

**分类号：** 密级：

**论文编号： 学号：51306470108**

**重庆理工大学硕士学位论文**

**管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性研究**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **研** | **究** |  | **生:** | **何** | **敏** |  | |
| **指** | **导** | **教** | **师：** | **何** | **雪** | **锋** | **教 授** |
| **学** | **位** | **类** | **型：** | **学** | **术** | **学** | **位** |
| **学** | **科** | **专** | **业：** | **会** | **计** | **学** |  |
| **研** | **究** | **方** | **向：** | **财** | **务** | **管** | **理** |
| **培** | **养** | **单** | **位：** | **会** | **计** | **学** | **院** |

**论文完成时间： 2016 年 3 月 25 日**

**论文答辩日期：** 2016 **年 6 月 6 日**

**Category Number：** **Level of Secrecy：**

**Serial Number ：** **Student Number：51306470108**

**Master's Dissertation of Chongqing University of**

**Technology**

**Managerial Power，Enterprise Risk-taking and Executive Compensation**

**Stickiness**

**Postgraduate: He Min**

**Supervisor:** Pro.He **Xuefeng Degree Category：** **Academic Degree Specialty:** Accounting

**Research Direction:** Financial **Management Training Unit:** Accounting **School Thesis Deadline:** March 25**th, 2016**

**Oral Defense Date:** June 6**th , 2016**

学位论文原创性声明及使用授权声明

**重庆理工大学**

**学位论文原创性声明**

本人郑重声明：所呈交的学位论文是本人在导师的指导下，独立进行研究所取得的成果。除文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果、作品。对本文的研究做出重要贡献的集体和个人， 均已在文中以明确方式标明。

本人承担本声明的法律后果。

作者签名： 日期： 年 月 日

**学位论文使用授权声明**

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权重庆理工大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于（请在以下相应方框内打“√”）：

1.保密□，在年解密后适用本授权书。

2.不保密。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 作者签名： | 日期： | 年 | 月 | 日 |
| 导师签名： | 日期： | 年 | 月 | 日 |

摘要

摘 要

近年来，上市公司高管薪酬成为国内外学者关注的热点问题。特别是高管“天价”薪酬事件的频发更引起大众对薪酬合理性的普遍质疑。已有研究发现，高管薪酬与企业业绩之间呈现“粘性”特点，即业绩下降时高管薪酬的减少幅度要显著低于业绩上升时高管薪酬的增加幅度。薪酬粘性的存在意味着我国的高管薪酬机制中存在“奖优不惩劣”的现象，这也说明上市公司的高管薪酬契约不仅不能成为企业降低代理成本的工具，反而本身就沦为代理问题的一部分。传统的委托代理理论和最优契约理论无法完全解释高管薪酬粘性问题，基于此，本文引入管理层权力理论、企业风险承担相关理论，来深入分析高管薪酬粘性产生的原因，并进一步研究管理层权力、企业风险承担对高管薪酬粘性的影响，以期为科学合理地治理高管薪酬粘性和完善高管薪酬机制提供更具有针对性的建议。

本文以我国A股主板上市公司2009-2014年数据为研究样本，采用理论分析与实证相结合的方法进行研究。首先在界定相关概念的基础上，对管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性相关研究现状进行了文献回顾与述评，结合相关理论分析了管理层权力和企业风险承担对高管薪酬粘性的影响以及三者之间的内在联系，并提出相应的假设，在实证部分通过描述性统计、相关性分析及全样本和分样本回归分析进一步验证假设。研究结果表明：（1）我国上市公司普遍存在显著的高管薪酬粘性，在国有上市公司中，地方国企的高管薪酬粘性比央企的更显著；（2）在董事长和总经理两职兼任和股权较分散的公司中，管理层权力越大，高管薪酬粘性也越大，表明管理层权力显著增加了高管薪酬粘性；进一步通过分样本研究表明，相较于央企和非国企，管理层权力和高管薪酬粘性的正相关关系在地方国企中更显著；

（3）企业风险承担显著降低了我国上市公司的高管薪酬粘性，尤其是地方国企和非国企的高管薪酬粘性，说明企业风险承担对地方国企和非国企的高管薪酬粘性有显著的抑制作用；（4）按企业风险承担分组检验后发现，企业风险承担负向调节了管理层权力与高管薪酬粘性的正相关关系。最后，基于以上结论，本文提出了治理我国上市公司高管薪酬粘性及完善高管薪酬机制的政策建议，可为解决我国目前的薪酬机制问题提供决策参考。

**关键词：**管理层权力；企业风险承担；高管薪酬；高管薪酬粘性

I

Abstract

Abstract

Recently, the executive compensation of listed companies has become the hot issue concerned by scholars at home and abroad. Especially the frequently happened event of" exorbitant price" of executive compensation has already aroused public suspicion on the rationality of compensation. Research suggests that it presents" stickiness" feature between executive compensation and corporate performance, namely, the reductions in executive pay when performance declines are significantly less than the increases in executive pay when performance rises. Compensation stickiness implies the existence of" awards not punish bad" phenomenon in China's executive compensation mechanism, it also shows that the listed companies' executive compensation contracts not only cannot become a tool for enterprises to reduce the agency costs, but itself became a part of the agency problems. The principal-agent theory and optimal contract theory cannot completely explained executive compensation stickiness, based on which, this paper introduces managerial power theory and enterprise risk-taking related theory to investigate the causes of executive compensation stickiness, and to make further research on the influence of managerial power and enterprise risk-taking on executive compensation stickiness, looking forward to provides more targeted recommendations for governing executive compensation stickiness scientifically and reasonably and improving executives compensation mechanism.

Taking data of A-share listed companies of China during 2009-2014 as the research sample, this paper used the method of theoretical analysis and empirical research. Firstly, on the basis of defining the relevant concepts, this paper reviews and summarizes the related research status of management power, enterprise risk management and executive compensation, and unifies the related theory to analyze how the managerial power and enterprise risk-taking influence the executive compensation stickiness and the intrinsic link between them, and put forward the corresponding hypothesis in the empirical part, through descriptive statistics, correlation analysis and the full sample and sub sample regression analysis to testify the hypotheses. The results show that: (1) Chinese listed company generally exists significant executive compensation stickiness, in state-owned listed companies, local state-owned companies' executive compensation stickiness is more significant than central enterprises; (2) In corporations with CEO duality and a

III

Higher degree of equity dispersion, the management holds greater power, and the executive compensation stickiness is also more significant, which shows that managerial power significantly increased executive compensation stickiness; further study shows that compared to the central enterprises and non state-owned enterprises, the positive correlation between managerial power and executive compensation stickiness is more significant in the local state-owned enterprises; (3) Enterprise risk-taking has significantly reduced executive compensation stickiness of Chinese listed companies, especially executive compensation stickiness of local state-owned enterprises and non-state-owned enterprises, which suggests that enterprise risk-taking has obvious inhibiting action to executive compensation stickiness of local state-owned enterprises and non state-owned enterprises; (4) After grouped testing by enterprise risk-taking, we found that enterprise risk-taking has negatively adjusted the positive relation between managerial power and executive compensation stickiness. Finally, based on the above conclusions, this paper proposed some political suggestions to solve executive compensation stickiness and improve executives' compensation mechanism of Chinese listed companies, in order to provide decision reference for solving the problem of compensation mechanism in China.

**Keywords**: managerial power; Enterprise risk-taking; Executive compensation; Executive compensation stickiness

IV

目 录

[摘要](#_Toc68639477) 4

[摘 要](#_Toc68639478) 4

[Abstract](#_Toc68639479) 4

[Abstract](#_Toc68639480) 4

[1 绪论](#_Toc68639481) 7

[1.1 研究背景及问题的提出](#_Toc68639482) 7

[1.2 研究意义](#_Toc68639483) 7

[1.2.1 理论意义](#_Toc68639484) 7

[1.2.2 实践意义](#_Toc68639485) 7

[1.3 概念界定](#_Toc68639486) 7

[1.4 研究内容和研究框架](#_Toc68639487) 8

[1.5 研究思路和研究方法](#_Toc68639488) 8

[1.5.1 研究思路](#_Toc68639489) 8

[1.5.2 研究方法](#_Toc68639490) 8

[1.6 主要的创新点](#_Toc68639491) 9

[2 文献综述](#_Toc68639492) 10

[2.1 高管薪酬与企业业绩研究现状](#_Toc68639493) 10

[2.1.1 国外研究现状](#_Toc68639494) 10

[2.1.2 国内研究现状](#_Toc68639495) 10

[2.2 管理层权力与高管薪酬研究现状](#_Toc68639496) 11

[2.2.1 国外研究现状](#_Toc68639497) 11

[2.2.2 国内研究现状](#_Toc68639498) 11

[2.3 企业风险承担与高管薪酬研究现状](#_Toc68639499) 11

[2.3.1 国外研究现状](#_Toc68639500) 11

[2.3.2 国内研究现状](#_Toc68639501) 12

[2.4 文献述评](#_Toc68639502) 12

[3 理论基础](#_Toc68639503) 13

[3.1 委托代理理论](#_Toc68639504) 13

[3.2 激励理论](#_Toc68639505) 13

[3.3 管理层权力理论](#_Toc68639506) 14

[3.4 企业风险承担相关理论](#_Toc68639507) 14

[4 研究设计](#_Toc68639508) 14

[4.1 研究假设](#_Toc68639509) 14

[4.2 数据来源与样本选取](#_Toc68639510) 16

[4.3 变量选取及界定](#_Toc68639511) 16

[4.4 模型设定](#_Toc68639512) 16

[5 实证结果与分析](#_Toc68639513) 21

[5.1 描述性统计及相关性分析](#_Toc68639514) 21

[5.1.1 变量的描述性统计](#_Toc68639515) 21

[5.1.2 变量相关性分析](#_Toc68639516) 33

[5.2 回归结果与分析](#_Toc68639517) 40

[5.2.1 高管薪酬粘性的存在性回归结果分析](#_Toc68639518) 40

[5.2.2 管理层权力与高管薪酬粘性回归结果分析](#_Toc68639519) 44

[5.2.3 企业风险承担与高管薪酬粘性回归结果分析](#_Toc68639520) 59

[5.2.4 管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性回归结果分析](#_Toc68639521) 73

[5.3 稳健性检验](#_Toc68639522) 81

[6 研究结论与政策建议](#_Toc68639523) 83

[6.1 研究结论](#_Toc68639524) 83

[6.2 政策建议](#_Toc68639525) 84

[6.3 研究局限及未来展望](#_Toc68639526) 84

[参考文献](#_Toc68639527) 86

[个人简历、在学期间发表的学术论文及取得的研究成果](#_Toc68639528) 90

VI

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及问题的提出

近年来，企业薪酬改革已经成为理论界和实务界研究的热点问题，尤其是在

2008年经济危机的爆发与股市的震荡之后，全球经济萧条，中国的经济也受到巨大的负面冲击，许多上市公司的业绩出现严重下滑，与此同时高管的“天价薪酬”却频见报端，先是中国平安的马哲明，再是联想集团的杨元庆等，其天价薪酬的曝光将高管薪酬推向了舆论的风口浪尖（宛玲羽，2015）[1]，在遭遇社会各界的质疑之后，滑稽的是，后来又出现448位董事相继放弃领取上一年度薪酬的新闻①。这种

“天价薪酬”和“零薪酬”并存的现象充分反映了我国企业高管薪酬制定具有较强的随意性（陈修德，2012）[2]。在所有权与经营权高度分离的现代企业经营体制下，企业的经理人（代理方）与公司股东（委托方）利益目标不一致，经理人往往不会对公司的股东真正负责（Berle et al., 1932; Jensen et al., 1976）[3-4]，在经营过程中只顾自身利益最大化，而忽视公司股东利益最大化，由此产生了委托代理问题（卢锐等，2011）[5]。制定高管薪酬的根本目的是对公司高管的经营活动进行激励和约束，最大限度统一企业管理者（代理人）和股东（委托人）的利益目标，从而降低不必要的代理成本。因此，如果一个公司的薪酬契约制定不合理，那么高管薪酬不仅不能有效解决代理问题，反而本身就沦为代理问题的一部分，薪酬契约由此成为高管侵占上市公司和股东利益的工具。在代理理论基础上发展起来的最优契约理论认为，股东在确定经理人的薪酬时，可以利用薪酬契约来增加经理人与股东利益的相关程度，如建立基于公司业绩的薪酬契约，提高薪酬和业绩的敏感性，从而有效缓解两者冲突（Holmstorm et al., 1979; Bertrand et al., 1999; Bertrand et al., 2000;谢德仁等, 2012;王新等, 2015）[6-10]。在我国的薪酬改革历史中，很长一段时间内在委托代理理论和最优契约理论的指导下进行了一系列的政策制度等改革探索。

自2003年底，我国拉开了薪酬改革的帷幕，《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》的发布，要求将央企负责人的薪酬和企业的经营业绩联系起来。随着薪酬改革体制的逐步深化以及社会舆论普遍关注与监督，有关部门相继出台了许多薪酬制度方面的新政策如“八项规定”、各项“限薪令”等。此后，在众多的实证研究中，高管薪酬和企业业绩之间开始表现出显著的正相关关系（张俊瑞等，2003；杜兴强等，2007；杜胜利等，2008）[11-13]。这在一定程度上表明我国业绩型薪酬机制

①相关信息来自王珍：《国企高管薪酬：双轨制下两难抉择》，《第一财经日报》，2009年4月8日。

1

已初步建立起来，并取得一定成效。后来，在辛清泉，谭伟强（2009）[14]的研究中发现，随着我国市场化程度的增强，我国国有企业经理薪酬与业绩的敏感性也随之增强。然而在这些研究没有关注高管薪酬随企业业绩的变化而变化的幅度。直到

2009年，学者方军雄（2009）[15]首先发现我国上市公司存在显著的高管薪酬粘性，即企业业绩上升时，高管薪酬上升的边际显著高于企业业绩下降时高管薪酬下降的边际，后来高文亮等（2011）[16]，陈胜军等（2015）[17]、罗莉等（2015）[18]学者的研究也证实了这一结论，并进一步深化了研究内容，这表明我国上市公司普遍存在高管薪酬粘性。高管薪酬粘性属于非正常的薪酬契约，其存在使我国现有的业绩型薪酬机制的激励作用大打折扣，这非但没能成为降低代理成本的措施，反而因薪酬契约的设计不合理增加了代理成本，这严重偏离了最优契约理论的预期结果。因此如何正确认识和治理高管薪酬粘性，确保高管薪酬的设计符合激励目标，以降低代理成本成为一个新的问题。要解决这些问题，研究高管薪酬粘性的影响因素以及这些因素对高管薪酬粘性具体有哪些影响，显得非常重要。

传统的委托代理理论和最优契约理论无法完全解释高管薪酬粘性等问题，而在实践中，管理层利用权力以权谋私的现象逐渐凸显，由此管理层权力理论作为解释高管薪酬机制中的异常现象的另一种理论逐步兴起，在管理层权力理论框架下，董事会作为企业的外部治理机制，面对权力强大的高管团队，谈判能力常常有限，因而无法有效制约管理层权力，而且在我国，国有企业经历了国企改革的“放权让利”后，“所有者缺位”现象严重，最终导致国企高管手握重权却又得不到有效的制约；另一方面，民营企业家族式的控制方式让民营企业家更是面对权力具有与生俱来的欲望，在得不到有效的外部治理机制和法律等约束的情况下，民营企业的管理层权力同样得不到有效制约，加之还不成熟的经理市场难以实现对高管的声誉约束，这一系列的原因为高管利用权力寻租影响薪酬契约制定创造了良好的条件（陈修德，

2012）[2]，由此管理者薪酬制定就变成了由管理者自定薪酬。因此，探究管理层权力对高管薪酬契约以及目前普遍存在的薪酬粘性问题的影响具有较强的理论和现实意义，在已有的研究中，有部分学者已经检验了管理层权力与高管薪酬粘性的关系，但研究不够深入，得出的结论并未统一，有待进一步研究。

另一方面，经典代理理论认为，设计和制定基于企业业绩的薪酬契约，是为了激励企业高管尽最大努力提升企业价值。但风险厌恶的管理者会因为承担了风险而要求更高的补偿，从而使得激励成本随风险的上升而增加，当企业的风险承担水平越高时，企业风险越大，为降低高管的薪酬风险，保障其基本收入水平及工作稳定，此时，科学合理的薪酬契约设计应给予更低的高管薪酬业绩敏感度，否则高管在决策时会倾向于选择风险较小收益较稳定的项目，放弃风险大但能给企业创造巨大价值的项目，进而侵害股东权益，因此本文从风险的角度来讨论并检验目前薪酬契约

2

制定的合理性，并进一步检验企业风险承担对高管薪酬粘性的影响具有重要的现实意义。另外，在委托代理模型中引入管理层权力因素后，管理层的权力过大，使其愿意接受具有高或较低报酬业绩敏感度的薪酬，这对高管薪酬粘性又会产生什么影响？如果管理层权力和高管薪酬粘性相关，在该理论框架中引入企业风险承担后，二者之间的相关关系会发生怎样的变化？探讨这些问题对于科学合理的治理高管薪酬粘性问题，完善薪酬激励机制有非常重要的意义。

## 1.2 研究意义

### 1.2.1 理论意义

高管薪酬激励问题是近年来理论界和实务界研究的热点问题，以往学者的研究主要是在委托代理理论和最优契约理论框架下展开，认为存在最优的薪酬契约能有效缓解上市公司股东与经理人之间的代理问题。然而，近年来高管薪酬粘性问题的产生使最优契约的预期结果难以实现，这表明传统的委托代理理论和最优契约理论已无法完全解释高管薪酬激励中存在的问题。管理层权力理论作为解释高管薪酬机制中的异常现象的另一种理论逐步兴起，但相关的研究不够深入。本文在研究高管薪酬粘性的基础上，引入了管理层权力理论和企业风险承担相关理论，进一步丰富了高管薪酬激励相关研究的理论框架。

具体来讲，本文一方面研究管理层权力对高管薪酬粘性的影响，虽然已有研究证明管理层权力型企业的高管具有更高薪酬，也有少部分研究考察了管理层权力对高管薪酬粘性的作用，但相关的研究并不多，且其研究结论在学术界并未统一，还有待进一步研究。其次，通过已有文献可以发现，现有的国内外大量关于该领域的研究均是从高管薪酬粘性的存在性验证和高管薪酬粘性与其他因素的关系研究。其中，一部分人研究了高管薪酬粘性对企业投资、公司价值等的影响，另一部分人主要研究了企业产权性性质、内部控制等因素对高管薪酬粘性的影响，但极少有人从企业风险承担视角来研究高管薪酬粘性的治理问题。本文将管理层权力和企业所处的风险承担水平引入高管薪酬粘性的研究，并在此基础上，进一步研究管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性三者之间的关系，这是在传统代理理论上的又一次创新尝试，丰富了高管薪酬研究的文献。

### 1.2.2 实践意义

本文研究了目前高管薪酬激励机制中普遍存在的高管薪酬粘性问题的影响因素及其治理，总体上讲有利于进一步认识上市公司高管薪酬契约目前存在的问题，为科学合理的治理上市公司的高管薪酬粘性问题，设计和制定有效的薪酬契约，缓

3

解股东和经理人之间的代理问题提供一定的指导。具体来讲，研究管理层权力对高管薪酬粘性的影响，一方面可以促使上市公司所有者重视公司内部管理层权力和合理配置，防止管理层权力过高或过低产生不必要的代理成本；另一方面，有助于优化上市公司的股权结构，通过合理配置上市公司的股权，强化股东对公司高管的制约和影响，提高上市公司的内外部治理效率。研究企业风险承担对高管薪酬粘性的影响，以及管理层权力、企业风险承担和高管薪酬粘性三者之间的内在联系，有利于从企业风险的角度考虑公司高管薪酬契约的优化及公司股权和管理层力层权力的合理配置，帮助股东针对处在不同风险水平的企业设计出不同的薪酬契约，以便有效激励公司高管为提升企业价值作出更大的努力。最后，本文研究有助于政府以及其他监管部门审视目前上市公司，尤其是国有上市公司的高管薪酬制度，从而为规范我国企业的高管薪酬制度制定出科学合理的政策，促进经济环境以及企业的健康有序发展。

## 1.3 概念界定

（1）高管的界定

在国外有关高管薪酬激励的研究中，学者们主要以总经理为研究对象，但相关的研究需要建立在发展成熟和完善的资本市场和经理人市场的基础之上。目前，我国有关高管的概念界定，意见并未统一。例如在我国《企业会计准则第36号——关联方披露》中对企业关键管理人员的概念进行了界定，认为企业关键管理人员包括董事长、总经理、财务总监、负责企业各项事务的副总经理、董事、总会计师，其中，企业监事不属于关键管理人员的范畴。而在我国《公司法》第216条的规定中，明确将公司的高级管理人员界定为公司的经理人员、副经理、董事会秘书、财务负责人以及出现在公司章程规定中的其他人员。我国学者在研究高管薪酬激励时，对高管人员的界定主要分为四种方式：一是把高管看为一个包括企业董事会人员、监事会人员和高级管理人员在内的高管团队；二是以董事长和总经理作为高管进行研究；三是将高管限定为公司的高级管理人员，但在具体的研究中一般将董事会和监事会人员排除在外；四是仅把总经理作为高管进行研究。

在本文研究中，所提到的高管和管理层是指公司的董事、监事和高级管理人员。

（2）高管薪酬的界定

在界定高管薪酬粘性之前，首先需弄清高管薪酬的概念。所谓高管薪酬，是指股东为降低代理成本，缓解委托代理矛盾，而支付给公司高管的劳动报酬。在我国，股票期权、高管持股、货币薪酬和在职消费等各种显性和隐性的薪酬均属于高管薪酬的表现形式。由于在国外上市公司开始实施高管股权激励的时间较早，范围也比

4

较普遍，因此在国外的大部分研究表明，在上市公司高管激励中股票期权和高管持股形式所占的比重较大。而在我国实施股权激励起步较晚，而且实施股票期权和高管持股等股权激励的上市公司数量很少，股权激励形式发展不够成熟，并且在仅有的实施股权激励的上市公司中，很少有高管对股票期权完全行权，因此，在我国研究高管薪酬激励时学者们主要考虑高管的货币薪酬，对股权薪酬的研究较少。

在本研究中，借鉴以往学者的做法，仅以高管的货币薪酬为研究对象。

（3）高管薪酬粘性的界定

对高管薪酬粘性的界定，在本文中借鉴方军雄（2009）[15]的研究，把高管薪酬粘性定义为，企业业绩上升（盈利）时高管薪酬上升的边际大于企业业绩下降（亏损）时高管薪酬下降的边际。对于高管薪酬粘性的衡量，目前国内外学者主要采取两种方式：一是间接法。以Leone等（2005）[19]，辛清泉等（2007）[20]，方军雄（2009）

[15]等为代表的学者采用间接法衡量高管薪酬，具体做法是在回归模型中加入业绩下

降变量及业绩下降变量和企业业绩的交乘项，通过判断交乘项的符号和显著性来判断是否存在高管薪酬粘性，同时从回归结果中还可以计算出相应的高管薪酬粘性值，这在后文回归分析中会涉及具体算法，在此不再赘述。二是直接法。直接法是从高管薪酬粘性的定义出发，通过设计公式来计算高管薪酬粘性，以步丹璐等

（2013）[21]，赵纯祥等（2013）[22]学者为代表的主要采取直接法，具体做法是首先计算出某个样本公司每年的高管薪酬随业绩变化的弹性，再分别计算出该公司业绩上升和下降时的弹性均值，最后用业绩上升时的高管薪酬弹性均值减去或除以业绩下降时的高管薪酬弹性均值，即得到高管薪酬粘性的数值。对比上述两种方法，在直接法中首先需要剔除在研究期间内业绩单调上升和单调下降的公司，这样样本量会大大减少，且经计算后相当于每个公司只有一个高管薪酬粘性的数值，与此对应其他的变量也要取平均值，最终得到的数据相当于截面数据，代表性不够强，且所有指标的数据经过平均处理过后，可能难以真实反映存在的问题。

为最大程度降低样本的损失率，提高结果的真实性，本文中借鉴以往学者的研究，采用间接法来衡量上市公司的高管薪酬粘性。

## 1.4 研究内容和研究框架

本研究共分为六个部分：

第一部分：绪论。该部分主要介绍了研究背景和研究意义，核心概念的界定，研究内容和研究框架，研究思路和研究方法，以及本文的主要创新点等。

第二部分：文献综述。该部分主要对国内外有关管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性的研究进行归纳和梳理，通过对国内外学者在该领域的研究现状和研

