

大客户盈余管理对供应商企业投资的影响研究

殷 枫, 贾竞岳

(上海对外经贸大学 会计学院, 上海 201620)

[摘要] 供应链信息溢出效应会导致大客户盈余管理对供应商企业投资产生影响。以2010—2015年A股上市公司为样本, 研究发现: 大客户正向盈余管理会导致供应商企业过度投资, 大客户负向盈余管理会导致供应商企业投资不足。进一步研究发现, 当供应商企业与大客户经济联系更强时, 大客户盈余管理对供应商企业投资效率的影响更大; 并且, 当供应商为国有企业时, 大客户正向盈余管理对供应商企业过度投资的影响更大; 当供应商为非国有企业时, 大客户负向盈余管理对供应商企业投资不足的影响更大。最后, 研究表明, 大客户盈余管理会使供应商企业投资与未来业绩的关系减弱。该研究为投资者和监管层理解企业非效率投资行为提供了新的视角。

[关键词] 大客户盈余管理; 信息溢出; 投资过度; 投资不足; 会计信息质量; 企业投资行为; 代理成本; 融资成本

[中图分类号] F239.45 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2017)06-0064-16

一、引言

会计信息质量对企业投资行为的影响一直是会计学研究的重要领域, 大量文献表明, 企业会计信息质量会影响自身的投资决策。例如, 较低的财务信息质量会导致企业股东与管理层的信息不对称, 增加代理成本, 进而导致较低的投资效率; 而高质量的会计信息可以降低代理成本和融资成本, 提高预期和识别投资机会的能力, 从而提高投资效率^[1-8]。近年来, 学者们进一步研究发现, 会计信息不仅会影响企业自身的投资, 也会影响其他企业的投资决策。这方面的文献主要集中在行业内企业会计信息的溢出效应, 例如, Durnev 等研究发现, 竞争对手提供的不实会计信息会诱使同行业公司发生非效率投资^[9]; Beatty 等研究发现, 行业龙头企业的会计欺诈具有传染效应, 会导致同行业公司的过度投资^[10]。

本文将研究视角集中在供应链会计信息的溢出效应, 探讨大客户盈余管理对供应商企业投资的影响。供应商企业的投资决策依赖于对其投资项目的预期收益, 大客户作为供应商企业销售收入的主要来源, 其财务状况成为供应商企业评估投资项目预期收益时的关注目标。赖淑妙以美国上市公司为样本研究发现, 客户企业的盈余重述会影响供应商企业的投资决策, 且供应商企业在客户企业财务重述期间发生了超额投资^[11]。那么在我国, 大客户盈余管理是否会影响供应商企业的投资? 如果是, 影响程度是否会受到供应商与客户经济联系强度以及供应商股权性质的影响? 另外, 大客户盈余管理是否会进一步影响供应商企业投资与未来业绩的关系? 对上述问题我国现有的文献鲜有涉及, 研究明显不足。因此, 本文拟回答上述问题, 探讨我国企业中大客户盈余管理对供应商企业投资行为的影响机理和作用路径。本文研究发现, 大客户正向盈余管理会导致供应商企业过度投资, 大客户负向盈余管理会导致供应商企业投资不足。在供应商与大客户的经济联系更强时, 大客户盈余管理对供应商非效率投资的影响更大。当供应商为国有企业时, 大客户正向盈余管理对供应商企业过度投

[收稿日期] 2016-11-08

[基金项目] 教育部人文社会科学研究青年基金项目(16YJC790126)

[作者简介] 殷枫(1977—), 女, 江苏泰兴人, 上海对外经贸大学教授, 博士, 从事公司财务报告研究; 贾竞岳(1990—), 男, 甘肃嘉峪关人, 上海对外经贸大学硕士研究生, 从事会计信息披露研究。

资的影响更大;当供应商为非国有企业时,大客户负向盈余管理对供应商企业投资不足的影响更大。进一步研究发现,大客户的盈余管理会导致供应商企业投资和未来业绩的关系减弱。

本文可能的贡献在于:(1)深化了供应链信息溢出效应的研究。已有研究发现,客户企业会计信息具有溢出效应,如,公司主要零售商的月度销售报告会对供应商企业的投资回报产生影响^[12],主要客户的股票收益可以帮助预测供应商的未来收益^[13]。本文进一步探讨了大客户盈余管理对供应商企业投资效率的影响,是对供应链信息溢出效应研究的深化。(2)拓展了企业会计信息质量影响其他企业投资行为的研究。现有文献集中在同行业内会计信息的溢出效应,探讨行业内龙头企业的会计信息质量对同行业其他企业投资的影响。与行业内企业会计信息质量影响其他企业投资的机理不同,供应商与客户之间是重要的利益相关者,探讨大客户会计信息质量对供应商企业投资的影响有助于进一步理解企业财务报告质量如何影响供应链企业的资源配置效率,拓展了会计信息质量影响其他企业投资行为的研究视角。(3)本文研究发现,大客户盈余管理会对供应商企业的投资决策产生不利影响,这为投资者和监管层理解企业非效率投资行为提供了新的视角。

二、文献回顾

(一) 行业内会计信息转移

一个企业的会计信息质量不仅会影响自身的投资行为,也会影响其他企业的投资行为^[14]。Bushman 等认为,经理人员能够通过其他公司报告的高边际利润项目来辨别有前景的新的投资机会^[2]。Gigler 通过理论模型推导出,产品市场上不断增加的竞争者产出威胁需要在资本市场上进行可信的信息披露,意味着同行业企业有利的会计信息会导致企业的投资增加^[15]。Kumar 等则通过建立理性预期模型发现,行业内领先者夸大的生产力报告会同行业企业增加投资^[16]。Beatty 等首次实证检验了企业财务欺诈对同行业企业投资行为的影响,发现行业龙头企业的财务欺诈会导致同行业公司过度投资,并且这种效应在较高投资者情绪、较低资本成本及较高私有控制权收益的行业更加明显。另外,行业龙头企业在财务欺诈期间对同行业企业的信息误导,会使同行业公司未来业绩和投资的关系变弱^[10]。

(二) 供应链会计信息溢出效应

供应商和客户在生产经营中相互依赖,它们是彼此重要的利益相关者,这导致供应链企业之间存在信息溢出效应。现有文献主要从以下三个方面对供应链信息溢出效应展开研究的。

第一,供应链信息溢出对普通投资者的影响。Olsen 等研究发现,公司主要零售商的月度销售报告会对供应商股价产生影响^[12]。Cohen 等发现,主要客户的股票收益率可以帮助预测供应商企业的未来收益,如果供应商当前主要客户拥有良好的股票收益率,则可以预见供应商未来一段时间的股价将会上涨,反之亦然^[13]。Hertzel 等进一步发现供应商与客户之间存在风险关联性,如果客户面临破产风险或是其他重大的财务困境,投资者会将客户的财务困境成本部分转移给供应商,导致供应商的股价大幅下调,使供应商为客户的风险买单^[17]。Pandit 等研究结果表明,主要客户企业季度盈余宣告中信息含量越大,供应商企业的股价变动就越大;另外,供应商企业的股价会对主要客户的盈余意外(earnings surprise)和盈余预测修正做出反应^[18]。

第二,供应链信息溢出对证券分析师的影响。Luo 等认为,如果供应商企业和它主要客户的经济联系越紧密,证券分析师越容易同时跟踪供应商企业及其主要客户,即成为供应链分析师;供应链分析师能有效利用供应链企业之间的信息补充,对供应商企业的盈余预测更加准确,这说明供应链分析师有助于克服资本市场中信息的效率低下问题^[19]。Guan 等进一步验证了 Luo 等的观点,发现供应商与客户的经济联系越强,分析师同时跟随供应商和客户的可能性越大;与没有跟随客户的分析师相比,跟随客户的分析师能提供更加准确的盈余预测。另外,如果分析师跟随了客户,则客户盈余消息

的绝对数量与分析师修改对供应商盈余预测的可能性之间的正相关关系更强,且在客户盈余消息宣告后,分析师对供应商企业盈利预测准确性的提升更大^[20]。

第三,供应链信息溢出对公司投资决策的影响。Raman 等研究表明,供应商会利用客户的会计信息进行关系专用性投资决策,客户的盈余管理行为会导致供应商企业关系专用性投资增加^[21]。赖淑妙认为,客户企业的盈余重述不仅导致供应商企业的股价显著下跌,也会影响供应商企业的投资决策。她发现,客户盈余重述之后导致供应商企业研发投入减少、投资效率降低^[11]。Jun-Koo Kang 等检验了客户公司盈余重述对供应商企业的影响,发现如果供应商规模较小,或者与客户的经济联系不太紧密,那么在客户盈余重述后供应商与客户的合作关系更可能终止^[22]。

