会计与公司治理

国有企业集团高管薪酬倒挂对上市公司盈余管理的影响研究

纳超洪[1],戴秀秀[2],樊　骁[3]

(1. 云南财经大学 研究生院,云南 昆明 650221;2. 北京邮电大学 经济管理学院,北京 100876;
3. 西南财经大学 会计学院,四川 成都 611130)

[摘　要]薪酬制度改革是深化国企改革、兼顾激励效率与分配公平,助推国有企业高质量发展的重要抓手。以2015—2023年国有企业集团及其控股上市公司为研究样本,手工收集并匹配集团与下属上市公司高管薪酬数据,考察国有企业集团高管薪酬倒挂对上市公司盈余管理的影响及其作用机制。研究发现,国有企业集团高管薪酬倒挂加剧了上市公司盈余管理行为。机制检验发现,薪酬倒挂会削弱集团层面对上市公司的行政管控动机,强化上市公司层面高管薪酬辩护动机,进而加剧盈余管理。进一步分析发现,当集团金字塔层级较长、两权分离度较大、上市公司面临更大的相对业绩压力以及高管相对薪酬水平更高时,薪酬倒挂加剧上市公司盈余管理的效应更为显著。研究结论不仅为理解中国特色国有企业集团治理机制提供了微观层面的经验支撑,而且能够为国有资产监管部门完善薪酬制度改革、促进薪酬契约有效性、推动国有企业高质量发展提供参考。

[关键词]国有企业集团;薪酬倒挂;盈余管理;薪酬辩护;高管薪酬;薪酬契约

[中图分类号]F270　　[文献标志码]A　　[文章编号]2096-3114(2026)06-0057-11

一、引言

激励有效的薪酬契约是促使高管积极履责的关键。近年来,国有企业高管“天价薪酬”“百万年薪”等现象屡见不鲜。为规范国企收入分配秩序、防止企业内部薪酬差距过大,财政部、国务院等各部门相继出台了一系列薪酬改革制度,旨在引导国有企业高管薪酬回归规范、合理、有序。在传统金字塔式科层结构中,高管薪酬水平通常随行政层级的提高而递增[1]。然而,2014年“限薪令”使国有企业集团董事长、党委书记等“一把手”的薪酬受到严格限制。2015年“双轨制”薪酬体系使集团下属上市公司高管能够获得市场化薪酬。这种差异化的制度设计使得部分国有企业集团内部出现了“薪酬倒挂”现象,即集团一把手职务级别虽高,但实际薪酬水平反而比不上其下属上市公司分管负责人[2]。这种特殊的薪酬契约虽在短期内抑制了高管薪酬的无序增长,但也在一定程度上削弱了薪酬契约的激励有效性,不仅有悖于传统金字塔式的薪酬体系[3],更可能通过扭曲管理层激励约束机制,对企业内部治理产生潜在影响。

高管作为企业经营决策的核心主体,其薪酬激励导向直接影响行为选择。当薪酬契约无法提供有效激励时,高管很可能采取机会主义行为。在国有企业集团薪酬倒挂的背景下,受薪酬管制的集团高管与实行市场化薪酬的上市公司高管面临不同的激励约束环境。对于国有企业集团高管而言,在显性薪酬长期受限且激励不足的情形下,集团总部高管薪酬低于下属上市公司高管可能引发其不公平感和心理失衡,进而削弱工作积极性[2,4]。对于上市公司高管而言,集团总部作为上市公司的控股股东和实际控制人,有权

[收稿日期]2026-08-01

[基金项目]国家自然科学基金面上项目(72372144)

[作者简介]纳超洪(1977—),男,云南通海人,云南财经大学研究生院教授,博士生导师,主要研究方向为企业集团治理与财务;戴秀秀(2000—),女,浙江台州人,北京邮电大学经济管理学院博士生,主要研究方向为企业集团治理,通信作者,邮箱:doublesue_201124@126.com;樊骁(1994—),男,云南曲靖人,西南财经大学会计学院博士生,主要研究方向为资本市场与会计、集团治理与公司金融。

通过人事任免、绩效考核和薪酬审核等机制自主制定和调整上市公司高管的薪酬[3,5-8]。因此，获得倒挂薪酬的下属上市公司高管有充分的动机通过盈余管理等短期行为为自身薪酬合理性辩护。

当前，国有企业薪酬体制改革已进入“攻坚期”与“深水区”，如何在坚持党管国企原则的前提下完善高管薪酬激励机制，成为学术界与实务界共同关注的科学问题。已有研究检验了薪酬差距对企业业绩、企业违规、盈余管理等经营与财务行为的影响[9-12]，但大多局限于企业自身视角。针对薪酬倒挂的研究则聚焦于企业内部薪酬业绩倒挂、薪酬职务倒挂。就薪酬业绩倒挂而言，孙林和李维安发现薪酬与业绩倒挂会影响下届董事会薪酬决策[13]。杜勇和张欢指出，亏损上市公司更容易出现薪酬业绩倒挂，强调应重点关注亏损公司高管薪酬激励制度的合理性[14]。就薪酬职务倒挂而言，于李胜等发现薪酬职务倒挂能抑制企业过度投资并促进社会责任承担[4]。毛新述等发现，高管薪酬职务倒挂降低企业整体风险承担水平、抑制企业研发投资、减少企业创新投入与产出[2]。田涵艺等则以创业板上市民营企业为研究对象，发现关键创始人与其他创始人高管之间的薪酬倒挂，可能是关键创始人通过“创业折扣”对其他创始人高管进行的合约补偿[15]。近年来，亦有部分研究从商业信用供给[3]、环保投资[5]、社会责任[6]、企业创新[7]、实体投资[16]、金融投资[8,17]与企业并购[18]等视角探讨了国有企业集团高管外部薪酬倒挂问题。然而，已有文献仍存在以下局限：第一，已有研究主要从企业投融资决策、创新和社会责任等经营及非财务行为层面展开，针对盈余管理这一财务层面的直接经验证据仍较为匮乏。第二，已有研究多从上市公司高管薪酬辩护动机的单一视角出发，相对忽视了集团高管的行为动机。现有文献在解释薪酬倒挂的经济后果时，普遍遵循“上市公司高管因薪酬高于集团上级而通过特定行为为自身薪酬进行辩护或基于上级目标迎合”的单一路径逻辑[3,5-8]，鲜有研究将集团高管与上市公司高管纳入统一分析框架，系统分析薪酬倒挂如何改变两类主体的行为动机并最终作用于上市公司盈余管理。在集团治理框架下，薪酬倒挂本质上是集团－上市公司二元治理结构下的激励失衡问题，其影响机制不应仅局限于上市公司高管的辩护动机或上级目标迎合动机，还应纳入集团高管的行为反馈。

