

# 退市制度变更对上市公司盈余管理行为的影响

程 富<sup>1</sup>, 孙世敏<sup>1</sup>, 张佳叶<sup>2</sup>

(1. 东北大学 工商管理学院, 辽宁 沈阳 110167; 2. 中山大学 国际金融学院, 广东 珠海 519082)

**摘 要:** 以2012年沪深交易所对退市制度的修订为切入点,选取2008~2015年沪深两市A股主板上市公司作为研究样本,运用盈余分布法和多元回归实证检验了退市制度变更对上市公司盈余管理行为的影响。结果表明:退市制度变更后,避免净利润为负的盈余管理行为略有减少,而避免净资产为负的盈余管理行为显著增加。且退市制度变更诱发了避免营业收入低于1000万元的盈余管理行为,上市公司实施的应计盈余管理显著减少,而其实施的销售操纵、费用操纵和生产操纵等真实盈余管理显著增加。

**关 键 词:** 退市制度变更;应计盈余管理;真实盈余管理;盈余分布法;销售操纵;生产操纵;费用操纵

**中图分类号:** F 272.5      **文献标志码:** A      **文章编号:** 1005-3026(2019)04-0602-07

## Effect of Delisting System Changes on Listed Companies' Earnings Management Behavior

CHENG Fu<sup>1</sup>, SUN Shi-min<sup>1</sup>, ZHANG Jia-ye<sup>2</sup>

(1. School of Business Administration, Northeastern University, Shenyang 110167, China; 2. School of International Finance, Sun Yat-sen University, Zhuhai 519082, China. Corresponding author: CHENG Fu, E-mail: chengfu@mail.neu.edu.cn)

**Abstract:** Taking the 2012a Shanghai and Shenzhen Stock Exchange's revision of the delisting system as the entry point, the 2008 ~ 2015a Shanghai-Shenzhen A-share main board listed companies are selected as the research samples and the effect of delisting system changes on the earnings management behavior of listed companies were empirically tested by using the earnings distribution method and multiple regression method. The results showed that after the delisting system changes, the behavior of avoiding negative net profits decreases slightly, but the behavior of avoiding negative net assets increases significantly. The delisting system changes induce the earnings management behavior of avoiding operation revenues lower than 10 million yuan, and the listed companies' accrual earnings management behaviors decrease significantly, but their real earnings management behaviors such as sales manipulation, expense manipulation and production manipulation increase significantly.

**Key words:** delisting system change; accrual earnings management; real earnings management; earnings distribution method; sale manipulation; production manipulation; expense manipulation

2012年6月28日,上交所和深交所分别发布《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》和《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》,对上市公司退市标准进行改进和完善,建立了市场化和多元化的退市标准体系。据此修订的股票上市

规则于2012年7月7日正式发布,并自发布之日起施行。

在退市财务标准方面,与2008年修订的股票上市规则相比,2012年修订的股票上市规则主要有以下亮点:①在退市制度中增加“营业收入”指标,并对营业收入提出1000万元的数量标准;

②将其他风险警示制度的“净资产”和“审计意见类型”指标调整至退市风险警示及暂停、恢复、终止上市制度;③在恢复上市和终止上市制度中排除了非经常性损益的影响.相比旧退市制度只对净利润做出规定,新退市制度对财务指标的丰富化和高标准是基于加强对投资者的保护和强化上市公司可持续健康发展的理念,因而证监会于2014年10月15日发布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》,强调严格执行体现公司财务状况的强制退市指标.

既有研究表明,避免退市是我国上市公司进行盈余管理的主要动机之一<sup>[1]</sup>,并且在退市制度的不同发展阶段,上市公司的盈余管理行为也会随之发生变化<sup>[2]</sup>.那么,新退市制度的施行是否会影响上市公司的盈余管理行为?进一步,更为严苛的退市要求是减弱了上市公司的盈余管理行为还是激发了其盈余管理行为?退市制度变更对上市公司使用应计盈余管理和真实盈余管理的偏好是否有影响?本文试图回答这些问题.

