



经济理论与经济管理

工作论文系列

Working Paper Series

薪酬管制与会计信息质量

——基于超额薪酬的中介效应

徐经长 李兆芃

ETBMWP2022044

2022. 08. 29

* 本刊编辑部推出工作论文项目，将“拟用稿”而尚未发表的稿件，以工作论文的方式在官网呈现，旨在及时传播学术成果，传递学术动态。

本刊所展示的工作论文，与正式刊发版可能会存在差异。如若工作论文被发现存在问题，则仍有被退稿的可能。各位读者如有任何问题，请及时联系本刊编辑部，期待与您共同努力、改进完善。

联系人：李老师；联系电话：010-62515330

薪酬管制与会计信息质量^{*}

——基于超额薪酬的中介效应

徐经长 李兆芑

[摘要] 在国有企业收入分配制度改革的大背景下，本文检验了薪酬管制政策对国有企业管理者超额薪酬与会计信息质量的影响。研究发现超额薪酬与会计信息质量呈“U型”关系；薪酬管制通过削减超额薪酬，进而降低了会计信息质量；现行薪酬管制政策的限薪标准缺乏针对性，致使政策的实施不仅削减了过度激励情形下国有企业管理者的超额薪酬，同时还加剧了部分国有企业管理者激励不足的情况；实施股权激励与提高审计质量均有助于弱化薪酬管制的负面影响。研究结论表明，现有薪酬管制政策有效但精准程度有待进一步提升，未来国有企业薪酬制度改革应在兼顾成本效益的基础上细化限薪标准，力争因地制宜、精准限薪。

[关键词] 薪酬管制；超额薪酬；会计信息质量

一、引言

2020年6月，国务院国资委和人民日报都发表了题为《深化国有企业三项制度改革》的文章，回顾了“三项制度改革”提出20年来国有企业的改革阶段性成果与未来的前进方向。所谓“三项制度改革”，是2001年3月国家经贸委联合人事部、劳动保障部联合出台的《关于深化国有企业内部人事、劳动、分配制度改革的意见》的简称，其内容主要围绕“员工能进能出、领导能上能下、薪酬能增能减”为核心展开。其中，国有企业管理者的收入分配制度改革是“三项制度改革”的重要组成部分。虽然美国等西方发达国家也有邮局等国有企业，但是就其数量和体量而言，与我国的国有企业不可比较，因此企业产权性质差异是我国的特色问题，长期以来被政府和学者给予高度关注。国有企

业的薪酬体系与非国有企业市场化的薪酬契约不同，自计划经济时代就由中央统一调控，步入社会主义市场经济时代后，国有企业薪酬开始与绩效相挂钩，逐步采用市场化的激励契约。产权差异的根本原因在于，非国有企业经营目标较为单一，即以利润最大化为首要目标，而国有企业目标更为多元化，在提升经营业绩的同时还需完成扶贫等政策性目标，付出政策性成本；另一方面，国有银行更愿意将向风险较小、由政府控制的国有企业发放贷款，而民营企业普遍面临“融资难、融资贵”的困境，其他的政策扶持也使得国有企业收获了政策性收益。国有企业的管理者兼具“准官员”的特征，除货币薪酬外还有政治晋升等隐性激励，因此，国有企业管理者薪酬受到政府更严格的监管。本文研究的薪酬管制正是国有企业市场化以来针对国有企业管理者薪酬最严格的管制政策。

国有企业管理者薪酬随着经济体制的变革与国

^{*} 徐经长（通讯作者）、李兆芑，中国人民大学商学院，邮政编码：100872，电子邮箱：xujingchang@rmbms.ruc.edu.cn。本文得到国家社会科学基金重大项目《面向国际趋同的国家统一会计制度优化路径研究》（16ZDA029）和财政部会计名家培养工程的资助。本文属于中国人民大学2020年度拔尖创新人才培养资助计划成果。感谢匿名评审人提出的修改意见，笔者已做了相应修改，本文文责自负。

有企业角色的转变不断发展变化。上世纪八九十年代，国有企业负责按照中央下发的生产任务完成生产并上缴，几乎没有自主经营权，管理者没有实质决策权，风险承担水平很低。国务院要求国有企业管理者的薪酬以员工薪酬为基准确定，控制在员工薪酬的3~4倍（朱克江，2003）。古人云：“不患寡而患不匀”，此举虽有利于社会公平，但不利于调动管理人员的积极性，滋生了在职消费现象。2003年国务院国有资产管理委员会成立以来，政府放权让利，国有企业的自主经营权大幅增加，管理者获得实质决策权，国有企业开始自负盈亏。市场化进程的加快使国有企业管理者薪酬转为以绩效为基础确定，企业激励契约有效性明显提升（姜付秀等，2014）。管理者的权力与薪酬存在正相关关系（吴育辉和吴世农，2010），国有企业市场化的过程也是管理者取得权力并增强的过程（权小锋等，2010），由于部分国有企业的治理结构不完善，出现了管理者权力过大，以致可以影响自身薪酬契约的现象。如果管理者可以自定薪酬，契约就是失效的，即管理层权力可以影响薪酬契约的激励效果（Bebchuk et al.，2002）。国有企业管理者由政府任命，身份官员化、薪酬市场化的现状使得个别国有企业管理者过高且不合理的货币薪酬难以被社会各界认可。2009年起中央陆续出台了一系列政策，对国有企业管理者薪酬实施管制，其中包括2009年8月17日中央六部委联合出台的《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》（以下简称“第一次限薪令”）和2014年8月29日审议通过的《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》（以下简称“第二次限薪令”）。“第一次限薪令”规定《指导意见》规定，中央企业高管年薪不得超过职工平均工资的12倍，年薪最高限制在60万元左右，地方国有企业参照执行；“第二次限薪令”规定国有企业管理者薪酬由基本年薪、绩效年薪与任期激励收入三部分组成，具体规定为基本年薪不能超过上年度省属企业职工平均薪酬的两倍；绩效年薪不能超过基本薪酬的两倍；任期激励不能超过总薪酬的30%，即总体年薪在普通职工年薪的7~8倍左右。由此可以看出，相比2009年的“第一次限薪令”，2014年“第二次限薪令”对国有企业

管理者的薪酬管制更为严格，被称为“史上最严限薪令”。前人研究也表明，“第一次限薪令”的效果并不尽如人意，并且近年来越来越多的学者围绕“第二次限薪令”的政策效果展开研究，因此本文利用2014年出台的“第二次限薪令”作为外生冲击，考查薪酬管制对国有企业会计信息质量产生的政策效果。选取会计信息质量进行研究的原因在于其不仅与管理者的决策行为息息相关，而且是资本流动的“风向标”。会计信息质量的变动在影响企业个体的同时还会影响资本市场的资源配置效率。那么，薪酬管制是否切实降低了国有企业管理者的超额薪酬，使其薪酬更趋近于合理水平呢？如果超额薪酬确有降低，那么会缓解代理问题，减少管理者的盈余管理行为，提升会计信息质量还是会降低管理层努力程度，增加机会主义行为，降低会计信息质量呢？

本文利用薪酬管制作为准自然实验，其中受政策影响的国有企业为处理组，非国有企业为对照组，运用双重差分法（DID）探究薪酬管制是否降低了国有企业管理者超额薪酬以及其对国有企业会计信息质量的影响作用。本文以2010—2019年A股上市公司为样本的回归结果以及中介效应检验表明，薪酬管制切实降低了国有企业管理者的超额薪酬，但政策效果缺乏针对性，主要体现为激励不足组和过度激励组的超额薪酬在政策实施后无差别地显著降低，政策的实施加剧了激励不足的情况；超额薪酬与会计信息质量呈“U型”关系，由于激励不足组超额薪酬下降，会计信息质量在整体上也有所下降。异质性分析结果表明，授予管理者股权激励与聘用四大会计师事务所负责审计均有助于缓解薪酬管制给激励不足组国有企业管理者超额薪酬与会计信息质量带来的不利影响。动态效应检验发现薪酬管制降低国有企业会计信息质量持续的时间较短，但降低超额薪酬持续的时间较长。

