

高管薪酬激励效应的文献综述

郑东彦

广州大学管理学院, 广东 广州

收稿日期: 2021年11月6日; 录用日期: 2021年12月13日; 发布日期: 2021年12月20日

摘要

企业内部薪酬契约的制定一直是公司治理的核心内容之一, 本文从最优契约观和寻租观的角度出发, 考察和解释了法律对投资者的保护程度、公司治理结构、高管权力、外部环境等因素对高管薪酬契约的影响, 进而考察高管薪酬对于企业投资效率和创新投入的经济后果。综合来看, 不管是最优契约理论还是管理层权力理论, 均得到了一定的支持。通过对文献的梳理和总结, 本文提出了对未来研究的展望, 包括考虑显性激励与隐性激励的协同效应、深化心理因素对高管激励安排的治理效果等。

关键词

公司治理, 薪酬激励, 最优契约观, 寻租观

Review of the Literature on Executive Compensation Incentives

Dongyan Zheng

School of Management, Guangzhou University, Guangzhou Guangdong

Received: Nov. 6th, 2021; accepted: Dec. 13th, 2021; published: Dec. 20th, 2021

Abstract

Establishing enterprise internal compensation contracts has been one of the core content of corporate governance. This article investigated the impact of legal protection of investors, corporate governance structure, executive power and the external environment factors on exclusive compensation. And this paper investigated the economic consequences of executive compensation on enterprise investment efficiency and innovation. All in all, this paper supported the optimal contract theory and the management power theory. By reviewing and summarizing the literature, this paper puts forward prospects for future research, including considering the synergistic effect of explicit and implicit incentives, and deepening governance effect of psychological factors on ex-

ecutive incentive arrangements.

Keywords

Corporate Governance; Salary Incentive, Optimal Salary Contract Theory, Rent-Seeking

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

现代管理者薪酬的研究立足于委托代理理论，委托代理理论产生于现代企业的一个重要特征：所有权和经营权的分离，在信息不对称的情况下，引发了管理层和股东的代理问题(Jensen and Meckling, 1976) [1]。近年来，企业内部薪酬契约的制定一直是公司治理的核心内容之一，也是学术界热衷讨论的话题之一。薪酬激励一直被视为有效缓解公司代理成本的手段之一。事实上，关于管理者薪酬激励机制的研究并未存在一致的结论，分为两种不同的观点：有效契约观和寻租观。有效契约观立足于委托管理理论的框架。将高管薪酬与企业绩效联系在一起，目的是为了使得股东与管理层的利益目标趋于一致，从而有效缓解公司的代理成本问题(Jensen and Murphy, 1990) [2]。寻租观又称管理者权力理论，该理论管理者认为掌握着公司的经营决策权，站在理性经济人的角度，管理者会利用自身的权力影响自己的薪酬制定计划，从而实现自己个人利益的最大化。在 2008 年金融危机爆发的时候，上市企业的业绩普遍下降，但高管薪酬却并未下滑，有些高管薪酬反而有所增加，高管的“天价薪酬”受到了社会大众的质疑。在薪酬的不对称性研究中，学者发现了我国薪酬出现粘性且薪酬存在尺蠖效应(方军雄, 2009; 方军雄, 2011; 方军雄, 2012) [3] [4] [5]。“天价薪酬”和“零薪酬”的存在，学术界纷纷由有效契约观转向寻租观探讨薪酬激励及经济后果。基于企业绩效的角度，高管薪酬契约能否实现正面的激励效应？管理层权力理论能否支持中国“零薪酬”和“天价薪酬”的现状？基于夯实的理论以及数据可得性，有关高管薪酬激励的研究得以迅速发展，越来越多学者从有效契约观和寻租观上得到了不同的结论，丰富了有关高管薪酬激励的理论基础研究。

在本文中，我们以最优契约理论和管理者权力理论为切入点，回顾了关于高管薪酬与企业绩效的相关关系，以及高管薪酬的影响因素和经验成果的学术证据，以及确定未来高管薪酬激励的发展方向。

