

企业集团子公司高管薪酬的参照点效应研究

——来自 A 股上市公司的证据

张秋艳, 邹梦婷, 孟祥瑜

摘要: 参照点效应即行为个体在对决策方案进行判断和评价时会以某个既存的中立基点为参照基准。研究企业集团子公司高管薪酬的参照点效应, 不仅能够加深对高管薪酬参照体系的认知, 还有利于揭示企业集团内部资源配置机制。以 2008—2019 年的系族集团 A 股上市子公司为样本, 实证研究发现, 企业集团子公司高管薪酬具有参照点效应, 即如果子公司高管薪酬低于集团内其他子公司的高管薪酬, 则下一年子公司高管薪酬会有所上升。机制研究发现, 母子公司委托代理问题和集团内部的信息传递是子公司高管薪酬参照点效应的重要因素。拓展性分析发现, 当子公司管理层能力强或经济政策不确定时, 企业集团子公司高管薪酬的参照点效应越大。企业集团子公司高管薪酬的参照点效应会导致薪酬业绩脱钩。上述研究结论表明, 企业集团管控能够缓解母子公司的代理问题, 提高资源配置效率, 在优化高管薪酬激励机制方面具有重要的现实意义。

关键词: 高管薪酬契约; 参照点效应; 企业集团; 子公司

中图分类号: F272.923 **文献标识码:** A **文章编号:** 1671-0169(2022)03-0094-16

DOI:10.16493/j.cnki.42-1627/c.2022.03.013

一、引言

“天价薪酬”“限薪令”以及“薪酬业绩脱钩”等现象和问题逐步引起学界的关注。从 2012 年到 2016 年期间, 上市公司高管薪酬指数年均增长率为 28.85%, 高管薪酬绝对值年均增长 46.97%^[1]。对于我国上市公司管理者薪酬持续增长的原因, Holmstrom^[2]认为薪酬的参照点效应是 CEO 薪酬迅速攀升的一个重要因素。参照点效应即行为个体在对决策方案进行判断和评价时往往都隐含着一定的评价参照标准, 因为行为人的有限理性, 个体决策判断所依据的并非完全是决策方案的绝对效用估计值, 而常常会以某个既存的中立基点为参照基准^[3]。Hayes 等^[4]指出, 在制定高管薪酬时, 公司会以市场上相似公司的高管薪酬作为参照点, 并将本公司高管薪酬水平确定在大于等于基准薪酬之上, 从而形成高管薪酬螺旋上升的“乌比冈湖”效应。中国受到儒家文化“患不均”思想的影响, 高管薪酬的参照点效应可能会更突出。在参照对象的选择上, Laschever^[5]发现, 由于“赶超同行”效应的驱使, 高管薪酬计划制定过程中会选择同行业更高的高管薪酬作为参照

基金项目: 国家自然科学基金项目“银行债务契约、财务报告质量与企业投资效率”(71072103); 中央高校基本科研业务费专项资金项目“环境不确定性、成本粘性与企业盈余质量研究”(2016VI005)

作者简介: 张秋艳, 武汉理工大学人事处副教授 (湖北 武汉 430073); 邹梦婷, 武汉理工大学经济学院博士研究生; 孟祥瑜 (通讯作者), 内蒙古财经大学金融学院研究生, hdy931226@126.com (内蒙古 呼和浩特 010070)

点。江伟^[6]研究显示, 在高管薪酬制定过程中, 中国上市公司也采用了行业参照, 并由此导致高管薪酬螺旋式增长。梁上坤等^[7]发现, 高管的薪酬会根据董事联结企业的高管薪酬水平进行调整。赵颖^[8]发现, 同群效应在高管薪酬中是普遍存在的现象。

企业集团是一个产权契约集合体, 同时囊括了多家独立法人企业^[9]。处在同一个母公司控制下的子公司, 通过在子公司之间的内部资本市场进行资金、技术、人员和产品的调动和分配, 战略决策和经营环境存在相似性, 使得子公司之间有了更多的渠道进行相互学习和模仿, 成为彼此的参照点。高管薪酬契约的安排也是委托代理问题的产物^[10]。母子公司的委托代理问题可能会导致子公司高管谋取控制权私利, 高管薪酬与子公司业绩脱钩。因此, 相比行业内参照点的研究, 从企业集团母子公司委托代理问题和集团内部的信息传递的角度研究高管薪酬参照点效应, 不仅有利于学界加深对薪酬参照体系的认知, 还有利于揭示企业集团内部资源配置的机制。

基于此, 本文拟研究企业集团子公司薪酬契约参照的效应, 具体表现为: 企业集团子公司薪酬契约的制定是否存在参照点效应? 其存在的机制是什么? 异质性条件下(子公司管理层能力和经济政策不确定性), 以上机制是否存在差异? 参照点效应的经济后果是什么? 本文欲对上述问题进行解答。研究发现, 由于母子公司委托代理问题和集团内部的信息传递, 企业集团子公司的薪酬制订也同样存在参照点效应, 公司高管会根据同一企业集团其他子公司的高管薪酬进行调整。当子公司管理层能力强或外部经济政策不确定性高时, 企业集团子公司薪酬契约的参照点效应越大, 这样企业集团子公司高管薪酬的参照效应可能会导致薪酬业绩脱钩。

与已有文献相比, 本文主要贡献包括: 首先, 拓展了对高管薪酬契约影响因素的认知。现有研究大多关注高管薪酬契约如何缓解委托代理问题, 其设计是基于委托代理关系下的道德风险框架。然而, 管理者权力理论认为, 高管薪酬反映了管理者寻租^[11]。比较与权衡是人的天性^[12], 不应该仅在最优契约范式下研究高管的绝对薪酬, 更要注重外在因素的影响。母子公司委托代理问题是企业集团子公司高管薪酬参照点效应的重要机制, 对其进行探讨能够进一步验证管理者权力理论。其次, 着眼于企业集团网络视角, 探究了中国制度情境下的母子公司委托代理问题的经济后果。近年来, 学者们对委托代理问题的情景化研究十分缺乏^[13]。相对于组织视角, 用委托代理理论研究子公司薪酬契约的制定为解决母子公司代理问题提供新思路, 实现了从“单体法人企业治理”到“企业集团母子公司治理”的转变。最后, 把集团内部资本在母子公司间配置拓展到货币薪酬配置, 深化了内部资本市场的研究。企业集团的价值取决于货币薪酬和资本在子公司间的配置^[14]。已有研究广泛涉及集团内部资源配置, 但对子公司高管薪酬配置的研究较少^[15]。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

近年来, 契约参照点研究是公司治理领域的重要关注点。行为人会根据潜在的参照标准对决策方案进行判断和评价。有限理性的行为人的决策判断不完全是基于决策方案的绝对效用, 通常会参照某个既存的中立基点^[16]。Hart^[17]把行为经济学理论融入到契约理论, 提出了参照点契约(Contract as a Reference Point)理论, 放松了契约双方不能讨价还价的假设。该理论引入到公司治理领域后, 母公司对子公司的单向治理转变成以母子公司互动为核心的双向治理。