区别于以往研究，本文的贡献主要有以下几点：第一，鲜有文献探讨薪酬管制对国有企业会计信息质量的作用效果，本文就此展开了研究。会计信息质量一直是监管部门和财务报表使用者非常关注的指标。本文结论说明现有薪酬管制措施削弱了“利益协同效应”，降低了国有企业会计信息质量；

第二，本文发现管理者超额薪酬与会计信息质量呈“U型”关系，这一发现丰富了管理者薪酬与会计信息质量关系的研究，对未来会计信息质量影响因素的研究有参考作用；第三，本文发现当采用更为精确的管理者超额薪酬刻画薪酬管制的影响时，薪酬管制的限薪效果出现“错位”，致使会计信息质量有所降低，说明现有薪酬管制通过员工薪酬的一定倍数进行限薪具有一定的局限性。未来限薪政策应在考虑成本效益的情况下力争因地制宜，精准限薪。

二、文献回顾与研究假设

（一）薪酬管制与超额薪酬

现代企业所有权和经营权的分离引发了委托代理问题，适当的薪酬激励契约将管理者薪酬与企业业绩相挂钩，赋予管理者与股东类似的剩余索取权，有助于使管理者与所有者利益趋同，降低代理成本（Jensen & Meckling, 1976）。恰当的薪酬契约为管理者分享利润的同时也制定了薪酬下限，保障风险规避型管理者因外部环境等原因经营失败时的底薪，规避下行风险（Zhao, 2013）。与以往研究的激励契约不同的是，国有企业的多元化经营目标与管理层兼具“准官员”的双重身份致使国有企业的薪酬制定不能完全依照市场化方法（常凤林等, 2017）。薪酬管制作作为国有企业收入分配制度改革的一环，为国有企业管理者设定了薪酬“天花板”，旨在促进社会公平，引导国有企业薪酬体系更加规范化、合理化。国有企业管理人员薪酬契约主要包括货币薪酬和股权激励等显性激励以及在职消费和政治晋升等隐性激励（傅頔和汪祥耀, 2013）。2009年“第一次限薪令”和2014年“第二次限薪令”出台对于企业来说属于政策的外生冲击，针对国有企业管理人员薪酬在政策实施后是否确有降低的研究层出不穷，结论不尽相同。虽有研究表明，2009年“第一次限薪令”确实降低了国有企业管理者货币薪酬（徐经长等, 2019），但大部分学者研究发现，“第一次限薪令”之后，国有企业管理人员薪酬不降反升，管理者开始寻求其他方式进行自我激励，弥补心理落差，因而在在职消费

情况日益严重（张楠和卢洪友, 2017），说明“第一次限薪令”的限薪效果并不理想。2014年的“第二次限薪令”被称为“史上最严限薪令”，2015年1月1日其正式实施后，陆续有研究发现国有企业管理者货币薪酬水平确有下降（杨青等, 2018），说明2014年的薪酬管制政策切实起到了预期的限薪效果。近年来越来越多的学者聚焦于“第二次限薪令”的经济后果，本文也着眼于2014年出台的薪酬管制政策展开研究。上述前人研究普遍采用的是管理人员的绝对薪酬，未考虑与企业经营业绩和规模等相匹配的管理者预期薪酬，二者的差异是本文研究的超额薪酬。围绕管理者薪酬的决定因素的理论有有效契约理论和管理者权力理论。有效契约理论认为，超额薪酬是对管理者能力的认可以及优秀业绩的奖励；管理者权力理论认为，当内部治理、外部监管等存在缺陷时，超额薪酬是管理者权力的体现（方军雄, 2012），属于不合理部分，有损薪酬契约有效性。那么国有企业管理者超额薪酬更符合哪种理论呢？徐玉德和张昉（2018）发现，国有企业管理者的超额薪酬与企业绩效没有显著相关性，印证了超额薪酬并非与管理者努力程度相匹配，符合管理者权力理论。如果薪酬管制达到了预期效果，那么国有企业薪酬管制冲击后管理人员超额薪酬与非国有企业相比理应有所降低。由此，本文提出：

假设1：薪酬管制实施后，国有企业管理人员超额薪酬显著降低。

（二）薪酬管制与会计信息质量

自从管理者和所有者“两权分离”以来，二者之间的信息不对称一直存在，信息不对称会导致资源错配，“劣币”驱逐“良币”等扭曲的经济现象。管理者作为企业的内部人员，对企业真实的生产经营情况掌握的信息比所有者等外部财务报表使用者更多。财务报告由管理者负责编制，是企业向外传递信息的最为主要的渠道，有助于缓解企业内外部之间的信息不对称情况。所有者、潜在投资者等外部财务报表使用者通过对会计信息的理解和判断进行投资决策，因此会计信息质量决定了社会资源配置的效率，是政府、资本市场参与者和学者都广泛关注的重要指标。

会计信息质量受到企业内部治理和外部监管的诸多因素的影响（刘启亮等，2013）。早期研究对会计信息质量与管理者薪酬二者之间的关系其说不一，Rosen（1986）运用“锦标赛”理论进行分析发现，如果薪酬契约向高层管理人员给予额外奖金可以激励高管提升努力程度，减少机会主义行为，提升会计信息质量；但Balsam（1998）发现，管理者高薪酬水平会加剧盈余管理，降低会计信息质量。前人相反的研究结论揭示了会计信息质量与管理者薪酬的关系并非简单的单调线性关系。代理理论认为，现代企业所有权与经营权的分离引发了第一类代理问题并增加了代理成本。一方面，适度的薪酬激励能够缓解代理问题，提升管理者的工作积极性，增强管理者的努力程度，进而改善绩效、会计信息质量等指标，产生“利益协同效应”（Incentive Effect）；另一方面，如果管理者薪酬过高、管理层权力较大且缺乏有效监管，管理者可能会利用职务之便操纵会计利润，增加盈余管理行为以获得更多分红，降低会计信息质量（杨志强和王华，2014），产生“壕沟防御效应”（Entrenchment Effect）。前人研究表明，随着管理层持股比例上升，“利益协同效应”显现，财务重述比例减少；当管理层持股比例超过临界值后，“壕沟防御效应”显现，财务重述比例增加（马晨和张俊瑞，2012）。管理者相对员工的薪酬差距与公司绩效之间亦存在“倒U型”关系（胡秀群，2016），说明管理人员不同的薪酬水平会引起“利益协同效应”或“壕沟防御效应”。如果薪酬管制确实降低了国有企业管理人员超额薪酬，会计信息质量可能出现两种情况的变化。一方面，管理人员的盈余管理行为可能会因此减少，会计信息质量可能会随之提升，缓解“壕沟防御效应”；另一方面，管理人员可能由于激励不足导致工作质量下降，机会主义行为增加，会计信息质量可能随之下降，削弱“利益协同效应”。为了更直观地展现上述研究逻辑，本文绘制了图1。为检验薪酬管制的效果是恰到好处还是过犹不及，本文提出以下竞争性假设：

假设 2a：薪酬管制削弱了“利益协同效应”，国有企业会计信息质量显著下降；

假设 2b：薪酬管制缓解了“壕沟防御效应”，

国有企业会计信息质量显著提升。

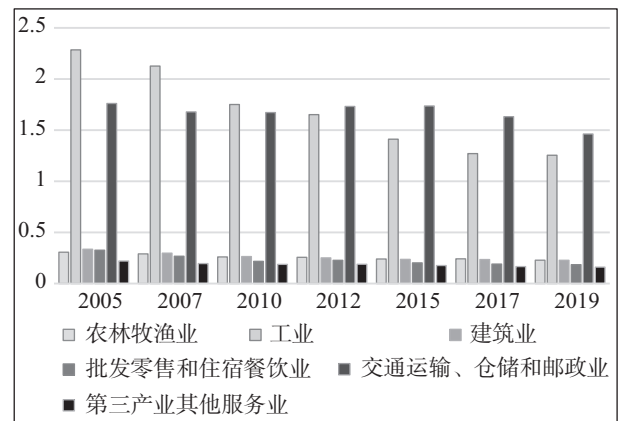


图1 研究框架图

三、研究设计

（一）数据来源与样本选取

本文采用2010—2019年A股上市公司作为研究对象，探究2014年针对中央企业和地方国有企业的薪酬管制对管理者超额薪酬与会计信息质量的影响。选取2010—2019年这十年的数据进行研究的原因在于，2010—2019年国有企业均受到2009年出台的“第一次限薪令”的政策影响，其中2015—2019年还受到2014年出台的“第二次限薪令”的政策影响，本文运用双重差分模型可以分析得出在“第一次限薪令”的基础上，“第二次限薪令”的薪酬管制对国有企业产生的增量政策效果。本文所有变量数据均来源于国泰安数据库。本文删除了金融业公司数据、ST公司数据和数据缺失的样本，共获得观测值22 454条，其中国有企业8 519条，非国有企业13 935条。

