

# 高管薪酬契约参照点效应及其对无效投资、财务绩效 的影响研究

## THE EFFECT OF EXECUTIVE COMPENSATION CONTRACT REFERENCE POINT AND ITS INFLUENCE ON INEFFECTIVE INVESTMENT AND FINANCIAL PERFORMANCE

江永浩

**Yonghao Jiang**

泰国正大管理学院中国研究生院

Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management, Thailand

Received: April 27, 2019 / Revised: August 2, 2019 / Accepted: August 10, 2019

---

### 摘要

高管薪酬契约对协调各方利益和缓解委托代理问题至关重要，依据公平偏好理论，经理人会通过比较他人能力、薪酬，判断自己是否被公平对待，从而对其行为造成影响。为探究高管薪酬对高管行为的影响，本研究选取上市公司 2012-2016 年的财务数据为样本，通过实证分析发现：薪酬不公平使高管产生嫉妒心理，这种不公平的心理暗示使其减少工作积极性或通过过度投资增加个人收益，因此高管薪酬契约参照点会增强无效投资，而无效投资强度越大，对企业绩效存在的负面影响越大。

**关键词：**薪酬契约参照点 投资过度 投资不足 财务绩效

### Abstract

The executive compensation contract is crucial to coordinating the interests of all parties as well as alleviating the principal-agent problem. According to the fair preference theory, managers will judge whether they are treated fairly or not by comparing their ability and salary, thus affecting their behavior. To explore the impact of executive compensation on executives' behavior, this study selected the financial data of listed companies from 2012 to 2016 as the sample. Through empirical analysis, it was found that unfair compensation makes executives feel jealous. This unreasonable

emotional suggestion reduced their work enthusiasm or increased personal income through over-investment, so the executive compensation contract reference point will enhance inefficient investments, the greater the intensity of inefficient investment, the worse the impact on corporate financial performance.

**Keywords:** Compensation Contract Reference Point, Excessive Investment, Insufficient Investment, Financial Performance

## 引言

以 2007 年全球金融危机为引爆点，企业高管的天价薪资受到各界人世的质疑，更是引起社会各界人生以及学者的高度关注。通过上市公司年报披露数据可知，从 2005 年至 2015 年高管平均薪酬增长了 284%。中国政府为通过众多法规管控高管过高的薪酬，但是仅靠限制最高薪酬并不能优化薪酬契约，反而会影响高管的行为决策，从而为薪酬契约带来负面影响。因此，究竟如何优化和管理高管薪酬契约，一直是众多学者研究的重点。

通过对相关研究的梳理，发现以往对薪酬契约的研究都相对局限在对绝对薪酬的研究，而忽视了高管薪酬参照基准对薪酬的影响，因此本研究试图将薪酬的参照点效应引入高管薪酬契约的设计中。为了更好的了解薪酬参照点效应，即薪酬参照点对高管行为选择的影响，本文选取投资行为为切入点。同时对高管薪酬与投资行为的关注，最终希望得到的结果都是提高企业的经济效应，因此，本文最终考察的是薪酬参照点效应、投资行为对企业财务绩效的影响。

## 研究意义与研究目的

本文研究的目的在于考察不同的高管薪酬契约参照点效应对高管投资的行为决策带来何种影响？高管薪酬契约参照点对无效投资以及企业财务绩效的影响如何？因此，本文以无效投资的高管行为的切入点，深刻剖析高管薪酬的不同参照点效应对高管无效投资行为的影响，进而验证薪酬契约参照点效应对无效投资以及企业财务绩效的影响，从而对薪酬契约的体系设计和企业薪酬体制改革提供借鉴和启示，以期实现企业最优的资源配置。

本研究具有较强的理论意义和实践意义。理论意义体现在：丰富了高管薪酬契约参照点效应对高管行为决策的影响。高管薪酬契约参照点即可能成为一种激励，也可能成为自利行为的诱因。因此研究高管薪酬契约参照点效应，能够更好的理解高管行为背后的动机，从而更好限制高管的自利行为。现实意义体现在：为高管薪酬契约的优化设计提供参考。研究高管薪酬参照点效应对高管投资行为的影响，可依据高管对薪酬的预期（薪酬参照点）调节薪酬水平，从而通过这种有效的激励措施约束高管的过度投资或投资不足行为决策。