大多上市公司高管薪酬的制定以同群公司作为重要的参照点。2006年起, 美国证券交易委员会(SEC)强制要求上市公司披露其制定高管薪酬所参照的同伴公司。其中, 大部分公司的高管薪

酬都会锚定同行业公司。Faulkender等^[18]实证研究发现，由于董事会采用了同行业或同规模公司作为参照点，加拿大企业高管薪酬不断攀升。江伟^[19]发现，采用行业薪酬参照制订高管薪酬往往会抬高薪酬水平。罗昆等^[20]实证研究发现，相比高管的才能和精力投入，同行业参照是影响高管薪酬契约最重要的因素。除此以外，赵颖^[8]发现，同群效应在高管薪酬制订中普遍存在。Duchin等^[21]也发现，企业集团内部某一子公司所在行业的高管薪酬普遍增长时，其他子公司的高管薪酬也会得到大幅提升。陈诗婷等^[22]研究发现，中国民企上市公司的高管薪酬与参照企业的业绩显著正相关。薛胜昔等^[23]发现，地理位置是公司高管薪酬的一个重要影响因素，高管薪酬的制定会以同一地区其他企业的高管薪酬作为参照点。另外，在进行决策的过程中，理性经济人倾向于选择一个参照点进行对比，进而做出异质的反馈。因此，契约参照点的选择也能够潜在地影响高管对于薪酬契约的态度，从而导致一定的经济后果。根据契约参照点理论，管理者对于薪酬激励强度的感知不但取决于自身感受，而且还受到参照点的影响^[24]。越来越多的公司开始注意到高管薪酬同群参照效应带来的影响。祁怀锦等^[25]发现，公司业绩在很大程度上会受到高管薪酬外部公平性的影响。罗宏等^[26]提出，高管薪酬位于行业中位数水平以下，会加大其操纵盈余管理的动机。

（二）研究假设

管理者通过操纵和攀比薪酬契约获取私利，会向董事会游说以谋求超额薪酬。具体表现为，高管通过所得到的相关信息，游说董事会以企业集团内其他子公司的薪酬作为比较参照点，使得高管薪酬定在大于或等于其他子公司水平上。当企业集团内的子公司普遍采用这一比较基准时，就会形成参照点和高管薪酬之间的螺旋式上升，形成“乌比冈湖”效应。由此可见，母子公司代理问题和企业集团内信息流通可能是子公司高管薪酬的参照点效应的重要原因。

母子公司代理机制。根据委托代理理论，子公司是由母公司通过投资控股而产生的，所以其本质上是代理人。由于信息的不对称和监督成本的存在，母公司难以全面有效地监督子公司高管，导致子公司高管自主权的增大^[27]。而高管薪酬参照点的选择过程体现了管理层机会主义^[28]。在缺乏母公司监督的情况下，子公司高管会积极影响薪酬契约的设计，甚至自定薪酬，以实现自身利益的最大化。与此同时，子公司高管也会为其薪酬契约的合理性以及高薪做辩护^[29]。而同一集团内其他子公司的薪酬情况能够为自利的高管薪酬契约的制定提供辩护依据，特别是在子公司高管薪酬低于集团内其他子公司的高管薪酬的情况下。

企业集团内信息流通机制。企业集团内部，母子公司的关系被认为是传递内部私有信息的重要途径^[30]。因此，在集团内部，子公司薪酬水平的制订会参考内部资本市场的情况。一方面，子公司之间的信息传递或相互模仿使得高管薪酬水平趋同^[31]。Matvos等^[32]证实了集团内部财务决策的“同伴效应”。社会学习效应导致参照公司将信息转化到薪酬契约制定。另一方面，集团内部资本市场中的关联交易和关联担保为子公司间的信息交互提供网络载体。子公司在制定薪酬契约时，会将有关联的其他子公司信息作为参照系，从而影响该公司薪酬水平。关联交易和关联担保给子公司间的相互学习和模仿提供了有效的多样化途径。蔡卫星等^[33]发现，企业内部知识市场有溢出效应。丁龙飞等^[34]研究发现，企业集团内的子公司间存在信息传递机制。“共同保险效应”^[9]有利于成员单位之间加深互信，降低传递成本，提高传递速度^[35]。基于此，从信息传递机制看，同一集团子公司能够共享可接受的、有效的公司行为信息，进而实现子公司高管薪酬的参照点效应。

根据以上分析，提出假设：

H1：企业集团子公司高管的薪酬制定具有参照效应，即如果子公司高管薪酬低于集团内其他子公司的高管薪酬，则下一年子公司高管薪酬会有所上升。

三、研究设计与描述性统计

(一) 样本选取

本文采用 2008—2019 年沪深 A 股上市公司为初始研究样本; 参考年报控制链条图, 以上市公司为子公司, 母公司为上市子公司的控股股东。在此基础上, 还对样本进行了如下几方面的处理: (1) 剔除金融保险行业的公司, 因为该类公司在会计核算体系及薪酬体系上有其特殊性; (2) 剔除相关数据存在缺失值的样本。(3) 剔除上市公司不属于集团公司的样本。最终得到 6 550 个观测值; 其他变量来源于 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。为了控制极端值的影响, 本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 Winsorize 处理。

(二) 模型构建与变量定义

参照梁上坤等^[7]和江伟^[6], 构造 OLS 回归模型 (1) 对于假设 H₁ 进行检验。模型具体如下:

$$\Delta Comp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln Gapcomp_{i,t-1} + \sum Controls + u_i + v_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

被解释变量: 薪酬变化 ($\Delta Comp$)。其中, 变量下标 i 表示公司, t 表示时间。 $\Delta Comp1$ 为子公司董事、监事和高级管理人员 (以下简称“董监高”) 前三名薪酬总额变动百分比。 $\Delta Comp2$ 为子公司高管前三名薪酬总额变动百分比。

核心解释变量: 高管薪酬差距 ($\ln Gapcomp$)。由于集团公司有多个子公司, 本文以同一集团公司内其他子公司董监高或高管薪酬中值表示其他子公司薪酬水平。参考梁上坤等的方法, $\ln Gapcomp1$ 为其他子公司董监高前三名薪酬总额中值的自然对数与本公司董监高前三名薪酬总额的自然对数之差。 $\ln Gapcomp2$ 为其他子公司高管前三名薪酬总额中值的自然对数与本公司高管前三名薪酬总额的自然对数之差。

控制变量: $\sum Controls$ 定义为控制变量组, 缓解变量对于因果效应估计的干扰。参考江伟^[6], 控制变量有: 会计业绩变化 ($Groa$)、公司规模变化 ($Dsize$)、成长性变化 ($Dgrowth$)、负债率变化 ($Dlev$)、大股东持股变化 ($Dfirst$)。研究表明, 公司规模、成长性、负债率、大股东持股对于高管薪酬具有显著影响^[7]。此外, 为减轻不同公司治理状况对结果的影响, 本文还加入如下公司治理变量, 包括两职兼任 ($Dual$)、总经理任期 ($Tenure$)、董事会规模 ($Board$)、董事会独立性 ($Indep$)、第一大股东持股 ($First$)、股权制衡水平 ($Other$)、企业性质 (SOE)、高管持股比例 ($Mshare$)。

