

# 客户集中度与财务保守行为的关系探析

李月娥(教授), 刘建兰

**【摘要】** 基于隐性契约理论和间接破产成本理论,以我国制造业2007~2015年A股上市公司为研究样本,探究客户集中度与财务保守行为之间的关系。研究发现:客户集中度越高,企业越倾向于采取财务保守行为,且两者之间的关系在客户对售后服务关注度较高的企业以及生产耐用品的企业中更为敏感。本研究为企业财务保守行为提供了一个基于客户视角的新解释,也为企业资本结构政策的制定提供了有益的参考。

**【关键词】** 财务保守行为; 客户集中度; 客户售后服务关注度; 耐用品行业

**【中图分类号】** F234.4      **【文献标识码】** A      **【文章编号】** 1004-0994(2018)08-0072-9

## 一、引言

资本结构一直是财务界学者关注的问题。根据权衡理论,债务的税收收益可以增加企业价值。但很多企业的资本结构比较特殊:它们的负债水平很低,并且长期处于较低的水平。这些企业宁愿放弃债务带来的收益,也要选择低负债水平的资本结构,这一现象被财务界称为“财务保守之谜”。

国内外一些真实的案例印证了以上现象。在国外,惠普、福特、苹果、谷歌、德州仪器等公司表现为几乎没有负债或者负债水平很低。在国内,佛山照明、泸州老窖、五粮液、大华科技、贵州茅台等公司的有息负债2007~2015年这九年来都为零。Bessler(2013)以西方的七个国家为研究对象,发现样本公司中零负债公司从1989年的5%增长到2010年的14%,表明财务保守为国际普遍存在的现象并且处于增长趋势。Strebulaev、Yang(2013)研究发现,1962~2009年平均10.2%的美国非金融公司表现为零债务,大约有22%的公司保持小于5%的账面杠杆率,并且发现约61%的零负债公司在下一年没有采取负债融资的倾向。陈艺萍等(2016)以1993~2012年期间我国A股主板上市公司为研究对象,经统计发现,大约14%的企业财务杠杆低于5%,其中约7%的公司表现为零杠杆。

为什么那么多企业会选择这样一种低负债的资本结构呢?国外学者对企业采取财务保守行为的原因的研究起步较早,主要从资本市场估价、产品竞争市场、破产成本、财务灵活性、管理者特征、财务弹性或融资约束、宏观经济环境、制度环境等方面进行探究,国内主要从传统理论(如权衡理论、啄食理论、市场择机理论等)、产业组织理论、公司治理观(如管理者自利行为、管理者能力差异、股权集中程度等)以及其他角度(如企业所处制度环境、资本的供给方和需求方等)研究企业采取财务保守行为的原因,而从供应商、员工、客户等非财务利益相关者角度解释财务保守行为的研究相对较少。因此,本文以我国制造业2007~2015年A股上市公司为研究样本,探究客户集中度对财务保守行为的影响。研究发现,客户集中度越高,企业越倾向于采取财务保守行为,表明企业的债务政策会受到客户的影响,且客户集中度越高,这种影响力越大。进一步研究表明,在客户对售后服务关注度较高的企业以及生产耐用品的企业中,客户集中度与财务保守行为之间的关系更为敏感。

本文可能的贡献表现在两方面:其一,基于隐性契约以及间接破产成本的视角研究客户集中度与财务保守行为之间的关系,拓展了前人的研究成果。虽然张志峰等(2017)的研究与本文的视角相同,但本

文将他们的研究从单一的供应商延伸至客户。其二,由于隐性契约的存在,基于商品交易发生后商品实物所有权转移而商品服务所有权尚未完全转移的情况,即隐性契约的履行意味着企业未来要为客户提供服务,本文选择与未来为客户提供服务相关的两个调节变量,进一步探索在客户对售后服务关注度不同的情况下以及在耐用品行业中,客户集中度对财务保守行为的影响,研究结论丰富了客户集中度与财务保守的相关文献。

## 二、文献综述

大量研究对企业采取财务保守行为的原因进行了探讨,但是研究结论并不一致,早期的相关研究主要是从产品竞争市场这一视角来考虑的。国外早期研究财务保守的代表人物有 Hitem(1977)、Alberts和 Hite(1983)、Brand和 Lewis(1986)等;国内具有代表性的是朱武祥等(2002)基于两阶段双头垄断模型研究了产品竞争市场与财务保守行为之间的关系。但是,刘志彪等(2003)发现产品竞争市场和资本结构的关系与行业相关,不同的行业性质导致两者的关系有所不同。因此,关于产品竞争市场如何影响企业财务保守行为的结论并不一致。另外,相关研究发现财务保守的企业规模更小、盈利能力更强、成长性更高、担保能力更弱(张信东等,2013; Strebulaev、Yang,2013),具有这样一些特征的企业更加偏向于采取财务保守行为。

