

薪酬操纵与战略性信息披露

——基于管理者才能信号理论的研究

程新生¹ 刘建梅²

(1. 南开大学 中国公司治理研究院, 天津 300071; 2. 南开大学 商学院, 天津 300071)

摘要：本文基于管理者才能信号理论 (Management talent signaling hypothesis), 选择了 2008-2012 年 7376 个样本, 检验了高管是否利用能够反映其才能的战略性信息来为自己的高薪酬进行辩护。研究发现：异常薪酬与战略信息披露正相关；且异常薪酬与战略信息披露的正相关关系更可能发生在高管薪酬业绩敏感性较低的公司当中，这是因为当薪酬业绩敏感度较低的时候，高管面临的愤怒成本和公平性压力更大，进行薪酬辩护的动机更强；此外，异常薪酬与战略信息披露的正相关关系还更可能发生在公司证券分析师关注度较低以及机构投资者持股比例较小的公司当中，这是因为，跟踪的分析师和机构投资者具有监督作用，能够识别高管的虚假信息披露，抑制管理者披露低质量的信息，这就提高了高管进行薪酬辩护的成本，而分析师和机构投资者较少的公司，这种成本较低，进行薪酬辩护的可能性更大。本文从高管薪酬辩护视角考察了信息披露的动机，揭示了信息披露中存在的印象管理行为，丰富了现有的信息披露文献；本文的结论有助于监管层进一步加强对信息披露的监管，规范上市公司的信息披露行为，同时也为今后完善相应的信息披露准则提供了一定的借鉴意义

关键字：薪酬操纵；战略信息披露；管理者才能；公平性；薪酬辩护

中图分类号： F **文献标识码：** A

1 引言

合理的收入分配制度是社会公平的重要体现，而无论是巨额高管薪酬、高管薪酬与公司业绩的背离还是与普通员工的过大薪酬差距都违背了公平原则，导致了公司内部的不公平和外部社会的不公平，影响到我国和谐社会的建设，由此倍受政府、投资者和社会公众的关注。在我国收入差距已超过国际公认的警戒线的情况下，从十六大、十七大开始，收入分配差距与社会公平问题就引起了政府的高度重视。十八大报告更是提出，“……着力解决收入分配差距较大问题，使发展成果更多更公平惠及全体人民，……”。自 2003 年底以来，国资委及有关部门颁布大量法规，确定了国有企业高管薪酬与业绩挂钩的原则，并颁布了配套法规以规范国有企业高管的业绩考核。2009 年人社部、国资委等六部委制定的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》(人社部发【2009】105 号)从适用范围、规范薪酬管理的基本原则以及薪酬结构和水平、薪酬支付、补充保险和职务消费、监督管理、组织实施等方面，更为严格的对中央企业负责人薪酬管理作出了规范。此外，各大媒体纷纷开始报道和抨击，社会公众也开始质疑和愤怒。

管理层权利理论认为高管会通过影响薪酬设计过程或者进行盈余管理对薪酬进行操纵，从而攫取薪酬租金，获得更高的薪酬给付和薪酬增长 (Crystal, 1991; Bebchuk and Fried, 2003; Bebchuk 等, 2002; 谢德仁等, 2012; 权小峰、吴世农和文芳, 2010; 王克敏, 王志超, 2007)。在政府的管制、媒体的抨击以及公众的质疑和愤怒背景下，进行了薪酬操纵的高管，面对内部和外部的公平性压力，有动机对其薪酬进行辩护 (薪酬辩护假说)，对自己的高薪酬和薪酬之快速增长提供正当性的理由 (谢德仁, 2012)。而向外部公众展示自己的才能就是途径之一。根据管理层能力信号理论 (Trueman, 1986)，进行了薪酬操纵的高管会对外释放自己能力的信号，进行印象管理，达到降低公众“愤怒”成本的目的。Cornelli,

Kominek and Ljungqvist (2013, in press) 的实证研究表明投资者在评估高管的能力的时候, 不仅使用公司的盈利能力, 还依据其他的一些信号。Taylor (2013) 也认为对管理层能力的考察除了运用硬信息(可以证实的信息比如公司绩效的实现情况等)外, 还有一些软信息(难以证实的信息), 即信号。Trueman (1986) 认为自愿披露的盈余预告能够表现高管的才能, 而本文认为有关战略计划的信息同样具有管理者才能信号作用。有关战略的制定、执行、变革和评估信息不仅帮助外部信息使用者更好的了解和认识企业发展目标和方向、公司的竞争优势, 还能够帮助了解管理者是如何管理各项影响公司成功的因素, 如何预测经济环境的变化, 从而相应的调整公司战略和计划的能力。

制定、执行、变革和评估战略的信息披露具有信号作用, 能够发出高管的能力信号。因此, 本文研究的第一个问题是高管进行了薪酬操纵后, 是否有动机披露能够表现自己才能的战略信息, 以此来释放自己才能的信号, 让员工、投资者、监管者以及公众认同其高薪酬, 提高正当性。更进一步, 如果存在这种薪酬辩护方式, 那么薪酬辩护动机在不同的高管薪酬业绩敏感性、不同的分析师的关注度以及机构投资者持股的公司当中是否有所不同? 以上问题的研究对于进一步规范上市公司的信息披露行为、指导我国完善信息披露准则、完善公司的激励机制以及保护投资者利益具有重要的理论和现实意义。

本文的结构安排如下: 第二部分是文献综述、理论分析与研究假设; 第三部分是研究样本选择和数据来源、变量定义以及模型设计; 第四部分主要分析了本文的实证结果; 第五部分为结论和贡献。

2 文献综述、理论分析与研究假设

2.1 文献综述

2.1.1 高管的薪酬操纵与薪酬辩护

决定经理人员薪酬契约的有两种理论: “最优契约理论”(optimal contracting) 与 “管理层权利理论”(managerial power)。最优契约理论认为有效的薪酬契约安排可以激励经理人以股东利益最大化为目标, 缓解代理问题(Jensen and Meckling, 1976; Bebchuk、Fried and Walker, 2002)。而管理层权利理论认为在内部人控制的情况下, 薪酬契约的决定存在内生性, 经理人薪酬非但不能缓解代理问题, 其本身是代理问题的一部分, 即经理可凭借手中的权力设计出符合自身利益最大化的薪酬契约, 这一观点又称为租金攫取观(rent extraction)(Bebchuk and Fried, 2003; Bebchuk、Fried and Walker, 2002)。在这种观点下, 管理层一方面可以操控薪酬委员会和报酬制定程序来确定自身的报酬水平和结构(Crystal, 1991; Main 等, 1995; Bebchuk and Fried, 2003; Bebchuk 等, 2002; 谢德仁等, 2012); 另一方面又可以通过盈余管理对薪酬进行操纵, 从而获得更高薪酬给付(权小峰、吴世农和文芳, 2010; 王克敏, 王志超, 2007)。

Main 等(1995) 认为高管可以操纵薪酬委员会从而获得高薪酬, 而外部董事往往不是 CEO 业绩的客观公正评价者而是合作伙伴。Core 等(2005) 研究认为高管可以通过控制外部董事的提名而获得高薪酬, 当董事会规模较大且大多数外部董事由 CEO 实际提名时, CEO 的薪酬往往很高, 但业绩却更差。Bebchuk 等(2002) 认为如果董事与高管有朋友关系或者董事是由高管任命, 那么高管的权力就较大, 高管能够通过自己的权利来制定各种期权激励条款, 比如重新设定行权价格、放松激励条款, 从而实现自己的高薪酬。此外, 一些学者研究得出了管理层薪酬变动的非对称性, 即薪酬与盈利业绩的敏感度更高, 而与亏损业绩的敏感度更低(Cheng, 2005; 方军雄, 2011; 卢锐、魏明海和黎文靖, 2008)。方军雄(2011) 从薪酬变动的非对称性角度研究上市公司高管与普通员工薪酬差距拉大的原因。研究发现, 业绩上升时, 公司高管获得了相比普通员工更大的薪酬增幅, 而在业绩下滑时高管薪酬存在显著的粘性特征, 普通员工薪酬并不存在粘性特征, 而且业绩下降时高管薪酬业绩敏感性相比业绩上升时薪酬业绩敏感性的减少幅度显著超过普通员工薪酬业绩敏感性的减少幅度, 这表明中国上市公司薪酬存在较为严重的尺蠖效应。

