

# 契约参照点、高管薪酬激励 与超额在职消费<sup>\*</sup>

杨 蓉

**摘 要:**基于契约参照点理论,以中国 A 股上市公司 2009—2014 年的数据为样本,探究契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费三者之间的关系,其研究发现:契约参照点与超额在职消费之间具有正向关系;高管薪酬激励有利于降低超额在职消费,对契约参照点与超额在职消费之间的关系具有负向调节作用,且存在产权和经理人市场化程度方面的差异。研究还发现:与“八项规定”政策实施前相比,该政策实施后国有控股上市公司高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系具有负向调节作用,说明这一政策得到了有效落实。上述结论对如何进行高管薪酬契约设计以及解决高管超额在职消费问题提供了相应的证据支持与参考。

**关键词:**契约参照点;高管薪酬激励;超额在职消费;“八项规定”政策

**DOI:** 10.16382/j.cnki.1000-5579.2018.03.011

## 一 引 言

在职消费长期以来受到国内外学术界和实务界的广泛关注。在职消费主要包括正常和异常两个部分(Cai et al., 2011),两者相互交织在一起,其中正常在职消费是公司正常经营的需要,具有一定的合理性;而异常在职消费既可以为正,也可以为负,其中超额在职消费是超出在职消费合理部分的正向支出,通常是私有收益的攫取和代理成本增加的体现(耿云江、王明晓,2016)。正常的在职消费对公司的绩效具有激励作用,而超额在职消费则会增加公司的代理成本,降低公司的绩效。已有研究发现,国内外很多公司的在职消费水平已远超合理水平并随着货币薪酬的增长而快速增长,已高达货币薪酬的数倍之多(Luo et al., 2011),部分公司甚至出现超额在职消费的奢靡现象<sup>①</sup>。为了规范包括国有企业管理层超额在职消费在内的行为,2012 年中共中央审议通过了《关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定》,但仍有部分国有企业违规进行超额在职消费。2015 年和 2016 年国家审计署连续发布的中央部门预算执行情况的审计结果显示,被审计单位仍然存在违规和违纪行为,包括购买高档酒、建楼堂馆所、超标标准举办会议等,其中 2015 年有 10 户企业所属的 70 家单位发生超额在职消费高达 11.16 亿元。<sup>②</sup>

那么,为何超额在职消费难以得到有效抑制呢?学者们研究发现,公司在制定高管薪酬契约过程中受到契约参照点的影响(Bizjak et al., 2008; Albuquerque et al., 2013)。契约参照点理论强调,契约参照点是缔约双方权利感受状况的参照标准(Hart & Moore, 2008; Fehr et al., 2009, 2011)。契约参照点理论已被引入到高管薪酬研究当中,并作为高管薪酬契约制定中十分重要的因素。根据契约参照点理

【作者简介】杨蓉,经济学博士,华东师范大学经济与管理学部教授,博士生导师(上海,200241)。

【基金项目】国家自然科学基金项目“大学治理、财务管理和价值增值的关系研究”(项目编号:71573090);国家社科基金项目“规范垄断行业企业高管薪酬问题研究”(项目编号:09BJY031)。

\* 本文是作者持续 10 年关于高管薪酬问题研究的成果之一。

① 2011 年媒体公开报道了中石油为高管配备百万元级豪华越野车、中石化广东分公司“天价茅台酒”事件以及国家电力总公司高管的奢华套房消费等。

② 选自国家审计署 2016 年第 5 号公告《中央部门单位 2015 年度预算执行等情况审计结果》中披露的内容。

论的观点,契约参照点是高管判定自身利益得失的参考,如果高管发现自身的收益低于参照基准,就会产生一种心理上的不平衡,进而会寻求一定的补偿机制、替代机制或产生报复行为,以满足其心理上的平衡,其中替代机制是用在职消费来替代货币薪酬激励的不足(Hart & Moore, 2008)。在职消费作为薪酬替代机制的一种主要形式,已经引起越来越多学者的关注。

然而,当前有关薪酬契约参照点理论的研究主要集中在外部参照点领域,比如以同行业、同地区或规模相近的公司作为薪酬参照的标杆(Albuquerque et al., 2013;徐细雄、谭瑾,2014),这些研究成果证明了高管薪酬契约外部参照点效应的存在。但是,薪酬契约参照点除了外部参照点以外还存在哪些参照点,目前学术界尚没有统一的观点,有待进一步研究。此外,以往的研究以关注在职消费总量为主,虽然在在职消费总量中大部分属于正常部分,但确实还存在异常部分,即存在超额在职消费,这部分超额在职消费对公司绩效具有消极作用。目前,有关超额在职消费的研究主要集中在超额在职消费对公司绩效的影响以及如何治理方面,尚缺乏从契约参照点的角度对超额在职消费展开深入的研究,高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间的关系具有怎样的影响,是否存在产权性质和经理人市场化程度方面的差异,“八项规定”政策对薪酬激励的作用会产生怎样的影响,对于这些问题以往的文献并没有给出直接的答案。

对上述问题的解答,不仅有助于深化对超额在职消费的认识与理解,也有助于实证检验我国“八项规定”政策实施的有效性以及为高管薪酬激励契约有效性的提高提供新的思路。为此,本文基于契约参照点理论,以中国A股上市公司2009—2014年的数据为样本,探究契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费三者之间的关系,并在此基础上实证检验其可能存在的产权差异和经理人市场化发育程度差异,同时还探究“八项规定”政策实施前后国有控股上市公司高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费关系影响的差异。

本文可能的贡献主要在于:(1)以往有关契约参照点的研究以外部参照点为主,重点关注行业、地区等因素所带来的外部参照点效应,较少考虑内部参照点和个人参照点因素,本文综合考虑以上多重参照点所带来的影响,一定程度上丰富了有关契约参照点研究的文献,同时也拓展了契约参照点研究的范围。(2)以往有关在职消费的研究主要集中在超额在职消费对公司业绩的影响以及如何治理方面,较少对超额在职消费的成因进行探究,特别是较少有文献涉及契约参照点对超额在职消费影响的研究,而本文弥补了上述不足,丰富了超额在职消费的研究。(3)本文从“八项规定”政策实施效果角度对高管薪酬激励的作用进行了探究,探究了“八项规定”政策出台前后实施高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系的不同影响,将政府政策、高管薪酬激励、在职消费等纳入一个分析框架,将深化对高管薪酬激励作用的认识。

