

# 高管货币薪酬、 机构投资者持股与盈余管理

哈根花<sup>1</sup>, 杨丽芳<sup>2</sup>(教授)

**【摘要】**信息不对称引发了两层代理冲突问题,如何缓解这两大代理冲突一直是理论和实务界关注的热点。基于“高管货币薪酬激励是缓解第一层代理问题的重要手段、机构投资者持股是缓解第二层代理问题的重要途径”的观点,从激励和监督两个方面出发,以2010~2016年沪深两市全部A股上市公司为研究样本,考察高管货币薪酬激励、机构投资者持股与盈余管理之间的关系。研究发现:虽然高管货币薪酬激励会诱发管理层的机会主义行为,但基于盈余管理全景式考察,其对管理层盈余管理行为的抑制作用更显著,即利益趋同效应占据主导地位;机构投资者能够发挥积极的监督作用,其持股比例越高,管理层的盈余管理行为越少;在内外治理机制协调配合下,高管货币薪酬激励对盈余管理的抑制作用随着机构投资者持股比例的提高而增强。

**【关键词】**高管货币薪酬;机构投资者持股;总体盈余管理;应计盈余管理;真实盈余管理

**【中图分类号】**F830.9 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2018)22-0055-9

## 一、引言

在非完全有效的证券市场上,市场参与者之间掌握的信息资源是不一致的,由此产生了信息不对称。信息的不对称性在现代企业制度中激发了两大代理冲突,即股东与管理层的第一层代理冲突、大股东与小股东的第二层代理冲突。第一层代理冲突主要表现为管理当局的道德风险。McGregor<sup>[1]</sup>基于人性假设的X理论认为:大多数人生性都是懒惰的,他们会尽可能地逃避工作。当公司所有者雇用管理人员经营公司后,所有者就不能对其进行直接控制,那么管理人员还会按照所有者的期望努力工作吗?第二层代理冲突主要表现为大股东的逆向选择。相比于小股东,大股东具有控制权优势,当公司监督出现缺位漏洞时,大股东会利用控制权优势操控公司盈余信息,以谋取个人私利。那么该如何解决两大代理冲突,规避两个重要行为人——管理层和大股东的道德风险和逆向选择问题呢?

Jensen、Meckling<sup>[2]</sup>提出“监督”和“激励”是缓解

代理问题的两个重要手段。哈维茨试图通过“激励相容”原则解决个人与集体利益之间的矛盾冲突。他认为:存在一种制度安排,使行为人追求个人利益的同时正好与企业实现集体价值最大化相吻合,这种制度安排称为激励相容<sup>[3]</sup>。通过设计以业绩为基础的薪酬激励契约是缓解第一层代理冲突的有效机制,这被称为“有效激励观”。但Watts等<sup>[4]</sup>指出,货币薪酬激励可能会促使管理层通过操纵会计业绩或股价,实现自身利益最大化,这被称为“盈余风险观”。如果单从盈余风险考虑,薪酬激励契约就是没有必要的。既然这样,为什么国内外上市公司对管理层的薪酬激励水平居高不下,甚至出现“天价高管”等现象?2002年《上市公司治理准则》第七十七条规定:“上市公司应建立经理人员的薪酬与公司绩效和个人业绩相联系的激励机制,以吸引人才,保持经理人员的稳定”,这一规定出台的的目的是什么?高管薪酬的现实存在是否说明“契约有效”的积极作用大于“盈余风险”的消极作用呢?

而合理优化公司股权结构、积极鼓励机构投资

者持股是缓解第二层代理冲突的有效机制。根据股权制衡理论可知,当公司股权结构达到竞争性均衡时,公司内部可以形成多个权利相当的大股东相互制衡的关系<sup>[5]</sup>。这种制衡关系在减少经理私人收益的同时还有助于保护小股东利益。相比于个人投资者,机构投资者具有规模、信息和人员优势,当他们以社会第三方的角色持有公司股票时,不仅能够增加小股东话语权,而且能够加强对上市公司的监督,抑制大股东为追求控制权私利迫使管理当局进行盈余管理的行为。

综上所述,两大代理问题都会促使管理人员通过选择会计政策或采取实际措施来影响盈余以实现某些特定的盈余报告目标<sup>[6]</sup>。我们把管理人员的会计选择权界定为应计盈余管理,同时把真实经营活动的操纵界定为真实盈余管理。从持续经营角度看,不论是何种盈余管理手段均会对公司的投融资决策产生影响,进而影响公司价值。近年来,国内外学者对高管薪酬和盈余管理间的关系以及机构投资者持股和盈余管理间的关系研究的较多,但是鲜有学者研究高管货币薪酬、机构投资者持股和盈余管理三者之间的联系。本文以两权分离带来的两大代理冲突为出发点,以总体、应计和真实盈余管理为研究对象,以2010~2016年的全部A股上市公司为研究样本,以高管货币薪酬激励和机构投资者持股能否缓解两大代理冲突为落脚点,通过多元线性回归模型实证检验了三者之间的关系。