（二）变量定义

1. 被解释变量。超额薪酬（OVERPAY）：国有企业管理人员绝对薪酬与预期薪酬的差异。本文借鉴Core（1999；2008）、吴联生等（2010）以及徐玉德和张昉（2018）的方法，采用式（1）计算，残差e即为超额薪酬：

$$PAY = \alpha_0 + \alpha_1 SIZE_t + \alpha_2 LEV_t + \alpha_3 ROA_t + \alpha_4 ROA_{t-1} + \alpha_5 IA_t + \alpha_6 GROWTH_t$$

$$+ \alpha_7 GOV_i + \sum YEAR + \sum INDUS + e \quad (1)$$

其中, PAY ——前三名高层管理人员薪酬平均值取对数。

会计信息质量 ($QUALITY$): 财政部颁布的《企业会计准则》中详细规定了会计信息质量的要求, 其中真实性位列九个会计信息质量特征之首。可操纵性应计利润能够反映财务报表数据的真实性, 在实证研究中也常被用来量化会计信息质量。本文借鉴前人研究采用修正 Jones 模型 (Dechow et al., 1995) 计算可操纵性应计利润, 利用可操纵性应计利润的绝对值度量会计信息质量, 绝对值越小, 会计信息质量越高。计算过程详见式 (2), 残差 ϵ 即为可操纵性应计利润:

$$TA_t/A_{t-1} = \beta_1 + \beta_2(1/A_{t-1}) + \beta_3[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \beta_4(PPE_t/A_{t-1}) + \epsilon \quad (2)$$

其中, TA_t ——总应计利润; ΔREV_t ——第 $t-1$ 年到第 t 年营业收入的变化值; ΔREC_t ——第 $t-1$ 年到第 t 年应收账款的变化值; PPE_t ——第 t 年末固定资产的原值; A_{t-1} ——第 $t-1$ 年末总资产。

2. 解释变量。政策虚拟变量 ($POST$): 2010—2014 年该虚拟变量取值为 0, 2015—2019 年该虚拟变量取值为 1, 反映薪酬管制前后的不同时间段; 产权虚拟变量 (SOE): 受到政策影响的

中央企业和地方国有企业作为实验组, 取值为 1, 未受到政策影响的非国有企业作为对照组, 取值为 0, 反映不同产权性质的企业是否受到政策影响。

3. 控制变量。公司治理指数 (GOV): 本文参考白重恩等 (2005) 运用主成分分析法将独立董事比例、二职合一、管理层持股比例、第一大股东持股比例以及股权制衡度 5 个衡量内部控制水平的指标进行降维, 合成公司治理指数。其中, 独立董事比例 (IND) 越高, 董事会对管理者的监管能力越强, 公司治理水平越好; 董事长与总经理二职合一 ($DUAL$) 会增加管理者的话语权, 容易形成“一言堂”现象, 不利于公司治理; 管理层持股比例 ($MHOLD$) 越高, 一方面出于“利益协同效应”, 管理者主人翁意识增强, 代理成本降低, 另一方面可能出于“壕沟防御效应”侵占企业利益, 代理成本增加; 第一大股东持股比例 ($HOLD1$) 越高, 一方面大股东控制企业向自己进行利益输送的可能性越高, 公司治理水平越差, 另一方面大股东监管企业的主观能动性越强, 公司治理水平越高; 股权制衡度 (BH) 越高, 大股东之间的监督平衡作用越强, 有助于减少单个大股东的机会主义行为, 公司治理水平越高。公司治理指数相比任何一个单个指标而言更能全面地反应企业整体的治理水平, 在企业之间具有较强的可比性, 也是以往文献中通用的做法 (蒋琰, 2009; 刘行和叶康涛, 2013)。该指数越大, 公司治理环境越好, 内部控制指标度量见表 1:

表 1 公司治理指数

变量	符号	变量名称	变量含义
GOV	IND	独立董事比例	企业独立董事人数占董事会人数比例
	DUAL	二职合一	企业董事长与总经理是否为同一人
	MHOLD	管理层持股比例	企业管理层持股比例
	HOLD1	第一大股东持股比例	最大股东持股比例
	BH	股权制衡度	第 2—5 大股东持股之和/第 1 大股东持股

除公司治理环境外, 本文还控制了企业规模 ($SIZE$)、资产收益率 (ROA)、财务杠杆 (LEV) 以及成长性 ($GROWTH$) 4 个反应企业基本面信

息的变量, 全面控制企业自身的财务特征。此外, 参考前人研究, 本文针对因变量超额薪酬和会计信息质量分别控制了无形资产比 (IA) 与机构投资

徐经长等：薪酬管制与会计信息质量

者持股比例 (*INSTITU*)、审计意见类型 (*AUDIT*)、分析师跟踪人数 (*ANALYST*) 和是否四大会计师事务所 (*BIG4*)。其中, 机构投资者持股比例 (*INSTITU*) 对会计信息质量的影响具有双面性, 一方面机构投资者持股会降低财务报告的可靠性, 另一方面会提升财务信息披露的透明度 (杨海燕等, 2012); 审计意见类型 (*AUDIT*) 为标准审计意见时说明会计信息质量更高, 财务报告使用者更能信赖财务报告; 分析师跟踪人数 (*ANALYST*) 越多, 企业受到的关注度越高, 一方面为

了满足分析师预测而进行盈余管理的动机越强, 会计信息质量越差, 另一方面, 分析师跟踪缓解了管理层与财务报表使用者之间的信息不对称, 有助于提升会计信息质量; 是否四大会计师事务所审计 (*BIG4*): 四大会计师事务所的国际声誉较高, 独立性更强, 审计质量更高, 由四大会计师事务所审计的企业财务造假或者舞弊被揭露的概率更高, 因此会计信息质量更高 (汪芸倩和王永海, 2019)。上述变量名称以及具体度量方法汇总如表 2 所示:

表 2 变量名称及度量方法

符号	变量名称	测度方法
<i>OVERPAY</i>	超额薪酬	绝对薪酬 - 预期薪酬
<i>QUALITY</i>	会计信息质量	可操纵性应计利润的绝对值
<i>POST</i>	政策虚拟变量	薪酬管制后年度取值为 1, 否则取值为 0
<i>SOE</i>	产权虚拟变量	国有企业取值为 1, 非国有企业取值为 0
<i>SIZE</i>	企业规模	(期初总资产 + 期末总资产) / 2, 取对数
<i>LEV</i>	财务杠杆	负债总额 / 资产总额
<i>ROA</i>	资产收益率	净利润 / 平均资产总额
<i>GOV</i>	公司治理指数	主成分分析法计算得出
<i>GROWTH</i>	成长性	(本期营业收入 - 上期营业收入) / 上期营业收入
<i>IA</i>	无形资产比	无形资产与总资产之比
<i>INSTITU</i>	机构投资者持股比例	机构投资者持股数量 / 总股数
<i>AUDIT</i>	审计意见类型	标准审计意见取 1, 否则取 0
<i>ANALYST</i>	分析师跟踪人数	跟踪的分析师人数加 1 的和取对数
<i>BIG4</i>	是否四大会计师事务所	负责审计的是四大会计师事务所为 1, 否则为 0

