

垂直薪酬差异对真实盈余管理的影响研究

邓鸣茂 梅春 陆蓉

摘要: 薪酬激励是影响高管盈余管理行为的重要因素,既有文献多关注股权激励等显性薪酬激励,而鲜有文献研究垂直薪酬差异等隐性薪酬激励对高管管理行为的影响。以中国上市公司数据作为研究样本,实证研究了CEO与非CEO高管间的垂直薪酬差异对非CEO高管真实盈余管理行为及公司真实盈余管理水平的影响。研究发现,垂直薪酬差异能够激励非CEO高管减少真实盈余管理行为,降低了公司真实盈余管理水平。当非CEO高管预期晋升概率较高和公司治理机制较完善时,垂直薪酬差异对非CEO高管减少真实盈余管理行为的激励效应更强。这为垂直薪酬差异对公司真实盈余管理的影响提供了经验证据,也对中国上市公司建立合理的薪酬制度和提升财务报告质量有重要参考意义。

关键词: 垂直薪酬差异; 锦标赛激励; 真实盈余管理; 公司治理机制

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2021.02.016

一、引言

高质量财务报告是金融市场重要的组成部分,能够有效地减轻高管与外部投资者间的信息不对称程度,提高资金的配置效率^①。薪酬激励是影响高管盈余管理行为和公司财务报告质量的重要因素,薪酬激励既包括股权激励等显性薪酬激励,还包括基于职位晋升的锦标赛激励等隐性薪酬激励^②。非CEO高管间会进行锦标赛竞争,表现最好的高管获得晋升为CEO的机会^③,CEO与非CEO高管间的垂直薪酬差异越大,非CEO高管受到的锦标赛激励越强^④。高管职位晋升后获取的薪酬通常会大幅度增加,因而相比股权激励等显性薪酬激励,基于职位晋升的锦标赛激励对高管行为的影响应更大^⑤。大量文献研究了股权激励等显性薪酬激励对高管盈余管理行为的影

基金项目: 国家自然科学基金面上项目“交易传染与非理性价格形成:基于投资者画像的精准识别”(71773072);教育部人文社会科学研究规划基金一般项目“非金融企业的金融化研究:影子银行与系统性金融风险”(20YJA790080);广东省普通高校特色创新类项目“高管外部薪酬差距对企业创新影响研究——以广东省为例”(2019WTSCX073)。

作者简介: 邓鸣茂,上海对外经贸大学金融管理学院讲师,经济学博士(上海 201620; dmm1983825@163.com);梅春(通讯作者),广东金融学院信用管理学院副教授,经济学博士(广州 510521; meichunshufe@163.com);陆蓉,上海财经大学金融学院讲席教授,博士生导师(上海 200433; rosegf@163.com)。

① Bushman R.M., Smith A.J., “Financial Accounting Information and Corporate Governance”, *Journal of Accounting and Economics*, 2001,32(1-3), pp.237-333.

② Hass L.H., Muller M.A., Vergauwe S., “Tournament Incentives and Corporate Fraud”, *Journal of Corporate Finance*, 2015,34, pp.251-267.

③ Kale J., Reis E., Venkateswaran A., “Rank Order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance”, *Journal of Finance*, 2009,64(3), pp.1479-1512.

④ Kini O., Williams R., “Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies”, *Journal of Financial Economics*, 2012,103(2), pp.350-376.

⑤ Bushman R.M., Dai Z., Zhang W., “Management Team Incentive Dispersion and Firm Performance”, *Accounting Review*, 2016,91(1), pp.21-45.

响^{①②③④},然而少有文献研究垂直薪酬差异对高管的锦标赛激励如何影响高管盈余管理行为。

鉴于此,本文考察中国上市公司 CEO 与非 CEO 高管间垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励如何影响其盈余管理行为。考虑到非 CEO 高管更可能会通过操控公司经济活动进行真实盈余管理,本文具体研究垂直薪酬差异对非 CEO 高管真实盈余管理行为的影响。本文发现垂直薪酬差异与真实盈余管理负相关,表明垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励会促使非 CEO 高管减少真实盈余管理行为。为了进一步证实本文的理论观点,还考察了垂直薪酬差异与真实盈余管理的关系在横截面上的差异是否符合锦标赛理论。发现当非 CEO 高管预期晋升概率较高时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系更加显著,表明预期晋升概率较高的非 CEO 高管受到垂直薪酬差异的锦标赛激励更强,更可能会减少真实盈余管理行为。最后,为了排除高管防御理论对研究结果的影响,本文考察了公司治理机制对垂直薪酬差异与真实盈余管理关系的调节作用,发现当公司治理机制较完善时,垂直薪酬差异对真实盈余管理的负向影响更大,由此排除了管理防御理论,进一步支持了锦标赛理论。

本文可能的贡献有以下两点:第一,为薪酬激励影响高管盈余管理行为的文献做出了贡献。相关研究多关注股权激励等显性薪酬激励,而缺乏锦标赛激励等隐性薪酬激励对高管盈余管理行为影响的研究。本文发现垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励会促使其减少真实盈余管理行为,表明垂直薪酬差异是影响高管盈余管理行为的重要因素。第二,对垂直薪酬差异的研究做出了贡献。大部分研究认为垂直薪酬差异能够衡量高管受到的锦标赛激励,然而也有研究认为垂直薪酬差异反映了 CEO 防御强度^⑤。本文发现在非 CEO 高管预期晋升概率较高和公司治理机制较完善的公司中,垂直薪酬差异对公司真实盈余管理水平的负向影响更大,表明垂直薪酬差异的锦标赛激励效应不支持垂直薪酬差异的管理防御效应。

二、文献综述与研究假设

所有权和控制权相分离的现代企业制度引起了高管和股东间的利益冲突,为了减轻代理问题,公司对高管实施了多种激励机制,其中薪酬激励是重要的激励方式。薪酬激励能够提升高管的工作努力程度^⑥,然而也可能对高管行为产生逆向的激励效应,比如薪酬激励可能会导致高管盈余管理行为。Bergstresser 和 Philippon 发现高管股票期权在薪酬中的比例与公司操纵性应计利润正相关^⑦。Jiang 等研究了 CFO 的盈余管理行为,发现在萨班斯法案实施前,CFO 的股权激励水平与可操控性应计利润、迎合分析师预测程度的相关性都显著高于 CEO^⑧。刘银国等发现相对于“非激励性”股权激励计划的公司,“激励性”股权激励计划的公司实施真实盈余管理和应计盈余管理的程度更高^⑨。

