

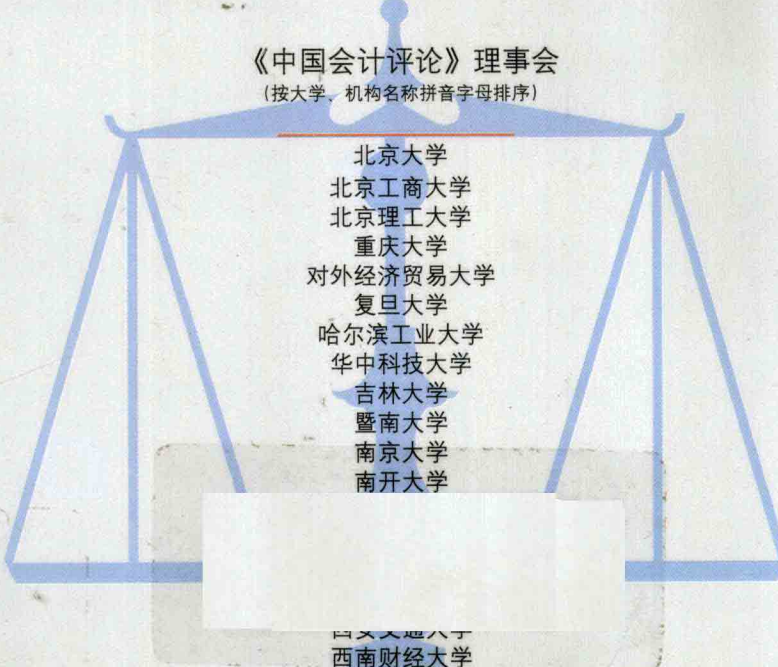
第8卷 第1期
(总第19期)
Vol. 8 No. 1

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

《中国会计评论》理事会

(按大学、机构名称拼音字母排序)



北京大学
北京工商大学
北京理工大学
重庆大学
对外经济贸易大学
复旦大学
哈尔滨工业大学
华中科技大学
吉林大学
暨南大学
南京大学
南开大学

西安交通大学
西南财经大学
西南交通大学
厦门大学
中国人民大学
中山大学
中央财经大学

《中国会计评论》编委会



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

2010 · 3

中国会计评论

CHINA ACCOUNTING REVIEW

名誉顾问

厉以宁/北京大学

梁允能/清华大学

葛家澍/厦门大学

主 编

王立彦/北京大学

副主编

陈 晓/清华大学

吕长江/复旦大学

刘 星/重庆大学

刘志远/南开大学

编 委(按编委姓名拼音排序)

陈 晓/清华大学

刘志远/南开大学

陈小悦/清华大学

吕长江/复旦大学

陈信元/上海财经大学

曲晓辉/厦门大学

刘 峰/中山大学

王立彦/北京大学

施 丹

地 址

北京大学光华管理学院一号楼 529 室

(邮编:100871 电话:010-62754412 传真:010-62767992)

北京市海淀区成府路 205 号 北京大学出版社 206 室

(邮编:100871 电话:010-62752926 传真:010-62556201)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国会计评论. 第 8 卷. 第 1 期/王立彦主编. —北京:北京大学出版社, 2010. 3
ISBN 978-7-301-17199-8

I. 中… II. 王… III. 会计-中国-丛刊 IV. F23-55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 088560 号

书 名: 中国会计评论 (第 8 卷第 1 期)

著 作 责 任 者: 王立彦 主编

责 任 编 辑: 朱启兵 施 丹

标 准 书 号: ISBN 978-7-301-17199-8/F · 2514

出 版 发 行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926
出版部 62754962

电 子 信 箱: em@pup.pku.edu.cn

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 8.75 印张 168 千字

2010 年 3 月第 1 版 2010 年 3 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

International Price: \$30.00

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话: 010-62752024 **电子信箱:** fd@pup.pku.edu.cn

中国会计评论

第 8 卷 第 1 期

(总第 19 期)

2010 年 3 月

目 录

沉痛悼念陈小悦博士 (1)

编委会启事 (2)

文 章

建立薪酬激励机制会导致高管操纵利润吗? 罗 玫 陈运森(3)

股权分置改革、经理薪酬与会计业绩敏感度 ... 雷光勇 李 帆 金 鑫(17)

地方上市公司数量、经济影响力与企业长期借款
——来自我国 A 股市场的经验数据 谭劲松 陈艳艳 谭 燕(31)

公开增发市场反应与市场环境
——基于投资者情绪的研究 童 盼 王旭芳(53)

中国上市公司会计应计的时间序列特征 李远鹏 牛建军(73)

非经常性损益信息市场反应的事件研究 孟 焰 王 伟(101)

会议综述

国际化进程中的中国实证会计研究
——第八届中国实证会计国际研讨会综述
..... 韩慧博 吴 革 汤谷良(111)

第九届中国实证会计国际研讨会征文通知 (127)