权小峰、吴世农和文芳（2010）研究得出，我国高管存在着薪酬操纵行为，能够通过权利影响而获取货币性私有收益，随着权利的增长，管理层会倾向利用盈余操纵获取绩效薪酬。（再加之一些文献）高管通过盈余管理等方式操纵公司业绩，以提高自身薪酬水平。

高管薪酬租金的攫取会影响到内部和外部薪酬的公平性，从而引起市场参与者的“愤怒成本”（outrage costs）（Bebchuk、Fried and Walker，2002；吴联生，2010）。首先，过高的内部薪酬差距会导致内部的不公平，由此会影响到普通员工的工作满意度和公司的绩效（Cowherd and Levine，1992；Pfeffer等，1993；张正堂，2008；汪纯孝，2006）。Cowherd and Levine（1992）认为不公平的薪酬会影响到员工的情绪、合作意愿以及组织的凝聚力，较大的薪酬差距会降低产品的质量。Pfeffer等（1993）以大学职员为样本，发现薪酬差距的增加会降低职员的满意度、合作关系以及研究成果。在国有企业当中，过大的高管与普通员工薪酬差距损害了企业的经营绩效（张正堂，2008）。其次，高管的高薪酬也会导致社会收入的分配差距，由此导致外部的社会的不公平，影响到我国和谐社会的建设。总之，高管薪酬成为了政府、投资者、媒体、社会公众和公司员工关注的焦点。

在政府的管制、媒体的抨击以及公众的质疑和愤怒背景下，对于获得高薪酬的高管来说，作为一个理性的经济人，面对内部和外部的公平性压力，有动机对自己的高薪酬进行辩护，提供社会公众可接受的辩护理由，提高薪酬之正当性（谢德仁等，2012）。谢德仁等（2012）认为若经理人不能成功辩护其高薪酬之正当性，会加剧社会大众对社会公平正义缺失的感觉，乃至触发“仇富”心理和行为，加剧社会不和谐，政府监管机构必然也会采取直接的薪酬管制措施或间接的薪酬收入调节措施（如征收更高的薪酬所得税）来解决收入差距之正当性问题。

现有文献对高管进行薪酬辩护的途径进行了研究。一是雇佣外部的薪酬顾问（Compensation Consultants）来提高薪酬制定的程序正当性（Bebchuk、Fried and Walker，2002）。薪酬顾问会进行市场调查，他们拥有不易获得的行业数据，对薪酬设计比较专业。然而，薪酬顾问有动机取悦于高管，高管可能会利用薪酬顾问来正当化其高薪酬。二是策略性的选择薪酬标杆公司。公司倾向于寻找CEO薪酬较高的公司作为标杆公司，来为自己CEO的过高报酬进行辩护（Faulkender and Yang，2010；Bizjak, Lemmon and Nguyen，2011；Bizjak等，2009；Albuquerque等，2009；Crystal，1991；Morgenson，2006）。Bizjak, Lemmon and Nguyen（2011）认为公司往往选择规模较大的或者CEO薪酬较高的公司，通过特定方式选择标杆公司可以使得薪酬有向上的误差，并且这种偏差在规模较小、透明度较低的公司当中更加明显，这是因为这类的公司高管选择标杆公司的自由裁决权较大。Faulkender and Yang（2010）考察了被作为薪酬标杆的公司特征以及这些公司在解释CEO薪酬变动中发挥的作用，研究结果发现公司更可能寻找CEO薪酬较高的公司作为标杆公司，以此来正当化CEO的高薪酬，并且薪酬委员会也会同意标杆公司当中包括CEO薪酬较高的公司，这种效应在CEO兼任董事长、CEO任期较长的时候更强烈。三是通过更高的高管薪酬业绩敏感度。谢德仁等（2012）认为当高管有着薪酬辩护需求和较强能力影响公司薪酬政策制定时，在薪酬辩护净效用增加的情形下会通过经理人报酬业绩敏感度的提高来为薪酬做“结果正当性”辩护。结果发现：在经理人薪酬辩护需求强烈的国有控股上市公司中，相对于经理人没有兼任薪酬委员会委员的企业，经理人兼任薪酬委员会委员的企业经理人报酬业绩敏感度显著更高，且经理人兼任薪酬委员会委员与更高的报酬业绩敏感度之关联主要出现在相对薪酬较高、相对业绩较好和公司所在地区市场化程度相对较低的公司之中，这说明经理人报酬业绩敏感度之提高是出于经理人薪酬辩护之需，是经理人自利行为的表现。四是通过信息披露进行印象管理。Xxx（2013）认为公司高管为了证明企业高管薪酬决定“程序正当性”和“结果正当性”，会自愿披露看似很多但并无实质性内容的高管薪酬信息，极力“洗白”获取的货币性私有收益行为。而本文认为向外部公众展示自己的可以提供另外一种途径。

2.1.2 信息披露的“柠檬观”与印象管理行为

有学者认为管理层可能会操纵信息来获取私有收益 (Healy 和 Palepu, 2001), 这得到了众多经验证据的支持 (Lang 和 Lundholm, 2000; Jo 和 Kim, 2007; Li, 2008; Kothari et al., 2009; 唐跃军等, 2008)。近年来, 上市公司虚假信息披露的频频曝光也表明信息披露的质量不容乐观。在中国法律制度尚不健全, 积累的监管经验比较有限, 难以及时发现各种披露违规行为并给予恰当的惩戒的情况下, 公司的控股股东和管理者可能会出于各种目的, 比如为了获得控制权私有收益、为了保持职位的稳定而选择性甚至是虚假地披露信息以便迷惑市场和投资者。印象管理行为是指试图控制企业主要信息受众的印象的行为, 信息披露报告中大篇幅的语言陈述为公司管理方进行印象管理提供了空间。孙蔓莉 (2004) 认为上市公司财务报告中存在印象管理行为, 并且已经成为构建企业形象的一个重要工具。印象管理的动机包括上市融资、再融资、提升股价、吸纳贷款以及管理人员提职加薪。印象管理能够给上市公司和管理层带来现实经济、政治利益。公司可能吸收到更多的投资者投资和债权人贷款, 股东可能因股价的上升而直接获利, 管理层可能因股东的赞赏而维持和提升在公司和经理人市场中的地位。高额报酬对公司管理层有巨大的诱惑力, 这可能促使管理层在努力增加公司业绩之外, 还试图采用其他一些手段来提高信息受众对自己的评价。

Bekey (1990) 认为年报是主观的、偏颇的和经过帅选了的, 是“管理层自己写的报告”。Kothari et al. (2009) 研究认为一些管理者为了保持职位的稳定, 会提前披露一些好消息, 而故意隐瞒坏消息。Li (2008) 发现机会主义的管理者会在管理层讨论与分析 (MD&A) 中披露大量叙述性的信息来掩盖或者模糊较差的公司业绩。Merkl-Davies 和 Brennan (2007) 指出管理层可以通过可读性、修辞、主题、排版结构、业绩比较、数字选择、业绩归因七种方法操纵描述性披露, 进行印象管理。Lang 和 Lundholm (2000) 的实证结果表明管理者通过误导性披露来“夸大 (hype)” 公司的股票价格。唐跃军等 (2008) 认为控股股东出于利用披露信号显示作用的目的, 可能会有选择性甚至是虚假地披露信息以便迷惑市场和投资者从而可以更方便地享受控制权私有收益。

