

交易性社会关联与企业债务融资成本^{*}

——共同客户视角的证据

徐业坤¹ 王明涛¹ 马培培²

(1. 辽宁大学经济学部商学院, 辽宁 沈阳 110136;
2. 石河子大学经济与管理学院, 新疆 石河子 832003)



内容提要:中国产品市场存在着普遍的交易性社会关联,即企业与竞争对手经由共同客户或供应商联结而成的间接关系,然而,鲜有研究关注该重要现象。本文利用2009—2020年沪深A股上市公司数据,考察了共同客户视角下的交易性社会关联对企业债务融资成本的影响及其作用机制。研究发现,交易性社会关联会导致企业债务融资成本显著增加,表明债权人倾向于将交易性社会关联视为风险因素。机制分析结果表明,交易性社会关联通过推高企业经营风险和信​​息风险进而导致债务融资成本增加。异质性分析发现,当企业议价能力较弱、资产专用性水平较高、外部审计和机构投资者监督较弱、市场竞争程度较高时,交易性社会关联对企业债务融资成本的影响更显著。进一步地,交易性社会关联会显著增加企业广告支出,抑制企业债务融资规模,缩短企业债务期限。尽管如此,并没有证据显示交易性社会关联显著影响企业股权融资成本。本文证实了组织间关系对企业债务融资的重要影响,从产品市场关系型交易视角揭示了企业债务融资成本的形成机制。

关键词:交易性社会关联 债务融资成本 共同客户 经营风险 信息风险

中图分类号:F272 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2025)05—0170—21

一、引言

关系作为非正式制度的重要组成部分,对于商业成功至关重要。中国是典型的“关系型社会”,产品市场存在着较为普遍的关系型交易,与供应商、客户以及竞争对手等的关系是企业赖以生存和发展的基础,不仅决定经济收益,还成为资源、知识、信息和机会等的主要来源。产品市场上,当企业和竞争对手与同一客户或供应商进行交易时,双方由此形成特殊的间接关联。本文将这种企业间由交易关系形成的联结称为交易性社会关联,并重点考察共同客户视角下的交易性社会关联,即焦点企业与竞争对手由共同客户形成的间接联结。交易性社会关联是中国产品市场普遍现象,仅2021年披露客户详细名称的上市公司中,与竞争对手拥有共同客户的上市公司占比高达20%^①,高于共同股东联结比例。企业与竞争对手共同的业务领域不仅会引发竞争性对抗,还为

收稿日期:2024-07-25

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“交易性社会关联影响企业投资决策研究:事实、机理及证据”(72472066);国家社会科学基金一般项目“国有资本投资运营公司经济行政型治理模式研究”(21BGL110)。

作者简介:徐业坤,男,教授,博士生导师,管理学博士,研究方向是公司治理与公司财务,电子邮箱:xuyekun@lnu.edu.cn;王明涛,男,博士研究生,研究方向是公司治理与公司财务,电子邮箱:xjcjwmt@163.com;马培培,女,博士研究生,研究方向是资本市场财务与会计,电子邮箱:xjcjpp@163.com。通讯作者:王明涛。

① 作者计算所得。

战略性互动创造了机遇(Zhang等,2019)^[1]。交易性社会关联使得组织间关系更加复杂,关系中不仅蕴含着机会和收益,还充斥着不确定性和机会主义。探讨交易性社会关联对于深入理解关系型交易和组织间关系具有重要的理论与实践价值。

本文主要考察交易性社会关联对企业债务融资成本的影响。之所以研究债务融资成本,原因在于:首先,与发达经济体相比,中国仍是以商业银行为主导的金融体系,债务融资是企业获取外部资金的重要方式(王运通和姜付秀,2017)^[2]。2025年中国人民银行发布的《社会融资规模存量统计数据报告》显示,2024年末对实体经济发放的人民币贷款余额占比约为61.8%,企业债券余额占比为7.9%,而非金融企业境内股票余额占比仅为2.9%^①,凸显了债务融资在中国企业融资结构中的重要地位。其次,企业融资贵、融资难问题依旧存在,实际债务融资成本居高不下,加重了企业融资困境(唐雪松等,2023)^[3]。过高的债务融资成本不仅增加了企业经营成本,还严重危及企业的生存与高质量发展。从文献梳理来看,探究企业债务融资成本影响因素的研究通常将企业视为独立的个体,研究发现,管理层特征(Xie等,2024^[4];周楷唐等,2017^[5])、公司治理(王运通和姜付秀,2017)^[2]、制度环境(钱雪松等,2019)^[6]等对于企业债务融资成本有着重要影响,然而,这些研究大多忽略了组织间关系的作用。根据组织间关系理论,任何组织都离不开与外部环境的互动,其经营绩效和竞争优势的形成均依赖于同其他组织的关系。对于企业债务融资而言,组织间关系蕴含的收益和风险影响债权人风险感知与贷款决策。因此,忽视组织间关系不利于理解企业债务融资成本的决定因素。

本文探讨供应链情境下企业与竞争对手由共同客户联结而形成的间接关系。现有组织间关系的研究探讨了企业与竞争对手的横向关系如竞合关系(杨震宁和赵红,2020)^[7]、客户—供应商的纵向关系如供应链地理距离的影响(Chu等,2019)^[8]。然而,这些研究忽略了客户与供应商的纵向关系对供应商横向关系的推动作用。在产品市场上,当供应商与相同的客户进行交易时,供应商之间由此产生了间接联系,这种关联关系显著区别于供应商—客户关系和产品市场竞争关系。一方面,与传统供应链研究聚焦于供应商和客户的二元关系不同,交易性社会关联将研究视野从线性关系扩展至更为复杂的供应链网络,涉及焦点企业、竞争对手和共同客户组成的松散社会系统;另一方面,相较于传统意义上的产品市场竞争关系,交易性社会关联蕴含的竞争则更加直接、更加复杂,焦点企业不仅要与同行业其他企业争夺市场份额,还要与竞争对手争夺来自共同客户的有限业务资源,面临的竞争压力显著增加。另外,交易性社会关联还蕴含着企业间的潜在合作关系(Wu等,2010)^[9],如焦点企业与竞争对手的合作、共同客户与竞争对手的合作等(Choi和Wu,2009)^[10],而这些合作关系区别于单一的竞争关系。目前,只有少数研究关注了企业通过第三方与竞争对手之间形成的间接关系,如共同股东(潘越等,2020)^[11]、共同审计师(Aobdia,2015)^[12]、共同分析师(Martens和Sextroh,2021)^[13],这些研究很少考虑供应链情境。部分供应链文献主要研究了作为枢纽的买方如何管理供应商之间的竞争与合作(Wu等,2010^[9];Li和Turkina,2017^[14];Jung等,2023^[15]),从供应商视角展开的研究相对较少。

理论上,交易性社会关联既可能降低也可能增加焦点企业的债务融资成本。一方面,交易性社会关联具有的风险效应会增加企业债务融资成本。首先,从经营风险角度看,焦点企业与竞争对手对于共同客户有限业务资源的争夺会增强客户的议价能力,使得共同客户有能力将自身流动性风险和成本转嫁给焦点企业,损害企业盈利能力。不仅如此,交易性社会关联还会增加焦点企业的知识溢出风险,削弱企业原本基于技术创新所建立的竞争优势,导致经营风险增加。其次,从信息风险角度看,交易性社会关联不仅会加大焦点企业面临的市场竞争压力,提高自愿性信息披

① 中国人民银行.2024年社会融资规模存量统计数据报告[EB/OL].<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5565443/index.html>,2025-01-14。

露的专有成本,还会促进焦点企业与共同客户的私下沟通,削弱公开信息披露的动机,导致信息风险增加。经营风险和信息风险的上升会导致企业债务融资成本增加(Ye等,2023^[16];周楷唐等,2017^[5];罗进辉等,2023^[17])。另一方面,交易性社会关联具有的收益效应可能降低企业债务融资成本。首先,交易性社会关联为焦点企业与竞争对手建立合作关系以应对或对抗共同客户提供了机会,在增进资源互补的同时有助于削弱共同客户的议价能力(Bastl等,2013)^[18],提高企业盈利能力。其次,交易性社会关联有助于扩大焦点企业的知识和信息搜索范围,激发企业创新能力,提高决策有效性和市场竞争力。最后,由于私下沟通的信息可信度低于公开披露的信息,为了更准确地比较供应商之间的财务状况和发展前景,共同客户可能会利用其高议价能力要求焦点企业公开披露高质量的信息(Hui等,2012)^[19]。此外,市场竞争的加剧可能促使焦点企业披露更多的信息以应对竞争压力(任宏达和王琨,2019)^[20],同时,也有助于缓解代理问题(伊志宏等,2010)^[21],从而降低债务融资成本。显然,交易性社会关联对于企业债务融资成本的影响通过简单的理论分析并不能得出明确结论,需要严谨的实证证据。

基于此,本文利用2009—2020年沪深A股披露客户名称的上市公司数据,考察了交易性社会关联对企业债务融资成本的影响及作用机制。与已有研究相比,本文可能的边际贡献在于:第一,从组织间关系的角度丰富了企业债务融资成本影响因素的相关研究。现有研究主要从高管特征(Xie等,2024^[4];周楷唐等,2017^[5];罗进辉等,2023^[17])、公司治理(王运通和姜付秀,2017)^[2]、制度环境(钱雪松等,2019)^[6]等角度探讨企业债务融资成本的影响因素。然而,这些研究通常将企业视为独立的个体,这不仅与产品市场普遍存在组织间关联的事实存在偏差,也意味着一定程度上忽略了组织间关系的重要作用。一些文献考察了组织间连锁董事(Lai等,2019)^[22];李志辉等,2017^[23]、供应商—客户关系(Campello和Gao,2017)^[24]对企业债务融资成本的影响。区别于上述研究,本文通过考察交易性社会关联对企业债务融资成本的影响及其作用机制,从组织间间接关系视角提供了企业债务融资成本新的理论解释和经验证据,对于拓展企业债务融资研究具有重要学术价值。