三、理论分析与研究假说

在完美的市场中,企业会选择预期净现值(NPV)为正的投资项目,以最大化企业价值和股东财富^[23]。企业在评估投资项目的预期收益时,会搜寻大量信息对投资项目进行评估。在供应链各方的契约关系中,契约方通常会利用一家会计信息评价一个企业的业绩,企业的会计信息通常在契约方的经营决策过程中扮演重要角色。我们推断,大客户会计信息对供应商企业投资决策产生影响。首先,由于供应商企业产品的主要销售对象是大客户,供应商通过对反映大客户财务状况和经营成果等的会计信息的分析,可以了解大客户的产品销售状况和行业前景,进而可以判断大客户未来采购供应商企业产品的需求量,以此判断供应商企业自身产品的市场前景和公司发展潜力。因此,大客户会计信息对供应商的投资决策具有重要的参考意义。例如,Bowen 等和 Burgstahler 等通过理论分析认为,公司会通过盈余管理调增利润以便从利益相关者那儿获得更有利的交易条款;调增利润也会影响利益相关者对从合作关系中获益程度的感知,进而影响利益相关者的投资决策^[24-25]。Raman 等的实证研究表明,供应商会利用客户的会计信息进行关系专用性投资决策,客户的盈余管理行为会导致供应商企业关系专用性投资增加^[21]。其次,供应商企业的收入主要来自于大客户,拥有稳定大客户的企业具有更高和更稳定的收益率^[26]。如果大客户财务状况健康、现金流量稳定,与企业有稳定的长期合作,这显然有利于供应商企业营运资金的正常周转并保持较好的流动性。因此,对大客户会计信息的分析有助于帮助供应商识别大客户的偿付能力,以此降低供应商企业应收账款的回款风险,从而保障供应商企业对拟投资项目的资金投入。

基于此,我们认为,大客户的盈余管理会导致投资非效率,具体而言,如果大客户进行调增收入或利润的盈余管理,即发生正向盈余管理,供应商会预期大客户具有较高的销售增长和较好的行业前景,进而高估投资项目的未来盈利能力,发生过度投资。如,赖淑妙发现,供应商企业在客户企业财务重述期间还发生超额投资^[11]。如果大客户进行调减收入或利润的盈余管理,即发生负向盈余管理,供应商会预期大客户具有较低的销售增长率、销售收入下降,进而低估投资项目的未来盈利能力,导致投资不足。因此,本文提出,大客户的盈余管理会导致其供应商做出偏离价值最大化的投资决策。具体而言,大客户的正向盈余管理行为会导致供应商企业过度投资,大客户的负向盈余管理行为会导致供应商企业投资不足。基于上述分析,本文提出如下假说。

H_{1.1}:大客户的正向盈余管理行为会导致供应商企业过度投资。

H_{1.2}:大客户的负向盈余管理行为会导致供应商企业投资不足。

客户向企业投入专用性资本后成为企业广义上的“投资者”,当企业面临破产清算时,他们同样会遭受投资损失。企业与客户关系越密切,两者一荣俱荣、一损俱损的关联性越强^[27]。因此,供应商与客户关系越紧密,意味着客户对供应商企业的影响作用越大。已有文献表明,客户经济联系的强弱程度会影响供应商企业的财务行为,如现金持有、资本结构、融资效率、股利分配、避税行为等^[28-37]。另外,也有研究发现,供应商与客户关系越紧密,证券分析师也更容易同时跟踪客户与供应商企业,因

为这样越能有效利用供应链企业之间的信息补充,提升盈余预测的准确性^[20]。Fee 等进一步认为,客户与其供应商的经济联系越强,供应商越会关注客户未来的盈利前景^[38]。基于上述分析,我们推测,供应商与大客户经济联系更强时,供应商将更多参考客户企业会计信息进行投资决策;如果大客户进行盈余管理,则对供应商企业投资效率的影响会更大,即供应商企业做出的投资决策偏离价值最大化的程度更大。具体而言,供应商企业基于大客户被高估的盈余信息进行投资决策导致过度投资的程度更大,基于大客户被低估的盈余信息进行投资决策导致投资不足的程度更大。基于上述分析,本文提出如下假说。

H_{2.1}:当供应商与大客户经济联系更强时,大客户正向盈余管理对供应商企业过度投资的影响更大。

H_{2.2}:当供应商与大客户经济联系更强时,大客户负向盈余管理对供应商企业投资不足的影响更大。

在中国,不同股权性质的公司面临的融资约束差异较大^[39]。相对于非国有企业,国有企业在财务和政治上能够得到政府更多的支持,例如政府会对国有企业给予财政补贴,银行贷款以及股市融资的支持,业绩下降或者亏损的国有企业更可能从政府那里得到补贴^[40-43]。银行愿意为国有企业提供更多的银行贷款,并且提供更低的贷款利率,制定较少的限制性条款^[44-46]。股票市场监管者同样出于政治考虑而非经济考虑而给予国有企业优先上市的特权,因而,国有控股的特殊性使它受到的融资约束较小^[47,39]。

在国有控股公司,较小的融资约束使得它在融资时预期能够以较低的资本成本筹集所需资金,良好的融资预期为国有企业扩大投资规模提供了资金支持。由于政府官员或政府委派的高管对政治利益的追逐,使得他们有动机通过增加无效率的投资扩大公司规模、增加就业、发展当地经济^[48]。因此,在国有控股公司投资偏离度表现为投资过度^[49]。基于前述分析,大客户正向盈余管理会导致供应商企业过度投资,大客户负向盈余管理行为会导致供应商企业投资不足。当供应商企业为国有企业时,由于面临较低的融资约束,大客户正向盈余管理会导致供应商企业的过度投资程度更大;而当供应商企业为非国有企业时,由于面临较大程度的融资约束,大客户负向盈余管理导致供应商企业投资不足的程度更大。据此,本文提出以下假说。

H_{3.1}:当供应商为国有企业时,大客户正向盈余管理对供应商企业过度投资的影响更大。

H_{3.2}:当供应商为非国有企业时,大客户负向盈余管理对供应商企业投资不足的影响更大。

由于存在信息溢出效应,企业盈余管理常常导致利益相关者的非效率投资。Beatty 等研究发现,行业龙头企业在财务欺诈期间,欺诈的传染效应会导致同行业公司过度投资;过度投资并没有使业绩上升,具体表现为同行业公司未来业绩和投资的关系变弱^[10]。本文推测,供应链上大客户盈余管理行为也存在类似的溢出效应,即大客户低质量的盈余信息会误导供应商企业对产品市场需求和盈利水平的判断,从而做出非效率的投资,这使得投资与企业业绩的关系减弱。因此,本文认为,供应商企业基于大客户低质量会计信息进行的投资与未来业绩的关系较弱。

H₄:大客户企业盈余管理程度越大,供应商企业投资与未来业绩的关系越弱。

四、研究设计

(一) 变量定义

1. 投资效率的衡量

本文借鉴 Richardson 模型来估计投资效率,回归的拟合值是估计的最佳投资水平,未能解释的部分(残差)代表非效率投资。残差大于 0 代表过度投资,残差小于 0 代表投资不足^[50]。使用公式(1)分行业分年度回归,然后将估计所得的回归系数代入公式(1),拟合值与实际值的差额代表非效率投

资,其中,正值代表过度投资,负值代表投资不足。

$$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 INV_{i,t-1} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Return_{i,t-1} + \beta_7 Cash_{i,t-1} + \beta_8 Year + \beta_9 Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$INV_{i,t}$ 为新增投资, $INV_{i,t} = (\text{资本支出} + \text{并购支出} - \text{出售长期资产收入} - \text{折旧}) / \text{总资产}$ 。其中,资本支出为现金流量表(直接法)中的“购建固定资产、无形资产及其他长期资产的支出”项目;并购支出为现金流量表(直接法)中的“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”项目;出售长期资产收入为现金流量表(直接法)中的“处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额”项目,折旧为现金流量表(间接法)中的“当期折旧费用”; $INV_{i,t-1}$ 为上期新增投资;其他变量的定义见表1。

表1 Richardson 投资效率回归模型变量定义

变量	预期符号	变量定义
$INV_{i,t-1}$	+	$t-1$ 年新增投资
$Q_{i,t-1}$	+	$t-1$ 年末 Tobin-Q 值 = (每股价格 × 流通股份数 + 每股净资产 × 非流通股份数 + 负债账面价值) / 总资产账面价值
$Lev_{i,t-1}$	-	$t-1$ 年末的资产负债率
$Age_{i,t-1}$	-	截至 $t-1$ 年末的公司上市年限的自然对数
$Size_{i,t-1}$	+	$t-1$ 年末公司总资产的自然对数
$Return_{i,t-1}$	+	$t-1$ 年 5 月到 t 年 4 月经市场调整后的股票年度回报率 = $\prod (xi + 1) - 1$, 其中, xi = 月度回报率 = [收回投资额 + 全部股利 - (原始投资额 + 全部佣金 + 税款)] / 原始投资额
$Cash_{i,t-1}$	+	$t-1$ 年末现金与总资产的比率

