

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

梁上坤，李烜博，陈玥

[摘要] 高管薪酬契约是公司治理理论研究的核心问题,其制定的影响因素和后果深受实务界的关注。本文从董事联结出发,研究了中国背景下高管薪酬制定过程中的参照效应。结果显示:中国公司的高管薪酬制定存在显著的董事联结参照效应,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;进一步的探究发现,高管薪酬制定的外部不确定性以及高管对薪酬的公平感知是董事联结薪酬参照效应产生的重要机理。拓展性分析显示:董事在行会中任职会缓解对联结企业的薪酬参照;不同董事联结类型均会对薪酬参照效应产生影响;联结企业的规模越大,其薪酬参照影响越强;联结企业的数量对参照效应也具有强化作用;薪酬参照效应的存在导致了较低的薪酬业绩敏感性。本文的研究丰富了中国背景下高管薪酬契约决定因素的研究,为薪酬参照效应的后续研究提供了一个基准框架,同时对当前中国公司薪酬制度的完善也提供了一些现实启发。

[关键词] 高管薪酬契约；董事联结；参照效应；外部不确定性；公平感知

[中图分类号]F272 **[文献标识码]**A **[文章编号]**J1006-480X(2019)06-0154-19

一、问题提出

高管薪酬一直是学术界和实务界充满争议的话题,其不仅与企业效率和公司治理水平相联系,还关系到社会公平(李培功和沈艺峰,2013)^①。近年来,中国公司高管薪酬的快速上涨引发了社会各界对于收入分配的关注。《中国公司治理分类指数报告2017》显示,2012—2016年中国上市公司高管薪酬绝对值年均增长46.97%,薪酬指数从130.49分上升至359.66分^②。而国家统计局公布的数

[收稿日期] 2018-11-14

[基金项目] 国家自然科学基金面上项目“中国企业成本粘性的动因和后果研究:基于地区分权竞争视角的探索”(批准号71872196);国家自然科学基金青年项目“国企高管行政级别与公司财务决策:理论与实证”(批准号71402198)。

[作者简介] 梁上坤,中央财经大学会计学院副教授,管理学博士;李烜博,北京大学光华管理学院硕士研究生;陈玥,中央财经大学会计学院讲师,管理学博士。通讯作者:梁上坤,电子邮箱:Liang_sk@126.com。感谢中央高校基本科研业务费专项资金、中央财经大学科研创新团队支持计划的支持,感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,感谢徐灿宇出色的研究助理工作,当然文责自负。

① 本文的研究对象为公司的高级管理层,具体指公司的经理层人员。

② 该薪酬指数是基于经营业绩的薪酬评价,即用高管薪酬与营业收入之比计算。在设计方法上采用基准法,首先选择每个行业的基准公司,然后计算所有行业的基准值,最后以此为标杆计算各公司的高管薪酬指数。如果高管薪酬增长幅度接近于业绩增长幅度,该指数应在100分左右。

据显示，在此期间城镇私营单位就业人员工资年均增长 11.79%，非私营单位就业人员工资年均增长 10.10%。前后两者相比，一般员工的薪酬增速远低于高管的薪酬增速。党的十九大报告指出：“坚持按劳分配原则，完善按要素分配的体制，促进收入分配更合理、更有序”“坚持在经济增长的同时实现居民收入同步增长、在劳动生产率提高的同时实现劳动报酬同步提高”。那么，上述的收入分配差距表现和趋势是否具有合理性，便成为了社会关切的重要问题。然而要回答这一问题，前提之一便是从理论和经验上解析中国背景下高管薪酬的形成机制，是纯粹根据业绩变化制定，还是综合考虑其他因素制定；如果考虑了其他因素，又有哪些因素会被纳入。

与美国等西方国家的公司制定高管薪酬时公开参照的企业相比，中国上市公司并不公告其高管薪酬制定时是否参照其他企业以及参照哪些企业(Faulkender and Yang, 2013)。然而，已有研究从薪酬结果倒推薪酬制定过程，表明中国上市公司在高管薪酬制定时运用了行业薪酬参照以及地区薪酬参照，并由此导致高管薪酬逐渐增长(江伟, 2010, 2011; 赵颖, 2016)。并且，这一参照还会产生进一步的经济后果，比如影响公司的会计业绩、信息质量等(周宏和张巍, 2010; 胡亚权和周宏, 2012; 祁怀锦和邹燕, 2014; 罗宏等, 2016)。

那么，以上效应的研究若进一步嵌入中国的社会经济背景，在行业和地区层面之外是否还存在更为细致和贴近的解释呢？相关研究指出：一方面，中国的社会属于“关系型社会”，基于社会网络的非正式制度对于个人和组织的行为都存在重要的影响(Uzzi, 1999; 陈运森和谢德仁, 2012)，这使得从非正式制度的视角研究高管薪酬具有更强的现实意义，其突出的表现之一便是中国上市公司之间存在广泛的董事联结关系^①。发掘基于这一联结关系而形成的隐性薪酬契约参照，将有助于清楚地认识并完善中国企业的薪酬制度。另一方面，正如 Haunschild(1993)所指出的，相比同行业高管薪酬的抽象信息，董事联结提供的信息更加及时、鲜活、生动。因此，相比行业、地区参照的研究，从董事联结这一隐性信息来源的角度研究高管薪酬参照，将更贴近高管薪酬制定的真实环境，不仅有助于精确化薪酬参照的研究，还有助于揭开高管薪酬制定过程的“黑匣子”。

基于以上思考，本文探索了中国背景下的董事联结对于高管薪酬水平调整的影响。具体而言，本文提出并尝试探索以下三方面的问题：①中国上市公司中是否存在通过董事联结形成的薪酬参照效应？②如果该效应存在，其作用机理是什么？③异质性条件下（如在行会商会中任职、不同类型董事联结、联结企业规模差异、联结企业数量），以上作用是否存在差异？从这三方面展开研究，有以下几方面可能的意义：①从董事联结的角度丰富了高管薪酬制定因素的研究。国内研究高管薪酬主要关注其有效性和规范性问题（赵颖, 2016），然而中国企业处于显性契约不够完备的关系型社会之中，仅考虑企业内部的高管薪酬契约因素不足以反映其外部社会“嵌入性”特征（陈运森和谢德仁, 2012）。本文从董事联结的视角展开研究，更加贴近企业薪酬制定的现实环境，有助于充分理解高管薪酬的制定过程。②为研究公司间高管薪酬的相互作用提供了新视角。尽管关于公司间高管薪酬相互作用已有一些研究，但无论是从薪酬参照的角度、薪酬外部公平性的角度，还是相对业绩评价的角度，观察的视角主要停留在同行业、同地区的企业之间（周宏和张巍, 2010；黎文靖和胡玉明, 2012；祁怀锦和邹燕, 2014；赵颖, 2016）。而本文从联结企业的角度展开研究，可能为日后研究薪酬外部公平性、相对业绩评价等企业间高管薪酬互动行为提供了新的启发。③深化了董事联结信息传递后果和机理的研究。有关董事联结信息传递的研究大多基于对联结企业某一特定行为的模仿，如会计政策、投资效率、并购重组、慈善行为、财务重述等（陈运森和谢德仁, 2011；万良勇和郑小玲, 2014；韩洁等, 2015；李善民等, 2015）。而鲜有研究关注联结企业信息传递带来的薪酬契约参照效

^① 在本文的样本区间，上市公司中平均 86% 都存在董事联结企业，并且该比例呈逐年上升趋势。

应,本文在高管薪酬方面做了有益拓展。此外,本文还尝试从高管薪酬制定的外部不确定性以及高管对薪酬的公平感知两个方面对此参照效应的作用机理进行探究,这有助于促进对董事联结信息传递后果的深入理解^①。

