

供应商集中、公司治理与企业价值

——基于我国A股制造业上市公司数据

覃志刚,陈茂南

(厦门大学经济学院,福建 厦门 361000)

摘要: 本文通过选取2010—2017年我国A股制造业上市公司的数据,先研究公司供应商集中对于公司价值的直接影响,结论显示公司供应商集中对于企业价值有着负面的影响;然后在进一步研究中,探究了公司治理相关因素以及面临的融资约束情况对于公司供应商集中与公司价值关系的调节作用。实证结果显示,产权性质以及董事会独立性会对两者的关系产生影响;股东间的相互关联以及对于高管薪酬激励都对公司供应商集中与公司价值的关系有着负向的调节作用。与此同时公司面临的融资约束越小,公司供应商集中对于公司价值的负面效应越弱;最后利用多重中介效应模型探究了供应商集中的作用机制。
关键词: 公司供应商集中;公司治理;公司价值;调节效应;多重中介效应

中图分类号: F207.3 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—980X(2020)5—0163—10

供应商是公司重要的外部利益相关者之一,对于供应商关系的管理一直是企业管理的重要内容。随着《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》《关于开展供应链创新与应用试点的通知》等针对性政策文件相继出台,供应链创新管理已经成为我国进一步深化供给侧改革、进一步强化企业在经济体系内活力的重要抓手,引起了国内学者的广泛重视。郭富爱等^[1]的研究指出,公司的供应商集中以及客户集中会对公司的盈余透明度产生影响:公司的供应商集中度越高,其盈余透明度就越低。而秦建文和关欣^[2]的研究表明,公司的供应商集中度会影响公司的财务决策。一方面,供应商集中度较高的公司经营状况潜在的波动性较大,因此公司会倾向于采取保守的财务策略;另一方面,供应商倾向于和风险较低、经营较为稳定的公司保持亲密的关系,而为了维持与供应商的亲密关系,公司也倾向于采取保守的财务策略。李刚和段凯^[3]的研究表明上市公司的供应商集中度与公司的现金股利呈现显著负相关。其原因是一方面供应商的集中增大了公司的风险,所以公司通过采用低股利政策作为应对措施;另一方面,由于供应商的集中公司必须披露更多信息来维持这种高集中度的关系,公司信息透明度的提升也是一种缓解委托代理问题的途径,它代替了公司用发放给股东高股利来约束公司财务激进的行为,因此降低了公司的股利水平。孙兰兰等^[4]的研究从公司融资的角度出发,指出公司的供应商集中有利于公司进行融资。陈伟等^[5]的研究则基于供应链视角,证实跨企业的知识共享会对企业创新业绩产生影响。

从前文可知,现有关于供应商集中对于公司影响的研究大多偏重于供应商集中对于企业日常运营决策、现金持有以及公司融资能力等方面的影响,而对于公司的供应商集中对于公司价值的影响以及公司治理在其中发挥的作用涉及较少,也未就供应商集中对于企业造成的经济后果达成一致意见。

鉴于此,本文选用2010—2017年我国A股制造业上市公司的年度数据为样本,先探究了公司供应商集中对于公司价值的直接影响;再选取股东关联以及高管薪酬作为公司治理的窗口,研究其对两者关系的调节作用;最后再探讨公司所面临的融资约束对于两者关系的影响以及供应商集中对于企业价值的作用机制。本文丰富了公司供应商关系管理以及公司价值管理的相关文献,进一步印证了Porter^[6]提出的“五力模型”,为公司完善供应商关系管理提供了借鉴。

一、理论分析和研究假设

(一)公司供应商集中与公司价值

对于公司来说,保持高供应商集中度是一种兼具风险与收益的行为。一方面,供应商的集中意味着公司

收稿日期:2020—02—21

基金项目:国家社会科学基金“会计-税收差异、盈余管理与避税行为研究”(12CJY009)

作者简介:覃志刚(1977—),男,广西上林人,管理学博士,厦门大学经济学院副教授,硕士研究生导师,研究方向:经济管理;陈茂南(1995—),男,广东东莞人,资产评估硕士,厦门大学经济学院硕士研究生,研究方向:经济管理。

与其供应商的良好关系,这对于公司来说是一种潜在的资源。在公司经营陷入困境时,公司能从关系紧密的供应商处获得商业信用进行资金周转,从而渡过难关。Kalwan 和 Narayandas^[7]的研究指出:公司与供应商的密切交流能够让双方步调一致,加强公司的库存管理效率,减少无谓的库存堆积,提高公司日常经营效率。进一步而言,公司与供应商或者客户的紧密关系有时会成为激发公司创新的契机。Benn 等^[8]的研究指出,公司与供应商的紧密关系会导致供应商的创新能力在交往中传递给企业,从而导致公司在开发新产品时的表现更好。而 Yenyurt 等^[9]的研究也对此得出了相似的结论,其实证结果表明:公司保持与其供应商的紧密关系,有助于供应商与公司在创新方面协调互助,最终提升公司的创新能力。Dyer 和 Singh^[10]研究表明,公司与其供应商保持紧密关系不仅能在日常管理与库存周转中带来优势,还能依托供应商进行供应链上下游的资源整合,带来“关系租金”。Bozarth 等^[11]的研究则另辟蹊径,从另一个角度阐述了供应商集中对于企业的好处:公司的供应商越集中,说明公司供应商管理越简单。简单的供应链管理付出的时间成本与财务成本都较低,公司能够把更多的精力都放在生产经营上,从而提高生产质量。其实证结果也显示,供应商集中的公司的财务绩效更加出色。

