

分类号 F23/1104
U D C 0006089

密级 公开
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 退市新规下统一股份盈余管理研究

研究生姓名: 王夏

指导教师姓名、职称: 王宁郎 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2024年6月15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论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王夏 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 王博 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 王博 签字日期： 2024年6月1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： 王夏 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 王博 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 王博 签字日期： 2024年6月1日

Research on the management of Uni-president Corporation under the new delisting rules

Candidate : Wang Xia

Supervisor: Wang Ninglang

Wang Bo

摘 要

相比于国外发展成熟的资本市场,我国资本市场退市机制并未完全发挥有效作用,总退市量与退市率相比成熟市场差距较大。退市指标设置不合理,流程繁琐,“壳公司”难以及时有效清理,扭曲市场价格信号和资源配置。为提高资本市场活力,沪深交易所 2020 年底出台退市新规,其中强制退市指标体系更多元,退市流程更简化,为严格进行退市监管创造了条件。

在退市制度变革时点,统一股份前后两次被出具退市风险警示,使得该公司具有强烈的盈余管理动机,对研究退市规则和盈余管理具有典型意义。本文结合退市新规,对统一股份盈余管理的动机、手段及可能带来的经济后果进行全面分析。对统一股份盈余管理提出具体建议,以稳定现金流为目标,提升核心竞争力,加强内部治理体系建设,战略转型审慎决策,风险可控;在进行多角化经营中要关注可能存在的财务风险、经营风险、文化差异风险;保障内部审计独立性,充分发挥其监督职能与评价服务职能。

通过对统一股份盈余管理行为的深入分析,可以进一步探究退市机制如何改变 ST 公司的盈余管理方式,以及我国 ST 公司存在的盈余管理问题和退市机制仍需改进之处。研究*ST 公司在退市新规实施背景下,利用盈余管理手段的局限性及合理性,在此基础上指出退市新规和会计政策在实施过程中的不足之处,并对统一股份内部管理和资本市场外部监督提出针对性建议,以期为案例公司的可持续发展提供新动力。

关键词: 盈余管理 退市新规 统一股份

Abstract

Compared with the mature capital markets abroad, the delisting mechanism of China's capital market has not fully played an effective role, the delisting indicators are not reasonably set, and the delisting process is lengthy, resulting in "shell companies" not being able to get rid of in a timely manner, and there is a large gap between the number of delisted companies and the delisting rate compared with that of mature markets. In order to promote the survival of the fittest in the market, the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges issued a new delisting regulation at the end of 2020, which optimized the diversified mandatory delisting index system, shortened the delisting process, and created conditions for strict delisting supervision.

At the point when the new regulation was introduced, Uni-president Corporation was issued delisting risk warning twice before and after, which makes the company has a strong incentive for surplus management, and is typical for the study of delisting rules and surplus management. Combined with the new delisting rules, this paper comprehensively analyzes the motives, means and possible economic consequences of surplus management of Uni-president Corporation. Specific suggestions are made for the surplus management of Uni-president Corporation, which are to improve the profitability of the main business as the important primary goal, strengthen the construction of the internal

governance system, and avoid blind transformation; to pay attention to the possible financial risks, operational risks, and cultural differences in the multi-corner operation; and to safeguard the independence of the internal audit, and to give full play to its supervisory function and evaluation service function.

Through the in-depth analysis of the surplus management behavior of Uni-president Corporation, we can further explore how the delisting mechanism changes the surplus management of ST companies, as well as the surplus management problems of China's ST companies and the delisting mechanism that still needs to be improved. Research on *ST Company's limitations and rationality in utilizing surplus management tools in the context of the implementation of the new delisting regulations, and on this basis, point out the shortcomings of the new delisting regulations and accounting policies in the process of implementation, as well as put forward targeted suggestions on the internal management of Uni-president Corporation and external supervision of the capital market, with a view to providing new impetus for the sustainable development of the case company.

Keywords:Earnings management; New delisting rules; Uni-president Corporation

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	1
1.2.1 研究目的.....	1
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 研究内容及方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 论文框架.....	4
1.3.3 研究方法.....	5
1.4 文献综述.....	5
1.4.1 退市制度.....	5
1.4.2 盈余管理.....	7
1.4.3 退市制度与盈余管理的关系.....	8
1.4.4 ST 企业与盈余管理相关研究.....	10
1.4.5 文献评述.....	11
2 相关概念与理论基础	13
2.1 相关概念.....	13
2.1.1 退市规则的演变.....	13
2.1.2 我国 ST 制度及“摘星”概念.....	14
2.1.3 退市新规.....	14
2.1.4 盈余管理.....	15
2.2 理论基础.....	16
2.2.1 委托代理理论.....	16
2.2.2 信号传递理论.....	17
2.2.3 盈余管理理论.....	17
2.2.4 前景理论.....	18

3 统一股份案例介绍	19
3.1 统一股份案例概况.....	19
3.1.1 公司背景.....	19
3.1.2 发展现状.....	20
3.2 退市风险警示实施及撤销过程.....	22
3.2.1 第一次风险警示实施原因.....	22
3.2.2 第一次风险警示撤销过程.....	23
3.2.3 第二次风险警示实施原因.....	24
3.2.4 第二次风险警示撤销过程.....	25
3.3 统一股份盈余管理行为的识别.....	26
3.3.1 经验识别.....	26
3.3.2 模型检验.....	27
4 统一股份盈余管理分析	31
4.1 退市新规前统一股份盈余管理分析.....	31
4.1.1 退市新规前盈余管理动机分析.....	31
4.1.2 退市新规前盈余管理手段分析.....	32
4.2 退市新规后统一股份盈余管理分析.....	35
4.2.1 退市新规后盈余管理动机分析.....	35
4.2.2 退市新规后盈余管理手段分析.....	36
4.3 统一股份盈余管理后果分析.....	37
4.3.1 资本市场表现.....	37
4.3.2 财务指标分析.....	38
4.3.3 经济结果分析.....	43
5 统一股份盈余管理行为治理建议	47
5.1 加强统一股份内部管理的建议.....	47
5.1.1 提升核心竞争力.....	47
5.1.2 注重跨行业并购后的管理风险.....	47
5.1.3 完善内部治理机制.....	48

5.1.4 提高内部审计质量.....	48
5.2 完善资本市场外部监督的建议.....	49
5.2.1 完善法律和会计准则.....	49
5.2.2 优化退市新规.....	49
5.2.3 加大监管执行力度.....	50
5.2.4 强化外部审计独立性.....	50
6 结论与展望.....	51
6.1 结论.....	51
6.2 研究不足与展望.....	52
参考文献.....	53
后记.....	58

1 绪 论

1.1 研究背景

2020 年底沪深证券交易所修订股票上市规则，优化内容包括：重大财务造假退市量化指标趋严，单一财务指标改为组合类财务指标，完善重大违法类退市的限制减持情形。借鉴科创板、创业板退市改革试点经验，通过注册制改革，降低企业上市门槛及成本，吸引优质企业上市。加强退市制度执行力度，将劣质公司及时剔除，形成“有进有出、优胜劣汰”的市场生态，提高市场的整体质量和效率。

2021 年退市新规正式实施后，A 股掀起退市热潮，“保壳”压力下，不少濒临退市的公司，尝试使用突击创收、股东输血、保壳式重组等各种招数力挽狂澜。截止 2022 年 12 月 31 日，A 股市场一共拥有上市公司 5067 家，但 2022 年退市公司数量仅 46 家，数目虽小，却达到了近十年最高退市量。值得注意的是，即使 A 股退市数量大幅增加，但整体退市率依然十分低，相比美股 6% 的退市率，A 股 2022 年退市率仍不足 1%。

统一股份自从 2012 年开始就已被“披星戴帽”，一直借助盈余管理行为满足上市公司标准，保住资本市场地位。但 2020 年底，退市规则修订后要求财务类退市标准中“净利润”一值取“扣除非经营性损益的净利润”，这就意味着以后无法借助增加非经常性损益平滑利润。2021 年 11 月，业绩持续承压，该公司拟通过股东借款与向银行申请并购贷款的方式筹集资金，于 2021 年底完成重大资产重组，打造双主业发展，寻找新的业务增长点来保证上市公司的身份。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

退市规则不断革新，保壳难度加大。可供 ST 公司选择的盈余管理方式相应减少，手段更隐蔽，妨碍利益相关者识别盈余管理，导致相关部门监管难度提升。

针对上述问题,本文选取屡次在退市制度变革时保壳成功的统一股份为案例,研究该公司盈余管理动机和手段的变化,探究退市规则对 ST 公司的盈余管理行为的影响,揭示统一股份自身的经营问题和会计准则的执行情况,为其他上市公司提供借鉴和警示。

此外,对于退市制度的研究目前主要集中在影响退市因素、制度实施效果层面,针对盈余管理的研究主要集中在动机、手段和产生的后果三个方面。对于二者的关系,特别是在退市制度改革态势下,针对公司盈余管理行为的案例研究较为匮乏。本文旨在丰富观察制度改革影响上市公司盈余管理行为的窗口,希望能够为未来的退市制度改革提供有益参考。

1.2.2 研究意义

(1) 理论意义

目前针对退市制度与盈余管理的研究,大多聚焦于大样本的实证研究,对于退市制度改革情形下 ST 公司的盈余管理行为缺乏深入的案例分析。本文所选的案例公司较为典型,可以揭示在新退市制度下,ST 公司如何调整其盈余管理策略。同时,通过比较退市制度变革前后该公司盈余管理手段的变化,我们可以更清晰地看到退市制度变革对公司盈余管理行为的影响,可以进一步补充盈余管理的案例研究库,为后续的研究提供有益的参考和借鉴。

(2) 现实意义

首先,ST 公司采取各种盈余管理手段调整财务报表,只是规避退市的权宜之计,并不能真正改善公司的经营状况和盈利能力。从长远看,可能会导致公司错失解决困境和转型发展良机,不利于公司永续经营。其次,中小投资者在获取信息方面往往处于劣势地位,盈余管理行为会进一步加剧信息不对称现象,增加投资者的决策失误风险。最后,退市制度是资本市场的重要基础性制度之一,其目的在于及时筛选和淘汰不具备经营能力的公司。然而,盈余管理手段变得更加隐蔽增大了识别与监管难度,导致退市制度执行过程中并未完全发挥效用。因此,研究统一股份的盈余管理行为,有助于揭示退市制度中可能潜藏的漏洞,维持证券市场正常秩序,为我国资本市场创造健康稳定的环境。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

全文共分为六章。

第一章为绪论。开篇介绍研究背景，明确研究目的及意义。概述研究内容和所采用的方法论。此外，对退市制度、盈余管理及二者关系进行文献回顾，剖析现有研究成果及不足之处。

第二章为相关概念和理论基础。本部分界定退市规则和盈余管理核心概念，概述与本研究联系密切的理论基础，为后续的案例分析提供理论支撑。

第三章为统一股份案例介绍。首先，对统一股份公司的基本情况介绍，包括公司的历史、业务范畴等。其次，详细梳理统一股份历次风险警示的实施及撤销过程，为后续深入分析提供背景信息。最后，运用经验识别法和模型检验法，验证统一股份是否真实存在盈余管理行为。

第四章为统一股份盈余管理分析。本部分是全文的核心内容。首先，结合退市制度修订情况，分析历次盈余管理的动机及其异同。其次，通过对公司披露的财务和非财务信息进行深入剖析，识别出不同退市制度下盈余管理手段的差异。最后，从资本市场表现、财务指标分析和经济结果分析三个方面评估退市新规下统一股份盈余管理行为的财务后果。

第五章结合退市新规对*ST企业盈余管理行为提出治理建议。主要包括对该公司内部管理的建议，对资本市场外部监督的建议两个方面。

第六章为结论与展望。

1.3.2 论文框架

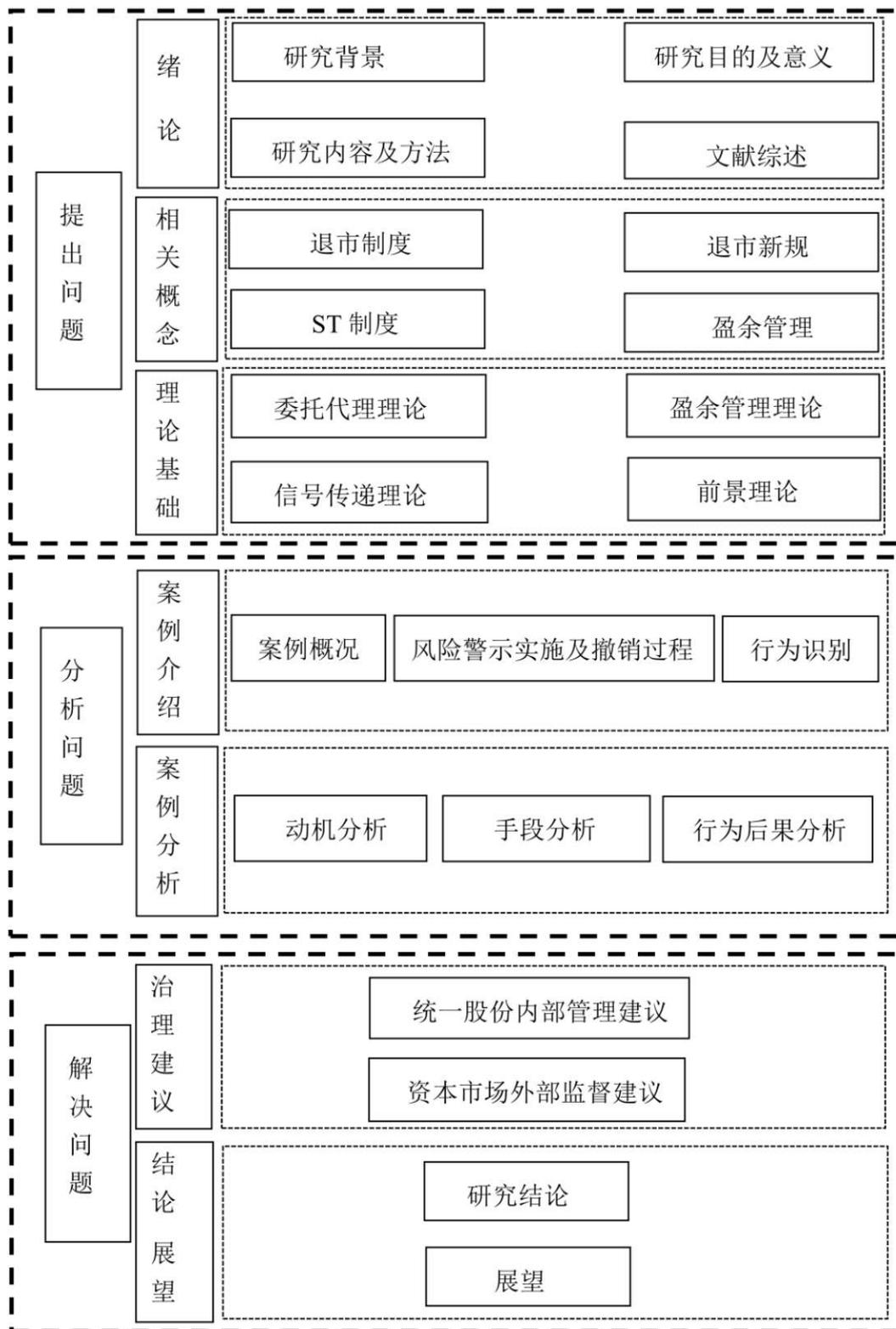


图1.1 论文框架图

1.3.3 研究方法

(1) 文献研究法

系统查阅我国相关的会计准则和法律法规，整理国内外关于退市制度和盈余管理方面的文献资料，归纳代表性观点和研究成果。梳理我国退市制度发展脉络，确定研究路径，全面了解退市制度和盈余管理的理论背景，为后续的案例分析提供参考依据。