## 文献综述与研究假设

### 高管薪酬契约参照点效应对企业财务绩效的影响

基于委托代理问题产生的股东与高管之间的利益冲突，一直通过薪酬契约进行调节。在现实中，每一位高管都是非完全理性且自利的，他们往往关注其他代理人的薪酬水平，据此判断自身权益的公平性。主张经理人追求经济公平和社会公平的学者认为，高管之间薪酬的扩增，会使高管产生嫉妒心理从而对行为决策和企业业绩产生影响 (Beaumont & Harris, 2003)。因此，在传统激励理论和经理人对公平的偏好的共同影响下，Zhu & She (2006)、Zhang (2007) 研究发现，高管薪酬的不公平使管理者产生嫉妒心理，为弥补其自身利益的损失，从而做出一些私利行为，从而降低企业业绩。因此，当高管发现外部同产权、同行业及规模相似企业高管薪酬高于自身薪酬时，或者当其他董事薪酬高于高管薪酬时，高管会感到不公平，由此产生嫉妒心理，这种心理会影响其工作积极性和工作态度，从而对企业绩效产生负面影响。根据以上分析提出本研究的假设 1：

假设 1a：高管薪酬契约外部参照点效应对企业财务绩效有负面影响。

假设 1b：高管薪酬契约内部参照点效应对企业财务绩效有负面影响。

### 高管薪酬契约参照点效应对无效投资的影响

1979 年，Kahneman & Tversky (1979) 首次提出参照点的概念，他们认为人们在进行决策时心理的参照标准（参照点）往往优先于其他因素，人们通过对比心理预期与实际损益的差异，进行最终决策。薪酬契约参照点的界定分为两个方面：外部参照点 (Brookman & Thistle, 2013; Li, Liu & Chen, 2010) 和内部参照点 (Chen, Li & Gao, 2013)。一方面，过度投资为管理者提供更多增加个人收益的机会 (Scharfstein & Stein, 2000)。首先，管理者可以通过购置大量固定资产，提高企业规模，由于企业规模与高管薪酬存在正向效应，高管能利用大规模投资短期内快速提升个人薪酬 (Conyon & Murphy, 2000)。另外，不断投入新项目意味着高管可利用这些资源提高私有收益，如在职消费等 (Arikan & Stulz, 2016)。另一方面，投资不足是管理者消极怠工的一种体现。经理人并非完全理性的，当期发现薪酬低于行业均值或公司其他董事时，会产生嫉妒心理，这种不公平的心理暗示使其减少工作积极性，这种偷懒、消极工作的状态，会引起投资不足现象 (Bertrand & Mullainathan, 2006)。根据以上分析，嫉妒心理和不满情绪的暴增会使高管做出不利于企业发展，但有利于自身利益的投机行为。由此提出本研究的假设 2：

假设 2a：当高管薪酬水平低于同行业、同产权及规模相近企业高管薪酬时，无效投资将显著增加。

假设 2b：当高管薪酬水平低于公司内其他董事薪酬时，无效投资将显著增加。

### 无效投资对高管薪酬契约参照点与财务绩效的中介效应

管理者在进行决策时，由于外界环境的复杂性，无法对各个方面都进行全面认识，因此高管的认知和价值观等心理因素会对其行为选择造成影响。经理人的经济偏好和社会偏好，往往通过比较他人能力、薪酬，判断自身投入和产出是否被公平对待。如果高管发现能力和职位相似的高管薪酬高于自身，便会产生不公平和妒忌心理，从而接纳现金净流量小于零的项目，通过利用更多的资源来为自身私利谋求更多的机遇。另一方面，当高管发现薪酬水平低于其他同类管理者，会产生不满情绪。在这种消极情绪的影响下，高管会体现偷懒、消极工作的状态，因此高管为求安逸和心理上的平衡会避免一切风险，从而放弃现金流量净值大于零的项目。这样会造成企业资源的闲置，从而影响企业财务绩效的提升。根据以上分析，无效投资是高管薪酬契约参照点效应对企业财务绩效影响的中介变量，即提出本研究的假设 3。

假设 3a：无效投资对高管薪酬契约外部参照点效应与财务绩效的相关性起中介作用。

假设 3b：无效投资对高管薪酬契约内部参照点效应与财务绩效的相关性起中介作用。

## 研究设计

### 样本选取与数据来源

本研究以我国 A 股上市公司 2012-2016 年的财务数据为样本，首先对样本进行以下筛选工作：（1）剔除金融保险业类上市公司；（2）剔除 \*ST、ST、PT 上市公司的样本；（3）剔除未披露或披露高管薪酬为零的公司。最终得到的样本数量为 7996 个。

### 中介效应的检验方法

为了检验无效投资对高管薪酬契约参照点效应与企业财务绩效的中介效应，本研究参考 Baron & Kenny (1986) 的逐步检验法。其具体的检验步骤如下所示：第一步，验证高管薪酬契约参照点对财务绩效的影响。第二步：验证高管薪酬契约参照点效应对无效投资的影响。第三步：验证高管薪酬契约参照点、无效投资对财务绩效的影响。