最后, 为避免回归结果受到不可观测的行业特性和宏观经济波动的影响, 使用行业固定效应 μ_i 和年度固定效应 v_i 来控制, 变量下标 i 表示公司。 $\epsilon_{i,t}$ 为随个体与时间而改变的扰动项, 其下标 i 表示公司, 下标 t 表示时间。本文具体变量的定义见表 1, 并将解释变量和控制变量均滞后一期, 以降低内生性影响。

(三) 描述性统计

从表 2 可知, 子公司董监高薪酬 ($\Delta Comp1$) 平均每年增加 13.6%, 子公司高管薪酬 ($\Delta Comp2$) 平均每年增加 14.1%, 说明子公司薪酬存在高速增长的现象。同一企业集团内其他子公司董监高薪酬中值的对数与本公司之差 ($\ln Gapcomp1$) 平均为 0.068, 同一企业集团内其他子公司高管薪酬中值的对数与本公司之差 ($\ln Gapcomp2$) 平均为 0.069, 说明本公司薪酬略低于同一企业集团内其他子公司。会计业绩变化 ($Droa$) 均值为 -0.002; 公司规模变化 ($Dsize$) 均值为 0.124; 负债率变化 ($Dlev$) 均值为 0.003; 大股东持股变化 ($Dfirst$) 均值为 -0.312, 变量统计值与梁上坤等^[7]基本一致。

表 1 主要变量定义及计算方法

变量类型	变量名称	变量符号	定义
被解释变量	高管薪酬变化	$\Delta Comp1$	子公司董事、监事和高级管理人员前三名薪酬总额相对于上一年变动的百分比
		$\Delta Comp2$	子公司高管前三名薪酬总额相对于上一年变动的百分比
核心解释变量	薪酬差距	$\ln Gapcomp1$	其他子公司董监高前三名薪酬总额中值的自然对数与本公司董监高前三名薪酬总额的自然对数之差
		$\ln Gapcomp2$	其他子公司高管前三名薪酬总额中值的自然对数与本公司高管前三名薪酬总额的自然对数之差
控制变量	成长性变化	$Dgrowth$	当年公司成长性变化值，其中成长性为主营业务收入增长率
	大股东持股变化	$Dfirst$	当年大股东持股变化值，其中大股东持股为第一大股东持股比例
	公司规模变化	$Dsize$	当年公司规模变化值，其中公司规模为公司总资产的自然对数
	负债率变化	$Dlev$	当年公司负债率变化值，其中负债率为（总负债/总资产）*100%
	会计业绩变化	$Droa$	当年会计业绩变化值，其中会计业绩为公司净利润/年末总资产
	第一大股东持股	$First$	（第一大股东持股数/总股数）*100%
	股权制衡水平	$Other$	公司第二至第十大股东的持股比例之和
	总经理任期	$Tenure$	公司总经理的任职年数
	国有企业	SOE	虚拟变量，当公司为国有企业时取 1，否则取 0
	两职兼任	$Dual$	虚拟变量，当公司董事长和总经理同一人取 1，否则取 0
	董事会规模	$Board$	董事会人数的自然对数
	董事会独立性	$Indep$	独立董事占董事会人数比重
	高管持股比例	$Mshare$	公司高管的持股比例

表 2 描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$\Delta Comp1$	6 550	0.136	0.371	-0.526	0.056	1.976
$\Delta Comp2$	6 550	0.141	0.387	-0.527	0.059	2.116
$\ln Gapcomp1$	6 550	0.068	0.643	-1.642	0.059	1.929
$\ln Gapcomp2$	6 550	0.069	0.646	-1.569	0.060	1.904
$Dgrowth$	6 550	0.558	1.910	-0.651	0.122	14.730
$Dfirst$	6 550	-0.312	3.897	-16.290	0.000	19.720
$Dsize$	6 550	0.124	0.239	-0.353	0.079	1.393
$Dlev$	6 550	0.003	0.078	-0.306	0.004	0.241
$Droa$	6 550	-0.002	0.057	-0.231	-0.001	0.237
$First$	6 550	40.022	14.999	11.890	39.660	76.890
$Other$	6 550	16.766	11.929	1.530	13.625	51.280
$Tenure$	6 550	2.935	2.695	0.083	2.083	12.583
SOE	6 550	0.328	0.378	0.000	0.000	1.000
$Dual$	6 550	0.098	0.298	0.000	0.000	1.000
$Board$	6 550	9.288	1.863	5.000	9.000	15.000
$Indep$	6 550	0.366	0.051	0.300	0.333	0.571
$Mshare$	6 550	0.001	0.007	0.000	0.000	0.058

四、检验结果与分析

（一）单变量分析

回归前，进行了相关系数检验。结果显示，高管薪酬变化（ $\Delta Comp$ ）与薪酬差距（ $\ln Gapcomp$ ）显著正相关。高管薪酬变化（ $\Delta Comp$ ）与会计业绩变化（ $Droa$ ）显著正相关，与公司规模变化（ $Dsize$ ）显著正相关，与成长性变化（ $Dgrowth$ ）显著正相关，与大股东持股变化（ $Dfirst$ ）

正相关。此外, 相关系数均在 0.4 以下说明变量间不存在多重共线性的现象。

(二) 基本回归结果分析

表 3 第 (1)、(2)、(3) 和 (4) 列表示在同一集团内, 本公司与其他子公司高管薪酬差距对高管薪酬变化的多元回归估计结果。表 3 第 (1) 和 (2) 列结果显示: 在控制行业和年度固定效应下, $\ln Gapcomp1$ 的回归系数为 0.130, $\ln Gapcomp2$ 的回归系数为 0.140, 在 1% 水平上显著。由表 3 第 (3) 和 (4) 列可知, $\ln Gapcomp1$ 的回归系数为 0.146, $\ln Gapcomp2$ 的回归系数为 0.157, 且均在 1% 水平上显著。会计业绩变化 ($Droa$) 的系数为正, 且在 1% 的水平下显著。子公司会计业绩与高管薪酬正相关。实证结果表明, 中国企业集团子公司高管的薪酬制定具有参照效应, 验证了研究假设 H1。

