

创始高管团队薪酬激励对真实盈余管理的影响研究

刘新民,张莹,王垒

(山东科技大学 经济管理学院,山东 青岛 266590)

[摘要]以2009—2012年的创业板市场上市公司为样本,研究了创始高管团队不同薪酬激励形式对真实盈余管理水平的影响。结果发现,创始高管团队的货币薪酬、在职消费程度均与真实盈余管理水平存在一种显著的U型曲线关系,表明了货币薪酬和在职消费对真实盈余管理的双面性影响。而创始高管团队的股权薪酬与真实盈余管理水平正相关,这表明并不是股权薪酬越高,真实盈余管理水平越低,这意味着提高股权薪酬会加大对真实盈余管理的诱发行为。

[关键词]创始高管团队;货币薪酬;股权薪酬;在职消费;真实盈余管理;创业板市场

[中图分类号]F234.4 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2014)04-0061-10

一、引言

有中国“纳斯达克”之称的创业板于2009年在深圳证券交易所开板,其快速发展及逐步完善的背后也伴生出一些新的问题。创业板多为高科技企业,无形资产比重较大,计价和摊销等人为判断的因素更多^[1],主观随意性更大,加大了盈余信息操纵空间。再加上创业板上市公司一股独大的情况十分普遍,董事长和总经理兼任的情况比主板更多,这使得管理层的权限更大,这些都为企业高管进行盈余管理创造了条件^[2]。针对日前退市制度及披露制度规范的缺失,证监会于2013年11月30日发布了《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》,对作为上市退市主要依据的会计利润的监管也日趋严格,这意味着创业板市场的监管措施更加完善,监管环境愈发透明,可能会在一定程度上限制创业板上市公司实施应计盈余管理的空间。随着创业板市场制度的规范,以往简单通过变更会计政策等应计盈余管理更容易被披露,诉讼风险逐渐变大。相较于主板市场的成熟公司,创业板公司多处在生命周期的成长初期阶段,IPO后的公司高管大多为创业企业的创始团队成员,创业之初便活跃在管理层,他们对公司财务和投资运行状况有着全面的了解,控制着公司的核心资源^[3]。因此,出于保住来之不易的稀缺“壳”资源及满足以财务业绩为标准的薪酬考核机制的目的,创始高管团队成员更能够借手中权力和掌握的企业内部隐性知识,进行影响或操纵具有极强隐蔽性的真实盈余活动^[4-5],已有相当研究表明真实盈余管理活动对上市公司价值的破坏程度更大。

目前国内外学者对于上市公司真实盈余管理活动的研究,多集中于针对主板市场的成熟上市公司,且主要分布在真实盈余管理含义、动机、手段和计量等几个方面^[6-14]。已经有学者开始关注创业板这一新兴市场的真实盈余管理,谢柳芳等对创业板市场退市制度出台前后的应计与真实盈余管理活动进行对比研究,发现真实盈余管理活动在退市制度出台后显著增加,且多为销售操控的真实盈余管理活动^[4]。潘瑞莲等从真实盈余管理对创业板上市公司IPO前后的业绩影响进行研究,发现真实盈余管理对我国创业板上市公司IPO后业绩的负面影响更为严重^[5]。高管操纵真实盈余管理的行为

[收稿日期]2014-02-14

[基金项目]国家自然科学基金项目(71371111);高等学校博士学科点专项科研基金资助课题(20133718110009);山东省优秀中青年科学家科研奖励基金项目(BS2013SF019);山东科技大学科研创新团队(2011KYTU104)

[作者简介]刘新民(1965—),男,山东莒南人,山东科技大学经济管理学院教授,组织治理与竞争研究所所长,博士生导师,从事组织治理与决策研究;张莹(1989—),女,山东济宁人,山东科技大学经济管理学院硕士研究生,从事公司治理研究;王垒(1986—),男,山东淄博人,山东科技大学经济管理学院博士后,从事公司治理、创新管理研究。

往往出于自利动机,关于高管薪酬激励对真实盈余管理影响的研究,多见于货币薪酬激励和股权薪酬激励等显性薪酬对真实盈余管理水平关系探讨上^[15-16],关于在职消费等隐性薪酬对真实盈余管理的影响效应研究涉及较少。而对处于稳定期的主板成熟上市公司的分析,其研究结论并不完全适用于处于成长期的创业板企业。另外,现有研究大多从单一受聘高管视角对真实盈余进行探讨,忽略了创始高管团队这一独特主体在创业企业成长过程中发挥的重要决策作用。因此,本文将从创始高管团队不同激励形式视角深入探究其对创业板上市公司的真实盈余管理行为的影响,这对于全面揭示创业板上市公司业绩表现有更为直接的理论意义。

针对上述研究缺口,本文以2009—2012年创业板上市公司为研究样本,从创始高管团队薪酬激励入手,探讨创业板上市公司创始高管团队不同薪酬激励形式对真实盈余管理水平的影响效应。根据研究结论,本文提出优化创始高管团队薪酬激励机制的政策建议,以期能有效降低创业企业的真实盈余管理水平,维护广大股东的切身利益,实现公司的稳健发展。本文的创新性工作主要体现在以下三个方面:首先,选取处于成长阶段的创业板上市公司作为研究样本,是对处在生命周期各发展阶段的企业真实盈余管理水平探讨的补充;其次,关注掌握公司核心控制权的创始高管团队这一特殊创业群体,而不是单个高管层面或仅仅是外部聘任高管,使得研究对象更接近于现阶段创业板上市公司的现实情境;最后,不仅关注高管显性薪酬激励对其真实盈余管理动机的影响,而且引入在职消费隐性薪酬,完善了不同薪酬激励形式对真实盈余管理水平影响的研究。