2.2 理论分析

2.2.1 管理层薪酬操纵与战略信息披露：基于管理层才能信号理论的分析

高管的真实能力是很难真实的观察到的, 市场参与者只能通过公司已经实现的利润或者其他信号对高管的能力进行感知, 并且随着新的信息的出现进行变更 (薪酬与能力的连接需要文献。)Cornelli, Kominek, and Ljungqvist (in press) 的实证研究表明投资者在评估高管的能力的时候, 不仅使用公司的盈利能力, 还依据其他的一些信号。Taylor (2013) 也认为对管理层能力的考察除了运用硬信息 (可以证实的信息比如公司绩效的实现情况等) 外, 还有一些软信息 (难以证实的信息), 即信号。Taylor (2013) 认为这些信号包括: CEO 的特定行为和选择; 某个项目的绩效; 战略计划; 公司的成长前景; 可操控应计和媒体关注。根据管理层才能信号理论 (Trueman, 1986), 进行了薪酬操纵的高管会对外释放自己能力的信号, 进行印象管理, 达到降低公众“愤怒”成本的目的。

Trueman (1986) 认为自愿披露的盈余预告能够表现高管的才能, 其中管理者才能是指管理者预知并且应对公司所处经济环境变化的能力, 即有关公司的盈余预告的信息可以发出高管能力信号。而本文认为有关战略计划的信息具有管理者才能信号作用 (Taylor, 2013), 战略的制定、执行、变革和评估信息不仅帮助外部信息使用者更好的了解和认识企业发展目标和方向、公司的竞争优势, 还能够帮助了解管理者是如何管理各项影响公司成功的因素, 如何预测经济环境的变化, 从而相应的调整公司战略和计划的能力。从周围环境的分析、战略目标的制定, 到战略的实施情况, 一直到战略的评估、变革和应对, 管理层可以主动向市场传递其才能信号, 树立高管的形象。战略的制定是高管战略思维能力和战略构建力的体现, 而战略的执行和变革是高管执行力和应变能力的体现, 同时也是高管各种能力素质的综合体现, 因为战略的制定、执行和变革都需要高管具有良好的沟通能力、协调能力、领导能力、解决问题与制定决策等等。例如战略柔性作为企业战略的一种特性, 是企业领导者及高层管

理者的智慧和水平的反映,柔性战略制定的关键因素是高层管理团队尤其是最高领导者的战略思维能力(Hitt 等,1998; Lee, 2002; Nadkarni 和 Narayanan, 2007; Nadkarni 和 Herrmann, 2010)。它首先要求管理层能够及时了解企业外部环境及企业内部有关情况的变化,并能够分析、判断其发展变化的趋势和对本企业成长产生的影响,主动地通过能力的提高来使这一战略获得有效地调整;它还需要管理者在及时获得信息的基础上,能够灵活地、创造性地提出解决问题的思路与方法,这就需要高层管理者具有开放的心智结构和知识结构。战略信息披露作为高管内在能力的信号机制,通常都伴随着董事、投资者以及其他信息使用者对其能力的高估,这就是战略信息的信号作用。

有关战略的信息属于软信息,大部分都是文字叙述性的信息,本身就带有较大的主观性,更加容易被操纵,可证实性较差,大篇幅的语言陈述为公司管理方进行印象管理提供了空间,为其薪酬进行辩护提供了机会。因此,高管进行了薪酬操纵后,有动机披露能够表现自己才能的战略信息,以此来释放自己才能的信号,让员工、投资者、监管者以及公众认同其高薪酬,提高正当性。由此本文提出假设 1:

H1: 其他条件不变的情况下,异常薪酬与战略信息披露成正相关关系。

2.2.2 薪酬业绩敏感度的调节作用分析

较高的高管薪酬业绩敏感度表明高管的薪酬及其提高来自公司业绩的增长,是公司股东财富增长的结果,而非掠夺股东财富的结果。在假设 1 的基础上,我们认为,如果高管披露更多的战略信息是出于薪酬辩护的目的,那么当管理层的薪酬业绩敏感度相对较高时,高管面临的公平性压力较小,进行薪酬辩护的动机较小,这时不大可能采用通过披露战略信息发出自己的才能信号这一薪酬辩护方法。因为高管为了表现自己的才能所发出的信号是具有选择性甚至是虚假性的,会面临着信息使用者的质疑,这增加了高管被发现的风险,即会增加管理层的薪酬辩护成本。因此,相对而言,利用战略信息披露表现自己的才能进行印象管理的辩护方法更可能出现在高管薪酬业绩敏感度较低的公司当中

H2a: 其他条件不变的情况下,公司高管的薪酬业绩敏感度对薪酬操纵与战略信息披露的正相关关系具有负向调节关系。

2.2.3 分析师关注度与机构投资者的调节作用分析

我国机构投资者和证券分析师行业伴随着证券市场的建立而兴起,短短十几年间,机构投资者和证券分析师行业发展迅速,已经成为了资本市场当中不可或缺的参与主体。已有的经验证据表明,证券分析师和机构投资者作为资本市场的专业化组织,具有有效的监督功能,能够抑制管理者的机会主义行为,对保护投资者利益具有积极重要的作用(Gaspar et al., 2005; Chen et al., 2007; Chung 等, 2002; Graham 等, 2005; Yu, 2008; Guercio Seery and Woidtke, 2008)。分析师和机构投资者具有一定的行业背景和专业优势,有较大的动机主动收集与企业有关的信息,信息解读能力较强,能够比较准确的把握公司的真实状况,识别出虚假、扭曲和含有噪音的信息,对信息披露具有一定的监督作用(Chung 等, 2002; Graham 等, 2005; Yu, 2008)。一般认为,分析师和机构投资者能够抑制管理者披露低质量的信息,从而提高信息质量(Chung 等, 2002; Graham 等, 2005; Yu, 2008)。分析师作为信息中介,具有专业能力识别上市公司高管的盈余管理行为,降低两权分离所带来的代理成本(Jensen and Meckling, 1976; Healy and Palepu, 2001)。Yu (2008)从分析师作为外部监督者角色的作用出发,考虑了分析师跟踪与公司盈余管理的关系,在充分考虑了分析师跟踪的内生性后,他发现分析师跟踪抑制了公司的盈余管理程度,起到了积极的外部治理监督作用。李尔嫁等(2012)认为证券分析师通过搜集与企业相关的各种信息,与管理层频繁交流、实地考察、深入调研不断追寻着企业的盈余过程以及盈余过程背后的深层含义。程书强(2006)研究认为盈余的及时性与机构持股比例正相关;机构持股比例越高,越能有效抑制操纵应计利润的盈余管理行为,增强盈余信息真实性。高敬忠、周晓苏和王英允(2011)以我国 A 股上市公司 2004-2007 年盈余预告披露数据为例,研究发现随着机构投资者持股比例的增

加，管理层采取的盈余预告精确性提高，及时性也增强。此外，有研究表明，分析师对上市公司的盈余操纵具有预测能力。Ettredge, Shane and Smith (1995) 通过 1980 年至 1989 年 I/B/E/S 数据和市值进行档案研究，发现证券分析师在公司有水分的盈余公告前后所发布的预测修正，部分地调整了公司所进行的盈余操纵，这说明分析师可以看穿公司的盈余操纵，并且选择性地披露这些信息。

因此，当管理层意识到披露的信息将会更多地被外部分析师和机构投资者使用时，这就增加了高管选择性或者虚假性的战略信息披露暴露的可能性，增加了进行薪酬辩护的成本。综合以上分析，我们认为，薪酬操纵与战略信息披露的正相关关系更可能出现在分析师关注度较低，机构投资者持股比例较低的公司当中。由此提出以下假设：