### 变量设计

#### 被解释变量

本研究的财务绩效参考 Feng & Wang (2001)、Du & Huang (2010) 的研究，从企业盈利能力、偿债能力、成长能力和营运能力四个方面全面考察企业财务绩效，用主成分分析法计算企业财务绩效的综合指标 (FP)。盈利能力选取资产报酬率、总资产净利润率、流动资产净利润率；发展能力选取总资产增长率、净利润增长率、营业利润增长率；偿债能力选取流动比率、现金比率、权益对负债比率；营运能力选取流动资产周转率、总资产周转率、股东权益周转率。

### 解释变量

本研究的解释变量为薪酬契约参照点，从两个方面考察薪酬契约参照点，包括外部参照点、内部参照点。外部参照点 (PPE) 参考 Brookman & Thistle (2013) 和 Li, Liu & Chen (2010) 的做法，用倾向得分匹配 (PSM) 将同行业、同产权及相似规模的企业进行匹配，连续的外部参照点变量  $PPE_1$  与虚拟变量  $PPE_2$  的计算方法见表 2。内部参照点 (WD) 参考 Chen, Li & Gao (2013) 的研究，以企业内董事薪酬水平作为薪酬的内部参照点。连续变量  $WD_1$  与虚拟变量  $WD_2$  的计算方法见表 2。

### 中介变量

本研究的被解释变量为无效投资 (INV)，本研究参考 Richardson (2006) 首次提出了投资效率的计算模型计算无效投资。其投资模型如下模型（1）所示，指标计算过程见表 1。

$$INV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GROW_{i,t-1} + \alpha_2 LEV_{i,t-1} + \alpha_3 CASH_{i,t-1} + \alpha_4 AGE_{i,t-1} + \alpha_5 SIZE_{i,t-1} + \alpha_6 RET_{i,t-1} + \alpha_7 INV_{i,t-1} + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon \quad (1)$$

**表 1** 模型 1 各变量定义

变量说明	变量	变量含义
新增投资总额	$INV_{i,t}$	$t$ 年投资活动产生的现金流量净额的相反数-固定资产折旧、无形资产摊销和长期待摊费用) /期初总资产
企业成长性	$GROW_{i,t-1}$	营业收入增长率；(营业收入增长额/上年营业收入总额)×100%
资产负债率	$LEV_{i,t-1}$	年度平均负债总额/年度平均资产总额
现金持有量	$CASH_{i,t-1}$	现金及现金等价物期末余额/期末总资产
上市年限	$AGE_{i,t-1}$	公司上市年数的自然对数
公司规模	$SIZE_{i,t-1}$	总资产自然对数
每股收益	$RET_{i,t-1}$	企业股票的每股收益；净利润/股东权益
上年度投资总额	$INV_{i,t-1}$	$t-1$ 年投资活动产生的现金流量净额的相反数-固定资产折旧、无形资产摊销和长期待摊费用) /期初总资产

### 控制变量

为排除其他变量对企业绩效与投资效率的影响，选取企业规模、偿债能力、上市年限、产权性质、经营状况、自由现金流、股权集中度、两职合一、监事会规模、独立董事比例、高管团队规模，高管团队持股等为控制变量。

表 2 研究变量说明

变量类型	说明		变量	变量含义
被解释变量	财务绩效		FP	运用主成分分析法对企业盈利能力、运营能力、偿债能力和发展能力进行综合计算
解释变量	薪酬参照点 连续变量	外部参照点	PPE <sub>t</sub>	t-1 年同行业、同产权、规模相近公司高管平均薪酬自然对数与高管平均薪酬自然对数的差额
		内部参照点	WD <sub>t</sub>	t-1 年董事薪酬均值自然对数与高管薪酬均值自然对数的差额
	薪酬参照点 虚拟变量	外部参照点	PPE <sub>2</sub>	t-1 年的高管薪酬低于同行业、同产权、规模相近公司高管薪酬的中值，则取值为 1，否则为 0
		内部参照点	WD <sub>2</sub>	若 t-1 年公司高管平均薪酬小于公司董事平均薪酬，取值为 1，否则为 0
中介变量	无效投资		INV	模型 1 回归残值的绝对值
控制变量	企业规模		SIZE	总资产自然对数
	财务杠杆		LEV	年度平均负债总额/年度平均资产总额
	上市年限		AGE	公司上市时间的自然对数
	产权性质		STATE	最终控制人为国有企业取值为 1，否则为 0
	总资产收益率		ROA	总资产净利润率；净利润 / 总资产平均余额
	股权集中度		TOP	本年第一大股东持股比例
	两职合一		DUAL	CEO 是否兼任董事长，是则取 1，否则取 0
	独立董事比例		INDEP	独立董事人数与董事会总人数的比值
	自由现金流		FCF	扣减维持性投资（折旧、摊销）后的经营活动现金流量减期望投资水平
	监事会规模		MONI	监事会成员人数
	高管团队规模		TSIZE	高管团队人数的自然对数
	高管团队持股		MOR	高管持股取值 1，否则为 0