5

究成果进行总结，为本文的研究提供研究的基础。

第三部分：理论基础。该部分主要对委托代理理论、激励理论、管理层权力理论、企业风险承担相关理论等进行阐述和分析，为后文的实证研究提供理论支撑。第四部分：研究设计。该部分主要包括研究假设的提出，实证研究的设计，如

样本选取及数据来源、变量选取和定义、模型设计等内容。

第五部分：实证结果与分析。该部分主要报告了实证结果，并对结果进行相关分析。

第六部分：研究结论与政策建议。总结研究结论，针对性地提出政策建议，并进一步分析本文研究的局限性及对未来的展望。



管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性理论基础

本文基本研究框架如图1.1所示：

研究背景及意义、研究内容和框架、研究思路和方法等





委托代理理论

激励理论

管理层权力理论

企业风险承担相关理论

理论分析和研究假设

实证结果与分析

样本选择与数据





模型设计及变量定

样本选择与数据

实证结果与分析

图1.1 文章研究框架图

样本选择与数据

研究结论及建议

## 1.5 研究思路和研究方法

### 1.5.1 研究思路

本文的研究思路是，首先对国内外相关研究现状进行分析，以委托代理理论、激励理论、管理层权力论、企业风险承担相关理论为基础，并根据理论分析和前人的研究提出理论假设，选取样本对管理层权力、企业风险承担对高管薪酬粘性的影

6

响进行研究，首先检验了高管薪酬粘性的存在性，然后先分别以管理层权力、企业风险承担为解释变量研究二者对高管薪酬粘性产生的影响，再将企业风险承担作为调节变量，研究企业风险承担是否会在管理层权力与高管薪酬粘性之间发挥调节作用，由此得出结论验证假设。最后，基于理论分析与实证结果提出相应的政策建议。

### 1.5.2 研究方法

本文拟采用规范研究与实证研究、定性研究与定量研究相结合的方法。

首先，在相关文献的引导下，探讨了管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性之间关系的相关研究及三者之间潜在的相关性，进一步以理论分析为基础，对三者关系进行分析，在理论上证明了管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性具有密切的相关性，但仅限于理论论证。

其次，在实证分析方面，通过建立多元线性回归模型，利用搜集的管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性相关数据，构建模型进行检验，通过分析实证结果、运用规范方法得出结论，并对我国企业应如何治理高管薪酬粘性问题提出建议，为解决高管薪酬机制存在的问题提供指导。

## 1.6 主要的创新点

在本文的研究中主要从以下两个方面创新：

（1）从研究对象方面，本文选取目前研究相对不足的高管薪酬粘性作为研究对象。在以往有关高管薪酬与企业业绩的研究中，主要围绕委托代理理论和最优契约理论框架展开，研究高管薪酬与企业业绩之间的相关关系，及高管薪酬业绩敏感性，较少有人从高管薪酬和企业业绩变化幅度出发，研究高管薪酬和企业业绩变化存在的非对称性，即高管薪酬粘性。在仅有的研究高管薪酬粘性的文献中，主要讨论了高管薪酬粘性的存在性及影响因素，较少有人研究如何科学合理的治理高管薪酬粘性。本文将在前人研究的基础上验证高管薪酬粘性的存在性，并进一步分样本检验在不同类型的企业中高管薪酬粘性的存在情况，以便提出针对性的建议来治理异常的高管薪酬粘性，因此，本文的研究较以往研究更加深入。

（2）从研究视角方面，本文引入管理层权力理论和企业风险承担相关理论来解释高管薪酬机制存在的问题。在以往有关高管薪酬机制的研究中主要围绕委托代理理论和最优契约理论展开，近年来，有少部分学者将管理层权力理论引入高管薪酬机制的研究中，但对有关管理层权力对高管薪酬粘性影响的研究寥寥无几，且未能得出统一的结论。本文在已有的基础上，选取最新样本数据检验管理层权力与高管薪酬粘性的关系，进一步分样本检验二者的关系，是对以前研究的进一步检验和

7

深化。另一方面，极少有人将企业风险承担相关理论引入高管薪酬机制的研究中，以往的研究中有少部分学者研究了企业风险与高管薪酬业绩敏感性之间的关系，但对于企业风险承担和高管薪酬粘性的关系，乃至同时探讨管理层权力、企业风险承担和高管薪酬粘性三者之间内在关系的更是寥寥无几，这方面是本文的一次大胆探索和创新

8

# 2 文献综述

## 2.1 高管薪酬与企业业绩研究现状

### 2.1.1 国外研究现状

对于高管薪酬与企业业绩之间关系的研究，国外起步较早。其研究主要分为两个方面：

一是对高管薪酬和公司业绩相关性的研究。早在年1925年，Taussing和Baker研究发现，企业的经营业绩与企业经营管理者的薪酬之间存在着很小的相关性，该研究结论掀起了各界学者们研究高管薪酬与企业绩效之间关系的热潮（王雨芹，

2014）[23]。Baker et al.（1988）[24]研究了美国CEO薪酬弹性与公司业绩的关系，发现二者之间具有稳定的相关性。Jerry et al.（2009）[25]以美国上市公司为研究样本，研究发现薪酬委员会正向调节了CEO货币薪酬和企业经营业绩之间的相关关系。[Jamil](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Jamil%2C%20Bilal%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) et al.（2011）[26]以巴基斯坦的上市公司为研究对象，研究了政府部门和私营企业员工薪酬与绩效的关系，发现无论是政府部门还是私人部门，员工薪酬和绩效显著正相关。Gomez-Mejia et al.（2013）[27]以71家大型制造业公司为研究样本，研究发现外部股东的控制能力越强，公司CEO薪酬与业绩之间的相关性越强。[Sedatole](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Sedatole%2C%20Karen%20L.%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) et al.（2015）[28]从会计基础视角出发，探讨了非营利组织CEO薪酬和业绩的关系，发现以资源为基础的业绩指标，即收入指标与CEO薪酬显著正相关，以绩效为基础的业绩指标与CEO薪酬的正相关关系更强。而Newton（2015）[29]以美国大型非营利组织为研究对象，研究发现CEO到普通员工相对薪酬与非营利组织的绩效显著负相关。Horton et al.（2015）[30]创造性的构建了一个包含31495个董事的董事会连锁社会网络，研究发现，董事会连锁社会网络对高管薪酬与公司未来绩效之间的正向相关关系有显著的促进作用。然而，在Maas（2016）[31]的研究中发现，企业社会责任绩效水平对在高管薪酬激励机制中设计的企业社会绩效目标无显著影响，在薪酬激励机制中设计企业社会责任绩效目标也不会自动提高企业社会责任绩效水平。综上所述，国外有关高管薪酬与业绩之间的关系的研究已经较为成熟，研究行业涉及制造业、金融业、非金融上市公司及非盈利组织等，研究视角从最初的研究高管薪酬与传统会计业绩的相关性，到后来研究高管薪酬与企业社会责任绩效等关系等，研究的视角非常广泛，值得借鉴。

二是关于高管薪酬粘性的研究。国外学者最先发现高管薪酬存在粘性特征，早

9

在1998年，美国学者Gaver et al. [32]就发现，在美国的上市公司中，当业绩上升时

CEO的薪酬随之上升，但当业绩下降时其薪酬却没有相应的下降，即薪酬业绩的敏

感性存在不对称性，相关的结论得到了Garvey et al（.

2006）[33]的证实，Jackson(2008)

[34]在其研究中将这种现象称为薪酬粘性。Shaw et al.（2011）[35]的研究发现，当企业的业绩下降时，CEO的货币薪酬并未因此而减少。Jiménez -Angueira et al.（2012）

[36]研究发现，CEO有动机影响事后实施的相对绩效评估和薪酬支付的运气，以便在业绩上升时获得薪酬的增加，在业绩下降时阻止薪酬的减少。由此表明，尽管美国建立了较为完善的公司治理机制，仍然普遍存在高管薪酬粘性问题，薪酬粘性的存在使得现存的薪酬机制不能有效激励公司的管理层，这一发现为研究高管薪酬提供了新的方向。

### 2.1.2 国内研究现状

国内有关高管薪酬与公司业绩的研究起步较晚，最初的研究主要从2000年逐步开始，相关的研究也主要集中在以下两个方面：

一是对高管薪酬和公司业绩相关性的研究。2000年，以魏刚[37]，李增泉[38]为代表的学者，研究了高管薪酬与公司绩效的关系，发现二者之间不存在显著的正相关关系，地区和公司规模反而对高管薪酬具有显著的影响。耿明斋（2004）[39]以200家上市公司为研究对象，研究发现我国上市公司高管薪酬和公司业绩之间不存在显著的因果关系，耿明斋认为原因是我国当时未能真正建立起和市场规则相匹配机制。然而，另一部分学者却得出了截然相反的结论。刘斌等（2003）[40]的研究发现我国上市公司CEO薪酬和公司营业利润率及总资产净利率显著正相关。到2005年以后，大部分学者的研究结论表明，我国上市公司高管薪酬和公司业绩开始呈现出显著的正相关关系（杜兴强等，2007；杜胜利等，2008；肖继辉，2005；吴育辉等，2010）[12-13, 41-42]。与此同时，部分学者还从高管薪酬业绩敏感性的视角展开研究，陈冬华（2005）[43]研究发现在我国国有上市公司中高管薪酬和普通职工薪酬均对企业业绩反应敏感，且高管薪酬业绩敏感性显著高于普通员工的薪酬业绩敏感性。辛清泉等（2009）[44]从市场化改革的角度出发，研究了我国国有企业薪酬契约的影响因素，发现市场化进程对我国国有企业经理薪酬和公司业绩之间的敏感性有明显的促进作用。近年来，有关高管薪酬业绩敏感性的研究越来越广泛，卢锐（2014）[45]研究了企业创新投资对高管薪酬业绩敏感性的影响，发现在创新投资事前，高水平的高管薪酬可以促进企业的创新投资，且高管薪酬业绩敏感性对高管创新投资事后的机会主义行为有显著的约束作用。此外，学者们还研究了经理管理防御、关系专用性投资、分析师关注、管理层盈利预测、上市公司未决诉讼等与高管薪酬业绩敏感性之间的关系（吴建祥等，2013；林钟高等，2014；李晓玲等，2015；李晓玲等，

10

2015；张俊瑞等，2016）[46-50]。

二是有关高管薪酬业绩敏感性非对称性，也即高管薪酬粘性的研究。我国有关高管薪酬粘性的研究起步较晚，方军雄（2009）[15]最早发现我国上市公司的高管薪酬存在显著的粘性特征。2011年，方军雄进一步研究发现，我国上市公司薪酬存在严重的尺蠖效应，即上市公司普遍存在显著的高管薪酬粘性，但不存在显著的普通员工薪酬粘性，且业绩下降时高管薪酬业绩敏感性相比业绩上升时薪酬业绩敏感性的减少幅度显著超过普通员工薪酬业绩敏感性的减少幅度[51]。由此，拉开了学者们研究高管薪酬粘性的序幕，孙丽等（2013）[52]，赵健梅等（2014）[53]，陈修德等（2014）

[54]，陈胜军等（2015）[17]在方军雄的研究基础上进一步研究了不同产权性质、不同

行业的上市公司的高管薪酬粘性问题以及高管薪酬粘性特征，而部分学者从高管薪酬粘性影响因素的角度分别研究了管理层权力、政府管制、市场竞争、债务期限结构、金融危机冲击、业绩可控性等对高管薪酬粘性的影响（宛玲羽，2014；高文亮等，2011；罗莉等，2015；赵纯祥等，2013；刘星等，2012；夏雪花，2014）[1, 16, 18,

22, 55, 56 ]. 总体上说，我国有关高管薪酬粘性研究的文献较少，仅有的研究还不够深

入，有必要进一步探索更多影响高管薪酬粘性的因素，以便为有效治理高管薪酬粘性，降低代理成本提供政策建议。

## 2.2 管理层权力与高管薪酬研究现状

自上世纪80年代以来，高管薪酬成为了学术界研究的热点。早期的研究主要在委托代理理论和最优契约理论框架下展开，近年来，薪酬机制出现了一些传统代理理论和最优契约理论无法解释的现象，部分国内外学者尝试着从管理层权力理论的角度来解释薪酬机制中的异常现象，由此掀起了以管理层权力理论为基础来研究高管薪酬的热潮[57]。

### 2.2.1 国外研究现状

19世纪90年代初，国外学者开始探讨研究了上市公司高管在与董事会设计和制定薪酬契约过程中的议价能力。早在1991年，Crystal在其编著的著作中指出薪酬制度中出现了能被管理层操纵的漏洞，在薪酬契约的设计中，管理层可以凭借自身的权力和股东讨价还价以最大化自身利益，获得较高的薪酬[58]。后来，在Bebchuk，Fried（2002, 2005）[59, 60]的研究中首次对管理层权力理论进行系统阐述，他们认为根据最优契约理论设计的最有契约非但没有成为上市公司解决代理问题的有效工具，反而本身就沦为了代理问题的一部分，并且从管理层理论的角度解释了主要的原因。Otten（2008）搜集了17个国家共451家样本公司2001-2004年间的共1394

11

个薪酬契约为研究样本，证明了管理层权力理论解释薪酬契约存在的问题在全球范围内适用[61]。Dorff（2005）[62]首次从实验经济学的角度出发，对管理层权力理论进行了研究，发现高管确实能得益于自身权力来获取超额回报，并且提出应限制

CEO任命董事会成员的权力，以提升董事会的独立性和有效性。然而，在Murphy

（2002）[63]的研究中却对管理层权力理论提出了质疑，Murphy研究了90年代美国上市公司高管薪酬上升的原因，他认为高管薪酬主要与经理人的个人能力、外部聘任机制等因素有关，而非完全取决于管理层权力，由此产生了与管理层权力相对的基于经理人市场的解释。Hwang et al.（2009）[64]研究认为管理层权力显著增强了上市公司的高管薪酬粘性，同时发现董事会独立性和管理层权力显著负相关，说明应加强董事会的独立性来抑制管理层权力，从而治理上市公司的高管薪酬粘性。Marisetty et al.（2014）[65]从CEO的地位、权力和需求出发，研究了对美国市场高管薪酬的理解。综上所述，国外有关管理层权力与高管薪酬的研究起步较早，但得出的结论并不统一，且有关管理层权力对高管薪酬粘性影响的研究相对较少，有待进一步研究。

### 2.2.2 国内研究现状

我国对管理层权力与高管薪酬的研究较落后，起步也比较晚。较早的研究是

2004年，曾江洪等[66]以格拉索事件为出发点，研究了权力对CEO薪酬的影响发现，薪酬出现失控性增长的关键原因是CEO权力过度强势。后来，在吕长江等（2008）

[67]、卢锐等（2008）[68]，代彬等（2011）[69]，曹慧（2014）[70]，邱保印等（2015）

[71]的研究中进一步证实了管理层权力能显著影响高管薪酬契约的设计和制定，具体

表现为管理层权力越大，管理层的薪酬就越高，原因是当管理层拥有的权力较大时，有更大的能力使薪酬的制定更加符合自身利益最大化。与此同时，部分学者还研究了管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的影响，权小锋等（2010）[57]，翟爱梅等（2013）

[72]，李四海等（2015）[73]的研究表明，管理层权力显著增强了高管薪酬和企业业绩

之间的敏感性，且这种正向的促进作用主要表现在公司业绩上升时。然而，在洪峰

（2010）[74]的研究中却得出了相反的结论，他认为管理层权力寻租会使高管薪酬的不确定性弱化，因此管理层权力越大，高管薪酬业绩的敏感性越低。蔡地等（2011）

[75]研究发现，在地方国企中，独立董事比例与高管薪酬业绩敏感性负相关，两职合

一对高管薪酬业绩敏感性没有显著影响；而在中央国企中，高管薪酬业绩敏感与和独立董事比例及董事长总经理两职合一无显著的相关关系。另外，少部分学者研究了管理层权力与高管薪酬粘性之间的关系。以方军雄（2011）[51]为代表的学者研究认为，由于公司高管比普通员工具有更大的权力，使得上市公司存在严重的尺蠖效应，即高管薪酬业绩敏感性变动的不对称性显著高于普通员工薪酬业绩敏感性变动

12

的不对称性。在高文亮等（2011）[16]，刘星等（2012）[55]，赵纯祥等（2013）[22]的研究进一步证明了管理层权力能显著增强高管薪酬粘性②。然而，代彬等（2011）

[69]研究认为，管理层权力和高管薪酬粘性显著负相关。由此可见，我国目前有关管

理层权力对高管薪酬契约设计的影响有了一定的研究，但在管理层权力对高管薪酬业绩敏感性及高管薪酬粘性的影响方面存在争议，且研究不够深入，有必要进一步研究。

## 2.3 企业风险承担与高管薪酬研究现状

### 2.3.1 国外研究现状

国外学者对有关企业风险承担与高管薪酬的关系进行了大量研究，但所得出的研究结论并不统一。部分学者认为高管薪酬和企业风险承担表现为线性相关关系，以Aggarwal et al.（1998）[76]学者为代表，他们研究了的短期激励和企业风险的关系，发现二者显著负相关。Wright et al.（2007）[77]的研究发现固定的高管薪酬激励与企业的风险承担显著负相关。然而，Coles et al.（2006）[78]研究了高管薪酬结构和企业风险承担之间的关系，发现二者之间具有显著的正相关关系。Cohen et al.

（2000）[79]的研究发现股票期权能使高管倾向于选择高风险的投资项目，从而提高企业风险。Rajgopal et al.（2002）[80]进一步研究发现股票期权与企业的未来业绩显著正相关，再次验证了Cohen et al.的研究结论。Chen et al.（2008）[81]的在剩余薪酬的基础上，以金融机构为研究对象，对企业风险承担和高管薪酬之间的关系进行研究，高管薪酬显著提高了公司的股价敏感性、收益率波动性等风险指标。

另一部分学者认为高管薪酬和企业风险承担表现为非线性关系，Houston et al.

（1995）[82]以商业银行为研究对象，研究发现高管薪酬不能有效激励高管作出选择和从事高风险活动的决策。Haq et al.（2010）[83]选取了212家美国银行控股的公司为研究样本，研究了市场竞争和高管薪酬激励对企业风险承担的影响，研究发现，高管薪酬与企业风险承担之间呈U形关系，市场竞争和企业风险之间也呈U型关系。

另外，还有部分学者研究了高管薪酬业绩敏感性与企业风险承担之间的关系。Core et al.（1999）[84]，Prendergast et al.（2000）[85]的研究发现，企业风险越高，经理人的薪酬业绩敏感度越高。然而，Aggarwal et al.的研究却得出了相反的结论，他们认为企业风险和高管薪酬业绩敏感性显著负相关。后来，学者Dee et al.（2005）

②在刘星等（2012）的研究中，将高管薪酬业绩敏感性变化的不对称性，即业绩上升时高管薪酬上升的幅度大于业绩下降时高管薪酬下降的幅度的现象称为高管薪酬刚性，但本质和高管薪酬粘性是一个概念，因而在文中统称为高管薪酬粘性。

13

[86]以网络公司为研究样本研究发现，高管薪酬业绩敏感性和企业风险存在正向和负

向的关联性。

综上所述，国外学者对企业风险承担与高管薪酬之间的关系展开了大量的研究，从高管薪酬的形式来讲，研究内容涉及货币薪酬和股权薪酬；从企业所属的行业来看，研究对象覆盖了金融类企业和非金融类企业，但总的来说，二者之间的关系还存在争议。

### 2.3.2 国内研究现状

目前，国内有关风险承担与高管薪酬之间关系的研究并不多，部分学者以商业银行等金融类企业为研究对象，研究了高管薪酬与风险承担之间的关系。[宋清华](http://www.cnki.net/KCMS/detail/%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20/kcms/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%e5%ae%8b%e6%b8%85%e5%8d%8e&amp;code=10471837%3B26028174%3B)等

（2011）[87]以我国13家商业银行2000-2010年的数据为研究样本，研究了高管薪酬、风险承担和银行绩效之间的关系，结论表明我国商业银行的高管薪酬越高，银行的绩效越好，而高管薪酬和商业银行风险承担呈倒U型关系。[张鹏](http://www.cnki.net/KCMS/detail/%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20/kcms/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%e5%bc%a0%e9%b9%8f&amp;code=09975739%3B10472296%3B)等（2012）[88]研究发现，由于商业银行独有的特征，使其高管在薪酬激励下更倾向于采取高风险承担的决策，商业银行内部治理机制和政府监管双方的博弈决定了高管薪酬激励的风险承担水平。位华（2012）[89]将商业银行CEO的薪酬分为股权薪酬和货币薪酬两类，研究发现CEO的股权薪酬和商业银行的风险承担显著正相关，而CEO的货币薪酬和商业银行的风险承担显著负相关。张雪兰等（2014）[90]研究发现银行高管的激励薪酬显著增加了银行的系统性风险，期限错配在二者的关系中起传导作用。[陈旭](http://www.cnki.net/KCMS/detail/%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20/kcms/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%e9%99%88%e6%97%ad&amp;code=10235895%3B10671366%3B)等（2014）[91]研究表明，银行的高管薪酬受到内部监管中股东监管的控制，但外部董事对银行高管薪酬及高管薪酬风险敏感性的监督作用不明显，而且发现随着银行外部监管机制的加强，高管风险控制激励逐渐减弱。刘坤等（2016）[92]讨论了商业银行CEO货币薪酬对风险承担的影响，发现商业银行适度的CEO货币薪酬能提高风险承担，但当CEO具有行政经历时，货币薪酬对商业银行风险承担的影响会降低。[吴成颂](http://www.cnki.net/KCMS/detail/%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20%20/kcms/detail/search.aspx?dbcode=CJFQ&amp;sfield=au&amp;skey=%e5%90%b4%e6%88%90%e9%a2%82&amp;code=06139952%3B27179851%3B06144681%3B)等（2016）[93]检验了我国上市商业银行高管薪酬是否存在风险敏感性，研究发现，高管薪酬显著降低了商业银行的风险承担，说明我国商业银行高管薪酬具有风险敏感性。朱蓉（2015）[94]通过实证检验发现我国上市银行的风险控制与高管薪酬显著正相关。

另外，少部分学者还研究了非金融类企业高管薪酬与风险承担之间的关系。鲁海帆（2011）[95]研究发现，公司的风险越大，高管团队内的未来薪酬差距越大。陈震（2012）[96]研究了公司经营风险对高管层内部薪酬差距的影响，得出了和鲁海帆类似的结论，并进一步研究了管理层权力的影响。李迎春（2012）[97]从剩余薪酬的角度出发，研究表明高管剩余薪酬对公司风险承担有显著的正向影响，且较民营企

14

业而言，国有企业的风险承担行为变动程度更大。张瑞君（2013）[98]等的研究表明货币薪酬与高管的风险承担水平显著正相关，且这种正相关关系在国有企业和成长性较低的公司中较弱。陈震等（2013）[99]检验了企业风险、产权性质与高管薪酬业绩敏感性三者之间的关系，发现企业风险和高管薪酬业绩敏感性显著负相关，他认为二者的这种关系有利于降低高管的道德风险行为，在企业风险较大时降低高管薪酬业绩敏感性是符合股东利益的。

综上所述，目前，我国对于企业风险承担与高管薪酬的关系研究，学者们主要是以商业银行等金融类企业为研究对象，较少有学者以非金融类企业为研究对象来讨论二者关系，已有的研究还存在争议，且研究不够深入，有待进一步拓展。