(三) 模型构建

1. 薪酬管制与超额薪酬。本文为检验薪酬管制是否切实降低了国有企业管理人员的超额薪酬, 本文构建了模型 (3):

$$\begin{aligned}
 OVERPAY = & \varphi_0 + \varphi_1 POST * SOE + \varphi_2 SOE \\
 & + \varphi_3 CONTROLS + \sum YEAR \\
 & + \sum INDUS + \delta \quad (3) \\
 CONTROLS = & \{SIZE, LEV, ROA, GOV, \\
 & GROWTH, IA\} \quad (4)
 \end{aligned}$$

2. 薪酬管制与会计信息质量。本文为检验薪酬管制是否有助于提升国有企业会计信息质量, 本文构建了模型 (4):

$$\begin{aligned}
 QUALITY = & \lambda_0 + \lambda_1 POST * SOE + \lambda_2 SOE \\
 & + \lambda_3 CONTROLS + \sum YEAR \\
 & + \sum INDUS + \varphi \quad (4) \\
 CONTROLS = & \{SIZE, LEV, ROA, GOV, \\
 & GROWTH, INSTITU, AUDIT, \\
 & ANALYST, BIG4\}
 \end{aligned}$$

3. 中介效应检验。本文运用中介效应检验的方法考查薪酬管制是否通过降低国有企业管理人员的超额薪酬从而对会计信息质量产生了影响，为此本文构建如下方程组进行中介效应检验：

$$QUALITY = \lambda_0 + \lambda_1 POST * SOE + \lambda_2 SOE + \lambda_3 CONTROLS + \sum YEAR + \sum INDUS + \varphi \quad (5-1)$$

$$OVERPAY = \varphi_0 + \varphi_1 POST * SOE + \varphi_2 SOE + \varphi_3 CONTROLS + \sum YEAR + \sum INDUS + \delta \quad (5-2)$$

$$QUALITY = \gamma_0 + \lambda' POST * SOE + \gamma_1 OVERPAY + \gamma_2 SOE + \gamma_3 CONTROLS + \sum YEAR + \sum INDUS + \sigma \quad (5-3)$$

参考钱雪松等（2015）和郭晔等（2020）的做法，本文首先检验模型（5-1）中的系数 λ_1 ，若 λ_1 显著，则继续中介效应检验；反之，终止检验。其次检验模型（5-2）中的系数 φ_1 和模型（5-3）中的系数 γ_1 ，若 φ_1 和 γ_1 都显著，则继续检验模型（5-3）中的 λ' ，若 λ' 显著，说明中介效应显著；若 λ' 不显著，说明完全中介效应显著。若 φ_1 或 γ_1 不显著，则需要进行 Sobel 检验，该检验显著则说明中介效应显著，否则说明中介效应不显著。

四、实证结果

（一）描述性统计

表 3 根据国有企业与非国有企业分组对样本数据进行了描述性统计。从表 3 中可以看出，非国有企业管理人员超额薪酬平均值大于 0，而国有企业组超额薪酬平均值小于 0，初步推测薪酬管制削减了国有企业管理人员超额薪酬；国有企业会计信息质量较非国有企业更高，可能是由于薪酬管制提升了国有企业的会计信息质量，也可能由于国有企业受到的更方面监管都更为严格，会计信息质量原本就比较高；国有企业资产负债率明显高于非国有企业，印证了前文所述国有企业融资较为容易，但民营企业“融资难、融资贵”的问题；国有企业增速

和公司治理环境均不如非国有企业，说明国有企业应增强内部控制，提升成长性和竞争力。

表 3 描述性统计

变量	非国有企业 (观测值 13 935)			国有企业 (观测值为 8 519)		
	平均值	标准差	中位数	平均值	标准差	中位数
OVERPAY	0.009	0.549	0.016	-0.014	0.513	-0.017
QUALITY	0.062	0.068	0.041	0.054	0.060	0.036
POST	0.613	0.487	1	0.496	0.500	0
SOE	0	0	0	1	0	1
ROA	0.050	0.060	0.047	0.035	0.051	0.031
SIZE	21.695	1.074	21.574	22.62	1.346	22.465
LEV	0.377	0.199	0.360	0.508	0.201	0.516
GROWTH	0.228	0.480	0.144	0.164	0.453	0.091
GOV	0.817	0.634	0.663	0.434	0.500	0.255
IA	0.044	0.044	0.034	0.050	0.058	0.033
INSTITU	0.362	0.246	0.343	0.572	0.171	0.576
AUDIT	0.972	0.166	1	0.974	0.158	1
ANALYST	1.554	1.159	1.609	1.465	1.173	1.386
BIG4	0.028	0.166	0	0.096	0.294	0

图 2 直观地展现出会计信息质量与管理者超额薪酬的变化关系，二者呈“U 型”线性关系，印证了前文所述“利益协同效应”与“壕沟防御效应”。如图所示，超额薪酬为 0 时“U 型”曲线到达最低点，说明当管理者获得的绝对薪酬与预期薪酬相符时，管理层进行盈余管理或草率编制会计信息等机会主义行为最少，会计信息质量最高。同时，最低点落在超额薪酬为 0 处亦符合预期薪酬即理想薪酬水平的设定，说明本文对超额薪酬的计算较为精准，符合实际情况。从右往左看，曲线最低点右侧会计信息质量随超额薪酬的降低而提升，说明超额薪酬大于 0 时，管理人员进行盈余管理的动机随超额薪酬的降低而衰减，会计信息质量因此提升，对应“壕沟防御效应”；曲线最低点左侧会计信息质量随着超额薪酬的继续降低而降低，说明超额薪酬小于 0 即预期薪酬得不到满足时，管理人员努力工作的动力不足，会计信息质量因此下降，对

应“利益协同效应”。

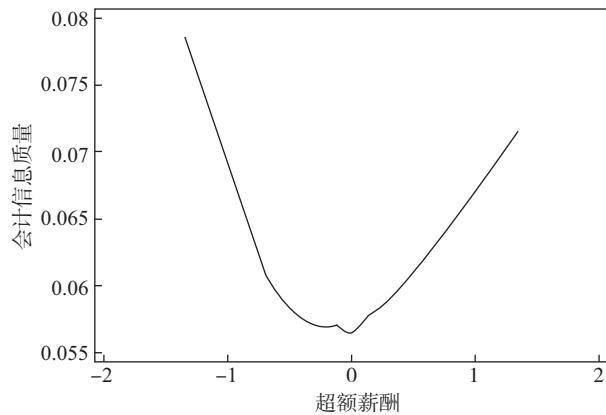


图2 超额薪酬与会计信息质量 U 型图

(二) 回归结果

表4展示了模型(3)~模型(4)全样本与倾向得分匹配后子样本的回归结果。本文运用双重差分法对薪酬管制冲击进行回归的结果表明,薪酬管制实施后,相比非国有企业,国有企业管理人员超额薪酬在1%的水平上显著降低,验证假设1,说明薪酬管制切实削减了国有企业管理人员薪酬中不合理的部分,证明了薪酬管制政策效果达到了限薪的初衷;同时,薪酬管制增加了国有企业盈余管理程度,在10%的水平上显著降低了会计信息质量,验证假设2a。说明薪酬管制削弱了“利益协同效应”,激励不足致使管理层编制财务报表的努力程度降低,加剧了委托代理问题,进而降低了国有企业会计信息质量,对应图2“U型”曲线的左侧部分。结果拒绝假设2b,说明薪酬管制力度较大,对国有企业整体在会计信息质量层面产生了过犹不及的负面影响。控制变量中,AUDIT系数显著为负,说明被出具标准审计意见的企业会计信息质量更高,BIG4系数显著为负,说明四大会计师事务所负责审计的企业会计信息质量更高,均与预期和常识相符。

(三) 中介效应检验

由于在图2中,管理者超额薪酬与会计信息质量的相关关系在超额薪酬为0的左右两侧表现不同,呈现明显的“U型”,因此本文在考查超额薪酬的中介效应时将样本以超额薪酬等于0为界分为

