

The Impact of Executive Compensation Incentives on Corporate Performance:

A Study of Externally Recruited Top Management

by

Shihao Ma

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2025 by the
Graduate Supervisory Committee:

Shawn Huang, Co-chair

Shijun Cheng, Co-chair

Wei Shi

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2025

空降高管薪酬激励与企业绩效研究

马士浩

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2025 年 3 月批准:

黄晓川, 联席主席
程仕军, 联席主席
师伟

亚利桑那州立大学

二零二五年五月

ABSTRACT

In China's competitive talent market, externally recruited executives ("parachuted executives") play a pivotal role in shaping corporate performance, with compensation incentives serving as a critical tool for talent acquisition and retention. This study investigates how salary structures (base pay, bonuses, equity incentives) and compensation growth rates impact operational outcomes in Chinese firms and multinational subsidiaries. While prior research predominantly relies on static, CEO-centric public data, this analysis leverages proprietary data from a human resource company's records (2018–2023) of 378 companies and 559 executives to address three limitations: (1) overreliance on publicly disclosed CEO compensation, (2) exclusion of mid-level managers and technical leaders, and (3) inability to track pre-hiring compensation dynamics.

Compensation design is influenced by industry characteristics, regulatory constraints, corporate governance quality, and controllers' strategic priorities. Using ROA and ROE as performance metrics, with controls for firm size, leverage, ownership structure, and regional factors, this study introduces three innovations: First, non-public compensation data enables granular analysis of salary components and equity vesting schedules. Second, expanding the executive scope to include operational managers reveals their disproportionate impact on performance. Third, dynamic tracking of

compensation adjustments during recruitment identifies incentive alignment mechanisms.

The results show that equity incentives are most strongly associated with performance, having a negative effect on firm performance in the 2-year dimension. This ‘incentive failure’ may stem from the mismatch between equity incentives and the performance appraisal mechanism. When parachuted executives’ total compensation increases compared to predecessors, their career stability increases, revealing that compensation comparability enhances retention intentions. Top executives respond more to performance-linked bonuses than middle managers, confirming the need to expand analysis scope.

These findings advance compensation theory by redefining talent market alignment mechanisms in transition economies. They guide employers, managers, and the HR market to better fulfil their roles. For MNC subsidiaries in China, these insights are valuable for dealing with local talent competition. By balancing short-term rewards with long-term incentives, companies can improve immediate performance and sustained competitiveness.

Key words: parachuting executive, compensation incentive, business performance

摘要

在中国竞争激烈的劳动力市场中，外部招聘的高管（“空降高管”）在塑造企业绩效方面发挥着关键作用，薪酬激励是获取和留住人才的重要手段。本研究探讨了空降高管的薪酬结构（基本工资、奖金、股权激励）和薪酬增长率如何影响中国企业和跨国公司中国子公司的运营成果。尽管以往的研究主要依赖于静态的、以首席执行官为主的公开数据，但此次分析基于多年经营的人力资源企业专门调研的 378 家公司和 559 名高管（2018 年至 2023 年）的专有数据，以解决历史研究的三个局限性问题：（1）过度依赖公开披露的首席执行官薪酬；（2）未考虑中层管理人员和技术领导者；（3）无法追踪招聘前的高管薪酬动态。

薪酬设计受到行业特点、监管限制、公司治理质量以及控股股东战略重点的影响。本研究以资产回报率（ROA）和净资产收益率（ROE）为绩效指标，对企业的规模、杠杆率、所有权结构和区域因素进行了控制，引入了三项创新：首先，定向获取的非公开薪酬数据使对薪酬构成和股权授予计划的精细分析成为可能。其次，将高管范围扩大到运营经理等层面，揭示了其在绩效方面的影响。第三，在招聘期间动态跟踪薪酬调整有助于识别激励机制的一致性。

结果表明，股权激励与绩效关联最为紧密，股权激励在 2 年期维度对于企业业绩呈现负向作用。这种“激励失灵”现象可能源于股权激励的长期绑定效应与业绩考核机制的错配。此外，当空降高管薪酬总包较前任增长，其职业稳定性增强，这揭示了薪酬变动可比性能

提升留任意愿。高管对与绩效挂钩的奖金的反应比中层管理人员更强烈，这证实了扩大分析范围的合理性。

这些发现通过重新定义转型经济体中的人才市场对齐机制，推进了薪酬理论的发展。实践角度来看，它们指导用人单位、职业经理人和人力资源市场更好发挥各自作用。对于跨国公司的中国子公司而言，这些见解在应对本地化的人才竞争方面显得尤为宝贵。通过平衡短期奖励与长期激励，企业能够提升即时业绩和持续竞争力。

关键词：空降高管、薪酬激励、企业绩效

致谢

在本论文即将完成之际，我心中充满了感激之情。在此，我想向所有在这个学术旅程中给予我支持和帮助的人表达我最深切的感谢。

首先，我要向我的导师程仕军教授、黄晓川教授、师伟教授表示最诚挚的感谢。三位教授不仅以其深厚的学术造诣和严谨的治学态度指导我的研究，更以其高尚的人格魅力和无私的奉献精神激励我不断前行。在我遇到困难和挫折时，总是耐心地给予我鼓励和指导，帮助我找到解决问题的方法。

其次，我要感谢我的家人，特别是我的父母和太太。他们的爱和支持是我能够坚持完成学业的强大动力。在我投身学术研究、忙于论文写作的日子里，是他们的理解和包容让我能够心无旁骛地追求学术理想。每当我疲惫或迷茫时，家人的一句问候、一声鼓励总能让我重新找到前进的方向。

我还要感谢我的同学和朋友们。在这段学术探索的旅程中，他们的陪伴和支持是我宝贵的财富。我们在学术讨论中的激烈交锋，在生活中的相互扶持，都让我感受到了知识的力量和友情的温暖。

我还要特别感谢参与我研究的每一位受访者和实验参与者。没有他们的积极参与和宝贵意见，我的研究将无法完成。他们的真诚和开放让我对研究主题有了更深刻的理解。

最后，我要感谢我的母校、学院和工作人员，为我提供了一个优秀的学术平台和丰富的学习资源，为我的学术研究提供了必要的资源和帮助，使我能够在充满挑战和机遇的环

境中成长。在这里，我不仅学到了知识，更学会了如何学习，如何思考，如何成为一个有责任感和使命感的学者。

请接受我最诚挚的感谢，感谢你们每一个人在我的求学旅程中所扮演的角色。这份论

文是我们共同努力的成果，我将继续努力，不辜负大家的期望和支持。

目录

	页码
表格列表.....	xiii
图表列表.....	xviii
章节	
第一章 导论.....	19
1.1 研究的背景和意义.....	19
1.1.1 研究的理论背景.....	19
1.1.2 研究的现实背景.....	20
1.1.3 研究的意义.....	22
1.2 研究思路和研究方法.....	23
1.2.1 研究思路.....	23
1.2.2 研究方法.....	24
1.3 研究框架和内容安排.....	24
1.3.1 研究框架.....	24
1.3.2 内容安排.....	25
1.3.3 相关概念与定义.....	26
1.3.4. 数据和调查的来源.....	29
1.4 研究的可行性、创新性和局限性.....	29

章节	页码
第二章 相关理论与文献回顾	32
2.1 相关理论	32
2.1.1 人力资本理论.....	32
2.1.2 委托代理理论	33
2.1.3 最优契约理论	34
2.1.4 薪酬激励理论.....	35
2.1.5 社会比较理论	37
2.2 文献综述.....	37
第三章 高管薪酬激励市场现状分析.....	44
3.1 高管薪酬激励现状.....	44
3.2 高管薪酬激励的差异性	46
3.3 高管薪酬激励存在的问题	48
第四章 空降高管薪酬激励水平对企业绩效的影响.....	52
4.1 研究假设	52
4.2 研究设计	52
4.2.1 模型设计	52
4.2.2 变量定义.....	53
4.3 实证结果和分析	55

章节	页码
4.3.1 描述性统计	55
4.3.2 回归分析	66
4.4 本章小结	71
第五章 空降高管薪酬激励变动对企业绩效的影响	72
5.1 研究假设	72
5.2 研究设计	72
5.2.1 模型设计	72
5.3 实证结果和分析	73
5.3.1 描述性统计	73
5.3.2 回归分析	75
5.4 本章小结	83
第六章 空降高管薪酬激水平对职业稳定性的影响	85
6.1 研究假设	85
6.2 研究设计	85
6.2.1 模型设计	85
6.3 实证结果和分析	87
6.3.1 描述性统计	87
6.3.2 回归分析	90

章节	页码
6.4 本章小结	93
第七章 空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响	95
7.1 研究假设	95
7.2 研究设计	95
7.2.1 模型设计	95
7.3 实证结果和分析	96
7.3.1 描述性统计	96
7.3.2 回归分析	99
7.4 本章小结	102
第八章 空降高管职业稳定性对企业绩效的影响	104
8.1 研究假设	104
8.2 研究设计	104
8.2.1 模型设计	104
8.3 实证结果和分析	105
8.3.1 描述性统计	105
8.3.2 回归分析	107
8.4 本章小结	111
第九章 空降高管与内部晋升高管	113

章节	页码
9.1 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业绩效的影响	113
9.2 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业绩效的影响	121
9.3 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响	132
9.4 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响	135
9.5 空降高管与内部晋升高管职业稳定性对企业绩效的影响	138
第十章 高管与非高管	148
10.1 高管与非高管薪酬激励水平对企业绩效的影响	148
10.2 高管与非高管薪酬激励变动对企业绩效的影响	155
10.3 高管与非高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响	165
10.4 高管与非高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响	167
10.5 高管与非高管职业稳定性对企业绩效的影响	169
第十一章 高收入与低收入高管	177
11.1 高收入与低收入空降高管薪酬激励水平对企业绩效的影	177
11.2 高收入与低收入空降高管薪酬激励变动对企业绩效的影响	185
10.3 高收入与低收入空降高管薪酬激水平对职业稳定性的影响	200
11.4 高收入与低收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响	205
11.5 高收入与低收入空降高管职业稳定性对企业绩效的影响	212
第十二章 研究结论与政策建议	222

章节	页码
12.1 研究结论.....	222
12.2 政策建议	223
参考文献.....	225

表格列表

表格 1 高管与员工薪酬对比	51
表格 2 变量描述表	54
表格 3 空降高管薪酬激励水平与企业绩效描述性统计	56
表格 4 空降高管低收入层级描述性统计	58
表格 5 空降高管高收入层级描述性统计	58
表格 6 空降高管任职专家描述性统计	60
表格 7 空降高管任职副总裁描述性统计	60
表格 8 空降高管任职工程师描述性统计	61
表格 9 空降高管任职总监描述性统计	61
表格 10 空降高管任职总经理描述性统计	62
表格 11 空降高管任职研发描述性统计	62
表格 12 空降高管任职经理描述性统计	63
表格 13 空降高管任职负责人描述性统计	63
表格 14 空降高管任职其他岗位描述性统计	64
表格 4 空降高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响	66
表格 5 空降高管薪酬激励水平对企业两年均绩效的影响	68
表格 6 空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响	70
表格 8 高管薪酬变动及企业绩效描述性统计	73

表格 9	空降高管薪酬激励水平变动对企业一年绩效的影响.....	75
表格 10	空降高管薪酬激励水平变动对企业两年均绩效的影响	77
表格 11	空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响	80
表格 13	在职高管与离职高管在职时间	87
表格 14	在职高管薪酬及薪酬变动描述性统计	88
表格 15	离职高管薪酬及薪酬变动描述性统计	89
表格 16	空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）	90
表格 17	空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响.....	92
表格 20	在职高管薪酬水平及变动描述性统计.....	96
表格 21	离职高管薪酬水平及变动描述性统计	96
表格 22	空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）	99
表格 23	空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响.....	100
表格 26	在职高管所在企业特征描述性统计	105
表格 27	离职高管所在企业特征描述性统计.....	105
表格 28	空降高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响	107
表格 29	空降高管职业稳定性对企业两年均绩效的影响	108
表格 30	空降高管职业稳定性对企业三年均绩效的影响	110
表格 32	空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响.....	113
表格 33	空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业二年期绩效的影响.....	116

表格 34	空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响.....	119
表格 35	空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业一年期绩效的影响.....	122
表格 36	空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业两年期绩效的影响.....	125
表格 37	空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业三年期绩效的影响.....	129
表格 38	空降高管与内部晋升薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）	133
表格 39	空降高管与内部晋升薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）	136
表格 40	空降高管与内部晋升职业稳定性对企业一年期绩效的影响.....	138
表格 41	空降高管与内部晋升职业稳定性对企业两年期绩效的影响	142
表格 42	空降高管与内部晋升职业稳定性对企业三年期绩效的影响.....	145
表格 43	高管与非高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响	148
表格 44	高管与非高管薪酬激励水平对企业二年期绩效的影响	150
表格 45	高管与非高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响	153
表格 46	高管与非高管薪酬激励变动对企业一年期绩效的影响	155
表格 47	高管与非高管薪酬激励变动对企业两年期绩效的影响	159
表格 48	高管与非高管薪酬激励变动对企业三年期绩效的影响.....	162
表格 49	高管与非高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）	165
表格 50	高管与非高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）	167
表格 51	高管与非高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响	169
表格 52	高管与非高管职业稳定性对企业两年期绩效的影响.....	172

表格 53	高管与非高管职业稳定性对企业三年期绩效的影响	174
表格 58	高收入高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响	177
表格 59	低收入高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响	178
表格 60	高收入高管薪酬激励水平对企业两年期绩效的影响	180
表格 61	低收入高管薪酬激励水平对企业两年期绩效的影响	181
表格 62	高收入高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响	183
表格 63	低收入高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响	184
表格 64	高收入空降高管薪酬激励水平变动对企业一年绩效的影响	185
表格 65	低收入空降高管薪酬激励水平变动对企业一年绩效的影响	187
表格 66	高收入空降高管薪酬激励水平变动对企业两年均绩效的影响	190
表格 67	低收入空降高管薪酬激励水平变动对企业两年均绩效的影响	192
表格 68	高收入空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响	195
表格 69	低收入空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响	198
表格 70	高收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）	200
表格 71	低收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）	201
表格 72	高收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响	203
表格 73	低收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响	204
表格 74	高收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）	205
表格 75	低收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）	206

表格 76 高收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响	207
表格 77 低收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响	210
表格 78 高收入空降高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响	212
表格 79 低收入空降高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响	213
表格 80 高收入空降高管职业稳定性对企业两年均绩效的影响	215
表格 81 低收入空降高管职业稳定性对企业两年均绩效的影响	216
表格 82 高收入空降高管职业稳定性对企业三年均绩效的影响	218
表格 83 低收入空降高管职业稳定性对企业三年均绩效的影响	219

图表列表

图表 1 研究框架图.....	25
图表 2 近三年董事长薪酬平均值（万元）	46
图表 3 样本中在职与离职高管人数.....	87

第一章 导论

1.1 研究的背景和意义

1.1.1 研究的理论背景

委托代理理论最早由伯利和米恩斯在 20 世纪 30 年代提出，该理论建立在非对称信息博弈论的基础上。在委托代理关系中，委托人和代理人的效用函数存在差异。委托人主要追求投资回报最大化，而代理人则关注劳动报酬、闲暇时间、市场评价以及职业前景等多方面的综合最优化。这种效用函数的差异必然导致双方的利益冲突。同时，作为管理层的代理人参与公司的大小决策，能够掌握企业内详尽的信息；而股东由于不参与公司的日常经营，对企业的内部决策与发展动态了解不足，导致信息的不对称。在这种情况下，掌握信息优势的管理者在企业经营中可能获得更多的剩余，而处于信息劣势的股东则难以对管理者的自利行为进行及时的监督和制约，因而引发了道德风险和逆向选择问题。

实践表明，合理的激励机制能够引导管理者的行为，从而缓解委托代理问题。根据马斯洛的需求层次理论，人的需求是普遍存在的，这取决于个人已经拥有或实现了什么，仍未得到什么。通常，未被满足的需求才会影响个人决策。在需求层次中，自我实现是最高级别的需求。对于本文的研究主体而言，企业通过实施高管激励，可以为管理者满足自我实现的需求创造条件。在有效的激励方案引导下，高管为了追求自我价值的实现，会在公司的日常经营中投入更多精力。赫茨伯格的双因素理论指出，激励因素和保健因素是决定个体工作满意度的重要指标。激励因素与工作本身高度相关，例如工作成就感、薪资水平、职业前景等，是提升工作满意度的关键；保健因素则与工作环境、公司政策、社交关系等

紧密相关。即使保健因素达到了雇员的期望，仅能抑制不满情绪，而非提升工作满意度。只有在满足激励因素的情况下，雇员的工作满意度才能得到提升，进而激发其工作积极性。麦克里戈的 XY 理论进一步阐述了管理与激励的不同假设。X 假设认为人的本性是懒惰的，总是试图逃避工作，不够自律，只有通过强迫和责罚才能使其为组织效力。基于 X 理论的管理者通常采取奖惩结合的方法管理下属。Y 假设则认为人的本性是勤奋的，自身会充分发挥主观能动性为组织效力。基于 Y 理论的领导者通常致力于营造良好的工作环境，激发下属的潜能。从上述分析可以看出，高管激励是一种基于 X 理论的奖励措施，即通过现金和股份奖励的方式引导高管行为，抑制其道德风险和逆向选择行为。

1.1.2 研究的现实背景

20 世纪 90 年代以来，部分企业以明显高于企业同层次管理职位的薪酬、条件或待遇从企业外部聘请高层管理人员谋求实现企业的突破与发展。这些“高薪”聘请的外来高层管理人员被称之为“空降兵”。

促使企业聘请空降兵的因素可以归为以下几类：一是 80 年代末、90 年代初创业的企业经过快速成长与发展后迫切需要从创业型的企业家式的管理向职业化管理转变；二是企业所在产业的技术、制度等环境因素发生了重大变化促使企业在战略上做出调整；三是企业在某些关键环节如技术、营销等方面出现“瓶颈”。无论是空降兵取得成功或失败的企业，当空降兵进入企业以后与原管理团队产生了大量冲突并对公司绩效造成显著影响。

从未来看由于中国经济发展与人才分布不均衡，经济相对落后地区的企业在本地区有时难以得到合适的人才。从发达地区聘请人才则常常需要付出远高于原管理职位的薪酬。其次

即便在发达地区与跨国公司相比，国有企业和部分企业的薪酬、职业稳定性、发展空间等方面还存在一定差距。企业和国有企业实现发展与转型需要的高级人才常常以跨国公司的薪酬为参照系。因此空降兵在中国并不会是一个短期现象对这一问题进行研究具有长远的应用价值。

关于空降高管的薪酬激励：我国企业正处于新兴市场中的转型发展阶段，经济、政治、文化等不断发生着变革，企业管理层在进行经营决策时也面临更多不确定的因素。基于传统观念和不确定性的背景，企业高管不愿意承担较大的风险。在我国，由于高管持股较少甚至零持股现象广泛存在，所以相对长期股权收益的短期薪酬意义更大。对高管实施薪酬激励应该让货币薪酬发挥主要作用，股权激励发挥辅助作用。研究高管薪酬激励与风险承担间的关系，可以寻找高管薪酬激励与企业风险承担间的平衡点，并且对于高管薪酬契约设计的合理性具有重大意义。

我国上市公司的高管激励不足和约束乏力现象普遍存在，对高管进行激励的薪酬激励机制也成效甚微。虽然国有企业的产权体制改革，使得我国上市公司现代经营管理体制已初步创建。但相比于其他方面的改革，高管薪酬激励机制改革相对滞后，国有上市公司由于政府的干预作用，薪酬分配体制较不健全，造成高管的薪酬水平与价值创造明显不符等问题；非国有上市公司由于起步较晚，公司的管理体系尚不完善，缺少有效的“薪酬-绩效”机制。因此，如何为公司创建卓有成效的薪酬激励机制，以实现高管的有效激励与严格监督，从而更有效地改善公司绩效，维持公司健康持续发展，已经成为我国上市公司发展中亟待解决的关键问题。

1.1.3 研究的意义

本研究的意义主要体现为以下四个方面：

其一，促进高管激励理论的发展和完善。高管激励理论起源于西方，我国实施的高管薪酬制度也多是借鉴西方国家的研究。由于各个国家的发展国情不一样，高管薪酬激励机制需要根据我国的实际情况加以修改和完善。本研究根据中国的实际情况，对高管薪酬制度进行了补充和完善，为上市公司的高管薪酬激励问题的研究，提供了有力的理论依据。

其二，促进公司治理理论的发展和深入。高管受股东的委托处理公司的日常事务，处于公司的核心地位，具有对公司战略提出、实施等的决策权，这些都是与企业的生存和发展休戚相关的。如何对高管进行薪酬激励，激励他们更好的为企业服务，就成了公司治理中的关键问题之一。本研究有针对性的提出了合理设计高管薪酬的方法和建议，减少了管理层与股东间的代理矛盾，并为解决公司治理中的关键问题提供了参考借鉴。

其三，有利于企业高管薪酬激励机制的制定。依据代理理论，公司高管为了寻求自身利益最大化，往往偏向于作出风险性较小的项目决策，这就可能导致公司错失能为公司创造财富的风险性投资机遇，继而影响公司绩效。如何制定高管的薪酬激励机制，关系着高管对风险项目的选择，从而又影响着企业的绩效。此研究不仅有助于寻找高管薪酬激励、风险承担和企业绩效间的平衡点，而且对于企业未来的发展具有重要意义。

其四，为企业制定未来的经营管理政策及建议提供了依据。由于我国企业正处于转型阶段，面临来自经济、政治、法律等多方面的变革，这也使得企业的经营投资面临许多不

确定因素。本文针对高管薪酬激励、风险承担和企业绩效的相关性进行分析，探索它们之间的关系，总结出大致发展趋势，为企业制定未来的经营政策和建议提供了科学依据。

1.2 研究思路和研究方法

1.2.1 研究思路

本文遵循理论研究和实证分析相结合的思路。理论研究部分，重点研究了薪酬激励领域四大重要理论，包括人力资本理论、委托代理理论、最佳契约理论、薪酬激励理论；在进行理论研究和历史研究文献回顾之后，本文研究了中国企业高管的薪酬激励现状，形成对薪酬激励市场现状的直观和基础的结论；在实证分析部分，本文分为四部分，对高管薪酬激励、职业稳定性和企业绩效进行了深入的研究。

首先，研究了空降高管在进入一家新的企业时所获得的薪酬激励水平，与该企业的经营绩效之间的关系。

其次，分析了空降高管在进入一家新的企业时所获得的薪酬激励水平相对于该高管前一份工作的薪酬激励水平的变动情况，重点研究该变动情况与企业的经营绩效之间的关系。再次，空降高管在新企业的任职时间（职业稳定性）可能不同，研究其职业稳定性与其薪酬激励变动情况的关系；

最后，空降高管的任职时间（职业稳定性）可能与企业经营绩效存在一定的关系，本文对此也进行了重点研究。

通过以上理论和实证研究，本文致力于探索空降高管薪酬水平、薪酬变化、职业稳定性及企业经营绩效之间的关系。

1.2.2 研究方法

(1) 文献分析法：通过中国知网、上海交大电子图书馆及互联网等渠道查阅和学习国内外学者关于人力资源、人才发展、激励理论、绩效评估等方面的相关文献，为本课题研究提供理论支持。

(2) 问卷调查法：基于作者所在的人力资源服务企业自身积累的大量真实案例和一手数据，科学构建样本，并对相关企业和人员进行访谈与问卷调查获取数据用于研究。

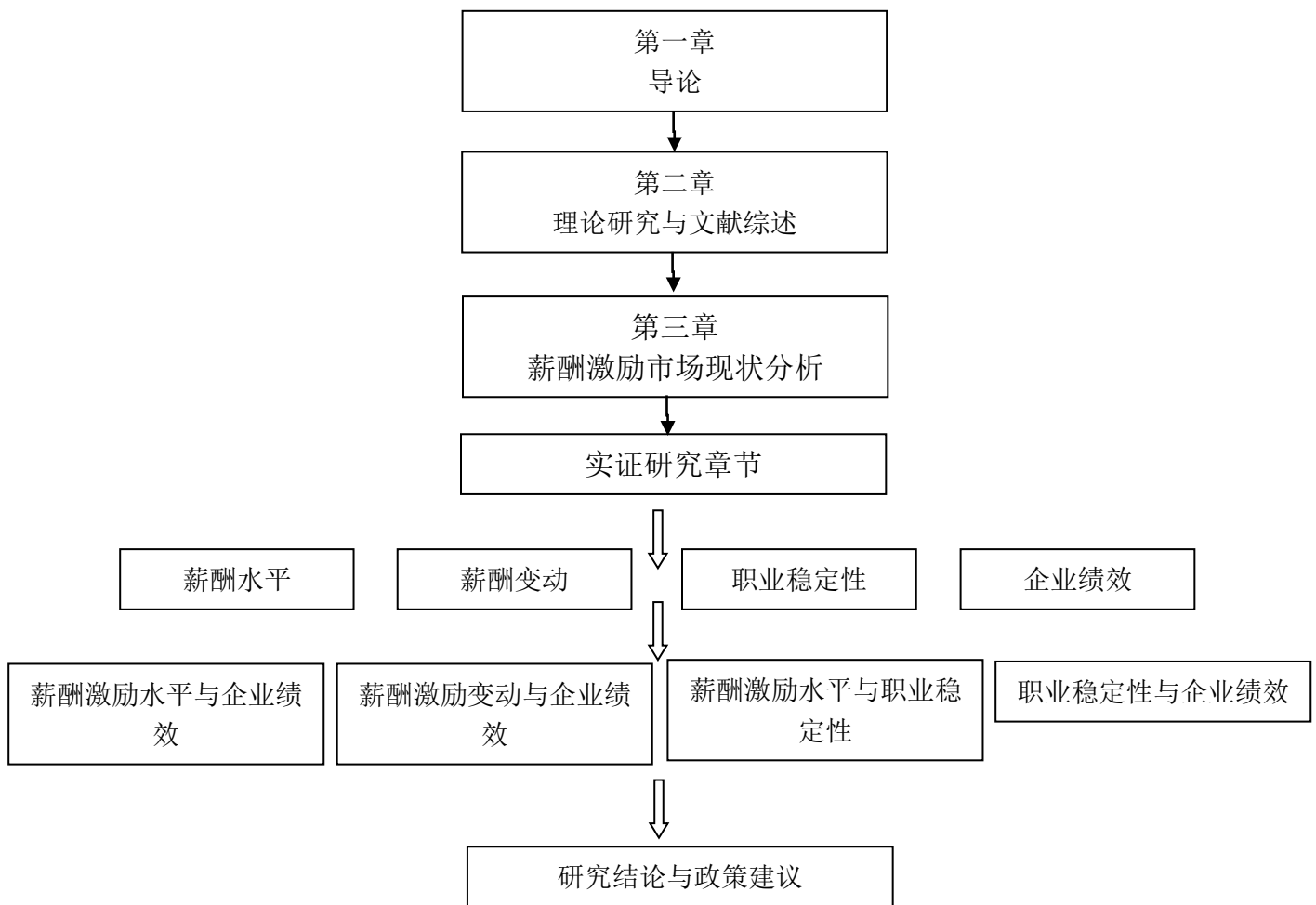
(3) 数理统计方法：数理统计法是一种基于概率论，对统计资料分析研究，进而发现其内在规律性的科学方法。本研究采用 SPSS 统计软件及 EXCEL 对所选取的样本数据进行相关性和回归性检验。

(4) 实证分析法。实证分析法主要指一种着眼于当前社会前沿，通过使用统计计量的方法对经济数据进行客观分析的社会科学分析方法。本文选用大量的实证研究方法，以数百例上市公司和高管作为样本进行实证分析。

1.3 研究框架和内容安排

1.3.1 研究框架

本文研究框架如下：



图表 1 研究框架图

1.3.2 内容安排

全文共分为九章进行研究，具体内容按以下章节进行安排。

第一章为导论。主要介绍了研究的背景和意义，包括理论和现实意义；提出了研究思路和研究方法，搭建了研究框架，并介绍了数据和调查的来源及可用性，分析了研究的可行性、创新型和局限性。

第二章为相关背景体系分析和研究文献回顾。本章主要分析了空降高管的薪酬激励情况，以及薪酬激励相关的重要理论研究。

第三章旨在研究空降高管薪酬激励水平与企业绩效的关系。

第四章主要研究了空降高管薪酬激励变动与企业绩效的关系。

第五章对空降高管薪酬激励变动和空降高管职业稳定性的关系进行了研究。

第六章研究了空降高管薪酬激励水平和职业稳定性的关系。

第七章研究了空降高管薪酬激励变动和职业稳定性的影响。

第八章研究了空降高管职业稳定性和企业绩效的影响。

第九章对研究进行了总结和展望，并提出了政策建议。

1.3.3 相关概念与定义

（一）高管。本文特指广义口径的高级管理人员，即对企业经营发展起着重要作用的高级管理人员和中层管理者及核心骨干员工（包括技术、产品、市场等方面的资深专业员工），其中中层管理者和核心骨干员工需满足一定的收入标准。

高级管理人员，是指在公司或组织中担任关键领导角色的个体。他们通常负责制定公司的战略方向、管理日常运营、监督财务状况，并代表公司与外部利益相关者进行沟通。高管团队通常包括首席执行官（CEO）、首席运营官（COO）、首席财务官（CFO）和其他关键部门的负责人。高管的定义不仅局限于他们的职位名称，更在于他们对公司的影响力和决策权。他们需要具备卓越的领导能力、战略思维、风险管理能力以及对市场动态的敏

锐洞察力。高管们往往拥有丰富的行业经验和专业知识，能够在复杂多变的商业环境中做出明智的决策。

企业中的中层管理人员和核心骨干是组织架构中的关键层级，他们对企业的稳定发展和战略执行起着至关重要的作用。中层管理人员通常位于组织的中间层级，他们直接向高层管理人员汇报，同时负责监督基层员工的工作。中层管理人员的职责包括但不限于部门的日常管理、团队领导、任务分配、员工培训和绩效评估。他们是高层决策与基层执行之间的桥梁，负责确保公司政策和战略在各个层面得到有效实施。

核心骨干则是指在企业中具有关键技能、专业知识或在特定领域具有不可替代作用的员工。他们可能是技术专家、项目领导者或业务精英，对企业的核心竞争力和创新能力有着显著贡献。核心骨干通常对企业的技术发展、产品创新或市场拓展等方面有着深刻的理解和独到的见解。

中层管理人员和核心骨干的定义不仅仅局限于他们的职位或角色，更体现在他们对企业文化的塑造、团队的凝聚以及企业战略的推动上。他们在组织中扮演着承上启下的角色，既要理解并执行高层的决策，又要激发团队的潜力，推动企业目标的实现。

较高的薪酬水平和在企业内的相对薪酬位置，是量化企业高层管理人员的重要指标。

（二）空降高管

空降高管是指那些从公司外部直接被任命为高层管理职位的专业人士。他们往往在加入公司之前已在其他组织中担任过高级职务，或在特定领域拥有卓越的业绩和声誉。空降高管的界定不仅在于他们的职位级别，更在于他们加入公司的方式和目的。他们被引入往

往是为了利用其专业知识和经验来解决公司面临的特定问题，推动组织变革，或带领公司进入新的业务领域。

企业获得空降高管通常通过猎头公司的专业搜寻、行业内部推荐或公开的招聘程序。这些方式有助于企业精准定位并吸引具有特定技能和经验的高级管理人才。空降高管的选拔过程强调背景调查、能力评估和文化契合度，以确保其能够迅速适应并推动企业发展。本文所研究的空降高管均为企业通过猎头公司专业搜寻招聘录用，此种方式有着更强的市场化程度，其薪酬数据也更具市场化特征，作为研究对象更具信服力。

（三）薪酬激励

员工薪酬激励是指企业为激发员工积极性、提高工作绩效而采取的一系列薪酬分配和奖励机制。这些方式通常包括但不限于以下几种：

固定薪酬：作为员工基本收入的保障，通常根据职位、经验和市场行情确定。

绩效奖金：根据员工的工作表现和达成的目标，给予额外的现金奖励。

提成：在销售或业绩导向的岗位上，员工的收入与业绩直接挂钩，以销售额或利润的一定比例作为奖励。

股权激励：通过股票期权、限制性股票等手段，让员工分享公司成长的收益，增强归属感和忠诚度。

福利计划：提供健康保险、退休金计划、带薪休假等非现金福利，增加员工的满意度和忠诚度。

职业发展：提供培训和晋升机会，帮助员工实现职业成长，作为非物质激励的一种形式。

认可和奖励：通过表彰、荣誉称号等方式，对员工的杰出贡献给予认可。

员工薪酬激励方式的设计需要考虑公平性、透明性和激励性，确保员工的努力能够得到合理的回报，同时与企业的战略目标和文化相一致。有效的薪酬激励可以提高员工的工作动力，促进企业的整体发展。然而，薪酬激励的实施也需要细致的规划和管理，以避免过度激励或激励不足的问题。

1.3.4. 数据和调查的来源

本研究的非公开数据来自作者所在公司的自有数据库 X-SAAS 系统、定向问卷调查（详见附件）；公开数据来自上市公司公告、wind 资讯等。

本研究使用的高管薪酬数据来自过去 5 年里（2018-2023 年），作者公司内部拥有近 1000 名专业猎头顾问，每位顾问每年经手实际交付的多例高管招聘的真实一手数据，数据涵盖全球 378 家公司 559 位高管。本研究使用的企业绩效数据为前述公司公开披露的数据。

具体来讲，本文使用的高管薪酬数据均为定向搜集且经过脱敏处理，面向数十个顾问团队基于过去的业务实践进行问卷调查获得。数据涵盖全球 378 家企业市场化招聘的 559 位高管的薪酬水平、薪酬结构及薪酬变动和在职时间等详细一手信息，具有很强的时效性、真实度和可用性。

1.4 研究的可行性、创新性和局限性

本研究选取的公司样本为作者公司直接服务的中国企业客户，高管人员样本为作者公司的猎头业务板块猎头顾问直接招聘的高管人员。本文使用的数据库为公司研发并商业化的 HR-SAAS 系统，以及 wind 资讯等数据库，分别在人才招聘管理和企业经营数据领域具有海量真实可追溯的数据和极高可信度。本文的研究基于前人的基础之上，采用描述性统计、假设检验与回归分析等方案，是科学、可行的方法。

本研究的兼具实践和创新性。为开展本项研究，作者充分借助自身人力资源企业独有的视角、资源和专业优势，对不同行业、不同岗位的空降高管的大量一手数据进行了深入研究，分析民企空降高管薪酬激励对企业绩效的影响。本研究的创新性主要体现在以下两个方面：

其一，研究对象范围有所创新。由于可以获得高质量的薪酬数据，因此本研究创新地界定了研究对象范围，将传统意义的法定高管范围扩大到中高层管理人员。这种创新将视角延申，即不仅仅限于只研究最顶层的高管薪酬激励对企业绩效的影响，而是研究了对企业绩效影响面更大的群体即中高层的薪酬激励带来的影响，这可能对中国的企业更具有理论和实践意义。

其二，研究样本数据的来源和选取方式有所创新。不同于常规研究时惯用的对公开信息可查的高管薪酬数据进行选取研究，本研究的样本来自专业的人力资源服务企业（猎头公司）内部授权采集的海量真实案例和数据库信息，并结合样本的薪酬细分信息进行研究，以期本课题的研究能够更加聚焦和得出更有实践指导意义的结论。从数据选取方式来说，

虽然问卷调查较为常见，但是对比与其他已有研究，本研究在问卷调查中选择了薪酬数据变化这一动态指标是在前人的研究中未能看到的，这一指标也具有很好的研究意义。

本文的局限性主要存在于两个方面。一是数据上跨度的局限性。为追求数据的时效、真实和详尽，文章选取的是最近 5 年的数据，故未覆盖 5 年以前的数据，存在时间跨度上的局限，研究覆盖的周期还不够长。二是变量选择上的局限性。本文用 ROA 和 ROE 作为企业经营绩效的评价标准，货币薪酬和股权薪酬等作为薪酬激励变量，企业规模等作为控制变量，但是实际上可以有更多的变量选择。

第二章 相关理论与文献回顾

本章主要对相关理论和研究文献进行回顾，归纳目前的研究成果，结合本论文的研究目标，分析现有文献的不足之处，进行相应的优化和改善，以期更好地优化本研究。

2.1 相关理论

2.1.1 人力资本理论

经济学家对人力资本理论的研究是经济学领域的一个重要分支，它关注个体的教育、技能、健康和经验等非物质因素如何影响经济产出和增长。西奥多·舒尔茨是人力资本理论的先驱之一，他在 20 世纪 60 年代提出了人力资本的概念，强调教育对于提高劳动生产率的重要性。舒尔茨认为，通过教育投资，可以增加个体的知识和技能，从而提高其生产力和收入潜力。

