

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 退市新规背景下*ST 群兴“保壳”的盈余
管理研究

研究生姓名: 党楠

指导教师姓名、职称: 方文彬 教授 郭春光 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师方向

提交日期: 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，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经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的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。

学位论文作者签名： 党楠 签字日期： 2023.5.27

导师签名： 方文彬 签字日期： 2023.5.29

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2023年6月16日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 党楠 签字日期： 2023.5.27

导师签名： 方文彬 签字日期： 2023.5.29

导师(校外)签名： 高春光 签字日期： 2023年6月16日

Research on earnings management of *ST Qunxing Toys under the background of the new delisting rules

Candidate: Dang Nan

Supervisor: Fang Wenbin Guo Chunguang

摘 要

资本市场发展较早的美国资本市场，其退市制度相对健全，被强制退市的企业约占退市公司的一半，每一年退市公司数量与首次公开募股的企业数量基本相同，这对于其资本市场有序发展创造了稳定的制度环境。由于我国的退市指标设置不够合理，退市流程较复杂，所以导致较多达到退市条件的公司无法退市，退市率和退市数量也较发达国家资本市场的对应数值低。鉴于此，我国对注册制的实施进行了广泛深入的改革，促使退市机制常态化，让各类企业优胜劣汰成为常态。2020年12月沪深两市修改了退市相关规则，对退市指标和退市流程进行了优化和调整，但是仍然存在一些漏洞可能会为企业留有盈余管理的空间。

本文选取经历了2020年退市制度改革的*ST群兴作为案例。*ST群兴自2016年完成控股股东变更后不断调整主营业务，但是整体利润较低，公司在2020年陷入退市困境。通过对*ST群兴的案例研究，本文得出以下结论：第一，上市公司的退市机制改变了ST公司的利润管理方式。第二，从长远来看，我国ST公司存在着严重的盈余管理问题，这对ST公司的长远发展不利。第三，我国的退市机制还不够健全，还需要进一步地改进。最后本文提出了以下建议：ST企业应将提高主营业务的盈利能力作为首要目标，加强内部治理体系建设，避免盲目转型；监管部门应当完善相关会计政策及法律法规，对退市制度进行优化，加强监管，加大处罚力度；对于中小投资者应该理性投资，对ST企业增加应有的关注，外部审计机构也应及时关注ST企业的各类异常行为，准确识别公司的盈余管理行为。

关键词：退市制度 盈余管理 保壳

Abstract

For the US capital market, which developed earlier in the capital market, its delisting system is relatively sound, with about 50% of delisted companies being forced to delist. Each year, the number of delisted companies is basically the same as the number of initial public offerings, which creates a stable institutional environment for the orderly development of its capital market. Due to the unreasonable setting of delisting indicators and the complex delisting process in China, many companies that meet the delisting conditions cannot be delisted, and the delisting rate and number are also lower than the corresponding values in developed countries' capital markets. In view of this, China has carried out extensive and in-depth reforms in the implementation of the registration system, promoting the normalization of the delisting mechanism, and making the survival of the fittest of various enterprises a norm. In December 2020, the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges revised relevant delisting rules, optimized and adjusted delisting indicators and procedures, but there are still some loopholes that may leave room for earnings management for enterprises.

This article selects * ST Qunxing, which underwent the delisting system reform in 2020, as a case study* ST Qunxing has continuously adjusted its main business since completing the change of controlling shareholder in 2016, but overall profits are low, and the company fell

into delisting difficulties in 2020. Through the case analysis of * ST Qunxing, this article draws the following conclusions: firstly, the delisting mechanism of listed companies has changed the profit management methods of ST companies. Secondly, in the long run, ST companies in China face serious earnings management issues, which are detrimental to their long-term development. Thirdly, China's delisting mechanism is not yet sound enough and needs further improvement. Finally, this article proposes the following suggestions: ST enterprises should prioritize improving the profitability of their main business, strengthen the construction of their internal governance system, and avoid blind transformation; Regulatory authorities should improve relevant accounting policies and laws and regulations, optimize the delisting system, strengthen supervision, and increase penalties; Small and medium-sized investors should invest rationally and pay more attention to ST enterprises. External audit institutions should also pay timely attention to various abnormal behaviors of ST enterprises and accurately identify the company's earnings management behavior.management behaviors of companies.

Keywords: Withdrawal System;Earnings Management; Avoid delisting

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 盈余管理相关研究	2
1.2.2 ST 企业与盈余管理相关研究	10
1.2.3 文献述评	11
1.3 研究方法、内容和思路	11
1.3.1 研究方法	11
1.3.2 研究内容	11
1.3.3 论文基本框架	12
2 相关概念与理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 退市新规	13
2.1.2 保壳	13
2.1.3 盈余管理	13
2.2 理论基础	13
2.2.1 委托代理理论	13
2.2.2 信息不对称理论	14
2.2.3 信号传递理论	14
2.2.4 目标设定理论	15
3 退市制度介绍	16
3.1 退市制度发展历程	16
3.2 退市新规简介	19
3.2.1 退市分类	19
3.2.2 退市法规体系及新规修订	19
3.3 新旧退市制度对比	20
4*ST 群兴保壳盈余管理案例介绍	21
4.1 公司基本情况	21
4.1.1 公司发展历程	21
4.1.2 主营业务变化	22
4.1.3 业绩概况	22
4.2*ST 群兴风险警示实施及撤销过程	23
4.2.1 其他风险警示实施及撤销	23
4.2.2 退市风险警示实施及撤销	24

5*ST 群兴保壳盈余管理案例分析	25
5.1*ST 群兴盈余管理动因.....	25
5.1.1 外部动因.....	25
5.1.2 内部动因.....	25
5.2*ST 群兴盈余管理行为的识别.....	26
5.2.1 异常利润剔除法.....	26
5.2.2 利用非经常性损益项目识别.....	27
5.2.3 利用会计估计识别.....	28
5.3*ST 群兴盈余管理手段.....	29
5.3.1 新规前盈余管理手段.....	29
5.3.2 新规后盈余管理手段.....	32
5.4*ST 群兴盈余管理检验.....	34
5.4.1 盈余管理检验模型.....	34
5.4.2 基于真实盈余管理检验.....	36
5.4.3 基于行业可操作性应计利润检验.....	37
5.5*ST 群兴盈余管理影响分析.....	38
5.5.1 对公司的影响分析.....	38
5.5.2 对投资者的影响分析.....	42
5.5.3 对债权人的影响分析.....	43
6 研究结论与建议	45
6.1 研究结论.....	45
6.2 相关建议.....	46
参考文献	50
致谢	55

1 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

进入新时代以来，我国资本市场发展十分迅速，上市企业数量也随之增加。企业上市后可以增强其融资能力，提升在公众面前的曝光度，这使得越来越多的企业为获得上市资格而不断努力。上市规则要求上市公司必须按要求向各利益相关者披露公司的重大经营事件和财务状况等信息。上市公司通过财务信息和非财务信息向会计信息使用者报告公司的盈利能力、偿债能力和可持续发展能力，为上市公司融资提供更加便利的条件。但是，有的企业主营业务盈利能力较差，可持续发展能力不足，尤其是被实施退市风险警示的公司。为了继续保持上市资格，有的企业会通过盈余管理等手段粉饰财务报表以规避退市，从而继续维持股价稳定并获取融资。

根据我国沪深交易所规定，公司股票交易被实施退市风险警示的，在股票简称前冠以*ST字样，说明相关公司存在被强制退市的风险；被实施其他风险警示的，在股票简称前冠以ST字样，说明相关公司存在可能导致退市的其他风险。公司同时存在退市风险警示和其他风险警示情形的，在股票简称前冠以*ST字样。我国近年来上市公司逐渐增加，部分上市公司的存在只是为了保留上市资格以期进行“炒壳”，但是这类公司被强制退市的公司却为数不多。因此2018年实施的沪深两市《股票上市规则》有关退市的规定在监督企业退市上已与实际情况有所差别。为贯彻落实中央深改委审议通过的《健全上市公司退市机制实施方案》，进一步完善市场化、常态化退出机制，推动提高上市公司质量，保护投资者的合法权益，促进资本市场健康发展，2020年12月31日上交所与深交所分别对《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》进行了修订。此次对于退市制度的修改堪称史上最严，退市新规对退市制度、退市流程、退市风险警示指标和其他风险警示指标进行了优化和修改。

因此，本文选取了新规实施前被实施退市风险警示后在新规实施后“保

壳”成功的上市公司*ST 群兴，试图对退市新规对于上市企业盈余管理的影响加以剖析，以期为上市企业、投资者和监管机构等提供相应建议。

1.1.2 研究意义

一、理论意义

为研究退市制度变化对 ST 企业的盈余管理变化提供了单案例研究，增强了保壳和盈余管理理论的可理解性。虽然近年来我国相关学者对于盈余管理的案例研究逐步深入，但是对于退市规则的变化对于盈余管理的影响的文献较少。本文将退市制度、ST 企业保壳和盈余管理相结合，验证了退市制度对于 ST 企业的盈余管理有重大影响。

二、现实意义

(一) 对上市公司产生警示作用。随着退市新规的出台，对企业的盈余管理行为监管更加严格，企业也将减少为“保壳”而进行盈余管理的行为。通过对新规前后的盈余管理手段及其经济后果的分析，对于利用盈余管理手段进行保壳的企业产生警示作用。

(二) 有利于债权人和投资者对 ST 企业的价值判断。ST 企业为“保壳”而进行盈余管理，会导致财务信息失真，很有可能使得投资者和债权人遭受损失。通过对*ST 群兴盈余管理手段进行分析，有利于投资者和债权人在投资和授信时对财务报表进行准确判断，减少其风险。

(三) 有利于退市新规的实施。由于新规的实施，企业的盈余管理行为也有了相应的变化，变得更加隐秘、更加难以监管。通过对退市制度变化的分析并通过案例进行详细研究，分析在保壳过程中各种盈余管理行为的可适性，有利于新规实施。

1.2 文献综述

1.2.1 盈余管理相关研究

盈余管理是指公司管理层对公司的盈余进行管理的一种行为。主要是指管理层利用自身地位优势对本公司的财务报表进行不违反相关会计准则的会计调

整，或者通过调整企业的短期盈利能力，如利用降价促销、现金折扣的方式，从而使得自身利益得到最大化的提升。盈余管理主要分为应计盈余管理和真实盈余管理。应计盈余管理是指在不调整企业实际经营情况的前提下，通过改变企业在不同会计期间内的利润分配，一般是通过管理层利用财务手段进行的调整。而真实盈余管理是通过真实的交易来对盈余进行调整以改变在不同会计期间的现金流量和盈余的一种管理方式。（Graham and Harvey, 2005；李彬，2010）。

公司股东与管理层形成的第一代理成本对管理层的盈余管理行为有着直接影响。公司管理层在当期的资本市场条件下，为了使自身利益最大化，可能会通过侵害股东利益的方式进行盈余管理。

一、盈余管理的动因

（一）管理层薪酬动因

国外的学者首先对薪酬动因进行了研究。Gaver(1995)首先对货币薪酬的水平与管理层的盈余管理行为的相关性进行了研究，研究发现，当公司业绩低于股东预期时，公司管理层会通过应计盈余管理来调整公司的财务信息以使自己利益最大化。Holthausen(1995)对薪酬区间对盈余管理的影响做了研究，他发现高管薪酬的上限对于企业的盈余管理有着重要影响，如果高管薪酬的上限低于高管预期，管理层会通过盈余管理可以调整企业当期盈余，下一期的业绩的提升作为谈判筹码与管理层进行谈判以获得更高的薪酬。Guidry(1999)对公司绩效的评价是基于现金补偿，并加入了股票奖励这个补偿因子，从而使公司绩效得到了进一步的提高。关于股权激励对企业管理阶层的作用，他认为，当企业实行股权激励时，管理阶层为了获得企业的奖励，会在短期内提高企业的利润，但从长远来看，这并不利于企业的发展。在我国，企业管理人员的报酬分为两个部分，一个是基础工资，另一个是业绩奖金。因为业绩薪酬在薪酬总额中所占的比例很大，所以企业的管理者会采取利润分配的方式来满足股东的期望，以获得与之相对应的业绩奖励，以保证自己在企业中的位置。杜兴强(2010)在“限薪令”之前，通过对我国国有企业高管业绩与薪酬关系的研究，发现高管业绩越好，其业绩越好，高管业绩越好。对于经理人的激励作用，学界有两种不同的假设：“机会主义”和“利益收敛”。一方面，通过对经

理人员的激励，能够有效地减少公司的代理成本，减少公司的道德风险，并能够对经理人员进行约束，使公司的利润达到最大，进而形成“利益收敛”

(Jensen, 1976)。Jensen (1990) 指出，在我国上市公司中，经理人员和股票持有者的委托冲突主要源于经理人员报酬的缺乏。本文通过对经理人股票期权的分析，认为经理人股票期权可以帮助经理人从企业的整体利益出发，更好地控制经理人的非理性投资行为。Barber (2001) 等对管理者持股与企业研发投资之间的相关性展开了研究，结果表明，股权激励使得管理者的研发投入更多，同时也降低了因擅自缩减研发支出的行为。袁知柱等人从理论上分析了高管持股比例和货币性报酬两个方面对公司进行了实证研究。结果表明，在我国上市公司中，上市公司中，上市公司中的经理人员所持有的股权比率，对于上市公司中的公司来说，并没有什么太大的作用。而管理者的激励又会导致“投机收益”的出现。经理人激励的实现与公司股票价格有着紧密的联系，经理人为了达到自己的目的，会加大对盈余的控制力度，并通过调整各个时期的利润分配和销售方式，以达到自己的私利，这会对公司造成负面的影响。Cheng 等

(2005) 认为，企业的高管为了获得更高的薪酬，采取了机会主义的盈余管理方式，操纵了企业的财务绩效或股票价格，从而对企业的价值和股东的财产造成了严重的影响。李延喜等 (2007) 从理论上探讨了经营者的动机与利润管理之间的关系。研究结果表明，经营者的动机不仅不能约束经营者的利润，还能促进经营者的利润操纵，这就是所谓的“机会主义”。