2. 盈余管理的衡量

本文利用 Dechow 等的方法,以修正的 Jones 模型计算可操纵性应计项($ACC_{i,t}$),使用 $ACC_{i,t}$ 衡量大客户盈余管理^[51],并将 $ACC_{i,t}$ 分为大于 0 和小于 0 两组,分别判断大客户正向盈余管理和负向盈余管理。

具体方法为:先应用公式(2)分行业分年度进行回归,然后将估计所得的回归系数代入公式(3),计算可操纵性应计项 $ACC_{i,t}$ 。

$$TA_{i,t}/Asset_{i,t-1} = a_1 \times 1/Asset_{i,t-1} + a_2 \times \Delta REV_{i,t}/Asser_{i,t-1} + a_3 \times PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$ACC_{i,t} = TA_{i,t}/Asset_{i,t-1} - (a_1 \times 1/Asset_{i,t-1} + a_2 \times \Delta REV_{i,t} + REC_{i,t}/Asser_{i,t-1} + a_3 \times PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1}) \quad (3)$$

其中, TA 为总应计项,等于营业利润减去经营活动产生的现金流量; $Asset$ 为资产总额; ΔREV 为销售收入变动额; ΔREC 为应收账款变动额; PPE 为固定资产原值。

3. 控制变量

已有研究表明,公司治理、财务特征等因素会显著影响投资效率^[52-53],因此,本文控制了大股东持股比例、董事长和总经理职能合二为一、独立董事规模等公司治理因素指标和资产规模、盈利能力、现金比率、资产负债率等财务特征指标。此外,我们还控制了行业和年度因素的影响。

另外,供应商公司的盈余质量会对其自身投资决策产生影响,高质量的会计信息能够缓解融资约束、规范项目选择、抑制代理冲突、增强投资机会识别能力,从而抑制企业的过度投资和投资不足行为。高质量的会计信息能通过改善契约和监督,降低道德风险和逆向选择来提高公司投资效率^[8]。因此,本文控制了供应商的会计信息质量。供应商会计信息质量的衡量方法同样采用可操纵应计项:

$$SupACC_{i,t} = TA_{i,t}/Asset_{i,t-1} - (a_1 \times 1/Asset_{i,t-1} + a_2 \times \Delta REV_{i,t} + REC_{i,t}/Asser_{i,t-1} + a_3 \times PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1}) \quad (3.1)$$

本文利用应用公式(2)对供应商样本分年度分行业进行回归,然后将估计所得的回归系数代入公式(3.1),计算可操纵性应计项 $SupACC_{i,t-1}$ 。

(二) 研究样本选择和数据来源

本文研究样本为我国 A 股非金融类上市公司中的供应商-客户企业组合。首先,大客户的确立方法是,根据 A 股非金融类上市公司年报中披露的前五大客户信息,将销售额占该供应商企业当年销售额 10% 以上的客户^①认定为大客户。如果一家企业存在两个及以上大客户的情形,本文选取当期销售额占比最高的大客户作为客户供应商组合的样本。其次,将大客户为 A 股非金融类上市公司的供应商-客户企业组合作为本文的研究样

本。本文研究的时间区间为 2010—2015 年,剔除了数据缺失的观测值,并删除财务数据异常的企业,最终得到测试样本 328 供应商-客户企业组合^②。本文的数据除了客户占供应商销售额比例的数据来自于手工收集外,其他数据均来自 CSMAR 数据库。具体的供应商和大客户按年分布如表 2 所示,样本由 6 年间的 328 个供应商-客户组合构成,其中包含 328 个供应商及其对应的 328 个大客户,样本分布如表 2 所示。

表 2 供应商-客户组合的年度分布

年度	供应商企业	大客户
2010	24	24
2011	52	52
2012	76	76
2013	78	78
2014	37	37
2015	61	61
总计	328	328

(三) 模型设计

为了验证 H_{1.1} 和 H_{1.2}, 本文建立了 logistic 模型(1) 和模型(2), 具体如下:

$$OverEXINV_{i,t} = \alpha + \beta_1 PositiveACC_{j,t-1} + \beta_2 SupPositiveACC_{i,t-1} + \beta_3 TOP_{i,t-1} + \beta_4 Chairman\&GM_{i,t-1} + \beta_5 BOARD_{i,t-1} + \beta_6 OPR_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 CASH_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \beta_{10} Year_t + \beta_{11} Ind_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$UnderEXINV_{i,t} = \alpha + \beta_1 NegativeACC_{j,t-1} + \beta_2 SupNegativeACC_{i,t-1} + \beta_3 TOP_{i,t-1} + \beta_4 Chairman\&GM_{i,t-1} + \beta_5 BOARD_{i,t-1} + \beta_6 OPR_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 CASH_{i,t-1} + \beta_9 LEV_{i,t-1} + \beta_{10} Year_t + \beta_{11} Ind_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中 $OverEXINV_{i,t}$ 、 $UnderEXINV_{i,t}$ 为二值变量。在模型(1) 中,当供应商过度投资时, $OverEXINV_{i,t}$ 取 1, 否则取 0。在模型(2) 中,当供应商投资不足时, $UnderEXINV_{i,t}$ 取 1, 否则取 0。模型中的变量定义如表 3 所示。如果模型(1) 中 β_1 显著为正,说明大客户正向盈余管理的程度越大,供应商过度投资的可能性越大, H_{1.1} 成立;如果模型(2) 中 β_1 显著为正,说明大客户负向盈余管理的程度越大,供应商企业投资不足的可能性越大, H_{1.2} 成立。

为了验证 H₂, 本文建立了模型(3) 和模型(4):

$$OverEXINV_{i,t} = \alpha + \beta_1 PositiveACC_{j,t-1} + \beta_2 DEP_{i,t-1} + \beta_3 PositiveACC_{j,t-1} \times DEP_{i,t-1} + \beta_4 SupPositiveACC_{i,t-1} + \beta_5 TOP_{i,t-1} + \beta_6 Chairman\&GM_{i,t-1} + \beta_7 BOARD_{i,t-1} + \beta_8 OPR_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} CASH_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$UnderEXINV_{i,t} = \alpha + \beta_1 NegativeACC_{j,t-1} + \beta_2 DEP_{i,t-1} + \beta_3 NegativeACC_{j,t-1} \times DEP_{i,t-1} + \beta_4 SupNegativeACC_{i,t-1} + \beta_5 TOP_{i,t-1} + \beta_6 Chairman\&GM_{i,t-1} + \beta_7 BOARD_{i,t-1} + \beta_8 OPR_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} CASH_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中, $DEP_{i,t-1}$ 表示来自某一大客户的销售额占供应商当年销售额的比例,由于本文选取的大客户衡量指标是前五大客户中销售收入占比在 10% 以上的客户,因此 $DEP_{i,t-1}$ 的取值范围为 10%—100%,采用 $DEP_{i,t-1}$ 衡量供应商与大客户的经济联系强度。 $PositiveACC_{j,t-1} \times DEP_{i,t-1}$ 为大客户正向盈余管理和供应商与大客户经济联系强度的交互项, $NegativeACC_{j,t-1} \times DEP_{i,t-1}$ 为大客户负向盈余管

①本文参照美国 SEC 的做法,占公司 10% 销售额以上的单一客户称为主要客户。

②2010 年以前 A 股自愿披露客户具体信息(包括名称和销售额)的企业非常少,其中,我们能够找到大客户也为上市公司的企业更少。2010 年以后, A 股披露客户具体信息的企业逐渐变多,因此,我们选择了 2010—2015 年数据。

理和供应商与大客户经济联系强度的交互项。如果模型(3)中 β_3 显著为正,则说明当企业与大客户的经济联系更强时,大客户正向盈余管理对供应商过度投资影响更大;如果模型(4)中 β_3 显著为正,则说明当供应商与大客户经济联系更强时,大客户负向盈余管理会导致供应商投资不足更加严重。

