

高管机会主义品行与公司信息披露决策

朱朝晖¹, 林雯^{1,2}, 曾爱民¹

(1. 浙江工商大学 会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 杭州商学院 管理分院, 浙江 杭州 311508)

摘要: 文章构建相应策略识别了高管机会主义品行, 并探究其对公司信息披露决策的影响。研究表明, 高管的机会主义品行会显著增加公司信息披露违规、真实盈余管理行为; 提升公司选择非国际“四大”会计师事务所的概率, 并支付更高的审计费用。随着高管机会主义水平上升, 公司更有可能作出上述决策。进一步地, 国有产权能在一定程度上抑制高管机会主义品行对信息披露质量的负面影响, 却显著增加了公司应计盈余管理; 当高管机会主义水平较高时, 国有产权也无法发挥有效治理作用。从经济后果看, 高管的机会主义品行能被资本市场识别, 并显著减损公司未来价值。

关键词: 高管品行; 机会主义; 信息披露违规; 盈余管理; 事务所选择; 审计费用

中图分类号: F234.4 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2021)08-0040-15

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2021.08.004

Executive Opportunism and Corporate Information Disclosure

ZHU Zhaohui¹, LIN Wen^{1,2}, ZENG Aimin¹

(1. School of Accounting, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, China;

2. School of Management, Hangzhou College of Commerce, Hangzhou 311508, China)

Abstract: This paper constructs strategies to identify the executive's characteristics of opportunism and explore its influence on corporate information disclosure. We find that the core opportunistic executives will significantly increase the probability of information disclosure violation and the level of real earnings management, and they are more likely to choose non-international "Big Four" accounting firms, and pay higher audit fees. The higher the level of opportunism, the more likely these behaviors are to be found. Further research shows that state-owned property rights can effectively restrain the influence of core opportunistic executives on information disclosure quality, but it prompts opportunistic executives to adopt more accrual earnings management strategies. The state-owned property rights are difficult to play an effective role as a constraint with the rising of the opportunism level. From the perspective of economic consequences, core opportunistic executives can be identified by the capital market, and significantly reduces the future value of the company.

Key words: executive morality; opportunism; violation of information disclosure; earnings management; choice of accounting firms; audit fee

收稿日期: 2021-03-22

基金项目: 教育部人文社会科学研究规划基金项目“宏观房价波动与微观企业股利政策——基于财务柔性理论视角的研究”(18YJA630004); 国家社会科学基金重点项目“股票误定价的产生机制及对上市公司投资行为作用的机理研究”(13AGL002); 浙江省自然科学基金一般项目“企业社会责任对股价崩盘风险影响机理研究”(LY15G020002); 浙江省哲学社会科学规划课题“财务柔性、掠夺行为与企业价值”(14NDJC141YB)

作者简介: 朱朝晖, 女, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 主要从事公司治理与创新研究; 林雯, 女, 博士研究生, 主要从事公司治理研究; 曾爱民, 男, 教授, 博士生导师, 管理学博士, 主要从事资本市场财务与会计研究。

一、引言

据全球调查数据显示,^①因品行问题被解雇的CEO占比从2007—2011年的4.6%上升至2012—2016年的7.8%,几近翻倍。其中,美国和加拿大从3.3%增至16%,而印度和中国则由3.6%上升到8.8%,全球高管品行问题日趋严峻。2017年,中共中央和国务院出台《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》(中发[2017]25号)中明确提出了“加强企业家诚信教育,实施企业诚信承诺制度,督促企业家坚守契约精神、以信立业”的要求;随后,习近平总书记在民营企业座谈会上再次强调民营企业家需践行“社会主义核心价值观”,“讲正气、走正道,做到聚精会神办企业、遵纪守法搞经营”。因此新时代背景下高管个人的品行建设仍具有重要现实意义。

所谓高管品行,同时包含了个体的道德品质和行为两层含义,二者相互影响并有机统一。儒家经典《周礼·地官·师氏》有云:“敏德以为行本。”东汉经学大师郑玄将其注释为:“德行,内外之称,在心为德,施之为行。”强调道德品质作为人的内隐特质,只有外显为行为才能证明其内在品德的存在。因此,本文借鉴上述基本思想将高管的道德品质和行为合而论之,称为高管品行。陈冬华等(2017)^[1]认为在制度建设边际效用递减的条件下,高管品行可以降低内外部制度的建设和执行成本,达到良好的治理效果,同时更符合成本效益原则。Cline等(2018)^[2]提出高管的非“正直”(Integrity)品行会影响企业价值。

然而由于高管内在道德品质作为隐性特征存在无从观察,传统契约理论给予高管较强的行为假定,即会通过说谎、盗窃、欺骗等不道德手段追求自身利益,具有同质机会主义品行。国内现有关于公司信息披露决策的研究,包括违规披露行为、盈余管理、事务所选择等,大多以传统契约理论为基础,注重从高管品行以外的制度因素出发探究改善公司信息披露质量的途径,忽略了高管品行直接治理作用。但心理学、社会学相关研究普遍表明由于个体内在道德品质的差异,不同人实施不道德行为的倾向程度并不相同(Ghoshal和Moran,1996;Kish等,2010)^[3-4]。由此,有必要将机会主义品行视为高管异质性特征纳入实证分析框架以弥补已有研究的不足,品行的可观察性特征也为实证研究提供了可行性。

借鉴国外学者利用高管倒填期权(Chyz,2013)^[5]、奢侈品消费(Davidson等,2015)^[6]等行为来判断其品行差异的方法,本文利用高管的违规股票交易行为识别其机会主义品行;结合行为一致性理论与高阶理论探究其对公司信息披露决策的影响。进一步在我国特殊制度环境下检验国有产权的治理效果及高管机会主义品行的经济后果。本文可能具有的创新与贡献如下:第一,不同于已有基于契约理论框架下的相关研究,本文充分借鉴社会学和心理学等跨学科相关研究,提出机会主义品行的异质性特征,实证检验了高管机会主义品行对公司信息披露违规、盈余管理等行为的重大影响,弥补了契约理论关于高管同质假定的不足,进一步拓展了高阶理论框架下的相关研究,为改善公司信息披露质量提供了新的研究视角。第二,有别于国外学者利用婚姻不忠、交通违规等私德行为度量高管品行的方法,本文基于我国新兴资本市场特定股票交易相关规定和公开数据记录,利用高管多种违规交易行为识别其品行,避免了由于私德行为数据可得性导致的部分识别机会主义高管问题,为大样本实证研究提供了可靠的数据基础。同时,本文创新性地构建相应策略发现同一违规高管跨时期交易的超额获利性特征,证明了其机会主义品行的稳定性和本文识别方法的有效性,并进一步根据高管违规交易规模区分了机会主义水平差异,更深入地探究了高管道德特征差异对公司行为影响。第三,本文结论表明严重的高管品行缺失问题会影响正式制度治理作用的有效发挥,该结论与我国“德法兼备”的治理情境要求相符。在践行社会主义核心价值观、大力弘扬企业家精神以更好地发挥企业家作用的国家战略背景下,为加强培养高管道德品行建设、考核以提升综合治理效果提供了经验证据,具有较强的现实意义。

^①数据来源于思略特2016年CEO更替研究,网址:strategyand.pwc.com/chiefexecutivestudy。该研究涉及的高管道德问题包括贿赂、内幕交易、简历造假和作风问题等。