(二) 资本市场动因

股票首次公开发行、再融资、保牌和兼并收购也是一个重要的研究领域。Healy (1999) 认为，如果公司的利润预期与证券分析师有很大的差别，就会引起公司股价的下跌，此时，公司的管理者为了保持公司股价的稳定，就会进行一系列的盈余行为。一般说来，对经理人利润产生的原因有如下三种：

股票发行动因

关于上市公司利润分配的动因，国内外已有不少学者做过相关的研究。Aharney (2000) 对比了上市公司在股票发行前后的利润行为，研究表明，在公司 IPO 之前，管理层会有很大的利润操纵，而在公司公开发行之后，经过一段很长的时间，这种利润管理的行为就会变得越来越弱。从那时起，弗里德

兰（1994）的研究也证实了阿哈诺伊的看法。在国内，我国的证券市场起步较晚，但发展却很快，截至2018年末，我国的证券市场的规模也已经达到49万亿，是世界上规模最大的证券市场之一。然而，与此不成比例的是，我国上市公司的相关制度建设还不够完善，加之监管部门对上市公司的监督力度不足，导致上市公司存在着强烈的利润操纵行为。魏明海（2000）对我国上市公司在IPO前和IPO后的利润操纵情况进行了观察性分析。以1992-1995为观察年，在对样本企业上市之前和之后的利润操纵情况进行了分析，结果表明，上市之前的两年，企业的管理人员进行利润操纵的情况比较严重。上市公司上市后，管理者对其盈余操纵的程度有所降低。基于这一研究，笔者还对所观察到的样本按行业进行了更为详细的对比，得出的结论是，制造业的上市公司中，利润操纵的情况最多，所以，这一类型的公司在公开发行之后的表现也是最差的。此外，我国许多学者还从其他视角（如公开发行股票）探讨了公司的利润动因，发现为了使公司能够成功发行股票，管理者为了达到预期的目的，会加强利润操控（王跃堂，1999；张宗益，2003）。

避免亏损与退市动因

关于规避损失和退出机制，也有不少学者在这方面做了一些探讨。陆建桥（1999年）从理论上分析了我国上市公司在损失发生之前和损失之后，应计利润的表现。吴联生（2007）采用比较分析法，从企业层面和非企业层面，分析了不同类型企业规避损失动机的共性和差异。研究结果表明，与非上市公司相比，上市公司的经理人员具有更强烈的规避损失的动力，为了规避损失，他们会进行更多的利润操纵。

公司并购动因

在我国，企业兼并和兼并的过程中，企业兼并和兼并的过程中，企业兼并和兼并对企业兼并和兼并的影响是不同的。Perry（1994）对并购前后的公司的利润表进行了分析，发现公司管理层会改变盈余项目来调整公司的利润，从而增加了企业的并购成本，这对被并购公司的利益是有利的。Erickson

（1999）与Perry不同，他从收购者的角度研究了企业在收购前后的利润表现。他发现，在合并之前的财务年度，公司的管理阶层会故意调整公司的盈利，以提高公司的价值，以获得更多的利益。黄新建（2007）对被收购前后的

上市公司的盈余管理问题进行了研究，结果表明，在收购目标公司前，公司管理层会加强对利润的操纵。但在合并完成后一年内，企业的盈余操纵行为明显减少。

达到盈余预测目标动因

对此，国内外许多学者已作了大量的研究。**Burgstahler**（1997）的实证结果表明，企业的管理者通过操纵利润来满足分析师的利润预期。**Brown**（2001）将上市公司划分为两种类型，即亏损型和利润型，并对这两种类型的管理者迎合动机进行了对比分析，公司管理层更愿意满足分析师的预期。此外，**Ksazin**（1999）还分析了相同公司不同会计年度的分析师利润预测所产生的效应，结果表明，与低利润预测年度相比，在分析师给出的更高利润年度，公司的管理层会更多地进行利润管理。

（三）监管动因

对于企业的管理者来说，规制因素是其操纵利润的另一个重要因素。伴随着资本市场规模的扩大，与之相适应的制度和规则的完善，以及证券市场监管部门对上市公司违法违规行为的严惩。此外，对审计人员和分析师等内部和外部监督的不断强化，对企业的经营活动也产生了一定的制约。在管制较为松散的情况下，企业也可以利用累积法，调节各个时期的收益，从而达到操纵盈余的目的。但是，在我国会计准则日趋严格的情况下，会计信息披露的风险也随之增大，因为会计信息披露的难度更大。在这种情况下，由于风险的考量，上市公司的利润操纵由应计利润转向实际利润操纵。**Cohen**（2010）通过对美国“萨班斯”法实施前和实施后企业利润操纵行为进行了实证分析。实证结果显示，萨班斯法案实施后，上市公司应计利润操纵行为有所下降，而实际利润操纵行为则有所增加。**李培功**（2010）在中国股市调研的基础上，尝试找到了政府管制与企业盈利行为之间的内在联系。他还发现，一旦公司受到管理部门的惩罚，将会给公司带来极其恶劣的社会影响。因为对于国企来说，这种惩罚可能会给公司经理们的政治前景带来阴影。在这种情况下，公司为逃避监管惩罚，往往会加强利润操纵，以达到逃避监管的目的。**袁知柱**（2014）从法律的角度对公司的地理位置进行了界定。在他看来，法律环境的优劣将直接影响到对公司的保护。而在法治水平高的地方，公司所得到的比较公正的待遇会使公

司的经营业绩有所下降。龚启辉（2015）从理论上探讨了管理者真实利润与应计利润之间的替代关系。他认为，随着市场的体制环境的逐步健全，公司的内外监督都在增强，公司的管理者为了自己的利益，会选择更为隐秘的利润手段，使得公司的利润操作从应计利润过渡到真实利润。陈克兢（2016）将目光聚焦于外部系统如何影响企业的盈余行为。研究结果表明，上市公司的外在规范越完善，越能加强对公司盈余的稽查和发现，从而对经理人员的盈余行为产生积极的影响。

（四）其他动因

除了以上的动机之外，管理层还有其他的动机。Grace（2010）对业绩变动比较大的公司展开了一项研究，结果表明，如果一家公司在某一会计年度的经营状况突然得到了改善，那么公司的管理层就会故意地将一些利润隐藏起来，并在一定程度上减少了公司的利润，从而维持了财务报表的各个期间的稳健性。张晓东（2008）通过对石油化工领域上市公司利润操纵的经验研究，发现在石油价格高企的情况下，公司管理层会故意隐瞒利润，增加利润操纵。另外，我国学者也从避税动机出发，探讨了我国上市公司经营者的盈余行为。叶康涛（2006）的实证分析表明，在中国上市公司中，避税是上市公司上市公司产生利润的主要动力。王跃堂（2009）则从经理人利润转移途径的视角，探讨了在不同税率下，经理人利润转移途径的差别。研究发现，当企业面对更高的税负水平时，企业的经营行为会更多地影响企业的经营行为。当一家公司面对一个更低的利润时，它的管理阶层就会降低它的利润，降低它的利润。

二、盈余管理影响因素

（一）契约目标因素

Sweeney（1994）对企业在债务危机之前的业绩表现进行了实证分析。他发现，在公司债务拖欠之前，公司的管理阶层会努力增加利润，以保持资金流动，并保持公司运作所需的资金。Gramlich（2001）从公司资产负债表这一角度考察了公司管理者对盈余的操纵。Healy（2002）将企业是否支付奖金作为起点，将奖金发放与盈余管理行为相结合。研究发现，有红利的公司与没有红利的公司相比，有红利的公司更容易利用盈余操纵来增加应计利润。Dichev（2002）通过观察性的方法，对企业负债压力下经理利润强度的相同点和不同

点进行了分析。结果表明，负债的增加会对企业的经营业绩产生影响。同时，与曾经出现过违约行为的企业相比，没有出现违约行为的企业高管的利润动因更强烈。另外，许多学者也从实际收益的视角出发，对我国上市公司的业绩表现做了一些有益的探讨。已有研究表明，企业的管理者为了避免债务违约，往往会采取更加隐秘的实际利润作为自己的目标。另外一些研究表明，为了减少公司的财务压力，公司的管理者往往会增加公司的实际利润。

（二）资本市场因素

关于盈余管理的影响因素，当前学术界普遍关注的是资本市场。在这些话题中，上市公司和上市公司在股票再融资情况下的盈余管理问题成为了学术界研究的热点。已有研究表明，上市公司的经营行为是通过上市公司的经营活动来达到更高的股价水平。上市公司上市后，因企业获利压力减轻，其经营行为亦随之减弱。此外，也有一些学者将注意力放在了 CEO 变更上，对 CEO 变更前后的公司绩效以及盈余管理强度进行了研究。研究发现，企业绩效下滑是影响企业高管变动的重要因素，而且，企业高管变动对企业绩效影响较大，高管变动对企业绩效影响较大。Bergstresser（2006）从股权激励的视角考察了公司治理结构对公司利润的影响。研究结果表明，当企业拥有较高的所有者权益时，企业的所有者权益越多，企业的所有者权益越容易得到回报。而实际盈余因为它的比较隐蔽，也就成了目前经营者操纵利润的一种方法。有研究表明，在资本市场中，投资者会将上市公司的股价表现当作投资的参照，在这样的背景下，公司的管理层就会有利用真实盈余来对公司的财务报表进行修改，并利用折价销售等其他方式来提高公司的利润，以此来满足市场投资者的需要，来实现自己的利益，并维持公司的股价。

（三）监管因素

在目前的情况下，为了保护投资者利益，确保证券市场的良性发展，证券监管机构对证券公司的监管力度不断加大，给证券公司的经营管理带来了更大的压力。为了获得证券交易所对证券市场的批准，企业在上市前进行了一系列的会计信息操纵，以满足证券市场的监管要求。在企业上市的进程中，为了确保企业不会被退市，从而使企业能够在资本市场上成功地进行融资，企业的经营管理活动也是不可避免的。所以，规制因素对上市公司利润操纵行为的影响

也很大。

三、盈余管理的经济后果

（一）应计盈余管理的经济后果

在资本市场中，投资者对上市公司的认识，主要是从披露的财务报告等方面进行的。因此，上市公司的会计信息成为投资者进行投资决策的关键。对于企业来说，企业能否健康发展，企业能否持续盈利是一个重要因素。当一个企业的营业盈利出现大幅波动时，它就有很大的机会被操纵。所以，投资者应该在自己的经历和企业的收益变化的基础上，积极地对有盈余操纵行为的企业进行鉴别，并以此提高自己的投资技能，减少可能出现的风险。在之前的文章中，我们已经提出了应计利润的概念，指的是公司通过对财务报表进行跨期调整，以满足市场预期，或者是实现管理者利益最大化。因此，本文从我国上市公司的角度，对上市公司进行了研究。所以，经理人的盈余管理行为同样会对股市产生消极的影响。Beneish（1997）从规范的视角考察了不同样本下的交易策略对公司绩效的影响。他还发现，与遵循标准的公司相比，不遵守标准的公司能从市场上得到更多的好处。此外，他还得出了一个新的结论，那就是企业在没有规范的情况下进行利润操控，也可能导致企业股票价格的异常波动。Dechow（1998）从市场主体角度对累积盈余进行了实证检验。本文在对上市公司进行了实证分析后，发现当上市公司的利润不能持续时，上市公司的利润将会发生较大的变动。

（二）真实盈余管理的经济后果

真实盈余管理是指公司管理层采用一系列的手段，如折价销售、促销等，对公司的运营产生了重大的损害，并对公司的长期发展产生了不良的影响。随着我国监管层面的加大，以及外部监管方式的多样化，应计利润这一可操作的行为因为易于被捕获，所以它的市场空间变得日益狭隘，因此，公司的管理者们转向了更加隐秘的实际利润行为。这样的利润运作模式的改变，对于企业的长期利益将产生更为负面的影响。关于真实利润产生的经济后果，学者们的讨论多集中在股票价格、长期发展和投资者效应三个层面上。对于上市公司的股票价格来说，实际的利润变动会导致上市公司的利润信息发生扭曲，导致股票价格与其本身的实际价值发生偏差。从企业的长远发展角度来看，促销、折扣

销售等运营活动，可能会在短期内提高企业的运营绩效，但是从长远角度来看，可能会消耗企业的力量，从而损害企业的长远利益。对于市场上的投资者来说，实际的利润行为会干扰他们的投资决策，使得他们无法用理智和客观的眼光去评价企业的实际利润，进而加大了他们的市场风险，提高了他们的投资风险不可控。

1.2.2ST 企业与盈余管理相关研究

一、关于壳资源的价值研究

狭义的壳资源是指上市公司的资格，由于我国 IPO 采取审批制，导致上市公司数量较少，导致壳资源较为稀少。马玲（2008）认为壳资源的隐藏价值更加重要。对于不同价值的壳资源的研究，刘娜（2014）发现地区因素对于壳资源的价值有重要影响。对于未来壳资源的发展趋势，陈羽桃、冯建（2015）发现壳资源的价值在于可以享受国家的优惠政策，而不是二级市场的价格。在注册制的全面实施的当下，“壳资源”的价值将逐渐下降。

二、*ST 企业保壳的手段分析

*ST 企业的保壳手段也在逐渐变化。徐耿彬、吴金玲（2011）发现*ST 企业一般通过非经常性损益项目进行盈余管理，可以将增加营业外利润从而增加净利润，最终成功实现上市资格的存续。黄蓉和赵黎鸣（2011）对 2002—2008 年的上市公司进行回归分析，发现政府补助对公司“保壳”过程中的盈余管理行为影响较少。张雁鸣（2018）认为濒临退市的公司可以采取合法的盈余管理改变企业的盈余状况以使公司摆脱退市危机。王乐、田高良、何畅（2019）认为随着退市制度的逐渐完善，只靠盈余管理粉饰业绩的公司会被逐渐淘汰，只有具有可持续发展能力的公司才会继续保留上市资格。

三、*ST 企业保壳后不利影响

“保壳”后，*ST 公司也会产生多种负面效应，张文（2019）认为，由于 ST 公司的不健全，以及公司会计标准的可操作性，*ST 公司在面临“保壳”的时候，往往会通过盈余管理的方式来化解“退市”的风险，然而，这种方式并不能彻底解决*ST 公司的“保壳”问题，而是会对其未来的发展产生一定的影响。只有重视公司的发展能力，并在此之前就做好了市场的战略规划，才

