

企业“恩威并施”对待其客户吗

——基于财务杠杆策略性使用的经验证据

○ 况学文 林鹤 陈志锋

摘要 本文从策略博弈的视角, 实证考察供应商企业在与客户的竞合博弈过程中对财务杠杆的策略性使用。实证研究发现, 供应商企业在与客户的博弈过程中, 策略性地运用财务杠杆对客户“恩威并施”, 实证结果表明客户集中度与财务杠杆之间存在明显的正U型关系: 一方面, 当客户集中度处在较低阶段时, 为了吸引和诱导客户进行关系型投资, 供应商企业通过降低财务杠杆向客户“示好”; 另一方面, 当客户集中度处在较高阶段时, 为了防范“客大欺店”的“敲竹杠”风险, 提升自身议价能力, 供应商企业又策略性地选择高财务杠杆向客户“示威”。进一步研究发现, 企业间的信任水平、供应商企业的市场势力以及供应商企业所处的行业特征等, 对供应商企业在与其客户博弈过程中对财务杠杆的策略性使用具有明显的调节效应。

关键词 财务杠杆; 客户集中度; 策略博弈; 利益相关者

引言

Jensen 等认为,^[1] 企业是各种要素所有者以及他们和顾客之间的一系列契约的集合。其中, 客户是企业最为重要的隐性契约利益相关者之一, 他们是企业价值实现的最终源泉, 也是检验企业是否成功的唯一试金石。客户与供应商企业之间的关系, 是一种既相互依赖、互惠共赢, 又讨价还价、利益相争的竞合博弈关系。

供应商企业通过生产优质产品满足客户的需求, 而客户通过支付价格为供应商企业创造现金流和利润。在此过程中, 客户通过支付价格向供应商企业投入特定的关系型投资, 一旦供应商企业破产, 客户将面临较大的转换成本, 供应商企业产品的独特性越强, 客户面临的转换成本越大。因此, 供应商企业破产概率越大, 客户进行特定关系型投资的意愿越小。为了降低客户对供应商企业的破产预期, 吸引和诱导客户进行关系型投资, 供应商企业有动机和激励向客户传递自身财务状况良好的信息。此时, 低财务杠杆可以视为供应商企业向客户传递财务健康信息的一种可信承诺。

同时供应商企业与客户之间也是一种争争议价能力的竞争关系。在客户集中度处于较低阶段, 客户较为分散, 客户的相对议价能力较弱, 关系型投资的战略合作关系不稳定, 客户对供应商企业的信息不充分。此时, 为了吸引和诱导客户进行关系型投资, 供应商企业通过降低财务杠杆向客户“示好”, 传递财务状况良好的信息。然而, 当客户集中度超过某一临界点, 随着客户集中度的提高, 大客户的议价能力不断提高, 为了防止“客大欺店一敲竹杠”的机会主义行为, 供应商企业此时可能通过提高财务杠杆, 向客户发出一种竞争威胁, 以提高自身的议价能力。此时, 高财务杠杆被视为供应商企业向客户发出竞争威胁的一种战略工具。

基于供应商企业与客户之间的这种竞合博弈关系,

作者简介 况学文, 南昌大学经济管理学院教授、博士, 主要研究方向为公司财务与公司治理; 林鹤, 南昌大学经济管理学院硕士研究生, 主要研究方向为公司财务与公司治理; 陈志锋(通讯作者), 厦门大学管理学院博士研究生, 主要研究方向为公司财务与公司治理

基金资助 本文受国家自然科学基金项目(71462025、71862024)资助

本文从策略博弈视角, 实证考察客户集中度与供应商企业财务杠杆选择之间的关系, 以检验供应商企业在与客户博弈过程中是否策略性地使用财务杠杆。

本文研究拓展了财务杠杆战略效应的研究。^[2-5] 这些研究均从产品市场竞争的视角考察了企业在与其竞争对手博弈过程中财务杠杆的战略效应; 而本文则从供应链竞争视角考察了企业在与其客户博弈过程中对财务杠杆的使用策略。部分文献^[6-8] 考察了低财务杠杆的“示好”效应, 而忽视了高财务杠杆的“示威”效应; 与他们相反, Kale 等^[9] 仅考察了高财务杠杆的“示威”效应, 而忽视了低财务杠杆的“示好”效应。上述研究均得出客户集中度与财务杠杆之间仅存在一种单调的线性关系。本文则在上述研究的基础上, 同时考察了财务杠杆的“示好”和“示威”效应, 发现客户集中度与财务杠杆之间是一种 U 型关系, 表明供应商企业会根据客户集中度的不同情景, 策略性地选择财务杠杆, 以发挥其“示好”或“示威”效应。

一、理论分析与研究假设

供应商—客户关系作为缔约双方交易的纽带, 是企业的一项重要无形资产, 对企业生存和发展具有重要影响。任何企业想要保持稳定发展, 都必须建立良好的客户—供应商关系。客户通过购买产品或服务为供应商企业创造现金流和利润, 是供应商企业生存的“关系性资源”; 而客户向供应商企业支付的价格具有专用性资产投资属性,^[10] 一旦供应商企业破产, 由于客户难以找到合适的零部件和售后服务以及可替代的产品而需要承担高昂的转换成本。^[6,8] 理性的客户将在交易前根据供应商企业的财务杠杆对其破产清算的概率进行评估, 由于财务杠杆越高, 供应商企业破产清算的概率越大, 客户承担的与供应商企业破产清算相关的成本越大。基于这种高昂的破产成本预期, 客户不愿意与高破产清算风险的供应商企业(即高财务杠杆的供应商企业)进行缔约交易; 即使愿意进行缔约交易, 客户为其提供的产品或服务所愿意支付的价格也越低。因此, 这种较低的价格将使供应商企业遭受较大的损失而承担较高的事前间接破产成本, 使理性的供应商企业有动机和激励在财务杠杆决策中考虑企业破产清算对客户的影响, 选择较低的财务杠杆以降低客户对供应商企业的破产预期, 进而提高其进行缔约交易的意愿或所愿意支付的价格。Titman 发现,^[6] 客户转换成本较高的企业会选择较低的财务杠杆, 如计算机和汽车生产商, 而客户转换成本较低的企业会选择较高的财务杠杆, 如餐饮和零售商。另一方

面, 在供应商企业与客户的双边关系中, 客户投入了特定的关系型投资, 并且投资越多其锁定效应越强。一旦供应商企业破产清算, 其退出损失或成本越大, 将降低客户与财务杠杆较高的供应商企业进行缔约交易的意愿, 导致供应商企业客户的流失和利润的损失。这种事前的间接破产成本将使理性的供应商企业有动机降低财务杠杆, 降低客户对其破产清算的预期, 进而诱导客户与其进行缔约交易并进行关系型投资。在 Titman^[6] 和 Maksimovic 等^[11] 研究的基础上, Kale 等^[9] 进一步从隐性契约视角分析了供应商企业的财务杠杆与客户关系型投资之间的关系, 认为供应商企业的经营取决于其诱导客户进行关系型投资的能力, 一旦企业破产清算, 客户的关系型投资将丧失价值, 而供应商企业的财务杠杆将影响客户进行关系型投资的意愿。因此, 高财务杠杆将降低客户进行关系型投资的意愿; 理性的供应商企业为了诱导客户进行关系型投资, 将选择较低的财务杠杆。那些越是依赖客户关系型投资(即对诱导客户进行关系型投资具有强烈动机)的供应商企业, 越有动机选择较低的财务杠杆。Banerjee 等^[12] 也得到类似的实证结果。

除了上述破产清算的预期转换成本, 还存在另一种原因使得客户不愿意与高财务杠杆的供应商企业进行缔约交易。财务危机将削弱供应商企业忠实履行隐性契约、保持良好声誉的激励动机, 陷入财务危机的供应商企业为了节约成本可能会降低产品质量。Rose^[13] 也发现, 当航空公司陷入财务危机后, 其飞行安全天数记录明显下降。Maksimovic 等^[11] 进一步从理论上分析了财务杠杆与产品质量之间的关系, 表明全权益(无债务)企业有动机生产高质量产品, 尽管这在短期内将增加成本, 降低企业利润和股东收益, 但使客户相信企业在未来也将保持这种高质量产品, 从而增加客户与其进行缔约交易的意愿。相反, 债务融资将改变股东当前和未来现金流的相对收益, 进而降低企业生产高质量产品的激励动机, 因为产品质量的降低即成本的节约将增加股东当前现金流收益而降低债权人未来现金流收益。因此, 高财务杠杆可能向市场传递产品质量较低的不利信息。企业财务杠杆越高, 还本付息的压力越大, 企业当前的现金流不足以满足还本付息时, 为了避免破产清算, 企业有动机通过降低产品质量以节约成本, 从而增加现金流以满足其还本付息的支付能力。因此, 企业财务杠杆越高, 其生产低质量产品的动机越强。理性的客户预期到供应商企业的这种动机后, 会根据供应商企业的财务杠杆水平对其产品质量的好坏进行评估, 并决定与供应商企业进行缔约交易的意愿。所以, 即使供应商企业破产不会