有关锦标赛激励对高管盈余管理行为影响的研究较少。Cheng 的理论模型和经验证据表明,高

-
- ① Cheng Q., Warfield T.D., “Equity Incentives and Earnings Management”, *The Accounting Review*, 2005,80(2), pp.441-476.
- ② Bergstresser D., Philippon T., “CEO Incentives and Earnings Management”, *Journal of Financial Economics*, 2006,80(3), pp.511-529.
- ③ Jiang J., Petroni K., Wang I., “CFOs and CEOs: Who Have the Most Influence on Earnings Management?”, *Journal of Financial Economics*, 2010,96(3), pp.513-526.
- ④ 刘宝华、罗宏、周微:《股权激励行权限制与盈余管理优序选择》,《管理世界》2016年第11期。
- ⑤ Bebchuk L.A., Cremers M., Peyer U., “The CEO Pay Slice”, *Journal of Financial Economics*, 2011,102(1), pp.199-221.
- ⑥ Holmstrom B., “Moral Hazard and Observability”, *The Bell Journal of Economics*, 1979,50, pp.74-91.
- ⑦ Bergstresser D., Philippon T., “CEO Incentives and Earnings Management”, *Journal of Financial Economics*, 2006,80(3), pp.511-529.
- ⑧ Jiang J., Petroni K., Wang I., “CFOs and CEOs: Who Have the Most Influence on Earnings Management?”, *Journal of Financial Economics*, 2010,96(3), pp.513-526.
- ⑨ 刘银国、孙慧倩、王焱、古柳:《业绩型股权激励与盈余管理方式选择》,《中国管理科学》2017年第3期。

管会操控公司盈余,以期望赢得锦标赛竞争^①。Conrads 等研究证据表明锦标赛奖金越多,锦标赛竞争参与者报告自己业绩的诚实度越低^②。Shi 等发现垂直薪酬差异与证券集体诉讼的可能性正相关^③。最近,有学者开始研究公司外部锦标赛激励对高管盈余管理行为的影响,比如 Ma 等将公司所处区域中薪酬最高的 CEO 与公司 CEO 间的薪酬差距作为本地锦标赛激励,考察了本地锦标赛激励与公司应计盈余管理的关系,他们发现本地锦标赛激励越强,CEO 越可能会操控公司盈余,公司应计盈余管理水平越高^④。以上研究多关注高管应计盈余管理,缺乏对高管真实盈余管理的研究,高管应计盈余管理和真实盈余管理的动机和方式存在差异,因而有必要研究锦标赛激励如何影响高管真实盈余管理行为。

公司不同级别高管间的薪酬水平会存在差异,级别高的高管薪酬通常高于级别低的高管,特别是公司 CEO 薪酬通常远远高于其他非 CEO 高管,非 CEO 高管有强烈的职位晋升动机,他们为了获得晋升为 CEO 的机会会进行锦标赛竞争^⑤,因此 CEO 与非 CEO 高管间的垂直薪酬差异会对非 CEO 高管产生锦标赛激励。那么垂直薪酬差异会如何影响高管真实盈余管理行为呢?根据锦标赛理论,垂直薪酬差异会促使非 CEO 高管减少真实盈余管理行为,进而会降低公司真实盈余管理水平。首先,垂直薪酬差异会提高非 CEO 高管互相监督倾向。垂直薪酬差异越大,非 CEO 高管受到的锦标赛激励越强,非 CEO 高管为了提升晋升概率,监督其他高管不端行为的倾向越高。具体来看,如果某个非 CEO 高管操控公司经济活动行为被其他高管发现,那么该高管可能会受到公司相应的惩罚,其晋升为 CEO 的概率也会大幅下降,因而在高管的互相严格监督下,他们会尽量减少真实盈余管理行为。另外,非 CEO 高管作为公司各部门负责人,通常会在工作上进行协作,有许多途径获得其他部门的内部信息。例如,Abernethy 等发现高管会将本部门的成本和收益在公司内部进行传送,为公司产品价格和最优产出提供参考^⑥,而这种内部协作和资源共享会使高管有机会去甄别其他高管是否在操控公司经济活动。

其次,垂直薪酬差异会减少高管的短视行为。非 CEO 高管参与的晋升为 CEO 的锦标赛竞争是一个长期的过程,锦标赛可能要在现任 CEO 离职时才会结束,非 CEO 高管会更多地考虑他们未来的相对业绩水平,因而锦标赛激励是一种长期的激励机制。垂直薪酬差异对高管的长期激励可以减少高管的短视行为,能够促使非 CEO 高管减少真实盈余管理行为。具体来看,高管真实盈余管理行为会扰乱公司正常的生产经营,使公司偏离最优的经营活动^⑦,减弱公司长期竞争能力^⑧,降低公司未来投资效率,导致公司做出非理性的经济决策^⑨,降低了高管未来的相对业绩水平和晋升概率。因而垂直薪酬差异越大,非 CEO 高管越会考虑其未来的相对业绩水平,越不可能进行真实盈余管理。

综上,垂直薪酬差异能够提高非 CEO 高管互相监督倾向以及降低其短视行为,这都会促使其减

① Cheng I. H., "Corporate Governance Spillovers", *SSRN Electronic Journal*, 2011.

② Conrads J., Irlenbusch B., Rilke R.M., Schielke A., Walkowitz G., "Honesty in Tournaments", *Economics Letters*, 2014,123(1), pp.90-93.

③ Shi W., Connelly B.L., Sanders W.G., "Buying Bad Behavior: Tournament Incentives and Securities Class Action Lawsuits", *Strategic Management Journal*, 2016,37(7), pp.1354-1378.

④ Ma M., Pan J., Stubben S., "The Effect of Local Tournament Incentives on Firms' Performance, Risk-Taking Decisions, and Financial Reporting Decisions", *The Accounting Review*, 2020,95(2), pp.283-309.

⑤ Bebchuk L.A., Cremers M., Peyer U., "The CEO Pay Slice", *Journal of Financial Economics*, 2011,102(1), pp.199-221.

⑥ Abernethy M. A., Bouwens J., Lent L.V., "Determinants of Control System Design in Divisionalized Firms", *Accounting Review*, 2004,79(3), pp.545-570.

⑦ 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》,《南开管理评论》2014年第2期。

⑧ 袁知柱、宝乌云塔娜、王书光:《股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择》,《南开管理评论》2014年第5期。

⑨ McNichols M.F., Stubben S.R., "Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?", *Accounting Review*, 2008,83(6), pp.1571-1603.

