

江西财经大学会计学术文库

高管薪酬与业绩预告 精确度研究

EXECUTIVE COMPENSATION AND MANAGEMENT
FORECAST PRECISION

熊凌云 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

江西财经大学会计学术文库

高管薪酬与业绩预告 精确度研究

EXECUTIVE COMPENSATION AND MANAGEMENT
FORECAST PRECISION

熊凌云 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

高管薪酬与业绩预告精确度研究/熊凌云著. —北京:
经济科学出版社, 2017. 12
(江西财经大学会计学术文库)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 8953 - 7

I. ①高… II. ①熊… III. ①上市公司 - 管理人员 -
劳动报酬 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 006284 号

责任编辑: 庞丽佳

责任校对: 徐领柱

责任印制: 邱 天

高管薪酬与业绩预告精确度研究

熊凌云 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710 × 1000 16 开 19.75 印张 360000 字

2017 年 12 月第 1 版 2017 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 8953 - 7 定价: 75.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010 - 88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

前 言

高管薪酬和业绩预告精确度一直是国内外学术研究的两个热点问题。

在我国，管理层盈利预测是以业绩预告的形式做出的。早在 1993 年，国务院在《股票发行与交易管理暂行条例》中，就要求上市公司应及时向交易所与证监会提交可能会对上市公司股票价格产生重大影响的信息。但是 1998 年以前，我国很少有上市公司在盈利公告之前对盈利变动情况进行预测或警示，以致我国上市公司在财务报告公告前后，往往伴随着股市的大幅震荡，影响我国资本市场的稳定；同时，较差的信息环境也为内部交易滋生提供了空间，严重危害我国中小投资者的利益。为了提前释放上市公司业绩变动风险，保护中小投资者的利益，证监会从 1998 年起要求上市公司对未来期间可能出现的亏损进行预告，从而拉开了业绩预告制度的序幕。在此后的几年内，业绩预告制度得到不断地修改与完善，形成了以预计业绩亏损、扭亏为盈，业绩大幅上升或下降（与上年同期相比达到或超过 50%）时进行强制预告，其他情况下由上市公司自行选择是否进行预告的制度要求。

业绩预告作为重要盈余预测信息来源，是非常关键的信息披露机制，是具有前瞻性的上市公司未来业绩的提前预报，它集中反映了管理层对企业经营成果、现金流情况、财务状况的未来预估，可以有效帮助投资者提前了解与评估公司的财务信息状况，在对外传递公司核心信息时起到了重要的作用，由此国内外学者便对公司对外披露的业绩预告信息及其披露行为开展了大量

有益地探索。

中国高管的薪酬问题不仅是某家公司的内部治理问题，而是关乎社会公平、贫富差距、社会和谐等与民生息息相关的社会热点问题，因此不仅广大投资者关注高管的薪酬，监管部门也高度关注。

在现代企业制度中，高管薪酬激励是解决代理问题较为普遍的机制，研究发现，激励有效的薪酬契约有助于缓解高管为获取私人收益而损害股东财富所引发的代理问题（Jensen and Meckling, 1976；辛清泉等，2009）。然而，对于中国公司的高管薪酬激励是否发挥了治理效应，研究者目前尚未达成一致。吴育辉和吴世农（2010）研究发现，我国上市公司的高管在其薪酬制定中存在明显的自利行为，高管薪酬并未有效降低企业的代理成本，反而提高了公司的代理成本。权小锋等（2010）发现激励薪酬具有正面的价值效应，而操纵性薪酬具有负面的价值效应。