二、文献回顾与研究假设

(一) 高管品行与公司决策

社会学领域的行为一致性理论认为个体行为是其内在稳定品质特征的反映,因而具有跨情景一致性特征(Colvin 和 Funder,1991)^[7]。如持有股票而非国库券、风险创业活动以及吸烟和饮酒等风险行为之间存在显著的相关性(Barsky 等,1997)^[8];曾经有家庭暴力、性侵犯、交通违规行为及个人税务违规记录的高管,更有可能进行违规股票交易(Davidson 等,2019;Kallunki 等,2016)^[9-10]。同时,Hambrick 和 Mason(1984)^[11]提出的高阶理论充分肯定管理者异质性在公司决策情境下具有重要作用,提出其认知基础、价值观念等内在特征会对公司决策行为产生影响。近年来,国外学者结合两种理论研究发现,高管个体行为的一致性特点使得个人行为可有效预测公司决策。例如,CEO最近一次较高的购房抵押贷款比率(Cronqvist 等,2012)^[12]、拥有私人飞机驾照(Cain 和 McKeon,2012)^[13]反映了其偏好风险的特点,该类CEO在公司投融资决策时也更加激进,导致其所在公司杠杆水平上升,研发支出减少。

个人品行透视出的道德特征稳定性同样使高管在公司决策情景下呈现行为一致性特征,对公司并购、财务欺诈等行为产生了重要影响。如Griffin等(2019)^[14]发现使用婚姻不忠网站(Ashley Madison)^①的CEO、CFO的婚姻忠诚度较低,其任职期间公司发生财务欺诈、财务重述以及集体诉讼的概率较大。Dikolli等(2020)^[15]对年度致股东信中CEO使用的因果词进行文本分析,计算得出了CEO诚信得分BI(Behavior Integrity),发现低BI的CEO所在公司的财务报告显示出更差的应计质量。Ali和Hirshleifer(2017)^[16]将季度公告前交易的获利能力排名前20%的交易者认定为机会主义高管,利用该类高管占高管总人数的比例衡量公司管理层整体机会主义水平,发现其与高管薪酬水平、盈余管理水平及财务重述、股东诉讼概率正相关。Davidson等(2015)^[6]发现拥有更多奢侈品的CEO会更多地任命不节俭的CFO,与独立董事建立社会联结,企业重大错报的可能性相对更高。此外,Biggerstaff等(2016)^[17]利用高管倒填期权行为来直接识别不道德高管(Suspect CEOs),且发现该类CEO在职期间公司会进行更多价值减损并购行为和避税行为。

(二) 我国制度背景下高管对信息披露决策的影响

由于我国当前正处于转型经济时期,在法律与金融体系仍不健全的背景下,现有研究大多基于契约理论,重点从制度因素出发探究在不同内外部治理环境下高管信息操纵行为的差异。如由于国有企业与政府的密切关联,相较民营企业而言具备获得更多银行贷款、政府补贴等方面资源的天然优势,因此国有企业高管基于业绩压力操纵信息的动机较小(张静等,2019)^[18]。公司内部治理机制如审计委员会制度(刘力等,2008)^[17]、内部控制制度(刘启亮等,2013)^[20]、独立董事制度(胡奕明和唐松莲,2008)^[21]等也能一定程度上抑制高管的信息操纵行为。但“强势”的公司高管也可能凌驾于内控制度之上,限制其对真实盈余管理的抑制作用(刘启亮等,2013)^[20]。对于外部监督而言,“四大”会计师事务所较“非四大”能够更好地监督高管操纵信息行为(王艳艳和陈汉文,2006)^[22]。但在我国特殊的关系型社会中,如CEO与签字注册会计师、审计委员会中独立董事的社会关系会显著降低公司披露的财务信息质量(杨钦皓和张超翔,2019)^[23];支付高额审计费用可影响审计意见的发表,无法有效揭示公司的盈余管理行为(曹琼等,2013)^[24]。

正是因为高管在公司决策中关键的作用,上述治理机制都可能因为高管品行的缺失而失效。陈冬华等(2017)^[1]发现由同一人担任过董事长或总经理的两家公司的盈余管理水平具有显著正相关关系,并将其解释为高管在盈余管理行为中道德品质的一致性;提出应重视和甄别经理人内化的德行品性,避免在制度建设上投入过多却又达不到有效治理的效果。此外,国内少数学者基于烙印理论透视了特殊经历,如海外留学经历(杜勇等,2018)^[25]、从军经历(张静等,2019)^[18]对高管道德认知、专业认知、风险偏好的塑造作用,从而发现拥有该类经历的高管所在公司的盈余管理水平较低。

① Ashley Madison(AM)是一家为已婚人士提供约会服务的网络公司,2015年因为黑客的入侵,用户数据被公开。

可见,虽然国外相关研究表明,高管呈现的各类与道德、价值观相关的可观测的个人行为与公司决策密切相关,但国内尚鲜见针对高管个人品行的直接研究。同时,国外研究仍大多强调其识别方法的有效性,缺乏对高管具体道德品质差异的进一步深入探究,且忽略了高管及公司所处的制度环境差异对上述因果关系的影响。鉴于此,本文借鉴国外已有研究经验,提出识别高管机会主义品行具体方法,并细分机会主义水平差异,结合我国特殊制度环境深入探讨高管品行对公司信息披露决策行为,包括违规披露行为、盈余管理、审计相关决策的影响以完善现有研究。

(三) 研究假设

首先,基于行为一致性理论,在个人决策领域表现出机会主义品行的高管更有可能将其行为风格延续至公司决策情境,从而操纵公司信息披露行为。且具有不良道德倾向的个人,更可能高度漠视法律和缺乏自控能力,通过道德上的脱离和对他们不诚实信息的动机性遗忘来为其不端行为辩护(Paul等,1996;Shu等,2011)^[26-27],由此进一步加剧了该类高管在披露公司信息时采取隐瞒、欺骗等行为。其次,高管机会主义品行营造的不道德企业文化有利于其操纵企业信息披露行为。社会学习理论认为个体会观察和模仿他人的行为,尤其是当被模仿者具有较高的地位、能力和权力时(Bandura,1977)^[28]。由于高管个人品行的可观察性,下级管理者难免在日常工作中耳濡目染其行为,这会直接影响下级员工的不道德行为(Shin等,2015;王震等,2017)^[29-30]。由此导致的薄弱内部控制环境不利于控制活动的有效执行,进一步增大了公司信息披露失真的可能性。

从操纵企业信息披露的形式看,包括虚假陈述、推迟披露、遗漏重大信息等直接信息披露违规行为,还包括真实盈余管理、应计盈余管理等较为隐性的操纵行为。然而并非所有高管都能实施上述行为,董事长对上市公司信息披露事务管理承担首要责任;^①CEO拥有计划、组织、领导、控制信息披露整个过程的决策权和执行权;CFO直接负责会计信息加工处理,但也可能服从更高层管理者的意见(姜付秀等,2013)^[31]。此外,上述核心高管可以利用职权聘用同样具备机会主义品行特点的下属并与其合谋,增加与独立董事的社会联结来降低公司治理层对其行为的监督等(Davidson等,2015)^[6]。因此本文预计只有核心高管具备操纵公司信息披露行为的条件。同时,心理学和行为学理论普遍认为不同人违反传统道德的倾向不同,倾向于不道德行为的程度也不同(Kish等,2010;Jones和Kavanagh,1996)^[4,32]。由此可以合理预计当核心高管机会主义水平上升时,对公司信息披露决策的负面影响会进一步提升,本文由此提出假设1a与假设1b:

假设1a:当核心高管具有机会主义品行时,公司更容易发生信息披露违规行为,且真实盈余管理水平和应计盈余管理水平较高。

假设1b:随着核心高管机会主义水平上升,公司信息披露违规行为、真实盈余管理水平和应计盈余管理水平显著增加。

事务所审计的作用在于发现和报告公司财务报告存在的重大错报,并对财务报告出具相应的审计意见,使报表使用者得到的会计信息更加真实、公允,是保障信息披露质量,抑制高管信息操纵行为的重要外部监督手段(Leftwich等,1981)^[33]。而机会主义高管进行的信息操纵行为使得企业信息质量较差,被出具非标准审计意见的可能性会相应增加,不利于隐瞒其信息操纵行为;同时,非标准审计意见本身传递的消极信号也会对投资者的决策行为产生影响。因此机会主义高管可能通过干预事务所审计以获取标准审计意见,削弱事务所审计的监督效应。