二、理论分析与假说

有关高管薪酬同行业参照的实践与研究由来已久。美国证券交易监督委员会(SEC)于2006年12月要求公司公开其高管薪酬制定时参照的标杆企业。其本意是抑制高管不合理的薪酬,然而实际结果反而是进一步推高了高管薪酬(Faulkender and Yang,2013)。对此,主流的解释有两种:管理者权力理论和管理者人力资本理论。管理者权力理论认为,公司治理的失败使得高管有权力影响自身薪酬的制定(Bertrand and Mullainathan,2001)。在薪酬标杆公告的要求下,公司将薪酬水平低的企业从标杆中剔除,并加入薪酬水平高的企业(Faulkender and Yang,2013)。选择规模更大、业绩更好、薪酬水平更高的公司作为薪酬标杆,可以为高管增加收入找到合理的借口(Bizjak et al.,2011),并且该现象在两职兼任、高管任期长的公司中更加明显(Faulkender and Yang,2010)。而管理者人力资本理论认为,高管薪酬的上升是经理人市场供求的结果,是董事会对市场上管理技能日益短缺的反应,是为了激励并留住高管(Murphy and Zabojnik,2004;Oyer,2004;Gabaix and Landier,2008;Edmans et al.,2009)。选择薪酬水平高的企业作为薪酬标杆是对未观察到的管理者才能的奖励(Albuquerque et al.,2013)。此外,Hayes and Schaefer(2008)指出,没有公司愿意承认其CEO能力处于平均水平之下,在高管薪酬可以反映其为公司创造价值的情况下,公司通过提高其高管薪酬试图向市场传递公司价值,从而形成高管薪酬不断攀升的“乌比冈湖”效应。只要少部分高管薪酬上升,就会通过薪酬比较网络产生巨大的影响(DiPrete et al.,2010)。Veen and Wittek(2016)提出的关系信号理论认为,董事会提供高于市场水平的薪酬会释放其愿意建设并维系与高管稳定且互惠关系的信号,使其获得超越金钱的激励,而只有弱化薪酬透明度才能减少可见的薪酬地位对比效应。

高管薪酬的参照效应在中国也得到了广泛研究。江伟(2010,2011)研究显示,中国上市公司在高管薪酬制定时采用了行业薪酬基准,并由此导致高管薪酬逐渐增长。赵颖(2016)发现高管薪酬存在显著的同群效应,并且同一区域内,同行业和不同行业企业对高管薪酬的影响均高于不同区域同一行业的影响。吴联生等(2010)从高管薪酬外部公平性的角度探究公司间薪酬参照的影响,结果表明正向额外薪酬的激励效应仅在非国有企业中实现,而负向额外薪酬的“惩戒”作用并未得到体现。祁怀锦和邹燕(2014)发现高管薪酬的外部公平性会显著影响公司业绩。罗宏等(2016)提出高管薪酬低于行业中位数越多,未来通过盈余管理实现薪酬操纵的程度越大。此外,还有研究从相对业绩评价的角度考察公司间高管薪酬的参照效应,结果表明相对业绩评价在同一地区的公司间广泛存在,而同行业、同规模的公司间却有相反效应(周宏和张巍,2010)。以同行业企业划分参照组、并以资产收益率衡量公司业绩时,存在支持相对业绩评价的证据,但寻找其他风险参照时存在的困难则限制了相对业绩评价在薪酬制定时的使用(胡亚权和周宏,2012)。

董事联结关系是指由于董事个体在多家公司董事会中任职,使得多家公司之间形成联结关系。相比连锁董事,董事联结侧重于企业之间的联结关系,而连锁董事更强调形成企业间联结关系的人,此外,董事网络则更强调董事的整体网络(陈仕华等,2013)。在中国这样的新兴经济体制度变迁的过程中,依靠社会关系网络是企业成长的重要方式(Boxiot and Child,1996)。并且,受到儒家传统处世哲学的影响,中国企业处于“关系型社会”的制度背景中,企业之间存在广泛的董事联结关系

^① 本文的发现也意味着高管薪酬乱象的治理不应该局限于单独企业内部,应该内外同治。

(陈运森和谢德仁,2012)。董事联结对公司的重要影响引起了学者们的广泛关注。镶嵌理论认为董事的行为是自主的,但也在互动网络中受到社会网络的影响。从信息化的视角看,董事联结可以降低组织的不确定性,共享可接受的、有效的公司行为信息(Borgatti and Foster,2003),进而实现公司间的学习效应。有学者用董事联结解释毒丸扩散(Davis,1991)、公司收购(Haunschild,1993)、组织结构的模仿(Palmer et al.,1993)等。尽管已有文献研究董事网络对于高管激励的影响(陈运森和谢德仁,2012),但仍围绕着董事联结可以改善公司治理进而提高薪酬业绩敏感性展开,鲜有文献从联结企业间高管薪酬的参照角度进行研究,因此,本文的研究具有一定的创新意义。

董事会在制定高管薪酬时,会参照其联结企业的高管薪酬水平,即如果公司高管薪酬低于联结企业高管薪酬,则下一年公司高管薪酬会有所上升,反之亦然。对于该效应有以下两方面的理论支持。

(1)高管薪酬的制定过程面临一定的外部不确定性,这为参照董事联结企业的高管薪酬提供了动机。传统的最优契约理论强调薪酬—业绩敏感性问题,即根据公司的经营业绩衡量高管的努力程度,以此作为薪酬制定的基础。然而,简洁的最优契约模型不足以揭示现实中高管薪酬复杂的决定因素,往往面临薪酬业绩敏感性实证结果不一致、相对绩效评价鲜有应用等实证与理论相背离的情况(李维安等,2010)。部分原因在于,作为一个开放系统,公司不可避免地会受到行业或宏观层面的外部不确定因素影响,导致其业绩中含有相当一部分高管不可控的“运气”因素(Chen et al.,2012);即便高管没有付出额外的努力,公司业绩也可能随行业整体发展或宏观经济利好而大幅提升,使得高管薪酬对这种外部不确定的运气因素的敏感性甚至高于对企业业绩的敏感性(沈艺峰和李培功,2010)。因此,董事在制定高管薪酬时,如果不考虑外部不确定因素的影响,仅根据公司业绩判断高管的努力程度,将导致公司支付与高管行为无关的运气薪酬,降低薪酬契约的有效性^①。

将外部不确定性纳入薪酬制定的考虑,可以缓解上述问题,一定程度上降低“误判”的可能性。罗进辉等(2018)研究显示,信息优势强化了本地独立董事的监督能力,有效地抑制了高管“运气”薪酬的现象。而有关董事联结发挥作用的权变条件的文献表明,董事联结在不确定的环境下作用更加明显(Carpenter and Westphal,2001),社会参照在不确定的环境下会取代理性的经济因素,并且随着不确定性的上升,基于社会参照制定决策的程度越强(DiMaggio and Powell,1983)。在不确定的环境下进行决策时,行为人会采取简化的现实模型(Cyert and March,1963),模仿外部参照物以降低方案在产生、选择和评价时的不确定性(March and Olsen,1976)。通过董事联结获取的高管薪酬信息更加及时、鲜活、生动,比通过间接渠道获得其他企业抽象的数据影响力大(Haunschild,1993),因此,董事能充分注意到联结企业高管的薪酬水平,并在面临外部不确定性的环境下,为薪酬制定提供一定的参照,形成对薪酬契约的补充。

(2)通过参照联结企业的高管薪酬,可以提升高管在其“商业圈子”内的公平感知,进而有助于薪酬激励的实现。标准的委托代理分析框架假设代理人只关注其绝对收入,不考虑收入水平差距的影响(Jensen and Murphy,1990)。然而相比收入和社会地位,公平感知对于幸福感的解释力度更大,并且呈上升趋势(徐淑一和陈平,2017)。中国的经济社会发展指导思想也逐步从“效率优先、兼顾公平”过渡到“注重社会公平”的阶段(步丹璐等,2010)。近十几年来实验经济学的研究发现,在许多情形下公平意识影响人的行为(韦倩,2010)。高管对其薪酬的公平感知也得到了研究人员的重视。已

^① 需要指出的是,除运气薪酬外,在监督和约束不够强的情况下过于强调基于业绩的薪酬设计,虽然可以激励高管为实现契约目标而努力,但也增加了其盈余管理的动机,对企业价值造成负面影响(李延喜等,2007;权小锋等,2010)。因此,薪酬制定的参照效应本质上是信息不对称、公司治理不完善环境下薪酬制定的一种“次优选择”。

有研究发现,高管薪酬的外部公平性是影响其行为的重要因素(吴联生等,2010),是影响公司业绩的显著因素之一(祁怀锦和邹燕,2014)。上市公司高管薪酬受到同行业、同地区高管薪酬等外部参照基准的影响,引发的心理感知对其在职消费和主动离职均有影响(徐细雄和谭瑾,2014)。此外,在董事未能充分考察公司外部不确定性的情况下,对高管薪酬的不合理调整将冲击高管的公平感知,此时将公平感知纳入薪酬制定的考量之中,有助于及时调整前期有偏差的高管薪酬,降低董事“误判”的影响。基于薪酬信息的披露要求,以往研究认为高管会通过年报等途径了解到同行业、同地区高管人员的薪酬,进而引发其公平感知。然而董事联结却可以将高管融入“商业圈子”中(Useem,1984),相比通过年报等途径的间接比较,圈子内部的薪酬差距会引发高管更强烈的公平感知,薪酬外部公平性产生的作用也会更加显著。因此,在高管薪酬制定时,根据联结企业的高管薪酬水平进行调整,可以促进高管的公平感知,提高薪酬契约的激励效果。