## 2.4 文献述评

首先，从高管薪酬和企业业绩的研究现状来看。国内外学者主要研究了高管薪酬和企业业绩的相关性，高管薪酬业绩敏感性以及高管薪酬粘性等问题。其中，对于高管薪酬与企业业绩的相关性研究在业绩型薪酬机制建立初期，学者们的研究结论存在较大的差异，自上市公司普遍建立起业绩型薪酬机制以后，国内外学者们的研究一致认为高管薪酬与企业业绩表现出了稳定的正相关关系。在有关高管薪酬业绩敏感性的研究中，学者们最初是讨论高管薪酬业绩敏感性的存在性及其高低，发展到现在，高管薪酬业绩敏感性的研究范围越来越广泛，学者们主要的研究主题围绕高管薪酬业绩敏感性的影响因素展开，但目前研究中普遍存在的一个误区是，高水平的高管薪酬业绩敏感性即意味着薪酬契约是有效的，由此，学者们普遍的研究目的是如何提高企业的高管薪酬业绩敏感性。而事实上，盲目提高企业的高管薪酬业绩敏感性，在有些情况下非但不能有效降低上市公司的代理成本，反而使薪酬契约本身沦为代理问题的一部分。在本文的研究中，将弥补这一研究的不足，进一步研究针对不同产权性质、企业所处的不同状况应怎样设计合理的高管薪酬业绩敏感性。此外，有关高管薪酬粘性的研究，国外研究相对较多，而国内的相关研究明显不足，仅有的研究停留在讨论高管薪酬粘的性存在性，较少有人深入系统地研究高管薪酬粘性的影响因素及其治理，本文从在委托代理理论的基础上引入管理层权力理论和企业风险承担理论，对高管薪酬粘性的影响因素及其治理进行了深入系统的研究，丰富和弥补了现有研究的不足。

其次，从管理层权力和高管薪酬的研究现状来看。国内外学者对管理层权力和高管薪酬的相关性研究较多，且研究的内容涉及股权薪酬和货币薪酬，相关研究已经较为成熟。而对于管理层权力与高管薪酬业绩敏感性的研究相对不足，且学者们得出的结论并不一致，在本文中将再次对二者的关系进行验证。对于管理层权力对

15

高管薪酬粘性的影响更是寥寥无几，仅有的研究还存在争议，本文将继续对此进行验证，并进一步细分样本进行研究，以便为治理高管薪酬粘性提出更有针对性的建议。

再次，从企业风险承担和高管薪酬的研究现状来看。国外学者对企业风险承担与高管薪酬之间的关系进行了大量的研究，研究内容涉及企业风险承担与高管货币薪酬、股权薪酬、高管薪酬业绩敏感性等之间的关系。而国内学者在这方面的研究较为缺乏，大部分学者研究了商业银行等金融类企业的风险承担与高管薪酬及薪酬业绩敏感性的关系，且研究的视角主要是薪酬激励对企业风险承担的影响，极少有人关注企业风险承担对非金融类上市公司的高管薪酬、高管薪酬业绩敏感性及高管薪酬粘性的影响，在本研究中将弥补已有研究存在的这一不足。

最后，已有的高管薪酬粘性问题的研究，极少有学者同时引入管理层权力理论和企业风险承担相关理论来系统深入地研究管理层权力、企业风险承担和高管薪酬粘性三者之间的内在联系，在本研究中将弥补这方面研究的不足。

16

# 3 理论基础

## 3.1 委托代理理论

（1）委托代理理论概述

20世纪30年代，美国著名经济学家米恩斯和伯利研究发现企业所有者兼任经营者的经营体制存在较大的缺陷，因此大力提倡企业将所有权和经营权分离，在此基础上提出了委托代理理论（耿茜茜，2013）[100]。委托代理理论以信息不对称博弈论为理论基础，属于契约理论的重要分支。在所有权与经营权高度分离的现代企业经营体制下，委托代理理论作为整个公司治理研究的逻辑起点，已经广泛应用于现代企业的研究中。一直以来，委托代理理论都是高管薪酬机制研究的基础（王雨芹，2014）[101]。1973年，美国著名经济学家罗斯在《美国经济评论》上发表了名为《代理的经济理论：委托人问题》文章，在文中首次提出了现代意义上的委托代理理论，他将其界定为“如果当事人双方，其中代理人一方代表委托人一方的利益行使某些决策权，则代理关系就随之产生了”（赖维薇，2012）[102]。后来，在Jensen和Meckling（1976）的研究中对委托代理关系进行了更加明确界定，他们认为“委托——代理”关系本质上是一种契约关系，具体来说，是指作为委托人的一个或多个主体委托作为代理人的其他主体从事某种活动，以实现委托人自身的利益（王雨芹，2014）[101]。

具体到高管薪酬机制的研究中，对上市公司来讲，股东属于委托代理关系重大委托方，上市公司的经理人属于代理方（耿茜茜，2013）[100]，股东通过支付经理人一定的报酬，委托经理人管理和经营企业。根据“经济人”假说，股东和经理人都是理性经济人，股东追求企业价值最大化，而经理人注重自身利益最大化，由此导致股东和经理人的利益目标出现分歧，代理问题随之产生。为降低代理成本，减少利益冲突的代理行为，国外经济学家提出了两个方案：一是建立良好的市场竞争机制，在这种方式中，引入动态博弈理论分析，由于经理人在就业市场激烈的竞争中有时需要重复代理，会非常重视自己的声誉和工作业绩，因此本身就有增加股东利益和自律的动机（朱宁，2015）[103]。二是制定有效的经理人薪酬激励机制，实现对经理人的有效激励。在我国，不完善的市场竞争机制使得薪酬激励成为了解决代理问题的重要手段。

（2）最优契约理论

最优契约理论是在传统的委托代理理论的基础上发展起来的，所谓最优契约是

17

指在全面利用现有的条件下，能实现较优效果的契约形式。最优契约的实现需要三个方面的条件：一是契约当事人双方需要共担风险；二是契约的内容要尽可能利用一切信息资源；三是在设计薪酬结构时要充分考虑信息性质的不同，风险避免的判断和各种不确定的因素。

最优契约理论认为存在最优的薪酬契约来有效缓解股东和经理人之间的利益冲突，该理论认为董事会是由股东大会选举的，因而董事会和股东的利益目标应保持一致，通过董事会代表股东聘用公司的高管人员，并且设计和制定出对股东最有利的最优薪酬契约，如制定基于公司业绩的薪酬契约，尽可能将高管薪酬和公司业绩挂钩，迫使高管人员在最大化自身利益的同时使企业价值得到最大的提升，从而有效解决股东与经理人之间的代理问题（李延青，2013）[104]。在高管薪酬激励的研究过程中，最有契约理论为制定个性化的最优契约提供了方法，此后，很长一段时间内国内外学者有关高管薪酬和企业业绩之间存在稳定的线性相关关系及高管薪酬业绩敏感性的研究，证实了最优契约的“有效性”，这期间最优契约理论为代理问题的解决起到了一定的作用。发展到后来，学者们研究出上市公司存在高管薪酬粘性，这表明已有的薪酬契约非但没能解决代理问题，反而本身就是代理问题，现实给了最优契约理论“狠狠一击”，最优契约成立的条件太过理想化，使得最优契约理论已无力解释高管薪酬机制中存在的各种问题，于是产生了后来的管理层权力理论。

（3）信息不对称：逆向选择和道德风险

信息不对称理论是指在市场经济活动中，交易双方掌握的信息是不同的，掌握信息较多的一方比掌握信息少的一方更具有信息优势。信息不对称直接导致了“逆向选择”和“道德风险”。将“逆向选择”和“道德风险”引入到薪酬机制研究的实际中，进一步分析二者产生的原因可知，“逆向选择”产生的原因是作为委托人的股东对作为候选代理人的职业经理人的条件禀赋不能充分了解，职业经理人（代理人）可能通过提供虚假的信息或者隐瞒真实情况的方法，以便能和股东签订能使自身利益最大化的薪酬契约。“道德风险”的产生是由于作为股东（委托人）不能充分考察经理人（代理人）的努力程度，和经理人所采取的违背股东意愿的机会主义行为，由此而产生的风险。

由于“逆向选择”和“道德风险”的存在，很难将股东和经理人的利益目标统一起来，不可避免的增加了代理成本，为了尽可能降低代理成本，股东必须在高管激励和道德风险之间做出选择，其途径之一就是与代理人签订合理灵活的薪酬契约，将代理人的利益与公司利益有效结合，让代理人努力工作的同时，实现自身利益最大化。

18

## 3.2 激励理论

激励理论主要是概括和总结人们各种需要如何满足，积极性如何调动的方法和原则。从管理学的角度来看，激励是一种心理过程，在这个过程中会持续地激发被激励着的动机，越高的激励水平会提高被激励者更加努力地完成目标，并且提高被激励者的满意度。从公司治理的角度来看，股东（委托人）激励经理人（代理人），就是要尽可能激发和鼓励经理人为实现企业价值最大化而尽最大的努力。

激励理论主要分为内容型激励理论、过程激励理论、行为后果理论和综合激励理论四大类（马仁杰等，2013）[105]。其中，内容型激励理论又包括马斯洛的需要层次论、赫茨伯格的双因素理论、麦克利兰的成就需要理论和奥德弗的ERG理论等；过程激励理论包括弗鲁姆的期望理论、豪斯的激励力量理论、洛克的目标激励理论和亚当斯的公平理论等；行为后果理论主要包括斯金纳的强化理论和海德的归因理论；综合激励理论是指波特和劳勒的综合激励模型（马仁杰等，2013）[105]。根据本文的研究需要，主要阐述双因素理论和公平理论基本内容及其在高管薪酬激励中的应用。

（1）双因素理论

上世纪50年代末，美国著名的行为科学家Fredrick Herzberg在实地调查和研究的基础上提出了双因素理论。双因素理论认为，不是所有的需要得到满足后都能激起人们的积极性（马仁杰等，2013）[105]。该理论认为激励因素和保健因素是对人们工作动机产生影响的两大因素。其中激励因素是指成就、成长和发展的机会、工作责任的增加等能让员工感到满意并且能够实现自我需要的因素；而保健因素是指企业政策、人际关系、工资、福利等会造成员工不满的因素。双因素理论的核心观点是，能对人们发挥激励作用，给人们带来满意的只有激励因素，保健因素只能消除人们的不满意，如果具备了保健因素，并不会带来满意感，但一旦缺乏保健因素，将会引起人们极大的不满。另外，在赫茨伯格的研究中还发现，如果缺乏相应的保健因素，那么激励因素的效用也得不到有效发挥。

在高管薪酬激励机制中，高管的货币薪酬属于双因素理论中的保健因素，为了更加有效得激励高管尽心尽力的提升企业价值，应保证高管自身的货币薪酬处在较低的风险水平，否则难以充分发挥激励因素的作用。因此，股东在设计和制定高管薪酬契约时，应充分考虑激励因素和保健因素的影响。

（2）公平理论

1965年，美国著名心理学家John Stacy Adams提出了公平理论（也称社会比较理论），公平理论主要研究了人的动机和知觉之间的关系，其侧重点在于研究工资报酬的分配是否合理、公平以及是否能积极影响员工的行为。公平理论认为，个人

19

实际报酬的多少和人们对报酬的分配是否感到公平等因素直接影响了工作的积极性。人们往往会将自己付出的劳动代价和所得到的报酬进行纵向和横向的比较，以此来判断报酬的分配是否公平。其中纵向比较是指和过去的自己比较，当自己现在的报酬和付出努力的比值小于过去的报酬和付出努力的比值时，人们会有不公平的感觉，从而影响工作的积极性。横向比较是指把自己和他人进行比较，当自己的报酬和付出努力的比值小于他人的报酬和付出努力的比值时，人们可能要求增加收入或减少努力程度。因此，公平理论在某种程度上表明，人们工作动机的激发过程实际上是在自己与自己，自己与他人进行比较的基础上，做出公平与否的判断，并据以指导行为的过程。

在高管薪酬机制的研究中，作为公司的高管，也会对自身薪酬水平进行公平性的判断，当薪酬和所付出努力的比值与过去的自己及他人相比上涨时，欣然接受，认为自己劳苦功高；当当薪酬和所付出努力的比值与过去的自己及他人相比下降时，就会有不公平的感受，不愿轻易接受这种下调。因此，完善高管薪酬激励机制，尽量科学合理增加高管薪酬，能够在一定程度上提高管理层工作的积极性，增加对股东投资的回报。

## 3.3 管理层权力理论

管理层权力理论是在委托代理理论和信息不对称理论的基础之上发展起来的，委托代理理论明确了现代企业股东和经理人之间的关系，在有关如何解决代理问题，提升企业价值问题上，学者们的意见出现了分歧，由此产生了“最有契约理论”和“管理层权力理论”（高文亮等，2012）[106]。自我国学者卢锐（2008）[68]将国外日趋成熟的管理层权力理论引入国内的研究以来，发展到现在，在管理层权力理论分析框架中，主要形成了以下几个核心的观点：一是管理层权力弱化了董事会的治理作用。在委托代理理论和最有契约理论的分析框架下，必须以公司的股东（委托人）可以在一定程度上同意与经理人（代理人）的最优薪酬契约为假设前提。而现实并非如此，事实上股东并非亲自与公司经理人签订薪酬契约，而是通过董事会代理（高文亮等，2012）[106]。在实践中，高管对企业的控制权往往较大，董事会可能出于保住自身工作，或收到高管的各种“威逼利诱”等因素，导致董事会和股东的利益可能出现不一致，董事会在制定高管薪酬契约时，可能会更多考虑高管利益而非股东利益，在Murphy（2002）的研究中就证实了高管候选人在与董事会制定最优薪酬契约时可以讨价还价，最终使董事会非但不能完全代表股东利益，对公司高管起到应有的监督治理作用，反而会成为高管侵占公司利益和股东利益的“帮凶”。二是管理层权力降低了市场机制的有效性。最优契约理论认为，由于存在市

20

场力量对董事会偏离股东利益程度进行有限限制，在制定最优契约时，高管往往不具备讨价还价的空间。但事实上，大量的研究表明，市场力量对薪酬的限制并不强大，很难保证最有契约理论结果的实现。高管对公司强大的控制权市场，使其有足够的动机和能力偷懒，并攫取私人利益。在已有的研究中，也表明由于公司控制权市场对高管薪酬的限制能力较弱，当公司采用收购保护较强时，高管人员薪酬都处在一个较高的水平，且和业绩的敏感性也较低。三是管理层权力弱化了股东的影响力。由于董事会治理作用的弱化，导致董事会偏离股东利益，对于这种情况，股东有权直接采取起诉董事会、否决有关的薪酬方案等，但前提是股东持股比例较高，才能对高管的行为进行一定的限制，否则股东的影响力会大大减弱（高文亮等，

2012）[106]。

根据管理层权力理论，高管薪酬粘性特征可以这样解释，即当公司业绩上升时，高管为最大化自身利益，有足够的能力和动机进行权力寻租，具体表现为高管利用自身权力想方设法给董事会施加压力，使其通过高管薪酬增长的方案；当公司的业绩下降时，高管会充分利用自身权利将业绩下降的原因归因于与自身能力无关的客观因素，从而最大限度减少自身薪酬下降的幅度，甚至让自身薪酬不下降（李延青，

2013）[104]。

## 3.4 企业风险承担相关理论

（1）企业风险承担概述

企业风险是指企业经营决策过程中面临各种结果的不确定性，由于企业获取的信息有限，各项决策的结果都存在已经或尚未预测到，或者师预测不准确的不确定性[107]。而企业风险承担就是企业对决策过程中各种不确定性结果的承担意愿，这些不确定性同样可能已经或尚未被预测到，或者是预测结果不准确。企业风险承担水平的高低反映了企业在经营过程中对投资项目的决策，当企业管理者倾向于选择净现值大于零且风险更高的投资项目时，企业承担的风险水平更高，否则企业的风险承担水平较低。根据资本资产定价模型，风险越高收益越高，对高风险的项目进行投资，可以促进技术进步，提高社会资本的积累速度，维持更高的社会生产率

（Acemoglu et al., 1997; John et al., 2008;李文贵, 2012）[108-110]。从微观层面来看，选择高风险且净现值大于零的投资项目能够为企业创造更多未来成长机会的价值，因此企业获取收益提升价值的前提是时进行风险承担（李文贵，2012）[110]。而在企业中，管理层是各项决策的决定者，企业管理层在做决策之前会考虑多方面的因素，如企业的激励措施、股东意愿、自身收益等，综合考虑这些因素后作出的决策可能会使企业面临较高或较低水平的风险承担，企业风险承担水平的高低最终表现

21

为企业风险的大小。因此，可将企业的风险指标作为企业风险承担的代理变量。

（2）风险偏好理论

在风险管理理论框架下，企业风险管理包含了风险偏好和风险容忍度两个概念，以全面考虑企业在实现其目标过程中所面临的各种风险。风险偏好的概念以风险容忍度的概念为基础，企业的风险偏好从广义上讲是指在实现企业各种目标的过程中愿意接受的风险数量。而风险容忍度是指在实现企业各种目标的过程中可接受差异的程度，具体来讲，是以企业风险偏好为基础，而设定的对实现相关目标过程中所出现差异的可容忍限度。

从投资个体来看，对待风险的态度因个体的不同而不同，喜欢刺激的更倾向于冒险，喜欢稳定的人则不喜欢冒险。由此根据投资个体对风险的态度不同将其分为[风险回避](http://baike.baidu.com/view/1118481.htm)者、[风险中立者](http://baike.baidu.com/view/2989436.htm)和[风险追求者](http://baike.baidu.com/view/2989433.htm)。当不同资产之间具有相同的预期收益率时，风险回避者倾向于选择低风险的资产，而当不同的资产风险相同时，风险回避者倾向于选择预期收益率高的资产；对风险中立者而言，资产的预期收益是其选择的唯一标准，他们往往不会考虑风险；而风险追求者的选择和风险回避者恰恰相反，当资产具有相同的预期收益率是，风险追求者倾向于选择风险大的资产，因为这样带来的效用可能会更大。

（3）资本资产定价模型

上世纪60年代初期，美国学者威廉・夏普、约翰・林特纳等为了更好地研究证券市场的价格是如何决定的，他们在资产组合理论的基础之上，创立了资本资产定价模型。资本资产定价模型简称CAPM，以马克维茨模型为基础，因而其成立的前提假设是，所有投资者所进行的投资都是建立在马克维茨的资产选择理论基础之上的，不同投资者之间对期望收益、协方差和方差等的估计完全相等，借贷关系可以在投资者之间自由形成。从这样的假设出发，风险资产的收益与风险的数量关系成为了资本资产定价模型研究的重点，即为了对某一特定程度的风险进行补偿，投资者所要求的资产报酬率应该更高（杨丽荣，2013）[111]。CAPM给出了一个非常简单的结论：投资高风险的股票是使投资者得到更高回报的唯一一种原因，即风险和收益的均衡（杨丽荣，2013）[111]。

22

# 4 研究设计

## 4.1 研究假设

心理学指出，人的行为决策会受到心理因素等内在的激励影响（宛玲羽，2014）

[1]，每个人都具有强烈的自我保护动机，当出现好的结果时，人们会认为是源于自

身努力，而当出现坏的结果时，人们会将其归咎于客观原因。Kunda（1987）[112]，

Miller和Ross（1975）[113]将这种心理现象称为自我强化的自我归因偏差。企业的管理者具有较大的权力，能够对自身的薪酬水平产生重要影响，管理者作为一个个体，同样会产生这样的心理，在业绩型薪酬体系下，当公司的业绩上升时，管理者会更多的将原因归功于自身的努力，从而使自身薪酬同幅度上升；当公司业绩下降时，管理者会更多地将原因归咎于宏观环境、行业竞争等客观因素，从而不愿接受薪酬的下降，由此出现了薪酬业绩变动的不对称性，即薪酬粘性。

从赫茨伯格的双因素理论来看，“激励”因素和“保健”因素是对人们工作动机产生影响的两大因素，只有“激励”因素才能发挥激励作用，让人感到满意，而

“保健”因素只能消除不满。高管的薪酬属于“保健”因素（方军雄，2009）[15]，当高管的薪酬随着公司业绩的上升而增加时会消除高管不满的情绪，但不会真正调动其积极性，他们会认为这是自己应得的；但当公司业绩下降时薪酬的降低会让高管产生不满的情绪，也就是说薪酬的增加和减少给高管带来的边际效用是不同的。因此管理层出于自利，一般不会轻易接受薪酬的下调，而且薪酬的下调可能给人们传递高管地位下降或公司竞争力下降等负面信息，高管会利用手中权力影响自身薪酬契约，从而使薪酬具有向下的刚性和向上的弹性（刘星等，2012）[55]，即薪酬粘性随之产生。

进一步结合我国国有企业的实际情况分析，我国国有企业产权性质的特殊性和其制度背景为薪酬粘性的产生提供了良好的环境。改革开放后，由于市场经济的引入，政府对国有企业下放部分权利，使国有企业有了一定的自主经营权，逐步成为一个独立的市场经济主体（刘星等，2012）[55]。与其他经济主体不同，国企的高管一般具有浓厚的行政色彩，兼具管理权和行政权，增强了其在企业中的地位和威信

（张军等，2004）[114]，同时弱化了董事会等监督机构的作用，加之企业高管不会经常更换，因此董事会等监督机构为求自保，不会对高管对自身薪酬的影响行为提出质疑（李建伟，2008）[115]，导致公司内部监管机制失效。委托代理问题得存在，使委托方和代理方存在严重的信息不对称，政府作为委托方处于信息劣势地位，由

23

政府或代表政府的外部监管机构很难以较低的成本观测到影响公司业绩上升和下降的真实原因，从而外部监管的有效性也大大降低。另一方面，由于我国经济体制的特殊性，国有企业并不是完全独立的市场化经济主体，还承担了部分政府职能，不会以追求利润最大化为目标，例如国有企业需要对转型时期的失业人员提供社会福利，还需要进行投资多、收益少的各类社会公益项目，因此难免会降低公司的业绩（刘星等，2012）[55]。因此，基于公司业绩建立的薪酬契约对国企高管本就是不合理的，国企高管为保证自身利益，有对自身薪酬施加影响的动机，当公司业绩上升时，高管“劳苦功高”，薪酬上升；当公司业绩下降时，政策影响、环境因素等就成为了“替罪羊”。

相对于地方政府控制的国有企业，中央政府控制的国有企业受到国资委的管制多得多，因而央企的高管所受的约束也更大（宛玲羽，2014）[1]，从国家制定的薪酬政策也可看出对央企和地方国企的约束程度完全不同。从2003年国资委颁布的

《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》开始，国资委陆续出台了一系列的文件以完善央企高管的考评机制，规范高管薪酬，在2009年9月，国资委联合六部下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，对中央国有企业的高管发出“限薪令”，这些政策都仅针对中央国有企业进行管制，而对地方国有企业的限制较少。另外，中央国有企业承担的政府职能比地方国有企业更多，受到社会和媒体更多的关注，无形中对央企的高管形成了监督，使央企高管操纵薪酬的成本更高，薪酬的可控程度较小，加之央企高管薪酬本就处在一个更高的水平，因此操纵薪酬的动机也较弱，而地方国有企业正好相反。基于以上分析，本文提出以下假设：

假设1a：当其他条件一定时，我国上市公司总体上存在显著的高管薪酬粘性。假设1b：当其他条件一定时，我国国有上市企业中，相较于央企，地方国企的

高管薪酬粘性更显著。

传统的委托代理理论和最优契约理论认为，设计和制定最优契约对高管进行激励是解决代理问题的有效措施之一，最有契约的设计要求将高管薪酬和企业业绩相挂钩，但由于最优薪酬契约的实现条件太过理想化，因而在现实中很难达到最有契约的结果（黄波，2015）[116]。近年来，越来越多的研究结论和最有契约的预期结果出现了偏离，使本该用来解决代理问题的薪酬契约本身却成为了代理问题的一部分（刘星等，2012）[55]。高管薪酬契约的设计和制定是股东和高管之间通过谈判达成的一致协议，在没有外界压力和双方具有均等的谈判能力的条件下，双方对薪酬契约可进行自由谈判，从而实现帕累托最优；当存在外界压力导致双方谈判能力不均等时，结果会偏离最有契约的预期。在现实中，股东并非亲自参与高管薪酬契约的制定，而是由董事会代理与公司高管谈判，管理层权力理论认为，董事会出于各

24

种目的，在实践中往往不会完全代表股东利益，在某些情况下甚至被公司高管左右，导致董事会对高管薪酬契约的制约能力并不十分强大，在Bebchuk（2002）[117]等的研究中就发现，在现实中董事会和高管并不是完全独立的关系，董事会也不能完全代表股东利益，这为高管利用权力寻租，操纵薪酬创造了良好的条件。