## 二 理论分析与研究假设

契约参照点理论认为,现实中的契约是不完全的,仅为缔约方提供了一种自我利益得失判断的参照点。该理论强调契约设计过程中参照点的设立,并作为缔约方判断其利益得失的标准。具体到高管薪酬契约领域,如果高管发现自身的货币薪酬水平低于参照基准,会产生一种心理上的不平衡,进而通过寻求一定的替代机制来满足其心理上的平衡(Hart & Moore, 2008; Fehr et al., 2009, 2011)。因此,对比外部参照基准而产生了消极心理感知的高管,存在增加超额在职消费的可能性(徐细雄、谭瑾, 2014)。事实上,除了存在外部参照点外,还存在其他形式的契约参照点。Fiegenbaum等(1996)将参照点效应划分为外部、内部和个人三个维度,也就是说,还存在内部参照点和个人参照点这两种形式。这三个参照点的基础一致,都是以前三名高管最高薪酬的平均年薪作为样本在外部、内部和个人之间进行对照,原因在于:一是同行业、同产权以及规模相近企业之间在竞争环境、产品结构等方面具有相似性,在该类企业中工作的高管薪酬具有可比性和参照性,容易被薪酬制定方采纳;二是为了避免高管团队内部薪酬差距过大可能造成的内耗与低效,对高管薪酬的确定还要考虑公司管理层内部其他人员的薪酬水平;三是

为了提升高管个人的工作积极性,公司还可参照高管的历史薪酬水平,从而更好地发挥高管薪酬激励的作用。由于内部参照点、个人参照点与外部参照点具有薪酬增长的趋同性,当外部参照点带来超额在职消费增长时,预期内部参照点和个人参照点也会带来超额在职消费的增长。因此,本文提出假设 1:

假设 1:契约参照点与超额在职消费之间呈正相关关系。

关于高管薪酬激励与在职消费之间的关系,主要存在两种观点:一种是“效率观”,强调在职消费是有效率的,可以替代货币薪酬激励的不足;另一种观点是“代理观”,强调在职消费是代理成本的一种形式。实际上,这两种观点并不是矛盾的,而是在在职消费的两个方面作用的体现,在职消费可以划分为正常在职消费和超额在职消费,其中正常在职消费部分支持“效率观”,超额在职消费部分支持“代理观”。超额在职消费是高管获取的超过正常在职消费的部分,通常被认为是高管对隐性私有收益的攫取,是一种代理成本和隐性的腐败(权小锋等,2010;徐细雄、刘星,2013;张月明、吴春雷,2014)。Hart (2001)认为,超额在职消费作为私人收益意味着它的财务成本超过了其带来的效率增量。吴成颂等(2015)研究发现,薪酬管制与超额在职消费之间具有正相关关系,越是实施薪酬管制,高管越会利用在职消费来替代货币薪酬激励的不足。耿云江和王明晓(2016)研究发现,超额在职消费对薪酬业绩敏感性具有降低的作用。基于以上分析,本文提出假设 2:

假设 2:高管薪酬激励与超额在职消费之间呈负相关关系。

高管薪酬包括高管显性的货币薪酬和隐性的在职消费,货币薪酬与在职消费之间具有替代关系,当上一年薪酬激励不足时,高管会寻求相应的契约参照点来衡量自身所获取的薪酬是否公平,一旦发现自己的薪酬低于参照基准,就会寻求替代机制来弥补货币薪酬激励的不足,而在在职消费具有一定的隐性特征,不易被监管部门发现,因而成为高管弥补货币薪酬激励不足的隐性激励途径之一。在职消费包括正常在职消费和非正常在职消费两部分,其中非正常在职消费是高管攫取的超额在职消费。为了抑制超额在职消费的增长,董事会会选择重新设计高管薪酬契约来调整高管薪酬,公司在制定高管薪酬契约时有必要找到一个让双方都可以接受的薪酬区间,而契约参照点理论为此提供了参考与帮助。根据契约参照点理论,契约参照点是高管判定自身利益得失的参考,如果高管发现自己的收益低于参照基准,就会产生一种心理上的不平衡,进而会寻求一定的替代或补偿机制,采取一定的措施来弥补其所遭受的损失,使其收益位于参照点水平之上(Hart & Moore, 2008)。因此,董事会在选择薪酬的比较基准时,通常会选择薪酬比较高的公司,并将本公司的薪酬定在比较基准之上,这样会提高高管的心理满足感,进而可以更好地激励高管努力工作,以降低高管的超额在职消费(Bizjak et al., 2008; Faulkender & Yang, 2013)。基于以上分析,本文提出假设 3:

假设 3:高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间的关系具有抑制影响。

### 三 研究设计

#### (一) 数据来源与样本选择

本文以 2009—2014 年中国 A 股上市公司的数据作为样本。在样本筛选的过程中采取了以下几个方面的处理:(1)剔除金融保险行业的公司样本;(2)剔除 \*ST、ST、PT 类的公司样本;(3)剔除无法手工补齐的缺失样本;(4)对所有涉及薪酬数据的变量按照 2014 年的居民消费价格指数(CPI)进行指数平减,以消除物价变动带来的潜在影响;(5)对所有连续变量采取 1%—99%范围的缩尾处理。最终本文得到 10 250 个样本观测值,涉及 2 335 家上市公司。本文数据主要来源于国泰安(CSMAR)数据库,其中产权性质和在职消费变量的数据通过手工翻阅上市公司年报和采取搜索引擎查找验证后整理得出。