之后的研究大多从企业内部机制入手探讨财务保守问题,如委托代理(黄国良等,2010)、公司治理(张信东等,2013;李晓溪等,2016)、融资约束或财务弹性(曾爱民等,2013;汪金祥等,2016;张亮亮,2017)等因素。根据理性经济人假说,理性的债权人能够察觉企业股东利用低风险负债进行高风险投资来转移财富的行为,进而向企业提出更加严格的条件,导致债务代理成本增加,因此企业倾向于降低债务水平(Jensen、Meckling,1976)。同时,债务具有监督功能,理性的管理者可能为了避免重要外部监督者(债权人)的监管而选择较低的负债水平(黄国良等,2010)。此外,公司的融资政策在很大程度上会受到总经理的影响,当总经理的年龄越大、任职时间越长时,其过度自信程度会越低,因此更加倾向于较为保守的财务行为(Strebulaev、Yang,2013)。

然而,Devos等(2012)认为,内部或外部治理机制都不能解释企业采取保守债务融资行为的原因,

一家公司选择使用少量债务,不是因为它的管理者更喜欢保守的财务政策,而是因为公司进入债务市场受到了限制。但是,企业采取财务保守行为可能不完全因为外部融资约束,也可能是为保持财务弹性而采取的一种主动战略选择(汪金祥等,2016)。张亮亮(2017)也发现企业债务保守行为并非管理防御所致,而是融资约束与保持财务灵活性的结果。

综上所述,现有关于企业财务保守行为的研究主要是从产品市场竞争等外部机制以及代理成本、公司治理、融资约束或财务弹性等内部机制等方面进行的探讨,而且大多数是考虑公司的管理者、债权人等财务利益相关者对财务保守行为的影响,很少学者从供应商、员工、客户等非财务利益相关者角度解释财务保守行为。从现代资本结构研究的发展来看,企业的财务决策不仅仅受资本市场博弈、产品市场博弈等因素的影响,还会受到客户、供应商等组成产品要素市场的影响。

Titman(1984)最早提出非财务利益相关者会对资本结构产生影响,他主要从两个方面展开研究。一方面是非财务利益相关者对企业破产的预期会导致破产成本的改变,从而对资本结构产生影响;另一方面是非财务利益相关者的议价能力会对资本结构产生影响。Banerjee等(2008)从产品独特性视角研究了供应商和客户对企业资本结构的影响,发现客户或供应商集中程度较高的企业更加倾向于减少债务的利用。

肖作平、廖理(2010)从信息不对称的视角研究了客户、供应商和员工与企业资本结构之间的关系,发现供应商集中程度较高的公司具有相对较低的债务水平,雇员谈判力对资本结构选择没有重要影响,顾客集中程度较高的公司具有相对较低的债务水平。陈骏、张志宏(2016)认为,企业会将负债水平作为与客户交易的议价工具、担保工具或信号工具而进行降低或提高的调整,且客户集中程度越高,客户就越强势,企业资本结构调整的程度就越大。因此,现有研究均表明非财务利益相关者会对资本结构产生影响。

财务保守是企业资本结构的一种特殊情况,其表现为企业负债在较长一段时间内处于较低水平。因此,企业的非财务利益相关者可能可以解释企业为什么采取财务保守行为。陈志锋(2017)从供应商单一非财务利益相关者角度出发,研究发现供应商集中度高也是企业采取财务保守行为的重要原因。

因此,非财务利益相关者确实会影响企业的财务保守行为。基于此,本文从客户这一重要非财务利益相关者的角度出发,同时考虑企业不同的客户对产品销售后服务的关注程度不同,以及由行业差异带来的企业产品特性等方面的不同,对客户集中度与财务保守行为的关系进行研究。

### 三、理论分析与研究假设

根据契约理论,客户从企业购买的商品中除了显性契约,还包含隐性契约。这种隐性契约要求企业在未来给顾客提供持续的服务,比如提供产品的维修服务或者产品零部件的更换服务等。Cornell、Shapiro(1987)认为,企业想要将商品转移到顾客手中,除履行显性契约外,还要向客户保证在将来会履行商品中含有的隐性契约。而将来隐性契约的履行隐含着重要的会计假设,即企业可持续经营假设。当企业选择高财务杠杆经营时,客户会质疑企业的可持续经营能力,进而质疑企业隐性契约的履行能力,由此很可能导致企业与客户之间建立的长期合作关系从此终止。因为:其一,高负债水平企业发生财务危机的可能性较大,企业破产的概率也较大,而破产即意味着隐性契约不能履行,客户一般不愿意与财务状况不好的企业进行交易(Maksimovic、Titman, 1991)。其二,高负债企业一般被认为是陷入了财务困境的企业,导致客户质疑其产品和服务质量,理性的非财务利益相关者会将其预期破产成本一起考虑进公司的贸易条件中(Maksimovic、Titman, 1991),进而会要求企业降低产品价格或者不购买企业产品,从而使企业遭受经营损失,同时企业会面临因客户流失而失去市场份额的危机。客户预期企业破产会增加企业的成本,进而增加企业破产的可能性,进一步导致隐性契约难以履行。其三,由于高负债水平会给客户传递企业生存能力较弱、隐性契约不能履行的信号,进而可能会引发“羊群效应”,导致客户先后终止与企业的合作关系(Dhaliwal等, 2014)。