另一方面,公司的供应商集中也意味着风险的增加。首先,公司的供应商集中度越高,表明公司越依赖特定的供应商,供应商的经营波动就越容易影响到公司本身。Titman^[12]研究指出,公司维持与交易伙伴的紧密关系需要相应的专用资产,关系越紧密,对专用资产的投资越多。而一旦公司与供应商关系破裂或者供应商的经营陷入困境,公司所持有的专用资产价值就会迅速下降,影响公司的经营周转。而公司依赖某些特定供应商的后果就是供应商相对于公司的议价能力增强,供应商会减少给予公司的信贷额度甚至提升供货价格从公司获利。最后,对于公司供应商集中与企业创新这一点而言,也有文献研究显示公司的供应商集中会对公司的创新能力造成损害。Sanchez 和 Perez^[13]研究表明,供应商并不能对于公司创新起到积极作用。而 Freel^[14]研究则用英国公司的数据为支撑,得出了供应商的创新能力越强,公司反而在新产品开发方面的能力越弱的结论。国内的研究也证实了类似的结论。综上所述,本文提出假设 1:

公司供应商集中与公司价值呈现显著负相关(H1)。

(二)公司治理因素对于供应商集中与企业价值关系的影响

1. 企业产权性质对供应商集中与公司价值的影响

产权性质会对于公司经营产生很大的影响。鲍树琛^[15]、干胜道等^[16]的研究显示,国有公司承担了更重的税负,并且相对非国有企业而言,国有企业税费的黏性更高,这种黏性随着国有化程度加深而加强。

整体而言,国有企业所处的竞争环境不如非国有企业激烈以及财务决策速度较慢,即使供应商对于企业的价值有减损作用,国有企业针对性的财务措施的制定也较缓慢甚至不倾向于去缓解供应商集中对于企业价值的负面影响。除此之外,因为存在着“所有者缺位”的问题,国有企业内部控制缺陷以及代理问题往往较为严重:刘启亮等^[17]的研究指出,地方政府所控制的企业内控质量较差;张春流和章恒全^[18]的研究证实了国有企业存在由于产权特性所带来的控制权冲突以及低效的管理。据此本文提出假设 2:

公司供应商集中对于公司价值的负面作用在国有企业中体现的更显著(H2)。

2. 董事会独立性对供应商集中与企业价值的影响

独立董事对于董事会的决策起到监督作用。在公司治理中,独立董事往往能为公司带来较为客观的意见以及其自身独特的经营经验。朱明和邵京京^[19]以及修宗峰和陈美芝^[20]的研究认为,独立董事的存在,不仅能缓解公司高管过度自信对于公司社会责任履行的消极作用;更能抑制公司财务信息重述,从而起到提高公司对外公布信息质量的作用。叶康涛等^[21]的研究更进一步指出,独立董事能抑制公司大股东的掏空行为。通常而言,董事会独立性高的公司会对外部不利因素更加敏感,从而采取更加积极的措施缓解供应商集中对于公司价值的不利影响。据此本文提出假设 3:

公司供应商集中对于企业价值的负面作用在董事会独立性低的公司中表现得更为显著(H3)。

3. 股东间关联对供应商集中与公司价值的影响

股东在公司治理中扮演着重要角色。刘亭立等^[22]的研究指出,大股东间的社会资本会导致公司发生的非公允关联交易减少以及公司治理质量的提高,从而最终起到提升公司盈余质量的作用。当公司的股东间不存在关联关系时,单个的股东想要了解、获取公司日常经营信息是较为困难的,因为其必须付出额外的信息成本、通过公司披露的相对较少的公开信息对公司进行监督。但是如果公司的股东间相互存在关联,他们

就会因为关联的存在而互动交流,这种互动交流在利益一致的基础上会培育出信任。因此股东之间会互相交换信息,彼此协作,加强对公司的监管,这样就会抑制公司过于依赖特定的供应商这种风险相对较高的行为,并且针对供应商集中对公司造成的消极影响制定措施。

不仅如此,公司供应商集中度的上升相当于供应商对于公司的议价能力提升,凭借这种议价能力,供应商可以影响公司的日常财务决策、甚至通过提升供货价格逼迫公司让利。供应商作为公司外部的力量,却对公司拥有强大的影响,这样就会危及到公司股东共同的利益以及权力。董建军^[23]的研究指出,关联股东之间会因为共同的利益而形成一个圈子,这个圈子中的人不相信外人,圈内的人对圈外的人有“信任壁垒”。因此相对于不存在关联的股东,那些存在关联的股东更容易联合起来反对供应商对于公司价值的侵蚀或者是要求公司分散化采购以淡化供应商对于公司的影响。据此本文提出假设4:

公司股东间关联对供应商集中与公司价值之间的关系有着负向调节作用,存在股东关联的公司其价值受到供应商集中的负面影响较小(H4)。

4. 高管薪酬激励对供应商集中与公司价值的影响

高管薪酬激励经历了较多的研究,已有的文献研究认为给予高管较高的薪酬激励能提高公司的创新能力;并且通过缓解公司的第二类委托代理问题,从而促进公司的价值最大化。如果高管的薪酬激励越高,公司和高管的利益越一致^[24-26]。在相同的供应商集中度下,高薪酬激励的高管有更大的动机和供应商进行谈判,争取对公司有利的条款;供应商想利用其议价能力迫使公司让利也会更加的困难。与此同时,获得更高薪酬激励的高管也会更富有远见的制定相对应的应急措施,避免供应商经营陷入困境而导致公司发生危机的情况以保证自身的薪酬激励不受影响。据此本文提出假设5:

公司高管的薪酬激励对公司供应商集中与公司价值之间的关系有负向调节作用;高管薪酬激励越高,公司供应商集中对于公司价值的消极影响就越小(H5)。

(三)公司融资约束对供应商与公司价值关系的影响

已有文献研究显示,融资约束会影响公司包括投资水平、现金持有状况以及研发创新投入在内的财务策略选择^[27-29]。对于低融资约束的公司,主要供应商陷入经营困境或者倒闭的负面效应完全可以被其较强的融资能力所抵消,而对于高融资约束的公司往往就是“灭顶之灾”;随着主要供应商相对于公司的议价能力的增强,其会使用诸如提高供货价格、缩短公司应付周期甚至要求公司钱货两清的手段迫使公司让利,这对融资能力强的公司或许不构成根本性的打击,但是对于高融资约束的公司会导致其经营周转困难甚至资金链断裂。因此本文提出假设6:

公司的融资约束对于供应商集中与公司价值的关系有着负向调节作用,公司面临的融资约束越小,公司供应商集中对于公司价值的消极影响就越小(H6)。

(四)供应商集中对公司价值的作用机制

如前文所述,随着公司的供应商集中,供应商相对于公司的议价能力就会得到提升。与供应商集中相类似,已有文献研究显示公司的客户集中会导致公司的盈利能力降低:陈宏明和张畅^[30]的研究指出,公司的客户集中会使得客户相对于公司的议价能力增大,而这种议价能力的增大会导致强势的一方向弱势的一方转嫁成本以及强迫对手方让利(如大客户会要求公司给予更大力度的折扣以及更优惠的付款条件)。因此公司的客户集中度越高,公司的盈利能力越差,应收账款的周转率越低。而供应商集中对于公司价值的作用机制与客户集中的作用机制相反:公司的客户集中是降低公司的销货价格以及迫使公司积累较多的应收账款,而供应商迫使公司让利的方式是提高供货价格以及使公司获得更少的应付账款。据此本文提出假设7:

公司供应商集中对公司价值的消极影响有一部分是通过提高公司的营业成本以及降低公司对于应付账款的利用来实现的,公司的营业成本率以及应付账款周转率是两者关系的中介变量(H7)。

二、变量定义及研究设计

(一)样本来源

本文选取我国2010—2017年制造业上市公司年度数据为研究样本,并对数据做了如下处理:①剔除所

有ST、PT公司;②剔除存在数据缺失的样本;③为减少极端值对研究结论的影响,对所有连续性变量进行了上下1%的缩尾处理,经过上述处理后得到样本观测值6205个。数据均来源于CSMAR以及Wind数据库。

(二)变量定义

1. 被解释变量

在已有的文献研究中,衡量公司价值的指标通常有 ROE 、 ROA 、经济增加值(EVA)以及托宾 Q 等。由于托宾 Q 比较全面地反映了公司发展现状以及未来发展的前景,因此参照梁上坤等^[31]的研究,将托宾 Q 作为公司价值的衡量变量。值得注意的是,CSMAR数据库提供了关于托宾 Q 的4种计算方式,分别将其记为 V_A 、 V_B 、 V_C 以及 V_D 。本文将第一种以及第三种计量方式用于主模型研究和进一步研究,将其余的用于稳健性检验。

2. 解释变量

已有文献研究中,通常将公司向前五大供应商采购比例之和作为衡量公司供应商集中度高低的指标。本文参照周雪茹^[32]、王迪等^[33]的研究,也运用公司向前五大供应商采购比例之和衡量公司供应商集中程度,记为 $SUPPLY$ 。其数值越大,说明公司的供应商越集中。

3. 分组变量

为考察产权性质对于供应商集中对于企业价值的关系的影响,当企业股权性质为国有时, $PROPERTY$ 标记为1,否则标记为0。为考察董事会独立性的作用,如果一个公司董事会中独立董事的比例大于当年度行业独立董事占董事会成员比例的平均数,则 IND 取1,说明该公司董事会较为独立;否则 IND 取0,说明该公司董事会的独立性较差。

4. 调节变量

本文利用“前十大股东间是否存在关联”考察股东间的关联关系,记为 $CONNECT$ 。如果确定公司的前十大股东间存在着关联, $CONNECT$ 取1;如果前十大股东间不存在关联关系或者不确定十大股东间是否存在着关联, $CONNECT$ 取0。

对于高管薪酬激励,已有文献研究存在着用高管前三薪酬的自然对数或者董事、监事以及高管薪酬前三的自然对数两种衡量方法。本文参照庄婉婷^[34]、金玉娜^[35]的研究,利用公司高管前三薪酬的自然对数来衡量公司给予高管的薪酬激励大小。

对于融资约束,衡量公司融资约束的常用指标有 KZ 指数、 WW 指数以及 SA 指数等。其中 SA 指数用公司年龄以及公司资产规模构建,避免了可能存在的内生性问题。本文参照刘莉亚等^[36]、袁奋强等^[37]的研究,利用 SA 指数衡量公司面临的融资约束情况。利用式(1)计算出 SA 指数:

$$SA = -0.737SIZE + 0.043(SIZE^2) - 0.04AGE \quad (1)$$

其中: $SIZE$ 是公司规模,用公司年末总资产的自然对数衡量; AGE 是公司年龄,用公司上市年龄衡量。在计算 SA 指数时,本文参照Hadlock和Pierce^[38]的研究,先对 $SIZE$ 以及 AGE 进行了缩尾处理。参照姜付秀等^[39]的研究, SA 指数的绝对值越大,说明公司面临的融资约束越小。