表 3 回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$
$\ln Gapcomp1$	0.130*** (14.34)		0.146*** (15.13)	
$\ln Gapcomp2$		0.140*** (14.61)		0.157*** (15.29)
$Dgrowth$			0.005 (1.41)	0.005 (1.48)
$Dfirst$			0.004** (2.39)	0.003** (2.13)
$Dsize$			0.171*** (6.02)	0.177*** (5.99)
$Dlev$			-0.063 (-0.77)	-0.061 (-0.72)
$Droa$			0.329*** (2.81)	0.327*** (2.66)
$First$			0.000 (1.24)	0.000 (1.40)
$Other$			0.001*** (3.51)	0.002*** (3.67)
$Tenure$			-0.001 (-0.66)	-0.003 (-1.53)
SOE			-0.017 (-1.34)	-0.015 (-1.07)
$Dual$			-0.008 (-0.52)	-0.007 (-0.43)
$Board$			-0.001 (-0.53)	-0.002 (-0.69)
$Independent$			0.154* (1.66)	0.174* (1.80)
$Mshare$			0.620 (0.99)	0.850 (1.31)
$Industry$	YES	YES	YES	YES
$Year$	YES	YES	YES	YES
$Constant$	0.158*** (8.66)	0.152*** (8.57)	0.064 (0.90)	0.046 (0.62)
N	6 550	6 550	6 550	6 550
R^2_{adj}	0.06	0.07	0.09	0.10

注: 括号中为 t 值, *, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平 (双尾), 以下各表同。

(三) 稳健性检验

为了缓解遗漏变量造成的内生性问题, 本文使用双向固定效应模型控制时间和个体固定效应, 进行重新检验, 见表 4 第 (1) 和 (2) 列。同时, 在模型 (1) 的基础上, 本文还控制地区固定效应, 考察地区对被解释变量的影响, 见表 4 第 (3) 和 (4) 列。2015 年, 《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》正式实施, 为避免该项政策实施对结论的影响, 本文剔除 2015 年和 2016 年样本, 见表 4 第 (5) 和 (6) 列。将解释变量 $\ln Gapcomp1$ 和 $\ln Gapcomp2$ 分别替换为 $\ln MeanGapcomp1$ 和 $\ln MeanGapcomp2$ 。 $\ln MeanGapcomp1$ 为其他子公司董监高前三名薪酬总额均值的自然对数与本公司董监高前三名薪酬总额的自然对数之差, $\ln MeanGapcomp2$ 为其他子公司高管前三名薪酬总额均值的自然对数与本公司高管前三名薪酬总额的自然对数之差, 见表 5 第 (1) 和 (2) 列。为避免董事未领薪对结果的干扰, 本文剔除薪酬低于总体 25% 的数据, 见表 5 第 (3) 和 (4) 列。

表 4 稳健性回归结果

	R (1)	R (2)	R (3)	R (4)	R (5)	R (6)
	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$
$\ln Gapcomp1$	0.423*** (19.08)		0.149*** (15.10)		0.141*** (12.49)	
$\ln Gapcomp2$		0.439*** (18.15)		0.160*** (15.35)		0.152*** (12.74)
$Dgrowth$	0.008* (1.87)	0.009** (2.01)	0.005 (1.47)	0.006 (1.56)	0.004 (0.92)	0.004 (0.83)
$Dfirst$	0.004** (2.17)	0.003* (1.82)	0.004** (2.41)	0.003** (2.14)	0.006*** (3.51)	0.006*** (3.26)
$Dsize$	0.143*** (4.84)	0.150*** (4.75)	0.171*** (6.00)	0.175*** (5.93)	0.167*** (4.75)	0.179*** (4.88)
$Dlev$	-0.031 (-0.37)	-0.028 (-0.32)	-0.065 (-0.80)	-0.062 (-0.74)	0.010 (0.11)	0.022 (0.23)
$Droa$	0.307** (2.34)	0.306** (2.22)	0.324*** (2.77)	0.321*** (2.62)	0.267* (1.94)	0.285** (2.01)
$First$	0.001 (0.35)	0.001 (0.60)	0.000 (1.46)	0.001* (1.76)	0.000 (0.52)	0.000 (0.75)
$Other$	0.002* (1.76)	0.002* (1.68)	0.002*** (3.56)	0.002*** (3.80)	0.001*** (2.82)	0.002*** (2.94)
$Tenure$	-0.005** (-2.32)	-0.006*** (-2.74)	-0.001 (-0.62)	-0.003 (-1.47)	-0.004* (-1.88)	-0.006** (-2.41)
SOE	-0.003 (-0.12)	0.005 (0.23)	-0.019 (-1.42)	-0.017 (-1.16)	-0.029* (-1.91)	-0.024 (-1.50)
$Dual$	0.005 (0.20)	0.022 (0.80)	-0.008 (-0.51)	-0.006 (-0.36)	0.001 (0.04)	0.000 (0.00)
$Board$	-0.002 (-0.23)	-0.000 (-0.05)	-0.002 (-0.59)	-0.002 (-0.71)	-0.002 (-0.81)	-0.003 (-0.87)
$Independ$	-0.001 (-0.01)	0.049 (0.21)	0.149 (1.58)	0.171* (1.74)	0.074 (0.67)	0.101 (0.87)
$Mshare$	1.294 (1.03)	1.176 (0.89)	0.579 (0.91)	0.849 (1.29)	-0.138 (-0.17)	-0.074 (-0.09)
$Industry$	NO	NO	YES	YES	YES	YES
$Year$	YES	YES	YES	YES	YES	YES
$Area$	NO	NO	YES	YES	NO	NO
$Constant$	0.102 (0.68)	0.041 (0.26)	0.073 (0.99)	0.047 (0.62)	0.143* (1.71)	0.124 (1.43)
N	6 550	6 550	6 550	6 550	4 426	4 426
R^2	0.20	0.20	0.09	0.10	0.10	0.11

表 5 稳健性回归结果 2

	(1)	(2)	(3)	(4)
	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$
<i>lnMeanGapcomp1</i>	0.136*** (14.76)			
<i>lnMeanGapcomp2</i>		0.148*** (14.84)		
<i>lnGapcomp1</i>			0.118*** (10.68)	
<i>lnGapcomp2</i>				0.116*** (10.76)
<i>Dgrowth1</i>	0.005 (1.43)	0.005 (1.48)	0.010*** (2.62)	0.010*** (2.62)
<i>Dfirst</i>	0.004** (2.28)	0.003** (2.05)	0.003* (1.67)	0.003* (1.66)
<i>Dsize</i>	0.171*** (5.99)	0.177*** (5.99)	0.199*** (6.18)	0.197*** (6.14)
<i>Dlev</i>	-0.071 (-0.88)	-0.070 (-0.83)	-0.097 (-1.05)	-0.098 (-1.06)
<i>Droa</i>	0.322*** (2.77)	0.320*** (2.63)	0.123 (0.92)	0.131 (0.98)
<i>First</i>	0.000 (0.94)	0.000 (1.09)	0.000 (0.44)	0.000 (0.49)
<i>Holdother</i>	0.001*** (3.19)	0.001*** (3.39)	0.001** (2.30)	0.001** (2.27)
<i>Tenure</i>	-0.001 (-0.64)	-0.003 (-1.50)	-0.004** (-2.09)	-0.004** (-2.04)
<i>SOE</i>	-0.031** (-2.35)	-0.029** (-2.12)	-0.011 (-0.75)	-0.011 (-0.76)
<i>Dual</i>	-0.002 (-0.12)	-0.001 (-0.04)	-0.018 (-1.05)	-0.013 (-0.74)
<i>Board</i>	-0.002 (-0.58)	-0.002 (-0.78)	-0.004 (-1.21)	-0.004 (-1.27)
<i>Independ</i>	0.153 (1.64)	0.176* (1.81)	0.166 (1.59)	0.171 (1.64)
<i>Mshare</i>	0.608 (0.99)	0.893 (1.41)	0.110 (0.17)	0.016 (0.02)
<i>Industry</i>	NO	NO	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.062 (0.86)	0.040 (0.54)	0.283*** (3.40)	0.284*** (3.42)
<i>N</i>	6 550	6 550	4 913	4 913
<i>R²</i>	0.09	0.10	0.09	0.09

