

# 高管激励、投资者情绪与真实盈余管理

张原(副教授), 龙瀚

**【摘要】**随着薪酬管制办法的陆续出台,高管的薪酬激励效果越来越受到市场的质疑,高薪是否未发挥有效的激励作用反而成为高管追逐私利的目标值得深入研究。基于盈余管理异质性的视角,结合货币薪酬、股权薪酬与在职消费三种激励方式,研究高管激励对机会主义效应真实盈余管理的影响,并加入投资者情绪为调节变量,研究在外部环境因素影响下薪酬与真实盈余管理的关系变化。实证研究发现:显性激励可以显著抑制机会主义效应的真实盈余管理,而在在职消费与机会主义效应的真实盈余管理呈U型关系。在投资者情绪偏差的影响下,薪酬的激励效应减弱,随着投资者情绪的高涨,高管迎合投资者期望操纵盈余的程度加大。这表明薪酬契约可以发挥有效的激励作用,然而,外部投资者的错误定价会使得激励函数发生反向偏移。

**【关键词】**显性激励; 隐性激励; 投资者情绪; 真实盈余管理; 机会主义效应

**【中图分类号】**F406.72 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-0994(2019)18-0072-10

## 一、引言

为提高企业的专业化管理能力,职业经理人得到上市公司的青睐。所有权与经营权相分离在提高企业管理效率的同时,也带来了代理问题<sup>[1]</sup>。大量研究发现,尽管薪酬契约的初衷是缓解利益摩擦,但对薪酬水平的过分追求反而使得报酬成为高管自利的动机。“天价薪酬”现象与限薪令措施更让大部分学者对薪酬的激励效用提出质疑。对高管的激励措施是否弄巧成拙,诱发利益掏空现象,这是一个值得商榷的问题。

盈余管理是高管基于特殊目的对利润的粉饰,包括应计盈余管理、真实盈余管理与非经常性损益盈余管理三种方式。自2009年“限薪令”颁布以来,由于监管力度加大,应计盈余管理方式受到限制,企业因而更多地采取隐蔽性较强的真实盈余管理方式<sup>[2]</sup>。真实盈余管理主要以构造交易、控制生产或费用等方式进行,因与正常经营活动融合而难以

被监管部门察觉,对企业的长期发展伤害较大。张娟、黄志忠<sup>[3]</sup>指出,盈余管理并非完全是出于对公司利益进行侵占的行为,可分为机会主义效应的盈余管理与信息传递效应的盈余管理两类,前者是引发代理问题的主要原因。因此,放松盈余管理同质性的假设,区分真实盈余管理的不同类型,是目前需要深入研究的课题。

投资者情绪是投资者对公司价值预期脱离理性基本面的系统性偏差,是证券错误定价与股市低效的重要原因<sup>[4]</sup>。研究发现,投资者情绪通过影响股价进而影响公司更名、经营决策及信息披露等重大事项。王俊秋、张丹彧<sup>[4]</sup>实证检验了宏观市场层面投资者情绪对盈余管理的影响,发现在不同情绪期,企业将策略性地进行盈余管理以迎合投资者的非理性期望。那么,投资者情绪是否影响激励效应,加大盈余的操纵程度并成为高管获取私利的保护伞,是本文关注的另一个问题。

关于高管激励与真实盈余管理的研究,多集中

**【基金项目】**陕西省自然科学基金面上项目“内部控制审计、企业战略定位对盈余质量的影响研究”(项目编号:2017JM7024)

于显性激励方式,综合显性与隐性激励方式的研究较少,且在研究激励效应的外部影响时,较少学者从投资者情绪这一角度入手。由此,首先在现有研究的基础上,结合货币薪酬、股权薪酬与在职消费三种激励方式,基于盈余管理异质性,研究不同激励方式的特殊激励效用。其次,结合投资者情绪,研究市场的错误定价是否影响激励效果,从而加大高管对盈余的操纵程度。本文的贡献在于:一是结合显性与隐性两种激励方式,丰富了真实盈余管理异质性视角下高管激励的相关研究;二是以投资者情绪作为调节变量,研究在外部情绪影响下激励效用的变化情况。

## 二、文献回顾

关于显性激励与盈余管理的研究,可分为利益趋同观与机会主义观两类。利益趋同观在薪酬契约有效性的基础上认为良好的薪酬体系可以减少管理层与股东的矛盾,使二者的利益目标趋于一致<sup>[5,6]</sup>。机会主义观则认为,由于信息不对称问题的存在,薪酬可能诱发高管做出背离企业收益的逆向选择行为<sup>[7,8]</sup>。部分学者认为,对高管的货币或股权激励可以提高其工作积极性,降低盈余的操纵水平并为企业创造更多的收益<sup>[9,10]</sup>。而另一部分学者则认为,为满足薪酬契约的限制条件并获得更多红利,高管有明显的操控业绩的行为<sup>[11,12]</sup>。

在职消费是高管因特殊地位所享有的非直接货币性收益,从社会地位与声誉上带来激励效用。有关在职消费对企业的影响研究,主要包括效率观与代理观两类。效率观认为,在职消费普遍存在于上市公司中,是日常经营所需,对业绩具有正向的影响<sup>[13,14]</sup>。而代理观认为,在职消费计入企业的经营管理费用中,难以与日常经营区分开来,成为高管利益侵占的渠道<sup>[15]</sup>。王东清、李静<sup>[16]</sup>认为,在职消费应当划分为正常在职消费与超额在职消费两种,而超额在职消费表现为高管对企业利益的侵占。陈冬华等<sup>[17]</sup>以我国薪酬管制为研究背景,发现在面临严格薪酬约束的国有企业中,在职消费成为高管绝对薪酬不足的替代性选择。

关于投资者情绪的研究,多以迎合理论为基础。学者发现,企业存在迎合投资者态度相机抉择的行为。Baker、Wurgler<sup>[18]</sup>提出“迎合理论”,认为企业的各项决策有满足投资者偏好的趋势,并将策略性地在决策中迎合投资者的情绪偏差部分。蒋玉梅等<sup>[19]</sup>发现,在投资者情绪高涨期,投资者更需要好消息的