可以在证券市场上稳扎稳打。只有如此，才能形成一个良性的、平稳的投资环境。

1.2.3 文献述评

国外的资本市场有着悠久的发展历程，其对盈余管理问题的研究比我们更早。在此基础上，笔者结合我国资本市场的发展状况，对盈余管理的定义、目的、表现形式进行了深入的探讨与归纳。在国外，关于盈余管理的目标被认为是：通过进行盈余管理，可以让企业的业绩增长得到持续的维持，使得企业效益得到增加。通过良好的经营业绩，以吸引投资者进行投资，从而促进上市公司持续发展。

在国内，对于盈余管理的研究以实证分析为主。主要对盈余管理行为、手段和经济后果三方面进行研究。大部分的学者都认为，盈余管理的目的是吸引投资者，然后才是保持上市资格，而更多的人则是对企业以及企业管理层自身的态度表示了关注。也有学者对盈余管理与ST制度进行研究，成为了盈余管理研究的新方向。但是对退市制度与盈余管理的案例研究较少，本文希望从这个角度填补研究空白。

1.3 研究方法、内容和思路

1.3.1 研究方法

案例分析方法是以所选择的案例为基础，通过检索资料，搜集相关的信息和数据，并对案例的具体状况进行描述。通过分析历史数据，整合有关指标，分析*ST群兴盈余管理的动因、手段及其影响。最后总结并提出相应建议。

1.3.2 研究内容

第一部分：绪论。本部分主要介绍论文的研究背景及意义，文献综述，研究方法、内容和思路。

第二部分：相关概念与理论基础。对本文所涉及的重要概念进行界定，并厘清本文用到的理论基础，为后文的分析做理论铺垫。

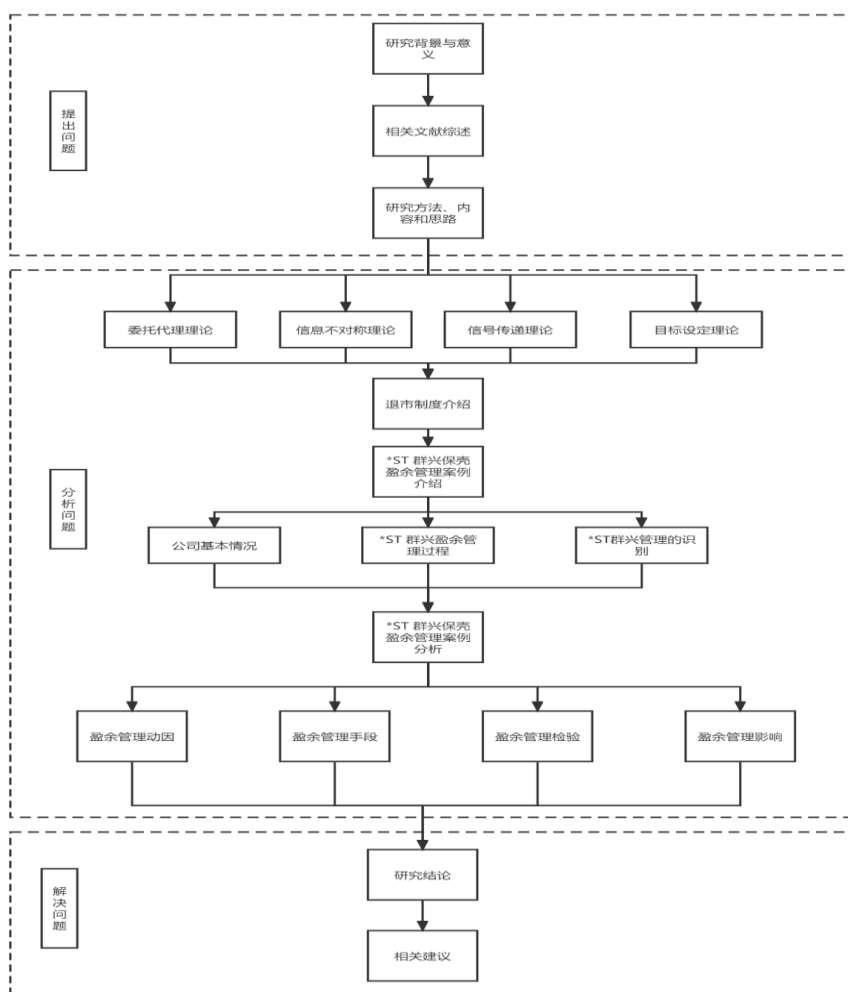
第三部分：退市制度介绍。主要包括退市制度发展历程，退市新规简介，新旧退市制度对比。

第四部分：*ST群兴保壳盈余管理案例介绍。本部分包括案例公司简介，*ST群兴盈余管理过程和盈余管理识别，为下文分析案例企业的盈余管理做准备。

第五部分：*ST群兴保壳盈余管理案例分析。本部分首先对盈余管理的动因进行分析，接着对退市新规前后盈余管理的手段进行分析并进行对比，之后进行盈余管理检验，最终对盈余管理影响进行分析。

第六部分：研究结论与建议。

1.3.3 论文基本框架



2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 退市新规

2020年12月31日上交所与深交所分别对《上海证券交易所股票上市规则》和《深圳证券交易所股票上市规则》进行了修订。此次对于退市制度的修改堪称史上最严，退市新规对退市制度、退市流程、退市风险警示指标和其他风险警示指标进行了优化和修改。

2.1.2 保壳

保壳指的是ST股（被特别处理或退市风险警示的上市公司）为了避免被终止上市，采取重组、补贴等措施，来迅速提升公司的经营绩效，进而在一定的时间范围之内，保持上市公司的资质。

2.1.3 盈余管理

盈余管理是指公司管理层对公司的盈余进行管理的一种行为。主要是指管理层利用自身地位优势对本公司的财务报表进行不违反相关会计准则的会计调整，或者通过调整企业的短期盈利能力，如利用降价促销、现金折扣的方式，从而使得自身利益得到最大化的提升。盈余管理主要分为应计盈余管理和真实盈余管理。应计盈余管理是指在不调整企业实际经营情况的前提下，通过改变企业在不同会计期间内的利润分配，一般是通过管理层利用财务手段进行的调整。而真实盈余管理是通过真实的交易来对盈余进行调整以改变在不同会计期间的现金流量和盈余的一种管理方式。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

委托代理理论是指一个代理人（代理）代表另一个人（委托人）执行某项任务的理论。在这种情况下，代理人是在受委托人的授权下行动的，委托人则对代理人的行动负有责任。在委托代理关系中，代理人的行动可能与委托人的利益存在冲突。例如，代理人可能会采取自己的利益为先的行动，而不是遵循委托人的利益。为了避免这种情况，委托代理理论提出了一系列措施，例如对代理人的监管和约束，对代理人的报酬方式进行设计等。

2.2.2 信息不对称理论

信息不对称理论是研究在交易过程中信息不对称对市场效率和资源配置的影响的理论。它认为在市场交易中，卖方和买方所持有的信息并不相同，这种信息不对称可能会导致市场失灵和资源浪费，进而影响经济效率。在信息不对称的市场中，通常会存在一些信号机制以解决信息不对称带来的问题。例如，招标、拍卖和信誉制度等。在这些机制中，卖方或买方通过一定的行为或者第三方认证机构来提供一些信号，以减少信息不对称的影响。此外，政府在信息不对称市场中也扮演着重要的角色。政府可以通过监管机制、信息公开、税收和补贴等手段来纠正市场失灵，提高市场的效率。总之，信息不对称理论是经济学领域的重要理论，主要研究在市场交易中信息不对称对市场效率和资源配置的影响。为解决信息不对称问题，市场可以通过信号机制，政府可以通过监管机制等手段来提高市场效率

2.2.3 信号传递理论

信号传递理论是经济学中一种重要的理论，它主要关注在信息不对称的市场中，双方如何利用信号传递来减轻信息不对称所带来的成本。信号传递理论通常被应用于卖方或买方在市场交易中的行为分析。在信号传递理论中，信号必须满足两个条件：第一，信号必须与信息相关，即发送者必须选择一个信号，使得接收者可以通过这个信号得到有关发送者的信息。第二，信号必须是可观察的，即发送者不能够伪造信号。根据信号传递理论，卖方通常会通过降低产品价格、提高产品品质等方式来发送信号，以表达自己产品的优势和价值。而买方则会根据这些信号来做出决策，例如购买产品或选择另一个卖方的

产品。此外，信号传递理论也指出，在某些情况下，信号可能会出现偏差，即发送者通过选择某个信号来误导接收者。这种现象被称为逆向选择。

2.2.4 目标设定理论

在组织管理中，目标设定理论被广泛应用于激励员工，提高绩效和创造创新。组织可以通过设定具有挑战性和明确性的目标来激发员工的动力和努力，并通过提供反馈来帮助员工调整行为和提高绩效。同时，组织也可以通过让员工参与目标设定和承诺，增加员工的责任感和动力。目标设定理论提出了五个基本原则：1. 明确性：目标应该是具体、明确和易于理解的，以便个体能够理解和关注。2. 挑战性：目标应该有一定难度，但也不应该过于难以达到。具有挑战性的目标可以激发个体的动力和努力。3. 可行性：目标应该是可行的和实现的，个体应该有足够的能力和资源来达成目标。4. 反馈性：目标设定应该伴随着及时和准确的反馈，以便个体可以及时调整行为并评估其进展。5. 承诺性：个体应该参与制定和承诺目标，以增加其动力和责任感。

3 退市制度介绍

3.1 退市制度发展历程

第一阶段：萌芽期

在我国刚刚建立资本市场的时候，与资本市场相关的法律规定以行政法规和部门规章为主，而对上市公司退市的法律体系的建设则没有得到足够的关注，而这些监管机构也都是以地方监管为主。所以，在股票市场的初始阶段，股票市场的退出机制几乎是一片空白。

第二阶段：初步确立期

自 1994 年以来，我国《公司法》《证券法》相继颁布，为我国的退市行为奠定了一定的法律基础。《公司法》于 1994 年 7 月 1 日生效，既是公司法制化的开端，又是公司退出机制的第一步。在第 157 条中，对股票中止上市的情况进行了详细的说明，在第 158 条中，对上市公司的中止即退市的情况进行了详细的说明，并且，在法律中，对退市的权力也进行了明确的界定，并将其确定为国务院证券监督管理机关，从而为退市制度的最初、最根本的部分提供了依据，并为以后的发展与完善打下了坚实的基础。从《证券法》1999 年开始实施的有关退市条款来看，第 49、55、56、57 条的条款在我国还是第一次出现，但是这些条款都是重复《公司法》中的暂停、终止等条款，并没有太大的作用和意义。

1998 年，出于对广大投资者和上市公司的高度重视，中国证券监督管理委员会正式提出了 ST 制度。ST 制度，顾名思义，就是特殊对待，这是一种针对因为经济问题而造成经营状况不佳的企业的政策，如果企业被贴上这个标签，那就代表着受到了股市的警告，也就是俗称的“戴帽”。自 1998 年以来，中国证券市场出现了一个特别的“ST”类股票。上海、深圳两市在《公司法》《证券法》的规定下，分别引入了特殊的转让业务，并对其进行了专门的业务操作。PT 制度是 Particular Transfer 的简称，自 1999 年 7 月 9 日开始，它的作用就是为那些有退市危险的股票而实行，但是后来出现了大量的 PT 股份的投机行为，导致了投资者对于 PT 股份的防范意识不强，这也导致了 PT 制度并

没有在实际操作中得到应有的效果。可以说,在我国证券市场起步阶段,退市制度还只是走个过场,并没有真正意义上的“退市”。

第三阶段:逐步发展期

21世纪以来,沪、深两地的股票市场已突破千家。在2001年,PT水仙电器的股票被终止上市,这一决定使公司在多年的退市过程中走出了一条康庄大道,是公司股票市场的一个里程碑,也是公司股票市场的一个重要突破。

这一时期,我国证券监管机构不断加强对退市机制的完善,并陆续出台了相关的重大法律法规和规范性文件。在2001年,中国证券监督管理委员会公布了《退市计划实施细则》,其中对“三年内持续亏损”的上市公司的退出做出了较为详尽的规定,其中包括了中止上市后,重新恢复上市以及终止上市等方面的内容,并且这些内容具有一定的可操作性。特别是,股票的发行被中止和公开。暂时的退市是由证券交易所来决定的,但这要经过中国证监会的法律批准,所以,在终止上市方面,它的决定权仍然掌握在中国证监会的手里。同年12月份,中国证监会修改了《证券法》,赋予了证券交易所暂停上市、恢复上市和终止上市的决策权,并将之前备受批评的PT制度正式废除。同时,还对信息披露的责任作了一般的规定。为了更好地完善和完善退市制度,中国证监会于2003年颁布了《补充规定》,对退市后的处置进行了详细的规范。《办法》规定,退市的公司将转到代办股份转让系统,从某种程度上保障了投资者的利益。

2004年,国家发布“国九条”,第五条提出要建立健全上市公司的上市公司退出制度。2006年,《证券法》与《公司法》同步进行了修改,其中,《公司法》取消了对上市与退市的限制,并将其并入了《证券法》。主要包括以下几个方面:一是在立法上,将暂停、恢复和终止上市的权力直接授予了证券交易所;第二,对退市程序中的复审要求进行了详细的阐述;第三,股票交易所上市公司中的权威得到扩展,并掌握了上市公司退出规范的具体规则;第四,第一次将连亏四年的时间,定为自上市公司停售的时间。

在《证券法》修改的同时,2006年沪深两市也对《股票上市规则》进行了修改,对上市、暂停上市、退市等事项进行了规定,并对退市的条件和制度进行了补充和完善。在这一时期,伴随着上市公司的退市数目的增多,也是我

国股票市场迅速发展的重要标志。在 2004—2005 年期间，被强制退市的上市公司达到了 13 家，在 2006—2009 年期间，被强制退市的公司达到了 12 家，在 2008 年期间，没有任何一家公司被强制退市。