(2) 案例分析法

以退市新规制度为背景，深入研究统一股份从濒临退市到保壳成功的经历。分析该公司保壳过程中选用的盈余管理手段，期望能揭示盈余管理行为在新规背景下的变化趋势，更直观了解退市新规在实际操作中的效果，以及 ST 公司在面对退市危机时可能采取的盈余管理策略。

1.4 文献综述

1.4.1 退市制度

(1) 退市影响因素相关研究

查阅国外文献，学者普遍从上企业规模、治理体系和组织收益三方面研究上市公司为何退出股市。Knudsen Jetta (2011) 和 IanM.Ramsay 等 (2011) 通过实证研究得出企业规模大小与公司退市紧密相关，认为规模越大，退市概率越小。此外，也有学者提出美国的上市公司制度越国际化，治理体系越完善，退市概率越低。Yisannis (2019) 认为退市风险往往与公司的收益方式、审计质量和信息披露程度相关，且收益操纵水平越高、审计质量以及信息披露度越低，退市风险越大。Henry 等 (2019) 和 Lee (2019) 认为公司无形资产信息壁垒越高，证券交易成本就越高，公司退市概率也会大大提升。

梳理国内文献，发现学者大多数从公司业绩、治理水平、内部控制和资本结构等方面探讨公司退市原因。张妍妍 (2016) 表示公司治理结构越有效，公司风险意识越强，越能敏锐得察觉退市隐患并采取纠正措施，大大降低公司的退市概率。吴施娟等 (2019) 针对“面值退市”案例进行深入分析，表示上市公司退市

与财务风险和内部控制失效高度相关。此外，也有学者表示公司管理者的战略定制错误会导致内部控制失效，继而增强公司的退市的风险。上市公司如何有效降低退市概率一直是财务领域的研究热点，国内学者通过实证分析，普遍认同政府补助有利于降低公司退市风险这一观点。上市公司层面，郑志刚（2020）和王乐等（2019）通过实证研究，发现大部分 ST 公司会采取政府补贴措施来应对日趋严格的退市制度。政府动机层面，黄翔等（2017）系统研究政府为何帮助 ST 公司规避退市危机，表示缓解就业压力和促进地方经济增长是其补贴业绩亏损的 ST 公司的主要动力。

（2）退市实施效果相关研究

纵观国内外现有文献，国外学者倾向从股价波动角度探讨退市对上市公司的影响。Jeffrey H 等（2013）认为退市对于公司本身具有不利影响，比如短时间内股价暴跌，公司发展规模迅速缩减，有些甚至面临破产风险。然而对于整个交易市场，退市清退了劣质公司，提高了证券交易市场质量。Isabelle（2017）和 Kelly 等（2018）通过研究提出被强制退市的公司往往在快退市阶段股价出现下滑现象，也有学者表示退市一般发生在公司收购后，会存在损害股东利益现象。虽然国外监管机制比较严格，但是退市公司也非常多，Yukiko（2018）在文献中指出：股东集中会促进公司主动退市，且自愿退市的公司往往可以为公司带来降本效果。而在国内，由于公司普遍精于挖掘“壳资源”价值，监管力度不大，导致被强制退市的上市公司不多。

（3）完善退市制度的相关研究

在国外，证券市场的退市机制已经相对成熟。尽管成熟市场的退市机制在金融体系中占据重要地位，学者们对此领域的研究却相对不足。Ball 等（2008）研究表明，获得高质量的会计讯息是财务报表用户和利益相关者的共同愿望，若想深层次地优化退市机制，就要求加强对于会计讯息的监管。与此形成鲜明对比的是，新兴市场尚处在发展进程中，学术界对于改进退市机制的研究却较多。Park（2010）认为，实质上的退市机制的构建可以对上市公司的会计信息质量产生正面的影响，同时也可以帮助监管部门及时发现上市公司可能存在的舞弊行为。此外，Ebru（2018）提出，资本市场的监管应当顺应时代发展的趋势，从整体上保障投资者的合法权益，持续提高德国证券交易所在国际上的影响力。

我国学者普遍认为,相较于国际上成熟的退市体系,中国现行的上市公司退市机制还不够完善,优化上市公司的退出机制、强化上市公司的退市监管,是一项十分必要的工作。基于宫玉松(2017)、蒋瑜洁(2017)等人的研究,严格的退市是破解低效率股权沦为“博彩”和“泡沫”等问题的关键。李东方(2017)、李泽军(2020)认为,强化注册制改革,提高上市公司的信息披露水平是上市公司退市问题的关键。张博(2019)研究发现,建立健全的市场退出机制能够有效维护整个股票市场的安全与稳定。另外,对于中国目前的上市公司退出机制,国内学者也做了不少研究,并给出了一系列有效的改善方法。李稻葵(2019)、付彦(2020)等学者基于我国目前的注册制改革背景进行了实证研究,认为强化售后管控对于提高我国上市公司的质量具有重要意义,特别是对于民、刑两方面的立法要持续优化。张跃文(2020)的研究发现,在退市机制改革过程中,应当优先选择适当的分层退市方式,或者通过跨市场交易,尽量减少相关利益者的损失,从而得到其对企业退市决策的支持。伍坚等(2021)的研究表明,我国证券市场中的“面值退市”制度还有待于进一步优化,其中应涵盖设立市场退出缓冲机制、风险预警机制以及投资者的权利保障机制。

1.4.2 盈余管理

(1) 盈余管理动机的相关研究

既有研究表明,企业盈利管理主要受利润压力和财务危机等因素的影响。Jaggi 和 Baydou(2010)研究发现当管理者面临股东和投资者对利润预期不佳时,他们通过会采取非常规损益管理。龚启辉、吴联生和王亚平(2015)研究证券市场发现公司盈余管理者倾向于通过会计手段操纵企业利润,使债权人和投资者错误地认为企业蒸蒸日上,从而促使外部投资者做出有利于公司发展的决定。陈璐(2017)表示,在企业生产经营活动的不同阶段,利润管理的动机是不同的。许多企业想利用金融机构获得间接融资,但它们经常无法满足这些金融机构提出的要求。为了达到合同条件,企业经常根据利润管理倒推,调整财务报告相关数字,美化公司财务状况,继而与金融机构签订上市协议。

(2) 盈余管理方式的相关研究

对现有文献进行归纳,发现公司盈余管理方式主要包括应计盈余管理和真实

盈余管理两方面。一方面，Dechow 和 Skinner（2000）认为，公司通过调整估值和会计政策来操纵财务报告，美化公司盈利水平，掩盖真实的业务现状，误导投资者决策以实现自己的融资目的。诸祺生（2013）指出公司利用估值变化管理利润存在很高的主观性，但信息不对称明显，这使得确定其合理性变得困难。因此，监管制度应加强公司财务信息披露力度，根据公司的经营现状评估盈余管理的合理性。另一方面，Roychowdhury（2006）通过实地调研，发现很多公司会在会计准则偏差范围内，操纵财务报告中的盈余管理。国内学者柏杨等（2015）通过对我国上市公司进行整体分析，从关联担保和资产重组等视角出发，发现了很多上市公司在关联方交易中均采用了不科学的盈余管理方式。

（3）盈余管理产生的后果

国内外学者对于盈余管理方式的选择如何影响上市公司的未来发展持有不同观点。有的认为盈余管理在一定程度上能够为公司未来发展提供策略性支持，而另一些则担忧其可能带来的潜在风险和负面影响。

Graham（2005）表示采取特殊的盈余管理手段只会为公司带来短期利益，但从长期来看可能会给公司业绩、公司价值和公司商誉带来严重的负面影响。然而，Gunny（2010）通过实证分析发现在实际融资市场中，巧妙的盈余管理方法对公司的未来发展和内部管理均会产生积极影响。国内学者钟明宏等（2017）通过对 ST 公司进行深入研究，发现这类公司采用的盈余管理手段对公司绩效的正面影响并不稳定，暂时推迟退市风险，但公司的主要问题仍未解决。刘娥平等（2019）根据自己的研究结果指出盈余程度与并购溢价正相关，而指标承诺的履行与盈余管理呈负相关。姜英兵等（2020）人认为盈余管理行为会一定程度上影响供应商或客户对公司利润持续性的评估，由于判断错误导致的投资决策会在未来负面影响公司的商业信誉，给公司埋下较大的退市风险。张新民等（2020）指出如果公司存在代理问题，披露商誉价值下降的信息对公司未来发展会产生负面影响。

1.4.3 退市制度与盈余管理的关系

（1）退市制度对盈余管理的影响

Cohen 等人（2010）在实证研究中发现，两种不同的盈余管理方式存在相互

替代的关系，而盈余管理成本在这一过程中起着关键作用。此外，Shiyu Li 等人（2016）的实证研究也揭示，关联交易和政府补贴能够为公司带来真实的盈利，间接影响盈余管理的实践方式，且严格的市场退出机制才能刺激企业展示真实的盈余管理效果。国内研究者对自愿退出市场系统的实施效果进行了深入剖析，发现该系统的引入实际上增强了公司的盈余管理动机，上市公司倾向于采取盈余管理手段改善其在市场中的劣势地位。林乐和郑登津（2016）的研究结果表明上市公司通过盈余管理主要是为了优化公司的财务对外表现，从而降低股价崩盘的风险。许文静等（2018）的研究发现，对自愿退出市场的限制改革也刺激了企业盈余管理行为，但这种改革显著抑制了实际的盈余骨水泥路。程富等（2019）指出越来越严格的自愿退出市场机制会大大降低公司采用低成本高风险的盈余管理方式的可能性，刺激较为隐晦的盈余管理方式。吕学振（2021）根据自己的实证研究，指出退市系统会激发公司采取盈余管理，尤其是那些持续亏损的公司经常利用不寻常的收入和支出来掩盖真实的盈利信息。

（2）利用盈余管理规避退市的影响

国外学者普遍认为盈余管理与公司财务管理存在紧密联系。Basiem 等（2018）就根据自己的实际研究结果，表示盈余管理与企业运营正相关，即盈余管理水平越高，财务报表上的成本费用越低。Valerie Li（2019）年指出，对财务报表不进行特殊的盈余管理方式，则对外显露的短期收入水平较低，现金流往往面临困境，不利于上市公司的股价稳定。也有学者通过实证研究表示盈余管理水平越高，企业的长期业绩越低，并针对这一现象分析了真实盈余管理和企业现金流之间的影响机制，探讨两者在交易市场上的实际价值。

国内研究人员通过理论和实证研究，普遍认为公司利用盈余管理手段避免被市场淘汰是一种短期自救措施，但从长期来看，这些手段对公司财务表现的影响消极的，不利于公司健康发展。黄俊等（2016）根据自己的调研情况，指出上市公司一般会采取操纵公司利润的方式完成 IPO 认证，但这类公司往往上市后表现不佳。此外，大多数学者系统分析了盈余管理对公司发展的利与弊。在他们看来，当上市公司面临财务危机和退市风险时，盈余管理一定程度上改善了财务报告，缓解了公司的短期融资和现金流压力，但是从长远看，公司仍面临较大的业绩和退市危机。即使有些公司摘拖了 ST 帽子，仍然不能解决公司长期的财务问题。

要想真正实现公司长远发展，公司需要提升财务风险意识，严格管理好风控，并且不断提升自身的管理能力和产品创新水平，将公司业绩真真切切做好，才能真正摆脱沦为退市甚至破产的处境。

1.4.4 ST 企业与盈余管理相关研究

(1) 关于壳资源的价值研究

壳资源通常指的是在资本市场中，一些上市公司因为各种原因（如经营不善、行业衰退等）导致其实际业务价值低于其作为上市公司的平台价值。在壳资源的相关研究中，刘娜（2014）发现区域因素对壳资源价值有显著影响。陈羽桃等（2015）指出其价值真正体现在能够获得国家资本支持。随着交易市场上注册机制的逐渐完善和日趋严格，壳资源的价值对上市公司而言会逐渐降低。

(2) *ST 企业保壳的手段分析

在面临财务状况不佳的情况下，ST（特别处理）公司可能会采用非经常性项目进行盈余管理。这些项目通常包括一次性的资产出售、债务重组、政府补助等，它们并非来自公司的核心业务运营。徐耿斌等（2011）在文献中指出 ST 公司会使用盈余管理手段使其能够在财务报告上展示出较高的净利润，从而满足证券交易所对上市公司盈利要求的最低标准，避免被退市。黄蓉等（2011）根据 2002-2008 年的上市公司数据研究发现，尽管政府补贴可以作为非经常性利润的一部分，帮助公司在短期内改善财务状况，但其对公司长期盈利能力的提升作用有限。因此，政府补贴在 ST 公司维持上市资格的过程中，对于整体的盈利管理实践的影响相对较小。此外，国内学者王乐和张雁鸣（2018）均指出对于那些面临退市风险的公司，除了寻求外部资金注入或进行业务重组外，还可以通过合法的会计手段和财务管理策略来调整财务状况。例如，优化资产结构、减少不必要的开支和提高营运效率等。随着监管环境的加强和退市制度的完善，那些依赖盈余管理而非真实业绩改善的公司将面临更大的挑战。长期来看，只有那些能够展现出稳定增长潜力、良好经营能力和持续创新能力的公司，才能够在资本市场中保持其上市地位。

(3) *ST 企业保壳后不利影响

即使*ST 公司通过各种手段暂时避免了退市，但它们仍然可能面临市场的不

信任、投资者信心缺失、融资难度加大等负面影响。张文（2019）发布研究文献，表示*ST公司可能会更多地依赖会计政策的选择和财务操作来调整利润，以此来减轻因连续亏损而面临的退市风险。但过度依赖盈余管理而非实质性的业务改进，可能会导致公司忽视长期战略规划和核心竞争力的培养，进而对公司的未来发展造成长远的负面影响。为了在证券市场上保持稳定的上市地位，公司需要注重自身的可持续发展能力，包括技术创新、市场扩张、品牌建设等方面。

1.4.5 文献评述

梳理和归纳退市制度和盈余管理的相关文献，将国内外学者的研究重点总结为以下三点：

（1）关于退市制度的研究：国外资本市场的退市机制经历了长期发展和完善，形成了相对成熟的治理体系，因此国外学者普遍研究企业退市的原因、影响因素和实施过程中的各种挑战和机遇，为资本市场的稳定和健康发展提供了重要参考。相比之下，国内的退市制度发展时间相对较短，研究重点主要集中在实施效果和探讨不足之处。国内学者通过对退市案例的系统分析和制度规定的横向对比，指出退市机制存在的主要问题和改进方向，为进一步完善国内的退市制度，提升资本市场的透明度和完善交易市场的合同规范性提供启示。

