,金融应该成为服务实体经济的主力军和压舱石。企业金融化影响要素的学术研究成果颇丰,有“储蓄效应”和“挤出效应”2 种观点。一方面,企业金融化为规避流动性风险,选择持有金融资产,确保资产保值增值,有效发挥其“资金蓄水池”的功能^[2];另一方面,实体经济不振,促使企业将重心改变至金融套利,呈现“挤出替代”效应^[3],客观上会导致

企业资源“挤出”,阻碍主业的正常发展^[4]。更为重要的是,在企业日常运营中,关系交易占重要地位,影响企业经营与投资决策过程。安徽省作为长三角的核心区域,承东启西、连南接北,区位优势、生态优势明显,在长三角区域一体化发展战略中起着举足轻重的作用。因此,研究安徽省上市公司金融化,对于推动新兴产业培育、优化配置资源、促进经济良性增长具有重要意义。

与此同时,企业商业模式的设计与运行,作为一项重要的制度环境,对企业的金融行为产生显著的影响。关系交易是我国商业模式的显著特性^[5]。根据中国经济金融研究数据库 (China stock market & accounting research database, CSMAR), 2021 年中国上市公司与前五大客户的交易比例为 35.1%,前五

大供应商交易比例平均为 36.6%，个别公司甚至完全依赖于前五大客户/供应商，比例接近 100%。安徽省客户集中度从 2012 年的 22.2% 上升到 2021 年的 32.1%，供应商集中度从 2012 年的 17.4% 上升到 2021 年的 29.3%。关系交易背景下，客户/供应商双方具备显著的人格化特点，双方的信任机制建立在长期合作中形成的专有资产投资上，供应商与客户不再是简单的买卖双方，更是“荣辱与共”的利益共同体。在快速变化的商业环境中，企业的竞争态势已发生转变，过去的企业往往依赖于纵向一体化和产业多元化，如今的企业侧重于构建“客户-供应商”关系战略联盟。在此背景下，一方面，企业越来越重视通过强化管理客户与供应商的关系来提升供应链管理效率，使企业更紧密地连接客户与供应商双方，实现资源高效配置，从而增强双方的信赖度和忠诚度，进一步增强市场竞争力，减少企业之间的沟通费用和监督开支^[6]，体现出关系交易的“效率主义”特征。另一方面，关系交易可能引发机会主义行为以及“锁定”后果，鉴于企业在专用性资产上的高投入，转换成本显著，若合作方发生违约或破产致使交易中断，则对生产经营活动造成不利影响，体现出关系交易的“机会主义”特征。可见，关系交易在企业运作过程中处于关键地位，那么关系交易是否和如何影响企业金融化程度？如何正确处理关系交易与企业金融化关系，以稳步提升整体经济竞争力？

基于以上思考，遵从关系交易与企业金融化的内在逻辑和现实状况，将我国社会结构中典型的非正式契约交易形式作为分析起点，基于 2012—2022 年 A 股市场中安徽省非金融类上市企业的数据，考察安徽省上市公司关系交易对金融化的影响及其作用机制，本文研究可能的边际贡献体现在于：1) 依托中国上市企业关系交易的内在本质，阐释企业金融化进程中独特的驱动要素。从中国市场长期存在的客户/供应商关系的独特视域切入，探究客户/供应商集中度这一非财务因素如何影响企业在金融资产上的投资决策，发现安徽省上市企业客户/供应商集中度能够发挥供应链整合效应，抑制企业机会主义金融化趋势，为更好地理解和研究企业金融化现象提供了一个崭新的分析视角。2) 阐明安徽省企业关系交易特性影响企业金融化的作用机制，为企业在关系交易中的合理配置，推进“脱虚入实”的政策与制度环境优化提供实证依据。机制检验

发现，安徽省企业客户/供应商集中度升高，能够缓解企业融资约束以及第一类代理问题，进而抑制管理者机会主义金融投资行为，这在一定程度上揭示了企业金融化的成因，有助于深入洞察安徽省上市公司供应链整合与企业金融投资行为之间的内在关系和传递路径。

1 理论分析与研究假设

企业与客户/供应商形成协作关系，基本上依赖于买卖双方对所有权相关信息的共享，这种模式能够降低交易成本，提升效率^[7]。但信息共享也会滋生机会主义与道德风险，可能进一步演化为关系层面的危机与业绩层面的风险。如果企业与客户/供应商集中度处于适度水平，那么总体上呈现为供应链的整合效应，潜在收益大于成本，供应链整体合作共赢。但如果企业与客户/供应商集中度处于过度水平，那么供应链整体存在风险效应，成本高于潜在收益，不利于企业高质量发展。客户与供应商出于保护自身利益的需要，关心往来企业的财务状况，一定程度上对企业日常经营与投资决策起到作用，但是也不可避免地作用于实体企业在金融化进程中的参与程度，客户/供应商集中度必然会影响实体企业的金融化参与程度。基于以上分析，预期供应商/客户集中对企业金融化的影响具有两面性。

1.1 供应商/客户集中度的收益效应

从聚焦主业经营效率的角度看，客户/供应商集中度利于提高生产企业经营管理效率，促使生产企业投入更多的精力于实体产业，抑制企业金融化。一方面，根据交易成本理论，维持客户与供应商的合作关系不仅能够显著降低企业交易费用，还能成为企业的战略资源，这种稳定的业务往来关系可缓解企业内部生产经营风险。客户/供应商集中度在一定水平时，企业只需与对方保持良好的合作关系实现供应链的整合，就能降低再搜寻成本与监督成本，减少企业营业活动中的部分资金需求。因此，这种简单的供应链管理有利于企业将更多的精力以及有限的资金投入至生产经营，提高管理与经营效率，企业财务绩效也会更出色，金融化程度降低。Patatoukas^[8]的研究揭示了供应链合作与协同效应的重要性，加强客户与供应商的紧密合作能够显著降低公司的酌量性费用，有效缩短现金回收周期，降低金融化程度；唐跃军^[9]基于 2005—2007 年中国制

制造业的实证样本,揭示了客户/供应商集中度与企业绩效之间具有重要关系;吉利等^[10]也发现客户/供应商集中度与企业创新业绩存在相关关系,其有助于提升企业创新绩效。因此,客户/供应商集中度一定程度上可降低企业内外部风险,缓解企业内部资金需求,有效降低企业金融化。另一方面,市场环境比较复杂时,作为关键的利益相关方,客户/供应商能够在企业陷入困境时伸出援助之手,为企业提供商业信用^[11],缓解企业融资困境。另外,在信贷市场,企业与客户/供应商关系良好有利于银行对企业的贷款评估,向金融机构释放出企业经营稳健的积极信号,增强银行贷款意愿。综上可看出,客户/供应商集中度有利于企业生产经营与发展,缓解企业的融资约束,进而抑制企业出于“投机”动机的金融化行为。

