

政治关联、盈余管理方式选择对 ST 公司 “摘帽”的影响*

王 乐^{1,2} 田高良^{1,3} 何 畅^{1,3}

(1. 西安交通大学管理学院, 陕西 西安 710049;

2. 西北工业大学明德学院, 陕西 西安 710124;

3. 西安交通大学管理教学实验中心(国家级实验教学示范中心), 陕西 西安 710049)

内容提要:本文以 2004—2016 年我国 A 股上市的 ST 公司作为研究对象, 检验了盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”之间的关系以及政治关联对这种关系的影响。研究发现, 随着特别处理制度的不断完善, 实施应计盈余管理对 ST 公司“摘帽”的影响逐渐减弱, 而实施真实活动盈余管理的影响显著增强, 支持了制度引导假设; 政治关联在盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”的关系中起到了调节作用, 降低了制度监督的有效性。进一步研究显示, 对于央企、地方国企和民营企业三类不同所有权性质的 ST 公司, 实施真实活动盈余管理对其“摘帽”均有显著影响, 但政治关联的调节作用在民营企业中更为明显。本文的结论为监管部门规范盈余管理治理政策提供了新的视角, 同时为 ST 公司、审计师、中小投资者等其他利益相关者深入了解资本市场也有所裨益。

关键词: ST 公司 摘帽 应计盈余管理 真实活动盈余管理 政治关联

中图分类号: F275 **文献标志码:** A **文章编号:** 1002—5766(2019)04—0023—17

一、引言

特别处理制度(Special Treatment, ST)自 1998 年 4 月开始在我国沪深证券交易所实施, 用于对经营业绩差、财务异常等情况的上市公司进行风险预警。该制度设计的初衷是为了保护投资者利益, 提高资本市场的监督效率, 优化资源配置, 与退市制度相结合形成“能进能出”的治理机制。但不可避免的是, ST 制度的实施同时引发了很多问题, 受到学术界和政策制定部门的关注, 这也引致多次补充性制度文件的出台, 其中, 2001 年 6 月增加了申请“摘帽”时必须满足扣除非经常性损益后净利润为正的条件, 2012 年出台了新退市制度等。这些对于完善 ST 制度起到了积极的作用, 但是市场投机主义行为是否得到有效抑制? 上市公司是否会转变盈余管理方式达到“摘帽”的目的? 还有待进一步研究。

盈余管理是管理层为了满足自身利益而采取的机会主义行为, 当上市公司处于 ST 状态时, 为了改善自身状况, 避免出现退市风险, 管理层采取盈余管理的动机更为强烈(陆建桥, 1999^[1]; 蔡春等, 2012^[2])。与此同时, 企业越来越重视与政府部门建立良好的政治关系(于蔚, 2013)^[3], 已有学

收稿日期: 2018-05-26

* 基金项目: 国家自然科学基金面上项目“网络舆情对企业绩效与股票价格的影响机制及管理方法研究”(71672141); 国家自然科学基金面上项目“媒体报道发挥公司治理作用的机制研究: 理论分析与实证检验”(71372163)。

作者简介: 王乐, 女, 讲师, 博士研究生, 研究方向为公司治理与资本市场, 电子邮箱: happylele369@126.com; 田高良, 男, 教授, 管理学博士, 博士生导师, 研究方向为公司治理与资本市场, 电子邮箱: tian-gl@xjtu.edu.cn; 何畅, 男, 博士研究生, 研究方向为公司治理与资本市场, 电子邮箱: hechang9405@stu.xjtu.edu.cn。通讯作者: 田高良。

者认为政治关联是一种“支持之手”,在提高社会信任度等方面为企业带来了更多的利益(Faccio等,2006^[4];吴文峰等,2008^[5];于蔚等,2012^[6];田利辉和叶瑶,2013^[7];杨星等,2016^[8]),但也有学者认为政治关联是一种“掠夺之手”,是利用手中权力掠夺公共资源的一种行为(余明桂等,2010^[9];任曙明和张静,2013^[10];韩剑和郑秋玲,2014^[11];戴亦一等,2014^[12])。本文在已有研究的基础上提出了两点新问题:ST 制度监督标准是否能够有效抑制盈余管理行为? ST 制度下政治关联具有的特殊性是否会降低制度监督的有效性?

ST 制度既对上市公司造成巨大的压力,又对上市公司具有监督功能,管理层为了达到“保盈”“保壳”的目的,具有强烈的盈余管理动机。基于 ST 公司管理层对盈余管理方式选择的决策视角,本文提出了三个竞争性假设:(1)有效监督假设,当 ST 制度发挥了完全有效的警示和约束功能时,上市公司实施应计盈余管理和真实活动盈余管理都应受到监管部门、投资者和审计师们的有效监督,诉讼成本和市场惩罚成本提高,盈余管理行为将得到有效抑制;(2)制度引导假设,当 ST 制度环境较为完善时,易于被察觉的应计盈余管理方式受到监管部门处罚的成本较高,ST 公司会转而采用隐蔽性较强的真实活动盈余管理帮助其达到“摘帽”的目的;(3)市场压力假设,ST 制度给上市公司带来了巨大的压力,当监管部门的执法力度不够时,为了满足自身利益需求,公司会同时采用应计盈余管理和真实活动盈余管理达到“摘帽”的目的。

本文围绕以上问题及假设,通过研究盈余管理方式选择对 ST 公司“摘帽”的影响,同时对特别处理制度的治理效应进行了深入的探讨。在此基础上,分析了政治关联对盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”之间起到的调节作用,以及不同情形下(不同所有权性质、不同“戴帽”动机)对这种关系的影响程度,对深入了解盈余管理方式选择对 ST 公司“摘帽”的影响机理,进一步认识政治关联的公司治理行为提供参考依据。

二、文献回顾与研究假设

1. 盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”

盈余管理一直以来都是备受学术界关注的热点问题,已有研究表明管理层实施盈余管理的动机是为了操纵盈余影响股价,获得更高薪酬,以及达到“保盈”“保壳”等目的(Healy 和 Wahlen,1999^[13];Graham 等,2005^[14];于忠泊等,2011^[15])。当上市公司处于 ST 状态时,因为面临着被退市的风险,经营效率、外部筹资机会等方面都带来了不同程度的负面影响(吴世农和章之旺,2005)^[16],导致市场对上市公司缺乏信心,表现为公司股票显著偏离市场指数,公司价值容易被低估(张海燕和陈晓,2008)^[17]。为了能够尽快达到“摘帽”的目的,管理层可能会通过制造账面利润的手段,编报财务报告和“构造”交易事项等行为,实现自身效用的最大化。陆建桥(1999)^[1]和蔡春等(2012)^[2]认为,当上市公司处于亏损和 ST 状态时,为了弥补业绩继续下滑而面临的退市风险,管理层采取盈余管理的动机更为强烈。那么,ST 制度环境是有效抑制盈余管理行为,还是会导致上市公司管理层转变盈余管理策略,有待进一步的探讨。

近年来越来越多的学者关注盈余管理方式及产生的经济后果等问题。已有研究发现,上市公司在实施应计盈余管理成本较高的情况下,会提高真实活动盈余管理的水平(Ewert 和 Wagenhofer,2005^[18];Roychowdhury 等,2006^[19];Zang,2012^[20])。Cohen 等(2010)^[21]研究表明,应计盈余管理对于公司而言付出代价小,但容易被专业分析师、审计师察觉;真实活动盈余管理虽然较为隐蔽,却损害公司的长期利益。所以,公司在实施盈余管理方式之前,必然会权衡利弊、谨慎选择后做出决策。陈克兢等(2016)^[22]则提出不同的制度背景下,上市公司受到外部监管压力的影响,约束了上市公司采用应计盈余管理方式,使其转而采用更为隐蔽的真实活动盈余管理方式。Zang(2012)^[20]认为,审计师、严格的监管环境等会增加上市公司采用应计盈余管理的成本,管理层会利用真实活动盈余管理方式替代应计盈余管理方式来减少风险。ST 公司的管理层一方面面对着监管部门、投资者的监督压力;