从管理层影响薪酬契约的动机和能力来讲，随着业绩型薪酬机制的建立的逐渐深入，企业业绩在高管薪酬契约中越来越重要（赵纯祥等，2013；辛清泉等，2009）

[22, 44]，但企业业绩的影响因素众多，不仅包含高管自身的努力，还包括宏观经济形

势、市场状况等不受高管控制的客观因素的影响。如果一味强调高管薪酬与企业业绩高度相关，高管薪酬将会面临较大的风险，当企业业绩上升时，高管欣然接受薪酬的上涨，但当企业业绩下降时，高管的薪酬也会显著下降。由于高管无法向股东一样可以分散风险，因而往往属于风险规避这，为了不让自身薪酬面临较大风险，有强烈的动机和足够的能力利用自身权力寻租，他们会尽可能的业绩的下降归因于与自身无关的客观因素，阻止薪酬的下降。由此，便产生了高管薪酬粘性，且管理层权力越大时，高管对薪酬契约的影响能力会越大，高管薪酬粘性越大。高文亮等

（2011）[16]、赵纯祥等（2013）[22]、刘星等（2012）[55]学者的研究也证实了管理层权力和高管薪酬粘性显著正相关。另外，众多的研究表明，当公司的董事长和总经理两职兼任时，总经理对企业拥有更大的控制权，对董事会成员的任命等拥有更大的决定权，从而大大降低了董事会对于公司管理层的监督和制约作用，因而管理层的权力会更大。当上市公司股权越分散时，由于缺乏大股东对管理层权力的制约，相对于股权更集中的上市公司而言，股权越分散管理层权力越大。基于以上分析，本文提出如下假设：

假设2a：当其他条件一定时，相较于非两职兼任的上市公司，董事长和总经理两职兼任的上市公司高管薪酬粘性更大。

假设2b：当其他条件一定时，我国上市公司股权越集中，高管薪酬粘性越小。假设2c：当其他条件一定时，我国上市公司管理层权力越大，高管薪酬粘性越

大。

企业高级管理人员能够利用自身决策权力决定和影响公司的各类经营活动政策，从而影响企业价值。根据高阶理论的观点，企业高管对企业经营环境的分析倾向和对经营决策的选择取决于高管个人特征（经验、价值观、风险偏好等）

（Hambrick, Mason, 2010）[118]，因此管理者的决策和选择与高管对待风险的态度密切相关，而管理者的决策和选择最终又会反映到企业的风险承担水平上。从企业层面来看，对风险态度不同的管理者，在投资决策时，所选择的主观折现率不同，风险偏爱型管理者，敢于冒险，在面对风险决策时通常会选择较低的折现率，从而高估收益作出激进的决策（汤颖梅等，2011）[119]，往往使企业面临较大的风险，

25

高风险可能为企业带来超额的收益，同时也可能导致超额的损失（程博等，2015）

[120]，因此企业的业绩会面临较大的波动，相反，风险规避的管理者会倾向于选择

风险低收益低的投资项目，企业面临的风险较小，收益也比较稳定。

不可否认的是，高管与股东对待风险的态度是不同的，股东可以通过资本市场的组合投资来控制他们所承担的风险，而高管的劳动时间、个人收入、声誉都与企业密切相关，很难分散与职业相关的失业、声誉损失等风险( Amihud & Lev, 1981)。因此，一般而言，企业的高管更多属于风险规避者，而股东往往属于风险追求者，二者之间对于风险的态度势必会影响到薪酬契约的制定。在现有的薪酬激励机制下，公司高管薪酬与业绩挂钩，当企业的风险承担水平较高时，公司收益的不确定性更大，其业绩的波动性也越大，此时对于风险规避的管理者而言，为了保证自身薪酬的稳定，更愿意接受较低的薪酬业绩敏感性，如果股东此时确定过高的薪酬业绩敏感性，将会成倍增加高管薪酬的风险，促使高管采取一些违背股东意愿的相机抉择行为，如放弃高风险高收益且能为企业创造巨大价值的投资项目，而选择一些风险低收益较为稳定的投资项目。对股东而言便是在高管激励和风险之间作出权衡，当企业面临的风险承担水平较高时，要么选择降低高管薪酬业绩敏感性，要么高管实施道德风险行为。如果股东选择前者，于高管而言，即使企业处于较高的风险水平，但较低的薪酬业绩敏感性保证了高管薪酬的稳定和安全，此时企业的高管便无“后顾之忧”，可以大胆“放手一搏”，凭自己的能力为企业创造更多的价值，由此可获得巨大收益以及声誉效应（如加薪、升职、社会地位的提升等），这会比通过不合理手段操纵自身薪酬得到的“好处”多得多，因此，高管此时操纵薪酬的动机会大大降低，由此推断此时的高管薪酬粘性会越小。

但从另一方面来看，当企业面临的风险较高时，如果股东仍然选择维持较高水平的薪酬业绩敏感性，此时高管薪酬会面临较大的风险，根据赫茨伯格的双因素理论可知，可知高管薪酬属于“保健”因素，当保健因素增加时不会产生有效的激励作用，当保健因素减少时则会引起不满，因而为保证自身薪酬的安全性，高管往往会选择实施道德风险行为，转而选取风险低收益低的投资项目，当业绩上升时，欣然接受薪酬的上调，但当业绩下降时，为了保证本就不多的薪酬的稳定，加之低风险低收益的项目不易为公司创造巨大价值，不容易获得其他奖励，因而会使出“浑身解数”来阻止薪酬的下调，如利用权力寻租，或将业绩下降归咎于其他客观原因等，因此这时的高管会对操纵薪酬，最大化自身利益一事乐此不疲，由此推断，这时企业的高管薪酬粘性可能会越大。根据以上分析，本文提出如下假设：

假设3a：当其他条件一定时，企业风险承担水平越高，高管薪酬粘性越小。假设3b：当其他条件一定时，企业风险承担水平越高，高管薪酬粘性越大。管理层权力理论认为，董事会不能完全控制高管薪酬契约的设计，管理层有动

26

机和能力影响着自己的薪酬，这使得管理层薪酬激励并不必然是解决代理问题的工具，它自身也可能成为代理问题的一部分（Bebchuk et al., 2002;卢锐, 2008）[68, 117]。根据前文的理论分析，在不考虑企业风险承担的情况下，当管理层权力越大时，为提高自身的收益，会倾向于利用权力寻租，操纵薪酬契约，使业绩型薪酬机制的有效性大大降低，当企业业绩上升时，管理者“劳苦功高”，薪酬上升，当企业业绩下降时，管理者会利用自身权力操纵业绩，将业绩的下降归咎于客观原因，管理层权力越大，这种操纵的可能性和能力越大，因此高管薪酬粘性越大。当在管理层权力理论的解释框架中引入企业风险因素后，进一步结合前文的分析，当企业所处的风险水平较高时，若股东选择较低水平的薪酬业绩敏感性，此时高管薪酬得到了基本的保障，权力更大的管理者能够利用更多的资源“放手一搏”，为企业创造更多价值的机会更多，更有可能因此而获得巨大的收益和声誉效应，在这种情况下，当企业风险承担水平越高，相较于管理层权力较低的企业而言，管理层权力越大，高管薪酬粘性越小。

然而当企业风险承担水平较高时，若股东仍然选择高水平的薪酬业绩敏感性，此时管理者同样倾向于实施道德风险行为，而此时管理层权力会沦为高管操纵薪酬的有效工具，从而使得高管薪酬粘性越大。基于以上分析，本文提出如下假设：

假设4a：当其他条件一定时，企业风险承担水平越高，管理层权力与高管薪酬粘性的正相关程度越低，即企业风险承担负向调节了管理层权力与高管薪酬粘性的正相关关系。

假设4b：当其他条件一定时，企业风险承担水平越高，管理层权力与高管薪酬粘性的正相关程度越高，即企业风险承担正向调节了管理层权力与高管薪酬粘性的正相关关系。

## 4.2 数据来源与样本选取

为剔除金融危机的影响，本文选取A股主板上市公司2009—2014年共6年的数据作为初始样本，再对其进行逐步剔除，本文的剔除和处理标准为：（1）剔除了金融保险类上市公司，因为其资本性质较为特殊；（2）剔除ST、PT等非正常的上市公司，因为此类公司处于连续亏损状态，极不稳定，随时会面临破产清算；（3）由于研究期间是2009—2014年，为剔除IPO影响及保证数据的完整性，剔除了2009年及以后上市的公司，以及在研究期间内退市的公司；（4）剔除高管薪酬及其他相关研究数据缺失的公司；（5）由于公司业绩指标采用净利润的自然对数衡量，为尽可能降低样本损失率，将净利润为负的数据取其绝对值的自然对数的相反数。另外，在进行回归时，为消除极端值的影响，本文对所有连续变量进行了Winsorize（1%）

27

处理，为消除不同指标之间数量级差，对所有连续变量进行了中心标准化处理。最终保留了5679个样本数据，其中2009年934个，2010年928个，2011年951个，

2012年961个，2013年961个，2014年944个。样本公司涵盖了房地产、工业、公用事业、商业及综合类共5大类行业，所有数据均来自国泰安数据库和wind资讯。本文用Excel对样本数据进行初始处理，实证部分主要使用Stata 12.0统计软件进行操作。

## 4.3 变量选取及界定

（1）高管薪酬（*LNPAY*）

高管薪酬主要由股权薪酬和货币薪酬两部分组成，由于我国实施股权激励的时间较晚，持股比例极不均衡，无法获取完整准确的股权激励数据（宛玲羽，2014；方军雄，2009）[1, 15]，本文仅研究高管的货币薪酬。对于高管货币薪酬的衡量，本文借鉴辛清泉（2009）[14]、宛玲羽（2014）[1]的研究，采用上市公司年报中“薪酬最高的前三位高管货币薪酬总额”的自然对数来代替高管的货币薪酬，在稳健性检验部分采用上市公司年报中“薪酬最高的前三位董事、监事及高管货币薪酬总额”的自然对数来衡量高管薪酬。

（2）企业业绩（*LNNP*）

本文借鉴方军雄（2009, 2011）[15, 51]、宛玲羽（2014）[1]、高文亮等（2011）

[16]的研究，采用上市公司年报中所披露的净利润的自然对数作为公司业绩的替代变

量，在此基础上设置业绩变动指标*DOWN*，当公司业绩下降时，*DOWN*取1，否则取0。

（3）管理层权力

管理层权力，既指公司高管能影响公司董事会、股东和监事会的能力，也指高管在公司内部决策权的大小。Bebchuk（2002）[117]等的研究认为当公司股权结构较分散时，缺乏大股东制约管理层的权力，此时管理层权力相对较大。大量的研究证实，总经理兼任董事长使得管理层权力变大。本文借鉴已有的研究，釆用董事长和总经理两职兼任（*DUAL*），股权集中度（*DISP*）两个指标先分别衡量管理层权力，再将二者汇总成管理层权力综合指标（*POWER*），同时借鉴以往学者的做法设置了股权集中度哑变量*disp*，用于在稳健性检验部分进行分组回归，具体定义说明见表

4.1.

（4）企业风险承担（*RISK*）

在已有的研究中，国内外学者对企业风险承担的界定主要采用资产负债率、股票回报的波动、企业存活的可能性、R&D 支出、盈利波动性等指标，其中资产负

28

债率和R&D支出只能衡量企业某一方面的风险，不够全面，由于我国股票市场不够成熟，股票收益不能真实反映企业的价值，因而股票回报的波动不能真实的反映企业的风险，相比而言企业的盈利包含了企业的所有收益及与之对等的风险，因而企业盈利的波动性被最广泛的作为风险承担的衡量指标。本文借鉴Brick et al.

（2002）[121]、Faccio et al. (2010)[122]、Boubakri et al. (2013)[123]、李文贵（2012）

[110]、余明桂（2013）[124]方法，采用公司总资产收益率（*ROA*）的标准差来衡量企

业风险承担*RISK*，其中总资产收益率（*ROA*）的标准差以公司当年及前三年的数据计算，该指标越大代表企业风险承担水平越高。在此基础上，设置企业风险承担虚拟变量*risk*，将*ROA*标准差与样本各行业的均值比较，大于样本的行业均值时*risk*取1，否则取0，将样本分为企业风险承担水平高和企业风险承担水平低两组，虚拟变量*risk*用于检验管理层权力、企业风险承担和高管薪酬粘性三者关系时的分组回归，及在稳健性检验部分的分组回归。

另外，考虑到可能存在行业异质性的影响，在稳健性检验部分本文还样本公司每四年里经行业调整的*ROA*的标准差进行回归。具体的调整方法为参照李文贵，余明桂等人的做法，先对样本公司每一年的*ROA*样本行业的平均值进行调整得到

*i*,*t i*,*t i*

*k* 1

*k* ,*t*

*i*

经行业调整的*AdjROA*

#### *ROA*

1/ N*Ni*

*ROA*

#### ，其中 N

代表公司*i*所在行业的

样本公司数；然后再计算公司每4年内经行业调整的*ROA*的标准差，得到衡量企

业风险承担的稳健性检验变量*AdjRISK*，再次进行回归。

（5）控制变量

本文参照现有大部分文献的做法，对影响高管薪酬的其他变量进行控制，主要有：公司规模（*SIZE*）、独立董事比例（*IDR*）、财务杠杆（*LEV*）、董事会规模（*BS*）、产权性质（*LGOV, CGOV*）、企业注册地*CENTRAL*和*WEST*、行业变量（*IND*）、年度变量（*YEAR*），各变量具体说明参见表4.1。

## 4.4 模型设定

本文本文借鉴方军雄（2009）[15]、宛玲羽（2014）[1]等的研究模型，构建了以下几个Level模型进行实证分析，模型中各变量的定义见表4.1，同时为使模型更简洁，在所有的模型中均采用*CONTROLS*代表本文研究中所用到的全部控制变量，具体内容见表4.1。

*LNPAYi*, *t* **0**1*LNNPi*, *t***2 *DOWNi*, *t***3 *DOWNi*, *t**LNNPi*, *t*

*CONTROLS*  **

#### 式（4-1）

4 *i*, *t* i, *t*

模型式（4-1）主要用于检验假设1a和假设1b，在检验假设1a时，采用全样

29

本回归，在检验假设1b时将样本分为央企、地方国企和非国企三类分别回归。在模型式（4-1）中，如果交乘项*DOWN×LNNP*的系数**3显著为负，则说明研究的样本公司存在显著的高管薪酬粘性，具体来讲是由于模型中的*DOWN*是业绩下降哑变量，当业绩上升时*DOWN*=0，此时高管薪酬相对业绩而言上升的边际为**1；当业绩下降时，*DOWN*=1，此时高管薪酬相对业绩而言下降的边际是**1**3，由高管薪酬粘性的定义，即企业业绩上升时高管薪酬上升的边际大于企业业绩下降时高管薪

酬下降的边际，当**3显著为负时有**1 >**1**3，且**3的绝对值越大，高管薪酬粘性越大，从而，用**1 /(**1**3)可以表示高管薪酬粘性的大小。

*LNPAYi*, *t* **0**1*LNNPi*, *t***2 *DOWNi*, *t***3 *DOWNi*, *t**LNNPi*, *t*

**4*CONTROLSi*, *t***5 *DUALi*, *t***6 *DUALi*, *t**LNNPi*, *t*

**7 *DOWNi*, *t**DUALi*, *t**LNNPi*, *t**i*, *t*

#### 式（4-2）

模型式（4-2）主要用于检验假设2a，当交乘项*DOWN×DUAL×LNNP*的系数**7显著为负时，说明相对于非两职兼任的上市公司而言，董事长和总经理两职兼任的上市公司高管薪酬粘性更大。另外，对假设2a的分组稳健性检验采用模型式（4-1）进行回归。

*LNPAYi*, *t* **0**1*LNNPi*, *t***2 *DOWNi*, *t***3 *DOWNi*, *t**LNNPi*, *t*

**4*CONTROLSi*, *t***5 *DISPi*, *t***6 *DISPi*, *t**LNNPi*, *t*

**7 *DOWNi*, *t**DISPi*, *t**LNNPi*, *t**i*, *t*

#### 式（4-3）

模型式（4-3）主要用于检验假设2b，当交乘项*DOWN×DISP×LNNP*的系数**7显著为正时，说明上市公司股权越集中，管理层权力相对越小，高管薪酬粘性越小。另外，对假设2b的分组稳健性检验采用模型式（4-1）进行回归。

*LNPAYi*, *t* **0**1*LNNPi*, *t***2 *DOWNi*, *t***3 *DOWNi*, *t**LNNPi*, *t*

**4*CONTROLSi*, *t***5 *POWERi*, *t***6 *POWERi*, *t**LNNPi*, *t*

**7 *DOWNi*, *t**POWERi*, *t**LNNPi*, *t**i*, *t*

#### 式（4-4）

模型式（4-4）主要用于检验假设2c，即检验管理层权力综合指标对高管薪酬粘性的影响，当交乘项*DOWN×POWER×LNNP*的系数**7显著为负时，说明上市公司管理层权力越大，高管薪酬粘性越大。另外，对假设2c的分组稳健性检验采用模型式（4-1）进行回归。

*LNPAYi*, *t* **0**1*LNNPi*, *t***2 *DOWNi*, *t***3 *DOWNi*, *t**LNNPi*, *t*

**4*CONTROLSi*, *t***5 *RISKi*, *t***6 *RISKi*, *t**LNNPi*, *t*

**7 *DOWNi*, *t**RISKi*, *t**LNNPi*, *t**i*, *t*

#### 式（4-5）

模型式（4-5）主要用于检验假设3a或假设3b，即检验企业风险承担对高管薪酬粘性的影响，当交乘项*DOWN×RISK×LNNP*的系数**7显著为正时，说明上市公

30

司企业风险承担水平越高，高管薪酬粘性越小。另外，对该假设的分组稳健性检验采用模型式（4-1）进行回归。

为了避免交乘项过多，在检验假设4a或假设4b时，即检验加入企业风险承担水平后，管理层权力对高管薪酬粘性的影响，本文采用模型式（4-2）、（4-3）、（4-4）分别进行分样本回归，将样本分为企业风险承担水平高和企业风险承担水平低两组，分别考察在不同风险承担水平的样本企业中中管理层权力对高管薪酬粘性影响的区别。

表4.1 变量定义及说明

| 变量类型 | 变量符号 | 变量名称 | 变量说明 |
| --- | --- | --- | --- |
| 被解释变量 | LNPAY | 高管薪酬 | 薪酬最高的前三位高管货币薪酬的自然对数 |
|  | LNNP | 企业业绩 | 企业净利润的自然对数 |
|  | DOWN | 业绩变动 | 当某个公司当年的净利润较上一年度有所下降时取  1，否则取 0 |
|  | DUAL | 两职兼任 | 当董事长与总经理两职兼任时取 1，否则取 0 |
| 解释变量 | DISP | 股权集中度 | 第一大股东持股比例除以第 2－10 大股东的持股比例之和 |
|  | disp | 股权集中度哑变量 | 若第一大股东的持股比例除以第 2－10 大股东的持  股比例之和小于 1，取 1；否则取 0 |
|  | POWER | 管理层权力综合指标 | POWER= DUAL+ disp |
|  | RISK | 企业风险承担 | ROA 的标准差，其中 ROA=净利润/年末平均资产总额，其标准差通过当年及前三年的数据计算而得 |
|  | risk | 企业风险承担哑变量 | 当 RISK>行业样本均值时取 1，归为企业风险承担水平高的样本组，否则取 0，归为企业风险承担水平低的样本组 |
|  | SIZE | 公司规模 | 用公司年末账面资产总额的自然对数衡量 |
|  | IDR | 独立董事比例 | 公司独立董事占全部董事的比重 |
|  | LEV | 财务杠杆 | 公司的资产负债率 |
|  | BS | 董事会规模 | 董事会成员总人数 |
| 控制变量 | LGOV,CGOV | 产权性质 | 当为地方国有企业时 LGOV 取 1，否则取 0，当为中  央国有企业时，CGOV 取 1，否则取 0 |
|  | CENTRAL | 企业注册地为中部 | 虚拟变量，当企业注册地为中部地区时取 1，否则  取 0 |
|  | WEST | 企业注册地为西部 | 虚拟变量，当企业注册地为西部地区时取 1，否则  取 0 |
|  | IND | 行业变量 | 本文样本涉及 5 大类别行业，设置 4 个虚拟变量 |
|  | YEAR | 年度变量 | 虚拟变量，本文数据涉及 6 个年度，设置 5 个虚拟变量 |

31

32

# 5 实证结果与分析

## 5.1 描述性统计及相关性分析

### 5.1.1 变量的描述性统计

本文首先对2009-2014年全样本和分样本的各个变量进行描述性统计分析，其次对全样本主要的被解释变量和解释变量分年度进行描述性统计，利用Stat12.0统计软件得出各变量的平均值、标准差、最小值和最大值。通过这些统计量来初步掌握样本公司在管理层权力、企业风险承担以及高管薪酬粘性各相关变量的基本情况，统计结果见表5.1和表5.2。

从表5.1可以看出，在全样本中我国上市公司薪酬最高的前三名高管货币薪酬总额的自然对数的均值为14.032，最小值为10.094，最大值为17.167，薪酬值经对数处理后全样本标准差为0.750，标准差较大，表明我国上市公司的高管薪酬在2009-2014年间，总体上差异较大；进一步分样本统计发现，央企薪酬总额的均值最大，说明央企高管的平均货币薪酬高于地方国企和非国企高管的平均货币薪酬，非国企高管的平均货币薪酬是最低的；从标准差来看，非国企的高管薪酬值经对数处理后的标准差为0.848，在三类企业中最大，说明在非国企中高管薪酬的个体差异最大。全样本中净利润自然对数的均值为15.206，最小值为-23.560，最大值为

25.738，各公司最大亏损额接近最大盈利额，数据的跨度较大，说明我国上市公司盈利状况的差异较大，全样本的标准差为11.083，数据的离散程度较大，进一步说明总体上我国不同的上市公司盈利状况差异显著；分样本统计发现，央企的净利润自然对数的标准差最大，且在全部样本中亏损最大的公司和盈利最大的公司都属于央企，说明相较于地方国企和非国企而言，央企的盈利状况在不同公司中差异更显著，同时，地方国企的平均净利润较央企和非国企高，且在地方国企中不同公司盈利状况差异相对较小，非国企的平均净利润最低。在全样本中，董事长和总经理两职兼任的样本占12.92%，说明我国上市公司大部分实现了两职分离，股权集中度的均值为5.237，最小值为0.148，最大值为201.41，取值的跨度非常大，说明股权集中度的波动范围很广，标准差为8.363，说明股权集中度在不同公司存在显著的差异，从股权集中度哑变量来看，有20.23%的样本公司股权较分散，缺乏大股东的制约，使得管理层权力相对较大；进一步分样本统计发现，地方国企股权集中度的均值和标准差都最大，且股权集中度最大值存在于地方国企，说明地方国企中股权集

33

中度个体差异显著，在地方国企中一股独大的现象更为普遍。从企业风险承担来看，风险承担连续变量的均值为0.043，最小值和最大值分别为0.000和30.681，表明风险承担水平最高的企业和风险承担水平最低的企业差距较大，呈现出明显的两极分化趋势，标准差为0.575，表明不同企业的风险承担水平差异较大，在全样本中有

24.88%的样本属于风险承担水平较高的样本；进一步分样本统计发现，央企和地方国企中企业风险承担水平较高的样本所占的比例非常接近，非国企中企业风险承担水平较高的样本所占比例最高，且非国企标准差最大，说明在非国企中企业风险承担水平的个体差异最大，即较国企和央企而言非国企对风险承担的接受程度高。央企平均规模比地方国企和非国企的平均规模更大，且在央企中企业规模的个体差异最大。独立董事比例的均值为0.368，在央企、地方国企和非国企中差异不大，不存在独立董事比例为0的情况，可见在我国上市公司中普遍对独立董事比较重视。财务杠杆的均值为0.521，整体上财务杠杆的数值较为合理，地方国企财务杠杆的均值和最大值均最大，说明地方国企较央企和非国企对负债的利用程度大。董事会规模均值为9.161，在各类样本中差异不大。

结合表5.2的分年度描述性统计可以看出，在2009-2014年之间，我国上市公司薪酬最高的前三名高管货币薪酬总额的自然对数的均值呈逐年上升的趋势，表明我国上市公司高管的平均货币薪酬在研究区间内逐年增加，与此相对应代表公司业绩的净利润指标在研究期间内的变化却是有升有降，这初步暗示了我国所建立的业绩型薪酬机制存在一定的问题，当业绩上升时，高管薪酬普遍上升，当业绩下降时，高管薪酬仍然普遍上升，这样的变化趋势初步表明薪酬粘性问题的存在。

综上所述，央企、地方国企和非国企在高管薪酬、公司业绩、两职兼任、股权集中度、企业风险承担等方面存在不同，因此有必要分样本进行实证研究，以便提出更加有针对性的建议。

