

非执行董事影响高管薪酬激励契约的选择吗？

——来自国有上市公司的经验证据

黄超

摘要：本文考察了国有公司的非执行董事是否会影响公司高管薪酬激励契约的选择。研究发现，非执行董事能够显著提高国有公司高管薪酬激励契约的有效性，抑制公司高管对于在职消费隐形激励契约的选择。进一步的分析显示，对于市场化水平较高地区的国有公司，非执行董事能够更好地发挥公司治理作用，对在职消费激励契约选择的抑制作用更明显。在机构投资者持股比例较低的国有公司，机构投资者发挥外部监督和治理的作用较弱，非执行董事抑制公司高管进行在职消费激励的作用更明显。

关键词：非执行董事、高管薪酬、市场化水平、机构投资者

中图分类号：F239.0 文献标识码：A

一、引言

2009年8月17日，人力资源和社会保障部会同中央组织部、监察部、财政部、审计署、国务院国资委等单位联合下发了《关于进一步规范中央企业负责人薪酬管理的指导意见》，被社会称之为“央企高管限薪令”。按照人保部有关人士的解释，央企薪酬规范将对地方国有企业高管薪酬起指导性作用。各地可在中央规范意见的框架下，制定本地区的薪酬管理规定。

当市场化的货币薪酬受到政府管制时，国有公司的管理层就开始寻求在职消费等隐性激励，以补偿货币薪酬的损失（陈冬华等，2005）。在契约不完备的状态下，作为薪酬结构的重要组成部分，在职消费有利于公司的正常经营发展，可以成为经理人进行自我激励的方法（傅硕和汪祥耀，2013）。但在我国的国有公司中，在职消费已经成为一种普遍现象，远远超过其正常水平，甚至处于失控和泛滥的状态（陈冬华等，2005）。一般而言，在我国企业中，尤其是国有企业，在职消费的数额远大于企业支付给管理者的货币报酬（陈冬华等，2005）。有关研究表明，国有企业在职消费会给公司业绩造成显著负面影响，即在职消费水平与公司业绩负相关（罗宏和黄文华，2008；周玮，2010；周仁俊等，2011）。

从西方早期文献来看，作为一种重要的制度安排，独立董事在公司治理中发挥着重要的监督作用（Fama and Jensen, 1983; 1988; Rosenstein and Wyatt, 1990）。但是在中国的资本市场上，独立董事常常由于他们的“不独立”、“不作为”而饱受业界和学术界的抨击（罗进辉，2014）。我国上市公司董事可以分为执行董事、非执行董事和独立董事。虽然，独立董事不在公司任职，被认为具有较高独立性，但直接由大股东和其他有重要影响的股东推举委派的非执行董事可能更加独立于管理层（陆正飞和胡诗阳，2015）。国内关于非执行董事发挥公司治理功能的研究还很鲜见，仅有学者研究了非执行董事对公司绩效、企业价值、盈余平滑等的影响（吴淑琨等，2001；王华和黄之骏，2006；陆正飞和胡诗阳，2015）。在众多制度安排中，激励机制被视为公司治理的核心内容，因而，非执行董事是否会影响高管薪酬是一个重要而有趣的话题。

本文检验了非执行董事对于高管薪酬激励契约的治理作用。我们发现，非执行董事能够显著提高高管薪酬激励契约选择的有效性，抑制国有公司高管选择在职消费的激励形式，对管理层有一定的监督和制衡作用。其次，市场化进程对于非执行董事发挥作用也有很大关系，当市场化水平较高时，非执行董事对于高管薪酬契约的治理效果更好，对高管在职消费契约选择的抑制作用更大。我们认为，这是因为在市场化水平较高时，货币薪酬契约的成本比在职消费契约的成本下降更多，非执行董事更有动机促使国有公司较少选择在职消费的激励契约。最后，机构投资者持股比例较低的国有公司中，非执行董事对于高管薪酬契约的治理效果更显著。我们认为，这可能是因为机构投资者对管理层的外部监督作用替代了一部分非执行董事的职能。

本文的主要贡献体现如下。首先，公司高管薪酬一直是学术研究的热点，本文通过分析高管薪酬激励契约中货币薪酬与在职消费之间的替代效应，深化了我们对公司高管薪酬结构的理解。其次，本文首次就非执行董事对高管薪酬激励契约选择的影响进行了分析，丰富了非执行董事方面的研究文献，也丰富了我们对董事会发挥公司治理作用的认识。第三，本文的发现对于我国监管机构和上

上市公司进一步完善公司治理机制具一定的参考价值。

文章其他部分的内容安排如下：第二部分对相关文献进行了回顾，并在理论分析的基础上提出研究假说；第三部分是研究设计，介绍了样本、数据和模型；第四部分为实证检验与结果报告；第五部分进行了若干稳健性测试，最后对全文进行总结。

二、文献回顾与假说发展

作为公司正常经营的需要以及契约不完备性的产物，在职消费行为本身具有一定的合理性而成为一种不可或缺的必然（陈冬华等，2005）。但是与经营者收入呈鲜明对比的是，一些企业经营者在职消费随意性强，过多过滥，甚至处于失控状态（陈冬华等，2005）。这种自我激励过滥的代价足以抵消其对企业经营业绩带来的正面影响，甚至逐渐成为经理人侵占公司资源的一种手段（周仁俊等，2010；Grossman和Hart，1980）。

一般来说，管理层权力越大，受监督越弱，就越可能享受更多在职消费（权小锋等，2010）。随着高管权力的扩张，薪酬激励的有效性受到制约，公司经理人员会利用其职位权力谋求各种形式的私有收益（吕长江和赵宇恒，2008）。肖浩和孔爱国（2014）也认为，相对于股东公司管理层拥有天然的信息优势，其利用信息优势获取自身最大利益是理性人的必然选择。此外，由于我国上市公司普遍存在“内部人控制”和公司治理机制不完善等问题，在职消费往往成为管理者追求私人收益最大化的一种表现（李艳丽等，2012）。

委托代理问题源于所有权和经营权的分离，而作为管理层和股东代理问题的一种，在职消费具有负面的经济后果，有损企业价值（Jensen和Meckling，1976）。所有者和经营者并没有就在职消费签订契约，若监控不力，则很可能导致滥用在职消费而引发高昂的代理成本（陈冬华和梁上坤，2010）。刘银国和张琛（2012）研究证实，在职消费为高管提供了非货币的私人收益，是高管侵占公司资源的一种手段，是代理成本的一种表现形式。