基于此，本文立足我国国有企业独特的制度背景，以2015—2023年国有企业集团及其控股上市公司为研究样本，系统探究国有企业集团高管薪酬倒挂对上市公司盈余管理的影响及其作用机制。本文的边际贡献在于：第一，拓展了薪酬倒挂经济后果的研究边界。已有关于薪酬差距的研究主要集中于企业内部纵向薪酬差距和外部横向薪酬差距[17-18]，对中国制度情境下高管薪酬职务倒挂这一特殊契约现象尚缺乏充分探讨。本文将研究视角由单一企业内部拓展至企业集团，聚焦于具有中国制度烙印的“薪酬倒挂”现象，并将其经济后果研究延伸至盈余管理，为理解负向薪酬差距的经济后果提供了新的理论视角。第二，丰富了国有企业集团治理与盈余管理交叉领域的研究。已有盈余管理的影响因素研究多从企业内部组织架构[19]、公司战略[20]、激励机制[21]等方面展开。虽有文献关注到高管内外部薪酬差距对盈余管理的影响，但主要基于单一企业内部正向薪酬差距或外部薪酬不平等性展开，并未触及国有企业集团这一特殊治理体系下的负向薪酬扭曲问题。本文立足于国有企业集团治理框架，系统考察集团层级薪酬倒挂对上市公司盈余管理的影响，不仅从集团跨层级薪酬契约扭曲视角丰富了盈余管理的驱动因素研究，也为理解企业集团层面盈余管理的特殊动机提供了新框架。第三，从集团管控和薪酬辩护双重视角揭示了薪酬倒挂影响盈余管理的内在机理。现有研究多从上市公司高管薪酬辩护动机或迎合动机出发解释企业行为[3,5-8]，相对忽略了国有企业集团二元治理结构中集团高管的治理角色与行为反馈。本文将集团高管与上市公司高管纳入统一分析框架，从而更为全面地揭示了国企集团特殊治理场景下薪酬倒挂引发治理失效的微观传导机制。

二、制度背景、理论分析与研究假设

（一）制度背景

国有企业集团高管薪酬倒挂问题具有中国特色社会主义市场经济的时代烙印和制度特征。本文以薪

酬制度改革演进为脉络,基于行政化管控与市场化放权两条主线,剖析薪酬倒挂现象形成的制度根源。

随着高管薪酬差距的不断扩大,薪酬公平问题受到广泛关注。为缩小薪酬差距,推进收入分配改革,2009 年六部委联合发布的第一次“限薪令”对国家委派央企高管的最高薪酬做出“上限不超职工平均工资 20 倍”的规定;2014 年第二次“限薪令”将国有企业高管薪酬差距调整为 8 倍,逐步向全国推行;2016 年,全国全面铺开针对省管企业高管的薪酬管制政策。上述政策不断强化对集团高管薪酬的行政化管控,形成了对集团总部高管薪酬上限的硬性约束。这一约束主要针对国有企业集团公司(一级企业)的“一把手”,包括董事长、党委书记、总经理等由中央或省级党组织直接任命的核心管理者,而处于第二层级、第三层级的子公司、孙公司高管并未被纳入约束范围,仍可依据市场原则自主定薪,由此形成“上级限薪、下级不限”的薪酬格局。与集团总部高管薪酬的行政化管控形成鲜明对比,我国国有企业薪酬制度改革的另一条主线是对下属上市公司的市场化放权。从薪酬制度演进来看,一方面,双轨制薪酬体系通过身份区分形成了对行政化高管和市场化高管差异化的薪酬定价逻辑。2015 年,《关于深化国有企业改革的指导意见》明确了原国有企业高管国资委派与市场化选聘相结合,委任制和聘任制同时并行。对于国有企业集团而言,两种身份高管并存导致委任制的高管拥有行政级别,具有“准官员”身份,视同公务员体系进行管理,其薪酬由相应行政级别进行定价;而市场化聘任制的“职业经理人”没有行政级别,按市场化定薪。另一方面,产权层面的混合所有制改革进一步赋予下属上市公司更多自主权。2015 年以来,混合所有制改革成为国有企业改革的核心方向。随着一系列混改政策的实施,混合所有制企业(多为国有企业下属上市公司)高管获得了市场化薪酬定价权。而集团总部作为国有资本出资人代表,仍需执行限薪令和工资总额“双控”要求。双轨制和混合所有制使得下属上市公司高管薪酬的市场化程度不断提升,与集团总部高管薪酬的差距持续扩大,最终形成国有企业集团内不同层级高管薪酬倒挂现象。

(二)理论分析与研究假设

国有企业集团高管薪酬倒挂扭曲了集团与上市公司高管的激励结构,影响双方的行为动机,最终作用于上市公司盈余管理行为。

就集团公司高管而言,薪酬倒挂首先导致薪酬激励机制错位与失灵,削弱其工作积极性。基于社会比较理论和公平理论,个体工作激励强度不仅取决于绝对薪酬回报,更取决于自身投入与收益的相对公平感知,个体一旦感知履职付出、岗位权责与薪酬回报不匹配,便会产生明显的心理失衡与不公平感[22]。在国有企业集团治理架构中,相较于上市公司高管而言,集团高管承担着战略决策、内部资源配置等重要职责,履职责任更重、岗位层级更高,理应获得与之匹配的薪酬回报。但薪酬倒挂格局打破了权责与收益的对等性,集团高管承担了更多的“责”,却无法获得更高的“利”[2,17]。这种薪酬与职务错配使集团高管产生相对剥夺感与不公平感知[4],进而削弱薪酬契约的正向激励效应。进一步而言,薪酬倒挂引发的激励与履职贡献错配问题,不仅降低了集团高管的履职积极性与治理主动性,还会催生消极懈怠的履职心态,形成典型的“躺平式”履职倾向。当集团高管发现自身薪酬低于下属上市公司高管时,其付出监督努力所获得的边际收益与边际成本之间的平衡被打破。在“干多干少与薪酬无关”的认知主导下,集团高管逐步形成“多一事不如少一事”的消极心态,在监督治理中普遍表现出履职惰性与不作为倾向,从而进一步弱化其对下属上市公司监督意愿与管控动机。集团层面监督管控的弱化,为上市公司管理层机会主义行为提供了宽松的实施空间。