H2 b: 其他条件不变的情况下，跟踪的分析师对薪酬操纵与战略信息披露的正相关关系具有负向调节关系。

H2c: 其他条件不变的情况下，机构投资者持股比例对薪酬操纵与战略信息披露的正相关关系具有负向调节关系。

3 研究设计

变量定义

3.1.1 被解释变量

战略信息披露。本文根据 AICPA、CICA 以及 ICAEW 对于战略信息的披露指引并结合中国公司治理研究院对中国上市公司信息披露具体项目的评价为基础，主要是从以下几个方面对中国上市公司的战略信息披露进行评价：战略制定和变革方面：（1）公司所处行业的背景信息、行业政策以及公司面临的市场竞争格局信息，包括高管对公司现状、变化趋势的判断和对公司可能的影响程度；（2）影响公司战略实现的经营风险、财务风险以及公司为回避经营风险和财务风险采取的具体措施；（3）公司战略目标以及拟开发的新产品、拟开展的新业务、拟建设的新项目，此类有关战略方向的信息能够体现高管高瞻远瞩的战略思维能力；（4）公司为实现未来发展战略所需的资金需求及使用计划。战略执行和评价方面：（1）新年度的经营目标、经营计划以及公司为达到上述目标或计划拟采取的策略与行动；（2）对前期已披露的公司发展战略和经营计划的实现或实施情况、调整情况。（3）增加未来竞争和发展优势的无形资产和战略资源信息。每个方面满分为 1 分，并根据披露的详细程度给予适当得分，最后将上市公司披露的战略信息水平定义为：

$$SID = \frac{\sum \text{各战略性信息披露项目分值}}{\text{战略性信息披露项目总数}}$$

3.1.2 解释变量

（1）异常薪酬

异常薪酬指高管的货币性异常薪酬，我们用两种方式度量，一种是经过行业中位数调整的高管货币性薪酬对数；另外一种方式是采用高管的实际薪酬与正常薪酬之间的差额表示。根据现有学者的研究（Birth, 2006; Core 等, 2008; 吴联生, 2010 等），我们采用如下模型分年分行业来估计正常薪酬：

$$\begin{aligned} \text{LnCOMP}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln ASSET}_{it} + \alpha_2 \text{Lever}_{it} + \alpha_3 \text{Roa}_{it} + \alpha_4 \text{Roa}_{it-1} + \alpha_5 \text{BM}_{it} + \alpha_6 \text{State}_{it} \\ & + \alpha_7 \text{Duality}_{it} + \alpha_8 \text{Board}_{it} + \alpha_9 \text{ManHold}_{it} + \sum \text{Region}_{it} + \sum \text{Industry} + \sum \text{year} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

其中， LnCOMP_{it} 代表公司金额最高的前三名高级管理人员的薪酬总额的自然对数； Ln ASSET_{it} 为资产规模对数； Lever_{it} 为公司财务杠杆； Roa_{it} 为总资产收益率，代表会计业绩； Roa_{it-1} 为上一年的总资产收益率； MB_{it} 为市净率； Duality 为总经理与董事长两职设立的虚拟变量，如果总经理与董事长两职合一，则 Duality 为 1，否则为 0； State_{it} 、 Board_{it} 和 ManHold_{it}

分别为实际控制人类型、董事会规模和管理层持股比例； $Region_{it}$ 为公司注册地是东部、中部还是西部的虚拟变量。

(2) 薪酬业绩敏感性 (PPS)

现有文献对高管薪酬绩效敏感度的度量除了用回归系数 (Holmstrom and Milgrom, 1987; Jensen and Murphy, 1990) 之外, 主要还有两种方法: 一种是来自经济学中弹性概念的方法, 一种是来自数学中的斜率 (变化率) 方法。本文使用经济学中弹性概念的方法来度量薪酬业绩敏感性, 使用斜率的方法做了稳健性检验。经济学中采用弹性概念的度量 (Kubo, 2005), 用如下公式计算:

$$PPS = \frac{\Delta COMP}{\Delta(Perform)} \times \frac{Perform}{COMP} \quad (2)$$

其中, $COMP$ 代表公司金额最高的前三名高级管理人员的薪酬总额; $Perform$ 代表会计绩效。

(3) 证券分析师关注度 (Analyst Following, AF)

证券分析师关注度为年度中对上市公司进行预测的证券分析师数量。本文将样本按照分析师数量的高低分成了两组, 然后分别研究高证券分析师关注度组与低证券分析师关注度组中薪酬操纵与战略信息披露之间的关系。

(4) 机构投资者

机构投资者为年末机构投资者持股之和占流通股比例。本文将样本按照机构投资者持股比例高低分成了两组, 然后分别研究机构投资者持股比例较高组与机构投资者持股比例较低组中薪酬操纵与战略信息披露之间的关系。

(5) 控制变量

借鉴现有文献, 我们控制了财务特征、公司治理等会显著影响信息披露的因素 (Nagar 等, 2007; Ferguson et al., 2002; Skinner, 1994; Chau & Gray, 2002; Lang & Lundholm, 1993; 程新生、谭有超和许垒, 2011; 罗炜和朱春艳, 2010; 唐跃军, 2007), 因此本文控制了和资产规模、财务杠杆、总资产增长率、总资产收益率、市盈率、是否交叉上市、是否被 ST、是否再次发行股票、第一大股东持股比例、是否两职合一、独立董事比例、董事会规模、是否设置审计委员会、在一年内召开董事会会议的次数、在一年内共召开股东大会的会议次数、公司前 5 位大股东持股比例的平方和以及是否国有等, 同时控制了行业和年度的虚拟变量。详细结果见表 3:

表 3 变量设计与说明

变量类型	变量	变量代码	变量含义
被解释变量	战略信息	SID	上市公司披露的有关公司战略的信息
解释变量	异常薪酬	e	根据模型 (1) 计算得来的残差
		$PayAdj$	经过行业中位数调整的高管货币性薪酬的对数
	薪酬业绩敏感度	PPS	根据公式 (2) 计算
	证券分析师关注度	AF	年度中对上市公司进行预测的证券分析师数量

	机构投资者持股	<i>Institut</i>	年末机构投资者持股之和占流通股比例
	公司财务特征	<i>ROA</i>	总资产收益率
		<i>Ln ASSET</i>	公司资产总额对数
		<i>Lever</i>	公司负债率， 负债总额/期初总资产
		<i>Growth</i>	总资产增长率
		<i>PE</i>	市盈率 = 价格/每股收益
		<i>ABH</i>	是否交叉上市， 如果同时发行 B 股或者 H 股为 1， 否则为 0
		<i>ST</i>	公司是否被 ST， 是为 1， 否为 0
		<i>SEO</i>	公司是否再次发行股票， 是为 1， 否为 0
	公司治理	<i>TOP</i>	公司第一大股东持股比例
		<i>Duality</i>	是否两职合一
		<i>IndepR</i>	独立董事比例
		<i>BDS</i>	董事会规模
		<i>ABoard</i>	虚拟变量， 是否设置审计委员会， 是为 1， 否则为 0
		<i>CFB</i>	在一年内召开董事会会议的次数
		<i>Herf_5</i>	公司前 5 位大股东持股比例的平方和
		<i>CFH</i>	在一年内共召开股东大会的会议次数
		<i>State</i>	虚拟变量， 是否国有， 是为 1， 不是为 0

3.2 研究样本选择和数据来源

本文选取了深、沪两市2008-2012年间除金融行业外所有上市公司作为研究样本，剔除了数据不全以及五年内没有持续存在的公司，得到7376个样本。为了降低异常值的影响，将所有连续变量进行1%分位数Winsorize处理，即将1%分位数的值赋值为1%分位数变量的值，大于99%分位数的值赋值为99%分位数变量的值。本文的研究数据来源于：（1）南开大学公司治理数据库；（2）CCER 数据库；（3）国泰安数据库；（4）Wind数据库。本研究所使用的统计以及数据处理软件为Stata10.0。