第二,从交易性社会关联角度拓展了组织间间接关系的理论研究。现有文献对于组织间关系的讨论主要聚焦于企业与竞争对手的直接关系如竞合(李东红等,2020)^[25]、战略联盟(Ritala等,2008)^[26],部分文献还考察了企业与竞争对手由第三方形成的间接关系,如共同股东(潘越等,2020)^[11]、共同审计师(Aobdia,2015)^[12]、共同分析师(Martens和Sextroh,2021)^[13]等。个体间的社会联结是构成组织间联结的重要途径,一些文献还讨论了CEO或其他高管与审计师、分析师等因校友、老乡关系而形成的社会联结。区别于上述文献,本文关注的是焦点企业与竞争对手由共同客户联结的间接联系,交易性社会关联以客户作为组织间关联的第三方节点,交易关系作为联结纽带。本文对于交易性社会关联的探讨拓展了组织间关系尤其是企业与竞争对手间接关系的理论研究,也回应了开展中国本土情境管理学研究的呼吁。

第三,丰富了供应链三元组合关系影响供应商决策或行为的相关研究。现有供应链文献大多关注供应链二元关系,如供应商和客户纵向关系、供应商之间横向关系对企业决策或业绩等的影响(Ritala等,2008^[26];Chu等,2019^[8])。然而,这些研究视角局限于单一的横向或纵向关系,忽略了供应商与客户纵向关系对于推动供应商之间横向关系的作用。最近的一些研究开始将研究视角从供应商—供应商、供应商—客户二元组合关系扩展至供应商—客户—供应商三元组合关系(Yang等,2022)^[27],考察了供应链三元组合关系中的知识和信息泄露问题(Ried等,2021)^[28]以及作为枢纽的客户如何管理供应商之间的竞争与合作等(Jung等,2023)^[15]。区别于上述文献,本文通过探讨交易性社会关联对供应商企业债务融资成本的影响,补充了供应链三元组合关系影响供应商决策或行为的经验证据。

二、文献回顾

1. 组织间关系及其影响

由于市场机制的不完善,企业更倾向于将与其他组织或个人的社会关联作为获取稀缺资源的重要途径,由此形成了大量关注组织间关系的学术文献。按照是否经由第三方,可以将组织间关系划分为直接关系和间接关系。首先,直接关系方面,企业可以与社会组织、经济组织等建立直接的合作关系,包括战略联盟(Zhang等,2019)^[1]、研发联盟(黄勃等,2022)^[29]。其次,间接关系方面,现有研究讨论了组织间通过共同股东(潘越等,2020)^[11]、共同审计师(Aobdia,2015)^[12]以及共同分析师(Martens和Sextroh,2021)^[13]等关键个体,或通过共同合作伙伴(Piezunka和Grohsjean,2023)^[30]、共同证券公司(叶艳婷等,2025)^[31]等第三方组织形成的间接关系。最后,与本文直接关联的文献是供应链中的三元组合关系及其影响。国内研究较少考察组织间由共同客户而形成的联结关系,部分国外供应链文献关注了供应商—客户—供应商三元组合关系(Yang等,2022)^[27],例如Ried等(2021)^[28]研究发现,当共同客户有意或无意地与焦点企业分享其他供应商信息时,焦点企业向共同客户分享信息的意愿显著降低;Jung等(2023)^[15]研究了共同客户如何利用订单分配策略来管理供应商之间的竞争与合作;Guo等(2023)^[32]探讨供应商之间竞争与合作对共同客户创新的影响,研究发现,供应商合作与共同客户创新显著正相关,而供应商竞争与共同客户创新呈倒U型关系。

2. 企业债务融资成本的影响因素

在资本市场不发达的新兴国家,债务融资是企业重要的外部融资渠道,但企业面临的债务融资成本居高不下(唐雪松等,2023)^[3]。较高债务融资成本增加了企业的资金和经营压力,制约着企业长远发展。既往文献主要从经营风险、信息风险以及债务代理问题三方面解释了企业债务融资成本较高的原因(Ye等,2023^[16];王运通和姜付秀,2017^[2];罗进辉等,2023^[17])。其一,过高的经营风险增加了企业现金流波动性和债务违约的可能性,此时债权人预期收益不确定性较高,相应地会要求更高的风险报酬来抵消潜在的损失,导致企业债务融资成本增加。其二,过高的信息风险不仅会增加债权人对企业经营状况、财务状况和信用评估的难度,还会增加债权人信息收集、处理和监督的成本,使其处于不利地位。为消除不利影响,债权人会在债务合同中加入更多的限制性条款,以此降低信息劣势带来的风险损失,导致企业债务融资成本上升。其三,由于债务代理问题的存在,经理人可能会做出一些损害债权人利益以获取个人私利的行为,比如投资高风险项目、进行过度在职消费等。当债权人预期到管理层可能存在机会主义行为时会提高贷款利率,要求企业提供更多的资产作为担保,导致企业债务融资成本增加。

与本文较为相关的文献主要有:第一,探讨组织间关系对企业债务融资成本的影响。目前该领域文献较少,部分学者考察了组织间连锁董事对企业债务融资成本的影响,如李志辉等(2017)^[23]发现,随着独立董事兼任数量的增加,企业债务融资成本显著增加;Lai等(2019)^[22]研究发现,当连锁董事任职的企业发生违规时,其关联的另一家企业债务融资成本显著增加。第二,考察供应链关系对企业债务融资成本的影响,但尚未取得一致的结论。部分学者认为,客户集中度有助于缓解企业与债权人之间的信息不对称,降低债务融资成本(Cai和Zhu,2020)^[33]。然而,也有学者发现,客户集中度与银行贷款利率和债券信用利差显著正相关(Campello和Gao,2017^[24];王雄元和高开娟,2017^[34])。第三,产品市场竞争对企业债务融资成本的影响。Hasan等(2021)^[35]的研究结果表明,银行对处于本地产品市场竞争更为激烈的企业收取了更高的贷款利差,且该影响在财务状况紧张的企业中更为显著;Valta(2012)^[36]研究发现,激烈的市场竞争会降低企业破产清算价值,损害债权人未来的预期利益,从而增加企业债务融资成本。

通过上述文献梳理可以发现,首先,现有研究主要聚焦于组织间直接关系的影响,对于企业与竞争对手间接关联的讨论相对有限。一些研究从共同股东、共同审计师等视角分析企业与竞争对手的间接联结,但忽略了产品市场由交易关系形成的联结。其次,部分供应链文献探讨了组织间由共同客户形成的间接联结,但主要探讨这种三元组合关系对共同客户的影响,缺少对于供应商的观察。最后,已有文献从多个视角探讨了企业债务融资成本的影响因素,但遗憾的是,少有研究从组织间间接关系的角度进行分析。此外,尽管现有研究考察了产品市场竞争对企业债务融资成本的影响,但交易性社会关联影响企业债务融资成本的作用机制与之存在显著区别。基于此,本文立足于中国产品市场上普遍存在着交易性社会关联的现实,探讨组织间关系对企业债务融资成本的影响,以期补充相关领域的学术文献。

三、理论分析与研究假设

1. 交易性社会关联增加企业债务融资成本

(1)经营风险渠道。交易性社会关联通过增加焦点企业经营风险,进而导致企业债务融资成本的增加。首先,交易性社会关联增加了共同客户议价能力,损害焦点企业业绩。焦点企业与竞争对手对于共同客户业务资源的争夺,无形中提高了共同客户在供应链中的议价能力。凭借较高的议价能力,共同客户可以迫使焦点企业在价格折扣、交货期等诸多方面做出让步,甚至要求企业延长收款时间,增加商业信用供给(陈正林,2016^[37];王雄元和高开娟,2017^[34])。为了维持与共同客户的交易关系,巩固甚至抢占市场份额,焦点企业很可能将增加商业信用供给、降低产品价格等作为与竞争对手争夺共同客户业务资源的策略,但这些竞争策略会降低企业盈利能力、损害企业业绩,增加经营风险。此外,共同客户还可能要求焦点企业增加关系专用性投资,以满足个性化产品需求。按照交易成本理论的观点,在追求自身利益最大化的同时,客户可能会攫取这些关系专用性资产的收益,增加了企业被共同客户“敲竹杠”的风险(王雄元和高开娟,2017)^[34]。而一旦共同客户陷入财务困境、破产或终止与焦点企业的合作,这些专用性资产的价值将大幅减少,进一步增加了企业经营风险(陈正林,2016)^[37]。

其次,交易性社会关联会增加焦点企业知识泄露风险,削弱企业竞争优势。作为重要的知识和信息传递通道,共同客户可能会引发技术和知识泄露的问题。知识溢出既可能是由于共同客户的机会主义行为所致,也可能是在共同客户与竞争对手私下交流过程中无意识地发生(Ried等,2021)^[28]。根据学习理论,由于具备相似的知识集,竞争对手能够以较低的成本跟随或模仿企业创新、投资等行为,这将削弱焦点企业原本依靠创新所产生的竞争优势,增加了企业的经营风险。

最后,交易性社会关联还会加剧焦点企业竞争压力,降低企业盈利能力。与竞争对手拥有共同客户增加了焦点企业面临的市场竞争压力,此时焦点企业不仅要与同行业其他企业争夺市场份额,还要与竞争对手争夺来自共同客户有限的业务资源。尤其在共同客户与竞争对手合作、却与焦点企业形成对抗的动态关系下(Choi和Wu,2009)^[10],焦点企业将面临更大的竞争压力。激烈的市场竞争意味着,焦点企业市场份额的不稳定以及产品价格压力和可替代性的增加,会对企业生产经营和盈利能力造成不利影响(Valta,2012)^[36]。进一步地,当焦点企业缺乏独特竞争优势,无法专有地保持客户资源时,企业的议价能力将被进一步削弱,迫使其在价格上做出妥协,或者增加营销和服务成本以维持与共同客户的关系,这些都将挤压企业的利润空间,导致企业盈利能力和偿债能力的下降(Hasan等,2021)^[35]。