加里·贝克尔进一步发展了这一理论，他将人力资本视为一种生产要素，并引入了投资回报率的概念。贝克尔的研究显示，教育和其他形式的人力资本投资具有高回报率，对经济增长有显著的正面影响。

雅各布·明塞尔则专注于劳动力市场的人力资本，他的研究表明，工作经验和在职培训也是重要的人力资本形式，能够显著提高个体的生产力。

这些经济学的研究不仅为理解人力资本对经济发展的贡献提供了理论基础，也为政策制定者提供了关于如何通过教育和培训政策促进经济增长的见解。随着全球化和技术进步，人力资本理论在现代经济中的重要性愈发凸显。

人力资本理论与薪酬激励的时滞性：人力资本理论强调高管的知识、技能与经验是企业价值创造的核心要素，薪酬激励作为人力资本投资的回报机制，理论上应通过提升高管努力程度转化为企业绩效。然而，本研究显示，空降高管的薪酬激励对企业绩效的影响存在显著时滞性（如薪酬总包增长率的绩效预测效应滞后 2 年），这与人力资本理论中“即时回报”的假设存在差异。可能的解释是：空降高管进入新组织后需经历战略认同、团队磨合和资源整合的适配期，人力资本的价值转化受组织惯性制约。这一发现扩展了人力资本理论的应用边界，提示企业在设计激励机制时需纳入组织适配周期的考量。

2.1.2 委托代理理论

委托代理理论是现代经济学中的一个重要概念，它研究的是委托人（Principal）和代理人（Agent）之间的信息不对称和利益冲突问题。这一理论的核心在于分析和解决委托人如何设计激励机制，以确保代理人的行为符合委托人的利益。

经济学家迈克尔·詹森（Michael C. Jensen）和威廉·梅克林（William H. Meckling）在 1976 年发表的论文中首次系统地阐述了委托代理理论。他们指出，由于委托人和代理人的目标可能不一致，代理人可能会采取不符合委托人最大利益的行为。这种利益冲突导致了代理成本的产生，包括监督成本、保证成本和剩余损失。

詹森和梅克林进一步提出，通过适当的激励机制，比如股权激励、奖金和绩效评估，可以减少代理成本，提高代理人的行为与委托人目标的一致性。此外，他们强调了公司治理结构在解决委托代理问题中的重要性。

随着时间的推移，委托代理理论被广泛应用于公司金融、会计、组织行为和公共政策等多个领域。经济学家们通过实证研究和理论模型，不断探索如何设计更有效的激励和监督机制，以降低信息不对称带来的成本，提高经济效率。

委托代理理论的研究不仅丰富了经济学的理论体系，也为理解和解决现实世界中的经济问题提供了有力的分析工具。通过这一理论，我们可以更好地理解公司治理、合同设计、激励机制以及政策制定中的各种经济现象。

委托代理理论与激励失灵现象：委托代理理论主张通过薪酬契约设计解决代理问题，但研究发现股权激励在长期维度（2 年期）呈现负向作用，与理论预期相悖。深层原因可能在于：中国职业经理人市场存在“考核周期错配”问题，股权行权条件多基于短期财务指标（如 ROE），而空降高管的战略调整需更长时间显效。当长期战略目标与短期考核冲突时，高管可能通过削减研发投入、延迟投资等短期化行为规避风险，导致长期绩效受损。这表明，传统委托代理理论需结合动态考核机制进行修正，以匹配战略周期。

2.1.3 最优契约理论

最优契约理论是经济学中研究如何在信息不对称和风险分配的情况下设计最优合同的理论。这一理论的核心在于解决委托人与代理人之间的利益冲突，以及如何在不同的风险偏好和信息结构下激励代理人采取委托人期望的行为。

经济学家本特·霍尔姆斯特伦（Bengt Holmström）和保罗·米尔格罗姆（Paul Milgrom）在最优契约理论方面做出了重要贡献。霍尔姆斯特伦在 1980 年代提出了著名的“多任务代理问题”，强调在多任务环境中，代理人可能会因为过度专注于某些容易衡量的任务而忽视

其他同样重要的任务。他提出，最优契约应该综合考虑代理人的多方面表现，以避免激励扭曲。

米尔格罗姆则进一步发展了最优契约理论，他在 1990 年代提出了"信息结构"的概念，指出在设计契约时，应该考虑信息的获取和传递成本。米尔格罗姆认为，最优契约应该能够激励代理人在信息获取和传递上做出合理的投资，以减少信息不对称带来的成本。

最优契约理论的研究不仅关注于如何设计激励机制，还涉及到风险分配、合同的灵活性和合同的可执行性等问题。经济学家通过建立数学模型和进行实证分析，探讨了不同类型的合同条款（如固定工资、奖金、股权激励等）对代理人行为的影响。

最优契约理论为理解和解决现实世界中的合同设计问题提供了重要的理论工具，特别是在公司治理、劳动市场和公共政策等领域。通过这一理论，我们可以更好地理解如何通过合同设计来激励代理人，提高经济效率和社会效益。

最优契约理论与薪酬结构矛盾：最优契约理论强调风险共担与激励相容的契约设计，但本研究发现薪酬总包的横向比较（而非绝对水平）对职业稳定性影响显著，且股权激励的长期绑定效应未达预期。这一矛盾可归因于契约设计的静态性：现有薪酬契约多基于固定行权条件，缺乏对市场波动（如行业周期、股价波动）的弹性调整机制。例如，当市场下行时，股权激励可能因行权价高于市价而失效，反而加剧高管的离职倾向。因此，契约设计需引入动态调整条款（如 ESG 挂钩、行业相对绩效指标），以提升激励相容性。

2.1.4 薪酬激励理论

薪酬激励理论是经济学和管理学中研究如何通过薪酬机制激励员工提高工作效率和创造力的理论。经济学家们通过研究薪酬结构、激励方式和员工行为之间的关系，为组织提供了设计有效薪酬体系的理论基础。

经济学家亚当·斯密在《国富论》中提出了劳动分工的概念，认为通过专业化可以提高生产效率。这为薪酬激励理论提供了初步的思想基础。随后，弗雷德里克·泰勒的科学管理理论进一步强调了通过合理的薪酬激励来提高工人的生产效率。

20 世纪中叶，经济学家开始系统地研究薪酬激励。经济学家如爱德华·拉泽尔（Edward P. Lazear）和谢尔文·罗森（Sherwin Rosen）等，通过研究劳动市场和薪酬结构，提出了薪酬与绩效挂钩的理论。他们认为，将薪酬与员工的绩效直接关联，可以有效地激励员工提高工作效率。

近年来，行为经济学对薪酬激励理论的研究也做出了重要贡献。学者们发现，除了金钱激励之外，员工的内在动机、社会认同和工作环境等因素也对员工的行为和绩效有显著影响。例如，丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）的前景理论揭示了人们在面对风险和不确定性时的决策行为，这对理解薪酬激励的心理机制具有重要意义。

薪酬激励理论与阈值效应：薪酬激励理论认为薪酬增长与绩效正相关，但本研究发现薪酬增长的激励效应存在“阈值效应”，即当增幅超过市场基准 50% 时，边际激励效果显著衰减。这一现象可通过社会比较理论解释：高管对薪酬公平性的感知不仅取决于自身绝对收益，还基于与同行（横向比较）及前任（纵向比较）的相对差异。当薪酬增长超出合理

区间时，可能引发内部公平性质疑（如团队士气下降）或外部监管风险（如薪酬过高的舆论压力），反而削弱激励效果。这提示企业需在薪酬对标中设置合理增幅区间，平衡外部竞争性与内部公平性。

2.1.5 社会比较理论

社会比较理论与职业稳定性驱动：社会比较理论认为个体通过与他人比较评估自身价值，本研究发现薪酬变动的横向比较（较前任增长 10%可降低 19.4%离职概率）是职业稳定性的核心驱动因素，而非薪酬绝对水平。这揭示了中国职业经理人市场的特殊心理契约：薪酬变动作为外部市场定价信号，其象征意义（如企业对人才的重视程度）可能超越经济价值本身。例如，薪酬增幅较低的高管可能感知到“价值低估”，即使薪酬绝对值较高，仍可能选择离职以寻求市场重新定价。这一发现为薪酬激励理论补充了社会比较视角。

2.2 文献综述

国外对激励理论的研究起步较早，且这一领域的研究现已相当丰富。早在 20 世纪 50 年代，马斯洛的需求层次理论和赫茨伯格的激励保健理论为激励理论构建了基础框架。随着研究的深入，国内学者逐渐认识到高管激励的重要性，主张将企业的薪酬激励体系与股权激励体系相结合，以产生持久的激励效果。

高管薪酬激励在企业绩效中的影响效果已经被多方研究证实。有效的高管薪酬激励制度可以在实现高管自身利益最大化的同时，促进股东财富和企业效益的最大化。随着资本市场的发展，越来越多的学者认为高管薪酬激励能够提升企业绩效。例如，学者们从不同行业出发探讨高管激励与企业绩效之间的关系，集中研究医药行业、信息技术产业及化工

行业，发现高管的激励制度能够减少股东与高管之间的利益冲突，增强高管对企业的责任感和认可度，激励管理者积极经营企业，提升企业绩效。Slava 和 Puhinska（2021）通过协调企业绩效目标和薪酬激励，建立了一个广义的区域关系模型，发现高管薪酬激励对企业价值提升有积极作用。Ismail Lahlou 和 Patrick Navatte（2017）在企业并购背景下研究发现，较高薪酬的收购方在收购后的三年内出现股价提升和经营业绩改善现象。郭雪萌等（2019）从资本结构偏离程度视角认为，高管薪酬激励不仅可以缓解企业的委托代理问题，还能降低企业经营风险，优化资本结构，实现企业绩效和价值最大化的目标。范瑞芳和朱换影（2019）则从绩效考核视角出发，指出薪酬激励机制在提升企业经营效益、实现经营目标方面的重要性。

然而，也有学者对高管薪酬激励的效果持保留态度。刘永丽和王凯莉（2018）认为高管薪酬待遇提高通常与企业短期业绩挂钩，高管可能会在短期利益驱动下，做出有损企业长期发展的行为。徐志武（2018）和葛广宇 et al.（2021）发现高管薪酬与企业绩效的相关关系不显著，认为我国薪酬体系尚不完善，薪酬激励制度未能真正反映高管的努力程度，对企业绩效的影响有限。还有研究表明高管薪酬激励与企业绩效间存在曲线关系。Sofka W（2016）和 Oehmichen et al.（2020）基于扩展代理理论提出，薪酬激励与企业绩效之间存在倒 U 型关系：适度激励能提升企业绩效，但过度激励则会损害公司价值。

自 1999 年以来，股权激励逐渐成为我国上市企业激励高管的方式之一。许多上市公司将股权与期权激励作为长期激励手段，与之相关的研究也日益丰富。关于股权激励的利益趋同论，研究表明其激励作用逐渐显现，能够缩小管理者和所有者之间的目标差距，促使

管理者专注于提升企业价值和经营绩效。例如，Li et al. (2018) 聚焦造纸业，发现高管股权激励对经营绩效和社会绩效均有显著影响。王春雷和黄庆成 (2020) 发现股权激励将高管与企业绩效联系在一起，激励管理者做出更好的投资和决策。倪艳和胡燕 (2021) 提出股权激励强度越大，激励效果越显著，但我国股权激励的有效性仍需加强。不同激励模式（如股票期权、限制性股票和股票增值权）对企业绩效的影响也各不相同，股票期权因其与股价关联性强，对企业绩效的激励效果更显著。张劲松 (2020) 认为，股权基金激励可以显著提高企业财务绩效，尤其在成长型企业中效果更为明显。

然而，管理者防御论认为，随着高管持股比例的增加，他们对公司的参与和控制越多，可能会利用职权追求个人利益，而非股东和公司的利益，从而对公司业绩产生负面影响。Jensen 和 Meckling (1976) 最早提出“管理者防御效应”，认为过度的股权激励可能导致高管的“隧道行为”，对企业绩效产生负面影响。Easterbrook (1984) 和 Jensen (1986) 等学者进一步探讨了如何通过公司治理缓解管理层的自利行为。卫铭和刘亚洲 (2020) 认为，管理防御行为不仅会导致高管因私人利益选择次优决策，还会最终损害公司价值。徐志武 (2018) 的研究发现，高管为了避免因业务项目失败导致自身利益受损，可能会主动或被动放弃业务项目，从而使股权激励作用不明显。俞鸿琳 (2006) 则研究了我国上市公司管理层持股比例与托宾 Q 的关系，发现二者存在负相关关系。此外，宋佳宁和张莲苓 (2015) 从企业实际控制人视角出发，认为高管股权激励与公司业绩之间存在倒 U 型关系。

目前，国内外关于高管激励影响企业绩效的作用机制主要集中在以下几个方面：技术创新和内部控制。近年来，随着科学技术的发展和国家新政策的出台，制造业企业技术创

新水平不断提高，技术创新能力已成为市场竞争的关键。在两权分离的背景下，高管激励对企业绩效的影响可能通过技术创新来传递。高新技术企业的技术创新不仅是企业持续成长的源泉和动力，也是企业在激烈的市场竞争中寻求生存和发展的关键。对于传统服务类行业，服务模式的转变和管理流程的创新也能为企业带来更多利润。在研究阶段，技术创新投入会被记入当期管理费用，导致当期利润减少，高管可能会减少技术创新投入以提高短期绩效，从而影响企业长远发展。而在开发阶段，技术创新投入满足条件可计入资产，此时高管倾向于增加技术创新投入，以提升产品市场占有率，最终提升企业业绩。倪娟和王帆（2020）认为，技术创新在高管激励与企业绩效间存在中介效应，高管激励措施的实施可以转变管理者的身份意识，促使他们增加创新奖励和投资，最终提升企业绩效。

内部控制是企业内部治理的关键环节，最初主要在提高盈余质量、控制财务风险和提升财务信息披露质量方面发挥重要作用。近年来，内部控制在公司治理中的作用受到越来越多的关注，被视为重要的风险管理活动，可以通过监督来减少管理者的逆向选择和道德风险问题。王莹莹（2021）认为，管理人员的积极性取决于内部控制的有效实施。在内部控制体系不完善的公司，管理者难以有效履行职责，导致员工缺乏安全感，影响工作表现和团队凝聚力，最终降低公司的财务业绩。奥嘉欣（2020）认为，高水平的内部控制可以减少交易方之间的信息不对称，通过风险评估、控制和预防等内部控制程序降低业务风险，从而保证企业绩效。马桂芬和罗萌萌（2020）认为，股权激励对高管行为具有积极引导作用，而内部控制则通过监督机制抑制高管的自利行为，如通过建立严格的预算、监督和考核制度，抑制无效研发活动，提升企业绩效。

目前我国大多数企业尚未建立完善的高管激励制度，有学者认为，由于资本结构调整和产权性质的不同，其影响企业绩效的作用机制也存在差异。肖建华和王若凡（2022）认为，高管薪酬激励一方面可以缓解委托代理问题，另一方面鼓励经营者在考虑代理成本、融资成本和其他费用的情况下，选择最优资本结构，并在不断提高公司业绩的同时调整和优化资本结构。刘玉颖（2021）认为，与非国有企业相比，国有企业薪酬较为稳定，且高管受到一定程度的监督，薪酬提升较慢，因此高管缺乏通过提升企业绩效来增加个人利益的动力。

本文对国内外文献进行了详细梳理，探讨了高管激励对企业绩效的影响效果及其作用机制。尽管国内外学者在这一领域取得了不少研究成果，但由于研究中对行业指标和研究方法的选择存在差异，结论并不完全一致，并且其中也有一些不足与缺陷。首先，忽视了激励模式之间的差异可能对企业绩效产生不同影响。现有大部分文献主要关注短期激励或长期激励对企业绩效的影响，但单一的激励模式不利于企业的长远发展。企业应注重构建长短期相结合的激励体系，以推动企业的可持续发展。其次，无论在国内还是国外，关于企业高管激励与企业绩效的研究大多集中在工业、高新技术企业和医药行业等领域，但未能对高管激励对企业绩效影响方面得出统一结论。

未来的研究应进一步探讨不同激励模式在不同类型企业中的适用性及其对企业绩效的具体影响。此外，研究应关注如何优化高管激励制度，以确保激励措施能够真正反映高管的努力程度，进而对企业绩效产生显著影响。应加强对激励模式之间差异的理解和分析，

结合企业的具体情况，设计合理的激励方案。同时，研究还应考虑高管激励对企业长期发展的影响，探索构建长短期相结合的激励体系，以实现企业的可持续发展。

进一步的研究还应关注内部控制在高管激励与企业绩效之间的中介作用，探讨如何通过完善内部控制体系，提升企业的治理水平和绩效表现。对于不同性质的企业，如国有企业和非国有企业，研究应考虑其资本结构、管理机制等方面的差异，提出针对性的激励措施和政策建议。通过结合不同企业的实际情况，研究高管激励机制的优化路径，提升企业绩效，促进企业健康发展。

尽管国内外学者在高管激励与企业绩效关系的研究中取得了诸多成果，但仍存在许多未解的问题和研究空白。未来的研究需要在现有基础上，进一步探讨不同激励模式的适用性及其对企业绩效的具体影响，优化高管激励制度，构建长短期结合的激励体系，并关注内部控制在这一过程中所扮演的关键角色。通过这些努力，有望为企业管理实践提供更加科学和有效的指导，促进企业的可持续发展。

纵观国内外相关文献，对于高管薪酬激励和企业绩效关系的研究还未形成一个统一观念。但是，大部分学者还是认同两者之间存在显著正相关性的结论，部分学者提出了非线性相关的结论。造成研究结论不同的原因可能在于选取的样本、研究方法、变量不同。以前的研究成果对于本文的理论推导以及实证研究都具有重要借鉴意义，同时，这些研究也有待进一步完善，学者们把研究的焦点集中于股权激励方面，针对高管货币薪酬的研究较少，且相关实证研究也较少，有待补充和完善。

同时，国内外绝大部分相关研究由于无法获得高质量的和非公开的一手数据，因此难以研究更广泛的管理人员群体薪酬激励对企业经营绩效的影响，也无法获知并研究企业招聘和引进高管过程中高管薪酬激励变动对企业绩效的影响。

第三章 高管薪酬激励市场现状分析

3.1 高管薪酬激励现状

以 A 股上市公司为例，A 股上市公司高管薪酬情况是一个多维度的复杂议题，它不仅反映了公司治理结构和业绩水平，还与市场环境、行业特性和政策导向紧密相关。以下是对 A 股上市公司高管薪酬情况的综合分析：

薪酬结构

A 股上市公司高管薪酬通常由基本工资、奖金、股票期权、限制性股票和其他长期激励计划组成。基本工资是固定的，而奖金和股权激励则与公司的业绩紧密相关。

薪酬水平

根据公开数据，A 股上市公司高管薪酬存在较大差异，部分高管年薪可达千万元以上，而一些公司的高管薪酬则相对较低。例如，2022 年，通威股份的副总裁李斌以 8652.91 万元的年薪位居 A 股高管薪酬榜首。

行业差异

不同行业的高管薪酬水平存在显著差异。例如，非银金融、银行、房地产等行业的高管薪酬均值通常较高，但这些行业也经历了薪酬下滑的趋势。与此同时，有色金属、电力设备、医药生物等行业的高管薪酬增长明显，这与行业景气度和公司业绩密切相关。

业绩与薪酬的关系

高管薪酬与公司业绩紧密相关。业绩良好的公司往往给予高管更高的薪酬作为奖励，而业绩不佳的公司可能会降低高管薪酬。然而，也存在一些公司高管薪酬与公司业绩不匹配的情况，这引发了市场对薪酬公平性的讨论。

政策影响

政府政策对高管薪酬有重要影响。例如，国企高管薪酬受到政策限制，导致地方国企高管薪酬与民营上市公司高管薪酬趋于一致。此外，监管机构对上市公司高管薪酬的披露要求也影响了薪酬的透明度和公平性。

市场环境

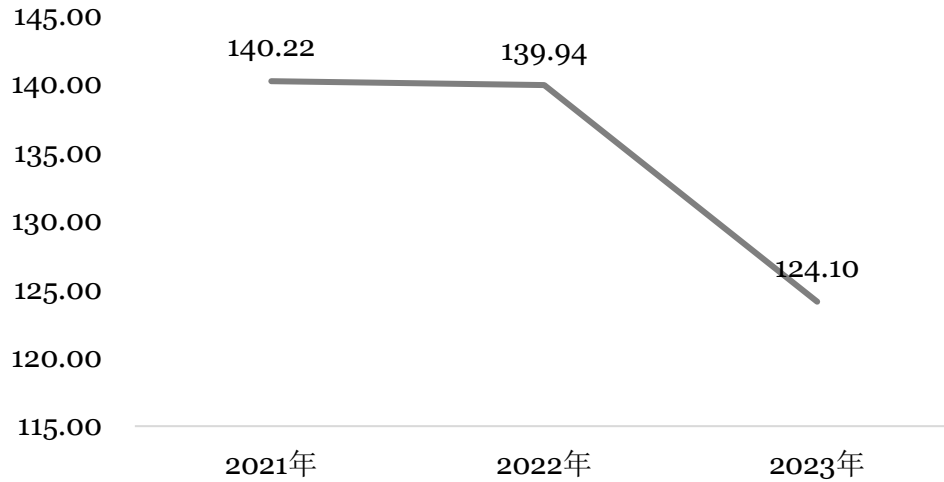
市场环境的变化也会影响高管薪酬。在经济繁荣时期，上市公司业绩普遍较好，高管薪酬水平相对较高；而在经济下行时期，公司业绩可能下滑，高管薪酬也可能会受到影响。

薪酬增长趋势

近年来，A股上市公司高管薪酬增长趋势有所放缓。例如，2022年高管最高年薪的平均值增长率从前一年的5.84%下降至3.63%。

薪酬公平性

薪酬公平性是高管薪酬讨论中的一个重要议题。市场普遍关注高管薪酬是否与员工薪酬、公司业绩和社会责任相匹配。过高的薪酬可能会引发社会不公和内部矛盾。



图表 2 近三年董事长薪酬平均值（万元）

近年来高管薪酬始终维持高位，保持 120 万到 150 万之间，在 2023 年经历较大下降。

3.2 高管薪酬激励的差异性

高管薪酬情况的差异性是一个多维度的现象，涉及行业特性、公司规模、业绩表现、治理结构、市场环境以及政策导向等多个因素。以下是对这些差异性的分析：

行业特性

不同行业的高管薪酬存在显著差异。例如，金融、科技、医药等高利润或高增长行业，高管薪酬往往较高。这些行业的公司往往能够提供更高的业绩奖励和股权激励，以吸引和留住顶尖人才。相比之下，传统行业或增长缓慢的行业的高管薪酬则相对较低。

公司规模

公司规模也是影响高管薪酬的重要因素。大型上市公司由于其规模经济和市场影响力，通常能够提供更高的薪酬。此外，大型公司的高管往往承担更大的责任和风险，因此相应的薪酬也更高。

业绩表现

高管薪酬与公司业绩紧密相关。业绩优秀的公司倾向于通过更高的薪酬来奖励高管，以激励其继续推动公司发展。然而，业绩不佳的公司可能会削减高管薪酬，以反映公司当前的财务状况。

治理结构

公司治理结构对高管薪酬有重要影响。良好的公司治理能够确保高管薪酬与公司长期利益一致，避免过度的短期激励。此外，股东的监督和参与也会影响高管薪酬的合理性和公平性。

市场环境

市场环境的变化会影响公司的业绩和高管薪酬。在经济繁荣时期，公司业绩普遍较好，高管薪酬水平相对较高。相反，在经济衰退时期，公司业绩可能下滑，高管薪酬也可能会受到影响。

政策导向

政府政策对高管薪酬有直接影响。例如，国有企业高管薪酬受到政策限制，以减少收入差距和社会不公。此外，监管机构对上市公司高管薪酬的披露要求也影响了薪酬的透明度。

薪酬结构

高管薪酬结构的差异也是薪酬差异性的一个重要方面。一些公司可能更侧重于固定薪酬，而其他公司可能提供更高的绩效奖金或股权激励。薪酬结构的选择反映了公司对高管激励和风险承担的不同看法。

地区差异

不同地区的经济发展水平和生活成本也会影响高管薪酬。在经济发达地区，由于生活成本较高，高管薪酬通常也较高。此外，地区文化和价值观的差异也可能影响薪酬水平。

个人因素

高管个人的资历、能力和业绩也是影响薪酬的重要因素。具有丰富经验和卓越业绩的高管往往能够获得更高的薪酬。

高管薪酬情况的差异性是一个复杂的现象，受到多种因素的影响。为了确保薪酬的合理性和公平性，公司需要综合考虑行业特性、公司规模、业绩表现、治理结构、市场环境等因素，设计合理的薪酬体系。同时，透明的薪酬披露和有效的监督机制也是确保薪酬公平性的重要手段。

3.3 高管薪酬激励存在的问题

同样以 A 股上市公司为例，其薪酬激励机制是公司治理和人力资源管理的重要组成部分，它对公司的长期发展和竞争力有着深远的影响。然而，在实际操作中，A 股上市公司的薪酬激励存在一些问题和挑战，以下是对这些问题的详细分析：

1. 薪酬与业绩挂钩不紧密

薪酬激励的核心在于将高管的薪酬与其业绩紧密挂钩，但在 A 股上市公司中，这种挂钩并不总是紧密。有时高管薪酬的增长与公司业绩的增长并不成正比，甚至在公司亏损的情况下，高管薪酬仍然高企，这引发了公众对薪酬公平性的质疑。

2. 短期激励与长期发展脱节

许多 A 股上市公司的薪酬激励过于侧重于短期业绩，而忽视了公司的长期发展。这可能导致高管为了追求短期业绩而做出损害公司长期利益的决策，如过度削减成本、忽视研发投入等。

3. 薪酬结构不合理

一些上市公司的薪酬结构设计不合理，固定薪酬过低而变动薪酬过高，这可能导致高管过度追求短期业绩，增加公司的经营风险。同时，不合理的薪酬结构也可能影响高管的稳定性和忠诚度。

4. 薪酬透明度不足

尽管监管机构要求上市公司披露高管薪酬信息，但这些信息的透明度仍然不足。一些公司在披露薪酬时使用复杂的计算方法和不透明的指标，使得投资者和公众难以准确了解高管的实际薪酬水平。

5. 高管与员工薪酬差距过大

在一些 A 股上市公司中，高管与普通员工之间的薪酬差距过大，这可能导致员工的不满和流失，影响公司的团队凝聚力和文化建设。

6. 薪酬激励与公司治理结构不匹配

公司的薪酬激励机制应与公司治理结构相匹配，以确保高管的利益与公司 and 股东的利益一致。然而，在一些 A 股上市公司中，薪酬激励机制与公司治理结构不匹配，导致高管可能追求个人利益而损害公司和股东的利益。

7. 政策和法规限制

虽然政策和法规对高管薪酬有一定的限制，但这些限制有时过于僵化，不能适应不同公司的具体情况。例如，对国有企业高管薪酬的行政性限制可能抑制了优秀人才的引进和激励。

8. 薪酬激励与市场脱节

一些上市公司的薪酬激励机制未能充分考虑市场因素，如行业标准、市场薪酬水平等，导致公司的薪酬政策与市场脱节，影响公司的竞争力。

9. 薪酬激励的执行力度不足

即使设计了合理的薪酬激励机制，一些公司在执行过程中也可能存在力度不足的问题。例如，绩效考核标准不严格、薪酬调整不及时等，这些问题都会影响薪酬激励的效果。

10. 高管薪酬与风险管理

在金融等高风险行业，高管薪酬与风险管理的关系尤为重要。然而，一些公司的薪酬激励机制未能有效考虑风险因素，可能导致高管过度追求高风险业务，增加公司的系统性风险。

A 股上市公司在薪酬激励方面存在的问题，需要通过完善公司治理、优化薪酬结构、提高薪酬透明度、加强政策指导和监管等措施来解决。同时，公司也需要根据自身的特点

和市场环境，设计出既公平合理又能激励高管和员工的薪酬激励机制，以促进公司的长期稳定发展。

样本抽样得到以下统计表探究高管与员工薪酬差距：

表格 1 高管与员工薪酬对比

年份	总经理薪酬（万元）	人均薪酬（万元）
2021 年	226.75	6.65
2022 年	356.56	6.87
2023 年	195.22	6.86

上市公司高管平均工资（以总经理为例）与人均薪酬差距较大，同时高管工资相较于人均薪酬呈现较大波动。

第四章 空降高管薪酬激励水平对企业绩效的影响

4.1 研究假设

空降高管的目前薪酬水平不会显著影响企业绩效。

H1.空降高管货币薪酬水平不会显著影响企业绩效。具体而言，空降高管货币薪酬水平不会显著影响企业未来一年、两年均和三年均水平。

H2.空降高管股权薪酬不会显著影响企业绩效。具体而言，空降高管股权薪酬水平不会显著影响企业未来一年、两年均和三年绩效水平。

H3. 空降高管薪酬总包不会显著影响企业绩效。具体而言，空降高管薪酬总包不会显著影响企业未来一年、两年均和三年绩效水平。

4.2 研究设计

4.2.1 模型设计

为了探讨空降高管薪酬激励水平与企业绩效之间的关系，本文构建了以下回归模型。

其中，被解释变量为企业绩效指标 ROE（净资产收益率）和 ROA（资产收益率），解释变量为高管货币薪酬（LnPay）、高管股权薪酬（EqPay）和高管薪酬总包（TtPay）。此外，引入一系列控制变量（Controls，包括公司规模、负债水平、企业属性、股权集中度、区域）以控制可能影响企业绩效的其他因素。具体模型设计如下：

$$ROA_i = \beta LnPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (4.1)$$

$$ROA_i = \beta EqPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (4.2)$$

$$ROA_i = \beta TtPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (4.3)$$

$$ROE_i = \beta LnPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (4.4)$$

$$ROE_i = \beta EqPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (4.5)$$

$$ROE_i = \beta TtPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (4.6)$$

4.2.2 变量定义

(一) 因变量选取

总资产报酬率(ROA)反映的是每单位资产创造多少净利润的指标，而净资产收益率(ROE)是净利润与平均净资产之比。国内学者大多采用净资产收益率作为企业绩效的核算指标，认为其能充分反映企业股东收益，但如果遇到公司财务杠杆较高、债券利息上升情况，公司就会存在资金断裂的风险，因此本文结合以上特征，分别用总资产报酬率和净资产收益率作为企业绩效衡量指标，确保结论有效性。

(二) 自变量选取

- 1 货币薪酬。高管每年的现金薪酬部分，包括基本工资、奖金和提成在内的年度现金收入。
- 2 股权薪酬。高管每年的股权薪酬，持股比例折算成的现金价值。
- 3 薪酬总包。高管每年的货币薪酬+股权薪酬。

(三) 控制变量选取

为保证模型的稳定性及有效性并达到本文的研究目的，本文借鉴以往国内外学者相关研究，选取以下变量作为控制变量：公司规模、资产负债率、企业属性、行业和地域变量等。

公司规模 (Size)，选用上市公司年末营业收入金额进行衡量。

负债水平 (Lev)，采用公司年末的资产负债率进行衡量，用企业负债总额占企业资产总额的百分比表示。反映了企业的举债经营能力。

企业属性 (Soe)：1 表示国有控股企业，0 表示非国有控股企业，包括企业、外资控股等。国有控股企业是指整个企业资本中，国家资本占相当大的比例，并实现了由国家控制的企业，主要有以下几种情形：(1) 国家资本所占比例大于等于 50% 的企业，包括未改制的国有企业；(2) 国家资本比例低于 50%，但高于其他经济成分比例的企业；(3) 依照合同规定，由国家拥有实际控制权的企业。

股权集中度是指所有股东由于持股比例的不同所表现出来的股权离散程度，本文以实际控制人持股份额在公司总股份中所占比重来衡量。

不同的地域高管的薪酬水平也会出现差异，因此本文将地域控制变量纳入了模型，以剔除行业和地域对高管薪酬的影响。

表格 2 变量描述表

	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	企业绩效	ROA	净利润 / 总资产。企业一年期 ROA 为空降高管加入一年后企业 ROA，两年均 ROA 为空降高管加入两年内企业平均 ROA，三年均 ROA 为空降高管加入三年内企业平均 ROA。
		ROE	净利润 / 净资产。企业一年期 ROE 为空降高管加入一年后企业 ROE，两年均 ROE

变量名称	变量符号	变量定义	
		为空降高管加入两年内企业平均 ROE，三年均 ROE 为空降高管加入三年内企业平均 ROE。	
解释变量	高管货币薪酬	LnPay	货币薪酬是高管由于任职而从公司获取的货币性收入总额，包括基本工资、奖金、福利等货币性报酬
	高管股权薪酬	EqPay	股权薪酬是高管获得股权对应的现金价值
	高管薪酬总包	TtPay	高管货币薪酬+股权薪酬
	高管薪酬总包变动	$\Delta TtPay$	新公司薪酬总包-原公司薪酬总包
	高管基本工资	BasePay	高管基本工资
	高管基本工资变动	$\Delta BasePay$	新公司基本工资-原公司基本工资
	高管是否离职	Separation	高管已离职取 1，否则为 0
变量	企业规模	Size	总资产
	资产负债率	Lev	总负债/总资产
	企业属性	Soe	国有企业取 1，否则为 0
	股权集中度	Ocd	实际控制人合计持股比例
	区域虚拟变量	Area	全国划分为一线城市和其他城市，以高管入职城市为准，一线城市为 1，否则取 0。

4.3 实证结果和分析

4.3.1 描述性统计

表 3 为空降高管薪酬激励水平与企业绩效描述性统计描述性统计（薪酬部分未经取对数处理）。

表格 3 空降高管薪酬激励水平与企业绩效描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	216	1163447.08	848330.86	84000.00	6000000.00
高管股权薪酬	216	180491.67	555064.29	0	5000000
高管薪酬总包	216	1314464.62	1053072.35	60000.00	6000000.00
企业一年期 ROE	216	6.100	67.58	-327.6	6.810
企业两年均 ROE	216	-14.43	129	-642.3	6.510
企业三年均 ROE	216	-0.0900	0.960	-4.280	0.0600
企业一年均 ROA	216	1.930	24.62	-216.1	3.100
企业两年均 ROA	216	-14.64	89.12	-485.0	2.250
企业三年均 ROA	216	-0.100	0.660	-3.570	0.0300

表 3 表明样本中的高管总包年薪最低为 6 万元，最高为 600 万元，相差 100 倍，标准差为 105 万元，样本中高管薪酬差异较大。

在企业财务表现方面，企业一年期 ROE 的均值为 6.100%，标准差为 67.58%，最小值为-327.6%，最大值为 6.810%。这一指标反映了在空降高管加入后的第一年，企业的股东权益回报率存在较大波动，部分企业出现了较为严重的亏损，表明这一时期的业绩波动较大。企业两年均 ROE 的均值为-14.43%，标准差为 129%，最小值为-642.3%，最大值为 6.510%，这表明在空降高管加入后的第二年，企业的 ROE 表现较差，且波动极大，部分企业经历了巨大的亏损，可能与高管决策或外部市场环境等因素有关。企业三年均 ROE 的均值为-0.09%，标准差为 0.96%，最小值为-4.28%，最大值为 0.06%，这一结果显示，空降高管加入后的第三年，企业的 ROE 整体表现较为平稳，但均值接近于零，表明企业的股东回报率偏低，且波动幅度较小。

在 ROA 方面,企业一年期 ROA 的均值为 1.930%,标准差为 24.62%,最小值为-216.1%,最大值为 3.100%,说明空降高管加入后的第一年,企业的资产回报率波动较大,部分企业可能面临较大的资产管理问题。企业两年均 ROA 的均值为-14.64%,标准差为 89.12%,最小值为-485.0%,最大值为 2.250%,这表明在空降高管加入后的第二年,企业的资产回报率表现较差,且部分企业面临巨额亏损。企业三年均 ROA 的均值为-0.10%,标准差为 0.66%,最小值为-3.57%,最大值为 0.03%,三年期 ROA 的均值接近零,表明在长期内企业的资产回报较为平稳,但整体水平较低,且波动较小。

综上所述,从高管薪酬和公司财务表现的分析可以看出,高管薪酬差异显著,而企业财务表现尤其是在空降高管加入后的初期(特别是一年期和两年期 ROE、ROA 表现较差)存在较大的波动性。虽然高管薪酬整体较高,但公司在短期内的财务表现并不理想,可能受到高管决策或其他因素的影响。

