

# Ownership Structure, Executive Officer's Payment and Firm Performance\*

—Evidence from Electric Industry Listed Firms

Shiyao Li

Zhejiang Electric Power Construction CO., LTD., Ningbo  
Email: lishiyao2004@126.com

Received: Nov. 8<sup>th</sup>, 2012; revised: Nov. 28<sup>th</sup>, 2012; accepted: Dec. 4<sup>th</sup>, 2012

**Abstract:** Ownership Structure and Executive Officer's Payment are key factors to firm performance. This paper proposes theoretical hypotheses based on deep study on related material; it chooses ROA as the primary indicator of firm performance, and uses panel approach to empirically analyze through electric industry listed firms. The results show that: the relation between ownership concentration and performance is inverted U shaped, the proportion of executive ownership is positively related to firm performance; the relation between executive officer's payment and firm performance is not significant in the state-controlled listed firms. In addition, FSP is non-linear relation with company performance; the hypothesis that the balances of stock ownership will help to improve firm performance has been confirmed.

**Keywords:** Ownership Structure; Executive Officer's Payment; Firm Performance; Electric Industry Listed Firms

## 股权结构、高管薪酬与公司业绩\*

——来自电力行业上市公司的证据

李世尧

浙江省电力建设有限公司, 宁波  
Email: lishiyao2004@126.com

收稿日期: 2012 年 11 月 8 日; 修回日期: 2012 年 11 月 28 日; 录用日期: 2012 年 12 月 4 日

**摘要:** 股权结构与高管薪酬是影响公司业绩的主要因素。文章在对相关文献进行深入研究的基础上提出理论假说, 以 ROA 作为公司业绩的主要指标, 运用面板估计方法对理论假设进行了实证检验。结果表明, 股权集中度与公司业绩呈倒 U 型关系, 高管持股比例与公司业绩呈现显著正相关; 在国有控股的上市公司中, 高管薪酬与公司业绩的正相关性不显著; 第一大股东的持股比例与公司业绩之间存在较为显著的非线性关系, 股权制衡有助于提高公司业绩的假说也得到证实。

**关键词:** 股权结构; 高管薪酬; 公司业绩; 电力行业上市公司

### 1. 引言

由于公司的行业特征、经营战略、股权结构以及

\*本文入选中国会计学会管理会计与应用委员会 2011 年学术研讨会, 文章的观点仅代表个人意见, 与作者所处的单位无关, 当然文责自负。

治理结构等方面的差异, 现实中公司的业绩必然千差万别。依据薪酬契约理论, 不同的公司业绩与差异性的高管薪酬激励存在一定的联系, 特别是在大型企业集团中, 高管们的薪酬激励已成为公司成败的关键,

故上市公司的高管薪酬与公司业绩的关系已成为当下公司管理层和学术界关注和研究的热点之一。

股权结构是公司治理结构的基础，股权结构不仅涵盖着大股东持股比例和公司性质等诸多信息，而且还会对公司的最终控制权及公司业绩等诸多指标产生影响。因此，股权的结构安排会涉及到公司剩余索取权的分配问题，而剩余索取权的分配形式作为一种产权安排，分配机制是否合理健全将直接影响其能否有效约束和激励不同股东的行为，进而影响到高管代理行为和公司业绩。

现实中，我们发现大多上市的电力等垄断行业公司都是企业重组、兼并而诞生，而新成立的股份制公司只不过是国企的外壳，管理体制并没有发生实质性变化。作为垄断性行业，电力等行业的绝大多数上市公司都延续着“一股独大”、国家控股的局面。尽管在经营利润上取得了不菲的业绩，但细究其高额利润的来源，显然有赖于其独特的垄断性地位，而并未实现公司治理的高效率。因此，改变这种低效率运转现状，破解垄断性行业企业内部管理体制和公司高管薪酬激励机制设计问题，实现高效的公司治理成了各方关注的焦点。对于探究诸如电力等垄断性行业中上市公司的高管薪酬、股权结构与公司业绩之间的关系显得尤为重要和迫切。本文以电力行业上市公司为例，运用 2006~2010 年电力行业 52 家上市公司的样本数据，通过面板估计方法来研究股权结构、高管薪酬对公司业绩的影响，并间接性地度量高管持股比例、国有控股、股权制衡度等因素对公司业绩的敏感程度。