2. 管理者薪酬与企业绩效指标的衡量

公司高管的业绩基础指标分为两类，一类是以盈余为基础反映的会计基础业绩指标，另一类是以股票市场为基础反映的市场业绩指标(辛清泉、谭伟强, 2009; 谢德仁, 2004) [6] [7]。一般来说，以盈余为基础反映的会计绩效指标包括净利润、营业收入、总资产收益率、净资产收益率、应收账款周转率等，这些指标可得性较强，但可能会存在时间上的滞后性，关于会计基础业绩与企业绩效的研究，学者们基本存在统一的结论，即高管薪酬和企业业绩存在高度正相关；市场基础业绩指标包括 Tobin'Q、个股回报率等，这些指标可以及时地反映经理人的行动后果，但对股票市场的要求较高。众所周知，我国股票市场不完全成熟，具有高波动率和高换手率，导致股票市场效率低下，并不能很好地反映公司的基本面信息(姜付秀等, 2014) [8]，所以国内关于市场业绩与高管薪酬激励关系的研究大部分未能得出正相关的结论，以市场绩效来设计经理的薪酬契约在我国背景下是行不通的。但这并不能说明我国高管薪酬契约不存在

激励作用，市场基础业绩与高管薪酬激励存在不相关关系也可能包含着各种噪音的影响。

3. 管理者薪酬与企业绩效的相关性研究

大多数高管薪酬研究都基于委托代理理论框架，目前我国关于管理者薪酬与企业绩效的文章也是大多数集中于管理者薪酬与企业业绩的相关性和敏感性的研究形式。

(一) 最优契约理论

目前关于高管薪酬契约，存在两种不同的理论观点。其中最主流的观点就是最优薪酬契约理论(Optimal Salary Contract Theory)，也称有效契约观。经理人在提升公司业绩的同时，必然会付出自己的私有成本，薪酬绩效的实施可以减少经理人的代理成本，缓解代理问题。基于最优契约理论，一份完备的薪酬契约能够协调经营者与所有者之间的利益冲突(Jensen and Meckling, 1976; Jensen and Murphy, 1990; 姜付秀、黄继承, 2011) [1] [2] [9]，使管理者与股东的目标趋于一致(Holmstrom, 1979) [10]，约束管理者的机会主义行为(张娟、黄志忠, 2014) [11]，提高企业的绩效，但其实现的前提必须建立在董事会与高管是相互独立的，市场等外部监督机制也可以约束管理层的行为，从而达到薪酬契约的最优化。

关于管理者薪酬激励的研究在不断发展，实证研究证明不论是显性薪酬还是隐性薪酬均对高管起到了正面的激励作用，提升了企业的价值。杜兴强和王丽华(2007) [12]对我国上市公司高管薪酬激励，特别是现金薪酬与上市公司的企业绩效的相关性进行了经验研究，研究表明高管管理当局薪酬与上期 Tobin'q 的变化成正相关关系，而与本期 Tobin'q 的变化成负相关关系。张俊瑞等人(2003) [13]从高级管理人员年度薪金报酬的角度出发，对 2001 年的公司进行抽样的方法检测高管薪酬对数与经营绩效的关系，实证研究发现年度薪酬对数与公司经营绩效(EPS)存在正向且稳定的正相关关系。方军雄(2009) [3]从薪酬和业绩敏感性的角度出发，实证研究表明随着薪酬制度改革的深入，我国上市公司绩效和高管薪酬已经呈现显著的正相关关系。姜付秀和黄继成(2011) [9]将在职消费作为高管的隐性薪酬激励，发现可以提高企业价值。方军雄(2012) [5]尝试通过高管解聘或者薪酬调整决策的影响检验高管薪酬激励的效应，实证研究发现上一期高管人员的薪酬越高，业绩敏感性越强，上一期的高管薪酬状况可以显著地影响董事会解聘高管和对高管薪酬进行调整的决策。该研究在一定程度上支持了最优契约理论。

国有企业不仅承担着企业业绩目标的达成，同时还肩负着社会责任、社会利益等目标，更多地是对国家和部门负责，是非利润化导向的企业。相较于国有企业，民营企业属于利润化导向的企业，经营目标更加单一，奖惩制度更加分明，高管薪酬与利润高度挂钩(刘浩等, 2014) [14]，在人们的固有观念中，民营企业的薪酬激励效果肯定会比国有企业更好，但有研究也指出国企中的社会目标并没有改变 CEO 薪酬绩效敏感性，且国有薪酬绩效的激励机制比非国有的更加有效(姜付秀等, 2014) [8]。刘慧龙等人(2010) [15]进一步基于政治关联的角度，指出政治关联会影响不同产权性质企业的薪酬 - 业绩关系，政治关联与国有控股公司的高管薪酬业绩敏感性负相关，与非国有控股公司的高管薪酬敏感性呈正相关关系。