少真实盈余管理行为,降低公司真实盈余管理水平。

基于此,本文提出以下假设:

假设:垂直薪酬差异与真实盈余管理负相关。

三、研究设计

(一)样本选择

本文选取 2006-2017 年中国 A 股上市公司作为初始研究样本,并进行以下数据筛选:(1)剔除了金融类上市公司样本;(2)剔除 ST、PT 类上市公司样本;(3)剔除相关数据缺失的上市公司样本;(4)本文使用 CEO 薪酬与非 CEO 高管薪酬中位数差值的自然对数衡量垂直薪酬差异,因而还剔除了 CEO 薪酬低于或等于非 CEO 高管薪酬中位数的上市公司样本^①;(5)在分年度分行业分析时,剔除了年度行业公司数少于 15 家的行业。最终得到 13992 个公司年度样本用于实证分析,数据均来自于 CSMAR 数据库,为避免研究结果受极端值的影响,本文对所有连续变量均做了 1% 的缩尾处理。

(二)变量定义与说明

1.垂直薪酬差异。借鉴 Kale 等^②以及 Kini 和 Williams^③的研究,本文取 CEO 薪酬与非 CEO 高管薪酬中位数差值的自然对数衡量垂直薪酬差异,即 $VERPAYGAP = \text{Log}[CEOPAY - \text{median}(VPPAY)]$ 。其中, $VERPAYGAP$ 是垂直薪酬差异, $CEOPAY$ 是 CEO 薪酬, $VPPAY$ 是非 CEO 高管薪酬。

2.真实盈余管理。为了增加公司当期报告盈余,高管进行真实盈余管理的手段主要包括销售操控、生产操控和费用操控。销售操控是指通过异常的价格折扣或宽松的信用条件来提高商品销量,这会使当期单位商品销售收入和销售现金流下降,导致公司异常低的经营现金净流量。生产操控是指通过扩大产量降低单位产品的固定成本,但过度生产会导致公司生产成本增加。费用操控是指高管通过减少研发支出、员工培训费和广告费等合理支出,导致公司异常低的费用支出。因此本文使用异常经营现金净流量、异常生产成本和异常酌量性费用分别衡量上述三种真实盈余管理。

参考 Roychowdhury^④,本文分年度分行业对真实盈余管理的计量模型进行估计,得到公司正常经营现金净流量、正常生产成本和正常酌量性费用,然后用实际值减去估计值得到异常经营现金净流量、异常生产成本和异常酌量性费用。为了增加当期报告盈余,高管真实盈余管理行为会导致当期异常低的经营现金净流量、异常高的生产成本和异常低的酌量性费用。为了表述方便,本文对模型得出的异常经营现金净流量和异常酌量性费用取其相反数来衡量真实盈余管理。

具体地,通过方程(1)估计公司的正常经营现金净流量。

$$\frac{CFO_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta SALE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $CFO_{i,t}$ 是公司经营现金净流量; $ASSETS_{i,t}$ 是公司总资产; $SALE_{i,t}$ 是公司销售总收入; $\Delta SALE_{i,t} = SALE_{i,t} - SALE_{i,t-1}$ 。

分年度分行业对方程(1)进行最小二乘估计,得到残差的相反数作为异常经营现金净流量(ABCFO),ABCFO 越大,表明公司的真实盈余管理水平越高。

通过方程(2)来估计公司的正常生产成本。

① 本文界定的 CEO 包括总经理、CEO 和总裁;非 CEO 包括副总经理、副总裁、常务副总经理、常务副总裁、高级副总经理、高级副总裁、执行副总裁、执行副总经理、董事会秘书、财务总监和 CFO。

② Kale J.R., Reis E., Venkateswaran A., "Rank-order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance", *The Journal of Finance*, 2009, 64(3), pp.1479-1512.

③ Kini O., Williams R., "Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies", *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2), pp.350-376.

④ Roychowdhury S., "Earnings Management through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, 2006, 42(3), pp.335-370.

$$\frac{PROD_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta SALE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta SALE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $PROD_{i,t}$ 是生产总成本和存货变动之和; $\Delta PROD_{i,t-1} = SALE_{i,t-1} - SALE_{i,t-2}$ 。

分年度分行业对方程(2)进行最小二乘估计,得到的残差作为异常生产成本($ABPROD$), $ABPROD$ 越大,表明公司的真实盈余管理水平越高。

通过方程(3)来估计公司的正常费用支出。

$$\frac{EXP_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{ASSETS_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{SALE_{i,t}}{ASSETS_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $EXP_{i,t}$ 是公司管理费用和销售费用之和。

分年度分行业对方程(3)进行最小二乘估计,得到残差的相反数作为异常酌量性费用($ABEXP$), $ABEXP$ 越大,表明公司的真实盈余管理水平越高。

同时,参考 Cohen 和 Zarowin^①,本文还分别使用三个综合指标衡量真实盈余管理,即真实盈余管理综合指标 RM 、 $RM1$ 和 $RM2$ 。其中, $RM = ABCFO + ABPROD + ABEXP$, $RM1 = ABCFO + ABEXP$, $RM2 = ABPROD + ABEXP$ 。

3.控制变量。借鉴 Zang^② 以及袁知柱等^③,本文控制了一些影响真实盈余管理的行业、公司和高管特征等变量。控制变量具体包括:CEO 年龄($LNCEOAGE$)、非 CEO 高管年龄($LNVPAGE$)、CEO 持股比例($CEOSTOCK$)、非 CEO 高管持股比例($VPSTOCK$)、审计单位变量($BIG4$)、经营周期($CIRCLE$)、公司规模($LNASSETS$)、公司杠杆($LEVERAGE$)、公司绩效(ROA)、公司成长性($GROW$)、公司风险($RISK$)、公司年龄($LN FIRMAGE$)、产权性质($STATE$)、两职兼任($CHAIR$)、第一大股东持股比例($TOP1$)、第一大与第二大股东持股之比($TOP1/TOP2$)。另外,本文还控制了年份和行业等虚拟变量。表 1 是各变量的具体定义。

表 1 变量定义表

变量	说明	具体定义
$ABCFO$	异常经营现金净流量	方程(1)回归得到残差的相反数
$ABPROD$	异常生产成本	方程(2)回归得到的残差
$ABEXP$	异常酌量性费用	方程(3)回归得到残差的相反数
RM	综合指标	$ABCFO$ 、 $ABPROD$ 、 $ABEXP$ 之和
$RM1$	综合指标 1	$ABCFO$ 、 $ABEXP$ 之和
$RM2$	综合指标 2	$ABPROD$ 、 $ABEXP$ 之和
$VERPAYGAP$	垂直薪酬差异	CEO 薪酬与非 CEO 高管薪酬中位数差值的自然对数
$LNCEOAGE$	CEO 年龄	CEO 年龄的自然对数
$LNVPAGE$	非 CEO 高管年龄	非 CEO 高管年龄中位数的自然对数
$CEOSTOCK$	CEO 持股比例	CEO 持有公司股份占总股本的比例
$VPSTOCK$	非 CEO 高管持股比例	非 CEO 高管持股比例的中位数
$BIG4$	审计单位变量	当审计单位为国际“四大”事务所,取 1,否则取 0
$CIRCLE$	经营周期	存货周期+应收账款周期

① Cohen D.A., Zarowin P., “Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Accounting and Economics*, 2010,50(1), pp.2-19.