本文的研究贡献:①首次通过比较退市制度变更前后营业收入、净资产和净利润的分布变化,揭示了退市制度变更对满足目标阈值的盈余管理的影响,为评价新退市制度的实施效果提供了直接的经验证据;②通过考察退市制度变更前后应计盈余管理和真实盈余管理的变化,证实了退市制度变更对应计或真实盈余管理的影响,丰富了应计与真实盈余管理行为选择的研究文献;③既有研究表明,在单一退市财务指标的旧退市制度下,上市公司主要以净利润作为盈余管理的对象,而本文发现在退市财务指标多元化的新退市制度下,营业收入和净资产已经成为上市公司盈余管理的新对象.

## 1 文献回顾

国内学术界对我国退市制度的实施和发展十分关注,并在退市制度与盈余管理关系的研究方面取得了一定的成果.

在退市制度设计方面,由于我国早期的退市制度主要以“连续亏损”作为退市依据,为了避免被特别处理、暂停上市甚至终止上市,亏损公司和ST公司往往会采用各种盈余管理手段来扭亏为盈.陆建桥<sup>[1]</sup>发现亏损公司会通过调节操控性应计来避免连续亏损.陈晓等<sup>[3]</sup>发现亏损公司主要通过关联交易和资产重组来实现扭亏.蔡春等<sup>[4]</sup>发现为了改善自身状况,ST公司既实施了应计盈

余管理,又实施了真实盈余管理.吴锡皓等<sup>[5]</sup>发现ST公司会通过过度计提资产减值避免退市威胁.

在退市制度变更方面,既有研究发现在退市制度的不同发展阶段,上市公司的盈余管理行为也会随之发生变化.李晓玲等<sup>[2]</sup>发现1998年实行ST制度之后,上市公司在被特别处理前一年存在调低利润的盈余管理行为;2001年证监会取消PT制度,加速了连续亏损公司的退市进程,而上市公司在被特别处理后的一两年内存在调高利润的盈余管理行为;2003年证监会出台补充规定使得亏损公司的追溯调整行为较之前明显减少.谢柳芳等<sup>[6]</sup>研究了退市制度变更对创业板上市公司盈余管理行为的影响,发现在退市制度变更前,公司主要实施应计盈余管理,而在退市制度变更后,公司实施的真实盈余管理显著增加,应计盈余管理显著减少.

综上,可以发现:①既有研究着重于考察亏损公司为了避免连续三年亏损如何实施盈余管理及ST公司如何利用盈余管理“脱星摘帽”,而较少研究普通上市公司是否为了避免受到警示而采用隐蔽的处理手段,且更少研究退市制度在发展的同时盈余管理行为存在哪些“与时俱进”的变化;②既有研究关注了创业板新退市制度的出台对创业板上市公司盈余管理的影响,但尚未考察主板新退市制度的实施对主板上市公司盈余管理的影响,而主板市场是我国资本市场中最重要的组成部分,主板上市公司退市制度的变更对我国证券市场的影响更为广泛、深远.因此,本文以2012年沪深交易所对退市制度的修订为切入点,研究退市制度变更对主板上市公司盈余管理的影响.

## 2 理论分析与研究假设

### 2.1 退市制度变更对满足目标阈值盈余管理的影响

在会计数字成为监管依据的制度安排下,为了能够跨过监管制度的门槛,上市公司有强烈的动机通过盈余管理调节会计数字,以满足监管要求.因此,本文认为虽然新退市制度增加了营业收入、净资产和审计意见类型三项财务指标,从而使上市公司规避退市政策变得更加困难,但是由于我国资本市场“壳”资源弥足珍贵,上市公司会尽力避免触碰任何一项退市标准.

新退市制度的亮点之一是在退市标准体系中增加了营业收入指标,并规定“上市公司最近一

个会计年度经审计的营业收入低于 1 000 万元的,对其股票实施退市风险警示;连续两年低于 1 000 万元的,其股票应暂停上市;连续三年低于 1 000 万元的,其股票应终止上市”。“营业收入 1 000 万元”作为一项新的退市阈值,必然成为上市公司企图满足的一项新的目标阈值,从而可能诱发上市公司对其营业收入进行操纵. 尤其是营业收入低于 1 000 万元的上市公司,他们在旧退市制度下不存在退市风险,而在新退市制度下却面临退市威胁. 因此,本文预测新退市制度的施行将诱发避免营业收入低于 1 000 万元的盈余管理行为.