相反地,企业保持较低的负债水平有利于隐性契约的履行。首先,低负债是企业对客户的一种担保,当客户与企业关系较为密切时,低负债使企业有能力与客户共同进行某些专用性投资,如研发投资等,这就等于向客户做出了履行隐性契约的资本上的承诺。其次,低负债水平在一定程度上可以削弱供应商和客户的攻击性,增强企业与利益相关者的谈

判能力(Sarig, 1998; 肖作平、廖理, 2010),进而降低企业破产的可能性,减少间接破产成本。最后,投资者认为企业中大客户的存在可以促进企业整合供应链、提高资产管理效率、降低销售成本、提升盈利能力,这些都将有利于隐性契约的履行。而且企业越依赖于其主要客户,这些作用就越强(Kalwani、Narayandas, 1995; Patatoukas, 2012),也由此向市场传递了积极的信号,从而降低企业的权益资本成本(陈峻等, 2015)。权益资本成本的降低意味着企业会倾向于股权融资,减弱了企业进行外部融资的动机,当然也就降低了其负债水平。

然而,这种因隐性契约及间接破产成本的作用机理而导致的客户对企业负债融资政策的影响只有在企业客户集中度比较高时才明显。因为企业客户集中度越高,表明企业在经济上对主要大客户的依赖程度越高,企业的融资政策受客户的影响就越大。由此,本文提出研究假设1:

假设1:客户集中度越高,企业采取财务保守行为的概率越大。

根据隐性契约和间接破产成本的作用机制,如果企业负债比例越高,企业面临破产清算的可能性就越大,那么大客户得不到所购买产品的后续服务以及产品维修所需要的零部件的可能性越大,这时客户很可能会转向其他企业,进而给企业带来巨大的间接破产成本。可以认为,客户对售后服务的关注程度越高,说明客户越在意未来服务的满足程度,那么当企业面临破产而无法满足客户需求时,企业更加容易失去重视售后服务的大客户。也就是说,当客户集中度较高时,如果企业的大客户不太关注企业对隐性契约的履行能力即未来提供售后服务的能力,则他们从企业中流失的可能性较小。但是,当客户对企业的售后服务非常关注时,企业就更容易失去他们进而面临较高的间接破产成本,为了避免失去大客户而产生巨额成本,企业会选择较低的负债水平。因此,客户对企业的售后服务关注度越高,客户集中度对企业负债融资政策的影响越大。基于此,本文提出假设2:

假设2:客户对企业售后服务的关注程度越高,客户集中度影响企业财务保守行为的可能性越大。

根据上述理论和假设阐述,客户对公司选择较为保守的融资政策的内在作用机制在于客户与公司之间的隐性契约和这种隐性契约破裂带来的间接破产成本。可以这样理解,对于客户而言,如果客户够



买企业的商品而不需要企业未来为其提供售后服务或者并不很强烈地需要企业的后续服务,那么企业因高负债比例而可能导致的破产对客户的影响就不会那么大,进而企业也不会承担较高的间接破产成本,也就不会限制负债的比例。反之,如果客户购买的商品(如那些专用性较强的机器设备、需要企业不断为其提供升级服务的产品以及零部件很难从别的企业再次获得的产品等)具有独特性、单位价值较大、耐用性较高等特点,那么企业提供后续服务就显得格外重要,隐性契约关系的破裂给企业带来的间接破产成本会更大,对企业负债融资政策的影响更为明显。

Titman(1984)研究发现,在生产耐用品或独特品的行业中,企业的破产清算很可能会给客户带来一定的成本或损失(如客户可能无法获取产品的售后服务以及替换相关零部件等等),则客户会通过一定的方式(如要求企业降低产品价格)将这些成本或损失转嫁给企业。因此可以认为,针对不同的公司,客户对其资本结构产生的影响是不同的。客户集中度对生产耐用品公司资本结构的影响更为明显。在其他条件相同的情况下,客户集中度效应明显的公司比不明显的公司的债务水平更低(肖作平、廖理,2010),他们的这一观点也得到了Graham(2000)的支持。相对于非耐用品来说,耐用品表现为使用时间较长,单位价值较高,更需要售后和维修服务。当企业的负债水平较高时,破产的概率也较大,顾客因为考虑到耐用品无法得到持续的售后服务以及产品维修所需的零部件等问题,很可能会放弃购买高负债水平公司的产品。因此,在耐用品行业中,客户集中度对企业财务保守行为的影响更为明显。基于此,本文提出假设3:

假设3:与非耐用品行业相比,在耐用品行业中,客户集中度对企业财务保守行为的影响更为明显。

## 四、研究设计

### (一)样本选择

本文的初始样本为2007~2015年在我国沪、深交易所A股主板上市的制造业企业。同其他行业相比,制造业主要的日常活动是生产和销售产品,企业更加关注产品,客户也更重视产品的售后服务,在该行业中客户集中度对企业显得更加重要,所以选择制造业作为研究样本。按照以下条件进行筛选:①剔