使客户的经济利益受损, 基于产品质量的预期, 客户也不愿意与财务杠杆较高的供应商企业进行缔约交易, 因为较高的财务杠杆将降低供应商企业进行声誉投资和生产品高质量产品的意愿。^[11] 因此, 为了吸引新客户和留住老客户, 供应商企业有动机维持较低的财务杠杆以向市场传递产品质量的有利信息。

另一方面, 大量研究表明, 财务杠杆被企业作为一种议价工具, 以此影响其他利益相关者在博弈过程中的谈判势力, 即财务杠杆具有战略效应。根据财务理论, 债务尤其是融资性债务是一种法定的支付义务, 企业财务杠杆越高, 法定支付义务越高, 面临破产清算的概率越大, 尽管企业破产清算将招致直接破产成本, 但这种直接破产成本相对很小,^[14-17] 其利益相关者将承担巨大的间接破产成本, 员工将遭受巨大的失业成本,^[17-20] 供应商和客户将面临巨大的转换成本。^[6,16,21] 因此, 在与其他利益相关者进行竞争博弈时, 高财务杠杆可以被企业作为一种战略威胁工具, 震慑其他利益相关者做出一定让步, 避免企业破产清算给双方带来损失。

早期对财务杠杆战略效应的研究主要集中在产品市场竞争, 企业通过提高财务杠杆向其竞争对手发出可信威胁, 迫使竞争对手做出让步。^[22,23] 另一个重要的利益相关者——员工与企业之间也存在这种竞争博弈关系, 当员工或工会的议价能力较强时, 他们可能要求企业提高福利待遇, 面对员工或工会的这种“敲诈”行为, 理性的企业将通过提高财务杠杆(即战略性破产清算)向员工或工会发出可信威胁, 迫使他们作出让步。^[24] Bronars 等^[25] 发现, 尽管在美国的劳动法下, 企业不能阻止员工组成一个集体议价集团即工会, 但当面临工会这样一个强有力的议价集团的威胁时, 企业将通过提高债务向工会集团发出一种可信威胁, 以降低工会集团的议价能力。因此, 工会化率(工会议价能力变量)与财务杠杆显著正相关, 表明随着工会势力(议价能力)的增强, 企业将战略性地提高财务杠杆向工会发出一种可信威胁, 以抗衡工会势力, 进而提升企业自身相对于工会的议价能力。研究发现,^[26-28] 企业财务杠杆取决于自身相对于员工或其他利益相关者的议价能力, 当企业在与员工或其他利益相关者进行博弈时处于谈判劣势, 企业将策略性地提高财务杠杆, 以提升自身在博弈过程中的议价能力。Hennessy 等^[16] 将这种思想拓展到所有的要素供给方(含员工、供应商和客户等), 随着要素供给方议价能力的增强, 企业的财务杠杆将随之增加, 表明企业通过提高财务杠杆向要素供给方发出可信威胁以提升自身的议价能力。Qiu^[29] 考察了当员工议价能力增强

时, 公司对债务结构的调整行为, 发现当员工议价能力增强时, 公司随之将容易重新协商、破产清算威胁不大的银行债务调整为不容易重新协商、偿还刚性较大的公共债务(债券), 以加强财务杠杆破产清算的震慑效应, 进而提升自身的议价能力, 迫使员工在工资要求上做出让步和妥协。因此, 他们认为这种债务结构的调整是企业对债务战略性使用的结果。^[30,31]

同理, 本文关注企业另一个重要的利益相关者——客户, 与供应商企业之间同样存在竞争博弈关系, 当客户议价能力较强(如大客户)时, 往往容易产生“客大欺店”现象, 客户可能要求供应商企业提高产品质量、提供更高的价格优惠以及更好的售后服务等, 因此, 当客户的议价能力较强时, 供应商企业面临被“敲竹杠”的风险就越高。Matsa 指出,^[32] 企业可以通过财务杠杆改变竞争者、客户或供应商的行为。例如, 当企业面临强势的供应商或客户时, 债务尤其是流动债务可以提升企业的相对议价能力。利用美国各州劳工法变更的自然事件作为工会议价能力的替代变量研究表明, 企业财务杠杆和工会议价能力成正比, 财务杠杆被企业用作一种抗衡员工议价能力的战略工具。在供应商/客户关系中, 财务杠杆具有类似战略作用。供应商企业与客户之间议价能力的争夺是一种典型的竞争关系。当客户的议价能力较高时, 供应商企业往往会战略性地选择较高的财务杠杆水平, 以提升自身的议价能力。Kale 等^[9] 实证考察了客户—供应商关系对资本结构的影响, 高财务杠杆将提高供应商企业的议价能力, 因此, 当客户议价能力较强时, 供应商企业将维持较高的财务杠杆。实证结果表明, 企业的财务杠杆与其客户所处行业的集中度(度量客户的议价能力)显著正相关, 表明当企业面临议价能力较强的客户时, 企业会战略性地提高财务杠杆以向他们发出竞争威胁, 迫使客户在竞争博弈中做出让步。Chu^[21] 进一步将跨时结构模型嵌入议价过程中, 分析了企业财务杠杆与供应商企业所处行业市场结构之间的关系, 发现企业财务杠杆与供应商企业所处行业的竞争程度之间存在替代关系。依据交易成本经济学的观点, 当一方或双方发生专用性关系型投资后, 由于契约不完全和机会主义行为, 大客户具有强烈的动机迫使供应商企业在产品价格上让步, 或者要求无偿提供附加服务、增加工作范围、频繁改变需求量等侵蚀企业利润的机会主义行为。供应商企业对大客户的高度依赖无疑将弱化其在博弈过程中的谈判地位, 增加被对方“敲竹杠”的风险。徐淳厚等发现,^[33] 随着中国市场经济的发展, 强大的买方势力形成较强的议价能力, 大型经销商拖欠货款、

向上游企业转移成本和风险的现象日益凸显。唐跃军^[34]也认为, 供应商企业与客户之间更多地通过博弈来瓜分供应链的利润。这反映了供应链博弈过程中“客大欺店”的现象。此外, 集中度是决定客户议价能力最重要的因素之一。^[35] 研究认为,^[36-38] 客户集中度越高, 客户从供应商那所获得的买方势力越强, 供应商企业相对于客户的议价能力越低。因此, 本文认为当客户集中度超过某一阈值, 即当供应商企业高度依赖少数几个大客户时, 大客户的讨价还价能力将更强,^[34,39] 供应商企业面临“敲竹杠”的风险越高。为了防范大客户事后“敲竹杠”的机会主义行为, 供应商企业将战略性地提高财务杠杆水平, 以向大客户“示威”, 进而提升自身相对于客户的议价能力。

综上, 当客户较为分散、议价能力不强、企业与客户之间的信息不充分、客户对企业的特定关系型投资水平较低时, 供应商企业在议价能力上处于相对优势地位。此时, 供应商企业的目标更多关注如何通过降低财务杠杆以吸引和诱导客户进行关系型投资, 且随着客户集中度的增加, 单个客户的关系型投资不断增加, 其锁定效应越强, 即一旦供应商企业破产清算, 其退出损失或转换成本越大, 客户进一步进行缔约交易的意愿越低, 此时, 理性的供应商企业更有动机通过降低财务杠杆以消除客户对其破产清算的预期, 提高客户进行缔约交易的意愿并增加关系型投资。因此, 当客户集中度处于较低阶段(即处于某一临界点的左边阶段), 随着客户集中度的增加, 供应商企业的财务杠杆随之降低。此时, 低财务杠杆被供应商企业作为一种向客户传递自身财务健康信息的“示好”工具, 发挥“诱饵”功效。

然而, 当客户集中度超过某一临界点时, 随着客户集中度的进一步增加, 单个客户的议价能力随之增强, 并在博弈过程中处于强势主导地位, 供应商企业处于弱势地位, 大客户具有强烈动机迫使供应商企业在产品价格或产品质量上做出让步, 此时供应商企业面临被大客户“敲竹杠”的风险。在此阶段, 供应商企业的目标更多地关注如何通过提高财务杠杆以提升自身的议价能力, 改变自身在博弈过程中的相对地位。因此, 在此阶段(即客户集中度处在某一临界点的右边阶段), 理性的供应商企业将通过战略性地提高财务杠杆向大客户发出一种“竞争威胁”信号, 以提升自身的议价能力, 即当客户集中度超过一定阈值, 随着客户集中度的增加, 供应商企业的财务杠杆随之增加。此时, 高财务杠杆又被供应商企业作为一种向客户发出“竞争威胁”的“示威”工具, 发挥“毒丸”功效。由此提出以下研究假设:

H: 客户集中度与财务杠杆之间存在 U 型关系, 这种正 U 型关系反映了供应商企业在与其客户博弈过程中对财务杠杆的策略性使用

二、研究设计

1. 数据来源及处理

证监会于 2007 年正式要求上市公司披露前五大客户的销售信息。为了消除行业间的差异, 本文选取 2007-2015 年我国 A 股制造业上市公司为初始样本。为使研究更加稳健, 本文剔除了财务异常(ST)样本以及数据缺失的样本。为了消除极端值的影响, 我们先删除了财务杠杆介于 0 到 1 之外的样本, 然后对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理。所用数据均来源于 CSMAR 数据库。

2. 模型建立与变量定义

在财务文献中, 对财务杠杆债务度量口径存在多种方式, 如总债务、^[40] 长期债务、^[41] 有息债务。^[42,43] 本文主要考察在供应商—客户竞合博弈过程中供应商企业通过调整自身的财务杠杆, 策略性地应对其客户, 这种主动的财务杠杆调整行为主要是通过外部融资而实现。自然性融资如应付职工薪酬、应交税金、应付票据、应付账款等企业在生产过程中自然而然形成的债务, 本质上说不是—种主动的融资行为, 且这些自然性债务与企业业务规模具有一定稳定的比例关系, 相对较稳定。更为重要的是, 传统的资本结构理论研究考察的是有息债务, 资本结构是公司权衡债务利息的税盾收益与债务财务危机成本的结果。同时, 有息债务具有更强的还本付息的压力, 面临的财务风险更高, 战略效应更为明显。因此, 本文主要借鉴相关研究,^[42,43] 在回归模型中采用有息债务度量财务杠杆, 即短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债以及应付债券。为了结果的稳健性, 我们将在下文的稳健性检验中进一步以短期有息债务和总债务为基础度量财务杠杆做稳健性检验。

借鉴相关财务文献, 我们选取企业规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、成长机会(MTB)、有形资产比率(FA)和非债务税盾(DEP)作为控制变量。考虑到解释变量和资本结构之间可能存在反向因果关系, 模型中的解释变量均采用滞后一期数据以减轻内生性的影响。^[44] 为了消除不可观测的随个体但不随时间变化的遗漏变量, 如管理者动机、能力和对待风险的态度等影响, 本文采用非平衡面板数据的个体固定效应回归分析:

$$Lev_{it} = \beta_0 + \beta_1 CC_{it-1} + \beta_2 CC_{it-1}^2 + \sum_{j=3}^7 \beta_j Control_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

其中, CC 代表客户集中度, 分别用第一大客户销

销售额占总销售额比率 (FIRST)、前五大客户销售额占总销售额比率 (FIVE) 和客户集中度赫芬达尔指数 (HHI) 度量, 各变量详细定义如表 1 所示。

表1 各变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
解释变量	财务杠杆	LEV	(短期借款 + 长期借款 + 一年内到期非流动负债 + 应付债券) / 总资产; 下文稳健性检验中分别采用短期有息债务和总债务除以总资产
		FIRST	第一大客户销售额占总销售额比率
解释变量	CC	FIVE	前五大客户销售额占总销售额比率
		HHI	前五大客户销售额占总销售额比率平方之和
		SIZE	营业收入的自然对数
控制变量	企业规模	SIZE	营业收入的自然对数
	盈利能力	ROA	净利润 / 总资产
	成长机会	MTB	总资产的市场价值除以总资产账面价值, 总资产市场价值 = 债务账面价值 + 股权市场价值, 其中股权价值 = 流通股股数 × 收盘价 + 非流通股股数 × 每股净资产
		FA	(固定资产净额 + 存货) / 总资产
	非债务税盾	DEP	固定资产折旧 / 期末总资产

3. 描述性统计分析

表 2 报告了主要变量的描述性统计结果, 可以看出财务杠杆 (LEV) 最小值为 0, 最大值为 0.656, 标准差为 0.172, 表明企业间的财务杠杆差异较大。第一大客户销售额占总销售额比率 (FIRST) 最大值为 0.806, 而前五大客户销售额占总销售额比率 (FIVE) 最大值为 0.978, 表明有些企业的销售高度依赖少数几家大客户。同时, 从这些指标的最大值和最小值来看, 客户集中度在企业之间存在较大差异。

表2 各变量描述性统计

变量	均值	中位数	最小值	最大值	标准差
LEV	0.227	0.21	0	0.656	0.172
FIRST	0.122	0.077	0.004	0.806	0.129
FIVE	0.279	0.223	0.014	0.978	0.195
HHI	0.042	0.012	0	0.556	0.081
SIZE	21.743	21.664	18.027	25.22	1.458
ROA	0.033	0.028	-0.152	0.2	0.06
MTB	2.04	1.373	0.21	14.674	2.158
FA	0.275	0.242	0.003	0.702	0.161
DEP	0.028	0.025	0.001	0.074	0.016

4. 单变量分析

表3 客户集中度与财务杠杆的组间差异分析

变量	客户集中度			财务杠杆			
	低	较低	高	较低	高	较高	
FIRST	0.257	0.228	0.215	0.232	-0.029***	-0.013	0.017**
FIVE	0.257	0.233	0.217	0.238	-0.024***	-0.016*	0.021**
HHI	0.259	0.236	0.217	0.233	-0.023***	-0.019**	0.016*

为了初步考察客户集中度与财务杠杆之间的关系, 我们将客户集中度按照四分位划分为四等份, 分别计算各组间财务杠杆的均值, 比较各组间财务杠杆的差异,

分析结果见表 3。从表 3 中结果看, 无论以第一大客户集中度、前五大客户集中度, 还是赫芬达尔指数作为分组变量, 财务杠杆均表现出先下降后上升的趋势, 初步表明客户集中度与财务杠杆之间存在一种先下降后上升的 U 型关系。

三、检验结果及稳健性检验

1. 客户集中度与财务杠杆

表4 客户集中度与财务杠杆

因变量 = LEV	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FIRST	0.004 (0.118)	-0.154** (-2.116)				
FIRST ²		0.271** (2.394)				
FIVE			0.006 (0.222)	-0.196*** (-2.751)		
FIVE ²				0.247*** (3.050)		
HHI					0.070 (1.345)	-0.168 (-1.542)
HHI ²						0.563** (2.497)
SIZE	0.025*** (3.887)	0.024*** (3.639)	0.025*** (3.880)	0.023*** (3.440)	0.026*** (3.927)	0.024*** (3.692)
ROA	-0.335*** (-6.993)	-0.327*** (-6.818)	-0.335*** (-7.001)	-0.332*** (-6.947)	-0.332*** (-6.937)	-0.327*** (-6.829)
MTB	-0.008*** (-3.162)	-0.008*** (-3.081)	-0.008*** (-3.167)	-0.008*** (-3.169)	-0.008*** (-3.196)	-0.008*** (-3.133)
FA	0.106*** (2.957)	0.100*** (2.780)	0.106*** (2.952)	0.098*** (2.721)	0.102*** (2.856)	0.097*** (2.703)
DEP	-1.823*** (-5.254)	-1.796*** (-5.182)	-1.820*** (-5.243)	-1.738*** (-5.005)	-1.808*** (-5.212)	-1.782*** (-5.144)
常数项	-0.256* (-1.796)	-0.211 (-1.468)	-0.260* (-1.802)	-0.173 (-1.174)	-0.262* (-1.846)	-0.225 (-1.575)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.823	0.824	0.823	0.824	0.823	0.824

注: 括号中的数值为 t 值; *, **, *** 分别表示 10%、5%、1% 的显著性水平; 下同

表 4 报告了客户集中度与企业财务杠杆之间关系的回归结果。从模型 (1)、(3)、(5) 的结果看, 没有加入客户集中度的平方项时, 三个客户集中度变量 (FIRST、FIVE、HHI) 的回归系数尽管为正, 但未能通过显著性检验, 表明客户集中度与公司财务杠杆之间并不存在显著的线性关系。当在模型 (1)、(3)、(5) 的基础上分别加入客户集中度的平方项时 (FIRST2、FIVE2、HHI2), 模型 (2)、(4)、(6) 的结果表明, 客户集中度的一次项回归系数显著为负, 而平方项的回归系数显著为正, 表明客户集中度与公司财务杠杆之间呈现明显的先降后升的正 U 型关系。具体而言, 当向第一大客户销售额占总销售的比率 (FIRST) 小于 28.41%, 或者向前五大客户销售额占总销售额的比率 (FIVE) 小于 39.68%, 或者客户集中度赫芬达尔指数 (HHI) 小于 0.1492 时, 随着客户集中度的上升, 企业有动机通过降低财务杠杆向客户“示好”, 达到吸引和诱导客户进行关系型投资、锁定客