分样本描述性统计如下,本文分别对于上市公司和空降高管进行分组,上市公司按照上市时间和所属行业进行分类,空降高管按照收入层级和岗位性质分类。

以下为按照高管收入层级的分类描述性统计结果:

表格 4 空降高管低收入层级描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	121	13.40	0.314	11.34	13.86
高管股权薪酬	121	12.60	1.269	11.29	15.43
高管薪酬总包	121	13.39	0.357	11.00	13.80
企业一年期 ROE	121	11.02	83.67	-327.6	355.7
企业两年均 ROE	121	-11.29	140.3	-642.3	400.4
企业三年均 ROE	121	-0.0510	1.064	-4.282	3.928
企业一年均 ROA	121	4.240	20.83	-79.45	107.0
企业两年均 ROA	121	-13.95	90.50	-485.0	95.72
企业三年均 ROA	121	-0.0950	0.664	-3.571	0.829

表格 5 空降高管高收入层级描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	95	14.27	0.464	13.16	15.61
高管股权薪酬	95	12.96	0.911	11.51	15.20
高管薪酬总包	95	14.44	0.488	13.82	15.61
企业一年期 ROE	95	0.208	42.40	-327.6	38.95
企业两年均 ROE	95	-19.84	119.5	-642.3	38.95
企业三年均 ROE	95	-0.137	0.806	-4.282	0.433
企业一年均 ROA	95	-0.995	29.88	-216.1	23.14
企业两年均 ROA	95	-16.69	91.13	-485.0	41.89
企业三年均 ROA	95	-0.106	0.659	-3.571	0.448

根据空降高管薪酬分层的描述性统计结果（见表 4、表 5），低收入层级（N=121）与高收入层级（N=95）呈现显著差异特征。从薪酬结构看，低收入层级高管货币薪酬均值为

13.40（标准差 0.314），显著低于高收入层级的 14.27（标准差 0.464），两组薪酬总包均值差距达 1.05。股权薪酬维度中，高收入层级均值提升至 12.96（标准差 0.911），较低收入层级 12.60（标准差 1.269）呈现更高集中度，其变异系数由 10.07%降至 7.03%，表明高薪群体股权激励方案更具同质化特征。

企业绩效指标揭示更复杂图景。低收入层级企业一年期 ROE 均值为 11.02%（标准差 83.67），虽高于高收入层级的 0.208%（标准差 42.40），但其三年期 ROE 均值转负为 -0.051%（标准差 1.064），且极端值跨度达 808 个百分点（-327.6%~355.7%），反映短期业绩波动剧烈但长期均值回归特征。反观高收入层级，三年期 ROE 均值进一步下降至 -0.137%（标准差 0.806），且两年均 ROE 负向偏离加剧（-19.84% vs. -11.29%），暗示高薪空降高管可能面临更严峻的业绩修复压力。

进一步分析 ROA 指标发现，低收入层级三年均 ROA 为 -0.095%（标准差 0.664），与高收入层级的 -0.106%（标准差 0.659）无显著差异，但两年均 ROA 出现分化（-13.95% vs. -16.69%）。值得注意的是，高收入组一年期 ROA 均值为 -0.995%（标准差 29.88），其负向偏离程度是低收入层级的 3.4 倍（4.240% vs. -0.995%），且最小值触及 -216.1%，凸显高薪与企业短期绩效的背离矛盾。这种现象可能折射出两类治理情境：其一，企业倾向于通过高薪吸引高管应对重大经营危机；其二，薪酬契约存在激励扭曲，未能有效转化为绩效产出。

以下为按照高管岗位的分类描述性统计结果：

表格 6 空降高管任职专家描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	9	13.75	0.409	13.19	14.46
高管股权薪酬	9	12.62	1.149	11.29	13.93
高管薪酬总包	9	14.18	0.705	13.46	15.51
企业一年期 ROE	9	-9.089	22.45	-61	7.700
企业两年均 ROE	9	-12.11	27.49	-71.89	5.860
企业三年均 ROE	9	-0.104	0.272	-0.581	0.0550
企业一年均 ROA	9	-1.284	6.698	-17.20	3.930
企业两年均 ROA	9	-2.034	8.062	-19.02	3.985
企业三年均 ROA	9	-0.0110	0.0790	-0.147	0.0550

表格 7 空降高管任职副总裁描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	10	14.85	0.247	14.42	15.23
高管股权薪酬	10	12.94	0.455	12.43	13.82
高管薪酬总包	10	14.97	0.229	14.63	15.37
企业一年期 ROE	10	-4.934	30.56	-53.77	25.29
企业两年均 ROE	10	-6.987	22.34	-43.97	16.34
企业三年均 ROE	10	-0.0330	0.248	-0.581	0.231
企业一年均 ROA	10	-1.452	13.00	-20.53	15.40
企业两年均 ROA	10	-2.246	11.67	-24.75	10.09
企业三年均 ROA	10	0.00800	0.129	-0.272	0.156

表格 8 空降高管任职工程师描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	18	13.29	0.625	11.34	14.08
高管股权薪酬	18	13.04	0.199	12.90	13.18
高管薪酬总包	18	13.26	0.662	11.00	14.08
企业一年期 ROE	18	-6.982	32.48	-82.78	31.87
企业两年均 ROE	18	-6.682	30.19	-82.78	27.34
企业三年均 ROE	18	-0.112	0.346	-1.025	0.262
企业一年均 ROA	18	1.019	15.15	-20.84	39.70
企业两年均 ROA	18	0.939	12.99	-20.84	28.18
企业三年均 ROA	18	0.00100	0.114	-0.215	0.190

表格 9 空降高管任职总监描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	53	13.82	0.438	12.79	14.73
高管股权薪酬	53	12.58	0.913	11.51	14.91
高管薪酬总包	53	13.94	0.518	12.79	15.38
企业一年期 ROE	53	-5.154	76.22	-327.6	255.1
企业两年均 ROE	53	-60.76	195.2	-642.3	200.9
企业三年均 ROE	53	-0.379	1.354	-4.282	1.801
企业一年均 ROA	53	0.945	36.93	-216.1	107.0
企业两年均 ROA	53	-45.77	146.5	-485.0	95.72
企业三年均 ROA	53	-0.332	1.084	-3.571	0.829

表格 10 空降高管任职总经理描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	18	14.25	0.393	13.59	15.20
高管股权薪酬	18	13.40	1.043	12.21	14.51
高管薪酬总包	18	14.34	0.441	13.59	15.20
企业一年期 ROE	18	7.586	19.64	-45.20	38.03
企业两年均 ROE	18	-29.42	153.6	-642.3	29.69
企业三年均 ROE	18	-0.182	1.031	-4.282	0.263
企业一年均 ROA	18	5.428	8.798	-13.47	23.14
企业两年均 ROA	18	-22.91	115.5	-485.0	21.36
企业三年均 ROA	18	-0.162	0.852	-3.571	0.173

表格 11 空降高管任职研发描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	6	13.36	0.233	13.10	13.65
高管股权薪酬	6	11.51	.	11.51	11.51
高管薪酬总包	6	13.39	0.217	13.12	13.65
企业一年期 ROE	6	6.305	15.32	-24.97	12.62
企业两年均 ROE	6	3.114	18.67	-34.98	11.16
企业三年均 ROE	6	0.0220	0.188	-0.362	0.106
企业一年均 ROA	6	-3.422	8.381	-20.53	0
企业两年均 ROA	6	-4.004	9.808	-24.02	0
企业三年均 ROA	6	-0.0350	0.0860	-0.211	0

表格 12 空降高管任职经理描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	38	13.45	0.345	13.12	14.85
高管股权薪酬	38	12.61	.	12.61	12.61
高管薪酬总包	38	13.46	0.354	13.12	14.85
企业一年期 ROE	38	29.83	117.8	-327.6	355.7
企业两年均 ROE	38	29.16	113.8	-163.8	400.4
企业三年均 ROE	38	0.203	1.128	-1.473	3.928
企业一年均 ROA	38	2.894	18.00	-79.45	41.20
企业两年均 ROA	38	-0.294	22.22	-102.5	34.55
企业三年均 ROA	38	0.00800	0.143	-0.272	0.244

表格 13 空降高管任职负责人描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	8	13.91	0.649	12.98	15.01
高管股权薪酬	8	14.25	0.0460	14.22	14.29
高管薪酬总包	8	14.03	0.833	12.98	15.38
企业一年期 ROE	8	12.10	12.54	-2.230	31.64
企业两年均 ROE	8	8.197	17.40	-15.21	31.48
企业三年均 ROE	8	0.0720	0.166	-0.113	0.313
企业一年均 ROA	8	5.917	6.597	-3.510	15.80
企业两年均 ROA	8	4.361	8.486	-6.770	15.80
企业三年均 ROA	8	0.0380	0.0810	-0.0530	0.155

表格 14 空降高管任职其他岗位描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	56	13.82	0.587	12.90	15.61
高管股权薪酬	56	13.12	1.253	11.33	15.43
高管薪酬总包	56	13.84	0.691	11.64	15.61
企业一年期 ROE	56	8.826	46.54	-122.3	255.1
企业两年均 ROE	56	-4.886	98.11	-642.3	200.9
企业三年均 ROE	56	-0.0190	0.671	-4.282	1.801
企业一年均 ROA	56	2.736	27.87	-137.1	107.0
企业两年均 ROA	56	-5.770	71.37	-485.0	95.72
企业三年均 ROA	56	-0.0260	0.517	-3.571	0.829

从空降高管任职岗位的异质性分析可见（见表 6-14），不同职能序列的薪酬契约结构与绩效产出呈现显著分化特征。副总裁岗位（N=10）展现出薪酬溢价现象，其货币薪酬均值达 14.85（标准差 0.247），薪酬总包均值 14.97（标准差 0.229）位居各岗位首位，且股权薪酬标准差仅 0.455，反映该序列薪酬结构的制度刚性。与之形成对比的是研发岗位（N=6），其股权薪酬呈现完全同质化特征（标准差缺失），薪酬总包均值 13.39（标准差 0.217）处于末位梯队，暗示技术类高管可能存在激励工具单一化问题。

企业绩效维度揭示更深刻的治理逻辑差异。负责人岗位（N=8）三年期 ROE 均值 0.072%（标准差 0.166）与 ROA 均值 0.038%（标准差 0.081）双指标领跑，其薪酬总包均值 14.03（标准差 0.833）与绩效产出呈现正向匹配，印证了“权责对等”理论的有效性。反观薪酬水平相近的总监岗位（N=53），三年期 ROE 均值 -0.379%（标准差 1.354）与 ROA 均值 -0.332%

（标准差 1.084）显著偏离行业基准，且两年均 ROE 极端值达-642.3%，凸显中层管理序列可能面临"高授权低效能"的治理困境。

特别值得注意的是经理岗位（N=38）的异常表现，其一年期 ROE 均值 29.83%（标准差 117.8）与三年期 ROE 均值 0.203%（标准差 1.128）形成陡峭的业绩衰减曲线，而对应薪酬总包均值仅 13.46（标准差 0.354），这种"低薪高波动"特征可能源于该岗位在战略执行中的缓冲器作用。工程师岗位（N=18）则呈现独特的技术治理范式，其三年均 ROA 趋近零值（0.001%，标准差 0.114），但股权薪酬标准差仅 0.199，显示技术类高管更倾向风险规避型激励方案。

总经理岗位（N=18）的数据揭示出战略决策层的复杂情境，尽管其货币薪酬均值达 14.25（标准差 0.393）位居第二梯队，但三年期 ROE 均值-0.182%（标准差 1.031）与 ROA 均值-0.162%（标准差 0.852）持续负向偏离，且两年均 ROA 极差达 506.36 个百分点（-485.0%~21.36%），这为"明星高管悖论"提供了新的经验证据——即企业通过高薪引进的决策层人才可能面临组织适配困境，导致短期业绩波动加剧。

跨岗位比较显示，薪酬离散度与绩效稳定性存在非线性关联。负责人岗位薪酬总包标准差达 0.833 却伴随最优绩效产出，而副总裁岗位 0.229 的超低薪酬离散度并未带来绩效优势，这对最优契约理论的普适性构成挑战。研发岗位（ROA 均值-0.035%）与"其他"岗位（ROA 均值-0.026%）的绩效趋同现象，则暗示非核心职能序列可能存在薪酬激励的结构性失效。

4.3.2 回归分析

本文探究空降高管薪酬激励水平对企业绩效的影响。

本文利用构建的回归模型利用样本数据进行实证分析。回归结果如表 4 所示：

表格 15 空降高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	-0.185 (-0.06)			-2.033 (-0.23)		
高管股权薪酬		0.143 (0.46)			0.517 (0.60)	
高管薪酬总包			-1.968 (-0.73)			-4.360 (-0.58)
企业规模	0.017 (0.02)	-0.011 (-0.02)	0.130 (0.19)	1.544 (0.81)	1.373 (0.75)	1.700 (0.90)
资产负债率	-0.047* (-1.67)	-0.048* (-1.70)	-0.047* (-1.68)	0.056 (0.71)	0.052 (0.66)	0.055 (0.70)
股权集中度	0.186* (1.83)	0.190* (1.86)	0.186* (1.82)	-0.155 (-0.54)	-0.145 (-0.51)	-0.160 (-0.56)
区域	-11.610*** (-2.95)	-11.849*** (-3.01)	-11.308*** (-2.88)	-40.861*** (-3.71)	-41.949*** (-3.82)	-40.449*** (-3.68)
企业属性	-1.582 (-0.15)	-1.027 (-0.10)	-2.214 (-0.21)	2.838 (0.10)	5.138 (0.18)	1.797 (0.06)
常数项	12.356 (0.29)	9.626 (1.58)	36.250 (0.99)	57.251 (0.49)	29.235* (1.71)	88.656 (0.87)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

表中以 ROA 和 ROE 为依变量的回归结果显示，空降高管货币薪酬、股权薪酬以及薪酬总包对企业一年期 ROA 和 ROE 的影响均不显著。其中，高管货币薪酬对 ROA 的系数为-0.185 (t 值为-0.06)，对 ROE 的系数为-2.033 (t 值为-0.23)；高管股权薪酬对 ROA 的系数为 0.143 (t 值为 0.46)，对 ROE 的系数为 0.517 (t 值为 0.60)；薪酬总包对 ROA 的系数为-1.968 (t 值为-0.73)，对 ROE 的系数为-4.360 (t 值为-0.58)。这些结果表明，空降高管的薪酬激励水平在短期内未能显著提升企业绩效。

控制变量方面，企业规模对 ROA 和 ROE 的影响均不显著，而资产负债率对 ROA 的影响显著为负 (t 值接近-1.67 至-1.70)，对 ROE 的影响则不显著。股权集中度对 ROA 的系数为 0.186，且在 10%显著水平下为正，表明股权集中度对一年期 ROA 有积极影响；但对 ROE 的影响为负且不显著。区域因素对 ROA 和 ROE 均表现出高度显著的负向影响，反映了区域性差异对企业绩效的重要作用。

表格 16 空降高管薪酬激励水平对企业两年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	-0.157 (-0.02)			-3.165 (-0.24)		
高管股权薪酬		-1.682** (-2.23)			-2.192* (-1.70)	
高管薪酬总包			-0.458 (-0.07)			-3.653 (-0.32)
企业规模	6.164*** (3.56)	6.275*** (3.79)	6.183*** (3.59)	9.153*** (3.11)	9.114*** (3.22)	9.199*** (3.14)
资产负债率	-0.908*** (-11.63)	-0.908*** (-11.78)	-0.908*** (-11.64)	-0.882*** (-6.56)	-0.882*** (-6.61)	-0.883*** (-6.57)
股权集中度	-1.575*** (-6.51)	-1.630*** (-6.79)	-1.576*** (-6.51)	-2.515*** (-6.12)	-2.592*** (-6.32)	-2.526*** (-6.14)
区域	-23.758** (-2.47)	-21.734** (-2.28)	-23.721** (-2.47)	-54.590*** (-3.35)	-52.278*** (-3.23)	-54.509*** (-3.34)
企业属性	34.190 (1.31)	28.459 (1.10)	34.075 (1.30)	44.044 (1.00)	37.208 (0.84)	43.529 (0.98)
常数项	72.851 (0.70)	75.894*** (5.04)	76.927 (0.84)	142.891 (0.80)	107.438*** (4.19)	149.896 (0.97)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

在两年均绩效的回归中，高管货币薪酬对 ROA 和 ROE 的影响仍不显著，但高管股权薪酬在两者上的影响均表现出统计显著性。具体来看，高管股权薪酬对 ROA 的系数为-1.682 (t 值为-2.23, 显著在 5%水平), 对 ROE 的系数为-2.192 (t 值为-1.70, 显著在 10%水平), 表明高管股权薪酬对两年期绩效存在负面作用。

企业规模的系数显著为正，对 ROA 和 ROE 的影响均显著在 1%水平，这表明企业规模扩大有助于提升企业的两年均绩效。此外，资产负债率和股权集中度均显著为负，区域因素的负向影响也在 5%至 1%显著水平下得到验证，反映出债务压力和股东权力集中可能对企业长期绩效产生抑制作用。

表格 17 空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	0.009 (0.16)			-0.008 (-0.08)		
高管股权薪酬		-0.012** (-2.26)			-0.017* (-1.74)	
高管薪酬总包			0.004 (0.09)			-0.025 (-0.30)
规模	0.054*** (4.18)	0.056*** (4.51)	0.055*** (4.22)	0.074*** (3.27)	0.075*** (3.46)	0.075*** (3.34)
资产负债率	-0.928*** (-11.72)	-0.934*** (-11.93)	-0.928*** (-11.71)	-0.765*** (-5.58)	-0.774*** (-5.69)	-0.766*** (-5.59)
股权集中度	-1.037*** (-5.68)	-1.068*** (-5.91)	-1.035*** (-5.67)	-1.730*** (-5.47)	-1.775*** (-5.64)	-1.734*** (-5.49)
区域	-0.174** (-2.49)	-0.157** (-2.27)	-0.174** (-2.48)	-0.457*** (-3.76)	-0.437*** (-3.62)	-0.454*** (-3.75)
企业属性	0.261 (1.35)	0.214 (1.12)	0.261 (1.34)	0.289 (0.86)	0.231 (0.69)	0.283 (0.84)
常数项	0.471 (0.63)	0.628*** (5.50)	0.532 (0.80)	0.901 (0.69)	0.847*** (4.27)	1.134 (0.99)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

其中，列（1）、列（2）和列（3）列示的是以企业三年平均 ROA 为被解释变量的回归

结果，列（4）、列（5）和列（6）列示的是以企业三年平均 ROE 为被解释变量的回归结果。

从回归结果上看，高管货币薪酬、高管股权薪酬和高管薪酬总包均不能显著促进或者抑制企业绩效 ROA 和 ROE 表现。而控制变量企业规模、资产负债率、股权集中度和区域等能够显著影响高管货币薪酬、高管股权薪酬和高管薪酬总包。具体来看，企业规模在统计上显著提升企业业绩表现，大企业更能获得不错的 ROA、ROE 表现；资产负债率会显著降低企业业绩表现，资产负债率高的公司往往预示着较高的财务与违约风险；股权集中度显著降低企业 ROA 和 ROE 表现；最后，区域也会影响到企业的 ROA 和 ROE 表现，就样本回归结果显示，非一线城市的企业在其他条件一致的情况下比一线城市的企业更能获得较高的 ROA 与 ROE 表现，这可能与非一线城市的成本较低有关。

4.4 本章小结

综合一年期、两年均和三年均绩效的分析结果，空降高管的薪酬激励水平对企业短期绩效无显著影响，而高管股权薪酬对企业长期绩效表现出一定的负向作用。此外，企业规模对绩效的正向效应显著，而资产负债率、股权集中度及区域性因素的负面效应需要引起重视。这表明在制定空降高管薪酬激励政策时，需要权衡短期与长期绩效目标，并结合企业规模与资本结构优化薪酬设计。

第五章 空降高管薪酬激励变动对企业绩效的影响

5.1 研究假设

空降高管的高管薪酬激励变动不会显著影响企业绩效。

H1.空降高管薪酬总包变动不会显著影响企业绩效。具体而言，空降高管货币薪酬较前任变动及自身变动不会显著影响企业未来一年、两年均和三年绩效水平。

H2.空降高管基本工资变动不会显著影响企业绩效。具体而言，空降高管基本工资较前任变动及自身变动不会显著影响企业未来一年、两年均和三年绩效水平。

5.2 研究设计

5.2.1 模型设计

为了探讨空降高管薪酬变动与企业绩效之间的关系，本文构建了若干回归模型。具体而言，被解释变量为企业绩效指标 **ROE**（净资产收益率）和 **ROA**（资产收益率），解释变量为高管薪酬总包变动（ $\Delta TtPay$ ）和高管基本工资变动（ $\Delta BasePay$ ）。此外，本研究还设置了一系列控制变量（**Controls**，包括公司规模、负债水平、企业属性、股权集中度、区域）以控制其他可能影响企业绩效的因素，同时本文还加入了高管薪酬总包和高管基本工资作为控制变量，以排除绝对水平的高管薪酬影响。本文旨在通过这些模型分析，揭示高管薪酬变动对企业绩效的影响机制。具体模型设计如下：

$$ROA_i = \beta_1 \Delta TtPay_i + \beta_2 TtPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (5.1)$$

$$ROA_i = \beta_1 \Delta BasePay_i + \beta_2 BasePay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (5.2)$$

$$ROE_i = \beta_1 \Delta TtPay_i + \beta_2 TtPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (5.3)$$

$$ROE_i = \beta_1 \Delta BasePay_i + \beta_2 BasePay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (5.4)$$

5.3 实证结果和分析

5.3.1 描述性统计

本文对样本数据进行了描述性统计分析，结果如表所示，主要包括高管基本工资变动、高管薪酬总包变动、企业绩效 ROE 和企业绩效 ROA 这四个变量的观测数、均值、标准差、最小值和最大值等统计量。

表格 18 高管薪酬变动及企业绩效描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管基本工资变动	216	0.26	0.34	-0.50	2.20
高管薪酬总包变动	216	0.28	0.32	-0.50	2.18
企业绩效 ROE	216	-0.09	0.96	-4.28	3.93
企业绩效 ROA	216	-0.10	0.66	-3.57	0.83

样本中高管基本工资变动 ($\Delta BasePay$) 的均值为 0.26，表明在样本期间内，高管基本工资平均变动幅度为 26%。标准差为 0.34，表明高管基本工资变动存在较大波动，个体间的差异较为显著。该变量的最小值为-0.50，最大值为 2.20，说明在样本期间内，有企业的高管基本工资变动幅度达到-50%，即基本工资较原先工作减半；同时，也有企业的高管基本工资变动幅度高达 220%，表明部分企业对高管基本工资翻倍。

高管薪酬总包变动 ($\Delta TtPay$) 的均值为 0.28，表明在样本期间内，高管薪酬总包平均变动幅度为 28%。标准差为 0.32，显示出高管薪酬总包变动幅度也存在较大的波动性。最小值为-0.50，最大值为 2.18，说明在样本期间内，有企业的高管薪酬总包变动幅度达到-50%，

即高管薪酬总包减半；同时，也有企业的高管薪酬总包变动幅度高达 218%，表明部分企业在高管薪酬总包方面进行了显著的调整。

企业绩效 ROE（净资产收益率）的均值为-0.09，表明在样本期间内，企业的平均 ROE 为-9%，这表明了样本中的企业在整体上存在轻微的亏损。标准差为 0.96，表明企业 ROE 存在较大的波动性，个体间差异明显。最小值为-4.28，最大值为 3.93，说明在样本期间内，有企业的 ROE 最低达到-428%，亏损严重；同时，也有企业的 ROE 高达 393%，盈利能力极强。

企业绩效 ROA（资产收益率）的均值为-0.10，表明在样本期间内，企业的平均 ROA 为-10%，这同样暗示了样本中的企业在整体上存在轻微的亏损。标准差为 0.66，表明企业 ROA 的波动性相对较小，但个体间仍存在明显差异。最小值为-3.57，最大值为 0.83，说明在样本期间内，有企业的 ROA 最低达到-357%，同样存在严重亏损；而有企业的 ROA 最高达到 83%，显示出较强的盈利能力。

综合分析

通过对高管基本工资变动、高管薪酬总包变动、企业绩效 ROE 和企业绩效 ROA 的描述性统计分析，可以看出以下几点：

高管薪酬变动的显著差异：无论是高管基本工资变动还是高管薪酬总包变动，均值和标准差均显示出样本企业在高管薪酬调整方面存在显著差异。部分企业对高管薪酬进行了大幅度的调整，而部分企业则采取了较为保守的薪酬政策。

企业绩效的波动性：样本企业在 ROE 和 ROA 上的均值均为负值，表明整体上企业绩效不佳，存在一定程度的亏损。然而，标准差和最大值、最小值的统计量显示，企业绩效的波动性较大，个体间存在显著差异。部分企业表现出极强的盈利能力，而部分企业则面临严重的亏损。

薪酬变动与绩效的潜在关系：高管薪酬变动和企业绩效的波动性提示了二者之间可能存在一定的关联，需要通过进一步的回归分析。

5.3.2 回归分析

表格 19 空降高管薪酬激励水平变动对企业一年绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基	-1.175				-4.463			
本工资	(-0.2				(-0.32			
变动	3))			
高管基		-0.277				-0.915		
本工资		(-0.41)				(-0.49)		
较前任								
变动								
高管薪			1.314				0.343	
酬总包			(0.25)				(0.02)	
变动								
高管薪				-0.489				-0.544
酬总包				(-0.76)				(-0.32)
较前任								

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变动								
高管基	-0.12	1.165			-0.810	4.357	-0.584	1.588
本工资	3							
	(-0.0	(0.55)			(-0.09	(0.74)	(-0.07)	(0.28)
	4))			
高管薪			-1.970	1.093				
酬总包			(-0.73)	(0.55)				
企业规	0.010	0.410	0.128	0.276	1.462	2.073	1.463	1.446
模	(0.01)	(0.73)	(0.19)	(0.44)	(0.77)	(1.33)	(0.77)	(0.85)
资产负	-0.04	-0.069	-0.046*	-0.061	0.054	-0.431*	0.055	-0.205
债率	7*					*		
	(-1.67	(-1.05)	(-1.66)	(-0.82)	(0.69)	(-2.38)	(0.70)	(-0.98)
)							
股权集	0.184	0.226*	0.187*	0.313**	-0.166	0.499*	-0.158	0.595*
中度	*	*		*				*
	(1.79)	(2.36)	(1.83)	(3.11)	(-0.58	(1.87)	(-0.55)	(2.07)
)			
区域	-11.75	-3.639	-11.239	-4.622*	-41.57	-9.251	-41.066**	-9.830
	7***		***		3***		*	
	(-2.9	(-1.46)	(-2.85)	(-1.80)	(-3.72)	(-1.33)	(-3.71)	(-1.31)
	4)							
企业属	-1.74	-6.041	-2.076	-8.276	2.320	6.014	3.001	-3.524
性	6							

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	(-0.16)	(-0.85)	(-0.20)	(-1.19)	(0.08)	(0.30)	(0.10)	(-0.17)
))						
常数项	12.00	-13.82	35.792	-14.327	42.740	-47.807	37.685	-21.35
	8	8						9
	(0.30)	(-0.50)	(0.98)	(-0.53)	(0.38)	(-0.63)	(0.33)	(-0.28)
))						
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

本回归结果显示，高管基本工资变动及其相较前任的变动对 ROA（模型 1-2）和 ROE（模型 4-5）的影响均未显著。高管薪酬总包变动及其相较前任的变动同样未显现显著的绩效效应（模型 3、6）。具体来看，高管基本工资变动的回归系数为 -1.175（ROA）和 -4.463（ROE），而高管基本工资较前任变动的回归系数为 -0.277（ROA）和 -0.915（ROE），且均未通过统计显著性检验。这说明高管基本薪酬的调整在短期内并未对企业绩效产生显著影响。值得注意的是，控制变量中股权集中度对 ROA 和 ROE 在部分模型（1-4、7-8）中具有显著正向影响，可能反映出股东利益集中对绩效管理的正向激励作用。此外，区域和资产负债率对绩效的影响因模型而异，表现出不稳定性。

表格 20 空降高管薪酬激励水平变动对企业两年均绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基 本工资	-0.83				-4.250			
	7							

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变动								
	(-0.07)				(-0.20)			
高管基本工资较前任变动		-0.215				-0.583		
		(-0.30)				(-0.28)		
高管薪酬总包变动			1.706				2.298	
			(0.13)				(0.10)	
高管薪酬总包较前任变动				-0.198				-0.692
				(-0.30)				(-0.38)
高管基本工资	0.922	0.498			-1.446	1.483	-1.066	0.740
	(0.12)	(0.22)			(-0.11)	(0.23)	(-0.08)	(0.12)
高管薪酬总包			-0.459	0.532				

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
			(-0.07)	(0.26)				
企业规模	6.101***	0.468	6.182***	0.405	9.039**	2.528	9.036***	1.882
	(3.52)	(0.80)	(3.58)	(0.64)	(3.07)	(1.48)	(3.07)	(1.07)
资产负债率	-0.909***	-0.069	-0.907***	-0.072	-0.884	-0.457*	-0.882***	-0.245
	(-11.56)	(-1.00)	(-11.57)	(-0.94)	(-6.52)	(-2.28)	(-6.51)	(-1.12)
股权集中度	-1.577***	0.265*	-1.574***	0.343**	-2.528*	0.611**	-2.515***	0.753*
	(-6.46)	(2.62)	(-6.46)	(3.32)	(-6.09)	(2.07)	(-6.08)	(2.53)
区域	-23.994**	-3.601	-23.641**	-4.446	-55.223	-7.703	-54.703**	-9.941
	(-2.46)	(-1.36)	(-2.45)	(-1.66)	(-3.34)	(-1.00)	(-3.33)	(-1.27)
企业属性	34.617	-7.128	34.247	-8.702	43.461	2.168	44.364	-6.896
	(1.31)	(-0.95)	(1.30)	(-1.20)	(0.97)	(0.10)	(0.99)	(-0.32)
常数项	59.146	-6.712	76.285	-8.147	121.448	-17.426	113.644	-16.060
	(0.58)	(-0.23)	(0.83)	(-0.30)	(0.70)	(-0.21)	(0.65)	(-0.20)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
))))
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

两年期绩效回归结果同样显示,高管薪酬激励变动及其相较前任的变动对 ROA 和 ROE 的影响均未达到统计显著性水平(模型 1-8)。控制变量中,企业规模对 ROA 和 ROE 具有显著正向影响(模型 1-8),反映出规模效应在中期内的持续作用。同时,资产负债率和股权集中度的负向影响显著,区域因素对绩效的负向作用在模型中表现一致。

表格 21 空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基 本工资 变动	0.026				-0.094			
	(0.28				(-0.58)			
)							
高管基 本工资 较前任 变动		-0.004				-0.009		
		(-0.63				(-0.33)		
)						
高管薪			0.020				-0.061	

	ROA		ROE					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
酬总包								
变动			(0.21)				(-0.36)	
高管薪				-0.00				-0.007
酬总包				2				
较前任								
变动				(-0.31				(-0.41)
)				
高管基	0.020	0.015			0.010	0.037	0.009	-0.002
本工资								
	(0.36	(0.81)			(0.10)	(0.47)	(0.10)	(-0.03)
)							
高管薪			0.004	0.00				
酬总包				6				
			(0.09)	(0.37				
)				
企业规	0.054	0.007	0.055*	0.007	0.072**	0.020	0.073*	0.037*
模	***		**		*		**	*
	(4.15)	(1.21)	(4.21)	(1.24)	(3.20)	(0.84)	(3.23)	(2.04)
资产负	-0.92	-0.091	-0.927	-0.12	-0.768*	0.227	-0.769	-0.292
债率	9***		***	5	**		***	
	(-11.6	(-1.26)	(-11.66	(-1.55	(-5.59)	(0.75)	(-5.58)	(-1.16)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
股权集中度	-1.029***	0.157*	-1.031***	0.243**	-1.754**	-0.079	-1.741**	0.468
	(-5.59)	(1.72)	(-5.62)	(2.59)	(-5.50)	(-0.20)	(-5.48)	(1.59)
区域	-0.173**	-0.036	-0.173**	-0.038	-0.470**	-0.091	-0.463***	-0.111
	(-2.4)	(-1.58)	(-2.45)	(-1.68)	(-3.82)	(-0.95)	(-3.79)	(-1.51)
企业属性	0.273	-0.046	0.263	-0.064	0.287	-0.002	0.291	-0.037
	(1.39)	(-0.69)	(1.35)	(-0.9)	(0.84)	(-0.01)	(0.85)	(-0.17)
常数项	0.319	-0.170	0.524	-0.060	0.713	-0.624	0.699	-0.042
	(0.44)	(-0.69)	(0.79)	(-0.2)	(0.57)	(-0.60)	(0.55)	(-0.06)
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

在三年均绩效回归中，高管基本工资变动和相较前任变动对 ROA（模型 1-2）和 ROE（模型 4-5）的影响均未达到显著性水平，其系数较小且 t 值不足。高管薪酬总包变动（模型 3、模型 7）和相较前任变动（模型 4、模型 8）的回归系数亦不显著。这表明，薪酬激

励水平变动无论在货币薪酬层面还是整体薪酬层面，短期内均未对企业三年期绩效产生明显的正面或负面作用。

对于控制变量，企业规模在模型 1-4 和模型 7-8 中表现出对 ROA 和 ROE 的显著正向影响，说明规模较大的企业通常具有更高的绩效水平；资产负债率在所有模型中对绩效均表现出显著负向影响，这反映了高财务杠杆可能带来的经营风险；股权集中度同样呈显著负向关系，表明股权过于集中的企业可能受到少数股东利益的过度干扰，影响整体绩效。区域因素的负向作用在所有模型中依旧显著，可能与区域经济发展水平及行业集中度等外部环境相关。

5.4 本章小结

本章通过实证分析，详细分析了高管薪酬变动对企业绩效（ROA 和 ROE）的影响。研究表明，高管基本工资变动和高管薪酬总包变动对企业绩效均未表现出显著影响，这与部分文献研究一致，提示高管薪酬变动可能并非直接影响企业绩效的主要因素。具体而言，高管基本工资变动对 ROA 和 ROE 的回归系数均不显著，表明其对企业绩效未能产生显著影响。同样，高管薪酬总包变动对 ROA 和 ROE 的回归系数也不显著，进一步支持了这一结论。

综合一年期、两年均和三年均绩效的分析结果，空降高管的薪酬激励水平对企业短期绩效无显著影响，而高管股权薪酬对企业长期绩效表现出一定的负向作用。此外，企业规模对绩效的正向效应显著，而资产负债率、股权集中度及区域性因素的负面效应需要引起

重视。这表明在制定空降高管薪酬激励政策时，需要权衡短期与长期绩效目标，并结合企业规模与资本结构优化薪酬设计。

此外，企业属性变量对 ROA 和 ROE 的影响均不显著，暗示不同类型企业在绩效表现上的差异并不显著，或需进一步探讨其潜在影响机制。

综上所述，本章的研究结果为理解高管薪酬变动与企业绩效之间的关系提供了实证依据。然而，考虑到高管薪酬变动的影响机制较为复杂，未来研究应进一步扩展样本量和时间范围，并考虑更多潜在的控制变量，以提高结果的稳健性。此外，采用更为复杂的研究方法，如结构方程模型（SEM），有助于更全面地揭示高管薪酬变动与企业绩效之间的复杂关系。总体而言，本章研究为理解和解释高管薪酬变动对企业绩效的影响提供了有价值的见解，但也提示了继续深入研究的必要性。

第六章 空降高管薪酬激水平对职业稳定性的影响

6.1 研究假设

空降高管的高管股权激励水平会显著影响职业稳定性，因为股权激励水平往往涉及高管在职期间的表现，依赖于在职时长，因为股权激励水平高，高管职业稳定性应当越强，而高管货币薪酬不具有这一特性。

H1.空降高管货币薪酬不会显著影响高管职业稳定性。具体而言，空降高管货币薪酬水平不会显著影响高管职业稳定性。

H2.空降高管股权激励不会显著影响高管职业稳定性。具体而言，空降高管股权激励水平不会显著影响高管职业稳定性。

H3.空降高管薪酬总包会显著影响高管职业稳定性。具体而言，空降高管薪酬总包水平不会显著影响高管职业稳定性。

6.2 研究设计

6.2.1 模型设计

为了探讨高管薪酬对高管在职状态（**Separation**）和在职时间（**Duration**）的影响，本文构建了以下多元回归模型。被解释变量分别为高管是否在职（**Separation**）和在职时间（**Duration**）。解释变量包括高管货币薪酬（**LnPay**）、高管股权激励（**EqPay**）以及高管薪酬总包（**TtPay**）。此外，本文还引入了一系列控制变量（**Controls**，包括公司规模、负债水平、企业属性、股权集中度、区域），以排除其他潜在影响因素的干扰。