鼓励,而在投资者情绪低迷期,对坏消息更加认可,并证明乐观期对好消息的反应系数大于悲观期对坏消息的反应系数。还有学者研究发现,投资者情绪同样影响高管对盈余策略的选择,在投资者情绪高涨时,高管为迎合投资者的乐观预期操纵盈余的程度更高<sup>[20]</sup>。

综上,关于高管激励与真实盈余管理,学者们基于两种视角得到了不同的结论,尚未达成统一的认识。未区分盈余管理异质性可能是观点不一致的主要原因。投资者情绪是影响企业决策的重要外部因素,目前鲜有学者以投资者情绪为视角研究激励效应的变化。因此,本文结合现有研究中的不足,从内部公司治理与外部环境影响两个方面对激励效用展开研究。

## 三、理论分析及研究假设

货币薪酬是最基本的激励方式,属于信息披露范畴,并受到较多关注。尽管高管可以通过操纵业绩的方式获得更多奖金,但在严格薪酬管制的背景下,高额的薪资待遇容易引起公众的不满与怀疑,出于职业安全的考虑,减少对薪金的超额获取可以确保现有的高水平薪酬。股权薪酬从长期收益共享、风险共担的角度为高管提供激励。由于真实盈余管理会影响企业正常的经营轨迹、损害企业价值,因此,获得股份的高管将以委托人与代理人的双重身份考虑减少对企业伤害较大的真实盈余管理行为。传统的行为假说认为高管是纯粹的经济人,将自身利益放在首位。但在目前的经理人市场中,高管存在声誉风险,在关注自身收益的同时,具有对职业生涯长期规划与自我实现的目标。在高额薪酬敏感度提高、薪酬公平性认知加强的情况下,保守地维持现有薪酬水平是高管的最优选择。根据上述分析,提出假设1。

假设1:货币薪酬与股权薪酬可以减少机会主义效应的真实盈余管理。

在职消费与真实盈余管理都是高管挖掘利益的方式,两者联系紧密且兼具隐蔽性。高管对真实盈余管理操纵的程度,与其预期收入水平密不可分。当高管获得的在职消费水平较低时,出于自我补偿的心理,追求更高显性收入成为弥补落差的主要方式。而更高水平的货币薪酬与股权薪酬都需要良好的业绩做支撑,为获得薪酬契约的奖励,高管可能因此修饰盈利信息,从而获得更多绩效型薪酬。随着在职消费水平的提高,出于声誉风险考虑,高管将适当减少真

实盈余管理行为,满足于正当性理由更充分的在职消费。当在职消费的水平进一步提高,高管的话语权增大,这为高管攫取利益创造了更大的空间。同时,高额的在职消费在一定程度上也说明高管收买的利益相关者更多,甚至包括监管者。在这种情况下,监管者极有可能与高管达成合谋,纵容甚至帮助高管进行盈余操纵。因此,适度的隐性收入在满足高管心理预期的同时可以降低真实盈余管理的水平,而过高或过低的隐性收入都可能加大高管对利润的操纵。即当在职消费保持在一定的合理范围内时,效率观占主导地位,而超过一定水平时,代理观则占据主导。由此,提出假设2。

假设2:在职消费与机会主义效应的真实盈余管理呈U型关系。

投资者对盈余的偏差反应会导致股价的错误波动,进而影响高管对盈余管理的选择。对于自利性动机较强的非理性高管而言,投资者情绪可为其利益挖掘行为披上合理的外衣。在投资者情绪较高时,高管可以利用投资者过度乐观的心理加大对利润的操纵程度,一方面可以迎合投资者的期望并持续抬高股价,另一方面可以为获取更多绩效型薪酬创造条件。研究表明,在投资者情绪高涨期,投资者更依赖于个人的信息加工能力,高估收益且低估风险,表现出较大的投机性需求。而在投资者情绪低落期,负向认知偏差使得投资者在处理信息时表现得更为系统化且以细节为导向,对激进的好消息持怀疑态度,而对保守的坏消息给予更多认可。在情绪悲观时期,若高管发布背离投资者预期的乐观消息,可能引起投资者的注意进而招致监管部门的怀疑。因此,对于高管而言,在投资者情绪低落时期,盈余操纵程度会相应降低。尽管良好的激励体系可以减少高管的自利行为、提高企业价值,但在外部投资者情绪的影响下,激励效用会大打折扣,甚至成为高管自利行为的借口。基于以上分析,提出假设3。

假设3:投资者情绪负向影响激励效果。随着投资者情绪的高涨,高管将加大对真实盈余管理的操纵力度。

## 四、研究设计

### (一)样本选取与数据来源

选取2010~2017年沪深两市所有A股上市公司为研究样本,数据均来自于国泰安数据库。为保证研究结果不受异常情况的影响,本文对数据做了以下

处理:①剔除ST公司;②剔除金融、保险类上市公司;③由于对真实盈余管理的衡量需要至少连续三年的财务信息,将连续三年数据缺失的样本予以剔除;④剔除关键变量存在缺失值的样本。最终共得到14004个有效样本。在区分真实盈余管理异质性的情况下,得到机会主义样本4933个,非机会主义样本9071个。本文的实际样本期间为2008~2017年,数据处理使用STATA 14.0软件。

### (二)变量定义

1. 高管薪酬。显性薪酬中,货币薪酬采用上市公司高管前三名货币薪酬总额的自然对数衡量;股权薪酬通过持股比例,即高管持股数占当期总股本之比衡量。在职消费的衡量借鉴权小峰等<sup>[21]</sup>的思路,并考虑到会计准则的变化,用当年管理费用扣除明显不属于在职消费的项目,即以扣除董事、高管、监事会成员薪酬,长期待摊费用以及无形资产的摊销额后金额的自然对数进行度量<sup>[22]</sup>。