就上市公司高管而言,其面临薪酬高于集团高管的倒挂压力,具有通过盈余管理操纵业绩以实现薪酬辩护的动机。基于最优契约理论和锦标赛理论,薪酬水平应与管理层级、权责大小、业绩水平相匹配[1,23],但薪酬倒挂现象打破了这一传统。通常集团企业内部的薪酬体系由总部自行决定,因此倒挂薪酬是否可以延续仍取决于集团高管的决策。相对于不存在薪酬倒挂的公司高管,获得倒挂薪酬的上市公司高管在意识到其所获倒挂薪酬的特殊性后,将面临较大的合法性压力。此时,为维护现有薪酬水平或回应薪酬合

理性质疑,其有动机向上级证明当下薪酬的合理性[3]。已有研究发现,在辩护动机驱动下,上市公司高管可能通过调整会计政策[24]、调整会计信息可比性[25]等方式为其高薪进行合理性辩护,以缓解薪酬倒挂带来的压力。根据《国有企业负责人经营业绩考核办法》,高管薪酬契约坚持"依业绩定薪"原则,下属上市公司高管需通过维持良好的账面业绩来证明自身薪酬的公允性。然而,在企业实际经营中,业绩的提升受市场环境、行业周期、企业资源等多种因素制约,短期难以实现实质性增长。因此,盈余管理作为一种操作相对隐蔽的业绩调节手段,成为其快速改善账面业绩的理性选择,高管可通过应计盈余管理调整会计政策、操纵财务数据,实现企业账面业绩的虚增,从而为自身的高薪水平提供业绩支撑[24],维护现有薪酬水平并证明其公允性。基于上述分析,本文提出如下假设:

H:国有企业集团高管薪酬倒挂会加剧上市公司盈余管理。

三、研究设计

(一)样本选取和数据来源

本文以2015—2023年国有企业集团及其控股上市公司为研究样本,考察国有企业集团高管薪酬倒挂对上市公司盈余管理影响。选择2015年为样本起始点是因为该年"限薪令"实施后国有企业集团才开始对外公开其负责人薪酬信息。国有企业集团依据省国资委公开的企业集团名单识别;下属上市公司则基于集团官网公开的上市公司名录识别,并结合上市公司年报披露的控股结构确定。国有企业集团高管薪酬数据主要通过查阅企业官网薪酬公告及省国资委网站薪酬披露公告手工收集整理获取,企业财务数据和国有企业集团下属上市公司的高管薪酬数据均来自国泰安(CSMAR)数据库。

在此基础上,本文对初始样本进行如下处理:(1)剔除金融保险类行业样本;(2)剔除ST、*ST公司样本;(3)剔除主要变量缺失的样本;(4)剔除资产负债率大于1的观测值;(5)剔除高管零薪酬、不领薪及薪酬缺失的样本。经过上述处理,本文最终获得2228个公司-年度观测值。此外,为消除极端异常值的潜在影响,本文对所有连续变量进行上下1%缩尾处理,并采用稳健标准误估计方法。

(二)模型构建与变量定义

为检验国有企业集团高管薪酬倒挂与上市公司盈余管理之间的关系,本文构建如下模型(1):

$$AbsDA_{i,t} = a_0 + a_1 GapChair_{i,t} + a_2 Controls_{i,t} + Ind + Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,$AbsDA_{i,t}$表示上市公司i在t年的应计盈余管理,$GapChair_{i,t}$表示国有企业集团i在t年的薪酬倒挂程度,$Controls_{i,t}$为控制变量,Ind和$Year$分别为行业和年份固定效应,$\varepsilon_{i,t}$为随机扰动项。

1. 解释变量:董事长薪酬倒挂(*GapChair*)。本文以上市公司董事长薪酬除以集团董事长薪酬衡量董事长薪酬倒挂程度,若两者比值大于1则表明发生倒挂,且比值越大,倒挂程度越高。需要说明的是,与西方公司治理中"CEO中心主义"不同,中国国有企业实行的是"董事长负责制"或"党委领导下的董事长负责制"。在国有企业集团管控体系下,董事长不仅是公司法定代表人,同时兼任党委书记,属于企业"一把手",深度参与公司重大战略、人事与财务决策、公司经营管理,故本文重点考察集团与上市公司董事长间的薪酬倒挂。同时,本文在稳健性检验中进一步考察总经理层面薪酬倒挂。

2. 被解释变量:应计盈余管理(*AbsDA*)。本文采用修正的Jones模型来测度应计盈余管理。遵循国内外主流研究范式,将会计盈余分解为经常性损益和非经常性损益两部分。其中经常性损益进一步拆分为应计项目和经营性现金流量,而应计项目又可区分为操控性应计项目和非操控性应计项目。鉴于管理层盈余操纵行为主要体现为对操控性应计项目的调节,本文以操控性应计项目作为盈余管理的代理变量。

3. 控制变量。本文控制以下变量:公司规模(*Size*)、资产负债率(*Lev*)、总资产收益率(*ROA*)、公司年龄(*ListAge*)、经营活动现金流(*CashFlow*)、企业价值(*TobinQ*)、两职合一(*Dual*)、董事会规模(*Board*)、独立董事比例(*Indep*)、大股东持股比例(*Top*1)、集团董事长薪酬(*ChairPayBG*),同时控制行业和年度固定效应。具体变量定义见表1。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	盈余管理	*AbsDA*	操纵性应计的绝对值,详细定义见正文
解释变量	董事长薪酬倒挂程度	*GapChair*	上市公司董事长薪酬/企业集团董事长薪酬
控制变量	公司规模	*Size*	公司年末总资产的自然对数
	资产负债率	*Lev*	年末总负债/年末总资产
	总资产收益率	*ROA*	净利润/期末总资产
	公司年龄	*ListAge*	当年年份减去上市年份加1取对数
	经营活动现金流	*CashFlow*	经营活动产生的现金流量净额/总资产
	企业价值	*TobinQ*	企业总市值/期末总资产
	两职合一	*Dual*	董事长与总经理为同一人取1,否则为0
	董事会规模	*Board*	董事成员人数的自然对数
	独立董事比例	*Indep*	独立董事/董事人数
	大股东持股比例	*Top*1	第一大股东持股数量除以总股数
	集团董事长薪酬	*ChairPayBG*	集团董事长薪酬总额