首先,机会主义高管事前选择非“四大”会计师事务所是干预审计结果的重要手段。大型事务所更能吸引优秀专业人才,培养和发展审计行业专长,其专业性决定了较强的发现错报的能力;且受声誉机制的约束,大型事务所审计独立性更高,更有可能报告已发现的错报(Deangelo,1981;陈小林等,2013)^[34-35]。虽然股东大会或者董事会以及审计委员会^②具备对具体事务所的法定选择权和监督权,但由于我国长期存在所有者缺位、两职兼任等问题而导致了较严重的内部人控制问题,核心高管很大程度上掌握了事务所选择的权力。由此,高管机会主义品行更有可能促使公司选择非“四大”会计师事务所进行审计以削弱外部

①《上市公司治理准则》第九十三条规定:“董事长对上市公司信息披露事务管理承担首要责任。”

②我国《公司法》规定,“公司聘用、解聘承办公司审计业务的会计师事务所,依照公司章程的规定,由股东会、股东大会或者董事会决定”。审计委员会的主要职责是提议聘请或更换外部审计机构。

的审计监督功能。其次,支付较高的审计费用在一定程度上可以弥补审计师发表无保留审计意见的风险(Becker等,1998)^[36],还可以促使事务所主动迎合被审计单位财务造假、提供虚假会计信息的需要,对财务报告做出虚假鉴证或虚伪陈述(雷光勇,2004)^[37]。对于机会主义高管而言,为确保获取标准的审计意见,更有可能基于利益驱动和成本效益原则,主动支付较高的审计费用进行标准审计意见购买,进一步削弱事务所的审计监督效应。本文由此提出假设2a与假设2b:

假设2a:当核心高管具有机会主义品行时,公司选择非国际“四大”会计师事务所进行审计的概率和审计费用均更高。

假设2b:随着核心高管机会主义水平上升,公司选择非国际“四大”会计师事务所进行审计的概率和审计费用显著升高。

三、研究设计

(一) 样本选择与数据来源

证监会于2007年颁布《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》(以下简称《管理规则》),因此本文选取2007—2018年存在高管交易的A股上市公司相关数据进行分析。高管交易数据、公司信息披露违规数据、相关财务数据均来自CSMAR数据库。对样本进行如下处理:(1)删除了金融和保险类公司;(2)删除了财务和公司治理数据缺失的公司;(3)删除了ST类公司;(4)对主要连续变量进行了1%水平的Winsorize处理。

(二) 机会主义品行的识别与度量

借鉴国外学者利用高管倒填期权(Chyz,2013)^[5]、奢侈品消费(Davidson等,2015)^[6]、季度公告前交易(Ali和Hirshleifer,2017)^[16]等行为来判断其道德品行差异方法,本文基于我国特殊股票交易制度背景下高管的违规交易行为构建相应策略来识别高管机会主义品行。

首先,将所有违反《管理规则》中敏感期限限制、短线交易限制以及披露时间限制条款^①的交易视为违规交易。将所有卖出交易分为四类,如图1所示:(1)违规高管的违规卖出交易;^②(2)违规卖出高管的正常卖出交易;(3)违规买入高管的正常卖出交易;(4)无违规记录高管的正常卖出交易。其次,实证分析四类交易的获利性后发现:(1)类交易的10日、30日、60日、80日、120日累计超额收益均显著小于“(4)无违规记录高管的正常卖出交易”,这表明违规高管会提前卖出股票并规避了损失;同时,(2)、(3)类交易的各窗口期间累计超额收益也均显著小于(4)类交易,这表明违规高管不仅利用违规交易获利,在正常的交易中也具有更强的获利性。^③以上实证策略表明违规高管的交易具有内幕交易实质,且其内幕交易行为具有跨期稳定性。内幕交易为典型的机会主义行为,且暗含了高管在普遍领域的不道德特征,如家庭暴力、交通违规、个人税务违规(Kallunki等,2016)^[10]。因此本文将此类高管视为存在机会主义品行。若核心高管(包括董事长、CEO和CFO)中有一人及以上存在机会主义品行,其任职期间

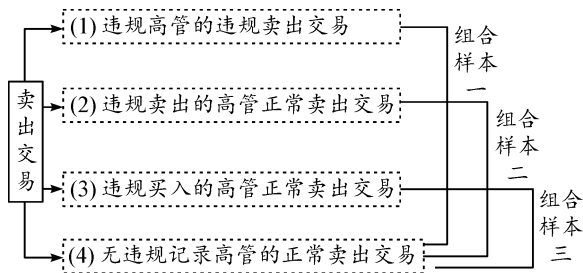


图1 机会主义高管的识别策略

若核心高管(包括董事长、CEO和CFO)中有一人及以上存在机会主义品行,其任职期间

①交易敏感期限限制:禁止在上市公司定期报告公告前30日内,上市公司业绩预告、业绩快报公告前10日内,重大事项发生之日或在决策过程中,至依法披露后2个交易日内,证券交易所规定的其他期间交易本公司股票;短线交易的限制:禁止买入后6个月内卖出,或者在卖出后6个月内又买入;披露时间限制:持本公司股份发生变动的,应当自该事实发生之日起2个交易日内,向上市公司报告并由上市公司在证券交易所网站进行公告。

②违规高管包括违规买入高管和违规卖出高管两类。

③由于国内外股票交易限制的差异及资本市场成熟度不一样,我国股价上涨的不确定因素较多,且买入之后6个月的卖出交易限制,所以买入之后的超额收益可能不明显,因此本文重点检验高管卖出交易的获利能力以识别其机会主义品行。以卖出后10日、30日、60日、80日、120日的累计超额收益表示其长短期获利能力,累计超额收益越小,卖出交易的获利能力越强。限于篇幅,此暂不报告实证回归结果,但留存备案。

的核心高管机会主义度量变量 *Core_Oppor* 取值为1, 否则为0。

王艳艳和赵曙明(2007)^[38]、Jones(1991)^[39]认为不道德行为结果的重大性是影响个体是否进行道德决策的重要因素, 结果重大性指当前所考虑的不道德行为可能会给他人带来的伤害的总和。若预计其实施的不道德行为会对他人造成较大伤害的情况下仍实施了该不道德行为, 可以合理地认为行为主体的不道德水平较高。已有研究表明大规模的违规交易伴随着较高的超额回报率(曾庆生, 2011)^[40], 因此大规模的违规交易可能利用了更多或者更重要的内幕信息, 且意味着更大数量的未知情交易者利益受损。在此, 本文根据不同的交易规模区分机会主义水平差异。具体地, 违规交易规模(交易数量乘以成交价格)排名前五分之一的核心高管, 其任职期间 *Oppor_Level* 取值为5, 排名在前二、三、四分位的核心高管任职期间 *Oppor_Level* 取值依次为4、3、2, 排名在最后五分之一的核心高管 *Oppor_Level* 取值为1。

(三) 研究模型

借鉴逯东等(2017)^[41]、谢德仁和廖珂(2018)^[42]、孙铮和于旭辉(2007)^[43]的研究, 本文构建了模型(1)验证假设1与假设2:

$$Infor_Dis_{i,t}/Audit_{i,t} = \beta_1 Oppor_{i,t} + \sum \beta_j Control_{i,t} + \sum \beta_k Indusrty_{i,t} + \sum \beta_k Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, 被解释变量(*Infor_Dis*)为企业信息操纵变量, 分别采用信息披露违规行为(*Infor_Vio*)、真实盈余管理(*RDA*)和应计盈余管理(*DAC*)予以度量。*Audit* 包括是否为国际“四大”会计师事务所(*Big4*)、审计费用(*Audit_Fee*)两类变量。*Oppor* 表示公司是否存在核心机会主义高管(*Core_Oppor*), 以及核心高管机会主义水平(*Oppor_Level*)。模型(1)涉及的主要变量名称及度量方法如表1所示。