债权人在信贷资源定价上具备显著的风险识别能力(申香华,2014)^[38]。当预期到企业经营风险较高时,债权人通常会要求更高的贷款利率或提供更严格的借款条件以补偿额外的风险,导致企业债务融资成本的增加(罗进辉等,2023)^[17]。

(2)信息风险渠道。交易性社会关联可能导致焦点企业信息透明度的下降,信息风险的上升会导致企业债务融资成本的增加。首先,交易性社会关联会增加信息披露的专有成本,降低焦点企业信息披露意愿。信息披露的专有成本会弱化企业自愿性信息披露的动机,因为过多披露消息有利于竞争对手获取企业战略、经营、产品和研发等信息,增强竞争对手对于企业未来经营和行业未来发展状况的判断,形成对市场需求的理性预期,削弱企业产品市场竞争优势(王雄元和喻长秋,2014)^[39]。尤其当市场竞争激烈时,信息披露的专有成本和被捕食风险更高,会进一步降低企业自愿性信息披露水平(Huang等,2017)^[40]。而由于企业与竞争对手需要向共同客户竞争业务,交易性社会关联增加了焦点企业面临的市场竞争压力,使得焦点企业可能选择减少信息披露。

其次,交易性社会关联还会增加焦点企业的盈余操纵和策略性信息披露等行为,降低企业信息披露质量。交易性社会关联一定程度上反映了共同客户较低的转换成本,使得焦点企业未来获得共同客户采购合同的概率下降。此外,客户会根据供应商的经营表现和未来前景,选择是否与供应商签订长期合作协议以及投入关系专用性资产。因此,为了留住共同客户、稳定供应链关系,焦点企业有强烈的动机管理共同客户对其未来业绩的看法(Lu等,2023)^[41]。例如,焦点企业可能进行更多的盈余操纵粉饰业绩(Raman和Shahrur,2008)^[42],选择性披露好消息并策略性地隐瞒坏消息(Ma等,2020)^[43],以彰显自身良好的发展前景,维护与共同客户的契约关系。盈余操纵和策略性信息披露行为都会显著降低企业的信息透明度,增加企业与债权人的信息不对称程度。

最后,交易性社会关联可能促进焦点企业与共同客户的私下沟通,导致企业减少公开信息的披露。从信息需求来看,客户通过收集供应商公开披露的信息或与供应商私下沟通的方式获取所需的信息。其中,客户通过广泛搜寻供应商公开披露的信息需要付出较高的成本,并且这些信息更可能是同质化的,价值较低。而通过与供应商的私下沟通,共同客户能更快速、个性化、针对性地获取所需信息,且成本更低。因此,为了提高决策效率,共同客户更倾向于通过私下沟通的方式获取供应商的会计信息和其他相关信息,对焦点企业公开披露信息的需求相应减弱(陈西婵和刘星,2021)^[44]。从信息供给来看,焦点企业通过与共同客户频繁地私下沟通,不仅可以增进双方的信任,建立更牢固的合作关系,还有助于企业更好地了解客户的需求和偏好,及时获取客户的反馈和意见,调整产品或服务策略,提高客户满意度和忠诚度,从而降低共同客户流失的风险(陈耀和生步兵,2009)^[45]。在共同客户信息需求通过私下沟通得到满足时,考虑到信息披露的专有成本,焦点企业可能减少公开披露的信息,降低了信息透明度(Crawford等,2020)^[46]。

企业披露的会计信息是债权人评估其财务状况、盈利能力和偿债能力的主要依据(Xie等,2024)^[4]。信息透明度的降低会加剧企业与债权人之间的信息不对称,增加债权人评估企业财务状况的信息风险。理性的债权人会为承担企业信息风险而要求更高的风险补偿,进而增加了企业的债务融资成本(Spiceland等,2016)^[47];李志军和王善平,2011^[48]。

综合以上分析,本文提出如下研究假设:

H_{1a}:交易性社会关联会增加企业债务融资成本。

2.交易性社会关联降低企业债务融资成本

交易性社会关联也可能产生收益效应,导致焦点企业债务融资成本的下降。首先,交易性社会关联为焦点企业与竞争对手建立战略合作关系提供了机会,容易激发协同效应(Wu等,2010^[9];Jung等,2023^[15])。通过与竞争对手合作以更好地服务于共同客户,一方面,能够促进双方在市场推广、分销渠道、生产设施等方面的资源互补(Chai等,2019)^[49],提高风险分担能力,增强焦点企业的市场竞争力;另一方面,还可以通过减少共同客户的替代性选择,增强其依赖性,从而削弱共同客户的议价能力(Bastl等,2013)^[18],提升焦点企业的谈判地位和盈利能力。

其次,交易性社会关联能够帮助焦点企业以较低的成本获取竞争对手的信息和知识,尤其是

焦点企业通过直接搜索无法获得的隐性知识,例如,竞争对手供应产品的详细信息、拥有的资源和能力、解决问题的办法等(Zhang和Li,2010)^[50]。按照学习理论的解释,来自竞争对手的知识能够拓展焦点企业现有的知识基础,有助于企业更好地把握市场和技术趋势,提升创新能力,优化产品定位,并在竞争中占据优势地位。企业盈利能力和竞争优势的提高都有助于降低债务融资成本。

最后,交易性社会关联可能降低企业信息风险。第一,私下沟通的信息可信度通常低于公开披露的信息,因为企业公开披露的信息需要遵守严格的监管要求,经过第三方审计机构的独立核查,并且具有可追溯性,从而有助于确保信息的真实性和可靠性。因此,为了更准确地比较供应商之间的财务状况、盈利能力等关键指标,共同客户也可能会凭借较强的议价能力要求焦点企业增加公开信息披露以满足其信息需求(Hui等,2012^[19];Crawford等,2020^[46])。第二,共同客户通常使用竞争性激励手段来加剧直接关联供应商之间及上游行业的竞争程度,以提高自身议价能力(Jung等,2023)^[15],例如,可能要求供应商披露更多的公开信息。第三,焦点企业与竞争对手对共同客户有限业务资源的激烈争夺,会加剧其面临的市场竞争压力,可能促使企业披露更多高质量的信息,以获得更多资源应对竞争压力(任宏达和王琨,2019)^[20]。自愿性信息披露的增加能够缓解企业与债权人的信息不对称,降低企业债务融资成本。此外,激烈的市场竞争是公司内部治理机制的有效补充(伊志宏等,2010)^[21],有助于缓解代理问题,约束经理人侵占债权人利益的机会主义行为,如投资高风险项目、进行过度在职消费等,从而降低债务融资成本(王运通和姜付秀,2017)^[2]。

综合以上分析,本文提出如下研究假设:

H_{1b}:交易性社会关联会降低企业债务融资成本。

四、研究设计

1.样本选择与数据来源

本文选取沪深A股上市公司2009—2020年的数据作为初始研究样本。样本期间选择的原因在于,从2009年开始才有较多的上市公司自愿披露前五大客户的名称,并且国泰安数据库中2009年以前的观察值数量非常少,为避免上市公司披露客户名称导致的样本选择偏差问题,本文的样本期间始于2009年。检验交易性社会关联影响企业债务融资成本的作用机制时,由于计算企业经营风险需要使用当年及未来两年的数据,故以2020年作为样本截止时间点。

样本处理思路如下:首先,从国泰安数据库(CSMAR)获取上市公司前五大客户名称,将客户为自然人以及第一名、客户一、第一大客户等无法准确识别出客户名称的样本进行剔除,在此基础上获得焦点企业—客户—年度数据集1;其次,根据客户名称和年份将数据集1进行重新匹配,得到焦点企业—客户—其他企业的年度数据集2;最后,通过对企业所属行业的分析,确定其他企业是否为焦点企业的竞争对手,计算出焦点企业通过客户联结的竞争对手数量,进而将样本整理为公司—年度数据集。在上述样本数据的基础上,参考已有研究的做法,本文对数据进行了以下处理:剔除金融行业样本观测值;剔除ST、*ST类样本观测值;剔除关键变量缺失样本观测值。经过上述数据整理后,最终得到1700家上市公司6754个观测值构成的公司—年度数据。

本文前五大客户数据、计算债务融资成本原始数据以及上市公司财务、治理特征数据等均来源于国泰安数据库(CSMAR)。为减轻异常值的影响,本文对样本数据中所有连续变量在1%和99%分位数上进行缩尾处理。

2.模型设计与变量定义

为了检验交易性社会关联对企业债务融资成本的影响,本文构建如下模型:

$$Cost_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ctsn_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + Year_t + Firm_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, i 为企业, t 为年份, $Year$ 为年度固定效应, $Firm$ 为公司固定效应。依据前文的理论分析,