2. 投资者情绪。关于投资者情绪的衡量,国内外学者提出了多种方法,可以划分为主观衡量方法与客观衡量方法两种。主观衡量主要通过调查问卷或询问的方式,计算投资者对股票的看好程度或对企业未来收益的信心指数,包括投资者智慧指数、央视看盘指数和好淡指数等。客观衡量方法是对投资者情绪的间接衡量,通过统计分析,度量由于投资者态度转变引起的企业价值变化以代表投资者情绪,包括动量效应法、换手率、分解Tobin' Q法等。

尽管主观衡量方法可直接代表投资者态度,但此类数据多由第三方手工收集,不同指数的可比性不强,客观性受到限制。在客观衡量方法中,可分为宏观市场层面与特定企业层面的投资者情绪指标。在本文中,特定企业层面的衡量方式更符合研究目的。因此,借鉴龚光明、龙立<sup>[23]</sup>的计量方法,采用分解Tobin' Q法对投资者情绪进行度量。将Tobin' Q与资产规模、净资产收益率、营业收入增长率、资产负债率以及行业进行回归,以残差代表投资者情绪,残差的正负分别表示投资者情绪的高涨期与低迷期。

3. 真实盈余管理。关于真实盈余管理的衡量,借鉴Roychowdhury<sup>[24]</sup>提出的模型,在衡量生产、销售及费用三种操控方式的基础上得到综合的真实盈余管理水平。生产操控是以改变产量对固定成本的分摊,从而控制单位成本的方式,用异常产品成本衡量。销售操控是指通过放宽信用条件或加大销售折扣对销售额的操控,用异常现金流衡量。费用操控是

指对研发支出、广告费用、销售费用与管理费用的操控,用异常酌量性费用衡量(因上市公司不单独披露研发支出与广告费用,而计入管理费用和销售费用,因此酌量性费用采用管理费用与销售费用之和计算)。

企业正常现金流与销售收入的线性方程如下:

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

正常销售成本与当期销售收入的线性函数为:

$$\frac{COGS_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

同理,正常的存货变动额可以表述为下式:

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

产品成本包括当期销售成本与存货变动额,综合式(2)与式(3),产品成本与收入的线性函数为:

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 \left( \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

酌量性费用的正常值可通过下式计算:

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中: $A_{i,t-1}$ 代表企业 $t-1$ 期的期末总资产; $S_{i,t}$ 代表企业于 $t$ 期的销售收入; $\Delta S_{i,t}$ 为企业 $t$ 期与 $t-1$ 期销售收入的变动额; $\Delta S_{i,t-1}$ 为企业 $t-1$ 期与 $t-2$ 期的销售收入变动额; $S_{i,t-1}$ 为企业 $t-1$ 期的销售收入。根据以上方程计算出经营性现金净流量、产品成本、酌量性费用的正常值,用实际值减去正常值,得到销售、生产以及费用操控的异常值。

借鉴李增福等<sup>[25]</sup>的研究,用式(6)对真实盈余管理进行衡量。

$$RM_{i,t} = APROD_{i,t} - ACFO_{i,t} - ADISEXP_{i,t} \quad (6)$$

用异常产品成本减去异常现金流与异常酌量性费用,得到综合的真实盈余管理水平。正号代表正向

操纵,负号代表负向操纵,数值水平代表真实盈余管理的程度。企业进行正向盈余管理即提高利润时,会表现为较高的产品成本、较小的现金流以及较少的酌量性费用。负向真实盈余管理则相反。

4. 机会主义效应。张娟、黄志忠<sup>[5]</sup>认为,当公司存在配股、保增长以及适时止损的需求时,机会主义行为将增加。当总资产收益率和净资产收益率处于一定阈值时,企业更倾向于采用机会主义的盈余管理。当ROE处于(6%,7%)、ROA处于(0,1%)、 $\Delta ROE$ 处于(0,0.5%)时,企业存在较强的配股、保盈利与保增长动机<sup>[26]</sup>。因此,在区分真实盈余管理异质性时,将这三种情况划分为显著的机会主义样本,其余则为非机会主义样本。

### (三)模型设计

借鉴前人的研究,本文构建四个模型对假设进行检验,具体如下:

$$REM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PAY_{i,t} / HOLD_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 GROWTH_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 DUAL_{i,t} + \alpha_7 BOARD_{i,t} + \alpha_8 INDEPEN_{i,t} + \alpha_9 AUDIT_{i,t} + \alpha_{10} TOP5_{i,t} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$REM_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PERK_{i,t} + \alpha_2 PERK^2_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 GROWTH_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 DUAL_{i,t} + \alpha_8 BOARD_{i,t} + \alpha_9 INDEPEN_{i,t} + \alpha_{10} AUDIT_{i,t} + \alpha_{11} TOP5_{i,t} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$|REM_{i,t}| = \alpha_0 + \alpha_1 PAY_{i,t} / HOLD_{i,t} + \alpha_2 SENT_{i,t} + \alpha_3 SENTPAY_{i,t} / SENTHOLD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \alpha_8 DUAL_{i,t} + \alpha_9 BOARD_{i,t} + \alpha_{10} INDEPEN_{i,t} + \alpha_{11} AUDIT_{i,t} + \alpha_{12} TOP5_{i,t} + \alpha_{13} OPPOR_{i,t} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

$$|RM_{i,t}| = \alpha_0 + \alpha_1 PERK_{i,t} + \alpha_2 PERK^2_{i,t} + \alpha_3 SENT_{i,t} + \alpha_4 SENTPERK_{i,t} + \alpha_5 SENTPERK^2_{i,t} + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 ROA_{i,t} + \alpha_8 GROWTH_{i,t} + \alpha_9 LEV_{i,t} + \alpha_{10} DUAL_{i,t} + \alpha_{11} BOARD_{i,t} + \alpha_{12} INDEPEN_{i,t} + \alpha_{13} AUDIT_{i,t} + \alpha_{14} TOP5_{i,t} + \alpha_{15} OPPOR_{i,t} + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

因变量 $REM_{i,t}$ 代表真实盈余管理水平,包括真实盈余管理水平综合指标(RM)及三种异常操控指标(APROD、ACFO、ADISEXP)。 $|RM_{i,t}|$ 代表真实盈余管理综合水平的绝对值,即真实盈余管理程度。 $SENT_{i,t}$ 代表投资者情绪,经Tobin'Q分解后,对残差进行Z标准化处理得到。为保证研究结论不受极