表1 变量名称与度量

	变量符号	变量名称	变量度量
因变量	<i>Infor_Vio</i>	信息披露违规行为	若公司至少存在“虚构利润”“虚列资产”“虚假记载”“披露不实”“一般会计处理不当”“推迟披露”“重大遗漏”等违规行为之一, 则该变量取1, 否则为0
	<i>RDA</i>	真实盈余管理	借鉴 Roychowdhury(2006) ^[44] 的度量方法, 真实盈余管理 = 异常生产成本 - 异常经营现金流量 - 异常酌量性费用
	<i>DAC</i>	应计盈余管理	用分行业分年度 Jones 模型估算出操纵性应计利润后取绝对值
	<i>Big4</i>	是否为国际“四大”会计师事务所	当审计师所在的事务所为国际“四大”会计师事务所时取1, 否则为0
	<i>Audit_Fee</i>	审计费用	审计收费取自然对数
自变量	<i>Core_Oppor</i>	核心机会主义高管	若公司核心高管(包括董事长、CEO和CFO)中有一人及以上存在机会主义违规行为, 则其任职期间 <i>Core_Oppor</i> 取值为1, 否则为0
	<i>Oppor_Level</i>	核心高管机会主义水平	违规交易规模(交易数量乘以成交价格)排名前五分之一的高管, 其任职期间 <i>Oppor_Level</i> 取值为5, 排名在前二、三、四分位的高管任职期间 <i>Oppor_Level</i> 取值依次为4、3、2, 排名在最后五分之一的高管 <i>Oppor_Level</i> 取值为1
控制变量	<i>Lev</i>	资产负债率	负债/资产总额
	<i>Size</i>	企业规模	总资产的对数
	<i>Growth</i>	成长性	营业收入增长率
	<i>ROA</i>	资产收益率	净利润/资产总额
	<i>Dual</i>	两职合一	董事长与总经理为同一人则取1, 否则为0
	<i>Indsize</i>	独立董事规模	独立董事数量加一后取自然对数
	<i>Shrs</i>	股权结构	第一与第二大股东持股比例之比
	<i>SOE</i>	是否国有	上市公司的实际控制人为国有性质时, 取值为1, 否则为0
	<i>Analyst</i>	分析师跟踪	分析师跟踪人数加1后取自然对数
	<i>Fore</i>	境外审计	是否存在境外审计, 存在取1, 否则为0
	<i>Invat</i>	存货比率	存货占总资产的比重, 等于存货除以总资产
<i>Arat</i>	应收账款比率	应收账款占总资产的比重, 等于应收账款除以总资产	

四、实证分析

(一) 主要变量描述性统计

经统计,2007年6月至2018年我国上市公司高管违规交易数量和金额比率分布在2%至15%之间。截至2018年12月31日,共有279名CEO,150名CFO,195名董事长从事过相关违规交易,其余还有3159名其他高管参与,包括董事、监事及其他高管。董事长、CEO、CFO三类核心高管各年违规交易占所有违规数量比率最高达60%,表明核心高管的违规交易具备一定的规模,为本文大规模识别高管机会主义品行提供了数据基础。主要变量描述性统计结果如表2所示,共得到26417个公司年度观测值,从机会主义高管的分布情况看,Core_Oppor的均值为0.130,表明存在核心机会主义高管的观测值占13%,因此Oppor_Level的年度观测值为3434个,核心高管机会主义水平均值为3.042。此外,因变量Infor_Vio的均值是0.114,违规披露信息的公司占比达11.4%。

(二) 多元回归分析

1. 高管机会主义品行对公司信息披露行为的影响。如表3所示,在列(1)中,核心高管机会主义品行Core_Oppor系数为0.065,在1%水平上显著为正,在列(2)中,Core_Oppor的系数仍然显著为正,表明核心高管机会主义品行会显著增加信息披露违规行为(Infor_Vio)、真实盈余管理水平(RDA)。但在列(3)中,Core_Oppor的系数虽然为正,但不显著,核心机会主义高管并未显著增加公司应计盈余管理。真实盈余管理相较应计盈余管理方式而言,更难与日常实际经营活动相区分,隐蔽性较强,不易被内外部监督机制发现,从而核心机会主义高管更多选择真实盈

表2 主要变量描述性统计

变量名称	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
Infor_Vio	26417	0.114	0.318	0.000	0.000	1.000
RDA	26417	0.158	0.187	0.101	0.001	1.131
DAC	26417	0.067	0.063	0.047	0.003	0.240
Core_Oppor	26417	0.130	0.337	0.000	0.000	1.000
Oppor_Level	3434	3.042	1.476	3.000	1.000	5.000
Big4	26417	0.157	0.364	0.000	0.000	1.000
Audit_Fee	26417	13.454	0.613	13.385	12.206	15.320
Lev	26417	0.455	0.208	0.459	0.050	1.000
Size	26417	21.898	1.237	21.739	19.090	25.683
Growth	26417	0.449	1.424	0.132	-0.833	11.630
ROA	26417	0.048	0.056	0.046	-0.220	0.228
Dual	26417	0.201	0.401	0.000	0.000	1.000
Indsize	26417	0.366	0.055	0.333	0.000	0.800
SOE	26417	0.432	0.421	0.000	0.000	1.000
Analyst	26417	1.729	1.074	1.792	0.000	4.190

表3 机会主义高管对公司信息操纵行为影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Infor_Vio	RDA	DAC	Infor_Vio	RDA	DAC
Core_Oppor	0.065*** (2.83)	0.007** (2.34)	0.001 (0.75)			
Oppor_Level				0.050** (2.27)	0.004*** (4.11)	0.001 (0.59)
Lev	0.805*** (12.73)	0.090*** (11.73)	-0.017*** (-6.12)	0.596*** (3.28)	0.084*** (12.62)	-0.005 (-0.66)
Size	-0.064*** (-5.02)	-0.010*** (-6.60)	-0.002*** (-4.26)	-0.049 (-1.37)	-0.011** (-8.19)	0.007*** (4.64)
Growth	-0.001 (-0.08)	0.017*** (12.16)	0.002*** (4.69)	-0.009 (-0.37)	0.015*** (13.22)	0.004*** (3.16)
ROA	-2.054*** (-9.59)	0.442*** (14.79)	0.360*** (35.37)	-1.880*** (-3.41)	0.401*** (14.99)	0.361*** (14.26)
Dual	0.059** (2.19)	0.0026 (0.85)	0.001 (1.01)	-0.124 (-1.59)	0.002 (0.68)	0.012*** (3.52)
Indsize	-0.260 (-1.29)	-0.012 (-0.53)	0.006 (0.68)	-0.783 (-1.45)	-0.012 (-0.60)	-0.025 (-1.11)
SOE	-0.135*** (-4.58)	-0.004 (-1.26)	-0.002 (-1.18)	-0.123 (-1.44)	-0.003 (-1.06)	0.003 (0.95)
Analyst	-0.013*** (-7.12)	-0.004 (-1.05)	0.001 (0.13)	-0.023*** (-4.86)	0.001*** (7.52)	-0.001* (-1.96)
_cons	0.224 (0.79)	0.001*** (5.66)	-0.052*** (-4.34)	0.129 (0.16)	0.251*** (8.46)	-0.128*** (-4.02)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	26417	26417	26417	3434	3434	3434
Pseudo_R ² /R ²	0.059	0.074	0.078	0.100	0.076	0.104

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为t值

余管理而非应计盈余管理(周泽将等,2017)^[45]。在(4)列和(5)列中,*Oppor_Level*的系数分别为0.050和0.004,且分别在5%和1%水平上显著为正,说明随着核心高管机会主义水平的上升,公司信息披露违规的风险和真实盈余管理水平进一步提升。以上发现与假设1a和假设1b相符。