理论上，激励有效的薪酬契约应该有助于缓解高管为获取私人收益而损害股东财富所引发的代理问题，但由于中国公司的代理问题仍然较为严重，又由于高管薪酬契约通常是与企业会计业绩相挂钩，而会计业绩是在特定准则约束下遵循一定程序得出的结果，其容易受到高管机会主义操纵，盈余管理行为会显著影响用于生成业绩预告信息的内部财务报告质量，最终降低了以内部财务报告为预测基础的业绩预告精确度。本书以高管薪酬操纵动机为切入点，探讨了上市公司高管薪酬对业绩预告精确度的影响路径以及作用机理，并进一步考察了这种影响是否会受到所有权性质和机构投资者的调节影响。

本书共分为九章。第一章为绪论，主要提出了研究问题，论述了研究思路、内容、主要概念的界定以及创新点。第二章和第三章为文献综述，分别从高管薪酬和业绩预告精确度两个方面对国内外相关文献进行了梳理。第四章和第五章从委托代理理论、契约理论和信息披露理论论述了本书的理论基础，并陈述了高管薪酬和业绩预告相关的制度背景。第六章基于上市公司高

管薪酬动机的视角,分析了高管为获取预期或超额薪酬而具有薪酬操纵动机,其主要通过操纵企业财务报告中的会计盈余来实现,导致损害了用于生成业绩预告信息的内部财务报告的质量,最终降低了业绩预告的精确度,并进一步检验了高管进行向上盈余管理与向下盈余管理这两种不同的薪酬操纵方式对业绩预告精确度的影响。第七章和第八章分别从所有权性质和机构投资者的视角研究了高管薪酬对业绩预告精确度的调节影响。第九章为本书的研究结论,并对研究局限和未来研究方向进行了论述。

通过理论分析和实证检验,并在控制内生性、样本选择等多方面的稳健性检验基础上,本书研究的主要结论如下:

第一,高管薪酬与业绩预告精确度成负相关关系。由于受到薪酬契约中设定好的会计业绩指标的捆绑与约束,为了获得薪酬绝对数额上的高薪或相对数额上的超额薪酬,管理层往往对企业的会计盈余指标具有强烈的操纵动机,这会显著影响用于生成业绩预告信息的内部财务报告的质量,即此时的内部财务报告中关键的财务指标被高管进行了机会主义操纵,其质量受到了严重的影响,导致降低了以内部财务报告为预测基础的业绩预告精确度。此外,相比向下盈余管理的企业,向上盈余管理的企业高管薪酬对业绩预告精确度的负向影响会变得更大。这表明高管为了保障获得预期满意的薪酬,同时需要达到薪酬契约的考核值,进行向上盈余管理的动机要明显强于向下盈余管理的动机。

第二,相比国有企业而言,非国有企业高管薪酬对业绩预告精确度的负向影响更大。这一结果表明非国有企业的高管相比国有企业的高管,为了获得高额或超额的薪酬,对企业会计业绩指标操纵的动机更大,从而影响了非国有企业中用于生成业绩预告信息的内部财务报告的质量,最终降低了非国有企业对外披露的业绩预告的精确度。此外,研究还发现限薪令对国有企业高管的薪酬管制有较大的影响,限薪令的颁布对国有企业高管的最高薪酬进

行了管制,降低了国有企业高管通过操纵会计盈余指标来获取高额薪酬或超额薪酬的动机,从而降低了国有企业高管薪酬对业绩预告精确度的负向影响;但限薪令对非国有企业高管的薪酬管制几乎没有影响,并没有降低非国有企业高管薪酬随着时间的推移而对业绩预告精确度增大的负向影响。

第三,相比低机构持股比例的公司而言,高机构持股比例的公司高管薪酬对业绩预告精确度的负向影响更小。这一结果表明虽然机构投资者作为企业外部的财务投资者,不参与企业的日常生产经营,但机构投资者会通过他们的股权和资本市场的力量,积极参与和规范公司的治理,在实施对公司的监督效应时发挥积极的作用,可以对高管提出的不合理的薪酬提案施加压力,从而有力地抑制了高管攫取高额薪酬和对会计盈余进行操控的动机,同时进一步提升了高管薪酬业绩敏感性。此外,机构投资者还促进了公司自愿披露更多信息,提高了盈余信息披露的透明性和及时性,进一步完善了公司治理的结构。