从委托代理视角看,客户/供应商可约束管理层行为,抑制管理层通过配置金融资产谋取私人利益的行为。供应链竞争模式相较于市场交易模式存在更经典的委托代理问题,金融资产配置易变为管理层追求利益的途径。一方面,企业高管薪酬通常与企业经营绩效紧密相连,寻求高额回报的金融投资行为已成为管理者获取短期超额收益的一种策略^[12];另一方面,配置金融资产往往还是管理者利润平滑的工具,利用金融资产的特性隐藏经营不善的负面消息,削弱信息透明度,损害外部投资者利益^[13]。然而,供应商作为公司最重要的利益相关方主动介入公司的经营管理,对缓解公司治理冲突具有正面效应,能够缓解第一类代理问题,对公司投资行为实施非正式监督,从而缓解企业过度金融化投资行为^[14]。关系交易初期,供应商会要求企业及时披露相关财务和非财务信息^[15],严格遵循会计准则以满足供应商对真实信息的需求。供应商关系交易的建立需要交易双方进行一定的专用性资产投资,如果企业因财务危机或破产等情况导致关系交易无法持续而退出交易模式,将遭遇投资价值急剧下降的风险,并需承担高额的转移或沉没成本。客户与供应商在一定程度上是一种共生关系,一荣俱荣、一损俱损^[16]。因此,在进行关系专用性投资决策时,为提高专用性投资效率并避免投资失败带来的经济损失,主要供应商在评估投资风险时,不仅会考虑企业当前盈利状况,还会考量企业未来可持续发展能力。而企业为促进与供应商形成合作关系,会进一步及时披露公司信息。信息披露的准确性与透明度对供应链合约的签订有直接影响,若信息质

量低劣,供应商为加强对交易方的监督会倾向于短期合约^[17]。因此,客户/供应商一定程度上可提高企业信息披露的意愿与质量,披露的信息可为大股东与市场参与者获取,从而加大了管理者盈余管理等自利行为被识别的可能性^[18]。而且主要供应商与企业常采取互派高层或董事的策略,强化双方的沟通渠道与监督机制^[19]。所以供应商的这种“关心”在某种程度上会对管理层形成一种监督,抑制管理层为谋取个人利益配置金融资产的行为。

1.2 供应商/客户集中度的风险效应

当客户/供应商集中体现为风险效应时,客户/供应商存在“掠夺”效应,这会增加企业陷入财务困境的机率,企业外部融资约束与规模将受到更多限制。为应对资金短缺,企业可能采取金融化策略。一方面,随着客户/供应商集中度的增强,客户/供应商的议价能力提高,会对企业产生绝对性的控制影响^[20]。Gosman等^[21]指出,具备谈判优势的顾客,往往会向企业提出降低销售价格、延长商业信用期限以及分批配送产品等要求,以此削减自身的存货成本。另外,顾客还可能随时终止交易关系,或是转而与竞争对手建立伙伴关系,这些举措对企业经营和财务状况都会产生重大影响,且丧失此类客户,上市公司销售收入将迅速缩减。就供应商而言,供应商对企业获取原材料的成本有直接影响,如果企业的原材料主要来源于个别供应商,那么大供应商会利用议价能力降低产品质量或提高产品供给价格,导致企业利润被处于强势地位的供应商侵蚀^[9],直接影响企业盈利与营运能力。企业为了应对来自客户/供应商集中度的威胁,表明自身强劲的经营实力,会通过金融化渠道进行更快更好的金融资产配置。同时,客户/供应商集中度过高,银行等信贷部门在审批贷款申请时,会高度关注客户或供应商过于集中的风险,导致贷款审批更严格,信贷部门会采取如限制条件和保障条款的增加等系列措施,直接影响信贷的效率和规模。当企业的议价能力较高时,供应商/客户集中给企业带来的借款优势更明显,这主要是由于较高的客户/供应商集中度具备的低信贷风险优势会被潜在的高套牢风险削弱。由此看出,在风险效应的显著作用下,企业可能会面临来自客户的强烈压榨,企业正常活动受到干扰,经营业绩衰退,进一步加剧企业的经营风险及财务风险,客户/供应商的风险效应也会限制企业外部融资规模。刘贯春等^[22]发现,金融资产在公司应对资金短缺时发挥重要的作用,为应对客户/供应商集中

引发的风险效应,采用增加金融资产配置比例策略可缓解企业融资困境。

另一方面,集中的客户/供应商可能会降低企业管理者公开市场信息披露的意愿,难以有效监督约束管理者配置金融资产的投机行为。当股东难以有效监管管理层时,管理者倾向于采取自利和短视行为,偏好投资流动性强、收益率高的金融市场,而非投资回报周期长、收益率较低的实体项目,以追求短期高额回报。即便金融市场投资出现亏损,管理者往往借助投资风险高及市场波动性大的理由,逃避应承担的职责,进而导致众多利益相关方不得不承受决策失误的后果。因此,对管理者的有效监管至关重要,显著影响管理者投资策略的选择,促使管理者更加注重长远利益,遏制管理者的短期金融投机套利行为,规避企业因过度投资金融资产而引发的潜在风险。不过,伴随着关系交易的逐步深化,客户/供应商与企业日常往来交易愈发频繁,客户/供应商可以全方位地获取企业的多种信息,为加强对企业管理者的约束,重要的交易信息会直接纳入合约中,导致客户/供应商获得的信息比企业公开披露的信息更及时、真实、有效。因此,客户/供应商集中度越高,企业对公开市场信息的需求越少。关系交易的深入使私下交流成为双方主要的交流方式,这种方式效率更高、成本更低,但会导致客户/供应商利用其强议价地位对企业进行要挟,迫使企业提供更多的私有信息^[23],公开市场信息披露意愿降低,难以对管理层自利行为产生有效监督治理,企业金融化行为可能更明显。另外,持久不变的交易关系往往会催生企业管理层产生过度自信的状态,导致投资决策失误,引发过度投资,最终损害企业利益。更为严重的是,也可能导致供应链双方忽略信息披露的关键作用,加剧信息的不对称。管理层可能趁机利用这一漏洞,使用过度投资等手段达到个人利益的最大化。由此可以看出,客户/供应商集中会导致管理者公开市场信息披露意愿降低,加剧管理者投资短视行为,持有更多金融资产,尤其是这种金融化资产配置有利于客户/供应商多方利益诉求时,金融化程度会更高。