2. 高管机会主义品行对审计相关决策的影响。如表4所示,在列(1)和(2)中,*Core_Oppor*的系数分别为-0.113和0.028,且在1%的水平上显著,表明核心机会主义高管所在公司会更多地避免选择国际“四大”会计师事务所,且其所在公司审计费用(*Audit_Fee*)较高。进一步量化核心高管机会主义水平后发现,如列(3)所示,*Oppor_Level*的系数为-0.071,与“四大”会计师事务所选择显著负相关;在列(4)中,*Oppor_Level*的系数为0.027,与审计费用显著正相关。上述发现与假设2a和假设2b相符。

表4 机会主义高管与审计相关决策

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Core_Oppor</i>	-0.113***(-3.28)	0.028*** (3.35)		
<i>Oppor_Level</i>			-0.071***(-3.14)	0.027*** (5.05)
<i>Lev</i>	-0.221***(-3.21)	0.171*** (11.01)	0.003(0.02)	0.123*** (2.67)
<i>Size</i>	0.237*** (18.69)	0.313*** (93.90)	0.262*** (7.39)	0.337*** (37.73)
<i>Growth</i>	0.006(0.78)	-0.007***(-3.89)	0.011(0.45)	-0.003(-0.60)
<i>ROA</i>	0.282(1.18)	-0.132**(-2.37)	1.509** (2.36)	-0.093(-0.59)
<i>Dual</i>	0.051*(1.94)	-0.007(-1.06)	0.112(1.38)	0.011(0.55)
<i>Indsize</i>	0.405** (2.08)	0.027(0.53)	0.445(0.79)	0.042(0.32)
<i>SOE</i>	0.015(0.47)	-0.032***(-4.08)	0.177** (2.00)	-0.038(-1.64)
<i>Analyst</i>	0.006*** (4.29)	0.001*** (2.66)	0.004(1.09)	-0.001(-0.55)
<i>Fore</i>	0.589*** (8.53)	0.641*** (20.38)	0.543** (2.32)	0.417*** (5.26)
<i>Invat</i>	-0.862***(-8.47)	-0.101***(-5.23)	-1.650***(-5.20)	-0.220***(-4.43)
<i>Arat</i>	0.273** (2.26)	0.039(1.44)	0.747** (2.17)	0.123*(1.73)
<i>_cons</i>	-6.747***(-21.08)	6.300*** (81.39)	-6.458***(-6.32)	6.159*** (27.10)
<i>Year</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26417	26417	3434	3434
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.160	0.594	0.200	0.619

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*值

(三) 稳健性检验

1. PSM 回归分析。为了避免样本选择偏差问题,本文采用倾向得分匹配法为每一位核心机会主义高管所在公司寻找5家不存在核心机会主义高管的公司与之匹配,之后再匹配后的所有样本进行上述回归分析。回归结果如表5所示:*Core_Oppor*回归系数仍然与信息披露违规、真实盈余管理水平、审计费用显著正相关,与“四大”会计师事务所显著负相关,与上述回归结果一致。

2. 增加控制变量。(1)非核心机会主义高管的影响。将核心高管机会主义 *Core_Oppor* 与非核心机会主义高管 *Other_Oppor* 同时纳入模型(1)进行回归分析。并同时采用倾向得分匹配法对增加控制变量后的模型进行回归,结果如表6所示。在列(1)、(2)中,*Core_Oppor*的系数显著为正,而 *Other_Oppor*的系数不显著,PSM回归结果一致,如列(5)、列(6)所示。

表5 PSM 多元回归分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Infor_Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Core_Oppor</i>	0.076*** (3.22)	0.006* (1.67)	-0.077** (-2.16)	0.015* (1.66)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	15124	15124	15124	15124
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.065	0.079	0.154	0.593

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*值

虽然在列(3)、列(4)中, *Core_Oppor* 与 *Other_Oppor* 的系数同时显著, 但列(7)、(8)的 PSM 回归结果仍然显示, 只有 *Core_Oppor* 的系数显著, *Other_Oppor* 的系数不显著, 结论未得到改变。以上发现进一步表明只有核心机会主义高管会对公司信息披露决策产生影响。

表6 非核心机会主义高管与信息披露决策

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	<i>Infor Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>	<i>Infor Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Core_Oppor</i>	0.065*** (2.83)	0.007* (1.94)	-0.113*** (-3.28)	0.028*** (3.35)	0.076*** (3.09)	0.005* (1.75)	-0.086** (-2.32)	0.020** (2.05)
<i>Other_Oppor</i>	0.039 (1.54)	0.001 (0.14)	-0.047* (-1.82)	0.018*** (2.59)	-0.002 (-0.05)	-0.003 (-0.70)	-0.032 (-0.90)	0.015 (1.48)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26417	26417	26417	26417	15124	15124	15124	15124
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.059	0.074	0.160	0.594	0.064	0.079	0.157	0.593

注: **、*和^{*}分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为 *t* 值

(2)增加其他控制变量。将CEO、董事长、CFO三类高管中是否存在女性高管(*Sex*)、三类高管的平均年龄(*Age*)、三类高管的平均教育水平(*Edu*, 其中中专及中专以下=1, 大专=2, 本科=3, 硕士研究生=4, 博士研究生=5)及平均薪酬(*Salary*)与平均持股水平(*Incen*)作为新增控制变量纳入原有回归模型, 控制人口统计特征及高管激励因素对公司信息披露决策的影响。结果如表7所示,

表7 增加高管特征相关变量控制

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Infor_Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>DAC</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Core_Oppor</i>	0.059** (2.10)	0.014* (1.81)	0.007 (0.71)	-0.213*** (-7.02)	0.028*** (3.95)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	20,860	20,860	20,860	20,860	20,860
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.058	0.161	0.105	0.144	0.590

注: **、*和^{*}分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为 *t* 值

在列(1)、(2)、(4)、(5)中, *Core_Oppor* 的系数仍然显著, 且符号与前文一致。

3. 变更样本选择。(1)机会主义

品行的稳定性检验。就理论而言, 若高管违规交易行为是其机会主义品行的外显, 则该品行应具有时间稳定性。为检验高管违规交易行为发生在公司违规信息披露之前或之后是否存有不同影响, 本文构建三个子样本, 分别检查高管违规交易行为发生在公司违规信息披露之前或之后, 是否会对公司违规信息披露行为产生不同影响。显然可见, 在子样本一和子样本二中, 第(1)、(3)列 *Core_Oppor* 的回归系数均在

表8 高管机会主义品行的时间稳定性检验

变量	子样本一		子样本二		子样本三
	事前组与对照组		事后组与对照组		事前组与事后组
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Core_Oppor</i>	0.067** (2.21)	0.119* (2.03)	0.104** (1.72)	0.112* (1.72)	
<i>Post</i>					-0.078 (-0.91)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	23817	4170	24320	6685	2171
<i>Pseudo_R²</i>	0.0475	0.0616	0.0482	0.0619	0.1052

注: **、*和^{*}分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为 *t* 值

5%水平上显著为正;采用PSM后(2)、(4)列中, *Core_Oppor* 的回归系数仍在10%水平上显著为正。这表明无论高管机会主义行为发生的先后, 均会显著增大所在公司信息披露违规行为的概率。并且在列(5)子样本三回归结果中, 虽然 *Post* (当高管违规发生在公司违规之前时 *Post* 取值为0, 之后时取1)的系数为负, 但并不显著。综上证据表明, 无论机会主义高管的违规交易行为发生在事前或事后, 其对公司信息披露行为的影响具有较强一致性, 这符合个体机会主义品行具有内在稳定性的理论预期。

(2) 扩大机会主义品行样本。对于没有违反敏感期限限制、短线交易限制等规定, 但被证监会明确认定为实施了“内幕交易”的高盈利内幕交易行为, 其实施高管亦确认为具有机会主义品行, 并与原样本中机会主义高管合并, 重新检验高管机会主义品行对公司信息披露违规行为、盈余管理及审计相关决策的影响。结果如表9和表10所示, 显然可见, 相关结论具有高度稳健性。