另一方面面临着业绩下滑、退市风险等压力。为了更好地检验 ST 制度监督功能对盈余管理方式选择产生的影响,本文尝试提出三个竞争性的假设:有效监督假设、制度引导假设和市场压力假设。

(1)有效监督假设。ST 制度设计的初衷是为了保护投资者,利用风险标识的预警作用,将出现异常状态的上市公司暴露于监管部门、投资者的监督之下,对管理层采取机会主义的行为产生制约作用。ST 制度明确规定:财务会计报告存在重大差错或虚假记载,被审计师出具无法表示意见或否定意见的审计报告,则无法正常“摘帽”,说明了 ST 制度在“摘帽”审查环节上制定了较为严格的政策。越完善的制度环境对投资者保护程度越高(于忠泊等,2012)^[23],Leuz 等(2004)^[24]研究表明,一个国家的制度环境是否完善,对企业会计报告的质量有着重要影响。ST 制度自开始实施非经常性损益政策后,孟焰等(2008)^[25]和蒋大国和熊剑(2012)^[26]发现减少了公司管理层利用非经常性损益扭亏的空间,上市公司利用会计准则变更之际进行应计盈余管理的行为明显减少。根据以上文献证据表明 ST 制度在不断的发展过程中,通过修订相关政策,逐渐完善制度环境,对于应计盈余管理行为起到了一定的约束作用。

公司管理层使用盈余管理时需要考虑两个方面:一是盈余管理的诉讼风险和处罚成本;二是盈余管理产生的市场后果(王福胜等,2014)^[27],即实施应计盈余管理主要考虑的是诉讼风险和处罚成本,实施真实活动盈余管理主要考虑的是其产生的市场后果。实施真实活动盈余管理很难受到法律方面的处罚,但是,可能会因为无法弥补长期利益受损而受到市场的惩罚。许文静等(2018)^[28]研究发现退市新政中专设的“风险警示板”,对 ST 公司在信息披露方面要求更加严格,并且退市新政中增加了市场反应等多项退市指标,从不同程度上提高了 ST 公司实施真实活动盈余管理的成本。综上,ST 制度环境对盈余管理的监督作用是否有效,体现在 ST 公司管理层虽然受到市场压力和“摘帽”动机的强烈影响,但采用应计盈余管理和真实活动盈余管理并不能明显帮助其达到“摘帽”的目的。因此,本文提出如下有效监督假设:

H_{1a} :在 ST 制度的有效监督下,实施应计盈余管理方式和真实活动盈余管理方式都对其成功“摘帽”没有显著影响。

(2)制度引导假设。正如前文所说真实活动盈余管理方式的操纵是以实际的经济活动为基础,一般不违反相关法律法规,而应计盈余管理方式是以变更会计政策、会计估计等方式,更易于被监管部门察觉,被查获处罚的代价相对更高。Cohen 等(2010)^[21]和陈克兢等(2016)^[22]研究发现,制度环境也存在诱导因素,表现为抑制上市公司实施应计盈余管理,使其转而实施真实活动盈余管理。那么,目前我国 ST 制度与退市政策日益完善,如果 ST 制度环境仅是削弱了 ST 公司采用应计盈余管理的空间,而对真实活动盈余管理的监管和限制较少时,则说明了 ST 制度环境的监督作用并不是完全有效。ST 公司管理层由于受到市场压力和“摘帽”动机的影响,当 ST 制度发挥引导作用时,则表现为 ST 公司会选择实施隐蔽性更强的真实活动盈余管理方式,并能够显著帮助其达到“摘帽”的目的。因此,本文提出如下制度引导假设:

H_{1b} :在 ST 制度的引导下,实施应计盈余管理方式对其成功“摘帽”没有显著影响,但实施真实活动盈余管理方式对其成功“摘帽”影响显著。

(3)市场压力假设。ST 公司一直面临着股价下跌、市场信心不足等压力,为了满足“摘帽”政策的需要而进行盈余管理的强烈动机。于忠泊等(2011)^[15]认为,媒体对资本市场中的公司股价波动性、收益率方面带来了巨大的市场压力,如果当采用应计盈余管理存在的风险较小时,在媒体关注的市场压力驱动下,管理层会采取应计盈余管理等措施满足资本市场的期望。蔡春等(2012)^[2]发现,ST 公司为了改善自身状况,实施应计盈余管理来满足濒临死亡公司的盈余需要,而在短期业绩难以提高的情况下,管理层可能会牺牲公司的长期利益,进一步采取真实活动盈余管理帮助其改善自身困境状态。那么,本文认为,ST 制度中的相关政策如果并未起到效果,监管部门对 ST 公司

的监管不严,实施盈余管理面临的诉讼风险和处罚成本较低,则会导致公司管理层主要考虑市场压力的影响,实施应计盈余管理和真实活动盈余管理方式,能够显著帮助其达到“摘帽”的目的。因此,本文提出如下市场压力假设:

H_{1c} :在 ST 制度的市场压力下,实施应计盈余管理方式和真实活动盈余管理方式都对其成功“摘帽”影响显著。

2. 政治关联对盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”关系的调节作用

政治关联是指公司与拥有政治权利的个人之间所具有的隐性的政治关系。当信息不对称时,会导致交易无法进行,甚至市场失灵的后果,根据信息不对称理论,若要消除逆向选择和提高资源配置效率,则需要利用政府干预来弥补。大量研究发现政治关联作为一种隐性的“声誉信号”,在社会信任度和融资等方面为公司带来了便利(Fisman, 2001^[29]; Faccio 等, 2010^[4]; 吴文锋等, 2008^[5]; 黄新建和王婷, 2011^[30]; 于蔚等, 2012^[6]; 杨星等, 2016^[8])。ST 公司的投资具有较大的风险和不确定性,更加重了逆向选择问题,地方政府出于维护本地区股票发行配额的考虑,为了保护珍贵的“壳”资源而采取营救措施。政治关联具有信号效应,借助信号传递可以起到消除逆向选择所带来的负面影响,有效规避市场不确定性带来的风险。也有学者发现,政治关联的 ST 公司在得到政府补助、债务重组等方面都更具优势,政治关联在 ST 公司的恢复中起到了更为积极的作用(潘越等, 2009^[31]; 杜巨澜和黄曼丽, 2013^[32]; 李传宪, 2014^[33]; 杜勇和陈建英, 2016^[34])。

根据资源依赖理论的观点,组织试图通过政治机制,努力塑造政治规则,创造更有利于企业发展的外部环境。政府将社会资源分配给与其密切联系的公司,是为了实现自身利益最大化,利用手中权力采取强制手段,掠夺公共资源,以牺牲公共福利作为代价。为了获取更多的经济利益和政治利益,企业往往更倾向于与政府建立关联(余明桂等, 2010^[9]; 任曙明和张静, 2013^[10]; 韩剑和郑秋玲, 2014^[11]; 戴亦一等, 2014^[12])。许年行等(2013)^[35]认为,由于受到政府压力的影响,政治关联公司利用政治压力干扰监督部门的调查过程。可见,出于对政府资源的依赖,政治关联可能会削弱了市场监管的有效性。Bushman 和 Piotroski(2005)^[36]发现,政治关联的公司因具有政治资源会对审计师产生压力,相比于非政治关联公司更易于获取标准审计意见,导致政治关联公司信息披露质量、财务透明度和审计质量均较低。刘永泽等(2013)^[37]发现,政治关联的公司实施盈余管理时面临的诉讼风险低于非政治关联公司。那么,当上市公司处于 ST 状态时,政治关联的公司诉讼风险较小,必然会导致公司管理层表现出更为“自利”的一面,为了能够达到“摘帽”的目的,实施应计盈余管理帮助其“摘帽”会显著高于非政治关联公司。因此,本文提出如下假设:

H_2 :其他条件不变时,政治关联公司相比非政治关联公司实施应计盈余管理方式帮助其成功“摘帽”的影响更强。

真实活动盈余管理方式不易被监管部门察觉,受诉讼风险和处罚成本的影响较小,公司管理层实施真实活动盈余管理方式的成本主要是市场后果,如果实施真实活动盈余管理对公司未来的不利影响远远小于得到的收益时,管理层会选择实施真实活动盈余管理。大量学者研究表明,有政治关联的公司在出现困境时,更容易得到政府补助、税收优惠等政府援助。Faccio 等(2010)^[4]研究发现,提供借款的公司并不在乎政治关联公司的报表质量就向其提供更低成本的贷款,说明政治关联公司实施真实活动盈余管理后不必过于担心资金成本的问题。Braam 等(2015)^[38]发现,政治关联公司相比于非政治关联公司更趋向于使用真实活动盈余管理方式替代应计盈余管理方式,同时暗示了政治关联的公司对实施真实活动盈余管理后产生的不利影响并不敏感。因此,当处于 ST 制度下,政治关联的公司实施真实活动盈余管理帮助其“摘帽”也会明显高于非政治关联公司。因此,本文提出如下假设:

H_3 :其他条件不变时,政治关联公司相比非政治关联公司实施真实活动盈余管理方式帮助其成功“摘帽”的影响更强。

三、研究设计

1. 样本选取及数据来源

我国目前沿用的是 2003 年 6 月开始实施的退市风险预警制度。因此,本文选取 2004—2016 年期间沪深 A 股上市公司被特别处理的样本。整个考察期间共有 336 家 ST 公司作为样本,其中,考虑到 ST 公司在样本期间有未完成“摘帽”的情况,对其是否能够成功“摘帽”未知,所以进行了剔除;另外,考虑到被终止上市的原因存在较大差异,可能对样本准确性有一定的影响,所以剔除了被终止上市的公司样本。通过对 Wind 数据库中上市公司“戴帽”到“摘帽”时间数据处理,最终得到 1503 个公司一年度观测值,包含 ST 公司从“戴帽”到“摘帽”期间的所有观测。为消除极端值的影响,对所有连续变量进行了 1% 与 99% 分位的 Winsorize 处理。公司的相关财务数据主要来源于 Wind 数据库,公司高管政治关联的数据来源于 Csmar 数据库高管个人特征相关的数据,并与 Wind 数据库深度资料每家公司高管现任和离任个人简历比对所得。本文行业变量数据根据中国证监会 2016 年行业分类标准中的门类划分。

2. 变量设计

(1) 被解释变量,根据潘越等(2009)^[31]的解释,ST 公司“戴帽”后的第一年是其成功“摘帽”最为关键的一年,相比较第二年之后大多数 ST 公司可能会依靠资产重组等方式实现“扭亏”“保壳”的目的,在度量盈余管理对 ST 公司“摘帽”的净效应影响时将较为困难,因此本文设计虚拟变量 stm ,如果上市公司被 ST 后 1 年内成功“摘帽”取值为 1,否则为 0。

(2) 解释变量,根据研究需要设计了应计盈余管理、真实活动盈余管理作为解释变量。

应计盈余管理($dacc_{it}$)。解释变量应计盈余管理,即为衡量应计盈余管理程度,利用较为常见的应计利润分离法,并参照现有文献(Dechow 等,1995^[39];Kothari 等,2005^[40];杨星等,2016^[41])的做法,计算出操纵性应计利润作为衡量应计盈余管理程度的代理指标。本文在修正 Jones 模型基础上,考虑到我国市场中总资产收益率对应计盈余管理的程度具有重要的影响,采用总资产收益率调整后的业绩调整修正 Jones 模型,利用如下步骤构建应计盈余管理指标:

$$\frac{tca_{it}}{a_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{a_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta rev_{it} - \Delta rec_{it}}{a_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{ppe_{it}}{a_{i,t-1}} + \beta_4 roa_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中, tca_{it} 为总应计利润,等于净利润减去经营活动中的现金流量; Δrev_{it} 表示 i 公司第 t 年与第 $t-1$ 年营业收入的差额; Δrec_{it} 表示 i 公司第 t 年与第 $t-1$ 年应收账款的差额; ppe_{it} 表示第 t 期期末公司总的厂房、设备等固定资产原值; roa_{it} 代表总资产收益率, $a_{i,t-1}$ 为 $t-1$ 年年末总资产的值。为了消除企业规模大小不同的影响,分别对模型等式两边分别除以 $t-1$ 年末总资产值。计算过程是通过对该模型进行分年度分行业 OLS 回归,最终得到的残差项为异常应计利润或称可操纵性应计利润,即为应计盈余管理程度($dacc_{it}$)。

真实活动盈余管理(rm_{it})。根据 Cohen 等(2008)^[42]和杨星等(2016)^[40]关于真实活动盈余管理的研究,管理层通过商业活动操控盈余的特征为超额生产、销售折扣提高异常生产成本,降低异常经营现金流量,降低公司研发费用、广告费用而导致异常可操纵性费用的减少。分别对经营现金流、生产成本与可操纵性费与销售收入、销售收入差额进行分年度分行业 OLS 回归,得到回归的残差项即为异常经营现金流量、异常生产成本与异常可操纵性费用的值。另外,参考 Cohen 等(2008)^[42]和李增福等(2012)^[43]等的做法,利用异常生产成本减去异常可操纵性费用和异常经营现金流得到综合计量真实活动盈余管理指标。具体模型构建如下:

$$\frac{ncfo_{it}}{a_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{a_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{sales_{it}}{a_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta sales_{it}}{a_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{nprod_{it}}{a_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{a_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{sales_{it}}{a_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta sales_{it}}{a_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta sales_{i,t-1}}{a_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$\frac{ndisx_{it}}{a_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_1 \frac{1}{a_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{sales_{it}}{a_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta sales_{it}}{a_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

$$rm_{it} = aprod_{it} - acfo_{it} - aexp_{it}$$

其中, $ncfo_{it}$ 为经营活动现金流, $nprod_{it}$ 为生产中所产生的存货变化与生产成本之和, $ndisx_{it}$ 为包括广告费用、研发支出等在内的可操纵性费用。另外, $sales_{it}$ 、 $\Delta sales_{it}$ 分别表示销售收入、销售收入变动。最终各模型得出的残差项的值分别记为异常经营现金流量($acfo_{it}$)、异常生产成本($aproduct_{it}$)、异常可操纵性费用($aexp_{it}$)和综合计量真实经营活动盈余管理指标(rm_{it})。

(3)调节变量。政治关联($polcon$)借鉴前人研究中关于政治关联的度量方法,本文在研究中主要参考罗党论和黄琮宇(2008)^[44]关于政治关联衡量的做法,将公司高管中 CEO 或董事长曾经或者现在担任人大代表、政协委员或者是曾经在政府部门担任职务计为 1,否则计为 0。

(4)控制变量。1)公司规模($size$):因为监管机构、分析师、机构投资者及中小投资者等更多关注大企业,公司规模越大,则具有的盈余操控成本越大(蔡春等,2012^[2];杨星等,2016^[40]);2)资产负债率(lev):资产负债率越高代表其破产风险越大,为了使其看起来更有利润,该公司越可能操纵盈余;3)四大会计师事务所($big4$),根据于忠泊等(2011)^[15]四大会计师事务所的变量代表了外部监督的质量,影响应计盈余管理成本的问题;4)独立董事占董事会人数的比例($ddratio$);5)机构投资者持股比例($jgcg$);6)主动“戴帽”行为($bath$),根据金永红等(2015)^[45]文中的结论,上市公司如果存在主动“戴帽”行为则可能会提高 ST 公司“摘帽”的概率。另外,还控制了资产回报率(roa),代表公司盈利能力的变量;市场干预程度($score$),代表地区制度环境的变量,并且考虑到年份和行业的影响,对其进行了控制。本文所涉及所有变量及定义如表 1 所示:

表 1 变量名称及变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	“摘帽”成功	$stzm$	代表 ST 公司是否在 1 年内“摘帽”成功,虚拟变量。 $stzm = 1$,表示 1 年内“摘帽”成功,否则, $stzm = 0$
解释变量	应计盈余管理程度	$dacc$	应计盈余管理,即为可操控性应计利润
	真实活动盈余管理程度	rm	综合计量真实经营活动盈余管指标
		$acfo$	异常经营现金流
		$aproduct$	异常生产成本
	$aexp$	异常可操纵性费用	
调节变量	政治关联	$polcon$	虚拟变量, $polcon = 1$ 代表公司高管中 CEO 或董事长具有政治关联, $polcon = 0$ 代表公司高管中 CEO 或董事长不具有政治关联
控制变量	公司规模	$size$	“戴帽”期间公司总资产的自然对数
	资产负债率	lev	“戴帽”期间公司的总负债/总资产,代表企业偿债能力
	资产回报率	roa	“戴帽”期间公司的总资产收益率,代表企业盈利能力
	四大会计师事务所	$big4$	虚拟变量,由四大会计师事务所进行审计计为 1,否则计为 0
	独立董事比例	$ddratio$	独立董事占董事会人数的比例
	机构持股	$jgcg$	机构投资者持股比例
	主动“戴帽”	$bath$	ST 公司在特殊处理前一年,应计盈余管理值为负的公司视为主动“戴帽”,记为 $bath = 1$,反之, $bath = 0$
	市场干预程度	$score$	地区政府市场干预程度。樊纲和王小鲁编制的《中国市场化指数》2004—2016 年间地方政府市场化指数的得分

资料来源:本文整理

3. 模型设计

利用 Logit 回归模型检验 ST 公司盈余管理方式对改善“摘帽”状态的影响,建构 EM 变量分别代表应计盈余管理、异常经营现金流、异常生产成本、异常可操纵性费用和综合计量真实活动盈余管理的五个指标,检验假设 H_{1a}、假设 H_{1b}、假设 H_{1c},利用模型加入政治关联 *polcon* 与 EM 的交乘项检验假设 H₂、假设 H₃,建构模型如下:

$$\begin{aligned} \text{logit}(stzm) = & a_0 + \beta_1 EM_{i,t} + \beta_2 polcon_{i,t} + \sum_{i=1}^n \beta_{2+i} controls_{i,t} + \text{year fixed effect} \\ & + \text{industry fixed effect} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{logit}(stzm) = & a_0 + \beta_1 EM_{i,t} + \beta_2 polcon_{i,t} + \beta_3 EM_{i,t} polcon_{i,t} + \sum_{i=1}^n \beta_{3+i} controls_{i,t} \\ & + \text{year fixed effect} + \text{industry fixed effect} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,本文采用控制年份和行业的固定效应模型,*stzm* 代表公司是否成功“摘帽”。EM 分别代表应计盈余管理 (*dacc_{it}*)、异常经营现金流 (*acfo_{it}*)、异常生产成本 (*aprod_{it}*)、异常可操纵性费用 (*aexp_{it}*) 和综合计量真实经营活动盈余管理 (*rm_{it}*)。

四、实证分析结果

1. 描述性统计分析

根据表 2 的描述性统计结果可以看出,主要连续变量 *dacc*、*acfo*、*aprod*、*aexp*、*rm* 各变量均值、标准差、最大值、最小值以及中位数的大小未出现较大差异。其他连续变量中 *lev* 的均值过高,说明 ST 公司中普遍资产负债率较高。机构投资者持股规模的均值 3.38%,说明 ST 公司中机构持股规模整体偏小,远不及正常上市公司机构持股规模。*roa* 代表公司盈利能力的指标均值过低,说明了 ST 公司的盈利能力普遍较差。主要的虚拟变量 *stzm*,表示 ST 公司中 1 年内“摘帽”的数量没有过半;*polcon* 和 *bath* 中位数仍为 0,也同样表示具有政治关联的公司数量和主动“戴帽”公司数量没有过半。相关变量描述性统计分析结果如表 2 所示。

表 2 相关变量描述性统计分析

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>stzm</i>	1503	0.084	0.274	0.000	1.000	0.000
<i>polcon</i>	1503	0.215	0.405	0.000	1.000	0.000
<i>dacc</i>	1503	0.118	0.123	0.001	0.646	0.079
<i>rm</i>	1503	0.195	0.264	0.000	0.449	0.139
<i>acfo</i>	1503	0.081	0.083	0.001	0.431	0.057
<i>aprod</i>	1503	0.111	0.151	0.001	1.031	0.071
<i>aexp</i>	1503	0.059	0.071	0.000	0.994	0.042
<i>score</i>	1503	6.736	1.912	1.550	10.370	6.700
<i>jgcg</i>	1503	3.738	7.465	0.000	42.860	0.770
<i>ddratio</i>	1503	0.365	0.058	0.000	0.667	0.333
<i>big4</i>	1503	0.015	0.120	0.000	1.000	0.000
<i>lev</i>	1503	1.146	2.008	0.055	14,474	0.691
<i>size</i>	1503	20.475	1.703	10.84	25.810	20.520
<i>roa</i>	1503	0.030	0.253	-0.939	1.296	0.032
<i>bath</i>	1503	0.193	0.395	0.000	1.000	0.000

资料来源:本文整理

2. 主要回归结果

(1) 盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”。从表 3 看, 应计盈余管理($dacc_{it}$)的系数并不显著, 甚至在模型(3)中系数显著为负, 说明了实施应计盈余管理并不能显著帮助 ST 公司成功“摘帽”。在 ST 状态下, 虽然公司管理层具有强烈的扭亏动机, 应计盈余管理操作简单, 但是调整会计政策、会计估计一旦不符合规范, 容易被监管部门察觉, 受到相应处罚; 另外, 账面调整很可能导致非经常性损益为负, 使其无法满足“摘帽”条件, 因此从结果来看, 没有得到证据表明实施应计盈余管理能够显著帮助 ST 公司“摘帽”, 拒绝了假设 H_{1c} , 说明 ST 制度发挥了一定的监督作用, ST 制度相关政策及监管环境提高了盈余管理诉讼风险, 对上市公司应计盈余管理方式起到了抑制作用。

表 3 盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”回归结果分析

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
$dacc$	-1.321 (-1.02)	-2.352 (-1.64)	-3.036* (-1.82)	-1.907 (-1.42)	-0.293 (-0.22)
rm		0.823** (2.09)			
$acfo$			3.708* (1.82)		
$aproduct$				1.561* (1.90)	
$aexp$					-9.486*** (-2.93)
$polcon$	1.000*** (3.65)	1.030*** (3.72)	1.017*** (3.69)	1.047*** (3.77)	1.065*** (3.85)
lev	-1.670*** (-3.52)	-1.640*** (-3.42)	-1.657*** (-3.47)	-1.627*** (-3.40)	-1.739*** (-3.63)
$size$	0.469*** (4.66)	0.459*** (4.55)	0.470*** (4.65)	0.463*** (4.57)	0.496*** (4.73)
roa	0.075 (0.08)	-0.076 (-0.08)	-0.189 (-0.19)	-0.165 (-0.17)	0.080 (0.09)
$jgcg$	0.040*** (3.26)	0.042*** (3.36)	0.041*** (3.35)	0.041*** (3.35)	0.045*** (3.67)
$big4$	0.380 (0.60)	0.433 (0.68)	0.369 (0.58)	0.447 (0.70)	0.315 (0.50)
$score$	0.059 (0.91)	0.057 (0.88)	0.066 (1.01)	0.053 (0.82)	0.071 (1.08)
$ddratio$	0.904 (0.44)	0.985 (0.48)	0.843 (0.41)	1.058 (0.51)	0.512 (0.25)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-11.503*** (-5.10)	-11.349*** (-5.03)	-11.663*** (-5.15)	-11.492*** (-5.08)	-11.705*** (-5.04)
样本数	1390	1390	1390	1390	1390
$Pseudo R^2$	0.3033	0.3077	0.3073	0.3072	0.3161
$LR\ chi2(31)$	252.17	255.79	255.42	255.40	262.76