两组, $OVERPAY > 0$ 时为激励过度组, $OVERPAY \leq 0$ 时为激励不足组,分别探究两组中超额薪酬影响会计信息质量的中介效应。

表5展现了激励过度组($OVERPAY > 0$)超额薪酬中介效应检验的结果。(1)列中 $POST * SOE$ 系数不显著,说明激励过度组薪酬管制对会计信息质量的总效应不显著,终止中介效应检验。(2)列中 $POST * SOE$ 的系数在10%的水平上显著为负,说明激励过度组的超额薪酬在薪酬管制后确有下降,薪酬管制起到了削减过度激励的作用,再次验证假设1。(3)列中 $OVERPAY$ 的系数在1%的水平上显著为正,印证了图2中的“U型”曲线的右侧部分,证明了存在过度激励时,超额薪酬的增加将会加剧“壕沟防御效应”,会计信息质量随之下降。综上,由于激励过度组的总效应不显著,超额薪酬未能起到中介作用,薪酬管制在国有企业激励过度时未能通过削减超额薪酬达到提升会计信息质量的作用。

表6展现了激励不足组($OVERPAY \leq 0$)超额薪酬中介效应检验的结果。(1)列中 $POST * SOE$ 系数在1%的水平上显著为正,说明在激励不足组薪酬管制显著降低了国有企业的会计信息质量,总效应显著,继续中介效应检验。(2)列中 $POST * SOE$ 的系数在1%的水平上显著为负,说明激励不足组的超额薪酬在薪酬管制后亦有所下降,薪酬管制加剧了激励不足的情况。(3)列中 $OVERPAY$ 的系数在1%的水平上显著为负,印证了图2中的“U型”曲线的左侧部分,证明激励不足时,超额薪酬的降低将会削弱“利益协同效应”,管理者编制财务报告的努力程度将降低,会计信息质量随之下降; $POST * SOE$ 的系数在1%的水平上显著为正,说明超额薪酬起到部分中介效应,无需进行Sobel检验。

表7展现了过度激励组和激励不足组超额薪酬以及全样本超额薪酬绝对值在薪酬管制政策实施后的变动情况。(1)列与(2)列中 $POST * SOE$ 的系数均显著为负且不存在明显差异,说明薪酬管制政策无差别地削减了激励不足组和过度激励组的超额薪酬,加剧了激励不足的情况,且在整体层面上没有提升国有企业的激励效率。

表 4 模型 3—4 回归结果

变量	<i>Dep. Var. = OVERPAY</i>		<i>Dep. Var. = QUALITY</i>	
	全样本	PSM 样本	全样本	PSM 样本
<i>POST * SOE</i>	-0.088*** (-5.010)	-0.078*** (-3.987)	0.003* (1.774)	0.004** (1.986)
<i>SOE</i>	0.012 (0.466)	0.006 (0.246)	-0.009*** (-5.073)	-0.009*** (-4.754)
<i>ROA</i>	0.091 (0.727)	0.273* (1.833)	-0.056*** (-3.115)	-0.018 (-0.887)
<i>SIZE</i>	-0.005 (-0.534)	-0.008 (-0.762)	-0.008*** (-11.957)	-0.008*** (-10.194)
<i>LEV</i>	0.050 (1.016)	0.010 (0.184)	0.045*** (10.624)	0.042*** (8.722)
<i>GROWTH</i>	-0.009 (-0.940)	-0.005 (-0.410)	0.030*** (17.323)	0.032*** (16.080)
<i>GOV</i>	-0.017 (-1.243)	-0.011 (-0.647)	0.002* (1.869)	0.001 (1.204)
<i>IA</i>	0.185 (1.020)	0.170 (0.835)		
<i>INSTITU</i>			0.007** (2.567)	0.006* (1.887)
<i>AUDIT</i>			-0.037*** (-7.550)	-0.033*** (-6.047)
<i>ANALYST</i>			0.002*** (3.049)	0.001* (1.670)
<i>BIG4</i>			-0.006*** (-2.768)	-0.006*** (-2.968)
截距项	0.074 (0.362)	0.150 (0.642)	0.271*** (17.245)	0.257*** (14.869)
行业、年份	控制	控制	控制	控制
观测值	22 454	17 038	22 454	17 038
调整 R ²	0.006	0.008	0.133	0.140

说明：括号内数据为 t 值；***表示在 1% 的水平上显著，**表示在 5% 水平上显著，*表示在 10% 水平上显著，双尾检验，下同（*** $p < 0.01$ ，** $p < 0.05$ ，* $p < 0.1$ ）；所有回归采用聚类稳健标准误，下同；所有连续性变量均对前后 1% 的极端值进行了缩尾处理，下同。

上述检验证明超额薪酬与会计信息质量的关系确实呈现“U 型”。在过度激励组中，管理者超额薪酬未能发挥中介效应，国有企业会计信息质量无明显变化。可能的原因在于，国有企业管理者超额薪酬的来源除盈余管理外还有过度投资、盲目并购等机会主义行为，仅通过限制国有企业管理者薪酬提升会计信息质量的作用有限；在激励不足组中，薪酬管制政策加剧了激励不足情况，其原因主要在

于薪酬管制从政策层面上限制了管理层绝对薪酬与相对员工薪酬的倍数，是相对通用但是精准性较差的限制条件。当今国有企业管理者与普通员工的工作任务、风险承担以及决策内容完全不同，仅参照员工薪酬的一定倍数进行薪酬管制难以反映出管理者的真实贡献。超额薪酬是绝对薪酬与预期薪酬的差异，预期薪酬的计算考虑了企业规模、财务杠杆、成长性、公司治理水平等诸多企业独有的因

徐经长等：薪酬管制与会计信息质量

素，更能反映企业管理者应得的回报。因而薪酬管制虽然降低了国有企业整体管理者的超额薪酬，但由于缺乏细化的规定，产生了政策效果与实际情况“错位”的情况，致使激励不足组的超额薪酬亦显著降低，整体上降低了国有企业的会计信息质量。

表 5 薪酬管制通过超额薪酬影响会计信息质量的中介效应 ($OVERPAY > 0$)

变量	(1)	(2)	(3)
	QUALITY	OVERPAY	QUALITY
POST * SOE	-0.001	-0.029**	-0.001
	(-0.312)	(-2.233)	(-0.223)
SOE	-0.004*	-0.043**	-0.004*
	(-1.877)	(-2.403)	(-1.718)
OVERPAY			0.008*** (3.891)
控制变量	控制	控制	控制
行业、年份	控制	控制	控制
观测值	11 272	11 272	11 272
调整 R ²	0.154	0.043	0.156

表 6 薪酬管制通过超额薪酬影响会计信息质量的中介效应 ($OVERPAY \leq 0$)

变量	(1)	(2)	(3)
	QUALITY	OVERPAY	QUALITY
POST * SOE	0.008***	-0.060***	0.007***
	(3.094)	(-3.747)	(2.879)
SOE	-0.014***	0.098***	-0.013***
	(-5.388)	(5.135)	(-5.023)
OVERPAY			-0.010*** (-4.117)
控制变量	控制	控制	控制
行业、年份	控制	控制	控制
观测值	11 182	11 182	11 182
调整 R ²	0.142	0.046	0.144

(四) 异质性分析

由于在分组检验中，薪酬管制对会计信息质量的负面影响仅在激励不足组 ($OVERPAY \leq 0$) 出现，因此本文的异质性分析针对激励不足组展开，旨在讨论当国有企业原有薪酬契约不能满足管理者预期薪酬，而薪酬管制又加剧激励不足的情况下，如何能够缓解薪酬管制给会计信息质量带来的负面影响。本文从企业内部激励和外部监督两个方面进

行分组，分别以是否实施股权激励和是否由四大会计师事务所审计分组进行异质性分析。

表 7 薪酬激励效率回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	$OVERPAY > 0$	$OVERPAY \leq 0$	$ OVERPAY $
POST * SOE	-0.029**	-0.060***	0.016
	(-2.233)	(-3.747)	(1.396)
SOE	-0.043***	0.098***	-0.070***
	(-4.291)	(9.247)	(-5.091)
控制变量	控制	控制	控制
行业、年份	控制	控制	控制
观测值	11 272	11 272	11 272
调整 R ²	0.154	0.043	0.156
组间系数差异	p 值=0.181		

