

# 客户在公司隐藏坏消息中的角色： 合谋者抑或监督者？

刘文军, 谢帮生

(福建农林大学 管理学院, 福建 福州 350002)

**摘要:**提出客户在公司隐藏坏消息过程中存在合谋和监督两种假说,利用中国制造业上市公司2007—2013年的数据检验客户集中度对公司股价暴跌风险的影响。得出以下几个方面的发现:(1)国有企业客户集中度不影响公司股价暴跌风险,非国有企业客户集中度和股价暴跌风险存在倒U型关系;(2)非国有企业客户集中度和股价暴跌风险的倒U型关系主要存在于市场化程度低的地区和产品市场竞争程度高的行业;(3)国有企业客户集中度与销售操纵不存在显著关系,非国有企业客户集中度与销售操纵存在显著的倒U型关系,一定程度上说明客户集中度影响股价暴跌风险的机制是销售操纵。研究表明客户依赖议价能力在公司隐藏坏消息行为中扮演合谋和监督两种角色,对进一步认识客户在公司中的作用具有重要意义。

**关键词:**客户集中度;股价暴跌风险;产权性质;市场化程度;产品市场竞争;销售操纵

**中图分类号:**F275.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1671-9301(2017)03-0104-12

## 一、引言

公司股东和管理层之间存在着委托代理关系<sup>[1]</sup>,由于二者目标函数并不一致,管理层有隐藏坏消息的动机。股价暴跌的成因,主流的观点认为是公司管理层隐藏坏消息,当累积的坏消息达到某个极限无法继续隐藏而向市场突然释放,造成股价的急剧下跌。股市的暴涨暴跌对一个国家资本市场的健康发展带来了巨大的隐患,因为它扭曲了资本市场的资源配置功能。中国资本市场股市的暴涨暴跌现象尤其严重,这已经引起监管机构、投资者以及学术界的广泛关注。鉴于股价暴跌的极大危害性,学术界一直致力于研究影响股价暴跌风险的因素和抑制股价暴跌风险的机制。已有的文献主要从公司信息的不透明性<sup>[2-4]</sup>、分析师的乐观偏差和分析师跟踪<sup>[5-6]</sup>、国际财务报告准则<sup>[7]</sup>、机构投资者监督和稳定性以及羊群行为<sup>[8-10]</sup>、媒体报道<sup>[11]</sup>等方面来研究股价暴跌风险,但鲜有文献基于公司供应链的角度。

客户作为公司供应链上的一个重要组成部分,是公司的利益相关者,影响着公司的生产和经营活动。客户购买企业的产品,对企业的生产运营情况非常关注,因为这直接涉及到产品在使用过程中所产生的后续问题以及未来长期的生产协作关系。并且,已有的文献表明了客户会对公司经济行为产生重大影响。比如,客户的集中度影响公司会计稳健性<sup>[12]</sup>、公司业绩<sup>[13-14]</sup>、审计师选择和审计收费<sup>[15-16]</sup>以及资本成本<sup>[17]</sup>等等。这些文献往往认为客户在公司可能会扮演监督的角色,因为大客

收稿日期:2016-05-18;修回日期:2016-11-27

作者简介:刘文军(1984—),安徽无为,会计学博士,福建农林大学管理学院讲师,研究方向为资本市场会计和审计;谢帮生(1977—),男,福建霞浦人,管理学博士,福建农林大学管理学院副教授,研究方向为公司财务。

基金项目:国家社会科学基金一般项目(13BGL046)

户有更大的议价能力,但仅仅聚焦在公司特征的某一个方面,获得了正反两方面的研究结论,无法让我们了解客户在公司经济行为中所产生的净影响。另外,在财务学研究领域,很少有文献探讨客户也有可能会扮演合谋者的角色,但在产业组织研究领域,则有文献对此进行了专门的研究。比如,Barbot<sup>[18]</sup>、Barbot *et al.*<sup>[19]</sup>认为机场和航空公司作为产业链的上下游会进行合谋,戴志敏和郭露<sup>[20]</sup>探讨了产业垂直间合谋的效率问题。但这些研究并没有探讨在什么情况下客户会扮演合谋角色,以及在何种情况下客户会扮演监督角色。本文聚焦于客户在公司管理层隐藏坏消息的过程中所扮演的角色,试图区分客户可能产生的两种角色。从研究设计的角度,本文研究客户对公司股价行为的影响能够决定客户在公司总体的信息环境中所产生的净效应<sup>[21]</sup>。

公司管理层和客户之间利益并不完全一致,比如公司想要提高产品售价,客户则希望能够低价购进,二者之间会进行博弈。随着客户集中度的变化,彼此的议价能力会发生变化,客户集中度可能存在阈值,在达到阈值之前,公司的议价能力较高,而达到该阈值之后,则客户的议价能力较高<sup>[15]</sup>。公司隐藏坏消息不但要有隐藏坏消息的意愿,更需要有隐藏坏消息的能力。在客户集中度达到阈值之前,随着客户集中度的提高,公司可能更容易隐藏坏消息,因为公司能够通过与客户的交易达到隐藏坏消息的目的,比如让客户增加购买以隐藏公司的亏损;随着客户集中度的提高,这种隐藏方式更为简便,因为集中的客户能够降低交易和谈判成本。在客户集中度达到阈值之后,客户的议价能力较高,客户会极为关注公司的健康发展,因为这关系到客户的长期发展以及所购产品的售后服务等,他们会对公司发挥监督作用,降低了公司隐藏坏消息的可能性;随着客户集中度的提高,这种监督力度更大,因为客户的议价能力随着集中度而增加。简言之,本文提出客户在公司股价暴跌风险中可能会发挥合谋和监督两种作用假说。另外,国有企业更容易从政府获得资源,比如更容易得到政府补贴以及销售渠道等等,这样对客户的依赖较低。因此,客户在公司隐藏坏消息的过程中发挥的作用应该主要表现在非国有企业中。

本文利用中国资本市场 2007—2013 年制造业上市公司的数据检验了客户集中度对公司隐藏坏消息的影响。研究发现,在非国有企业客户集中度与公司股价暴跌风险存在显著的倒 U 型关系,表明客户在公司管理层隐藏坏消息行为过程中会发挥合谋和监督作用,但这种关系并不存在于国有企业。如果客户真的影响公司管理层隐藏坏消息的行为,那么也会影响公司股价的信息含量。我们发现非国有企业客户集中度与公司股价同步性存在着显著的倒 U 型关系。此外,我们研究了外部市场环境是否会影响客户在公司管理层隐藏坏消息行为中所发挥的作用。研究发现非国有企业客户集中度对公司股价暴跌风险的影响只存在市场化进程低的地区以及产品市场竞争程度高的行业,这说明市场化进程和产品市场竞争程度对客户在公司管理层隐藏坏消息行为中发挥抑制作用。最后,本文还尝试研究客户在公司隐藏坏消息过程所发挥合谋和监督作用的机理。我们认为销售操纵可能是其中的重要机理之一,因为公司和客户之间主要存在销售业务,而公司有动机通过对销售进行操纵来隐藏坏消息。我们发现客户集中度与公司利用销售操纵的盈余管理之间存在显著的倒 U 型关系,这进一步支持了本文所提出的合谋和监督假说。