二、理论分析与研究假设

(一) 货币薪酬激励与真实盈余管理

货币薪酬契约以公司财务为出发点,对业绩实现与否进行考核。Healy 研究发现,高管通过向上或向下的利润操纵迎合公司的货币薪酬契约,以此获得货币薪酬激励^[17]。Gaver 等和 Burgstahler 等学者同样发现高管会以货币薪酬契约规定的上下限为依据,对盈余信息进行相应的管理^[18-19]。货币薪酬激励作为薪酬激励的主要手段之一,可能会驱使掌握核心资源的创始高管从货币薪酬等私利出发进行盈余操控,而这种管理者的机会主义行为会侵占公司股东的利益,妨碍公司的长远发展。因而,建立合理的创始高管薪酬激励机制能有效减少道德风险和代理成本,实现公司长期价值最大化^[20-21]。

当创始高管的货币薪酬远低于预期收入,并与其付出的努力不对称时,为了达到以会计利润为衡量标准的货币薪酬契约的管理目标^[2],创始高管可能会采用更多的真实活动操控利润,以此粉饰财务业绩,进而获得额外的薪酬契约激励收益。此外创始高管的创始人地位,使得其在货币薪酬过低时更容易滥用职权,采用真实活动侵占中小股东的利益。而当创始高管团队的货币报酬较高并符合其理想预期时,由于真实盈余管理往往通过关联方的相互配合来构造真实交易,如采取过低的销售折扣、过度宽松的信贷、过度削减研发投入与过度提高产量以降低产品成本等牺牲公司长远发展前景的手段^[8,22],使得真实盈余管理成本过于高昂且更损害公司的长远价值,创始高管会出于真实盈余管理高额成本的考虑,更大程度从公司的长远发展出发,尽量减少真实盈余管理行为。随着创始高管货币薪酬激励程度不断增加,甚至达到天价薪酬的情况下,出于自利性的本能,创始高管为了维持并获得持续的高额薪酬激励,会更多地通过构造真实交易等更具隐蔽性的形式,改变公司的本期利润等财务盈余信息,为下期薪酬契约的执行创造条件。因此,适度货币薪酬激励能降低真实盈余管理水平,而过低或过高的货币薪酬激励会加大对真实盈余管理的诱发程度。基于以上讨论,本文提出以下假设。

假设1:创始高管团队的货币薪酬激励与创业板上市公司的真实盈余管理水平呈“U”型相关。

(二) 股权薪酬激励与真实盈余管理

股权薪酬激励是货币报酬激励外的创始高管团队薪酬激励的另一主要形式。为充分激励掌握创业板上市公司核心技术及无形资产的创始高管团队,董事会往往采用股权形式对公司核心管理层进行激励。与

货币薪酬相似,毕晓方等指出股权激励契约的行权同样需要满足契约要求,高管可能会出于股权激励诱发自利性薪酬和抬高短期股价等动机操纵公司盈余信息,进行真实盈余管理活动^[23]。马晨等和 Zhang 从管理层持股的利益协同效应出发,认为随着管理层持股比例的增加,管理层与股东的利益将趋同,可能会在一定程度上避免利润操控的行为^[24-25]。而在创业板上市公司,宋增基等则发现随着创始高管持股比例的不断增加,公司的风险有逐渐加大的趋势^[26],这可能主要源于创始高管为大股东时,倾向于保持公司的原有战略^[27],常会与其他非创始股东产生经营理念和利益上的冲突,协同效应并未发挥作用,反而创始高管成员更有可能过度消费其职权,进行真实活动操控盈余危害公司价值。

创始高管团队在公司创建之初便是公司的核心领军人物,团队成员大多持有公司的股份,对尚处于探索期的创业板市场而言,创始高管的股权激励机制尚未完善。当持股比例较低时,受公司内外部监督的制约,创始高管团队没有或拥有较少的更改公司盈余信息的权力,有心而无力。而随着创始高管团队持股比例的增加,意味着其拥有更多的话语权,更能凭借创始人优势,采取“隧道挖掘”等行为进行更多的真实盈余管理活动,操控公司盈余信息并攫取公司价值以获取私利。因此,本文提出如下假设。

假设 2: 创始高管团队的股权激励激励与创业板上市公司的真实盈余管理水平正相关。

(三) 在职消费与真实盈余管理

近年来,薪酬激励体系不断完善,除货币薪酬、股权激励等显性收入,还包括在职消费等隐性收入^[28]。当创始高管的显性收入较低时,会渴望获得较高度度的隐性收入进行弥补,而高管在履行公司职权时,产生的由公司为其“买单”的货币现金消费及相关联的在职消费,成为隐性收入的主要形式之一。因此,创始高管团队的在职消费成为薪酬激励机制的一个重要因素。因难以与公司日常运营开支清晰区分开来,在职消费是一种有很强隐蔽性的高管薪酬形式^[29]。这种隐蔽性为创始高管提供了侵占公司资源的便利^[30],某种程度上对真实盈余管理有一定的替代作用。

创业板上市公司的创始高管团队在职消费程度与真实盈余管理水平有着紧密的联系。当作为隐性收入重要构成的在职消费水平极低时,隐性薪酬的不足会驱使创始高管追求货币薪酬或股权激励等显性收入的补偿,货币薪酬或股权激励的契约激励收入部分成为创始高管竞相追逐的重点,而获得契约激励这部分收入需要公司利润达到既定的限度,创始高管会从“经济人”角度出发,在职权范围内加大真实盈余管理力度,使得公司业绩满足契约条件,以此获得显性薪酬的补偿。而当在职消费程度不断增加达到创始高管的心理预期范围时,创始高管团队具有了对创业板公司的适度控制权,在职消费的自我激励效应会得到充分发挥,且出于真实盈余管理高成本和高破坏力的考虑,创始高管团队会更多地满足于由全体股东“买单”的同样具有较强隐蔽性的在职消费,而减少由自身承担披露、免职等风险的真实盈余管理活动。而当在职消费水平极高甚至超过创始高管理想预期的最高上限时,创始高管团队当前会出于保住职位以享有短期高额在职消费的动机,构造具有极强隐蔽性的真实交易向董事会和外界传达公司的“良好涨势”,此外,创始高管在职消费水平越高,可能其“收买”的公司相关方面的监管者越多,与监管者的关系越融洽,一定程度上能够使监管者对真实盈余管理行为“睁一只眼闭一只眼”,纵容创始高管甚至与其合谋,从而能够降低真实盈余管理的监管风险,这也加大了创始高管进行真实盈余管理的可能性。因此,适度的在职消费能有效降低真实盈余管理水平,而过低或过高的在职消费会增加创始高管进行真实盈余管理活动的空间。因此,根据以上讨论,本文提出如下假设。