户的目的。此时表现出客户集中度与财务杠杆之间显著的负相关关系。而当客户集中度超过以上阈值之后,随着大客户讨价还价能力的增强,为防止客户“客大欺店”的机会主义行为,企业有动机通过提高财务杠杆水平向客户发出进攻性的竞争威胁,以增加企业自身议价筹码和提升议价能力,此时的高财务杠杆具有“示威”效果。因此,在此阶段,客户集中度与财务杠杆水平之间表现出显著的正相关关系。这种U型的非线性关系反映了财务杠杆在企业与客户博弈中的战略效应,支持了前文的研究假设。同时,本文从企业与客户博弈的视角验证了债务的议价功能,这和从企业与员工视角,^[25,26,32]从企业与同业竞争对手视角,^[2-5,45]从企业与供应商视角^[16,21]得出的结论一致。

2. 稳健性检验

(1) 倾向值匹配

表5 匹配前后样本特征对比

Variable	unmatched	mean		% reduct		t-test		V(T)/V(C)
	matched	Treated	Control	%bias	bias	t	p> t	
SIZE	unmatched	21.429	22.105	-46.7		-10.66	0.000	1.13
	matched	21.465	21.472	-0.4	99.0	-0.09	0.927	1.14
ROA	unmatched	0.02827	0.03405	-10.0		-2.26	0.024	1.00
	matched	0.0292	0.02769	2.6	73.8	0.52	0.602	0.91
MTB	unmatched	2.2605	1.6926	26.9		6.38	0.000	2.12*
	matched	2.1558	2.3467	-9.0	66.4	-1.62	0.106	0.77*
FA	unmatched	0.24686	0.29623	-31.1		-6.98	0.000	0.87
	matched	0.24906	0.25236	-2.1	93.3	-0.45	0.654	1.11
DEP	unmatched	0.02614	0.02945	-21.1		-4.77	0.000	0.95
	matched	0.02624	0.02664	-2.6	87.7	-0.55	0.584	1.08

客户集中度和财务杠杆之间的关系有可能源于自选择引起的内生性问题,即两者可能同时由某个遗漏因素所决定。如管理层对风险的偏好会影响对客户集中风险的态度,同时也会影响企业财务杠杆的高低,从而模糊了客户集中度与财务杠杆之间的关系。为此,我们利用倾向值匹配方法构建新的样本进行估计。Banerjee等^[12]以向单一客户销售额占总销售额的比例是否大于10%为标准界定大客户。首先,我们以第一大客户销售额占总销售额比率是否大于10%把样本分成处理组和控制组。再选取前面用到的控制变量采用Logit回归计算第一大客户销售额占总销售额比率大于10%的概率,最后对处理组和控制组进行1比1最近邻匹配,即可得到处理组和控制组共同构成的新样本。表5报告了经过PSM倾向值匹配前后样本特征对比,匹配后变量企业规模(SIZE)、盈利能力(ROA)、成长机会(MTB)、有形资产比率(FA)和非债务税盾(DEP)在处理组和控制组之间均没有显著性差异。表6报告了利用倾向值匹配方法得到的新样

本回归估计的结果,模型(1)、(3)、(5)中客户集中度的变量均不显著,在加入客户集中度的二次项后,模型(2)、(4)、(6)中客户集中度的二次项都显著为正,客户集中度的一次项除HHI均显著为负,结果基本稳健地支持了研究假设。

表6 匹配后新样本回归结果

因变量 =LEV	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FIRST	0.0130 (0.328)	-0.170* (-1.761)				
FIRST ²		0.290** (2.071)				
FIVE			0.0270 (0.761)	-0.183* (-1.745)		
FIVE ²				0.232** (2.123)		
HHI					0.0910 (1.454)	-0.158 (-1.175)
HHI ²						0.552** (2.094)
SIZE	0.035*** (3.155)	0.034*** (3.055)	0.035*** (3.196)	0.032*** (2.854)	0.033*** (2.960)	0.033*** (2.964)
ROA	-0.342*** (-5.429)	-0.330*** (-5.218)	-0.345*** (-5.462)	-0.340*** (-5.405)	-0.342*** (-5.347)	-0.334*** (-5.230)
MTB	-0.005 (-1.526)	-0.005 (-1.449)	-0.006 (-1.551)	-0.006 (-1.579)	-0.005 (-1.528)	-0.005 (-1.476)
FA	0.116** (2.262)	0.106** (2.057)	0.114** (2.218)	0.100* (1.931)	0.109** (2.097)	0.102** (1.975)
DEP	-2.197*** (-4.584)	-2.159*** (-4.509)	-2.179*** (-4.540)	-2.041*** (-4.224)	-2.166*** (-4.498)	-2.141*** (-4.455)
常数项	-0.450* (-1.893)	-0.408* (-1.714)	-0.462* (-1.949)	-0.353 (-1.459)	-0.413* (-1.718)	-0.403* (-1.680)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.779	0.780	0.780	0.780	0.779	0.780

(2) 工具变量回归

本研究旨在从博弈视角分析客户集中度与企业财务杠杆之间的关系。然而,博弈的过程是相互的,财务杠杆和客户集中度分别作为企业和其客户相互讨价还价、利益竞争的工具,不仅客户集中度会影响企业财务杠杆,企业财务杠杆同样也会影响客户采购的抉择。为了缓解由于客户集中度与企业财务杠杆之间互为因果导致的内生性问题,本文借鉴陈峻等^[46]的做法,基于客户集中度的三个变量FIRST、FIVE、HHI计算滞后一期、二期的制造业子行业客户集中度均值IV_FIRST、IV_FIVE、IV_HHI作为工具变量,同时满足了工具变量的相关性和外生性假设。一方面,行业客户集中度均值反映了企业所处行业的整体客户结构,与该行业任一企业的客户集中度能够高度相关;另一方面,企业所处行业的客户集中度均值和资本结构决策无关。正如预期,表7报告工具变量第一阶段的回归结果均显示Cragg-Donald统计量远大于10%偏误下的临界值,拒绝了弱工具变量的假设。^[47]表8报告了第二阶段回归结果,无论是以滞后一期还是滞后二期的行业客户集中度均值作为工具变量,客户集中度与财务杠杆之间的U型关系仍然显著,稳健

地支持了本文的研究假设。

表7 2SLS第一阶段回归结果

因变量 =LEV	工具变量滞后一期			工具变量滞后二期		
	FIRST	FIVE	HHI	FIRST	FIVE	HHI
IV_FIRST	0.980*** (18.407)			0.971*** (18.089)		
IV_FIVE		0.974*** (22.235)			0.969*** (21.925)	
IV_HHI			0.973*** (15.990)			0.961*** (15.467)
SIZE	-0.013*** (-6.308)	-0.032*** (-10.689)	-0.005*** (-3.622)	-0.013*** (-6.291)	-0.032*** (-10.700)	-0.005*** (-3.540)
ROA	-0.096** (-2.038)	-0.199*** (-2.986)	-0.072** (-2.365)	-0.091* (-1.927)	-0.191*** (-2.855)	-0.070** (-2.298)
MTB	0.006*** (3.300)	0.010*** (3.637)	0.005*** (4.293)	0.006*** (3.200)	0.009*** (3.492)	0.005*** (4.172)
FA	0.008 (0.308)	0.006 (0.157)	-0.005 (-0.278)	-0.00700 (-0.281)	-0.0140 (-0.376)	-0.0140 (-0.839)
DEP	0.00900 (0.037)	-0.0320 (-0.091)	0.0940 (0.583)	0.0370 (0.147)	0.0440 (0.122)	0.110 (0.679)
常数项	0.257*** (4.755)	0.650*** (8.457)	0.084** (2.431)	0.264*** (4.880)	0.659*** (8.561)	0.085** (2.470)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.173	0.269	0.134	0.169	0.265	0.129
Cragg-Donald F statistic	319.938	478.962	222.410	308.206	466.218	210.273