#### (二) 变量定义与模型设计

借鉴权小锋等(2010)、Luo 等(2011)的思路,本文采用扣除法来计算在职消费。Cai 等(2011)认为,在职消费既包括必需的职务消费,又包括非正常的职务消费,因此有必要将必需的职务消费扣除。

实证检验中,权小锋等(2010)以及Luo等(2011)利用残差模型的方法计算了非正常的职务消费,本文也采用这一做法。具体如模型(1)所示,其中,*Perks*为在职消费,取自管理费用中扣除了董监高薪酬、计提的坏账准备、存货跌价准备以及当年的无形资产摊销后的金额,*Asset*为总资产, $\Delta Sales$ 为主营业务收入的变动额,*PPE*为固定资产净值,*Inventory*为存货, $\ln Employee$ 为员工数的自然对数。在利用模型进行分年度分行业回归后,残差项即为超额在职消费 *Perk1*。

$$\frac{Perks_t}{Asset_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Asset_{t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Sales_t}{Asset_{t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_t}{Asset_{t-1}} + \beta_4 \frac{Inventory_t}{Asset_{t-1}} + \beta_5 \ln Employee_t + \xi \quad (1)$$

解释变量主要包括契约参照点、高管薪酬激励变量。契约参照点变量(*QY*)采用外部参照点、内部参照点和个人参照点的变量来衡量。有关高管团队内部薪酬比较的探讨主要集中在高管内部薪酬差距研究领域,尚没有发现专门对高管团队内部薪酬进行比较的参照点识别办法,本文首先借鉴王建军和刘红霞(2015)的做法,选取前三名高管的平均年薪的自然对数与其他高管平均年薪自然对数的差额来衡量高管团队内部薪酬差距变量,并在此基础上考虑行业因素测算出同行业高管团队内部薪酬差距;然后借鉴外部参照点的识别办法,将行业高管团队内部薪酬作为参照的基准,用  $t-1$  年同行业高管团队内部薪酬差距与公司高管团队内部薪酬差距之间的差额作为公司高管团队内部参照点的连续变量。有关外部参照点和个人参照点变量的衡量办法详见表1。高管薪酬激励(*Dcomp*),参照黎文靖等(2014)的做法,以  $t$  年高管平均薪酬减去  $t-1$  年高管平均薪酬后的差额与  $t-1$  年高管平均薪酬的比值来衡量,并作为高管薪酬激励的代理变量。各变量的衡量详见表1。

表1 变量定义

变量名称		变量符号	计 算 方 法
超额在职消费		<i>Perk1</i>	其具体衡量办法见模型(1)及其说明
高管薪酬变动		<i>Dcomp</i>	$(t \text{ 年高管平均薪酬} - t-1 \text{ 年高管平均薪酬}) / t-1 \text{ 年高管平均薪酬}$
契 约 参 照 点 ( <i>QY</i> )	外部参照点 ( <i>PPE</i> )	<i>PPE1</i>	$t-1$ 年同行业、同地区、同产权、规模相近公司高管平均薪酬自然对数的中值与高管平均薪酬自然对数的差额
		<i>PPE2</i>	如果 $t-1$ 年的高管平均薪酬低于同行业、同地区、同产权、规模相近公司高管平均薪酬的中值,则取值为1,否则为0,在稳健性检验部分使用
	内部参照点 ( <i>NB</i> )	<i>NB1</i>	$t-1$ 年行业高管团队内部薪酬差距与公司高管团队内部薪酬差距的差额
		<i>NB2</i>	如果 $t-1$ 年公司高管团队内部薪酬差距低于同行业高管团队内部薪酬差距的中值,则取值为1,否则为0,在稳健性检验部分使用
	个人参照点 ( <i>EC</i> )	<i>EC1</i>	$t-2$ 年的高管平均薪酬自然对数与 $t-1$ 年的高管平均薪酬自然对数的差额
		<i>EC2</i>	如果 $t-1$ 年的高管平均薪酬小于 $t-2$ 年的高管平均薪酬,则取值为1,否则为0,在稳健性检验部分使用
	综合参照点 ( <i>ZH</i> )	<i>ZH</i>	如果 $PPE2 + NB2 + EC2 \geq 2$ , 则取值为1,否则为0,在稳健性检验部分使用
经 理 人 市 场		<i>JL1</i>	总经理来源,如果来源于内部,则取值为1,否则为0
		<i>JL2</i>	$t$ 年总经理变更的累计次数
		<i>JL3</i>	市场上同行业所有经理人人数的除以本公司在任高管人数
		<i>JL4</i>	地区市场化指数
		<i>JL5</i>	以上4个经理人市场指标的主成分合成指标
		<i>JL</i>	如果 <i>JL5</i> 大于其中位值则取值为1,否则为0

续表 1

变量名称	变量符号	计 算 方 法
产权性质	<i>State</i>	最终控制人为国有企业取值为 1, 否则为 0
地 区	<i>Reg</i>	如果公司的注册地处于中西部地区则取值为 1, 处于沿海地区则取值为 0
两职合一	<i>Dual</i>	CEO 是否兼任董事长, 是则取 1, 否则取 0
独立董事比例	<i>Indep</i>	独立董事人数与董事会总人数的比值
公司业绩变化	<i>Droa</i>	$t$ 年公司业绩与 $t-1$ 年公司业绩的差额, 其中公司业绩为当年资产收益率
公司规模变化	<i>Dsize</i>	$t$ 年期末总资产与 $t-1$ 年期末总资产差额的自然对数
成长性变化	<i>Dgrow</i>	$t$ 年营业收入增长率与 $t-1$ 年营业收入增长率的差额
财务杠杆变化	<i>Dlev</i>	$t$ 年资产负债率与 $t-1$ 年资产负债率的差额
股权集中度变化	<i>Dtop1</i>	$t$ 年第一大股东持股比例与 $t-1$ 年第一大股东持股比例的差额
年 度	<i>Year</i>	年度虚拟变量
行 业	<i>Ind</i>	行业虚拟变量