假设 3: 创始高管团队的在职消费程度与创业板上市公司的真实盈余管理水平呈“U”型相关。

三、研究设计

(一) 样本的选择与数据来源

根据研究假设,本文采用 2009—2012 年的国泰安数据库的数据,对于缺失的公司,通过深圳证券

交易所网站进行手工收集年报数据,由于本研究主要讨论创始高管团队薪酬激励形式对真实盈余管理的影响,不考虑IPO当年盈余管理的特殊性,且真实盈余管理的衡量需要连续三年的年报数据,因此,本文将IPO当年且连续数据少于3年的上市公司予以剔除(2009年36个、2010年117个、2011年128个、2012年74个),此外剔除实证分析过程中数据缺失与异常的公司样本,选定455个创业板上市公司为研究样本。

(二) 变量设计

本文首先对创始高管团队进行界定:1. 高管的背景资料中明确指出其为公司创始人^[31];2. 在创业板上市公司创建之前已任职的并持有该公司股票的高级管理人员,现仍为高管团队成员;3. 除此之外,由于创业板上市公司大多数为“两高六新”的高科技成长性企业,公司成立初始很多技术部门经理及负责人作为公司创始人以技术入股,因此,将公司核心研发部门主管同样划为创始高管团队成员。如果创业板上市公司的管理人员符合上述条件便确定其为创始高管团队成员。

自变量包括:1. 创始高管团队货币薪酬。以创始高管团队成员的货币薪酬之和平均值的自然对数来衡量创始高管团队的货币薪酬变量。2. 创始高管团队股权薪酬。从招股说明书或国泰安数据库获得创始高管团队成员的持股数,并用持股总数与总股本之比作为股权薪酬的代理变量。3. 创始高管团队在职消费。创始高管在职消费水平在公司年报与其他资料中并未直接披露和涉及,在创业板上市公司,由于创始高管占高管团队的比例很大,且掌握着公司的核心资源和控制权,能够在一定程度上代表高管团队对公司日常和重大事项行使管理权,在此本文将公司高管的在职消费水平近似看作创始高管团队的在职消费程度,借鉴罗进辉的方法,采用管理费用与年末主营业务收入之比来衡量创始高管团队的在职消费^[32]。

此外,结合真实盈余管理的相关研究,发现公司特征对真实盈余管理水平有着显著的影响。因此本文借鉴李增福等的研究,选取资产收益率(*ROA*)、资产负债率(*LEV*)、营业收入增长率(*GROWTH*)、企业规模(*SIZE*)这几个变量^[13],从创业板上市公司的盈利能力、长期偿债能力和发展能力等角度,控制创始高管的薪酬激励各变量对真实盈余管理的影响,同时加入年度和行业作为控制变量。

(三) 真实盈余管理水平估计模型

关于真实盈余管理水平的衡量,本文借鉴国外学者 Roychowdhury 和 Cohen 等的研究,在分年度分行业估算正常的产品成本、经营活动现金净流量和酌量性费用的基础上,衡量异常产品成本(*APROD*)、异常活动现金净流量(*ACFO*)和异常酌量性费用(*ADISEXP*),并综合度量真实盈余管理水平^[7,9]。

正常的产品成本、经营活动现金净流量与酌量性费用的计算如式(1)、式(2)、式(3)所示。

$$PROD_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_4(\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$CFO_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$DISEXP_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中,*PROD_{i,t}*、*CFO_{i,t}*和*DISEXP_{i,t}*分别代表第*i*家创业板上市公司于*t*年的产品成本(销售成本与存货变动额之和)、经营现金净流量和酌量性费用(销售费用与管理费用之和),*A_{i,t-1}*代表第*i*家创业板上市公司于*t-1*年的资产总额,*S_{i,t}*为第*i*家公司在第*t*年的销售收入,*ΔS_{i,t}*为第*t*年与上一年(*t-1*年)的销售收入变动额,*ΔS_{i,t-1}*为第*t-1*年与其上一年(*t-2*年)的销售收入变动额,*S_{i,t-1}*为第*i*家公司在第*t-1*年的销售收入,*ε_{i,t}*为残差项。

由 $\alpha_j(j=0,1,2,3,4)$ 得回归系数衡量产品成本、经营活动现金净流量与酌量性费用的预测值,实际值与其估算值之差分别为*APROD*、*ACFO*和*ADISEXP*,计算过程如式(4)、式(5)、式(6)所示。

$$APROD_{i,t} = PROD_{i,t}/A_{i,t-1} - [\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(1/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_2(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_3(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) +$$

$$\hat{\alpha}_4 (\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) \quad (4)$$

$$ACFO_{i,t} = CFO_{i,t}/A_{i,t-1} - [\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(1/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_2(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_3(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1})] \quad (5)$$

$$ADISEXP_{i,t} = DISEXP_{i,t}/A_{i,t-1} - [\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(1/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_2(S_{i,t}/A_{i,t-1})] \quad (6)$$