四、实证分析

（一）描述性统计

表2报告了主要变量的描述性统计结果。解释变量方面,董事长薪酬倒挂程度(*GapChair*)最小值为0.2888,中位数是1,最大值是4.1938,表明不同国有企业高管薪酬倒挂情况存在明显差异。被解释变量方面,上市公司应计盈余管理(*AbsDA*)均值和中位数分别为0.0430和0.0300,最小值为0.0005,最大值为0.2061,表明不同上市公司应计盈余管理情况存在较大差异。其他控制变量的统计结果与已有文献基本一致[5-6]。

表2 描述性统计

变量	N	*Mean*	*SD*	*Min*	*Median*	*Max*
GapChair	2228	1.1096	0.6906	0.2888	1.0000	4.1938
AbsDA	2228	0.0430	0.0426	0.0005	0.0300	0.2061
Size	2228	23.2831	1.3335	20.3913	23.2276	26.4129
Lev	2228	0.5190	0.2037	0.0750	0.5271	0.9293
ROA	2228	0.0271	0.0499	-0.1610	0.0252	0.1820
ListAge	2228	2.7889	0.6060	0.6931	2.9957	3.4340
CashFlow	2228	0.0501	0.0611	-0.1417	0.0501	0.2099
TobinQ	2228	1.5095	0.9215	0.7806	1.2060	7.0215
Dual	2228	0.0687	0.2530	0.0000	0.0000	1.0000
Board	2228	2.1951	0.2015	1.6094	2.1972	2.7081
Indep	2228	0.3726	0.0528	0.3333	0.3636	0.5714
*Top*1	2228	0.3919	0.1521	0.0956	0.3797	0.7498
ChairPayBG	2228	88.8543	29.4901	33.8100	86.6800	220.3200

（二）基准回归结果

表3报告了基准回归的结果。列(1)仅纳入控制变量,列(2)则进一步控制行业和年度固定效应。列(1)、列(2)中*GapChair*回归系数分别为0.0041和0.0039,在1%水平上显著,表明国有企业集团高管薪酬倒挂会显著加剧上市公司盈余管理,初步验证了假设H。经济意义方面,以列(2)为例,*GapChair*回归系数为0.0039,意味着董事长薪酬倒挂程度每增加一个标准差,盈余管理水平的提升幅度相当于样本标准差的6.26%。

（三）内生性处理①

1. 工具变量法。为缓解可能的内生性问题,本文选取同地区年度其他公司集团董事长薪酬均值(*IV*)作为工具变量进行检验。从相关性来看,地区层面其他企业集团董事长薪酬均值会影响本企业集团董事长薪酬定价,进而改变集团与上市公司董事长之间的薪酬倒挂水平;从排他性来看,同地区年度集团董事长薪酬均值属于地区聚合层面特征,并不直接影响单个上市公司的经营决策与会计处理。两阶段回归结果表明,本文结论依旧稳健。

①篇幅所限,内生性检验结果未列示,留存备索。

2. Heckman 两阶段模型检验。为缓解可能存在的样本选择偏误问题,本文采用 Heckman 两阶段模型进行检验。在第一阶段中,构建了关于是否存在薪酬倒挂(*DChair*)和外生工具变量同地区年度其他公司集团董事长薪酬均值(*IV*)的 Probit 模型计算逆米尔斯比率 *IMR*。第二阶段,将估计得到的 *IMR* 纳入基准回归模型。回归结果显示,*GapChair* 的回归系数仍在5%水平上显著为正,研究结论仍然稳健。

3. 倾向得分匹配法。本文采用倾向得分匹配法以缓解样本选择偏差。具体地,以董事长是否存在薪酬倒挂(*DChair*)将样本分为处理组(薪酬倒挂企业)与控制组(非薪酬倒挂企业),以前文模型(1)中的控制变量作为协变量,采用1∶5最近邻无放回匹配,卡尺范围设置为0.01,匹配后的协变量基本不存在显著差异,最后使用匹配后样本重新进行回归,结果依然稳健。

(四)稳健性检验①

1. 替换变量测度方式。第一,替换被解释变量。以考虑业绩影响的修正琼斯模型重新计算盈余管理水平再次进行检验。第二,替换解释变量,将国有企业集团董事长薪酬倒挂(*GapChair*)替换为董事长是否存在薪酬倒挂(*DChair*)、总经理薪酬倒挂程度(*GapCEO*)以及总经理是否存在薪酬倒挂(*DCEO*)重新进行检验,本文结论依旧成立。

表3　基准回归:国有企业集团高管薪酬倒挂与盈余管理

	(1) *AbsDA*	(2) *AbsDA*
GapChair	0.0041*** (2.8754)	0.0039*** (2.6112)
Size	-0.0041*** (-4.0165)	-0.0058*** (-5.2363)
Lev	0.0217*** (3.5406)	0.0151** (2.2194)
ROA	-0.0403 (-1.0145)	-0.0444 (-1.1137)
ListAge	0.0022 (1.4054)	-0.0001 (-0.0721)
CashFlow	-0.0558* (-1.7615)	-0.0321 (-1.0588)
TobinQ	0.0045*** (3.1712)	0.0051*** (3.0165)
Dual	-0.0022 (-0.7557)	-0.0008 (-0.2731)
Board	-0.0045 (-0.9958)	0.0013 (0.2776)
Indep	-0.0036 (-0.1767)	-0.0064 (-0.3237)
*Top*1	0.0148** (2.2140)	0.0167** (2.3571)
ChairPayBG	0.0001** (2.2544)	0.0001*** (2.7992)
_cons	0.1115*** (5.1289)	0.1589*** (5.6899)
Ind	NO	YES
Year	NO	YES
N	2228	2228
R^2_{adj}	0.0449	0.1169