### 模型构建

由于本研究所用的面板数据在进行回归分析时，研究结果的方向与效应大小基本相同，即各独立研究的结果趋于一致，一致性检验差异无显著性，因此本研究使用固定效应模型进行回归分析。另外，本研究的主要模型设计如下：

模型（2）：高管薪酬契约外部参照点效应与财务绩效的验证模型

$$FP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PPE_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 AGE_{i,t} + \alpha_4 STATE_{i,t} + \alpha_5 LOSS_{i,t} + \alpha_6 TOP_{i,t} + \alpha_7 DUAL_{i,t} + \alpha_8 INDEP_{i,t} + \alpha_9 TSIZE_{i,t} + \alpha_{10} MOR_{i,t} + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon$$

模型（3）：高管薪酬契约内部参照点效应与财务绩效的验证模型

$$FP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 WD_{i,t-1} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 AGE_{i,t} + \alpha_4 STATE_{i,t} + \alpha_5 LOSS_{i,t} + \alpha_6 TOP_{i,t} + \alpha_7 DUAL_{i,t} + \alpha_8 INDEP_{i,t} + \alpha_9 TSIZE_{i,t} + \alpha_{10} MOR_{i,t} + \sum YEAR + \sum INDU + \varepsilon$$

模型（4）：高管薪酬契约外部参照点效应与无效投资的验证模型

$$\text{INV}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PPE}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_4 \text{STATE}_{i,t} + \alpha_5 \text{AGE}_{i,t} + \alpha_6 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_7 \text{FCF}_{i,t} + \alpha_8 \text{MONI}_{i,t} + \alpha_9 \text{INDEP}_{i,t} + \alpha_{10} \text{TSIZE}_{i,t} + \alpha_{11} \text{MOR}_{i,t} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{INDU} + \varepsilon$$

模型（5）：高管薪酬契约内部参照点效应与无效投资的验证模型

$$\text{INV}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{WD}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_3 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_4 \text{STATE}_{i,t} + \alpha_5 \text{AGE}_{i,t} + \alpha_6 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_7 \text{FCF}_{i,t} + \alpha_8 \text{MONI}_{i,t} + \alpha_9 \text{INDEP}_{i,t} + \alpha_{10} \text{TSIZE}_{i,t} + \alpha_{11} \text{MOR}_{i,t} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{INDU} + \varepsilon$$

模型（6）：无效投资对薪酬契约外部参照点与财务绩效的中介效应

$$\text{FP}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{PPE}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{INV}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{AGE}_{i,t} + \alpha_5 \text{STATE}_{i,t} + \alpha_6 \text{LOSS}_{i,t} + \alpha_7 \text{TOP}_{i,t} + \alpha_8 \text{DUAL}_{i,t} + \alpha_9 \text{INDEP}_{i,t} + \alpha_{10} \text{TSIZE}_{i,t} + \alpha_{11} \text{MOR}_{i,t} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{INDU} + \varepsilon$$

模型（7）：无效投资对薪酬契约内部参照点与财务绩效的中介效应

$$\text{FP}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{WD}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{INV}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{AGE}_{i,t} + \alpha_5 \text{STATE}_{i,t} + \alpha_6 \text{LOSS}_{i,t} + \alpha_7 \text{TOP}_{i,t} + \alpha_8 \text{DUAL}_{i,t} + \alpha_9 \text{INDEP}_{i,t} + \alpha_{10} \text{TSIZE}_{i,t} + \alpha_{11} \text{MOR}_{i,t} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{INDU} + \varepsilon$$

## 实证分析结果

### 描述性统计

本研究选取我国 A 股上市公司 2012 年到 2016 年的相关数据为样本，各变量进行总体描述性统计分析如下表 3 所示。企业财务绩效 (FP) 的最大值为 47.3228，最小值为 -25.6856，且其方差为 1.6361，可见不同样本之间企业财务绩效存在较大的差异。另外，投资不足中无效投资强度的最大值为 0.8079，远远高于过度投资中最大强度 0.5402，可见投资不足现象程度更严重。两种薪酬契约参照点中，外部参照点最为显著。