② Zang A. Y., “Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management”, *The Accounting Review*, 2012,87(2), pp.675-703.

③ 袁知柱、宝乌云塔娜、王书光:《股权价值高估、投资者保护与企业应计及真实盈余管理行为选择》,《南开管理评论》2014 年第 5 期。

续表 1

变量	说明	具体定义
<i>LNASSETS</i>	公司规模	公司总资产的自然对数
<i>LEVERAGE</i>	公司杠杆	总负债除以总资产
<i>ROA</i>	公司绩效	总资产收益率
<i>GROW</i>	公司成长性	公司销售收入增长率
<i>RISK</i>	公司风险	过去五年公司股票月回报率的标准差
<i>LNFIRMAGE</i>	公司年龄	公司上市年限的自然对数
<i>STATE</i>	产权性质	公司最终控制人属于国有企业,取 1,否则取 0
<i>CHAIR</i>	两职分立	CEO 兼任董事长,取 1,否则取 0
<i>TOP1</i>	第一大股东持股比例	第一大股东持股数占公司总股本的比例
<i>TOP1/TOP2</i>	第一与第二大股东持股比例之比	第一与第二大股东持股比例的比值

(三)实证模型

本文使用模型(4)来检验垂直薪酬差异与真实盈余管理的关系。

$$REALMANAGEMENT_{i,t} = \alpha + \beta VERPAYGAP_{i,t-1} + \gamma CEO_controls_{i,t-1} + \Psi VP_controls_{i,t-1} + \delta FIRM_controls_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,REALMANAGEMENT 是真实盈余管理,用文中的六个指标表示。VERPAYGAP 是垂直薪酬差异,CEO_controls 和 VP_controls 分别是 CEO 和非 CEO 高管特征变量,Firm_controls 是公司特征变量,Industry_FE 和 Year_FE 分别是行业和年份固定效应。为了减轻模型内生性问题,VERPAYGAP、CEO_controls 和 VP_controls 均取滞后一年的数值。

四、研究结果与分析

(一)描述性统计

表 2 给出了模型变量的描述性统计结果。从表 2 可以看出,ABCFO、ABPROD、ABEXP 的最大值和最小值分别为 0.211 和 -0.504、0.568 和 -0.492、0.261 和 -0.292,表明中国上市公司间的真实盈余管理差异较大。CEOSTOCK 和 VPSTOCK 的均值分别为 0.028 和 0.002,表明中国上市公司高管整体持股比例较低,且 CEO 持股比例均值远高于非 CEO 高管持股比例均值。BIG4 的均值为 0.054,表明中国上市公司选择国际“四大”事务所进行审计的占比较低。ROA 的均值和标准差分别为 0.036 和 0.056,表明中国上市公司盈利水平较低,但差异性较大。CHAIR 的均值为 0.196,表明中国上市公司 CEO 兼任董事长的情况并不普遍。

表 2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
ABCFO	13992	-0.078	-0.069	0.211	-0.504	0.106
ABPROD	13992	0.002	0.001	0.568	-0.492	0.153
ABEXP	13992	0.007	0.012	0.261	-0.292	0.077
RM	13992	-0.069	-0.052	1.041	-1.288	0.256
RM1	13992	-0.071	-0.057	0.472	-0.796	0.131
RM2	13992	0.009	0.011	0.83	-0.785	0.208
VERPAYGAP	13992	11.644	11.692	14.347	8.466	1.133
LNCEOAGE	13992	3.861	3.871	4.344	3.219	0.135

续表 2

变量	样本量	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
<i>LNVPAGE</i>	13992	3.801	3.807	4.220	3.332	0.102
<i>CEOSTOCK</i>	13992	0.028	0	0.458	0	0.085
<i>VPSTOCK</i>	13992	0.002	0	0.043	0	0.006
<i>BIG4</i>	13992	0.054	0	1	0	0.227
<i>CIRCLE</i>	13992	5.159	5.162	8.121	2.435	1.055
<i>LNASSETS</i>	13992	21.907	21.753	25.591	19.337	1.218
<i>LEVERAGE</i>	13992	0.479	0.484	1.012	0.059	0.212
<i>ROA</i>	13992	0.036	0.033	0.214	-0.203	0.056
<i>GROW</i>	13992	0.196	0.111	3.381	-0.568	0.512
<i>RISK</i>	13992	0.144	0.140	0.282	0.073	0.042
<i>LNFIRMAGE</i>	13992	2.346	2.485	3.296	1.099	0.537
<i>STATE</i>	13992	0.520	1	1	0	0.523
<i>CHAIR</i>	13992	0.196	0	1	0	0.397
<i>TOP1</i>	13992	0.355	0.335	0.754	0.091	0.156
<i>TOP1/TOP2</i>	13992	14.613	4.858	163.551	1.009	25.942

注：数据来自 CSMAR 数据库。

(二)实证回归结果

表 3 是模型(4)的最小二乘估计结果。表 3 中 *VERPAYGAP* 的估计系数均显著为负,表明垂直薪酬差异与真实盈余管理显著负相关,支持了本文的假设,这意味着垂直薪酬差异会激励非 CEO 高管减少真实盈余管理行为,降低了公司真实盈余管理水平。

从控制变量的估计结果看,*LNCEOAGE*、*LNVPAGE*、*CEOSTOCK* 和 *VPSTOCK* 的回归系数大部分情况并不显著,表明 CEO 和非 CEO 高管年龄、持股比例等高管特征变量对真实盈余管理影响有限。*ROA* 的估计系数均显著为负,表明公司绩效越好,真实盈余管理越低。*RISK* 的估计系数均显著为正,表明公司经营风险越高,真实盈余管理越高。*LN FIRMAGE* 的估计系数大部分显著为负,表明公司上市年限越长,真实盈余管理越低。