根据以上讨论,本文提出:

H1:中国公司高管的薪酬制定具有董事联结参照效应,公司高管的薪酬会根据董事联结企业的高管薪酬进行调整。

三、研究设计

1. 样本选择与数据来源

本文以2007—2016年存在董事联结的公司为样本:①从CSMAR数据库中选取董监高个人特征文件,数据库中对每个人设定了唯一的PersonID^①;②在剔除非董事成员信息后,根据年份和PersonID排序,确定董事每年都在哪几家公司任职,并对仅在一家公司任职的董事进行剔除;③利用Python将同年同董事的多家公司匹配,生成董事联结数据,进而计算出联结企业的高管薪酬水平等信息。在剔除金融行业公司样本、高管薪酬信息缺失样本,并对主要连续变量上下1%进行缩尾处理后,共获得15323个公司一年份观测值。文章使用的其他数据均来自CSMAR数据库,数据处理使用Python和Stata软件。

2. 模型构建与变量定义

本文借鉴江伟(2010),构造了如下OLS回归模型(1)对于研究假设进行检验,模型同时控制了行业固定效应与年份固定效应,并报告经公司层面聚类稳健标准误调整的t值。模型(1)具体如下^②:

$$\Delta Comp_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Gap_comp_{i,t-1} + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型中变量的具体定义如下:

被解释变量。高管薪酬变化($\Delta Comp$),为公司经理层前三名薪酬总额变动百分比。

解释变量。考虑到一家企业同时与多家企业存在董事联结关系,本文以多家联结企业高管薪酬中值表示联结企业薪酬水平,将薪酬差距(Gap_comp)定义为联结企业经理层前三名薪酬总额中值的自然对数与本公司经理层前三名薪酬总额的自然对数之差,取上一年值。

控制变量。参考江伟(2010),选取如下变量作为控制变量:会计业绩变化($Droa$)、公司规模变化($Dsize$)、成长性变化($Dgrow$)、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(Smith and Watts,1992;Ortiz-Molina,2007;杜胜利和翟艳玲,2005;刘凤委等,2007)。此外,为减轻不同公司治理状况对结果的影响,本文还加

^① 这使得即使两个人重名也会有不同的PersonID,据此处理将不会出现虚假联结的问题。

^② 这一研究设计事实上提示了董事联结薪酬参照发生的两个前提:一是非首期薪酬决定,二是需要存在董事联结,否则在本文讨论范围内薪酬的制定将仅由企业自身的业绩决定。

入了如下公司治理变量,包括两职兼任(*Dual*)、总经理任期(*Tenure*)、董事会人数(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、第一大股东持股(*Sh_first*)、股权制衡水平(*Sh_other*)、国有企业(*State*)、高管持股比例(*Mshare*)。最后,本文加入行业(*Industry*)和年份(*Year*)虚拟变量。

若假设成立,则薪酬差距(*Gap_comp*)的系数 β_1 应该显著为正。表1列示了本文主要变量的定义及说明。

表1 主要变量的定义及说明

变量名称	变量符号	变量说明
高管薪酬变化	$\Delta Comp$	经理层前三名薪酬总额相对于上一年变动的百分比
薪酬差距	Gap_comp	联结企业经理层前三名薪酬总额中值的自然对数与本公司之差
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
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
成长性变化	$Dgrow$	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
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
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
两职兼任	$Dual$	虚拟变量,当公司董事长与总经理兼任时取1,否则取0
总经理任期	$Tenure$	公司总经理的任职年数
董事会人数	$Board$	公司董事会的人数
独立董事比例	$Indep$	公司董事会中独立董事的比例
第一大股东持股	Sh_first	公司第一大股东的持股比例
股权制衡水平	Sh_other	公司第二至第十大股东的持股比例之和
国有企业	$State$	虚拟变量,当公司为国有企业时取1,否则取0
高管持股比例	$Mshare$	公司高管的持股比例
行业	$Industry$	行业虚拟变量
年份	$Year$	年份虚拟变量

四、实证分析与结果

1. 描述性统计与相关性分析

表2 Panel A 报告了本文主要变量的描述性统计。结果显示,高管薪酬($\Delta Comp$)平均每年增加17.35%,高管薪酬存在高速增长;联结企业薪酬中值的对数与本公司之差(*Gap_comp*)平均为0.0800,说明高管薪酬略低于联结企业水平;会计业绩变化(*Droa*)均值为-0.0025;公司规模变化(*Dsize*)均值为0.1493;成长性变化(*Dgrow*)均值为0.0009;负债率变化(*Dlev*)均值为0.0047;大股东持股变化(*Dfirst*)均值为-0.0065,变量统计值均在合理范围内。

表2 Panel B 报告了主要变量的 Pearson 相关系数矩阵。结果显示,高管薪酬变化($\Delta Comp$)与薪酬差距(*Gap_comp*)显著正相关,支持了本文的基本假设,并且相关系数高达0.2317,影响较大。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(*Dgrow*)显著正相关,与负债率变化(*Dlev*)显著负相关,与大股东持股变化(*Dfirst*)显著正相关,均与现实相符。公司会计业绩上升、规模变大、成长性变高,有助于高管薪酬增加,而公司负债率上升,抑制了高管薪酬的提升。此外,变量之间相关系数的绝对值均在0.4以下,因此,本文回归结果受多重共线性的影响不大。

2. 研究假设检验

表3报告了研究假设检验的回归结果。第(1)列只纳入控制变量。结果显示,会计业绩变化

表 2 主要变量的描述性统计与相关系数矩阵

Panel A: 主要变量的描述性统计					
变量符号	均值	下四分位数	中位数	上四分位数	标准差
$\Delta Comp$	0.1735	-0.0283	0.0611	0.2412	0.4846
Gap_comp	0.0800	-0.3891	0.0660	0.5431	0.7393
$Droa$	-0.0025	-0.0174	-0.0015	0.0109	0.0604
$Dsize$	0.1493	0.0136	0.0987	0.2184	0.2701
$Dgrow$	0.0009	-0.2042	-0.0187	0.1779	0.8511
$Dlev$	0.0047	-0.0303	0.0065	0.0457	0.0895
$Dfirst$	-0.0065	-0.0016	0.0000	0.0000	0.0397
$Dual$	0.2117	0.0000	0.0000	0.0000	0.4085
$Tenure$	3.9736	1.5000	2.8333	6.0000	3.1926
$Board$	8.9535	8.0000	9.0000	9.0000	1.8077
$Indep$	0.3700	0.3333	0.3333	0.4000	0.0546
Sh_first	0.3573	0.2343	0.3372	0.4642	0.1538
Sh_other	0.2004	0.0963	0.1842	0.2879	0.1252
$State$	0.5081	0.0000	1.0000	1.0000	0.5000
$Mshare$	0.0413	0.0000	0.0000	0.0067	0.1090

Panel B: 主要变量的相关系数矩阵							
	$\Delta Comp$	Gap_comp	$Droa$	$Dsize$	$Dgrow$	$Dlev$	$Dfirst$
$\Delta Comp$	1.0000						
Gap_comp	0.2317***	1.0000					
$Droa$	0.0832***	0.0344***	1.0000				
$Dsize$	0.1505***	-0.0174**	0.1054***	1.0000			
$Dgrow$	0.0608***	0.0440***	0.2196***	0.3341***	1.0000		
$Dlev$	-0.0348***	-0.0064	-0.3134***	0.0916***	0.0209***	1.0000	
$Dfirst$	0.0446***	0.0009	0.0526***	0.0527***	0.1097***	0.0382***	1.0000

注:*, **, *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平(双尾)。包含所有变量的相关系数矩阵详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