## 二、理论分析与研究假设

### (一) 高管货币薪酬与盈余管理

两权分离带来了股东和管理层的第一层代理冲突。管理层掌握着公司日常经营的所有信息,但所有者不太可能观察到公司会计报告系统的全部细节,所以管理层的信息优势地位使其道德面临严峻考验。管理人员能否公正独立地将股东利益和社会公众利益置于自身利益之上?在其任期内能否注重公司的长远发展?如何设计雇佣合同才能激励代理人依据委托人的利益行事?一些学者认为管理层激励机制是减少委托代理成本、解决股东与管理层代理冲突的有效方法,该观点的代表人物是Jensen、Meckling。这两位学者认为:管理人员受雇后有“努力”和“偷懒”两种行为选择,但是薪酬激励契约可以督促其努力工作,从而减少自利行为<sup>[2]</sup>。这样的观点可以概括为“高管货币薪酬激励的有效契约观”,即

通过公司经营业绩衡量管理人员努力程度,进而确定对他们相应的奖励程度。这样不仅可以提升公司价值,提高委托代理效率,还可以使得管理层与股东的利益趋于一致。

但是,传统经济学提出了“理性经济人”假设<sup>[7]</sup>,即人所追求的都是自己的利益,正所谓“天下熙熙,皆为利来;天下攘攘,皆为利往”,求利是人与生俱来的本能要求。基于此,另外一些学者认为在契约不完备的情形下,以业绩为基础的薪酬激励措施会诱发管理层通过操纵盈余以获取最大化报酬的机会主义动机。Healy<sup>[8]</sup>指出,管理层会为了红利而进行盈余管理。随后,Watts等<sup>[4]</sup>也证实了Healy的观点,即高管为了获得奖金报酬,存在操控报告盈余的动机。国内学者吴育辉、吴世农<sup>[9]</sup>同样认为,高管高额薪酬会诱发管理层的自利行为,从而降低薪酬的激励作用。这部分学者的观点可以概括为“高管货币薪酬激励的盈余风险观”。

难道高管货币薪酬激励就一定是无效的吗?Richard<sup>[10]</sup>提出了“禀赋效应”一词,他认为一定量的损失给人们带来的效用减少要多过相同的收益给人们带来的效用增加,因此人们对“避害”的考虑远大于对“趋利”的考虑,渐渐地人们就会厌恶风险。可见,禀赋效应对传统的经济人假设提出了挑战。根据禀赋效应,高管货币薪酬越高,其将越趋于风险规避,就会减少机会主义的盈余管理行为。国内学者袁知柱等<sup>[11]</sup>认为货币薪酬激励会同时产生利益趋同和机会主义行为两种效应。如果管理层激励的利益趋同效应占据主导地位,则管理层激励与盈余管理显著负相关;如果机会主义行为效应占据主导地位,则两者显著正相关。

王小宁和朱文滢<sup>[12]</sup>、许丹<sup>[13]</sup>实证检验了高额货币薪酬对应计和真实盈余管理均有抑制作用。路军伟、韩菲和石昕<sup>[14]</sup>将研究视域扩展至第三种盈余管理方式——非经常性损益,研究发现:货币薪酬激励同样会显著地抑制高管利用非经常性损益实施盈余管理。这些研究结果表明高额货币薪酬激励能提高管理层与股东的利益协同效应。

罗玖、陈运森<sup>[15]</sup>认为建立高管货币薪酬激励机制的公司,其本身的公司治理结构也趋于完善。若管理层有机会主义动机的盈余管理行为,内部监管会发挥积极作用,因此以会计盈余为绩效评价指标的薪酬激励并没有使上市公司采取更多向上调增利润或向下调减利润的会计手段。张娟、黄志忠<sup>[16]</sup>研究

发现,随着制衡高管权利的公司治理体系不断完善,典型的机会主义盈余管理行为实质上会导致其薪酬下降。周晓苏、陈沉和王磊<sup>[17]</sup>同样证实高管货币薪酬激励能显著抑制其机会主义盈余管理行为。

由此可见,我们不能简单地认为高管货币薪酬激励就一定会产生机会主义行为效应或者利益趋同效应,而应该基于盈余管理全景式考察二者之间的关系。结合上述分析,若高管的货币薪酬越高,就越会被外界所关注,一旦其某些机会主义动机的盈余管理方式被披露出来,高管不仅要面临法律给予的强制性约束和惩罚,而且还要面临被辞退的风险,使其在经理人市场中的声誉大打折扣。因此,高管出于对自身在经理人市场的长远发展考虑,他们会逐渐减少通过损害公司长远利益来获取自身在委托代理契约存续期间的自身利益最大化行为。基于此,提出假设1:

H1:虽然高管货币薪酬激励会诱发管理层的机会主义行为,但总体而言,其对管理层盈余管理行为的抑制作用更显著,即利益趋同效应占据主导地位。

## (二)机构投资者与盈余管理

两权分离带来的第二层代理问题主要指大股东与小股东的利益冲突。该利益冲突的具体表现形式为:大股东利用信息优势侵占中小股东利益以及小股东由于股权分散无法参与日常经营而产生的搭便车、用脚投票等行为。为了规范证券市场的发展、保护投资者合法权益,证监会在《上市公司治理准则》第十一条中作出如下规定:机构投资者应在公司董事选任、经营者激励与监督、重大事项决策等方面发挥作用。机构投资者主要是指有证券自营资格、利用自有资金或从公众手中募集来的资金进行证券投资,以获取投资收益为主的证券投资机构。与个人投资者相比,机构投资者具有资金雄厚、信息渠道广泛、分析师专业优势。因此在投资行为上,机构投资者表现得更加理性和审慎。此外,机构投资者还可以利用所拥有的信息渠道以及专业的投资理财顾问,通过先进的模型和方法甄别会计信息优劣,进而判断管理当局是否存在操控会计盈余的行为。由此可见,机构投资者作为公司的重要股东和资本市场的重要组成部分,不仅能够增加外部股东在公司内部治理中的话语权,而且能够对公司管理层的盈余管理行为实施有效监督。

Chung等<sup>[18]</sup>研究发现,机构投资者持股可以在一定程度上约束管理层的机会主义行为,抑制管理

层操控应计利润。国内学者从盈余管理异质性角度探讨了机构投资者与上市公司盈余管理之间的关系。陈沉、陈言妙和杜萌<sup>[19]</sup>基于产权视角将研究样本分为国有和非国有控股公司,研究发现机构投资者持股可以有效抑制管理层应计盈余管理行为,但是该抑制作用在国有公司中有一定局限性。李增福、林盛天和连玉君<sup>[20]</sup>则认为机构投资者持股同样可以抑制管理层的真实盈余管理行为,而且该抑制作用在非国有企业中更显著。程书强<sup>[21]</sup>、高雷和张杰<sup>[22]</sup>、叶松勤和徐经长<sup>[23]</sup>等考察了大股东控制与机构投资者的治理效应,认为机构投资者不仅能积极参与公司的治理活动,减少大股东的非效率投资,而且能有效监督管理层的整体盈余管理行为。

袁知柱等<sup>[24]</sup>则从机构投资者异质性角度出发,分类考察各类机构投资者持股与盈余管理行为的关系。研究发现:机构投资者是与管理层合谋还是相互制约取决于其独立性,即与上市公司有无商业关系。对于那些独立性较强的机构投资者(如投资基金、QFII和社保基金),更多表现为对管理层盈余管理的抑制,但是这种抑制作用对那些非独立机构(如银行等)并不显著。由此可见,不论是从产权异质性视角、盈余管理异质性视角,还是机构投资者异质性视角,我们都可以判断机构投资者持股对公司治理具有积极作用。基于此,提出假设2:

H2:机构投资者持股会显著地抑制管理层的盈余管理行为。

## (三)高管货币薪酬、机构投资者持股与盈余管理

在外部监管和法律环境不断完善,媒体关注度和外部独立审计师素质不断提高的资本市场大环境下,管理层实施盈余管理的成本也在逐渐增加。随着高管货币薪酬的增加,高管机会主义效应的盈余管理行为被发现的概率更大,基于自身职业安全和声誉的考虑,高管会选择与股东的利益趋于一致。此时他们将不愿意进行盈余管理,而是会更多地考虑通过优化投资、筹资、运营等活动,使企业的经营规划处于最优的经营规划之中。

机构投资者作为广大中小股东的代言人,他们不希望委托人的投资利益受损,进而影响其在资本市场的声誉;与此同时,机构投资者作为上市公司的股东,他们希望公司可以持续健康发展,使其投资收益保持在稳定水平,此时他们会阻止那些有损于企业整体价值的盈余管理活动,从而使经营决策不出现重大偏差。由此可见,管理层、机构投资者与大股东

东的目标函数在实现企业价值最大化方面有一致的可能,据此提出假设3:

H3: 随着机构投资者持股比例的提高,高管货币薪酬激励程度越高,其对盈余管理的抑制作用就越显著。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择和数据来源

选择2010~2016年上海、深圳证券交易所全部A股上市公司作为初始研究样本,对其进行如下筛选:第一,以证监会2012年行业分类为准,剔除金融、保险和综合类上市公司;第二,剔除ST公司;第三,为防止极端值对结论的影响,对关键变量进行了1%上下的缩尾处理;第四,为防止行业年度观测值过少,剔除行业样本观测值小于15的上市公司,最终得到11895个样本观测值。数据来源于CSMAR和RESSET数据库,计量分析软件使用的是Stata 11.0。

#### (二) 模型设计

为了验证假设1,本文以总体盈余管理(EM)、应计盈余管理(DACC)、真实盈余管理(REM)作为被解释变量,以前三名高管货币薪酬总额自然对数(Salary)作为解释变量,分别设计了模型(1)~模型(3)。同时,为了控制影响盈余管理的其他因素,在参考前人研究的基础上,加入了企业规模、资产负债率、总资产收益率、托宾Q值、两职合一、董事会规模、第一大股东持股比例、审计意见、审计收费,以及样本公司所处行业和年份作为控制变量。

$$EM = \beta_0 + \beta_1 \text{Salary} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{TobinQ} + \beta_6 \text{Bsize} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Top1} + \beta_9 \text{AO} + \beta_{10} \text{Fee} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{DACC} = \beta_0 + \beta_1 \text{Salary} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{TobinQ} + \beta_6 \text{Bsize} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Top1} + \beta_9 \text{AO} + \beta_{10} \text{Fee} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (2)$$

$$\text{REM} = \beta_0 + \beta_1 \text{Salary} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Lev} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{TobinQ} + \beta_6 \text{Bsize} + \beta_7 \text{Dual} + \beta_8 \text{Top1} + \beta_9 \text{AO} + \beta_{10} \text{Fee} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (3)$$

