

客户集中度对企业财务绩效的影响研究*

——基于元分析技术的探索

• 魏朝阳¹ 沈璐² 冯云焕¹ 李艳玲¹

(1 大连海事大学航运经济与管理学院 大连 116026;

2 大连理工大学经济管理学院 大连 116024)

【摘要】企业究竟应该追求集中还是分散的客户群以提高财务绩效?国内外对此问题的研究尚未达成共识。采用元分析方法,对发表于2012—2023年的101篇实证文献进行定量综合研究。将企业财务绩效划分为会计绩效和市场价值两个维度,结合资源依赖理论和信号理论,探究客户集中度对它们的差异化影响。研究结果表明,客户集中度与企业会计绩效显著负相关,但与市场价值显著正相关。企业的规模、年龄、产权性质和财务政策均显著地调节客户集中度对企业财务绩效的影响:在中小型企业、初创企业和民营企业中,客户集中度对企业会计绩效的抑制作用增强,同时其对市场价值的促进作用也增强;然而,在奉行稳健型财务政策的企业中,客户集中度对会计绩效的负面影响增强而其对市场价值的正面影响减弱。上述结论为企业有效管理客户结构和应对关键客户依赖提供了理论指导和实践启示。

【关键词】客户集中度 企业财务绩效 资源依赖理论 信号理论 元分析

中图分类号:F272.3;F274 文献标识码:A

1. 引言

作为世界制造工厂,我国企业普遍存在客户集中度较高的情况,有近一半的上市企业与前五大客户的交易比例超过30%(Cao et al., 2021)。客户集中度(customer concentration),指企业的销售收入集中于少数关键客户的程度(赵珊和李桂华,2023;包晓岚等,2020)。近年来,因拥有少数关键客户而获益的企业并不鲜见,例如,随着第一大客户华为公司(销售占比约20%)对5G产品原

* 基金项目:国家自然科学基金委面上项目“客户集中度与企业二元突破式创新:影响机理、权变因素和应对策略”(72272021);辽宁省“兴辽英才”文化名家暨“四个一批”青年英才项目(XLYC2210033)。

通讯作者:沈璐, E-mail: sh1925@foxmail.com。

材料需求的上涨, 飞荣达的市场份额及行业地位不断攀升 (滕飞等, 2020)。然而, 较高的客户集中度也被视为一种风险信号, 因为它意味着企业的实际收益很大程度上由关键客户主导。例如, “果链”企业欧菲光、立讯精密、歌尔股份等均因为被关键客户“砍单”而招致巨额资产减值。基于此, 企业究竟应该收缩还是分散客户群以及该如何依据自身属性决定其客户集中度, 成为管理者关心的问题。

回答此问题的关键在于明确客户集中度对企业财务绩效的影响。然而, 遗憾的是, 学界对此存在明显的争议: 运营学派认为, 客户集中意味着客户数量的减少和需求多样性的下降, 而服务更少、更同质的客户可以提升运营效率, 进而提高企业财务绩效 (Dhaliwal et al., 2016; 刘端等, 2018); 战略学派则担心客户集中会导致议价能力的不均衡, 产生关键客户盘剥的风险, 进而损害企业财务绩效 (Chang et al., 2021; Irvine et al., 2015); 财务学派则认为较高的客户集中度为企业带来稳定的现金流, 同时, 与关键客户的合作关系作为企业质量的第三方背书和资源的蓄水池可以减轻投资者担忧, 进而提高企业财务绩效 (Saboo et al., 2017)。正因如此, 现有关于客户集中度与企业财务绩效的实证研究呈现出正相关 (Patatoukas, 2011; 刘端等, 2018)、负相关 (Hui et al., 2018; Saboo et al., 2017)、U形 (Irvine et al., 2015) 以及倒U形 (Gao et al., 2021) 等多种结果。

尽管上述研究帮助管理者从不同的视角深入理解了客户集中度对企业财务绩效的多维影响, 然而也令管理者陷入了更深的困惑: 企业究竟应该追求集中还是分散的客户群呢? 为此, 有必要采用元分析的方法对现有研究进行定量整合, 以厘清客户集中度对企业财务绩效的影响。仔细研究现有文献, 不难发现, 导致上述争议的主要原因可能包括两方面:

第一, 根据全面绩效观, 企业财务绩效是一个多维度的概念, 包括会计绩效 (accounting performance) 和 market value 两个维度, 而现有研究对其的界定和衡量存在明显差异。其中, 会计绩效常由资产收益率、利润率和销售毛利率等指标衡量, 反映企业使用单位资产获得收益的能力 (即企业盈利能力), 是一个回顾性绩效 (backward-looking-performance) 指标; market value 则由 Tobin's Q、市盈率作为衡量指标, 反映企业在资本市场上的表现, 反映了投资者对企业未来收入和现金流的判断, 是一个远期绩效 (forward-looking-performance) 指标 (Luo & Donthu, 2006)。企业的盈利能力不仅与价值创造 (value creation) 有关, 更涉及交易双方的价值分割 (value capture), 而后者通常由双方的权力-依赖关系 (即议价权) 决定, 因此资源依赖理论为探讨客户集中度对会计绩效的影响提供了较适配的理论框架 (田志龙和刘昌华, 2015); 鉴于未来收入和现金流需要投资者依据市场信号来判断, 信号理论成为探讨客户集中度对企业 market value 影响的适恰理论 (石芯瑜和张先治, 2021)。为此, 本文区分会计绩效和 market value, 分别选用资源依赖理论和信号理论, 探讨客户集中度对企业会计绩效与 market value 的影响。

第二, 现有文献的研究情景不同, 包括样本企业所处的制度环境及其自身属性 (如规模、年龄、产权性质、战略风格等) 存在显著差异, 因此, 客户集中度对企业财务绩效的影响可能存在权变条件。相较于厘清二者的主效应, 进一步识别客户集中度在何种情境下促进 (或抑制) 企业会计绩效 (或 market value) 具有更突出的意义。根据资源依赖理论, 企业受交易伙伴掣肘的程度与企业对交易伙伴所提供资源的需求程度有关 (Pfeffer & Salancik, 2003), 而企业的规模、年龄与产权性质是反映企业内部资源储备和外部资源获取途径的重要变量 (Gao et al., 2021; 黄勃等, 2022; 胡平等,

2013)。根据信号理论,投资者需要借助间接信号来判断企业市场价值的程度与信息不对称程度有关,并且其对这些信号的解读会受其他直接线索(如企业的战略倾向)的影响(Spence, 1978; Ross, 1977; Jensen & Meckling, 1976),而企业财务政策是重要的战略倾向指标、对投资者的预期管理具有重要影响(Malmendier et al., 2011; Minton & Wruck, 2001)。因此,本文选择企业规模、企业年龄、产权性质和企业财务政策作为调节变量,分别探讨它们如何调节客户集中度对会计绩效和市场价格的影响。

