

中图分类号:

单位代号: 10280

密 级:

学 号: 15720585

上海大学



专业学位硕士学位论文

题 目	供应链关系对上市公司增 发盈余管理的影响
--------	-------------------------

作 者 胡怡佳

学科专业 会计

导 师 吴建刚

完成日期 2017.05

姓 名：胡怡佳

学号：15720585

论文题目：供应链关系对上市公司增发盈余管理的影响

上海大学

本论文经答辩委员会全体委员审查，
确认符合上海大学专业学位硕士论文质量
要求。

答辩委员会签名：

主任：

委员：

导 师：

答辩日期：

姓 名：胡怡佳

学号：15720585

论文题目：供应链关系对上市公司增发盈余管理的影响

原创性声明

本人声明：所呈交的论文是本人在导师指导下进行的研究工作。除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已发表或撰写过的研究成果。参与同一工作的其他同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

签 名：_____日 期：_____

本论文使用授权说明

本人完全了解上海大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留论文及送交论文复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容。

（保密的论文在解密后应遵守此规定）

签 名：_____导师签名：_____日期：_____

上海大学 MPAcc 硕士学位论文

供应链关系对上市公司增发盈余管
理的影响

姓 名：胡怡佳

导 师：吴建刚

学科专业：会计

上海大学管理学院

2017 年 5 月

A Dissertation Submitted to Shanghai University for the
Degree of Master in MPAcc

**The Effect Of Supply Chain
Relationship On Earnings
Management of Seasoned Equity
Offerings**

MA Candidate: Yijia Hu

Supervisor: Jiangang Wu

Major: MPAcc

Management College, Shanghai University

May, 2017

摘 要

我国上市公司在首次公开发行以后,仍然存在着比较强的股权再融资需求。由于我国的上市公司有极强的股权再融资偏好,所以上市公司有充分利用政策实现 SEO 规模最大化的动机,即便有的企业不符合 SEO 的条件也会尽量创造条件实现股权再融资。我国关于供应链关系与上市公司增发行为关系研究极少,研究供应链关系对股权再融资上市公司盈余管理行为的影响具有较强的现实意义,也为以后相关的研究做铺垫。

本文研究数据选取 2008 年到 2015 年上市公司相关的财务数据,由于我们要研究上市公司增发前的盈余管理情况,主要选取 2010 年到 2015 年的沪深 A 股为样本,将上市公司增发前两年开始进行盈余管理的标记为回归模型样本,运用 R 语言对样本数据进行行业配对,对配对后的样本进行回归分析。通过在回归中加入增发与供应链关系(“前 5 名供应商采购金额与公司年度采购总额的比例”以及“前 5 名客户销售金额与公司年度销售总额的比例”)的交乘项,研究结果更有说服力。

实证研究结果表明:股权再融资上市公司显著存在依赖供应链关系进行的真实盈余管理行为,与供应链关系相关的盈余管理主要是真实的交易活动。股权再融资上市公司通常通过扩大生产以及降低酌量性费用的方式进行盈余管理,增发前两年真实盈余管理行为非常显著,我们用增发前三年的样本进行稳健性检验结论类似,证明了模型的稳健性,有大的供应商和客户的上市公司在上市公司增发前有显著的真实盈余管理的行为。

关键词: 供应链关系; 增发; 盈余管理

ABSTRACT

After the initial public offering, there is a strong demand for equity refinancing in China's listed companies. China's listed companies have a strong preference for Seasoned Equity Offerings, listed companies have implementation of SEOs scale maximization by fully use of the policy . If some listed companies can't meet the conditions of equity refinancing,they create conditions to satisfy. In China,there is little research about the supply chain relationship with the listed company SEO behavior.There has a strong practical significance to the equity, researching on supply chain relationship influence the financing behavior of earnings management of listed companies.We make a foundation for the future related research.

Due to the financial situation we want to study the listed company before the issuance of 2 years,the relevant financial data from 2008 to 2015.This paper studies the data of listed companies mainly from 2010 to 2015 in Shanghai and Shenzhen A shares, We divided the listed companies into three samples,by the time of earnings management. We use the R matching industry on sample data. Regression analysis of samples.We add cross multiply between SEO and supply chain relationship in the regression ("top 5 suppliers accounted for the total amount of the proportion of the total annual purchasing" and "top 5 customers of the total amount of sales accounted for the proportion of the total annual sales company") , the results are more persuasive.

The empirical results show that there are significant earnings management behavior in seasoned equity offerings of listed companies, the degree of real earnings management is relatively high, because the earnings management and supply chain relationship is mainly real activities. The seasoned equity offerings of listed companies conduct earnings management through excessive production and reduce discretionary costs, mainly in manipulate the issuance of earnings two years before seasoned equity offerings, We carry out the robustness test by using a sample of the first three years before the SEO, which proves the robustness of the model. There is a significant real earnings management behavior of listed companies before the Seasoned Equity Offerings.

Keywords: Supply chain relationship; SEO; earnings management

目 录

摘 要.....	V
ABSTRACT.....	VI
第一章 绪论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的和意义.....	4
1.3 主要研究方法和思路.....	4
1.4 研究创新点.....	7
第二章 文献综述.....	9
2.1 股权融资与供应链关系的研究.....	9
2.2 股权融资与盈余管理的相关研究.....	12
2.3 文献述评.....	14
第三章 理论分析与假设提出.....	16
3.1 盈余管理的基础理论.....	16
3.1.1 盈余管理的概念.....	16
3.1.2 盈余管理的特征及手段.....	16
3.2 股权再融资与盈余管理.....	18
3.2.1 股权再融资概念界定.....	18
3.2.2 股权再融资盈余管理的动机.....	18
3.3 供应链关系相关理论.....	19
3.4 提出假设.....	20
第四章 研究设计.....	25
4.1 样本选择和数据来源.....	25
4.2 变量定义.....	27
4.3 研究模型.....	29
4.3.1 应计盈余管理模型.....	29
4.3.2 真实盈余管理模型.....	31

4.3.3 回归模型	34
4.3.4 稳健性检验模型.....	35
第五章 实证分析.....	36
5.1 相关性分析.....	36
5.2 描述性统计.....	36
5.3 回归结果分析.....	39
5.4 稳健性检验结果.....	43
第六章 结论与启示.....	47
6.1 研究结论.....	47
6.2 研究不足.....	48
参考文献.....	49
作者在攻读硕士学位期间公开发表的论文.....	55
致 谢.....	56

第一章 绪论

1.1 研究背景

上市公司在企业发展的过程中，随着企业的发展规模的扩大，对资金的需求也越来越大，上市公司自身积累的资金不能满足自己的需求，这时候企业会寻求外部融资。自从我国进行了经济体制改革，企业在成长的过程中，通过银行进行信用贷款是企业融资的主要方式，在市场经济中占据主要的地位。随着上海证券交易所和深圳证券交易所的成立，通过股票进行融资的方式开始登上历史舞台。成为在我国经济发展过程当中，股票市场对企业来说是很好的融资平台，企业融资时通常会通过债权筹资或者股权筹资这两种方式，当公司上市后业务逐渐扩大，对资金的需求也逐渐变多，这时大部分上市公司会通过股权再融资（Seasoned Equity Offerings）这一途径获取资金，在股票市场中股权再融资同 IPO 一样是广大公司进行融资的主要手段。

我国上市公司在首次公开发行股票以后，还存在着比较强的融资需求，这个时候大多数上市公司会通过股权再融资的方式进行募集资金。我国的上市公司在选择融资方式的时候非常喜欢股权再融资这一方式，上市公司也喜欢充分的利用政策漏洞实现 SEOs 规模最大化的动机，即便有的企业不符合 SEOs 的条件也会尽量创造条件实现股权再融资。IPO 的门槛相对较高，与之相比股权再融资的操作程序则更简单，相关费用也比较低，更加容易成行等多方面优势。2006 年证券市场实行了新的再融资制度，股权再融资十年一共募集资资金 6.51 万亿元，在股权融资中的占比大幅提升，2013 年以来这一占比均超过九成。2016 年再融资规模为 IPO 的 12.15 倍。

从走势图 1.1 我们可以看出，自 2007 年以来，最近 10 年中，近 3 年增发融资规模爆发式增长。2007 年增发融资仅有 3403.87 亿，2008 年由于熊市的影响降到 2000 亿左右，经过后期缓慢恢复，到 2013 年增发融资规模为 3510.34 亿。直到 2014 年增发融资规模开始突飞猛进，当年达到 6812 亿，2015 年增发规模突破万亿，2016 年震荡市中再创出历史新高，到达 1.8 万亿，融资规模

庞大。现在上市公司通过增发在公开市场上募集资金规模远超过 IPO 和配股成为主要的手段。

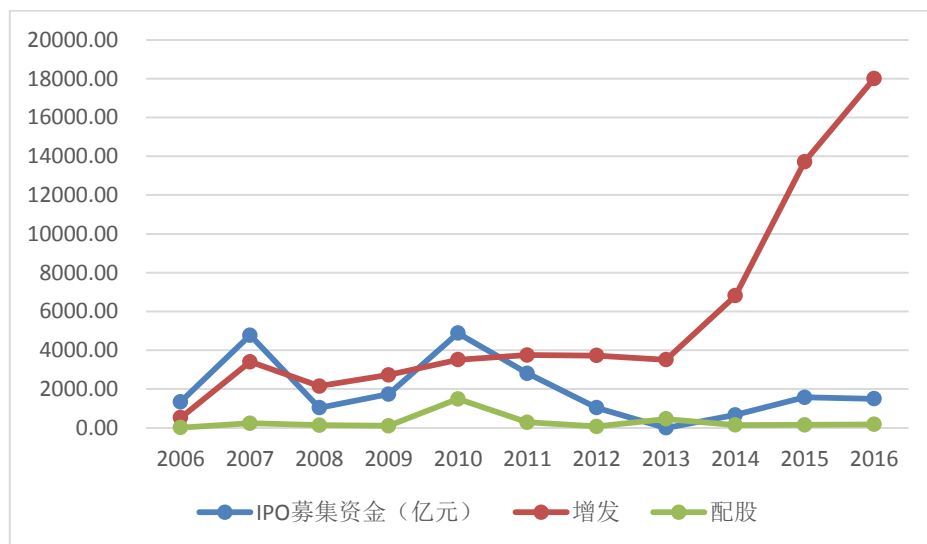


图 1.1 IPO、增发和配股规模走势图

上市公司跟中小企业比起来有较好的融资优势，长期以来创业型企业和中小型企业（SMEs）是经济增长和繁荣的重要动力。但是这些企业的增长潜力受到了“资金缺口”的阻碍，对高速增长的公司这种问题尤其严重。由于我国缺乏社会整体的中小企业信用信息共享机制，无法有效降低中小企业与银行等金融机构之间的“信息不对称”问题，造成“融资难”始终是我国中小企业发展的“瓶颈问题”。

我国正处于经济转型时期，外部市场也不是很完善导致企业喜欢选择建立在关系基础上的关系型交易模式。在股权融资图中我们看到上市公司增发规模相当大，大部分企业是在供应链的基础上建立起来的基本的贸易关系，如果供应链中小企业的经营状态比较好，那么在面对融资约束的时候，位于核心地位的企业可能是上市公司就有可能为其贷款提供支持，因为银行更愿意为上市公司提供贷款，核心企业可以帮助分担上下游中小企业的贷款风险，中小企业与自己的合作伙伴建立稳定的贸易关系可以提高自己的贷款能力。作为上市公司供应链上下游供应商客户，与增发上市公司有提供原材料和购买产品的需求，相应的资金往来必然也会受到影响。供应链合作伙伴为了达到彼此的业绩目标和利润，会协定在一定的期限内共享彼此的信息、共同承担风险，供应链合作

伙伴往往通过相互合作来降低彼此的成本、减少库存来提高财务绩效以及运作上的绩效。整个供应链产业和产品销售流程相关的一些系统运转相关的成本不可能由供应链当中的单个的成员来解决，在过去企业之间是非常单纯的供给和需求的关系，现在它们转变成一个统一的整体，即基于供应链的合作伙伴关系或战略联盟，供应链企业需要进行非常紧密的合作，并且与其他成员维持良好的合作伙伴关系，从而使整个供应链的核心竞争力得以提升，使之立于不败之地。Grittner (1996)研究了通用电气公司、康宁公司、阿莫科公司和惠普公司的供应链关系，他认为与大的供应商建立长期的合作关系，可以降低进货成本。Freeman (2001)发现上市公司供应商（客户）为公司提供原材料（作为销售对象），合作关系密切，特别是与公司长期合作的主要供应商（客户），大的供应商和客户对企业的发展战略、经营状况等很多方面都具有很大影响。

自2006年5月8日起施行的《上市公司证券发行管理办法》第十三条规定：向不特定对象公开募集股份（简称“增发”）必须符合以下条件：①扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润，加权平均净资产收益率以两者中的较低者作为计算依据；最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%。②除金融类企业外，最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形；③发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。如果上市公司当期的盈利水平不能满足证监会的规定，那么当上市公司需要进行股权再融资的时候，它的管理层就可能通过操纵一些真实的或应计的盈余管理活动来达到标准。盈余管理能够使上市公司表现出一个较好的财务状况，使上市公司达到增发条件，保证增发的顺利完成。随着监管环境的日趋严格，在实践中采用应计项目操纵的盈余管理越来越容易被识破，难度越来越大。这样导致更多的企业会通过改变正常的生产经营活动以及与自己合作伙伴构建真实的交易活动，而不涉及会计处理问题，尽量将审计和监管部门的监管风险控制到最低水平，这就是真实盈余管理。真实盈余管理的完成需要供应商和客户的协助，通过对供应链关系的研究不难发现，一个供应链企业如果有大的客户或者供应商，那么它在增发股票的时更有可能进行与供应链伙伴交易相关的真实

盈余管理的操纵。为了迎合供应商和客户，使企业的财务前景可以满足供应链客户和供应商的预期，上市公司也有动机进行盈余管理来展示一个良好的财务状况。另外良好的业绩可以帮助上市公司吸引更多对公司发展有帮助的投资者，所以上市公司有很大的动机在增发前进行盈余管理。