表8 2SLS第二阶段回归结果

因变量 =LEV	工具变量滞后一期			工具变量滞后二期		
	FIRST	FIVE	HHI	FIRST ²	FIVE ²	HHI ²
FIRST	-0.848* (-1.733)			-0.953* (-1.904)		
FIRST ²	2.477* (1.711)			2.544* (1.739)		
FIVE		-0.921*** (-3.434)			-0.948*** (-3.454)	
FIVE ²		0.887** (2.174)			0.874** (2.118)	
HHI			-1.322** (-2.207)			-1.439** (-2.359)
HHI ²			9.547** (2.299)			9.151** (2.208)
SIZE	0.022*** (3.043)	0.00400 (0.593)	0.022*** (3.239)	0.020*** (2.853)	0.003 (0.548)	0.021*** (3.107)
ROA	-0.356*** (-6.956)	-0.364*** (-6.953)	-0.365*** (-6.817)	-0.364*** (-7.132)	-0.370*** (-7.106)	-0.377*** (-7.006)
MTB	-0.006** (-2.142)	-0.004 (-1.527)	-0.006* (-1.871)	-0.005* (-1.962)	-0.00300 (-1.430)	-0.00500 (-1.607)
FA	0.101*** (2.802)	0.090** (2.491)	0.098*** (2.729)	0.097*** (2.708)	0.082** (2.256)	0.092** (2.545)
DEP	-1.699*** (-4.883)	-1.471*** (-4.214)	-1.673*** (-4.789)	-1.677*** (-4.817)	-1.438*** (-4.126)	-1.636*** (-4.672)
常数项	-0.150 (-0.883)	0.360** (2.420)	-0.187 (-1.227)	-0.108 (-0.635)	0.376** (2.531)	-0.160 (-1.054)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.820	0.814	0.820	0.820	0.815	0.820

(3) 改变财务杠杆的计算方式

对企业而言,短期负债比长期负债、有息负债较无息负债的还本付息压力更大。前文以有息负债为基础计算财务杠杆,调整为以短期有息负债为基础计算财务杠杆和以总负债为基础计算财务杠杆的方式。结果和前文一致,进一步支持了本文的研究假设。

四、进一步分析

供应商—客户之间竞合博弈的强度取决于供应商

与客户之间的相互信任度和双方在博弈过程中的议价能力。当供应商与客户相互之间信任度较高时,他们的竞合博弈关系更多地表现为合作关系,弱化供应商的策略性行为 and 财务杠杆的战略效应,而当他们互相之间信任度较低时,其竞合博弈关系更多地表现为竞争关系,从而强化供应商的策略性行为 and 财务杠杆的战略效应。另外,当供应商在双方博弈过程中处于优势地位即高议价能力时,供应商策略性地利用财务杠杆作为竞争威胁的动机不强,双方竞争博弈的强度将弱化,财务杠杆的战略效应也将弱化。综上,我们分别从供应商与客户之间的信任度和供应商议价能力(以供应商拥有的市场势力和供应商产品的耐用品性质质量)的视角,考察供他们对上述供应商与客户之间竞合博弈关系的调节效应。

1. 信任的影响

信任是交易一方对另一方确定、可靠、仁慈和忠诚等优秀品质所怀有的一种坚定信念和意愿,^[48,49]可以抑制企业在不完全契约情况下交易者可能采取的机会主义行为,^[50]使企业在行为可预期和公平的基础上根据事前签订的协议行事。^[51]大量研究表明,供应商企业与其客户上下游结成合作联盟有助于创造可持续的供应链整体竞争优势,实现共赢或多赢的局面。^[52-55]任何一方的机会主义行为都会打破长期建立的信任关系,从而损害整体的长期利益。良好的信任关系使供应商企业感知客户“敲竹杠”的风险较低,使客户相信供应商企业生产的产品质量可靠,进而自愿投入专用性资产即关系型投资,加强与上游供应商企业的合作与联系。因此,良好的企业间信任将弱化供应商企业对财务杠杆的策略性使用。因此,我们预期在供应商企业和客户之间信任度较高时,客户集中度与财务杠杆水平之间既不存在显著的直线关系,也不存在显著的U型关系。

在企业和客户信任度不高的情况下,客户在决定是否投资特定关系型投资前希望了解供应商企业产品质量和服务水平的信息,供应商企业更加警惕客户占据谈判优势后可能采取的机会主义行为。因此,供应商企业策略性使用财务杠杆水平向客户“示好”和“示威”的动机都会加强。因此,我们预期,在供应商企业和客户之间信任度较低时,客户集中度与财务杠杆之间存在更为显著的U型关系。

目前,国内涉及信任的实证研究主要以张维迎等的地区社会环境信任度排名来度量信任。考虑到企业与客户可能不在同一地区,更重要的是我国是一个“关系为本”的社会,私人信任、亲缘信任、政治信任远大于社会信任。置身于社会中的企业自然比较看重人与人之间的关系,对

“圈内人”有特殊的信任感。^[56] 企业与客户之间形成的信任普遍建立在私人关系基础之上。因此, 本文参考已有做法,^[57-59] 用商业信用作为衡量企业间信任程度的替代性变量。其中, 应收账款表示供应商企业对客户的信任, 预收账款对应客户对供应商企业的信任, 用(应收账款+预收账款)/总资产来表示企业与客户之间的总信任。在此基础上, 将(应收账款+预收账款)/总资产大于中位数的企业作为相互信任度高的样本组, 其他为相互信任度低的样本组。

表9 信任、客户集中度与财务杠杆

变量	相互信任度高			相互信任度低		
	FIRST	-0.076 (-0.705)			-0.178* (-1.713)	
FIRST ²	0.096 (0.555)			0.356** (2.306)		
FIVE	0.091 (0.685)			-0.332*** (-3.537)		
FIVE ²	-0.082 (-0.726)			0.441*** (4.159)		
HHI		0.099 (0.582)			-0.232 (-1.514)	
HHI ²		0.124 (0.370)			0.618* (1.936)	
SIZE	0.018 (1.558)	0.017 (1.492)	0.025*** (2.953)	0.023*** (2.706)	0.021** (2.392)	0.019* (1.667)
ROA	-0.240*** (-2.772)	-0.244*** (-2.810)	-0.314*** (-4.987)	-0.308*** (-4.885)	-0.298*** (-4.773)	-0.258*** (-2.900)
MTB	-0.003 (-0.614)	-0.003 (-0.626)	-0.009** (-2.229)	-0.008** (-2.091)	-0.009** (-2.395)	-0.003 (-0.691)
FA	0.064 (0.831)	0.067 (0.876)	0.112*** (2.701)	0.114*** (2.776)	0.106*** (2.586)	0.054 (0.696)
DEP	-1.037 (-1.613)	-1.056 (-1.645)	-1.903*** (-4.429)	-1.914*** (-4.460)	-1.799*** (-4.212)	-0.951 (-1.476)
常数项	-0.147 (-0.589)	-0.129 (-0.508)	-0.200 (-1.071)	-0.140 (-0.745)	-0.0510 (-0.264)	-0.174 (-0.695)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.775	0.776	0.775	0.863	0.865	0.862

表9 报告了两组样本的回归结果, 实证结果均符合研究预期。首先, 在相互信任度高的样本组中, 无论是一次项(FIRST、FIVE、HHI)还是其平方项(FIRST²、FIVE²、HHI²), 三个客户集中度变量的回归系数均不显著, 表明客户集中度与企业财务杠杆之间既没有显著的线性关系, 也没有显著的U型关系。其次, 在相互信任度低的样本组中, 客户集中度一次项的回归系数均显著为负(HHI接近于10%水平显著), 而其平方项(FIRST²、FIVE²、HHI²)的回归系数均显著为正, 表明客户集中度与财务杠杆之间存在显著的U型关系。因此, 这些结果表明, 企业间的信任度较高时, 供应商企业不存在对财务杠杆策略性使用的动机, 而企业间信任水平较低时, 供应商企业在与其客户进行博弈过程中策略性地使用财务杠杆对其客户进行“恩威并施”。

考虑到(应收账款+预收账款)/总资产可能受到客户集中度的影响, 如果简单以该指标划分样本可能影

响检验的有效性, 进一步以(应收账款+预收账款)/总资产作为因变量, 以客户的集中度作为解释变量, 同时加入上述控制变量进行回归, 利用回归的残差作为分组标量, 以剔除客户集中度的影响。重复上述检验, 检验结果仍然稳健。如表10所示。

表10 信任、客户集中度与财务杠杆(残差分组)