5. 中介变量

公司的营业成本率以公司当年营业成本/营业收入进行计量,公司营业成本率越高说明公司盈利能力越低。

公司的应付账款周转率以公司营业成本/应付账款平均占用额进行计量,公司的应付账款周转率越低说明公司从供应商处占用的应收账款越多,应付账款的利用率越高;反之则说明利用率低。

6. 控制变量

参照梁上坤等^[31]的研究,选取以下控制变量:①公司上市年龄,记为 AGE ;②公司规模,记为 $SIZE$;③公司风险,用公司财务杠杆衡量,记为 LEV ;④董事会规模,记为 $BOARD$;⑤公司偿付能力,用公司资产负债率衡量,记为 D/A ;⑥公司发展能力,用公司利润总额的增长率衡量,记为 $GROWTH$;⑦公司资产运营能力,用公

司总资产周转率来衡量,记为 $TURNOVER$;⑧公司无形资产密度,用无形资产净额占总资产的比例衡量,记为 $INTANGIBLE$ 。各变量的详细定义及说明可参见表1。

表1 变量定义说明表

变量类型	变量名称及符号	变量定义
被解释变量	公司价值(V)	CSMAR数据库提供的4种计算方式,分别记为 V_A 、 V_B 、 V_C 、 V_D
解释变量	公司供应商集中度($SUPPLY$)	公司向五大供应商采购比例之和
分组变量	公司产权性质($PROPERTY$)	国有企业取值为1,否则为0
	董事会独立性(IND)	较为独立取1,否则取0
调节变量	公司股东关联($CONNECT$)	公司前十大股东间确定存在关联取1,不确定是否存在关联以及不存在关联取0
	公司高管薪酬激励(PAY)	高管前三薪酬的自然对数
	公司融资约束(SA)	依据式(1)计算所得
中介变量	公司营业成本率($COST$)	营业成本/营业收入
	公司应付账款周转率($PAYABLE$)	营业成本/应付账款平均占用额
控制变量	公司上市年龄(AGE)	公司上市天数/365
	公司规模($SIZE$)	公司总资产的自然对数
	公司风险(LEV)	(净利润+所得税费用+财务费用)/(净利润+所得税费用)
	公司董事会规模($BOARD$)	公司董事成员人数
	公司偿付能力(D/A)	负债合计/资产总额
	公司发展能力($GROWTH$)	公司利润总额增长率
	公司资产运营能力($TURNOVER$)	营业收入/平均资产总额
	公司无形资产密度($INTANGIBLE$)	无形资产净额/资产总计
	$\Sigma YEAR$	年份固定效应

(三)研究设计

为检验前文H1和H7,本文构造模型(1)和模型(2)进行检验;其余假设通过分组回归以及添加交乘项进行验证:

$$\begin{cases} VA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times SUPPLY_{i,t} + \sum \beta_i \times CntrlVars + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \\ VC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times SUPPLY_{i,t} + \sum \beta_i \times CntrlVars + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \end{cases} \quad (2)$$

$$\begin{cases} COST_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times SUPPLY_{i,t} + \sum \beta_i \times CntrlVars + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \\ PAYABLE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times SUPPLY_{i,t} + \sum \beta_i \times CntrlVars + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \\ VA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times COST_{i,t} + \beta_2 \times PAYABLE_{i,t} + \beta_3 \times SUPPLY_{i,t} + \sum \beta_i \times CntrlVars + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \\ VC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times COST_{i,t} + \beta_2 \times PAYABLE_{i,t} + \beta_3 \times SUPPLY_{i,t} + \sum \beta_i \times CntrlVars + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \end{cases} \quad (3)$$

三、实证结果

(一)描述性统计

对于样本的描述性统计见表2。从表中可得知,即使同为制造业上市公司,不同公司间的价值还是存在显著差异:以 V_A 为例,其最大值为9.87,最小值为0.32。而制造业行业的供应商集中程度也有较大差异:有些制造业上市公司明显严重依赖于特定的小部分供应商($SUPPLY$ 的最大值为0.88);而某些公司则采取分散采购的战略,不存在所谓的主要供应商($SUPPLY$ 的最小值为0.06)。

(二)变量相关系数

各变量之间的相关系数可参见表3。从表中可知,变量之间的相关系数大多数都不超过0.5,说明本文的变量之间不存在严重的共线性问题。

表2 变量描述性统计表

变量	mean	p25	p50	p75	min	max	sd
V_A	2.54	1.24	2.02	3.30	0.32	9.87	1.86
V_C	2.91	1.66	2.35	3.61	0.96	10.11	1.79
$SUPPLY$	0.33	0.20	0.29	0.43	0.06	0.88	0.18
AGE	8.58	3.59	6.39	13.50	0.93	24.00	6.31
$SIZE$	21.97	21.18	21.83	22.58	20.07	25.39	1.09
LEV	1.25	0.98	1.06	1.26	0.43	5.29	0.66
$BOARD$	8.48	7.00	9.00	9.00	5.00	13.00	1.49
D/A	0.36	0.22	0.35	0.50	0.05	0.76	0.18
$GROWTH$	0.49	-0.14	0.15	0.47	-0.84	10.93	1.59
$TURNOVER$	0.68	0.43	0.60	0.83	0.15	2.44	0.39
$INTANGIBLE$	0.05	0.02	0.04	0.06	0.00	0.19	0.03