（2）关于盈余管理的研究：盈余管理指上市企业在财务报表中通过各种手段调整盈余水平的行为。研究盈余管理涉及到盈余管理的动机、方式、机会以及经济后果等方面。在西方发达国家，由于资本市场监管相对完善，企业往往较少利用非经常性损益等手段进行盈余管理，财务报表的真实性和透明度增强了投资者信任。然而在国内，学者通过实证研究普遍认为企业往往通过各种方式操纵盈余水平，以达到上市融资的目的。这种行为虽然短期解决了企业的退市危机，但其会误导投资者和损害市场秩序，对经济造成负面影响且不利于公司长期发展，总的来说弊大于利。国内的证券交易市场应该加强对盈余管理行为的监督和管理，提升财务报表的真实性和可靠性，对维护资本市场的稳定和健康发展至关重要。

（3）关于退市制度与盈余管理的关系研究：国内外学者从理论和实证两方面研究退市制度对盈余管理的影响，指出退市制度变革充满了挑战，在我国特殊

的 ST 制度背景下，盈余管理手段随着退市制度完善而革新。

综上所述，国内外学者对退市和盈余管理研究方向存在差异。由于我国资本市场相对于发达国家比较新兴，退市机制尚需完善，国内对退市制度和盈余管理的关注度相对较低，而国外学者对这两个领域的研究更为全面。

随着我国资本市场的不断发展壮大，人们对退市制度的重视程度也在逐渐提升，相信未来会有更多学者投入到这一领域的研究中。此外，由于我国盈余管理研究相对滞后，许多学者借鉴了国外学者的研究成果进行相关研究。由于国家的经济环境和市场制度不一样，退市制度不断革新，盈余管理手段也会随之发生改变。因此，未来国内学者需要更多地关注盈余管理在我国实际情况下的应用，以推动该领域研究的深入发展。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 退市规则的演变

我国上市公司退市制度发展历程主要分为三个阶段：

(1) 摸索阶段（1984-1998）：1984 年我国证券市场建立，这时退市制度还不存在。1994 年颁布的《公司法》中暂停及终止上市程序得以规定，但对于退市标准，退市后投资者保护均没有配套规定。1998 年出台的《股票上市规则》，对暂停、终止上市标准、程序做出具体说明，PT、ST 制度也出现，“炒壳”兴起。

(2) 发展阶段（2001-2018）：2001 年，《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》明确规定连年亏损公司的退市程序；2001 年底，对该办法进行修订，规定退市标准为“连续亏损三年”。2012 年修订《股票上市规则》将净资产、年度审计报告、股票交易量等列入退市指标，自此，“面值退市”得以确立。2018 年又将“危害社会公众安全”列入退市标准。

(3) 变革阶段（2020-2023）：2020 年 3 月不再规定暂停上市和终止上市，将退市规则的制定权下放给交易所。2020 年终沪深交易所正式修订规则，将强制退市指标划分为四类，即财务指标类、交易指标类、规范类、重大违法类。2023 年 2 月，沪深交易所为适应全面注册制实施的要求，修订了上市规则，如图 2.1。

	新退市制度	旧退市制度
财务	连续两年扣非净利润为负且营业低于一亿即退市	连续三年亏损即退市
流程	连续两年亏损即退市，取消暂停上市和恢复上市	连续三年亏损暂停上市，如次年转盈可恢复上市
整理调整期	15个交易日且首日不设涨跌停板。交易类退市不设整理期。	30个交易日

图 2.1 2023 年注册制退市新规对比

2.1.2 我国 ST 制度及“摘星”概念

ST 制度是我国沪深证券交易所针对出现财务状况异常的上市公司实施的一种特别处理制度。

(1) 初步确立时期：1998 年 3 月 16 日，中国证监会正式确立 ST 制度。

(2) 规范与完善时期：随着市场的发展，ST 制度逐渐完善。2002 年，PT 制度（特别转让股票制度）得以终结。2003 年，分类 ST 制度正式建立，分为*ST 和 ST 两类，*ST 代表“退市风险警示”，而 ST 代表“其他风险警示”。

(3) 注册制改革时期：2020 年 8 月，创业板开始实行注册制，为适应市场发展需要，ST 注册也迈入了注册制。

在沪深主板中，*ST 股票通常表示该上市公司连续三年亏损，具有退市的风险。然而，如果这家公司在第三年的业绩有所好转，实现扭亏为盈，那么其股票状态就会从*ST 变为 ST，即实现摘星。

摘星仅仅说明股票临时解决了暂停上市的风险，与摘帽是两码事。摘帽是去除 ST 股票代码前面的“ST”标记，而摘星则是将“*ST”标记中的“*”去除。

2.1.3 退市新规

(1) 新规核心内容

①取消单一净利润及营收的退市指标

根据新规，“扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值，且近一年营业收入低于 1 亿元”的公司将被列入*ST，连续两年涉及上述指标将被终止上市；删除了原来单一的净利润为负值和营业收入小于 1000 万元的指标，使得公司无法只凭借净利润和营收这类指标来规避退市。

②新增市值退市和“1 元退市”

新规下“连续 20 个交易日内，每日股票收盘价均低于人民币 1 元，或在交易所的每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元”，使得大多数低价股或低市值的公司面临退市风险。

③新增重大违法财务造假指标和规范类指标

新增“信息披露或者规范运作等方面有重大缺陷”的退市指标，明确了财务造

假的判定标准，使得公司连续两年触发财务类指标即退市。

④退市流程缩短

退市整理期的交易日由 30 日减为 15 日，同步取消首日涨跌幅限制，交易类的退市不设整理期，取消了证券交易所的暂停和恢复上市，简化了退市流程，提高了退市效率。

(2) 新规实施效果

在退市制度初定时，由于相关规则和经验尚不成熟，许多公司面临退市风险但缺乏有效规避退市的经验，导致 2006 年退市数量和退市率达到近二十年最高值。随着退市制度的逐步落实和完善，上市公司逐渐适应并理解退市规则，退市数量和退市率开始逐步下降。特别是在 2008 年后，退市率和退市数量都保持在相对较低的水平。然而，2020 年底新规出台，退市标准更加严格和多元化，退市公司数量出现显著增长。

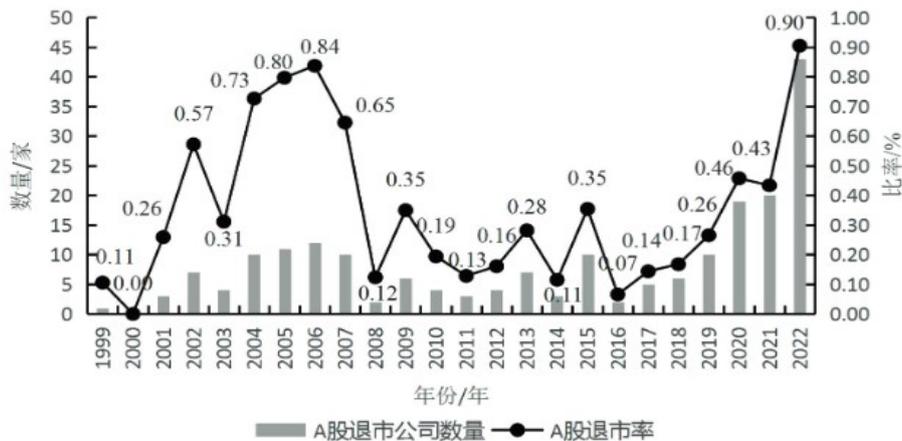


图 2.2 1999-2022 年 A 股退市公司数量和 A 股退市率

数据来源：根据上深交易所公开数据整理

2.1.4 盈余管理

西方学者对盈余管理的评价持中立态度，国内学者则认为盈余管理在上市公司中普遍存在，认为盈余管理的存在弊大于利。

盈余管理指永续经营的企业为达到平滑利润的目的，在不违背法律法规，符合会计准则的基础上，披露年度财务报告时调节当年盈余的管理行为。盈余管理

的主体通常是公司管理当局，盈余管理的客体主要是会计政策与科目金额。适当的盈余管理帮助企业降低税负，在既定的利润总额下，减少税收就意味着获得更多的净利润，达到节税和合理避税的目的。但是过度的盈余管理会降低财务报表的真实性，既不利于政府了解企业真实的运营状况，也加大了其他利益相关者决策的误判风险，由盈余管理演变成财务造假。

综上所述，本文中的案例公司统一股份受农产品行业限制，财务数据呈周期性波动，通过盈余管理平滑利润成功保壳具有一定的合理性。但从可持续发展视角出发，统一股份借助盈余管理只能暂时规避退市危机，于公司长远发展不利、增加投资者决策误判风险、破坏资本市场资源配置机制。本文认为盈余管理利大于弊。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

委托代理理论在 20 世纪 70 年代初由美国经济学家 Stephen A. Ross 提出，探讨委托人与代理人之间关系的本质和行为规则。现代企业两权分离，委托代理关系产生，所有者授权管理者代表其从事特定活动，授权方被称为“委托人”，被授权方则是“代理人”。小股东委托大股东代表其做决策，这就是典型的委托代理关系。

委托代理关系的核心在于信息不对称。现代企业，尤其是实行股份制架构的企业，股东作为所有者，并不直接涉足日常的经营管理活动。相反，他们更倾向于委托专业的经理人来代表他们执行这一职责，以此确保企业的顺畅运作和高效发展。委托代理关系并非总是完美无瑕，股东是委托人，而经理则是代理人，二者交易信息非对称，代理人具有信息优势，其主动地位高于信息受理角色的委托人。代理人和委托人之间利益不一致导致道德风险和逆向选择，委托人又无法完全监督代理人的行为，面对利益冲突和信息不对称这一客观存在，代理人就有可能利用信息优势进行盈余操纵，以隐藏不利信息或夸大业绩表现。

2.2.2 信号传递理论

上市公司必须严格遵守交易所规定的信息披露制度，确保所披露的信息充分反映财务状况、经营成果和现金流量。这不仅是上市公司应尽的法律义务，更是维护市场诚信、促进资本市场健康发展的重要一环。然而，现实中管理当局处于相对强势地位，在成本收益原则的指导下，更倾向于传递对自身有利的信息，而投资者以及其他利益相关者接收和处理信息的能力有限，处于相对弱势地位。最终，企业向外部披露的财务信息与非财务信息，都是双方博弈的结果。

会计利润这一核心指标，在投资者决策过程中扮演着举足轻重的角色。尽管我们无法完全消除盈余管理，但可以将其视作管理当局与市场沟通的一种重要信号。市场信号理论中的信号传递和信号甄别机制，恰好为我们揭示了这一过程：企业通过一系列可观察的行为向外界传递其价值信息，而外部信息使用者则通过收集和分析这些信息，来识别企业的真实经营状况。

信息不对称客观存在，而会计信息又是投资者决策的重要依据，特别是会计利润这一关键信号，因此盈余管理的存在具有其必然性。盈余管理虽然不能被消除，但我们可以将其视为管理当局传递的一种信号。市场信号理论中的信号传递和信号甄别正好描述了这一过程，即企业通过可观察的行为传递其价值信息，而外部信息使用者则通过获取和分析这些信息来甄别真实情况。

总的来说，上市公司的信息披露制度是一个复杂的系统，涉及多方利益和信息博弈。在信息不对称的背景下，盈余管理作为一种策略性的信息传递方式，既有其存在的必然性，也需要受到合理的监管和约束，以确保市场的公平和透明。

2.2.3 盈余管理理论

盈余管理的存在，根植于委托人与代理人之间的契约摩擦，以及信息不对称所带来的沟通障碍。这两个核心因素相互作用，共同为盈余管理提供了存在的土壤。

首先，委托人与代理人之间的契约摩擦是盈余管理产生的一个重要原因，在上市公司中，委托人（如股东）与代理人（如管理层）之间的利益并不总是完全一致。会计这种财务语言是内外部沟通的桥梁，代理人在利益冲突下可能利用盈余管理手段粉饰公司的财务报表，以获取更多的个人利益。其次，管理者凭借他们对企业经

济活动和机会的深入了解，拥有比外部利益相关者更多的信息。管理者通过选择更加符合企业实际情况的会计政策、会计估计和列报方式，可以提高信息的精准度与实用性，从而有助于公司的长期发展。最后，会计准则为经济事项的处理划定了灵活处理区间，实质上赋予了管理者在合规范围内一定的自主选择空间，这种自主选择权为盈余管理提供了可能性。

2.2.4 前景理论

前景理论也被成为展望理论和视野理论，是行为经济学理论。传统金融学认为人都是理性的，但实际生活中处处显示着人的理性有限。行为经济学将心理学运用到经济学中，关注人们在面临风险和不确定性时的决策，修正了传统金融学认为的理性人假说。

前景理论认为人们对于得失的判断往往依赖一个参考点，这个参考点就是人的初始状态和初始期望。当损失和同等数量的收益相比，人们在心理上往往对损失更为敏感。这就表现为在获利时倾向风险规避，宁愿选择确定收益也不冒险追求更高收益；反而在面临损失时喜好风险，宁愿选择可能减少损失的冒险行为，也不接受确定的损失。这就可以解释人们在投资中的非理性行为和面对投资收益和损失的不同反应。

前景理论也可以解决盈余管理问题。当上市公司受到严格监管，在权衡亏损退市和进行盈余管理时，会根据付出的成本和预期的收益来设定一个参考点。从心理学角度出发参考点的确立对退市风险有着更高的认知。即便存在会被处罚的可能，退市压力所带来的风险效应会使得处罚风险在上市公司眼中显得相对弱化。相反地，上市公司在评估盈余管理的价值时，对于可能带来纯收益的情况，它们往往表现出风险规避的态度；而一旦面临净损失，它们则可能展现出风险偏好的倾向。因此，在那些亏损严重的公司中，盈余管理行为更容易出现。

从损失规避的角度来看，上市公司对于盈利后的亏损反应要大于在已经亏损的情况下再度遭受同等损失的反应。这种心理特征使得一些只是小幅亏损的企业也会迅速进行盈余管理，以向市场投资者释放积极的信号。

3 统一股份案例介绍

3.1 统一股份案例概况

3.1.1 公司背景

（1）农产品行业发展受限

统一股份前身是新疆农业产业化的重点龙头企业，核心业务涵盖果树种植，产业链纵向延伸至果蔬饮料的生产与销售，具体产品以特色果品——库尔勒香梨为主。

库尔勒香梨对生长环境极为挑剔，仅在南疆巴州地区这片水土光热资源优越的土地上产出，地域性特征极为鲜明。区域特性使库尔勒香梨在同类水果竞争中脱颖而出，具备竞争优势。然而，鲜果市场属于完全竞争行业，产品替代性较高、进入门槛低导致统一股份利润空间有限。