表3 变量定义

变量名	变量含义	变量说明
$OverEXINV_{i,t}$	过度投资	二值变量,(实际新增投资-合理新增投资)大于0时,等于1,否则为0
$UnderEXINV_{i,t}$	投资不足	二值变量,(实际新增投资-合理新增投资)小于0时,等于1,否则为0
$AbsACC_{j,t-1}$	大客户盈余管理	大客户可操纵性应计项的绝对值,即不区分正向管理和负向管理,仅考虑盈余管理的程度
$CFO_{j,t+n}$	经营活动现金流量	(供应商 <i>t+i</i> 期经营活动现金流/供应商 <i>t+i</i> 期总资产),衡量供应商未来业绩
$PositiveACC_{j,t-1}$	大客户正向盈余管理	大客户可操纵性应计项大于0,等于大客户可操纵性应计项
$NegativeACC_{j,t-1}$	大客户负向盈余管理	大客户可操纵性应计项小于0时,等于大客户可操纵性应计项的绝对值
$NATURE_i$	国有控股股权	国有企业取值1,非国有企业取值0
$PRIVATE_i$	非国有控股股权	非国有企业取值1,国有企业取值0
$PositiveACC_{j,t-1} \times NATURE_i$	大客户正向盈余管理 × 国有股权	
$NegativeACC_{j,t-1} \times PRIVATE_i$	大客户负向盈余管理 × 非国有股权	
$DEP_{i,t-1}$	企业与大客户经济联系强度	来自某一大客户的销售额占供应商当年销售额的比例
$PositiveACC_{j,t-1} \times DEP_{i,t-1}$	大客户正向盈余管理 × 企业与大客户经济联系	
$NegativeACC_{j,t-1} \times DEP_{i,t-1}$	大客户负向盈余管理 × 企业与大客户经济联系	
$AbsSupACC_{i,t-1}$	盈余管理	供应商可操纵性应计项的绝对值
$SupPositiveACC_{i,t-1}$	正向盈余管理	供应商可操纵性应计项大于0时,等于供应商可操纵性应计项
$SupNegativeACC_{i,t-1}$	负向盈余管理	供应商可操纵性应计项小于0时,等于供应商可操纵性应计项的绝对值
$TOP_{i,t-1}$	第一大股东持股比例	第一大股东持股比例
$Chairman\&GM_{i,t-1}$	董事长和总经理职能是否合二为一	董事长和总经理职能重合,拥有凌驾于董事会的契约拟定权,管理层权力更大,两职合一取值1,两职分离取值0
$BOARD_{i,t-1}$	董事会规模	董事会人数的自然对数
$OPR_{i,t-1}$	营业利润率	营业利润/营业收入
$SIZE_{i,t-1}$	企业规模	<i>t-1</i> 年末公司总资产的自然对数
$CASH_{i,t-1}$	现金比率	<i>t-1</i> 年末(货币资金+交易性金融资产)/流动负债
$LEV_{i,t-1}$	资产负债率	<i>t-1</i> 年末的资产负债率
$MTB_{i,t-1}$	市账比	<i>t-1</i> 年末市账比=市场价值/总资产=(期末股价×发行在外股数)/总资产
$Year$	年度变量	共有5个二值变量,从2011年起,在 <i>t</i> 年为1,否则为0
Ind	行业变量	分为8个行业,分别为制造业、软件、能源、运输业、建筑业、医药、商贸、农业;设置七个虚拟变量,在该行业为1,否则为0

为了验证 H₃,本文建立了以下模型(5)和模型(6):

$$OverEXINV_{i,t} = \alpha + \beta_1 PositiveACC_{j,t-1} + \beta_2 NATURE_i + \beta_3 PositiveACC_{j,t-1} \times NATURE_i + \beta_4 SupPositiveACC_{i,t-1} + \beta_5 TOP_{i,t-1} + \beta_6 Chairman\&GM_{i,t-1} + \beta_7 BOARD_{i,t-1} + \beta_8 OPR_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} CASH_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$UnderEXINV_{i,t} = \alpha + \beta_1 NegativeACC_{j,t-1} + \beta_2 PRIVATE_i + \beta_3 NegativeACC_{j,t-1} \times PRIVATE_i + \beta_4 SupPositiveACC_{i,t-1} + \beta_5 TOP_{i,t-1} + \beta_6 Chairman\&GM_{i,t-1} + \beta_7 BOARD_{i,t-1} + \beta_8 OPR_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} CASH_{i,t-1} + \beta_{11} LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

模型(5)中 $NATURE_i$ 为供应商的股权性质, $PositiveACC_{j,t-1} \times NATURE_i$ 为大客户正向盈余管理和供应商企业股权性质的交互项,如果交互项 $PositiveACC_{j,t-1} \times NATURE_i$ 的系数 β_3 显著为正,则说明当供应商为国有企业时,大客户正向盈余管理会导致供应商过度投资的可能性更大。模型(6)中 $PRIVATE_i$ 为供应商的股权性质,如果交互项 $NegativeACC_{j,t-1} \times PRIVATE_i$ 的系数 β_3 显著为正,则说明当供应商为非国有企业时,大客户负向盈余管理会导致供应商投资不足的可能性更大。^①

Beatty 等研究发现,在行业内龙头企业财务欺诈后的期间内,其同行业公司的未来业绩关系会受非效率投资的负面影响^[10]。本文借鉴 Beatty 等的做法,以经营活动现金流衡量企业的未来业绩。

为了验证 H_4 ,本文建立了以下模型(7):

$$CFO_{i,t+n} = \alpha + \beta_1 INV_{i,t} + \beta_2 AbsACC_{j,t-1} + \beta_3 AbsACC_{j,t-1} \times Inv_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

模型(7)中, $AbsACC_{j,t-1} \times Inv_{i,t}$ 为大客户盈余管理和企业投资的交互项, $MTB_{i,t-1}$ 为市账比。如果交互项系数 β_3 显著为负,则说明在大客户盈余管理程度越大,企业未来业绩和投资的关系越弱。

(四) 描述性统计

表4报告了各变量的描述性统计。供应商企业过度投资的均值为0.4,标准差为0.14;供应商企业投资不足的均值为0.33,标准差为0.05,这说明过度投资较投资不足的供应商企业之间投资差别较大。大客户正向盈余管理均值0.05,标准差为0.05;大客户负向盈余管理均值为0.07,标准差为0.08。可见,与正向盈余管理大客户相比,负向盈余管理的大客户调减收入的程度更大,且在不同公司之间盈余管理的差别较大。大客户销售占供应商企业销售收入的均值为23%,说明供应商企业对大客户具有较高的经济依赖度。另外,从其他控制变量的均值来看,第一大股东持股比例均值为34.12%,董事长和总经理职能合二为一均值为0.26,营业利润率均值为0.09,董事会规模均值为2.14,企业规模均值为20.39,供应商企业现金比率和资产负债率分别为0.26和0.39;从标准差来看,各控制变量存在一定程度的差异,供应商企业的投资行为可能会受到这种差异的影响。

表4 主要变量描述性统计

Variable	Obs	Mean	Std.	Min	Max
OverEXINV _{i,t}	124	0.40	0.14	0.00	1.00
UnderEXINV _{i,t}	204	0.33	0.05	0.00	1.00
AbsACC _{j,t-1}	328	0.06	0.09	0.01	0.25
PositiveACC _{j,t-1}	157	0.05	0.05	0.01	0.25
NegativeACC _{j,t-1}	171	0.07	0.08	0.02	0.35
NATURE _i	328	0.34	0.47	0.00	1.00
DEP _{i,t-1}	328	0.23	0.15	0.10	0.89
SupPositiveACC _{i,t-1}	328	0.07	0.03	0.002	0.87
SupNegativeACC _{i,t-1}	328	-0.09	0.48	-0.28	-0.00
TOP _{i,t-1}	328	34.12	1.28	7.18	78.84
Chairman_GM _{i,t-1}	328	0.26	0.44	0.00	1.00
BOARD _{i,t-1}	328	2.14	0.21	0.00	2.71
OPR _{i,t-1}	328	0.09	0.19	-1.19	0.69
SIZE _{i,t-1}	328	20.39	1.26	15.69	26.22
CASH _{i,t-1}	328	0.26	0.20	0.01	0.85
LEV _{i,t-1}	328	0.39	0.32	0.01	0.78

^①NATURE 和 PRIVATE 分别在模型(5)和模型(6)中代表股权性质。在两个模型中用不同的变量来衡量股权性质,主要是基于以下考虑:模型中有调节变量且调节变量为0-1变量时,一般都考察增量即调节变量为1时,自变量的系数有无增加或减少。模型(5)需要考察调节变量 NATURE 为1,即股权性质是国有企业时,自变量系数的增减;模型(6)需要考察调节变量 PRIVATE 为1,即股权性质是非国有企业时,自变量系数的增减;因此,我们采用不同的变量来衡量模型(5)和模型(6)中的股权性质。