若 β_1 显著为正,则表示交易性社会关联会增加企业债务融资成本,假设 H_{1a} 成立;反之,若 β_1 显著为负,则假设 H_{1b} 成立。

被解释变量 *Cost* 表示企业债务融资成本,借鉴周楷唐等(2017)^[5]的做法,以企业利息支出占年初和年末长短期负债平均值的比重进行测度。解释变量 *Ctsn* 为交易性社会关联,测度重点企业通过共同客户与不同竞争对手产生的间接联结,具体参考 Piezunka 和 Grohsjean(2023)^[30]的做法,本文以重点企业当年通过前五大客户联结的竞争对手数量进行衡量。需要说明的是,竞争对手的识别基于重点企业是否与其他企业处于同一行业来进行判断(柯劭婧等,2023)^[51],行业按照证监会 2012 分类标准进行分类,制造业细分到二级代码,非制造业细分到一级代码。例如,2012 年亚太股份(C3)通过客户重庆长安汽车股份有限公司与浩物股份(C3)、西仪股份(C3)、西泵股份(C3)、长春一东(C3)、中国汽研(C3)产生关联;通过客户奇瑞汽车股份有限公司与浩物股份(C3)、成飞集成(C3)、西泵股份(C3)、万安科技(C3)、星宇股份(C3)产生关联;通过客户上汽通用五菱汽车股份有限公司与万向钱潮(C3)、西泵股份(C3)产生关联,此时 *Ctsn* 为 9。一般地,处于同一行业是构成竞争关系的基础,也是判断是否是竞争对手的主要方法之一(柯劭婧等,2023)^[51]。当同行业两家供应商(供应商 A 和供应商 B)与同一客户进行交易时,如果供应商 A 和供应商 B 向共同客户供应同类产品,则相互之间构成直接竞争关系;即使供应商 A 与供应商 B 向共同客户供应的是非同类产品,由于供应商 A 已经投入特定于该行业的专有资产,并期望与共同客户继续开展业务,维持长期合作关系,而共同客户也可能让供应商 A 生产与供应商 B 类似的产品进而取代供应商 B,因此,供应商 A 与供应商 B 同样存在着竞争关系。稳健性检验中,本文还借鉴潘红波和杨海霞(2022)^[52]的研究,以两家企业经营范围的相似度识别竞争关系,重新测度交易性社会关联。

Controls 为控制变量,借鉴周楷唐等(2017)^[5]的研究,本文在模型(1)中加入如下控制变量:公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、资产收益率(*Roa*)、成长性(*Growth*)、固定资产比率(*Ppe*)、现金流(*Cashflow*)、公司年龄(*Age*)、客户集中度(*Customer*)、分析师关注度(*Analyst*)、独立董事占比(*Indep*)、董事会规模(*Board*)、两职合一(*Dual*)、股权集中度(*Top1*)、产权性质(*SOE*)。同时,所有回归均在公司层面聚类调整标准误以弱化潜在的自相关问题。

主要变量的名称和说明如表 1 所示。

表 1
 主要变量定义

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
被解释变量	<i>Cost</i>	企业债务融资成本	利息支出占年初和年末长短期负债平均值的比重
解释变量	<i>Ctsn</i>	交易性社会关联	重点企业通过前五大客户联结的竞争对手数量
控制变量	<i>Size</i>	公司规模	总资产的自然对数
	<i>Lev</i>	资产负债率	总负债/总资产
	<i>Roa</i>	资产收益率	净利润/总资产
	<i>Growth</i>	成长性	(当年营业收入-上一年营业收入)/上一年营业收入
	<i>Ppe</i>	固定资产比率	固定资产净额/总资产
	<i>Cashflow</i>	现金流	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	<i>Age</i>	公司年龄	当年年份与企业成立年份之差加 1 再取自然对数
	<i>Customer</i>	客户集中度	前五大客户销售额的合计值占全年销售总额的比例
	<i>Analyst</i>	分析师关注度	分析师人数的自然对数
	<i>Indep</i>	独立董事占比	独立董事人数/董事会人数

续表 1

变量类型	变量符号	变量名称	变量说明
控制变量	<i>Board</i>	董事会规模	董事会人数的自然对数
	<i>Dual</i>	两职合一	董事长是否兼任总经理,兼任为 1,否则为 0
	<i>Top1</i>	股权集中度	第一大股东持股比例
	<i>SOE</i>	产权性质	国有企业取值为 1,非国有企业取值为 0

五、实证结果与分析

1.描述性统计

表 2 列示了主要变量的描述性统计结果。从结果来看,企业债务融资成本 *Cost* 的均值为 0.0568,中位数为 0.0527,与周楷唐等(2017)^[5]基本一致,最小值为 0.0000,而最大值为 0.3531,说明样本企业的债务融资成本差异较大。样本公司交易性社会关联 *Ctsn* 平均值为 0.6962,即样本上市公司通过共同客户与 0.6962 个竞争对手产生社会关联,最大值为 9.0000,说明上市公司通过共同客户最多同时与 9 家竞争对手产生社会关联,统计数据表明,企业与同行竞争对手通过共同客户产生的间接联结是一种普遍现象。控制变量的统计值均在合理范围内,与现有研究基本一致。

表 2 描述性统计分析

变量符号	样本量	均值	标准差	最小值	1/4 分位	中位数	3/4 分位	最大值
<i>Cost</i>	6754	0.0568	0.0477	0.0000	0.0347	0.0527	0.0680	0.3531
<i>Ctsn</i>	6754	0.6962	1.6508	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	9.0000
<i>Size</i>	6754	22.0862	1.2418	19.7432	21.1568	21.9248	22.8280	25.7493
<i>Lev</i>	6754	0.4595	0.2074	0.0568	0.2950	0.4631	0.6186	0.9047
<i>Roa</i>	6754	0.0310	0.0575	-0.2665	0.0109	0.0313	0.0568	0.1767
<i>Growth</i>	6754	0.1737	0.4434	-0.5749	-0.0364	0.1041	0.2686	2.8858
<i>Ppe</i>	6754	0.2402	0.1781	0.0024	0.0997	0.2029	0.3487	0.7496
<i>Cashflow</i>	6754	0.0398	0.0722	-0.1943	0.0020	0.0395	0.0811	0.2395
<i>Age</i>	6754	2.8008	0.3580	1.6094	2.5649	2.8332	3.0445	3.4657
<i>Customer</i>	6754	0.3338	0.2416	0.0161	0.1484	0.2607	0.4729	0.9953
<i>Analyst</i>	6754	1.4147	1.1325	0.0000	0.0000	1.3863	2.3979	3.6636
<i>Indep</i>	6754	0.3686	0.0505	0.3077	0.3333	0.3333	0.4000	0.5714
<i>Board</i>	6754	2.1668	0.1964	1.6094	2.0794	2.1972	2.1972	2.7081
<i>Dual</i>	6754	0.2113	0.4082	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>Top1</i>	6754	0.3513	0.1512	0.0854	0.2325	0.3245	0.4613	0.7496
<i>SOE</i>	6754	0.4517	0.4977	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000

2.基准回归结果

表 3 列示了交易性社会关联影响企业债务融资成本的基准回归结果。第(1)列为仅控制年度和公司固定效应,未加入其他控制变量的回归结果,可以发现,交易性社会关联 *Ctsn* 的回归系数为

0.0015,且该系数在 5% 水平上显著,表明交易性社会关联显著增加企业债务融资成本。依次加入公司财务特征和公司治理特征控制变量后,第(2)列和第(3)列回归结果显示,交易性社会关联 *Ctsn* 的回归系数依然显著为正,即交易性社会关联确实会导致焦点企业债务融资成本的增加,证实了假设 H_{1a} 。从经济学意义来看,以第(3)列为例,交易性社会关联每增加一个标准差,企业债务融资成本增加 0.2476% ($=1.6508 \times 0.0015$),相当于企业债务融资成本均值的 4.3595% ($=1.6508 \times 0.0015 / 0.0568$),这表明交易性社会关联对于企业债务融资成本具有显著的经济影响^①。本文推测,尽管交易性社会关联能够产生收益效应,但客观上也会增加焦点企业经营风险和信
息风险,特别是,对承担企业下行风险的债权人而言,其仅能获得固定的本息收益,对风险可能更加敏感(Yang, 2021^[53]; 申香华, 2014^[38]),由此导致企业债务融资成本的增加。

表 3 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>
<i>Ctsn</i>	0.0015** (1.9768)	0.0015** (2.0400)	0.0015** (2.0304)
<i>Size</i>		-0.0031 (-1.2655)	-0.0030 (-1.1919)
<i>Lev</i>		-0.0044 (-0.4493)	-0.0043 (-0.4433)
<i>Roa</i>		-0.0480*** (-2.6009)	-0.0463** (-2.4986)
<i>Growth</i>		0.0063*** (3.2387)	0.0063*** (3.2357)
<i>Ppe</i>		-0.0025 (-0.2667)	-0.0018 (-0.1961)
<i>Cashflow</i>		0.0195* (1.8528)	0.0190* (1.7959)
<i>Age</i>		0.0119 (0.5964)	0.0096 (0.4778)
<i>Customer</i>		-0.0043 (-0.6437)	-0.0045 (-0.6843)
<i>Analyst</i>		-0.0010 (-0.9296)	-0.0010 (-0.9222)
<i>Indep</i>			0.0053 (0.1967)
<i>Board</i>			-0.0040 (-0.4486)
<i>Dual</i>			-0.0030 (-1.1526)

① 本文的交易性社会关联与既有文献例如 Xie 等(2024)^[4]、周楷唐等(2017)^[5]所讨论的企业债务融资成本影响因素的重要性大致相同。

续表 3

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>
<i>Top1</i>			-0.0129 (-0.9236)
<i>SOE</i>			-0.0041 (-0.7234)
公司/年度固定效应	是	是	是
观测值	6754	6754	6754
调整 R ²	0.0350	0.0411	0.0413

注:括号内报告的*t*值均经过公司层面聚类处理;***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性。下同

3. 机制检验

前文实证结果证实了交易性社会关联会显著增加焦点企业债务融资成本。根据理论分析中阐述的交易性社会关联风险效应,本文认为,交易性社会关联主要是通过推高企业经营风险和信
息风险,进而增加企业债务融资成本。为检验经营风险和信息风险的作用机制,本文首先检验核
心解释变量对中介变量的影响。其次,为避免因果效应理论论证不充分的问题,进一步检验中介
变量对被解释变量的影响。

(1)经营风险渠道。较高的经营风险增加了企业债务违约可能性和债权人预期收益的不确定
性,使得企业债务融资成本增加(罗进辉等,2023)^[17]。根据前文对经营风险渠道的理论分析,交易
性社会关联显著增加企业经营风险,进而提高债务融资成本。为检验经营风险是否为交易性社会
关联影响企业债务融资成本的作用机制,首先,检验交易性社会关联对企业经营风险的影响。本
文以企业当年及未来两年经年度一行业均值调整的净资产收益率的标准差测度企业经营风险
Risk,数值越大,则表明企业盈利能力越不稳定,经营风险越高。表4第(1)列的回归结果显示,交易
性社会关联 *Ctsn* 的回归系数显著为正,表明交易性社会关联显著增加了企业经营风险,验证了本
文的推断。其次,表4第(2)列为企业经营风险与债务融资成本的回归结果,可以发现,经营风险
Risk 的回归系数显著为正,表明较高的经营风险显著增加了企业的债务融资成本。通过上述结果
可以得知,交易性社会关联通过增加经营风险,进而提高了企业债务融资成本,支持了经营风险渠
道的理论分析。