本书对现有研究的贡献主要体现在以下三点:第一,本书通过研究高管薪酬与业绩预告精确度之间的关系来检验高管薪酬是否在业绩预告信息披露过程中发挥了作用,检验的重点是上市公司对外披露业绩预告信息的形式和性质,而业绩预告信息的披露形式属于企业自愿披露选择的范畴,为企业自愿披露行为、薪酬激励与信息披露行为方面的研究做出了增量贡献。第二,基于中国特殊的制度背景,高管的薪酬操纵动机在影响内部财务报告质量的同时,是否对业绩预告精确度产生预期作用,目前尚未有中国经验证据。本书的研究填补了当前研究的空白。第三,通过检验高管薪酬对业绩预告精确度的负向影响,侧面证明了当前我国高管薪酬契约是不完备的,为制定有效的高管薪酬契约提供了思路。

受研究能力所限,本书尚属于较为初级的研究成果,仍存在很多缺点与不足之处,希望能在以后进一步的研究中改进、完善。

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题提出与研究意义	2
第二节 研究思路、方法与创新点	8
第二章 企业高管薪酬研究述评	16
第一节 国外文献述评	16
第二节 国内文献述评	27
第三章 公司业绩预告精确度研究述评	37
第一节 国外文献述评	37
第二节 国内文献述评	54
第四章 高管薪酬与业绩预告精确度：概念界定与理论基础	64
第一节 高管薪酬相关概念的界定	64
第二节 业绩预告相关概念辨析	66
第三节 高管薪酬与业绩预告的理论基础	72

第五章 高管薪酬与业绩预告精确度：制度背景	85
第一节 中国高管薪酬激励制度演变	85
第二节 中国公司业绩预告制度变迁	99
第三节 美国高管薪酬激励制度演变	110
第四节 美国公司业绩预告制度变迁	120
第六章 高管薪酬与业绩预告精确度关系的基本分析	125
第一节 理论分析与研究假设	125
第二节 研究设计	130
第三节 实证模型检验与结果分析	138
第四节 本章小结	189
第七章 高管薪酬、企业所有权性质与业绩预告精确度	191
第一节 企业所有权性质调节作用的机理分析与研究假设	191
第二节 研究设计	199
第三节 实证模型检验与结果分析	200
第四节 本章小结	219
第八章 高管薪酬、机构投资者与业绩预告精确度	220
第一节 机构投资者调节作用的机理分析与研究假设	220
第二节 研究设计	228
第三节 实证模型检验与结果分析	229
第四节 本章小结	239

第九章 研究结论、政策建议与未来研究展望	241
第一节 研究结论与政策建议	241
第二节 研究局限与未来展望	248
附录一	252
附录二	265
参考文献	275

第一章

绪 论

业绩预告作为盈余预测的重要信息来源，是非常关键的信息披露机制，是对上市公司未来业绩的前瞻性预报，它集中反映了管理层对企业经营成果、现金流情况、财务状况的未来预估。一方面，业绩预告可以有效地帮助投资者提前了解、评估公司的财务信息状况，在对外传递公司核心信息时起到了重要的作用；另一方面，有助于缓解公司内部管理者与外部投资者之间的信息不对称。因此，在公司对外披露的业绩预告信息及其披露行为研究方面，国内外学者开展了大量有益的探索（Ruland, 1978; Jennings, 1987; Pownall and Waymire, 1989; Kim and Verrecchia, 1991; Pownall et al., 1993; Gong et al., 2011; Sam et al., 2012; Anne and Ronald, 2012; Goodman et al., 2014; 王鹏程, 1997; 薛爽, 2001; 周晓苏和高敬忠, 2009; 王玉涛等, 2011; 李馨子和肖土盛, 2015）。