为了验证假设2,本文在不改变被解释变量的前提下,以机构投资者持股比例(Jgshr)为解释变量,分别设计了模型(4)~模型(6)。

$$EM = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Jgshr} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{TobinQ} + \alpha_6 \text{Bsize} + \alpha_7 \text{Dual} + \alpha_8 \text{Top1} + \alpha_9 \text{AO} + \alpha_{10} \text{Fee} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (4)$$

$$\text{DACC} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Jgshr} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{ROA} +$$

$$\alpha_5 \text{TobinQ} + \alpha_6 \text{Bsize} + \alpha_7 \text{Dual} + \alpha_8 \text{Top1} + \alpha_9 \text{AO} + \alpha_{10} \text{Fee} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (5)$$

$$\text{REM} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Jgshr} + \alpha_2 \text{Size} + \alpha_3 \text{Lev} + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{TobinQ} + \alpha_6 \text{Bsize} + \alpha_7 \text{Dual} + \alpha_8 \text{Top1} + \alpha_9 \text{AO} + \alpha_{10} \text{Fee} + \sum \text{Year} + \sum \text{Industry} + \varepsilon \quad (6)$$

为了验证假设3,我们将机构投资者持股比例(Jgshr)等分为三组,只选取持股比例较低组和较高组,分两组重新检验模型(1)~模型(3)中高管货币薪酬(Salary)与各类盈余管理之间的关系。

#### (三) 变量定义

关于应计盈余管理(DACC),本文采用修正的Jones模型进行计量。关于真实盈余管理(REM),本文首先采用已有学者提出的计量模型,分别将生产操控(RPROD)、销售操控(RCFO)和费用性操控(RDISP)估计出来<sup>[25]</sup>。然后再借鉴李增福等<sup>[26]</sup>的方法,构建出真实盈余管理的综合性指标REM,即:REM=RPROD-RCFO-RDISP。在得到两大盈余管理指标后,通过将二者相加构建盈余管理总体指标EM,即:EM=DACC+REM。上述模型所涉及的主要变量及其定义如表1所示。

### 四、实证结果分析

#### (一) 描述性统计分析

表2给出了描述性统计结果。总体盈余管理、应计盈余管理和真实盈余管理的标准差均大于样本均值,说明不同观测样本间的盈余管理水平相差较大。前三名高管平均薪酬已经达到4.9955,说明“天价高管”现象非常普遍。机构投资者在上市公司的平均持股比例为23.53%,且持股比例大小不等。对控制变量而言,样本公司的平均资产规模为12.9213;平均资产负债率45.43%处于中等水平;资产获利能力和企业价值在样本公司间存在较大差异;董事会规模的平均人数为12人左右;23.38%的样本公司存在总经理和董事长两职合一现象;第一大股东平均持股比例为35.13%;平均有97.15%的上市公司收到的是标准无保留审计意见(AO),且审计收费(Fee)的平均值为4.4870。

表3列示的是主要变量之间的Pearson相关系数。从表3可以看出,高管货币薪酬(Salary)与应计盈余管理(DACC)在1%的水平上显著正相关,这说明高管货币薪酬激励在一定程度上会激发管理层通过调节操控性应计盈余获取高额报酬;但是高管货币薪酬与真实盈余管理(REM)的负相关关系显著

**表 1 变量定义**

变量类型	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	总体盈余管理	EM	EM=DACC+REM
	应计盈余管理	DACC	依据修正的 Jones 模型计算得出
	真实盈余管理	REM	REM=RPROD-RCFO-RDISP
解释变量	前三名高管货币薪酬	Salary	年报中前三名高管货币薪酬总额取对数
	机构投资者持股比例	Jgshr	机构投资者持股数量与公司股本总数比值
控制变量	企业规模	Size	公司当期期末总资产取对数
	资产负债率	Lev	当期负债总额/资产总额
	总资产收益率	ROA	当期净利润/资产总额
	托宾 Q 值	TobinQ	当期市值/资产总额
	两职合一	Dual	虚拟变量, 总经理兼任董事长取 1, 否则为 0
	董事会规模	Bsize	董事会人数
	第一大股东持股比例	Top1	第一大股东持股数/普通股股数
	审计意见	AO	虚拟变量, 标准审计意见=1, 其他=0
	审计收费	Fee	审计费用取对数
	年度因素	Year	年度虚拟变量, 控制年度因素的影响
行业因素	Industry	行业虚拟变量, 控制行业因素的影响	