根据上述分析,提出如下假设:

Ha: 在其他变量保持不变时,客户/供应商集中度越高,企业金融化程度越低。

Hb: 在其他变量保持不变时,客户/供应商集中度越高,企业金融化程度越高。

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

基于2012—2022年安徽省沪深A股上市企业的原始数据样本,剔除如下样本数据:金融、保险类上市公司;含S、ST、PT标识的公司;数据缺失或数据存在异常的样本。经筛选处理,确定774个有效样本。同时,为减少极端数值对回归分析结果的干扰,对给定的连续变量进行上下1%水平的Winsorize,即缩尾处理。所需数据均来自CSMAR和WIND数据库,使用Stata 15统计软件。

2.2 模型设计与变量定义

为检验研究假设,构建如下模型:

$$f_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 C/P_{i,t} + \beta_2 c_{i,t} + \sum Y + \sum I + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中: i 为某公司; t 为某年份; β_0 为常数项; β_1, β_2 为变量回归系数; f 为企业金融化; C 为客户集中度; P 为供应商集中度; c 为控制变量; $\sum Y, \sum I$ 分别为年份和行业的固定效应; ε 为误差项。

2.2.1 被解释变量

企业金融化(f)。借鉴谭德凯等^[24]的做法,为评估企业的金融化程度,将金融资产占企业总资产的比例作为评估指标。金融资产由交易性金融资产、衍生金融资产、发放贷款及垫款净额、可供出售金融资产净额、持有至到期股权净额及长期股权投资净额等组成。考虑到非房地产企业进入房地产行业出于短期获利目的,投资性房地产净额也被包含其中^[25]。自2019年起,新会计准则废除了“可供出售金融资产”和“持有到期投资”这两项。自2018年起,政策鼓励部分符合条件的企业提前执行新准则;2018年后财务报告中不再包含“持有至到期投资”的企业。因此,建议使用“债权投资”作为替代科目;对于不再报告“可供出售金融资产”的企业,以“其他债权投资”与“其他权益工具”的合计数来取代。

2.2.2 解释变量

解释变量为客户集中度(C)、供应商集中度(P)。参考王雄元等^[26]的方法,计算排名前五大客户销售额占年公司销售额的比例,将其作为衡量和评估客户关系交易规模的量化指标。借鉴马黎珺等^[27]的做法,使用前五大供应商采购额占公司全年采购总金额的比例衡量供应商关系交易的大小。

2.2.3 控制变量

借鉴何捷等^[28]的做法,基于3个维度设置控制变量,包括财务特征、公司内外部治理、审计,选取企业规模(S)、资产负债率(L)和总资产报酬率(R)等变量进行控制,并对年份和行业因素进行控制。控制变量的定义和说明见表1。

表1 变量的定义与说明

Tab. 1 Definition and description of variables

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业金融化	f	金融资产/总资产
解释变量	客户集中度	C	前五大客户销售额/年总销售额
	供应商集中度	P	前五大供应商采购额/年总采购额
控制变量	企业规模	S	上市公司年末总资产的自然对数
	资产负债率	L	年末总负债/年末总资产
	总资产报酬率	R	年末净利润/年末总资产
	现金流比率	r	经营活动产生的现金流量净额/年末总资产
	公司成长性	G	本年营业收入/上一年营业收入-1
	存货占比	I_v	存货净额/年末总资产
	公司成立年限	Y	公司自成立至今的年数自然对数
	独立董事占比	d	独立董事人数/董事会总人数
	两职合一	D	虚拟变量, 公司董事长与总经理两职合一为1, 否则为0
	股权集中度	T_1	第一大股东持股数量/总股数
	股权制衡度	B	第二大至第五大股东持股比例之和/第一大股东持股比例
	管理层持股比例	M_s	管理层持股/总股本
	产权性质	S_0	虚拟变量, 若实际控制人为国有, 则为1, 否则为0
	审计师事务所	B_4	虚拟变量, 若审计师事务所为四大, 则为1, 否则为0
	审计意见	O	虚拟变量, 审计意见, 标准无保留意见为0, 其余意见为1
	年份	Y	哑变量, 控制年度因素的影响
	行业	I	哑变量, 控制行业因素的影响

3 实证分析

3.1 描述性统计

回归变量的描述性统计见表2。由表2可看出:在研究的安徽省样本中,金融化程度(f)的中位数为0.025 6、最小值为0、最大值为0.546 8,部分企业金融资产占总资产比例高达54.68%,显示出较高的金融化程度。客户集中度(C)的均值为0.268 6,表明样本中前五大客户的销售占比平均达到26.86%,揭示出安徽省上市公司中关系交易的普遍性,且客

户集中度偏高,这与现有的研究结论相符;值得注意的是,客户集中度(C)的最大值为0.981 4、最小值为0.012 3,反映出安徽省上市公司在客户集中度上存在显著差异。供应商集中度(P)最大值为0.943 4、最小值为0.052 7、中位数为0.278 8,表明安徽省上市公司的供应商集中度大多偏高,均值达到了21.15%,且企业间供应商集中度的差异较大。总体而言,安徽省有的上市公司过于依赖供应链关系,有的几乎不存在主要客户与供应商。