注:括号内均为 Z 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

真实活动盈余管理综合指标、异常生产成本系数分别在代表 5% 和 10% 显著性水平上正向显著,异常可操纵性费用系数则在 1% 的显著性水平上负向显著,说明 ST 制度虽然抑制了应计盈余管理对成功“摘帽”的影响,但真实活动盈余管理仍然有助于 ST 公司成功“摘帽”,拒绝了假设 H_{1a}。出现这种情况的原因可能是市场对于真实活动盈余管理的识别度不高,对实施真实活动盈余管理后的市场后果约束不够造成的。虽然异常经营现金流的系数显著为正与预期相反,但这个结果与 Roychowdury 等(2006)^[19]和蔡春等(2012)^[2]文中的解释一致,异常经营现金流量显著性的方向不是很明确,特别是 ST 公司因为提前回笼现金提升盈余质量,使得异常经营现金流 $acfo_{it}$ 系数显著为正。

以上分析结果表明,ST 公司为了达到“摘帽”目的,在盈余管理方式选择方面支持了假设 H_{1b},说明 ST 制度和退市制度虽然日益完善,减弱了公司管理层采用传统的应计盈余管理方式帮助其成功“摘帽”的影响,但引导了公司管理层转而采用隐蔽性更高、不易被监管部门察觉的真实活动盈余管理方式帮助其成功“摘帽”。

另外,从表 3 中可以看出,ST 公司有主动“戴帽”行为时公司“摘帽”的可能性越大,公司的资产负债率越大,其“摘帽”的难度越大,公司的规模越大,机构投资者的比例越高,该公司 1 年内成功“摘帽”的概率也显著增强。

(2)政治关联对盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”调节作用的回归结果。政治关联的 ST 公司具有政治资源的优势,为其成功“摘帽”提供更多的有利条件,已有大量研究发现政治关联公司相比于非政治关联的公司盈余质量较差,实施盈余管理时面临的诉讼风险较小,造成的不利影响也较弱。那么,盈余管理方式与 ST 公司成功“摘帽”之间的关系,是否会因为政治关联而产生差异。针对该问题本文通过检验政治关联公司对盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”的调节作用,进一步考察 ST 制度监督的作用机制。表 4 为不同盈余管理方式选择的情况下,加入政治关联交乘项后对 ST 公司“摘帽”进一步检验的回归结果。

表 4 加入政治关联交乘项回归结果分析

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
<i>polcon</i>	0.657 * (1.80)	0.681 * (1.83)	0.604 (1.52)	0.562 (1.39)	1.060 *** (2.58)
<i>dacc</i>	-3.619 * (-1.94)				
<i>dacc × polcon</i>	3.988 ** (2.15)				
<i>rm</i>		-0.567 (-0.62)			
<i>rm × polcon</i>		1.784 * (1.65)			
<i>acfo</i>			-0.253 (-0.13)		
<i>acfo × polcon</i>			4.913 * (1.72)		
<i>aproduct</i>				-0.088 (-0.08)	
<i>aproduct × polcon</i>				4.503 * (1.92)	

续表 4

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
<i>aexp</i>					-10.903** (-2.23)
<i>aexp</i> × <i>polcon</i>					1.532 (0.24)
<i>bath</i>	1.128*** (4.02)	1.116*** (3.94)	1.144*** (4.06)	1.091*** (3.83)	1.125*** (3.99)
<i>lev</i>	-1.775*** (-3.30)	-1.795*** (-3.39)	-1.807*** (-3.44)	-1.811*** (-3.38)	-1.871*** (-3.46)
<i>size</i>	0.544*** (4.58)	0.519*** (4.44)	0.534*** (4.55)	0.507*** (4.34)	0.588*** (4.71)
<i>roa</i>	0.446 (0.42)	0.329 (0.35)	0.153 (0.16)	0.247 (0.26)	0.617 (0.66)
<i>jgcg</i>	0.044*** (3.35)	0.041*** (3.15)	0.042*** (3.23)	0.042*** (3.18)	0.049*** (3.71)
<i>big4</i>	0.774 (1.16)	0.870 (1.30)	0.887 (1.33)	0.925 (1.38)	0.698 (1.05)
<i>score</i>	0.056 (0.73)	0.062 (0.81)	0.063 (0.81)	0.059 (0.76)	0.076 (0.96)
<i>ddratio</i>	1.400 (0.62)	1.560 (0.70)	1.475 (0.66)	1.726 (0.77)	0.824 (0.36)
年度	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
常数项	-13.510*** (-4.99)	-13.308*** (-4.96)	-13.609*** (-5.07)	-13.197*** (-4.91)	-14.155*** (-5.03)
样本数	1307	1307	1307	1307	1307
<i>Pseudo R</i> ²	0.2864	0.2875	0.2836	0.2947	0.2963
<i>LR chi2</i> (32)	186.15	186.89	184.36	191.59	192.61

注:括号内均为 Z 值; *、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

模型(1) *dacc* × *polcon* 交乘项的系数为 3.988, 在 5% 的显著性水平上为正, 表明政治关联公司相比非政治关联公司更倾向于采用应计盈余管理方式帮助其成功“摘帽”, 进一步解释了在政治关联调节作用的影响下, 政治关联公司相比非政治关联公司实施应计盈余管理帮助其成功“摘帽”的影响更强, 支持了假设 H₂ 的观点。模型(2) ~ 模型(5) 为真实活动盈余管理方式下, 加入政治关联交乘项后的回归结果, 从模型(2) 和模型(4) 可以看出真实活动盈余管理综合指标 (*rm_{it}*) 和异常生产成本指标 (*aprod_{it}*) 与政治关联 (*polcon_{it}*) 交乘项的系数均在 10% 的水平上显著, 表明政治关联相比于非政治关联公司在真实活动盈余管理综合指标和异常生产成本方面对“摘帽”的影响显著。模型(5) 中 *aexp* × *polcon* 的回归系数并不显著, 主要原因是 ST 制度下实施真实活动盈余管理中利用异常可操纵性费用的方式较为普遍, 与政治关联交乘项的共同作用下对 ST 公司“摘帽”的影响并不突出, 但不影响本文结论支持假设 H₃, 政治关联公司相比于非政治关联公司, 实施真实活动盈余管理中异常生产成本方式帮助其成功“摘帽”的影响更强。从总体而言, 以上的结论说明了

政治关联公司受到来自 ST 制度监管压力小于非政治关联公司,政治关联降低了 ST 制度对盈余管理的监督作用。

五、进一步分析及稳健性检验

1. 进一步讨论与分析

(1)企业所有权性质的影响。考虑到政治关联在不同所有权性质的公司中存在差异的问题,本文将样本按企业实际控制人股权属性分为央企、地方国企和民营企业三个部分,分样本进一步检验了盈余管理方式、政治关联与 ST 公司“摘帽”的关系,其回归结果如表 5 所示。

表 5 企业所有权性质分样本下回归结果

变量	模型(1) 央企	模型(2) 地方国企	模型(3) 民营企业	模型(4) 央企	模型(5) 地方国企	模型(6) 民营企业
Panel A						
<i>polcon</i>	2.047 ** (2.15)	0.426 (0.70)	1.720 *** (3.40)	3.449 ** (2.06)	-0.010 (-0.01)	1.993 ** (2.37)
<i>dacc</i>	-10.659 * (-1.77)	0.568 (0.27)	-2.490 (-0.93)	-6.949 (-0.95)	-0.614 (-0.19)	-2.153 (-0.40)
<i>dacc × polcon</i>				-18.599 (-1.18)	3.137 (1.04)	0.547 ** (2.08)
<i>Pseudo R²</i>	0.3526	0.3299	0.4364	0.2857	0.4294	0.4265
Panel B						
<i>polcon</i>	1.731 * (1.86)	0.374 (0.60)	1.659 *** (3.33)	3.005 ** (2.24)	-1.150 (-1.04)	2.039 *** (2.66)
<i>rm</i>	-1.151 (-0.32)	0.752 (1.29)	0.106 (0.09)	1.837 (0.46)	-1.368 (-0.68)	1.252 (1.00)
<i>rm × polcon</i>				-11.575 * (-1.69)	1.657 (0.95)	0.806 ** (2.30)
<i>Pseudo R²</i>	0.3238	0.3388	0.4336	0.2567	0.4579	0.4263
Panel C						
<i>polcon</i>	1.680 * (1.84)	0.435 (0.71)	1.665 *** (3.34)	2.241 * (1.77)	-0.052 (-0.06)	1.954 ** (2.35)
<i>acfo</i>	0.997 (0.21)	0.609 (0.21)	2.520 (0.83)	2.218 (0.45)	-0.718 (-0.17)	4.151 (1.04)
<i>acfo × polcon</i>				-6.532 (-0.86)	5.234 (1.01)	-1.127 (-0.18)
<i>Pseudo R²</i>	0.3233	0.3298	0.4355	0.2348	0.4281	0.4281
Panel D						
<i>polcon</i>	1.607 * (1.74)	0.534 (0.85)	1.673 *** (3.35)	1.595 (1.34)	1.078 (0.99)	1.785 ** (2.33)
<i>aprod</i>	-2.872 (-0.52)	3.270 * (1.92)	0.519 * (1.69)	-2.083 (-0.36)	1.805 (0.59)	1.868 (1.07)