综上,本文将探讨如下两个问题:(1)客户集中度如何影响企业的会计绩效和市场价格?(2)客户集中度对企业会计绩效和市场价格的影响如何随企业规模、企业年龄、产权性质和财务政策的变化而变化?本文有三方面的理论贡献:第一,本文调和了客户集中度与企业财务绩效之间关系的争议;第二,本文揭示了企业规模、企业年龄、产权性质是客户集中度对企业发挥双刃剑作用的边界条件;第三,本文识别了企业财务政策是导致客户集中度桎梏企业发展的重要因素。此外,本文还为企业管理者和政策制定者正确认识、应对关键客户集中的风险提供了重要启示,对维护我国工业安全和经济稳定具有一定借鉴意义。

2. 理论基础与研究假设

2.1 客户集中度与企业财务绩效

2.1.1 客户集中度与企业会计绩效

会计绩效反映交易活动的结果,受交易过程中的价值创造和价值分割共同影响(Chang et al., 2021; 刘端等, 2018)。在价值创造方面,学者们基于交易成本理论认为,与客户集中度低的企业相比,客户集中度高的企业与有限数量的客户进行多频次、大规模的交易,提升了资产利用效率(Wang et al., 2020; 殷枫等, 2019)、降低了交易成本(石芯瑜和张先治, 2021; 田志龙和刘昌华, 2015),具有较高的运营效率和价值创造潜能(Jin et al., 2021; Kwak & Kim, 2020)。然而,在高度依赖关键客户的组织情境中,由于关键客户具有优势地位,企业能够从双方合作所创造的价值中获得的份额构成了影响企业会计绩效的核心问题。因此,交易成本理论不能完全解释客户集中度对企业会计绩效的影响。资源依赖理论则通过解析“企业-客户”的依赖关系,为客户集中度对企业会计绩效的影响研究提供了补充性的理论视角,即企业对关键客户的依赖限制了它从增加的运营效率中获益的能力(Saboo et al., 2017)。首先,关键客户将利用较强的议价能力与企业讨价还价,压低产品价格,挤占企业的利润空间(Zhang et al., 2020; 李欢等, 2018)。其次,关键客户会对产品或服务提出定制化的要求,如要求超额备货、即时补货、快速响应或拓展的售后服务等(Wang et al., 2020),导致企业成本增加、利润摊薄(黄晓波等, 2015)。最后,为了维护客户关系,企业将向关键客户提供更具吸引力的贸易信贷(Ma et al., 2020; 宛晴等, 2017),导致企业资金成本增加,进一步削弱其价值分割能力。综上所述,当客户集中度较高时,关键客户通过向企业转移成本和榨取

联合创造的价值, 将削弱企业的会计绩效。因此, 本文提出:

H1: 客户集中度与企业的会计绩效之间存在负相关关系。

2.1.2 客户集中度与企业市场价值

根据信号理论, 企业的客户集中度可被资本市场理解为关于企业发展前景的有效信号 (石芯瑜和张先治, 2021)。客户是企业重要的外部资源提供者, 当客户集中度较高时, 企业与关键客户所建立的稳定的客户关系将作为其客户资本的一种信号被资本市场识别, 帮助其提升市场价值 (Wen et al., 2020; 包晓岚等, 2020)。首先, 关键客户持续的采购行为能给企业带来稳定的需求和销量, 使企业的收益预期更加稳定, 进而吸引资本市场上的投资者购入企业股票 (Rehman et al., 2022)。其次, 与关键客户建立稳定的交易关系, 体现了关键客户对企业所提供产品或服务的认可, 这有助于提高企业声誉, 向承销商和投资者释放有关其能力和可靠性的积极信号 (彭旋和张昊, 2022)。这些信号会促使投资人继续保留甚至增持企业股票, 并以此促进企业股价上涨 (顾雷雷和黄欣桐, 2020)。最后, 客户集中度较高的企业往往与关键客户存在较密切的信息交换与资源共享, 有望借此获得更丰富的市场需求信息和行业技术知识, 进而提高其核心竞争力 (Patatoukas, 2011; 石芯瑜和张先治, 2021)。这同样有助于增强企业的发展潜力, 使其获得资本市场的认可和青睐 (陈峻等, 2015)。因此, 本文提出:

H2: 客户集中度与企业的市场价值之间存在正相关关系。

2.2 调节效应假设

资源依赖理论认为, 当企业内部资源充足时, 企业对外部资源 (如客户资源) 的依赖程度降低, 使得外部资源拥有者对企业战略决策的影响随之降低 (Pfeffer & Salancik, 2003)。根据信号理论, 公司内部管理者和外部投资者之间存在信息不对称, 当企业通过更多直接信号传递信息时, 间接信号 (如客户关系) 的重要性将相应降低 (石芯瑜和张先治, 2021)。首先, 企业规模是反映企业内部资源丰富度的重要指标 (胡平等, 2013), 同时, 大型企业往往在资本市场享有更高的知名度和声誉 (于国红, 2011); 其次, 企业成立的时间越长, 资源储备可能越多 (Gao et al., 2021), 其经营信息也更容易被投资者广泛获取 (Baum & Silverman, 2004); 再次, 相比民营企业, 国有企业具有更多获取稀缺资源的渠道 (黄勃等, 2022; 吴非等, 2021), 同时因其公共服务和信息公开的政治属性, 信息披露程度更高 (陈芳等, 2020); 最后, 企业财务政策反映企业现金流状况 (张兆国等, 2009), 也是投资者关注的重点 (Malmendier, 2011; Minton & Wruck, 2001)。因此, 下文将分别探讨企业规模、企业年龄、产权性质和财务政策的调节作用。

2.2.1 企业规模的调节作用

企业规模在一定程度上反映了企业资源的丰富程度 (胡平等, 2013)。首先, 中小型企业拥有的可自由支配的资源较为有限, 因此, 高昂的新客户获取成本会促使其更加重视客户维系 (Bamiatzi & Kirchmaier, 2014), 尤其是维系与关键客户的关系。所以, 相较于大型企业, 中小型企业更加依赖

关键客户,更容易遭受关键客户盘剥。其次,在其他条件相同的情况下,中小型企业市场地位通常较低,讨价还价的能力相对薄弱 (Tong et al., 2022),因此,在与关键客户博弈时的话语权更低,这也加剧了客户集中度对其会计绩效的负面影响。

与此同时,相较于大型企业,中小企业与关键客户签订的合作协议对于其股价的提振效应更为明显。一方面,中小企业在资本市场上的知名度和声誉较弱,投资者对其尚不熟悉、不信任,愈发需要外部线索来判断其发展潜力,而客户集中度恰好提供了这样的线索 (Paruchuri et al., 2021)。另一方面,中小企业的实力相对较弱,因此,从关键客户那里习得的技术知识对其长期发展助力较大 (Fang et al., 2008),这也越发有助于增加投资者对其发展前景的积极预期。综上,本文提出如下假设:

H3a: 相比规模较大的企业,在规模较小的企业中客户集中度对会计绩效的负向影响更强。

H3b: 相比规模较大的企业,在规模较小的企业中客户集中度对市场价值的正向影响更强。

2.2.2 企业年龄的调节作用

企业年龄是企业资源储备积累程度的重要指示器。相较于成熟企业,初创企业的资源和能力都相对有限 (Gao et al., 2021),需要积极利用外部关系获取关键资源 (Hite, 2005)。通过与关键客户开展密切合作,初创企业可以从中获取许多宝贵的资源,包括长期稳定的订单、市场情报、技术资源、管理知识甚至财务支持等 (林艳等, 2018)。不仅如此,企业还能利用与关键客户的合作关系提升企业形象和声誉,借以开拓市场和获取新客户 (Lee et al., 2011)。因此,相对于成熟企业,初创企业对关键客户具有更强的依赖 (Yli-tenkari et al., 2020),加之它们在市场地位与商务谈判经验等方面的劣势 (陈浩和刘春林, 2018),更加容易遭受关键客户的盘剥 (Fischer & Reuber, 2004)。因此,客户集中度对会计绩效的“挤压效应”在初创企业中更加突出。