(2)信息风险渠道。较高的信息风险增加了债权人对企业经营状况、财务状况和信用评估的
难度以及信息收集和处理的成本,使得债权人会通过提高贷款利率等方式来补偿和控制其承担的
放贷风险,从而提高企业债务融资成本(Spiceland等,2016^[47];李志军和王善平,2011^[48])。根据前
文对信息风险渠道的理论分析,交易性社会关联通过降低信息透明度,增加了信息风险进而提高
了企业债务融资成本。为检验信息风险是否为交易性社会关联影响企业债务融资成本的作用机
制,首先,本文考察交易性社会关联对企业信息风险的影响。使用分析师预测偏差衡量企业信息
透明度 *Tran*,数值越大,表示企业信息透明度越低,信息风险越大,结果如表4第(3)所示。从回
归结果可以发现,交易性社会关联 *Ctsn* 的回归系数显著为正,表明交易性社会关联显著降低了企
业信息透明度,增加了企业信息风险,支持了本文的推断。其次,本文检验了信息风险对企业债务融
资成本的影响,结果如表4第(4)所示。可以发现,信息风险 *Tran* 的回归系数显著为正,表明较高的
信息风险显著增加了企业债务融资成本。通过上述结果可以得知,交易性社会关联能够通过增加
信息风险进而提高企业债务融资成本,支持了信息风险渠道的理论分析。

表 4 作用机制检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Risk</i>	<i>Cost</i>	<i>Tran</i>	<i>Cost</i>
<i>Ctsn</i>	0.0050** (2.3937)		0.1938** (2.2757)	
<i>Risk</i>		0.0065** (2.2055)		
<i>Tran</i>				0.0002* (1.9318)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是
观测值	6732	6732	5985	5985
调整 R ²	0.1692	0.0398	0.0530	0.0423

4. 内生性检验

(1)倾向得分匹配PSM和熵平衡匹配。为缓解样本选择性偏差对结果的干扰,本文采用倾向得分匹配(PSM)方法以弱化交易性社会关联与企业债务融资成本关系的内生性问题。具体而言,首先,在整个样本期间,按照企业是否有交易性社会关联,将样本企业分为处理组和对照组。其次,分别采用1:1、1:2最近邻匹配的方法对样本进行PSM匹配,以计量模型(1)中的所有控制变量作为匹配协变量。表5第(1)和(2)列为利用匹配后样本重新进行回归的检验结果。此外,为最大程度地消除处理组与对照组在控制变量上的差异,本文还采用熵平衡匹配方法,回归结果如表5第(3)列所示。从结果可以发现,交易性社会关联*Ctsn*回归系数均显著为正,证实了研究结论的稳健性。

(2)Heckman两阶段检验。为缓解由于证监会未强制要求上市公司披露客户详细名称而导致的样本自选择偏差问题,本文使用Heckman两阶段模型进行检验。在第一阶段中,将是否披露客户详细名称(虚拟变量,披露为1,否则为0)作为被解释变量,并以企业规模、总资产收益率、资产负债率、营业收入增长率、产权性质以及成立时间等作为解释变量进行Probit回归。在第二阶段中,将第一阶段估计所得的逆米尔斯比率(*IMR*)作为控制变量纳入模型(1)。从表5第(4)列第二阶段的回归结果可以发现,在修正自选择偏差后,交易性社会关联*Ctsn*回归系数依旧显著为正,与基准回归结果一致。

(3)工具变量回归。为缓解可能存在的遗漏变量、反向因果等内生性问题,借鉴张璇等(2017)^[54]构造工具变量的思路,使用同一城市同一行业内企业交易性社会关联均值(*Mean_Ctsn*)作为工具变量。选择该指标作为工具变量的原因是,处于同一城市同一行业,交易性社会关联的平均程度与每家企业交易性社会关联存在高度的相关关系,但该平均值不太会影响个体企业的债务融资成本,因此是较为理想的工具变量。表5第(5)列回归结果显示,*Mean_Ctsn*回归系数显著为正,意味着同一城市同一行业内交易性社会关联越多时,焦点企业越可能存在交易性社会关联,工具变量通过了不可识别检验和弱工具变量检验。表5第(6)列工具变量回归结果显示,交易性社会关联*Ctsn*回归系数仍显著为正,与基准回归结果一致,意味着交易性社会关联增加企业债务融资成本的结论仍然成立。

表 5 PSM、Heckman 两阶段和工具变量检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Ctsn</i>	<i>Cost</i>
<i>Ctsn</i>	0.0022** (2.0693)	0.0017** (1.9663)	0.0016* (1.9345)	0.0015** (2.0250)		0.0015* (1.8273)
<i>Mean_Ctsn</i>					0.9312*** (41.1132)	
<i>IMR</i>				-0.0014 (-0.1260)		
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	2634	3771	6388	6754	6388	6388
调整 R ²	0.0482	0.0444	0.3730	0.0412	0.8965	-0.2133

(4)安慰剂检验。前文的研究表明,交易性社会关联与企业债务融资成本显著正相关,理论上,该关系可能是由其他未观察到的随机性因素引起,而事实上,交易性社会关联与企业债务融资成本并没有关系。为此,本文通过安慰剂检验排除其他随机因素对上述结果的干扰。具体地,基于基准回归的样本数据,首先,提取所有公司一年度的交易性社会关联 *Ctsn* 指标值;随后,将这些数值随机分配给每个公司一年度观测值中,重新对计量模型(1)进行回归,重复此过程 1000 次,提取其估计系数和 p 值;最后,绘制“伪”交易性社会关联变量估计系数的核密度图,如图 1 所示。可以发现,“伪”交易性社会关联变量的估计系数集中分布在零点附近,与真实值(0.0015)存在明显偏离,并且绝大多数估计结果在统计上不显著($p>0.1$)。结果表明,在排除可能存在的随机性因素后,上述结论依然成立。

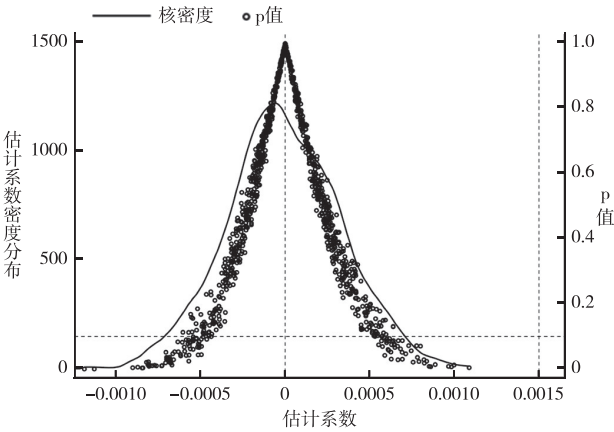


图 1 安慰剂检验结果

5. 稳健性检验

(1)变量重新定义。被解释变量方面,借鉴已有文献的做法,以利息支出加上手续费支出和其他财务费用的总额占期末总负债的比重衡量企业债务融资成本,重新对计量模型(1)进行回归,检验结果如表 6 第(1)列所示。解释变量方面,本文采用以下几种方法进行替代:第一,前文竞争对手以制造业细分到二级代码,非制造业细分到一级代码进行判断,为提高竞争对手识别的准确性,进一步以三级行业代码进行判断,结果如表 6 第(2)列所示。第二,借鉴潘红波和杨海霞(2022)^[52]的

做法,对处于同一行业的企业,利用文本相似度算法计算两家企业经营范围相似度从而识别企业之间的竞争关系,结果如表6第(3)列所示。第三,只保留交易性社会关联不为0的样本重新进行回归,结果如表6第(4)列所示。第四,借鉴潘越等(2020)^[11]的思路,本文进一步以焦点企业通过共同客户联结的竞争对手数量的自然对数作为解释变量,结果如表6第(5)列所示。第五,为消除行业内上市公司数量的影响,本文将焦点企业通过共同客户联结的竞争对手数量与该行业内上市公司总数的比值作为解释变量,结果如表6第(6)列所示。上述稳健性检验结果表明,本文研究结论依然成立。

表 6
 重新定义变量的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>
<i>Ctsn</i>	0.0003* (1.7816)	0.0029*** (2.7298)	0.0019** (2.3154)	0.0021* (1.8464)	0.0039** (2.2447)	0.5218* (1.6768)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	6754	6754	6754	1738	6754	6754
调整 R ²	0.1754	0.0426	0.0414	0.0560	0.0411	0.0406

(2)其他稳健性检验。为了进一步验证结论的可靠性,本文还进行了如下稳健性测试:第一,排除利率市场化和银企关系的影响。现有研究发现,2013年实施的利率市场化改革以及银企关系均有助于降低企业债务融资成本。为此,本文在模型(1)中分别加入“2013年前后(*Post*)”和企业“是否具有银企关系(*BC*)”控制变量^①,回归结果如表7第(1)和(2)列所示。第二,增加城市层面控制变量。本文进一步在模型(1)中增加地区经济发展水平(*GDP*)作为控制变量,同时,为防止遗漏城市层面控制变量,在模型(1)中控制城市固定效应,回归结果如表7第(3)列所示。第三,考虑到不同行业融资成本可能存在显著的差异,本文进一步使用经行业中位数调整的企业债务融资成本作为被解释变量重新进行回归,结果如表7第(4)列所示。以上稳健性检验结果表明,本文的主要结论依然成立。