续表 5

变量	模型(1) 央企	模型(2) 地方国企	模型(3) 民营企业	模型(4) 央企	模型(5) 地方国企	模型(6) 民营企业
Panel D						
<i>aprod × polcon</i>				-4.485 (-0.35)	3.852 (1.43)	2.163* (1.77)
<i>Pseudo R²</i>	0.3251	0.3486	0.4340	0.2285	0.4847	0.4306
Panel E						
<i>polcon</i>	2.945** (2.46)	0.468 (0.76)	1.666*** (3.35)	3.467* (1.86)	-0.555 (-0.54)	2.608*** (2.60)
<i>aexp</i>	-5.948** (-2.36)	-3.737 (-0.66)	-7.159* (-1.65)	-3.980** (-2.03)	-6.396 (-1.25)	-4.234** (-2.45)
<i>aexp × polcon</i>				-3.809 (-0.40)	3.394 (1.50)	-5.083 (-0.90)
<i>Pseudo R²</i>	0.4240	0.3318	0.4389	0.3669	0.4374	0.4359
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本数	117	312	652	105	293	595

注:括号内均为 Z 值;*、** 和 *** 分别表示在 10%、5% 和 1% 的显著性水平

资料来源:本文整理

从表 5 的回归结果中可以看出,政治关联与 ST 公司“摘帽”的关系,央企和民营企业子样本中存在显著的正向关系,而在地方国企子样本中回归系数依然为正,但是在统计意义上不显著,这可能是由于地方国企有“天然的政治优势”,本来就受到地方政府特殊保护,从而削弱了政治关联的作用而导致。从表 5 中 Panel A 的结果分析应计盈余管理在不同所有权性质的 ST 公司中均不显著,说明了 ST 公司在分样本的检验中依然支持前文结论,实施应计盈余管理方式帮助其成功“摘帽”没有显著影响。Panel B-E 中结果显示 ST 公司中央企和民营企业主要采用异常可操纵性费用方面的真实活动盈余管理方式影响其成功“摘帽”,而地方国企和民营企业主要通过增加异常生产成本的方式影响其成功“摘帽”,说明受到制度引导的影响,在不同所有制性质的分样本检验中,仍然支持了假设 H_{1b},减弱了实施应计盈余管理方式帮助其成功“摘帽”的影响,而增强了实施真实活动盈余管理方式帮助其“摘帽”的影响。

Panel A 的模型(6)显示民营企业的 ST 公司中政治关联与应计盈余管理交乘项回归系数显著为正,表明民营企业中政治关联公司相比于非政治关联公司实施应计盈余管理对 ST 公司“摘帽”的影响更为显著。Panel A 的模型(4)、模型(5)代表央企和地方国有企业,其中政治关联与应计盈余管理交乘项的回归系数都不显著,说明实施应计盈余管理时政治关联的作用在央企和地方国有企业中并不明显。Panel B-E 中实施真实活动盈余管理各分样本的结果,模型(6)显示,民营企业中政治关联与真实活动盈余管理综合指标和异常可操纵性成本指标交乘项回归系数显著为正,表明民营企业中政治关联公司相比非政治关联公司实施真实活动盈余管理中的异常可操纵性成本方式帮助其“摘帽”的影响更强,政治关联对民营企业实施真实活动盈余管理与 ST 公司“摘帽”之间的关系起到部分调节作用。然而模型(4)、模型(5)显示,政治关联与真实活动盈余管理各指标交乘项回归系数都不显著,说明实施真实活动盈余管理时政治关联的作用在央企和地方国企中并不

明显,而政治关联的调节作用主要对于民营企业中发挥作用。

(2)主动“戴帽”行为的影响。前文分析中所得到的关于ST公司采用应计盈余管理没有显著影响其1年内成功“摘帽”的结论,根据金永红等(2015)^[45]的发现,部分公司在预期公司业绩有下滑趋势时,采用巨额冲销、调减应计盈余等手段,使其连续亏损两年后主动“戴帽”,“戴帽”后1年该类公司“摘帽”的可能性会大大提高,所以该类公司实施应计盈余管理帮助其“摘帽”影响则不显著。然而部分未使用主动“戴帽”行为的ST公司,可能会实施应计盈余管理帮助其“摘帽”,该类公司如果选择实施应计盈余管理并显著帮助其“摘帽”,则会影响前文的结论。因此,本文将主动“戴帽”行为按照金永红等(2015)^[45]的做法进行定义,将样本分为主动“戴帽”和非主动“戴帽”两类,进一步分析ST公司选择应计盈余管理方式帮助其成功“摘帽”的影响。按是否有主动“戴帽”行为分样本分析ST公司应计盈余管理对其“摘帽”的影响如表6所示。

表6 分样本情况下ST公司应计盈余管理对其“摘帽”的影响

变量	模型(1) <i>bath</i> = 1	模型(2) <i>bath</i> = 0	模型(3) <i>bath</i> = 1	模型(4) <i>bath</i> = 0
<i>polcon</i>	0.319 (0.53)	1.195*** (3.56)	-0.125 (-0.18)	1.328** (2.44)
<i>dacc</i>	2.066 (1.09)	-2.163 (-1.05)	0.674 (0.19)	-2.602 (-0.96)
<i>dacc</i> × <i>polcon</i>			2.951 (1.63)	0.612** (2.26)
<i>lev</i>	-3.050*** (-2.73)	-1.587*** (-2.62)	-3.066*** (-2.79)	-1.682** (-2.37)
<i>size</i>	0.458* (1.93)	0.473*** (3.77)	0.391* (1.70)	0.585*** (3.78)
<i>roa</i>	3.761 (1.64)	-0.814 (-0.53)	4.245* (1.88)	-0.310 (-0.21)
<i>jgcg</i>	0.043 (1.59)	0.042*** (2.60)	0.049* (1.73)	0.047*** (2.60)
<i>big4</i>	0.755 (0.66)	-0.052 (-0.06)	0.910 (0.78)	0.679 (0.75)
<i>score</i>	0.187 (1.35)	0.001 (0.01)	0.171 (1.22)	-0.010 (-0.10)
<i>ddratio</i>	1.341 (0.32)	1.403 (0.52)	1.555 (0.37)	2.424 (0.75)
年份	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制
常数项	-11.540** (-1.98)	-10.952*** (-3.16)	-11.954* (-1.88)	-14.458*** (-3.42)
样本数	356	1034	354	953
<i>Pseudo R</i> ²	0.2710	0.3548	0.3157	0.3221
<i>LR chi2</i> (27)	52.98	209.32	64.26	131.82