1.2 研究目的和意义

目前国内对中国股市场增发的研究已经涉及了很多方面，包括增发的偏好形成原因、增发的市场宣告效应、增发的财务绩效影响以及绩效影响的原因等；也有大部分专家学者研究股权结构对盈余管理的影响，以及企业如何运用盈余管理的方式达到 IPO 或者股票增发的效果。但是对供应链关系与股权再融资关系的研究不是很多，本文试图通过对公司前五大供应商和客户的关系入手，对中国上市公司增发股票的盈余管理行为的程度进行分析，做出比现在已有文献更加直观的衡量和评价，研究的意义在于希望可以通过本文研究为供应链关系对中国上市公司股票增发前盈余管理行为的研究提供更多的证据，丰富了已有的研究。

本文主要研究增发的上市公司增发前的盈余管理的行为，从供应链的角度出发，将前五大供应商和客户的购销比作为供应商和客户关系的替代变量，研究了增发这一行为和供应链关系相乘对盈余管理的影响，而且文章将增发前两年进行盈余管理的公司为样本 2，增发前三年开始进行盈余管理的公司为样本 3，主要以样本 2 为研究对象进行回归分析，样本三的数据处理基本和样本二相同，先对增发前三年开始实施盈余管理的企业标记，然后进行配对，所以回归分析以后通过样本 3 作为稳健性检验。本文通过 R 语言对两个样本进行行业配对，消除样本规模对结果产生的影响，我们选择的样本更加严谨，研究结果更准确。

1.3 主要研究方法和思路

本文的研究方法主要选择理论与实证研究相结合的方法，实证部分运用了各变量描述性统计，因变量、自变量和控制变量相关性分析，以及多元线

性回归分析的方法，采用统计分析软件 R 语言对样本进行行业配对，对配对后的样本进行多元线性回归分析。在回归中增加增发与供应商关系的交乘项、增发与客户关系的交乘项，对比研究他们之间的相互关系。本文研究了供应链关系对上市公司股权再融资过程中盈余管理行为的影响，并采用 Roychowdhury 的真实盈余管理模型对上市公司增发前的盈余管理程度进行衡量。

我们检验主要的供应商和客户是否对上市公司股票增发的盈余管理有显著影响。上市公司为了维系良好的供应链关系以及稳定的购销路径，对自己大的供应商和客户有适当的优惠政策。上市公司作为供应链核心企业，上下游大的供应商和客户在上市公司没有增发需求的时候，应该更具有谈判能力，但是一旦上市公司有增发需求，这些有大的供应商和客户的企业更有可能依赖供应链关系进行盈余管理，一方面为了展示自己良好的财务状况，另一方面通过盈余管理可以保证上市公司满足增发的条件，使增发顺利完成。

本文主要采用理论分析和实证研究相结合的方式，从逻辑结构上本文分为六部分。文章结构如下：

第一章：绪论。主要介绍研究背景和意义，主要研究方法和内容，文章框架结构以及创新点。

第二章：文献综述。本文主要从股票增发与供应链的相互关系，股票增发与盈余管理两方面对国内外文献进行梳理，并对以往文献进行总结。

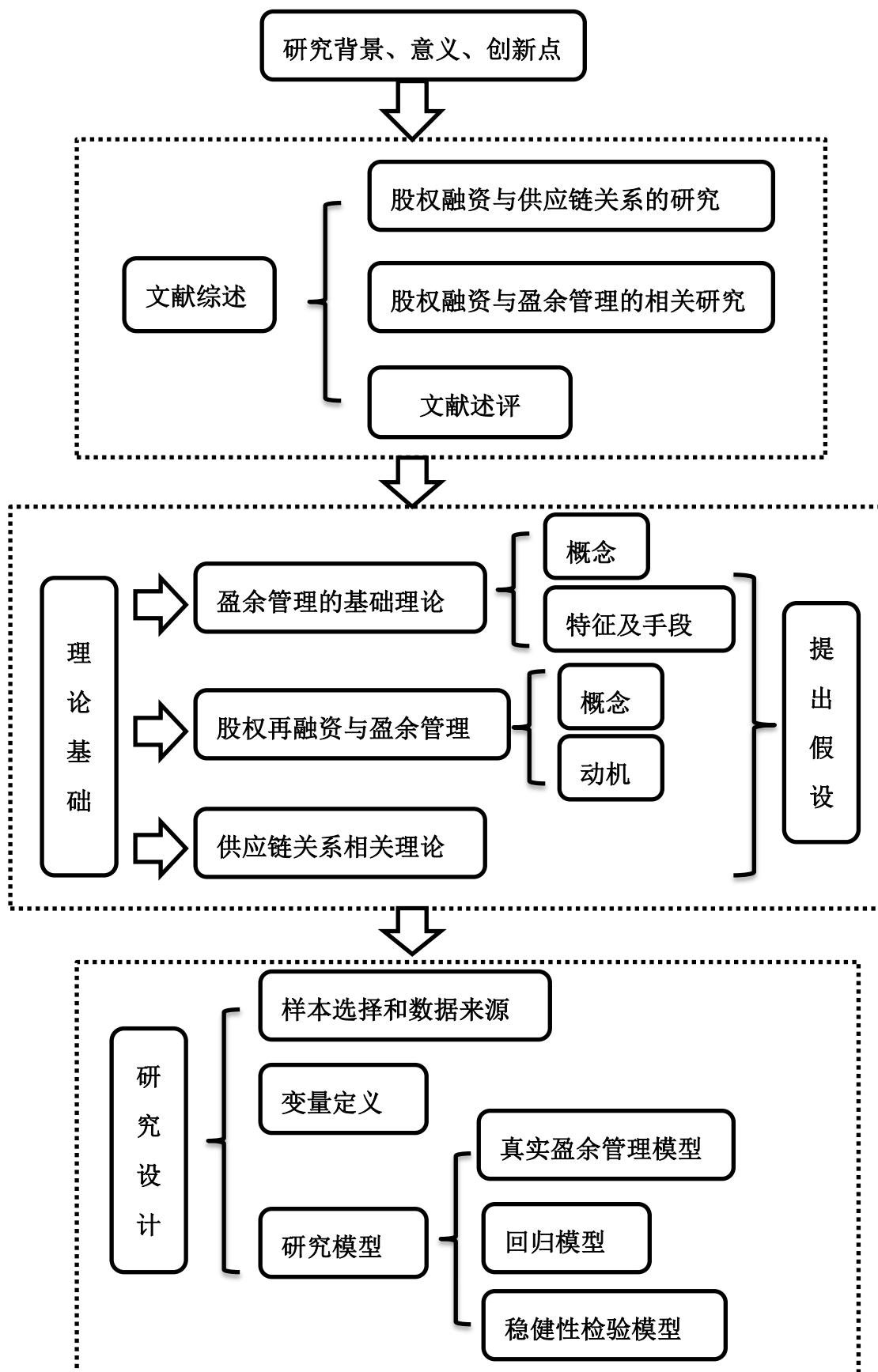
第三章：理论分析与假设提出。这一部分介绍了基本概念界定，分析了目前中国上市公司增发新股的相关法律法规，然后分析总结了盈余管理在我国上市公司增发的过程中相关的理论基础，分析我国上市公司增发的特征以及增发和供应链相关的理论基础，并提出假设。

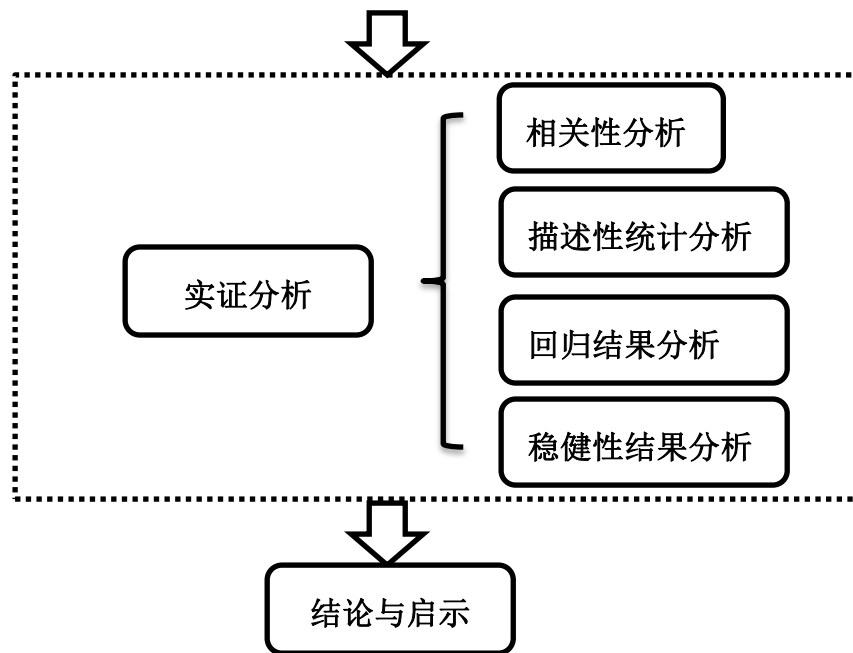
第四章：实证设计。对数据来源、变量选择的来源与依据进行解释，并建立相应的研究模型包括：样本的选择、数据的搜集、变量的定义、模型的选择、回归模型的设计。

第五章：实证分析结果。对搜集的数据进行相关性分析、描述性统计分析、多元回归分析以及对模型进行稳健性检验。

第六章：结论及展望。针对本文的研究结论进行总结，并对以后的相关研

究方向进行一个展望，指出文章的不足与未来研究方向。





1.4 研究创新点

首先, 由于 2007 年新会计准则的提出, 本文研究数据选取 2008 年到 2015 年上市公司相关的财务数据, 由于我们要研究上市公司增发前两年被标记为开始盈余管理的状况, 增发的相关财务数据都是取公司上年的年报, 研究跨度是从 2010 年到 2015 年, 同时对样本进行稳健性检验, 结论更具有说服力。本文研究 SEO 前财务指标及盈余管理变量的变化, 有助于了解增发前供应链关系与上市公司增发行为之间的关系, 及对上市公司增发前的盈余管理的影响情况, 通过研究提出了比较客观的结论。

本文对盈余管理的研究主要采用了 Roychowdhury 真实盈余管理模型, 对真实盈余管理的度量采用了五个分指标: 异常经营活动现金流 R_CFO 、异常生产成本 R_PROD 、异常存货变动成本 $R_ΔINV$ 、异常经营成本 R_COGS 、异常酌量性费用 R_DISEXP , 还同时采用了费用和生产操纵的综合指标 (RM_1), 经营现金流和费用的综合指标 (RM_2), 还有现金流、成本、费用三个指标的综合指标 (RM_3), 更加全面系统地反映了 SEO 过程中供应链客户供应商对盈余管理的程度的影响。

本文丰富了国内对股权再融资盈余管理的相关实证研究, 研究了与股票增

发相关的一个比较新的方向，通过研究股票增发前上市公司供应链上游前五名供应商的采购额和下游前五名客户的销售额对盈余管理的程度的影响，对样本进行回归分析，并且在自变量中加入交乘项，与单个的自变量形成对比，我们能清晰的看出通过研究发现增发与供应链关系之间两者同时满足，上市公司有更显著的真实盈余管理行为。运用综合信息，采用之前学者的方法引入了一些重要的相关控制变量，如公司规模（size）、财务杠杆（lever）、营业收入增长率（growth）和市净率（PB）等构成多元回归模型控制其他变量对因变量的影响，实证研究结论更细致，更加具有参考价值。

第二章 文献综述

2.1 股权融资与供应链关系的研究

研究股票增发与供应链关系的相互影响是一个比较新的视角，国外相关的文献也不是特别多，又由于增发股票和 IPO 有一定程度的相似性，本文借鉴国外学者近年来有关增发股票和 IPO 对供应链合作伙伴关系影响的相关文献。一些学者研究了供应链关系对股票增发的反应。Johnson, Kang, Masulis 和 Yi(2011)研究客户对增发(SEOs)的反应。他们通过研究发现当上市公司宣布增发股票，由于消费对供应商和客户市场的关注，当他们听到这个消息时对股价的反应是消极的。他们发现在供应商增发后一年，客户对发行人的依赖减少，客户的资产收益率降低。Itzkowitz (2013)研究发现一些有集中客户的公司倾向于持有更多的资金，用来减少由主要客户带来的现金流的跳跃性变化。他发现供应商并不会通过发行股票来增加债务或留存收益，而是增加自己的资金量。强调了在了解一个公司融资政策的时候了解供应商-客户关系的重要性。Campello and Gao J. (2017)发现比较高的客户集中度将会导致利差的增长，有大客户的公司财务状况容易受大客户的影响，分析了关于供应链的企业银行贷款中限制性条款的一些看法。

William C. Johnson, Jun-Koo Kang 等（2015）分析公司的主要客户的股权融资决策，以评估主要的贸易关系是否创造相互依存的政策和市场价值。他们发现供应商发行决策对大客户有显著的负效应，当信息不对称，供应商和客户的经济依赖增加，供应商进行较多的特殊关系投资或提供有更有价值的产品的时候，这种经济依赖现象更加显著。他们用确切的证据表明，主要贸易伙伴的金融和投资政策是相互依存的。Kutsuna K, Smith J K, Smith R（2016）研究了供应链合作伙伴 IPO 后，对上市企业的上下游合作伙伴的资金流产生一定程度的溢出效应，流动性主要通过上市企业对客户“应收账款”的增加，对供应商“应付账款”的减少进行传递。

一些研究领域主要研究供应链关系与公司财务报告质量之间的关系。**Raman and Shahrur (2011)**发现有的企业为了体现特定关系投资的商业预期，管理层有动机进行盈余管理。他们指出有关系专用性投资的供应商和客户的投资与公司的酌量性利润、收益的波动性和收益增加的频率呈显著的正相关关系。**Hui, Klasa, and Yeung (2012)** 讨论了一些客户为了监视供应商有一个健康的财务状况，可能需要定期对不好的消息进行识别，这将会引起具有集中客户的供应商报告更保守的会计数字。他们发现如果一个公司的供应商或者客户有更大的议价能力，该公司就会越快发现损失。