除被PT、ST、\*ST、S\*以及S的上市公司,因为这些上市公司的财务状况和经营状况异常,不能把它们和正常经营的公司放到一起进行研究;②剔除指标数据不全和有异常值的企业,因为有些公司存在财务报表附注并没有披露前五大客户销售额等情况;③剔除B股和H股上市的公司。最终得到5160个年度观测值。样本数据来自CSMAR和CCER数据库,并使用STATA 12.1对各连续变量在1%和99%分位进行了缩尾处理,以减少异常值对实证结果的影响。

### (二)变量度量与模型设计

#### 1. 变量度量。

(1)财务保守。对于财务保守行为目前没有统一的概念界定,大多数学者都赞同以下概念:财务保守行为是指企业在较长一段时间内连续地保持较低负债水平的行为(Minton、Wruck,2001)。根据目前已有的研究,财务保守的界定标准大致可以分为两类:一类是百分位法,这也是目前大多数学者采用的方法,即选定一个固定的临界值来判断财务是否保守,这个临界值可能是样本的平均数、中位数等,小于或等于这个临界值则为财务保守公司。最具有代表性的是Minton、Wruck(2001)将长期资产负债率连续5年低于20%的企业判定为财务保守公司。国内大多数学者也是参考这种做法。同时,赵蒲、孙爱英(2004)考虑到我国资本市场较为年轻,将连续3年总资产负债率低于20%的公司定义为财务保守企业。另一类是目标资本结构法。Inoa等(2004)、张洪辉和王宗军(2011)就是使用目标资本结构模型计算出了企业的目标值,如果企业实际值低于该值,则判定为财务保守企业。本文首先参照Minton和Wruck(2001)、赵蒲和孙爱英(2004)的研究,将连续3年有息负债率低于20%的公司定义为财务保守企业。其中,有息负债包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券以及长期应付款。其次,在稳健性检验中本文还使用了目标资本结构法来重新界定财务保守企业,具体做法见稳健性检验部分。

(2)客户集中度。如果企业的主要客源一直是较为稳定的那几个客户,则意味着企业的客户群体较为集中,同时也意味着企业的大部分营业收入来自某几个大客户。那么,客户群体的集中度就会体现在企业营业收入的主要来源上,即企业的客户集中度可以用企业主要客源的营业收入占企业当期总收入的比例来衡量。本文参照肖作平、廖理(2010)的做法,用企业前五大客户的销售额占本年总营业收入

的比例来衡量企业的客户集中度。

(3)客户售后服务关注度。客户对产品售后服务的关注程度很难直接度量,一般可通过企业在售后服务方面的投入间接反映。公司对产品售后服务的投入主要包含售后及销售服务费、产品质量保修金、检测试验费、三包及产品返修费、销售服务费、安装费、零配件以及由产品售后服务所带来的运输费、交通费、车辆使用及修理费、维修人员的薪酬等,这些信息主要通过企业销售费用明细账披露。然而,通过上网查阅我们发现,要取得上述数据也非常困难,主要原因在于:第一,对于同样的项目,不同企业在销售费用中所用的明细科目可能不一样,难以准确地判定哪些科目是为产品售后发生的;第二,无法准确判断披露的明细是否完全是为售后服务发生的,有的可能只有部分金额能够归属于售后服务,但具体金额无法估算;第三,有的企业没有披露销售费用明细项目,更无法判断企业的售后服务投入。综合上述原因,本文用销售费用的合计数粗略地反映企业为售后服务所投入的成本,为消除规模的影响,参照黄晓波、那玫一(2012)的做法,用销售费用与营业收入的比值衡量客户对售后服务的关注程度。

本文将客户售后服务关注度设为哑变量,将大于等于样本均值的一组设为1,小于样本均值的设为0。

(4)行业类型。根据研究的需要,本文将我国制造业分为耐用品行业与非耐用品行业。耐用品是指单位价值高、购买频率低、需要产品售后服务和使用时间超过1年的物品,比如机械设备、汽车等。本文将行业类型作为一个虚拟变量,耐用品行业赋值为1,非耐用品行业赋值为0。按照2012版《证监会行业分类标准》将2007~2015年制造业中的通用设备制造业(C34)、专用设备制造业(C35)、汽车制造业(C36)以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(C37)这四个行业作为研究样本,研究在生产耐用品的企业中,客户集中度对企业财务保守行为的影响程度。

此外,本文参照相关研究(Titman、Wessels, 1998;肖作平、廖理, 2010),选取了企业规模、成长性、抵押能力、内源融资能力、非财务税盾、股权集中度、企业性质作为控制变量。表1是相关变量的定义。

2. 模型设计。本文研究企业是否采取财务保守行为,是则为1,否则为0,且被解释变量是离散的,

表1 主要变量的定义和度量标准汇总

类型	代码	名称	含义
被解释变量	3lev_20	财务保守	当有息负债率连续3年小于等于20%时,3lev_20为1,否则为0
解释变量	top5	客户集中度	前五大顾客的合计销售额与年度销售总额的比值
调节变量	focus	客户售后服务关注度	大于或等于销售费用与营业收入比的均值时取1,否则为0
	industry	行业类型	耐用品行业赋值为1,非耐用品行业赋值为0
控制变量	size	企业规模	总资产的自然对数
	growth	成长性	主营业务收入增长率
	mortgage	抵押能力	固定资产净额和存货净额之和与总资产的比值
	reta	内源融资能力	留存收益与总资产的比值
	ndebt	非财务税盾	累计折旧与总资产的比值
	firststo	股权集中度	第一大股东持股比例
	equity	企业性质	第一大股东是国有法人时取0,否则为1