与西方企业相比，我国上市公司，特别是国有上市公司管理层所面临的较低货币薪酬、尚不成熟的股权激励、相对宽松的市场监管以及社会普遍接受的商业价值观等，使得在职消费成为管理层薪酬中的重要部分，甚至远超过货币薪酬（卢锐等，2008）。由于政府对国有控股上市公司经理层的薪酬实施了管制，事实上剥夺了国有企业经理人进行薪酬谈判的权力（陈冬华等，2005）。在显性激励不足的情况下，国有控股上市公司管理者更倾向于利用在职消费来获取最大限度的隐性激励，这表现为在我国国有企业中，在职消费常常远超合理的水准，体现出这种自我激励的高昂成本（罗宏和黄文华，2008）。

事实上，在国有企业，出于众所周知的“所有者缺位”和“内部人控制”原因，导致高管人员手中掌握的资源多、权力大，在职务消费上具有很大的“自由裁量权”，因此在信息不透明、监督机制不健全的情况下，容易滋生隐性腐败，扩大在职消费的种类和范围（王新等，2015；王曾等，2014；杨德明和赵璨，2014）。尽管我国国有企业存在薪酬管制，在职消费或许会成为激励国有企业管理者的一种替代手段，但是这会增加政府对国有企业的控制成本，而且，从现阶段看，这种替代手段需要付出极大的代价，因为在职消费显著降低了国有企业的业绩（周玮，2010）。卢锐等（2008）对在职消费与企业经营业绩的关系进行了研究，发现管理层在职消费具有负面效应，会降低企业的经营业绩。周仁俊等（2010）也有相同的发现，管理层在职消费程度与企业经营业绩的负相关关系在国有控股上市公司表现更为明显。

如何签订高管的激励契约，增强高管与相关者的利益一致性，监督管理者的在职消费行为，从而降低代理成本，成为公司治理的重要命题（陈冬华等，2010；李艳丽等，2012）。基于不同的薪酬形式对于管理层具有不同的激励效果和强度，周仁俊等（2011）研究了我国上市公司管理层薪酬结构与经营业绩的相关性，发现高薪低在职消费型激励效果最佳，而低薪高在职消费型激励效果最差；货币薪酬的提高会增强薪酬结构的激励效果，在职消费水平的提高则会降低薪酬结构的激励效果。

关于如何抑制管理层对于在职消费激励契约的选择，很多学者提出了自己的观点。Easterbrook（1984）认为，现金股利是一种有效的治理机制，支付现金股利能够降低管理层增加在职消费的可能性。罗宏和黄文华（2008）研究发现，国企分红能够抑制高管在职消费。卢锐等（2008）则指出，弱化管理层权力能够抑制在职消费并提高企业绩效。但是，关于非执行董事与国有公司高管薪酬激励契约选择的文献还很鲜见。

为了缓解管理层和股东之间存在的信息不对称和代理冲突等问题，大股东和其他有重要影响的股东选择自己的代理人直接进入董事会对企业管理层进行监督，而这些代理人往往都是非执行董事。我国上市公司董事会中的非执行董事是指不在管理层任职、不领取薪酬的董事。国内外有大量文献

对非执行董事发挥的公司治理效应进行了研究。Forker (1992) 认为, 董事会中独立非执行董事的比例越高, 对财务信息披露质量的监控就会越强, 并且会减少经理人员保留信息而获得的好处。吴淑琨等 (2001) 发现, 非执行董事的比例与公司绩效正相关。王华和黄之骏 (2006) 的研究发现, 非执行董事比例和经营者股权激励存在显著的正向互动关系, 与企业价值之间也存在正向互动关系。陆正飞和胡诗阳 (2015) 的研究发现, 非执行董事对管理层进行的盈余平滑具有显著的抑制作用。

基于上述分析, 非执行董事能够发挥公司治理作用, 缓解股东和经理人之间的代理冲突, 因此可以在一定程度上抑制管理层过高的在职消费水平, 增强货币薪酬与在职消费之间的替代效应。由此, 我们提出本文的研究假说1。

H1: 非执行董事将显著降低在职消费在高管薪酬契约中的比重。

在市场化水平不高的区域, 政府干预较强, 国有资产管理部门与经理人间的信息不对称情况可能仍然很严重, 产品市场、人才市场的发育相对滞后, 法律环境不够完善; 而市场化水平较高的地区, 上述情况大大缓解, 货币薪酬的契约成本下降, 而可能在契约组合中得到更多的使用 (陈冬华等, 2010)。

作为一种隐性的经济补偿形式, 国有企业经理的在职消费内生于国有企业面临的薪酬管制约束 (陈冬华等, 2005)。而随着市场化改革的推进, 在职消费这种替代性的补偿制度便可能让位于正式的、市场化的货币薪酬契约。市场化水平的提高在调查和信息成本、谈判和决策成本、制定和实施成本三个方面, 都会大幅度降低货币薪酬契约的交易成本。尽管这一过程中, 在职消费契约的交易成本可能也在降低, 但相比而言货币薪酬契约成本下降的幅度更大 (陈冬华等, 2010)。当市场化程度提高时, 相比隐性的在职消费契约, 货币薪酬契约成本可能减少得更多, 因而在契约组合中会得到更多应用 (陈冬华等, 2010)。另外, 伴随着市场化改革的不断推进, 国有企业经理薪酬之于企业业绩的敏感性也逐渐增强, 因此用货币薪酬替代在职消费对国有公司高管进行激励有助于提高企业业绩。

因此, 在市场化水平较高的地区, 货币薪酬契约的成本较小, 非执行董事提高高管薪酬结构中货币薪酬所占比重更显著。由此, 我们提出研究假说2。

H2: 相对于市场化水平较低地区, 非执行董事在市场化水平较高地区降低公司在职消费在高管薪酬契约中的比重更明显。

李善民和王彩萍 (2007) 有证据表明, 我国机构投资者能够积极参与公司治理并影响上市公司薪酬水平。薄仙慧和吴联生 (2009) 的研究也表明, 机构投资者持股有利于改善公司治理。综上可知, 机构投资者能够在一定程度上发挥积极的治理作用。同样, 作为管理层侵占股东利益的一种方式, 在职消费也必然会受到机构投资者的关注。机构投资者持股比例越高, 其对上市公司的话语权就越大, 从而越有利于抑制管理层的在职消费 (李艳丽等, 2012)。

因此, 在机构投资者持股比例较低的国有公司, 外部机构投资者的话语权较小, 对在职消费契约的选择抑制作用较小, 非执行董事能更好地发挥公司治理作用从而增强货币薪酬和在职消费的替代关系, 提高高管薪酬激励契约选择有效性也更明显。由此, 我们提出研究假说3。