为检验契约参照点和高管薪酬激励分别对超额在职消费的影响, 本文建立模型(2)和模型(3)。其中, 模型(2)是契约参照点对超额在职消费影响的模型; 模型(3)是高管薪酬激励对超额在职消费影响的模型。为了检验契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费三者之间的关系, 本文构建了模型(4)。具体模型如下所示:

$$Perk1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 QY_{i,t} + \beta_2 Dual_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 State_{i,t} + \beta_5 Reg_{i,t} + \beta_6 Droa_{i,t} + \beta_7 DSize_{i,t} + \beta_8 DLev_{i,t} + \beta_9 Dgrow_{i,t} + \beta_{10} Dtop1_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varepsilon \quad (2)$$

$$Perk1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dcomp_{i,t} + \beta_2 Dual_{i,t} + \beta_3 Indep_{i,t} + \beta_4 State_{i,t} + \beta_5 Reg_{i,t} + \beta_6 Droa_{i,t} + \beta_7 DSize_{i,t} + \beta_8 DLev_{i,t} + \beta_9 Dgrow_{i,t} + \beta_{10} Dtop1_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \xi \quad (3)$$

$$Perk1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Dcomp_{i,t} + \beta_2 QY_{i,t} + \beta_3 Dcomp_{i,t} \times QY_{i,t} + \beta_4 Dual_{i,t} + \beta_5 Indep_{i,t} + \beta_6 State_{i,t} + \beta_7 Reg_{i,t} + \beta_8 Droa_{i,t} + \beta_9 DSize_{i,t} + \beta_{10} DLev_{i,t} + \beta_{11} Dgrow_{i,t} + \beta_{12} Dtop1_{i,t} + \sum Year + \sum Ind + \varphi \quad (4)$$

为检验契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间可能存在的产权和经理人市场化程度差异, 本文将分别在模型(4)的基础上进行产权性质和经理人市场化程度高低的实证检验, 以探究不同产权性质及经理人市场化程度下契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间的关系。

## 四 实证检验结果及其分析

### (一) 描述性统计分析

表 2 列出了各个变量的描述性统计情况。由表 2 可见, 各个变量的样本量均为 10 250 个观测值。样本中超额在职消费(*Perk1*)的均值与中位值均大于零, 说明样本公司的超额在职消费在整体上均呈增长趋势; 高管薪酬激励的代理变量(*Dcomp*)的均值为 0.101, 中位值为 0.059, 说明高管薪酬整体上呈增长态势。外部参照点连续变量(*PPE1*)的均值为-0.015, 中位值为-0.009, 说明高管薪酬契约存在着外部参照点; 高管团队内部参照点连续变量(*NB1*)的均值为-0.021, 中位值为-0.015, 说明高管薪酬契约存在着高管团队内部参照点; 个人参照点连续变量(*EC1*)的均值为-0.119, 中位值为-0.071, 说明高管薪酬契约存在着个人参照点; 产权性质变量(*State*)的均值为 0.489, 说明有 48.9% 的样本公司属于国有

企业性质;经理人市场变量(*JL*)的均值为0.517,说明有51.7%的样本公司处于经理人市场化程度较高的范围。

表2 描述性统计

变 量	样本量	均 值	1/4 分位	中位值	3/4 分位	标准差	最小值	最大值
<i>Perk1</i>	10 250	0.001	-0.006	0.001	0.009	0.019	-0.177	0.177
<i>Dcomp</i>	10 250	0.101	-0.023	0.059	0.209	0.297	-0.793	1.363
<i>PPE1</i>	10 250	-0.015	-0.457	-0.009	0.429	0.708	-3.115	3.929
<i>NB1</i>	10 250	-0.021	-0.473	-0.015	0.423	0.723	-3.188	5.209
<i>EC1</i>	10 250	-0.119	-0.239	-0.071	0.020	0.348	-3.218	2.690
<i>Dual</i>	10 250	0.213	0	0	0	0.409	0	1
<i>Indep</i>	10 250	0.370	0.333	0.333	0.400	0.055	0.091	0.714
<i>State</i>	10 250	0.489	0	0	1	0.500	0	1
<i>JL</i>	10 250	0.517	0	1	1	0.500	0	1
<i>Reg</i>	10 250	0.337	0	0	1	0.473	0	1
<i>Dsize</i>	10 250	0.141	0.021	0.102	0.208	0.231	-0.428	1.483
<i>Dlev</i>	10 250	0.008	-0.025	0.009	0.048	0.085	-0.389	0.291
<i>Dgrow</i>	10 250	-0.023	-0.207	-0.024	0.169	0.823	-5.260	4.304
<i>Droa</i>	10 250	-0.002	-0.018	-0.002	0.011	0.057	-0.292	0.265
<i>Dtop1</i>	10 250	-0.005	0	0	0	0.037	-0.148	0.200

## (二) 相关性分析

表3报告了各变量之间的相关系数检验结果。由表3可以看出,外部参照点(*PPE1*)、内部参照点(*NB1*)、个人参照点(*EC1*)与超额在职消费(*Perk1*)变量之间呈正相关关系,说明契约参照点水平越高,超额在职消费的水平越高。高管薪酬激励的代理变量(*Dcomp*)与超额在职消费(*Perk1*)变量之间在1%的水平上呈显著负相关关系,说明高管薪酬激励对超额在职消费具有抑制作用;产权性质(*State*)与超额在职消费(*Perk1*)变量之间在1%的水平上呈显著负相关关系,说明在职消费存在产权差异。

表3 相关系数表

	<i>Perk1</i>	<i>Dcomp</i>	<i>PPE1</i>	<i>NB1</i>	<i>EC1</i>	<i>State</i>	<i>JL</i>
<i>Perk1</i>	1						
<i>Dcomp</i>	-0.064 8 ***	1					
<i>PPE1</i>	0.017 *	0.245 ***	1				
<i>NB1</i>	0.019 *	0.252 ***	0.992 ***	1			
<i>EC1</i>	0.034 ***	0.165 ***	0.186 ***	0.196 ***	1		
<i>State</i>	-0.062 ***	-0.009	-0.071 ***	-0.073 ***	0.038 ***	1	
<i>JL</i>	-0.013	0.046 ***	0.028 ***	0.027 ***	0.038 ***	-0.143 ***	1