表 3 垂直薪酬差异与真实盈余管理

变量	<i>ABCFO</i>	<i>ABPROD</i>	<i>ABEXP</i>	<i>RM</i>	<i>RM1</i>	<i>RM2</i>
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1}	-0.002** (-2.133)	-0.005*** (-2.714)	-0.006*** (-5.561)	-0.013*** (-4.464)	-0.008*** (-5.819)	-0.011*** (-3.989)
<i>LNCEOAGE</i> _{<i>t</i>-1}	-0.012* (-1.661)	-0.003 (-0.187)	0.010 (1.136)	-0.005 (-0.198)	-0.002 (-0.180)	0.008 (0.366)
<i>LNVPAGE</i> _{<i>t</i>-1}	0.001 (0.099)	-0.012 (-0.548)	-0.009 (-0.655)	-0.019 (-0.537)	-0.007 (-0.421)	-0.020 (-0.632)
<i>CEOSTOCK</i> _{<i>t</i>-1}	0.002 (0.167)	-0.039** (-1.962)	-0.015 (-1.004)	-0.052 (-1.395)	-0.013 (-0.651)	-0.054 (-1.629)
<i>VPSTOCK</i> _{<i>t</i>-1}	0.198 (1.423)	0.339 (1.383)	0.030 (0.163)	0.566 (1.240)	0.227 (0.924)	0.368 (0.904)
<i>BIG4</i> _{<i>t</i>}	0.000 (0.056)	-0.027** (-2.261)	-0.005 (-0.651)	-0.032 (-1.536)	-0.005 (-0.491)	-0.032* (-1.697)
<i>CIRCLE</i> _{<i>t</i>}	0.036*** (24.436)	-0.005 (-1.640)	-0.018*** (-10.353)	0.012** (2.512)	0.017*** (8.248)	-0.023*** (-5.007)
<i>LNASSETS</i> _{<i>t</i>}	0.002* (1.934)	0.026*** (11.703)	-0.002 (-1.367)	0.026*** (7.019)	0.000 (0.228)	0.024*** (7.284)
<i>LEVERAGE</i> _{<i>t</i>}	-0.022*** (-2.885)	0.089*** (7.241)	0.055*** (6.951)	0.122*** (5.724)	0.033*** (3.003)	0.144*** (7.645)

续表 3

变量	ABCFO	ABPROD	ABEXP	RM	RM1	RM2
ROA _{<i>t</i>}	-0.606*** (-21.652)	-0.819*** (-17.986)	-0.106*** (-3.943)	-1.531*** (-18.315)	-0.712*** (-16.780)	-0.924*** (-13.805)
GROW _{<i>t</i>}	-0.052*** (-14.702)	-0.041*** (-8.443)	0.012*** (5.397)	-0.081*** (-10.723)	-0.040*** (-9.209)	-0.029*** (-4.970)
RISK _{<i>t</i>}	0.075** (2.367)	0.277*** (4.869)	0.185*** (5.284)	0.537*** (5.488)	0.260*** (5.319)	0.463*** (5.362)
LN FIRMAGE _{<i>t</i>}	-0.003 (-1.281)	-0.017*** (-3.514)	-0.010*** (-3.077)	-0.030*** (-3.532)	-0.013*** (-3.042)	-0.027*** (-3.541)
STATE _{<i>t</i>}	0.003 (1.290)	0.002 (0.337)	-0.006 (-1.592)	-0.000 (-0.046)	-0.002 (-0.495)	-0.004 (-0.444)
CHAIR _{<i>t</i>}	-0.001 (-0.215)	-0.002 (-0.518)	-0.003 (-0.841)	-0.005 (-0.675)	-0.003 (-0.747)	-0.005 (-0.691)
TOP1 _{<i>t</i>}	-0.028*** (-3.244)	0.032* (1.906)	0.020* (1.929)	0.023 (0.818)	-0.008 (-0.581)	0.051** (2.029)
TOP1/TOP2 _{<i>t</i>}	0.000** (2.261)	0.000*** (2.689)	0.000*** (2.893)	0.000*** (3.476)	0.000*** (3.801)	0.000*** (2.945)
常数项	-0.224*** (-4.482)	-0.415*** (-4.102)	0.188*** (3.09)	-0.451*** (-2.731)	-0.037 (-0.457)	-0.227 (-1.501)
年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	13992	13992	13992	13992	13992	13992
Adj R ²	0.346	0.283	0.173	0.294	0.243	0.247

注:***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 水平上显著;括号内的数值为经过个体 cluster 修正的 t 统计量。下同。

(三)稳健性检验

1.内生性问题。前文的检验模型可能存在潜在的内生性问题,导致估计系数偏误。比如高管风险偏好和公司未来投资机会等因素可能同时影响垂直薪酬差异和高管真实盈余管理行为,这些无法控制的不可观测因素会导致模型遗漏变量问题。为了减轻内生性问题,本文使用工具变量进行检验。

参考 Kale 等^①、Kini 和 Williams^② 以及 Bognanno^③,本文使用非 CEO 人数和同年度同行业公司垂直薪酬差异中位数作为内生变量垂直薪酬差异的工具变量。理由是:首先,公司非 CEO 高管人数越多,单个非 CEO 高管的晋升概率越低,为了激励非 CEO 高管,公司会增大锦标赛奖金,垂直薪酬差异越大。其次,高管薪酬水平和薪酬结构与公司所在行业相关^④,因此公司垂直薪酬差异应与其所在行业垂直薪酬差异整体水平相关。另外,这两个工具变量不大可能会直接影响真实盈余管理。

参考 Larcker 和 Rusticus^⑤,本文对工具变量的相关性和有效性进行了检验。表 4 中工具变量弱相关性 F 检验的统计量均显著,且远超过经验值 10,p 接近于 0,拒绝了内生变量和工具变量不相关的原假设,因而工具变量不是弱工具变量。此外,Hansen J 的统计量均不显著异于零,表明工具变量不存在过度识别问题,工具变量是有效的。

本文使用两阶段最小二乘对模型进行估计,从表 4 的回归结果可以看出,VERPAYGAP 的回归

① Kale J.R., Reis E., Venkateswaran A., “Rank-order Tournaments and Incentive Alignment: The Effect on Firm Performance”, *The Journal of Finance*, 2009, 64(3), pp.1479-1512.
 ② Kini O., Williams R., “Tournament Incentives, Firm Risk, and Corporate Policies”, *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(2), pp.350-376.
 ③ Bognanno M.L., “Corporate Tournaments”, *Journal of Labor Economics*, 2001, 19(2), pp.290-315.
 ④ Murphy K. J., “Executive Compensation”, *Social Science Electronic Publishing*, 1999, 3(2), pp.2485-2563.
 ⑤ Larcker D. F., Rusticus T. O., “On the Use of Instrumental Variables in Accounting Research”, *Journal of Accounting and Economics*, 2010, 49(3), pp.186-205.