CHINA ACCOUNTING REVIEW

Vol. 8 No. 1

March, 2010

CONTENTS

Pay Our Last Respects for Dr. CHEN Xiaoyue	(1)
Board Announcement	(2)

Articles

Does Earnings Based Compensation Induce Earnings Management in China?	Mei Luo and Yunsen Chen (3)
Stock Split Reform, CEO Compensation and Accounting Performance Sensitivity	Guangyong Lei, Fan Li and Xin Jin (17)
The Number of Regional Listed Companies, Economical Effect and Corporate Long-term Loan	Jinsong Tan, Yanyan Chen and Yan Tan (31)
SEO Market Reaction and Market Circumstance; Research Based on Investor Sentiment	Pan Tong and Xufang Wang (53)
The Time-series Properties of Accruals of Chinese Listed Companies	Yuanpeng Li and Jianjun Niu(73)
Event Study on Market Reaction to Special Items	Yan Meng and Wei Wang(101)

Conference Summary

China Empirical Accounting Research in Internationalization Process; The Overview of 8th International Conference for Empirical Accounting Research	Huibo Han, Ge Wu and Guliang Tang(111)
---	--

Conference Call for Papers

9th International Conference for Empirical Accounting Research	(127)
--	-------

沉痛悼念陈小悦博士

《中国会计评论》理事会理事长、清华大学经济管理学院教授、国家会计学院(北京)前院长陈小悦博士,因病医治无效,于2010年3月19日23点16分因晚期癌症、呼吸循环衰竭,在广州医学院第二附属医院去世,享年63岁。

闻讯令人扼腕、惘然、呜呼哀哉!

小悦博士的一生,充满磨难、艰辛,他是“老三届”的典型代表。1966年高中毕业风华正茂之时,却逢“文革”十年动乱,插队下乡远赴陕北,农村知青和工厂务工生涯长达十四年之久。

1977年恢复高考,他已经年过而立,虽考试成绩优异,却因政审受阻,周折反复,幸得贵人襄助,才于大学开学数月之后迟迟抵达清华园。在大学期间,他先是致力于汽车工程专业获博士学位,继而转入经济管理专业,攻城金融会计难题。他教书育人良多,学术研究建树颇丰。

2001年起,小悦教授转战北京国家会计学院,先后担当副院长、院长,肩负重任,为中国的会计职业建设和人才培养事业呕心沥血,贡献卓越。

《中国会计评论》的创刊,从一开始就是小悦教授团结学术界同人,呼吁共商发起。他以卓越见识和深邃学识,被大家一致推举为理事长。七年来,《中国会计评论》和年度学术会议的健康成长,浸透着小悦教授的心血。

小悦兄,我们永远铭记你的音容!你永远活在我们心中!



2003-12-14 《中国会计评论》重庆学术年会期间,左五为陈小悦教授

编委会启事

致 谢

推动学术发展是所有会计学者和会计实务工作者的共同事业。《中国会计评论》这个学术平台是靠大家齐心协力建立的,发展强盛更要仰仗大家的热心呵护和鼎力支持。

按照惯例,《中国会计评论》编委会在每年第1期向过去一年中参与审稿和点评的学者表达诚挚致谢。以下名单按学者姓名拼音排序:

白云霞、陈冬华、陈宋生、崔学刚、杜美杰、方军雄、黄志忠、黄福广、姜付秀、
姜国华、雷光勇、李远鹏、刘军霞、陆宇建、罗 炜、牛建军、邵 军、童 盼、
王 斌、王克敏、伍利娜、徐浩萍、徐惠玲、杨 松、姚 颐、原红旗、岳 衡、
张晨宇、张继勋、张 然、周宝源、周晓苏

(本刊理事会、编委会成员都担当组织或审稿工作,姓名不再列出)

《中国会计评论》编辑部

2010年3月

《中国会计评论》2010年改进要点

《中国会计评论》有了专门办公室(北京大学光华管理学院一号楼529室),目前正在进行改进建设。2010年作为过渡年,期刊将逐步实现:

(1) 建设单独的通信系统和独立的《中国会计评论》网站,并将所有各期目录和摘要上传;

(2) 每年12月的年度学术会议以及期刊的投稿论文,将逐步实现网络投稿,并可以在网站上查询审稿、录用情况;

(3) 增进学术信息发布和交流;

(4) 年末发布年度总结,统计收稿审稿情况;

(5) 欢迎和接受学术界同人提出合理化建议。

建立薪酬激励机制会导致高管操纵利润吗?