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示0.01、0.05和0.1的显著性水平,下同。

## (三) 回归结果分析

表4是契约参照点、高管薪酬激励分别对超额在职消费影响的实证检验结果。由列(1)至列(3)可以看出,外部参照点(*PPE1*)、内部参照点(*NB1*)、个人参照点(*EC1*)分别与超额在职消费(*Perk1*)之间呈显著正相关,说明外部参照点、内部参照点以及个人参照点的水平越高,超额在职消费增长得越快。换句话说,契约参照点与超额在职消费之间具有正相关关系,假设1得以验证。列(4)是各个参照点在一起共同对超额在职消费的影响,由实证检验结果可以看出,外部参照点和内部参照点对超额在职消费的影响并不显著,而个人参照点对超额在职消费的影响在1%的统计水平上呈显著正相关,说明契约参照点中个人参照点对超额在职消费的影响更大。换句话说,高管谋取超额在职消费更倾向于采用个人参照点。列(5)是高管薪酬激励的代理变量(*Dcomp*)对超额在职消费变量(*Perk1*)影响的实证检验结

果,由此可以看出,高管薪酬激励与超额在职消费之间呈显著负相关关系,说明高管薪酬激励对超额在职消费具有一定的抑制作用,假设 2 得以验证。

表 4 契约参照点和高管薪酬激励分别对超额在职消费影响的实证检验结果

变 量	Dependent Variable = <i>Perk1</i>				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
常数项	0.004 ** (2.27)	0.004 ** (2.27)	0.004 ** (2.50)	0.004 ** (2.49)	0.004 ** (2.34)
<i>PPE1</i>	0.000 ** (2.04)			-0.002 (-1.26)	
<i>NB1</i>		0.001 ** (2.25)		0.002 *** (4.14)	
<i>EC1</i>			0.002 *** (4.60)	0.000 (0.04)	
<i>Dcomp</i>					-0.002 *** (-3.33)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	10 250	10 250	10 250	10 250	10 250
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.037	0.037	0.038	0.038	0.037
F 值	12.41	12.44	12.95	12.31	12.63

注:括号内的数字为 t 值,以下各表相同。

表 5 是契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费三者关系的实证检验结果。由表 5 可见,外部参照点与高管薪酬激励的代理变量的交互项( $PPE1 \times Dcomp$ )、高管团队内部参照点与高管薪酬激励的代理变量的交互项( $NB1 \times Dcomp$ )分别与超额在职消费变量(*Perk1*)之间呈显著负相关关系,尽管个人参照点与高管薪酬激励的代理变量的交互项( $EC1 \times Dcomp$ )与超额在职消费变量(*Perk1*)之间未被发现存在显著性关系,但仍具有抑制影响。以上结果说明高管薪酬激励调节了契约参照点与超额在职消费之间的关系,也就是说,高管薪酬激励会抑制契约参照点与超额在职消费之间的正向影响,假设 3 得到支持和验证。

表 5 对契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果

变 量	Dependent Variable = <i>Perk1</i>		
	(1)	(2)	(3)
常数项	0.004 ** (2.39)	0.004 ** (2.40)	0.005 *** (2.65)
<i>Dcomp</i>	-0.002 *** (-3.45)	-0.002 *** (-3.57)	-0.002 *** (-4.29)
<i>PPE1</i>	0.001 *** (3.66)		
$PPE1 \times Dcomp$	-0.002 *** (-2.89)		
<i>NB1</i>		0.001 *** (3.87)	
$NB1 \times Dcomp$		-0.002 *** (-2.67)	
<i>EC1</i>			0.003 *** (5.22)
$EC1 \times Dcomp$			-0.000 (-0.38)
<i>Control</i>	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	10 250	10 250	10 250
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.039	0.039	0.040
F 值	12.42	12.43	12.75

#### (四) 进一步检验与分析

为了进一步探究契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间的关系在产权性质、经理人市场和“八项规定”政策等方面影响下的差异,本文将在此分别从这三方面开展实证检验。

表6是不同产权性质下契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果。由列(1)和列(2)的对比可以看出,与非国有控股上市公司组相比,国有控股上市公司中的外部参照点与高管薪酬激励代理变量的交互项( $PPE1 \times Dcomp$ )对超额在职消费( $Perk1$ )影响的显著性更强,说明当外部参照点水平较高时,对国有控股上市公司高管进行薪酬激励更有利于抑制超额在职消费的增加,假设3得到进一步支持。由列(3)和列(4)的对比以及列(5)和列(6)的对比可知,与非国有控股上市公司组相比,国有控股上市公司中的高管团队内部参照点与高管薪酬激励代理变量的交互项( $NB1 \times Dcomp$ )以及个人参照点与高管薪酬激励代理变量的交互项( $EC1 \times Dcomp$ )对超额在职消费( $Perk1$ )的影响更具有显著性,说明当高管团队内部参照点水平以及个人参照点水平较高时,对国有控股上市公司高管进行薪酬激励更有利于抑制超额在职消费的增加,假设3又一次得到支持。由以上研究结果可以看出,与非国有控股上市公司相比,当外部参照点水平、高管团队内部参照点水平以及个人参照点水平较高时,对国有控股上市公司实施薪酬激励更有利于抑制超额在职消费的增长;换句话说,与非国有控股上市公司相比,对国有控股上市公司实施高管薪酬激励更有利于抑制契约参照点与超额在职消费之间的正向影响。