表 3 变量描述性统计分析

变量	样本量	最小值	最大值	均值	中值	标准差
FP	7996	-25.6856	47.3228	1.5806	1.3017	1.6361
INV	7996	0.0014	1.0157	0.1498	0.1055	0.1627
Over_INV	3473	0.0001	0.5402	0.1314	0.0966	0.1198
Under_INV	4516	-0.8079	-0.0001	-0.1561	-0.1113	0.1581
PPE <sub>1</sub>	7996	-0.2707	2.2414	0.8037	0.7439	0.4734
PPE <sub>2</sub>	7996	0.0000	1.0000	0.2900	0.0000	0.4550
WD <sub>1</sub>	7996	-1.5872	1.3380	-0.0447	0.0273	0.5061
WD <sub>2</sub>	7996	0.0000	1.0000	0.5400	1.0000	0.4990
TOP	7996	8.5050	75.4198	35.9559	34.0463	15.4423
STATE	7996	0.0000	1.0000	0.1700	0.0000	0.3790
DUAL	7996	1.0000	2.0000	1.8000	2.0000	0.4000

表 3 变量描述性统计分析 (继续)

变量	样本量	最小值	最大值	均值	中值	标准差
INDEP	7996	0.3000	0.5714	0.3688	0.3333	0.0522
SIZE	7996	19.2368	25.6826	21.9084	21.7518	1.2723
LEV	7996	0.0505	1.0637	0.4813	0.4887	0.2203
AGE	7996	1.0000	20.000	9.8800	10.0000	5.5450
ROA	7996	-0.1763	0.2342	0.0426	0.0371	0.0585
FCF	7996	15.8514	23.5387	19.8173	19.7995	1.4018
MONI	7996	3.0000	8.0000	3.8000	3.0000	1.1740
TSIZE	7996	0.0000	3.8067	1.8091	1.7917	0.3713
MOR	7996	0.0000	1.0000	0.7231	1.0000	0.4475

### 相关性分析

表 4 显示了模型中各变量的相关性分析结果，可见本研究的三个假设得到初步验证。而表 5 是三个假设各变量的 VIF 共线性检验，可见各主要变量之间不存在严重的多重共线性关系。

表 4 各变量的 Pearson 相关系数

	FP	INV	PPE	WD	SIZE	LEV	STATE	AGE	ROA	FCF	MONI	INDEP
FP	1.00											
INV	-0.06***	1.00										
PPE	0.04 ***	0.10***	1.00									
WD	0.01 *	0.02**	0.12**	1.00								
SIZE	-0.19***	-0.15***	0.02**	0.01	1.00							
EV	-0.11***	0.23***	0.11***	-0.01	0.03***	1.00						
STATE	0.06***	0.06***	0.07***	-0.08***	-0.00	0.11***	1.0000					
AGE	0.15 ***	0.14***	0.06***	-0.07***	0.01	0.39***	0.11***	1.0000				
ROA	0.03 ***	-0.06***	-0.16***	0.08***	-0.09***	-0.38***	-0.03***	-0.13***	1.0000			
FCF	-0.16***	-0.14***	-0.22***	-0.01	-0.01*	0.07***	0.14***	0.04***	0.24***	1.00		
MONI	0.01	0.02	0.06***	-0.05***	0.01	0.16***	0.16***	0.18***	-0.02*	0.17**	1.00	
INDEP	0.01	0.01	-0.01*	-0.05***	0.01	-0.01	-0.01*	-0.05***	-0.02*	0.04**	-0.08**	1.00

注： \* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

表 5 VIF 共线性检验

变量	PanelA FP	PanelB INV	PanelC FP
INV	-	-	1.01
PPE <sub>1</sub>	2.79	2.59	2.59
PPE <sub>2</sub>	2.62	2.41	2.41
WD <sub>1</sub>	2.30	2.05	2.06
WD <sub>2</sub>	2.20	1.96	1.97
SIZE	1.44	3.30	1.45
LEV	-	1.12	-
AGE	1.15	1.11	1.14
STATE	1.11	1.09	1.10
LOSS	1.04	-	1.04
TOP	1.21	-	1.22
DUAL	1.10	-	1.10
INDEP	1.02	1.02	1.02
ROA	-	1.05	-
FCF	-	3.26	-
MONI	-	1.13	-
TSIZE	1.20	1.21	1.20
MOR	1.08	1.04	1.08
Mean VIF	1.53	1.84	1.46