罗 玫 陈运森*

摘 要 我国上市公司从2002年开始普遍建立经理人员的绩效评价标准和薪酬激励约束机制,并以公司会计盈余作为业绩指标之一,这一重要机制的实施对我国上市公司管理层的影响受到国内外资本市场的广泛关注。本文手工收集上市公司年报中披露的高级管理人员的绩效评价标准和薪酬激励机制信息,研究建立与会计盈余挂钩的高管薪酬激励制度是否会导致高管操纵会计利润。研究发现,建立以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励没有使公司高管更为显著地操纵盈余,而且这类公司对管理层有更为完善的监管和制约机制。研究结果说明完善的监管和制约机制能约束管理层的盈余管理行为,但也挑战了国内现行的薪酬机制对管理层的实际激励作用。本文不仅为国内薪酬激励研究首次提供了高管绩效评价标准和薪酬激励机制建立的准确信息,而且为国际上薪酬激励负面效应的研究提供我国的经验证据。

关键词 薪酬激励, 绩效评价, 盈余管理, 公司治理

一、引 言

上市公司高级管理人员的薪酬激励机制的设计一直是国际、国内学术研究、证券监管部门和实业界探讨的热点。2009年初,国泰君安被媒体披露在经济危机且公司业绩大幅下滑的情况下高管大幅提薪,激起了民众对“天价薪酬”的愤慨。而类似的情况在美国也有发生,在美国纳税人出钱拯救金融危机之时,华尔街的金融企业仍向员工发放近200亿美元的高额分红,为此美国总统奥巴马颁布了“限薪50万美元”的规定,¹ 限制那些得到政府资助的华尔街公司的高管年薪。英美国家早在20世纪初就已实行基于会计盈余业绩的高管薪酬激励制度,希望能激励管理层以提高公司业绩,并以增加所有者的利益为工作目标。但在21世纪初,美国安然、世通等显赫一时的公司接二连三地被暴露高

* 清华大学经济管理学院会计系。通信作者:罗玫, E-mail: luomei@sem.tsinghua.edu.cn。本文获得2009年第五届公司治理国际研讨会“优秀论文奖”。作者感谢清华大学会计系夏冬林教授的独到见解和对本文的建议,感谢本刊主编北京大学王立彦教授提出的宝贵意见和匿名审稿人的修改意见,但文责自负。

¹ 《奥巴马:华尔街高管限薪50万》, 搜狐财经: <http://business.sohu.com/20090205/n262071366.shtml>

管为获取最大薪酬、追求自身利益而操纵利润,使投资人和员工一夜之间损失几百亿美元的财富。这些会计丑闻的频发使西方学者和资本市场监管机构对基于会计盈余的高管薪酬机制产生质疑。

相对英美国家,符合现代公司治理的高管薪酬激励机制在我国建立得较晚。证券监督管理委员会要求我国上市公司从2002年开始执行《上市公司治理准则》,以求推动现代公司治理制度的建立和完善,促进我国证券市场健康发展。该准则要求上市公司建立经理人员的绩效评价标准和激励约束机制,经理人员的薪酬与公司绩效和个人业绩相联系,并且对经理人员的绩效评价应成为确定经理人员薪酬及其他激励方式的依据。²随着准则的实施,建立与业绩相联系的薪酬激励制度的上市公司逐年增加。迄今为止,大部分上市公司针对高级管理人员建立了形式不一的绩效评价标准和与业绩挂钩的薪酬激励制度,并普遍以公司会计盈余作为业绩指标之一。

我国普遍实施与盈余业绩挂钩的薪酬激励制度会使美国公司的会计丑闻在中国重演吗?本文手工收集上市公司年报中披露的薪酬制度和业绩指标信息,试图回答:建立与会计盈余业绩相连的高管薪酬激励制度会导致高管操纵盈余吗?不同于西方研究,国内现有的薪酬研究还没有收集上市公司薪酬激励机制数据,忽略了薪酬激励机制中的重要信息:并非所有公司的高管薪酬制度都与公司盈余业绩挂钩。因而国内现有的研究只能间接地检验我国基于盈余的高管薪酬激励是否会导致利润操纵。根据手工收集的年报披露信息,我们能准确区分以下两组上市公司:(1)建立了以会计盈余为业绩指标的薪酬激励机制的公司;(2)没有建立以会计盈余为业绩指标的薪酬激励机制的公司。第(2)组公司包括明确披露还没有建立薪酬激励机制的上市公司和建立了以非会计盈余为业绩指标的薪酬激励机制的公司。通过检验以上两组样本的盈余管理程度的差别,实证结果表明:相对于没有建立基于会计盈余的薪酬机制的公司,建立以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励不会助长管理层操纵盈余的行为;而且建立了基于会计盈余的高管薪酬激励的公司具备更为完善的监管和制约机制,从而能在一定程度上约束管理层的机会主义行为。本文是国内首篇手工收集薪酬激励机制和绩效评价指标信息文章,能填补国内薪酬激励研究在这一领域的空白,而且为这个在国际薪酬研究中有争议的问题提供中国的经验数据。本文的研究结果还有助于我国证券市场监管者准确掌握薪酬激励机制的实施效果,为加快薪酬激励机制在我国资本市场的制定和完善提供了证据支持。本文的其他内容安排如下:第二部分提出研究的问题和方法;第三部分描述样本;第四部分和第五部分进行实证检验;最后一部分总结全文并提出本文的政策意义。