本文的研究贡献主要在以下几个方面:(1) 本文将之前研究公司股价暴跌风险的文献从公司内部治理、机构投资者、分析师等拓展到公司供应链上,我们发现供应链关系影响公司隐藏坏消息的行为,是对这一领域的补充;(2) 之前对客户集中度的研究主要聚集在客户集中度对公司现金持有、公司审计师选择、审计收费、公司资本成本、公司盈余管理、会计稳健性的影响,鲜有文献研究客户集中度对公司总体信息环境的影响,客户在公司信息环境形成过程中所发挥的作用并不清楚。因此,本文的研究有助于理解客户集中度在公司总体信息环境中所发挥的净影响;(3) 已有的文献大多认为客户对公司的影响是线性的,本文的研究是为数不多的研究客户对公司非线性影响,能够更全面地认识客户在公司中的作用。

## 二、文献回顾

### (一) 股价暴跌风险的研究

管理层出于自利目的有隐藏坏消息的动机<sup>[22]</sup>,比如去隐藏较差的经营业绩或者出现亏损的投资项目,因为这些会影响他们的薪酬以及职业发展。当公司管理层隐藏的坏消息达到某个极限而无法继续隐藏时,消息的突然释放会导致股价的暴跌<sup>[2]</sup>,这种情况在投资者保护差的国家更容易发生,因为这些国家信息的透明度更低<sup>[2]</sup>。相当多的研究从公司信息环境的视角研究了股价暴跌风险,因为透明的信息环境让管理层隐藏坏消息变得困难。比如,Hutton *et al.*<sup>[3]</sup>发现公司透明度越低,股价越容易发生暴跌,潘越等<sup>[4]</sup>在中国资本市场也有类似的研究发现。Kim and Zhang<sup>[23]</sup>发现会计稳健性影响公司股价暴跌风险,DeFond *et al.*<sup>[7]</sup>甚至认为采用国际财务报告准则能够显著抑制股价暴跌风险。有文献从公司内部治理的角度研究管理层隐藏坏消息的行为,包括发现内部控制<sup>[24]</sup>、大股东持股<sup>[25]</sup>、机构投资者持股<sup>[8,26]</sup>以及稳定性<sup>[9]</sup>均会影响公司股价的暴跌风险,因为好的内部治理机制抑制了公司隐藏坏消息的行为。另外,还有一些文献将研究视角拓展到资本市场的信息中介,包括研究分析师<sup>[5-6]</sup>、媒体<sup>[11]</sup>、外部审计师<sup>[27]</sup>对公司股价暴跌风险的影响。

虽然已有关于公司股价暴跌风险的研究取得了诸多学术成果,但视角还存在着一定的局限性,比如作为公司重要利益相关者的客户能对公司管理层产生影响,但是我们很少看到有从客户的角度来探讨股价暴跌风险的研究。

### (二) 客户集中度的研究

客户是公司的利益相关者,对公司的生产运营、定价策略以及盈利能力等诸多方面均发挥重要作用,尤其在当今普遍的买方市场的情况下。从已有的文献可以发现客户对公司的影响存在着两种截然不同的观点。一种观点认为客户对公司有负面影响,比如Raman and Shahrur<sup>[28]</sup>认为基于客户的关系型投资越大,公司盈余管理程度越大,Dou *et al.*<sup>[29]</sup>还认为客户会影响公司平滑盈余。Itzkowitz<sup>[30]</sup>认为客户集中度越高,公司的经营风险越大,因此需要持有更多的现金,Dhaliwal *et al.*<sup>[17]</sup>也认为随着公司客户集中度的提高,公司的权益资本成本上升。另一种观点则认为客户对公司存在正面影响,比如Patatoukas<sup>[13]</sup>认为客户集中度越高,公司能够整合供应链上的信息以及资源,公司业绩越好。Hui *et al.*<sup>[12]</sup>认为随着客户集中度提高,客户的议价能力更强,迫使公司提供更加稳健的财务信息。国内学者王雄元等<sup>[16]</sup>发现客户集中度与审计收费负相关,王立荣等<sup>[14]</sup>发现客户集中度与公司业绩正相关。已有研究客户集中度的文献绝大部分认为客户集中度对公司的影响是线性的,但客户对公司的影响取决于客户与公司之间的相对议价能力,因此对公司可能存在非线性影响,遗憾的是目前只有张敏等<sup>[15]</sup>发现客户集中度对国有企业审计师选择存在U型关系的影响。此外,本文研究客户集中度对公司股价暴跌风险的影响能够更好地评价客户对公司产生的净影响,有助于厘清这一领域的争议。

## 三、研究假设

为了获取私利,管理层有着强烈的动机和能力去隐藏公司的经营不善,即所谓的坏消息。当累积的坏消息无法继续隐藏而突然向市场释放会引起股价的暴跌。客户是公司重要的利益相关者,公司要想顺利地正常完成正常的生产经营,就必须将生产出的商品及时地销售给客户,因此客户对公司非常重要。客户也关注公司的发展,因为购买了公司的产品,客户需要公司提供售后服务,如果公司的经营状况发生重大变化,将直接影响后续义务的履行,健康而稳定的供应商对客户来说非常重要。但公司和客户之间的效用函数并不完全一致,甚至存在冲突,比如公司希望提高产品售价,而客户则希望公司能够降低售价。公司和客户之间会进行博弈,相对议价能力存在此消彼长的关系。客户集中度和公司之间的议价能力可能并不是线性的,会存在一个阈值<sup>[15]</sup>。在客户集中度达到该阈值之前,公司具有更大的议价能力,因为公司的客户较为分散时,公司不会担心个别客户的流失而给公司造成重大损失。由于公司有更大的议价能力,客户在与公司的谈判过程中处于劣势,客户对公司隐



藏坏消息的行为无法进行有效的监督。并且,由于公司隐藏坏消息可能要客户进行配合,比如当公司出现重大的投资失误导致经营损失,这时公司为了隐藏这一负面信息可能要求客户短暂地增加公司产品的购买量以帮助公司提高当期业绩来掩盖投资失败。当客户的集中度较高时,则更便于这种行为,因为与相对集中的客户沟通和谈判成本更低<sup>①</sup>。因此,我们认为在客户集中度达到阈值之前,客户会在公司隐藏坏消息的过程中扮演合谋者的角色。Barbot<sup>[18]</sup>、Barbot *et al.*<sup>[19]</sup>均发现在航空业中,面对激励的市场竞争,位于产业上下游的航空公司和机场之间会进行合谋。Jian and Wong<sup>[31]</sup>发现中国上市公司为了提升业绩存在向他们的关联客户进行异常销售的行为。所以,当客户的集中度达到该阈值之前,随着客户集中度的提高,公司隐藏坏消息的概率增加,公司股价越可能在未来发生暴跌。但当客户的集中度超过该阈值之后,客户具有更大的议价能力,因为公司担心大客户的流失而给公司造成重大损失,它们对公司具有绝对的控制力<sup>[32]</sup>。因此,客户因拥有的控制力迫使公司提供更多的私有信息<sup>[15]</sup>,释放更多的不利消息,甚至对公司的治理结构、生产运营进行监督,这样能够抑制公司隐藏坏消息的行为,导致公司未来发生股价暴跌的风险降低。随着客户集中度的增加,这种动机越强烈,因为客户的议价能力随着集中度的提高而增强<sup>[33]</sup>,监督的动机和力度越大。基于上述分析,我们提出本文的研究假设1:

**H1: 客户集中度与公司股价暴跌风险之间存在倒 U 型关系。**

中国资本市场存在着大量的国有企业,国有企业的—个显著特征就是与政府天然存在着紧密的联系,能够更容易地从政府获得各项资源<sup>[34]</sup>,包括政府补贴、土地、销售渠道、银行信贷等等。国有企业如果要隐藏坏消息,可利用的手段更多,因此可以缓解对客户的依赖性<sup>[15]</sup>。另一方面,由于国有企业并不是以盈利为唯一目的,国有企业还担负着解决社会就业等目标。因此,对国有企业高管的考核并非以会计利润为主要指标,这样就降低了国有企业管理层隐藏坏消息的动机。从以上两方面来看,相对于非国有企业,客户对国有企业股价暴跌风险的影响较低。基于上述分析,我们提出本文的研究假设2:

**H2: 客户集中度对公司股价暴跌风险的影响主要存在于非国有企业中。**

#### 四、研究设计

##### (一) 样本选择与数据来源

本文以2007—2013年沪深两市A股所有制造业上市公司为研究样本,之所以选择制造业上市公司,是因为对制造业公司来说,客户更为重要,并且之前研究客户集中度的文献对样本的选取也是参考这一标准<sup>[15-16]</sup>。由于我们的自变量皆为滞后一期,因此,我们采用的股价数据为2008—2014年。本文的研究样本按照以下标准进行了剔除:(1)剔除每年的周回报率数据少于25个观测的公司;(2)为了控制业绩较差的公司由于炒作而造成的股价暴涨暴跌,我们剔除了ST公司和营业利润为负的公司;(3)剔除了无法获得客户集中度信息的公司以及其他数据缺失的公司。我们对所有的连续变量在1%和99%百分位做了Winsorize处理。客户集中度数据来自上市公司年报中披露的前五名客户销售金额合计占总销售金额的比例,手工收集获得,其他数据来自于CSMAR数据库,最终获得5467个公司样本,我们对所有回归的标准误在公司层面进行Cluster处理。

##### (二) 股价暴跌风险的度量

我们借鉴Hutton *et al.*<sup>[3]</sup>的研究方法,从扩展的指数模型回归中计算剩余回报率,具体模型为:

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1,j}r_{m,t-1} + \beta_{2,j}r_{i,t-1} + \beta_{3,j}r_{m,t} + \beta_{4,j}r_{i,t} + \beta_{5,j}r_{m,t+1} + \beta_{6,j}r_{i,t+1} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

模型(1)中 $r_{j,t}$ 为股票 $j$ 在第 $t$ 期的周收益率, $r_{m,t}$ 为市值加权的第 $t$ 期市场周收益率, $r_{i,t}$ 为股票 $j$ 所属行业 $i$ 市值加权的第 $t$ 期的周收益率。模型(1)中的残差 $\varepsilon_{j,t}$ 即为公司特定的周收益率( $FSWR_{j,t}$ )。因为 $\varepsilon_{j,t}$ 高度有偏,需要进行对数转换以达到对称分布,具体做法为:

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{j,t}) \quad (2)$$

借鉴已有的文献<sup>[24-25,35]</sup>,我们采用以下两种方法来度量股价暴跌风险:

第一种度量股价暴跌风险的计算公式如下:

$$NCSKEW_{j,t} = \frac{-n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{j,t}^3}{(n-1)(n-2) \left( \sum W_{j,t}^2 \right)^{\frac{3}{2}}} \quad (3)$$

第二种度量股价暴跌风险的计算公式如下:

$$DUVOL_{j,t} = \log \frac{(n_u - 1) \sum_{DOWN} W_{j,t}^2}{(n_d - 1) \sum_{UP} W_{j,t}^2} \quad (4)$$

### (三) 研究模型

为了检验研究假设 1, 我们采用以下研究模型:

$$CRASHRISK_t = \alpha_0 + \beta_1 CUSCER_{t-1} + \beta_2 CUSCER_{t-1}^2 + \beta_3 SIZE_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 LEV_{t-1} + \beta_6 MB_{t-1} + \beta_7 ABSDA_{t-1} + \beta_8 RET_{t-1} + \beta_9 SIGMA_{t-1} + IND + YEAR + \varepsilon \quad (5)$$

模型(5)中, *CRASHRISK* 表

示股价暴跌风险, 分别用 *NCSKEW* 以及 *DUVOL* 来表示, 采用 OLS 回归。借鉴之前的研究, 本文的自变量皆滞后一期。为了简化, 我们在后文中没有列出变量的下标。*CUSCER* 为公司客户集中度变量, *CUSCER*<sup>2</sup> 为公司客户集中度的平方项, 我们预期 *CUSCER*<sup>2</sup> 的符号为负。参考已有的研究, 我们在模型中还控制了公司规模 (*SIZE*)、业绩 (*ROA*)、资产负债率 (*LEV*)、市账比 (*MB*)、盈余管理 (*ABSDA*)、公司年度平均收益率 (*RET*) 以及收益率的标准差 (*SIGMA*) 等。由于制造业之间的差异较大, 我们按照行业的二位代码来控制行业 (*IND*) 固定效应以及年度 (*YEAR*) 固定效应。模型(5)的变量具体定义见表 1。

为了检验研究假设 2, 我们将研究样本按照产权性质分为国有企业和非国有企业两组分别用模型(5)来进行回归分析。

## 五、实证结果

### (一) 主要变量的描述性统计结果

表 2 为主要变量的描述性统计量, 从中可以看出, 度量股价暴跌风险的指标 *NCSKEW* 的均值为 -0.3567, 中位数为 -0.3133, *DUVOL* 的均值为 -0.2386, 中位数为 -0.2427, 许年行等<sup>[10]</sup> 利用剔除金融行业后的全部上市公司统计出 *NCSKEW* 的均值为 -0.252, 中位数为 -0.23; *DUVOL* 的均值为 -0.206, 中位数为 -0.21, 这说明