那么用传统的OLS模型进行回归就不太合适。因此,本文选取二元离散选择模型(Logit)。与OLS回归相比,Logit回归的被解释变量可以是离散的,不要求各变量满足正态分布。根据本文的研究假设,构建以下三个模型:

为了检验假设1,即客户集中度与财务保守的关系,本文构建模型(1)。p是指企业采取财务保守行为的概率,如果企业采取财务保守行为则取值为1,否则为0。 $\beta_i$ 为自变量和控制变量的系数,是待估计的参数。用一组财务保守企业具有的特征变量来估计企业采取财务保守行为的概率。根据研究假设,预期客户集中度(top5)的系数 $\beta_1$ 符号为正。

$$\ln[p/(1-p)] = \beta_0 + \beta_1 \text{top5} + \beta_2 \text{size} + \beta_3 \text{growth} + \beta_4 \text{mortgage} + \beta_5 \text{ndebt} + \beta_6 \text{reta} + \beta_7 \text{firststo} + \beta_8 \text{equity} + \varepsilon \quad (1)$$

为了检验假设2,即在不同程度的客户售后服务关注下客户集中度对企业财务保守行为的影响,本文在模型(1)的基础上引入客户售后服务关注度

(focus)和客户集中度(top5)的交乘项(focus×top5),构建了模型(2)。根据研究假设,预期客户集中度与客户售后服务关注度的交乘项(focus×top5)的系数 $\alpha_2$ 符号为正。

$$\ln[p/(1-p)] = \alpha_0 + \alpha_1 \text{top5} + \alpha_2 \text{focus} \times \text{top5} + \alpha_3 \text{size} + \alpha_4 \text{growth} + \alpha_5 \text{mortgage} + \alpha_6 \text{ndebt} + \alpha_7 \text{reta} + \alpha_8 \text{firststo} + \alpha_9 \text{equity} + \varepsilon \quad (2)$$

为了检验假设3,即在耐用品行业中,客户集中度对企业财务保守行为的影响,本文在模型(1)的基础上引入客户集中度(top5)与行业(industry)的交乘项(top5×industry),构建了模型(3)。根据研究假设,预期客户集中度与行业的交乘项(top5×industry)的系数 $\lambda_2$ 符号为正。

$$\ln[p/(1-p)] = \lambda_0 + \lambda_1 \text{top5} + \lambda_2 \text{top5} \times \text{industry} + \lambda_3 \text{size} + \lambda_4 \text{growth} + \lambda_5 \text{mortgage} + \lambda_6 \text{ndebt} + \lambda_7 \text{reta} + \lambda_8 \text{firststo} + \lambda_9 \text{equity} + \varepsilon \quad (3)$$

需要特别说明的是,交乘项(focus×top5)与客户售后服务关注度(focus)的相关系数达到了0.78,且在1%的水平上显著,同时交乘项(top5×industry)与行业(industry)的相关系数达到了0.8,且在1%的水平上显著,说明这两两变量之间存在共线性。为了避免共线性对研究结果的影响,在构建模型(2)和模型(3)时,分别将客户售后服务关注度(focus)、行业类型(industry)剔除。

## 五、实证检验与结果分析

### (一)描述性统计

从表2中可以看出,有息负债率连续3年低于20%的样本数占比为36%,说明有超过1/3的企业有息负债率连续3年低于20%,客户集中度(top5)的平均值为27.54%,最大值为1,最小值接近于0,说明我国制造业企业之间客户集中度的差异比较大。客户售后服务关注度(focus)的平均值为7%,最大值为80%,最小值为0,说明我国制造业企业之间客户售后服务关注度水平的差异明显。

为了进一步了解财务保守公司与非财务保守公司在企业特征方面的差异以及客户售后服务关注度不同、行业类型不同的企业特征差异,本文分别对财务保守企业与非保守

表2 主要变量的描述性统计

变量	观测值	平均值	最大值	最小值	标准差
3lev_20	5160	0.3595	1	0	0.4799
top5	5160	0.2754	1	0.0000	0.1944
focus1	5160	0.0669	0.8000	0	0.0815
size	5160	22.1247	26.9608	17.6413	1.2522
growth	5160	0.3572	151.4597	-2.7701	3.3351
mortgage	5160	0.4470	3.4358	0	0.1737
ndebt	5160	0.0277	0.5011	0.0001	0.0213
reta	5160	0.0799	0.8041	-48.4804	0.8726
firststo	5160	0.3543	0.8999	0.0339	0.1511
equity	5160	0.3477	1	0	0.4763