² 《上市公司治理准则》第五章第三节,2002年1月7日,证监发【2002】1号。

二、问题的提出和研究方法

(一) 问题的提出

根据代理理论,由于企业所有权和经营权的分离,管理层与外部所有者之间的信息不对称,为了激励管理层努力工作,使管理层以增加所有者的利益为目标,现代公司需要各种契约来降低代理成本,避免所有权和经营权分离所导致的不良后果(Jensen 和 Meckling, 1976)。以会计利润为业绩衡量标准的薪酬激励机制是其中的一种契约,在世界各国公司高管中实行。大量研究证实,这样的薪酬激励机制使管理层的利益和所有者的利益趋同,增加股东价值,如 Lambert 和 Larcker (1987), Morck 等 (1988), 以及 Hanlon 等 (2003)。由于这样的薪酬激励基于短期的利润业绩,随之而来的负面效应是短视的管理层有可能为获取最大薪酬而操纵盈余。美国安然等显赫一时的公司接二连三地被暴露高管为获取最大薪酬、追求自身利益而操纵利润的会计丑闻证实了这种负面效应。对此负面效应的学术研究在早期以 Healy (1985) 最具有代表性,他收集了高管的奖金激励数据,发现高管为了获得最大奖金而操纵会计政策以达到期望的盈余。随后的研究也证实以会计盈余为基础的薪酬激励机制,无论是奖金激励还是股权激励,会导致高管操纵盈余 (Holthausen 等, 1995; Cheng 和 Warfield, 2005)。

然而不少西方学者提出疑议,认为高管盈余管理的动机并不来自基于会计盈余的薪酬激励,而是其他因素。Dechow, Sloan 和 Sweeney (1995) 收集了被美国证监会指控为操纵盈余的公司,发现基于会计盈利信息的高管奖金制度同样存在于被指控公司和正规公司中,从而得出基于会计盈余的高管奖金制度并不是操纵盈余的原因。Erickson, Hanlon 和 Maydew (2006) 发现高管的股权激励制度也不是公司进行利润欺诈行为的诱因。

国内的薪酬研究对这一问题也持有争论。王跃堂 (2000) 指出,决定上市公司会计选择行为的不是基于会计信息的高管激励契约,而是证券市场的监管政策、公司治理结构、公司经营水平和注册会计师的审计意见。刘斌等 (2003) 发现 CEO 进行利润操纵的动机并非增加其公开性薪酬。陈冬华等 (2005) 指出,管理层从公司账面上拿到的薪酬仅仅是整个管理层激励的一小部分,由于政策的限制,大部分上市公司高管的薪酬依然是现金,管理层持股和股票期权并不常见,而且在实践中政府对经理人收入水平一直实施严格的管制,主要的管制手段是将经理人收入与企业职工工资水平挂钩,所以管理层的福利体系更多的倾向于在取消费等隐性激励方式。与这些观点相反,李延喜等 (2007)、王克敏和王志超 (2007) 用高管公开的薪酬水平与公司盈余管理程度的相关性来证实高管具有基于薪酬而进行盈余管理的动机,并在此基础上研究大股东控制和董

事会监管对此盈余管理的制约作用。

由于数据来源的局限性,国内研究得出的不同结论可能是因为他们忽略了薪酬激励机制中的重要信息:并非所有公司的高管薪酬制度都与公司盈利业绩挂钩。当前的研究没有区分出未建立薪酬激励机制或不以会计盈余为薪酬基础的公司。如果基于会计盈余的薪酬机制会促使短视的管理层操纵利润,那么相对于建立了以会计盈余为业绩指标的薪酬激励机制的公司,没有建立基于会计盈余的薪酬激励的公司高管进行盈余管理的动机较弱,为增加自己的公开薪酬水平而进行盈余管理的概率就比较低。然而,从本文第三部分的表1可以看出,在没有建立基于会计盈余的薪酬激励的公司中,95%的公司根本没有实施或建立薪酬激励机制,³不符合《上市公司治理准则》的要求。这些公司的治理机制相对于建立了以会计盈余为业绩指标的高管薪酬机制的公司可能更差,而公司治理差的公司会更有机会操纵盈余(Dechow, Sloan 和 Sweeney, 1995)。

因而,我们不能预测建立与会计盈余挂钩的薪酬激励制度会增加还是减少高管的盈余管理行为,唯有详细的高管薪酬机制和业绩指标信息才能判断一个公司的高管是否有基于薪酬机制而操纵盈余的动机,才能进而确凿地检验出建立基于会计盈利的薪酬机制是否使高管更显著地操纵盈余。《上市公司治理准则》的颁布使许多上市公司逐年建立与公司绩效和个人业绩相连的高管薪酬机制,尤其是以会计盈余为业绩衡量指标的薪酬机制,这个制度背景为本文提供了研究的契机,使我们能收集到我国上市公司的薪酬激励机制和相关的业绩指标信息,并且使样本包含因薪酬激励而产生盈余管理动机的公司和不具有该动机的公司。