表6 不同产权性质下契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果

变 量	Dependent Variable = $Perk1$					
	国 有	非国有	国 有	非国有	国 有	非国有
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	0.003 (1.09)	0.005 ** (2.09)	0.003 (1.09)	0.005 ** (2.10)	0.003 (1.32)	0.005 ** (2.20)
$Dcomp$	-0.002 *** (-2.63)	-0.002 ** (-1.97)	-0.002 *** (-2.69)	-0.002 ** (-2.07)	-0.003 *** (-3.42)	-0.002 ** (-2.31)
$PPE1$	0.001 *** (3.15)	0.001 * (1.74)				
$Dcomp \times PPE1$	-0.002 ** (-2.36)	-0.001 (-1.64)				
$NB1$			0.001 *** (3.30)	0.001 * (1.88)		
$Dcomp \times NB1$			-0.002 ** (-2.37)	-0.001 (-1.36)		
$EC1$					0.003 *** (4.78)	0.002 *** (2.64)
$Dcomp \times EC1$					-0.003 * (-1.84)	0.002 (1.34)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	5 014	5 236	5 014	5 236	5 014	5 236
Adj. $R^2$	0.045	0.034	0.046	0.034	0.048	0.036
F 值	8.26	6.29	8.29	6.29	8.62	6.53



表7是不同经理人市场化程度下契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果。由列(1)和列(2)的对比以及列(3)和列(4)的对比可知,经理人市场化程度高的组中外部参照点与高管薪酬激励代理变量的交互项( $PPE1 \times Dcomp$ )以及高管团队内部参照点与高管薪酬激励代理变量的交互项( $NB1 \times Dcomp$ )对超额在职消费( $Perk1$ )的影响呈显著负向关系,而在经理人市场化程度低的组中并没有呈显著性关系,说明当外部参照点或高管团队内部参照点水平越高时,对经理人市场化程度高的公司高管进行薪酬激励更有利于抑制超额在职消费的增加。而个人参照点与高管薪酬激励代理变量的交互项( $Dcomp \times EC1$ )对超额在职消费( $Perk1$ )的影响并没有发现存在显著性的经理人市场化程度差异。可见,契约参照点水平越高,对处于经理人市场化程度高的公司高管实施薪酬激励越有利于抑制超额在职消费水平。

表7 不同经理人市场化程度下契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果

变 量	Dependent Variable = $Perk1$					
	经理人市场化 程度高	经理人市场化 程度低	经理人市场化 程度高	经理人市场化 程度低	经理人市场化 程度高	经理人市场化 程度低
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	0.002 (0.58)	0.004 ** (2.24)	0.002 (0.59)	0.004 ** (2.25)	0.002 (0.61)	0.004 ** (2.25)
$Dcomp$	-0.003 *** (-3.38)	-0.001 (-1.26)	-0.003 *** (-3.56)	-0.001 (-1.27)	-0.004 *** (-4.57)	-0.001 (-0.80)
$PPE1$	0.001 *** (3.60)	0.001 *** (3.17)				
$Dcomp \times PPE1$	-0.003 *** (-3.11)	-0.000 (-0.38)				
$NB1$			0.002 *** (3.83)	0.001 *** (3.17)		
$Dcomp \times NB1$			-0.002 *** (-2.87)	-0.000 (-0.39)		
$EC1$					0.004 *** (5.22)	0.000 (0.36)
$Dcomp \times EC1$					0.000 (0.27)	-0.001 (-0.99)
$Control$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Year$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Ind$	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$N$	5 301	4 949	5 301	4 949	5 301	4 949
$Adj.R^2$	0.041	0.111	0.041	0.111	0.043	0.109
F 值	7.38	19.25	7.39	19.25	7.82	18.93

杨蓉(2016)以我国国有控股上市公司2010—2014年的数据进行的实证研究发现,“八项规定”政策的实施不仅抑制了国有企业的实际在职消费,还抑制了超额在职消费。既然“八项规定”政策对高管的在职消费行为起到了一定的抑制或威慑作用,那么高管薪酬激励在该政策实施的背景下对契约参照点与超额在职消费之间的关系具有怎样的影响呢?为了进一步检验“八项规定”政策实施背景下高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系的影响,本文选取国有控股上市公司为样本,将“八

规定”政策变量作为虚拟变量纳入模型(4)进行检验,其中2012年以后取值为1,2012年之前(含2012年)取值为0。

表8是“八项规定”政策实施背景下国有控股上市公司高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系影响的实证检验结果。由表8可知,在“八项规定”政策实施前国有控股上市公司高管薪酬激励与契约参照点的交互项对超额在职消费不具有显著性影响,而在“八项规定”政策实施后国有控股上市公司高管薪酬激励与契约参照点的交互项对超额在职消费具有显著的负向影响,说明与“八项规定”政策实施前相比,“八项规定”政策实施后国有控股上市公司高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系具有显著性的抑制作用,“八项规定”政策的实施增强了国有控股上市公司高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系的调节效应,并进一步说明“八项规定”政策在国有控股上市公司中得到了有效落实。

表8 “八项规定”政策实施前后契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果

变 量	Dependent Variable = <i>Perk1</i>					
	“八项规定” 政策实施后	“八项规定” 政策实施前	“八项规定” 政策实施后	“八项规定” 政策实施前	“八项规定” 政策实施后	“八项规定” 政策实施前
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	0.001 (0.17)	0.002 (0.57)	0.001 (0.20)	0.002 (0.57)	0.001 (0.17)	0.003 (0.77)
<i>Dcomp</i>	-0.004*** (-2.79)	-0.002* (-1.66)	-0.005*** (-3.65)	-0.001 (-0.67)	-0.005*** (-4.14)	-0.002* (-1.65)
<i>PPE1</i>	0.000 (0.80)	0.001*** (2.83)				
<i>Dcomp</i> × <i>PPE1</i>	-0.009*** (-6.03)	-0.000 (-0.10)				
<i>NB1</i>			0.000 (0.01)	0.000 (0.53)		
<i>Dcomp</i> × <i>NB1</i>			-0.003* (-1.66)	0.001 (0.35)		
<i>EC1</i>					0.004*** (3.37)	0.003*** (3.59)
<i>Dcomp</i> × <i>EC1</i>					-0.005* (-1.76)	-0.002 (-1.38)
<i>Control</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Year</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 735	3 149	1 735	3 149	1 735	3 149
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.043	0.060	0.023	0.058	0.029	0.061
F 值	3.79	7.71	2.79	7.42	2.88	7.87