客户集中度作为传递企业前景和发展潜力的积极信号的作用也在初创企业中更加明显。由于初创企业在公开市场上披露的信息相对较少,投资者需要寻找能够反映企业资质和成长性的替代信号以降低投资风险 (Baum & Silverman, 2004)。根据现有文献,企业是否拥有稳定的客户群体和亲密的客户关系恰恰是投资者用于判断初创企业市场前景和未来业绩的有效预测指标 (Evers, 2003)。因此,相较于成熟企业,客户集中度作为判断企业成长性的间接线索将在初创企业中更加容易被投资者识别。此外,鉴于客户在选择供应商时会严格考查供应商资质 (柳卸林等, 2018),而初创企业作为市场上的“后来者”能获得关键客户的青睐,更加说明其企业实力,这更有助于增强投资者信心 (刘志阳等, 2019)。综上,本文提出如下假设:

H4a: 相比成熟企业,在初创企业中客户集中度对会计绩效的负向影响更强。

H4b: 相比成熟企业,在初创企业中客户集中度对市场价值的正向影响更强。

2.2.3 企业产权性质的调节作用

不同产权性质的企业在资源禀赋上存在一定的差异。通常情况下,国有企业具有更丰富的资源获取途径,能够更容易地获取土地、资金、信息、原材料等稀缺资源 (黄勃等, 2022; 吴非等, 2021)。同时,借助其较高的政治合法性 (political legitimacy),国有企业在市场开拓和新客户获取方面也更具有优势,因此,对关键客户的依赖程度相对较低 (赵兴庐等, 2014)。不仅如此,鉴于其与

政府天然的联系, 国有企业面临关键客户盘剥的风险也较小 (张敏等, 2012)。与之相比, 民营企业获取市场资源的渠道和能力相对有限, 其生存与发展更多地依赖市场竞争机制, 这促使其更加注重对关键客户资源的有效争夺 (赵秀云和单文涛, 2018)。因而, 与关键客户交易谈判时, 民营企业更容易做出让步和示好, 通过让渡部分权益稳定销售渠道 (冯展斌, 2021)。综上, 相较于国有企业, 客户集中度对会计绩效的消极影响在民营企业中更加突出。

客户集中度对企业市场价值的正向影响也在民营企业中更加突出。国有企业有政府信用背书, 市场认可度高、预期稳, 并且发生财务危机或陷入财务困境的风险较小 (陈芳等, 2020), 因此, 市场投资者并不太需要借助间接线索来增加投资信心。相对而言, 民营企业的经营受市场基本面的影响较大 (潘红波和韩芳芳, 2016), 且缺乏如国有企业一般强有力的政府监管, 因此, 股价波动性和投资风险相对较高 (彭旋和张昊, 2022)。所以, 在投资民营企业时, 投资者需要更多的外部线索来为自己注入强大的信心, 而客户集中度的提高意味着民营企业得到了关键客户的支持, 将进一步吸引投资者增持这些企业的股票。综上, 本文提出如下假设:

H5a: 相比国有企业, 民营企业中客户集中度对会计绩效的负向影响更强。

H5b: 相比国有企业, 民营企业中客户集中度对市场价值的正向影响更强。

2.2.4 企业财务政策的调节作用

企业的财务政策指企业在经营活动中所制定的关于财务管理、资金使用、投资决策等方面的战略准则 (张兆国等, 2009), 可分为稳健型和进取型两种, 前者表现为较强的风险规避和现状导向, 后者表现为较强的风险偏好和增长导向 (Malmendier et al., 2011; Minton & Wruck, 2001)。本文预期, 对于奉行稳健型财务政策的企业而言, 客户集中度对会计绩效的负面影响更加显著。首先, 主张稳健型财务政策的企业可能具有更强烈的客户维护意愿 (Silva & Da, 2022)。因为关键客户为它们带来了稳定、可靠的收入来源, 因此, 在维持现状导向的作用下, 它们更愿意留住老客户而非开发新客户 (Zhong et al., 2021), 这也使得它们更容易受关键客户掣肘。其次, 主张稳健型财务政策的企业风险规避倾向更高, 因此, 为了防止关键客户流失, 这些企业往往会投入更多的专有资产以满足关键客户需求, 导致其关系转换成本增高, 形成关系锁定效应 (relational lock-in)。这赋予了关键客户更多的投机权力, 愈发容易出现关键客户盘剥的现象。

与此同时, 稳健型财务政策也反映了企业在开拓市场、研发创新等方面的乏力, 会引致投资者对企业发展前景的负面预期 (Abdurakhmonov et al., 2021), 削弱客户集中度对企业市场价值的正向影响。当奉行稳健型财务政策时, 企业通常会保持高流动性、减少债务风险和降低财务杠杆等, 如规避风险性投资、增加现金持有量, 以确保在经济不稳定时期降低企业财务风险 (高文静等, 2022)。然而, 降低的投资额和过高的流动性会被投资者视为企业缺乏增长潜力的表现, 引发对企业未来业绩和股票投资价值的担忧, 进而会减持股票, 导致市场价值降低 (于国红, 2011)。这说明企业所展现出的稳健型财务政策作为判断企业成长性的直接线索会引发投资者对客户集中度这一间接线索的负面解读, 即认为较高的客户集中度滋长了企业的惰性, 导致企业的业务投资和市场拓展的乏力。这种负面解读将抵消客户集中度在传递企业实力和发展前景方面的积极作用, 导致其对企业市场价值的正面作用降低。基于以上分析, 本文提出如下假设:

H6a: 稳健型财务政策强化客户集中度对会计绩效的负向影响。

H6b: 稳健型财务政策削弱客户集中度对市场价值的正向影响。

本文的研究模型如图 1 所示:

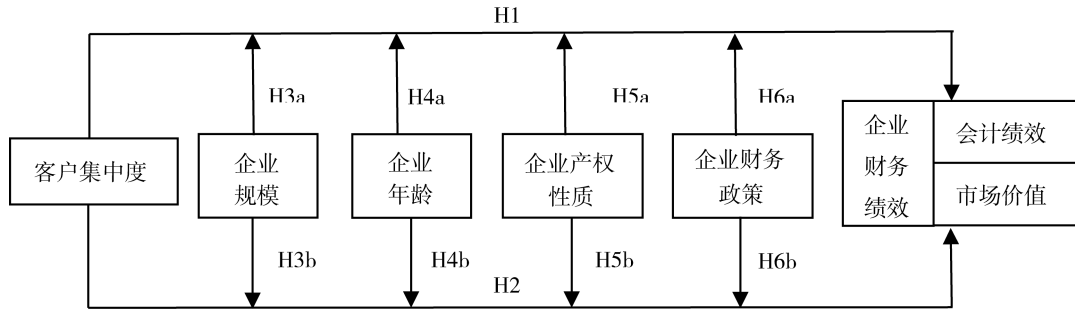


图 1 研究模型

3. 研究方法

3.1 文献检索

为了确保样本文献的全面、完整和多样,本研究采取以下步骤进行文献检索。首先,在 Web of Science、EBSCO 和中国知网等数据库,以“客户集中度”“客户依赖”“大客户”“customer concentration”“customer dependence”“major customer”,结合“企业绩效”“财务绩效”“会计绩效”“市场价值”“市场绩效”“盈利能力”“firm performance”“performance”“financial performance”“market value”“market performance”“profitability”为关键词,收集发表在 SSCI、SCI 和 CSSCI 来源期刊上的实证文献。其次,人工查阅有关客户集中度的文献综述和已得实证文献的参考文献,以获取遗漏文献。

为了保证样本文献含有分析计算所需的数据信息,本文采取以下标准进行文献筛选:(1)必须是使用实证方法的论文;(2)必须同时包含客户集中度和企业财务绩效(或其维度)的任一变量,获得 282 篇文献;(3)必须包含样本数量和相关系数(或其他可转换的统计量,如 t -value、 F -value、 β -value 等),得到 209 篇文献;(4)研究样本必须相互独立,若多篇文献采用同一样本,则取最早发表的文章,最终获得 101 篇有效文献。其中,中文文献 49 篇、英文文献 52 篇,覆盖中文期刊 32 本、英文期刊 42 本^①,样本的时间跨度为 2012—2023 年。表 1 汇报了样本文献的基本信息。图 2

^① 国内外样本文献发文量排名前十的期刊:《会计研究》《管理评论》《审计与经济研究》《山西财经大学学报》《研究与发展管理》《广东财经大学学报》《软科学》《审计研究》《商业研究》《中国流通经济》; *Academy of Management Journal*, *Journal of Marketing*, *The Accounting Review*, *Frontiers in Psychology*, *Production and Operations Management*, *Sustainability*, *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Business Research*, *Industrial Marketing Management*, *International Journal of Production Economics*。

汇报了年度样本文献发表数量走势图, 可见近年来针对客户集中度与企业财务绩效的研究热度呈递增趋势。

表 1 样本文献的基本信息

序号	第一作者	发表年份	样本地区	独立样本量	序号	第一作者	发表年份	样本地区	独立样本量
1	陈瑜阳	2023	中国	23129	52	Wei	2023	中国	2527
2	赵珊	2023	中国	14553	53	Ren	2023	中国	19571
3	曹少鹏	2023	中国	24750	54	Rehman	2023	美国	102807
4	陈峻	2022	中国	18190	55	Liu	2023	中国	9375
5	滕飞	2022	中国	2052	56	Li	2023	中国	15002
6	王玉龙	2022	中国	23962	57	Hu	2023	中国	7245
7	罗栋梁	2022	中国	14081	58	He	2023	中国	7272
8	李姝	2021	中国	13156	59	He	2023	中国	17600
9	武晨	2021	中国	19710	60	Han	2023	中国	3664
10	翟伟峰	2021	中国	544	61	Fu	2023	中国	23619
11	洪金明	2021	中国	18215	62	Fan	2023	中国	11547
12	石芯瑜	2021	中国	844	63	Cui	2023	中国	6991
13	肖恣	2021	中国	14321	64	Chen	2023	中国	336
14	杨亦民	2020	中国	474	65	Cao	2023	中国	12251
15	尹金梅	2020	中国	7771	66	Ahsan	2023	中国	14232
16	包晓岚	2020	中国	17114	67	Zhu	2022	中国	11888
17	李健	2020	中国	8580	68	Liu	2022	中国	12351
18	吴兴宇	2020	中国	12971	69	Liu	2022	中国	11560
19	徐瑶之	2020	中国	21826	70	Jin	2022	中国	19953
20	殷枫	2019	中国	1825	71	Cheng	2022	美国	108430
21	金静	2019	中国	11595	72	Gu	2022	中国	18446
22	张晔	2019	中国	8728	73	Zhao	2021	中国	776
23	贾军	2019	中国	105	74	Zhong	2021	美国	19101
24	黄千员	2019	中国	3096	75	Peng	2021	中国	1358
25	程敏英	2019	中国	6274	76	Liu	2021	中国	7817
26	李翠芝	2019	中国	3098	77	Gao	2021	中国	10754
27	王爱群	2019	中国	7927	78	Zhu	2021	中国	17132
28	周冬华	2018	中国	7967	79	Wen	2021	中国	10170

续表

序号	第一作者	发表年份	样本地区	独立样本量	序号	第一作者	发表年份	样本地区	独立样本量
29	许江波	2018	中国	567	80	Wang	2021	中国	10835
30	李欢	2018	中国	9827	81	Liu	2021	中国	4679
31	刘端	2018	中国	12405	82	Chen	2021	美国	15603
32	王田力	2018	中国	2941	83	Leung	2021	美国	122082
33	史金艳	2018	中国	9211	84	Kim	2020	美国	16404
34	彭博	2018	中国	11403	85	Cohen	2020	美国	50296
35	焦小静	2018	中国	17299	86	Cao	2020	中国	8642
36	吴祖光	2017	中国	3451	87	Sharma	2020	美国	201
37	刘昌华	2017	中国	1345	88	Ma	2020	美国	97793
38	李艳平	2017	中国	9063	89	Crawford	2020	美国	8484
39	周冬华	2017	中国	6029	90	Hui	2019	美国	73856
40	焦小静	2017	中国	5052	91	Josephson	2019	美国	1360
41	黄新建	2017	中国	2503	92	Zhou	2019	中国	8229
42	李艳平	2016	中国	6892	93	Tan	2019	中国	1984
43	王俊秋	2016	中国	4489	94	Peng	2019	中国	7244
44	褚剑	2016	中国	7250	95	Shen	2018	中国	6165
45	陈正林	2016	中国	602	96	Saboo	2017	美国	7008
46	陈峻	2016	中国	4990	97	Kim	2017	美国	717
47	田志龙	2015	中国	613	98	Irvine	2016	美国	22311
48	黄晓波	2015	中国	2843	99	Ak	2016	美国	7893
49	王雄元	2014	中国	3987	100	Huang	2016	美国	48386
50	Zou	2023	中国	43596	101	Patatoukas	2012	美国	25389
51	Zheng	2023	中国	18094					

3.2 文献编码

为确保所得数据的可靠性和独立性，本研究由两位硕士研究生分别进行编码。编码的内容包括作者、发表年份、期刊、样本大小等特征描述信息以及客户集中度与企业财务绩效的测量维度、相关系数和其他可转化为相关系数的效应统计值。编码遵循两个规则：（1）以独立研究为单位，观察其效应值并进行编码；（2）若文献报告了客户集中度与企业财务绩效不同维度的效应值，则根据实际情况对多个效应值取均值或者分别纳入。各变量的测量或编码标准如表2所示。