由于业绩预告往往在盈余公告前就发布了，所以研究业绩预告在强化上市公司对盈余公告效应的关注上有很大作用。同时，为了让投资者及时了解更多的有效信息，更清楚地掌握上市公司近况，抓住潜在时机并避免潜在风险，证监会强制要求上市公司发布年度报告，并鼓励提前发布业绩预告。这

对业绩预告的信息含量提出了更高要求,业绩预告的质量也日益受到众多投资者和监管部门的重视 (Copeland and Marioni, 1972; McDonald, 1973; Ajinkya and Gift, 1984; Skinner, 1994; Bamber and Cheon, 1998; Hirst et al., 2008; Hutton and Stocken, 2009; Hui et al., 2009; Yang, 2012; Gilles and Charles, 2013; Hilary et al., 2014; Li and Zhang, 2015; 郭普, 2002; 蒋义宏等, 2003; 戴德明等, 2005; 张馨艺, 2012; 周冬华和赵玉洁, 2013; 刘彦来等, 2015; 郑建明等, 2015)。

可见,研究业绩预告精确度将是一项大有可为的研究工程。本书拟综合委托代理理论、契约理论、信息披露理论等相关理论,利用文献研究、实证回归与规范分析结合的方法,从高管薪酬动机和契约有效性的新视角,研究上市公司高管薪酬对业绩预告精确度的影响及作用机理,并进一步考察这种影响是否会受到所有权性质和机构投资者的调节影响等问题。

本章旨在介绍本书的选题背景、研究思路、研究方法及内容安排。

第一节 问题提出与研究意义

一、问题提出

(一) 高管薪酬影响业绩预告精确度的路径趋势

高管薪酬影响业绩预告精确度的路径,是通过高管薪酬契约与企业会计业绩相挂钩的机制实现的,而会计业绩是在特定准则约束下遵循一定程序得出的结果 (Demsetz and Villalonga, 2001),容易受到高管机会主义操纵

(McGuire et al., 1988; 陈孝勇和惠晓峰, 2015), 导致以其为基础生成的内部财务报告的质量下降 (Feng et al., 2009), 被操纵的财务信息和低质量的内部报告最终又影响到业绩预告的精确度。激励有效的薪酬契约应该有助于缓解高管为获取私人收益而损害股东财富所引发的代理问题 (Jensen and Meckling, 1976; 辛清泉等, 2007; 权小锋等, 2010)。但对于中国公司的高管薪酬激励是否发挥了治理效应, 目前尚未达成一致的结论。吴育辉和吴世农 (2010) 研究证实了我国上市公司的高管在其薪酬制定中存在明显的自利行为, 高管薪酬并未有效降低企业的代理成本, 反而提高了公司的代理成本。权小锋等 (2010) 发现激励薪酬具有正面的价值效应, 而操纵性薪酬具有负面的价值效应。

因此, 我国相关政府部门制定了相应的规章制度和准则, 来规范与鼓励上市公司披露有关未来经营成果的业绩预告信息。比如证监会在逐渐放松一级市场盈余公告的要求的同时, 加强了二级市场业绩预告的监管。2001 年以前, 证监会规定一级市场首发上市 (IPO) 企业须在招股说明书 (或上市公告书) 中写明业绩预测信息; 2001 年以后取消了这项强制披露规定。1998 年以前, 二级市场鲜有上市 A 股公司对外公布盈利预测, 也没有专业的证券机构或分析师对上市企业进行持续性的盈余预测分析。从 1998 年开始, 证监会出于降低企业和投资者之间信息不对称程度, 以及预防披露期间股价大幅波动的考虑, 规定公司一旦发生重大亏损或连续亏损情形要及时对外披露该信息。2001 年起, 盈余公告的形式更为多样, 由单一的预亏公告演变为预亏、预警、预增、预盈等多种形式, 而且还规定了业绩大幅波动的企业 (利润总额变化幅度高于上年同期的 50%) 也要对外披露盈余公告。2002 年证监会进一步规定公司累计利润亏损或大幅变动的企业要在当期季报中予以警示并说明原因。2003 年 3 月 26 日, 《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 13 号——季度报告内容与格式的特别规定》(2003 年修订) 的通知发布, 着重说明公司年