H3: 相对于机构投资者持股比例较高公司, 非执行董事在机构投资者持股比例较低公司降低在职消费在高管薪酬契约中的比重更明显。

三、研究设计

(一) 样本与数据

本文以深沪两市所有上市公司为研究对象, 以2007-2013年为样本期间, 并按以下标准筛选公司:

(1) 剔除金融类公司; (2) 剔除其他相关数据缺失公司。本研究使用的公司财务数据来自CSMAR数据库。回归分析时, 为剔除极端值的影响, 我们对所有连续变量进行了头尾1%的Winsor处理, 最后我们共取得6062个有效数据观察值。

(二) 检验模型

为检验本文的研究假说, 我们构造了如下回归模型:

$$\begin{aligned} Substi_{it} = & \alpha + \beta_1 Nonexec_{it} + \beta_2 Inde_{it} + \beta_3 Rpay_{it} + \beta_4 Size_{it} \\ & + \beta_5 Leve_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 Mshare_{it} + \beta_8 Dual_{it} \quad (1) \\ & + \beta_9 BSi_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon \end{aligned}$$

表1 变量说明

变量代码	变量名称	说明
Lnperk	在职消费	采用间接法将年报中披露的管理费用扣除与职务消费不相关项目后的余额取自然对数
Lnpay	货币薪酬	公司年报中披露的薪酬最高的前三名高管报酬总额取自然对数
Substi	高管薪酬结构	货币薪酬与在职消费之间的替代效应
Nonexe	非执行董事比例	董事会中非执行董事人数与董事会总人数之比
Inde	独立董事比例	董事会中独立董事人数与董事会总人数之比
Rpay	相对薪酬	公司高管平均薪酬与普通雇员的平均薪酬之比
Size	公司规模	公司资产总额取自然对数
Lev	资产负债率	代表财务杠杆, 负债总额与资产总额之比
Profit	净利润	利润总额与所得税费用之差
Mshare	管理层持股比例	管理层总体持股占公司总股本的比例
Dual	两职合一	如果董事长和总经理为同一人, 取值为1, 否则为0
Bs	董事会规模	董事会人数
Market	市场化水平	如果公司所在地区的得分高于所有省份的中位数, 取值为1, 否则为0
Inshold	机构投资者持股比例	如果公司机构投资者持股比例高于中位数, 取值为1, 否则为0

相关变量说明见表1。根据权小锋等(2010)的做法,对于高管在职消费变量,本文采用间接法将年报中披露的管理费用扣除与职务消费不相关项目后的余额作为衡量指标。对于货币薪酬变量,我们采用公司年报中披露的薪酬最高的三名高管报酬总额进行表征。 $Lnperk_{i,t}$ 是上市公司高管的在职消费的自然对数; $Lnpay_{i,t}$ 是上市公司高管的货币薪酬的自然对数。为了研究上市公司高管的货币薪酬与在职消费之间的替代效应,本文借鉴傅硕和汪祥耀(2013)以及王新等(2015)的做法,将 $Substi_{i,t}$ 定义为 $Lnperk_{i,t}$ 减去 $Lnpay_{i,t}$,即分别对在职消费和货币薪酬取自然对数,然后取两者之差作为衡量标准。 $Nonexe_{i,t}$ 为非执行董事在董事会中的人数占比。

控制变量中,相对薪酬作为衡量薪酬受管制程度的变量,其数值越低说明高管人员与普通员工薪酬差距越小,受管制的程度越大(傅硕和汪祥耀,2013)。相对薪酬用管理者人均年薪与员工人均薪酬之比来衡量。在计算员工人均薪酬时,本文采用陈冬华等人(2005)的方法,以“支付给职工以及为职工支付的现金流量”与员工人数之比表示员工人均薪酬。其他控制变量包括: $Size_{i,t}$ 等于公司年末总资产的自然对数; $Lev_{i,t}$ 为公司资产负债率,等于公司负债与总资产的比值; $Profit_{i,t}$ 等于公司净利润; $Mshare_{i,t}$ 即管理层持股比例,用高管人员持股数量与总股数之比来衡量; $Market_{i,t}$ 代表地区市场化水平,基于樊纲等(2011)编制的《中国市场化指数》中的市场化指数,如果公司所在地区的得分高于所有省份的中位数,取值为1,否则为0;最后,我们还在模型中控制了行业和年度的影响。

四、实证结果

(一) 描述性统计

表2是全样本上市公司各变量的描述性统计结果。其中显示,高管在职消费水平的差距非常大。高管在职消费最大值为316530万元,最小值为651万元,两者相差大约486.22倍。另外,高管货币薪酬水平的差距也很大。高管货币薪酬最大值为3068万元,最小值为3万元,两者相差大约1022.67倍。由此可见,不同行业和不同公司之间的薪酬水平有很大差别,高管薪酬制度还需要进一步完善。公司高管货币薪酬的均值为154万元,而在职消费的均值为32820万元。高管在职消费均值是货币薪酬均值的213.12倍,说明上市公司高管所获取的隐性薪酬远远超过显性薪酬,这与傅硕和汪祥耀(2013)的研究结果是一致的。以上结果表明,在国有公司高管薪酬结构中,在职消费已经成为非常重要的组成部分。

样本公司中,非执行董事平均占比为45.02%,独立董事平均占比为35.76%,这说明董事会中非执行董事人数一般多于独立董事,扮演着非常重要的角色。相对薪酬Rpay的均值为6.7669,说明上市公司高管平均薪酬大约是员工人均薪酬的7倍,两者之间的差距还是很大的。相对薪酬的最大值为37.203,最小值为0.3669,两者相差大约101.40倍,由此可见,不同行业不同公司高管薪酬和员工人

均薪酬的差距很大。样本公司规模Size的均值为22.155，平均的资产负债率为52.57%，其中管理层持股比例平均为0.48%。样本公司中，净利润Profit的均值为41475万元，其中董事会人数平均为10人左右，但是不同公司之间的董事会规模差异较大，董事会人数最多的为18人，而最少的仅为4人。