表 1 变量定义

变量名称	变量定义
<i>CRASHRISK</i>	股价暴跌风险变量, 分别用 <i>NCSKEW</i> 以及 <i>DUVOL</i> 来表示, 具体计算方式见对暴跌风险的度量部分
<i>CUSCER</i>	向前五名客户销售金额合计占总销售金额的比例
<i>CUSCER</i> <sup>2</sup>	向前五名客户销售金额合计占总销售金额的比例的平方和
<i>SIZE</i>	公司规模, 用公司年末总资产的自然对数来度量
<i>ROA</i>	公司业绩, 用公司的净利润除以总资产来度量
<i>LEV</i>	公司资产负债率, 用公司总负债除以总资产来度量
<i>MB</i>	公司市账比, 用公司权益的市场价值除以账面价值来度量
<i>ABSDA</i>	公司盈余管理, 用业绩配对的 <i>Jones</i> 模型分年度分行业回归估计出操纵性应计利润来度量
<i>RET</i>	公司年度平均特定周收益率
<i>SIGMA</i>	公司年度特定周收益率的标准差

表 2 主要变量的描述性统计量

变量	样本量	均值	标准差	p25	中位数	p75
<i>NCSKEW</i>	5 467	-0.3567	0.6357	-0.6971	-0.3133	0.0423
<i>DUVOL</i>	5 467	-0.2386	0.4448	-0.5236	-0.2427	0.0587
<i>CUSCER</i>	5 467	0.2884	0.1929	0.1463	0.2336	0.3803
<i>ROA</i>	5 467	0.0498	0.0427	0.0181	0.0390	0.0692
<i>LEV</i>	5 467	0.4220	0.1973	0.2673	0.4282	0.5807
<i>MB</i>	5 467	1.9124	1.4757	0.9106	1.5150	2.3904
<i>SIZE</i>	5 467	21.7113	1.1128	20.9073	21.5562	22.3115
<i>ABDA</i>	5 467	0.0002	0.1125	-0.0589	0	0.0591
<i>RET</i>	5 467	-0.0011	0.0008	-0.0014	-0.0009	-0.0006
<i>SIGMA</i>	5 467	0.0452	0.0152	0.0341	0.0428	0.0539

制造业行业的股价暴跌风险相较于其他行业较低。*CUSCER* 的均值为 0.288 4, 中位数为 0.233 6, 张敏等<sup>[15]</sup> 统计出的上市公司前五大客户销售占比均值为 0.297 9, 中位数为 0.247 8, 与本文的统计结果很接近。其余变量的统计结果和分布也较为合理。

## (二) 多元回

表 3 客户集中度与股价暴跌风险

变量	(1) 全样本		(2) 国有		(3) 非国有	
	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>CUSCER</i>	0.012 3 (0.07)	0.061 5 (0.53)	-0.418 7* (-1.83)	-0.203 0 (-1.16)	0.414 1* (1.69)	0.346 3** (2.20)
<i>CUSCER</i> <sup>2</sup>	-0.086 1 (-0.42)	-0.085 4 (-0.62)	0.424 0 (1.60)	0.206 8 (0.99)	-0.551 0* (-1.91)	-0.396 5** (-2.17)
<i>ROA</i>	1.195 7*** (4.34)	0.947 9*** (5.02)	1.986 3*** (5.13)	1.279 8*** (4.71)	0.492 8 (1.28)	0.622 8** (2.35)
<i>LEV</i>	-0.004 7 (-0.08)	-0.008 8 (-0.21)	-0.006 5 (-0.07)	-0.004 9 (-0.08)	0.038 4 (0.45)	0.025 6 (0.44)
<i>MB</i>	0.043 8*** (4.64)	0.021 8*** (3.29)	0.021 6 (1.57)	0.010 6 (1.12)	0.063 7*** (5.08)	0.032 2*** (3.53)
<i>SIZE</i>	0.018 5 (1.62)	0.006 4 (0.83)	0.012 0 (0.76)	0.006 0 (0.54)	0.037 3** (1.98)	0.016 5 (1.35)
<i>ABSDA</i>	-0.044 0 (-0.61)	-0.025 1 (-0.48)	-0.082 1 (-0.82)	-0.019 8 (-0.26)	-0.026 2 (-0.26)	-0.042 7 (-0.60)
<i>RET</i>	286.791 5*** (5.34)	192.097 9*** (5.28)	335.203 7*** (4.66)	253.997 6*** (5.04)	184.160 8** (2.30)	91.389 3* (1.72)
<i>SIGMA</i>	17.243 6*** (5.93)	11.502 1*** (5.92)	19.363 8*** (4.86)	13.867 8*** (4.99)	12.082 1*** (2.82)	6.888 9** (2.47)
<i>Constant</i>	-1.291 2*** (-4.70)	-0.694 3*** (-3.68)	-1.335 4*** (-3.50)	-0.861 2*** (-3.20)	-1.719 1*** (-4.01)	-0.942 6*** (-3.31)
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	5 467	5 467	2 502	2 502	2 961	2 961
R-squared	0.057	0.058	0.081	0.081	0.050	0.052

注: 括号内为 *t* 统计量。\*\*\* 表示在 1% 的水平下显著, \*\* 表示在 5% 的水平下显著, \* 表示在 10% 的水平下显著。

企业的回归结果, 可以看出, 因变量无论是 *NCSKEW* 还是 *DUVOL*, *CUSCER*<sup>2</sup> 的系数均不显著, 并且 *CUSCER* 的系数只有在因变量为 *NCSKEW* 的回归中在 10% 的水平上为负, 只有微弱的证据表明二者为负相关, 即国有企业客户集中度越高, 股价暴跌风险越低。栏(3) 为非国有企业的回归结果, 可以看出, 当因变量为 *NCSKEW* 时, *CUSCER*<sup>2</sup> 的系数在 10% 的水平上显著为负, 并且 *CUSCER* 的系数也在 10% 的水平上显著; 当因变量为 *DUVOL* 时, *CUSCER*<sup>2</sup> 的系数在 5% 的水平上显著为负, 并且 *CUSCER* 的系数也在 5% 的水平上显著。栏(3) 的回归结果表明, 在非国有企业, 客户集中度与股价暴跌风险之间存在显著的倒 U 型关系, 即说明客户在公司管理层隐藏坏消息的行为中会发挥合谋和监督的作用。当客户的集中度低于阈值时, 公司的议价能力较强, 在这个阈值之内随着客户集中度的提高, 越利于公司管理层隐藏坏消息。而当客户的集中度高于阈值时, 客户的议价能力较强, 随着客户的集中度提高, 客户越有动机对公司管理层进行监督, 这样抑制了管理层隐藏坏消息的行为。总之, 表 3 的结果说明在非国有企业客户集中度与公司股价暴跌风险之间存在倒 U 型关系, 但这种关系并不存在于国有企业, 假设 2 得到支持。

我们将表 3 栏(3) 因变量为 *NCSKEW* 的回归结果对 *CUSCER* 求一阶偏导, 并令其为零以求客户集中度的阈值, 经过计算得出阈值约为 37.58%。也就是说, 当公司向前五大客户的销售占比低于 37.58% 时, 公司的议价能力较高, 随着客户集中度的提高, 公司股价暴跌风险提高; 当公司向前五大客户的销售占比超过 37.58% 时, 客户的议价能力较高, 随着客户集中度的提高, 公司股价暴跌风险降低。