表2 变量描述性统计

Tab. 2 Descriptive statistics of variables

变量	样本量	均值	标准差	最小值	25%分位	中位数	75%分位	最大值
f	774	0.059 0	0.086 7	0.000 0	0.004 5	0.025 6	0.076 0	0.546 8
C	774	0.268 6	0.211 5	0.012 3	0.119 9	0.197 8	0.358 0	0.981 4
P	774	0.318 5	0.175 6	0.052 7	0.187 9	0.278 8	0.395 3	0.943 4
S	774	22.187 7	1.124 4	19.894 2	21.378 2	22.082 0	22.811 2	26.163 6
L	774	0.423 5	0.184 9	0.041 1	0.276 8	0.406 9	0.575 5	0.924 6
R	774	0.049 3	0.057 7	-0.370 3	0.019 7	0.040 4	0.079 5	0.249 3
r	774	0.048 9	0.070 6	-0.200 3	0.005 6	0.047 2	0.094 5	0.254 2
G	774	0.182 3	0.367 2	-0.539 5	0.007 5	0.120 0	0.271 8	4.330 4
I_v	774	0.137 8	0.094 6	0.000 3	0.064 3	0.122 4	0.186 7	0.512 1
F_a	774	2.871 3	0.298 7	1.609 4	2.708 1	2.944 4	3.091 0	3.610 9
d	774	0.370 3	0.052 1	0.300 0	0.333 3	0.333 3	0.400 0	0.600 0
D	774	0.293 3	0.455 6	0.000 0	0.000 0	0.000 0	1.000 0	1.000 0
T_1	774	0.334 4	0.138 4	0.083 2	0.224 6	0.318 6	0.424 7	0.739 8
B	774	0.310 3	0.259 6	0.009 2	0.095 8	0.220 0	0.457 6	0.995 6
M_s	774	0.138 3	0.205 1	0.000 0	0.000 0	0.004 7	0.283 5	0.707 7
S_0	774	0.382 4	0.486 3	0.000 0	0.000 0	0.000 0	1.000 0	1.000 0
B_4	774	0.016 8	0.128 6	0.000 0	0.000 0	0.000 0	0.000 0	1.000 0
O	774	0.988 4	0.107 3	0.000 0	1.000 0	1.000 0	1.000 0	1.000 0

研究变量间的 Pearson 和 Spearman 相关系数发现:安徽省样本中,客户集中度/供应商集中度 (C/P) 与企业金融化 (f) 之间的相关关系为负,说明客户集中度/供应商集中度 (C/P) 与企业金融化 (f) 之间可能存在负相关关系;其他变量相关系数绝大多数低于

0.5,极少数接近 0.5,初步判断变量间不存在严格的多重共线性问题。限于篇幅不再列示具体的数据,有兴趣的读者可备索资料。

3.2 基准回归与稳健性检验

样本数据的基准回归与稳健性测试结果如表 3。

表 3 基准回归与稳健性测试结果

Tab. 3 Benchmark regression and robustness test results

变量	f									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
C	-0.059*** (-3.75)		-0.064*** (-3.72)		-0.060*** (-3.78)		-0.052*** (-3.08)		-0.052*** (-3.32)	
P		-0.044** (-2.46)		-0.040* (-1.82)		-0.033* (1.83)		-0.036* (-1.71)		-0.032* (-1.80)
S	0.010*** (3.14)	0.011*** (3.40)	0.014*** (3.44)	0.014*** (3.71)	-0.000 (-0.01)	0.015 (0.97)	0.012*** (3.42)	0.015*** (3.91)	0.013*** (4.16)	0.014*** (4.52)
L	-0.111*** (-5.34)	-0.126*** (-5.91)	-0.124*** (-4.61)	-0.157*** (-6.10)	-0.058 (-0.61)	-0.118*** (-3.22)	-0.130*** (-5.65)	-0.132*** (-5.44)	-0.123*** (-5.93)	-0.136*** (-6.35)
R	-0.144* (-1.84)	-0.129 (-1.64)	-0.137 (-1.33)	-0.258*** (3.67)	-0.134 (-1.56)	-0.187 (-1.04)	-0.139* (-1.74)	-0.033 (0.42)	-0.124 (-1.60)	-0.114 (-1.46)
r	0.000 (0.01)	-0.001 (-0.04)	-0.001 (0.02)	-0.014 (-0.29)	-0.023 (-0.35)	-0.006 (0.17)	-0.021 (-0.49)	-0.018 (-0.43)	-0.009 (-0.24)	-0.010 (-0.25)
G	-0.001 (-0.30)	-0.002 (-0.36)	-0.004 (-0.62)	0.002 (0.34)	-0.001 (-0.26)	-0.004 (-0.49)	0.000 (0.06)	0.001 (0.09)	-0.003 (-0.62)	-0.004 (-0.69)
I_v	-0.285*** (-5.47)	-0.265*** (-5.13)	-0.309*** (-5.13)	-0.264*** (-4.35)	-0.285*** (-5.51)	-0.260*** (-4.97)	-0.306*** (-5.14)	-0.341*** (-5.16)	-0.267*** (-5.26)	-0.250*** (-4.96)
F_a	-0.023* (-1.83)	-0.019 (-1.50)	-0.026 (-1.60)	-0.018 (-1.20)	-0.045 (-1.06)	-0.008 (-0.18)	-0.018 (-1.50)	-0.009 (-0.75)	-0.028** (-2.30)	-0.025* (-1.95)
d	0.009 (0.15)	0.001 (0.01)	0.048 (0.71)	0.090 (1.23)	0.056 (0.59)	-0.043 (-0.28)	-0.031 (-0.47)	-0.044 (-0.68)	0.019 (0.31)	0.011 (0.19)
D	0.011* (1.68)	0.010 (1.53)	0.008 (1.04)	0.006 (0.69)	0.017 (1.62)	0.016 (1.02)	0.009 (1.22)	0.008 (1.01)	0.012* (1.78)	0.011* (1.67)
T_1	0.047 (1.53)	0.027 (0.86)	0.058* (1.69)	0.041 (1.13)	0.047 (1.62)	0.050 (1.02)	0.049 (1.46)	-0.005 (-0.15)	0.045 (1.49)	0.029 (0.95)
B	-0.003 (-0.21)	-0.010 (-0.77)	0.006 (0.41)	0.005 (0.30)	0.002 (0.13)	-0.010 (-0.49)	0.000 (0.02)	0.028* (-1.86)	-0.001 (-0.10)	-0.008 (-0.59)
M_s	0.010 (0.56)	0.008 (0.42)	0.010 (0.46)	0.039 (1.63)	0.009 (0.50)	0.003 (0.16)	0.022 (1.09)	0.017 (0.80)	0.001 (0.06)	-0.002 (-0.09)
S_o	0.002 (0.26)	-0.002 (-0.29)	0.002 (0.23)	0.003 (0.44)	0.001 (0.18)	0.000 (0.05)	-0.002 (-0.30)	-0.008 (-1.08)	0.001 (0.11)	-0.003 (-0.39)
B_4	-0.029 (-1.40)	-0.017 (-0.89)	0.015 (0.73)	-0.010 (-0.47)	-0.034 (-1.42)	-0.020 (-0.96)	-0.038 (-1.43)	-0.038 (-1.24)	-0.037* (-1.73)	-0.028 (-1.34)
O	-0.007 (-0.48)	-0.009 (-0.56)	-0.009 (-0.63)	-0.013 (-0.59)	-0.013 (-0.92)	-0.015 (-1.06)	-0.016 (-1.46)	-0.046 (-1.58)	-0.008 (-0.48)	-0.009 (-0.55)
_cons	-0.015 (-0.19)	-0.016 (-0.19)	-0.099 (-1.04)	-0.125 (-1.31)	0.133 (0.50)	-0.071 (-0.29)	-0.002 (-0.02)	-0.007 (-0.07)	-0.073 (-0.93)	-0.084 (-1.02)
Imr1					0.055 (0.57)					
Imr2						-0.032 (-0.37)				
Y/I	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	774	774	637	560	767	756	624	624	774	774
调整 R^2	0.271	0.262	0.278	0.285	0.268	0.255	0.285	0.302	0.262	0.254
F 值	7.649	8.076	6.168	7.803	7.374	7.651	9.094	9.255	7.790	8.297