第四阶段：发展完善期

从 2012 年开始到现在，我国的退市法规正处在一个逐步健全、细化的时期，在这个时期，我们的立法也在逐步完善。在 2012 年，上海证券交易所、深圳证券交易所分别对沪深证券交易所主板、中小板的上市公司的退市方案进行了发布。在新的退市规则中，重点强调了建立风险警示板和退市整合板的重要性；对退市条件进行了进一步的改进，增加了净资产和营业收入等五项指标，对上一会计年度经审计的营业收入不到 1000 万元的股票实施了风险警告，对退市流程进行了改进；对于再申请公开发行股票的要求更加苛刻。两大证交所于 2013 年 1 月在上海证券市场上分别设立了两大证交所的风险预警板和退市板。此次两家交易所对退市制度的完善，标志着我国证券市场逐步走向成熟，其目的在于解决退市制度中存在的主要问题，并充分借鉴了国外证券市场的经验，以保护投资者的合法权益。

2014 年，国务院颁布的“国九条”中指出，要结合股票市场的现状，对退市机制进行进一步的改革，并对现有的退市体系进行了严格的要求。在这一年，中国证券监督管理委员会公布的《退市意见》中，就如何进一步完善我国的主动退市体系，对我国的主动退市机制、决策程序、申请与决策程序等问题进行了详细的规范。第二，对于有欺诈发行和信息披露等严重违规情形的上市公司，要严格执行《证券法》，这表明中国证券监督管理委员会将进一步加强上市公司的监管。第三，对市场交易类和财务类强制退市的证券实施了严厉的强制退市措施，并督促交易所尽快对现有的退市指数进行了改进；第四，再次强调了与退市有关的配套制度安排；第五，关于上市公司投资者利益保障的新规定。《退市意见》的出台，标志着主板的退市制度得到了进一步的发展与完善，这也就意味着，在未来的一段时间里，退市企业的数目将会有较大的增长，企业的主动退市将会成为一种常态，而强制退市的力量将会达到前所未有的高度。从长期来看，这种制度的建立有利于改善我国股市的供求关系，有利于我国股市的发展，有利于我国股市的发展。在

2016年，*ST博元被强制退市，这是中国股市第一次因为严重违规而被强制退市，这也标志着我们的退市机制与国际标准更加接近。

3.2 退市新规简介

3.2.1 退市分类

退市方式有两种，一种是主动退市，另一种是强制退市。其中，“主动退市”是指由于被收购或者股东大会决定的解散或者合并而导致的公司的退市；所谓“强制退市”，就是由于企业不能满足继续挂牌的要求，导致企业被强制终止上市。

3.2.2 退市法规体系及新规修订

新《证券法》修订了有关退市条款，并对退出机制作了初步探讨。上海、深圳两大证券交易所是我国股票市场的自我监督管理部门，它们发布的有关规定，是我国股票市场退出机制的直接依据。沪深交易所于2020年12月公布了关于退市的新规定，其中《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称“退市新规”）。退市规则从交易类指标、财务类指标、规范类指标、重大违法类指标四个方面，对退市规则做了相应的修订或改进：

在交易类指标中，明确了“1元”退市为“面值退市”，并增加了“市值退市”的条件，也就是“连续20个交易日市值不到3个亿，就会被取消上市”。

在财务类指标中，从单一指标变为复合指标，将单一净利润指标或单一营业收入指标取消，如果连续两年扣非前/后净利润为负值+扣除与主营业务不相关的营业收入和不具有商业价值的营业收入低于1亿元，那么上市公司将会被退市。

在规范类指标中，将信息披露存在重大缺陷和不规范运作且在被发现后拒绝改正的指标增加至规范类指标当中，主要表现为：（1）丧失了企业的有效信息源；（2）公司拒绝对需要公开的重要情况进行公开；（3）公司对公开信息的公开有重大破坏，且有不良影响的；（4）其他情况。除此之外，还增加了一半以

上的董事不能确保半年报的真实性、准确性和完整性，将会对其进行退市风险预警。

在重大违法指标中，如果上市公司有欺诈发行、重大信息披露违规等重大违法性，对其上市地位造成重大冲击的，则该公司的股票将被取消上市资格。其中，财务造假标准明确为：公司披露的营业收入、净利润、利润总额、资产负债表任一指标，在连续两年都出现了虚假记载，虚假记载的营业收入金额合计达到了5亿元以上，并且超过了该两年披露的同一指标合计金额的50%，那么就会被终止上市。

在退市流程中，新规则中已经没有了中止和重启这一部分，但若公司在两年内净利润为负，且营收少于一亿元，则会被取消上市资格。退市整理时间从原来的30天减少到15天，退市整理结束后的第一天没有上涨和下跌的限制。

3.3 新旧退市制度对比

表 3.1 新旧退市制度比较

制度类别	旧制度	新制度
财务类	单一的净利润为负值和营业收入低于 1000 万元指标	扣非前后净利润孰低者为负值,且最近 1 年营业收入低于 1 亿元
交易类	连续20个交易日每日股票收盘价均低于面值	连续20个交易日股票收盘价低于1元;连续20个交易日总市值低于3亿元
规范类	—	信息披露、规范运作存在重大缺陷,半数以上董事对年报不保真
违法类	财务造假	细化可执行的重大财务造假退市标准
退市流程	存在暂停上市和恢复上市环节	不满足条件者,1 年给予风险警示,连续 2 年直接退市
退市整理期	30 个交易日	15 个交易日

资料来源：深圳证券交易所官网

4*ST 群兴保壳盈余管理案例介绍

4.1 公司基本情况

4.1.1 公司发展历程

广东群兴玩具股份有限公司前身为成立于 1996 年的“澄海市运达计量器具厂”，主营业务为制造计量器具。1999 年将主要经营业务变更为电子塑胶玩具，公司名称同时变更为“澄海城市群兴电子塑胶玩具厂”。2002 年变更名称为“澄海城市群兴玩具有限公司”，公司性质同时变为有限责任公司。注册资本为人民币 387.00 万元，创始人林伟章和黄仕群各占一半股份。在 2004 年公司正式更名为“广东群兴玩具实业有限公司”。2010 年，公司注册为资本增至 1 亿元，控股股东为广东群兴投资有限公司（以下简称“群兴投资”），实际控制人为林伟章、黄仕群。同年 2 月，公司的工商变更登记手续完成并取得《企业法人营业执照》，将公司的名称也再次改为“广东群兴玩具股份有限公司”。2018 年，公司控股股东群兴投资与深圳星河数据科技有限公司、成都数字星河科技有限公司以及北京九连环数据服务中心（有限合伙）签署了协议，王叁寿实际控制的深圳星河、成都星河、北京九连环合计持有公司表决权股份 175,750,000 股，占公司总股本的 29.85%；公司控股股东由群兴投资变更为成都星河，实际控制人变更为王叁寿。

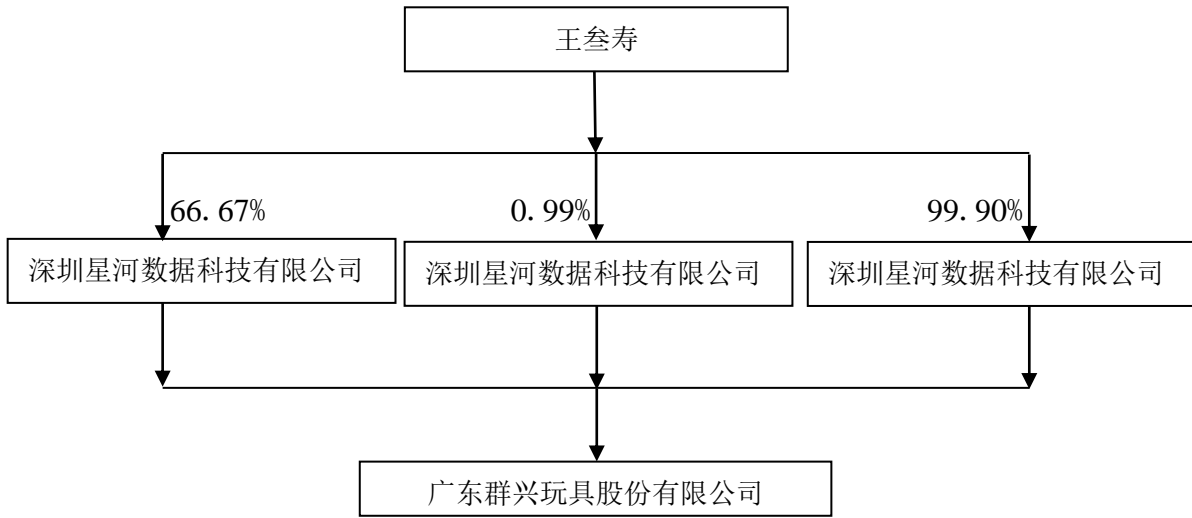


图 4.1 广东群兴控股股东股权结构图

4.1.2 主营业务变化

*ST 群兴自 1999 年至 2017 年其主营业务为电子电动玩具的研发设计、生产及销售业务，是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一。由于行业集中度低、资金技术门槛无、知识产权保护弱、价格竞争激烈影响，产品利润率极低，2017 年群兴玩具明确了玩具业务经营将由玩具生产销售向玩具渠道经营转变，逐步减少并退出了玩具制造领域。2018 年引入新的控股股东之后，构建了科创服务、数字经济、产业孵化的全产业链结构布局，主要业务变为技术咨询业务和租赁业务。由于销售白酒利润较高，2019 年群兴玩具开始布局酒类销售业务，2020 年至今主营业务变为酒类销售和自有物业租赁与创业园区运营业务。

4.1.3 业绩概况

净利润是能够有效衡量公司盈利状况的指标之一，而扣除非经常性损益后的净利润可以反映主营业务的真实情况。2008 年至 2015 年*ST 群兴净利润与扣非净利润保持同步变化，且两者之差较小，说明*ST 群兴主要依靠其电子电动玩具的研发设计、生产及销售业务，公司盈利模式较为健康。但是在这期间净利润呈现先升后降的趋势，从 2010 年最高的 5761 万下降到 2015 年的 1819

万，表面公司的主营业务呈现萎缩趋势。2016年开始*ST群兴净利润与扣非净利润差距逐渐拉大，显示出了玩具业务的不可持续性。*ST群兴在2018年后*ST群兴开始放弃原有玩具业务，开始寻找第二主业。其扣非后净利润除2021年均为负数，显示出该公司转型未成功，仍然在靠非经常性损益保持净利润的增长。综上所述，*ST群兴的主营业务盈利能力较差，但是公司基于保壳目的，利用出售固定资产，投资收益等盈余管理手段对净利润进行调节。

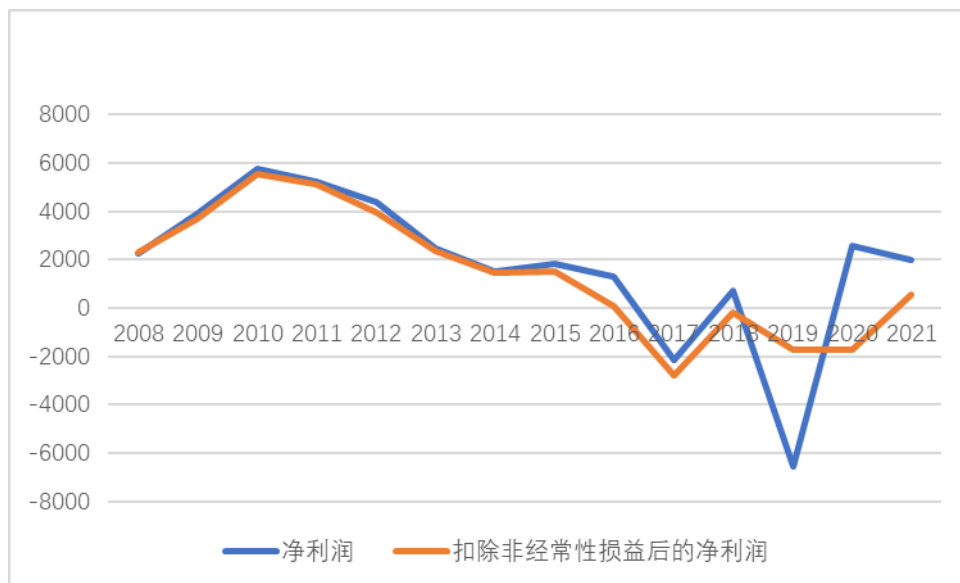


图 4.2 *ST 群兴净利润及扣非后净利润变动图

4.2 *ST 群兴风险警示实施及撤销过程

4.2.1 其他风险警示实施及撤销

2020年4月20日*ST群兴发布公告披露公司实际控制人王叁寿非在2019年3月至2020年4月期间，公司自有资金共计32,726.07万元被王叁寿占用，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第13.3.1条及第13.3.2条的相关规定，公司向控股股东或者其关联人提供资金或者违反规定程序对外提供担保且情形严重的，深圳证券交易所所有权对其股票实行其他风险警示，由于王叁寿占用金额已超过一千万元，因此*ST群兴触发了“上市公司股票被实行其他风险警示”的相应情形。自4月22日被实行其他风险警示，公司股票简称变

为“ST群兴”。2021年4月28日，王叁寿全额归还全部占用资金及利息，公司实际控制人及其关联方占款资金、利息已全部归还清理归零，资金占用问题得到妥善彻底解决。*ST群兴前期触发“上市公司股票交易被实行其他风险警示”的相应情形已经消除，且不存在《深圳证券交易所股票上市规则》（2020年修订）第13.3条所列实施其他风险警示的情形。根据《深圳证券交易所股票上市规则》（2020年修订）第13.8条、第13.9条的相关规定，*ST群兴已符合撤销对股票交易实施其他风险警示的条件，深圳证券交易所撤销了其他风险警示。