3.3 模型设计

为了验证 H1 和 H2，本文建立了以下模型：

$$SID = \alpha_0 + \alpha_1 AbCOMP + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$SID = \alpha_0 + \alpha_1 AbCOMP + \alpha_2 PPS * AbCOMP + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it}$$

$$SID = \alpha_0 + \alpha_1 AbCOMP + \alpha_2 AF * AbCOMP + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$SID = \alpha_0 + \alpha_1 AbCOMP + \alpha_2 Institut * AbCOMP + \sum \alpha_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中，SID 是战略信息披露；AbCOMP 指异常薪酬，我们用异常薪酬 e 和经过行业调整的薪酬 PayAdj 来代替；Controls 为各个控制变量。

4 实证检验结果与分析

4.1 描述性统计分析

表 2 报告了各变量的描述性统计。SID 的平均值为 0.4568，中位数为 0.4625，最小值为 0，最大值为 0.9313，极差较大，这说明不同上市公司之间有关战略信息的披露存在较大差距。e 的平均值几乎为 0，中位数为 0.0487，最小值为-3.4764，最大值为 2.6763，标准差为 0.6515，这是因为 e 是由 OLS 回归得到的残差，回归过程保证了其 0 均值及正态性。PayAdj 的平均值为 0.0305，中位数为 0.1106，这说明超过一半的公司薪酬高于其行业的平均水平。State 的平均值为 0.5693，这说明我国有大约有 56.93% 的上市公司为国有控股公司。Institut 的平均值为 0.3426，这说明上市公司平均机构投资者持股为 34.26%；最小值为 0.0043，最大值为 0.8676，这说明上市公司机构投资者的持股比例差距较大。AF 的平均值为 3.9881，中位数为 2.0000，最小值为 0，最大值为 38.0000，极差较大，这说明不同上市公司之间跟踪的分析师数目差距较大。

表 1 样本的描述性统计

Variable	Obs	Median	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SID	7376	0.4625	0.4568	0.1760	0.0000	0.9313
e	7376	0.0487	0.0000	0.6515	-3.4764	2.6763
PayAdj	7376	0.1106	0.0305	1.2320	-13.8468	3.7030
PPS	7376	0.0000	-0.0018	0.0618	-0.3987	0.2841
Institut	7376	0.3153	0.3426	0.2330	0.0043	0.8676
AF	7376	2.0000	3.9881	5.3874	0.0000	38.0000
ROA	7376	0.0390	0.0413	0.0703	-0.2611	0.2570
Ln ASSET	7376	21.5889	21.7043	1.2552	18.7022	25.3807
State	7376	1.0000	0.5693	0.4952	0.0000	1.0000
Growth	7376	0.1122	0.2264	0.5235	-0.4156	3.8162
Lever	7376	0.5074	0.5089	0.2491	0.0508	1.6638
CFH	7376	2.0000	2.7547	1.4768	0.0000	16.0000
PE	7376	38.1471	80.9066	154.8614	-142.7920	1008.3300
ST	7376	1.0000	0.9172	0.2757	0.0000	1.0000
Herf_5	7376	0.1380	0.1693	0.1247	0.0001	0.8853
ABH	7376	0.0000	0.0842	0.2777	0.0000	1.0000
ABoard	7376	1.0000	0.9814	0.1350	0.0000	1.0000
Duality	7376	0.0000	0.2874	0.4526	0.0000	1.0000
BDS	7376	6.0000	5.8065	1.3907	3.0000	10.0000
TOP	7376	0.3392	0.3590	0.1541	0.0863	0.7498
IndepR	7376	0.3333	0.3598	0.0668	0.0000	0.5714

CFB	7376	9.0000	9.2724	3.4661	4.0000	22.0000
SEO	7376	0.0000	0.0931	0.2906	0.0000	1.0000

4.2 假设的检验结果

从表 2 可以看出：我们以模型 2 进行的回归，e 与 SID 在 1% 水平下显著正相关，PayAdj 与 SID 在 1% 水平下显著正相关。这说明获得的异常薪酬越高，管理层披露的战略信息就越多，支持了假设 1。

表 3 高管异常薪酬与战略信息披露的回归结果

	SID	SID
e	0.0113 ^{***}	
	(3.72)	
PayAdj		0.0074 ^{***}
		(4.35)
ROA	0.0294	0.0138
	(0.92)	(0.43)
LnASSET	0.0129 ^{***}	0.0108 ^{***}
	(5.93)	(4.91)
State	-0.0104 ^{**}	-0.0106 ^{**}
	(-2.30)	(-2.34)
Growth	0.000883	0.000486
	(0.21)	(0.11)
Lever	-0.0273 ^{***}	-0.0257 ^{***}
	(-2.74)	(-2.58)
CFH	0.00266 [*]	0.00277 [*]
	(1.75)	(1.82)
PE	-0.0000163 ^{**}	-0.0000176 ^{**}
	(-2.13)	(-2.29)
ST	0.0738 ^{***}	0.0733 ^{***}
	(8.63)	(8.57)
Herf_5	-0.0579	-0.0564
	(-1.04)	(-1.02)
ABH	-0.0120	-0.0123
	(-1.59)	(-1.63)
ABoard	0.0525 ^{***}	0.0531 ^{***}
	(3.48)	(3.53)
Duality	0.00640	0.00589
	(1.45)	(1.34)
BDS	0.00676 ^{***}	0.00646 ^{***}
	(4.07)	(3.89)
TOP	0.0678	0.0656
	(1.52)	(1.48)
IndepR	0.101 ^{***}	0.0986 ^{***}

	(3.07)	(3.00)
CFB	0.00106	0.00107
	(1.59)	(1.61)
SEO	0.0127*	0.0136*
	(1.71)	(1.83)
_cons	0.00123	0.0469
	(0.03)	(1.00)
N	7376	7376
F值	22.78	22.95
Adj R ²	0.0888	0.0894

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

从表 4 可以看出：采用模型（3）对总样本进行回归分析发现，e 与 SID 在 1%水平上显著正相关，PPS*e 与 SID 在 1%水平上显著负相关，PPS 具有显著的负向调节作用；PayAdj 与 SID 在 1%水平上显著正相关，PPS* PayAdj 与 SID 在 10%水平上显著负相关，PPS 具有显著的负向调节作用。在 PPS 较低组的公司中，e 与 SID 在 1%的水平上显著为正，PayAdj 与 SID 在 1%的水平上显著为正，这表明 PPS 较低的公司中，薪酬辩护的需求更强，战略信息披露的较多。在 PPS 较高组的公司中，e 与 SID 的相关系数为正，PayAdj 与 SID 的相关系数为正，且均不具有显著性，这表明 PPS 较高的公司中，薪酬辩护的需求较低，异常薪酬与战略信息披露不具有显著的相关关系。综合以上分析，结果支持了假设 2a。

表 4 PPS 的调节作用回归结果

	SID	PPS 较低组	PPS 较高组	SID	PPS 较高组	PPS 较低组
e	0.0108***	0.0164***	0.0054			
	(3.54)	(3.83)	(1.24)			
PPS*e	-0.0721***					
	(-2.58)					
PayAdj				0.0061***	0.0012	0.0106***
				(3.30)	(0.41)	(4.96)
PPS* PayAdj				-0.0134*		
				(-1.90)		
PPS	-0.0136			-0.0244		
	(-0.41)			(-0.72)		
ROA	0.0290	-0.0033	0.0711	0.0163	0.0690	-0.0241
	(0.90)	(-0.07)	(1.60)	(0.50)	(1.54)	(-0.51)
LnASSET	0.0129***	0.0097***	0.0161***	0.0111***	0.0156***	0.0067**
	(5.92)	(3.19)	(5.17)	(5.03)	(4.94)	(2.18)
State	-0.0103**	-0.0103	-0.0089	-0.0104**	-0.0087	-0.0105
	(-2.28)	(-1.60)	(-1.38)	(-2.31)	(-1.36)	(-1.64)
Growth	0.0009	0.0060	-0.0066	0.0005	-0.0069	0.0054
	(0.22)	(1.02)	(-1.07)	(0.12)	(-1.11)	(0.91)
Lever	-0.0273***	-0.0356**	-0.0125	-0.0259***	-0.0119	-0.0330**
	(-2.74)	(-2.54)	(-0.88)	(-2.60)	(-0.83)	(-2.36)