1. 以股权激励实施与否 ($INCEN$) 分组。前人研究表明，不同激励方式之间存在相互替代的作用，即存在激励溢出 (张宏亮和王靖宇, 2018)。我国股权激励起步较晚，且国有企业实施股权激励可能会引起国有资产流失等质疑，因此授予管理人员股权激励的企业数量较少，激励体系中货币薪酬仍占比最大。我国企业对管理层激励手段单一导致管理人员更倾向于利用自身职权过度追求超额货币薪酬以实现自我激励，而激励溢出效应使得被授予股权激励的管理者进行盈余管理以获取更高超额薪酬的动机较弱且在货币薪酬激励不足时，股权激励能够起到补充激励作用，使得管理者的努力程度不会大幅降低。因此本文预测，激励不足组中未实施股权激励的国有企业管理者超额薪酬在薪酬管制实施后显著降低，企业会计信息质量亦显著变差；反之，则无明显变化。

本文将样本按照企业是否授予管理层股权激励分为两组，实施股权激励组 ($INCEN = 1$) 和未实施股权激励组 ($INCEN = 0$)。表 8 分组回归结果表明，对于未授予管理层股权激励的国有企业，薪酬管制在 1% 的水平上显著降低了管理人员的超额薪酬，并且会计信息质量在 1% 的水平上显著降低；相反，对于那些授予管理层股权激励的国有企业，薪酬管制并未对超额薪酬和会计信息质量产生明显影响，符合本文预测。货币薪酬与股权激励均

属于薪酬激励体系中的显性薪酬，具有相互替代的作用。被授予股权激励的国有企业管理者，其追求超额货币薪酬的动机较弱，“利益协同效应”更强，会计信息质量更高，因此薪酬管制实施后，这些企业的管理者超额薪酬和会计信息质量均未受到明显影响；相反，由于激励手段单一，未授予股权激励的国有企业管理者更倾向于获取短期的超额薪酬满足自身激励需求，因此他们进行盈余管理的动机更强，超额薪酬更高。薪酬管制削减了他们的超额薪

酬，由于本就处于激励不足组（对应“U型”曲线左侧），因此薪酬管制显著削弱“利益协同效应”，会计信息质量随之明显下降。

薪酬管制的效果主要作用于未授予股权激励的国有企业，说明在避免国有资产流失的前提下，合理授予股权激励能够引导管理层放眼长远，减少盈余管理行为，增加管理层努力程度，提升会计信息质量，抵御货币薪酬波动的负面影响。

表 8 股权激励分组检验

变量	<i>Dep. Var. = OVERPAY</i>		<i>Dep. Var. = QUALITY</i>	
	<i>INCEN = 1</i>	<i>INCEN = 0</i>	<i>INCEN = 1</i>	<i>INCEN = 0</i>
<i>POST * SOE</i>	-0.054	-0.062***	0.020	0.007***
	(-0.620)	(-4.687)	(1.083)	(2.755)
<i>SOE</i>	0.154**	0.101***	-0.011	-0.014***
	(1.996)	(9.271)	(-0.655)	(-6.580)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业、年份	控制	控制	控制	控制
观测值	817	10 365	817	10 365
调整 R ²	0.063	0.040	0.172	0.137

2. 以是否由四大会计师事务所审计 (*BIG4*) 分组。前人研究表明，四大会计事务所的信誉与审计质量较高 (Defond et al., 2000; 李青原, 2009), 出具的审计报告更有说服力, 由四大审计的企业财务造假的可能性更低, 会计信息质量更高 (杨志强和王华, 2014)。本文以企业是否由四大会计师事务所审计将样本划分为两组: 四大会计师事务所审计组 (*BIG4*=1) 和非四大会计师审计组 (*BIG4*=0)。会计师事务所审计具有独立性, 因此属于从外部对企业的会计信息质量进行监督。会计师事务所的审计质量越高, 监督作用越强, 管理层进行机会主义行为造成会计信息质量下降被发现的风险也就越大。据此, 本文预测, 由四大会计师事务所负责审计的国有企业管理者超额薪酬在薪酬管制实施后没有显著变化, 对会计信息质量亦没有显著影响; 相反, 非四大会计师事务所审计的国有企业管理者通过盈余管理获取的超额薪酬较高, 超额薪酬在薪酬管制后显著下降, 致使激励不足组会计

信息质量随之降低。

表 9 展现了以是否四大会计师事务所审计分组的回归结果。回归结果表明, “四大”审计组 (*BIG4*=1) 的国有企业面对薪酬管制时, 管理层超额薪酬无显著变化, 会计信息质量亦无显著变化。相反, 在非“四大”审计组 (*BIG4*=0), 国有企业管理层超额薪酬在薪酬管制后相较非国有企业在 1% 的水平上显著降低, 削弱了激励不足组国有企业的“利益协同效应”。由于薪酬管制加剧了管理层的激励不足, 会计信息质量由于超额薪酬的中介作用而在 1% 的水平上显著降低。

薪酬管制主要作用于非“四大”审计组并对国有企业会计信息质量产生了显著的负面影响, 说明外部治理作用的加强能够有效减少管理层的机会主义行为。政府等监管部门应当鼓励国有企业在成本效益允许的情况下聘请高质量会计师事务所提供审计服务, 规范管理者行为, 缓解货币薪酬波动对管理者行为造成的不利影响。

表 9

四大审计分组检验

变量	<i>Dep. Var. = OVERPAY</i>		<i>Dep. Var. = QUALITY</i>	
	<i>BIG4=1</i>	<i>BIG4=0</i>	<i>BIG4=1</i>	<i>BIG4=0</i>
<i>POST * SOE</i>	0.000	-0.052***	0.021	0.007***
	(0.005)	(-3.901)	(1.316)	(2.954)
<i>SOE</i>	0.077	0.092***	-0.016*	-0.014***
	(1.195)	(8.502)	(-1.845)	(-6.554)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业、年份	控制	控制	控制	控制
观测值	537	10 645	537	10 645
调整 R ²	0.297	0.045	0.096	0.138

(五) 稳健性检验

1. 倾向得分匹配 (PSM) 检验。薪酬管制作为企业政府的政策, 对企业而言属于外生冲击, 本文的研究结论基于这项准自然实验。但是, 由于产权性质不同, 国有企业与非国有企业之间存在固有的差异。为排除产权性质差异给研究结论带来的潜在影响, 本文参考宋浩和王伟 (2012), 采用倾向得分匹配法 (PSM) 依据年份、行业和资产规模对国有企业和非国有企业进行一对一无放回的匹配。经过 PSM 匹配后的子样本排除了产权性质不同导致的固有差异, 本文利用该子样本代入模型 (3) 和模型 (4) 以检验结论的稳健性, 共获得 17 038 条观测值, 其中国有企业 8 519 条, 非国有企业 8 519 条, 即所有国有企业观测值均有符合条件的非国有企业观测值相匹配。PSM 子样本回归结果如表 4 所示。PSM 子样本回归结果表明, 薪酬管制依旧会在 1% 的水平上显著降低国有企业管理人员的超额薪酬, 增加管理者的机会主义行为, 并在 5% 的水平上显著削弱会计信息质量。上述结果与全样本回归结果一致, 证明本文结论不受产权性质固有差异的影响, 排除了实验组与对照组样本选择性偏差的问题, 说明结论稳健、可靠。

2. 替换会计信息质量的度量方法。本文借鉴陆建桥 (1999) 的研究方法对可操纵性应计利润进行度量, 进而衡量会计信息质量。陆建桥模型在修正琼斯模型的基础上增加了无形资产占比作为非操纵性应计利润的构成要素, 是修正琼斯模型的进一步改进和完善的结果。具体计算方法如模型 6 所示, 其中 ϵ 为可操纵性应计利润。本文将采用陆建