($Droa$)的系数为正,且在 1% 的水平下显著。公司会计业绩提升越高,高管薪酬上升幅度越大。公司规模变化($Dsize$)的系数为正,且在 1% 的水平下显著。公司规模扩张与高管薪酬成正比。负债率变化($Dlev$)的系数为负,且在 5% 的水平下显著。公司负债率的提升对高管薪酬增加具有抑制作用。第(2)列只纳入解释变量。结果显示,薪酬差距(Gap_comp)的系数为正,且在 1% 的水平下显著,即高管薪酬会参照其联结企业的高管薪酬水平。第(3)列同时纳入解释变量和控制变量。结果显示,薪酬差距(Gap_comp)的系数为正,且依然在 1% 的水平下显著。回归系数表明,公司高管薪酬每低于联结企业一个标准差,下一年公司高管薪酬将上升 11.65%,反之亦然。

以上结果说明,与西方国家不同,中国并不强制上市公司披露高管薪酬制定时是否参照以及参考哪些企业,但在高管薪酬的实际制定过程中存在显著的参照效应。而且区别于以往针对同行业或同地区的薪酬参照研究,本文发现在当前中国“关系型社会”的制度背景下,基于董事联结关系而获取的薪酬信息已经成为高管薪酬制定的参照标的之一。在高管薪酬制定存在外部不确定性、高管对薪酬公平感知强烈的情况下,公司会根据联结企业的薪酬水平来调整自身的高管薪酬,以提高薪酬对高管的激励作用,实现对薪酬契约的有效补充。

3. 作用机理分析

本文的理论分析和实证结果表明,公司高管薪酬会根据董事联结企业的高管薪酬水平进行调

表3

公司董事联结与薪酬契约参照

变量符号	(1)全样本	(2)全样本	(3)全样本
<i>Gap_comp</i>		0.1544*** (19.7535)	0.1576*** (19.8281)
<i>Droa</i>	0.3970*** (3.4959)		0.3481*** (3.1688)
<i>Dsize</i>	0.2476*** (9.5884)		0.2542*** (10.0726)
<i>Dgrow</i>	-0.0021 (-0.2022)		-0.0081 (-0.8329)
<i>Dlev</i>	-0.1582** (-2.1034)		-0.1500** (-2.0499)
<i>Dfirst</i>	0.3970** (2.4635)		0.4115*** (2.6634)
<i>Dual</i>	0.0421*** (3.9674)		0.0453*** (3.9720)
<i>Tenure</i>	-0.0064*** (-5.3447)		-0.0032** (-2.5699)
<i>Board</i>	-0.0040* (-1.7677)		0.0042* (1.7190)
<i>Indep</i>	-0.1458** (-2.0990)		-0.0760 (-1.0465)
<i>Sh_first</i>	0.0565** (2.0015)		0.0851*** (2.8293)
<i>Sh_other</i>	0.0856** (2.5219)		0.1803*** (4.9549)
<i>State</i>	-0.0364*** (-3.9659)		-0.0259** (-2.5396)
<i>Mshare</i>	-0.1639*** (-5.0003)		-0.2083*** (-5.7836)
<i>Constant</i>	0.4465*** (6.8753)	0.3495*** (7.3661)	0.2640*** (3.9113)
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制
Obs#	15323	15323	15323
Adj-R ²	0.0569	0.0809	0.1111

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。

整,即低于联结企业水平时会上升,高于联结企业水平时会下降。结合之前的理论分析,本文认为,高管薪酬制定时面临的外部不确定性,以及提升高管的公平感知是这一过程背后的机理。下面这一部分对这两种作用机理进行分析。

(1)高管薪酬制定的外部不确定性差异。本文从行业景气、宏观经济、经济政策三个方面区分高管薪酬制定环境的外部不确定性。从行业景气看,行业环境是企业所处外部经济环境的中观层面(薛爽,2008),行业的盈利水平显著影响企业个体的盈利水平(Brown and Ball,1967)。当公司所处行业的景气水平波动大时,公司业绩表现与高管努力程度的相关性减弱,薪酬制定的外部不确定性更高,对联结企业高管薪酬的参照会更强。从宏观经济看,宏观经济增长对于企业盈利具有显著的解释能力(Magee,1974)。当公司所在地宏观经济波动性大时,董事更难以通过公司业绩识别出高管的努力,薪酬制定的外部不确定性更高,会更倾向于参照联结企业的高管薪酬水平。从经济政策不确定角度看,经济政策不确定性是转型经济体中企业面临的外部环境不确定性的重要来源(李凤羽和

史永东,2016),当宏观经济政策不确定性高时,公司面临的外生性冲击更多,高管的努力程度更不易度量,其薪酬制定的不确定性上升,对联结企业高管薪酬的参照会更显著。因此,本文预期在行业景气、宏观经济、经济政策方面不确定性高的公司中,高管薪酬制定的外部不确定性更高,对于董事联结企业高管薪酬的参照将更强。

具体地,本文引入行业景气波动性(*Boom*)、宏观经济波动性(*Gdp*)、经济政策不确定性(*Epu*)与解释变量薪酬差距(*Gap_comp*)的交乘项进行回归分析,结果如表4所示^①。在第(1)列中,薪酬差距与行业景气波动性交乘项(*Gap_comp*×*Boom*)的系数为正,且在10%的水平下显著^②。在第(2)列中,薪酬差距与宏观经济波动性交乘项(*Gap_comp*×*Gdp*)的系数为正,且在1%的水平下显著。在第(3)列中,薪酬差距与经济政策不确定性交乘项(*Gap_comp*×*Epu*)的系数为正,且在5%的水平下显著。以上结果表明,高管薪酬制定存在的外部不确定性是对联结企业薪酬参照的重要动机之一。公司外部环境的变化会影响其经营情况,例如当公司所处行业景气度上升、宏观经济向好、经济政策平稳时,即便高管并没有付出额外的努力,公司的经营业绩也会显著提升,反之亦然。当这些环境剧烈变化时,公司从经营业绩中识别出高管真实努力程度的难度增大,使得公司不得不参照其他的信息渠道来制定高管薪酬,而董事联结恰恰是公司薪酬信息传递的重要途径之一。通过更多地参照联结企业的薪酬水平,董事可以在一定程度上缓解外部不确定性对高管薪酬制定的影响。

表4 作用机理分析:高管薪酬制定的外部不确定性差异

变量符号	(1)行业景气波动性	(2)宏观经济波动性	(3)政策不确定性
<i>Gap_comp</i>	0.1388*** (10.5304)	0.1341*** (12.4122)	0.3386*** (18.7864)
<i>Gap_comp</i> × <i>Boom</i>	0.0037* (1.7982)		
<i>Boom</i>	-0.0033* (-1.7302)		
<i>Gap_comp</i> × <i>Gdp</i>		0.0062*** (2.8587)	
<i>Gdp</i>		0.0010 (0.8020)	
<i>Gap_comp</i> × <i>Epu</i>			0.0208** (2.1765)
<i>Epu</i>			-0.1563*** (-6.7750)
<i>Constant</i>	0.1973*** (4.0064)	0.2590*** (3.8624)	0.1301 (0.7681)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制
Obs#	11992	15323	13307
Adj-R ²	0.1142	0.1125	0.1226

① 行业景气波动性(*Boom*)为公司所处行业一年内四个季度景气值的标准差,数据来源于国泰安CSMAR数据库。宏观经济波动性(*Gdp*),参考方福前和邢炜(2017),为公司注册省份一年内四个季度GDP同比增速的标准差,数据来源于中国国家统计局网站。经济政策不确定性(*Epu*),采用Baker et al.(2016)根据《南华早报》关键词测算的指数,计算年度平均值,并采用固定效应模型控制内生性问题。由于该指数只计算到2015年,本文在这一部分也只对2007—2015年的数据进行回归。

② 后续表格未报告控制变量($\Sigma Control$)的详细结果,详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

(2)高管对薪酬公平感知的差异。本文从公司所在地的居民收入差距、公平认同度、儒家文化传统三个方面区分高管对于薪酬公平感知的差异。从居民收入差距看,地区居民收入差距越小,薪酬差距引发的公平感知越强,公司更倾向于参照联结企业的薪酬水平。从公平认同度看,地区居民普遍认为社会是公平的,则薪酬差距引发的公平感知会更强,公司对联结企业高管薪酬的参照也会更显著。反之,地区居民普遍认为社会是不公平的,则薪酬差距不会对公平感知产生很大的冲击,公司对联结企业高管薪酬的参照需求会更弱。从儒家文化传统看,公平正义是儒家和谐社会思想的重要内容,孔子在《论语·季氏第十六》中指出“闻有国有家者,不患寡而患不均,不患贫而患不安。盖均无贫,和无寡,安无倾”。基于这样的特征,在儒家文化传统强的地区,人们会更加注重薪酬的公平性,公司对联结企业高管薪酬水平的参照效应会更强。因此,本文预期,在居民收入差距低、公平认同度高、儒家文化传统强地区的公司中,高管对薪酬的公平感知更强,公司在制定薪酬时对联结企业的参照更为显著。