综合来看，基于最优契约观，学者们都得出了较为统一的结论，但事实上，完美的契约往往是不存在的。管理者拥有企业经营权和决策权，管理层权力可能会凌驾于董事会之上，或者存在贿赂董事会的情况，完美的契约制定总会受外部或者内部环境的制约。故学者们尝试从管理层权力理论对高管薪酬激励机制做出了解释。

(二) 管理层权力理论

2008 年金融危机，高管高价薪酬事件的爆发，尤其是中国平安天价薪酬事件的爆发，引发了社会大众对高管薪酬的合理性的讨论，最优契约理论受到了质疑，管理者权力理论开始盛行。Bebchuk、Fried 和 Walker (2002) [16]在“最优契约理论”的基础上，提出了管理层权力理论(Managerial Power Approach)，又称为寻租观。这种视角认为管理者会运用自己的权力，可以建立符合自身利益的薪酬制定计划，从而

使得薪酬激励效应减弱, 高管薪酬契约的制定可能是高管寻租的结果。中国的学术研究支持了这一理论的发现, 例如陈冬华等人(2015) [17]将国企高管的在职消费将作为高管的隐性薪酬, 实证研究发现在职消费这一隐性薪酬不能起到很好的激励作用, 在职消费是内生于薪酬管制的产物。基于中国的制度背景, 方军雄(2009) [3]对我国高管薪酬进行了深入研究, 发现高管薪酬存在粘性现象, 即上市公司业绩上升(下降)时, 高管薪酬随之上升(下降)的幅度更大(更小), 在企业业绩上升时, 高管会独揽这份功劳, 而在企业经营绩效较差时, 高管往往会将此现象归咎于外界环境以及宏观政策的影响。此外, 方军雄(2012) [5]还发现了中国薪酬现象存在着严重的尺蠖效应。傅颀和汪祥耀(2013) [18]指出当前中国薪酬现状是货币薪酬与在职消费都处于较高的水平, 但企业绩效却未必很好, 最优契约理论已经无法对中国的薪酬现状做出解释, 实证结果表明管理层权力的增大削弱了高管薪酬激励的有效性, 逐渐增长的在职消费还可能诱发新的代理问题。

管理层权力支持者认为高管会利用职务的便利为自己谋取私人利益, 管理层权力越大, 薪酬与操纵性业绩的敏感性越强(权小锋等, 2010) [19]。公允价值计量属性近几年在我国盛行, 但由于公允价值存在着非常大的主观性和不确定因素, 可能会存在资产和负债的错误定价, 使得财务报表的可靠性降低, 且中国的上市公司普遍存在盈余管理行为, 经理人可能会为了业绩目标、政治目标以及奖金计划对财务报告进行操纵和盈余管理来掩盖自己获得私有收益(Healy and Wahlen., 1999) [20]。盈余管理行为为高管薪酬的操纵打开了一扇大门(罗宏等, 2016; 郑志刚, 2007) [21] [22]。王珏玮等人(2016) [23]以 2007 至 2012 年我国沪深两市发生重大并购的 A 股上市公司为研究对象, 实证发现并购收益越低, 盈余管理对促进高管薪酬增长的影响越大。李延喜等人(2007) [24]以可操纵性应计利润作为盈余管理的代理变量, 实证发现薪酬水平与调高的操纵性应计利润呈现正相关管薪, 表明薪酬激励已经成为了盈余管理的一个诱因。罗宏等人(2016) [18]将高管的心理因素与行为决策相结合, 得出高管的攀比动机越强, 更有可能实施真实盈余管理行为。