稳健性测试结果表明, 企业集团子公司高管的薪酬制定具有参照点效应, 这说明结论稳健可靠。

五、机制分析

（一）母子公司代理问题的机制检验

监督机制可以缓解代理问题^[36]。Ambos等^[37]发现子公司管理层为了自身利益脱离集团整体战略的行为。有效的外部监督机制能够约束管理层的自利行为，使高管的个人机会主义动机得到相对较好的约束，高管薪酬制定的参照效应会降低。媒体报道在中国资本市场上能够发挥有效的治理作用。媒体通过声誉机制有利于遏制公司管理层的机会主义行为，促使职业经理人调整其行为^[38]。杨德明等^[39]认为，媒体在高管薪酬契约制定中发挥了一定的监督职能。按照这一逻辑，子公司媒体关注度高能够对高管的机会主义行为进行监督，使得高管薪酬反映其努力程度，从而抑制高管的薪酬制定参照效应。为了验证以上观点，基于模型（1），使用子公司媒体关注度（*Media*）与薪酬差距（ $\ln Gapcomp1$ 和 $\ln Gapcomp2$ ）进行交乘。参考逯东等^[40]的方法，用新闻报道条数表示媒体关注度，当公司的新闻报道条数高于行业年度中位数时，*Media*为1，否则为0。表6第（1）列显示， $Media * \ln Gapcomp1$ 的系数为-0.036，且在10%水平上显著。表6第（2）列显示， $Media * \ln Gapcomp2$ 的系数为-0.045，且在5%水平上显著。即媒体关注能够抑制高管的薪酬制定参照效应。

表6 内外部监督机制回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	外部监督		内部监督	
	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$
$\ln Gapcomp1$	0.156*** (13.47)		0.166*** (11.71)	
$\ln Gapcomp2$		0.169*** (13.96)		0.180*** (12.17)
<i>Media</i>	0.010 (0.98)	0.015 (1.41)		
$Media * \ln Gapcomp1$	-0.036* (-1.95)			
$Media * \ln Gapcomp2$		-0.045** (-2.28)		
<i>Inner</i>			0.006 (0.70)	0.010 (1.13)
$Inner * \ln Gapcomp1$			-0.039** (-2.14)	
$Inner * \ln Gapcomp2$				-0.046** (-2.39)
<i>Dgrowth</i>	0.005 (1.40)	0.005 (1.46)	0.005 (1.37)	0.005 (1.44)
<i>Dfirst</i>	0.004** (2.37)	0.003** (2.12)	0.004** (2.42)	0.004** (2.19)
<i>Dsize</i>	0.173*** (6.09)	0.180*** (6.09)	0.172*** (5.96)	0.178*** (5.93)
<i>Dlev</i>	-0.065 (-0.80)	-0.064 (-0.76)	-0.063 (-0.78)	-0.061 (-0.73)

续表 6

	(1)	(2)	(3)	(4)
	外部监督		内部监督	
	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$
<i>Droa</i>	0.329*** (2.81)	0.327*** (2.67)	0.330*** (2.80)	0.324*** (2.63)
<i>First</i>	0.000 (1.19)	0.000 (1.33)	0.000 (1.19)	0.000 (1.30)
<i>Other</i>	0.001*** (3.50)	0.002*** (3.65)	0.001*** (3.43)	0.002*** (3.55)
<i>Tenure</i>	-0.001 (-0.73)	-0.003 (-1.60)	-0.001 (-0.71)	-0.003 (-1.60)
<i>SOE</i>	-0.018 (-1.39)	-0.016 (-1.15)	-0.017 (-1.33)	-0.015 (-1.08)
<i>Dual</i>	-0.008 (-0.55)	-0.007 (-0.46)	-0.009 (-0.57)	-0.007 (-0.47)
<i>Board</i>	-0.002 (-0.58)	-0.002 (-0.75)	-0.001 (-0.57)	-0.002 (-0.74)
<i>Independ</i>	0.148 (1.60)	0.167* (1.72)	0.152 (1.64)	0.172* (1.78)
<i>Mshare</i>	0.569 (0.90)	0.782 (1.20)	0.649 (1.04)	0.870 (1.35)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.069 (0.96)	0.052 (0.70)	0.058 (0.81)	0.038 (0.52)
<i>N</i>	6 550	6 550	6 550	6 550
<i>R²</i>	0.09	0.10	0.09	0.10

职业经理人薪酬与经营业绩挂钩, 有助于减少甚至避免代理问题^[38]。按照这一逻辑, 良好的内部控制能够对子公司高管的机会主义行为进行约束, 从而抑制高管的薪酬制定参照效应。为了验证以上观点, 基于模型 (1), 使用内部控制质量 (*Inner*) 与薪酬差距 ($\ln Gapcomp1$ 和 $\ln Gapcomp2$) 进行交乘。其中, 使用迪博数据库中的“中国上市公司内部控制指数”度量子公司内部控制质量。当子公司内部控制指数高于行业年度中位数时, *Inner* 为 1, 否则为 0。表 6 第 (3) 列显示, $Inner * \ln Gapcomp1$ 的系数为 -0.039, 且在 5% 水平上显著。表 6 第 (4) 列显示, $Inner * \ln Gapcomp2$ 的系数为 -0.046, 且在 5% 水平上显著, 即内部控制能够抑制高管的薪酬制定参照效应。

以上分析表明, 母子公司代理问题是子公司高管薪酬制定的参照效应的重要原因之一。当媒体关注度较高或内部控制质量较好时, 高管薪酬制定的参照效应越低。

(二) 信息传递的机制检验

母子公司信息传递机制。母公司通常依据子公司财报实施对子公司高管的评价^[38]。子公司财报披露质量越高, 高管薪酬对高管勤勉程度的反馈越真实, 从而削弱了参照效应。在模型 (1) 中, 使用子公司信息披露质量 (*Rank*) 与薪酬差距 ($\ln Gapcomp1$ 和 $\ln Gapcomp2$) 进行交乘。当上市公司信息披露评级考评结果为“优秀”或“良好”时, *Rank* 为 1, 否则为 0。表 7 第 (1) 列显示, $Rank * \ln Gapcomp1$ 的系数为 -0.054, 且在 10% 水平上显著。表 7 第 (2) 列显示, $Rank * \ln Gapcomp2$ 的系数为 -0.070, 且在 5% 水平上显著。