具体地,本文引入居民收入差距低地区(*Gini*)、公平认同度高地区(*Fair*)、强儒家文化传统(*Confucian*)与解释变量薪酬差距(*Gap_comp*)的交乘项进行回归分析,结果如表5所示^①。在第(1)列中,薪酬差距与居民收入差距低地区交乘项(*Gap_comp*×*Gini*)的系数为正,且在5%的水平下显著。在第(2)列中,薪酬差距与公平认同度高地区交乘项(*Gap_comp*×*Fair*)的系数为正,且在1%的水平下显著。在第(3)列中,薪酬差距与强儒家文化传统交乘项(*Gap_comp*×*Confucian*)的系数为正,且在10%的水平下显著。以上结果表明,高管对薪酬的公平感知是参照联结企业薪酬的另一重要动因。在地区居民收入差距低、公平认同度高、倡导公平的儒家文化影响深远的情况下,高管的公平感知更加强烈,由联结企业形成的“商业圈子”中的薪酬水平对比也愈发影响高管的行为。将高管的公平感知纳入薪酬制定的考量因素中,将有助于公司及时调整不合理的薪酬变动,进一步降低“误判”的影响。并且,随着中国经济社会发展的指导思想越来越注重公平,这一效应在未来可能越来越强。

4. 拓展性分析

(1)行会商会的任职与薪酬契约参照。行会与商会作为企业间联系的另外一种重要渠道^②,其与董事联结的替代还是互补作用值得进一步探索。本文的理论分析与实证检验表明,公司在制定高管薪酬时面临的外部不确定性影响是参照联结企业薪酬的重要原因。然而,有关外部不确定性信息的获取并非只有董事联结这一渠道,公司董事在行会商会中任职同样可以丰富其对于整体行业或宏观经济等外部不确定性的认知,对企业外部不确定性更准确的判断将有助于董事直接制定高管薪酬,因而可能会减少对董事联结企业的参照,体现为行会商会对于董事联结的替代作用。为验证这一效应,本文分别生成董事在行会或商会中任职的虚拟变量(*Ds_either*)、董事在行会中任职的虚拟变量(*Ds_h*)、董事在商会中任职的虚拟变量(*Ds_s*),与解释变量交乘后回归,结果如表6所示。第(1)列中,薪酬差距与董事在行会或商会中任职交乘项(*Gap_comp*×*Ds_either*)的系数为负,且在1%

^① 居民收入差距低地区(*Gini*),虚拟变量。参考段景辉和陈建宝(2010)计算的各省(市、自治区)城镇基尼系数,低于中位数的地区取1,高于中位数的地区取0。公平认同度高地区(*Fair*),虚拟变量。使用中国综合社会调查(Chinese General Social Survey)2012年报告中问题“总的来说,您认为当今社会公不公平”,从完全不公平(1分)到完全公平(5分)得分,计算各省平均值,低于中位数的省份定义为低公平认同度地区取0,高于中位数的省份定义为高公平认同度地区取1。强儒家文化传统(*Confucian*),虚拟变量。儒家文化传统主要经儒学场所在中国社会代际相传(古志辉,2015;金智等,2017),其数量越多,该地区儒家文化传统越强。参考古志辉(2015),通过地方志、百度及中国国学网等渠道,搜集并确认了中国各地区儒家官方学校及孔庙共3963处,根据数量是否高于中位数,区分强儒家文化传统和弱儒家文化传统的省份。

^② 在本文的样本区间中,上市公司中年均56%都有董事在行会或商会中任职。

表 5 作用机理分析:高管对薪酬公平感知的差异

变量符号	(1)收入差距	(2)公平认同	(3)儒家文化
<i>Gap_comp</i>	0.1428*** (15.8999)	0.1380*** (15.9833)	0.1425*** (13.6429)
<i>Gap_comp</i> × <i>Gini</i>	0.0351** (2.0768)		
<i>Gini</i>	0.0035 (0.4634)		
<i>Gap_comp</i> × <i>Fair</i>		0.0492*** (2.9163)	
<i>Fair</i>		0.0102 (1.2824)	
<i>Gap_comp</i> × <i>Confucian</i>			0.0276* (1.7209)
<i>Confucian</i>			0.0022 (0.2938)
<i>Constant</i>	0.2327*** (3.2331)	0.2315*** (3.2017)	0.2443*** (3.1943)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制
Obs#	14908	15058	14509
Adj-R ²	0.1105	0.1134	0.1133

表 6 拓展性分析:行会商会的任职与薪酬契约参照

变量符号	(1)行会或商会任职	(2)行会任职	(3)商会任职
<i>Gap_comp</i>	0.1823*** (14.0352)	0.1768*** (14.0379)	0.1599*** (19.0673)
<i>Gap_comp</i> × <i>Ds_either</i>	-0.0432*** (-2.7040)		
<i>Ds_either</i>	0.0019 (0.2620)		
<i>Gap_comp</i> × <i>Ds_h</i>		-0.0344** (-2.1720)	
<i>Ds_h</i>		0.0052 (0.7425)	
<i>Gap_comp</i> × <i>Ds_s</i>			-0.0200 (-0.8248)
<i>Ds_s</i>			-0.0034 (-0.2946)
<i>Constant</i>	0.2583*** (3.8187)	0.2595*** (3.8334)	0.2625*** (3.8674)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制
Obs#	15294	15294	15294
Adj-R ²	0.1122	0.1118	0.1112

的水平下显著。第(2)列中,薪酬差距与董事在行会中任职交乘项(*Gap_comp*×*Ds_h*)的系数为负,且在5%的水平下显著。第(3)列中,薪酬差距与董事在商会中任职交乘项(*Gap_comp*×*Ds_s*)的系数为负,但不显著。以上结果表明,董事在行会中任职可以获取更多有关公司外部不确定性的信息,从而

对董事联结这一信息渠道形成替代,以缓解基于董事联结的薪酬参照作用,而董事在商会中任职的影响较为微弱。

(2)董事联结的类型与薪酬契约参照。从董事联结关系的董事角度而言,其职位差异可能影响参照效应作用的发挥。董事联结的类型根据连锁董事在联结企业的任职情况可以分为内部董事联结、外部董事联结以及间接董事联结,而针对这三种类型董事联结的比较研究并不存在一致的结论,如陈仕华等(2013)发现在企业并购标的选择与并购绩效上,内部董事联结的作用强于外部董事联结和间接董事联结,而陈运森和谢德仁(2011)认为外部董事传递的信息具有弱联结优势,因而发挥的作用要强于内部董事联结。那么,具体到本文的高管薪酬参照领域,这三种类型的董事联结是同时发挥作用还是主要由某一特定类型的董事联结导致,值得进一步研究。对此,本文将由至少一方是非独立董事形成的联结关系称为内部董事联结,其薪酬差距记为 Gap_comp_in ;由独立董事形成的联结关系称为外部董事联结,其薪酬差距记为 Gap_comp_out ;两家公司董事因同时在第三家董事会任职而形成的联结关系称为间接联结,其薪酬差距记为 Gap_comp_indir 。区分董事联结类型后,再进行检验。结果显示,第(1)列内部董事联结薪酬差距(Gap_comp_in)的系数为正,且在1%水平下显著。第(2)列外部董事联结薪酬差距(Gap_comp_out)的系数为正,且在1%水平下显著。第(3)列间接董事联结薪酬差距(Gap_comp_indir)的系数为正,且在1%水平下显著。在第(4)列中,同时纳入三种类型的薪酬差距,各种类型薪酬差距的回归系数均为正,且在1%水平下显著^①。这些结果表明,虽然董事联结类型的影响在不同的研究领域有不同的结论,但具体到高管薪酬参照这一问题上,三种类型的联结企业高管薪酬信息均具有显著的参照效应,而并不是某一类特定联结在发挥作用。

表7 拓展性分析:董事联结类型与薪酬契约参照

变量符号	(1)内部董事	(2)外部董事	(3)间接联结	(4)全样本
Gap_comp_in	0.1180*** (12.5018)			0.0472*** (5.1013)
Gap_comp_out		0.1406*** (18.7817)		0.0393*** (3.3786)
Gap_comp_indir			0.1635*** (19.7407)	0.1016*** (6.0527)
<i>Constant</i>	0.2604*** (2.9475)	0.2709*** (3.9720)	0.2091*** (3.0028)	0.0732 (0.6419)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制	控制
Obs#	6568	14223	14842	5520
Adj-R ²	0.0991	0.1022	0.1125	0.1174