其中, $\hat{\alpha}_j (j = 0, 1, 2, 3, 4)$ 是 α_j 的 OLS 值。借鉴李增福等的研究本文采用式(7) 度量真实盈余管理总体水平^[13]。

$$RM_{i,t} = APPOD_{i,t} - ACFO_{i,t} - ADISEXP_{i,t} \quad (7)$$

总体衡量指标符号为正,表明公司进行向上的真实盈余管理行为,反之为进行向下的真实盈余管理活动。异常产品成本、异常活动现金流量和异常酌量性费用分别代表公司进行真实盈余管理的三种最主要的手段,因此,本文选取 $APROD$ 、 $ACFO$ 、 $ADISEXP$ 与 RM 作为研究的被解释变量。

(四) 回归模型设计

根据研究假设,并借鉴 Cohen 等的研究,本文构造以下模型进行回归分析(模型中各变量的定义见表1)^[9]。

$$REM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PAY_{i,t} + \alpha_2 PAY_{i,t}^2 + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 YEAR_{i,t} + \alpha_8 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$REM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MGT_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 YEAR_{i,t} + \beta_7 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$REM_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PERK_{i,t} + \gamma_2 PERK_{i,t}^2 + \gamma_3 ROA_{i,t} + \gamma_4 LEV_{i,t} + \gamma_5 GROWTH_{i,t} + \gamma_6 SIZE_{i,t} + \gamma_7 YEAR_{i,t} + \gamma_8 IND_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

以上式(8)、式(9)、式(10) 分别代表本文对假设1、假设2和假设3进行验证的模型1、模型2、模型3。其中, REM 分别为 $APROD$ 、 $ACFO$ 、 $ADISEXP$ 和真实盈余管理水平的综合指标(RM)。

四、实证分析

(一) 描述性统计分析

表2 为样本的描述统

计量分析。根据统计数据,可以得出其中被解释变量方面,代表真实盈余水平的四个指标的极小与极大值符号是负号、正号,且由于采用 OLS 方法得出真实盈余管理各代理指标的估值,因此被解释变量的均值大都近似为 0,其中 $APROD$ 的中位数和均值均为正,这表明创业板上市公司采用更多的异常生产成本,而 $ACFO$ 的中位数和 $ADISEXP$ 的均值数很小近似于 0, $ACFO$ 的均值和 $ADISEXP$ 的中位数为负值,表明了创业板上市公司会采取更低的异常活动现金流量和异常的操纵性

表1 变量定义

变量性质	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	异常生产成本	APROD	生产操控水平
	异常经营现金净流量	ACFO	销售操控水平
	异常酌量性费用	ADISEXP	费用操控水平
解释变量	真实盈余管理水平	RM	真实盈余的总体衡量水平
	创始高管团队货币薪酬	PAY	创始高管团队薪酬之和平均值的自然对数
	创始高管团队股权薪酬	MGT	创始高管团队持股数/总股本
	创始高管团队在职消费	PERK	管理费用/年末主营业务收入
	资产收益率	ROA	净利润/公司期初与期末资产的平均值
控制变量	资产负债率	LEV	总资产/总负债
	营业收入增长率	GROWTH	营业收入变动的百分比
	企业规模	SIZE	公司期末资产总额取自然对数值
	年度	YEAR	年度控制变量
	行业	IND	行业控制变量

表2 样本的描述性统计分析

	样本量	最小值	最大值	中位数	均值	标准差
APROD	455	-0.6261	0.5620	0.0082	0.000103	0.1299734
ACFO	455	-0.4403	0.9301	0.0066	-0.000325	0.0977917
ADISEXP	455	-0.2236	0.3773	-0.0183	0.000011	0.0753803
RM	455	-1.4780	1.0319	0.0243	0.000417	0.2559495
PAY	455	10.8524	18.5155	12.6173	12.652500	0.7276574
MGT	455	0.0008	0.8433	0.1934	0.234641	0.1958328
PERK	455	0.0202	0.6666	0.1186	0.132841	0.0753803
ROA	455	-0.1233	0.3144	0.0643	0.066871	0.0438978
LEV	455	0.0110	0.7641	0.1465	0.180962	0.1311418
GROWTH	455	-0.5177	1.7266	0.2115	0.254126	0.3279855
SIZE	455	19.5440	22.5661	20.6959	20.788784	0.5472676

费用,这些符号在某种程度上也证实了真实盈余管理活动在创业板上市公司的普遍存在性。解释变量方面,创业板上市公司创始高管货币薪酬的最小值为 10.8524,最大值为 18.5155,表明各创业板公司间创始高管团队的货币薪酬差距极大。而创始高管团队股权薪酬的最小值与最大值间相差甚多,也表明了创始高管团队股权薪酬的较大差距。另外,创始高管在职消费的最小值、最大值分别是 0.0202 和 0.6666,同样揭示了创业板上市公司的创始高管在职消费程度存在着一定的差距。此外,控制变量方面,资产负债率的中位数和平均值均远远小于 0.5,说明公司较多采用股权融资的方式获得企业运行的资金。营业收入增长率的中位数和均值均为正,表明创业板上市公司有着较好的发展能力。企业规模的最小值、最大值和均值分别为 19.5440、22.5661 和 20.6959,相差很少,表明创业板上市公司间规模差距较小。

(二) 相关性分析

表 3 为各变量之间的相关系数矩阵。从表 3 可以看出 *APROD* 与 *ADISEXP*、*ACFO* 这两个因变量都显著负相关,表明当创始高管提高产品成本以做低业绩时,会相应地采取降低费用及销售额等措施予以配合。异常酌量性费用与异常经营活动中的现金净流量的相关系数均显著为正,说明了二者间互相补充的紧密关系。*RM* 与 *ACFO*、*ADISEXP* 二者间均存在显著的负相关性,*RM* 与异常产品成本存在显著的正相关性,验证了前文关于总体真实盈余管理水平 (*RM*) 度量的设计。货币薪酬与在职消费、资产收益率、营业收入增长率和企业规模显著正相关,股权薪酬与资产负债率和企业规模显著负相关,在职消费与资产负债率、营业收入增长率和企业规模显著负相关。资产负债率和资产收益率间存在着显著的负相关关系,意味着长期偿债能力越差,公司的运营实力相应也越弱。尽管各变量的双变量相关性很显著,但是采用方差膨胀因子对变量的多重共线性进行检验,发现 *VIF* 都处于 1—1.5 之间,远远低于 10,且容差皆处于 0.694—0.977 之间,超过 0.1,说明回归模型不存在需要额外考虑的多重共线性等情况。