**表 2 主要变量的描述性统计**

变量	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
EM	-0.0023	0.2864	0.0153	-0.9869	0.9109
DACC	-0.0026	0.0902	-0.0028	-0.2963	0.3169
REM	0.0001	0.2422	0.0249	-0.8781	0.6951
Salary	4.9955	0.7030	4.9767	1.0976	8.1961
Jgshr	0.2353	0.2224	0.1567	0.0000	1.5889
Size	12.9213	1.3113	12.7531	6.3669	19.2984
Lev	0.4543	0.3190	0.4427	-0.1947	13.3969
ROA	0.0455	1.0037	0.0323	-6.7760	108.3657
TobinQ	2.4008	5.4255	1.6156	0.0830	349.0072
Bsize	11.8368	3.9463	11.0000	4.0000	36.0000
Dual	0.2338	0.4233	0.0000	0.0000	1.0000
Top1	0.3513	0.1527	0.3310	0.0009	0.8999
AO	0.9715	0.1664	1.0000	0.0000	1.0000
Fee	4.4870	0.7250	4.3820	0.0000	8.8537

强于其与应计盈余管理的正相关关系, 这说明高管货币薪酬激励对损害企业价值的真实盈余管理抑制作用要显著高于应计盈余管理。高管货币薪酬与总体盈余管理(EM)在1%的显著性水平上负相关, 即总体上利益趋同效应占据主导地位, 高管货币薪酬激励是有效的。

机构投资者持股(Jgshr)对总体盈余管理和真实盈余管理的抑制作用要强于应计盈余管理。企业规模(Size)、总资产收益率(ROA)、董事会规模(Bsize)与三大盈余管理指标呈正向关系; 资产负债率(Lev)与应计盈余管理呈负向变动关系, 但与总体和真实盈余管理呈正向变动关系; 企业价值(TobinQ)、两职合一(Dual)、第一大股东持股比例(Top1)、审计意见(AO)和审计收费(Fee)与应计盈余管理呈正向变动关系, 但与总体和真实盈余管理呈负向变动关系。这些结论基本上与前人的研究成果相吻合。从整体来看, 变量之间的相关系数不超过±0.3, 因此可以采用多元线性模型进行回归分析。

**表 3 主要变量的 Pearson 相关系数**

	EM	DACC	REM
EM	1		
DACC	0.570***	1	
REM	0.944***	0.292***	1
Salary	-0.155***	0.043***	-0.200***
Jgshr	-0.077***	0.000	-0.092***
Size	0.030***	0.064***	0.010
Lev	0.101***	-0.051***	0.137***
ROA	0.022**	0.056***	0.005
TobinQ	-0.049***	0.006	-0.061***
Bsize	0.031***	0.003	0.034***
Dual	-0.016*	0.006	-0.022**
Top1	-0.027***	0.006	-0.035***
AO	-0.030***	0.069***	-0.062***
Fee	-0.027***	0.002	-0.033***

注:\*\*\*、\*\*和\*分别表示在1%、5%和10%的水平上显著,下同。

**(二)多元回归分析**

表4是对假设1进行多元线性回归实证检验的结果。从表4的回归结果看, 高管货币薪酬与应计盈余管理的回归系数为0.0016。我们认为在制定薪酬契约时, 公司就已经预期到管理层进行盈余管理的

动机,从而在薪酬契约范围内股东或董事会是允许他们选择此类行为的;亦或股东已经认识到契约是非完全的,允许存在某种盈余管理行为的契约比完全消除盈余管理的契约的成本更小,所以在一定程度上股东会默认管理层的机会主义盈余管理动机。但是无论如何,高管货币薪酬与总体盈余管理的回归系数为-0.0836,与真实盈余管理的回归系数为-0.0850,均在1%的水平上显著。这说明高管货币薪酬激励能够使管理层与股东的利益趋于一致,减少管理层的有损于公司长远发展的盈余管理行为。也就是说,虽然高管货币薪酬激励会诱发管理层的机会主义行为,但总体而言,其对管理层盈余管理行为的抑制作用更显著,即利益趋同效应占据主导地位,假设1得到验证。

表4 高管货币薪酬与各类盈余管理程度回归结果

变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	EM	DACC	REM
Salary	-0.0836*** (0.0043)	0.0016 (0.0014)	-0.0850*** (0.0036)
Size	0.0425*** (0.0037)	0.0130*** (0.0012)	0.0293*** (0.0031)
Lev	0.0853*** (0.0089)	-0.0147*** (0.0029)	0.0999*** (0.0074)
ROA	0.0134*** (0.0027)	0.0045*** (0.0009)	0.0089*** (0.0023)
TobinQ	-0.0024*** (0.0006)	0.0006*** (0.0002)	-0.0030*** (0.0005)
Bsize	0.0010 (0.0007)	-0.0000 (0.0002)	0.0009 (0.0006)
Dual	0.0005 (0.0062)	0.0022 (0.0020)	-0.0022 (0.0052)
Top1	-0.0818*** (0.0177)	-0.0103* (0.0057)	-0.0720*** (0.0148)
AO	-0.0153 (0.0164)	0.0242*** (0.0053)	-0.0419*** (0.0137)
Fee	-0.0444*** (0.0058)	-0.0159*** (0.0019)	-0.0283*** (0.0048)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
Constant	0.0230 (0.0384)	-0.1160*** (0.0123)	0.1415*** (0.0320)
Observations	11895	11895	11895
Adjusted R-squared	0.0546	0.0205	0.0795
F	28.48	10.95	42.07