表5 Pearson相关性系数

	$OverEXINV_{i,t}$	$UnderEXINV_{i,t}$	$PositiveACC_{j,t-1}$	$NegativeACC_{j,t-1}$	$SupPositiveACC_{i,t-1}$	$SupNegativeACC_{i,t-1}$	$TOP_{i,t-1}$	$Chairman\&GM_{i,t-1}$	$BOARD_{i,t-1}$	$OPR_{i,t-1}$	$SIZE_{i,t-1}$	$CASH_{i,t-1}$	$LEV_{i,t-1}$
$OverEXINV_{i,t}$	1												
$UnderEXINV_{i,t}$	0.004	1											
$PositiveACC_{j,t-1}$	0.079**	-0.006	1										
$NegativeACC_{j,t-1}$	0.003	0.124**	0.005	1									
$SupPositiveACC_{i,t-1}$	0.115***	-0.006	0.037*	-0.005	1								
$SupNegativeACC_{i,t-1}$	0.005	0.145***	0.006	0.027*	0.001	1							
$TOP_{i,t-1}$	-0.118*	-0.126*	0.184	0.172	-0.053*	-0.049*	1						
$Chairman\&GM_{i,t-1}$	0.028*	0.024*	0.013	0.016	0.042*	0.037**	0.221**	1					
$BOARD_{i,t-1}$	-0.015***	-0.028***	0.089	0.083	-0.115**	-0.118**	0.163**	0.345***	1				
$OPR_{i,t-1}$	0.026*	-0.021*	0.076	0.074	0.082**	0.088**	0.073**	0.076**	0.094**	1			
$SIZE_{i,t-1}$	0.085**	-0.076**	-0.086	-0.076	-0.079**	-0.078**	-0.069**	-0.080**	-0.072**	-0.063**	1		
$CASH_{i,t-1}$	0.042**	-0.029**	0.024	0.023	0.044**	0.048**	-0.016	-0.017	-0.019	0.129**	-0.045***	1	
$LEV_{i,t-1}$	0.042*	0.033*	0.016	0.017	0.044*	0.041*	-0.018	-0.022	-0.037	0.052*	0.063***	-0.124***	1

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著。

(五) 相关性分析

从表 5 中我们可以看出,企业过度投资 ($OverEXINV_{i,t}$) 与大客户正向盈余管理 ($PositiveACC_{j,t-1}$) 显著正相关,这初步说明大客户进行正向盈余管理的程度越高,企业越容易过度投资。另外,企业过度投资 ($OverEXINV_{i,t}$) 与企业自身正向盈余管理 ($SupPositiveACC_{i,t-1}$) 显著正相关,第一大股东持股比例、董事会规模与企业过度投资显著负相关,而董事长和总经理职能合二为一、营业利润率、企业规模、现金比率、资产负债率与企业过度投资显著正相关。同时,我们发现,企业投资不足 ($UnderEXINV_{i,t}$) 与大客户负向盈余管理 ($NegativeACC_{j,t-1}$) 显著正相关,这初步说明大客户进行负向盈余管理的程度越高,企业越容易发生投资不足。另外,企业投资不足 ($UnderEXINV_{i,t}$) 与企业负向盈余管理 ($SupNegativeACC_{i,t-1}$) 显著正相关,第一大股东持股比例、董事会规模、营业利润率、企业规模、现金比率与企业投资不足显著负相关,而资产负债率、董事长和总经理职能合二为一与企业投资不足显著正相关。

五、实证结果与分析

为检验大客户盈余管理是否对供应商投资行为产生影响,本文将样本分为大客户正向盈余管理组和大客户负向盈余管理组。为确定采用固定效应模型还是随机效应模型,本文在 logistic 回归前进行了 Hausman 检验。Hausman 检验的结果表明:P 值为 0.7772,该值大于 0.1,不拒绝原假设;这表明个体效应和解释变量是不相关的,说明样本数据的未解释部分的个体差异性较大,适宜采用随机效应模型。

为了检验 H_1 至 H_3 ,本文分别对模型(1)—模型(6)进行了 logistic 回归,回归结果如表 6 所示。

(一) 大客户盈余管理与供应商投资效率影响的实证结果

本文采用 logistic 模型对模型(1)进行回归分析,检验大客户正向盈余管理和供应商过度投资之间的关系,回归结果如表 6 Panel A所示。可以看出, $PositiveACC_{j,t-1}$ 系数为正且在 5%水平上显著,即大客户正向盈余管理程度越大,供应商越有可能发生过度投资。这说明供应链上大客户正向盈余管理会产生信息溢出效应,导致供应商过度投资,即 $H_{1,1}$ 成立。另外, $SupPositiveACC_{i,t-1}$ 系数为正且在 1%水平上显著,说明供应商企业正向盈余管理与自身过度投资正相关,意味着低质量会计信息不利于改善契约和监督,增加契约各方间道德风险和逆向选择,从而增加过度投资,这与李青原的研究结论相符^[8]。此外董事长和总经理职能是否合二为一变量 $Chairman_GM_{i,t-1}$ 系数为正且在 5%水平上显著,说明董事长和总经理职能合二为一会导致公司的过度投资行为,这与刘慧龙等的研究结论相一致^[53]。

本文采用 logistic 模型对模型(2)进行回归分析,检验大客户负向盈余管理和供应商投资不足之间的关系,回归结果如表 6 Panel B所示。可以看出, $NegativeACC_{j,t-1}$ 系数为正且在 1%水平上显著,即大客户负向盈余管理程度越大,供应商越有可能发生投资不足。这说明供应链上大客户的负向盈余管理会产生信息溢出效应,导致供应商投资不足,即 $H_{1,2}$ 成立。另外, $SupNegativeACC_{i,t-1}$ 系数为正且在 5%水平上显著,说明供应商企业向下盈余管理与自身投资不足呈显著正相关,意味着低质量会计信息不利于改善契约和监督,增加契约各方间道德风险和逆向选择,从而导致投资不足,这与李青原的研究结论相符^[8]。另外董事长和总经理职能是否合二为一变量 $Chairman_GM_{i,t-1}$ 系数为正且在 5%水平上显著,这

说明董事长和总经理职能合二为一会导致投资不足,这与刘慧龙等的研究结论一致^[53]。

表 6 大客户盈余管理与供应商非效率投资 logistic 回归结果

	假设 1		假设 2		假设 3	
	Panel A	Panel B	Panel C	Panel D	Panel E	Panel F
	<i>OverEXINV_{i,t}</i>	<i>UnderEXINV_{i,t}</i>	<i>OverEXINV_{i,t}</i>	<i>UnderEXINV_{i,t}</i>	<i>OverEXINV_{i,t}</i>	<i>UnderEXINV_{i,t}</i>
<i>PositiveACC_{j,t-1}</i>	0.796 ** (2.43)		0.814 ** (2.48)		0.918 ** (2.45)	
<i>NegativeACC_{j,t-1}</i>		1.443 *** (2.65)		1.256 *** (3.52)		1.118 *** (3.95)
<i>DEP_{i,t-1}</i>			0.047 (0.73)	0.043 (0.82)		
<i>PositiveACC_{j,t-1} × DEP_{i,t-1}</i>			1.118 *** (4.36)			
<i>NegativeACC_{j,t-1} × DEP_{i,t-1}</i>				1.393 *** (3.42)		
<i>NATURE_i</i>					0.015 (0.66)	
<i>PRVATE_i</i>						0.083 (0.49)
<i>PositiveACC_{j,t-1} × NATURE_i</i>					1.132 *** (4.78)	
<i>NegativeACC_{j,t-1} × PRIVATE_i</i>						1.319 ** (4.27)
<i>SupPositiveACC_{i,t-1}</i>	1.151 *** (3.41)		1.158 *** (3.47)		1.141 *** (3.79)	
<i>SupNegativeACC_{i,t-1}</i>		1.641 ** (2.22)		1.263 ** (2.45)		0.998 *** (2.67)
<i>TOP_{i,t-1}</i>	-1.512 ** (-2.09)	-0.418 (-0.31)	-1.553 ** (-2.39)	-0.325 (-0.97)	-0.079 ** (-2.36)	-0.334 (-0.79)
<i>Chairman_GM_{i,t-1}</i>	0.417 ** (2.29)	0.259 ** (2.33)	0.419 ** (2.31)	0.263 ** (2.49)	0.421 ** (2.36)	0.266 ** (2.52)
<i>BOARD_{i,t-1}</i>	-0.549 *** (-6.41)	-0.347 *** (-6.29)	-0.613 *** (-6.59)	-0.306 *** (-7.42)	-0.519 *** (-6.53)	-0.303 *** (-5.49)
<i>OPR_{i,t-1}</i>	0.213 ** (2.31)	-0.506 ** (-2.42)	0.214 ** (2.37)	-0.719 ** (-2.28)	0.207 ** (2.33)	-0.684 ** (-2.53)
<i>SIZE_{i,t-1}</i>	0.215 *** (3.81)	-0.179 *** (-2.77)	0.273 *** (3.99)	-0.204 ** (-2.38)	0.246 *** (3.66)	-0.231 ** (-2.42)
<i>CASH_{i,t-1}</i>	0.126 *** (4.72)	-0.337 *** (-4.24)	0.171 *** (5.37)	-0.337 *** (-4.21)	0.145 *** (5.19)	-0.336 *** (-4.47)
<i>LEV_{i,t-1}</i>	0.318 ** (2.23)	0.844 *** (2.98)	0.316 ** (2.45)	0.808 ** (2.44)	0.293 ** (2.45)	0.847 ** (2.43)
<i>_cons</i>	-5.849 (-0.91)	6.881 (1.11)	-6.272 * (-1.93)	7.087 (1.17)	-6.453 * (-1.87)	7.717 * (1.88)
Ind. & Year	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>	<i>control</i>
Adjusted R ²	0.18	0.17	0.20	0.21	0.19	0.18
N	157	171	157	171	157	171