CFH	0.0027*	0.0061***	-0.0014	0.0028*	-0.0013	0.0063***
	(1.77)	(2.91)	(-0.61)	(1.82)	(-0.60)	(2.99)
PE	-0.0002**	-0.0002**	-0.0001	-0.0002**	-0.0001	-0.0002**
	(-2.18)	(-2.22)	(-0.55)	(-2.37)	(-0.61)	(-2.47)
ST	0.0740***	0.0758***	0.0692***	0.0738***	0.0697***	0.0754***
	(8.66)	(6.02)	(5.90)	(8.62)	(5.93)	(6.01)
Herf_5	-0.0594	-0.0994	-0.0367	-0.0569	-0.0339	-0.0965
	(-1.07)	(-1.28)	(-0.46)	(-1.03)	(-0.43)	(-1.24)
ABH	-0.0124	-0.0081	-0.0158	-0.0123	-0.0154	-0.0086
	(-1.64)	(-0.76)	(-1.49)	(-1.63)	(-1.44)	(-0.81)
ABoard	0.0529***	0.0436*	0.0585***	0.0533***	0.0592***	0.0442*
	(3.51)	(1.88)	(2.94)	(3.54)	(2.97)	(1.91)
Duality	0.0065	0.0092	0.0022	0.0060	0.0021	0.0084
	(1.47)	(1.51)	(0.34)	(1.37)	(0.33)	(1.38)
BDS	0.0067***	0.0073***	0.0061**	0.0064***	0.0060**	0.0067***
	(4.01)	(3.17)	(2.52)	(3.87)	(2.51)	(2.91)
TOP	0.0687	0.1100*	0.0376	0.0650	0.0337	0.1050*
	(1.54)	(1.76)	(0.59)	(1.46)	(0.53)	(1.69)
IndepR	0.0996***	0.0877*	0.110**	0.0979***	0.111**	0.0801*
	(3.03)	(1.95)	(2.28)	(2.98)	(2.30)	(1.78)
CFB	0.00106	0.000411	0.00174*	0.00108	0.00180*	0.000410
	(1.60)	(0.44)	(1.84)	(1.63)	(1.90)	(0.44)
SEO	0.0129*	0.00343	0.0263**	0.0137*	0.0263**	0.00540
	(1.73)	(0.34)	(2.38)	(1.84)	(2.38)	(0.54)
_cons	0.00288	0.0588	-0.0564	0.0420	-0.0480	0.131**
	(0.06)	(0.91)	(-0.86)	(0.89)	(-0.72)	(1.97)
N	7376	3688	3688	7376	3688	3688
F	21.69	10.45	13.67	21.75	13.63	10.78
Adj R ²	0.0894	0.0780	0.1019	0.0896	0.1015	0.0805

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

从表 5 可以看出：采用模型（3）对总样本进行回归分析发现，e 与 SID 在 1% 水平上显著正相关，AF*e 与 SID 在 10% 水平上显著负相关，PPS 具有显著的负向调节作用；PayAdj 与 SID 在 1% 水平上显著正相关，AF*PayAdj 与 SID 在 1% 水平上显著负相关，AF 具有显著的负向调节作用。在 AF 较低组的公司中，e 与 SID 在 1% 的水平上显著为正，PayAdj 与 SID 在 1% 的水平上显著为正，这表明 AF 较低的公司中，薪酬辩护的需求更强，战略信息披露的较多。在 AF 较高组的公司中，e 与 SID 的相关系数为正，PayAdj 与 SID 的相关系数为正，且均不具有显著性，这表明 AF 较高的公司中，薪酬辩护的需求较低，异常薪酬与战略信息披露不具有显著的相关关系。综合以上分析，结果支持了假设 2b。

表 5 分析师关注度的调节作用回归结果

	SID	分析师 较高组	分析师 较低组	SID	分析师 较低组	分析师 较高组
e	0.0148***	0.0058	0.0140***			

	(3.97)	(1.36)	(3.20)			
AF*e	-0.0009*					
	(-1.79)					
PayAdj				0.0124***	0.0116***	0.0029
				(5.78)	(4.46)	(1.29)
AF* PayAdj				-0.0010***		
				(-3.94)		
AF	0.0009**			0.0013***		
	(2.09)			(2.89)		
ROA	0.0115	-0.0285	-0.00380	-0.00833	-0.0219	-0.0360
	(0.34)	(-0.51)	(-0.09)	(-0.25)	(-0.52)	(-0.63)
LnASSET	0.0112***	0.00403	0.0168***	0.0086***	0.0136***	0.00309
	(4.83)	(1.22)	(4.95)	(3.67)	(3.97)	(0.93)
State	-0.00993**	-0.0145**	-0.00498	-0.00999**	-0.00526	-0.0146**
	(-2.20)	(-2.24)	(-0.78)	(-2.21)	(-0.83)	(-2.26)
Growth	0.00118	-0.00471	0.00295	0.000669	0.00222	-0.00489
	(0.28)	(-0.85)	(0.44)	(0.16)	(0.33)	(-0.89)
Lever	-0.0259***	-0.0140	-0.0265**	-0.0234**	-0.0247**	-0.0126
	(-2.59)	(-0.74)	(-2.20)	(-2.35)	(-2.05)	(-0.67)
CFH	0.00273*	0.00529***	-0.00198	0.00278*	-0.00183	0.00532***
	(1.80)	(2.63)	(-0.85)	(1.84)	(-0.79)	(2.64)
PE	-0.0000155**	-0.0000261*	-0.0000104	-0.0000170**	-0.0000123	-0.0000267*
	(-2.02)	(-1.70)	(-1.14)	(-2.22)	(-1.36)	(-1.75)
ST	0.0743***	0.0533**	0.0630***	0.0715***	0.0613***	0.0532**
	(8.68)	(2.31)	(6.39)	(8.35)	(6.22)	(2.30)
Herf_5	-0.0568	-0.0413	-0.0124	-0.0516	-0.0115	-0.0395
	(-1.02)	(-0.55)	(-0.15)	(-0.93)	(-0.14)	(-0.53)
ABH	-0.0117	-0.00468	-0.00648	-0.0110	-0.00744	-0.00455
	(-1.55)	(-0.45)	(-0.57)	(-1.46)	(-0.66)	(-0.44)
ABoard	0.0526***	0.0385*	0.0603***	0.0529***	0.0623***	0.0383*
	(3.49)	(1.75)	(2.92)	(3.51)	(3.01)	(1.74)
Duality	0.00625	0.00624	0.00556	0.00586	0.00505	0.00602
	(1.42)	(1.04)	(0.86)	(1.33)	(0.78)	(1.00)
BDS	0.00654***	0.00513**	0.00728***	0.00614***	0.00662***	0.00506**
	(3.93)	(2.29)	(2.94)	(3.69)	(2.67)	(2.26)
TOP	0.0657	0.0499	0.0360	0.0607	0.0346	0.0474
	(1.48)	(0.81)	(0.55)	(1.37)	(0.53)	(0.77)
IndepR	0.0973***	0.0817*	0.107**	0.0926***	0.0990**	0.0823*
	(2.96)	(1.69)	(2.38)	(2.82)	(2.20)	(1.71)
CFB	0.00105	-0.000465	0.00283***	0.00107	0.00285***	-0.000451
	(1.58)	(-0.53)	(2.79)	(1.60)	(2.82)	(-0.51)
SEO	0.0121	0.0128	0.00824	0.0125*	0.00957	0.0131
	(1.63)	(1.45)	(0.61)	(1.67)	(0.71)	(1.49)