从控制变量的回归结果来看, *ROA* 的系数显著为正, 这与 Xu *et al.*<sup>[6]</sup> 以及许年行等<sup>[5]</sup> 的研究发

现一致,说明业绩越好的公司未来发生暴跌风险的可能性越大,表明业绩好的公司更加有利于管理层隐藏坏消息;*MB*的系数在四个回归中显著为正,*RET*以及*SIGMA*的系数均显著为正,这与Xu *et al.* [6] 以及江轩宇 [36] 的研究发现一致;其他变量则并没有发现一致的显著性。

### (三) 稳健性检验与进一步研究

我们用公司向第一大客户的销售占比作为客户集中度的度量指标,然后按照产权性质分组检验客户集中度对股价暴跌风险的影响<sup>②</sup>。表4为回归结果,从中可以看出,在国有企业组,*CUSCER*<sup>2</sup>并不显著;在非国有企业组,当因变量为*NCSKEW*时,*CUSCER*<sup>2</sup>为负,但并不显著<sup>③</sup>,当因变量为*DUVOL*时,*CUSCER*<sup>2</sup>为负,并且在5%的水平上显著,*CUSCER*也显著,说明本文的主要研究结论没有发生实质性的变化。

如果客户集中度真的影响了管理层隐藏坏消息的行为,那么客户集中度应当对公司股价的信息含量产生相应的影响。也就是说,如果客户在公司隐藏坏消息过程中扮演了合谋角色,那么将导致公司的股价信息含量降低,股价同步性提高;如果客户在公司隐藏坏消息的过程中扮演了监督角色,将导致公司的股价信息含量提高,股价同步性降低。因此,我们预期客户集中度与公司股价同步性也存在显著的倒U型关系。借鉴之前的文献,我们从模型(1)的回归中获得*R*<sup>2</sup>,然后通过下列公式来度量股价同步性(*synch*):

$$\text{synch} = \ln\left(\frac{R^2}{1 - R^2}\right) \quad (6)$$

表5为客户集中度对股价同步性的回归结果,从中可以看出,在国有企业样本的回归中,*CUSCER*<sup>2</sup>和*CUSCER*的系数并不显著;在非国有企业的回归中,*CUSCER*<sup>2</sup>的系数在5%的水平上显著为负,这表明客户集中度与股价信息含量之间存在显著的倒U型关系,这进一步支持了本文提出的合谋和监督假说。

## 六、横截面分析

外部制度环境能够对公司管理层发挥监督作用。比如,在外部制度环境好的区域,管理层隐藏坏消息的行为很快就能被市场所发现,外部环境能够约束管理层这样的行为<sup>[11]</sup>。因此,我们预计在制度环境好的地区,公司的客户并不会配合公司管理层隐

表4 客户集中度与股价暴跌风险(替代指标)

变量	(1) 国有		(2) 非国有	
	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>
<i>CUSCER</i>	-0.348 3 (-0.69)	-0.197 8 (-0.54)	0.631 2 (1.58)	0.633 1 ** (2.43)
<i>CUSCER</i> <sup>2</sup>	0.681 1 (0.66)	0.437 5 (0.55)	-0.947 4 (-1.21)	-1.055 3 ** (-2.06)
<i>ROA</i>	1.361 9 ** (2.24)	0.947 0 ** (2.25)	0.238 1 (0.46)	0.629 6 * (1.76)
<i>LEV</i>	0.139 4 (1.05)	0.111 7 (1.26)	0.042 4 (0.39)	0.002 7 (0.04)
<i>MB</i>	0.061 4 *** (2.69)	0.032 4 ** (2.08)	0.077 9 *** (4.37)	0.034 9 *** (2.69)
<i>SIZE</i>	0.023 6 (1.10)	0.007 0 (0.48)	0.049 6 * (1.96)	0.026 4 (1.63)
<i>ABSDA</i>	-0.061 3 (-0.33)	0.106 6 (0.81)	0.062 4 (0.44)	-0.034 4 (-0.33)
<i>RET</i>	611.970 1 *** (4.73)	418.566 0 *** (4.88)	248.025 5 ** (2.34)	91.307 3 (1.21)
<i>SIGMA</i>	31.533 4 *** (4.82)	21.208 1 *** (4.81)	15.369 5 *** (2.80)	7.647 9 ** (2.01)
<i>Constant</i>	-1.641 0 *** (-2.97)	-0.882 5 ** (-2.29)	-2.125 4 *** (-3.76)	-1.247 2 *** (-3.47)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
Observations	1 129	1 129	1 851	1 851
R-squared	0.071	0.071	0.057	0.057

表5 客户集中度与股价同步性

变量	(1) 国有	(2) 非国有
<i>CUSCER</i>	0.198 0 (1.03)	0.211 4 (1.34)
<i>CUSCER</i> <sup>2</sup>	-0.260 5 (-1.14)	-0.371 6 ** (-2.06)
<i>ROA</i>	-0.853 6 *** (-2.92)	-0.755 6 *** (-2.87)
<i>LEV</i>	-0.177 2 ** (-2.51)	-0.334 9 *** (-5.87)
<i>MB</i>	-0.022 3 ** (-2.07)	-0.052 6 *** (-5.27)
<i>SIZE</i>	0.011 9 (0.92)	0.022 7 * (1.71)
<i>ABSDA</i>	0.191 3 *** (2.61)	-0.076 5 (-1.06)
<i>RET</i>	-494.108 2 *** (-8.85)	-728.666 3 *** (-13.22)
<i>SIGMA</i>	-55.678 8 *** (-18.50)	-65.702 8 *** (-23.80)
<i>Constant</i>	2.850 9 *** (9.78)	2.287 6 *** (7.55)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
Observations	2 502	2 961
R-squared	0.622	0.605



藏坏消息,因为这很容易被市场所识别,客户也没有动机去监督公司管理层,因为外部市场能够替代这样的作用。而在制度环境差的地区,外部环境难以对公司管理层形成制约,在公司有更强议价能力的情况下,管理层容易与公司的客户进行合谋,帮助其隐藏坏消息;在客户具有更高议价能力的情况下,由于外界环境不会对公司管理层进行监督,因此客户就会有动机监督管理层。因此,我们预计客户集中度对股价暴跌风险产生影响的一个前提条件是外部制度环境较差。为了检验上述推测,我们利用樊纲等<sup>[37]</sup>编制的市场化进程指数,按照上市公司所在地区的市场化进程的中位数将研究样本分为高制度环境和低制度环境两个子样本重新回归。表6为回归结果,从中可以看出在高制度环境的地区,*CUSCER*和*CUSCER*<sup>2</sup>均不再显著;在低制度环境的地区*CUSCER*<sup>2</sup>的系数显著为负,*CUSCER*的系数显著为正,回归结果说明客户集中度对公司管理层隐藏坏消息的影响的一个条件是制度环境。