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。回归系数下括号中数值为 Z 值。

(二) 供应商与大客户经济联系强度对大客户盈余管理与供应商投资效率关系影响的实证结果

表 6 Panel C 和 Panel D 列示了供应商与大客户经济联系强度对大客户盈余管理与供应商投资效率关系影响的实证结果。Panel C 中, *PositiveACC_{j,t-1}* 系数仍然为正且在 5% 水平上显著, 这与 Panel A 的结论一致; *PositiveACC_{j,t-1} × DEP_{i,t-1}* 系数为正且在 1% 水平上显著, 说明当供应商与大客户的经济联系更强时, 大客户正向盈余管理程度与供应商企业过度投资可能性的正相关关系越强。这是因为, 与大客户的经济联系更强时, 供应商将更多参考客户企业会计信息进行投资决策, 因此, 供应商基于大客户被高估盈余信息做出的投资决策偏离价值最大化的程度更大, 大客户正向盈余管理对供应商的过度投资影响更大, 即 H_{2,1} 成立。Panel D 中, *NegativeACC_{j,t-1}* 系数仍然为正且在 1% 水平上显著, 这与 Panel B 的结论一致; *NegativeACC_{j,t-1} × DEP_{i,t-1}* 系数为正且在 1% 水平上显著, 说明当供应商与大客户的经济联系较强时, 供应商将更多参考客户企业会计信息进行投资决策, 因此, 供应商基于大客户被低估的盈余信息做出的投资决策偏离价值最大化的程度更大, 大客户负向盈余管理对供应商的投资不足影响更大, 即, H_{2,2} 成立。

(三) 供应商企业股权性质对大客户盈余管理与供应商投资效率关系影响的实证结果

供应商企业股权性质对大客户盈余管理与供应商投资效率关系影响的实证结果如表6 Panel E和Panel F所示。供应商企业股权性质对大客户正向盈余管理与供应商过度投资关系影响的实证结果如表6 Panel E所示。表6 Panel E中, $PositiveACC_{j,t-1}$ 系数仍然为正且在5%水平上显著,与Panel A和Panel C的结论一致; $PositiveACC_{j,t-1} \times NATURE_i$ 系数为正且在1%水平上显著,说明当供应商为国有企业时,大客户正向盈余管理更加容易导致供应商过度投资, $H_{3,1}$ 成立。供应商企业股权性质对大客户负向盈余管理与供应商投资不足关系影响的实证结果如表6 Panel F所示。表6 Panel F中, $NegativeACC_{j,t-1}$ 系数仍然为正且在1%水平上显著,这与Panel B和Panel D的结论一致; $NegativeACC_{j,t-1} \times PRIVATE_i$ 系数为正且在5%水平上显著,说明当供应商为非国有企业时,大客户负向盈余管理更加容易导致供应商投资不足。这是因为由于非国有企业面临较大的融资约束,常常表现为投资不足,大客户负向盈余管理使其低估未来盈利预期,进而更可能导致投资不足,因此, $H_{3,2}$ 成立。

(四) 大客户盈余管理对供应商企业投资与未来业绩关系影响的实证结果

为检验在大客户较差盈余质量的影响下,供应商企业投资与未来业绩的关系是否更弱,本文利用模型(7)进行面板数据回归,回归结果如表7所示。通过表7可以看出,当分别用 CFO_{t+1} 、 CFO_{t+2} 、 CFO_{t+3} 衡量未来业绩时, $AbsACC_{j,t-1} \times INV_{i,t}$ 系数都为负且分别在10%、1%、1%水平上显著。这说明当供应商受到大客户较差盈余质量信息的影响时,会做出偏离合理投资水平的投资决策,这种非效率的投资决策导致供应商企业未来业绩水平和投资的关联度降低,即大客户盈余管理会导致供应商投资和未来业绩关系变弱,验证了 H_4 。

六、稳健性检验

(一) 盈余管理变量替换

为了检验结论的稳健性,本文借鉴周春梅的做法^[54],采用线下项目 $CusItemsBelow$ (非正常损益/总资产)作为盈余管理的替代变量。其中, $CusItemsBelow_{j,t-1}$ 大于0,表示大客户的正向盈余管理; $CusItemsBelow_{j,t-1}$ 小于0,使用 $CusItemsBelow_{j,t-1}$ 的绝对值,表示大客户的负向盈余管理。表8中,我们通过Panel A和Panel B分别检验正向盈余管理和负向盈余管理对投资效率的影响。Panel A列示了大客户正向盈余管理与供应商过度投资的稳健性检验回归结果。从回归结

表7 大客户盈余管理对供应商投资与未来业绩关系影响的回归结果

	假设4		
	Panel A	Panel B	Panel C
	CFO_{t+1}	CFO_{t+2}	CFO_{t+3}
$INV_{i,t}$	0.034 (1.14)	0.073** (2.29)	0.098** (2.45)
$AbsACC_{j,t-1}$	-0.019 (-0.79)	-0.021 (-0.77)	-0.029* (-1.56)
$AbsACC_{j,t-1} \times INV_{i,t}$	-0.051* (-1.78)	-0.069*** (-3.15)	-0.125*** (-3.63)
$LEV_{i,t-1}$	-0.048*** (-6.61)	-0.041*** (-5.82)	-0.019*** (-8.89)
$SIZE_{i,t-1}$	0.046*** (13.26)	0.041*** (15.81)	0.047*** (12.79)
$MTB_{i,t-1}$	1.971*** (10.29)	2.014*** (9.98)	2.008*** (11.23)
_cons	-0.251*** (-6.78)	-0.254*** (-6.56)	-0.253*** (-6.49)
Ind. & Year	control	control	control
Adjusted R ²	0.25	0.24	0.22
N	328	328	328

注:Panel A、Panel B、Panel C的因变量为 CFO_{t+i} (经营活动现金流), *、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。回归系数下括号中数值为Z值。

表8 大客户盈余质量与供应商投资效率的logistic回归结果

	(1)	(2)
	Panel A	Panel B
	$OverEXINV_{i,t}$	$UnderEXINV_{i,t}$
$CusItemsBelow_{j,t-1}$	0.906*** (3.69)	1.163** (2.49)
$SupItemsBelow_{i,t-1}$	1.187*** (3.58)	1.183*** (2.78)
$TOP_{i,t-1}$	-1.439*** (-2.92)	-0.321 (-0.35)
$Chairman_GM_{i,t-1}$	0.419** (2.23)	0.253** (2.44)
$BOARD_{i,t-1}$	-0.102*** (-6.04)	0.379*** (7.06)
$OPR_{i,t-1}$	2.145** (2.52)	0.558** (2.21)
$SIZE_{i,t-1}$	0.672** (2.23)	-0.195** (-2.06)
$CASH_{i,t-1}$	0.144*** (5.21)	-0.217*** (-3.48)
$LEV_{i,t-1}$	3.531*** (2.87)	0.750** (2.09)
_cons	-5.628*** (13.21)	6.172 (2.05)
Ind. & Year	control	control
Adjusted R ²	0.21	0.22
N	157	171

注:Panel A因变量为 $OverEXINV_i$ (过度投资), Panel B中因变量为 $UnderEXINV_i$ (投资不足)。*、**、*** 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著。回归系数下括号中数值为Z值。

果, Panel A列示了大客户正向盈余管理与供应商过度投资的稳健性检验回归结果。从回归结

果可以看出, $CusItemsBelow_{j,t-1}$ 的系数为正且在 1% 的水平上显著, 大客户正向盈余管理与供应商过度投资呈正相关关系。表 8 Panel B 列示了大客户负向盈余管理与供应商投资不足的稳健性检验回归结果。从回归结果可以看出, $CusItemsBelow_{j,t-1}$ 的系数为正且在 5% 的水平上显著, 大客户负向盈余管理与供应商投资不足呈正相关关系。可见, 大客户盈余质量影响供应商投资效率的结论不变, 即, 大客户正向盈余管理会导致供应商投资过度, 而大客户负向盈余管理会导致供应商投资不足。