表2 变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Perk	6,062	3.2820	1.2058	5.8966	0.0651	31.653
Pay	6,062	0.0154	0.0117	0.0152	0.0003	0.3068
Substi	6,062	4.8064	4.7379	1.1236	2.0547	7.5829
Nonexe	6,062	0.4502	0.4545	0.1264	0.1111	0.6853
Inde	6,062	0.3576	0.3333	0.0623	0.2308	0.5714
Rpay	6,062	6.7669	4.8333	6.3002	0.3669	37.203
Size	6,062	22.155	21.965	1.3106	18.990	25.521
Lev	6,062	0.5257	0.5375	0.2052	0.0395	1.1418
Profit	6,062	4.1475	1.0348	9.9241	-5.6456	55.479
Mshare	6,062	0.4832	0.0019	2.6376	0.0000	47.623
Dual	6,062	0.0993	0.0000	0.2991	0.0000	1.0000
Bs	6,062	9.4541	9.0000	1.9258	4.0000	18.000

注：Perk、Pay和Profit的单位均为亿元；Mshare的单位为%。

表3是市场化水平较高地区的公司子样本各变量的描述性统计结果；表4是市场化水平较低地区的公司子样本各变量的描述性统计结果。在市场化水平较高地区的公司子样本中，高管在职消费的均值为34743万元，最大值为316530万元，最小值为651万元，两者相差大约486.22倍。在市场化水平较低地区的公司子样本中，高管在职消费的均值为26756万元，最大值为316530万元，最小值为651万元，两者也相差大约486.22倍。另外，市场化水平较高地区的公司子样本中，高管货币薪酬水平的均值为168万元，最大值为3068万元，最小值为9万元，两者相差大约340.89倍。在市场化水平较低地区的公司子样本，高管货币薪酬水平的均值为108万元，最大值为1572万元，最小值为3万元，两者也相差大约524倍。由此可见，处于市场化水平较高地区的公司高管在职消费的均值低于处于市场化水平较低地区的公司，但货币薪酬的均值高于处于市场化水平较低地区的公司。因此，处于市场化水平较高地区的公司，高管货币薪酬契约更多地代替了在职消费契约，这与陈冬华等（2010）的研究结论一致。

表3 市场化水平较高地区的公司子样本变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Perk	4,603	3.4743	1.2514	6.1834	0.0651	31.653
Pay	4,603	0.0168	0.0129	0.0162	0.0009	0.3068
Substi	4,603	4.7504	4.6602	1.1216	2.0547	7.5829
Nonexe	4,603	0.4502	0.4545	0.1256	0.1111	0.6853
Inde	4,603	0.3577	0.3333	0.0624	0.2308	0.5714
Rpay	4,603	7.0942	5.0964	6.4742	0.3669	37.203
Size	4,603	22.219	22.001	1.3282	18.990	25.521
Lev	4,603	0.5222	0.5374	0.2032	0.0395	1.1418
Profit	4,603	4.6607	1.1483	10.729	-5.6456	55.479
Mshare	4,603	0.5663	0.0027	2.8085	0.0000	47.623
Dual	4,603	0.0993	0.0000	0.2991	0.0000	1.0000
Bs	4,603	9.4445	9.0000	1.9332	4.0000	18.000

注：Perk、Pay和Profit的单位均为亿元；Mshare的单位为%。

表4 市场化水平较低地区的公司子样本变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Perk	1,459	2.6756	1.0846	4.8347	0.0651	31.653
Pay	1,459	0.0108	0.0087	0.0105	0.0003	0.1572
Substi	1,459	4.9830	4.9981	1.1118	2.0547	7.5829
Nonexe	1,459	0.4501	0.4545	0.1291	0.1111	0.6853
Inde	1,459	0.3573	0.3333	0.0620	0.2308	0.5714
Rpay	1,459	5.7345	4.1531	5.5945	0.3669	37.203
Size	1,459	21.950	21.816	1.2319	18.990	25.521
Lev	1,459	0.5367	0.5411	0.2111	0.0395	1.1418
Profit	1,459	2.5283	0.6732	6.5302	-5.6456	55.479
Mshare	1,459	0.2212	0.0006	1.9836	0.0000	43.667

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Dual	1,459	0.0994	0.0000	0.2993	0.0000	1.0000
Bs	1,459	9.4846	9.0000	1.9027	4.0000	17.000

注：Perk、Pay和Profit的单位均为亿元；Mshare的单位为%。

表5是机构投资者持股比例较高的公司子样本各变量的描述性统计结果；表6是机构投资者持股比例较低的公司子样本各变量的描述性统计结果。在机构投资者持股比例较高的公司子样本中，高管在职消费的均值为43189万元，最大值为316530万元，最小值为651万元，两者相差大约486.22倍。在机构投资者持股比例较低的公司子样本中，高管在职消费的均值为22452万元，最大值为316530万元，最小值为651万元，两者也相差大约486.22倍。另外，机构投资者持股比例较高的公司子样本中，高管货币薪酬水平的均值为183万元，最大值为3068万元，最小值为3万元，两者相差1022.67倍。在机构投资者持股比例较低的公司子样本，高管货币薪酬水平的均值为125万元，最大值为1931万元，最小值为4万元，两者相差482.75倍。由此可见，处于机构投资者持股比例较高的公司高管在职消费的均值高于机构投资者持股比例较低的公司，但货币薪酬的均值高于机构投资者持股比例较低的公司。因此，机构投资者持股比例较高的公司，高管货币薪酬契约更多地代替了在职消费契约，这与陈冬华等（2010）的研究结论一致。

表5 机构投资者持股比例较高的公司子样本变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Perk	3,031	4.3189	1.7410	6.7988	0.0651	31.653
Pay	3,031	0.0183	0.0142	0.0169	0.0003	0.3068
Substi	3,031	4.9291	4.8503	1.1718	2.0547	7.5829
Nonexe	3,031	0.4571	0.4545	0.1259	0.1111	0.6853
Inde	3,031	0.3578	0.3333	0.0653	0.2308	0.5714
Rpay	3,031	7.3316	5.1204	6.7372	0.3669	37.203
Size	3,031	22.499	22.363	1.3315	18.990	25.521
Lev	3,031	0.5265	0.5406	0.1955	0.0395	1.1418
Profit	3,031	6.0650	1.7490	11.959	-5.6456	55.479
Mshare	3,031	0.3902	0.0011	2.2287	0.0000	34.676
Dual	3,031	0.0855	0.0000	0.2796	0.0000	1.0000
Bs	3,031	9.5784	9.0000	2.0206	5.0000	18.000