注:括号中为t值,*、**、***分别代表在10%、5%和1%水平上显著。下同。

2. 解释变量度量方式的敏感性检验。第一,消除量纲影响。本文采用上市公司董事长薪酬减去集团董事长薪酬除以集团董事长薪酬,以此构造相对薪酬差额指标(*AbsGapChair*)重新进行检验。第二,缓解可能的度量偏误。本文构建薪酬极差对数指标(*Gap_dirLn*)。具体而言,先计算上市公司董事长与集团董事长薪酬的差值。当差值为正时,对差值加1后取自然对数;当差值为负时,对差值的绝对值加1取自然对数后取负号。第三,区分倒挂状态与倒挂程度。本文引入是否发生薪酬倒挂虚拟变量 *DChair*,通过交互项识别薪酬倒挂程度对盈余管理的边际效应。上述系列检验再次验证了本文结论的可靠性。

3. 滞后解释变量。为缓解薪酬倒挂对上市公司盈余管理可能存在的反向因果问题,本文将解释变量滞后一期再次进行回归,回归在1%水平上仍显著为正,表明本文结论未受反向因果问题的干扰。

4. 控制地区固定效应。中国各省份在经济发展水平、制度环境等方面存在差异,这些因素可能会同时影响企业薪酬契约设计与盈余管理行为。为缓解地区层面不可观测因素对本文结论的可能影响,本文在模型中进一步控制地区固定效应,结论仍保持稳健。

5. 控制遗漏变量影响。本文进一步控制上市公司高管财务背景和市场竞争程度。一方面,具备财务专长的高管通常更熟悉会计准则与监管规则;另一方面,市场竞争程度越高,意味着要素流动越充分,上市公司越倾向于通过市场化选聘引入外部高管,而市场化选聘往往伴随更高的薪酬议价空间,相对而言更易形成薪酬倒挂。在控制遗漏变量影响后,本文结论仍成立。

①篇幅所限,稳健性检验结果未列示,留存备索。

五、影响机理分析

（一）集团行政管控

在国有企业集团治理体系中，集团高管对下属上市公司的行政管控，本质是依托集团层级职权与人事兼任安排实现的治理监督行为。基于最优契约理论，薪酬水平与高管团队内部层级、权责水平相匹配是薪酬激励契约的有效性重要基础[1,23]。当下属上市公司高管薪酬高于集团高管时，形成薪酬倒挂现象，打破了高管团队内层级与薪酬相匹配这一原则，这种激励扭曲会影响集团高管工作积极性[2,4]。从行政管控履职行为来看，薪酬倒挂引发的不公平感与心理失衡，会使集团高管产生履职懈怠、责任规避的消极倾向[4]。兼任上市公司职务不仅会增加高管的工作负荷，且无对应的收益补偿，这进一步降低了集团高管的兼任意愿，弱化其对上市公司的行政嵌入与管控干预。行政管控力度弱化会降低企业集团对下属上市公司的监督约束，加剧其盈余管理行为。基于委托代理理论，下属上市公司高管作为理性经济人，其经营决策始终以自身利益最大化为核心[26]，而集团层面的行政管控是约束上市公司管理层机会主义行为的重要治理机制。集团高管通过兼任职务，能够深度参与上市公司经营决策、财务核算等关键环节，实现对管理层行为的监督与约束。当集团行政管控力度弱化时，集团总部对下属上市公司的监督频率与治理嵌入降低，上市公司高管实施盈余管理的违规成本与暴露风险更小，进一步放大其机会主义倾向。

为检验上述机制，本文采用集团高管在上市公司兼任人数/上市公司董事会规模（*Ratio*）来反映集团对下属上市公司的行政管控程度。具体地，集团母公司通过高管交叉任职、人事嵌入的方式，实现对下属上市公司的行政管控。兼任比例越高，意味着集团公司对下属上市公司的行政干预与直接控制越强，能够更有效地监督上市公司经营决策和财务行为。本文在基准回归模型中引入薪酬倒挂与兼任比例的交乘项进行检验，表4列（1）结果显示，*GapChair*×*Ratio* 的回归系数为0.0161，在5%水平上显著为正，表明弱化集团行政管控是薪酬倒挂影响企业盈余管理的潜在机制。

表4　机制检验

	（1） *AbsDA*	（2） *AbsDA*
GapChair	-0.0052 （-1.1562）	0.0002 （0.1032）
Ratio	-0.0195** （-2.0162）	
PPS		-0.0057* （-1.7318）
GapChair×*PPS*		0.0057** （2.1933）
GapChair×*Ratio*	0.0161** （1.9900）	
_cons	0.6599*** （4.7108）	0.1542*** （4.7734）
Controls	YES	YES
Ind/Year	YES	YES
N	1664	2228
R^2_{adj}	0.0911	0.1179

（二）上市公司高管薪酬辩护

基于公平理论和社会比较理论，个体满意度不仅取决于绝对报酬水平，更取决于与参照对象的相对比较结果[22]。在国有企业集团内部，由于行政层级的存在，集团高管本应成为上市公司高管进行薪酬比较时的上级参照对象。当出现薪酬倒挂时，上市公司高管实际上获得了高于集团高管的薪酬，更易面临薪酬与层级不匹配的合理性质疑[5-8]。《国有企业负责人经营业绩考核办法》坚持“业绩升、薪酬升，业绩降、薪酬降”的原则，业绩是集团评估下属上市公司高管薪酬合理性的重要依据[3]。根据薪酬辩护理论，高管具有强烈动机为其薪酬水平寻求合理化依据，以证明自身高薪酬的正当性。在薪酬倒挂的背景下，上市公司高管倾向于提高薪酬契约中的业绩薪酬敏感度，试图通过强化薪酬业绩挂钩来为其收益寻找正当化依据[3]，并以可量化的会计业绩传递高薪酬对应高绩效的信号。薪酬业绩敏感度的提升可能进一步加剧下属上市公司的盈余管理行为。当高管薪酬与公司业绩高度绑定后，业绩指标的波动决定了其薪酬水平与辩护效果，若实际经营业绩未达预期，则无法支撑自身高薪酬水平。为证明自身薪酬的合理性，上市公司高管会通过会计政策调整等方式操纵业绩指标[24]。同时，相较于技术创新、市场拓展等需要长期投入且风险较高的真实价值创造活动，盈余管理能够在短期内快速改善业绩指标，以满足薪酬所需业绩标准并维护薪酬正当性。