表 7
 其他稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>	<i>Cost</i>
<i>Ctsn</i>	0.0015** (2.0304)	0.0015** (2.0312)	0.0016** (2.0831)	0.0018** (2.5237)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是
城市固定效应	否	否	是	否
观测值	6754	6754	6360	6754
调整 R ²	0.0413	0.0412	0.0434	0.0079

① *Post* 定义为 2013 年及之后为 1,其他为 0。当企业持有银行股份、企业高管具有银行背景或银行持有企业股份时 *BC* 为 1,其他为 0。

六、拓展性分析

1. 异质性分析

(1)企业议价能力。企业相对于客户议价能力的强弱是交易双方实力对比的直接体现。在与共同客户谈判过程中,议价能力较弱的企业往往处于劣势地位,难以在价格、交货期或合同条款等方面争取到有利条件,从而导致利润空间被压缩,经营风险增加(李馨子等,2019)^[55]。如果交易性社会关联对企业债务融资成本的影响是由共同客户较高议价能力所致,那么,当焦点企业议价能力较弱时,两者的关系理应更为显著。本文将企业年度销售额与行业销售总额的比值作为企业议价能力的替代指标 *Power*,值越大,表示企业议价能力越强。在此基础上,基于年度一行业中位数将样本划分为议价能力较强(*Power*=1)和议价能力较弱(*Power*=0)两个子样本,分组回归结果如表8第(1)和(2)列所示。可以发现,焦点企业议价能力较弱时,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数显著为正;而当焦点企业议价能力较强时,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数并不显著。上述结果表明,焦点企业议价能力越弱,交易性社会关联对债务融资成本的影响越大,与前文的理论逻辑一致。

(2)资产专用性。关系专用性投资水平较高时,一方面,焦点企业对共同客户的依赖程度增加,更容易出现被“套牢”或被“敲竹杠”的问题;另一方面,资产专用性会限制企业的战略灵活性,使其在应对市场波动时更加脆弱,从而放大了企业经营不确定性或风险。可以预期,当资产专用性水平较高时,交易性社会关联对企业债务融资成本的影响理应更为明显。为了验证该推断,借鉴周煜皓和张盛勇(2014)^[56]的研究,以固定资产净值、在建工程净值、无形资产与长期待摊费用之和与总资产的比值衡量企业资产专用性 *As*。在此基础上,根据年度一行业中位数将样本划分资产专用性较高(*As*=1)和资产专用性较低(*As*=0)两个子样本,分组回归结果如表8第(3)和(4)列所示。可以发现,资产专用性水平较高时,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数显著为正,而资产专用性水平较低时,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数并不显著。该结果表明,资产专用性越高,企业对客户依赖程度越高,交易性社会关联对企业债务融资成本的影响越大。

(3)外部审计监督。较强的外部审计监督通过严格的审计程序能够加快信息传递速度,提高信息披露质量,从而降低债权人与企业之间的信息不对称程度。本文认为,外部审计监督强度会弱化交易性社会关联与企业债务融资成本的正向关系。以企业是否聘请国际“四大”会计师事务所 *Big4* 作为外部审计监督强度的代理变量,若企业聘请国际“四大”进行审计,则 *Big4*=1,表示外部审计监督较强,分组回归结果如表8第(5)和(6)列所示。可以发现,外部审计监督较强时,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数并不显著;而外部审计监督较弱时,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数显著为正。上述结果意味着,企业聘用高质量的审计可以降低债权人与企业的信息不对称,弱化交易性社会关联对企业债务融资成本的负面影响。

表8 企业议价能力和资产专用性、外部审计监督的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Power</i> =1	<i>Power</i> =0	<i>As</i> =1	<i>As</i> =0	<i>Big4</i> =1	<i>Big4</i> =0
<i>Ctsn</i>	0.0005 (0.5486)	0.0026** (1.9731)	0.0019* (1.7723)	0.0013 (1.0859)	-0.0013 (-0.9095)	0.0017** (2.1848)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	3582	3172	3305	2948	342	6412
调整 R ²	0.0466	0.0458	0.0657	0.0303	0.0959	0.0421

(4)机构投资者监督。机构投资者有强烈的动机和能力要求企业进行更多的公开披露,以更好地评估被投资企业的价值和风险。本文认为,机构投资者监督会弱化交易性社会关联与企业债务融资成本的正向关系。为此,本文以机构投资者持股比例 $Inst$ 衡量企业受到机构投资者监督的强弱,持股比例越高,机构投资者监督越强。在此基础上,根据年度一行业中位数将样本划分为机构投资者监督较强($Inst=1$)和机构投资者监督较弱($Inst=0$)两个子样本,分组回归结果如表 9 第(1)和(2)列所示。可以发现,机构投资者监督较弱时,交易性社会关联 $Ctsn$ 回归系数显著为正,而机构投资者监督较强时,交易性社会关联 $Ctsn$ 回归系数并不显著。该结果表明,机构投资者监督较弱时,交易性社会关联对企业债务融资成本的影响更显著,机构投资者对企业信息透明度的提升作用能够缓解交易性社会关联对债务融资成本的消极影响。

(5)市场竞争。市场竞争程度较低时,在位企业对下游客户依赖程度较低。然而,激烈的市场竞争不仅增加了在位企业被淘汰的可能性,还使得客户更容易找到替代性供应商,导致客户流失风险显著提升,从而进一步强化了焦点企业对共同客户的依赖程度(李馨子等,2019)^[55]。此外,激烈的市场竞争还会增加企业信息披露的专有成本,降低企业信息披露意愿(Huang 等,2017)^[40]。可以预期,交易性社会关联和债务融资成本的正相关关系在市场竞争激烈的行业中更为明显。为了验证该推断,本文采用赫芬达尔指数作为市场竞争程度的代理指标 Hhi ,值越小,表示市场竞争程度越大。在此基础上,根据年度中位数将样本划分市场竞争程度较小($Hhi=1$)和市场竞争程度较大($Hhi=0$)两个子样本,分组回归结果如表 9 第(3)和(4)列所示。可以发现,市场竞争程度较大时,交易性社会关联 $Ctsn$ 回归系数显著为正;而市场竞争程度较小时,交易性社会关联 $Ctsn$ 回归系数并不显著。该结果表明,市场竞争越激烈,企业对客户依赖程度越高,信息披露意愿越低,交易性社会关联对焦点企业债务融资成本的影响越显著。

表 9 机构投资者监督、市场竞争的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	$Inst=1$	$Inst=0$	$Hhi=1$	$Hhi=0$
$Ctsn$	0.0004 (0.4220)	0.0024** (2.1489)	0.0010 (0.7399)	0.0018* (1.8082)
控制变量	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是
观测值	3582	3172	3490	3262
调整 R^2	0.0362	0.0657	0.0453	0.0451

2. 交易性社会关联与企业广告支出

上述研究结论表明,交易性社会关联通过增加经营风险和信息风险进而提高了企业债务融资成本。而经营风险和信息风险的增加很大程度上是由于供应商之间竞争加剧导致共同客户议价能力增强所致。另外,焦点企业获得共同客户采购合同概率下降也是重要原因。广告支出有助于提高企业品牌知名度,提升市场份额和开拓市场,是企业应对市场竞争的重要手段(Lu 等,2022)^[57]。那么,焦点企业是否会增加广告支出以应对交易性社会关联带来的风险?为此,本文进一步考察了交易性社会关联对企业广告支出的影响。参照 Lu 等(2022)^[57]的研究,以广告支出总金额与营业收入的比值衡量企业广告支出 AD ^①,回归结果如表 10 第(1)列所示。从回归结果可以发现,交易性社会关联 $Ctsn$ 的回归系数显著为正,表明交易性社会关联确实会提高

① 具体地,本文通过上市公司财务报表附注获取每家上市公司每年销售费用明细项目,筛选出广告费、广告宣传费、广告推广费、广告策划费、广告展览费等与广告支出相关的项目,汇总计算出每家上市公司每年所有广告支出项目的总金额。

焦点企业广告支出,支持了上述理论分析,即企业会通过增加广告支出应对交易性社会关联带来的风险。

3. 交易性社会关联与债务融资、股权融资成本

(1)交易性社会关联对企业债务融资规模和期限的影响。融资规模和融资期限是企业债务融资的重要特征。研究表明,预期企业经营风险和信 息风险较高时,债权人倾向于减少贷款尤其是长期贷款规模(Huang等,2015)^[58]。那么,交易性社会关联是否也会影响企业债务融资规模和期限?为了回答该问题,本文首先考察了交易性社会关联对企业债务融资规模的影响。参考丁鑫和杨忠海(2021)^[59]的做法,以短期借款、长期借款和一年内到期的非流动负债三者之和占期末资产总计的比例衡量企业债务融资规模 *Loan*,回归结果如表 10 第(2)列所示。可以发现,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数显著为负,表明交易性社会关联会显著减少焦点企业债务融资规模。接着,本文考察了交易性社会关联对企业债务融资期限的影响。借鉴丁鑫和杨忠海(2021)^[59]的研究,以长期借款占短期借款和长期借款之和的比例衡量企业债务期限结构 *Debtstruc*,回归结果如表 10 第(3)列所示。结果显示,交易性社会关联 *Ctsn* 回归系数显著为负。上述结果说明,交易性社会关联降低了企业向银行借款的能力,表现为企业获得的债务融资规模的减少以及债务期限的缩短。

(2)交易性社会关联对企业股权融资成本的影响。前文从债权人视角讨论了交易性社会关联对企业债务融资成本的影响,结果表明,债权人倾向于将交易性社会关联视为风险因素,从而要求更高的风险补偿,导致焦点企业债务融资成本显著增加。由于风险偏好的不同,不同利益主体对于交易性社会关联的解读可能存在分歧。作为上市公司重要的资金来源,资本市场上的投资者又是如何看待交易性社会关联呢?为了回答该问题,本文进一步考察了交易性社会关联对企业股权融资成本的影响,借鉴蔡贵龙等(2022)^[60]的研究,分别采用 PEG、MPEG 模型对企业股权融资成本 *R_PEG*、*R_MPEG* 进行估计,回归结果如表 10 第(4)和(5)列所示。可以发现,交易性社会关联 *Ctsn* 的回归系数均为正,但在统计上并不显著。上述结果说明,交易性社会关联并未对焦点企业股权融资成本产生显著的影响,这可能是因为,与债权人只享有固定的利息收益不同,资本市场上的投资者承担有限责任并作为企业剩余收益的所有者,对风险容忍度可能更高(Yang,2021)^[53],更关注交易性社会关联带来的收益而非风险。