国内关于供应链关系与股票增发相互关系的相关研究较少，但是国内关于股票增发和供应链金融的相关研究还有很多可以借鉴。张鸣，郭思永（2009）研究了 2005 年到 2007 年的 179 家上市公司成功实施的 194 次定增，实证结果表明，定增的公告日前后两天的累计超额收益率的均值是 19.7%，公告日前后两天的 CAR 的均值是 18.1%。以上研究成果说明，我国定增对上市公司的短期业绩有积极的影响，且累计超额收益率值较高，表明市场广泛的把定增理解为短期的利好消息。徐寿福（2010）研究了我国定向增发短期宣告效应的影响因素。他将定增的预案公告日作为事件日，通过对 236 个样本的短期超额回报率进行计算后发现其中（-5，-1）期间的超额回报率的均值显著为正，累计超额回报率（CAR）的均值是 7.61%，但是公告当日这一现象却并不显著，一方面研究表明我国定增存在短期显著为正的宣告效应，另一方面，也表明我国定增的过程中信息有提前泄露的情况发生。

供应链内企业融资状况与供应链关系密切相关。张伟斌，刘可（2012）主要选取现金—现金流敏感性这个角度，发现我国中小企业存在明显的现金-现金流敏感性，着重研究了供应链金融的发展可以缓解中小企业的融资约束，即中小企业融资难，中小企业的融资能力受很大的约束，而供应链金融的发展可以缓解这一问题。张敏，马黎珺（2012）对供应商/客户关系与融资约束之间的关系进行了研究，研究发现供应商或客户的集中度越高，企业所受到的融资约束程度就越高。较高的融资约束影响企业的融资能力，相反供应链成员可以通过相互之间的贸易协议增加彼此的融资能力，比如有大的客户或者供应商为中小企

业，他们可以利用自己合作伙伴--上市公司之间形成的契约关系，比如应收账款质押的方式进行融资。曹文彬，马翠香（2013）运用博弈论的方法，引进违约罚数，根据实际操作对模型进行了修正，求解传统应收账款融资和供应链金融当中应收账款融资两者的纳什均衡，通过比较得出供应链金融应收账款融资可以达到帕累托有效率的均衡，供应链金融应收账款融资可以使企业融资成本降低、放贷率提高。余剑梅（2011）通过对供应链融资服务的相关研究，发现对于供应链上的中小企业来说，它们可以充分利用自己拥有的融资抵押物解决融资难问题；供应链融资服务帮助中小企业降低了融资成本，可以使中小企业获得更多融资渠道；通过这种服务可以增强企业的信用，促进供应链中小企业与供应链核心企业建立长期战略合作关系，提升整个供应链的竞争力。

供应链关系不仅可以解决企业的融资难题，对公司营运绩效也有一定的影响，供应链伙伴之间有信用、贸易往来，通过合作会影响公司的营运绩效。朱丹（2012）研究了2008到2010年间沪深两市A股制造业上市公司，采用三个维度衡量供应链关系：客户集中度、关系稳定性和关系对称性，他发现在当前的买方市场环境下，客户更有谈判能力，在供应链中中上游制造商更加依赖于下游客户，造成一种普遍的现象是供应商相对处于劣势，而客户占据优势地位，在营运资金上的表现就是客户拖欠供应商货款。陈正林，王彧（2014）分析了供应链集成和公司财务绩效之间的相互关系，发现供应链协作可对公司的财务绩效有显著的促进和提升作用。他们通过构建反映公司与供应商和客户集成程度的计量指标，用这个指标验证了供应链集成显著的促进了公司财务绩效，展示供应链关系如何影响公司绩效的运作机理。曹萌（2016）通过理论与实证分析相结合的方法研究了供应链关系管理与企业绩效之间的相互关系，发现供应链关系管理得越好，企业绩效就越高，供应链关系的整合可以显著的促进企业的绩效。王雄元，高开娟（2017）采用从供应链关系视角研究探讨了供应链客户对产品成本粘性的作用。客户关系可以通过关系专用性投资对上市公司进行谈判从而提高成本粘性，也可以通过企业间合作降低成本粘性，选择取决于客户的需求。

2.2 股权融资与盈余管理的相关研究

上市公司股权再融资 (Seasoned Equity Offering) 是上市公司继 IPO 以后, 通过增发股票或者配股发行股票的方式向股东或者投资者募集资金的行为。股权再融资在上上市公司的发展中占着重要的地位, 因此受到国内外学者的广泛关注, 国外有很多关于上市公司 SEO 的盈余管理行为的研究。Teoh et al (1998) 发现上市公司在增发过程中采用改变会计计量方法的方式提高企业盈余水平, 随时间的推移这种盈余水平有所降低, 他们发现盈余管理的行为会反映在分析师和公司的对外财务报告中, 进而影响公司业绩。一些学者如 Rangan (1998) 对上市公司股票增发的研究发现, 上市公司在 SEO 前进行应计盈余管理的操纵, 使股票增发的公司股价在发行前被暂时高估。

后来的一些相关研究表明, 上市公司更加倾向于进行真实盈余管理, Gunny (2005), Roychowdhury (2006), Zang (2012) 发现除了应计项目的盈余管理以外, 公司可以通过真实活动的操控的盈余管理行为改变公司的经营绩效; 两种操纵方式有明显的区别, 因为应计盈余管理只是利用会计政策漏洞并不影响公司的现金流, 但是真实盈余管理创造真实的经济活动会影响现金流。Cohen、Zarowin (2010) 以 1987-2006 年的 1511 家股权再融资上市公司为样本, 把上市公司在实施股权再融资前的盈余管理行为细分为应计和真实这两种盈余管理方式, 研究了上市公司股权再融资期间的盈余管理行为, 研究发现在股权再融资过程中, 公司会考虑盈余管理的成本倾向于采用真实活动盈余管理, 真实盈余管理对未来业绩的影响比应计盈余管理的影响明显高得多。朱朝晖, 丛丽莉 (2011) 通过对 A 股样本的研究发现, 一些公司为了保持盈利会进行促销、扩大产量、降低费用等盈余管理活动。

公司进行盈余管理前后公司相应的营运绩效会发生相关的变化, 通常上市公司为了达到融资目的运用盈余管理的手段提高绩效, 在股权融资之后经营绩效会有相应的降低。Kothari, Mizik 和 Roychowdhury (2016) 发现股权再融资后股票市场表现不佳是受真实盈余管理驱动的, 盈余管理与股权再融资后公司经营业绩的表现有最直接和可预见的关系。Chen 等 (2010) 对上市公司定向增

发前的盈余管理进行研究，同时也研究了盈余管理与增发股票、IPO 折扣对增发后公司经营业绩之间的关系，发现上市公司会在定向增发前通过操纵应计利润的手段进行明显的正向的的盈余管理行为，同时这也使得公司的业绩出现下滑。Daniel A. Chen , Paul Zarowin (2010) 研究了上市公司增发股票的两种盈余管理的行为：应计盈余管理和真实盈余管理活动。他们通过对比发现上市公司采用两种方式进行 SEO 后经营业绩下降，真实盈余管理下降的多于应计盈余管理。发现股权再融资后上市公司公司经营业绩下降是由应计盈余管理和真实盈余管理两种方式共同作用的结果，也反映了采用盈余管理操纵造成的实际后果。除了这些国内也不乏对股权再融资的研究如李增福、郑友环（2011）研究 1996-2004 的 SEO 样本，分别研究了应计和真实盈余管理行为对股权再融资中上市公司绩效的影响。李增福、黄华林，连玉君（2012）研究了 2006 年到 2007 年间进行定向增发的 84 家 A 股上市公司，发现我国上市公司在定向增发的过程中，应计项目盈余管理和真实项目盈余管理这两种盈余管理行为同时存在。其中，应计盈余管理对上市公司增发后业绩的影响主要表现为会出现短期内的下滑；而真实盈余管理主要会造成长期业绩的下滑，而且这种影响在短期内往往难以观察到，从而其造成的影响更为严重、持久，不利于公司未来的长远发展，隐蔽性较强。田昆儒等（2014）对 2008 年到 2009 年进行定向增发的公司进行配对，并通过配对后的均值比较和多个变量的回归模型进行检验，研究证明上市公司在定向增发前存在利用盈余管理进行操纵的行为。王允（2016）通过对仁和药业定向增发的案例进行分析研究，发现增发前有明显的做大利润的盈余管理的行为，良好的财务状况可以吸引更多的投资者来募集资金，进行盈余管理后会公司增发后业绩的显著下降、财务指标有明显的恶化。

影响上市公司盈余管理的因素也有很多，如大股东控制、关联方交易等。毛远淑(2011)则研究了定增企业受发行对象不同而采取不同程度的盈余管理，作者通过 2006 年、2007 年对中国证券市场的定增的数据进行实证分析后发现，发行对象为控股股东或者关联方会更容易导致盈余管理行为。胡光悱、徐晓东（2013）通过实证研究对实施增发的 A 股样本进行研究后发现，上市公司在定向增发股票前存在显著的进行盈余管理动机，并且发现企业根据增发新股的对

象选择盈余管理的程度及方向，如果增发对象为子公司上市公司通常会选择进行负的盈余管理，如果增发的对象为机构投资者上市公司会进行正向的盈余管理。章卫东等（2013）以 2006 年到 2010 年间进行增发股票的 535 家 A 股上市公司作为研究样本，对公开增发和定向增发这两种不同的增发方式进行了对比分析，研究发现大股东为了能够在融资过程中获得私利，无论哪种增发方式上市公司在增发前均存在显著的盈余管理行为。上市公司会根据不同的定向增发类型，选择不同的盈余管理方式进行正负向盈余操纵，而公开增发的上市公司则会进行正向的应计盈余管理。孙光国、刘爽等（2015）研究发现上市公司机构投资者持股比例越高，盈余管理程度则越低，两者显著负相关。

综合国内外上市公司关于增发和盈余管理的相关文献，发现在我国上市公司进行股权再融资前有明显的进行盈余管理操纵的现象。两者之间有莫大的联系，他们进行盈余管理主要是为了保证增发的顺利进行，保证满足增发条件，提高增发时的股价。

2.3 文献述评

本章通过以往相关文献综述，发现虽然研究增发盈余管理的文章有很多，研究供应链关系与企业绩效的研究也很多，但是从供应链关系的视角对上市公司增发前盈余管理行为研究的文献至今没有相关的研究，至于盈余管理的研究模型国内的学者对真实盈余管理的研究大多会采用 Roychowdhury 的真实盈余管理模型，以往的学者们对于盈余管理的行为态度也是褒贬不一。

我们对供应链关系、股票增发与盈余管理的相关文献进行了梳理，在了解以往的研究的同时，帮助我们理清文章的思路，找到问题的着手点。供应链关系的比重对上市公司的经营绩效可以产生显著的影响，供应链关系同上市公司之间通过贸易往来，产生经济活动。在上市公司增发股票以前由于一些政策的限制或者由于向外界展示一个良好的业绩状况的需求，会通过自己稳定的供应链关系之间创造真实的贸易往来，从而操纵公司盈余。上市公司与自己的供应链下游客户和上游供应商之间建立稳定的供应链关系可以提升整个供应链的核心竞争力，且上市公司的上下游供应链关系也会为了自己的利益，协助上市公

司增发的顺利完成。由于供应链关系主要是建立在真实的交易活动之上，所以上市公司基于供应链关系的增发的盈余管理行为会倾向于真实活动的盈余管理。与应计盈余管理相比真实盈余管理具有隐蔽性，不容易被外界监管者识别，风险更低更加容易被管理者采用。目前国内学术界对供应链关系和增发之间相互作用的研究相对较为匮乏，综合其他的学者的研究，本文可以通过上市公司公布的财务报表附注的相关供应链关系的数据入手，研究上市公司增发的过程中对盈余管理各个变量的影响程度。

第三章 理论分析与假设提出

3.1 盈余管理的基础理论

3.1.1 盈余管理的概念

盈余管理从最初研究到现在，不断地变化，今天的盈余管理是早期的创造性会计演变而来的，最早提出这个概念的人是 Katherine Shipper（1989）他将盈余管理定义为企业管理者为达到自己的私人利益（满足盈余标准或者展示良好业绩）有目的地对外财务报告进行干预的过程。William R.Scott（1997）在他的著作中提出盈余管理的概念是在一般会计准则允许的范围内企业管理者选择可以帮助自己或企业的价值达到最大化而采取的一些行为。他的研究被认为是选择不同的会计政策造成不一样的经济后果的具体体现。刘峰（2005）认为盈余管理是尽可能的利用现有的会计政策漏洞对利润进行操纵，他认为这种行为并不违反相关会计准则和法律法规。陆正飞（2008）研究了盈余管理产生的经济后果后发现，进行盈余管理其实是一种投机的行为是一种机会主义行为。

研究者对盈余管理的研究着手点不同也会对盈余管理的定义有不同的看法。从经济学的角度来讲，盈余管理是企业管理层在会计准则允许的范围内通过选择会计政策使自身或者企业的市场价值达到最大化的行为；但是对于社会公众和投资者而言，盈余管理是企业管理层为达到私人目的，对财务报告进行有目的的披露管理的行为；总的来说，盈余管理是管理层通过利用政策漏洞或者一些交易行为改变财务报告，主要是为了呈现给投资者财务状况良好的，从而影响投资者决策的一种行为。

3.1.2 盈余管理的特征及手段

因为管理层可以决定选择企业会计政策、决定使用具体的会计方法，所以盈余管理的主体是企业管理层。外部信息使用者往往通过企业财务报告了解企

业的财务状况，但是一些政策法规约定了具体的准入规则，所以企业主要是通过政策的漏洞对财务报告进行相应的调整。在对企业长时间里看，盈余管理的行为主要在于对会计数据披露的影响，可以使企业的实际的利润在不同会计期间的分布发生改变，但是不会影响企业的实际的利润。

盈余管理的手段有两种：会计手段和非会计手段。会计手段是企业在不借助外界帮助的情况下独立进行的盈余管理。主要是通过操纵会计方法的使用造成的，比如改变企业一定会计期间内收入费用的确认时间，应收账款的账务处理，以及资产减值准备的相关处理。1、在会计实务中，企业为了达到自己的目的，在没到达收入确认条件提前确认收入。对本来应该确认的费用推迟确认，从而增加企业的利润。2、企业中不良资产的处置不同也会以影响报告利润，如长期无法收回的账款，挂在账上不予处理，完工后的在建工程不结转成本等，已在减少费用、虚增利润。3、上市公司喜欢通过计提和转回资产减值准备，进行利润平滑。2007 年实施的新会计准则对资产减值准备进行“一经确认，不能转回”的规定，对资产减值准备的操纵起到一定的抑制作用，但是企业仍然可以进行对短期资产减值准备进行操纵的盈余管理。