此外，农业种植依赖物候、天气。风、雹、病虫害等不可控因素直接影响果品产量和品质。越冬香梨极易发生冻害，果树大幅减产，制约香梨产业发展壮大。农产品行业发展桎梏导致该公司无法实现稳定营收，变更主业谋求多元发展。

农业种植的季节性特点也使得果品采摘、收购和销售等环节存在特定时间窗口。销售高峰通常出现在 10-11 月，这一期间销售费用和生产成本增加，而销售回款主要集中在年末甚至次年上半年，企业在销售高峰期后的几个月内可能会面临现金流紧张的情况。季节性的资金流动特点也反映在财务数据上，每年的前三个季度，由于采购支出较大而销售回款尚未形成规模，经营活动现金流往往呈现净流出的状态。

（2）业务变迁之路

统一股份从 2004 年开始，尝试进入多个领域进行业务拓展，数次尝试并未取得成功，如图 3.1 所示。2007 年肉用驴的屠宰、加工产业化项目因疫情导致驴肉滞销，连续亏损后不得不终止。2007 年，收购新疆联合化工有限责任公司并建设聚甲醛项目的计划因没能获得足够的资金支持，项目无法推进。

在深加工业务方面，尽管尝试了多种香梨品类饮品，但除了冰杏酒实现过盈利外，其他饮品线均为取得成功。杏酒的毛利率虽然较高，但销售额贡献一直较低，最终停产。多次转型失败后的统一股份更加专注于主营业务，在 2017——2022 年又将重心转移至香梨鲜果销售。

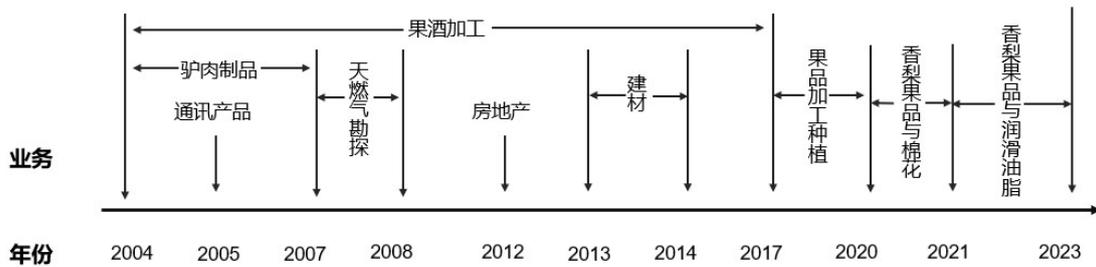


图3.1 统一股份转型业务时间轴

3.1.2 发展现状

(1) 公司与业务情况

统一低碳科技（新疆）股份有限公司（后文简称“统一股份”，股票代码600506），曾用名新疆库尔勒香梨股份有限公司，1999年成立于新疆自治区库尔勒市，2001年在上交所首次公开募股。

(2) 业务转型升级，并购统一石化

统一石化成立于1993年，总部位于北京市，是中国国内的一家大型石化企业，在石油化工领域拥有多年经验和先进技术。主要业务包括石化产品生产、销售以及相关技术服务，业务范围覆盖全球多个国家和地区，市场占有率高，具有较高的市场认知度和客户忠诚度。通过并购统一石化，统一股份可以快速进入石油化工领域，打破农产品行业限制，获得新的业务增长点和收入来源，实现多元化发展。

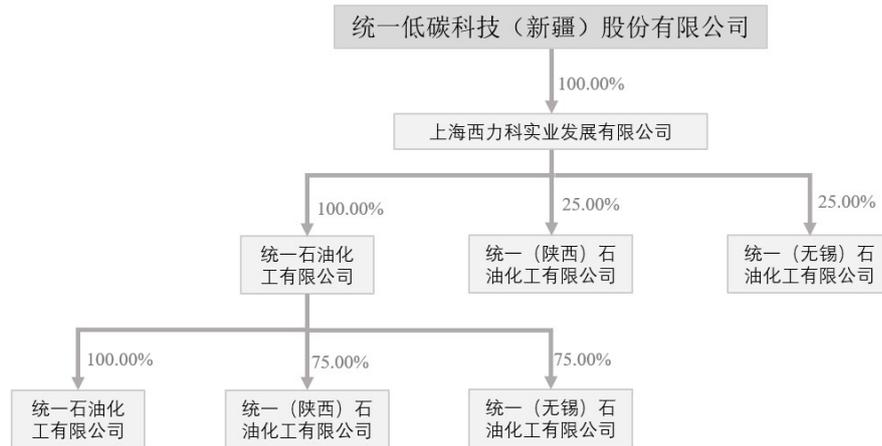


图3.2 统一股份下属子公司

如表 3.1 所示，2021 年 11 月，通过多元化融资策略，以现金收购的方式完成了对统一石化的全面控制。此次交易资金共 13.98 亿元，其中近 6.5 亿元来自股东借款；另一部分不超过 8.388 亿元的资金通过购买西力科控股的统一石化等三家石化公司的全部股份作为质押物，来自银行并购贷款。

表3.1 新疆库尔勒香梨股份有限公司并购统一石化等交易方式

支付方式	款项来源	金额
现金来源	股东借款	约6.5亿元
	并购贷款	约8.388亿元

资料来源：统一股份收购报告书

（3）经营业务

统一股份是一家在石油石化行业专注于润滑油脂的研发、生产和销售，以及库尔勒香梨等新疆特色果品的种植、加工和销售业务的公司。他们的主营业务包括：

1. 润滑油脂的研发、生产和销售。

2. 库尔勒香梨等新疆特色果品的种植、加工和销售业务。此外，统一股份还涉及一般项目，包括润滑油销售、石油制品制造（不含危险化学品）、专用化学产品销售（不含危险化学品）、技术服务、技术开发等。

（4）股权结构



图3.3 股权结构图

3.2 退市风险警示实施及撤销过程

3.2.1 第一次风险警示实施原因

(1) 生物资产价值周期性波动

如表 3.2 所示，应收账款显著减少，一方面表示该公司坏账风险降低；另一方面说明企业的销售规模缩小。固定资产和无形资产金额较大表明企业在扩大再生产方面存在一定的困难。生产性生物资产账面价值逐年下降，因为生物资产的价值易受环境、气候等因素影响、缺乏市场核心竞争力。

表3.2 2004-2010年部分资产状况 单位： 万元

项目/年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
应收账款	1387.0	1918.0	2040.0	2992.0	828.9	1153.0	105.0
固定资产	29630.0	28530.0	11300.0	10610.0	7732.0	8458.0	6822.0
生产性生物资产	15130.0	15490.0	14010.0	13820.0	8668.0	8458.0	8268.3
无形资产	6339.0	5905.0	6008.0	10070.0	7127.0	5512.0	5346.5

数据来源：2004年-2010年统一股份上市公司年报

(2) 经营策略保守，业绩下滑

如表 3.3 所示，统一股份归属于上市公司股东的净利润在 2005 年至 2009 年持续为负，表明公司一直在亏损状态。其中，2008 年的亏损额达到最大，为

-11920.0。此外，扣除非经常性损益后的净利润自 2004 年到 2009 年持续为负，显示出严重的亏损状况。

表3.3 统一股份2004年—2010年相关财务指标

单位：万元

财务指标	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
营业收入	4132.0	5732.0	4380.0	4143.0	2139.0	2308.0	6139.0
扣除与主营业务无关的业务收入和不具备商业实质收入后的营业收入	2337.0	4350.0	2970.0	3360.0	1079.0	1332.0	5479.0
归属于上市公司股东的净利润	377.9	-6238.0	-11.7	-3016.0	-11920.0	-3173.0	311.8
扣除非经常性损益后的净利润	-1795.0	-4445.0	-1190.0	-2814.0	-11340.0	-1260.0	259.7

数据来源：东方财富网

3.2.2 第一次风险警示撤销过程

持续下滑与亏损：从 2001 年开始，公司的净利润逐步下滑，到 2004 年只能通过非经常性损益来维持账面上的微弱盈利。

依赖非经常性损益：自 2004 年起，公司的扣非净利润与净利润几乎一直处于负值状态。

避免退市：在 2006 年和 2009 年，公司分别通过微利和净利润指标扭亏，避免戴帽和退市的风险。

退市风险警示与其他风险警示：2007 年——2008 年净利润下降至近七年最低值，在 2009 年被实施退市风险警示。

摘帽与恢复：公司在 2010 年和 2011 年维持盈利，且扣非净利润也为正。最终在 2012 年 8 月，公司获准彻底摘帽，退市风险已经消除。



图 3.4 统一股份 2001-2017 年利润变动情况

3.2.3 第二次风险警示实施原因

(1) 业绩承压，转型压力大

农产品一次性投入大、见效慢、种植环节复杂，加上疫情冲击，统一股份 2017 年到 2022 年，归属于上市公司股东的净利润持续下降，2022 年的-8422.0 万元达到近六年亏损之最。扣非利润自 2017 年到 2022 年亏损程度逐年增加，2022 年亏损数额是 2017 年的近三倍之多，整体经营表现不佳。

表3.4 统一股份2017年—2022年相关财务指标

单位：万元

财务指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	6531.9	4256.0	2202.9	11858.4	34953.6	201100.0
扣除与主营业务无 关的业务收入和不 具备商业实质收入 后的营业收入	5372.1	3360.0	1730.0	244.0	28932.8	189400.0
归属于上市公司股 东净利润	507.7	452.8	-772.4	445.5	-3593.3	-8422.0

续表3.4

财务指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
扣除非经常性损益后的净利润	-781.9	-1164.0	-947.1	-744.6	-3708.3	-20520.0

数据来源：东方财富网

3.2.4 第二次风险警示撤销过程

持续亏损：从2014年到2021年，公司归母净利润累计亏损0.16亿，扣非净利润累计亏损0.77亿。

出售资产：2015、2017和2018年，转让子公司；在2020年，转让办公楼给控股股东融盛投资，取得了处置收益。

发布退市风险：但2021年4月，恰逢退市新规出台，因2020年净利润为负且营收低于1亿，公司发布退市风险警示公告。

退市风险警示情形消除：2022年5月8日，公司2021年年度报告中涉及的营业收入及净利润指标，已消除退市风险警示的相关情形。

上交所撤销退市风险警示：经上交所审核，于5月6日正式同意撤销对公司股票实施的退市风险警示。

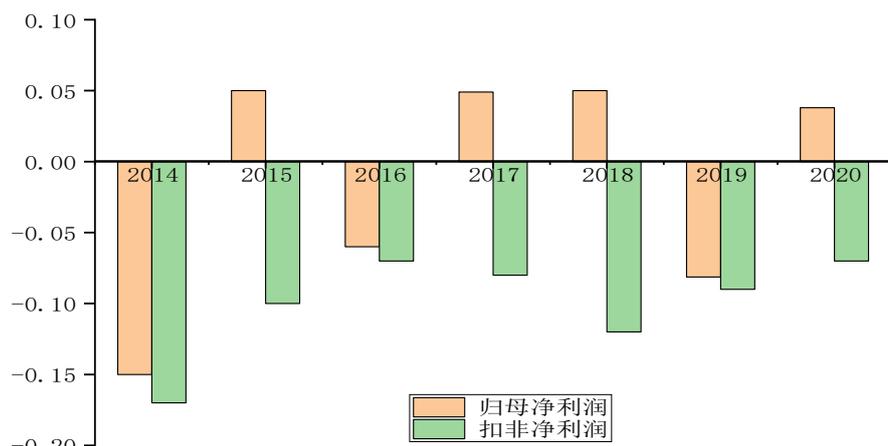


图 3.5 统一股份 2014-2020 年归母净利润与扣非净利润变动情况

3.3 统一股份盈余管理行为的识别

3.3.1 经验识别

(1) 归属于上市公司股东净利润盈亏交替

2012年七月，第七次修订的《上市规则》出台，其中风险警示制度做出重大调整——取消了“扣除非经常性损益后的净利润为正值”的摘帽要求。这一调整意味着上市公司在面临退市风险时，不再需要确保扣非净利润为正值才能摘帽，降低了摘帽的门槛。因此，自2012-2022年间扣非净利润接连为负，而归属于上市公司股东净利润出现盈亏交替规律，此为盈余管理的典型特征，统一股份“保壳”动机明显。

表 3.5 2012-2022 年归属于上市公司股东的净利润 单位：万元

日期（年）	归属于上市公司股东的净利润	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润
2012	-561.5	-1228.8
2013	479.1	-366.6
2014	-1507.9	-1657.9
2015	237.6	-1342.6
2016	-862.6	-961.3
2017	507.7	-781.9
2018	452.8	-1164
2019	-772.4	-947.1
2020	445.5	-744.6
2021	-3593.3	-3708.3
2022	-8422.2	-20522

数据来源：2012年-2022年统一股份上市公司年报

(2) 果酒业务销售额存疑

如表 3.6 所示，2010 年果酒业务销售额异常，比之前陡增了 39 倍，带来 466 万元的利润，2010 年销售费用和管理费用又显著偏低。

表 3.6 2007-2012 年果酒业务销售收入 单位：万元

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
销售收入	26.4	54.3	13.1	525.3	34.0	9.3

续表 3.6

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
毛利	6.3	24.0	12.5	466.9	30.0	8.3

数据来源：Wind 数据库

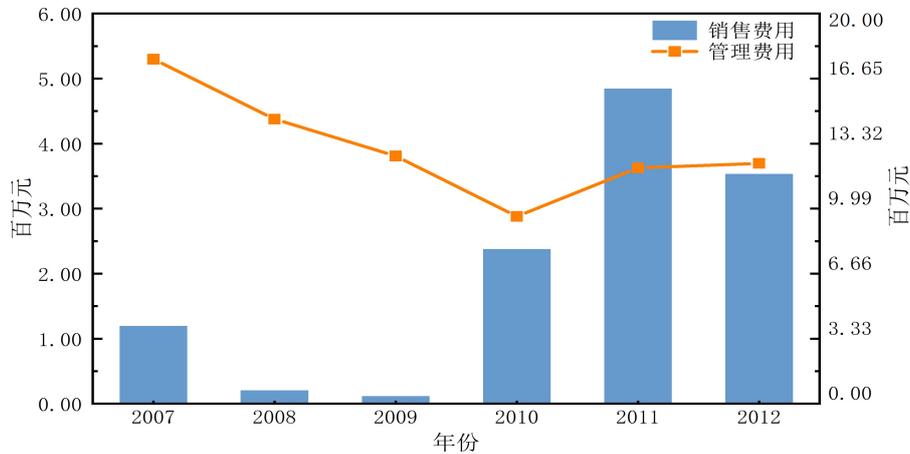


图 3.6 2007-2012 销售费用与管理费用变动情况

3.3.2 模型检验

(1) 应计盈余管理模型构建

应计利润又分为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：

$$DA=TA-NDA \quad (1)$$

由此可知，企业可操纵性应计利润代表着企业在盈余管理方面拥有较大的自主权。据此，本文聚焦于企业的操纵性应计利润分析。选择 Jones 模型作为检验工具，模型表达为：