表 3 相关系数表

变量	V_A	$SUPPLY$	AGE	$SIZE$	LEV	$BOARD$	D/A	$GROWTH$	$TURNOVER$	$INTANGIBLE$
V_A	1.00									
$SUPPLY$	0.12	1.00								
AGE	-0.24	-0.07	1.00							
$SIZE$	-0.48	-0.24	0.45	1.00						
LEV	-0.27	0.03	0.13	0.19	1.00					
$BOARD$	-0.19	-0.09	0.15	0.25	0.08	1.00				
D/A	-0.46	-0.14	0.34	0.53	0.47	0.15	1.00			
$GROWTH$	0.02	0.02	0.10	0.10	-0.04	0.01	0.11	1.00		
$TURNOVER$	-0.11	0.02	0.17	0.14	0.02	0.05	0.24	0.03	1.00	
$INTANGIBLE$	0.04	-0.06	-0.04	-0.09	0.01	0.00	-0.03	0.00	-0.05	1.00

(三) 供应商集中度与企业价值的多元回归结果

表 4 体现了对模型(1)的面板固定效应、且在公司个体上聚类的回归结果。根据表中可知,公司的供应商集中与公司价值在 5% 的水平上显著负相关,从而 H1 得到验证。其原因是公司的供应商集中导致供应商相对于公司的议价能力增强,可能会采取一系列措施逼迫公司让利;而公司过于依赖特定的小部分供应商也使得公司的经营的波动性提高,导致公司价值遭到损害。

(四) 公司治理因素对公司供应商集中与公司价值关系的影响

1. 公司产权性质的影响

表 5 中第(2)与(3)列体现了根据公司产权性质的分组回归结果:

在非国有企业与国有企业两个子样本中,供应商集中的符号都为负号,但是只在国有企业中表现出显著相关;说明由于国企的“所有者缺位”、财务决策较慢以及内控质量较差等因素的影响,供应商集中对于公司价值的负面作用在国有企业中更显著。

2. 公司董事会独立性的影响

表 5 中第(4)与(5)列体现了根据公司董事会独立性的分组回归结果:虽然在两个子样本中供应商集中的符号都为负号,但是在董事会独立性低的样本中才表现出显著性;说明董事会独立性较强的公司相较董事会独立性弱的公司对于外部不利因素更为敏感,并且能够凭借更丰富的外部经验制定更为周全的措施以应对供应商集中对于公司价值的侵蚀。

表 5 分组回归结果表:产权性质、董事会独立性

变量	非国有企业		国有企业		董事会独立性弱		董事会独立性强	
	V_A	V_C	V_A	V_C	V_A	V_C	V_A	V_C
$SUPPLY$	-0.2489 (0.2270)	-0.2512 (0.2266)	-0.8351*** (0.3206)	-0.8204** (0.3194)	-0.5961** (0.2341)	-0.5878** (0.2334)	-0.0993 (0.4046)	-0.1129 (0.4034)
$Constant$	23.3374*** (2.3288)	23.2765*** (2.3265)	21.5486*** (4.4655)	21.1652*** (4.4162)	19.8287*** (3.2592)	19.6278*** (3.2498)	27.5939*** (3.1750)	27.5890*** (3.1716)
$CntrlVars$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs	4686	4686	1519	1519	3834	3834	2371	2371
R^2	0.4514	0.4463	0.3156	0.2986	0.4129	0.4067	0.4426	0.4356
N	1416	1416	462	462	1313	1313	989	989

注:*, **, ***分别代表 10%、5%、1% 的显著水平;括号里是稳健标准误。

3. 股东间关联的调节作用

表 6 第(2)列体现了在模型(1)中加入供应商集中度与股东间关联交乘项的回归结果。从表 6 中可知,交乘项在 10% 的水平上显著正相关;说明存在相互关联关系的股东更容易联合起来形成一个“信任壁垒”,从而抑制供应商集中对于公司价值的损害。

4. 高管薪酬激励的调节作用

表 6 第(3)列体现了针对模型(1)的面板固定效应、且在公司个体层面上聚类的回归结果。从表 6 中可知,交乘项与公司价值在 5% 的水平上显著正相关;说明给予高管的薪酬激励越高,高管和公司的利益越一致,从而更有动机为保护公司利益而去与大供应商议价、采取措施抑制供应商集中对于公司价值的负面影响。

表 4 多元回归结果表

变量	模型(1)	
	V_A	V_C
$SUPPLY$	-0.4591** (0.2003)	-0.4577** (0.1998)
$Constant$	22.0963*** (2.3568)	21.9686*** (2.3507)
$CntrlVars$	Yes	Yes
$Year$	Yes	Yes
Obs	6205	6205
R^2	0.4123	0.4055
N	1852	1852

注:*, **, ***分别代表 10%、5%、1% 的显著水平;括号里是稳健标准误。

(五) 公司融资约束的调节作用

表6第(4)列体现了针对模型(1)的面板固定效应、且在公司层面聚类的回归结果。从表中可知,交乘项与公司价值在5%的水平上显著正相关;说明融资约束较低的公司受供应商集中的影响较小。

(六) 公司供应商集中的作用机制

表7体现了针对模型(2)的面板固定效应、且在公司层面上聚类的回归结果。对于多重中介效应的判别,本文参照温忠麟和叶宝娟^[40]以及柳士顺和凌文轻^[41]的研究。从表7中可知,公司的营业成本率、应付账款周转率与供应商集中度在10%的水平上显著正相关,其原因是公司的供应商集中导致供应商相对于公司的议价能力提升,供应商因此会提高供货价格以及提出对其有利的付款条件迫使公司让利;公司的营业成本率、应收账款周转率与公司价值在1%、5%的水平上显著负相关,说明公司的盈利能力越强、应付账款利用率越高,公司的价值越高。公司的供应商集中度依然与公司价值呈显著负相关,但是其显著性相较于模型(1)已经有较大幅度的下降,说明供应商对于公司价值的负作用有一部分是通过提升公司的营业成本率、提升公司的应付账款周转率实现的。