(二) 研究设计

本文从如下两个层次来进行实证检验:第一,对以下两组公司的盈余管理程度进行单变量分析,比较两组公司盈余管理程度的区别,即建立了基于会计盈余的高管薪酬激励机制的公司和未建立基于会计盈余的高管薪酬激励机制的公司;第二,在控制了其他影响盈余管理程度的因素之后,用多元回归模型检验建立以会计盈余为业绩指标的高管薪酬激励对盈余管理的影响。

1. 盈余管理的衡量

Kothari 等(2005)指出,应计利润与公司的业绩相关,Jones 模型估计的可操控性应计利润没有控制业绩因素,不能正确反映被研究事件所引发的盈余管理。因此,为了控制业绩对可操控性应计利润的影响,我们采用匹配业绩的可操控性应计利润来衡量盈余管理。为了和国内现有的薪酬研究有可比性,并检验结果的稳定性,我们也采用修正的 Jones 模型所估计的可操控性应计利润和

³ 例如,汇通集团(股票代码 000415)在 2006 年年报中披露“报告期内公司积极着手研究制定高级管理人员的考评及激励办法与标准,尚未实施。”

线下项目来衡量盈余管理。

首先我们用修正的 Jones 模型估计可操控性应计利润: $DA_{i,t}$ 。

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0(1/A_{i,t-1}) + \alpha_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中, $TA_{i,t} = NI_{i,t} + FE_{i,t} - CFO_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的总应计利润; $NI_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的净利润; $FE_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的财务费用; $CFO_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的经营活动现金流; $A_{i,t-1}$ 为公司 i 在 $t-1$ 年的年末总资产; $\Delta REV_{i,t}$ 为公司 i 第 t 年和第 $t-1$ 年的主营业务收入的差额; $\Delta REC_{i,t}$ 为公司 i 第 t 年和第 $t-1$ 年的应收账款差额; $PPE_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的年末固定资产原值。

参照中国证监会行业分类指南,我们把国内上市公司分为 20 个行业,对模型(1)进行分行业、分年度回归,并要求每个行业一年度回归至少有 8 个观察值,回归所得的残差 $\hat{\epsilon}_{i,t}$ 即为公司 i 在 t 年的可操纵性应计利润: $DA_{i,t}$ 。我们用可操控性应计利润的绝对值($|DA_{i,t}|$)来衡量公司 i 在 t 年的盈余管理程度。

参照盈余管理的文献研究,如 Frank, Lynch 和 Rego (2008)、Daniel, Denis 和 Naveen (2008),我们按如下方法计算匹配业绩的可操控性应计利润:对每个样本,将同年同行业的公司按照 ROA(净利润/平均总资产)的大小分为 5 组,每组不少于 4 个公司,取该样本所属组公司的可操纵性应计利润(DA)的中位数,此样本的 $DA_{i,t}$ 与此中位数的差额即为匹配业绩的可操控性应计利润(PMDA _{i,t})。若同年同行业的公司不足 20 个观察值,用该样本的 $DA_{i,t}$ 减去其 ROA 最相近公司的 DA 的差额即为该样本的匹配业绩的可操控性应计利润(PMDA _{i,t})。我们用匹配业绩的可操控性应计利润的绝对值($|PMDA_{i,t}|$)来衡量公司 i 在 t 年的盈余管理程度。

由于我国的证券市场不成熟,而且制度背景较西方国家特殊,不少公司通过更直接的线下项目来进行盈余管理,如投资收益、营业外收支和补贴收入(王克敏和王志超,2008),因此,我们也采用线下项目来衡量盈余管理。不同于以往的研究,我们用超额的线下项目,而不是线下项目的原值,来衡量盈余管理,具体计算如下:

$$\text{线下项目}_{i,t} = \text{线下项目合计}_{i,t}/A_{i,t-1}, \quad (2)$$

其中,线下项目合计 _{i,t} 是公司 i 在 t 年的投资收益、营业外收支、补贴收入的总数减去营业外支出的差额。对每个样本,我们用该样本的线下项目 _{i,t} 减去其同年同行业公司的线下项目中位数,差额即为该样本的超额线下项目 _{i,t} 。我们用超额线下项目的绝对值($|\text{超额线下项目}_{i,t}|$)来衡量公司 i 在 t 年的盈余管理程度。

2. 多元回归模型

为了控制对公司盈余管理程度产生影响的其他因素,我们用多元回归模型来检验建立基于会计盈余的高管薪酬激励对盈余管理程度的影响。由于高管薪酬激励可能导致向上调高利润或向下调低利润的盈余管理,我们用可操控性