### 回归分析

从表 6 可以看出：模型（2）的 F 值分别为 23.89 和 23.76，P 值均为 0.00，模型（3）的 F 值分别为 23.4 和 23.54，P 值均为 0.00，模型的调整判定系数均为 0.07，因此模型（2）和模型（3）通过了显著性检验。同时，PPE<sub>1</sub> 与 PPE<sub>2</sub> 在 1% 水平上与财务绩效 (FP) 显著负相关。因此本研究的假设 1a 得到验证。关于 WD<sub>1</sub> 与 WD<sub>2</sub> 在 1% 水平上与财务绩效 (FP) 显著负相关。因此本研究的假设 1b 得到验证。模型（4）和模型（5）是假设 2 的验证结果，模型的调整判定系数为 0.28、0.27。同时，模型（4）的 F 值分别为 109.38 和 109.59，P 值均为 0.00；模型（5）的 F 值分别为 108.45 和 108.25，P 值均为 0.00，因此模型（4）和模型（5）通过了显著性检验。同时，PPE<sub>1</sub> 与 PPE<sub>2</sub> 在 1% 水平上与无效投资 (INV) 显著正相关。由此可见，本研究的假设 2a 得到验证。关于 WD<sub>1</sub> 在 5% 水平上与无效投资显著正相关。同时 WD<sub>2</sub> 在 10% 水平上与无效投资 (INV) 显著正相关。由此可见，本研究的假设 2b 得到验证。

表 6 模型 (2) - 模型 (5) 回归结果

模型	模型 (2) FP		模型 (3) FP		模型 (4) INV		模型 (5) INV	
	Panel_A PPE <sub>1</sub>	Panel_B PPE <sub>2</sub>	Panel_A WD <sub>1</sub>	Panel_B WD <sub>2</sub>	Panel_A PPE <sub>1</sub>	Panel_B PPE <sub>2</sub>	Panel_A WD <sub>1</sub>	Panel_B WD <sub>2</sub>
PPE	-0.16 *** (-3.72)	-0.14 *** (-3.27)	-	-	0.02 *** (4.89)	0.02 *** (5.31)	-	-
WD	-	-	-0.07 ** (-1.96)	-0.08 ** (-2.27)	-	-	0.01 ** (2.25)	0.01 * (1.00)
SIZE	-0.12 *** (-7.16)	-0.12 *** (-6.96)	-0.11 *** (-6.59)	-0.11 *** (-6.64)	-0.03 *** (-9.98)	-0.03 *** (-10.01)	-0.03 *** (-10.14)	-0.03 *** (-10.10)
LEV	-	-	-	-	0.27 *** (28.00)	0.27 *** (27.92)	0.28 *** (28.14)	0.28 *** (28.19)
STATE	0.19 *** (3.93)	0.19 *** (3.81)	0.18 *** (3.49)	0.18 *** (3.49)	0.02 *** (3.53)	0.02 *** (3.66)	0.02 *** (4.12)	0.02 *** (4.03)
AGE	-0.02 *** (-4.68)	-0.02 (-4.75)	-0.02 *** (-4.99)	-0.02 (-5.00)	0.01 *** (9.50)	0.01 *** (9.54)	0.01 *** (9.62)	0.01 *** (9.51)
LOSS	-0.41 *** (-6.52)	-0.42 *** (-6.66)	-0.44 *** (-6.98)	-0.44 *** (-7.00)	-	-	-	-
TOP	0.01 *** (5.69)	0.01 *** (5.60)	0.01 *** (5.44)	0.01 *** (5.46)	-	-	-	-
DUAL	-0.14 *** (-2.96)	-0.14 *** (-3.05)	-0.15 *** (-3.18)	-0.14 *** (-3.07)	-	-	-	-
ROA	-	-	-	-	0.29 *** (9.70)	0.29 *** (9.55)	0.27 *** (8.78)	0.27 *** (8.93)
FCF	-	-	-	-	-0.01 (-1.45)	-0.01 (-1.53)	-0.01 * (-1.81)	-0.01 * (-1.85)
MONI	-	-	-	-	-0.01 ** (-2.16)	-0.01 ** (-2.13)	-0.01 * (-1.88)	-0.01 ** (-1.96)
INDEP	-0.47 (-1.38)	-0.47 (-1.38)	-0.53 (-1.55)	-0.53 (-1.54)	0.12 *** (3.96)	0.12 *** (3.95)	0.13 *** (4.13)	0.12 *** (4.03)
TSIZE	-0.18 *** (-3.27)	-0.17 *** (-3.11)	-0.16 *** (-2.88)	-0.15 *** (-2.86)	-0.01 *** (-3.02)	-0.02 *** (-3.17)	-0.02 *** (-3.65)	-0.02 *** (-3.72)
MOR	0.19 *** (4.54)	0.19 *** (4.57)	0.20 *** (4.76)	0.20 *** (4.77)	-0.01 *** (-3.27)	-0.01 *** (-3.30)	-0.01 *** (-3.55)	-0.01 *** (-3.46)
CONS	4.82 *** (13.01)	4.63 *** (12.85)	4.43 *** (12.50)	4.47 *** (12.59)	0.59 *** (17.79)	0.60 *** (18.85)	0.63 *** (20.24)	0.63 *** (20.16)
YEAR	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
INDU	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj_R <sup>2</sup>	0.07	0.07	0.07	0.07	0.28	0.28	0.27	0.27
F	23.89 ***	23.76 ***	23.49 ***	23.54 ***	109.38 ***	109.59 ***	108.45 ***	108.25 ***
N	7996	7996	7996	7996	7996	7996	7996	7996