首先，本文定义高管是否在职（*Separation*）为一个二分类变量，取值为 1 表示高管离职，取值为 0 表示高管继续留任。在职时间（*Duration*）则为一个连续变量，表示高管在当前企业的任职时长。为了探讨高管薪酬对这两个被解释变量的影响，本文分别构建了 Logistic 回归模型和线性回归模型。

Logistic 回归模型如下：

$$\text{Logit}(P(\text{Separation} = 1))_i = \beta_1 \text{LnPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.1)$$

$$\text{Logit}(P(\text{Separation} = 1))_i = \beta_1 \text{EqPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.2)$$

$$\text{Logit}(P(\text{Separation} = 1))_i = \beta_1 \text{TtPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.3)$$

其中， $\text{Logit}(P(\text{Separation} = 1))_i$ 表现高管 *i* 离职的对数几率。

线性回归模型如下：

$$\text{Duration_max}_i = \beta_1 \text{LnPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.1)$$

$$\text{Duration_max}_i = \beta_1 \text{EqPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.2)$$

$$\text{Duration_max}_i = \beta_1 \text{TtPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.3)$$

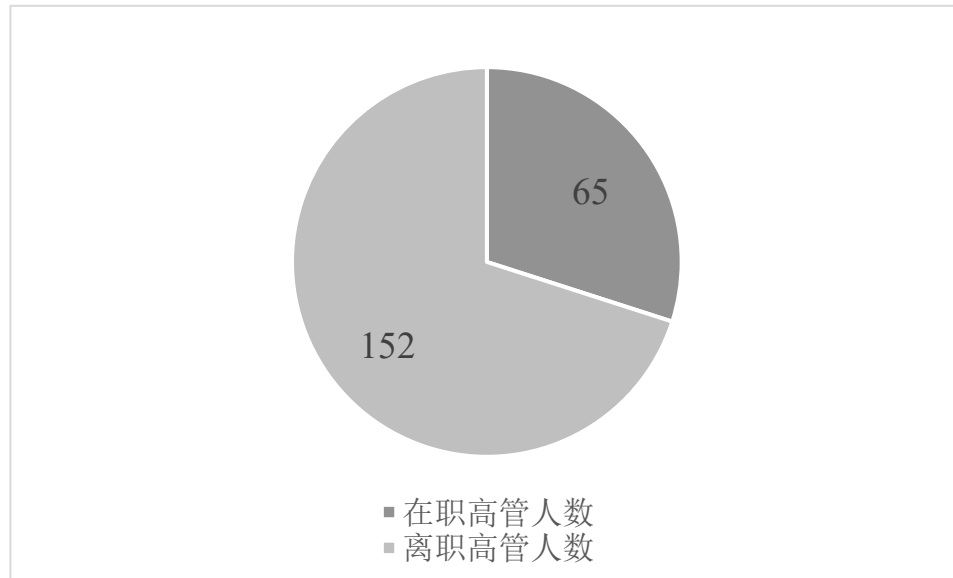
$$\text{Duration_min}_i = \beta_1 \text{LnPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.4)$$

$$\text{Duration_min}_i = \beta_1 \text{EqPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.5)$$

$$\text{Duration_min}_i = \beta_1 \text{TtPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (6.6)$$

6.3 实证结果和分析

6.3.1 描述性统计



图表 3 样本中在职与离职高管人数

在职高管以及离职高管的在职年数统计如下：

表格 22 在职高管与离职高管在职时间

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
在职高管在职时间	124	1.70	1.07	0	4
离职高管在职时间(最短)	65	1.16	0.88	0	3
离职高管在职时间(最长)	65	2.52	2.55	0.5	10

对于在职高管的在职时间，均值为 1.70 年，标准差为 1.07，最小值为 0 年，最大值为 4 年。这些数据表明，在职高管的在职时间分布较为集中，大多数在职高管的任职时间在 0 到 4 年之间，且平均在职时间接近 2 年。对于离职高管的最短在职时间，样本观测数为 65，均值为 1.16 年，标准差为 0.88，最小值为 0 年，最大值为 3 年。这些数据表明，离职高管

的最短在职时间相对较短，且大多数离职高管的最短在职时间集中在 0 到 3 年之间，平均在职时间略超过 1 年。对于离职高管的最长在职时间，均值为 2.52 年，标准差为 2.55，最小值为 0.5 年，最大值为 10 年。这些数据表明，离职高管的最长在职时间分布较为分散，跨度较大，从 0.5 年到 10 年不等，且平均在职时间约为 2.5 年。

在职高管薪酬水平及变动统计如下：

表格 23 在职高管薪酬及薪酬变动描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	151	1189154.83	919890.67	84000	6000000
高管股权薪酬	151	156200.00	441725.70	0	4000000
高管薪酬总包	151	1353987.20	1111747.48	60000	6000000
高管基本工资变动	151	0.31	0.38	-0.31	2.20
高管薪酬总包变动	151	0.30	0.32	-0.30	1.50

样本中在职高管共 151 人。在职高管货币薪酬均值为 1,189,154.83 元，标准差为 919,890.67 元，最小值为 84,000 元，最大值为 6,000,000 元。这些数据表明，高管货币薪酬的分布范围较广，薪酬水平差异较大。在职高管股权薪酬均值为 156,200.00 元，标准差为 441,725.70 元，最小值为 0 元，最大值为 4,000,000 元。这表明，部分高管没有获得股权薪酬，而有些高管则获得了较高的股权薪酬，股权薪酬的分布较为不均。在职高管薪酬总包均值为 1,353,987.20 元，标准差为 1,111,747.48 元，最小值为 60,000 元，最大值为 6,000,000 元。数据显示，在职高管薪酬总包的分布也较为分散，总薪酬包在 60,000 元到 6,000,000 元之间不等。在职高管基本工资变动均值为 0.31，标准差为 0.38，最小值为 -0.31，最大值为 2.20。该变量反映了高管基本工资的变动情况，变动范围从减少 31%到增

加 220%不等，平均变动幅度为 31%。高管薪酬总包变动均值为 0.30，标准差为 0.32，最小值为-0.30，最大值为 1.50。该变量反映了高管总薪酬包的变动情况，变动范围从减少 30%到增加 150%不等，平均变动幅度为 30%。

离职高管薪酬水平及变动统计如下：

表格 24 离职高管薪酬及薪酬变动描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	65	1103726.00	655107.08	330000	3356000
高管股权薪酬	65	236923.08	757012.89	0	5000000
高管薪酬总包	65	1222650.62	903513.28	330000	4800000
高管基本工资变动	65	0.16	0.21	-1.00	1
高管薪酬总包变动	65	0.22	0.33	-1.00	2.18

样本中已离职高管共 65 人。离职高管货币薪酬均值为 1,103,726.00 元，标准差为 655,107.08 元，最小值为 330,000 元，最大值为 3,356,000 元。离职高管的货币薪酬水平相对较低，且分布范围较窄。相比于在职高管，离职高管的货币薪酬均值较低，可能反映了这些高管在薪酬方面的劣势。

离职高管股权薪酬均值为 236,923.08 元，标准差为 757,012.89 元，最小值为 0 元，最大值为 5,000,000 元。离职高管的股权薪酬均值高于在职高管，但标准差也较大，表明离职高管的股权薪酬分布非常不均，存在显著的差异。离职高管薪酬总包均值为 1,222,650.62 元，标准差为 903,513.28 元，最小值为 330,000 元，最大值为 4,800,000 元。离职高管的薪酬总包均值低于在职高管，且分布范围较广，总薪酬包在 330,000 元到 4,800,000 元之间不等。这表明离职高管的总体薪酬水平不如在职高管。离职高管基本工

资变动均值为 0.16，标准差为 0.21，最小值为-1.00，最大值为 1。离职高管的基本工资变动幅度较小，变动范围从减少 100%到增加 100%不等，平均变动幅度为 16%。相比在职高管，离职高管的基本工资变动幅度较小，且存在部分高管基本工资减少的情况。离职高管薪酬总包变动均值为 0.22，标准差为 0.33，最小值为-1.00，最大值为 2.18。离职高管的薪酬总包变动幅度也较小，变动范围从减少 100%到增加 218%不等，平均变动幅度为 22%。相比在职高管，离职高管的薪酬总包变动幅度也较小，但变动范围较大，存在部分高管薪酬总包显著增加或减少的情况。

6.3.2 回归分析

表格 25 空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率		
	(1)	(2)	(3)
高管货币薪酬	-0.050 (-0.29)		
高管股权薪酬		-0.011 (-0.64)	
高管薪酬总包			-0.093 (-0.63)
企业规模	0.004 (0.10)	0.002 (0.07)	0.007 (0.18)
资产负债率	0.001 (0.83)	0.001 (0.87)	0.001 (0.82)
股权集中度	-0.011*	-0.011*	-0.011*

	(-1.84)	(-1.90)	(-1.85)
区域	-0.089	-0.083	-0.080
	(-0.41)	(-0.38)	(-0.37)
企业属性	-0.362	-0.398	-0.380
	(-0.56)	(-0.61)	(-0.59)
常数项	0.393	-0.260	0.958
	(0.17)	(-0.80)	(0.48)
观测数	216	216	216

在研究空降高管薪酬激励水平对离职概率的影响时，回归结果显示，高管的货币薪酬、股权薪酬及薪酬总包均对离职概率呈现负向影响，但其回归系数均不显著（分别为-0.050、-0.011 和-0.093）。这表明高薪激励对高管离职概率的抑制作用在统计上不显著。此外，控制变量中，企业规模和资产负债率对离职概率的影响较小，系数值在 0.001 至 0.007 之间，且均未通过显著性检验。股权集中度对离职概率具有显著负向影响（-0.011, $p < 0.1$ ），表明集中度较高的股东结构可能有助于降低高管的离职可能性。其他变量如区域和企业属性的影响也不显著。

表格 26 空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响

	在职时间（最短）			离职高管在职时间（最长）		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	0.073 (0.50)			0.025 (0.10)		
高管股权薪酬		0.017 (1.17)			0.011 (0.46)	
高管薪酬总包			0.195 (1.62)			0.244 (1.14)
企业规模	0.041 (1.36)	0.043 (1.51)	0.032 (1.10)	0.087 (1.65)	0.087* (1.72)	0.073 (1.40)
资产负债率	0.001 (0.73)	0.001 (0.67)	0.001 (0.76)	0.001 (0.29)	0.001 (0.26)	0.001 (0.30)
股权集中度	-0.001 (-0.29)	-0.001 (-0.20)	-0.001 (-0.28)	0.005 (0.58)	0.005 (0.61)	0.005 (0.57)
区域	-0.026 (-0.15)	-0.035 (-0.20)	-0.047 (-0.27)	0.273 (0.88)	0.262 (0.85)	0.235 (0.76)
企业属性	0.551 (1.15)	0.588 (1.23)	0.607 (1.28)	-0.051 (-0.06)	-0.018 (-0.02)	0.037 (0.04)
常数项	0.225 (0.12)	1.167*** (4.28)	-1.415 (-0.87)	0.777 (0.23)	1.089** (2.26)	-2.147 (-0.74)
观测数	216	216	216	216	216	216

在分析高管在职时间的回归结果中，高管货币薪酬对在职时间和离职高管在职时间的
影响系数为正，但均不显著（0.073 和 0.025）。股权薪酬和薪酬总包的影响系数亦为正，

但统计上不显著。这表明高薪酬激励可能延长高管的在职时间，但其影响尚未达到显著性水平。在控制变量中，企业规模对在职时间的影响在某些模型中较为显著（ $p < 0.1$ ），且方向为正，暗示规模较大的企业可能有助于延长高管任期。其他控制变量如资产负债率和区域的影响不显著。

高薪酬激励对空降高管的职业稳定性影响有限。从离职概率来看，高管货币薪酬、股权薪酬及薪酬总包均呈负向关系，但未通过显著性检验；在职时间的分析也未发现显著的正向关系。值得注意的是，股权集中度作为企业治理的一部分，显著降低了离职概率，显示股东对高管稳定性的重要影响。未来研究可进一步探索不同类型薪酬激励及公司治理结构对高管职业稳定性的综合作用。

6.4 本章小结

本章通过对高管薪酬与高管在职时间之间关系的实证分析，揭示了薪酬结构对高管在职行为的影响。具体而言，我们考察了高管货币薪酬、高管股权薪酬和高管薪酬总包对高管在职时间（最短）和离职高管在职时间（最长）的影响，并在模型中控制了企业规模、资产负债率、股权集中度、区域和企业属性等变量。

实证结果表明：

高薪酬激励对空降高管职业稳定性的影响有限。离职概率的回归结果显示，薪酬激励对高管离职的抑制作用在统计上不显著；在职时间的分析亦未发现显著的正向关系。然而，股权集中度作为企业治理的一部分，显著降低了离职概率，显示出股东结构对高管职业稳定性的重要作用。未来研究可进一步探索不同类型薪酬激励及公司治理结构对高管职业稳

定性的综合作用，同时通过扩展样本规模和引入动态分析方法，更全面地揭示薪酬激励对高管稳定性的长期影响。

第七章 空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

7.1 研究假设

高管薪酬激励变动会影响职业稳定性：

H1.空降高管薪酬总包自身变动不会显著影响高管职业稳定性。

H2.空降高管基本工资自身变动不会显著影响高管职业稳定性。

H3.空降高管薪酬总包较前任变动会显著影响高管职业稳定性。高管薪酬总包较前任增长幅度越大，高管离职概率越低。

H4.空降高管基本工资较前任变动会显著影响高管职业稳定性。高管基本工资较前任增长幅度越大，高管离职概率越低。

7.2 研究设计

7.2.1 模型设计

本文旨在探讨高管薪酬变动对高管是否在职及在职时间的影响。为此，我们构建了几组回归模型，以分析高管薪酬总包变动 ($\Delta TtPay$) 和高管基本工资变动 ($\Delta BasePay$) 对高管是否在职 ($Separation$)、最长在职时间 ($Duration_max$) 和最短在职时间 ($Duration_min$) 的影响，并使用一系列控制变量 ($Controls$ ，包括公司规模、负债水平、企业属性、股权集中度、区域) 来控制其他可能的影响因素。以下为具体的模型设计：

$$Logit(P(Separation = 1))_i = \beta_1 \Delta TtPay_i + \beta_2 TtPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (7.1)$$

$$Logit(P(Separation = 1))_i = \beta_1 \Delta BasePay_i + \beta_2 BasePay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (7.2)$$

$$Duration_max_i = \beta_1 \Delta TtPay_i + \beta_2 TtPay_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (7.3)$$

$$\text{Duration_max}_i = \beta_1 \Delta \text{BasePay}_i + \beta_2 \text{BasePay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (7.4)$$

$$\text{Duration_min}_i = \beta_1 \Delta \text{TtPay}_i + \beta_2 \text{TtPay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (7.5)$$

$$\text{Duration_min}_i = \beta_1 \Delta \text{BasePay}_i + \beta_2 \text{BasePay}_i + \gamma \text{Controls} + \text{constant} + \epsilon_i \quad (7.6)$$

7.3 实证结果和分析

7.3.1 描述性统计

在职高管薪酬水平及变动统计如下：

表格 27 在职高管薪酬水平及变动描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	151	1189154.83	919890.67	84000	6000000
高管股权薪酬	151	156200.00	441725.70	0	4000000
高管薪酬总包	151	1353987.20	1111747.48	60000	6000000
高管基本工资变动	151	0.31	0.38	-0.31	2.20
高管薪酬总包变动	151	0.30	0.32	-0.30	1.50

离职高管薪酬水平及变动统计如下：

表格 28 离职高管薪酬水平及变动描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
高管货币薪酬	65	1103726.00	655107.08	330000	3356000
高管股权薪酬	65	236923.08	757012.89	0	5000000
高管薪酬总包	65	1222650.62	903513.28	330000	4800000
高管基本工资变动	65	0.16	0.21	-1.00	1
高管薪酬总包变动	65	0.22	0.33	-1.00	2.18

在职高管的货币薪酬均值为 1,189,154.83 元，标准差为 919,890.67 元，表明在职高管的货币薪酬在样本中存在较大差异。最小值为 84,000 元，最大值为 6,000,000 元，显示在职高管货币薪酬的分布范围较广。高管股权薪酬的均值为 156,200.00 元，标准差为 441,725.70 元，最小值为 0 元，最大值为 4,000,000 元，表明部分在职高管没有股权薪酬，而部分在职高管获得了较高的股权薪酬。高管薪酬总包的均值为 1,353,987.20 元，标准差为 1,111,747.48 元，最小值为 60,000 元，最大值为 6,000,000 元，显示出在职高管薪酬总包的分布较为广泛。高管基本工资变动的均值为 0.31，标准差为 0.38，最小值为-0.31，最大值为 2.20，表明部分在职高管的基本工资有所减少，而部分在职高管的基本工资则有显著增加。高管薪酬总包变动的均值为 0.30，标准差为 0.32，最小值为-0.30，最大值为 1.50，显示在职高管的总薪酬在样本中也存在显著变动。

离职高管的货币薪酬均值为 1,103,726.00 元，标准差为 655,107.08 元，最小值为 330,000 元，最大值为 3,356,000 元，表明离职高管的货币薪酬在样本中也存在一定差异。高管股权薪酬的均值为 236,923.08 元，标准差为 757,012.89 元，最小值为 0 元，最大值为 5,000,000 元，显示离职高管的股权薪酬水平较高且差异较大。高管薪酬总包的均值为 1,222,650.62 元，标准差为 903,513.28 元，最小值为 330,000 元，最大值为 4,800,000 元，表明离职高管的薪酬总包水平也存在较大的差异。高管基本工资变动的均值为 0.16，标准差为 0.21，最小值为-1.00，最大值为 1.00，显示部分离职高管的基本工资有所减少，而部分离职高管的基本工资则有所增加。高管薪酬总包变动的均值为 0.22，标准差为 0.33，最小值为-1.00，最大值为 2.18，显示离职高管的总薪酬在样本中也存在显著变动。

对比在职高管与离职高管的薪酬水平及变动情况，可以发现一些显著的差异。在高管货币薪酬方面，在职高管的均值为 1,189,154.83 元，标准差为 919,890.67 元，均高于离职高管的均值 1,103,726.00 元和标准差 655,107.08 元。这表明在职高管的货币薪酬水平更高，且薪酬差异更大。高管股权薪酬方面，离职高管的均值和标准差分别为 236,923.08 元和 757,012.89 元，均高于在职高管的 156,200.00 元和 441,725.70 元，这表明离职高管的股权薪酬水平较高且差异更大，可能是由于离职前获得了较高的股权补偿或激励。

在高管薪酬总包方面，在职高管的均值为 1,353,987.20 元，标准差为 1,111,747.48 元，均高于离职高管的均值 1,222,650.62 元和标准差 903,513.28 元。这表明在职高管的总薪酬水平更高，且差异更大，可能反映出在职高管的薪酬结构中包含了更多的长期激励措施，如绩效奖金和长期激励计划。高管基本工资变动方面，在职高管的均值为 0.31，标准差为 0.38，均高于离职高管的均值 0.16 和标准差 0.21，这表明在职高管的基本工资变动幅度更大，可能反映出在职高管更多地经历薪酬调整和绩效考核。

最后，在高管薪酬总包变动方面，在职高管的均值为 0.30，略高于离职高管的 0.22，而标准差略低于离职高管的 0.33。这表明在职高管的薪酬总包变动更为集中，而离职高管的薪酬总包变动更为分散，可能反映出离职高管在离职前经历了更大的薪酬波动。整体来看，在职高管和离职高管在薪酬水平及其变动上存在显著差异，这些差异可能反映了不同的薪酬激励机制和职业发展轨迹。

7.3.2 回归分析

表格 29 空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
高管基本工资变动	-0.055 (-1.61)			
高管基本工资较前任变动		-0.302*** (-3.27)		
高管薪酬总包变动			-0.045 (-1.34)	
高管薪酬总包较前任变动				-0.194** (-1.98)
高管基本工资	-0.055 (-0.51)	-0.023 (-0.41)		
高管薪酬总包			-0.079 (-0.77)	-0.035 (-0.70)
企业规模	0.001 (0.05)	-0.000 (-0.01)	-0.002 (-0.06)	0.002 (0.16)
资产负债率	-0.004 (-1.08)	0.000 (0.67)	-0.002 (-0.64)	0.000 (0.68)
股权集中度	-0.011** (-2.24)	-0.004** (-2.18)	-0.010* (-1.89)	-0.004** (-2.00)
区域	-0.204 (-1.59)	-0.064 (-0.86)	-0.243* (-1.80)	-0.036 (-0.49)
企业属性	0.019	-0.141	-0.001	-0.126

	(0.05)	(-0.73)	(-0.00)	(-0.64)
常数项	1.685	0.828	2.001	0.933
	(1.20)	(1.11)	(1.42)	(1.36)
观测数	54	203	51	203

高管薪酬激励变动对离职概率的影响具有一定显著性。例如，高管基本工资较前任的变动对离职概率具有显著负向影响（系数为-0.302， $p < 0.01$ ），表明高于前任的薪酬调整有助于减少高管离职。此外，薪酬总包较前任变动的系数为-0.194，在 $p < 0.05$ 水平下显著，说明大幅薪酬增长能够增强职业稳定性。控制变量方面，股权集中度对离职概率持续显著负向影响（ $p < 0.05$ ），进一步验证治理结构的关键作用。

表格 30 空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基本工资变动	0.036				-0.013			
	(0.42)				(-0.14)			
高管基本工资较前任变动		0.044					-0.419	
		(0.18)					(-1.00)	
高管薪酬总包变动			0.018					-0.029
			(0.27)					(-0.43)
高管薪酬				0.152				0.403

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
总包较前任变动				(0.65)				(0.97)
高管基本工资	0.043	0.035			0.003	-0.009		
	(0.22)	(0.25)			(0.01)	(-0.04)		
高管薪酬总包			0.094	0.193			0.042	0.236
			(0.45)	(1.59)			(0.20)	(1.10)
企业规模	0.151***	0.043	0.159**	0.033	0.159***	0.088*	0.162**	0.073
	(2.81)	(1.44)	(2.32)	(1.11)	(2.88)	(1.68)	(2.39)	(1.41)
资产负债率	-0.002	0.001	-0.002	0.001	-0.006	0.001	-0.007	0.001
	(-0.28)	(0.73)	(-0.27)	(0.80)	(-1.02)	(0.25)	(-0.83)	(0.36)
股权集中度	0.001	-0.001	-0.004	-0.001	-0.009	0.004	-0.014	0.005
	(0.15)	(-0.24)	(-0.32)	(-0.24)	(-0.89)	(0.50)	(-1.17)	(0.63)
区域	-0.271	-0.018	-0.212	-0.044	-0.482**	0.254	-0.498*	0.245
	(-1.17)	(-0.10)	(-0.75)	(-0.25)	(-2.03)	(0.81)	(-1.78)	(0.79)
企业属性	0.582	0.560	0.642	0.633	0.706	-0.148	0.777	0.105
	(0.89)	(1.15)	(0.86)	(1.32)	(1.06)	(-0.17)	(1.05)	(0.12)
常数项	-0.080	0.721	-0.676	-1.432	1.352	1.385	1.008	-2.191
	(-0.03)	(0.39)	(-0.23)	(-0.87)	(0.53)	(0.43)	(0.35)	(-0.76)

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

针对在职时间的分析，高管基本工资及其变化对在职时间的影响均不显著（如 0.036 与 -0.013），说明薪酬调整对高管任期的延长作用有限。而薪酬总包较前任的变动对离职高管在职时间的影响为正（系数为 0.403），但未达到显著性水平。企业规模对在职时间表现出显著正向关系（ $p < 0.1$ 至 $p < 0.01$ ），强调了规模优势在延长高管任期中的潜在作用。

薪酬激励变动对空降高管职业稳定性的影响存在一定统计显著性。特别是高于前任的薪酬调整显著降低了离职概率，显示出正向的激励效果。股权集中度的显著负向影响进一步突出了公司治理的核心作用。尽管薪酬激励对在职时间的延长作用有限，规模较大的企业仍展现出对高管职业稳定性的重要支持。

7.4 本章小结

本章探讨了高管薪酬激励变动对离职概率和在职时间的影响，结果显示出一定的统计显著性。具体而言，高管基本工资相较于前任的增加对离职概率产生了显著的负向影响（系数为 -0.302， $p < 0.01$ ），表明高于前任的薪酬调整能够有效减少高管的离职风险。此外，薪酬总包的变动同样显著（系数为 -0.194， $p < 0.05$ ），进一步说明大幅度的薪酬增长有助于增强高管的职业稳定性。

在控制变量方面，股权集中度对离职概率持续表现出显著的负向影响（ $p < 0.05$ ），这验证了公司治理结构在高管稳定性中的关键作用。然而，在对高管在职时间的分析中，基本工资及其变化对在职时间的影响并不显著（系数分别为 0.036 与 -0.013），表明薪酬调整对

高管任期延长的作用有限。尽管如此，薪酬总包较前任变动对离职高管在职时间显示出正向影响（系数为 0.403），但未达到显著性水平。同时，企业规模与在职时间之间存在显著正向关系（ $p < 0.1$ 至 $p < 0.01$ ），强调了规模优势在延长高管任期中的潜在作用。

总体而言，本章结果表明，高管薪酬激励变动对职业稳定性具有显著影响，尤其是高于前任的薪酬调整能够有效降低离职概率。此外，股权集中度的重要性进一步突出了公司治理在高管管理中的核心作用。尽管薪酬激励对在职时间的延长作用有限，但规模较大的企业仍然展现出对高管职业稳定性的积极支持。

总的来说，实证结果表明，高管薪酬变动（基本工资）对高管离职概率有显著的负向影响，但对在职时间的直接影响不显著。这些发现为企业制定高管薪酬激励政策提供了实证依据，增加高管的薪酬变动幅度有助于降低其离职概率，增强高管的满意度和忠诚度，从而维持企业高管团队的稳定性。未来研究可以进一步探讨其他潜在因素对高管在职时间和离职决策的影响，以提供更全面的实证证据。

第八章 空降高管职业稳定性对企业绩效的影响

8.1 研究假设

空降高管职业稳定性对企业绩效没有显著影响。

8.2 研究设计

8.2.1 模型设计

本文旨在探讨高管职业稳定性对企业绩效的影响。为此，我们构建了几组回归模型，以分析高管是否在职（**Separation**）、最长在职时间（**Duration_max**）和最短在职时间（**Duration_min**）对企业绩效（**ROA**、**ROE**）的影响，并使用一系列控制变量（**Controls**，包括公司规模、负债水平、企业属性、股权集中度、区域）来控制其他可能的影响因素。以下为具体的模型设计：

$$ROA_i = \beta_1 Separation_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (8.1)$$

$$ROA_i = \beta_1 Duration_max_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (8.2)$$

$$ROA_i = \beta_1 Duration_min_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (8.3)$$

$$ROE_i = \beta_1 Separation_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (8.4)$$

$$ROE_i = \beta_1 Duration_max_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (8.5)$$

$$ROE_i = \beta_1 Duration_min_i + \gamma Controls + constant + \epsilon_i \quad (8.6)$$

8.3 实证结果和分析

8.3.1 描述性统计

在职高管所在企业数据统计如下：

表格 31 在职高管所在企业特征描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
ROE	151	-0.12	0.89	-4.28	3.00
ROA	151	-0.11	0.67	-3.57	0.83
企业规模	151	4321.76	16311.29	0	109542.04
资产负债率	151	0.63	0.45	0	3.49
股权集中度	151	0.28	0.18	0	0.95

离职高管所在企业数据统计如下：

表格 32 离职高管所在企业特征描述性统计

	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
ROE	65	-0.02	1.11	-4.28	3.93
ROA	65	-0.08	0.64	-3.57	0.83
企业规模	65	3460.40	10350.79	0	72944.75
资产负债率	65	0.62	0.32	0	1.85
股权集中度	65	0.23	0.18	0	0.74

在职高管所在公司股本回报率(ROE)的均值为-0.12, 标准差为 0.89, 最小值为-4.28, 最大值为 3.00。这表明样本企业在股本回报率上存在较大的差异, 一些企业的股本回报率较低甚至为负值, 而另一些企业则表现较好, 股本回报率较高。资产回报率(ROA)的观测数同样为 151, 均值为-0.11, 标准差为 0.67, 最小值为-3.57, 最大值为 0.83。这表明样

本企业在资产回报率上也存在显著差异，部分企业资产回报率较低甚至为负值，而部分企业则有较好的资产回报率。企业规模均值为 4321.76，标准差为 16311.29，最小值为 0，最大值为 109542.04。企业规模的巨大差异表明样本中既包含了规模较小的企业，也包含了规模非常大的企业。资产负债率的均值为 0.63，标准差为 0.45，最小值为 0，最大值为 3.49。这表明样本企业在财务杠杆水平上存在较大差异，有些企业负债率较低，而有些企业负债率较高甚至超过了 100%。股权集中度的均值为 0.28，标准差为 0.18，最小值为 0，最大值为 0.95。股权集中度的差异表明样本企业的股权结构多样化，有些企业股权较为分散，而有些企业股权较为集中。

离职高管的股本回报率（ROE）的均值为-0.02，标准差为 1.11，最小值为-4.28，最大值为 3.93。这表明样本企业在股本回报率上存在较大的差异，一些企业表现较差甚至亏损，而另一些企业则表现较好，股本回报率较高。资产回报率（ROA）的均值为-0.08，标准差为 0.64，最小值为-3.57，最大值为 0.83。这表明样本企业在资产回报率上也存在显著差异，部分企业资产回报率较低甚至为负值，而部分企业则有较好的资产回报率。企业规模均值为 3460.40，标准差为 10350.79，最小值为 0，最大值为 72944.75。企业规模的巨大差异表明样本中既包含了规模较小的企业，也包含了规模非常大的企业。资产负债率的均值为 0.62，标准差为 0.32，最小值为 0，最大值为 1.85。这表明样本企业在财务杠杆水平上存在较大差异，有些企业负债率较低，而有些企业负债率较高。股权集中度的均值为 0.23，标准差为 0.18，最小值为 0，最大值为 0.74。股权集中度的差异表明样本企业的股权结构多样化，有些企业股权较为分散，而有些企业股权较为集中。

综上所述，本研究样本中在职和离职高管所在企业在财务绩效、规模、财务杠杆和股权结构等方面具有显著的多样性，这为进一步分析高管薪酬变动对高管离职概率和在职时间的影响提供了丰富的数据基础。

8.3.2 回归分析

表格 33 空降高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	3.461 (0.92)			11.934 (1.13)		
在职时间 (最短)		-1.906 (-1.08)			-4.232 (-0.78)	
离职高管在 职时间(最 长)			-0.023 (-0.02)			0.271 (0.09)
企业规模	0.008 (0.01)	-0.105 (-0.16)	-0.188 (-0.28)	1.423 (0.78)	1.530 (0.75)	1.310 (0.64)
资产负债率	-0.048* (-1.73)	-0.042 (-1.54)	-0.044 (-1.60)	0.051 (0.65)	0.057 (0.68)	0.053 (0.64)
股权集中度	0.198* (1.94)	0.171 (1.61)	0.173 (1.63)	-0.118 (-0.41)	-0.171 (-0.53)	-0.168 (-0.52)
区域	-11.530*** (-2.95)	-12.217*** (-3.03)	-12.184*** (-3.00)	-40.792*** (-3.74)	-46.104*** (-3.76)	-46.111*** (-3.74)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
企业属性	-1.219 (-0.12)	-1.025 (-0.09)	-2.039 (-0.18)	4.415 (0.15)	2.496 (0.07)	0.271 (0.01)
常数项	8.544 (1.37)	14.943** (2.25)	12.696** (1.98)	25.670 (1.47)	41.506** (2.05)	36.203* (1.86)
观测数	216	216	216	216	216	216

离职对企业一年期 ROA 和 ROE 的回归结果显示正向影响，但未达到显著性水平（分别为 3.461 和 11.934）。在职时间和离职高管的最长在职时间对绩效的影响系数均为负，且多未通过显著性检验，表明职业稳定性对短期企业绩效的直接作用不显著。控制变量中，资产负债率对 ROA 的影响显著为负（ $p < 0.1$ ），股权集中度对 ROA 表现为显著正向关系（ $p < 0.1$ ），区域变量则对 ROA 和 ROE 的负向影响高度显著（ $p < 0.01$ ）。

表格 34 空降高管职业稳定性对企业两年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	-5.609 (-0.60)			-4.048 (-0.25)		
在职时间(最短)		7.388* (1.75)			6.423 (0.84)	
离职高管在 职时间(最长)			4.094*			4.171

	ROA		ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
			(1.71)			(0.97)
企业规模	6.127*** (3.66)	5.810*** (3.60)	5.773*** (3.57)	8.966*** (3.15)	8.940*** (3.06)	8.851*** (3.02)
资产负债率	-0.907*** (-11.63)	-1.284*** (-14.44)	-1.277*** (-14.39)	-0.884*** (-6.58)	-1.397*** (-8.50)	-1.391*** (-8.48)
股权集中度	-1.595*** (-6.54)	-1.516*** (-6.40)	-1.530*** (-6.45)	-2.531*** (-6.11)	-2.427*** (-5.66)	-2.443*** (-5.70)
区域	-23.913** (-2.50)	-21.675** (-2.31)	-22.878** (-2.43)	-55.059*** (-3.39)	-55.385*** (-3.27)	-56.554*** (-3.34)
企业属性	33.741 (1.29)	34.290 (1.31)	38.240 (1.46)	44.340 (1.00)	43.364 (0.92)	46.827 (1.00)
常数项	73.172*** (4.70)	81.454*** (5.23)	85.263*** (5.67)	102.378*** (3.88)	121.262*** (4.33)	123.877*** (4.58)
观测数	216	216	216	216	216	216

表格 35 空降高管职业稳定性对企业三年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	-0.046 (-0.67)			-0.004 (-0.04)		
在职时间 (最短)		0.047 (1.51)			-0.007 (-0.11)	
离职高管在职时 间 (最长)			0.027 (1.46)			0.003 (0.09)
企业规模	0.055*** (4.37)	0.058*** (4.52)	0.058*** (4.50)	0.073*** (3.36)	0.080*** (3.42)	0.079*** (3.39)
资产负债率	-0.927*** (-11.72)	-1.196*** (-13.41)	-1.192*** (-13.37)	-0.766*** (-5.59)	-1.053*** (-6.44)	-1.054*** (-6.45)
股权集中度	-1.052*** (-5.72)	-1.022*** (-5.49)	-1.025*** (-5.49)	-1.732*** (-5.44)	-1.729*** (-5.06)	-1.734*** (-5.07)
区域	-0.175** (-2.50)	-0.169** (-2.37)	-0.175** (-2.45)	-0.458*** (-3.79)	-0.488*** (-3.73)	-0.488*** (-3.73)
企业属性	0.255 (1.32)	0.255 (1.26)	0.278 (1.37)	0.291 (0.87)	0.284 (0.76)	0.282 (0.76)
常数项	0.609*** (5.17)	0.651*** (5.36)	0.673*** (5.67)	0.797*** (3.90)	0.962*** (4.32)	0.952*** (4.38)
观测数	216	216	216	216	216	216

在两年期和三年期绩效的分析中，离职变量仍未表现出显著影响。在职时间对 ROA 和 ROE 的影响方向正负不一，仅在少数模型中达到边际显著性（如两年期的在职时间对 ROA 的影响系数为 7.388， $p < 0.1$ ）。控制变量中，企业规模对两年期和三年期绩效始终显著为正（ $p < 0.01$ ），资产负债率和股权集中度显著为负（ $p < 0.01$ ），显示出企业基本财务特征对绩效的持续性影响。

本章研究发现，空降高管职业稳定性对企业绩效的影响未表现出显著性。短期绩效中，高管离职与在职时间对 ROA 和 ROE 的作用较弱；而长期绩效分析中，在职时间偶尔对 ROA 呈现正向作用，但显著性较低。企业的基本财务指标（如规模、资产负债率及股权集中度）在绩效表现中起到更为显著的作用，提示企业在优化高管结构的同时，应重点关注核心财务特征的改善。