注: focus1 指客户售后服务关注度的具体数值。

企业、客户售后服务关注度高和低、耐用品和非耐用品行业分组进行了描述统计和T检验,统计结果如表3、表4、表5所示。从表3中可知,财务保守企业客户集中度(top5)的均值为0.2925,显著大于非财务保守公司客户集中度(top5)的均值(0.2658);财务保守公司客户售后服务关注度(focus)的均值为0.0885,显著大于非财务保守公司客户售后服务关注度(focus)的均值(0.0548)。由表4可知,客户售后服务关注度高的一组中财务保守企业(3lev\_20)的均值达到了0.5201,显著高于客户售后服务关注度低的这组中财务保守企业(3lev\_20)的均值(0.3174)。由表5可知,耐用品行业中财务保守企业(3lev\_20)的均值为0.5163,显著高于非耐用品行业中财务保守企业(3lev\_20)的均值(0.3212)。以上统计结果粗略验证了本文的假设。

表3 财务保守公司与非财务保守公司特征对比

变量	3lev_20=1			3lev_20=0			T检验	
	obs	mean	sd	obs	mean	sd	t	sig.
top5	1855	0.2925	0.2100	3305	0.2658	0.1846	4.7412	0.0000
focus	1855	0.0885	0.0991	3305	0.0548	0.0667	14.5432	0.0000
size	1855	21.8956	1.2154	3305	22.2533	1.2544	-9.9391	0.0000
growth	1855	0.4126	4.0900	3305	0.3262	2.8249	0.8929	0.3719
mortgage	1855	0.3833	0.1542	3305	0.4827	0.1739	-20.5058	0.0000
ndebt	1855	0.0226	0.0157	3305	0.0305	0.0234	-12.9915	0.0000
reta	1855	0.1625	0.2919	3305	0.0335	1.0654	5.1082	0.0000
firststo	1855	0.3534	0.1500	3305	0.3548	0.1518	-0.3193	0.7495
equity	1855	0.3218	0.4673	3305	0.3622	0.4807	-2.9260	0.0034



**表 4 客户售后服务关注度分组公司特征对比**

变量	focus=1			focus=0			T 检验	
	obs	mean	sd	obs	mean	sd	t	sig.
3lev_20	1071	0.5201	0.4998	4089	0.3174	0.4655	12.4845	0.0000
top5	1071	0.1985	0.1398	4089	0.2955	0.2016	-14.8389	0.0000
size	1071	21.8979	1.2201	4089	22.1841	1.2539	-6.6864	0.0000
growth	1071	0.4329	3.5426	4089	0.3374	3.2787	0.8342	0.4042
mortgage	1071	0.4094	0.1545	4089	0.4568	0.1771	-7.9979	0.0000
ndebt	1071	0.0212	0.0127	4089	0.0293	0.0227	-1.1672	0.2432
reta	1071	0.1255	0.3070	4089	0.6795	0.9672	-18.5014	0.0000
firststo	1071	0.3327	0.1442	4089	0.3600	0.1524	-5.2762	0.0000
equity	1071	0.4295	0.4952	4089	0.3262	0.4689	6.3426	0.0000

**表 5 耐用品行业与非耐用品行业公司特征对比**

变量	indursty=1			indursty=0			T 检验	
	obs	mean	sd	obs	mean	sd	t	sig.
3lev_20	1013	0.5163	0.5000	4147	0.3212	0.4700	11.6941	0.0000
top5	1013	0.3302	0.2226	4147	0.2620	0.1845	0.0020	0.9984
size	1013	22.2912	1.3463	4147	22.0840	1.2249	4.7310	0.0000
growth	1013	0.4609	3.1924	4147	0.3319	3.3689	1.1037	0.2698
mortgage	1013	0.3820	0.1398	4147	0.4628	0.1775	-0.1350	0.0000
ndebt	1013	0.0210	0.0165	4147	0.0293	0.0220	-11.2588	0.0000
reta	1013	0.0574	1.1031	4147	0.0085	0.8640	1.5235	0.1277
firststo	1013	0.3814	0.1474	4147	0.3477	0.1513	6.3873	0.0000
equity	1013	0.1807	0.3849	4147	0.3885	0.4875	-12.6383	0.0000

本文对各个主要变量之间的相关性进行了检验,具体结果如表 6 所示。从表中可知,财务保守(3lev\_20)与客户集中度(top5)和客户售后服务关注度(focus)的相关系数分别为 0.0659 和 0.1713,并且在 1%的水平上显著。说明财务保守行为与客户集中度和客户售后服务关注度显著正相关,这初步支持

**表 6 主要变量的相关系数**

变量	3lev_20	top5	focus	size	growth	mortgage	ndebt	reta	firststo	equity
3lev_20	1									
top5	0.0659***	1								
focus	0.1713***	-0.2024***	1							
size	-0.1371***	-0.2295***	-0.0927***	1						
growth	0.0124***	0.0764***	0.0116	-0.0220	1					
mortgage	-0.2745***	-0.1449***	-0.1107***	0.0390***	-0.0192	1				
ndebt	-0.1796***	-0.0471***	-0.1550***	0.0224	-0.0116	0.4817***	1			
reta	0.0709***	-0.1062***	0.0268	0.1660***	-0.0026	0.0384***	-0.0011	1		
firststo	-0.0044	-0.0184	-0.0730***	0.2868***	0.0376***	0.0889***	0.0563***	0.0672***	1	
equity	-0.0407***	0.0288**	0.0879***	-0.1872***	0.0324**	-0.1113***	-0.0776***	-0.0359***	-0.2268***	1