### (五) 内生性问题处理

上文有关高管薪酬激励与超额在职消费之间关系的检验仅考虑了货币薪酬激励,没有考虑高管政治晋升激励的影响。考虑到高管在职消费的变化并不一定是由薪酬激励原因造成的,在中国制度背景下还可能是由于政治晋升的原因造成,比如高管可能会因为自身的政治前途而选择减少在职消费行为,因此,高管薪酬激励对超额在职消费的影响可能存在内生性问题。为了解决这一问题,我们采取两种方

法加以解决:一是将政治晋升变量作为控制变量纳入模型重新进行回归;二是将有政治晋升的样本剔除,只考虑高管薪酬激励因素对超额在职消费的影响。

政治晋升变量(*ZZ*)的衡量借鉴王曾等(2014)的做法,具体包括:首先,手工翻阅上市公司年报将高管变更样本中的总经理变更样本寻找出来,再对总经理变更的原因进行查询和核实;其次,利用搜索引擎等网络搜索工具对总经理变更后的去向进行网络查询与核实,如果总经理变更后担任母公司的总经理、董事长、副董事长、党委书记等或者担任平级及更高级的政府职位,则界定为高管政治晋升,取值为1,对其他变更去向以及变更原因均取值为0。然后将政治晋升变量(*ZZ*)纳入模型(4)中,重新对契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间的关系进行检验。表9的实证检验结果显示,在控制了高管政治晋升变量后,契约参照点与超额在职消费之间仍具有显著的正向关系,高管薪酬激励与超额在职消费之间具有显著的负向关系,高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间的关系具有抑制影响。这些结果与上文的研究结论保持一致。

表9 契约参照点、薪酬激励与超额在职消费之间关系的实证检验结果(控制政治晋升变量)

变 量	Dependent Variable = <i>Perk1</i>		
	(1)	(2)	(3)
常数项	0.004 ** (2.39)	0.004 ** (2.39)	0.005 *** (2.65)
<i>Dcomp</i>	-0.002 *** (-3.44)	-0.002 *** (-3.56)	-0.002 *** (-4.28)
<i>PPE1</i>	0.001 *** (3.66)		
<i>PPE1</i> × <i>Dcomp</i>	-0.002 *** (-2.89)		
<i>NB1</i>		0.001 *** (3.86)	
<i>NB1</i> × <i>Dcomp</i>		-0.002 *** (-2.67)	
<i>EC1</i>			0.003 *** (5.23)
<i>EC1</i> × <i>Dcomp</i>			-0.000 (-0.38)
<i>ZZ</i>	0.000 (0.13)	0.000 (0.14)	0.000 (0.26)
<i>Dual</i>	-0.000 (-0.96)	-0.000 (-0.92)	-0.000 (-0.75)
<i>Indep</i>	0.001 (0.17)	0.000 (0.15)	0.000 (0.04)
<i>State</i>	-0.001 *** (-3.75)	-0.001 *** (-3.71)	-0.002 *** (-4.39)
<i>Reg</i>	-0.001 ** (-2.33)	-0.001 ** (-2.37)	-0.001 (-1.55)
<i>Dsize</i>	-0.001 (-1.33)	-0.001 (-1.29)	-0.001 (-1.18)
<i>Droa</i>	-0.005 (-1.49)	-0.005 (-1.48)	-0.004 (-1.25)
<i>Dlev</i>	0.015 *** (7.16)	0.015 *** (7.16)	0.015 *** (7.13)
<i>Dgrow</i>	-0.002 *** (-6.93)	-0.002 *** (-6.95)	-0.002 *** (-7.50)
<i>Dtop1</i>	-0.019 *** (-4.08)	-0.019 *** (-4.07)	-0.020 *** (-4.16)
<i>Year</i>	控制	控制	控制
<i>Ind</i>	控制	控制	控制
<i>N</i>	10 250	10 250	10 250
Adj. <i>R</i> <sup>2</sup>	0.039	0.039	0.040
F 值	12.07	12.08	12.40

## (六) 稳健性测试

为了验证以上研究结论的准确性以及可靠性,我们还做了以下几个方面的稳健性检验:

1. 替换契约参照点变量。上述实证检验部分主要呈现了契约参照点的连续变量的实证检验结果。我们用各个契约参照点的虚拟变量替换其连续变量,然后代入相应的模型重新进行实证检验,相关实证

结果未发生实质性变化。

2. 替换高管薪酬激励的代理变量。借鉴江伟(2011)的研究,将高管薪酬变动变量取绝对值指标,即采取 $t$ 年高管平均薪酬自然对数与 $t-1$ 年高管平均薪酬自然对数的差额,然后带入原模型重新检验,相关实证结论与上文保持一致。

3. 替换经理人市场变量。借鉴万华林和陈信元(2010)的研究,选取总经理的来源作为经理人市场的衡量指标以替换原有的经理人市场变量,将总经理来源于公司外部的样本作为经理人市场化程度较高组,将总经理来源于公司内部样本作为经理人市场化程度较低组,代入相应的模型重新检验,相关实证结论与上文保持一致。

4. 采用固定效应模型进行估计。上文采用混合最小二乘法对契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费之间的关系进行了实证检验。为了进一步验证其研究结论的稳健性,我们还采用了固定效应模型对此再次进行了实证检验,相关实证结论与上文保持一致。