表6 调节效应表:股东关联、高管薪酬与融资约束

变量	股东关联		高管薪酬		融资约束	
	V_A	V_C	V_A	V_C	V_A	V_C
<i>SUPPLY</i>	-0.7456*** (0.2745)	-0.7408*** (0.2736)	-7.8526** (3.2627)	-7.9030** (3.2498)	-1.9095*** (0.7221)	-1.9257*** (0.7231)
<i>CONNECT</i>	-0.1511 (0.0962)	-0.1504 (0.0963)				
<i>CONNECT</i> × <i>SUPPLY</i>	0.4510* (0.2605)	0.4457* (0.2608)				
<i>PAY</i>			0.1272 (0.1034)	0.1253 (0.1033)		
<i>PAY</i> × <i>SUPPLY</i>			0.5242** (0.2315)	0.5279** (0.2307)		
<i>SA</i>					1.1337 (0.7236)	1.1707 (0.7227)
<i>SA</i> × <i>SUPPLY</i>					0.3463** (0.1544)	0.3504** (0.1547)
<i>Constant</i>	22.1672*** (2.3592)	22.0376*** (2.3533)	22.0016*** (2.8585)	21.8994*** (2.8512)	48.8055*** (16.0279)	49.4871*** (16.0033)
<i>CntrlVars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	6205	6205	6205	6205	6205	6205
<i>R</i> ²	0.4128	0.4060	0.4171	0.4103	0.4139	0.4071
<i>N</i>	1852	1852	1852	1852	1852	1852

注:*,**、***分别代表10%、5%、1%的显著水平;括号里是稳健标准误。

表7 多重中介效应表

变量	模型(2)			
	<i>COST</i>	<i>PAYABLE</i>	V_A	V_C
<i>COST</i>			-3.5735*** (0.4493)	-3.5632*** (0.4484)
<i>PAYABLE</i>			-0.0117** (0.0052)	-0.0117** (0.0052)
<i>SUPPLY</i>	0.0248* (0.0140)	1.6854* (0.9391)	-0.3508* (0.1972)	-0.3497* (0.1967)
<i>Constant</i>	0.7458*** (0.1379)	14.5594 (10.4317)	24.9314*** (2.3954)	24.7960*** (2.3871)
<i>CntrlVars</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs</i>	6205	6205	6205	6205
<i>R</i> ²	0.1274	0.2016	0.4323	0.4255
<i>N</i>	1852	1852	1852	1852

注:*,**、***分别代表10%、5%、1%的显著水平;括号里是稳健标准误。

四、稳健性检验

为加强研究结论的稳健性,本文采取更换被解释变量计算方式以及更换控制变量进行稳健性检验。首先,将模型(1)中被解释变量换为 V_B 以及 V_D 对模型(1)再进行回归,结果与前文主模型的结论一致:公司供应商集中度与公司价值在5%的水平上显著负相关。然后,将公司财务杠杆、公司资产负债率以及公司利润总额增长率更换为公司综合杠杆、公司产权比例(*RATIO*)以及公司净利润增长率,得出的结论依旧与前文主模型一致:公司价值与公司的供应商集中度呈现出显著负相关。限于篇幅,该稳健性检验结果未列示,留存备案。

最后为排除可能存在的内生性问题,本文采用倾向匹配得分的方法进行了检验:由于自变量是连续变量,参照已有文献的做法,用自变量的中位数作为划分实验组和对照组的依据,大于中位数的作为实验组,其他的作为对照组。采取有放回的一对一近邻匹配,并且令倾向得分之差小于0.01,然后用配对成功的样本再进行回归检验。从表8和表9中可知,匹配后的样本并无显著差异,而利用匹配成功的样本进行回归检验的结果与前文一致。

表 8 匹配后差异对比表

变量	样本匹配	均值		标准化偏差 (%)	T 检验	
		处理组	控制组		T 值	p
AGE	Unmatch	8.0204	9.1471	-17.9	-7.06	0.000
	Match	8.0214	7.9711	0.8	0.32	0.75
SIZE	Unmatch	21.738	22.202	-43.5	-17.13	0.000
	Match	21.739	21.74	-0.1	0.02	0.983
LEV	Unmatch	1.2694	1.2401	4.4	1.75	0.081
	Match	1.2668	1.2636	0.5	0.18	0.86
BOARD	Unmatch	8.3817	8.5746	-13.0	-5.11	0.000
	Match	8.3839	8.3761	0.5	0.21	0.832
D/A	Unmatch	0.34197	0.38665	-24.9	-9.81	0.000
	Match	0.34188	0.34283	-0.5	-0.21	0.835
GROWTH	Unmatch	0.5315	0.4357	4.9	1.93	0.053
	Match	0.53197	0.54876	-1.1	-0.39	0.7
TURNOVER	Unmatch	0.67911	0.68865	-2.5	-0.97	0.331
	Match	0.67863	0.68852	-2.6	-0.97	0.332
INTANGIBLE	Unmatch	0.04402	0.04666	-7.9	-3.12	0.002
	Match	0.04405	0.04424	-0.6	-0.24	0.814

表 9 匹配后回归结果

变量	模型(1)	
	V_A	V_C
SUPPLY	-0.4602** (0.2155)	-0.4602** (0.2146)
Constant	23.9190*** (2.6486)	23.7651*** (2.6378)
Cntrlvar	Yes	Yes
Year	Yes	Yes
Obs	4706	4706
R ²	0.4348	0.4291
N	1735	1735