高管薪酬的差距也在一定程度上促进了薪酬乱象的频发。高管的薪酬可以体现高管的能力之外, 还能体现他在外的声誉, 在我国高管薪酬信息公开的情况下, 高管会以同行业公司的薪酬作为行业基准, 在此基础上持等或者拔高自己的薪酬水平(江伟, 2010) [25], 且高管之间薪酬差距过大可能会使高管产生“不公平”的认知, 让高管薪酬存在攀比现象(罗宏等, 2016) [21], 这使高管薪酬激励机制与公司绩效完全脱钩(杨德明、赵璨, 2012) [26]。黎文靖和胡玉明(2012) [27]基于国有企业的角度出发, 研究发现管理层权力与薪酬差距呈正相关关系。

4. 高管薪酬激励的影响因素与经济后果

(一) 影响因素

公司治理结构是影响高管薪酬契约的重要因素之一。事实上, 法律对投资者的保护程度, 市场化进程、媒体和公司外部环境监督等因素均对公司治理结构起着重要的作用(郑志刚, 2007; 杨德明, 赵璨, 2012; La Porta *et al.*, 1999) [22] [26] [28]。

企业集团是现代企业发展的高级组织形式之一, 被定义为“同意管理权威下以正式或者非正式方式结合的一组公司的集合”, 金字塔结构是企业集团的主要组织形式(La Porta *et al.*, 1999) [28]。从企业集团方面研究, 中国上市公司处于金字塔结构企业集团的现象极其普遍(刘慧龙, 2017; 刘慧龙等, 2019) [29] [30]。金字塔结构的好处是最终控制人能运用较小的现金流权获取较大的控制权, 进而加强对公司的控制能力, 在金字塔结构下, 企业集团内的资本市场规模巨大, 融资约束降低, 但同时也可能带来大股东的“隧道挖掘”问题, 所以金字塔公司所面临的代理成本问题比一般的公司更为严重(郑志刚, 2007) [22]。刘慧龙(2017) [29]尝试从金字塔控制链的角度探讨对高管薪酬契约的影响, 发现在金字塔控制链较长的企

业集团下，最终控制人难以对高管进行直接监督，对公司业绩有负面影响，且在高管薪酬水平较低时更为明显。故在金字塔控制链较长的情况下企业会给予高管薪酬较高的薪酬水平，且薪酬业绩敏感性会较低，若薪酬业绩敏感性高的话，则会给高管实施盈余管理提供了更多的机会。这支持了有效契约观理论。

从内部监督角度来看，薪酬委员会的独立性是公司治理机制中影响高管薪酬计划最直接的因素。按照主流理论，当内部董事的经理人兼任薪酬委员会委员，薪酬委员会的独立性较差时，经理人的薪酬水平可能上升，而其报酬-业绩敏感度却会下降，代理成本问题未能得到有效缓解，而基于薪酬辩护假说，有着薪酬辩护理由，且兼任薪酬委员会委员的管理者有权力制定自己的业绩薪酬计划，从而使得自己的薪酬-业绩敏感性较高(谢德仁等, 2012) [31]，这一研究发现支持了管理层权力理论的观点。公司治理主要通过“三会”发挥作用，即董事会、股东大会和监事会。董事会、监事会、与股东大会之间的权力并非是一成不变的，他们之间会存在博弈的过程，对薪酬的设计同样也是一个博弈的过程。董事会的独立性会有助于改善董事会的监督作用(白重恩等, 2005) [32]。随着我国近年来机构投资者数量的增多，投资者专业知识的拓展，机构投资者也逐渐成为公司治理的重要角色。当公司治理出现问题时，相较于“用脚投票”，我国的机构投资者更多地会从公司内部治理机制入手，干预公司的治理机制作用(李维安、李滨, 2008) [33]。从公司的股权结构研究，股东的话语权和投票权取决于他们持有股份的数量。公司的股权结构一般分为高度集中、高度分散和同时拥有多个大股东三种股权结构。在公司股权高度分散且公司经理持有股权较少或者不持有股份时，经理追求的目标是个人利益最大化，而并非股东价值最大化。当公司有相对控股股东且存在其他大股东时，公司的治理机制能发挥较大的作用，对经理人按股东利益最大化原则行事具有决定性的影响(孙永祥、黄祖辉, 1999) [34]。