桥模型计算得出的会计信息质量命名为变量 *QUALITY1*, 并将其代入模型 4, 回归结果如表 9 所示。表 10 回归结果表明, 采用陆建桥模型计算的会计信息质量与采用修正琼斯模型计算的结果类似, 均显示在薪酬管制实施后, 国有企业与非国有企业相比, 会计信息质量显著降低, 运用 PSM 子样本的回归结果与全样本回归结果相同, 再次说明本文结论具有稳健性。

$$TA_t/A_{t-1} = \beta_1 + \beta_2(1/A_{t-1}) + \beta_3[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \beta_4(PPE_t/A_{t-1}) + \beta_5(IA_t/A_{t-1}) + \epsilon \quad (6)$$

表 10 变更因变量度量方法回归结果

变量	<i>Dep. Var. = QUALITY1</i>	
	全样本	PSM 样本
<i>POST * SOE</i>	0.003*	0.004*
	(1.673)	(1.934)
<i>SOE</i>	-0.009***	-0.009***
	(-5.042)	(-4.718)
控制变量	控制	控制
行业、年份	控制	控制
观测值	22 414	17 010
调整 R ²	0.132	0.140

3. 平行趋势检验。双重差分法应用的重要前提是政策冲击前, 处理组 (国有企业) 与对照组 (非国有企业) 的管理者超额薪酬与会计信息质量具有相似的变动趋势, 政策冲击后, 二者的变动趋势才有所不同。2014 年出台的薪酬管制于 2015 年 1 月 1 日起正式实施, 因此 2015 年是政策的实施年份, 本文选取了政策实施年份前两年 (2013—

2014年)、当年(2015年)与后两年(2016—2017年)分别赋予年份虚拟变量,并将交乘项代入模型3与模型4,对国有企业与非国有企业管理者超额薪酬与会计信息质量的变化进行平行趋势检验。其中变量Y2013在2013年时取值为1,其余年份取值为0,Y2014在2014年时取值为1,其余年份取值为0,以此类推。若平行检验通过,薪酬管制政策实施前(2013—2014年),交乘项系数应不显著,表示国有企业与非国有企业二者因变量无显著差异;政策实施当年(2015年)及政策实施后(2016—2017年)交乘项应显著,表示国有企业与非国有企业二者的因变量由于薪酬管制的冲击产生了显著差异。

表11平行趋势检验结果表明,管理者超额薪酬作为因变量时,政策实施前(2013—2014年)年份虚拟变量与产权虚拟变量的交乘项系数不显著,说明国有企业超额薪酬与非国有企业变化趋势相似;政策实施当年(2015年)及政策实施后(2016—2017年),年份虚拟变量与产权虚拟变量的交乘项显著为负,说明国有企业管理者超额薪酬与非国有企业相比在薪酬管制实施后显著降低,通过平行趋势检验。当会计信息质量作为因变量时,政策实施前(2014年)年份虚拟变量与产权虚拟变量的交乘项系数不显著,说明国有企业会计信息质量与非国有企业变化趋势相似;政策实施当年(2015年)及政策实施后(2016—2017年),年份

虚拟变量与产权虚拟变量的交乘项显著为正,说明国有企业会计信息质量与非国有企业相比在薪酬管制实施后显著降低,亦通过平行趋势检验。平行趋势检验结果表明,本文具有采用双重差分法分析薪酬管制政策冲击的条件,证明本文结论稳健。

五、进一步讨论:薪酬管制政策影响的持续性

本文在现有研究基础上进一步探究了薪酬管制政策对国有企业管理者超额薪酬与会计信息质量作用的时长,即薪酬管制对国有企业影响的动态效应。本文将薪酬管制实施后(2015—2019年)的年份虚拟变量与产权虚拟变量的交乘项代入模型3和模型4,考查政策影响的持续时间。表10展现了动态效应模型的回归结果,结果显示,薪酬管制对国有企业超额薪酬的影响在政策实施后的五年中都在1%的水平上显著为负,说明薪酬管制对管理者超额薪酬的影响深远,且不排除超额薪酬未来继续降低。相较超额薪酬,薪酬管制对国有企业会计信息质量影响的持续时间较短,只在政策实施的头两年降低了国有企业的会计信息质量,且只在10%的水平上显著。动态效应结果表明,薪酬管制对国有企业管理者超额薪酬产生了显著并且深远的影响,虽然短期内造成了国有企业会计信息质量的下降,但是由于内部和外部治理机制的监管作用,会计信息质量不会一直随着超额薪酬的下降而变差,说明薪酬管制即使产生了“副作用”,“副作用”的影响和持续性也有限。

表 11 平行趋势检验与动态效应模型

变量	平行趋势检验		动态效应模型	
	<i>Dep. Var. = OVERPAY</i>	<i>Dep. Var. = QUALITY</i>	<i>Dep. Var. = OVERPAY</i>	<i>Dep. Var. = QUALITY</i>
Y2013 * SOE	0.016	0.007**		
	(1.026)	(2.483)		
Y2014 * SOE	0.003	0.004		
	(0.164)	(1.334)		
Y2015 * SOE	-0.029*	0.006**	-0.065***	0.005*
	(-1.658)	(2.266)	(-3.827)	(1.787)
Y2016 * SOE	-0.048***	0.007**	-0.085***	0.005*
	(-2.922)	(2.485)	(-4.440)	(1.955)
Y2017 * SOE	-0.040**	0.005**	-0.077***	0.004
	(-2.493)	(2.179)	(-3.687)	(1.565)

续表

变量	平行趋势检验		动态效应模型	
	<i>Dep. Var.</i> = <i>OVERPAY</i>	<i>Dep. Var.</i> = <i>QUALITY</i>	<i>Dep. Var.</i> = <i>OVERPAY</i>	<i>Dep. Var.</i> = <i>QUALITY</i>
Y2018 * SOE			-0.107***	-0.001
			(-4.794)	(-0.438)
Y2019 * SOE			-0.108***	0.004
			(-4.012)	(1.515)
SOE	-0.025	-0.010***	0.012	-0.009***
	(-1.154)	(-6.434)	(0.468)	(-5.064)
控制变量	控制	控制	控制	控制
行业、年份	控制	控制	控制	控制
观测值	22 454	22 454	22 454	22 454
调整 R ²	0.005	0.134	0.006	0.133

六、结论与启示

2020年是深化国有企业“三项制度”改革的关键之年，其中收入分配制度改革是“三项制度”改革的重要一环。本文在国有企业收入分配制度改革的大背景下，采用2010—2019年A股上市公司的数据，以2014年出台的薪酬管制政策作为外生冲击，运用双重差分法探讨了薪酬管制对国有企业管理者超额薪酬与会计信息质量产生的影响。研究表明，与非国有企业相比，薪酬管制切实降低了国有企业管理者的超额薪酬，但政策效果缺乏针对性，即激励不足组和过度激励组的管理者超额薪酬无差别地显著下降；管理者超额薪酬与会计信息质量呈“U型”关系，薪酬管制通过降低超额薪酬，加剧了委托代理问题，削弱了“利益协同效应”，增加了管理者的机会主义行为，最终降低了国有企业会计信息质量。异质性分析表明，对管理者实施股权激励或提高外部审计质量均有助于缓解薪酬管制加剧激励不足带来的负面影响。为排除产权性质差异对本文结论可能产生的不利影响，本文采用倾向得分匹配后的子样本重新进行主回归，结果依然显著。此外，本文还通过替换会计信息质量的度量方法和平行趋势检验考查结论的稳健性，结果证明本文结论稳健，具有可靠性。在进一步讨论中，本文采用动态回归模型对薪酬管制政策持续性的研究显示，国有企业管理者超额薪酬受到薪酬管

制的影响时间较长，在样本持续时间内均显著降低；会计信息质量受到政策影响的持续时间相对较短，说明薪酬管制虽然对国有企业会计信息质量造成了不利影响，但由于会计信息质量受内部治理和外部监管的制约，不利影响持续的时间较短。