## 2. 文献回顾与研究假说

### 2.1. 有关文献回顾

#### 2.1.1. 股权结构与公司业绩的关系

由于股权结构、公司业绩等选取指标的差异以及计量模型的不同，学者们得到的结论大相径庭。Demsetz 认为股权结构是股东在股票市场上进行交易而形成的结果，因此股权结构与公司绩效之间不存在对应关系<sup>[1]</sup>。Holderness 和 Sheehan 通过对股权集中和股权分散的两类上市公司的业绩进行比较，发现股权结构与公司绩效并不相关<sup>[2]</sup>。McConnell 和 Servaes 对 1976 年 1173 个样本公司进行实证分析，得出托宾 Q 与内部股东的持股比例呈倒 U 型关系<sup>[3]</sup>。Cho 认为股

权结构变化是公司绩效变化的结果，而不是公司绩效变化的原因<sup>[4]</sup>。Jensen 和 Meckling 认为管理层持有一定比例的股份或外部股东对管理者监督程度的增加，都可以减少代理成本并提高公司的业绩<sup>[5]</sup>。Morck, Shleifer 和 Vishny 提出，管理者以自身利益最大化的动机来分配公司的资源对公司业绩有负面影响；而随着管理者持股比例的增加，管理者与外部股东利益趋于一致，并显著提高公司的业绩<sup>[6]</sup>。

随着中国经济学的发展和研究方法的趋向成熟，国内许多学者对股权结构与公司业绩进行了系统性的研究。以沪深两市 1993 年底的 174 家上市公司为样本，孙永祥、黄祖辉发现第一大股东的持股比例与公司业绩呈倒 U 型的曲线关系<sup>[7]</sup>。陈晓和江东通过实证得出，在竞争性行业中，国有股比例与上市公司的业绩负相关，流通股比例与上市公司的业绩正相关，法人股比例与上市公司的业绩正相关，但对于垄断性行业则不成立<sup>[8]</sup>。陈小悦和徐晓东认为，在投资人利益缺乏保护时，流通股比例与企业业绩负相关；在非保护性行业中第一大股东持股比例与企业业绩正相关；国有股比例、法人股比例与企业业绩之间的相关关系不显著<sup>[9]</sup>。朱武祥、宋勇以家电行业上市公司为例进行研究得出：公司价值与股权集中度无显著相关性，与公司股权结构也无关<sup>[10]</sup>。

#### 2.1.2. 高管薪酬对公司业绩的影响

Barro 和 Barro 研究发现高管的薪酬变化取决于企业业绩的变化，即两者之间存在着正相关关系<sup>[11]</sup>。Sloan 证明了会计净收益与 CEO 现金报酬正相关<sup>[12]</sup>，Hall 和 Lieman 认为管理层薪酬与公司业绩具有相关性<sup>[13]</sup>。Duffhues 和 Kabir 对手工收集的荷兰上市公司高管薪酬数据进行研究并没有发现高管薪酬与公司业绩之间呈正相关关系<sup>[14]</sup>，A. A. B. Bootsma 选取荷兰 2002~2007 年上市公司的数据对 CEO 薪酬的相对和绝对变化与公司业绩之间的关系进行分析，发现，与国际相比，荷兰薪酬与业绩间的相关性比较低<sup>[15]</sup>。

国内的大部分研究并没有得出高管薪酬与公司业绩显著相关性的结论，如魏刚(2000)、李琦(2003)、李增泉(2003)、谌新民和刘善敏(2003)等。然而，张俊瑞等(2003)发现高管的人均年薪与公司的经营业绩呈现稳定的正相关。杜兴省、王丽华在选取公司业绩四个指标的基础上，研究发现在国有性质的上市公司中

高管薪酬与上年度 ROA 的影响方向为正,而在民营的上市公司中却为负<sup>[16]</sup>。刘斌等则发现,我国上市公司管理层薪酬对公司业绩的敏感性在逐步增强<sup>[17]</sup>。

## 2.2. 研究假说

自从实行公司的剩余索取权与公司的最终控制权分离以来,由于委托人和代理人之间的信息不对称所引起的道德风险和逆向选择问题将是不可避免的,由此导致管理层的委托代理问题凸显。特别是国家全额出资的国有企业,其代理成本最大,问题最多,比如过度公款消费(在职消费)、企业盲目扩张等<sup>1</sup>。据此,本文将借助股权衡理论、委托代理理论等来阐述股权结构、高管薪酬与公司业绩之间的关系,以此作为本文的理论基础并提出研究假说。