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

基于 Jones 模型，Dechow 发现应收账款的变动对企业的可操纵性应计利润

具有显著影响。因此，从营业收入中剔除了应收账款的变动，提出修正后的 Jones 模型，模型表达为：

$$NDA_{i,t} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

表 3.7 公式(1) (2) (3) 变量含义

变量名	含义
DA	可操纵性应计利润
NDA	非操纵性应计利润
$\Delta REV_{i,t}$	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
$NDA_{i,t}$	当期非操控性应计利润
$\Delta REC_{i,t}$	当期应收账款增加额

(2) 应计盈余管理实证结果分析

从测算结果看，统一股份在 2020 年可操纵性应计利润为 0.0580，2021 年可操纵性应计利润为 0.0721，说明公司在这两年进行了正向的应计盈余管理，在修正 Jones 模型中的残差项是指与现金流量无关的应计项目，2020 与 2021 年的残差在近 4 年中也处于高水平，说明新规的出台对该公司盈余管理产生显著影响。

表 3.8 2019—2022 年修正 Jones 模型测算结果

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
不可操纵性应计利润	0.0093	-0.0010	-0.1664	0.0064
可操纵性应计利润	-0.0262	0.0580	0.0721	-0.0585
残差	-0.0270	0.0567	0.0629	-0.0581

数据来源：国泰安数据库

(3) 真实盈余管理模型构建

选取 Roychowdhury 模型检验真实盈余管理程度。该模型通过剖析公司的

经营活动现金流量、生产成本以及酌量费用等关键财务数据，计算它们与预期水平之间的异常值。接着，将异常值进行汇总，得出公司的真实盈余管理值。该指标数值的大小直接反映了公司真实盈余管理的程度，数值越大，表明公司的真实盈余管理行为越显著。以下是 Roychowdhury 模型的具体表达：

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{it-1}} + b_2 \frac{REV_{it}}{A_{it-1}} + b_3 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + b_4 \frac{\Delta REV_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\frac{DISEXP_{it}}{A_{it-1}} = c_0 + c_1 \frac{1}{A_{it-1}} + c_2 \frac{REV_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$TREM_{it} = (-1)A_{CFO_{it}} + A_{PROD_{it}} + (-1)A_{DISEXP_{it}} \quad (7)$$

表3.9 公式(4) (5) (6) (7) 变量含义

变量名	含义
CFO_{it}	i 公司在 t 年度的经营现金净流量
PRO_{it}	i 公司第 t 年生产成本=存货变动额+营业成本
$DISEXP_{it}$	i 公司第 t 年可操控性费用=销售费用+管理费用
REV_{it}	i 公司在 t 年度的营业收入
ΔREV_{it}	i 公司在 t 年度的营业收入变动额
ΔREV_{it-1}	i 公司在 t-1 年度的营业收入变动额
A_{it-1}	消除规模效应，用 t-1 期期末总资产

(4) 真实盈余管理实证结果分析

测算结果显示，统一股份自从 2020 年异常经营活动现金流表现为负数，表示这一年的实际经营现金净流量远小于估计的正常经营活动现金净流量，说明公司在被退市风险警示期间存在通过销售操纵等手段进行提升会计盈余的盈余管理行为。真实盈余管理指标值从 2020 年的 0.2537 增长至 2021 年的 0.7042，由于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，因此这两年真实盈余管理的程度

显著增加。鉴于退市新规对非经常性损益等应计盈余管理实施了限制措施，企业不得不将盈余管理的重心转向真实盈余管理。所以 2021 年真实盈余管理程度显著加深。

表 3.10 2019—2022 年真实盈余管理

年份	酌量费用	存货变动额	营业收入变动	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
2019	9805706.2	-316873.5	-20526184.7	0.1041	-0.0042	-0.0351	-0.0732
2020	7980647.7	3573119.4	96554806.7	-0.0967	0.1174	-0.0396	0.2537
2021	41595423.9	315007391.7	230952286.2	-0.1362	0.5876	0.0195	0.7042
2022	316881298.8	-38521564.3	1661062774.5	-0.0799	-0.0280	0.0562	-0.0043

数据来源：国泰安数据库

4 统一股份盈余管理分析

4.1 退市新规前统一股份盈余管理分析

4.1.1 退市新规前盈余管理动机分析

(1) 压力——“保壳”

统一股份在 2007, 2008 年连续两年净利润为负, 2009 年继续亏损将面临退市, 保住“壳资源”是这一阶段统一股份盈余管理的主要动机。

壳资源具有价值。“壳资源”代表了上市公司在资本市场中的身份和地位, 以及与之相关的权益与责任。由于上市过程需要耗费大量的时间和金钱, 一些无法通过正常 IPO 渠道上市的公司会选择通过收购已上市公司(即壳公司)的方式达到上市目的。同时, 经营不善的壳公司仍然拥有融资资格, 这对条件达不到上市要求又不想经历漫长 IPO 过程的公司来说, 壳资源具有十足吸引力, 为了后期获得卖壳收益, 亏损的上市公司会尽全力保壳。

退市会带来负面影响。重新上市难度加大, 退市一方面失去公开融资渠道, 可能导致公司资金链紧张; 另一方面损害公司的形象和声誉, 市场地位下降不利于业务发展。再者, 股东无法再从市场上获得公司的发展机会和收益, 退市意味着他们会面临巨大的投资损失。

(2) 机会——ST 制度存在弹性

我国特有的 ST 制度设计初衷是给予上市公司改善经营状况的机会, 维护市场稳定。但在实际运行中给 ST 公司规避退市提供缓冲期, 引发盈余管理的问题。

一方面, ST 制度中退市流程长, ST 公司有长达一年的时间借助调整会计政策、会计估计等手段优化财务数据, 保住“壳资源”。另一方面, 大多数 ST 公司触及的都是财务指标, 如收入、利润、成本等, 这类指标可以通过优化成本管理、提高生产效率、调整折旧方法和延长应收账款回收期等方式实现优化, 为 ST 公司撤销风险警示提供路径。

综上所述, ST 制度应该随着资本市场环境的变化不断革新, 压缩“弹性”

退市可能。新规出台丰富了财务退市指标、缩短退市整理期，随着退市制度的日益收紧，撤销风险警示变得更加困难。

(3) 自我合理化——减少农产品周期性特点

通过公司背景可以分析出，案例公司盈利跟随香梨销售收入呈现周期性波动。香梨产业易受冻害影响，恢复周期长，香梨全线产品年利润被摊薄，主业盈利能力低下。而统一股份的新业务才刚崭露头角，无法在主业受损时给予利润支撑，导致案例公司在转型期间亏损加剧。

不可控因素影响销售收入，反映在财务报告中即为盈利能力不足。盈利水平直接关乎股价波动，为彰显良好市场预期，统一股份选择平滑利润。

4.1.2 退市新规前盈余管理手段分析

2006年——2012年沿用的退市规则为：连续亏损两年，会被戴上“ST”标志，给予退出股票市场警告。创业板股票接连亏损三年直接退市，在整改期内扭亏为盈才能重新上市。历经2006年——2008年经济效益江河日下，统一股份在2009年最终到了退出股票市场的悬崖边。然而，2009年的净利润触底反弹，保住了统一股份的上市资格。

表 4.1 2006-2012 年风险警示期间各年净利润 单位：万元

日期	净利润	年度同比
2006年	-58.0	98%
2007年	-3121.0	-5207%
2008年	-11920.0	-281.9%
2009年	3173.0	126.6%
2010年	311.8	-90.2%
2011年	508.4	63.0%
2012年	-626.9	-223.3%

数据来源：东方财富网

(1) 提前集中处理亏损项目

2008年统一股份通过扩大亏损来储备盈余。2008年，不但对新联化项目进行了大手笔的减值计提——全额计提对新联化的股权减值准备，以及绝大部分债权的坏账；在10月28日，香梨酒的生产与销售已经累计亏损超过1500万元，

趁机确认了 400 余万的设备报损及减值损失，公司又在同一天确认超过 1600 万元的投资损失。2008 年趁机将所有亏损项目一次性确认，为的是 2009 年扭亏，也避免了相关亏损在后续年度持续影响利润数据。

表 4.2 各项目产生的亏损情况

年份/项目 (万元)		2007	2008	合计
驴肉项目	经营亏损	294.0	/	1919
	资产减值	/	1625.0	
香梨酒项目	存货毁损	688.0	214.3	1112
	设备减值	/	210.0	
聚甲醛项目	融资成本	432.0	624.0	1549.4
	筹建费用	493.4	/	
	资产减值	/	9115.2	
合计		1907.4	11788.5	13696

数据来源：Wind 数据库

(2) 利用债务重组

统一股份在 2009 年实现的盈利中，绝大部分并非来自于主营业务，而是来自于转让子公司新联化所获得的投资收益和相应的债务重组利得。这些非经常性损益的总金额高达净利润的 1.5 倍。

新联化项目无人问津，被全额减值，却在 2009 年面临退市的关键一年被新疆巴音国有资产经营有限公司作价 5000 万买走。2008 年，对新联化资产进行了减值计提，总额达到了 9115 万元。这一减值主要包含了两个部分：一是通过成本法计量的长期股权投资成本全额，共计 5000 万元；二是坏账准备，金额为 4115 万元。值得一提的是，这些坏账准备在后续操作中得以全额转回，并且与债权转让的损失相互抵消，从而产生了约 3900 万元的处置利得。此外，这次操作还为子公司的账面带来了 787 万元的债务重组利得。

(3) 香梨囤而不卖，平滑利润

统一股份 2010 年致力于销售渠道的铺设，先后在全国多个城市成立销售子公司，旨在通过扩大地域覆盖提高销售业绩。可反观存货却由 2010 年的 484.6

万元陡升至 2011 年的 1395.43 万元，同比增长 188%。销售刚开始发力，2012 年存货又提升至 2818.64 万元，同比增长 102%。

合理的解释就是：统一股份在 2010 年——2011 年面临冬季冻害冲击，冻害导致果树死亡，果园产量下降、香梨收购成本上升，香梨利润率下降，毛利率从 2010 年的 21% 下降至 14%，为应对这一挑战，采取了相对保守的策略，即将高成本的香梨作为库存资产而不是大量销售。这种策略选择背后的逻辑是清晰的：通过将高成本香梨作为库存，公司可以避免在当期确认较高的营业成本，从而防止进一步稀释微薄的毛利润。

然而，大量存货积压导致资金占用过多，增加公司的财务成本。此外，如果市场需求发生变化或产品保质期有限，过多的存货还可能面临贬值或报废的风险。

表 4.3 香梨业务的销售、库存、盈利情况

项目（万元）	2009	2010	2011	2012
香梨销售	1090.3	4438.4	3385.0	5468.0
增减率（%）	18%	307%	-24%	62%
毛利率	16%	21%	14%	9%
存货	512.2	484.6	1395.4	2818.6
增减率（%）	1%	-5%	188%	102%

数据来源：Wind 数据库

（4）关联方交易

统一股份在 2011 年遭遇冻灾，主业香梨和果酒销售出现明显下滑，特别是果酒销售陡降 94%，主业受损严重的统一股份在当年并未发生亏损，这主要得益于超过 1 亿元的其他业务收入。统一股份通过处置其投资性房地产，直接将这些交易所产生的收入和成本计入营业收入和营业成本中，而非将其归类为非经常性损益项目。这一举措不仅为公司带来了可观的现金流入，还实现了超过 2400 万元的利润，进一步巩固了公司的财务稳健性。值得一提的是，其中一笔涉及 9500 万元的房产处置交易是与当时的控股股东新疆新业国资公司进行。

综上所述，统一股份在 2011 年通过巧妙运用关联方交易卖房产盈利，暂时化解退市危机，拉开了统一股份依赖卖房产维持“壳资源”的序幕。

4.2 退市新规后统一股份盈余管理分析

4.2.1 退市新规后盈余管理动机分析

(1) 压力——业绩承诺压力

为进入石油化工行业，培育新的业绩增长点，收购统一石化。此次收购的业绩承诺为：2021-2023 年实现业绩 1.41 亿、2.13 亿及 2.45 亿，合计 5.99 亿元。

但自 2014 年至 2023 年，统一股份扣除非经常性损益的净利润连年为负，即使归属于上市公司股东的净利润偶有盈利。但是受宏观环境的影响行业下行，要想扭亏为盈，兑现收购统一石化时设定的实现合计 5.99 亿的业绩承诺，这对于处于退市边缘，面临着巨大的经营压力和资金压力的统一股份来说，无疑是一个巨大的挑战。

(2) 机会——并购热潮出现

自 2023 年以来，不断出台并购利好政策。2024 年初，证监会明确提出要提高对重组估值的包容性。据《证券日报》统计，有半数以上*ST 公司发布过资产重组公告，2023 年以来的 900 宗退出事件中，以并购方式退出数量占比 37%。

第一，统一股份受制于传统行业的桎梏，致力于寻求多元化发展。顺应并购热潮，购置优质子公司，可以避免与同行业企业直接进行同质竞争，帮助公司快速进入新领域，拓展业务范围，实现规模效应，降低经营风险。第二，跨行业并购可以结合不同行业的优势资源，使上市公司整合各自的产品和技术优势，产生协同效应，提高产品的附加值和竞争力。第三，提高资本效益，避免重复投资。同业并购往往陷入价格竞争、市场份额争夺困境，而跨行业并购直接拥有成熟业务体系。有助于进军新领域，开发新产品，避免资源浪费。

综上所述，新疆库尔勒香梨有限公司并购统一石化实现了跨行业发展，创造了新的增长点，保障了企业的持续发展。

(3) 自我合理化——外部环境变化

一方面，保住上市资格一直是 ST 公司进行盈余管理行为最主要的动机。如果被退市，不仅影响利益相关者，还会损伤企业形象。退市造成壳资源浪费的同时重新上市面临更严苛条件，运用盈余管理及时调节利润成为 ST 公司规避退

市的必由之路。

另一方面，近年来一些“黑天鹅”事件短时间阻止了生产要素和产品的流动，使得产品的供应短时间停止，导致通货膨胀。再者，“黑天鹅”事件加重企业融资压力，存货因损坏、过季等因素价值降低，应收账款坏账风险增加。而统一股份以香梨果酒销售为主业，财务数据受农业生产周期影响大，受外部环境和保住上市资格需求影响，加剧了案例公司盈余管理的可能性。

4.2.2 退市新规后盈余管理手段分析

(1) 置入优质子公司

退市新规出台后引发“并购潮”，*ST 公司通过并购进行战略合作和多元化战略转型，维持其在上市公司中的地位。尽管期初至合并日的收入会被排除，但合并日之后的收入可以被算作营收，越早合并则计入年报的营收越多，能够帮助上市公司完成营收过亿的指标。

2021 年，新疆库尔勒香梨股份有限公司并购统一石化，将证券简称变更为“统一股份”，实现营收规模不断增长。2023 年前三季度，子公司统一石化的经营业绩较上年同期有所增长，公司实现营收 17.74 亿元，同比增长 8.43%，其中第三季度实现营收 5.56 亿元，同比增长 27.77%，实现扭亏为盈，越过“营收过亿”的及格线，成功“摘星脱帽”。