(二) 剔除 St、Pt 样本公司

考虑到样本公司中未剔除 St、Pt 公司, 本部分剔除 St、Pt 公司, 进行稳健性检验。

表 9 剔除 St、Pt 样本后大客户盈余管理与供应商非效率投资的 logistic 回归结果

	假设 1		假设 2		假设 3	
	Panel A	Panel B	Panel C	Panel D	Panel E	Panel F
	$OverEXINV_{i,t}$	$UnderEXINV_{i,t}$	$OverEXINV_{i,t}$	$UnderEXINV_{i,t}$	$OverEXINV_{i,t}$	$UnderEXINV_{i,t}$
$PositiveACC_{j,t-1}$	0.681 ** (2.52)		0.782 ** (2.54)		0.887 ** (2.42)	
$NegativeACC_{j,t-1}$		1.378 ** (2.54)		1.198 ** (2.51)		1.108 ** (2.48)
$DEP_{i,t-1}$			0.045 (0.74)	0.043 (0.79)		
$NegativeACC_{j,t-1}$ $\times DEP_{i,t-1}$			1.112 *** (4.14)			
$NegativeACC_{j,t-1}$ $\times DEP_{i,t-1}$ $NATURE_i$				1.328 *** (3.55)	0.016 (0.57)	
$PRIVATE_i$						0.091 (0.47)
$PositiveACC_{j,t-1}$ $\times NATURE_i$					1.136 *** (5.05)	
$NegativeACC_{j,t-1}$ $\times PRIVATE_i$						1.382 *** (4.66)
$SupPositiveACC_{i,t-1}$	1.139 *** (3.27)		1.147 *** (3.55)		1.129 *** (3.78)	
$SupNegativeACC_{i,t-1}$		1.583 ** (2.22)		1.268 ** (2.39)		1.025 ** (2.48)
$TOP_{i,t-1}$	-1.525 ** (-2.25)	-0.426 (-0.31)	-1.523 * (-2.28)	-0.385 (-0.93)	-0.072 ** (-2.36)	-0.342 (-0.68)
$Chairman_GM_{i,t-1}$	0.419 *** (3.25)	0.261 ** (2.23)	0.417 *** (3.32)	0.265 ** (2.52)	0.423 *** (3.38)	0.269 ** (2.55)
$BOARD_{i,t-1}$	-0.607 *** (-6.89)	-0.351 *** (-6.35)	-0.639 *** (-6.87)	-0.297 *** (-7.96)	-0.538 *** (-6.73)	-0.318 *** (-5.64)
$OPR_{i,t-1}$	0.231 ** (2.39)	-0.515 ** (-2.32)	0.202 ** (2.49)	-0.728 ** (-2.39)	0.256 ** (2.33)	-0.652 ** (-2.37)
$SIZE_{i,t-1}$	0.224 ** (2.32)	-0.196 ** (-2.56)	0.292 ** (2.49)	-0.225 ** (-2.47)	0.256 ** (2.46)	-0.223 ** (-2.23)
$CASH_{i,t-1}$	0.129 *** (5.31)	-0.378 *** (-4.66)	0.189 *** (5.87)	-0.339 *** (-4.18)	0.165 *** (5.28)	-0.345 *** (-4.51)
$LEV_{i,t-1}$	0.295 ** (2.35)	0.841 *** (2.88)	0.358 ** (2.27)	0.809 ** (2.44)	0.288 ** (2.36)	0.861 ** (2.32)
$_cons$	-6.721 (-0.82)	6.629 (1.39)	-6.231 * (-1.86)	7.041 (1.16)	-6.449 * (-1.78)	7.816 * (1.66)
$Ind. \& Year$	$control$	$control$	$control$	$control$	$control$	$control$
$Adjusted R^2$	0.15	0.19	0.18	0.22	0.18	0.19
N	140	173	140	173	140	173

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。回归系数下括号中数值为 Z 值。

剔除 St、Pt 样本后大客户盈余管理与供应商非效率投资的 logistic 回归结果如表 9 所示。从表 9 可以看出, 回归结果与表 6 的结果基本一致, 实证结论如前所述, 大客户盈余管理会导致企业的非效率投资。

(三) 投资效率变量替换

为了检验结论的稳健性, 根据宋雨臣等的做法^[55], 本文在 Richardson 模型中将托宾 Q 值替换为销售收入增长率, 以此来衡量投资效率。其中, 替换销售收入增长率外, 其他变量均保持不变。表 10

中,我们通过 Panel A 和 Panel B 分别检验正向盈余管理和负向盈余管理对投资效率的影响。Panel A 列示了大客户正向盈余管理与供应商过度投资的稳健性检验回归结果。从回归结果可以看出, $PositiveACC_{j,t-1}$ 的系数为正且在 5% 的水平上显著,大客户正向盈余管理与供应商过度投资呈正相关关系。表 10 Panel B 列示了大客户负向盈余管理与供应商投资不足的稳健性检验回归结果。从回归结果可以看出, $NegativeACC_{j,t-1}$ 的系数为正且在 5% 的水平上显著,大客户负向盈余管理与供应商投资不足呈正相关关系。可见,大客户盈余质量影响供应商投资效率的结论不变,即,大客户正向盈余管理会导致供应商投资过度,而大客户负向盈余管理会导致供应商投资不足。

七、研究结论与建议

基于供应链会计信息溢出效应的机理,本文实证检验了大客户盈余管理对供应商投资效率的影响,并进一步分析了供应商企业与大客户经济联系强度及供应商企业股权性质对大客户盈余管理与供应商投资效率关系的影响。主要结论是:(1)如果大客户进行正向盈余管理,供应商会基于被高估的客户会计盈余高估投资项目的未来盈利能力,导致过度投资;如果大客户进行负向盈余管理,供应商会基于被低估的客户会计盈余低估投资项目的未来盈利能力,导致投资不足。(2)当供应商与大客户经济联系更强时,供应商更有可能利用客户的财务报告信息进行投资决策;因此,供应商与大客户的经济联系强度会使大客户盈余管理程度与供应商非效率投资的正相关关系更强。(3)当供应商为国有企业时,大客户正向盈余管理对供应商过度投资的影响更大;当供应商为非国有企业时,大客户负向盈余管理对供应商投资不足的影响更大。(4)大客户盈余管理会使供应商企业投资与未来业绩的关系变弱。

研究结论表明:大客户会计信息质量具有溢出效应,大客户高质量的会计信息有利于供应商投资决策时更好地把握未来盈利项目,增加投资效率,提升公司价值;但是大客户低质量的会计信息会使供应商做出偏离价值最大化的投资决策,降低公司价值。因此,企业投资决策时需要关注客户的财务报告质量,避免由于参考客户公司的不实会计信息而导致非效率投资。本文对资本市场投资者和监管层决策具有一定的参考意义。

参考文献:

- [1] La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A, et al. Legal determinants of external finance[J]. Journal of Finance, 1997, 52(3): 1131-1150.
- [2] Bushman R M, Smith A. Financial accounting information and corporate governance[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32(1-3): 237-333.
- [3] Healy P, Palepu K. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature [J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 31(1-3): 405-440.
- [4] Lambert R. Contracting theory and accounting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2001, 32(1): 3-87.