非会计手段有通过关联方交易、地方政府的支持等。关联方交易的定价方式主要是通过与关联方协商决定，价格取决于交易一方的需要。如：进行异常高于或异常低于市价定价的高购低销活动；通过制造相对较高的利息、较低的利息或零息的资金往来操纵企业的财务费用；通过收取或支付各种高额的期间费用以及不等价交换，比如上市公司低价收购一些盈利水平较高的企业（它们曾经属于国有企业），上市公司为了补偿会卖闲置资产给国有企业；还有一些企业利用债务重组或者其他方式。这些手段造成的结果主要是在上市公司和它的母公司之间进行了利润的转移。

在政策上，由于地方存在保护区域经济的思想，使得地方政府对本土上市公司给予一定的政策支持。目前我国一些上市公司经营业绩并不是很好甚至有些已经连年亏损，有面临被摘牌的危险，地方政府为了保住本土的“上市”壳资源，地方上市资源可以树立好的投资环境，并且可以拉动地方性投资，上市公司可以有效地带动地方经济发展，甚至帮助有的地方政府凸显地方政绩，这

都依赖于地方政府政策上的扶植。主要采用的方式有大额政府补助、对上市公司大幅度的实施税收优惠政策等。

3.2 股权再融资与盈余管理

3.2.1 股权再融资概念界定

股权再融资是资本市场的主要功能之一，同时也是上市公司筹集资金主要采取的重要手段之一。股权融资是指企业的股东出让一部分企业所有权，通过企业资产增加或者增加股票的方式引进新的投资者的融资方式。企业通过股权融资所获得的资金不需要归还本金也不需要付息，但新股东和老股东一起分享企业的赢利与成长。在我国国内股权再融资的方式主要包括增发和配股两种，但是在国外很多学者将股权再融资和增发股票视为一个概念都是 Seasoned Equity Offering，都是上市公司在 IPO 以后再次发行股票进行融资的方式，由于两者概念一直以来都存在争议，所以本文所提到的增发即股权再融资，两者为同一概念。

3.2.2 股权再融资盈余管理的动机

证监会对于配股的发行价格没有特别的政策限制，通常配股价格是采用市场折扣法进行计算的，但是上市公司公开增发股票的价格有明确的限制“发行价格应不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价”。

Collins、Kothari 和 Barth 等人认为投资者主要通过对企业当前财务状况对企业盈利能力和企业价值进行判断。Teoh 等和 Rangan 发现在 SEO 过程中上市公司原有股东通过操纵异常应计利润提高 SEO 前的报告盈余。可见盈余管理在企业股权再融资的过程中普遍存在。对国内文献进行总结后发现，国内学者认为我国增发的政策是上市公司 SEO 前进行盈余管理操纵的行为的直接原因。

准备进行股权再融资（配股或公开增发）的上市公司证监会明确的规定了“发行资格线”，要求上市公司在股权再融资前的收益率必须满足一定的标准才

有实施增发的资格。大部分上市公司是根据证监会确定的“发行资格线”来决定增发实施盈余管理的程度。国内学者蒋义宏 (2003)根据 1996 年我国配股政策的变更,发现我国上市公司的 ROA 集中分布在 10%到 11%证实了我国上市公司存在配股区间的盈余管理行为。肖星和陈小悦 (2000)对上市公司资产收益率进行研究发现净资产收益率 (ROA) 处于 10%到 12%区间内的上市公司有显著的进行利润操纵行为。陆宇建 (2003)研究发现上市公司为了获得配股权将盈余控制在 6%~10%的区间内。可以看出证监会对上市公司发行资格的设定成为上市公司在股权再融资之前实施盈余管理的主要动机。王茂超、干胜道 (2009)发现上市公司在 SEO 前三年及增发当年均存在显著异于零的盈余管理主要是通过调低利润实现。周天芸、曾智敏 (2009)通过对以固定资产投资增长迅速的房地产行业 and 综合类公司的研究发现,上市公司在进行股权再融资 (SEO) 前为了获得更多资金,普遍会进行盈余管理的操纵,他们主要以大规模的调整理论为主要手段。章卫东 (2010)通过与配股和公开增发进行对比后发现证监会并没有明确规定定向增发的盈利水平,这样一来上市公司进行定向增发的程度弹性就相对较高,他指出上市公司在增发前采用盈余管理操纵盈利水平,主要是为了帮助上市公司确定合适的发行价。

3.3 供应链关系相关理论

供应链是由供应商、制造商、分销商、零售商和客户组成的链状或者网状的结构。供应链合作关系 (Supply Chain Partnership) 是指供应链上的两个或两个以上的企业往往他们之间建立的以交易为基础的链条关系,这不同于仅仅依靠市场机制所建立的传统贸易关系。

本文供应链伙伴关系主要是上市公司与自己的上游供应商和下游客户之间的关系。由于企业间存在信息不对称的问题,各个企业自身的能力和资源都是有限的,为了让企业在激烈的竞争中可以脱颖而出,需要通过与上下游的合作企业建立稳定的贸易关系从而弥补自身能力和资源方面的不足。当今市场竞争日益激烈,为了能够提升企业整体绩效,扩大利润和市场的份额,企业大多数会选择与自己的供应链合作伙伴建立稳定的长期的关系。如果不停地更换自己

的合作伙伴，不仅会增加企业的转移成本，而且消耗更多的时间，导致企业的绩效受到影响。供应链合作伙伴之间的因资源而产生的相互依赖的程度是不同的，Gulati（1998）的研究表明，企业拥有越多的资源，越强的与他人合作的能力，它在以后就有越大的可能建立新的合作关系。姜翰等（2008）认为由于合作建立的联盟关系中成员之间进行的投资是关系专用性投资，这种专用投资可以锁定合作伙伴之间的关系，从而增强彼此之间的依赖性，为战略联盟整体带来比较高的绩效。Williamson（1988）认为企业破产和企业的机会主义行为都会影响供应商和客户。Lorenzoni 和 Lipparini（1999）通过实证研究发现在供应链占据领导地位的大公司可以与主要的供应商合作伙伴以信任为基础建立合作关系，有助于降低合作总的生产成本。姜翰、金占明（2008）通过对我国运动用品制造企业进行实证研究，研究发现与合作伙伴建立较好的企业关系与关系价值创造有很大的影响，在关系网中安排特定的关系可以对价值的攫取行为进行防治，另外对基于供应链的价值的联合创造能力有一定的促进作用。供应链关系是在彼此信任的基础上建立的合作关系，杨利军（2010）指出合作双方在长期合作中会建立比较深的信任关系，基于这种深度信任企业会投入大量的专用性资产，随着专用性资产的增多会进一步产生更多的关系租金。供应链中的各个企业的运转目标都是追求自身利益的最大化，Towill（2003）认为当供应链合作伙伴的实力达到一定程度，基于供应链的合作会更加持久和稳定。在供应链关系中，由于每个企业所拥有的资源不尽相同，所以供应链上的企业彼此之间具有相互依存的关系，他们的努力是为了彼此共同的利益。

上市公司与供应商和客户之间长期稳定的合作关系有助于上市公司获得有价值的信息、资源等，进而有利于提高公司日常管理效率。供应链关系与企业的绩效有很强的相关性，企业的发展也离不开上下游供应商和客户。

3.4 提出假设

在会计领域，以往的研究者和学者们都认为上市公司在增发前会进行盈余管理的操纵。如：Shivakumar（2000）Du Charme et al（2004）通过研究发现，上市公司 SEO 前后均存在异常的操纵应计盈余管理行为。后来 Roychowdhury

(2006) Zang (2006) 通过研究证实上市公司在增发的过程中，不仅仅是进行了应计项目的盈余管理，而且同时采用操控真实的交易活动进行盈余管理的操纵。

Graham et al.(2005)通过研究发现公司管理层更喜欢通过对真实活动的操控来达到盈余管理的目的。他认为仅仅是进行应计项目的操纵不一定能使利润达到 SEO 的规定标准，并且相对于应计项目的盈余管理行为，真实活动的盈余管理更不容易被外部审计师、监管机构发现，真实活动的盈余管理更加隐蔽。

Dechow and Sloan (1993)发现上市公司高管往往通过制造真实盈余管理活动(如：减少研发费用)的方法在任期即将结束时增加公司的短期利润。Zang (2012)主要研究了应计盈余管理活动与真实盈余管理活动之间的替代效应，他通过研究发现真实盈余管理越高则应计盈余管理的成本越高，两种盈余管理方式之间有相互替代的作用。王立彦(2010)不认为盈余管理和利润操纵的性质是相同的，他指出利润操纵是违法的，但是盈余管理是合乎法律法规的。以上定义主要存在以下分歧：一是盈余管理运营的范围是否超过会计准则的规定范围；二是盈余管理的手段有没有包括非会计方法，比如交易规划等。

管理当局通过盈余管理能够提高企业在资本市场上积极正面的形象，提高公司的信誉和声誉，增强债权人、供应商和客户等利益相关者对公司经营发展的信心。盈余指标作为公司财务经营业绩的重要组成部分，对公司利益相关者等的决策有很大影响，而公司的盈余管理行为则往往会影响他们对公司经营情况等的判断。管理层可以通过盈余管理对盈余指标进行操纵，进而向市场传递企业发展前景良好的信号(Gunny, 2010)。刘玉蒙(2011)对增发资金使用对公司的业绩影响的研究中，提出上市公司募集资金使用主要集中在增加生产力、投资新的项目、改进技术水平、兼并企业和股权收购。并且大部分上市公司关于增发资金的使用方向均做了科学、充分的论证，实证检验的结果说明募集资金用于投资特定项目对公司业绩有正面影响。上市公司往往通过增发股票获得更多的可用资金，绝大多数上市公司获得更多的资金以后倾向于进行扩大公司现有生产规模。上市公司规模扩大以后，对于客户来说，可能通过销售的操控对盈余产生较大的影响。因此上市公司可能通过进行降低信用标准或者给与销

售折扣的方式来提高当期的利润。例如：在一定期限内提供比较优惠的商品折扣或更加宽松的信用条件，促使消费者或者客户提前购买商品。由于真实活动盈余管理的操纵不容易被监管者发现，大部分上市公司更倾向选择真实经济活动操控盈余。

供应链合作关系 (Supply Chain Partnership) 是指供应链上的两个或两个以上的企业通过购销关系所建立起来的一种的长期贸易关系，所有哦的企业发展都和供应链的上下游的供应商以及客户有密切关系，企业和主要的供应商及客户建立良好的信用合作关系，对企业的发展尤为重要，有融才有通。我国在 2001 年《企业财务会计报告条例》及 2006 年的《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》中，通过报表附注和财务情况说明等内容规定了与重要贸易伙伴之间重大合同和重大交易事项的披露。2005 年修订的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式》第三十三条规定：“公司还应当披露主要供应商、客户情况：介绍公司向前 5 名供应商合计的采购金额占年度采购总额的比例，前 5 名客户销售额合计占公司销售总额的比例。”在 2011 年的修订版中，中国证监会进一步鼓励公司分别披露前五名供应商名称和采购金额，前五名客户名称和销售金额。2012 年 1 月 6 日发行的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 30 号——创业板上市公司年度报告的内容与格式》第二十三条规定也同样对供应链信息披露做出了相关规定。王竹泉 (2010) 研究了渠道管理对企业营运资金的管理绩效的影响。研究发现五个因素对企业的经营活动以及营运资金周转期具有显著影响，这五个因素分别是：客户的集中度、供应商的集中度、客户信用期管理、供应商信用期管理和产品管理。因为如果上下游供应商和客户不是上市公司，他们的财务数据是不对外公布的，因此在文本我们为了衡量供应商与上市公司股权再融资的关系，采用前 5 名供应商采购总金额占公司年度采购资金总额的比例衡量供应商关系，采用前 5 名客户销售总金额占公司年度销售总额的比例来衡量客户关系。

企业存在的目的就是创造价值、追求利益最大化，因而供应链合作关系的目的也是一样的使彼此利益达到最大。由于任何企业都不可能拥有全部的所需资源，所以上市公司与供应商和客户之间长期稳定的合作关系有助于上市公司

获得有价值的信息、资源等，进而有利于提高公司日常管理效率。供应链合作关系不仅是企业的一种关系资本，还是企业重要的战略资源，通过供应链合作企业可以实现价值创造与提升，并且这种合作关系可以为企业创造出超额利润。与供应链合作伙伴建立长期稳定的合作关系可以帮助企业降低企业的交易成本，也可以在长期协作的过程中形成契约关系，帮助企业获得以较低的成本获得稳定的货源，也可以帮助企业为销售商品进行合理的定价，减少库存的。而且这种合作关系越持久，关系双方在未来可能获取的溢价就会越多，彼此达到双赢。

基于这种合作关系的考虑，上市公司有更大的动机会进行盈余管理保证 SEO 的顺利完成，不仅可以为公司融到资金，也可以给自己的上下游供应商和客户展示自己的良好的财务状况，保证长期合作的实现。对于上游供应商来说，自己的客户股权再融资成功，获得了更多的资金，必然会扩大生产规模，或者投资新项目，那么必然会有更大的原材料需求。如果上游供应商协助上市公司进行增发，上市公司又与供应商以折扣价约定购买更多的原材料，这样对供货双方来说都是极为有利的。商人都是唯利是图的，只要对自己有利的事情他们都会做，如果上市公司给与供应商一定的经济回馈，供应商就有很大的动机会协助上市公司股权再融资的顺利完成。如果该上市公司的供应商又是中小企业的话，这又可以帮助中小企业融资难的问题，因为可以与上市公司建立良好稳定的合作关系，说明中小企业财务状况良好。我们通过对以往学者的研究进行梳理发现增发这一行为使上市公司有强烈的动机进行盈余管理，有大的客户和供应商的上市公司相对来说具有较强的盈余管理的动机和条件，供应链关系可以协助上市公司在增发前进行盈余管理操纵，保证增发的顺利完成，基于以上说明我们提出：

假设 1：其他条件相同的条件下，供应商关系对上市公司增发股票的真实盈余管理行为有显著的影响。

对于上市公司的客户也是一样，如果上市公司 SEO 获得更多的资金，产品产量增加，那么如果客户协助上市公司顺利完成股权再融资，可以与上市公司约定以较低的折扣购买大量的产品，同时延长支付购买商品的资金。这样客户也有很大的动机协助上市公司股权再融资的顺利完成，那么客户关系对于盈余