4.2.2 退市风险警示实施及撤销

由于王叁寿占用非经营性资金，收入、成本无法准确计量，关联方关系及其交易披露的完整性无法确认等问题，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对*ST群兴2019年度财务报告出具了无法表示意见，根据《深圳证券交易所股票上市规则》规定，深圳证券交易所对ST群兴实施退市风险警示，股票简称变为“*ST群兴”。2020年年报披露之后，*ST群兴向深圳证券交易所提出第一次撤销退市风险警示，根据深圳证券交易所《关于退市新规下营业收入扣除事项的通知》的有关规定，*ST群兴将酒类销售收入调整至非经常性损益后，扣非净利润变为-17,173,277.95元。2020年度扣除非经常性损益后净利润为负值且营业收入低于1亿元，未满足取消退市风险警示的条件，第一次申请撤销无法满足新规，被深圳证券交易所继续实施退市风险警示。2022年4月19日，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年度财务报告出具了标准无保留意见的审计报告。*ST群兴前期触发“上市公司股票交易被实行退市风险警示”的相应情形已经消除，公司不存在《深圳证券交易所股票上市规则（2022年修订）》第九章所列实施退市风险警示的情形，根据《深圳证券交易所股票上市规则（2022年修订）》第9.3.7条、第9.3.11条的相关规定，*ST群兴提出第二次撤销退市风险警示。深圳证券交易所同意撤销退市风险警示，股票简称恢复为“群兴玩具”。

5*ST 群兴保壳盈余管理案例分析

5.1*ST 群兴盈余管理动因

5.1.1 外部动因

一、“壳”的高价值带来的保壳动机

“壳资源”在资本市场上是一种罕见的资源，其存在的原因在于其本身获得较为困难。在核准制下，企业要获得上市的资格，需要经过严格的审查，并支付高额的费用，在上市前需要经过较长的审查时间。与发达国家相比，中国新股发行的数量还很少。相对于 IPO 的高要求，一些企业更倾向于走“借壳上市”的捷径，使得“壳资源”变得非常稀缺。即使这些上市公司的业绩不佳，并且终年处于亏损状态，但它们对于很多达不到上市条件，或者等不起很长的上市排队期的公司来说，它们依然是抢手的资源。因此，为了在以后能够获得卖壳收益，亏损的上市公司会尽一切努力来保住壳。此外，退出市场的公司在申请上市时，还会受到严格的限制。随着注册制的不断深化，上市公司的退市规则不断收紧，壳资源的稀缺程度逐渐降低，上市公司的盈利能力也逐渐下降。

二、ST 制度存在弹性

由于我国的 ST 公司的特殊制度，则为通过盈余管理保壳留下了空间。在 ST 之后，上市公司可以在一年内改进业绩，但在这一年内，如果公司没有实现盈利，则有“暂停上市”的期限，这也是一次保住壳的机会。此外，退市风险警示的影响因素多种多样，ST 公司在退市制度的执行过程中，大部分都会涉及到财务方面的影响因素，相对于其它方面，财务方面的影响因素相对较少，因此，对 ST 公司的撤消风险警示的要求也就更容易得到满足。ST 制度的灵活性增强了上市公司对盈余管理的操控，为公司规避退市创造了一个有利的环境。然而，在退市制度不断收紧的情况下，撤回风险警示变得更加困难，盈余管理的行为也变得更加隐藏。

5.1.2 内部动因

一、保住上市资格

保持上市地位是 ST 公司实施利润管理的最大动力。一旦退市，不仅会让公司的股东和利益受损，还会让公司丧失公众的信心，让公司的壳子变得一文不值，而且还会让公司再次上市，受到更多的限制。群兴玩具为避免“退市”，曾数次改变其主要业务，但其业绩并没有得到显著的好转，反而陷入了严重的财务困境。在短期的预警期间，想要通过常规的方式扭转亏损是很困难的，因此，利用盈余管理来对盈利进行适时的调整，就成了群兴玩具避免被退市的唯一出路。

二、融资动机

企业上市后，其知名度和影响力得到了提升，获得了更多的融资机会，同时，企业的筹资成本也得到了降低。如果一家上市公司发生了财务危机，或者是被 ST，那么投资者就会对其产生戒心，从而有可能会立即撤回自己的资金，这样公司就很难得到一个稳定的资金来源。伴随着信贷政策的收紧，信用借贷额度也被持续地压缩，在放款之前，金融机构会对企业的各种指标进行全面的分析，对企业的经营情况进行综合评价，经营不善的企业不能有效地满足企业的融资需求。群兴公司几次改变其主要业务，均需巨额资本投资，但目前仍处于财政困难之中，公司的可持续发展受到质疑。群兴玩具公司为适应资本市场的资金需要，需要在一定的风险预警期间实现盈利，从而避免退市，而盈余管理就是其中的一项重要措施。

5.2*ST 群兴盈余管理行为的识别

5.2.1 异常利润剔除法

按照有关法规，如果一家公司的净利润已经连续两年为负，那么该公司将面临着很大的风险，这是有关部门对一家公司做出的惩罚，即退市的危险警告，并将对该公司的股份采取特殊的交易方式，如果该公司到了三年还为负，将会被有关部门中止上市，乃至强制退市。因此，一家亏损的公司，如果还想要继续上市的话，很有可能会在第三年，通过对利润的操控来扭转局面。从图 5.1 中可以看出，2019 年，*ST 群兴因为被出具了不能表示意见的意见，而且在修订后的年报中，净利润和扣非净利润都为负，所以，要想保持它的壳资

源，就需要对它的净利润和归属净利润等做点什么。从公司的年度报告来看，*ST群兴在2013年到2018年的营收都出现了很大的问题，营收已经连续六年下降，这说明*ST群兴的正常运营已经受到了很大的影响，很难再有任何的改进。但其营业利润、净利润等指标均为亏损，只有在“保壳”的关键期2019才出现了扭亏为盈的局面。这两个因素加在一起，可以看出*ST群兴目前的运营情况及利润水平并不理想。从图5.1中可以看出，*ST群兴在2020年的净利润、归属净利润和扣非净利润都出现了异常，虽然出现了亏损，但因为《退市新规则》的原因，退市的风险警告并没有被取消。当然，这也与*ST公司“保壳”战略不谋而合，即在“停牌”的关键年份，力图扭转亏损局面。通过以上的分析，在2020年，*ST群兴通过盈余管理，实现了对公司盈利的控制，并最终成功的摘帽。

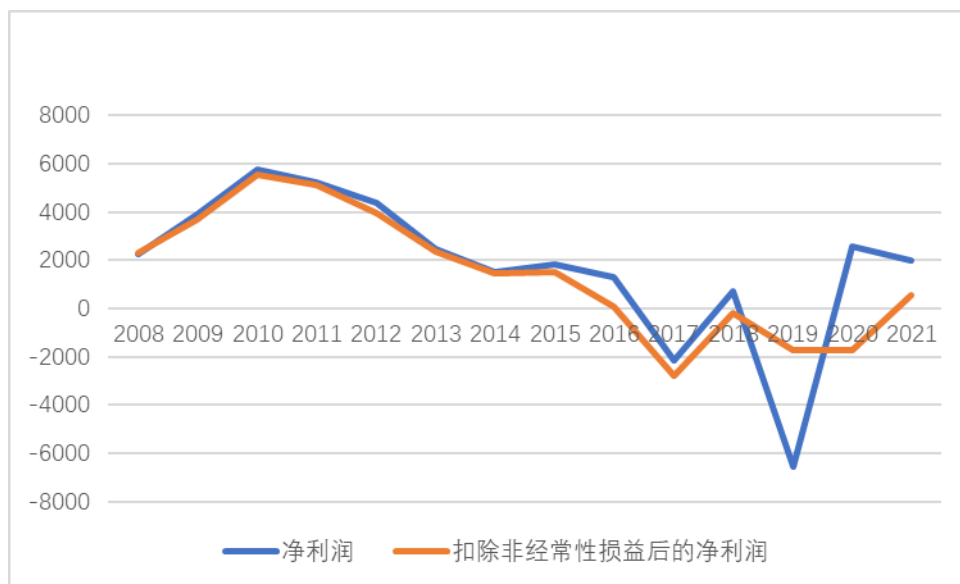


图 5.1 *ST 群兴净利润及扣非后净利润变动图

5.2.2 利用非经常性损益项目识别

从以上的分析可以看出，*ST群兴的可持续发展和产品利润都有限，光凭业务活动很难扭转亏损，而*ST群兴要想获得利润，最容易的办法就是采用盈余管理的方法。企业进行盈余管理的方法有很多种，其中较为常用的一种就是非经常性损益，所以要对其非经常性损益项目进行具体的分析。ST群兴

2020年非经常损益的数据与其他年份有很大的不同，其总金额在过去5年中出现了一个新的高峰。从*ST群兴的财务报表中可以看出，其非流动资产处置损益、非货币性资产交换损益、计入当期损益的资金占用费等都比较大，并且变化也比较大，但是政府补助和其他营业外收入的波动程度比较平稳。由此，*ST群兴的实际盈余管理行为极有可能是使用了下列三种方式：

对闲置财产的处理。2020年，该公司的利润和利润创下了五年来的新高，达到了6783.99万元。2018年的非流动资产处置损益为238.36万元，这在一个上市公司中属于较为常见的，而从2019年起，其涨幅为121倍，在2020年，在退市的重要年份，其涨幅更是高达285倍。在走出“退市”的危机之后，公司的非流动资产处理收益和亏损都急剧减少。上述情况说明，*ST群兴为了牟利，很有可能将2018年的非流动性资产进行了不正常的处理。

使用非货币资产进行交易。ST群兴在过去五年的其他年份都没有出现过非货币性资产交易收益和收益，只有2020年度出现了大幅增长，达到了5,469.68万元，这也是*ST群兴扣非率较低的主要原因。

使用已计入当期利润和利润的资本占用。与此类似，*ST群兴在第二年即2019年连续亏损后，便大幅增加了现金占用费，而2020年则大幅增加了现金占用费。这说明，上市公司很有可能在2019年就已经按照自己的实际情况进行了利润管理，并且在2020年还将继续采用这种方式进行利润管理。

总之，从*ST群兴的非经常性损益的数据来看，*ST群兴很有可能是利用非经常性损益来操纵利润，从而渡过了被暂停上市的这一次危机，尽管在2020年已经达到了退市旧规的要求，但因为新规的实施，还是没有能够摘下帽子。

5.2.3 利用会计估计识别

ST群兴在2020年，也就是保壳的关键期，只计提了2.9亿元的减值准备，较2019年减少了20.74亿元，较2019年减少了87.72%，这明显是非常不合理的。ST群兴在2019年度报告中表示，其当年计提了巨额的资产减值，主要原因是由于一些应收账款预计很难回收，因此计提了坏账准备，同时，公司的一些库存和无形资产也发生了一定的贬值，因此也计提了巨额的减值准备。

用这种方式，在 2019 年提前集中计提了资产减值，可以显著减少 2020 年确认的资产减值损失，进而提升 2020 年的净利润水平。总之，商誉减值准备的提早或延后计提，对企业的盈余管理有很大的影响，这也是*ST 群兴实现“保壳”的关键所在。

5.3 *ST 群兴盈余管理手段

5.3.1 新规前盈余管理手段

一、处置长期股权投资

2019 年年末，该公司将旗下上海茸发房地产 75% 的股份以 2800 万元的价格转让给了上海熙诚房地产开发有限公司，并在此基础上办理了变更登记。然而，该公司在 2019 年并没有办理股份转让手续，很有可能是由于该公司在 2019 年的净利润没有扭转亏损，该公司以股份转让款没有全额转入退市新规下的 ST 公司的盈余管理行为的探讨——以*ST 群兴为例的名义，对其进行了延期确认。在 2020 年，公司进行了一次债务重组，最终回收了 90% 的股份转让款，在此基础上，确定了转让收入 2160 万元，这使得该年的净利润扭转为正。

表 5-1 2019-2020 年投资收益明细

收益项目	2020 年	2019 年
联营分配来的利润（万元）	-	37.80
年末调整被投资公司所有者权益净增减的金额（万元）	-	-41.13
股权投资转让收益（万元）	2403.15	71.44
合计（万元）	2403.15	68.10

数据来源：*ST 群兴 2020 年年报

二、权益转让

在 2019 年，公司并没有实现净利润的扭亏，公司已经陷入了财务危机，而建材类业务的经营情况也没有得到改善，想要通过主营业务来实现扭亏，难

度非常大。为保持其上市地位，公司于 2020 年末，将因合约关系而产生之违约及索赔权利之标的资产，以 3000 万转让予成都同辉实业有限公司，并要求该公司在今年内一次性付款两千万，余下之款于下一次付款。2020 年，该公司的前 11 个月的净利润出现了严重的亏损，所以，该公司在最后时刻，将其股权转让给了公司，并承认了其营业收入 3000 万元，这对 2020 年的净利润达到了 2060 万元。

表 5-2 2020 年营业外收入明细表

类别	2020 年	2019 年
处理固定资产收入（万元）	199.46	116.91
赔款收入（万元）	-	3.55
权益转让（万元）	3000.00	-
固定资产减值转回（万元）	324.66	-
其他（万元）	70.01	16.31
合计（万元）	3594.20	136.77

数据来源：*ST 群兴 2020 年年报

三、债务重组利得

在 2018 年之后，由于原料价格的急剧上涨，以及建筑材料市场的竞争加剧。ST 群兴在 2020 年度的营业外收益为 7019.19 万元，较上年同期增加了 717.93%，其中 6666.17 万元来自资产重组收益。因公司的现金流量不足，资金链条断裂，无法清偿债务，债务人与群兴玩具签订了债务重组的协定，以降低公司的亏损。工商银行南充支行对该公司的部分负债进行了豁免，该公司需要根据法庭对该资产的裁定来履行其所欠的债务。该公司于 2020 年底向上海永新雨衣染色工厂支付了 360 万元，该工厂曾与其有过一笔交易。其下属南充建筑材料公司计提的应收账款坏账用于支付往来款。此外，因法庭以拍卖公司的财产来偿还贷款，该年的利息开支为 2559.4 万元，较上年同期减少 57.71%，财务成本明显减少。而*ST 群兴 2020 年的净利润只有 795.58 万元，虽然债务重组没有对公司的主要经营业务造成很大的影响，但是对净利润有很大的调整。

表 5-3 2020 年债务重组利得明细表

债务人名称	债权人名称	债务重组方式	确认的债务重组利得总额（万元）
*ST 群兴	工商银行上海分行	还款免息	3728.00
*ST 群兴	工商银行上海分行	减除债务	290.00
*ST 群兴	工商银行成都市锦江支行	还款免息	956.68
*ST 群兴	中国银行武侯支行	还款免息	712.50
*ST 群兴	中国银行武侯支行	还款免息	155.52
*ST 群兴	中国建设银行上海市第七支行	还款免息	78.23
上海门窗	农行上海分行营业部	还款免息	444.05
南充华塑	工商银行南充分行	还款免息	114.19
*ST 群兴	上海永新雨衣染织厂	资产清偿债务	49.57
南充华塑	上海永新雨衣染织厂	资产清偿债务	137.44
		合计	6666.17