表9 补充机会主义品行样本后检验结果1

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Infor_Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>DAC</i>	<i>Infor_Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>DAC</i>
<i>Core_Oppor</i>	0.064 *** (2.59)	0.003 ** (2.05)	0.005 (1.27)			
<i>Oppor_Level</i>				0.039 * (1.81)	0.003 *** (3.63)	0.001 (0.55)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26417	26417	26417	3724	3724	3724
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.086	0.193	0.059	0.168	0.201	0.084

注: **、*和 *分别表示1%、5%和10%水平下显著; 括号内为 *t* 值

表10 补充机会主义品行样本后检验结果2

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Core_Oppor</i>	-0.136 *** (-5.00)	0.020 *** (3.15)		
<i>Oppor_Level</i>			-0.039 *** (-3.88)	0.030 ** (2.09)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26417	26417	3724	3724
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.469	0.589	0.357	0.585

注: **、*和 *分别表示1%、5%和10%水平下显著; 括号内为 *t* 值

4. 双重差分检验。为了进一步消除潜在遗漏变量影响, 提供高管品行影响公司信息披露决策的直接证据, 本文基于核心高管变更事件构建了双重差分 (Difference - In - Difference, DID) 模型, 如式 (2) 所示。若公司核心高管由非机会主义变更为机会主义高管, 该公司的 *Treat* 取值为1; 变更前后都不存在核心机会主义高管时, *Treat* 取值为0。所有公司核心高管变更前的年份 *Post* 取值为0, 变更后 *Post* 取值为1。

$$infor_Dis_{i,t} = \beta_1 Treat_{i,t} + \beta_2 Post_{i,t} + \beta_3 Treat_{i,t} \times Post_{i,t} + \sum \beta_j Control_{i,t} + \varepsilon_i \quad (2)$$

如表11列(1)、(2)所示, *Treat* × *Post* 的系数为0.175, 0.014, 且分别在5%、10%统计水平上显著, 这表明当公司的核心高管由非机会主义变更为机会主义后, 公司信息披露违规的概率显著增加, 真实盈余管理显著上升。此外, 在列(3)、(4)中, *Treat* × *Post* 的系数为-0.190、0.050, 在5%、1%统计水平上显著, 表明核心机会主义高管上任后公司更倾向于选择非国际“四大”会计师事务所, 显著增加了公司审计费用。以上发现进一步有力地增强了前文研究结论的稳健性。

表11 核心高管由非机会主义变更为机会主义后对公司信息披露决策的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Infor_vio</i>	<i>RDA</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Treat</i>	-0.068 (-0.92)	-0.007 (-0.88)	0.095 (1.23)	-0.041 * (-1.95)
<i>Treat</i> × <i>Post</i>	0.175 ** (2.02)	0.014 * (1.69)	-0.190 ** (-2.15)	0.050 *** (3.26)
<i>Post</i>	-0.033 (-0.52)	0.007 (1.19)	0.251 *** (3.98)	-0.010 (-1.09)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	8274	8274	8274	8274
<i>Pseudo_R²/R²</i>	0.068	0.079	0.100	0.618

注: **、*和 *分别表示1%、5%和10%水平下显著; 括号内为 *t* 值

5. 工具变量检验。借鉴陈刚和邱丹琪(2021)^[46]、徐细雄等(2020)^[47]的研究, 采用各省份进士密度 (*Confu1*)、书院密度 (*Confu2*) 作为儒家文化浓厚程度的代理变量。并将其作为工具变量进行2SLS 回归。结果如表12所示。在第一阶段回归中, 两类工具变量的 *F* 值都大于10, 表示工具变量是有效的; *Confu1* 与 *Confu2* 的系数均在1%水平上显著为负, 表明高管出生地的儒家文化越浓厚, 高管具有机会主义品行的概率越小。在第二阶段中, *Core_Oppor* 的系数均显著为正, 与前文结论相符。以上发现一定程度上缓解反向因果内生性问题。

表12 工具变量检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	<i>Core_Oppor</i>	<i>Infor Vio</i>	<i>Core_Oppor</i>	<i>Infor Vio</i>
<i>Confu1</i>	-0.004***(-3.48)			
<i>Confu2</i>			-0.001***(-3.90)	
<i>Core_Oppor</i>		1.894*** (4.04)		1.698*** (3.26)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	15443	15443	15443	15443
<i>F</i>	$F = 12.74$	$\chi^2 = 314.30$ ***	$F = 11.83$	$\chi^2 = 339.21$ ***

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著；括号内为*t*值

五、进一步研究

(一) 产权性质对高管机会主义品行的治理作用

第一,从信息披露违规行为来看,如表13列(1)显示,*Core_Oppor* × *SOE* 的回归系数为 -0.077,且在1%的统计水平上显著,说明国有产权能有效抑制核心机会主义高管进行激进的信息披露违规行为。由于国企高管选拔任命的市场化水平较低,国企高管考核除了关心财务和市场业绩之外,还关注诸如政治素质、勤勉尽职和廉洁自律等非经济因素(许言等,2017)^[48],因此国企高管在信息披露操纵的方式上也会尽可能减少激进的违规行为从而避免影响自身声誉。第二,在盈余管理的方式选择上,如列(2)所示,*Core_Oppor* × *SOE* 的系数为 -0.004,且在10%水平上显著为负,列(3)中 *Core_Oppor* × *SOE* 的系数为0.008,且在1%水平上显著为正,这说明相对于非国有企业而言,国有企业中核心机会主义高管相对会更少采用真实盈余管理行为,但倾向于实施更多的应计盈余管理行为。这与何威风等(2019)^[49]的研究结论一致,由于实施应计盈余管理对公司当期利润的影响可以通过后期调整转回;但真实盈余管理由于改变了公司实际业务,较难通过后期业务进行调整,从而对公司 EVA 造成的损害远高于应计盈余管理。而国企采用了基于 EVA 的高管业绩考核方式则促使国企机会主义高管选择了对 EVA 影响较小的应计盈余管理,而避免真实盈余管理。

从事务所选择来看,如表13列(4)所示,*Core_Oppor* × *SOE* 的系数为0.227,且在5%水平上显著为正。由于我国国有企业审计事务所的选聘采用招投标的方式,其过程受到国有资产管理部门的干预与监督,因此限制了核心机会主义高管对非国际“四大”会计师事务所的选择。在列(5)中,*Core_Oppor* × *SOE* 的回归系数为0.020,但不具有统计显著性,这说明产权性质未能调节核心机会主义高管对审计费用的影响,与民营企业类似,存有核心机会主义高管的国有企业也倾向于支付更高的审计费用以争取信息操纵的空间。

表13 产权性质对高管机会主义品行的治理作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Infor_Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>DAC</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Core_Oppor</i>	0.081*** (2.67)	0.009** (2.19)	-0.001 (-0.52)	-0.149*** (-3.99)	0.025*** (2.74)
<i>Core_Oppor</i> × <i>SOE</i>	-0.077*** (-3.13)	-0.004* (-1.66)	0.008*** (2.59)	0.227** (2.53)	0.020 (0.87)
<i>SOE</i>	-0.110*** (-3.59)	-0.001 (-0.93)	-0.002* (-1.84)	-0.010 (-0.30)	-0.033*** (-4.17)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	26417	26417	26417	26417	26417
<i>Pseudo_R^2/R^2</i>	0.059	0.074	0.078	0.161	0.594

注：***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著；括号内为*t*值

随着核心高管机会主义水平的上升,如表14列(1)、(2)列所示, $Oppor_Level \times SOE$ 的系数并不显著,表明国有产权未能有效抑制核心机会主义高管的信息披露违规和真实盈余管理行为。在第(4)列中, $Oppor_Level \times SOE$ 的系数仍不显著,这进一步说明当机会主义水平较高时,国有产权公司仍然无法抑制核心机会主义高管选择非国际“四大”会计师事务所,以配合其信息操纵行为。这些发现与 Davidson 等(2019)^[9]的研究结论类似,他们发现管制措施只限制了轻度违规者的交易,而对有严重违规倾向者难以有效发挥作用。由此可知,存在严重道德问题的高管更可能使得治理机制失效,道德品质的建设是外在制度有效发挥的基本保障。