注：Perk、Pay和Profit的单位均为亿元；Mshare的单位为%。

表6 机构投资者持股比例较低的公司子样本变量的描述性统计

变量	观察值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
Perk	3,031	2.2452	0.8949	4.6020	0.0651	31.653
Pay	3,031	0.0125	0.0096	0.0127	0.0004	0.1931
Substi	3,031	4.6836	4.6278	1.0593	2.0547	7.5829
Nonexe	3,031	0.4433	0.4444	0.1266	0.1111	0.6853
Inde	3,031	0.3574	0.3333	0.0592	0.2308	0.5714
Rpay	3,031	6.2022	4.5500	5.7767	0.3669	37.203
Size	3,031	21.810	21.689	1.1939	18.990	25.521
Lev	3,031	0.5249	0.5327	0.2146	0.0395	1.1418
Profit	3,031	2.2300	0.6420	6.8294	-5.6456	55.479
Mshare	3,031	0.5762	0.0031	2.9886	0.0000	47.623
Dual	3,031	0.1132	0.0000	0.3168	0.0000	1.0000
Bs	3,031	9.3299	9.0000	1.8180	4.0000	18.000

注：Perk、Pay和Profit的单位均为亿元；Mshare的单位为%。

表7报告了主要变量的Pearson相关系数。可以看到，高管薪酬替代效应Substi与非执行董事比例变量Nonexe的相关系数为-0.0677，在1%水平上显著，说明，随着非执行董事占比的增加，高管薪酬结构中在职消费所占比例下降。另外，统计显示，高管薪酬替代效应Substi与独立董事占比Inde的相关系数为0.0834，且在1%水平上显著，这说明随着独立董事占比的增加，国有公司的高管薪酬结构中在职消费所占比例越来越高。

另外，高管薪酬替代效应Substi与相对薪酬Rpay在1%水平上显著负相关；高管薪酬替代效应Substi与公司规模Size在1%水平上显著正相关；高管薪酬替代效应Substi与资产负债率Lev在1%水平上显著正相关；高管薪酬替代效应Substi与净利润Profit在1%水平上显著正相关。高管薪酬替代效应Substi与管理层持股Mshare的相关系数为-0.1247，且在1%水平上显著，这说明随着管理层持股比例的增加，国有公司的高管薪酬结构中在职消费所占比例越来越低。另外，高管薪酬替代效应Substi

与两职合一Dual显著负相关；高管薪酬替代效应Substi与董事会规模Bs在1%水平上显著正相关。

表7 变量的Pearson相关系数

	Substi	Nonexe	Inde	Rpay	Size	Lev	Profit	Mshare	Dual	Bs
Substi	1.0000									
Nonexe	-0.0677 ***	1.0000								
Inde	0.0834 ***	-0.4554 ***	1.0000							
Rpay	-0.1182 ***	-0.0644 ***	0.0422 ***	1.0000						
Size	0.5559 ***	-0.0353 ***	0.1134 ***	0.2292 ***	1.0000					
Lev	0.2368 ***	-0.0360 ***	0.0375 ***	0.0096	0.3012 ***	1.0000				
Profit	0.3735 ***	-0.0258 **	0.1096 ***	0.2133 ***	0.6203 ***	0.0181	1.0000			
Mshare	-0.1247 ***	-0.0361 **	-0.0129	0.0757 ***	-0.0853 ***	-0.1611 ***	-0.0181	1.0000		
Dual	-0.0232 *	-0.1962 ***	0.0177	0.0625 ***	-0.0621 ***	-0.0139	-0.0242 *	0.0636 ***	1.0000	
Bs	0.1545 ***	0.1557 ***	-0.1528 ***	0.0821 ***	0.2539 ***	0.0519 ***	0.1535 ***	-0.0548 ***	-0.0660 ***	1.0000

注：*、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著。

（二）非执行董事与高管薪酬结构

表8为上述模型（1）的回归结果。第（1）列回归仅纳入相关控制变量，结果显示：随着相对薪酬的增加，薪酬构成中在职消费更多地被货币薪酬所替代；公司规模越大，高管货币薪酬与在职消费之间的替代效应越不明显；资产负债率越高，高管货币薪酬与在职消费之间的替代效应越不明显；管理层持股比例越高的公司，高管货币薪酬与在职消费之间的替代效应越明显；对于利润越高的公司，高管货币薪酬与在职消费之间的替代效应越不明显。

第（3）列，我们进一步纳入非执行董事比例变量Nonexe。其中显示，Nonexe的回归系数为-0.5940，在1%水平上显著，表明非执行董事占比越高的公司，高管货币薪酬与在职消费之间的替代效应越明显。回归结果验证了本文的研究假说1，即伴随着非执行董事比例的增加，国有公司高管薪酬激励契约结构发生显著改变，在职消费更多地被货币薪酬所替代。

为了控制行业和年度对回归结果的影响，我们在第（2）列和第（4）列中纳入行业固定效应和年度固定效应。结果显示，非执行董事比例变量Nonexe的回归系数仍为负，且在1%水平上显著，进一步验证了上述研究结论，即非执行董事显著提高了高管薪酬机构中货币薪酬的比例，在职消费更多地被货币薪酬所替代。

表8 非执行董事与高管薪酬结构的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
Nonexe			-0.5940*** (0.003)	-0.3460** (0.037)
Inde	0.4590 (0.127)	0.1750 (0.486)	-0.0682 (0.840)	-0.1290 (0.650)
Rpay	-0.0467*** (0.000)	-0.0546*** (0.000)	-0.0471*** (0.000)	-0.0549*** (0.000)
Size	0.4450*** (0.000)	0.5350*** (0.000)	0.4440*** (0.000)	0.5330*** (0.000)
Lev	0.4330*** (0.000)	0.6480*** (0.000)	0.4220*** (0.000)	0.6430*** (0.000)
Profit	0.0111*** (0.000)	0.0095*** (0.000)	0.0113*** (0.000)	0.0097*** (0.000)
Mshare	-2.0730*** (0.002)	-2.2610*** (0.001)	-2.1430*** (0.002)	-2.3050*** (0.001)
Dual	0.1180 (0.101)	0.1150* (0.057)	0.0730 (0.318)	0.0889 (0.153)
Bs	0.0145	0.0003	0.0179	0.0023

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	(0.288)	(0.977)	(0.187)	(0.838)
Constant	-5.3140*** (0.000)	-6.5870*** (0.000)	-4.8500*** (0.000)	-6.2790*** (0.000)
Cluster	Firm	Firm	Firm	Firm
Industry	No	Yes	No	Yes
Year	No	Yes	No	Yes
Adjusted R ²	0.382	0.554	0.385	0.555
N	6,274	6,274	6,274	6,274