_cons	0.0357	0.261***	-0.100	0.0964*	-0.0270	0.281***
	(0.74)	(3.63)	(-1.40)	(1.95)	(-0.37)	(3.87)
<i>N</i>	7376	3688	3688	7376	3688	3688
<i>F</i>	21.70	10.72	10.64	22.25	10.96	10.71
<i>Adj R</i> ²	0.0895	0.0800	0.0794	0.0916	0.0818	0.0800

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

从表 6 可以看出：采用模型（3）对总样本进行回归分析发现，*e* 与 *SID* 在 1% 水平上显著正相关，*Institut* **e* 与 *SID* 在 10% 水平上显著负相关，*Institut* 具有显著的负向调节作用；*PayAdj* 与 *SID* 在 1% 水平上显著正相关，*Institut* * *PayAdj* 与 *SID* 在 1% 水平上显著负相关，*Institut* 具有显著的负向调节作用。在 *Institut* 较低组的公司中，*e* 与 *SID* 在 1% 的水平上显著为正，*PayAdj* 与 *SID* 在 1% 的水平上显著为正，这表明 *Institut* 较低的公司中，薪酬辩护的需求更强，战略信息披露的较多。在 *Institut* 较高组的公司中，*e* 与 *SID* 的相关系数为正，*PayAdj* 与 *SID* 的相关系数为正，且均不具有显著性，这表明 *Institut* 较高的公司中，薪酬辩护的需求较低，异常薪酬与战略信息披露不具有显著的相关关系。综合以上分析，结果支持了假设 2c。

表 6 机构投资者持股的调节作用回归结果

	SID	机构持股 较高组	机构持股较 低组	SID	机构持股较 低组	机构持股 较高组
<i>e</i>	0.0197***	0.0022	0.0193***			
	(3.71)	(0.50)	(4.50)			
<i>Institut</i> * <i>e</i>	-0.0246*					
	(-1.89)					
<i>PayAdj</i>				0.0138***	0.0119***	0.0026
				(5.07)	(4.95)	(1.06)
<i>Institut</i> * <i>PayAdj</i>				-0.0002***		
				(-2.96)		
<i>Institut</i>	-0.0091			-0.0001		
	(-0.92)			(-0.70)		
<i>ROA</i>	0.0385	0.0896*	0.0155	0.0263	-0.00635	0.0822
	(1.18)	(1.67)	(0.37)	(0.80)	(-0.15)	(1.51)
<i>LnASSET</i>	0.0132***	0.0111***	0.0143***	0.0112***	0.0108***	0.0105***
	(5.98)	(3.58)	(4.41)	(5.04)	(3.26)	(3.38)
<i>State</i>	-0.0102**	-0.00920	-0.00801	-0.0105**	-0.00811	-0.00934
	(-2.24)	(-1.44)	(-1.24)	(-2.32)	(-1.25)	(-1.46)
<i>Growth</i>	0.000613	-0.00269	0.00378	-0.0000601	0.00293	-0.00269
	(0.14)	(-0.43)	(0.65)	(-0.01)	(0.50)	(-0.43)
<i>Lever</i>	-0.0268***	0.00593	-0.0394***	-0.0245**	-0.0368***	0.00614
	(-2.68)	(0.33)	(-3.26)	(-2.46)	(-3.06)	(0.34)
<i>CFH</i>	0.00264*	0.00488**	-0.0000872	0.00273*	0.0000826	0.00491**
	(1.74)	(2.30)	(-0.04)	(1.80)	(0.04)	(2.31)
<i>PE</i>	-0.0000165**	-0.0000388**	-0.0000109	-0.0000186**	-0.0000134	-0.0000387**

	(-2.15)	(-2.43)	(-1.25)	(-2.42)	(-1.53)	(-2.42)
ST	0.0736***	0.0632***	0.0718***	0.0717***	0.0717***	0.0623***
	(8.58)	(3.94)	(6.91)	(8.34)	(6.92)	(3.88)
Herf_5	-0.0617	-0.0226	-0.110	-0.0553	-0.105	-0.0238
	(-1.11)	(-0.30)	(-1.31)	(-1.00)	(-1.26)	(-0.32)
ABH	-0.0113	-0.00296	-0.0234*	-0.0112	-0.0235*	-0.00332
	(-1.50)	(-0.31)	(-1.88)	(-1.48)	(-1.89)	(-0.35)
ABoard	0.0519***	0.0110	0.0621***	0.0524***	0.0631***	0.0113
	(3.44)	(0.34)	(3.63)	(3.48)	(3.69)	(0.36)
Duality	0.00637	0.00693	0.00442	0.00607	0.00373	0.00670
	(1.45)	(1.09)	(0.72)	(1.38)	(0.61)	(1.06)
BDS	0.00684***	0.00500**	0.00825***	0.00645***	0.00760***	0.00493**
	(4.12)	(2.15)	(3.46)	(3.88)	(3.18)	(2.12)
TOP	0.0722	0.0102	0.135**	0.0665	0.130**	0.0113
	(1.62)	(0.16)	(2.06)	(1.49)	(1.99)	(0.18)
IndepR	0.0997***	0.0594	0.140***	0.0954***	0.135***	0.0586
	(3.04)	(1.20)	(3.20)	(2.91)	(3.06)	(1.19)
CFB	0.00107	-0.000130	0.00261***	0.00109	0.00266***	-0.000155
	(1.61)	(-0.14)	(2.68)	(1.64)	(2.73)	(-0.17)
SEO	0.0131*	0.0212**	-0.00227	0.0139*	-0.000402	0.0215**
	(1.76)	(2.19)	(-0.19)	(1.86)	(-0.03)	(2.22)
_cons	-0.00413	0.147**	-0.102	0.0424	-0.0230	0.160**
	(-0.09)	(2.10)	(-1.50)	(0.89)	(-0.33)	(2.26)
N	7376	3697	3679	7376	3679	3697
F	21.62	10.82	14.60	21.95	14.74	10.85
Adj R ²	0.0891	0.0806	0.1088	0.0904	0.1098	0.0808

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

4.3 稳健性检验

(1) 内生性问题

为了控制可能存在的内生性问题，我们采取了滞后一期的异常薪酬重新进行了回归，回归结果没有发生显著性变化。

(2) 我们还分别将前三名董事会薪酬、总经理的薪酬代替前三名高管人员的薪酬重新进行了回归，结果未发生显著变化；我们使用斜率方法计算的 PPS 做了稳健性检验，结果未发生显著变化；我们使用过度薪酬不同的替代重新进行了回归，结果未发生显著变化；我们将异常薪酬大于 0 的样本重新做了回归，结果未发生显著性变化。(披露项数。披露语句、字数。)

5 结论与贡献

本文选择了 2008-2012 年 7376 个样本，考察了高管是否通过披露能够反映其才能的战略信息来为自己的高薪酬进行辩护，并进一步研究了影响这种辩护动机的因素。研究发现：异常薪酬与战略信息披露正相关；且异常薪酬与战略信息披露的正相关关系更可能发生在薪酬业绩敏感性较低的公司当中，这是因为当薪酬业绩敏感度较低的时候，高管面临的公平性

压力更大,进行薪酬辩护的动机更强;此外,异常薪酬与战略信息披露的正相关关系还更可能发生在公司证券分析师关注度较低以及机构投资者持股比例较小的公司当中,这是因为,跟踪的分析师和机构投资者具有监督作用,能够识别高管的虚假信息披露,抑制管理者披露低质量的信息,这就提高了高管进行薪酬辩护的成本,而分析师和机构投资者较少的公司,这种成本较低,进行薪酬辩护的可能性更大。