新退市制度的另一亮点是将“净资产为负”这项退市标准从“其他风险警示”制度调整至“退市风险警示”“暂停上市”“终止上市”等制度,并规定“上市公司最近一个会计年度经审计的期末净资产为负数,对其股票实施退市风险警示;连续两年为负数的,其股票应暂停上市;连续三年为负数的,其股票应终止上市”. 对于净资产为负的上市公司而言,在旧退市制度下仅受到被实施“其他风险警示”的轻微处罚,而在新退市制度下却面临被实施“退市风险警示”“暂停上市”,甚至“终止上市”的严重威胁. 因此,本文预测新退市制度的施行将显著增加上市公司避免净资产为负的盈余管理行为.

新退市制度的最大亮点是退市指标的 marketization 和多元化. 在退市指标多元化的新退市制度下,净利润不再是上市公司管理层追求的唯一目标,其重要性也在某种程度上发生了相应的变化;同时,多元化的退市标准体系也使得上市公司规避退市标准变得更加困难. 当上市公司出现亏损且其他财务指标也未达标时,公司避免净利润为负的盈余管理动机将弱于只有净利润这一指标不达标时的情形,因为此时通过盈余管理满足目标阈值的难度和成本都将增加. 因此,本文预测新退市制度的施行将显著减少上市公司避免净利润为负的盈余管理行为.

综上所述,本文提出如下假设:

H1a:退市制度变更诱发了避免营业收入低于 1 000 万元的盈余管理行为.

H1b:退市制度变更后,避免净资产为负的盈余管理行为显著增加.

H1c:退市制度变更后,避免净利润为负的盈余管理行为显著减少.

2.2 退市制度变更对应计或真实盈余管理的影响

既有研究表明,上市公司管理层主要通过应

计盈余管理或真实盈余管理来满足目标阈值. 因此,本文主要分析退市制度变更对应计或真实盈余管理的影响.

在退市制度变更前,应计盈余管理较真实盈余管理更具备成本优势,因为应计盈余管理只引起企业短期业绩的下滑,而真实盈余管理会引起企业长期业绩的滑坡<sup>[7]</sup>,从而上市公司偏好采用应计盈余管理调整其财务指标. 而在退市制度变更后,资本市场监管体系日益健全,监管环境日趋严格,且监管机构加强了对不实记载的追责,从而导致上市公司操纵应计项目的风险增加,实施应计盈余管理的成本增大. 此外,新退市制度对非经常性损益的披露要求更为严格,且在恢复上市和终止上市制度中考虑了非经常性损益的影响,而以“以前年度已经计提各项减值准备的转回”“比较财务报表中会计政策变更对以前期间净利润的追溯调整数”为代表的非经常性损益项目均属于应计盈余管理的范畴,因而新退市制度在一定程度上压缩了上市公司实施应计盈余管理的空间. 因此,本文推测以会计政策和会计估计的选择为基础的应计盈余管理在退市制度变更后,将显著减少. 据此,提出如下假设:

H2:退市制度变更后,上市公司实施的应计盈余管理显著减少.

虽然真实盈余管理以损害公司未来经营业绩为代价,但是真实盈余管理具备高隐蔽性和低风险的特点<sup>[8]</sup>,从而受到监管机构和审计师的约束程度较低,因此真实盈余管理可为上市公司创造更大的操纵空间. 陈克兢等<sup>[9]</sup>发现,随着我国市场化进程不断推进和制度环境不断改善,上市公司的盈余管理策略逐渐由应计盈余管理转向真实盈余管理. 如果更加完善的新退市制度会对应计盈余管理产生抑制作用,那么在触及退市标准时,上市公司便会转向实施真实盈余管理,以规避退市威胁. 此外,营业收入作为一项新的退市指标,很可能诱使上市公司采用销售操纵,即通过构造实际交易提高营业收入的数值,这既不会引起监管者的怀疑,也能提高公司的核心利润,而不必使用非经常性损益调节盈余. 因此,本文推测隐蔽性更强的真实盈余管理在退市制度变更后,将显著增加. 据此,提出如下假设:

H3:退市制度变更后,上市公司实施的真实盈余管理显著增加.