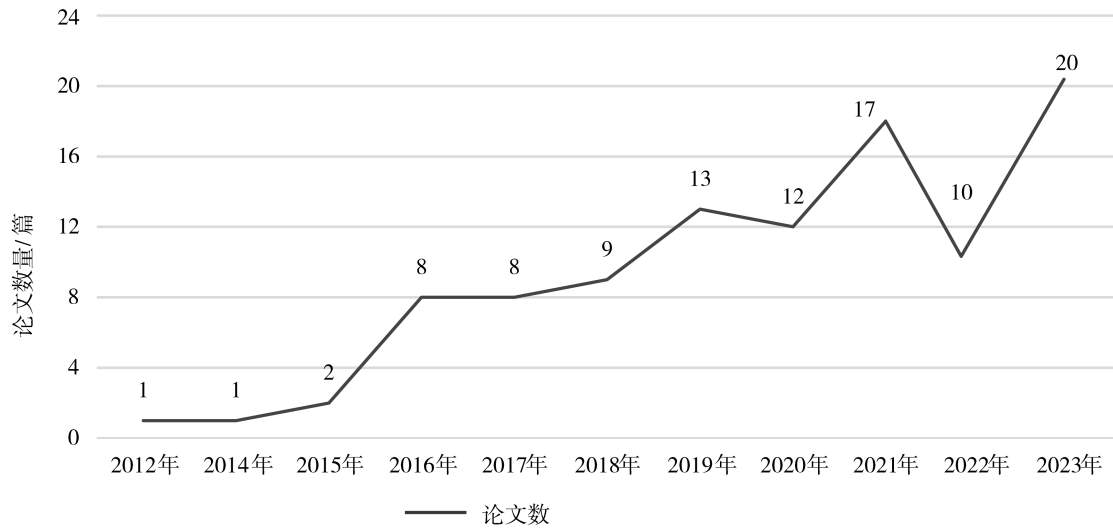


图2 样本文献发表数量趋势

表2 元分析中变量的测量或编码标准

变量	变量测量指标或编码标准
客户集中度	以前五/第一/销售额占比超 10% 的大客户累计销售额占全年销售额的比值, 或大客户销售额的 HHI 指数 (赫芬达尔指数) 度量
会计绩效	以资产收益率 (净利润/总资产)、利润率 (营业利润/营业收入) 和销售毛利率 (销售收入与销售成本的差额占销售收入的比值) 指标反映
市场价值	以 Tobin's Q (股权市值/账面总资产)、市盈率 (每股市价/每股盈利) 指标度量
企业规模	按照世界银行的划分标准, 将雇员数量均值在 50 人以下、营业收入或总资产均值在 1500 万美元以下的研究数据编码为 0, 均值以上的研究数据编码为 1
企业年龄	将样本企业存续年龄均值在全样本均值及以下的研究数据编码为 0, 均值以上的研究数据编码为 1
产权性质	将中国样本中国有企业占比高于全样本均值的研究数据编码为 1, 表示国有样本企业占主导; 占比在均值及以下的研究数据编码为 0, 表示民营样本企业占主导 (注: 该项分析未采用美国上市企业数据)
财务政策	以企业现金流指标衡量, 包括现金流量 (现金净流量/年末总资产)、现金流水平 (现金等价物/总资产), 并将样本企业现金流均值处于全样本均值及以下的研究数据编码为 0, 代表财务政策进取; 均值以上的研究数据编码为 1, 代表财务政策稳健

4. 数据分析与假设检验

4.1 效应值转换

效应值是元分析中的关键性指标, 由于纳入分析的样本文献性质和结构等方面存在差异, 需要

计算综合效应值。对于只报告了 t -value、 F -value、 β -value 等统计值的研究,本研究通过 CMA3.0 (Comprehensive Meta Analysis 3.0) 软件先将其转化为皮尔逊相关系数 r 值,再通过费雪转换得到 Fisher's Z 值 $\left(\text{Fisher's } Z = \frac{1}{2} \ln \frac{1+r}{1-r}\right)$,进而求出 Fisher's Z 值的标准误,并将标准误平方的倒数作为权重对转化后的费雪系数进行加权平均,最后再转换回相关系数作为结果呈现。最终,本研究获得了 135 个效应值,样本总量为 1490350。

4.2 发表偏倚检验

为了验证样本文献能否有效代表该领域的真实情况,本文采用两种方式进行发表偏倚检验。首先,本研究绘制了关于企业财务绩效不同维度效应的漏斗图 (funnel plot)。如图 3a 和图 3b 所示,客户集中度与会计绩效或市场价值的效应,散点主要集中于漏斗图的顶部,总体上较为对称,表明本研究存在发表偏倚的可能性较低。

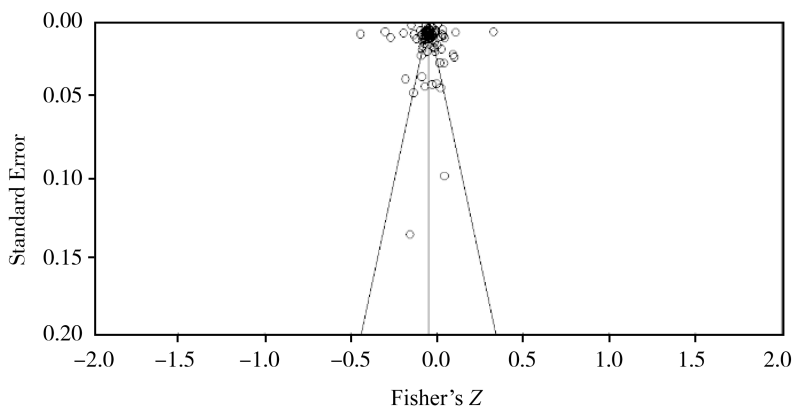


图 3a 客户集中度-企业会计绩效漏斗图

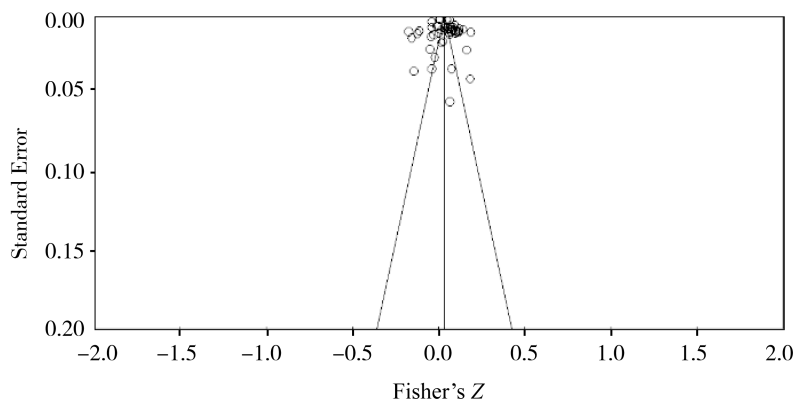


图 3b 客户集中度-企业市场价值漏斗图

其次, 本研究采用 Egger 检验和失安全系数法 (Fail-safe N) 做进一步的定量检验。如表 3 所示, 对于客户集中度与会计绩效的关系, Egger 回归测试中的 p 值不显著, 且失安全系数为 10200, 远大于临界值 445 ($5K+10$, K 为效应值数); 对于客户集中度与市场价值的关系, Egger 回归测试中的 p 值也不显著, 且其失安全系数为 9292, 远大于临界值 250。综上可知, 样本研究不存在发表偏倚的问题, 具有较强的稳健性。