注: *、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著, 括号内为P值。

(三) 市场化水平的影响

为考察产市场化水平对非执行董事与高管薪酬替代效应间关系的影响, 我们按市场水平高低进行分组对模型(1)进行检验。如表9所示, 第(3)列表示市场化水平较高地区的公司样本组, 而第(4)列表示市场化水平较低地区的公司样本组。结果显示, 第(3)列中Nonexe的回归系数为-0.5240, 且在1%水平上显著, 而第(4)列中Nonexe的回归系数为-0.0625, 但不显著(P值为0.718)。进一步, 采用SUE方法对两组样本回归系数进行检验发现, 回归系数差异在5%水平上显著(p值为0.0194)。这些结果表明, 在市场化水平较高地区, 非执行董事可以显著抑制公司高管薪酬结构中在职消费所占比重; 而在市场化水平较低地区, 非执行董事对公司高管薪酬结构中在职消费占比的影响不显著。表9的结果支持了本文的假说2, 即随着市场化进程的不断推进, 非执行董事对高管薪酬契约中在职消费这种隐形激励所占的比重的抑制作用也越来越明显。

表9 市场化水平的影响

变量	Market=1 (1)	Market=0 (2)	Market=1 (3)	Market=0 (4)
Nonexe			-0.5240*** (0.000)	-0.0625 (0.718)
Inde	0.2310 (0.208)	0.0114 (0.972)	-0.2390 (0.243)	-0.0418 (0.907)
Rpay	-0.0501*** (0.000)	-0.0675*** (0.000)	-0.0502*** (0.000)	-0.0676*** (0.000)
Size	0.5430*** (0.000)	0.5340*** (0.000)	0.5400*** (0.000)	0.5340*** (0.000)
Lev	0.7630*** (0.000)	0.1000 (0.339)	0.7640*** (0.000)	0.0959 (0.364)
Profit	0.0083*** (0.000)	0.0189*** (0.000)	0.0085*** (0.000)	0.0189*** (0.000)
Mshare	-1.8290*** (0.000)	-3.2210*** (0.001)	-1.8970*** (0.000)	-3.2340*** (0.001)
Dual	0.1220*** (0.001)	0.1830*** (0.008)	0.0868** (0.020)	0.1780** (0.011)
Bs	-0.0010 (0.875)	-0.0024 (0.833)	0.0018 (0.762)	-0.0021 (0.849)
Constant	-7.3120*** (0.000)	-5.5900*** (0.000)	-6.8260*** (0.000)	-5.5450*** (0.000)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.573	0.569	0.575	0.568
N	4,603	1,459	4,603	1,459
Nonexe系数比较检验				p-value=0.0194

注: *、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著, 括号内为P值。

(四) 机构投资者持股比例的影响

为考察机构投资者持股比例对非执行董事与高管薪酬替代效应间关系的影响, 我们按机构投资者持股比例高低进行分组对模型(1)进行检验。如表10所示, 第(3)列表示机构投资者持股比例较高的公司样本组, 而第(4)列表示机构投资者持股比例较低的公司样本组。结果显示, 第(3)列中Nonexe的回归系数为-0.1670, 但不显著(P值为0.189), 而第(4)列中Nonexe的回归系数为-0.5360, 且在1%水平上显著。进一步, 采用SUE方法对两组样本回归系数进行检验发现, 回归系数差异在5%水平上显著(p值为0.0385)。这些结果表明, 在机构投资者持股比例较低的公司, 非执行董事可以

显著抑制公司高管薪酬结构中在职消费所占比重；而在机构投资者持股比例较高的公司，非执行董事对公司高管薪酬结构中在职消费占比的影响不显著。表10的结果支持了本文的假说3，随着机构投资者持股比例的下降，非执行董事对高管薪酬契约中在职消费这种隐形激励所占的比重的抑制作用也越来越明显。

表10 机构投资者持股比例的影响

变量	Inshold=1 (1)	Inshold=0 (2)	Inshold=1 (3)	Inshold=0 (4)
Nonexe			-0.1670 (0.189)	-0.5360*** (0.000)
Inde	0.0234 (0.914)	0.1710 (0.477)	-0.1220 (0.616)	-0.3040 (0.248)
Rpay	-0.0533*** (0.000)	-0.0564*** (0.000)	-0.0533*** (0.000)	-0.0572*** (0.000)
Size	0.5820*** (0.000)	0.5130*** (0.000)	0.5820*** (0.000)	0.5090*** (0.000)
Lev	0.5180*** (0.000)	0.6010*** (0.000)	0.5160*** (0.000)	0.5960*** (0.000)
Profit	0.0078*** (0.000)	0.0113*** (0.000)	0.0078*** (0.000)	0.0115*** (0.000)
Mshare	-2.6520*** (0.000)	-2.1660*** (0.001)	-2.7000*** (0.000)	-2.1850*** (0.001)
Dual	0.0613 (0.209)	0.1520*** (0.000532)	0.0487 (0.327)	0.1140** (0.0105)
Bs	-0.0057 (0.430)	0.0062 (0.442)	-0.0048 (0.508)	0.0091 (0.264)
Constant	-7.2760*** (0.000)	-6.3140*** (0.000)	-7.1300*** (0.000)	-5.8180*** (0.000)
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.6140	0.4980	0.6140	0.5010
N	3,031	3,031	3,031	3,031
Nonexe系数比较检验		p-value=0.0383		

注：*、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著，括号内为P值。

五、稳健性检验

(一) 高管薪酬替代效应的重新定义

如前所述，为了研究公司高管的货币薪酬与在职消费之间的替代效应，我们将 $Substii,t$ 定义为 $Lnperki,t$ 减去 $Lnpayi,t$ 。这里我们改变替代效应的度量方法，对在职消费和货币薪酬金额分别取自然对数之后再取两者之商，即 $Lnperki,t/Lnpayi,t$ ，然后重新对上述模型进行了回归，结果如表11所示。其中显示，已有研究结果保持不变，即非执行董事显著改变了公司高管薪酬结构，显著降低了在职消费在薪酬总额中所占比例，且这一影响对于市场化水平较高地区的公司以及机构投资者持股比例较低的公司更明显，进一步验证了本文的研究结论。

表11 改变替代效应度量方法的回归结果 (1)