本文结论对政策制定者、国有企业和学术研究而言均具有一定的启示意义：

第一，未来薪酬管制政策的制定应当在兼顾成本效益的情况下力争精准限薪、量体裁衣。现行薪酬管制政策参照员工薪酬的倍数为基准进行限薪，其政策效果缺乏针对性的根本原因在于管理者与员工的角色和职责截然不同，承担的风险也不尽相同。国有企业管理者的薪酬与员工相关联缺乏现实依据，导致薪酬标准的确定方法难以做到对不同的企业“因地制宜”。薪酬管制的初衷是促使国有企业管理者薪酬向预期薪酬靠拢，缩减薪酬当中的不合理部分。超额薪酬不仅代表薪酬中的不合理部分，且与会计信息质量密切相关。控制管理者超额薪酬虽然能精准地引导国有企业管理者薪酬向合理水平靠拢，但是由于企业的基本信息在不断变化，计算过程复杂，难以据此出台具有通用性的薪酬管制政策。未来政策制定者可以在现有政策的基础上考虑加入企业基本面指标，借助大数据等科技手段，不断细化薪酬管制政策；

第二，国有企业应当丰富内部激励手段并加强外部治理水平。国有企业实施股权激励的数量较少，主要是担心由此引发潜在的国有资产流失问

题。2016年国资委印发了《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》，未来国有企业可以在政策文件的指引下，稳步引入股权激励，充分发挥“利益协同效应”，缓解激励手段单一带来的不利影响。此外，国有企业在条件允许的情况下应尽量聘请权威性更强、审计质量更高的四大会计师事务所负责审计，提升国有企业会计信息质量，削减管理者机会主义行为。相关监管部门应监督国有企业的审计工作，鼓励其聘用高质量的会计师事务所；

第三，本文研究发现超额薪酬与会计信息质量呈“U型”关系，该发现丰富和完善了现有文献关于会计信息质量影响因素的研究，并且表明管理者薪酬与会计信息质量的关系可以深入挖掘，进一步探究最直接影响会计信息质量的薪酬要素。管理者超额薪酬与会计信息质量的“U型”关系亦印证了代理理论中的“利益协同效应”和“壕沟防御效应”，未来学者可以基于此继续围绕薪酬与会计信息质量进行更为深入的研究。

参考文献

- 白重恩、刘俏、陆洲、宋敏、张俊喜，2005：《中国上市公司治理结构的实证研究》，《经济研究》第2期。
- 常风林、周慧、岳希明，2017：《国有企业高管“限薪令”有效性研究》，《经济学动态》第3期。
- 方军雄，2012：《高管超额薪酬与公司治理决策》，《管理世界》第11期。
- 傅頔、汪祥耀，2013：《所有权性质、高管货币薪酬与在职消费——基于管理层权力的视角》，《中国工业经济》第12期。
- 郭晔、黄振、姚若琪，2020：《战略投资者选择与银行效率——来自城商行的经验证据》，《经济研究》第1期。
- 胡秀群，2016：《地区市场化进程下的高管与员工薪酬差距激励效应研究》，《管理学报》第7期。
- 蒋琰、陆正飞，2009：《公司治理与股权融资成本——单一与综合机制的治理效应研究》，《数量经济技术经济研究》第2期。
- 姜付秀、朱冰、王运通，2014：《国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗？》，《管理世界》第9期。
- 李青原，2009：《会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据》，《审计研究》第4期。
- 陆建桥，1999：《中国亏损上市公司盈余管理实证研究》，《会计研究》第9期。
- 刘启亮、罗乐、张雅曼、陈汉文，2013：《高管集权、内部控制与会计信息质量》，《南开管理评论》第1期。
- 刘行、叶康涛，2013：《企业的避税活动会影响投资效率吗？》，《会计研究》第6期。
- 马晨、张俊瑞，2012：《管理层持股、领导权结构与财务重述》，《南开管理评论》第2期。
- 钱雪松、杜立、马文涛，2015：《中国货币政策利率传导有效性研究：中介效应和体制内外差异》，《管理世界》第11期。
- 权小锋、吴世农、文芳，2010：《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》，《经济研究》第11期。
- 宋浩、王伟，2012：《国有控股、高管薪酬和超额雇员》，《经济学动态》第1期。
- 吴联生、林景艺、王亚平，2010：《薪酬外部公平性、股权性质与公司业绩》，《管理世界》第3期。
- 吴育辉、吴世农，2010：《高管薪酬：激励还是自利？——来自中国上市公司的证据》，《会计研究》第11期。
- 汪芸倩、王永海，2019：《CFO兼任董秘可以提高会计信息质量吗？》，《会计研究》第8期。
- 徐经长、乔菲、张东旭，2019：《限薪令与企业创新：一项准自然实验》，《管理科学》第2期。
- 徐玉德、张昉，2018：《国企高管薪酬管制效率分析——一个基于信息租金的分析框架》，《会计研究》第5期。
- 杨志强、王华，2014：《公司内部薪酬差距、股权集中度与盈余管理行为——基于高管团队内和高管与员工之间薪酬的比较分析》，《会计研究》第6期。
- 杨海燕、韦德洪、孙健，2012：《机构投资者持股能提高上市公司会计信息质量吗？——兼论不同类型机构投资者的差异》，《会计研究》第9期。
- 杨青、王亚男、唐跃军，2018：《“限薪令”的政策效果：基于竞争与垄断性央企市场反应的评估》，《金融研究》第1期。
- 朱克江，2003：《正确认识经营者收入与企业员工收入的差别》，《南京社会科学》第1期。

徐经长等：薪酬管制与会计信息质量

- 张楠、卢洪友，2017：《薪酬管制会减少国有企业高管收入吗——来自政府“限薪令”的准自然实验》，《经济学动态》第3期。
- 张宏亮、王靖宇，2018：《薪酬管制、激励溢出与国企社会成本：一项准自然实验》，《中国软科学》第8期。
- Balsam, S. , 1998, “Discretionary Accounting Choices and CEO Compensation”, *Contemporary Accounting Research*, 15 (3): 229 - 252.
- Bebchuk, L. A. , Fried, J. M. and Walker, D. I. , 2002, “Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation”, *The University of Chicago Law Review*, 69 (3): 751 - 846.
- Core, J. E. , Guay, W. and Larcker, D. F. , 2008, “The Power of the Pen and Executive Compensation”, *Journal of Financial Economics*, 88 (1): 1 - 25.
- Core, J. E. , Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. , 1999, “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 51 (2): 141 - 152.
- Dechow, P. M. , R. G. Sloan and A. P. Sweeney, 1995, “Detecting Earnings Management”, *Accounting Review*, 70 (2): 193 - 225.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. , 1976, “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305 - 360.
- Mark L. DeFond, Jere R. Francis and T. J. Wong. , 2000, “Auditor Industry Specialization and Market Segmentation: Evidence from Hong Kong”, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 19 (1): 49 - 66.
- Rosen, S. , 1986, “Prizes and Incentives in Elimination Tournaments”, *The American Economic Review*, 76 (4): 701 - 715.
- Zhao, J. , 2013, “Entrenchment or Incentive? CEO Employment Contracts and Acquisition Decisions”, *Journal of Corporate Finance*, 22 (1): 124 - 152.

PAYMENT CEILING AND QUALITY OF ACCOUNTING INFORMATION

——Based on Mediating Effect of Excess Payment

XU Jingchang¹ LI Zhaopeng¹

(1. School of Business of Renmin University of China, Beijing, China)

Abstract: Under the background of state-owned enterprise (SOE) compensation system reform, this paper examines the influence of payment ceiling on managers' excess payment and quality of accounting information of SOEs. Results show that, there is a U-shaped relationship between managers' excess payment and quality of accounting information; payment ceiling reduces SOEs' quality of accounting information by reducing excess payment of managers; the policy effect of payment ceiling is not targeted, and it significantly reduces the excess compensation of under-incentive group and over-incentive group without difference; implementation of equity incentives and improve audit quality will help to weaken the negative impact of payment ceiling. The conclusion of this paper shows that the existing payment ceiling is effective, but the salary limit standard is relatively rough. The future reform of salary system of SOEs should refine payment ceiling standard based on balance of cost and benefit and strive to adapt measures to local conditions and precise salary limit.

Key words: Payment Ceiling; Excess Compensation; Quality of Accounting Information