表 3 相关性矩阵分析

	APRO	ACFO	ADISX	RM	PAY	MGT	PERK	ROA	LEV	GROW	SIZE
APRO	1	-0.619 ***	-0.710 ***	0.953 ***	-0.146 **	0.057 *	-0.239 ***	-0.466 ***	0.259 ***	-0.026	-0.181 ***
ACFO	-0.541 ***	1	0.252 ***	-0.771 ***	0.097 **	-0.005	0.117 **	0.379 ***	-0.238 ***	-0.022	0.137 **
ADIX	-0.642 ***	0.223 ***	1	-0.751 ***	0.156 ***	-0.104 **	0.323 ***	0.292 ***	-0.03	0.277 ***	0.102 **
RM	0.928 ***	-0.738 ***	-0.684 ***	1	-0.157 ***	0.062	-0.262 ***	-0.467 ***	0.232 ***	-0.086 *	-0.174 ***
PAY	-0.215 ***	0.111 **	0.256 ***	-0.234 ***	1	-0.046	0.121 ***	0.100 **	0.027	0.197 ***	0.286 ***
MGT	0.022	-0.012	-0.057	0.016	0.036	1	0.062	0.037	-0.103 **	-0.029	-0.128 ***
PERK	-0.302 ***	0.103 **	0.476 ***	-0.339 ***	0.162 ***	0.097 **	1	-0.061	-0.305 ***	-0.211 ***	-0.090 *
ROA	-0.504 ***	0.395 ***	0.284 ***	-0.496 ***	0.144 ***	0.06	-0.05	1	-0.275 ***	0.361 ***	0.03
LEV	0.241 ***	-0.249 ***	-0.032	0.240 ***	0.017	-0.096 **	-0.338 ***	-0.229 ***	1	0.179 ***	0.305 ***
GROW	-0.07	0.014	0.326 ***	-0.117 **	0.182 ***	-0.016	-0.149 ***	0.441 ***	0.156 ***	1	0.133 ***
SIZE	-0.235 ***	0.185 ***	0.162 ***	-0.236 ***	0.275 ***	-0.143 ***	-0.157 ***	0.058	0.194 ***	0.104 **	1

注:上三角形为 Person 相关系数,下三角形为 Spearman 相关系数;* 为 10% 水平下显著,** 为 5% 水平下显著,*** 为 1% 水平下显著。

(三) 回归分析

下页表 4 为自变量与真实盈余管理各衡量指标的回归分析。从模型 1 中可以看出创始高管货币薪酬与 *APROD* 的一次项系数为负,二次项系数为正,且在 5% 水平下显著。创始高管货币薪酬与 *ADISEXP* 的一次项系数为正,二次项系数为负,且通过了 1% 水平的显著性检验。创始高管团队的货币薪酬变量与 *RM* 的一次项系数为负值,二次项系数为正值,且在 10% 水平下显著,表明创始高管团队货币薪酬与真实盈余管理水平“U”型相关,验证了假设 1。从模型 2 中,我们发现创始高管团队股权薪酬与 *APROD* 的系数为正,且在 10% 水平下显著。创始高管团队股权薪酬与 *ACFO* 和 *ADISEXP* 的系数均为负,与 *ADISEXP* 在 5% 水平下显著。创始高管团队股权薪酬与 *RM* 的相关系数为正,且符合 10% 水平下显著相关,创始高管团队的股权薪酬与创业板上市公司的真实盈余管理水平正相关,假设 2 得以验证。模型 3 是对假设 3 的讨论,创始高管在职消费程度与 *APROD*、*ACFO*、*ADISEXP* 的一次项系数分别为负值、正值、正值,与 *RM* 的一次项系数为负值。而创始高管在职消费程度与 *APROD*、*ACFO*、*ADISEXP* 的二次项系数分别为正值、负

值、负值,与RM的二次项系数为正值。且分别都通过了显著性检验,假设3得以验证,说明在职消费程度与创业板上市公司的真实盈余管理水平呈“U”型相关。

(四) 稳健性分析

为了保证结论的稳定性,本文采用真实活动盈余管理的修正衡量模型对其进行再次估算并作为替代变量。本文借鉴曹国华等在学者Gunny的销售操控水平衡量模型的基础上,将固定成本对销售现金流的影响及我国新会计准则的变更纳入修正模型^[10,33],计算过程如下。