注: *, **, ***分别表示在 10%, 5%, 1% 的水平上显著。对回归方程中的异方差问题进行检验和处理, 括号内提供的 t 值经过异方差稳健修正。限于篇幅, 后续回归检验结果不再显示控制变量。下表含义同。

3.2.1 基准回归结果

表 3 中 (1)(2) 列为安徽省上市公司样本客户/供

应商集中度与企业金融化 (f) 的回归结果。由表 3

中 (1)(2) 列可看出: 控制可能影响企业金融化的因

素后,客户集中度(C)对企业金融化(f)的回归系数为-0.059,供应商集中度(P)对企业金融化(f)的回归系数为-0.044,均在1%的水平上显著为负,Ha得到验证;主要控制变量公司规模(S)等与企业金融化正相关,资产负债率(L)、资产收益率(R)等与企业金融化负相关,与已有文献结果无实质性差异。

3.2.2 稳健性检验

1) 倾向得分匹配(propensity score matching, PSM)。为缓解客户/供应商集中度自选择造成的内生性问题,使用PSM法进行检验。在安徽省和全国样本中,分别根据客户/供应商集中度的中位数划分处理组和控制组,选取企业规模(S)、财务杠杆(L)、公司成长性(G)、盈利能力(R)、现金流(r)、独立董事比例(d)、两职合一(D)、股权集中度(T_1)、股权制衡(B)、公司成立年限(F_a)为匹配变量,进行1:1最近邻匹配。PSM处理后,所有变量配对的标准化偏差均在10%以下,同时多数 t 检验的结果也显示不拒绝处理组和控制组无系数差别原假设,表明匹配质量良好。剔除匹配不成功的样本,使用PSM配对样本对模型(1)进行重新回归,结果如表3中的(3)(4)列,回归结果与前文相同。

2) Heckman两阶段处理。为解决样本选择偏差引发的内生性问题,采用Heckman两阶段处理法应对这一难题。在第一阶段,选取企业规模(S)、财务杠杆(L)、公司成长性(G)、盈利能力(R)、现金流(r)、独立董事比例(d)、两职合一(D)、股权集中度(T_1)、股权制衡(B)、公司成立年限(F_a)、行业(I)和年度(Y)作为客户/供应商集中度的选择变量,进行Probit回归模拟,并计算出逆米尔斯比率(Imr)。其中第一阶段的因变量为 C_dum/P_dum ,若客户/供应商集中度(C/P)大于该指标年度中位数时, C_dum/P_dum 取1,否则取0。在第二阶段,将逆米尔斯比率(Imr)作为控制变量代入模型(1)进行回归,结果见表3中的(5)(6)列,与基准回归相同。

3) 滞后一期回归。采用对解释变量滞后一期回归,以期减少企业金融化滞后性以及与客户/供应商集中度反向因果关系的影响,回归结果见表3中的(7)(8)列:在安徽省样本中,两者关系仍显著负相关,与主检验结果一致,说明研究结论是稳健的。

4) 替换金融化指标。根据企业会计准则的规定,投资性房地产并非金融资产,在资本市场中存在的房产投机行为使得投资性房地产呈现出金融特性。因此,文中将投资性房地产剔除金融资产的范畴,对样本数据重新进行回归,结果如表3中的(9)(10)列,

且结果仍是稳健的。

4 基于影响机制与异质性的进一步分析

4.1 影响机制分析

前文已验证安徽省客户/供应商集中度与企业金融化呈负相关。值得进一步探讨的是,这种影响关系是通过什么机制或路径得以实现的?探究其内在影响机制进一步发现,客户/供应商集中度可能通过其发挥的监督治理效应。为此,从企业的公司治理与融资行为着手,重点从第一类代理成本以及融资约束2个关键方面分析客户/供应商集中度对企业金融化水平的作用渠道。

4.1.1 第一类代理成本

消费者与供应商是企业的利益相关者,凭借其动机和能力,对企业实施监察与约束。同时,他们向企业投入关系资产,若企业遭遇破产清算,关系资产将贬值,消费者与供应商会密切监控交易对象的财务情况,尤其关注企业的金融资产配置,由此产生强烈的监督动机。大客户尤其在信息共享阶段可获取企业更深层的信息,能够深入洞察企业的真实状况和行业前景。通过这一深入了解,企业不仅能提升自身信誉,还奠定其作为认证代理的坚实基础。通过期权持有策略、长期采购协议以及战略合作伙伴关系,企业能够增强与供应商之间的联系,有效促进信息互通,确保信息流的顺畅。当客户或供应商的集中度提升时,其监督效能也随之增强。原因在于,企业对大型客户及供应商的依赖程度增加。在此背景下,供应商与客户可通过暂停交易对企业施加约束。此外,企业的产品通常具有独特性,且前期投资大,一旦合作关系破裂,这些投资将失去价值。而寻觅新的合作伙伴并建立新的交易关系均需高昂的成本,这进一步强化了现有合作伙伴之间的监督与约束,密切考察企业的管理和风险状况,从而对企业产生治理效果。因而在影响机制部分,进一步探究第一类代理成本是否是客户/供应商与企业金融化的潜在机制。参考陈建林^[29]的做法,选取管理费用率作为评估指标量化代理成本(agency cost, AC),此指标依据管理费用相对于主营业务收入的比例来计算,管理费用率越低,代理成本越呈现下降趋势。机制回归的结果如表4中的(1)(2)列:客户/供应商集中度显著降低第一类代理成本,客户与供应商承担着对企业投资行为进行监督的重要职责,防范企业资金流失,并减少企业投机性金融资产配置。

表4 影响机制检验结果

Tab. 4 Impact mechanism test results

变量	AC		SA	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>C</i>	-0.008** (-2.50)		-0.057*** (-4.11)	
<i>P</i>		-0.023*** (-5.38)		0.013 (0.85)
_cons	0.117*** (5.95)	0.154*** (7.06)	-1.935*** (-15.82)	-2.022*** (-15.47)
control	控制	控制	控制	控制
样本数	774	774	774	774
调整R ²	0.276	0.362	0.892	0.890
F值	12.359	14.430	117.501	121.929