变量	相互信任度高			相互信任度低		
	FIRST	0.140 (1.059)			-0.197* (-1.837)	
FIRST ²	-0.192 (-0.913)			0.330** (2.040)		
FIVE	-0.039 (-0.324)			-0.384*** (-3.546)		
FIVE ²	0.058 (0.420)			0.519*** (4.121)		
HHI		0.292 (1.497)			-0.165 (-0.960)	
HHI ²		-0.679 (-1.548)			0.592* (1.776)	
SIZE	0.010 (0.841)	0.008 (0.657)	0.010 (0.840)	0.007 (0.740)	0.007 (0.688)	0.008 (0.799)
ROA	-0.164** (-2.199)	-0.150** (-2.026)	-0.175** (-2.311)	-0.337*** (-4.165)	-0.347*** (-4.344)	-0.330*** (-4.084)
MTB	-0.00300 (-0.575)	-0.00200 (-0.515)	-0.00300 (-0.546)	-0.011** (-2.273)	-0.012** (-2.581)	-0.012** (-2.404)
FA	0.0230 (0.354)	0.0150 (0.240)	0.0230 (0.351)	0.128*** (2.600)	0.107** (2.179)	0.123** (2.497)
DEP	0.0870 (0.141)	0.0760 (0.122)	0.153 (0.247)	-2.999*** (-5.706)	-2.537*** (-4.761)	-2.944*** (-5.573)
常数项	0.003 (0.014)	0.066 (0.252)	-0.001 (-0.002)	0.180 (0.797)	0.229 (0.997)	0.157 (0.696)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.824	0.824	0.824	0.866	0.869	0.866

2. 市场势力的影响

根据博弈论的观点, 在行业中占据主导地位的供应商企业对市场价格和产量有举足轻重的影响。因此, 市场势力较高的供应商企业在和客户谈判过程中具有议价优势, 无需依赖财务杠杆作为谈判工具。反之, 市场势力较低的供应商企业只是市场价格的接受者, 在和客户谈判过程中处于被动, 随着客户越来越集中, 企业有动机降低财务杠杆来诱导客户投入特定关系资产, 进而锁定与客户的关系, 防止占据主导地位的同业竞争者降低价格带走自身的客户。但当客户集中度超过某一阈值, 市场势力较低的供应商企业面临“客大欺店”的风险, 此时供应商企业又需要借助财务杠杆的议价功能对客户发出威胁, 以提升自身的议价能力。本文以市场占有率度量供应商企业的市场势力, 按中值将样本划分为高低两组。

表11 报告了按照市场占有率度量市场势力并分组的回归结果。从表中可知, 在供应商企业的市场势力较高的组别中, 无论是一次项(FIRST、FIVE、HHI)还是其平方项(FIRST²、FIVE²、HHI²), 三个客户集中度变量的回归系数均不显著, 表明客户集中度与企业财务

杠杆水平之间既没有显著的直线关系, 也没有显著的 U 型关系。而在市场势力较低的组别中, 三个客户集中度变量的一次项 (FIRST、FIVE、HHI) 回归系数均显著为负, 而其平方项 (FIRST²、FIVE²、HHI²) 的回归系数均显著为正, 表明客户集中度与财务杠杆之间存在显著的 U 型关系。因此, 供应商企业的市场势力弱化了其对财务杠杆的策略性使用。

表11 市场占有率、客户集中度与企业财务杠杆

变量	市场占有率较高组			市场占有率较低组		
FIRST	-0.0710 (-0.799)			-0.277** (-2.300)		
FIRST ²	0.0620 (0.437)			0.480*** (2.654)		
FIVE	-0.0560 (-0.601)			-0.366*** (-3.036)		
FIVE ²	0.0470 (0.389)			0.413*** (3.262)		
HHI		-0.0360 (-0.241)			-0.376** (-2.265)	
HHI ²		0.0260 (0.086)			1.141*** (3.268)	
SIZE	0.00500 (0.554)	0.00500 (0.559)	0.00500 (0.625)	0.022* (1.863)	0.0150 (1.267)	0.021* (1.827)
ROA	-0.371*** (-4.651)	-0.376*** (-4.693)	-0.374*** (-4.683)	-0.272*** (-4.130)	-0.274*** (-4.197)	-0.270*** (-4.123)
MTB	-0.008** (-2.349)	-0.009** (-2.361)	-0.009** (-2.373)	-0.009** (-2.386)	-0.010** (-2.499)	-0.009** (-2.466)
FA	0.090** (1.986)	0.089** (1.979)	0.090** (1.995)	0.152*** (2.665)	0.146** (2.545)	0.148*** (2.593)
DEP	-2.032*** (-4.498)	-2.049*** (-4.528)	-2.042*** (-4.519)	-1.639*** (-3.045)	-1.472*** (-2.709)	-1.588*** (-2.955)
常数项	0.225 (1.181)	0.229 (1.196)	0.206 (1.087)	-0.188 (-0.759)	-0.0220 (-0.084)	-0.191 (-0.773)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.890	0.890	0.890	0.752	0.753	0.754

根据已有做法,^[60-62] 我们进一步采用勒纳指数 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入度量供应商企业的产品市场势力, 并将样本划分为高低两组。

表 12 报告了按勒纳指数度量供应商企业产品市场势力的回归结果。总体上看, 结果与表 11 基本一致。在产品市场势力较高组中, 无论是一次项 (FIRST、FIVE、HHI) 还是其平方项 (FIRST²、FIVE²、HHI²), 三个客户集中度变量的回归系数均不显著, 表明客户集中度与企业财务杠杆水平之间既没有显著的直线关系, 也没有显著的 U 型关系。而在产品市场势力较低的组别中, 三个客户集中度变量的一次项 (FIRST、FIVE、HHI) 的回归系数均显著为负, 而其平方项 (FIRST²、FIVE²、HHI²) 的回归系数均显著为正, 表明客户集中度与财务杠杆之间存在显著的 U 型关系。因此, 供应商企业的产品市场势力弱化了其对财务杠杆的策略性使用。

考虑到 (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入可能会受到客户集中度的影响, 如果简单以该指标划分样本可能影响检验的有效性, 所以我们进一步以

(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入作为因变量, 以客户的集中度作为解释变量, 同时加入上述控制变量进行回归, 利用回归的残差作为分组标量, 以剔除客户集中度的影响。在此基础上, 重复上述检验, 检验结果仍然稳健。结果如表 13 所示。

表12 产品市场势力、客户集中度与企业财务杠杆

变量	产品市场势力较高组			产品市场势力较低组		
FIRST	-0.0710 (-0.675)			-0.254** (-2.196)		
FIRST ²	0.175 (1.161)			0.536*** (2.604)		
FIVE	-0.0970 (-0.916)			-0.355*** (-3.408)		
FIVE ²	0.148 (1.257)			0.470*** (3.864)		
HHI	0.0260 (0.167)			-0.389** (-2.359)		
HHI ²	0.178 (0.593)			1.553*** (3.741)		
SIZE	0.026*** (2.811)	0.026*** (2.784)	0.027*** (2.898)	0.0130 (1.256)	0.0120 (1.153)	0.0130 (1.283)
ROA	-0.126 (-1.595)	-0.137* (-1.745)	-0.129 (-1.631)	-0.404*** (-5.712)	-0.414*** (-5.913)	-0.411*** (-5.864)
MTB	-0.013*** (-2.937)	-0.013*** (-2.952)	-0.013*** (-2.951)	-0.00400 (-1.065)	-0.00400 (-1.225)	-0.00400 (-1.105)
FA	0.0270 (0.510)	0.0310 (0.584)	0.0270 (0.511)	0.185*** (3.229)	0.167*** (2.923)	0.168*** (2.944)
DEP	-0.731 (-1.506)	-0.706 (-1.456)	-0.740 (-1.525)	-2.464*** (-4.074)	-2.240*** (-3.662)	-2.206*** (-3.621)
常数项	-0.237 (-1.147)	-0.230 (-1.091)	-0.260 (-1.267)	-0.0140 (-0.064)	0.0350 (0.156)	-0.0300 (-0.138)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.818	0.817	0.818	0.823	0.824	0.823

表13 产品市场势力、客户集中度与企业财务杠杆 (残差分组)