表4 回归分析

变量	模型1				模型2				模型3			
	APROD	ACFO	ADISX	RM	APROD	ACFO	ADISX	RM	APROD	ACFO	ADISX	RM
常数	2.527*** (4.447)	-0.466 (-1.021)	-1.238*** (-3.360)	4.231*** (3.710)	1.202*** (5.874)	-0.762*** (-4.659)	-0.223* (-1.680)	2.187*** (5.337)	1.427*** (7.261)	-0.805*** (-4.909)	-0.411*** (-3.467)	2.643*** (6.805)
PAY	-0.200** (-2.447)	-0.045 (-0.686)	0.152*** (2.870)	-0.308* (-1.872)								
PAY ²	0.007** (2.313)	0.002 (0.766)	-0.005*** (-2.724)	0.011* (1.727)								
MGT					0.043* (1.613)	-0.007 (-0.313)	-0.038** (-2.232)	0.087* (1.654)				
PERK									-1.037*** (-5.954)	0.228 (1.565)	0.908*** (8.649)	-2.172*** (-6.311)
PERK ²									1.463*** (4.008)	-0.271 (-0.891)	-1.091*** (-4.959)	2.826*** (3.916)
ROA	-1.354*** (-10.017)	0.867*** (7.993)	0.351*** (4.002)	-2.571*** (-9.481)	-1.379*** (-10.178)	0.863*** (7.973)	0.371*** (4.220)	-2.614*** (-9.632)	-1.435*** (-11.059)	0.880*** (8.121)	0.434*** (5.550)	-2.748*** (-10.719)
LEV	0.172*** (3.807)	-0.124*** (-3.419)	-0.010 (-0.352)	0.306*** (3.378)	0.191*** (4.226)	-0.125*** (-3.473)	-0.025 (-0.839)	0.340*** (3.768)	0.088* (1.948)	-0.099*** (-2.626)	0.078*** (2.865)	0.110 (1.221)
GROW	0.055*** (3.038)	-0.046*** (-3.170)	0.044*** (3.794)	0.056 (1.556)	0.053*** (2.977)	-0.043*** (-3.037)	0.045*** (3.920)	0.051 (1.429)	0.043** (2.491)	-0.040*** (-2.826)	0.057*** (5.518)	0.026 (0.771)
SIZE	-0.051*** (-4.936)	0.034*** (4.099)	0.006 (0.961)	-0.091*** (-4.410)	-0.055*** (-5.507)	0.035*** (4.415)	0.009 (1.409)	-0.099*** (-4.969)	-0.060*** (-6.282)	0.036*** (4.520)	0.013** (2.206)	-0.108*** (-5.761)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
IND	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
AdjR ²	0.305	0.210	0.131	0.278	0.299	0.209	0.123	0.275	0.362	0.215	0.311	0.358
F值	25.921***	16.056***	9.579***	22.893***	28.610***	18.173***	10.080***	25.609***	33.248***	16.540***	26.666***	32.607***

注: *为10%水平下显著, **为5%水平下显著, ***为1%水平下显著;()内表示t值。

$$SC_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \alpha_2(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_3(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_4(\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \alpha_5(TC_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_6(EC_{i,t}/A_{i,t-1}) + \alpha_7(OC_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$ASC_{i,t} = SC_{i,t}/A_{i,t-1} - [\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(1/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_2(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{\alpha}_3(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1})] \quad (12)$$

SC_{i,t}代表第i家创业板上市公司于t年的经营活动中的现金流量,TC_{i,t}代表第i家公司于t年税费净额(可用税费返还减去支付的各项税费),EC_{i,t}代表第i家公司于t年支付的给职工以及为职工支付的现金,OC_{i,t}代表第i家公司于t年支付的和与其他与经营活动有关的现金;S_{i,t}、ΔS_{i,t}、ΔS_{i,t-1}、A_{i,t-1}、 $\hat{\alpha}_j$ 和ε_{i,t}的定义同前文,通过同年度、同行业的横截面回归得出ASC_{i,t}并将其作为异常经营现金净流量ACFO_{i,t}的替代变量。而关于异常生产成本替代变量APC_{i,t}的计算与APROD_{i,t}的估算过程相同,只是以新会计准则下的销售费用替代销售成本。异常酌量性费用替代变量ACC_{i,t}的计算与ADISEXP_{i,t}的衡量相同,只是用新会计准则下的营业成本代替了销售费用。真实盈余管理的总体水平衡量如式(13)。

$$REM_{i,t} = APC_{i,t} + ASC_{i,t} + ACC_{i,t} \quad (13)$$

此处仅考虑真实盈余操控的程度,因此本文将|ACC_{i,t}|、|REM_{i,t}|作为被解释变量的替代变量进行验证,研究结果见表5,同样得出了与前文相一致的研究结论。

五、结论与讨论

真实盈余管理在创业企业创始高管团队内频发,引发了创业板市场的动荡,考虑创始高管团队独特性,本文以2009—2012年创业板上市后的公司为样本,探究创始高管团队的货币薪酬、股权薪酬和在职消费等不同薪酬激励形式对真实盈余管理的影响,具有重要的现实意义与理论价值。

表5 稳健性检验分析

变量	模型1				模型2				模型3			
	ACC		REM		ACC		REM		ACC		REM	
	系数	t值										
常数	1.381 **	2.432	1.779 ***	3.371	0.186	0.908	0.133	0.690	0.330	1.611	0.273	1.427
PAY	-0.171 **	-2.090	-0.241 ***	-3.164								
PAY ²	0.007 **	2.226	0.009 ***	3.331								
MGT					0.061 *	1.719	0.058 *	1.744				
PERK									-0.445 **	-2.450	-0.460 ***	-2.707
PERK ²									0.721 *	1.893	0.693 *	1.947
ROA	0.253 *	1.871	0.315 **	2.510	0.232 *	1.715	0.288 **	2.271	0.218	1.607	0.268 **	2.123
LEV	0.184 ***	4.066	0.227 ***	5.398	0.188 ***	4.185	0.234 ***	5.544	0.150 ***	3.167	0.191 ***	4.309
GROW	0.082 ***	4.542	0.067 ***	4.006	0.089 ***	5.018	0.076 ***	4.559	0.085 ***	4.779	0.071 ***	4.275
SIZE	-0.012	-1.206	-0.010	-1.050	-0.007	-0.725	-0.005	-0.533	-0.011	-1.154	-0.009	-0.962
YEAR	控制											
IND	控制											
AdjR ²	0.151		0.195		0.145		0.178		0.150		0.187	
F值	11.059 ***		14.769 ***		12.001 ***		15.005 ***		11.044 ***		14.032 ***	