表 7 信息传递机制回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	母子公司信息传递机制		内部信息传递机制	
	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$	$\Delta Comp1$	$\Delta Comp2$
<i>lnGapcomp1</i>	0.142*** (8.60)		0.157*** (14.99)	
<i>lnGapcomp2</i>		0.156*** (9.24)		0.166*** (14.98)
<i>Rank</i>	-0.013 (-0.80)	-0.013 (-0.79)		
<i>Rank * lnGapcomp1</i>	-0.054* (-1.82)			
<i>Rank * lnGapcomp2</i>		-0.070** (-2.19)		
<i>Dumlayer</i>			0.021* (1.81)	0.023* (1.85)
<i>Dumlayer * lnGapcomp1</i>			-0.056** (-2.38)	
<i>Dumlayer * lnGapcomp2</i>				-0.050** (-2.00)
<i>Dgrowth</i>	0.001 (0.17)	0.006 (1.01)	0.005 (1.35)	0.005 (1.43)
<i>Dfirst</i>	0.002 (0.79)	0.001 (0.64)	0.004** (2.34)	0.003** (2.09)
<i>Dsize</i>	0.124*** (2.96)	0.127*** (2.97)	0.171*** (6.02)	0.177*** (5.99)
<i>Dlev</i>	-0.083 (-0.70)	-0.110 (-0.92)	-0.063 (-0.78)	-0.061 (-0.72)
<i>Droa</i>	0.404** (2.41)	0.454*** (2.58)	0.329*** (2.82)	0.327*** (2.67)
<i>First</i>	-0.000 (-0.02)	0.000 (0.11)	0.000 (1.28)	0.000 (1.44)
<i>Holdother</i>	0.001 (1.58)	0.001* (1.82)	0.001*** (3.29)	0.001*** (3.46)
<i>Tenure</i>	0.000 (0.03)	-0.002 (-0.58)	-0.001 (-0.73)	-0.003 (-1.58)
<i>SOE</i>	-0.031 (-1.53)	-0.032 (-1.43)	-0.017 (-1.29)	-0.014 (-1.04)
<i>Dual</i>	-0.040** (-2.02)	-0.040* (-1.94)	-0.009 (-0.62)	-0.008 (-0.50)
<i>Board</i>	-0.001 (-0.14)	-0.000 (-0.06)	-0.001 (-0.42)	-0.002 (-0.60)
<i>Independ</i>	0.278* (1.78)	0.275* (1.70)	0.160* (1.73)	0.181* (1.86)
<i>Mshare</i>	0.438 (0.66)	0.758 (1.04)	0.756 (1.21)	0.979 (1.52)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.066 (0.64)	0.058 (0.54)	0.057 (0.79)	0.039 (0.53)
<i>N</i>	3 025	3 025	6 550	6 550
<i>R²</i>	0.08	0.08	0.09	0.10

企业集团内部信息传递机制。母公司既是企业集团内部信息的汇聚点, 也是扩散点。金字塔控制链条延长会加剧信息沟通的难度。因而, 控制链较长使得子公司距离母公司较远, 不利于接受到集团内其他子公司的相关信息, 从而抑制高管的薪酬制定参照效应。为检验以上论述, 使用控制链长度 (*Dumlayer*) 与薪酬差距 ($\ln\text{Gapcomp1}$ 和 $\ln\text{Gapcomp2}$) 进行交乘。其中, 控制链长度为实际控制人距离上市公司之间的控制层级数。当控制链长度高于中位数时, *Dumlayer* 为 1, 否则为 0。表 7 第 (3) 列显示, $\text{Dumlayer} * \ln\text{Gapcomp1}$ 的系数为 -0.056, 且在 5% 水平上显著。表 7 第 (4) 列显示, $\text{Dumlayer} * \ln\text{Gapcomp2}$ 的系数为 -0.050, 且在 5% 水平上显著。这意味着控制链长度能够抑制高管的薪酬制定参照效应。以上分析表明, 母子公司间的信息传递是子公司高管薪酬制定的参照效应的重要原因之一。当子公司信息披露质量较高或金字塔控制链较长时, 高管薪酬制定的参照效应越低。

六、拓展性分析

(一) 基于子公司管理层能力的拓展性分析

管理者权力理论认为, 管理者薪酬是管理者谋取控制权私利的手段之一^[10]。子公司管理层的强绩效会提升公司的价值^[3]。高价值的子公司对母公司有更强的谈判能力^[10]。强绩效的子公司管理层, 更容易关注自身利益, 使得高管薪酬脱钩于企业价值创造。同时, Bebchuk 等^[10]通过实证研究认为, 子公司管理层的能力是子公司主导行为的重要影响因素。而子公司主导行为能够导致母子公司委托代理问题。由此可见, 子公司管理层能力越强, 高管薪酬的参照效应越强。在模型 (1) 中, 用子公司管理层能力 (*Abili*) 与薪酬差距 ($\ln\text{Gapcomp1}$ 和 $\ln\text{Gapcomp2}$) 进行交乘。管理层能力参照 Kahneman 等^[16]的方法, 分离由企业特征带来的效率和管理者能力带来的企业效率, 得出管理者能力的代理指标。表 8 第 (1) 列显示, $\ln\text{Gapcomp1} * \text{Abili}$ 的系数为 0.228, 且在 10% 水平上显著。表 8 第 (2) 列显示, $\ln\text{Gapcomp2} * \text{Abili}$ 的系数为 0.261, 且在 5% 水平上显著。

(二) 基于经济政策不确定性的拓展性分析

当经济政策不确定性高时, 集团对统一子公司的参照会更显著^[7]。当外部环境模糊时, 同伴者行为是公司制订决策的参照路径^[13]。为检验以上论述, 基于模型 (1), 使用经济政策不确定性 (*EU*) 与薪酬差距 ($\ln\text{Gapcomp1}$ 和 $\ln\text{Gapcomp2}$) 进行交乘。表 8 第 (3) 列显示, $\ln\text{Gapcomp1} * \text{EU}$ 的系数为 0.028, 且在 1% 水平上显著。表 8 第 (4) 列显示, $\ln\text{Gapcomp2} * \text{EU}$ 的系数为 0.024, 且在 5% 水平上显著。即经济政策不确定性越高, 集团内部高管薪酬的参照效应越强。

(三) 基于薪酬契约参照经济后果的拓展性分析

管理者权力理论认为, 高管薪酬的参照效应是低效的, 因为它可能导致高管薪酬脱离公司业绩^[15]。陈诗婷等^[22]发现高管薪酬信息披露规制并不能消除管理层在薪酬标杆选择上的自利倾向。管理者人力资本理论认为, 高管薪酬的参照效应通过维持有效的薪资水平保留稀缺的人力资本^[28]。陈诗婷等^[22]认为, 当薪酬业绩敏感性能为高管攀比所获薪酬增长提供合理辩护时, 薪酬业绩敏感性可能不能传递薪酬契约有效的信息。因而, 企业集团内薪酬契约参照对薪酬业绩敏感性的影响需要进一步检验, 具体如下。

$$\text{Comp}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Refer}_{i,t-1} + \beta_3 \text{Refer}_{i,t-1} * \text{ROA}_{i,t-1} + \sum \text{Controls} + \sum \text{Industry} + \sum \text{Year} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