### 3 研究设计

#### 3.1 样本选取和数据来源

本文选取的样本期间为沪深交易所《股票上市规则(2012 年修订)》出台的前后各 4 年,其中前 4 年为 2008 ~ 2011 年,后 4 年为 2012 ~ 2015 年.退市制度变更前后的样本数据在时间跨度上保持一致,旨在保证上市公司的盈余管理行为受到新退市制度或旧退市制度影响的时间范围一致,有助于更加准确地比较退市制度变更前后公司盈余管理行为的变化.

考虑到创业板上市公司遵循《创业板股票上市规则》中的退市制度,且在退市制度变更前中小企业板上市公司遵循《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》,因此,本文选取沪深两市 A 股的主板上市公司作为研究样本,以排除不同板块上市公司因遵循不同的退市制度而导致的行为差异.在此基础上,剔除金融业上市公司样本和相关数据缺失样本,最终得到 10 384 个观测值.此外,为剔除极端值的影响,对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 处理.相关变量数据均来自 Wind 数据库.

#### 3.2 实证模型与变量定义

本文首先采用 Burgstahler 和 Dichev (1997) 提出的盈余分布法,通过比较退市制度变更前后营业收入、净资产和净利润的分布变化,检验退市制度变更对主板上市公司满足目标阈值的盈余管理的影响.依据盈余分布法的原理,当营业收入的分布在阈值 1 000 万元处存在显著的断层时,则表明上市公司存在避免营业收入低于 1 000 万元的盈余管理行为;当净资产或净利润的分布在阈值零处存在显著的断层时,则表明上市公司存在避免净资产为负或净利润为负的盈余管理行为.

由于通过盈余分布法只能观察到退市制度变更前后满足目标阈值的盈余管理的总量变化,而无法知晓满足目标阈值的盈余管理的手段变化,因而本文构建如下多元回归模型,进一步考察退市制度变更对应计或真实盈余管理的影响:

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 CY + \alpha_2 Size + \alpha_3 Lev + \alpha_4 ROA + \alpha_5 Growth + \alpha_6 Shr1 + \alpha_7 Zdex + \alpha_8 Inst + \alpha_9 Inde + \alpha_{10} Big4 + \varepsilon \quad (1)$$

式中:因变量 EM 为盈余管理的代理变量,分别用应计盈余管理和真实盈余管理替代;自变量 CY 为退市制度变更代理变量,当样本属于 2012 ~ 2015 年时取值为 1,否则为 0;控制变量 Size 为公

司规模,等于总资产的自然对数;Lev 为财务杠杆,等于总负债与总资产之比;ROA 为盈利能力,等于净利润除以总资产;Growth 为营业收入增长率;Shr1 为第一大股东持股比例;Inst 为机构持股比例;Inde 为独立董事持股比例;Zdex 为股权制衡指数,等于第二大股东与第一大股东持股比例之比;Big4 为国际“四大”虚拟变量.

本文采用 Dechow 等 (1995) 提出的截面修正 Jones 模型估计公司的应计盈余管理水平:

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \varphi_0 + \varphi_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \varphi_2 \frac{\Delta Sales_t - \Delta REC_t}{A_{t-1}} + \varphi_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

式中:TA 为总应计利润; $\Delta Sales$  为营业收入变动额; $\Delta REC$  为应收账款变动额;PPE 为年末固定资产原值; $A_{t-1}$  为年初总资产.分年度分行业对模型 (2) 进行估计,得到的残差即为样本公司的操控性应计利润 DA,并将其绝对值 AbsDA 作为应计盈余管理的度量指标.