注：限于篇幅，控制变量不再列示，资料备索，下表同。

4.1.2 融资约束

企业主动分享信息以维持与客户/供应商的长期稳定合作。为确保产品品质及可靠的售后服务，客户相较于银行等外部债权人，在监控企业日常运营活动方面具备更为显著的优势。此时，银行能够凭借对关键客户及供应商独有的信息优势，关注融资企业的运营状态与财务状况，有效减少贷款过程中的逆向选择与道德风险^[30]。陈峻等^[31]发现，大客户的参与在促进供应链整合方面发挥重要作用，可缓解企业风险，提升经营绩效；大客户作为企业的重要合作伙伴，向市场传递正面信号，从而可以帮助企业在资本市场减少融资成本。李欢等^[32]研究表明，大客户，尤其是信誉卓越的优质大客户，以其强大的市场声誉为企业提供稳定的收入来源，这种保障作用远远超过可能存在的利益侵占风险带来的负面影响。当企业客户集中度提高，特别是与优质客户的紧密合作，企业在融资方面将具备更强的议价能力，更易于获得大额且期限长的贷款，极大缓解企业的融资压力。在信贷市场，当企业与客户/供应商具备良好的合作关系时，有利于银行对企业的贷款评估，从而增强银行贷款的意愿。因此在影响机制部分，进一步探究融资约束是否为客户/供应商与企业金融化的潜在机制。参考 Hadlock 等^[33]做法，采用融资约束 SA 指数作为衡量工具评估企业融资约束水平，其数值的增大表明企业融资约束程度加剧。机制回归结果如表4中的(3)(4)列：客户集中度在一定程度上能够缓解企业的融资约束，进而抑制企业出于“投机”动机的金融化行为。然而，供应商集中度并不是通过缓解融资约束机制影响企业金融化，可能的原因在于中国现处于强势买方市场，供应商

对企业话语权较弱，关键供应商对企业的治理效果并不明显。

4.2 异质性分析

4.2.1 区分实体企业产权性质

国有企业凭借财政优势，特别是财政补贴、经营许可等稀缺资源，使企业稳健发展。相比之下，非国有企业往往因缺乏类似的支持而面临更多挑战。因此，国有企业并不像非国有企业那样，对议价能力强的大客户抱有畏惧心理。对于客户集中可能带来的治理问题，国有企业的敏感度相对较低。另外，当面临客户集中带来的经营与财务风险时，国有企业在获取金融机构资金支持方面更具优势，融资渠道也更多样化，国有企业参与金融化的需求相对较弱。非国有企业自经济体制改革以来迅速发展，已成为经济发展的重要支柱，但是相对于国有企业，非国有企业的话语权较弱，且受制于资产专用性成本投入，过分依赖长期交易合作的客户/供应商。此时，客户/供应商集中度的治理效应发挥显著，更有可能减弱企业的金融资产投机行为。基于以上分析，依据企业所有权性质，将样本分为国有与非国有进行分组回归，回归结果如表5。

表5 异质性检验结果

Tab. 5 Heterogeneity test results

变量	产权属性异质性			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>C</i>	0.037 (1.49)	-0.092*** (-4.18)	-0.003	-0.042**
<i>P</i>			-0.003	-0.042**
_cons	-0.325*** (-2.64)	0.086 (0.76)	-0.529*** (-4.24)	0.057 (0.49)
control	控制	控制	控制	控制
样本数	296	478	296	478
调整R ²	0.459	0.279	0.193	0.248
F值	8.387	4.740	4.109	4.127
变量	公司治理水平异质性			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>C</i>	-0.111*** (-4.77)	0.003 (0.12)		
<i>P</i>			-0.075*** (-2.66)	-0.014 (-0.58)
_cons	0.141 (0.78)	-0.244** (-2.12)	0.052 (0.28)	-0.216* (-1.80)
control	控制	控制	控制	控制
样本数	307	467	307	467
调整R ²	0.299	0.316	0.174	0.317
F值	4.630	6.388	3.481	6.401

由表5中的(2)(4)列可知:非国有企业样本中,客户集中度对企业金融化的回归系数在1%水平上显著,供应商集中度对企业金融化的回归系数在5%水平上显著;国有企业样本中,客户/供应商集中度对企业金融化的抑制作用不显著,可能的原因在于国有企业在行业中有较强的话语权,更注重投资的科学性、合理性、稳定性和可持续性。因此,客户/供应商集中度的治理效应对国有企业并不明显。

4.2.2 公司治理水平

当前,安徽省上市公司治理水平参差不齐,公司治理不仅影响企业的组织结构与员工雇佣状况,而且关联融资策略、投资决策以及利润分配等。优质的公司治理水平能够使管理层更严格地接受内外部监控,从而抑制管理层为了个人利益而进行高风险的金融投资。此外,优质的公司治理有助于减轻企业融资约束,降低储蓄积累,依托内外部协同机制,提高企业运营效能,企业更有可能在市场中塑造积极的形象,建立良好声誉。因此,金融机构与投资者更倾向于公司治理水平优良的企业,表现良好的治理机制不仅有利于扩展企业的融资渠道,还有效降低融资的难度和复杂性。当下,客户/供应商对企业发挥的监督作用越大,更能有效治理公司大股东或高层乘机利用治理制度的不足,金融资产配置的动机可充分发挥客户/供应商集中的治理效应,约束公司管理层或大股东,进而抑制企业金融化水平。因此,参考顾乃康等^[34]的做法,构建公司治理效能的指标体系。高层管理团队的决策集权程度,通过董事长与总经理职位是否合一来衡量;股权架构的监控效能,依据机构投资者的持股份额及股权制衡状况,即二至五大股东所持股份总和与控股股东持股比例的比率进行量化;董事会的监察功能,重点参考独立董事在董事会中的比例以及董事会的整体规模来反映;治理激励机制的有效性,以高管薪酬水平及高管持股比例等关键指标来体现。

为综合评估上述多因素对公司治理水平的影响,运用主成分分析方法,构建公司治理指数,提取的首个主成分视作评价公司治理效能的综合度量标准,得分的高低直接反映公司治理水平的优劣程度。为深化对公司治理机制的理解,引入公司治理水平的虚拟变量,选取每年度公司治理水平的中位数作为分界点。基于此标准,高于中位数的公司被界定为治理水平高组;低于中位数,归类为治理水平低组。在此基础上,检验不同公司治理水平下,关系交易如何作用于企业金融化的过程。表5的异质性检验结