管理的影响也应该也是比较显著的。基于以上说明我们提出：

假设 2：其他条件相同的条件下，客户关系对上市公司增发股票的真实盈余管理行为有显著的影响。

第四章 研究设计

4.1 样本选择和数据来源

由于本文要对上市公司增发前的盈余管理活动，并且我国于 2007 年 1 月 1 日起在上市公司中执行新企业会计准则，所以为了保证财务数据的同质性，本文的选取从 2010 年到 2015 年的上市公司 A 股增发样本，因为我们需要研究上市公司增发前的盈余管理行为，而且研究盈余管理本文采取的数据均为增发前一年的数据，因此主要研究样本公司从 2009 年到 2015 年的财务变化，时间跨度比较长，样本量大，可以得出比较客观的结论。

本文以 2010 年至 2015 年在沪深两地上市的所有 A 股为研究样本一共 16263 家，增发时间以增发开始日为准，按照我国“上市公司行业分类标准”中的行业二级分类法对企业进行行业划分，来研究上市公司供应商和客户在增发前后，对增发上市公司盈余管理的影响，从而验证我们提出的假设。样本数据筛选遵循如下原则进行：

(1) 因为 ST 上市公司的财务状况比较特殊，因此剔除 ST、*ST 公司共 432 家。

(2) 因为其在资产负债结构和投资支出特征上具有特殊性，且银行、证券公司等金融类企业在会计准则、财务结构等方面与普通非金融企业存在较大差异，相关财务指标和数据缺乏可比性。所以剔除金融行业的公司，本文采用二级行业分类，故在处理数据过程中剔除行业代码“4030”的保险行业 30 家，行业代码“4020”的多元金融行业 234 家，行业代码“4010”的银行业公司 96 家，一共删除 360 家。

(3) 由于我们进行修正的琼斯模型进行分析的时候需要除以上市公司前一年的资产总额，进行标准化处理，消除资产规模产生的影响，在这里需剔除公司前一年资产总额缺失或者为 0 的公司一共 324 家。删除销售额和成本为 0 的 44 家。

(4)由于本文需要对上市公司上下游客户及供应商的本期销售额(采购额)占年度销售总额(采购总额)比例进行分析,在数据处理中,我们剔除异常值共4家。

(5)本文需要对样本数据进行行业配对,所以删除样本中行业数小于20的样本,一共72家。

表 4-1 样本筛选

初始样本数	16263
ST、*ST 公司	432
金融行业公司	360
资产总额为 0	324
销售额、成本为 0	44
供应商、客户数据异常	4
行业样本数小于 20	72
最终样本总数	15027
增发样本	1761
配股样本	56

经过筛选后样本数据剩下 15027 条,其中增发的数据 1761 条,配股的数据 56 条。本文研究所选用的股权再融资(增发、配股)公司样本、供应商、客户购销比例来源于国泰安(CSMAR)数据库,财务数据来源于万得(WIND)数据库。本研究的数据处理、分析软件为 EXCEL 和 R 语言。

表 4-2 分年份样本筛选统计(单位:百万)

年份	增发样本	均值	中位数	极小值	极大值	增发募集资金
2010	146	1461	834	211	16500	2145
2011	139	1506	800	93	16015	209332
2012	169	1129	714	46	8058	190872
2013	277	1388	745	52	45713	384368
2014	464	1137	607	20	10500	527411
2015	622	1825	1019	32	29233	1134993

对标记增发前两年的样本,在同行业中资产规模处于增发公司的资产上下 30%但是未增发的上市公司,我们将他们挑选出来作为配对样本,删除了 1842 家不符合条件的公司,这样我们的总样本变成 13185 家。经过处理后的样本更具有研究价值,更加标准。同样的我们也对标记增发前三年开始进行盈余管理的样本做了相同的处理,最后得到增发前三年被标记进行盈余管理的样本

13792 家。

4.2 变量定义

本文实证研究部分主要变量如下：

异常经营现金流 (R_CFO)。公司实际经营现金流量与公司正常经营现金流量的差额，作为真实盈余管理中销售操纵的替代变量。

异常生产成本 (R_PROD)。公司实际生产成本与公司正常生产成本的差额，作为真实盈余管理中生产操纵的替代变量。

异常存货变动额 ($R_ΔINV$)。作为真实盈余管理中存货操纵的替代变量。

异常销售成本 (R_COGS)。作为真实盈余管理中销售成本操纵的替代变量。

异常酌量性费用 (R_DISEXP)。公司实际费用与公司正常费用的差额，作为真实盈余管理中酌量性费用操纵的替代变量。

酌量性费用 ($DISEXP$)。在本文中指代销售费用与管理费用的和，是费用操纵的替代变量。

真实盈余管理 (RM_3)。作为所有真实盈余管理操纵的综合替代变量

对于供应链关系，在已有的关于供应商和客户关系研究的文章中，大多数专家学者选择定量的方法来测量供应商和客户关系，普遍采用“公司前 5 名供应商采购总额占公司年度采购总额的比例”以及“前 5 名客户销售总额占公司年度销售总额的比例”的衡量方式进行替代（张敏，2013）。我国上市公司年报附注在关于供应链关系信息披露方面集中地披露了“前 5 名供应商采购金额合计占公司年度采购总额的比例”以及“前 5 名客户销售金额合计占公司年度销售总额的比例”，所以本文选取两个指标体现供应链关系：

供应商关系 ($Supplier$)。代表前五大供应商采购总额占公司年度采购总额的比例作为供应商关系的替代变量。

客户关系 ($Customer$)。本文借鉴张敏（2012）、王勇（2016）等的研究设计，前五大客户的销售总额占公司年度销售总额的比重作为客户关系的替代变量。

公司规模 ($Size$)。在本文是总资产的自然对数。一般上市公司的规模越大，

其进行盈余管理的范围越广，所受到的政府监管部门、分析师、机构投资者等的监督和关注也会越多，这样增加了公司进行盈余管理的难度和成本。所以规模较大的公司相对于规模较小的公司来说，进行盈余管理的可能性较小。

资产负债率 (*Lever*)。年末负债总额与年末资产总额之比，可用来表示公司的财务杠杆，反映了公司的资本结构和财务风险程度。资产负债率主要是用来评价公司的负债水平。

总资产收益率 (*ROA*)。代表企业的盈利能力，盈利能力强的公司一般效益比较好，进行利润操纵的可能性低，但是对于股权再融资上市公司而言，为了可以满足增发的规定标准，通过盈利能力给投资者展现良好的经营业绩，为了保证增发的顺利完成在财务报表中展示出较高的盈利水平，所以上市公司很有可能进行盈余操纵。本文采用公司的总资产报酬率来衡量盈利能力作为控制变量。

营业收入增长率 (*Growth*)。本年营业收入较上一年的增加额。可以用这一指标代表公司的成长能力。

市净率 (*PB*)。每股股价与每股净资产的比率。市净率可用于股票投资分析，一般来说市净率较低的股票，投资价值较高，反之则投资价值较低。较低的市净率也可以向投资者展示公司的投资价值。

表 4-3 变量一览表

变量名称			变量定义
因变量 (<i>EM</i>)	真实盈余管理 程度	<i>R_CFO</i>	异常经营现金流, 本文是销售操控的替代变量
		<i>R_PROD</i>	异常生产成本, 是主营业务成本与存货变动额的和
		<i>R_COGS</i>	异常销售成本, 销售成本替代变量
		<i>R_ΔINV</i>	异常存货变动额
		<i>R_DISEXP</i>	异常酌量性费用, 本文是费用操纵的替代变量
		<i>RM₁</i>	费用与生产成本的综合变量
		<i>RM₂</i>	费用与经营现金流的综合变量
		<i>RM₃</i>	真实盈余管理的替代变量
自变量 (<i>IV</i>)	供应链关系	<i>supplier</i>	前 5 名供应商采购金额合计占公司年度采购总额的比例
		<i>customer</i>	前 5 名客户销售额合计占公司年度销售总额的比例
		<i>seo2</i>	增发前两年开始实施盈余管理的标记为 1, 没有增发的标记为 0
		<i>seo3</i>	增发前三年开始实施盈余管理的标记为 1, 没有增发的标记为 0
控制变量 (<i>CV</i>)	公司规模	<i>Size</i>	$\ln(\text{assets})$
	负债能力	<i>Lever</i>	资产负债率
	盈利能力	<i>ROA</i>	总资产报酬率
		<i>PB</i>	市净率
	成长能力	<i>growth</i>	营业收入增长率

4.3 研究模型

4.3.1 应计盈余管理模型

以往学者大部分对真实盈余管理的模型都是选用使用修正的 Jones 模型来估计上市公司的盈余管理程度。Kothari 等(2005)的研究发现, 把 *ROA* 加入到修正的 Jones 模型中后, 能够较好的估计应计利润。Roychowdhury 的真实盈余管理模型也是对应计盈余管理模型的延伸。本文研究供应链关系主要采用真实盈余管理模型进行分析, 这里应计盈余管理模型只做借鉴, 并不参与回归分析。

1、总应计利润的计算:

总应计利润等于营业利润减去经营现金流量净额的差额:

$$TA_{i,t} = EBXI_{i,t} - CFO_{i,t} \quad (1)$$

其中: $TA_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的总应计利润; $EBXI_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的营业利润; $CFO_{i,t}$ 代表公司 i 第 t 年的经营活动现金净净流量。

2、可操控性应计利润(Discretionary accruals,DA)的计算:

本文根据修正的 Jones 模型, 不可操控性应计利润(Non-discretionary accruals,NDA)是主营业务收入变动额、应收账款变动额和固定资产的函数, 代表着企业正常的应计利润。我们对不同行业的公司在 2010 到 2015 年的全部样本数据分行业通过模型(2)进行的 OLS 回归得参数 β_1 、 β_2 、 β_3 。并将其带入到公式 (3)可以得出不可操控性应计利润(NDA)的值。所有变量都经过 t-1 年末总资产进行标准化处理, 以消除公司规模差异造成的影响。

$$\frac{TA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Salses_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{NA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = b_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta Salses_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (3)$$

其中: $\Delta Salses_{i,t}$ 代表 i 公司第 t 年营业收入较 t-1 年的增加额; $PPE_{i,t}$ 代表 i 公司第 t 年年末固定资产原值; $TA_{i,t-1}$ 代表 i 公司第 t-1 年的年末总资产, 各变量除以 $Asset_{i,t-1}$ 以消除公司规模造成的影响。

用总应计利润减去可操控性应计利润, 就可以得到异常应计利润或可操纵应计利润 (DA), 操纵性应计利润代表企业盈余管理程度, 即:

$$DA = TA_{i,t} - NA_{i,t} \quad (4)$$

通过方程 (2)、(3)、(4) 我们显然发现 DA 即方程 (2) 的残差 $\mu_{i,t}$, 由于我们对样本数据进行了行业配对, 为了得到较为标准的 DA 的值, 我们在 R 语言中, 对方程 (2) 各变量分行业进行循环回归, 最后得出相应的残差即 DA。

4.3.2 真实盈余管理模型

本文采用横截面数据，对真实盈余管理的分析主要参照 Roychowdhury (2006) 的方法，Roychowdhury 认为真实盈余管理的操控主要包括三个方面：1、放宽销售条件、信用约束、加大折扣力度的销售操控；2、用大量生产产生的规模效应降低生产成本的生产操控；3、减少研发、广告等可操控费用的酌量性费用操控。我们在本文中主要用 R_CFO 、 R_PROD 、 R_COGS 、 $R_ΔINV$ 、 R_DISEXP 这五个指标来衡量这三种操控水平，其中 R_PROD 、 R_COGS 、 $R_ΔINV$ 作为生产操纵的替代变量。各个变量的计算方法如下：

1、异常经营活动现金流净额 R_CFO

我们通过分行业分年份的全样本数据（2010 年-2015 年）对模型（5）进行 OLS 回归，得到参数 β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 的值，将其带入到模型（6）计算出正常经营活动现金流净额 $NCFO$ 的值。

$$\frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$\frac{NCFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + b_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (6)$$

异常经营活动现金流量（ R_CFO ）是公司实际经营现金流量与公司正常经营现金流量的差额，异常经营现金流（ R_CFO ）在本文表示公司进行真实盈余操纵中的销售操纵的程度。

$$R_CFO = \frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \frac{NCFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (7)$$

其中： $CFO_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的实际经营现金净流量； $Asset_{i,t-1}$ 代表 i 公司第 t-1 年的年末总资产； $Sales_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的营业收入； $\Delta Sales_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的营业收入较 t-1 年的增加额； R_CFO 代表 i 公司的异常经营活动现金流量；各变量除以 $Asset_{i,t-1}$ 以消除公司规模造成的影响。

通过对模型（5）、（6）、（7）我们可以发现 R_CFO 是方程（5）的残差，我们将样本数据配对后，对模型（5）进行回归得到的残差即 R_CFO 。

2、异常生产成本 R_PROD 、异常销售成本 R_COGS 、异常存货变动 $R_ΔINV$

在借鉴 Dechow 等人关于盈余与现金流量关系的研究后, Roychowdhury 认为销售产品的成本($COGS$)是当期营业收入的线性函数, 存货的变动额($ΔINV$)是当期的营业收入和营业收入的变动额的线性函数, 他们的关系分别如模型(8)、(9)所示:

$$\frac{COGS_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

异常销售成本 R_COGS 、异常存货变动 $R_ΔINV$ 分别在 R 语言中通过对方程(8)、(9)进行回归以后求得方程的残差即它们的值。

上市公司产品的生产成本($PROD$)是由销售产品成本($COGS$)加上存货变动额($ΔINV$)的和得到的, 于是我们根据以上两个公式的和如模型(10)所示, 来估计产品的生产成本:

$$\begin{aligned} \frac{PROD_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} &= \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \\ &+ \beta_4 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (10)$$

我们对 2010-2015 年的全样本数据进行如模型(10)的 OLS 回归, 得到行业特征参数 b_0 、 b_1 、 b_2 、 b_3 、 b_4 的值, 将其带入模型(11)计算出正常生产成本($NPROD$):

$$\begin{aligned} \frac{NPROD_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} &= b_0 + b_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + b_3 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \\ &+ b_4 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} \end{aligned} \quad (11)$$

在本文中, 异常生产成本(R_PROD)代表公司真实盈余管理操纵中的生产操纵的程度, 异常生产成本的计算公司如下:

$$R_PROD = \frac{PROD_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \frac{NPROD_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (12)$$