注: \* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001, 括号内为 T 值。

通过表 7 的分析, 可以看出, 模型 (6) 和模型 (7) 的调整判定系数均为 0.07。同时, 模型 (6) 的 F 统计量分别为 22.97 和 23.01, P 值均为 0.00, 因此模型 (6) 通过了显著性检验。同时, 模型 (7) 的 F 统计量分别为 22.68 和 22.80, P 值均为 0.00, 因此模型 (7) 通过了显著性检验。同时高管薪酬外部参照点 PPE 在 1% 水平上显著为负, 高管薪酬内部参照点 WD

在 5% 水平上显著为负，且 INV 在 1% 水平上显著为负。根据中介效应的检验模型，本研究的假设 1 验证了高管薪酬契约参照点对财务绩效的影响，即为中介效应的第一步通过检验。然后，假设 2 验证了高管薪酬契约参照点对无效投资的影响，即为中介效应的第二步通过检验。因此设计模型（6）和模型（7）以验证中介检验的第三步，即高管薪酬契约参照点效应和无效投资对财务绩效的影响。由以上分析结果可见，模型（6）与模型（7）均显著，即假设 3 得到验证。

表 7 模型（6）- 模型（7）回归结果

模型	模型(6)		模型(7)	
	Panel_A PPE <sub>1</sub>	Panel_B PPE <sub>2</sub>	Panel_A WD <sub>1</sub>	Panel_B WD <sub>2</sub>
PPE	-0.13 *** (-3.14)	-0.14 *** (-3.33)	-	-
WD	-	-	-0.05 * (-1.60)	-0.08 ** (-2.35)
INV	-0.03 *** (-3.16)	-0.03 *** (-3.11)	-0.03 *** (-3.02)	-0.03 *** (-3.03)
SIZE	-0.12 *** (-6.90)	-0.11 *** (-6.81)	-0.11 *** (-6.45)	-0.11 *** (-6.49)
AGE	-0.02 *** (-4.83)	-0.02 *** (-4.87)	-0.02 *** (-5.07)	-0.02 *** (-5.13)
STATE	0.18 *** (3.77)	0.18 *** (3.70)	0.17 *** (3.41)	0.17 *** (3.37)
LOSS	-0.41 *** (-6.49)	-0.41 *** (-6.56)	-0.43 *** (-6.87)	-0.43 *** (-6.92)
TOP	0.01 *** (5.45)	0.01 *** (5.38)	0.01 *** (5.24)	0.01 *** (5.23)
DUAL	-0.14 *** (-3.06)	-0.14 *** (-3.10)	-0.15 *** (-3.24)	-0.14 *** (-3.12)
INDEP	-0.45 (-1.36)	-0.45 (-1.36)	-0.49 (-1.50)	-0.50 (-1.52)
TSIZE	-0.17 *** (-3.24)	-0.17 *** (-3.16)	-0.15 *** (-2.89)	-0.15 *** (-2.88)
MOR	0.19 *** (4.51)	0.19 *** (4.51)	0.19 *** (4.68)	0.19 *** (4.72)
CONS	4.63 *** (12.85)	4.52 *** (12.87)	4.31 *** (12.49)	4.36 *** (12.61)
YEAR	控制	控制	控制	控制
INDU	控制	控制	控制	控制
Adj_R <sup>2</sup>	0.07	0.07	0.07	0.07
F	22.97 ***	23.01 ***	22.68 ***	22.80 ***
N	7996	7996	7996	7996

注： \* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001, 括号内为 T 值。

## 稳健性检验

为了检验本论文研究结论的稳定性与可靠性，将企业财务绩效的综合值替换为以市场为基础的公司绩效指标——托宾 Q 值，分别对三个研究假设进行回归，发现其回归结果与以上结果基本一致，即进一步检验了本研究假设的可靠性，由于字数限制对回归结果不进行详细赘述。

## 研究结论与政策建议

### 研究结论

第一，高管薪酬契约参照点效应会企业财务绩效产生负面影响。

在传统激励理论和经理人公平偏好的共同影响下，高管薪酬的不公平使高管产生嫉妒心理，为弥补其自身利益的损失，做出一些私利行为，从而降低企业业绩。具体来说当高管通过薪酬对比感到不公平，嫉妒心理影响其工作积极性和工作态度，从而对企业绩效产生负面影响。因此，高管薪酬契约的外部和内部参照点均对企业绩效带来消极影响。