系数均显著为负,表明垂直薪酬差异与真实盈余管理显著负相关。

表 4 垂直薪酬差异与真实盈余管理(两阶段最小二乘法)

变量	ABCFO	ABPROD	ABEXP	RM	RM1	RM2
	2SLS	2SLS	2SLS	2SLS	2SLS	2SLS
$VERPAYGAP_{t-1}$	-0.029** (-2.155)	-0.101*** (-2.918)	-0.064*** (-3.009)	-0.144*** (-2.595)	-0.043** (-2.260)	-0.165*** (-3.086)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	13861	13861	13861	13861	13861	13861
Adj R ²	0.298	0.242	0.146	0.239	0.171	0.208
弱工具变量检验 F 统计量	303.452***	265.648***	232.243***	285.449***	294.651***	275.344***
Hansen J	1.432	1.032	0.961	0.654	0.824	0.720

注:由于版面原因,控制变量省略显示。下同。

两阶段最小二乘的工具变量估计量虽然是一致的,但由于模型的异方差问题,该估计量可能是非有效的^①。为得到有效估计量,借鉴 Coles 等^②的方法,本文使用广义矩工具变量对模型进行估计。表 5 中 $VERPAYGAP$ 的回归系数均显著为负,表明垂直薪酬差异与真实盈余管理显著负相关。

表 5 垂直薪酬差异与真实盈余管理(广义矩工具变量法)

变量	ABCFO	ABPROD	ABEXP	RM	RM1	RM2
	GMM	GMM	GMM	GMM	GMM	GMM
$VERPAYGAP_{t-1}$	-0.022* (-1.961)	-0.080*** (-2.857)	-0.023* (-1.755)	-0.109** (-2.417)	-0.039* (-1.816)	-0.104*** (-2.763)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	13861	13861	13861	13861	13861	13861
Adj R ²	0.316	0.275	0.124	0.262	0.233	0.241

2.使用不同的垂直薪酬差异指标。本文分别使用 CEO 薪酬与不包括 CFO 的非 CEO 高管薪酬中位数差值的自然对数,以及 CEO 薪酬与非 CEO 高管薪酬均值差值的自然对数衡量垂直薪酬差异,进行稳健性检验,检验结果表明垂直薪酬差异与真实盈余管理依然显著负相关,限于篇幅,未在正文中列出。

五、进一步分析

(一)垂直薪酬差异、预期晋升概率与真实盈余管理

前文研究结果表明,垂直薪酬差异与真实盈余管理负相关,本文认为垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励会促使其减少真实盈余管理行为,进而降低公司真实盈余管理水平。为了进一步证实本文观点,本文将非 CEO 高管的预期晋升概率作为切入点,考察非 CEO 高管的预期晋升概率不同

① Hansen L.P., “Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators”, *Econometrica*, 1982, 50(4), pp. 1029-1054.

② Coles J., Daniel N., Naveen L., “Calculation of Compensation Incentives and Firm-related Wealth Using Execucomp: Data, Program, and Explanation”, *SSRN Electronic Journal*, 2013.

的情景下,垂直薪酬差异与真实盈余管理的关系是否存在差异。如果本文的理论观点正确,那么根据锦标赛理论,当垂直薪酬差异既定时,非 CEO 高管的预期晋升概率越高,其受到的晋升激励越强,其越可能会减少真实盈余管理行为,公司真实盈余管理水平越低。因此,本文预期当非 CEO 高管预期晋升概率较高时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系应更显著。

本文使用行业同质性变量 *INDHOMO* 和 CEO 临近退休变量 *CEORETIRE* 作为非 CEO 高管的预期晋升概率的代理变量,检验这两个变量对垂直薪酬差异与真实盈余管理关系的调节作用。同质性较高行业的公司使用相似的生产技术以及在相似的产品市场上竞争,行业内公司高管对本行业的情况较为熟悉,公司招聘到行业内高管作为 CEO 的成本较低,因而更倾向于招聘行业内高管作为公司 CEO,这导致了非 CEO 高管未来晋升为 CEO 的概率较低,其预期的晋升概率也较低^①。为了构造行业同质性变量 *INDHOMO*,参考 Parrino^②,本文使用同行业所有公司股票月回报率的均值作为行业股票月回报率,在控制了市场月回报率的基础上,使用会计年度之前 60 个月的样本估计出公司股票月回报率和行业股票月回报率的偏相关系数,然后使用年度行业公司的偏相关系数的均值作为行业同质性指标,当该指标大于或等于年度中位数时,*INDHOMO* 取 1,否则取 0。在同质性较高的行业中,公司使用相似的生产技术以及在相似的产品市场上竞争,生产要素的冲击会同时影响行业内所有公司的现金流和股票回报率,使公司股票回报率和行业股票回报率的偏相关系数较高。同时,当公司 CEO 临近退休时,非 CEO 高管未来晋升为 CEO 的概率较高,非 CEO 高管的预期晋升概率也较高。本文构造 CEO 临近退休虚拟变量 *CEORETIRE*,当 CEO 年龄大于或等于 58 岁时,*CEORETIRE* 取 1,否则取 0。本文预期同质性较低的行业公司和 CEO 临近退休的公司中,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系更为显著。

为检验以上假设,本文对模型(5)和模型(6)进行最小二乘估计。

$$REALMANAGEMENT_{i,t} = \alpha + \beta_1 VERPAYGAP_{i,t-1} + \beta_2 VERPAYGAP_{i,t-1} \times INDHOMO_{i,t} + \beta_3 INDHOMO_{i,t} + \gamma CEO_controls_{i,t-1} + \phi VP_controls_{i,t-1} + \delta FIRM_controls_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$REALMANAGEMENT_{i,t} = \alpha + \beta_1 VERPAYGAP_{i,t-1} + \beta_2 VERPAYGAP_{i,t-1} \times CEORETIRE_{i,t} + \beta_3 CEORETIRE_{i,t} + \gamma CEO_controls_{i,t-1} + \phi VP_controls_{i,t-1} + \delta FIRM_controls_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