(2) 商誉初始确认高度溢价

上市公司进行并购重组的初心在于追求协同效应，从而打破企业内生瓶颈或满足外延式扩张需求，但在并购重组过程中，并购方基于协同效应对被并购方进行评估时，往往会确定较高的收购价格，从而形成巨额商誉。

根据审计机构出具的《备考审阅报告》，统一股份完成并购后，其合并资产负债表上新增了高达 96392.58 万元的商誉。到了 2021 年 6 月 30 日，标的统一石化的商誉账面价值已达到 70797.01 万元，这一数值占当期资产总额的比例相当可观，达到了 36.9%。值得注意的是，经过减值测试，统一石化在过去几年对陕西统一资产组的商誉进行了计提，其中 2019 年末计提了 6807.98 万元，2020 年末计提了 290.92 万元。值得注意的是，2021 年 6 月末，统一石化还对统一石化及无锡统一资产组计提了高达 51768.36 万元的减值。

4.3 统一股份盈余管理后果分析

4.3.1 资本市场表现

(1) 股价变化

资本市场表现主要通过股票价格反映，股价涨跌影响企业价值。通常情况来说，股价攀升被视为积极信号，反映企业收益良好，投资者对企业未来经营状况预期乐观，投资信心增强。特别在 ST 企业成功保壳后，股价的上涨往往意味着投资者对企业经营状况的改善表示认可，并期待企业能够稳健永续经营。然而，值得注意的是，股价的暴涨并非总是企业真实经营状况的反映，有时可能只是市场炒作的结果，这种非理性的上涨最终可能会损害投资者的利益。

如图 4.1 所示，统一股份 2021 年保壳成功的确在短时间内吸引到了部分投资者，但是长期来看没有带来良好的市场反映。2018 年——2023 年股价波动越来越小，原因可能是公司的基本面表现良好，有助于股价稳定；还可能是业务缺乏增长潜力，市场对其前景持保守态度。

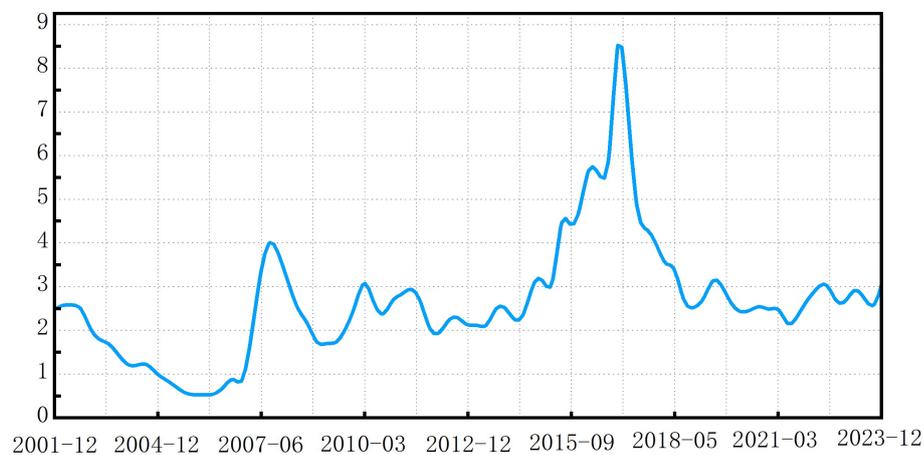


图 4.1 统一股份股价变动趋势

(2) 市值表现

总市值是特定时间点一家公司发行的所有股票的市场价值总和，是衡量公司规模和市值大小的重要指标之一。反映了市场对该公司价值的整体评估，是投资者进行投资决策时的重要考虑因素之一。如表 4.4 所示，统一股份在同行业中总

市值最低，为 26.38 亿元，这意味着相对于其他三家公司，统一股份在石化行业中的市场份额、业务规模或盈利能力较小。此外，统一股份总市值远低于行业平均水平，表明该公司保壳成功后市值还有上升空间。

表 4.4 石化行业市值对比

单位：亿元

项目	统一股份	东华能源	广汇能源	广聚能源	行业平均
总市值	26.38	143.6	503.6	54.96	1963

数据来源：网易财经

4.3.2 财务指标分析

(1) 偿债能力分析

偿债能力分析就是通过财务报表及相关数据评估企业偿还短期和长期债务的能力。短期偿债能力中关键指标为流动比率和速动比率，流动比率衡量流动资产偿还流动负债的能力，速动比率衡量没有依赖存货销售前提下偿还流动负债的能力。对于公司而言，偿债能力强说明公司盈利高，能吸引到优质投资者；对于企业管理者而言，偿债能力强弱与财务风险大小有直接关联，因此管理层会重点关注这一指标；对于债权人来说，偿债能力强说明在预期内能够收回资产并获得应有的利息，权益会得到保障。

短期偿债能力的衡量指标有流动比率和速动比率，进行短期偿债能力分析时不仅需要纵向比较，还应与同行业公司进行横向比较，更能探究问题所在。

表 4.5 2018 年至 2022 年统一股份短期偿债能力指标变动表

年份	2018	2019	2020	2021	2022
流动比率	22.48	18.22	13.01	1.052	1.401
速动比率	21.24	17.25	11.97	0.888	1.023

数据来源：东方财富网

表 4.6 2018 年至 2022 年统一股份流动比率同行业对比表

年份	2018	2019	2020	2021	2022
统一股份	22.48	18.22	13.01	1.052	1.401
广汇能源	0.688	0.455	0.337	0.477	0.300
东华能源	1.038	1.156	1.195	1.040	1.209

数据来源：东方财富网

如表 4.5, 4.6 所示, 流动比率和速动比率整体都呈现下降趋势。2018 年—2020 年流动比率和速动比率远高于行业平均值, 一方面说明这段时期企业有足够的流动资产来偿还其短期债务, 另一方面反映出该企业的资产利用效率不高。2021 年—2022 年流动比率、速动比率逐步下降, 这表明企业在这一时期偿还短期债务的能力在减弱。

长期偿债能力时间跨度更长远, 更多关注公司在未来是否能稳定偿还债务。除此以外, 长期偿债能力更多的将关注重心放在资本结构上。下文中将从资产负债率、产权比率和权益乘数层面分析长期偿债能力。

表 4.7 2018 年至 2022 年统一股份长期偿债能力指标变动表

年份	2018	2019	2020	2021	2022
资产负债率 (%)	5.9	6.5	7.27	93.35	82.06
产权比率	0.063	0.07	0.078	14.03	4.574
权益乘数	1.063	1.07	1.078	15.03	5.574

数据来源: 东方财富网

根据表 4.7 可知, 2018 年至 2020 年, 统一股份的资产负债率从 5.9% 逐渐上升至 7.27%, 这一时期负债占总资产的比例增加缓慢, 资本结构较为稳健。2021 年, 资产负债率陡升至 93.35%, 几乎接近资不抵债的边缘。这意味着企业偿债压力大, 财务风险极高。2022 年, 资产负债率虽然有所下降, 但仍高达 82.06%, 说明财务结构仍然不健康。

2018 年至 2020 年, 产权比率缓慢上升, 说明负债相对于所有者权益的增长是可控的。2021 年, 产权比率急剧上升至 14.03, 表明负债总额远远超过了所有者权益, 企业的财务风险显著增加。2022 年, 产权比率有所下降, 但仍然高达 4.574, 说明负债依然是所有者权益的数倍, 企业财务风险依然较高。

2018 年至 2020 年, 权益乘数缓慢上升, 但整体上仍处于较低水平, 说明企业的财务杠杆作用相对较小。2021 年, 权益乘数跃升至 15.03, 这通常意味着企业使用了较高的财务杠杆, 增加了财务风险。2022 年, 权益乘数有所下降, 但仍保持在 5.574 的高位, 说明企业的财务杠杆仍然较高, 偿债风险较大。

综上所述，统一股份在 2018 年至 2020 年期间，资本结构相对稳健，财务风险较低。然而，从 2021 年开始，企业的财务状况急剧恶化，企业过度依赖负债融资，财务杠杆过高。

（2）营运能力分析

营运能力反映的是资产管理的效率，其中存货周转率越高，反映销售能力越好，应收账款周转率反映收回转款的速度，总资产周转率反映企业资产的利用效率。下文用以上三个指标分析案例公司的营运能力。

表 4.8 2018 年至 2022 年统一股份营运能力指标变动表

年份	2018	2019	2020	2021	2022
存货周转率	2.5	2.802	12.12	1.92	5.554
应收账款周转率	4.12	7.73	23.78	2.668	9.349
总资产周转率	0.143	0.074	0.4	0.177	0.653

数据来源：东方财富网

2018 年至 2020 年，统一股份的存货周转率呈现上升趋势，特别是 2020 年达到 12.12，表明企业存货管理效率较高。2021 年，存货周转率急剧下降到 1.92，远低于之前年份的水平，这可能是由于市场需求下降、销售不畅或存货积压等原因导致的。2022 年，存货周转率有所回升至 5.554，但仍然低于 2018 年至 2020 年的水平，说明企业仍需加强存货管理。

统一股份的应收账款周转率在 2018 年至 2020 年期间呈现出显著的增长，尤其是 2020 年达到 23.78，说明企业应收账款回收速度非常快，资金回笼效率高。2021 年，应收账款周转率大幅下降至 2.668，这可能是由于客户付款延迟、坏账增加或销售政策调整等原因导致的。2022 年，应收账款周转率回升至 9.349，但仍然低于 2018 年至 2020 年的水平，说明企业应加强应收账款管理。

2018 年至 2020 年，总资产周转率逐渐上升，表明企业资产利用效率在提高。2021 年，总资产周转率有所下降，但仍高于 2018 年的水平。2022 年，总资产周转率达到 0.653，是考察期间的最高值，说明企业在这一年资产利用效率得到了显著提高。

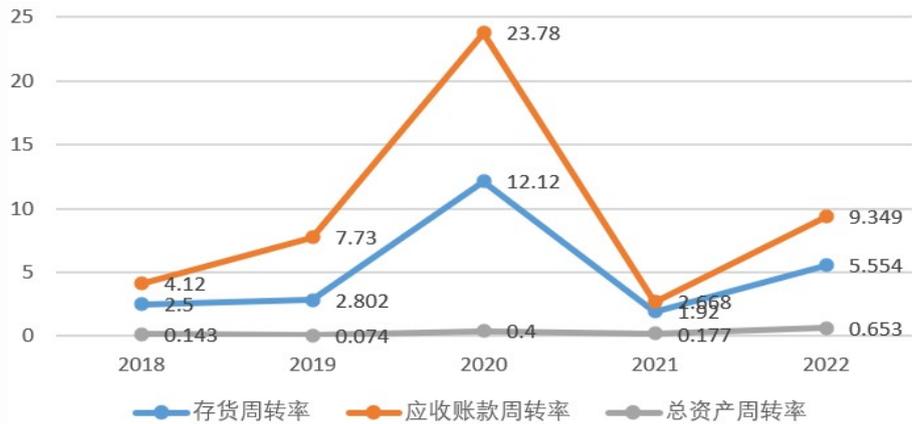
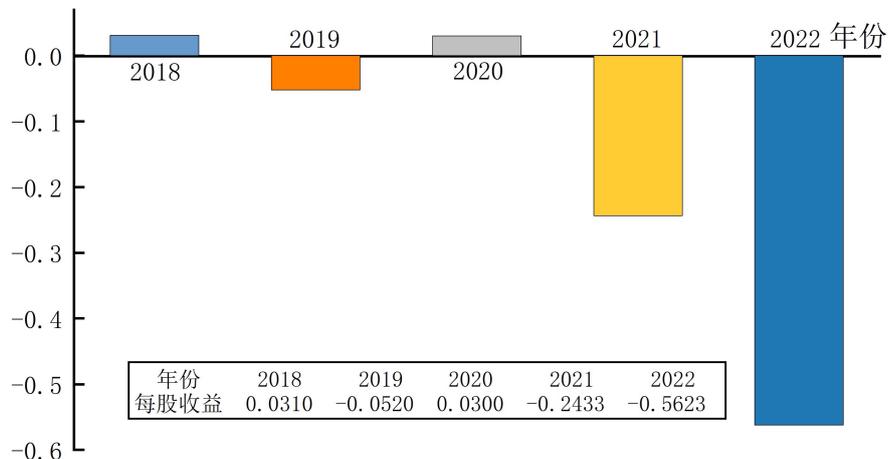


图 4.2 营运能力指标变动趋势

(3) 盈利能力分析

盈利能力反映的是企业在经营活动中获取利润的能力，下文将从每股收益率，销售净利率，净资产收益率三个指标展开分析。

每股收益率是经营成果的直接体现，每股收益高，说明企业有能力创造丰厚利润。相反地，收益低说明业绩下滑，有可能对股价产生不利影响。



数据来源：东方财富网

图 4.3 每股收益变动情况

2018年：每股收益为0.0310，显示该年度盈利水平不高。2019年：每股收益降至-0.0520，这意味着该年度企业发生了亏损。2020年：每股收益回升至0.0300，尽管仍然较低，但企业似乎摆脱了上一年的亏损局面，盈利能力有所恢复。2021年：每股收益再次出现大幅下滑，降至-0.2433，表明企业的亏损情况加剧。2022年：每股收益继续下降，达到-0.5623，这是考察期间内最低的每股

收益水平，显示出企业面临严重的财务困境和盈利能力问题。

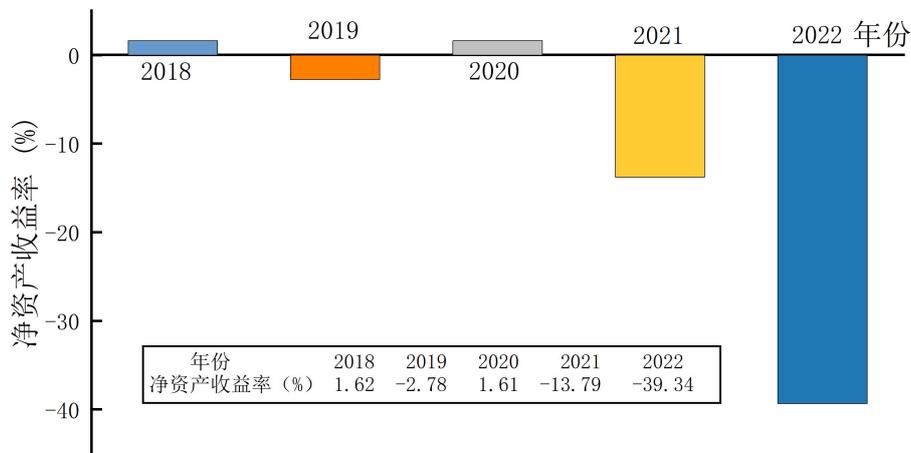
表 4.9 2018 年至 2022 年销售净利率变动表

年份	2018	2019	2020	2021	2022
净利润	452.8	-772.4	445.5	-3593	-8422
营业收入	4256	2203	11860	34950	201100
销售净利率(%)	10.6	-35.06	3.74	-10.28	-4.19