第二，高管薪酬契约参照点效应会增强无效投资强度。

当高管薪酬水平低于同行业、同产权及规模相近企业高管薪酬与同公司董事薪酬时，高管为弥补自身薪酬损失，不断投入新项目，通过控制这些资源提高私有收益，会产生投资过度现象。另外，薪酬不公平使高管产生嫉妒心理，这种不公平的心理暗示使其减少工作积极性，更期望以一种安逸的状态工作。这种偷懒、消极工作的状态，会引起投资不足现象。

第三，无效投资对高管薪酬契约参照点与财务绩效相关性存在中介效应。

高管发现能力和职位相似的高管薪酬高于自身时，为控制更多资源弥补自身损失，从而接纳现金净流量小于零的项目，损害企业价值。另一方面，当高管发现薪酬水平低于其他管理者，不公平感使其产生惰性放弃现金流量净值大于零的项目，造成企业资源的闲置，从而影响企业财务绩效的提升。因此，无效投资对高管薪酬契约参照点效应与财务绩效的相关性起中介作用。

### 政策建议

第一，高管薪酬契约的设计需考虑高管对公平的心理预期，设定合理的薪酬参考标杆。

高管是具备经济偏好和社会偏好的，不仅希望得到高额薪酬，更喜欢对比其他管理者的薪酬水平。当高管比较发现其薪酬低于同行业、同岗位管理者薪酬时，高管会觉得自身付出与收益不平衡，产生不公平感。这种不公平感会使管理者产生消极情绪，对工作效率的影响。因此，为使薪酬激励效用达到最大化，在设计薪酬契约时需考虑外部、内部薪酬契约参照点。

第二，从薪酬相关公平为出发点，兼顾效率与公平，通过效率投资提升企业绩效。

依据理性经理人对经济公平、社会公平的偏好，高管发现能力和职位相似的高管薪酬高于自身，会产生不公平和妒忌心理，从而接纳现金净流量小于零的项目，以控制更多资源

来为自身私利谋求更多的机遇。不论是投资过度还是投资不足，均偏离最佳投资额度，造成资源的浪费，影响财务绩效。因而，企业应当以高管薪酬契约参照点出发，考虑高管薪酬与外部和内部董事薪酬差异，减少薪酬不公平产生的消极情绪，减少无效投资的发生，从而提升企业绩效。

## References

- Arikan, A. M. & Stulz, R. M. (2016). Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *The Journal of Finance*, 71(1), 139-194.
- Baron, R. M. & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Beaumont, P. B. & Harris, R. I. (2003). Internal wage structures and organizational performance. *British Journal of Industrial Relations*, 41(1), 53-70.
- Bertrand, M. & Mullainathan, S. (2006). Do CEOs set their own pay? The ones without principals do. *SSRN Electronic Journal*, 431(116), 119-129.
- Brookman, J. T. & Thistle, P. D. (2013). Managerial compensation: Luck, skill or labor markets? *Journal of Corporate Finance*, 21(1), 252-268.
- Chen, J. H., Li, W. A. & Gao, Y. (2013). Determinants of executive compensation in China: evidence based on behavioral approaches. *International conference on corporate governance* (pp. 71-72). Tianjin: Nankai University.
- Conyon, M. J. & Murphy, K. J. (2000). The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), 640-671.
- Du, L. D. & Huang, Y. D. (2010). Performance Evaluation of Listed Companies Based on Factor Analysis——Taking Listed Companies in Luzhong as an Example. *Friends of Accounting*, 8(23), 27-30.
- Feng, G. F. & Wang, H. F. (2001). Multi-angle comprehensive evaluation and empirical analysis of listed company performance. *China Industrial Economy*, 12(5), 23-29.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). On the interpretation of intuitive probability: a reply to jonathan cohen. *Cognition*, 7(4), 409-411.
- Li, W. A., Liu, X. G. & Chen, J. H. (2010). Manager talent, corporate governance and contract reference point: theoretical and empirical analysis of executive compensation determinants of Chinese listed companies. *Nankai management review*, 13(2), 4-15.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, 11(23), 159-189.
- Scharfstein, D. S. & Stein, J. C. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564.

- Zhang, Z. T. (2007). Top management team collaboration needs, salary gap and enterprise performance: perspectives from competition theory. *Nankai management review*, 10(2), 4-11.
- Zhu, Q. M. & She, H. Z. (2006). Research on executive team salary equity of listed companies. *Journal of Guangdong University of Finance and Economics*, 87(4), 19-24.



**Name and Surname:** Yonghao Jiang  
**Highest Education:** Doctoral Candidate  
**University or Agency:** Panyapiwat Institute of Management  
**Field of Expertise:** Corporate Governance