注: * 为10%水平下显著, ** 为5%水平下显著, *** 为1%水平下显著。

(一) 创始高管团队货币薪酬激励对真实盈余管理的影响

本文发现创始高管团队的货币薪酬激励与创业板上市公司的真实盈余管理水平呈显著的“U”型相关性,这与 Cheng 关于货币薪酬能有效降低真实盈余管理水平的结论有着不一致之处^[15],在 Cheng 的研究基础上,本文还强调了创始高管货币薪酬激励对真实盈余管理的诱发效应,货币薪酬过低或过高时,创始高管为了实现货币薪酬契约的管理目标,有可能会加大进行真实盈余管理的可能性。

根据创业板上市公司的创始高管团队货币薪酬对真实盈余管理水平的影响系数得出“U”型曲线,如图1所示,当创始高管团队货币薪酬为14.88(2899358元)时公司的真实盈余管理取得最小值,这表明当货币薪酬低于14.88时,货币薪酬越高,公司进行真实盈余管理的可能性越低,表现为“U”型曲线的下降部分。而随着货币薪酬的进一步提高,并高于14.88时,创始高管出于获得高额薪酬的动机,不可避免地会采取更多的真实盈余管理行为粉饰业绩以满足货币薪酬契约,这表现在该“U”型曲线的上升阶段。从而进一步验证了本文假设1的结论,与主板成熟企业的货币薪酬激励发挥的正面效应不同,创业企业的创始高管团队货币薪酬对真实盈余管理同时存在着正面效应和负面效应,即随着创始高管团队货币薪酬的增加,真实盈余管理水平起初随之下降,但当货币薪酬足够大时,真实盈余管理水平却随之上升。

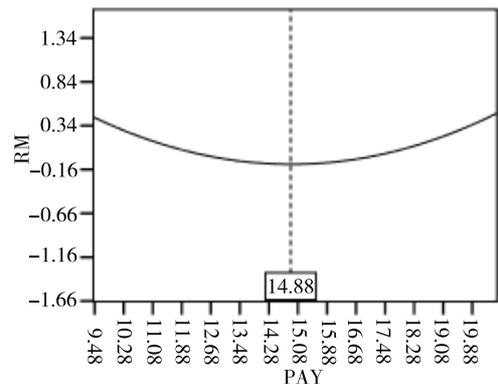


图1 真实盈余管理水平与创始高管团队货币薪酬的关系

根据上述研究结论,创业板上市公司应将创始高管团队的货币薪酬控制在合理的范围内,尽量避免货币薪酬与真实盈余管理水平“U”型关系曲线中过低或过高的两个极端,将货币薪酬尽量保持在“U”型曲线的底部,实现创始高管个人利益与公司利益尽可能平衡的理想薪酬。

(二) 创始高管团队股权薪酬激励对真实盈余管理的影响

创始高管团队股权薪酬激励与创业板上市公司的真实盈余管理水平正相关,该研究结论与以往关于主板市场的很多研究相吻合。这要求公司设计合理的创始高管团队股权薪酬激励方案,以抑制真实盈余管理行为,加强对创始高管团队的股权薪酬激励约束,促进成员内部股权的分散,改变创业板市场“一股独大”和“一言堂”的现状,尽可能减少创始高管团队的股权薪酬激励对真实盈余管理的诱发行为。

(三) 创始高管团队在职消费激励对真实盈余管理的影响

创始高管团队在职消费程度与创业板上市公司的真实盈余管理水平显著“U”型相关,Hart 指出

在职消费是高管侵占公司资源的手段之一^[30],而本研究在此基础上不仅指出在职消费对真实盈余管理的替代作用,还强调了在职消费对真实盈余管理的正向影响,这不同于在职消费对盈余管理的负效应的结论^[29]。究其原因首先是在衡量盈余质量指标的选取上,本文以真实盈余管理水平为衡量指标,可能在某种程度上能够更加深刻地披露具有较强隐蔽性的真实盈余管理行为,更为全面地反映了盈余信息。其次,可能由于研究主体的差异,之前研究大多从个别高管或外部受聘高管层面进行研究,与掌握核心控制权的创始高管有着本质的区别。最后,可能源于样本选取的不同,之前学者多选取主板成熟企业为研究样本,与处于成长阶段的创业企业在真实盈余管理和在职消费效应方面有着显著区别。

创业板上市公司创始高管团队在职消费对真实盈余管理水平的影响效应曲线如图2所示,当创始高管团队在职消费为0.351时,真实盈余管理处于最低水平,说明当在职消费程度低于0.351时,自我激励效应能够得到充分的发挥,随着在职消费程度的增加,真实盈余管理水平越低,这表现在“U”型曲线的下降部分。而随着在职消费逐渐增加至0.351时,真实盈余管理水平会随着在职消费的不断增加而增加,表现为“U”型曲线的上升阶段。这为假设3提供了进一步的验证,表明创始高管团队在职消费程度对真实盈余管理水平有着两面性的影响,这种两面性效应某种程度上反映了创始高管团队的创始人与管理者的双重身份,在双重身份的作用下,创始高管不仅会出于管理层固有的自利性,为获得高额隐性薪酬进行真实盈余管理,还会从创始人满足强烈心理成就的角度考虑,尽量减少真实盈余活动以实现公司价值。

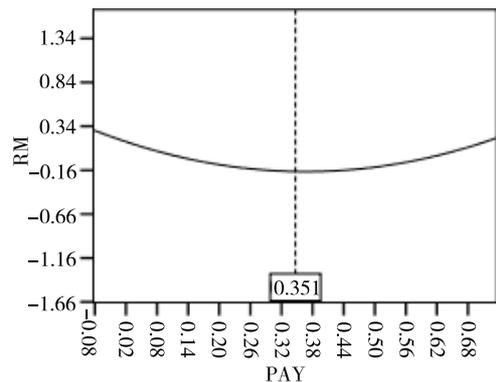


图2 真实盈余管理水平与创始高管团队在职消费的关系

基于以上结论,创业板上市公司应保持适度的在职消费水平,将创始高管团队的在职消费程度尽量保持在“U”型关系抛物线的底端,并控制在最优的在职消费范围内,既要充分发挥在职消费的自我激励效应,又要防止过度的在职消费滋生腐败,以最大程度上降低创业板上市公司的真实盈余管理程度,维护广大投资者与公司的切身利益,创造优质的创业板市场投融资环境,以促进我国资本市场的健康发展。

参考文献:

[1] 欧阳爱平,李翔. 我国创业板公司盈余管理的实证检验——与深市主板A股的比较分析[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2012(6):58-65.