注:\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著,下同。

了假设 1 和假设 2。

同时,本文对主要变量做了方差膨胀因子检验,结果如表 7 所示。由表 7 可知最大的 VIF 为 1.53,远远小于 10,因此,各变量之间不存在多重共线性。

**表 7 方差膨胀因子检验**

变量	VIF	1/VIF
mortgage	1.53	0.6531
ndebt	1.51	0.6611
size	1.24	0.8040
firststo	1.14	0.8761
reta	1.13	0.8886
top5	1.12	0.8922
equity	1.09	0.9210
growth	1.06	0.9458
Mean VIF	1.23	

**(二) 回归分析**

表 8 中模型(1)为客户集中度与财务保守行为的回归结果;模型(2)为引入调节变量客户售后服务关注度后,客户集中度影响企业财务保守行为的回归结果;模型(3)为引入调节变量行业类型后,客户集中度与企业财务保守行为的

回归结果。

由模型(1)的回归结果可以看出,客户集中度(top5)的系数为 0.3120,且在 10%的水平上显著,说明客户集中度越高,企业采取财务保守行为的概率越大,假设 1 得到了验证。因此,客户集中度在一定程度上是能够解释为什么企业采取财务保守行为

的,这也验证了间接破产成本理论和隐性契约理论能够解释客户集中程度会对企业采取财务保守行为产生影响的原因。为了减少或者避免间接破产成本和高负债水平对客户产生的攻击而引起清算的可能,公司会选择较为保守的财务政策。

模型(2)加入了客户集中度与客户售后服务关注度的交乘项(top5×focus),以检验客户售后服务关注度对于客户集中度与财务保守行为间关系的影响。可以看出,交乘项(top5×focus)与财务保守的相关系数为2.2994,且在1%的水平上显著,假设2得到验证。说明当客户对售后服务关注程度越高时,客户集中度对企业财务保守行为的影响越大,即客户集中度对财务保守行为的影响在客户对售后服务关注度高时表现得更加突出。当客户对产品的售后服务关注程度较高时,会增加客户对企业破产成本的预期值,提高了间接破产成本,所以企业会选择较为保守的财务政策。

模型(3)列示了在耐用品行业中客户集中度对采取财务保守行为影响的结果。交乘项(top5×industry)与企业财务保守的相关系数为1.6683,且在1%的水平上显著,支持假设3。说明在生产耐用品的行业中,客户集中度对企业财务保守行为的影响更加明显。即在耐用品行业中,隐性契约关系的破裂给企业带来的间接破产成本更高,对企业负债融资政策的影响更为明显。

### (三)稳健性检验

为了保证研究结果的可靠性,本文将进行稳健性检验。衡量财务保守的方法主要有两大类,即百分位法和目标资本结构法。上文就是采用百分位法来界定财务保守企业的,目前大多数相关研究也是采用这种方法,因为这种方法相对来说较容易操作、认可度也较高。但是也有相关学者采用目标资本结构的方法,相对于百分位法,用目标资本结构的方法来衡量财务保守更加客观,在一定程度上避免了人为选取年份和百分值的主观性。因此,本文将使用目标资本结构法来替代衡量财务保守。参照张亮亮(2017)构建的目标资本结构模型,构造如下企业目标资本结构估计模型:

$$\text{lev}=\alpha_0+\alpha_1\text{size}+\alpha_2\text{roa}+\alpha_3\text{growth}+\alpha_4\text{mortgage}+\alpha_5\text{ndebt}+\text{year}+\delta \quad (4)$$

其中:lev指有息负债率;size指公司规模;roa代表盈利能力,用息税前利润与总资产的比值来衡量;growth指成长能力;mortgage指抵押能力;ndebt指

表8 客户集中度与财务保守行为回归分析

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	3lev_20	3lev_20	3lev_20
top5	0.3120* (-1.79)	0.3123* (-1.78)	-0.3105 (-1.59)
top5×focus		2.2994*** (-7.13)	
top5×industry			1.6683*** (-7.66)
size	-0.4740*** (-15.25)	-0.4591*** (-14.73)	-0.4945*** (-15.72)
growth	0.0294 -0.57	0.0197 -0.38	0.02 -0.38
mortgage	-3.3997*** (-13.44)	-3.4464*** (-13.52)	-3.3658*** (-13.17)
ndebt	-11.8422*** (-4.70)	-9.6170*** (-3.78)	-10.2835*** (-4.04)
reta	3.7732*** -18.03	3.7484*** -18.03	3.8583*** -18.28
firststo	0.4882** -2.09	0.6156*** -2.6	0.3827 -1.62
equity	-0.5467*** (-7.71)	-0.5708*** (-7.97)	-0.4711*** (-6.56)
_cons	11.1138*** -15.91	10.6171*** -15.12	11.5647*** -16.36
Obs	5160	5160	5160
Prob>chi <sup>2</sup>	0	0	0
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1553	0.1630	0.1642