从外部监督视角来看，媒体治理和外部审计监督方面的研究较为集中。媒体使得社会公众收集信息的成本大大降低，信息渠道增多，同时也使得信息可信度增强(郑志刚, 2007) [22]。媒体的关注，会迫使公司经理人的目标变成维护自身的声誉，从而放弃短暂的机会主义行为，而塑造出一个好的经理人形象(Fama and Jansen., 1983) [35]。针对我国的“天价薪酬”和“零薪酬”乱象，媒体发挥了一定的监督作用(杨德明、赵璨, 2012) [26]。经理薪酬与外部审计对企业绩效的影响也被广泛研究，审计作为一种外部的监督机制，能够在一定程度上制约经理人追求自利行为(Jensen and Meckling, 1976; 岳衡, 2006) [1] [36]。

(二) 经济后果

在企业投资效率方面，谢佩洪和汪春霞(2017) [37]从企业周期的视角作为出发点，实证研究发现了高管薪酬激励对于成长期企业的过度投资具有抑制作用，对成熟期投资不足的企业具有促进作用；同样，侯巧铭等(2017) [38]也从企业周期的视角，将管理费用作为管理者代理行为的衡量指标，实证发现随着企业生命周期的发展，管理者代理行为逐渐加强和管理者的自信水平逐渐减弱共同导致了企业非效率投资。黎文靖和胡玉明(2012) [27]基于薪酬差距的角度，发现国有企业中薪酬差距越大，管理层更倾向于冒险进行无投资效率。前面三者的研究略有不同，辛清泉(2007) [6]等人基于政府控制的企业，发现经理薪酬与投资过度和投资不足都存在负相关关系。基于资产管理机构、中央国企、地方国企和私有产权控制的不同产权性质企业，在经理薪酬与投资过度的研究中发现国有资产管理机构和地方国企控制的两类公司中，经理契约机制失效，三类衡量薪酬的指标均和投资过度呈现显著的负相关关系；同样，在经理薪酬与投资不足的研究中发现国有资产管理机构和地方国企控制的两类公司中，只有一种衡量经理薪酬的指标与投资不足呈现显著负相关关系，仅有微弱的证据证明了薪酬过低导致了企业投资不足。在创新投入方面，尹美群等人(2018) [39]实证研究发现高管薪酬激励对创新投入与企业绩效的关系具有正向的调节作用，在技术密集型、资本密集型和劳动密集型三种行业结果方面上看，高管薪酬激励可以增加技术密集型企业的创新投入，增强企业未来盈利能力，对于基本密集型和劳动密集型企业，高管薪酬有助于提升企业绩效的良好发展。张蕊等(2020) [40]将研究视角扩大到高管与关键下属的范围，实证研究发现关键下属与高

管间的薪酬差距越大, 企业创新投入产出越高。

5. 结论与展望

本文基于最优契约理论和管理层权力理论, 考察和解释了法律对投资者的保护程度、公司治理结构、高管权力、媒体治理、外部审计等因素对高管薪酬契约的影响, 进而考察高管薪酬对于企业投资效率、创新投入与企业绩效的经济后果。本文意识到提高高管薪酬确实是缓解股东与管理者代理成本的一项可行措施, 但企业业绩的提高不能完全说是受薪酬产生的正面影响, 原因在于高管是企业的核心人物, 手握企业经营决策权, 其有可能为了达到自己的绩效目标采取机会主义行为。

此外, 本文基于现有的研究, 认为学者们可以从以下方面进行深化讨论: 1) 明确界定研究对象(高管)定义, 深化研究对象(高管)的细分。2) 统一界定高管隐性薪酬方面的指标, 排除指标联合检验的问题。3) 从显性激励和隐性激励协同效应的角度出发, 同时引入高管心理层面因素, 深化高管心理层面因素对契约的影响, 联合检验高管薪酬对企业绩效的影响。