注:括号内均为Z值;*、**和***分别表示在10%、5%和1%的显著性水平

资料来源:本文整理

表 6 的结果显示,从模型(1)、模型(2)主动“戴帽”和非主动“戴帽”的样本中,ST 公司采用应计盈余管理均没有显著提高成功“摘帽”的概率,进一步支持了前文假设 H_{1b} 。从模型(3)中主动“戴帽”样本中,政治关联与应计盈余管理的交乘项系数不显著,但模型(4)在非主动“戴帽”样本中,政治关联与应计盈余管理的交乘项系数显著为正,说明了非主动“戴帽”的 ST 公司政治关联相比非政治关联实施应计盈余管理帮助其“摘帽”的影响更强,仍然支持假设 H_2 。

2. 稳健性检验

(1)考虑盈余管理方向对结果的影响。上市公司处于财务困境时,考虑到可能存在采用调减盈余的问题,从而影响研究结论的稳健性。进一步检验了样本中盈余管理相关变量值大于 0 时的情况,即调增盈余的样本中盈余管理行为对 ST 公司“摘帽”产生的影响,最终发现与前文结果并无明显差异。

(2)更换解释变量度量指标。借鉴潘越等(2009)^[31]和高伟等(2011)^[46]对政治关联程度的度量,对政治关联变量指标重新计量,按照董事长和总经理在政府部门级别对其政治影响力进行赋分,没有任何从政经历为 0 分,具有行政部门工作经历副科级以下为 1 分,副科级为 2 分,正科级为 3 分,副处级为 4 分,正处级以上计为 5 分的做法。改变解释变量,利用政治关联程度对盈余管理方式与 ST 公司“摘帽”之间关系依然存在,结论亦成立。

(3)加入其他控制变量检验。本文对前文的检验中增加了更换会计政策的变量(*change*)和大股东资产注入(*tradingsize*)的两个变量。更换会计政策的变量(*change*)为 ST 公司在“戴帽”期间是否更换短期投资减值政策、存货减值政策和长期投资减值政策,记为 *change* = 1,反之记为 0;大股东资产注入(*tradingsize*)变量,根据孙超等(2014)^[47]的做法,以上市公司采用资产置换得到资产注入金额与上一年末上市公司总资产的比值进行衡量。加入以上两个控制变量后对前文重新进行回归检验,结果依然成立。

由于 Firth Penalized Logistic 回归可修正因变量分布偏差带来的似然估计无效的问题,最后本文还进一步使用 Firth Penalized Logistic 回归模型修正样本分布的偏差问题,其最终结果与前文结论保持一致。

六、结论与政策建议

本文关注的焦点是上市公司在 ST 制度环境下如何选择盈余管理方式的问题,通过分析 ST 公司盈余管理方式选择对其“摘帽”的影响,提出了三个竞争性假设。研究发现:ST 公司采用应计盈余管理对其成功“摘帽”的影响逐渐减弱,而采用真实活动盈余管理对成功“摘帽”的影响显著增强,支持了制度引导假设。进一步研究发现:政治关联在盈余管理方式选择与 ST 公司“摘帽”关系之间起到了调节作用,表现为政治关联的公司相比非政治关联公司利用盈余管理方式对“摘帽”的影响更为显著,表明在政治关联作用的影响下更加削弱了 ST 制度对盈余管理的监管效果。因此,说明了 ST 制度的完善程度是 ST 公司选择盈余管理方式的重要因素,目前我国的 ST 制度对盈余管理行为并未发挥完全有效的监管作用。

根据上述结论,拟对 ST 制度发展提出政策建议如下:(1)监管部门应加大对 ST 公司信息披露的监管力度。目前,ST 公司退市概率过低,退市新政中的相关政策效果还未显现,这是导致上市公司管理层实施真实活动盈余管理的重要诱因。建议强化 ST 公司非财务信息披露,提高外部公众监督功能,增加 ST 公司实施盈余管理的成本,抑制 ST 公司实施真实活动盈余管理行为,形成合理的投资者保障机制。另外,在公司被 ST 处理的过程中,监管部门应发挥引导和规范的作用,杜绝选择性执法,营造公平、成熟的市场环境,推动上市公司健康发展。(2)会计师在对 ST 公司的审计过程中,应坚持风险导向审计原则,深入了解和关注被审计单位会计政策的选择和运用,重点关注 ST 公

司为了实现盈利目标而选择激进的经营决策等现象,将 ST 公司因实施真实活动盈余管理视作为公司经营风险的一个标志,实施风险评估程序,为识别和评估重大错报风险提供基础。(3)中小投资者作为信息获取方面的弱者,没有能力辨识盈余管理行为。因此,应加强中小投资者教育,提高其对真实活动盈余管理的识别能力,避免盲目跟风,理性投资,也是促进我国资本市场成熟和完善的关键关节。(4)ST 公司应强化投资者关系管理。由于中小投资者在投资决策中更依赖信任及关系,加强对中小投资者关系的维护,主动向投资者公开披露公司真实信息,减少公司内部与投资者之间的信息不对称性,增加投资者对公司的信任程度,降低公司不确定性风险,对于困境时期的公司而言也至关重要。

本文研究中还存在一些不足之处,尚未对 ST 公司“摘帽”后,是否会因采用真实活动盈余管理对长期利益的损害,从而导致再次“戴帽”等问题展开讨论。此外,未就“退市新政”在盈余管理产生的影响方面做出更加深入的探讨。对于以上研究中存在的不足,留待后续的研究探索。

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]. 北京: 会计研究, 1999, (9): 25 - 35.
- [2] 蔡春, 朱荣, 和辉, 谢柳芳. 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]. 北京: 会计研究, 2012, (9): 31 - 39.
- [3] 于蔚. 规模扩张和效率损失: 政治关联对中国民营企业发展的影响研究[D]. 杭州: 浙江大学, 2013.
- [4] Faccio, M., R. W. Masulis, and J. J. McConnell. Political Connections and Corporate Bailouts[J]. Journal of Finance, 2006, 61, (6): 2597 - 2635.
- [5] 吴文锋, 吴冲锋, 刘晓薇. 中国民营上市公司高管的政府背景与公司价值[J]. 北京: 经济研究, 2008, (7): 130 - 141.
- [6] 于蔚, 汪淼军, 金祥荣. 政治关联和融资约束: 信息效应与资源效应[J]. 北京: 经济研究, 2012, (9): 125 - 139.
- [7] 田利辉, 叶瑶. 政治关联与企业绩效: 促进还是抑制? ——来自中国上市公司资本结构视角的分析[J]. 北京: 经济科学, 2013, (6): 89 - 100.
- [8] 杨星, 田高良, 司毅. 所有权性质、企业政治关联与定向增发——基于我国上市公司的实证分析[J]. 天津: 南开管理评论, 2016, (1): 134 - 141.
- [9] 余明桂, 回雅甫, 潘红波. 政治联系、寻租与地方政府财政补贴有效性[J]. 北京: 经济研究, 2010, (3): 65 - 77.
- [10] 任曙明, 张静. 补贴、寻租成本与加成率——基于中国装备制造企业的实证研究[J]. 北京: 管理世界, 2013, (10): 118 - 129.
- [11] 韩剑, 郑秋玲. 政府干预如何导致地区资源错配——基于行业内和行业间错配的分解[J]. 北京: 中国工业经济, 2014, (11): 69 - 81.
- [12] 戴亦一, 潘越, 冯舒. 中国企业的慈善捐赠是一种“政治献金”吗? ——来自市委书记更替的证据[J]. 北京: 经济研究, 2014, (2): 74 - 86.
- [13] Healy, P. M., and J. M. Wahlen. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting[J]. Social Science Electronic Publishing, 1999, 13, (4): 365 - 383.
- [14] Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting[J]. Journal of Accounting and Economics, 2005, 40, (1 - 3): 3 - 73.
- [15] 于忠泊, 田高良, 齐保奎. 媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J]. 北京: 管理世界, 2011, (9): 127 - 140.
- [16] 吴世农, 章之旺. 我国上市公司的财务困境成本及其影响因素分析[J]. 天津: 南开管理评论, 2005, (3): 101 - 105.
- [17] 张海燕, 陈晓. 投资者是理性的吗? ——基于 ST 公司交易特性和价值的分析[J]. 北京: 金融研究, 2008, (1): 119 - 131.
- [18] Ewert, R., and A. Wagenhofer. Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management[J]. The Accounting Review, 2005, 80, (4): 1101 - 1124.
- [19] Roychowdhury. S. Earnings Management Through Real Activities Manipulation[J]. Journal of Accounting & Economics, 2003, 42, (3): 335 - 370.
- [20] Zang, A. Y. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management[J].