产品市场竞争会对公司管理层的行为以及信息环境产生影响<sup>[38]</sup>,当公司所在行业竞争不激烈时,公司具有很高的议价能力,客户对公司的重要性较低,公司无需客户的配合来进行坏消息的隐藏,客户也无法对公司形成监督。而且,当公司所在的产品市场竞争程度较低时,公司业绩较好,管理层隐藏坏消息的动机大大降低。当公司所在的行业竞争高度激烈时,激烈的市场竞争会导致公司业绩较低,公司需要利用客户的配合来隐藏坏消息。当产品市场竞争激烈而客户的集中度较低时,由于外部市场竞争激烈,公司管理层有动机隐藏坏消息。在客户集中度达到阈值之前,拥有更高议价能力的公司会迫使客户与公司合谋,实现隐藏坏消息的目的,从而造成公司股价在未来发生暴跌;随着客户集中度的提高,这种合谋愈发容易,因为相对集中的客户更容易通过增加产品购买来帮助公司提升业绩。当客户的集中度达到某个阈值之后,客户的议价能力更大,面对有强烈隐藏坏消息动机的供应商,客户会发挥监督作用,因为真实、健康的供应商有助于公司长远的发展,而随着客户集中度的提高,这种监督作用越大。基于上述分析,我们认为客户集中度对公司未来股价暴跌风险产生影响的另一个条件是产品市场竞争。因此,我们利用赫芬达尔指数来度量产品市场竞争,将研究样本按照产品市场竞争程度的中位数分为低产品市场竞争和高产品市场竞争两组,然后分组进行检验,表7为回归结果,从中可以看出在低产品市场竞争中,*CUSCER*和*CUSCER*<sup>2</sup>均不再显著;在高产品市场竞争中*CUSCER*<sup>2</sup>的系数显著为负,*CUSCER*的系数显著为正,回归结果说明客户集中度对公司管理层隐藏坏消息的影响的另一个条件是产品市场竞争。

### 七、可能的作用机理

我们在前文发现客户在公司隐藏坏消息的过程中会扮演合谋和监督两种角色,为了更好地理解客户发挥的这两种作用,本部分尝试分析客户在公司中扮演角色的作用机理。在前文的分析中,我

表6 客户集中度与股价暴跌风险(按制度环境分组)

变量	(1)高制度环境		(2)低制度环境	
	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
<i>CUSCER</i>	0.036 6 (0.11)	0.167 8 (0.76)	0.698 3 ** (2.05)	0.496 0 ** (2.29)
<i>CUSCER</i> <sup>2</sup>	-0.115 1 (-0.29)	-0.202 6 (-0.81)	-0.852 2 ** (-2.08)	-0.543 8 ** (-2.14)
<i>ROA</i>	1.059 0 * (1.93)	0.996 2 ** (2.52)	-0.023 9 (-0.04)	0.252 7 (0.71)
<i>LEV</i>	0.124 8 (1.00)	0.110 2 (1.31)	-0.079 9 (-0.67)	-0.076 2 (-0.95)
<i>MB</i>	0.068 3 *** (3.65)	0.039 3 *** (2.81)	0.055 4 *** (3.22)	0.021 8 * (1.77)
<i>SIZE</i>	0.048 4 * (1.70)	0.015 9 (0.85)	0.030 1 (1.17)	0.017 2 (1.05)
<i>ABSDA</i>	0.061 5 (0.44)	0.022 8 (0.23)	-0.158 5 (-1.06)	-0.125 8 (-1.27)
<i>RET</i>	153.932 3 (1.43)	87.472 5 (1.18)	209.659 1 * (1.82)	83.426 8 (1.10)
<i>SIGMA</i>	10.856 9 * (1.88)	6.826 9 * (1.78)	13.671 4 ** (2.18)	6.660 0 (1.63)
<i>Constant</i>	-2.115 0 *** (-3.31)	-1.088 6 *** (-2.63)	-1.451 6 ** (-2.50)	-0.864 8 ** (-2.25)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
Observations	1 567	1 567	1 394	1 394
R-squared	0.062	0.065	0.052	0.053



们认为客户所扮演角色的一个途径可能为是否配合还是抑制公司的销售操纵。Roychowdhury<sup>[39]</sup>认为公司除了进行基于应计利润的盈余管理,还会从事真实交易活动的盈余管理,真实交易活动的盈余管理主要有三种:销售操纵、产品成本操纵以及对费用进行自由裁量。Cohen *et al.*<sup>[40]</sup>发现公司应计制的盈余管理和真实交易的盈余管理之间存在替代关系, Li *et al.*<sup>[41]</sup>认为真实交易的盈余管理会造成公司股价在未来发生暴跌。当公司的议价能力较高时,公司会迫使客户配合公司的销售操纵来帮助其隐藏经营不善,而随着客户集中度的提高,客户的配合也更加便利。当客户具有更大的议价能力时,客户并不会配合,甚至监督公司可能的销售操纵行为,因为从长期来看,公司销售操纵最终会损害客户的利益。随着客户集中度的进一步提高,客户的这种监督动机越强。因此,如果客户

通过对公司销售操纵的配合抑或监督来影响管理层隐藏坏消息行为,我们将会发现客户集中度与公司销售操纵之间存在显著的倒U型关系。

我们借鉴 Roychowdhury<sup>[39]</sup>的方法来估计销售操纵。具体模型如下:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{SALES_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta SALES_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

模型(7)中,  $CFO_{it}$  为  $i$  公司第  $t$  年的经营活动净现金流;  $SALES_{it}$  为  $i$  公司第  $t$  年的销售收入;  $\Delta SALES_{it}$  为公司销售收入的年度变化。模型(7)的变量用期初的总资产予以标准化,  $\varepsilon$  为误差项。模型(7)按照制造业二位行业代码分年度分行业进行回归,从回归中估计出残差项乘以  $-1$  作为销售操纵( $ABSALES$ )的替代变量。我们采用以下模型来研究客户集中度对公司销售操纵的影响:

$$ABSALES = \alpha_0 + \alpha_1 CUSCER + \alpha_2 CUSCER^2 + \alpha_3 ROA + \alpha_4 LEV + \alpha_5 MB + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 ABSDA + \alpha_8 COMPE + \alpha_9 MTK + IND + YEAR + \varepsilon \quad (8)$$

模型(8)中,  $CUSCER$  和  $CUSCER^2$  与之前的定义相同。借鉴之前的文献,我们在模型中控制了公司业绩( $ROA$ )、资产负债率( $LEV$ )、市账比( $MB$ )、公司规模( $SIZE$ )、公司盈余管理( $ABSDA$ )、产品市场竞争程度( $COMPE$ )、地区市场化进程指数( $MTK$ )以及行业( $IND$ )和年度( $YEAR$ )固定效应。我们将研究样本按照企业产权性质分组进行回归,表8为回归结果。从表8可以看出,在国有企业组,  $CUSCER$  和  $CUSCER^2$  均不显著,表明国有企业客户集中度不影响公司销售操纵,这也解释了为什么国有企业客户集中度不影响公司股价未来暴跌风险。在非国有企业组,  $CUSCER^2$  的系数显著为负,表明客户集中度与公司销售操纵存在倒U型关系。通过上述检验,我们认为客户集中度之所以能够影响公司隐藏坏消息的行为,是因为客户能够影响公司的销售操纵。