参考文献

- [1] Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [2] Jensen, M.C. and Murphy, K.J. (1990) Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
- [3] 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, 44(3): 110-124.
- [4] 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.
- [5] 方军雄. 高管超额薪酬与公司治理决策[J]. 管理世界, 2012(11): 144-155.
- [6] 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, 44(11): 68-81.
- [7] 谢德仁. 经理人激励的业绩基础选择: 理论分析与经验证据[J]. 会计研究, 2004(7): 55-60.
- [8] 姜付秀, 朱冰, 王运通. 国有企业的经理激励契约更不看重绩效吗? [J]. 管理世界, 2014(9): 143-159.
- [9] 姜付秀, 黄继承. 经理激励、负债与企业价值[J]. 经济研究, 2011, 46(5): 46-60.
- [10] Holmstrom, B. (1979) Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics*, 10, 74-91. <https://doi.org/10.2307/3003320>
- [11] 张娟, 黄志忠. 高管报酬、机会主义盈余管理和审计费用——基于盈余管理异质性的视角[J]. 南开管理评论, 2014, 17(3): 74-83+93.
- [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+93.
- [13] 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.
- [14] 刘浩, 许楠, 张然. 多业绩指标竞争与事前谈判: 高管薪酬合约结构的新视角[J]. 管理世界, 2014(6): 110-125.
- [15] 刘慧龙, 张敏, 王亚平, 吴联生. 政治关联、薪酬激励与员工配置效率[J]. 经济研究, 2010, 45(9): 109-121+136.
- [16] Bebchuk, L.A., Fried, J.M. and Walker, D.I. (2002) Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review*, 69, 751-846. <https://doi.org/10.2307/1600632>
- [17] 陈冬华, 范从来, 沈永建. 高管与员工: 激励有效性之比较与互动[J]. 管理世界, 2015(5): 160-171.
- [18] 傅颀, 汪祥耀. 所有权性质、高管货币薪酬与在职消费——基于管理层权力的视角[J]. 中国工业经济, 2013(12): 104-116.
- [19] 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, 45(11): 73-87.
- [20] Healy P.M. and Wahlen, J.M. (1999) A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 4, 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- [21] 罗宏, 曾永良, 宛玲羽. 薪酬攀比、盈余管理与高管薪酬操纵[J]. 南开管理评论, 2016, 19(2): 19-31+74.
- [22] 郑志刚. 法律外制度的公司治理角色——一个文献综述[J]. 管理世界, 2007(9): 136-147+159.
- [23] 王珏玮, 唐建新, 孔墨奇. 公司并购、盈余管理与高管薪酬变动[J]. 会计研究, 2016(5): 56-62.

- [24] 李延喜, 包世泽, 高锐, 孔宪京. 薪酬激励、董事会监管与上市公司盈余管理[J]. 南开管理评论, 2007(6): 55-61.
- [25] 江伟. 行业薪酬基准与管理者薪酬增长——基于中国上市公司的实证分析[J]. 金融研究, 2010(4): 144-159.
- [26] 杨德明, 赵璨. 媒体监督、媒体治理与高管薪酬[J]. 经济研究, 2012, 47(6): 116-126.
- [27] 黎文靖, 胡玉明. 国企内部薪酬差距激励了谁? [J]. 经济研究, 2012, 47(12): 125-136.
- [28] La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, **54**, 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- [29] 刘慧龙. 控制链长度与公司高管薪酬契约[J]. 管理世界, 2017(3): 95-112.
- [30] 刘慧龙, 齐云飞, 许晓芳. 金字塔层级、内部资本市场与现金持有竞争效应[J]. 会计研究, 2019(1): 79-85.
- [31] 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.
- [32] 白重恩, 刘俏, 陆洲, 宋敏, 张俊喜. 中国上市公司治理结构的实证研究[J]. 经济研究, 2005, 40(2): 81-91.
- [33] 李维安, 李滨. 机构投资者介入公司治理效果的实证研究——基于 CCGI^{NK} 的经验研究[J]. 南开管理评论, 2008(1): 4-14.
- [34] 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.
- [35] Fama, E.F. and Jensen, M.C. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, **26**, 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- [36] 岳衡. 大股东资金占用与审计师的监督[J]. 中国会计评论, 2006(1): 59-68.
- [37] 谢佩洪, 汪春霞. 管理层权力、企业生命周期与投资效率——基于中国制造业上市公司的经验研究[J]. 南开管理评论, 2017, 20(1): 57-66.
- [38] 侯巧铭, 宋力, 蒋亚朋. 管理者行为、企业生命周期与非效率投资[J]. 会计研究, 2017(3): 61-67.
- [39] 尹美群, 盛磊, 李文博. 高管激励、创新投入与公司绩效——基于内生性视角的分行业实证研究[J]. 南开管理评论, 2018, 21(1): 109-117.
- [40] 张蕊, 王洋洋, 廖佳. 关键下属高管晋升锦标赛的创新激励效应研究[J]. 会计研究, 2020(2): 143-153.