本文借鉴 Roychowdhury (2006) 的研究成果,从销售操纵、费用操纵和生产操纵三个维度衡量公司的真实盈余管理,并分别用估计的异常经营现金流、异常酌量性费用和异常生产成本作为销售操纵、费用操纵和生产操纵的度量指标.具体模型为

$$\frac{CFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_{1t} \quad (3)$$

$$\frac{Disexp_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_{2t} \quad (4)$$

$$\frac{Prod_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Sales_t}{A_{t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Sales_{t-1}}{A_{t-1}} + \varepsilon_{3t} \quad (5)$$

式中:CFO 为经营现金净流量;Disexp 为管理费用与销售费用之和;Prod 为营业成本与存货变动额之和;Sales 为营业收入.分年度分行业对模型 (3) ~ (5) 进行估计,得到的残差  $\varepsilon_1$ ,  $\varepsilon_2$  和  $\varepsilon_3$ ,分别代表样本公司的异常经营现金流 (AbCFO)、异常酌量性费用 (AbDisexp) 和异常生产成本 (AbProd). AbCFO 和 AbDisexp 的取值越小,销售操纵和费用操纵水平越高;AbProd 的取值越大,生产操纵水平越高.

另外,考虑到上市公司可能同时使用多种真实盈余管理手段,本文还设计了真实盈余管理的总量指标 REM,具体计算式为

$REM = AbProd - AbCFO - AbDisexp$  . (6)

REM 的取值越大,代表真实盈余管理的总体水平越高.

4 实证结果及分析

4.1 退市制度变更对满足目标阈值盈余管理的影响

本文首先采用盈余分布法分别比较退市制度变更前后营业收入、净资产和净利润的分布变化,以检验退市制度变更对主板上市公司满足目标阈值的盈余管理的影响.

为了检验 H1a,首先以 2012 年为分界点,将全样本划分为退市制度变更前样本和退市制度变更后样本;然后以 100 万元为区间间隔,1 000 万元为中心前后各划分为 10 个区间,如 -1 区间代表[900 万元,1 000 万元),+1 区间代表[1 000 万元,1 100 万元);最后以落入各区间的公司数量为纵坐标,营业收入的等分区间为横坐标,分别绘制退市制度变更前后营业收入的频数分布直方图,如图 1 所示.

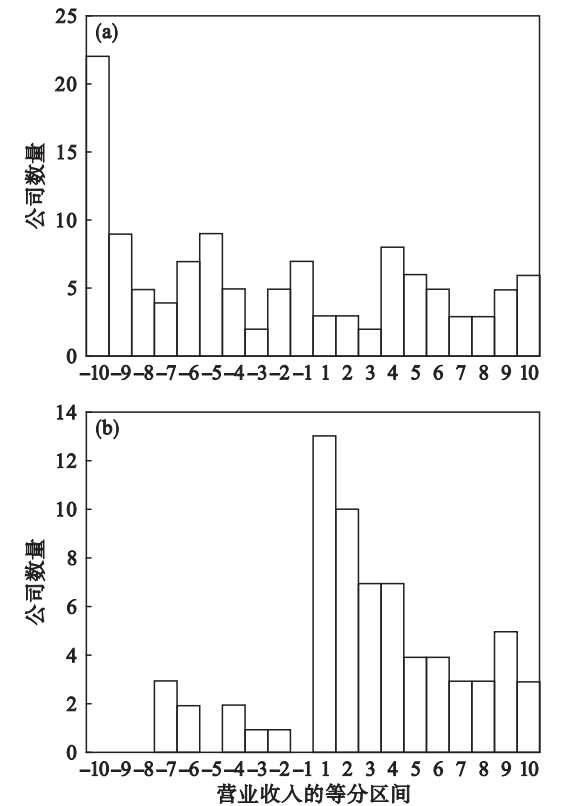


图 1 营业收入分布  
Fig. 1 Distribution of operating revenues  
(a)—退市制度变更前;(b)—退市制度变更后.