初至下一报告期结束如果预测的净利润为负或同比变动较大,必须予以警示并解释原因。同样地,证监会于2003年6月24日发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第3号——半年度报告内容与格式》(2003年修订)也强调、警示了同样的内容,还进一步规定公司管理层在公布业绩预告的时候要与招股上市相关文件、定期报告等披露的盈利预测相一致,要对比说明实际经营成果与净利润预测的差距及计划的进度。截至2008年,根据最新的业绩预告相关制度规定,上市公司出现亏损、扭亏、业绩出现大于或等于50%的上升或下降幅度等情形,需要在前一季度的季报中,或者本期定期报告之前以临时公告的形式进行盈余预告。

从总体趋势来看,反映公司未来经营成果和前景的业绩预告信息在资本市场上扮演着重要的角色,但是到目前为止对上市公司高管薪酬与业绩预告信息精确度之间关系进行专门的研究仍然较少。本书拟在此领域有所创新,以丰富契约理论和信息披露理论方面的文献,同时也为我国相关政府部门制定上市公司业绩预告信息披露准则和指引提供相应的理论参考。

(二) 高管薪酬操纵的机会主义动机是否影响业绩预告精确度

相比上市公司披露的其他类型信息,上市公司披露的未来经营成果、未来财务状况的业绩预告信息具有业绩前瞻性和时间及时性的特征。对于外部投资者及时、提前了解与评估公司未来的经营成果、现金流情况、财务状况等方面具有重要的作用,通过增加这方面的信息披露可以有效提高公司公告的决策有用性,有助于缓解公司内部管理者与公司外部投资人之间的信息不对称。同时,高质量的业绩预告信息还可以降低公司的诉讼风险和公司的股权资本成本,精确度较高的业绩预告信息可以提高财务分析师的盈余预测准确度,并可以作为管理者才能的信号显示作用,为公司和管理者建立良好的声誉。这些都有助于公司缓解融资约束,吸引更多的外部投资者,从而提高

股票的流动性。

然而,上市公司披露的未来经营成果的业绩预告信息的缺点在于很难被立即证实,且监管部门对其未有审计的要求,其可鉴证性较差,导致人们对业绩预告信息的质量和可靠性表示担忧(Jennings, 1987; Skinner, 1994; Rogers and Stocken, 2005; Hutton and Stocken, 2009)。尽管证监会和交易所都对业绩预告提出了各种指引文件,但是业绩预告并未达到“绝对的强制性”,业绩预告在我国属于半强制性形式,管理者在业绩预告形式的选择上具有很大的操控性,很可能通过发布虚假的、精确性不高的业绩预告来获取私人收益,从而误导投资者或分析师,表现出强烈的操纵动机和机会主义动机。尤其是在我国新兴市场转轨经济的特殊制度环境下,当前的法律制度和监管体系仍不健全,导致对违规业绩预告行为的处罚监管效果不乐观;同时,我国目前公司治理状况仍不完善,在薪酬契约设计失效的情形下,高管存在强烈的薪酬操纵动机。那么在高管薪酬操纵机会主义动机的情况下,公司对外披露的业绩预告精确度是否会受到影响呢?