34

5 实证结果与分析

表5.1 主要变量的全样本及分样本描述性统计

| 变量 | | LNPAY | LNNP | DOWN | DUAL | DISP | disp | POWER | RISK | risk | SIZE | IDR | LEV | BS | LGOV | CGOV | CENTRAL |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 全样本 | 样本数 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 | 5679 |  |
| 均值 | 14.03225 | 15.20648 | 0.395844 | 0.129248 | 5.236513 | 0.202324 | 0.3315725 | 0.043493 | 0.248811 | 22.27034 | 0.367761 | 0.521362 | 9.160592 | 0.435288 | 0.204437 | 0.239655 | 0.1 |
| 标准差 | 0.749798 | 11.08278 | 0.489074 | 0.335504 | 8.36252 | 0.401768 | 0.5345823 | 0.575225 | 0.432362 | 1.398588 | 0.054339 | 0.196391 | 1.907769 | 0.495838 | 0 .4033254 | 0.42691 |  |
| 最小值 | 10.09411 | -23.5594 | 0 | 0 | 0.147618 | 0 | 0 | 0.000191 | 0 | 15.46803 | 0.090909 | 0.00708 | 4 | 0 | 0 | 0 |  |
| 最大值 | 17.16681 | 25.73839 | 1 | 1 | 201.4103 | 1 | 2 | 30.68107 | 1 | 28.50873 | 0.714286 | 1.056381 | 18 | 1 | 1 | 1 |  |
| 央企 | 样本数 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 | 1161 |  |
| 均值 | 14.16969 | 15.20256 | 0.372954 | 0.062016 | 5.376687 | 0.164513 | 0.2265289 | 0.028997 | 0.211886 | 22.82966 | 0.367977 | 0.53604 | 9.644272 | - | - | 0.225668 | 0.1 |
| 标准差 | 0.655257 | 12.02788 | 0.483799 | 0.241288 | 6.87185 | 0.370901 | 0.4349226 | 0.027969 | 0.408821 | 1.693857 | 0.058733 | 0.201909 | 2.009478 | - | - | 0.418201 | 0.3 |
| 最小值 | 11.44035 | -23.5594 | 0 | 0 | 0.32602 | 0 | 0 | 0.000191 | 0 | 19.47774 | 0.125 | 0.037253 | 5 | - | - | 0 |  |
| 最大值 | 16.19761 | 25.73839 | 1 | 1 | 46.99138 | 1 | 2 | 0.234969 | 1 | 28.50873 | 0.714286 | 1.037263 | 16 | - | - | 1 |  |
| 地方国企 | 样本数 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 | 2472 |  |
| 均值 | 14.0286 | 15.78852 | 0.398463 | 0.110437 | 6.441498 | 0.145227 | 0.2556634 | 0.028337 | 0.216829 | 22.44733 | 0.366701 | 0.542773 | 9.384304 | - | - | 0.258495 | 0.1 |
| 标准差 | 0.693748 | 10.44988 | 0.489681 | 0.313497 | 10.18016 | 0.3524 | 0.4711081 | 0.03207 | 0.412168 | 1.227411 | 0.053058 | 0.191594 | 1.922929 | - | - | 0.437896 | 0.3 |
| 最小值 | 11.73126 | -22.0675 | 0 | 0 | 0.152331 | 0 | 0 | 0.000527 | 0 | 17.66334 | 0.090909 | 0.012837 | 5 | - | - | 0 |  |
| 最大值 | 16.56623 | 24.36743 | 1 | 1 | 201.4103 | 1 | 2 | 0.352048 | 1 | 26.75123 | 0.666667 | 1.056381 | 18 | - | - | 1 |  |
| 非国企 | 样本数 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 | 2046 |  |
| 均值 | 13.95866 | 14.50548 | 0.40567 | 0.190127 | 3.701096 | 0.292766 | 0.4828935 | 0.070029 | 0.308407 | 21.73912 | 0.368919 | 0.487165 | 8.615836 | - | - | 0.224829 | 0.1 |
| 标准差 | 0.848354 | 11.23052 | 0.491141 | 0.392497 | 6.166991 | 0.455143 | 0.6179473 | 0.957036 | 0.461948 | 1.218757 | 0.053267 | 0.194328 | 1.690191 | - | - | 0.417572 | 0.3 |
| 最小值 | 10.09411 | -21.0693 | 0 | 0 | 0.147618 | 0 | 0 | 0.001195 | 0 | 15.46803 | 0.181818 | 0.00708 | 5 | - | - | 0 |  |
| 最大值 | 17.16681 | 22.62422 | 1 | 1 | 118.375 | 1 | 2 | 30.68107 | 1 | 25.54892 | 0.666667 | 1.018094 | 18 | - | - | 1 |  |

35

表5.2 主要变量全样本分年度均值统计

| 变量 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| LNPAY | 13.71601 | 13.90776 | 14.03833 | 14.10126 | 14.17735 | 14.2434 |
| LNNP | 14.54161 | 16.46118 | 15.86661 | 14.25631 | 15.49821 | 14.63616 |
| DOWN | 0.3361884 | 0.2726293 | 0.4332282 | 0.5140479 | 0.3746098 | 0.4396186 |
| DUAL | 0.1252677 | 0.1174569 | 0.1240799 | 0.1342352 | 0.1248699 | 0.1493644 |
| DISP | 4.958429 | 5.365856 | 5.246686 | 5.417413 | 5.409582 | 5.013911 |
| disp | 0.2012848 | 0.1950431 | 0.1945321 | 0.1987513 | 0.2112383 | 0.2129237 |
| POWER | 0.3265525 | 0.3125 | 0.318612 | 0.3329865 | 0.3361082 | 0.3622881 |
| RISK | 0.0730674 | 0.0719054 | 0.0320009 | 0.0298887 | 0.027983 | 0.027515 |
| risk | 0.3040685 | 0.2909483 | 0.2471083 | 0.2226847 | 0.2133195 | 0.217161 |
| SIZE | 21.9016 | 22.07782 | 22.23157 | 22.34185 | 22.4718 | 22.58561 |
| IDR | 0.3633392 | 0.3658835 | 0.3681155 | 0.3690369 | 0.3702148 | 0.3698271 |
| LEV | 0.5151486 | 0.5218598 | 0.5272067 | 0.5267029 | 0.5225026 | 0.514535 |
| BS | 9.202355 | 9.204741 | 9.185068 | 9.198751 | 9.17898 | 8.993644 |
| 样本数 | 934 | 928 | 951 | 961 | 961 | 944 |

### 5.1.2 变量相关性分析

在进行模型回归分析之前，本文运用Pearson相关分析法和Spearman相关分析法对本文研究的主要变量进行了相关性检验。表5.3列示了主要研究变量的相关系数，总体而言，在Pearson检验下，除两职兼任、独立董事比例和产权性质变量中的地方政府变量与高管薪酬之间的相关关系未通过显著性检验外，其余变量与高管薪酬之间的相关关系均在1%水平上通过了Pearson相关性检验；在Spearman检验下，除两职兼任与高管薪酬之间的相关关系未通过显著性检验外，其余变量与高管薪酬之间的相关关系均在不同水平上通过了Spearman相关性检验。具体分析可知，高管薪酬和公司业绩在显著正相关，同时和业绩下降变量显著负相关，二者均在1%水平上通过了Pearson和Spearman相关性检验，初步说明高管薪酬和公司业绩的变化方向一致，至于二者变化的幅度需要在后文的回归分析中进一步验证。高管薪酬和股权集中度显著负相关，说明公司的股权越集中，高管的薪酬越小，从实际情况来看，公司的股权越集中，说明存在大股东制约管理层的权力，高管对其自身薪酬的可操纵性较小小，因此相较于管理层权力大的公司高管的薪酬会更低。高管薪酬和管理层权力综合指标显著正相关，这进一步说明管理层权力越大，高管的薪酬越大。高管薪酬和企业风险承担变量负相关，说明企业风险承担水平越高，高管薪酬越小。从控制变量来看，高管薪酬和企业规模、财务杠杆以及董事会规模显著正相关，同时高管薪酬和独立董事比例正相关，在5%水平上通过了Spearman相关性检

36

验，这说明独立董事比例越高，高管的薪酬越高，这样的关系可初步表明我国的独立董事对公司的高管没能起到有效的监督。进一步分析其他变量之间的相关关系发现，除了公司业绩变量和公司规模变量、两职兼任变量和管理层权力综合指标、股权集中度变量和管理层权力综合指标三者之间的相关系数大于0.5之外，其余变量之间的相关系数均远远小于0.5。其中，两职兼任、股权集中度和管理层权力综合指标在后文的模型回归中不会出现在同一个模型中，而公司业绩变量和公司规模变量均属于连续变量，二者的Pearson相关系数小于0.5，因此本文选取的变量之间不存在严重的多重共线性，说明本文的研究结论是可靠的。

综上所述，在利用Pearson相关分析法和Spearman相关分析法分析后，初步发现因变量和自变量及控制变量之间的相关关系，可为后文的进一步研究提供参考，但由于两种相关分析方法均只考虑两两之间的相关关系，无法验证将全部变量纳入一个回归模型后相关关系的变化，因此变量之间的相关关系有待在后文的模型回归中进一步验证。另外，通过对研究变量进行相关性分析后，初步表明本文的研究模型不存在严重的多重共线性，说明本文得出的结论是可靠的。

37

重庆理工大学硕士学位论文

表5.3 主要变量的相关系数表

| 变量 | LNPAY | LNNP | DOWN | DUAL | DISP | POWER | RISK | SIZE | IDR | LEV | BS | LGOV | CGOV | CENTRAL | WEST |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| LNPAY | 1.000 | 0.538\*\*\* | -0.064\*\*\* | -0.012 | -0.096\*\*\* | 0.056\*\*\* | -0.118\*\*\* | 0.502\*\*\* | 0.033\*\* | 0.056\*\*\* | 0.146\*\*\* | -0.027\*\* | 0.115\*\*\* | -0.134\*\*\* | -0.163\*\*\* |
| LNNP | 0.258\*\*\* | 1.000 | -0.295\*\*\* | -0.081\*\*\* | -0.010 | -0.041\*\*\* | -0.126\*\*\* | 0.673\*\*\* | 0.037\*\*\* | -0.014 | 0.190\*\*\* | 0.070\*\*\* | 0.090\*\*\* | -0.046\*\*\* | -0.087\*\*\* |
| DOWN | -0.066\*\*\* | -0.354\*\*\* | 1.000 | 0.017 | 0.059\*\*\* | -0.011 | 0.110\*\*\* | -0.012 | 0.009 | 0.045\*\*\* | 0.006 | 0.005 | -0.024\* | 0.016 | 0.031 |
| DUAL | -0.010 | -0.042\*\*\* | 0.017 | 1.000 | -0.066\*\*\* | 0.621\*\*\* | 0.038\*\*\* | -0.121\*\*\* | 0.000 | -0.057\*\*\* | -0.121\*\*\* | -0.049\*\*\* | -0.102\*\*\* | 0.014 | -0.037\*\*\* |
| DISP | -0.060\*\*\* | -0.015 | 0.058\*\*\* | -0.077\*\*\* | 1.000 | -0.569\*\*\* | -0.064\*\*\* | 0.078\*\*\* | 0.019 | 0.077\*\*\* | -0.067\*\*\* | 0.180\*\*\* | 0.041\*\*\* | 0.008 | -0.022\* |
| POWER | 0.060\*\*\* | -0.015 | -0.012 | 0.660\*\*\* | -0.303\*\*\* | 1.000 | 0.057\*\*\* | -0.111\*\*\* | 0.002 | -0.084\*\*\* | -0.036\*\*\* | -0.119\*\*\* | -0.093\*\*\* | -0.021 | 0.033\*\* |
| RISK | -0.142\*\*\* | -0.184\*\*\* | 0.069\*\*\* | 0.037\*\*\* | -0.025\* | 0.064\*\*\* | 1.000 | -0.176\*\*\* | 0.013 | -0.137\*\*\* | -0.027\*\* | -0.122\*\*\* | -0.017 | 0.050\*\*\* | 0.016 |
| SIZE | 0.504\*\*\* | 0.232\*\*\* | -0.015 | -0.121\*\*\* | 0.085\*\*\* | -0.117\*\*\* | -0.208\*\*\* | 1.000 | 0.050\*\*\* | 0.377\*\*\* | 0.270\*\*\* | 0.131\*\*\* | 0.152\*\*\* | -0.010 | -0.080\*\*\* |
| IDR | 0.018 | 0.009 | 0.007 | 0.007 | 0.048\*\*\* | 0.001 | 0.026\*\* | 0.044\*\*\* | 1.000 | 0.000 | -0.314\*\*\* | -0.004 | -0.011 | -0.010 | 0.028\*\* |
| LEV | 0.064\*\*\* | -0.121\*\*\* | 0.043\*\*\* | -0.055\*\*\* | 0.058\*\*\* | -0.089\*\*\* | -0.139\*\*\* | 0.369\*\*\* | -0.001 | 1.000 | 0.091\*\*\* | 0.092\*\*\* | 0.040\*\*\* | 0.050\*\*\* | -0.003 |
| BS | 0.155\*\*\* | 0.056\*\*\* | 0.011 | -0.121\*\*\* | -0.014 | -0.044\*\*\* | -0.063\*\*\* | 0.304\*\*\* | -0.314\*\*\* | 0.104\*\*\* | 1.000 | 0.106\*\*\* | 0.115\*\*\* | 0.054\*\*\* | 0.025\* |
| LGOV | -0.008 | 0.047\*\*\* | 0.005 | -0.049\*\*\* | 0.138\*\*\* | -0.125\*\*\* | -0.093\*\*\* | 0.118\*\*\* | -0.013 | 0.096\*\*\* | 0.100\*\*\* | 1.000 | -0.445\*\*\* | 0.039\*\*\* | 0.008 |
| CGOV | 0.096\*\*\* | 0.000 | -0.024\* | -0.102\*\*\* | 0.026\* | -0.100\*\*\* | -0.038\*\*\* | 0.194\*\*\* | -0.004 | 0.037\*\*\* | 0.133\*\*\* | -0.445\*\*\* | 1.000 | -0.017 | 0.012 |
| CENTRAL | -0.128\*\*\* | -0.030\*\* | 0.016 | 0.014 | 0.024\* | -0.013 | 0.028\*\* | -0.022\* | -0.014 | 0.057\*\*\* | 0.057\*\*\* | 0.039\*\*\* | -0.017 | 1.000 | -0.241\*\*\* |
| WEST | -0.156\*\*\* | -0.037\*\*\* | 0.031\*\* | -0.037\*\*\* | -0.013 | 0.028\*\* | 0.003 | -0.084\*\*\* | 0.043\*\*\* | -0.004 | 0.034\*\*\* | 0.008 | 0.012 | -0.241\*\*\* | 1.000 |

注：本表左下角为Pearson相关系数，右上角为Spearman相关系数；\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著相关。

38

## 5.2 回归结果与分析

### 5.2.1 高管薪酬粘性的存在性回归结果分析

为验证假设1a和假设1b，即检验样本上市公司是否存在显著的高管薪酬粘性，在表5.4中报告了全样本的回归结果，以及央企、地方国企和非国企三组样本分别回归的结果。表5.4的回归结果显示，无论是全样本还是分样本中企业业绩*LNNP*的回归系数显著为正，说明我国上市公司中已经普遍建立起业绩型薪酬激励机制，企业高管的薪酬和业绩相挂钩。从*LNNP*的回归系数的大小来看地方国企的回归系数大于非国企和央企，且央企回归系数最小，说明其他条件一定时，地方国企的薪酬业绩敏感性最高，央企的高管薪酬业绩敏感性最低。除地方国企外，业绩下降变量*DOWN*的系数为负，但未通过显著性检验，说明业绩下降时高管薪酬有所降低，但降低的程度不显著，地方国企的业绩下降变量为正，不显著，说明业绩下降时，地方国企的高管薪酬不但没有下降，反而在一定程度上有所上升，这初步暗示了我国上司公司普遍存在高管薪酬粘性。除央企以外，交乘项*DOWN×LNNP*的系数显著为负，说明当企业业绩下降时高管薪酬业绩敏感性显著降低，具体来说是当企业业绩下降时（*DOWN*=1）高管薪酬下降的边际小于企业业绩上升时（*DOWN*=0）高管薪酬上升的边际，即在我国的地方国企和非国企中高管薪酬变动是非对称的，经验结论支持了方军雄（2009, 2011）[15]、[51]的研究结论，即我国上市公司高管薪酬存在显著的粘性特征，央企的交乘项*DOWN×LNNP*的为系数为负，但未通过显著性检验，说明在央企中高管薪酬粘性不显著，宛玲羽（2014）[1]认为原因可能是，相较于地方国企和非国企，央企受到的薪酬管制更多更严，加之央企承担着更多的社会功能，受社会的关注度较高，迫于舆论压力，央企高管可能更倾向于采用在职消费等更为隐蔽的方式来获取私有收益，因此央企高管薪酬的粘性会更低；此外，笔者认为，由于央企的高管薪酬业绩敏感性最低，但不存在显著的高管薪酬粘性，某种程度上说明在受政府干预较多的央企中，低水平的薪酬业绩敏感性反而会提高薪酬契约的有效性，因为对央企而言，需承担许多社会功能，通常并不以企业利润最大化为目标，因此，在央企薪酬契约中过分强调“业绩上，薪酬上；业绩下，薪酬下”本身就是不合理不公平的，此时如果盲目提高央企高管的薪酬业绩敏感性，反而容易导致严重的高管薪酬粘性问题，或是激发央企高管利用自身权力寻租赚取其他更隐蔽的收益或是采取道德风险行为，从而可能引发更严重的代理问题，这对提高央企薪酬契约的有效性，治理地方国企高管薪酬粘性具有一定的指导意义。至此，假设1a和假设1b得到验证。

39

表5.4 高管薪酬粘性回归结果表

| 变量 | 全样本 | 央企 | 地方国企 | 非国企 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| LNNP | 0.248\*\*\* | 0.192\*\*\* | 0.273\*\*\* | 0.212\*\*\* |
|  | (7.64) | (3.37) | (5.82) | (3.48) |
| DOWN | -0.013 | -0.0599 | 0.00466 | -0.026 |
|  | (-0.52) | (-1.24) | (0.13) | (-0.57) |
| DOWN×LNNP | -0.151\*\*\* | -0.0812 | -0.177\*\*\* | -0.164\*\*\* |
|  | (-4.48) | (-1.36) | (-3.62) | (-2.60) |
| SIZE | 0.447\*\*\* | 0.352\*\*\* | 0.457\*\*\* | 0.582\*\*\* |
|  | (32.57) | (15.18) | (23.21) | (20.81) |
| IDR | 0.006 | -0.0179 | 0.00561 | 0.0534\*\* |
|  | (0.52) | (-0.82) | (0.36) | (2.37) |
| LEV | -0.0947\*\*\* | -0.0868\*\*\* | -0.143\*\*\* | -0.0687\*\*\* |
|  | (-7.47) | (-3.57) | (-7.92) | (-2.96) |
| BS | 0.0516\*\*\* | 0.00163 | 0.0278\* | 0.155\*\*\* |
|  | (4.19) | (0.07) | (1.66) | (6.15) |
| LGOV | -0.163\*\*\* |  |  |  |
|  | (-6.44) |  |  |  |
| CGOV | -0.0526\* |  |  |  |
|  | (-1.67) |  |  |  |
| CENTRAL | -0.299\*\*\* | -0.264\*\*\* | -0.375\*\*\* | -0.180\*\*\* |
|  | (-11.18) | (-4.90) | (-10.29) | (-3.61) |
| WEST | -0.378\*\*\* | -0.145\*\* | -0.555\*\*\* | -0.272\*\*\* |
|  | (-12.14) | (-2.42) | (-12.82) | (-4.62) |
| 常数项 | 0.191\*\*\* | 0.138 | 0.202\*\* | 0.109 |
|  | (3.04) | (0.96) | (2.33) | (1.05) |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 5679 | 1161 | 2472 | 2046 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| F 值 | 158 | 43.18 | 87.44 | 64.88 |
| 2  R | 0.3584 | 0.4050 | 0.3908 | 0.3656 |
| 2  Adj-R | 0.3561 | 0.3956 | 0.3864 | 0.3599 |

注：上述结果是采用模型式（4-1）进行OLS回归的结果，同时，考虑到可能存在异方差，还利用上述模型进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异；表中括号括号上方的数据为样本的参数估计值，括号中的值为t值，\*、\*\*、\*\*\*分别表示在10%、5%、1%水平上显著，下同。

进一步分析控制变量，企业规模*SIZE*的回归系数显著为正，说明企业规模越大，高管薪酬越高，这和以往大部分学者的研究结论一致，同时也和现实情况相符；除非国企外，独立董事比例*IDR*的系数均为通过显著性检验，说明独立董事对高管

40

薪酬无显著影响，表明我国上市公司独立董事在公司高管薪酬机制的制定中没能起到应有的监督作用，大部分独立董事形同虚设；财务杠杆即资产负债率*LEV*的系数显著为负，这再一次验证了以往学者的研究结论；董事会规模*BS*的系数显著为正，这表明董事会规模越大，高管薪酬越高，原因可能是大规模的董事会使得董事会成员之间沟通协调更加困难，不利于企业对高管人员的不合理行为进行有效控制。

### 5.2.2 管理层权力与高管薪酬粘性回归结果分析

为验证假设2a，在表5.5中列示了两职兼任对高管薪酬粘性影响的回归结果。表5.5中报告的企业业绩*LNNP*、业绩下降哑变量*DOWN*和交乘项*DOWN×LNNP*的系数符号和表5.4中的符号一致，两职兼任*DUAL*的系数为正，在全样本和非国企样本中通过了显著性检验，说明董事长兼任总经理的公司高管薪酬越多，原因是当董事长兼任总经理时，其在企业内部的权力更大，在决策时会倾向于赚取私利，在薪酬机制设计方面，也更多会考虑自身利益，因此其高管的薪酬会高于董事长和总经理分别由不同的人担任的公司。除央企外，*DUAL*和*LNNP*的交乘项系数为正，在全样本和地方国企样本中通过了显著性检验，说明董事长和总经理两职兼任提高了我国上市公司的高管薪酬业绩敏感性，显著提高了地方国企的高管薪酬业绩敏感性。进一步分析董事长和总经理两职兼任对高管薪酬粘性的影响发现，交乘项

*DOWN×DUAL×LNNP*的系数在全样本和地方国企样本中显著为负，说明在其他条件一定时，当企业业绩下降时（*DOWN*=1），董事长和总经理两职兼任会进一步减少高管薪酬下降的边际，从而使高管薪酬粘性更大，即董事长和总经理两职兼任增加了我国上市公司的高管薪酬粘性，同时显著增加了地方国企的高管薪酬粘性。同时，回归结果还表明，两职兼任对高管薪酬粘性的影响在央企和非国企中并不显著，原因可能是央企在薪酬方面受到的管制更多，且备受社会关注，操纵薪酬更可能引发社会舆论和愤怒，因此在央企中即使董事长和总经理两职兼任，高管权力很大，也不愿冒险操纵备受关注的自身薪酬来获取私利，更可能采取其他更为隐蔽的方式。而在非国企中，两职兼任高管薪酬粘性的影响不显著的原因可能是，相较于受政府干预较多的地方国企，于政府而言非国企是“放养式”管理，因而更加市场化，不用承担社会功能，业绩型薪酬在非国企中更能不受限制地推行，当非国企的董事长和总经理两职兼任时，其决策的权力更大，在业绩型薪酬机制下，为了“凭本事”增加自身的薪酬，会倾向于利用自身的权力让能够最大化企业利润的方案顺利执行，从而直接增加自身薪酬，以此方式来掩盖薪酬粘性。至此，假设2a得到验证。