注:括号内为标准误,下同。

表5是对假设2进行多元线性回归检验的结果。从表5的回归结果看,机构投资者持股虽然和应计盈余管理关系不显著,但是与总体、真实盈余管理的显著性水平为1%。同时,机构投资者持股对应计盈余管理的抑制强度为-0.0046,而对总体和真实盈余管理的抑制强度为-0.1175和-0.1143。这说明机构投资者持股对应计盈余管理的抑制作用要弱于其对总体和真实盈余管理的抑制作用,但总体而言,机构投资者持股仍能有效制约管理层的盈余管理行为,提高公司治理效率,假设2得到验证。

表5 机构投资者持股与各类盈余管理程度回归结果

变量	模型(4)	模型(5)	模型(6)
	EM	DACC	REM
Jgshr	-0.1175*** (0.0132)	-0.0046 (0.0042)	-0.1143*** (0.0111)
Size	0.0260*** (0.0036)	0.0135*** (0.0011)	0.0125*** (0.0030)
Lev	0.0985*** (0.0090)	-0.0151*** (0.0028)	0.1134*** (0.0076)
ROA	0.0143*** (0.0028)	0.0045*** (0.0009)	0.0098*** (0.0023)
TobinQ	-0.0030*** (0.0006)	0.0006*** (0.0002)	-0.0036*** (0.0005)
Bsize	0.0012* (0.0007)	0.0000 (0.0002)	0.0012* (0.0006)
Dual	-0.0075 (0.0063)	0.0024 (0.0020)	-0.0103* (0.0053)
Top1	-0.0491*** (0.0180)	-0.0103* (0.0057)	-0.0393*** (0.0151)
AO	-0.0346** (0.0166)	0.0246*** (0.0053)	-0.0616*** (0.0139)
Fee	-0.0519*** (0.0058)	-0.0156*** (0.0019)	-0.0362*** (0.0049)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
Constant	-0.0977** (0.0386)	-0.1148*** (0.0122)	0.0196 (0.0324)
Observations	11895	11895	11895
Adjusted R-squared	0.0305	0.0205	0.0438
F	15.97	10.94	22.80

表6是对假设3进行多元线性回归检验的结果。将机构投资者持股比例划分为低中高三组之后,选取持股比例较低组和较高组进行实证分析,我们发现:当机构投资者持股比例较低时,其与总体、应计

和真实盈余管理的回归系数分别为-0.0683、0.0039和-0.0719;而当机构投资者持股比例较高时,其与总体、真实盈余管理的回归系数-0.0882和-0.0834明显小于持股比例较低组时的回归系数,同时应计盈余管理的回归系数也变为-0.0026。可见,高管货币薪酬激励对盈余管理的抑制作用,随着机构投资者持股比例的增加而增强,同时其对总体和真实盈余管理的抑制作用要显著高于其对应计盈余管理的抑制作用,假设3得到验证。

### 五、稳健性检验

为了确保上述实证结论的稳健性,我们分别对上述假设进行了稳健性检验(限于篇幅,检验结果未详细列出)。结果表明,本文的研究结论依然成立。

### (一)对假设1的稳健性检验

本文用“全部高管货币薪酬总额(Money)”代替“前三名高管货币薪酬(Salary)”,重新利用模型(1)~模型(3)进行回归,结果显示:全部高管货币薪酬与总体、应计和真实盈余管理的显著性水平分别为1%、5%和1%,说明货币薪酬与盈余管理之间确实存在相关关系。进一步分析可知,货币薪酬激励与应计盈余管理的回归系数为0.0032,与总体、真实盈余管理的回归系数为-0.0828和-0.0857,这说明:货币薪酬激励虽然能在一定程度上诱发管理层的机会主义盈余管理行为,但是却能抑制损害企业长远发展利益的真实盈余管理。同时从整体而言,货币薪酬激励对管理层盈余管理的抑制作用更加显著,即利益趋同效应明显强于机会主义效应,货币薪酬激励契约