其中: $NPROD_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的正常生产成本; $PROD_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的实际生产成本; $COGS_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的销售产品成本; $ΔINV_{i,t}$ 代表 i

公司在 t 年的存货较 $t-1$ 年的增加额，各变量除以 $Asset_{i,t-1}$ 以消除公司规模造成的影响。

本文借用修正的琼斯模型在 R 语言中通过多元线性回归的方式，取回归方程（10）的残差得到 R_PROD 。

3、异常酌量性费用 R_DISEXP

Roychowdhury 认为如果企业进行销售操纵，即通过对客户进行销售折扣或者采用更加宽松的信用条件来增加当年的利润，那么企业财务费用会变的异常大，那么这样将有可能导致我们正常的可操控费用计算模型（13）的残差系数变得异常低。为了规避这种情况，期间费用我们选择滞后销售收入来表示。因此，正常的可操控费用估计模型可以表述为模型（14）。

$$\frac{NDISEXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (13)$$

$$\frac{NDISEXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + b_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} \quad (14)$$

我们将 2010 年到 2015 年上市公司公司全样本数据通过模型(15)进行 OLS 回归以后得出相应的行业特征参数 b_0 、 b_1 、 b_2 的值，并将其带入到模型（14）求出正常可操纵性费用：

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (15)$$

在国外的研究中，酌量性费用除了销售费用、管理费用之外，还包括研发费用以及广告费用，而在国内的相关研究中上市公司并没有单独披露这两个项目，国内的方法是将研发及广告投入汇总到销售费用和管理费用当中，在国内通常选取销售费用和管理费用的和来代替酌量性费用。本文用异常酌量性费用（ R_DISEXP ）代表公司真实盈余管理当中酌量性费用操纵的程度，通过以下公式计算：

$$R_DISEXP = \frac{DISEXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} - \frac{NDISEXP_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} \quad (16)$$

其中： $NDISEXP_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的正常可操控性费用； $DISEXP_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 年的实际可操控性费用；各变量除以 $Asset_{i,t-1}$ 消除公司规模造成的影

响。

变量 R_DISEXP ，在本文的求取方法同 R_CFO 、 R_PROD 是一样的，通过 R 语言回归求得残差值。

由于上市公司通常会选择以上三种盈余管理方式当中的一种甚至几种，所以在本文用指标 RM_1 作为生产和费用的综合替代变量， RM_2 作为经营现金流和费用的综合替代变量， RM_3 来作为真实盈余管理活动程度的综合变量，它的值越大说明真实盈余管理活动的程度越高，计算公式如 (17)、(18)、(19) 所示：

$$RM_1 = R_PROD - R_DISEXP \quad (17)$$

$$RM_2 = -R_PROD - R_DISEXP \quad (18)$$

$$RM_3 = R_PROD - R_CFO - R_DISEXP \quad (19)$$

由于销售操纵主要是进行销售折扣、放宽信用约束条件，每单位销售带来的经营现金净流量会因为销售操纵而减少；大量生产尽管可以使每单位产品成本降低，但由于生产的扩大会导致总体生产成本和存货持有成本增加、销售成本也会增加；酌量性费用往往是减少研发支出、广告费用和日常费用开支等。因此，在扣除不可操控的正常部分后，如果上市公司有进行做大利润的真实盈余管理的操纵，表现为公司将具有比较低的异常现金流量 R_CFO 、更高的异常产品成本 R_PROD 和更低的异常酌量性费用 R_DISEXP ，此综合指标为正，反之为负。

4.3.3 回归模型

本文主要研究供应链客户及供应商在上市公司增发前对上市公司盈余管理行为的影响，增发前通过上文对真实盈余管理模型及相关变量的介绍，在这里建立多元线性回归模型检验供应链关系对上市公司增发行为的影响（主要体现在盈余管理活动上）。

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 \times IV + \alpha_4 \times Size + \alpha_5 \times Lever + \alpha_6 \times ROA + \alpha_7 \times Growth + \alpha_8 \times PB + \varepsilon \quad (20)$$

不同于以往学者的研究，我们要研究了增发行为和供应联关系同时满足是

否对盈余管理产生的影响更加显著，这就需要交乘项。本文主要研究了上市公司在增发前两年进行盈余管理，供应链关系分别对盈余管理程度的影响，从而对比产生比较客观的结论。这里我们引入虚拟变量 *seo* 这个变量与供应商关系和客户关系的交乘项，用来衡量盈余管理行为发生时间，增发前两年开始盈余管理的样本增发前两年、增发前一年均会被标记为 1 否则为 0。

上市公司从增发前两年开始供应链关系开始配合进行盈余管理行为，采用回归模型 (21)，我们用 *seo2*×*supplier* 和 *seo2*×*customer* 分别代表增发与供应商关系同时具备以及增发与客户关系同时具备，用它们来衡量两个关系相互作用是否能产生更强的效果。

$$EM = b_0 + b_1 \times supplier + b_2 \times customer + b_3 \times supplier \times seo2 + b_4 \times customer \times seo2 + b_5 \times Size + b_6 \times Lever + b_7 \times ROA + b_8 \times Growth + b_9 \times PB + \varepsilon \quad (21)$$

4.3.4 稳健性检验模型

上市公司从增发前三年开始供应链关系开始配合进行盈余管理行为，采用回归模型 (22)，在这里增发前三年开始盈余管理的样本增发前三年、增发前两年、增发前一年均会被标记为 1 否则为 0，我们用 *seo3*×*supplier* 和 *seo3*×*customer* 分别代表增发与供应商关系同时具备以及增发与客户关系同时具备，用它们来衡量两个关系相互作用是否能产生更强的效果。

由于营业收入增长率 *growth* 对回归方程 (21) 的各个变量的回归系数都显著为 0，表明 *growth* 这个变量对我们的回归方程的影响非常小，为了使方程结果更加稳健，我们在稳健性检验这块将 *growth* 这一自变量剔除，我们用方程 (22) 检验我们回归方程的稳健性。

$$EM = b_0 + b_1 \times supplier + b_2 \times customer + b_3 \times supplier \times seo3 + b_4 \times customer \times seo3 + b_5 \times Size + b_6 \times Lever + b_7 \times ROA + b_8 \times PB + \varepsilon \quad (22)$$

第五章 实证分析

5.1 相关性分析

实证分析当中我们把 2010-2015 年增发和配股样本都作为增发样本来进行分析, 标记 2010-2015 年进行 SEO 的上市公司 $\text{type}=1$ or 2 , 其中 $\text{type}=1$ 为增发样本, $\text{type}=2$ 为配股样本, 其余的未进行 SEO 的公司 type 标记为 0 , 我们对股权再融资样本增发前两年会进行盈余管理的各个变量做相关系数矩阵, 结果如表 5-1 所示。

我们各个变量之间的相关系数矩阵中可以看出: 对比真实盈余管理的各个单独的指标和综合指标可以看出供应商关系与真实盈余管理的相关程度大于客户关系, 可能是由于供应商相对稳定集中的缘故造成的, 我们从国泰安数据库下载的供应商数据明显多于客户的数据, 表明要么大部分上市公司有大的供应商, 要么就是上市公司前五大客户过于分散以至于接近于 0 。对比 supplier 与各个控制变量之间的相关系数, 均小于 5% , 表明供应商关系这一自变量与其他控制变量之间不存在多重共线性问题; 客户关系 customer 与各个控制变量之间的相关系数最大值 1% 小于 5% , 表明自变量 customer 与控制变量之间也不存在多重共线性问题, 不会对多元回归的结果产生影响。

异常生产成本 R_PROD 与异常酌量性费用 R_DISEXP 、异常现金流量 R_CFO 的系数为负, 表明上市公司会在增加生产的同时通过减少管理费用、销售费用和操控销售来进行盈余管理。

5.2 描述性统计

对标记增发前两年进行盈余管理的公司, 进行行业配对后得到 13185 个符合条件的样本。对这些样本中被标记会进行盈余管理的上市公司 2806 家的应计盈余管理和真实盈余管理的变量进行回归后, 得出相应变量的值进行描述性统计, 结果如表 5-2 所示:

表 5-1 盈余管理各变量相关性矩阵

	DA	R_CFO	R_PROD	R_COGS	R_DISEXP	RM_1	RM_2	RM_3	supplier	customer	size	ROA	growth	lever	PB
DA	1														
R_CFO	-0.7495	1													
R_PROD	0.9034	-0.8621	1												
R_COGS	-0.0045	0.0000	0.0000	1											
R_DISEXP	-0.2938	0.1537	-0.2517	0.8040	1										
RM_1	0.9026	-0.8401	0.9867	-0.1348	-0.4054	1									
RM_2	0.6950	-0.7748	0.7442	-0.5144	-0.7437	0.8277	1								
RM_3	0.8981	-0.8824	0.9884	-0.1169	-0.3752	0.9965	0.8370	1							
supplier	0.0273	-0.0252	0.0190	0.0059	-0.0048	0.0188	0.0201	0.0202	1						
customer	0.0071	-0.0050	-0.0008	-0.0188	-0.0558	0.0086	0.0390	0.0082	0.2717	1					
size	0.1409	0.0666	0.0164	0.0660	0.1766	-0.0141	-0.1580	-0.0225	0.0127	0.0100	1				
ROA	-0.0023	0.0637	-0.0301	0.0350	-0.0038	-0.0278	-0.0406	-0.0339	-0.0679	-0.1015	-0.1554	1			
growth	-0.0015	-0.0028	-0.0019	0.0027	-0.0048	-0.0010	0.0050	-0.0005	-0.0110	-0.0035	-0.0094	0.0119	1		
lever	0.0036	-0.0373	0.0313	0.0375	0.0057	0.0286	0.0215	0.0306	-0.0651	-0.0698	0.2893	-0.2700	0.0228	1	
PB	0.0180	-0.0534	0.0094	-0.0481	-0.1447	0.0331	0.1287	0.0369	0.0122	0.0104	-0.0086	-0.0060	0.0022	0.0008	1

表 5-2 样本 2 各变量描述性统计

	Length	Mean	t_value	sig	Median	Min	Max	SD
DA	2806	0.04	1.07		0.04	-36.92	84.52	1.76
R_CFO	2806	-0.02	-1.41	*	0	-35.52	5.3	0.72
R_PROD	2806	0.08	0.92		0	-71	217.68	4.46
R_COGS	2806	0.9	7.07	***	0.56	-6.64	324.19	6.76
R△INV	2806	0.11	0.95		0.05	-92.69	288.95	5.84
R_DISEXP	2806	0.03	1.94	**	0.01	-4.33	37.76	0.74
RM1	2806	0.05	0.59		0.01	-108.62	217.27	4.72
RM2	2806	-0.01	-0.26		-0.01	-42.92	35.11	1.11
RM3	2806	0.07	0.7		0.01	-113.92	252.79	5.4
supplier	2806	18.28	41.91	***	6.96	0	100	23.1
customer	2806	28.38	63.86	***	22.93	0	100	23.54
size	2806	7.94	329.6	***	7.78	2.89	13.57	1.28
ROA	2806	4.86	28.21	***	4.09	-134.7	267.72	9.13
growth	2806	37.29	2.81	***	14.33	-91.53	36753.2	701.72
lever	2806	49.17	78.53	***	48.38	2.1	825.64	33.17
PB	2806	0.54	0.15		3.24	-10169.4	435.09	193.16

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，* 表示在 10%水平上显著。

表 5-3 中对于真实盈余管理，如果上市公司进行销售操纵，则会采用宽松的信用条件或销售折扣，使每单位销售带来的经营现金净流量减少，表现为更低的异常现金流。我们样本的异常经营现金流 R_CFO 均值为-0.02，在 10%的显著性水平上显著，说明上市公司在增发股票前有通过销售操纵的方式进行真实的盈余管理的行为，极小值-35.52，极大值 5.3 表明大部分上市公司倾向于选择做低经营现金流的方式操纵利润。

如果上市公司操纵生产做大利润，大量生产虽然可以降低单位产品成本，但使总体生产成本与存货持有成本增加，所以表现为更高的异常生产成本。样本异常生产成本 R_PROD 的均值 0.08，标准差 4.46 表明异常生产成本变动比较大、不稳定，且极小值为-71，极大值为 217.68，表明上市公司在增发前倾向于选择做大生产的盈余管理行为。我们异常生产成本是主营业务成本与存货变动额的和，所以如果公司做大生产必然导致主营业务成本和存货变动额增加，描述性统计中 R_COGS 显著异于 0，表明上市公司有操纵销售成本，这往往需

要供应商的协助。

如果上市公司采用操纵酌量性费用操纵盈余，会通过削减研发、广告和日常费用开支等将使酌量性费用减少，表现为更低的酌量性费用。样本的异常酌量性费用 R_DISEXP 的均值为 0.03、中位数 0.01，且在 5% 的显著性水平上显著，表明股权再融资上市公司在增发前有显著的降低酌量性费用的行为。

本文用指标 RM_1 作为生产和费用的综合替代变量，增发前均值为 0.05，且标准差分别为 4.72，表明增发前上市公司有明显的做大生产和降低费用的盈余管理操纵的行为。 RM_3 来作为真实盈余管理活动程度的综合变量，增发前均值为 0.07，且标准差 5.4，表明上市公司增发前该指标波动比较大，上市公司增发前有正向的真实盈余管理操纵的行为。

由于三个样本是我们分别对进行增发的上市公司和未增发的上市公司进行行业配对后得到的，所以上市公司规模指标 $size$ 相对其他控制变量较稳定。 $growth$ 的极大值和极小值相差较大且标准差也比较大，表明样本公司的营业收入增长率分布不均匀。资产负债率 $lever$ 的均值为 49.17%，极大值与极小值差别较大，标准差较大，说明样本公司之间的风险水平存在较大的差异，但总体良好。