41

表5.5 两职兼任对高管薪酬粘性影响回归结果表

| 变量 | 全样本 | 央企 | 地方国企 | 非国企 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| LNNP | 0.229\*\*\* | 0.192\*\*\* | 0.262\*\*\* | 0.182\*\*\* |
|  | (7.00) | (3.36) | (5.59) | (2.89) |
| DOWN | -0.00575 | -0.0646 | 0.018 | -0.0245 |
|  | (-0.23) | (-1.31) | (0.51) | (-0.54) |
| DOWN×LNNP | -0.130\*\*\* | -0.0884 | -0.164\*\*\* | -0.118\* |
|  | (-3.75) | (-1.48) | (-3.33) | (-1.77) |
| DUAL | 0.0691\* | 0.0552 | 0.0800 | 0.111\* |
|  | (1.68) | (0.42) | (1.16) | (1.82) |
| DUAL×LNNP | 0.342\*\*\* | -0.213 | 0.452\*\* | 0.225 |
|  | (2.74) | (-0.47) | (1.96) | (1.31) |
| DOWN×DUAL×LNNP | -0.358\*\*\* | 0.345 | -0.453\* | -0.281 |
|  | (-2.67) | (0.71) | (-1.84) | (-1.52) |
| SIZE | 0.448\*\*\* | 0.354\*\*\* | 0.457\*\*\* | 0.586\*\*\* |
|  | (32.54) | (15.13) | (22.98) | (20.92) |
| IDR | 0.00706 | -0.0193 | 0.00806 | 0.0569\*\* |
|  | (0.62) | (-0.88) | (0.51) | (2.53) |
| LEV | -0.0938\*\*\* | -0.0863\*\*\* | -0.140\*\*\* | -0.0666\*\*\* |
|  | (-7.42) | (-3.54) | (-7.80) | (-2.88) |
| BS | 0.0549\*\*\* | 0.000851 | 0.0285\* | 0.166\*\*\* |
|  | (4.46) | (0.04) | (1.71) | (6.51) |
| LGOV | -0.157\*\*\* |  |  |  |
|  | (-6.20) |  |  |  |
| CGOV | -0.0385 |  |  |  |
|  | (-1.21) |  |  |  |
| CENTRAL | -0.297\*\*\* |  |  |  |
|  | (-11.14) |  |  |  |
| WEST | -0.373\*\*\* |  |  |  |
|  | (-11.99) |  |  |  |
| 常数项 | 0.169\*\*\* |  |  |  |
|  | (2.69) |  |  |  |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 5679 | 1161 | 2472 | 2046 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| F 值 | 138.97 | 37.07 | 76.16 | 56.48 |
| 2  R | 0.3611 | 0.4060 | 0.3950 | 0.3695 |
| Adj-R2 | 0.3585 | 0.3951 | 0.3898 | 0.3629 |

注：上述结果是采用模型式（4-2）进行OLS回归的结果，同时进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异。

42

为验证假设2b，在表5.6中列示了股权集中度对高管薪酬粘性影响的回归结果。表5.6中报告的企业业绩*LNNP*、业绩下降哑变量*DOWN*和交乘项*DOWN×LNNP*的系数符号和表5.4中的符号一致，股权集中度*DISP*的系数为显著为负，说明股权越集中高管薪酬越少，原因是当企业的股权比较集中时，有大股东制约管理层的权力，相对而言管理层的权力更小，大股东能够有效限制管理层的不合理行为，因此高管薪酬会相对较低。除央企和非国企以外，交乘项*DISP×LNNP*的系数显著为负，说明股权集中度显著降低了地方国企的高管薪酬业绩敏感性。进一步分析股权集中度对高管薪酬粘性的影响发现，交乘项*DOWN×DISP×LNNP*的系数在全样本和地方国企样本中显著为正，说明在其他条件一定时，当企业业绩下降时

（*DOWN*=1），股权集中度越大会增加高管薪酬下降的边际，从而使高管薪酬粘性变小，即股权越集中，管理层权力相对越小，从而能抑制我国上市公司的高管薪酬粘性，并且能显著抑制地方国企的高管薪酬粘性。至此，假设2a得到验证。

为验证假设2c，在表5.7中列示了管理层权力综合指标对高管薪酬粘性影响的回归结果。表5.6 中报告的企业业绩*LNNP*、业绩下降哑变量*DOWN* 和交乘项

*DOWN×LNNP*的系数符号和表5.4中的符号一致，管理层权力综合指标*POWER*的系数为显著为正，说明管理层权力越大高管薪酬越多，这和Bebchuk等（2002）[60]的“管理层权力理论”一致，同时再次验证了吕长江和赵宇恒（2008）[67]，刘星和徐光伟[55]（2012）等学者的研究结论，企业的高管会利用自己的权力寻租，为自己谋取高额薪酬。除央企以外，*POWER×LNNP*的系数显著为正，并且在全样本和地方国企中通过了显著性检验，说明管理层权力提高了我国上市公司的高管薪酬业绩敏感性，同时显著提高了地方国企的高管薪酬业绩敏感性。进一步分发现，除央企外*DOWN×POWER×LNNP*的系数为负，并且在全样本和地方国企样本中通过了显著性检验，说明在其他条件一定时，当企业业绩下降时（*DOWN*=1），管理层权力越大会进一步减少高管薪酬下降的边际，从而使高管薪酬粘性变大，即管理层权力显著增加了我国上市公司的高管薪酬粘性，在分样本中，管理层权力对地方国企高管薪酬粘性的增加更为显著。至此，假设2c得到验证。

43

表5.6 股权集中度对高管薪酬粘性的影响回归结果

| 变量 | 全样本 | 央企 | 地方国企 | 非国企 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| LNNP | 0.249\*\*\* | 0.201\*\*\* | 0.293\*\*\* | 0.248\*\*\* |
|  | (7.69) | (3.38) | (6.15) | (3.41) |
| DOWN | -0.00461 | -0.0483 | 0.00833 | -0.00346 |
|  | (-0.19) | (-0.99) | (0.24) | (-0.08) |
| DOWN×LNNP | -0.152\*\*\* | -0.0887 | -0.196\*\*\* | -0.192\*\*\* |
|  | (-4.49) | (-1.42) | (-3.92) | (-2.59) |
| DISP | -0.0651\*\*\* | -0.0501\*\* | -0.0588\*\*\* | -0.0975\*\*\* |
|  | (-5.73) | (-2.37) | (-4.09) | (-3.49) |
| DISP×LNNP | -0.0730\*\*\* | -0.0522 | -0.0872\*\* | 0.0876 |
|  | (-2.65) | (-1.23) | (-2.45) | (0.82) |
| DOWN×DISP×LNNP | 0.0624\*\* | 0.0379 | 0.0781\*\* | -0.0767 |
|  | (2.06) | (0.81) | (1.99) | (-0.68) |
| SIZE | 0.451\*\*\* | 0.360\*\*\* | 0.461\*\*\* | 0.584\*\*\* |
|  | (33.02) | (15.43) | (23.55) | (20.92) |
| IDR | 0.00983 | -0.0156 | 0.0159 | 0.0467\*\* |
|  | (0.86) | (-0.72) | (1.01) | (2.07) |
| LEV | -0.0939\*\*\* | -0.0896\*\*\* | -0.143\*\*\* | -0.0596\*\* |
|  | (-7.45) | (-3.69) | (-8.02) | (-2.56) |
| BS | 0.0485\*\*\* | -0.00643 | 0.0314\* | 0.145\*\*\* |
|  | (3.95) | (-0.29) | (1.89) | (5.70) |
| LGOV | -0.134\*\*\* |  |  |  |
|  | (-5.26) |  |  |  |
| CGOV | -0.0358 |  |  |  |
|  | (-1.14) |  |  |  |
| CENTRAL | -0.298\*\*\* | -0.259\*\*\* | -0.380\*\*\* | -0.172\*\*\* |
|  | (-11.20) | (-4.82) | (-10.47) | (-3.46) |
| WEST | -0.380\*\*\* | -0.150\*\* | -0.553\*\*\* | -0.268\*\*\* |
|  | (-12.24) | (-2.51) | (-12.89) | (-4.57) |
| 常数项 | 0.180\*\*\* | 0.132 | 0.225\*\*\* | 0.0826 |
|  | (2.88) | (0.92) | (2.62) | (0.79) |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 5679 | 1161 | 2472 | 2046 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| F 值 | 141.64 | 37.75 | 78.13 | 56.57 |
| 2  R | 0.3655 | 0.4104 | 0.4011 | 0.3699 |
| Adj-R2 | 0.3629 | 0.3995 | 0.3960 | 0.3633 |

注：上述结果是采用模型式（4-3）进行OLS回归的结果，同时进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异。

44

表5.7 管理层权力综合指标对高管薪酬粘性的影响回归结果

| 变量 | 全样本 | 央企 | 地方国企 | 非国企 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| LNNP | 0.200\*\*\* | 0.181\*\*\* | 0.221\*\*\* | 0.179\*\* |
|  | (5.76) | (3.11) | (4.61) | (2.48) |
| DOWN | -0.00446 | -0.0674 | 0.0235 | -0.0220 |
|  | (-0.18) | (-1.38) | (0.67) | (-0.49) |
| DOWN×LNNP | -0.109\*\*\* | -0.0999 | -0.123\*\* | -0.123 |
|  | (-2.94) | (-1.62) | (-2.41) | (-1.60) |
| POWER | 0.164\*\*\* | 0.185\*\*\* | 0.126\*\*\* | 0.162\*\*\* |
|  | (6.85) | (3.03) | (3.13) | (4.38) |
| POWER×LNNP | 0.175\*\*\* | -0.0442 | 0.350\*\*\* | 0.0657 |
|  | (2.95) | (-0.28) | (3.18) | (0.73) |
| DOWN×POWER×LNNP | -0.156\*\* | 0.183 | -0.350\*\*\* | -0.0723 |
|  | (-2.39) | (1.04) | (-2.92) | (-0.73) |
| SIZE | 0.451\*\*\* | 0.367\*\*\* | 0.455\*\*\* | 0.586\*\*\* |
|  | (33.08) | (15.71) | (23.21) | (21.04) |
| IDR | 0.00572 | -0.0250 | 0.00638 | 0.0527\*\* |
|  | (0.50) | (-1.15) | (0.41) | (2.36) |
| LEV | -0.0914\*\*\* | -0.0903\*\*\* | -0.142\*\*\* | -0.0579\*\* |
|  | (-7.27) | (-3.73) | (-7.98) | (-2.50) |
| BS | 0.0490\*\*\* | -0.00786 | 0.0263 | 0.155\*\*\* |
|  | (4.01) | (-0.36) | (1.59) | (6.18) |
| LGOV | -0.123\*\*\* |  |  |  |
|  | (-4.82) |  |  |  |
| CGOV | -0.00591 |  |  |  |
|  | (-0.19) |  |  |  |
| CENTRAL | -0.296\*\*\* | -0.247\*\*\* | -0.381\*\*\* | -0.177\*\*\* |
|  | (-11.19) | (-4.60) | (-10.54) | (-3.58) |
| WEST | -0.385\*\*\* | -0.158\*\*\* | -0.556\*\*\* | -0.277\*\*\* |
|  | (-12.44) | (-2.62) | (-12.97) | (-4.74) |
| 常数项 | 0.108\* | 0.0939 | 0.143\* | 0.0530 |
|  | (1.72) | (0.65) | (1.66) | (0.51) |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 5679 | 1161 | 2472 | 2046 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| F 值 | 144.02 | 38.25 | 78.87 | 57.73 |
| 2  R | 0.3694 | 0.4136 | 0.4033 | 0.3746 |
| Adj-R2 | 0.3668 | 0.4028 | 0.3982 | 0.3681 |

注：上述结果是采用模型式（4-4）进行OLS回归的结果，同时进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异。

45

### 5.2.3 企业风险承担与高管薪酬粘性回归结果分析

为验证企业风险承担对高管薪酬粘性的影响，表5.8列示了相应的回归结果，表5.8中报告的企业业绩*LNNP*及交乘项*DOWN×LNNP*的系数与表5.4中的符号一致，除央企外，企业风险承担*RISK*的系数为正，且在非国企中通过了显著性检验，说明企业风险承担水平较高时，企业面临的风险较大，此时高管会要求更高的报酬作为补偿，在央企中*RISK*的系数显著为负，说明在央企中当企业风险越大时，高管的薪酬越低，原因可能是央企受到的薪酬管制严格，业绩型薪酬在央企中得到了很好的推行，企业风险较大因而业绩波动较大，导致央企高管薪酬偏低。除央企外，交乘项*RISK×LNNP*的系数显著为负，说明企业风险承担水平越高，高管薪酬业绩敏感性越低，即企业风险承担显著降低了我国上市公司的高管薪酬业绩敏感性。进一步分析企业风险承担对高管薪酬粘性的影响，除央企外，交乘 项

*DOWN*×*RISK*×*LNNP* 的系数显著为正，说明当企业业绩下降时（*DOWN=*1），高水平的企业风险承担会增加高管薪酬下降的幅度，从而降低高管薪酬随业绩变化的不对称性，即企业风险承担可以显著降低我国上市公司的高管薪酬粘性，从现实角度来分析，这样的结果说明，当企业的风险承担水平较高时，股东会倾向于选择低水平的高管薪酬业绩敏感性来规避企业高管的道德风险行为，从而促使高管选择最大化企业利益的决策，提升企业的价值，这和假设3a的理论分析一致，从这个角度来讲说明我国企业目前的高管薪酬机制是较为合理的。至此，假设3a得到验证。

46

表5.8 企业高风险承担对高管薪酬粘性的影响回归结果表

| 变量 | 全样本 | 央企 | 地方国企 | 非国企 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| LNNP | 0.308\*\*\* | 0.203\*\*\* | 0.328\*\*\* | 0.319\*\*\* |
|  | (8.53) | (3.37) | (6.10) | (4.62) |
| DOWN | 0.00896 | -0.0471 | 0.0311 | -0.00313 |
|  | (0.35) | (-0.94) | (0.85) | (-0.07) |
| DOWN×LNNP | -0.203\*\*\* | -0.092 | -0.237\*\*\* | -0.241\*\*\* |
|  | (-5.41) | (-1.47) | (-4.28) | (-3.35) |
| RISK | 0.00467 | -0.0675\*\* | 0.00153 | 0.0548\*\*\* |
|  | (0.39) | (-2.30) | (0.09) | (2.80) |
| RISK×LNNP | -0.0976\*\*\* | -0.0843 | -0.0821\*\* | -0.129\*\*\* |
|  | (-3.98) | (-1.25) | (-2.21) | (-3.33) |
| DOWN×RISK×LNNP | 0.0832\*\*\* | 0.0569 | 0.100\*\* | 0.0934\*\* |
|  | (3.01) | (0.76) | (2.39) | (2.13) |
| SIZE | 0.442\*\*\* | 0.343\*\*\* | 0.451\*\*\* | 0.595\*\*\* |
|  | (32.03) | (14.69) | (22.70) | (20.94) |
| IDR | 0.00545 | -0.0194 | 0.00630 | 0.0473\*\* |
|  | (0.48) | (-0.90) | (0.40) | (2.11) |
| LEV | -0.0949\*\*\* | -0.0898\*\*\* | -0.142\*\*\* | -0.0685\*\*\* |
|  | (-7.45) | (-3.68) | (-7.81) | (-2.96) |
| BS | 0.0516\*\*\* | 0.00542 | 0.0282\* | 0.154\*\*\* |
|  | (4.20) | (0.25) | (1.69) | (6.12) |
| LGOV | -0.164\*\*\* |  |  |  |
|  | (-6.45) |  |  |  |
| CGOV | -0.0539\* |  |  |  |
|  | (-1.71) |  |  |  |
| CENTRAL | -0.298\*\*\* | -0.268\*\*\* | -0.376\*\*\* | -0.174\*\*\* |
|  | (-11.15) | (-5.00) | (-10.30) | (-3.50) |
| WEST | -0.376\*\*\* | -0.159\*\*\* | -0.556\*\*\* | -0.258\*\*\* |
|  | (-12.08) | (-2.65) | (-12.84) | (-4.40) |
| 常数项 | 0.173\*\*\* | 0.129 | 0.180\*\* | 0.108 |
|  | -2.74 | -0.89 | -2.06 | -1.04 |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 5679 | 1161 | 2472 | 2046 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| F 值 | 138.59 | 37.98 | 75.35 | 57.24 |
| 2  R | 0.3605 | 0.4118 | 0.3924 | 0.3726 |
| Adj-R2 | 0.3579 | 0.4010 | 0.3872 | 0.3661 |

注：上述结果是采用模型式（4-5）进行OLS回归的结果，同时进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异。

47

表5.9 管理层权力、企业风险承担对高管薪酬粘性影响回归结果

| 变量名 |  | risk=1 |  |  | risk=0 |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| LNNP | 0.102\*\* | 0.118\*\* | 0.0778 | 0.352\*\*\* | 0.385\*\*\* | 0.311\*\*\* |
|  | (2.11) | (2.53) | (1.41) | (7.73) | (8.34) | (6.82) |
| DOWN | 0.0403 | 0.0424 | 0.0456 | 0.0125 | 0.00337 | 0.0297 |
|  | (0.82) | (0.86) | (0.93) | (0.41) | (0.11) | (0.97) |
| DOWN×LNNP | -0.0358 | -0.0527 | -0.0171 | -0.223\*\*\* | -0.257\*\*\* | -0.194\*\*\* |
|  | (-0.69) | (-1.07) | (-0.29) | (-4.68) | (-5.36) | (-4.02) |
| DUAL | 0.141\* |  |  | -0.0143 |  |  |
|  | (1.94) |  |  | (-0.26) |  |  |
| DUAL×LNNP | 0.191 |  |  | 0.662\*\*\* |  |  |
|  | (1.15) |  |  | (3.42) |  |  |
| DOWN×DUAL×LNNP | -0.170 |  |  | -0.698\*\*\* |  |  |
|  | (-0.95) |  |  |  | (-3.39) |  |
| DISP |  | -0.0773\*\*\* |  |  | -0.0481\*\*\* |  |
|  |  | (-3.29) |  |  | (-3.57) |  |
| DISP×LNNP |  | -0.0440 |  |  | -0.129\*\*\* |  |
|  |  | (-0.99) |  |  | (-3.59) |  |
| DOWN×DISP×LNNP |  | 0.0478 |  |  | 0.101\*\* |  |
|  |  | (0.98) |  |  | (2.56) |  |
| POWER |  |  | 0.199\*\*\* |  |  | 0.0755\*\* |
|  |  |  | (4.67) |  |  | (2.25) |
| POWER×LNNP |  |  | 0.116 |  |  | 0.494\*\*\* |
|  |  |  | (1.46) |  |  | (4.84) |
| DOWN×POWER×LNNP |  |  | -0.0911 |  |  | -0.471\*\*\* |
|  |  |  | (-1.04) |  |  | (-4.27) |
| SIZE | 0.517\*\*\* | 0.522\*\*\* | 0.517\*\*\* | 0.405\*\*\* | 0.410\*\*\* | 0.405\*\*\* |
|  | (20.27) | (20.54) | (20.48) | (24.29) | (24.74) | (24.37) |
| IDR | -0.0140 | -0.0213 | -0.0188 | 0.0149 | 0.0214 | 0.0147 |
|  | (-0.59) | (-0.90) | (-0.80) | (1.14) | (1.64) | (1.13) |
| LEV | -0.106\*\*\* | -0.102\*\*\* | -0.103\*\*\* | -0.0801\*\*\* | -0.0828\*\*\* | -0.0788\*\*\* |
|  | (-4.81) | (-4.62) | (-4.71) | (-5.14) | (-5.34) | (-5.10) |
| BS | 0.0660\*\* | 0.0488\* | 0.0583\*\* | 0.0516\*\*\* | 0.0492\*\*\* | 0.0458\*\*\* |
|  | (2.44) | (1.81) | (2.18) | (-4.76) | (3.57) | (3.34) |
| LGOV | -0.241\*\*\* | -0.209\*\*\* | -0.195\*\*\* | -0.139\*\*\* | -0.120\*\*\* | -0.111\*\*\* |
|  | (-4.70) | (-4.01) | (-3.76) | (-4.76) | (-4.10) | (-3.78) |
| CGOV | -0.141\*\* | -0.136\*\* | -0.102 | -0.00619 | -0.00926 | 0.0225 |
|  | (-2.13) | (-2.06) | (-1.54) | (-0.17) | (-0.26) | (0.62) |
| CENTRAL | -0.394\*\*\* | -0.385\*\*\* | -0.385\*\*\* | -0.269\*\*\* | -0.276\*\*\* | -0.270\*\*\* |
|  | (-7.25) | (-7.11) | (-7.14) | (-8.82) | (-9.05) | (-8.90) |

48

续表5.11

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量名 |  | *risk***=1** |  |  | *risk***=0** |  |
| ***WEST*** | -0.359\*\*\* | -0.358\*\*\* | -0.378\*\*\* | -0.385\*\*\* | -0.393\*\*\* | -0.391\*\*\* |
|  | (-5.59) | (-5.58) | (-5.92) | (-10.79) | (-11.07) | (-11.06) |
| **常数项** | 0.192 | 0.242\* | 0.112 | 0.163\*\* | 0.164\*\* | 0.104 |
|  | -1.51 | -1.92 | -0.88 | -2.22 | -2.26 | -1.43 |
| **行业** | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| **年度** | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| **N** | 1413 | 1413 | 1413 | 4266 | 4266 | 4266 |
| ***P* 值** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***F* 值** | 40.29 | 40.84 | 41.83 | 97.82 | 100.05 | 101.89 |
| **2**  ***R*** | 0.4001 | 0.4034 | 0.4092 | 0.3466 | 0.3517 | 0.3559 |
| ***Adj*-***R*2 | 0.3902 | 0.3936 | 0.3995 | 0.343 | 0.3482 | 0.3524 |

注：上述结果是分别采用模型式（4-2）、式（4-3）、式（4-4）按企业风险承担虚拟变量***risk***对全样本进行OLS

回归的结果，同时进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异。

### 5.2.4 管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性回归结果分析

为避免交乘项过多造成模型存在较强的多重共线性，在检验企业风险承担对管理层权力和高管薪酬粘性之间关系的影响时，在表5.9中将全样本按企业风险承担虚拟变量*risk*分为企业风险承担水平高和企业风险承担水平低两个样本组，再分别利用模型式（4-2）、式（4-3）、式（4-4）引入管理层权力各指标进行回归。

表5.9的回归结果显示，企业业绩*LNNP*的系数为正，除在企业风险承担水平高的样本组中用管理层权力综合指标回归时未通过显著性检验外，在其余的回归中均通过显著性检验，从*LNNP*的系数的大小来看，企业风险承担水平高的样本组比企业风险承担水平低的样本组的系数小，进一步说明企业风险承担降低了高管薪酬业绩敏感性。进一步分析交乘项*DOWN×LNNP*的系数，在企业风险承担水平高的样本组中，管理层权力指标为两职兼任（*DUAL*）、股权分散度（*DISP*）和管理层权力综合指标（*POWER*）时，交乘项的系数均不显著，而在企业风险承担水平低的样本组中，交乘项系数均通过显著性检验，再次表明企业风险承担能显著降低企业的高管薪酬粘性。在企业风险承担水平低的样本组中，交乘项*DUAL×LNNP*、

*DISP×LNNP*、*POWER×LNNP*的系数均在预期符号上通过了显著性检验，但在企业风险承担水平高的样本组中，三者的系数符号相同，但均不显著，从大小来看，也小于企业风险承担水平低的样本组的系数，表明企业风险承担水平负向调节了管理层权力对高管薪酬业绩敏感性的正向影响，同理，分析交乘 项