由图 1 可知,退市制度变更前的营业收入的分布存在明显的左偏现象,而退市制度变更后的

营业收入的分布却存在严重的右偏现象.在退市制度变更前,落入 -1 区间的公司数量(7 家)多于落入 +1 区间的公司数量(3 家);而在退市制度变更后,落入 -1 区间的公司数量为 0,落入 +1 区间的公司数量却达到了 13 家,表明营业收入的分布在阈值 1 000 万元处存在严重的断层现象.这说明,退市制度变更后,上市公司会尽可能地避免营业收入低于 1 000 万元,营业收入 1 000 万元成为上市公司盈余管理的新阈值,支持了 H1a.

为了检验 H1b,首先选择投资者密切关注的“每股净资产”指标衡量公司的期末净资产水平;而后以 0.1 为区间间隔,零值为中心前后各划分为 10 个区间,如 -1 区间代表[-0.1 元/股,0 元/股),+1 区间代表[0 元/股,0.1 元/股);最后以落入各区间的公司数量为纵坐标,每股净资产的等分区间为横坐标,绘制退市制度变更前后每股净资产的频数分布直方图,如图 2 所示.

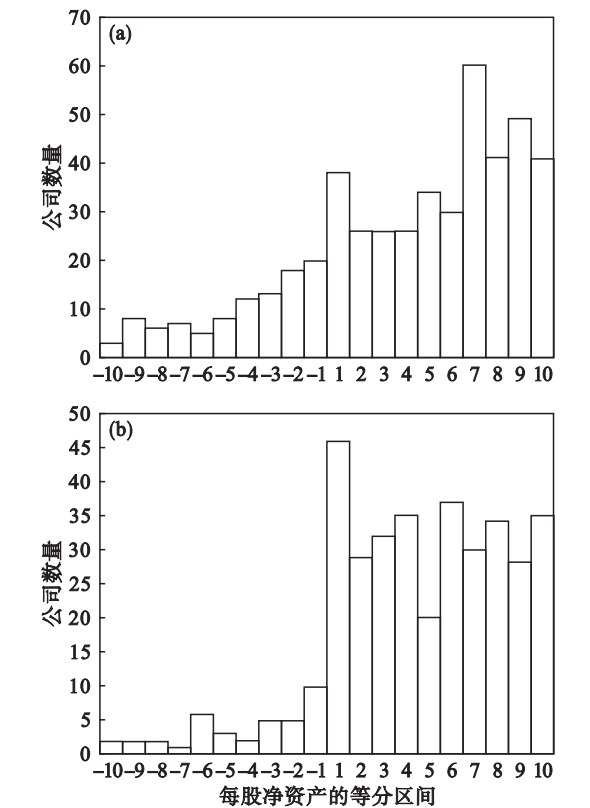


图 2 每股净资产分布  
Fig. 2 Distribution of net assets per share  
(a)—退市制度变更前;(b)—退市制度变更后.

由图 2 可知,退市制度变更前后的每股净资产的分布均存在右偏现象,但退市制度变更后的右偏程度明显大于退市制度变更前的右偏程度,说明退市制度变更后,有更多的上市公司设法避免在年末报告负的净资产.在退市制度变更前,每股净资产的分布在阈值零处存在轻微的断层现象

(落入+1区间的公司数量是落入-1区间的公司数量的1.9倍);而在退市制度变更后,每股净资产的分布在阈值零处存在严重的断层现象(落入+1区间的公司数量是落入-1区间的公司数量的4.6倍).以上结果表明,新退市制度的施行加重了上市公司对净资产的操纵,支持了H1b.

为了检验H1c,首先选择上市公司年报中披露的“基本每股收益”指标衡量公司的年度净利润水平;然后以0.1为区间间隔,零值为中心前后各划分为10个区间,如-1区间代表[-0.1元/股,0元/股),+1区间代表[0元/股,0.1元/股);最后以落入各区间的公司数量为纵坐标,每股收益的等分区间为横坐标,分别绘制退市制度变更前后每股收益的频数分布直方图,如图3所示.