注：*、**、***分别代表 10%、5%、1% 的显著水平；括号里是稳健标准误。

五、结论

本文通过选取我国制造业上市公司 2010—2017 年的年度数据为样本,证明了公司供应商集中对于公司价值的影响显著为负。在进一步研究中,以股东间是否存在关联、高管薪酬激励为公司治理的窗口,得出了股东间的相互关联以及较高的高管薪酬激励能够缓解公司供应商集中对于公司价值的消极影响;并且证实了公司面临的融资约束对于供应商集中以及公司价值关系的作用:融资约束小的公司其价值受供应商集中的负面影响较小。而且分组回归的结果表明,国有企业以及公司董事会独立性较弱的企业会更大受到供应商集中的负面影响。最后,实证结果表明公司营业成本率以及应付账款周转率是供应商集中与公司价值的中介变量。

本文的研究结论表明,公司供应商集中对于公司价值是有不利影响的,供应商分散相对于供应商集中而言更有利于最大化公司价值。但是这种不利影响可以通过股东间的相互协作、加强监督以及给予公司高管较多的薪酬激励予以缓解。从公司整体角度而言,公司应逐渐实施分散化采购策略,淡化大供应商对于公司的影响;如果因业务需求或者公司自身的战略发展需要进行一定阶段内的供应商集中,公司应该采取措施提高自身的融资能力、积极开拓外界融资渠道,防止所依赖的主要供应商陷入困境后公司的正常生产经营陷入停滞。相关监管部门也应该思考现行的供应商信息披露要求(财务报表以分列和汇总两种方式披露公司向前五供应商采购额度占总采购额度的比例)能否满足未来供应链关系创新管理的需求,是否有必要制定更加详细的、针对供应链信息的财务报表披露要求。从政策制定角度而言,推动企业供应链的创新管理不仅要提供足够的资金支持,更重要的是引导企业逐渐走出“紧密即可靠”的商业思维定势;相关部门要鼓励企业结合自身情况,积极实施供应商多元化,减少供应商议价能力上升对于企业价值的损害。

参考文献

- [1] 郭富爱,李刚,靳燕娟.客户/供应商集中度与盈余透明度[J].财会通讯,2016(33):106-109.
- [2] 秦建文,关欣.供应链关系集中度与企业财务策略的关系研究[J].财会月刊,2019(9):17-25.

- [3] 李刚, 段凯. 供应商与客户集中度对制造业上市公司现金股利的影响分析[J]. 商业经济研究, 2016(11): 181-183.
- [4] 孙兰兰, 翟士运, 王竹泉. 供应商关系、社会信任与商业信用融资效应[J]. 软科学, 2017, 31(2): 71-74.
- [5] 陈伟, 彭程, 杨柏. 跨企业知识共享、知识泄露与创新绩效——基于供应链视角的实证研究[J]. 技术经济, 2016, 35(6): 1-7.
- [6] PORTER M E. Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors[M]. New York: Free Press, 1980.
- [7] KALWANI M U, NARAYANDAS N. Long-term manufacturer-supplier relationships: Do they pay off for supplier firms?[J]. Journal of Marketing, 1995, 59(1): 1-16.
- [8] BENN L, TYLER B B, ANTONY P. Strategic suppliers' technical contributions to new product advantage: Substitution and configuration options[J]. Journal of Product Innovation Management, 2004, 32(5): 760-776.
- [9] YENIYURT S, HENKE J W, YALCINKAYA G. A longitudinal analysis of supplier involvement in buyers' new product development: Working relations, inter-dependence, co-innovation, and performance outcomes[J]. Journal of the Academy of Marketing Science, 2014, 42(3): 291-308.
- [10] DYER J H, SINGH H. The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage[J]. Academy of Management Review, 1998, 23(4): 660-679.
- [11] BOZARTH C C, WARSING D P, FLYNN B B, et al. The impact of supply chain complexity on manufacturing plant performance[J]. Journal of Operations Management, 2009, 27(1): 78-93.
- [12] TITMAN S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(1): 137-151.
- [13] SANCHEZ A M, PEREZ M P. Cooperation and the ability to minimize the time and cost of new product development within the Spanish automotive supplier industry[J]. Journal of Product Innovation Management, 2003, 20(1): 57-69.
- [14] FREEL M S. Sectoral patterns of small firm innovation, networking and proximity[J]. Research Policy, 2003, 32(5): 751-770.
- [15] 鲍树琛. 产权性质、所得税税负与企业价值[J]. 首都经济贸易大学学报, 2018, 20(3): 78-86.
- [16] 干胜道, 杨微, 王虹. 产权性质、政治关联与税费粘性[J]. 现代财经(天津财经大学报), 2019(2): 43-56.
- [17] 刘启亮, 罗乐, 何威风, 等. 产权性质、制度环境与内部控制[J]. 会计研究, 2012(3): 52-61, 95.
- [18] 张春流, 章恒全. 产权性质、代理冲突与股权治理效应[J]. 南京社会科学, 2013(4): 29-36, 55.
- [19] 朱明秀, 邵京京. 高管过度自信、董事会独立性与企业社会责任[J]. 财会通讯, 2019(27): 91-95.
- [20] 修宗峰, 陈美芝. 独立董事本地任职、政治联系与财务重述[J]. 会计之友, 2019(16): 71-77.
- [21] 叶康涛, 陆正飞, 张志华. 独立董事能否抑制大股东的“掏空”?[J]. 经济研究, 2007(4): 101-111.
- [22] 刘亭立, 王志华, 杨松令. 大股东社会资本是否具有积极的治理效应?[J]. 经济经纬, 2018, 35(4): 129-135.
- [23] 董建军. 信任缺失: 传统文化视角的解析[J]. 长春工业大学学报(社会科学版), 2010, 22(4): 21-23.
- [24] 张玉娟, 汤湘希. 股权结构、高管激励与企业创新——基于不同产权性质 A 股上市公司的数据[J]. 山西财经大学学报, 2018, 40(9): 76-93.
- [25] 严由亮. 高管薪酬激励对双重代理成本的影响研究[J]. 财会通讯, 2018(35): 21-25.
- [26] 盛明泉, 车鑫. 管理层权力、高管薪酬与公司绩效[J]. 中央财经大学学报, 2016(5): 97-104.
- [27] 翁旻, 耿成轩. 融资约束、资产有形性和现金持有——以制造业上市公司为例[J]. 工业技术经济, 2019, 38(5): 104-111.
- [28] 余明桂, 钟慧洁, 范蕊. 民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据[J]. 金融研究, 2019(4): 75-91.
- [29] STEVEN M, HUBBARD R G, PETERSEN B C, et al. Financing constraints and corporate investment[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1988, 1: 141-195.
- [30] 陈宏明, 张畅. 上市公司客户集中度与盈利能力实证研究——来自创业板制造业的经验证据[J]. 会计之友, 2017(7): 37-41.
- [31] 梁上坤, 张宇, 王彦超. 内部薪酬差距与公司价值——基于生命周期理论的新探索[J]. 金融研究, 2019(4): 188-206.
- [32] 周雪茹. 供应商集中度、产权性质与企业绩效[J]. 财会通讯, 2017(6): 56-58.
- [33] 王迪, 刘祖基, 赵泽朋. 供应链关系与银行借款——基于供应商/客户集中度的分析[J]. 会计研究, 2016(10): 42-49, 96.
- [34] 庄婉婷. 高管薪酬激励、董事会治理与并购绩效[J]. 财会通讯, 2019(18): 69-73.
- [35] 金玉娜. 内部控制对高管薪酬激励的影响研究——基于薪酬能力业绩敏感性和薪酬运气业绩敏感性的视角[J]. 现代财经: 天津财经大学学报, 2019, 39(3): 83-100.
- [36] 刘莉亚, 何彦林, 王照飞, 等. 融资约束会影响中国企业对外直接投资吗? ——基于微观视角的理论和实证分析[J]. 金融研究, 2015(8): 124-140.
- [37] 袁奋强, 张忠寿, 杨七中. 股权结构、投资机会与企业现金持有水平选择——基于融资约束路径的分析[J]. 中央财经大学学报, 2018(4): 63-77.