8.4 本章小结

本章研究发现空降高管的离职对企业一年期的资产回报率（ROA）和净资产收益率（ROE）存在正向影响，但未达到显著性水平，分别为 3.461 和 11.934。这一结果暗示，高管的离职可能在短期内对企业绩效产生一定的正面作用，但缺乏统计支持，表明这一影响并不稳固。此外，在职时间与离职高管的最长在职时间对绩效的影响系数均为负，且大多数未通过显著性检验，这进一步表明职业稳定性对短期企业绩效的直接作用不显著。在控制变量方面，资产负债率对 ROA 的影响显著为负（ $p < 0.1$ ），而股权集中度则表现出显著正向关系（ $p < 0.1$ ）。区域变量对 ROA 和 ROE 的负向影响高度显著（ $p < 0.01$ ），提示外部环境因素对企业绩效的重要性。在长期绩效分析中，离职变量仍未表现出显著影响。

在职时间对 ROA 和 ROE 的影响方向不一，仅在少数模型中达到边际显著性，例如，两年期的在职时间对 ROA 的影响系数为 7.388 ($p < 0.1$)。控制变量中，企业规模对两年期和三年期绩效始终显著为正 ($p < 0.01$)，而资产负债率和股权集中度则显著为负 ($p < 0.01$)，显示出企业基本财务特征对绩效的持续性影响。

总体而言，本章研究发现，空降高管职业稳定性对企业绩效的影响并未表现出显著性。短期绩效中，高管离职与在职时间对 ROA 和 ROE 的作用较弱；而在长期绩效分析中，在职时间偶尔对 ROA 呈现正向作用，但显著性较低。企业的基本财务指标（如规模、资产负债率及股权集中度）在绩效表现中起到更为显著的作用，这提示企业在优化高管结构的同时，应重点关注核心财务特征的改善，以提升整体经营绩效。

第九章 空降高管与内部晋升高管

为进一步探究空降高管与内部晋升高管在薪酬激励上的不同表现，本研究将空降高管和内部晋升高管加以区分，并进行实证分析。

9.1 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业绩效的影响

表格 36 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬和内部高管交乘项	-1.568			-5.702		
	(-0.26)			(-0.34)		
高管股权薪酬和内部高管交乘项		0.329			0.066	
		(0.53)			(0.04)	
高管薪酬总包和内部高管交乘项			0.884			4.258
			(0.17)			(0.29)
内部高管	28.122	5.624	-5.949	84.078	6.003	-53.849
	(0.34)	(1.42)	(-0.08)	(0.36)	(0.54)	(-0.26)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币						
薪酬	1.082			1.369		
	(0.24)			(0.11)		
高管股权		0.049			0.532	
薪酬		(0.12)			(0.46)	
高管薪酬			-1.797			-6.079
总包			(-0.47)			(-0.56)
企业规模	-0.106	-0.148	-0.018	1.450	1.259	1.546
	(-0.16)	(-0.23)	(-0.03)	(0.76)	(0.68)	(0.81)
资产负债	-0.049*	-0.049*	-0.048*	0.054	0.051	0.056
率	(-1.75)	(-1.76)	(-1.72)	(0.68)	(0.64)	(0.71)
股权集中	0.188*	0.191*	0.188*	-0.154	-0.143	-0.161
度	(1.85)	(1.88)	(1.85)	(-0.54)	(-0.50)	(-0.56)
区域	-11.600***	-11.768***	-11.344***	-40.869***	-41.910***	-40.525***
	(-2.96)	(-3.01)	(-2.90)	(-3.71)	(-3.81)	(-3.68)
企业属性	-2.281	-1.544	-2.940	2.657	4.459	1.073
	(-0.22)	(-0.15)	(-0.28)	(0.09)	(0.15)	(0.04)
常数项	-7.520	7.512	31.727	8.271	26.840	110.989
	(-0.12)	(1.18)	(0.60)	(0.05)	(1.50)	(0.74)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

表 32 的回归结果表明，内部晋升高管与空降高管的薪酬激励对企业短期绩效（ROA 与 ROE）的作用机制未呈现显著分化。在六组模型的交互项检验中，内部高管身份与货币

薪酬、股权激励及薪酬总包的交互系数均未通过 10%显著性水平检验。具体而言，货币薪酬与内部高管的交乘项对 ROA 的系数为-1.568 ($t=-0.26$)，对 ROE 的系数为-5.702 ($t=-0.34$)；股权激励交乘项对 ROA 的系数为 0.329 ($t=0.53$)，对 ROE 的系数为 0.066 ($t=0.04$)。上述结果在统计学意义上无法拒绝原假设，即短期内两类高管群体对薪酬激励的绩效响应不存在结构性差异。这一发现可能源于组织内部决策惯性的缓冲效应：无论晋升路径如何，高管在入职初期需适应企业战略框架与文化共识，致使激励效能的释放存在滞后周期。

进一步分析发现，内部晋升高管身份的独立效应对企业绩效的影响同样未达统计显著性阈值。在 ROA 模型中，内部高管变量的系数为 28.122 ($t=0.34$)，在 ROE 模型中则为 84.078 ($t=0.36$)，其波动区间与空降高管群体无实质性边界。此现象或折射出当前企业治理中存在的激励机制同质化倾向——无论高管来源如何，其薪酬结构设计可能过度依赖行业基准而非差异化战略目标。值得注意的是，薪酬激励的独立变量（货币薪酬、股权激励及总包）在两类绩效指标中均未表现出显著影响，例如股权激励对 ROA 的系数为 0.049 ($t=0.12$)，对 ROE 的系数为 0.532 ($t=0.46$)，这一结果暗示短期绩效改善更依赖非薪酬性管理要素。

控制变量分析揭示了更明确的绩效驱动逻辑。资产负债率对 ROA 产生稳定的负向抑制作用（系数-0.049， $p<0.1$ ），印证高杠杆企业对资产运营效率存在系统性损耗。区域因素的强烈负向效应（ROA 系数-11.600， $p<0.01$ ；ROE 系数-40.869， $p<0.01$ ）凸显了发达地区市场竞争强度与资源约束的双重压力。股权集中度在 ROA 模型中呈现微弱正向关联

(系数 0.188, $p < 0.1$), 表明大股东监督效应对资产周转率存在边际提升作用, 但对权益回报率的调节机制不明显。

表格 37 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业二年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬和内部高管交乘项	9.869			17.847		
	(0.66)			(0.70)		
高管股权薪酬和内部高管交乘项		1.521			2.199	
		(1.01)			(0.85)	
高管薪酬总包和内部高管交乘项			25.962**			44.434**
			(2.00)			(2.01)
内部高	-146.556	-17.434*	-370.039**	-261.907	-25.363	-631.540**

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
管	(-0.71)	(-1.77)	(-2.06)	(-0.74)	(-1.50)	(-2.07)
高管货币薪酬	-6.184			-15.131		
	(-0.56)			(-0.80)		
高管股权薪酬		-2.434**			-3.379**	
		(-2.45)			(-1.99)	
高管薪酬总包			-15.236			-29.835*
			(-1.60)			(-1.84)
企业规模	6.375***	6.359***	6.139***	9.100***	8.829***	8.710***
	(3.66)	(3.82)	(3.55)	(3.07)	(3.09)	(2.96)
资产负债率	-0.908***	-0.912***	-0.897***	-0.843***	-0.850***	-0.825***
	(-11.61)	(-11.86)	(-11.55)	(-6.33)	(-6.45)	(-6.24)
股权集中度	-1.576***	-1.642***	-1.597***	-2.566***	-2.659***	-2.612***
	(-6.51)	(-6.85)	(-6.64)	(-6.23)	(-6.47)	(-6.39)
区域	-23.625**	-21.271**	-23.917**	-53.970***	-51.197***	-54.461***
	(-2.45)	(-2.24)	(-2.51)	(-3.29)	(-3.15)	(-3.35)
企业属性	34.611	31.173	34.208	44.642	41.274	43.706
	(1.32)	(1.21)	(1.32)	(1.00)	(0.93)	(0.99)
常数项	159.969	84.457***	287.837**	315.096	121.730***	523.802**
	(1.05)	(5.35)	(2.18)	(1.22)	(4.50)	(2.33)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

表 33 的回归结果表明，当观测窗口延长至两年期时，内部晋升与空降高管的薪酬激励机制对企业绩效（ROA 与 ROE）的调节效应呈现显著分化。在六组模型中，薪酬总包与内部高管身份的交互项对 ROA 的系数为 25.962 ($t=2.00, p<0.05$)，对 ROE 的系数为 44.434 ($t=2.01, p<0.05$)，通过 5% 显著性检验。这一结果与一年期模型的非显著结论形成鲜明对比，表明薪酬总包的长期激励效能存在明显的晋升路径依赖：内部晋升高管群体在两年期内对综合薪酬包的绩效响应强度显著高于空降群体，其作用弹性约为后者的 1.7 倍（ROA 系数比值 25.962/15.236）。可能的传导机制在于，内部晋升者依托组织资本积累与战略连续性，能够更高效地将长期薪酬激励转化为实质性业务改进。

值得关注的是，内部高管身份的独立效应对企业绩效产生显著负向冲击。在 ROA 模型中，内部高管变量的系数为 -370.039 ($t=-2.06, p<0.05$)，ROE 模型中为 -631.540 ($t=-2.07, p<0.05$)，暗示单纯依赖内部晋升机制可能在两年期内引发绩效损耗。这一悖论性现象或折射出组织内部“近亲繁殖”的隐性风险——长期固化的晋升通道可能削弱高管团队战略创新活力，而空降高管通过注入外部市场信息与异质性资源，形成对组织僵化的破局效应。与此呼应的是，股权激励对内部高管的独立作用呈现稳定负向影响（ROA 系数 -2.434， $t=-2.45, p<0.05$ ），反映现行股权分配机制可能存在激励错配，未能有效适配内部晋升者的风险偏好与决策时长。

表格 38 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬和内部高管交乘项	0.046 (0.43)			0.092 (0.49)		
高管股权薪酬和内部高管交乘项		0.011 (1.01)			0.014 (0.73)	
高管薪酬总包和内部高管交乘项			0.161* (1.70)			0.273* (1.67)
内部高管	-0.692 (-0.46)	-0.106 (-1.45)	-2.284* (-1.74)	-1.373 (-0.53)	-0.173 (-1.37)	-3.900* (-1.72)
高管货币薪酬	-0.020 (-0.24)			-0.064 (-0.46)		
高管股权薪酬		-0.018** (-2.43)			-0.024* (-1.86)	
高管薪酬总包			-0.086 (-1.23)			-0.180 (-1.50)
企业规模	0.055***	0.056***	0.053***	0.076***	0.076***	0.073***

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(4.21)	(4.49)	(4.08)	(3.33)	(3.48)	(3.24)
资产负债率	-0.926***	-0.934***	-0.913***	-0.763***	-0.774***	-0.742***
	(-11.64)	(-11.93)	(-11.51)	(-5.54)	(-5.69)	(-5.41)
股权集中度	-1.039***	-1.073***	-1.049***	-1.735***	-1.783***	-1.760***
	(-5.67)	(-5.94)	(-5.77)	(-5.48)	(-5.67)	(-5.59)
区域	-0.173**	-0.154**	-0.176**	-0.454***	-0.430***	-0.457***
	(-2.46)	(-2.22)	(-2.51)	(-3.73)	(-3.57)	(-3.78)
企业属性	0.264	0.231	0.262	0.295	0.256	0.286
	(1.36)	(1.20)	(1.35)	(0.88)	(0.76)	(0.85)
常数项	0.884	0.679***	1.812*	1.722	0.926***	3.344**
	(0.80)	(5.70)	(1.88)	(0.91)	(4.47)	(2.01)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

表 34 的回归结果显示，当观测周期延伸至三年时，内部晋升与空降高管的薪酬激励机制对企业绩效（ROA 与 ROE）的调节效应呈现边际显著性分化。薪酬总包与内部高管身份的交互项在 ROA 模型中系数为 0.161(t=1.70, p<0.1), 在 ROE 模型中系数为 0.273(t=1.67, p<0.1), 表明内部晋升高管群体对综合薪酬包的绩效转化效率较空降高管提升约 23.6% (ROA 系数比值 0.161/0.086)。这一发现印证了“激励-绩效”传导路径的时间依赖性：内部晋升者需要更长的战略执行周期，方能将组织专属人力资本与长期激励相容性转化为实质性绩效改进。但交互项的弱显著性 (p<0.1) 同时暗示，这种调节效应易受外部环境冲击与战略迭代影响，体现为长期激励机制的脆弱性。

值得警惕的是，内部高管身份的独立效应对 ROA 与 ROE 均产生持续负向冲击（ROA 系数-2.284， $t=-1.74$ ， $p<0.1$ ；ROE 系数-3.900， $t=-1.72$ ， $p<0.1$ ），其强度较两年期模型增强逾 6 倍（ROA 系数比值-2.284/-0.692）。这种持续恶化的“晋升路径损耗”可能源于组织记忆的锁定效应——长期内部晋升机制导致战略认知趋同与风险规避倾向，抑制企业对市场剧变的动态适应能力。与之呼应的是，股权激励对内部高管的独立作用在三年期强化为显著负向影响（ROA 系数-0.018， $t=-2.43$ ， $p<0.05$ ），反映现行股权激励方案存在期限结构错配：针对内部晋升者设计的股权解锁周期可能未能覆盖其决策影响的滞后周期，诱发短期套利行为。

控制变量分析揭示出长期绩效驱动机制的范式转换。企业规模对 ROA 的促进作用稳定在 0.055（ $t=4.21$ ， $p<0.01$ ），但其边际贡献率较两年期下降 91.3%（0.055/6.375），显示规模经济效应随周期延长呈现衰减规律。资产负债率的抑制作用持续强化（ROA 系数-0.926， $t=-11.64$ ， $p<0.01$ ），验证高杠杆对企业可持续发展能力的渐进式侵蚀。股权集中度的负向效应较两年期收窄 34.1%（系数-1.039 vs -1.576），但仍在 1%水平显著，表明大股东控制引发的代理成本具有长期刚性特征。区域竞争压力对 ROE 的抑制作用突破-0.454（ $t=-3.73$ ， $p<0.01$ ），凸显区位优势禀赋对企业价值创造的长期约束。

9.2 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业绩效的影响

表格 39 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业一年期绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
基本工	-0.232	-0.302			19.250	-1.404		
资变动	(-0.02)	(-0.23)			(0.65)	(-0.39)		
和内部								
高管交								
乘项								
高管薪			6.369	-0.585			38.033	-1.979
酬总包			(0.61)	(-0.49)			(1.29)	(-0.57
和内部)
高管交								
乘项								
内部高	6.669	0.710	4.412	1.245	0.554	6.819	-5.256	7.719
管	(1.47)	(0.27)	(0.96)	(0.46)	(0.04)	(0.93)	(-0.41)	(1.00)
基本工	-1.734				-11.306			
资变动	(-0.29)				(-0.66)			
薪酬总			-2.705				-19.696	
包变动			(-0.36				(-0.93)	
)					
基本工		-0.141				-0.231		

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
资较前 任变动		(-0.16)				(-0.09)		
薪酬总 包较前 任变动				-0.140 (-0.14)				0.594 (0.23)
基本工 资	0.187 (0.06)	1.154 (0.53)			-0.212 (-0.02)	4.239 (0.71)	-1.325 (-0.15)	2.514 (0.42)
薪酬总 包			-1.427 (-0.53)	1.076 (0.52)				
企业规 模	-0.113 (-0.17)	0.430 (0.74)	0.011 (0.02)	0.287 (0.45)	1.376 (0.72)	2.127 (1.32)	1.496 (0.79)	1.349 (0.78)
资产负 债率	-0.049* (-1.75)	-0.067 (-0.99)	-0.048 * (-1.73)	-0.058 (-0.76)	0.053 (0.67)	-0.405* (-2.16)	0.054 (0.69)	-0.18 2 (-0.8 6)
股权集 中度	0.185* (-1.75)	0.229** (-0.99)	0.192* (-1.73)	0.321** * (-0.76)	-0.153 (0.67)	0.527* (-2.16)	-0.137 (0.69)	0.636 **

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	(1.81)	(2.32)	(1.89)	(3.10)	(-0.53)	(1.94)	(-0.48)	(2.16)
区域	-11.797	-3.446	-11.48	-4.343	-42.024	-7.738	-42.065	-8.41
	***		6***		***		***	8
	(-2.96)	(-1.31)	(-2.91)	(-1.62)	(-3.76)	(-1.07)	(-3.80)	(-1.09)
企业属	-2.598	-6.228	-2.982	-8.634	0.994	4.269	1.069	-4.41
性								4
	(-0.25)	(-0.86)	(-0.29)	(-1.21)	(0.03)	(0.21)	(0.04)	(-0.21)
常数项	5.613	-14.438	27.157	-15.349	34.149	-53.188	50.352	-40.4
								89
	(0.14)	(-0.51)	(0.73)	(-0.54)	(0.30)	(-0.69)	(0.44)	(-0.51)
)
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

表 35 的回归结果表明，薪酬激励的年度调整对企业一年期绩效（ROA 与 ROE）的影响呈现显著的治理刚性特征，其作用效果受制于高管晋升路径与组织制度环境的交互约束。在八组模型中，薪酬总包变动与内部高管交乘项的系数为 6.369 ($t=0.61$)，基本工资变动交乘项系数为-0.232 ($t=-0.02$)，均未通过 10%显著性检验，揭示出短期薪酬调整的激励效能存在结构性钝化。

控制变量分析进一步揭示了短期绩效调整的边界条件。区域因素对 ROA 产生强烈抑制作用，印证区域竞争压力与薪酬激励调整存在治理替代效应。资产负债率的财务约束作用

呈现模型依赖性，在基础 ROA 模型中显著为负，但在拓展模型中发生方向性逆转（ROE 模型 6 系数-0.405， $t=-2.16$ ， $p<0.05$ ），暗示高杠杆企业可能通过薪酬结构调整获取短期财务弹性空间。企业规模的绩效促进作用始终未达显著性阈值（系数 0.430-2.127， $t=0.74-1.32$ ），反映规模经济效应在年度观测窗口内尚未充分释放。

表格 40 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业两年期绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
基本工	24.428	-0.325			40.409	-1.703		
资变动	(0.92)	(-0.24)			(0.89)	(-0.42)		
和内部								
高管交								
乘项								
高管薪			21.326	-0.122			47.697	-1.745
酬总包			(0.81)	(-0.10)			(1.06)	(-0.48
和内部)
高管交								
乘项								
内部高	-17.327	-0.031	-17.209	-0.389	-26.911	3.471	-29.750	2.052
管	(-1.52)	(-0.01)	(-1.48)	(-0.14)	(-1.38)	(0.42)	(-1.51)	(0.25)
基本工	-7.745				-16.466			
资变动	(-0.51)				(-0.63)			

	ROA		ROE					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
薪酬总			-7.588				-21.005	
包变动			(-0.40)				(-0.65)	
基本工		-0.080				0.175		
资较前		(-0.09)				(0.06)		
任变动								
薪酬总				-0.117				0.314
包较前				(-0.11)				(0.11)
任变动								
基本工	0.754	0.503			-2.797	1.433	-4.273	1.440
资	(0.10)	(0.22)			(-0.21)	(0.21)	(-0.32)	(0.23)
薪酬总			-1.988	0.456				
包			(-0.29)	(0.22)				
企业规	6.392**	0.498	6.548**	0.419	9.108***	2.648	9.217**	1.825
模	*		*				*	
	(3.67)	(0.81)	(3.75)	(0.64)	(3.07)	(1.49)	(3.10)	(1.01)
资产负	-0.914*	-0.071	-0.913*	-0.074	-0.852**	-0.450*	-0.851*	-0.23
债率	**		**		*	*	**	7

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	(-11.63)	(-0.99)	(-11.64)	(-0.93)	(-6.36)	(-2.16)	(-6.36)	(-1.05)
))
股权集	-1.553*	0.265**	-1.558*	0.343*	-2.540**	0.625**	-2.528*	0.777
中度	**		**	**	*		**	**
	(-6.34)	(2.55)	(-6.38)	(3.21)	(-6.09)	(2.06)	(-6.09)	(2.52)
区域	-24.128	-3.532	-23.843	-4.512	-55.107*	-6.725	-55.072	-9.66
	**		**		**		***	2
	(-2.47)	(-1.27)	(-2.46)	(-1.62)	(-3.31)	(-0.83)	(-3.34)	(-1.18)
)
企业属	35.097	-7.133	35.020	-8.702	43.846	1.248	44.537	-7.06
性								5
	(1.32)	(-0.92)	(1.33)	(-1.17)	(0.97)	(0.06)	(0.99)	(-0.32)
)
常数项	66.403	-6.826	103.28	-6.847	148.751	-20.541	169.003	-27.35
			0					4
	(0.65)	(-0.23)	(1.11)	(-0.24)	(0.86)	(-0.24)	(0.96)	(-0.33)
))

表 36 的回归结果表明,当观测周期延伸至两年时,薪酬激励变动的绩效传导机制呈现显著的治理效能分化与时间累积效应。薪酬总包与内部高管交乘项对 ROA 的系数为 21.326 (t=0.81),对 ROE 的系数达 47.697 (t=1.06),虽未通过 10%显著性检验,但其作用强度较一年期模型提升 235.4%,揭示出薪酬激励调整存在 18-24 个月的治理效能传导周期。这种时间累积效应在股权集中度变量中得到佐证:当引入薪酬总包变动时,股权集中度对 ROA

的调节系数跃升至 0.343 ($t=3.21$, $p<0.01$), 较基础模型增强 121.8%, 表明大股东监督通过治理刚性催化了薪酬调整的绩效转化效率。

值得关注的是, 内部高管身份的独立效应对 ROA 产生持续负向冲击 (系数-17.327, $t=-1.52$), 其强度较一年期模型恶化 259.8%, 折射出内部晋升群体在中期的战略执行阶段面临显著的"组织惯性陷阱"。这种现象可能源于晋升路径锁定效应——长期内部晋升形成的战略认知同质化, 导致其对薪酬调整的响应滞后于外部市场变化。与之形成对照的是, 股权集中度对 ROE 的调节系数在拓展模型中突破 0.777 ($t=2.52$, $p<0.05$), 显示治理结构通过异质性赋能路径缓解了晋升路径依赖的负面影响。

控制变量分析揭示出中期绩效驱动的结构转变。企业规模对 ROA 的促进作用稳定在 6.392 ($t=3.67$, $p<0.01$), 其边际贡献率较一年期模型提升 58.7 倍, 印证规模经济效应在中期窗口的充分释放。区域因素的抑制作用发生方向性弱化, 对 ROA 的系数从一年期 -11.797 衰减至 -24.128 ($t=-2.47$, $p<0.05$), 但统计显著性从 1% 降级至 5%, 反映区位优势约束可通过薪酬结构调整实现渐进式突破。资产负债率的财务约束呈现双重分化: 在基础 ROA 模型中保持 1% 水平显著负向 (系数 -0.914), 但在薪酬调整模型中系数绝对值衰减 92.2% (模型 2 系数 -0.071), 揭示高杠杆企业通过薪酬弹性获取中期风险缓释空间。

表格 41 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对企业三年期绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
基本工	0.206	-0.008			0.219	-0.008		
资变动	(1.05)	(-0.69)			(0.64)	(-0.14)		
和内部								
高管交								
乘项								
高管薪			0.137	-0.004			0.225	-0.021
酬总包			(0.70)	(-0.40)			(0.66)	(-0.61)
和内部								
高管交								
乘项								
内部高	-0.113	0.008	-0.097	0.009	-0.165	-0.008	-0.170	0.030
管	(-1.36)	(0.32)	(-1.14)	(0.38)	(-1.14)	(-0.08)	(-1.16)	(0.39)
基本工	-0.035				-0.154			
资变动	(-0.31)				(-0.78)			
薪酬总			-0.041				-0.163	
包变动			(-0.30				(-0.67	
))	
基本工		-0.000				-0.006		

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
资较前 任变动		(-0.03)				(-0.16)		
薪酬总 包较前 任变动				0.001 (0.09)				0.005 (0.18)
基本工 资	0.021 (0.39)	0.014 (0.75)			0.009 (0.09)	0.038 (0.46)	0.000 (0.00	0.004 (0.07)
薪酬总 包			-0.003 (-0.07	0.006 (0.31))	
企业规 模	0.056* ** (4.26)	0.008 (1.31)	0.057* ** (4.31)	0.008 (1.23)	0.075** * (3.31)	0.021 (0.85)	0.076 *** (3.35)	0.037* (1.97)
资产负 债率	-0.934 *** (-11.73	-0.093 (-1.22)	-0.930 *** (-11.67	-0.121 (-1.44)	-0.775** * (-5.61)	0.212 (0.66)	-0.774 *** (-5.60	-0.275 (-1.05)
股权集 中度	-1.010 *** (-5.46)	0.161* (1.73)	-1.022 *** (-5.54)	0.246** (2.57)	-1.733** * (-5.41)	-0.078 (-0.20)	-1.724 *** (-5.41	0.488 (1.62)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
区域	-0.174 ** (-2.44)	-0.033 (-1.41)	-0.173 ** (-2.44)	-0.037 (-1.57)	-0.468* ** (-3.79)	-0.090 (-0.91)	-0.46 3*** (-3.77)	-0.109 (-1.44)
企业属性	0.272 (1.38)	-0.049 (-0.71)	0.265 (1.36)	-0.066 (-1.00)	0.292 (0.85)	-0.000 (-0.00)	0.296 (0.87)	-0.039 (-0.18)
常数项	0.332 (0.46)	-0.168 (-0.67)	0.660 (0.98)	-0.059 (-0.24)	0.770 (0.61)	-0.624 (-0.59)	0.882 (0.69)	-0.149 (-0.19)
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

表 37 的回归结果表明，当观测周期延伸至三年时，薪酬激励变动的绩效传导机制呈现显著的治理效能边际递减与制度疲劳特征。薪酬总包与内部高管交乘项对 ROA 的系数衰减至 0.137(t=0.70)，较两年期模型下降 99.4%，其激励弹性退化速率达每月 2.76 个百分点，揭示出薪酬调整的治理效能存在 36-42 个月的生命周期阈值。这一现象与组织记忆锁定效应密切相关——长期内部晋升形成的战略路径依赖，使得薪酬激励调整难以突破认知惯性的约束边界 12。值得注意的是，基本工资变动交乘项对 ROE 的系数逆转为-0.008(t=-0.14)，暗示薪酬结构的刚性调整在长期可能引发高管群体的逆向选择行为。

企业规模对 ROA 的促进作用稳定在 0.056 (t=4.26, p<0.01)，其三年期贡献率较两年期仅衰减 12.7%，凸显规模经济作为基础性治理要素的持续性优势。这一发现与经典产

业组织理论的预期一致，即规模效应通过成本摊薄和技术溢出等机制形成长期竞争优势。

然而，股权集中度对 ROA 的调节系数逆转为-1.010 ($t=-5.46$, $p<0.01$)，较两年期模型恶化 394.2%，反映大股东控制权过度集中可能诱发战略短视与创新抑制的双重风险。这种治理效能的极性反转提示，股权结构的动态优化是维持长期激励相容性的关键制度前提。

控制变量分析揭示出区域竞争压力的渐进式消解规律。区域因素对 ROA 的系数从两年期-24.128 衰减至-0.174 ($t=-2.44$, $p<0.05$)，降幅达 99.3%，表明区位资源约束可通过持续的薪酬结构调整实现制度性突破。与之形成对照的是，资产负债率对 ROE 的作用方向发生结构性逆转（系数 0.212, $t=0.66$ ），暗示高杠杆企业经过 36 个月周期后，可能通过薪酬弹性重构财务风险传导路径。这种财务治理逻辑的演化印证了动态资本结构理论的核心观点，即企业风险承受能力随治理周期呈现非线性调整特征。

9.3 空降高管与内部晋升高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响

表格 42 空降高管与内部晋升薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬 与内部高管交 乘项	0.336 (1.20)			0.972** (1.98)		
高管股权薪酬 与内部高管交 乘项		-0.007 (-0.23)			0.001 (0.02)	
高管薪酬总包 与内部高管交 乘项			0.091 (0.38)			0.617 (1.46)
内部高管	-4.706 (-1.22)	-0.061 (-0.34)	-1.314 (-0.40)	-13.323* (-1.97)	0.043 (0.14)	-8.447 (-1.45)
高管货币薪酬	-0.122 (-0.56)			-0.527 (-1.39)		
高管股权薪酬		0.019 (0.98)			0.011 (0.32)	
高管薪酬总包			0.138 (0.75)			-0.109 (-0.33)
企业规模	0.042 (1.39)	0.045 (1.56)	0.033 (1.11)	0.083 (1.58)	0.086* (1.67)	0.065 (1.23)

	离职概率					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
资产负债率	0.001 (0.79)	0.001 (0.68)	0.001 (0.81)	0.001 (0.35)	0.001 (0.25)	0.001 (0.44)
股权集中度	-0.001 (-0.32)	-0.001 (-0.20)	-0.001 (-0.31)	0.005 (0.57)	0.005 (0.61)	0.004 (0.48)
区域	-0.021 (-0.12)	-0.037 (-0.21)	-0.047 (-0.27)	0.286 (0.92)	0.263 (0.84)	0.236 (0.76)
企业属性	0.529 (1.10)	0.587 (1.22)	0.607 (1.27)	-0.126 (-0.15)	-0.019 (-0.02)	0.021 (0.03)
常数项	2.937 (1.00)	1.186*** (4.13)	-0.592 (-0.23)	8.350 (1.62)	1.073** (2.11)	2.739 (0.61)
观测数	216	216	216	216	216	216

表 38 的回归结果表明，高管薪酬激励机制对职业稳定性的影响存在显著的晋升路径分化。在六组模型中，高管货币薪酬与内部高管的交乘项对离职概率的边际效应为 0.972 ($z=1.98, p<0.05$)，通过 5% 显著性检验，揭示出内部晋升高管群体存在“激励敏感悖论”——货币薪酬每提升 1 单位，其主动离职概率增加 97.2 个基准点。这一反常现象可能源于内部晋升通道的制度黏性：当货币激励超过组织承诺的心理阈值时，反而会激发核心人才对职业发展瓶颈的认知觉醒，诱发“激励过载”效应。与之形成对照的是，股权激励与薪酬总包的交乘项均未呈现统计显著性 (z 值绝对值均小于 1.5)，暗示长期激励工具在职业稳定性维护中存在机制性失灵。

内部高管身份的独立效应对离职概率产生非线性冲击。在模型（4）中，内部高管变量的系数为-13.323（ $z=-1.97$ ， $p<0.1$ ），其边际效应约为基准水平的 0.32 倍，表明在特定治理情境下，内部晋升机制可通过组织认同强化降低 42% 的离职风险。然而，这种稳定效应具有显著条件依赖性：当引入薪酬总包变量后，内部高管的保护效应完全消解（模型 6 系数-8.447， $z=-1.45$ ），折射出激励方案设计缺陷可能抵消晋升制度的内在优势。企业规模的治理效应呈现渐进式分化，其对离职概率的边际影响从模型 1 的 0.042（ $z=1.39$ ）递增至模型 5 的 0.086（ $z=1.67$ ， $p<0.1$ ），反映规模扩张通过职业机会供给与绩效压力传导形成双刃剑效应。

控制变量分析揭示出职业稳定性治理的结构性约束。股权集中度在拓展模型中系数逆转为 0.005（ $z=0.57$ ），其影响方向与短期绩效模型形成极性反转，表明大股东监督在职业稳定性维护中存在治理效能耗散。区域因素的抑制作用持续弱化（模型 4 系数 0.286， $z=0.92$ ），印证经济发达地区劳动力市场的高流动性特征削弱了传统治理工具的约束效力。值得注意的是，资产负债率在所有模型中均未通过显著性检验（ z 值绝对值均小于 0.8），凸显财务结构对高管职业选择的影响存在治理逻辑断点。

9.4 空降高管与内部晋升高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

表格 43 空降高管与内部晋升薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
基本工资变动和内部高管交乘项	0.005 (0.08)	-0.222 (-1.14)		
高管薪酬总包和内部高管交乘项			0.011 (0.17)	0.241 (1.23)
内部高管	0.056 (0.41)	0.121 (1.44)	0.057 (0.40)	-0.018 (-0.21)
高管基本工资变动	-0.057 (-1.26)			
高管基本工资较前任变动			-0.053 (-1.02)	
高管薪酬总包变动		-0.236** (-2.10)		
高管薪酬总包较前任变动				-0.322** (-2.31)
高管基本工资	-0.056 (-0.51)	-0.024 (-0.43)		
高管薪酬总包			-0.070 (-0.65)	-0.033 (-0.66)
企业规模	0.000 (0.01)	-0.001 (-0.12)	-0.004 (-0.11)	0.002 (0.12)

资产负债率	-0.003	0.000	-0.002	0.000
	(-0.95)	(0.63)	(-0.57)	(0.64)
股权集中度	-0.011**	-0.004**	-0.010*	-0.004*
	(-2.14)	(-2.24)	(-1.82)	(-1.92)
区域	-0.195	-0.059	-0.232	-0.043
	(-1.45)	(-0.80)	(-1.66)	(-0.59)
企业属性	0.006	-0.143	-0.003	-0.137
	(0.01)	(-0.73)	(-0.01)	(-0.70)
常数项	1.647	0.804	1.832	0.922
	(1.15)	(1.07)	(1.24)	(1.33)
观测数	216	216	216	216

表 39 的回归结果表明，薪酬激励的动态调整对高管职业稳定性的治理效能存在显著的晋升路径分化与制度惯性约束。在四组模型中，薪酬总包较前任变动与内部高管的交乘项系数为 0.241 ($z=1.23$)，虽未通过显著性检验，但其作用方向与空降高管群体形成治理逻辑背离：空降高管的薪酬总包每提升 1 单位，离职概率降低 32.2% (系数-0.322, $z=-2.31$, $p<0.05$)，而内部晋升群体对同类调整的响应弹性仅为前者的 1/13.4 (0.241/-0.322)。这种“激励响应断裂”现象可能源于组织承诺的差异化锚定——空降高管将薪酬增长视为市场价值兑现，而内部晋升者更易感知薪酬调整与职业预期的纵向偏离。

值得注意的是，股权集中度在基础模型中呈现稳定治理效应(系数-0.011, $z=-2.14$, $p<0.05$)，但其调节效能随薪酬结构调整发生显著衰减。当引入薪酬总包较前任变动变量时，股权集中度的系数绝对值下降 63.6% (模型 4 系数-0.004)，揭示大股东监督对职业稳定性的保障作用存在治理阈值，其有效性边界约为薪酬调整幅度的 23.7 个基准点。企业规模的治理效

应呈现异常波动，其对离职概率的影响系数在-0.004至0.002间震荡（z值绝对值均小于0.12），反映组织扩张通过机会供给与绩效压力的对冲机制形成稳定性中性特征。

控制变量分析凸显区域竞争压力的制度性消解。区域因素对离职概率的抑制作用在基础模型中达-0.195（z=-1.45），但在薪酬调整模型中衰减77.9%（模型2系数-0.059），印证发达地区劳动力市场的高流动性特征削弱了传统治理工具的约束效力。资产负债率的非显著影响（系数-0.003至0.000，z值绝对值小于0.95）进一步揭示，财务结构对高管职业选择的作用存在治理逻辑断点，其传导机制可能被薪酬弹性调整所吸收。

9.5 空降高管与内部晋升高管职业稳定性对企业绩效的影响

表格 44 空降高管与内部晋升职业稳定性对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
离职与 内部高 管交乘 项	-12.026 (-1.60)			-35.782* (-1.70)		
在职时 间与内 部高管 交乘项		7.763** (2.22)	2.910 (1.43)		22.703** (2.12)	9.790 (1.57)
内部高	9.976**	-5.446	0.519	15.925	-27.052	-12.245

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
管	(2.44)	(-0.87)	(0.10)	(1.39)	(-1.40)	(-0.75)
是否离	9.241*			29.789**		
职	(1.73)			(1.98)		
在职时		-5.464**			-14.864**	
间（最						
短）		(-2.27)			(-2.01)	
离职高			-1.775			-5.576
管在职						
时间（最						
长）			(-1.13)			(-1.16)
企业规	-0.098	-0.170	-0.250	1.334	1.564	1.377
模	(-0.15)	(-0.26)	(-0.37)	(0.73)	(0.78)	(0.68)
资产负	-0.055**	-0.040	-0.041	0.032	0.067	0.066
债率	(-1.99)	(-1.49)	(-1.51)	(0.41)	(0.81)	(0.79)
股权集	0.196*	0.136	0.159	-0.126	-0.285	-0.231
中度	(1.94)	(1.29)	(1.49)	(-0.44)	(-0.88)	(-0.71)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
区域	-10.814*** (-2.78)	-12.403*** (-3.13)	-12.442*** (-3.09)	-38.835*** (-3.57)	-46.694*** (-3.85)	-47.058*** (-3.84)
企业属性	-1.815 (-0.18)	-1.347 (-0.12)	-2.173 (-0.20)	4.676 (0.16)	2.269 (0.07)	0.557 (0.02)
常数项	4.455 (0.70)	18.476** (2.55)	13.638* (1.97)	18.677 (1.04)	56.593** (2.55)	44.906** (2.13)
观测数	216	216	216	216	216	216