[2] 傅硕,邓川. 高管控制权、薪酬与盈余管理[J]. 财经论丛, 2013(4):66-72.

[3] 刘新民,王垒. 上市公司高管更替模式对企业绩效的影响[J]. 南开管理评论, 2012(2):101-127.

[4] 谢柳芳,朱荣,何苦. 退市制度对创业板上市公司盈余管理行为的影响——基于审计与真实盈余管理的分析[J]. 审计研究, 2013(1):95-102.

[5] 潘端莲,杨有红. 盈余管理与创业板公司IPO前后的业绩变化[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2013(3):65-72.

[6] Schipper K. Commentary on earnings management[J]. Accounting Horizons, 1989, 3(4):91-102.

[7] Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation [J]. Journal of Accounting and Economics, 2006, 42(3):335-370.

[8] Zang A Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management[J]. The Accounting Review, 2012, 87(2):675-703.

[9] Cohen D A, Zarowin P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings[J]. Journal of Accounting and Economics, 2010, 50(1):2-19.

- [10] Gunny K A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2010, 27(3): 855 - 888.
- [11] Cohen D A, Dey A, Lys T Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and-post-sarbanes-oxley periods[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(3): 757 - 787.
- [12] Taylor G K, Xu R Z. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance [J]. *Research in Accounting Regulation*, 2010, 22(2): 128 - 132.
- [13] 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.
- [14] 范经华, 张雅曼, 刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J]. *会计研究*, 2013(4): 81 - 96.
- [15] Cheng S. R&D expenditures and CEO compensation[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(2): 305 - 328.
- [16] 姜英兵, 王清莹. 上市公司股权结构与真实活动盈余管理[J]. *财经问题研究*, 2011(5): 73 - 80.
- [17] Healy P M. The effect of bonus schemes on accounting decisions[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 7(1): 85 - 107.
- [18] Gaver J J, Gaver K M, Austin J R. Additional evidence on bonus plans and income management[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1995, 19(1): 3 - 28.
- [19] Burgstahler D, Dichev I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 1997, 24(1): 99 - 126.
- [20] 詹雷, 王瑶瑶. 管理层激励、过度投资与企业价值[J]. *南开管理评论*, 2013(3): 36 - 46.
- [21] Anderson RC, Duru A, Reeb DM. Founders, heirs, and corporate opacity in the United States[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009, 92(2): 205 - 222.
- [22] 林永坚, 王志强, 李茂良. 高管变更与盈余管理——基于应计项目操控与真实活动操控的实证研究[J]. *南开管理评论*, 2013(1): 4 - 23.
- [23] 毕晓方, 韩转模. 股权激励报酬契约与盈余质量的关系研究[J]. *审计与经济研究*, 2012(6): 75 - 82.
- [24] 马晨, 张俊瑞. 管理层持股、领导权结构与财务重述[J]. *南开管理评论*, 2012(2): 143 - 160.
- [25] Zhang X, Bartol K M, Smith K G, et al. CEOs on the edge: earnings manipulation and stock-based incentive misalignment[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(2): 241 - 258.
- [26] 宋增基, 王宏军, 张宗益. 高科技企业创始人特征、持股和公司业绩研究[J]. *科技进步与对策*, 2013(7): 90 - 96.
- [27] 刘新民, 王垒, 吴士健. CEO 继任类型对战略变革的影响研究: 高管团队重组的中介作用[J]. *管理评论*, 2013(8): 102 - 112.
- [28] 周仁俊, 杨战兵, 李勇. 管理层薪酬结构的激励效果研究[J]. *中国管理科学*, 2011(1): 185 - 192.
- [29] 罗劲博. 制度环境、在职消费与盈余质量——基于 A 股上市公司的经验数据[J]. *山西财经大学学报*, 2013(7): 92 - 101.
- [30] Hart O. Financial contracting[J]. *Journal of Economic Literature*, 2001, 39(4): 1079 - 1100.
- [31] 陈闯, 刘天宇. 创始经理人、管理层股权分散与研发决策[J]. *金融研究*, 2012(7): 196 - 206.
- [32] 罗进辉, 万迪昉. 大股东持股对管理者过度在职消费行为的治理研究[J]. *证券市场导报*, 2009(6): 64 - 70.
- [33] 曹国华, 鲍学欣, 王鹏. 审计行为能够抑制真实盈余管理吗? [J]. *审计与经济研究*, 2014(1): 30 - 38.

[责任编辑:高 婷]

Influence of the Original TMT's Compensation Incentives on Real Earnings Management

LIU Xinmin, ZHANG Ying, WANG Lei

(College of Economics and Management, Shandong University of Science and Technology, Qingdao 266590, China)

Abstract: This paper investigated the influence of the original TMT's compensation incentives on real earnings management using samples of listed companies on GEM during 2009—2012. The empirical result is that original TMT's monetary compensation and non-pecuniary compensation have the U-shape relation with the level of real earnings management, which indicates the influences of both-sides on the level of real earnings management. While stock-based compensation shows a positive relation to real earnings management, indicating that the stock-based compensation is far from being higher, the level of real earnings management is lower, and blindly improving stock-based compensation will induce real earnings management.

Key Words: original TMT; monetary compensation; stock-based compensation; non-pecuniary compensation; real earnings management; second-board market