表 3 客户集中度与企业会计绩效及市场价值的发表偏倚检验

假设关系	K	Egger 检验 p 值	失安全系数
客户集中度与企业会计绩效	87	0.82	10200
客户集中度与企业市场价值	48	0.60	9292

4.3 异质性检验与假设检验

本文采取 Q 值和 I^2 值两个统计指标来评估样本的差异程度, 当 Q 值超过对应自由度或者 I^2 值大于 60% 时, 认为研究间存在异质性, 应采用随机效应模型校正。在客户集中度与企业会计绩效的研究中, Q 值为 9384.545 ($p < 0.001$), 大于 86, I^2 值为 99.084%; 在客户集中度与企业市场价值的研究中, Q 值为 2666.941 ($p < 0.001$), 大于 47, I^2 值为 98.238%。因此, 本研究选择随机效应模型检验客户集中度对企业会计绩效和市场价值的影响, 并对影响它们间关系的调节因素进行探讨。

表 4 汇报了主效应检验结果。如表所示, 客户集中度与企业会计绩效的效应值为 -0.046 ($p < 0.01$), 说明较高的客户集中度削弱企业会计绩效, 即支持假设 H1; 而客户集中度与企业市场价值的相关系数为 0.035 ($p < 0.01$), 说明较高的客户集中度有助于提升企业市场价值, 即假设 H2 得到支持。

表 4 客户集中度对企业会计绩效和市场价值的影响

企业财务 绩效	效应 值数	N	r	95% 置信区间		Z 值	p	异质性检验			
				下限	上限			Q 值	$df(Q)$	p	I^2
会计绩效	87	1308677	-0.046^*	-0.064	-0.027	-4.861	0.000	9384.545	86	0.000	99.084
市场价值	48	858998	0.035^*	0.019	0.052	4.128	0.000	2666.941	47	0.000	98.238

注: N 为样本量; * 代表 $p < 0.01$ 。

表 5 分别汇报了企业规模、企业年龄、产权性质、财务政策的调节效应检验结果。首先, 在中小型企业中, 客户集中度与会计绩效的效应值 $r = -0.131$ ($p < 0.01$); 而在大型企业中, 该效应值变为 $r = -0.041$ ($p < 0.01$), 且组间异质性检验显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H3a。同时, 客户集中度与市场价值的效应值在中小型企业中为 $r = 0.060$ ($p < 0.01$), 而在大型企业中为 $r = 0.027$ ($p < 0.01$), 两者组间差异显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H3b。

其次, 客户集中度与会计绩效的效应值在初创企业中为 $r = -0.036$ ($p < 0.01$); 而在成熟企业中, 该效应值变为 $r = -0.015$ ($p < 0.01$), 同时, 组间异质性检验显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H4a。客户集中度与市场价值的效应值在初创企业中为 $r = 0.049$ ($p < 0.01$), 而在成熟企业中为 $r = 0.022$ ($p < 0.01$), 两者组间差异显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H4b。

再次, 在民营企业中, 客户集中度与会计绩效的效应值 $r = -0.069$ ($p < 0.01$); 而在国有企业中, 该效应值变为 $r = -0.040$ ($p < 0.01$), 且组间异质性检验显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H5a。客户集中度与市场价值的效应值在民营企业中为 $r = 0.049$ ($p < 0.01$), 而在国有企业中为 $r = 0.047$ ($p < 0.01$), 两者组间差异显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H5b。

最后, 对于奉行稳健型财务政策的企业, 客户集中度与会计绩效的效应值 $r = -0.086$ ($p < 0.01$); 而对奉行进取型财务政策的企业, 该效应值变为 $r = -0.061$ ($p < 0.01$), 且组间异质性检验显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H6a。客户集中度与市场价值的效应值在执行稳健型财务政策的企业中为 $r = 0.059$ ($p < 0.01$), 而在执行进取型财务政策的企业中为 $r = 0.085$ ($p < 0.01$), 两者组间差异显著 ($p < 0.01$), 即支持假设 H6b。

表 5 调节效应检验结果

调节变量	分类	效应值数	N	r	95%置信区间		Z 值	p	组间异质性		
					下限	上限			Q 值	df (Q)	p
因变量: 企业会计绩效											
企业规模	中小型	6	131612	-0.131*	-0.136	-0.126	-47.821	0.000	951.137	1	0.000
	大型	68	861386	-0.041*	-0.043	-0.038	-37.626	0.000			
企业年龄	初创企业	26	318185	-0.036*	-0.039	-0.032	-20.218	0.000	76.699	1	0.000
	成熟企业	24	417667	-0.015*	-0.018	-0.012	-9.846	0.000			
产权性质	国有	12	109710	-0.040*	-0.045	-0.034	-13.118	0.000	71.788	1	0.000
	民营	23	293289	-0.069*	-0.073	-0.066	-37.689	0.000			
财务政策	稳健型	11	157100	-0.086*	-0.090	-0.082	-42.373	0.000	63.656	1	0.000
	进取型	13	239973	-0.061*	-0.065	-0.056	-24.02	0.000			
因变量: 企业市场价值											
企业规模	中小型	7	231041	0.060*	0.056	0.064	28.727	0.000	166.509	1	0.000
	大型	35	480225	0.027*	0.024	0.030	18.773	0.000			
企业年龄	初创企业	9	76820	0.049*	0.042	0.056	13.591	0.000	40.865	1	0.000
	成熟企业	12	209262	0.022*	0.018	0.026	10.096	0.000			
产权性质	国有	4	44366	0.047*	0.038	0.057	10.006	0.000	7.432	1	0.006
	民营	8	69298	0.049*	0.042	0.057	12.934	0.000			
财务政策	稳健型	7	152825	0.059*	0.054	0.064	22.988	0.000	33.249	1	0.000
	进取型	7	71280	0.085*	0.077	0.092	22.748	0.000			

5. 结论与讨论

5.1 研究结论

本文运用元分析的方法,对2012—2023年国内外关于客户集中度与企业财务绩效的101篇实证文章进行了定量整理和分析,研究结论表明:首先,客户集中度对企业会计绩效具有负面作用,但它促进了企业市场价值的提升;其次,在中小型企业、初创企业以及民营企业中,虽然客户集中度对会计绩效的负面影响更加明显,但其对市场价值的正面影响也更加显著,即双刃剑效应增强;最后,当企业采取稳健型财务政策时,客户集中度对会计绩效的负面影响增强,而其对市场价值的正面影响减弱,说明企业的稳健型战略导向会加剧客户集中度的消极影响。

5.2 理论贡献

本文具有三方面的理论贡献:

第一,通过采用定量文献分析法,将企业财务绩效区分为会计绩效和市值两个维度,调和了有关客户集中度与企业财务绩效间关系的争议。以往对客户集中度与企业财务绩效关系的研究中,仅有Gu等(2022)与黄晓波等(2015)将企业财务绩效划分为会计绩效和市值进行比较分析,而本文基于元分析技术的探索,支持了黄晓波等(2015)的结论。将资源依赖理论和信号理论分别整合到客户集中度与会计绩效和市值的理论框架中,本文从理论上解释了客户集中度对企业财务绩效不同维度的差异化作用:企业对关键客户的资源依赖会降低其价值获取能力,从而负向影响其会计绩效;然而,与此同时,客户集中度向资本市场传递出一种积极信号,有助于提升企业的市值。因此,本文揭示了客户集中度对企业财务绩效的双刃剑效应,即企业在承受客户集中度带来的财务侵蚀风险的同时,也可能得到资本市场的市值回报。

第二,本文首次识别了企业规模、企业年龄、产权性质对客户集中度与企业财务绩效不同维度间关系的调节作用。与杨亦民和吴阳佳(2020)仅讨论产权性质调节了客户集中度与企业会计绩效关系的研究不同,本文首次揭示了客户集中度的双刃剑效应在中小型企业、初创企业和民营企业中更突出,这是由于它们更敏感于客户集中度的影响,也更加依赖与关键客户的关系来保持核心竞争力。一方面,这些类型的企业往往具有内部资源不足的特征,由此导致的资源依赖及议价权劣势,使得它们在价值分割时更容易受关键客户掣肘;另一方面,这些类型的企业在吸引投资者方面往往也具有劣势,更加需要较高的客户集中度向资本市场释放其增长潜力的信号,为投资者注入投资信心,因此,客户集中度对它们具有更明显的股价提振效应。

第三,本文首次识别了企业的财务政策(或由此反映的企业战略导向)是导致客户集中度成为其发展桎梏的重要因素。本文发现,当奉行稳健型财务政策时,企业的风险规避意识增强,变得更加“现状导向”,更容易陷入对关键客户的依赖和顺从,进而面临更高的被关键客户蚕食的风险。不

仅如此，稳健的财务政策还会向资本市场传递出一种“战略惰性”的消极信号，降低或抵消客户集中度对市场价值的正面作用。这一结论警示了稳健型财务政策的消极影响，也为学术界进一步探索限制客户集中度积极影响的边界条件提供了研究思路 and 方向。

5.3 实践启示

本文也为企业管理者提供了有价值的实践启示：

第一，企业管理者应当理性认识客户集中度在影响企业发展中的作用。一方面，企业管理者要意识到较高的客户集中度有可能损伤企业会计绩效，因此，要重视对客户集中度的风险管理，在维系关键客户的同时，应积极拓展客户市场，防止因为被关键客户“锁定”而遭受它们的利润盘剥。另一方面，企业管理者应充分利用关键客户对提高市场认知度的积极影响，及时披露关键客户信息以向资本市场传递信号。

第二，不同情景下的企业管理者应根据自身经营情况制定相应的客户战略。中小型企业、初创企业和民营企业的管理者尤其要充分意识到客户集中度的双刃剑效应，权衡客户集中的经济效益和市场效应，防止因市场价值的驱使过于依赖关键客户而影响企业的可持续发展。

第三，在客户集中度较高的情况下，管理者要警惕稳健型财务战略的弊端，因为若企业的战略导向过于稳健、保守和风险规避，则可能因为战略短视而陷入更严峻的关键客户依赖困境。因此，管理者需要在企业内部积极倡导和培育创业者导向、增长导向等企业文化，适度增加企业投资，以降低客户集中度的潜在风险。

此外，结合我国当前的背景，政策制定者也应警惕关键客户集中给企业带来的潜在风险，并采取措施帮助企业认识和应对这一问题。首先，政策制定者可以提供相关培训和咨询服务，帮助企业认识到较高的客户集中度可能带来的负面影响。其次，政策制定者一方面要引导企业进行市场多元化，鼓励企业寻求更广泛的客户群体，降低对少数关键客户的依赖；另一方面，应关注和加强企业关键客户信息披露，进一步完善市场监管机制，充分发挥市场监督的作用。尤其是政策制定者要重视中小规模、初创和民营的企业，给予更多的支持和指导，帮助其在有效利用较高的客户集中度来提升企业价值的同时积极防备关键客户依赖带来的弊端，例如通过鼓励创新式发展来提高它们的竞争力和可持续发展能力。

5.4 局限性与展望

本文也存在一定的局限性：

首先，本文将企业财务绩效划分为会计绩效和市场价值，并未考虑其他划分方式（如会计和非会计绩效、长期和短期绩效等）。未来研究可探讨客户集中度对企业财务绩效的其他维度的影响。

其次，客户集中度对会计绩效具有经由价值创造与价值分割两条不同路径的双重影响，本文着重探讨了在哪些边界条件下，客户集中度对价值分割的负面影响强于其对价值创造的正面影响。未来研究可进一步探讨当交易满足哪些条件时，客户集中度对价值创造的正面影响将占据主导地位，

而使得它对会计绩效呈现正向的净影响。

再次, 本文只分析了企业规模、企业年龄、产权性质和财务政策的调节作用, 而其他调节因素, 如客户特征 (客户类型、地理距离)、组织间关系 (关系时长、关系质量)、环境因素 (行业类型、制度文化、经济发展水平) 等也值得进一步探讨。同时, 本文仅考虑了客户结构中销量前五的关键客户对企业财务绩效的影响, 未来研究可以进一步探究关键客户的市场地位对本文研究结果的影响。

最后, 本文只探讨了客户集中度对企业财务绩效的影响, 并未考虑供应商集中度的影响或上下游集中度的交互影响, 未来研究可对此展开探讨, 以帮助企业更全面地理解供应链结构对企业经营的影响。

◎ 参考文献

- [1] 陈芳, 邓飞, 朱柳泉, 胡琪滢. 部门杠杆率、政策不确定性、公众预期与风险的跨部门传染——基于债券市场的信息转移熵空间计量分析 [J]. 上海金融, 2020 (11).
- [2] 高文静, 施新政, 陆瑶, 王佳琪. 劳动力保护与企业风险——来自 2008 年新《劳动合同法》的证据 [J]. 金融研究, 2022 (1).
- [3] 顾雷雷, 黄欣桐. 慈善捐赠能否促进企业绩效? [J]. 经济学动态, 2020 (12).
- [4] 胡平, 邵鹏, 温春龙. 信息服务产业集群网络特征对创新企业成长的影响研究 [J]. 当代经济科学, 2013, 35 (5).
- [5] 林艳, 李慧, 张晴晴. 机会创新性、资源拼凑模式与初创企业绩效关系——基于扎根理论的多案例研究 [J]. 科学决策, 2018 (12).
- [6] 刘志阳, 李斌, 庄欣荷. 初创企业创业机会迭代机制研究 [J]. 科学学研究, 2019, 37 (3).
- [7] 彭旋, 张昊. 稳定客户可以降低企业的股价波动性吗? [J]. 审计与经济研究, 2022, 37 (4).
- [8] 石芯瑜, 张先治. 大客户是资源还是风险——基于 IPO 定价场景的检验 [J]. 山西财经大学学报, 2021, 43 (8).
- [9] 滕飞, 夏雪, 辛宇. 客户关系与定向增发经营绩效表现 [J]. 南开管理评论, 2020, 23 (3).
- [10] 田志龙, 刘昌华. 客户集中度、关键客户议价力与中小企业绩效——基于中小企业板制造业上市公司的实证研究 [J]. 预测, 2015, 34 (4).
- [11] 吴非, 胡慧芷, 林慧妍, 任晓怡. 企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据 [J]. 管理世界, 2021, 37 (7).
- [12] 于国红. 融资约束、现金持有及其价值——基于金融危机的考察 [J]. 生产力研究, 2011 (12).
- [13] 赵珊, 李桂华. 分散还是集中: 客户集中度与企业绩效 [J]. 管理评论, 2023, 35 (2).
- [14] 赵兴庐, 刘衡, 张建琦. 市场化程度的感知、产权制度与企业创新精神: 国有和民营企业的比较研究 [J]. 南方经济, 2014 (5).
- [15] 赵秀云, 单文涛. 市场化进程、客户集中度与管理层业绩预告披露意愿 [J]. 河北经贸大学学报, 2018, 39 (3).
- [16] Abdurakhmonov, M., Ridge, J. W., Hill, A. D. Unpacking firm external dependence: How