表14 产权性质对不同机会主义水平高管的治理作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>Infor_Vio</i>	<i>RDA</i>	<i>DAC</i>	<i>Big4</i>	<i>Audit_Fee</i>
<i>Oppor_Level</i>	0.040*(1.66)	0.004*** (3.69)	-0.001(-0.54)	-0.062**(-2.54)	0.026*** (4.56)
<i>Oppor_Level</i> × <i>SOE</i>	0.060(1.05)	0.001(0.36)	0.005** (2.41)	-0.068(-1.06)	-0.005(-0.31)
<i>SOE</i>	-0.275(-1.62)	-0.004(-1.14)	-0.009(-1.56)	0.330*(1.96)	-0.026(-0.56)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	3434	3434	3434	3434	3434
<i>Pseudo_R</i> ² / <i>R</i> ²	0.101	0.076	0.105	0.200	0.620

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*值

(二) 高管机会主义品行的经济后果研究

首先,上述研究表明核心机会主义高管致使企业发生更多信息操纵行为,严重损害了企业信息质量,预计会因此提升企业资本成本从而损害企业价值。其次,机会主义高管从事的其他不利于企业价值的活动会直接损害企业价值,如通过并购活动谋取私利、更多的在职消费等。最后,其机会主义品行营造的不道德的企业文化也不利于约束员工行为(Guiso等,2015)^[50],从而不利于提升企业业绩,有损企业价值。具体回归结果如表15列(1)、(2)、(3)所示,其中*Q1*、*Q2*、*Q3*分别为未来一年、二年、三年的托宾*Q*值, *Core_Oppor*的回归系数在1%和5%统计水平上显著为负,这表明当公司核心高管具有机会主义品行时,会显著降低公司未来价值。

表15 核心高管机会主义品行的经济后果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Q1</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>	<i>CAR</i> [-3,3]	<i>CAR</i> [-4,4]	<i>CAR</i> [-5,5]
<i>Core_Oppor</i>	-0.081***(-3.14)	-0.071**(-2.33)	-0.089**(-2.45)	-0.052*(-1.69)	-0.101**(-2.17)	-0.085(-1.36)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	10717	10717	10717	580	580	580
<i>R</i> ²	0.212	0.197	0.149	0.124	0.144	0.165

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%水平下显著;括号内为*t*值

由于公司信息披露违规对市场而言是利空消息,股价在其违规公告日后会一定幅度地下跌,且其累计超额收益率在违规公告前后较短的时间窗口内呈明显负值。若资本市场能有效识别机会主义高管,即市场上的投资者能够搜集到关于高管的负面信息,预期该类高管所在公司会进行其他更多损害股东利益的行为,则当公司信息披露违规行为被传递到资本市场时,可能会引起更大的市场负面反应。在此,本文采用事件研究法对资本市场能否有效识别机会主义高管进行实证检验。具体地,以2007—2018年A股所有发生

信息披露违规行为的上市公司为样本,根据其是否存在核心机会主义高管分为两组,对存在核心机会主义高管的公司进行PSM匹配,以PSM之后的样本进行多元回归分析。如表15列(4)、(5)、(6)所示, $CAR[-3,-3]$ 、 $CAR[-4,4]$ 、 $CAR[-5,5]$ 分别为公司发生信息披露违规前后3至5个交易日的累计超额回报率。在列(4)、(5)中, $Core_Oppor$ 的系数分别在10%和5%的统计水平上显著为负,表明股票市场对存在核心机会主义高管的公司的信息披露违规行为的负面反应更为强烈,我国资本市场能在一定程度上识别核心高管机会主义品行。

六、结论、启示与展望

随着经济不断发展,企业财务丑闻频发,已有研究较为充分地 from 制度建设角度论证其对各种信息操纵行为的制约作用,但忽略了公司经营管理主体——高管品行对公司决策的影响。本文充分考虑高管个人品行的异质性特点,利用高管个人股票交易中的违规行为识别其机会主义品行,实证检验发现,核心高管机会主义品行会显著增加公司信息披露违规、真实盈余管理行为,其所在公司更可能选择非国际“四大”会计师事务所、支付更高的审计费用以削弱外部监督;且核心高管机会主义水平越高,公司越有可能做出上述决策。进一步地,国有产权能一定程度抑制核心机会主义高管对上述事项的影响,但促使其采取更多的应计盈余管理;当其机会主义水平较高时,国有产权也无法发挥有效治理作用。从经济后果看,机会主义核心高管能一定程度上被资本市场识别,其显著减损了公司未来价值。

基于以上结论,本文有如下启示:第一,加强国家层面的高管选聘制度建设。对提升我国上市公司治理水平,保护投资者利益具有重要指导意义的《上市公司治理准则》中,仅简单提及“高级管理人员应当遵守法律法规和公司章程,忠实、勤勉、谨慎地履行职责”,并没有列示因不良道德品行而无法担任高管的具体情节。而银监会和证监会针对金融类公司高管选聘颁布的《董事、监事和高级管理人员任职资格监管办法》进一步详细地列示了不能担任高管的具体情节,^①并由相应的监管机构进行任职资格审查。鉴于此,监管部门可根据具体行业特征制定有针对性的高管任职要求,以期提升高管道德水平,与其他公司内外部制度发挥相辅相成的治理作用。

第二,在管理实践中需要加强对高管选聘、权力行使过程中的第三方独立监督,注重高管道德品行的考量。党组织嵌入企业治理作为中国特色的制度安排,应有效发挥其监督职能。对国有企业而言,可严格把关高管的招聘方案,充分利用背景调查,结合其道德品行综合分析考察。对民营企业而言,鼓励自愿设置党委会,积极配合公司内部监管层,发挥监督作用。此外,可充分利用媒体信息发掘功能,增加对高管个人品行不端事实的曝光,形成对高管行为的社会监督。

第三,在公司制度层面建立灵活的高层管理人员退出及人才储备机制。在签订高管聘用合同时,可提前明确因高管行为不当而做出免职处理的相关情境。尽量避免公司声誉损失扩大,减少资本市场负面效应。企业在日常经营活动中应注重储备人才的培养,以保证有合适的继任者在紧急情况下接替职位,避免核心职位空缺给公司经营决策造成不确定性损失。

本文较为创新地将高管品行作为异质性因素纳入实证研究框架,但仍存在一些局限需在未来研究中进一步改进。首先,本文仅探究了核心高管品行因素对公司信息披露决策的影响,后续研究可将该影响因素拓展至其他更广泛的公司决策行为,如并购、融资、内部控制等。其次,本文关注了核心高管的机会主义品行,而非核心高管作为管理层成员,虽未直接影响公司重大决策,但其品行仍有可能通过影响核心高管

^①具体情节如“曾在履行工作职责时有提供虚假信息等违反诚信原则行为,或指使、参与所任职机构对抗依法监管或案件查处,情节严重的”“因重大违法违规行为受到金融监管部门的行政处罚,执行期满未逾3年”等。

行为或者公司文化等间接渠道发挥作用,具体机制仍有待深入探究。最后,除了高管品行外,风险偏好、过度自信、能力等也是高管重要异质性特征,品行特征是如何与其他特征共同作用于公司决策行为,从而又对公司价值产生什么影响?对该类问题的探讨有利于进一步挖掘高管品行的重要作用。总而言之,希望本文能够激发更多学者对高管品行的研究兴趣,以期丰富高管品行的相关研究。

参考文献:

- [1]陈冬华,祝娟,俞俊利. 盈余管理行为中的经理人惯性——一种基于个人道德角度的解释与实证[J]. 南开管理评论, 2017(3):144-158.
- [2]CLINE B N, WALKLING K A, YORE A S. The consequences of managerial indiscretions: sex, lies, and firm value[J]. *Journal of Financial Economics*, 2018, 127(2):389-415.
- [3]GHOSHAL S, MORAN P. Bad for Practice: a critique of the transaction cost theory[J]. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 1996, 21(1):13-47.
- [4]KISH-GEPHART J J, HARRISON D A, LINDA K T O. Bad apples, bad cases, and bad barrels: meta-analytic evidence about sources of unethical decisions at work[J]. *Journal of Applied Psychology*, 2010, 95(1):1-31.
- [5]CHYZ J A. Personally tax aggressive executives and corporate tax sheltering[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2013, 56(2):311-328.
- [6]DAVIDSON R, DEY A, SMITH A. Executives' 'off-the-job' behavior, corporate culture, and financial reporting risk[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(1):5-28.
- [7]COLVIN C R, FUNDER D C. Predicting personality and behavior: a boundary on the acquaintanceship effect[J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1991, 60(6):884-894.
- [8]BARSKY R B, JUSTER F T, KIMBALL M S, et al. Preference parameters and behavioral heterogeneity: an experimental approach in the health and retirement study[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112(2):537-579.
- [9]DAVIDSON R H, DEY A, SMITH A. Executives' legal records and the deterrent effect of corporate governance[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2019, 37(3):1444-1474.
- [10]KALLUNKI J P, MIKKONEN J, NILSSON H, et al. Tax noncompliance and insider trading[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2016, 36(1):157-173.
- [11]HAMBRICK D C, MASON P A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers[J]. *Academy of Management Review*, 1984, 9(2):193-206.
- [12]CRONQVIST H, MAKHIJA A K, YONKER S E. Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage[J]. *Journal of Financial Economics*, 2012, 103(1):20-40.
- [13]CAIN M D, MCKEON S B. CEO personal risk-taking and corporate policies[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2012, 51(1):139-164.
- [14]GRIFFIN J M, KRUGER S A, MATURANA G. Personal infidelity and professional conduct in 4 selfings? [J]. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 2019, 116(33):16268-16273.
- [15]DIKOLLI S S, KEUSCH T, MAYEW W J, et al. CEO behavioral integrity, auditor responses, and firm outcomes[J]. *The Accounting Review*, 2020, 95(2):61-88.
- [16]ALI U, HIRSHLEIFER D. Opportunism as a firm and managerial trait: predicting insider trading profits and misconduct[J]. *Journal of Financial Economics*, 2017, 126(3):490-515.
- [17]BIGGERSTAFF L, CICERO D C, POKCKETT A. Suspect CEOs, unethical culture, and corporate misbehavior[J]. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(1):98-121.
- [18]张静,林婷,孙光国. 从军高管能抑制企业盈余管理吗? ——基于高管个人道德品性的视角[J]. 北京工商大学学报(社会科学版), 2019(5):57-68.
- [19]刘力,马贤明. 审计委员会与审计质量——来自中国A股市场的经验证据[J]. 会计研究, 2008(7):84-89.
- [20]刘启亮,罗乐,张雅曼,等. 高管集权、内部控制与会计信息质量[J]. 南开管理评论, 2013(1):15-23.
- [21]胡奕明,唐松莲. 独立董事与上市公司盈余信息质量[J]. 管理世界, 2008(9):149-160.

- [22] 王艳艳, 陈汉文. 审计质量与会计信息透明度——来自中国上市公司的经验数据[J]. 会计研究, 2006(4): 9-15.
- [23] 杨钦皓, 张超翔. 审计师和高管之间的校友关系对财务重述的影响[J]. 统计与决策, 2019, 35(23): 168-171.
- [24] 曹琼, 卜华, 杨玉凤, 等. 盈余管理、审计费用与审计意见[J]. 审计研究, 2013(6): 76-83.
- [25] 杜勇, 张欢, 陈建英. CEO 海外经历与企业盈余管理[J]. 会计研究, 2018(2): 27-33.
- [26] PAUL G, LITTLE T, GOGGIN C. A meta-analysis of the predictors of adult offender recidivism; what works[J]. Criminology, 1996, 34(4): 575-608.
- [27] SHU L L, GINO F, BAZERMAN M H. Dishonest deed, clear conscience; when cheating leads to moral disengagement and motivated forgetting[J]. Personality and Social Psychology Bulletin, 2011, 37(3): 330-349.
- [28] BANDURA A. Social learning theory[J]. Scotts Valley California Recapp, 1977, 1(1): 33-52.
- [29] SHIN Y, SUNG S Y, CHOI J N, et al. Top management ethical leadership and firm performance; mediating role of ethical and procedural justice climate[J]. Journal of Business Ethics, 2015, 129(1): 43-57.
- [30] 王震, 明晓东, 杨轶清. 本性使然还是环境塑造? ——CEO 道德领导行为的影响因素及其传递效应[J]. 经济管理, 2017, 39(1): 100-113.
- [31] 姜付秀, 朱冰, 唐凝. CEO 和 CFO 任期交错是否可以降低盈余管理? [J]. 管理世界, 2013(1): 158-167.
- [32] JONES G E, KAVANAGH M J. An experimental examination of the effects of individual and situational factors on unethical behavioral intentions in the workplace[J]. Journal of Business Ethics, 1996, 15(5): 511-523.
- [33] LEFTWICH R, WATTS R, ZIMMERMAN J. Voluntary corporate disclosure; the case of interim reporting[J]. Journal of Accounting Research, 1981, 19(1): 50-77.
- [34] DEANGELO L E. Auditor size and audit quality[J]. Journal of Accounting & Economics, 1981, 3(3): 183-199.
- [35] 陈小林, 王玉涛, 陈运森. 事务所规模、审计行业专长与知情交易概率[J]. 会计研究, 2013(2): 69-77.
- [36] BECKER C L, DEFOND M L, JIAMBALVO J, et al. The effect of audit quality on earnings management[J]. Contemporary Accounting Research, 1998, 15(1): 1-24.
- [37] 雷光勇. 审计合谋与财务报告舞弊: 共生与治理[J]. 管理世界, 2004(2): 97-103.
- [38] 王艳艳, 赵曙明. 国外企业管理者道德问题研究综述[J]. 外国经济与管理, 2007(3): 25-32.
- [39] JONES T M. Ethical decision making by individuals in organizations; an issue-contingent model[J]. The Academy of Management Review, 1991, 16(2): 366-395.
- [40] 曾庆生. 上市公司内部人交易披露延迟及其经济后果研究——来自上海股票市场的经验证据[J]. 财经研究, 2011(2): 72-82.
- [41] 逯东, 谢璇, 杨丹. 独立董事官员背景类型与上市公司违规研究[J]. 会计研究, 2017(8): 55-61.
- [42] 谢德仁, 廖珂. 控股股东股权质押与上市公司真实盈余管理[J]. 会计研究, 2018(8): 21-27.
- [43] 孙铮, 于旭辉. 分权与会计师事务所选择——来自我国国有上市公司的经验证据[J]. 审计研究, 2007(6): 52-58.
- [44] ROYCHOWDHURY S. Earnings management through real activities manipulation[J]. Journal of Accounting & Economics, 2006, 42(3): 335-370.
- [45] 周泽将, 徐硕, 马静. 政治关联、事务所背景与盈余管理——基于独立董事视角的经验证据[J]. 审计研究, 2017(6): 99-104.
- [46] 陈刚, 邱丹琪. 儒家文化与企业家精神——一项流行病学研究[J]. 财经研究, 2021(3): 95-109.
- [47] 徐细雄, 李万利, 陈西婵. 儒家文化与股价崩盘风险[J]. 会计研究, 2020(4): 143-150.
- [48] 许言, 邓玉婷, 陈钦源, 许年行. 高管任期与公司坏消息的隐藏[J]. 金融研究, 2017(12): 174-190.
- [49] 何威风, 陈莉萍, 刘巍. 业绩考核制度会影响企业盈余管理行为吗[J]. 南开管理评论, 2019, 22(1): 17-30.
- [50] GUISSO L, SAPIENZA P, ZINGALES L. The value of corporate culture[J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(1): 60-76.



(责任编辑 傅凌燕)