*DOWN×DUAL×LNNP*、*DOWN×DISP×LNNP*、*DOWN×POWER×LNNP*的系数变化

可以发现，企业风险承担同样负向调节了管理层权力对高管薪酬粘性的正向影响，

49

即企业风险承担水平越高，管理层权力与高管薪酬粘性的正相关程度越低。至此，假设设4a得到验证。

表5.10 管理层权力对高管薪酬粘性影响的分组回归结果

| 变量 |  |  | 全样本 | |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| DUAL=1 | DUAL=0 | disp=1 | disp=0 | power>=1 | power=0 |
| LNNP | 0.336\* | 0.238\*\*\* | 0.336\*\*\* | 0.228\*\*\* | 0.309\*\*\* | 0.224\*\*\* |
|  | (1.91) | (7.30) | (4.33) | (6.48) | (4.11) | (6.39) |
| DOWN | -0.00744 | -0.0132 | 0.0342 | -0.0167 | 0.00292 | -0.0137 |
|  | (-0.09) | (-0.51) | (0.59) | (-0.62) | (0.06) | (-0.49) |
| DOWN×LNNP | -0.278 | -0.137\*\*\* | -0.230\*\*\* | -0.136\*\*\* | -0.229\*\*\* | -0.125\*\*\* |
|  | (-1.60) | (-4.00) | (-2.86) | (-3.70) | (-2.98) | (-3.38) |
| SIZE | 0.599\*\*\* | 0.433\*\*\* | 0.515\*\*\* | 0.429\*\*\* | 0.525\*\*\* | 0.422\*\*\* |
|  | (12.40) | (30.36) | (16.98) | (28.16) | (19.46) | (26.78) |
| IDR | 0.0230 | 0.00965 | 0.118\*\*\* | -0.0210\* | 0.0827\*\*\* | -0.0185 |
|  | (0.60) | (0.81) | (4.48) | (-1.67) | (3.65) | (-1.42) |
| LEV | -0.0667\* | -0.0988\*\*\* | -0.117\*\*\* | -0.0861\*\*\* | -0.104\*\*\* | -0.0882\*\*\* |
|  | (-1.75) | (-7.40) | (-4.21) | (-6.10) | (-4.43) | (-5.95) |
| BS | 0.169\*\*\* | 0.0449\*\*\* | 0.119\*\*\* | 0.0225\* | 0.139\*\*\* | 0.0160 |
|  | (3.70) | (3.53) | (4.27) | (1.65) | (5.68) | (1.14) |
| LGOV | -0.253\*\*\* | -0.152\*\*\* | -0.211\*\*\* | -0.0970\*\*\* | -0.182\*\*\* | -0.100\*\*\* |
|  | (-3.34) | (-5.65) | (-3.57) | (-3.41) | (-3.80) | (-3.32) |
| CGOV | -0.189 | -0.0177 | -0.116 | 0.0169 | -0.113\* | 0.0331 |
|  | (-1.63) | (-0.54) | (-1.60) | (0.48) | (-1.79) | (0.90) |
| CENTRAL | -0.0330 | -0.338\*\*\* | -0.407\*\*\* | -0.262\*\*\* | -0.285\*\*\* | -0.284\*\*\* |
|  | (-0.42) | (-11.98) | (-6.37) | (-9.01) | (-5.41) | (-9.31) |
| WEST | -0.351\*\*\* | -0.376\*\*\* | -0.497\*\*\* | -0.361\*\*\* | -0.390\*\*\* | -0.378\*\*\* |
|  | (-3.39) | (-11.60) | (-7.58) | (-10.25) | (-6.78) | (-10.32) |
| 常数项 | -0.0418 | 0.226\*\*\* | 0.344\*\* | 0.121\* | 0.155 | 0.160\*\* |
|  | (-0.21) | (3.41) | (2.23) | (1.77) | (1.26) | (2.22) |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 年度 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 734 | 4945 | 1149 | 4530 | 1701 | 3978 |
| P 值 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| F 值 | 25.42 | 138.72 | 45.86 | 119.02 | 58.89 | 108.18 |
| 2  R | 0.4163 | 0.3604 | 0.4485 | 0.3455 | 0.4121 | 0.3535 |
| Adj-R2 | 0.3999 | 0.3578 | 0.4387 | 0.3426 | 0.4051 | 0.3502 |

注：上述结果是采用模型式（4-1）按管理层权力各指标对全样本分组进行OLS回归的结果，同时，考虑到可能存在异方差，还利用上述模型进行了Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无显著差异。

50

表5.11 企业高风险承担对高管薪酬粘性影响的分组回归结果表

| 全样本 | | | | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | risk=1 |  | risk=0 |  |
|  | 参数估计值 | t 值 | 参数估计值 | t 值 |
| LNNP | 0.120\*\* | 2.56 | 0.363\*\*\* | 7.98 |
| DOWN | 0.0321 | 0.65 | -0.00849 | -0.29 |
| DOWN×LNNP | -0.0535 | -1.08 | -0.240\*\*\* | -5.08 |
| SIZE | 0.517\*\*\* | 20.27 | 0.408\*\*\* | 24.57 |
| IDR | -0.0175 | -0.74 | 0.0144 | 1.10 |
| LEV | -0.106\*\*\* | -4.78 | -0.0826\*\*\* | -5.30 |
| BS | 0.0609\*\* | 2.27 | 0.0488\*\*\* | 3.53 |
| LGOV | -0.251\*\*\* | -4.91 | -0.145\*\*\* | -4.97 |
| CGOV | -0.159\*\* | -2.43 | -0.0205 | -0.57 |
| CENTRAL | -0.393\*\*\* | -7.23 | -0.272\*\*\* | -8.88 |
| WEST | -0.355\*\*\* | -5.52 | -0.392\*\*\* | -10.99 |
| 常数项 | 0.228\* | 1.80 | 0.184\*\* | 2.52 |
| 行业 | 控制 |  | 控制 |  |
| 年度 | 控制 |  | 控制 |  |
| N | 1413 |  | 4266 |  |
| P 值 | 0.000 |  | 0.000 |  |
| F 值 | 45.75 |  | 110.96 |  |
| 2  R | 0.3966 |  | 0.3433 |  |
| Adj-R2 | 0.3880 |  | 0.3402 |  |

注：上述结果是采用模型式（4-1）按企业风险承担虚拟变量***risk***对全样本进行OLS回归的结果，同时进行了

Robust异方差稳健性检验，检验结果与上述结果无本质差异。

51

## 5.3 稳健性检验

本文的稳健性检验采取分组回归和替换变量回归两种方式，首先进行分组回归稳健性检验，为尽量降低前文利用模型式（4-2）、式（4-3）、式（4-4）、式（4-5）回归中由于交乘项过多导致可能存在多重共线性的影响，为提高结论的可靠性，本文不再使用管理层权力或企业风险承担与高管薪酬粘性的交叉变量回归，而是在模型式（4-1）的基础上，将样本按管理层权力大小和企业风险承担水平高低分别进行分组回归，以进一步验证前文的回归结果。

表5.10中将全样本按照管理层权力的各指标进行分组回归，以进一步验证管理层权力对高管薪酬粘性的影响。在表5.10中，企业业绩*LNNP*的系数在每个样本组中均通过了显著性检验，但两职兼任组的系数大于非两职兼任组，股权集中程度较低的样本组的系数大于股权集中程度较高的样本组，同时管理层权力大的样本组系数大于管理层权力小的样本组，这进一步验证了前文的回归结果。进一步分析交乘项*DOWN×LNNP*的系数，在两职兼任样本组中为负，但未通过显著性检验③，但接近10%显著，此时在两职兼任组中高管薪酬粘性为5.793（0.336/（0.336-0.278）），非两职兼任组的交乘项*DOWN×LNNP*，在1%水平上显著为负，说明董事长和总经理不是同一人的企业同样存在显著的高管薪酬粘性，具体的薪酬粘性值为2.356

（0.238（/ 0.238-0.137）），表明在两职兼任组中高管薪酬粘性是非两职兼任组的2.459

（5.793/2.356）倍；同理可得，在股权集中程度较低的样本组中，高管薪酬粘性值为3.170，在股权集中程度较高的样本组中，高管薪酬粘性值为2.478，股权集中程度低样本组的高管薪酬粘性是股权集中程度高的样本组的1.279倍；进一步分析管理层权力综合指标的回归结果，管理层权力较大的样本组高管薪酬粘性值为3.863，管理层权力较小的样本组的高管薪酬粘性值为2.263，管理层权力大的样本组的高管薪酬粘性值是管理层权力小的样本组的1.707倍。综上所述，通过对管理层权力的各指标的分组回归结果分析，假设2a、假设2b和假设2c进一步得到验证。

在表5.11中将全样本按照企业风险承担进行分组回归，以进一步验证企业风险承担对高管薪酬粘性的影响。表5.11的回归结果显示，企业业绩*LNNP*的系数在两组样本中均通过显著性检验，从系数的大小来看，企业风险承担水平高的样本组

*LNNP*的系数小于企业风险承担水平低的样本组。进一步分析交乘项*DOWN*×*LNNP*

③分组回归后，交乘项*DOWN*×*LNNP*的回归系数在统计上不显著，原因可能是分组后两职兼任的样本量较少，加之交乘项的存在导致模型存在较强的多重共线性，经vif方差膨胀因子检验后，其中单体vif值最大为

37.62，达到了影响回归结果的上限；剔除哑变量DOWN后重新回归，此时*LNNP*的系数为0.345，t值为2.45

（p值0.014），*DOWN*×*LNNP*的系数为-0.286，t值-1.95（p值0.052），此时高管薪酬粘性为5.847[0.345/

（0.345-0.286）]，是非两职兼任组的2.482倍。

52

的系数，在企业风险承担水平高的样本组中交乘项系数为负，但未通过显著性检验，说明当企业风险承担水平较高时，企业不存在显著的高管薪酬粘性；在企业风险承担水平低的样本组中，交乘项的系数在1%水平上负显著，说明企业风险承担可以显著降低高管薪酬粘性。具体来看，在企业风险承担水平较高时，高管薪酬粘性值为1.805（0.120/（0.120-0.0535）），在企业风险承担水平较低时，高管薪酬粘性为2.951（0.363/（0.363-0.240）），企业风险承担水平低的样本组高管薪酬粘性是企业风险水平高的样本组1.635倍。至此，进一步说明企业风险承担对高管薪酬粘性具有显著的抑制作用，假设3a进一步得到验证。

其次，本文还采取替换因变量或自变量的方式对所有模型再一次回归进行稳健性检验。一方面，本文使用“薪酬最高的前三位董事、监事及高管货币薪酬总额”的自然对数，作为高管薪酬的替代变量进行回归，回归结果与前文的研究结论完全一致，限于篇幅，在此未报告相应的回归结果。另一方面，前文直接采用企业当年及前三年的总资产收益率ROA的标准差衡量企业风险承担，考虑到可能存在行业异质性对本文的研究结论产生影响，本文选取企业每四年里经行业调整的ROA标准差④（*ADJ-RISK*）来衡量企业风险承担，进一步回归，在利用全样本检验企业风险承担对高管薪酬粘性的影响时，OLS回归结果中交乘项*DOWN*×*ADJ-RISK*×*LNNP*的系数为0.047，t值为1.60，接近10%水平显著，但未通过显著性检验，进一步进行Robust异方差稳健性检验，得出交乘项*DOWN*×*ADJ-RISK*×*LNNP*的系数为0.047，t值为1.69，在10%水平上通过显著性检验，除此之外，其余回归结果与前文研究结论无本质差异，限于篇幅，未报告回归结果。综上所述，本文所得出的结论是非常稳健的。

④有关企业每四年里经行业调整的ROA标准差的具体算法，参见前文中研究设计的变量定义部分的阐述。

53

54

# 6 研究结论与政策建议

本文在对已有文献和研究成果进行梳理的基础上，对管理层权力、企业风险承担对我国上市公司高管薪酬粘性的影响进行了理论分析和实证检验。本章将对研究结论进行归纳总结，在此基础上对高管薪酬粘性的治理及薪酬机制的完善提出针对性的政策建议，最后提出本研究可能存在的不足及进一步的研究方向。

## 6.1 研究结论

本文以2009—2014年我国A股主板上市公司的非平行面板数据为研究样本，检验了管理层权力、企业风险承担对高管薪酬粘性的影响，得出如下研究结论：

（1）高管薪酬粘性的存在性。我国上市公司总体上存在显著的高管薪酬粘性，在国有上市公司中，地方国企的高管薪酬粘性比央企的更为显著，央企不存在显著的高管薪酬粘性。

（2）管理层权力与高管薪酬粘性。本文从两职兼任、股权集中度及二者综合而成的管理层权力综合指标三个维度来衡量管理层权力指标。研究结论表明，两职兼任与高管薪酬粘性显著正相关，股权集中度与高管薪酬粘性显著负相关，二者综合而成的管理层权力综合指标与高管薪酬粘性显著正相关，综合三者的回归结果，表明管理层权力越大，高管薪酬粘性越大；进一步分样本回归发现，管理层权力的三个衡量指标对高管薪酬粘性的影响仅在地方国企中通过了显著性检验，即管理层权力显著增加了地方国企的高管薪酬粘性，对央企和非国企的高管薪酬粘性增加不明显。

（3）企业风险承担与高管薪酬粘性。企业风险承担与高管薪酬粘性显著负相关，即高水平的企业风险承担可以自发治理高管薪酬粘性，原因是当企业的风险承担水平越高时，企业面临的风险更大，收益的不确定性也越大，风险规避的管理者会选择降低高管薪酬业绩敏感性，进而自发治理了高管薪酬粘性问题；进一步分样本回归发现，除央企外，企业风险承担对地方国企和非国企的高管薪酬粘性都具有显著的抑制作用。

（4）管理层权力、企业风险承担与高管薪酬粘性。企业风险承担水平越高，管理层权力与高管薪酬粘性的正相关程度越低，即企业风险承担负向调节了管理层权力与高管薪酬粘性的正相关关系。

（5）另外，从本文的控制变量回归结果可以发现，独立董事对高管薪酬没有

55

显著的影响，说明独立董事在高管薪酬制定的过程中没有发挥应有的作用；同时，董事会的规模和高管薪酬显著正相关，即董事会规模越大，高管薪酬越多，说明大规模的董事会无法有效限制企业高管的不合理行为。

## 6.2 政策建议

（1）深入分析高管薪酬粘性存在的原因，以便“对症下药”。

从总体上来看，本文的研究表明，我国上市公司普遍存在显著的高管薪酬粘性，高管薪酬粘性的存在使薪酬契约本身沦为了代理问题的一部分，然而在不同产权性质的上市公司中高管薪酬粘性存在与否及其严重性是不同的，因此深入分析不同上市公司高管薪酬粘性存在的原因，并针对性地提出治理建议是非常重要的。例如，在本文的研究中发现，我国上市央企不存在显著的高管薪酬粘性，但地方国企存在显著的高管薪酬粘性。同为政府控制为何会存在如此巨大的差异？从政府薪酬管制的强度来看，我国政府对于央企的薪酬管制更多更严，出台的各种政策也主要针对央企的薪酬管制，而对于地方政府的薪酬管制较少，因此在未来应该出台更多的政策，规范地方国企高管薪酬机制，强化外部监管作用。从薪酬契约设计的合理性来看，央企的薪酬业绩敏感性较低，而作为同样要承担各种社会功能的地方国企，却承受着高水平的薪酬业绩敏感性，这对地方国企的高管而言，本就是不合理不公平的，因此为了更好地治理地方国企的高管薪酬粘性问题，降低潜在的代理成本，在设计和制定地方国企高管薪酬契约时，考虑到政府对公司业绩的干预，应借鉴央企的做法，适当降低高管薪酬的业绩敏感性，提高薪酬契约的有效性。而对于市场化程度较高受政府干预较少的非国企而言，仍然存在显著的高管薪酬粘性问题，治理措施和央企和国企的有所不同，更多的应该是从尽可能提高薪酬业绩敏感性，加大公司业绩在薪酬契约中所占的比重，将非国企的高管薪酬和公司业绩最大程度的关联起来，如结合股权激励等方式，以便更好地治理非国企的高管薪酬粘性问题。

（2）提高薪酬契约的科学性和灵活性，消除盲目强调“薪酬-业绩”敏感性的误区。

薪酬契约的设计和制定是否科学合理，关系着公司的代理问题是否能够的到有效解决，高管薪酬粘性也是需要治理的代理问题之一。本文的研究结论为高管薪酬契约的设计和制定提供了两方面的启示：一是针对不同产权性质的上市公司，在薪酬契约的设计和制定中对企业业绩考核的重视程度应有所不同，应充分考虑实际情况和各种因素的影响，将各方利益相统一，以最大限度提高薪酬契约对高管激励的有效性，具体见前文的分析。另外，从企业风险承担角度来看，本文的研究证明，当企业所处的风险承担水平越高时，低水平的高管薪酬业绩敏感性降低了高管薪酬

56

面临的风险，高管可以“安心”经营企业，提高自身声誉，彰显能力等，因而自发治理了高管薪酬粘性问题，说明此时采用低水平薪酬业绩敏感性的薪酬契约是有效的，同时也符合股东利益，若此时盲目提高高管薪酬业绩敏感性，风险规避的高管出于担心薪酬的稳定性，关注的重心更可能转移到利用权力寻租，或实施道德风险以保障自身利益；但当企业所处的风险承担水平越低时，企业的盈利波动越小，根据本文的研究结果，这时高管的薪酬业绩敏感性也越高，而这时高管薪酬粘性也越大，说明企业风险承担水平较低时仅薪酬契约已经无法治理高管薪酬粘性等代理问题，需要在保证高水平的薪酬业绩敏感性的基础之上，结合其他内外部监督治理方式，如限制高管的权力，强化董事会治理作用等。

综上所述，上市公司在设计和制定高管薪酬契约的过程中，应充分考虑各种因素，如企业所处的风险水平、企业的产权性质、宏观经济形势等，平衡各方利益，不要掉进盲目提高薪酬业绩敏感性的治理误区，否则不但达不到想要的治理效果，还可能适得其反。

（3）“严格限权”和“适度放权”相结合，合理有效制约管理层权力。

已往学者的研究普遍认为，严格限制管理层的权力是降低代理成本的有效措施之一。事实并非如此，一味限制管理层的权力可能使企业丧失很好的成长和发展的机会，对管理层权力应采取“严格限权”和“适度放权”相结合，合理有效的对管理层权力进行制约，最大限度降低企业的代理成本。其中，“严格限权”是指对于不合理的过大的管理层权力应严格限制，本文的研究表明，上市公司董事长和总经理两职兼任及公司股权结构过于分散，是造成管理层权力过大，而产生高管薪酬粘性的主要原因，尤其是在企业所处的风险承担水平较低的时候，两职兼任和股权结构过于分散更是造成高管薪酬粘性问题的“罪魁祸首”，因此，在这方面，上市公司应尽量避免因董事长和总经理两职兼任是总经理权力过大，在职位设置时对于董事长和总经理应分设两人来担任，以免增加不必要的代理成本；同时，应优化股权结构，适当提高股权集中度，以便提高股东对公司管理层权力的制约。而“适度放权”是指，应适时放松对管理层权力的限制。本文研究的结论表明，当企业所处的风险承担水平较高时，在低水平的薪酬业绩敏感性的基础之上，企业风险承担对管理层权力与高管薪酬粘性之间的正相关关系起到了显著的负向调节作用，此时薪酬契约有效，管理层的重心在提升企业价值，彰显自身能力，获得声誉效应等方面，如果此时适度放松对管理层权力的限制，可以帮助管理层更加有效地配置资源，对于高风险但能大大提高企业价值的项目决策会更加果敢，从而有利于企业价值最大化和股东财富最大化目标的实现。

（4）强化独立董事和董事会的监督治理作用，避免沦为“花瓶”和“帮凶”。从本文中控制变量的回归结果发现，独立董事对高管薪酬没有显著的影响，说

57

明独立董事在高管薪酬契约的制定中没能发挥应有的治理作用，其存在如“花瓶”一般，另外，董事会规模越大，高管薪酬越大，说明对于董事会而言，并非“人多力量大”，相反，大规模的董事会反而会成为高管不合理增加薪酬，谋取私利的“帮凶”。为改变这种局面，对董事会监督治理作用的强化非常重要。一方面应强化独立董事的监督治理作用，目前，我国独立董事只是上市公司的一个摆设，没有太多实质的发言权，因此，亟需改变独立董事设立的形式化现象，丰富独立董事的投票权和表决权等，最大限度提高对立董事的监督作用；另一方面，对于董事会人数的设定应当适量，过多和过少都不能起到有效的监督治理作用，同时对董事会成员的任命最好能由股东亲自参与，避免高管直接任命从董事会成员的现象，以便让董事会起到真正的治理作用。

## 6.3 研究局限及未来展望

由于研究条件以及本人研究水平的局限性，本文存在以下不足值得在将来作进一步的研究：

1、本文以A股主板上市公司的高管薪酬粘性问题，所研究的结果也仅代表A股主板上市公司的情况，未讨论中小板和创业板的情况，在未来的研究中可以进一步将研究范围扩展到中小板和创业板，研究其中存在的差异，以便针对性地提出建议。

2、目前，我国的高管薪酬包含股权薪酬和货币薪酬，由于我国股权激励实施较晚，加之股票期权存在是否行权等问题，难以获取完整准确的数据，因此本文仅考虑了高管的货币薪酬部分，未考虑股权薪酬，也未考虑高管在职消费等隐性收益。在未来的研究中，可进一步将股权薪酬考虑进来，同时考虑在职消费的影响。

3、本文中对管理层权力指标的界定方面，仅选取了部分指标来衡量管理层权力，没能全面考虑影响管理层权力大小的因素，而且在构建管理层权力综合指标使，晋江两职兼任和股权集中度简单相加，这种方法存在一定的缺陷，即默认两职兼任和股权集中度对管理层权力的影响程度一样，这方面笔者希望在未来能引入更多的指标，从主观和客观方面更加全面地考虑管理层权力的影响因素，并采取更科学的方法，如主成分分析法等构建管理层权力综合指标，作进一步的研究。

4、在本文的研究中发现央企不存在显著的高管薪酬粘性，本文认为可能的原因一方面是央企受到的薪酬管制更多更严，面临的舆论压力也更大，操纵薪酬的成本较高而且困难，因此高管薪酬粘性不显著；另一方面本文认为可能是因为央企高管薪酬契约更加合理，但具体的原因本文没能进行更深入的研究，在这方面笔者希望在未来能够进行更深入地研究和探讨。

58

致 谢

静湖若知我，浅笑起微波。花溪若知我，脉脉作离歌。本科、硕士理工七载，习惯了士继门里的别有洞天，中山图书馆的灯光璀璨，还有蝴蝶山上听不够的蝉鸣鸟语。当我即将完成我的硕士论文的时候，曾经我熟悉的一切都要和我说再见了。

那曾经逝去的，仿佛还在昨天，可是却转瞬七年。七年里，有太多的酸甜苦辣，太多的万语千言。在此毕业论文完成之际，我最想说的就是感谢。

最应该感谢的是我的导师何雪锋教授。是他引领我从对科研一无所知到逐渐掌握了基本的科研方法，让我对科研逐渐产生了兴趣。研究生三年，每一篇论文的发表，每一个奖项的获得，都离不开何老师的悉心指导。论文的每一个论述，每一个观点，都凝结着何老师的心血。他严谨的学术态度，务实的科研精神，勤奋的工作态度，深深地感染着我，必将永远激励我前行。何老师不仅在学术上为我指导，最重要的是对我思想上的引导。他无时无刻不在提醒我们要坚定目标，有规划，有实施，有检查。他总能在我们迷茫的时候为我们指明方向，在我们即将放弃的时候坚定梦想。正是因为有何老师的指导，鼓励，鞭策，才能让论文得以如期完成。

同时，还要感谢那些在我完成论文过程中帮助我的会计学院的安灵老师、万伟老师等，在我困惑不解的时候，总能提供给我最耐心的讲解。感谢会计学院办公室的杨翟婷老师、米扬老师、邹淑老师、肖立老师等三年来对我学习生活中的照顾。感谢我的师兄、师姐，是你们给我树立了榜样，让我不忘初心，勇敢追求，也

感谢师弟、师妹们对我的支持和帮助。还要感谢周围所有的同学朋友，尤其是我的舍友，让我在困难的时候不轻言放弃，给我安慰和最贴心的陪伴。

感谢在百忙之中抽空审阅论文的专家和评委们，在此呈上学子深深的敬意，您辛苦了！祝各位专家评委身体健康、工作顺利、万事如意。

更要感谢我的父母，是他们无私的奉献，才能让我顺利完成学业。是他们给了我最强大的精神支柱，让我克服重重阻碍，终于守得云开见日明。

在此，一并感谢曾帮助我的所有人。感谢理工大学的一花一草，一人一物。你们给予我的宝贵品质，必将是我人生用之不尽的财富。

最后把感谢送给自己，论文的写作过程是一场虐心之旅，前后长达一年多的时间，多少个日日夜夜，虽有苦心孤诣之决心、认真务实之态度，奈何水平有限，如今定稿之际依然战战兢兢、如履薄冰。愿接下来一切顺利，愿自己的求学生涯并没有到此结束！

59

60

参考文献

[1]宛玲羽. 金融危机冲击、业绩可控性与薪酬粘性[J]. 宏观经济研究, 2014(5)：55-63.

[2]陈修德. 区域市场化、管理层权力与高管薪酬契约[D]. 广州： 华南理工大学，2012.

[3] Berle, Adolf, Gardiner M. The Mordern Corporation and Private Property[M]. New York: Macmillan, 1932.