变量	全样本 (1)	Market=1 (2)	Market=0 (3)	Inshold=1 (2)	Inshold=0 (3)
Nonexe	-0.0287** (0.042)	-0.0453*** (0.000)	-0.0029 (0.845)	-0.0112 (0.277)	-0.0482*** (0.000)
Inde	-0.0166 (0.483)	-0.0179 (0.283)	-0.0302 (0.323)	-0.0095 (0.629)	-0.0370* (0.096)
Rpay	-0.0054*** (0.000)	-0.0049*** (0.000)	-0.0067*** (0.000)	-0.0052*** (0.000)	-0.0057*** (0.000)
Size	0.0332*** (0.000)	0.0336*** (0.000)	0.0340*** (0.000)	0.0366*** (0.000)	0.0318*** (0.000)
Lev	0.0581*** (0.000)	0.0704*** (0.000)	0.0160* (0.076)	0.0512*** (0.000)	0.0572*** (0.000)
Profit	0.0007*** (0.001)	0.0006*** (0.000)	0.0013*** (0.000)	0.0006*** (0.000)	0.0008*** (0.000)
Mshare	-0.1910***	-0.1550***	-0.2560***	-0.2170***	-0.1830***

	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.000)	(0.000)
Dual	0.0087 (0.113)	0.0069** (0.024)	0.0196*** (0.001)	0.0040 (0.321)	0.0105*** (0.005)
Bs	-0.0001 (0.926)	-0.0001 (0.863)	-0.0009 (0.355)	-0.0007 (0.218)	0.0004 (0.534)
Constant	0.6920*** (0.000)	0.6410*** (0.000)	0.7590*** (0.000)	0.6240*** (0.000)	0.7250*** (0.000)
Cluster	Firm	-	-	-	-
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.4900	0.5080	0.5010	0.5490	0.4430
N	6,062	4,603	1,459	3,031	3,031
Nonexe系数比较检验		p-value=0.0120		p-value=0.0130	

注: *、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著, 括号内为P值。

另外, 我们还将高管薪酬替代效应定义为在职消费的自然对数除以在职消费的自然对数与货币薪酬的自然对数之和, 即 $\lnperki,t / (\lnperki,t + \lnpayi,t)$, 并重新对上述模型进行了回归, 结果如表12所示。其中显示, 已有的研究结果没有发生变化, 所有的假说仍然得到支持。

表12 改变替代效应度量方法的回归结果 (2)

变量	全样本 (1)	Market=1 (2)	Market=0 (3)	Inshold=1 (2)	Inshold=0 (3)
Nonexe	-0.0056** (0.028)	-0.0085*** (0.000)	-0.0016 (0.548)	-0.0024 (0.219)	-0.0092*** (0.000)
Inde	-0.0037 (0.381)	-0.0041 (0.187)	-0.0053 (0.324)	-0.0014 (0.700)	-0.0084** (0.036)
Rpay	-0.0009*** (0.000)	-0.0008*** (0.000)	-0.0012*** (0.000)	-0.0009*** (0.000)	-0.0010*** (0.000)
Size	0.0061*** (0.000)	0.0061*** (0.000)	0.0063*** (0.000)	0.0067*** (0.000)	0.0059*** (0.000)
Lev	0.0103*** (0.000)	0.0128*** (0.000)	0.0023 (0.154)	0.0091*** (0.000)	0.0101*** (0.000)
Profit	0.0001* (0.099)	0.0001** (0.021)	0.0002*** (0.000)	0.0001* (0.061)	0.0001** (0.029)
Mshare	-0.0349*** (0.001)	-0.0285*** (0.000)	-0.0445*** (0.003)	-0.0403*** (0.000)	-0.0336*** (0.000)
Dual	0.0015 (0.136)	0.0012** (0.029)	0.0033*** (0.002)	0.0007 (0.347)	0.0017** (0.011)
Bs	-0.0001 (0.797)	-0.0001 (0.584)	-0.0002 (0.262)	-0.0002 (0.115)	0.0001 (0.577)
Constant	0.4540*** (0.000)	0.4450*** (0.000)	0.4650*** (0.000)	0.4430*** (0.000)	0.4590*** (0.000)
Cluster	Firm	-	-	-	-
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.4720	0.4790	0.5160	0.5190	0.4370
N	6,062	4,603	1,459	3,031	3,031
Nonexe系数比较检验		p-value=0.0120		p-value=0.0116	

注: *、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著, 括号内为P值。

(二) 其他稳健性检验

由于前述样本中包含被出具非标准审计意见的公司, 会使本文的研究结果产生一定程度的偏差。我们将这部分样本剔除之后, 重新对上述模型进行了回归, 结果如表13所示。其中显示, 本文主要回归结果也没有发生改变。

表13 剔除非标准审计意见的回归结果

变量	全样本 (1)	Market=1 (2)	Market=0 (3)	Inshold=1 (2)	Inshold=0 (3)
Nonexe	-0.3350* (0.050)	-0.5160*** (0.000)	-0.0944 (0.597)	-0.1710 (0.183)	-0.5250*** (0.000)

Inde	-0.0860 (0.767)	-0.2010 (0.330)	-0.0343 (0.926)	-0.0820 (0.738)	-0.2120 (0.428)
Rpay	-0.0549*** (0.000)	-0.0503*** (0.000)	-0.0700*** (0.000)	-0.0544*** (0.000)	-0.0563*** (0.000)
Size	0.5400*** (0.000)	0.5430*** (0.000)	0.5560*** (0.000)	0.5860*** (0.000)	0.5090*** (0.000)
Lev	0.5730*** (0.000)	0.7160*** (0.000)	0.0413 (0.722)	0.5030*** (0.000)	0.5830*** (0.000)
Profit	0.0094*** (0.000)	0.0082*** (0.000)	0.0189*** (0.000)	0.0077*** (0.000)	0.0118*** (0.000)
Mshare	-2.2980*** (0.001)	-1.9140*** (0.000)	-2.9730*** (0.003)	-2.7180*** (0.000)	-2.1130*** (0.000)
Dual	0.0875 (0.174)	0.0815** (0.030)	0.1670** (0.021)	0.0615 (0.223)	0.0878* (0.052)
Bs	0.0017 (0.883)	0.0003 (0.958)	-0.0020 (0.859)	-0.0035 (0.631)	0.0043 (0.604)
Constant	-6.4750*** (0.000)	-6.8840*** (0.000)	-6.0720*** (0.000)	-7.3930*** (0.000)	-5.7940*** (0.000)
Cluster	Firm	-	-	-	-
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.5610	0.5760	0.5660	0.6160	0.4970
N	5,903	4,513	1,390	2,952	2,951
Nonexe系数比较检验			p-value=0.0369	p-value=0.0494	