表6 高管货币薪酬、机构投资者持股水平与各类盈余管理程度回归结果

Panel A:机构投资者持股比例较低组				Panel B:机构投资者持股比例较高组			
变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)
	EM	DACC	REM		EM	DACC	REM
Salary	-0.0683*** (0.0108)	0.0039 (0.0029)	-0.0719*** (0.0096)	Salary	-0.0882*** (0.0147)	-0.0026 (0.0032)	-0.0834*** (0.0132)
Size	0.0475*** (0.0101)	0.0123*** (0.0027)	0.0351*** (0.0088)	Size	0.0189 (0.0126)	0.0170*** (0.0031)	0.0007 (0.0113)
Lev	0.0556* (0.0337)	0.0056 (0.0049)	0.0545* (0.0324)	Lev	0.1302*** (0.0497)	-0.0186*** (0.0064)	0.1383*** (0.0517)
ROA	0.0851*** (0.0317)	0.0710*** (0.0200)	-0.0321 (0.0342)	ROA	0.0379*** (0.0088)	0.0013 (0.0027)	0.0380*** (0.0074)
TobinQ	-0.0001 (0.0007)	0.0005 (0.0003)	-0.0006 (0.0006)	TobinQ	-0.0169*** (0.0052)	0.0016 (0.0016)	-0.0188*** (0.0043)
Bsize	-0.0011 (0.0017)	-0.0008* (0.0005)	-0.0001 (0.0015)	Bsize	0.0015 (0.0019)	0.0001 (0.0005)	0.0014 (0.0017)
Dual	-0.0056 (0.0132)	0.0036 (0.0032)	-0.0081 (0.0116)	Dual	-0.0000 (0.0193)	-0.0024 (0.0044)	-0.0004 (0.0171)
Top1	-0.0970** (0.0469)	0.0130 (0.0115)	-0.1137*** (0.0410)	Top1	-0.0270 (0.0619)	-0.0165 (0.0130)	-0.0078 (0.0547)
AO	-0.0597* (0.0335)	0.0195* (0.0115)	-0.0756*** (0.0280)	AO	0.0040 (0.0452)	0.0160 (0.0146)	-0.0179 (0.0363)
Fee	-0.0464*** (0.0163)	-0.0128*** (0.0042)	-0.0358** (0.0146)	Fee	-0.0211 (0.0157)	-0.0190*** (0.0035)	-0.0012 (0.0142)
年度	控制	控制	控制	年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	行业	控制	控制	控制
Constant	-0.0289 (0.1083)	-0.1374*** (0.0303)	0.1085 (0.0903)	Constant	0.1547 (0.1174)	-0.1297*** (0.0358)	0.2978*** (0.0993)
Observations	3965	3965	3965	Observations	3965	3965	3965
Adjusted R-squared	0.0556	0.0507	0.0857	Adjusted R-squared	0.0751	0.0261	0.0999
F	5.321	4.383	7.686	F	7.027	6.211	4.725

是有效的,假设1再次得到验证。

## (二)对假设2的稳健性检验

袁知柱等<sup>[24]</sup>认为相比于其他机构投资者,投资基金、合格境外机构投资者和社保基金与被投资单位并无太多相关关系,独立性较强,所以他们参与公司治理更多地表现为对管理层盈余管理行为的抑制。因此本文用他们的平均持股比例(PJshare)作为机构投资者持股比例(Jgshr)的替代变量,将其代入模型(4)~模型(6)中重新进行回归,结果显示:三大机构投资者平均持股比例与三个盈余管理指标的回归系数均为负数,对盈余管理抑制作用强度依次为-0.0188、-0.0016、-0.0173,显著性水平分别为1%、5%和1%。这说明三大机构投资者持股能显著地抑制管理层的盈余管理行为,假设2再次得到验证。

## (三)对假设3的稳健性检验

用改变后的高管货币薪酬(Money)和机构投资者持股比例(PJshare)重新检验是否随着机构投资者持股比例的提高,高管货币薪酬激励契约的作用更显著,即货币薪酬激励契约能有效抑制管理层盈余管理行为。同样将三大机构投资者平均持股比例(PJshare)等分为三组,取平均持股比例较低组和较高组重新检验模型(1)~模型(3),回归结果显示:当三大机构投资者持股比例较低时,全部高管货币薪酬与总体、应计和真实盈余管理的回归系数分别为-0.0290、0.0006和-0.0311;当三大机构投资者持股比例较高时,全部高管货币薪酬与总体、应计和真实盈余管理的回归系数分别为-0.0835、-0.0063和-0.0764,回归系数均随着三大机构投资者持股比例的提高而下降,除真实盈余管理的显著性水平保持不变外,其余两个指标的显著性水平明显提高,假设3再次得到验证。

## 六、结论和启示

本文以沪深两市2010~2016年全部A股上市公司为研究样本,实证检验了高管货币薪酬、机构投资者持股与盈余管理三者之间的关系。研究发现:①虽然高管货币薪酬激励会诱发管理层的机会主义行为,但基于盈余管理全景式考察,其对管理层盈余管理行为的抑制作用更显著。②机构投资者能够发挥积极的监督作用,其持股比例越高,管理层的盈余管理行为越少。③在内外部治理机制协同作用下,高管货币薪酬激励对盈余管理的抑制作用随着机构投资者持股比例的提高而增强。

以往关于委托代理问题的相关研究,大多数集中于其中某一类代理问题,而本文将两类代理问题协同考虑,从激励和监督两个角度探寻缓解两类代理冲突的措施。此外,以往关于盈余管理的相关研究大多是单方面考察上市公司应计盈余管理行为或真实盈余管理行为,少有文献将二者整合进行研究。所以,本文的研究不仅丰富了有关代理问题、盈余管理等方面的文献资料,而且为上市公司通过设计高管薪酬契约机制、积极引入机构投资者以减少管理层盈余管理行为提供了经验证据。