[4] Jensen M C, Meckling W H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. Ssrn Electronic Journal, 1976, 3(4):305-360.

[5]卢锐， 柳建华， 许宁. 内部控制、产权与高管薪酬业绩敏感性[J]. 会计研究, 2011(10)：42-48.

[6] Hölmstrom B. Moral haza rd and observability[J]. Core Discussion Papers Rp, 1979, 10(1): 74-91.

[7] Bertrand, M and Mullainathan S." Corporate Governance and Executive CompensationEvidencefromTakeoverLegislation", Mimeo, Princeton University, 1999.

[8] Bertrand M. Sendhil Mullainathan, 2000, Agents with and without Principals[J]. American Economic Review, 2000, 90(2):203-208.

[9]谢德仁， 林乐， 陈运森. 薪酬委员会独立性与更高的经理人报酬—业绩敏感度——基于薪酬

辩护假说的分析和检验[J]. 管理世界, 2012(1): 121-140, 188.

[10]王新，毛慧贞，李彦霖. 经理人权力、薪酬结构与企业业绩[J]. 南开管理评论, 2015(1)：130-140.

[11]张俊瑞， 赵进文， 张建. 高级管理层激励与上市公司经营绩效相关性的实证分析[J]. 会计

研究，2003(9): 29-34.

[12]杜兴强，王丽华. 高层管理当局薪酬与上市公司业绩的相关性实证研究[J]. 会计研究, 2007(1)：58-65.

[13]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，2008(8): 115-120.

[14]辛清泉，谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究, 2009(11)：68-81.

[15]方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗？[J]. 经济研究, 2009(3)：110-124.

[16]高文亮， 罗宏， 程培先. 管理层权力与高管薪酬粘性[J]. 经济经纬, 2011(6): 82-86.

[17]陈胜军， 李春玲， 张旭. 我国非金融类上市公司高管薪酬粘性研究[J]. 北京工商大学学报

（社会科学版）, 2015(2): 110-118.

[18]罗莉， 胡耀丹. 内部控制对上市公司高管薪酬粘性是否有抑制作用？——来自沪深两市 A

股经验证据[J]. 审计与经济研究, 2015(1): 26-35.

[19] Leone A J, Wu J S, Zimmerman J L. Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns[J]. Ssrn Electronic Journal, 2005, 42(1):167-192.

[20] 辛清泉， 林斌， 王彦超. 政府控制、经理薪酬与资本投资[J]. 经济研究， 2007(8)：110-122.

[21] 步丹璐， 文彩虹. 高管薪酬粘性增加了企业投资吗？[J]. 财经研究, 2013(6)： 63-72.

[22] 赵纯祥， 罗飞. 市场竞争、管理者权力与薪酬粘性[J]. 当代财经, 2013(10)： 76-85.

[23] 王雨芹. 高管薪酬激励、风险承担与企业绩效[D]. 武汉： 武汉科技大学, 2014。

[24] Baker G P, Jensen M C, Murphy, Kevin J. Compensation and incentives: practice vs. theory [J]. The Journal of Finance, 1988,3 (07): 593-616.

61

[25] Sun J and Cahan S. The Effect of Compensation Committee Quality on the Association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance[J]. Corporate Governance: An International Review, 2009, 17 (2):193-207.

[[26] Jamil](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Jamil%2C%20Bilal%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) B, [Raja](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Raja%2C%20Naintara%20Sarfaraz%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) N S. Impact of Compensation, Performance Evaluation and Promotion Practices on

Government Employees Performance VS Private Employees Performance[J]. Institute of Interdisciplinary Business Research, 2011, 3(8): 907-913.

[[27] Gomez-Mejia](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Luis%20R.%20Gomez-Mejia%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) L R, [Hinkin](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Timothy%20Hinkin%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) T. [Managerial Control, Performance, and Executive Compensation](http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri%3A%280c5d80ca1804e04253d70c117466f421%29&amp;filter=sc_long_sign&amp;tn=SE_xueshusource_2kduw22v&amp;sc_vurl=http%3A%2F%2Fwww.jstor.org%2Fstable%2F255895&amp;ie=utf-8)[J]. [Academy of Management Journal,](http://xueshu.baidu.com/s?wd=journaluri%3A%28b1dc95514f7ac343%29%20%E3%80%8AAcademy%20of%20Management%20Journal%E3%80%8B&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dpublish&amp;sort=sc_cited) 2013, 30(01):51-70.

[28] Sedatole K L, Swaney [A](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Swaney%2C%20Amy%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson), Yetman [M](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Yetman%2C%20Michelle%29%20&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson), Yetman R J. [Accounting-Based Performance Metrics](http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri%3A%28a39237c253158fc291711c2f984d5e02%29&amp;filter=sc_long_sign&amp;tn=SE_xueshusource_2kduw22v&amp;sc_vurl=http%3A%2F%2Fpapers.ssrn.com%2Fsol3%2Fpapers.cfm%3Fabstract_id%3D2151326&amp;ie=utf-8)

[And Executive Compensation in Nonprofit Organizations](http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri%3A%28a39237c253158fc291711c2f984d5e02%29&amp;filter=sc_long_sign&amp;tn=SE_xueshusource_2kduw22v&amp;sc_vurl=http%3A%2F%2Fpapers.ssrn.com%2Fsol3%2Fpapers.cfm%3Fabstract_id%3D2151326&amp;ie=utf-8)[J]. Ssrn Electronic Journal, 2015:1-35.

[29] Newton A N. Executive compensation, organizational performance, and governance quality in the absence of owners[J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 30(C):195-222.

[30] Horton J, Millo Y, Serafeim G. Resources or PowerImplicationsofSocialNetworksonCompensationandFirmPerformance[J]. JournalofBusinessFinance&Accounting, 2015, 148(4):399-426.

[31] Maas K. Do Corporate Social Performance Targets in Executive Compensation Contribute to Corporate Social Performance[J]. JournalofBusinessEthics, 2016:1-13.

[32] Gaver J J, Gaver K M．The Relation between Nonrecurring Ac-counting Transactions and CEO

Cash Compensation[J]. Accounting Review, 1998, 73(2): 235-253.

[33] Garvey G T, Milbourn T T．Asymmetric bench marking in compensation: Executives are re

-warded for good luck but not penalized for bad[J]．Journal of Financial Economics, 2006, 82(1): 197－225.

[34] Jackson S B, Lopez T J, Reitenga A L. Accounting fundamentals and CEO bonus compensation[J]. Journal of Accounting & Public Policy, 2008, 27(27):374-393.

[35] Shaw K W, Zhang M H. Is CEO Cash Compensation Punished for Poor Firm Performance[J]. AccountingReview, 2011, 85(3):1065-1093.

[36] Jiménez -Angueira [C E](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Carlos%20E.%20Jim%C3%A9nez-Angueira%29%20Accounting%20Department%2C%20College%20of%20Business%2C%20The%20University%20of%20Texas%20at%20San%20Antonio%2C%20One%20UTSA%20Circle%2C%20San%20Antonio%2C%20TX%2C%2078249-0632%2C%20USA&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson), Stuart [N V.](http://xueshu.baidu.com/s?wd=author%3A%28Nathan%20V.%20Stuart%29%20College%20of%20Business%2C%20University%20of%20Wisconsin%20Oshkosh%2C%20800%20Algoma%20Boulevard%2C%20Oshkosh%2C%20WI%2C%2054904%2C%20USA&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dperson) [Relative Performance Evaluation, Pay-for-Luck, and](http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri%3A%287d92600b717944ec2c3d9b03e973029e%29&amp;filter=sc_long_sign&amp;tn=SE_xueshusource_2kduw22v&amp;sc_vurl=http%3A%2F%2Flink.springer.com%2F10.1007%2Fs11156-013-0423-3&amp;ie=utf-8)

[Double-Dipping in CEO Compensation](http://xueshu.baidu.com/s?wd=paperuri%3A%287d92600b717944ec2c3d9b03e973029e%29&amp;filter=sc_long_sign&amp;tn=SE_xueshusource_2kduw22v&amp;sc_vurl=http%3A%2F%2Flink.springer.com%2F10.1007%2Fs11156-013-0423-3&amp;ie=utf-8)[J]. Ssrn Electronic Journal, 2012, 44(4):1-32.

[37]魏刚.高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究, 2000 (3)：32-65.

[38]李增泉.激励机制与企业绩效------一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究, 2000(1)：24-30.

[39]耿明斋.高管薪酬与公司业绩关系的实证分析与对策思考[J]. 经济体制改革, 2004（2）：

109-112.

[40]刘斌，刘星，李世新. CEO薪酬与企业业绩互动效应的实证检验[J]. 会计研究, 2003(3)：35-40.

[41]肖继辉. 我国上市公司经历报酬水平的制度特征研究[J]. 财贸研究, 2005(5)：75-81.

[42]吴育辉，吴世农.高管薪酬：激励还是自利-来自中国上市公司的证据[J]. 会计研究, 2010 (11)：40-48.

[43]陈冬华， 陈信元， 万华林. 国有企业中的薪酬管制与在职消费[J]. 经济研究, 2005（2）：

92-101.

[44]辛清泉，谭伟强. 市场化改革、企业业绩与国有企业经理薪酬[J]. 经济研究, 2009(11)：68-80.

62

[45]卢锐. 企业创新投资与高管薪酬业绩敏感性[J]. 会计研究, 2014(10): 36-42, 96.

[46]吴建祥，李秉祥. 经理管理防御对经理人薪酬及薪酬业绩敏感性影响分析——来自我国制造业上市公司的经验证据[J]. 现代财经（天津财经大学学报）, 2013(1)：97-107.

[47]林钟高，郑军，汤谢莹. 关系专用性投资与高管薪酬业绩敏感性[J]. 财经研究, 2014(9)：133-144.

[48]李晓玲， 胡欢， 刘中燕. 分析师关注与薪酬业绩敏感性：基于职业声誉和产权性质视角[J].

商业经济与管理, 2015(7): 34-45.

[49]李晓玲，丁叮，崔干劲. 管理层盈利预测影响高管薪酬业绩敏感性吗[J]. 现代财经（天津财经大学学报）, 2015(3)：58-66.

[50]张俊瑞，刘慧. 上市公司未决诉讼对高管薪酬业绩敏感性的影响[J]. 审计与经济研究, 2016(2)：61-70.

[51]方军雄．高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究, 2011, 46(4)：107－120.

[52]孙丽，杨丽萍. 所有权性质与高管薪酬业绩粘性[J]. 华东师范大学学报（哲学社会科学版）, 2013(6)：123-131, 153.

[53]赵健梅， 任雪薇. 我国国有上市公司高管薪酬结构和粘性研究[J]. 经济问题, 2014（10）：

57-61.

[54]陈修德，彭玉莲，吴小节. 中国上市公司CEO薪酬粘性的特征研究[J]. 管理科学, 2014(3)：61-74.

[55]刘星， 徐光伟. 政府管制、管理层权力与国企高管薪酬刚性[J]. 经济科学, 2012(1)：86-102.

[56]夏雪花. 债务期限结构、产权性质与高管薪酬粘性[J]. 科技与经济, 2014(1)：106-110.

[57]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．

[58] Crystal G. In Search Of Excess: The Over-compensation of the American Executives[M]. New York: Norton, 1991．

[59] Bebchuk, Lucian A, Fried J M, Walker D I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[J]. University of Chicago Law Review, 2002, 69(3):599-601.

[60] Bebchuk L A, Fried J M. Pay Without Performance: Overview of the Issues[J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2005, 17(4):8–23.

[61] Otten J A, Heugens P P M A R. The Managerial Power Theory of Executive Pay: A Cross National Test and Extension[J]. Academy of Management Annual Meeting Proceedings, 2008, 2008(1).

[62] Dorff, M, B. Does one hand wash the otherTestingthemanagerialpowerandoptimalcontractingtheoriesofexecutivecompensation[J]. JournalofCorporationLaw, 2005, (30): 255-307.

[63] Murphy K J. Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options[J]. U. chi. l. rev, 2002, 69(3): 847-870.

[64] Hwang B H, Kim S. It pays to have friends[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 93(93):138-158.

[65] Marisetty V B, Venugopal B G. Position, Power and Demand for CEOs: Understanding Executive Compensation in the U. S Market[J]. Social Science Electronic Publishing, 2014.

[66]曾江洪， 何鹏. 从格拉索事件看权力对CEO薪酬的影响[J]. 经济管理, 2004(15): 58-61.

[67]吕长江，赵宇恒. 国有企业管理者激励效应研究——基于管理者权力的解释[J]. 管理世界，2008(11)：99-109, 188.

[68]卢锐， 魏明海. 薪酬制定的管理层权力理论进展[J]. 经济管理, 2008(1)：90-93.

63

[69]代彬，刘星，郝颖. 高管权力、薪酬契约与国企改革——来自国有上市公司的实证研究[J]. 当代经济科学，2011(4)：90-98, 127.

[70]曹慧. 市场化水平、管理层权力与高管薪酬激励[J]. 科技管理研究, 2014, 15: 124-128.

[71]邱保印，马德芳，叶陈刚. 管理层权力、货币薪酬与公司业绩[J]. 现代管理科学, 2015(11)：24-26.

[72]翟爱梅， 张舒然. 高管权力与激励薪酬操纵研究[J]. 中ft大学学报（社会科学版）, 2013（5）：

195-208.

[73]李四海，江新峰，张敦力. 组织权力配置对企业业绩和高管薪酬的影响[J]. 经济管理，2015(7)：105-115.

[74]洪峰. 管理层权力、治理结构与薪酬业绩敏感度[J]. 云南财经大学学报, 2010(5)：97-104.

[75]蔡地，万迪昉. 政府干预、管理层权力与国企高管薪酬-业绩敏感性[J]. 软科学, 2011(9)：94-98.

[76] Aggarwal R., Samwick A. A. The other side of the tradeoff: The impact of risk on executive compensation[J]. [Ssrn Electronic Journal,](http://xueshu.baidu.com/s?wd=journaluri%3A%2831ead92a0687a01a%29%20%E3%80%8ASsrn%20Electronic%20Journal%E3%80%8B&amp;tn=SE_baiduxueshu_c1gjeupa&amp;ie=utf-8&amp;sc_f_para=sc_hilight%3Dpublish&amp;sort=sc_cited) 1998, 107(1): 65-105.

[77] Wright P, Kroll M, Krug J A, et al. Influences of top management team incentives on firm risk taking[J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(1):81-89.

[78] Coles J. L., Daniel N. D., Naveen L. Managerial incentives and risk-taking[J]. Journal of Financial Economics, 2006,79(2):431-468.

[79] Cohen R B, Hall B J, Viceira L M. Do executive stock options encourage risk-taking[J]. Unpublished Manuscript, 2000.

[80] Rajgopal S, Shevlin T. Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking[J]. Ssrn Electronic Journal, 2002, 33(02):145-171.

[81] Chen S. J. Board size and the variability of corporate performance[J]. Journal of Financial Economics,2008,87:157-176.

[82] Houston J F, James C. CEO compensation and bank risk Is compensation in banking structured to promote risk taking[J]. JournalofMonetaryEconomics, 1995, 36(2):405-431.

[83] Haq M, Williams B, Pathan S. Managerial Incentives, Market Power and Bank Risk-Taking[J]. Ssrn Electronic Journal, 2010:1-31.

[84] Core J, Guay W. The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels[J]. Journal of Accounting & Economics, 1999, 28(99): 151-184.

[85] Prendergast C. The Tenuous Tradeoff Between Risk and Incentives[J]. Social Science Electronic Publishing, 2000, 110(5):1071-1102.

[86] Dee C C, Lulseged A, Nowlin T S. Executive compensation and risk: The case of internet firms[J]. Journal of Corporate Finance, 2005, 12(12):80-96.

[87]宋清华， 曲良波. 高管薪酬、风险承担与银行绩效：中国的经验证据[J]. 国际金融研究，

2011(12): 69-79.

[88]张鹏， 张颖. 商业银行高管薪酬的风险承担效应研究[J]. 财经问题研究, 2012(7)：53-57.

[89]位华. CEO权力、薪酬激励和城市商业银行风险承担[J]. 金融论坛, 2012(9)：61-67.

[90]张雪兰，卢齐阳，鲁臻. 银行高管薪酬与系统性风险——基于中国上市银行(2007-2013)的实证研究[J]. 财贸经济, 2014(11)：42-54.

[91]陈旭， 李娜. 银行监管、薪酬激励和风险承担——基于16家上市商业银行数据的实证研究

[J]. 江淮论坛, 2014(4): 107-110.

64

[92]刘坤，孙英隽. CEO薪酬激励、行政经历对商业银行风险承担的实证研究——来自A股上市商业银行的经验证据[J]. 哈尔滨商业大学学报（社会科学版）, 2016(1)：22-27.

[93]吴成颂，王浩然，张鹏. 银行高管薪酬具有风险敏感性吗？——来自中国上市银行的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2016(1)：119-128.

[94]朱蓉. 高管薪酬契约、风险控制与企业绩效——中国上市银行的实证分析[J]. 金融理论与实践, 2015(7)：22-26.

[95]鲁海帆. 高管团队内薪酬差距、风险与公司业绩——基于锦标赛理论的实证研究[J]. 经济管理, 2011(12)：93-99.

[96]陈震. 经营风险、管理层权力与企业高管层内部薪酬差距[J]. 经济管理, 2012(12)：51-61.

[97]李迎春. 剩余薪酬、投资者偏好与公司风险承担[J]. ft东社会科学, 2012(7)：148-150.

[98]张瑞君，李小荣，许年行. 货币薪酬能激励高管承担风险吗[J]. 经济理论与经济管理, 2013(8)：84-100.

[99] 陈震， 凌云. 企业风险、产权性质与高管薪酬—业绩敏感性[J]. 经济管理， 2013(6)：54-61.

[100] 耿茜茜. 高管薪酬粘性问题研究[D]. 济南： ft东财经大学, 2013。

[101] 王雨芹. 高管薪酬激励、风险承担与企业绩效[D]. 武汉： 武汉科技大学, 2014。

[102] 赖维薇. 公司治理结构对高管薪酬粘性的影响研究[D]. 成都： 西南财经大学，2012.

[103] 朱宁. 管理层权力、公司多元化行为与高管薪酬关系研究[D]. 济南： ft东大学,：2015。

[104]李延青. 薪酬管制下国有上市公司的高管薪酬粘性研究[D]. 北京：首都经济贸易大学, 2013。

[105]马仁杰， 王荣科， 左雪梅. 管理学原理[M]. 人民邮电出版社, 2013, 9。

[106]高文亮，陈镜宇. 管理层权力理论研究最新进展[J]. 财会通讯, 2012(7)：101-104.

[107]候军丽. 管理层薪酬激励对企业风险承担影响研究[D]. 济南： ft东大学, 2015。

[108] Acemoglu D, Zilibotti F. Was Prometheus Unbound by ChanceRisk, Diversification, andGrowth. [J]. JournalofPoliticalEconomy, 1997, 105(4):709-51.

[109] John K, Litov L, Yeung B. Corporate Governance and Risk‐Taking[J]. Journal of Finance,

2008, 63(4):1679–1728.

[110]李文贵. 所有权性质、市场化进程与企业风险承担[J]. 中国工业经济, 2012(12)：115-127.

[111]杨丽荣. 公司金融学[M].科学出版社, 2013, 2.

[112] Kunda Z. Motivated inference: self-serving generation and evaluation of causal theories[J]. Journal of Personality & Social Psychology, 1987, 53(4):636-647.

[113] Miller D T, Ross M. Self-Serving Biases in Attribution of Causality: Fact or Fiction[J]. PsychologicalBulletin, 1975, 82(2):213-225.

[114]张军， 王祺. 权威、企业绩效与国有企业改革[J]. 中国社会科学, 2004（5）。

[115]李建伟. 高管薪酬规范与法律的有限干预[J]．政法论坛, 2008(3)：107-116.

[116]黄波. 内部控制、管理层权力与高管薪酬[D]. 昆明： 云南财经大学, 2015。

[117] Bebchuk, L, J, Fried, and, D, Walker. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation[J]. The University of Chicago Law Review, 2002, 69(3): 751-846.

[118] Hambrick D C, Mason P A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of its Top Managers[C] // of Management Review. 2010:193-206.

[119]汤颖梅， 王怀明， 白云峰. CEO特征、风险偏好与企业研发支出——以技术密集型产业为

例[J]. 经济问题, 2015(6): 80-83, 124.

[120]程博， 王菁， 熊婷. 企业过度投资新视角： 风险偏好与政治治理[J]. 广东财经大学学报，

65

2015(1): 60-71.

[121] Brick I E, Palmon O, Wald J K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism[J]. SsrnElectronicJournal, 2002, 12(3):403-423.

[122] Faccio M, Mura R. Large Shareholder Diversification And Corporate Risk- Taking[J]. Review of Financial Studies, 2010, 24(1241):3601--3641.

[123] Boubakri N, Cosset J and Saffar W," The Role of State and Foreign Owners in Corporate Risk-Taking: Evidence from Privatization" [J]. Journal of Finance and Economics, 2013(108): 641-658.

[124]余明桂. 民营化、产权保护与企业风险承担[J]. 经济研究, 2013(9): 112-124.

.

66

# 个人简历、在学期间发表的学术论文及取得的研究成果

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 姓名 | | 何敏 | | 出生日期 | | 1990 年 7 月 | | | 籍贯 | | 四川省资阳市 |
| 获得学士学位时间、学校 | | | | 2013 年 重庆理工大学 | | | | | | | |
| 现所学学科、专业 | | | | 会计学 | | | | 入学时间 | | 2013.9 | |
| **学习（大学以上）及工作经历** | | | | | | | | | | | |
| 年 月— 年 月 | | | 就学的学校、专业/工作单位、职务 | | | | | | | | |
| 2009.9-2013.6 | | | 重庆理工大学 财务管理专业 | | | | | | | | |
| 2013.9-2016.6 | | | 重庆理工大学 会计学专业 | | | | | | | | |
| **在学期间发表的学术论文及取得的研究成果**（包括鉴定项目、获奖、专利） | | | | | | | | | | | |
| 序号 | 论文或成果、专利名称 | | | | 全体作者  （按顺序排列） | | 发表刊物或鉴定单位或获奖名称、等级或专利类别 | | | | 时间 |
| 01 | 基于熵权修正层次分析法的地方政府债务风险评估 | | | | 何雪锋，何敏， 王秀霞 | | 财会通讯（核刊） | | | | 2015 年 9 月 |
| 02 | 增值税“扩围”改革下中央与地方政府行为博弈分析 | | | | 熊磊，李涛， 何敏 | | 财会通讯（核刊） | | | | 2016 年 2 月 |
| 03 | 管理会计“本土化”的路径 | | | | 何雪锋，何敏 | | 财会信报 | | | | 2014 年 7 月  14 日 |
| 04 | 企业文化是管理会计落地的关键 | | | | 何雪锋，何敏 | | 财会信报 | | | | 2014 年 7 月  21 日 |
| 05 | 用行为科学提升企业管理会计实践 | | | | 何雪锋，何敏 | | 财会信报 | | | | 2014 年 7 月  28 日 |
| 06 | 让信息化给管理会计的推广插上双翼 | | | | 何雪锋，何敏 | | 财会信报 | | | | 2014 年 8 月  4 日 |
| 07 | 管理会计的发展趋势：由刚性向柔性转型 | | | | 何雪锋，何敏 | | 财会信报 | | | | 2014 年 8 月  18 日 |
| 08 | "阿米巴”管理会计模式 | | | | 何雪锋，何敏 | | 财会信报 | | | | 2014 年 10  月 27 日 |

67

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 09 | An Event Study on Chinese Stock Market  Reaction to the Issuance of the "Bio-industry Development Plan” | Xuefeng He, Min He,Xiuxia Wang | Biotechnology: An Indian Journal  （国际普刊） | 2014 年第  21 期 |
| 10 | 基于“心理成本”的网络版权侵权监管机制演化博  弈分析 | 陈威，李思敏， 何敏 | 重庆理工大学学报  （核刊） | 2016 年 3 月 |
| **在学期间尚未发表但已被录用的学术论文** | | | | |
| 序号 | 论文名称 | 全体作者  （按顺序排列） | 拟发表刊物 | 预计发表  时间 |
| 01 | 基于逆向选择的政府购买  CPA 服务的进化博弈分析 | 何雪锋，何敏， 王秀霞 | 重庆理工大学学报  （核刊） | 2016 年 7 月 |
|  |  |  |  |  |

68