表7 客户集中度与股价暴跌风险(按产品市场竞争分组)

变量	(1)低产品市场竞争		(2)高产品市场竞争	
	NCSKEW	DUVOL	NCSKEW	DUVOL
CUSCER	0.049 3 (0.14)	0.089 8 (0.40)	0.734 7** (2.23)	0.548 5*** (2.62)
CUSCER <sup>2</sup>	-0.094 6 (-0.24)	-0.101 7 (-0.40)	-0.975 7** (-2.52)	-0.641 3*** (-2.65)
ROA	0.302 7 (0.55)	0.266 8 (0.69)	0.602 2 (1.11)	0.846 4** (2.40)
LEV	0.057 5 (0.43)	0.018 6 (0.20)	0.026 2 (0.24)	0.039 0 (0.53)
MB	0.067 0*** (3.89)	0.036 1*** (2.74)	0.064 3*** (3.79)	0.033 7*** (2.81)
SIZE	0.039 7 (1.37)	0.013 2 (0.68)	0.038 3 (1.58)	0.021 9 (1.41)
ABSDA	0.148 7 (0.94)	0.079 9 (0.73)	-0.135 0 (-1.01)	-0.122 2 (-1.32)
RET	257.299 8** (2.48)	152.776 6** (2.16)	125.825 8 (1.07)	45.384 0 (0.58)
SIGMA	17.124 0*** (3.06)	11.350 4*** (3.05)	7.928 5 (1.26)	3.284 8 (0.80)
Constant	-1.891 6*** (-2.99)	-0.938 2** (-2.18)	-1.866 7*** (-3.41)	-1.189 6*** (-3.33)
行业	控制	控制	控制	控制
年度	控制	控制	控制	控制
Observations	1 346	1 346	1 615	1 615
R-squared	0.062	0.063	0.049	0.056

## 八、研究结论

作为公司供应链上重要组成部分的客户对公司管理层具有重要影响,本文从理论上分析了客户集中度对公司管理层隐藏坏消息的行为可能存在合谋和监督两种作用,进而表现在对未来股价暴跌风险呈现出助长和抑制两种影响。而且,企业产权性质不同,客户对公司管理隐藏坏消息的行为还会存在差异性的影响。本文利用中国制造业上市公司 2007—2013 年的数据对此进行了检验,研究发现总体上来看客户集中度并不会影响到公司股价未来的暴跌风险;当我们将研究样本按照企业产权性质分组检验后发现,在国有企业,有微弱的证据表明客户集中度与股价暴跌风险存在负相关关系;在非国有企业,客户集中度与公司股价暴跌风险存在倒 U 型关系,即当客户集中度低于阈值时,公司的议价能力更强,客户集中度提高便利了公司管理层隐藏坏消息的行为,即客户在公司管理层隐藏坏消息的过程中扮演合谋的角色,当客户集中度超过阈值时,客户的议价能力更强,随着客户集中度的提高,客户更有动机抑制管理层隐藏坏消息的行为,即客户在公司管理层隐藏坏消息的过程中扮演监督的角色。我们进一步研究了非国有产权背景下客户集中度对公司管理层隐藏坏消息的作用条件,发现客户集中度对公司股价未来暴跌风险的影响只存在于制度环境差的地区和产品市场竞争激烈的行业。最后,本文还研究了客户对公司隐藏坏消息行为影响可能的机制。由于公司和客户之间最直接的关系是销售,公司可能迫使客户配合销售操纵来隐藏坏消息,客户也有可能抑制公司销售操纵行为。因此我们认为如果客户集中度真的能够影响股价暴跌风险,那么客户集中度就会影响公司的销售操纵。我们发现在国有企业客户集中度与销售操纵之间不存在显著关系,而在非国有企业,客户集中度与销售操纵之间存在显著的倒 U 型关系。

## 注释:

- ①比如公司希望客户增加购买来帮助公司短暂地提高公司业绩以隐藏公司的坏消息,在公司有更高的议价能力的前提下,如果公司的客户集中度较低,那么公司需要向多个分散的客户进行谈判和沟通,让其增加购买公司的产品,交易成本较高;当公司的客户集中度较高时,公司只需与若干个大客户进行沟通,让其增加购买公司产品即可,相应的谈判成本较低,也更为便利地帮助公司隐藏坏消息。
- ②我们在手工收集客户信息的过程中发现,大部分公司披露了公司向前五大客户的销售占比,有相当一部分公司并没有披露具体五大客户各自的销售占比,原因在于客户信息是公司的隐秘信息,过于详细地披露会导致公司竞争力下降,因此这部分的样本要远远小于主检验的样本。因此,这也是我们在主检验中使用前五大客户销售占比作为客户集中度度量指标的一个重要原因。
- ③可能是由于样本较小,导致  $CUSCER^2$  缺少显著性。

## 参考文献:

- [1] JENSEN M C, MECKLING W H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of financial economics, 1976, 3(4): 305-360.
- [2] JIN L, MYERS S C.  $R^2$  around the world: new theory and new tests [J]. Journal of financial economics, 2006, 79(2):

表 8 客户集中度与销售操纵

	(1) 国有	(2) 非国有
$CUSCER$	0.015 3 (0.34)	0.059 3 (1.46)
$CCUSCER^2$	-0.043 9 (-0.70)	-0.109 3** (-2.02)
$ROA$	0.753 7*** (10.02)	0.622 4*** (5.46)
$LEV$	-0.023 9 (-1.19)	-0.054 4*** (-2.88)
$MB$	0.001 2 (0.47)	0.000 2 (0.09)
$SIZE$	0.006 8*** (2.89)	0.006 0* (1.76)
$ABSDA$	-0.401 0*** (-13.92)	-0.461 4*** (-14.01)
$COMPE$	-0.239 9 (-1.24)	0.600 1*** (3.07)
$MTK$	0.000 2 (0.18)	0.000 3 (0.20)
$Constant$	-0.133 7** (-2.53)	-0.259 4*** (-3.24)
行业	控制	控制
年度	控制	控制
Observations	2 502	2 961
R-squared	0.355	0.338

257 - 292.