其中,*REALMANAGEMENT* 只使用三个真实盈余管理综合指标表示,后文做相同处理。

估计结果如表 6 所示,*VERPAYGAP* × *INDHOMO* 的估计系数均显著为正,表明同质性较高行业的公司垂直薪酬差异与真实盈余管理负相关关系的显著性较低。*VERPAYGAP* × *CEORETIRE* 的估计系数均显著为负,表明 CEO 临近退休时,垂直薪酬差异与真实盈余管理负相关关系较为显著。以上结果表明当非 CEO 高管预期晋升概率较高时,垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励较强,其越不可能进行真实盈余管理,公司真实盈余管理水平更低,进一步证实了本文的理论观点。

表 6 垂直薪酬差异、预期晋升概率与真实盈余管理

变量	RM	RM	RM1	RM1	RM2	RM2
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1}	-0.018*** (-4.061)	-0.012*** (-3.876)	-0.011*** (-5.368)	-0.007*** (-4.973)	-0.016*** (-3.604)	-0.009*** (-3.140)
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1} × <i>INDHOMO</i> _{<i>t</i>}	0.008* (1.688)		0.005** (2.083)		0.007* (1.997)	
<i>INDHOMO</i> _{<i>t</i>}	-0.108* (-1.879)		-0.061** (-2.225)		-0.099* (-1.894)	

① 梅春、赵晓菊、颜海明、程飞:《行业锦标赛激励与企业创新产出》,《外国经济与管理》2019 年第 7 期。

② Parrino R.,“CEO Turnover and Outside Succession: A Cross-sectional Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 1997, 46(2), pp.165-197.

续表 6

变量	RM	RM	RM1	RM1	RM2	RM2
$VERPAYGAP_{i,t-1} \times CEORETIRE_i$		-0.010** (-2.380)		-0.007* (-1.825)		-0.010** (-2.192)
$CEORETIRE_i$		0.091 (1.023)		0.069 (1.487)		0.067 (0.884)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	13992	13992	13992	13992	13992	13992
Adj R ²	0.294	0.293	0.244	0.243	0.244	0.243

(二)垂直薪酬差异、公司治理机制与真实盈余管理

管理防御理论也可以解释垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系。根据管理防御理论,CEO与非CEO高管间的垂直薪酬差异可以看作是CEO防御强度的一个指标^①,垂直薪酬差异越大,CEO相对薪酬水平越高,CEO防御强度越高,CEO越可能会做有利于自身利益的行为。Zhao和Chen认为CEO防御强度对其盈余管理行为的影响并不明确^②。CEO可能有两种选择:第一,CEO会选择进行真实盈余管理,以掩饰其对股东利益的侵占。在这种情况下,垂直薪酬差异越大,CEO防御强度越高,其选择进行真实盈余管理的倾向越高,垂直薪酬差异与真实盈余管理应正相关,前文的研究结果并不支持这种观点。第二,CEO为了追求“安逸生活”而缺乏动力进行真实盈余管理。在这种情况下,垂直薪酬差异越大,CEO防御强度越高,CEO为了追求“安逸生活”而进行真实盈余管理的倾向越低,垂直薪酬差异与真实盈余管理应负相关,这种观点也可以解释前文的研究结果。为了区分锦标赛理论与管理防御理论,本文考察公司治理机制对垂直薪酬差异与真实盈余管理关系的调节作用。根据锦标赛理论,当公司治理机制较为完善时,CEO越可能会受到董事会和监事会有效地监督和制衡,CEO越可能会因为较差的公司业绩和个人能力不足而被董事会解聘^③,非CEO高管未来晋升为CEO的概率较大,垂直薪酬差距对非CEO高管的锦标赛激励更强,其进行真实盈余管理的倾向较低,公司真实盈余管理水平也较低。因此,如果垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系是由垂直薪酬差异对非CEO高管的锦标赛激励所致,那么当公司治理机制较完善时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系应更加显著。根据管理防御理论,由前文的分析可知CEO会追求“安逸生活”而缺乏动力进行真实盈余管理,在既定的垂直薪酬差异下,公司治理机制较为完善时,CEO更可能会受到董事会和监事会有效地监督和制衡,CEO更不可能按照自己的意愿去追求“安逸生活”,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系应较不显著。综上,如果公司治理机制较为完善时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系更显著,则支持锦标赛理论,反之,则支持管理防御理论。

本文使用两职分立、董事会独立性和上市公司产权性质作为公司治理机制的代理变量。CEO兼任董事长的公司CEO权力较大,董事会难以对CEO进行有效的监督和制衡^④,公司治理机制较不完善。公司独立董事比例越高,董事会独立性越高,独立董事越能够有效地发挥其对CEO的监督作用^⑤,公司治理机制越完善。国有企业存在“所有者”缺位问题,内部人控制现象较为严重^⑥,CEO缺乏有效地监督和制衡,公司治理机制较不完善。

① Bebchuk L.A., Cremers M., Peyer U., “The CEO Pay Slice”, *Journal of Financial Economics*, 2011, 102(1), pp.199-221.

② Zhao Y., Chen K.H., “Staggered Boards and Earnings Management”, *The Accounting Review*, 2008, 83(5), pp.1347-1381.

③ 梅春、赵晓菊、钱乐乐:《CEO权力会影响垂直薪酬差异筛选效应吗?》,《外国经济与管理》2017年第11期。

④ 王克敏、王志超:《高管控制权、报酬与盈余管理——基于中国上市公司的实证研究》,《管理世界》2007年第7期。

⑤ Core J.E., Holthausen R.W., Larcker D. F., “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(3), pp.371-406.

⑥ 费方域:《控制内部人控制:国企改革中的治理机制研究》,《经济研究》1996年第6期。

本文使用模型(7)、模型(8)和模型(9)分别检验两职分立、董事会独立性和上市公司产权性质对垂直薪酬差异与真实盈余管理关系的调节作用。

$$REALMANAGEMENT_{i,t} = \alpha + \beta_1 VERPAYGAP_{i,t-1} + \beta_2 VERPAYGAP_{i,t-1} \times CHAIR_{i,t} + \gamma CEO_controls_{i,t-1} + \phi VP_controls_{i,t-1} + \delta FIRM_controls_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$REALMANAGEMENT_{i,t} = \alpha + \beta_1 VERPAYGAP_{i,t-1} + \beta_2 VERPAYGAP_{i,t-1} \times INDDIR_{i,t} + \beta_3 * INDDIR_{i,t} + \gamma CEO_controls_{i,t-1} + \phi VP_controls_{i,t-1} + \delta FIRM_controls_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$REALMANAGEMENT_{i,t} = \alpha + \beta_1 VERPAYGAP_{i,t-1} + \beta_2 VERPAYGAP_{i,t-1} \times STATE_{i,t} + \gamma CEO_controls_{i,t-1} + \phi VP_controls_{i,t-1} + \delta FIRM_controls_{i,t} + Industry_FE + Year_FE + \epsilon_{i,t} \quad (9)$$