根据上述研究结论,我们提出如下三点政策建议:①建立科学有效的高管货币薪酬激励机制,以有效抑制其盈余管理动机。虽然货币薪酬激励的利益趋同效应非常显著,但是并不能因此否认该激励措施诱发了高管机会主义行为,因此薪酬委员会应当合理确定基于业绩指标的薪酬激励强度,避免因盲目支付高额薪酬而使经理人市场呈现畸形发展态势。②建立外部制衡机制,鼓励上市公司积极引入机构投资者。机构投资者以大股东的身份参与公司治理活动,不仅能够增加小股东的话语权,降低大股东对其投资利益的侵害程度,而且能够监督大股东和管理层,有效抑制其机会主义盈余管理行为。③鼓励上市公司不断优化公司治理结构和股权结构,使管理层、机构投资者和大股东在企业价值最大化方面的目标函数趋于一致,最终提高投资者的利益保障程度,实现上市公司的持续经营以及资本市场的平稳健康发展。

但是,本文仍存在以下三点不足:①除货币薪酬激励外,股权激励和隐性在职消费等也是高管薪酬激励的主要措施,但本文未考察这些因素对高管盈余管理行为的影响;②仅研究了机构投资者持股比例对高管盈余管理行为的影响,并未考虑机构投资者之间的个体异质性对高管盈余管理行为的潜在影响;③随着经济业务的不断发展,企业的盈余操纵手段会涉及经营、投资和融资活动等多个方面,但本文仍采用传统的盈余管理模型对盈余管理进行度量。

## 主要参考文献:

- [1] Douglas McGregor 著. 韩卉译. 企业的人性面 [M]. 杭州:浙江人民出版社,2017:53~64.
- [2] Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Eco-



- nomics, 1976(4):305~360.
- [3] 傅代国,夏常源. 网络位置、公司控制权与管理层薪酬激励[J]. 财经论丛, 2014(3):14~16.
- [4] Watts R., J. Zimmerman. Toward a positive theory of determination of accounting standards [J]. The Accounting Review, 1978(1):112~134.
- [5] 孙光国,刘爽,赵健宇. 大股东控制、机构投资者持股与盈余管理[J]. 南开管理评论, 2015(5):75~84.
- [6] 斯科特著. 陈汉文等译. 财务会计理论第6版[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2012:104~107
- [7] 亚当·斯密著. 谢祖钧译. 国富论[M]. 北京:中华书局出版社, 2012:351~371.
- [8] Healy P. M.. The Impact of bonus schemes on the selection of accounting principles [J]. Journal of Accounting and Economics, 1985(4):85~107.
- [9] 吴育辉,吴世农. 高管薪酬:激励还是自利——来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2010(11):40~48.
- [10] Richard Thaler. Toward a positive theory of consumer choice [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 1980(1):39~60.
- [11] 袁知柱,郝文瀚,王泽燊. 管理层激励对企业应计与真实盈余管理行为影响的实证研究[J]. 管理评论, 2014(10):181~196.
- [12] 王小宁,朱文滢. 高管薪酬与盈余管理关系实证研究——来自沪深A股市场的经验证据[J]. 财会通讯, 2015(30):65~68.
- [13] 许丹. 高管薪酬激励是否发挥了既定效用——基于盈余管理权衡视角的经验证据[J]. 现代财经(天津财经大学学报), 2016(3):73~89.
- [14] 路军伟,韩菲,石昕. 高管薪酬激励、管理层持股与盈余管理偏好——基于对盈余管理方式的全景式考察[J]. 山西财经大学学报, 2015(11):89~103.
- [15] 罗玫,陈运森. 建立薪酬激励机制会导致高管操纵利润吗?[J]. 中国会计评论, 2010, 8(1):3~16.
- [16] 张娟,黄志忠. 高管报酬、机会主义盈余管理和审计费用——基于盈余管理异质性的视角[J]. 南开管理评论, 2014(3):74~83.
- [17] 周晓苏,陈沉,王磊. 高管薪酬激励与机会主义效应的盈余管理——基于会计稳健性视角的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2016(2):88~99.
- [18] Chung R., Firth M., Kim J. B.. Institutional monitoring and opportunistic earnings management [J]. Journal of Corporate Finance, 2002(1):29~48.
- [19] 陈沉,陈言妙,杜萌. 机构投资者和管理层合谋还是相互制约?——基于产权视角的实证研究[J]. 南京财经大学学报, 2015(1):74~86.
- [20] 李增福,林盛天,连玉君. 国有控股、机构投资者与真实活动的盈余管理[J]. 管理工程学报, 2013(3):35~44.
- [21] 程书强. 机构投资者持股与上市公司会计盈余信息关系实证研究[J]. 管理世界, 2006(9):129~136.
- [22] 高雷,张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究, 2008(9):64~72.
- [23] 叶松勤,徐经长. 大股东控制与机构投资者的治理效应——基于投资效率视角的实证分析[J]. 证券市场导报, 2013(5):35~42.
- [24] 袁知柱,王泽燊,郝文瀚. 机构投资者持股与企业应计盈余管理和真实盈余管理行为选择[J]. 管理科学, 2014(5):104~119.
- [25] 吴溪著. 会计研究方法论[M]. 北京:中国人民大学出版社, 2012:136~142.
- [26] 李增福,董志强,连玉君. 应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理?——基于我国2007年所得税改革的研究[J]. 管理世界, 2011(1):121~134.
- 作者单位:** 1.天津财经大学商学院,天津 300222;  
2.天津财经大学国际工商学院,天津 300222