(3)联结企业的相对规模与薪酬契约参照。从董事联结关系的企业角度而言,其相对规模可能影响参照效应作用的发挥。由于影响力的差异,联结企业规模越大,往往其传递的信息受关注程度越高,对规模大的联结企业的学习有助于充分了解公司的外部不确定性情况。因此,随着联结企业规模的增加,高管薪酬契约的参照效应该更强。具体地,本文从联结企业总资产和营业收入两个

^① 由于第(4)列要求同时存在内部董事联结、外部董事联结、间接联结三种情况,故研究观测最少。若前3列以满足第(4)列要求的观测检验,结果稳定。

方面度量相对规模的大小,结果如表8所示^①。第(1)列中,薪酬差距与总资产差值交乘项($Gap_comp \times As$)的系数为正,且在5%的水平下显著。第(2)列中,薪酬差距与总资产差值虚拟变量交乘项($Gap_comp \times As_d$)的系数为正,且在5%的水平下显著。第(3)列中,薪酬差距与营业收入差值交乘项($Gap_comp \times Re$)的系数为正,且在1%的水平下显著。第(4)列中,薪酬差距与营业收入差值虚拟变量交乘项($Gap_comp \times Re_d$)的系数为正,且在10%的水平下显著。这些结果表明,规模大的联结企业会受到更广泛的关注,更有助于公司减轻高管薪酬制定时外部不确定性的影响。因此,在联结企业高管薪酬参照的方向上,规模小的公司更倾向于参照规模大的联结企业,即联结企业相对规模越大,高管薪酬的参照效应越强。

(4)联结企业的数量与薪酬契约参照。除相对规模外,联结企业的数量也可能影响参照效应作用的发挥。董事联结的企业数量越多,公司董事与高管所处的“商业圈子”越大,一方面董事可获取更多的联结企业高管薪酬信息,以缓解在薪酬制定时外部不确定性的影响,另一方面高管可对更多的薪酬水平进行对比,其公平感知会进一步加强。因此,随着董事联结企业数量的增加,公司在薪酬决策时的参照效应也应更强。对此,本文根据公司通过董事联结关系联结的公司数量(Num)是否高于中位数进行分组检验,结果如表9所示。第(1)列为低联结数量组,薪酬差距(Gap_comp)的系数

表8 拓展性分析:联结企业规模与薪酬契约参照

变量符号	(1)总资产差值	(2)总资产差值	(3)营业收入差值	(4)营业收入差值
Gap_comp	0.1760*** (19.7986)	0.1492*** (12.1691)	0.1756*** (19.7288)	0.1546*** (13.0251)
$Gap_comp \times As$	0.0104** (2.1410)			
As	-0.0321*** (-9.8482)			
$Gap_comp \times As_d$		0.0315** (1.9755)		
As_d		-0.0496*** (-6.3574)		
$Gap_comp \times Re$			0.0112*** (2.6292)	
Re			-0.0263*** (-8.9101)	
$Gap_comp \times Re_d$				0.0287* (1.7695)
Re_d				-0.0614*** (-7.5567)
Constant	0.3257*** (4.9131)	0.3167*** (4.6728)	0.3226*** (4.8418)	0.3294*** (4.9213)
Control	控制	控制	控制	控制
Year & Industry	控制	控制	控制	控制
Obs#	15323	15323	15271	15271
Adj-R ²	0.1168	0.1136	0.1163	0.1145

^① 总资产差值(As)为上一年联结企业总资产中值的自然对数与本公司之差。总资产差值的虚拟变量(As_d),取1表示上一年联结企业总资产中值大于本公司,否则取0。营业收入差值(Re)为上一年联结企业营业收入中值的自然对数与本公司之差。营业收入差值的虚拟变量(Re_d),取1表示上一年联结企业营业收入中值大于本公司,否则取0。

为正,且在1%的水平下显著。第(2)列为高联结数量组,薪酬差距(*Gap_comp*)的系数为正,且在1%的水平下显著,回归系数大于低联结数量组。随后,加入交乘项在全样本中进行回归,第(3)列中薪酬差距与联结企业数量的交乘项(*Gap_comp*×*Num*)的系数为正,且在10%的水平下显著。这些结果表明,无论是在低联结数量组还是高联结数量组中,联结企业高管薪酬均具有参照效应,且随着董事联结企业数量的增加,董事获取了更多的高管薪酬信息以缓解外部不确定性,同时高管对其薪酬产生了更强的公平感知,公司对联结企业的薪酬参照得到进一步加强。

表9 拓展性分析:联结企业数量与薪酬契约参照

变量符号	(1)低联结数量组	(2)高联结数量组	(3)全样本
<i>Gap_comp</i>	0.1481*** (14.4795)	0.1760*** (13.6287)	0.1383*** (9.5804)
<i>Gap_comp</i> × <i>Num</i>			0.0047* (1.6719)
<i>Num</i>			0.0044*** (3.4834)
<i>Constant</i>	0.4385*** (4.9304)	0.0538 (0.6298)	0.2684*** (3.9712)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制
Obs#	7949	7374	15323
Adj-R ²	0.1010	0.1278	0.1121

(5)薪酬契约参照与薪酬业绩敏感性。薪酬契约参照强调将外部不确定性和公平感知纳入高管薪酬制定的过程中,而非遵循最优契约理论完全根据公司业绩制定高管薪酬,那么这一效应理应会降低薪酬业绩敏感性。对此,本文构建如下OLS回归模型(2)进行检验。模型(2)具体如下:

$$\begin{aligned} Comp_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} \times Refer_{i,t} + \beta_3 Refer_{i,t} \\ & + \sum Control + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

其中,被解释变量(*Comp*)为高管现金薪酬,取值为高管前三名薪酬总额的自然对数;公司业绩(*ROA*)为净利润除以年末总资产;薪酬参照(*Refer*)为虚拟变量,当高管薪酬变化($\Delta Comp$)与薪酬差距(*Gap_comp*)同时为正或同时为负,即二者发生同向变动时取值为1,否则为0。控制变量包括:公司规模(*Size*)、成长性(*Grow*)、负债率(*Lev*)、两职兼任(*Dual*)、总经理任期(*Tenure*)、董事会人数(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、第一大股东持股(*Sh_first*)、股权制衡水平(*Sh_other*)、国有企业(*State*)、高管持股比例(*Mshare*)以及行业固定效应(*Industry*)与年份固定效应(*Year*)。

表10报告了薪酬契约参照对薪酬业绩敏感性的检验结果。首先,根据薪酬参照(*Refer*)进行分组检验,第(1)列为非薪酬参照组,公司业绩(*ROA*)的系数为正,且在1%的水平下显著。第(2)列为薪酬参照组,公司业绩(*ROA*)的系数为正,且在1%的水平下显著,但回归系数远小于非薪酬参照组。随后,加入交乘项在全样本中进行回归,第(3)列中公司业绩与薪酬参照的交乘项(*ROA*×*Refer*)的系数为负,且在1%的水平下显著。以上结果表明,理论上如果公司遵循最优契约理论,完全根据公司业绩制定高管薪酬,将会导致很强的薪酬业绩敏感性。然而,在现实应用中,外部不确定性和公平感知会影响薪酬契约的制定过程。此时,高管薪酬的制定并不完全依据公司业绩,而会参照董事联结企业的薪酬水平将外部不确定性与公平感知纳入薪酬制定中,从而在一定程度上会导致薪酬业绩敏感性的降低。

表 10 拓展性分析：薪酬契约参照与薪酬业绩敏感性

变量符号	(1)非薪酬参照组	(2)薪酬参照组	(3)全样本
<i>ROA</i>	3.5155*** (16.0896)	1.3900*** (8.6904)	3.5126*** (17.8418)
<i>ROA</i> × <i>Refer</i>			-2.0702*** (-11.1570)
<i>Refer</i>			-0.0289** (-2.4553)
<i>Constant</i>	6.6934*** (21.5950)	7.8246*** (31.2232)	7.2811*** (28.9864)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year & Industry</i>	控制	控制	控制
Obs#	7220	8103	15323
Adj-R ²	0.4292	0.4118	0.4249