应计利润 DA 匹配业绩的可操控性应计利润 PMDA 和超额线下项目,而不是它们的绝对值,作为被解释变量来检验盈余管理的主导方向。参照当前的盈余管理研究(如 Becker 等,1998;Cheng 和 Warfield, 2005),我们控制了一些常见的变量——经营活动现金流(CFO),公司规模(SIZE)和杠杆水平(LEV)。同时,依据李延喜等(2007),我们也控制了高管报酬(TOP3),董事会规模(BOARD),两职合一(DUA)和独立董事比例(OUT)。孙亮和刘春(2008)发现民营上市公司的盈余管理程度显著高于国有上市公司,我们按第一大股东的最后控股股东类别将上市公司分为国有上市公司(SOE=1)和非国有上市公司(SOE=0),并把虚拟变量 SOE 也作为控制变量。

检验模型如下所示:

$$\begin{aligned} \text{盈余管理变量} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DUMMY}_{i,t} + \beta_1 \text{CFO}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{SOE}_{i,t} + \beta_5 \text{TOP3}_{i,t} + \beta_6 \text{BOARD}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{DUA}_{i,t} + \beta_8 \text{OUT}_{i,t} + \epsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (3)$$

其中,盈余管理变量分别为 $\text{DA}_{i,t}$, $\text{PMDA}_{i,t}$ 和超额线下项目 $_{i,t}$; $\text{DA}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的可操控性应计利润; $\text{PMDA}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的匹配业绩的可操控性应计利润; $\text{DUMMY}_{i,t}$ 为虚拟变量,若公司 i 在 t 年建立了基于会计盈余的薪酬激励机制则为 1,否则为 0; $\text{CFO}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年的经营活动现金流/ $t-1$ 年的年末总资产; $\text{SIZE}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年末的公司总资产的自然对数; $\text{LEV}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年末的资产负债率,负债总额/总资产; $\text{SOE}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年第一大股东类别为国有控股则为 1,否则为 0; $\text{TOP3}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年年薪最高的前三名高管人员的薪酬总额的自然对数; $\text{BOARD}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年末公司董事会人数的自然对数; $\text{DUA}_{i,t}$ 为虚拟变量,若公司 i 在 t 年末董事长与总经理两职合一则为 1,否则为 0; $\text{OUT}_{i,t}$ 为公司 i 在 t 年末公司独立董事占董事会总人数的比例。

我们在模型(3)的估计中加入年度虚拟变量来控制不同年份的影响。公式中系数估计值 α_1 衡量了基于会计盈余的高管薪酬激励的实施对高管操纵利润的影响,如果高管更为显著地调高或调低利润,那么 $\alpha_1 \neq 0$ 。

三、样 本

(一) 样本收集

我们从在深圳和上海交易所上市的所有公司 2004—2006 年度的财务报表中手工搜集高级管理人员的薪酬机制数据,共获得 3 977 个有薪酬机制信息的公司一年度财务报表。从中剔除 30 家金融保险行业的上市公司,剔除了由于财务数据缺失而不能计算出盈余管理指标的公司样本,最终得到的样本是 3 576 个公司一年度。我们从年度财务报告中“董事、监事、高级管理人员和员工情况”栏目下的“董事、监事、高级管理人员的报酬情况”和“公司治理结构”栏

目下的“高级管理人员的考核及激励情况”中详细读取高级管理人员的绩效评价标准和薪酬激励约束机制信息。本研究的其他财务和公司治理数据来源于色诺芬(CCER)数据库和国泰安(CSMAR)数据库。

根据上市公司年报中披露的信息,我们把上市公司分为三类:(1)建立了以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励机制;(2)没有建立以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励机制;(3)建立了与绩效相连的薪酬激励机制但没有披露绩效评价指标,或没有披露是否建立与绩效相连的薪酬激励机制。第(2)类公司包括明确披露还没有建立薪酬激励机制的上市公司和建立了以非会计盈余为业绩指标的薪酬激励机制的上市公司。若公司高管的绩效评价指标包括以下任何一项,则把该公司归为建立了以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励机制的公司——利润、净资产增值率、EVA、盈利,以及与盈余类似的非会计项目词汇,如经营业绩、效益和经济效益等。我们在以后盈余管理程度的分析中去除了披露不透明的第三类公司。表1列示了样本的构成。

表1 样本构成数目

	2004	2005	2006	总计
建立了基于盈余的薪酬机制的公司	327	403	386	1 116
没有建立基于盈余的薪酬机制的公司				
没有建立薪酬激励机制	200	197	200	
以非会计盈余为业绩指标	12	15	10	
小计	212	212	210	634
无详细披露的公司				
没有披露绩效评价指标	532	490	568	
没有披露是否建立薪酬激励机制	52	112	72	
小计	584	602	640	1 826
总计	1 123	1 217	1 236	3 576