数据来源：*ST 群兴 2020 年年报

四、政府补助

国家补贴是指国家对符合条件的企业给予的不计报酬的经济补助，以促进工业发展。政府补助可以对公司的净利润产生影响，地方政府出于有利于公司长期发展的原因，会向公司发放一定金额的补贴，在面临退市时，急需保壳的公司可以使用政府补助来进行盈余管理，从而渡过困境。从*ST 群兴 2018—2021 年间的政府补助来看，2018 年，公司得到了 71.61 万元的拆迁补助，这一年的政府补助数额比较大，2009 年，公司只得到了 20000 元的名牌产品奖，而 2010 年，公司得到了 120 万元的工业发展项目奖，2011 年，只有 50,100 元。地方政府希望以政府补贴的方式来扭转企业的亏损局面。

表 5-4 政府补助变动表

项目	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
政府补助（万元）	5.09	122.00	2.00	71.61
同比增长率（%）	-95.83	6000.00	-97.21	-36.34
当期净利润（万元）	-11287.05	1016.02	-4022.87	-14364.62

数据来源：*ST 群兴 2018—2021 年年报

5.3.2 新规后盈余管理手段

一、债务重组利得

根据法庭的裁决，群兴玩具于 2019 年末对四川德瑞公司账面上的欠款进行了冲减，并确认了兴源公司其他应收款 13117.78 万元。群兴玩具于 2020 年十一月与兴源环雅签订了一份债务解决协议，按约定的期限分别支付 2000 万人民币及 8000 人民币，并于约定的期限内了结所有的债务。在计算到清偿日期之前，债务的本金和利息总计为 14519.38 万元。债务重组利得在财务报表中被列入了非经常性损益，这就说明，通过债务重组的手段，虽然已经不能达到保壳的目的，但仍然可以对净利润进行调整，并对财务报表进行美化。

表 5-5 非经常性损益变动表

项目	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
非流动资产处置损益（万元）	2031.02	60.18	208.12	1998.64
计入当期损益的政府补助（万元）	11.43	4.73	14.63	-
债务重组损益（万元）	-	4519.38	-	-
其他	73.74	-1363.40	-6967.45	396.43
合计（万元）	2116.19	3220.89	-6744.70	2395.07

数据来源：*ST 群兴 2018-2021 年报

二、利用资产减值准备

群兴玩具于2016年10月，将其主要经营方向从玩具业务转变为大规模货物交易。上海友备公司创建不到两年，就和群兴玩具公司签订了合作意向，并在此基础上进行了合作。2018年6月，双方签署了一份电解铜买卖合同，渠乐贸易公司依约向上海友诚交货，但最终只收到了一千万元的货款，剩余的9249万元以赊账方式结算。但群兴玩具在2018年年底时，由于未满一年的原因，其应收账款计提了50%的坏账。华塑和上海友备是在同一年内，才刚刚建立起一家公司，从事商品交易，而上海友备是怎么做到的，怎么可能在一年内，就拖欠了将近一亿的货款，而群兴玩具，为什么会在这一年内，突然拿出了一半的货款，这不得不让人对这一交易的真实性产生了怀疑。2019年末，法庭判定上海友备支付剩余的款项及罚款，但其公司却没有可以执行的财产，并消失了联系。由于公司已经连续两年出现了亏损，公司很有可能会提前计提坏账准备，因此群兴玩具于2019年末全部计提了不良资产准备。由于公司2020年度没有计提任何减值准备。



图 5-1 *ST 群兴资产减值准备变动图

三、置入优质子公司

虽然群兴玩具的净利润达到了1344万元，实现了盈利，但因为符合《退

市新规》的要求，公司依然处于 ST 状态。湖北信托在 2021 年年初的一次定增中，成功获得了*ST 群兴的控股权，开始走出了退市的困境。*ST 群兴因其原有的医药、展览等业务盈利能力不强，在湖北投资银行的注资下，于 2021 年 9 月顺利获得了天玑智谷 51% 的股份，从而进入了电子显示领域。群兴玩具主要有四大部分，即电子产品、医疗服务、租金收入、展览服务以及其他。ST 群兴公布的 2021 年 A 股年度报告显示，本年度公司营业收入为 2.95 亿元，较上年同期增加 488.19%；归属于公司的净利润为 564.51 万元，较上年同期减少了 174.67%，从盈利转为亏损；扣除不计利润的净利为 2687 万元，较上年同期减少 8.67%。其中，在 2021 年的最后一个季度里，它的收入达到了 26000 万元人民币，较上年同期增加了 1555.68%；第一季的净利润为 770.182 万元，较上年同期减少 8.76%。与前一年相比，本公司 2021 年的营收有了很大的增长，这是因为本公司在 2021 年完成了一次重大资产重组，将天玑智谷并入了本公司的合并范围，而*ST 群兴在天玑智谷的营收则达到了 2.42 亿元。企业的经营状况有了很大的提高。由于疫情的不断发展，公司的展览服务业的损失有所上升。若不算天玑智谷合并后的营业收入，该公司的应收账款只有 0.53 亿元，将因“净利润为负值、收益少于一亿”而被强制退市。

表 5-6 营业收入变动

	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额（万元）	占营业收入比重	金额（万元）	占营业收入比重	金额（万元）	占营业收入比重
电子产品	-	-	-	-	24220.79	82.22%
医疗服务	5608.91	79.99%	3954.76	78.96%	4265.26	14.48%
房租收入	955.54	13.63%	702.41	14.02%	607.79	2.06%
会展服务	-	-	-	-	-	-
收入及其他	447.77	6.39%	351.28	7.01%	365.19	1.24%
营业收入	7012.21	100%	5008.44	100%	29459.03	100%

数据来源：*ST 群兴 2019-2021 年报

5.4 *ST 群兴盈余管理检验

5.4.1 盈余管理检验模型

盈余管理是指公司管理层对公司的盈余进行管理的一种行为。主要是指管理层利用自身地位优势对本公司的财务报表进行不违反相关会计准则的会计调整，或者通过调整企业的短期盈利能力，如利用降价促销、现金折扣的方式，从而使得自身利益得到最大化的提升。应计盈余管理是指在不调整企业实际经营情况的前提下，通过改变企业在不同会计期间内的利润分配，一般是通过管理层利用财务手段进行的调整。而真实盈余管理是通过真实的交易来对盈余进行调整以改变在不同会计期间的现金流量和盈余的一种管理方式。因此，本文将使用真实盈余管理检验模型和修正琼斯模型，对*ST群兴的盈余管理进行检验。

一、真实盈余管理检验模型

本文选择了 Dechow (1998)，Sugata Roychowdhury (2006) 模型来测量企业的真实盈余管理水平。通过计算 $TREM_{it}$ ，如果该指标的值越大，代表真实盈余管理的程度越高。模型如下：

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$\begin{aligned} \frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = & b_0 + b_1 \frac{1}{A_{it-1}} + b_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + b_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \\ & + b_4 \frac{\Delta REV_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{it-1}} = c_0 + c_1 \frac{1}{A_{it-1}} + c_2 \frac{REV_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

异常经营活动现金流 A_CFO ;

异常生产成本 A_PROD ;

异常酌量费用 A_DISEXP ;

$$TREM_{it} = (-1)A_{CFO_{it}} + A_{PROD_{it}} + (-1)A_{DISEXP_{it}}$$

式中： CFO_{it} 为i企业在t年度的经营现金净流量； PRO_{it} 为企业的生产成本，等于企业本期营业成本和存货变动之和； $DISEXP_{it}$ 为企业的操控性费用，等于企业的销售费用和管理费用之和； REV_{it} 为企业i在t年度的营业收入；

ΔREV_{it} 为企业 i 在 t 年度的营业收入变动额； ΔREV_{it-1} 为企业 i 在 $t-1$ 年度的营业收入变动额； A_{it-1} 为消除规模效应，用 $t-1$ 期期末总资产。

二、修正 Jones 模型

应计利润又分为了企业可操纵性应计利润和非操纵性应计利润，全部应计利润由以下模型可计算得到，所以通过全部应计利润与非操纵性应计利润的差额能计算出企业可操纵应计利润的水平。具体公式如下：

$$DA = TA - NDA$$

式中： DA —可操纵性应计利润； NDA —非操纵性应计利润。

由此可知，企业可操纵性应计利润是企业拥有较大自主权来进行盈余管理的项目。因此，本文主要对企业的操纵性应计利润进行分析，本文将对退市新规对应计盈余管理活动进行分析，选择的检验模型为 Jones 模型，具体为：

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

式中： $\Delta REV_{i,t}$ —当期营业收入增加额； $PPE_{i,t}$ —当期固定资产净额； β_0 、 β_1 、 β_2 —行业模型估值系数。

基于此，Dechow 研究发现对企业的可操纵性应计利润影响较大的因素是应收账款的变化，于是对 Jones 模型进行修正，将应收账款的变化从营业收入中除去，提出修正的 Jones 模型如下：

$$NDA_{i,t} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

式中： $NDA_{i,t}$ —当期非操控性应计利润； $\Delta REC_{i,t}$ —当期应收账款增加额。

5.4.2 基于真实盈余管理检验

*ST 群兴在 2020 年由于 2019 年财务报告被出示无法表示意见被深交所实施退市风险警示，所以无法获得 2019 年数据。2021 年保壳成功，但因此本文对 2020—2021 年的全部应计利润进行分析，重点探讨退市新规对于真实盈余管理的影响，具体数据如表所示：

表 5.7 *ST 群兴 2020—2021 年真实盈余管理

	酌量费用	存货变动额	营业收入变动额	异常经营活动现金流量	异常生产成本	异常酌量费用	真实盈余管理
2020年	26641486	-1098905.16	67015977.08	0.03	-0.0417	-0.0849	0.0132
2021年	9304089	3751227.45	-39856298.73	0.0006	0.0191	-0.0561	0.0746

数据来源：CSMAR 数据库

根据上表可知，由于 2020 年末退市新规的出台，对真实盈余管理有着较大影响， $TREM_{it}$ 的值从 2020 年的 0.0132 增长至 0.0746，表示真实盈余管理的程度增加。根据前文的分析，退市新规对调整非经常性损益等应计盈余管理进行了严格限制，企业也将盈余管理的调整的手段重点放在了真实盈余管理。真实盈余管理检验验证了退市新规促使企业增加真实盈余管理程度。

5.4.3 基于行业可操作性应计利润检验

基于全部应计利润检验，本文对*ST 群兴的可操作性应计利润进行检验。*ST 群兴属于文教、工美、体育和娱乐用品制造业，通过查阅 2019—2021 年的企业及行业数据，使用 stata 软件进行修正琼斯模型回归分析。得到文教、工美、体育和娱乐用品制造业的估值系数 β_0 、 β_1 、 β_2 和残差数值，计算结果如表 5.8 所示：

表 5.8 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 2019—2021 年度修正 Jones 模型系数表

年度	β_0	β_1	β_2	残差
2019年	42766964	0.1497	-0.1011	-0.0839
2020年	71635647	0.3434	-0.066	-0.0015
2021年	38805529	0.3214	0.0028	0.1066

数据来源：CSMAR 数据库

基于行业系数，将相关数据代入模型计算 ST 群兴和行业的非操纵性利润，进一步求出两者的操控性应计盈余，如下表所示：

表 5.9 *ST 群兴 2019—2021 年度修正 Jones 模型原始数据

	ΔREV	ΔREC	TA	NDA	DA
2019 年	5018785.62	6999260.48	-71021331.88	0.0468	-0.125
2020 年	67015977.08	7032810.58	15542884.06	0.0902	0.075
2021 年	-39856298.73	-6417985.04	39664845.25	0.027	0.0112

数据来源：CSMAR 数据库

由表 4.8 所知，在被实施退市风险警示之前，其操控性应计利润为负数，说明*ST 群兴存在负向的盈余管理，*ST 群兴无需调增利润。在 2020 年第一次“保壳”时，按照退市旧规进行了正向盈余管理，与 2021 年相比盈余管理幅度更大。由于 2020 年末退市新规的出台，*ST 群兴在进行第二次保壳时其操控性应计利润与 2020 年相比减少了 0.64，说明退市新规对*ST 群兴的操控性应计利润的调整影响较大，使得企业无法对应计盈余管理进行较大的调整，限制了企业的盈余管理空间。

5.5 *ST 群兴盈余管理影响分析

5.5.1 对公司的影响分析

一、保壳成功，避免强制退市

2006—2021 年，*ST 群兴经历了四次保壳，其中 2006—2010 两年，通过政府补助、资产处置等手段，实现了对公司的保护，最终实现了对公司的保护。在 2013 年，公司又通过控制成本、处置资产等方式实现了盈利，随后，公司在西藏麦田的扶持下，发展了一家花园公司，但花园公司没有任何竞争优势，2015 年，公司又开始了亏损，随后，公司于 2017 年，成为了浦江域耀的控股股东，但在 2018 年，公司放弃了商品交易，转而从事了健康服务业，利润空间越来越小，同时，由于之前的交易，公司在 2018、2019 年，又开始了巨额

的亏损，同时，由于退市的原因，公司在 2020 年，想要保住自己的壳，变得更加困难。在 2013 和 2020 年，ST 群兴能够顺利维持其上市地位，主要是因为其控股股东对其给予了很大的帮助，然而，公司本身的经营情况并没有得到切实的改善，其核心竞争能力也没有得到提高。所以，*ST 群兴需要重点关注其主营业务的可持续发展，以提高其在该行业的市场占有率。

二、 盈利能力较差，经营状况不佳

在保壳的关键阶段，*ST 群兴一直都能扭亏为盈，但根据学者研究内容，公司进行“保壳”的主要手段是进行非经常性损益调整。公司的主要经营方向发生了变化，主要经营的是全科健康护理，但这一块营收并不大，而在 2019 年，又因为疫情的原因，新增加的展览服务也出现了亏损，因此，公司的核心竞争力不强，利润空间不大。在 2020 年，该公司的股权结构出现了变化，湖北资产管理公司对该公司进行了大规模的投资，使得该公司的运营状况得到了明显的改善，公司的利润得到了进一步的提高。在 2021 年，*ST 群兴进行了一次重要的资产重组，将亏损的公司全部剥离，降低了运营压力，并在此基础上，购买了天玑智谷，向电子显示器的方向发展，使其主营业务的营收得到了极大地提升，利润也得到了进一步的提升。