为检验上述机制，本文参考Chen等的做法[27]，采用二分法度量薪酬业绩敏感度（*PPS*），其中薪酬以排

名前三的高管薪酬总额取自然对数度量,业绩以总资产报酬率度量。本文在基准回归模型中引入薪酬倒挂与薪酬业绩敏感度的交乘项进行检验,表4列(2)结果显示,*GapChair* × *PPS* 的回归系数为0.0057,在5%水平上显著为正,表明强化上市公司高管薪酬辩护动机是薪酬倒挂影响盈余管理的潜在机制。

六、进一步分析

(一)集团管控视角

集团管控是约束上市公司高管机会主义行为的重要治理机制,而国有企业集团的金字塔层级与高管纵向兼任是体现集团产权关联与行政嵌入的关键制度安排。金字塔层级反映集团内部产权链条长度与信息传递效率,两权分离度反映了集团的管控强度和治理效率。本文预期,当金字塔层级较长、两权分离度越高时,薪酬倒挂越可能加剧上市公司盈余管理。

1. 金字塔层级。国有企业集团普遍采用金字塔式控股结构,金字塔层级反映集团内部产权链条的长度和控制效率,影响集团内部的信息传递效率与监督治理水平[28-29]。金字塔层级越低,集团总部与上市公司产权关联越紧密、治理距离越近,集团高管的行政管控与监督约束效率越高;反之,金字塔层级越高,集团治理链条越长、管控传导路径越复杂,进一步加剧集团与上市公司间的信息不对称,加大集团管控的监督成本与治理难度。据此,本文认为,金字塔层级越高,薪酬倒挂越可能加剧上市公司盈余管理。为检验上述预期,本文通过Wind数据库手工收集国有企业集团及其控股上市公司的金字塔层级数据,并按行业年度中位数将样本分为金字塔层级高、低两组进行检验。表5列(1)、列(2)结果显示,在金字塔层级高组中,薪酬倒挂对上市公司盈余管理的回归系数显著为正,且系数值大于金字塔层级低组。总体而言,在金字塔层级较高样本中,薪酬倒挂对盈余管理的影响在系数大小上呈现出更强的特征。

表5　进一步分析:集团管控视角

	金字塔层级		两权分离度	
	高	低	高	低
	(1) *AbsDA*	(2) *AbsDA*	(3) *AbsDA*	(4) *AbsDA*
GapChair	0.0055 * (1.7488)	0.0029 * (1.6760)	0.0052 ** (2.1543)	0.0006 (0.3249)
_cons	0.2137 *** (4.0794)	0.1265 *** (3.6775)	0.1911 *** (4.1772)	0.1360 *** (3.5943)
Controls	YES	YES	YES	YES
Ind/Year	YES	YES	YES	YES
N	673	1555	1031	1174
R^2_{adj}	0.1220	0.1092	0.1175	0.1321

2. 两权分离度。在国有企业集团中,集团母公司作为控股股东,其对上市公司的控制权与现金流权分离程度越高,意味着集团以较少的现金流权实现了对上市公司的较强控制,二者间的利益协同度越低。La Porta等指出,公司两权分离形成了大股东与小股东间的代理问题,当控股股东控制权高于现金流权时,其掏空动机增强而监督动机减弱[30];Masulis等发现当管理者对公司的控制权超过现金流权时,更有可能利用公司资源追求个人利益[31]。在薪酬倒挂情境下,一方面,高两权分离度导致控股股东监督动机被掠夺动机所取代,集团总部对上市公司的监督约束相对薄弱;另一方面,薪酬倒挂引发的不公平感进一步削弱了集团高管积极履职的内生动力。据此,本文认为,两权分离度越高,高管薪酬倒挂越会加剧上市公司盈余管理。为检验上述预期,本文按行业年度中位数将样本分为两权分离度高、两权分离度低两组进行分组回归。表5列(3)、列(4)结果显示,在高两权分离度组中,薪酬倒挂对上市公司盈余管理的回归系数在5%水平上显著为正。而在低两权分离度组中,系数并不显著。这表明,高两权分离度降低了集团层面的监督约束,从而使薪酬倒挂对盈余管理的正向影响更为显著。

(二)薪酬辩护视角

前文分析表明,薪酬倒挂程度越高,下属公司高管由此产生的薪酬辩护压力越大。本文从相对业绩、相对薪酬水平两个维度展开分析,当上市公司高管面临的相对业绩压力越大、相对薪酬水平越高,高管薪酬辩护动机越强,薪酬倒挂更可能加剧上市公司盈余管理。

1. 相对业绩压力。业绩是影响高管薪酬水平的关键因素,相对业绩水平会影响高管的辩护动机及行

为[24]。就存在薪酬倒挂的上市公司而言，当公司业绩低于同行业其他公司业绩水平时，高管获得高于集团上级薪酬的合理性更可能受到质疑[3]。此时，高管为扭转相对业绩劣势、维持现有高薪待遇，会优先选择成本低、见效快的盈余管理手段，通过操纵会计利润、美化财务报表提升短期相对业绩，以此证明高薪的合理性。相反，若上市公司业绩优于同行业公司业绩时，高管可凭借真实经营业绩为其高薪提供有力辩护[6]，薪酬倒挂引发的盈余管理动机则相对弱化。据此，本文预期，相对业绩压力越大，高管薪酬辩护动机越强，薪酬倒挂越可能加剧上市公司盈余管理。为检验上述预期，本文依据公司当年业绩与高管薪酬，按年度－行业进行分组回归，公司业绩以总资产收益率和营业收入增长率进行度量。具体而言，若公司当年总资产收益率（营业收入增长率）低于年度行业中位数，而高管薪酬却高于年度行业中位数，表明相对业绩较差（*RBad* = 1/*GBad* = 1）。表6列（1）至列（4）结果显示，当相对业绩压力更大时，*GapChair* 的回归系数至少在5%水平上显著为正；而当相对业绩压力越小时，回归系数并不显著。这表明，当高管面临更大的相对业绩压力时，其通过盈余管理维持高额薪酬、回应薪酬合理性质疑的动机更为强烈。