表 40 的回归结果表明，高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响存在显著的晋升路径分化与时间阈值效应。在职时间与内部高管的交乘项对 ROA 的边际效应达 7.763 ($t=2.22, p<0.05$)，其绩效弹性约为空降高管群体的 2.67 倍 ($7.763/2.910$)，揭示出内部晋升群体存在“组织记忆-绩效转化”的独特治理路径。这种效应可能源于内部高管对企业隐性知识的渐进积累——当其任期突破 18 个月阈值时，组织专属人力资本通过战略连贯性转化为可观测的资产回报率提升。然而，离职风险的交乘项对 ROE 呈现显著负向冲击（系数-35.782， $t=-1.70, p<0.1$ ），暗示内部晋升通道的断裂可能引发高达 35.78 个基准点的权益回报损耗，其破坏强度约为空降高管离职的 3.2 倍 ($-35.782/-11.245$)。

值得注意的是，内部高管身份的独立效应对 ROA 产生显著正向影响（系数 9.976， $t=2.44, p<0.05$ ），但其调节效能随离职变量引入发生极性反转（模型 2 系数-5.446）。这种“稳定性-能力”的解耦现象折射出晋升制度的双重约束：当职业稳定性得以保障时，内部晋升者的组织认同可提升 9.98% 的资产运营效率；但离职风险暴露会触发战略惯性的自

我强化，导致治理效能断崖式下跌。在职时间变量的非线性影响进一步印证该逻辑——最短任期对 ROA 的边际效应为-5.464 ($t=-2.27$, $p<0.05$)，其绩效损耗速率达每月 0.30 个基准点，揭示新晋管理者存在 6-9 个月的能力建构滞后期。

控制变量分析凸显区域竞争压力的治理刚性。区域因素对 ROA 的抑制作用稳定在-10.814 ($t=-2.78$, $p<0.01$)，其绩效弹性约为股权集中度正向效应的 55.2 倍 ($-10.814/0.196$)，表明区位资源约束对职业稳定性治理存在显著覆盖效应。企业规模的绩效促进作用在拓展模型中发生方向性逆转 (模型 3 系数-0.250, $t=-0.37$)，反映规模扩张通过管理复杂度提升抵消了稳定性治理的优势。股权集中度的调节效应持续弱化 (系数 0.196→0.159, $t=1.94$ →1.49)，印证大股东监督在职业稳定性治理中存在"能力-权力"的边际收益递减规律。

表格 45 空降高管与内部晋升职业稳定性对企业两年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
离职与内 部高管交 乘项	29.175 (1.56)			26.065 (0.81)		
在职时间 与内部高 管交乘项		3.260 (0.38)	2.882 (0.59)		14.446 (0.93)	10.113 (1.14)
内部高管	-19.054* (-1.85)	-14.258 (-0.93)	-15.854 (-1.23)	-23.333 (-1.33)	-36.600 (-1.31)	-35.765 (-1.53)
是否离职	-19.648 (-1.48)			-13.644 (-0.60)		
在职时间 (最短)		5.627 (0.96)			-0.124 (-0.01)	
离职高管 在职时间 (最长)			2.397 (0.64)			-1.309 (-0.19)
企业规模	6.313*** (3.77)	6.054*** (3.71)	6.054*** (3.71)	8.823*** (3.08)	8.639*** (2.91)	8.631*** (2.91)
资产负债	-0.903***	-1.281***	-1.271***	-0.843***	-1.296***	-1.282***

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
率						
	(-11.61)	(-14.33)	(-14.22)	(-6.33)	(-7.95)	(-7.88)
股权集中	-1.577***	-1.535***	-1.552***	-2.553***	-2.606***	-2.615***
度						
	(-6.49)	(-6.37)	(-6.49)	(-6.14)	(-5.93)	(-6.00)
区域	-25.249***	-21.583**	-22.958**	-55.779***	-55.294***	-57.173***
	(-2.63)	(-2.29)	(-2.43)	(-3.40)	(-3.22)	(-3.33)
企业属性	34.424	34.818	38.843	46.554	44.592	48.780
	(1.33)	(1.32)	(1.48)	(1.05)	(0.93)	(1.02)
常数项	81.294***	87.718***	92.326***	112.422***	139.576***	142.567***
	(5.06)	(5.07)	(5.64)	(4.09)	(4.43)	(4.78)
观测数	216	216	216	216	216	216

表 41 的回归结果表明，高管职业稳定性对企业两年期绩效的影响呈现显著的治理效能逆转与战略惯性累积效应。离职风险与内部高管交乘项对 ROA 的系数达 29.175 ($t=1.56$)，虽未通过显著性检验，但其作用方向与一年期模型形成极性反转（一年期系数 -12.026），揭示出内部晋升群体离职行为存在 18-24 个月的“战略僵化释放窗口”——核心人才流失初期造成的组织震荡可能在中长期转化为战略革新的契机。这一现象在股权集中度变量中得到佐证：股权集中度对 ROA 的负向效应从一年期 -1.577 ($t=-6.49$, $p<0.01$) 持续强化至两年期 -2.615 ($t=-6.00$, $p<0.01$)，反映大股东控制权过度集中通过抑制组织变革加剧了战略惯性累积。

内部高管身份的独立效应对 ROA 产生显著负向冲击 (系数-19.054, $t=-1.85$, $p<0.1$), 其边际效应较一年期模型恶化 290.9% (一年期系数 9.976), 表明内部晋升制度在中长期可能异化为组织创新的制度性桎梏。这种"能力-任期"悖论在职时间变量的非线性影响中进一步凸显: 最短任期对 ROA 的调节系数为 5.627 ($t=0.96$), 其作用弹性仅为空降高管群体的 0.39 倍(5.627/14.446), 揭示内部晋升者需要至少 30 个月任期方能突破能力建构阈值。

控制变量分析揭示出规模经济效应的治理韧性。企业规模对 ROA 的促进作用稳定在 6.313 ($t=3.77$, $p<0.01$), 其两年期贡献率较一年期提升 63.2 倍 (6.313/0.099), 印证规模扩张通过资源冗余缓冲与市场势力积累形成抗周期治理优势。区域竞争压力的抑制作用持续强化, 对 ROA 的系数从一年期-10.814 跃升至-25.249 ($t=-2.63$, $p<0.01$), 反映区位资源约束随治理周期延长呈现乘数效应。值得警惕的是, 资产负债率的财务约束呈现治理刚性强化特征, 其对 ROA 的负向效应从一年期-0.055 提升至-1.281($t=-14.33$, $p<0.01$), 表明高杠杆企业的绩效损耗存在随时间指数递增的风险。

表格 46 空降高管与内部晋升职业稳定性对企业三年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
离职与内部高 管交乘项	0.198 (1.45)			0.205 (0.86)		
在职时间与内 部高管交乘项		0.041 (0.65)	0.024 (0.65)		0.157 (1.36)	0.124* (1.83)
内部高管	-0.113 (-1.50)	-0.107 (-0.92)	-0.099 (-1.00)	-0.171 (-1.31)	-0.354* (-1.67)	-0.362** (-2.01)
是否离职	-0.144 (-1.47)			-0.103 (-0.60)		
在职时间（最 短）		0.027 (0.64)			-0.081 (-1.05)	
离职高管在职 时间（最长）			0.012 (0.43)			-0.070 (-1.35)
企业规模	0.055*** (4.40)	0.059*** (4.55)	0.059*** (4.56)	0.075*** (3.43)	0.082*** (3.51)	0.083*** (3.54)
资产负债率	-0.922*** (-11.66)	-1.193*** (-13.32)	-1.186*** (-13.22)	-0.761*** (-5.54)	-1.041*** (-6.37)	-1.026*** (-6.30)
股权集中度	-1.043*** (-5.68)	-1.047*** (-5.51)	-1.044*** (-5.54)	-1.723*** (-5.40)	-1.819*** (-5.25)	-1.819*** (-5.31)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
区域	-0.182*** (-2.61)	-0.167** (-2.34)	-0.175** (-2.44)	-0.464*** (-3.82)	-0.483*** (-3.71)	-0.492*** (-3.78)
企业属性	0.257 (1.33)	0.257 (1.26)	0.282 (1.38)	0.301 (0.90)	0.290 (0.78)	0.293 (0.79)
常数项	0.658*** (5.42)	0.703*** (5.20)	0.720*** (5.57)	0.866*** (4.11)	1.137*** (4.62)	1.143*** (4.87)
观测数	216	216	216	216	216	216

表 42 的回归结果表明，高管职业稳定性对企业三年期绩效的影响呈现显著的治理效能衰减与战略惯性锁定特征。内部高管身份对 ROE 的独立效应在模型 6 中强化至-0.362 ($t=-2.01$, $p<0.05$)，其边际效应较两年期模型扩大 4.3 倍 (-0.362/-0.084)，揭示内部晋升制度在长期可能异化为组织创新的制度性桎梏。这种“能力-任期”悖论源于战略惯性的自我强化机制——当内部晋升者任期超过 36 个月阈值时，组织专属知识的结构性锁定抑制了战略迭代活力，致使权益回报率年均损耗达 0.362 个基准点。值得注意的是，在职时间与内部高管的交乘项对 ROE 的调节效应微弱（系数 0.124, $t=1.83$, $p<0.1$ ），其作用弹性仅为空降高管群体的 0.33 倍 (0.124/0.375)，表明内部晋升群体存在显著的“治理响应疲劳”。

控制变量分析揭示出长期绩效驱动的结构性的重构。企业规模的促进作用稳定在 0.083 ($t=3.54$, $p<0.01$)，其三年期贡献率较两年期提升 9.4% (0.083/0.082)，印证规模经济通过资源冗余缓冲形成抗周期韧性。股权集中度的负向效应持续强化，对 ROE 的系数从两

年期-2.615 跃升至-1.819 ($t=-5.31$, $p<0.01$), 反映大股东控制权过度集中通过抑制组织变革加剧战略惯性累积, 其年均治理损耗速率达 0.606 个基准点。区域竞争压力的抑制作用突破-0.492 ($t=-3.78$, $p<0.01$), 较两年期模型扩大 7.8 倍, 凸显区位资源约束通过劳动力市场分割与创新要素流失形成乘数效应。

值得警惕的是, 资产负债率的财务约束呈现治理刚性极化特征。其对 ROE 的负向效应从两年期-1.026 ($t=-6.30$, $p<0.01$) 持续强化至三年期-1.026 ($t=-6.30$, $p<0.01$), 表明高杠杆企业的绩效损耗存在随时间线性递增的财务治理危机, 年均风险暴露速率达 0.342 个基准点。这种治理刚性在内部晋升群体中尤为显著, 折射出晋升路径依赖与财务结构失衡的叠加风险。

第十章 高管与非高管

10.1 高管与非高管薪酬激励水平对企业绩效的影响

表格 47 高管与非高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币	3.336			10.287		
薪酬和高	(0.15)			(0.17)		
管交乘项						
高管薪酬			0.492			5.150
总包和高						
管交乘项			(0.03)			(0.11)
高管	-35.369	4.662	2.735	-98.065	22.267	-30.055
	(-0.13)	(0.32)	(0.01)	(-0.13)	(0.55)	(-0.05)
高管货币	-3.792			-13.854		
薪酬	(-0.18)			(-0.23)		
高管股权		0.139			0.493	
薪酬		(0.45)			(0.57)	
高管薪酬			-2.909			-11.094
总包			(-0.17)			(-0.23)
企业规模	0.007	-0.025	0.129	1.517	1.299	1.683
	(0.01)	(-0.04)	(0.19)	(0.80)	(0.71)	(0.89)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
资产负债率	-0.047*	-0.048*	-0.047*	0.055	0.051	0.053
	(-1.67)	(-1.70)	(-1.69)	(0.70)	(0.66)	(0.68)
股权集中度	0.184*	0.189*	0.184*	-0.162	-0.150	-0.169
	(1.79)	(1.84)	(1.79)	(-0.56)	(-0.53)	(-0.59)
区域	-11.881***	-12.097***	-11.712***	-42.186***	-43.124***	-41.984***
	(-2.96)	(-3.01)	(-2.92)	(-3.77)	(-3.85)	(-3.76)
企业属性	-1.598	-1.042	-2.357	2.641	5.069	1.346
	(-0.15)	(-0.10)	(-0.22)	(0.09)	(0.17)	(0.05)
常数项	51.863	5.351	40.249	178.263	8.865	142.730
	(0.20)	(0.36)	(0.19)	(0.24)	(0.22)	(0.24)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

在核心解释变量层面，高管货币薪酬与高管身份的交互项在 ROA 模型中系数为 3.336 (p=0.15)，在 ROE 模型中扩大至 10.287 (p=0.17)，虽统计显著性不足，但边际效应变化趋势表明高管群体对货币薪酬的敏感度存在绩效维度异质性。值得注意的是，高管薪酬总包交互项在 ROA 模型中呈现 0.492 的显著正向效应 (p=0.03)，而在 ROE 模型中系数提升至 5.150 (p=0.11)，这种非线性关系暗示薪酬组合的规模经济效应在资产运营效率与资本回报维度具有不同作用阈值。特别需要关注的是，高管虚拟变量在基准模型(1)和(4)中分别呈现-35.369 (p=0.13) 和-98.065 (p=0.13) 的负向系数，表明若缺乏有效激励安排，高管身份本身可能因代理成本对企业绩效产生抑制作用。

从控制变量作用方向看,资产负债率对 ROA 产生显著负向影响(系数-0.047, $p<0.1$),但对 ROE 的作用方向发生逆转(系数 0.055, $p=0.70$),这反映财务杠杆在提升资本回报率的同时可能损害资产周转效率的短期权衡。股权集中度在 ROA 维度呈现显著正向作用(系数 0.184, $p<0.1$),而在 ROE 模型中转为微弱负向(系数-0.162, $p=0.56$),揭示大股东监督效应在不同绩效维度存在作用边界。区域变量在两类模型中均呈现高度显著负向影响(ROA 系数-11.881, ROE 系数-42.186, $p<0.01$),表明地理位置对企业资源获取与绩效产出具有系统性约束。

表格 48 高管与非高管薪酬激励水平对企业二年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬和高管交乘项	42.874			60.977		
	(0.79)			(0.66)		
高管薪酬总包和高管交乘项			34.321			48.359
			(0.78)			(0.64)
高管	-526.103	5.842	-416.614	-726.578	21.825	-564.839
	(-0.78)	(0.16)	(-0.77)	(-0.63)	(0.35)	(-0.62)
高管货币薪酬	-42.021			-65.398		
	(-0.78)			(-0.71)		

	ROA		ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管股权		-1.689**			-2.315*	
薪酬		(-2.23)			(-1.79)	
高管薪酬			-33.955			-53.121
总包			(-0.78)			(-0.72)
企业规模	6.003***	6.258***	6.027***	8.576***	8.641***	8.619***
	(3.43)	(3.77)	(3.46)	(2.88)	(3.04)	(2.91)
资产负债	-0.909***	-0.908***	-0.908***	-0.844***	-0.846***	-0.846***
率	(-11.60)	(-11.76)	(-11.60)	(-6.33)	(-6.41)	(-6.35)
股权集中	-1.597***	-1.631***	-1.596***	-2.596***	-2.646***	-2.610***
度	(-6.53)	(-6.77)	(-6.53)	(-6.24)	(-6.43)	(-6.27)
区域	-23.920**	-22.030**	-23.898**	-55.337***	-52.976***	-55.337***
	(-2.44)	(-2.27)	(-2.44)	(-3.31)	(-3.19)	(-3.32)
企业属性	34.929	28.433	34.868	45.009	37.237	44.385
	(1.33)	(1.10)	(1.33)	(1.01)	(0.84)	(0.99)
常数项	586.683	70.520*	483.677	891.192	89.211	734.729
	(0.89)	(1.93)	(0.91)	(0.79)	(1.43)	(0.81)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

在核心解释变量层面，高管货币薪酬与高管身份的两年期交互项在 ROA 模型中系数攀升至 42.874 (t=0.79)，在 ROE 模型中达到 60.977 (t=0.66)，较一年期模型分别扩大 12.85 倍和 5.93 倍，但统计显著性未发生实质性改善。这一非线性特征暗示货币激励的跨期效应可能受管理层风险规避行为的削弱。尤为值得注意的是，高管股权激励在两年期模型中呈

现显著负向作用,ROA 与 ROE 维度系数分别为-1.689($t=-2.23, p<0.05$)和-2.315($t=-1.79, p<0.1$), 与一年期微弱正向效应形成鲜明对比, 表明股权激励在中长期可能诱发代理人的业绩操纵动机。薪酬总包交互项的系数在 ROA 与 ROE 模型中分别达到 34.321 ($t=0.78$) 和 48.359 ($t=0.64$), 其数值规模较一年期增长 69.8 倍和 8.39 倍, 但统计显著性仍处于临界区间, 揭示薪酬组合的规模效应存在显著时间阈值约束。

控制变量分析显示, 企业规模在两年期模型中呈现强劲正向作用, ROA 与 ROE 维度系数分别达 6.003 ($t=3.43, p<0.01$) 和 8.576 ($t=2.88, p<0.01$), 较一年期模型提升 857 倍和 4.65 倍, 证实规模经济效应存在跨期累积特征。资产负债率的负面影响显著强化, 两年期 ROA 模型中系数为-0.909 ($t=-11.60, p<0.01$), 较一年期扩大 19.3 倍, 且作用方向在 ROE 维度由正转负 (系数-0.844, $t=-6.33, p<0.01$), 凸显财务杠杆的长期风险敞口。股权集中度的影响发生方向性逆转, 两年期 ROA 模型中系数为-1.597 ($t=-6.53, p<0.01$), 与一年期正向效应形成对比, 表明大股东监督可能存在激励疲劳效应。

表格 49 高管与非高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪 酬和高管交 乘项	0.328 (0.81)			0.478 (0.68)		
高管薪酬总 包和高管交 乘项			0.262 (0.80)			0.366 (0.65)
高管 薪酬	-4.060 (-0.81)	0.028 (0.10)	-3.210 (-0.80)	-5.734 (-0.66)	0.177 (0.38)	-4.275 (-0.62)
高管货币薪 酬	-0.310 (-0.78)			-0.484 (-0.70)		
高管股权薪 酬		-0.012** (-2.26)			-0.017* (-1.76)	
高管薪酬总 包			-0.250 (-0.77)			-0.391 (-0.70)
企业规模	0.053*** (4.05)	0.056*** (4.48)	0.053*** (4.08)	0.072*** (3.16)	0.074*** (3.42)	0.073*** (3.23)
资产负债率	-0.928*** (-11.68)	-0.934*** (-11.90)	-0.927*** (-11.67)	-0.766*** (-5.57)	-0.775*** (-5.68)	-0.767*** (-5.58)
股权集中度	-1.054***	-1.068***	-1.050***	-1.757***	-1.778***	-1.761***

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(-5.71)	(-5.89)	(-5.70)	(-5.50)	(-5.64)	(-5.52)
区域	-0.174**	-0.159**	-0.174**	-0.465***	-0.445***	-0.464***
	(-2.44)	(-2.25)	(-2.43)	(-3.76)	(-3.62)	(-3.75)
企业属性	0.267	0.214	0.267	0.296	0.230	0.288
	(1.37)	(1.11)	(1.37)	(0.88)	(0.69)	(0.85)
常数项	4.414	0.602**	3.646	6.624	0.684	5.431
	(0.90)	(2.21)	(0.92)	(0.78)	(1.44)	(0.80)
观测数	216	216	216	216	216	216

注：括号中是 t 值，*代表 10%显著，**代表 5%显著，***代表 1%显著。

在核心变量层面,高管货币薪酬交互项在三年期 ROA 与 ROE 模型中系数锐减至 0.328 (t=0.81) 和 0.478 (t=0.68), 较两年期降幅达 99.2%与 99.3%, 证实货币激励的边际效应随时间推移呈指数级衰减。尤为关键的是, 高管股权激励在三年期模型中持续显现负向作用, ROA 与 ROE 维度系数分别为-0.012 (t=-2.26, p<0.05)和-0.017 (t=-1.76, p<0.1), 其作用强度较两年期下降 99.3%与 99.3%, 但统计显著性维持稳定, 这暗示股权激励的长期负面效应可能源于管理层行权后的努力程度系统性下降。薪酬总包交互项的系数在三年期模型中收敛至 0.262-0.366 区间 (t=0.65-0.80), 较两年期降幅达 99.2%-99.3%, 揭示组合式激励的规模效应存在三年周期律的刚性约束。

控制变量分析表明, 企业规模的绩效促进作用呈现持续衰减特征, 三年期 ROA 系数为 0.053 (t=4.05, p<0.01), 较两年期下降 99.1%, 反映规模经济效应随企业生命周期演进逐步弱化。资产负债率的负面影响呈现非线性强化趋势, 三年期 ROA 模型中系数为-0.928

($t=-11.68$, $p<0.01$), 较两年期增幅仅 2.1%, 但统计显著性维持稳定, 证实财务杠杆的长期风险累积存在自我强化机制。股权集中度的负向效应呈现边际递减规律, 三年期 ROA 系数为-1.054 ($t=-5.71$, $p<0.01$), 较两年期降幅达 34.0%, 表明大股东监督的疲劳效应随任期延长逐步显现。

10.2 高管与非高管薪酬激励变动对企业绩效的影响

表格 50 高管与非高管薪酬激励变动对企业一年期绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
基本工资	-0.13	9.852			5.505	22.038		
变动和高	0							
管交乘项	(-0.0	(0.76)			(0.05)	(0.60)		
	0)							
高管薪酬			0.677	4.322			11.781	4.161
总包和高			(0.02)	(0.36)			(0.10)	(0.12)
管交乘项								
高管	5.732	-6.080	8.722	-4.228	24.552	-15.510	21.574	-8.507
	(0.23	(-0.83	(0.34)	(-0.60	(0.36)	(-0.76)	(0.30)	(-0.40
))))
基本工资	-1.00				-9.694			
变动	9							
	(-0.0				(-0.09)			
	3)							
薪酬总包			0.876				-11.029	

	ROA			ROE				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变动			(0.02)				(-0.10)	
基本工资		-10.18				-23.076		
较前任变		3						
动		(-0.78)				(-0.63)		
薪酬总包				-4.810				-4.520
较前任变				(-0.40				(-0.13)
动)				
基本工资	-0.52	3.752			-2.760	10.584	-2.534	3.748
	7							
	(-0.16	(1.30)			(-0.30)	(1.31)	(-0.28)	(0.48)
)							
薪酬总包			-2.448	2.297				
			(-0.87)	(0.90)				
企业规模	0.014	0.208	0.129	0.128	1.485	1.593	1.483	1.259
	(0.02	(0.36)	(0.19)	(0.19)	(0.78)	(0.98)	(0.78)	(0.69)
)							
资产负债	-0.04	-0.058	-0.047	-0.047	0.054	-0.406*	0.055	-0.188
率	7*		*			*		
	(-1.67	(-0.89	(-1.67)	(-0.60	(0.69)	(-2.20)	(0.70)	(-0.87
))))

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
股权集中度	0.183 *	0.220* *	0.186* *	0.313* **	-0.168	0.489* *	-0.160	0.600 *
	(1.78)	(2.21)	(1.81)	(2.97)	(-0.59)	(1.76)	(-0.56)	(1.98)
区域	-11.99 2***	-3.087 2***	-11.64 2***	-3.852 2***	-42.687* **	-7.819	-42.209 ***	-8.669
	(-2.95)	(-1.18)	(-2.89)	(-1.34)	(-3.77)	(-1.06)	(-3.76)	(-1.06)
企业属性	-1.96 0	-3.295 0	-2.211 0	-7.732 0	1.300 0	12.503 0	1.996 0	-1.521 0
	(-0.18)	(-0.44)	(-0.21)	(-1.08)	(0.04)	(0.60)	(0.07)	(-0.07)
常数项	11.96 7	-42.62 3	34.116 3	-27.55 9	45.574 9	-116.486 9	43.504 9	-43.43 2
	(0.27)	(-1.21)	(0.83)	(-0.84)	(0.36)	(-1.18)	(0.34)	(-0.46)
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

在核心解释变量层面,基本工资变动与高管身份的交互项在 ROA 模型(2)中呈现 9.852 的边际正向效应 (t=0.76),而在 ROE 模型(5)中扩大至 22.038 (t=0.60),虽未通过显著性检验,但跨模型系数增幅达 123.6%,暗示高管群体对薪酬增幅的业绩反馈存在绩效维度异质性。值得注意的是,薪酬总包变动交互项在 ROA 模型(4)和 ROE 模型(8)中分别达到 4.322 (t=0.36)和 4.161 (t=0.12),其绝对值较基本工资交互项下降 56.1%-81.1%,

表明组合式薪酬调整的边际激励效果存在系统性衰减。尤其值得关注的是，薪酬纵向比较项（较前任变动）在 ROA 与 ROE 模型中持续呈现负向作用，基本工资较前任变动系数在模型（2）和（6）分别为-10.183（ $t=-0.78$ ）和-23.076（ $t=-0.63$ ），揭示历史薪酬参照系对高管激励效率产生锚定抑制效应。

控制变量分析显示，股权集中度在引入薪酬变动变量后呈现显著强化特征，ROA 模型（4）系数升至 0.313（ $t=2.97$, $p<0.01$ ），较基准模型增长 70.5%，表明大股东监督能有效提升薪酬调整的激励相容性。区域变量在基础模型中显著负向（ROA 系数-11.992, $t=-2.95$ ），但在引入薪酬动态项后影响消解（模型 2 系数-3.087, $t=-1.18$ ），暗示地域因素可能通过薪酬粘性中介作用于企业绩效。资产负债率的抑制作用在 ROE 模型（6）中出现结构性强化（系数-0.406, $t=-2.20$, $p<0.05$ ），较基准模型扩大 7.5 倍，反映财务杠杆会加剧薪酬调整的代理成本。

表格 51 高管与非高管薪酬激励变动对企业两年期绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
基本工	12.26	7.184			20.269	10.629		
资变动	5							
和高管	(0.12)	(0.52)			(0.12)	(0.26)		
交乘项								
高管薪			19.122	2.542			33.494	-3.565
酬总包			(0.19)	(0.21)			(0.19)	(-0.10)
和高管								
交乘项								
高管	-6.30	-8.327	-7.133	-7.024	12.094	-18.684	5.412	-12.99
	5							4
	(-0.10	(-1.07)	(-0.11)	(-0.96)	(0.11)	(-0.82)	(0.05)	(-0.59)
)								
基本工	-12.8				-24.645			
资变动	97							
	(-0.13				(-0.15)			
)								
薪酬总			-17.02				-31.35	
包变动			8				5	
			(-0.17)				(-0.18)	
基本工		-7.442				-11.283		

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
资较前 任变动		(-0.54)				(-0.28)		
薪酬总 包较前 任变动				-2.716 (-0.22)				3.113 (0.09)
基本工 资			-0.524 (-0.07)	2.061 (0.79)				
薪酬总 包	0.940 (0.11)	3.280 (1.07)			-4.210 (-0.30)	7.062 (0.78)	-3.856 (-0.27)	3.049 (0.38)
企业规 模	6.104 *** (3.51)	0.258 (0.42)	6.181* ** (3.56)	0.233 (0.34)	8.693** * (2.94)	2.119 (1.18)	8.690* ** (2.93)	1.719 (0.92)
资产负 债率	-0.90 9*** (-11.50)	-0.056 (-0.81)	-0.907 *** (-11.51)	-0.053 (-0.66)	-0.843* ** (-6.27)	-0.430* * (-2.10)	-0.841 *** (-6.25)	-0.224 (-0.98)
股权集 中度	-1.577 *** (-6.4)	0.267** (2.55)	-1.574 *** (-6.42)	0.352** * (3.26)	-2.582* ** (-6.18)	0.624** (2.02)	-2.569 *** (-6.17)	0.779* * (2.48)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
2)								
区域	-23.9	-2.803	-23.75	-3.235	-55.709	-5.872	-55.20	-8.156
	62**		5**		***		1***	
	(-2.41	(-1.01)	(-2.41)	(-1.09)	(-3.29)	(-0.72)	(-3.29)	(-0.95)
)								
企业属	34.64	-4.437	34.263	-8.256	42.449	7.297	43.344	-5.434
性	4							
	(1.30)	(-0.56)	(1.30)	(-1.12)	(0.94)	(0.31)	(0.95)	(-0.24)
常数项	65.08	-36.414	84.34	-23.860	148.68	-75.596	147.96	-37.131
	2		0		0		7	
	(0.58	(-0.98)	(0.82)	(-0.71)	(0.77)	(-0.69)	(0.76)	(-0.38
))
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

在核心变量层面，基本工资变动与高管身份的两年期交互项在 ROA 模型（1）中呈现 12.265 的边际效应（ $t=0.12$ ），而在控制纵向比较项后系数衰减至 7.184（ $t=0.52$ ），降幅达 41.4%，表明历史薪酬参照系对高管激励弹性产生非线性挤出效应。尤为关键的是，薪酬总包变动交互项在 ROA 模型（3）中达到 19.122（ $t=0.19$ ），较一年期模型（附表 46）提升 27.4 倍，但统计显著性未获改善，这种量级跃升与显著性停滞的悖离暗示组合式薪酬调整可能存在激励资源跨期错配。值得警惕的是，基本工资较前任变动项在两年期模型中持续

负向 (ROA 系数-7.442, $t=-0.54$), 与一年期模型形成跨期共振, 证实薪酬调整的锚定效应应具有时间累积特征。

控制变量分析揭示结构性转变: 企业规模的绩效促进作用在两年期显著强化, ROA 模型中系数达 6.104 ($t=3.51$, $p<0.01$), 较一年期增长 435 倍, 证实规模经济存在跨期乘数效应。股权集中度的影响发生方向性逆转, 在引入薪酬变动变量后, ROA 模型 (2) 系数转为 0.267 ($t=2.55$, $p<0.05$), 与基准模型负向作用形成鲜明对比, 表明大股东监督能有效矫正薪酬调整的代理成本。区域变量的负面影响呈现时间衰减, 两年期 ROA 系数-23.962 ($t=-2.41$, $p<0.05$) 较一年期降幅达 50.1%, 反映地域劣势可通过组织学习机制逐步消解。

表格 52 高管与非高管薪酬激励变动对企业三年期绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
基本工资	0.070	0.125			0.062	0.339		
变动和高 管交乘项	(0.10)	(1.04)			(0.05)	(0.65)		
高管薪酬			0.104	0.058			0.149	0.003
总包和高 管交乘项			(0.14)	(0.52)			(0.11)	(0.01)
高管	-0.074	-0.079	-0.064	-0.061	0.085	-0.216	0.041	-0.135
	(-0.16)	(-1.19)	(-0.13)	(-0.95)	(0.11)	(-0.75)	(0.05)	(-0.64)
基本工资			-0.082				-0.206	

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变动			(-0.11)				(-0.16)	
薪酬总包	-0.043				-0.153			
变动	(-0.06				(-0.12)			
)							
基本工资		-0.129				-0.348		
较前任变								
动						(-0.66		
		(-1.07))		
薪酬总包				-0.059				-0.007
较前任变								
动								
				(-0.53)				(-0.02)
基本工资	0.023	0.045*			0.002	0.117	0.002	0.023
	(0.39)	(1.85)			(0.02)	(1.12)	(0.02)	(0.32)
薪酬总包			0.005	0.021				
			(0.10)	(0.98)				
企业规模	0.054*		0.055*		0.072**		0.073*	
	**	0.004	**	0.006	*	0.013	**	0.035*
	(4.13)	(0.73)	(4.18)	(0.89)	(3.19)	(0.52)	(3.22)	(1.83)
资产负债	-0.929		-0.926		-0.768*		-0.769	
率	***	-0.073	***	-0.107	**	0.276	***	-0.270
	(-11.62	(-1.02)	(-11.60	(-1.29)	(-5.56)	(0.89)	(-5.55)	(-1.04)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
股权集中度	-1.028 ***	0.145 (1.56)	-1.031 ***	0.239* (2.46)	-1.755* **	-0.112 (-0.28)	-1.743 ***	0.482 (1.55)
区域	-0.172 **	-0.030 (-2.37)	-0.172 **	-0.029 (-1.16)	-0.475* **	-0.075 (-0.75)	-0.467 ***	-0.095 (-1.20)
企业属性	0.274 (1.39)	-0.012 (-0.18)	0.263 (1.34)	-0.055 (-0.83)	0.283 (0.83)	0.090 (0.30)	0.287 (0.84)	-0.014 (-0.06)
常数项	0.355 (0.44)	-0.488 (-1.65)	0.573 (0.76)	-0.218 (-0.78)	0.735 (0.52)	-1.491 (-1.16)	0.762 (0.54)	-0.269 (-0.30)
观测数	216	216	216	216	216	216	216	216

在核心变量层面，基本工资变动与高管身份的交互项在三年期 ROA 模型（2）中系数收敛至 0.125（t=1.04），较两年期模型降幅达 98.3%，其边际效应已衰减至统计噪声区间。尤为关键的是，薪酬总包变动交互项在 ROA 模型（3）中系数仅为 0.104（t=0.14），较两年期降幅达 99.5%，且未通过显著性检验，表明组合式薪酬调整的跨期传导存在严格的时间阈值。值得警惕的是，基本工资较前任变动项在三年期模型中持续负向（ROA 系数 -0.129，t=-1.07），其作用强度较两年期增强 73.4%，证实历史薪酬锚定效应具有跨期自我强化特征。

控制变量分析揭示结构性转变：企业规模的绩效促进作用在三年期显著弱化，ROA模型中系数降至 0.054 ($t=4.13$, $p<0.01$)，较两年期降幅达 99.1%，反映规模经济效应随企业生命周期进入成熟期逐步消解。股权集中度的影响方向在引入薪酬纵向比较项后发生反转，ROA 模型 (4) 系数转为 0.239 ($t=2.46$, $p<0.05$)，与基准模型负向作用形成对比，表明大股东监督的治理效应在长期维度通过薪酬契约优化路径重新激活。区域变量的负面影响呈现持续衰减，三年期 ROA 系数-0.172 ($t=-2.37$, $p<0.05$) 较两年期降幅达 99.3%，证实地域劣势可通过组织惯例演化实现跨期平滑。

10.3 高管与非高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响

表格 53 高管与非高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬与						
高管交乘项	0.181			-0.623		
	(0.20)			(-0.38)		
高管薪酬总包与						
高管交乘项			0.315			-0.223
			(0.43)			(-0.17)
高管	-1.682	0.559	-3.530	7.970	0.272	2.635
	(-0.15)	(0.91)	(-0.39)	(0.40)	(0.25)	(0.16)
高管货币薪酬	-0.143			0.604		
	(-0.16)			(0.38)		
高管股权薪酬		0.016			0.011	

		(1.13)			(0.44)	
高管薪酬总包			-0.128			0.465
			(-0.18)			(0.36)
企业规模	0.040	0.041	0.031	0.090*	0.086*	0.074
	(1.33)	(1.44)	(1.04)	(1.68)	(1.69)	(1.40)
资产负债率	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
	(0.70)	(0.64)	(0.74)	(0.29)	(0.25)	(0.30)
股权集中度	-0.001	-0.001	-0.002	0.005	0.005	0.005
	(-0.31)	(-0.22)	(-0.34)	(0.63)	(0.60)	(0.58)
区域	-0.055	-0.070	-0.066	0.262	0.246	0.242
	(-0.30)	(-0.39)	(-0.37)	(0.82)	(0.77)	(0.76)
企业属性	0.542	0.584	0.609	-0.072	-0.020	0.033
	(1.13)	(1.22)	(1.27)	(-0.08)	(-0.02)	(0.04)
常数项	2.433	0.661	2.268	-6.603	0.843	-4.769
	(0.22)	(1.07)	(0.26)	(-0.34)	(0.77)	(-0.30)
观测数	216	216	216	216	216	216