*ST 群兴最近几年的资产运营效益不高，资本结构不够稳健，原来的玩具生意没有什么核心竞争优势，新成立的电子显示器生意也没有太大的起色，盈利状况一直没有得到改善。*ST 群兴的财务状况并没有因为长期的盈余管理而得到任何的好转，这表明，尽管盈余管理可以在短时间内调整净利润，粉饰财务报表以避免退市，但从长远来看，这并不会对公司的可持续经营能力产生根本性的变化，反而会使公司疲于奔命，甚至有可能造成公司为了保住壳而竭尽全力，从而给公司的长远发展带来了不利的影响。因此，只有适时地调整企业的发展策略，不断地向企业注入高质量的资产，不断地改进企业的经营方式，才能不断地提高企业的核心竞争力。

表 5-10 盈利能力指标

	净资产收益率 (%)	销售净利率 (%)	总资产净利率 (%)
2021 年	-3.89	-0.56	-0.39
2020 年	8.56	26.26	6.12
2019 年	-276.24	-176.07	-67.87
2018 年	-175.95	-4.21	-19.89
2017 年	29.47	0.55	3.83
2016 年	-301.92	-94.89	-16.45
2015 年	32.04	11.22	3.32
2014 年	-73.36	-24.25	-8.15
2013 年	0.10	5.83	2.71

数据来源：Wind 数据库

三、主营业务变化大，退市风险较高

*ST 群兴在面临退市危机的时候，并没有对其主要业务进行改进，反而改变了其主要业务，相继涉足了咨询业务、技术服务业务、大型商品贸易业务以及医疗服务业务，但其营业收入和净利润均较低。ST 群兴 2013-2018 年度主要从事园艺、大宗货物交易等经营活动，实现了高营收，但净利润水平并不高。在 2018 年，公司从大宗商品交易业务中剥离出了大量的亏损，之后，公司的主要经营方向变成了全科健康护理，在 2019 年又增加了展览服务，但总体的收入和利润都很少，导致了公司的营业总收入和净利润的下滑。在 2021 年，公司又增加了一项电子显示业务，营业收入有了很大的提高，但利润率很低，净利润并没有得到显著的提高。

表 5-11 利润表相关项目

	营业收入（万元）	营业收入增长率（%）	净利润（万元）	净利润增长率（%）
2021 年	29459.03	488.19	-164.11	-174.67
2020 年	5008.44	-28.58	1314.64	105.84
2019 年	7012.21	-94.20	-12346.39	-141.05
2018 年	120910.40	-46.04	-5089.93	-529.56
2017 年	224089.03	2742.51	1237.43	117.52
2016 年	7883.50	-55.41	-7480.99	-476.90
2015 年	17683.67	-21.95	1984.86	-136.10
2014 年	22657.59	-16.71	-5495.51	-446.25
2013 年	27204.64	-10.53	1257.11	-537.15

数据来源：Wind 数据库

随着天玑智慧的成功并购，公司在 2021 年的营业收入有了较大的增长。不过和过去两年相比，天玑智谷在 2021 年的四季度营收有了很大的提升，这不符合常理。ST 群兴将这一结果的原因归结为：贸易条件的改善，导致了出口的增长，以及有足够的资本来满足订单的需要。ST 群兴顺利完成了向电子屏产业的转变，但其在今后的运营中也面临着一些风险。首先，过于集中的顾客群体。前五名的销售总额在 2021 年达到了 94.50%。天玑公司对赛普特公司的高度依赖，公司于 2021 年四季度收到了 78.87 万部的订单，较上年同期增加了 186.15%，遥遥领先于其他公司。在 2021 年，公司对前五大供应商的购买量加在一起，占到了 62.42%。其次，国外的商业活动也很不稳定。群兴玩具在 2021 年的第一个大客户中，其销售额所占比例为 74.90%，主要是来自国外，另外，公司在国外的采购中所占比例为 36.56%，因此，国外的经营存在着很大的不确定性，并不是很稳定。四是资产减值具有很高的风险。在 2021 年末，天玑智谷公司的库存占比达到了 50.33%，由于公司得到了大量的融资，导致了公司的销售订单快速增加，但天玑智谷公司并没有对库存进行存货减值准备。2021 年，*ST 群兴的营收达到了 2.95 亿，不过，由于经营费用的增加，公司的净利润出现了 564 万元的亏损，目前还没有盈利，如果到了 2022 年，公司的净利润还是负的话，将会面临着退市的危险。

5.5.2 对投资者的影响分析

股票价格对公司的价值起到了重要作用，股票价格是公司在资本市场上表现的反映，股票价格代表投资者对于企业未来发展的信心。ST公司在成功摘帽之后，其股价会出现一定程度的回升，投资者会觉得该公司仍然具有持续经营的能力，其进行的投资可以获得收益。不过，股票价格是可以操纵的，它的上升并不一定是由于企业的经营状况有所改善，也有可能是由于投机性的炒作。

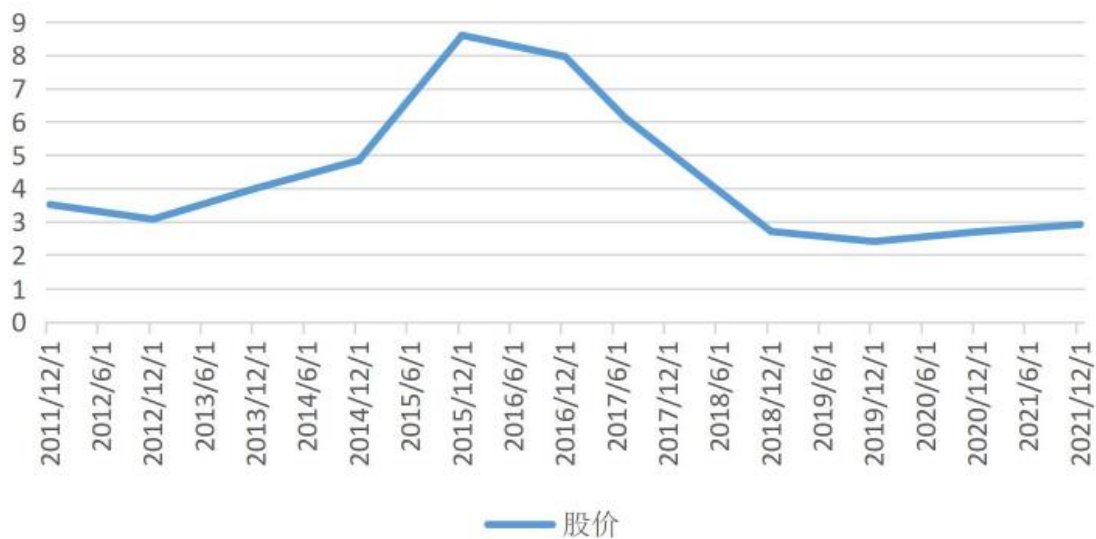


图 5.2 *ST 群兴股价变动趋势图

2013年群兴玩具保壳后，其股票在2014、2015年连续走高，目前已触及14.85元/股的高点，由此可以看出，2013年股改保壳对投资人的判断产生了很大的影响。但是，公司并没有将其主要的业务拓展到更大的范围，反而将注意力集中在了盈余管理的手段上，从而提高了净利润。虽然在短期之内，公司可以保持住投资者的信任，但公司的发展并不能得到持续的发展，最后依然会走向ST之路。自2014年起，该公司的净利润连续出现负-正-负-正的情况，导致投资者对该公司的信心降低，股票价格也随之不断下滑。在经历了2018年、2019年的连番亏损，从2020年4月1日开始，公司的股票已经累计下跌了50.27%，股价甚至跌穿了“1元”，直接面临着“面值退市”的危险。在变更了实际控制人之后，该公司的股票价格出现了反弹。在2021年的后半段，

收购了天玑，开始向显示器领域进军，股价也在不断地上涨。不过，*ST群兴在过去几年里，由于其对公司的资产重组和其他方面的控制，公司的股票一直处于低位，这也让投资者对其产生了警惕。尽管盈余管理可以在短时间之内，让公司避免了退市，并且可以吸引到一些投资者。但是长期的盈余管理，最终将使投资者失去信心。管理层采用盈余管理的方式，对会计报表进行了美化，并向公众传达了一些不实的正面信息，这些都会给中小投资者带来更大的伤害。

5.5.3 对债权人的影响分析

由于公司的经营情况会直接影响债权人是否可以及时收回贷款，因此公司的财务信息对于债权人分析公司情况尤为重要。从短期偿债指标来看，*ST群兴在维持上市资格后，流动比率和速动比率均低行业平均水平，在2019年这两项指标均降至0.3左右，而后在2020年两项指标骤升为1.8左右，原因是资产重组导致流动资产增加和流动负债减少。2021年由于收购导致资产减少引发流动比率和速动比率的再次降低。*ST群兴的资产负债率长期保持高位，2019年达到最大值。由于债务重组以及向湖北资管募集大量资金，资产负债率降低，暂时控制在合理水平。由此可以看出，非经常性损益手段对公司的经营情况的改善并无明显作用，而通过重大资产重组改变主营业务，实施战略转型促使财务指标改善，有利于保障债权人的利益。

表 5-12 偿债能力指标

	流动比率	速动比率	资产负债率 (%)
2021 年	1.09	0.48	65.02
2020 年	1.82	1.78	45.05
2019 年	0.36	0.34	161.84
2018 年	0.76	0.76	92.68
2017 年	0.90	0.60	88.81
2016 年	0.87	0.57	93.40
2015 年	0.73	0.49	94.15
2014 年	0.66	0.39	98.03
2013 年	0.75	0.51	90.15

数据来源：Wind 数据库

6 研究结论与建议

6.1 研究结论

由于我国资本市场起步较晚，与国际上成熟的退市制度相比，尚需完善，一些 ST 公司抱着侥幸心理，企图通过盈余管理来掩饰其不佳的经营业绩。我国 A 股市场仍有应该退市但未退市的上市公司，如*ST 群兴等，由于经营状况持续恶化，最终成功逃过退市处罚。在新退市制度背景下，对 ST 公司进行盈余管理的动因和合理性进行探讨，并从公司、监管部门和社会三个层面对我国 ST 公司进行盈余管理的必要性和合理性进行探讨。

第一，上市公司的退市机制改变了 ST 公司的利润管理方式。在 2020 年 12 月 31 日发布的《退市规则》对强制性退市的指标体系进行了更全面、更深入的优化，退市的准则也出现了多样化，在财务方面有了很大的改变，增加了一个综合的指标，而不是一个单独的指标。而对于 ST 公司来说，其净利润指标太过单一，不能全面地反映 ST 公司的可持续发展能力。退市新规中增加了一个新的财务类指标，可以有效地识别出那些连续亏损、收入偏低的公司，从而更好地反映出这些公司是否可以继续运营。利用非经常性损益的盈余管理手段来保壳已经不适用，ST 公司为了避免退市，将目标转移到了降低成本费用、利用资产减值准备等盈余管理手段上。

第二，从长远来看，我国 ST 公司存在着严重的盈余管理问题，这对 ST 公司的长远发展不利。由于不健全的法律制度、不健全的退市制度、“壳资源”的高价值、企业的资金需要等因素的影响，ST 公司存在着盈余管理、提高企业收益、实现“保壳”的动力，但该动力对企业的实际经营情况的改善。利用盈余管理手段操纵财务报表，不能将公司经营不善的状况扭转过来，还会使公司的财务状况更加恶化。大部分的利润管理方法都是可以被发现的，而且一旦被发现，公司的股票价格就会大幅下跌，从而导致更大的亏损。

第三，我国的退市机制还不够健全，还需要进一步地改进。《退市新规》的出台，对退市指数进行了进一步的优化，缩短了退市过程，使资金流入和流出变得更加顺畅，加快了不良企业的退出速度，对投资者的合法权利也起到了一定的保障作用。但是，还存在着一些问题，如某些退市准则的约束力不

够，退市过程中给盈余管理留下了空间，并且相关的配套制度还不健全。本文认为，ST公司的盈余管理是我国上市公司治理中亟待解决的问题。

6.2 相关建议

一、对ST公司的建议

（一）提升核心竞争力

2018年，*ST群兴将亏损的日用品交易业务剥离，并以旗下樱华医院为核心，向全科医学领域转型，但是全科医学领域的总体营收与盈利水平都不高，因此，在2021年，公司并购天玑智谷之后，又向显示器领域进军，盈利能力提升的同时，也面临着运营风险。公司的顾客集中程度提高，主要依赖于美国LCD品牌SCERTREINC。ST公司需要聚焦主营业务，针对主营业务进行精密计划，对供应链上下游进行优化，对无法盈利的业务进行剥离，推动企业高质量发展。在需要“保壳”的时期，要对企业所处的环境进行分析，对生产经营结构、生产销售活动和产业结构进行持续优化，不断提高自己的核心竞争力，不能只依靠盈余管理完成“保壳”。

（二）完善内部治理机制

ST公司如果面临退市危机，可能会利用盈余管理进行利润操纵，从长期看只会影响公司的市场价值。因此，完备的内部治理机制将会对管理层产生制约，使得管理层进行盈余管理的空间减少，保护利益相关者的合法权益。*ST群兴的内部治理机制未能充分发挥作用，使得管理层有机可乘。

从具体操作来看，首先需要对管理层的报酬激励机制进行完善。要对管理层的评价指标进行优化，不只唯经营业绩为首要考虑因素，需要结合多样财务指标将管理层薪水与公司的长期绩效联系起来，避免管理层为自身利益最大化而忽视公司长远利益。还要建立正向激励的激励机制，充分调动管理层积极性，减少管理层盈余管理可能性。其次，加强内部监督。充分利用监事会和独立董事的作用，在事前监督、事中控制和事后评价中保障独立董事和监事会的履职。监事会要与独立董事以及内部审计配合，明确各自职责，共同对公司的盈余管理情况进行监督，避免出现恶意的盈余管理，保证会计信息的真实与可靠。