被解释变量为高管现金薪酬 (Comp3 和 Comp4), Comp3 为子公司董监高前三名薪酬总额的自然对数; Comp4 为子公司高管前三名薪酬总额的自然对数。子公司业绩 (*ROA*) 为核心解释变量,

表 8 进一步分析回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	管理层能力		经济政策不确定性	
	$\Delta Comp3$	$\Delta Comp4$	$\Delta Comp3$	$\Delta Comp4$
<i>lnGapcomp3</i>	0.149*** (15.18)		0.110*** (7.71)	
<i>lnGapcomp4</i>		0.159*** (15.36)		0.124*** (8.00)
<i>Abili</i>	0.115*	0.143**		
<i>lnGapcomp3 * Abili</i>	0.228* (1.94)			
<i>lnGapcomp4 * Abili</i>		0.261** (2.23)		
<i>EU</i>			-0.002 (-0.41)	0.001 (0.25)
<i>lnGapcomp3 * EU</i>			0.028*** (3.14)	
<i>lnGapcomp4 * EU</i>				0.024** (2.40)
<i>Dgrowth</i>	0.005 (1.37)	0.005 (1.44)	0.003 (0.77)	0.003 (0.82)
<i>Dfirst</i>	0.004** (2.40)	0.003** (2.14)	0.004** (2.44)	0.003** (2.10)
<i>Dsize</i>	0.168*** (5.92)	0.173*** (5.88)	0.171*** (5.81)	0.174*** (5.63)
<i>Dlev</i>	-0.060 (-0.75)	-0.058 (-0.69)	-0.097 (-1.15)	-0.098 (-1.12)
<i>Droa</i>	0.326*** (2.78)	0.322*** (2.62)	0.270** (2.24)	0.261** (2.06)
<i>First</i>	0.000 (1.28)	0.000 (1.45)	0.001 (1.52)	0.001* (1.74)
<i>Holdother</i>	0.002*** (3.62)	0.002*** (3.78)	0.002*** (3.71)	0.002*** (3.86)
<i>Tenure</i>	-0.001 (-0.72)	-0.003 (-1.58)	-0.001 (-0.55)	-0.002 (-1.34)
<i>SOE</i>	-0.016 (-1.26)	-0.014 (-0.99)	-0.016 (-1.15)	-0.014 (-0.97)
<i>Dual</i>	-0.009 (-0.60)	-0.008 (-0.53)	-0.010 (-0.64)	-0.009 (-0.51)
<i>Board</i>	-0.001 (-0.54)	-0.002 (-0.70)	-0.001 (-0.34)	-0.001 (-0.43)
<i>Independ</i>	0.159* (1.72)	0.181* (1.87)	0.188** (1.97)	0.214** (2.14)
<i>Mshare</i>	0.655 (1.04)	0.875 (1.35)	0.783 (1.13)	1.183* (1.67)
<i>Industry</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES	YES	YES
<i>Constant</i>	0.061 (0.86)	0.042 (0.57)	0.048 (0.64)	0.020 (0.26)
<i>N</i>	6 550	6 550	6 138	6 138
<i>R²</i>	0.09	0.10	0.10	0.10

表示为净利润除以年末总资产; 薪酬参照 (*Refer1* 和 *Refer2*) 为虚拟变量, 当高管薪酬变化 ($\Delta Comp3$) 与薪酬差距 ($\ln Gapcomp3$) 同时为正或同时为负, 即二者发生同向变动时, *Refer1* 取值为 1, 否则为 0。当高管薪酬变化 ($\Delta Comp4$) 与薪酬差距 ($\ln Gapcomp4$) 同时为正或同时为负, *Refer2* 取值为 1, 否则为 0。

表 9 第 (1) 列显示, *Refer1* * *ROA* 的系数为 -1.935, 且在 1% 水平上显著。表 9 第 (2) 列显示, *Refer2* * *ROA* 的系数为 -2.064, 且在 1% 水平上显著。实证结果表明, 子公司高管薪酬的制定并不完全依据业绩, 而会参照企业集团内其他子公司的薪酬水平。这在一定程度上会导致薪酬业绩敏感性降低。

七、结论与建议

本文以 2008—2019 年的系族集团上市子公司为样本, 研究发现, 企业集团子公司高管的薪酬制定具有参照点效应, 最终会导致薪酬业绩脱钩。研究结论表明, 企业集团管控能够缓解母子公司的代理问题, 提高资源配置效率, 在优化高管薪酬激励机制方面具有重要的现实意义。企业集团管控制度的缺失有可能导致暴雷, 引发子公司间的连锁反应。例如, 方正集团盲目产业扩张, 形成了 IT、医疗、产业金融、产城融合等业务协同发展的产业格局, 旗下共有 6 家上市子公司。2019 年, 方正集团宣布申请破产重组, 整体陷入资金危机, 面临流动性风险, 子公司相继被证监会调查。

在企业集团管控背景下, 应该合理化子公司高管薪酬, 具体措施如下: (1) 企业集团在制定子公司高管薪酬契约的过程中, 要充分考虑同一企业集团其他子公司的薪酬相对水平, 考虑子公司高管对待薪酬差距的主观感知。薪酬契约制定过程中应该重视薪酬分配的科学合理性。(2) 母公司需要进一步完善对子公司高管的业绩考核制度。(3) 促进财务公司信息技术发展。财务公司应该重视信息科技体系的建设, 加强对集团子公司高管的监督和考核, 降低母子公司信息不对称, 缓解母子公司间的委托代理问题。(4) 促进高级经理人市场的有效性, 防止高管盲目追求薪酬的增长。

参考文献

- [1] 高明华, 张惠琳. 中国公司治理分类指数报告(2017)[M]. 上海: 东方出版社, 2017.
[2] Holmstrom, B. Pay without performance and the managerial power hypothesis: A comment[J]. *Journal of Corporation Law*, 2005(July).