2. 相对薪酬水平。相对薪酬水平是高管进行横向比较、评估自身薪酬相对位置的重要基准[6,32]。对存在薪酬倒挂的上市公司而言，若高管薪酬高于上级负责人但低于行业水平，那么其实际薪酬的下调空间较小，薪酬辩护压力相对较小。反之，若上市公司高管的薪酬不仅高于上级负责人，还高于同行业其他公司高管薪酬水平，那么其薪酬合理性会受到更多质疑，薪酬辩护压力较大[7]。为夯实高薪的正当性，上市公司高管会进一步强化薪酬辩护行为，通过盈余管理手段修饰经营业绩，实现高薪酬与高业绩的匹配。据此，本文预期行业相对薪酬水平越高，高管薪酬辩护动机越强，薪酬倒挂越可能加剧上市公司盈余管理。为检验上述预期，本文采用高管薪酬是否高于年度－行业中位数度量相对薪酬。表6列（5）、列（6）结果显示，在相对薪酬水平更高的组中 *GapChair* 的回归系数在10%水平上显著为正，表明当公司高管的薪酬不仅高于上级负责人，还高于同行业其他公司高管薪酬水平时，薪酬合理性会受到更多质疑，薪酬辩护压力较大[6]，通过盈余管理来提升所获薪酬合理性的动机相对更强。

表6　进一步分析：薪酬辩护视角

	相对业绩压力			相对薪酬水平		
	RBad = 1	*RBad* = 0	*GBad* = 1	*GBad* = 0	高	低
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	AbsDA	*AbsDA*	*AbsDA*	*AbsDA*	*AbsDA*	*AbsDA*
GapChair	0.0044***	−0.0019	0.0039**	−0.0033	0.0045*	0.0037
	（2.6214）	（−0.3124）	（2.2968）	（−0.6280）	（1.9006）	（1.5846）
_cons	0.1783***	0.1183**	0.1706***	0.1029*	0.1758***	0.1163**
	（5.4998）	（2.3122）	（5.1493）	（1.8832）	（5.1825）	（2.2670）
Controls	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Ind. Year	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	1688	540	1618	610	1658	570
R^2_{adj}	0.1226	0.1446	0.1339	0.0987	0.1300	0.1161

七、结论性评述

本文立足于中国特色制度背景与国有企业集团管理实践，以2015—2023年国有企业集团及其控股上市公司为研究样本，实证检验了国有企业集团高管薪酬倒挂对上市公司盈余管理的影响及其作用机制。主要研究结论如下：首先，国有企业集团高管薪酬倒挂显著加剧了下属上市公司盈余管理，这一结论在经过稳健性及内生性检验后依然成立。其次，机制检验表明，国有企业集团高管薪酬倒挂主要通过降低集团层面高管对下属上市公司的行政管控和强化上市公司高管薪酬辩护动机两条路径影响上市公司盈余管理；最后，异质性分析表明，这一效应在金字塔层级较长、两权分离度更高、相对业绩压力更大以及相对薪酬水平更高的情境下更为明显。

本文研究结论具有如下政策启示：第一，健全以管资本为主的国资监管体制，推动国有企业高质量发展。国有企业集团高管薪酬倒挂及其诱发的盈余管理问题，本质上是集团治理体系不完善、激励约束机制不协同的集中体现。应深入贯彻党的二十大关于“深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调

整”的战略部署,健全以管资本为主的国有资产监管体制,推动国有企业完善中国特色现代企业制度。在薪酬制度改革中,应统筹兼顾激励效率与分配公平,既要坚持市场化改革方向,激发国有企业经营活力,又要强化集团内部薪酬分配的统筹协调能力,防止因纵向薪酬失衡引发治理失效,以高质量的集团治理助推国有企业实现质的有效提升和量的合理增长,为全面建设社会主义现代化国家提供坚实的微观基础。第二,完善国有集团纵向管控治理体系,提升国资集中统一监管效能。本文机制检验证实,薪酬倒挂通过弱化集团行政管控力度加剧上市公司盈余操纵行为,且当金字塔层级更长、两权分离更高时,这一效应更为显著。国资监管机构与国有集团要持续优化现代化治理架构,精简冗余治理层级、疏通治理传导链条,破解多层级国企治理存在的信息不对称、监督弱化等突出问题。同时,强化集团对下属上市公司财务核算、业绩披露的全过程穿透式监督,补齐弱治理企业的监管短板。通过优化集团治理架构、压实集团管控主体责任,有效防范因上级监管缺位引发的管理层机会主义行为,全面提升国有资本治理效能。第三,完善薪酬业绩联动与考核约束机制,纠治高管薪酬辩护的短视化行为。本文机制检验证实,薪酬倒挂通过强化上市公司高管薪酬辩护动机加剧上市公司盈余管理,且这一影响在相对业绩压力和相对薪酬水平更高的情境下更为显著。国资监管部门需持续优化国有企业集团负责人经营业绩考核体系,从目标设计、绩效考核、绩效结果应用等方面构建兼顾当期经营与长远发展的综合评价机制,引导管理层立足主业、深耕实体、做实经营业绩。同时,应建立薪酬合理性常态化核查与监督问责机制,从严防范管理层机会主义行为,引导国有企业薪酬激励回归价值创造本源,推动国有企业实现合规经营、提质增效与长效发展。

参考文献:

[1]Rosen S. Prizes and incentives in elimination tournaments[J]. American Economic Review, 1986, 76 (4): 701 - 715.

[2]毛新述,从阙匀,张晨宇,等. 国企高管薪酬职务倒挂影响企业创新吗[J]. 南开管理评论,2025(2):104 - 115.

[3]李晓,焦焰,牛煜皓,等. 薪酬 - 级别倒挂与商业信用供给——基于国有集团控股上市公司的经验证据[J]. 会计研究,2023(12):46 - 63.

[4]于李胜,李文涛,王艳艳,等. 薪酬 - 职务倒挂是否具有“黑色嫉妒”效应? ——基于国有企业薪酬激励对企业行为的影响研究[J]. 会计研究,2019(3):47 - 54.