二、对监管部门的建议

（一）完善会计准则和相关法律

在会计准则中对相关条款的表述不明确，使得公司在处理相同的会计业务时，可以采取不同的会计处理，这也就使得 ST 公司可以利用准则的模糊性进行盈余管理。退市新规的施行，使以前倾向于调节非经常损益的利润和利润的利润，转向调节成本和支出，从而限制了一些利润管理的方式。然而，对盈余管理行为进行规范并不能仅仅依靠对退市制度进行改革，还需要对财会相关规定与法律进行修订，对企业的的实务有更好的指导性。

（二）优化退市制度

在《退市新规》出台之前，ST 公司的退市机制几乎没有起到任何作用，不少 ST 公司在“戴帽”“摘帽”之后，依然存活在资本市场上。在已有的退市体系中，净利润被视为影响退市的重要因素，通过盈余管理来操纵净利润以避免退市。在退市新规则出台之后，上述方法都将失去作用，不过计提减值准备等方法，还是给了调整扣非前和扣非后净利润的机会。退市新规则的出台，限制了非经常损益的方式，但是通过其他方式也能保住壳子，长期来看，盈余管理的方式会越来越多，很难进行有效的监督。对此，我国的上市公司必须对上市公司的退出机制和相关的退出机制进行完善。

虽然退市规则中已经明确规定了对经营利润的扣减，但是操作的空间还是存在的，一些企业可能会突然进行交易，而一些大型企业也可能会通过“高进低出”的方式进行交易来达到自己的目标。在退市新规中，应当对企业盈利进行量化，特别是对企业的业务本质进行量化，并对并购后的子公司进行保壳等方面进行了详细的说明。其次，在会计信息披露方面，我国的会计信息披露制度仍然存在着一定的容忍度，对于不同规模的公司，我们应该按照会计信息披露的时间来区分，如果会计信息披露持续三年，并且产生了较大的负面效应，那么，我们就应该采取取消上市资格的措施。最后，监管部门应进一步提升 ST 公司撤销退市风险警示的门槛，加快对那些无法持续运营的企业进行“出清”，防止 ST 公司在“退市”的边界上来回跳跃，使其更好地被资本市场所利用。

（三）加大监管执行力度

监管部门应从现实出发，加强对 ST 公司“摘帽”的防范，加大其通过盈余管理手段控制盈利的压力，加快其退市进程。对于 ST 公司在面临退市风险的情况下，要重点关注 ST 公司进行的关联交易、并购重组、出售资产等异常行为，审查是否存在恶意盈余管理行为。在日常的监管中，对于扰乱市场的行为要加大处罚力度，增加其违法成本。与此同时，证券市场也可以为具备可持续发展能力的上市公司提供一定的缓冲期，从而降低其盈余管理的动力，使其能够自我拯救和自我修复。对已经达到“退市标准”的企业，要加大对其进行盈余管理的惩罚费用，以维持资本市场的正常秩序，避免只停牌不退出证券市场的情况。监管机构都应该提高自己的专业判断能力，并按照规定对盈余管理行为进行处罚。

三、对中小投资者的建议

由于信息的不对称性，使得投资者在获得相关信息时，仅能根据这些信息来评价企业的生产、运营能力。由于信息来源单一，投资者对公司的实际运作和财务情况了解有限，无法对公司的发展状况进行精确地分析，可能会对其投资决策产生负面影响。但是，ST 公司连续多年亏损，想要从常规的方式扭转过来，需要付出很大的代价。所以，为了获取利润，管理层通常会隐藏公司的真实运营情况，甚至会利用盈余管理来“美化”公司的业绩，而“摘帽”的成功背后也有可能隐藏着更多的秘密。投资者要积极学习相关财务知识，对盈余管理有一定了解，才会对异常行为保持高度警惕，不会跟风对差股票进行盲目的炒作。此外，国家还应该制定相关的法律法规，为小投资者提供更多的信息来源，并对其进行适当的保护。

四、对外部审计机构的建议

事务所出具的审计报告可以对投资者的投资决策起到很好的引导作用，因此，要确保审计结论的客观性，必须要有独立的审计机构。由于自身的专业能力不足，以及对盈余管理行为的忽略，注册会计师并不能严格遵守有关规定进行审计工作，对盈余管理也无法做到及时辨别。所以，注册会计师要不断加强业务知识的学习，保证审计结果的可靠性，提高审计的质量。获取内部证据时，要以风险作为首要考虑因素，综合自己的专业素养和职业经验对证据进行辨别。此外，注册会计师在进行审计前要对企业的现状和是否存在退市风险警

示进行了解，以决定后续的审计计划。最后，要重点关注企业的营业收入、生产成本等方面，注意识别可能存在的盈余管理活动，保证审计工作的高效和准确。

参考文献

- [1]Aharony J.,C.W.J.Lee,T.J.Wong.Financial packaging of IPO firms in China[J].
Journal of Accounting Research,2000,38(1):103-126.
- [2]Barber V.L.,Mueller G.C.CEO characteristics and Firm R&D
spending[J].Management Science,2002,48(6):782:801.
- [3]Beneish M.D.Detecting GAAP violation:Implications for assessing earnings
management among firms with extreme financial performance[J].Journal of
Accounting and Public Policy,1997,16(3):271-309.
- [4]Bergstresser D.,Philippon T.CEO incentives and earnings management[J]. Journal
of Financial Economics,2006,80(3):511-529.
- [5]Burgstahler, D., I.Dichev.Earnings management to avoid earnings decreases and
losses[J].Journal of Accounting Economics,1997,24(1):99-126.
- [6]Cheng,Q.,T.Warfield.Equity incentives and earnings management[J].The
Accounting Review,2005,80(2):441-476.
- [7]Cohen D.A.,Zarowin P.Accrual-based and real earnings management activities
around seasoned equity offerings[J].Journal of Accounting and
Economics,2010,50(1):2-19.
- [8]Cormier,D.,Magnan,M.Intra-industry imitation in corporate environmental
reporting: an international perspective[J].Journal of Accounting and Public
Policy,2006,25(3):299-331.
- [9]Dechow,P.M.,R.G.Sloan,A.P.Sweeney.Causes and consequences of earnings
manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the
sec[J].Contemporary Accounting Research,1998,13(1):1-36.
- [10]Dichev I.D.,Skinner D.J.Large-sample evidence on the debt covenant
hypothesis[J].Journal of Accounting Research,2002,40(4):1091-1123.
- [11]Erickson,M.,S.W.Wang.Earnings management by acquiring firms in stock for
stock mergers[J].Journal of Accounting Economics,1999,27(2):149-176.
- [12]Gaver,J.J.,Gaver k.M.,Austin J.R.Additional evidence on bonus plans and

- income management[J].Journal of accounting and Economics,1995,19(1):3-28.
- [13]Grace,M.F.,LevertyJ.T.Political cost incentives for managing the property-liability insurer loss reserve[J].Journal of Accounting Research,2010,48(1):21-49.
- [14]Graham,J.,R.Harvey,S.Rajgopal.The economic implication of corporate financial reporting[J].Journal of Accounting and Economics,2005,40(1): 3-73.
- [15]Gramlich J.D.,Thomas J.Balance sheet management:The case of short-term obligations reclassified as long-term debt[J].Journal of Accounting Research,2001,39(2):283-295.
- [16]Guidry,F.,A.J.Leone.Earnings based bonus plans and earnings management by business-unit managers[J].Journal of Accounting and Economics,1999,26(3):113-142.
- [17]Healy,P.M.,J.M.Wahlen.A review of the earnings management literature and its implications for standard setting[J].Accounting Horizons,1999,13(4): 365-383.
- [18]Holthausen R.W.,Larcker D.F.,Sloan R.G.Annual bonus schemes and the manipulation of earnings[J].Journal of Accounting and Economics,1995,19(1):29-74.
- [19]Jensen,M.C.,K.J.Murphy.Performance compensation and top management incentives[J].Journal of Political Economy,1990,98(2):225-264.
- [20]Jensen,M.C.,Meckling,W.H.Theory of the Firm:Managerial Behavior,Agency Costs,and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics,1976,3(4):305-360.
- [21]Perry S.E.,Williams T.H.Earnings management preceding management buyout offers[J].Journal of Accounting and Economics,1994,18(1):157-179.
- [22]Sweeney A.P.Debt-Covenant violations and managers'accounting responses[J].Journal of Accounting and Economics,1994,17(3):281-308.
- [23]Teoh S.H.,Wong T.J.,Rao G.R.Are accruals during initial public offerings opportunistic[J].Review of Accounting Studies,1998,3(12):175-208.
- [24]蔡宁. 风险投资“逐名”动机与上市公司盈余管理[J]. 会计研究, 2015(05):

- 20-27+94.
- [25]陈克兢,李延喜.媒体监督与法治环境约束盈余管理的替代效应研究[J].管理科学,2016(4):17.28.
- [26]董红亮.浅析我国上市公司中的盈余管理问题[J].中国证券期货,2011(07):34.
- [27]杜兴强,周泽将.高管变更、继任来源与盈余管理[J].当代经济科学,2010,32(01):23-33+125
- [28]龚启辉,吴联生,王亚平.两类盈余管理之间的部分替代[J].经济研究,2015(6).
- [29]贺浩淼,王平.基于经济后果的盈余管理动机研究[J].现代管理科学,2015(09):115-117.
- [30]黄新建,段克润.中国上市公司并购与盈余管理实证研究[J].软科学,2007(06):66-69.
- [31]姜英兵,李星辰,崔广慧.分类转移盈余管理影响企业商业信用吗?[J].证券市场导报,2020(10):47-59.
- [32]李彬,张俊瑞.实际活动盈余管理的经济后果研究:来自销售操控的证据[J].管理评论,2010(9):84-92.
- [33]李刚.盈余管理、现金流管理、创造性会计及相关概念[J].财会月刊,2009(09):85-86.
- [34]李莉.公司风险承受与盈余管理研究[M].经济科学出版社,2018(09).179.
- [35]李延喜,包世泽,高锐.薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J].南开管理评论,2007(06):55-61.
- [36]廖楚君,袁春生.非经常性损益归类变更盈余管理手段及其监管[J].会计之友,2017(15):41-43.
- [37]刘娥平,关静怡.寅吃卯粮:标的公司盈余管理的经济后果——基于并购溢价与业绩承诺实现的视角[J].中山大学学报(社会科学版),2019,59(04):197-207.
- [38]陆建桥.中国亏损上市公司盈余管理实证研究[J].会计研究,1999(09):25-35.

- [39]罗文波,李敏鑫. 应计盈余管理动机、客户时间压力源与审计质量[J]. 中国注册会计师, 2019(05):39-44+3.
- [40]罗焰,李玉洁. 上市公司盈余管理的动机与治理[J]. 商业经济研究, 2016(19):183-184.
- [41]孙世敏,董馨格. 会计准则变革和非经常性损益与盈余管理[J]. 财经问题研究, 2020(11):118-126.
- [42]孙伟. 所得税递延税项、盈余管理手段与行为[J]. 哈尔滨工业大学学报(社会科学版), 2020, 22(05):136-145.
- [43]孙艳阳. 上市公司盈余管理:动机·手段·对策[J]. 财会通讯, 2012(23):24-26.
- [44]童靓瑛. 盈余管理的基本理论及其展望[J]. 中国商贸, 2013(22):106-107.
- [45]王莉君. 投资行为、真实盈余管理与企业价值——基于制造业上市公司的经验证据[J]. 财务与金融, 2016(06):66-72+82.
- [46]王晓亮. 定向增发、盈余管理及其经济后果研究[M]. 经济科学出版社, 2020(09). 236.
- [47]朱盛萍,徐芳兰,彭晓洁. 从ST梅雁摘帽看非经常性损益盈余管理手段及治理建议[J]. 经济研究参考, 2016(53):63-67.
- [48]王跃堂,王亮亮,贡彩萍. 所得税改革、盈余管理及其经济后果[J]. 经济研究, 2009(03):86-98.
- [49]王跃堂. 对证券市场监管政策的经济后果的分析[J]. 经济科学, 1999(05):82-87.
- [50]魏明海. 盈余管理基本理论及其研究述评[J]. 会计研究, 2000(09):37-42.
- [51]吴联生,王亚平. 盈余管理程度的估计模型与经验证据:一个综述[J]. 经济研究, 2007(08):143-152.
- [52]殷枫,贾竞岳. 大客户盈余管理对供应商企业投资的影响研究[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(06):64-78.
- [53]袁知柱,郝文瀚,王泽燊. 管理层激励对企业应计与真实盈余管理行为影响的实证研究[J]. 管理评论, 2014, 26(10):181-196.
- [54]岳上植,邹鹤瑶. 关联交易、内部控制与盈余管理[J]. 会计之友, 2020(12):

48-54.

[55]张慧娟. 基于政府补助的上市公司盈余管理研究[J]. 财会通讯, 2020(24):111-114.

[56]张婷婷, 李延喜, 曾伟强. 媒体关注下上市公司盈余管理行为的差异研究——一种治理盈余管理的新途径[J]. 管理评论, 2018, 30(02):25-41.

[57]张晓东. 政治成本、盈余管理及其经济后果——来自中国资本市场的证据[J]. 中国工业经济, 2008(08):109-119.

[58]张勇. 对我国企业会计估计变更的思考[J]. 经济视角(下), 2012(05):99-100.

[59]张宗益, 黄新建. 我国上市公司首次公开发行股票中的盈余管理实证研究[J]. 中国软科学, 2003(10):37-39.

[60]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.

致谢

2023年夏，十九年求学路终于告一段落，回首往昔，奋斗和辛劳成为思思回忆，甜美与欢笑也都尘埃落定。值此毕业论文完成之际，我谨向所有关心、爱护、助我的人们表示最诚挚的感谢与最美好的祝愿。

这一路走来离不开父母、老师和朋友的帮助。感谢父母，是你们将我带到这个世界并抚养我长大成人，让我人生的第一粒扣子正确扣上。感谢恩师，是你们让我的知识圈越扩越大，也让我学会了为人处世的道理。感谢朋友，是你们帮助和陪伴我，让我一路不孤单。

最后，再次衷心感谢所有关心、支持和帮助过我的人们。