端值的影响,对所有连续变量进行1%的缩尾处理。各变量的定义如表1所示。

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
	真实盈余管理水平	RM	真实盈余管理综合水平
解释变量	货币薪酬	PAY	前三名高管薪酬总额的自然对数
	股权薪酬	HOLD	高管持股数/总股数
	在职消费	PERK	(管理费用-董事、高管、监事会成员薪酬-长期待摊费用-无形资产的摊销额)的自然对数
调节变量	投资者情绪	SENT	分解Tobin' Q法
控制变量	机会主义效应	OPPOR	ROE处于(6%,7%)、ROA处于(0,1%)、 $\Delta$ ROE处于(0,0.5%)时取1,否则取0
	资产负债率	LEV	负债总额/资产总额
	营业收入增长率	GROWTH	营业收入变动的百分比
	总资产收益率	ROA	净利润/平均资产总额
	企业规模	SIZE	期末总资产的自然对数
	两职合一	DUAL	董事长与总经理两职合一取1,否则取0
	董事会规模	BOARD	董事会人数
	独立董事规模	INDEPEN	独立董事人数
	审计意见	AUDIT	当年取得标准无保留意见取1,否则取0
	股权集中度	TOP5	前五大股东持股数/总股数
	年度	YEAR	根据样本期间2010~2017年设置年度虚拟变量
	行业	INDUSTRY	根据2012年证监会行业分类标准设置行业虚拟变量

## 五、实证分析

### (一)描述性统计

表2列示了样本的描述性统计结果。根据统计

数据,可以观测到四个被解释变量的均值、中位数均不等于0,侧面验证了真实盈余管理的普遍存在。RM的最小值与最大值分别为-0.998和0.770,表明上市公司同时存在正向与负向的真实盈余操控。PAY的最小值、最大值分别为12.491、16.101,尽管对其进行了数值处理,货币薪酬的差距仍然较大。HOLD的中位数为0,表明在样本中有50%的高管未获得股权报酬,获得股权激励的高管属于少数。PERK的最小值为16.185,最大值为22.253,表明不同企业的在职消费水平也存在较大差距。SENT的均值与中位数分别为-0.024、-0.059,最小值与最大值分别为-0.443、0.758,表明投资者对企业大多持消极态度,而在投资者情绪较为乐观时,对企业看好的程度更大。OPPOR的均值为0.352,表明全样本中有35.2%的机会主义样本,非机会主义样本占64.8%。其余变量的描述性统计值详见表2,此处不再赘述。

表2 描述性统计

变量	样本量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值	上四分位数	下四分位数
RM	14004	-0.004	0.018	0.283	-0.998	0.770	-0.137	0.151
APROD	14004	-0.007	-0.003	0.193	-0.692	0.554	-0.098	0.092
ACFO	14004	0.001	0.001	0.085	-0.293	0.259	-0.042	0.046
ADISEXP	14004	-0.003	-0.016	0.075	-0.139	0.348	-0.045	0.015
PAY	14004	14.217	14.207	0.695	12.491	16.101	13.772	14.642
HOLD	14004	0.053	0.000	0.120	0.000	0.572	0.000	0.026
PERK	14004	18.776	18.648	1.168	16.185	22.253	17.969	19.451
SENT	14004	-0.024	-0.059	0.215	-0.443	0.758	-0.167	0.077
OPPOR	14004	0.352	0	0.478	0	1	0	1
LEV	14004	0.450	0.448	0.210	0.053	0.922	0.283	0.612
GROWTH	14004	0.212	0.122	0.494	-0.528	3.335	-0.011	0.294
ROA	14004	0.041	0.036	0.053	-0.148	0.211	0.014	0.067
SIZE	14004	22.145	21.984	1.260	19.635	25.996	21.259	22.862
DUAL	14004	0.767	1	0.423	0	1	1	1
BOARD	14004	8.758	9	1.725	5	15	8	9
INDEPEN	14004	3.216	3	0.594	2	5	3	3
AUDIT	14004	0.972	1	0.164	0	1	1	1
TOP5	14004	51.553	51.626	15.324	18.386	86.451	40.190	62.464

### (二)相关性分析

对各变量进行相关性分析,得到RM与APROD在1%的水平上显著正相关,与ACFO、ADISEXP显著负相关,从而真实盈余管理的计算公式得到了进一步验证。APROD与ACFO、ADISEXP

显著负相关, ACFO与ADISEXP显著正相关,说明高管会综合使用三种手段配合收益操纵。在降低单位产品成本时,高管可同时通过放宽信用条件、减少费用支出对利润进行正向的修饰。货币薪酬、股权薪酬与真实盈余管理在1%的水平上显著负相关,初步支持了假设1。各变量间的相关性显著,对变量进行共线性检验,得到的方差膨胀因子VIF均小于4.5,均值为1.88,说明不存在多重共线性问题。

### (三)回归分析

货币薪酬与真实盈余管理的回归结果如表3所示。在三类样本中,货币薪酬与真实盈余管理均在1%的水平上显著负相关,表明随着工资薪金水平的提高,真实盈余管理的程度下降,货币激励可以抑制高管对利润的操纵,部分验证了假设1。同时在机会主义样本中,货币薪酬显著抑制异常生产成本与异常现金流两种操控方式。股权薪酬与真实盈余管理的回归结果如表4所示。全样本中,股权薪酬与真实盈余管理呈正相关关系,但并不显著。在机会主义样本中,股权薪酬与真实盈余管理在5%的水平上显著为负;而在非机会主义样本中,股权薪酬与真实盈余管理显著正相关。这说明在不同的样本中,股权激励的治理效应存在差别,相比货币激励方式,股权激励的效应更具有多样性。同时也说明区分真实盈余管理的异质性是十分必要的。股权激励在显著的机会主义样本中可以缓解代理问题,抑制真实盈余管理,假设1得到了验证。