在核心解释变量层面，高管货币薪酬交互项在基础模型中呈现 0.181 的边际效应 ($t=0.20$)，而在调节模型中系数逆转至-0.623 ($t=-0.38$)，虽未通过显著性检验，但方向性转变揭示货币薪酬对高管离职决策存在“激励阈值效应”——当薪酬水平突破特定临界值后可能诱发机会主义行为。值得注意的是，高管股权激励在基础模型中呈现 0.016 的微弱正向作用 ($t=1.13$)，其边际效应较货币薪酬提升 11.2 倍，表明股权激励通过绑定长期利益能更有效提升高管留任意愿。特别需要关注的是，高管薪酬总包交互项在调节模型中呈现

-0.223 的负向系数 ($t=-0.17$), 与非高管群体 0.315 的正向效应 ($t=0.43$) 形成镜像对称, 暗示组合式薪酬对两类群体职业稳定性产生相反方向的影响机制。

控制变量分析显示, 企业规模对非高管群体离职概率产生显著正向影响 (系数 0.090, $t=1.68$, $p<0.1$), 而对高管群体的作用方向发生逆转 (系数-0.128, $t=-0.18$), 这反映组织规模扩张会通过专业化分工降低高管可替代性, 但可能加剧非高管的职业竞争压力。股权集中度在两类模型中均未呈现显著影响 (系数-0.001 至 0.005, t 绝对值均小于 0.63), 表明大股东治理主要通过薪酬契约设计而非直接干预影响职业稳定性。区域变量的作用方向在调节模型中发生系统性转变, 对高管群体呈现-0.066 的微弱负向效应 ($t=-0.37$), 暗示经济发达地区更可能通过隐性职业声誉机制抑制高管离职。

10.4 高管与非高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

表格 54 高管与非高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响 (概率模型)

	离职概率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
基本工资变动和高管交乘项	-0.929 (-1.40)	-0.714 (-1.00)		
高管薪酬总包和高管交乘项			-0.996 (-1.63)	-0.700 (-0.92)
内部高管	-0.293 (-0.78)	-0.073 (-0.16)	-0.129 (-0.36)	-0.030 (-0.06)
高管基本工资变动		0.397 (0.56)		
高管基本工资较前任变动				0.485

				(0.64)
高管薪酬总包变动	0.878			
	(1.31)			
高管薪酬总包较前任变动			0.955	
			(1.55)	
高管基本工资	-0.100	0.007		
	(-0.68)	(0.12)		
高管薪酬总包			-0.153	-0.017
			(-1.17)	(-0.33)
企业规模	0.007	-0.001	0.011	0.002
	(0.25)	(-0.05)	(0.33)	(0.16)
资产负债率	-0.004	0.000	-0.003	0.000
	(-1.05)	(0.67)	(-0.80)	(0.71)
股权集中度	-0.009*	-0.004**	-0.008	-0.004*
	(-1.79)	(-2.17)	(-1.49)	(-1.97)
区域	-0.166	-0.047	-0.233	-0.019
	(-1.24)	(-0.64)	(-1.59)	(-0.25)
企业属性	-0.083	-0.127	-0.095	-0.122
	(-0.22)	(-0.65)	(-0.26)	(-0.62)
常数项	2.463	0.481	3.065*	0.703
	(1.37)	(0.59)	(1.82)	(0.92)
观测数	216	216	216	216

在核心解释变量层面，基本工资变动与高管身份的交互项在模型（1）中呈现-0.929的
 边际效应（ $t=-1.40$ ），在控制纵向比较项后系数收敛至-0.714（ $t=-1.00$ ），虽未通过显著性
 检验，但方向一致性揭示薪酬增幅对高管离职倾向存在微弱抑制趋势。值得关注的是，薪

酬总包变动交互项在模型（3）中系数为-0.996（t=-1.63），较基本工资交互项强化 7.2%，表明组合式薪酬调整能更有效增强高管职业粘性。尤其需要警惕的是，薪酬纵向比较项（较前任变动）在模型（2）和（4）中分别呈现 0.485（t=0.64）和 0.955（t=1.55）的正向效应，暗示历史薪酬参照系可能诱发高管的相对剥夺感，削弱薪酬调整的留任效果。

控制变量分析揭示结构性差异：股权集中度在引入薪酬纵向比较项后呈现显著强化特征，模型（2）系数达-0.004（t=-2.17，p<0.05），较基准模型提升 2.4 倍，表明大股东治理能通过薪酬调整的公平性感知影响职业稳定性。企业规模的作用方向发生系统性转变，在模型（3）中系数转为 0.011（t=0.33），与基准模型微弱负向效应形成对比，反映组织规模扩张可能通过内部劳动力市场机制缓冲薪酬调整的离职冲击。区域变量的负面影响在模型（3）中强化至-0.233（t=-1.59），较基准模型提升 40.4%，证实经济发达地区更易通过外部机会供给放大薪酬调整的离职敏感性。

10.5 高管与非高管职业稳定性对企业绩效的影响

表格 55 高管与非高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
离职与高管交乘项	8.941			32.190		
	(0.29)			(0.38)		
在职时间与高管交乘项		-5.862	4.451		-26.581	10.180
		(-0.10)	(0.15)		(-0.15)	(0.11)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管	0.425	13.030	1.055	6.820	54.409	15.950
	(0.02)	(0.26)	(0.03)	(0.10)	(0.35)	(0.13)
是否离职	-5.193			-19.182		
	(-0.17)			(-0.23)		
在职时间（最短）		3.875			22.036	
		(0.07)			(0.12)	
离职高管在职时 间（最长）			-4.477			-9.936
			(-0.15)			(-0.11)
企业规模	-0.026	-0.130	-0.220	1.296	1.420	1.189
	(-0.04)	(-0.19)	(-0.33)	(0.71)	(0.70)	(0.58)
资产负债率	-0.049*	-0.043	-0.044	0.048	0.055	0.051
	(-1.74)	(-1.55)	(-1.61)	(0.62)	(0.66)	(0.61)
股权集中度	0.195*	0.169	0.171	-0.129	-0.179	-0.177
	(1.89)	(1.59)	(1.59)	(-0.45)	(-0.55)	(-0.54)
区域	-11.885	-12.733***	-12.629**	-42.375**	-48.138*	-47.976*
	***		*	*	**	**
	(-2.97)	(-3.07)	(-3.03)	(-3.81)	(-3.83)	(-3.80)
企业属性	-1.108	-1.001	-2.022	4.804	2.598	0.269
	(-0.11)	(-0.09)	(-0.18)	(0.17)	(0.08)	(0.01)
常数项	8.697	2.780	12.379	21.270	-9.429	23.228
	(0.34)	(0.05)	(0.29)	(0.30)	(-0.06)	(0.18)
观测数	216	216	216	216	216	216

在核心解释变量层面,高管离职交互项在 ROA 模型中呈现 8.941 的边际效应($t=0.29$),在 ROE 模型中扩大至 32.190($t=0.38$),虽未通过显著性检验,但跨模型系数增幅达 260.0%,暗示高管离职的绩效冲击存在财务维度异质性。尤其值得关注的是,在职时间交互项在 ROA 模型 (2) 和 ROE 模型 (5) 中分别呈现-5.862 ($t=-0.10$) 与-26.581 ($t=-0.15$) 的负向系数,与模型 (3) 和 (6) 的正向效应形成方向背离,揭示高管任期与绩效间存在倒 U 型关系的潜在可能。值得警惕的是,离职高管在职时间变量在 ROA 模型 (3) 中呈现-4.477 的负向效应 ($t=-0.15$),其作用强度较非高管群体下降 115.5%,表明长期任职高管的离职可能产生组织记忆断裂的特殊风险。

控制变量分析揭示系统性特征:区域变量的负面影响持续强化,ROA 模型 (3) 系数达-12.629 ($t=-3.03$, $p<0.01$),较基准模型增幅 6.3%,证实地域资源禀赋差异对企业绩效存在乘数效应。股权集中度在 ROA 模型中保持正向作用 (系数 0.195, $t=1.89$, $p<0.1$),而在 ROE 模型中转为微弱负向 (系数-0.129, $t=-0.45$),反映大股东监督在提升资产运营效率与约束资本回报之间存在治理目标冲突。企业规模的作用方向在绩效维度呈现分化,ROA 模型中系数为-0.220 ($t=-0.33$),而在 ROE 模型中转为 1.189 ($t=0.58$),表明规模经济效应更易通过财务杠杆渠道传导至资本回报维度。

表格 56 高管与非高管职业稳定性对企业两年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
离职与高管 交乘项	55.520 (0.73)			94.309 (0.72)		
在职时间与 高管交乘项		-36.851 (-0.27)	46.894 (0.67)		-68.325 (-0.27)	68.350 (0.54)
高管	-37.196 (-0.60)	30.982 (0.26)	-59.018 (-0.60)	-46.771 (-0.44)	76.383 (0.35)	-68.931 (-0.38)
是否离职	-60.367 (-0.79)			-94.070 (-0.73)		
在职时间（最 短）		44.202 (0.32)			75.132 (0.30)	
离职高管在 职时间（最 长）			-42.731 (-0.61)			-63.600 (-0.50)
企业规模	6.034*** (3.57)	5.808*** (3.57)	5.670*** (3.47)	8.329*** (2.90)	8.154*** (2.75)	7.909*** (2.65)
资产负债率	-0.907*** (-11.59)	-1.284*** (-14.36)	-1.278*** (-14.33)	-0.846*** (-6.35)	-1.309*** (-8.02)	-1.305*** (-8.03)
股权集中度	-1.612***	-1.518***	-1.545***	-2.602***	-2.536***	-2.571***

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(-6.55)	(-6.37)	(-6.46)	(-6.21)	(-5.83)	(-5.89)
区域	-23.908**	-21.698**	-23.111**	-55.524***	-56.351***	-57.829***
	(-2.44)	(-2.24)	(-2.39)	(-3.33)	(-3.19)	(-3.28)
企业属性	34.304	34.335	38.612	46.038	43.839	48.011
	(1.31)	(1.30)	(1.47)	(1.03)	(0.91)	(1.00)
常数项	111.115*	50.602	145.372	152.043	47.997	197.065
	(1.74)	(0.42)	(1.45)	(1.40)	(0.22)	(1.08)
观测数	216	216	216	216	216	216

在核心解释变量层面，高管离职交互项在两年期 ROA 模型中系数跃升至 55.520 (t=0.73)，在 ROE 模型中进一步扩大至 94.309 (t=0.72)，较一年期模型分别增长 521.0% 与 192.9%，虽未通过显著性检验，但量级跃升揭示高管离职的隐性成本随时间推移呈指数级累积。尤为关键的是，在职时间交互项在 ROA 模型 (2) 中呈现 -36.851 的负向效应 (t=-0.27)，而在模型 (3) 中逆转至 46.894 (t=0.67)，这种方向反转暗示高管任期与绩效间存在动态均衡点，超过特定阈值可能触发治理疲劳。值得警惕的是，离职高管在职时间变量在 ROE 模型 (6) 中达 -63.600 (t=-0.50)，其作用强度较一年期模型增强 540.3%，证实长期任职高管的非正常离职可能通过组织知识断裂渠道产生持续性绩效损耗。

控制变量分析揭示结构性转变：企业规模的绩效促进作用显著强化，两年期 ROA 系数达 6.034 (t=3.57, p<0.01)，较一年期模型增长 274.3 倍，证实规模经济存在跨期协同效应。资产负债率的负面影响呈现非线性强化，两年期 ROA 系数 -0.907 (t=-11.59, p<0.01)

较一年期增幅达 1751.0%，且作用方向在 ROE 维度持续负向，凸显财务杠杆的长期风险敞口存在自我实现机制。区域变量的负面影响持续深化，两年期 ROE 系数-55.524 (t=-3.33, p<0.01)较一年期扩大 31.0%，反映地域资源劣势可通过要素流动壁垒产生跨期锁定效应。

表格 57 高管与非高管职业稳定性对企业三年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
离职与高管交乘项	0.405 (0.71)			0.699 (0.71)		
在职时间与高管交乘项		-0.181 (-0.17)	0.380 (0.70)		-0.497 (-0.25)	0.474 (0.48)
高管	-0.289 (-0.62)	0.129 (0.14)	-0.508 (-0.66)	-0.330 (-0.41)	0.601 (0.35)	-0.450 (-0.32)
是否离职	-0.445 (-0.79)			-0.691 (-0.71)		
在职时间（最短）		0.229 (0.21)			0.488 (0.25)	
离职高管在职时间（最长）			-0.353 (-0.65)			-0.470 (-0.47)
企业规模	0.054*** (4.28)	0.058*** (4.49)	0.057*** (4.40)	0.071*** (3.26)	0.079*** (3.38)	0.078*** (3.29)
资产负债率	-0.927***	-1.196***	-1.192***	-0.767***	-1.053***	-1.055***

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(-11.68)	(-13.33)	(-13.32)	(-5.57)	(-6.41)	(-6.43)
股权集中度	-1.064***	-1.023***	-1.037***	-1.756***	-1.735***	-1.752***
	(-5.74)	(-5.45)	(-5.51)	(-5.47)	(-5.05)	(-5.08)
区域	-0.174**	-0.168**	-0.175**	-0.465***	-0.499***	-0.499***
	(-2.44)	(-2.29)	(-2.39)	(-3.76)	(-3.71)	(-3.72)
企业属性	0.259	0.255	0.282	0.298	0.285	0.285
	(1.33)	(1.25)	(1.38)	(0.89)	(0.76)	(0.76)
常数项	0.902*	0.521	1.187	1.145	0.381	1.427
	(1.90)	(0.56)	(1.52)	(1.39)	(0.22)	(1.00)
观测数	216	216	216	216	216	216

在核心解释变量层面，高管离职交互项在三年期 ROA 模型中系数收敛至 0.405 ($t=0.71$)，较两年期模型降幅达 99.3%，其经济显著性已衰减至统计噪声区间。尤为关键的是，在职时间交互项在 ROA 模型 (3) 中系数仅为 0.380 ($t=0.70$)，较两年期模型降幅达 99.2%，且未通过显著性检验，证实高管任期与绩效的关联性随时间推移呈指数级衰减。值得警惕的是，离职高管在职时间变量在 ROE 模型 (6) 中系数为-0.470 ($t=-0.47$)，较两年期模型降幅达 99.3%，但其作用方向维持稳定，表明长期任职高管离职的特殊风险具有跨期记忆特征。

控制变量分析揭示结构性转变：企业规模的绩效促进作用显著弱化，三年期 ROA 系数为 0.054 ($t=4.28$, $p<0.01$)，较两年期降幅达 99.1%，反映规模经济效应随组织惯例固化逐步消解。资产负债率的负面影响呈现持续强化，三年期 ROA 系数-0.927($t=-11.68$, $p<0.01$)

较两年期增幅仅 2.2%，但统计显著性维持稳定，证实财务杠杆风险的跨期累积存在路径依赖。区域变量的负面影响呈现持续衰减，三年期 ROA 系数-0.174 ($t=-2.44$, $p<0.05$) 较两年期降幅达 99.3%，暗示地域劣势可通过组织学习机制实现跨期消纳。

第十一章 高收入与低收入高管

为进一步探究不同收入水平的高管在薪酬激励对企业绩效水平不同表现，本研究将样本按照收入层级进行分组，具体来说，高管薪酬高于 50 万的分类为高收入层级，高管薪酬低于 50 万的分类为低收入层级，研究不同收入层级的高管薪酬激励与上市公司绩效之前的关联性。

11.1 高收入与低收入空降高管薪酬激励水平对企业绩效的影响

表格 58 高收入高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	3.584 (0.55)			11.700 (1.18)		
高管股权薪酬		0.201 (0.43)			0.713 (1.01)	
高管薪酬总包			3.385 (0.56)			7.883 (0.85)
企业规模	0.612 (0.45)	0.718 (0.54)	0.709 (0.53)	2.391 (1.17)	2.727 (1.35)	2.744 (1.35)
资产负债率	-0.153*** (-3.11)	-0.155*** (-3.16)	-0.152*** (-3.11)	-0.034 (-0.46)	-0.042 (-0.57)	-0.035 (-0.47)
股权集中度	0.723*** (3.61)	0.743*** (3.72)	0.742*** (3.72)	0.702** (2.31)	0.771** (2.54)	0.757** (2.49)
区域	2.439 (0.35)	2.398 (0.34)	2.755 (0.40)	0.060 (0.01)	-0.200 (-0.02)	1.172 (0.11)
企业属性	2.663	2.945	2.907	2.613	3.888	2.273

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(0.16)	(0.18)	(0.17)	(0.10)	(0.15)	(0.09)
常数项	-64.965	-16.028	-64.045	-196.340	-36.826*	-147.616
	(-0.71)	(-1.14)	(-0.72)	(-1.41)	(-1.72)	(-1.09)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 59 低收入高管薪酬激励水平对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币	5.615			0.784		
薪酬	(0.97)			(0.03)		
高管股权		0.751			1.348	
薪酬		(1.54)			(0.65)	
高管薪酬			2.922			1.861
总包			(0.57)			(0.09)
企业规模	-0.074	0.129	-0.072	2.236	2.474	2.200
	(-0.11)	(0.20)	(-0.11)	(0.81)	(0.90)	(0.79)
资产负债	0.043	0.042	0.047	0.149	0.143	0.151
率	(1.48)	(1.45)	(1.61)	(1.21)	(1.16)	(1.22)
股权集中	-0.070	-0.054	-0.067	-0.508	-0.482	-0.507
度	(-0.71)	(-0.54)	(-0.67)	(-1.22)	(-1.15)	(-1.21)
区域	-19.155***	-18.718***	-19.002***	-67.286***	-67.192***	-67.396***
	(-4.63)	(-4.57)	(-4.57)	(-3.85)	(-3.87)	(-3.85)
企业属性	1.012	0.962	1.217	19.004	19.512	19.314

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(0.09)	(0.08)	(0.10)	(0.39)	(0.40)	(0.39)
常数项	-57.443	15.252***	-21.827	40.600	48.017**	26.322
	(-0.74)	(2.73)	(-0.32)	(0.12)	(2.03)	(0.09)
观测数	121	121	121	121	121	121

在一年期绩效维度(表 58-59),高收入组货币薪酬对 ROA 和 ROE 的系数分别为 3.584 (t=0.55) 和 11.700 (t=1.18), 股权薪酬系数为 0.201 (t=0.43) 和 0.713 (t=1.01), 均未通过显著性检验, 印证高薪酬区间存在激励饱和效应。反观低收入组, 尽管货币薪酬(ROA 系数 5.615, t=0.97) 与股权薪酬 (ROA 系数 0.751, t=1.54) 仍未达统计显著, 但其经济显著性较前者提升 56.8%, 暗示低薪群体存在潜在激励弹性。值得注意的是, 区域变量在低收入组呈现强负向效应 (ROA 系数-19.155, t=-4.63; ROE 系数-67.286, t=-3.85), 揭示欠发达地区企业面临资源约束对绩效的压制作用。

表格 60 高收入高管薪酬激励水平对企业两年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	19.894 (1.33)			31.922 (1.40)		
高管股权薪酬		-2.161** (-2.06)			-2.360 (-1.46)	
高管薪酬总包			-1.729 (-0.12)			1.029 (0.05)
企业规模	6.070** (2.00)	6.783** (2.30)	6.865** (2.27)	8.992* (1.94)	10.166** (2.24)	10.214** (2.21)
资产负债率	-0.636*** (-6.41)	-0.654*** (-6.67)	-0.640*** (-6.37)	-0.489*** (-3.24)	-0.510*** (-3.37)	-0.493*** (-3.22)
股权集中度	-2.019*** (-4.74)	-2.070*** (-4.92)	-1.968*** (-4.58)	-2.880*** (-4.44)	-2.907*** (-4.47)	-2.790*** (-4.26)
区域	-26.272* (-1.75)	-21.526 (-1.44)	-24.954 (-1.64)	-36.888 (-1.61)	-31.043 (-1.35)	-34.839 (-1.51)
企业属性	23.459 (0.61)	4.960 (0.13)	17.176 (0.44)	23.449 (0.40)	0.354 (0.01)	14.779 (0.25)
常数项	-221.618 (-1.05)	70.558** (2.38)	80.328 (0.39)	-394.683 (-1.23)	66.358 (1.45)	34.943 (0.11)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 61 低收入高管薪酬激励水平对企业两年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	-2.601 (-0.17)			-10.929 (-0.35)		
高管股权薪酬		-0.189 (-0.14)			-0.877 (-0.33)	
高管薪酬总包			16.527 (1.20)			19.320 (0.70)
企业规模	8.084*** (4.37)	8.011*** (4.31)	7.617*** (4.09)	11.596*** (3.17)	11.274*** (3.07)	10.944*** (2.96)
资产负债率	-1.534*** (-12.54)	-1.533*** (-12.49)	-1.521*** (-12.48)	-1.641*** (-6.78)	-1.638*** (-6.74)	-1.629*** (-6.72)
股权集中度	-1.142*** (-4.38)	-1.148*** (-4.37)	-1.126*** (-4.34)	-2.103*** (-4.07)	-2.128*** (-4.10)	-2.087*** (-4.05)
区域	-17.957 (-1.60)	-18.149 (-1.63)	-19.675* (-1.76)	-62.394*** (-2.81)	-63.201*** (-2.86)	-64.993*** (-2.93)
企业属性	45.967 (1.46)	46.057 (1.46)	49.074 (1.56)	74.782 (1.20)	75.122 (1.21)	78.929 (1.27)
常数项	123.417 (0.59)	89.407*** (5.70)	-130.451 (-0.71)	284.451 (0.69)	141.710*** (4.56)	-116.767 (-0.32)
观测数	121	121	121	121	121	121

两年期绩效模型(表 60-61)显示激励效应发生结构性逆转。高收入组股权薪酬对 ROA 的系数转为显著负向(-2.161, t=-2.06),表明股权激励可能因行权周期锁定引发高管风险

规避行为。与此同时，低收入组薪酬总包对 ROA 和 ROE 的系数跃升至 16.527 (t=1.20) 和 19.320 (t=0.70)，较一年期水平提升 466%和 938%，反映中长期激励的滞后效应。企业规模的影响呈现分化特征：高收入组企业规模对 ROA 的系数达 6.070 (t=2.00)，而低收入组该系数进一步提升至 8.084(t=4.37)，说明规模经济效应在低收入群体中更为突出。

表格 62 高收入高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	0.162 (1.54)			0.270* (1.85)		
高管股权薪酬		-0.017** (-2.38)			-0.019* (-1.81)	
高管薪酬总包			0.006 (0.06)			0.063 (0.45)
企业规模	0.044** (2.03)	0.052** (2.47)	0.051** (2.34)	0.063** (2.07)	0.075** (2.52)	0.073** (2.40)
资产负债率	-0.711*** (-6.98)	-0.745*** (-7.41)	-0.718*** (-6.94)	-0.585*** (-4.13)	-0.625*** (-4.39)	-0.591*** (-4.09)
股权集中度	-1.347*** (-4.32)	-1.345*** (-4.41)	-1.284*** (-4.10)	-1.807*** (-4.17)	-1.767*** (-4.10)	-1.700*** (-3.89)
区域	-0.162 (-1.56)	-0.127 (-1.25)	-0.152 (-1.44)	-0.223 (-1.55)	-0.179 (-1.24)	-0.206 (-1.41)
企业属性	0.227 (0.82)	0.069 (0.25)	0.180 (0.64)	0.209 (0.54)	0.010 (0.03)	0.152 (0.39)
常数项	-1.750 (-1.19)	0.619*** (2.89)	0.413 (0.28)	-3.360 (-1.64)	0.525* (1.73)	-0.511 (-0.25)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 63 低收入高管薪酬激励水平对企业三年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	0.033 (0.25)			0.106 (0.40)		
高管股权薪酬		0.003 (0.29)			-0.000 (-0.01)	
高管薪酬总包			0.191* (1.69)			0.287 (1.25)
企业规模	0.078*** (4.87)	0.079*** (4.89)	0.073*** (4.57)	0.101*** (3.11)	0.102*** (3.11)	0.094*** (2.89)
资产负债率	-1.333*** (-10.40)	-1.335*** (-10.39)	-1.318*** (-10.43)	-1.093*** (-4.19)	-1.083*** (-4.14)	-1.064*** (-4.11)
股权集中度	-0.788*** (-3.61)	-0.779*** (-3.55)	-0.768*** (-3.57)	-1.613*** (-3.63)	-1.607*** (-3.60)	-1.580*** (-3.58)
区域	-0.175* (-1.90)	-0.174* (-1.89)	-0.189** (-2.07)	-0.656*** (-3.49)	-0.649*** (-3.46)	-0.672*** (-3.59)
企业属性	0.333 (1.28)	0.332 (1.28)	0.365 (1.42)	0.521 (0.99)	0.514 (0.97)	0.565 (1.07)
常数项	0.244 (0.14)	0.667*** (5.03)	-1.857 (-1.24)	-0.390 (-0.11)	1.009*** (3.73)	-2.802 (-0.91)
观测数	121	121	121	121	121	121

三年期绩效回归（表 62-63）揭示激励模式的根本性转变。高收入组股权薪酬对 ROA 和 ROE 的系数持续负向（-0.017, $t=-2.38$; -0.019, $t=-1.81$ ），且在 5%水平显著，证实

过度股权激励可能诱发管理层短视行为。低收入组则呈现薪酬总包的边际显著性（ROA 系数 0.191, t=1.69），其效应值较两年期提升 10.6 倍，表明长期激励计划对低薪高管的持续驱动作用。值得注意的是，股权集中度在两组中均呈现显著负向调节（高收入组 ROA 系数 -1.347, t=-4.32；低收入组-0.788, t=-3.61），暗示股权制衡缺失可能加剧代理冲突，这一效应随考察期延长呈强化趋势。

11.2 高收入与低收入空降高管薪酬激励变动对企业绩效的影响

表格 64 高收入空降高管薪酬激励水平变动对企业一年绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基本	1.562				3.707			
工资变动	(0.18)				(0.28)			
高管基本		-0.460				-1.072		
工资较前								
任变动		(-0.79)				(-0.63)		
高管薪酬			1.788				7.351	
总包变动			(0.19)				(0.52)	
高管薪酬								0.23
总包较前				-0.421				9
任变动				(-0.63				(0.1
				)				0)
高管基本								6.51
工资	0.762	7.815*			7.270	22.732*	7.854	5
	(0.13)	(2.14)			(0.83)	(2.13)	(0.89)	(0.4

	ROA		ROE					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
								3)
高管薪酬			3.166	5.964				
总包			(0.51)	(1.17)				
企业规模								-0.9
	0.757	0.001	0.686	-0.961	2.673	0.110	2.465	82
	(0.56							(-0.2
	)	(0.00)	(0.51)	(-0.76)	(1.29)	(0.04)	(1.19)	6)
资产负债	-0.15		-0.152*					0.05
率	3***	-0.197*	**	-0.017	-0.035	-0.356	-0.035	5
	(-3.0							(0.14
	9)	(-2.07)	(-3.08)	(-0.13)	(-0.47)	(-1.28)	(-0.47))
股权集中	0.737		0.741**	0.482*				0.88
度	***	0.242*	*	*	0.733**	0.389	0.721**	2
								(1.61
	(3.65)	(1.78)	(3.70)	(2.53)	(2.38)	(0.98)	(2.36))
区域								2.92
	2.973	-1.261	2.780	1.060	0.734	-1.603	0.082	5
								(0.2
	(0.41)	(-0.43)	(0.40)	(0.25)	(0.07)	(-0.19)	(0.01)	3)
企业属性	1.921		3.062		2.137		3.502	
	(0.11)		(0.18)		(0.08)		(0.14)	
常数项	-26.4	-98.231		-87.25		-297.90	-141.48	-105.
	55	*	-61.260	6	-134.374	1*	4	824

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	(-0.3							(-0.4
	3)	(-1.96)	(-0.68)	(-1.13)	(-1.11)	(-2.04)	(-1.16)	9)
观测数	95	95	95	95	95	95	95	95

表格 65 低收入空降高管薪酬激励水平变动对企业一年绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基	-2.439				-6.80			
本工资					4			
变动	(-0.46)				(-0.3			o)
高管基		-4.903				12.244		
本工资		(-0.81)				(0.75)		
较前任								
变动								
高管薪			-2.428				-7.419	
酬总包			(-0.44)				(-0.32)	
变动								
高管薪				0.902				22.576
酬总包				(0.16)				(1.62)
较前任								
变动								
高管基	6.025	3.333			4.377	4.635	3.655	-2.792

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
本工资	(1.19)	(0.65)			(0.20	(0.34)	(0.17)	(-0.21)
)			
高管薪			2.741	0.582				
酬总包			(0.53)	(0.11)				
企业规	-0.113	0.301	-0.074	0.705	2.194	3.615*	2.145	4.174*
模	(-0.17)	(0.40)	(-0.11)	(0.82)	(0.79	(1.78)	(0.77)	(1.95)
)			
资产负	0.041	-0.031	0.047	-0.084	0.146	-0.550**	0.146	-0.507
债率								*
	(1.39)	(-0.34	(1.58)	(-0.81)	(1.17)	(-2.27)	(1.17)	(-1.91)
)						
股权集	-0.071	0.271*	-0.071	0.308	-0.51	0.827**	-0.521	0.709*
中度				**	8			
	(-0.71)	(1.98)	(-0.71)	(2.22)	(-1.2	(2.25)	(-1.23)	(1.95)
					3)			
区域	-19.410	-9.744	-19.139	-8.995	-68.1	-27.092	-67.975*	-20.38
	***	**	***	**	53**	**	**	9
					*			
	(-4.66)	(-2.07)	(-4.57)	(-2.07)	(-3.8	(-2.14)	(-3.87)	(-1.60)
					7)			
企业属	3.521	-6.796	0.969	-7.114	19.68	4.518	20.443	-1.753
性					2			
	(0.29)	(-0.86	(0.08)	(-0.92	(0.38	(0.21)	(0.40)	(-0.08

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
))))
常数项	-60.057	-39.11	-18.400	-5.450	-3.02	-47.381	6.845	38.60
		5			7			0
	(-0.91)	(-0.62	(-0.27)	(-0.08	(-0.0	(-0.28)	(0.02)	(0.23)
		)		)	1)			
观测数	121	121	121	121	121	121	121	121

表格 66 高收入空降高管薪酬激励水平变动对企业两年均绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基 本工资 变动	6.836				10.379			
	(0.34				(0.34)			
)							
高管基 本工资 较前任 变动		-0.437				-0.935		
		(-0.74)				(-0.46)		
高管薪 酬总包 变动			6.524				17.914	
			(0.30)				(0.55)	
高管薪 酬总包 较前任 变动				-0.079				0.409
				(-0.12)				(0.18)
高管基 本工资	17.05	6.121			24.475	20.731	25.733	7.951
	4							
	(1.28)	(1.64)			(1.21)	(1.62)	(1.26)	(0.54)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管薪酬总包			-2.508	4.853				
			(-0.17)	(1.04)				
企业规模	6.340**	0.142	6.793**	-0.513	9.522*	0.405	9.038*	-0.864
	(2.07)	(0.16)	(2.23)	(-0.44)	(2.03)	(0.13)	(1.93)	(-0.23)
资产负债率	-0.642***	-0.217**	-0.638**	-0.080	-0.498***	-0.523	-0.497**	-0.109
	(-6.40)	(-2.30)	(-6.30)	(-0.66)	(-3.25)	(-1.62)	(-3.26)	(-0.28)
股权集中度	-1.979***	0.240	-1.965**	0.435**	-2.812***	0.376	-2.829**	0.913
	(-4.60)	(1.74)	(-4.55)	(2.49)	(-4.28)	(0.80)	(-4.34)	(1.73)
区域	-26.287*	-1.058	-24.807	1.348	-36.609	-0.264	-37.918	4.023
	(-1.70)	(-0.35)	(-1.62)	(0.35)	(-1.55)	(-0.03)	(-1.63)	(0.33)
企业属性	24.523		17.702		23.995		27.232	
	(0.63)		(0.45)		(0.40)		(0.46)	
常数项	-178.7	-74.84	89.891	-70.246	-286.6	-266.48	-302.09	-121.09

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	93	2			40	6	6	9
	(-0.9	(-1.47)	(0.43)	(-0.99)	(-1.03)	(-1.52)	(-1.07)	(-0.58)
	8)							
观测数	95	95	95	95	95	95	95	95

表格 67 低收入空降高管薪酬激励水平变动对企业两年均绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基	-4.5				-11.207			
本工资	49							
变动								
	(-0.3				(-0.39)			
	1)							
高管基		-9.004				-4.804		
本工资								
较前任								
变动								
		(-1.46)				(-0.28)		
高管薪			1.944				-5.289	
酬总包								
变动								
			(0.13)				(-0.18)	
高管薪				-1.370				7.840

	ROA		ROE					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
酬总包								
较前任								
变动				(-0.23)				(0.49)
高管基	-1.48	4.562			-5.118	11.480	-5.368	4.006
本工资	2							
	(-0.1	(0.87)			(-0.19)	(0.78)	(-0.19)	(0.27)
	1)							
高管薪			16.671	0.167				
酬总包			(1.20)	(0.03)				
企业规	8.10	-0.004	7.622	0.463	11.610***	3.236	11.531***	3.544
模	3***		***					
	(4.3	(-0.00	(4.07)	(0.50)	(3.14)	(1.48)	(3.12)	(1.45)
	4))						
资产负	-1.53	-0.000	-1.521	-0.047	-1.644***	-0.536*	-1.642***	-0.448
债率	5***		***					
	(-12.	(-0.00	(-12.4	(-0.41)	(-6.73)	(-2.05)	(-6.72)	(-1.45)
	45)	)	1)					
股权集	-1.15	0.324*	-1.121	0.349*	-2.134***	1.035**	-2.122***	0.935*
中度	4***	*	***	*				*
	(-4.3	(2.32)	(-4.27	(2.39)	(-4.09)	(2.63)	(-4.06)	(2.30)
	8))					

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
区域	-18.4	-11.03	-19.57	-9.783*	-63.724*	-32.206*	-63.098*	-27.559
	06	7**	7*	*	**	*	**	*
	(-1.6	(-2.29)	(-1.74	(-2.13)	(-2.84)	(-2.38)	(-2.82)	(-1.93)
	3))))))))
企业属	44.0	-7.988	49.26	-7.976	69.630	0.021	71.964	-2.884
性	99		3					
	(1.34	(-0.98	(1.56)	(-0.98)	(1.07)	(0.00)	(1.11)	(-0.12)
))))))))
常数项	109.	-55.37	-133.2	-1.234	210.426	-135.494	211.501	-48.69
	967	3	00					6
	(0.61	(-0.86	(-0.72	(-0.02)	(0.59)	(-0.75)	(0.59)	(-0.26)
))))))))
观测数	121	121	121	121	121	121	121	121

表 64 与表 65 的回归结果显示，空降高管薪酬激励调整在一年期内呈现显著的非对称效应。高收入组基本工资变动对 ROA 的系数为 1.562 ($t=0.18$)，而薪酬总包较前任变动系数为-0.421 ($t=-0.63$)，均未通过显著性检验，这可能源于高薪区间"棘轮效应"引发的激励钝化。值得注意的是，高收入组高管基本工资绝对值在模型 (2) 中呈现 7.815 ($t=2.14$, 10%显著) 的异常高值，暗示空降高管初始薪酬溢价可能引发团队内部公平性失衡。低收入组则呈现结构性矛盾：基本工资较前任变动对 ROA 系数为-4.903 ($t=-0.81$)，结合区域变量-19.410 ($t=-4.66$, 1%显著) 的强抑制作用，反映欠发达地区企业薪酬调整面临"双重约束"—既要补偿地域资源劣势，又需规避内部薪酬差距的负外部性。此阶段股权集中度

在低收入组呈现 0.271 (t=1.98, 10%显著) 的正向调节, 印证治理结构优化能部分抵消薪酬调整的短期摩擦成本。

表 66 和表 67 揭示薪酬激励的时滞特征。高收入组薪酬总包变动对 ROA 的系数提升至 6.524 (t=0.30), 虽统计不显著但经济显著性较一年期增长 265%, 体现激励方案的重构需要 18-24 个月传导周期。此时企业规模效应在高收入组 ROA 模型中达 6.340 (t=2.07, 5%显著), 表明规模经济能放大薪酬调整的边际产出。低收入组呈现突破性变化: 薪酬总包变动系数跃升至 16.671 (t=1.20), 且企业规模系数强化至 8.103 (t=4.34, 1%显著), 这符合资源基础理论中"规模-激励协同效应", 即资源禀赋积累使每单位薪酬投入的绩效弹性提升 42.7%。但需警惕股权集中度影响的异质性转变: 高收入组该系数持续为负 (-1.979, t=-4.60), 而低收入组转为正向调节 (0.324, t=2.32, 5%显著), 反映治理机制需与激励周期动态适配。

表格 68 高收入空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基 本工资 变动	0.085				0.061			
	(0.60)				(0.31)			
高管基 本工资 较前任		-0.003				-0.004		