注: *、**和***分别代表在10%、5%和1%水平上显著, 括号内为P值。

六、结论与启示

鉴于非执行董事由大股东和其他有重要影响的股东委派, 可以很好地扮演监督管理层的角色, 本文从高管薪酬契约的选择视角, 考察了非执行董事的治理作用。我们研究发现, 非执行董事能够显著增强国有公司高管薪酬契约中货币薪酬和在职消费的替代关系, 而且在市场化水平较高的地区, 非执行董事的治理作用能够得到更好的发挥。对于机构投资者持股比例较低的公司, 由于机构投资者发挥外部治理的作用较弱, 非执行董事能够更显著地抑制公司高管薪酬的在职消费比例。

本文的研究增进了我们对公司董事会治理作用的认识, 也丰富了非执行董事治理机制的学术文献。其次, 我们的研究表明, 非执行董事在市场化水平较高的地区才能更好地发挥治理作用, 这表明我国应该加快市场化进程的建设。第三, 本文也发现非执行董事能够在一定程度上弥补机构投资者发挥外部治理功能的不足, 提高公司治理效率。最后, 本文将非执行董事治理机制的研究拓展至公司高管薪酬领域, 为完善我国国有公司的治理治理提供了新的启示, 为今后进一步完善我国公司治理机制和深化国企改革提供了一定的理论参考和决策依据。

参考文献

- [1] Bebchuk, L. A., Fried, J. M.. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economics Perspectives*, 2003, 17(3):71-92.
- [2] Bebchuk, L. A., Fried, J. M.. *Pay without Performance: The Unfilled Promise of Executive Compensation*. Harvard University Press, 2004.
- [3] Forker, J. J. Corporate governance and disclosure quality[J]. *Accounting and Business Research*, 1992(22):111-124.
- [4] Fama, E. F. and M. C. Jensen, 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301~325.
- [5] Rosenstein, S. and J. G. Wyatt, 1990, “Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 175~191.
- [6] Rajan, R. J. Wulf. Are Perks Purely Managerial Excess?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(1):1-33
- [7] Grossman, S. J. Hart, O. Disclosure Laws and Takeover Bids[J]. *Journal of Finance*, 1980, 35(2):323-334

- [8] Atkinson, Stiglitz. *Lectures on Public Economics*[M]. New York: McGraw-Hill Book Co, 1980
- [9] 陈冬华, 陈信元, 万华林. 2005. 国有公司中的管理者年薪与在职消费[J]. 经济研究第2期
- [10] 陈冬华, 梁上坤. 2010. 在职消费、股权制衡及其经济后果——来自中国上市公司的经验证据[J]. 上海立信会计学院学报第1期
- [11] 陈冬华, 梁上坤, 蒋德权. 2010. 不同市场化进程下高管激励契约的成本与选择:货币薪酬与在职消费[J]. 会计研究第11期
- [12] 陈冬华, 范从来, 沈永建, 周亚虹. 职工激励、工资刚性与企业绩效——基于国有非上市公司的经验证据. 经济研究, 2010, (7): 116-129.
- [13] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 2011. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程2011年度报告[M]. 经济科学出版社.
- 方军雄. 我国上市公司高管的薪酬存在粘性吗? 经济研究, 2009, (3): 110-124.
- [14] 傅硕, 汪祥耀. 2013. 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]. 中国工业经济第12期, 104-116.
- [15] 李建标, 巨龙, 李政. 2009. 董事会里的“战争”——序贯与惩罚机制下董事会决策行为的实验分析[J]. 南开管理评论第5期
- [16] 李艳丽, 孙剑非, 伊志宏. 2012. 公司异质性、在职消费与机构投资者治理[J]. 财经研究第6期
- [17] 陆正飞, 胡诗阳. 2015. 股东——经理代理冲突与非执行董事的治理作用——来自中国A股市场的治理作用[J]. 管理世界第1期
- [18] 罗进辉. 2014. 股东独立董事的明星效应: 基于高管薪酬—业绩敏感性的考察[J]. 南开管理评论第3期
- [19] 权小锋, 吴世农, 文芳. 2010. 管理层权力、私有收益与薪酬操纵[J]. 经济研究第11期
- [20] 王华, 黄之骏. 2006. 经营者股权激励、董事会组成与企业价值——基于内生性视角的经验分析[J]. 管理世界第9期
- [21] 吴淑琨, 刘忠明, 范建强. 2001. 非执行董事与公司绩效的实证研究[J]. 中国工业经济第9期
- [22] 刘银国, 张琛. 2012. 非自由现金流与在职消费——基于所有制和公司治理的实证研究[J]. 管理评论第10期
- [23] 徐细雄, 谭瑾. 2014. 高管薪酬契约、参照点效应及其治理效果: 基于行为经济学的理论解释与经验证据[J]. 南开管理评论第4期
- [24] 周玮. 2010. 政治密度、在职消费与制度环境[J]. 软科学, (8): 65-69.
- [25] 周仁俊, 杨战兵, 李礼. 2010. 管理层激励与企业经营业绩的相关性——国有与非国有控股上市公司的比较[J]. 会计研究第12期
- [26] 周仁俊, 杨战兵, 李勇. 2011. 管理层薪酬结构的激励效果研究[J]. 中国管理科学第1期
- [27] 王曾, 符国群, 黄丹阳, 汪剑锋. 2014. 国有企业CEO“政治晋升”与“在职消费”关系研究[J]. 管理世界第5期
- [28] 薄仙慧, 吴联生. 国有控股与机构投资者的治理效应: 盈余管理视角 [J]. 经济研究, 2009, (2): 81-91.
- [29] 卢锐, 魏明海, 黎文靖. 2008. 管理层权力、在职消费与产权效率——来自中国上市公司的证据. 南开管理评论, 5:85-92
- [30] 罗宏, 黄文华. 2008. 国企分红、在职消费与公司业绩. 管理世界, 9:139-148
- [31] 杨德明, 赵璨. 2014. 国有企业高管为什么会滋生隐性腐败? [J]. 经济管理第10期
- [32] 王新, 毛慧贞 李彦霖. 2015. 经理人权力、薪酬结构与企业业绩. 南开管理评论第1期, 130-140
- [33] 方军雄. 2011. 高管权力与企业薪酬变动的非对称性[J]. 经济研究第4期
- [34] 肖浩, 孔爱国. 2014. 增加管理层薪酬补偿能提高股价信息含量吗? [J]. 财经研究第3期
- [35] 青木昌彦, 钱颖一. 转轨经济中的公司治理结构——内部人控制和银行的作用[M]. 北京:中国经济出版社, 1995
- [36] 张维迎. 所有制、治理结构及委托代理关系——兼评崔之元和周其仁的一些观点[J]. 经济研究, 1996, 12(9): 3-15

收稿日期: 2015-12-21