Accounting Review,2012,87,(2):675-703.

[21]Cohen,D. A. ,and P. Zarowin. Accrual-based and Real Earnings Management Activities Around Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Accounting & Economics,2010,50,(1):2-19.

[22]陈克兢,李延喜,孙文章,杨莉. 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]. 北京:管理评论,2016,(5):122-136.

[23]于忠泊,田高良,张咏梅. 媒体关注、制度环境与盈余信息市场反应——对市场压力假设的再检验[J]. 北京:会计研究,2012,(9):40-51.

[24]Leuz,C. ,D. Nanda,and Wysocki. P. D. Earnings Management and Investor Protection:An International Comparison[J]. Journal of Financial Economics,2004,69,(3):505-527.

[25]孟焰,袁淳,吴溪. 非经常性损益、监管制度化与 ST 公司摘帽的市场反应[J]. 北京:管理世界,2008,(8):33-39.

[26]蒋大富,熊剑. 非经常性损益、会计准则变更与 ST 公司盈余管理[J]. 天津:南开管理评论,2012,(4):151-160.

[27]王福胜,吉姗姗,程富. 盈余管理对上市公司未来经营业绩的影响研究——基于应计盈余管理与真实盈余管理比较视角[J]. 天津:南开管理评论,2014,(2):95-106.

[28]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]. 北京:会计研究,2018,(6):32-38.

[29]Fisman,R. Estimating the Value of Political Connections[J]. American Economic Review,2001,91,(4):1095-1102.

[30]黄新建,王婷. 政治关联、经营业绩与贷款续新——基于中国上市公司的实证研究[J]. 北京:系统工程理论与实践,2011,(5):889-897.

[31]潘越,戴亦一,李财喜. 政治关联与财务困境公司的政府补助[J]. 天津:南开管理评论,2009,(5):6-17.

[32]杜巨澜,黄曼丽. ST 公司与中国资本市场的行政性治理[J]. 北京:北京大学学报(哲学社会科学版),2013,(1):142-151.

[33]李传宪. 政治关联、债务重组扭亏与公司投资效率[J]. 南京:审计与经济研究,2014,(2):76-84.

[34]杜勇,陈建英. 政治关联、慈善捐赠与政府补助——来自中国亏损上市公司的经验证据[J]. 上海:财经研究,2016,(5):4-14.

[35]许年行,江轩宇,伊志宏. 政治关联影响投资者法律保护的执法效率吗?[J]. 北京:经济学(季刊),2013,(1):373-406.

[36]Bushman,R. M. ,and J. D. Piotroski. Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting:The Influence of Legal and Political Institutions[J]. Journal of Accounting & Economics,2005,42,(1-2):107-148.

[37]刘永泽,张多蕾,唐大鹏. 市场化程度、政治关联与盈余管理——基于深圳中小板民营上市公司的实证研究[J]. 南京:审计与经济研究,2013,(2):49-58.

[38]Braam,G. ,M. Nandy,and U. Weitzel. Accrual-based and Real Earnings Management and Political Connections[J]. International Journal of Accounting,2015,50,(2):111-141.

[39]Dechow,P. M. ,R. G. Sloan,and A. P. Sweeney. Detecting Earnings Management[J]. The Accounting Review,1995,70,(2):193-225.

[40]Kothari,S. P. ,A. J. Leone,and Wasley. C. E. Performance Matched Discretionary Accrual Measures [J]. Journal of Accounting & Economics,2005,39,(1):163-197.

[41]杨星,吴璇,田高良. 定向增发与盈余管理——一个基于增发股锁定期差异的跨期分析[J]. 太原:山西财经大学学报,2016,(12):103-114.

[42]Cohen,D. A. ,A. Dey,and T. Z. Lys. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre-and Post-Sarbanes-Oxley Periods [J]. Accounting Review,2008,83,(3):757-787.

[43]李增福,黄华林,连玉君. 股票定向增发、盈余管理与公司的业绩滑坡——基于应计项目操控与真实活动操控方式下的研究[J]. 北京:数理统计与管理,2012,(5):941-950.

[44]罗党论,黄琼宇. 民营企业的政治关系与企业价值[J]. 哈尔滨:管理科学,2008,(6):21-28.

[45]金永红,韩立岩,陆星忠. ST 公司主动戴帽和市场操纵行为研究[J]. 哈尔滨:管理科学,2015,(4):97-107.

[46]高伟,李艳丽,赵大丽. 企业政治关联内涵及作用机制研究[J]. 成都:软科学,2011,(3):110-114.

[47]孙超,宿晓,新夫. 股权分置改革、资产注入与公司绩效——基于我国上市公司的经验证据[J]. 上海:会计与经济研究,2014,(2):65-80.

The Influence of Political Connections and the Choice of Earnings Management Methods on ST Companies' "Uncap"

WANG le^{1,2}, TIAN Gao-liang^{1,3}, HE Chang^{1,3}

(1. School of Management, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710049, China;

2. College of Ming De, Northwestern Polytechnic University, Xi'an, Shaanxi, 710124, China;

3. Center For Management Teaching Experiment, Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shaanxi, 710049, China)

Abstract: In recent years, more and more scholars are concerned about whether institutional environment will affect the choice of earnings management mode. When the company is at a loss, managers have a strong motivation to manipulate earnings in order to get the company out of distress. Thus, when the company is in the special treatment, companies how to choose earnings management mode in order to "uncap" as soon as possible. This article tries to revolve these problems, it is helpful for ST companies, auditors, regulators and other stakeholders to understand the capital market. getting further understanding of corporate governance behavior, improving ST system to provide the reference basis and empirical experience.

The sample of this article is the ST companies listed on A-share Stock Exchanges in China from 2004 to 2016. The paper intends to examine the relationship between the choice of earnings management and the successful "uncap" behavior of ST companies, as well as the influence of political connections on this relationship. By analyzing the characteristics of the special treatment system, we propose three competitive hypotheses: the effective supervision hypothesis, the institutional guidance hypothesis and the market pressure hypothesis. The article finds that the continuous improvement of ST system inhibits the implementation of accrual earnings management on the "uncap" of ST companies, but leads to the implementation of real activity earnings management on the "uncap" of ST companies, which supports the institutional guidance hypothesis. However, the effect is significantly different when the company is political connected. The political connections plays the moderating role in the relationship between the choice of earnings management and the "uncap" of ST companies, further reducing the effectiveness of ST system supervision. There is no difference in the choice of earnings management for intentionally initiative of ST companies; According to the property of ownership, the whole sample was divided into three sub-samples; central enterprises, local state-owned enterprises and private enterprises. The study finds that for ST companies with different property rights, the implementation of real activity earnings management have a significant impact on their success in "uncap". The moderating effect of political connections is more significant in private enterprises.

This paper provides a new perspective for the regulatory authorities to standardize earnings management and governance policies. Therefore, this paper suggests that ST listed companies take advantage of real activities management to taking off the "cap" as soon as possible in that the accrual-based earnings management might be restricted by ST regulatory environment. On the one hand, it is considered that the ST system has a certain constraint effect on listed companies. On the other hand, taking off the "cap" does not necessarily represent substantial profit growth of the company, these companies increase reporting earnings through real earnings management which will do harm to the long-term benefit. In addition, companies with political connections have higher level of accrual-based and real activity earnings management, which needs to raise concerns of auditors, regulators and individual investors. If monitor are strengthened, the environment of the capital market will be fair, the listed companies will have better development prospects.

Key Words: ST companies; uncap; accrual-based earnings management; real activity earnings management; political connections

JEL Classification: F02, G18, H11, M41

DOI: 10.19616/j.cnki.bmj.2019.04.002

(责任编辑:李先军)