5.3 回归结果分析

对进行行业配对的样本 2 的各个盈余管理变量进行回归方程 (21) 的回归后相关自变量和控制变量的系数、 t 值以及显著程度如下表 5-3 和表 5-4 所示：

表 5-3 样本盈余管理回归结果 1

	R_CFO	R_PROD	R_COGS	R_△INV	R_DISEXP
常量	-0.2144*** (-8.889)	-0.1565 (-1.21)	-1.018*** (-4.763)	-0.9775*** (-5.868)	-0.421*** (-18.866)
seo2	-0.0237* (-1.679)	0.1032 (1.363)	0.1653 (1.32)	0.1568 (1.607)	0.0436*** (3.339)
supplier	-0.0002 (-0.948)	0.0004 (0.357)	-0.0002 (-0.129)	0.0004 (0.283)	0.0001 (0.388)
customer	-0.0001 (-0.403)	0.0005 (0.514)	-0.0007 (-0.45)	0.0001 (0.077)	-0.001*** (-5.312)
size	0.0309*** (9.994)	0.0083 (0.501)	0.1893*** (6.907)	0.1273*** (5.96)	0.0605*** (21.141)
ROA	0.0024*** (6.874)	-0.0043** (-2.295)	0.0184*** (5.889)	-0.0020 (-0.803)	0.0002 (0.755)
growth	0.0000 (-0.157)	0.0000 (-0.253)	0.0000 (0.216)	0.0000 (-0.145)	0.0000 (-0.302)
lever	-0.0007*** (-4.829)	0.0019** (2.493)	0.0043*** (3.361)	-0.0007 (-0.675)	-0.0008*** (-5.77)
PB	-0.0002*** (-6.016)	0.0002 (1.04)	-0.0019*** (-5.463)	-0.0001 (-0.372)	-0.0006*** (-16.794)
seo2*supplier	-0.0012*** (-3.074)	0.0069*** (3.32)	0.0114*** (3.292)	0.0089*** (3.316)	0.0002 (0.61)
seo2*customer	0.0008** (2.14)	-0.0055*** (-2.668)	-0.0082** (-2.4)	-0.0076*** (-2.861)	-0.0008** (-2.133)
R ²	0.0165	0.0033	0.0112	0.0050	0.0586
修正 R ²	0.0158	0.0026	0.0105	0.0043	0.0580
F	22.18***	4.405***	15.03***	6.712***	82.09***

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，* 表示在 10%水平上显著。

从样本的回归结果来看，我们的真实盈余管理的单个变量异常经营现金流 R_CFO，对各个自变量的回归系数单个的系数并不显著，但是与虚拟变量 seo2 相乘后，交乘项 seo2×supplier 的系数在 1% 的显著性水平上显著，而 seo2×customer 的系数在 5% 的显著性水平线上显著，表明供应链关系对上市公司异常经营现金流的操纵有显著的影响。对于异常经营活动现金流量的不显著，可能是因为对于大客户而言，需求量是既定的，如果过度加大采购量可能会导致存货的储存、过时或损害等持有成本大幅增加，对未来现金流量产生负面影

响，不利于公司正常的生产经营，从而出于对成本等的考虑，不会过度加大采购量；也有可能是因为过度的销售折扣等行为可能会引起客户的注意，识破公司的盈余管理行为，进而破坏双方的关系。

如果上市公司做大利润必然会有更高的异常生产成本 R_PROD ，由于异常生产成本是销售成本与存货变动额的和，所以更高的异常生产成本导致更高的异常销售成本 R_COGS 和更高的异常存货变动额 $R_ΔINV$ ，三个变量的交乘项也都非常显著，表明上市公司有利于供应链关系进行生产上的操纵，扩大了生产规模导致相应的增加的销售成本和存货成本，这都是上市公司要做大利润的表现，这也证实了我们的假设，供应商关系和客户关系对真实盈余管理有显著的影响。

对于异常酌量性费用 R_DISEXP 与客户的系数在 5% 的显著性水平上显著，且有大客户的公司更倾向于做低异常酌量性费用，交乘项系数变小，表明如果上市公司有增发需求，客户会明显的协助做低酌量性费用，这里证实了我们的假设 2。说明随着客户关系比例的提高，股权再融资上市公司可能会通过过度生产的方式以及降低酌量性费用的方式来做高利润。

表 5-4 样本盈余管理回归结果 2

	RM1	RM2	RM3
常量	0.2644* (1.932)	0.6353*** (18.137)	0.4788*** (3.036)
seo2	0.0596 (0.743)	-0.0199 (-0.971)	0.0833 (0.902)
supplier	0.0003 (0.274)	0.0001 (0.406)	0.0005 (0.383)
customer	0.0014 (1.352)	0.001*** (3.661)	0.0015 (1.235)
size	-0.052*** (-2.973)	-0.091*** (-20.347)	-0.083*** (-4.108)
ROA	-0.0046** (-2.292)	-0.003*** (-5.213)	-0.007*** (-3.04)
growth	0.0000 (-0.19)	0.0000 (0.301)	0.0000 (-0.141)
lever	0.0027*** (3.296)	0.0015*** (7)	0.0034*** (3.6)
PB	0.0008*** (3.72)	0.0008*** (14.839)	0.0011*** (4.149)
seo2*supplier	0.0067*** (3.038)	0.001* (1.728)	0.0079*** (3.107)
seo2*customer	-0.0047** (-2.173)	-0.0001 (-0.114)	-0.0055** (-2.214)
R ²	0.0042	0.0504	0.0056
修正 R ²	0.0035	0.0497	0.0049
F	5.667***	69.99***	7.475***

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，* 表示在 10%水平上显著。

表 5-4 中生产与费用的综合指标 RM₁ 与 seo2×supplier 和 seo2×customer 的回归系数分别在 1%和 5%的显著性水平上显著，证实了我们的假设 1 和假设 2 供应链关系在上市公司增发时对上市公司生产和费用的综合指标有显著的影响，上市公司在增发前有显著的依赖供应链关系进行扩大生产和降低费用的真实盈余管理操纵的性为。真实盈余管理的综合指标 RM₃ 的回归结果单个的自变量的系数不显著，而交乘项非常显著，表明如果上市公司没有增发需求的时候，不会依赖供应链关系进行真实的盈余管理的操纵，但是如果上市公司增发那么

供应链关系会显著的协助上市公司进行真实盈余管理的操纵，有稳定的大的供应商和客户的上市公司更会依赖供应链关系进行盈余管理，稳定的供应链关系可以协助上市公司达到增发的条件。

表 5-3 和表 5-4 中控制变量 size 的回归系数比较显著，表明上市公司规模大的更有可能进行应计和真实盈余管理的操作，上市公司的盈利能力 ROA 较高的公司倾向于真实盈余管理的操作，上市公司的资产负债率 lever 与上市公司的异常生产成本显著正相关与异常经营现金流显著负相关，与 RM3 显著正相关表明上市公司的财务杠杆越大，公司月可能进行正向的盈余管理，公司基于债务契约动机等因素来进行盈余管理的程度就越大，公司的成长能力 growth 与盈余管理的各个变量之间的相关系数均比较小，接近于 0，表明上市公司的成长能力与盈余管理之间的关系不是很显著，于是我们在下文进行稳健性检验的时候将这个控制变量剔除，使模型更加稳健。

综上所述，我们发现供应链关系在上市公司增发前会对上市公司盈余管理产生一定的影响，对比了应计盈余管理和真实盈余管理的各个变量后发现，供应商关系要通过影响上市公司经营现金流、生产和费用操纵的方式，对上市公司盈余管理产生影响；依赖客户关系的盈余管理，不倾向于进行经营现金流的操纵，主要是通过生产和费用操纵。验证了我们的假设供应链关系影响上市公司的应计和真实盈余管理，对比交乘项发现增发和供应链关系同时具备上市公司更会选择真实盈余管理的方式进行利润操纵。单一的供应链关系变量对回归的结果不是很显著，但是交乘项的回归系数比较显著，这也证实了我们的假设。

5.4 稳健性检验结果

对于我们的样本回归模型进行回归分析后发现 growth 的各个变量的回归系数均不显著，且趋于 0，虽然各个方程的回归系数均显示在 1% 的显著性水平显著，但是拟合优度相对有点低，表明我们的控制变量 growth 对该模型意义不大，于是稳健性回归中我们将 growth 变量剔除。为了检验本文结论的可靠性，本文采取了以下两种方法进行稳健性检验：

我们的回归模型样本是样本 2，样本 2 是我们标记 2010-2015 年增发的上市公司在增发前两年开始进行盈余管理的样本，为检验上述回归结果的稳健性，我们又标记增发前三年开始进行盈余管理的样本 3，并对样本进行配对，通过真实盈余管理模型计算盈余管理指标，做方程（22）的回归。对方程（22）的各因变量回归结果如下表 5-5 和表 5-6 所示：

表 5-5 样本 3 回归结果 1

	R_CFO	R_PROD	R_COGS	R_△INV	R_DISEXP
常量	-0.1913*** (-8.429)	-0.1479 (-1.222)	-0.9106*** (-4.552)	-0.863*** (-5.527)	-0.3801*** (-17.812)
seo3	-0.0186 (-1.528)	0.0726 (1.12)	0.193* (1.801)	0.1103 (1.319)	0.0354*** (3.093)
supplier	-0.0002 (-0.954)	0.0003 (0.288)	0.0001 (0.068)	0.0002 (0.19)	0.0001 (0.459)
customer	0 (0.044)	0.0005 (0.48)	-0.0006 (-0.36)	0.0002 (0.166)	-0.0008*** (-4.66)
size	0.0277*** (9.595)	0.0078 (0.505)	0.1764*** (6.945)	0.1131*** (5.702)	0.0555*** (20.488)
ROA	0.0026*** (7.626)	-0.0046** (-2.541)	0.0178*** (6.027)	-0.0021 (-0.895)	0.0002 (0.503)
lever	-0.0007*** (-5.033)	0.0019*** (2.719)	0.0036*** (3.114)	-0.0006 (-0.652)	-0.0008*** (-6.547)
PB	-0.0002*** (-6.124)	0.0002 (1.061)	-0.0019*** (-5.611)	-0.0001 (-0.44)	-0.0006*** (-17.162)
seo3*supplier	-0.0011*** (-2.982)	0.0061*** (3.197)	0.0091*** (2.876)	0.0079*** (3.189)	0.0003 (0.77)
seo3*customer	0.0005 (1.345)	-0.0041** (-2.26)	-0.0071** (-2.338)	-0.0060** (-2.548)	-0.0007** (-2.314)
R ²	0.0164	0.0032	0.0105	0.0043	0.0546
修正 R ²	0.0158	0.0025	0.0099	0.0036	0.0540
F	23.08***	4.45***	14.73***	6.025***	79.68***

注：***表示在 1%水平上显著，**表示在 5%水平上显著，* 表示在 10%水平上显著。

对于真实盈余管理的指标异常经营现金流 R_CFO 的回归结果与 seo3×supplier 在 1% 的显著性水平上显著相关，这与我们的样本 2 回归结果相同，上市公司增发异常经营现金流的操纵往往是依赖供应商关系进行的。前五大供应商关系比例越高，上市公司更有可能进行反向的异常经营现金流的操纵，更

可能出现较低的异常经营现金流。 $seo3 \times supplier$ 与异常生产成本 R_PROD 、异常经营成本 R_COGS 、异常存货变动额 $R_ \Delta INV$ 在 1% 的显著性水平上显著正相关, 客户关系与这几个指标显著负相关, 这与我们的回归模型结论是一致的, 证实了我们的样本 2 是稳健的, 同时也证实了我们的假设 1 和 2。

异常酌量性费用 R_DISEXP 与客户关系在上市公司增发时显著负相关, 结论同我们的回归模型结论一致, 增发前三年进行盈余管理的企业也会通过客户关系, 进行异常低的酌量性费用的操作, 证实了我们的假设 2。

表 5-6 样本 3 回归结果 2

	RM1	RM2	RM3
常量	0.2321* (1.81)	0.5714*** (17.212)	0.4235*** (2.867)
seo3	0.0373 (0.543)	-0.0168 (-0.943)	0.0559 (0.706)
supplier	0.0002 (0.195)	0.0001 (0.357)	0.0004 (0.316)
customer	0.0013 (1.229)	0.0008*** (2.965)	0.0013 (1.06)
size	-0.0478*** (-2.933)	-0.0832*** (-19.729)	-0.0754*** (-4.02)
ROA	-0.0047** (-2.484)	-0.0027*** (-5.537)	-0.0073*** (-3.328)
lever	0.0027*** (3.657)	0.0015*** (7.649)	0.0034*** (3.947)
PB	0.0008*** (3.858)	0.0009*** (15.218)	0.0011*** (4.29)
seo3*supplier	0.0059*** (2.891)	0.0008 (1.544)	0.0069*** (2.968)
seo3*customer	-0.0034* (-1.749)	0.0003 (0.568)	-0.0038* (-1.725)
R^2	0.0042	0.0478	0.0056
修正 R^2	0.0036	0.0471	0.0049
F	5.931***	69.18***	7.845***

注: ***表示在 1% 水平上显著, **表示在 5% 水平上显著, * 表示在 10% 水平上显著。

对于真实盈余管理的三个综合指标 RM_1 、 RM_2 、 RM_3 , 对样本三进行模型 (23) 回归后的结果也与我们的回归模型的结论一致, 上市公司增发前三年进

行盈余管理的这些样本有显著的通过供应链关系进行真实盈余管理的操纵的行为，供应商关系与真实盈余管理的综合指标 RM_3 显著正相关，客户关系与该指标显著负相关，有大的供应商的公司更倾向于进行做大利润的真实盈余管理的操纵。

通过对样本 3 的回归进行分析，检验了我们回归模型的稳健性，我们可以看到本文的主要研究结论基本保持一致，表明本文的实证结论稳健性较强。

第六章 结论与启示

6.1 研究结论

我们以 2010 年-2015 年沪深 A 股上市公司为基础样本,将在期间进行股权再融资的公司与未进行股权再融资但是规模类似的公司进行配对筛选作为研究样本,分别用公司“前 5 名供应商采购金额合计占公司年度采购总额的比例”以及“前 5 名客户销售金额合计占公司年度销售总额的比例”来衡量供应商、客户关系。发现上市公司在股权再融资前存在着显著的真实活动操控行为。通过供应链关系的盈余管理行为,管理者往往通过真实盈余管理的方式达到盈余管理的目标。因为真实盈余管理是建立在创造真实的经济活动的基础上,更具有隐蔽性。我们从供应链关系的视角进行研究,发现供应链关系与上市公司增发的盈余管理存在显著相关的关系。供应商关系显著与真实盈余管理正相关,客户关系显著与真实盈余管理负相关。另外增发这一行为和供应链关系同时具备,上市公司对盈余管理的操纵有明显的增强的效果。