(三) 所有权和持股比例的“状态依存性”是否影响业绩预告精确度

由于我国处于新兴市场的特殊制度背景下,一方面,特有的体制路径和制度环境造就了上市公司国有性质和非国有性质的二元分立格局(袁振超等, 2014);另一方面,机构投资者在投资实践中,无论是长期投资还是短期投资,都会对公司的治理造成差异性影响。那么在半强制性的披露制度下,上市公司披露业绩预告信息的动机,及其对应的信息质量、精确度很可能会因为所有权性质、机构投资者持股比例等因素的差异而呈现变化,具体可能表现为跟随企业所有权性质变化、机构投资者持股比例变化而变化的“状态依存性”。那么不同的企业所有权性质和机构投资者持股比例对高管薪酬契约带来的差异影响,是否又会进一步影响到企业对外披露的业绩预告精确度呢?

对于这些问题的研究和探讨,有助于提升企业高管薪酬契约设计的有效性和企业对外披露业绩预告信息的精确性,对于保障公开透明、长期稳定、健康发展的资本市场有着积极的作用。

二、研究意义

对上市公司而言,高质量、精确性较高的业绩预告信息可以有效缓解公司内外部之间的信息不对称,提高公司的透明度,传递出公司管理者对公司未来经营效益、前瞻性决策等方面的信息,可以有效调整外部投资者对公司未来盈余的市场预期。在我国,近年来上市公司对外披露的业绩预告信息在资本市场上的市场反应和信息含量都越来越大,越来越多的证券分析师、机构投资者、普通投资者以及监管部门,加大了对上市公司对外披露业绩预告信息的关注度,其中业绩预告信息的精确度成为众多关注者所关注的重中之重。高管薪酬契约作为公司治理环节中重要的一环,对于公司业绩预告信息披露行为及其精确度具有重要的影响。此外,管理层在发布业绩预告时对业绩预告的精度、预告区间等预告形式上具有较大的裁量选择性,这对我们进一步探索哪些动机能够影响这些预告特征具有重要的意义。由此,基于高管薪酬的视角,对于认识企业对外披露业绩预告精确度方面有着重要的理论和现实意义。

(一) 理论意义

在理论上,一方面,高管薪酬契约设计有效,则有助于缓解委托人与代理人之间的利益冲突,降低两者之间的代理成本,最大化地激励高管努力经营,最终实现将公司管理层利益与股东价值最大化理念有效地融合,丰富了最优有效契约理论的假说。另一方面,我国上市公司中存在着较为严重的代

理问题，公司管理层往往会为了追求私人收益最大化，而损害委托人以及股东的合法权益，同时扩大公司内外部之间的信息不对称程度。当前我国上市公司业绩预告属于半强制性披露，公司在业绩预告披露的形式和方式上具有灵活多样性的选择，这种披露行为的选择直接体现为业绩预告的精确度，而高管的薪酬契约对于公司业绩预告披露的行为具有重要的影响。围绕高管薪酬与业绩预告精确度之间关系的研究，丰富了与高管薪酬契约有关的理论和信息披露理论，同时有效结合了契约理论与信息披露理论之间的互动关系。

（二）实践意义

实践中，业绩预告作为重要盈余预测信息来源，是非常关键的信息披露机制，既影响到股价，又影响了分析师预测，甚至还与个股买卖的价差有关，同时对投资者的定价抉择、交易活动、市场整体信息环境都有重要的影响，受到众多投资者和监管部门的广泛关注。因此，上市公司披露精确度较高的业绩预告信息有助于降低信息不对称、提高公司的透明度、缓解公司的融资约束和帮助公司赢得外部市场的信任，从而吸引更多新的投资者，有利于公司股票流动性的提高。高管薪酬契约是否设计的有效，作为公司董事会和薪酬委员会工作中的一项主要职责，对整个公司的长远经营和发展起着重要的作用。如果薪酬契约设计得不合理，契约对高管的监督与约束有限，这会严重损害用于生成业绩预告信息的内部财务报告的质量，从而影响业绩预告的精确度。因此，本书的研究在通过高管薪酬来影响业绩预告披露的行为上能够更好地被理解，通过辨别上市公司披露业绩预告的精确度，从而提高投资者的投资决策有效性，最终更好地保护自身合法的利益。