从表1可以看出,在年报中详细披露薪酬激励机制的实施情况及业绩评价指标信息的公司有1750家,占总样本的一半。在有详细披露的样本中,建立了与会计盈余业绩相连的薪酬机制的公司(1116家)大约是没有建立基于会计的薪酬机制公司(634家)的两倍。在没有建立基于盈余的薪酬机制的公司中,大多数公司(约95%)没有建立薪酬激励机制,而以非会计盈余为业绩指标的公司每年只有十几家。详细披露已建立与会计盈余业绩相连的薪酬机制的公司从2004年的327家上升到2006年的386家,而没有依照《上市公司治理准则》建立经理人员的绩效考评和薪酬制度的公司比例有所下降,从2004年的18%(200/1123)降为2006年的16%(200/1236)。表1显示,虽然《上市公司治理准则》自2002年开始实施,仍然有相当一部分公司没有建立符合现代公司治理的高管薪酬激励机制。

(二) 样本描述性统计

表2列示了对这三类上市公司有关变量的描述性统计结果。

表2 样本变量描述性比较

变量	基于盈余的 薪酬机制 (1组, n=1116)		无基于盈余的 薪酬机制 (2组, n=634)		无披露 (3组, n=1826)		1,2组样本差异 (1-2)	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
SIZE _{<i>t</i>}	21.33	21.27	20.98	20.87	21.31	21.24	0.35***	0.40***
NI _{<i>t</i>} /A _{<i>t-1</i>}	0.025	0.027	-0.001	0.015	0.020	0.023	0.03***	0.04***
CFO _{<i>t</i>} /A _{<i>t-1</i>}	0.068	0.064	0.060	0.047	0.059	0.054	0.01***	0.02***
LEV _{<i>t</i>} [#]	0.536	0.520	0.717	0.535	0.541	0.531	-0.18***	-0.02***
TA _{<i>t</i>} /A _{<i>t-1</i>}	-0.030	-0.025	-0.043	-0.029	-0.026	-0.023	0.01*	0.00

注:双尾检验,***表示在1%水平下显著,**表示在5%的水平下显著,*表示在10%的水平下显著。统计量检验均值差异基于 t 检验,检验中位数差异基于Wilcoxon两组样本对比检验。

[#] 由于部分样本LEV数据缺失,观察数少于3576。

我们对第一组公司(建立了以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励机制)和第二组公司(没有建立以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励机制)进行比较。表2最右栏显示,建立了与会计盈余业绩相连的薪酬激励机制的公司规模更大,经营业绩更好(盈利和现金流更高),负债率更低,各项指标显示这类公司经营情况更加好。这两组公司的总应计利润没有明显区别。

四、实证结果

我们重点分析建立了以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励机制的上市公司和没有建立基于会计盈余的薪酬激励机制的上市公司这两组样本,来检验建立基于盈余的高管薪酬激励机制对利润操纵的影响。

(一) 盈余管理程度的比较

我们采用本文第二部分介绍的匹配业绩的可操控性应计利润的绝对值、可操控性应计利润的绝对值和超额线下项目的绝对值三种方法衡量盈余管理程度,对这两组公司的盈余管理程度进行比较,结果如表3所示。

表3 盈余管理程度的比较

变量	基于盈余的薪酬机制 (1组)			无基于盈余的薪酬机制 (2组)			两组样本差异 (1-2)	
	N [#]	均值	中位数	N [#]	均值	中位数	均值	中位数
PMDA	1064	0.057 (0.00)	0.036 (0.00)	601	0.067 (0.00)	0.042 (0.00)	-0.009 (0.04)	-0.006 (0.06)
DA	1064	0.063 (0.00)	0.043 (0.00)	601	0.072 (0.00)	0.046 (0.00)	-0.009 (0.05)	-0.003 (0.10)
超额线下项目	1116	0.016 (0.00)	0.005 (0.00)	634	0.030 (0.00)	0.006 (0.00)	-0.014 (0.01)	-0.001 (0.07)

注:双尾检验,黑体表示在10%或以下的水平下显著。括号里的 p 值基于检验均值的 t 检验、检验中位数的Signed Rank Test、检验均值差异的 t 检验和检验中位数差异的Wilcoxon两组样本对比检验。

[#] 对变量|PMDA|和|DA|,我们去除了不能准确估计可操控性应计利润(DA)的样本,即分行业-年度估计修正的Jones模型(1)时Adj-R²为负值的样本。

表3最右栏显示,建立了基于盈余的薪酬激励的上市公司盈余管理程度更低。与没有建立基于盈余的薪酬激励的上市公司相比,盈余管理程度平均相差为年初总资产的0.9%至1.4%,中位数相差为年初总资产的0.1%至0.6%,而且 p 值显示这些差异非常显著。无论是采用哪种方法衡量盈余管理,结果都非常一致,说明建立与会计盈余业绩相连的薪酬激励机制并没有使上市公司采取更多向上调高利润或向下调低利润的会计手段。