- government contract dependence affects firm investments and market performance [J]. *Academy of Management Journal*, 2021, 64 (1).
- [17] Bamiatzi, V. C., Kirchmaier, T. Strategies for superior performance under adverse conditions: A focus on small and medium-sized high-growth firms [J]. *International Small Business Journal-Researching Entrepreneurship*, 2014, 32 (3).
- [18] Baum, J. A., Silverman, B. S. Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups [J]. *Journal of Business Venturing*, 2004, 19 (3).
- [19] Cao, Y., Dong, Y., Ma, D., Sun, L. Customer concentration and corporate risk-taking [J]. *Journal of Financial Stability*, 2021, 54.
- [20] Chang, H., Liu, S., Mashruwala, R. Customer bargaining power, strategic fit, and supplier performance [J]. *Production and Operations Management*, 2021, 31 (4).
- [21] Dhaliwal, D., Judd, J. S., Serfling, M., Shaikh, S. Customer concentration risk and the cost of equity capital [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61 (1).
- [22] Evers, N. The process and problems of business start-ups [J]. *The ITB Journal*, 2003, 4 (1).
- [23] Fang, E., Palmatier, R. W., Evans, K. R. Influence of customer participation on creating and sharing of new product value [J]. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 2008, 36 (3).
- [24] Gao, D., Ma, J., Wang, Y. Does the risk of major customer need to be balanced? The role of customer concentration in corporate governance [J]. *PLoS One*, 2021, 16 (11).
- [25] Hui, K. W., Liang, C., Yeung, P. E. The effect of major customer concentration on firm profitability: Competitive or collaborative? [J]. *Review of Accounting Studies*, 2018, 24 (1).
- [26] Irvine, P. J., Park, S. S., Yıldızhan, Ç. Customer-base concentration, profitability, and the relationship life cycle [J]. *The Accounting Review*, 2015, 91 (3).
- [27] 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).
- [28] Lee, R. P., Naylor, G., Chen, Q. Linking customer resources to firm success: The role of marketing program implementation [J]. *Journal of Business Research*, 2011, 64 (4).
- [29] Luo, X., Donthu, N. Marketing's credibility: A longitudinal investigation of marketing communication productivity and shareholder value [J]. *Journal of Marketing*, 2006, 70 (4).
- [30] Ma, X., Wang, W., Wu, J., Zhang, W. Corporate customer concentration and stock price crash risk [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2020, 119.
- [31] Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies [J]. *Journal of Finance*, 2011, 66 (5).
- [32] Paruchuri, S., Han, J. H., Prakash, P. Salient expectations? Incongruence across capability and integrity signals and investor reactions to organizational misconduct [J]. *Academy of Management Journal*, 2021, 64 (2).

- [33] Patatoukas, P. N. Customer-base concentration: Implications for firm performance and capital markets [J]. *The Accounting Review*, 2011, 87 (2).
- [34] Pfeffer, J., Salancik, G. R. *The external control of organizations: A resource dependence perspective* [M]. Redwood City: Stanford University Press, 2003: 11.
- [35] Rehman, O. U., Liu, X., Wu, K., Li, J. Customer concentration, leverage adjustments, and firm value [J]. *Accounting & Finance*, 2022.
- [36] Saboo, A. R., Kumar, V., Anand, A. Assessing the impact of customer concentration on initial public offering and balance sheet-based outcomes [J]. *Journal of Marketing*, 2017, 81 (6).
- [37] Tong, L. Z., Wang, J., Pu, Z. Sustainable supplier selection for SMEs based on an extended PROMETHEE II approach [J]. *Journal of Cleaner Production*, 2022, 330.
- [38] Wang, L., Liao, Y., Ding, Y., Peng, T. The effect of customer concentration on supplier sustainable growth: Evidence from China [J]. *Applied Economics*, 2020, 53 (17).
- [39] Wen, X., Xia, J., Ye, Y. Customer stability, managerial overconfidence, and enterprise investment in innovation: A perspective based on “Made in China 2025” [J]. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2020, 29 (3).
- [40] Yli-tenkari, H., Denoo, L., Janakiraman, R. A knowledge-based view of managing dependence on a key customer: Survival and growth outcomes for young firms [J]. *Journal of Business Venturing*, 2020, 35 (6).
- [41] Zhang, H., Lin, Z., Liu, M., Wang, K. Customer concentration and over-investment [J]. *Applied Economics*, 2020, 52 (46).
- [42] Zhong, W., Ma, Z., Tong, T. W., Zhang, Y., Xie, L. Customer concentration, executive attention, and firm search behavior [J]. *Academy of Management Journal*, 2021, 64 (5).

Research on the Impact of Customer Concentration on Firm Financial Performance
—A Research Based on Meta-analysis Technology

Wei Zhaoyang¹ Shen Lu² Feng Yunhuan¹ Li Yanling¹

(1 School of Maritime Economics and Management, Dalian Maritime University, Dalian, 116026;

2 School of Economics and Management, Dalian University of Technology, Dalian, 116024)

Abstract: Should enterprises pursue a concentrated or dispersed customer base to improve financial performance? Domestic and international studies on this issue have not yet reached a consensus. To reconcile the inconsistent findings, this study employed meta-analysis to quantitatively review and analyze 101 empirical studies published from 2012 through 2023. By distinguishing firm financial performance into accounting performance and market value and drawing upon resource dependence theory and signaling theory, this research examines the differential impacts of customer concentration on the two dimensions of firm financial

performance. The findings indicate that customer concentration is negatively associated with accounting performance but positively associated with market value. In addition, this research examines how firm size, firm age, ownership types, and financial policies moderate the impacts of customer concentration. The size, age, ownership type, and financial policy of firms all significantly moderate the effects of customer concentration. Specifically, in small and medium-sized enterprises, start-ups, and private enterprises, customer concentration plays a stronger role in inhibiting accounting performance while promoting market value; however, in enterprises with conservative financial policy, the negative impact of customer concentration on accounting performance strengthens, but its positive impact on market value weakens. The above conclusions provide theoretical guidance and practical insights for enterprises to effectively manage customer structure and respond to key customer dependence.

Key words: customer concentration; firm financial performance; resource dependence theory; signal theory; meta-analysis

专业主编：陈立敏