由于许多政治上的原因,在规模较大的企业集团中,Jensen 和 Murphy (1990)认为高管薪酬与公司业绩之间相关性不显著<sup>[18]</sup>。我国电力行业中的上市公司,绝大多数的终极控制人是国家或者国家控股。这些上市公司在国民经济建设中起到关键性作用,因而这些上市公司的规模越大,其背后所隐含的国家政治含义也就越大,市场化程度也就较低。在这类上市公司担任高管,被赋予的政治影响力远比薪酬激励更大。相反,在非国有控股公司,大部分股权结构分散,市场化程度较高,因此我们提出假说 1。

**假说 1: 在国有控股的上市公司中,高管薪酬与公司业绩的正相关性不显著。**

孙永祥和黄祖辉(1999)的研究表明,托宾 Q 值与公司第一大股东的持股比例呈倒 U 型关系<sup>[7]</sup>。George 和 Li (2001)认为,第一大股东为国家的公司业绩明显好于非国家的第一大股东的公司<sup>[19]</sup>。朱武祥和张帆(2001)实证发现,第一大股东持股比例对公司上市后的经营业绩影响不显著<sup>[20]</sup>。事实上,控股的“一股独大”会降低多个大股东之间的股权斗争,避免公司因控制权处于混乱之中而对公司业绩的损害。另一方面,第一大股东的持股比例越大,公司的经营策略、高管决策的执行力度会受到削弱或改变的可能越大,进而会影响公司的经营业绩,即得到假说 2。

**假说 2: 公司业绩与第一大股东的持股比例为非**

**线性关系。**

Jensen 和 Meckling (1976)认为,管理者持股可以有效降低代理者的成本,使管理者利益与公司利益相一致<sup>[5]</sup>。用管理层持股比例来衡量股权结构,Stulz (1986)的研究发现,公司业绩先随管理层持股比例增加而提高,然后开始下降<sup>[21]</sup>。Morck, Shleifer 和 Vishny (1988)进一步的实证研究也得到,在管理者持股比例达到 5%之前,托宾 Q 值与高管持股比例正相关;在 5%~25%的区间内,管理层持股比例与公司业绩正相关;在超过 25%时,管理层持股比例随公司绩效增加而缓慢增加。后续的研究 McConnell 和 Servaes (1990)、Hermalin 和 Servaes (1991)、Holderness (1999)等也得出类似的结论,但考虑到垄断性上市公司高管持股比例较小,因而提出假说 3。

**假说 3: 在一定区间内,公司业绩是高管持股比例的正比例函数。**

根据相关的理论可知,股权结构分为股权集中度和股权制衡度。股权集中度越高,控股股东对高管人员的影响和监控能力越强,从而可以有效降低代理成本。Demsetz 和 Lehn (1985)认为,股权集中度高的企业,控股股东的监督可以减少经理的机会主义倾向,进而提高公司业绩<sup>[22]</sup>。但在大股东与小股东利益冲突时,控股股东为谋取自身利益会出现牺牲小股东的利益,这会影响公司的长远发展并降低公司业绩,因而提出假说 4。

**假说 4: 股权集中度与公司业绩为倒 U 型关系。**

股权制衡是指由少数几个大股东分享公司控制权,不存在一个明显占优势的股东。股权制衡可以通过大股东间的内部利益牵制、制衡,抑制控股股东的“侵占”行为,提高公司的治理效率和绩效(李维安和李汉军,2006)<sup>[23]</sup>。但若大股东之间利益不一致,少数几个大股东很容易采取集体行动,达成利益共识,降低公司内耗并提高公司业绩,即得到假说 5。

**假说 5: 股权制衡度与公司业绩正相关。**

## 3. 研究设计

### 3.1. 样本选取

研究样本取自沪、深股市 2006~2010 年间所有电力热行业类。之所以选取 2006 年以后的数据,是

<sup>1</sup> 在国有企业中,有关管理层代理问题的深入探讨详见刘小玄《现代企业的激励机制: 剩余支配权》一文。

考虑到2005年股权分置改革<sup>2</sup>等政策变化对公司业绩的影响。剔除ST类和数据缺失的公司。为保证股权结构的外生性,剔除在不同年度中股权制衡度不稳定的公司,共计获取电力行业52家。数据来源于国泰安数据库、CCER经济金融数据库和巨潮咨询网站。