表 10 大客户盈余质量与供应商投资效率的 logistic 回归结果

	(1) (2)	
	Panel A	Panel B
	<i>OverEXINV_{i,t}</i>	<i>UnderEXINV_{i,t}</i>
<i>PositiveACC_{j,t-1}</i>	0.821 ** (1.99)	
<i>NegativeACC_{j,t-1}</i>		1.597 ** (2.38)
<i>SupPositiveACC_{i,t-1}</i>	1.153 ** (2.49)	
<i>SupNegativeACC_{i,t-1}</i>		1.698 *** (3.05)
<i>TOP_{i,t-1}</i>	-1.523 ** (-2.01)	-0.498 (-0.69)
<i>Chairman_GM_{i,t-1}</i>	0.411 ** (2.45)	0.261 ** (2.16)
<i>BOARD_{i,t-1}</i>	-0.547 *** (-7.12)	-0.337 *** (-8.45)
<i>OPR_{i,t-1}</i>	0.216 * (1.80)	-0.518 * (-1.72)
<i>SIZE_{i,t-1}</i>	0.221 *** (4.02)	-0.181 *** (-3.79)
<i>CASH_{i,t-1}</i>	0.128 *** (3.58)	-0.339 *** (-4.19)
<i>LEV_{i,t-1}</i>	0.328 ** (2.25)	0.879 ** (2.48)
<i>_cons</i>	-5.813 (-0.81)	6.754 (1.15)
<i>Ind. & Year</i>	control	control
<i>Adjusted R²</i>	0.16	0.20
<i>N</i>	157	171

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平上显著。回归系数下括号中数值为 Z 值。

- [5] Biddle G C, Hilary G. Accounting quality and firm-level capital investment [J]. *The Accounting Review*, 2006, 81(5): 963-982.
- [6] Verdi R S. Financial reporting quality and investment efficiency[R]. Working Paper, 2006.
- [7] Biddle G C, Hilary G, Verdi R S. How does financial reporting quality improve investment efficiency? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2009, 48(2-3): 112-131.
- [8] 李青原. 会计信息质量、审计监督与公司投资效率[J]. *审计研究*, 2009(4): 65-73.
- [9] Durnev A, Mangen C. Corporate investments; learning from restatements [J]. *Journal of Accounting Research*, 2009, 47(3): 679-720.
- [10] Beatty A, Liao S, Yu J J. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investment [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, (55): 183-205.
- [11] 赖淑妙. 盈余重编之供应链外溢效果[R]. 台湾: 台湾国立政治大学会计学系博士论文, 2009.
- [12] Olsen C, Dietrich J R. Vertical information transfers: The association between retailers' sales announcements and suppliers' security returns [J]. *Journal of Accounting Research*, 1985, 23(Supplement): 144-165.
- [13] Cohen L, Frazzini A. Economic links and predictable returns [J]. *Journal of Finance*, 2008, (63): 1977-2011.
- [14] Leuz C, Wysocki P. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation; a review and suggestions for future research. [R]. Working Paper, 2008.
- [15] Gligler F B. Self-enforcing voluntary disclosures [J]. *Journal of Accounting Research*, 1994, (32): 224-240.
- [16] Kumar P, Langberg N. Innovation and investment bubbles[R]. Working Paper, 2010.
- [17] Hertzl M G, Li Z, Officer M S, et al. Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008, (87): 374-387.
- [18] Pandit S, Wasley C, Zach T. Information externalities along the supply chain; The economic determinants of suppliers' stock price reaction to their customers' earnings announcements [J]. *Contemporary Accounting Research*, 2011, 28(4): 1304-1343.
- [19] Luo N, Nandu J. Information complementarities and supply chain analysts [J]. *The Accounting Review*, 2015, 90(5): 1995-2029.
- [20] Guan Y, Franco W, Yue Z. Analyst following along the supply chain [J]. *Review of Accounting Studies*, 2015, (20): 210-241.
- [21] Raman K, Shahrur H. Relationship-specific investments and earnings management: evidence on corporate suppliers and customers [J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(4): 1041-1081.
- [22] Jun-Koo Kang T M, Zhu M. Spillover effects of earnings restatements along the supply chain [EB/OL]. WWW. SSRN. COM, 2012.
- [23] Fama E F, Miller M H. *The theory of finance* [M]. Dryden Press, 1972.
- [24] Bowen R M, DuCharme L, Shores D. Stakeholders' implicit claims and accounting method choice [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1995, 20(3): 255-295.
- [25] Burgstahler D, Dichev I. Earnings management to avoid earnings decrease and losses [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24(2): 99-126.
- [26] McDonald M. Key account management; theory, practice and challenge [J]. *Journal of Marketing Management*, 1997, 13(8): 737-757.
- [27] Ute A S. Buyer structure and seller performance in U. S. manufacturing industries [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1991, 73(2): 277-284.
- [28] Jennifer I. Customers and cash; how relationships affect suppliers' cash holdings [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, (19): 159-180.
- [29] 赵秀云, 鲍群. 供应商与客户关系是否影响企业现金持有水平——基于制造业上市公司面板数据的实证分析 [J]. *江西财经大学学报*, 2014(5): 41-48.
- [30] 张志宏, 陈峻. 客户集中度对企业现金持有水平的影响——基于 A 股制造业上市公司的实证分析 [J]. *财贸研究*, 2015(5): 148-156.
- [31] Kale J R, Shahrur H. Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, (83): 321-365.
- [32] Chu Y, Wang L. Capital structure along the supply chain; how does customer leverage affect supplier leverage decisions? [C]. *Midwest Finance Association 2012 Annual Meetings Paper*, 2012.
- [33] Cen L, Sudipto D, R et al, Raunaq S P. Reputation and loan contract terms; the role of principal customers [J]. *Review of Finance*, 2016, 20(2): 501-533.
- [34] Campello M, Gao J. Customer concentration and loan contract terms [J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 123(1): 108-136.
- [35] 王迪, 刘祖基, 赵泽明. 供应链关系与银行借款 [J]. *会计研究*, 2016(10): 42-49.
- [36] Wang J. Do Firms' relationships with principal customers/suppliers affect shareholders' income? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2012, 18(4): 860-878.
- [37] Cen L, Edward M, Liandong Z, et al. Customer-supplier relationships and corporate tax avoidance [M]. *Article In Press*, 2016.
- [38] Fee C E, Hadlock C J, Thomas S. Corporate equity ownership and the governance of product market relationships [J]. *Journal of Finance*,

- 2006,61(3):1217-1251.
- [39] Chow C K W, Fung M K Y. Ownership structure, lending bias, and liquidity constraints: Evidence from Shanghai's manufacturing sector [J]. *Journal of Comparative Economics*, 1998, 26(2): 301-316.
- [40] Qian Y A. Theory of shortage in socialist economies based on the "Soft Budget Constraint" [J]. *American Economic Review*, 1994, 84(1): 145-156.
- [41] 林毅夫, 李志赞. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. *经济研究*, 2004(20): 17-27.
- [42] Lin J Y, Tan G. Burdens, Accountability, and the soft budget constraint [J]. *American Economic Review*, 1999, 89(2): 426-431.
- [43] Dong X, Putterman L. Soft budget constraints, social burdens, and labor redundancy in China's state industry [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(1): 110-133.
- [44] Li K, Yue H, Zhao L. Ownership, institutions and capital structure: evidence from China [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2009, 37(3): 471-490.
- [45] Brandt L, Li H. Bank discrimination in transition economies: ideology, information, or incentives? [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(3): 387-413.
- [46] Firth M, Lin X, Wong S M L. Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: evidence from China [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(5): 642-653.
- [47] Aharony J, Lee C J, Wong T J. Financial packaging of IPO firms in China [J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38(1): 103-126.
- [48] 周黎安. 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义与重复建设问题长期存在的原因 [J]. *经济研究*, 2004(6): 33-40.
- [49] 申慧慧, 于鹏, 吴联生. 国有股权、环境不确定性与投资效率 [J]. *经济研究*, 2012(7): 113-126.
- [50] Richardson S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*, 2006, 11(3): 159-189.
- [51] Dechow P, Sloan R, Sweeney A. Detecting earnings management [J]. *The Accounting Review*, 1995, 70(2): 193-225.
- [52] 魏明海, 柳建华. 国企分红、治理因素与过度投资 [J]. *管理世界*, 2007(4): 88-95.
- [53] 刘慧龙, 王成方, 吴联生. 决策配置权、盈余管理与投资效率 [J]. *经济研究*, 2014(8): 93-106.
- [54] 周春梅. 盈余质量对资本配置效率的影响及作用机理 [J]. *南开管理评论*, 2009(5): 109-117.
- [55] 宋玉臣, 乔木子, 李连伟. 股权激励对上市公司投资效率影响的实证研究 [J]. *经济纵横*, 2017(5): 105-111.

[责任编辑:高婷]

Research on the Effect of the Large Customer's Earnings Management on the Supplier's Investment

YIN Feng, JIA Jingyue

(School of Accounting, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

Abstract: Large customer's earnings managements will result in their suppliers' suboptimal investment decisions because of the effect of information spillover in the supply chain. From data taken from listed firms in Shanghai and Shenzhen stock exchange between 2010 and 2015, we find that firms' suppliers will increase the possibility of overinvestment in the increasing earnings period, and decrease the possibility of underinvestment in the decreasing earnings period. Additional findings indicate that firms' accounting information will affect their suppliers' investment efficiency more when the suppliers depend more on the firms. Furthermore, firms' accounting information affects their suppliers' investment efficiency in different ways when the ownership property of suppliers varies. Finally, our findings indicate the association between supplier investment and future cash flows is weaker because of the large customer's earnings management. This paper provides a new perspective for investors and regulators to understand the inefficient investment behavior of enterprises.

Key Words: large customer's earnings management; information spillover; overinvestment; underinvestment; accounting information quality; enterprise investment behavior; agency cost; financing cost