实证研究结果表明:进行增发的上市公司有显著的真实盈余管理的行为。我们通过供应链关系对盈余管理各个变量的回归分析发现上市公司增发前有显著的依赖于供应链关系进行做大生产(做大生产成本、做多销售成本和存货变动成本)、做低酌量性费用、做低经营现金流,进而做大利润的真实盈余管理的行为。而选择对经营现金流进行操纵的盈余管理程度比较弱,可能是因为对于供应商而言,两者的关联性较低,从而两者的相关性不显著;对于客户而言,如果过度加大采购量可能会导致存货的储存、过时或损害等持有成本大幅增加,对未来现金流量产生负面影响,不利于公司正常的生产经营。总体上来讲上市公司增发与供应链关系是显著相关的。

6.2 研究不足

经过本文的研究，我们对进行股票增发的上市公司供应链关系与盈余管理的行为进行相关的分析，本文采用五个真实的单独的盈余管理的指标对盈余管理进行分析，又对盈余管理的综合变量进行回归分析，由于我们对样本进行行业配对，对盈余管理的各个变量进行了分行业的循环回归后计算出来各变量的值，但是由于学术水平的限制，我们未对增发后的相应的关系进行进一步的研究。

另外我们在方法的选取上采用了国外的方法，但是每个国家市场都有不同的特色，所以盈余指标的选取也不一定相同，我们需要进一步对模型进行相关改进，使研究结果更适合我们国家市场行情。

由于国内上市公司很多未披露前五大供应商和客户数据，而且国内关于上市公司供应商和客户的数据披露受限，所以使我们研究的供应链关系的替代变量有限，所以可能会对我们的研究结果产生影响。

对于供应链关系对上市公司增发前盈余管理的研究后我们发现，上市公司的供应链关系在增发前会给予一定的协助，帮助上市公司增发的顺利完成，那么增发以后上市公司和供应链关系会产生什么样的变化还需要进一步探究，这个希望可以在以后的研究中进一步研究探索。由于本文已经将行业配对工作完成，接下来也可以对配对后的样本中同行业增发和没增发的公司分别进行回归，对比盈余管理的程度，也可以对增发后上市公司对供应链回馈的一个影响作进一步的研究。

参考文献

- 【1】 Grittner P. Four Elements of Successful Sourcing Strategies[J]. Management Review, 1996.
- 【2】 Freeman R E E, John McVea. A Stakeholder Approach to Strategic Management[J]. Ssrn Electronic Journal, 2001.
- 【3】 Itzkowitz J. Customers and cash: How relationships affect suppliers' cash holdings[J]. Journal of Corporate Finance, 2013, 19(1):159-180.
- 【4】 Campello M, Gao J. Customer concentration and loan contract terms ☆[J]. Journal of Financial Economics, 2017.
- 【5】 Johnson W C, Kang J K, Masulis R W, et al. Information Revelation along the Supply Chain: The Relationship between Suppliers and Large Customers [C]. Working paper, 2011.
- 【6】 Kutsuna K, Smith J K, Smith R, et al. Supply-chain spillover effects of IPOs ☆[J]. Journal of Banking & Finance, 2016, 64:150-168.
- 【7】 Johnson W C, Kang J K, Masulis R W, et al. Supply Chains and the Interdependence of Supplier-Customer Financing Decisions[J]. Social Science Electronic Publishing, 2015.
- 【8】 Raman K, Shahrur H. Relationship-Specific Investments and Earnings Management: Evidence on Corporate Suppliers and Customers[J]. Accounting Review, 2011, 83(4):1041-1081.
- 【9】 Hui K W, Klasa S, Yeung P E. Corporate suppliers and customers and accounting conservatism ☆[J]. Journal of Accounting & Economics, 2012, 53(1-2):115-135.
- 【10】 Teoh S. H. , Welch and T. J. Wong. Earnings management and the Under-performance of Seasonal Equeity Offerings[J].Journal of Financial Economics,1998,50:63-99.

- 【11】 Rangan S, Sloan R G. Implications of the Integral Approach to Quarterly Reporting for the Post-Earnings-Announcement Drift[J]. Accounting Review, 1998, 73(3):353-371.
- 【12】 Gunny K A. What are the consequences of real earnings management?[J]. Dissertation Abstracts International, Volume: 66-08, Section: A, page: 2992.;Chair: Xiao-Jun Zhang. 2005
- 【13】 Roychowdhury.Earnings nagement hrough Real Activities Manipulation[J]. Journal of Accounting and Economics,2006.,42(3):335-370.
- 【14】 Zang A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management[J].The Accounting Review,2012,87(2):675-703.
- 【15】 Cohen,D. A.,P. Zarowin.Accrual based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings[J].Journal of Accounting and Economics,2010,50(1): 2-19.
- 【16】 Kothari S P, Mizik N, Roychowdhury S. Managing for the Moment: The Role of Earnings Management via Real Activities versus Accruals in SEO Valuation[J]. Social Science Electronic Publishing, 2016, 91:p ágs. 559-586.
- 【17】 Chen, Lee-Young, Kuang-Fu Cheng, Shu-Wei Chih. Earnings management,market discounts nd the performance of private equity placements[J].Journal of Banking & Finance, 2010(34):1922-1923.
- 【18】 Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting & Economics, 2010, 50(1):2-19.
- 【19】 Scott W R. Financial accounting theory[J]. Pearson Schweiz Ag, 1997.
- 【20】 R Gulati, H Singh. The architecture of cooperation: managing coordination uncertainty and interdependence in strategic alliances,1998
- 【21】 OE Williamson. The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets,

Relations, Contracting,1988

- 【22】 Lorenzoni G, Lipparini A. The leveraging of interfirm relationships as a distinctive organizational capability: a longitudinal study[M]// Strategic Management Journal. 1999:317–338.
- 【23】 Towill, D.R., Disney, S.M. The effect of vender managed inventory dynamics on the Bullship Effect. International Journal of Production Economics, 2003, 85(2): 199-215
- 【24】 Dechow P M, Sloan R G, Sweeney A P. Detecting Earnings Management[J]. Accounting Review, 1994, 70(2):193-225.
- 【25】 Gunny K A. The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks *[J]. Contemporary Accounting Research, 2010, 27(3):855–888.
- 【26】 Wuchun Chi,Ling Lei,M. P. .Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?[J].Accounting Horizons,2010,25(2) 315-335.
- 【27】 Kong X.Why are social network transactions important? Evidence based on the concentration of key suppliers and customers in China[J].China Journal of Accounting Research,2011,4(3): 121-133.
- 【28】 Kim.B.,M. Pevzner, L. Lei. .Debt covenant slacks and real earnings management[R].Working Paper,George Mason University ,2010.
- 【29】 Allen, F., A. Babus.Networks in Finance[R].Working Paper, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, 2008
- 【30】 Henry D, Bhuiyan M H U. Real Earnings Management (REM) and Accrual Earnings Management (AEM) Around Seasoned Equity Offerings (SEOs) in Australia and Subsequent Operating Earnings Performance[J]. Ssrn Electronic Journal, 2013.
- 【31】 Shu P G, Chiang S J. Firm size, timing, and earnings management of seasoned equity offerings[J]. International Review of Economics & Finance, 2014,

29(1):177-194.

- 【32】 Baryeh L, Yaari V, Dadalt P. Insider trading and earnings management's influence on seasoned equity offerings (SEOs)?[J]. Journal of Finance & Accountancy, 2012.
- 【33】 Magutu P O, Aduda J, Nyaoga R B. Does Supply Chain Technology Moderate the Relationship between Supply Chain Strategies and Firm Performance? Evidence from Large-Scale Manufacturing Firms in Kenya ☆[J]. International Strategic Management Review, 2015, 3(1 - 2):43-65.
- 【34】 Tan K C, Kannan V R. Supply Chain Management: Supplier Performance and Firm Performance[C]// 1998.
- 【35】 Holcomb M C, Ponomarov S Y, Manrodt K B. The Relationship of Supply Chain Visibility to Firm Performance[J]. Supply Chain Forum An International Journal, 2015, 12(2):32-45(14).
- 【36】 张鸣, 郭思永. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2009(5):80-99.
- 【37】 徐寿福. 上市公司定向增发公告效应及其影响因素研究[J]. 证券市场导报, 2010, 2010(5):65-72.
- 【38】 邓鸣茂. 大股东减持时机与定向增发套利行为研究[J]. 审计与经济研究, 2016, 31(3):73-82.
- 【39】 张伟斌, 刘可. 供应链金融发展能降低中小企业融资约束吗?——基于中小上市公司的实证分析[J]. 经济科学, 2012(3):108-118.
- 【40】 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, 2012(12):81-86.
- 【41】 曹文彬, 马翠香. 基于供应链金融的应收账款融资博弈分析[J]. 商业研究, 2013, 55(3):168-173.
- 【42】 余剑梅. 信贷紧缩下缓解中小企业融资难的思考[J]. 理论视野, 2011(10):50-52.

- 【43】 朱丹. 供应链下游关系与营运资金管理绩效[D]. 中国海洋大学, 2012.
- 【44】 陈正林, 王戡. 供应链集成影响上市公司财务绩效的实证研究[J]. 会计研究, 2014(2):49-56.
- 【45】 王雄元, 高开娟. 客户关系与企业成本粘性:敲竹杠还是合作[J]. 南开管理评论, 2017, 20(1).
- 【46】 李增福, 郑友环, 连玉君. 股权再融资、盈余管理与上市公司业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. 中国管理科学, 2011, 19(2):49-56.
- 【47】 朱朝晖, 丛丽莉. 基于保盈动机的经营活动真实盈余管理研究[J]. 会计之友, 2011(12):27-29.
- 【48】 毛远淑. 我国上市公司定向增发对象与盈余管理关系研究[D]. 浙江工商大学, 2011.
- 【49】 李增福, 黄华林, 连玉君. 股票定向增发、盈余管理与公司的业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. 数理统计与管理, 2012, 31(5):941-950.
- 【50】 胡光怪, 徐晓东. 我国上市公司定向增发新股中的盈余管理研究[J]. 西南民族大学学报(自然科学版), 2013, (04):630-634.
- 【51】 章卫东, 刘珍秀, 孙一帆. 公开增发新股与定向增发新股中盈余管理的比较研究[J]. 当代财经, 2013 (1): 118-128.
- 【52】 田昆儒, 王晓亮. 定向增发、盈余管理与长期股票收益[J]. 财贸研究, 2014(5): 147-156.
- 【53】 章永奎, 刘峰. 盈余管理与审计意见相关性实证研究[J]. 中国会计与财务研究, 2002(1):1-29.
- 【54】 陆正飞, 祝继高, 孙便霞. 盈余管理、会计信息与银行债务契约[J]. 管理世界, 2008(3):152-158.
- 【55】 蒋义宏. 配股资格线的变迁与 ROE 分布的变化——中国上市公司“上有政策, 下有对策”图解[J]. 经济管理, 2003(2):61-67.
- 【56】 陈小悦, 肖星. 配股权与上市公司利润操纵[J]. 经济研究, 2000(1):30-36.

- 【57】 陆宇建. 上市公司盈余管理行为对配股政策反应的实证研究[J]. 中国软科学, 2003(6):47-51.
- 【58】 王茂超, 干胜道. 我国上市公司增发新股前的盈余管理实证研究[J]. 现代管理科学, 2009(11):78-80.
- 【59】 周天芸, 曾智敏. 股权再融资中的盈余管理及其市场反应[J]. 科学决策, 2009(10):53-62.
- 【60】 章卫东. 定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J]. 管理世界, 2010 (1): 54-63.
- 【61】 姜翰, 金占明. 企业间关系强度对关系价值机制影响的实证研究——基于企业间相互依赖性视角. 管理世界, 2008 (12): 114-125.
- 【62】 杨利军. 供应链竞争优势来源的租金分析. 中国流通经济, 2010 (2): 38-41
- 【63】 曾建光, 王立彦. ERP 系统的实施及其盈余质量效应[C] 2011.
- 【64】 刘玉蒙. 增发资金的使用对公司业绩的影响研究[D]. 湖南大学, 2011.
- 【65】 王竹泉, 刘文静, 王兴河, 等. 中国上市公司营运资金管理调查:2007-2008[J]. 会计研究, 2009(9):52-62.
- 【66】 孙光国, 刘爽, 赵健宇. 大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J]. 南开管理评论, 2015, (05):75-84.
- 【67】 曹萌. 供应链整合对企业绩效的影响[D]. 山东财经大学, 2016.
- 【68】 王允. 我国上市公司定向增发对盈余管理的影响研究[D]. 华东理工大学, 2016.

作者在攻读硕士学位期间公开发表的论文

- 【1】 胡怡佳. 承德露露研究报告[J]. 大众投资指南, 2017(3).

致 谢

随着本论文的完成，我的硕士研究生学习生涯也接近尾声。本文是在导师吴建刚的悉心指导下完成的。吴老师对学生亲切热情，对学术有炙热的追求，吴老师在百忙的工作之中抽出时间给予我学术上的指导和帮助，使我从中受益匪浅。吴老师对学生认真负责、治学严谨，他告诉我们如果做研究就做点东西出来，不要只为了完成任务而去敷衍的做一些粗糙的研究，那样是没有任何意义的。吴老师引导我学习 R 语言，让我对统计软件有了深入的认识，虽然刚开始接触有些困难，但是在吴老师的悉心指导下逐渐突破一个个的难关，在研究的过程中又学了门新的软件，让我受益良多。吴老师有敏锐的学术洞察力、能从一些比较新颖的角度切入思考问题，他勇于开拓的精神是我永远学习的榜样。在此，我要向吴老师致以深深的敬意和由衷的感谢。

还要感谢我的父母，他们在生活上给予我很大的支持和鼓励，是他们给予我努力学习的信心和力量，无论我在学习上还是生活中遇到困难，他们都永远在背后默默的支持我。另外我要感谢我的同门，感谢师兄师姐，虽然他们已经离开学校，但是在我遇到学术难关的时候，他们毫不犹豫的想我伸出了援助之手，竭尽所能帮我克服难关，我非常感动，因为有了他们我才能不断进步，在这里我衷心的感谢他们；感谢和我一同学习的同门小伙伴，感谢他们我研究生生活期间给与我生活、学习上的帮助。

感谢母校给予我的一切，感谢众多老师、同学和亲友给予我的帮助与支持，使我顺利完成了硕士研究生阶段的学习。