### 3.2. 主要变量

#### 3.2.1. 公司业绩

衡量公司业绩有会计指标和市值价值指标,国外关于公司业绩的大部分研究都采用托宾Q值和资产收益率来衡量。由于我国股票市场发展不太成熟,股权价值变动不能全面反映企业的盈利能力,因此用市值价值来作为公司业绩指标并不太确切,只能作为辅助性指标。鉴于ROA是公司盈利能力和经营效率的综合体现并考虑到公司间的可比性和资本市场的不够完善,本文重点研究以ROA为公司业绩指标。

#### 3.2.2. 股权变量

1) 高管持股比例(Exchratio):为全面反映上市公司高管的持股情况,本文用全部高管(总经理、董事长、董事、监事和其他高级管理人员)持股之和占总股本的比例来表示;2) 股权集中度:本文选取两个衡量指标。一是CR指标,指前5位大股东持股比例之和;二是Z指标,指公司第一大股东与第二大股东持股比例的比值;3) 第一大股东持股比例(FSP);4) 股权制衡度(K):借鉴Gomes和Novaes(2001)的研究,将股权制衡度(K)定义为,如果 $0.1 < Shr1 < 0.5$ 且 $Shr2 > 0.1$ 且 $Shr1 < Shr2 + Shr3 + Shr4 + Shr5$ ,K取1,否则为0。这里的Shr1, ..., Shr5分别代表第一大股东、...第五大股东持股比例;5) 第一大股东性质(Dh):如果第一大股东是国家控股取1,否则为0。

#### 3.2.3. 控制变量

1) 公司规模(Size):用总资产的对数值来表征;2) 财务杠杆(Lev):用资产负债率来衡量;3) 高管薪酬(Dpay):用所有高管前三名薪酬总额的对数值来表示。4) 公司成长性(Grow):用主营业务收入增长率来衡量。

<sup>2</sup>2005年,中国证券监督管理委员会颁布的《企业财务报告披露准则》,要求上市公司“披露每一位现任董事、监事和高级管理人员在报告期内从公司获得的报酬总额(包括基本工资、各项奖金、福利、补贴、住房津贴及其他津贴等)。

### 3.3. 模型设计

若要清晰地检验本文提出的研究假说,需要设计科学、合理的计量模型。本文的计量模型为:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma Z_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

其中下标*i*和*t*分别表示公司和时间,*Y*代表被解释变量(公司业绩),*X*为股权变量,*Z*代表控制变量。 $\alpha$ 和 $\mu_{it}$ 分别表示常数项和误差项。

### 4. 实证分析

#### 4.1. 描述性统计分析

本文采用stata10.0对模型中所用到的变量进行描述性统计分析,得到的结果如表1所示。电力行业的平均资产报酬率为1.8%,电力行业的每股收益(EPS)极差为2.80,标准误为0.343,这说明该行业上市公司之间的每股收益波动很大且发展水平不一致。电力行业的股权集中度(Z)、前五大股东持股比例之和(CR)、第一大股东持股比例(FSP)、托宾Q值和公司的规模(size),不论是均值还是最大值都较大,即电力行业“一股独大”的现象比较普遍,股权集中度比较高。

在衡量公司的财务杠杆指标(Lev)中,电力行业上市公司Lev的均值为60.2%,中位数为62.33%,最大值为93.6%,最小值为10.5%,标准差为33%。第一大股权性质(Dh)均值为89.4%,这说明在上市的电力

Table 1. Variable descriptive statistics  
表 1. 变量描述性统计

变量	电力行业				
	最大值	最小值	均值	中位数	标准差
ROA	0.128	-0.346	0.018	0.02	0.046
EPS	1.15	-1.65	0.156	0.17	0.343
TobinQ	6.196	0.737	1.392	0.564	1.214
Exchratio	0.01653	0	0.000257	0	0.0017
CR	94.71	20.84	56.809	55.89	15.517
Z	399.64	1.013	19.86	5.328	40.803
FSP	84.92	9.27	40.03	40.1	16.206
K	1	0	0.203	0	0.403
DH	1	0	0.894	1	0.308
Size	26.135	20.055	22.44	22.525	1.35
Lev	0.936	0.105	0.602	0.6233	0.162
Dpay	14.91	11.23	13.59	13.64	0.667
Grow	2.606	-0.999	0.142	0.103	0.367