数据来源：东方财富网

销售净利率是净利润与营业收入的比值，销售净利率越高，代表盈利能力越好。从表 4.9 可以看出，净利润大多为负值，只有在 2022 年达到了 201100 万，因销售净利率仍为负值，而销售净利率较低，则表明了公司的盈利能力较差。

净资产收益率代表单位股东可以带来的利润。如图 4.4 得知，公司净资产收益率近五年内变化幅度较大，2109 年明显下跌，2020 年上升至 1.61% 后，2021 年和 2022 年迅猛下跌，仅说明单靠盈余管理是无法真正改善公司的经营情况。



数据来源：东方财富网

图 4.4 2018 年至 2022 年净资产收益率变动图

(4) 发展能力分析

发展能力主要关注企业可持续发展能力，将关注点放在企业在激烈的市场竞争中是否具备潜力。本文从资本积累率，即所有者权益变动情况出发，衡量近五年来统一股份所有者利益的变动情况。

表 4.10 2018 年至 2022 年所有者权益变动率

年份	2018	2019	2020	2021	2022
所有者权益	28183	27403	27856	24200	45000
所有者权益变动额	450	-780	453	-3656	20800
所有者权益变动率(%)	1.62	-2.76	1.65	-13.12	85.95

数据来源：东方财富网

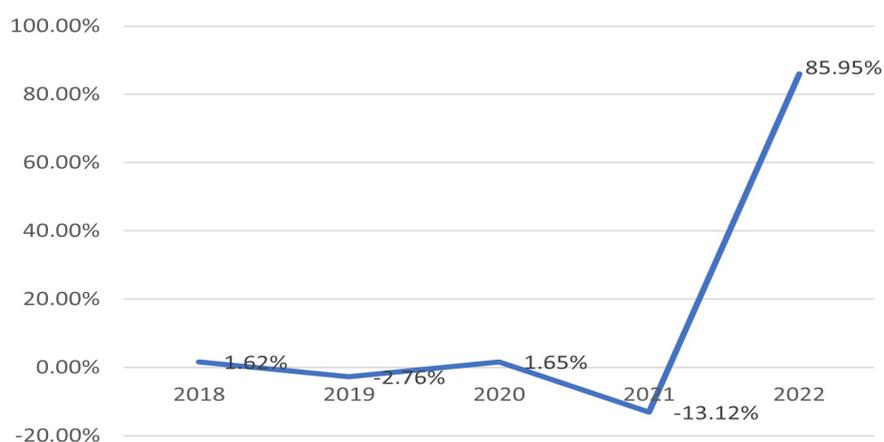


图 4.5 2018 年至 2022 年所有者权益变动率趋势图

统一股份在 2018 年至 2022 年期间,所有者权益变动率呈现出波动且整体不稳定的趋势。其中,2019 年和 2021 年出现所有者权益减少的情况,而 2022 年则实现了显著增长,是考察期间内最高的增长率。这表明企业所有者权益在 2022 年大幅增加,这可能资本注入的结果。

4.3.3 经济结果分析

(1) 撤销退市风险警示

2022 年 1-9 月实现营收 163583.47 万元,同比增长 1347.45%,于 2022 年 5 月 6 日经上交所批准后顺利摘帽。

表 4.11 统一股份 2022 年 1-9 月营业收入 (万元)

营业总收入	163583.47
营业总成本	172976.64
营业利润	-9633.47
利润总额	-9453.37

续表 4.11

所得税	-491.66
归属母公司净利润	-8961.71

数据来源：统一股份 2022 年年报

(2) 增加营业收入

2023 年上半年,公司实现营业收入 121,758.19 万元,较上年同期增加 1,697.83 万元,增幅为 1.41%,其中:主营业务收入为 121,510.59 万元,较上年同期增加 1,660.28 万元,增幅为 1.39%;其他业务收入为 247.60 万元,较上年同期增加 37.55 万元,增幅为 17.88%。公司营业利润为-1,272.32 万元;利润总额为-1,254.76 万元,归属于上市公司股东的净利润为-1,762.33 万元。

(3) 增加销售及管理费用

表 4.12 中第四季度销售及管理费均明显高于其他三季度。出现这一现象的原因是公司在该季度完成了并购活动,并随后进行了改制培训。这种举措能更好地整合并对接新并购的优质子公司,实现并购收益。

表 4.12 统一股份 2021 年销售及管理费用

单位:万元

财务指标	2021.03.31	2021.06.30	2021.09.30	2021.12.31
销售费用	30.3	101.8	185.0	1528.3
管理费用	182.9	414.2	763.3	2631.2
合计	213.0	516.0	948.4	4159.5

数据来源：统一股份 2021 年年报

(3) 经营效率下降

如图 4.6 所示,2021 年完成并购活动,应收账款周转率为 6.39,2022 年的三个季度逐步下降,并在 2022 年第二季度末达到了并购后四个季度中的最低值 2.69;在 2022 年第三季度应收账款周转率缓慢上升。可以得出结论,并购后统一股份的经营效率较以往季度有明显下降的趋势,公司资金流动缓慢。

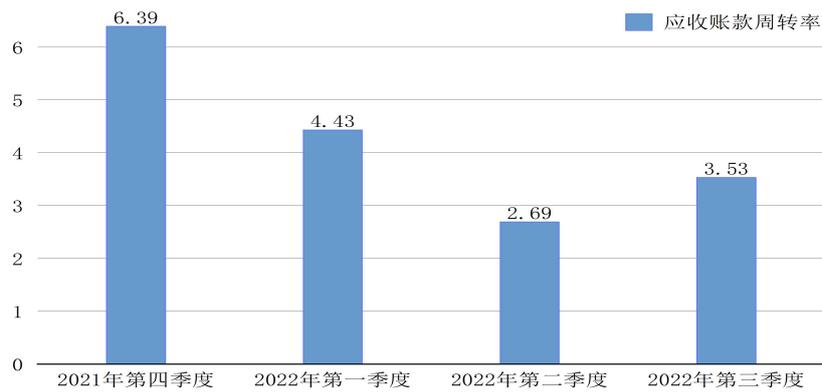


图 4.6 统一股份 2021 年第四季度至 2022 年第三季度应收账款周转率

(4) 资产负债率过高

截止 2021 年第三季度，公司账上还不到 500 万元，历年账上现金不足 1 亿，无法承担 13.98 亿的收购款。因此，公司一方面通过向间接控股股东深圳建信借款不超过 6.5 亿元，借款利率为 8%/年（单利），借款期为 3 年。另一方面，通过子公司西力科向银行申请不超过 8.39 亿的并购贷款，同时将标的资产全部股权质押给相关银行，且上市公司就本次并购贷款提供保证担保。高额借款直接让公司的资产负债率“爆表”。截止 2021 年 6 月 30 日，公司的资产负债率本来只有 6.57%。而本次交易完成后，根据公司出具的备考审计报告，资产负债率随即将飙升至 88.87%，变动幅度高达 1252.65%，而同业上市公司资产负债率平均水平为 53.13%。

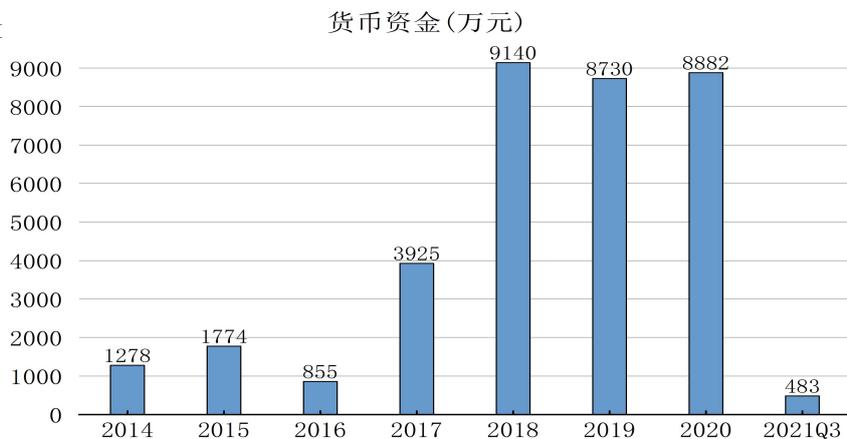


图 4.7 统一股份 2014 年至 2021 年第三季度货币资金

（5）商誉比重过高

并购统一石化后，将带来商誉 9.6 亿元，同期总资产为 24.7 亿，净资产仅为 2.7 亿元，即商誉占总资产比重达 39%，占净资产的比例高达 356%。

在 2023 年半年度报告中，企业形成的商誉为 7.22 亿元，占净资产的 166.74%，商誉计提减值为 137.3 万元，占净利润-1,762.33 万元的 7.79%。

表 4.13 商誉结构

商誉项	商誉现值	备注
统一石油化工有限公司	7.73 亿元	存在较大减值风险
商誉总额	7.22 亿元	

数据来源：Wind 数据库

5 统一股份盈余管理行为治理建议

5.1 加强统一股份内部管理的建议

5.1.1 提升核心竞争力

现代企业应关注点落在发展质量而不是发展速度上。统一股份主业盈利能力不佳，纵使运用盈余管理方式保住上市公司地位，但终是无法解决经营困顿。为了真正远离退市风险，统一股份必须制定长远发展战略，聚焦于主业，加大科技创新力度，改进产品品质，在日常经营活动推动业绩，保证经营的现金流，增强公司的内在动力。在此基础上，统一股份还应加强与同行业公司的资源共享、优势互补，积极争取外部资本的支持，认真借鉴我国证券资本市场上成功保壳后成长起来的优秀企业的发展经验。

5.1.2 注重跨行业并购后的管理风险

退市新规出台后掀起并购热潮，统一股份主营业务从农产品行业跨度到化工行业，会提高管理难度，削弱企业协同效应。因此，为确保整合后预期财务目标能实现，需要从组织架构、企业整合和财务整合三个关键方面进行深入融合。

首先，在组织架构整合方面，统一股份需要审慎评估并购后的组织架构调整。这包括审查现有的组织架构是否适应新的业务范围，以及是否需要进行必要的调整或重建。此外，人员流动和裁员问题也需要妥善处理，通过有效的沟通和激励机制，确保员工能够接受新的工作安排并积极参与整合过程。其次，在企业整合方面，统一股份应关注文化差异和协调问题。并购双方可能存在不同的企业文化和管理风格，这需要通过有效的沟通和协调来加以解决。整合方案要减少资源浪费，融合产品线和供应链，实现业务协同效应。最后，在财务整合方面，统一股份需要确保两个企业的会计信息和报表的准确性和合规性。这包括审查财务报表的真实性、会计政策的统一以及财务流程的规范。此外，还需要关注税务问题，确保税务合规并降低潜在的税务风险。

5.1.3 完善内部治理机制

统一股份能够利用盈余管理进行利润操纵,是因为该公司的内部治理机制未能充分发挥作用。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。完善内部治理机制措施如下,第一,要优化管理层的报酬激励机制:除了考虑经营业绩,还应结合企业的长期发展、创新能力、风险管理等多方面因素,来综合评估管理层的绩效。同时,可以引入股权激励等长期激励机制,使管理层的利益与企业的长期利益更加紧密地联系在一起。第二,加强内部监督:监事会和独立董事应充分发挥其监督职能,对公司的财务报告、决策过程等进行严格的审查和监督。此外,还应加强内部审计的独立性和专业性,确保其对公司的财务活动进行全面、客观的评价。第三,提高信息透明度:企业应定期向公众披露其财务状况、经营成果和风险状况等信息,以便投资者和其他利益相关者能够了解企业的真实情况。同时,还应建立有效的沟通机制,及时回应利益相关者的关切和质疑。

5.1.4 提高内部审计质量

内部审计质量得到提升时,内部控制的缺陷将会受到更为有效的监督,这有助于抑制机会主义行为的发生。随着这种有效监督的加强,盈余管理行为也会相应减少。统一股份内部审计质量的提升,不能仅仅依赖于监管部门制定的法律与法规,更应当针对内部审计工作的具体实践,制定一套详尽且适用的审计作业质量标准。

首先,根据审计业务的不同阶段(准备阶段、实施阶段、终结阶段)细化审计工作,确保每个阶段的工作都有明确的质量要求。此外,审计作业多人分工协作,确保各环节相互制约,对审计过程中可能出现的失误或其他不良行为检举。其次,内部审计的独立性是其发挥作用的关键。加强内部审计部门的组织地位,确保其在进行审计工作时不受其他部门的干扰,同时,内部审计人员应拥有足够的权限,以便他们能够全面、深入地开展审计工作,发现可能存在的问题。最后,选拔内部审计人员时,除了考察候选人的专业技能和经验外,还应特别注重其职业道德素质,并将职业道德遵循情况纳入业绩考核指标。

5.2 完善资本市场外部监督的建议

5.2.1 完善法律和会计准则

现行《企业会计准则第8号——资产减值》准则中，关于资产减值的认定准则中有“资产大幅度下跌”或“将要远远低于预期”等词语，但是并未给出下降具体范围或低于预期多少，含糊的表述带给盈余管理操作空间。此外，长期资产（非流动性资产）的减值往往不可逆，哪怕在以后年度减值迹象消失后也不可转回的资产减值。而短期的减值或者跌价准备成本变动频繁，在以后年度资产减值迹象消失后可以转回。然后，资产减值迹象消失的评定并没有可量化的方案，流动性资产减值准备可以转回就成了财务“洗澡”的手段。

因此，要结合各行业资产的特点，制定详细的资产减值规范与准则，对现存案例中屡次减值出现过问题的资产认定为存在较大减值风险的资产，如存货、生物资产、应收账款，此类资产进行减值测试时要细化确认标准，减值准备转回时更要制定严格标准，生物资产减值准备转回不能全权交给企业，要经过专家或者专业机构的评估，认定已达到原有状态才可以转回。

5.2.2 优化退市新规

一方面，对于经营利润的扣减，尽管退市规则中已经有所规定，但仍然存在操作空间。这要求监管部门更加严格地执行规定，确保企业的利润真实反映其经营状况。同时，对于企业的业务本质进行量化也是一个很好的方向，这有助于更准确地评估企业的盈利能力和持续经营能力。另一方面，资本市场上判断一家公司能否继续上市的指标过于单一。因此，证券监管部门应该采用多维度、多层次财务信息考核体系，在重视财务信息指标的同时，兼顾非财务信息指标，综合考虑上市公司发展潜力，多方面达不到标准的上市公司退市处理。此外，监管部门还应加强ST公司的日常监管和风险评估，确保只有在企业真正改善经营状况并具备持续经营能力的情况下，才允许其撤销退市风险警示