[5]卢闯,张文婷,焦焰. 薪酬—级别倒挂与公司环保投资——基于国有企业集团的经验证据[J]. 中南财经政法大学学报,2023(6):3 - 15.

[6]卢闯,张文婷,焦焰. 薪酬—级别倒挂与公司慈善捐赠[J]. 北京工商大学学报(社会科学版),2023(5):73 - 83.

[7]卢闯,焦焰,张文婷. 薪酬倒挂与企业创新——基于国有企业集团的证据[J]. 管理评论,2026(1):78 - 89.

[8]卢闯,李心武,张文婷. 薪酬制度改革的实体经济效应——来自企业金融化的经验证据[J]. 经济体制改革,2024(2):112 - 120

[9]Hill A D, Aime F, Ridge J W. The performance implications of resource and pay dispersion: The case of major league baseball[J]. Strategic Management Journal, 2017, 38(9): 1935 - 1947.

[10]魏芳,耿修林. 高管薪酬差距的阴暗面——基于企业违规行为的研究[J]. 经济管理,2018(3):57 - 73.

[11]缪毅,胡奕明. 内部收入差距、辩护动机与高管薪酬辩护[J]. 南开管理评论,2016(2):32 - 41.

[12]杨志强,王华. 公司内部薪酬差距、股权集中度与盈余管理行为——基于高管团队内和高管与员工之间薪酬的比较分析[J]. 会计研究,2014(6):57 - 65.

[13]孙林,李维安. 高管薪酬 - 业绩倒挂与薪酬调整决策——基于薪酬正当性维护视角的分析与检验[J]. 财贸研究,2016(2):137 - 146.

[14]杜勇,张欢. 高管薪酬倒挂与监管体系:2003—2015 年 A 股上市公司样本[J]. 改革,2017(2):116 - 125.

[15]田涵艺,许楠,马永强. 创业板民企“薪酬倒挂”异象研究:关键创始人创业折扣与合约补偿[J]. 会计研究,2023(12):64 - 76.

[16]李馨子,张文婷,卢闯. 薪酬倒挂与企业投资:基于央企控股上市公司的经验分析[J]. 中国软科学,2020(7):138 - 146.

[17]Tian E, Zhong M, Sun M, et al. CEO “anomaly” compensation incentives and financial investment: Evidence from the SOEs of China [J]. Economic Analysis and Policy,2024,83:359 - 377.

[18]Zhou S, Du Q, Zhou Z. Executive pay-rank inversion and M&A decisions: Evidence from Chinese state-owned enterprises[J]. International Journal of Financial Studies, 2025, 13(4):239.

[19]史亚雅,梁上坤,叶文平,等.有限合伙协议架构企业的盈余管理之谜:长期导向还是机会主义?[J].管理世界,2024(4):215-237.
[20]孙健,王百强,曹丰,等.公司战略影响盈余管理吗?[J].管理世界,2016(3):160-169.
[21]刘银国,孙慧倩,王烨,等.业绩型股权激励与盈余管理方式选择[J].中国管理科学,2017(3):49-58.
[22]Adams J. Toward an understanding of inequity[J]. Journal of Abnormal Psychology, 1963(5): 422-436.
[23]Holmström B, Milgrom P. Aggregation and linearity in the provision of intertemporal incentives[J]. Econometrica, 1987, 55(2): 303-328.
[24]谢德仁,姜博,刘永涛.经理人薪酬辩护与开发支出会计政策隐性选择[J].财经研究,2014(1):125-134.
[25]张勇.高管超额薪酬与企业会计信息可比性——基于薪酬辩护理论视角[J].会计与经济研究,2020(3):50-67.
[26]Fama E. Agency problems and the theory of the firm[J]. Journal of Political Economy, 1980,88:288-307.
[27]Chen D, Shen Y, Xin F, et al. Overemployment, executive pay-for-performance sensitivity and economic consequences: Evidence from China[J]. China Journal of Accounting Research, 2012, 5(1): 1-26
[28]刘慧龙.控制链长度与公司高管薪酬契约[J].管理世界,2017(3):95-112.
[29]Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Institutions and organizational structure:The case of state-owned corporate pyramids[J]. Journal of Law, Economics, and Organization,2013,29 (6): 1217-1251.
[30]La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Corporate ownership around the world[J]. The Journal of Finance, 1999, 54 (2): 471-517.
[31]Masulis R W, Wang C, Xie F. Agency problems at dual-class companies[J]. The Journal of Finance,2009, 64: 1697-1727.
[32]李维安,刘绪光,陈靖涵.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.

[责任编辑:高　婷]

The Effect of Executive Compensation Inversion in State-Owned Enterprise Groups on Earnings Management of Listed Companies

NA Chaohong[1], DAI Xiuxiu[2], FAN Xiao[3]

(1. Graduate School, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming 650221, China;
2. School of Economics and Management, Beijing University of Posts and Telecommunications, Beijing 100876, China;
3. School of Accounting, Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu 611130, China)

Abstract: Executive compensation reform represents a pivotal mechanism for deepening state-owned enterprise (SOE) reform, balancing incentive efficiency with distributive fairness, and fostering high-quality SOE development. Drawing on a hand-collected dataset of executive compensation matched between SOE group headquarters and their listed subsidiaries from 2015 to 2023, this study empirically examines the effect of executive compensation inversion on the earnings management of listed subsidiaries and its underlying mechanisms. We document that executive compensation inversion significantly exacerbates earnings management in listed subsidiaries. Mechanism analyses reveal that compensation inversion attenuates group headquarters' administrative control over subsidiaries while amplifying subsidiary executives' compensation justification motives, thereby intensifying earnings management. Cross-sectional analyses further show that the exacerbating effect of compensation inversion on earnings management is more pronounced when the group has more pyramid layers, the separation between ownership and control rights is greater, the listed company faces higher relative performance pressure, and executives' relative compensation levels are higher. Our findings provide micro-level empirical evidence on the governance mechanisms of Chinese SOE groups and offer policy implications for state asset regulators to refine compensation reforms, enhance the efficacy of compensation contracts, and advance high-quality SOE development.

Key Words: state-owned enterprise groups; compensation inversion; earnings management; compensation justification; executive compensation; compensation contract