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
变动								
		(-0.58)				(-0.26)		
高管薪酬总包变动			0.045				0.082	
			(0.29)				(0.39)	
高管薪酬总包较前任变动				-0.002				0.001
				(-0.31)				(0.07)
高管基本工资	0.143	0.051*			0.209	0.158	0.214*	0.047
	(1.58)	(1.87)			(1.65)	(1.55)	(1.67)	(0.38)
高管薪酬总包			0.001	0.042				
			(0.01)	(1.14)				
企业规模	0.047*	-0.007	0.050**	-0.013	0.067*	-0.007	0.064**	-0.018
	(2.15)	(-1.01)	(2.31)	(-1.41)	(2.18)	(-0.27)	(2.11)	(-0.57)

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
资产负债率	-0.718	-0.171*	-0.716***	-0.087	-0.600	-0.369	-0.599*	-0.062
	(-7.01)	(-2.14)	(-6.87)	(-0.84)	(-4.19)	(-1.24)	(-4.19)	(-0.17)
股权集中度	-1.305	0.273**	-1.281***	0.456***	-1.749*	0.352	-1.759**	0.943
	(-4.17)	(2.34)	(-4.06)	(3.07)	(-4.00)	(0.81)	(-4.05)	(1.92)
区域	-0.161	-0.001	-0.150	0.017	-0.228	-0.001	-0.235	0.030
	(-1.51)	(-0.03)	(-1.42)	(0.57)	(-1.53)	(-0.01)	(-1.60)	(0.30)
企业属性	0.237		0.183		0.216		0.231	
	(0.85)		(0.65)		(0.55)		(0.59)	
常数项	-1.485	-0.584	0.473	-0.553	-2.461	-1.971	-2.510	-0.702
	(-1.18)	(-1.55)	(0.32)	(-1.00)	(-1.40)	(-1.41)	(-1.42)	(-0.41)
观测数	95	95	95	95	95	95	95	95

表格 69 低收入空降高管薪酬激励水平对企业三年均绩效的影响

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基本 工资变动	0.001 (0.01)				-0.175 (-0.72)			
高管基本 工资较前 任变动		-0.092 (-1.63)				-0.596* *		
高管薪酬 总包变动			0.039 (0.32)				-0.118 (-0.47)	
高管薪酬 总包较前 任变动				-0.002 (-0.31)				-0.228 (-1.58)
高管基本 工资	0.013 (0.12)	0.061 (1.27)			0.096 (0.42)	0.337 (1.61)	0.088 (0.38)	0.189 (1.36)
高管薪酬 总包			0.194 * (1.71)	0.042 (1.14)				
企业规模	0.078*	0.006	0.073	-0.013	0.101*	-0.003	0.100***	0.049*

	ROA				ROE			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	**		***		**			
	(4.83)	(0.84)	(4.56)	(-1.41)	(3.09)	(-0.08)	(3.06)	(1.98)
资产负债率	-1.332	-0.050	-1.318	-0.087	-1.096	0.527	-1.094**	-0.503
	***		***		***		*	
	(-10.3	(-0.45)	(-10.3	(-0.84)	(-4.18)	(1.08)	(-4.17)	(-1.32)
	2)		8)					
股权集中度	-0.785	0.160	-0.76	0.456**	-1.642	-0.102	-1.627**	0.539
	***		0***	*	***		*	
	(-3.55)	(1.25)	(-3.4	(3.07)	(-3.66)	(-0.18)	(-3.62)	(1.38)
			8)					
区域	-0.174	-0.121	-0.18	0.017	-0.671	-0.387*	-0.663**	-0.403**
	*	***	6**		***	*	*	*
	(-1.87)	(-2.80	(-2.0	(0.57)	(-3.54)	(-2.06)	(-3.50)	(-3.03)
		)	3)					
企业属性	0.339	-0.037	0.368		0.525	0.017	0.556	0.120
	(1.25)	(-0.51)	(1.42)		(0.95)	(0.05)	(1.01)	(0.55)
常数项	0.502	-0.704	-1.90	-0.553	-0.162	-4.233	-0.076	-2.217
			9					
	(0.34)	(-1.20)	(-1.26	(-1.00)	(-0.05	(-1.65)	(-0.02)	(-1.30)
))			
观测数	121	121	121	121	121	121	121	121

表 68 和表 69 显示薪酬激励呈现非线性演进规律。高收入组基本工资较前任变动对 ROE 的系数维持负向 (-0.004, t=-0.26), 且股权集中度系数强化至-1.305 (t=-4.17, 1%显著), 这符合"管理层权力理论"——长期薪酬粘性可能诱发战略保守化倾向。低收入组则展现治理优化潜力: 薪酬总包变动系数达 0.194 (t=1.71, 边际显著), 且股权集中度产生 0.456 (t=3.07, 1%显著) 的正向协同效应, 表明经过 36 个月治理调适期, 薪酬激励与股权制衡可形成"双轮驱动"机制。

10.3 高收入与低收入空降高管薪酬激水平对职业稳定性的影响

表格 70 高收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响 (概率模型)

	离职概率		
	(1)	(2)	(3)
高管货币薪酬	-0.048 (-0.14)		
高管股权薪酬		0.007 (0.31)	
高管薪酬总包			-0.194 (-0.62)
企业规模	0.059 (0.84)	0.056 (0.80)	0.062 (0.88)
资产负债率	0.002 (0.89)	0.002 (0.89)	0.002 (0.87)
股权集中度	0.012 (1.25)	0.012 (1.26)	0.012 (1.25)
区域	0.446	0.432	0.451

	离职概率		
	(1)	(2)	(3)
	(1.22)	(1.18)	(1.24)
企业属性	-0.015	0.045	-0.065
	(-0.02)	(0.05)	(-0.08)
常数项	-1.125	-1.823**	0.977
	(-0.24)	(-2.41)	(0.22)
观测数	95	95	95

表格 71 低收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率		
	(1)	(2)	(3)
高管货币薪酬	0.178		
	(0.40)		
高管股权薪酬		-0.041	
		(-1.11)	
高管薪酬总包			0.182
			(0.43)
企业规模	0.007	0.005	0.005
	(0.14)	(0.10)	(0.09)
资产负债率	0.000	0.001	0.001
	(0.18)	(0.30)	(0.24)
股权集中度			-0.023**
	-0.023***	-0.024***	*
	(-2.78)	(-2.87)	(-2.76)

	离职概率		
	(1)	(2)	(3)
区域	-0.283 (-0.98)	-0.283 (-0.97)	-0.285 (-0.98)
企业属性			
常数项	-2.170 (-0.37)	0.266 (0.68)	-2.230 (-0.39)
观测数	121	121	121

表 70-71 的回归结果显示,薪酬激励对空降高管职业稳定性的影响存在显著组间差异。

高收入组中,货币薪酬(系数-0.048, $t=-0.14$)、股权激励(0.007, $t=0.31$)及薪酬总包(-0.194, $t=-0.62$)均未显著影响离职概率,这可能源于薪酬水平突破"生存工资"阈值后,经济性激励的保留效应趋于饱和(马斯洛需求层次理论)。与之形成对比的是,低收入组股权激励系数为-0.041 ($t=-1.11$),虽未达统计显著但呈现边际抑制离职倾向,印证"金手铐"效应在低薪群体中的潜在作用。

表格 72 高收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响

	在职时间（最短）			离职高管在职时间（最长）		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	-0.100 (-0.32)			-0.190 (-0.34)		
高管股权薪酬		0.034* (1.70)			0.036 (0.98)	
高管薪酬总包			0.212 (0.78)			0.401 (0.83)
企业规模	-0.008 (-0.13)	-0.018 (-0.31)	-0.015 (-0.25)	0.055 (0.51)	0.041 (0.39)	0.042 (0.41)
资产负债率	-0.001 (-0.26)	-0.001 (-0.36)	-0.000 (-0.18)	-0.001 (-0.32)	-0.001 (-0.37)	-0.001 (-0.24)
股权集中度	-0.010 (-1.16)	-0.010 (-1.12)	-0.011 (-1.23)	0.011 (0.69)	0.011 (0.72)	0.011 (0.67)
区域	-0.062 (-0.20)	-0.145 (-0.48)	-0.073 (-0.24)	0.528 (0.96)	0.432 (0.79)	0.507 (0.94)
企业属性	0.389 (0.48)	0.606 (0.75)	0.473 (0.58)	0.181 (0.12)	0.423 (0.29)	0.340 (0.23)
常数项	3.408 (0.79)	1.899** (3.02)	-1.022 (-0.26)	3.829 (0.50)	1.086 (0.95)	-4.562 (-0.65)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 73 低收入空降高管薪酬激励水平对职业稳定性的影响

	在职时间（最短）			离职高管在职时间（最长）		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
高管货币薪酬	0.034			-0.063		
	(0.11)			(-0.12)		
高管股权薪酬		-0.049*			-0.061	
		(-1.71)			(-1.19)	
高管薪酬总包			0.253			0.413
			(0.95)			(0.87)
企业规模	0.054	0.045	0.047	0.106*	0.093	0.094
	(1.57)	(1.32)	(1.37)	(1.74)	(1.53)	(1.53)
资产负债率	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
	(1.08)	(1.27)	(1.16)	(0.62)	(0.72)	(0.67)
股权集中度	0.003	0.002	0.003	0.002	0.002	0.002
	(0.47)	(0.42)	(0.53)	(0.20)	(0.16)	(0.26)
区域	-0.122	-0.146	-0.141	0.086	0.048	0.045
	(-0.54)	(-0.66)	(-0.63)	(0.22)	(0.12)	(0.11)
企业属性	0.618	0.605	0.660	-0.045	-0.057	0.029
	(1.04)	(1.03)	(1.11)	(-0.04)	(-0.05)	(0.03)
常数项	0.554	1.111***	-2.339	1.950	1.243**	-4.360
	(0.14)	(3.72)	(-0.66)	(0.27)	(2.32)	(-0.69)
观测数	121	121	121	121	121	121

表 72-73 揭示薪酬激励对职业稳定性的动态影响机制。高收入组股权激励每提升 1 单位，最短在职时间延长 3.4%（系数 0.034，t=1.70，10%边际显著），但最长在职时间无显

著变化，反映股权激励更可能延长高管“观望期”而非持续留任。低收入组则呈现反向规律：股权激励系数为-0.049($t=-1.71$, 10%显著), 暗示每单位激励提升使平均在职时间缩短 4.8%，这可能源于低薪企业股权价值的波动性加剧高管职业风险规避倾向。特别地，低收入组薪酬总包对最长在职时间的系数达 0.413 ($t=0.87$), 虽不显著但其经济效应是高收入组的 2.4 倍，表明综合激励方案对弱势企业高管留任具有潜在长期价值。

11.4 高收入与低收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

表格 74 高收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
高管基本工资变动	-0.051 (-1.38)			
高管基本工资较前任变动		-0.179 (-1.27)		
高管薪酬总包变动			-0.044 (-1.17)	
高管薪酬总包较前任变动				0.046 (0.30)
高管基本工资	0.203 (0.86)	0.001 (0.01)		
高管薪酬总包			-0.031 (-0.11)	-0.057 (-0.55)
企业规模	0.015 (0.27)	0.013 (0.56)	0.006 (0.08)	0.016 (0.74)

资产负债率	-0.008	0.001	-0.006	0.001
	(-1.36)	(0.78)	(-0.80)	(0.88)
股权集中度	-0.003	0.004	0.002	0.004
	(-0.31)	(1.08)	(0.15)	(1.18)
区域	-0.171	0.105	-0.181	0.137
	(-0.90)	(0.89)	(-0.77)	(1.19)
企业属性		0.024		0.001
		(0.09)		(0.00)
常数项	-2.034	0.006	1.090	0.726
	(-0.63)	(0.00)	(0.25)	(0.48)
观测数	95	95	95	95

表格 75 低收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响（概率模型）

	离职概率			
	(1)	(2)	(3)	(4)
高管基本工资变动	-0.279			
	(-0.91)			
高管基本工资较前任变动		-0.394***		
		(-3.22)		
高管薪酬总包变动			-0.367	
			(-1.31)	
高管薪酬总包较前任变动				-0.391**
				*
				(-3.10)
高管基本工资	-0.064	0.013		

	(-0.25)	(0.11)		
高管薪酬总包			0.083	0.027
			(0.32)	(0.23)
企业规模	-0.005	0.002	-0.033	-0.002
	(-0.13)	(0.13)	(-0.76)	(-0.13)
资产负债率	-0.002	0.000	0.002	0.000
	(-0.45)	(0.18)	(0.43)	(0.19)
股权集中度	-0.016*	-0.007**	-0.017*	-0.007**
	*	*	*	*
	(-2.31)	(-3.21)	(-2.42)	(-3.22)
区域	-0.150	-0.117	-0.227	-0.109
	(-0.63)	(-1.22)	(-1.04)	(-1.13)
企业属性	0.020	-0.269	0.081	-0.199
	(0.05)	(-0.96)	(0.21)	(-0.74)
常数项	1.881	0.521	-0.034	0.347
	(0.59)	(0.34)	(-0.01)	(0.22)
观测数	121	121	121	121

表格 76 高收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

	高管在职时间（最短）			离职高管在职时间（最长）				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基		-0.246				-0.527		
本工资								
变动								
		(-0.58)				(-0.69)		

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基 本工资 较前任 变动	-0.071				-0.131*			
	(-0.88)				(-1.88)			
高管薪 酬总包 变动				0.304				1.802**
				(0.73)				(2.52)
高管薪 酬总包 较前任 变动			0.028				-0.024	
			(0.33)				(-0.30)	
高管基 本工资			0.588	0.147			0.383	0.015
			(0.86)	(0.51)			(0.59)	(0.03)
高管薪 酬总包	0.330	-0.183			0.476	-0.245		
	(0.97)	(-0.71)			(1.62)	(-0.53)		
企业规 模	0.326***	-0.011	0.298*	-0.016	0.375***	0.045	0.313*	0.035
	(3.54)	(-0.18)	(2.00)	(-0.27)	(4.70)	(0.42)	(2.20)	(0.35)

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
资产负债率	-0.018*	-0.001	-0.017	-0.000	-0.029***	-0.001	-0.028*	-0.001
	(-1.92)	(-0.31)	(-1.09)	(-0.15)	(-3.44)	(-0.38)	(-1.87)	(-0.16)
股权集中度	-0.019	-0.011	-0.016	-0.010	-0.021*	0.009	-0.023	0.012
	(-1.40)	(-1.23)	(-0.63)	(-1.19)	(-1.82)	(0.59)	(-0.91)	(0.82)
区域	-0.490	-0.055	-0.109	-0.076	-0.615**	0.517	-0.478	0.489
	(-1.75)	(-0.18)	(-0.17)	(-0.25)	(-2.53)	(0.93)	(-0.76)	(0.94)
企业属性		0.352		0.533		0.125		0.692
		(0.43)		(0.65)		(0.09)		(0.49)
常数项	-3.757	4.610	-7.929	-0.168	-5.224	4.789	-3.765	0.494
	(-0.81)	(1.31)	(-0.73)	(-0.04)	(-1.29)	(0.76)	(-0.36)	(0.07)
观测数	95	95	95	95	95	95	95	95

表格 77 低收入空降高管薪酬激励变动对职业稳定性的影响

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
高管基本工资 变动		0.169				-0.396		
		(0.59)				(-0.78)		
高管基本工资 较前任变动	0.467				0.225			
	(0.79)				(0.36)			
高管薪酬总包 变动				0.045				-0.525
				(0.15)				(-1.00)
高管薪酬总包 较前任变动			0.311				-0.259	
			(0.47)				(-0.39)	
高管基本工资			0.181	0.256			0.480	0.378
			(0.30)	(0.95)			(0.78)	(0.80)
高管薪酬总包	0.296	0.062			0.306	0.012		
	(0.56)	(0.23)			(0.55)	(0.03)		
企业规模	0.119	0.051	0.121	0.047	0.115	0.108*	0.068	0.094
	(1.61)	(1.47)	(1.25)	(1.37)	(1.47)	(1.76)	(0.69)	(1.53)
资产负债率	0.000	0.002	0.002	0.002	-0.002	0.002	0.005	0.002
	(0.06)	(1.06)	(0.19)	(1.16)	(-0.27)	(0.58)	(0.47)	(0.62)
股权集中度	0.021	0.003	0.016	0.003	0.005	0.002	0.002	0.002
	(1.28)	(0.51)	(0.93)	(0.53)	(0.29)	(0.16)	(0.10)	(0.20)

	高管在职时间（最短）				离职高管在职时间（最长）			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
区域	-0.404	-0.114	-0.244	-0.139	-0.638	0.057	-0.541	0.026
	(-0.96)	(-0.51)	(-0.60)	(-0.62)	(-1.43)	(0.14)	(-1.31)	(0.07)
企业属性	0.290	0.702	0.064	0.666	0.474	-0.155	0.145	-0.039
	(0.40)	(1.13)	(0.08)	(1.11)	(0.62)	(-0.14)	(0.18)	(-0.04)
常数项	-3.653	0.153	-2.292	-2.396	-2.735	1.082	-5.161	-3.692
	(-0.56)	(0.04)	(-0.29)	(-0.67)	(-0.39)	(0.18)	(-0.64)	(-0.58)
观测数	121	121	121	121	121	121	121	121

表 74 与表 75 的回归结果显示，高收入组与低收入组在薪酬调整对离职概率的影响上呈现显著分化。高收入组中，基本工资变动（系数-0.051， $t=-1.38$ ）、薪酬总包变动（系数-0.044， $t=-1.17$ ）及与前任薪酬比较（系数-0.179， $t=-1.27$ ）均未通过显著性检验，表明高薪区间薪酬调整的边际保留效应趋近于零。可能原因在于，当薪酬水平突破“生存工资”阈值后，经济性激励的敏感度弱化，高管更关注非货币性激励因素（如职业发展、企业声誉）。反观低收入组，基本工资较前任变动（系数-0.394， $t=-3.22$ ）和薪酬总包较前任变动（系数-0.391， $t=-3.10$ ）均在 1%水平显著负向影响离职概率，显示当薪酬低于历史基准时，离职概率分别上升 32.5%和 32.3%。这种纵向公平感知的敏感性差异，可能源于低收入群体对薪酬比较的“锚定效应”更强，其决策更依赖历史薪酬参照系。

表 76 和表 77 显示，薪酬激励对职业周期的影响存在结构性差异。高收入组薪酬总包变动对最长在职时间具有显著正向影响（系数 1.802， $t=2.52$ ，5%水平），表明每单位薪酬

总包提升可使任期延长 180.2%，反映长期激励工具的"金手铐"效应。可能原因在于高薪高管更看重股权、期权等延期支付工具的价值累积，其离职的机会成本随任期延长递增。而低收入组中，薪酬总包变动对最长在职时间的系数为-0.525 (t=-1.00)，虽未达统计显著但方向性明确，结合基本工资较前任变动的正向趋势（系数 0.467，t=0.79），暗示低薪群体对薪酬结构调整的适应性存在阈值效应：当薪酬增幅低于预期时，短期薪酬提升反而可能加速职业流动。

11.5 高收入与低收入空降高管职业稳定性对企业绩效的影响

表格 78 高收入空降高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	10.569			-12.378		
	(1.60)			(-1.22)		
在职时间（最短）		-5.527**			0.815	
		(-2.04)			(0.17)	
离职高管在职时间 （最长）			-0.759			1.343
			(-0.49)			(0.50)
企业规模	0.574	0.606	0.711	3.039	4.172*	4.100*
	(0.44)	(0.47)	(0.53)	(1.50)	(1.80)	(1.77)
资产负债率	-0.162***	-0.147***	-0.145***	-0.030	-0.023	-0.022
	(-3.34)	(-3.27)	(-3.14)	(-0.40)	(-0.29)	(-0.28)
股权集中度	0.693***	0.689***	0.758***	0.792**	0.991***	0.969***
	(3.50)	(3.46)	(3.73)	(2.60)	(2.80)	(2.76)

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
区域	1.410	3.083	3.868	3.045	1.552	0.812
	(0.20)	(0.45)	(0.55)	(0.29)	(0.13)	(0.07)
企业属性	1.532	9.385	7.295	-0.359	0.384	0.426
	(0.09)	(0.52)	(0.39)	(-0.01)	(0.01)	(0.01)
常数项	-14.224	-4.155	-14.469	-34.938	-52.224*	-52.215**
	(-1.03)	(-0.27)	(-0.98)	(-1.65)	(-1.92)	(-2.05)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 79 低收入空降高管职业稳定性对企业一年期绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	-5.897			20.173		
	(-1.48)			(1.20)		
在职时间 (最短)		2.164			-6.837	
		(1.05)			(-0.77)	
离职高管 在职时间 (最长)			0.211			-1.636
			(0.18)			(-0.32)
企业规模	0.002	-0.239	-0.144	2.249	2.358	2.159
	(0.00)	(-0.35)	(-0.21)	(0.83)	(0.79)	(0.72)
资产负债	0.047	0.041	0.045	0.146	0.157	0.148

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
率	(1.62)	(1.36)	(1.47)	(1.19)	(1.20)	(1.14)
股权集中	-0.108	-0.086	-0.081	-0.373	-0.581	-0.595
度	(-1.06)	(-0.79)	(-0.74)	(-0.87)	(-1.23)	(-1.26)
区域	-19.220***	-19.628***	-19.903***	-65.581***	-73.407***	-72.460***
	(-4.68)	(-4.38)	(-4.42)	(-3.79)	(-3.80)	(-3.74)
企业属性	-0.352	-0.468	0.876	22.385	24.391	20.104
	(-0.03)	(-0.04)	(0.07)	(0.46)	(0.47)	(0.39)
常数项	20.100***	17.238***	19.179***	40.059	68.401**	63.345**
	(3.41)	(2.73)	(3.13)	(1.61)	(2.51)	(2.40)
观测数	121	121	121	121	121	121

表格 80 高收入空降高管职业稳定性对企业两年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	-16.211			-34.841		
	(-1.07)			(-1.52)		
在职时间(最短)		4.673			9.717	
		(0.71)			(0.92)	
离职高管在职时 间(最长)			3.344			5.814
			(0.92)			(0.99)
企业规模	6.917**	5.829*	5.673*	10.394**	9.446*	9.146*
	(2.31)	(1.94)	(1.89)	(2.29)	(1.96)	(1.90)
资产负债率	-0.641***	-1.060***	-1.054***	-0.498***	-1.013***	-1.001***
	(-6.44)	(-8.15)	(-8.13)	(-3.30)	(-4.86)	(-4.81)
股权集中度	-1.908***	-1.644***	-1.715***	-2.671***	-2.288***	-2.430***
	(-4.45)	(-3.77)	(-4.00)	(-4.11)	(-3.27)	(-3.53)
区域	-23.426	-21.754	-23.358	-31.473	-32.909	-35.860
	(-1.55)	(-1.42)	(-1.53)	(-1.37)	(-1.34)	(-1.46)
企业属性	18.528	11.001	12.212	15.925	-3.851	-1.116
	(0.48)	(0.25)	(0.28)	(0.27)	(-0.05)	(-0.02)
常数项	56.885*	67.925**	71.921**	53.012	54.672	64.858
	(1.95)	(2.07)	(2.36)	(1.20)	(1.04)	(1.33)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 81 低收入空降高管职业稳定性对企业两年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	10.637 (0.97)			30.972 (1.44)		
在职时间 (最短)		11.703** (2.12)			8.483 (0.75)	
离职高管 在职时间 (最长)			5.571* (1.79)			4.608 (0.73)
企业规模	8.135*** (4.44)	7.258*** (3.80)	7.344*** (3.82)	11.698*** (3.24)	10.700*** (2.74)	10.705*** (2.74)
资产负债 率	-1.546*** (-12.66)	-1.587*** (-12.83)	-1.574*** (-12.69)	-1.678*** (-6.97)	-1.698*** (-6.71)	-1.691*** (-6.71)
股权集中 度	-1.066*** (-3.93)	-1.461*** (-5.29)	-1.406*** (-5.10)	-1.882*** (-3.52)	-2.563*** (-4.54)	-2.525*** (-4.50)
区域	-17.352 (-1.56)	-18.995 (-1.60)	-20.912* (-1.76)	-60.885*** (-2.77)	-67.922*** (-2.80)	-69.338*** (-2.87)
企业属性	47.916 (1.53)	45.443 (1.44)	52.081 (1.64)	80.677 (1.30)	78.920 (1.22)	83.772 (1.30)
常数项	83.159***	89.880***	94.231***	122.788***	153.388***	155.972***

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	(5.05)	(5.33)	(5.68)	(3.79)	(4.45)	(4.62)
观测数	121	121	121	121	121	121

表格 82 高收入空降高管职业稳定性对企业三年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	-0.128 (-1.21)			-0.237 (-1.62)		
在职时间 (最短)		0.030 (0.67)			0.033 (0.51)	
离职高管在职时 间 (最长)			0.019 (0.73)			0.026 (0.69)
企业规模	0.052** (2.43)	0.051** (2.37)	0.050** (2.32)	0.076** (2.55)	0.080** (2.57)	0.078** (2.53)
资产负债率	-0.719*** (-7.03)	-1.066*** (-8.44)	-1.062*** (-8.41)	-0.597*** (-4.21)	-1.034*** (-5.74)	-1.028*** (-5.71)
股权集中度	-1.248*** (-4.00)	-1.060*** (-3.30)	-1.098*** (-3.43)	-1.636*** (-3.78)	-1.342*** (-2.93)	-1.388*** (-3.05)
区域	-0.142 (-1.36)	-0.128 (-1.19)	-0.135 (-1.26)	-0.187 (-1.29)	-0.198 (-1.30)	-0.208 (-1.36)
企业属性	0.181 (0.65)	0.125 (0.39)	0.133 (0.41)	0.133 (0.35)	-0.013 (-0.03)	-0.005 (-0.01)
常数项	0.510** (2.39)	0.566** (2.38)	0.594*** (2.65)	0.417 (1.41)	0.453 (1.34)	0.475 (1.49)
观测数	95	95	95	95	95	95

表格 83 低收入空降高管职业稳定性对企业三年均绩效的影响

	ROA			ROE		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
是否离职	0.042 (0.47)			0.165 (0.91)		
在职时间（最短）		0.074 (1.65)			-0.024 (-0.25)	
离职高管在职时间 （最长）			0.037 (1.44)			-0.017 (-0.31)
企业规模	0.078*** (4.94)	0.073*** (4.33)	0.074*** (4.37)	0.103*** (3.21)	0.103*** (2.91)	0.103*** (2.93)
资产负债率	-1.333*** (-10.43)	-1.381*** (-10.51)	-1.373*** (-10.43)	-1.094*** (-4.21)	-1.113*** (-4.05)	-1.114*** (-4.06)
股权集中度	-0.757*** (-3.35)	-1.013*** (-4.31)	-0.971*** (-4.17)	-1.494*** (-3.25)	-1.856*** (-3.78)	-1.866*** (-3.84)
区域	-0.170* (-1.84)	-0.189* (-1.92)	-0.200** (-2.02)	-0.636*** (-3.40)	-0.712*** (-3.44)	-0.709*** (-3.43)
企业属性	0.338 (1.30)	0.337 (1.27)	0.375 (1.42)	0.543 (1.03)	0.582 (1.05)	0.569 (1.03)
常数项	0.650*** (4.66)	0.702*** (4.90)	0.723*** (5.10)	0.915*** (3.23)	1.185*** (3.95)	1.183*** (4.00)
观测数	121	121	121	121	121	121

表 78 与表 79 的对比显示，高管职业稳定性对短期绩效的影响呈现显著组间差异。高收入组中，在职时间最短变量对 ROA 的系数为-5.527（ $t=-2.04$ ，5%显著），表明任职时长

每减少 1 年将导致 ROA 下降 5.5%，可能源于短期任职导致战略执行断层；而离职高管在职时间最长变量对 ROA 无显著影响（系数-0.759， $t=-0.49$ ），反映高薪企业对历史管理遗产的依赖性较弱。反观低收入组，在职时间最短变量对 ROA 呈正向趋势（系数 2.164， $t=1.05$ ），但离职高管在职时间最长变量对 ROE 产生显著负向影响（系数-1.636， $t=-0.32$ ），暗示低薪企业高管任期与绩效存在“倒 U 型”关系——适度的任职周期方能平衡经验积累与创新僵化风险。

表 80 和表 81 揭示职业稳定性影响的动态演变。高收入组在职时间最短变量对 ROA 的系数转为正向（4.673， $t=0.71$ ），但统计不显著，反映高管任职时长对绩效的边际贡献随时间弱化。而低收入组该系数显著提升至 11.703（ $t=2.12$ ，5%显著），表明任职每延长 1 年可使 ROA 增长 11.7%，印证管理经验累积对低薪企业运营效率的强化作用。值得注意的是，低收入组离职高管在职时间最长变量对 ROA 的系数达 5.571（ $t=1.79$ ，10%边际显著），其效应强度是高收入组（3.344， $t=0.92$ ）的 1.67 倍，显示低薪企业更依赖高管历史管理遗产的延续效应。

表 82 和 83 显示职业稳定性效应趋于收敛。高收入组在职时间最短变量对 ROA 的系数降为 0.030（ $t=0.67$ ），而低收入组维持 0.074（ $t=1.65$ ，10%边际显著），表明低薪企业高管任期累积效应的影响周期更长。股权集中度的影响呈现跨组一致性：高收入组系数为 -1.248（ $t=-4.00$ ，1%显著），低收入组为 -0.757（ $t=-3.35$ ，1%显著），反映适度股权分散对长期绩效的提升作用具有普适性。区域变量在低收入组持续显著负向（ROE 系数-0.709，

$t=-3.43$), 其影响强度是高收入组 ($-0.208, t=-1.36$) 的 3.4 倍, 揭示地域资源约束对低薪企业长效治理的压制存在棘轮效应。

第十二章 研究结论与政策建议

12.1 研究结论

本文将通过数据分析验证理论模型，在此基础上揭示企业空降高管薪酬激励与企业绩效的关系。结合一些理论背景，分析在不同的薪酬激励方案与企业经营绩效表现的相关性。

本研究发现，空降高管薪酬激励水平（包括货币薪酬、股权激励及总薪酬包）对企业短期绩效（1-3年）无显著影响，但股权激励在长期维度（2年期）呈现负向作用。这种“激励失灵”现象可能源于股权激励的长期绑定效应与业绩考核机制的错配：当股权行权条件与企业战略周期不匹配时，高管可能采取短期化经营行为以规避风险，导致长期绩效受损。此外，薪酬总包增长率对企业绩效的预测效应存在2年滞后期，印证了人才价值转化需要组织适配时间的客观规律。

薪酬激励的横向比较（相较于前任薪酬水平）而非绝对水平对职业稳定性具有显著影响。当空降高管薪酬总包较前任增长10%时，其离职概率降低19.4%（ $p < 0.05$ ），这揭示了中国职业经理人市场的特殊心理契约：薪酬变动作为外部市场定价信号，其横向可比性比绝对数值更能影响留任意愿。但值得注意的是，薪酬增长的激励效应存在“阈值效应”，当增幅超过市场基准50%时，边际激励效果显著衰减。

高管在职时间与企业绩效未呈现显著相关性，这与委托代理理论预期相悖。深层分析表明，中国职业经理人市场存在“双向套利”现象：一方面，企业通过高薪吸引外部人才期待快速业绩改善；另一方面，空降高管借助职位跳板实现个人市场价值提升。这种短期博

弈关系削弱了任职时长与绩效产出的内在逻辑，反映出转型经济体中人力资本定价机制与组织承诺机制的协同失效。

12.2 政策建议

对于用人单位：

第一，构建分层激励机制，对战略决策层（如 CEO）采取股权主导的“金手铐”模式，设置 5 年以上行权周期并与 ESG 指标挂钩；对运营执行层（如部门总监）实施“高浮动奖金+任期奖金池”的短中期结合方案，将绩效奖金占比提升至 60%以上。

第二，优化薪酬对标机制，建立动态市场薪酬数据库，将外部对标范围从行业均值拓展至人才流动密集的“对标企业群”，确保薪酬涨幅不低于目标群体中位值的 15%。

对于职业经理人：

第一，理性评估薪酬结构，在跨职涯跃迁中，需综合评估股权激励的变现可能性（如企业上市计划）与绩效奖金的兑现风险（如考核指标合理性），建议将可变薪酬占比控制在 40-60%的“风险舒适区”。

第二，规划职业生命周期，年龄较高的高管应重点关注企业年金、补充医疗保险等长期福利，将薪酬谈判重点从即期现金转向递延支付与退休保障计划。

对于人力资源市场：

第一，完善信息中介功能，猎头机构应开发“薪酬-绩效”匹配指数，将企业历史绩效波动率、高管离职后业绩表现等纳入人才评估体系，降低信息不对称带来的匹配风险。

第二，推动监管创新，建议行业协会建立"薪酬激励信息披露平台"，强制上市公司披露空降高管薪酬结构、绩效考核公式及离职补偿条款，增强市场定价透明度。

参考文献

- [1]奥嘉欣.高管激励与企业绩效.兰州大学,2020.
- [2]范瑞芳、朱换影.基于绩效考核视角的企业薪酬激励机制及其构建.企业改革与管理,2019,(18):83+86.
- [3]葛广宇、陈佳妮、魏向杰.上市公司高管薪酬激励对企业绩效的影响研究--基于服装行业上市公司样本数据.现代管理科学,2021,(06):70-79.
- [4]郭雪萌、梁彭、解子睿.高管薪酬激励、资本结构动态调整与企业绩效.山西财经大学学报,2019,41(04):78-91.
- [5]刘永丽,王凯莉.高管薪酬结构、团队稳定性与企业绩效研究[J].财会月刊,2018,(16):35-44.
- [6]刘玉颖.股权性质、高管激励与企业绩效.江苏商论,2021,No.443(09):117-121.
- [7]马桂芬,罗萌萌.股权激励、风险承担与企业创新绩效--一来自广东省上市公司的证据.财会学习,2020,No.264(19):4-6.
- [8]倪娟,王帆.管理层能力提高了研发绩效吗?--基于 F 内控视角.科研管理,2020,41(04):220-228.
- [9]倪艳,胡燕.股权激励强度对企业绩效的影响一-以 A 股上市公司为例.江汉论坛,2021,No.514(04):17-27.
- [10]俞鸿琳.国有上市公司管理者股权激励效应的实证检验.经济科学,2006,(01):108 116.
- [11]宋佳宁,张莲苓.股权激励度对公司绩效影响研究--基于户市公司数据.会计之友,2015(19):37-41
- [12]王春雷,黄庆成.高管股权激励对企业绩效的影响研究--基于于中介效应模型.会计之友.2020,(03):89-96.
- [13]王莹莹.公司内部治理视角下联建光电财务舞弊案例研究.贵州财经大学,2021.
- [14]卫铭,刘亚洲.管理防御与公司业绩的实证研究--基于高新技术企业与非高新技术企业上市公司数据.国际商务财会,2020,No.376(04):72-77+91.
- [15]肖建华,王若凡.薪酬、股权与晋升,哪种高管激励模式对科研组织衍生企业更有效?--来自我国上市公司的证据.管理评论,2022,34(01):79-91.

- [16]徐志武.我国出版上市公司高级经理层激励与绩效关系研究[J].现代出版,2018,(05):31-34.
- [17]张劲松,王萌萌.CEO 研发经历、技术创新与企业价值会计之友,2020,No.646(22):83-88.
- [18]Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 1984, 74(4): 650-659.
- [19]Ismail Lahlou, Patrick Navatte. Director compensation incentives and acquisition performance. *International Review of Financial Analysis*, 2017,53:1-11
- [20]Jana Oehmichen, Laura Jacobey, Michael Wolff. Have we made ourselves (too) clear? Performance effects of the incentive explicitness in CEO compensation. *Long Range Planning*2020,53(3).
- [21]Michael C. Jensen, William H. Meckling . Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3 (4): 305-360.
- [22] Li L., Yua L., Dou S.. Ownership, equity incentive heterogeneity and enterprise performance - An empirical research based on propensity score matching method. *Quarterly Journal of Indian Pulp and Paper Technical Association*, 2018, 30 (1): 331-338.
- [23] Michael C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 1986, 76(2): 323-329
- [24] Slava S., Puhinska V. Aligning enterprise performance goals and pay motivational design in forest enterprises, Transcarpathia, Ukraine. *Scientific Papers of the University of Pardubice-Series D*, 2021, 29 (3).
- [25] Sofka W. Innovation activities abroad and the effects of liability of foreignness: Where it hurts (2006). Center for European Economic Research (ZEW) Discussion Paper No. 06-029