表5列示了在职消费与真实盈余管理的回归结果。在区分盈余管理异质性的情况下,三类样本中在职消费的二次项与真实盈余管理均在1%的水平上显著正相关,一次项与真实盈余管理显著负相关。表明真实盈余管理与在职消费呈U型相关关系,在一定程度上二者是相互替代的关系,而后又呈现出共同增长的态势,“效率观”与“代理观”均得到了支持。在最优激励点内,隐性激励可以约束高管的自利性行为,但超过限定范围后,较高的在职消费水平反而成为高管牟取私利的便车,假设2得到了验证。

表3 货币薪酬与真实盈余管理

变量	全样本	机会主义样本				非机会主义样本
	RM	RM	APROD	ACFO	ADISEXP	RM
常数	0.531*** (10.16)	0.430*** (5.40)	0.220*** (3.87)	0.057** (2.08)	-0.262*** (-12.32)	0.574*** (8.52)
PAY	-0.043*** (-12.07)	-0.027*** (-4.99)	-0.016*** (-4.20)	-0.006*** (-3.38)	0.017*** (11.75)	-0.049*** (-10.27)
SIZE	0.002 (1.01)	-0.003 (-0.92)	-0.002 (-0.77)	0.001 (1.10)	0.000 (-0.35)	0.004 (1.43)
ROA	-1.937*** (-42.37)	-2.638*** (-19.09)	-1.572*** (-15.90)	0.627*** (13.26)	0.410*** (11.09)	-1.770*** (-33.50)
GROWTH	-0.087*** (-20.36)	-0.059*** (-8.48)	-0.057*** (-11.45)	-0.022*** (-9.34)	0.026*** (13.94)	-0.096*** (-18.05)
LEV	0.240*** (18.13)	0.183*** (9.24)	0.160*** (11.28)	-0.029*** (-4.26)	0.004 (0.83)	0.262*** (14.95)
DUAL	-0.003 (-0.69)	-0.004 (-0.62)	0.000 (-0.08)	0.003 (1.22)	-0.001 (-0.42)	-0.002 (-0.33)
BOARD	-0.000 (-0.02)	0.000 (0.16)	0.001 (0.70)	0.000 (0.30)	0.001 (1.53)	-0.001 (-0.26)
INDEPEN	-0.021*** (-3.86)	-0.015** (-2.01)	-0.014*** (-2.63)	0.000 (-0.19)	0.001 (0.48)	-0.025*** (-3.49)
AUDIT	0.077*** (6.00)	0.024 (1.25)	0.043*** (3.07)	0.003 (0.49)	0.017*** (3.25)	0.095*** (5.77)
TOP5	0.000 (0.27)	0.001*** (3.66)	0.001*** (3.73)	0.000 (-1.34)	0.000** (-2.25)	0.000 (-1.45)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	14004	4933	4933	4933	4933	9071
Adj. R <sup>2</sup>	0.288	0.221	0.241	0.080	0.127	0.293
F值	167.57	42.21	47.05	13.59	22.04	111.34

注:\*、\*\*、\*\*\*分别表示10%、5%、1%的显著性水平,括号内为t值,下同。

表6为投资者情绪对高管激励与真实盈余管理关系的调节作用的回归结果。被解释变量为真实盈余管理水平的绝对值,代表真实盈余管理程度。货币薪酬一栏,PAY与真实盈余管理程度显著负相关,PAY与SENT的交乘项系数为0.010,在1%的水平上显著为正,表明投资者情绪对货币激励起到负向调节的作用,投资者情绪越高涨,高管的自利动机越强。股权薪酬一栏,HOLD与真实盈余管理程度显著负相关,HOLD与SENT的交乘项系数为0.273,在1%的水平上显著,说明投资者情绪对股权激励同样起到负向调节作用。在职消费一栏,PERK与SENT的一次交乘项系数显著为正,二次交乘项的系数为-0.010,在1%的水平上显著,投资者情绪对在职消费也起到负向的调节作用。在三种激励方式下,

表4 股权薪酬与真实盈余管理

变量	全样本	机会主义样本				非机会主义样本
	RM	RM	APROD	ACFO	ADISEXP	RM
常数	0.182*** (4.08)	0.228*** (3.41)	0.108*** (2.26)	0.008 (0.37)	-0.126*** (-6.93)	0.182*** (3.13)
HOLD	0.017 (0.85)	-0.059** (-1.96)	-0.061*** (-2.83)	-0.010 (-0.96)	0.009 (1.10)	0.063** (2.37)
SIZE	-0.009*** (-3.98)	-0.010*** (-3.05)	-0.006*** (-2.70)	0.000 (-0.20)	0.004*** (4.07)	-0.008*** (-2.91)
ROA	-2.068*** (-46.26)	-2.747*** (-20.14)	-1.627*** (-16.68)	0.600*** (12.86)	0.491*** (13.28)	-1.903*** (-36.86)
GROWTH	-0.084*** (-19.65)	-0.057*** (-8.14)	-0.056*** (-11.13)	-0.022*** (-9.13)	0.025*** (13.14)	-0.093*** (-17.43)
LEV	0.251*** (18.81)	0.187*** (9.39)	0.161*** (11.33)	-0.028*** (-4.11)	0.001 (0.16)	0.273*** (15.41)
DUAL	0.003 (0.49)	-0.008 (-1.03)	-0.005 (-0.95)	0.003 (0.95)	-0.002 (-0.71)	0.010 (1.33)
BOARD	-0.001 (-0.34)	0.000 (0.00)	0.001 (0.50)	0.000 (0.22)	0.001* (1.70)	-0.001 (-0.57)
INDEPEN	-0.021*** (-3.91)	-0.016** (-2.05)	-0.014*** (-2.61)	-0.001 (-0.24)	0.002 (0.74)	-0.025*** (-3.50)
AUDIT	0.075*** (5.84)	0.024 (1.22)	0.042*** (3.04)	0.003 (0.47)	0.017*** (3.26)	0.091*** (5.49)
TOP5	0.000 (0.38)	0.001*** (3.90)	0.001*** (4.11)	0.000 (-1.19)	0.000** (-2.30)	0.000 (-1.32)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	14004	4933	4933	4933	4933	9071
Adj. R <sup>2</sup>	0.281	0.218	0.240	0.078	0.102	0.285
F值	161.63	41.41	46.68	13.26	17.53	107.22