行业公司中，将近 90%的公司是国家控股。

## 4.2. 面板方程估计

为检验不同因素对公司业绩的影响，首先建立公司业绩与控制变量之间的模型，估计结果为：

$$ROA = -1.53 + 1.11Dpay + 2.2Size + 2.44Grow - 7.12Lev \quad (2)$$

为避免变量的多重共线性，逐次加入不同变量后对方程(1)进行回归。在固定效应模型(FEM)和随机效应模型(REM)的选择中，当 N 较大而 T 较小时并且样本中个体或截面单位是从一个较大的样本中随机抽取的，那么 REM 是合适的<sup>3[24]</sup>。另外，根据 Hausman 检验结果，选择随机效应模型估计是合理的<sup>4</sup>。得到回归方程的面板估计结果如表 2 所示。

由表 2 可知，在 Dh = 1 时，表 2 中(1)式显示，Dpay 的估计系数为 2.02 在统计意义上不显著，这表明在国有控股的上市公司中，高管薪酬与公司业绩并不存在严格意义的正相关关系，由此，假说 1 成立。在(2)式中，第一大股东持股比例的估计系数为-1.56，而 FSP 平方的系数为 2.13，且统计上显著。这表明了第一大股东持股比例与公司业绩之间存在显著的非线性关系，假说 2 得到验证。Exchratio 的估计系数为

2.44，在 5%水平下显著，由于电力行业上市公司中高管持股比例有限，因此在一定区间内，高管持股比例与公司业绩呈正比例，即假说 3 得到验证。

在对假说 4 进行检验时，不论是采取 CR 指标还是 Z 指标，股权集中度与公司业绩的估计结果与理论预期相一致。在表 2 中，(4)式的股权集中度是用 CR 来衡量的，CR 系数为 2.37，而 CR 平方项的系数为 -1.67。即随着 CR 的逐渐增大，公司的业绩也逐步上升，一旦 CR 达到门限值 71%，则公司业绩开始下滑，这与假说 4 相吻合。通过计算得出(5)式中 Z 的门限值为 2.1，如果第一大股东与第二大股东持股之比超过 2.1，则公司业绩会随 Z 值的上升而下降。由表 2 中的(6)式可以看出，股权制衡度 K 与公司业绩存在显著正向变动关系。即股权制衡度越高，资产收益率越高，公司业绩越好，这验证了假说 5。

## 4.3. 稳健性检验

至此，我们采用 ROA 作为公司业绩的指标就电力行业上市公司的数据进行面板回归对本文的理论假设进行了有效验证。但为了说明本文模型设计的合理性和稳健性，我们进一步采用 EPS 和 TobinQ 等业绩指标对方程(1)进行估计。结果发现，在(7)式中，Z 指标

Table 2. The Regression results of model  
表 2. 模型回归结果

变量	ROA						EPS	TobinQ
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Dh	Dh = 1	-	-	-	-	-	-	-
FSP	-	-1.56*	-	-	-	-	-1.95*	-1.97*
FSP × FSP	-	2.13**	-	-	-	-	2.83***	1.19
Exchratio	-	-	2.44**	-	-	-	2.98***	2.11**
CR	-	-	-	2.37**	-	-	1.87*	2.53**
CR × CR	-	-	-	-1.67*	-	-	-1.05	-1.34
Z	-	-	-	-	4.47***	-	2.61**	1.78*
Z × Z	-	-	-	-	-1.04	-	-0.68	-0.47
K	-	-	-	-	-	1.79*	1.69*	0.57
Size	1.81*	2.8**	2.49**	2.75***	2.2**	2.41**	4.62***	4.58***
Lev	-5.77	-6.94***	-6.87***	-6.93***	-6.63***	-6.68***	-6.06***	-2.17**
Dpay	2.02	2.30**	2.68***	1.85*	1.72*	2.16**	-1.18	2.08**
Grow	1.70*	2.31**	2.05**	2.21**	2.24**	2.27**	2.38**	2.04**
C	-1.32	-1.12	-1.40	-1.60	-1.21	-1.3	-2.66**	7.39***

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著。

<sup>3</sup>(美)达摩达尔·N·古扎拉蒂. 计量经济学基础[M]. 北京: 中国人民大学出版社, p. 612.