- [3] HUTTON A P, MARCUS A J, TEHRANIAN H. Opaque financial reports,  $R^2$ , and crash risk [J]. *Journal of financial economics*, 2009, 94(1): 67 - 86.
- [4] 潘越,戴亦一,林超群. 信息不透明,分析师关注与个股暴跌风险[J]. *金融研究*, 2011(9): 138 - 151.
- [5] 许年行,江轩宇,伊志宏,等. 分析师利益冲突,乐观偏差与股价崩盘风险[J]. *经济研究*, 2012(7): 127 - 140.
- [6] XU N H, JIANG X Y, CHAN K C, et al. Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: evidence from China [J]. *Pacific-basin finance journal*, 2013, 25: 217 - 239.
- [7] DEFOND M L, HUNG M, LI S Q, et al. Does mandatory IFRS adoption affect crash risk? [J]. *Accounting review*, 2015, 90(1): 265 - 299.
- [8] AN H, ZHANG T. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors [J]. *Journal of corporate finance*, 2013, 21: 1 - 15.
- [9] CALLEN J L, FANG X H. Institutional investor stability and crash risk: monitoring versus short-termism? [J]. *Journal of banking and finance*, 2013, 37(8): 3047 - 3063.
- [10] 许年行,于上尧,伊志宏. 机构投资者羊群行为与股价崩盘风险[J]. *管理世界*, 2013(7): 31 - 43.
- [11] 罗进辉,杜兴强. 媒体报道,制度环境与股价崩盘风险[J]. *会计研究*, 2014(9): 53 - 59.
- [12] HUI K W, KLASA S, YEUNG P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism [J]. *Journal of accounting and economics*, 2012, 53(1/2): 115 - 135.
- [13] PATATOUKAS P N. Customer-base concentration: implications for firm performance and capital markets [J]. *Accounting review*, 2012, 87(2): 363 - 392.
- [14] 王立荣,周德明,王伊,等. 供应商、客户集中度对企业绩效的影响——基于高端制造业上市公司的实证研究[J]. *南京财经大学学报*, 2017(1): 81 - 90.
- [15] 张敏,马黎珺,张胜. 供应商—客户关系与审计师选择[J]. *会计研究*, 2013(12): 81 - 86.
- [16] 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.
- [17] DHALI WAL D, JUDD J S, SERFLING M, et al. Customer concentration risk and the cost of equity capital [J]. *Journal of accounting and economics*, 2016, 61(1): 23 - 48.
- [18] BARBOT C. Airport and airlines competition: incentives for vertical collusion [J]. *Transportation research part b: methodological*, 2009, 43(10): 952 - 965.
- [19] BARBOT C, D'ALFONSO T, MALIGHETTI P, et al. Vertical collusion between airports and airlines: an empirical test for the European case [J]. *Transportation research part e: logistics and transportation review*, 2013, 57: 3 - 15.
- [20] 戴志敏,郭露. 产业垂直关联,转售价控制与合谋非效率: 来自中国公司的经验证据[J]. *经济理论与经济管理*, 2016(10): 42 - 55.
- [21] PIOTROSKI J D, WONG T J, ZHANG T Y. Political incentives to suppress negative information: evidence from Chinese listed firms [J]. *Journal of accounting research*, 2015, 53(2): 405 - 459.
- [22] KOTHARI S P, SHU S, WYSOCKI P D. Do managers withhold bad news? [J]. *Journal of accounting research*, 2009, 47(1): 241 - 276.
- [23] KIM J B, ZHANG L D. Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence [J]. *Contemporary accounting research*, 2016, 33(1): 412 - 441.
- [24] 叶康涛,曹丰,王化成. 内部控制信息披露能够降低股价崩盘风险吗? [J]. *金融研究*, 2015(2): 192 - 206.
- [25] 王化成,曹丰,叶康涛. 监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险[J]. *管理世界*, 2015(2): 45 - 57.
- [26] 曹丰,鲁冰,李争光,等. 机构投资者降低了股价崩盘风险吗? [J]. *会计研究*, 2015(11): 55 - 61.
- [27] 万东灿. 审计收费与股价崩盘风险[J]. *审计研究*, 2015(6): 85 - 93.
- [28] RAMAN K, SHAHRUR H. Relationship-specific investments and earnings management: evidence on corporate suppliers and customers [J]. *Accounting review*, 2008, 83(4): 1041 - 1081.
- [29] DOU Y W, HOPE O K, THOMAS W B. Relationship-specificity, contract enforceability, and income smoothing [J]. *Accounting review*, 2013, 88(5): 1629 - 1656.

- [30] ITZKOWITZ J. Customers and cash: how relationships affect suppliers' cash holdings [J]. *Journal of corporate finance*, 2013, 19: 159 - 180.
- [31] JIAN M, WONG T J. Propping through related party transactions [J]. *Review of accounting studies*, 2010, 15(1): 70 - 105.
- [32] DOWLATSHAHI S. Bargaining power in buyer-supplier relationships [J]. *Production and inventory management journal*, 1999, 40(1): 27 - 36.
- [33] PORTER M E. Consumer behavior, retailer power and market performance in consumer goods industries [J]. *Review of economics and statistics*, 1974, 56(4): 419 - 436.
- [34] 钱爱民, 张晨宇, 步丹璐. 宏观经济冲击, 产业政策与地方政府补助[J]. *产业经济研究*, 2015(5): 73 - 82.
- [35] XU N H, LI X R, YUAN Q B, et al. Excess perks and stock price crash risk: evidence from China [J]. *Journal of corporate finance*, 2014, 25: 419 - 434.
- [36] 江轩宇. 税收征管, 税收激进与股价崩盘风险[J]. *南开管理评论*, 2013(5): 152 - 160.
- [37] 樊纲, 王小鲁, 马光荣. 中国市场化进程对经济增长的贡献[J]. *经济研究*, 2011(9): 4 - 16.
- [38] 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[J]. *经济研究*, 2012(6): 101 - 115.
- [39] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation [J]. *Journal of accounting and economics*, 2006, 42(3): 335 - 370.
- [40] COHEN D A, DEY A, LYS T Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and-post-Sarbanes-Oxley periods [J]. *Accounting review*, 2008, 83(3): 757 - 787.
- [41] LI L X, FRANCIS B B, HASAN I. Firms' real earnings management and subsequent stock price crash risk [Z/OL]. CAAA annual conference paper, 2011[2016 - 11 - 01]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1740044>

(责任编辑: 禾 日)

## The customers' role in firms' concealing bad news: conspirator or supervisor?

LIU Wenjun, XIE Bangsheng

(School of Management, Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350002, China)

**Abstract:** This paper presents collusion and supervision hypotheses for customer's role in firms' concealing bad news, and tests customer concentration's effect on the risk of firm stock price crash using listed manufacturing firms in China from 2007 to 2013. The results show that: (1) Customer concentration of state-owned enterprise does not affect the risk of stock price crash, but there is an inverted U-shaped relationship between customer concentration and the risk of stock price crash of non-state-owned enterprise; (2) The U-shaped relationship between customer concentration and the risk of stock price crash of non-state-owned enterprise mainly exists in the regions with lower degree of marketization and the industries with higher degree of product market competition; (3) There is no significant relationship between customer concentration and sales manipulation of state-owned enterprise and an inverse U-shaped relationship of non-state-owned enterprise, which in some extent indicates that the mechanism by which customer concentration affects the risk of stock price crash is sales manipulation. The findings show that customers rely on bargaining power to play collusion and supervision roles in firms' concealing bad news, which is of great significance to help understand the role of customers in the firms.

**Key words:** customer concentration; the risk of stock price crash; ownership; marketization degree; competition of product market; sales manipulation