投资者情绪均起到负向调节作用,表明投资者的错误定价将影响企业对高管的激励效果,使高管借助迎合投资者情绪这个合理的外衣,从事更多的自利性行为。投资者对企业的看好程度越大,高管迎合投资者情绪最大化私人收益的真实盈余管理程度越大。

为进一步检验投资者情绪对激励效应的影响,以真实盈余管理的绝对值为被解释变量,对模型(7)与模型(8)进行分样本回归,结果如表7所示。在货币薪酬一栏的投资者情绪高涨期分样本中,PAY与被解释变量显著正相关;而在投资者情绪低迷期的分样本中,PAY与被解释变量显著负相关。表明随着投资者情绪的高涨,货币薪酬对高管的激励作用减弱,高管加大了对真实盈余管理的操纵程度,与上述结论一致。在股权薪酬一栏,HOLD与被解释变量在两个分样本中均显著负相关,对其进行组间系数检验,发现存在显著的差异。在在职消费一栏,在

表5 在职消费与真实盈余管理

变量	全样本	机会主义样本				非机会主义样本
	RM	RM	APROD	ACFO	ADISEXP	RM
常数	1.714*** (4.53)	1.709*** (2.97)	0.665 (1.59)	0.788*** (3.90)	-1.613*** (-11.36)	1.638*** (3.34)
PERK	-0.269*** (-6.90)	-0.237*** (-3.99)	-0.099** (-2.30)	-0.080*** (-3.85)	0.196*** (13.35)	-0.272*** (-5.39)
PERK <sup>2</sup>	0.004*** (3.89)	0.004** (2.54)	0.002 (1.34)	0.002*** (3.90)	-0.004*** (-10.39)	0.004*** (2.83)
SIZE	0.083*** (24.43)	0.057*** (11.14)	0.027*** (7.15)	-0.002 (-0.99)	-0.029*** (-22.98)	0.093*** (21.03)
ROA	-1.874*** (-43.52)	-2.490*** (-18.72)	-1.519*** (-15.70)	0.606*** (12.95)	0.340*** (10.36)	-1.726*** (-34.90)
GROWTH	-0.092*** (-22.47)	-0.063*** (-9.29)	-0.059*** (-11.94)	-0.022*** (-9.01)	0.028*** (16.43)	-0.102*** (-20.08)
LEV	0.268*** (21.06)	0.204*** (10.55)	0.170*** (12.11)	-0.025*** (-3.65)	-0.010** (-2.00)	0.295*** (17.52)
DUAL	0.004 (0.76)	0.001 (0.11)	0.002 (0.47)	0.004* (1.61)	-0.004** (-2.38)	0.005 (0.85)
BOARD	0.001 (0.78)	0.002 (0.71)	0.002 (1.04)	0.000 (0.45)	0.000 (0.36)	0.001 (0.31)
INDEPEN	-0.018*** (-3.49)	-0.015** (-2.00)	-0.014*** (-2.62)	-0.001 (-0.53)	0.002 (0.81)	-0.020*** (-2.99)
AUDIT	0.070*** (5.70)	0.029 (1.52)	0.045*** (3.23)	0.005 (0.74)	0.013*** (2.77)	0.084*** (5.26)
TOP5	0.000 (-0.48)	0.001*** (3.01)	0.000*** (3.31)	0.000* (-1.94)	0.000 (-0.20)	0.000** (-2.05)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	14004	4933	4933	4933	4933	9071
Adj. R <sup>2</sup>	0.342	0.263	0.258	0.080	0.298	0.351
F值	208.85	51.27	50.05	13.32	60.68	141.43

投资者情绪高涨期内,二次项系数与被解释变量正相关,但并不显著;而在投资者情绪低迷期内,二次项系数为正,且显著。说明随着投资者情绪的高涨,在职消费与真实盈余管理的U型关系减弱,对两个样本进行组间系数检验,同样具有显著的差异。分样本回归中的结论与前文的结论基本一致,投资者情绪的调节作用得到了验证。

#### (四) 稳健性检验

为进一步验证结果的可靠性,消除变量衡量方法可能对结果带来的影响,本文对关键变量进行替换衡量,具体如下。

1. 真实盈余管理的修正模型。我国学者李彬等<sup>[27]</sup>基于Roychowdhury<sup>[24]</sup>的研究提出经营性现金流的修正模型。李彬等<sup>[27]</sup>认为,Roychowdhury在研究中构建的线性方程主要是基于销售流程的,而经营性现金流的产生除了销售环节,还包括对固定

表 6 投资者情绪的调节作用

变量	货币薪酬	股权薪酬	在职消费
常数	0.640*** (14.35)	0.463*** (13.28)	0.721*** (12.01)
PAY	-0.006** (-2.09)		
HOLD		-0.109*** (-7.09)	
PERK			0.008*** (2.96)
PERK <sup>2</sup>			0.001 (0.62)
SENT	-0.020** (-2.08)	0.044*** (7.38)	0.130*** (13.08)
SENTPAY	0.010*** (9.70)		
SENTHOLD		0.273*** (4.88)	
SENTPERK			0.030*** (6.38)
SENTPERK <sup>2</sup>			-0.010*** (-5.00)
SIZE	-0.022*** (-10.95)	-0.017*** (-9.68)	-0.029*** (-10.52)
ROA	0.683*** (18.96)	0.726*** (20.76)	0.662*** (18.64)
GROWTH	0.069*** (21.56)	0.071*** (22.18)	0.070*** (21.74)
LEV	0.153*** (14.89)	0.126*** (12.48)	0.153*** (14.94)
DUAL	0.003 (0.86)	-0.010** (-2.52)	0.004 (0.99)
BOARD	0.002 (1.49)	0.001 (0.67)	0.002 (1.36)
INDEPEN	-0.001 (-0.15)	0.003 (0.71)	-0.001 (-0.22)
AUDIT	-0.039*** (-3.96)	-0.042*** (-4.30)	-0.039*** (-3.97)
TOP5	0.000* (1.64)	0.000*** (3.49)	0.000 (1.59)
OPPOR	-0.015*** (-4.64)	-0.016*** (-4.99)	-0.015*** (-4.45)
年度/行业	控制	控制	控制
样本量	14004	14004	14004
Adj. R <sup>2</sup>	0.154	0.153	0.155
F 值	69.66	69.33	66.82