表 9 薪酬契约参照与薪酬业绩敏感性

	(1)	(2)
	<i>Comp3</i>	<i>Comp4</i>
<i>ROA</i>	3.882*** (14.87)	4.032*** (14.04)
<i>Refer1</i>	-0.047*** (-2.70)	
<i>Refer1</i> * <i>ROA</i>	-1.935*** (-6.30)	
<i>Refer2</i>		-0.034* (-1.88)
<i>Refer2</i> * <i>ROA</i>		-2.064*** (-6.39)
<i>lev</i>	-0.209*** (-4.27)	-0.243*** (-4.89)
<i>Size</i>	0.211*** (27.63)	0.208*** (26.67)
<i>First</i>	-0.002*** (-3.10)	-0.001** (-2.57)
<i>Board</i>	0.016*** (3.63)	0.014*** (3.25)
<i>Dual</i>	-0.083*** (-2.99)	-0.039 (-1.38)
<i>Tenure</i>	0.006* (1.81)	0.006* (1.78)
<i>Seperation</i>	0.003*** (2.79)	0.003** (2.56)
<i>SOE</i>	-0.054* (-1.83)	0.003 (0.09)
<i>Industry</i>	YES	YES
<i>Year</i>	YES	YES
<i>Constant</i>	9.010*** (54.74)	8.956*** (52.62)
<i>N</i>	4 856	4 856
<i>R</i> ²	0.39	0.38

- [3] Kahneman, D., A. Tversky. Prospect theory: An analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979(2).
- [4] Hayes, R. M., S. Schaefer. CEO pay and the Lake Wobegon Effect[J]. *Journal of Financial Economics*, 2009(2).
- [5] Laschever, A. R. Keeping up with CEO Jones: Benchmarking and executive compensation[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2013, 93.
- [6] 江伟. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析[J]. *金融研究*, 2010(4).
- [7] 梁上坤, 李焯博, 陈玥. 公司董事联结与薪酬契约参照——中国情境下的分析框架和经验证据[J]. *中国工业经济*, 2019(6).
- [8] 赵颖. 中国上市公司高管薪酬的同群效应分析[J]. *中国工业经济*, 2016(2).
- [9] Fisman, R., Y. Wang. Trading favors within Chinese business groups[J]. *The American Economic Review*, 2010(2).
- [10] Bebchuk, L. A., J. M. Fried. Executive compensation as an agency problem[J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2003(3).
- [11] Vaan, M., B. Elbers, T. A. DiPrete. Obscured transparency? Compensation benchmarking and the biasing of executive pay[J]. *Management Science*, 2019(9).
- [12] 宗计川. 刻板印象下的比较陷阱: 产品捆绑策略实验研究[J]. *南开管理评论*, 2018(2).
- [13] Kostova, T., P. C. Nell, A. K. Hoenen. Understanding agency problems in headquarters-subsidiary relationships in multinational corporations: A contextualized model[J]. *Journal of Management*, 2018(7).
- [14] Scharfstein, D. S., J. C. Stein. The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment[J]. *The Journal of Finance*, 2000(6).
- [15] Duchin, R., A. Goldberg, D. Sosyura. Spillovers inside conglomerates: Incentives and capital[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017(5).
- [16] Kahneman, D., A. Tversky. Prospect theory: An analysis of decision under risk[J]. *Econometrica*, 1979(2).
- [17] Hart, O. Hold-up, asset ownership, and reference point[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2009(1).
- [18] Faulkender, M., J. Yang. Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups[J]. *Journal of Financial Economics*, 2010(2).
- [19] 江伟. 市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长[J]. *南开管理评论*, 2011(5).
- [20] 罗昆, 杨蓉. 同业参照比运气和才能更重要吗——高管薪酬影响因素的探索性研究[J]. *南方经济*, 2015(12).
- [21] Duchin, R., A. Goldberg, D. Sosyura. Spillovers inside conglomerates: Incentives and capital[J]. *The Review of Financial Studies*, 2017(5).
- [22] 陈诗婷, 洪剑峭. 我国民企高管薪酬存在业绩参照吗——基于经理人市场解释的实证分析[J]. *经济理论与经济管理*, 2021(4).
- [23] 薛胜昔, 李培功. 地理位置与公司高管薪酬——来自中国上市公司的经验证据[J]. *中央财经大学学报*, 2017(1).
- [24] Oliver, H., M. John. Contracts as reference points[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2008(1).
- [25] 祁怀锦, 邹燕. 高管薪酬外部公平性对代理人行为激励效应的实证研究[J]. *会计研究*, 2014(3).
- [26] 罗宏, 曾永良, 宛玲羽. 薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J]. *南开管理评论*, 2016(2).
- [27] 丁龙飞, 谢获宝, 韩忠雪. 子公司自主权、财务公司与短贷长投[J]. *金融经济研究*, 2020(4).
- [28] Bizjak, J., M. Lemmon, L. Naveen. Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2008(2).
- [29] 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[J]. *管理世界*, 2012(1).

- [30] Gaspar, J. M., M. Massa. The role of commonality between CEO and divisional managers in internal capital markets[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2011(3).
- [31] Leary, M. T., M. R. Roberts. Do peer firms affect corporate financial policy? [J]. *The Journal of Finance*, 2014(1).
- [32] Matvos, G., A. Seru. Resource allocation within firms and financial market dislocation: Evidence from diversified conglomerates[J]. *The Review of Financial Studies*, 2014(4).
- [33] 蔡卫星, 倪晓然, 赵盼, 等. 企业集团对创新产出的影响: 来自制造业上市公司的经验证据[J]. *中国工业经济*, 2019(1).
- [34] 丁龙飞, 谢获宝. 年报问询函的监管溢出效应研究——来自企业集团 A 股上市子公司的证据[J]. *南方经济*, 2020(8).
- [35] 陈信元, 颜恩点, 黄俊. 关系网络、信息传递与 IPO 利益联盟——基于承销商和机构投资者的实证研究[J]. *中国会计评论*, 2016(2).
- [36] Jensen, M. C., W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Finance and Economics*, 1976(3).
- [37] Ambos, B. R., V. Mahnke. How do MNC headquarters add value? [J]. *Management International Review*, 2010(4).
- [38] Nguyen, D. B. Is more news good news? Media coverage of CEOs, firm value, and rent extraction[J]. *Quarterly Journal of Finance*, 2015(4).
- [39] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. *经济研究*, 2012(6).
- [40] 逯东, 付鹏, 杨丹. 媒体类型、媒体关注与上市公司内部控制质量[J]. *会计研究*, 2015(4).

The Reference Point Effect of Executive Compensation of Subsidiaries within Conglomerate

— Evidence from A-Share Listed Companies

ZHANG Qiu-yan, ZOU Meng-ting, MENG Xiang-yu

Abstract: The social comparison theory holds that the economic agents not only pay attention to their own benefits, but also judge whether the distribution of benefits is fair by comparing with others. This paper explores the reference point effect of executive compensation among subsidiaries from the perspective of conglomerate. Taking A-share listed subsidiaries of the conglomerate from 2008 to 2019 as samples, this paper finds that, the formulation of the executive compensation of the subsidiaries exists reference point effect, which means that the compensation of executives is adjusted according to the compensation level of other subsidiaries within conglomerate. Through the analysis of the mechanism, the paper finds that the principal-agent problem of the parent-subsidiary and the information transfer within the conglomerate are important factors for the reference point effect of the executive compensation of the subsidiary. Further research shows that when the management of the subsidiary is strong or the economic policy is uncertain, the reference point effect of executive compensation of the subsidiary is enhanced. The reference point effect of executives compensation leads to lower pay for performance sensitivity.

Key words: executive compensation contract; reference point effect; conglomerate; subsidiary

(责任编辑 周振新)