表 10 交易性社会关联与广告支出、债务融资以及股权融资成本

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>AD</i>	<i>Loan</i>	<i>Debtstruc</i>	<i>R_PEG</i>	<i>R_MPEG</i>
<i>Ctsn</i>	0.0006** (2.4124)	-0.0015* (-1.7329)	-0.0084** (-1.9964)	0.0005 (1.0249)	0.0006 (0.9674)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
公司/年度固定效应	是	是	是	是	是
观测值	5885	5832	5468	4407	4294
调整 R ²	0.0223	0.2558	0.0357	0.1982	0.2483

七、研究结论与政策启示

1. 研究结论

中国产品市场上普遍存在着交易性社会关联现象。本文基于 2009—2020 年沪深 A 股上市公司数据,考察了交易性社会关联对企业债务融资成本的影响。研究结果表明,交易性社会关联显

著增加了焦点企业的债务融资成本,表明债权人更倾向于将交易性社会关联视为风险,该结论在经过一系列稳健性检验之后依然成立。机制分析结果表明,交易性社会关联通过推高企业经营风险和信
息风险进而导致债务融资成本的增加。异质性分析结果显示,当焦点企业的议价能力较弱、资产专用性水平较高、外部审计监督和机构投资者监督较弱、市场竞争程度较高时,交易性社会关联对企业债务融资成本的负向影响更显著。进一步地,本文还发现,交易性社会关联会增加焦点企业广告支出,减少企业债务融资规模,缩短企业债务期限;未发现交易性社会关联显著影响企业股权融资成本的证据。

2. 政策启示

基于上述研究结论,本文提出如下政策建议:第一,对上市公司而言,要充分认识到交易性社会关联的潜在风险。首先,本文的研究结果表明,交易性社会关联降低了企业向银行借款的能力,具体表现为债务融资成本的增加,债务融资规模的减少。因此,一方面,企业需要高度重视由交易关系形成的社会联结,在享受共同客户带来收益的同时,应通过加强客户关系管理、强化内部管理、提高透明度等方式降低交易性社会关联对企业债务融资的负面影响;另一方面,企业应积极探索多元化的融资渠道,如寻求股权合作、引入战略投资者等,以拓宽资金来源,降低对债务融资的依赖,分散融资风险。其次,本文研究还发现,高质量的审计能够缓解交易性社会关联对债务融资成本的消极影响。因此,企业可通过聘用高质量审计师,传递积极的信号,从而降低债权人的风险预期。最后,本文的研究结果显示,只有在企业议价能力较弱、资产专用性水平较高的情况下,交易性社会关联才会显著增加企业的债务融资成本。因此,企业应注重提升自主创新能力,通过产出具有自主知识产权的高附加值产品,提高在供应链中的议价能力,减少对大客户的依赖。同时,资产专用性较高时,企业可以通过构建基于信任和互惠的良性客户关系,以约束合作关系中可能存在的“敲竹杠”等机会主义行为。

第二,对监管机构而言,应该对交易性社会关联持包容且审慎的态度。首先,简单地认为交易性社会关联有利或有害都有失偏颇。理论上,交易性社会关联兼具收益效应与风险效应,尽管本文研究发现交易性社会关联会降低企业的债务融资能力,但其在增加企业知识获取能力方面发挥着重要的作用。因此,一方面,监管机构应重点关注交易性社会关联可能导致的企业透明度下降问题,加强对于企业信息披露的监管,确保信息披露的全面性和真实性。同时,要警惕交易性社会关联可能引发的企业间隐形合谋对公平竞争市场秩序的破坏,着力建设更加自由的市场竞争环境。另一方面,要充分发挥交易性社会关联对企业间知识要素流动的推动作用。其次,本文还发现,机构投资者能够弱化交易性社会关联与企业债务融资成本的正向关系,因此,应进一步完善资本市场投资环境,通过提供相应的扶持政策,赋予机构投资者更广泛的监督权,鼓励机构投资者积极参与公司治理。

3. 研究不足与展望

诚然,作为交易性社会关联的初步探索,本文的研究还存在一些不足之处:首先,本文对于交易性社会关联的测量方法仍有改进空间,未来研究可以考虑加入竞争对手对共同客户的重要性作为权重,以更准确地衡量这种间接关系。其次,本文所探讨的共同客户仅限于上市公司披露可查的前五大客户,部分上市公司未披露或未完全披露前五大客户的详细名称,可能导致对于交易性社会关联的低估。数据可得的情况下,未来研究可以考虑纳入更多披露客户信息的样本,以更全面、客观地考察交易性社会关联对企业融资成本的影响。最后,本文的分析聚焦于共同客户视角下的交易性社会关联,未来的研究还可以探讨焦点企业与竞争对手由共同供应商构建的间接联结对企业决策和融资能力的影响。

参考文献

- [1] Zhang, J., H. Jiang, R. Wu, and J. Li. Reconciling the Dilemma of Knowledge Sharing: A Network Pluralism Framework of Firms' R&D Alliance Network and Innovation Performance[J]. *Journal of Management*, 2019, 45, (7): 2635–2665.
- [2] 王运通, 姜付秀. 多个大股东能否降低公司债务融资成本[J]. *北京: 世界经济*, 2017, (10): 119–143.
- [3] 唐雪松, 李闻, 廖望, 郑宇新. 官员企业经历能降低公司债务融资成本吗?[J]. *北京: 经济管理*, 2023, (7): 173–193.
- [4] Xie, L., Y. Liu, and T. Jiang. Executives with Business Education Background and Cost of Debt Financing: Evidence from China[J]. *International Review of Economics & Finance*, 2024, 90: 283–296.
- [5] 周楷唐, 麻志明, 吴联生. 高管学术经历与公司债务融资成本[J]. *北京: 经济研究*, 2017, (7): 169–183.
- [6] 钱雪松, 代禹斌, 陈琳琳, 方胜. 担保物权制度改革、融资约束与企业现金持有——基于中国《物权法》自然实验的经验证据[J]. *北京: 会计研究*, 2019, (1): 72–78.
- [7] 杨震宁, 赵红. 中国企业的开放式创新: 制度环境、“竞合”关系与创新绩效[J]. *北京: 管理世界*, 2020, (2): 139–160, 224.
- [8] Chu, Y., X. Tian, and W. Wang. Corporate Innovation along the Supply Chain[J]. *Management Science*, 2019, 65, (6): 2445–2466.
- [9] Wu, Z., T. Y. Choi, and M. J. Rungtusanatham. Supplier-Supplier Relationships in Buyer-Supplier-Supplier Triads: Implications for Supplier Performance[J]. *Journal of Operations Management*, 2010, 28, (2): 115–123.
- [10] Choi, T. Y., and Z. Wu. Triads in Supply Networks: Theorizing Buyer-Supplier-Supplier Relationships[J]. *Journal of Supply Chain Management*, 2009, 45, (1): 8–25.
- [11] 潘越, 汤旭东, 宁博, 杨玲玲. 连锁股东与企业投资效率: 治理协同还是竞争合谋[J]. *北京: 中国工业经济*, 2020, (2): 136–164.
- [12] Aobdia, D. Proprietary Information Spillovers and Supplier Choice: Evidence from Auditors[J]. *Review of Accounting Studies*, 2015, 20: 1504–1539.
- [13] Martens, T., and C. J. SEXTROH. Analyst Coverage Overlaps and Interfirm Information Spillovers[J]. *Journal of Accounting Research*, 2021, 59, (4): 1425–1480.
- [14] Li, W., and E. Turkina. Common Supplier Tactics in Buyer-Supplier-Buyer Relations[J]. *Human Systems Management*, 2017, 36, (1): 57–72.
- [15] Jung, D., B. Kim, and S. H. Yoo. How to Facilitate Supplier-Supplier Collaboration: The Impact of a Manufacturer's order Allocation Policy and Subsidy Offering[J]. *Annals of Operations Research*, 2023, 323, (1): 79–107.
- [16] Ye, Z., Y. Shahab, and Y. Riaz, et al. Strategic Deviation and the Cost of Debt Financing[J]. *Economic Modelling*, 2023, 125, 106371.
- [17] 罗进辉, 刘玥, 杨帆. 高管团队稳定性与公司债务融资成本[J]. *天津: 南开管理评论*, 2023, (5): 95–106.
- [18] Bastl, M., M. Johnson, and T. Y. Choi. Who's Seeking whom? Coalition behavior of a Weaker Player in Buyer-Supplier Relationships[J]. *Journal of Supply Chain Management*, 2013, 49, (1): 8–28.
- [19] Hui, K. W., S. Klasa, and P. E. Yeung. Corporate Suppliers and Customers and Accounting Conservatism[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2012, 53, (1–2): 115–135.
- [20] 任宏达, 王琨. 产品市场竞争与信息披露质量——基于上市公司年报文本分析的新证据[J]. *北京: 会计研究*, 2019, (3): 32–39.
- [21] 伊志宏, 姜付秀, 秦义虎. 产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J]. *北京: 管理世界*, 2010, (1): 133–141, 161, 188.
- [22] Lai, T., A. C. H. Lei, and F. M. Song. The Impact of Corporate Fraud on Director-Interlocked Firms: Evidence from Bank Loans[J]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2019, 46, (1–2): 32–67.
- [23] 李志辉, 杨思静, 孟焰. 独立董事兼任: 声誉抑或忙碌——基于债券市场的经验证据[J]. *北京: 审计研究*, 2017, (5): 96–103.
- [24] Campello, M., and J. Gao. Customer Concentration and Loan Contract Terms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123, (1): 108–136.
- [25] 李东红, 乌日汗, 陈东. “竞合”如何影响创新绩效: 中国制造业企业选择本土竞合与境外竞合的追踪研究[J]. *北京: 管理世界*, 2020, (2): 161–181, 225.
- [26] Ritala, P., J. Hallikas, and H. Sissonen. The Effect of Strategic Alliances between Key Competitors on Firm Performance[J]. *Management Research*, 2008, 6, (3): 179–187.
- [27] Yang, Y. S., T. Y. Choi, and C. R. Carter, et al. Expanding the Boundaries of Buyer-Supplier Agency Problems: Moving from Dyad to Triad[J]. *Journal of Purchasing and Supply Management*, 2022, 28, (3), 100749.
- [28] Ried, L., S. Eckerd, and L. Kaufmann, et al. Spillover Effects of Information Leakages in Buyer-Supplier-Supplier Triads[J]. *Journal of Operations Management*, 2021, 67, (3): 280–306.