5. 稳健性测试^①

(1)采用公司固定效应模型。本文之前引入了年度和行业的虚拟变量,而控制公司固定效应则有助于缓解遗漏变量的内生性问题,故在此部分控制公司固定效应,重新进行检验。

(2)剔除同一直接控股股东、同一行业以及同一地区公司间形成的董事联结。为减轻由于公司间股权联结造成的董事交叉任职问题以及同地区、同行业薪酬参照的内生性问题,分别做如下处理:在计算联结企业时,将属于同一直接控股股东的公司间董事联结剔除,剔除同行业的联结数据、剔除同地区的联结数据,再计算联结企业的薪酬水平。

(3)仅计算董事长或副董事长形成的董事联结。改变样本,仅考虑至少一方是董事长或副董事长形成的董事联结关系。

(4)其他稳健性检验。除上述检验外,本文还进行了如下未报告的稳健性检验:^①①为避免董事未领薪对结果的干扰,剔除薪酬低于总体 25%的数据;②为避免国有企业高管限薪令的影响,剔除 2015 年、2016 年数据;③将被解释变量高管薪酬变动百分比($\Delta Comp$)替换为薪酬变动值加 100 万元后的自然对数;④将联结企业高管薪酬中值替换为联结企业高管薪酬均值;⑤将解释变量薪酬差距(Gap_comp)由薪酬自然对数之差替换为联结企业高管薪酬中值与本公司之差,再除以联结企业高管薪酬中值;⑥剔除董事任职期限短于两年的情况;⑦仅保留本地董事形成的董事联结;⑧针对 CEO 董事联结、CFO 董事联结进行检验;⑨增加联结企业高管持股比例、本企业及联结企业高管期权激励的控制变量;⑩剔除高管持股比例高的样本以及实施高管期权激励的样本。

上述这些测试结果均保持稳定。

五、结论与启示

本文立足董事联结的角度研究了公司间高管薪酬的参照效应。以 2007—2016 年的上市公司为样本,研究发现:高管薪酬的制定会参照其董事联结企业的薪酬水平,具体表现为低于联结企业薪酬水平时会提升高管薪酬,高于联结企业薪酬水平时会降低高管薪酬;通过对作用机理的分析,本文发现区分高管薪酬制定的外部不确定性差异后,行业景气波动性大、宏观经济波动性大、经济政策不确定性高的公司对联结企业高管薪酬的参照效应更强;区分高管对薪酬公平感知的差异后,居

^① 详见《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)公开附件。

民收入差距低、公平认同度高、儒家文化传统强地区的公司对联结企业高管薪酬的参照效应更强。进一步的拓展性分析表明,董事在行会中任职会缓解对联结企业高管薪酬的参照;内部董事联结、外部董事联结和间接联结企业的高管薪酬均具有一定的参照效应;联结企业规模越大,高管薪酬参照效应越强;联结企业数量对高管薪酬参照具有加强的效果;逻辑一致地,薪酬参照效应的存在降低了薪酬业绩敏感性。在多项稳健性测试下,以上结果保持稳定。本文拓展了高管薪酬契约决定因素的研究,证实了董事联结这一非正式制度对于高管薪酬参照的影响,不仅对高管薪酬制定和参照的现有研究具有理论上的拓展意义,对于完善中国企业的薪酬制度、提升高管薪酬激励的有效性也具有现实层面上的启发意义。

本文的研究发现同时也引发了以下一些思考和建议:

(1)提升公司董事制定高管薪酬的能力。在高管的激励约束方面,尽管《上市公司治理准则》要求高管薪酬应该由薪酬委员会制定,但现实应用中,薪酬委员会要么因为缺乏权威而不能有效参与薪酬制定,要么因为没有科学方法而不能制定有效的薪酬契约(沈艺峰和李培功,2010)。党的十九大报告提出“培育具有全球竞争力的世界一流企业”“内部改革适应国际竞争要求,激励约束机制健全”是国务院国有资产监督管理委员会提出的世界一流企业具备的十三项要素之一。随着中国企业“走出去”的步伐不断加快,比如“一带一路”建设以及贸易摩擦的影响,公司一方面面临境外企业高管的国际化薪酬冲击,另一方面受外部行业与宏观的不确定性因素影响也在加大。那么,境外企业薪酬水平是否具有参照价值?如何透过跨国企业更高的外部不确定性识别出高管的努力?这些都对董事的薪酬制定能力提出了新的挑战。因此,提升董事的薪酬制定能力尤其是对外部不确定性因素的分析能力意义重大。结合本文的发现,在行业协会中任职有助于将公司业绩与行业经营环境、宏观经济形势等因素综合考虑。同时,增强薪酬制定过程的透明度,维护薪酬委员会的权威,由独立董事凭借其独立性、专业性对薪酬制定过程进行监督,以提高高管薪酬制定的有效性。

(2)引导高管基于自身努力程度来客观评价薪酬水平。以往及本文的研究显示,高管对薪酬的公平感知直接影响到薪酬契约的有效性,对高管行为、公司业绩、在职消费、主动离职、盈余管理等均有显著影响(吴联生等,2010;祁怀锦和邹燕,2014;徐细雄和谭瑾,2014;罗宏等,2016)。然而,这一方式带来的潜在的负面作用也不容忽视,对于努力程度不够的高管不应将其薪酬绝对值与同行业、同地区、董事联结企业进行对比,不应因参照企业经营绩效的提升而获得更高的薪酬。只有当高管形成基于其自身努力程度评价薪酬的观念后,董事在制定其薪酬时才能抛开这种因薪酬攀比造成不合理公平感知的束缚,约束薪酬契约参照的负面影响,最终更好地实现薪酬契约参照的正面作用。

(3)加强高管薪酬制定时参照企业的披露。虽然目前上市公司已强制披露高管的个人薪酬,但与西方国家近年来要求公司直接披露高管薪酬制定时参照的企业相比(Hayes and Schaefer,2008; Faulkender and Yang,2013),中国企业对于高管薪酬的制定依据大多没有明确说明。在高管薪酬的参照问题上,也只有模糊的表述,如“参照同行业或同地区企业的薪酬水平”,而没有具体到参照的是哪些企业以及选取参照企业的标准是什么,这就使得公司高管薪酬的制定过程存在一定的随意性。即使选取了不合理的参照企业,投资者也无法进行监督,而只能根据高管薪酬的绝对值进行猜测。这在一定程度上也使得高管薪酬的披露总会引起社会公众的广泛讨论,甚至负面猜测。因此,借鉴西方国家薪酬制度的经验,加强高管薪酬制定时对参照企业标准的披露,使得投资者对于高管薪酬的监督从薪酬绝对值过渡到薪酬制定过程。这一变革对于完善中国企业高管薪酬的制定将具有正面的现实意义。

[参考文献]