(二) 多元回归结果

对两组公司进行单变量分析还不能控制其他影响盈余管理的因素,因此,需要进一步用回归分析检验建立以会计盈余为业绩指标的薪酬激励机制对高管机会主义行为的影响。我们分别采用匹配业绩的可操控性应计利润、可操控性应计利润和超额线下项目作为因变量,用加入控制变量的模型(3)展开检验,结果列示于表4。

表4 建立基于会计盈余的高管薪酬激励对盈余管理的影响

模型(3)	因变量		
	PMDA	DA	超额线下项目
Dummy	-0.003 (-0.53)	0.003 (0.59)	-0.002 (-0.41)
CFO	-0.329*** (-20.14)	-0.318*** (-18.35)	0.323*** (24.90)
SIZE	0.001 (0.25)	0.001 (0.30)	-0.005** (-2.26)
LEV	-0.029*** (-9.67)	-0.037*** (-11.64)	-0.019*** (-8.49)
SOE	0.007 (1.33)	0.006 (1.01)	0.002 (0.60)
TOP3	0.002 (0.70)	0.007** (2.34)	0.002 (1.07)
BOARD	-0.003 (-0.28)	0.003 (0.24)	-0.007 (-0.82)
DUA	-0.013 (-1.41)	-0.014 (-1.44)	-0.013* (-1.79)
OUT	-0.036 (-0.93)	-0.011 (-0.26)	-0.005 (-0.18)
Adj- R^2	24%	23%	30%
观察值数 ^a	1579	1579	1663

注:双尾 t 检验,括号里为 t 统计量,***表示在1%水平下显著,**表示在5%的水平下显著,*表示在10%的水平下显著。表内省略了年度虚拟变量的参数估计值。

^a 对因变量PMDA和DA,我们去除了不能正确估计可操控性应计利润(DA)的样本,即分行业一年度估计修正的Jones模型(1)时Adj- R^2 为负值的样本。

从三个回归方程的结果可以看出,Dummy变量的系数估计值 α_1 基本上为负值,而且 t 统计量显示这些系数估计值均不显著,说明建立以会计盈余为绩效

评价指标的高管薪酬激励不会影响高管操纵盈余的程度,支持表3的单变量分析结果。经营活动现金流和资产负债率的系数估计值显著为负,与Becker等(1998)的结果一致,证明经营活动现金流和可操控性应计利润负相关(Dechow等,1995),而且高负债率会导致重新签订合同,因而使管理层有向下调低利润的动机(DeAngelo等,1994)。我国独有的线下项目操纵与经营活动现金流呈显著正相关关系。当因变量为DA时,高管薪酬总额与盈余管理程度显著正相关,与李延喜等(2007)的数据结果一致。另外,董事会规模(BOARD)、董事长和总经理两职合一(DUA)和独立董事在董事会中所占比例(OUT)的回归系数大多数不显著,表明我国上市公司的董事会机制对于盈余管理行为的监管作用并不显著,与李延喜等(2007)的结论一致。

(三) 稳定性检验

为了检验建立基于会计盈余的薪酬激励机制是否使高管更可能采用向上调高利润的会计政策,还是更可能采用向下调低利润的会计政策,我们重复表3,用匹配业绩的可操控性应计利润、可操控性应计利润和超额线下项目的原值,而不是它们的绝对值,来衡量盈余管理程度。数据表明在用Wilcoxon两组样本对比检验中位数时,建立了基于盈余的薪酬激励的公司超额线下项目更高,除此之外,均值检验和其他盈余管理方法的中位数检验均显示,两组公司的盈余管理程度没有显著区别。因而我们得出建立以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励的公司并没有更高或更低地操控利润。

为了证实表4中所列结果的稳定性,我们考虑匹配业绩的可操控性应计利润的绝对值(|PMDA|)、可操控性应计利润的绝对值(|DA|)和超额线下项目的绝对值,分别作为模型(3)的因变量,来检验基于会计盈余的薪酬机制对高管盈余管理程度的影响。数据显示当|PMDA|和|DA|作为因变量时,Dummy变量的系数估计值 α_1 都不显著异于零,当超额线下项目的绝对值作为因变量时,系数估计值 α_1 在10%水平下显著小于零,表明建立了基于盈余的高管薪酬机制使公司的盈余管理程度反而更低,与表3的单变量分析结果一致。因而,无论用哪种衡量方法,我们都能得出一致结论:相对于没有建立基于会计盈余的薪酬机制的公司,建立以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励不会使高管更为显著地操纵盈余。

五、进一步分析

第四部分两个层次的实证结果表明建立以会计盈余为绩效评价标准的薪酬激励对管理层机会主义行为没有产生负面影响。我们进一步研究产生这一现象的原因,分析制定高管薪酬激励这一举措本身是否意味着公司治理机制趋于完善,从而能在一定程度上有效制约管理层的机会主义行为。

从表1可以看出,在没有建立基于会计盈余的高管薪酬激励的上市公司