- [29]黄勃,李海彤,江萍,雷敬华.战略联盟、要素流动与企业全要素生产率提升[J].北京:管理世界,2022,(10):195-212.
- [30]Piezunka, H., and T. Grohsjean. Collaborations That Hurt Firm Performance but Help Employees' Careers [J]. Strategic Management Journal, 2023, 44, (3): 778-811.
- [31]叶艳婷,吴世农,吴益兵.共享保荐人、公司间技术信息传递与技术创新[J].北京:管理世界,2025,(1):187-214.
- [32]Guo, B., X. Li, and T. Liu, et al. Supplier-Supplier Coopetition and Buyer Innovation: A Perspective of Learning and Competitive Tension within the Focal Buyer's Supplier Network [J]. International Journal of Operations & Production Management, 2023, 43, (9): 1409-1433.
- [33]Cai, K., and H. Zhu. Customer-Supplier Relationships and the Cost of Debt [J]. Journal of Banking & Finance, 2020, 110, 105686.
- [34]王雄元,高开娟.客户集中度与公司债二级市场信用利差[J].北京:金融研究,2017,(1):130-144.
- [35]Hasan, I., Y. Shen, and X. Yuan. Local Product Market Competition and Bank Loans [J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 70, 102054.
- [36]Valta, P. Competition and the Cost of Debt [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 105, (3): 661-682.
- [37]陈正林.客户集中、政府干预与公司风险[J].北京:会计研究,2016,(11):23-29,95.
- [38]申香华.银行风险识别、政府财政补贴与企业债务融资成本——基于沪深两市 2007-2012 年公司数据的实证检验[J].北京:财贸经济,2014,(9):62-71.
- [39]王雄元,喻长秋.专有化成本与公司自愿性信息披露——基于客户信息披露的分析[J].上海:财经研究,2014,(12):27-38.
- [40]Huang, Y., R. Jennings, and Y. Yu. Product Market Competition and Managerial Disclosure of Earnings Forecasts: Evidence from Import Tariff Rate Reductions [J]. The Accounting Review, 2017, 92, (3): 185-207.
- [41]Lu, H., J. E. Shin, and M. Zhang. Financial Reporting and Disclosure Practices in China [J]. Journal of Accounting and Economics, 2023, 76, (1), 101598.
- [42]Raman, K., and H. Shahrur. Relationship-Specific Investments and Earnings Management: Evidence on Corporate Suppliers and Customers [J]. The Accounting Review, 2008, 83, (4): 1041-1081.
- [43]Ma, X., W. Wang, and J. Wu, et al. Corporate Customer Concentration and Stock Price Crash Risk [J]. Journal of Banking & Finance, 2020, 119, 105903.
- [44]陈西婵,刘星.供应商(客户)集中度与公司信息披露违规[J].天津:南开管理评论,2021,(6):213-226.
- [45]陈耀,生步兵.供应链联盟关系稳定性实证研究[J].北京:管理世界,2009,(11):178-179.
- [46]Crawford, S., Y. Huang, and N. Li, et al. Customer Concentration and Public Disclosure: Evidence from Management Earnings and Sales Forecasts [J]. Contemporary Accounting Research, 2020, 37, (1): 131-159.
- [47]Spiceland, C. P., L. L. Yang, and J. H. Zhang. Accounting Quality, Debt Covenant Design, and the Cost of Debt [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2016, 47: 1271-1302.
- [48]李志军,王善平.货币政策、信息披露质量与公司债务融资[J].北京:会计研究,2011,(10):56-62,97.
- [49]Chai, L., J. Li, and T. Clauss, et al. The Influences of Interdependence, Opportunism and Technology Uncertainty on Interfirm Coopetition [J]. Journal of Business & Industrial Marketing, 2019, 34, (5): 948-964.
- [50]Zhang, Y., and H. Li. Innovation Search of New Ventures in a Technology Cluster: The Role of Ties with Service Intermediaries [J]. Strategic Management Journal, 2010, 31, (1): 88-109.
- [51]柯劭婧,马欧阳,许年行.竞争对手环保处罚的溢出效应研究——基于企业绿色创新的视角[J].天津:管理科学学报,2023,(6):21-38.
- [52]潘红波,杨海霞.竞争者融资约束对企业并购行为的影响研究[J].北京:中国工业经济,2022,(7):159-177.
- [53]Yang, H. Institutional Dual Holdings and Risk-Shifting: Evidence from Corporate Innovation [J]. Journal of Corporate Finance, 2021, 70, 102088.
- [54]张璇,刘贝贝,汪婷,李春涛.信贷寻租、融资约束与企业创新[J].北京:经济研究,2017,(5):161-174.
- [55]李馨子,牛煜皓,张广玉.客户集中度影响企业的金融投资吗?[J].北京:会计研究,2019,(9):65-70.
- [56]周煜皓,张盛勇.金融错配、资产专用性与资本结构[J].北京:会计研究,2014,(8):75-80,97.
- [57]Lu, R., Q. Shen, and T. Wang, et al. Zhang. Frenemies: Corporate Advertising under Common Ownership [J]. Management Science, 2022, 68, (6): 4645-4669.
- [58]Huang, Y., N. Li, and Z. C. Yang. Customer Base Concentration and Debt Contracting [R]. Available at SSRN 1923793, 2015.
- [59]丁鑫,杨忠海.货币政策紧缩、会计信息可比性与银行借款[J].北京:会计研究,2021,(5):32-40.
- [60]蔡贵龙,张亚楠,徐悦,卢锐.投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J].北京:管理世界,2022,(8):199-217.

Transactional Social Relations and Firm Debt Cost: Evidence from the Common Customer

XU Ye-kun¹, WANG Ming-tao¹, MA Pei-pei²

(1.Business School, Liaoning University, Liaoning, Shenyang, 110136, China;

2.School of Economics and Management, Shihezi University, Xinjiang, Shihezi, 832003, China)

Abstract: Relationships, as an important component of informal institutions, are essential to business success. The transactional social relations, defined as the indirect links between the firm and its competitors via common customers or suppliers, are prevalent in China's product market. Among the listed firms that disclosed the detailed names of their clients in 2021, the proportion of those that had common clients with their competitors was as high as 20%. When transactional social relations exist, the relationships among organizations become more complex. These relationships not only present opportunities and benefits but are also filled with uncertainties and opportunism. However, the existing literature has not given sufficient attention to this important phenomenon. Furthermore, under China's bank-dominated financial system, debt financing remains as the primary channel for firms to obtain external funds. Nevertheless, the problems of expensive and difficult financing have persisted for a long time, and excessively high debt costs has further intensified the operational pressure on firms. A review of the literature reveals that most studies on firm debt costs overlook the role of inter-organizational relationships. Based on this, this paper uses data from A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2009 to 2020 to examine the impact of transactional social relations from the perspective of common customers on the cost of firm debt and its mechanism.

The research finds that transactional social relations lead to a significant increase in firm debt costs, indicating that creditors tend to view transactional social relations as risk factors, and this conclusion still holds after a series of robustness tests. The results of the mechanism analysis show that transactional social relations increase the business risks and information risks of firms, thereby leading to an increase in the cost of debt. Heterogeneity analysis reveals that when a firm has relatively lower bargaining power, a higher level of asset specificity, weak supervision from external audits and institutional investors, and a higher degree of market competition, transactional social relations have a greater impact on the cost of firm debt. Furthermore, transactional social relations significantly increase a firm's advertising expenditures, curb the scale of firm debt financing and shorten the maturity of firm debts. Nevertheless, there is no evidence suggesting that transactional social relations significantly affect the cost of equity financing.

This paper confirms the significant impact of inter-organizational relationships on firms' debt financing, and the findings reveal the formation mechanism of firm debt cost from relational transactions in product markets. The marginal contributions of this paper are as follows: First, it provides a new theoretical explanation and empirical evidence for the cost of firm debt from the perspective of indirect relationships among organizations, which has important academic value for expanding the research on firm debt cost. Secondly, it expands upon the theoretical research on inter-organizational relationships, especially the indirect relationships between enterprises and their competitors, and responds to the call for localized management research in the Chinese context. Thirdly, it supplements the empirical evidence that the tripartite relationship of the supply chain affects the decisions or behaviors of suppliers.

Based on the main research conclusions, this paper argues that: First, enterprises should fully recognize the potential risks of transactional social relations. While enjoying the benefits brought by common customers, they should reduce the negative impact of transactional social relations on firm debt financing by strengthening customer relationship management, enhancing internal management, and improving transparency. Second, regulatory authorities should pay close attention to the potential decline in firm transparency caused by transactional social relations, strengthen supervision over corporate information disclosure, and ensure the comprehensiveness and authenticity of disclosed information.

Key Words: transactional social relations; debt cost; common customer; business risk; information risk

JEL Classification: D85, G30, G32

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2025.05.009

(责任编辑:张任之)