- [1]步丹璐,蔡春,叶建明.高管薪酬公平性问题研究——基于综合理论分析的量化方法思考[J].会计研究,2010,(5):39–46.
- [2]陈仕华,姜广省,卢昌崇.董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购双方之间信息不对称的研究视角[J].管理世界,2013,(12):117–132.
- [3]陈运森,谢德仁.网络位置、独立董事治理与投资效率[J].管理世界,2011,(7):113–127.
- [4]陈运森,谢德仁.董事网络、独立董事治理与高管激励[J].金融研究,2012,(2):168–182.
- [5]杜胜利,翟艳玲.总经理年度报酬决定因素的实证分析——以我国上市公司为例[J].管理世界,2005,(8):114–120.
- [6]段景辉,陈建宝.基于家庭收入分布的地区基尼系数的测算及其城乡分解[J].世界经济,2010,(1):100–122.
- [7]方福前,邢炜.经济波动、金融发展与工业企业技术进步模式的转变[J].经济研究,2017,(12):76–90.
- [8]古志辉.全球化情境中的儒家伦理与代理成本[J].管理世界,2015,(3):113–123.
- [9]韩洁,田高良,李留闯.连锁董事与社会责任报告披露:基于组织间模仿视角[J].管理科学,2015,(1):18–31.
- [10]胡亚权,周宏.高管薪酬、公司成长性水平与相对业绩评价——来自中国上市公司的经验证据[J].会计研究,2012,(5):22–28.
- [11]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):144–159.
- [12]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):58–67.
- [13]金智,徐慧,马永强.儒家文化与公司风险承担[J].世界经济,2017,(11):170–192.
- [14]黎文靖,胡玉明.国企内部薪酬差距激励了谁[J].经济研究,2012,(12):125–136.
- [15]李凤羽,史永东.经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].管理科学学报,2016,(6):157–170.
- [16]李培功,沈艺峰.经理薪酬、轰动报道与媒体的公司治理作用[J].管理科学学报,2013,(10):63–80.
- [17]李善民,黄灿,史欣向.信息优势对企业并购的影响——基于社会网络的视角[J].中国工业经济,2015,(11):141–155.
- [18]李维安,刘绪光,陈婧涵.经理才能、公司治理与契约参照点——中国上市公司高管薪酬决定因素的理论与实证分析[J].南开管理评论,2010,(2):4–15.
- [19]李延喜,包世泽,高锐,孔宪京.薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J].南开管理评论,2007,(6):55–61.
- [20]刘凤委,孙铮,李增泉.政府干预、行业竞争与薪酬契约——来自国有上市公司的经验证据[J].管理世界,2007,(9):76–84.
- [21]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):19–31.
- [22]罗进辉,向元高,林筱勋.本地独立董事监督了吗——基于国有企业高管薪酬视角的考察[J].会计研究,2018,(7):57–63.
- [23]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):26–32.
- [24]权小锋,吴世农,文芳.管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J].经济研究,2010,(11):73–87.
- [25]沈艺峰,李培功.政府限薪令与国有企业高管薪酬、业绩和运气关系的研究[J].中国工业经济,2010,(11):130–139.
- [26]万良勇,郑小玲.董事网络的结构洞特征与公司并购[J].会计研究,2014,(5):67–72.
- [27]韦倩.纳入公平偏好的经济学研究:理论与实证[J].经济研究,2010,(9):137–148.
- [28]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[J].管理世界,2010,(3):117–126.
- [29]徐淑一,陈平.收入、社会地位与幸福感——公平感知视角[J].管理科学学报,2017,(12):99–116.
- [30]徐细雄,谭瑾.高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果:基于行为经济学的理论解释与经验证据[J].南开管理评论,2014,(4):36–45.
- [31]薛爽.经济周期、行业景气度与亏损公司定价[J].管理世界,2008,(7):145–150.

- [32]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):114–129.
- [33]周宏,张巍. 中国上市公司经理人薪酬的比较效应——基于相对业绩评价的实证研究[J]. 会计研究, 2010,(7): 50–56.
- [34]Albuquerque, A. M., G. D. Franco, and R. S. Verdi. Peer Choice in CEO Compensation [J]. Journal of Financial Economics, 2013,108(1):160–181.
- [35]Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis. Measuring Economic Policy Uncertainty [J]. Quarterly Journal of Economics, 2016,131(4):1593–1636.
- [36]Bertrand, M., and S. Mullainathan. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are [J]. Quarterly Journal of Economics, 2001,116(3):901–932.
- [37]Bizjak, J., M. Lemmon, and T. Nguyen. Are all CEOs above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design[J]. Journal of Financial Economics, 2011,100(3):538–555.
- [38]Borgatti, S. P., and P. C. Foster. The Network Paradigm in Organizational Research: A Review and Typology[J]. Journal of Management, 2003,29(6):991–1013.
- [39]Boxiot, M., and J. Child. From Fiefs to Clans and Network Capitalism: Explaining China's Emerging Economic Order[J]. Administrative Science Quarterly, 1996,41(4):600–628.
- [40]Brown, P., and R. Ball. Some Preliminary Findings on the Association between the Earnings of a Firm, Its Industry, and the Economy[J]. Journal of Accounting Research, 1967,5(3):55–80.
- [41]Carpenter, M. A., and J. D. Westphal. The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making [J]. Academy of Management Journal, 2001,44(4):639–660.
- [42]Chen, D., S. Liang, and P. Zhu. Relative Performance Evaluation and Executive Compensation: Evidence from Chinese Listed Companies[J]. China Journal of Accounting Research, 2012,5(2):127–144.
- [43]Cyert, R. M., and J. G. March. A Behavioral Theory of the Firm[M]. New York: Prentice-Hall, 1963.
- [44]Davis, G. F. Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network[J]. Administrative Science Quarterly, 1991,36(4):583–613.
- [45]DiMaggio, P. J., and W. W. Powell. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields[J]. American Sociological Review, 1983,48(2):147–160.
- [46]DiPrete T. A., G. M. Eirich, and M. Pittinsky. Compensation Benchmarking, Leapfrogs, and the Surge in Executive Pay[J]. American Journal of Sociology, 2010,115(6):1671–1712.
- [47]Edmans, A., X. Gabaix, and A. Landier. A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium[J]. Review of Financial Studies, 2009,22(12):4881–4917.
- [48]Faulkender, M., and J. Yang. Inside the Black Box: The Role and Composition of Compensation Peer Groups[J]. Journal of Financial Economics, 2010,96(2):257–270.
- [49]Faulkender, M., and J. Yang. Is Disclosure an Effective Cleansing Mechanism? The Dynamics of Compensation Peer Benchmarking[J]. Review of Financial Studies, 2013,26(3):806–839.
- [50]Gabaix, X., and A. Landier. Why Has CEO Pay Increased so Much [J]. Quarterly Journal of Economics, 2008,123(1):49–100.
- [51]Haunschild, P. R. Interorganizational Imitation: The Impact of Interlocks on Corporate Acquisition Activity[J]. Administrative Science Quarterly, 1993,38(4):564–592.
- [52]Hayes, R. M., and S. Schaefer. CEO Pay and the Lake Wobegon Effect [J]. Journal of Financial Economics, 2008,94(2):280–290.
- [53]Jensen, M. C., and K. J. Murphy. Performance Pay and Top-management Incentives [J]. Journal of Political Economy, 1990,98(2):225–264.

- [54]Magee, R. P. Industry-Wide Commonalities in Earnings[J]. *Journal of Accounting Research*, 1974,12(2):270–287.
- [55]March, J. G., and J. Olsen. Ambiguity and Choice in Organizations[M]. Bergen: Universitets forlaget, 1976.
- [56]Murphy, K. J., and J. Zabojnik. CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends [J]. *American Economic Review*, 2004,94(2):192–196.
- [57]Ortiz-Molina, H. Executive Compensation and Capital Structure: The Effects of Convertible Debt and Straight Debt on CEO Pay[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2007,43(1):69–93.
- [58]Oyer, P. Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects [J]. *Journal of Finance*, 2004,59(4):1619–1649.
- [59]Palmer, D., P. D. Jennings, and X. Zhou. Late Adoption of the Multidivisional Form by Large U.S. Corporations: Institutional, Political and Economic Accounts [J]. *Administrative Science Quarterly*, 1993,38(1):100–131.
- [60]Smith, C. W., and R. L. Watts. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies[J]. *Journal of Financial Economics*, 1992,32(3):263–292.
- [61]Useem, M. *The Inner Circle*[M]. New York: Oxford University Press, 1984.
- [62]Uzzi, B. Embeddedness in the Making of Financial Capital: How Social Relations and Networks Benefit Firms Seeking Financing[J]. *American Sociological Review*, 1999,64(4):481–505.
- [63]Veen, K. V., and R. Wittek. Relational Signalling and the Rise of CEO Compensation [J]. *Long Range Planning*, 2016,49(4):477–490.

The Board Ties and the Reference Effect of Compensation Contract

——Theory Framework and Empirical Evidence in China

LIANG Shang-kun¹, LI Xuan-bo², CHEN Yue¹

(1. School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;
2. Guanghua School of Management, Peking University, Beijing 100871, China)

Abstract: The executive compensation contract is the core issue of corporate governance theory research, and its influencing factors and consequences are also deeply concerned by the practical realm. From the perspective of board ties, this paper studies the reference effect in the process of executive compensation formulation. The empirical results show that the board ties cause a significant reference effect in the formulation of executive compensation, which means that the compensation of executives is adjusted according to the compensation level of companies with board ties. Further research finds that the outside uncertainty of executive compensation and executives' fair perception on compensation are important mechanisms for the reference effect. Additional analysis shows that the director's appointment in the trade associations will ease the reference effect. Different types of board ties all cause the compensation reference effect. The larger the size of the companies with board ties, the stronger the reference effect. The number of companies with board ties also enhances the reference effect. The reference effect leads to lower pay for performance sensitivity. This paper enriches the research on the determinants of executive compensation contract, and provides a new perspective for the study of executive compensation interaction between companies. It also has practical inspiration for improving the company's compensation system.

Key Words: executive compensation contract; board ties; reference effect; uncertainty; fair perception

JEL Classification: G30 G21 D21

[责任编辑:覃毅]