果中,客户/供应商集中度对企业金融化的系数在1%水平上显著负相关,如(1)(3)列。这意味着公司治理水平越高,内部治理机制作用就越明显,客户/供应商集中度对企业金融化的抑制作用越明显。

5 研究结论、启示与展望

5.1 研究结论

近年,我国大量资本在虚拟经济领域内流动,导致实体经济与金融业的结构性平衡被打破,这已成为我国经济高质量发展的“隐患”。作为长三角一体化发展战略中举足轻重的关键省份,安徽省凭借得天独厚的地理区位和生态优势,在连接东西部地区中发挥不可或缺的桥梁与枢纽作用。因此,结合我国传统商业模式特征,筛选2012—2022年安徽省沪深A股非金融上市公司作为研究样本,探索安徽省内关系交易对企业金融化的影响。研究发现:安徽省企业客户/供应商集中度同企业金融化显著负相关,在议价能力较低、公司治理较好的情景下,关系交易对企业金融化的影响更显著。机制检验发现:安徽省企业客户/供应商集中度升高,能够缓解企业融资约束以及第一类代理问题,进而抑制管理者机会主义金融投资行为,这在一定程度上揭示了企业金融化的成因,有助于深入洞察安徽省上市公司供应链整合与企业金融投资行为之间的内在关系和传递路径。

5.2 研究启示

第一,调整优化产业布局,奠定产业基础。安徽省因各地区主要产业各异,地区发展水平呈现出显著差异,进而产生极具特色的关系交易现象,从而对企业金融化的影响程度与全国其他地区相比存在显著的区域异质性。因此,必须高度重视地区产业特征的独特性,通过精准把握各地区产业特色,有效促进产业升级,并确保各区域产业布局的科学合理性,从而提高资源配置效率,促进安徽省虚拟经济与实体经济和谐发展。相关部门应勇挑重担,主动作为,积极引领产业优化升级,全力推动工业企业实现技术与产品的双重创新。在此过程中,知识要素奠定了坚实的产业基础,更为产业经济发展提供强有力的支撑与保障。

第二,搭建资本市场服务平台,打造金融开放新高地。安徽省相关部门应完善金融市场体系,剖析沪苏浙地区在金融业高质量发展方面的先进经验,大力扶持并鼓励多样化的金融机构在安徽省深化布局,构建高度灵活、竞争力强且能够广泛惠及各阶

层的现代金融体系。全面规划和整合合肥都市圈、合芜蚌国家自主创新示范区、皖江城市带承接产业转移示范区、皖北承接产业转移集聚区、皖西大别山革命老区以及皖南国际文化旅游示范区的金融战略。在此基础上,推动金融资源的一体化高效配置,推动各区域金融的特色化发展,促进资源的共享与互补,实现金融资源在不同区域之间的有序辐射与优化配置。深化安徽自贸试验区金融改革,为自贸试验区企业提供多元化、产品种类繁多的国际金融服务方案。

第三,优化上市公司治理,推进“安徽板块”做优做强。安徽省需进一步促进产业链升级,加强上市公司内外部建设,带动全要素资源优化配置,为全省经济发展打上“强心剂”。一方面,促进上市企业利用资本市场进行融资与并购整合,汇聚资本,激发驱动力,强化产业链的安全性与稳固性,整合引入相应资源,形成“领军企业”。另一方面,实施上市公司治理提升专项行动,增强公司独立性、合规性、内控有效性,全力实施国企改革三年行动计划,完善职业经理人的选拔与任用机制,依法开展员工持股计划及股权激励措施,推进国有上市公司高质量发展。同时,加强与创投风投基金的联动,引入具有战略眼光的投资者,促进企业投资主体向多元化方向发展,优化企业融资架构,改善股权配置,建立符合现代标准的企业制度,提升企业运作的规范化程度,增强核心竞争能力。

5.3 研究展望

本研究聚焦于安徽省企业,从客户/供应商交易金额所占比例的视角,探讨客户/供应商集中度与企业金融化的关系。展望未来研究,可进一步拓展至主要客户/供应商的稳定性、主要客户/供应商所占份额的变动等方面,探讨这些因素对企业金融化进程的潜在作用。

参考文献:

- [1] 林钟高,刘文庆. 连锁股东会影响企业投资吗?: 基于金融资产配置的检验[J]. 财务研究, 2022(3):75-88.
LIN Z G, LIU W Q. Does cross-owner affect enterprise investment?: based on the test of financial asset allocation[J]. Finance Research, 2022(3):75-88.
- [2] 胡奕明,王雪婷,张瑾. 金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”? 来自中国上市公司的证据[J]. 经济研究, 2017, 52(1):181-194.
HU Y M, WANG X T, ZHANG J. The motivation for financial asset allocation: reservoir or substitution?: evidence from Chinese listed companies[J]. Economic Research Journal, 2017, 52(1):181-194.
- [3] DEMIR F. Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets[J]. Journal of Development Economics, 2009, 88(2):314-324.
- [4] TORI D, ONARAN Ö. The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK[J]. Cambridge Journal of Economics, 2018, 42(5):1393-1416.
- [5] 李增泉. 关系型交易的会计治理: 关于中国会计研究国际化的范式探析[J]. 财经研究, 2017, 43(2):4-33.
LI Z Q. The governance role of accounting in relationship-based transactions: paradigm exploration of internationalized China's accounting research[J]. Journal of Finance and Economics, 2017, 43(2):4-33.
- [6] 田耕耘. “关系型”交易中大客户战略效应研究[J]. 工业技术经济, 2023, 42(4):43-55.
TIAN G Y. Research on the strategic effect of big customers in “relationship” Transactions[J]. Journal of Industrial Technological Economics, 2023, 42(4):43-55.
- [7] ANDERSON S W, DEKKER H C. Management control for market transactions[J]. Management Science, 2005, 51(12):1734-1752.
- [8] PATATOUKAS P N. Customer-base concentration: implications for firm performance and capital markets[J]. The Accounting Review, 2012, 87(2):363-392.
- [9] 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.
TANG Y J. Bargaining power of suppliers and buyers, and corporate performance—evidences from Chinese manufacturing listed companies from 2005 to 2007[J]. China Industrial Economics, 2009(10):67-76.
- [10] 吉利,陶存杰. 供应链合作伙伴可以提高企业创新业绩吗?: 基于供应商、客户集中度的分析[J]. 中南财经政法大学学报, 2019(1):38-46, 65, 159.
JI L, TAO C J. Can supply chain partners promote innovation performance? based on the analysis of supplier and customer concentration[J]. Journal of Zhongnan University of Economics and Law, 2019(1):38-46, 65, 159.
- [11] 章铁生,李媛媛. 客户关系型交易、产品独特性与商业信用供给[J]. 会计与经济研究, 2019, 33(1):86-102.
ZHANG T S, LI Y Y. Customer relational transaction, product uniqueness and trade credit supply[J]. Journal of Accounting and Economics, 2019, 33(1):86-102.
- [12] 安素霞,刘来会. 金融资产配置、商业信用融资与资本结构动态调整速度[J]. 现代财经, 2020, 40(4):45-63.
AN S X, LIU L H. Allocation of financial assets, commercial credit and dynamic adjustment of capital structure[J]. Modern Finance and Economics, 2020, 40(4):45-63.
- [13] BODNAR G M, HAYT G S, MARSTON R C. 1995 Wharton survey of derivatives usage by US non-financial firms[J]. Financial Management, 1996, 25(4):113.