其中, *INDDIR* 是董事会独立性变量,当某年度独立董事与董事人数比值大于或等于行业中位数时,该变量取 1,否则取 0。

检验结果如表 7 所示,可以看出, *VERPAYGAP* × *CHAIR* 的估计系数显著为正,表明当 CEO 兼任董事长时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系较不显著。 *VERPAYGAP* × *INDDIR* 的估计系数显著为负,表明当董事会独立性较高时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系较为显著。 *VERPAYGAP* × *STATE* 的估计系数显著为正,表明相比国有企业,非国有企业垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系更加显著。以上检验结果均表明当公司治理机制较为完善时,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系更加显著,支持了锦标赛理论,而不支持管理防御理论,这意味着垂直薪酬差异与真实盈余管理间的正相关关系是由垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励所致,而不是由 CEO 管理防御引起。

表 7 垂直薪酬差异、公司治理机制与真实盈余管理

变量	RM	RM	RM	RM1	RM1	RM1	RM2	RM2	RM2
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1}	-0.015*** (-4.424)	-0.003 (-0.364)	-0.020*** (-5.052)	-0.009*** (-5.601)	-0.002 (-0.585)	-0.012*** (-6.334)	-0.012*** (-3.876)	-0.005 (-0.747)	-0.018*** (-4.627)
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1} × <i>CHAIR</i> _{<i>t</i>}	0.015** (2.284)			0.005* (1.894)			0.013** (2.151)		
<i>CHAIR</i> _{<i>t</i>}	-0.064 (-0.922)	-0.006 (-0.695)	-0.005 (-0.654)	-0.022 (-0.619)	-0.003 (-0.798)	-0.004 (-0.725)	-0.052 (-0.836)	-0.005 (-0.689)	-0.005 (-0.668)
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1} × <i>INDDIR</i> _{<i>t</i>}		-0.018* (-1.946)			-0.009** (-2.460)			-0.009** (-2.270)	
<i>INDDIR</i> _{<i>t</i>}		0.143* (1.658)			0.081* (1.888)			0.098 (1.526)	
<i>VERPAYGAP</i> _{<i>t</i>-1} × <i>STATE</i> _{<i>t</i>}			0.014** (2.547)			0.007*** (2.786)			0.013*** (2.672)
<i>STATE</i> _{<i>t</i>}	-0.001 (-0.071)	-0.001 (-0.057)	-0.158** (-2.534)	-0.002 (-0.497)	-0.002 (-0.485)	-0.084*** (-2.858)	-0.005 (-0.466)	-0.004 (-0.456)	-0.158*** (-2.705)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
行业	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	13992	13992	13992	13992	13992	13992	13992	13992	13992
Adj R ²	0.295	0.295	0.294	0.244	0.245	0.244	0.245	0.245	0.244

六、研究结论与政策建议

本文利用中国上市公司数据,考察了垂直薪酬差距对高管真实盈余管理行为及公司真实盈余管理水平的影 响。研究发现:(1)垂直薪酬差异与真实盈余管理负相关,表明垂直薪酬差异会促使非 CEO 高

管减少真实盈余管理行为,降低公司真实盈余管理水平;(2)在同质性较低的行业公司和 CEO 临近退休的公司中,垂直薪酬差异与真实盈余管理的负相关关系较为显著,表明当非 CEO 高管预期晋升概率较高时,垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励更强,公司真实盈余管理水平更低;(3)在 CEO 不兼任董事长的公司、董事会独立性较高的公司和非国有企业中,垂直薪酬差异对真实盈余管理的负向影响更大,表明当公司治理机制较完善时,CEO 更可能会因为较差的公司业绩和个人能力不足而被董事会解聘,垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励更强,公司真实盈余管理水平更低。

本文的研究结论对中国上市公司建立合理的薪酬制度和提升财务报告质量有重要参考意义。首先,上市公司应适当扩大 CEO 与非 CEO 高管的垂直薪酬差异。垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励会促使其减少真实盈余管理行为,降低公司真实盈余管理水平,提升公司的财务报告质量,进而降低外部投资者与高管间的信息不对称程度,提高社会资金的配置效率。其次,上市公司应提高非 CEO 高管的预期晋升概率。当非 CEO 高管预期晋升概率较高时,垂直薪酬差异对非 CEO 高管的锦标赛激励更强,非 CEO 高管更可能会减少真实盈余管理行为,公司真实盈余管理水平更低。因而上市公司应尽量从内部提拔高管担任 CEO,以提升非 CEO 高管参与锦标赛竞争的倾向。最后,上市公司应完善公司治理机制。通过 CEO 和董事长两职分立,提高董事会的独立性等方式完善公司治理机制,CEO 更可能会受到董事会和监事会有效地监督和制衡,CEO 更可能会因为较差的公司业绩和个人能力不足而被董事会解聘,这会提高非 CEO 高管的预期晋升概率,减少非 CEO 高管的真实盈余管理行为。

The Effect of Vertical Pay Dispersion on Real Earnings Management

Deng Mingmao Mei Chun Lu Rong

(School of Finance, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, P.R.China;
School of Credit Management, Guangdong University of Finance, Guangzhou 510521, P.R.China;
School of Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, P.R.China)

Abstract: Compensation incentive is an important factor influencing the behavior of executives' earnings management. There is literature that focuses on explicit compensation incentives such as equity incentives, while there is little literature that studies how vertical pay dispersion on executives' implicit compensation incentives such as tournament incentives affects executives' earnings management behavior. Using data from Chinese listed companies as the research sample, this paper empirically investigates the impact of vertical pay dispersion between CEO and non-CEO executives on non-CEO executives' real earnings management behavior and the firm's real earnings management level. This study finds that vertical pay dispersion can motivate non-CEO executives to reduce real earnings management behavior and reduce the level of firm's real earnings management. This study also finds that vertical pay dispersion has a stronger incentives effect on non-CEO executives to reduce earnings management behavior when they have higher expected promotion probabilities and better corporate governance mechanisms. This paper provides empirical evidence of the impact of vertical pay dispersion on firm's real earnings management, and also has important implications for Chinese listed companies in establishing a reasonable compensation system and improving the quality of financial reporting.

Keywords: Vertical pay dispersion; Tournament incentives; Real earnings management; Corporate governance mechanism

[责任编辑:纪小乐]