注:括号中数值为t值,下同。

非财务税盾。用模型(4)来预测企业的目标资本结构,如果企业的实际资本结构低于模型(4)中预测的资本结构,则将其划分为财务保守企业(underlev)。具体的做法为用模型(4)计算出企业资本结构的残差,即实际值与预测值的差,如果残差小于0,则为财务保守企业。将模型判定的财务保守企业用于检验假设1~假设3。由表9可知,检验得到的结果与上文大体上一致。

## 六、结论与启示

本文研究了客户集中度与财务保守行为的关系,并且探究了客户售后服务关注度以及行业类型是如何影响两者之间的关系的。研究发现:客户集中度与企业财务保守行为正相关;引入客户售后服务关注度这一调节变量后,客户对售后服务的关注程度越高,客户集中度对财务保守的影响越明显;引入行业类型这一调节变量后,在耐用品行业中,客户集



表9 客户集中度与财务保守行为稳健性检验

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	underlev	underlev	underlev
top5	0.0026* (1.65)	0.0023 (1.45)	-0.0032* (-1.82)
top5×focus		0.0177*** (6.80)	
top5×industry			0.0182*** (8.47)
size	-0.1720*** (-6.61)	-0.1540*** (-5.86)	-0.1855*** (-7.05)
growth	0.1182*** (2.56)	0.1149** (2.48)	0.1063** (2.29)
mortgage	-0.8937*** (-4.16)	-0.8601*** (-3.99)	-0.7811*** (-3.60)
n debt	-1.2865 (-0.62)	-0.3772 (0.18)	0.2577 (0.12)
reta	2.3515*** (14.11)	2.4013*** (14.41)	2.4053*** (14.28)
firststo	0.0008 (0.40)	0.0019*** (0.90)	-0.0003 (-0.12)
equity	-0.3232*** (-5.14)	-0.3352*** (-5.30)	-0.2480*** (-3.89)
_cons	4.0609*** (6.97)	3.4715*** (5.87)	4.3197*** (7.34)
Obs	5160	5160	5160
Prob>chi <sup>2</sup>	0.0000	0.0000	0.0000
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0435	0.0503	0.0542

中度影响企业财务保守行为的效果较明显。高负债带来的破产清算的可能会导致企业无法履行与客户之间的隐性契约,从而增加企业的间接破产成本,因此企业会选择保持较低的负债水平。客户对售后服务的关注程度越高,说明客户越在意未来服务的满足程度,那么,当企业高负债给客户带来破产预期时,客户会认为企业无法满足自身对未来售后服务的需求,企业更加容易失去对售后服务重视的大客户,那么企业就要面临失去主要大客户带来的巨大间接破产成本,因此会选择较低负债,减少这种情况的发生。相对于非耐用品来说,耐用品表现为使用时间较长,单位价值较高,较需要产品的售后和维修服务,因此当企业负债水平较高时,破产概率增大,客户因为考虑到耐用品无法得到持续的售后服务和产品维修所需的配件等问题,会放弃购买高负债水平公司的产品。

根据以上研究结论,本文得到如下启示:企业的

财务政策不仅会受到财务利益相关者的影响,还会受到非财务利益相关者的影响,而客户是值得关注的非财务利益相关者之一。因此,企业在制定资本结构政策时,应特别重视客户这一重要影响因子,尤其是客户集中度比较高且是生产耐用品的公司。当然,在制定资本结构政策时,公司除了关注客户,还应重视员工、供应商等其他非财务利益相关者,协调企业与客户、供应商、员工等非财务利益相关者的关系。

#### 主要参考文献:

- Besslera W., Drobetzb W., Hallerc R.. The international zero-leverage phenomenon [J]. Journal of Corporate Finance, 2013(4).
- Strebulaeu, Yang. The mystery of zero-leverage firms [J]. Journal of Financial Economics, 2013(1).
- 陈艺萍,张信东,史金凤. 零杠杆公司业绩研究 [J]. 中国管理科学, 2016(6).
- 黄国良,罗旭东等. 管理者防御对上市公司资本结构的影响 [J]. 商业研究, 2010(5).
- Devos E., Dhillon U., Jagannathan M. et al.. Why are firms unlevered? [J]. Journal of Corporate Finance, 2012(3).
- 汪金祥,吴育辉,吴世农. 我国上市公司零负债行为研究:融资约束还是财务弹性 [J]. 管理评论, 2016(6).
- 张亮亮. 上市公司债务保守行为研究 [J]. 山西财经大学学报, 2017(10).
- 肖作平,廖理. 非财务利益相关者与公司资本结构选择——一个动态调整模型 [J]. 中国工业经济, 2010(10).
- 陈骏,张志宏. 客户集中度与企业资本结构动态调整的影响 [J]. 财政研究, 2016(5).
- 陈志锋. 供应商集中程度与企业债务保守有关吗? [J]. 财会通讯, 2017(15).
- 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).
- 黄晓波,那玫一. 非财务利益相关者对中国汽车行业上市公司资本结构影响的实证研究 [J]. 商场现代化, 2012(3).

作者单位:中国地质大学经济管理学院,武汉 430074