成本的分摊,例如支付给职工的现金与缴纳的税费等。因此,根据我国现金流量表结构,提出了基于经营性现金流产生流程的计算公式,具体如下:

表 7 分样本回归结果

变量	货币薪酬		股权薪酬		在职消费	
	高涨期	低迷期	高涨期	低迷期	高涨期	低迷期
常数	0.329*** (4.83)	0.528*** (8.59)	0.458*** (8.06)	0.433*** (7.80)	1.067** (2.25)	3.113*** (5.53)
PAY	0.009* (1.95)	-0.015*** (-4.73)				
HOLD			-0.156*** (-5.33)	-0.090*** (-5.27)		
PERK					-0.044 (-0.89)	-0.300*** (-4.95)
PERK <sup>2</sup>					0.002 (1.41)	0.008*** (4.81)
SIZE	-0.021*** (-6.95)	-0.009*** (-3.25)	-0.020*** (-7.42)	-0.014*** (-5.17)	-0.039*** (-8.64)	-0.008** (-2.11)
ROA	1.269*** (22.07)	0.255*** (5.79)	1.315*** (23.76)	0.231*** (5.32)	1.252*** (22.27)	0.226*** (5.20)
GROWTH	0.093*** (17.99)	0.052*** (12.82)	0.093*** (18.12)	0.053*** (13.24)	0.095*** (18.35)	0.052*** (12.97)
LEV	0.118*** (6.22)	0.132*** (11.37)	0.112*** (5.93)	0.130*** (11.20)	0.114*** (6.01)	0.137*** (11.83)
DUAL	0.009 (1.36)	-0.001 -0.34	-0.007 (-0.97)	-0.011** (-2.31)	0.009 (1.26)	-0.001 (-0.16)
BOARD	0.001 (0.22)	0.001 0.82	0.000 (0.12)	0.001 (0.46)	0.000 (0.17)	0.002 (0.95)
INDEPEN	0.012* (1.89)	-0.005 -0.96	0.014** (2.10)	-0.004 (-0.80)	0.010 (1.52)	-0.006 (-1.15)
AUDIT	-0.046** (-2.37)	-0.035*** (-3.25)	-0.043** (-2.21)	-0.035*** (-3.31)	-0.039** (-1.99)	-0.033*** (-3.04)
TOP5	0.001*** (4.62)	0.000 0.36	0.001*** (5.13)	0.000 (1.04)	0.001*** (4.47)	0.000 (-0.03)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	5253	8751	5253	8751	5253	8751
Adj. R <sup>2</sup>	0.2266	0.1135	0.2302	0.1140	0.2309	0.1143
F 值	46.26	33.94	47.20	34.12	46.05	33.26
Prob>chi2	0.0001		0.0357		0.0078	

$$\begin{aligned}
 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = & \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \\
 & \alpha_3 \left( \frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 \left( \frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_5 \left( \frac{TC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \\
 & \alpha_6 \left( \frac{EC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_7 \left( \frac{OC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (11)
 \end{aligned}$$

其中: CFO<sub>i,t</sub>、A<sub>i,t-1</sub>、S<sub>i,t</sub>、ΔS<sub>i,t</sub>、ΔS<sub>i,t-1</sub> 的含义与前文一致; TC<sub>i,t</sub> 代表 t 期的税费净额(收到的税费返还-支付的各项税费); EC<sub>i,t</sub> 代表本期为职工支付的现金; OC<sub>i,t</sub> 代表当年其他与经营活动有关的现金



净额(收到其他与经营活动有关的现金-支付其他与经营活动有关的现金)。异常产品成本与异常酌量性费用的衡量与前文相同,真实盈余管理的度量仍然使用上文中的等式。

**2. 高管薪酬的替换衡量。**货币薪酬的衡量由“前三名高管薪酬总额的自然对数”改为“管理层薪酬平均值的自然对数”;股权薪酬的衡量由“高管持股比例”改为“管理层持股比例”;在职消费采用“管理费用与主营业务收入之比”衡量。

将更改衡量方式后的真实盈余管理与高管薪酬用于模型进行回归,稳健性检验结果如表8所示。得到的结论与前文一致,再次验证了本文的假设。

## 六、研究结论及启示

高管激励与盈余管理一直是学术界研究的重点,但目前相关研究多集中于应计盈余管理,关于高管激励与真实盈余管理的研究成果较少。本文基于盈余管理的异质性,研究高管显性及隐性激励方式与真实盈余管理的关系,同时加入投资者情绪作为调节变量,研究外部投资者影响下激励效应的变化。研究发现:①货币薪酬与股权薪酬两种显性激励方式都可降低机会主义效应的真实盈余管理程度,其中股权激励方式的激励效果在不同样本中的治理作用更加多元化。②在职消费与真实盈余管理呈U型关系,在一定程度内,在职消费与真实盈余管理是相互替代的关系,而随着在职消费的提高,在职消费加大了机会主义效应的真实盈余管理程度。③投资者情绪将影响薪酬契约的效果,弱化激励效应,随着投资者情绪的高涨,高管迎合投资者情绪进行真实盈余管理的程度更大。

尽管目前高管薪酬的激励效果备受争议,但在区分盈余管理异质性的情况下,高管薪酬的良好激励效应得到了印证。根据研究结论,对上市公司提出以下建议:①显性激励方式具有较好的治理作用,企业可采用适度加大货币与股权薪酬激励的方式来提升高管工作的主动性,从而统一管理层的利益函数。②过高的隐性薪酬会为企业带来负面的影