变量	产品市场势力较高组			产品市场势力较低组		
FIRST	-0.031 (-0.333)			-0.431*** (-3.245)		
FIRST ²	0.002 (0.011)			0.855*** (4.232)		
FIVE	-0.137 (-1.602)			-0.402*** (-2.987)		
FIVE ²	0.118 (1.132)			0.555*** (3.822)		
HHI	-0.040 (-0.266)			-0.468** (-2.504)		
HHI ²	-0.011 (-0.039)			1.871*** (4.621)		
SIZE	0.002 (0.221)	0.001 (0.067)	0.002 (0.242)	0.030** (2.544)	0.030** (2.477)	0.032*** (2.766)
ROA	-0.141** (-2.006)	-0.144** (-2.035)	-0.141** (-1.996)	-0.372*** (-4.580)	-0.390*** (-4.828)	-0.395*** (-4.871)
MTB	-0.021*** (-3.846)	-0.020*** (-3.771)	-0.021*** (-3.880)	0.00100 (0.241)	0 (0.018)	0.00100 (0.205)
FA	0.0380 (0.826)	0.0380 (0.842)	0.0380 (0.839)	0.240*** (3.594)	0.234*** (3.473)	0.220*** (3.316)
DEP	-1.659*** (-3.198)	-1.660*** (-3.209)	-1.667*** (-3.216)	-1.438*** (-2.679)	-1.325** (-2.436)	-1.195** (-2.230)
常数项	0.302 (1.373)	0.354 (1.603)	0.295 (1.345)	-0.420 (-1.639)	-0.395 (-1.485)	-0.489* (-1.940)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.868	0.869	0.868	0.727	0.726	0.733

3. 行业特征的影响

与耐用品市场相比, 非耐用品市场更加接近完全竞争市场的特征。在完全竞争市场中, 单个厂商和消费者的生产和消费决策对产品价格不能构成实质性影响, 而

且产品具有同质性，客户很容易在市场上获得无差别的替代产品。因此，非耐用品行业中的供应商企业通过降低财务杠杆向客户传递产品质量信息的“示好”动机，以及通过提高财务杠杆以防范客户讨价还价的“示威”动机减弱。供应商企业“示好”目的是为了减轻客户对其产品质量的顾虑或对其破产清算的预期，而“示威”的目的是为了防范大客户事后“敲竹杠”的风险，由此可见，隐性契约以及契约不完全是供应商企业“恩威并施”对待客户的前提。另外，商品所有权和未来服务权分离是隐性契约存在的前提。^[10]因此，供应商企业“恩威并施”对待客户的前提是其生产的产品具备商品所有权和未来服务权分离的特征。在耐用品行业中，供应商企业销售商品后还需要在未来继续提供相应的服务，内含的隐性契约安排为企业实施“恩威并施”的策略与客户进行博弈提供了可能。而非耐用品交易完成后，客户即可获得全部的商品所有权，供应商企业采取“恩威并施”的策略与客户进行博弈的条件将不再具备。

表14 行业特征、客户集中度与财务杠杆

变量	非耐用品		耐用品			
FIRST	0.033 (0.212)			-0.247*** (-3.002)		
FIRST ²	-0.001 (-0.003)			0.401*** (3.152)		
FIVE		-0.046 (-0.315)			-0.247*** (-3.031)	
FIVE ²		0.059 (0.369)			0.306*** (3.291)	
HHI			-0.129 (-0.537)		-0.208* (-1.671)	
HHI ²			0.386 (0.770)		0.683*** (2.704)	
SIZE	0.013 (0.886)	0.013 (0.859)	0.012 (0.818)	0.025*** (3.356)	0.024*** (3.171)	0.026*** (3.361)
ROA	-0.313*** (-3.915)	-0.318*** (-4.038)	-0.312*** (-3.912)	-0.288*** (-4.846)	-0.295*** (-4.979)	-0.294*** (-4.881)
MTB	-0.008** (-1.998)	-0.007* (-1.966)	-0.007* (-1.882)	-0.011*** (-3.128)	-0.012*** (-3.247)	-0.012*** (-3.237)
FA	0.035 (0.476)	0.038 (0.520)	0.032 (0.431)	0.111*** (2.724)	0.104** (2.547)	0.110*** (2.693)
DEP	-1.227 (-1.596)	-1.239 (-1.610)	-1.260 (-1.639)	-1.876*** (-4.834)	-1.758*** (-4.487)	-1.868*** (-4.789)
常数项	-0.026 (-0.083)	-0.011 (-0.035)	0.001 (0.002)	-0.224 (-1.331)	-0.182 (-1.061)	-0.243 (-1.442)
年度	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制	已控制
Adj-R ²	0.816	0.816	0.816	0.828	0.828	0.828

Titman 等^[8]与 Banerjee 等^[12]把美国制造业代码在 2000-3399 内的行业列为非耐用品行业，在 3400-3990 范围的列为耐用品行业。对应到我国制造业代码（以 2012 年行业分类指引为准则）在 C27 和 C13-C24 范围的列为非耐用品，在 C25、C26、C43 和 C28-C40 范围的为耐用品行业。表 14 报告了在非耐用品行业和耐用品行业下，客户集中度对财务杠杆的影响。从表中结果看，在耐用品行业中客户集中度平方项的回归系数均显著为正，而在非耐用品行业中均不显著，说明企业“恩威并施”

对待其客户只存在于耐用品行业，而在非耐用品行业中失效。

五、研究结论与讨论

本文考察了供应商企业在与其客户竞合博弈过程中对财务杠杆的策略性使用，结果表明当客户集中度处于较低阶段时，为了吸引和诱导客户进行关系型投资，供应商企业通过降低财务杠杆向客户“示好”，即在此阶段，财务杠杆随着客户集中度的增加而降低。而当客户集中度处于较高阶段时，为了防范大客户“敲竹杠”的机会主义行为，提升自身议价能力，供应商企业又选择高财务杠杆向客户“示威”，即在此阶段，财务杠杆随着客户集中度的增加而增加。财务杠杆与客户集中度之间的这种 U 型关系反映了供应商企业在与其客户的竞合博弈过程中，策略性地使用财务杠杆“恩威并施”对待其客户。多种稳健性检验结果表明，本文研究结论具有较好的稳健性，供应商企业与客户间的信任水平、供应商企业的市场势力及产品属性等对供应商企业策略性使用财务杠杆具有明显的调节效应。

本研究一方面拓展了财务杠杆战略效应的研究视角，另一方面延展了财务杠杆战略效应的研究内容，在理论上具有一定的边际贡献。同时，为供应商企业根据客户特征制定合理的资本结构决策提供了一定的实践指导，具有一定的参考价值。

参考文献

- [1] Jensen, M. C., Meckling, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [2] Brander, J. A., Lewis, T. R.. Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect. *The American Economic Review*, 1986, 76(5): 956-970.
- [3] 邓剑琴, 朱武祥. 战略竞争、股权融资约束与高负债融资抉择. *经济学 (季刊)*, 2006, (3): 1179-1196.
- [4] 姜付秀, 刘志彪. 行业特征、资本结构与产品市场竞争. *管理世界*, 2005, (10): 74-81.
- [5] 屈耀辉, 姜付秀, 陈朝晖. 资本结构决策具有战略效应吗? *管理世界*, 2007, (2): 69-75.
- [6] Titman, S.. The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, 1984, 13(1): 137-151.
- [7] Grinblatt, M., Titman, S.. *Financial Markets and Corporate Strategy* (McGraw-Hill) New York, 2002.
- [8] Titma, S., Wessels R.. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 1988, 43(1): 1-19.
- [9] Kale, J., H. Shahrur, H.. *Corporate Capital Structure and the*