<sup>4</sup>这里的 Hausman 检验借助 stata10.0 软件完成，由于篇幅原因不报告 Hausman 检验的卡方值。

和CR指标的平方项系数符号与以ROA作为业绩指标时得到的结论相一致, DPay的系数尽管表现为不显著, 但与假说的符号依然相一致。同样, 在式(8)中, 用托宾Q值的估计结果与以ROA作为业绩指标得到的结论完全相同, 限于篇幅在这里就不再赘述。

## 5. 简要的结论

本文基于所提出的理论假设, 以电力行业上市公司52家企业的样本数据为例系统地研究了高管薪酬、股权结构与公司业绩之间的关系, 得出的结论如下。

第一, 在国有控股的上市公司中, 高管薪酬与公司业绩的正相关性不显著。这意味着我国国有企业高层管理者的政治意图远远高于获取高额薪酬的激励力度, 企业运行市场化程度依然不足, 反映出我国国有企业体制改革实现政企彻底分离的力度不足, 呈现出中国模式下的政企经营模式。因此, 要破解这一难题急需政府决策机构进一步加快国有企业体制改革力度的步伐。

第二, 第一大股东的持股比例和公司业绩呈显著的非线性关系, 当持股比例较低时, FSP与公司业绩正相关, 一旦第一大股东的持股比例超出临界点则为减函数。

第三, 通过股权制衡可以抑制控股股东的“侵占”行为和大股东之间的“内耗”, 从而提高公司的治理效率和业绩。

第四, 股权集中度与公司业绩呈现出倒U型关系。

第五, 高管持股比例越高, 他们对公司经营活动的有效性动机越强, 因此, 公司业绩也会得到有效提高。

## 参考文献 (References)

- [1] H. Demsetz. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 1983, 26(2): 375-390.
- [2] C. G. Holderness, D. P. Sheehan. The role of majority share-

- holders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20: 317-346.
- [3] J. J. McConnell, H. Servaes. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 1990, 27(2): 596-612.
- [4] M.-H. Cho. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1998, 47(1): 103-121.
- [5] M. C. Jensen, W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.
- [6] R. Morck, A. Shleifer and R. W. Vishny. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 1988, 20(1-2): 293-315.
- [7] 孙永祥, 黄祖辉. 上市公司的股权结构与绩效[J]. *经济研究*, 1999, 12: 23-30, 39.
- [8] 陈晓, 江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. *经济研究*, 2000, 8: 28-35.
- [9] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益保护[J]. *经济研究*, 2001, 11: 3-11.
- [10] 朱武祥, 宋勇. 股权结构与企业价值——以家电行业上市公司实证分析[J]. *经济研究*, 2001, 12: 66-72.
- [11] J. R. Barro, R. J. Barro. Pay, performance, and turnover of bank CEOs. *Journal of Labor Economics*, 1990, 8(4): 448-481.
- [12] R. Sloan. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16(1-3): 55-100.
- [13] B. J. Hall, J. B. Liebman. Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 1998, 113(3): 653-691.
- [14] P. Duffhues, R. Kabir. Is the pay-performance relation always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, 2008, 18(1): 45-60.
- [15] A. A. B. Bootsma. Pay-for-performance? 2010. <http://hdl.handle.net/2105/6150>
- [16] 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.
- [17] 刘斌等. 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.
- [18] M. C. Jensen, K. J. Murphy. Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 1990, 98(2): 225-264.
- [19] G. L. H. Tian. State Shareholding and the values of China's firms. Working Paper, London: London Business School, 2001.
- [20] 朱武祥, 张帆. 企业上市以来的经营业绩实证分析[J]. *世界经济*, 2001, 11.
- [21] R. M. Stulz. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 1986, 20(1-2): 25-54.
- [22] H. Demsetz, K. Lehn. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 1985, 93(6): 1155-1177.
- [23] 李维安, 李汉军. 股权结构、高管持股与公司绩效——来自民营上市公司的证据[J]. *南开管理评论*, 2006, 5: 4-10.
- [24] 达摩达尔·N·古扎拉蒂. 计量经济学基础. 北京: 中国人民大学出版社, 2005.