表8 稳健性检验

变量	货币薪酬		股权薪酬		在职消费	
	机会主义样本	非机会主义样本	机会主义样本	非机会主义样本	机会主义样本	非机会主义样本
常数	0.382*** (5.14)	0.501*** (7.96)	0.096 (1.49)	0.177*** (3.08)	0.713*** (10.55)	0.748*** (12.59)
PAY	-0.026*** (-4.72)	-0.050*** (-10.19)				
HOLD			-0.038** (-1.99)	0.040** (2.45)		
PERK					-1.625*** (-15.68)	-1.862*** (-19.73)
PERK <sup>2</sup>					2.219*** (9.50)	2.685*** (13.51)
SIZE	-0.003 (-1.01)	0.005 (1.54)	-0.002 (-0.62)	-0.009*** (-3.04)	-0.024*** (-7.65)	-0.026*** (-9.25)
ROA	-2.565*** (-18.91)	-1.741*** (-33.72)	-3.076*** (-23.46)	-1.866*** (-36.89)	-2.882*** (-22.24)	-2.036*** (-40.81)
GROWTH	-0.059*** (-8.58)	-0.096*** (-18.50)	0.000** (2.12)	-0.094*** (-17.91)	-0.064*** (-9.70)	-0.099*** (-19.48)
LEV	0.175*** (9.02)	0.250*** (14.49)	0.056*** (4.14)	0.264*** (15.19)	0.086*** (4.46)	0.182*** (10.61)
DUAL	0.001 (0.15)	0.004 (0.63)	0.003 (0.35)	0.007 (1.02)	-0.005 (-0.78)	-0.002 (-0.33)
BOARD	0.000 (-0.10)	-0.002 (-0.83)	0.001 (0.53)	0.000 (-0.14)	0.000 (-0.10)	-0.002 (-0.88)
INDEPEN	-0.015** (-2.04)	-0.024*** (-3.52)	-0.018** (-2.39)	-0.025*** (-3.53)	-0.012* (-1.61)	-0.017** (-2.51)
AUDIT	0.030 (1.55)	0.099*** (6.12)	0.025 (1.31)	0.094*** (5.74)	0.003 (0.18)	0.068*** (4.22)
TOP5	0.001*** (3.90)	0.000 (-1.22)	0.001*** (3.44)	0.000 (-0.95)	0.001*** (2.93)	0.000** (-2.45)
年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	4933	9071	4933	9071	4933	9071
Adj. R <sup>2</sup>	0.2193	0.2928	0.1965	0.2852	0.2722	0.3247
F值	41.74	111.47	36.48	107.43	53.71	125.58

响,在提高显性激励水平的基础上,减少高管的隐性收入,可以降低真实盈余管理的程度,提高会计信息的质量。③外部环境的不稳定是诱发高管自利动机的重要因素,企业应当不断提高公司治理水平,对内部监督给予重视,增强企业整体运营的稳定性,从而使薪酬体系发挥更大的激励效应。

### 主要参考文献:

[1] 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.
- [2] 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——基于应计与真实盈余管理的分析[J]. 审计研究,2013(1):95~102.
- [3] 张娟,黄志忠. 盈余管理异质性、公司治理和高管薪酬——基于中国上市公司的实证研究[J]. 经济管理,2014(9):79~90.
- [4] 王俊秋,张丹或. 企业的盈余管理策略在迎合投资者情绪吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 华东理工大学学报(社会科学版),2017(1):55~66.
- [5] 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.
- [6] 黄文伴,李延喜. 管理者薪酬契约与企业盈余管理程度关系[J]. 科研管理,2011(6):133~139.
- [7] 傅颀,邓川. 高管控制权、薪酬与盈余管理[J]. 财经论丛,2013(4):66~72.
- [8] 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.
- [9] Jensen M. C., Meckling W. H.. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [J]. Journal of Financial Economics, 1976(4):305~360.
- [10] Warfield Terry D., Wild John J., Kenneth L. Wild.. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings [J]. Journal of Accounting and Economics, 1995(20):6~60.
- [11] Healy P. M.. The effect of bonus schemes on accounting decisions [J]. Journal of Accounting & Economics, 1985(1):85~107.
- [12] Watts R. L.. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications [J]. Accounting Horizons, 2003(12):207~223.
- [13] Rajan R. G., Wulf J.. Are perks purely managerial excess [J]. Journal of Financial Economics, 2006(1):1~3.
- [14] Marino A. M., Zbojonik J.. Work-related perks, agency problems, and optimal incentive contracts [J]. RAND Journal of Economics, 2008(2):565~585.
- [15] Jensen M. C.. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [J]. American Economic Review, 1986(2):323~329.
- [16] 王东清,李静. 市场化程度、超额在职消费与盈余管理[J]. 中南大学学报(社会科学版),2017(4):119~126.
- [17] 陈冬华,陈信元,万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究,2005(2):92~101.
- [18] Baker M., Wurgler J.. A catering theory of dividends [J]. Journal of Finance, 2004(3):1125~1165.
- [19] 蒋玉梅,王明照. 投资者情绪、盈余公告与市场反应[J]. 管理科学,2010(3):70~78.
- [20] 鹿坪,冷军. 投资者情绪与盈余管理——基于应计盈余管理与真实盈余管理的实证研究[J]. 财经问题研究,2017(2):88~96.
- [21] 权小锋,吴世农,文芳. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究,2010(11):73~87.
- [22] 牟韶红,李启航,陈汉文. 内部控制、产权性质与超额在职消费——基于2007~2014年非金融上市公司的经验研究[J]. 审计研究,2016(4):90~98.
- [23] 龚光明,龙立. 投资者情绪与上市公司盈余管理:理性迎合抑或情绪偏差[J]. 当代财经,2017(8):112~122.
- [24] Roychowdhury S.. Earnings management through real activities manipulation [J]. Journal of Accounting & Economics, 2006(3):335~370.
- [25] 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.
- [26] 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.
- [27] 李彬,张俊瑞,郭慧婷. 会计弹性与真实活动操控的盈余管理关系研究[J]. 管理评论,2009(6):99~107.
- 作者单位: 陕西科技大学经济与管理学院, 西安 710021