- Characteristics of Supplier and Customer Markets. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(2): 321-365.
- [10] 程宏伟. 隐性契约、专用性投资与资本结构. *中国工业经济*, 2004, (8): 105-111.
- [11] Maksimovic, V., Titman, S.. Financial Policy and Reputation for Product Quality. *The Review of Financial Studies*, 1991, 4(1): 175-200.
- [12] Banerjee, S., Dasgupta, S., Kim, Y.. Buyer-Supplier Relationships and the Stakeholder Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 2008, 63(5): 2507-2552.
- [13] Rose, N. L.. Profitability and Product Quality: Economic Determinants of Airline Safety Performance. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(5): 944-964.
- [14] Miller, M. H.. Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 1977, 32(2): 261-275.
- [15] Weiss, L. A.. Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 285-314.
- [16] Hennessy, C. A., Livdan, D.. Debt, Bargaining, and Credibility in Firm-Supplier Relationships. *Journal of Financial Economics*, 2009, 93(3): 382-399.
- [17] Chemmanur, T. J., Cheng, Y., Zhang, T.. Human Capital, Capital Structure, and Employee Pay: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 2013, 110(2): 478-502.
- [18] Parsons, C., Titman, S.. Chapter 13 - Capital Structure and Corporate Strategy. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2008: 203-234.
- [19] Berk, B. J., Stanton, R., Zechner, J.. Human Capital, Bankruptcy, and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 891-926.
- [20] Agrawala, A. K., Matsab, D. A.. Labor Unemployment Risk and Corporate Financing Decisions. *Journal of Financial Economics*, 2013, 108(2): 449-470.
- [21] Chu, Y.. Optimal Capital Structure, Bargaining, and the Supplier Market Structure. *Journal of Financial Economics*, 2012, 106(2): 411-426.
- [22] Wanzenried, G.. Capital Structure Decisions and Output Market Competition under Demand Uncertainty. *International Journal of Industrial Organization*, 2003, 21(2): 171-200.
- [23] 刘志彪, 姜付秀. 基于无形资源的竞争优势. *管理世界*, 2003, (2): 71-77.
- [24] Perotti, E. C., Spier, E.. Capital Structure as a Bargaining Tool: The Role of Leverage in Contract Renegotiation. *The American Economic Review*, 1993, 83(5): 1131-1141.
- [25] Bronars, S. G., Deere, D. R.. The Threat of Unionization, the Use of Debt, and the Preservation of Shareholder Wealth. *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, 106(1): 231-254.
- [26] Dasgupta, S., Sengupta, K.. Sunk Investment, Bargaining and Choice of Capital Structure. *International Economic Review*, 1993, 34(1): 203-220.
- [27] Subramaniam, V.. Underinvestment, Debt Financing, and Long-term Supplier Relations. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1996, 12(2): 461-479.
- [28] Benmelech, E., Bergman, N. K., Enriquez, R. J.. Negotiating with Labor under Financial Distress. *The Review of Corporate Finance Studies*, 2012, 1(1): 28-67.
- [29] Qiu, Y.. Debt Structure as a Strategic Bargaining Tool (October 8, 2017). European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance, Working Paper.
- [30] Lee, D. S., Mas, A.. Long-run Impacts of Unions on Firms: New Evidence from Financial Markets, 1961-1999. *The Quarterly Journal of Economics*, 2012, 127(1): 333-378.
- [31] Schmalz, M. C. 2017. Unionization, Cash, and Leverage. University of Michigan, Working Paper.
- [32] Matsa, D. A.. Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining. *The Journal of Finance*, 2010, 65(3): 1197-1232.
- [33] 徐淳厚, 闫伟东, 温丹. 我国零—供应商积怨关系的探讨与解决之道. *北京工商大学学报 (社会科学版)*, 2006, (5): 11-16.
- [34] 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. *中国工业经济*, 2009 (10): 67-76.
- [35] Morgan, J., Stundza, T.. Supply Strategy: Buyer-Supplier Alliances Don't Just Come Together. *Purchasing*, 1993, 114(4).
- [36] Maskin, E., Riley, J.. Monopoly with Incomplete Information. *The RAND Journal of Economics*, 1984, 15(2): 171-196.
- [37] Stole, L. A., Zwiebel, J.. Organizational Design and Technology Choice under Intrafirm Bargaining. *The American Economic Review*, 1996, 86(1): 195-222.
- [38] Snyder, C. M.. Why Do Larger Buyers Pay Lower Prices? Intense Supplier Competition. *Economics Letters*, 1998, 58(2): 205-209.
- [39] Fabbri, D., Klapper, L. F.. Bargaining Power and Trade Credit. *Journal of Corporate Finance*, 2016, (41): 66-80.
- [40] 姜付秀, 黄继承. CEO 财务经历与资本结构决策. *会计研究*, 2013, (5): 27-34.
- [41] Byoun, S.. How and When Do Firms Adjust Their Capital Structures toward Targets? *The Journal of Finance*, 2008, 63(6): 3069-3096.
- [42] Flannery, M. J., Rangan, K. P.. Partial Adjustment toward Target Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3): 469-506.
- [43] Oztekin, O., Flannery, M. J.. Institutional Determinants of Capital Structure Adjustment Speeds. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(1): 88-112.
- [44] 肖泽忠, 邹宏. 中国上市公司资本结构的影响因素和股权融资偏好. *经济研究*, 2008, (6): 119-134.
- [45] Mitani, H.. Capital Structure and Competitive Position in Product Market. *International Review of Economics & Finance*, 2014, (29): 358-371.
- [46] 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. *会计研究*, 2015, (11): 76-82.
- [47] Staiger, D., Stock, J. H.. Instrumental Variables Regression with Weak Instrument. *Econometrica*, 1997, 65(3): 557-586.

- [48] Morgan, R. M., Hunt, S. D.. The Commitment-Trust Theory of Relationship Marketing, *Journal of Marketing*, 1994, 58(3): 20-38.
- [49] Doney, P. M., Cannon, J. P.. An Examination of the Nature of Trust in Buyer-Seller Relationships. *Journal of Marketing*, 1997, 61(2): 35-51.
- [50] Carlin, B. I., Dorobantu, F., Viswanathan, S.. Public Trust, the Law, and Financial Investment. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(3): 321-341.
- [51] Spekman, R. E., Carraway, R.. Making the Transition to Collaborative Buyer-Seller Relationships: An Emerging Framework. *Industrial Marketing Management*, 2006, 35(1): 10-19.
- [52] Yeung, K., Lee, P. K. C., Yeung, A. C. L.. Supplier Partnership and Cost Performance: The Moderating Roles of Specific Investments and Environmental Uncertainty. *International Journal of Production Economics*, 2013, 144(2): 546-559.
- [53] Mazzola, E., Perrone, G.. A Strategic Needs Perspective on Operations Outsourcing and other Inter-firm Relationships. *International Journal of Production Economics*, 2013, 144(1): 256-267.
- [54] Roden, S., Lawson B.. Developing Social Capital in Buyer-Supplier Relationships: The Contingent Effect of Relationship-Specific Adaptations. *International Journal of Production Economics*, 2014, (151): 89-99.
- [55] 张维迎, 柯荣住. 信任及其解释: 来自中国的跨省调查分析. *经济研究*, 2002, 10(5): 59-70.
- [56] 杨皖苏, 杨善林. 基于社会环境信任度调节效应的中西方企业价值观念, 推崇策略与企业绩效关系研究. *管理学报*, 2016, 13(1): 49-58.
- [57] Johnson, S., McMillan, J., Woodruff, C.. Property Rights and Finance. *American Economic Review*, 2002, 92(5): 1335-1356.
- [58] Raiser, M., Rousso, A., Steves, F.. Trust in Transition: Cross Country and Firm Evidence. *Journal of Law Economics & Organization*, 2004, 24(2): 407-433.
- [59] 屈耀辉, 杜亚斌, 傅元略. 上下游企业的信任与赊销战略——兼论区域金融发展的干扰效应. *财贸研究*, 2012, 23(3): 140-148.
- [60] 吴昊旻, 杨兴全, 魏卉. 产品市场竞争与公司股票特质性风险——基于我国上市公司的经验证据. *经济研究*, 2012, (6): 101-115.
- [61] 张益明. 产品市场势力、公司治理与股票市场流动性. *国际金融研究*, 2012, (3): 85-95.
- [62] 周夏飞, 周强龙. 产品市场势力、行业竞争与公司盈余管理——基于中国上市公司的经验证据. *会计研究*, 2014, (8): 60-66.

empirically examines the relationship between customer concentration and supplier enterprises' choice of financial leverage from the perspective of strategic game, in order to test whether supplier enterprises use financial leverage strategically in the process of game with their customers. Empirical research finds that there is a significant positive U-shaped relationship between customer concentration and financial leverage, which reflects that supplier enterprises use financial leverage strategically to use "both carrot and stick approach" in the process of game with their customers. On the one hand, when customer concentration is at a low stage, in order to attract and induce customers to conduct relationships. On the other hand, when customer concentration is at a higher stage, in order to prevent the "rip-off" risk of "big customer fraudulent stores" and enhance their bargaining power, supplier enterprises strategically choose high financial leverage to "demonstrate" to customers. The results of robustness test by PSM and two-stage instrumental variable method remain unchanged. Further research finds that the strategic use of financial leverage only exists when the level of trust among enterprises is low, the market power of supplier enterprises is weak, and the product uniqueness of supplier enterprises is low, but when the level of trust among enterprises is high, the market power of supplier enterprises is strong, and suppliers are weak. When the product uniqueness is high, the strategic use of financial leverage disappears. On the one hand, this paper expands the research perspective of the strategic effect of financial leverage; on the other hand, it extends the research content of the strategic effect of financial leverage, which has a certain marginal contribution in theory. At the same time, the conclusion of this paper provides a certain degree for supplier enterprises to make reasonable capital structure decisions according to customer characteristics. Practical guidance has certain reference value in practice.

Key Words Financial Leverage; Customer Concentration; Strategic Game; Stakeholder

Do Firms Treat Their Customers with Incentives and Penalties? Strategic Use of Financial Leverage

Kuang Xuewen¹, Lin He¹, Chen Zhifeng²

1. School of Economics & Management, Nanchang University; 2. School of Management, Xiamen University

Abstract Based on the competitive and cooperative game relationship between supplier enterprises and customers, this paper