本文的研究贡献:第一,本文基于管理层才能信号理论,从高管薪酬辩护视角考察了信息披露的动机,揭示了信息披露中存在的印象管理行为,丰富了现有的信息披露文献;第二,本文的结论有助于监管层进一步加强对信息披露的监管,规范上市公司的信息披露行为,同时也为今后完善相应的信息披露准则提供了一定的借鉴意义。

参考文献

- [1] 权小锋、吴世农、文芳:《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》,2010年第11期。
- Bebchuk L. A., Fried J. M., 2003, "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, pp.71~92.
- Bebchuk L. A., Fried J. M., Walker D. I., 2002, "Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation", *working paper*.
- [2] 谢德仁、林乐、陈运森:《薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬辩护假说的分析和检验》,《管理世界》,2012年第1期。
- 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07期。
- [3] Albuquerque A., 2009, "Peer firms in relative performance evaluation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.48. No.1, pp.69~89.
- [4] Faulkender M., Yang J., 2010, "Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups", *Journal of Financial Economics*, Vol.96. No.2, pp.257~270.
- [5] Bizjak J., Lemmon M., Nguyen T., 2011, "Are all CEOs above average? An empirical analysis of compensation peer groups and pay design", *Journal of Financial Economics*, Vol.100. No.3, pp.538~555.
- [6] BAIK B., FARBER D. B., LEE S. S., 2011, "CEO Ability and Management Earnings Forecasts*", *Contemporary Accounting Research*, Vol.28. No.5, pp.1645~1668.
- [7] Trueman B., 1986, "Why do managers voluntarily release earnings forecasts?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8. No.1, pp.53~71.
- [8] CORNELLI F., KOMINEK Z., LJUNGQVIST A., 2013, "Monitoring Managers: Does It Matter?", *The Journal of Finance*, Vol.68. No.2, pp.431~481.
- [9] Taylor L. A., 2013, "CEO wage dynamics: Estimates from a learning model", *Journal of Financial Economics*, Vol.108. No.1, pp.79~98.
- [10] Jensen M. C., Meckling W. H., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3. No.4, pp.305~360.

- [11] Core J. E., Guay W., Larcker D. F., 2008, "The power of the pen and executive compensation", *Journal of Financial Economics*, Vol.88. No.1, pp.1~25.
- [12] Core J. E., Guay W. R., Thomas R. S., 2005, "Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance?", *Michigan Law Review*, Vol.103. No.6, pp.1142~1185.
- [13] 吴联生、林景艺、王亚平:《薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩》,《管理世界》,2010年第03期。
- [14] Crystal G. S., 1991, "Why CEO compensation is so high", *California Management Review*, Vol.34. No.1, pp.9.
- [15] Healy P. M., Palepu K. G., 2001, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31. No.1-3, pp.405~440.
- [16] 唐跃军、吕斐适、程新生:《大股东制衡、治理战略与信息披露——来自2003年中国上市公司的证据》,《经济学(季刊)》,2008年第02期。
- [17] 孙蔓莉:《论上市公司信息披露中的印象管理行为》,《会计研究》,2004年第03期。
- [18] Bekey M., 1990, "Annual Reports Evolve into Marketing Tools", Vol.3, No.1.
- [19] Kothari S. P., Li X., Short J. E., 2009, "The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis", *The Accounting Review*, Vol.84. No.5, pp.1639~1670.
- [20] Li F., 2008, "Seeing the Future through the Eyes of Managers: the Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings-a Naive Bayesian Machine Learning Approach".
- [21] D Merkl-Davies N. B., 2007, "Discretionary disclosure strategies in corporate narratives_ incremental information or impression management_", *Journal of accounting literature*, Vol.27, pp.116~196.
- [22] LANG M. H., LUNDHOLM R. J., 2000, "Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?*", *Contemporary Accounting Research*, Vol.17. No.4, pp.623~662.
- [23] 程新生、刘建梅、谭有超:《非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究》,《管理世界》,2012年第7期。
- [24] Demerjian P. R., Lev B., Lewis M. F., McVay S. E., 2013, "Managerial Ability and Earnings Quality", *THE ACCOUNTING REVIEW*, Vol.88. No.2, pp.463~498.
- [25] Falato A., Li D., Milbourn T., 2010, "To each according to his ability_ the returns to CEO talent", *working paper*.
- [26] Ho-uk L., 2002, "The impact of CEO and TMT characteristics on strategic flexibility and firm performance ", Texas A and M University.
- [27] Chung R., Firth M., Kim J., 2002, "Institutional monitoring and opportunistic earnings management", *Journal of Corporate Finance*, Vol.8. No.1, pp.29~48.
- [28] Yu F. F., 2008, "Analyst coverage and earnings management", *Journal of Financial Economics*,

Vol.88. No.2, pp.245~271.

[29] Healy P. M., Palepu K. G., 2001, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31. No.1-3, pp.405~440.

[30]杨尔稼、李灏、胡威、孙铮:《盈余过程与证券分析师预测行为》,《中国会计评论》,2012年第01期。

[31]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》,《管理世界》,2006年第09期。

[32]高敬忠、周晓苏、王英允:《机构投资者持股对信息披露的治理作用研究——以管理层盈余预告为例》,《南开管理评论》,2011年第05期。

[33] Jensen M. C., Murphy K. J., 1990, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, Vol.98. No.2, pp.225~264.

[34] Holmstrom B., Milgrom P., 1987, "Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives", *Econometrica*, Vol.55. No.2, pp.303~328.

[35] Kubo K., 2005, "Executive Compensation Policy and Company Performance in Japan", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13. No.3, pp.429~436.

[36] Wang K., O S., Claiborne M. C., 2008, "Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol.17. No.1, pp.14~30.

[37]罗炜、朱春燕:《代理成本与公司自愿披露》,《经济研究》,2010年第10期。

程新生、谭友超、许垒:《公司价值、自愿披露与市场化进程——基于定性信息的披露》,《金融研究》,2011年第8期。

[38] Eng L. L., Mak Y. T., 2003, "Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22. No. 4, pp. 325~345.

[39]万鹏、曲晓辉:《董事长个人特征、代理成本与营收计划的自愿披露——来自沪深上市公司的经验证据》,《会计研究》,2012年第7期。

[40] Muslu V., Radhakrishnan S., Subramanyam K. R., Lim D., 2008, "causes and consequences of forward looking disclosure in the management discussion and analysis sections", *working paper*.

Compensation Manipulation and Strategic Information Disclosure: A study based on the management talent signaling hypothesis

CHENG Xin-sheng^{1, 2} LIU Jian-mei²

(1. China Academy of Corporate Governance of Nankai University;

2. Business School of Nankai University)

Abstract: Based on the Management talent signaling hypothesis, this paper examines whether executives use strategic information to justify his high compensation. Furthermore, this paper examine whether the company's relative performance, compensation performance sensitivity, analysts following and institutional investors concern about the relation . We found that abnormal compensation and strategic information disclosure is positively related; and this relation is more likely to happen when the company's relative performance is low, the compensation performance sensitivity is low, analyst following is lower or the institutional investor shareholding is smaller. This paper studies information disclosure motivation from the of executive justifying compensation perspective, extending the research that examines information disclosure incentive. The conclusion of this paper helps regulators to strengthen the supervision of information disclosure, regulate the information disclosure activity of listed companies, and helps to disclosure guidelines for the future.

Key words: Compensation Manipulation; Strategic Information Disclosure; Management Talent; inequality; Justifying Compensation

收稿日期 : 2013-06-21;

作者简介 : 程新生 (1963-) , 男 , 汉族 , 山西大同人 , 南开大学中国公司治理研究院/商学院教授、博士生导师 , 《南开管理评论》常务副主编、南开大学中国公司治理研究院公司治理评价研究室主任。研究方向 : 公司治理与公司财务 ; 内部控制及评价。刘建梅 (1985-) , 女 , 汉族 , 山东潍坊人 , 南开大学商学院博士研究生 ; 研究方向 : 公司财务与公司治理。