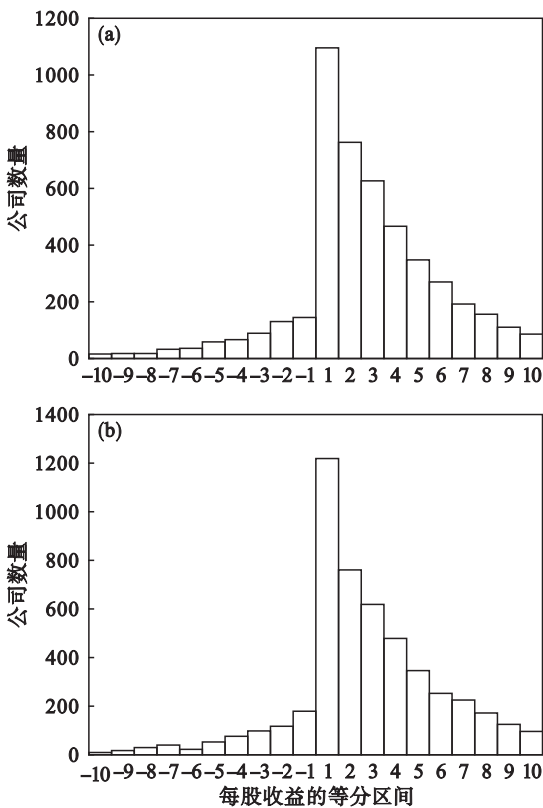


图3 每股收益的分布

Fig. 3 Distribution of earnings per share

(a)—退市制度变更前;(b)—退市制度变更后.

由图3可知,退市制度变更前后的每股收益的分布均存在严重的右偏现象,且退市制度变更前后的右偏程度基本相同.在退市制度变更前后,每股收益的分布在阈值零处均存在严重的断层现象,但退市制度变更后的断层程度较退市制度变更前有所减小(退市制度变更前后落入+1区间的公司数量与落入-1区间的公司数量的比值分别为7.46和6.71).这说明,在退市制度变更前

后,上市公司均存在避免净利润为负的盈余管理行为,且新退市制度的出台仅在较小程度上抑制了上市公司对净利润的操纵,微弱支持了H1c,表明上市公司没有因为退市指标的多元化而懈怠对净利润的操纵.

#### 4.2 退市制度变更对应计或真实盈余管理的影响

为进一步检验退市制度变更对满足目标阈值的盈余管理手段的影响,分别以应计盈余管理(AbsDA)和真实盈余管理(REM)的代理变量为被解释变量,退市制度变更(CY)和控制变量为解释变量,进行多元回归分析,结果如表1所示.

表1 退市制度变更对应计或真实盈余管理影响的回归结果

Table 1 Regression results of effect of delisting system changes on accrual or real earnings management

变量	AbsDA	REM	AbCFO	AbDisexp	AbProd
CY	-0.009***	0.031***	-0.004**	-0.004***	0.024***
Size	-0.014***	-0.005***	0.001	0.003***	-0.001
Lev	0.062***	0.130***	-0.038***	-0.016***	0.075***
ROA	0.023*	-0.256***	0.096***	0.012	-0.149***
Growth	0.020***	-0.024***	-0.001	0.021***	-0.005**
Shr1	0.0302***	0.036**	0.008	-0.019***	0.025**
Zdex	0.013***	0.001	0.001	0.000	0.002
Inde	0.058***	0.102**	-0.051***	-0.017	0.033
Inst	-0.003	-0.077***	0.018***	0.015***	-0.043***
Big4	0.008**	-0.046***	0.021***	0.006**	-0.019***
F	87.01***	50.22***	32.27***	68.53***	29.99***
AdjR <sup>2</sup>	7.65%	4.53%	2.92%	6.11%	2.72%

注:\*,\*\*和\*\*\*分别表示在10%,5%和1%的水平上显著;限于篇幅表中仅列出了回归系数,而省略了回归系数对应的t值.