(下转第 183 页)

Does Employee Perception of Corporate Social Responsibility Affect Human Resource Management Effectiveness? Collaborative Mediation Model Based on Leadership Behavior

Ma Jun¹, Lin Jiaxin¹, Wu Weiku²

(1. School of Management, Guizhou University, Guiyang 550025, China;

2. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China)

Abstract: Based on the investigation of 1148 employees of 80 enterprises in Guizhou, Guangdong and Fujian provinces, an intermediary model was built about the positive impact of employees on corporate social responsibility and leadership behavior perception on human resource management efficiency. The research in this paper finds that the connotation of corporate social responsibility at the micro level of the organization has been paid more and more attention by enterprises. To realize the corporate social responsibility of employees from the output demand to the investment perspective, it has become the reference standard system for enterprises to meet the work needs and working resources of employees. The company regards these employees as corporate social responsibility as the need of work and the needs of work resources. The employees can effectively improve the efficiency of human resource management. The study finds that corporate social responsibility affects the efficiency of human resource management from corporate economic responsibility, legal responsibility, ethical responsibility and discretionary responsibility; transformational leadership and transactional leadership have a synergistic role in corporate social responsibility and human resource management effectiveness. The research conclusion has important theoretical and practical significance for the matching of corporate social responsibility, leadership behavior and human resource management.

Keywords: corporate social responsibility; human resource management effectiveness; leadership behavior; collaborative mediation

(上接第 171 页)

- [38] HADLOCK C J, PIERCE J R. New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index[J]. *Review of Financial Studies*, 2010, 23(5): 1909-1940.
- [39] 姜付秀, 石贝贝, 马云飙. 信息发布者的财务经历与企业融资约束[J]. *经济研究*, 2016, 51(6): 83-97.
- [40] 温忠麟, 叶宝娟. 中介效应分析: 方法和模型发展[J]. *心理科学进展*, 2014, 22(5): 731-745.
- [41] 柳士顺, 凌文铨. 多重中介模型及其应用[J]. *心理科学*, 2009, 32(2): 433-435, 407.

Supplier Concentration, Corporate Governance and Company Value: Based on the Data of A-share Manufacturing Listed Companies in China

Qin Zhigang, Chen Maonan

(School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361000 Fujian, China)

Abstract: By selecting the data of A-share manufacturing listed companies in China from 2010 to 2017, this paper first studies the direct impact of supplier concentration on company value, and the conclusion shows that supplier concentration has a negative impact on company value. Then, in the further study, it explores moderating effect of corporate governance related factors and financing constraints on the relationship between supplier concentration and company value. The empirical results show that the nature of property rights and the independence of the board of directors will have an impact on the relationship between the supplier concentration and company value. The connection between shareholders and executive compensation incentive have a negative moderating effect on the relationship between supplier concentration and company value. At the same time, the smaller the financing constraints faced by the corporations, the weaker the negative effect of supplier concentration on the company value. Finally, the paper uses the multiple mediation models to explore the mechanism of supplier concentration. This paper enriches the literatures related to supplier management and company value management.

Keywords: supplier concentration; corporate governance; company value; multiplemediation effects