- [14] CHEN S P, MATSUMOTO D A. Favorable versus unfavorable recommendations: the impact on analyst access to management-provided information[J]. *Journal of Accounting Research*, 2006, 44(4):657-689.
- [15] IYER G, VILLAS-BOAS J M. A bargaining theory of distribution channels[J]. *Journal of Marketing Research*, 2003, 40(1):80-100.
- [16] CHENG M, JAGGI J, YOUNG S. Customer concentration of targets in mergers and acquisitions[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2022, 49(7/8):1314-1355.
- [17] COSTELLO A M. Mitigating incentive conflicts in inter-firm relationships: evidence from long-term supply contracts[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 56(1):19-39.
- [18] JO H, KIM Y. Disclosure frequency and earnings management[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2):561-590.
- [19] ALBUQUERQUE A M, PAPADAKIS G, WYSOCKI P D. The impact of risk on CEO equity incentives: evidence from customer concentration[Z]. *Corporate Finance: Governance*, 2014.
- [20] KRISHNAN G V, PATATOUKAS P N, WANG A Y. Customer-base concentration: implications for audit pricing and quality[J]. *Journal of Management Accounting Research*, 2019, 31(1):129-152.
- [21] GOSMAN M L, KOHLBECK M J. Effects of the existence and identity of major customers on supplier profitability: is wal-mart different?[J]. *Journal of Management Accounting Research*, 2009, 21(1):179-201.
- [22] 刘贯春, 张军, 刘媛媛. 金融资产配置、宏观经济环境与企业杠杆率[J]. *世界经济*, 2018, 41(1):148-173.
- LIU G C, ZHANG J, LIU Y Y. Financial asset allocation, macroeconomic conditions and firm's leverage[J]. *The Journal of World Economy*, 2018, 41(1):148-173.
- [23] COHEN D A, LI B. Customer-base concentration, investment, and profitability: the US government as a major customer[J]. *The Accounting Review*, 2020, 95(1):101-131.
- [24] 谭德凯, 田利辉. 民间金融发展与企业金融化[J]. *世界经济*, 2021, 44(3):61-85.
- TAN D K, TIAN L H. The development of informal financing and corporate financialization[J]. *The Journal of World Economy*, 2021, 44(3):61-85.
- [25] 林钟高, 辛明璇. 客户集中度与企业金融化: 基于经营风险的中介效应分析[J]. *安徽师范大学学报(人文社会科学版)*, 2022, 50(4):117-130.
- LIN Z G, XIN M X. Customer concentration and firm financialization: an intermediary effect analysis based on business risk[J]. *Journal of Anhui Normal University (Hum & Soc Sci)*, 2022, 50(4):117-130.
- [26] 王雄元, 王鹏, 张金萍. 客户集中度与审计费用: 客户风险抑或供应链整合[J]. *审计研究*, 2014(6):72-82.
- WANG X Y, WANG P, ZHANG J P. Customer concentration and audit fee: customer risk or integration[J]. *Auditing Research*, 2014(6):72-82.
- [27] 马黎珺, 张敏, 伊志宏. 供应商-客户关系会影响企业的商业信用吗: 基于中国上市公司的实证检验[J]. *经济理论与经济管理*, 2016, 36(2):98-112.
- MA L J, ZHANG M, YI Z H. How does buyer-supplier relationships shape the trade credit: evidence from China[J]. *Economic Theory and Business Management*, 2016, 36(2):98-112.
- [28] 何捷, 张会丽, 陆正飞. 货币政策与集团企业负债模式研究[J]. *管理世界*, 2017, 33(5):158-169.
- HE J, ZHANG H L, LU Z F. Research on monetary policy and debt model of group enterprises[J]. *Management World*, 2017, 33(5):158-169.
- [29] 陈建林. 上市家族企业管理模式对代理成本的影响: 代理理论和利他主义理论的争论和整合[J]. *管理评论*, 2012, 24(5):53-59.
- CHEN J L. The impact from management pattern to agency costs in listed family business: the controversy and integration of agency theory and altruism theory[J]. *Management Review*, 2012, 24(5):53-59.
- [30] 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, 20(2):71-80.
- JIANG W, DI L L, PENG C. Does customer concentration affect long-term bank lending? empirical evidence from Chinese listed companies[J]. *Nankai Business Review*, 2017, 20(2):71-80.
- [31] 陈峻, 王雄元, 彭旋. 环境不确定性、客户集中度与权益资本成本[J]. *会计研究*, 2015(11):76-82, 97.
- CHEN J, WANG X Y, PENG X. Environment uncertainty, customer concentration and cost of equity capital[J]. *Accounting Research*, 2015(11):76-82, 97.
- [32] 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.
- LI H, LI D, WANG D. Reputation effects of big customers on debt financing: evidence from supplier-customer relationships in China[J]. *Journal of Financial Research*, 2018(6):138-154.
- [33] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: moving beyond the KZ index[J]. *The Review of Financial Studies*, 2010, 23(5):1909-1940.
- [34] 顾乃康, 周艳利. 卖空的事前威慑、公司治理与企业融资行为: 基于融资融券制度的准自然实验检验[J]. *管理世界*, 2017, 33(2):120-134.
- GU N K, ZHOU Y L. Pre-deterrence of short selling, corporate governance and corporate financing behavior: quasi-natural experimental test based on margin trading system[J]. *Management World*, 2017, 33(2):120-134.