## 五 结论与建议

本文基于契约参照点理论,以中国A股上市公司2009—2014年的数据为样本,探究契约参照点、高管薪酬激励与超额在职消费三者之间的关系。研究发现,契约参照点水平越高,越容易增加超额在职消费;高管薪酬激励有利于降低超额在职消费,并且对契约参照点与超额在职消费之间的关系具有负向调节作用。进一步研究发现,与非国有控股上市公司相比,高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系的抑制影响在国有控股上市公司中表现得更为明显;与经理人市场化程度低的情况相比,高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系的抑制影响在经理人市场化程度高的情况下表现得更为明显。研究还发现,“八项规定”政策实施后,国有控股上市公司高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间关系具有负向调节作用,抑制了超额在职消费的增长,说明“八项规定”政策在国有控股上市公司中得到了有效落实。

根据以上理论与实证研究的结果,本文建议:

第一,强化对有关在职消费明细项目的信息披露与监管。当前对在职消费的研究,大多数学者采用了陈冬华等(2005)衡量在职消费的办法,选取“管理费用”明细下的八项内容,但不少上市公司为了规避对这八项内容的监管,将有关在职消费的内容纳入“管理费用”明细下的“其他项目”里进行披露。因此,建议相关监管部门要求上市公司详细披露在职消费明细,强化对在职消费项目的监管力度。

第二,科学地认识和使用高管薪酬契约参照点。要全面认识契约参照点,特别是要重视内部参照点和个人参照点的使用,谨防过于强调外部参照点而忽略内部参照点和个人参照点,以营造一个内部和外部较为公平的高管薪酬体系。相关主管部门要重视公司对所使用的契约参照点的管理,谨防对契约参照点的过度使用,以免产生“乌比冈湖效应”,以防这些公司的高管利用契约参照点来谋取其私有收益。

第三,加强对高管薪酬信息的披露与监管。高管薪酬契约参照点效应监管的难点之一在于当前公司在制定高管薪酬契约时究竟使用了哪些契约参照点信息,这些信息并没有得到充分的披露,这与当前高管薪酬披露制度的不完善有关。建议相关监管部门制定有关高管薪酬强制性披露的政策,为上市公司制定更为科学合理的高管薪酬契约提供参考。

第四,加快经理人市场建设的力度与步伐。本文研究发现,高管薪酬激励对契约参照点与超额在职消费之间的抑制影响存在经理人市场化发育程度方面的差异,经理人市场化程度越低,其抑制影响越不显著,因此,应当积极探索符合我国国情的国企经理人市场建设改革路径,增强对国企高管进行“市场化”选聘及其相关制度改革的力度,从而更为有效地激励高管,打造具有全球竞争力的世界一流企业。

(责任编辑 施有文)

## 参考文献

- 陈冬华、陈信元、万华林,2005,《国有企业中的薪酬管制与在职消费》,《经济研究》,第2期。
- 耿云江、王明晓,2016,《超额在职消费、货币薪酬业绩敏感性与媒体监督——基于中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第9期。
- 江伟,2011,《市场化程度、行业竞争与管理者薪酬增长》,《南开管理评论》第5期。
- 黎文靖、岑永嗣、胡玉明,2014,《外部薪酬差距激励了高管吗——基于中国上市公司经理人市场与产权性质的经验研究》,《南开管理评论》第4期。
- 权小锋、吴世农、文芳,2010,《管理层权力、私有收益与薪酬操纵》,《经济研究》第11期。
- 万华林、陈信元,2010,《经理人市场、薪酬契约有效性与管理层侵占——基于国有企业经理人“59岁现象”的研究》,《2010中国会计与财务研究国际研讨会论文集》。
- 王建军、刘红霞,2015,《高管团队内部薪酬差距对投资效率影响的实证研究——以A股国有控股上市公司为例》,《北京工商大学学报(社会科学版)》第3期。
- 王曾、符国群、黄丹阳、汪剑锋,2014,《国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究》,《管理世界》第5期。
- 吴成颂、唐伟正、钱春丽,2015,《制度背景、在职消费与企业绩效——来自证券市场的经验证据》,《财经理论与实践》第5期。
- 徐细雄、刘星,2013,《放权改革、薪酬管制与企业高管腐败》,《管理世界》第3期。
- 徐细雄、谭瑾,2014,《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》,《南开管理评论》第4期。
- 杨蓉,2016,《“八项规定”、高管控制权和在职消费》,《华东师范大学学报(哲学社会科学版)》第1期。
- 张月明、吴春雷,2014,《企业高管在职消费、超额在职消费与企业价值——“代理观”与“效率观”的理论协调及其实证检验》,《广东财经大学学报》第5期。
- Albuquerque A.M., Franco G.D. and Verdi R.S., 2013, “Peer Choice in CEO Compensation”, *Journal of Financial Economics*, Vol.108, No.1.
- Bizjak J., Lemmon M. and Naveen L., 2008, “Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation?” *Journal of Financial Economics*, Vol.90, No.2.
- Cai H., Fang H. and Xu L.C., 2014, “Eat, Drink, Firms and Government: An Investigation of Corruption from Entertainment Expenditures of Chinese Firms”, *The Journal of Law & Economics*, Vol.54, No.1.
- Faulkender M. and Yang J., 2013, “Is Disclosure an Effective Cleansing Mechanism? The Dynamics of Compensation Peer Benchmarking”, *Review of Financial Studies*, Vol.26, No.3.
- Fehr E., Hart O. and Zehnder C., 2009, “Contracts, Reference Points, and Competition-Behavioral Effects of the Fundamental Transformation”, *Journal of the European Economic Association*, Vol.7, No.2—3.
- Fehr E., Hart O. and Zehnder C., 2011, “Contracts as Reference Points—Experimental Evidence”, *American Economic Review*, Vol.101, No.2.
- Fiegenbaum, A., Hart, S. and Dan, S., 1996, “Strategic Reference Point Theory”, *Strategic Management Journal*, Vol.17, No.3.
- Hart O., 2001, “Financial Contracting”, *Journal of Economic Literature*, Vol.39, No.4.
- Hart O. and Moore J., 2008, “Contracts as Reference Points”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.123, No.1.
- Luo W., Zhang Y. and Zhu N., 2011, “Bank Ownership and Executive Perquisites: New Evidence from an Emerging Market”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, No.2.