5.2.3 加大监管执行力度

首先，监管部门加强对 ST 公司盈余管理行为的监管力度。密切关注 ST 公司的关联交易、并购重组、出售资产等异常行为，并通过审查、审计等手段，识别并防止恶意盈余管理行为的发生。对于发现的违规行为，应依法依规进行严肃处理，提高违法成本，形成有效的威慑。也要加强监管部门人员培训，提高业务素质和专业水平；同时，与其他国家和地区的监管机构的交流合作，借鉴国际先进经验。其次，一些新兴企业在创立初期财务表现并不优秀，但这并不意味着缺乏可持续发展潜力，证券市场应为这类上市公司提供缓冲期。这一措施有助于降低企业因短期业绩压力而过度进行盈余管理的可能性。最后，对于已达到“退市标准”的企业，监管部门应严格按照规定进行处理。这包括加大对其盈余管理的惩罚费用，使其承担应有的经济成本；同时，对于只停牌不退出证券市场的企业，监管部门应依法依规采取强制退市措施，以维护资本市场的正常秩序和投资者的合法权益。

5.2.4 强化外部审计独立性

外部审计机构必须要有独立性，负责确保审计结论不受任何外部因素的干扰，真实反映企业的财务状况和经营成果。

一方面，注册会计师需要不断提升自己的业务能力，这包括对最新会计准则和审计规定的掌握，以及对各种盈余管理手段的了解。注册会计师专业素养与实务经验要过硬，在获取内部证据时以风险为导向，结合职业判断进行谨慎评估。另一方面，审计工作开始前充分了解企业现状，重点关注企业的营业收入、生产成本等方面。这些方面往往是企业进行盈余管理的重点领域，注册会计师需要对此进行仔细核查，确保审计结果的准确性和客观性。

6 结论与展望

6.1 结论

我国的资本市场相对于发达国家而言，起步较晚，导致了在制度建设、市场交易和退市流程等方面均存在不足。由于退市机制不完善，我国交易市场存在某些 ST 公司利用真实盈余管理手段美化财务报告的现象。随着退市新规的颁布，对 ST 公司的监管更加严格，引发了学术界结合退市规则对 ST 公司盈余管理行为的讨论。

首先，ST 公司应立足长远，紧跟经济转型潮流，加快转型升级步伐。退市新规未出台前案例公司以牺牲长远利益的方法成功化解退市危机，但是盈余管理也将该企业推向劣质企业的境地。而新规认为，仅依赖净利润这一财务指标来评价 ST 公司的表现是片面的。净利润只能反映公司的短期盈利能力，并不能全面体现公司的长期发展。因此，需要综合考虑其他因素，如市场份额、创新能力和资产结构等，全面评估 ST 公司的财务质量和经营能力。在新的退市机制下，案例公司紧抓并购热潮，摒弃劣质资产，整合优质资产，实现多角化经营，提升可持续发展能力。新规出台后统一股份保壳方法值得 ST 公司借鉴，但是，主营业务转型升级带来的管理风险及管理挑战也不容被忽视。

其次，通过对统一股份盈余管理的分析，笔者认为盈余管理弊大于利。之前交易市场制度不完善、流程不规范，中国上市公司的“壳资源”具有很高的价值。因此，ST 公司为了保住“壳资源”，通过虚增利润、调整资产负债等方式，来规避退市风险，误导投资者对其进行投资，不利于劣质企业的及时出清和资本市场的资源配置。此外，真实盈余管理手段对 ST 公司而言弊大于利，统一股份的盈余管理行为让江河日下的企业暂时化解退市危机。但最终加剧了公司的财务风险，于提高核心竞争力、提升自身盈利能力与成长能力无益。

最后，优化退市规则对解决 ST 公司盈余管理这一沉痾确有效果，但新规仍为盈余管理保留空间。一方面，部分企业仍可以通过并购交易、调整新业务收入和成本等方式将“营业收入”指标调整到 1 亿元；另一方面，资产减值准备的

计提与转回,坏账计提比例,设备折旧方法的选择等依赖会计人员职业判断,“净利润”指标存在一定的可操作空间。由此得出,退市新规并非完美,部分ST公司仍可利用退市新规的漏洞,通过增加收入、操纵成本费用、调整减值损失等手段规避退市风险。因此,监管部门需要持续跟进资本市场发展态势,加强对ST公司监管,减少盈余管理行为发生可能性。同时,充分发挥相关部门的教育引导作用,帮助ST公司提高治理水平,促进市场健康发展。

6.2 研究不足与展望

本文通过对退市新规下统一股份在两次保壳中实施的盈余管理动机、手段和经济后果的研究后发现,还存在以下局限:

第一,由于无法获取到所有相关的文献和研究报告,可能导致我们的研究和分析存在盲点。比如数据信息主要依赖于公开可获取的资源,而无法直接获得企业内部的详细资料,这可能导致我们的研究结果与实际存在偏差。

第二,由于缺乏足够的后续结果数据,我们无法对案例的长期影响进行深入的分析 and 评估。

尽管该论文存在上述局限性,但笔者仍相信它能对后续的相关研究做出理论贡献。本论文提供了关于盈余管理行为的新视角和分析框架,这对后续的研究有所启发,更希望后续研究能够弥补该文的局限性,如通过收集更多的数据和信息,进行更深入的理论分析和实证研究,提出更全面和实用的治理建议等。此外,在未来的学术研究中,作者会将理论知识应用到实际问题的解决中,以此提高研究的实用性。

参考文献

- [1]Ball Ray,Shivakumar Lakshmanan.Earnings quality at initial public offerings[J].Journal of Accounting and Economics,2008(45):324-349.
- [2]Ebru YILDIRIM.Die Neuregelung Des Delisting Im Deutschen Börsengesetz[J].Ticaret ve FikriMülkiyet Hukuku Dergisi,2018(01):111-129.
- [3]Fazeli,Y.S,Rasouli,H.A.Real Earnings Management and the Value Relevance of Earnings[J].International Research Journal of Finance and Economics,2011:66-68.
- [4]Henry Agyei-Boapeah,Yuan Wang,Abongeh A.Intangible Investments and Voluntary Delisting[J].International Journal of Accounting and Informational Management,2019(02):224-243.
- [5]Ian M.Ramsay,Nicholas Lew.Law Reform and Delisting in Australia[J].Virginia Law&Business Review,2011(02):32-45.
- [6]Isabelle Martinez,stéphanie Serve.Reasons for Delisting and Consequens:A Literature Review and Research agenda[J].Journal of Economic Surveys,2017(03):733-770.
- [7]Jeffery H.Harries,Venkatesh Panchapagesan,IngridM.Werner.Off but Not Gone:A Study of Dasdap Delistings[J].University of Delaware,working paper,2013(05).
- [8]Kelly Cai,Heiwei Lee,Magali Valero.The Roles of the Information Environment and the Stock Price Performance of Foreign Firms in their Decision to Delist from U.S.Exchanges[J].Journal of MultinationalManagement,2018.
- [9]Knudsen Jetta.Company Delisting from the UN Global Business Demand or Domestic Governance Failure[J].Journal of Business Ethics,2011(103):31-49.
- [10]Mary P.Mindak,Pradyot K.Sen,Jens stephan.Beating threshold targets with earnings management[J].Review of Accounting and Finance,2016,15(2).
- [11]Park Hong Jo, Ji Hyun Mi.The Effect of Substantial Investigation System of Delisting on Reliability of Accounting Information[J].Journal of Taxation and

- Accounting,2010(04):253-274.
- [12]Yiannis K,Yiannoulis.Delisting in Athens stock Exchange[J].2019(07).
- [13]Yukiko Konno,Yuki Itoh.Why do listed companies delist themselves voluntarily[J].Journal of Financial Management of Property and Construction,2018(02):152-169.
- [14]Zang,Amy Y.Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management[J].Accounting Review, 2012, 87(2): 675-703.
- [15]Zubovic Antonija,Zubovic,Jardas Ines.Collected Papers of Zagreb Law Faculty[J].2018(3):553-585.
- [16]包燕萍.公司治理效率、盈余管理与会计信息风险[J].财会通讯,2020(19):29-33.
- [17]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.
- [18]蔡利,唐嘉尉,蔡春.公允价值计量,盈余管理与审计师应对策略[J].会计研究,2018(11):85-91.
- [19]陈文婷,李善民,杨继彬,余鹏翼.盈余管理、信息披露与再次被收购[J].会计研究,2021(03):87-109.
- [20]程富,孙世敏,张佳叶.退市制度变更对上市公司盈余管理行为的影响[J].东北大学学报,2019(04):602-608.
- [21]方重,康杰,简思达.上市公司退市制度思考[J].中国金融,2016(12):46-48.
- [22]付彦,邓子欣,曾斌,张畅.从瑞幸事件看新证券法下强化财务造假监管[J].证券市场导报,2020(05):2-9.
- [23]桂浩明.退市应成为股市常态[J].中国金融,2016(12):49-50.
- [24]宫玉松.中国股市泡沫的成因与对策[J].审计与经济研究,2017(05):119-127.
- [25]黄翔,黄鹏翔.政府补助企业的主要动机研究——基于我国A股上市公司面板数据的实证检验[J].西部论坛,2017(03):106-116.
- [26]黄俊,李挺.盈余管理、IPO审核与资源配置效率[J].会计研

- 究, 2016(07):10-18.
- [27] 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.
- [28] 蒋瑜洁, 蔡达贤. 泡沫经济破灭后日本僵尸企业的成因、治理及启示[J]. 现代日本经济, 2017(04):46-57.
- [29] 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.
- [30] 金姝彤, 蒋亚朋. 上市公司不同盈余管理方式的扭亏效果实证研究[J]. 辽宁经济, 2020(02):38-41.
- [31] 吕学征. 我国退市制度对上市公司盈余管理行为的影响[J]. 郑州航空工业管理学院学报, 2021(04):91-100.
- [32] 刘旭原, 王顺和, 孙乃立. 应计盈余管理对*ST企业“摘帽”的影响研究[J]. 枣庄学院学报, 2019, 36(05):92-102.
- [33] 李东方. 论股市危机后中国股票发行注册制改革的对策[J]. 中国政法大学学报, 2017(05):52-65.
- [34] 李泽军. 注册制改革背景下上市公司退市制度的审视与重构[J]. 吉林工商学院学报, 2020(04):85-89.
- [35] 李稻葵, 陈大鹏, 石锦建. 新中国70年金融风险的防范和化解[J]. 改革, 2019(05):5-18.
- [36] 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.
- [37] 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.
- [38] 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.
- [39] 林乐, 郑登津. 退市监管与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2016(12):58-74.
- [40] 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.
- [41] 彭牧泽, 靳庆鲁. 公司盈余压力与供应链真实盈余管理[J]. 财经研究, 2021(10):156-169.
- [42] 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.
- [43] 孙燕芳, 牟亚茹. 上市公司僵尸企业非经常性损益扭亏问题研究[J]. 财会通讯, 2020(02):88-92.
- [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] 吴施娟, 潘琰. 中弘股份“面值退市”的分析及启示[J]. 财务与会计, 2019(09):26-28.
- [46] 王杏芬, 张彧. 新舞弊风险因子理论下首例违法退市案例研究[J]. 会计之友, 2020(22):46-52.
- [47] 王乐, 田高良, 何畅. 政治关联、盈余管理方式选择对 ST 公司“摘帽”的影响[J]. 经济管理, 2019(04):23-39.
- [48] 伍坚, 施羿言. 上市公司“面值退市”制度的反思与完善[J]. 上海金融, 2021(07):72-79.
- [49] 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.
- [50] 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.
- [51] 肖家翔, 李小建. 盈余管理定义解读[J]. 财会月刊, 2011, (29): 81-82.
- [52] 谢德仁, 张新一, 崔宸瑜. 经常性与非经常性损益分类操纵一来自业绩型股权激励“踩线”达标的证据[J]. 管理世界, 2019, 35(07):167-181+204.
- [53] 许文静, 苏立, 吕鹏, 郝洪. 退市制度变革对上市公司盈余管理行为影响[J]. 会计研究, 2018(06):32-38.
- [54] 叶康涛, 刘雨柔. 高管薪酬激励契约与会计科目归类操纵——基于一项准自然实验的证据[N]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2019(05):45-55.
- [55] 张妍妍. 公司治理对上市公司退市的影响分析——基于中国上市公司研究数据[J]. 经济体制改革, 2016(04):127-132.
- [56] 郑志刚, 牟天琦, 黄继承. 存在退市风险公司的救助困境与资本市场的“预算

- 软约束” [J]. 世界经济, 2020 (03) :142-166.
- [57]张跃文. 上市公司“退市难”的利益动机[J]. 金融评论, 2020 (03) :53-64.
- [58]张博, 刘雯. 基于股市异动的系统性风险分析[J]. 投资研究, 2019 (10) :147-158.
- [59]张跃文. 我国上市公司“退市难”制度根源与现实对策[J]. 经济体制改革, 2020 (03) :116-122.
- [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.
- [61]张新民, 陈帅, 卿琛. 盈余管理的新策略:来自母子公司交易的经验证据[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2021, 36 (02) :38-50.
- [62]钟明宏, 熊瑞雪, 廉思辰. 上市公司盈余管理具体手段研究——基于8家公司的多案例分析[J]. 当代经济, 2017, 445 (13) :25-27.
- [63]张新民, 卿琛, 杨道广. 商誉减值披露、内部控制与市场反应——来自我国上市公司的经验证据[J]. 会计研究, 2020 (05) :3-16.

后记

行至此处，漫漫求学生涯将在二十六岁画上句号。从儿时脱离父母怀抱开始蹒跚学步，到初入校园稚嫩乖巧懵懵懂懂；从中学晨光微熹，读书已起，再到如今落笔挥手告别财大。回首十九载求学之路，幸运常驻，感慨良多。此番告别，是同母校、恩师以及同学告别，亦是同我的学生时代告别。

世间多艰难，所幸有家人。感谢父母二十余载的培养和教育，从小到大，是你们的支持和培养，让我有了直面未来的勇气。小时候你们是我的保护伞，而未来我一定会成为你们的避风港。感谢爷爷奶奶二十余年的疼爱，无以为报，唯有不断努力，成为你们的骄傲！感恩弟弟成为我生命中最重要的依靠，给予我关怀与陪伴，让我从温暖与爱中汲取能量、勇毅前行。

一朝沐杏雨，一生念师恩。感谢王宁郎老师对我毕业论文的指导与帮助。从论文的选题构思、撰写、修改直到最终定稿，无不凝聚着导师的心血。这三年，王老师不仅在专业上给予了我很大的帮助，同时也教会了我很多为人处世的道理，感恩王老师的教诲，愿王老师桃李芬芳、教泽绵长。

岁月太匆匆，惟愿总相逢。我遇到了太多美好与温柔的人，在黄河边与同学们聚餐吃烧烤举杯共饮；在春日海棠树下与郭子润先生相互拍照留念美好岁月。我记得在操场奔跑时头顶挂着的一轮弯月，记得校门口转角街边的晚风，记得冬日里漫天纷飞的大雪，记得春日里明媚和煦的暖阳。纵有千般不舍，依然要互诉珍重。

水迢迢，路漫漫，未来我将胸怀感恩之心，载十九年之学识、携亲朋好友之祝福迈向人生新的阶段。追风赶月莫停留，平芜尽处是春山，愿我们都能不忘初心，拥有向上而生的力量，温柔且坚定。

结束亦是开始，借用梁启超先生一句话：“纵有千古，横有八荒。前途似海，来日方长。”