由表1可知,当被解释变量为AbsDA时,CY的回归系数在1%水平上显著为负,表明退市制度变更更有效地抑制了主板上市公司的应计盈余管理行为,H2得到验证.当被解释变量为REM时,CY的回归系数在1%水平上显著为正,表明退市制度变更激发了主板上市公司的真实盈余管理行为,H3得到验证.当被解释变量为AbCFO,AbDisexp,AbProd时,CY的回归系数分别为-0.004,-0.004,0.024,且均在5%水平上显著,表明在新退市制度施行后,上市公司实施的销售操纵、费用操纵和生产操纵均显著增加,进一步支持了H3.

5 结 论

本文以 2012 年沪深交易所对现行退市制度的修订为切入点,利用 2008 ~ 2015 年沪深两市 A 股主板上市公司数据,实证研究了退市制度变更对上市公司盈余管理行为的影响. 研究发现,退市制度变更诱发了避免营业收入低于 1 000 万元的盈余管理行为,退市制度变更后避免净资产为负的盈余管理行为显著增加,而避免净利润为负的盈余管理行为略有减少. 这表明,虽然退市财务指标的多元化在一定程度上减少了上市公司对净利润的操纵,但却增加了上市公司对营业收入和净资产的操纵. 进一步研究发现,退市制度变更后,上市公司实施的应计盈余管理显著减少,而其实施的销售操纵、费用操纵和生产操纵等真实盈余管理显著增加. 这表明,虽然更为严格的退市制度抑制了上市公司采用成本低、高风险的应计盈余管理,但却促使上市公司加大采用隐蔽性强、风险低的真实盈余管理.

参考文献:

[1] 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(9):25-35.  
(Lu Jian-qiao. Empirical research on Chinese loss listed companies' earnings management[J]. *Accounting Research*, 1999(9):25-35.)

[2] 李晓玲,丁佳佳. 退市制度对上市公司盈余管理影响的实证研究[J]. 安徽大学学报(哲学社会科学版),2007(6):148-153.  
(Li Xiao-ling,Ding Jia-jia. An empirical research on how the delisting rules influence the earnings management of listed companies[J]. *Journal of Anhui University(Philosophy and Social Sciences)*,2007(6):148-153.)

[3] 陈晓,戴翠玉. A 股亏损公司的盈余管理行为与手段研究[J]. 中国会计评论,2004,2(2):299-310.  
(Chen Xiao, Dai Cui-yu. An empirical analysis on the earnings management of the A-share loss firms[J]. *China Accounting Review*,2004,2(2):299-310.)

[4] 蔡春,朱荣,和辉,等. 盈余管理方式选择、行为隐性化与濒死企业状况改善——来自 A 股特别处理公司的经验证据[J]. 会计研究,2012(9):31-39.  
(Cai Chun,Zhu Rong,He Hui,et al. The choice of earnings management methods,hidden behavior and the improvement of condition for the dying firms;empirical evidence from ST listed companies in A-stock market[J]. *Accounting Research*, 2012(9):31-39.)

[5] 吴锡皓,周晓苏. 退市制度安排、过度减值与信息披露质量[J]. 山西财经大学学报,2014,36(8):32-41.  
(Wu Xi-hao,Zhou Xiao-su. Delisting mechanism,excessive depreciation and information disclosure quality[J]. *Journal of Shanxi University of Finance and Economics*,2014,36(8):32-41.)

[6] 谢柳芳,朱荣,何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于应计与真实盈余管理的分析[J]. 审计研究,2013(1):95-102.  
(Xie Liu-fang,Zhu Rong,He Ku. Effects of the delisting rules on the earnings management behaviors of listed companies in growth enterprises market;based on analysis of accrual and real earnings management[J]. *Auditing Research*, 2013(1):95-102.)

[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] Gunny K A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance:evidence from meeting earnings benchmarks [J]. *Contemporary Accounting Research*,2010,27(3):851-888.

[9] 陈克兢,李延喜,孙文章,等. 制度约束还是制度诱导? ——中国上市公司盈余管理策略演变经验证据[J]. 管理评论,2016,28(5):122-136.  
(Chen Ke-jing,Li Yan-xi,Sun Wen-zhang,et al. Institutional constraints or institutional induction;empirical evidence from the earnings management strategy evolution in Chinese listed companies [J]. *Management Review*, 2016, 28 (5): 122-13.)